

外貨投資の視点 (No.273)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年5月6日

日本の円売り/ドル買い介入観測: 実現の当否と効力は？

ポイント

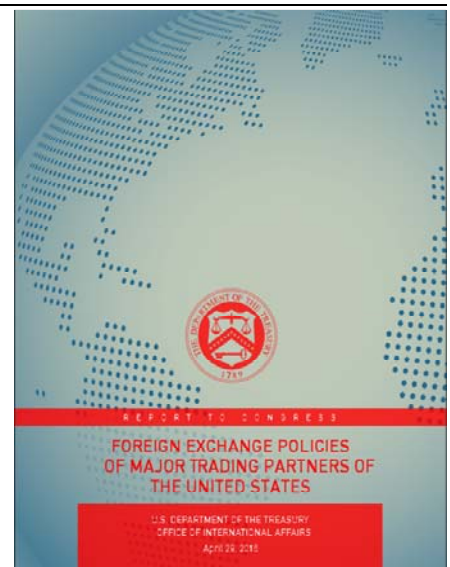
- 米国財務省が今年2月に成立した法律に基づき、中日韓台独の5ヶ国を為替政策の「監視リスト」に掲載
- 米為替報告書に法的拘束力は無いため、日本の単独介入は可能だが、「やりづらくなった」感は否めない
- 105円割れは介入警戒のイエローゾーン、「二桁円台」ならレッドゾーンだが、米国政府の協調は期し難い
- 2011年秋の為替介入と同程度の円売りを実施すれば、一時的には円高抑止に相応の神通力を発揮しそう
- ただ、一気に10兆円超の介入をやると米為替報告書に記された条件に触れるため、政治的には覚悟が必要
- GDP比2%未満の範囲で小分け介入を実施しても効力は短命、ドル円底入れの条件が整うのは来春以降か

米財務省が日本を含む 5ヶ国を為替政策の「監視リスト」に掲載

日本政府による為替介入実施の是非や当否を巡るマーケット・トークが一段と活性化している。きっかけは、米国財務省の半期為替報告書だ。4月29日(金)、米国の財務省は連邦議会に対して「主要貿易相手の為替政策に関する報告書(通称:米為替報告: Report to Congress : Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States)」を提出した。同報告書では、今年2月に成立した「貿易円滑化と貿易執行法(Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015)」に基づき、中国、日本、韓国、台湾、ドイツの5ヶ国を為替政策の「監視リスト(Monitoring List)」に指定した。

表1: 米「貿易円滑化と貿易執行法(Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015)」財務省による貿易相手国の為替政策「監視リスト(Monitoring List)」掲載判定の条件

<p>●対米2国間貿易収支における大規模な貿易黒字国 (a significant bilateral trade surplus with the United States)</p> <p>対米貿易収支の黒字金額が200億ドルよりも大きい国</p>
<p>●相応の規模の経常収支黒字国 (a material current account surplus)</p> <p>経常収支黒字の名目国内総生産(GDP)比が3%よりも大きい国</p>
<p>●継続的かつ一方的な為替介入の実施国 (engaged in persistent one-sided intervention in the fx. market)</p> <p>1年間の純外貨買い介入実績が、名目国内総生産(GDP)比で2%以上の国</p>
<p>上記3条件に部分的に抵触した場合、「監視リスト(Monitoring List)」に編入全ての条件に該当した場合、2国間協議で是正策を要求、改善出来ない場合、以下4つの対応策のどれか一つ、あるいはそれ以上の対象となる</p> <p>1) 米政府系海外民間投資会社(OPIC)による資金援助を拒否する 2) 米国政府の物資等の調達対象(government procurement)から除外する 3) 国際通貨基金(IMF)による監視強化(heightened surveillance)を求める 4) 米通商代表が貿易協定への参加や交渉参加や開始の是非を判断する</p>



出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

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。

米財務省の為替政策「監視リスト」入りの判断基準は3つ

米国財務省が初めて公表した「監視リスト」入り判断の基準は、次の3つだ(表1)。①対米二国間の貿易収支黒字金額が年間200億ドルを超えている、②当該国の経常収支黒字が名目国内総生産(GDP)比で3%を超えている、③1年間の純外貨買入実績が名目国内総生産(GDP)比で2%を超えている。このうち、中国と日本と韓国とドイツは①と②、台湾は②と③に抵触したため、「監視リスト」に選ばれた。この先、3つの条件を全て満たす国が見出された場合は、米国大統領の指示に基づいて財務長官が当該国との2国間交渉に臨み、1年以上経っても改善が見られない場合は、表1に示した4つの対抗措置のうちどれかひとつ、あるいはそれ以上の適用を検討すべき対象国になるという。

日本政府の為替介入は相対的に「やりづらくなった」という印象が否めない

日本について同報告書では、「過去4年以上にわたって為替介入を実施していない」との事実認識が示されつつも、最近のドル円相場の動きについては「秩序的(orderly)」であるとの見解を明記している。4月15日(金)にワシントンで閉幕した20ヶ国・地域(G20)財務大臣・中央銀行総裁会議後の記者会見で米国のルー財務長官も同様の見解を示しており、一般的には日本政府による円売り・ドル買い介入実施の可能性に対する警戒感を表明、いわゆる「牽制球」を投げたものと解釈されている。米国財務省の為替報告書やG20声明には日本政府の為替政策を法的に縛る拘束力はないため、これで日本の円売り介入が完全に封印されたり、出来なくなったりする訳ではないが、「やりづらくなった」という印象は否めない。ちなみに、5月3日にルー財務長官は「日本は為替政策についての国際的約束を遵守している」と発言しているが、実際に為替介入に踏み切った場合に同様の見解を示すか否かは分からない。

日本政府の独自判断による為替介入は、米国に事前告知すれば実施可能

一方、日本の為替政策を所管する立場にある麻生財務相は、4月30日(土)に当時1ドル=106円台前半まで進んだドル円相場の動きを念頭に「一方的に偏った投機的な動きを極めて憂慮しており、必要に応じて対応する」などと述べたほか、米国の為替報告書で日本が「監視リスト」に指定されたことについても、「我々の対応を制限することは全くない」と明言した。5月3日(火)にドル円相場が一時105円55銭と、2014年10月16日(木)以来の円高水準まで差し込んだ後には、麻生財務相に加えて安倍首相も「必要に応じて対応する」という趣旨の発言を繰り返している。先のG20声明では「通貨の競争的な切り下げを回避する」、「競争力のために為替レートを目的にしない」などのコミットメントが再確認された一方、「為替レートの変動や無秩序な動きは、経済及び金融の安定に対して悪影響を与える」との共通認識についても改めて確認されており、この先のドル円相場について、投機色の強い「過度の変動」、あるいは「無秩序な動き」だと麻生財務相が判断すれば、日本サイドの独自解釈に基づく為替介入は相手国への事前告知の上なら実施可能である、というのが日本政府の主張のようだ。

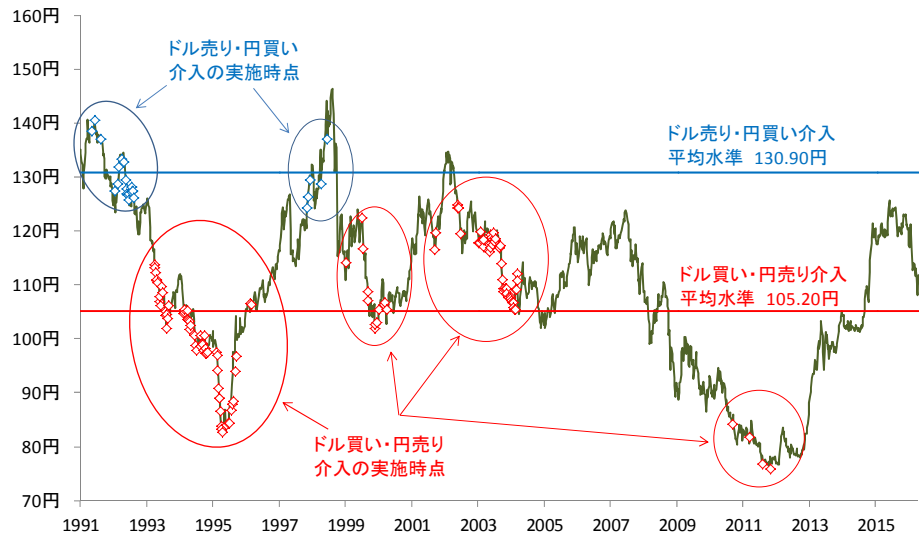
最近の円高について、日本政府は「投機的で一方的に偏っている」と判断

実際、4月28日(木)の金融政策決定会合で日銀が追加緩和を見送った直後、ドル円相場は「わずか1分間で▲2円92銭も急落」しており、翌29日(金)は日本が「昭和の日」で、手掛かりになる要人発言や経済指標が全く見当たらない「材料砂漠」の時間帯に日本株先物とドル円がほぼ同時に売り進まれるなど、怪しげな相場変動が観測されている。大同小異の値動きは、ドル円相場が一時約1年半ぶりの105円台に急落した5月3日(火)の「憲法記念日」や、原油先物とドル円がほぼ同時に売り進まれた2月11日(水)の「建国記念日」にも観測されており、麻生財務相や同省幹部は、最近の円高加速について「無秩

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。

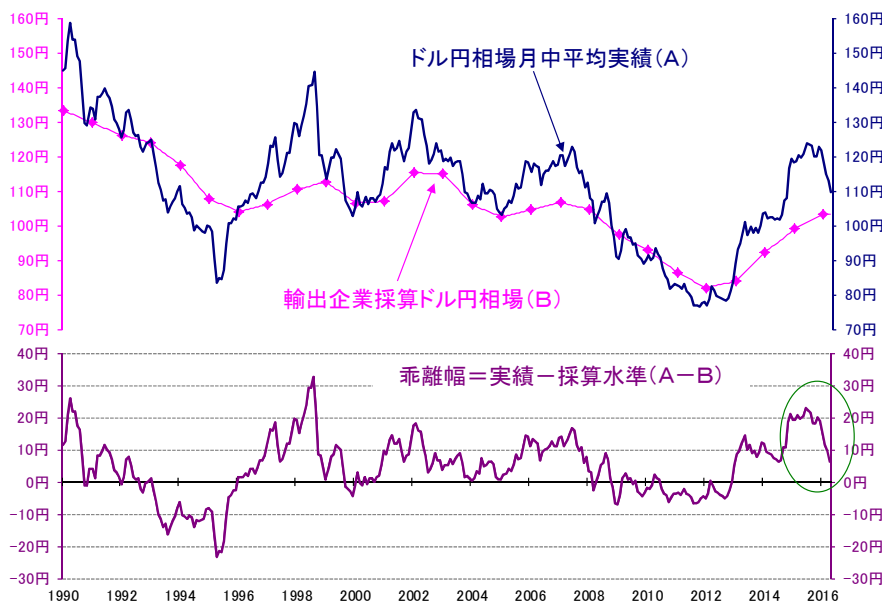
序な動き」とまでは表現していないものの、「投機的で一方的に偏っている」との警戒感を滲ませている。この先、一段の円高が猛スピードで加速して麻生財務相が「やむを得ない」と判断すれば、為替介入に踏み切る可能性はあるだろう。

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

図3: 本邦輸出企業の採算レートとドル円相場の実績



精密機器	88.57
非鉄金属	95.64
機械	100.47
パルプ・紙	100.83
輸送用機器	101.36
電気機器	101.65
化学	102.00
ゴム製品	103.00
ガラス・土石製品	103.33
医薬品	103.80
その他製品	105.38
金属製品	105.40
小売業	108.33
卸売業	109.40
繊維製品	110.10
鉄鋼	111.20
食料品	114.50
全産業	103.19

注:輸出企業の採算レートは年1回発表の1月データを線形補間
出所:内閣府、ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券

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。

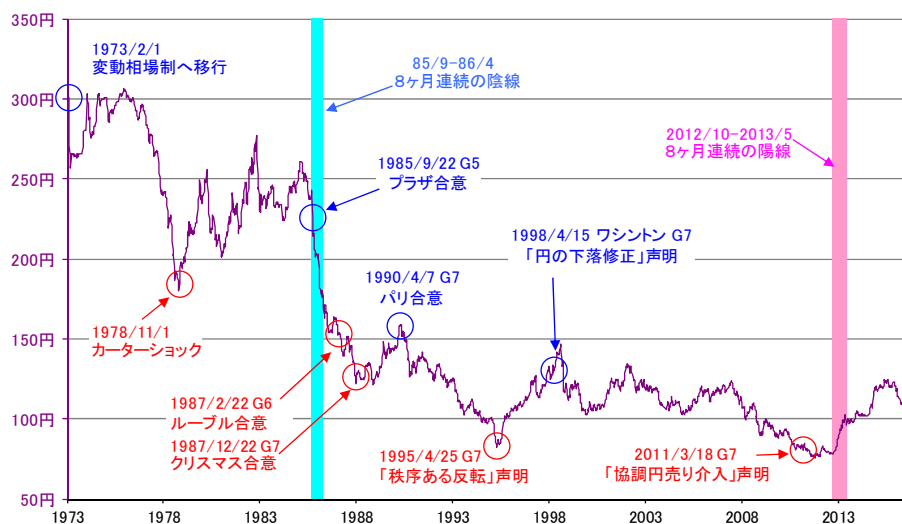
1ドル 105 円割れは為替介入警戒のイエローゾーン、100 円割れは相当危ないレッドゾーンか

ただ、1ドル=100 円前後で為替介入を実施する場合は、日本政府の単独介入になりそう

そこで過去約25年分の為替介入実績を調べてみると、財務省が円売り・ドル買いを実施した当日のザラ場におけるドル円相場の最安値(=円の日通し高値)の平均値は105円20銭だった(図2)。よって、もしも今後このレベルを割り込むドル安・円高が加速するようなら、市場の一部で本邦通貨当局による円売り介入への警戒感や期待感が渦を巻き始めるだろう。政府が介入実施の是非を判断する際には、為替相場の「水準」と同時に「速度」も重要になりそうだが、直ちに節目の100円00銭を下抜けするような動きが加速すれば、両条件が整ったと判定される可能性は高くなる。ちなみに、今年の1月に内閣府が実施した企業へのアンケート調査では、本邦輸出企業の平均的な「採算円レート」は「1ドル=103.2円」だった(図3)。あくまで私見だが、1ドル=105円00銭を下回る水準は、実弾介入の実施を警戒すべきイエローゾーン、同100円00銭割れは、相当危ないレッドゾーンだと考えている。

ただ、仮に1ドル=100円前後の水準で日本政府が円売り・ドル買い介入に動いた場合でも、米国政府が協調介入に応じてくれる可能性はかなり低そうだ。ちなみに、米国政府が日本の円売り介入にドル買いで協力した最近の事例は、東日本大震災が勃発してからちょうど1週間後、2011年3月18日(金)の1ドル=80円前後だった(図4)。2011年5月に公表された当時の米為替報告書を紐解いてみると、東日本大震災によって日本が蒙った人的・物的被害についての詳細な記述の後、その前後に進んだ円高・株安の動きについても「無秩序な状況(disorderly condition)」であるとの認識が明記されており、日本政府の要請を受けて米国を含めた先進7か国(G7)による協調介入が発動された様子が記されている。4月14日(木)に勃発した熊本地震の影響はまだ見極めの段階にあるが、4月29日(金)に公表された米為替報告書には、今回の熊本地震による被災状況や相場変動との関連性について記載されていなかった。よって、もしも1ドル=100円前後で円売り介入を実施する場合は、日本政府による単独介入になりそう

図4:ドル円相場における国際合意等の歩み



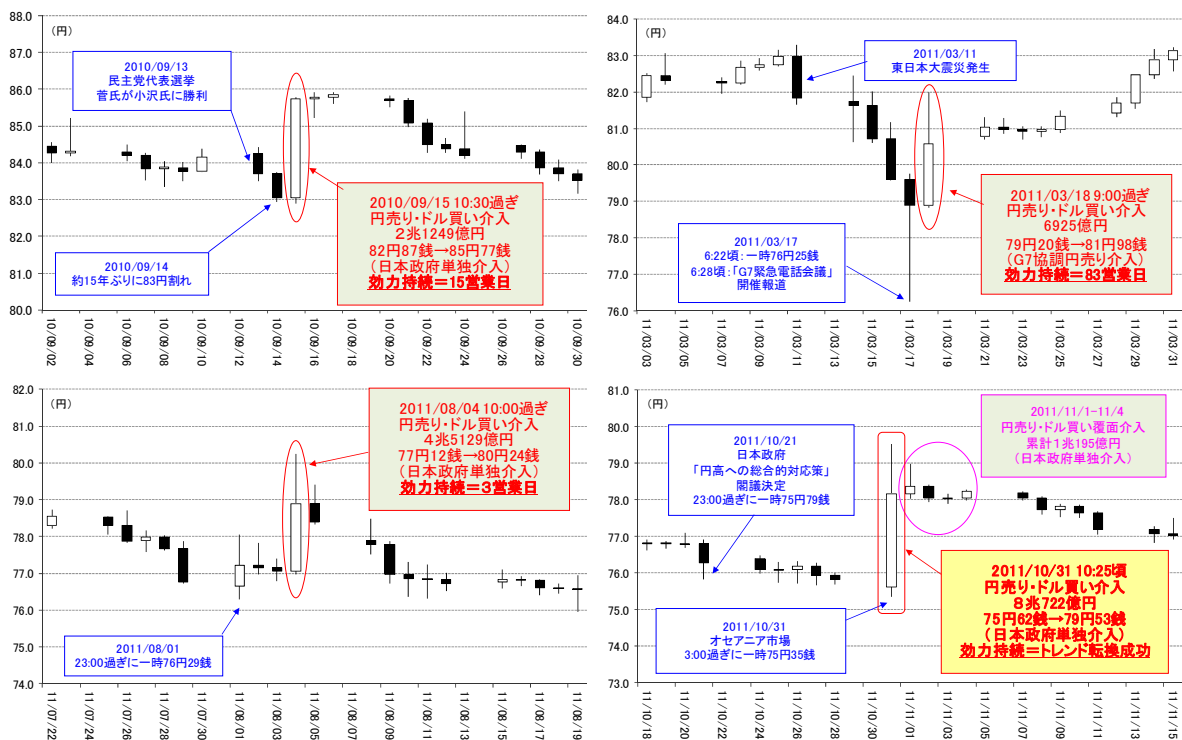
出所:ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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。

日本政府が単独介入に踏み切った場合、米国政府や大統領選挙の候補者達が不快感を示そう

その場合、4月5日(火)に安倍首相が米ウォール・ストリート・ジャーナル紙のインタビューに対して「控えるべきだ」と言った「恣意的な為替介入」ではないと説明するのは難しく、米国内の一部勢力などから「言行不一致」との批判を受ける可能性が高い。加えて、非常にタイミングの悪いことに現在米国では4年に1度の大統領選挙が佳境を迎えている。周知のように、米二大政党の大統領候補としての指名獲得をほぼ確実にしている共和党のトランプ氏、民主党のクリントン氏は、ともにこれまでの選挙キャンペーン中の寄稿や演説で「中国や日本などの国々が為替相場を操作して米国の国益を著しく損なっている」といった類の著しい事実誤認を露呈している。米大統領選挙期間中に日本が円売り・ドル買いの為替介入に踏み切った場合、これまでの発言履歴などからみて、共和党のトランプ氏はまず間違いなく何か言ってくるだろう。日本の為替政策に対するトランプ氏の「口撃」が各種メディアを通じて喧伝された場合、民主党で指名獲得が確実視されているクリントン氏はもちろん、現職のオバマ大統領やルー財務長官も立場上コメントを求められる可能性が高い。恐らく好意的な発言は期待し難く、日本の単独介入の場合は一時的な円安効果があっても長続きしにくいだろう。

図5: 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:ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

ドル円相場のスピード違反を戒める介入だと説明した場合は、スムージングオペだと解釈される

また、日本政府が「円安方向への相場誘導が目的の介入ではない」との建前を貫くためには、ドル円相場の特定水準を問題視したのではなく、「一方的に偏った過度の変動」すなわち「スピード違反」を戒めることが目的だと言わざるを得ないが、それなら単なる「スムージング・オペレーション」だと市場に解釈される。介入金額の多寡に応じて、一時的な水準訂正は促しそうだが、永続的な円安効果は期待できそうにない。今さら指摘するまで

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。

もないが、古今東西の為替介入の歴史を眺めると、いつの時代も相場のトレンド転換に成功するのは「最後に実施された介入」だけだ。大規模な介入を反復して実施すれば一定期間は市場心理を制圧できるが、外部環境が自然体でのトレンド転換を促さない限り、市場の流れを変えられないのは、近年スイス中央銀行が実施した「無制限フラン売り介入」の大失敗の事例をみても明らかである。

民主党時代に行われた4回の介入でトレンド転換に成功したのは「最後の介入」だけ

ちなみに、近年日本で実施された円売り介入前後の効力持続期間を調べてみると、2010年9月15日(水)に行われた約2.1兆円の単独介入は15営業日、2011年3月18日(金)に実施された約0.7兆円(日本担当分)の介入だけは他のG7諸国も協調介入に参加してくれたこともあって83営業日とやや長めだったが、同年8月4日(木)に行われた約4.5兆円の単独介入は、わずか3営業日しかもたなかった(図5)。同年10月31日(月)から11月4日(金)までの5日間で実施された累計約9.3兆円の「最後の介入」だけが相場のトレンド転換に成功したが、この時の為替実弾介入は、初日に行われた当日告知型の約8.1兆円規模の円売り・ドル買い「スピン介入」が、「成り行き注文」と「指し値注文」を組み合わせた約10万本(1本=100万ドル)サイズに達する前代未聞の超・巨額介入だったことに加え、その後の4営業日では後日公表型の「覆面介入」が約1兆円規模で行われるなど、当時ライブでその様子を見聞していて、本当に感心するほど手の込んだ手法で行われた。

2011 年秋と同規模の超・巨額介入なら、一時的な円高抑止力は強そうだが、かなり高度な政治的判断を要する

今回も同じような規模や手法で介入を行えば、相応の円高抑止力を発揮するかもしれない。だが、足下で観測されているドル円相場「三桁の水準」で、2011年10月31日～11月4日までの5日間で同じ十兆本超のドル買い介入を実施すると、円ベースの介入金額は優に10兆円を超えてしまう。その場合、前掲表1に示した「名目GDP比2%超の外貨買い介入」という米国政府の為替政策監視の第3の条件にも引っかかってしまうのが悩ましいところだ。今回米国財務省が公表した為替政策監視の3条件を全て満たしてしまうと日本は単なる「監視リスト」への掲載国ではなくなり、「二国間交渉」を踏まえた対抗措置発動の是非を検討すべき対象になってしまう。その後、1年以上の交渉を経て、米国の為替報告書に記載されている「4つの対抗措置」が仮に発動されたとしても、日本にとっての痛手は「二桁円台」での円高進行を瘦せ我慢し続けるより軽いとみられるため、麻生財務相が「背に腹は代えられない」と判断すれば巨額介入に踏み切る可能性はあるが、日本政府として米大統領選挙の最中という微妙なタイミングで、「そこまでやるかどうか」の政治的判断は、かなり慎重に行われるだろう。

米為替報告書の条件に抵触しない小分け介入の場合は、効力の持続期間は短命になりそう

あくまで私見だが、「米国で次の大統領になる(かもしれない)人物」に「やはり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ような政策は控えた方が無難なのではなかろうか。日本の名目GDPは現在約500兆円程度なので、米国が為替政策監視の第3条件として掲げている「GDP比2%の外貨買い」を超えないためには、円売り介入の金額を10兆円未満に抑える必要がある。数兆円規模の円売り介入を複数回に分けて実施すれば、第3の条件には抵触しないが、前掲図5に示した近年の介入実績に照らしてみると、その程度の介入が小分けで実施されても、円高抑止の賞味期間は短命に終わりがちだ。また、日本が最後に実施した超・巨額介入についても、本当にその政策だけの神通力で円高の流れを止めることに成功したのかどうかは検証不可能であり、実際にはその

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。

後鮮明になる日米金融政策の印象格差に伴う自然体での潮流変化が起きるまでの時間稼ぎに寄与していただだけの可能性もある。

為替介入実施の有無に関わらず、当面は「ドル円相場＝右肩下がり」の局面が継続

足下のドル円相場を取り巻く環境をみると、①筆者を含めた多くの市場関係者がトレンド判定の縁(よすが)として重視している52週移動平均線が下向きに転じたばかりでまだ日柄調整が十分に入っていない上(図6)、②米国で大統領選挙が終わるまでは政治的な不透明感も払拭できない状況が続くだろう。③米国連邦準備制度(FED)による利上げ再開の時期についても市場がハッキリと確信を持つには至っておらず、「テクニカル」「政局」「ファンダメンタルズ」の3要素は、日本政府による単独為替介入実施の有無にかかわらず、しばらく「ドル円＝右肩下がり」の大局観を支持している。

図6: 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

ドル円相場の底入れ・反転時期は、来年の年明け頃との見方を維持

ドル円相場が底入れから失地回復に向かうためには、①ドル円相場の52週間前(≒前年同期)の水準が大きく下がってそれほど無理に跳ね上がらなくても長期トレンドが上向きに転じることに希望が持てそうな日柄調整が進む、②米国で大統領選挙が終わって閣僚人事も明らかになり、非現実的な政策から距離を置く新政権が発足する、③ドル高の負担から解放された米国経済が拡大基調を鮮明にして「健全な利上げ再開期待」が蒸し返される、などの諸条件が整う必要がある。我々のメイン・シナリオでは、早ければ来年春先頃にはこれらの条件が整い、ドル円相場が底入れから反転に向かうとみているが、実現の可否あるいは実際の時期については今後の米国大統領選挙の展開やマクロの経済・市場環境次第で前後しそうだ。虚心坦懐に今後の状況変化を観察した上で、トレンド転換の時期を見極めたいと考えている。

(5月6日 13:00)

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。

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。

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。

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。