

外貨投資の視点 (No.322)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年3月8日

ドル円相場の予測を改定: 底入れ時期を1四半期前倒し

ポイント

- ドル円相場の予測を微修正。従来予想で今年の4-6月期と想定していた底入れ時期を1-3月期に1四半期前倒し
- 「トランプ財政」の具体像の可視化が遅れる中でも米国景気は堅調に推移、米国で「孤高の利上げ観測」が再燃
- 日銀オペ迷走で広がった時期尚早な金利目標引上げ疑惑は収束、日銀緩和に由来する円安圧力は根強く残存
- 仏大統領選挙絡みの不透明感払拭後、ドル円は日米のポリシーミックス格差に素直に反応、反転上昇の展開へ

ドル円相場の底入れ想定
時期を本年4-6月期から
1-3月期に前倒し修正

ドル円相場の見通しを微修正する。従来提示していた我々のメイン・シナリオではドル円相場の自律反落局面が終了してボトム・アウトに転じる時期を2017年4-6月期と想定、当該四半期末の予想中央値を1ドル=111.0円としていたが、これを若干上方修正しつつ、底入れ時期を1四半期前倒しするのが妥当だと判断した。改定後のメイン・シナリオで想定するドル円相場の底入れ時期は2017年1-3月期、期末の中央予想値は同112.0円となる。その後、2018年前半にかけての緩やかなドル高・円安予想は維持する。ポイントは以下の通り。

トランプ・ラリーの自律反
落が思いのほか緩慢で、
52週移動平均線が間もな
く反転へ

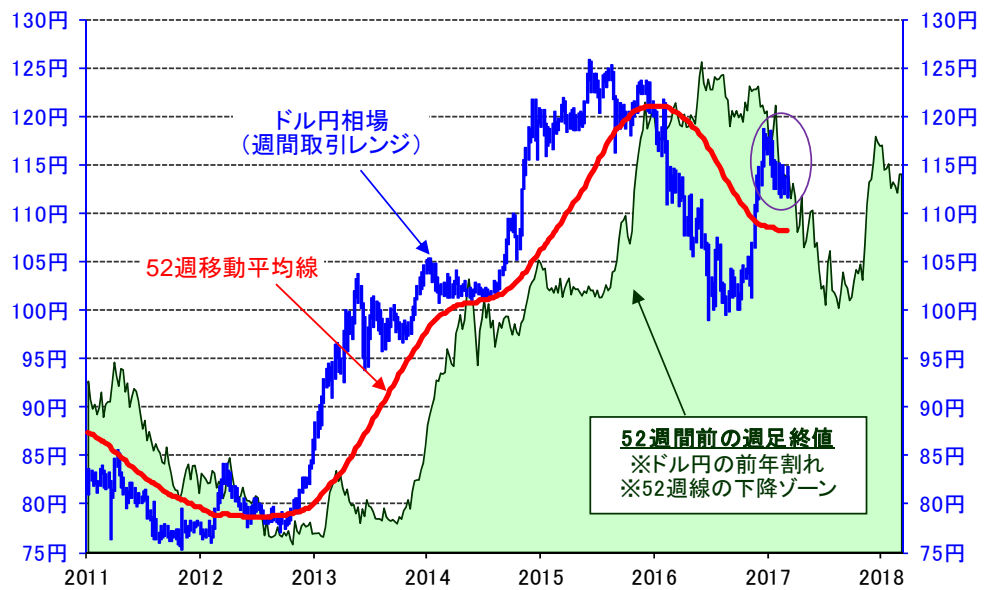
第一に、テクニカル面では、昨年末に猛威を振ったトランプ・ラリーの自律反落は思いのほか緩慢で、意外に早くブレーキが効き始めている。このため、2015年6月の125.86円をピークに始まった円高局面の日柄調整が、従来の想定より早く終了する可能性が浮上してきた。年明け後のドル円相場は断続的に1ドル=111円台まで軟化する場面も散見されているが、節目の110円手前で下げ渋っているため、間もなく52週移動平均線が反転しそうな気配が濃厚だ。足下のドル円相場は、概ね前年同期(≒52週間前)並みの価格帯で推移しているが、この先4-6月期に入ると前年同期に急激な円高が進んだことによる「前年比効果」が一段と強まるため、今後よほど強烈に急落しない限り、今年の4-6月期中には長期トレンドを右肩上がりに誘う「前年同期超え」の価格帯に脱出する見込みが立ち始めた(図1)。

見た目の印象を重視する
プレイヤーの大局観が「失
地回復モード」に転換か

昨年12月高値の118.66円をピークに始まったドル円相場の自律反落の下値目処としては、昨年終盤のトランプ・ラリーで稼いだ「ドル高貯金(101.20円→118.66円)」の▲半値押しにあたる109.93円が多くの市場関係者によって意識されている。このため、もしも節目の110.00円を割り込んだ場合は、ストップロスを誘発してもう少し深いレベルへ下ヒゲが差し込む可能性はあるだろう。ただ、この先ドル円相場の調整が105円~110円程度までの下落で済んだ場合、先述の「前年比効果」により今年4-6月期中には52週移動平均線が緩やかな右肩上がりに転じて下値サポートに回り始める。その頃になれば、「見た目の印象」を重視するプレイヤーの大局観が「失地回復モード」に切り替わる可能性が高そうだ。

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: 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

米国景気が堅調に推移している間は、米財政審議の遅れは気にならない

第二に、いわゆる「トランプ財政」の策定が遅れている割にはドル円相場が底堅い。2月28日(火)にトランプ米大統領が行った就任後初の議会演説は、法人減税、中間所得層向け減税、インフラ投資、軍事費増額など、従来の主張を繰り返したただけだったにも係らず、米国株はネガティブな反応を示さなかった。最近の米経済指標をみる限り、足下の米国景気は財政刺激の支援が無くても堅調に推移しており、「一刻も早くトランプ財政が稼働しないと腰折れする」との危機感は漂っていない。この間に観測された米国株の連日連夜の高騰劇はやや過熱気味だったが、最近の米国株の上昇は、「トランプ財政」への期待だけが要因ではなく、トランプ大統領が進めようとしている「金融規制の撤廃」、「環境規制の緩和」、あるいは「新興国景気の回復観測」などにも支えられている。先月下旬のインタビューでムニューシン米財務長官は「財政政策は年内の米国景気に殆ど影響を及ぼさない」との見解を示していたが、「トランプ財政」による景気浮揚効果は多少遅れて出てくる方が、景気延命観測を助長する可能性もある。トランプ大統領の予算概要は3月13日(月)以降に公表される予定であり、その後の共和党議会との協議には紆余曲折がありそうだが、米国景気が堅調に推移している間は、財政審議の遅れはあまり気にされない状態が続くだろう。

米国企業の海外滞留利益課税前のドル需給の一時的弛緩は生じにくそう

なお、近く公表される米国の大統領予算概要では、米国籍企業の国外滞留利益への課税についても具体策が示されるかもしれない。賦課される税率に関しては、事前の観測報道で伝えられている通り、8%台～10程度に設定されそうだ。ただ、課税に踏み切る際の基本的な目的は、「海外利益の本国還流に対する優遇」ではなく、「過去の租税回避に対するペナルティー」による財源確保のような設計になる見込みである。納付期間も向こう8年程度と長めに設定される可能性が伝えられており、その場合、海外利益への課税措置の発動後に生じるドル高インパクトが希薄化する一方で、徴税開始前の本国送金手控えによるドル需給の一時的な弛緩も生じにくくなる。為替需給面では米国企業のリパトリ手控えによる

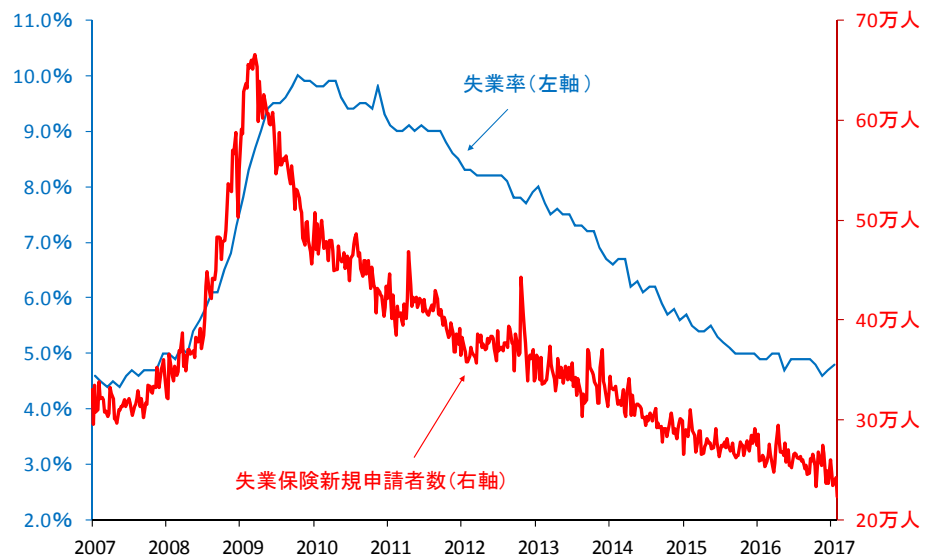
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ドル需給の短期的な緩みを年前半のドル安予想の論拠の一つとしていただけに、ドル円相場の底入れ時期に関する判断を従来予想より早めるのが妥当だろう。

トランプ財政の可視化を待たずに米国で早期利上げ観測が台頭

第三に、米国で早期利上げ観測がにわかになら高まっている。先週は米連邦公開市場委員会 (FOMC) で投票権を持つ3人の地区連銀総裁のほか、2名の米連邦準備制度理事会 (FRB) 理事に加えて、イエレン、フィッシャーの正副議長も3月利上げの可能性を示唆する発言を連発、1ドル=114円台半ばまでのドル円相場の反発に寄与した。米国で急速に利上げ観測が強まった割にはドル円の上値が重たい印象はあるが、例年この時期には3月に決算期末を迎える日本の金融機関や事業法人のリパトリによる円買いや外貨の円転予約に絡んだ需給トークがドル円の上値を抑える重石になりやすい。また、政治面では今年5月に決選投票を迎える仏大統領選挙の結果に対する拭い切れない警戒感が、6月以降の米金融政策運営に対する為替市場関係者の見通しを不透明にしている面もある。

図2: 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

仏大統領選挙で「ブレグジット」への懸念が解消されれば、ドル円相場は米利上げに素直に反応

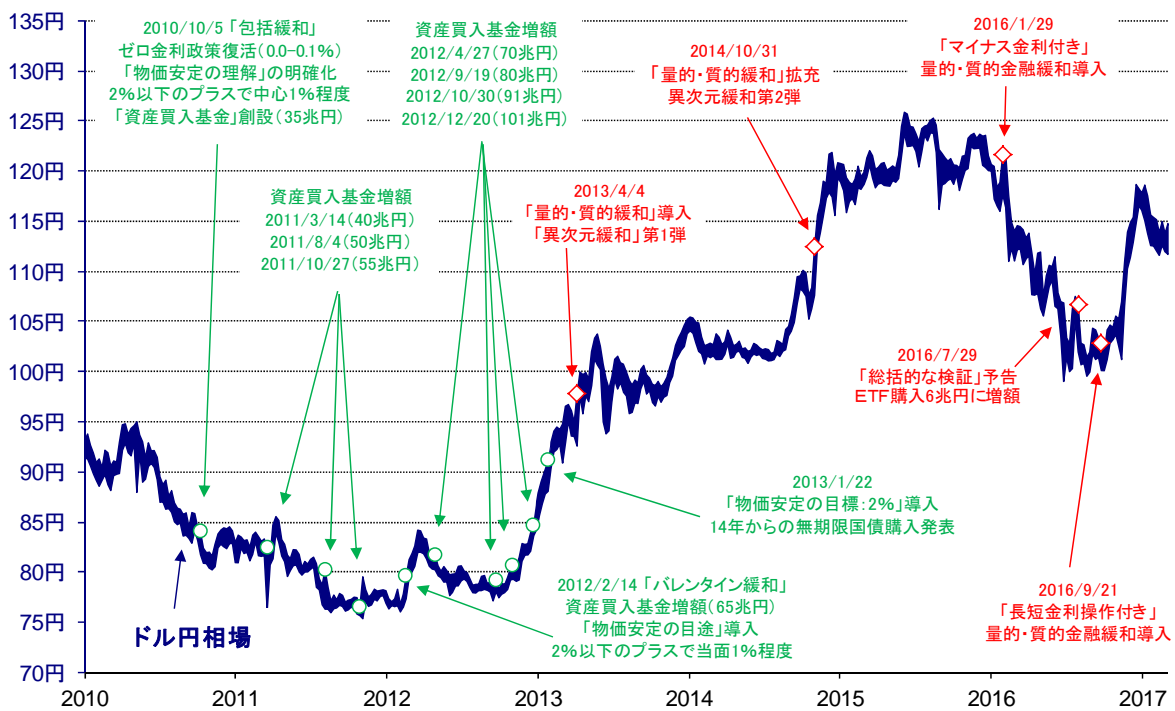
昨年は6月の英国民投票の前後に広がった金融市場の不透明感が米国の利上げ見送りの一因になったが、国内外の市場関係者にとって、今年5月の仏大統領選挙は昨年の英国民投票以上に警戒すべきイベントだ。「英国のEU離脱(ブレグジット)」とは違い、「フランスのEU離脱(ブレグジット)」は、すなわち「ユーロの崩壊」に直結しかねない甚大なテール・リスクを内包しているからだ。このため、EU離脱を主張する極右政党国民戦線のルペン候補の敗退によってその可能性が払拭されない限りは、市場が米国の利上げ継続によるドル高ストーリーを素直に織り込み難い面がある。ただ、我々の外債市場分析チームでは、「ルペン候補の敗退」をメイン・シナリオに据えている。5月の仏大統領選挙を無難に通過することができれば、米利上げ観測に由来するドル高・円安圧力がジワジワと強まってくるだろう。今年7-9月期頃になれば、10月から稼働する「トランプ財政」の具体像の可視化もある程度は進むとみられ、イエレン米FRB議長曰く、「ほぼ完全雇用には達している」米国経済にいずれカンフル剤が投与される、との期待が徐々に強まりそうだ(図2)。

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。

日銀オペ迷走の後遺症が
徐々に収束、日本の異常
な超低金利政策が続く

第四に、2月初旬に観測された日銀オペの迷走によって台頭した本邦国債市場の疑心暗鬼が収まりつつある。1月末に報じられたトランプ米大統領の理不尽な日本の金融緩和批判の影響で日本の金利に上昇圧力がかかっている間の悪い時期に日銀が行った長国オペの調節が思わぬ「日本版テーパリング疑惑」や「長期金利目標引き上げ疑惑」を喚起した。ただ、その直後に日銀が矢継ぎ早に実施した「指値オペ」や「各種長国オペの調節」、「オペに関する情報公開」などによって一連の騒動は収束に向かっている。その後の日銀の説明によれば、長短金利操作目標の変更は金融政策決定会合の専決事項であり、国債オペを使って金利目標の変更を市場に伝える意思はないそうだ。今後もいつ達成されるかわからない「物価目標2%」を睨んで日本の異常な超低金利策が続くだろう。

図3: 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

日銀緩和の円安効果は、
海外の市場環境がリスク
オンに変わると噴出する

この先、米国等の主要国で海外金利が一段と上昇した場合は日本の長期金利にも上昇圧力が波及してくる可能性は高い。だが、そのような場合でも日銀は米国よりも相対的に小さい幅でしか金利上昇を容認しないだろう。「物価目標2%」からの「オーバーシュート」にコミットしている日銀にとって、時期尚早かつ大幅な円高の進行は目標達成に対する最大の障害になるからだ。「日銀緩和による円安効果は既に賞味期限が切れている」との論評もあるが、筆者はそのように考えていない。あくまで私見だが、日本の金融政策は白川前日銀総裁が政治家やマーケットに追い詰められて異例の緩和拡充を余儀なくされ始めた2012年2月の「バレンタイン緩和」の頃を境に、「他の条件が一定なら」相応の円安効果を育む温床になっている。爾来、日銀緩和に由来する円安圧力は、海外の市場環境が「リスクオフ」になっている間は完封されるが、リスクオンの晴れ間が到来すると蒸し返され、市場の円安・ドル高期待を助長する触媒の役割を果たしていると思われる(図3)。

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。

米国景気の失速回避、仏大統領選挙での極右敗退を前提に、来年前半頃までのドル高・円安を想定

以上が今回の見直し変更の背景だ。現時点ではこの先5月に最終結果が判明する仏大統領選挙絡みの不透明感が払拭できないため、ドル円市場関係者が腰を据えて日米両国のポリシーミックス格差に意識を集中できる状態になっていないが、我々のメイン・シナリオ通りに米国景気に失速懸念が台頭せず、仏大統領選挙でルペン候補が敗れば、ドル円相場は再び上昇基調を鮮明にする可能性が高いだろう(図4、表1)。その際の上値目処をピッタリ当てるのは至難だが、昨年末に行った予行演習で一度試した118.66円が攻防のメドとして意識されそう。ドル円相場に自然体で備わっているボラを考慮すれば、これを上抜けて勢いがついた場合は節目の120円前後の攻防もあり得るだろう。その後、2018年後半以降の円高局面への転換予測については、これまで同様、同年秋に実施される米中間選挙絡みの不透明感なども考慮の上、ひとまず仮置きしているが、現時点ではまだ暫定予想の域を出ない。この先の日米両国の景気・物価動向や政局次第で上方修正も下方修正もあり得る。この先の状況変化を踏まえた上で、機動的な精査を心掛けたい。

図4: 2017年-19年のドル円相場の見直し



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1: 為替相場見直し

		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	106.0-118.5	106.5-119.5	107.5-120.5	109.5-122.5	110.5-123.5	111.5-124.5	109.5-122.5	99.02-121.69	106.0-122.5	108.5-124.5	108.0-122.0	
	期末値	116.96	112.0	113.0	114.0	116.0	117.0	118.0	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	111.2-126.9	110.5-126.8	110.4-126.69	110.2-126.5	108.8-125.2	109.8-126.2	110.2-126.5	109.57-132.32	110.2-126.9	108.8-126.6	109.7-127.2	
	期末値	122.97	118.7	118.7	118.6	118.3	117.0	118.0	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	1.000-1.125	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	0.955-1.125	0.935-1.095	0.960-1.100	
	期末値	1.052	1.080	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3月5日12:00

(3月8日 8:30)

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

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。

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し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、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 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し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

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。

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。