

外貨投資の視点 (No.271)

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28日

ドル円相場:2016年4月の回顧と今後の展望

ポイント

- 新年度のドル円相場は安倍首相の不用意な発言で1年5ヶ月ぶりの水準に差し込んだ後、戻りの鈍い開幕に
- チャート・フェイスの見た目の悪化と米国政局絡みの不透明感が重石になり、当面はドル安・円高局面が継続
- トランプ氏勝利の場合は、ドル安・円高局面が長期化するが、クリントン氏勝利の場合はファンダメ睨みに回帰
- 米国景気回復が続けば、いずれは「日米金融政策の印象格差」が復活、投機主導の円高圧力は徐々に収束
- テクニカル、ファンダメの両条件が揃い、ドル円相場が底入れ・反転に向かう時期は、年末年始頃になると想定

ドル円相場が一時、107円63銭と、約1年5ヶ月ぶりの安値圏に下落

新年度明けのドル円相場は、約1年5ヶ月ぶり安値圏に差し込んだ後、戻りの鈍い展開となっている。4月1日(金)の東京市場で便宜上の始値112円57銭を刻んだ後、序盤は急激なドル安・円高が進行、11日(月)には一時107円63銭と2014年10月31日(金)以来の水準まで軟化した。3月29日(火)にイエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長が早期の利上げ再開に慎重な見解を示し、市場心理がドル安優位に傾いていたタイミングで安倍首相が5日付の米ウォール・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」と発言したことが国内外の投機筋に絶好の円買い仕掛けのチャンスを提供、円高加速の触媒となった。この間、ドル円相場は月末月始を挟んでわずか10営業日で▲6円以上も急落した。

わずか10営業日で▲6円を超える差し込みは流石にスピード違反で自律反発に転じたが...

ごく短期間に▲6円を超える円高は、流石にスピード違反の感が否めない。安倍首相の発言が伝えられた後には、麻生財務相、菅官房長官などの主要閣僚や財務省幹部が相次いで「過度の為替変動」への懸念を表明、「場合によっては必要な措置をとる」などの発言を連発したため、ドル安・円高の流れは一旦淀んで109円台を回復した。その後、14日(木)に勃発した熊本地震のあと、一時的に市場のリスク許容度萎縮懸念が強まると18日(月)には再び107円70銭台に軟化する場面もあったが、22日(金)に一部通信社が「日銀が金融機関への貸出支援資金供給へのマイナス金利適用を検討している」と報じると追加金融緩和への期待が盛り上がってドル高・円安が加速、週明け25日(月)には一時111円90銭台まで切り返した。

月末の日銀会合では追加緩和が見送られ、ドル円相場は約1分間で▲2円92銭も一時急落

その後のドル円相場は日米の金融政策睨みで「様子見モード」に入っていたが、27日(水)の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、大方の予想通り政策金利が据え置かれ、発表直後の超高速回転売買筋の空中戦による乱高下を除くと無難に通過した一方、つい先ほど結果が公表された日銀会合では、「量」、「質」、「金利」の全ての政策軸で金融政策が据え置かれた。熊本地震の被災地の金融機関に対して無利息で実施する「被災地

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。

金融機関支援オペが3000億円規模で新たに導入されることになったが、事前の観測報道を受けて盛り上がっていた市場の期待とは著しく懸け離れている。為替市場の受け止め方は「ほぼゼロ回答」となり、政策発表直後のドル円相場は一時108円77銭と約1分間で▲2円92銭も急落する場面があった。

2016 年度のドル円相場は波乱の開幕、4 月のローソク足は、3 ヶ月連続の陰線で着地しそう

本稿の脱稿時刻である28日(木)の13:00現在、ドル円相場は1ドル=109円30銭前後で取引されている。29日(金)のNY市場で月末終値が確定するまで、まだあと約1.5営業日も残っているが、ここから一気に3円30銭近くも切り返さない限り、初日の始値112円57銭には届かない。今月の月足はかなり高い確率で「3ヶ月連続の陰線」になりそうな気配が濃厚だ。年度のローソク足が完成するまで、まだ相当な紆余曲折がありそうだが、新年度のドル円相場は波乱気味に開幕、「円高派」にとってはひとまず安堵の展開だが、「円安派」にとっては欲求不満の溜まるスタートになったと言えるだろう。以下、毎月この時期に実施しているドル円相場の定点観測を踏まえ、現時点における我々の見解を示しておきたい。

当面のドル円相場を「トレンド=右肩下がり」とみる理由は2つ

結論から先に述べると、当面のドル円相場は一時的に反発しても「長期トレンド=右肩下がり」の局面からは抜け出せず、断続的な下値探査を続ける可能性が高い。先月に引き続き、そのような大局観を保持する理由として、以下の2点を挙げておきたい。

図1: 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

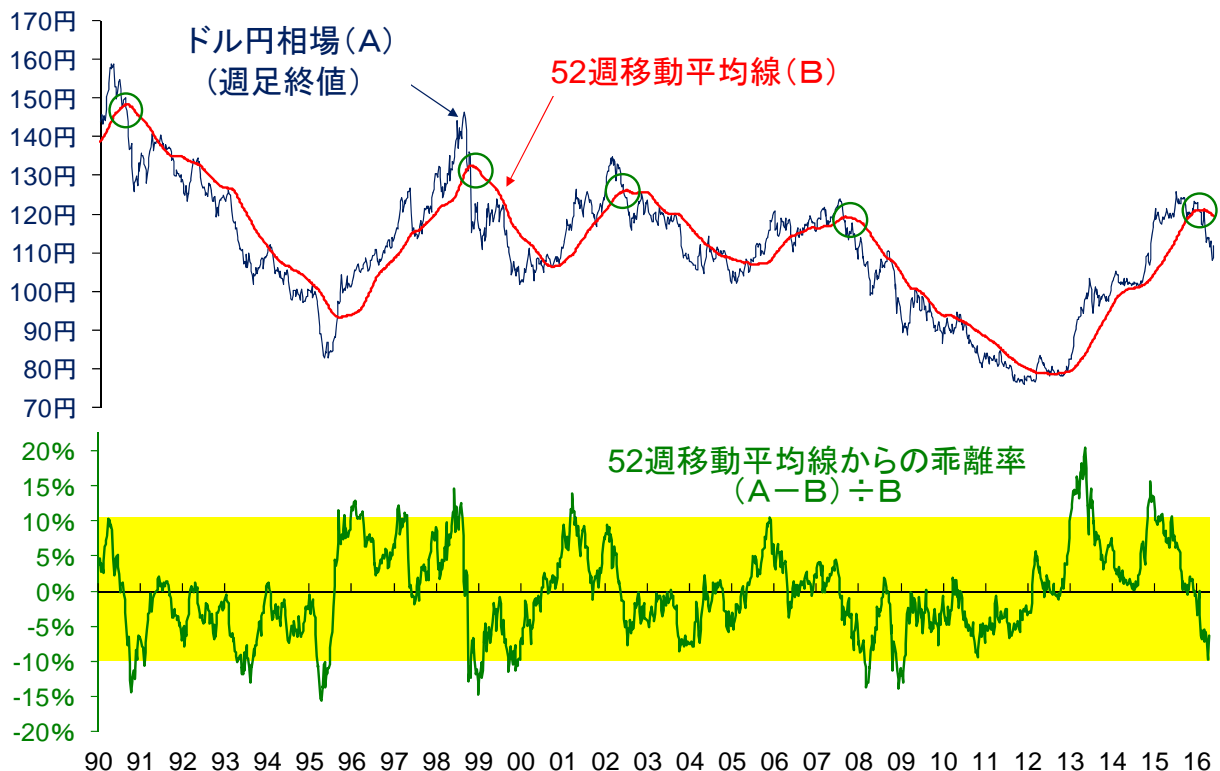
ドル円相場の「差し込み傷」が絶望的な深度に到達、トレンドが上向きに転じるためには、相応の「日柄調整」が必要な状態に

第一に、ドル円相場のチャート・フェイスを眺めるにつけ、長期トレンドが即座に右肩上りに復帰することが、「見た目でも無理」そうな雰囲気が一層強まっている。2月上中旬に勃発した強烈な円高ショックを受け、筆者がトレンド判定の際に重視している52週移動平均線は既に明確な下降局面に転じているが、今月上旬に配信された安倍首相の不用意な発言により、前年同期(≒52週間前)の水準を下回るドル円相場の「差し込み傷」は長

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。

期トレンドの早期の反転を一層絶望的にする深さに到達した(図1)。今後、ドル円相場が「前年同期の雲」の上に抜け出さない限り、同移動平均線は前年同期差でのマイナス幅を52等分した数値だけ毎週必ず下がり続けるため、これだけの深度に達する深手を負ってしまった以上、ある程度の「日柄調整」が進んで、それほど無理に跳ね上がらなくてもトレンド上向きに復帰できそうな図柄に近づかないことには「ファンダメンタルズ無用」、「見た目重視」の嗜好を持つボリューム・プレイヤー達の大局観が「ドル円＝そろそろ右肩上がり」には戻らないだろう。

図2: 長期トレンド・ラインとドル円相場



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

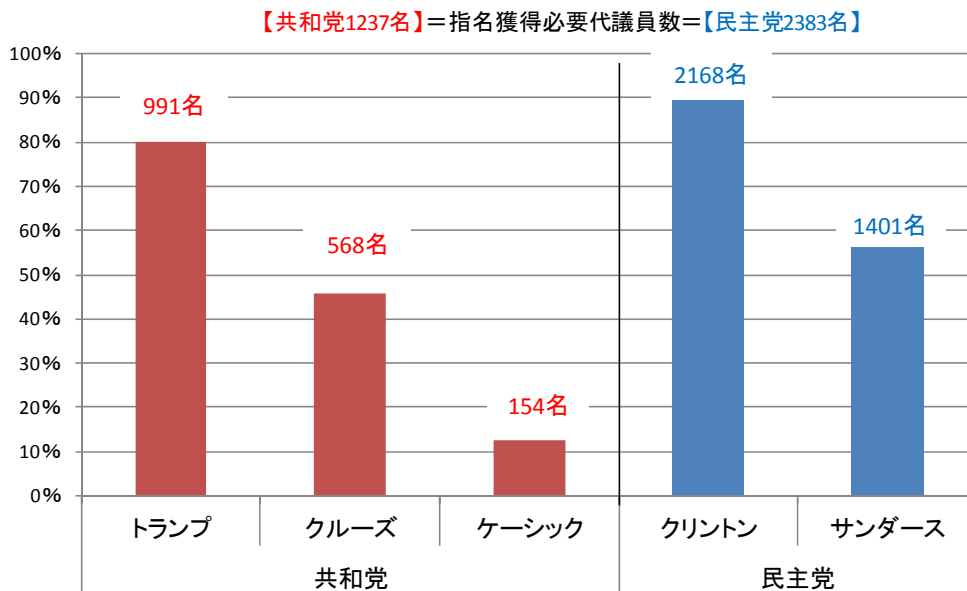
短期的な売られ過ぎ修正による反発があっても、チャートの形が良くなるまでは「ダマシ」のドル高シグナルになりがち

もちろん、長期トレンドが右肩下がり局面でも、為替は絶対に一次関数のような動きはしないので、断続的な反発局面は折に触れて現れる。今月11日(月)にドル円相場が一時107円63銭まで急落した時点では、「52週線からの下方乖離」が短期的な売られ過ぎの目処となる▲10.0%界限に達したため、目先は相応の値幅で自律反発が生じる可能性は十分あるだろう(図2)。ただ、これだけ見事にチャートの形が崩れてしまった以上、今すぐ国内外の短期筋の大局観と基本戦略が「右肩上がりを見据えた押し目買い」優位に戻る可能性は非常に低い。他の通貨ペアに比べてトレンド・フォロワーの比率が高いドル円市場において、当面は短期の空中戦売買を司るプレイヤー達の基本戦略は「戻り売り」優位が定着しやすいとみられるほか、既往の急落局面で損失を蒙った面々による「ヤレヤレの売り」もしばらく出てきやすいだろう。今後、ドル円相場が何らかの要因で「52週線アラウンド」の水準まで切り返した場合でも、前年同期割れの雲の中で52週線タッチを果たした場合は、淡々と下がり続けるトレンドの圧力に押し戻され、過去数十年間の経

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。

験則では「ダマシ」のドル高・円安シグナルになるケースが殆どだった。当面、ドル円相場の地合いは「上値が重く、下値が柔らかい」状態が続くだろう。

図3:2016 米国大統領選挙:予備選挙と党員集会の動向



出所: 日本時間4月28日9:40時点のCNN集計より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

米大統領選挙絡みの不透明感が、しばらくの間はドル円市場関係者の心理的重石になりそう

第二に、米国の大統領選挙がヤマ場を迎える中、来年1月に発足する新政権の経済・金融・為替政策や外交政策に対する不透明感がドル円相場の心理的重石として、一層強く意識されることになるだろう。現在はまだ二大政党の大統領候補選びの段階だが、両党の予備選や党員集会は一段と進んでおり、民主党ではヒラリー・クリントン氏が指名獲得をほぼ確実にする一方、共和党ではドナルド・トランプ氏が依然としてフロント・ランナーの地位を維持している(図3)。両候補とも選挙期間中の寄稿や演説で「中国と日本が米国の国益を損なう通貨安誘導を行っている」という著しい事実誤認を露呈しているため、今後も同様の発言等が繰り返されるリスクに対し、市場はしばらく神経質にならざるを得ないだろう。

共和党の予備選で大統領候補がトランプ氏かクルーズ氏になった場合、本選挙が絡みのテール・リスクが更に増幅

特に、数々の暴言録で注目されているトランプ氏が共和党の大統領候補に選ばれた場合、もしも本選挙で「トランプ大統領」が誕生してしまった場合に炸裂するテール・リスクを市場が強く意識し始めることになりそうだ。実際には実現可能とは到底思えないが、「アジア諸国からの輸入品に数十%の関税をかける」、「メキシコとの国境に長城を築く」、「1100万人近くいる不法移民を国外退去させる」、「イスラム教徒の入国を禁止する」などといったトランプ氏の数々の主張が稼働の兆しを見せるだけでも、米国の重要政策が悉く迷走、景気腰折れ懸念が台頭する可能性がある。7月の党大会までにトランプ氏が指名獲得に必要な代議員を確保できるかどうかは微妙だが、2番手を走る共和党右派のテッド・クルーズ氏も「金本位制の復活」や「米連邦準備制度(FED)の役割制限」など、相当無茶な主張を開陳しており、共和党主流派のケーシック氏か別の第三候補などが決

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。

選投票で選ばれない限り、トランプ氏とクルーズ氏による共和党大会における決選投票は、市場関係者にとっては将に「究極の選択」の趣がある。

ドル円市場関係者は、「米国の政治ネタ」に対して非常に敏感

あくまで私見だが、今回の大統領選挙で共和党の候補がトランプ氏かクルーズ氏のいずれかに決まってクリントン氏との一騎打ちになった場合、米大統領選挙の結果が判明する前にドル買いのポジションを持つのは、6月23日に英国で実施されるEU離脱の是非を問う国民投票の結果を見る前に債券買いのポジションを持つと同じぐらい危険な気がする。第三者に対する説明責任がない個人の自己勘定なら「テール・リスクの不発」を見込んで「米大統領選挙前のドル買いポジション」を持つことは可能かもしれないが、職場の上司やスポンサーなどに対する事前解説や事後説明の責務がある立場のプレイヤーであれば、衆目に明らかなテール・リスクが発生しそうなイベントの前はひとまず「観るも相場」に徹するのが無難、という意識が働きやすいのではなかろうか。一般的に、平均的な市場関係者は先の見えない不透明な状態を非常に忌み嫌う。ドル円市場関係者は「米国の政治ネタ」に非常に敏感であり、米大統領選挙絡みのモヤモヤ感が晴れるまで、上値の重い展開が続きそうだ。

図4:ドル円相場(週足)の推移



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

過去の下落局面の日柄や米国の政治サイクルを加味すると、今年年末から来年の年明け頃まで下値探査が続くそう

過去、ドル円相場はチャートの見た目が悪くなって長期トレンドが一旦ピーク・アウトすると、直前の上昇局面で稼いだ「ドル高・円安の貯金」の何割かは吐き出さないと、「売りたい弱気派」の達成感や安値警戒感が台頭せず、「買いたい弱気派」の間でも値頃感が疼きにくかった。前掲の図1で示した「前年同期の雲」のレベルが急速に下がって52週移動平均線に底入れ期待が明滅しやすくなるのは、今年の年末から来年の年明け以降に

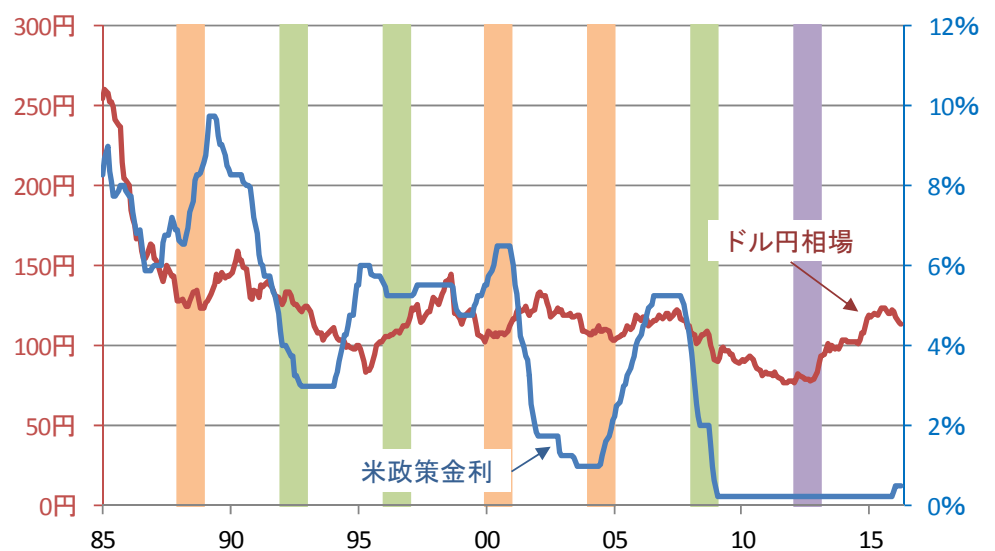
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

なる。その頃までは米国で2017年1月20日(金)に発足する新政権の経済政策に対するモヤモヤ感も晴れにくいとみられ、ドル円相場は上値の重い展開が続きそうだ。2011年10月安値の75円35銭から15年6月高値の125円86銭まで、44ヶ月間で貯めた「ドル高・円安の貯金」が50円以上もあったことを加味すると、フィボナッチ分割▲38.2%押し程度でも1ドル=106円台が下値攻防のラインとして意識されることになる(図4)。古今東西、株や為替や商品など、あらゆる分野のチャートを見ても、強気相場が弱気相場に転じた場合に▲38.2%押しをみない局面を見つける方が難しい。今月5日(火)の安倍首相の発言の後、目先の心理抵抗線とみられていた1ドル=110円の節目が一旦アッサリ破られたことを加味すると、オーバー・シュートの領域に踏み込む場合は105円割れの水準まで下ヒゲが差し込むリスクも排除しない方が良さそうだ。

ただ、1ドル=100円割れまでは想定せず、年末年始頃の底入れを予想

ただし、現時点で我々が提示している2017年1-3月期末の想定レンジの下限は1ドル=101円台までであり、一部で囁かれている100円割れの可能性はみていない。長期トレンドの下降転舵を契機に始まったドル安・円高局面の日柄が、「二桁円台」への突入を不可避にするほど長期化するとは想定しておらず、年末年始頃には底入れするとみているからだ。そのように考えている理由として、以下の3点を挙げておきたい。

図5: 米国の大統領選挙サイクルと政策金利とドル円相場



注: 網掛けは米大統領選挙の年で柿色は利上げ局面、緑色は利下げ局面、紫色は量的緩和局面を示す
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

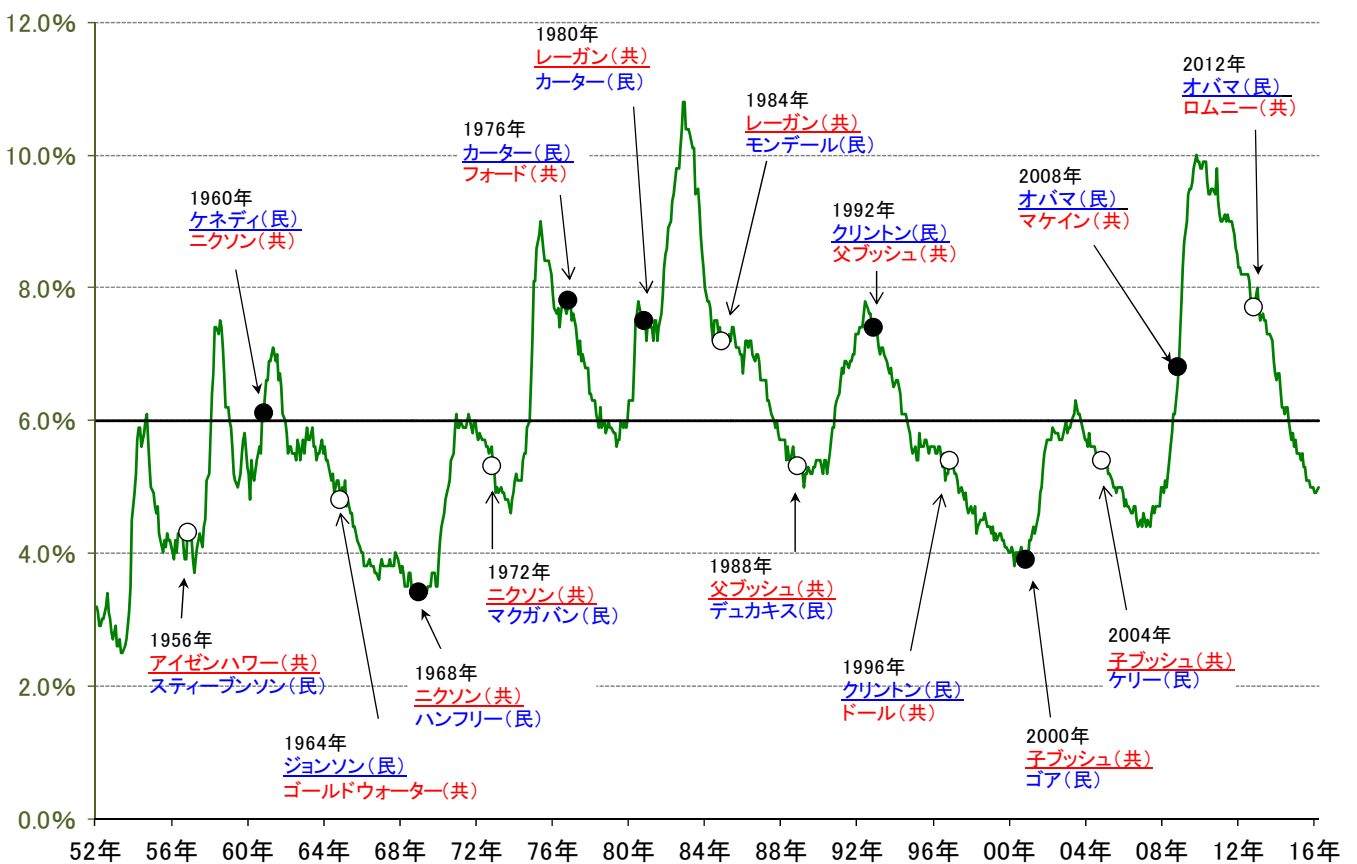
米国経済が回復基調を維持する限り、いずれ「健全な利上げ観測」が台頭

第一に、米国経済は今後も緩やかな回復基調を維持する可能性が高い。この先、米景気が腰折れしてFEDによる「年内2回」の利上げ計画が白紙撤回され、ゼロ金利復活観測が台頭するような事態になった場合は、下降局面の日柄が数年以上に延びるとみられ、「二桁円台」への突入も想定すべきだが、一部に根強い米国経済後退懸念が杞憂に終われば、そこまでのドル安が進む前に米景気回復期待に立脚した「健全な利上げ観測」が復活、ドル円相場の下値を支持し始めるだろう。我々の外債市場分析チームでは、6月と12月のFOMCで+0.25%ポイントずつの利上げを見込んでいるが、今年の6月時点では米大統領選挙絡みの不透明感は解消できておらず、ドル円相場の52週移動

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。

平均線も下降し続けている可能性が高いため、利上げに伴うドル高インパクトは短命に終わる可能性が高い。ただ、年内2発目の利上げが想定される12月には、大統領選挙の結果が判明しているほか、今年の年初から加速したドル安・円高の効果によって「前年同期の雲」が急速に下がることから、52週線の下降速度や傾きが徐々に緩やかになり、「底入れ遠からず」の気配も漂い始めるだろう。米国の政治サイクルへの配慮からFEDの金融政策が歪む場合は違う判断も必要だが、最近7回の大統領選挙年の政策金利の動きをみると、利上げが3回、利下げが3回、据え置きが1回と見事に分かれている(図5)。この先、米国景気が回復軌道を維持していれば政局とは無縁の利上げ期待が復活、「日米金融政策の印象格差」に着目したドル高・円安圧力が再燃しそうだ。

図6: 米国の失業率と大統領選挙の結果



注: 白星は現職大統領か現職副大統領の再選や当選、黒星は現職正副大統領の落選か大統領の所属政党の交代を示す
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

トランプ大統領誕生の場
合は円高リスクが炸裂し
そうだが、メイン・シナリオ
はクリントン氏勝利

もちろん、「トランプ大統領誕生」の場合には米国の重要政策が一斉に迷走する懸念が台頭するため、世界的に金融・為替市場のボラが一気に上昇、一段のドル安・円高が進むリスクもある。だが、良識のある米国民がそのような人物を次期大統領に選ぶ可能性は低いだろう。ちなみに、戦後の米大統領選挙の結果をみると、失業率6.0%未満の環境で実施された場合は6勝2敗の確率で現職側の政党候補が勝利している(図6)。我々のメイン・シナリオはヒラリー・クリントン大統領の誕生だ。その場合、一時的にはクリントン氏

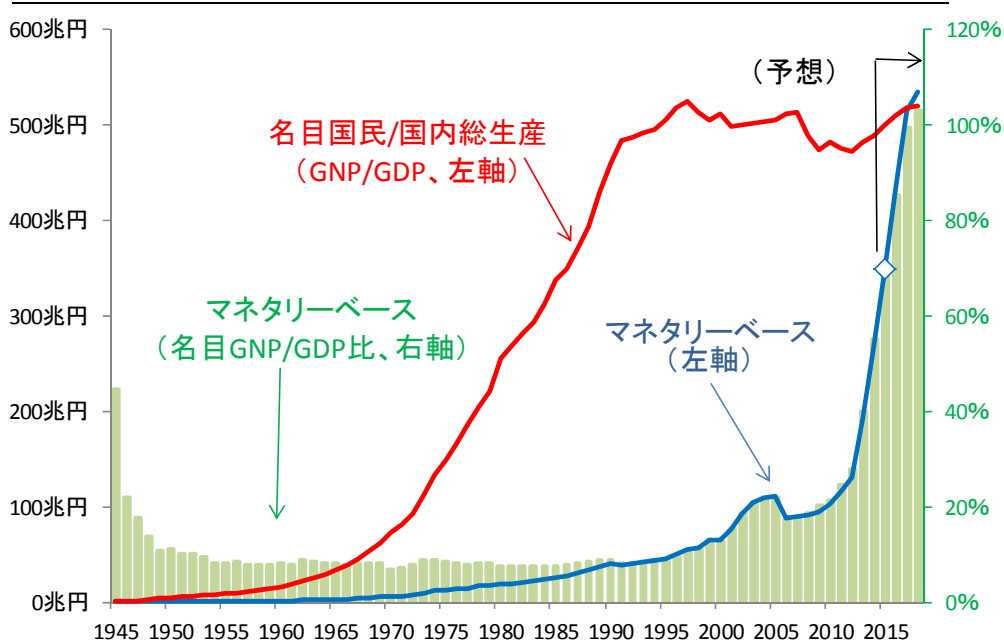
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

が2月下旬に地方紙に寄せていた原稿内容などが蒸し返され、ドル安・円高の初期反応を呼ぶかもしれないが、古今東西、「君子豹変」は政治家の常だ。選挙期間中の言動を鵜呑みにするのは早計だろう。あくまで私見だが、クリントン氏が米ミネアポリスを本拠とする地方紙に寄せた原稿は、かつて日本の製造業を敵視していた風潮の残る中西部での得票を意識した選挙期間限定の「政治的な方便」である可能性が高いと考えている。オバマ政権で国務長官まで務めた人物が極東アジアで最も重要な同盟国に対して苛烈な通貨政策を仕掛けてくる可能性は低いのではなかろうか。

米新政権発足後の対日政策が正しい現状認識に基づく現実路線で運営されれば、ドル円相場はファンダメ眼みに回帰

現時点で米国の政局を読み切るのは難しいが、今年11月の本選挙、12月の選挙人投票後に「ヒラリー・クリントン次期大統領の誕生」が確定すれば、来年1月20日(金)の就任までには米国の為替政策を司る財務長官人事も明らかになるだろう。よほどの偏見を持った人物が任命されない限り、「日本が通貨安誘導政策で米国の国益を損なっている」などという著しい事実誤認に基づく不規則発言は収まりそうであり、本邦の財務省もあらゆる外交ルートや機会を通じてそのような誤認の解消や防止に努めるだろう。米国の新政権発足後の対日政策に対する不安心理が「事実の確認」によって収まってくれば、ドル円相場は再び米国のマクロ経済情勢及び金融政策眼みの平常状態へ回帰してくるとみられる。

図7: 日本のマネタリーベースと名目国内総生産の推移



注: 1945年のマネタリーベースは1944年末との平均値。1945年のGNPは当社推定
出所: 日本銀行、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

日銀が異様な金融緩和を継続する場合、長期的に見て日本の通貨価値に響かないとは考えにくい

第二に、米国で大統領選挙絡みのモヤモヤ感が晴れて、景気回復期待に基づく健全な利上げ観測が蒸し返される局面になれば、現在日銀が実施している強烈的な金融緩和の通貨安効果が改めて意識されることになりそうだ。本レポートで再三主張しているように、日銀が2月16日(火)に実際に導入し始めた「マイナス金利付きの量的・質的金融緩和」は、客観的にみて、かなり異常な政策だと言わざるを得ない。日銀のホームページで

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。

確認すると4月27日時点のマネタリーベースは385.3兆円まで膨張、名目国内総生産（GDP）比で70%を優に突破して戦後最高記録を現在進行形で更新し続けている（図7）。本日の日銀金融政策決定会合では大方の予想に反して追加の金融緩和は見送られたが、現在の日銀執行部は「物価目標2%」の安定確保が見込めるようになるまでは、最低でも現行の政策を継続する方針を堅持している。この政策を淡々と続けていくだけで、2018年3月末には日本のマネタリーベースは500兆円の台も突破、名目GDP比では恐らく100%を超えることがほぼ確実である。これ程までに強力な量的緩和にマイナス金利を組み合わせるといふ異様な金融緩和が継続される中、長期的に見た日本円の通貨価値に何も響かないとは考えにくい。

外部環境さえ落ち着けば、現在抑圧されている日銀緩和の円安効果が蒸し返されそう

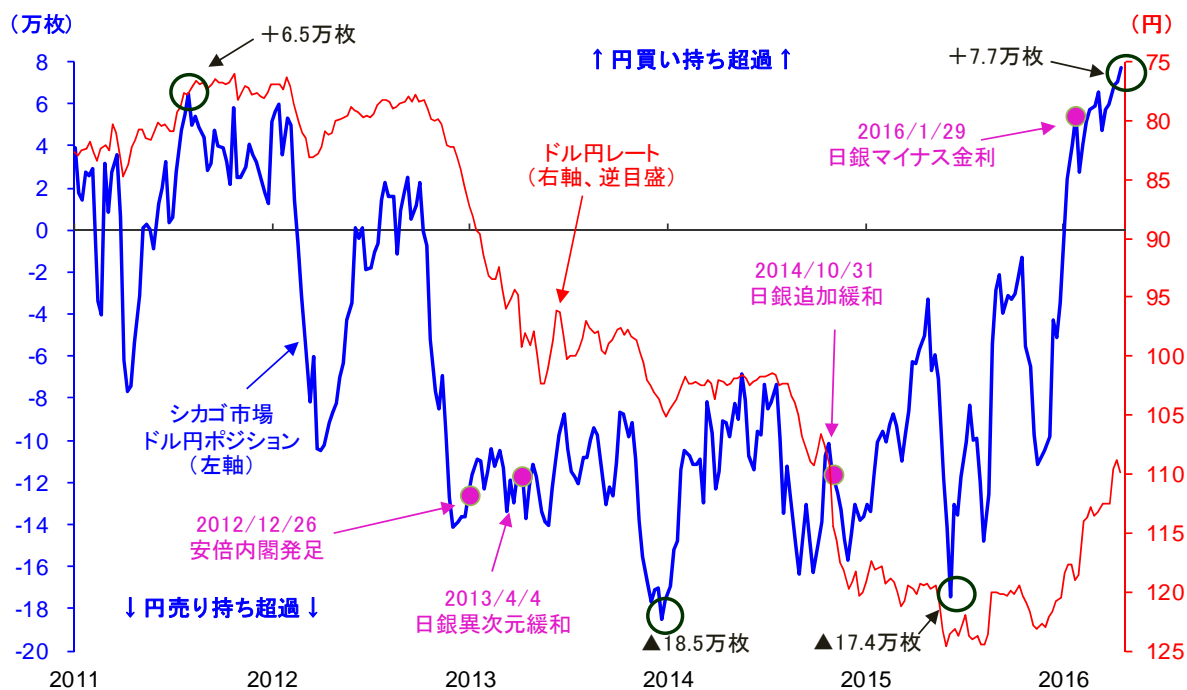
1月29日（金）の日銀会合でマイナス金利の導入が発表された直後、わずか数分間で3円近く吹き上がったドル円相場が3営業日後に政策発表前の水準に押し戻されたことを以って「日銀緩和による円安効果は寿命が尽きた」などといった酷評もよくみかけるが、常に「クイック・アンサー」を欲するマーケットにありがちな、やや近視眼的な評価のような気がしてならない。あくまで筆者の個人的な印象論だが、過去約数十年間、ドル円相場の大勢的な潮流は、ごく例外的な時期を除いて8割から9割方は米国側のマクロ経済、金融財政、政治要因やグローバルな市場環境で決まっており、日本国内の政治・政策・マクロ要因などで決まる部分は概ね1割から2割程度だったように思われる。年初来のドル円相場を襲った強烈無比な円高ショックの深手が癒えず、米大統領選挙絡みの不透明感も払拭できない間は、日銀がどんなに頑張っても異様な金融緩和を進めても、通貨安効果がすぐには表面化しにくい状況が続くだろう。だが、来年の年明け以降に米大統領選挙絡みの不透明感が晴れて景気の拡大基調が確認できれば、市場心理が次第に変化、「日米金融政策の印象格差に根差したドル高・円安ストーリー」が復活する局面が来るのではなかろうか。

米国で安定的な利上げ観測が再燃すれば、投機筋主導のドル売り・円買いは不可逆的に巻き戻され、ドル買い・円売りポジションが再び定着

為替需給の面からみても、1月29日（金）の年初来高値121円86銭からわずか2ヶ月半で▲14円06銭も進んだドル安・円高が実需のフローだけでもたらされたとは考え難い。実際、今年に入って海外投機筋のポジションは明確な円ロング・ドルショート領域に踏み込んでおり（図8）、米国の大統領選挙絡みのモヤモヤ感がすぐには解消できない雰囲気の中、先述のテクニカル判断も加味すると当面は円ロング・ドルショート領域でのポジション・マネジメントが定着しそうだ。最近のシカゴ市場で観測されている+7.7万枚もの円買いドル売りポジションは過去の経験則では俗に言う「パンパンの円ロング」領域に達しており、一時的に巻き戻される過程でドル円相場に自律反発をもたらすだろうが、「トレンド右肩下がり」のチャート・フェイスに底入れ感が明滅してくるまでの間は、円ロング・ドル短ートの再構築に向かいやすいだろう。ただ、この先、米国景気の緩やかな回復が続いて米国の短期金利が地味に上昇し続けるならドルを空売りするのに必要な借入れコストは一段と上昇する。「マイナス金利の円」をロングの相方にして持っているネガティブキャリーの負担感はジワジワと増してくるだろう。平均的な市場参加者が米国の持続的な利上げを織り込み始めれば、円ロング・ドルショートは不可逆的に巻き戻され、かつてのような円ショート・ドルロングが再び定着する局面が来るだろう。

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。

図8: シカゴ通貨先物市場ドル円持ち高とドル円相場(2011年以降)



注: 為替持ち高は前週火曜時点での非商業筋と非報告筋の合計。為替相場は週平均値
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

表1: 日本からの主体別対外証券投資動向(国際収支ベース)

(億円)

(暦年)	対外証券投資(合計)									
	一般政府	預金取扱機関	その他部門							
			銀行等及び信託銀行(信託勘定)	金融商品取引業者	生命保険	損害保険	投資信託委託会社等	その他		
2010	258,341	124	106,198	152,019	32,425	61,994	39,659	-4,430	49,466	-27,096
2011	61,228	-672	9,048	52,853	15,931	65,302	-1,630	-4,375	5,644	-28,020
2012	146,968	227	88,414	58,327	6,809	64,335	40,818	-1,707	-17,034	-34,894
2013	-60,687	-872	-29,743	-30,071	-33,409	75,569	6,944	1,351	17,820	-98,346
2014	122,486	-726	-31,654	154,866	36,679	103,136	41,501	-173	48,000	-74,276
2015	369,441	-1,569	62,561	308,448	99,101	96,537	60,143	1,772	135,644	-84,749
2015/1	34,177	-62	8,749	25,490	10,612	7,952	4,460	645	9,030	-7,210
2	34,291	-65	9,375	24,982	10,912	7,875	1,541	276	12,271	-7,894
3	52,643	-290	27,076	25,858	12,283	13,584	-3,079	656	14,026	-11,613
4	-1,715	4	-41,122	39,403	9,510	9,925	13,887	448	12,823	-7,190
5	44,780	-32	17,953	26,860	2,337	10,552	14,073	-45	8,716	-8,774
6	-17,096	-305	-30,716	13,925	1,222	7,326	3,879	155	9,348	-8,005
7	36,300	-98	5,321	31,078	10,198	11,933	1,615	180	15,557	-8,405
8	40,529	-13	11,605	28,938	14,284	3,261	5,726	-55	10,796	-5,074
9	54,614	-388	31,819	23,182	10,247	1,813	1,685	-231	14,417	-4,748
10	44,510	-61	15,562	29,008	4,911	8,464	6,519	-274	13,316	-3,927
11	33,523	-81	9,258	24,346	4,730	8,548	5,282	-79	10,739	-4,873
12	12,885	-176	-2,318	15,379	7,856	5,303	4,554	96	4,606	-7,035
2016/1	13,748	-32	-4,270	18,050	7,428	9,075	1,976	-84	3,136	-3,481
2	51,237	48	19,296	31,893	12,106	4,047	13,955	-672	5,320	-2,863
3	54,658	-1,193	23,001	32,851	4,260	9,655	15,028	30	7,214	-3,336

注: 直近月が斜字体となっている場合は、指定報告機関ベース。一般政府の指定報告機関ベースは公的部門の数字。
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。

3月の金融系リアルマネー筋による対外証券投資は、本邦の会計年度末としては恐らく過去最大級の純買い越し額を計上

いわゆる基礎収支の需給環境に目を転じて、投機筋による空中戦売買の部分を除くと、依然として経常黒字を上回る本邦リアルマネー筋による対外証券投資が流出している様子が確認できる。4月8日(金)に公表された投資家別対外証券投資をみると(表1)、全体から一般政府と預金取扱機関の銀行勘定を除いた「その他部門」による純買い越し額は、指定報告機関ベースで3兆2851億円と、月次データで連続性のある2005年1月以降では最大になった。より網羅性の高い国際収支統計ベースで確認されるまで断言はできないが、本邦の会計年度末で海外への投資資金の本国回帰が生じやすい時期の数字としては、恐らく過去最大級の資金流出記録になりそうだ。今年1-3月期の合計でも同部門の対外証券投資は8兆2794億円となっており、四半期平均で5兆円弱の黒字を計上している経常収支をハッキリ上回っている。後述の直接投資収支が最近ペースダウンしつつも海外への流出超過を維持している点も加味すると、年明け以降に急加速した円高は、基礎的収支のフローによってもたらされたものではなく、基本的には国内外の仮需筋中心の為替売買の所産だったと思われる。

金融系リアルマネー筋の抑圧された対外投資意欲は、日銀の異常な金融緩和政策の下で蓄積中

日銀による「長国爆買い+マイナス金利」の影響で、最近の日本国債の利回り曲線は満期10年前後のゾーンまでマイナス圏に水没、満期30年~40年でも断続的に0.5%台を割り込むなど、古今東西に類例を見ない超・低金利が一段と進んでいる。本邦の投資家にとって、ポートフォリオにロークーポン債を入れ続けるのが一層困難な状態になりつつある。マーケット専門のテレビ番組などを日々視聴するにつれ、アナウンサーが「日本の10年国債利回り、マイナス×%に上昇」などという表現を聞くと、当初はかなりの違和感を覚えていたが、最近はだんだん耳が慣れてるのが恐ろしい。国内投資家にとって「買える円資産」の発掘作業が一段と難しくなっていると見えるだろう。この先、本邦の投資家群は為替リスクの摂取に適した時期やレベルを模索せざるを得ず、ドル円相場の底入れ時期を希求する「買いたい弱気派」の潜在的な投資欲の蓄積が水面下では進んでいるはずだ。実際、28日(木)の日経報道によれば、主要生損保14社による今年度の運用計画では、5兆円超の外債投資が見込まれている。具体的に食指が再び伸びる為替水準についてはこの先の市場環境にも依拠しそうだが、外部環境が落ち着いて極端なボラが収束すれば、「1ドル=105円前後」なら投資再開の気運も蠢動(しゅんどう)し始めるだろう。この辺りの判断は、先月から殆ど変わっていない。

過去最高記録の更新が続いていた日本からの対外直接投資は、このところ急激にペースダウン

一方、昨年までは過去最高の記録の更新が続いていた国内企業による海外企業の買収や海外事業への出資(表2)については、今年に入って急激にペースダウンしている印象がある。これまで、本邦からの対外直接投資は国内人口減に伴う市場規模の縮小予測に基づいて活発化していたため、為替市場のボラにあまり左右されずに出ていた印象が強かったが、年明け後に加速したドル安・円高、あるいは新興国景気減速懸念などによって、国内製造業や多国籍企業の事業環境に不透明感が漂い始めたことが、大型の海外進出にブレーキをかける一因となり始めた可能性がある。当面の直接投資収支については、台湾の鴻海精密によるシャープへの出資など、大型の対日投資案件の影響で一時的に海外への純流出額が目減りする可能性が高く、超・円安が加速していた昨年夏場頃までの勢いは失われるだろう。

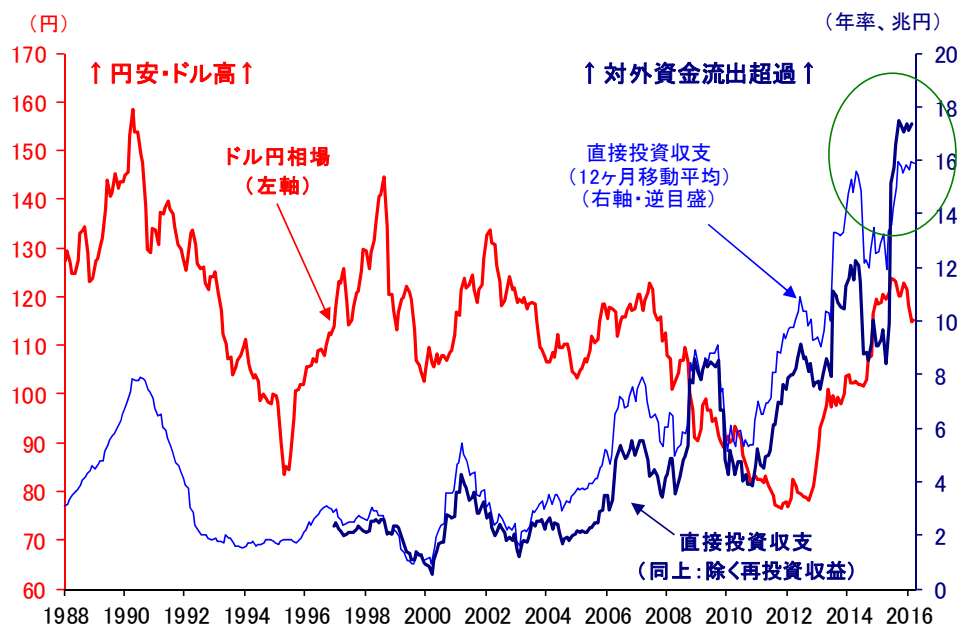
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

表2: 2015年度に発表された日本企業による主な海外への企業買収・事業出資案件など

発表日	案件	金額	発表日	案件	金額
4月3日	トヨタ自動車が中国の広東省、メキシコのグアナフアト州に新工場を建設	約1500億円	10月15日	日本生命保険が豪銀行大手ナショナル・オーストラリア銀行傘下の生保事業買収を合意	約2100億円
4月22日	信越化学工業が米ルイジアナ州にエチレン生産工場を新設(傘下の米シンテックの自己資金)	約14億ドル(1700億円)	11月13日	三井住友フィナンシャルグループが米ゼネラル・エレクトリックの日本のリース事業を買収	約5000億円台後半
6月4日	(交渉中)日本生命が豪ナショナル・オーストラリア・バンク傘下の保険事業買収交渉開始	2000~3000億円	12月21日	パナソニックが米業務用冷凍・冷蔵ショーケースメーカーのハスマンを買収	約1854億円
6月10日	東京海上ホールディングスによる米保険会社HCCインシュアランス・ホールディングスの買収	9400億円	12月21日	野村ホールディングスが米資産運用大手アメリカン・センチュリー・インベストメンツへ出資	約1200億円
7月24日	日本経済新聞社が英フィナンシャル・タイムズ・グループを全株取得で買収	1600億円	12月22日	リクルートホールディングスがオランダの人材派遣会社USGピープルを買収	約1885億円
7月24日	明治安田生命が米中堅生保のスタンコープ・フィナンシャル・グループを全株取得で買収	6200億円	1月22日	三菱東京UFJ銀行がフィリピンの大手銀セキュリテイバンクに出資	約1000億円
7月27日	三菱UFJフィナンシャル・グループ平野CEOが米資産運用会社の買収を検討していると表明	約3,000億円	2月9日	ダイキン工業が米換気装置大手のフランダースを買収	約500億円
8月11日	住友生命保険が米中堅生保のシメトラ・フィナンシャルを買収することで合意	約4700億円	2月10日	アサヒグループホールディングスが英ビール大手SABミラー傘下の欧州ビール2社を買収合意	3300億円
8月19日	麒麟ホールディングスがミャンマー最大手ミャンマー・ブルワリーを買収	約700億円	2月16日	住友金属鉱山が米モレンシー銅鉱山の権益を13%追加取得	約1140億円
8月25日	三菱電機がイタリアの空調メーカーデルクリマ社を買収	約900億円	3月8日	NTTが米デルのITサービス部門を買収	約4000億円
8月27日	三菱商事が東南アジア最大の食糧・食品メジャーのオラム・インターナショナルに20%出資	約1300億円	3月26日	横浜ゴムがオランダの農機、建機向けタイヤ製造のアライアンス・タイヤ・グループを買収	約1300億円
9月8日	三井住友海上火災保険が英損保大手のアムリンを買収	約6240億円			計 6兆9519億円
9月29日	日本たばこ産業が米大手レイノルズからナチュラル・アメリカン・スピリットの米国外事業を買収	約6000億円			

注: 金額は報道時点。買収資金・出資金の調達形態により、為替需給への影響は変化する
出所: 各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図9: 日本の直接投資収支とドル円相場



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

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。

短期筋の円高投機が収束する時期が来れば、基礎収支の需給環境を反映してドル円相場は反転へ

ただ、長期的な事業計画に基づいて本邦企業が手掛ける海外企業の買収や海外事業への出資については、本来ならば円高・外貨安が進んだ方が、買収等に関わる初期費用が安くなる。日本国内の超低金利も考慮すると、むしろこれから出て行きやすくなる可能性もある。仮にこれまで程の勢いで流出しなくなったとしても、過去数十年間にわたって、日本の直接投資収支が恒常的な流入超過に転じた局面はなく、大勢としては対外直接投資が対内直接投資を凌駕し続ける状態は続くだろう(図9)。実際、この分野における専門の調査会社などによる調べでは、新聞紙面を賑わすような大型の買収案件は減っているものの、小規模な金額で派手に報じられないものも含めた件数ベースでみた日本企業の海外進出は、それほど極端には減っていないようだ。前述の金融系リアルマネー筋の対外証券投資と国内企業群による対外直接投資を併せた金額が、経常収支の黒字額を上回っている状態に変化がなければ、短期ボリューム系のプレイヤーの円高投機が収束する時期の到来とともに、ドル円相場も底入れから反転に向かう時期を迎えとみられる。

ドル円の底入れ時期＝年末年始との判断を維持

以上の要因を加味した上で、今月半ばに下方修正した我々のドル円相場見通しを維持しておく。2016年度末のピンポイント予想は1ドル＝107円、想定レンジは同101円00銭～114円00銭だ。トレンド系のテクニカル指標が明確な下向きに転じる中、米大統領選挙絡みの不透明感も重石になって、当面は下値探索モードが続くだろう。ただ、本稿で詳述したように、米国景気の回復が続けば、いずれは米国で健全な利上げ観測が再燃、強烈な金融緩和を続ける日本との違いが再び鮮明になるとみられる。今秋の大統領選挙でクリントン氏が勝利して現実的な政策運営への期待が強まれば、ドル円相場はファンダメンタルズに戻るだろう。テクニカル的に見ても、その頃まで日柄調整が進めば、52週間前の水準を下回って推移するドル円相場の差し込み傷が次第に浅くなっていくため、チャートの見た目を重視するプレイヤー達の大局観も変化し始める可能性が出てくる。ファンダメンタルズに対する市場の認識が我々の想定通りに変化すれば、投機主導の円高圧力も徐々に収束、円売り優位が続いている基礎収支の需給環境が再び鎌首をもたげてくる局面も訪れるだろう。時期の断定は難しいが、恐らく今年の年末か来年の年明け頃には一陽来復の局面が来るのではなかろうか。もちろん、そのような見通しの正否は今後の米国経済動向及び政治情勢によって大きく左右される。引き続き、地道な状況観察を続け、機動的な見直し精査に努めたい。

(次ページに予想のグラフとテーブルを掲載)

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10:2016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3: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	(予想)	(予想)	(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28日 13:00)

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

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。

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、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 of the 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。