

外貨投資の視点 (No.311)

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19日

2016年のドル円相場に影響を与えた人物トップ10

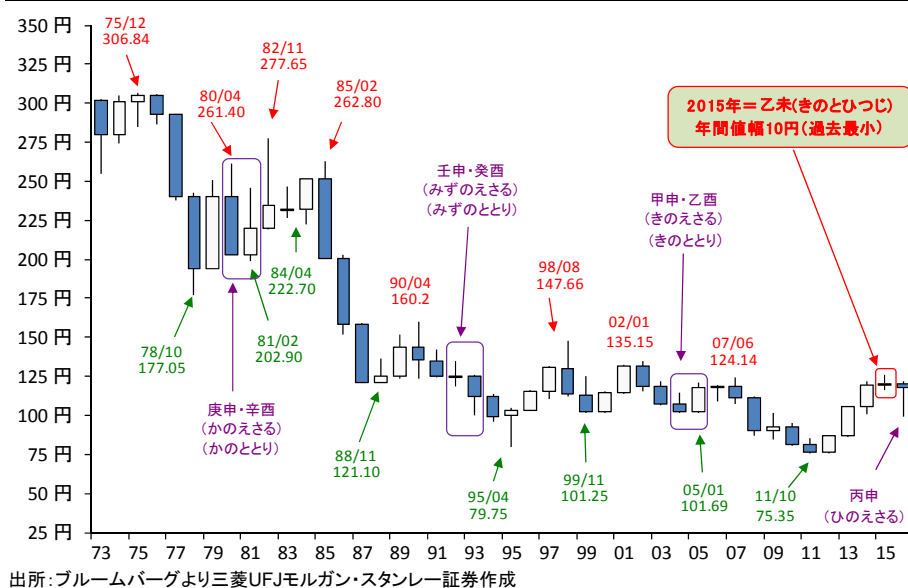
ポイント

- 2016年のドル円相場は、1年間で何度も風景が激変する非常に難解な展開で市場関係者が振り回される1年に
- 今年のドル円相場に影響を与えた人物の1位は、トランプ次期米大統領、以下多彩な顔ぶれが10位まで並ぶ
- 「申・酉(さる・とり)騒ぐ」の格言通り、来年も予断を許さぬ相場展開が続きそう。「トランプノミクス」の成否に注目

昨年のドル円相場は「史上最小の値幅」を記録したが、今年は1年間で何度も風景が激変する大荒れの展開に

時の経つのは早いもので、今年も為替営業日数にしてあと10日を切った。年初来のドル円相場の歩みをみると、今年は「申・酉(さる・とり)騒ぐ」の格言通り、1年間で何度も風景が変わる大荒れの展開だった。①年明け早々の中国株安・原油安のダブルパンチで加速した「リスクオフの円高」、②6月23日(木)の英国民投票で「欧州連合(EU)離脱」が決まった直後の強烈な円高ショック、③7月10日(日)の参院選後に勃発した「政府・日銀ヘリマネ騒動」による往復値幅7円超の往って来い、④夏から秋にかけて市場を混乱させた日銀金融政策の「総括的な検証」を巡る思惑合戦の応酬、⑤11月8日(火)の米大統領選挙後に加速したトランプノミクス期待による急激なドル高ラリー、という目まぐるしい局面変化の全てを完璧に読み切れた市場関係者は恐らく皆無だったのではないか。ちなみに、昨年2015年は、「未(ひつじ)辛抱」の言い伝え通り、年間の値幅が僅か10円00銭と史上最小記録を樹立した。干支の格言が持つ言霊力への畏怖を禁じ得ない(図1)。

図1: 1973年以降のドル円相場の年足推移



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年のドル円相場に影響を与えた人物ランキングを作成しつつ、来年の相場展望の論点を整理

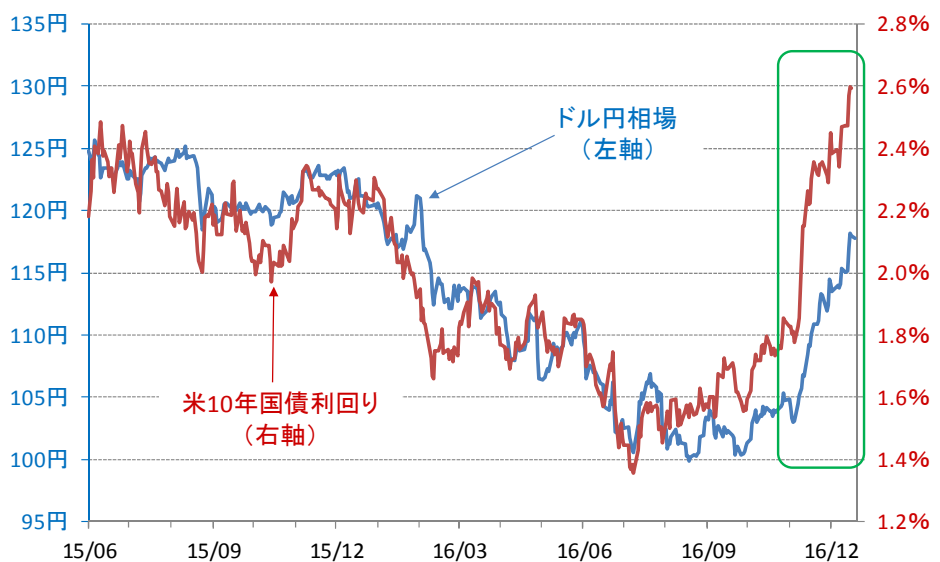
第一位は、米大統領選に勝利、米金利上昇・株高・ドル高のコラボを加速させたトランプ次期米大統領

大晦日の大団円を迎えるまで、まだ少しばかりの日が残っているが、巷では「今年の10大ニュース」などの「振り返り企画」が相次ぐ時期に差し掛かっている。今月下旬に発行する我々の定点観測レポートでは、毎年この時期に恒例の「来年のドル円相場展望」を配信する予定だが、「温故知新」は相場予測の一助になる。事前の論点整理という意味合いも含め、本稿では「2016年のドル円相場に影響を与えた人物トップテン」を考えてみたい。以下、筆者の主観で選んだランキング、及びその選考理由である。

1位＝ドナルド・トランプ次期アメリカ合衆国大統領

【選考理由】 米大統領選挙の予備選で共和党候補に指名された後、本選挙で民主党のクリントン候補を破るまでの間は、衆怒を煽る過激な言動で国内外の市場関係者を不安に陥れた。だが、11月8日(火)の本選挙で当選確定となった後に行った「大統領らしい」勝利演説が、時間外取引の米10年国債利回りとNYダウ先物のV字反発を促し、米金利上昇・株高・ドル高が共鳴し合う「トランプ相場」加速の引き金となった(図2)。11月9日(水)安値の101円20銭から12月15日(木)高値の118円66銭まで、わずか約5週間でドル円相場は17円46銭も急騰した。米国でトランプ新政権が発足するのは来年1月20日(金)以降であり、選挙期間中の公約だった大規模減税・インフラ整備の財源問題や各種規制緩和の具体像が明らかではない段階での「トランプ相場」の加速には期待先行の感が否めない。だが、「年収1ドルで働く」と宣言している米国史上初の「ビジネスマン大統領」の強いリーダーシップの下、米国経済の足腰が強化されるとの期待も強く、その先4年間の任期中の政治・政策運営が非常に注目されている。

図2: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

第二位は、英国民投票で「EU離脱」の民意を引出したキャメロン英首相

2位＝デーヴィッド・キャメロン前英国首相

【選考理由】 「首相の火遊び」と揶揄された英国民投票を6月23日(木)に実施、まさかの「欧州連合(EU)からの離脱」という民意を引き出した。EU離脱派の勝利がほぼ確実になった日本時間6月24日(金)の東京市場でドル円相場は当日早朝に記録した106円

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。

84 銭の高値から僅か約 5 時間半の短い時間で▲7 円 82 銭、下落率換算では▲7.32%も暴落して一時 99 円 02 銭と今年これまでの最安値を記録した。ザラ場の数字が細かく残る 1990 年代以降に観測された 1 日間でのドル円相場下落率としては、1998 年 10 月の「ロングターム・キャピタル・マネジメント (LTCM) ショック」の時に記録した▲9.36%に次ぐ大記録だ(表 1)。英国民投票のあまりにも意外な結果に反応してボンドの全面安が加速する中、市場のリスク・センサーの針が一気に振り切れたことで、ポンドドル市場で発生したドル高圧力よりも、ポンド円市場を経由して伝播する円高圧力の方が強くドル円市場に作用した。この際、コンピューターを駆使したモメンタムトレードによって日経平均先物とドル円相場の下げが増幅されたのではないかと噂されている。真偽の程は明らかではないが、そう考えないと説明できないほどの勢いでドル円相場が暴落した。

表1:ドル円相場の日足下落率の順位(1990年代以降)

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%

出所:ブルームバーグのBGNデータを基に三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

第三位は、年明け早々の中国株安・元安コラボで「リスク回避の円高」を加速させた中国証券監督管理委員会前委員長と人民銀行総裁が同率で並ぶ

3位(2名)＝肖鋼・中国証券監督管理委員会前委員長と周小川・中国人民銀行総裁

【選考理由】 肖鋼・中国証券監督管理委員会 (CSRC) 前委員長は、年明け早々から急激に加速した中国株の暴落に対して全く効果が無く、むしろ逆効果になったと思われる「株売買の一時停止」、「サーキットブレーカー制度の導入」、「大株主に対する売却制限」などの対策を矢継ぎ早に実施して市場を混乱させた後、1 月下旬に辞意を表明、2 月下旬に解任された。ほぼ同じ時期に加速した人民元の下落が、中国からの急激な資本逃避懸念を増幅させたこともあり、当時は中国人民銀行 (PBOC) が日本時間の午前中に「ドル人民元レートの基準値を元安方向に設定した」と発表するたびに市場のリスク許容度が萎縮、「リスク回避の円高ムード」が断続的に強まった。最近では中国の経済指標が景気底入れの兆候を示し始めたこともあり、人民元安と中国株安の連鎖は切れているが、今年の年明け早々から年央にかけて加速した強烈無比な株安・円高局面では、いわゆる「中国ネタ」が抜群の存在感を示しており、その後の「英国民投票ショック」でドル円相場が 2 年 7 ヶ月ぶりの 99 円台に突入する下地が作られた。年前半の円高局面で「チャイナ・リスク」に対する市場の懸念を増幅した組織の代表者 2 名を同率 3 位としておきたい。

第五位は、満を持した年末利上げに踏み切って師走のドル高を加速させたイエレン米FRB議長

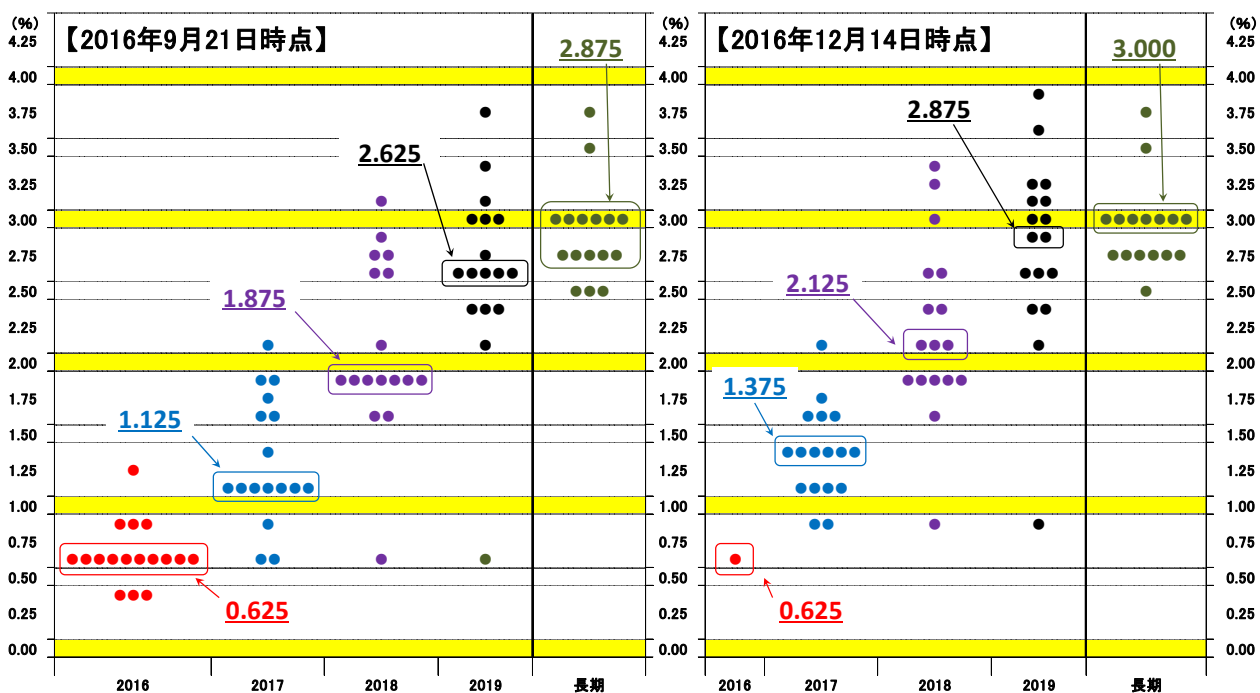
5位＝ジャネット・イエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長

【選考理由】 今年最後の米連邦公開市場委員会 (FOMC) に至るまでの間は、ドル円相場のトレンドに直接的に大きな影響を与える政策を指揮した印象は薄かったが、年末も差し迫った 12 月 14 日 (水) に満を持して約 1 年ぶりの利上げ再開に踏み切った。0.25%ポイントの政策金利引き上げについては、事前にほぼ 100%の確率で市場に織り込まれて

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。

いたのでサプライズは喚起しなかったが、同時に提出されたFOMC参加者の政策金利の未来予想図(通称:ドット・チャート)で2017年末までの利上げ予想回数が0.25%刻みで前回の「2回」から「3回」に上方修正されていたほか、従来は下方修正の連続だった「長期の政策金利水準」に対する見通しが久しぶりに引き上げられていたことが、「トランプ・ドル高」を継続させる一助になった(図3)。米FOMCで約1年ぶりの利上げ再開を決めた後に行った会見でイエレン議長は「(米国の)財政拡大は完全雇用の達成には明らかに必要でない」などとコメントしており、来年春ごろから始まるトランプ次期米大統領と共和党議会の予算審議の行方を睨みながらの金融政策の操舵が注目されている。

図3: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

第六位は、「総括的な検証」で金融政策の大胆なモデルチェンジを敢行した黒田日銀総裁

6位＝黒田東彦(くろだ・はるひこ)日本銀行総裁

【選考理由】今年ドル円相場のトレンドに直接響く政策を発動した印象は薄い。だが、1月29日(金)の日銀会合で導入した「マイナス金利つき量的・質的金融緩和」で円安効果が僅か3日で切れたことが市場で話題になったほか、7月29日(金)の日銀会合で「次の会合までに『総括的な検証』を行う」と宣言、非常に曖昧模糊としたフォワードガイダンスで市場関係者を幻惑、十人十色の詮索トークを活性化させた。9月21日(水)の会合で導入された「長短金操作つき量的・質的金融緩和」には、追加金融緩和と呼べそうな施策は含まれておらず、当初はアンチ・アベノミクス派による「金融緩和の限界論」を助長したが、金融政策の主たる操作目標を「量」から「金利」に変更したことで金融緩和の持久力を高めた効果が後に現れ、米国の大統領選挙後に加速した米長期金利の急騰、ドル高局面での「円の弱さ」を際立らせる役割を果たした。なお、市場関係者によって賛否両論分かれているが、7月29日(金)の会合で導入した年間6兆円ペースでの株価指数連動

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。

型上場投資信託(ETF)のオープンエンドの爆買い政策は、その後の日本株の価格形成に無視できない影響を及ぼしており、間接的には市場のリスク許容度改善効果を通じて株高・円安に寄与していると指摘する向きもある(表2)。

表2: 日銀による金融政策運営の変遷

	量的・質的金融緩和		マイナス金利付き量的・質的金融緩和		長短金利操作付き量的・質的金融緩和
	(2013年4月4日 導入)	(2014年10月31日 拡充)	(2016年1月29日 導入)	(2016年7月29日 拡充)	(2016年9月21日 導入)
物価	目標	物価安定の目標=2%			
	達成時期	2年程度の期間を念頭に出来るだけ早期に達成	15年度を中心とする時期 →「2016年度前半頃」 →「2016年度後半頃」	「2017年度前半頃」 →「2017年度中」	出来るだけ早期
量	操作目標	マネタリー・ベース			
	増加ペース	年60~70兆円程度	年80兆円程度		拡大方針を継続する
	継続期間	物価目標2%の安定的持続に必要な時点まで 14年10月の拡充に合わせて「オープンエンド」での実施を明記			物価目標2%を安定的に超えるまで 【オーバーシュート型コミットメント】
質	上場投資信託(ETF)	保有残年間+1兆円 (3指数運動型)	保有残高年+3兆円 (15年12月の補完措置で0.3兆円の購入新設)	保有残高年+6兆円 (16年9月21日会合で2.7兆円をTOPIX運動型に変更)	
	不動産投資信託(J-REIT)	保有残年間+300億円	保有残高年間+900億円 (15年12月の補完措置で銘柄別の購入限度を5%から10%に引き上げ)		
	CP等	2.2兆円の買入れ残高維持			
	社債等	3.2兆円の買入れ残高維持			
	長期国債	保有残年間+50兆円 40年満期までの全領域 平均残存6~8年程度	保有残年間+80兆円 40年満期までの全領域 平均残存7~10年程度	保有残年間+80兆円 40年満期までの全領域 (15年12月の補完措置で平均残存7~12年程度)	
金利	日銀当座預金付利	+0.1%		従来基礎残高=+0.1% マクロ加算残高=ゼロ% 政策金利残高=▲0.1%	
	貸出支援資金供給 成長基盤強化資金 共通担保資金供給			貸出支援資金供給=ゼロ% 成長基盤強化資金=ゼロ% 共通担保資金供給=ゼロ%	

注:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入後も、長期国債は幅広い年限で柔軟な購入を継続、年間80兆円をMDにしつつも増減はあり得る
出所:日銀資料、各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

第七位は、年初のチキンレースで原油価格を急落させた後、年末の減産合意で原油価格を安定させたサウジアラビア副皇太子とプーチン露大統領

7位(2名)=ムハンマド・サウジアラビア副皇太子とウラジミール・プーチン露大統領

【選考理由】 年初に加速したドル安・円高局面では、「中国株の崩落」と並んで「原油価格の下落」がグローバルなリスクオフ相場を増幅させた。今年1月から2月にかけて原油価格が1バレル=26ドル台で典型的なダブル・ボトムを形成する前後の時期までは、サウジアラビアの経済政策を一手に担うムハンマド副皇太子がイランを含まない減産合意に難色を示していたとされ、原油価格は非常に不安定な状態が続いた。だが、原油価格が同30ドルを大幅に割り込む気配を断続的に見せ始めると、流石にサウジとロシアの「痩せ我慢」も限界に達して減産合意に向けた水面下での協議が活発化、その後も産油量の調整に関する各国政府要人の発言は錯綜したものの、断続的にリークされる減産合意に絡んだ報道がテクニカル的な要所で原油価格の下値をサポート、10月10日(月)にはロシアのプーチン大統領自らが「OPECに協力する用意がある」と述べたことで油価の安定感が増した。その後、11月30日(水)のOPEC総会で約8年ぶりの減産合意が成立、続く12月10日(日)に行われたOPEC加盟国と非加盟国の会合では15年ぶりにロシアなども巻き込んだ産油量削減合意が成立、原油価格の底割れ懸念後退によるリスク許容度の改善がドル円やクロス円を巻き込んだ日本円の全面安に寄与した。

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。

第九位は、「国政選挙4連勝」の快挙を成し遂げた後、「政府日銀ヘリマネ騒動」で往復値幅7円超のボラを作った安倍首相

9位=安倍晋三(あべ・しんぞう)内閣総理大臣

【選考理由】 黒田日銀総裁と同じく、今年はドル円相場の趨勢を左右する政策を指揮した印象は薄い。だが、7月10日(日)の参議院選挙で「国政選挙4連勝」の快挙を成し遂げた直後に経済対策の策定を指示、12日(火)に首相官邸で「ヘリコプター・ベン」の異名を持つバーナンキ前FRB議長と面談したことで、一部外国人勢力の間で「日本の政府と日銀がヘリコプター・マネー政策の準備を始めた」との思惑が高まり、参院選前に記録した7月8日(金)安値の1ドル=100円00銭から21日(木)高値の107円49銭まで、僅か9営業日で7円49銭もの円安加速のキッカケを作った。ただ、その後公表された日本政府の経済対策の「ヘッドライン数値」に政治的配慮による水増し工作が施されていたことが判明するに及び、18営業日後の8月16日(火)には一時99円54銭と、逆に▲7円95銭もの円高が進んだ。「政府・日銀ヘリマネ騒動」によって喚起された往復値幅7円超の「往って来い」は、ドル円相場の趨勢に影響しなかったものの、多くの市場参加者の売買疲れを誘発、売買に加わらなかった関係者の間でも眼精疲労が強まった。一方、外交面では歴史的な活躍が目立ち、米国の大統領選挙で勝利を収めたトランプ次期大統領のニューヨーク市内の自宅を11月18日(金)に電撃訪問して「プレ首脳会談」を持ったほか、5月27日(金)に現職の米国家首班としては戦後初めて原爆被爆地の広島を訪問したオバマ米大統領と12月下旬にハワイのオアフ島で会談。太平洋戦争の発端となった真珠湾を訪問することも予定されている。トランプ次期米新政権の対日政策スタンスは未知数だが、長期安定政権の基盤を強める安倍内閣の治世下における一連の外交努力が成果を挙げ、日米両国の市場や経済の安定に寄与することが期待されている。

第十位は、米大統領選挙でトランプ候補の勝利に繋がる絶妙のアシストを決めたコミー米FBI長官

10位=ジェイムズ・コミー米連邦捜査局(FBI)長官

【選考理由】 米国の大統領選挙の投開票日を11日後に控えた10月28日(金)の夜に、一旦は訴追を見送ったはずのクリントン民主党候補の国務長官時代の私用メール・アドレス利用問題に関する捜査を再開すると突然発表、前日まで強まっていたクリントン楽勝ムードが雲散霧消、混戦ムードに逆戻りさせた。その後、米大統領選挙の投開票目前の11月6日(日)にコミー長官は再び米議会に書簡を送り、クリントン氏のメール問題について「訴追を求めない」という当初の判断を維持すると伝えたが、最終的な選挙結果は周知の通りだ。コミーFBI長官がこの間に示した一連の判断が米国の大統領選挙にどれだけ影響したのかを測定するのは難しいが、敗戦から5日後の13日(日)にクリントン氏は同長官の書簡が「選挙戦に大きな打撃を与えた」との見方を示している。金融・為替市場において、「たら・れば」の議論は通常意味をなさないが、米大統領選挙後に観測された強烈無比な「トランプ・ラリー」をみるにつけ、「もしもコミー長官があの手紙を議会に送っていなかったら、今頃どんな相場展開になっていたのだろうか」との感慨を禁じ得ない。「トランプ相場」の御膳立てをしたのかもしれない人物として、末尾に記しておきたい。

ファンダメンタルズ系の材料よりも、政治絡みのネタに大きく振り回された今年のドル円相場

以上、筆者の主観で選んだ今年の「ドル円相場に影響与えた人物トップ10」だ。具体的な人選や順番については、諸々の異論はあるだろうが、恐らく1位のドナルド・トランプ氏については衆目が一致しているのではなかろうか。あくまで私見だが、今年1年間のドル円相場のプライス・アクションに限って言えば、「中国当局による為替・株式市場政策の迷走」、「英国発のEU離脱ショック」、「政府・日銀ヘリマネ騒動」、「米大統領選挙後に加速したトランプ・ラリー」、「OPEC加盟国と非加盟国による15年ぶりの減産合意」など、政治・政

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。

局絡みのイベントに振り回されて地合いが激変した印象が強い。日米両国の景気・金融政策が絡んだファンダメンタルズ系の材料は、どちらかと言えばドル円相場を動かす主役の座を一時的に降り、それら諸々の政治・政局イベントの影響を事後的に追認しながらサポートする側の脇役に回っていたように思われる。色んな意味で合理的な為替相場予想が難しかった1年だったと言えるだろう。冒頭でも指摘したが、日本に古くから伝わる干支の相場格言によれば、来年2017年は「申酉(さる・とり)騒ぐ」と言われる2年間の後半戦に突入する。相場を騒然とさせると言われている酉(とり)年の霊力が、円高・円安どちらに効くのか、予断を許さぬ1年になりそうだ。

来年も政治イベント盛り沢山だが、ドル円相場の趨勢に最も大きな影響を与えるのはやはりトランプノミクスの成否になりそう

そこで来年のスケジュールをざっと見ると、今年に続いて政治絡みのイベントが盛り沢山だ。1月20日(金)には米国でトランプ政権が正式に発足、2月頃に提出される米大統領の予算教書を皮切りに財政審議が始まるほか、3月までに英国とEUの離脱交渉が具体的に始まる可能性もある。ドイツやフランスなどのユーロ圏コア国でも国政選挙が予定されており、日本においてもロシアとの北方領土問題や経済協力協議の行方が注目されつつ、「衆院解散・総選挙の風」が吹いたり止んだりを繰り返す可能性がある。最近では中国の経済指標に回復の兆候が表れ始めて中国株も落ち着いているが、トランプ次期米政権の対中政策次第では思わぬ激震が走る可能性があることに加え、約15年ぶりの減産合意に漕ぎ着けたOPEC加盟国と非加盟国が、それをきちんと遵守するか否かも見逃せないチェック・ポイントになる。この世に流布するあらゆる情報を取捨選択しながら動く為替相場は、常に新鮮な驚きに満ちている。我々の定点観測レポートによるドル円相場の見通しは、今月26日(月)に発行する予定だ。上記諸々の政治・政策イベントのうち、来年のドル円相場の趨勢に最も大きな影響を与えるのは、やはり「トランプノミクス」の成否になりそうだが、満足な予測パフォーマンスを上げることが難しかった今年の反省を踏まえ、来年も予断を待たずに相場観察を継続、時宜に応じた情報提供と予測の精査に努めたい。

(12月19日 15:45)

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。

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。

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

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。

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、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。