

外貨投資の視点 (No.294)

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12日

日銀による外債購入待望論と為替相場への影響

ポイント

- 「金融緩和」を表の目的、「円高防御」を裏の目的に見据えた日銀による外債購入論が市場の一部で再燃
- 現行の日銀法では為替介入目的の外債購入は出来ないが、条文の解釈で金融緩和目的なら可能との意見も
- ただ、金融緩和の仮面を被った日銀の外債購入では円高抑止力が小さく、むしろ投機的売買を助長しそう
- 日銀による外債購入は当面実現しそうにないが、その分、円高加速局面での介入待望論が強まる可能性も

政府要人の発言などをきっかけに、「日銀による外債購入論」が市場の一部で再燃

「日銀による外債購入論」が蒸し返されている。伏線になったのは、浜田エール大学名誉教授の発言だ。安倍首相のブレーンで内閣府参与を務める浜田教授は8月30日に一部通信社の取材に答え、「為替の過度の変動には(政府が)市場介入すべき」、「もう少し穏やかな形として、日銀が外債を買うことも選択肢」などの見解を示した。その後、9月5日の主要20ヶ国・地域(G20)サミット閉幕後の記者会見で安倍首相が、日銀による外債購入について「為替介入を目的とする場合は日銀法上認められていない」と述べたため、市場の一部では「為替介入ではなく金融緩和を目的にする外債購入」が水面下で検討されているのではないかと、との思惑が蠢動している。続く8日には中曾日銀副総裁が外債購入について見解を求めた記者の質問に対し、「どのような目的なのか不明であり、コメントしない」と述べたことから、「金融緩和を狙った外債購入の可能性を完全否定はしなかった」、「火のない処に煙は立たない」などの市場解釈が一部で燻っているようだ。

「日銀による外債購入論」は、2012年の夏場以降にも一時的に盛り上がったことがあった

日銀による外債購入論については、2012年にも一時盛り上がった経緯がある。筆者の備忘録を振り返ると、①佐藤日銀審議委員が7月24日の就任会見で資産買入れ多様化の一環として外債購入を検討課題に挙げた、②岩田日本経済研究センター理事長(前日銀副総裁)が9月29日付けの日経電子版で「日銀による外債購入は可能かつ有効」との持論を改めて開陳した、③前原国家戦略・経済財政担当大臣(当時)が10月1日の就任会見で金融緩和を強化する手段の一つとして「日銀による外債購入を検討すべき」との見解を示した、ことなどがマーケットで話題になっていた。ドル円相場の水準こそ違え、当時と似ているのは「市場の一部や永田町界隈で円高進行への警戒感が強まっている」ということだ。この先、日銀が「金融緩和の強化」を表面上の目的、「円高の予防」を裏の目的として、外国債の購入に踏み切る可能性はあるのだろうか。以下ではその当否、是非、及び効果等に関し、現時点における我々の見解をまとめておきたい。

現行の日銀法を素直に読めば、為替介入目的の日銀外債購入は不可

まず、「日銀による外債購入」が実現する可能性についてだが、現行の日本銀行法(以下、日銀法)を素直に読めば、「為替介入」を目的とした外債の購入が実現する可能性は低い。日銀の外国為替売買について定めた日銀法40条では、「外国為替相場の安定」を

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。

目的とする為替売買については、財務大臣からの委託を受けて実施すると規定されているからだ(表1)。現行法では、政府による外国為替平衡操作(=為替介入)の決定及び実施に関する権限は財務大臣の専管事項であり、日銀はあくまでも財務省からの要請・委託を受けて介入目的の外貨売買の事務を取り扱う立場に過ぎない。為替介入を実施する場合の慣行となっている「当該相手国(地域)の通貨当局との事前交渉」などを含めた実務面での調整は、これまで財務省の国際局が窓口となって一元管理しており、「海外当局との意思疎通の混乱を防ぐ」という観点からも、「現行法下では日銀による外債購入は実施できない」というのが財務省の見解だ。将来的な法改正による介入権限見直しの可能性まで考慮すれば、その可能性が未来永劫ゼロだとは言いきれないが、現時点では「為替介入を目的とした為替売買」を日銀が独自判断で実施できる環境にはない。

表1: 日本銀行法からの抜粋

第四十条 日本銀行は、**必要に応じ自ら、(中略)外国為替の売買を行う**ほか、我が国の中央銀行としての外国中央銀行等(中略)との協力を図るため、これらの者による外国為替の売買の事務の取扱いをする者として、外国為替の売買を行うことができる。

2 日本銀行は、その行う**外国為替の売買であって本邦通貨の外国為替相場の安定を目的とするものについては、(中略)国の事務の取扱いをする者として行うものとする。**

第四十三条 日本銀行は、この法律の規定により**日本銀行の業務とされた業務以外の業務を行ってはならない**。ただし、この法律に規定する**日本銀行の目的達成上必要がある場合において、財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けたときは、この限りでない。**

出所: 総務省法令検索サイトより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

ただ、日銀法の40条や43条を上手く解釈すれば、金融緩和目的での外債購入は可能との意見も

一方、為替介入目的以外の為替売買については、現行の日銀法40条でも認められており、現在でも日銀が「必要に応じて」実施している。このため、日銀法40条を拡大解釈し、「金融調節手段の一部としての位置づけにすれば、現行法でも日銀による外債購入を実施することが可能」という意見も一部の永田町勢力や市場参加者の間で根強く燻っている。また、日銀の業務範囲について定めた日銀法43条には、「日本銀行の目的達成上必要がある場合」において、「財務大臣及び内閣総理大臣の認可」を受ければ、日銀法で規定された業務以外でもできると明記されており、それを論拠に「金融緩和目的での外債購入」ならば政治主導で実現可能との見方もある。古今東西、あらゆる法律には「文言解釈による抜け道」が必ずと言っていいほど存在している。日銀法もその例外ではないとみられ、今後、一部有識者の意見も踏まえた上で安倍首相の意向が変わった場合、外債購入論が現実味を帯びてくる可能性を完全には否定できない。

日銀が外債購入の開始を発表すれば、一時的には円高抑止のアナウンスメント効果はありそう

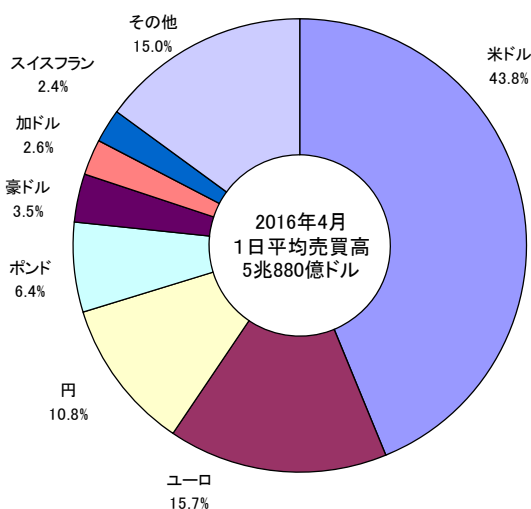
もしも日銀が将来的に「金融緩和の拡充目的」で外債購入を開始した場合、いわゆる「非不胎化型」の外貨買い・円売り介入が実施されるのにはほぼ等しい心理的印象を市場に与える。このため、「円高デフレの再燃阻止」に向けた政府・日銀の強い姿勢を国内外にアピールする相応の「アナウンスメント効果」はありそうだ。「日銀の外債購入が非常に有効な円高ウィルス防除薬になる」という意見は、概ねそのような論旨で展開されている。もしも実施された暁には、日銀として戦後初めての試みになる政策の新鮮味も手伝って、一時的には市場の円安観測を助長する可能性はあるだろう。

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。

ただ、中途半端な金額で継続的な外債購入を実施すると、国内外の短期筋等による無用の為替変動を助長するリスクも

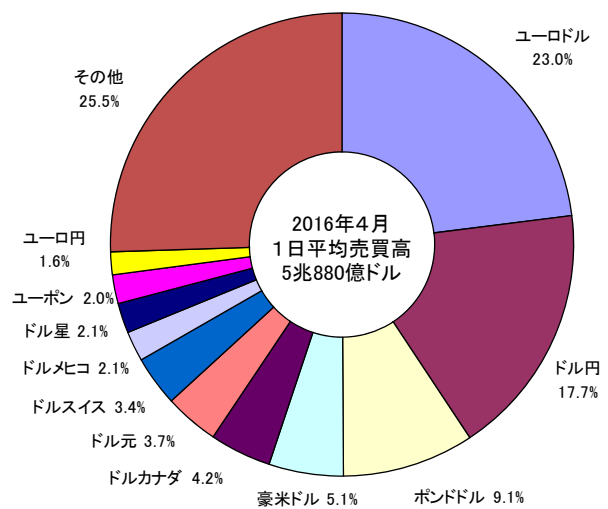
ただし、「国内金融政策の一手段」としての「建前」を崩すことなく日銀が外債購入に踏み切る場合、現行の国債買入れオペなどと同様、あらかじめ購入対象となる債券を定めたり、その金額及び購入時期などについて、ある程度の幅を持たせつつも予め公表する必要がありそうだ。実際、2001年11月の日銀会合で外債購入を提案した中原審議委員は「継続的、安定的に買う」ことで為替介入との違いを明確にすると主張していた。だが、日銀による外債購入の金額や時期が事前にある程度特定できてしまう場合、為替市場では必ずそれを「逆用」した先回り売買を仕掛けてくる国内外の短期筋等の戦闘意欲が刺激される可能性が高い。「中途半端な金額で手の内を明かした」外債購入を日銀が実施すると、所期の円高抑止効果があまり得られないばかりか、短期的には無用の為替変動を助長してしまうリスクもあるだろう。

図1: 世界市場における通貨別の売買高比率



注: BISの公表値は200分率表示だが、便宜上100分率表示に変換
出所: 国際決済銀行 (BIS) 2016年4月調査より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

世界市場における通貨ペア別の売買比率



注: BISの公表100分率表示をそのまま使用

為替市場の規模を考慮すると、「年間10兆円超」の外債購入でも、為替相場の趨勢を安定的に支配するのは難しそう

もちろん、非常に大規模な金額、例えば現在の日本の貿易黒字額を上回る「年10兆円以上の規模で外債購入を実施する」などとアナウンスすれば、その初期段階では市場に与える心理的なインパクトが非常に大きくなる可能性はあるだろう。だが、9月1日に国際決済銀行 (BIS) が公表した3年に1度の為替市場の出来高調査 (Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2016) によれば、今年4月の「通貨ペア」ごとにみた「ドル円」の売買高は「1日平均」で9020億ドル、当時の平均レートである1ドル=109円65銭で換算すると、約98.9兆円にも達している (図1)。「年間10兆円の継続的な外債購入」を12ヶ月に分ける場合、1ヶ月間の買入れ金額は約0.83兆円にしかならない。月間の営業日数で日割りにするとその20分の1未満の金額になる。その程度の金額で、為替相場のトレンドを安定的に支配・操作するのは恐らく無理だろう。

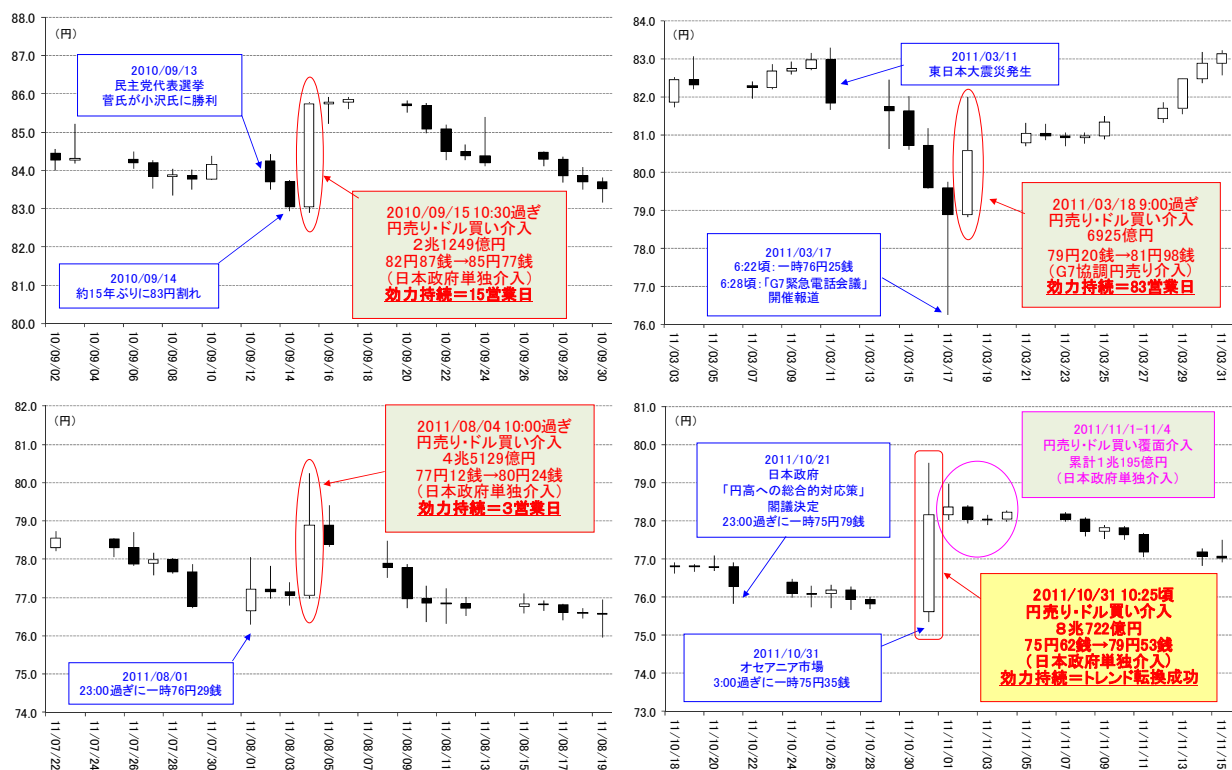
民主党政権時代の為替介入の事例を振り返る

蛇足になるかもしれないが、かつて民主党時代に4回ほど実施されたドル買い・円売り介入の効力持続期間を見ると (図2)、①2010年9月15日の2.15兆円介入は15営業日で切れている。②2011年3月18日の0.69兆円の円売り介入は、東日本大震災直後の先進7ヶ

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。

国(G7)による協調介入の形をとったため、少ない金額でも比較的長持ちしたが、それでも83営業日後には介入発動水準を破られた。③2011年8月4日の4.51兆円介入に至っては、1日の介入金額としては当時過去最大だったと推測されたが、円高抑止の効力は僅か3営業日しか持続しなかった。④2011年10月31日～11月4日にかけて実施された累計9.09兆円の円売り介入だけは、その金額の大きさや非常に手の込んだ介入手法の導入などの効果もあってトレンド転換に成功したように見えているが、果たして為替介入の神通力だけで相場の潮流変化が促されたのかどうかは分からない。古今東西の国々がかつて実施した為替介入の事例をみると、いつの時代もトレンド展開に成功したように見えるのは「最後に実施された介入」だけだ。

図2: 民主党政権時代の為替介入実施前後のドル円相場の推移



出所: プルームバーク、各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

日銀の外債購入を手の内を明かさない「ブラック・ボックス」の状態を実施すると諸外国の批判を浴びる

日々膨大な資金が取引されている為替市場において、「日銀による外国債券の購入」に「財務省の円売り・外貨買い介入」と同じような円高抑止の心理的効果を一時的にせよ与えようとするならば、その金額の多寡にかかわらず、外国債の買入れ日時や1回あたりの金額などを公表しない「ブラック・ボックス」の状態にしておいて、「いつ、どんな条件の下で、日銀がどれだけ外債を買ってくるのか分からない」という疑心暗鬼を市場に植え付ける必要がある。しかし、そのような形で日銀が外債購入を始めた場合、既存の金融調節手段との違いを国内外に説明するのが困難になる。「金融緩和の仮面を被った露骨な自国通貨安誘導だ」との批判を諸外国から一斉に浴びる可能性が極めて高く、為替円安効果は減殺されることになるだろう。

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。

米国の政治サイクルも加味すると、このタイミングで日銀の金融緩和手段に外債購入を加えるメリットはデメリットより小さい

間の悪いことに、現在米国では4年に1度の大統領選挙が佳境に入っている。こんなタイミングで政府・日銀が「法律の拡大解釈」による外債購入に踏み切った場合、これまでの発言履歴から推測して共和党のトランプ候補はまず間違いなく日本の金融・為替政策を「口撃」してくるだろう。次期大統領の座をトランプ氏と争っている立場上、対立候補のクリントン氏も日本の政策に対して何らかの発言をせざるを得ない状況になり、その内容が日本にとって好意的なトーンになる可能性は極めて低い。米国の政治サイクルの潮目が変わる非常にセンシティブな局面で、来年1月20日以降に「第45代合衆国大統領」に就任する人物に無用の誤解を植え付けるデメリットに比べると、このタイミングで日銀緩和のメニューに外債購入を新たに加えるメリットは小さいのではなからうか。金融緩和の拡大による間接的な通貨高阻止を狙うなら、①国内資産で日銀がまだ購入していない地方債、財投機関債や満期の長い社債なども買入れの対象に加えてベースマネーの上積み速度を上げる、②金融機関からの評判は悪くても、政策マイナス金利の深掘りや貸出マイナス金利を導入するなどして、国内の操作目標に絞った施策を強化する方が良さそうだ。

「日銀による外債購入論」は円高局面でゾンビのように蘇るものの、当面は財務省の反対もあって画餅になりそう

このように考えてみると、「現行法の拡大解釈」による日銀の外債購入には、様々な問題点がある。実際に導入される可能性は相当に低そうだ。為替円高局面でゾンビのように蘇りやすかった過去の経緯も踏まえると、今後もその可否や是非を巡る議論が断続的に盛り上がる可能性は否定できないが、「為替介入の権限自体を財務省から日銀に移管あるいは分散する」などの法整備を行わない限り、「日銀には外債購入以外の手段による金融緩和の強化を求め、その本来業務であるデフレ克服に専念させた方が良い」という冷静な議論も台頭してくるだろう。結果的に、「日銀による外債購入待望論」は今後も折に触れてマーケット・トークのネタにこそなれ、当面は財務省の強い反対もあって画餅に終わる可能性の方が高そうだ。

ただ、今後急激な円高が加速した場合、日銀による外債購入論に反対している財務省への介入期待が強まる可能性も

ただし、一部に根強い「日銀による外債購入」待望論の存在は、今後の相場環境次第でその矛先を変え、それに反対している財務省に対する「為替介入待望論」を強める方向に作用する可能性がある。今後何らかの理由でドル円相場が再び心理的節目の1ドル＝100円を割り込んで急激なドル安・円高が加速した場合、その是非はともかく、「円高デフレの再燃」を嫌悪する一部の市場勢力や政官財学の有識者らによって財務省が所管する為替介入政策の「機動力の低さ」が問題視され、より機動力の高い金融政策を活用した「日銀による外債購入」必要論が増幅しかねないからだ。最近再び蒸し返されている「日銀による外債購入論」は、今後の相場展開によっては思わぬ分野に違った形で飛び火する可能性も秘めている。引き続き注目しておく必要があるだろう。

(9月12日 11:10)

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

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。

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。

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。

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)に限定されています。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 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)の録)。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

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。

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。