

外貨投資の視点 (No.279)

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23日

ドル円相場:2016年6月の回顧と今後の展望

ポイント

- ドル円相場の予測を下方修正。年末年始にかけ、下ヒゲの先端が「二桁円台」に差し込む可能性も排除せず
- チャート・フェイスの印象悪化が市場参加者の為替売買行動に影響、当面は「レベル感」より「方向感」を重視
- ただ、米国で「トランプ大統領誕生」のテール・リスクが炸裂しなければ、緩やかな利上げ再開シナリオが実現
- 日銀緩和による通貨安圧力は水面下で蓄積、日柄調整が進めば、投機主導のドル安・円高圧力は収束しそう
- 「テクニカル」、「ファンダメ」、「需給」の三要素がドル円相場の底入れを促す時期は、来年の年明け以降と想定

ドル円相場が一時1ドル＝103円55銭と、約1年10ヶ月ぶりの安値圏に下落

ドル安・円高の奔流がなかなか収まらない。6月16日(木)のロンドン市場では一時1ドル＝103円55銭と2014年8月22日(金)以来、約1年10ヶ月ぶりの安値圏まで差し込む場面があった。欧州連合(EU)からの離脱の是非を問う「6.23英国国民投票」に対する不透明感を背景に市場のリスク・センチメントが不安定化する中、15日(水)～16日(木)にかけて開催された日銀金融政策決定会合で追加緩和が見送られたことが円高加速の引き金になった。「日銀会合で追加緩和が見送られた直後に株安・円高が急加速する」という現象は、4月28日(木)の前回会合の時にも観測されている。多くの市場関係者の間に妙な既視感が広がる一幕となった。

図1: 2011年来のドル円相場と「前年同期の雲」の水準



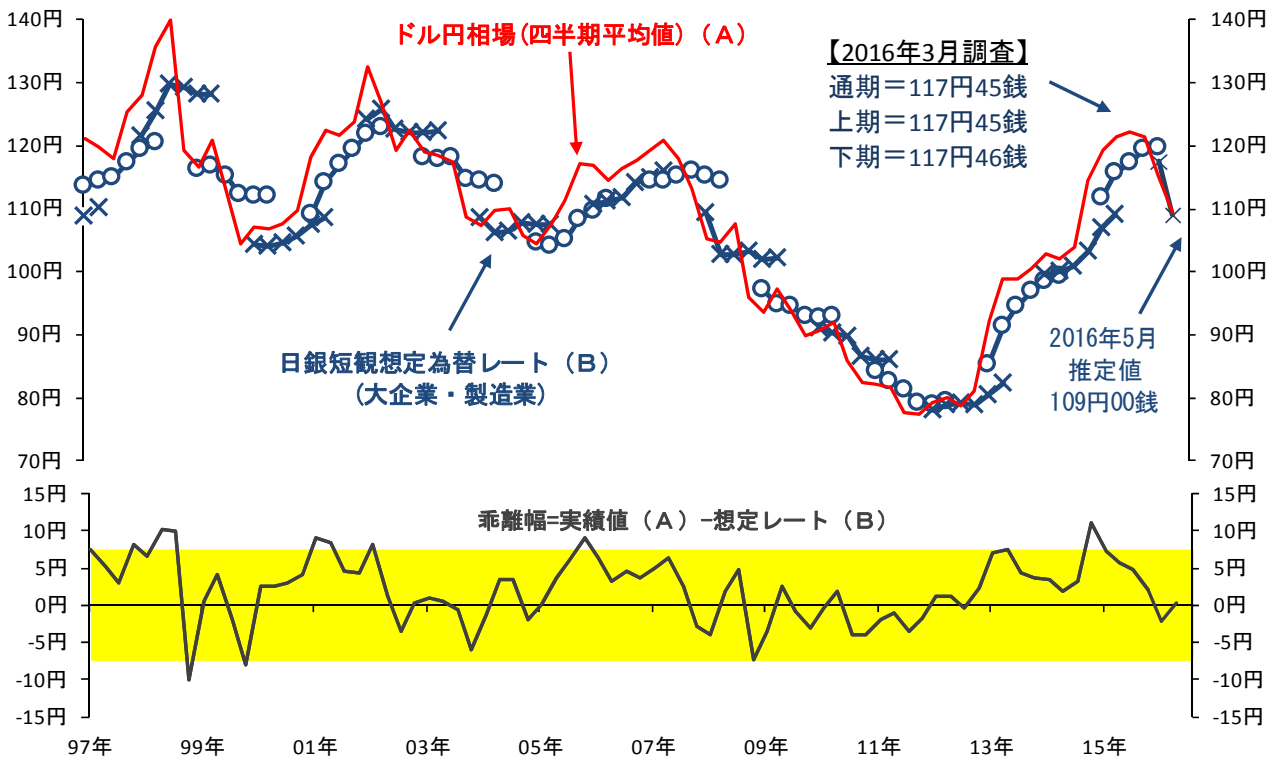
出所:ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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。

「大方の予想通り」だった日銀会合の結果を契機にドル安・円高が加速したことで、地合いの悪さが改めて確認された

ただ、一部通信社が報じた真贋不明の観測記事で市場の追加緩和期待が一気に盛り上がっていた前回とは違い、今回の日銀会合に対しては日経クイック社の緊急事前調査によれば約8割の関係者が「現状維持」を予想していた。今回示された「現状維持」の決定は、平均的な市場関係者にとってサプライズだったとは思えない。にもかかわらず、当日の東京市場では早朝高値の106円03銭から夕刻安値の103円55銭まで、約▲2.5円もの幅でドル安・円高が加速した。「ほぼ予想通りの結果」に対してリアクション芸人顔負けの急落劇が喚起されたことで、相場の底流にある「地合いの悪さ」が改めて確認された。わずか半日間で約▲2.5円にも達する差し込みは、流石にスピード違反であり、急ピッチの下げが一巡すると小幅に買い戻されたが、手前の急落に比べると戻りの鈍い印象が否めない。日銀会合の結果が発表される15分ほど前から始まっていた怪しげな円高投機が巻き戻されても105円前後の上値が重く、本稿の脱稿時刻である23日(木)の15:00現在、ドル円相場は104円台後半で英国民投票の「結果待ちモード」に移行している。

図2: 日銀短観事業計画前提レートとドル円相場の実績



出所: ブルームバーグ、各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

ドル円相場の予測を下方修正、新しい想定レンジでは、年末年始に「二桁円台」への差し込みリスクも排除せず

こうした状況を受け、我々のドル円相場見通しを下方修正した。これまで提示していた今年度末(2017年1-3月期)の想定レンジは1ドル=100円50銭~113円50銭だったが、新しい予測パターンでは、これを▲3円程度引き下げて同97円50銭~110円50銭に変更している。直近2回の日銀会合後に加速したドル安・円高の結果、52週前の水準を下回るドル円相場の「差し込み傷」は一段と深入りしており、長期トレンドがすぐに上昇基調へ復帰するのが一層絶望的な情勢になった(図1)。所謂「トレンド・フォロワー」が非常に多いと言われているドル円市場において、「チャートの見た目の印象」がこれだけ悪くなってしま

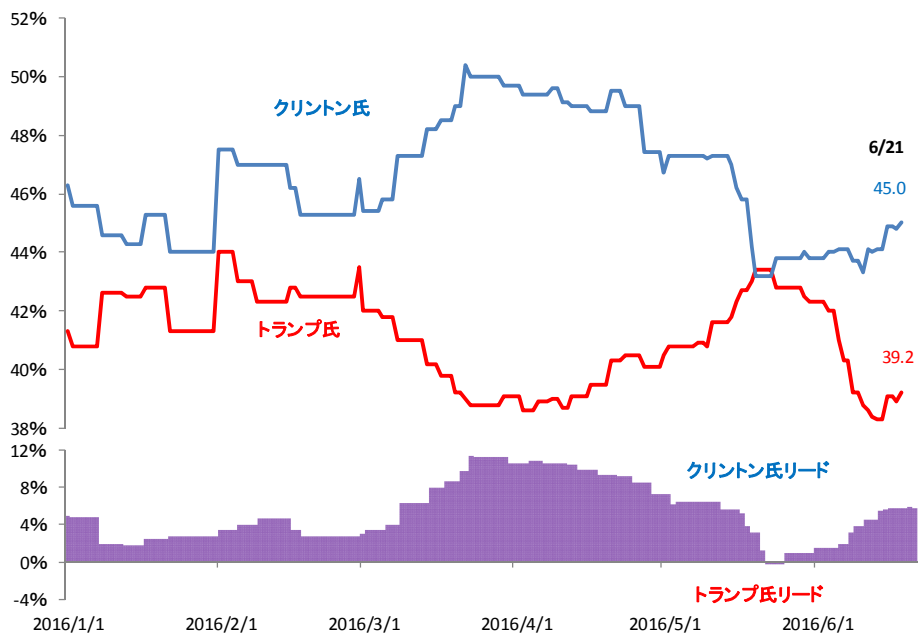
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

った結果、本邦の製造業者による今期の想定レートは大半が110円以下に下がっているほか、国内外で空中戦トレードに参画しているボリューム系プレイヤーによるドル円の売買戦略が「戻り売り優位」に転じている可能性が高い(図2)。この先本格化する米国の大統領選挙が終了するまでの間は、政治的不透明感がドル円相場の重石になることも避け難く、当面、ドル円相場の予測に際しては「レベル感」より「方向感」を重視するのが無難だ。既に明確な下降トレンドに転じてしまったドル円相場が今後「オーバー・シュート」の領域に踏み込む場合は、定着するか否かは兎も角、下ヒゲの先端が「二桁円台」に差し込む可能性も排除すべきではないと判断した。

ただし、年末年始に底入れすると予測パターンは変更せず

ただし、今回の改定予測でドル円相場の「下値目処」は引き下げた一方、「底入れの時期」に関する判断は変更していない。この先、仮に1ドル=100円00銭を割り込む領域にまで下ヒゲが伸びた場合でも、「二桁円台」での滞在期間は数ヶ月から半年程度で終了、今年の年末から来年の年始にかけて底入れ水準を模索した後、来春以降には上昇基調に復帰すると予測パターンはキープしている。以下、4点の理由を挙げておきたい。

図3:トランプ氏vsクリントン氏:平均支持率の推移



出所:米政治サイト「リアル・クリア・ポリティクス」

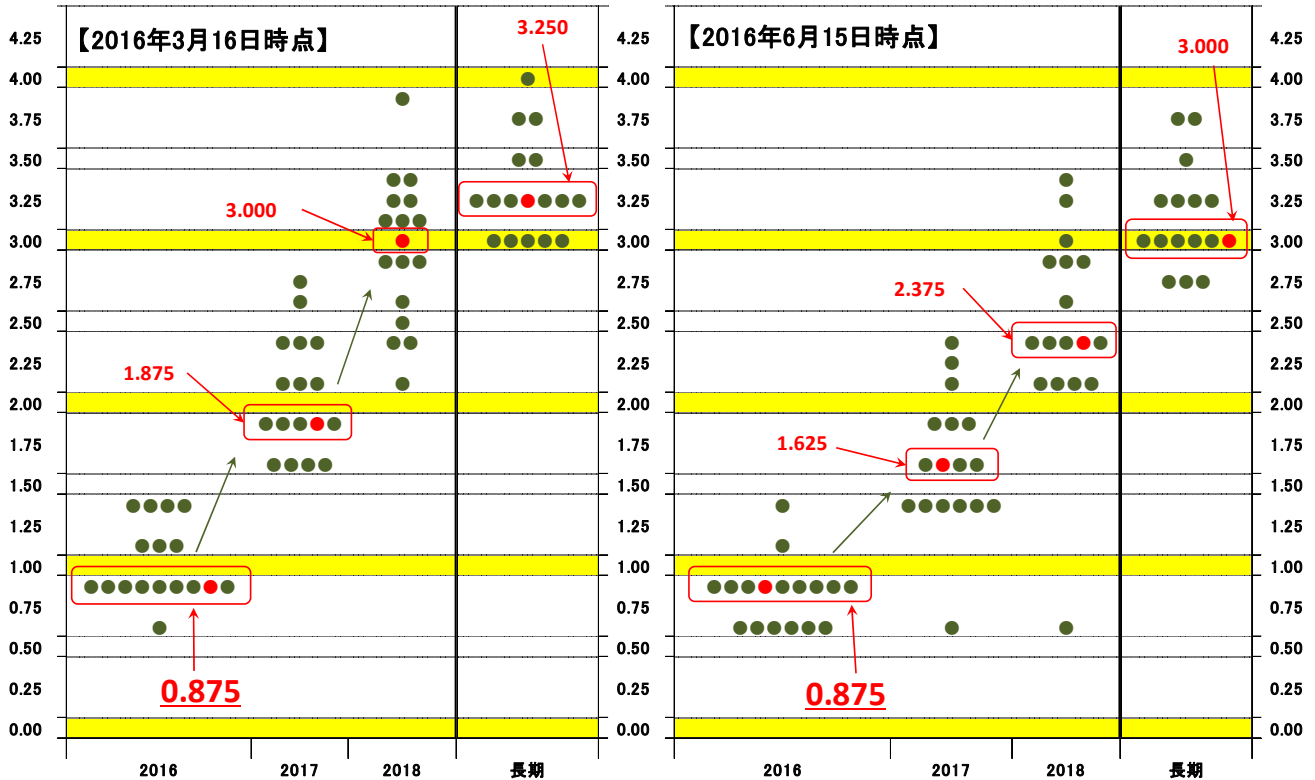
11月の大統領選挙ではトランプ氏の敗退を予想

第一に、我々の債券市場分析チームでは11月8日(火)の米大統領選挙でトランプ氏が当選するとは見込んでいない。我々の見立て通り、仮にクリントン氏が当選した場合でも、米新政権の閣僚人事などが決まって諸々の重要施策が動き出すのは来年1月20日(火)以降になるため、すぐに政治的な不透明感が晴れる訳ではないが、数々の暴言録でマーケットに不安の種をまき散らしているトランプ氏が米国の次期大統領の座に就かないことが判明するだけでも、世界中の株式市場関係者のメンタルヘルスは改善、為替市場関係者の目線もファンダメンタルズ睨みの原点回帰色を強めるだろう。実際の選挙結果は最終的な投票が終るまで分からないが、最近の主要世論調査の結果を見る限

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。

り、トランプ氏に対する支持率は再び急落、低迷し始めている(図3)。同氏の過激な発言を逐一記述するのも憚られるが、6月上旬のメキシコ系判事に対する人種差別的な発言や、中旬におきたフロリダ銃乱射テロで被害者が「銃を持っていなかったのが悪かった」などとコメントしたことが響いているようだ。

図4: 米連邦公開市場委員会 (FOMC) 参加者の政策金利見通し



注: 赤いフォントで示した値が、中央値予想(予想提供者17人の場合は9人目の値)
出所: FRB資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

「トランプ大統領誕生」のテール・リスクが消える来春には、米利上げに対するドル円相場の素直な反応が復活

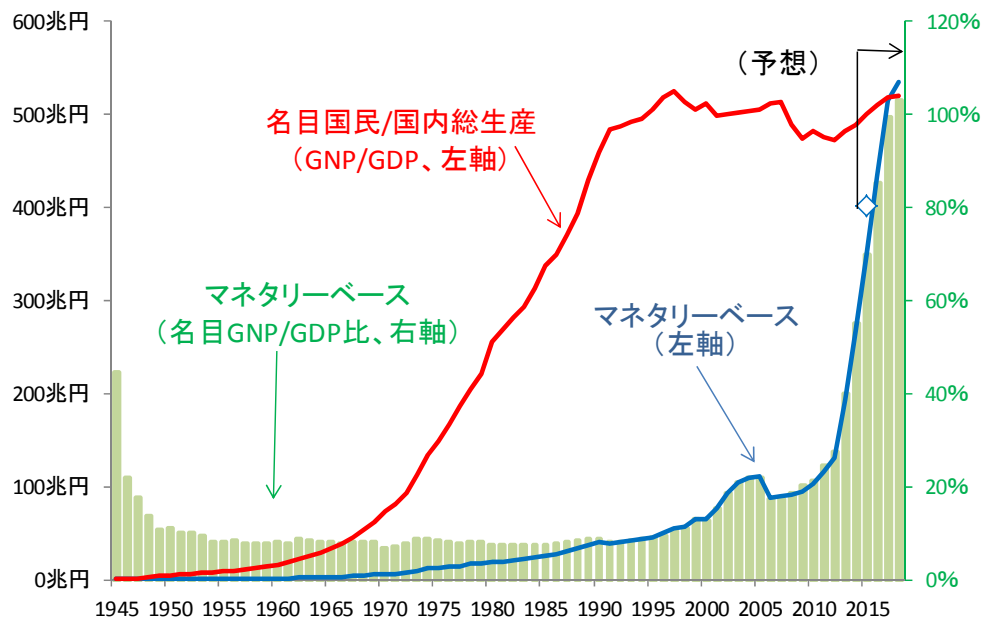
第二に、今後の米国景気が緩やかな回復軌道を踏み外さない限り、米連邦準備制度(FED)による金融政策の正常化は、この先も慎重に進められそうだ。6月15日(水)に公表された米連邦公開市場委員会(FOMC)参加者による政策金利予想の分布図をみても「年内2回、来年3回」程度の利上げ見通しが維持されている(図4)。実際にピッタリこの通りになるかは今後の経済環境次第だが、今後、米国経済がよほど見事にズッコケない限り、今回のFOMCで示された未来予想図は「当たらずと雖も遠からず」の経路を辿って実現しそう。我々の外債市場分析チームでも、今年9月と来年3月の政策金利引き上げを想定している。利上げの再開が見込まれる今年9月の時点では、前述のように「チャートの見た目」がまだ良くなっておらず、米大統領選挙絡みの不透明感も重石となってドル円相場の上値は重く推移しそうですが、クリントン新政権の発足後には米国の金融政策運営に「ホワイトハウス・ノイズ」が混入してくるリスクが低減、米景気回復期待に立脚した「健全な利上げ期待」を素直に評価したドル高ストーリーの復活がみられるだろう。

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。

日銀緩和による異常な金融緩和が継続

第三に、そのような環境変化が米国で確認できるようになれば、現在日銀が実施している強烈な金融緩和によって蓄積している潜在的な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、日銀が現在実施している金融緩和は、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、6月22日(水)時点のマネタリーベースは401.99兆円まで膨張して節目の400兆円を突破、名目国内総生産(GDP)比で約80%に接近して戦後最高記録を更新し続けている(図5)。今後、この政策を淡々と続けていだけで2018年3月末には日本のマネタリーベースは500兆円の大打も突破、名目GDP比では恐らく100%を超えてきそうだ。前代未聞の量的緩和の中心策は、政府の発行量を上回るペースで実施されている日銀による長期国債の爆買いであり、それに短期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が、今のところは出口の見えないオープン・エンドの仕組みで続けられている。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。

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

日本からの対外証券投資は巨額の流出が継続

実際、日本からの対外証券投資をみると、全体から一般政府と銀行勘定を除いた「その他部門」による純買い越し額は、昨年1年間で約30.8兆円もの巨額に達しており、前年の約15.5兆円からほぼ倍増している。今年の年明け以降も5月分までの速報段階で年率約32.9兆円ペースでの流出が続いており、当該期間中の経常収支黒字を凌駕する金額が観測されている(表1)。現下の局面で流出している対外証券投資は、相当に高い比率で為替ヘッジがかかっているとみられるため、為替需給には中立のものが多そうだが、この先の為替相場の水準や米国の金融市場環境の状況次第では、ヘッジ・ポリシーの見直しが考慮される可能性はあるだろう。現在、日本の国債利回りは満期10年超のゾーンまでマイナス圏への水没が進んでおり、20年ゾーンや30年ゾーンの超長期債でも一時

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。

0.20%を割り込むなど、国内で「買えそうなイールド」を見つけるのが一段と無理になってきている。日銀の異常な金融緩和によってもたらされている国内の超低金利による前例の無い運用難が解消される見込みが経たない中、将来的な通貨安圧力は着実に育まれているのではなかろうか。

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)

(億円)

(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	6,056	-217	-8,542	14,815	1,977	4,205	15,106	-395	-2,525	-3,553
5	20,683	-2	-6,899	27,584	4,242	12,899	8,129	103	4,767	-2,555

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

外的要因で抑圧されてい
る日銀緩和の通貨安効果
は、いずれ露出

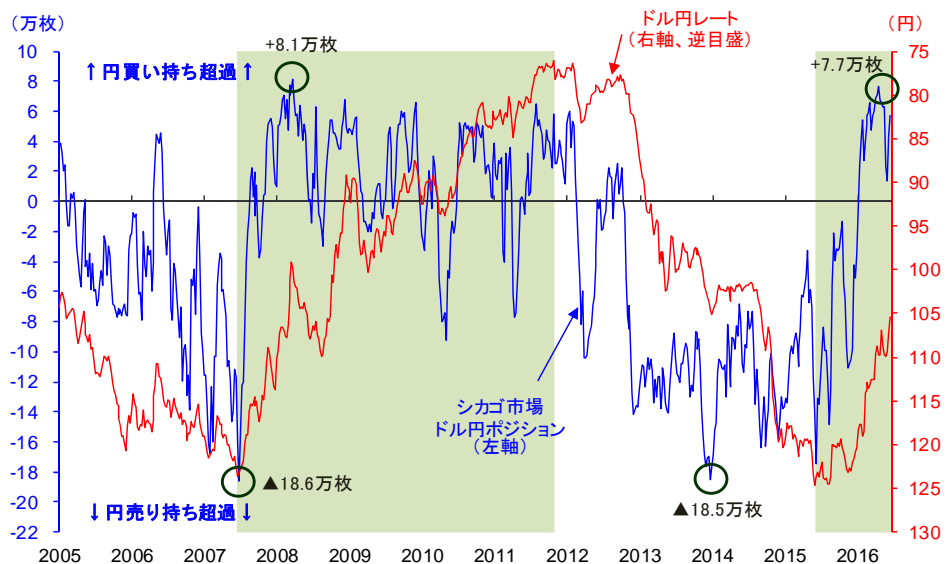
あくまで私見だが、過去においてドル円相場の大勢的な潮流は、ごく例外的な時期を除くと、8~9割方は米国側の要因で決まっており、日本側の要因で動かすことのできた部分は残差の1~2割程度だったような印象がある。今年年明け以降にドル安・円高が加速したのは、日銀の金融政策による通貨安効果の賞味期限が切れたからではなく、米国で当初「年内4回」と考えられていた利上げ見通しの下方修正が続く中、常軌を逸した暴言癖のある米大統領候補の存在が無視できなくなり始めたからではなかろうか。年初来のドル円相場を襲った強烈無比な円高ショックの深手がテクニカル的に解消できず、米大統領選挙絡みの不透明感も払拭できない間は、日銀がどんなに頑張っても異様な金融緩和を進めても、通貨安効果が素直に表面化しにくい状況が続きそうだが、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、米国側の環境変化でドル安圧力の重石が外れ、それまで抑圧されていた分だけ、日銀緩和の通貨安効果が露出し始める時期がくるだろう。

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。

ある程度の日柄調整が進めば、テクニカル的には長期トレンド底入れの可能性が明滅

第四に、為替需給の面からみても、ある程度の日柄調整が進んでドル円相場の底堅さが増してくれば、現在は「ドル円」通貨ペアに対して戻り売り優位の円高投機を仕掛けている海外投機筋等の売買戦略が転換を強いられる可能性が高い。前述のように、現下の局面では52週前の水準を大幅に下回っているドル円相場の「差し込み傷」があまりにも深く入っているため、長期トレンド線が上値を圧迫し続けるチャートの形が解(ほぐ)れる希望を持ってないが、来年の年明け以降になれば52週間前のレベルで決まる雲の上限が急速に低下してくることで、日柄の進行とともに「差し込み傷」が次第に浅くなり、それほど無理に跳ね上がらなくてもトレンドが底入れする期待が明滅する(前掲図1)。「米国経済が自然体で景気後退局面に入る」、「トランプ大統領が誕生する」などのリスク・シナリオが炸裂した場合は、ドル円相場の「差し込み傷」が一段と深入りして日柄調整が長期化する可能性も完全には否定できないが、我々のメイン・シナリオ通りのマクロおよび政局の前提が正鵠を得ていれば、日柄調整の進行に伴い、テクニカル的にはトレンド底入れへの期待が明滅し始めるだろう。

図6: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

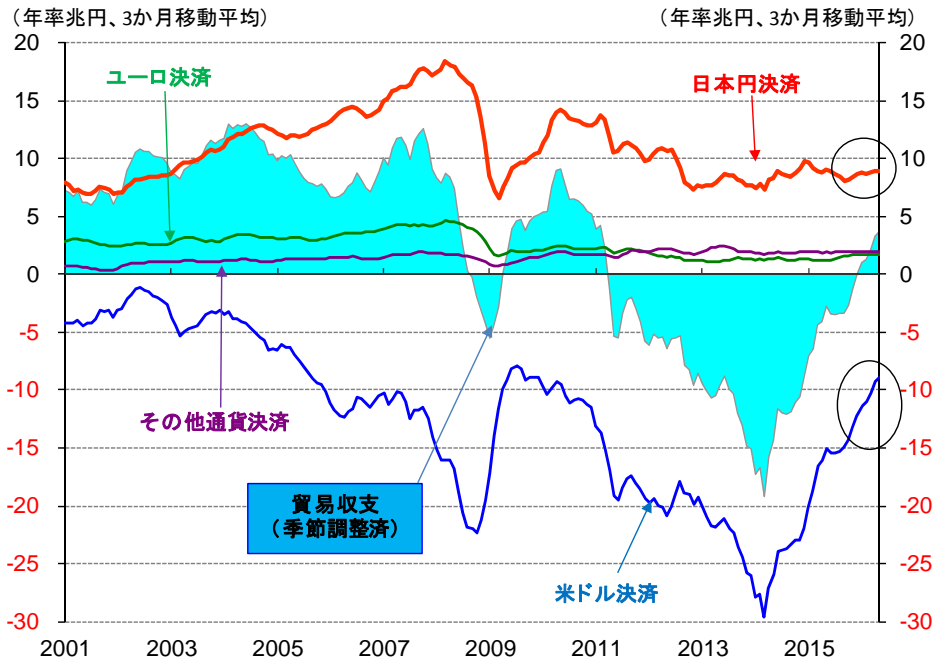
ドル円相場のチャートの見た目が良くなる中でドルの短期金利が地味に上昇し続けるなら、投機筋の基本売買戦略も転換へ

そこで改めて最近のシカゴ通貨先物市場におけるドル円ポジションの動向をみると、年明け以降の円高局面ではほぼ恒常的に円ロングの状態が定着しており、「ドル円の長期トレンド＝右肩下がり」の相場観に基づくトレード戦略への転換が暗示されている(図6)。52週移動平均線が下降トレンドを維持し続けている来年の年明け頃までは、国内外のボリューム・プレイヤーの基本戦略は「ドル円＝戻り売り」優位の状態が続き、趨勢的な地合いは「上値が重く、下値が柔らかくなりがち」な状態が継続するだろう。だが、その後一段の日柄調整が進んで長期トレンドが底入れする可能性が意識され始める中で米国の短期金利が地味に上昇し続けるなら、短期ファンディング・コストの上昇するドルを借り続けて空売りし、マイナス金利の円を買って持ち続けるポジション運営は次第に難しくなる。国内外の短期筋の基本戦略が切り替わり、円ショート・ドルロングをベースにしたスタンスに

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。

戻るなら、ドル円相場の地合いはかつての円安局面で観測された「下値が堅く、上値が軽い」状態に復帰するだろう。

図7: 本邦の決済通貨別貿易収支(詳細版)



注: 通貨別貿易収支は通関輸出入額に貿易取引通貨別比率を乗じて算出。
出所: 財務省統計より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

年初来の円高加速の主因は実需ではなく投機

ここも観察される円高の動きを、日本の貿易収支の黒字化に基づく「実需現象」だとみる向きもあるが、筆者はそのような認識を持っていない。先月号の本レポートで詳述したように、日本輸出入決済の通貨別比率を加味すると、現時点でもドル決済の赤字と円決済の黒字はほぼ拮抗している(図7)。毎日ドル円相場の日誌をつけている印象から言っても、最近でも貿易実需絡に絡んだ需給トークは、「ドル円」通貨ペアに限れば、まだ円売り優位のイメージが若干勝っているように思える。今年非常に印象に残るドル円相場の急落は、2月11日(木)の「建国記念日」、4月29日(金)の「昭和の日」、5月3日(火)の「憲法記念日」など、日本の祝日に加速するケースが幾度もあった。これといった要人発言や経済指標などの手掛かりが存在しない「材料砂漠」の時間帯に、円絡みの為替取引が薄くなるタイミングをまるで狙っていたかのような「ドル円の売り」を「原油先物の売り」や「日経先物の売り」などと同時に持ち込む筋の面々が、実需筋だったとは思えない。現在、日本からの対外証券投資や対外直接投資は経常収支の黒字を十分に凌駕する規模での流出が観測されており、いわゆる基礎収支の需給環境は、それほど極端な円買い優位に傾いてはいないのではなかろうか。

ドル円底入れの諸条件が整うかを確認するには、しばらくの経過観察が必要

そのような筆者の認識に誤りがなければ、年初来のチャート・フェイスに短期間での修復が不可能な「差し込み傷」を刻んだ円高の加速は、主として国内外の仮需系プレイヤーによる為替売買戦略の転換に起因して生じた現象である可能性が高い。当面、国内外

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。

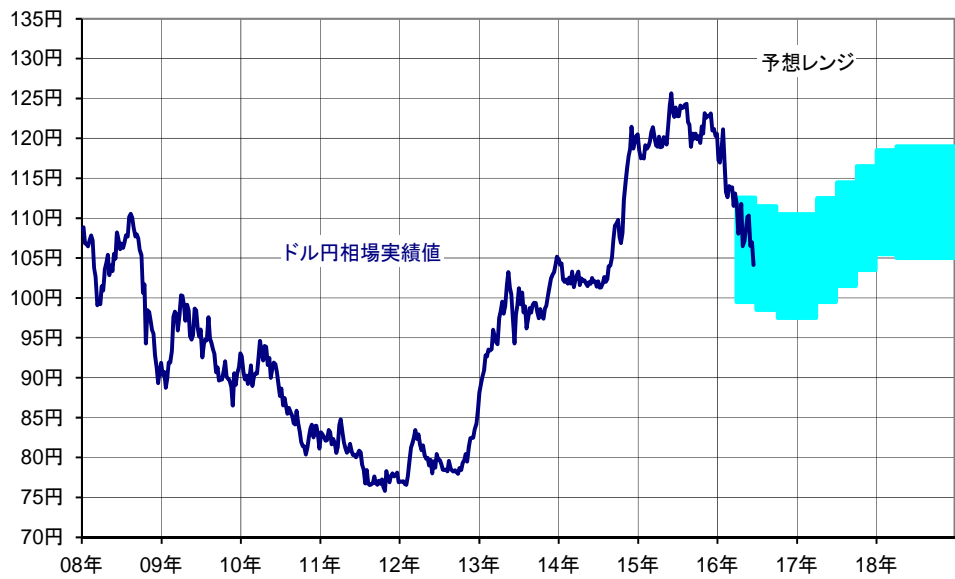
の投機筋においては、「円ロング・ドルショート」の領域を主戦場に見据えたポジション操作が定着、ドル安・円高局面が続きそうだが、この先、ある程度の日柄調整が進んで「チャートの見た目」が変わり始める頃になって、米金利の上昇に伴うドルキャリアー・コストの重さが増してくれば、仮需筋のポジション管理の主戦場は円ショート・ドルロングの領域にシフト、ドル円相場の地合いも右肩上がりに転換するだろう。ただし、そのために必要な「テクニカル」、「ファンダメ」、「政局」などの諸条件が整うか否かを確認できるまでには、少なくともまだあと半年以上の経過観察が必要になりそう。我々の為替見通しの前提に据えている政局読みやマクロ予測の妥当性に合理的な疑義が途中に生じた場合は、躊躇することなく予測パターンの見直しを継続、機動的な見直し精査に努めたいと考えている。

**重要なお知らせ：「6.23英
国民投票」によって生じる
可能性がある予測パター
ンの見直しについて**

なお、弊社の一部オフィス移転などに伴う止むを得ない事情により、原則として毎月最終金曜日に発行している我々のドル円相場の定点観測レポートの脱稿日時は、日本時間では6月24日（金）の午前中以降になると見込まれている英国国民投票の結果が判明する前になりました。投票結果を受けて予測の修正が必要な環境変化が生じた場合、翌週以降のスポット・レポートなどでなるべく速やかにその旨をご報告する予定です。予めご了承いただければ幸いです。

（次ページに見通しのグラフと予測表を掲載）

図8: 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			2017年			2018年		
		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		
		レンジ	レンジ	レンジ	レンジ	レンジ	レンジ	レンジ	レンジ	レンジ	120.22	104.0	110.0	112.0	97.5-121.69	97.5-116.5	105.0-119.0			
ドル円 [円/ドル]	レンジ	110.67-121.69	99.9-112.57	98.5-111.5	97.5-110.5	97.5-110.5	99.5-112.5	101.5-114.5	103.5-116.5	105.5-118.5	115.86-125.86	97.5-121.69	97.5-116.5	105.0-119.0						
	期末値	112.57	106.0	105.0	104.0	104.0	106.0	108.0	110.0	112.0	120.22	104.0	110.0	112.0						
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	122.09-132.22	112.1-128.17	107.3-123.7	104.2-120.5	102.1-118.4	102.1-118.4	102.0-118.3	101.8-118.2	103.8-120.2	126.10-145.48	104.2-132.32	101.8-118.4	103.2-120.8						
	期末値	128.11	119.8	115.5	112.3	110.2	110.2	110.2	110.0	112.0	130.64	112.3	110.0	112.0						
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.071-1.141	1.070-1.180	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	1.015-1.180	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6月23日8:30

(6月23日 15:00)

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MUFJ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「MUFJ」）の子会社等であり、MUMSSの方針に基づき、MUFJ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

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。

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るべきではありません。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

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。

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。