

## 外貨投資の視点 (No.277)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年6月6日

### 消費税引き上げの再延期とドル円相場への影響

ポイント

- 安倍首相が消費増税の再延期を表明したが、14年11月の延期発表時のような株高・円安期待は盛り上がりせず
- 先行報道で増税再延期が織り込まれていた上、「アベノミクスの偏重運用」への懸念が市場の好反応を抑制
- 7月の参院選で首相設定の「勝敗ライン」を超えれば一時的に株高・円安の可能性も、持続性には疑問が残る
- 「財政再建の先送り」と「日銀の国債爆買い」を組み合わせた現在のポリシー・ミックスは長期的にはかなり危険
- 日銀の異次元緩和による「時間稼ぎ」には限界があり、潜在的な金融・為替市場の混乱リスクは地味に蓄積か

安倍首相が消費税率10%への引き上げを再度延期することを表明

6月1日(水)、安倍首相が消費税率10%への引き上げを再度延期、増税時期を2019年10月まで2年半先送りする方針を表明した。前回2014年11月の消費増税見送りの際には「国民の信を問う」として実施された衆議院の解散・総選挙は熊本地震の影響もあって今回見送られ、6月22日(水)公示、7月10日(日)投開票の日程で実施される参議院選挙で「アベノミクス継続の是非」が問われることになった。爾来、国内外の市場関係者の間では、今回の首相判断に対する評価や影響に関するマーケット・トークが活性化している。以下、この先のドル円相場に与える影響について、私見を整理しておきたい。

マーケット・インパクトを短期と長期に分けて考察

消費税率の引き上げ時期が再延期されたことによって引き起こされるマーケット・インパクトについては、短期と長期に分けて考える必要がある。

短期的な市場反応が概ね「ノー・インパクト」となった理由は3つ

まず短期的な影響に関しては、安倍首相による増税延期表明の直後に観察された数日間のプライス・アクションにより、概ね「ノー・インパクト」との評価が定着しつつある。強烈無比な株高・円安ショックを引き起こした2014年11月18日(火)に首相が増税延期を発表した直後と比較すると、市場の反応には雲泥の差がある。理由として、以下3点を挙げることが出来そうだ。

相次ぐ先行報道や前回の学習効果により、このタイミングでの増税延期発表はほぼ織り込まれていた

第一に、このタイミングでの消費増税再延期の発表について、各種メディアが競って展開していた先行報道により、市場では数ヶ月以上も前から織り込み作業が始まっていた。前回2014年11月18日(火)に安倍首相が消費税率の引き上げ延期を決めた前後の時期のドル円相場日誌を紐解いてみると、一部で増税延期の可能性は取り沙汰されていたものの、多くの市場関係者は半信半疑の心理状態にあり、降って湧いたような先行報道が相次いで、市場が「消費増税の見送り」と「衆議院の解散・総選挙の実施」をセットで急速に織り込み始めたのは首相会見の直前の週からだった。一方、今回については、前回の「消費増税見送り&衆議院解散騒動」に巻き込まれた経験による学習効果もあり、「官邸

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。

主催の有識者からの意見聴取が始まった頃から、市場は徐々にその可能性を織り込み始めていた。増税再延期の発表時期についても、「5月下旬の伊勢志摩サミット」、「7月実施の参議院選挙」などの政治日程などから類推して、100%の確信はなくても、「通常国会が会期末を迎える6月1日(水)の前後が非常に怪しい」との見方がかなり広範に流布していた。結果的に「アベノミクス」の常套手段だった「サプライズの演出」が今回については不発に終わった。

直前の日銀会合が「ゼロ回答」で市場の失望を誘っていた矢先に、首相が増税延期の理由として「世界景気の悪化懸念」を強調し過ぎたことも市場の好反応を抑制か

第二に、前回2014年11月18日(火)の増税延期表明は、同年10月31日(金)に日銀が市場の虚を突く「異次元緩和・第二弾」を発表した直後で株高・円安が加速していた最中だったのに対し、今回は4月28日(木)の金融政策決定会合で日銀が「ゼロ回答」を発表した失望感で急加速した「株安・円高ショック」の余韻がまだ生々しく残っている。1月29日(金)の日銀会合で発表され、2月16日(火)から導入されたマイナス金利政策についても、市場では賛否両論が渦を巻いているのが実情だ。安倍首相が消費増税の再延期を正当化するための理由として「中国など新興国景気の減速に伴う世界景気悪化懸念」を必要以上に強調し過ぎたことも裏目に出て、市場の株高・円安期待は一向に盛り上がっていない。テクニカル的にみても、前回の増税見送り決定時にはドル円相場場の52週移動平均線などの代表的な長期トレンド・ラインがシッカリとした右肩上がりの傾向にあった。だが、今回は長期トレンドが右肩下がりに転じた直後で日柄調整もまだ殆ど進んでいないことから、「チャートの見た目重視」でドル円トレードに参加してくるプレイヤー達の大局観が180度違っている(図1)。

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

7月の参院選で自公が再び圧勝出来るかどうか、今回は微妙な雰囲気も

第三に、この先7月10日(日)に実施される第24回参議院選挙で、これまでのように自民党と公明党の与党勢力が圧勝できるかどうかの読みについて、平均的な市場関係者の間で微妙な雰囲気が漂っている。安倍首相は今回の参院選を「アベノミクス継続の是非」を問う信任投票と位置付けて選挙戦に臨むと明言しており、自らが設定する「与党の

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。

勝敗ライン」を改選121議席の過半数にあたる「61議席」と掲げているが、実際に自公両党でこの議席数を獲得できるかどうかは、やってみないと分からない。政権交代の能力を備えた野党勢力が見当たらないのは前回選挙とあまり変わっていないが、今回の国政選挙では民主党と維新の党の合併によって誕生した民進党を中心に、一部野党勢力の候補者調整などの選挙協力も行われるようだ。今回の国政選挙から投票年齢が18歳以上に引き下げられることも接戦区での勝敗にどう影響するのか、読み切れない部分もある。

参院選で首相が設定した「勝敗ライン」を突破できても、株高・円安の反応は限られそう

首相による消費増税の再延期決断を「アベノミクスの失敗だ」とする野党の主張がどれほど多くの有権者に刺さっているかは微妙だが、「アベノミクスを推進すれば株価が上がって景気も良くなる」という世の中の期待は、開始当初の勢いを失っているのも事実だ。仮に首相が設定した高めの勝敗ラインをクリアすることが出来た場合、一時的には「安倍政権の基盤強化」を株式市場が好感して「リスクオンの株高・円安ムード」が広がる可能性はあるが、安倍首相が強調する世界経済の下振れリスクが晴れない中では、そうした市場反応の持続性には疑問が残る。逆に与党の獲得議席が首相の設定ラインを大幅に下回る事があれば、「アベノミクスに対する信任投票に首相が敗れた」との市場評価が広がり、「リスクオフの株安・円高ムード」が広がるリスクも排除できない。

アベノミクスによる景気浮揚効果の持続性に対する疑念が、株式市場のポジティブ・リアクションを抑制

これらの諸点を考慮すると、今回の首相判断に対して、株式市場の好反応を期待するのは難しい。消費増税の再延期で国内需要の落ち込みが回避されるのは、短期的には歓迎すべき面もあるが、後述する日本の財政状況悪化懸念も念頭に、「消費税率10%への引き上げは一時的に先送りされただけ」との認識は広く一般に広がっており、家計の消費意欲が一気に盛り上がることはなさそうだ。度重なる消費増税の延期により、老後の社会保障の目減りや負担増に対する消費者の不安はむしろ高まっている嫌いもあり、「アベノミクスによる景気浮揚効果」に対する世の中の期待が現実の株価動向などによって萎んでしまっている中では、為替円安効果も限られそうだ。

政府の放漫財政と日銀の異次元緩和を組み合わせるポリシー・ミックスは長期的にみるとかなり危険

他方、より長期的な視点に立脚した場合、「財政健全化計画の著しい遅滞」と「日銀による国債爆買い」を組み合わせられて実施されている現在の財政・金融のポリシー・ミックスは、非常に危険を孕んでいると判断せざるを得ない。超・長期的には、金融・為替市場のボラティリティーを著しく高めるリスクが水面下で蓄積される可能性を意識しておくべきだろう。

消費税率引き上げの2年半延期により、第3次安倍内閣での増税は事実上凍結された

安倍首相の自民党総裁としての任期は2018年9月末までであり、その先の2019年10月まで消費税率の引き上げ延期が決定的になったことで、事実上は第三次安倍内閣の治世下での消費増税は凍結されたに等しい。国会で立法化して国内外に確約した消費税率の引き上げを「国家首班の政治判断によって2度にわたって延期できる」ことが事実によって証明されてしまった以上、次の内閣が計画通りの2019年10月の消費増税を認めるかどうかについても、合理的な疑念が払拭できない。政府は国と地方を合わせた基礎的財政収支(プライマリー・バランス)を「2020年度に黒字化する」との財政再建目標を堅持するとしているが、楽観的な経済前提などに基づく健全化計画自体に信憑性が伴っていないことは、既に多くの有識者が指摘している。1日(水)の記者会見で安倍首相は大型の経済対策を柱とする2016年度の第二次補正予算を編成、秋の臨時国会での成立を目指すとの考えを表明した。喫緊の課題となっている社会保障の充実についても、子育て

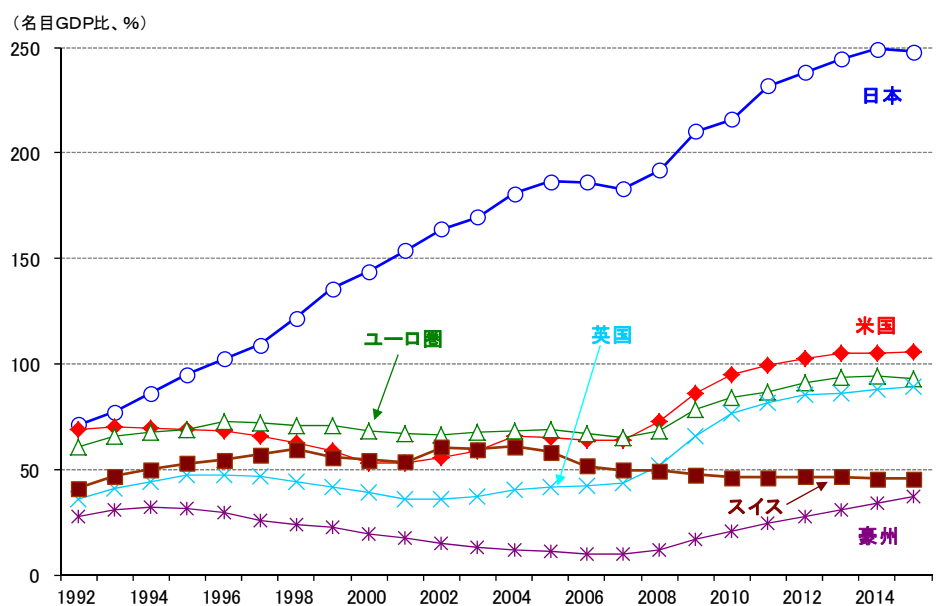
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

や介護などに重点を置いた先行策を実施する、などと述べているが、具体的な財源については予定通りの消費税率引き上げによる税収が反故にされたため、明確にはされておらず、「アベノミクスの加速」による増収が活用される計画のようだ。

政府の放漫財政に対する抑止力となるべき金利上昇圧力が、中央銀行の公債購入で封印されている状況は相当に不健全

「機動的な財政政策」はアベノミクスの看板の一つだが、国政選挙前の公約による財政支出の拡大には無類の機動力を発揮する一方、中長期的な財政再建の取り組みについては様々な理由を設けて機動力を封印する、という非対称的な運用がこの調子で続く場合、既に名目国内総生産の250%近くに達していると推測される一般政府の債務残高は、財政の発散リスクを喚起する「見えない臨界点」に向かって着実に近づいて行く(図2)。日銀がマイナス金利政策の導入によって利回り曲線の短期ゾーンを水没させ、政府の純発行額を上回る規模で長期国債を「爆買い」し続けている間は国債利回りの上昇圧力はほぼ完封された異常な状態が続きそうだが、本来ならば「放漫財政の抑止力」として強力に機能することが期待されているはずの金利上昇圧力が、中央銀行の常軌を逸した国債購入によって封印されているという状態は、長期的に見て相当に不健全だ。

図2: 主要通貨圏の政府債務残高(名目GDP比)の動向



注: 2015年の値はIMFの推定および予測値  
出所: IMF「世界経済見通し2016年4月」より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

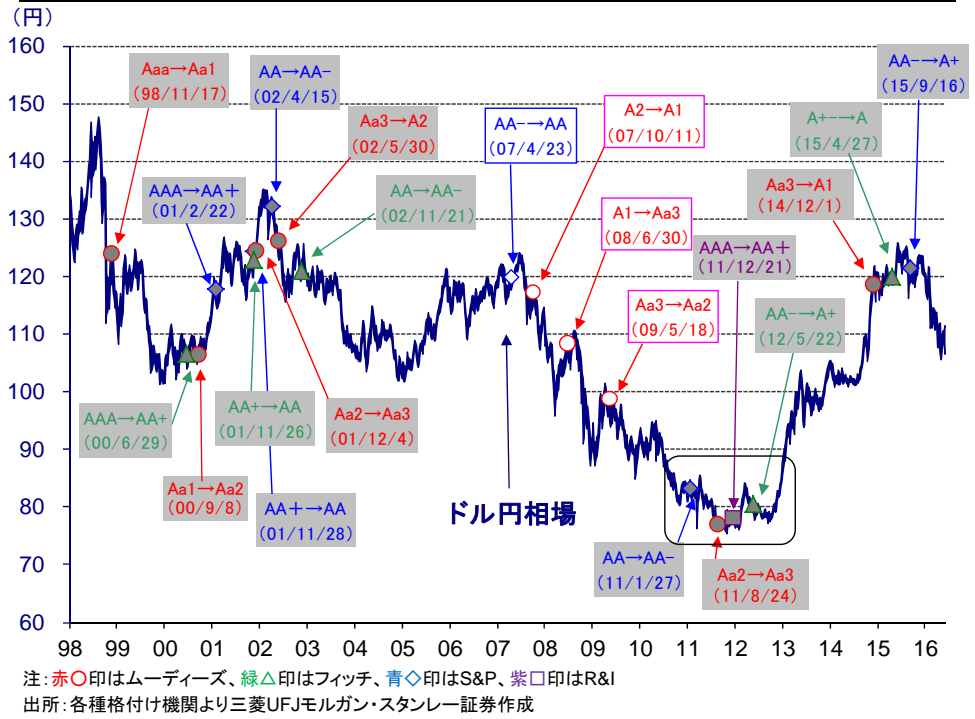
前回の増税延期は「1度目」で「1年半」、今回は、「2度目」で「2年半」

そこで改めて主要な格付け機関による日本国債の格付け変更の履歴を振り返ってみると、2014年11月に安倍首相が消費増税の1年半延期を決めた後、海外の格付け機関3社はいずれも1年以内に1段階の格付け引き下げを実施している(図3)。今のところ、3機関ともに格付けの変更に踏み切る可能性には言及していないが、今回の消費税率10%への引き上げは「延期」ではなく「再延期」であるほか、増税時期の先送り期間も「2年半」と前回よりも1年長くなっている。第3次安倍内閣の任期中の消費増税が事実上封印されたことも併慮すると、客観的にみて前回よりも今回の方が、中長期の財政政策運営に対

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。

する信託を毀損する度合いが強いと言わざるを得ない。この先、数年以内に日本国債の格付けが一段と低下する可能性は意識しておくべきだろう。

図3: 日本国債の格付け変更の履歴とドル円相場



日本国債の格付けが、もしも一段と低下し続けた場合は「トリB落ち」の懸念も

既に多くの市場関係者によって指摘されていることだが、この先、海外主要3機関の格付けが1ノッチずつ下がっただけでは日本国債は「シングルA格」を維持できるが、2ノッチずつ下がると1/3機関の格付けが「トリプルB格」の領域に片足を踏み入れることになる(表1)。2/3以上の機関によって3ノッチ・ダウンを食らうと海外投資家の多くがソブリン格付けの目処にしているとされる「主要3機関の格付け中央値」が「トリプルB格(=通称トリB)」に落ちる可能性があり、日本の国債に対する市場の見方がこれまでよりも断層的に厳しくなる可能性があるだろう。大相撲の番付に例えると、「トリプルA」、「ダブルA」、「シングルA」の間に存在する印象格差は「横綱」、「三役」、「前頭」というイメージだが、「トリプルB」に下がると幕内からの陥落を意味する「十両落ち」の風情が付きまとう。市場関係者の心象風景に映り込む日本国債のイメージが、これまで以上に劣化するリスクはあるだろう。

それでも日銀が国債の爆買いを続けた場合、「トリBなのにマイナス金利」という異常事態が示現、金融為替市場の混乱リスクが水面下では一層蓄積

もしもそのような状態になっても日銀が現在の金融政策を継続する場合、「トリBなのにマイナス金利」という謎のソブリンを中銀が無制限に買う、という異常な財政・金融政策の組み合わせの持つ潜在的な危険性が一層際立つことになる。現在日銀が実施している年率80兆円というペースでの国債購入は、未来永劫に続けられる政策でないことは自明の理だ。具体的な時期を特定するのは難しいが、どこかで市場の堪忍袋の緒が切れる「Xデー」が訪れた場合、これまでずっと「不発の懸念」であり続けた「悪い金利上昇圧力」が現実のものになる可能性はあるだろう。その際のドル円相場がどのような振る舞いを見せるのかについての見解は十人十色だろうが、円金利の急騰(=国債の暴落)に伴う「リ

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。

スクオフの円高圧力」、「日本売りによる悪い円安圧力」を唱える意見が錯綜しそうだ。主要先進国の戦後史において類例のない局面の中で、為替相場にどのような影響が及ぶのか、「人知を以て推し測るのが難しい」としか言いようがないが、上下どちらに振れるにしろ、金融・為替市場のボラティリティが著しく上昇することだけは間違いなさそうだ。

表1: 主要格付け機関による外貨建て長期国債のレーティング

ムーディーズ		スタンダード&プアーズ		フィッチ・レーティングス		格付け投資情報センター	
Aaa	米国・カナダ ドイツ シンガポール 豪州・ニュージーランド	AAA	カナダ ドイツ・英国 シンガポール 豪州	AAA	米国・カナダ ドイツ シンガポール 豪州	AAA	米国 ドイツ・フランス・英国 シンガポール 豪州
Aa1	英国	AA+	米国	AA+	英国	AA+	日本
Aa2	フランス・韓国	AA	フランス ニュージーランド	AA	フランス ニュージーランド	AA	台湾
Aa3	中国・台湾 チリ	AA-	中国・台湾・韓国 チリ	AA-	韓国 サウジアラビア	AA-	
A1	日本 イスラエル サウジアラビア	A+	日本・イスラエル アイルランド	A+	中国・台湾 チリ	A+	中国・韓国
A2		A		A	日本 イスラエル アイルランド	A	イタリア
A3	メキシコ アイルランド	A-	サウジアラビア	A-		A-	アイルランド
Baa1	タイ	BBB+	メキシコ タイ スペイン	BBB+	イタリア・スペイン メキシコ タイ	BBB+	南アフリカ メキシコ タイ
Baa2	イタリア・スペイン 南アフリカ	BBB		BBB		BBB	スペイン インド
Baa3	インド	BBB-	イタリア 南アフリカ インド	BBB-	インド 南アフリカ	BBB-	ブラジル

出所: ブルームバーグ、6月6日時点より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

「杞憂」に終わることが望まれている「日本財政の発散リスク」

今すぐに備えが必要な状態になっているとまでは断言できないが、日銀の異次元緩和による時間稼ぎは、いずれ下されることになる(かもしれない)市場の審判のときまで、「無限の猶予」を与えてくれる訳ではない。日本政府が中長期的な財政再建に取り組む意思と能力を示すことが、日銀による「好ましい出口戦略」の策定には必要不可欠だ。「日本の財政発散リスク」に対して警鐘を鳴らし続けている一部の市場関係者や有識者達にしても、自分たちが唱えている懸念が現実になることは決して望んでおらず、「狼少年」あるいは「杞の国の人」と揶揄され続けたまま人生を終え、次世代に対する責任を果たすことを希求している。目先の相場予想にはなかなか馴染まないことは事実だが、中長期の金融・為替市場を展望する上では、避けて通ることのできない必須の考察テーマになりそうだ。7月10日(日)の参議院議員選挙で示される「日本の民意」に注目したい。

(6月6日 14:30)

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。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきまして、個別に「無登録格付である旨」をご案内している場合は、以下の説明事項をご確認いただけますよう、お願いいたします。

## 1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

## 2. 無登録の格付会社の例について

三菱UFJモルガン・スタンレー証券がご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

## 【スタンダード&amp;プアーズ】

## ➤ 格付会社グループの呼称について

S&P グローバル・レーティング (※)

## ➤ 同グループ内で登録を受けている信用格付業者の名称及び登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社 (金融庁長官 (格付) 第5号)

## ➤ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ (<http://www.standardandpoors.co.jp>)

の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>) に掲載されております。

## ➤ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体又は特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体又は特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却又は保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質及び量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デューデリジェンス又は独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

(※)「S&P グローバル・レーティング」は2016年4月28日付で「スタンダード&プアーズ・レーティング・サービス」から名称を変更しました

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。

## 【ムーディーズ】

- 格付会社グループの呼称について  
ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク
- 同グループ内で登録を受けている信用格付業者の名称及び登録番号  
同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。  
ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）
- 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について  
ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moodys.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。
- 信用格付の前提、意義及び限界について  
ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下、「ムーディーズ」という。）の信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。  
ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

## 【フィッチ・レーティングス】

- 格付会社グループの呼称について  
フィッチ・レーティングス
- 同グループ内で登録を受けている信用格付業者の名称及び登録番号  
同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。  
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）
- 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について  
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。
- 信用格付の前提、意義及び限界について  
フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」という。）の格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。  
フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。  
信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他

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。



の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、平成 28 年 4 月 30 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

以上

## 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、自己の勤定もしくは他人の勤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

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。

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まれておりません。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。

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。

**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。