

## 外貨投資の視点 (No.284)

リサーチ部 マーケットエコノミスト 大塚 崇広  
リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年7月20日

### 「7.29日銀会合」の事前展望:ドル円相場の反応は?

ポイント

- 7月29日に迫る日銀金融政策会合を目前に、追加緩和の有無やその内容を巡る市場の「観測トーク」が活性化
- 市場で噂される追加緩和オプションは、金利面では「マイナス金利の深掘り」や「貸出マイナス金利の導入」など
- 量的・質的側面では、国債・リスク資産の購入拡充から「ヘリコプターマネー政策」まで、様々なアイデアが乱立
- 市場の期待に対し「ほぼ満額回答」なら円安、「ゼロ回答」なら円高の初期反応を想定も、完璧な事前読みは困難
- 当社の日銀番はリスク資産の購入拡充と貸出マイナス金利導入を予想。実際の結果を見極め為替予測に反映

7月29日の日銀会合で想定される追加緩和オプションとドル円相場の反応について考察

市場の注目を浴びている日銀金融政策決定会合の結果が来週29日(金)に判明する。発表時刻は未定だが、毎回だいたい昼休み前後が「決戦の時」になる。10日(日)に実施された第24回参議院選挙で「アベノミクスの加速」を公約に掲げた自民党・安倍政権が大勝した直後でもあり、国内外の市場関係者の中で「何らかの追加緩和が実施される可能性」について様々な憶測トークが活発化している。為替市場もその例外では無く、想定される追加緩和オプションとドル円相場の反応に関して、社内外からの問い合わせが増えている。以下、簡単なプレビューによる「頭の準備体操」を試みたい。

#### マイナス金利の深掘り

#### 【政策マイナス金利の深掘り】

現在、日銀は金融機関から預かる当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用しているが、その幅を更に拡大させる政策。既に欧州中央銀行(ECB)やスイス国立銀行(SNB)などの先行事例もあるため、有力な選択肢の一つだと見る向きも多い。

金融緩和強化のアナウンスメント効果とイールドカーブの押し下げ効果で初期反応は株高・円安

もしもこのオプションが採用された場合、一時的には金融緩和の拡充を目指す日銀の姿勢をアピールする「アナウンスメント効果」の高さから、株高・円安の市場反応が喚起される可能性が高い。政策マイナス金利幅の拡大によって日本国債の短期ゾーンが一段と深いマイナス圏に沈み込めば、利回り曲線のより長い満期にまで金利低下圧力が波及、既に水平線界限へ低下している超長期ゾーンまで水没する可能性もありそうだ。結果的に、国内投資家が外貨資産へのポートフォリオ・リバランスを半ば強制されるような形で進めればクロス円も巻き込んだ円安圧力が台頭する可能性がある。

ただ、マイナス金利の深掘りは金融機関経営を圧迫するマイナス面も

ただ、これ以上の政策マイナス金利の深掘りが実施された場合、「前例の無い超低金利の環境下で運用難に苦しんでいる日本国内の金融機関経営を圧迫する」との批判もあり、「一部の金融株などにはむしろ下落圧力がかかる可能性がある」との見方も囁かれている。結果的に、金融機関や投資家のリスク摂取姿勢が後退すれば、株高・円安効果は長続きせず短命に終わる可能性もあるだろう。

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。

**貸出マイナス金利の導入****【貸出マイナス金利政策の導入】**

現在、日銀は金融機関に供与する貸出支援資金供給オペや共通担保オペの金利をゼロ%としているが、これらにマイナス金利を適用する政策。4月下旬の日銀会合前に一部通信社の配信した観測記事で導入期待が盛り上がったものの、実際には採用されなかったことで市場が失望、直後に大幅な株安と円高が急激に加速した経緯がある。

**貸出支援のメッセージ性と政策マイナス金利の副作用緩和効果で初期の株高・円安効果は大きそう**

もしもこのオプションが採用された場合、国内の各種金融資産に広く金利低下圧力が波及する効果が期待されることに加え、日銀の追加緩和策に「積極的な貸出先の発掘に取り組む金融機関の経営を支援する」との意味合いも賦与される。政策マイナス金利の導入に伴う金融機関経営圧迫という副作用を一部緩和する効果もあるため、所期の金融緩和効果が浸透しやすいとの指摘も多い。よって、この政策が導入されれば、金融株も含めた株式市場全般がこれを好感、一時的には市場のリスク許容度緩和に伴う円安観測が刺激される可能性はあるだろう。

**ただ、実際に資金需要を刺激する効果が強力に出るかどうかは微妙**

ただ、既往の日本国内における資金需要の低迷の原因が、「名目金利水準の高さ」にあったとは考え難い。このため、この施策の導入によって、金融機関の貸出が明確に伸びるかどうかには疑問符がつく。発表直後の株高・円安の初期反応は「政策マイナス金利の深掘り」より大きそうだが、その持続性については慎重に見極める必要があるだろう。

**長期国債の買入れ増額****【長期国債の購入増額】**

現在、日銀は長期国債の保有残高を「年間80兆円程度」のペースで増やす買入れを、「物価目標2%」の安定的な達成が見込めるようになるまで、終了の期限を定めない「オープンエンド」の覚悟で実施しているが、その金額を一段と増額させる政策。

**政府が策定中の経済対策と平仄を合わせて実施された場合、相応の株高・円安効果は見込めそう**

もしもこのオプションが採用された場合、国債の購入上積み額の多寡に比例する形で、金融緩和に前向きな日銀の姿勢をアピールするメッセージ性が強まるため、市場の株高・円安心理を助長する相応の効果が期待されている。先の参議院選挙での大勝を受け、「政府が策定中の経済対策は10兆円以上をベースに検討中」などと報じられていることもあり、日銀による長期国債の購入もそれに合わせて10兆円程度は増額されるのではないかと、との期待が一部で取り沙汰されている。

**ただ、政府の純発行額を超える国債購入を強化し過ぎると「限界論」を刺激するリスクも**

ただ、日銀が現在実施している年80兆円ペースの長期国債の純購入でも、既に政府の年間の純発行額を上回っており、これが未来永劫にわたって継続できる政策でないことは自明の理だ。例えば長期国債の純購入ペースを年間90兆円、100兆円などと引き上げれば引き上げるほど、市場関係者が試算して求める当該政策の継続可能期間は短くなり、「国債爆買いの限界論」が台頭する可能性もあるだろう。

**いわゆる「ヘリマネ政策」****【いわゆる「ヘリコプターマネー政策」】**

もっとも、上記のような金融緩和の限界論を打破する突破口として、①日銀が政府の預金口座に大口の金額(例えば10兆円)などを振り込み、政府がそれを財政出動や減税の原資として活用する、②政府が発行する無利子の永久国債を日銀が半永久的に買い取って資産計上する形でマーケットにマネーをバラ撒く、などのアイディアに代表される「ヘ

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。

リコプターマネー(略称:ヘリマネ)政策」の導入を期待する声も一部に出始めている。あまり現実的な政策とは思えないため、現時点では一部の市場勢力によって喧伝されているポジション・トークの疑いも濃厚だが、昨今のマーケットで取り沙汰されている追加緩和のメニューという意味で無視はできない。

即座に導入の可能性は低い  
が、もしも将来実施された  
場合は、一時的な円安  
ショックが大きくなる一方、  
その後のボラも上がりそう

このオプションの採用に関しては、菅官房長官や黒田日銀総裁などが慎重論を唱えているため、即座に導入される可能性は極めて低い。だが、もしも将来どこかで実施された場合には、その金額に比例して為替市場における心理的な円安インパクトが大きくなる一方、為替市場の潜在的なボラティリティも上がりやすくなるだろう。「物価目標2%という無理な目標を掲げて日銀がオープンエンドで行っている現在の国債購入は、既にヘリマネ政策とあまり変わらない」との見方もあるだけに、もしも「本当の意味」でのヘリマネ政策が採用された場合は、「究極の財政ファイナンスによる悪い円安圧力の発生」を市場が意識する可能性がある一方、日本国債の暴落が嫌気されて株価も下落した場合、「リスクオフの円高圧力」が台頭するとの見方もある。今すぐ備えが必要な状況になっているとは思えないが、頭の片隅には置いておくべき考察テーマだと言えるかもしれない。

## リスク資産の購入増額

### 【国債以外のリスク資産の購入増額】

現在、日銀は現行の「量的・質的金融緩和」の一環として、上場投資信託(ETF)、不動産投資信託(J-REIT)、などのリスク資産の購入も実施している。導入当初の年間増加額はETFが年間1兆円、J-REITが同300億円だったが、2014年10月の追加緩和で現在は「ETF=年間純増3兆円」、「J-REIT=同900億円」に速度アップしている。各々の市場規模を考えると、いずれも相応の買入れペースで実施されているが、上記のように、これ以上の国債購入の増額には限界も見えてきたため、国内外の株式市場関係者を中心に「株安ウィルス対策ワクチン」としてのETF購入に期待する声が強い。

資産購入の増額規模が同  
じなら、単純な国債買入れ  
よりは株高・円安効果が  
ありそう

もしもこのオプションが採用された場合、日銀の購入資産残高の膨張による「量的緩和」の効果だけではなく、「信用緩和」の意味合いが強まるため、資産購入の規模が同じならば単純に国債を買い増すよりも市場の株高・円安心理を助長する効果は高まりそうだ。ちなみに、日銀が保有しているリスク資産の中には、現行の異次元緩和導入時に廃止された「資産買入れ等基金」で購入されたコマーシャル・ペーパー(CP)が2.2兆円程度、社債が3.2兆円強の残高で維持されており、追加緩和のメニューとして、これらの残高を多少なりとも引き上げれば「信用緩和のメッセージ性が強くなる」、「企業の資金繰りや民間設備投資を支援するという想いを形に表せる」などの意見も一部にあるようだ。

ただし、リスク資産の購入  
には副作用もあり、市場  
規模からみても極端な上  
積みは難しそう

ただし、日銀によるリスク資産の購入は「中央銀行のバランスシートの質的劣化」に繋がるため、「将来的に損失を負った場合の国庫(税金)補填の仕組みが確約されない限り、過度の保有は好ましくない」という意見は昔から根強い。今後、日銀がリスク資産の購入拡充に動く場合、市場規模などから判断しても、ETF購入以外の選択肢ではそれほど大きな上積みは見込みにくいのではなかろうか。

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。

**購入対象資産の拡充****【これまで購入対象外だった資産の購入】**

なお、日銀による追加緩和策のオプションとして、欧米諸国の主要中銀による先例もあることから、これまでのメニューには無かった「財投機関債」、「地方債」、「住宅ローン担保証券(MBS)」などの購入を新規に加えてはどうか、との意見もあるようだ。もしもこれらの資産購入が新たなメニューとして加えられた場合、多くの市場関係者があまり想定していなかった「隠し玉」になるだけに、デフレ克服に向けて「出来ることは何でもやる日銀」という印象を与えるアナウンスメント効果はそれなりにありそうだ。

単体での株高・円安効果は限られそうなので、既存の仕組みとの組み合わせで総合評価が必要

ただ、財投機関債や地方債などの市場規模などから推して、小規模な金額でしか実施できなかった場合、「やっぱり国債はこれ以上買うのが難しく、量的緩和の拡大は限界が近づいている」との思惑が強まる可能性もある。よって、国債以外の資産購入を用いた追加緩和が実施された場合の株高・円安インパクトについては、あくまでも他の施策との組み合わせによって、総合的に評価されることになりそうだ。

**「現状維持(ゼロ回答)」****【「ゼロ回答」=追加緩和見送り】**

最後に、今回の日銀金融政策決定会合で「現状維持」の決定が下された場合のインパクトについても触れておきたい。この場合の市場反応については、既に最近2度も繰り返された前例がある。市場の「予行演習」は済んでいるので、多言の必要はないだろう。

4月会合、6月会合はともに「ゼロ回答」で株安・円高が加速

今年4月27日(水)～28日(木)、6月15日(水)～16日(木)の日銀金融政策決定会合では、いずれも「現状維持」の決定が報じられ、直後に急激な株安・円高が加速した。それぞれの結果発表日におけるドル円相場の日足で計測された最大落差は、4月28日(木)が111円88銭→107円87銭で▲4円01銭、6月16日(木)が106円03銭→103円55銭で▲2円48銭だった。日銀が掲げる「物価目標2%」の早期安定確保が客観的に見て難しい情勢になる中で、日銀会合が開催されるたびに市場の一部で追加緩和観測が盛り上がり、「ゼロ回答」だった場合に失望の株安・円高が反復されている。

事前の緩和期待の高さから推測すると、今回も「ゼロ回答」だった場合は▲3円存後のドル安・円高か

今回の日銀会合が「ゼロ回答」だった場合も恐らく大同小異の反応を呼ぶだろう。最近2回の日銀会合後の円高インパクトを比較すると4月の方が6月より大きかった。4月会合は熊本地震の直後だったことや事前の観測報道で追加緩和期待が相当盛り上がっていたため、「ゼロ回答」による失望が大きくなったとみられるが、今回の会合に対しても、「アベノミクスの加速」を標榜して「国政選挙4連勝」を果たした安倍政権との政策協調をアピールするため、「流石に今回は日銀が何らかの追加緩和策を打ち出してくる」との観測が強まっている。よって、今月末の日銀会合の結果がもしも「現状維持」だった場合は、恐らく▲2円～▲4円程度のドル安・円高リアクションが喚起されるのではなかろうか。

日銀会合当日のティック読みに完璧を期すのは、ほぼ不可能

以上が、現時点で我々が想定している次回日銀会合での政策オプションとドル円相場の初期反応のイメージだ。上記に掲げた各種施策の「満額回答」から「ゼロ回答」まで、非常に幅広いシナリオが想定されるため、当日のティック読みに完璧を期すのは不可能だ。即時採用の可能性がほぼゼロ%に近いとみられる「ヘリマネ政策」だけは除き、両極端のケースだけを想定すると、「ほぼ満額回答」なら円安加速、「ゼロ回答」なら円高加速の初期反応が見込まれるものの、実際の相場を動かすマグニチュードやその持続性について

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。

は「市場の審判」を素直に受け入れた上で、その後の展開を考えるしかない。両者の中間に散らばる「部分回答」だった場合は、各々の作用と副作用に関するマーケット・トークを踏まえた上で固まる金利や株価の反応を眺めつつ、ドル円相場への影響が複雑に分岐しそうだ。事前にどんなに気を配って細かくシナリオを分けても、その後のティック読みについてピッタリ当てきる自信を全く持てない。

#### 当社日銀番の予想はリスク資産の購入増額と貸出マイナス金利の導入

ちなみに、我々のチームの日銀番が見込んでいる追加緩和策は、①ETF及びJ-REITの購入ペースをほぼ倍増する、②社債購入残高を2兆円引き上げると同時に購入年限を長期化する、③貸出支援資金供給オペの利率を▲0.1%に引き下げる、などとなっており、④結果的に、マネタリーベースの目標も現在の「年間80兆円増」から「年間80兆円～90兆円増」に引き上げられるとみている。本稿で示した我々の事前読みを照らしてみると、これらの組み合わせだった場合は、初期反応では相応の株高・円安インパクトがありそうだが、それがどの程度長持ちするかは分からない。本レポートで縷々述べてきた通り、過去におけるドル円相場の循環変動は、米国サイドの政治・経済・政策要因などに強く影響されて決まっていた印象も強く、日銀の金融政策の影響だけで論じ切るのには難しい。

#### 想定外のプライス・アクションが喚起された場合、翌週にかけて為替相場見通しの修正を検討

いずれにしろ、あと約7営業日後には結果が判明する。「原則として毎月最終金曜日」に発行している我々の定点観測レポートの脱稿時刻は、日銀会合の結果発表から数時間後になってしまうため、想定外の政策結果やドル円相場のプライス・アクションが惹起された場合は拙速な判断を手控え、少なくとも当日のニューヨーク市場で確定する「週末・月末の着地点」も踏まえて規定されるチャート・フェイスの形状変化や週末のマーケット・トークなども見定めた上で、我々の為替相場見通しに反映させたいと考えている。

(7月20日 14:00)

## 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。

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。



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、カブドットコム証券、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勤定で 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 MUFG Securities EMEA plc (以下「MUS(EMEA)」)。電話番号: +44-207-628-5555)により配布されます。MUS(EMEA)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。MUS(EMEA)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、MUS(EMEA)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:** 本レポートは Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSS は日本で証券業務の認可を取得しております。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 MUFG Securities Americas 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

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。

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。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。本レポートが米国で大手機関投資家以外の個人に配布される限りにおいて、MUS(USA) は以下の条件のもとでその内容について責任を負っています。本レポートの執筆者であるアナリストは、リサーチアナリストとして FINRA への登録ないし FINRA の資格取得を行っておらず、MUS(USA) の関係者ではない場合があります。したがって、調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座に関する FINRA の規制に該当しない場合があります。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 : 03-6742-4550) 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 MUFG Securities Asia (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 MUFG Securities Asia Limited (以下「MUS(HK)」)。電話番号 : +852-2860-1500) とのアレンジに基づき配布されます。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 MUS(EMEA) 又は MUS(USA) により配布されます。MUS(EMEA) 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 (MUS(EMEA) 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。

〒100-8127 東京都千代田区大手町 1 丁目 9 番 2 号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ  
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。