

自動車セクター

MSIL販売(10月):月次出荷台数が初の19万台超え、祭事シーズン後の持続性を見極めへ

2024 インスティテューショナル・インベスター誌
オールジャパン エクイティリサーチ ランキング調査
投票開始
投票期間11月7日～12月1日
J.P.モルガン (5つ星)に投票してください



マルチスズキ(MSIL)の10月の輸出を含めた総出荷台数は前年比18.9%増の199千台と、月次ベースで過去最高を大幅に更新した。インド国内出荷も172千台、同20.0%増で過去最高となった。インドの生産能力(実質年間205万台)に鑑みれば、トヨタよりOEMで供給されたGrand VitaraとInvictoの台数増加が寄与したと考えられる。10月27日の決算説明会において、会社は祭事シーズン中の国内出荷台数が同18%増になる見通しを既に発表したため、10月の実績はある程度予想された。期初以来、MSILの国内累計出荷台数が同10.8%増と、全需を上回る成長性を示した。11月以降はインド国内全需の反動減に伴い、国内出荷台数の平準化が予想される一方、SUVモデルによる輸出台数の続伸の可能性に注目したい。

- **販売は過去最高を更新：**マルチスズキ(以下、MSIL)が公表した10月のインド国内出荷台数は172千台(前年同月比20.0%増)、OEMと輸出を含めた総出荷台数は199千台(同18.9%増)、いずれも過去最高を大幅に更新した。トヨタよりOEMで供給されたGrand VitaraとInvictoの台数増加が出荷台数の続伸に寄与したと考えられる。Utilityセグメントが国内販売に占める比率は34.4%と、2Q平均の38.6%より微減したが、海外輸出への振替が原因だと考えられる。Grand Vitara、Fronx、Jimny 5-doorなどの人気SUVモデルは輸出のラインアップに次々と追加されたため、供給制約の中、国内販売に振り分ける比率が多少低下したと認識。受注残におけるSUVモデルの比率は依然高く、過度な心配は不要だと認識する。
- **祭事シーズン後の出荷ラッシュは落ち着くか：**MSILは10月27日の決算説明会で、祭事シーズンにおける国内出荷台数が前年同期比18%増との見方を示すものの、通期の国内向け台数増加は同10%程度との見方も示した。11月以降は国内全需の反動減に伴い、同社の国内出荷台数も平準化する可能性が高いが、前述のSUVモデルの海外輸出が進行すれば、輸出規模の再拡大に繋がろう。MSILは以前半導体の供給制約により、輸出用のエントリーモデルを大量に増産したこともあったが、足元の輸出フリートはSUVミックスの好転に伴い、国内販売を若干上回るASPを実現しており、収益性の悪化は起こらないと予想。

日本株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3) 6736-8646

akira.x.kishimoto@jpmorgan.com

ブルームバーグ JPMKISHIMOTO <GO>

張文聡

(81-3) 6736-8627

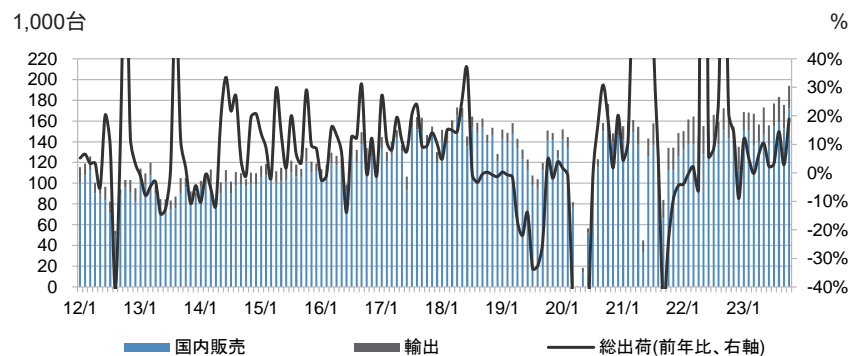
wencong.zhang@jpmorgan.com

JPモルガン証券株式会社

アナリストによる保証および米国以外のアナリストのディスクロージャーを含む重要なディスクロージャーに関しては4ページ目をご覧ください。

J.P.モルガンは本リサーチでカバーした会社と取引関係にある、もしくは今後取引をする意図があります。従って、投資家は本レポートの客観性に影響を与え得る利害関係が存在する可能性をご理解ください。投資家は、本レポートが、投資判断の材料の一つにすぎないことをご理解ください。

図表1: MSIL社の月次自動車販売台数



出所: MSIL社資料、J.P.モルガン

図表 2: MSIL社の月次自動車販売台数

台, %

インド国内販売										その他		輸出	MSIL	インド	MSIL	
乗用車						合計	Utility	Van	小型	合計	OEM	合計	合計	シェア		
Mini	Compact	Super Compact	Mid-Size	Executive	商用車											
FY																
13	436,032	252,708	197,685	4,029	1	890,455	61,119	102,115		1,053,689	--	101,352	1,155,041	2,504,851	42.10%	
14	425,742	448,223	66,415	33,151	--	973,531	68,198	128,973		1,170,702	--	121,713	1,292,415	2,600,007	45.00%	
15	432,977	541,951	38,303	54,233	--	1,067,464	94,416	143,471		1,305,351	--	123,897	1,429,248	2,789,208	46.80%	
16	413,981	584,850	32,612	64,448	--	1,095,891	195,741	152,009		1,444,541	--	124,062	1,568,603	3,046,999	47.40%	
17	427,183	748,475	--	58,913	--	1,234,571	253,759	155,137		1,653,500	--	126,074	1,779,574	3,288,584	50.00%	
18	379,050	861,804	--	46,169	--	1,287,023	264,197	178,606		1,753,700	--	108,749	1,862,449	3,377,450	51.20%	
19	247,776	787,610	--	25,258	--	1,060,644	235,298	118,404	21,778	1,436,124	24,638	102,171	1,562,933	2,775,560	51.00%	
20	226,159	719,647	--	13,852	--	959,658	229,101	105,081	29,556	1,323,396	38,326	96,139	1,457,861	2,711,457	47.70%	
21	211,762	704,881	--	15,869	--	932,512	290,701	108,345	33,812	1,365,370	48,907	238,376	1,652,653	3,069,499	43.40%	
22	232,911	863,029	--	13,610	--	1,109,550	366,129	131,191	38,006	1,644,876	61,955	259,333	1,966,164	3,890,114	41.30%	
四半期																
FY21	Q1	47,240	161,510	--	2,518	--	211,268	60,011	21,783	4,056	297,118	10,977	45,519	353,614	646,272	45.30%
	Q2	55,082	136,736	--	4,577	--	196,395	75,068	28,567	8,660	308,690	11,443	59,408	379,541	741,300	40.50%
	Q3	55,624	175,054	--	3,362	--	234,040	78,637	29,056	10,103	351,836	13,837	64,995	430,668	761,266	44.90%
	Q4	53,816	231,581	--	5,412	--	290,809	76,985	28,939	10,993	407,726	12,650	68,454	488,830	920,661	43.10%
FY22	Q1	48,987	204,877	--	2,672	--	256,536	80,852	31,766	10,817	379,971	18,523	69,437	467,931	910,431	40.50%
	Q2	72,069	228,551	--	4,254	--	304,874	82,778	37,744	8,692	434,088	20,112	63,195	517,395	1,026,309	41.40%
	Q3	52,952	204,031	--	4,592	--	261,575	96,542	26,625	7,098	391,840	12,089	61,982	465,911	934,955	41.20%
	Q4	58,903	225,570	--	2,092	--	286,565	105,957	35,056	11,399	438,977	11,231	64,719	514,927	1,018,419	42.00%
FY23	Q1	40,400	210,825	--	3,753	--	254,978	126,401	32,676	8,079	422,134	12,678	63,218	498,030	995,974	41.57%
	Q2	32,150	208,105	--	3,688	--	243,943	180,066	35,043	7,417	466,469	16,262	69,324	552,055	1,074,189	42.73%
月次																
	20/8	19,709	61,956	--	1,223	--	82,888	21,030	9,115	2,292	115,325	1,379	7,920	124,624	215,916	52.40%
	20/9	27,246	84,213	--	1,534	--	112,993	23,699	11,220	2,128	150,040	2,568	7,834	160,442	272,027	54.40%
	20/10	28,462	95,067	--	1,422	--	124,951	25,396	13,309	3,169	166,825	6,037	9,586	182,448	310,294	52.70%
	20/11	22,339	76,630	--	1,870	--	100,839	23,753	11,183	3,181	138,956	5,263	9,004	153,223	264,898	51.30%
	20/12	24,927	77,641	--	1,270	--	103,838	25,701	11,215	5,726	146,480	3,808	9,938	160,226	252,998	55.60%
	21/1	25,153	76,935	--	1,347	--	103,435	23,887	11,680	3,602	142,604	5,703	12,445	160,752	276,554	50.30%
	21/2	23,959	80,517	--	1,510	--	105,986	26,884	11,891	2,722	147,483	5,500	11,486	164,469	281,380	51.40%
	21/3	24,653	82,201	--	1,628	--	108,482	26,174	11,547	3,315	149,518	5,899	11,597	167,014	290,939	50.30%
	21/4	25,041	72,318	--	1,567	--	98,926	25,484	11,469	1,272	137,151	5,303	17,237	159,691	261,633	51.90%
	21/5	4,760	20,343	--	349	--	25,452	6,355	1,096	868	33,771	1,522	11,262	46,555	88,045	37.40%
	21/6	17,439	68,849	--	602	--	86,890	28,172	9,218	1,916	126,196	4,152	17,020	147,368	231,633	53.70%
	21/7	19,685	70,268	--	1,450	--	91,403	32,272	10,057	2,768	136,500	4,738	21,224	162,462	264,442	50.60%
	21/8	20,461	45,577	--	2146	--	68,184	24,337	10,666	2,588	105,775	4,305	20,619	130,699	232,224	44.40%
	21/9	14,936	20,891	--	981	--	36,808	18,459	7,844	3,304	66,415	2,400	17,565	86,380	160,070	39.40%
	21/10	21,831	48,690	--	1,069	--	71,590	27,081	10,320	3,797	112,788	4,225	21,322	138,335	229,553	47.50%
	21/11	17,473	57,019	--	1,089	--	75,581	24,574	9,571	3,291	113,017	4,774	21,393	139,184	215,626	50.90%
	21/12	16,320	69,340	--	1,204	--	86,869	26,982	9,165	3,015	126,031	4,838	22,280	153,149	219,421	56.10%
	22/1	18,634	71,472	--	1,666	--	91,772	26,624	10,528	3,537	132,461	3,981	17,937	154,379	254,287	50.70%
	22/2	19,691	77,795	--	1,912	--	99,398	25,360	9,190	3,659	137,607	2,428	24,021	164,056	262,984	50.90%
	22/3	15,491	82,314	--	1,834	--	99,639	25,001	9,221	3,797	137,658	6,241	26,496	170,395	279,501	47.90%
	22/4	17,137	59,184	--	579	--	76,900	33,941	11,154	4,266	126,261	5,987	18,413	150,661	251,581	48.50%
	22/5	17,408	67,947	--	586	--	85,941	28,051	10,482	3,526	128,000	6,222	27,191	161,413	251,052	49.60%
	22/6	14,442	77,746	--	1,507	--	93,695	18,860	10,130	3,025	125,710	6,314	23,833	155,857	275,788	44.50%
	22/7	20,333	84,818	--	1,379	--	106,530	23,272	13,048	2,816	145,666	9,939	20,311	175,916	293,865	48.60%
	22/8	22,162	71,557	--	1,516	--	95,235	26,932	11,999	3,371	137,537	6,155	21,481	165,173	281,210	47.70%
	22/9	29,574	72,176	--	1,359	--	103,109	32,574	12,697	2,505	150,885	4,018	21,403	176,306	307,389	48.30%
	22/10	24,936	73,685	--	1,884	--	100,505	30,971	8,861	2,913	143,250	3,822	20,448	167,520	291,113	48.20%
	22/11	18,251	72,844	--	1,554	--	92,649	32,563	7,183	2,660	135,055	4,251	19,738	159,044	276,231	47.90%
	22/12	9,765	57,502	--	1,154	--	68,421	33,008	10,581	1,525	113,535	4,016	21,796	139,347	235,309	47.60%
	23/1	25,446	73,840	--	1,000	--	100,286	35,353	11,709	4,019	151,367	3,775	17,393	172,535	298,093	49.43%
	23/2	21,875	79,898	--	792	--	102,565	33,550	11,352	3,356	150,823	4,291	17,207	172,321	291,928	50.51%
	23/3	11,582	71,832	--	300	--	83,714	37,054	11,995	4,024	136,787	3,165	30,119	170,071	292,030	45.46%
	23/4	14,110	74,935	--	1,017	--	90,062	36,754	10,504	2,199	139,519	4,039	16,971	160,529	284,271	48.31%
	23/5	12,236	71,419	--	992	--	84,647	46,243	12,818	2,888	146,596	5,010	26,477	178,083	288,369	49.83%
	23/6	14,054	64,471	--	1,744	--	80,269	43,404	9,354	2,992	136,019	3,629	19,770	159,418	280,252	47.47%
	23/7	9,590	67,102	--	1,348	--	78,040	62,049	12,037	2,559	154,685	4,746	22,199	181,630	302,521	50.29%
	23/8	12,209	72,451	--	849	--	85,509	58,746	11,859	2,564	158,678	5,790	24,614	189,082	313,715	49.76%
	23/9	10,351	68,552	--	1,491	--	80,394	59,271	11,147	2,294	153,106	5,726	22,511	181,343	316,908	47.59%
	23/10	14,568	80,662	--	695	--	95,925	59,147	12,975	3,894	171,941	5,325	21,951	199,217	--	--

出所: 会社資料

注: 2014年8月以降Compact/Super Compactセグメントの台数カウントに変更あり、2020年4月以降インド市場の月次台数にTata Motorsは含まれない

アナリストによる保証:本リサーチの表紙において“AC”と表示されたリサーチアナリストは、次のことをここに保証します。(複数のリサーチアナリストが本リサーチの主たる責任者である場合は、表紙もしくは本リサーチ内において“AC”と記載されているアナリストが、本リサーチ内でカバーするそれぞれの有価証券または発行体について、個別に、次のことをここに保証します。)(1)本リサーチにおいて示された全ての意見は、当該有価証券或いは発行体のありとあらゆる点に関するリサーチアナリスト個人の見解を正確に反映するものであること(2)リサーチアナリストへの報酬は、現在、過去、未来において、直接間接を問わず、本リサーチにおいて示された特定の推奨或いは意見とは一切関連のないものであること。冒頭表紙に韓国をベースとするアナリストが記載されている場合はKOFIAの要件に基づき、不当な影響や干渉のない状態で、誠意をもって作成された分析及びアナリスト自身の見解を反映した意見であることを併せて保証します。本レポート内に名前を記載されたすべての執筆者は、特に別の記載がない限り、すべて独自のリサーチを作成するリサーチアナリストです。欧州においてはSector Specialist(セクターズ及びトレーディング)が連絡先として表示される場合がございますが、レポートの執筆者やリサーチ部門の一員ではございません。

重要なディスクロージャー

個別銘柄に関するディスクロージャー: 要約レポート、J.P.モルガンがカバレッジを行っている全銘柄、及びカバレッジを行っていない一定の銘柄に対する株価チャートやクレジットオピニオン履歴を含む重要なディスクロージャーは、<https://www.jpmm.com/research/disclosures>にてご覧になれます。もしくは、1-800-477-0406/米国またはresearch.disclosure.inquiries@jpmorg.comへお問い合わせ下さい。

レーティングとその停止についての説明とアナリストのカバレッジ銘柄

J.P.モルガンは以下の定義に基づいてレーティングを付与しています:Overweight(今後半年～1年以内に、担当アナリスト、あるいはアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンの平均をアウトパフォームすると我々が予想する)Neutral(今後半年～1年以内に、担当アナリスト、あるいはアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンの平均と同程度のリターンを実現すると我々が予想する)Underweight(今後半年～1年以内に、担当アナリスト、あるいはアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンの平均をアンダーパフォームすると我々が予想する)Not Rated(NR):J.P.モルガンは、会社の十分な基礎情報を得られないか、または法的、規制上もしくは政策上の、いずれかの理由によりレーティング(場合によっては目標株価)を停止しております。過去に付与していたレーティング(場合によっては目標株価)は、現時点において依拠されないようお願い致します。NRを付与することは、銘柄の推奨やレーティングの付与にはあたりません。アジア(オーストラリア及びインドを除く)及び英国における中小型株式のリサーチでは、各銘柄の予想トータルリターンは、アナリストのカバレッジ・ユニバースではなく、ベンチマークとする国の市場指数の予想トータルリターンと比較を行っています。保証を行っているアナリストのカバレッジ・ユニバースについて、本レポートの重要なディスクロージャーの中に含まれていない場合には、J.P.モルガンのリサーチウェブサイト<https://www.jpmm.com/research/disclosures>にてご確認頂けます。

カバレッジ・ユニバース:岸本章:アイシン(7259)(7259.T),ブリヂストン(5108)(5108.T),デンソー(6902)(6902.T),日野自動車(7205)(7205.T),本田技研工業(7267)(7267.T),いすゞ自動車(7202)(7202.T),小糸製作所(7276)(7276.T),マツダ(7261)(7261.T),三菱自動車工業(7211)(7211.T),ニフコ(7988)(7988.T),日産自動車(7201)(7201.T),SUBARU(7270)(7270.T),スタンレー電気(6923)(6923.T),住友ゴム工業(5110)(5110.T),スズキ(7269)(7269.T),TOYO TIRE(5105)(5105.T),豊田自動織機(6201)(6201.T),トヨタ自動車(7203)(7203.T),ヤマハ発動機(7272)(7272.T)

J.P.モルガン株式調査部レーティングの内訳 2023年10月7日

	Overweight (buy)	Neutral (hold)	Underweight (sell)
J.P.Morganグローバル・エクイティ・リサーチの カバレッジ*	47%	39%	14%
投資銀行部門の顧客**	47%	45%	33%
JPMSエクイティ・リサーチのカバレッジ*	46%	41%	13%
投資銀行部門の顧客**	65%	64%	51%

*注:割合の合計値は端数処理のため100%にならない場合がございます。

**buy、hold、sellの各レーティングにおける過去12ヵ月にJPMがインベストメント・バンキング・サービスを行った企業の占める割合。

FINRAのレーティング・ディストリビューション・ディスクロージャールールに準拠すると、Overweightはbuyに、Neutralはholdに、Underweightはsellに適合します。上記表にはレーティング停止中の銘柄は含まれておりません。当該情報は直近四半期末時点のものになります。

株式バリュエーション及びリスク要因

カバー銘柄もしくはカバー銘柄の目標株価に関するバリュエーションの方法ならびにリスク要因の説明については、当該銘柄について書かれた最新の個別企業レポートをご覧ください。最新のレポートはホームページ<https://www.jpmm.com/research/disclosures>よりご覧になれるほか、当該銘柄の担当アナリストもしくはJ.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、Eメールhttps://research.disclosure.inquiries@jpmorgan.comにてお尋ね下さい。掲載された当社モデルについての重要情報については、個別企業レポートのファイナンス・サマリーと個別企業頁をご覧ください。レポートはホームページ<https://www.jpmm.com/research/disclosures>の個別企業頁よりご覧になれます。レポートには根拠となる分析を記載しております。

過去12ヶ月間のJPモルガンによる投資判断は <http://www.jpmorganmarkets.com> のResearch & Commentaryページにてアクセス可能で、アナリストの名前、セクター、又は金融商品にて検索できます。

アナリスト報酬：本レポートの準備、執筆にたずさわったアナリストの報酬は、リサーチの質や正確さ、クライアントの反応、競争力、会社全体の業績など、様々な要因によって決まります。

米国以外のアナリスト登録：特に記載が無い限り、レポート表紙に記載された米国以外のアナリストはJPMSの米国関連会社以外の関連会社の従業員であり、FINRAの規定にあるリサーチアナリストとしての登録はされていない可能性があり、JPMSの特殊関係人でなく、FINRA Rule 2241あるいは2242の規制である調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランスおよびリサーチアナリストの取引口座における有価証券取引に関する制約を受けない可能性があります。

その他のディスクロージャー

J.P.Morganは、J.P. Morgan Chase & Co.およびその全世界における子会社および関連会社のインベストメント・バンキング・ビジネスのマーケティングチームです。

英国MIFIDにおけるFICCリサーチアンバンドリング規制の免除：英国のお客様は [UK MIFID Research Unbundling exemption](#) にてJ.P.モルガンにおけるFICCリサーチの免除及び分類のガイダンスに関する詳細をご覧ください。

お客様にご利用頂ける全てのリサーチ資料は、適用法による特段の許可がない限り、発行と同時に当社の顧客用ウェブサイトであるJ.P. Morgan Marketsにおいてご覧いただけます。全てのリサーチの内容が、第三者によるコンテンツ・サイト等に再配信・送信されている、または同サイト等で入手可能となっているとは限りません。個別銘柄について入手可能なリサーチ資料は、当社の担当セールスにお問い合わせ下さい。

本資料における中国;香港;台湾;マカオはそれぞれMainland China; Hong Kong SAR, (China); Taiwan, (China); 及びMacau SAR, (China)を指します。

J.P.モルガンの調査レポートでは随時、米国、欧州、英国または他の当該国・地域の政府当局が課す、もしくは実行する経済・金融制裁の対象となる発行体もしくは証券(制裁対象証券)に関して述べる場合があります。こうしたレポートのいかなる内容も、かかる制裁対象証券への投資やディーリングの奨励、促進、推進、もしくは承認と理解、解釈されることを意図するものではありません。お客様は投資判断を下す際にご自身の法的およびコンプライアンスの順守義務についてご理解下さい。

本レポート内で説明されているデジタル資産または暗号資産は、急速に変化する規制環境の影響を受けます。ビットコインやイーサリウムを含む暗号資産に関連する規制当局からの通知については、<https://www.jpmorgan.com/disclosures/cryptoasset-disclosure>を参照してください。

本レポートの執筆者は、お客様の管轄区域における規制業務の遂行を認められていない可能性があります。認可されていない場合、そのように振る舞うものではありません。

Exchange-Traded Funds (ETFs):J.P. Morgan Securities LLC (“JPMS”)は、実質上全ての米国上場ETFについて認可された参加者になります。本レポートにETFが記載されている限り、JPMSはETFの分配に関連する手数料および取引ベースの報酬、空売りへの証券貸付等その他取引関連業務の手数料を取得する場合があります。JPMSは、ブローカーまたはディーラーを含む、ETF業務を行う場合もあります。さらに、JPMSの関連会社は、信託、保管、管理、貸付、指数計算および/またはメンテナンスその他業務を含む、ETF業務を行う場合があります。

オプションに関する調査資料：本資料で提供する情報がオプション-または先物-に関する調査資料である場合、当該情報は適切なオプションまたは先物リスクディスクロージャー資料を受領した場合に限り、入手が可能となります。Option Clearing Corporation's Characteristics and Risks of Standardized Optionsの資料入手に関しては、J.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、もしくは次のウェブサイト <https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf> をご覧ください。また、Security Futures Risk Disclosure Statementの資料入手に関しては、次のウェブサイト http://www.finra.org/sites/default/files/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2018.pdf をご覧ください。

銀行間取引金利 (IBORs) 及びその他ベンチマーク金利の変更：一部の金利ベンチマークは、国際、国内、その他規制ガイダンス及び改革の対象となる又は将来その可能性があります。詳細につきましては https://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_rates をご覧ください。

信用格付のご利用にあたっての留意事項：本書に信用格付が記載されている場合、日本格付研究所(JCR)及び格付投資情報センター(R&I)による格付は、登録信用格付業者が付与した格付です。JCR及びR&I以外の付与した格付で登録信用格付業者による旨の記載がない場合は、無登録格付を意味します。無登録格付のうち、無登録格付業者であるS&Pグローバル・レーティング、ムーディーズ・インベスターズ・サービス又はフィッチ・レーティングスが付与した格付については、投資判断を行われる前に、別途お送りしている又はお送りする、対応する格付会社の「無登録格付に関する説明書」を十分にお読みください。

プライベートバンクのお客様：貴社がJPモルガン・チェース・アンド・カンパニー及びその子会社が提供するプライベートバンキング業務（「J.P.モルガン・プライベート・バンク」）のお客様としてリサーチを受け取っている場合、リサーチはJ.P.モルガンの他の部門(JPモルガンのコーポレート&インベストメント・バンクやグローバル・リサーチ部門を含み、これに限定されません。)からではなく、J.P.モルガン・プライベート・バンクから貴社に提供されます。

本レポートの作成及び配布を担当した法人：本資料を執筆し“AC”と表示されたリサーチアナリストの名前の下に記載された法人が、本レポートの作成を担当した法人です。本資料を執筆し“AC”と表示されたリサーチアナリストが複数おり、それぞれの名前の下に記載された法人が異なる場合は、それらの法人が本レポートの作成を共同で担当しています。J.P.モルガンの各関連会社のリサーチアナリストが本資料の作成に寄与している可能性があります、お客様の管轄区域における規制業務の遂行を認められていない可能性があります(そのように振る舞うものでもありません)。以下に特段の記載がない限り、本資料は作成を担当した法人が配布しています。ご質問がありましたら、お客様の管轄区域の担当リサーチアナリストまたは本リサーチ資料を配布したお客様の管轄区域の法人にお問い合わせ下さい。

Legal Entities Disclosures and Country-/Region-Specific Disclosures:

Argentina: JPMorgan Chase Bank N.A Sucursal Buenos Aires is regulated by Banco Central de la República Argentina (“BCRA” - Central Bank of Argentina) and Comisión Nacional de Valores (“CNV” - Argentinian Securities Commission) - ALYC y AN Integral N°51). **Australia:** J.P. Morgan Securities Australia Limited (“JPMSAL”) (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No: 238066) is regulated by the Australian Securities and Investments Commission and is a Market, Clearing and Settlement Participant of ASX Limited and CHI-X. This material is issued and distributed in Australia by or on behalf of JPMSAL only to “wholesale clients” (as defined in section 761G of the Corporations Act 2001). A list of all financial products covered can be found by visiting <https://www.jpmm.com/research/disclosures>. J.P. Morgan seeks to cover companies of relevance to the domestic and international investor base across all Global Industry Classification Standard (GICS) sectors, as well as across a range of market capitalisation sizes. If applicable, in the course of conducting public side due diligence on the subject company(ies), the Research Analyst team may at times perform such diligence through corporate engagements such as site visits, discussions with company representatives, management presentations, etc. Research issued by JPMSAL has been prepared in accordance with J.P. Morgan Australia’s Research Independence Policy which can be found at the following link: [J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy](#). **Brazil:** Banco J.P. Morgan S.A. is regulated by the Comissão de Valores Mobiliários (CVM) and by the Central Bank of Brazil. Ombudsman J.P. Morgan: 0800-7700847 / ouvidoria.jp.morgan@jpmorgan.com. **Canada:** J.P. Morgan Securities Canada Inc. is a registered investment dealer, regulated by the Canadian Investment Regulatory Organization and the Ontario Securities Commission and is the participating member on Canadian exchanges. This material is distributed in Canada by or on behalf of J.P. Morgan Securities Canada Inc. **Chile:** Inversiones J.P. Morgan Limitada is an unregulated entity incorporated in Chile. **China:** J.P. Morgan Securities (China) Company Limited has been approved by CSRC to conduct the securities investment consultancy business. **Dubai International Financial Centre (DIFC):** JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch is regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA) and its registered address is Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE. This material has been distributed by JP Morgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch to persons regarded as professional clients or market counterparties as defined under the DFSA rules. **European Economic Area (EEA):** Unless specified to the contrary, research is distributed in the EEA by J.P. Morgan SE (“JPM SE”), which is subject to prudential supervision by the European Central Bank (“ECB”) in cooperation with BaFin and Deutsche Bundesbank in Germany. JPM SE is a company headquartered in Frankfurt with registered address at Taunus Turm, Taunustor 1, Frankfurt am Main, 60310, Germany. The material has been distributed in the EEA to persons regarded as professional investors (or equivalent) pursuant to Art. 4 para. 1 no. 10 and Annex II of MiFID II and its respective implementation in their home jurisdictions (“EEA professional investors”). This material must not be acted on or relied on by persons who are not EEA professional investors. Any investment or investment activity to which this material relates is only available to EEA relevant persons and will be engaged in only with EEA relevant persons. **Hong Kong:** J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE number AAJ321) is regulated by the Hong Kong Monetary Authority and the Securities and Futures Commission in Hong Kong, and J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited (CE number AAB027) is regulated by the Securities and Futures Commission in Hong Kong. JP Morgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch (CE Number AAL996) is regulated by the Hong Kong Monetary Authority and the Securities and Futures Commission, is organized under the laws of the United States with limited liability. Where the distribution of this material is a regulated activity in Hong Kong, the material is distributed in Hong Kong by or through J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited and/or J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited. **India:** J.P. Morgan India Private Limited (Corporate Identity Number - U67120MH1992FTC068724), having its registered office at J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai - 400098, is registered with the Securities and Exchange Board of India (SEBI) as a ‘Research Analyst’ having registration number INH000001873. J.P. Morgan India Private Limited is also registered with SEBI as a member of the National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange Limited (SEBI Registration Number - INZ000239730) and as a Merchant Banker (SEBI Registration Number - MB/INM000002970). Telephone: 91-22-6157 3000, Facsimile: 91-22-6157 3990 and Website: <http://www.jpmpi.com>. JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch is licensed by the Reserve Bank of India (RBI) (Licence No. 53/ Licence No. BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239) as a Scheduled Commercial Bank in India, which is its primary license allowing it to carry on Banking business in India and other activities, which a Bank branch in India are permitted to undertake. For non-local research material, this material is not distributed in India by J.P. Morgan India Private Limited. Compliance Officer: Spurthi Gadamsetty; spurthi.gadamsetty@jpmchase.com; +912261573225. Grievance Officer: Ramprasad K, jpmpi.research.feedback@jpmorgan.com; +912261573000.

Investment in securities market are subject to market risks. Read all the related documents carefully before investing. Registration granted by SEBI and certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors.

Indonesia: PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia is a member of the Indonesia Stock Exchange and is registered and supervised by the Otoritas Jasa Keuangan (OJK). **Korea:** J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch, is a member of the Korea Exchange (KRX). JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch, is licensed as a branch office of foreign bank (JPMorgan Chase Bank, N.A.) in Korea. Both entities are regulated by the Financial Services Commission (FSC) and the Financial Supervisory Service (FSS). For non-macro research material, the material is distributed in Korea by or through J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch. **Japan:** JPMorgan Securities Japan Co., Ltd. and JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch are regulated by the Financial Services Agency in Japan. **Malaysia:** This material is issued and distributed in Malaysia by JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X), which is a Participating Organization of Bursa Malaysia Berhad and holds a Capital Markets

Services License issued by the Securities Commission in Malaysia. **Mexico:** J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V. and J.P. Morgan Grupo Financiero are members of the Mexican Stock Exchange and are authorized to act as a broker dealer by the National Banking and Securities Exchange Commission. **New Zealand:** This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to "wholesale clients" (as defined in the Financial Markets Conduct Act 2013). JPMSAL is registered as a Financial Service Provider under the Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008. **Pakistan:** J. P. Morgan Pakistan Broking (Pvt.) Ltd is a member of the Karachi Stock Exchange and regulated by the Securities and Exchange Commission of Pakistan. **Philippines:** J.P. Morgan Securities Philippines Inc. is a Trading Participant of the Philippine Stock Exchange and a member of the Securities Clearing Corporation of the Philippines and the Securities Investor Protection Fund. It is regulated by the Securities and Exchange Commission. **Russia:** CB J.P. Morgan Bank International LLC is regulated by the Central Bank of Russia. **Singapore:** This material is issued and distributed in Singapore by or through J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (JPMSS) [MCI (P) 030/08/2023 and Co. Reg. No.: 199405335R], which is a member of the Singapore Exchange Securities Trading Limited, and/or JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch (JPMCB Singapore), both of which are regulated by the Monetary Authority of Singapore. This material is issued and distributed in Singapore only to accredited investors, expert investors and institutional investors, as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Cap. 289 (SFA). This material is not intended to be issued or distributed to any retail investors or any other investors that do not fall into the classes of "accredited investors," "expert investors" or "institutional investors," as defined under Section 4A of the SFA. Recipients of this material in Singapore are to contact JPMSS or JPMCB Singapore in respect of any matters arising from, or in connection with, the material. As at the date of this material, JPMSS is a designated market maker for certain structured warrants listed on the Singapore Exchange where the underlying securities may be the securities discussed in this material. Arising from its role as a designated market maker for such structured warrants, JPMSS may conduct hedging activities in respect of such underlying securities and hold or have an interest in such underlying securities as a result. The updated list of structured warrants for which JPMSS acts as designated market maker may be found on the website of the Singapore Exchange Limited: <http://www.sgx.com>. **South Africa:** J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited and JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch are members of the Johannesburg Securities Exchange and are regulated by the Financial Services Board. **Taiwan:** J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited is a participant of the Taiwan Stock Exchange (company-type) and regulated by the Taiwan Securities and Futures Bureau. Material relating to equity securities is issued and distributed in Taiwan by J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited, subject to the license scope and the applicable laws and the regulations in Taiwan. According to Paragraph 2, Article 7-1 of Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customers (as amended or supplemented) and/or other applicable laws or regulations, please note that the recipient of this material is not permitted to engage in any activities in connection with the material that may give rise to conflicts of interests, unless otherwise disclosed in the "Important Disclosures" in this material. **Thailand:** This material is issued and distributed in Thailand by JPMorgan Securities (Thailand) Ltd., which is a member of the Stock Exchange of Thailand and is regulated by the Ministry of Finance and the Securities and Exchange Commission, and its registered address is 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok 10500. **UK:** Unless specified to the contrary, research is distributed in the UK by J.P. Morgan Securities plc ("JPMS plc") which is a member of the London Stock Exchange and is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority. JPMS plc is registered in England & Wales No. 2711006, Registered Office 25 Bank Street, London, E14 5JP. This material is directed in the UK only to: (a) persons having professional experience in matters relating to investments falling within article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) (Order) 2005 ("the FPO"); (b) persons outlined in article 49 of the FPO (high net worth companies, unincorporated associations or partnerships, the trustees of high value trusts, etc.); or (c) any persons to whom this communication may otherwise lawfully be made; all such persons being referred to as "UK relevant persons". This material must not be acted on or relied on by persons who are not UK relevant persons. Any investment or investment activity to which this material relates is only available to UK relevant persons and will be engaged in only with UK relevant persons. Research issued by JPMS plc has been prepared in accordance with JPMS plc's policy for prevention and avoidance of conflicts of interest related to the production of Research which can be found at the following link: [J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy](#). **U.S.:** J.P. Morgan Securities LLC ("JPMS") is a member of the NYSE, FINRA, SIPC, and the NFA. JPMorgan Chase Bank, N.A. is a member of the FDIC. Material published by non-U.S. affiliates is distributed in the U.S. by JPMS who accepts responsibility for its content.

一般：追加情報は御要望に応じてお渡しいたします。本資料で提供している情報は信頼できると考える情報源から得たものであり、相当の注意を払って正確な事実が述べられていることおよび見解や予測が合理的かつ公平な判断に基づくものであることを確認しております。しかしながら、JPMorgan Chase & Co.または関連会社もしくは子会社(総称してJ.P.モルガン)は、J.P.モルガンおよびリサーチアナリストと本資料の対象となる発行体との関係を示すディスクロージャー以外について、掲載された情報の完全性あるいは正確性を表明または保証するものではありません。従って本資料に含まれる情報の正確性、公平性、完全性に依拠することのないようお願いいたします。この資料のデータおよび/または一部内容については、計算、調整、他言語への翻訳および/または該当する地域の規制制限等により、若干の不一致が生じる場合があります。なお、これら不一致は同資料で議論される可能性のある対象企業の全体的な投資分析、見解、および/または推奨事項に影響を与えるものではありません。関係当局および服する規制制度によって規定される責務に該当する場合を除き、J.P.モルガンは本資料および内容の使用から生じたあらゆる損失について一切責任を負わず、J.P.モルガンおよび役職員は内容について一切の責任を負いません。見解や予測は記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。J.P.モルガンは企業の開発や発表事項、市場の状況あるいは公表された情報に基づき、企業および業界に関して定期的に情報のアップデートを提供する場合があります。見解や予測は起こりうる結果の一つであり、将来における結果や事象を保証するものではありません。見解や予測は不確実性、リスクおよび未実証の推定を伴うものであり、将来における結果や事象が大きく異なることをご了承ください。本資料で言及された投資の価値または投資からの収入は為替変動により変動または影響をうける場合があります。株価は、明記がない限り市場取引終了時点のものを示しています。過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではなく、投資元本を割り込む可能性があります。本資料はいかなる金融商品についても、その売買に関する申し出あるいは勧誘を意図したものではありません。本資料に掲載されている証券、金融商品、あるいは投資戦略は全ての投資家に適合するとは限りません。本資料に掲載されている見解や推奨は各投資家の状況、目標、あるいはニーズを考慮したものではありません、特定の投資家に対し、特定の証券、金融商品、あるいは投資戦略を薦めるものではありません。本資料は仕組み

証券、オプション、先物、その他のデリバティブに関する見解を含む可能性があります。これらは複雑な商品であり、高水準のリスクを伴う場合があります。そのリスクを理解して引き受けることが可能で、高度な知識を有する投資家のみに適した投資商品と言えます。本資料の受領にあたり、本資料に掲載されている証券または金融商品に関する判断は投資家ご自身で行い、必要に応じて第三者の金融、法務、税務の専門家にご相談いただくようお願いいたします。J.P.モルガンは当該リサーチアナリストの見解や調査に基づいた取引を行う場合や本資料と異なる見解に基づいた自己および顧客の取引に関与する場合があります。J.P.モルガンはこうしたコミュニケーションに関して本資料の受領者に報告する義務を負いません。ストラテジスト、セールスまたは他のリサーチアナリストをはじめとするJ.P.モルガンの他の役職員は、本資料と異なる見解を有する場合があります。本資料の作成に関与していない役職員は本資料内で言及される有価証券（または当有価証券のデリバティブ）に投資を行っている場合があり、本資料の見解と異なる方法で取引を行う場合がございます。本資料はいかなる法域においても発行体、その商品若しくはサービス、またはその有価証券のための広告あるいは宣伝ではありません。

機密性及び安全性について：本電子メールは、秘匿・機密情報、法律上の秘匿情報及び/または準拠法に基づき開示することを免除された情報を含む場合があります。本電子メールが誤って送信された場合には、メールに含まれる情報を開示・複写・配信・利用(当該情報を根拠とするあらゆる情報を含む)することは、固く禁じられています。本電子メール及びその添付資料は、受領・開示時にコンピューターシステムに影響を与えうるウイルスや欠陥を有さないと思われませんが、その確認は受領者において責任を負うものであり、本電子メール及びその添付資料の利用によって生じる損失・損害についてJPMorgan Chase & Co.及びその関係会社は責任を負いません。本電子メールが誤って送信された場合には、直ちに送信者に連絡し、電子媒体・紙媒体等を問わず、直ちに完全に消去頂きますようお願い致します。本メッセージは電子監視の対象です。 <https://www.jpmorgan.com/disclosures/email>

MSCI: ここに記載されている特定の情報(「本情報」)は、MSCI Inc.、その関連会社および情報プロバイダー(「MSCI」)©2023の許可を得て複製されています。適切な許諾なしに本情報を複製または配布することは認められません。MSCIは本情報に関する明示的または黙示的な保証(商品性や適合性を含む)を行わず、法律が認める範囲内で一切の責任を否認します。MSCI ESG Researchからの当該情報を除き、いかなる情報も投資助言ではありません。 [msci.com/disclaimer](https://www.msci.com/disclaimer) も対象となります。

(「その他のディスクローチャー」 2023年10月21日改訂)

Copyright 2023 JPMorgan Chase & Co. - All rights reserved. 本資料および本資料で提供している情報は、J.P.モルガンの文書による同意なしに再版、転載、販売および再配布することを禁じます。J.P.モルガンもしくは許可された第三者から受領したリサーチ資料(「J.P.モルガンのデータ」)を、第三者によってかかるJ.P.モルガンのデータにアクセス可能な場合に、J.P.モルガンからの書面による事前の同意なしに第三者の人口知能(「AI」)システムやモデルにおいて利用または共有することは固く禁じられています。第三者によるかかるJ.P.モルガンのデータへのあらゆるアクセスや利用を防ぐために、J.P.モルガンのデータを社内ビジネスの目的に限ってJ.P.モルガンのデータの機密を守るAIシステムやモデルにおいて利用することは許容されません。

Completed 01 Nov 2023 08:42 PM JST

Disseminated 01 Nov 2023 08:42 PM JST