

外貨投資の視点 (No.299)

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30日

ドル円相場:2016年9月の回顧と今後の展望

ポイント

- 9月の日銀会合で金融政策の操作目標が量から金利へ戻ったが、長短金利は現状維持で追加緩和は見送り
- 9月FOMCでは利上げ再開が見送られ、金利予想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
- もっとも、11.8米大統領選挙の結果次第で予測パターンの見直しを迫られる可能性があり、今後の動向を注視

「9.21日米金融政策同日発表」に対する「事前読み合戦」で開幕したドル円相場「秋の陣」

9月のドル円相場は、「9.21日米金融政策同日発表」の結果を睨み、「事前読み」と「事後評価」の応酬に明け暮れる展開となった。1日に便宜上の初値103円43銭を刻んで始動した後、2日(金)の米8月雇用統計で非農業部門雇用者数が前月比+15.1万人と「中途半端な弱さ」を示すと「9月利上げ説は後退したが、年内利上げ説は生きている」との複雑な市場解釈が台頭、一時102円80銭付近に急落した後、104円32銭限界へ切り返したが、週明け5日(月)に黒田日銀総裁が「金融緩和の副作用」についてかなりの時間を費やして言及すると反落、6日(火)に発表された米8月ISM非製造業指数の冴えない結果も重石となり、7日(水)の東京市場では一時101円20銭台まで軟化した。

日米金融政策絡みの観測報道や要人発言に振り回された後、「決戦の日」の朝が到来

その後も日米金融政策絡みの報道に振り回される展開が続き、9日(金)にローゼンゲン米ボストン連銀総裁やタルーロ米連邦準備制度理事会(FRB)理事が年内利上げに前向きな見解を示すと103円00銭台に復帰する一幕もあったが、週明け12日(月)にブレイナード米FRB理事が早期利上げに否定的な意見を述べると101円台半ばに反落、14日(水)に国内メディアが一斉に「マイナス金利の深掘りを軸に日銀緩和検討へ」などと報じると今度は一転103円台前半へ切り返すなど、目まぐるしい売買が錯綜した。その後は日米両国の当局者が金融政策絡みの発言を自粛する「ブラックアウト期間」に入って持ち高調整が進み、緊張感に満ちた様子見ムードが強まる中で101円台に押し戻され、「決戦の日」となる21日(水)を迎えた。

日銀は金融政策の大胆なモデル・チェンジを断行、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入

その後明らかになった政策決定と市場反応については周知の通りだ。まず先に結果発表を迎えた日銀会合では「総括的な検証」を踏まえ、これまで「量」に軸足を置いて運営されていた金融緩和策の大胆なモデル・チェンジを断行、今後は長短金利に誘導目標を設定して利回り曲線(イールドカーブ)の形状を管理する「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に移行することが決定された。日銀執行部曰く、「イールドカーブ・コントロール」の導入に伴い、これまで設定されていた「年間80兆円程度」というベースマネー増加の数値目標(マネタリーベース・コントロール)は事実上撤廃されたが、この先も「量」

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。

を増やし続ける方針だけは堅持、消費者物価上昇率の実績値が目標の2%を安定的に「実現する」のではなく「超える」まで量的緩和を継続する「オーバーシュート型コミットメント」も提示された(表1)。

金融緩和の持続可能性が高まった点は評価できるが、新スキームでの追加緩和はひとまず見送り

7月29日(金)の日銀会合で「総括的な検証」という超・難解な「金融政策の改変予告」を示されて以来、結果を巡る「頭の体操」を延々約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、「一体どんな政策変更が行われるのか分からない」というモヤモヤ感が晴れたことは、ひとまずの朗報だったと言える。今回日銀が敢行した金融政策の大胆なモデル・チェンジにより、「持続可能性への懸念」や「副作用への批判」が付きまわ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性のある金融緩和の仕組みが導入されたことも評価できる。ただ、今回の日銀会合で決定された内容を醒めた目で眺めてみると、事前の観測報道で取り沙汰されていた「政策マイナス金利の深掘り」は見送られ、新たに導入された長期金利の目標についても、当面は現状とほぼ変わらぬ「ゼロ%程度」にセットされている。長短金利の操作面では「現状維持」の決定になっており、「追加緩和」と呼べるものは全く含まれていない。「長短金利引き下げカードが温存された」との見方もあるが、戦後の金融政策史上に類例を見ない政策が導入された直後だけに、「操作性の確認」だけでも相応の時間がかかるだろう。既往の円高基調の反転を即座に促すには迫力不足だ。

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		
	(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6月21日 導入)		
物価	目標	物価安定の目標=2%					想定される追加金融緩和オプション
	達成時期	2年程度の期間を念頭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」	出来るだけ早期		
量	操作目標	マネタリー・ベース					「ベースマネー」増加ペース加速
	増加ペース	年60~70兆円程度	年80兆円程度		拡大方針を継続する		
	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」	
質	上場投資信託 (ETF)	保有残年間+1兆円 (3指数運動型)	保有残年間+3兆円 (15年12月の補充措置で0.3兆円の購入新設)		保有残年間+6兆円 (16年6月21日会合で2.7兆円をTOPIX運動型に変更)	「リスク性資産」買入れ強化量や対象の拡充	
	不動産投資信託 (J-REIT)	保有残年間+300億円	保有残年間+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)				
	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					
	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	保有残年間+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%		従来基準残高=+0.1% マクロ加算残高=ゼロ% 政策金利残高=▲0.1%		政策マイナス金利の深掘り	
	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%			貸出マイナス金利の導入?

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

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。

がそのような円高牽制コメントを配信する準備をしていなかったら、100円割れが示現していた可能性もあったのではなかろうか。

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

だが、ドル円相場の長期トレンドはまだ下向き、米大統領選挙前後の為替介入は難しく、「二桁円台」への突入リスクが依然残存

だが、過去数多の先例を挙げるまでも無く、政府要人による円高牽制発言だけでは、一時的なスピード調整には貢献できても、趨勢的なトレンドを変えてしまうまでの威力は期待できない。現在、米国では大統領選挙が佳境に入っており、口先介入までは可能でも、第45代合衆国大統領になるべき候補者達に「日本は為替操作国だ」という無用の誤解を植え付けるリスクを冒す実弾の円売り介入は、流石にやりにくいだろう。テクニカル的にみても、現在は52週移動平均線に代表される長期のトレンド・ラインがシッカリと下を向いている(図2)。今のところ、ドル円相場の現値が「52週間前の水準」を大幅に下回る状態が続いており、トレンド反転への希望が湧いてくる条件が整うまでには、まだしばらくの日柄調整が必要だ。当面は「上値が重く、下値が柔らかくなりやすい」地合いが続くと思われ、強めの米経済指標などに反応してドル高になっても105円を超えると伸び悩み、逆の場合は「二桁円台」に再突入、勢いがつけば95円00銭割れを試すリスクも残っているとみておくのが無難だろう。従来我々が提示していた今年度末の想定レンジ=93円00銭~106円00銭は、今月も変えずにキープしておく。

他方、長期的には、日本の超低金利の超長期化観測が強まる一方、米金利見通しの下方修正には一巡の可能性が台頭

他方、もう少し長い目で見ると、今回の日銀会合で決定された金融政策の抜本的な仕様変更により、本邦における金融緩和の持続可能性は著しく強化された。2013年4月に現行の「量的・質的金融緩和」を導入してから、約3年半が経過しても物価目標2%が実現できていない事実を鑑みると、「消費者物価上昇率の実績値が2%を安定的に超える状態を目指す」という日銀の新たな約束は、一体いつになったら果たされるのか、現時点では見当もつかない。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」は、厳密には「ベースマネーの量を増やし続ける」という方針に対してのみ適用されるため、長短

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。

金利誘導目標の操作方針までは縛っていないが、常識的に考えて、「量的緩和を継続しながら政策金利を引き上げる」というチグハグな金融政策が実施されことは想定し難い。日本における「異常な超低金利の超長期化観測」は、一層強まったと言えるだろう。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、先行きの政策金利見通しも下方修正されたが、今後の為替市場では今回新たに更新された「ドット・チャート」で示されていた「年内1回、来年2回」という緩やかな利上げシナリオが期待形成のベースになる。このため、今後の米国景気が緩やかな回復基調を維持している限り、一段の米利上げ見直し後退によるドル安圧力が台頭する可能性は次第に低くなりそうだ。

表2: 日本からの主体別対外証券投資動向(国際収支ベース)

(暦年)	対外証券投資(合計)									
	一般政府	預金取扱 機関 (銀行勘定)	その他部門							
			銀行等及び 信託銀行 (信託勘定)	金融商品取 引業者	生命保険	損害保険	投資信託委 託会社等	その他		
2010	258,341	124	106,198	152,019	32,425	61,994	39,659	-4,430	49,466	-27,096
2011	61,228	-672	9,048	52,853	15,931	65,302	-1,630	-4,375	5,644	-28,020
2012	146,968	227	88,414	58,327	6,809	64,335	40,818	-1,707	-17,034	-34,894
2013	-60,687	-872	-29,743	-30,071	-33,409	75,569	6,944	1,351	17,820	-98,346
2014	122,486	-726	-31,654	154,866	36,679	103,136	41,501	-173	48,000	-74,276
2015	369,441	-1,569	62,561	308,448	99,101	96,537	60,143	1772	135,644	-84,749
2015/1	34,177	-62	8,749	25,490	10,612	7,952	4,460	645	9,030	-7,210
2	34,291	-65	9,375	24,982	10,912	7,875	1,541	276	12,271	-7,894
3	52,643	-290	27,076	25,858	12,283	13,584	-3,079	656	14,026	-11,613
4	-1,715	4	-41,122	39,403	9,510	9,925	13,887	448	12,823	-7,190
5	44,780	-32	17,953	26,860	2,337	10,552	14,073	-45	8,716	-8,774
6	-17,096	-305	-30,716	13,925	1,222	7,326	3,879	155	9,348	-8,005
7	36,300	-98	5,321	31,078	10,198	11,933	1,615	180	15,557	-8,405
8	40,529	-13	11,605	28,938	14,284	3,261	5,726	-55	10,796	-5,074
9	54,614	-388	31,819	23,182	10,247	1,813	1,685	-231	14,417	-4,748
10	44,510	-61	15,562	29,008	4,911	8,464	6,519	-274	13,316	-3,927
11	33,523	-81	9,258	24,346	4,730	8,548	5,282	-79	10,739	-4,873
12	12,885	-176	-2,318	15,379	7,856	5,303	4,554	96	4,606	-7,035
2016/1	13,765	-32	-4,267	18,064	7,434	9,075	1,961	-84	3,136	-3,458
2	51,553	48	19,293	32,212	12,106	4,058	13,991	-672	5,320	-2,592
3	68,796	-1,201	24,651	45,347	3,895	10,386	19,699	423	13,353	-2,409
4	6,056	-217	-8,542	14,815	1,977	4,205	15,106	-395	-2,525	-3,553
5	28,230	-14	-7,640	35,884	4,137	13,557	11,991	364	8,605	-2,770
6	28,277	-22	-683	28,983	4,929	8,016	10,137	-168	7,923	-1,853
7	71,145	-35	29,499	41,681	2,168	6,500	22,834	562	12,009	-2,391
8	29,679	-16	-902	30,597	5,175	9,197	11,486	16	7,225	-2,502

注: 直近月が斜字体となっている場合は、指定報告機関ベース。一般政府の指定報告機関ベースは公的部門の数字。
出所: 財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

長期トレンドが底入れして米日短期金利差が拡大し始めれば、円高優位の為替需給にも変化が生じる

為替需給を司るプレイヤー達を取り巻く環境面でみても、テクニカル的にドル安・円高局面の日柄調整が一段と進展する来年の春先以降になれば、52週移動平均線などの長期トレンドに「底入れ遠からず」との観測が微妙に明滅し始めそうなほか、今回新たに提出された「ドット・チャート」に概ね沿う経路で米短期金利が上昇するならば、本邦からのドル建て資産への投資にかかわる為替ヘッジ・コストも一段と上がっている可能性が高い。テクニカル、ファンダメの両サイドでそのような環境変化が実際に生じた場合、現在はトレンド重視で「ドル円」という通貨ペアに対して「戻り売り優位」の大局観で臨んでいるプレイ

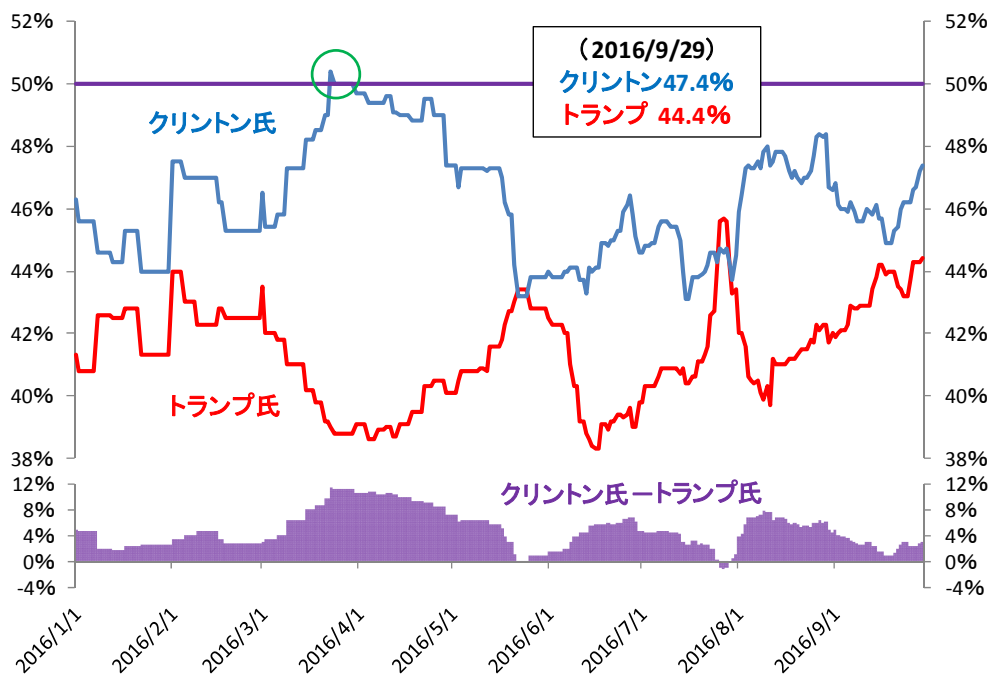
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ヤーの売買行動に変化の兆しが見られるだろう。これまで本稿で指摘してきた通り、日本からの対外証券投資（一般政府と銀行勘定を除く）は、今年の年明けから8月の速報段階までの年率換算で37.1兆円と、当該期間中の経常収支黒字を遥かに超える勢いで流出中だ（表2）。本邦からの対外証券投資に関する為替ヘッジ・ポリシーが見直され、既存の対外証券投資残高に対する為替ヘッジ比率にも修正の兆候が出始めれば、円高優位に傾いている現在の為替需給が変化する可能性が強まる。

ドル円相場の水準に反比例して増加しやすくなる本邦からの対外直接投資の動向にも要注意

加えて、もしも我々の想定通りに今年度下期中はまだドル安・円高の流れが続くなら、最近やや下火になっていた日本からの対外直接投資が再び盛り上がる可能性もある。1ドル＝120円台超の水準では「円投での取得金額が高過ぎて手が出ない」と思われていた外国企業の買収や海外事業への出資が、再び魅力的かつ手の届く案件に変貌する可能性もあるからだ。総人口の急激な減少が続いている現在、日本国内に長期投資の有望案件を探すのは容易ではなく、その分だけ海外市場に閉塞打破の活路を見出そうとする潜在的な欲求は高まっている。日銀緩和の長期化観測が強まる中、円資金の調達コストは低い状態が続くそうなか、日本国内には内部留保を潤沢に保持している企業も少なくない。幾つかの業界では、数千億円、あるいは兆円単位の海外企業買収準備金を用意している法人もあると聞く。日本からの対外直接投資の数値を具体的に予測するのは難しいが、「ドル円相場の水準に反比例して増えやすい」環境にあることだけは確かだ。「テクニカル、ファンダメ、需給の三要素が揃ってドル円相場の底入れに寄与し始める時期は来年の春先以降になる」との判断を維持しておきたい。

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」

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。

11月の米大統領選挙の結果を踏まえ、我々の為替見通しの妥当性を精査

もともと、我々が現在想定しているドル円相場見通しの妥当性については、11月8日(火)の投開票後に判明する米大統領選挙の結果も踏まえて精査する必要がある。保護主義的かつ非現実的な選挙向けのスローガンで大衆の怒りや不安を煽りたて、「米国さえ良ければそれでいい」という内向きのイメージが強いトランプ候補が大国アメリカの次期指導者に選ばれた場合、初期反応では世界中で株式市場が不安定化、株安・円高の反応が深く入り過ぎると、ドル円相場の長期トレンドが底入れに転じるのに必要な日柄調整の期間が想定以上に延びる可能性がある。9月26日(月)に行われた第1回のテレビ討論会では、ひとまず「クリントン優位」の市場反応や世論調査の結果が示されたが(図3)、三番勝負の緒戦だけで最終的な勝敗が決する訳ではない。我々のメインシナリオは引き続き「クリントン勝利」であるが、今回の米大統領選挙は「不人気者の一騎打ち」などと揶揄されており、11月8日(火)の投票日の時点における2人の平均年齢が69.5才と「史上最高齢の選挙戦」になることなども考慮すると、この先約5週間の間に何が起きても不思議ではない。今後の選挙戦の経過については予断を持たずに注視しつつ、時宜に応じた見直し修正の可能性に備えておきたい。

(次ページに見通しのグラフと表を掲載)

図4:2016年-18年のドル円相場の見通し



出所:実績はブルームバーグ提供の週末値。予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券

表3:為替相場見通し

		予想									2015年	予想		
		2017年		2017年			2018年			2016年		2017年	2018年	
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期		(予想)	(予想)	(予想)
ドル円 [円/ドル]	レンジ	99.54-107.49	94.0-106.5	93.0-106.0	94.5-107.5	96.5-109.5	98.5-111.5	100.5-113.5	100.0-114.0	100.0-114.0	115.86-125.86	94.0-121.69	93.0-111.5	100.0-114.0
	期末値	101.03	99.5	98.5	101.0	103.0	105.0	107.0	107.0	107.0	120.22	99.5	105.0	107.0
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	110.83-118.47	101.5-117.3	97.5-113.8	96.9-113.2	96.9-113.2	96.8-113.2	98.8-115.2	98.2-115.8	98.2-115.8	126.10-145.48	101.5-132.32	96.8-113.8	98.2-115.8
	期末値	113.37	108.5	104.4	105.0	105.1	105.0	107.0	107.0	107.0	130.64	108.5	105.0	107.0
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.095-1.137	1.035-1.165	1.000-1.130	0.975-1.105	0.955-1.085	0.935-1.065	0.935-1.065	0.930-1.070	0.930-1.070	1.046-1.211	1.035-1.165	0.935-1.125	0.930-1.070
	期末値	1.122	1.090	1.060	1.040	1.020	1.000	1.000	1.000	1.000	1.086	1.090	1.000	1.000

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。2016年7-9月期は9月29日時点での実績。ユーロドルは小数点以下4桁を四捨五入。予想は弊社:最終変更日時は9月30日10:00

(9月30日 10:40)

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。

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

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。

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。