

平成28年熊本地震で被災された方々に心より  
お見舞い申し上げますとともに、被災地の  
一日も早い復旧・復興を祈念いたします。

# 外貨投資の視点 (No.270)

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20日

## 本邦の店頭FX取引が3年連続で過去最高を更新

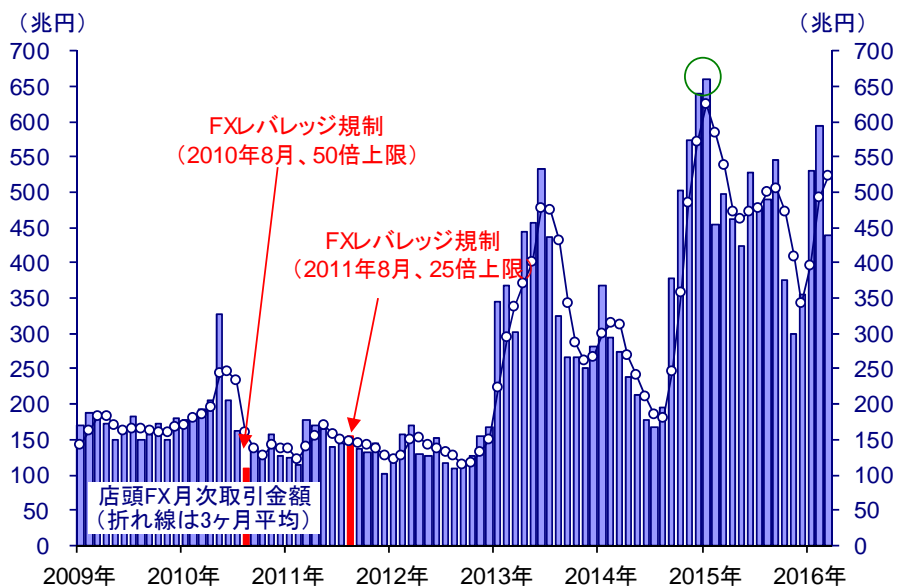
ポイント

- 2015年度の店頭外国為替保証金(FX)取引による売買金額は5524.3兆円と、3年連続で過去最高記録を更新
- 「アベノミクス効果」が一巡する中でも、激しい業者間競争による顧客層の拡大や利便性の拡大が効力を発揮
- 2016年度のFX取引は市場環境にも依存するが、保守的にみて年4000兆円前後を維持、市場に流動性を供与
- 今後ドル円相場が切り返してきた時の本邦FX投資家のポジション動向は、市場の地合いを試す一つの目安に

2015 年度の店頭外国為替保証金(FX)取引売買金額が5524.3兆円と3年連続で過去最高を更新

本邦の外国為替保証金(FX)取引が活況を呈している。金融先物取引業協会が14日(木)に発表した「店頭FX月次速報」によれば、2016年3月の全通貨ペアの円建て換算の取引金額は、報告会員53社の合計で439.9兆円となった(図1)。単月の結果だけをみると前月比で▲26.0%の減少、前年同月比でも▲11.5%目減りしているが、2015年度(2015年4月～2016年3月)を通じてみると、月間の出来高が最も落ち込んだ15年11月でも299.9兆円に留まり、平均的には毎月463.2兆円と高水準の売買金額が維持された。この結果、2015年度の店頭FX売買金額は5524.3兆円と、従来の過去最高記録だった14年度の4698.0兆円を+17.6%も上回り、過去最高記録を3年連続で更新した。

図1: 店頭外国為替保証金(FX)取引の月次取引高の推移



出所: 金融先物取引業協会より三菱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。

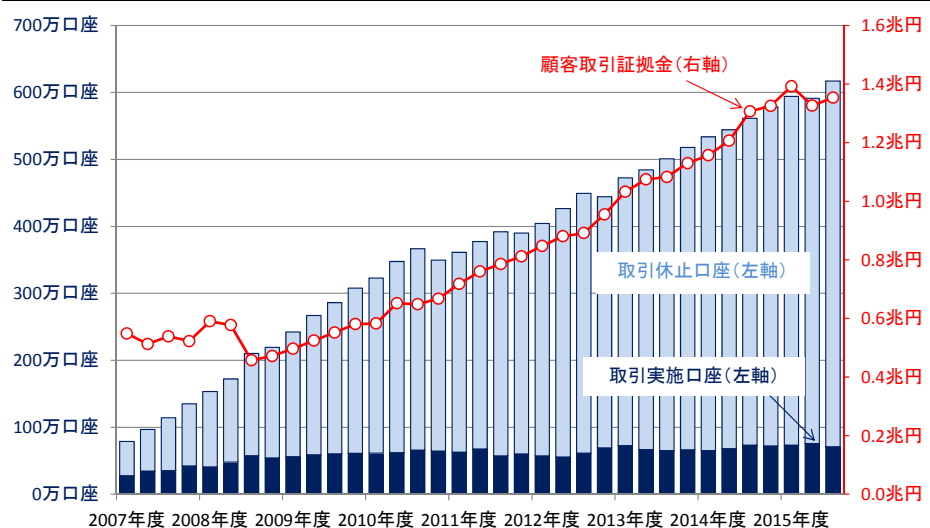
昨年度の本邦 FX 売買金額は、日本の貿易総額の36年分を超えていた可能性が高い

「店頭FX取引の売買金額＝年5524.3兆円」という出来高の大きさを具体的にイメージするため、本邦の輸出入取引額や名目国内総生産(GDP)の金額と比較してみると、本日公表された2015年度の日本の通関貿易取引総額は、輸出が74.1兆円、輸入が75.2兆円、合計で約149.3兆円だった。2015暦年(2015年1月～12月)の名目GDP総額は約499.1兆円だったので、昨年度の日本の店頭FX取引の出来高は、ほぼ同時期の日本の貿易取引額の約37.0年分、日本経済が生み出した付加価値総額の約11.1年分に達していたことになる。店頭業者が顧客に提供している従来型のFX取引だけでこの金額なので、これに含まれない「店頭バイナリー・オプション取引」や、取引所経由のFX取引を加えると、昨年度のFX業界を通じた外国為替売買総額は、更に数パーセント程度増加しそうだ。

本邦 FX 取引の実効倍率は近年緩やかに低下

俗に言う「超・高速回転売買」を好むプレイヤーの比率が高いFX取引の特徴がよく表れている数字であるが、こうした過去最高記録の更新が、FX取引に対する倍率規制が導入された後に続いているのが興味深い。2010年8月から11年8月にかけて金融庁が段階的に導入したFX取引規制の結果、個人投資家によるFX取引の最低保証金率は4%、レバレッジ換算では上限25倍に抑えられている。現行のレバレッジ上限規制が導入された当初数年程度は、直前の上限50倍を活用していた個人投資家の殆どが25倍にシフトしたこともあり、FX取引愛好者の多くが最高倍率を活用していた時期もあったが、ここ数年間の傾向としては実効レバレッジが緩やかに低下、その時々々の市場環境によって変動するものの、概ね10倍前後を好む投資家層が増えていると言われている。

図2: 本邦の店頭外国為替保証金(FX)取引の口座数と証拠金残高の推移



出所: 金融先物取引業協会より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

FX 取引参加者の裾野の拡大が、3年連続の出来高記録の更新に寄与

このため、2013年度から3年連続で観察されている本邦FX取引の過去最高記録の更新は、「宵越しのポジション」を持たずに日計りの超・高速回転売買に勤しむハイ・レバ志向の投資家層の活躍だけでは説明できない。「インベストメント性」と「アミューズメント性」を兼備したFX取引の商品特性が本邦の個人投資家層に浸透する過程で、新規の取引口座の開設が続いていることの影響もあるだろう。実際、店頭FX業界全体でみた取引証拠金額は2015年4-6月期に1兆3923億円のピークを記録した後は伸び悩んでいるが、相

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。

対的には外貨ロングのポジションが優勢な本邦FX業界で、市場環境が円高気味のアゲインストに転じる中での1.3兆円台キープには底堅い印象もある。顧客口座数をみても、2015年10-12月期には617.2万口座と初めて600万口座を突破、取引実施口座数も5四半期連続で70万口座の大台を維持している(図2)。

激化する店頭 FX 業者間の顧客獲得競争が、トレードの利便性向上とコストダウンに寄与

いわゆる「アベノミクス相場」の息切れが囁かれる中であって、店頭FX取引の口座数や売買高が地道に伸びている背景には、この間のFX業者間の熾烈な顧客獲得競争が寄与しているとみられる。近年、各業者は取引可能な通貨ペアの品揃えを一段と増やしたほか、スマホやタブレットなども利用したトレードの利便性も飛躍的に向上、従来はなかった売買戦略選択型の「おまかせ自動トレード」や、将来ある時点での為替相場の水準予測だけで単純勝負する「店頭バイナリー・オプション」などの新商品の提供も進んでいる。通貨ペアごとに濃淡はあるものの、スプレッドの狭小化競争も一段と進んだ結果、店頭FX業者が顧客に提供する為替レートは、ドル円もクロス円も小数点以下二桁の「銭表示」ではなく三桁の「厘表示」がすっかり標準になってしまった。

今年度の FX 取引は、概ね「年間 4000 兆円前後」の規模感を維持か

業界内で一段と進むシステム開発、商品開発の効果に加え、テレビ・コマーシャルやインターネット空間、その他の各種媒体を通じた広告宣伝競争についても、昨年度の中頃から再び激化し始めた印象がある。様々な要因が絡んでFX取引愛好者の裾野が広がると同時に、選択されたレバレッジの高低などにかかわらず、一人当たりの売買発注頻度が増えていた可能性もあるだろう。2014年10月31日の「異次元緩和第二弾」や2016年1月29日の「マイナス金利導入」などに喚起された強烈なボラティリティーの上昇局面で出現した「月間取引500兆円超」というFXトレードの盛り上がりには及ばないまでも、今後の店頭FX取引高は、当該時点におけるニュースフローや相場環境に左右されながら、「月間300兆円台、年間4000兆円前後」の規模感を維持するのではなかろうか。

昨年度の店頭 FX 投資家のドル円持ち高は、片道数兆円規模の膨張と収縮を反復、他の通貨ペアも含めて悲喜こもごもの損益変動のあった1年に

一方、近年におけるFX投資家による「ドル円」通貨ペアのポジション動向をみると、①2014年10月の「異次元緩和第二弾」によって引き起こされた強烈なドル高・円安局面ではFX業界にしては珍しい「順張り」のドル買い・円売り超過が積み上がったのち、②15年央に向けて1ドル=125円前後まで一段のドル高・円安が進んでいく場面では、さすがに「利益確定の売り」や「逆張りの売り」が誘発されてドル買い超過のポジションが一旦ほぼ綺麗に整理されている。その後、③2015年末にかけてドル円相場が伸び悩む局面では、例によって根雪のようなドル買い・円売り超過がキープされていたが、④2016年年明けに「年初の利益確定売り」と推測されるドル買い・円売りポジションの目減りが観測されたのち、⑤2月以降に加速した急激なドル安・円高局面では、FX業界にありがちな「逆張りのドル買い・円売りポジション」があまり膨張せず現在に至っている。月末のポジション・データだけを眺めても、非常に目まぐるしいポジション変動の足跡が認められ、イントラ・ウィークの持ち高変動までみた場合、この間の本邦FX投資家層によるドル円ポジションは、「片道で数兆円を超えるサイズ」の膨張と収縮を幾度も繰り返したと想像される。クロス円のポジション変動の振幅はドル円の半分以下であるケースがほとんどだが、豪ドル円や欧州通貨円など、主要な各種通貨ペアのプライス・アクションとポジション動向を並べてみた場合、相応の規模感で十人十色、悲喜こもごもの損益変動が生じたことが推測できる。一昨年度と同様、昨年度の本邦FX取引は、将に「激動の1年」だったと言えるだろう(図3)。

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3:店頭外国為替保証金(FX)取引動向(四大通貨ペア)



出所:金融先物取引業協会より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

**本邦 FX 取引が為替市場に与える影響は？**

以上の状況を踏まえ、本邦のFX取引が、当面の為替市場に与える影響について考察しておきたい。推測されるインプリケーションとしては、2つ挙げることができそうだ。

**本邦 FX 取引のカバー率を4割とみても、かなりの規模となり、為替市場に潤沢な流動性を供給**

第一に、今後も日本のFX投資家層は、外国為替市場に潤沢な流動性を供給する主体としての強い存在感を維持する可能性が高い。いわゆる「アベノミクス相場」の終焉が一部の市場関係者の間で取り沙汰され始める中、平時の相場環境でも「月間300兆円台、年間4000兆円前後」もの為替売買を発注する主体はやはり目立つ。無論、この数字には店頭業者内でマリーされる金額も含まれており、全てがインター・バンクに出回る訳ではないが、平均的なカバー率と言われている4割程度の金額でみても十分大きな金額だ。

**平日・祝日ほぼ24時間体制で為替市場に流動性を供給する本邦 FX 業界**

ちなみに、「外為太郎・花子」が為替売買に参画しているのは、当然だが東京タイムだけではない。本邦FX業界で最も為替売買が盛り上がるのは、「ロンドン序盤からニューヨーク序中盤」の時間帯だ。便宜上上げられるニューヨーク・クローズ後のシステム・メンテ等に必要の15分程度の短い時間を除き、現在本邦のFX投資家層は「ほぼ24時間体制」で日本の祝日も休むことなく、国内外の市場に流動性を供給している。スマートフォンやタブレットなどの軽量・薄型の携帯端末を通じて外国為替売買に参画できるトレード・アプリの利便性が飛躍的に向上したことにより、その傾向は近年一層強まっている。

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。

ごく特殊な時期を除くと、過度の価格変動を抑制する方向に寄与

各々の通貨ペアの価格変動に与える影響は、当該時点の市場環境によってマチマチだろうが、本邦のFX投資家層は、基本的には「下がると買って、上がると売る」というパターンの回転売買が主流のプレイヤーだ。このため、想定外のイベント・リスクに巻き込まれて既存ポジションの任意のストップ・ロスや強制ロスカットが一気に誘発される局面や、一部の注目イベント前後にみられるスプレッドの拡大時期などを除くと、過度の価格変動を抑制する働きが強い局面を多く目撃することになるだろう。流動性の低い一部の通貨ペアには当てはまらないケースもありそうだが、「ドル円」などの代表的な通貨ペアに関しては、上ヒゲや下ヒゲを助長するよりカットする作用が強いだろう。

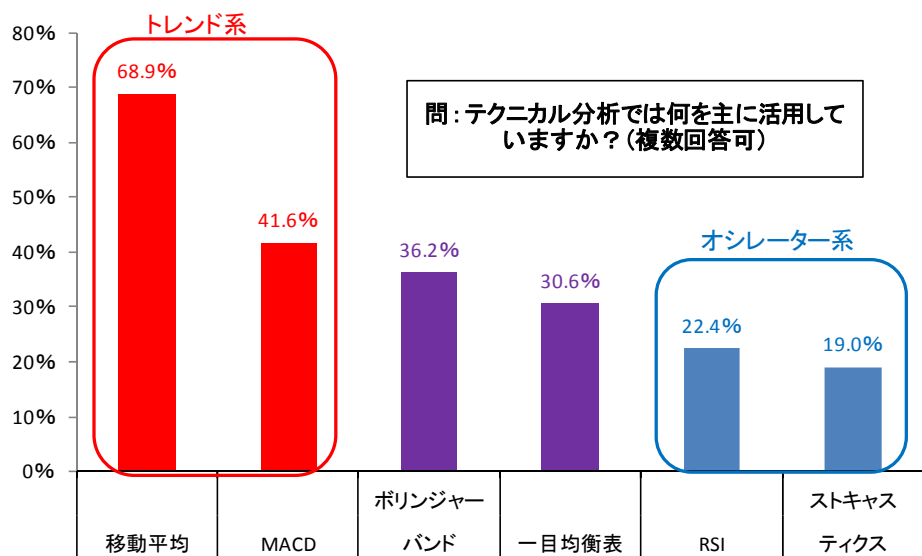
金融庁が来年にも法人向けFX取引にも倍率規制を導入へ

なお、まだ少し先のことになりそうだが、金融庁はこれまで個人にだけ課していたFX取引の上限倍率の規制を、早ければ来年にも法人に対しても導入する方針で動いている。一律の上限を定めるのではなく、通貨ごとに過去の相場変動も踏まえた上限倍率が決まる見込みだが、この規制が導入された場合、一時的に本邦FX取引の金額は若干目減りする可能性がある一方、近年の「スイスフラン・ショック」のような不測のイベント・リスクが勃発した場合に投資家が想定外の損失に見舞われるリスクが低下するほか、FX業界全体でみた過度の価格変動を抑制する平時の機能が強まりそうだ。

年初来のドル安・円高局面でもあまり変化していないFX投資家層のドル円ポジション

第二に、こちらはあくまで筆者の推測だが、「ドル円」という通貨ペアに限って言えば、本邦のFX投資家のポジション・マネジメントが、当面の上値を抑制する可能性があるだろう。先述の通り、本邦FX投資家全体でみると、ごく例外的な時期を除いて、ほぼ恒常的に「ドル買い・円売り持ち高」を維持するようなトレード嗜好の偏りがあるため、通常の時期であれば上値をカットする力に比べて、下値を支える作用の方が強いと考えられるのだが、今年年初来の急激なドル安・円高局面においては、これまでよく観察された逆張りによるドル買い・円売りポジションの膨張が起きていないのが気にかかる。

図4:FX投資家が活用するテクニカル分析



出所:外為どっとコム総研 外為短観2010年2月1日より三菱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。



長期トレンドが底入れに転じるのに必要な日柄調整が進むまで、各種の売りで上値が重くなりそう

本レポートで幾度か紹介したように、日本のFX投資家がトレードの際に活用する各種テクニカル指標の中で、利用頻度が最も高いのは「移動平均」だ(図4)。ドル円相場の代表的な長期トレンド・ラインの一つである「52週移動平均線」をみると、今年2月以降の円高ショックを受けて最近右肩下がりに転じたばかりであり、前年同期(≒52週間前)の水準を大きく割り込む差し込み傷の深さに鑑みると、早期の上昇トレンドへの復帰が「見た目でも無理そう」な雰囲気が漂い始めている(図5)。この先、ある程度の日柄調整が進んで、それほど無理に上がらなくてもトレンド右肩上がりに転じられそうな気配が漂ってくるまでは、FX投資家層の逆張り志向は、「押し目買い」より「戻り売り」で存在感を増しやすい状態が続くかもしれない。既往のドル安・円高局面において本邦FX投資家によるドル買いポジションが減っていないことを考慮すると、エントリー・ポイントが高めのドル買いポジションがシコってしまい、まだ執行できていない潜在的なロスカット注文が残っている可能性もあるだろう。この先、ドル円相場が一時的に切り返しに転じて、象徴的なテクニカル・ポイント前後の水準では「ヤレヤレの売り」なども出やすいのではなかろうか。

図5: 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

今後、ドル円相場が失地回復に転じた際のFX投資家の反応に注目

いずれにしろ、今後ドル円相場が「何らかの理由」で切り返し、失地回復に転じてきたときの本邦FX投資家層の行動は、当該時点におけるマーケットの地合いの強度を試す一つの目安になるかもしれない。筆者の想像通り、戻り売り優位の担い手になるなら、我々が現在提示している「ドル円＝右肩下がり」の大局観が強化されそうだが、これまであまり見られなかった「順張りのドル買いポジション」がどんどん積み上がる様子が目撃された場合には、ドル円相場が意外に早く底入れしてトレンド転換に向かう予兆となる可能性もある。近年一段と存在感を増している本邦FX業界の動向は、必須のモニタリング対象の一つとなりつつある。今後の動向を引き続き注視し、時宜に応じた情報提供に努めたい。

(4月20日 15:00)

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。

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。

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 (米国内国蔵入庁 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。

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。



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。