

外貨投資の視点 (No.312)

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26日

ドル円相場:2016年の回顧と2017年の展望

ポイント

- 今年ドル円相場は、序盤・中盤・終盤で激しく風景が一変する難解な展開で市場関係者が振り回される1年に
- 米大統領選後に加速した「トランプ・ラリー」は強烈だったが、「5週間で17円超のドル高」は流石にスピード違反
- 米新政権発足前のご祝儀相場は年明け以降に一旦減速、米財政協議が本格化する来年前半には自律反落も
- ただ、「トランプ・ラリー」のアノマリー破りで斬新なチャート・パターンが出現。自律反落による押し目の深さに注目
- 来年後半の展開は米景気次第。トランプ財政発動前に失速なら「倍返し」の円高、拡大継続ならドル高圧力再燃

2016年のドル円相場は、序中盤から中終盤にかけて激しく地合いが変わる非常に難解な展開に

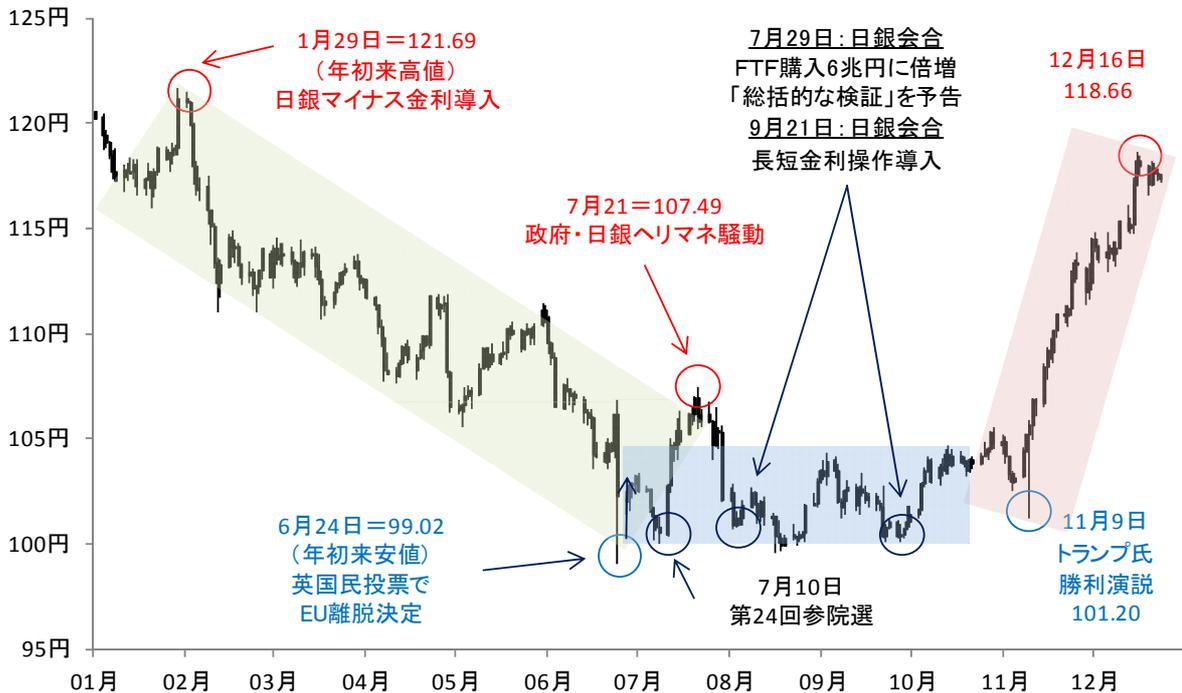
時の経つのは早いもので、今年もあと5日の為替営業日を残すだけとなった。年初来のドル円相場の歩みをみると、今年は「申・西(さる・とり)騒ぐ」の格言よろしく、何度も風景が変わる大荒れの展開だった。①年明け早々の中国株安・原油安のダブル・パンチで加速した「リスクオフの円高」、②わずか3営業日で切れた1.29日銀マイナス金利導入の円安効果、③6.23英国民投票で「欧州連合(EU)離脱」が決まった直後に急加速した強烈な円高ショック、④7.10参議院選挙後に勃発した「政府・日銀ヘリマネ騒動」による往復値幅7円超の往って来い、⑤夏から秋にかけて市場を混乱させた日銀金融政策の「総括的な検証」を巡る思惑合戦の応酬、⑥11.8米大統領選挙後に盛り上がった「トランプノミクス」への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、筆者を含めて恐らく皆無だったのではなからうか(図1)。今年ドル円相場を振り返り、改めて干支の格言に備わる言霊への畏怖を禁じ得ない。果たして来年はどんな相場展開が待ち受けているのだろうか。以下、現時点での我々の見解をまとめておきたい。

年末のピンポイント予想に完璧を期すのは難しいが、おそらく現状程度の水準で着地しそう

まずは気になる「今年年末の着地点」だが、毎年市場が薄くなるこの時期特有の攪乱需給で多少荒れたとしても、師走のドル円相場を席卷した堅調地合いはあまり変化しないだろう。「約10ヶ月ぶりの高値圏」で大晦日を迎える公算が高そうだ。日米両国の金融政策発表イベントは年内全て終了しており、市場の関心は次の注目イベントである来年1月6日(金)の米雇用統計に移りつつある。年の瀬を目前に急激に加速した「トランプ・ラリー」によるドル高・円安は、後述のように「期待先行」の感が否めないが、逆に言えば期待が萎えない限り剥落しない。「激動の申(さる)年相場」の荒波に激しく巻き込まれた市場関係者の売買疲れや眼精疲労は著しく、年末年始ぐらいは「休むも相場」の雰囲気は漂いやすいのではなからうか。ドル円相場に自然体で備わるボラを考慮すると、「ピンポイントの年末予想」に完璧を期すのは難しいが、恐らく今とあまり変わらぬ1ドル=117円前後の水準でニューヨーク・クローズを迎えるだろう。

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1: 2016年初来のドル円相場の推移



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

来年年明け以降、急激に加速した「トランプ・ラリー」の自律反落を想定

だが、米大統領選挙後に観測された「トランプ・ラリー」の勢いそのまま、来年年明け以降も「ドル高・円安一直線」の動きが続くとみるのはやはり危険だ。2016年11月9日安値の1ドル=101円20銭から12月15日高値の同118円66銭まで、ドル円相場はわずか5週間強の短期間に17円46銭も急騰しているが、この勢いを機械的に延長すると、来年1月20日のトランプ大統領就任式の日ドル円相場は1ドル=130円台、本邦会計年度末の3月31日には同160円台~170円台に達している計算になる。いくら何でも流石に「スピード違反」の疑いが濃厚であり、この先どこかで自律反落が起きないとみる方が不自然な速度で吹き上がっている。通常、どんなに強い上昇ないし下降トレンドが発生している相場でも、一次関数のような動きにはならない。自律反落や反転による短期的な「ジグザグ」は必ずあるものだ。

米大統領選挙後に加速した「トランプ・ラリー」は、新政権発足前後に特有の期待先行の雰囲気濃厚

来年1月20日に発足するトランプ次期米新政権の経済政策に対する市場の期待が非常に強いことは理解できるが、冷静になってこの先の米財政審議のスケジュールを考えると、2月頃に提出される大統領の予算教書、4月~5月頃に議会で採決される予算決議案が揃った後に大統領府と議会の協議が開始され、比較的円滑な合意形成による妥結に至った場合でも、現在走っている「オバマ予算」が「トランプ予算」に切り替わるのは、新しい会計年度が始まる来年の10月1日以降になる。これまで我々が主張してきたように、ここまでの「トランプ・ラリー」によるドル高・円安は、まだ実像が詳(つまび)らかではない「トランプノミクス」の良さそうな面ばかりを半ば確信犯的に先取りしながら織り込んでいく気がしてならない(表1)。洋の東西を問わず、新しい政権が発足する前後の時期は政治的な高揚感が盛り上がりやすいが、実際に動き始めてみると「無い袖は振れない」こともあるだろう

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。

う。かつての日本で自民党から民主党に政権交代が起きた時もそうだった。実際、今回の米議会選挙で上下両院の過半数を維持した共和党議員の中には、数年前に米国市場を混乱させた「財政の崖」騒動の時に活躍した財政収支均衡主義者も多いのが気になるところだ。

表1:「トランプノミクス」の光と影

【先行して織り込まれがちなプラスの側面】

- 米史上初の「ビジネスマン大統領」が暴言封印、君子豹変して年収1ドルで働くと宣言
- 大規模な減税とインフラ整備・公共投資でアメリカ経済を再生、再び「偉大な国」に
- 各種の規制緩和・撤廃で「トランプ関連銘柄」の発掘が進んで株価は大幅に上昇
- 米国経済の潜在成長力底上げなら「良い金利上昇・株高・ドル高」のシナリオが継続
- 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

【時間をかけて評価すべきマイナスの側面】

- 共和党議会には財政均衡論主義者も多く、大規模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)破棄は既定路線だが、北米自由貿易協定(NAFTA)は？
- 米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

今から9ヶ月以上も先に稼働するトランプ財政の実像が見えていない段階で「5週間で17円超」ものドル高は、流石にやり過ぎ

トランプ次期米大統領が主張する大規模な減税や公共投資拡大に必要な財源問題は、来春以降の財政協議で議論の対象になる可能性がある。現在の市場が「いいところ取り」を先行させているのだとすれば、例えば来春以降の米財政協議で「社会保障費の削減」や「輸入関税の一部引き上げ」などの施策が議論の俎上にのぼるだけでも、市場関係者が現実を見つめ直す機会を提供しそうだ。あれだけ明確に財政出動と規制緩和による経済再生を主張する人物が米国の次期大統領になる以上、「トランプノミクス」のプラス面とマイナス面を差し引きすると最終的にはプラスの景気刺激効果が勝る政策が採用されそうだが、市場が織り込む順番としてポジティブ面への期待が先行している場合、ネガティブ面の削り込みを行う段になると、「トランプ・ラリー」によって上昇した分の何割かは自律反落の対象になるだろう。まだ実際に稼働してないどころか、具体的な中味の議論すら始まっていない段階で「5週間で17円超」ものドル高を加速させるのは流石に「勇み足」の気配が濃厚だ。来年年明け以降、どこかのタイミングで相応のスピード調整が起きるだろう。この点に関しては前月から意見を変えていない。

ただ、古参の市場参加者の日柄の感覚を破壊する「トランプ・ラリー」で、過去に類例をあまりみないチャート・パターンが出現

だが一方で、我々の想定を遥かに超える速度と幅で「トランプ・ラリー」が加速した現実については素直に認めざるを得ない。テクニカル的にみると、米大統領選挙後に急激かつ一方的に進んだドル高・円安の結果、足下のドル円相場は筆者が「トレンド判定の師」として仰ぐ52週移動平均線を下から上へと大きく突き抜ける水準まで巡航高度を上げている。1990年代以降、いったん下降に転じた52週線との「ファースト・タッチ」がこれほど明

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。

確な「ファースト・ブレイク」に発展した前例は無い(図 2)。足下のドル円相場は依然として前年同期(≒52 週間前)の水準を下回っており、いわゆる「日柄調整」が十分に進んでいないと思われるタイミングで古参の市場参加者の感覚を破壊、ここまで一気に急騰するのは極めて異例である(図 3)。

図2: 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



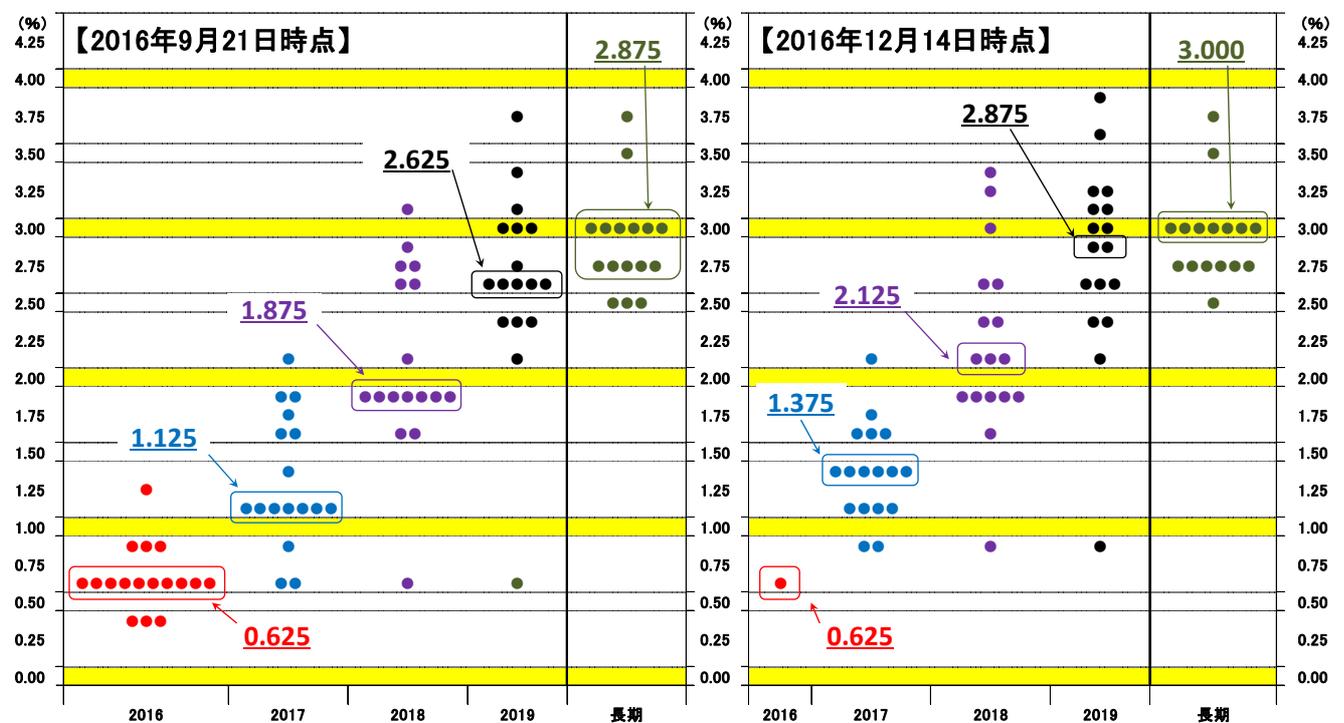
出所: ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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。

「トランプ・ラリー」一巡後のスピード調整が「価格の下落」か「時間稼ぎ」のどちらで進むのかに注目

これほど見事な「アノマリー破り」によってドル円相場観察の目線が急激かつ暴力的に引き上げられてしまった結果、平均的な市場参加者が頭の中に思い描くドル円売買の想定レンジは大幅な上方修正を強いられたのではなかろうか。この先想定されるドル円相場の自律反落が、それほど深くならず「浅い押し目」しか作らなかった場合、ドル高・円安のスピード調整は「水準の下落」ではなく「時間稼ぎ」によって進む可能性もある。その場合、来年春先頃には52週移動平均線の傾きが右肩上がりに転じて、ドル高・円安の大局観を持つ市場関係者が今より一段と増えることになるかもしれない。米大統領選挙の直後に加速した「トランプ・ラリー」が、実際にはまだ終了していなかったドル安・円高局面における一時的なノイズとして処理されるのか、本格的なドル高・円安局面到来の烽火だった後に評価されることになのか、来年前半のドル円相場が示すプライス・アクションは、テクニカル的にみて正念場になる。「市場の審判」は一体どちらに下されるのだろうか。

図4: 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

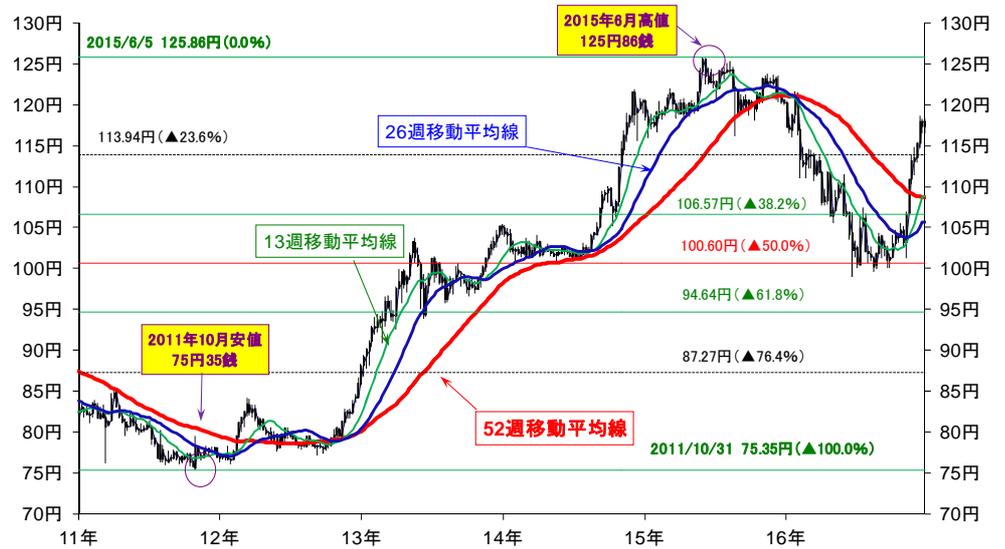
来年秋にトランプ財政が稼働する前に米国景気が失速すれば、大晦日のドル円相場は二桁円台の年越しになる可能性も

趨勢判断の鍵を握るのは、来年秋頃までの米国景気のパフォーマンスになりそうだ。足下で期待先行気味に加速した米長期金利の上昇とドル高による景気下押し圧力に押し潰されて、米国経済が来年10月からのトランプ財政の発動を待たずに失速してしまった場合、今月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で約1年ぶりに実施された利上げは「やっぱり勇み足だった」との市場評価が広がり、「2017年中の利上げ想定回数=3回」に上方修正されたドット・チャートは「絵に描いた餅」になるだろう(図4)。来年前半に市場関係者が「米国景気失速リスク」を強く意識しなければならない事態になれば、先行して盛り上がり過ぎた期待の反動で「倍返し」のようなドル安・円高局面が到来する可能性がある。その場

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。

合、来年の後半には今年夏場に岩盤の堅さを誇った1ドル=99円台の下値を突き抜け、来年の大晦日は「二桁円台」が定着して越年を迎えるかもしれない。その際に市場が意識する下値攻防の目処としては、昨年6月までのドル高局面で貯め込んだ値上がり貯金の▲61.8%押しにあたる1ドル=94円64銭などが意識されることになりそうだ(図5)。

図5: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

米国経済がほぼ完全雇用状態のままトランプ財政の出動を迎えるなら、来年末は現状程度かそれ以上のドル高水準で着地しそう

他方、来年前半の米国景気に明らかな減速の兆候が認められず、現状程度の景況感が維持されたまま10月からのトランプ財政の発動による景気刺激が入るなら、「ほぼ完全雇用状態の米国経済にカンフル剤が打たれる」との期待がいよいよ現実味を帯びてくることになる。その場合、今年年末のFOMCで更新されたドット・チャートの中心経路に概ね沿うような形の米利上げ観測を多くの為替市場関係者が共有、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」によって異例の低水準にイールドカーブを抑え込んでいる日本銀行との金融政策の印象格差がドル高・円安圧力を育む温床になりそうだ。こちらのシナリオが実現するなら、米大統領選挙後に加速した「トランプ・ラリー」による急激なドル高・円安は、当初こそ期待先行の「勇み足」だったが、後からみれば「先見の明」があったという市場評価が定着、ドル円相場のスピード調整は比較的浅目の自律反落で一巡、その後は再びシッカリとしたドル高基調で切り返してくるだろう。具体的な水準を特定するのは至難の業だが、来年の大晦日のドル円相場は、恐らく今年の年末とあまり変わらないか、それよりも高い水準で着地しているのではなかろうか。

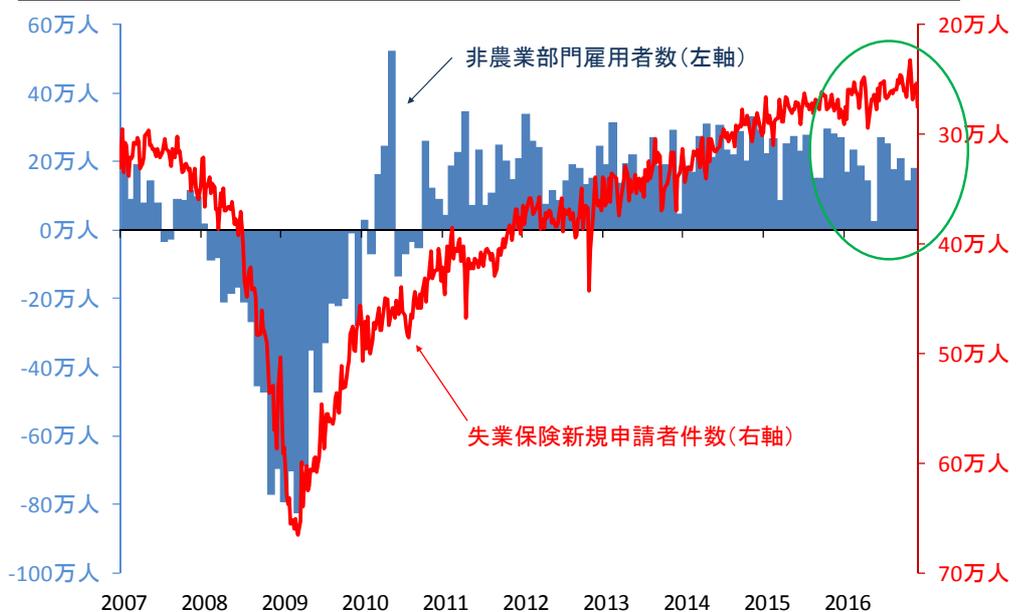
イエレン米FRB議長の言う通り、「Data-dependent (経済指標次第)」で趨勢が決まりそうな来年のドル円相場

今後、どちらのシナリオの実現確率が高まっていくのかについては、イエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長が昔から言い続けているように、「Data-dependent (=経済指標次第)」の姿勢を維持して我々も柔軟に判断するしかない。足下の経済指標をみると、米国経済に明確な減速の兆候は表れていないため、現時点における我々のドル円相場見通しでは、「来年前半の自律反落局面で相応の押し目を作った後、年後半には再びドル高方向に切り返してくる」パターンを想定している。ちなみに、筆者が特に参考にしたいと

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。

考えているのは全米規模のカバレッジを持つ経済指標で速報性が高く、かつ「年に52回」もの頻度で米国経済の健康診断の結果を観る機会を我々に提供してくれる米失業保険新規請求件数だ(図6)。今のところ既往の改善基調が崩れておらず、「米雇用情勢改善の節目」とされる毎週30万人の水準よりも少ない水準をキープしていることを考慮の上、現在の結論に達している。

図6: 米国の雇用関連指標



出所:ブルームバーグ、各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

現時点でのドル円相場予測は、あくまでも米新政権発足前の「暫定予想」という色彩が強い

ただ、仮に来年前半の米国景気が現状程度の拡大基調を維持したとしても、トランプ米次期大統領の治世下で稼働する財政政策や規制緩和策による景気刺激効果の定量的な評価は、来春以降にワシントンで始まる米予算協議や議会審議の経過を見ないことには固まってこない。その意味で、現時点で我々が標榜しているドル円相場の見通しは、あくまでも「来年秋頃までの米国景気＝失速懸念高まらず」、「来年秋に稼働するトランプ財政＝何某かの景気刺激期待を誘発」という平均的なマーケット・トークの組み合わせを前提にした「暫定予想」という色彩が強い。この先も地道な米経済指標観察を継続、米予算協議や議会審議の進展も見極めた上で、我々のドル円相場予測の妥当性を精査したいと考えている。

米新政権の政策に対する不透明感が強い時期こそ、基本に忠実なファンダメンタルズ観察に軸足を置いた相場予測が有効

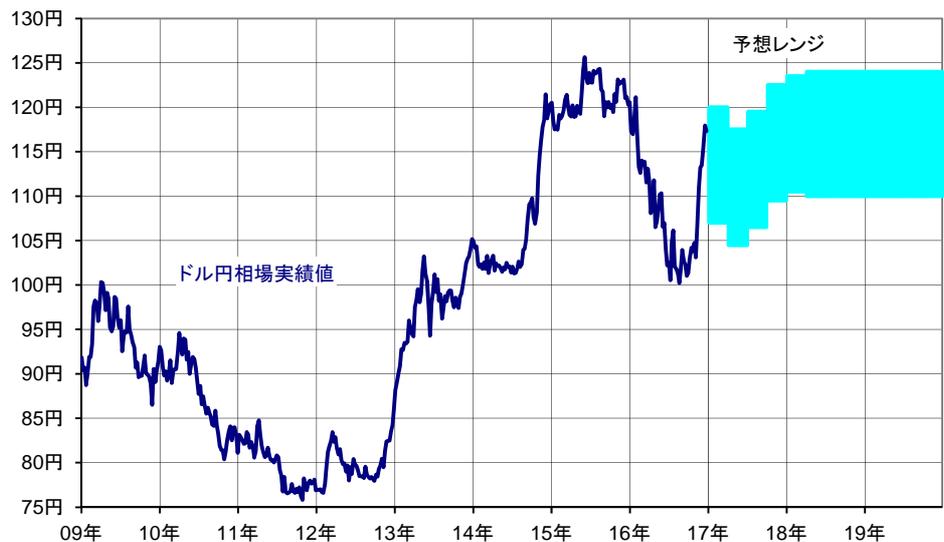
冒頭で触れたように、来年は「申・酉(さる・とり)騒ぐ」と言われる相場の後半戦に入る。ドル円相場が上下どちらに振れるにしても、今年のように騒がしい1年になりそうだ。奇しくも、米国では1月20日から「8年ぶりの政権交代」が起きることが確定しており、トランプ新政権の経済政策のみならず、軍事・外交・社会政策などの変更に対するマーケット・リアクションを読み切るのが非常に難しい年になるだろう。ただ、政治・政策面での「不透明感」が非常に強い環境であればあるほど、基本に忠実な原点回帰の姿勢が大切になってくるのではなかろうか。米予算協議の進展にはシッカリ目配せしつつも、地道なファンダメンタルズ観察に軸足を置いた相場予測を心掛けたいと考えている。

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。

2018年4-6月期以降の予測パターンは、今しばらく判断保留

なお、2018年4-6月期以降の予測に関しては、現時点では判断を保留、2018年1-3月期の想定レンジを多少上下に広げただけの数字を仮置きしている。現在最も注目されているトランプ政策の具体的な中味が見えていない状況下、この先約1年半以上も先のマクロ経済・金融市場環境の想定にはかなりの不確実性が付きまとうことに加え、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同年11月に実施される米国中間選挙の結果など、政治・政策面での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、より長期の予測パターンにも肉づけを施したい。

図7:2016年-19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2:為替相場見通し

		2016年						予想		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	2016年 (暫定実績)	2017年 (予想)	2018年 (予想)	2019年 (予想)						
ドル円 [円/ドル]	レンジ	99.54-107.49	101.18-120.0	107.0-120.0	104.5-117.5	106.5-119.5	109.5-122.5	110.5-123.5	110.0-124.0	99.02-121.69	104.5-122.5	110.0-124.4	110.0-124.0						
	期末値	101.35	115.0	113.5	111.0	113.0	116.0	117.0	117.0	115.0	116.0	117.0	117.0						
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	110.83-118.47	112.61-124.1	112.1-128.5	108.4-124.7	109.4-125.7	110.2-126.5	108.8-125.2	108.2-125.8	109.57-132.32	108.4-128.5	108.2-125.8	108.2-125.8						
	期末値	113.92	122.66	120.3	116.6	117.5	118.3	117.0	117.0	122.66	118.3	117.0	117.0						
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.095-1.137	1.035-1.130	1.000-1.130	0.985-1.115	0.975-1.105	0.955-1.085	0.935-1.065	0.930-1.070	1.035-1.162	0.955-1.140	0.930-1.070	0.930-1.070						
	期末値	1.124	1.046	1.060	1.050	1.040	1.020	1.000	1.000	1.046	1.020	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桁四捨五入。2016年10-12月期は12月23日までの暫定実績。予想は弊社:最終変更日時は12月24日9:00

(12月26日 11:15)

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

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。

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 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

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。