

## 外貨投資の視点 (No.268)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年4月8日

### 「6.23英国国民投票」で為替相場はどう動く？

ポイント

- 6月23日の英国国民投票で「EU離脱」の民意が示された場合、英国経済とポンド相場に対する下押し懸念が台頭
- 英国のEU離脱でポンドが売られた場合、短期的にはポンド円市場経由の円高圧力がドル円市場にも伝染しそう
- ただ、米国で健全な利上げ観測が再燃し始めれば、ポンドドル市場に由来するドル高圧力がドル円市場に波及
- 他通貨市場のネタがドル円相場に波及する経路は、当該時点の市場環境で変化するが、趨勢には影響しない
- 一方、「6.23英国国民投票」の結果次第で、ポンドドル相場のプライス・アクションには甚大な影響が及ぶ可能性大
- EU離脱の場合は1.40前後の下値抵抗帯を下げ、残留の場合は「1.40前後フロアー」のアノマリーが再度炸裂

ポンドドル円相場が一時1.3836ドルと、約6年11ヶ月ぶりの安値圏に下落

英国ポンドが不安定な相場展開を余儀なくされている。2月末には一時1ポンド＝1.3836ドルと2009年3月以来、約6年11ヶ月ぶりの安値圏へ差し込む場面があった。急激なポンド売りが一服するとさすがに買い戻されたが、1.4ドル台では伸び悩み、目立って上値が軽くなりそうな気配は漂っていない。

EU残留/離脱の是非を問う英国国民投票への不透明感がポンドドルの重石に

今さら指摘するまでもないが、英国の欧州連合(EU)離脱問題を巡る不透明感がポンドの重石になっている。2月19日に開催されたEU首脳会議(サミット)で英国政府がEU残留の条件として求めていた「移民政策での特例」や「金融街シティの特別な地位」などが認められたことを受け、翌20日にキャメロン首相は「EU残留」の是非を問う国民投票を6月下旬に実施すると表明したが、直後の21日にジョンソン英ロンドン市長が「EU離脱」を支持する意向を示した頃から、残留観測が揺らぎ始めた。

「経済的合理性」と「社会的安心感」を天秤にかけて揺れる英国世論

キャメロン首相は英国国民に対して、経済的打撃が大きいEU離脱の道を選択せず、サミットで認められた特例も踏まえてEU残留を支持するよう呼びかけている。だが、その後も身内の閣僚や与党議員の一部から離脱支持を表明する造反者が相次いでいるほか、各種世論調査でも電話型では依然として残留支持派が優勢な一方、ネット系の調査では離脱派とのバランスが拮抗気味だと伝えられている。3月22日(火)に「EUの首都」ブリュッセルで起きた多発テロが「経済的合理性」と「社会的安心感」を天秤にかけた英国国民の投票行動に微妙な影響を与える、との観測も一部で渦を巻き始めている。

英国がEU離脱を選んだ場合、英国景気下振れ懸念と海外への資本流出圧力が強まりそう

このような状況を受け、最近の為替市場ではポンド売りオプションの人气が高まるなど、「英国がEUから離脱した場合のポンド安リスク」に絡んだマーケット・トークが活性化している。6月23日の国民投票でもしも英国国民が「離脱支持」の民意を示した場合、EU域内で相互撤廃されている貿易関税が復活する可能性があるほか、ロンドンを拠点とする金融

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

などのサービス業にも悪影響が出るリスクが意識されている。その場合、英国経済に甚大な悪影響が及ぶことは避けられず、海外への資金流出が加速する事態も想定される。

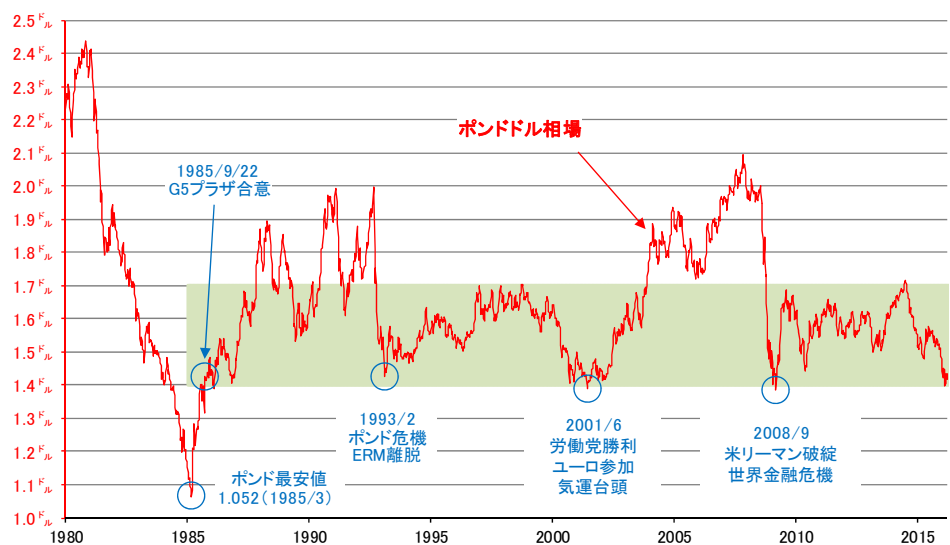
昨年、英国の経常収支赤字は過去最大を更新、EU離脱が嫌気されれば様々な問題が噴出か

周知のように、英国は経常収支の赤字国だ。昨年の経常収支赤字は▲962億ポンドと過去最大を更新しており、EU離脱が嫌気されて海外への資本逃避が起これば、ポンドに対する下落圧力が増す可能性が高い。英国内の設備投資や個人消費に悪影響が出て景気下押し圧力が強まれば、英国中銀(BOE)の金融政策に緩和圧力がかかり、ポンドの先安観は一段と強まるだろう。加えて、この先もしも英国のEU離脱が不可避の情勢になった場合、2014年9月の住民投票で英国残留を選んだスコットランドで再び独立問題が蒸し返され、英国の金融市場が更なる不安定化リスクに晒されかねない。

英国がEU離脱を選択した場合、短期間で悪影響緩和の政治的合意はまとまりにくい

もちろん、6月の国民投票で英国がEU離脱の道を選んだ場合、出て行く英国だけでなく、出て行かれる大陸欧州の経済にも悪影響が及ぶリスクがある。このため、上記の諸問題が一気に噴出するのを防ぐための緩和策が両者の間で模索される可能性はあるかもしれない。ただ、英国がEU離脱を決めた場合の対応について、欧州委員会で経済・財務・税制を担当するモスコビシ委員は「プランBはない」と明言しており、EUサイドの譲歩案を蹴って英国が離脱を選んだ場合、更なる「いいとこ取り」を認める政治的合意が一気に進む可能性は小さい。仮に妥協の余地を探るにしても、短期間で合意がまとまる可能性は小さいだろう。その間、ポンド相場には断続的な下落圧力がかかりそうだ。

図1:ポンドドル相場の長期推移



出所:ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

ポンドドル愛好者が注目する「1.40前後フロア説」の当否

その際、想定すべきポンドの下値攻防の目処は、一体どの辺りになるのだろうか。焦点になるのは、国内外のポンド取引愛好者の間で伝説となっている「ポンドドル=1.40前後フロア説」の当否だろう。1980年代以降のポンドドル相場の長期チャートを眺めてみると、①英ポンドやイリラが欧州為替制度(ERM)からの離脱に追い込まれた1990年代初頭、②英労働党政権の下で英国のユーロ参加気運が一時的に盛り上がった2000年代初頭、

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

③リーマン・ショック後の世界的な金融危機でポンドが暴落した2000年代末期、の3局面で大幅なポンド安が進んでいるが、いずれも1ポンド=1.40ドル前後で底入れし、その後は程度の差こそあれ、数年以内に2000ポイント以上は反発している(図1)。この間、1ポンド=1.40ドル前後の水準でナンピン買いを入れて数年以上待っても為替差益を得る機会に恵まれなかったことは1度も無かった。こうした過去の先例(アノマリー)を重視するなら、足下のポンドドル相場には「買いの好機」が訪れているという判断になる。

英国がEU離脱となった場合、「1.40ドル前後フロア一説」のアノマリーが破られる可能性も

ただ、今回の英国国民投票でEU離脱が決まった場合、これまでのアノマリーは破壊されてしまう可能性もある。1990年代初頭の欧州通貨危機の時は、英国のERM離脱を不可避とみたヘッジファンドがポンド売り投機の主役だったため、実際にポンドがERMから離脱した後は利益確定の買い戻しも入りやすかった。2000年代初頭のポンド安局面では、ユーロ発足後の趨勢的な下落を受けてユーロ安の巻き添えを食ったことに加え、2001年6月の総選挙で勝利した労働党のブレア首相が英国のユーロ参加に前向きなスタンスを示していたため、「ユーロポンド市場でポンドが相当調整してないと英国の産業が打撃を受ける」とのマーケット・トークが活性化、ポンドの先安観が台頭したが、実際には党内の反対や国民世論の風潮もあって実現しなかった。リーマン・ショック後に観察された強烈なドル高・ポンド安は、未曾有の世界金融危機発生に伴って一時的に強まったドル資金需要の産物という側面もあり、そもそも危機勃発の震源は英国ではなく米国だった。

過去3回のポンド安局面と今回の違い

だが、6月の投票で英国のEU離脱が決まった場合、海外への資金流出の主役は、短期売買筋のポンド売り投機ではなく、現在英国に拠点を置く多国籍企業や金融機関の「イギリス離れ」になる可能性がある。現時点でポンド売り投機を仕掛けている短期筋は、思惑で売ったポンドを事実確認の後で一旦買い戻すかもしれないが、経常収支の赤字国である英国で直接投資の流出が生じた場合に発生するポンド安圧力は賞味期限の長いポンド先安観を喚起、一旦整理された短期筋のポンド売り投機が、ゾンビのように復活する可能性もあるだろう。2000年代の初頭に進んだポンド安局面と比較しても、当時は対米ドルでユーロが底入れするとポンドの下落にも歯止めがかかり、当時英国で盛り上がっていたユーロ参加ムードが後退するとポンド安観測も消滅した。だが、足下で観察されているポンドの下落は、英国内にその原因があり、今年6月の英国国民投票は実施されることが確定している。このため、もしもEU残留ではなく離脱の民意が示された場合、上記諸々の懸念は杞憂ではなくなる。

1.40ドル前後のフロアを下に抜けた場合、テクニカル的には過去最安値の1.05ドル前後まで下値攻防の目処が見当たらない

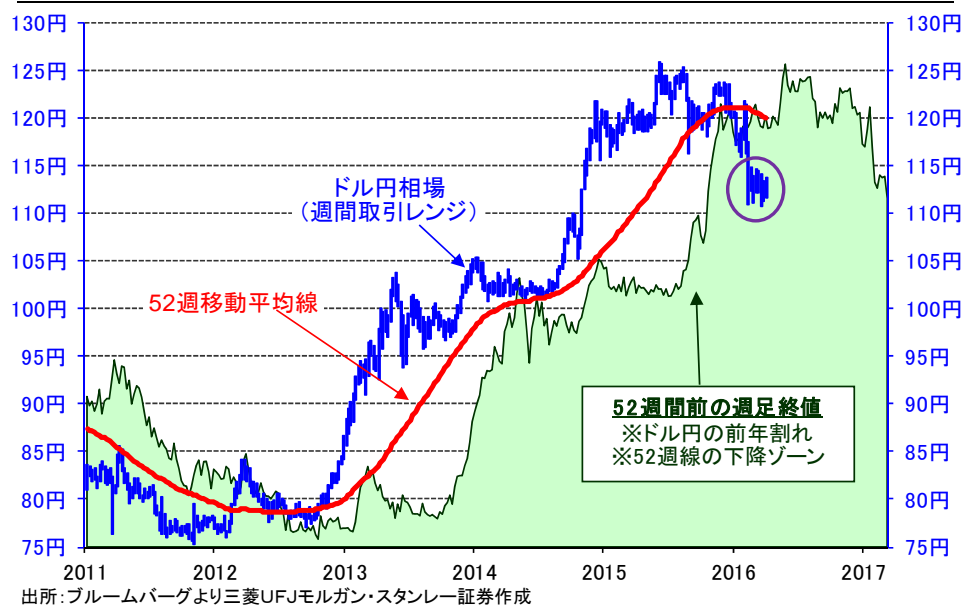
結果的に、ポンドドル相場が過去四半世紀以上にわたって「鉄板のフロア」となっていた1ポンド=1.40ドル前後を下抜けしたら、一体どこまで下がるのだろうか。チャートの形だけみて判断すると、1985年のプラザ合意前に記録した過去最安値である1ポンド=1.0520ドルまで、これといった下値攻防の目処が見当たらなくなり、市場の下値不安が増幅されそう。あくまで筆者の主観だが、ドル、ユーロ、円、ポンドという世界四大通貨の中で、実需取引と仮需取引のバランスが一番崩れているのはポンドという印象があり、ひとたび「ファンダメ無用」の市場心理が蔓延し始めると、合理的には説明できない動きが上下両サイドともに、短期間に加速しやすい傾向がある。「ここで止まる」と誰にも断言できない雰囲気がいざばらく市場を支配する可能性はあるだろう。

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

英国のEU離脱が確定した直後のドル円相場は、短期的には円高気味の反応を示しそう

その際、ドル円相場に対してはどのような影響が及ぶのだろうか。本質的には「ポンドが主役」の為替売買を引き起こすイベントであるため、「ドル円直撃系のネタ」とであるとは言い難い。このため、もしも6月の国民投票で英国のEU離脱が決まった場合、「ポンド円市場で発生するポンド安・円高圧力」と「ポンドドル市場で発生するポンド安・ドル高圧力」のどちらがより強くドル円市場に伝染してくるかが鍵を握ることになりそうだ。恐らく短期的には「英国、EU離脱を選択」というヘッドラインが流れた直後に高まる不透明感で市場のリスク許容度が萎縮、ドル円相場はクロス円市場に由来するポンド安・円高圧力に強く反応する可能性が高い。いわゆる「イニシャル・リアクション」に限れば、ポンド円の下落に巻き込まれてドル円も下振れ気味の展開になりそうだ。

図2: 2011年来のドル円相場と「前年同期の雲」の水準



ただ、英国のEU離脱で米国経済に甚大な悪影響が及ばない限り、いずれは日米金融政策の違いによるドル高・円安ストーリーが蒸し返される

ただ、冷静に考えれば、たとえ「英国のEU離脱」が不可避の情勢になっても、経済的な打撃を直接的に受けるのは英国であり、間接的な悪影響が及ぶ度合いも米国に比べてユーロ圏の方が大きそうだ。6月の英国国民投票の結果如何で、米国経済に明示的かつ不可逆的なダメージが及ぶとは思えない。米国が緩やかな景気回復軌道を踏み外さない限り、いずれは米連邦準備制度(FED)による「健全な利上げ期待」が再燃する時期が来るはずだ。英国国民投票の結果が判明する6月下旬の時点では、ドル円相場の52週移動平均線は依然として下向きで推移している可能性が高いため、米国で利上げが実施されてもテクニカル的にみて上値がどんどん軽くなるとは思えないが、来年の年明け以降になれば「52週前の雲」の上限が急速に下がることで長期トレンドの底入れを促すのに必要なハードルが一気に低くなる(図2)。その頃になっても米国景気が回復基調を維持、緩やかな利上げ観測がキープされていれば、かつてドル高・円安局面で猛威を振るっていた「日米金融政策の印象格差」が蒸し返され、ドル円相場はストレートドル市場に由来するポンド安・ドル高圧力に強く反応するようになるだろう。

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

他通貨市場のネタがドル円相場に響く経路は、当該時点の市場センチメントで猫の目のように変化

あくまで私見だが、他通貨市場で盛り上がっているマーケット・トークのネタがドル円相場に波及してくる経路と方向については、「当該時点のチャート・パターン」や「日米両国で観測されるファンダメ系の材料」などに依存してコロコロ変わる。「英EU離脱観測の当否」についても、恐らくその例外にはならず、どのような投票結果が示された場合でも、「ポンド円市場における円の反応」と「ポンドドル市場におけるドルの反応」のどちらに乗るかは、その時点におけるドル円相場を支配している「気の流れ」によって決まるだろう。これまで同様、ドル円相場の趨勢判断のポイントは、「長期トレンド線の傾き」と「日米金融政策の印象格差」に据えて動かさない姿勢を維持しておきたい。

英国民が「EU残留」を選んだ場合は、テールリスクからの解放感でポンドドルが切り返す可能性も

なお、我々の外債市場分析チームでは、6月23日の英国民投票では「EU残留」の民意が示されるとみている。上記のような理由から、当方のドル円相場見通しについては、英国民投票の結果に関わらず、「しばらく右肩下がり、年末年始に底入れ」との大局観を維持したいと考えているが、ポンドドル相場の方向感については、結果次第で無視できないインパクトが及びそうだ。足下のポンドドル相場が英国のEU離脱をどの程度の確率で織り込んでいるのかは未知数だが、実際に離脱となった場合に英国経済が抱え込むテールリスクが強く意識されているだけに、「EU残留」の民意が示された場合は、反動によるポンドの切り返しが意外に大きくなる可能性はある。その場合、過去約四半世紀の間に3度にわたって反復された「ポンドドル＝1.40前後フロア説」のアノマリーが結果的には再び炸裂、「ポンドドル売買必勝の法則」として語り継がれることになるのかもしれない。

英国民投票の結果が判明するまでの数ヶ月間、ポンドドル相場は、様子見モードに入りそう

いずれにしろ、英国民が示す民意は、投開票が済むまで分からない。「EU残留」の結論が示されると予想するなら、事前にポンド買いのポジションを持つのも一興だが、結果が裏目に出た場合のリスクを考えると、筆者にはとてもそのような勇氣は持てない。一方、「EU離脱」を予想してポンド売りのポジションを持つ場合でも、逆目の民意が示された場合には損失を被るリスクを抱え込むことになる。あと約2ヶ月半後に迫ってきた「6.23英国民投票」は、ポンド強気派、弱気派の双方にとって、良くも悪くも非常に切れ味の鋭い「両刃の剣」のような材料だ。結果的に、これから国民投票までの間、ポンドドル相場は明確な方向感を見いだせないまま、「審判の時」を待つのではなかろうか。どんな結果が示されるにしても、一生のうちに何度もライブで目撃できるイベントではない。「観るも相場」に徹するだけでも、貴重な体験になるはずだ。氣息を整えて「そのとき」を迎え、必要に応じて我々のドル円相場予測に反映させたいと考えている。

(4月8日 10:00)

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## Appendix A

**アナリストによる証明**

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容（複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容）が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

**開示事項**

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」）は、MUMSSのリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSSの方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品（又は全金融商品）を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含むMUMSSの収益に基づき支払われます。

MUMSS及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSS・その他MUFJ関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行されたその他証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供しもしくは同サービスの提供を図ることがあります。

MUMSSの役員（以下、会社法（平成17年法律第86号）に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう）は、次の会社の役員を兼任しています：三菱UFJフィナンシャル・グループ、三菱倉庫。

**免責事項**

本レポートは、MUMSSが、本レポートを受領されるMUMSS及びその関連会社等のお客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買の推奨あるいは特定の証券取引の勧誘、申込みを目的としたものではありません。

本レポート内でMUMSSに言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。

本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSSは株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ（以下「MUFJ」）の子会社等であり、MUMSSの方針に基づき、MUFJについては投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSSが公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客様が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。また、MUMSS及びその関連会社等は本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSSは本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。

本レポートでインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。

当社は、本レポートの論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。また、MUMSSは関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

本レポートで直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。本レポートにて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS及びその関連会社等は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

本レポートの利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSSは、会社法第135条の規定により自己の勘定でMUFG株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

**英国及び欧州経済地域:** 本レポートが英国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である Mitsubishi UFJ Securities International plc. (以下「MUSI」)。電話番号：+44-207-628-5555)により配布されます。MUSIは、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority (プルデンス規制機構、「PRA」)の認可及び Financial Conduct Authority (金融行動監視機構、以下「FCA」)と PRA の規制を受けています(FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client(プロ投資家)又は eligible counterparty (適格カウンターパーティー) 向けに作成されたものであり、FCA 規則に定義された retail clients (リテール投資家)を 対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。MUSIは、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においても professional investors (若しくはこれと同等の投資家)に配布する場合があります。本レポートは、MUSIの組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

**米国:** 本レポートが米国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である Mitsubishi UFJ Securities (USA), Inc. (以下「MUS-USA」)。電話番号：+1-212-405-7000)により配布されます。MUS-USAは、United States Securities and Exchange Commission (米国証券取引委員会)に登録された broker-dealer (ブローカー・ディーラー)であり、Financial Industry Regulatory Authority (金融取引業規制機構、「FINRA」)による規制を受けています (SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートが MUS-USA の米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934年米国証券取引所法の規則 15a-6 に基づく major U.S. institutional investors (主要米国機関投資家)に限定されています。MUS-USA 及びその関連会社等は本レポートに言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。FLOESはMUS-USAの登録商標です。

IRS Circular 230 Disclosure (米国内国歳入庁 回示 230 に基づく開示): MUS-USAは税金に関するアドバイスの提供は行っておりません。本レポート内(添付文書を含む)の税金に関する記述はMUS-USA及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

**日本:** 本レポートが日本において配布される場合、その配布は MUFG のグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者である MUMSS (電話番号：03-6742-6750) が行います。

**シンガポール:** 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である Mitsubishi UFJ Securities (Singapore), Limited (以下「MUS-SPR」)。電話番号：+65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS-SPRはシンガポール政府の承認を受けた merchant bank であり、Monetary Authority of Singapore (シンガポール金融管理局)の規制を受けています。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation の Regulation 2 に規定される institutional investors、accredited investors、expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS-SPRは Financial Advisers Act の次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第25条：一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第27条：ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第36条：ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS-SPRにご連絡ください。

**香港:** 本レポートが香港において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である Mitsubishi UFJ Securities (HK) Limited (以下「MUS-HK」)。電話番号：+852-2860-1500)により配布されます。MUS-HKは Hong Kong Securities and Futures Ordinance に基づいた認可、及び Securities and Futures Commission (香港証券先物取引委員会; Central Entity Number AAA889)の規制を受けています。本レポートは Securities and Futures Ordinance により定義される professional investor を配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

**その他の地域:** 本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS-HK 又は MUS-SPR により配布されています。MUS-HKは Australian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103 に基づき、Corporations Act 2001 が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS-SPRは ASIC Class Order Exemption CO 03/1102 により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアの Corporations Act 2001 に定義される wholesale client のみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートは MUSI 又は MUS-USA により配布されます。MUSI および MUS-USA は international dealer exemption の措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています：アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州 (MUSI のみ)。

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

本レポートはカナダにおける National Instrument 31-103 によって定義された permitted client のみを配布対象としております。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国（中華人民共和国「PRC」を意味し、PRC の香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く）において、複製・発行・配布されてはなりません（ただし、PRC の適用法令に準拠する場合を除きます）。

本レポートは、米国、日本やその他の証券規制法規により配付を制限されている投資家、および個人投資家を対象にしたものではありません。

債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。

Copyright © 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

本レポートは MUMSS の著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSS の書面による事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒112-8688 東京都文京区目白台 3-29-20 目白台ビル 三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 リサーチ部

（商号） 三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2336 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

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。