

## 外貨投資の視点 (No.293)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年9月6日

### 2016年米大統領選挙でドル円相場はどう動く？

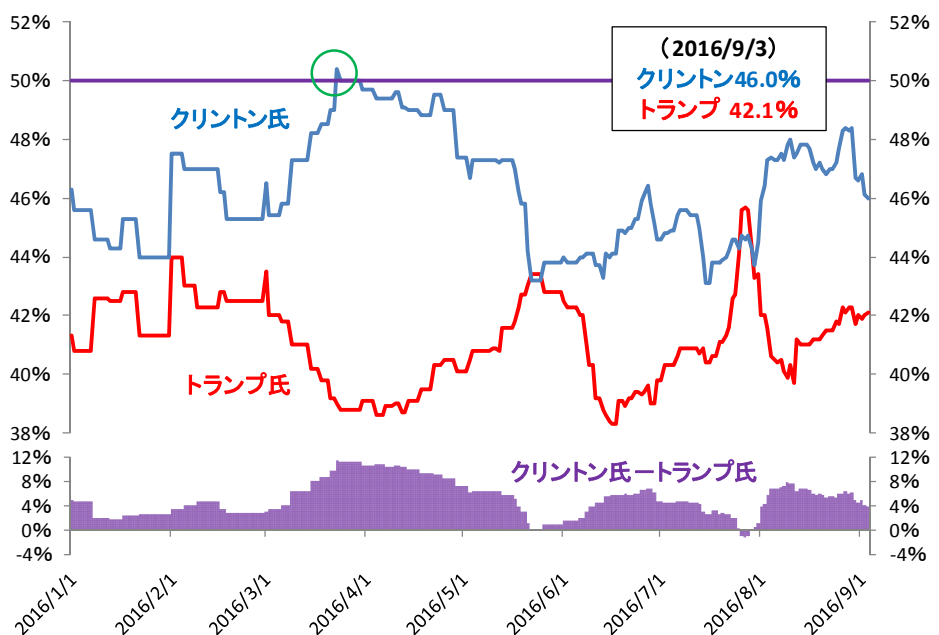
ポイント

- 米国で大統領選挙が佳境に入り、最終結果の判明まで「米国の政治ネタ」に敏感なドル円相場の心的重石に
- 万が一にも「トランプ大統領誕生」のテールリスクが炸裂してしまった場合、ドル安・円高局面の日柄は長期化へ
- クリントン氏勝利の場合、米金融政策運営に政治的雑音は混入せず、ドル円相場はファンダメンタルの原点回帰へ
- いずれの大統領候補が当選した場合でも、米新政権の財務長官人事は、抑えるべき必須のチェック・ポイントに

佳境を迎える2016年米国  
大統領選挙

米国の大統領選挙が佳境を迎えている。この先の主な日程を俯瞰すると、9月26日(月)に第1回目の大統領候補討論会がニューヨーク州で開催されるのを皮切りに、第2回、3回目の討論会が10月9日(日)と19日(水)にミズーリ州とネバダ州で開かれた後、11月8日(火)が本選挙の投開票日だ。その後、12月中旬に「大統領選挙人による投票」が行われるが、事実上は11月8日(火)の本選挙の結果によって次期大統領が確定、2017年1月20日(金)の正午に正式就任の運びとなる。民主党のクリントン候補、共和党のトランプ候補のどちらが第45代合衆国大統領の座に就くかによって、ドル円相場にも無視できない影響が及ぶ可能性がある。以下、現時点における簡単なプレビューを試みたい。

図1:トランプ氏vsクリントン氏:平均支持率の推移



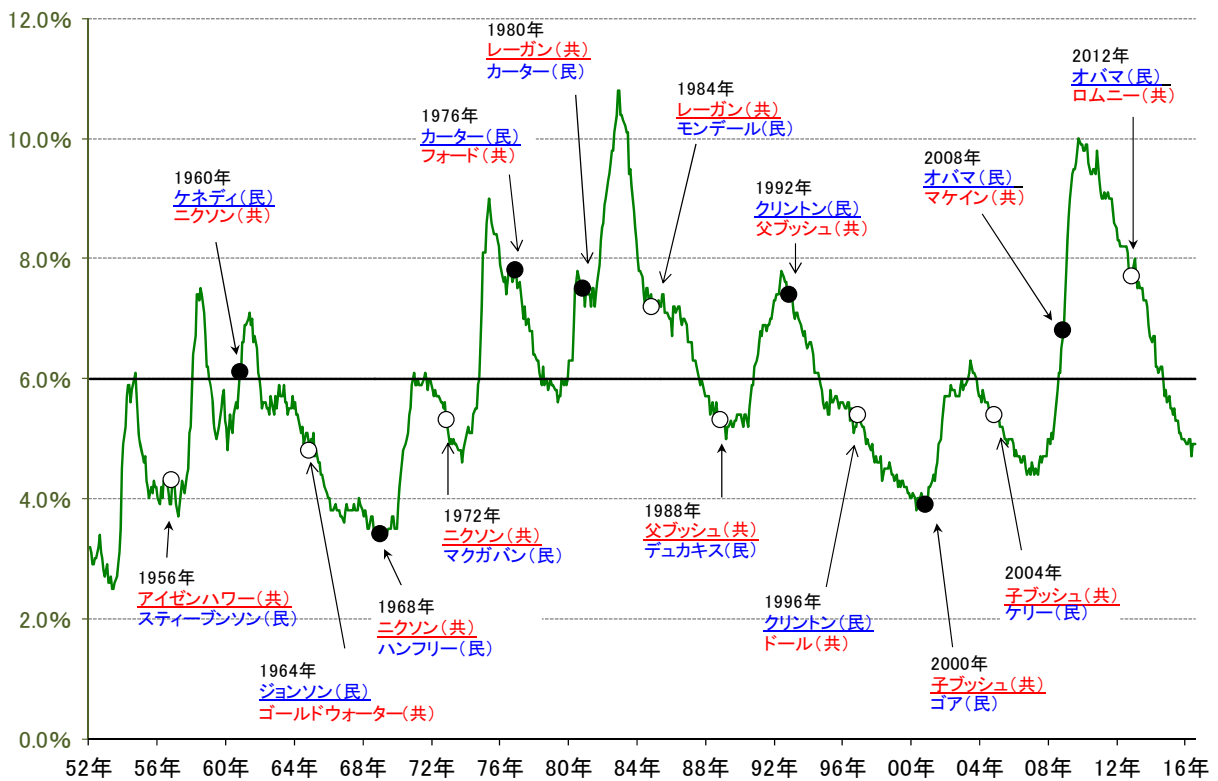
出所:米政治サイト「リアル・クリア・ポリティクス」

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。

我々のメイン・シナリオは  
クリントン勝利

まずは気になる選挙結果だが、現時点における我々のメイン・シナリオは「クリントン勝利」だ。年明け以降に米国で実施された世論調査の結果をみてもトランプ氏が共和党の候補者選んで候補者指名の獲得をほぼ確実にした5月下旬と、党大会で正式に大統領候補に指名された7月下旬のごく短い間だけ、平均支持率でクリントン氏をリードした時期もあったが、その後はほぼ一貫して「クリントン優勢」の状態が続いている(図1)。平均支持率で5%前後の差が安全圏だと言えるかどうかは微妙だが、周知の通り、米国の大統領選挙では各州の投票で他候補より1票でも多くの票を得た候補が当該州に割り当てられている大統領選挙人の全てを獲得する「Winner take all(勝者総取り)」方式が採用されている。これまでのところ、伝統的に民主党が強い「ブルー・ステート」ではクリントン候補の支持率が高く、選挙のたびに勝利政党が入れ替わる「スイング・ステート」でもクリントン氏が優勢に選挙戦を進めているようだ。この先クリントン候補の支持率が劇的に低下するようなスキャンダルでも勃発しない限り、トランプ氏の勝ち目はかなり薄いと判断される。

図2: 米国の失業率と大統領選挙の結果



注: 白星は現職大統領か現職副大統領の再選や当選、黒星は現職正副大統領の落選か大統領の所属政党の交代を示す  
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

過去の経験則では、失業率の水準、方向感とも、クリントン氏に有利か

また、過去の経験則では、米国の大統領選挙の結果は当該時点における雇用情勢と高い相関があったと言われている。現在、米国の失業率は4%台後半にまで低下しており、「ほぼ完全雇用」の状態に接近しつつあるのが実情だ。戦後の米大統領選挙の結果を失業率の上に並べてみると、失業率が5%台以下の水準で選挙が実施された場合、現職大統領が所属する政党の候補が6勝2敗の星勘定で大きく勝ち越している。一方、大統領選挙前の失業率の動きに注目すると、大統領任期の後半に失業率の低下(改善)が見られ

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。

た11回のケースで現職大統領と同じ政党に所属している候補が敗れたのは1968年のハンプリー副大統領、1976年のフォード大統領、2000年のゴア副大統領の3例だけであり、星勘定では8勝3敗で現職サイドが圧倒している(図2)。11月8日(火)の米大統領選挙まで、米国の雇用統計はあと3回発表されるが、この先数か月間でよほど急激に雇用情勢が悪化しない限り、失業率の水準では勝率7割5分、方向感では同7割2分7厘の確率でクリントン候補が勝ちやすい環境にあると言えるだろう。

ただ、実際の選挙結果は  
投開票が終了するまで分  
からない

ただ、古今東西の先例を挙げるまでも無く、選挙結果は投開票まで分からない。そもそも、今年2月に米国で2大政党の大統領候補を選ぶ党員集会や予備選挙が始まった頃、過激な発言で「暴言王」の異名を持つトランプ氏が共和党の指名を獲得するとは殆どの市場関係者が思っていなかった(表1)。民主党の候補者選びで当初は「泡沫候補」と思われていたサンダース上院議員に意外な善戦を許したことに暗示されるように、クリントン氏も決して「人気抜群の大統領候補」とは言えない。今回の米大統領選挙は「不人気者同士の一騎打ち」の様相を呈しており、クリントン陣営が抱えている「国務長官時代のメール問題」や「クリントン財団への寄付金問題」などが新たな展開を見せるようなら、支持率が急速に下がるリスクもある。前述の雇用情勢と大統領選挙の関係にしても、最近失業率の改善ほどには賃金が上がっておらず、経済の国際化や情報化の波に乗り遅れた大衆の憤怒がもたらす「アンチ・エスタブリッシュメント」の風潮が、11月の本選挙でクリントン陣営、トランプ陣営のどちらにより強く災いするのか、「かなり微妙」との指摘もある。

表1:ドナルド・トランプ氏の共和党候補としての主な発言録

**【経済・社会政策】**

- (推定で1100万人いるとされる)不法移民を米国外退去処分にする
- 日本や中国などの国々からの輸入品に3割~4割程度の関税を課す
- 環太平洋連携協定(TPP)破棄、北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉

**【外交・軍事政策】**

- イスラム教徒の米国への入国を禁止する(ただし、非テロ国は例外)
- メキシコとの国境にメキシコ政府の費用で万里の長城を建設する
- 日本と韓国に駐留している米軍費用を日韓政府に全額負担させる

**【金融政策】**

- 米国連邦準備制度理事会(FRB)の権限縮小を間違いなく支持する
- イエレンFRB議長を解雇する(改め、任期満了後には交代させる)

出所:各種報道より三菱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  
ールリスクが消滅するま  
で、ドル円相場の心理的  
な重石に

もちろん、対立候補のトランプ氏にも「自らの納税回避問題」、「関連企業の外国からの借入れ問題」、「トランプ大学詐欺訴訟問題」など、クリントン氏以上のスキャンダルの火種はたくさんある。現時点での可能性は極めて低そうだが、万が一にもトランプ候補が米大統領選挙に勝利した場合に炸裂する(かもしれない)テールリスクの大きさを考えると、その確率がハッキリとゼロ%になるまでは、米国の政局絡みの不透明感がドル円相場の

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。

上値を抑制する心理的な重石になりそうだ。8月下旬のジャクソンホール・シンポジウムの後、米国では年内の利上げ再開観測が地味に蒸し返されてドル円相場の失地回復に寄与する場面も散見されているが、トランプ候補のこれまでの発言履歴をみると、自らが大統領になった暁には「連邦準備制度(FED)の権限は間違いなく縮小する」、「イエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長の再任は求めない考えに傾いている」などと述べており、「アンチ・イエレン」の色彩が非常に濃厚だ。

**万が一にもトランプ氏が当選した場合、「米利上げ再開によるドル高ストーリー」が、根本から覆されるリスクも**

また、トランプ氏は「不動産王」らしく「利上げ」が大嫌いな一面も垣間見せており、仮にイエレン議長以下の連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーが今後緩やかに利上げを進めたとしても、もしもトランプ氏が大統領になった場合は「現職大統領による利上げ口撃」という政治的雑音が米金融市場に混入、マーケット関係者が素直に米国の利上げを評価するのが難しくなる可能性もある。「不法移民の国外退去」、「イスラム教徒の一部入国制限」、「日本や中国からの輸入関税大幅引き上げ」、「北米自由協定(NAFTA)の見直し」など、トランプ氏が主張している過激な政策は、いずれも実現しないだろうが、「そのような政策を唱える候補を米国民が次期大統領に選んだ」というニュースが流れるだけでも国内外の株式市場関係者のメンタルヘルスが蝕まれ、為替市場全体がリスクオフの円高色に覆われる可能性がある。株価の調整が深く入り過ぎて「米国経済が政策不況入りする」との懸念が台頭すれば、「ドル強気派」の精神的な拠り所となっている「米利上げ再開によるドル高ストーリー」が根本から覆される可能性もあるだろう。

**クリントン氏が次期大統領に当選した場合でも、すぐに政策的な不透明感が晴れる訳ではない**

一方、我々のメイン・シナリオ通り、クリントン氏が次期大統領に選ばれた場合、11月8日(火)の投票結果判明直後からは「トランプ大統領誕生」のテールリスクの実現確率がゼロ%になるため、ひとまずの安堵感が国内外の市場関係者の間に広がるだろう。ただ、彼女が実際に第45代の合衆国大統領に就任する時期は、来年1月20日(金)の正午以降になる。現在米国の大統領府と連邦政府議会では過半数超の議席数を保持する支配政党が違う「ねじれ現象」が起きており(表2)、今回の米大統領選挙と並行して行われる上下両院の連邦議会選挙の結果次第でクリントン政権の前半の経済・財政政策運営の円滑度が左右されることになる。このため、現時点では米新政権の経済政策運営に関する具体的イメージを為替相場予測に反映させることは難しい。現時点でクリントン氏が反対を表明している環太平洋パートナーシップ協定(TPP)についても、本当に漂流するののか一転前進に向かうのか、すぐに方向感は見えてこないだろう。

**ただ、クリントン大統領の場合、金融政策の独立性は保持され、ドル円相場はファンダメンタルズ睨みの色彩を強めそう**

ただ、クリントン氏が大統領になった場合は「金融政策運営の独立性」は守られそうだ。トランプ氏が大統領になった場合に懸念されている政治的雑音が、米国の金融政策に混入してくるリスクは無くなるだろう。我々の債券市場分析チームのメイン・シナリオ通り、米国で「年内1回、来年2回」程度の利上げが実施できるような環境でクリントン政権が船出を迎えるなら、「孤高の利上げ再開は、強い米国経済の証左」という素直な市場解釈が徐々に優勢になり、来春ごろからはドル円相場にも底入れ・反発の気配が漂い始めるだろう。もちろん、我々のマクロ前提に対する読みが外れて米国経済が意外な弱さを露呈するようなら、米利上げ観測の消滅とともにドル安・円高局面の日柄が長期化することになるが、いずれにしろ、「クリントン大統領誕生」の暁には、ドル円相場は米国における政

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。

治的不透明感の重石から解放され、「ファンダメンタルズ睨み」で基本的な方向感を見定めることが可能になるだろう。

表2: 米国大統領選挙および連邦議会選挙の結果

選挙 実施年	上院選挙					下院選挙					大統領選挙	
	議席数	共和	民主	その他	空席	議席数	共和	民主	その他	空席	共和	民主
1956	96	47	49	0	0	435	201	234	0	0	アイゼンハワー	スティーブンソン
1958	98	34	64	0	0	436	153	283	0	0	-	-
1960	100	36	64	0	0	437	175	262	0	0	ニクソン	ケネディ
1962	100	33	67	0	0	435	176	258	0	1	-	-
1964	100	32	68	0	0	435	140	295	0	0	ゴールドウォーター	ジョンソン
1966	100	36	64	0	0	435	187	248	0	0	-	-
1968	100	42	58	0	0	435	192	243	0	0	ニクソン	ハンフリー
1970	100	44	54	2	0	435	180	255	0	0	-	-
1972	100	42	56	2	0	435	192	242	1	0	ニクソン	マクガバン
1974	100	37	61	2	0	435	144	291	0	0	-	-
1976	100	38	61	1	0	435	143	292	0	0	フォード	カーター
1978	100	41	58	1	0	435	158	277	0	0	-	-
1980	100	53	46	1	0	435	192	242	1	0	レーガン	カーター
1982	100	54	46	0	0	435	166	269	0	0	-	-
1984	100	53	47	0	0	435	182	253	0	0	レーガン	モンデール
1986	100	45	55	0	0	435	177	258	0	0	-	-
1988	100	45	55	0	0	435	175	260	0	0	ブッシュ(父)	デュカキス
1990	100	44	56	0	0	435	167	267	1	0	-	-
1992	100	43	57	0	0	435	176	258	1	0	ブッシュ(父)	クリントン
1994	100	52	48	0	0	435	230	204	1	0	-	-
1996	100	55	45	0	0	435	226	207	2	0	ドール	クリントン
1998	100	55	45	0	0	435	223	211	1	0	-	-
2000	100	50	50	0	0	435	221	212	2	0	ブッシュ(子)	ゴア
2002	100	51	48	1	0	435	229	204	1	1	-	-
2004	100	55	44	1	0	435	232	202	1	0	ブッシュ(子)	ケリー
2006	100	49	49	2	0	435	202	233	0	0	-	-
2008	100	41	55	2	2	435	178	256	0	1	マケイン	オバマ
2010	100	47	51	2	0	435	242	193	0	0	-	-
2012	100	45	53	2	0	435	234	200	0	1	ロムニー	オバマ
2014	100	54	44	2	0	435	247	188	0	0	-	-

注: 議会獲得議席は選挙直後の数。その後の当選者の死亡、辞任、転籍等による変更事例もある。網掛けは大統領府とのねじれを示す。  
出所: 米国議会資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

米大統領選挙後は、財務長官人事に注目

最後1点だけ、今回の米国大統領選挙でどちらの候補者が勝利した場合でも、米新政権発足後の為替市場関係者の期待形成への影響を考える上で見逃すことのできない「必須のチェック・ポイント」を挙げておきたい。それは、米国の財務長官人事である。

レーガン政権1期目と2期目で180度変わった米国の為替政策

一般的に語られる印象論では、「小さな政府」と「自由競争の市場原理」を重視する共和党政権に比べ、「大きな政府」と「経済活動への政府介入」を是認する民主党政権の方が通商・為替政策への人為的関与が強まりやすそうなイメージがある。ただ、過去の米国の大統領任期期間のドル実効為替指数の動きをみると、「強いドル、強いアメリカ」を標榜したレーガン大統領の1期目には元証券会社社長という経歴を持つレーガン財務長官の下、強烈なドル高が進行してドル円相場も高水準で推移した一方、レーガン大統領の2期目には弁護士出身のベーカー財務長官がホストを務めた「プラザ合意」でドル安政策に大転換、対円でも歴史的なドルの減価が進んだ。市場メカニズム重視で「神の見えざる

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。

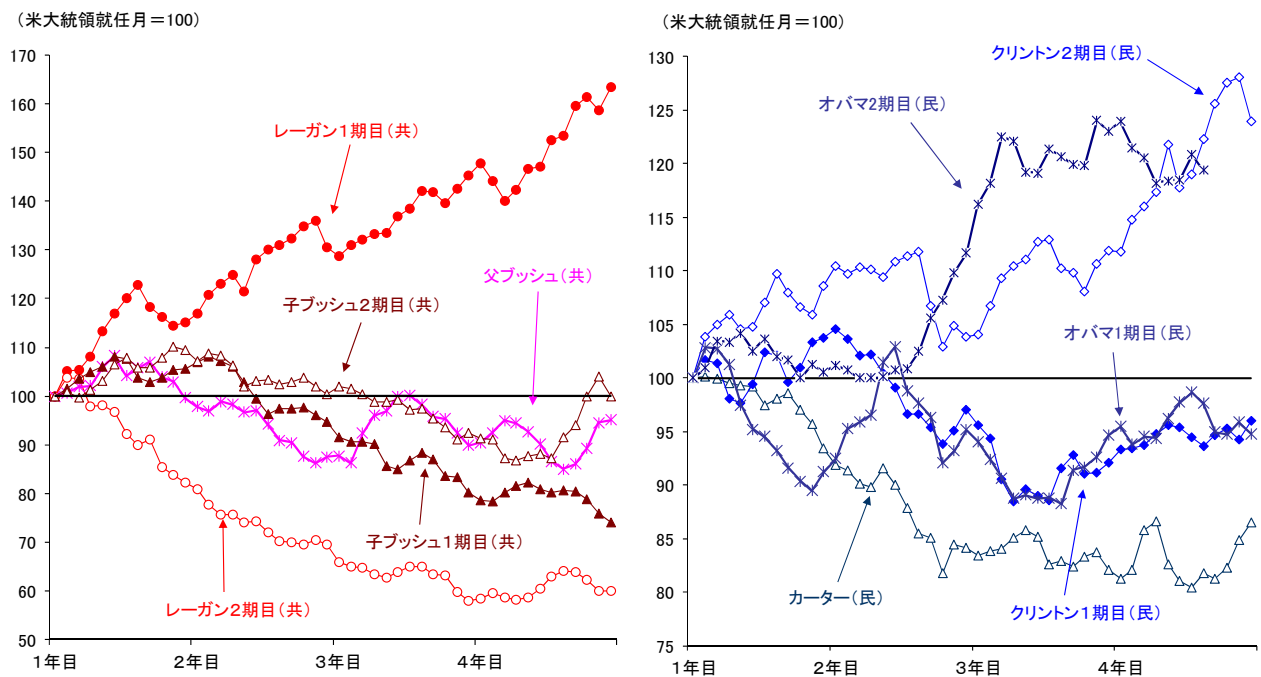
手」を信奉するイメージの強い共和党政権下でも積極的な為替政策への関与が認められ、しかもその舵取りが同じ大統領の下で180度変わったケースの典型例だ(図3左)。

ビル・クリントン政権でも初代財務長官の更迭後に為替政策が180度転換

同じような米為替政策の転換事例は、民主党政権の下でも観察される。例えばクリントン政権の1期目途中までは米議会で対日通商政策強硬派の大物議員だったベンツェン氏が財務長官を務め、日本への市場開放要求と絡めた政治的円高圧力が鮮明になった印象が非常に強かったが、ベンツェン氏の辞任後、後任に指名された元投資銀行共同会長のルービン財務長官は「強いドルはアメリカの国益に適う」との基本的見解を、市場関係者から「まるでマントラ(呪文)のようだ」と揶揄されても唱え続け、クリントン政権2期目にかけては、同じ大統領の下で米国の為替政策のイメージが全く入れ替わったケースもあった。当時、米国の為替政策に対する印象だけでドル実効為替指数の方向が決まっていた訳ではないが、結果的には、クリントン政権1期目の前半までとその後では、ドル相場の地合いがやはり180度変わっている(図3右)。

図3: 米ドル実効為替指数の推移(共和党政権)

米ドル実効為替指数の推移(民主党政権)



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

過去、米国の為替政策は、財務長官の意向で大きく変わった事例もあれば、「市場重視」の建前を貫いたケースもあった

これらの先行事例に鑑みると、米国の為替政策のベクトルは財務長官人事によって左右されていた印象が非常に強く、大統領の所属政党や個人的意向によって明らかな偏りや法則性があったようには思えない。過去歴代の事例をみても、実際に大統領に就任した後は、対応すべき課題が国内外に山積しているため、為替政策については所管する財務長官に任されるケースが殆どだ。上記に挙げた幾つかの先行事例では、極端な為替政策の変化が観測されたケースもあったが、米国の歴代財務長官の中には、「為替相場は市場に任せる」との原則を貫いた人物も少なくない。米国の為替政策はその時々的情勢に応じて、党派色に拠らず属人的に変化しており、今回の選挙でトランプ氏、クリント

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。

ン氏のいずれが大統領に当選したとしても、基本的な為替政策運営の方向性の有無をチェックする上で、まずは財務長官人事に注目が集まることになるだろう。

来年1月下旬の米新政権発足後まで、米大統領選挙絡みのマーケット・トークの賞味期限は切れない

総じて、米国の大統領選挙に関して、現時点では、①どちらが勝利するのかについてはもちろん、②新政権発足後の政策運営、経済状況、閣僚人事など、分からないことがあまりにも多い。「市場関係者の注目度」と「結果読みの難易度」が同じぐらいのレベルで高いため、来年1月下旬の米新政権発足後に至るまで、非常に賞味期限の長いマーケット・トークのネタになるだろう。今後の展開を継続的にモニタリングしつつ、時宜に応じて我々の為替相場見通しに反映させたいと考えている。

(9月6日 10:00)

## 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他の証券を、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「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・

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。

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 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

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。



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。