

外貨投資の視点 (No.307)

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21日

薄れる元と円の逆相関: チャイナ・リスクは後退したか?

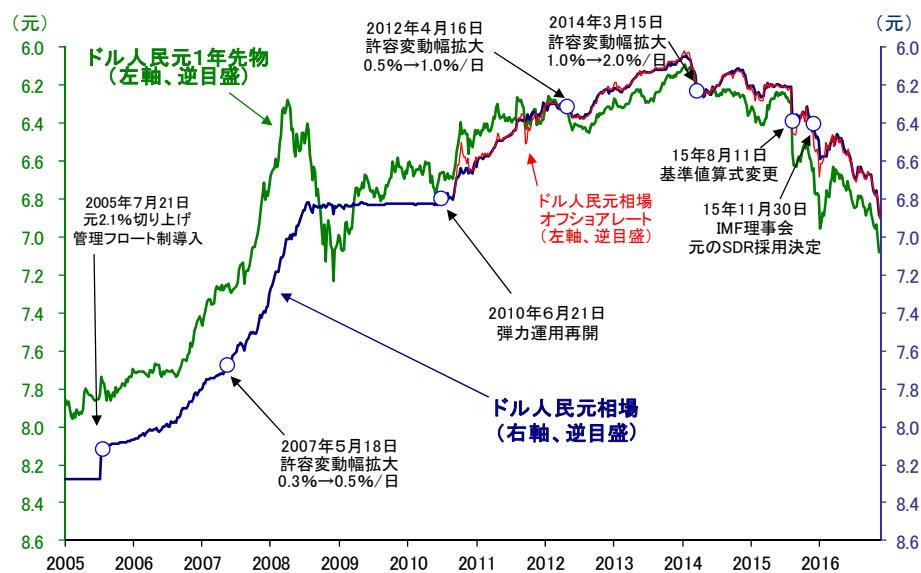
ポイント

- ドル人民元市場で約8年5ヶ月ぶりの元安が進んでいるが、ドル円相場はかつてのように円高で反応せず
- 元安の背景に関する市場解釈が変化中、中国経済の復調観測で「チャイナ・リスク」への警戒感が後退
- 米トランプ新政権発足後の対中通貨・通商政策を注視。来年も米中戦略・経済対話が開催されれば要注目

オンショア人民元が対ドルで8年5ヶ月ぶりの安値、オフショア市場では節目の1ドル=7.0元台も視野に

人民元の大幅な下落が続いている。11月21日(月)のオンショア市場では一時1ドル=6.8991元と2008年6月16日(月)以来、約8年5ヶ月ぶりの元安水準まで軟化する場面があった。同日のオフショア市場では一時1ドル=6.9181元まで元安が進む場面も観測されており、節目の1ドル=7.0元台も視野に入りそうな雰囲気だ。その後はさすがに一息入り、本稿執筆時点では元安の流れにブレーキが掛っているが、手前の下げ幅に比べて戻りは鈍く、「リーマン前水準」での人民元の低空飛行が続いている(図1)。

図1: 各種人民元レートの推移



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

対ドル元安が進んでも、ドル円は昔のように円高で反応しなくなっている

ただ、ドル人民元市場でこれだけ派手な元安が進んでいるにも関わらず、ドル円相場は少し前までのように円高で反応しなくなっている。昨年8月11日(火)に中国人民銀行(PBOC)が「人民元の基準値算定式の見直し」を口実に対ドル相場を約1.9%もドル高・元

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。

安方向に設定した後しばらくの間は、「ドル人民元市場で元安が進むとドル円市場では円高が進む」という連想が市場に蔓延、ドルを媒介にした元安と円高の逆行現象が観測されたが、最近では「PBOCがドル人民元の基準値を元安に設定した」というニュースが連日のように流れてきても、ドル円相場はほとんど生体反応を示さなくなっている。何故だろうか。

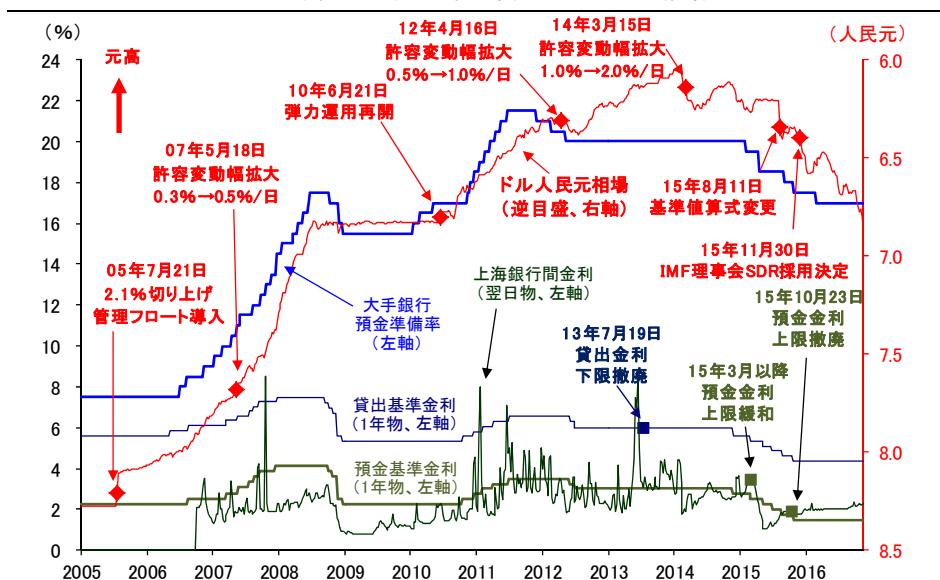
人民元安の背景に関する
市場の解釈が変化

謎を解く鍵は、人民元安の背景に対する市場解釈の変化にありそうだ。昨年の夏場以降に加速した元安は、「中国企業の外貨建て債務の返済ラッシュ」、「中国人投資家マネーの国外流出懸念」、あるいは「汚職官僚らの不正蓄財資金の海外逃避」などが原因ではないかとの指摘が多く、「一部の著名ヘッジファンド筋による元売り投機の噂」などと相まって、外国為替市場での元安進行は、いわゆる「チャイナ・リスク」の象徴と見做されていた。結果的に、人民元安が進む局面で上海株も断続的に下落する傾向が強まり、「元安・株安の進行＝リスクオフの円高要因」との解釈が市場を席巻していた。

昨今のドル高・元安は自然体で進んでいるとの解釈が主流派に

だが、昨今の人民元安については、「米国と中国の金融政策の違いを反映した自然体でのドル高・元安現象だ」との見解を唱える向きが増えている。実際、足下で米国連邦準備制度(FED)が緩やかな利上げ局面にある一方、PBOCは緩和的な金融政策スタンスを維持しており、ドル高・元安が進むのは決して不自然ではない(図2)。為替需給の面からみても、昨今の元安の担い手としては、中国企業による活発な海外企業買収など前向きな資金フローが目立っており、「ドル建て債務の強制返済」や「中国マネーの海外逃避」といった後ろ向きなフローではないとの指摘もある。また、昨年夏の基準値算定方式の見直しを経て、PBOCは「複数通貨で構成するバスケット」に対する人民元相場の基本的安定的を重視する方針を打ち出している。先の米国大統領選挙でトランプ候補が当選してからは、「トランプ・ラリー」と呼ばれる米国金利上昇・株高・ドル高の共鳴現象が加速しており、人民元以外の通貨に対してドル高が進む局面でドル人民元相場が元安に振れても、あまり不自然に思われなくなった面もあるだろう。

図2: 中国の金融政策運営とドル人民元相場



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

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。

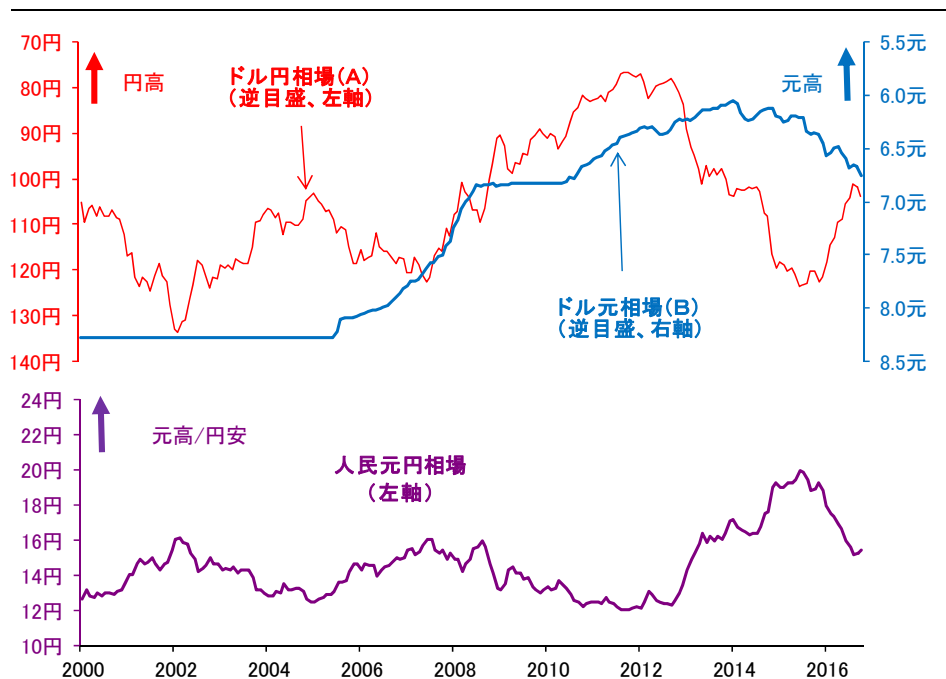
猫の目のように変わる人民元と円の相関関係に関する市場解釈

中国が人民元の管理フロート制を採用した2005年の7月以降、約6年以上に渡って元と円は同じ方向に動くという解釈されていた時期もあった

猫の目のように変わる為替市場の流行解釈について行くのは容易でないが、人民元と日本円の連動性に関する市場の見方が変わったのは、今回が初めてではない。2005年7月21日(木)に中国政府がそれまで1ドル=8.27元台に事実上固定していた通貨制度を改め、2.1%の元切り上げと同時に「21通貨で構成されるバスケットを参考にする管理フロート制」への移行を突然発表した後から断続的に進んだ元高は、当時の市場関係者の間では円高要因だと解釈されていた。

この間、「元と円は同じ東アジア地域の貿易黒字国の通貨という点で似ているので、ドル人民元市場で元高が進めばドル円市場でも円高が進む」、「元と円は同じ方向に動きやすいので、金融市場の整備が遅れているドル人民元市場ですすむ元高のリスクヘッジはドル円市場での先物円買いなどで代用される」など、今から振り返るとやや怪しげな議論が市場心理を制圧、「ドル人民元とドル円は概ね順相関の通貨ペア」だと見做されていた時期が約6年以上も続いたこともあった。2012年の中頃からはそのような議論は下火になり、二つの通貨ペアは折に触れて逆方向に動くケースも散見されるようになったが、ここに来て、かつての順相関が復活しつつあるようにも見える(図3)。今後はドル人民元市場で元安が進んでもドル円市場で円高要因だと解釈されない状況が続くのだろうか。

図3:ドル・日本円・人民元相場の推移



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

今後の元と円の相関を決める重要な要素は、中国景気の動向

鍵を握るのは、今後の中国経済の動向になりそうだ。もともと、ドル人民元とドル円は全く異質の通貨ペアであるため、両者の間に恒常的かつ安定的な逆相関や順相関を生じさせる因果律は存在していない。昨年の夏場から今年年初頃までの元安は、中国経済の悪化懸念が強まる中で加速したため、ドル円だけでなく、クロス円も巻き込んだ「リスクオフの円高要因」との市場解釈を喚起したが、前述のように、最近では中国と米国の金融政策の

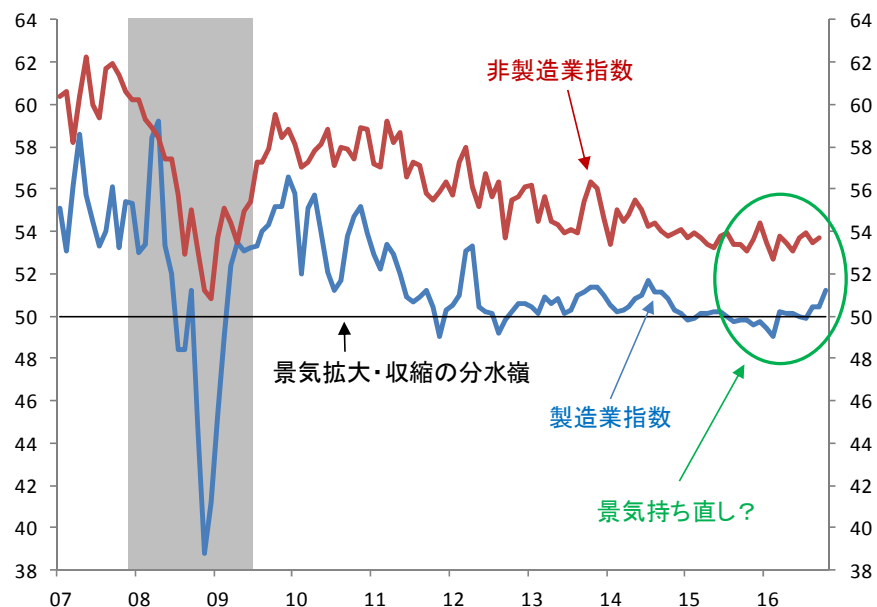
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

違いや中国当局の為替政策運用ルールに則って「自然体で進む人民元の下落は中国景気にとってはむしろプラスに働く」との見方が優勢になっている。

最近の中国の経済指標は景気の底入れを示唆？

そこで最近の中国の経済指標をみると、非製造業の購買部協会指数(PMI)が下げ止まって非常に緩やかではあるが上向き加減に転じているほか、中国の景況感の振幅に大きな影響を及ぼす製造業のPMIも最近ようやく好不況の分水嶺である50ポイントを上回る水準に復帰する兆しが表れている(図4)。先ごろ公表された中国の7-9月期実質国内総生産(GDP)の伸び率も前年比+6.7%で下げ止まったかのような雰囲気醸し出していることから、現地エコノミストの間では「公共投資の拡大と元安による中国景気刺激効果がようやく表れて中国経済の減速にブレーキがかかった」との見方も出始めているようだ。結果的に、最近は対ドルで人民元の下落が進む中でも上海株は堅調に推移しており、現時点では中国発の円高リスクが再燃しそうな気配は漂っていない。

図4: 中国統計局購買部協会指数の推移



注: 網掛けはリーマン・ショック後に認定された米国の景気後退局面
出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

米国でトランプ政権発足後に「米中通貨戦争」が激化すれば、市場が再び「リスクオフの円高モード」に転じる可能性も

ただし、この先も同じような状態が続くかどうかについては、慎重に判断する必要がある。米国の次期大統領に就任するトランプ氏の対中国政策が今のところハッキリ見えていないからだ。トランプ次期米大統領は、選挙戦で勝利が決まった後でこそ、キャンペーン期間中に目立っていた過激な発言を封印しているものの、勝利演説の直前までは世界第二位の経済大国になってもなおブラックボックス型の管理フロート制を採用している中国の為替政策について「米国民の雇用を奪っている」などと激しく非難していた。より具体的には、「中国が人民元の人為的操作を改めなければ『為替操作国』に認定して30%~40%もの輸入関税を課す」などと述べており、もしもそんな政策を実際にも実施したなら、中国籍の輸出企業だけでなく、中国に対米輸出の生産拠点を置いている多国籍企業にも打撃が及ぶだろう。米国経済も返り血を浴びる可能性があるほか、米国政府の強硬路線にへ

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。

ソを曲げた中国が人為的な元安誘導で対抗する構えを見せた暁には、「米中通貨戦争勃発」といった類のヘッド・ラインが巷に流れ、国内外の市場関係者のメンタルヘルスが蝕まれる事態も想定される。その場合は、「ドル人民元市場での元安進行＝ドル円市場での円高要因」との市場解釈が復活するかもしれない。

ビジネス重視の米トランプ次期大統領は、対中政策で実害のある政策は採用しないとの思惑も

もちろん、「ビジネスマン出身の大統領」になるトランプ氏は、「米国民の利益」を最優先に考えて、対中政策でそんなに無茶な手は打ってこない可能性も大いにある。彼が勝利演説で述べた「全ての米国民のための大統領」になる気なら、「米国の国益」を最優先に据えて政策を判断、良くも悪くも変わり身が早い「商人らしさ」が現れてくるかもしれない。選挙期間中に過激な主張を展開してしまった手前、表面的にファイティング・ポーズは取っても対中ビジネスや米国経済に実害の少ない「為替政策監視リストへの掲載」という現在の手法と大同小異の対応に留めるなら、国内外の市場関係者の間にひとまずの安堵感が広がるだろう。その場合、今後の米中金融政策格差や他通貨市場の動向を反映してドル人民元相場が上下どちらに動いたとしても、中国経済の悪化懸念が台頭しない限りは、ドル円相場は直接的には反応しない状態が続くだろう。

米中戦略・経済対話がトランプ政権下でも開催されるか否かに注目

個人的には後者の可能性の方が高いと思っている。だが、そのような筆者の見方の背景に世界経済の安寧を望む希望的観測が一部混じっている感は否めない。こればかりは来年1月20日（金）に第45代合衆国大統領に就任するトランプ氏が、およびその政策スタッフがこれから時間をかけて決めることなので、現時点では誰にも断定的なことは言えないのが実情だ。ただ、「トランプ新政権発足後の米中関係」は、この先約4年間の市場環境を展望する上で、避けて通ることの出来ない重要なテーマの一つであることは間違いない。この先、トランプ政権の発足前後にかけて、十人十色の希望と懸念が入り混じったマーケット・トークに飛び交うことになるだろう。これまでの慣例に則って米トランプ政権下でも米中戦略・経済対話が開催されるなら、来年中頃までには、一定の方針が見えてくる可能性がある。必要に応じて我々の為替相場見通しにも反映させたいと考えている。

(11月21日 15:15)

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。

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。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 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、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。