

外貨投資の視点 (No.297)

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23日

9.21日米金融政策「ダブル・ヘッダー」の結果とドル円相場

ポイント

- 9.21日銀会合で金融政策のモデル・チェンジが発表されたが、既往のドル安・円高トレンドを反転させるには力不足
- 9.21米FOMCで利上げ再開は見送られ、ドット・チャートも下方修正されたことから、当面はドル安・円高基調が継続
- ただし、長期的には日米金融政策の印象格差はむしろ拡大、現時点では来春以降のドル円相場の反転予測を維持

21日(水)の会合で日銀は金融政策の大胆なモデル・チェンジを断行

世界中の市場関係者が注目していた「日米金融政策ダブル・ヘッダー」の結果がようやく明らかになった。まず日銀会合では「総括的な検証」を踏まえ、これまで「量」に軸足を置いていた金融緩和策の大胆なモデル・チェンジを敢行、今後は長短金利に誘導目標を設定して利回り曲線の形状を管理する「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に移行する方針が示された。日銀執行部曰く、「マネタリーベース・コントロール」から「イールドカーブ・コントロール」への移行に伴い、これまで設定されていたベースマネーの残高増加の数値目標(=年間80兆円)は事実上撤廃されたが、拡大継続の方針だけは堅持、消費者物価の上昇率が目標の2%を安定的に「実現する」のではなく「超える」まで継続するという「オーバーシュート型コミットメント」も提示された(表1)。

日銀政策への不透明感が晴れたことは朗報だが、今回の決定で「追加緩和」と呼べるものは殆ど無い

7月29日(金)の日銀会合以降、「総括的な検証」を巡る「頭の体操」を延々7週間半もやり過ぎて疲弊していた多くの市場関係者にとって、「一体どのような政策変更が実施されるのか分からない」というモヤモヤ感が晴れたことは、ひとまずの朗報だ。今回の金融政策のモデル・チェンジにより、「持続可能性への懸念」や「副作用への批判」が付きまとっていた長期国債の爆買い政策が見直され、物価目標の達成に必要な長期の籠城戦に堪えられる耐久力のある仕組みが導入されたことも評価できる。ただ、今回の日銀会合の決定を冷静に眺めると、短期政策金利の引き下げは見送られ、新たに導入された長期金利の目標も当面は「現状(ゼロ%)程度」なので、「追加緩和」と呼べそうなものは「オーバーシュート型コミットメント」による時間軸効果以外に殆ど見当たらない。既往の円高基調の反転を促すには迫力不足だ。

米FOMCは利上げ見送り、ドット・チャートの下方修正も踏まえ、市場はドル安・円高で反応

一方、米連邦公開市場委員会(FOMC)では大方の予想通り、利上げ再開は見送られた。同時に公開された政策金利の未来予想図(ドット・チャート)では、年内の利上げ見込み回数が6月時点の2回から1回に下方修正されていたほか、来年中の予想回数も3回から2回に削られていた(図1)。その後に開催されたイエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長の見聞内容がハト派的だと市場に解釈されたこともあり、翌22日(木・祝)の東京市場では一時100円10銭と8月26日(金)以来の水準までドル安・円高が進んだ。

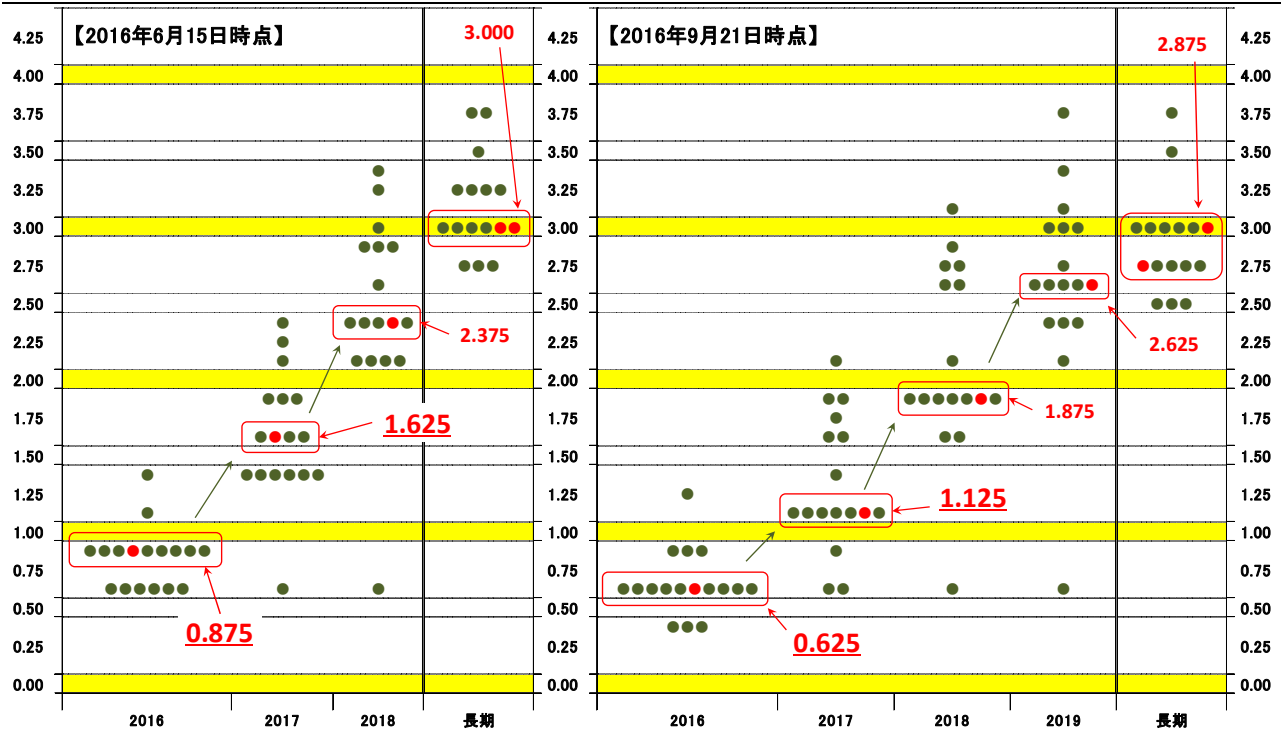
本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

表1: 日銀による金融政策運営の変遷と追加緩和オプション

	量的・質的金融緩和		マイナス金利付き量的・質的金融緩和		長短金利操作付き量的・質的金融緩和	想定される追加金融緩和オプション	
	(2013年4月4日導入)	(2014年10月31日拡充)	(2016年1月29日導入)	(2016年7月29日拡充)	(2016年9月21日導入)		
物価	物価安定の目標=2%					出来るだけ早期	↓ 「ベースマネー」増加ペース加速
達成時期	2年程度の期間を食糧に出来るだけ早期に達成	15年度を中心とする時期 →「2016年度前半頃」 →「2016年度後半頃」	「2017年度前半頃」 →「2017年度中」				
操作目標	マネタリー・ベース					拡大方針を継続する	「リスク性資産」買入れ強化量や対象の拡充
増加ペース	年60~70兆円程度	年80兆円程度					
継続期間	物価目標2%の安定的持続に必要な時点まで 14年10月の拡充に合わせて「オープンエンド」での実施を明記				物価目標2%を安定的に超えるまで 「オーバーシュート型コミットメント」	長期金利目標の引き下げ	
上場投資信託 (ETF)	保有残年間+1兆円 (3指数連動型)	保有残高年+3兆円 (15年12月の補充措置で0.3兆円の購入新設)	保有残高年+6兆円 (16年9月21日金合で2.7兆円をTOPIX連動型に変更)				
不動産投資信託 (J-REIT)	保有残年間+300億円	保有残高年間+900億円 (15年12月の補充措置で銘柄別の購入限度を5%から10%に引き上げ)				政策マイナス金利の要振り	
CP等	2.2兆円の買入れ残高維持						
社債等	3.2兆円の買入れ残高維持					貸出マイナス金利の導入?	
長期国債	保有残年間+50兆円 40年満期までの全領域 平均残存6~8年程度	保有残年間+80兆円 40年満期までの全領域 平均残存7~10年程度	保有残高年+80兆円 40年満期までの全領域 (15年12月の補充措置で平均残存7~12年程度)		長期(10年国債)金利 概ねゼロ%程度の目標設置 「イールドカーブ・コントロール」		
金利	日銀当座預金付利		+0.1%		従来基礎残高=+0.1% マクロ加算残高=ゼロ% 政策金利残高=▲0.1%		
	貸出支援資金供給 成長基盤強化資金 共通担保資金供給				貸出支援資金供給=ゼロ% 成長基盤強化資金=ゼロ% 共通担保資金供給=ゼロ%		

注: 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入後も、長期国債は幅広い年限で柔軟な購入を継続、年間80兆円をメドにしつつも増減はあり得る
出所: 日銀資料、各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図1: 米連邦公開市場委員会 (FOMC) 参加者の政策金利見通し



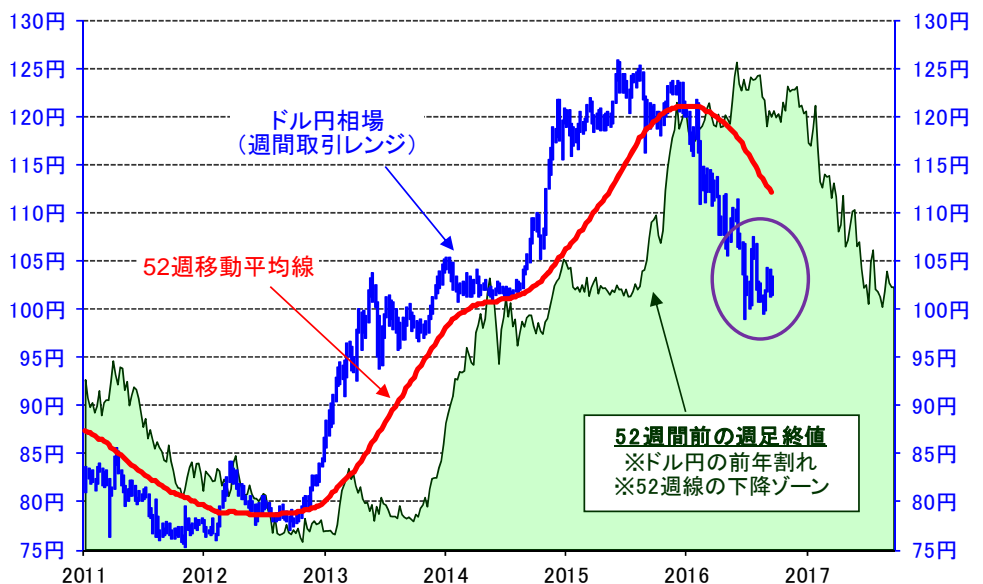
注: 赤いフォントで示した値が、中央値予想(予想提供者17人の場合は9人目、16人の場合は8人目と9人目の中間の値)
出所: FRB資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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。

休日返上で開催された財務省・金融庁・日銀の三者会談で目先の100円割れは回避されたが、長期トレンドは依然としてドル安・円高局面の継続を示唆

「日銀＝緩和見送り」、「FRB＝利上げ見送り」という円高・ドル安が最も進みがちな金融政策の組み合わせが提示された割には節目の100円00銭の手前が堅かった印象はある。22日（木・祝）に休日返上で開催され、恐らくは意図的に主要メディアを通じて一斉に報じられた「財務省・金融庁・日銀による三者会談」が、日本市場祝日の薄商いの時間帯を狙った円高投機の巻き戻しを促し、円高・ドル安のスピード調整に寄与したとみられる。ただ、テクニカル的にみると、現在は52週移動平均線などに代表される長期トレンド・ラインが依然としてシッカリ下を向いている（図2）。過去のプライス・アクションから類推するに、トレンド底入れの希望が湧いてくるまでには、まだしばらくの日柄調整が必要になりそうだ。当面は「上値が重く、下値が柔らかくなりやすい」という地合いが続きそうだ。強めの米経済指標や要人発言などに反応してドル高になっても105円前後では伸び悩み、逆の場合は年初来安値を下抜けするリスクも残っているとみるのが無難だろう。

図2: 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

他方、より長い目で見た日米金融政策の印象格差はむしろ強まる。米国景気回復持続を前提に、来春以降のドル円相場底入れ予想もひとまずキープ

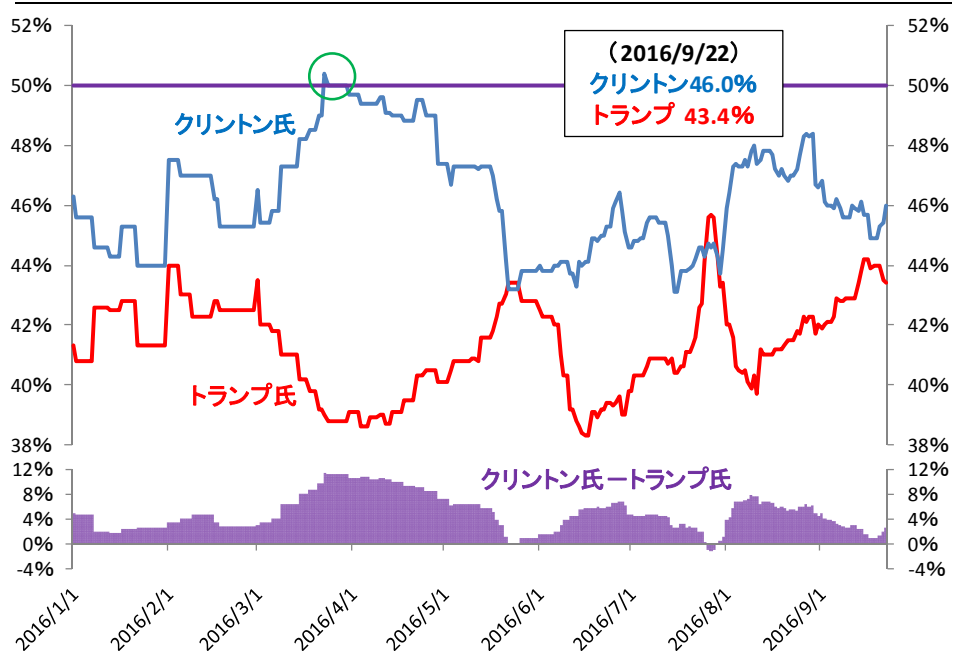
他方、より長い目でみると、今回の日銀金融政策の仕様変更により、本邦における金融緩和と政策の持続可能性は著しく強まった。現行の「量的・質的金融緩和」の導入後、約3年半が経過しても物価目標2%が達成できていない事実に鑑みると、日銀が今回導入した「オーバーシュート型コミットメント」により、日本国内における「異常な超・低金利の超・長期化観測」は一層強まったのではなかろうか。翻って米国では、このタイミングでの利上げ再開は見送られ、先行きの利上げ見通しも下方修正されたが、「年内1回」の利上げ観測は依然として生きており、今後は今回提示された「ドット・チャート」が市場の期待形成のベースになるため、米国経済が緩やかな回復基調を維持している限り、これ以上の米利上げ予想の後退によるドル安圧力が台頭する可能性は低くなる。テクニカル的にみてドル安・円高の日柄調整が一段と進展する来年春先以降になれば、ドル円相場が底入れに転じるとの判断を現時点では維持しておきたい。

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。

今後の米国景気、大統領選挙の結果を踏まえ、我々のドル円相場予測の妥当性を精査

もともと、国内外の為替市場関係者が長期的な視点に立脚した日米金融政策の印象格差を素直にドル高・円安要因として認知できる環境になるかどうかは、この先の米国経済の動向に加え、今後本格化する米大統領選挙の帰趨によっても大きく影響される。目先で注目されているのは、週明け26日(月)にNY州ヘムステッドで開催される米大統領候補の第1回TV討論会だ。日本時間では27日(火)の午前10:00から約90分間にわたって実施されるため、ライブ観戦を予定している市場関係者も多いだろう。重要なのは放送終了後に明らかになる視聴者による勝敗判定、及びその後の支持率への影響になるが、一時拡大していたクリントン氏とトランプ氏の平均支持率の差は最近では数%ポイントに縮まっている(図3)。9.11対米多発テロ追悼式典を肺炎による体調不良で途中退席したクリントン氏の健康問題が響いたと言われているが、対立候補のトランプ氏(70)はクリントン氏(68)よりも年上だ。今回の米大統領選挙は「不人気者の一騎打ち」などと揶揄されているが、11月8日(火)時点での2人の平均年齢が69.5才と「史上最高齢の選挙戦」になることも考慮すると、この先約1ヶ月半の間に何が起きるか分からない。今回は三番勝負の緒戦なので、その勝敗だけで最終結果が決まる訳ではないが、もしもトランプ氏の支持率アップを明らかに招くような結果になった場合、我々が現在想定している来週以降のドル円相場の底入れ・反転シナリオが駄目になるリスクは高まる。引き続き、この先の動向を注視しつつ、時宜に応じた見直し修正の可能性に備えておきたい。

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」

(9月23日 11:30)

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。

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。

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

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 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

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(SCR)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。