

外貨投資の視点 (No.306)

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14日

ドル円相場の予測を修正:米大統領選の事前読みの甘さを猛省

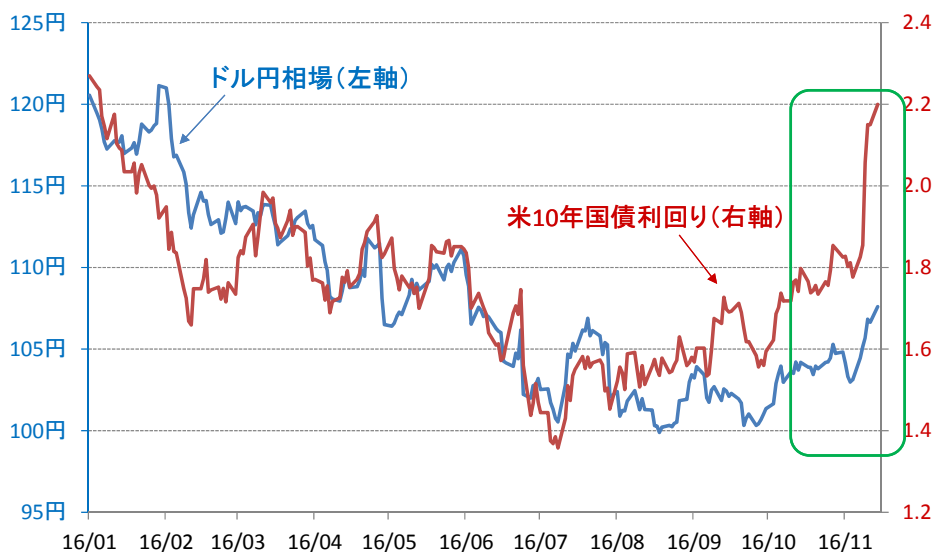
ポイント

- 米大統領選でトランプ氏が勝利、一瞬だけ円高加速も、その後は米金利上昇・株高・ドル高の市場反応が鮮明に
- 「トランプ・リスク」を過大評価していた不明を猛省。だが、稼働前の「トランポノミクス」の過大評価も時期尚早か
- 年内のドル円予測レンジを上方修正するが、長期トレンドはまだ右肩下がり、来年中頃までは円高局面が継続か
- 「トランプ政権発足ラリー」の持続力は、「トランポノミクス」の成否に依存。長期的なドル円相場の行方にも影響

米大統領選挙の事前読みを大きく外した反省を踏まえ、ドル円相場の予測パターンを修正

ドル円相場の見通しを修正する。11月8日(火)に投開票が行われた米国の大統領選挙で我々がメイン・シナリオに据えていた「クリントン氏勝利」の前提が脆くも崩れ、共和党候補のトランプ氏が次期大統領に選ばれたにもかかわらず、当初我々が想定していた「トランプ・リスク」の炸裂による円高ショックは起きなかった。トランプ候補の当選確実が濃厚になる開票速報の過程で、ドル円相場は約4時間で▲4円27銭も急落して一時101円20銭付近まで差し込む場面があったが、第45代アメリカ合衆国大統領の座を射止めたトランプ氏がそれまでの暴言を封印、「大統領然とした」勝利演説を行った直後から米金利上昇・株高・ドル高の市場反応が急劇に加速、14日(月)の東京市場では一時107円59銭と6月7日(火)以来の高値圏まで反騰した(図1)。

図1:ドル円相場と米10年国債利回りの推移



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。

2016年10-12月期の予測レンジを上方修正

トランプ氏が当選した暁には、所謂「トランプ・リスク」が炸裂して「リスクオフの円高」の嵐が吹き荒れると思いついていた自身の不明を猛省中だ。「市場の審判」を素直に受け入れ、従来のドル円相場の予測パターンを見直さざるを得ない。米株式市場で進む「トランプ・ラリー」や米国債利回りの大幅上昇なども踏まえて米12月FOMCでの利上げの織り込みが進んでいるほか、毎年11月の感謝祭から12月のクリスマスまでのシーズンは、米系多国籍企業の海外利益の本国送金などによるドル高期待も発生しやすい。2016年10-12月期の想定レンジを大幅に引き上げ、年末のピンポイント予想値を1ドル=104円00銭に上方修正した。昨今のドル円相場の荒っぽい値動きを考慮の上、当該四半期における想定レンジの上限は110円00銭まで引き上げており、いわゆる「オーバーシュートの領域」に突入する場合は更なる高値圏での空中戦に発展する可能性までカバーしておく。

表1: 米国大統領選挙および連邦議会選挙の結果

選挙 実施年	上院選挙					下院選挙					大統領選挙	
	議席数	共和	民主	その他	空席	議席数	共和	民主	その他	空席	共和	民主
1956	96	47	49	0	0	435	201	234	0	0	アイゼンハワー	スティーブソン
1958	98	34	64	0	0	436	153	283	0	0	-	-
1960	100	36	64	0	0	437	175	262	0	0	ニクソン	ケネディ
1962	100	33	67	0	0	435	176	258	0	1	-	-
1964	100	32	68	0	0	435	140	295	0	0	ゴールドウォーター	ジョンソン
1966	100	36	64	0	0	435	187	248	0	0	-	-
1968	100	42	58	0	0	435	192	243	0	0	ニクソン	ハンフリー
1970	100	44	54	2	0	435	180	255	0	0	-	-
1972	100	42	56	2	0	435	192	242	1	0	ニクソン	マクガバン
1974	100	37	61	2	0	435	144	291	0	0	-	-
1976	100	38	61	1	0	435	143	292	0	0	フォード	カーター
1978	100	41	58	1	0	435	158	277	0	0	-	-
1980	100	53	46	1	0	435	192	242	1	0	レーガン	カーター
1982	100	54	46	0	0	435	166	269	0	0	-	-
1984	100	53	47	0	0	435	182	253	0	0	レーガン	モンデール
1986	100	45	55	0	0	435	177	258	0	0	-	-
1988	100	45	55	0	0	435	175	260	0	0	ブッシュ(父)	デュカキス
1990	100	44	56	0	0	435	167	267	1	0	-	-
1992	100	43	57	0	0	435	176	258	1	0	ブッシュ(父)	クリントン
1994	100	52	48	0	0	435	230	204	1	0	-	-
1996	100	55	45	0	0	435	226	207	2	0	ドール	クリントン
1998	100	55	45	0	0	435	223	211	1	0	-	-
2000	100	50	50	0	0	435	221	212	2	0	ブッシュ(子)	ゴア
2002	100	51	48	1	0	435	229	204	1	1	-	-
2004	100	55	44	1	0	435	232	202	1	0	ブッシュ(子)	ケリー
2006	100	49	49	2	0	435	202	233	0	0	-	-
2008	100	41	55	2	2	435	178	256	0	1	マケイン	オバマ
2010	100	47	51	2	0	435	242	193	0	0	-	-
2012	100	45	53	2	0	435	234	200	0	1	ロムニー	オバマ
2014	100	54	44	2	0	435	247	188	0	0	-	-
2016	100	51	48	1	0	435	238	193	4	0	トランプ	クリントン

注: 議会獲得議席は選挙直後の数。その後の当選者の死亡、辞任、転籍等による変更事例もある。
 灰色網掛けは大統領府とのねじれ、黄色網掛けはねじれ解消を示す。2016年のその他および空席は現時点で未確定の議席数。
 出所: 米国議会資料、CNNより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

ただ、選挙直後の市場反応は「トランポノミクス」の良さそうな面ばかりを見ている印象が否めず

ただし、米大統領選挙直後に観察されたドル円相場の急伸劇によって、その趨勢までもが右肩上がりのドル高トレンドに切り替わったと断定するのは早計だ。米国で8年ぶりに起きた政権交代直後の政治的高揚感の中で、「前向きな変化」への期待が盛り上がるのは理解できるが、まだ実際に稼働していない「トランポノミクス」の良さそうな面ばかりに光をあてて、「いいところどり」の市場心理が広がり過ぎていないだろうか。確かに、戦後初の「ビジネスマン大統領」の強いリーダーシップの下、大規模減税・インフラ投資拡大・規制

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。

緩和のポリシー・ミックスで米国経済が長期低迷懸念を克服できれば、良い金利上昇・株高・ドル高の共鳴現象が加速する可能性はある。上下両院の多数派を維持した共和党議会とホワイト・ハウスの「ねじれ現象」が、少なくともこの先 2 年間は解消される見込みが立つ中(表 1)、共和党の伝統的なイメージである「マーケット・フレンドリー」な諸政策が円滑に立法化されそうだとの期待も盛り上がっている。

選挙期間中のトランプ氏の主張にはマーケット・フレンドリーではなさそうなものも含まれている

だが、選挙期間中にトランプ氏が主張していた政策は、表 2 に列記するように、ヒトの動きの制限や保護主義的な通商政策など、市場に優しくなさそうなものも含まれている。また、今回の国会選挙で上下両院の多数派を占めた共和党議員の中には数年前の「財政の崖」騒動の時に活躍した財政均衡主義者も少なくないため、大規模な減税やインフラ投資の財源を一部の国からの輸入関税の引き上げや社会保障費などの大幅カットなどで賄う場合、トータルでみて米国経済に働くプラス効果がどれほど残るのか、現時点では判断しにくい。財政規律の維持に不可欠な財源措置を有耶無耶にして減税と公共投資だけを先行させれば金利は上昇するだろうが、財政赤字の拡大懸念による好ましくない金利上昇は、果たして安定的なドル高要因であり続けるかどうかは分からない。実際、今回の米金利上昇・ドル高・円安局面で、米 10 年債利回りは今年年初の水準にほぼ戻ったが、ドル円相場はそこまで戻り切れていない(前掲の図 1)。今回の米国金利急騰の質に対する「市場の迷い」が表れているように思えるのは筆者だけだろうか。

表2:まだ見ぬ「トランポノミクス」の明るい面と暗い面

【前向きに評価されがちな光の側面】

- **成功した優秀な「ビジネスマン大統領」は、暴言を封印して「君子豹変」の可能性も**
- **米国経済の潜在成長力強化で、「良い金利上昇・株高・ドル高」期待の共鳴現象も**
- **大規模な減税とインフラ整備・歳出拡大で米国経済を再生、再び「偉大な国」に**
- **各種の規制の緩和・撤廃で「トランプ関連銘柄」の物色が進んで株価は大幅に上昇**
- **ホワイトハウスと共和党議会の「ねじれ解消」でビジネス・フレンドリーな政策推進**

【後ろ向きに評価されがちな影の側面】

- **共和党議会には財政均衡論原理主義者も多く、減税とインフラ投資の財源は？**
- **財政赤字拡大懸念による米国の金利上昇は、果たして安定的なドル高要因か？**
- **不法移民の国外退去、イスラム教徒の入国禁止は無理でも、何らかの制限は？**
- **アジアやその他の為替操作国からの輸入品に3~4割程度の貿易関税を課す？**
- **環太平洋連携協定(TPP)は破棄する、北米自由貿易協定(NAFTA)は再交渉？**
- **米国連邦準備制度理事会(FRB)の権限縮小、監視強化を間違いなく支持する？**

出所:各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

「トランポノミクス」に対する期待先行の市場反応が一巡すれば、ある程度の反動が起きそうな予感も

米大統領選挙に観察された金利上昇、株高、ドル高の市場反応が、「トランポノミクス」の良さそうところばかりを先んじて織り込み過ぎているのなら、盛られた期待の一部が剥がれ落ちて政策変化の影の部分にも市場の視線が移り始めるにつれ、ある程度の反動は起きるだろう。ちなみに、今年 7 月に日本で実施された第 24 回参議院選挙で安倍首相が

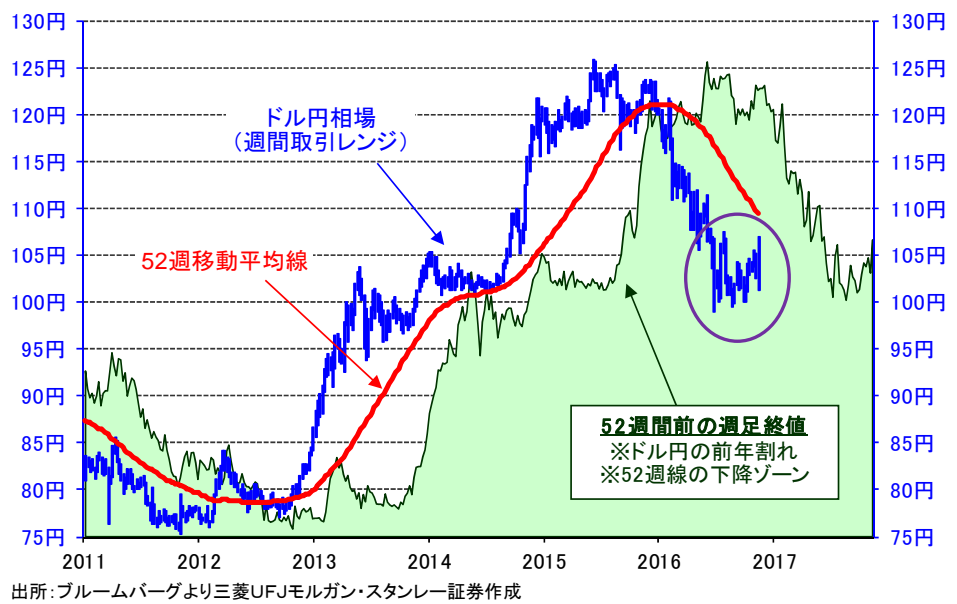
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

「国政選挙 4 連勝」の快挙を成し遂げた前後、ドル円相場は「政府・日銀ヘリマネ騒動」を追い風に一気に急騰、1ドル=100 円台から僅か 9 営業日で 107 円台まで一気に吹き上がる場面があったが、経済対策数値の水増し疑惑と日銀緩和の限界論が台頭するに及び、約 1 ヶ月後のお盆の時期には 1ドル=99 円台まで押し戻された。大同小異のプライス・アクションが「トランポノミクス」の稼働前後にも起きる可能性は意識しておくべきだろう。「山高ければ谷深し」のたとえもある。

ドル円下降局面の日柄調整が進むまで、多少の反発では長期トレンドは反転しない

テクニカル的にみても、足下のドル円相場は前年同期(≒52 週間前)のレベルを大幅に下回って推移しているため、「下降局面の日柄調整」は依然として十分に進んだとは判定しにくい。このため、仮にドル円相場が今年中に 1ドル=110 円前後の水準まで上昇したとしても、代表的な長期トレンド・ラインである 52 週移動平均線は右肩上がりに復帰しない(図2)。計算式の構造上、52 週線は「現値から 52 週間前の値を 52 で割った数」だけ毎週末に動くので、当面はこの先もしばらく▲20 銭前後～30 銭前後は下がり続け、足下の 109 円台から年内には 106 円台～107 円台まで上値抵抗帯が下がりそう。 「現値が長期トレンドを上抜けすれば転換のシグナルだ」との誤解もよく目にするが、その水準で十分な滞空時間が確保されて長期トレンドが上昇基調に転じるまでは、「ダマシ」の転換シグナルに終わることもある。52 週線が下降し続けている可能性が高い年内から来年年明けまでは、現値が長期トレンドの上に顔を出してもまだ完全には信用しない方が無難だろう。

図2:2011 年来のドル円相場と「前年同期の雲」の水準



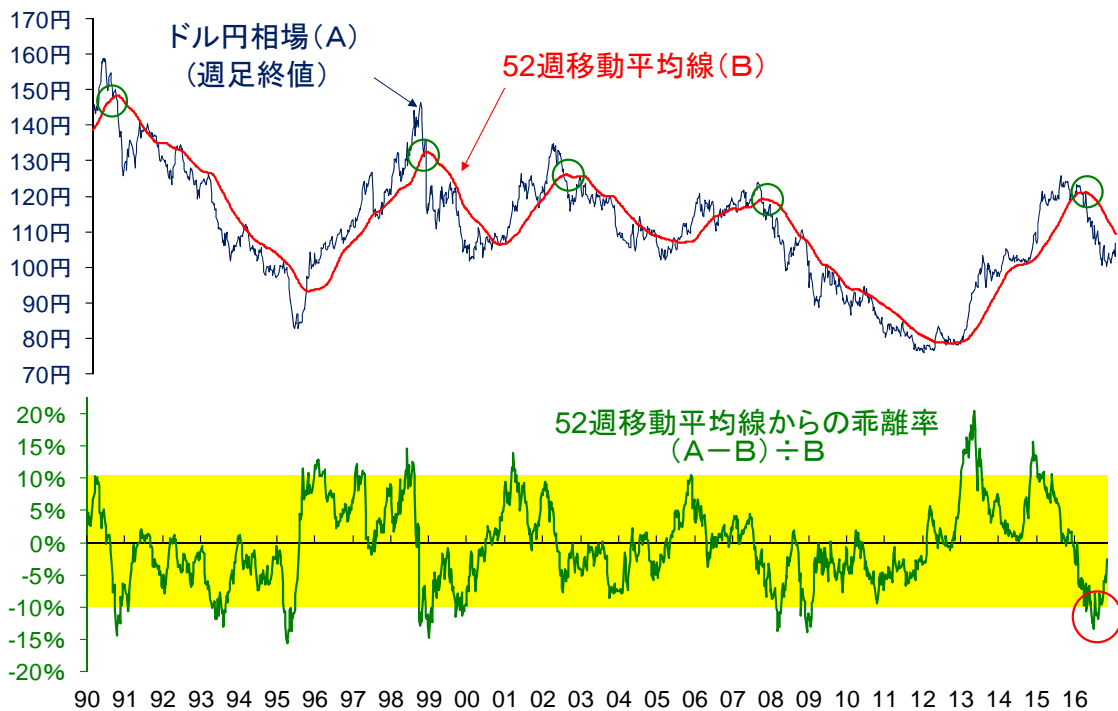
過去の anomalies は将来まで束縛しないが、トランプ政策にそこまでの破壊力があるかどうか、今すぐ見極めるのは難しそう

ちなみに、1990 年代以降のドル円相場のプライス・アクションを眺めると、強烈なドル安・円高ショックの差し込み傷が深く入って 52 週線が上昇から下降に転じたケースは今回を除いて 4 回ある(図 3)。いずれのケースでも、その後どこかでいったん自律反発に転じるものの、下がり続ける 52 週線との「ファースト・タッチ」で「ファースト・ブレイク」に成功したケースは 1 度もない。いわゆる「トランポノミクス」が本格的に稼働して本当に上手く機能するならば、過去数十年以上にわたってドル円相場を支配してきた anomalies が破られるか

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。

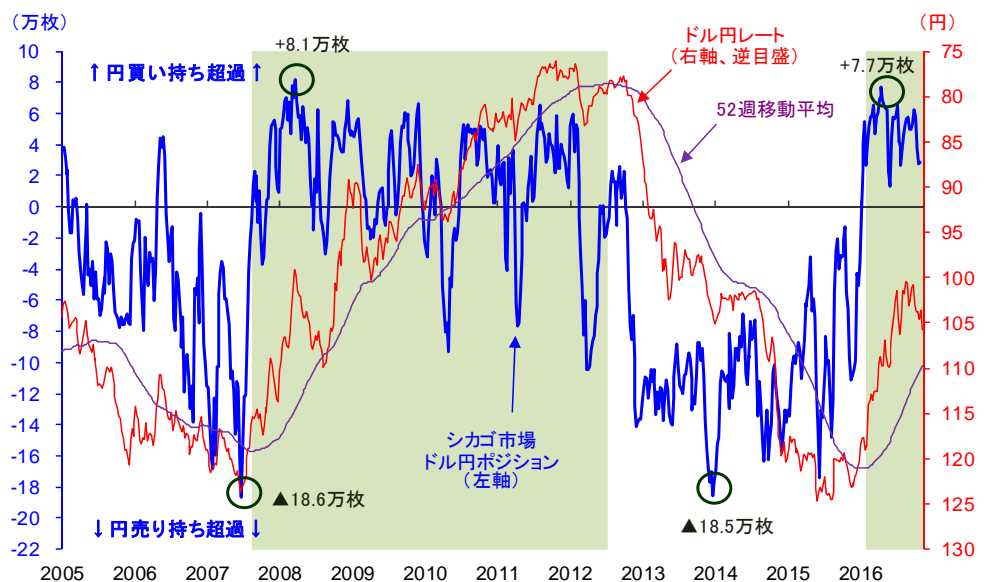
もしれないが、現時点でそこまでの突破力を「トランポノミクス」に期待するのは、やや時期尚早な気がする。実際の政策運営を見極める必要があるのではなかろうか。

図3:長期トレンド・ラインとドル円相場



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

図4:シカゴ通貨先物市場ドル円持ち高とドル円相場(2005年以降、52週線入り)



注: 為替持ち高は毎週火曜の非商業と非報告筋の合計。為替は週平均、網掛けは52週線が円高に傾いている局面
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。

為替需給環境は、実需も
仮需もいましばらくの間は
円高優位の状態か

為替需給の面でも、先ごろ明らかにされた日銀短観 9 月調査では国内の大企業製造業の今年度下期の前提レートは 1 ドル＝107 円 42 銭となっている。この水準を超えてくると「輸出のドル売り」が上値を抑制しやすいだろう。また、あくまで筆者の印象だが、長期トレンドが明確に底入れする頃までは、「輸入のドル買い」もドル円相場のレベルに反比例して手控えられやすい。加えて、チャートの見た目の印象として長期トレンドが円高方向に動いている間は、海外投機筋のポジションは円ロング・ドルショートが優勢の状態が続きやすい。一時的に円ロングを投げさせられたり、円ショートに浮気をしたりしても、トレンドがハッキリ転換するまでは、すぐまた円ロングに戻りやすいのではなかろうか(図 4)。

「トランプ・ラリー」の自律
反落が生じた場合、再び
1 ドル＝100 円 00 銭前後に
押し戻される可能性も

この先、我々が想定しているドル円相場の「トランプ政権発足ラリー」の自律反落が、どのタイミングで生じるのかを読むのは難しい。だが、本稿で示した上記諸々の判断が間違っていなければ、前回のドル円上昇局面で観測された値上がり幅(1 ドル＝75 円 35 銭→同 125 円 86 銭)の半値押しにあたる 100 円 60 銭アライメントの攻防が再び起きる可能性は否定できない。今回改定したドル円相場の予測では、来年半ばのドル円相場の底値を節目の 1 ドル＝100 円 00 銭前後に設定したが、最近のドル円相場は良くも悪くも値動きが派手だ。「オーバーシュートの領域」に踏み込んだ場合の想定レンジ下限では、再び「二桁円台」への差し込みが生じる可能性までカバーしている。

中長期的には「トランポ
ミクス」の成否が、ドル円
相場の趨勢に影響しそう
だが、当面は「ヘッドライ
ン・ボラティリティー」の強
い展開が続くそう

もっとも、「トランプ政権発足ラリー」の反動が起きた後、更なる円高が進むのか、再びドル高方向に切り返してくるのかに関しては、現時点で即断するのは難しい。まだ実際に稼働していない「トランポミクス」の中長期的な成否にその答えが依存しているからだ。トランプ政権の経済政策が所期の効果をあげて、米国経済の長期低迷懸念を払拭、潜在成長力アップの起爆剤になるならば、良い金利上昇と良いドル高のコラボ現象が実現するだろう。その場合、2016 年米大統領選挙の直後に観察された米金利上昇・株高・ドル高のイニシャル・リアクションには「先見の明」があったことになる。他方、「トランポミクス」が稼働し始めてもあまり上手く機能せず、影の部分が目立つ展開になる場合は、悪い金利上昇や悪いドル高による景気下押し効果に米国経済が負けしまって、「倍返し」のようなドル安・円高圧力が再燃する可能性も否定はできない。まだ始まっていない段階でトランプ政策の評価を試みても甲論乙駁の神学論争に陥りやすいが、国内外の市場関係者が最も気にしているのはその点だ。この先しばらくの間、トランプ次期大統領はもちろん、新政権の主要閣僚などの言動にマーケットが一喜一憂、いわゆる「ヘッドライン・ボラティリティー」の強い展開が続くだろう。

来年後半にかけてのドル
円相場反転予想はあくま
でも現時点での暫定判断

今回の予測改定では、ポジティブな可能性に若干高めのウェイトを置いて、来年後半にかけてはドル円相場が緩やかな底入れに転じるパターンをメイン・シナリオに据えている。ただ、今回見直した新しい予測パターンは、あくまでも現時点における仮説に近い前提に立脚した暫定予想の域を出るものではない。来年 1 月 20 日(金)に第 45 代の合衆国大統領に就任するドナルド・トランプ氏が、「米国経済中興の英主」として歴史に名を刻むのか、「斜陽の超大国で衆怒を肥やしに狂い咲きたアダ花」になるのかによって、正解は 180 度違ってきそう。残念ながら、現時点でそれを完璧に予見できる千里眼は筆者に備わっていない。「2016 年米大統領選挙の事前読み」を大きく誤った反省を踏まえ、予断を持たずに予測の妥当性を精査したいと考えている。なお、2018 年以降の予測に関して

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。

は、現時点では判断を保留、2017年10-12月期の想定レンジを多少広げた横ばい数字を仮置きしている。2018年2月と4月に任期が切れる日米両国の中央銀行トップの後任人事や11月の米国中間選挙の結果なども含めた不透明要素があまりにも多過ぎるからだ。いましばらくの時間をかけて、より長期の予測にも肉づけを施したい。

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

		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	115.86-125.86	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	98.0-110.0	95.0-107.5	93.5-106.5	93.5-106.5	95.5-108.5	95.5-108.5	95.0-109.0	95.0-109.0	115.86-125.86	98.0-121.69	93.5-108.5	95.0-109.0
	期末値	101.35	104.0	101.0	100.0	100.0	102.0	102.0	102.0	102.0	120.22	104.0	102.0	102.0
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	110.83-118.47	106.9-121.9	101.5-117.3	97.8-114.2	95.8-112.2	95.9-112.2	95.9-112.2	95.2-112.8	95.2-112.8	126.10-145.48	106.9-132.32	95.8-117.3	95.2-112.8
	期末値	113.92	114.4	109.1	106.0	104.0	104.0	104.0	104.0	104.0	130.64	114.4	104.0	104.0
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.095-1.137	1.040-1.170	1.020-1.150	0.995-1.125	0.975-1.105	0.955-1.085	0.955-1.085	0.950-1.090	0.950-1.090	1.046-1.211	1.040-1.162	0.955-1.150	0.950-1.090
	期末値	1.124	1.100	1.080	1.060	1.040	1.020	1.020	1.020	1.020	1.086	1.100	1.020	1.020

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11月14日8:30

(11月14日 10:30)

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。

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。

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るべきではありません。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、パブリックアピール、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るべきではありません。

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 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、プリティッシュ・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

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。

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。