

## 過去20年「国債暴落」2冊出版、 実際は「国債暴騰」－天災は忘れた頃にやってくる

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

### 2000年以降、「国債暴落」を2冊執筆、 実際に起こったのは「国債暴騰」

「天災は忘れた頃にやってくる」とされるが、本論では防災の観点から国債管理政策を考える。筆者はかつて、2001年と2013年に『国債暴落』と題する著作を発表した。筆者は日本の国債市場に40年近く関与してきたが、その間、幾度となく日本国債は暴落すると有識者らが議論してきた。その背景には、財政赤字拡大で国債残高がGDPを大きく上回る水準にあることが挙げられ、国債の過剰供給に伴い需給の観点から国債が暴落するとされてきた。一方、筆者はこうした状況でも国内での需要から日本国債は暴落しにくいと一貫して主張してきた。

2001年の『国債暴落』高田・住友共著（中央公論新社）、2013年の『国債暴落－日本は生き残れるのか』高田著（中央公論新社）と、どれも「国債暴落」とタイトルにはあるが、そこでの主張はそう簡単に国債は暴落しない（金利は急上昇しない）ことを示している。ただし、どこかのタイミングでは国債暴落に至る（金利上昇）ことも考えてきた。現実にはこの20年以上、「国債暴落論」は「オオカミ少年」のようになり、暴落どころか、マイナス利回りに至る「国債暴騰」になった。しかし昨今、気候変動等で100年に一度の事象にも備えることが必要ななか、国債市場の変調に常に備える姿勢も肝要である。

■20年以上「国債暴落論」  
はオオカミ少年に

### 財務省「国の債務管理の在り方に関する 懇談会」

2021年6月24日の会合をもって「財務省理財局の国の債務管理の在り方に関する懇談会（在り方懇）」が一旦終了となった。「在り方懇」は2004年から開始され、筆者は過去10年余りにわたり参加し、国債管理政策に関する議論を行ってきた。「在り方懇」は国債管理政策のなかで、発行体

である政府と国債を保有し売買する市場との間で対話を行う枠組みのための組織の一つであった。「市場との対話」という観点では、「在り方懇」が開始される以前、2000年9月にスタートした「国債市場懇談会」が礎である。筆者は第1回の国債市場懇談会から、2004年に始まった国債市場特別参加者懇談会、2011年から「在り方懇」に参加してきたため、過去21年一貫して市場との対話の懇談会に参加してきたことになる。

## 国債管理政策21年と4ステージ

### ■「市場との対話」の4つのステージ

筆者が過去21年余り会合に参加したなか、国債管理政策における「市場との対話」は4ステージに分けられると考えてきた。また、これらのステージはそれぞれ国債市場に生じた「危機」の中から生じたものと考えてきた。

第1ステージは、1998年の運用部ショックや財投改革、さらにバブル崩壊後の金融危機に伴う国債の大量発行に対応した局面である。中でも、運用部ショックに伴う長期金利の大幅上昇による一連の市場不安が高まった影響で、2000年9月の国債市場懇談会の発足につながったと考えられる。

第2ステージは、2002年5月のムーディーズ社の日本国債格下げ（Aa1まで）、2003年5月のVaR（バリュアットリスク）ショックでの大幅な金利上昇などの危機に対応したものだ。一方、制度面では、国債の引き受けシ団に代わって2004年に特別参加者制度が新たに作られた。同時に、特別参加者会合や「在り方懇」も開催され、国債に関する市場との対話としての一連のインフラが整備された。

第3ステージは、2008年のリーマンショックに伴い15年変動国債や物価連動国債などの市場が混乱に陥ったなかでの対応が行われた局面である。また、マクロ環境では円高への対応も迫られており、危機に対応した国債管理制度の補強がなされた時期だった。

第4ステージは2013年の日本銀行の異次元緩和に始まった局面で、2016年にはYCC（イールドカーブ・コントロール）として長期金利の事実上の釘付け（ペギング）で今日に至る。第4ステージでは、YCCを中心に市場に麻醉をかけて市場機能を低下させたために、「市場との対話」の性格が事実上「日銀との対話」に転換することとなった。

YCCは制度的な固定相場制ではないが、筆者は長らく犬の「躰」に例えてきた。筆者は家で犬を飼っているが、入ってはいけない場所に入ってしまった時に叱るなどの躰を続けると、物理的な柵がなくても立ち入らなくなる。2021年3月の金融政策の点検作業で指値オペの実施も示されたなか、長期金利は一定水準で固定され、国債市場は日銀の「躰」によって市場機能が事実上低下した状況になっている。

### ■市場機能を低下させた日銀による「躰」

## 「市場との対話」の4ステージ

	危機	対応状況
第1ステージ 1998-2000年	1998年:運用部ショック 金融危機での国債大量発行	2000年:国際市場懇談会で 「市場との対話」
第2ステージ 2001-2004年	2002年:ムーディーズ社が日本国債を 格下げ 2003年:VaRショック	シ団制度を見直し、特別参加者制度 2004年:特別参加者会合 2004年:国の債務管理の在り方に 関する懇談会
第3ステージ 2005-2012年	2008年:リーマンショック 2012年:円高・株安	15年変動債、物価連動債等の 商品見直し
第4ステージ 2013年以降	円高・株安の悪循環に対応した異次元 緩和	「市場との対話」から「日銀との対話」 へ変質

作成：岡三証券

### ■節目を迎えた「在り方懇」

### ■国債市場の安定化の素地となる3要素とその課題

## 第4ステージ以降、「市場との対話」は「日銀との対話」に転換

筆者が過去21年、財務省主催の「市場との対話」を目的とする会合に参加してきた印象として、初期の第1・第2ステージでは、市場変動が続いたなか、参加する度に大きな緊張感を感じた。一方、第4ステージになってからは、国債市場に麻醉がかけられ市場機能がマヒした状況であったために、会合でも緊張感が低下したと感じていた。そうしたなか、今回、2004年以来開催されてきた「在り方懇」が一つの節目を迎えることになったのは、これまでの「市場との対話」の性格が変わった中でのタイミングを捉えたものとも考えることができる。

## 国債市場の安定3要素 ①経常黒字 ②ホームカントリーバイアス ③市場への「愛」

それでは、国債管理政策の課題は無くなったかと言えば、決してそうではないだろう。将来を展望すれば、国債市場に新たな課題が生じると考えられ、それは、いずれ市場にかけていた麻醉を止める時に生じうる変動への対応にある。

これまでの国債市場の安定は、以下の3要素にあると筆者は長年考えてきた。第1は経常黒字により国内で国債の消化が可能であること。第2は国内投資家のホームカントリーバイアスで資本逃避が生じにくいこと。第3は「市場への愛」と筆者は表現しているが、「市場との対話」を通じた国内投資家の安定的な保有状況にあった。

ただ、それぞれの要素において今後の課題も存在する。第1の課題はマクロ環境として経常黒字を維持できるかどうかであり、日本の競争力を鑑みると不確実性を伴う。第2に

ホームカンントリーバイアスは日本の市場参加者の円高トラウマ意識と表裏の関係がある。ただし、今日においては1970年代の変動相場制以降の円高トレンドが節目を迎えた可能性もあるため、ホームカンントリーバイアスについては今後変化が生じてもおかしくない。第3の「市場への愛」について、現在は日銀の麻酔で市場機能が麻痺するまでになった状況にあるが、そこには課題も存在する。

## 日本はソブリン・ワールドカップで生き残り

日本は経常収支黒字であり、自国内で資金繰りが可能な状態にある。昨日のTODAY (2021/7/27) の財政議論でも言及したが、日本の状況を家庭に例えれば、経常黒字であるため「家」としては黒字だが、財政赤字を抱えており「家庭内」で父親が母親からお金を借りている状況に相当する。父親の借金は大きいものの、同じ家のなかで信頼関係（愛）が存在し、すなわち市場での財政規律（市場での愛）が存在する。なかでも、消費増税は最低限の「愛」を示したもので、格付け機関も財政規律への姿勢に注目してきた。日本の場合、常に「国債暴落」が指摘されながら、グローバルな市場評価での生き残り競争、「ソブリン・ワールドカップ」で生き残ってきたのは、第1の経常収支の黒字と、第2のホームカンントリーバイアス、さらに第3の「市場への愛」である財政規律の存在が背景にあると考えられる。日本は財政赤字が大きく格付けは高くないものの、経常黒字があることに加え、低金利、低スプレッドによって市場からの高い評価が続いた。

## 日本の資金フローと特殊な国債保有構造で必要な「市場との対話」

第3の「市場への愛」は、日銀による麻酔が切れる段階で改めてその性質が問われることになる。そもそも、日本で「市場との対話」が重視されていたのは、日本特有の資金フローと特殊な国債保有構造による面もある。

日本の資金の多くが預金として商業銀行を中心に吸収された結果、商業銀行中心の国債の保有構造が必要であった。ただし、預金という短期の資金調達で銀行が長期の国債を保有することはALM上の金利リスクを抱える。金利上昇局面ではVaRを中心としたリスク管理が一層変動を加速させ、売りが売りを呼ぶ不安定さを内包する。個別金融機関のリスク管理が、マクロでは「プロシクリカリティ」の不安定さを生じさせる状況にあった。銀行中心の市場参加者が我先に市場から売り抜けようとする状況では、皆が不利益を被るリスクがあるだけに、一定の安定を確保する仕組みが「市場との対話」のなかで求められた。それは、ゲーム理論でいう「囚人のジレンマ」に陥るような状況から、協調解をもたらす仕組

■ 自国内で資金繰りが可能な日本

■ 「囚人のジレンマ」から協調解をもたらす仕組みへ



■市場参加者の一体感が市場の安定に寄与

■確率分布の大幅な変更  
に留意

みでもあった。長年続いたシ団制度、シ団を引き継いだ特別参加者制度は、そうした環境下での協調解を得るための仕組みとも考えられる。同様に、「在り方懇」も含め「市場との対話」を行う制度インフラでは、一定の情報を共有し皆が同じ船の上に乗っている「運命共同体」であるという意識を生じさせ、抜け駆けを心理的に抑止する効果もあった。ただし、日銀の異次元緩和以降の状況は、こうした安全策の必要性を忘れさせるほどの影響力を持っている。

## 「運命共同体」として安定機能の側面も

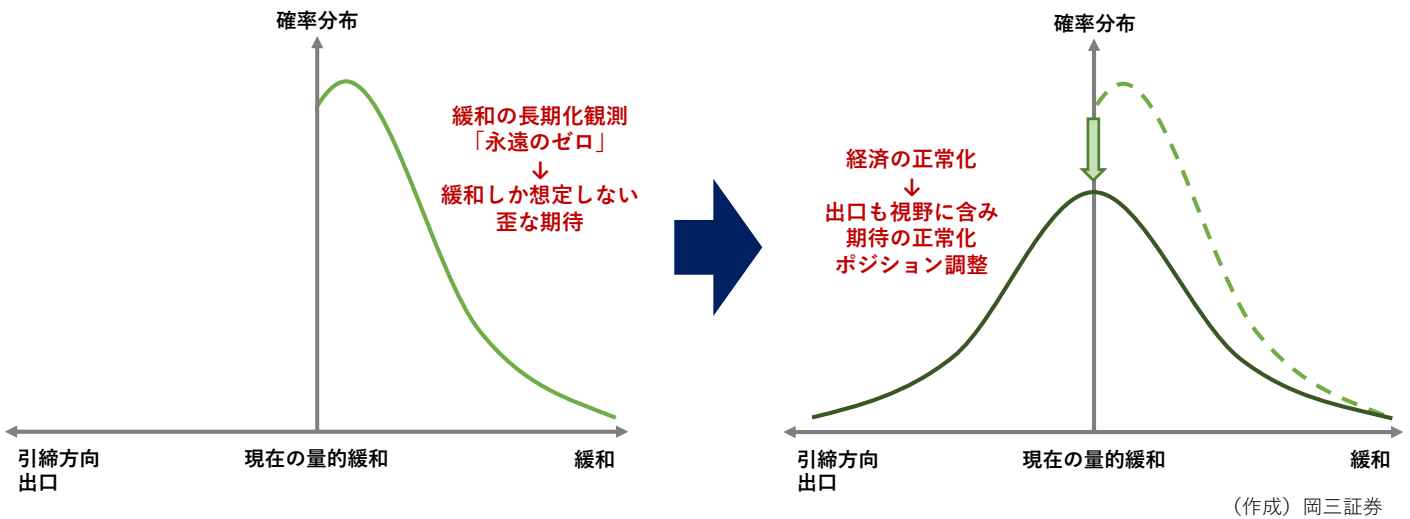
「市場との対話」はそもそも、米国でよく議論されてきた「債券自警団」として市場で規律を示す市場機能と、「運命共同体」としての協調解に導く側面を併せ持っていた。以上は相矛盾する面もあるが、市場関係者が一堂に集い顔を合わせるなかで、市場の安定を模索する阿吽の呼吸が求められていたと考えられる。

更に、国債の制度的な消化構造として、これまで郵便貯金は歴史的にも個人向け国債の機能を果たし、公的年金も含めて国債を購入する導管として安定化機能を果たしてきた。一方、郵便貯金システムの民営化および財投改革のなかで、その導管としての機能は変質しており、構造転換が生じていることを認識する必要もある。

## 期待の転換に伴うポジション調整に留意

先に「犬の躰」と表現した市場状況とは、次頁の図表に示されるように「異次元緩和」により緩和しかないとの一方向に期待の確率分布を誘導することによって実現できた。一方、次の一手は緩和ではなく、出口に向かうと意識されるだけでも確率分布が大きく転換する。その結果、大量のポジション調整が生じ、強い売り圧力につながることになる。一定の国債が預金金融機関により保有されるなか、こうしたミクロのリスク管理がマクロの変動性を高めるプロシクリカリティを回避しつつ、出口を模索することが今後の課題になる。今日、日本で国債市場の最大保有主体が日銀であるため、市場リスクを日銀が市場から吸収して出口対策を行っている側面もある。その反面、日銀が金利リスクを抱えて財務負担を負う可能性がある。

金融政策の思惑転換とポジション調整の概念図



■ YCCは事実上ボンドコンバージョンとペギングの効果をも有する

■ 国債管理政策は新たな枠組みが必要に

## 米国大恐慌後のペギングとボンドコンバージョンに類似する側面も

出口戦略について歴史的に参考となる事例として、大恐慌後の米国では1940年代後半から1951年の「ボンドコンバージョン」に至るまでの事例がある。当時、中央銀行であるFRBのペギング（釘付け）政策で長期金利を固定して、米国での国債の最大保有主体であった銀行の金利リスクを出口で抑制する対応をとった。さらに、1951年には財務省がボンドコンバージョンにより市場で流通する長期国債を吸い上げ、長期国債の保有主体である銀行を中心とした投資家に生じるリスクを吸収する対応を行っている。日本の異次元金融緩和での大量国債購入とYCCは、事実上のボンドコンバージョンとペギングの効果を果たしているとも考えられる。

## 国債市場の安定化機能の必要性

日銀が麻酔を止める段階においては、改めて以上の安定化機能を再認識させる必要が生じる。ただし問題は、長期に亘る麻酔のなかで、「同じ船に乗っている」との意識が市場参加者の間で希薄化していることにある。さらに、流通業者も減少するなか、市場での売買ロットをこなせるだけの流動性が担保できるかという点に対する問題もある。

今回「在り方懇」は節目を迎えたが、課題がなくなったわけではなく、今後生じ得る局面に向けた対応策を議論する場として新たな枠組みに生まれ変わることになるだろう。また、国債管理政策においても対応できるメニューを予め考えておく必要もある。次頁のメニューは、国債管理政策の課題として筆者が考えてきたものである。

## 国債管理政策の課題

分野	項目	内容
発行方式	超長期ゾーンへの主幹事方式 発行方式の弾力化	多様な発行形式の検討
商品	超長期国債(50年債、100年債等) 永久債 20年国債先物市場の活性化 個人向け国債の多様化 短期連動の変動債 グリーン国債 デジタル通貨等への対応	超長期分野の育成  税制対応の選択肢も 金利変動への対応 環境問題への対応
金融機関対応	借入方式の調達拡大 非市場性国債 年金やゆうちょ向け直接発行 私募方式	金利変動下での金融機関に消化し やすい対応
海外対応	外債発行 ユーロ円債 海外ルートへの更なる対応 海外向けグリーン債のPR	拡大する海外保有への対応
規制関係	国債の評価は基本的に償却原価 グローバルな金利リスク規制への対応	
日銀との対応	出口に向けた「日銀との対話」	金融政策と財政政策との一体での 対応

作成：岡三証券

## 「天災は忘れた頃にやってくる」、 プレイブックの用意も

コロナショック以降、各国は財政拡張により財政赤字を拡大する状況にある。その中で、改めて「ソブリン・ワールドカップ」として各国の国債市場の安定が問われることとなる。国債の調達力は国力そのもので、借り入れ能力は軍事力と同様の力をもたらす。それだけに、国債は常に総力戦のための重要な戦力としての性格を持ってきた。

「在り方懇」は、国を支える安全保障会議のようなものでもある。「天災は忘れた頃にやってくる」として、平常時の予行演習やプレイブックの事前準備も必要になるだろう。グローバルな金融規制では、破綻処理に「living will（遺言）」とされる処理の道筋を予め考える対応もあるが、国債管理政策にも同様の発想も必要になる。また、危機に対処した市場参加者を補完する機能として、市場での対応を支える予備役部隊のような準備を行っておく必要もあるだろう。

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。



#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品質料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。

○2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。  
本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年11月改訂)