

外貨投資の視点 (No.269)

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11日

ドル円相場の予測を下方修正：首相発言で想定レンジが下振れ

ポイント

- 安倍首相が米紙に対し「恣意的な為替介入は控えるべきだ」と発言、ドル円相場の変動レンジが下方にシフト
- 財務省幹部や主要閣僚らによる火消し発言が相次いでいるが、市場の期待はすぐには元の状態に戻らない
- 首相発言を契機にドル円相場の変動レンジが下振れ。年末年始の下値目処と想定レンジを▲3.0円程度引下げ
- ただ、来年年初には米大統領選絡みの不透明感が後退、テクニカル的にも日柄調整一巡の条件が徐々に整う
- 米国景気が緩やかな拡大基調を維持していれば、ドル円相場は来年年初頃に底入れから反発に向かいそう

イエレン議長発言、安倍首相発言のダブルパンチでドル安・円高が再加速

惜桜の季節を迎え、ドル円相場の下げが加速している。4月7日(木)のニューヨーク市場では一時107円67銭と2014年10月27日(月)以来、約1年5ヶ月ぶりの安値圏へ差し込む場面があった。3月29日(火)に記録した直近ピークの113円80銭から、わずか8営業日で▲6円13銭もの急落だ。早期の利上げ再開に慎重だと受け止められたイエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長の発言をきっかけに断続的なドル安が進んでいた絶妙のタイミングで、4月5日(火)に安倍首相が米ウォール・ストリート・ジャーナル紙に対して「恣意的な為替介入は控えるべきだ」と発言したことで、本邦通貨当局による為替介入に対する期待感や警戒感が一気に後退、一段のドル安・円高が進んだ。

主要閣僚や財務省幹部が首相発言の火消しに回っているが、市場の期待は元の状態に戻らない

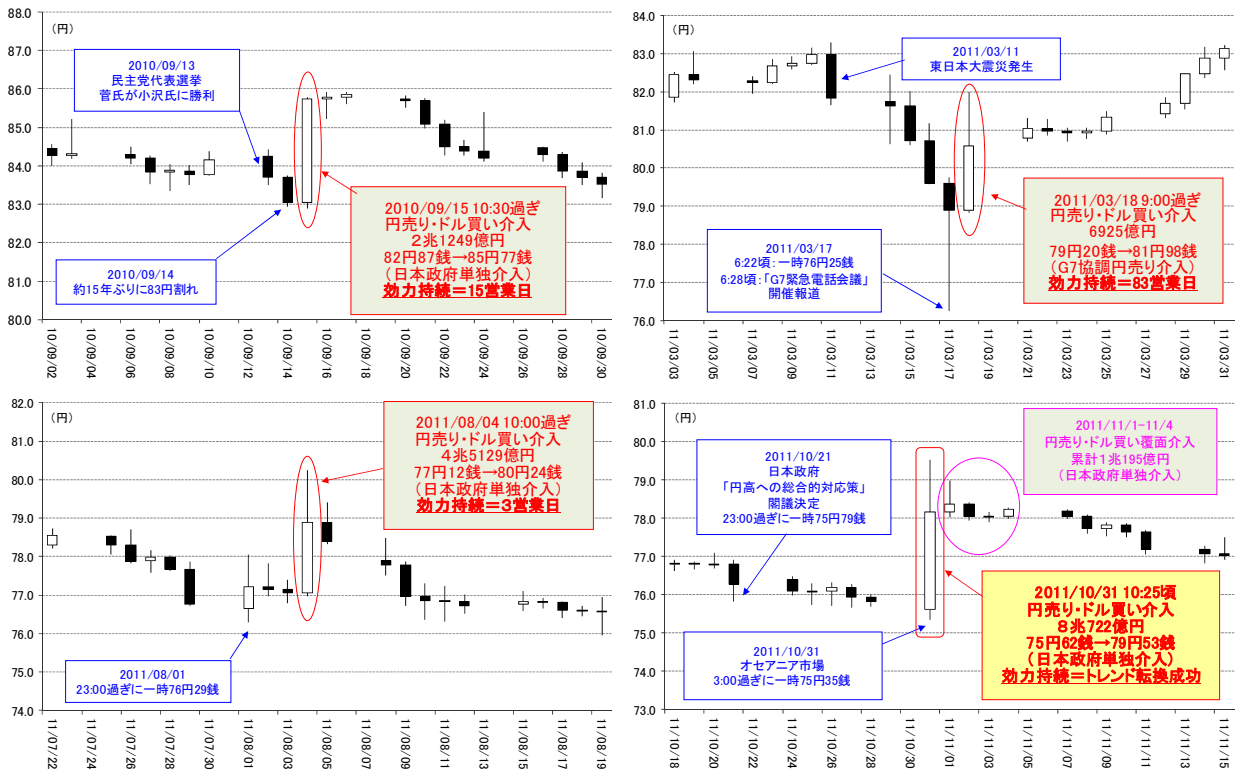
わずか8営業日の短期間に▲6円を超える差し込みは、さすがにスピード違反の疑いが濃厚だ。安倍首相の発言を契機に急激な円高が進んだ翌日には麻生財務大臣、菅官房長官などの主要閣僚のほか、匿名の「財務省幹部」などからも、「場合によっては必要な措置をとる」との発言が相次いだことから、その後は一時109円台まで持ち直す場面もあったが、急激な下げが進んだ後の戻りにしては鈍かった。「綸言汗の如し」とはよく言ったもので、日本の総理が米国を代表する経済・金融専門紙を通じて「為替介入の可能性を否定した」と受け止められるコメントを配信してしまった以上、閣僚や事務方レベルの火消し発言で市場の期待を復元するのはたぶん無理だ。週明け11日の東京市場では一時107円63銭まで続落、1年5ヶ月ぶり安値圏での下値探査が続いている。

最後の国際協調介入は、震災の7日後、1ドル=80円前後で実施

仮にこの先一段の円高が進んで、日本政府が「介入やむなし」との判断に傾いたとしても、米国政府も参画する協調介入でないと、総理が否定したとされる「恣意的な為替介入」だとの批判を免れるのは難しく、円高抑止効果は長続きしないだろう。米国も含めた先進7ヶ国(G7)が、最後に日本からの協調介入要請に応じたのは、2011年3月18日(金)だったが、当時の介入開始レベルは1ドル=80円前後であり、「東日本大震災発の7日後」という非常に特殊な時期だった(図1)。恐らく現状程度の水準で米国が日本の円売り・ドル買い介入に同調する可能性は限りなくゼロに近いと思われる。

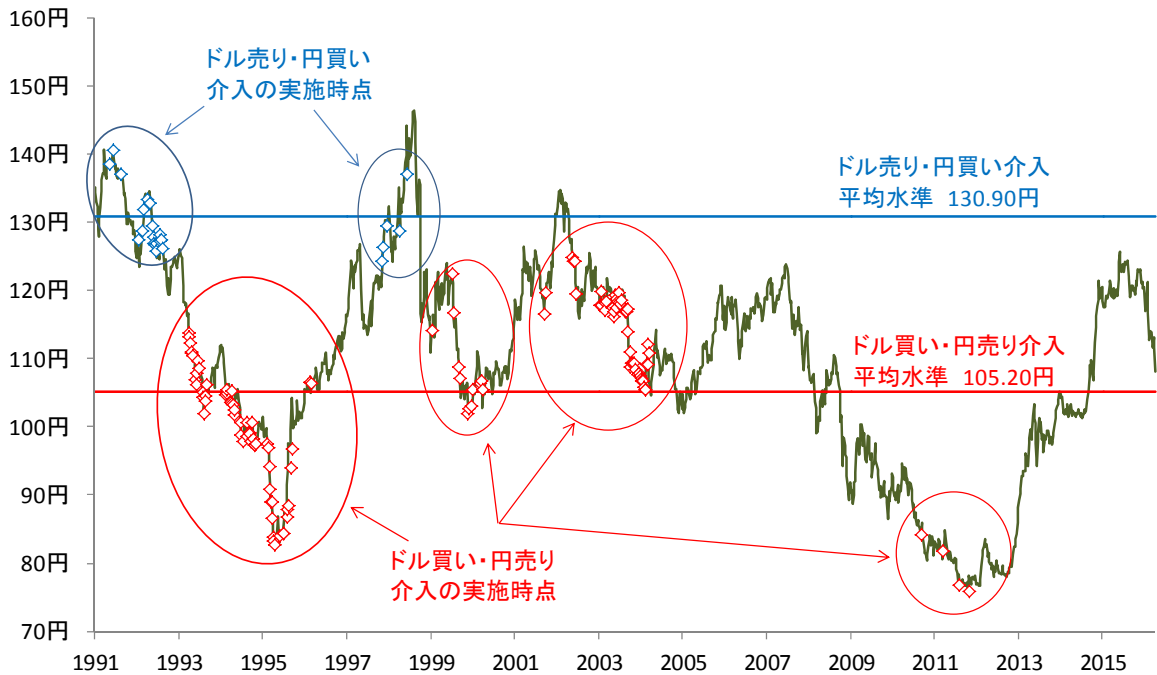
本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

図1: 民主党政権時代の為替介入実施前後のドル円相場の推移



出所: ブルームバーグ、各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図2: 日本国財務省の介入実績と平均介入水準



注: ドル売り介入の平均水準は、介入実施日の高値、ドル買い介入の平均は介入実施日の安値を用いて計算

出所: 財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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。

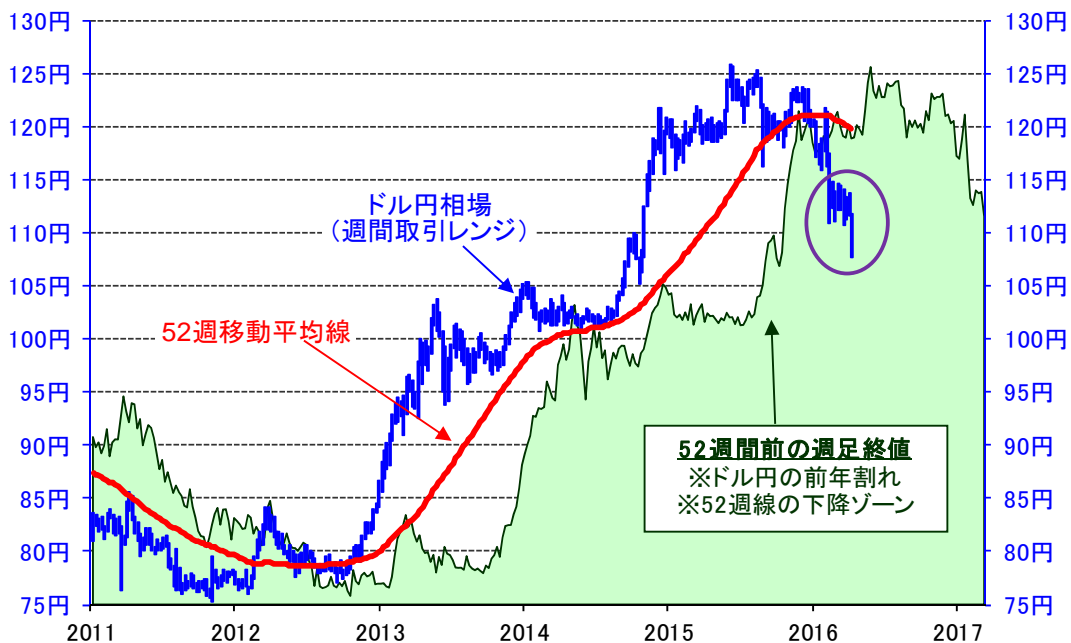
日本政府の独自判断による円売り介入は、通告すれば可能だが、効果は一時的になりそう

もちろん、日本政府の独自判断による単独介入なら、相手国に事前に告知すれば実施することはできる。財務省が公表している1991年4月以降の介入実績をみると、円売り介入実施当日のザラ場におけるドル円の安値(=円の高値)は平均105円20銭だった(図2)ので、この辺りの水準を割り込むと、市場の一部で為替介入への期待と警戒が明滅し始めるだろう。ただ、この先もしも日本政府が「背に腹は代えられない」と判断して単独介入に踏み切る場合でも、「為替相場水準操作が目的ではない」との建前を貫くためには、「過度の相場変動」に対する牽制だと説明するしかない。だが、そのような解説付きの介入になれば、「単にスピード違反を戒めるためのスムーズ・オペに過ぎない」とみなされる。市場に対して一過性の円安ショックしか与えられないだろう。

米大統領選挙の期間中は、円売り・ドル買い介入を控えた方が無難

また、日本にとって都合の悪いことに、現在米国は大統領選挙の最中にある。選挙期間中にももしも日本政府が円売り介入に踏み切った場合、これまでの発言履歴からみて、共和党の候補者選びで先頭を走っているトランプ氏は、ほぼ確実に日本の為替政策を「口撃」してくるだろう。トランプ氏が何か発言すれば、民主党で候補者指名獲得が有力視されているクリントン氏も次期大統領候補としての政治的見解を求められる可能性がある。来年1月20日(金)以降に米国の次期大統領となる可能性がある人物に対して「日本は為替操作国である」という事実誤認を植え付けてしまうリスクを回避するためにも、米国の大統領選挙の期間中は、円売り・ドル買い介入に踏み切らないのが賢明だ。

図3: 2011年来のドル円相場と「前年同期の雲」の水準



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

為替介入政策の方針は、隠しておかないと為替投機抑制力が低下する

先週の安倍首相の米有力紙に対する発言は、もしかするとそのような日本政府内の認識に基づくものだった可能性もある。だが、政府の為替介入政策に関する方針は、本来なら常に隠しておかないと、投機筋主導の急激な為替変動に対する「無言の神通力」が著しく低下する。その意味で、先週の安倍総理の発言は、やや無邪気だった印象が否め

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。

ない。この先、どこかで麻生財務大臣や菅官房長官が実施の可能性を仄めかしている「必要な措置」が発動された場合でも、市場心理を覆す力は限られそうだ。

首相発言後に進んだ円高の影響で、テクニカル的に見てドル円相場は更なる深手を負った

本レポートで再三指摘しているように、テクニカル的に見ると、年初来の円高ショックによってドル円相場のチャートに刻み込まれた「差し込み傷」はあまりにも深く、すぐに長期トレンドが上向きに復帰するのが絶望的な深度に達している(図 3)。安倍首相の発言後に進んだドル安・円高によって、ドル円相場は更なる深手を負った印象が強く、多くの市場関係者がトレンド判定の際に重視している 52 週移動平均線がすぐに底入れする可能性は一段と小さくなったと判断せざるを得ない。

政府の経済対策や日銀の追加緩和で一時的な円安ショックを引き起こしても、すぐにトレンドを上向きに変えるのは至難の業

もちろん、5 月下旬の伊勢志摩サミット、7 月の参院選などの重要日程を控え、政府・日銀が円高・株安の進行を無手勝流で放置するとは思えない。このため、今後一段のドル安・円高が加速した場合、為替介入は封印されるとしても、政府による経済対策や日銀による追加緩和に対する期待がドル円相場の水準に反比例して高まることになるだろう。ただ、過去の経験則では、長期トレンドが下向きに転じた直後のドル円相場の趨勢をすぐに上向きに変えるのは至難の業だ。仮に日本の経済対策や追加緩和によってドル円相場が一時的に上昇しても、昨年の 4-6 月期の水準は概ね 1ドル=120 円台~125 円台と非常に高かったため、現状のレベルからだと+10 円のドル高・円安になっても、52 週移動平均線がすぐに右肩上がりで復帰することはない。長期トレンドが一旦下降局面入りしてしまった以上、再び上向きに復帰するまでには、相応の日柄調整が必要だ。

ただ、来年年明け頃には米大統領選挙絡みの不透明感が次第に晴れ、日柄調整一巡の条件も次第に整いそう

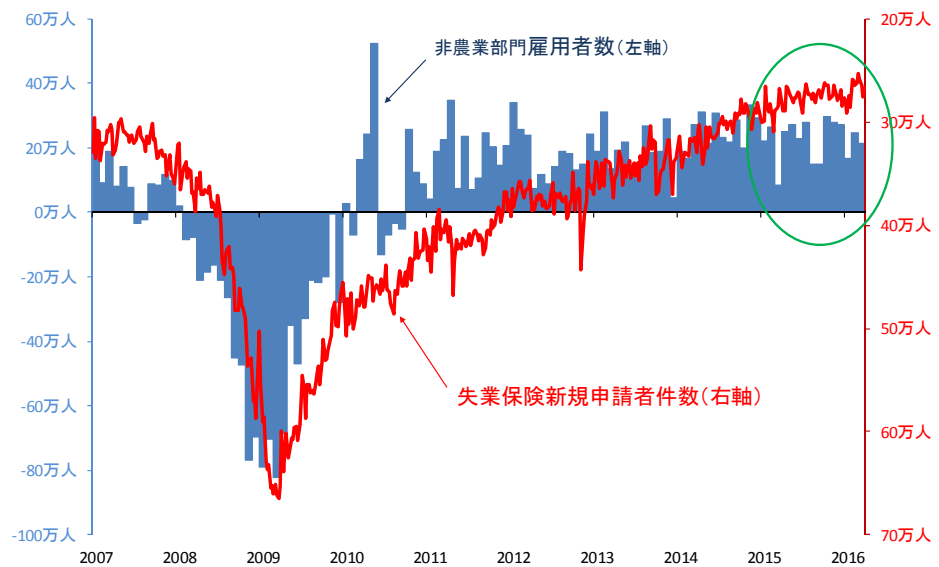
ただ、来年年明け以降になれば、今年に入って急加速したドル安・円高の効果が現れて、52 週線が上向きに転じる際に超えねばならない前年同期の水準が急速に下がってくる。米大統領選挙でトランプ氏が当選した場合は、米国の重要施策があらゆる分野で迷走しそうなため、我々の想定以上にドル安・円高局面の日柄が延びるリスクが台頭するが、現時点における我々のメイン・シナリオは「ヒラリー・クリントン候補の勝利」だ。米国務長官の要職まで務めた人物が次期大統領になれば、米国の対日諸政策はこれまで長期に亘って両国が構築してきた関係を重視する路線で運営される可能性が高く、米大統領選挙絡みの不透明感は徐々に晴れるだろう。

米国経済が緩やかな拡大基調を維持していれば、来年年明け後にドル円相場が底入れから反転へ

先月末にイエレン米 FRB 議長が利上げ再開を急がない姿勢を示したことが、その後のドル安進行の一因になっているが、結果的に米国経済に重く押し掛かっていた「ドル高の負担」は徐々に軽くなっており、「利上げ見通しの一時的後退」による事実上の金融緩和効果がこれから徐々に顕れてくる可能性もある。米国の雇用関連指標をみると、非農業部門雇用者数は労働市場改善の目処とされる月間+20 万人程度の増加ペースを維持しているほか、毎週発表される失業保険新規申請者数も節目の 30 万人を 57 週間連続で下回っている(図 4)。一部に根強い米国景気腰折れ懸念は杞憂に終わる可能性が高い。この先も米国経済が緩やかな拡大基調を維持するとみられ、米大統領選挙絡みのモヤモヤ感が解消されてドル円相場の日柄調整の条件が整い始める来年年明け頃からは、「日米の金融政策格差に基づくドル高・円安ストーリー」が徐々に復活、底入れから反転に向かう可能性が高まるだろう。

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。

図4: 米国の雇用関連指標



出所: ブルームバーグ、各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

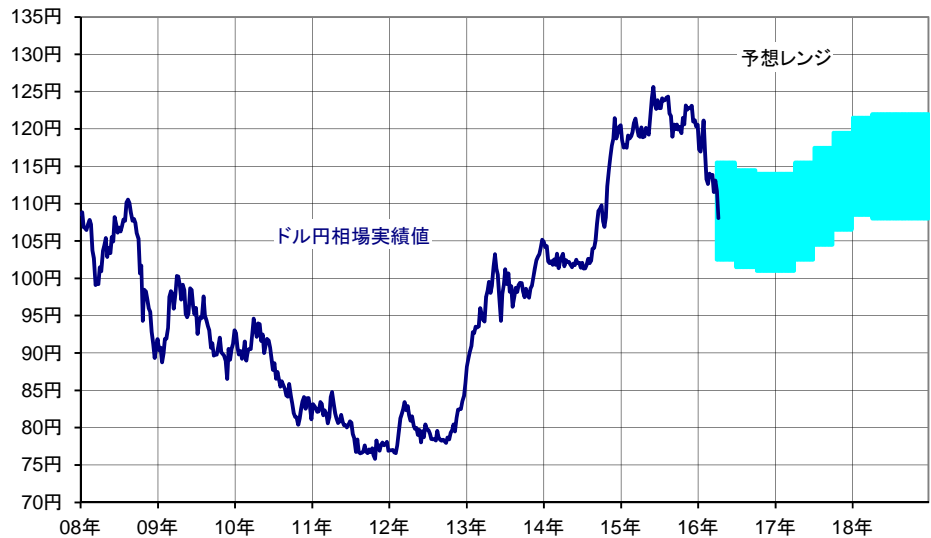
「しばらく下降トレンド、底入れは年末年始」の大局観を維持しつつ、ドル円相場の予測レンジを▲3円程度下方修正

総じて、先週 5 日(火)の安倍首相発言を契機に、平均的な市場参加者が心の中に描いていたドル円相場の想定レンジは▲数円以上の幅で下振れした印象がある。首相発言の影響に対する定量評価は十人十色だろうが、「総理の発言を聞いてドル円の想定レンジを引き上げた」という関係者はたぶん皆無だろう。我々が提示している「しばらく下降トレンド、底入れは年末年始」という大局観は不変だが、各四半期の想定レンジはこの際▲3円程度引き下げるのが妥当だと判断した。新しい見通しにおける 2017 年 3 月末のピンポイント予想は 1 ドル=107 円 00 銭、同年 1-3 月期の想定レンジは 101 円 00 銭~114 円 00 銭だ。想定外のイベントや要人発言にヒットされて予測の変更を迫られるのは良くあることだが、いわゆる「アベノミクス」の開始以来、「安倍首相の発言」によってドル円相場の下方修正が必要になる事態は全く想像できなかった。「何が起きるか分からない」のが為替相場の日常だ。引き続き、時宜に応じた予測パターンの見直しに努めたい。

(次ページに見通しのグラフと予測表を掲載)

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。

図5:2016年-18年のドル円相場の見通し



出所:実績はブルームバーグ提供の週末値。予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券

表1:為替相場見通し

		2016年				2017年				2018年	2015年			2016年			2017年	2018年
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	115.86-125.86	(予想)	(予想)	(予想)				
ドル円 [円/ドル]	レンジ	110.67-121.69	102.5-115.5	101.5-114.5	101.0-114.0	101.0-114.0	102.5-115.5	104.5-117.5	106.5-119.5	108.5-121.5	115.86-125.86	101.0-121.69	101.0-119.5	108.0-122.0				
	期末値	112.57	109.0	108.0	107.0	107.0	109.0	111.0	113.0	115.0	120.22	107.0	113.0	115.0				
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	122.09-132.22	115.0-131.3	110.6-127.0	108.0-124.4	105.9-122.2	105.2-121.5	105.1-121.4	104.8-121.2	106.8-123.2	126.10-145.48	108.06-132.32	104.8-122.2	106.2-123.8				
	期末値	128.11	123.2	118.8	115.6	113.4	113.4	113.2	113.0	115.0	130.64	115.6	113.0	115.0				
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.071-1.141	1.065-1.195	1.035-1.165	1.015-1.145	0.995-1.125	0.975-1.105	0.955-1.085	0.935-1.065	0.935-1.065	1.046-1.211	1.015-1.141	0.935-1.125	0.930-1.070				
	期末値	1.138	1.130	1.100	1.080	1.060	1.040	1.020	1.000	1.000	1.086	1.080	1.000	1.000				

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。ユーロドルは小数点以下4桁を四捨五入。予想は弊社:最終変更日時は4月11日8:00

(4月11日 12:30)

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。

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。

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 MUFG 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「MUFG」)の子会社等であり、MUMSS の方針に基づき、MUFG 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（ブルーデンス規制機構、「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るべきではありません。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。

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。

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) に限定されております。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いません。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は除きます)。

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。