

外貨投資の視点 (No.302)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年10月18日

ユーロドル相場:長期間の膠着から解放された後の方向感とは?

ポイント

- 2015年春先以降、ユーロドル相場は概ね1.05～1.15ドルを中心とするレンジで長期間の膠着状態に陥っている
- ただし、「凧(なぎ)の後こそ時化(しけ)やすい」のは為替相場の鉄則で、早晚どちらかにレンジ破りの可能性大
- 欧米金融政策の印象格差を重視するなら、この先ユーロドルは右肩下がり、来年末にはパリティ到達も視野に
- ただし、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

ユーロドル相場が謎の長期レンジ取引を継続

ユーロドル相場が長期に及ぶレンジ取引に陥っている。2015年3月に一時1ユーロ＝1.0458ドルと約7年2ヶ月ぶりの安値圏まで下落する場面があったが、節目の1.0500ドルを割り込む水準での滞在時間は累計でも約11時間半と短かった。その後、15年8月には一時1.1714ドル付近、16年5月にも一時1.1616ドル界限へ上昇する場面があったが、節目の1.1500ドルを超える水準での滞空時間は合算しても約45時間半とやはり短めだった。この間のユーロドル相場は「下値の堅さ」と「上値の重さ」が共存、1年半以上もの長きにわたって大半の時間帯を1ユーロ＝1.0500ドル～1.1500ドルまでのレンジで過ごしている(図1)。「ジッとしているのが苦手」という参加者が多い外国為替市場において、このような現象は、かなり異例だと言わざるを得ない。

難解なプライス・アクションが長引いた結果、短期売買筋がユーロドル市場での戦闘意欲を喪失している可能性も

ユーロドル相場の活発な値動きが封印されている理由はよく分からない。テクニカル的に見ると、この間のユーロドル相場は史上最安値の0.8230ドル(2000年10月)から同最高値の1.6038ドル(2008年7月)までの上昇幅の▲61.8%押しに当たる1.1213ドルの攻防線を挟んだクレンジが続いており、心理的節目に絡んだ攻防を長くやっても決着がつかなかったため、短期売買筋を中心とした仮需系のプレイヤーがユーロドル市場での戦闘意欲を失ってしまった可能性がある。短期空中戦トレードの主戦場を自由に選べる仮需筋にとって、相応の流動性があるストレートドル市場やドルストレート市場で「値動きの良さ」だけを求めるなら、「ポンドドル」、「オーギー米ドル」、「ドル円」、「ドルカナダ」など、金融政策、国際商品市況、あるいは政治・政策絡みのネタで動意を期待できそうな通貨ペアは、他にも沢山あったからだ。この間、ユーロドル相場の短・中・長期の各種移動平均線の動きをみても、2015年の年央以降は13週線と26週線が概ね横這い基調で複雑に絡み合っており、「見た目の印象」だけでは明確かつ安定的な方向感を掴みにくい超・難解なチャート・パターンが完成している。最近では波長の長い52週移動平均線まで概ね水平飛行に移り始めており、益々もって戦闘意欲の湧きにくいチャート・パターンが強化されている(図2)。「為替相場の安定」は、特定の通貨ペア絡みの片道売買から逃れることのできない貿易実需筋などにとっては歓迎すべき現象だが、仮需系の短期売買筋の目

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。

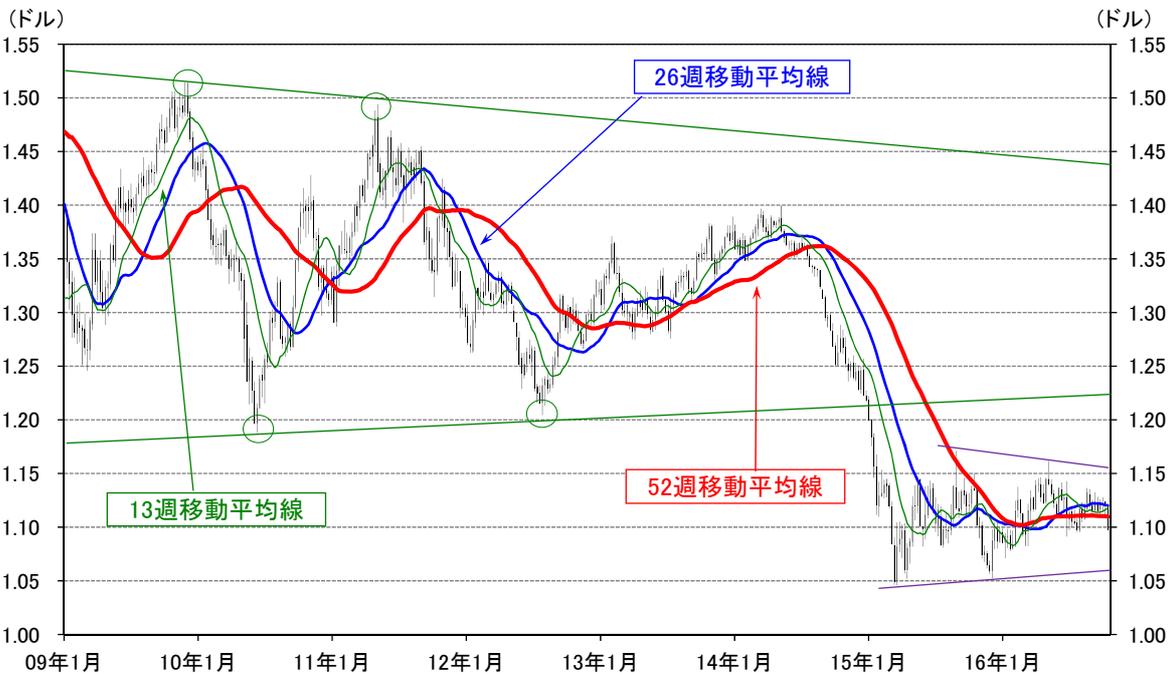
から見ると、「売っても買っても高いパフォーマンスを期待しにくい」通貨ペアが敬遠されがちになるのは、人情として止むを得ない面もある。

図1: ユーロドル相場の月足(完成ベース)と黄金分割水準



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

図2: ユーロドル相場(週足)の推移



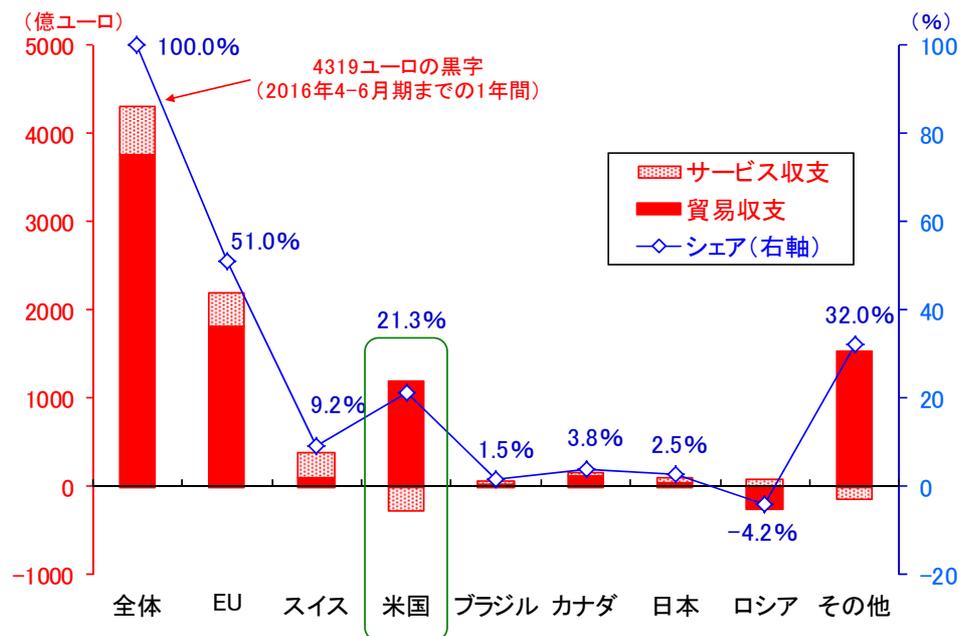
出所: ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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。

ユーロドル相場を取り巻く
基礎的な需給環境も売買
拮抗していたか？

ユーロドル相場を取り巻く基礎的な需給環境に目を転じて、今年上半期までの1年間で稼いだ4000億ユーロを超える貿易・サービス収支黒字の大半は欧州連合(EU)域内を含む「非ドル圏」との取引によってもたらされており、対米収支に限れば全体の5分の1程度に過ぎない(図3)。この程度の黒字金額であれば、米国その他のドル圏諸国への証券投資や直接投資などのフローによって打ち消すことが出来たのだろう。延々1年半以上の長期にわたってユーロドル相場がレンジ取引の呪縛にハマっていた訳だから、当該期間中の為替需給が売買拮抗していたことだけは間違いなさそうだ。

図3: ユーロ圏貿易・サービス収支の地域別内訳



出所: 欧州中央銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

ただ、「風の後こそ時化(しけ)やすい」のは為替相場の鉄則

ただ、「風(なぎ)の後こそ時化(しけ)やすい」のが為替相場の鉄則だ。ユーロドル相場がこの先も未来永劫にわたって値幅1000ポイント程度のレンジ取引を続けることだけは恐らくあり得ない。膠着している時期が長引けば長引くほど、「抑圧された動意のエネルギー」は、一見すると穏やかな水面下で、静かにではあるが、着実に蓄積されていく。いずれ上下どちらかにレンジ・ブレイクを果たした暁には、かなりの速度や値幅で動き始める可能性がむしろ高まっているとみておくのが無難だろう。この先のユーロドル相場の展開に関し、果たして上下どちらの可能性に備えるべきなのだろうか。

長期レンジ取引をブレイクする方向は、ユーロ安・ドル高方向か

結論から先に述べると、我々は下落方向の可能性が高いと思っている。理由はシンプルに「欧米金融政策の印象格差」が続くと考えているからだ。過去約1年半以上も続いている「ユーロドル相場=謎の膠着」の背景については定かではないが、筆者は単純に「欧州中央銀行(ECB)によるマイナス金利導入前後に思惑先行で加速し過ぎたユーロ安・ドル高のスピード調整が遠因だったのではないか」との仮説を立てている。2014年5月8日(木)の記者会見でドラギ ECB 総裁が「事実上の金融緩和予告」を行って以来、ユーロドル相場は同日高値の1ドル=1.3993ドルから急激かつ一方的な下落劇を演じたが、15年3

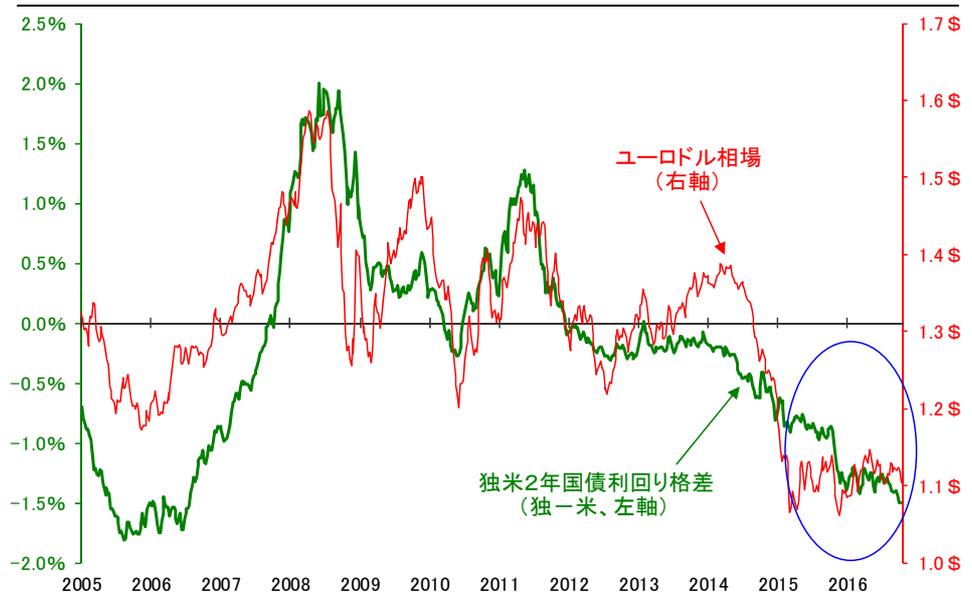
本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

月安値の1.0458ドルに至るまで、10ヶ月間で▲3535ポイントもの暴落は、流石に「スピード違反」を犯していた疑いが濃厚だ。

欧州中銀によるマイナス金利導入前後に、速度超過気味に売られ過ぎていたユーロドル

この間、ECBは14年6月の理事会で政策金利の下限にあたる中銀預金ファシリティー金利を▲0.1%に引き下げ、9月にはそのマイナス幅を▲0.2%へ深掘りしながら非伝統的な量的・質的金融緩和も拡充したが、ドラギ ECB 総裁のリーダーシップで実現したそれら一連の施策は、当時としては非常に新鮮なサプライズを為替市場関係者に植え付けた。今でこそ、「マイナス金利付きの量的・質的金融緩和」と言えば日本銀行の発明品のような印象もあるが、黒田日銀総裁一流のネーミング・センスの賜物だ。「色々な種類の金融資産の購入にマイナス金利を組み合わせる」という金融緩和手法を導入した順番でいうと、ドラギ ECB 総裁は黒田日銀総裁の1年半以上も先輩になる。米ドルに次ぐ世界第2位の規模を誇る通貨圏を支配する中央銀行が当時としては斬新な「マイナス金利の領域」に足を踏み入れたことの衝撃が強すぎた結果、ユーロドル相場はその初期段階で欧米金利差のマイナス幅の拡大ペースに比べて過剰に売られ過ぎていた嫌いがある。

図4: 独米2年国債利回り格差とユーロドル相場



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

先行して進んでいたユーロドルの下落にやっと追いついてきた独米金利差のマイナス幅拡大

実際、その後は2015年12月に米連邦準備制度(FED)が「約7年ぶりのゼロ金利解除」に踏み切った一方、ECBも同年12月と2016年3月に中銀預金ファシリティー金利のマイナス幅を▲0.1%ポイントずつ深掘りして▲0.4%にまで引き下げたため、独米2年国債利回り格差は拡大の一途を辿ったが、先行してオーバースピード気味に売られ過ぎていたユーロドルは、その間は一貫してレンジ取引に終始、最近になって独米金利差のマイナス幅が、ユーロドル相場のレベルによりやく追いついてきたような印象がある(図4)。ただ、過去十数年来のユーロドル相場の動きをみると、「骨太のトレンド」は独米金利差の方向感に比較的素直に連動して決まっており、この先一段と独米金利差のマイナス幅が開い

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。

ていくなれば、これまではスピード調整のために一時休止状態になっていたユーロドル相場の下値探査が再開される可能性が強まるだろう。

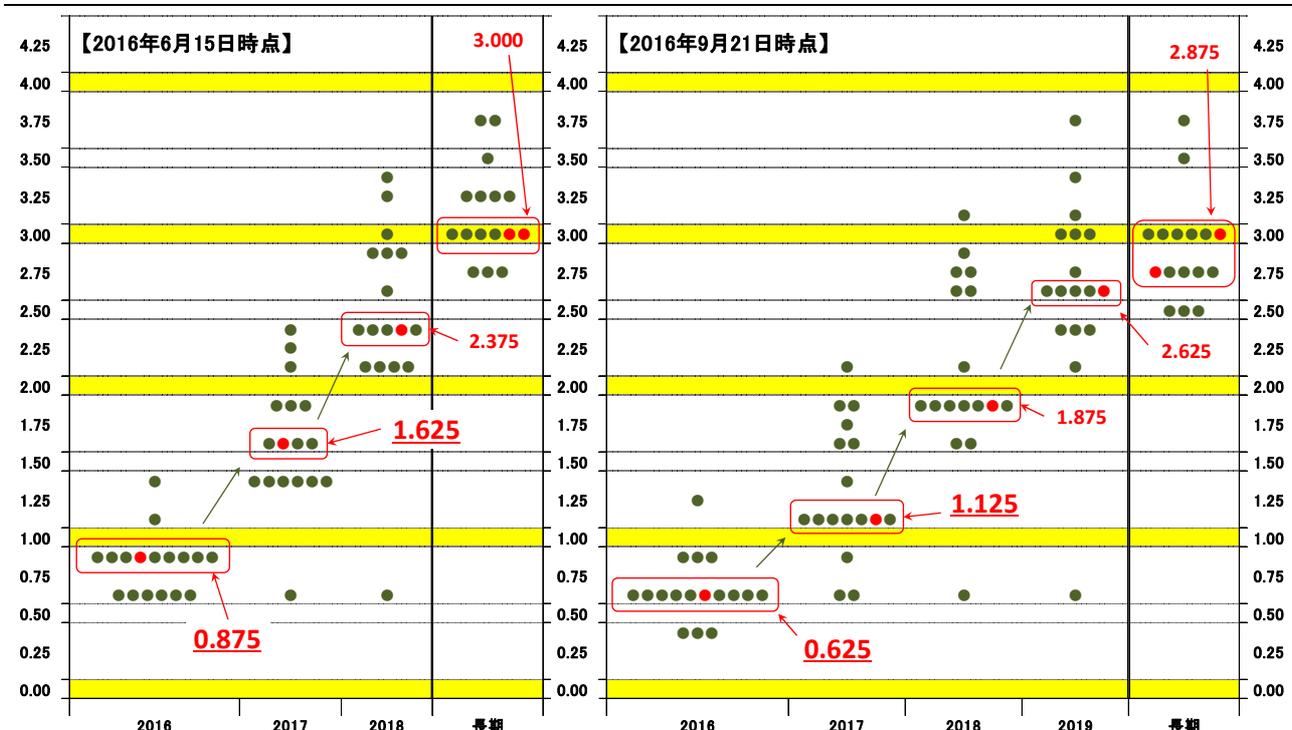
ドイツや南欧で再燃する銀行の経営不安は、根の深そうな問題

そこで改めて欧米両地域の金融政策を取り巻く環境を俯瞰してみると、まずユーロ圏ではコア国のドイツで大手金融機関の経営不安が蒸し返されている。直接的な契機になったドイツ銀行の財務問題については、不適切な金融商品の販売に絡んだ米司法当局への和解金支払いが大幅に減額されればひとまず下火になりそうだが、我々の外債市場分析チームでは、根本的な問題は域内の「低成長・低金利・規制強化」に対する銀行部門の対応の遅れにあると判断しており、大同小異の経営不安が再燃するリスクは今後もドイツ国内や南欧諸国の他の大手銀行の間でも燻り続ける可能性がある。

イタリア国民投票で改憲が否決された場合の不透明感や「ハード・ブレグジット」への懸念など、景況感好転の桎梏になりそうな案件が山積

このほか、イタリアでは12月4日に実施される憲法改正の是非を問う国民投票に関して賛否両論が拮抗しており、否決されればレンツィ首相の退陣、同国の政局流動化、改革ムードの頓挫などの懸念が噴出する可能性が意識されている。加えて、来年3月までに欧州連合(EU)との離脱交渉を開始する方針を決めた英国政府と大陸欧州コア国の間で始まる条件闘争の行方次第では、英欧ともに経済的打撃を受ける「ハード・ブレグジット」への懸念が高まったり、2年前に一旦おさまったスコットランドの独立問題が再び蒸し返されたりするリスクも払拭できない。これら諸々の問題が欧州金融市場の不安定化要因となり、景況感好転の桎梏になる可能性が意識されている間、ECBの金融政策運営には追加緩和期待がつきまといそうだ。

図5: 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。

米国で「年内1回、来年2回」程度の利上げが実現すれば、独米金利差のマイナス幅は一段と拡大へ

他方、米国では9月の連邦公開市場委員会(FOMC)で利上げの再開は見送られたが、同時に公表されたFOMC参加者による政策金利の未来予想図(通称:ドット・チャート)では、各年末の中央値が一段と下方修正され、今年末=0.625%、来年末=1.125%まで引き下げられていた(図5)。昨年12月に約7年ぶりのゼロ金利解除に踏み切って以来、根強く燃る米国の早期利上げ観測は「3の倍数月のFOMC」が開催されるたびに裏切られ、ドット・チャートも下方修正の連続だったが、今回更新された予想分布図で利上げの想定回数が「年内1回、来年2回」まで引き下げられるに及び、この先一段の下方修正の余地は狭まっている。米国景気の腰折れを想定しない限り、更なる利上げ予想の後退によるドル安圧力は発生し難くなったと言えそうだ。今後、米国で緩やかな政策金利引き上げ観測が実現するなら、独米2年国債利回り格差のマイナス幅は一層拡大、ユーロドル相場の変動レンジも下方にシフトする可能性があるだろう。そうした判断の下、我々の為替市場分析チームでは「ユーロドル相場=右肩下がり」の大局観を維持、2017年10-12月期末のピンポイント予測は1ユーロ=1.0000ドルと「パリティ到達」を想定している(表1)。

図6:2016年-18年のユーロドル相場の見通し



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1:為替相場見通し

		2017年									2015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		2016年(予想)	2017年(予想)	2018年(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	101.35	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	113.92	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	1.124	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。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

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。

米国大統領選挙の結果を踏まえて、ユーロドル相場見通しの妥当性を精査

もともと、このようなユーロドル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、「米国経済まで返り血を浴びる」との懸念が想定以上に強まって、米国の利上げ再開によるドル高ストーリーが根本的な見直しを強いられる可能性がある。我々のメイン・シナリオは、これまで同様「クリントン勝利」であり、選挙戦終盤になって相次ぐトランプ候補の過去の女性蔑視発言の暴露やセクハラ問題噴出による共和党陣営の分裂によってその確率は高まったとみられるが、今年6月の英国民投票で炸裂した大ドンドン返しの結果を持ち出すまでもなく、投開票の結果はフタを開けてみるまで確定しない。今後の米大統領選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。

(10月18日 14:00)

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その他証券を、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

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。

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 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。