

外貨投資の視点 (No.278)

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14日

英国の欧州連合(EU)離脱懸念と外国為替相場

ポイント

- 6月23日の英国国民投票でEUからの離脱が決まった場合、ポンドドルの「1.40鉄板伝説」が瓦解する懸念が台頭
- ただし、EU離脱のテール・リスクが強く意識されている分、残留となった場合は「1.40鉄板伝説」が4度目の炸裂へ
- ドル円相場の反応は、EU離脱なら一時的には「リスク回避の円高」、残留なら「リスク・センチメント改善」の円安
- 初期反応を完璧に読むのは至難だが、どちらに振れてもポンド円は発射台±5~10円、ドル円は同±2~4円か
- ただし、本質的には「ドル円直撃系のネタ」ではないため、短期的なボラ・アップ一巡後には直接的影響は減衰へ

欧州連合(EU)からの離脱の是非を問う国民投票の投開票日が接近

欧州連合(EU)からの離脱の是非を問う英国国民投票の時期が目前に迫ってきた。6月23日(木)に示される英国の民意に対して世界中の市場関係者が注目している。ここで改めて最近のポンドドル相場を振り返ると、2月末に盛り上がった離脱不安で一時1ポンド=1.3836ドルと約6年11カ月ぶりの安値を記録した後、米国のオバマ大統領による「離脱警告」や欧州各国の要人による「残留推奨」を受けて5月にかけては断続的に1.47ドル台まで持ち直す場面もあったが、「決戦の時」が近づくにつれて不安が再燃、足下では断続的に1.42ドル前後に差し込むなど、ポンド軟調気味の展開になっている。

世論調査の結果に一喜一憂する外国為替市場

英国のキャメロン首相は有権者に対し、経済的な打撃が大きいEU離脱を選択せず、残留に投票するよう呼びかけている。だが、ここもと相次いで実施されている各種世論調査の結果をみると、最近はこちらかという「離脱支持」が優勢気味の雰囲気強い。英インディペンデント紙が調査会社ORBに依頼して8日(水)~9日(木)に実施したネット調査では、「離脱派が55%と残留派の45%を10ポイントも引き離れた」との結果が示されその後のポンド急落の呼び水となった。オンライン調査の傾向として、電話調査より離脱優位に出やすいと言われているが、ORBによれば1年前に同じ問題で調査を開始した当時は残留派が10ポイント差でリードしていたという。今回の調査で離脱派が記録した真逆のリードは、開始以来で最大だったようだ。週明け13日(月)に実施された3つの世論調査では、いずれも離脱支持派が残留支持派を凌駕していた。投開が判明する直前まで、市場は各種世論調査や出口調査の結果に振り回される状態が続くだろう。

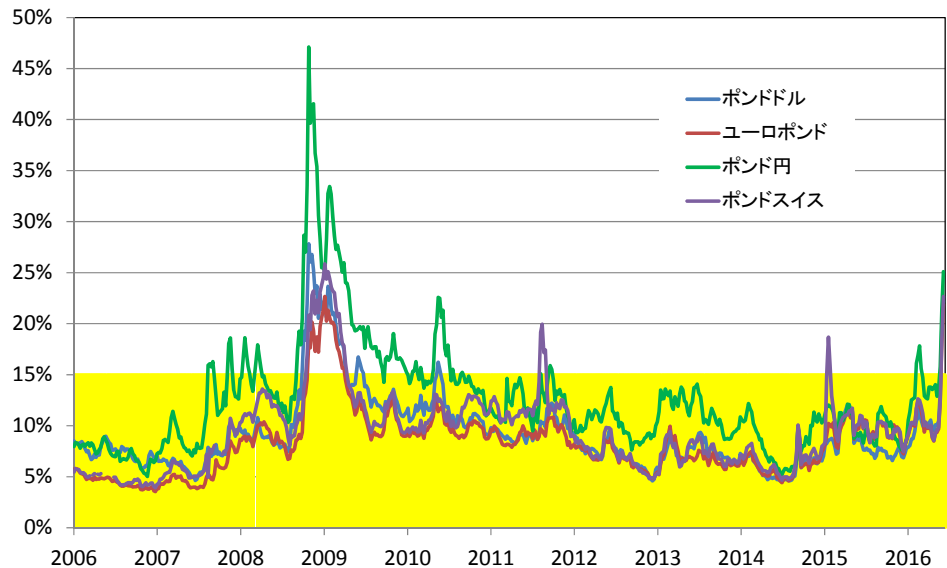
EU離脱の民意が示された場合はポンド安が加速するリスクが台頭

このような状況を受け、最近の為替市場では折に触れてポンド売りオプションの人气が高まり、主要なポンド相場の予想変動率が節目の15%を超えて上昇する(図1)など、「EU離脱となった場合のポンド安リスク」が意識されている。もしも英国国民投票で離脱が決まった場合、EU域内で相互撤廃されている貿易関税が復活する可能性があるほか、英国で活動している金融機関や多国籍企業が海外に出て行くリスクが懸念されているからだ。

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。

現在、英国の経常収支は大幅な赤字であり、昨年の赤字額は962億ポンドと過去最大規模に膨張している。EU離脱が嫌気されて海外への資本逃避が加速すれば、大規模なポンド安圧力がかかることは避けられそうにない。

図1: 主要ポンド相場の予想変動率の推移



注: アットザマネー1ヶ月の週間平均値
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

EU離脱で経済に悪影響が及んだ場合、英中銀に金融緩和圧力がかかり、スコットランドの独立問題が蒸し返される可能性も

英国のEU離脱懸念については、既に国内の企業活動や不動産価格に微妙な悪影響が出始めているとの指摘もあり、景気下押し圧力が強まれば、英国中銀(BOE)に対する金融緩和圧力が強まり、ポンドの先安観が更に増幅されそうだ。実際、先月の記者会見でカーニーBOE総裁は、「英国がEUから離脱した場合は景気後退に陥る可能性が高い」との見解を示している。加えて、この先もしも英国のEU離脱が決まった場合、2014年9月の住民投票で「英国残留」を選んだスコットランドの独立問題が蒸し返される可能性も否定できない。スコットランドに独立された場合、英国は国土面積と人口の何割かに加え、北海油田の権益などもかなり失うリスクを抱えることになるかもしれない。

英国のEU離脱が決まった場合、ポンドドルの「鉄板伝説」の当否が焦点に

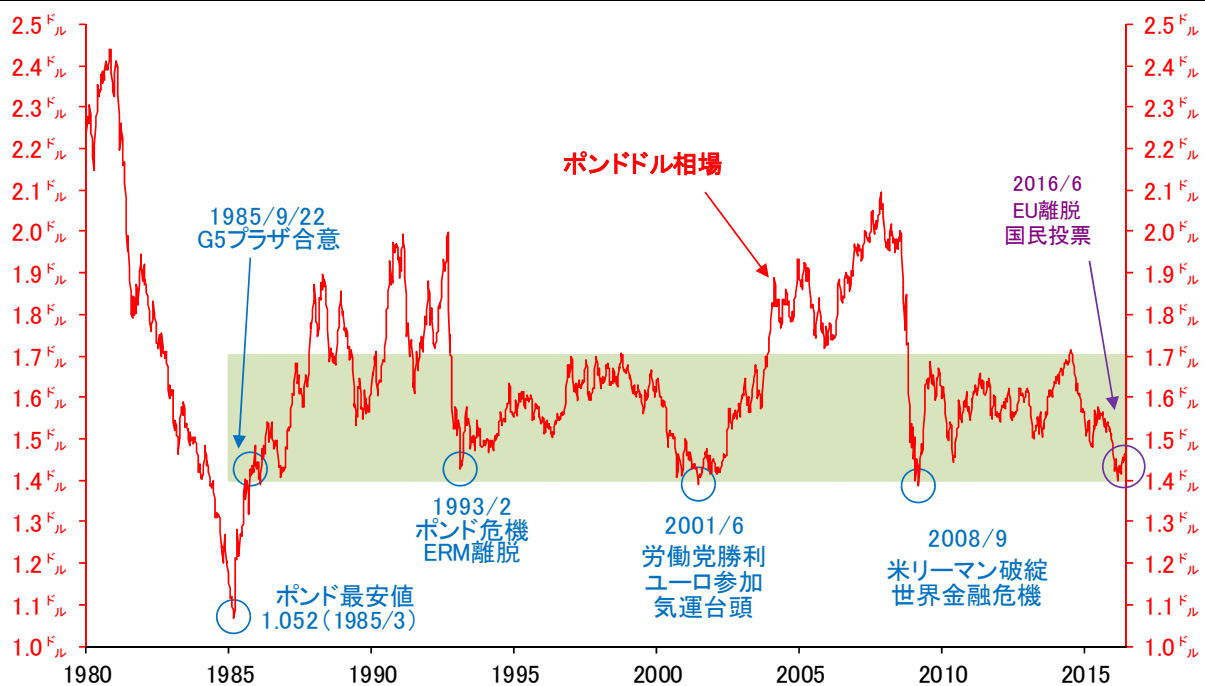
これだけ様々な問題が指摘されている中、何故過半数に迫る英国の有権者がEUからの離脱を支持しているのか、部外者である我々には良く分からない面もある。国外からの移民政策や市場規制などでの独自性を確保することが離脱支持派の狙いだと報じられているが、12日(日)米国フロリダ州で起きた過去最悪の銃乱射テロの報道などに接すると、経済的合理性に代え難い社会的安定性が希求されているのかもしれない。いずれにしろ、「英国国民の審判」が下される瞬間は刻一刻と迫りつつあり、現時点で分かっているのは賛否両論が英国内で渦を巻いていて、投票結果が判明するまで「どっちに転ぶか分からない」ということだ。もしも23日(木)の国民投票で離脱派が勝利、上記諸々の懸念が一気に噴出してしまった場合、我々が想定しておくべきポンド相場の下値目処は、一体どの辺りになるのだろうか。焦点になるのは、国内外のポンドドル取引愛好者の間で語り継がれている「1.40アラウンド鉄板伝説」の経験則(アノマリー)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。

プラザ合意後のポンドドル相場は、何故か1.40ドルが鉄板のフロアーに

1980年代以降のポンドドル相場のチャートを見ると、①BOEが米系ファンドのポンド売り投機に打ち負かされて欧州為替制度(ERM)からの離脱に追い込まれた1990年代初頭、②労働党のブレア政権の下で英国のユーロ参加気運が一時的に盛り上がった2000年代初頭、③リーマン破綻後の世界的な金融危機に英国も巻き込まれた2000年代末期、という3回の局面でポンドの下げが加速したが、いずれも1ポンド=1.40ドル前後で底入れし、その後は4年以内に最低でも1.70ドル前後まで反発している(図2)。結果論になるが、この間、7~8年間に1回ぐらいしか巡ってこないチャンスを捉えて1ポンド=1.40ドル前後の水準でポンドドルを買って1.70ドル前後で売却すれば、4年以内に2割程度の為替差益を得て儲かっていたことになる。こうした過去のアノミーを重視するなら、足下のポンドドル相場には4度目の「買いの好機」が訪れているという判断になる。

図2:ポンドドル相場の長期推移



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

英国のEU離脱が決まった場合、ポンドドルの鉄板伝説は瓦解する可能性も

ただ、今回の英国国民投票でEU離脱が決まった場合、このアノミーは瓦解する可能性もある。過去3回のポンド安局面と今回とでは、潜在的な危機の深刻さが違うからだ。1990年代初頭の通貨危機の時は、ポンド売りの主役はリアルマネーではなくヘッジファンドだと言われている。このため、BOEがポンド売り投機に負けて英国がERMから離脱した後は利益確定の買い戻しも入りやすかった。2000年代初頭のポンド安局面では、01年6月の総選挙で大勝した労働党のブレア首相が英国のユーロ参加に前向きだったため、「対ユーロでポンドが相当調整しないと英国の産業が打撃を受ける」との思惑が台頭、当時大幅に下落していたユーロにつられてポンドも売り込まれたが、ポンドの弱さが原因という印象は薄く、ブレア首相が目指した「英国のユーロ参加」は、実際には世論の反対で実現しなかった。リーマン破綻後に観察された強烈なポンド安は、当時「未曾有」と形容さ

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。

れたグローバルな金融危機の発生に伴って一時的に強まったドル資金に対する需要の産物だった面もあり、そもそも危機発生の震源は英国ではなく米国にあった。

杞憂では済まなくなる英国経済への悪影響

だが、今回のEU離脱問題はかなり様子が違う。23日(木)に迫る国民投票で英国の離脱が決まった場合、海外への資金流出の主役は、短期筋ではなく英国に拠点を置いている多国籍企業や金融機関の「イギリス離れ」になる可能性がある。英国の実体経済に及ぶ打撃は、恐らく杞憂では済まないだろう。経常収支の赤字国である英国で資本逃避が生じた場合に発生するポンド安圧力は、かなり息の長いものになる可能性がある。

EU離脱を予想するなら、事前のポンド売り投機が合理的な選択に

結果的に、ポンドドル相場が過去四半世紀以上のプライス・アクションで培ってきた鉄板のアノマリーが瓦解したら、1.40ドルを下抜けして一体どこまで下がるのか、良く分からなくなる可能性がある。前掲図2のチャートの形だけを見て判断すると、過去最安値である1ポンド=1.0520ドルまで、これといった下値攻防ラインの目処になりそうなポイントが見当たらないのが相当不安だ。英国のEU離脱を予想するなら、事前にポンド売りのポジションを持つのが非常に合理的な選択になる。

ただ、離脱不安が強まっている分、残留になった場合の安堵感は逆に強烈になる可能性も

ただし、そのような下値不安が強まっている分、国民投票で「EU残留」の民意が示された場合、ポンドが一気に切り返してくる可能性も捨て切れないのが非常に悩ましい。最近では市場関係者がこぞって「英国がEUから離脱した場合の悪影響」に関するシミュレーションを膨らませているような印象も否めず、残留が決まった場合に喚起される安堵感には逆に強烈になるかもしれない。その場合、過去四半世紀で3度にわたって繰り返されたポンドドルの「1.40ア라운드鉄板伝説」がまたも炸裂、「ポンド売買必勝の法則」として語り継がれていく賞味期限が更に延びそうだ。あと約8営業日後に迫ってきた「6.23英国国民投票」は、ポンド強気派、弱気派の双方にとって、非常に切れ味の鋭い「両刃の剣」だと言えるだろう。いずれにしろ、一生のうちに何度もライブで目撃できるイベントではない。「観るも相場」に徹するだけでも、貴重な体験の蓄積が進みそうだ。

英国国民投票がドル円相場に影響する経路は、クロス円経由とストレートドル経由の2種類がある

最後に、今回の英国国民投票の結果がドル円相場のプライス・アクションにどのような影響を与えるのかについて、「頭の体操」を行っておきたい。本質的には「ポンドが主役」の為替売買を喚起するイベントであるため、もしも23日(木)の国民投票で英国のEU離脱が決まった場合、ポンドはドル、ユーロ、円、スイスフランなどの通貨に対してほぼ同時に売り込まれる可能性が高い。その際、ドル円相場に対する影響としては、「クロス円市場で発生するポンド安・円高圧力」と「ストレートドル市場で発生するポンド安・ドル高圧力」のどちらが強く伝染してくるかが鍵を握ることになる。

英国のEU離脱が決まった場合、ドル円相場のイニシャル・リアクションはポンド円重視で円高に振れそう

恐らく短期的には「英国、EU離脱を選択」というヘッドラインが流れた直後に高まる不透明感を嫌気して市場のリスク許容度が萎縮、ドル円相場はクロス円市場に由来するポンド安・円高圧力に強く反応する可能性が高いだろう。いわゆる「イニシャル・リアクション」に限れば、ポンド円相場の急落に巻き込まれてドル円相場も下振れ気味の展開になりそうだ。逆にEU残留が決まってポンドが切り返してきた場合は、世界中の市場関係者のメンタル・ヘルスが一時的に改善して英国内外で株価が上昇、ドル円相場はクロス円市場に由来する円安圧力により強く反応することになるだろう。市場の短期反応を完璧に読み切

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。

るのは至難の業だが、筆者の勝手な見積もりでイメージすると、英国国民投票の結果を受けて為替が上下どちらに振れる場合でも、ポンド円相場は「結果判明直前の発射台」の水準を起点にして±5円～10円程度、ドル円相場は同じく±1.5円～3.5円程度の影響を受けるのではないかと空想している。

ただ、初期のボラ・アップが一巡すると、ドル円相場は日米両国の母国市場眺めの状態に戻りそう

ただ、冷静に考えれば、たとえ今回の英国国民投票でEUからの離脱が決まっても、経済的な打撃を直接受けるのは英国だ。間接的な悪影響についても、大陸欧州諸国や周縁国には無視できないインパクトが及ぶかもしれないが、英国のEU離脱によって米国や日本のマクロ経済指標に明示的かつ不可逆的なダメージが及ぶとまでは思っていない。「イギリス離れ」を起こすのではないかとされている多国籍企業や金融機関等についても、英国のEU離脱の影響で倒産の危機に晒される訳ではなく、別の地域に活動拠点に移るだけなので、世界経済全体の潜在成長率やグローバルな金融仲介機能への悪影響が、それほど深刻なものになるとも思えない。いわゆる「ドル円直撃系のネタ」ではないことも併せて考慮すると、ポンド円相場の反応に比べてドル円相場への影響は控えめになり、「離脱」、「残留」どちらのヘッドラインが飛び込んできた場合でも、イニシャル・リアクションによるボラティリティーの上昇が一巡すると、ドル円相場は日米両国の母国市場から配信される情報を睨んだ価格形成に戻っていくのではなかろうか。ドル円相場のチャート・フェイスが一変するほどの影響が認められない限り、趨勢判断の軸足は「ドル円直撃系」のファンダメ要因や需給分析に据えるスタンスを維持したいと考えている。

(6月14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、

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。

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・国やその他の地域の市民・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 (プ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

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。

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。

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。