

外貨投資の視点 (No.310)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年12月8日

トランプ版リパトリ優遇税制の為替インパクトを考える

ポイント

- 米新政権発足後に多国籍企業へのリパトリ優遇税制が成立した場合の為替インパクトに関する議論が活性化
- 米国で法案成立観測が強まれば、低減税率の適用開始まで本国送金は手控えられ、最初はドル安圧力が台頭
- 米国でリパトリ優遇税制が成立しても、短期の時限立法ではなく恒久措置になる場合、ドル高圧力は分散しそう
- 為替市場規模との対比、円資金の保有動機、日本側の税制改正動向も踏まえ、対円での影響を慎重に見極め

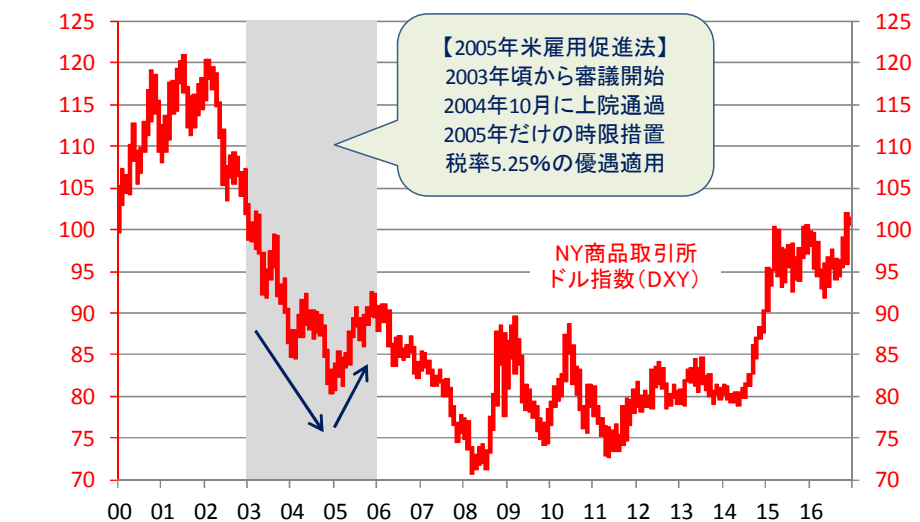
米トランプ政権発足後のリパトリ優遇税制への期待が高まっている

来年1月20日(金)の米トランプ新政権の発足を見据え、為替市場関係者の間では、米系多国籍企業に海外利益の本国還流(リパトリエーション、以下リパトリ)を促す法人税制の変更、いわゆる「トランプ版の本国資金回帰法(HIA)」が成立した場合の影響に関する議論が活性化している。前回2005年に類似のリパトリ優遇条項を含んだ米雇用創出法が施行された時には、約5000億ドル規模の海外滞留利益の約7割にあたる3600億ドル程度が国内に回帰し、その影響も一因となって同年末までドル指数が大幅に上昇した経緯がある。大同小異のドル高圧力が今回も喚起される可能性が取り沙汰されている。

為替インパクトを考察する際の5つの留意点

だが、「トランプ版 HIA」の具体像が見えていない段階でドル高インパクトを過大評価するのは時期尚早だ。税制変更の詳細が不透明な現下の局面で精度の高い議論は難しいが、以下、その影響を考察する際の留意点を5つに絞って挙げておきたい。

図1: 2005年米雇用促進法成立・施行前後のドル指数の動き



出所: 各種報道、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。

リパトリ優遇税制の成立期待が強まる場合、新税率の適用開始時期まではドル安圧力が台頭

第一に、米国で多国籍企業に対するリパトリ優遇税制の成立期待が強まった場合、先に発生するのは「リパトリによるドル高圧力」ではなく、「リパトリの先送りによるドル安圧力」である可能性が高い。実際、前回 2005 年に施行されたリパトリ優遇条項の議会審議が始まった 2003 年頃から 04 年末にかけてドル指数は大幅に下落している。2004 年 10 月中旬に同法が米国議会の上院を通過したことを受けて同年第 4 四半期の海外直接収益の本国送金比率は異例の低水準に落ち込み、同年末までドル指数は下落基調で推移した(図 1)。米国は経常収支の恒常的な赤字国であるため、リパトリ優遇税制の成立期待が強まれば強まるほど、新しい税率が適用される前の本国還流は得策でなくなって送金が手控えられ、一時的には逆にドル安圧力が強まりやすい。リパトリ開始によるドル高圧力が実際に効力を発揮するのは、優遇税率の適用が始まった後になるはずだ。

時限立法ではなく恒久措置になる場合はドル高圧力が分散

第二に、前回 2005 年に米国で施行されたリパトリ優遇税制は、適用期間が 1 年間の時限立法だったため、短期間に約 3600 億ドルもの資金還流が集中したが、今回はリパトリに対する法人税の優遇税率が恒久措置になる可能性もある。その場合、米系多国籍企業は限られた期間内に急いで海外利益を国内に呼び戻す必要がなくなり、米国内で設備投資需要や債務削減ニーズが発生するなど、自分にとって都合の良い時期を選ぶことが出来る。このため、リパトリによるドル高圧力は長期間に分散して緩やかなものになりそうだ。前回のリパトリ優遇税制適用後、1 年間で急激なドル高が進んだ前例があることを踏まえ、米トランプ新政権が急激なドル高進行を好まない場合は、為替市場への影響が薄まる方式を採用する可能性もあるだろう。

表 1: 世界の為替出来高調査: 取引種類別の推移

	(10億ドル、%)					
	2001	2004	2007	2010	2013	2016
為替取引(各年為替換算値)	1,239	1,934	3,324	3,971	5,355	5,088
3年前比		56.1%	71.9%	19.5%	34.9%	-5.0%
スポット取引	386	631	1,005	1,488	2,046	1,654
先物取引	130	209	362	475	679	700
為替スワップ取引	656	954	1,714	1,759	2,239	2,383
通貨スワップ取引	7	21	31	43	54	96
オプションその他	60	119	212	207	337	254
為替取引(2016年4月為替)	1,381	1,884	3,123	3,665	4,915	5,088
3年前比		36.5%	65.7%	17.3%	34.1%	3.5%

注: 調査年4月の1日平均の取引金額

出所: 国際決済銀行(BIS)より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

前回 2005 年のリパトリ優遇税制採用前に比べて、為替市場の出来高は3倍近くに拡大

第三に、世界全体の為替市場規模を時系列で比較すると、ここ十数年間で為替売買金額は急速に膨張している。国際決済銀行(BIS)が 3 年に一度実施している「世界為替出来高調査(Triennial Central Bank Survey Global foreign exchange market turnover in 2016)」によれば、今年 4 月の調査で判明した 1 日平均の為替取引金額は 5 兆 880 億ドルとなっており、前回 2005 年に米国でリパトリ優遇税制が施行される前に実施された 2004 年 4 月の調査結果から為替変動の影響を除いた 1 兆 8840 億ドルに比べて 2.7 倍のサイズに膨張している(表 1)。「トランプ版 HIA」が仮に前回と同じ 1 年間の時

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。

限措置になれば、短期間に集中した米国内への資金回帰を促す可能性はあるが、世界全体の為替出来高との比較では、前回の約3倍に近い海外利益が戻ってこないと同前並みのドル高圧力は生じない可能性がある。

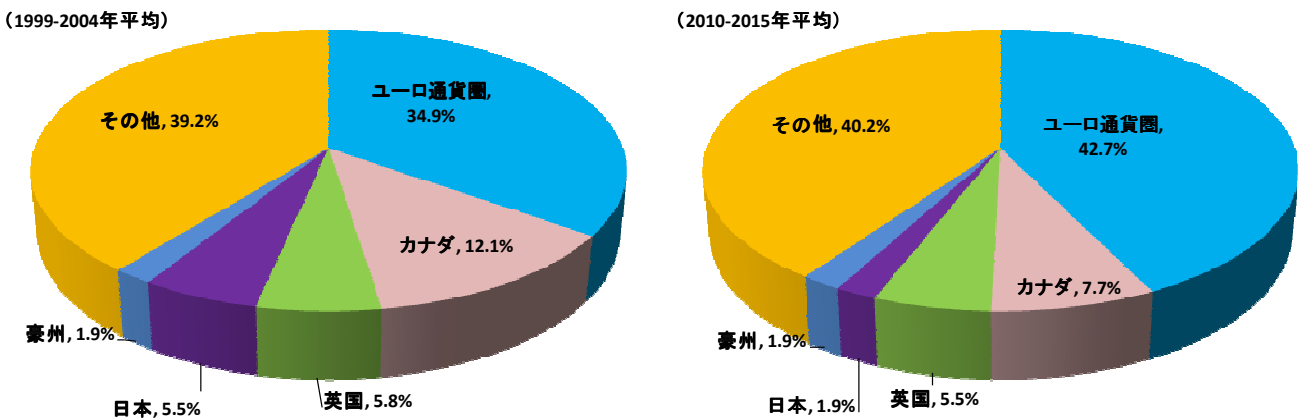
米多国籍企業が海外利益を日本国内に円キャッシュの形で滞留させておくインセンティブは低そう

第四に、米系多国籍企業の利益が海外に蓄積しているのは紛れもない事実だとしても、①諸外国と比較して法人税率が高く、②人口減少による国内市場の縮小が見込まれ、③異常な低金利が長期化している日本国内に「円キャッシュ」の形で滞留・保持されている金額は、相対的に見てそれほど多くない可能性がある。米系多国籍企業は日本国内でも事業活動を営んでいるが、日本で稼いだ利益を国内に円のまま滞留させておく合理的なインセンティブが高いとは思えない。仮に「トランプ版 HIA」によってドル高圧力が発生するにしても、直接的なインパクトが大きいのは法人税率の低い国や高金利の国、あるいは期待成長率の高い国々の通貨である可能性が高く、対象を日本円に限ればドル相場の趨勢に大きな影響を及ぼすほどのフローが発生するかどうか微妙だろう。

米多国籍企業の直近6年間の海外直投利益の現地再投資分の4割強はユーロ圏で、日本のシェアはわずか2%弱に過ぎない

実際、米国商務省が公表している国際収支統計で確認すると、米国からの海外直接投資収益の直近6年間における現地再投資分の分布では、全体の42.7%と4割強はユーロ通貨圏に滞留しており、2位が隣国カナダの7.7%、3位が同じ英語圏イギリスの5.5%の順番で上位を占めている。米系多国籍企業の日本国内での再投資収益は、わずか1.9%のシェアに過ぎず、前回2005年のリパトリ優遇税制採用前の6年間(1999年～2004年)の平均実績だった5.5%と比べてかなり落ちている(図2)。

図2: 米国からの対外直接投資の再投資収益に占める地域別比率



注: ユーロ通貨圏のシェアは発足当初の11か国にギリシャを加えたデータで計算。その後加盟した7か国は個別データが公表されていないため加算していない。
出所: 米国商務省資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

来年度の日本の税制改正でも国際課税の強化策が検討されている

第五に、日本の政府・与党も来年度の税制改正で多国籍企業や富裕層の国際的な過度の節税や課税回避を防ぐ対策を強化しようとしている。現在は、法人税率が20%未満である海外の租税回避地(タックス・ヘイブン)に設けた事業実績の無い「ペーパー・カンパニー」がある場合、日本の親会社や個人の所得に合算して日本で課税しているが、この制度から「20%未満」という税率の基準を失くす方針が検討されている。その場合、中国や韓国などを含む海外約40の国や地域が新たな対象に加わるらしい。また、現在は企

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。

業や個人が海外の法人の 50%以上の株式を保有していないと課税できないが、出資比率が 5 割未満の場合でも実質的な所有者だと判断した場合は課税できるよう見直す案も検討されているようだ。海外資産に対する相続税についても、現在は遺産を受け取る相続人と残す被相続人が海外に住所を移して 5 年を超えてから被相続人が亡くなると税金がかからないが、この基準を「10 年以内」に変更する方針だという。「トランプ版 HIA」が相応のドル高圧力発生させる可能性を意識するなら、来年度の日本の税制改正にも類似の円高インパクトがある可能性にも注意を払うべきだろう。

「トランプ版HIA」のドル高インパクトを今すぐ織込むのは時期尚早、日米両国の税制改正論議を踏まえ て慎重に判断

以上 5 つの点を総合的に加味すると、前回 2005 年に米国でリパトリ優遇税制が適用された当時に比べると、今回は「ドル円」という通貨ペアに対して直接的に波及するドル高圧力は期間が分散して薄められたり、相対的に小さくなったりする可能性がある。「トランプ版 HIA」が成立すれば、相応のドル高圧力が発生するのは間違いないが、それがリアルにドル相場を動かす時期や規模、あるいは対象通貨などについて、慎重に見極める必要性がありそうだ。「トランプ版 HIA」の施行後に他通貨市場でドル高が進んだ場合、心理的にはドル指数全体の上昇につられてドル円市場にもドル高圧力が伝染してくる可能性はあるものの、手前で発生する本国送金手控えの可能性も考慮すると、その影響を今から織り込み始めるのは時期尚早の感が否めない。いずれにしろ、来年春以降に本格化する米財政協議の内容を見ないことには、「トランプ版 HIA」の影響に関して地に足の着いた議論は出来ない。日本の 2017 年度税制改正の影響も踏まえた上で、米国の法人税制改正論議の行方を見守る必要があるだろう。

(12月8日 9:00)

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 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、

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。

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。本レポートはルックサンプル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

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。

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 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は除きます)。

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。