

2014年5月20日

我が国銀行業界の構造的課題と対応

国家戦略特区WG ヒアリング用資料

野崎 浩成、CFA
マネジングディレクター
hironari.nozaki@citi.com
+81-3-6270-4849

アナリスト・サーティフィケーション、重要な開示事項、米国以外のリサーチアナリストに関する開示事項については、Appendix A-1 をご参照ください。
Citi Research は、シティグループ・グローバル・マーケットズ・インク(以下「弊社」といいます)の一部門です。弊社は、そのリサーチ・レポート中でカバーされている企業と取引をしている又は今後取引をすることがあります。よって、投資家の皆様は、弊社が、本レポートの客観性に影響を与える可能性がある利益相反関係にある場合があることを、ご了解ください。投資家の皆様は、本レポートが、投資を決定する際の要素の一つとしてのみ考慮されるべきであることに、ご留意ください。特定のプロダクト(執筆者の発行済リサーチと矛盾しないもの)はシティのポータルサイトでのみ提供しています。

国際金融都市化を巡る議論

金融改革・規制緩和に向けた過去の要望のまとめ

	「提言：グローバル金融センターとしての東京に向けて」国際銀行協会 (3/16/2007)*2	「提言：経済成長に向けた金融改革の推進」国際銀行協会 (3/25/2010)*1	「東京金融シティ構想の実現に向けて」三社共同提言*3*4 (3/16/2007)
推進組織の設置	金融セクター推進機構(内閣府直轄機関、民間人を長官)を設置、インフラ整備とマーケティングのドライバーに。	金融サービスを将来の成長のための戦略的産業と位置付け、潜在的能力実現に向けた政策づくり。金融セクター推進機構の活用。	国・東京都・民間が連携し、東京金融シティ構想を目指した連絡協議会の設置。
業法規制の緩和	金融商品取引法第33、44条(銀行と証券の業務隔壁を規定)の廃止・緩和。ファイヤーウォール規制の緩和。		
制度的な改革		年金システムを個人主体システムへ転換させるための検討の着手(自己責任による投資判断)。401KやIRAでの拠出上限緩和。	
国内市場の育成		GPIF、ゆうちょ、かんぽの民間セクターに対する積極的投資への転換。機関投資家による議決権行使の適正化。	公的年金・外貨準備の運用多様化。東京市場の多通貨化に向けた環境整備。
国際市場の育成	優遇措置やマーケティングによるアジア企業の東京市場への上場促進。統合等による競争力ある取引所の確立。		日本版メイヤー設置による、海外向けプロモーションの実践。
投資促進のための税制	投資を奨励するキャピタルゲインおよび配当課税の恒久的低率化。	投資を奨励するキャピタルゲインおよび配当課税の恒久的低率化。金融商品の一体課税。	資産形成支援策(NISA、DCP等)の見直し。
金融人材の育成	若年層の実用英語教育の向上。金融に関する知識向上のプログラムの導入。官民共同研修センター設立など。	若年層に加え、成人に対する金融教育の実践。	教育現場における金融教育の充実。金融実地研修制度による海外人材交流。
外国機関の進出促進	女性・外国人の金融業界での就業を拡大する支援策として育児支援者や家事補助者に対する就業ビザ交付促進 個人所得税率の高さの是正。非永住者(過去10年中5年以上の居住)への包括課税の見直し。		地方法人税の減免による、東京進出意欲の促進。 英語による医療・行政サービスの拡充。インターナショナルスクールの規制緩和。

*1 http://www.ibajapan.org/ja/system/files/page/files/IBA-Recommendations-for-Further-Financial-Reforms_web.pdf

*2 <http://www.ibajapan.org/system/files/resource/files/>

*3 日本経済研究センター、大和総合研究所、みずほ総合研究所

*4 <http://www.jcer.or.jp/policy/index.html>

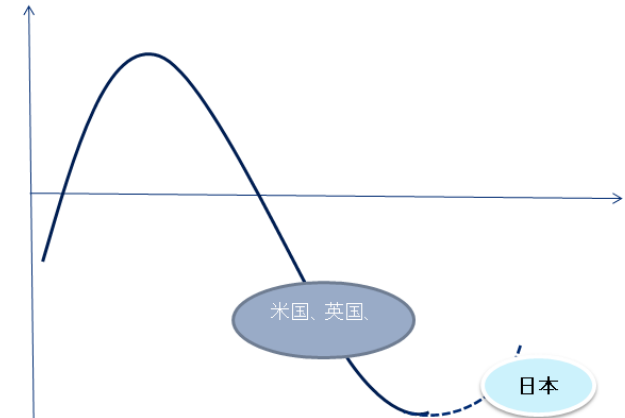
バブルと規制の経済学

バブルの分析

銀行の所在	日本	米国	欧州	中国
バブル形成時期	1986～1990年	2003～2007年	EU	2007年～
バブル崩壊時期	1991年	2007～2008年	2007～2008年	NA
特徴	株式・不動産バブル	住宅・不動産バブル	グローバル化 & 不動産バブル	不動産・株式バブル
背景	プラザ合意から連なる金融緩和、金利選好	ITバブル崩壊以降の金融緩和、様々な非対称性	米国バブルへの積極的関与、EU各国における不動産投資熱	成長持続のための公共投資、不動産投資熱
崩壊トリガー	三業種総量規制、金融引き締め、イラク戦争	金融引き締め、流動性不安	米国金融引き締め、流動性不安	NA
インセンティブ構造	拡大志向	業績連動報酬	業績連動報酬	拡大志向
信用膨張ツール	伝統的銀行貸出、ノンバンク(住専を含む)、抵当証券	証券化商品、デリバティブ	証券化商品、デリバティブ	銀行貸出、理財商品
ピーク預貸率	136%	95%	116%	77%
現状預貸率	68%	73%	108%	71%
規制の不備	資産査定等の甘さ、市場規律の欠如	不適正なリスクウェイト、流動性監視の欠如	同左、域内における監督の不統一	金利自由化の遅滞、規制逃れへの対応の欠如
当局の事後対応	自己査定、時価会計、強力な金融検査	財務規制・行為規制強化	財務規制・行為規制強化	金利自由化への対応、理財商品の監視強化

規制緩和

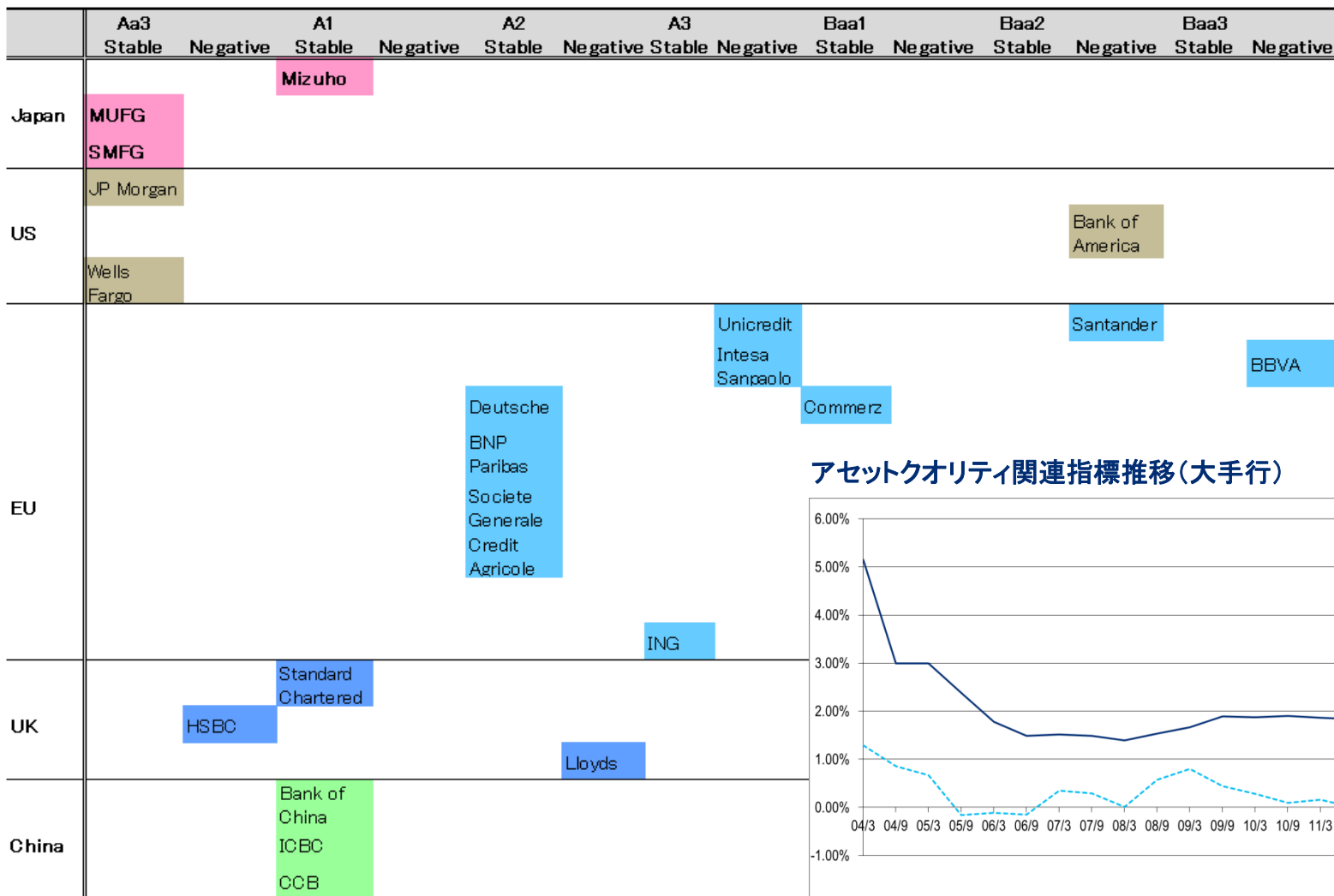
規制強化



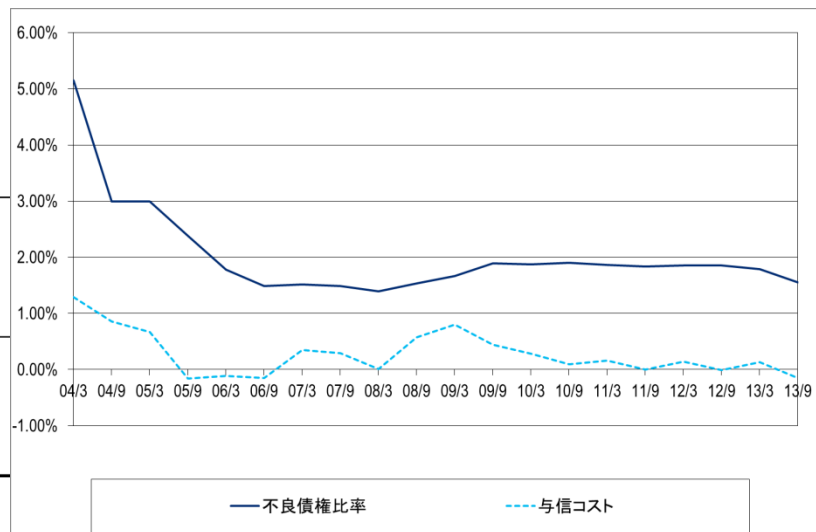
規制・監督強化の功罪

信用格付けの状況

Moody's長期格付け(2013年11月末現在)



アセットクオリティ関連指標推移(大手行)





邦銀の課題の整理

経営環境

- ✓ 低金利環境、デフレ環境の長期化
- ✓ 銀行監督厳格化の長期化

精神的な課題

- ✓ 金融検査マニュアルおよびこれに即した検査の定着と、これに応じた銀行員のリスクアバース・マインドの深まり
- ✓ 失われた20年で刷り込まれた、格付け等のクレジット関連をステークホルダーの中でも重きをおいた潜在意識

実態的な課題

- ✓ ボリューム重視による囚人のジレンマがもたらす消耗戦
- ✓ メガバンクもいまだにドメスティック

制度上の対応

- ✓ マニュアルの抜本的見直し
- ✓ 成長に対する投資のための規制緩和



野崎 浩成（のざき ひろなり）

シティグループ証券マネジングディレクター。銀行、証券、保険、ノンバンクを担当。

千葉商科大学大学院客員教授

86年慶應義塾大学経済学部卒。91年エール大学経営大学院修了。博士（政策研究、千葉商科大学）。

埼玉銀行、HSBC等を経て、04年5月より現職。

著書に「銀行」（日本経済新聞社）、「銀行の罪と罰—規制とガバナンスのバランスを求めて」（蒼天社出版）、「バーゼルⅢは日本の金融機関をどう変えるか」（日本経済新聞社）。

米国CFA協会認定証券アナリスト。日本証券アナリスト協会検定会員。

10年日経アナリストランキング総合1位（全産業）、05～14年日経アナリストランキング1位（銀行部門）、04～13年インスティテューショナルインベスター誌1位（銀行部門、同誌”Hall of Fame”入り）。

人命救助による浦和警察署長表彰（1976）

趣味はホットヨガ、水泳、仏像鑑賞

03-6270-4849

hironari.nozaki@citi.com

Appendix A-1

アナリスト・サーティフィケーション

本調査レポートの作成・内容に主たる責任を負うリサーチアナリストは、表紙の著者欄に太字で名前が表示されます。ただし、アナリストの名前がそのアナリストに帰属する内容とともに太字で表示されるセクションを除きます。それぞれのアナリストは、レポートの中の責任を持つセクションに関し、そこに示された見解が対象発行体や対象証券に対する個人の見解を正確に反映しており、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクとその関係会社も含め、独立した形で作成されたことを証明します。アナリストの報酬のいかなる部分も、過去、現在または将来において、間接、直接いずれの形で、本レポートでリサーチアナリストが明らかにした特定の推奨や見解と関係がありません。

重要な開示事項

アナリストの報酬は、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク及びその関係会社(以下「弊社」といいます)の顧客である投資家に便益をもたらすことを目的とする活動及びサービスに基づいて決定されます。全ての従業員と同様に、アナリストは、投資銀行部門の収入を含む会社全体の収益性に影響される報酬を受け取ります。

Citi Research のプロダクト(「本プロダクト」といいます)における対象企業に関する重要な開示事項(開示事項の履歴の写しを含む)については、388 Greenwich Street, 28th floor, New York, NY, 10013 の Citi Research (担当: Legal/Compliance [E6WYB6412478])にお問い合わせ下さい。また、同じ重要な開示事項(バリュエーション、リスク及び開示事項の履歴を除く)が弊社の開示事項に関するウェブサイト(https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures)に記載されています。バリュエーション及びリスクは、対象企業の最新レポートの本文に記載されています。開示事項の履歴(過去3年間)は、ご希望に応じて提供させていただきます。

Citi Research 格付分布

現在データ 2014 年 3 月 31 日

Citi Research グローバル ファンダメンタルカバレッジ対象 各投資評価カテゴリーにおける弊社の投資銀行業務の顧客企業数の割合	12 Month Rating			Relative Rating		
	買い	中立	売り	買い	中立	売り
	49%	40%	12%	1%	98%	1%
	55%	53%	45%	58%	53%	42%

Citi Research のファンダメンタルリサーチの投資評価の手引き: Citi Research の株式推奨には投資格付とリスクの高い銘柄を強調するための任意のリスク格付が含まれます。リスク格付では、株価のボラティリティとファンダメンタルズの評価の両方を考慮します。株式は、リスク格付のない銘柄か、高リスク格付の銘柄のいずれかになります。投資格付: Citi Research の投資格付には、買い、中立、売りがあります。格付は、アナリストの予想トータルリターン(ETR)とリスクで決まります。ETR は、向こう 12 カ月の株価の上昇(あるいは下落)予想と配当利回りを考慮します。投資格付の定義では、買い(1) は ETR が 15% 以上で、高リスク銘柄では 25% 以上になります。売り(3) は ETR がマイナスです。買いでも売りでもない担当銘柄は中立(2) になります。中立(2) の銘柄では、評価の要因や投資の誘因が不十分でプラスやマイナスの投資評価を導き出せないとアナリストが考える場合、Citi Research マネジメントの承認を得てターゲットプライスを設定しないことも可能です。この場合、ETR も求められません。アナリストは、対象企業や対象企業の証券の取引に影響する(取引停止など)例外的な状況(アナリストのテーマに不可欠な情報の欠如など)を受けて、担当銘柄を「検討中」とすることができます。現実的に可能な限りできるだ

け速やかに、アナリストは投資評価と投資テーマを再開するためのメモを発行します。規制上の要件を満たすため、「検討中」と中立は、弊社の12ヵ月ファンダメンタル投資格付システムで、格付分布表で中立に相当するものとします。しかし、繰り返しますが、「検討中」を推奨とは考えていません。**相対3ヵ月レーティング**: Citi Research では、向こう3ヵ月、地域の及び業界のセクターに対するアウトパフォーム(最も好ましい)あるいはアンダーパフォーム(最も好ましくない)が予想されることを指摘するため、3ヵ月相対コール(あるいはレーティング)を付与することがあります。相対コールでは、その銘柄や市場に影響を与え、その銘柄の株価に短期的な影響を及ぼすと予想される具体的な目の誘因やイベントを取り上げるかもしれません。具体的な誘因がない場合、アナリストは検討中の株式ユニバースの中で最も好ましい銘柄と最も好ましくない銘柄を取り上げ、その短期見通しの理由を説明します。この向こう3ヵ月の見解は、その銘柄の中長期的な絶対トータルリターン見通しを反映するファンダメンタルな投資評価とは異なる可能性があり、ファンダメンタルな投資評価に影響を及ぼしません。NASDAQ/NYSE ratings-distribution-disclosure 規則に照らすと、最も好ましいコールは買い推奨に相当し、最も好ましくないコールは売り推奨に相当します。最も好ましいコールと最も好ましくないコールのいずれも付与されない銘柄は、ノン・レラティブ・レーテッド(NRR)とみなされます。NASDAQ/NYSE ratings-distribution-disclosure 規則に照らすと、3ヵ月相対レーティング・システムのレーティング区分表では、NRR は中立に相当します。しかし、繰り返しますが、NRR を推奨とは考えていません。

2011年10月8日以前、弊社の株式推奨システムにはリスク格付と投資格付が含まれていました。株価のボラティリティとファンダメンタルな評価の両方を考慮した**リスク格付**には、低リスク[L]、中リスク[M]、高リスク[H]、およびスペキュラティブ[S]がありました。**投資格付**の買い、中立、売りは、トータルリターンのCiti Research 予想(向こう12ヵ月の株価予想上昇率と予想配当利回り)とリスク格付によって決まりました。また、アナリストは、対象企業や対象企業の証券の取引に影響する(取引停止など)例外的な状況(アナリストのテーマに不可欠な情報の欠如など)を受けて、担当銘柄を「検討中」とすることができました。「検討中」とされた銘柄は毎日マネジメントがモニターしました。現実的に可能な限り速やかに、アナリストは投資評価と投資テーマを再開するメモを発行しました。先進市場(米国、英国、欧州、日本、オーストラリア、ニュージーランド)の有価証券の投資格付は以下の通りでした。: 買い (1) (低リスク銘柄の予想トータルリターンは10%以上、中リスク銘柄は15%以上、高リスク銘柄は20%以上、スペキュラティブ銘柄は35%以上。); 中立 (2) (低リスク銘柄は0%~10%、中リスク銘柄は0%~15%、高リスク銘柄は0%~20%、スペキュラティブ銘柄は0%~35%。); 売り (3) (トータルリターンがマイナス)。新興市場(アジア太平洋、欧州新興市場、中東、アフリカ、中南米)の有価証券の投資格付は以下の通りでした。: 買い (1) (低リスク銘柄の予想トータルリターンは15%以上、中リスク銘柄は20%以上、高リスク銘柄は30%以上、スペキュラティブ銘柄は40%以上。); 中立 (2) (低リスク銘柄は5%~15%、中リスク銘柄は10%~20%、高リスク銘柄は15%~30%、スペキュラティブ銘柄は20%~40%。); 売り (3) (低リスク銘柄は5%以下、中リスク銘柄は10%以下、高リスク銘柄は15%以下、スペキュラティブ銘柄は20%以下。)

投資評価は調査開始時、投資格付及びまたはリスク格付の変更時、およびターゲットプライスの変更時において上記のレンジに該当するよう決定されます(ただし、マネジメントによる一定の裁量が認められています)。それ以外の時は、市場における株価変動またはその他の短期的なボラティリティやトレーディング・パターンあるいはその両方のために、予想トータルリターンが上記のレンジから外れる場合もあります。このような特定のレンジからの一時的な乖離は許されますが、リサーチ・マネジメントによる審査の対象になります。お客様が有価証券を売買される際の投資判断は、お客様自身の投資目的に基づき、銘柄の予想パフォーマンスとリスクを評価した後においてのみ行われるべきです。

米国外のリサーチ・アナリストに関する開示事項

本レポートを作成した米国外のリサーチ・アナリスト(すなわち、以下に挙げられている全てのリサーチ・アナリストのうち、Citigroup Global Markets Inc.の被雇用者として示された者以外)は、リサーチアナリストとして金融取引業規制機構(FINRA)に登録されていません。当該アナリストは会員企業との関係者でない場合があり、従って、対象会社との連絡、公の場への登場、及びアナリスト自身の口座における証券取引に関する、NYSE 規則 472 と NASD 規則 2711 の規制が適用されない場合があります。本レポートの著者を雇用している法人は以下に列挙されています。:

その他 開示事項

金融商品取引法第 37 条に定める事項の表示

金融商品取引を行われる場合は、各商品等に所定の手数料等(株式取引の場合には、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連する固有リスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブ取引の場合には、お客様との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります。デリバティブ取引にあたり差し入れていただく保証金等の額は担保契約の内容により異なるため、現時点ではお取引の額の保証金等の額に対する比率上限を算出することはできません。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第 16 条第 1 項第 6 号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。商号等: シティグループ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 130 号 加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

弊社は、弊社が本プロダクトで推奨された有価証券のマーケットメーカーでない場合には、発行会社の金融商品の流動性を供給するための取引において自己勘定における取引を行うことがあります。弊社は、本プロダクトにおいて推奨されたことのある有価証券と連動するところの、取引されている金融商品に関し、通常の発行体です。弊社は、常に本プロダクトにおいて議論されている発行会社の有価証券の売買を行うことがあります。弊社は本プロダクトの内容と矛盾した売買を行う可能性があり、本プロダクトにおいて記載された有価証券に関して、自己勘定で顧客と売買を行う可能性があります。

弊社が推奨、勧誘又は売付けを行う有価証券は、(i) 米国連邦預金保険公社の保険の対象ではなく、(ii) 預金保険の対象となる預金機関(シティバンクを含む)の預金又はその他の債務でなく、(iii) 投資元本の損失を含む投資リスクを伴います。本プロダクト上の情報は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合又は要約されている場合もあります。ただし、弊社は本プロダクトの「重要な開示事項」においてなされた開示の正確性、完全性を判断する上ですべての妥当な手段を講じています。弊社調査本部は、本プロダクトにおいて言及されている対象会社から協力を得ました。この協力は、対象会社の経営陣との協議を含みますが、それに限定されません。弊社ポリシーによりリサーチアナリストが対象会社にドラフト・レポートを送付することは禁止されていますが、本プロダクトの執筆者は、事実確認を目的として発行の前に対象会社と議論を行ったとお考えください。本プロダクトに掲載された見解及び予測は、本プロダクト発行時における執筆者の判断であり、本プロダクトに含まれるその他いかなる情報と同様に予告なく変更されることがあります。金融商品の価格及び供給状況もまた予告なく変動する可能性があります。弊社内の他の部門が、本プロダクトにおいて言及されている会社に対し助言を行っている場合においても、そのような役割において得た情報を本プロダクトの作成の際に利用しておりません。Citi Research ではレポート発行の頻度についての規定はありませんが、本プロダクトがファンダメンタルリサーチレポートの場合、Citi Research はこれらの対象会社に対し、適用されるリサーチ禁止期間や人員の制約のなかで、対象会社に影響を及ぼすニュースへの反応を含むリサーチカバレッジを提供する意図があります。本プロダクトは、情報提供のみを目的として作成されたもので、有価証券の売買の勧誘を目的とし

たものではありません。本プロダクトに記載された有価証券への投資を判断される際には、当該有価証券に関する公開情報若しくは登録された目論見書についての検討をお願いします。

米国預託証券を含む米国外の有価証券への投資には一定のリスクが伴います。米系以外の発行体の有価証券は、米国の証券取引委員会に登録されておらず、その報告義務の適用を受けない場合があります。外国の有価証券に関しては限られた情報しか入手可能でない場合があります。原則として、外国会社は、米国と同程度の監査及び報告に関する統一基準、慣習並びに要件の適用を受けていません。外国会社の有価証券には、同程度の米国会社の有価証券と比較して、流動性が低く、株価のボラティリティが高いものもあります。また、外国株式への投資の価値及びこれに対応する米国投資家への配当の支払いに対して、為替変動が重大な悪影響を及ぼすことがあります。米国預託証券の投資家に対して支払う正味配当金の金額は、源泉税率に関する条約を使用して見積りされており、これらは正確と思われるものですが、厳密に正確な配当金の算定については税務の専門家とご協議下さいますようお願い申し上げます。米国の州によっては、弊社から本プロダクトを受領した投資家が本プロダクトで言及されている有価証券の買付けを弊社から行うことを禁止していることがあります。詳細につきましては担当のフィナンシャル・アドバイザーにお尋ね下さい。米国内においては、シティグループ・グローバル・マーケット・インクが本プロダクトについて責任を負います。本プロダクトに記載されている情報に基づく米国の投資家のお客様による注文は、シティグループ・グローバル・マーケット・インクを通してのみ執行されるものとします。

本プロダクトの作成に関する責任を負うシティグループ法人は、最初に名前の記載されたアナリストが所属する法人です。オーストラリアにおいて、本プロダクトは、ASX Group の参加者であり Australian Securities & Investments Commission の規制下にある Citigroup Global Markets Australia Pty Limited. (ABN 64 003 114 832 and AFSL No. 240992) を通じて配布されています。Citigroup Centre, 2 Park Street, Sydney, NSW 2000. オーストラリアにおいて、本プロダクトは Citigroup Pty Limited (ABN 88 004 325 080 and AFSL 238098)を通じて、プライベートバンキングの機関投資家のお客様に配布されています。Citigroup Pty Limited は、オーストラリアにおけるプライベートバンキングの機関投資家のお客様に対して、バンカー又はリレーションシップ・マネージャーを通じて、全ての金融商品に関する助言を行っています。Citibank Private Bank の口座を使用する投資に疑義がある場合には、Citibank Private Bank in Australia にお問い合わせ下さい。お客様への商品又はサービスの提供に関して、Citigroup の会社が関係会社又はその代理人に報酬を支払う場合があります。本プロダクトは**ブラジル**において、CVM - Comissão de Valores Mobiliários, BACEN - Brazilian Central Bank, APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais 及び ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento の規制下にある Citigroup Global Markets Brasil - CCTVM SA により配布されています。Av. Paulista, 1111 - 11º andar - CEP: 01311920 - São Paulo - SP. 本プロダクトが**カナダ**の特定の州において Citigroup Global Markets (Canada) Inc.(以下"CGM Canada"といいます)によって配布されている場合には、本プロダクトは、CGM Canada により承認されています。Citigroup Place, 123 Front Street West, Suite 1100, Toronto, Ontario M5J 2M3. **チリ**において、本プロダクトはシティグループ・インクの間接子会社で、Superintendencia de Valores y Seguros. Agustinas 975, piso 2, Santiago, Chile の規制下にある Banchile Corredores de Bolsa S.A を通じて配布されます。本プロダクトは**ドイツ**において、Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)の規制下にある Citigroup Global Markets Deutschland AG ("CGMD")により配布されます。CGMD, Reuterweg 16, 60323 Frankfurt am Main.(Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 of the Laws of Hong Kong)に規定されているように)**香港**において"有価証券"に関連するリサーチは、その内容に全責任を負う Citigroup Global Markets Asia Limited により又はこれのために香港で発行されます。Citigroup Global Markets Asia Ltd.は、HongKong Securities and Futures Commission の規制を受けます。リサーチが Citibank, N.A., Hong Kong Branch を通じて、その Citi Private Bank のお客様に配布される場合、Citibank N.A., Citibank Tower, Citibank Plaza, 3 Garden Road, Hong Kong. により配布されたものです。Citibank N.A.は The Hong Kong Monetary Authority の規制を受けます。本文書に関するご質問やお問い合わせは、Citibank N.A., Hong Kong, Branch のプライベートバンカーまでお願いします。本プロダクトは**インド**において Securities and Exchange Board of India の規制下にある Citigroup Global Markets India Private Limited により配布されています。Bakhtawar, Nariman Point, Mumbai 400-021. 本プロダクトは**インドネシア**において、PT Citigroup Securities Indonesia により配布されています。5/F, Citibank Tower, Bapindo Plaza, Jl. Jend. Sudirman Kav. 54-55, Jakarta 12190. 適用される資本市場の法規制を遵守している場合を除いて、本プロダクト又はその写しのいずれも、インドネシアにおいて、居住地に関わらずインドネシア国民に対して、またインドネ

シアの住民に対して配布することはできません。本プロダクトは、インドネシアにおいて有価証券の取得を勧誘するものではありません。本プロダクトで言及されている有価証券は、関連する資本市場の法規制に基づく Capital Market and Financial Institutions Supervisory Agency (BAPEPAM-LK)への登録を受けていないため、公募又はインドネシアの資本市場の法規制の解釈で勧誘を構成する状況を通じたインドネシア領土における又はインドネシア国民に対する勧誘及び販売はできません。本プロダクトはイスラエルにおいて、Bank of Israel と Israeli Securities Authority の規制下にある Citibank NAを通じて配布されます。Citibank, N.A, Platinum Building, 21 Ha'arba'ah St, Tel Aviv, Israel. 本プロダクトはイタリアにおいて PRA の認可を受け FCA と PRA の規制下にある Citigroup Global Markets Limited により配布されています。Via dei Mercanti, 12, Milan, 20121, Italy. 本プロダクトは日本において金融庁、証券取引等監視委員会、日本証券業協会、東京証券取引所、大阪証券取引所の規制下にあるシティグループ証券株式会社(「CGMJ」といいます)により配布されています。〒100-6520 東京都千代田区丸の内1-5-1 新丸の内ビルディング。本プロダクトがSMBC日興証券株式会社によって配布される場合は、ライセンスに基づいて配布されるものです。CGMJ リサーチレポートに過誤訂正がある場合、訂正版は弊社のオンラインサイト Citi Velocity に掲載されますので、ご覧いただきますようお願いいたします。尚、Citi Velocity に関してのお問い合わせは Citi Velocity デスク (81 3) 6270-3019 までお電話ください。本プロダクトは韓国において、Financial Services Commission、Financial Supervisory Service、及び Korea Financial Investment Association (KOFIA)の規制下にある Citigroup Global Markets Korea Securities Ltd.により配布されています。Citibank Building, 39 Da-dong, Jung-gu, Seoul 100-180, Korea. KOFIA は、リサーチアナリストの登録情報をウェブサイトで提供しています。Citigroup Global Markets Korea Securities Ltd のリサーチアナリストに関する KOFIA の登録情報は、ウェブサイト：<http://dis.kofia.or.kr/fs/dis2/fundMgr/DISFundMgrAnalystPop.jsp?companyCd2=A03030&pageDiv=02>。本プロダクトは韓国において、Financial Services Commission 及び Financial Supervisory Service の規制下にある Citibank Korea Inc.により配布されています。Citibank Building, 39 Da-dong, Jung-gu, Seoul 100-180, Korea。本プロダクトはマレーシアにおいて、Citigroup Global Markets Malaysia Sdn Bhd(Company No. 460819-D)(「CGMM」)によりその顧客に配布されており、CGMM がその内容に責任を負います。CGMM は Securities Commission of Malaysia の規制を受けます。本プロダクトに関するご質問やお問い合わせは CGMM(Level 43 Menara Citibank, 165 Jalan Ampang, 50450 Kuala Lumpur, Malaysia) までお願いします。本プロダクトはメキシコにおいて、Citigroup Inc.の子会社であり Comision Nacional Bancaria y de Valores の規制下にある、Acciones y Valores Banamex, S.A. De C. V., Casa de Bolsa, Integrante del Grupo Financiero Banamex (「Accival」といいます)により配布されています。Reforma 398, Col. Juarez, 06600 Mexico, D.F. ニュージーランドにおいて、本プロダクトは、Financial Advisers Act 2008 (「FAA」)の s5C(1)に規定された機関投資家のお客様に限り、FAAに規定された海外金融アドバイザーで、ASXグループの参加者でもあり、Australian Securities & Investments Commission の規制下にある Citigroup Global Markets Australia Pty Ltd (ABN 64 003 114 832 and AFSL No. 240992)を通じて配布されます。本プロダクトはパキスタンにおいて、State Bank of Pakistan 及び Securities Exchange Commission の規制下にある、Citibank N.A. Pakistan Branch により配布されます。AWT Plaza, 1.1. Chundrigar Road, P.O. Box 4889, Karachi-74200. 本プロダクトはフィリピンにおいて、Philippines Securities and Exchange Commission の規制下にある Citicorp Financial Services and Insurance Brokerage Philippines, Inc.を通じて配布されています。20th Floor Citibank Square Bldg.本プロダクトはフィリピンにおいて Citibank NA Philippines branch を通じて配布されています。Citibank Tower, 8741 Paseo De Roxas, Makati City, Manila. Citibank NA Philippines NA は The Bangko Sentral ng Pilipinas の規制を受けます。本プロダクトはポーランドにおいて、Komisja Nadzoru Finansowego の規制下にあり Citigroup Inc.の間接子会社である Dom Maklerski Banku Handlowego SA により配布されています。Dom Maklerski Banku Handlowego S.A. ul.Senatorska 16, 00-923 Warszawa. 本プロダクトは、Central Bank of the Russian Federation からロシア連邦での銀行業務を行うライセンスを取得し、Federal Service for Financial Markets から仲介業務を行うライセンスを取得している ZAO Citibank を通じてロシア連邦内で配布されています。本プロダクト並びに本プロダクトに記載されている内容は、ロシア連邦内又はロシア連邦外において有価証券を宣伝するためのものではありません。本プロダクトには、「On Appraisal Activities in the Russian Federation」1998年7月29日 No. 135 FZ(改正)の Federal Law of the Russian Federation において定義された評価(appraisal)をするものではありません。8-10 Gasheka Street, 125047 Moscow. 本プロダクトはシンガポールにおいて Capital Markets Services のライセンスを取得し Monetary Authority of Singapore の規制下にある Citigroup Global Markets Singapore Pte. Ltd (「CGMSPL」)により配布されています。本文書に関するご質問やお問い合わせは CGMSPL(8 Marina View, 21st Floor Asia Square Tower 1, Singapore 018960.)までお願いします。本レポートは、Securities and Futures Act (Cap. 289)に規定された認定投資家、専門家や機関投資家を対象として提供されるものです。本プロダクトは、シンガポールに

において Monetary Authority of Singapore の規制下にありシンガポールにおける銀行のライセンスを取得している Citibank N.A., Singapore Branch を通じて、Citigroup Private Bank in Singapore により配布されています。本文書に関するご質問やお問い合わせは Citibank N.A., Singapore Branch のプライベートバンカーまでお願いします。本レポートは、Securities and Futures Act (Cap. 289)に規定された認定投資家、専門家や機関投資家を対象として提供されるものです。本レポートはシンガポールにおいて Citibank Singapore Ltd ("CSL")により Citigold/Citigold Private の限られたお客様に配布されるものです。CSL では本レポートに関し独立した調査や内容の分析・準備を提供していません。本レポートに関するご質問やお問い合わせは CSL の Citigold/Citigold Private リレーションシップマネジャーまでお願いします。本レポートは、Securities and Futures Act (Cap. 289)に規定された認定投資家を対象として提供されるものです。Citigroup Global Markets (Pty) Ltd. は、**南アフリカ共和国**において設立された会社で(会社登録番号 2000/025866/07)、登記上の事務所を 145 West Street Sandton, 2196, Saxonwold に有しています。Citigroup Global Markets (Pty) Ltd. は、JSE Securities Exchange South Africa, South African Reserve Bank 及び the Financial Services Board の規制下にあります。南アフリカでは、個人投資家のお客様は、本プロダクトに掲載される投資及びサービスを利用することができません。本プロダクトは**台湾**において、各々のライセンスの範囲や台湾で適用されるに法規制に従い、Citigroup Global Markets Taiwan Securities Company Ltd. ("CGMTS"), 14 and 15F, No. 1, Songzhi Road, Taipei 110, Taiwan 及び/又は Citibank Securities (Taiwan) Company Limited ("CSTL"), 14 and 15F, No. 1, Songzhi Road, Taipei 110,を通じて配布されます。CGMTS と CSTL は共に台湾の the Securities and Futures Bureau of the Financial Supervisory Commission of Taiwan の規制を受けます。台湾では、[CGMTS 及び CSTL の書面による許可がなければ]本プロダクトのいかなる部分もマスコミ又はその他の者による複製もしくは引用はできません。本プロダクトが台湾で勧誘又は取引することができない有価証券について記載している場合、本プロダクト又は本プロダクトに含まれる情報のいずれも、台湾において有価証券の宣伝もしくは推奨をするものではありません。本プロダクトは情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の勧誘を目的としたものではありません。本プロダクトに記載された有価証券や金融商品への投資を判断される際には、当該有価証券や金融商品に関する公開情報若しくは登録された目論見書についての検討をお願いします。本プロダクトは、**タイ**において Securities and Exchange Commission of Thailand の規制下にある Citicorp Securities (Thailand) Ltd., により配布されています。18/F, 22/F and 29/F, 82 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok 10500, Thailand. 本プロダクトは**トルコ**において、Capital Markets Board の規制下にある Citibank AS を通じて配布されています。Tekfen Tower, Eski Buyukdere Caddesi # 209 Kat 2B, 23294 Levent, Istanbul, Turkey. **アラブ首長国連邦**において、本資料は、Dubai International Financial Center (「DIFC」といいます)に登録され Dubai Financial Services Authority (「DFSA」といいます)の規制下にある法人である Citigroup Global Markets Limited, DIFC Branch (「CGML」といいます)により、機関投資家のお客様及び市場参加者のみに配布されるものであり、個人投資家のお客様には配布できません。カバー対象の各業種に対する投資をパーセンテージで表示した Citi Research の異なる格付分布は、ご要望に基づき提供されます。本資料に関連する金融商品又はサービスは、機関投資家のお客様及び市場参加者に限り提供されます。本プロダクトは**英国**において Prudential Regulation Authority (「PRA」といいます)の認可を受け Financial Conduct Authority (「FCA」といいます)と PRA の規制下にある Citigroup Global Markets Limited により配布されています。本プロダクトは、英国外居住者による投資又はサービス、若しくは PRA の認可及び FCA/PRA の監督を受けないその他の事項に言及している場合があり、その場合はご要請により、当該事項に関する詳細を入手することが可能です。Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London, E14 5LB. 本プロダクトは、**米国**において FINRA 会員であり US Securities and Exchange Commission に登録されている Citigroup Global Markets Inc により配布されています。388 Greenwich Street, New York, NY 10013. 別途記載のない限り EU 加盟国内において、本プロダクトは PRA の認可を受け FCA と PRA の規制下にある Citigroup Global Markets Limited により配布されています。Comissão de Valores Mobiliários Rule 483 に従い、シティは関係会社や事業が対象企業と商業的な関係にあるかどうかを開示する必要があります。シティが世界の 100 カ国以上でさまざまな事業を行っていることを考慮すると、対象企業と商業的な関係にある公算は大きいとみられます。多くのヨーロッパ諸国の規制当局のルールでは、投資調査レポートの発行あるいは配布の結果発生する利益の相反を管理するポリシーの設置・適用を企業に対して要求しています。Citi Research のプロダクトに適用されるポリシーは https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures において参照することができます。

エクイティリサーチアナリストの報酬は、株式調査部のマネジメント及び Citigroup のシニアマネジメントにより決定されており特定の取引又は推奨に連動す

るものではありません。

本プロダクトは、投資業務の提供が認められない法域において投資業務の提供を構成するものではありません。本プロダクトに記載される投資は、プロダクトの性質及び内容によっては、価格若しくは価値の変動を伴うものであり、投資家は、当初の投資額よりも少ない金額しか回収できない場合があります。ボラティリティの高い投資の場合、投資額と同等又はこれを上回る程度に価値が急落することがあります。本プロダクトに記載される投資の中には、個人投資家のお客様にとっては課税上の要因となり、課税のレベル及び根拠が変更になることがあります。疑義のある場合には、税務の専門家とご協議下さい。本プロダクトは、特定のマーケットの性質や特定の取引に関連するその他のリスクを識別しておりません。本プロダクトに含まれる助言は一般的なものであり、特定の投資家の投資目的、財務状況又はニーズは考慮されておりません。従いまして、投資家のお客様は、投資判断を行う前に、ご自身の目的、財務状況及びニーズを鑑みて助言の内容が適切であるかをご検討いただくことが望まれます。お客様ご自身の責任で、関連するオフリング資料を金融商品の取得前に入手、検討の上で、購入をお決め下さい。

Citi Research はレポートを弊社の自己 (Citi Velocity, Citi Personal Wealth Management 等) 及び第三者の電子的配信プラットフォームを通じて全世界の法人・個人顧客に配布しています。特定のリサーチは弊社の自己配信プラットフォームからのみ配信されますが、かかるリサーチには収益予想、目標株価、投資評価、リスク格付又は投資テーマの変更は含まれず、著者の既発行リサーチと矛盾するものではありません。特定のリサーチは法令上の理由により機関投資家のみ提供されております。Citi Research アナリストは場合により、発行されたレポートを1名かそれ以上の顧客に電子メールで配布することがあります。かかる電子メールの配信は弊社の判断によるものであり、リサーチ発行後においてのみ行われます。

Citi Research アナリストがお客様に提供するサービスのレベルやタイプは、アナリストとのコミュニケーション頻度や方法についてのお客様の嗜好、お客様のリスクプロファイルや関心ある投資対象、見通し(マーケット全体、セクター限定、長期・短期等)、規模やお客様のシティとの全般的な関係性、法規制上の制約等、様々な要因により異なります。

Citi Research のプロダクトは、dataCentral を出所とすることがあります。dataCentral は Citi Research 占有のデータベースであり、Citi の予想や会社資料に基づくデータ及びトムソンロイターから提供されるデータを含むものです。

© 2014 Citigroup Global Markets Inc. Citi Research は、シティグループ・グローバル・マーケット・インクの一部門です。シティ(Citi)及びシティと弧のマーク(Citi with Arc Design)は、シティグループ・インク及びその関係会社の商号及びサービス・マークであり、世界中で使用及び登録されています。All rights reserved. 本レポート(以下「本プロダクト」)の未許可での利用、複製の作成又は開示は法律で禁じられており、告発の対象となります。本プロダクトの電子メールでの再配信、ウェブサイトやページへの掲載、第三者への本プロダクトへのリンクの提供などがそれに含まれますが、これだけに限定するものではありません。本プロダクト上の情報は、受領されるお客様限りで提供されるものであり、第三者への再配布はご遠慮ください。本レポートに含まれる場合、MSCI からの情報は Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI)の独占的な財産です。MSCI の書面による事前の許可がなければ、本情報及びその他の MSCI の知的財産を複製、再利用、又は指数を含む金融商品を組成に使用することはできません。本情報は、情報自体のみの提供となります。本情報の使用による責任はお客様が負うこととなります。MSCI、その関係会社、及び情報の算出又は編集に関与する全ての第三者は、本情報の獨創性、正確性、完全性、商品性及び特定の目的に対する適合性について一切の保証を致しません。また、それらを制限することなく、いかなる場合においても、MSCI、その関係会社、及び情報の算出又は編集に関与する全ての第三者は、いかなる損害に対しても責任を負いません。MSCI、Morgan Stanley Capital International、MSCI Indexes は、MSCI 及びその関係会社の登録商標です。弊社は、第三者による行為に対し何らの責任を負うものではありません。本プロダクトは、ウェブサイトのリンク又はアドレスを提供する場合があります。本プロダクトが弊社が運営するウェブサイトを参照している場合を除き、弊社はリンク先のサイトの精査を行っておりません。同様に本プロダクトが弊社のウェブサイトを参照している場合を除き、弊社はウェブサイト上で提供されたデータ、情報に関し、いかなる説明、保証をするものではなく、いかなる責任も負うものではありません。そのようなアドレス又はリンク(弊社のウェブサイトのアドレス又はリンクを含む)は、便宜上、情報提供のみを目的として提供されるものであり、そのリンクサイトの内容は本文書の一部ではありません。本書又は弊社のウェブサイトを通じてそのようなウェブサイト又はリンクにアクセスすることはお客様ご自身のリスクであり、弊社はそのような参照されたウェブサイトに関する、またはそれに起因するいかなる責任を負うものではありません。

ご希望に応じまして、追加の情報を入手することができます。

(Disclosures created on May 19, 2014)