

## 外貨投資の視点 (No.318)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年2月6日

### 英国ポンド: 過去最長「4年連続陰線」のタイ記録に挑戦へ

ポイント

- 英首相演説等を契機にEUからの強硬離脱懸念が和らいだが、EU側が「いいところ取り」を認める可能性は低い
- 早晚本格化するEUとの離脱交渉は恐らく難航、スコットランド独立問題が再燃すれば、ポンドに更なる下押し圧力
- 対ユーロでのポンド安圧力もポンドドル相場の重石となり、2017年の年足は過去最長に並ぶ「4年連続の陰線」へ

#### 予測難易度を増す昨今のポンドドル相場

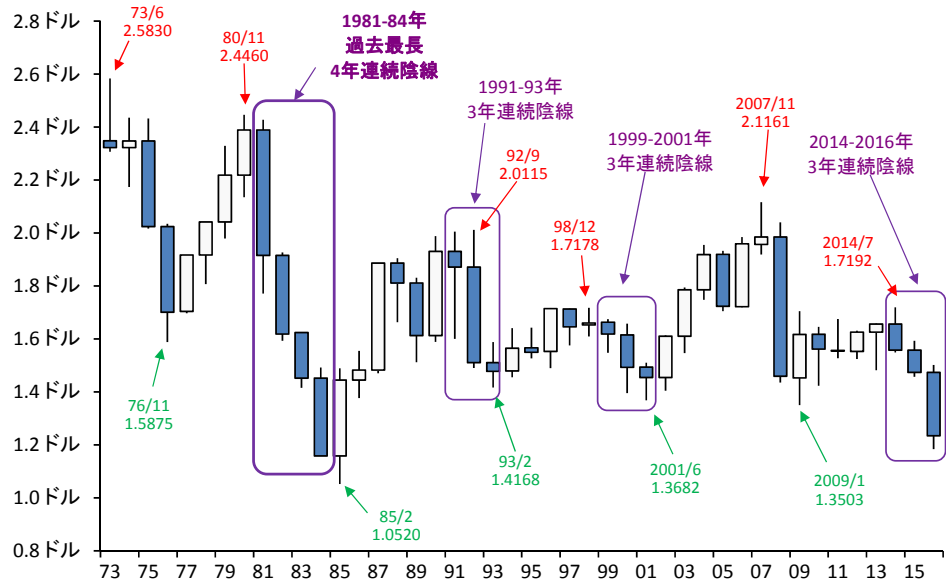
2017年のポンドドル相場は波乱含みの開幕となった。1月2日のアジア市場で1ポンド＝1.2334ドルで寄り付いた後、15日に一部英紙がメイ首相の「欧州連合(EU)からの離脱交渉で移民規制を最優先に掲げ、単一市場へのアクセスは求めない」との方針を報じると「ハード・ブレグジット(強硬離脱)」への懸念が台頭、16日には一時1.1986ドル付近へ急落した。ただ、昨年10月7日に記録した約31年ぶり安値＝1.1841ドルの手前で反発、1月17日にメイ首相が英紙報道通りの方針を示しつつも、「単一市場から脱退した後に可能な限りのアクセスを求める」、「最終的にEUから離脱するには議会の承認を得る」などと発言すると強硬離脱への懸念が後退、2月2日には一時1.2706ドルと年初来高値圏に上伸した。最近のポンドドル相場は、各種媒体による報道で、「ハード・ブレグジット」への懸念が強まると急落する一方、「ソフト・ブレグジット(穏健離脱)」の期待が強まると結構派手に買い戻されるなど、「ヘッドライン・ボラティリティー」の高い状態が続いている。英国のEU離脱絡みの速報は、それらが配信される時期、内容とも合理的な予測が困難なだけに、「ポンドドル」は従来にも増して予測難易度の高い通貨ペアになっている。

#### 2017年のポンドドル相場は、過去最長タイに並ぶ「4年連続の陰線」に挑戦する興味深い1年に

そこで改めて、これまでのポンドドル相場の年足チャートを眺めてみると、2014年～16年にかけて「3年連続の陰線」を記録している。1973年の変動相場移行後、ポンドドル相場の年足陰線の連続記録は1981年～84年までにかけての「4年」が最長だった(図1)。このため、今年のポンドドル相場は、史上最長タイの連続陰線記録に挑むことになる。過去同様の記録への挑戦は、①英国を欧州通貨制度(ERM)離脱に追い込んだ米系ヘッジファンドのポンド売り投機で「ポンド危機」が勃発した1991年～93年、②英労働党政権下で英国のユーロ加盟気運が一時的に強まった1999年～2001年、と2度あったが、いずれも4年目の年足は陽線に転じたため、タイ記録の達成に失敗している。今年始まった3度目の挑戦が、「2度あることは3度ある」でまたも失敗に終わるのか、「3度目の正直」で遂に4年連続陰線のタイ記録に肩を並べるのか、興味深い1年になりそうだ。果たして今年年末のNY引け値で、ポンドドル相場は陰陽どちらで着地するのだろうか。

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: 1973年以降のポンドドル相場の年足推移



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

**連続陰線タイ記録を達成するとみる5つの理由**

結論から先に述べると、現時点で我々は今年もポンドドル相場に強気の見通しを立てるのは難しいと考えている。恐らく「4年連続の陰線」を達成する可能性の方が高いのではなかろうか。そのように判断している理由として、以下の5点を挙げておきたい。

**英国政府が目指す「強硬離脱の仮面を被った穏健離脱」はEU 枢軸国から峻拒される可能性が高い**

第一に、英国政府が EU からの離脱に際して望んでいる「強硬離脱の仮面を被った穏健離脱」は、少なくとも交渉の初期段階においては、独仏伊などの EU 枢軸国によって峻拒される可能性が高い。17日のメイ首相の演説で示された英国側の希望条件だけを一方的に並べると、①移民流入規制の復活、②EU 法や EU 裁判所に縛られない立法主権の回復、③EU 予算に対する拠出金の減額、④離脱後の包括的自由貿易協定の締結による単一市場へのアクセスの最大限の確保、などとなっているが、これをEU 側からみると単なる「いいところ取り」にしか映らない。英国との離脱条件交渉で、これらを全て認めたら、英国にとっては「ゴネ得」となり、独仏伊などの EU 枢軸国内で存在感を増している「アンチEU 派勢力」を勢いづかせることになりかねない。最終的には「双方が傷つき過ぎない妥協点」が模索される可能性はあるが、どのような交渉も最初は相手が飲めない厳しい主張を言い合うのが国際社会の常だ。今年のユーロ圏諸国の政治日程を眺めてみると、①3月15日(水)のオランダ総選挙を皮切りに、②4～5月にかけてフランス大統領選挙、③早ければ6月にもイタリア総選挙、④そして9月にはドイツ総選挙などの国政選挙が相次ぐ。英国のEU 離脱条件を巡る交渉でEU 枢軸国が大幅に譲歩する可能性は低い。むしろ溝の深さが再認識されやすいのではなかろうか。

**英国とEU の離脱交渉が長期化の様相を示せば、交渉期限切れによる自動的な「ハード・ブレグジット」への懸念が増**

第二に、英国とEU の離脱協議が難航して長期化の様相を示せば、EU 条約で2年と定められた交渉期限が切れることによる「オートマチック・ハード・ブレグジット」への懸念が増しやす。 「ヒト・モノ・カネ・サービスの自由な往来」を欧州統合の理念に掲げる EU 枢軸国は、「人の移動の自由」という欧州統合の基本的な理念を共有しない国に対しては、

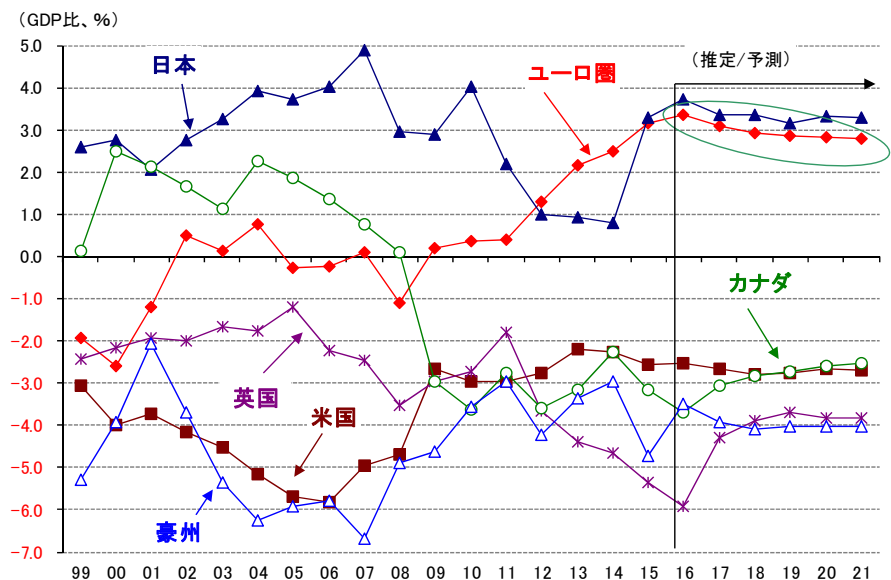
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

「単一市場内での無関税での貿易取引(関税同盟)」や、「域内全域で利用できる金融免許(金融パスポート)」などによる自由なアクセスを認めない方針だ。このため、今春にも始まる EU 離脱条件を巡る両者の協議は、英国が我田引水的な主張を撤回するか改めない限り難航を極めるだろう。もしも双方がお互いの主張を譲らずに、交渉が長引いた場合、時の経過とともに英国による正式な離脱通告から 2 年以内の交渉日限が近づくことで、「英国経済が深刻な打撃を受ける強硬離脱は不可避」との懸念が強まってくる。EU 各国議会の承認に必要な 6ヶ月程度の時間を差し引くと、「英国の正式通告による協議開始から条件交渉に費やすことのできる時間は、実質的には 1 年半程度しかない」との見方もある。今後英国政府の正式な EU 離脱通告によって「Xデー」までのカウントダウン・タイマーのスイッチが入れば、昨年 6 月の英国国民投票で「EU 離脱」の民意が示された段階では単なる「心理的ショック」の範疇に収まっていた英国経済への悪影響が、具体的なイメージを伴う「リアルな懸念」へと、徐々に変貌し始めるだろう。

大規模な経常収支赤字を抱える英国で国外への資本流出懸念が増せば、英国ポンドは不安定化

英国が EU 単一市場へのアクセスを失う可能性が現実味を帯びてくれば、既に多くの有識者が指摘しているように、現在英国内に拠点を置いている多国籍企業のビジネス拠点が国外に逃げていくだけでなく、英国企業による国内投資や雇用にも下押し圧力がかかる可能性がある。1 月 26 日(木)に発表された英 10-12 月期実質国内総生産(GDP)の伸びが比較的堅調だったことで、英国の EU 離脱決定に伴う経済への打撃は大きくないとの見方もあるが、あまりにも近視眼的な判断だ。実際に EU 離脱交渉が始まって難航の様子が明らかになれば、市場の受け止め方も変わってくるだろう。周知のように、近年の英国は恒常的な経常収支赤字国となっており(図 2)、いわゆる「ハード・ブレグジット」懸念を背景にした対外直接投資の流出が増した場合、英国ポンドを取り巻く基礎的な為替需給環境は悪化する可能性が高い。

図2: 主要通貨圏の経常収支(名目GDP比)動向



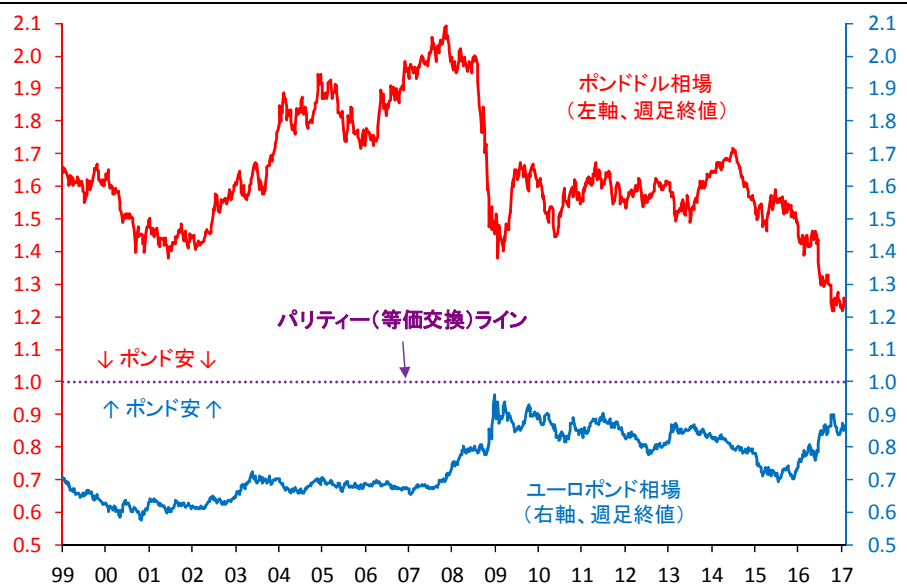
注: 2016 年以降の値は、国際通貨基金(IMF)の見通し  
出所: IMF世界経済見通し2016年10月より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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。

英国最高裁の判断にスコットランド人が激怒、英国からの独立問題が再燃する可能性も

第三に、先の英国国民投票で「EU 残留派」が多かったスコットランドでは、2014 年にいったん否決された「イギリスからの分離・独立」の是非を問う住民投票をもう一度やり直そうとの機運が強まっている。巷間伝えられるところによれば、1月24日(火)に英国の最高裁が「政府がEUに対して正式な離脱通告を行う前に、英国議会の承認は必要だが、北アイルランドやスコットランドの自治政府議会の承認は必要ない」との判断を示したことに對して、多くのスコットランド人が相当怒っているらしい。今春から始まる英国とEUの離脱協議と並行して、もしもスコットランドが住民投票をやり直した場合、今度こそ「英国からの分離・独立」を是とする民意が示される可能性を否定できない。その場合、何年先になるかは分からないが、英国は国土面積と人口のかなりの部分や北海油田の一部権益も失うリスクに晒される懸念がある。EU 単一市場への自由なアクセスを失い、イングランドとウェールズと北アイルランドだけになった英国経済に果たして明るい未来が待っているのだろうか。「移民規制や立法権の回復で社会的な独自性が高まって意外に活性化するかもしれない」との意見もあるが、「EU との間のヒト・モノ・カネの流れに淀みが生じることで『英国病』が再発する」との懸念も根強い。最終的な歴史の審判については後の史家に委ねるしかないが、一般的に同時代における市場関係者はそのような政治的不透明感を忌避する傾向が強い。スコットランドの独立問題が再燃する場合は、ポンドドル相場の上値追いを妨げる心理的な重石になるだろう。

図3: ポンドドルとユーロポンドの「パリティ到達」競争



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

英国と EU の独立交渉が進む過程で、対ユーロでのポンド売り圧力が高まる可能性に留意

第四に、この先の英国とEUの離脱協議が難航して「ハード・ブレグジット」懸念が再燃した場合、ヨーロッパ・クロス市場では対ユーロでのポンド売り圧力が強まる可能性がある。昨年10月11日(火)に発行した外貨投資の視点(No.301)「英国ポンド:EUから強硬離脱ならダブル・パリティへ接近か」で指摘した通り、足下のポンド相場は対ドルよりも対ユーロの方が「パリティ(1対1の等価交換)」に接近している(図3)。この先、英国がEUから離脱した後の世界を想像すると、「出て行く英国」と「出て行かれる EU」の双方が経済

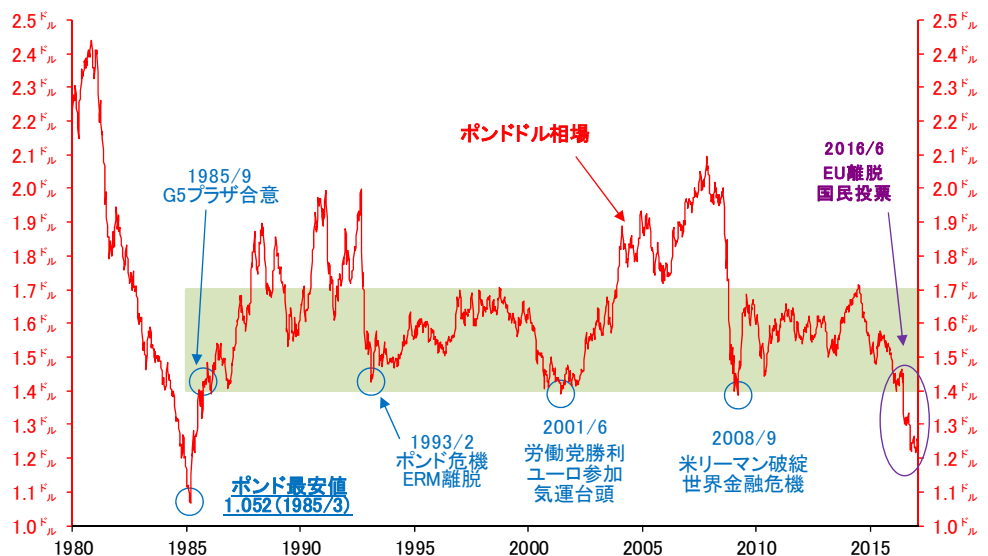
本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

的打撃を受けることになりそうだが、両者の経済規模などを勘案すると、景気下押し圧力や国外への資本流出によって蒙る経済的な悪影響はユーロ圏よりも英国の方が痛いと思われるのが自然である。世界最高の為替売買拠点であるロンドン市場を擁する英国は、「金融立国」のイメージが強く、春先以降に始まる英国と EU の離脱交渉が難航して域内での金融パスポート喪失懸念が意識されるような事態になれば、ユーロ債券相場では債券売り圧力がかかりやすいはずだ。ヨーロッパ・クロスの市場でユーロ債券がパリティに接近していく場合、ストレートドル市場では、ポンドドルの水準がユーロドルの水準に接近していくことになる。今春から本格化する英国と EU の離脱交渉の行方次第では、ユーロ発足以来崩れることの無かった「ポンドドル > ユーロドル」という不等号の構図に初めての变化が及ぶ可能性を意識しておくべきだろう。

テクニカル的には、過去最安値の 1.0520 ポンドまで下値抵抗の目処が見当たらない

第五に、そのような悪条件が重なって再び債券売り圧力が強まった場合、テクニカル的には昨秋安値の 1 ポンド = 1.1841 ドルを下に抜けると 1985 年 3 月に記録したポンドドル相場の過去最安値である 1.0520 ドルまで、メジャーな心理的節目になりそうな下値抵抗帯が残っていない(図 4)。昨年 6 月 23 日(木)の国民投票で EU からの離脱が決まった直後、ポンドドル相場は 1985 年のプラザ合意以降の「鉄板のフロア」とみられていた「1 ポンド = 1.40 ドル前後の下値抵抗帯」を一気に突破したが、その後も 10 月 7 日(金)の日本時間 8:07 過ぎからの約 2 分間で▲759 ポイントも急落、一時 1.1841 ドルまで「瞬間大暴落」に巻き込まれる一幕があった。

図4:ポンドドル相場の長期推移



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

昨年 10 月に起きた「瞬間暴落」は、ポンドドルの地合いの悪さを象徴

国際決済銀行(BIS)がその後始めた「犯人探し」を経て、今年 1 月 13 日(金)ようやく提出された報告書によれば、「一部の市場参加者の誤注文や意図的な売り仕掛けによる市場阻害行為だった可能性は否定できないが確証は無い」との見解が示され、「市場の流動性が低くなった時間帯に幾つかの要素が重なって起きた価格急変に巻き込まれたストップロスやオプション注文の執行が背景だった可能性が高い」と結論付けられていた。

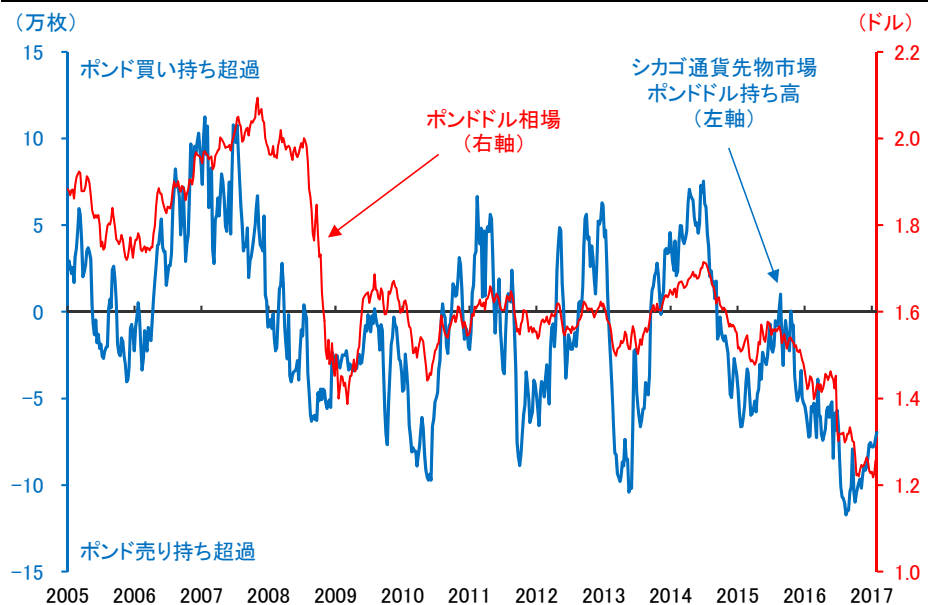
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

投机筋のポンド売り投機が巻き戻されれば自律反発もあり得るが、ポンド買いへは転換しない

ただ、それでは全く答えになっていない。誰も売っていないのに勝手に暴落する通貨はこの世に存在せず、瞬間的にあれだけ暴落したタイミングではストップロスやオプション破りの嵐が吹き荒れたに決まっている。あくまで私見だが、そのような「真贋不明の需給トーク」にヒットされて背景のよく分からない暴落劇に巻き込まれること自体にポンドの地合いの弱さが表れている。

昨今のポンドドル相場は、ファンダメンタルズ要因だけではスッキリ語り尽くすことができない難解な通貨ペアになっており、テクニカル的な下値攻防のメドが見当たらない価格帯でのプライス・アクションは、チョットした需給のイヤで派手になりがちだ。シカゴ通貨先物市場におけるポンドドルのポジションを見ると(図5)、足下で多少整理が進んだとはいえ、まだかなりのポンドショートが残っており、今すぐ一気の1.1841ドル突破はないかもしれない。高水準のポンド売りポジションが一時的に巻き戻されれば、相応の自律反発が促される可能性もあるだろう。だが、この先想定される米英間の金融政策の方向性の違いを加味すると、ポンドとドルの短期ファンディングコストの差は、これから米国が利上げを進めていく中で地味に開いていく可能性がある。EU 離脱交渉開始に伴って発生する諸々の政治的不透明感が心理的な重石になりやすい点も勘案すると、ポンドロングへの転換が見込みにくいのは勿論、ポンドショート巻き戻しにも一定の限度があるだろう。

図5:シカゴ通貨先物市場ポンドドル持ち高とポンドドル相場



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

これまでと同じ勢いで下落するとは限らないが、当面はポンドドル相場に下落圧力が掛りやすい

以上の要因を総合的に加味すると、今春から始まる EU との協議で英国政府が移民流入規制で相応の譲歩を示さない限り、今年もポンドは軟調地合いで推移する可能性が高い。昨年6月と10月に起きた2度の大暴落の過程で、「英国経済がEU 離脱後に被る悪影響は既に相当程度織り込んでしまった」との指摘もあるため、今年も同じような値幅や速度で下落するとは限らない。ただ、これまでに観測されたポンドの下落局面では、恐らくまだ「スコットランド独立」の可能性まではハッキリと織り込まれていないのではなかろうか。現在、ポンドドル相場は1.2500 ポンド前後で取引されているが、最近は良くも悪くも値動

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。

きが派手になっており、半年もあれば 2000 ポイント程度の上変動は十分にあり得る。英国とEUの離脱協議が長引く可能性が高い中、長期的にみたポンドドル相場については、史上最安値 1.0520ドルを下回る「未体験ゾーン」への突入も意識しておきたい。1ポンド=1ドルの「パリティ」まではまだ相当遠い印象もあるが、先述のヨーロッパ・クロス市場における 1ユーロ=1ポンド接近の可能性を意識するなら、当該時点におけるユーロドル相場の水準次第では、ポンドドルの「パリティ」到達も、あながち非現実的だと言い切れないのが不気味だ。英国が移民流入規制の面で EU への譲歩を示さない限り、ポンドドル相場は下値リスクに晒されやすい状態が続くだろう。

(2月6日 13:40)

## 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

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。

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、ウェブページ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 (プ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せん。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、パブリックアピエランス、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

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。



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 © 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。