

外貨投資の視点 (No.274)

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19日

豪ドル円相場の80円割れは売りか買いか？

ポイント

- 豪ドル円相場が急落、一時1豪ドル=78円18銭4厘と2月11日以来、約12週間ぶりの安値圏まで軟化
- 豪州準備銀行(RBA)による予想外の利下げとインフレ見通しの下方修正を受け、政策金利先安観測が再燃
- ただ、既往の金融緩和と通貨安効果で雇用は既に改善、7月のダブル選挙を睨んだ減税策も間もなく稼働
- 国際商品市況と世界総合株価指数を用いたトラッキング・モデルによれば、足下の豪ドル円相場に割安感
- 原油ネタと中国ネタへの適度な警戒は必要だが、豪州の利下げに一巡感が広がれば豪ドル円は失地回復へ

日銀緩和見送りと豪州利下げのダブル・パンチで豪ドル円が急落、一時 78 円 18 銭 4 厘と約 12 週間ぶりの安値を記録

豪ドル円相場が軟調に推移している。きっかけは豪州準備銀行(RBA)による利下げの再開だ。5月3日(火)に開催された理事会でRBAは主要政策金利である翌日物オフィシャル・キャッシュレート(OCR)を約1年ぶりに引き下げ、過去最低の1.75%にすると発表した。4月28日(木)の金融政策決定会合で日銀が金融緩和の追加を見送り、円の全面高が加速していた最中に飛び込んできた「RBA利下げ」の一報が、ダブル・パンチで豪ドル円相場を撃墜した。その後、6日(金)に公表されたRBAの四半期報告で2016年末の物価見通しが引き下げられていたことが追い打ちをかけ、同日夕刻の海外市場では一時1豪ドル=78円18銭4厘と2月11日(木)以来、約12週間ぶりの安値圏まで差し込む場面があった。良くも悪くも「派手な値動き」が豪ドル円の特徴だとはいえ、4月27日(水)に記録した直近高値の86円31銭1厘から、わずか7営業日で▲8円12銭7厘もの急落は流石に強烈だ。急ピッチの下落が一巡すると自律反発に転じたが、80円台に乗せると上値が重く、戻りの鈍い印象が否めない。

本邦の個人投資家コミュニティで人気の豪ドル、今年3度目の「80円割れ」で「買いたい弱気派」の値頃感が再び蠢動

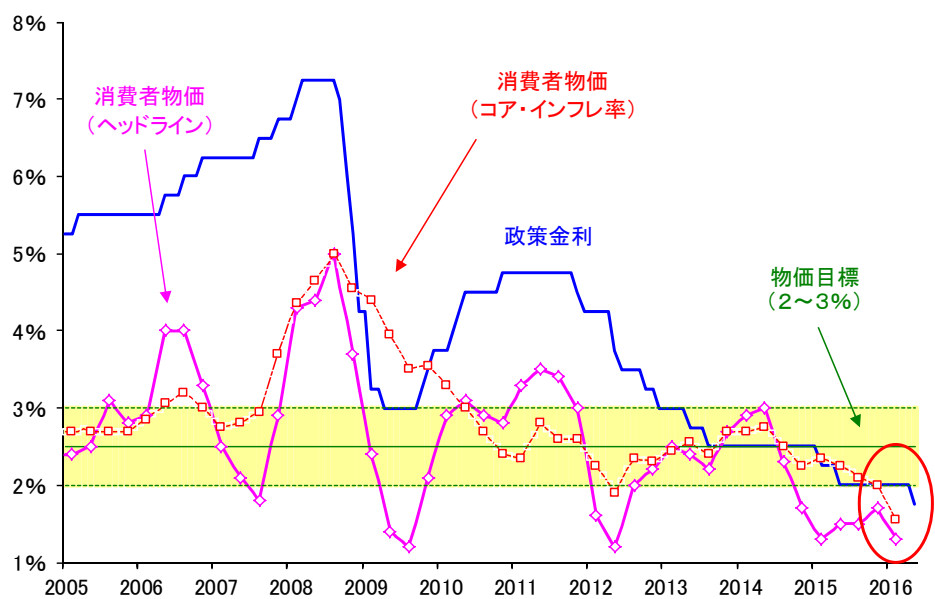
一般に、金利の高い豪ドルは日本の投資家コミュニティでの人気が高く、外貨系の投資信託、外貨建ての貯蓄型保険、デリバ系の各種金融商品などのチャネルを通じた投資残高がかなりあることで知られている。日本のゴールデン・ウィーク期間中を直撃した豪ドル円相場の急落は、相当に罪作りであり、更なる下落への警戒感も渦を巻いている。一方、下がったところを買わないとなかなか儲からないのは、為替相場の鉄則だ。年初来の豪ドル円相場のチャートを眺めると、断続的に80円00銭を割り込んでも定着しておらず、本邦の外国為替保証金取引(FX)業界などを中心に「80円割れの豪ドル」を買い向かって良いものかどうか、「買いたい弱気派」による値頃感も再び蠢動しつつある。本邦在住の豪ドル円ファンにとって、1月中旬、2月中下旬に続き、今年3度目の悩みどころが到来していると言えるだろう。結果は神のみぞ知るところだが、果たして今後、豪ドル弱気派、強気派のどちらに軍配が上がるのだろうか。

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。

物価下振れを受けた予想外の追加利下げが豪ドル墜落の主因

結論から先に述べると、この先短くみても6月末から7月初旬頃までは、豪ドル円相場は上値が重く、折触れて下値不安が再燃しやすい状態が続くとみられる。5月3日(火)の理事会でRBAが予想外の利下げに踏み切った最大の理由は、4月27日(木)に発表された1-3月期の消費者物価上昇率が政策目標を大幅に下回っていたことだったが(図1)、月次ベースの消費者物価指数が年に12回発表される日本や米国と違い、四半期ベースで物価統計が整備されている豪州では、次に4-6月期の消費者物価指数が公表されるのは7月27日(水)だ。それまでの間、公表済みの統計で確認することができる豪州の消費者物価上昇率は1-3月期の数字が最新の実績となるため、「ヘッドライン」で前年比+1.3%、「RBA版コア」で同+1.6%と、政策目標レンジの下限である2.0%から大幅に下振れした状態が続くことになる。

図1: 豪州の消費者物価上昇率と政策金利



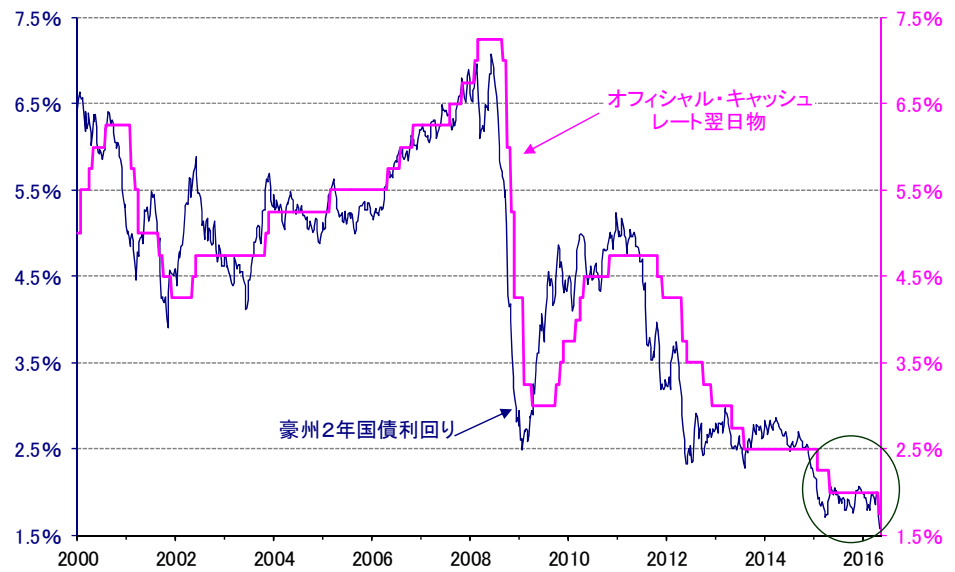
出所: ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

当面は豪州の政策金利に先安観が明減、下値不安が解(ほぐ)れにくい局面が続きそう

4-6月期の消費者物価指数が発表される7月下旬までの間に、RBA理事会は6月7日(火)と7月5日(火)に2度開催されるが、当面は市場で追加利下げ観測が明減、豪ドル円相場の重石として意識されやすい状態が続きそう。実際、豪州の2年国債利回りの動きをみると、4月27日(木)に1-3月期の消費者物価指数が発表される直前には一時2.088%と当時のOCRの水準である2.00%を上回っていたが、足下では1.5~1.6%台で推移しており、利下げ後のOCRの水準である1.75%より低いレベルが定着している(図2)。豪州の利回り曲線の形状などから類推する限り、現時点では「年内1回から2回程度」の追加利下げが織り込まれているようだ。一般に、豪ドルなどの「高金利通貨」は、政策金利に先安観が発生してしまうと、それまでは海外投資家の買い意欲を刺激していた「金利水準の高」さが「追加利下げ余地の大きさ」に読み換えられてしまうため、高金利通貨であるが故に売られやすくなる「逆金利差相場」の餌食になりがちだ。最近の豪ドル円相場は将にそのパターンにハマった典型的な事例と言えるだろう。

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2: 豪州の政策金利と2年債利回りの推移

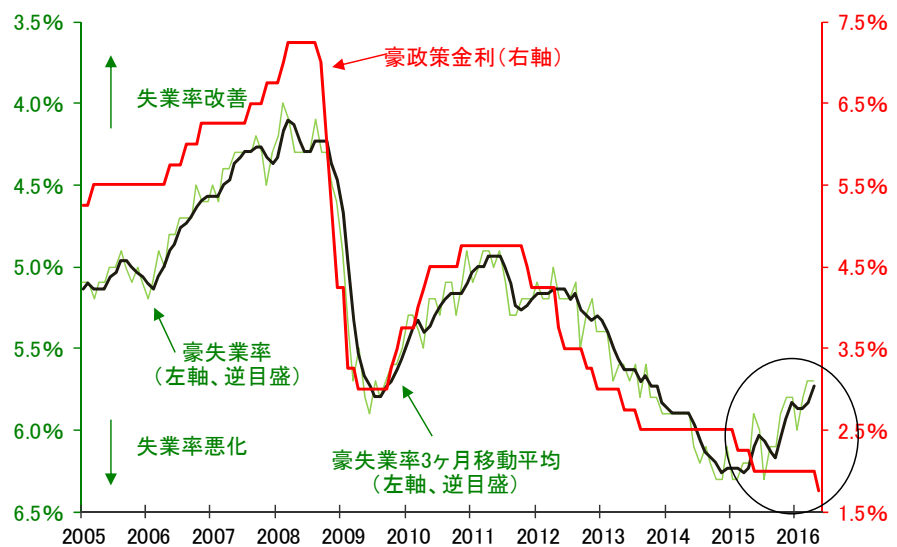


注: オフィシャル・キャッシュ・レートは週末値、豪2年国債、豪10年国債利回りは週平均値
出所: ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

豪ドル円の失地回復を想定する3つの理由

ただし、豪州が新しい会計年度を迎える7月以降になると、豪ドル円相場は徐々に底堅さを取り戻し、年明け以降に何度も観察された「80円割れ水準からの失地回復」に向かうのではなかろうか。そのように考えている理由として、以下3点を挙げておきたい。

図3: 豪州の失業率と政策金利



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

1-3 月期の豪物価上昇率の下振れは、一時的現象で雇用情勢は改善中

第一に、豪州国内の経済情勢を俯瞰すると、物価上昇率は政策目標から下振れしているものの、雇用情勢は比較的しっかりと改善軌道に乗り始めている。19日(木)に発表された今年4月の失業率は5.7%と昨年7月の6.3%をボトムに改善中だ(図3)。過去約

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。

十数年間のRBAによる金融政策運営の足跡をみると、雇用情勢の悪化局面では断続的な政策金利の引き下げが続く一方、雇用情勢が改善し始めると利下げが打ち止めとなり、失業率の改善基調が明確になると利上げ局面に転じていたことが分かる。今年1-3月期に観測された消費者物価上昇率の大幅な下振れは、当該期間中に進んだ原油安などの影響も色濃く反映しているとみられ、当時1バレル＝20ドル台半ばまで下げていた北米産の原油先物価格が足下では同40ドル台後半にまで反発していることを勘案すると、4-6月期のインフレ率は再びRBAの政策目標の下限付近にまで持ち直してくる可能性が高い。

7月から始まる豪州の新しい会計年度では、29年ぶりの両院ダブル選挙を睨んだ減税策が稼働

第二に、今年7月に新会計年度が始まると、7月2日(土)に実施される総選挙を睨んで策定された大幅減税が稼働する。昨年9月の自由党党首選後に発足したターンブル政権は、RBAが利下げを発表した今月3日(火)に初めてとなる来年度の予算案を発表、約2ヶ月後に迫る29年ぶりの両院ダブル選挙を睨んで個人向けや法人向けの減税策を打ち出している。真偽のほどは定かでないが、今月3日(火)にRBAがやや意外感のあるタイミングで利下げを実施した背景には、「就任早々の減税実施をテコに基盤を固めようとするターンブル政権を側面支援する狙いもあったのではないかと」勘繰る声もある。蛇足になるかもしれないが、RBAが市場最低の政策金利を更に引き下げること発表した翌々日の5日(木)にはモリソン豪財務相がRBAの総裁交代を発表、9月18日付けでロウ副総裁がスティーブンス総裁の後任として昇格する人事が明らかにされている。当面のRBAの金融政策運営について、目先1～2回程度の追加利下げ観測は明滅しているものの、既往の金融緩和による金利低下と通貨安の効果で豪州景気が持ち直しつつある中、大型減税による消費と投資の刺激効果も稼働し始めれば、夏場以降にはシッカリとした景気浮揚効果が確認され、利下げ打ち止め感が台頭してくる可能性もあるだろう。

国際商品市況と世界総合株価指数を用いた豪ドル円のトラッキング・モデルによれば、足下の豪ドル円相場は想定レンジの下限付近で推移

第三に、近年の金融・為替市場で豪ドル円相場と高い順相関を維持していたグローバルな株価動向や国際商品市況との連動制に照らしてみると、ここもと観察される豪ドル円相場の急激な下落には、やや違和感がある。これまで本レポートで幾度も指摘してきた通り、各種天然資源等の輸出力と相対的高金利に投資家を惹きつける魅力を持っている豪ドルは、「市場のリスク許容度が緩和するときに買われやすい通貨の権化」のような存在であるため、国際商品市況や世界的な株価動向に左右されて比較的派手な上下動を繰り返す、という特徴を有している。「市場のリスク・センチメントが悪化するときに買われやすい通貨の典型例」だと見做されている日本円を相方にして組成される「豪ドル円」という通貨ペアには、その傾向が特に色濃く現れやすく、近年の豪ドル円相場は円換算のJOC国際商品市況との相関係数が約8割5分、世界総合株価指数との相関係数が約7割と非常に高いことで知られている。我々の為替市場分析チームが作成して継続的にモニタリングしている豪ドル円相場のトラッキング・モデルによれば、足下の適正水準は1豪ドル＝80円前後～100円前後となっており、断続的に80円割れに差し込んでいる現在の水準は、同モデルによる想定レンジの下限近くに位置しているように見える(図4)。円建てJOC商品価格指数、世界総合株価指数、はいずれも今年早春をボトムに切り返してきており、今後再び明確な下落基調に転じない限り、豪ドル円相場は底堅く推移しそうだ。

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4: 円ベースの国際商品市況、世界総合株価指数と豪ドル円相場

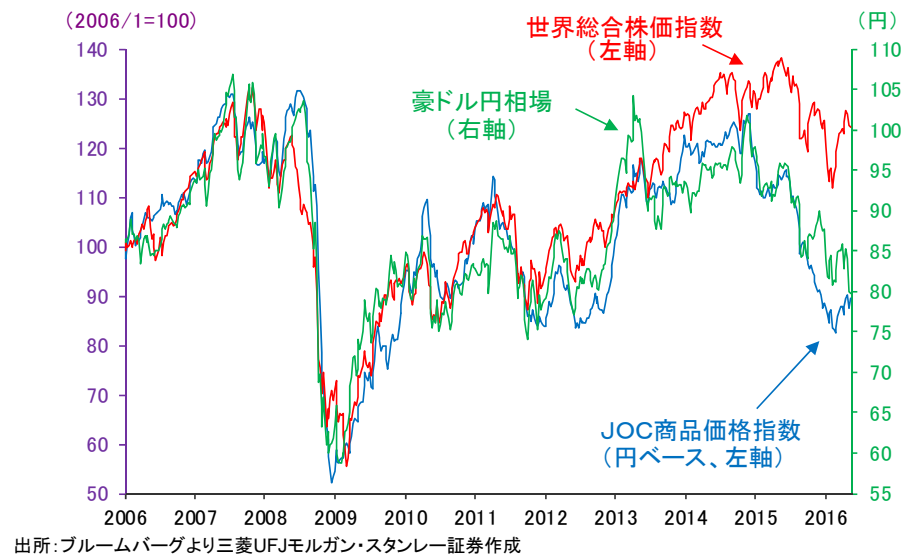
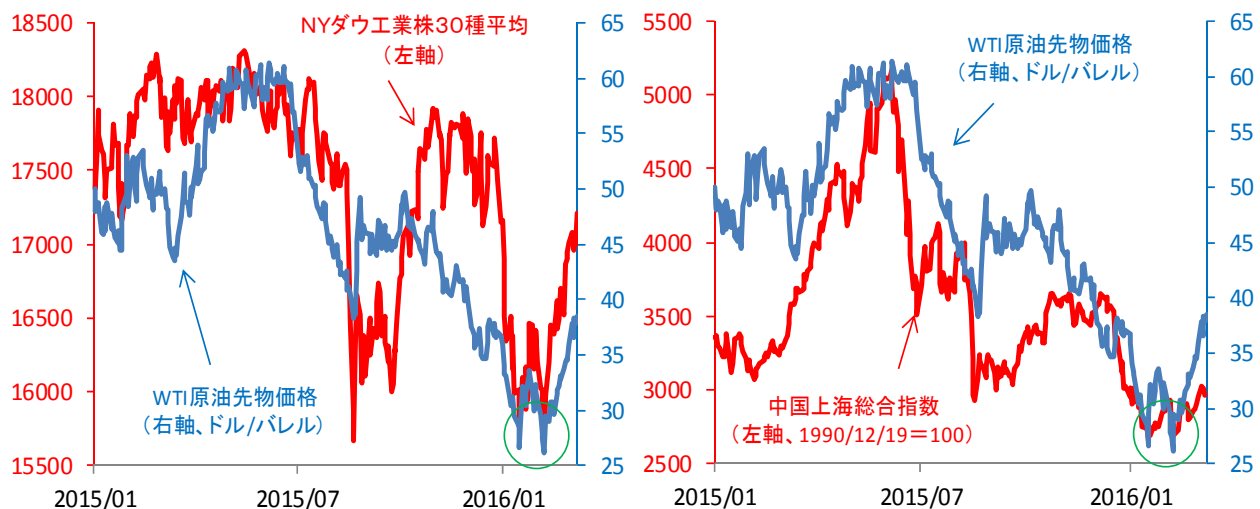


図5: 原油価格と米国株価

原油価格と中国上海総合指数



原油価格は綺麗なダブル・ボトムで反発、中国経済に対する過度の悲観論も徐々に後退

この先の国際商品市況と株価の動向を読む上では、これまで同様、「オイル」と「チャイナ」が波乱の芽になりそうだが、北米産の原油先物価格は今年年初の1バレル＝20ドル台半ばで明確なダブル・ボトムを完成させており、それにほぼ連動する形で米国の株価も綺麗な二番底をつけて切り返してきている。上海総合株価指数も大同小異の動きになっており、原油価格の崩落を起点に広がっていた過度の金融不安は、落ち着きつつあると言えるだろう(図5)。中国経済は依然として構造的な減速局面にあるとみられるが、先頃まで市場を席卷していた「中国景気墜落説」は当時人民元売り投機を仕掛けていた一部のアングルサクソン系ヘッジファンド筋などによって、必要以上に喧伝され過ぎていた嫌いもある。中国当局が現在実施している「減税・インフラ投資などの財政出動」と「ゾンビ企業の整理・再編」という政策の組み合わせは、景気に対してアクセルとブレーキを同時に

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。

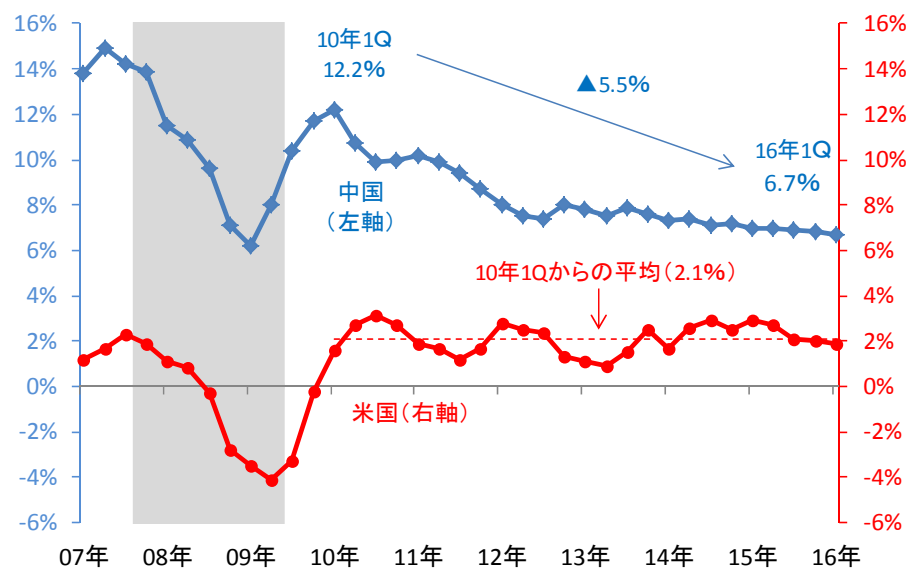
踏むのと同じなので、この先目立って中国の経済成長率が上向いてくるとは考えにくい、我々の債券市場分析チームでは、中国経済の減速は向こう数年程度に渡ってまだ続くものの、ハード・ランディングは回避できると想定している(表1)。

表1: 中国経済の見通し

	2014年	2015年	2016年 【予想】	2017年 【予想】	2018年 【予想】
実質GDP	7.4	6.9	6.5	6.2	5.6
鉱工業生産	8.3	5.9	5.6	5.6	5.1
小売売上高	12.0	10.6	9.9	9.4	8.8
固定資産投資	15.7	9.9	8.7	7.5	6.7
輸出(米ドル建)	5.8	▲ 2.4	▲ 5.3	4.3	4.4
輸入(米ドル建)	0.6	▲ 14.2	▲ 6.1	6.1	3.0
生産者物価(PPI)	▲ 1.9	▲ 5.2	▲ 4.2	1.1	0.0
消費者物価(CPI)	2.0	1.4	1.3	1.3	1.1

出所: 中国国家统计局等より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図6: 中国、米国の実質経済成長率の推移



注: 網掛けは米国の景気後退局面

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

中国発の世界同時不況シナリオは杞憂に終わる

近年の中国の実質経済成長率を眺めてみると、2010年1-3月期の+12.2%をピークに減速、2016年1-3月期の+6.7%まで、6年間で▲5.5%ポイントも成長率が低下しているが、この間の米国経済に景気下押し圧力が伝染した痕跡は認められていない(図6)。今後の中国経済に関して希望的観測に基づく過度の楽観論を抱くのは禁物であり、「適度な警戒心」は維持すべきだが、過去約6年間も続いている中国景気の持続的な減速局面で幾度も喧伝された「中国経済の失速を起点にした世界景気同時不況シナリオ」は、結局実

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。

現せずには現在に至っている。中国景気の先行き及びその世界経済への悪影響について、依然として過度の悲観論を煽るような意見も散見されるが、そうした論調の真贋については、客観的な事実観察に基づく冷静な判断が必要だろう。

当面はRBAによる追加利下げ観測が明滅、6.23英国民投票絡みの不透明感も豪ドル円相場の重石になりそうだが・・・

以上の諸点を総合的に加味すると、当面はRBAによる追加利下げ観測が折に触れて目減、豪ドル円相場は上値が重く、下値不安の強い状態が続くそう。5月3日(火)の理事会で利下げに踏み切った直後でもあり、次回6月7日(火)の会合で矢継ぎ早の連続利下げを実施するか否かは微妙だが、6月23日(木)には欧州連合(EU)離脱の是非を問う英国民投票が控えている。仮に英国国民がEU離脱の民意を示したとしても、豪州経済に直接的な打撃が及ぶ訳ではないが、英国のEU離脱懸念が現実味を帯びると欧州諸国を中心に株価が不安定化、市場のリスク・センチメントの伸縮に敏感な豪ドル円相場の重石になる可能性もある。筆者はあまり同意できないが「英国のEU離脱でポンド相場が急落した場合、同じ『ユニオンジャック系通貨』である豪ドルやキウイ(ニュージーランド・ドル)なども一時的には巻き添えを喰うことが避けられない」などといった真贋不明の思惑も市場の一部で囁かれているようだ。

英国民投票でEU残留が決まると安堵感が広がり、豪州の利下げに打ち止め感が台頭すれば豪ドル円は失地回復へ

ただ、我々の外債市場分析チームでは、6.23英国民投票ではEU残留が過半数になると想定している。万が一にもEU離脱の民意が示された場合のテール・リスクが強く懸念されている分だけ、離脱回避が決まった場合に市場に広がる安堵感は、逆に強烈かもしれない。その後、豪州で新しい会計年度が始まる7月からは減税策も稼働し始めることから、これまで進めてきた歴史的な低金利政策の効果も相まって、既に改善基調に転じている豪州の雇用情勢は一段と持ち直す可能性が高そう。一般に、豪ドルなどの相対的高金利通貨は、良くも悪くも派手な値動きが持ち味であり、政策金利に先安観が広がると「利下げ余地の大きさ」がアダになって売られやすくなるものの、利下げに打ち止め感さえ出れば低金利国の投資家による「買いたい弱気の虫」が蠢動し始め、値頃感からの切り返しも意外なほど早く進みやすい。我々のトラッキング・モデルが示唆する割安状態からの失地回復が促されるのは、梅雨明け頃になると見ておきたい。

(5月19日 13:30)

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。

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。