

外貨投資の視点 (No.305)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年11月7日

ドル円相場:2016.11米大統領選挙結果への反応を読む

ポイント

- 米大統領選挙でトランプ氏勝利の場合、ドル円相場は再び1ドル=100円割れ、来年中に90円割れの懸念も
- クリントン氏勝利の場合、年末利上げ織り込みの過程で一時的にドル高に振れそうだが、すぐには定着しない
- ドル高・円安トレンドの定着には、「米利上げ再開がリスクオフの引き金にならない」ことを確認する必要がある
- クリントン大統領誕生の場合でも、ドル高・円安トレンドへの転換条件が整い始めるのは、早くて来年の春頃か

「決戦のとき」を迎える 2016年米大統領選挙

世界中の市場関係者の注目を集める米国の大統領選挙がいよいよ運命の投開票日を迎える。現地時間で11月8日(火)、日本時間では日付が変わった9日(水)に順次明らかになる各州の投開票結果を見守りつつ、共和党候補のドナルド・トランプ氏、民主党候補のヒラリー・クリントン前国務長官のいずれが次期大統領の座を射止めるかによって、直後のドル円相場は大きく荒れそうであり、その後来年にかけての趨勢にも無視できない影響が及ぶ可能性がある。以下、簡単に現時点でのプレビューを試みたい。

最終的な選挙結果は投開 票の終了まで予断は禁物

まずは最も気になる選挙の結果についてだが、こればかりは断言できない。選挙戦も終盤になって暴露された過去の女性冒涇発言が響いて10月27日(木)まで敗色濃厚だったトランプ候補が、翌日いきなり息を吹き返して再び混戦ムードが強まった。10月28日(金)に米連邦捜査局(FBI)のコミー長官がクリントン候補の国務長官時代のメール問題を再調査する方針を示したことが「トランプ・リスク」が再燃の引き金となった。その後、日本時間11月7日(月)の未明に、コミーFBI長官がクリントン氏のメール問題について「犯罪性はない」と結論付けた書簡を米議会に送付したことで、「クリントン訴追リスク」は一気に後退したが、最終的な選挙結果にどれほどのインパクトがあるのか、何人の予断も許さぬ不透明感が漂っている。

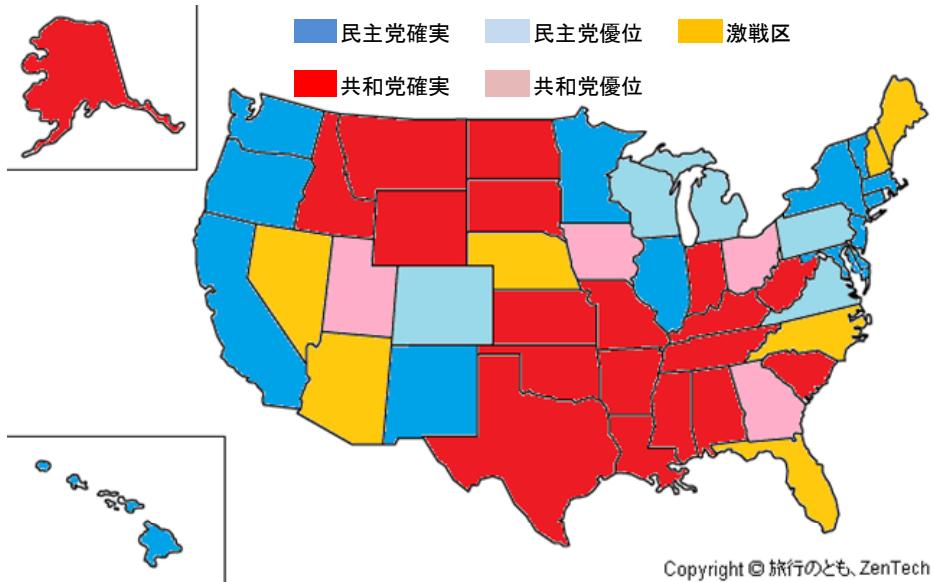
ただ、平均的なドル円市場 関係者は、7割以上の 確率で「クリントン勝利」を 織り込んでいそう

平均的なドル円市場関係者が、どのような確率で選挙結果を織り込んでいるのか、正確な数字は不明だ。ただ、米国政治専門サイト「リアル・クリア・ポリティックス」が日々集計している世論調査の平均値をみると、11月6日(日)時点では「クリントン候補=46.6%、トランプ候補=44.8%」と僅差ながらクリントン氏が優勢を保っている。各州の世論調査を踏まえて米CNN社が推計している「獲得見込み選挙人数」では、「勝者総取り方式」の選挙システムが効いて、「クリントン候補=268名、トランプ候補=204名」と支持率以上の差がついている(図1)。どちらの候補も過半数の270名に到達していないものの、トランプ氏が逆転勝利を収めるには、「激戦州が抱える選挙人数=66名」の全てを獲得する必要がある。恐らく過半を超えるドル円市場関係者が、「クリントン勝利」をメイン・シナリオに据えて

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。

いるのではなからうか。ちなみに、アイオワ大学が提供している大統領選挙先物のオッズから推測されるクリントン氏の当選確率は、11月6日(日)時点で74.5%程度となっている(図2)。平均的なドル円ファンの見方もたぶん大同小異であり、約7割の確率で「クリントン勝ち」を織り込んでいると思われる。

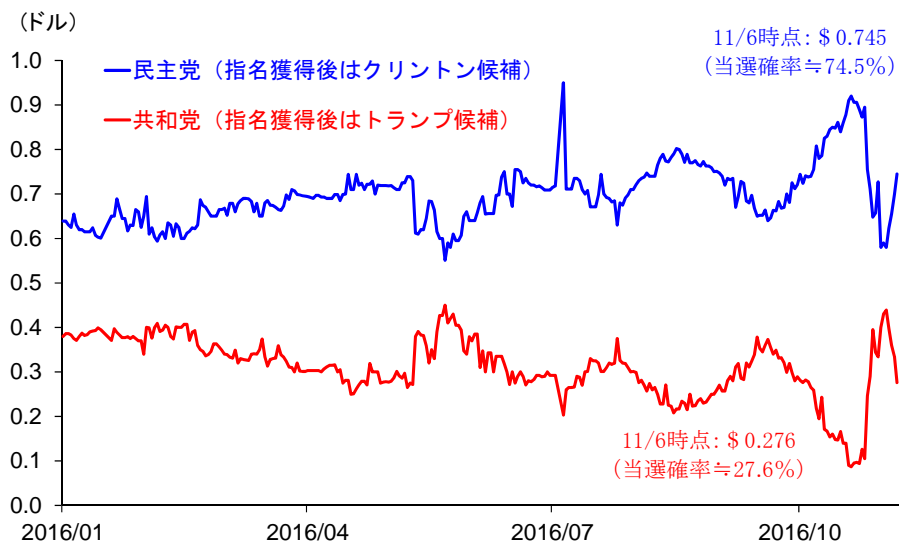
図1: 米大統領選挙の情勢



	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	268	204	66

出所: 米CNN社ホームページ2016.11.6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。

万が一にも「トランプ・リスク」が炸裂した場合、ドル円相場は再び「二桁円台」の領域へ

このため、万が一にも「トランプ勝利」のテール・リスクが炸裂した場合は、所謂ネガティブ・サプライズがマーケットを席卷、6月24日(金)の英国国民投票で欧州連合(EU)離脱支持が過半数を超えた時にも匹敵するようなドル安・円高ショックの激震(表1)が走るかもしれない。同日の日本時間午前11:43頃に記録した年初来安値の1ドル=99円02銭を下抜けしてストップロスを誘発すれば、その日のうちに98円台以下の領域に下ヒゲが一気に差し込むこともあり得るだろう。

表1:ドル円相場の下落率ランキング ～90年代以降、日足最大落差～

日付	高値	安値	最大落差	最大下落率
1998年10月08日	123.40円	111.85円	▲ 11.55円	▲ 9.36%
2016年06月24日	106.84円	99.02円	▲ 7.82円	▲ 7.32%
2008年10月24日	98.08円	90.93円	▲ 7.15円	▲ 7.29%
1998年10月07日	130.76円	121.30円	▲ 9.46円	▲ 7.23%
1998年06月17日	144.14円	136.03円	▲ 8.11円	▲ 5.63%
1995年09月21日	103.00円	97.25円	▲ 5.75円	▲ 5.58%
2008年10月06日	105.43円	100.25円	▲ 5.18円	▲ 4.91%
1994年02月14日	106.50円	101.30円	▲ 5.20円	▲ 4.88%
2015年08月24日	122.13円	116.18円	▲ 5.95円	▲ 4.87%
1991年01月17日	138.00円	132.00円	▲ 6.00円	▲ 4.35%

注:日足ザラバの高値と安値は、ブルームバーグ社が提供しているBGNデータ
出所:三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

トランプ政権発足の場合、2017年にかけて1ドル=90円割れのリスクも意識

その場合、テクニカル的にみても52週移動平均線などの長期トレンド右肩下がりの傾きが一層きつくなると同時に、トレンド線の底入れまでに必要な日柄調整の期間が延びる可能性が高まる。このため、控えめにみても2017年の後半頃まではドル安・円高局面が継続しそうだ(図3)。前回のドル高・円安局面で稼いだ貯金の▲61.8%押しにあたる94円64銭を比較的早めに突破するようなら、▲76.4%押しに相当する87円27銭などの攻防ラインが意識される可能性もある(図4)。あくまで現時点における「頭の体操」に過ぎないが、「トランプ大統領誕生」のテール・リスクが実現した場合、従来のドル円相場見通しを大幅に下方修正、2017年の後半にかけ、1ドル=90円割れの領域まで予想レンジの下限を引き下げるか否かを検討する必要が生じるかもしれないと考えている。

「クリントン勝利」の場合、ひとまずの安堵感が広がって、1ドル=108円前後までの反発はあるかも

他方、大方の市場関係者の期待通り、クリントン氏が勝利した場合は、選挙戦終盤に広がった混戦ムードの反動による安堵感が市場に広がり、初期反応はドル高・円安になりそうだ。先週末の米10月雇用統計で非農業部門雇用者数が3ヶ月移動平均で前月比+17.6万人と堅調な増加を記録、時間当たり賃金の伸びも前年比+2.8%と約7年4ヶ月ぶりの高さに加速したことを踏まえ、12月13日(火)～14日(水)の連邦公開市場委員会(FOMC)では約1年ぶりに利上げ再開の可能性が高まっている。「トランプ・リスク」の呪縛から解放された市場関係者が「米12月利上げの可能性」を織り込みに行く場合、一時的には心理的節目の1ドル=105円台を突破、売り方のストップロスを巻き込んだ上値探査に勢いがつけば、108円前後まで上ヒゲの先端が伸びる可能性もあるだろう。

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。

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

図4:ドル円相場(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

ただ、しばらくすると「クリントンノミクス」への不透明感が渦を巻き、ドル円相場の上値を抑制

ただ、仮にクリントン氏が当選した場合でも、実際に彼女が第45代のアメリカ合衆国大統領に就任して新政権が発足するのは、来年1月20日(金)の正午以降と、まだかなり先だ。まだ見ぬ「クリントンノミクス」に対するモヤモヤ感がしばらくすると台頭し始め、ドル円相場の上値追いを妨げる重石になるだろう。実際、クリントン氏が大統領に就任した場合の政策運営については、「ドル安論者のブレイナード米連邦準備制度理事会(FRB)理事

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。

が財務長官に任命されれば、米国政府がドル安政策に舵を切る」、「クリントン大統領が誕生すれば、民主党の支持母体である製造業労組などを支援する目的でドル安政策が志向される」、などといった思惑が既に市場の一部で渦を巻き始めている。

特定の個人や組織の意向でドル円相場の趨勢を操れるという考え方は最近ややオールド・ファッションになりつつあるが・・・

個人的にはドル円ほどの市場規模に成長した通貨ペアについて、「特定の個人や組織の思うままに為替の趨勢をコントロールできる」という発想自体が、最近ではややオールド・ファッションになりつつあるように感じているため、上記のようなマーケット・トークに左祖したいとは思っていない。甲論乙駁の神学論争を敢えて挑むなら、「FRB内で超ハト派のブレイナード理事がいなくなればFOMCの票読み上は利上げに有利に働くのでドル高圧力が強まるかもしれない」ほか、「経常収支赤字国が自国通貨安志向を強調すると国内の金融市場が不安定化するリスクを抱えるため米国経済の利益にならない」面もあるだろう。よほど偏見を持った人物が米国の財務長官に任命されなければ、既に変動相場制を採用して数十年以上が経っているドル円などの主要先進国通貨の為替レートは「市場に任せる」のが米国政府の伝統的なスタンスであり、次期クリントン政権でもその方針が引き継がれる可能性が高いとみている。

チャートの見た目の印象が悪い間は、「クリントノミクス＝ドル安」とのマーケット・トークが染みやすい局面が継続

だが、2期8年に及んだオバマ大統領の治世が終わり、「新しい国家首班の下でどのような政策運営になるのか」という重要な考察テーマについて、マーケット・トークが熱気を帯びて錯綜するのは、市場の機微として当然だ。あくまで私見だが、万人が首肯する定量的インパクトの測定が不可能な「米国の為替政策とドル円相場への影響」という厄介な命題については、当該時点における市場の趨勢を支配している「気の流れ」に合致する主張の方が結果的に優勢になりがちだ。テクニカル的にみても、来年1月20日(金)にクリントン新政権が発足してしばらく経つ頃までは、よほど強烈にドル円相場が反発していない限り、筆者がトレンド判定の師として仰ぐ52週移動平均線が右肩下りの傾きを維持している可能性が高い。その真贋は兎も角、「クリントノミクス＝ドル安志向」という意見の方が、より多くのドル円ファンの心に沁みやすい局面がしばらく続くのではなかろうか。

「トランプ・リスク」から解放された市場が「米12月利上げ」を織り込みにいけば、一時的にドル高に振れそうだが、「昨年12月利上げ後の悪夢」がフラッシュバック、ドル高トレンドはしばらく安定しない

クリントン政権発足後のドル円相場の趨勢を考える上で鍵を握るのは、やはり米国の金融政策運営の方向感になるだろう。前述のように、「トランプ・リスク」消滅の安堵感が市場に広がる中で米連邦準備制度(FED)が12月にも利上げ再開に踏み切れれば、一時的にはドル高・円安の市場反応を呼びそうだが、問題はその持続性だ。昨年12月に米国が約9年ぶりの利上げに踏み切った後、米国内外の株式市場や原油市場で「リスクオフの嵐」が吹き荒れて円高が加速してしまった経緯は、多くの市場関係者の頭の中に新鮮な記憶として残っている。このため、利上げ再開後もしばらくの間は「昨年のクリスマス利上げ後の悪夢」がフラッシュバックしやすく、「米利上げ＝ドル高・円安」という素直な市場解釈は多数派になりにくいだろう。このため、12月FOMCでの利上げ再開を織り込んでいく過程で一時的に105円超の水準が示現してもすぐには定着しないとみている。

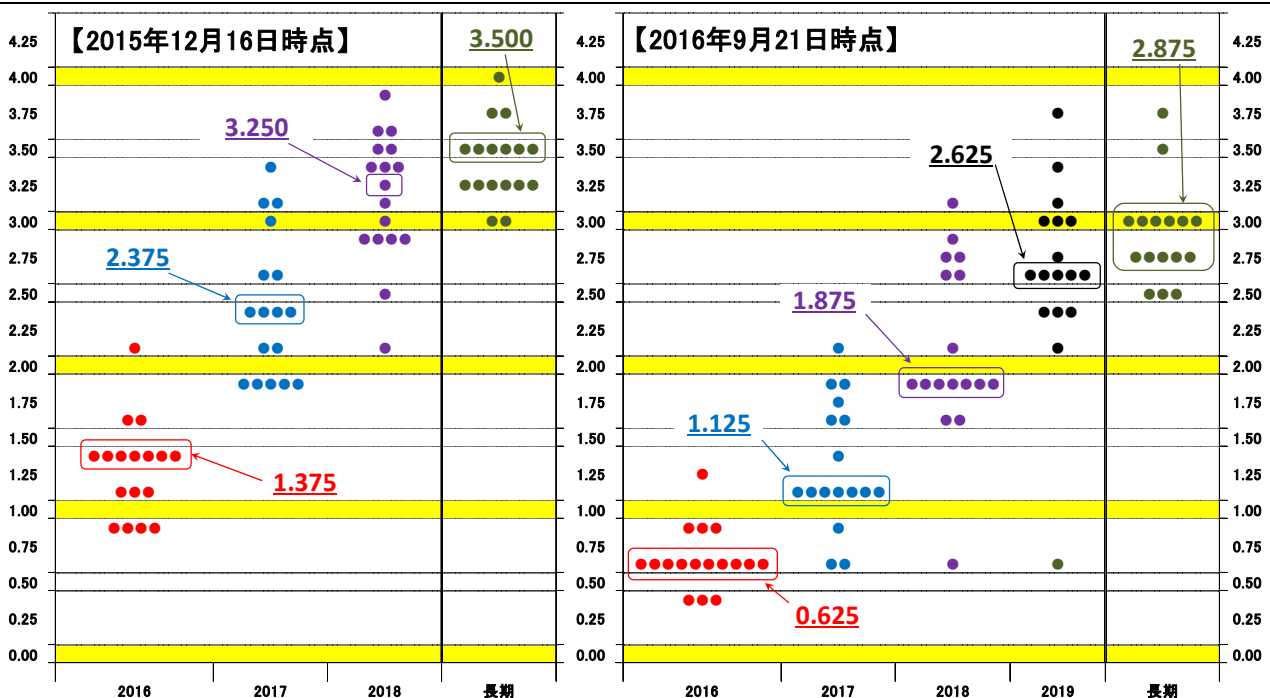
ただ、今年の米クリスマス利上げは、「リスクオフの呼び水」にならない

一方、今年12月の利上げ再開後も米国景気が緩やかな利上げ期待を維持できる回復力を維持していれば、「異常な超低金利政策の出口が全く見えなくなっている日本」と比較した金融政策の明らかな違いが、為替市場関係者の間でゆっくりと蒸し返され始め、安定的なドル高・円安要因として再び認知されやすくなりそう。我々の為替市場分析

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。

チームでは、①昨年12月の米利上げは当時7年以上も続いていた米国の「ほぼゼロ金利状態」からの決別に対する市場の不安が渦巻く中で実施されたが、今回の利上げはその後約1年間も続いた「予行演習」の期間を経たことで心理的な織り込みが相当進んでいる、②昨年12月の米利上げ決定時に提出されたドット・チャートでは急激な政策金利引き上げが想定されており、「こんな勢いで米国に利上げされたら新興国や原油がもたない」との懸念を市場に抱かせたが、今回は非常にマイルドな利上げ見通しと組み合わせられている(図5)、などの理由から、今年12月の利上げ再開は「リスクオフ型マーケット」の引き金にならないと想定している。

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

米国で利上げ観測が維持された状態で来年の4-6月期を迎えれば、テクニカルも需給もドル高・円安優位に転換か

テクニカル的にも、所謂「トランプ・リスク」が炸裂することなく、米利上げ期待が維持された状態のまま来年の4-6月期頃まで日柄調整が進めば、52週移動平均線などの長期トレンドに底入れ・反転のシグナルが明滅して短期売買筋のドル円トレード戦略が円高前提の戻り売り優位から円安前提の押し目買い優位に転化しやすくなるほか、経常収支黒字の1.5倍以上の勢いで流出している本邦リアルマネー筋の対外証券投資の為替ヘッジ比率が見直されて為替需給も「ドル円＝右肩上がり」の流れをサポートするようになるだろう(表2)。その場合、10月末の定点観測レポートで提示した我々のドル円相場見通しは、大筋において実現する可能性が高まりそうだ(巻末の図7、表3を参照)。

今後の状況変化を踏まえて、為替見通しの妥当性を精査

ただ、そうしたドル円相場の潮流変化が実際に起きるためには、今年12月にFEDが利上げを再開してもグローバルな金融市場が「リスクオフの嵐」に巻き込まれないことを確認する必要がある。恐らくすぐには無理であり、ある程度の経過観察が必要だろう。米大統領

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。

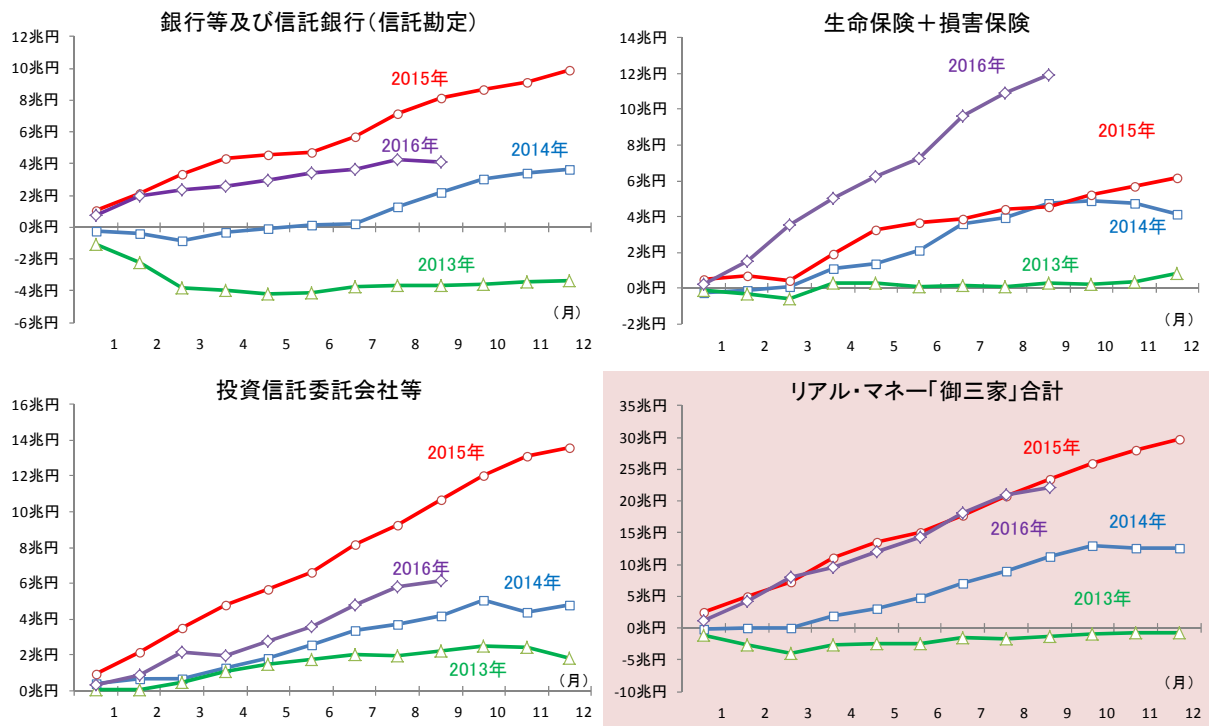
領選挙のような注目イベントの結果が判明した直後の市場は「クイック・アンサー」を欲しがらだが、地道な経済指標ウォッチングとマーケット動向のモニタリングを省いて正解に辿りつくのは不可能だ。まずは虚心坦懐に米大統領選挙の結果とそれに対する市場反応を受け入れた上で、この先も時宜に応じた判断変更の可能性に備えておきたい。

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							その他
				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		
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
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

図6: 本邦の金融系リアルマネー筋「御三家」による対外証券投資買い越し累計



出所: 日本銀行、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。

図7:2016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

		2017年									2018年			2019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	
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

(11月7日 13:10)

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。

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。

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他の証券を、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

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。

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、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 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(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 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があります)。

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。