

外貨投資の視点 (No.315)

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19日

2017年のユーロドル相場: 過去最長「4年連続」の陰線記録に挑戦

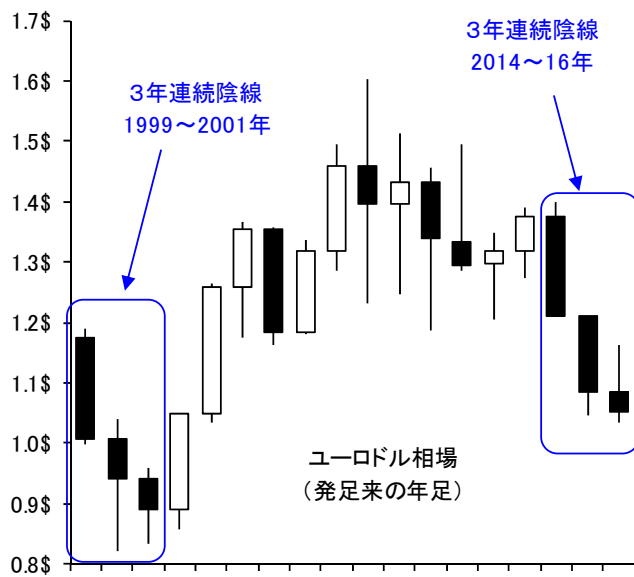
ポイント

- 昨年のユーロドル相場は過去最長タイに並ぶ「3年連続の陰線」を記録、今年は新記録達成の成否に注目
- 今年は域内のコア国で相次ぐ国政選挙や英国とのEU離脱協議に絡んだ政治的不透明感がユーロの重石に
- ユーロ圏の経常黒字の約8割は米国以外の地域向けで、対米ドルでの通貨高圧力は見かけ程には強くない
- 米景気の回復が続けば、欧米金融政策格差を背景にユーロドルは地味に軟化、4年連続の陰線記録を樹立

2017年新春のユーロドル相場は波乱含みの開幕

2017年新春のユーロドル相場は、波乱含みの開幕となっている。1月2日(月)のアジア市場で1ドル=1.0520ドルで寄り付いた後は昨年終盤に猛威を振るった「トランプ・ドル高」の余韻を引き継ぎ軟調に推移、1月3日(火)には一時1.0341ドルと2003年1月2日(木)以来、「約14年ぶりの安値圏」に差し込む場面があった。昨年11月9日(水)にトランプ次期大統領が紳士的な勝利演説を行う直前の高値1.1300ドルから約8週間で▲959ポイントもの急落だ。その後はさすがに下げ渋って自律反発に転じたが、1.07ドル台では伸び悩み、本稿執筆時点では1.06ドル台に押し戻されている。米大統領選挙前の高値はもちろん、節目の1.10ドルすらまだ遠い印象だ。

図表1: ユーロドル相場の発足来の年足推移



暦年	高値	安値	値幅(C)	変動率
1999	1.1900	0.9990	19.10	17.5%
2000	1.0414	0.8230	21.84	23.4%
2001	0.9594	0.8352	12.42	13.8%
2002	1.0505	0.8565	19.40	20.3%
2003	1.2647	1.0336	23.11	20.1%
2004	1.3666	1.1761	19.05	15.0%
2005	1.3582	1.1640	19.42	15.4%
2006	1.3368	1.1802	15.66	12.4%
2007	1.4967	1.2868	20.99	15.1%
2008	1.6038	1.2330	37.08	26.1%
2009	1.5144	1.2457	26.87	19.5%
2010	1.4579	1.1877	27.02	20.4%
2011	1.4940	1.2858	20.82	15.0%
2012	1.3487	1.2043	14.44	11.3%
2013	1.3893	1.2746	11.47	8.6%
2014	1.3993	1.2097	18.96	14.5%
2015	1.2109	1.0458	16.51	14.6%
2016	1.1616	1.0352	12.64	11.5%
平均	-	-	19.82	16.4%

注: 年間の変動率は、当該年におけるザラ場の最高値から最安値を引いた値を当該価格帯の中心値で除して求めた値。

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。

過去最長の記録にタイで並ぶ「3年連続陰線」を記録した2016年のユーロドル相場

ここで改めて昨年のユーロドル相場を振り返ってみると、ドル円相場同様、四季折々に風景が激変する波乱の1年だった。早春から初夏にかけては比較的順調に上昇幅を拡大、5月初旬には一時「年足陽線ゾーン」での「ユーロ高貯金」を最大で+754ポイントも溜め込む場面もあったが、6月23日(木)の英国民投票ショックに撃墜された頃から「陽線ゾーン」の維持が次第に怪しくなり、米大統領選挙後の「トランプ・ドル高」に巻き込まれると「陰線ゾーン」に転落、そのまま年末引けを迎えた。この結果、昨年のユーロドル相場のローソク足は「3年連続の陰線」となり、ユーロ発足直後の1999年から2001年に並ぶ連続陰線のタイ記録を樹立した(図表1)。

2017年のユーロドル相場が、「4年連続陰線」の新記録を達成するとみる3つの理由

このため、2017年のユーロドル相場は、「4年連続の年足陰線」という新記録の樹立に挑む年になる。例によって、市場関係者の見解は分かれているが、現時点における我々のメイン・シナリオでは今年年末のユーロドル相場の1ユーロ=1.02ドルと予想している。ローソク足実体部分の厚みは地味ながら、連続陰線の新記録が達成されるとみている。理由として、以下3点を挙げておきたい。

2017年は蘭伊仏独の国政選挙、英EU離脱協議などを巡る不透明感がユーロ相場の心理的重石に

第一に、今年ユーロ圏の主要国で国政選挙が相次ぐほか、「欧州連合(EU)単一市場からの離脱」を表明した英国との条件闘争が始まることで、政治的な不透明感が欧州通貨全般に対する心理的重石になりやすい。現時点での主な政治スケジュールを確認すると、①3月15日(水)のオランダ総選挙を皮切りに「政治イベント」の開催ラッシュが始まり、②3月末までには英国首相がEU条約第50条による離脱を通告する方針を示している。恐らくその前後には、③イタリアで総選挙が行われそうなほか、④5月に入るとフランスで7日(日)に大統領決選投票が実施され、⑤9月以降にドイツでも総選挙が実施される予定である。このほか、今年中に行われるかどうかは微妙だが、⑥スペインではカタルーニャ州の首相が分離独立の是非を問う国民投票の実施を宣言しており、英国とEUの離脱協議が正式に始まった暁には、⑦スコットランドの行政府首相が英国からの独立の是非を問う住民投票をやり直す可能性を仄めかしている。

単一通貨の法的流通領域に19もの国が参加しているユーロは、政治的不透明感が漂う頻度が上がりやすい

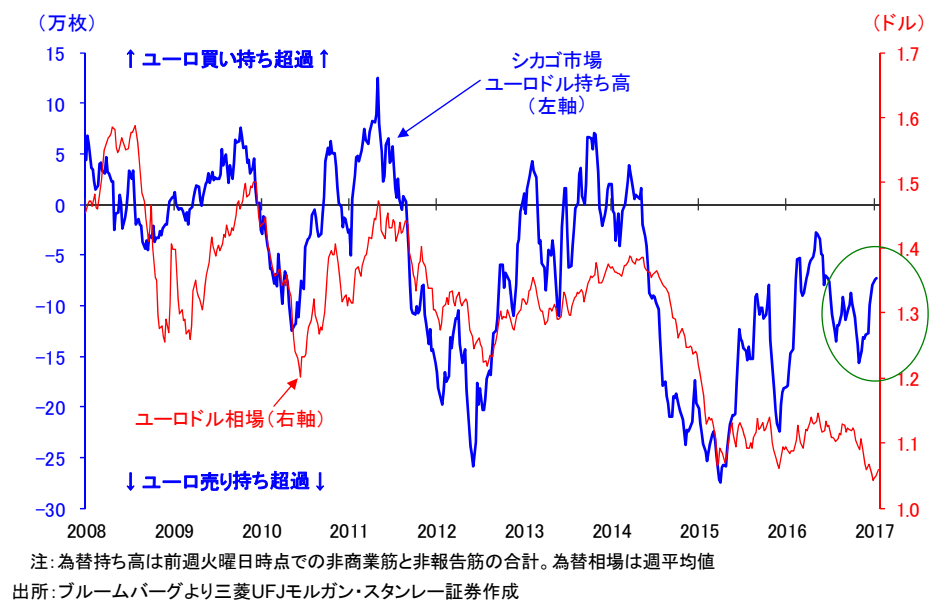
今年の欧州は、まさに政治日程が「目白押し」と言って良い1年になるだろう。昨年の英国民投票や米大統領選挙の事例を挙げるまでも無く、それぞれのイベントがどのような結果になるのか、事前の世論調査などをベースに読み切るのは専門家でも大変だ。我々の外債市場分析チームでは、「ユーロ解体」や「EU崩壊」などの破滅的結果に結びついていく可能性は非常に低いとみているが、一般に、多くの市場関係者は、どんなにその可能性が低くても、炸裂した場合にひどくボラティリティーを上げそうな「テール・リスク」を抱えた通貨を敬遠しがちである。ユーロ圏は単一通貨の法的流通地域に19もの国々が参加している寄り合い所帯だけに、主要国で国政選挙が相次ぐ時期にさしかかると、政治・政局絡みの不透明感がマーケットで意識される頻度も上がりやすい。少なくとも、名目国内総生産(GDP)でみた上位3ヶ国の独仏伊の国政選挙の結果が判明するまでは、ユーロの上値が目立って軽くなる姿を想像しにくい。今年の3月までに英国とのEU離脱交渉が始まることのインパクトについても、直接的にはユーロ債券市場でのユーロ高・債券安要因になりそうだが、ストレートドル市場やクロス円市場では欧州通貨全般に対する上値迫いを妨げる心理的重石になるだろう。

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。

かなり整理が進んでいる
海外投機筋のユーロ売り・
ドル買いポジション

第二に、シカゴ通貨先物市場のポジションをみると、2015年春までのユーロドル相場の急落局面で一時▲27.45万枚と、過去最大規模にまで膨張していたユーロ売り・ドル買いの持ち高が、最近はかなり整理されて▲7.28万枚まで縮小している(図2)。ユーロドル市場におけるユーロ売り持ち高が処分されてポジションが軽くなっている分、域内主要国の選挙結果やその後の政局次第でユーロが売り進まれる余地は広がっている。近年のユーロ圏は恒常的な経常収支の黒字を計上、2015年からは名目GDP比3%を超える水準にまで膨張しているため、実需絡みのフローは恐らくユーロ買い超過になっていると推測されるが、為替需給は経常収支絡みの取引だけで決まる訳ではない。2014年から16年にかけて、ユーロ圏の経常黒字が大幅に増えている最中であつてもユーロドル相場が「3年連続の陰線」を記録したことに暗示されるように、国境を跨る証券投資や直接投資のフローやオフ・バランスの投機あるいはヘッジ・ポジションが変化する方向次第では、GDP比3%程度の経常収支黒字の影響は数年以上の長きにわたって掻き消されることもある。

図2:シカゴ通貨先物市場の為替持ち高とユーロドル相場

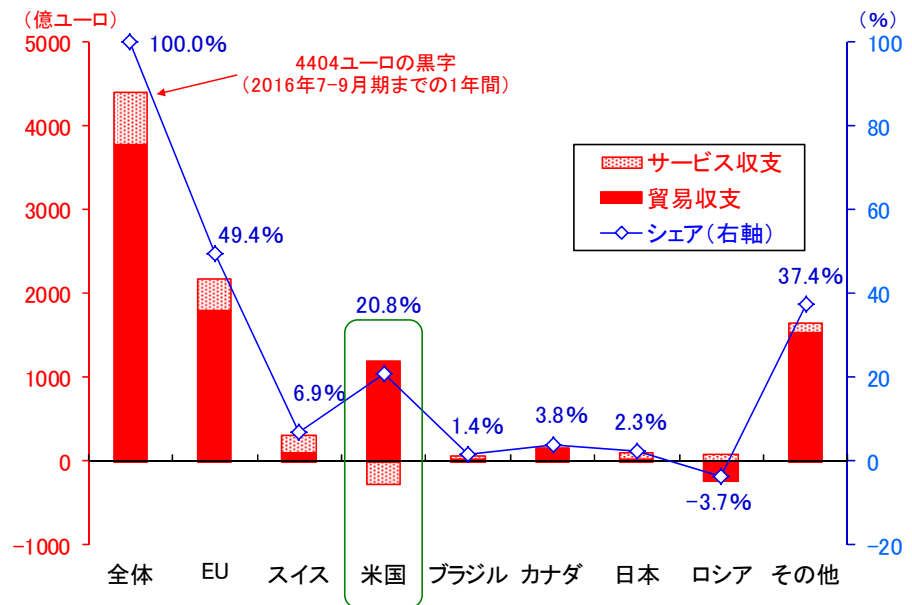


ユーロ圏の経常収支黒字
の80%近くは、米国以外
の地域で稼がれている

また、これまで我々が主張して来たことの繰り返しになるが、ユーロ圏の経常収支統計の内訳で地域別の数字が入手できる貿易・サービス収支の分布(図3)をみると、全体の半分以上はユーロに加盟していないEU諸国やスイス向けの黒字で占められており、米国向けで稼いでいる黒字は全体の約20%を占めるに過ぎない。黒字全体の約40%を占める「その他」の内訳は分からないが、恐らくはスイス以外でEUに加盟していない東北欧諸国やその他の新興国向けの黒字が多いのではなかろうか。いわゆる「米ドル圏」に含まれる産油国との間の収支はユーロ圏の赤字になっている可能性もあり、「ユーロドル」という通貨ペアだけに絞った為替需給では、表面上の経常黒字からイメージされている程のユーロ買い超過にはなっていないのではないかと推測される。いずれにしろ、「近年のユーロドル相場が3年連続の陰線を記録した」という事実を照らしてみる限り、ユーロ圏全体の経常黒字は、必ずしも他の要因を凌駕するほど圧倒的かつ安定的なユーロ高圧力を対米ドルでは近年発生させていなかったと言える。

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。

図3: ユーロ圏貿易・サービス収支の地域別内訳



出所: 欧州中央銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

ユーロ圏と米国の政策金利の方向感の違いは、今年中には縮まらない

第三に、ユーロ圏と米国の金融政策を比較すると、少なくとも年内に関しては、政策金利の方向感の違いが緩やかなユーロ安・ドル高圧力発生の温床になりそうだ。昨年 12 月 8 日(木)の欧州中央銀行(ECB)理事会では今年 3 月末で期限が切れる月額 800 億ユーロの資産買入れプログラムを更新、毎月の資産購入金額は 600 億ユーロに減額したものの、延長期間を大方の市場予想だった 6ヶ月よりも長い 9ヶ月としたことで、少なくとも今年の年末までは一定金額で購入資産を積み増す量的緩和を続ける方針が示された。理事会後の記者会見で ECB のドラギ総裁は「(最終的に資産購入金額をゼロにすることを目指すという意味での)テーパリングは議論しなかった」と明言しており、常識的に考えて、月額 600 億ユーロの資産購入を続けている年内に ECB が政策金利を引き上げるといってチグハグな金融政策運営が行われる可能性は極めて低い。

欧州中央銀行(ECB)によるテーパリング完了は、2018年夏ごろ、利上げ開始は2020年以降か

勿論、今年の秋頃までには年末に期限が切れる月額 600 億ユーロの資産購入プログラムの後継策を議論する必要があり、その頃になれば「テーパリング」も視野に入れた資産購入ペースの一段の減額方針は決まりそうだ。しかし、2018 年 1 月からいきなり月間の資産購入金額がゼロになるような金融緩和の断層的打ち切りが決まる可能性は低い。我々の外債市場分析チームでは、2018 年 1 月以降は ECB 理事会の開催ごとに月間 100 億ユーロずつの資産購入ペースの減額が実施され、「テーパリング」の完了は 2018 年の夏頃になるとみている。ECB が政策金利の引き上げに踏み切るのはそれから十分なインターバルを取ったあとになるとみられ、現時点では 2019 年中の利上げも見込んでいない。当面は、「緩やかな利上げの継続期待が漂っている米国」と、「近未来の利上げ開始が視野に入らないユーロ圏」の間に横たわる金融政策の印象格差が縮まりにくい状態が続くだろう。過去十数年間、ユーロドル相場の骨太の方向感、満期 2 年程度までの領域での独米金利差で概ね決まっておき(図 4)、先述の政治的不透明感と併せて、ユーロドル相場を「4 年連続の陰線引け」に誘うとみておきたい。

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4: 独米2年国債利回り格差とユーロドル相場

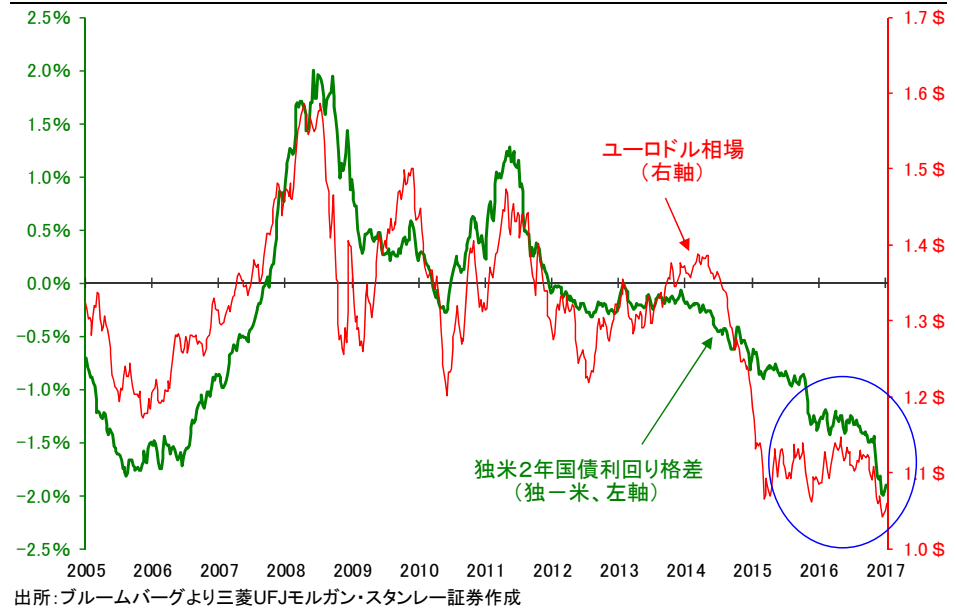
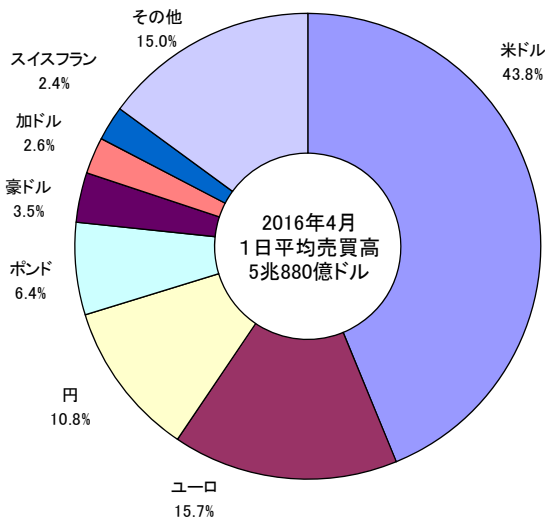
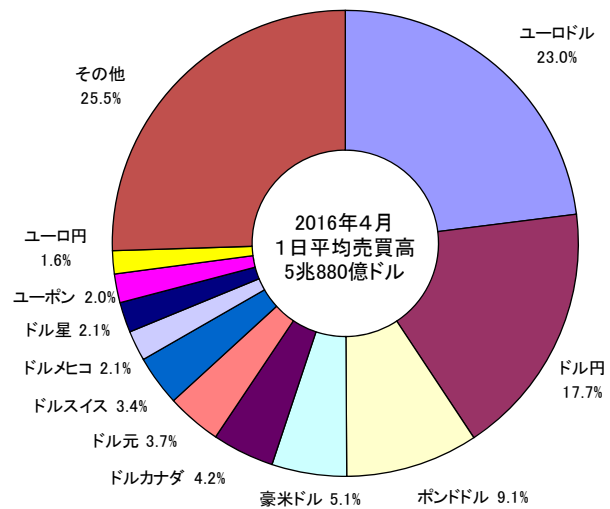


図5: 世界市場における通貨別の売買高比率



注: BISの公表値は200分率表示だが、便宜上100分率表示に変換
出所: 国際決済銀行(BIS)2016年4月調査より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

世界市場における通貨ペア別の売買比率



注: BISの公表100分率表示をそのまま使用

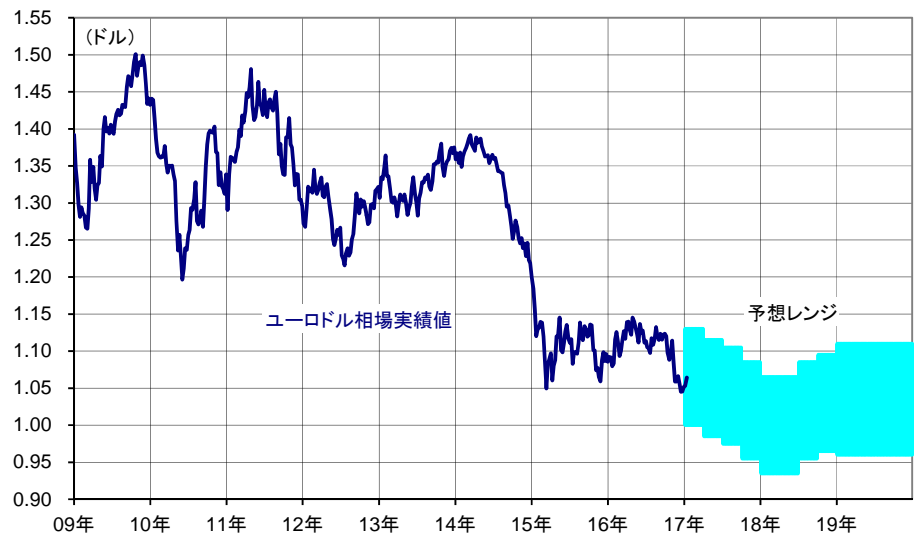
今年中に米国景気が失速する場合のみ、米ドル安圧力の受け皿になってユーロドル相場は上昇へ

もともと、上記に示した我々のユーロドル相場見通しの妥当性については、本稿で重点的に記述したヨーロッパ側の政治・経済・金融要因だけではなく、米国側の状況変化も踏まえた上で引き続き精査する必要がある。世界で最も売買金額が多く、流動性の高い「ユーロドル」という通貨ペアは(図5)、グローバルな外国為替市場で「ユーロ価値の指標銘柄」として同時に「ドル価値の指標銘柄」という性格も併せ持っているからだ。本稿で示した我々のユーロドル相場予測のメイン・シナリオは、米国経済の失速を前提にしているため、もしも今年秋からの「トランプ財政」の稼働を待たずに米国景気が後退局面入りするなどのリスク・シナリオが炸裂した場合、ヨーロッパ側の事情とは無関係に発生する米

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。

ドル安圧力の受け皿の一つとして消去法的にユーロも選ばれ、ユーロドル相場が上昇する可能性は残されている。今年のユーロは域内主要国で政治的不透明感を喚起するイベントを幾つも抱えているほか、ECB による利上げ開始の可能性もほぼゼロ%とみられているため、積極的に買い進めるべき理由を見出し難いが、「片側だけの事情」で決まらないのが為替相場の難しいところだ。今春から本格化する米国の財政協議の行方を目配せしつつ、地道な米経済指標の観察活動に軸足を据えた相場予測を心掛けたい。

図6:2017年-19年のユーロドル相場の見通し



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

		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:最終変更日時は1月6日9:00

(1月19日 10:30)

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。

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 © 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。