

31 May 2026 21:43:16 ET | 10 ページ

グローバルストラテジー

今週の Citi グローバル・ビュー: AI と地政学 が需給を左右

CITI'S TAKE

主要株式市場に関連する、海外発行のレポートを和訳抜粋した。

Global Macro Strategy — 「[Views and Trade Ideas - Deal or no deal?](#) (5 月 29 日)」 — 市場はイラン情勢を巡る不透明感の中で膠着状態が続くが、和平交渉への期待から原油価格は下落バイアス。イラン合意が実現すれば、米国のヘッドライン CPI は急速に低下し、コアインフレも遅れて追従する見込み。FRB は原油価格を主要な政策変数とは見ておらず、利下げへの転換は時期尚早だが、据え置きが有力。株式面では、欧州株および一部の新興国株式がイラン合意を契機に戦術的なリバウンドが期待される。ただし、POLLS インジケーターが上昇しており、株式全般に対しては慎重姿勢が必要。米国株のポジションは過熱気味で、ナスダックが最大の積み増しを記録。欧州株(ユーロストック 50・FTSE)はポジションが低水準のままで、キャッチアップの余地あり。

Global Quantitative Macro Strategy — 「[Where are all the allocators' blocks? Navigating AI boom and geopolitics gloom, adding risk](#) (5 月 27 日)」 — 大手資産運用会社(運用総額 20 兆ドル超、19 社)の配分動向を集計。今月は地政学リスクへの懸念を維持しつつも、AI 主導の成長と堅調な企業業績を背景に、選択的なリスクオンへ回帰。株式では米国株・新興国株を OW に積み増し、欧州株は UW を拡大。小型株(スモールキャップ)のロングも強化。欧州株のポジションは歴史的に景気循環的で変動が大きく、現在は UW。アジア株・米国株の OW は相対的に持続性が高い。コンセンサスは「金・新興国株・米国株ロング、米国債・米国投資適格クレジットショート」。金は価格の軟調さにもかかわらず、分散効果と中央銀行需要を背景に最大のコンセンサスロング。EMFX もロング優位。USD の UW は縮小傾向。

Equity Market Positioning — 「[Nasdaq and KOSPI Lead Bullish Positioning](#) (5 月 26 日)」 — AI ドリブンのフローが世界の株式ポジションを牽引。確信度が最も高いのはナスダックと KOSPI。米国では、S&P500 のポジションは小幅上昇も、フローは売買が拮抗したバランス型。ナスダックは持続的なロング積み増しと P&L 水準の高さから、近い将来の利益確定リスクに注意が必要。小型株(ラッセル 2000)には目立った改善なし。欧州では、ユーロストック 50 のポジションはショートカバーにより若干改善したものの、構造的にはベア(弱気)が継続。ショートポジションの損失が深刻で、マクロ環境が好転した場合のショートスクイズリスクに脆弱。DAX も同様の傾向。FTSE のみが強気圏を維持。アジアでは、KOSPI が引き続き強気ポジションを維持する一方、日経平均は利益確定によりグロスポジションが低下。ハンセン指数・中国 A50 はショート積み増しによりポジションが悪化。最大のリスクは KOSPI の過熱であり、他市場のポジション・P&L が低水準なため、地域全体への波及は限定的とみる。

本稿は Citi グローバルリサーチレポートを和訳抜粋したものであり、英語による原本がすべての点において日本語版に優先します。

上田 慧史^{AC}

+81-3-6776-5110

keishi.ueda@citi.com

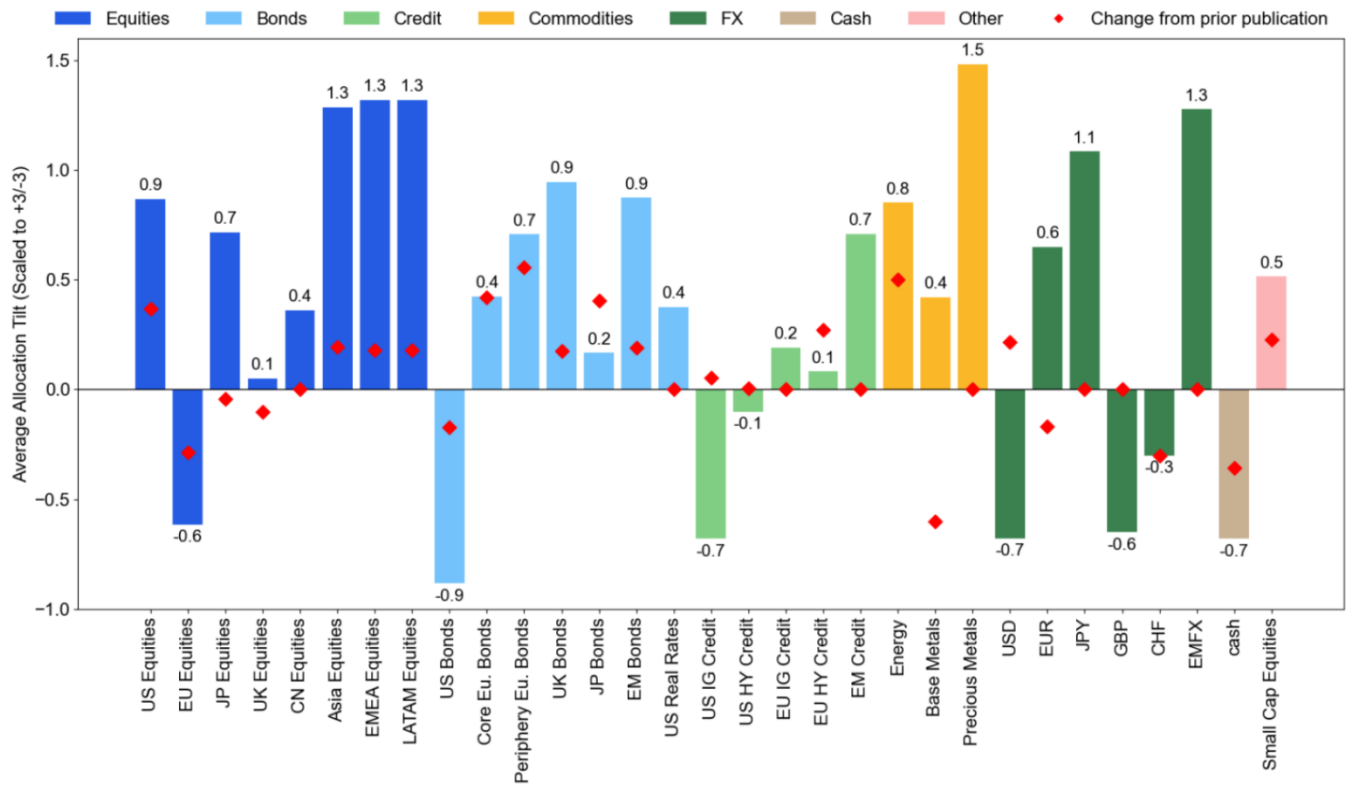
阪上 亮太

+81-3-6776-4653

ryota.sakagami@citi.com

アナリスト・サーティフィケーション、重要な開示事項、及びリサーチ・アナリストの所属については、Appendix A-1 をご覧ください。

図表 1. Asset Allocation Manager Positioning



© 2026 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.

出所: Citi Research

図表 2. Ranking of Equity Market positioning

22/05/2026	By Position	Pos	PnL	By 1w change	Change	Pos	PnL	By PnL	PnL	Pos	By Position	Percentile
KOSPI 200	3.1	2.3		DM xUS	1.3	-0.4	-3.3	Nasdaq	3.8	2.7	KOSPI 200	88%
Nasdaq	2.7	3.8		MSCI EM	0.9	-0.6	-3.6	KOSPI 200	2.3	3.1	China A50	82%
China A50	2.1	-0.3		DAX	0.7	-0.7	-0.6	Nikkei	1.2	1.1	Nasdaq	81%
Nikkei	1.1	1.2		Nasdaq	0.6	2.7	3.8	ASX 200	0.6	-3.7	FTSE	57%
S&P Mini	1.0	-2.4		EuroStoxx	0.4	-3.0	-5.0	FTSE	0.1	0.3	DM xUS	41%
FTSE	0.3	0.1		FTSE	0.3	0.3	0.1	R2000	0.0	-0.3	Nikkei	40%
R2000	-0.3	0.0		Eur Banks	0.3	-0.5	-0.9	Hang Seng	-0.1	-1.4	S&P Mini	39%
DM xUS	-0.4	-3.3		S&P Mini	0.0	1.0	-2.4	China A50	-0.3	2.1	R2000	36%
Eur Banks	-0.5	-0.9		ASX 200	-0.1	-3.7	0.6	DAX	-0.6	-0.7	MSCI EM	30%
MSCI EM	-0.6	-3.6		Nikkei	-0.2	1.1	1.2	Eur Banks	-0.9	-0.5	Hang Seng	15%
DAX	-0.7	-0.6		China A50	-0.4	2.1	-0.3	S&P Mini	-2.4	1.0	DAX	12%
Hang Seng	-1.4	-0.1		KOSPI 200	-0.6	3.1	2.3	DM xUS	-3.3	-0.4	Eur Banks	4%
EuroStoxx	-3.0	-5.0		R2000	-0.7	-0.3	0.0	MSCI EM	-3.6	-0.6	EuroStoxx	2%
ASX 200	-3.7	0.6		Hang Seng	-1.1	-1.4	-0.1	EuroStoxx	-5.0	-3.0	ASX 200	0%

© 2026 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.

出所: Bloomberg, Citi Research

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（AC アナリスト）は、(i) 著者欄で"AC"と表示されるか、(ii) その著者に帰属する内容の横に太字で名前が表示されます。著者欄に複数の AC アナリストの名前がある場合、それぞれのアナリストが調査レポート全体を認証します。ただし、(a) 横に太字で名前が表示された他の AC アナリストに帰属する内容、および(b) 以下に挙げた発行体の株価チャートや過去の格付け表で他の AC アナリストの調査対象であると特定される発行体に関し、単独で表明された見解、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、(1) 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・マーケット・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、および(2) 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、直接いずれの形でも、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ないこと、を証明します。

重要な開示事項

シティグループ・グローバル・マーケット・インク又はその関係会社は、過去 12 ヶ月間以内に提供した投資銀行業務の対価として、United States から報酬を受領しています。

シティグループ・グローバル・マーケット・インク又はその関係会社は過去 12 ヶ月以内に United States から投資銀行サービス以外の商品とサービスに対する報酬を受領しています。

シティグループ・グローバル・マーケット・インクまたはその関係会社は現在または過去 12 ヶ月以内に以下の企業を投資銀行サービスの顧客としました: United States。

シティグループ・グローバル・マーケット・インクまたはその関係会社は現在または過去 12 ヶ月以内に以下の企業を顧客とし、投資銀行以外の証券関連サービスを提供しました: United States。

シティグループ・グローバル・マーケット・インクまたはその関係会社は現在又は過去 12 ヶ月以内に以下の企業を顧客とし提供したサービスは投資銀行以外、証券関連以外のサービスでした: United States。

シティグループ・グローバル・マーケット・インク及び/又はその関係会社は、United States に関して重大な財務上の利害関係を有しています（重大な財務上の利害関係の判断に関する説明については、www.citiVelocity.comに掲載されている利益相反の管理に関するポリシーをご参照ください）。

アナリストの報酬は、シティグループ・グローバル・マーケット・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 Citi Research のマネジメントとシティグループのシニアマネジメントによって決定されます。報酬は特定の取引や推奨に連動しません。弊社のすべての従業員と同様に、アナリストは投資銀行部門やセールス、トレーディング、自己勘定取引の収入を含む弊社全体の収益性を反映した報酬を受け取ります。顧客である機関投資家と調査対象企業の経営陣の間のコーポレートアクセス・イベントを設定することも、株式調査アナリストの報酬の要因のひとつになります。

弊社は、弊社が本プロダクトで推奨された金融商品のマーケットメーカーでない場合には、当該金融商品（及び原資産）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当該金融商品の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。

特に断りがなければ、リサーチ・アナリストあるいはそのチームメンバーは、過去 12 ヶ月に提供した投資見解の対象企業の主な業務を視察したことはありません。

Citi Research のプロダクト(「本プロダクト」)の対象企業に関する重要な開示事項(過去の開示事項の写しを含む)については、Citi Research, 388 Greenwich Street, 6th Floor, New York, NY, 10013, Attention: Legal/Compliance [E6WYB6412478] までお問い合わせください。また、バリュエーション、リスク、過去の開示事項を除くこれと同じ重要な開示事項は、https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures の開示事項に関するウェブサイトでご覧になれます。バリュエーションとリスクは、対象企業の最新レポートの本文に記載されています。Market Abuse Regulation に従い、過去 12 ヶ月に発行されたすべての Citi Research の推奨の履歴は、Citi Velocity (<http://www.citivelocity.com/cv2>)か、ご自身の標準ポータルを通じてアクセスできます。過去 3 年までの開示事項はご要望に応じて提供いたします。

Citi Research 格付分布

12 Month Rating

Catalyst Watch

現在データ 2026 年 4 月 1 日

	買い	中立	売り	買い	中立	売り
Citi Research グローバル ファンダメンタルカバレッジ対象（ニュー トラル=中立）	61%	32%	8%	37%	47%	16%
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	38%	41%	28%	42%	37%	36%

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 ヶ月の株価の上昇(あるいは下落)予想と配当利回りを考慮します。目標株価は 12 ヶ月間を対象期間とします。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。Citi Research は、当局による規制または社内規程に従い投資格付とターゲットプライスを一時的に停止し「中断中」とする場合があります。また、Citi Research は、対象企業に影響する状況、あるいは、対象企業の証券の取引に影響するようなその他の例外的な状況（アナリストのテーマに不可欠な情報の欠如や取引停止など）の場合、投資格付とターゲットプライスを一時的に停止し「検討中」とする場合があります。どちらの場合も、投資格付とターゲットプライスは、それぞれ「—」、「-」とプライスチャートに表示されます。Citi Research は、2022 年 4 月 11 日より前についてはどちらの場合も「検討中」を、2020 年 11 月 11 日より前には例外的な状況にのみ「検討中」を使用していました。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。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)。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。

Catalyst Watch/ショートターム・ビュー(「STV」)レーティングの情報開示: Catalyst Watch および STV Upside/Downside の付与:

Citi Research では、その銘柄や市場にインパクトを与える 1 ないし複数の目先の具体的なカタリストやイベントを受けて、30 日あるいは 90 日の間に株価が上昇(下落)するとアナリストが予想していることを示すため、Catalyst Watch あるいは STV Upside や Downside を付与する場合があります。アナリストが、株価に影響が現れることに強い自信を持つときには Catalyst Watch が発行されます。自信の強さがほどほどの時には STV になります。Catalyst Watch あるいは STV Upside/Downside の付与は、指定された 30/90 日後に自動的に失効します。また、Catalyst Watch は、株価(終値ベース)が Catalyst Watch で予想する方向とは逆に 15%超変動した場合、アナリストが止めなければ、自動的に終了します。また、アナリストはレポートの発行をもって、指定期間前でも Catalyst Watch あるいは STV を終了することができます。Catalyst Watch/STV Upside / Downside は、ファンダメンタルな投資評価とは異なる場合もあり、投資評価に影響しません。投資評価は、長期的な予想トータル・リターンを反映するものです。FINRA の ratings-distribution-disclosure rules に則り、Catalyst Watch/STV Upside は買い推奨、Catalyst Watch/STV Downside は売り推奨に相当します。Catalyst Watch Upside、Catalyst Watch Downside、STV upside、STV downside を付与されない銘柄は Catalyst Watch/STV No View とみなされます。FINRA の ratings-distribution-disclosure rules に則り、Catalyst Watch/STV No View は弊社の Catalyst Watch/STV Upside/Downside レーティング・システムの分布表ではホールドに相当します。しかし、弊社では No View を推奨とは考えていません。すべての Catalyst Watch/STV Upside/Downside において、カタリストやそれに伴う株価の変動が予想通りに実現しないリスクがあります。

リサーチ・アナリストの所属 / 米国外のリサーチ・アナリストに関する開示事項

本レポートの著者を雇用している法人は以下に、また、担当する規制監督機関名もこの文書内に列挙されています。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の関係者でない場合があります（ただし会員企業の関係会社に雇用されている）、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、FINRA 規則 2241 の規制が適用されない場合があります。

Citigroup Global Markets Japan Inc.

上田 憲史; 阪上 亮太

その他 開示事項

特に断りがなければ、推奨の際に言及される商品の価格は、その商品の主要市場における前日の終値です。

本リサーチ・レポートで行われる推奨の完了・最初の配布は、本レポートの最初に示された東部標準日時時点です。本レポートが他のアナリストの見解を参照している場合、その見解の完了・最初の配布の日付は、株価チャートあるいは投資評価の履歴表をご覧ください。

複数の地域の規制においては、推奨が、当該金融商品や発行体の過去 12 ヶ月の推奨と異なる場合、その変更と以前の推奨の日付を記載する必要があります。ファンダメンタル調査の対象銘柄に関しては、本開示事項の株価チャートあるいは投資評価変更履歴、または https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures における発行体の開示事項のまとめをご参照ください。

Citi Research は、投資調査レポートの発行や配布の結果生じる利益相反を特定し、考察し、管理するための規程を定めています。規程の詳細は、https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures でご覧になれます。

過去 12 ヶ月の各四半期末における「買い」、「中立」、「売り」に相当する Citi Research の推奨の割合は以下の通りです(括弧内は過去 12 ヶ月に Citi から投資情報サービスを受け取った割合)。2026 年第 1 四半期: 「買い」33% (63%)、「中立」44% (52%)、「売り」23% (46%)、RV 0.5(89%); 2025 年第 4 四半期: 「買い」33% (63%)、「中立」44% (50%)、「売り」23% (46%)、RV 0.4(91%); 2025 年第 3 四半期: 「買い」33% (61%)、「中立」44% (52%)、「売り」23% (50%)、RV 0.4% (80%); 2025 年第 2 四半期: 「買い」33% (63%)、「中立」44% (51%)、「売り」23% (49%)、RV 0.4% (86%)。株式の推奨(この定義については該当する「重要な開示事項」のセクションをご覧ください)以外の推奨の開示において、「買い」はポジティブな方向性のトレードアイデア、「売り」はネガティブな方向性のトレードアイデア、RV「レラティブバリュー」は投資戦略に明確な方向感を持たないトレードアイデアを意味します。

欧州の規則では、有価証券の過去のパフォーマンスが参照されるときには過去 5 年の価格の記録が必要です。CitiVelocity の Charting Tool (https://www.citivelocity.com/cv2/#go/CHARTING_3_Equities)には 5 年オプションを含め、カスタマイズ可能な価格チャートを作成する機能があります。このツールは CitiVelocity(<https://www.citivelocity.com/>)のどの資産クラスのメニューでも Data & Analytics のセクションにあります。詳細は CitiVelocity サポート

(https://www.citivelocity.com/cv2/go/CLIENT_SUPPORT)までお問い合わせください。特に明記しない限り、参照された価格の出所はすべて dataCentral です。dataCentral では価格情報を LSEG データ&アナリティクスから入手しています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではなく確実な指標でもありません。予想も将来のパフォーマンスを保証するものではなく確実な指標でもありません。

投資家は ETF に投資する前にその投資目的やリスク、費用・手数料について常に注意深く検討する必要があります。該当の目論見書や(該当する場合は)主要投資家情報文書には、ETF に関するこれらをはじめとする情報が含まれています。投資する前には、そのような目論見書を注意深く読むことが重要です。目論見書や主要投資家情報文書は、該当の販売業者や指定参加者、ETF が上場されている取引所、あるいは当該 ETF 発行体のウェブサイトから入手できます。投資の価値及びそこから生じる収益は増減する可能性があります。過去のいかなるパフォーマンスや見通し、予測も、将来の、あるいは予想されるパフォーマンスを示すものではありません。ここに含まれる ETF に関する情報は説明のためのみに提供されたものであり、明示的であれ黙示的であれ、ETF の売却の提示や購入の勧誘とみなされるべきではありません。ここに示された意見は著者の意見であり、ETF 発行体やその代理人又は関係者の見解を反映しているとは限りません。

Citigroup Global Markets India Private Limited 又はその関係会社は、1%又はそれ以上の当該発行者の債券を実際又は受益的に所有している場合があります。

大統領令 13959 号改正版(以下「大統領令」)に基づき、米国人は大統領令の対象となると米国政府にみなされた企業の証券への投資を禁じられている点をご通知おきください。本調査レポートは大統領令に抵触する可能性のある形で使われたり、その根拠とされることを意図していません。大統領令および米財務省外国資産管理局が管理・執行するその他の経済制裁の遵守については、ご自身の法律顧問に相談されることをお勧めします。

本内容は、Israeli Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Investment Portfolio Management law, 1995 (the "Advisory Law")が定義する適格顧客を対象としています。イスラエル国内において、本内容はリテール顧客を対象としておらず、Citi はリテール顧客および非適格顧客向け商品の組成も取り扱いもいたしません。本内容を提供する者は、Israeli Securities Authority (「ISA」;)から投資助言及び投資販売の許認可を受けておらず、本内容は投資助言及び宣伝に該当しません。ここに提示された情報は、ISA の規制対象外の事項に関連する可能性があります。本内容が対象とする全ての証券等は、Israeli Securities Law, 1968 および同法が規定する公募に関する規制により適用外となる方を除き、全てのイスラエル人に提供も販売もされません。

Citi Research は、リサーチの内容を弊社独自の電子的配信プラットフォーム (Citi Velocity および各種の Global Wealth プラットフォーム)を通じて法人・個人顧客に広範に且つ同時に配布しています。また、利便性重視のため、一部のリサーチ内容は第三者サイトを通じて配信されることもあります。リサーチ内容が広範に配布された後、顧客は発行後のリサーチレポートを任意に電子メールで受け取ることができます。特定のリサーチは法令上の理由により機関投資家へのみ提供されております。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。

Comissão de Valores Mobiliários Resolução 20 及び ASIC Regulatory Guide 264 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。

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。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対話を含みますが、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。ESG(環境、社会、ガバナンス)要因に関する言及や見解は通常個社の公表声明や公のニュースに基づくものであり、執筆者が独立した立場から検証したものとは限りません。投資家は投資判断の際に、ESG 要因を一つの判断材料として検証することができます。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いません。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あるいはクレジットリサーチのレポートの場合、Citi Research は対象発行体に対し、発行体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。ファンダメンタルリサーチ以外のレポートでは、レポートに含まれる見解や推奨、事実が定期的に更新されない場合もあります。Citi Research の調査、推奨、議論の対象であっても、法令又は規程上の理由からある発行体への言及が一定期間制限される場合があります。規制により発行されたトレード推奨の一部が規制対象になった場合、当該トレード推奨はプロダクトに含まれているトレード推奨リストから削除されます。規制解除後、アナリストが当該トレード推奨を継続していればトレード推奨リストに戻され、そうではない場合は取り下げられます。Citi Research ではさまざまなクラスの顧客に対し(例えば投資期間の長短に応じて)異なるプロダクトやサービスを提供することがあります。その場合、それぞれのプロダクトのレーティングシステムと整合的である限り、別のリサーチ・プロダクトの推奨とは異なる結論や推奨が行われ、証券価格に影響を及ぼす可能性があります。

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・マーケッツ・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・マーケッツ・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 の一員であり 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) Citigroup Centre, 2 Park Street, Sydney, NSW 2000 を通じてオーストラリアで配布されています。Citigroup Global Markets Australia Pty Limited は、Banking Act 1959 で規定する公認預金取扱金融機関ではなく、オーストラリア健全性規制庁の規制対象でもありません。

本プロダクトはブラジルにおいて、CVM - Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), BACEN - Brazilian Central Bank, APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais 及び ANBIMA - Associação das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais の規制下にある Citigroup Global Markets Brasil - CCTVM によって提供されています。Av. Paulista, 1111 - 14º andar(parte) - CEP: 01311920 - São Paulo - SP.

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、Comisión Para El Mercado Financiero, Sur, 20, piso 6, Las Condes, Santiago, Chile の規制下にある Banchile Corredores de Bolsa S.A を通じて配布されています。コロンビア共和国の投資家向け開示事項: このコミュニケーションまたはメッセージは、article 2.40.1.1.2 of the Law 1712 of 2010 とその修正、代替、補完となる規制におけるプロの投資助言には該当しません。Para la elaboración y

人在華木間

完全資料請求



informes de investigación y de comunicaciones generales de que trata este artículo no se requiere ser una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

本プロダクトはドイツにおいて、European Central Bank 及び German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin)の規制下にある Citigroup Global Markets Europe AG (Börsenplatz 9, 60313 Frankfurt am Main, Germany.)よりご入手いただけます。

特に指定しない限り、香港に拠点を置くアナリストが執筆した、(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、Citigroup Global Markets Asia Limited により香港で発行されます。Citigroup Global Markets Asia Ltd.は、Hong Kong Securities and Futures Commission の規制を受けます。リサーチが香港に拠点を置かないアナリストによって執筆される場合、当該アナリスト（及び当該アナリストが所属し認定を受けた組織）は香港において免許や登録がなく、そのように表明することはありません。アナリストの雇用元の詳細は、“Research Analyst Affiliations / Non-US Research Analyst Disclosures”をご確認ください。

本プロダクトはインドにおいて、リサーチ・アナリストとして Securities and Exchange Board of India (SEBI)規制下にある Citigroup Global Markets India Private Limited (CGM)により配布されています(SEBIRegistration No. INH000000438)。CGM はインドにおいて、SEBI の登録を受けマーチャント・バンカー(SEBIRegistration No. INM000010718)及びストック・ブローカー(SEBIRegistration No. INZ000263033)として業務を行っております。SEBI への登録、Bombay Stock Exchange (BSE) への加入、National Institute of Securities Markets (NISM)による認証は、仲介者としてのパフォーマンスや投資家へのリターンを保証するものではありません。CGM が登録されているオフィスの所在地は、1202, 12th Floor, First International Financial Centre (IFC), G Block, Bandra Kurla Complex, Bandra East, Mumbai 400098、登録された連絡先は Tel: +91 22 61759999,です。シティは、関係する法令や規則を遵守するため、社内規定や手続きを整備し、管理と研修を徹底しております。本プロダクトにおけるすべての推奨は、正式な資格を持つアナリストによって作成されております。企業コードは U99999MH2000PTC126657、コンプライアンス担当者(Vishal Bohra)の連絡先は Tel: +91-022-61759994, Fax: +91-022-61759851, Email: cgmcompliance@citi.com です。リサーチアナリスト、コンプライアンス監査報告書及び苦情に関する Investor Charter は https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures をご参照ください。苦情担当者 (Niraj Mody)の連絡先は Tel: +91-22-42775002, Email: EMEA.CR.Complaints@citi.com です。証券市場への投資は市場リスクを伴います。投資を開始する前に、各種文書を注意深くお読みください。SEBI の定める Client Terms & Conditions は <https://www.citivelocity.com/rendition/authfilelinksvcs/eppublic/V1/file?paramData=ZmlsZU5hbWU9L1MzL0dETVMvcHVjRGltZ2xvc3VyZU9kbWxzL2dkbV9kaXNfc2VhV9UZXJtc29mVXNlMh0bWw> でご覧いただけます。

本プロダクトはインドネシアにおいて、PT Citigroup Sekuritas Indonesia, Citibank Tower 10/F, Pacific Century Place, SCBD lot 10, Jl. Jend Sudirman Kav 52-53, Jakarta 12190, Indonesia により配布されています。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 Services Authority (OJK)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。〒100-8132 東京都千代田区大手町 1-1-1 大手町パークビルディング。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 (813) 6270-3019 までお電話ください。

本プロダクトはサウジアラビア王国において、サウジアラビア法に基づき Capital Market Authority (CMA)の規制下にある Citigroup Saudi Arabia を通じて CMA ライセンス(17184-31)に基づいて配布されます。2239 Al Urubah Rd – Al Olaya Dist. Unit No. 18, Riyadh 12214 – 9597, Kingdom Of Saudi Arabia。

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.(CGMK)により配布されています。CGMK の所在地は、Citibank Center, 50 Saemunan-ro, Jongno-gu, Seoul 03184, Korea です。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。CGMK 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/websquare/index.jsp?w2xPath=/wq/fundMgr/DISFundMgrAnalystList.xml&divisionId=MDIS03002002000000&serviceld=SDIS030020020000>。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 Center, 50 Saemunan-ro, Jongno-gu, Seoul 03184, Korea。本プロダクトは韓国において Financial Investment Services and Capital Market Act and its Enforcement Decree に規定された機関投資家のお客様に限り提供されます。

本プロダクトはマレーシアにおいて、Citigroup Global Markets Malaysia Sdn Bhd (Registration No. 199801004692 (460819-D)) ("CGMM")によりその顧客に配布されており、CGMM の顧客に関しては CGMM がその内容に責任を負います。CGMM は Securities Commission 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) までお願いいたします。

本プロダクトはメキシコにおいて、シティグループ・インクの完全子会社で、Comision Nacional Bancaria y de Valores.

Prolongación Reforma 1196, 24 floor, Colonia Santa Fe, Alcaldía Cuajimalpa de Morelos, C.P. 05348, Ciudad de México の規制下にある Citi México Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Citi México, Integrante del Grupo Financiero Citi México S.A de CV により配布されます。

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.の间接子会社である Bank Handlowy w Warszawie S.A.の別部門である Biuro Maklerskie Banku Handlowego (DMBH)により配布されています。Biuro Maklerskie Banku Handlowego (DMBH), ul.Senatorska 16, 00-923 Warszawa.

本プロダクトはシンガポールにおいて Capital Markets Services と Exempt Financial Advisor 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。本プロダクトは、Securities and Futures Act 2001 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。Citi Private Bank の場合、本プロダクトはシンガポールにおいて Citibank N.A., Singapore Branch を通じて、Citi Private Bank により配布されています。Citibank N.A., Singapore Branch は、Monetary Authority of Singapore の規制下でシンガポールにおける銀行のライセンスを取得しています。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。本プロダクトは、Securities and Futures Act 2001 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。Citibank Singapore Ltd (‘‘CSL’’) の場合、シンガポールにおいて本プロダクトは 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 では本プロダク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。本プロダク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。本プロダクトは、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。

本プロダクトは中華民国において、ライセンスの範囲や中華民国（台湾）で適用される法規制に従い、Citigroup Global Markets Taiwan Securities Company Ltd. (‘‘CGMTS’’), 14F, 15F and 16F, No. 1, Songzhi Road, Taipei 110, Taiwan を通じて配布されます。CGMTS は中華民国（台湾）の the Securities and Futures Bureau of the Financial Supervisory Commission of Taiwan の規制を受けます。中華民国（台湾）では、[CGMTS 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。中華民国（台湾）で適用される法規制に従い、本プロダクトを受領した者は利益相反が生じる可能性がある事柄に関与するために当該プロダクトを利用してはなりません。本プロダクトが中華民国（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、中華民国（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。399 Interchange 21 Building, 18th Floor, Sukhumvit Road, Klongtoey Nua, Wattana, Bangkok 10110, 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.

トルコ共和国の投資家向け開示事項：トルコ資本市場法(Law No: 6362)では、ここに記載した投資に関する情報やコメント、推奨は投資顧問業務の範囲に収まりません。ここに記載したコメントや推奨は、そうしたコメントや推奨を行う者の個別の意見に基づいており、これらの意見はお客様の財務状況やリスク、リターンの選好には適さない可能性があります。こうした理由から、ここに記載する情報だけに基いて投資判断を行うと、ご期待通りの結果を得られない可能性があります。

さらに、Citi Research は Citigroup Global Markets Inc.(以下「弊社」)の一部門であり、弊社は本リサーチ・レポートが対象とする企業との業務や証券の取引を行うことも、それを求めることもあります。その結果、弊社は、本レポートの客観性に影響する可能性のある利益相反となる場合があることをご承知おください。ただし、弊社はそうした利益相反の可能性に対処するための組織的、管理的な措置を講じていることをご承知おください

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。ライセンス番号 CLO221) 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、DFSA の規制に従って、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。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。CGML の登録住所は Level3, Gate District Building 02, Dubai International Financial Centre、電話+971 4 509 97 90 です。

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ます、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、米国とカナダにおいて 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 European Central Bank 及び German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-BaFin) の規制下にある Citigroup Global Markets Europe AG (「CGME」) により配布されています。

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たモーゲージ担保証券の利回りと残存期間は、そのモーゲージ担保証券に組み込まれたモーゲージの所有者による実際の返済利率及び相場金利により変動します。モーゲージ担保証券に対する政府保証は額面価額のみを対象としており額面超過分は対象外です。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いません。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いません。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。

Card Insights. 本レポートで Card Insights のデータを参照する場合、その中には弊社所有のクレジットカード取引から選択されたデータを含みます。そうしたデータには、すべての顧客情報の秘密を安全に保持するため厳しいセキュリティ・プロトコルが適用されます。データは大規模に集計・匿名化され、レポートの著者によるデータ受領や外部へのレポート配布の前に個人を特定できるすべての情報がデータから除外されます。このデータは他の経済指標や一般に入手可能な情報と併せてご利用ください。また、当該データは、データの選択方法やその他の制約により弊社の所有クレジットカード取引データの一部にすぎず、弊社やそのクレジットカード事業の過去や将来の財務業績を示唆・予測するものではありません。

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 LSEG データ&アナリティクスから提供されるデータを含むものです。特に断りがなければ、参照した価格の出所はいずれも dataCentral です。過去のパフォーマンスは将来の結果の保証や信頼できる指標にはなりません。予想は将来のパフォーマンスの保証や信頼できる指標ではありません。印刷されたあるいは印刷可能なリサーチ・レポートには、弊社の電子配信プラットフォームに掲載されたオンライン版レポートとリンクするすべての情報(一部の財務情報や同業他社データなど)が含まれない場合があります。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「そのまま」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、本情報の独創性、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。© 2026 Morningstar, Inc. All Rights Reserved. のデータは、Morningstar に帰属します。その情報について、(1) Morningstar あるいはコンテンツプロバイダーに帰属します、(2) 複製または配布してはなりません、(3) 正確性、完全性、適時性は保証されません。その情報のいかなる使用によって生じたあらゆる損害や損失について、Morningstar もコンテンツプロバイダーも責任を負いません。

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。

© 2026 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 and 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. 本レポートのリサーチ・データは、(a) ひとつまたは複数の金融商品の(あるいはその価値を測るための)価格や数量の決定、あるいは(b) 金融商品や金融商品のポートフォリオ、あるいは集団投資事業のパフォーマンスの計測や比較またはアセットアロケーションの確認、を目的に使われることを意図していません。Citi Research から事前に書面での同意を得ることなく、こうした目的に利用することは固く禁じられています。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。

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。
