

## 外貨投資の視点 (No.314)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年1月10日

### 2017(平成29)年新春のドル円相場展望

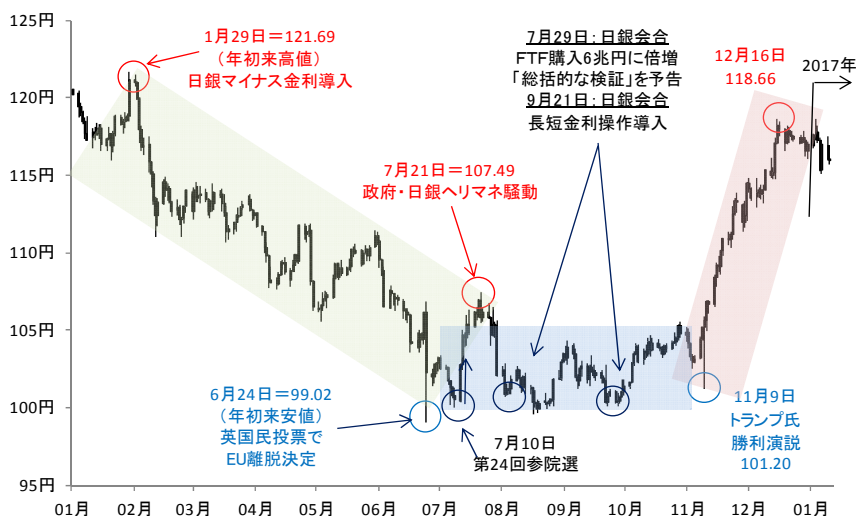
ポイント

- 昨秋の米大統領選挙後に加速した「5週間で17円超」の「トランプ・ラリー」は、「スピード」も「タイミング」も早過ぎた
- 今春以降に始まる米予算協議で減税と公共投資の財源論議が本格化すれば、相応の「自律反落」を促す触媒に
- ただ、「トランプ・ラリー」による強烈な「アノマリー破り」で、古参の関係者の「日柄の感覚」は暴力的に破壊された
- 今秋のトランプ財政発動前に米景気が失速しなければ自律反落は深手に至らず、年末に向けドル高圧力再燃へ

「想定外」の値動きがまるで日常であるかのように激しく動いた2016年のドル円相場

2017年のドル円相場が開幕した。昨年末のスポット最終日から正月2日までのドル円相場は1ドル=116~118円台で推移、ひとまず無難に越年した。思い出すだけでも気が重い、昨年のドル円相場は四季折々に風景が激変する大荒れの展開だった。①新春の中国株安・原油安で加速した「リスクオフの円高」、②「3日天下」に終わった1.29日銀マイナス金利導入の円安効果、③6.23英国民投票の開票直後に急加速した「5時間半で▲7円82銭」もの円高ショック、④7.10参院選後に勃発した「政府・日銀ヘリマネ騒動」による「値幅7円超の往って来い」、⑤市場を夏バテさせた7.29日銀会合後の「総括検証」を巡る神経戦、⑥11.8米大統領選挙後に勃発した強烈な「トランプ・ラリー」、という局面変化を完璧に読み切れた市場関係者は恐らく皆無だっただろう(図1)。「想定外」の値動きがまるで日常であるかのような激しい価格変動に揉まれた市場関係者の心身疲労は著しく、「休むも相場」の年末年始を過ごしたドル円ファンが多かったのかもしれない。

図1:2016年年初来のドル円相場の動き



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。

## 今年も「想定外」の価格変動が多発しそうな予感

ただ、「東の間の休息」で英気を養った市場関係者の戦場復帰は既に始まっている。3日(火)は日本とニュージーランドこそ休日だったが、その他の主要な海外市場が軒並み開幕、米中経済指標の良好な結果を好感して一時118円60銭付近まで急伸したかと思えば、5日(木)にオフショア人民元が急騰すると円も巻き込まれて一時115円前半半まで円高が進むなど、早くも「想定外」のイベントによる価格変動が観測されている。中国の個人投資家に対する「年間外貨両替枠の更新」をテーマに元売り投機を仕掛けていた短期筋を懲らしめる目的で中国当局が元の流動性を絞り込んだことが背景だったらしいが、多分誰も予想していなかった。その後も、6日(金)の米12月雇用統計で平均時給が約7年半ぶりの高い伸びを記録したことが好感されると117円台を回復したが、8日(日)に英首相の不用意な発言で「ハード・ブレグジット」への懸念が喚起されると再び115円台に押し戻されるなど、一筋縄ではいかない価格変動が観測されている。「どこに地雷が埋まっているのか分からない」のが外国為替市場の日常であり、昨年に続いて今年も「想定外」のプライス・アクションが多発しそうな予感を禁じ得ない。果たして今年はどうなる展開になるのだろうか。以下、現時点における我々の見解を整理しておきたい。

## 2017年の前半は、16年秋から加速した「トランプ・ラリー」が一巡、自律反落の局面へ

まず今年の前半に関しては、昨年秋から終盤にかけて加速した「トランプ・ラリー」に一旦ブレーキがかかる「スピード調整」の局面を迎えるとみている。昨年11月9日安値の101円20銭から12月15日高値の118円66銭に至るまで、ドル円相場は僅か約5週間で17円46銭も急騰したが、これを単純に延長すると本邦会計年度末の3月期末には、1ドル=160円前後に達する計算になる。いくら何でも「スピード違反」の疑いが濃厚であり、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絶対にならない。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。

## 2016年米大統領選挙後に加速した「トランプ・ラリー」は「スピード」だけでなく、「タイミング」も早過ぎる

今月20日に発足するトランプ政権の経済政策に対する市場の期待が非常に強いのは事実だが、やや醒めた目で今後の米財政審議の日程を眺めてみると、恐らく2月頃ではないかと言われている米大統領の予算教書の提出を皮切りに連邦議会との折衝が始まり、比較的円滑な合意形成に至った場合でも現在の「オバマ予算」から「トランプ予算」に切り替わるのは、米国が新しい会計年度を迎える今年の10月以降になる。昨年終盤に猛威を振るった「トランプ・ラリー」は、10ヶ月以上も先にならないと実際には稼働しない「トランプ財政」を具体的な中味もみずに織り込みに行ったことになる。

## 今春から始まるホワイトハウスと米議会の財政協議が、ドル円相場を自律反落に誘う触媒に

古今東西、政権交代の前後には政治的な高揚感が盛り上がりメディアも社会もマーケットも、「変化を先取り」かつ「いいところ取り」の心理状態に陥りがちだ。しかし、先行して盛り上がる「景気の良さそうな話」や「明るい話」に対して「総論賛成」の空気が漂ったとしても、「では一体誰がその金を出すのか」という議論が始まると、必ず揉めるのが人間社会の常だ。昨今の日本のニュースで盛んに取り上げられている東京オリンピックの施設費負担問題など、よい例なのではなかろうか。実際、昨年秋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論者も多い。トランプ次期大統領が主張する大規模な減税や公共投資の一部を賄うのに必要な財源問題は今後の協議で議論されるだろう。例えば

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。

「社会保障費の削減」や「輸入関税の一部引き上げ」などが財源論議の対象になるだけでも、市場関係者が現実を見つめ直す機会を提供しそうである。

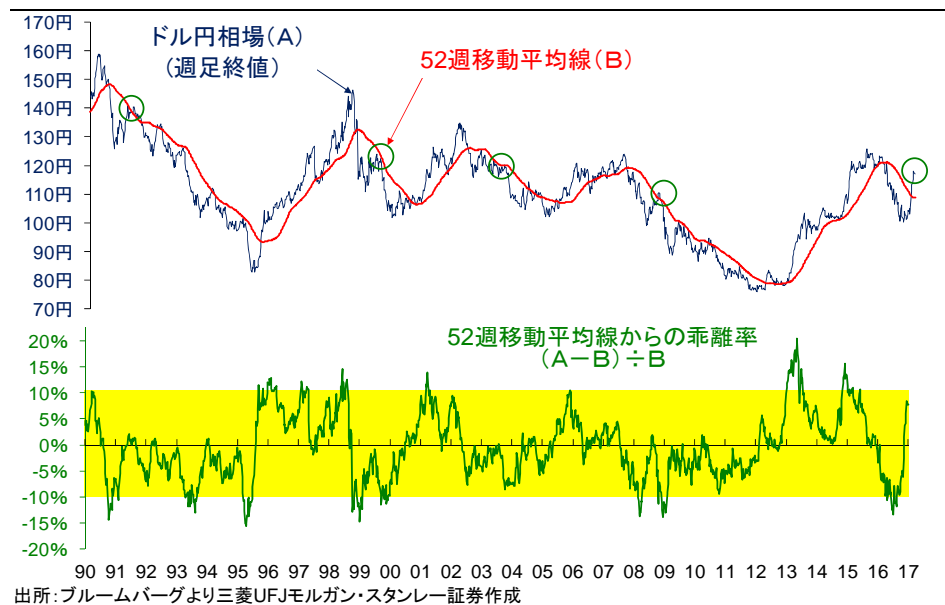
「トランプ・ラリー」の「▲38.2%押し」なら115円割れ、「▲半値押し」までみるなら110円割れも

無論、あれだけ強く「米国経済の再生」を主張している人物が次の国家首班になる以上、最終的には米議会サイドも多少は譲歩、景気抑制効果よりも浮揚効果の方が強い経済政策パッケージが採用される可能性が高い。だが、市場が織り込む順番としてポジティブな面への期待が先行している場合、マイナス面の削り込みを行う段階になると、「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。具体的な調整幅をピタリ当てるのは困難だが、仮に「5週間で+17円超」という上昇幅の「▲38.2%押し」をみるなら1ドル=111円90銭台、「半値押し」まで意識するなら同109円90銭台が下値攻防の目途になる。米財政審議が始まった後、どこかのタイミングで115円割れ、あるいは110円割れぐらいまでの押し目があっても不思議ではない。

ただ、暴力的に加速した「トランプ・ラリー」の「アノマリー破り」でチャートの景色は激しく変化

だが一方で、米大統領選挙後に暴力的な加速をみせた「トランプ・ラリー」によって、ドル円相場のチャート・フェイスに表れる「相場の風景」が激変してしまった事は、素直に認めざるを得ない。テクニカル的にみると、この間に急激に進んだドル高・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大幅に突き破る水準へ巡航高度を一気に上げている。1990年代以降、右肩下がりに転換した直後の52週移動平均線と現値の「ファースト・タッチ」が、これほど明確な「ファースト・ブレイク」に発展した前例はない(図2)。過去のドル円相場は、長期トレンドがいったん下向きに転じると少なくとも1年以上はその傾向が続くケースがほとんどだった。

図2:長期トレンド・ラインとドル円相場



今後の展開次第で長期トレンドが早期に反転する可能性も

昨年秋の米大統領選挙後に観測された「トランプ・ラリー」は、筆者を含めた古参の市場関係者が長年の経験則で培ってきた「日柄の感覚」を暴力的に破壊した。これほど見事な「アノマリー破り」で相場観察の目線が一気に引き上げられてしまった結果、平均的な

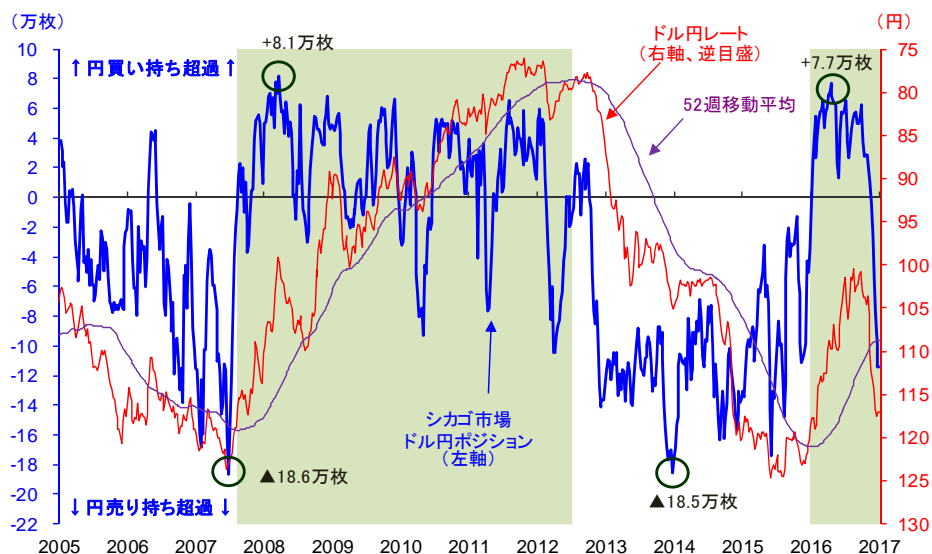
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

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  
ている可能性が高い。この先、ドル円相場が相応の自律反落に転じたとしても、極端な深  
手に至らなかった場合、我々が想定しているドル高・円安の「スピード調整」は、「水準」で  
はなく「時間」で進む可能性もある。想定される自律反落が1ドル＝110円前後までの調整  
で済んで切り返してきた場合、今年の中頃には200日移動平均線や52週移動平均線な  
ど、ファンが多い長期トレンドが次々上向きに転じて、「ドル円相場＝右肩上がり」の大局  
観を持つ市場関係者の比率が増すかもしれない。

**ドル円相場のトレンド反転  
の可能性を先取りし始め  
た投機筋**

実際、シカゴ通貨先物市場のポジションをみても、ドル円相場のトレンド反転を先取りす  
るような雰囲気で、ドル買い・円売り超過の領域への戦略転換が観測されている(図  
3)。今から約12ヶ月後、今年の大晦日を迎えて1年間のドル円相場を振り返ったときに、  
昨年秋から終盤にかけて加速した「トランプ・ラリー」が、「ダマシのドル高サインだった」と  
言われて短期筋による為替売買の主戦場が再びドル売り・円買い超過のエリアに戻って  
いるのか、「リアルなアノマリー破りのドル高シグナルだった」と評価されてドル買い・円売り  
超過の領域でのポジション操作が定着しているのか、今年の序盤から中盤にかけてのド  
ル円相場は、将にチャート・フェイス作りの正念場を迎えることになる。冷徹な「市場の審  
判」は、一体どちらに下されるのだろうか。

図3: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の合計。為替は週平均、網掛けは52週線が概ね水平から円高方向に傾  
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

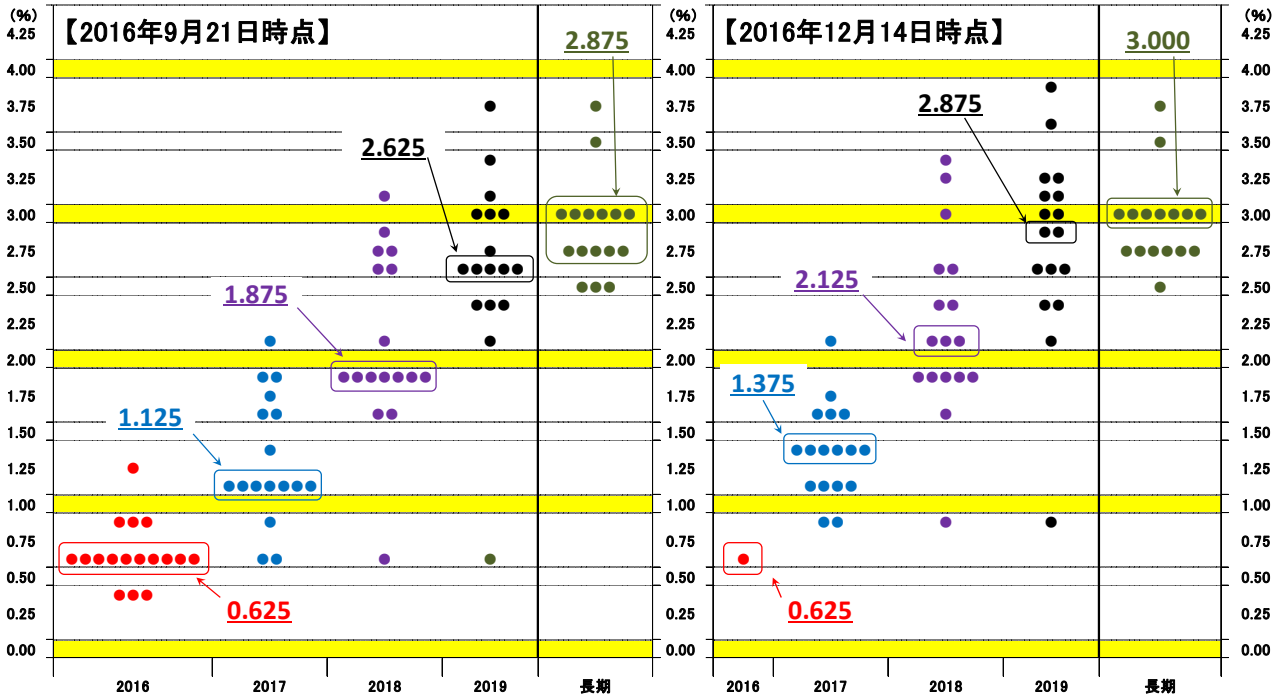
**「トランプ財政」の稼動を  
待たずに米景気失速なら  
「倍返し」の円高で今年  
の大晦日は100円割れも**

鍵を握るのは、今年秋口までの米国景気のパフォーマンスになりそうだ。米大統領選挙  
後にフライング気味に加速した米金利上昇とドル高の圧力に押し潰されて、米国経済が  
「トランプ財政」の稼動を待たずに失速する様子が明らかになった場合、昨年末の米連邦  
公開市場委員会(FOMC)で約1年ぶりに再開された利上げは「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)。先行して盛り上がった期待が見事に裏切れ

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。

ると、失望による反動が逆に大きくなって「倍返し」のようなドル安・円高局面が到来、時期尚早のドルロング・円ショートに転じていた投機筋のポジションは複雑骨折の憂き目に遭う可能性がある。その場合、ドル円相場は昨年の夏場に「岩盤の堅さ」を誇った 1ドル＝99円台のフロアーを突き抜け、今年の大晦日は「二桁円台」での越年になるかもしれない。

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

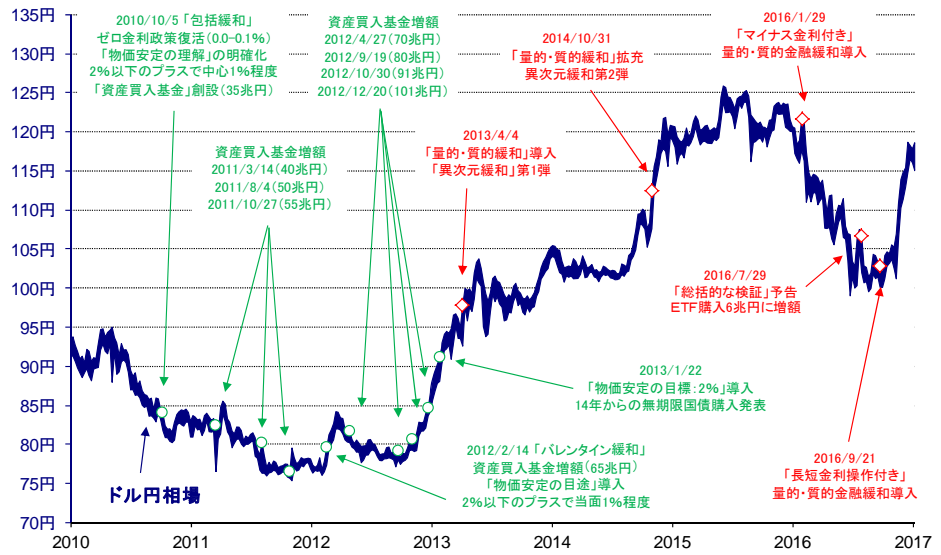
米国経済が堅調な状態で「トランプ財政」のカンフル剤が打たれるなら、日米金融政策の印象格差が鮮明になり、年末は120円絡みの攻防も

他方、今年前半の米国経済が昨秋来の米金利上昇やドル高の圧力をシッカリ受け止め、緩やかな拡大基調を維持したまま、待望の「トランプ財政」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」との市場の期待がいよいよ実現することになる。その場合、昨年末に1年ぶりの利上げに踏み切って断続的な利上げ観測が台頭している米国と、昨年秋に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」によって異例の超・低金利政策の持久力を著しく高めた日本の金融政策との間に横たわる埋め難い印象格差が、平均的な市場関係者のドル高・円安期待を育む温床になりそうだ。実際、近年のドル円相場に日本の金融政策運営の足跡をプロットしてみると(図5)、日銀緩和による通貨安効果は、グローバルな金融市場環境が「リスクオフ」の色彩を強める時期には全く無視される一方、「リスクオン」に切り替わるとシッカリ蒸し返されて円安を助長する触媒になっている。こちらのシナリオが実現するなら、「トランプ・ラリー」による急激なドル高は、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」があったと市場で評価され、年末に向かってドル円相場はドル高方向に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だが、今年の子年末には再び1ドル＝115円～120円絡みの攻防戦に戻っているのではなかろうか。

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。

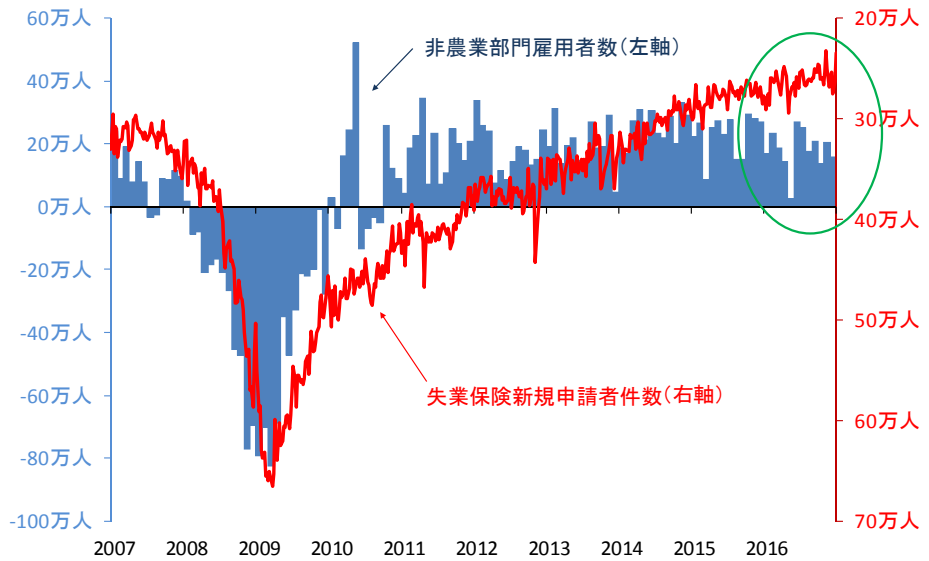


図5: 日銀金融政策の主な変遷とドル円相場



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

現時点でのメイン・シナリオでは、今年前半の自律反落一巡後、年後半のドル高基調の復活を想定

今後、どちらのシナリオが実現するかについては、イエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長がいつも言っているように、我々も「Data-dependent」に判断するしかない。今年最大のテーマになりそうな「米国の財政政策」に関する不透明感が非常に強い時期であるがゆえ、予断を排除した丁寧な事実確認が大切だ。現時点までに明らかになっている経済指標で判断する限り、米国景気は比較的堅調に推移している。米国の雇用関連指標をみると、このところの雇用増加ペースは「完全雇用状態に接近中」とあって最近鈍化しているものの、失業保険新規申請者数が1970年代前半以来の水準に到達するなど労働需給は一段とタイト化(図6)、賃金上昇率にも波及の兆しが表れている。即座に景気失速

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。

懸念が広がる可能性は低そうだ。今のところ、年後半にはドル高基調が復活すると判断しており、現時点におけるメイン・シナリオとしては「年前半＝円高、年後半＝ドル高」の予測パターンを採用している(図7、表1)。

図7: 2016年-19年のドル円相場の見通し

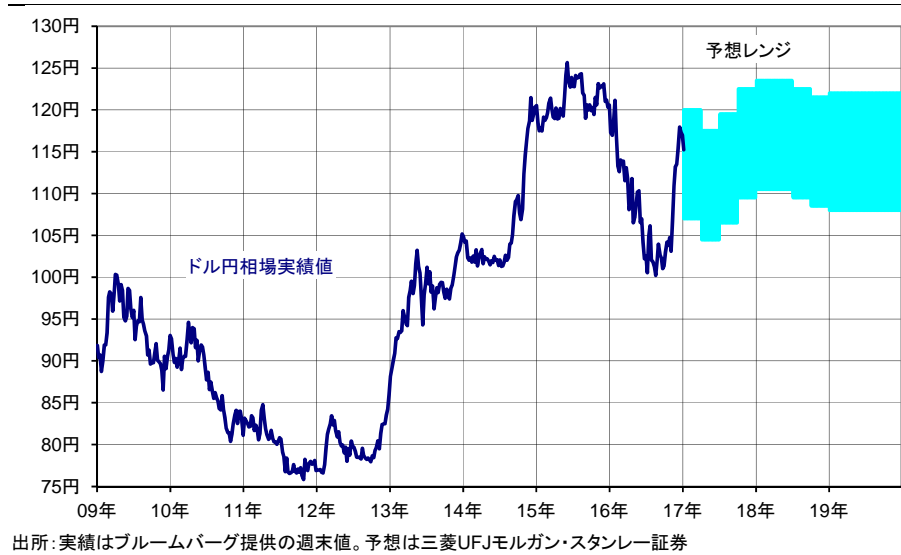


表1: 為替相場見通し

		予想									予想			
		2016年		2017年			2018年			2016年	2017年	2018年	2019年	
		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		(予想)	(予想)	(予想)	
ドル円 [円/ドル]	レンジ	101.18-118.66	107.0-120.0	104.5-117.5	106.5-119.5	109.5-122.5	110.5-123.5	110.5-123.5	109.5-122.5	99.02-121.69	104.5-122.5	108.5-123.5	108.0-122.0	
	期末値	116.96	113.5	111.0	113.0	116.0	117.0	117.0	116.0	117.0	116.0	115.0	115.0	
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	112.61-124.10	112.1-128.5	108.4-124.7	109.4-125.7	110.2-126.5	108.8-125.2	108.8-125.2	110.2-126.5	109.57-132.32	108.4-128.5	108.8-126.6	109.7-127.2	
	期末値	122.97	120.3	116.6	117.5	118.3	117.0	117.0	118.3	122.97	118.3	118.5	118.5	
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.035-1.130	1.000-1.130	0.985-1.115	0.975-1.105	0.955-1.085	0.935-1.065	0.935-1.065	0.955-1.085	1.035-1.162	0.955-1.13	0.935-1.095	0.960-1.100	
	期末値	1.052	1.060	1.050	1.040	1.020	1.000	1.000	1.020	1.052	1.020	1.030	1.030	

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。予想は弊社:最終変更日時1月6日9:00

今春に始まる米財政審議を睨みつつ、地道な米国経済指標観察に軸足を置いた相場予測を継続

もっとも、世界中の市場関係者が注目している「トランプノミクス」による米景気浮揚効果は、今春から始まる予算協議の帰趨をみるまで定量的な評価ができない。「トランプ財政」による景気刺激効果を取引する形で既往の「トランプ・ラリー」が加速したとみられるだけに、この先の米議会と大統領府の折衝が難航したり、まとまっても「骨抜きにされた」との評価が広がったりするようだと、「完全雇用状態に達した米国経済の先はそんなに長くない」との見方が再燃、我々が現在採用している「年後半のドル高シナリオ」が怪しくなるリスクはある。今回改定した我々のドル円相場予測では、「トランプ財政」の前年比効果が切れそうな2018年後半頃には「ドル高頭打ち」のパターンを暫定的に入れたが、まずは2017年の予想が当たるかどうか重要だ。今春から本格化する米国の財政審議に目配せしつつ、地道な米経済指標の観察活動に軸足を置いた相場予測を心掛けたい。

(1月10日 12:30)

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。



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 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

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。

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 © 2017 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。