

外貨投資の視点 (No.287)

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8月1日

政府日銀ヘリマネ騒動: 行き過ぎた政策期待の後遺症を考える

ポイント

- 日銀緩和の限界論が囁かれる中、7月のドル円は唐突に勃発した「ヘリマネ騒動」に巻き込まれて乱高下
- 今回の「ヘリマネ騒動」は市場の思惑先行の面もあるが、当局要人の言動や政策発表手法に煽られた面も
- 行き過ぎた金融緩和期待に振り回された心的後遺症は市場に残存、期待に働きかける日銀緩和の桎梏に

俄かに盛り上がった出所不明の「ヘリマネ観測」

7月のドル円相場は出所不明の「ヘリコプターマネー(略称:ヘリマネ)騒動」に振り回される展開となった。伏線になったのは7月10日(日)の第24回参議院選挙で「アベノミクスの再加速」を公約に掲げて大勝した与党・安倍内閣による政策総動員への期待だった。「国政選挙に圧勝した安倍首相が公約実現のため、超大型の経済対策を策定する」との思惑が膨らむ中、「たまたまその時期に来日する予定があった」とされるベン・バーナンキ前米国連邦準備制度理事会(FRB)議長が11日(月)に日本銀行で黒田総裁と会談、12日(火)には首相官邸で安倍首相とも会談したことから、主に海外勢を中心に政府と日銀がタッグを組んで「ヘリマネ政策」採用の準備をしている、との思惑が一気に強まった。

バーナンキ前FRB議長と黒田日銀総裁、安倍首相の「職場会談」が騒動勃発の引き金に

バーナンキ氏は2006年2月1日～14年1月31日までFRB議長を務め、極端な需要不足で経済が停滞している際には中央銀行による直接的な財政ファイナンスである「ヘリコプターマネー」が有効な手段になると述べた経緯もあって、「ヘリコプター・ベン」という異名を持っている。内閣総理大臣と日本銀行総裁が超多忙なスケジュールの合間を縫って、既に現役を退いた他国の前中銀総裁と会談するのは極めて異例だ。もしも白川前日銀総裁が米国旅行の合間にワシントンを訪問、ホワイトハウスでオバマ大統領、FRB本部でイエレン議長と相次ぎ会談したら、きっと日本の市場関係者の間で大騒ぎになるだろう。国家首班や中銀総裁が平日の昼間に職場で持つミーティングは、普通の組織人の感覚なら「仕事」だと認識される。「ベン・クロ会談」、「ベン・アベ会談」の相次ぐ開催報道に接し、外国人投資家を中心に「ヘリマネ政策」への期待が盛り上がりってしまったのは、人情としてやむを得ない面がある。

政府の経済対策上積みに関する観測報道が過熱、僅か9営業日で約7.5円もドル円相場が急騰

その後、政府の経済対策に関する議論が先行して進み、各種メディアが報じる対策規模が当初の「事業規模10兆円以上」からどんどん上積みされて報じられるのに伴い、21日(木)の東京市場でドル円相場は一時107円49銭まで吹き上がった。ブルームバーグ社提供のBGNデータでみると、日本の参議院選挙直前の最終営業日だった8日(金)に記録した直近安値は1ドル=100円00銭(CMPNデータでは99円99銭)だったので、わずか

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。

約9営業日の短い期間に約7.5円もの急騰だ。この間の外国為替市場で急速に盛り上がっていた「ヘリマネ政策」への期待が如何に強烈な感染力を持っていたかが分かる。

黒田日銀総裁は「ヘリマネ」を否定、「ゼロ回答以上、満額回答以上」の追加緩和に市場が失望

同日夕刻のロンドン市場で報じられた英国BBCラジオとのインタビューで黒田日銀総裁が「ヘリマネ政策」の必要性と可能性を明確に否定すると過激な期待は収まったが、「ヘリマネは無理でも政府の大型経済対策とセットで日銀がほぼ同額の資産購入に踏み切れば、『ヘリマネ的な雰囲気』は醸し出される」との思惑まで打ち消すことは難しかった。27日(水)に安倍首相が福岡での講演会で経済対策について「事業規模28兆円、財政措置13兆円」で纏まったことを明らかにすると28日(木)から始まる日銀会合での追加緩和期待が再燃したが、29日(金)に発表された追加策の内容が、①株価指数連動型上場投資信託(ETF)の残高積み上げペースの倍増(約3.3兆円→約6兆円)などの「質的緩和」の拡充だけに留まり、マネタリーベースの増加速度は年80兆円、政策金利残高への付利は▲0.1%のまま据え置かれたことが判明すると「ゼロ回答」ではなかったことへの安堵感が広がった一方、「満額回答」では無かったことへの失望感も広がり、1ドル=102円70銭台~105円60銭台までの値幅で乱高下した後、102円06銭で月末取引を終了した。

7月のドル円相場は、ローソクの実体部が小さく、上下に伸びたヒゲの長さが目立つ異様な形状に

結果的に、7月のドル円相場は8日安値の100円00銭から21日高値の107円49銭までの「最大値幅」は7円49銭と非常に大きかったものの、「ローソク足の実体部の値幅」は1日始値の103円19銭から29日終値の102円06銭までの▲1円13銭に収まり、上下に伸びたヒゲの長さが妙に印象的に残る陰線で引けた。もしもこんな相場環境で安定的に稼ぎ続けたプレイヤーがいたとしたらきっと天才だ。予測不可能な「ヘッドライン・ボラティリティー」の乱気流に巻き込まれ、結局は「売買損のくたびれ儲け」という謎の1ヶ月を過ごした向きが多かったのではなかろうか。

「ヘリマネ騒動」がいったん終了、マーケットに広がる疲労感と虚無感

以上の経緯を振り返りつつ、率直に言って「あの騒動は一体何だったのか?」という虚無感を禁じ得ない。梅雨明け前後の外国為替市場で唐突に盛り上がって一気に消え去った「ヘリマネ騒動」に巻き込まれ、実際の売買に参加していない関係者の間にも相当な眼精疲労が蓄積している。一部の海外勢力による思惑が先行し過ぎた自作自演の独り相撲だったと言ってしまうとそれまでだが、極めて異例の「ベン・クロ会談」や「ベン・アベ会談」を「国政選挙後、日銀会合前」という意味深な時期にセットして、マーケットに過剰な期待を盛りさせた責任の一部は、政府・日銀サイドにも全く無かったとは言えない。

やや罪作りだった「50年債発行観測」と経済対策の「ヘッドライン水増し」

この間、27日(水)の正午前後には一部通信社が「政府が50年国債の発行を検討している」などと報じて日銀による国債買入れの超長期化期待が強まり、約半時間でドル円相場が一気に1円20銭近く急伸したものの、直後に「財務省理財局が否定した」との続報が伝えられると約1時間半で上昇分よりも大きな値幅で急落する、という謎的一幕もあった。今回安倍首相が明らかにした経済対策にしても、「事業規模28兆円」の半分以上にあたる15兆円は政府系金融機関による中小企業向け融資や国の補助金を受けた民間企業の事業であり、残り13兆円の「財政措置」という概念には約6兆円分の「財政投融资」が含まれているようだ。残りの約7兆円には「17年度の当初予算に組み込む予定の支出」なども含まれており、これまで一般に理解されていた「追加の経済対策」という概念とはちょっと違った作り込みがなされている。

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。

昨今の「ヘッドライン・ボラティリティー」の高さはやや異常、辟易としている市場関係者が増加

官邸サイドの意向として「新聞の見出しになる数字をなるべく大きく見せたい」という気持ちがあるのは分かる。だが、日本の厳しい財政事情を踏まえ「無い袖は振れない」というのが財務省の立場なので、「妥協の産物」として出来たのが今回のパッケージなのだろう。後から調べれば「ヘッドラインの水増し工作」はすぐに分かるので、そのような細工をすればするほど、政策発表前後の株価指数先物や為替相場の短期的な上下動をただ大きくするだけだ。結果的に、日本政府の経済政策発表スタイルに対する市場の信認を毀損すると同時に、株や為替の「過度の変動」を誘発する弊害の方が大きいのではなからうか。株式市場、為替市場とも、昨今の「ヘッドライン・ボラティリティー」の高さに辟易としている関係者は多い。

心配される「ヘリマネ騒動」の後遺症

この先、少し心配なのは、このような「ヘリマネ騒動」の後遺症が市場に残りそうなことだ。今回一連の騒動を経て、国内外の市場関係者のみならず、永田町関係者の間でも「ヘリマネ」という「デフレ退治の究極兵器」の存在が認知されてしまった。日銀が政府から要請された金額を国の口座に振り込んで、それを様々な財政支出（例えば有効期限付き商品券の配布など）に充てれば、幾らでもお金を市中にバラ撒くことが可能になる。その際、日銀が政府から受け取る「無利子の永久国債」は元本も利子も払われない単なる紙切れと同じなので、事実上は「受領証」と変わらない。きちんと紙で印刷されれば数百年後には骨董的な価値が出るかもしれないが、ペーパーレス化されるなら、紙切れとしての価値すらない「画面上の数字」になる。

「ヘリマネっぽい政策」と「ヘリマネ政策」は、似て非なるもの

「無から有を作り出す」という意味では、まさに究極の金融緩和マジックだ。そこまでの政策に手を染めれば流石に継続的な通貨価値の下落を引き起こすことはできるだろう。日本国内ではインフレが起きて、外国為替市場では円安が進むはずだ。政府あるいは政治家にしてみれば、増税や歳出カットという国民に不人気な政策を行うことなく無制限の経済対策が打てるので、本当に便利な「打ち出の小槌」だと言える。現在日銀が実施している国債購入について「政府の赤字国債の大量発行とセットでやれば事実上のヘリマネと変わらない」という意見もあるが、実際には似て非なるものだ。市場心理を揺さぶるマグニチュードで比較すると、「ヘリマネっぽい政策」と「ヘリマネ政策」とでは、「金メッキ」と「純金」のアクセサリーぐらいの差があると考えられる。

時期尚早な「ヘリマネ論議」の盛り上がりは、現行の日銀緩和の効果を弱め、むしろ弊害も

ただ、上記のような厳密な定義での「ヘリマネ政策」と比べられてしまうと、従来型のどんな金融緩和もひどく色褪せたものに見えてしまう。この先、日銀がどんなに工夫して様々な手の込んだ金融緩和策を捻出したとしても、「ヘリマネに比べると物足りない」と言われるようになれば、現在の日銀執行部が期待している「世の中のマインドに働き掛けてデフレの病を克服する」という金融緩和効果の波及経路が閉ざされてしまいかねない。時期尚早な「ヘリマネ論議」がマーケットや永田町界限で活性化すればするほど、「ヘリマネ以外」の金融緩和政策の効果が弱められてしまうリスクが高まる。

「ヘリマネ」採用の是非を巡る甲論乙駁

巷間伝えられるところ、「ヘリマネ政策」採用の是非については、国内外の有識者や有力政治家の間で様々な意見が錯綜している。ひとたび「ヘリマネ論争」に火が付くと、「制御できないハイパー・インフレを引き起こすので絶対に導入すべきではない」、「金額を限

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。

定して1回やるだけなら副作用は抑えられる。一刻も早くやるべきだ」、「1回でもやるとやめられなくなる。絶対にやるべきではない」、「法律で1回だけの限定措置だと決めてやれば大丈夫だ」、「法律は政治家が変えようと思えば変えられるので抑止力にならない」、「本当にハイパー・インフレになるかどうかは、実際にやってみないと分からない」、「日本経済を新薬検証の臨床試験に使うべきではない」などといった具合に、甲論乙駁の神学論争に発展しやすい。

「異次元緩和の限界」が囁かれる中、今後も日銀は「ヘリマネの亡霊」に悩まされ、為替相場のボラが高くなる可能性に留意

意見こそ違え、「ヘリマネ派」も「アンチ・ヘリマネ派」も国の将来を想う「憂国の情」を持っている点では変わらない。ただ、古今東西、そのような議論は、往々にして熱くなりがちだ。必要な政策論争は国民にも見える形でしっかり行うべきだが、「ヘリマネ政策」採用の是非に関しては、そうした議論が盛り上がれば盛り上がるほど、現在日銀が実施している異次元緩和の心理的な波及効果を弱めるという弊害が生じてしまう。「異次元緩和の限界論」が囁かれ始める中、この先、日本銀行は世の中で明滅し始めた「ヘリマネ期待」の亡霊にも悩まされることになるだろう。為替相場のボラティティも高くなる可能性があり、議論の行方をしっかりフォローしていきたいと考えている。

(植野、大塚)
(8月1日 8:00)

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、カブドットコム証券、三菱倉庫。

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。

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 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 (プルデンス規制機構、「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 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

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。

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おりません。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 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 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商品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は除きます)。

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。