

## 外貨投資の視点 (No.275)

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27日

### ドル円相場:2016年5月の回顧と今後の展望

ポイント

- 5月のドル円相場は約1年7ヶ月ぶりの1ドル=105円台まで急落した後、一時的な自律反発で切り返す展開に
- チャート・フェイスの印象悪化と米大統領選絡みのテール・リスクが重石になり、当面はドル安・円高局面継続
- トランプ氏勝利の場合は米金融政策に政治的ノイズ混入も、クリントン氏勝利ならファンダメ眺みの原点回帰
- 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1ドル=105円55銭と、約1年7ヶ月ぶりの安値圏に下落

5月に入り、ドル円相場は約1年7ヶ月ぶりの安値となる105円台半ばへ急落した後、110円前後に切り返す展開となっている。4月28日(木)に日銀が追加緩和を見送ったことを契機にドル安・円高が加速、米財務省の為替報告書で日本を含む5ヶ国が為替政策の「監視リスト」に掲載されたことも材料視され、5月3日(火)には一時105円55銭と2014年10月16日(木)以来の水準まで差し込む場面があった。その後は流石に一息入り、本邦大型連休明けの9日(月)以降に麻生財務相が為替介入の可能性について繰り返し言及すると109円前後に復帰、18日(水)に公表された4月分の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事録で「大半のメンバー」が6月会合での利上げ再開の可能性を意識していたことが判明すると110円前後へ続伸した。

その後は110円前後に切り返してきたが、戻りの鈍い印象は否めない

ただ、心理的節目の110円台に乗せると上値が重く、本稿の脱稿時刻である5月27日(金)の11:00現在、ドル円相場は1ドル=109円台後半で取引されている。年明け以降の激動相場に巻き込まれて蓄積している「眼精疲労」や「売買疲れ」を癒しつつ、次のテーマと方向感を模索している雰囲気だ。月初の寄り付き=106円31銭に比べて+3円程度の上昇幅が残っているため、今月の月足はかなりの確率で「4ヶ月ぶりの陽線」になりそうだが、1月29日(金)に日銀がマイナス金利の導入を発表した直後に記録した年初来高値の121円69銭はもちろん、つい先頃まで「黒田ライン」などと呼ばれていた115円00銭もまだ遠い印象が否めない。連休明け後に観測されたドル円相場の切り返しが、「本格反騰の烽火」なのか「偽りの反発シグナル」なのか、例によって市場の見解は分かれている。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。

「ドル円相場=右肩下がり」の大局観を維持する3つの理由

結論から先に述べておく。6月以降のドル円相場は、一時的には更なる失地回復が進む可能性があるものの、そのまま「長期トレンド=右肩上がり」の局面に戻ることは期待し

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。

にくく、少なくとも年末年始頃までは、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3点を挙げておきたい。

#### 5月中旬以降のドル円相場の反発は、本邦の連休中に加速した円高投機の一時的巻き戻し

第一に、5月中旬以降に起きたドル円相場の反発は、日本のゴールデンウィーク中に急速に進んだ円高投機の一時的な巻き戻しである可能性が高い。4月28日(木)の日銀金融政策会合での「ゼロ回答」が円高加速の呼び水になったことは事実だが、日銀会合の結果発表直後のわずか1分間で観測された▲2円92銭もの暴落劇が、実需筋の為替売買によってもたらされたとは到底思えない。その後の円高加速局面でも、4月29日(金)の106円台突入は「昭和の日」、5月3日(火)の105円台突入は「憲法記念日」の出来事であり、日本の祝日で円絡みの市場取引が薄くなる時間帯をまるで狙っていたかのようなタイミングで「CME日経先物」と「ドル円」を同時に売り進める、という怪しい仕掛け売買が2度にわたって炸裂している。投機筋が主導する円高は、一時的には猛スピードで加速するが、どこかで利益確定の円売りを入れないと儲けが確定できないため、一旦巻き戻されるのは自然な流れだ。麻生財務大臣による円高牽制発言や米FOMC議事録がその触媒になったことは事実だが、投機筋の損益確定売買によって促されたドル円相場の反発は、ポジション調整が一巡すればいずれ収束に向かうだろう。

#### 日本企業の今期の想定レートが下方にシフト、1ドル＝115円の手前では、実需の売りやヤレヤレの売りが湧出しそう

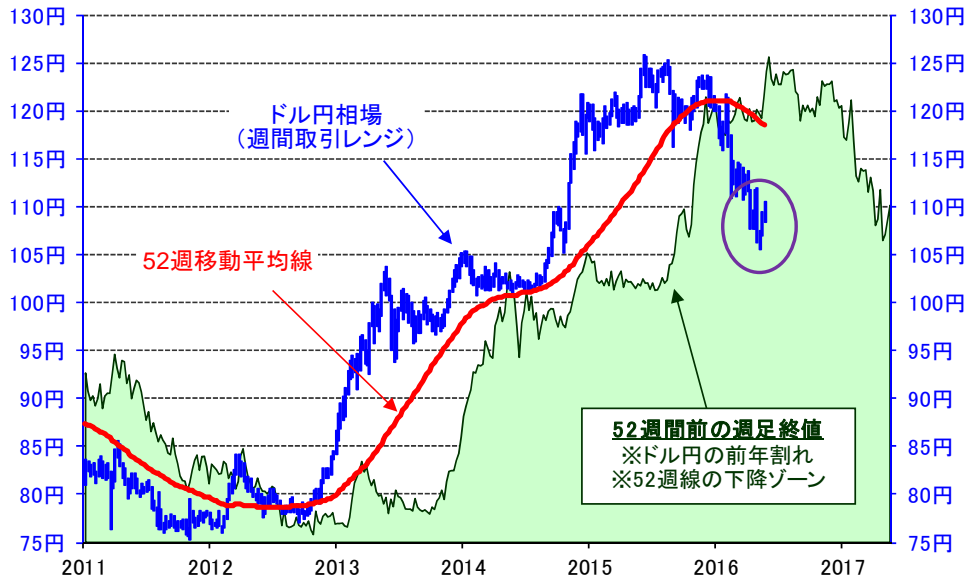
勿論、この先、米国で6月利上げの可能性が一段と現実味を帯びてくれば、短期筋によるドルの買い戻しが一段と進み、場合によっては1ドル＝115円近くまで続伸する可能性は否定できない。だが、日本経済新聞社が5月17日(火)付けの朝刊で報じた主要360社による今期の想定為替レートをみると、過半数の52%が1ドル＝110円と答えており、全体の77%が110円以下に分布していた。1ドル＝110円を超えてドル高・円安が進めば、本邦実需勢によるスポットでのドル売り注文のほか、先物市場でのドル売り予約も上値を抑える重石になるのではなかろうか。仮にそれらをこなして一段高が進んだ場合でも、今年の年明け頃まで日銀によるドル安・円高の防御線、別名「黒田ライン」と見做されていた1ドル＝115円界限でドル円を買って捕まってしまうプレイヤー達による「ヤレヤレの売り」も出てきやすいだろう。それら諸々の需給調整がある程度進むまで、ドル円の上値が一気に軽くなる姿を期待するのは難しそうだ。

#### 前年同期を割り込む「差し込み傷」が一段と深くなり、チャート・フェイスの見た目が一層悪化

第二に、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がりに復帰することが、パッと見で無理そうな雰囲気依然在として解(ほぐ)れていない。筆者がトレンド判定の際に最も重要視している52週移動平均線は既に明確な下降局面に転じているが、4月28日(木)に日銀が「ゼロ回答」を示した後に再加速した円高により、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、長期トレンドの早期反転を一層絶望的にする深さに到達している(図1)。昨年の5月から8月中旬頃までドル円相場は1ドル＝120円～125円台で推移していたため、仮にこの先115円前後の水準まで反発しても、現値が「前年同期の雲」の上に抜け出して「長期トレンド＝右肩上がり」に復帰することはできない。これだけの深度に達する「差し込み傷」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前年同期の水準を超えられそうな希望の持てる図柄になるまでは「チャートの見た目重視」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」とい雰囲気になりにくいだろう。

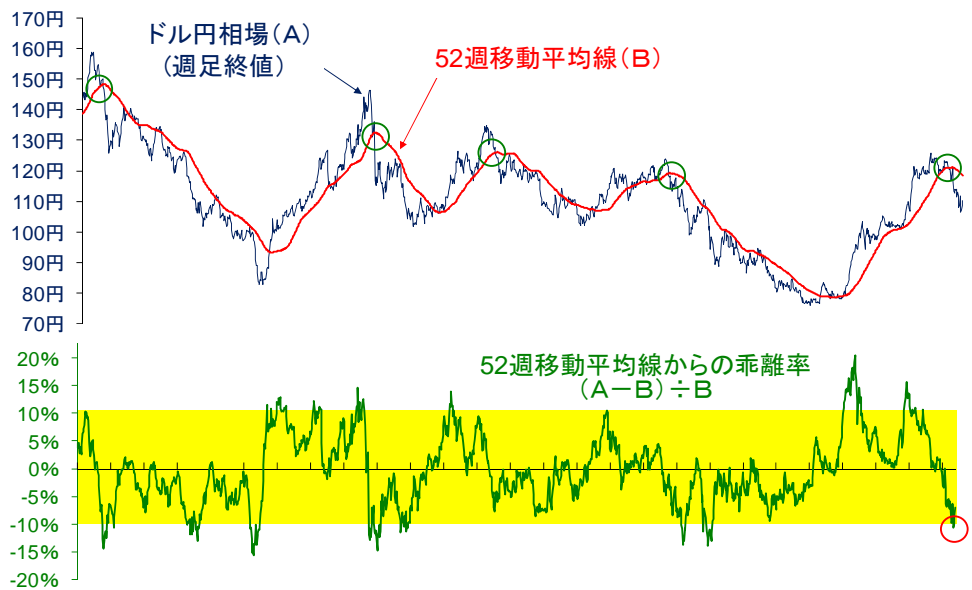
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

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

図2: 長期トレンド・ラインとドル円相場



90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 16  
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で反発しても、チャートの形が良くなるまで、本格反騰は望み薄

実際、過去四半世紀の間に、強烈な円高ショックを食って長期トレンドが右肩下がりに転じたケースは今回を除くと4度あったが、いずれのケースでも為替は一次関数のような動きは絶対しないので、断続的な反発局面は現れている。今月3日(火)にドル円相場が一時105円55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%を下回る深さにまで達したため、いわゆる「自律反発」が促されたとみられる(図2)。ただ、これだけ強烈な円高ショックを食らってチャートの見た目が崩れ

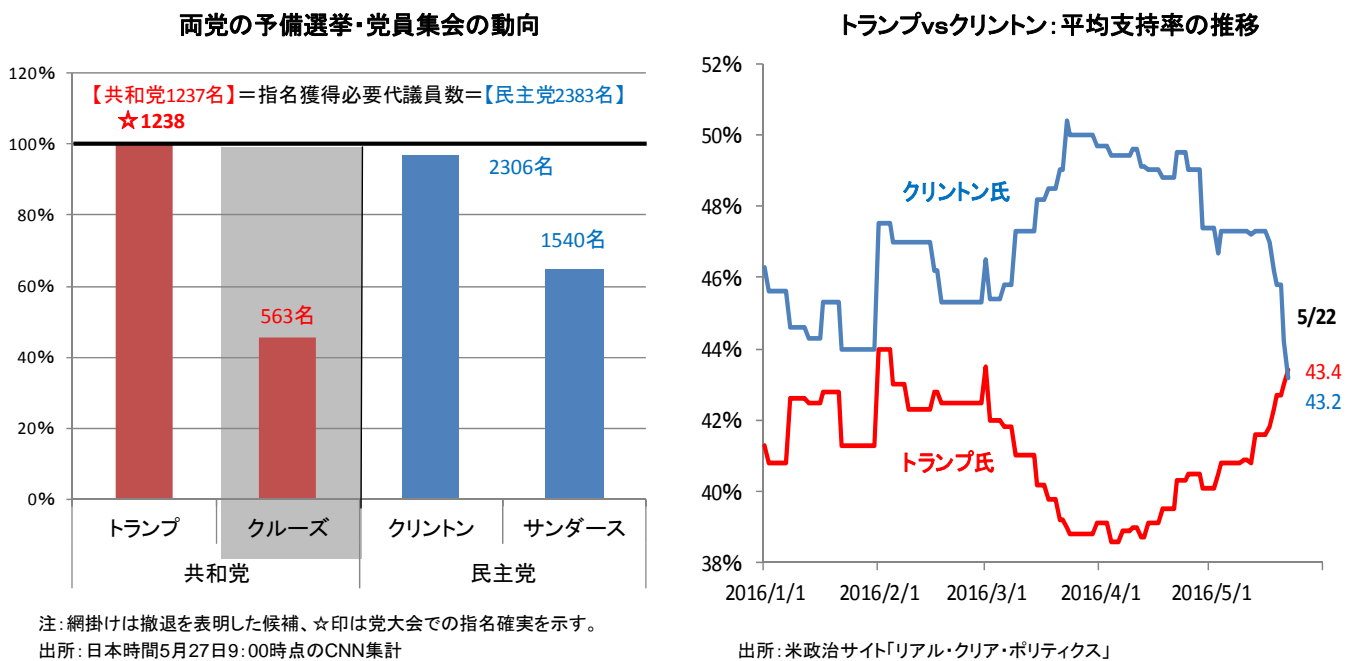
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

てしまった以上、この先多少の切り返しが進んでも、すぐに国内外の短期筋のマインド・セットが「ドル高・円安一直線」に戻る可能性は低い。他の通貨ペアに比べてトレンド・フォローの比率が高いと言われるドル円市場において、当面は短期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。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、「前年割れの雲」の中で「52週線とのファースト・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、「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。当面のドル円相場は、上値が重く、下値が柔らかい地合いが続くだろう。

米大統領選挙における  
トランプ氏の活躍が、ドル円  
相場の心理的重石に

第三に、米国の大統領選挙がこれからヤマ場を迎える中、今年11月8日(火)の本選挙で万が一にも「トランプ大統領」が誕生してしまった場合に炸裂する(かもしれない)テール・リスクが、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。現時点ではまだ二大政党の大統領候補者選びは終了していないが、両党の予備選や党員集会は一段と進んでおり、共和党ではドナルド・トランプ氏が7月党大会での指名獲得を確実にしたことで、数々の暴言録で市場関係者を不安に陥れている同氏の候補者指名が、ほぼ不可避の情勢になった。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しているものの、11月の本選挙での両者のマッチ・アップを想定した各種世論調査では、今月初めてトランプ氏がクリントン氏を上回るなど、当初誰も予想しなかった「混戦の予感」がどんどん強まっている(図3)。

図3: 2016 年米大統領選



11月の本選挙でトランプ  
氏勝利の場合は、世界的  
に株式市場が不安定化

これまでの選挙キャンペーンの中でトランプ氏が主張し続けている諸々の政策は、いずれも実現可能だとは到底思えないが、「約1100万人いる不法移民の国外退去」、「日本や中国からの輸入関税の大幅引き上げ」、「イスラム教徒の入国禁止」、「メキシコとの国

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。

境を封鎖する長城建設」などの諸施策が稼働の兆しを見せるだけでも、米国経済の政策不況入りや財政赤字膨張懸念が台頭しそうだ。11月8日(火)の投開票日を経て、「トランプ勝利」の一報が流れた直後から、マザー・マーケットである米国の株価はもちろん、同氏による激しい「口撃」の対象になっている中国、日本、韓国、メキシコ、イスラム圏諸国などの株価も軒並み不安定化するだろう。国内外の株式市場関係者のメンタル・ヘルスが著しく蝕まれるような事態を招けば、「リスク許容度萎縮型の円高圧力」が強まる可能性が排除できなくなる。

### トランプ氏の「口撃」の対象がイエレンFRB議長にまで広がってきたことは、深刻に憂慮すべき事態か

更に懸念すべきは、5月に入ってトランプ氏の「口撃」がイエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長にも向かい始めたことだ。複数州の予備選挙で大勝して共和党の候補者指名をほぼ確実にした今月上旬、トランプ氏はイエレン議長に対して「お前はクビだ(You're fired)」と宣告すると明言した。19日(木)に発売された米誌とのインタビューではややトーン・ダウンしたものの、自分が大統領に就任した暁には「FRBの権限縮小に向けた取り組みを間違いなく支持する」、「(2018年2月3日の)任期満了後にはイエレン議長を交代させる考えに傾いている」などと述べている。こうしたトランプ氏の発言に対して、FRB関係者やイエレン議長は今のところ静観の構えを示しているが、大統領就任後にも同様の発言が繰り返される場合、同議長が「任期中の辞任」を決断する可能性も完全には否定できない。現在FEDが進めている米国の金融政策正常化について、トランプ氏は一般論として「強いドルの概念は好ましい」としながらも、金利上昇によるドル高は貿易に悪影響を及ぼすほか、米国の利払い費用が嵩むとの懸念を示している。これまでの発言録などから判断する限り、トランプ大統領誕生となれば、米国の金融政策運営に何某かの「政治的ノイズ」が混入することは避けられそうにない。

### ドル円市場関係者は、「米国の政治ネタ」に敏感

あくまで私見だが、7月の党大会でトランプ氏が共和党の大統領候補に正式に決まってクリントン氏との一騎打ちが本格化した場合、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非常に危険だ。第三者に対する説明責任を負っていない個人の資格でトレードに参加するなら「トランプ氏敗北」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説明責務を追っているプロの職業投資家であればあるほど、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。今年早春に予備選挙が始まった当初、まさかトランプ氏が共和党の大統領候補になるとは殆どの市場関係者が思っていなかった。11月の本選挙で「まさか」が起きないとは断言できない雰囲気が漂い始めている。一般に、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」に特に敏感であり、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。

### フィボナッチ分割▲38.2%押しを達成したことも踏まえ、ドル円相場の下値目処を小幅に下方修正

過去、ドル円相場は強烈なドル安・円高ショックに見舞われて長期トレンドが一旦ピーク・アウトすると、ある程度の日柄調整が進まないと「チャートの見た目」が良くならず、直前の上昇局面で稼いだ「ドル高貯金」の何割かを吐き出すまでは売り方の間で安値警戒感や達成感が台頭しにくく、「買いたい弱気派」の間でも値頃感が疼きにくかった。本邦の大型連休中に一時105円55銭まで下落したことにより、ドル円相場は2011年10月安値

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。

75円35銭から15年6月高値125円86銭までの上昇分の▲38.2%押しラインにあたる106円57銭の攻略は既に達成した(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半値押し絡みの攻防を試さず反発した局面を見つける方が難しい。最近のドル円相場は、下げが加速するとアッと言う間に値幅が広がりやすい傾向があり、いわゆる「オーバー・シュート」の領域に踏み込んでいく場合は、半値押しラインにあたる100円60銭前後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。そのような判断の下、今年度下期におけるドル円相場の想定レンジを▲0.5円程度下方修正した。

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

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＝100円50銭限界までであり、一部で囁かれ始めた100円割れの可能性まではみていない。仮に100円を割り込む領域まで下ヒゲが伸びた場合でも、定着はしないと考えている。昨年6月高値の125円86銭をピークに始まったドル安・円高局面の日柄が、「二桁円台」の定着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。

11月の大統領選挙ではトランプ氏の敗退を予想

第一に、我々のメイン・シナリオでは米大統領選挙でのトランプ氏の当選を見込んでおらず、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。11月の本選挙で「トランプ大統領の誕生」が確実になった場合は、米国経済の政策不況入り懸念が明滅、米金融政策運営に対する不透明感も強まってドル安・円高局面が想定以上に長期化するリスクが台頭しそうだが、米大統領選挙絡みの不透明感から解放されれば、市場は再

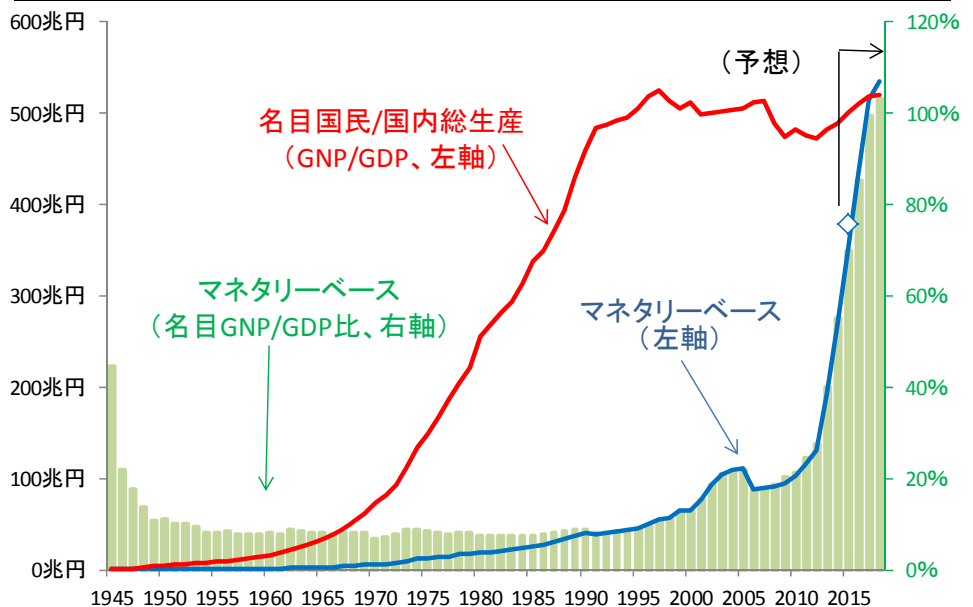
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

びファンダメンタルの原点回帰色を強めるだろう。我々の外債市場分析チームでは、一部に根強い「米国景気の自律後退説」は採用しておらず、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。今年の6月時点ではドル円相場の52週線は下降し続けている可能性が高いことに加え、米大統領選挙絡みの不透明感も払拭するのが不可能なため、米利上げ実施によるドル高インパクトは短命に終わる可能性が高い。

「トランプ大統領誕生」のテール・リスクが消える頃には日柄調整も進み、米利上げに対するドル円の反応も良くなり始める

ただ、年内2発目の利上げが想定される12月には、市場関係者が「トランプ大統領」誕生の場合に考慮せざるを得なかったテール・リスクの心理的重石から解放されているだろう。その後、来年の年明け以降になると今年の前半に急加速したドル安・円高の影響で「前年同期の雲」の上限が急速に低下し始めていることから、長期トレンドの下降速度が鈍くなり、テクニカル的に見ても「底入れ遠からず」の気配が漂い始めるだろう(前掲の図1)。チャートの見え目が良くなり始めれば、米利上げ観測に対するドル円相場の反応も次第に良くなるのが想定される。この先、米国経済が自然体での景気回復軌道を維持していれば、いずれは「健全な利上げ期待」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5: 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

米国で健全な利上げ観測の蒸し返しが始まれば、日銀緩和による通貨安効果が再評価される

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な金融緩和による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)に導入した「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確認すると5月25日(水)時点のマネタリーベースは382.9兆円まで膨張、名目国内総生産(GDP)比で75%を突破して戦後最高記録を更新し続けている(図5)。4月28日(木)の日銀金融政

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。

策決定会合では大方の予想に反して「量」、「質」、「金利」の全ての次元で追加緩和が見送られ、一時的には円高加速の触媒になったが、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%を超えそうだ。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られて実施されている一種異様な金融緩和策が、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。

### ドル円相場の循環変動は 米国側の要因で8~9割方 決まっている

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賞味期限が切れた」などといった評価も散見されるが、筆者はそのようには考えていない。あくまで私見だが、過去約数十年間、ドル円相場の大勢的な潮流は、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。今年年明け以降にドル安・円高が加速したのは、日銀緩和の通貨安効力が消滅したからではなく、米国で当初「年内最大で4回」と考えられていた利上げ見通しの下方修正が続く中、とんでもない政策を標榜する大統領候補の躍進が目立つようになったからなのではなかろうか。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そうだが、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、米国サイドの環境変化でドル高・円安圧力が優勢になり始めるだろう。一般に、諸々のマクロ経済政策に対する市場の評価は、当該時点までにおける金利、為替、株価などのプライス・アクションを踏まえた上で、「後出しジャンケンの結果論」でひとたび定まったかのように見えても、移ろいゆく市場環境を眺めつつ、無常の変化を繰り返す。債券市場や株式市場に比べて、為替市場は特にそのような傾向が強く、米国側環境変化でドル円相場のトレンド転換が促されれば、日銀の金融政策に対する市場評価もまた変わるだろう。

### 「ドル円」通貨ペアに限れば、貿易実需はまだ円買い超過になっていない

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銭から僅か3ヶ月強の間に▲16円31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。ここもと観察される円高の動きを、日本の貿易収支の黒字転化や経常収支の黒字拡大などに基づく「実需現象」だと見做す向きもあるが、日本の税関のホームページで確認すると、日本からの輸出の比率は2015年下半期の時点でドル建て53.1%、円建て35.5%となっているのに対して、日本への輸入についてはドル建て69.8%、円建て23.8%となっているため、ドル決済の貿易赤字は依然として10兆円前後で、円決済の黒字とほぼ拮抗した状態にある(図6)。毎日ドル円相場の日誌をつけている印象から言っても、かつて日本の貿易赤字が10兆円を超えていた頃のように「輸入のドル買い」が「輸出のドル売り」を圧倒的に凌駕していた状態ではなくなっているが、現状程度の貿易黒字の状態であっても実需絡みの需給トークは、「ドル円」通貨ペアに限れば、まだ円売り優位の日の方がドル売り優位の日より若干勝っているように思える。

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。



図6: 本邦の決済通貨別貿易収支(詳細版)

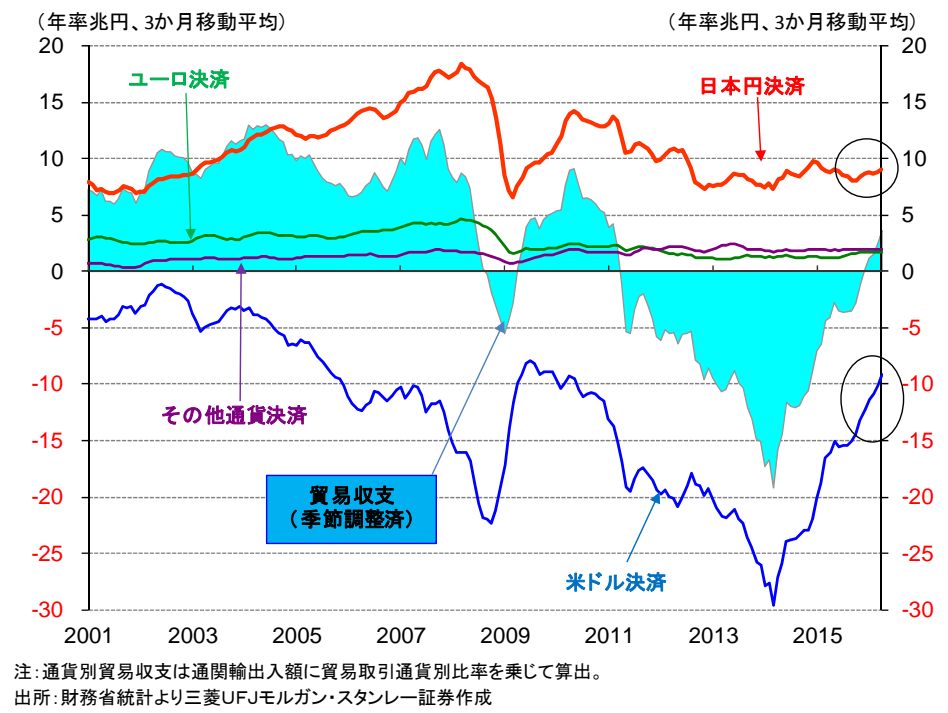
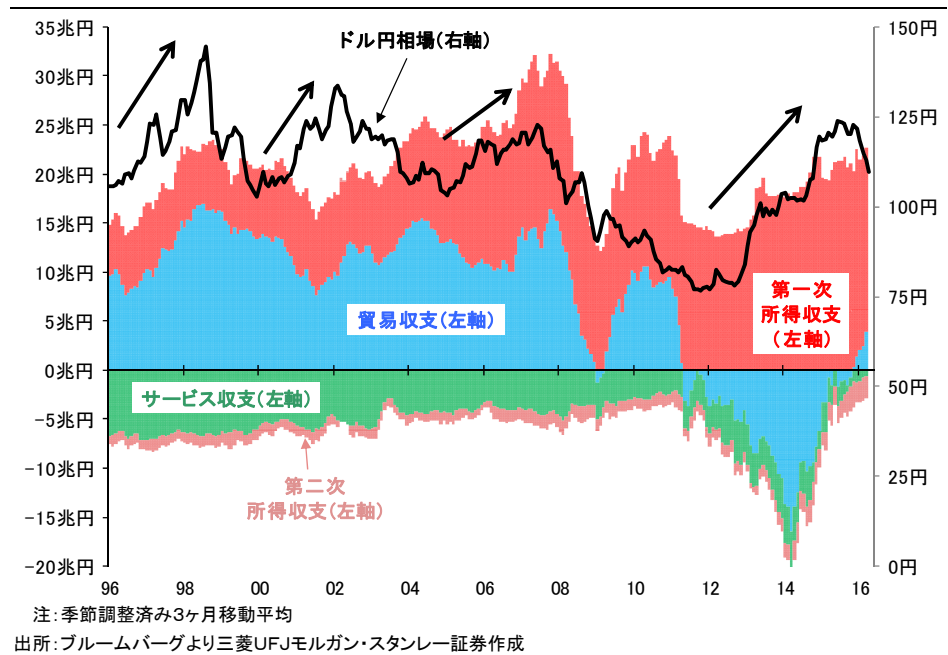


図7: 日本の経常収支の推移



経常収支の黒字は拡大したが、対外証券・直接投資は依然として大幅な流出超過が継続

経常収支黒字の大幅拡大には括目すべきものがあるが、近年ではその殆どが第一次所得収支の黒字であり、かなりの比率で円転されずに外貨建てのまま現地や本邦の口座に滞留している部分があると推測される(図7)。近年の所得収支黒字の増加は、為替円安の効果で海外からの利子・配当収入の円建て評価が水膨れした部分もあり、今後は縮

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。

小に転じる可能性もあるだろう。貿易収支の黒字転化も今年2月頃までの原油価格の下落に追うところが大きく、その後の原油価格の反発を受けて、再び収支トントン状態か小幅の赤字に戻る可能性もある。他方、日本からの対外証券投資のフローをみると、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6282億円と急減しているが、前月の国際収支ベースで4兆4866億円と過去最大の数字を記録した直後でもあり、総じてみれば足下の経常収支黒字に比肩できる海外への資金流出の担い手になっている(表1)。現下のような局面で大量に流出している対外証券投資は、特に外債投資の場合、かなりの割合で「為替ヘッジ付き」や「ヘッジ比率100%」に近いオープン型である可能性もあるが、「全てが外貨転を伴うと限らない」フローという意味では、「全てが円転されると限らない」第一次所得収支が中心となっている日本の経常黒字と大同小異だ。日本からの直接投資収支が依然として海外への資金流出超過の状態を維持していることも併せて考慮すると、いわゆる基礎収支の部分では、それほど極端な為替需給の偏りは生じていないのではなかろうか。

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)

(暦年)	対外証券投資(合計)									
	一般政府	預金取扱機関 (銀行勘定)	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	68,316	-1,201	24,651	44,866	3,895	10,386	19,520	423	13,059	-2,416
4	-6,006	-217	-12,070	6,282	1,952	3,498	9,857	-443	-5,676	-2,907

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

最近の円高加速は基礎的需給環境の変化ではなく、投資筋の戦略転換によってもたらされている

ちなみに、過去約20年間のドル円相場をみても、貿易収支が大幅な黒字で、かつ経常収支も安定的な黒字を計上していた時代にあっても、大規模な円安・ドル高が進行した局面は幾度も観測されている(前掲の図7)。「経常収支が黒字なので円高」という議論を展開してしまうと、恐らくこの先もずっと円高予想の呪縛にハマリ、為替相場の循環変動を予測する際の桎梏になりかねない。今から約3年前に実施された国際決済銀行(BIS)の

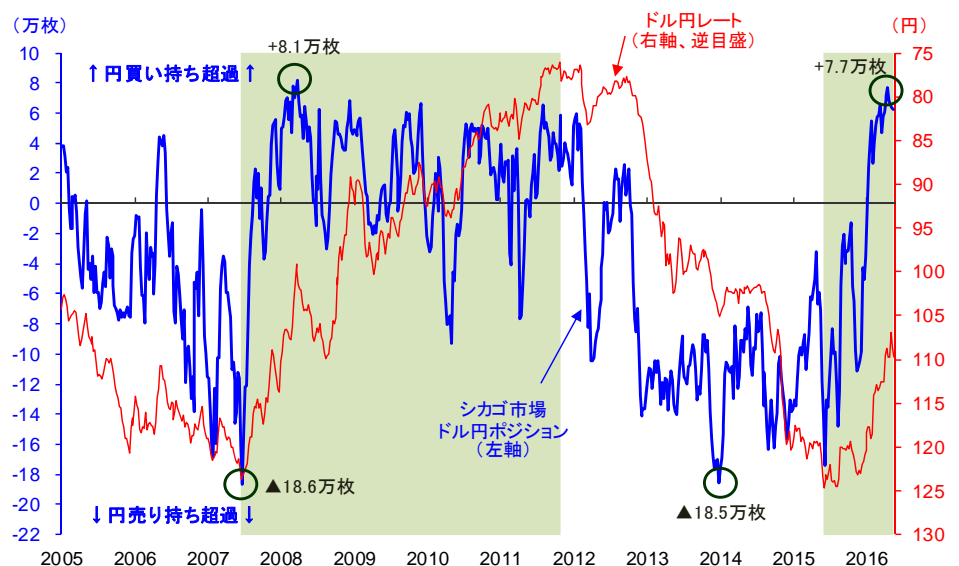
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

調査によれば、「ドル円」通貨ペアの市場だけで当時の1日当たりの為替取引は約9780億ドル、1年間の円換算では1京数千兆円を超える為替取引があると推測されていた。国内外の国際収支統計で部分的に推測できる為替需給の姿は、本当に限られているのが実情だが、それを手掛かりとして需給分析に活用する場合、最低限の気配りとして、経常収支と資本収支の両建てで表面的な数字を比較、需給偏在の規模について推定する必要があるだろう。そのような現状認識の下、筆者の見立てでは、昨年来のドル安・円高局面への転換は、国内外の投機筋による空中戦売買の基本戦略が、180度変わったことに起因して生じている現象だと考えている。

米国で安定的な利上げプロセスが再開されれば、  
投機主導の円高は収束へ

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きており(図8)、米大統領選挙絡みの不透明感がすぐに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た+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、一旦綺麗に整理されても、すぐにはかつてのような円売り超過の状態には戻らず、円買い超過の再構築に向かいやすいだろう。ただ、今後も米国で景気回復が続いて、短期金利が安定的に上昇し始めた場合、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と思われる。

図8:シカゴ通貨先物市場ドル円持ち高とドル円相場(2005年以降)



注: 為替持ち高は毎週火曜日時点での非商業筋と非報告筋の合計。為替相場は週平均、網掛けは円高局面  
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

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。

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

蛇足になるかもしれないが、日銀による「長期国債の爆買い＋マイナス金利政策導入」の影響が浸透してくる過程で、最近では日本国債の利回り曲線が満期10年前後のゾーンまでマイナス圏に水没した状態がほぼ定着、満期30年～40年でも断続的に0.3%台に突入するなど、史上に類例を見ない超・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カーボン債を入れ続けるのが、日を迫うごとに困難な状態が進んでいる。国内在住の投資家にとって「買える円資産」の発掘作業がどんどん無理になっていると言えるだろう。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くはずだ。実際、4月28日(木)には日銀会合での「ゼロ回答」というニュースがあまりにもショッキングだったため世の中的にはあまり注目されていなかったが、当日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た。具体的に為替オープン化の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＝100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。

ドル円相場の想定レンジ  
の下限を若干引き下げた  
ものの、年末年始に底入  
れとの判断はキープ

以上の要因を総合的に加味した上で、我々のドル円相場見通しの基本観を維持しておきたい。2016年10-12月期および2017年1-3月期末の想定レンジは1ドル＝100円50銭～113円50銭へと若干引き下げたものの、来年の年明け頃までは米大統領選挙絡みの不透明感やトレンド系のテクニカル指標による見た目の悪さが重石になって、下値探査モードが続くだろう。ただ、本稿で詳述したように、11月の米大統領選挙で「トランプ氏勝利」のテール・リスクが炸裂しない限り、いずれ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。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、基礎収支の需給環境も再び円売り優位に転じる局面も到来しそうだ。具体的な時期を断定するのは難しいが、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。

(次ページに見通しのグラフと表を掲載)

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9:2016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2:為替相場見通し

		2016年				2017年				2018年	2015年	2016年-2018年 (予想)		
		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	103.0-115.0	101.5-114.5	100.5-113.5	100.5-113.5	102.5-115.5	104.5-117.5	106.5-119.5	108.5-121.5	115.86-125.86	100.5-121.69	100.5-119.5	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	115.6-130.7	110.6-127.0	107.4-123.9	105.3-121.6	105.2-121.5	105.1-121.4	104.8-121.2	106.8-123.2	126.10-145.48	107.4-132.32	104.8-121.6	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	1.070-1.190	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	1.015-1.190	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5月26日11:00

(5月27日 11:00)

## 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チ

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。

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) に限定されています。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います。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。