

外貨投資の視点 (No.303)

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28日

ドル円相場:2016年10月の回顧と今後の展望

ポイント

- 10月のドル円相場は約3ヶ月ぶりの105円台に復帰したが、円高基調反転の兆しは否か、市場の見解は対立
- 当面は日米金融政策への市場評価が定まらず、米大統領選終了後も政策的な不透明感が心理的な重石に
- テクニカル的には依然として長期トレンド右肩下がり、為替需給もまだ円高優位で年度内に再び100円割れも
- ただ、来春頃にはチャートの見た目が変化、日米金融政策格差の長期化により為替需給も円安優位に転換
- 来年度上期の円安転換がメイン・シナリオだが、今後の日米両国の政局なども踏まえてその妥当性を精査

ジリ高基調で推移する今秋のドル円相場

紅葉の季節を迎え、ドル円相場はジリ高の展開となっている。10月27日(木)の海外市場では一時105円35銭と、7月29日(金)以来の高値圏に上伸する場面があった。今秋最大の注目を集めている米大統領選挙で過去の女性冒涇発言を暴露されたトランプ候補の敗色が濃厚になって市場の警戒感が後退する中、主要産油国による生産調整への期待から原油価格がバレル50ドル前後に復帰、年内の米利上げ観測が強まって米国債利回りが上昇したことが背景だ。この間、英国のメイ首相が来年3月までに欧州連合(EU)からの離脱を正式に通告する方針を固めたほか、ドイツや南欧諸国で大手銀の経営不安が再燃したことなどを受け、対ポンドや対ユーロでのドル高が進んだことも、ドル円相場の反発に寄与したとみられる。

円高トレンド反転の予兆か単なる踊り場か、市場関係者の見解が割れる

今年の夏場以降、ドル円相場は心理的節目の1ドル=100円00銭を断続的に割り込んでも定着せず、かつてなら円高要因だと解釈されていた中国政府による人民元安誘導にも殆ど生体反応を示さなくなるなど、徐々に底堅さを増している。ただ、だからと言って上値が目立って軽くなり始めた訳ではなく、7月高値の107円49銭すら、まだ遠い印象が否めない。かつてのように「下値ズブズブ」という状態ではなくなったため、円安派の目には「下値が堅い」と見えているだろうが、円高派の目には「上値が重い」と映っているはずだ。秋口以降に観測されるドル円相場の反発が、既往のドル安・円高トレンド反転の予兆なのか、単なる踊り場に過ぎないのか、市場関係者の見解は分かれている。

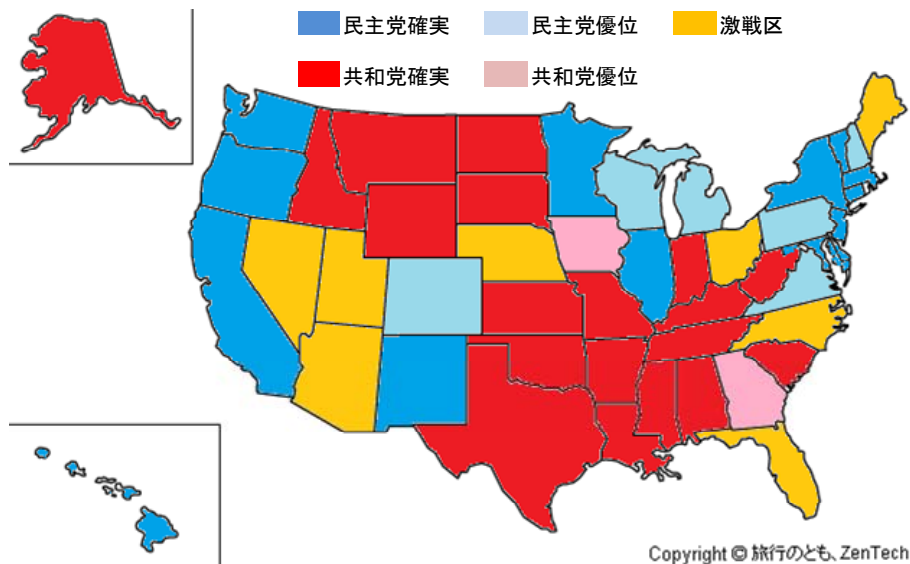
9月の日米金融政策同日発表の結果は、ドル安・円高トレンドの反転を促すには迫力不足

我々の見立ては今月も変わらない。来年の春頃まではドル安・円高基調が続く可能性が高いと判断している。まず日米両国の金融政策の現状を俯瞰すると、9月21日(水)の日銀会合では金融政策の操作目標が「量」から「金利」に変更され、「年率80兆円」という持続不可能な勢いで実施されていた国債爆買の数値目標が撤廃されたことで金融緩和の持久力は高まったが、新たな操作対象に昇格した長短金利の誘導目標は「現状維持」で追加緩和は見送られた。同日夜に結果が判明した米連邦公開市場委員会

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。

(FOMC)では、政策金利の引き上げがまたしても見送られ、年内の利上げ再開の可能性を強く仄めかしつつも、参加者17名による政策金利の未来予想分布図(通称:ドット・チャート)は一段と下方修正されるなど、既往のドル安・円高基調の反転を促すにはいずれも迫力不足の結果になった。

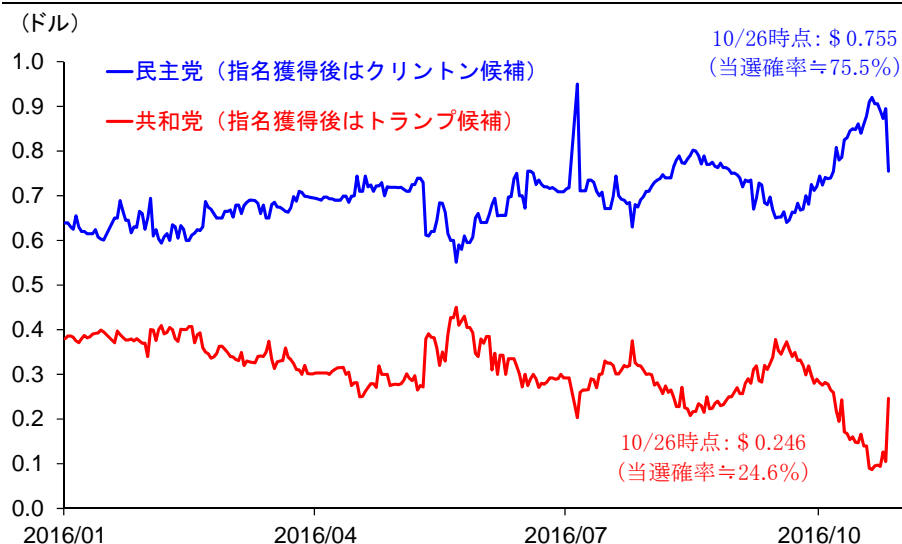
図表1: 米大統領選挙の情勢



	民主党クリントン氏	共和党トランプ氏	激戦区
獲得見込み選挙人数	272	179	87

出所: 米政治サイト「リアル・クリア・ポリティクス」 2016.10.27時点

図2: 米大統領選挙先物市場のオッズ



注: 勝者総取り市場 (Winner-Take-All-Market) で勝った場合に1ドルを受け取るのに必要な当該時点での掛け金。恒常的に変動しているため、一時的には二大政党を足して1ドルにならないこともある。

出所: アイオワ大学ホームページ

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。

米大統領選挙で「政局」を巡る不透明感が晴れても、「政策」絡みのモヤモヤ感はいまだ残存

目先最大の注目を浴びている11月8日(火)の米大統領選挙に向けては、選挙戦の終盤になって約11年前の正聴に堪えない女性冒涇の肉声テープがメディアに暴露され、テレビ討論3番勝負を3連敗したトランプ氏の敗色が濃厚になっている(図表1)。多くのマーケット関係者が恐れていた「トランプ大統領誕生」のテールリスクが消滅すれば、「ひとまずの安堵感」は市場に広がるかもしれない。ただ、アイオワ大学が提供している米大統領選挙先物市場のオッズをみると、民主党クリントン候補の勝ちが7割超の高い確率で既に織り込まれている(図2)。このため、大方の予想通りにクリントン氏が勝利した場合でも「倍率約1倍台の鉄板馬券」が順当に払い戻されるだけで、極端なポジティブサプライズにはならないだろう。また、11月時点でクリントン勝利が確定した場合でも、実際に第45代合衆国大統領に就任するのは来年1月20日以降になる。新政権が発足してしばらく経つまでは、円安派と円高派の両陣営による我田引水的な「クリントミクス」の影響解釈が錯綜するに違いない。米国の「政局」を巡るモヤモヤ感はいまもなく晴れそうだが、「政策」を巡る不透明感が根強く残存している間は、ドル円相場の上値を抑える心理的な重石になりそうだ。

図3: 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

ドル円相場の長期トレンドはしばらく下向き、為替需給もしばらく円高モード継続、1ドル=100円割れリスクはまだ残存

テクニカル的にみても、足下のドル円相場は依然として前年同期を大幅に下回る価格帯で推移しており、筆者が「トレンド判断の師」として仰ぐ52週移動平均線は、来春頃まで右肩下がり傾向を保つ可能性が高い(図3)。所謂「トレンド・フォロワー」の多いドル円市場において、仮需系の短期売買を生業にしているプレイヤー達の売買戦略は「戻り売り優位」が続くとみられるほか、今年度下期の想定レートの方修正を余儀なくされた本邦輸出企業によるドル売り注文も当面の上値抑制要因として働くだらう。ちなみに、今月初旬に発表された日銀短観9月調査によれば、今年度下期の大企業製造業の想定レートの単純平均値は、1ドル=107円45銭へ下方修正されていた。輸出金額の大きい企業の前提レートはもう少し円高の水準にあると推測され、1ドル=105円台超の水準はすぐ

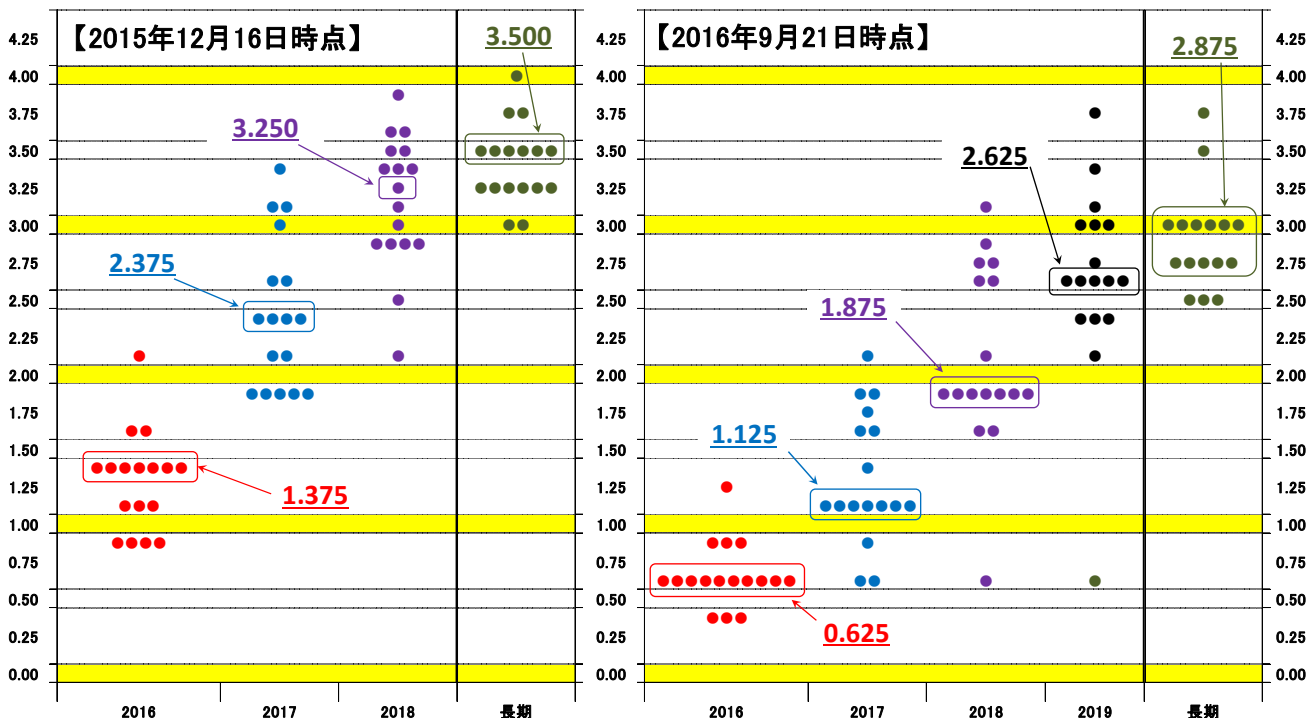
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

には定着しにくいだろう。「ファンダメ」、「テクニカル」、「為替需給」の三大要素はドル安・円高局面の継続を示唆しており、足下で1ドル=110円台に降りてきた52週線が109円台以下の領域に降りてくるにつれ、再び100円割れを試す可能性が強まりそうだ。2011年10月安値=75円35銭から15年6月高値=125円86銭までの上昇幅の▲61.8%押しにあたる94円64銭前後までは、下ヒゲが伸びる可能性もあるだろう。

昨年12月の米利上げはリスクオフ相場の呼び水になったが、今回はそうならない可能性が高い

一方、もう少し長い目で見ると、来年の春先以降になれば、ドル円相場は次第に底堅さを増し、反転上昇に向かう条件が徐々に整うだろう。まず11月の米大統領選挙で我々の想定通りにトランプ候補が敗退すれば世界同時株安への懸念が後退、12月中旬に開催される米FOMCでは約1年ぶりに利上げが再開されるだろう。昨年12月に米国で約9年ぶりの利上げが実施された直後には世界的に株価や原油価格が不安定化、「リスクオフの円高圧力」が強まった経緯があるため、今年12月に米国で利上げが再開された場合でも、その直後に限れば前回の悪夢がフラッシュバック、すぐに「米利上げ=ドル高・円安」との素直な市場解釈は浸透し難いかもしれない。ただ、昨年12月の利上げと同時に公表されたドット・チャートを見ると、2017年末までの2年間に0.25%刻みで8回もの利上げが想定されていた(図4)。当時は約7年間も続いた米ゼロ金利政策の終了に多くの市場関係者が不安を抱いており、「今後こんな勢いで利上げをされたら世界経済がもたない」との懸念が増幅されたが、直近9月に更新されたドット・チャートでは、「年内1回、来年2回」というかなりマイルドな利上げ見通しになっている。

図4: 米連邦公開市場委員会 (FOMC) 参加者の政策金利見通し



注: 赤い枠線で囲んだ値が、中央予想値(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)を含む
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。

米国でマイルドな利上げ期待が実現すれば異常な低金利の長期化観測が強まる日本との違いが、いずれ再評価されそう

実際にやってみないと分からないが、今年12月に米国連邦準備制度(FED)が約1年間もの予行演習を設けて市場の期待の地均しを施した上で、マイルドな利上げの再開に踏み切っても、前回のような「株安・円高一直線」という雰囲気は強まらないのではなかろうか。また、昨年末は「主要産油国の仲間割れ懸念」から原油価格が底なし沼のように下がり続けている最中の米利上げだったが、現在は原油価格が50ドル前後に復帰、過度の不安定感の後退している。来年1月20日の新政権発足後も米国景気が回復基調を維持していれば、「年内2回」程度の穏やかな米利上げ観測がキープされ、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入によって「超低金利の超長期化観測」が強まっている日本との違いがドル高・円安要因として素直に評価される環境が整いそうだ。「日銀緩和の円安効果は既に出尽くした」との意見もあるが、筆者はそのようには思っていない。日本の国内投資家を困窮の極みに追い込んでいる異常な超低金利の超長期化観測が広がる中、米国の金融市場環境が変化し始める頃まで今の金融緩和を粘り強く続けてれば、市場の評価が一変する時期はやがて到来するだろう。

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	1,772	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	6,375	-217	-8,611	15,203	2,092	4,209	15,364	-395	-2,526	-3,540
5	28,232	-14	-7,639	35,886	4,137	13,557	11,991	364	8,603	-2,766
6	28,250	-22	-692	28,964	4,929	8,016	10,137	-168	7,923	-1,871
7	71,145	-35	29,499	41,681	2,168	6,500	22,834	562	12,009	-2,391
8	35,041	-29	-580	35,650	5,550	9,677	12,754	165	10,455	-2,950
9	7,917	-5	-3,006	10,928	-1,069	3,517	10,294	0	3,157	-4,971

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

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。

長期トレンドに底入れ期待が台頭し、米日短期金利差が一層拡大すれば、ドル円相場を取り巻く需給環境も円安優位に転換

ここで改めて前掲の図3を見返してみると、来年の春頃まで日柄の調整が進む時期になると、ドル円相場が底堅くさえ推移していれば「前年同期割れの雲」の中に深く入っている差し込み傷が垂直方向にも水平方向にも急激に浅くなり始めるため、52週移動平均線の右肩下がりの傾きがどんどん緩くなると同時に、「トレンド底入れ遠からず」という見目の希望が湧いてくる可能性がある。来春以降、緩やかな米利上げ観測に支えられて極端かつ不可逆的なドル安・円高が一気に加速することさえ無ければ、トレンド・フォロワーの多い短期売買筋の基本戦略が「戻り売り」から「押し目買い」に転換しやすくなる。実際、前回の「超円高」局面の終わり方を振り返ってみると、2012年の秋まで長期トレンドが下を向いている間は、白川前日銀総裁の「バレンタイン緩和」というリアルな金融緩和と爆弾の投下に遭っても恐れることなく円高投機を仕掛けていたプレイヤーが、52週線が底入れした途端に第二次安倍内閣発足前後の金融緩和妄想だけで強烈な円売り投機に宗旨替えした経緯もある。米国でマイルドな利上げが再開されて米日短期金利差が今以上に広がってゆけば、経常収支黒字を遥かに凌駕する勢いで流出している本邦からの対外証券投資の為替ヘッジ比率が見直されるほか、最近ふたたび盛り上がりの兆しを見せている日本企業の海外企業買収ブームによる資本流出のサポートも得て、為替需給は円安優位に転換するだろう(表2)。「ファンダメンタル」、「テクニカル」、「為替需給」の三大要素が揃ってドル円相場の反転上昇を促す時期は来春頃になりそうだ。

今後の日米政治情勢も踏まえて、我々の為替見通しの妥当性を精査

もともと、現時点で我々が提示している来春先以降のドル円相場反転予測の妥当性については、今後の日米政治情勢を睨んで引き続き精査する必要がある。まず米国側では、多くの市場関係者が大統領選挙でのクリントン勝利を織り込んでいるだけに、万が一にも「トランプ氏勝利」のテールリスクが炸裂した場合の円高ショックは逆に強烈なものになり、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。一方、日本サイドでは最近俄かに台頭している年明け解散・総選挙観測の正否と帰趨に注意が必要だ。「前回の衆議院選挙から2年が過ぎると解散の可能性を意識する」のは一般人には窺い知れない永田町の常識らしいが、今年12月中旬に予定されているブーチン露大統領の訪日に際し、「北方領土問題で何らかの進展があるのではないか」との思惑も、年明け解散・総選挙の憶測を刺激している。ロシアの国家首班が日本の総理の地元である山口県を訪問するのに「手ぶらでやって来て手ぶらで帰ることはありえない」との観測が背景にある。噂の真相は不明だが、もしもそのような流れで来年早々にも日本で衆院解散・総選挙が実施され、自民党が「国政選挙5連勝」の快挙を成し遂げた場合、「3期9年」に延長されることになった自民党総裁任期の最初の適用事例が安倍首相になり、「異例の金融緩和と放漫財政の放置に軸足を置くアベノミクスが東京オリンピックの後まで続く」との期待や懸念が強まる可能性がある。「トランプ大統領誕生」は円高サイドのリスク・シナリオだが、円安サイドのリスク・シナリオとして、「日本のリフレ政策の超長期化観測」にもブックマークをしておきたい。

(次ページに見通しのグラフとテーブルを掲載)

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。

図5:2016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									予想			
		2017年		2017年			2018年			2015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	95.5-108.0	93.5-106.5	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	95.5-121.69	93.5-111.5	100.0-114.0
	期末値	101.35	101.0	99.0	101.0	103.0	105.0	107.0	107.0	107.0	120.22	101.0	105.0	107.0
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	110.83-118.47	103.2-118.9	98.0-114.4	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	103.2-132.32	96.8-114.4	98.2-115.8
	期末値	113.92	110.1	104.9	105.0	105.1	105.0	107.0	107.0	107.0	130.64	110.1	105.0	107.0
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.095-1.137	1.030-1.160	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	1.030-1.162	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10月28日8:30

(10月28日 15:40)

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 (ブ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「MUSA」)。電話番号: +1-212-405-7000)により配布されます。MUSA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 MUSA 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、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、MUSA 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、MUSA 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MUSA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): MUSA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MUSA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 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(ASIA)」)。電話番号: +852-2860-1500)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(ASIA)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(ASIA)又は MUS(SPR)により配布されています。MUS(ASIA)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

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。

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 MUSA により配布されます。MUS(EMEA)および MUSA 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。