

外貨投資の視点 (No.325)

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31日

ドル円相場:2017年3月の回顧と今後の展望

ポイント

- 新年度入り後、日米経済対話、米為替報告書、仏大統領選の3点セットが心理的重石になってドル円は調整含み
- ただ、トランプ財政への期待が萎む中でも米国景気は堅調に推移、孤高の米利上げ観測がドル円相場を下支え
- 仏大統領選挙で「ルペン・リスク」が解消されれば日米金融政策の印象格差に由来するドル高・円安圧力が再燃
- テクニカル面では、52週移動平均線にトレンド反転の兆候が明滅、今年4-6月期中にドル高・円安基調に転換か
- 日米経済対話、米為替報告書絡みの円高ショックには要注意だが、為替口先介入や公文書介入の効果は短命

3月前半のドル円相場は、米利上げ期待の実現で一時的に115円台に上昇

2017年3月のドル円相場は調整含みの展開となった。月明け初旬は米連邦公開市場委員会(FOMC)で投票権を持つ主要メンバーから「月内の利上げ再開」を示唆する発言が相次ぎ、米早期利上げ観測の再燃を追い風に一時115円51銭界隈へ上昇する場面もあったが、心理的節目の115円00銭を超えると伸び悩んだ。14日(火)～15日(水)に開催されたFOMCでは、大方の予想通り0.25%刻みの利上げが決定されたものの、同時に公表された会合参加者による政策金利の予想分布図(通称:ドット・チャート)で示された年内および来年の利上げ回数の中央値がいずれも「3回」に据え置かれていたことが判明すると目先の材料出尽くし感が広がったほか、政策金利見通しの上方修正を期待していた向きの失望も誘って急落、仏大統領選挙絡みの不透明感も重石となり、17日(金)には112円台まで軟化した。

3月後半のドル円相場は米ヘルスケア法案審議の躓きで110円台へ反落

その後は米財政協議を注視する展開となり、トランプ大統領と共和党議会首脳部が掲げていたオバマケア代替法案の下院通過に必要な集票工作が難航すると、次に控える米税制改革の遅滞懸念が台頭、本邦会計年度末前に特有の海外からの利配収入の里帰りに伴う円高圧力への警戒感も重石となり、22日(水)～24日(金)にかけては断続的に110円台後半へ続落した。24日(金)の米国市場でオバマケア代替法案の下院可決に必要な賛成票が集まらず、本会議への提出がギリギリになって中止されたことが伝えられると週末を挟んで米トランプ政権の政策推進能力に対する疑念が台頭、米主要株価指数の冴えない展開も重石となり、週明け27日(月)には一時110円11銭と、昨年11月18日(金)以来、約4ヶ月半ぶりのドル安・円高水準へ差し込んだ。

3月末に向けては切り返し、月足、年度足とも「気持ち陰線含み」か「寄り引けほぼ同値線絡み」の微妙な雰囲気

その後は流石に一息入り、28日(火)に発表された米3月消費者信頼感指数や米3月リッチモンド連銀製造業指数の強い結果が好感されてNYダウが9営業日ぶりに反発するとドル円も1円以上の幅で上昇、30日(木)に米10-12月期実質国内総生産(GDP)確定値が上方修正されたことも追い風となり、月末31日(金)の東京市場では一時112円台前半

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。

に復帰する場面も観測されている。今晚のNY市場で「月末・期末の着地点」が確定するまで、まだあと半日程度残っているが、本稿執筆時点では月足、年度足とも「気持ち陰線含み」、多少戻して「寄り付けほぼ同値線」という微妙な水準で取引されている。期末の終値はやはり気になるが、大方の市場関係者の興味は既に新年度に向かっている。以下、我々の見解を示しておきたい。

新年度明けのドル円相場は日米経済対話や米為替報告書への警戒感で調整含みの展開か

2017年4月以降のドル円相場は、目先調整含みの展開で始まりそうだ。新しい会計年度が始まると、通常の年なら「本邦の機関投資家や諸法人による新年度の外国有価証券投資が動き出す」、「金融商品販売業者の期初の商いが活発化する」などの思惑を背景にした円安期待が強まりやすいが、今年に限れば本邦の年度明けに特有の対外投資始動気運がすぐに盛り上がることを期待しにくい。オバマケア代替法案の採決が土壇場キャンセルに追い込まれたことで、トランプ大統領の指導力に対する疑念が明滅しているほか、市場の期待の本丸である米国の税制改革、インフラ投資などの可視化が遅れることへの焦燥感がドル円の上値追いを妨げる心理的な重石になりそうだ。4月に入るとトランプ政権下で新設されることになった日米経済対話が始まるため、米通商政策関係の閣僚らによる対日要求等への警戒感が広がりそうなほか、米財務省が近く公表を予定している「半期為替報告書」で日本の通商・為替政策等に関して批判的な記述があった場合に一時的な円高ショックが走る可能性も意識されている。

フランス大統領選挙絡みの不透明感がゴールデン・ウィーク期間中の上値追いを妨げる重石に

加えて、4月23日(日)に第1回投票が実施される仏大統領選挙についても、5月7日(日)の決選投票で極右ルペン候補の敗退が確定するまでは「ルペン・ショック」の炸裂リスクがゼロ%にならない。事前の世論調査では決選投票への進出が有力視されている市場経済派のマクロン候補が勝つ可能性が高そうだが、昨年の英国国民投票や米大統領選挙は世論調査通りの結果にならなかった。カレンダーの悪戯か、奇しくも、仏大統領選挙の決選投票は日本の大型連休の最終日に実施される。過去数多の先例を挙げるまでも無く、古参のドル円市場関係者は「日本人が休んでいる間に相場が荒れた」ケースを何度も目撃している。少なくともゴールデン・ウィーク明け頃までは、リスクオン・モード全開の市場環境にならないだろう。ドル円、クロス円とも上値が重く、どちらかと言えば下値の柔らかい地合いが続くのではなかろうか。節目の1ドル=110円00銭を割り込んでストップロスを誘発した場合、「昨年未のトランプ・ラリーで稼いだ17円46銭(=118円66銭-101円20銭)のドル高貯金の半値押し」にあたる109円93銭も突破、更に数円程度の深さへ下ヒゲの先端が伸びる可能性はあるかもしれない。

ただし、目先110円割れの水準があった場合は、押し目買いの好機、2018年3月末にかけては120円絡みの攻防も

ただし、この先仮に1ドル=110円割れのドル安・円高が示現した場合でも、長期にわたって定着するレベルだとはみていない。新年度明け調整含みの展開を想定している筆者は、いわゆる「買いたい弱気派」に所属しており、110円割れ水準があった場合はむしろ押し目買いの好機になると考えている。仏大統領選挙で大方の予想通りルペン候補が敗退すれば、その後ドル円相場は次第に底堅さを増し、2018年3月末にかけては緩やかなドル高・円安基調に復帰するだろう。底入れする時期や水準をピンポイントでキッチリ当て切るのは難しいが、おそらくゴールデン・ウィーク明け頃に境に鮮明な「失地回復モード」に転じて同1ドル=115円超の価格帯に復帰する姿をイメージしている。ドル円相場に自然体で備わるボラを考慮すると、上値探査に勢いがつけば、再び1ドル=120円絡み

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。

の攻防戦に戻る可能性は十分にあるだろう。そのように考えている理由はとして、以下の4点を挙げておく。

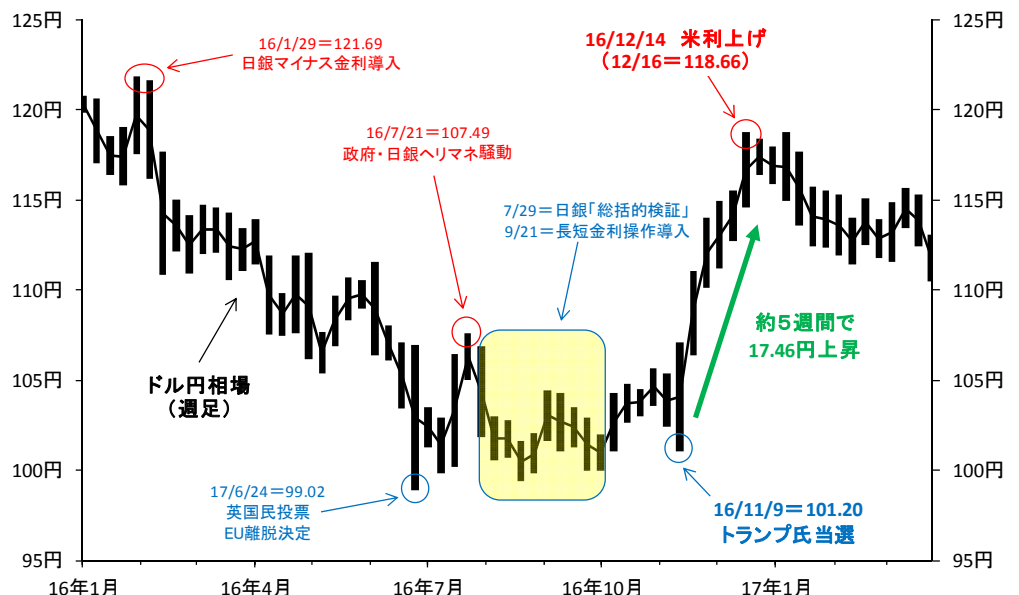
「トランプノミクス」に対する過度の期待が萎んで「ご祝儀相場」が一巡したのはむしろ健全な調整

第一に、昨年の米大統領選挙後に大いに盛り上がった「トランプノミクス」への過剰な期待は足下で急速に萎縮、現実に沿った政策期待の修正が進んでいる。これまで本稿で幾度も指摘してきたように、昨年末に観測された「5週間で+17円46銭」ものドル円相場の急伸劇は、当時としてはまだあと10ヶ月以上も先にならないと動き出さない「トランプ財政」の具体策も確認せず、期待先行の勇み足で一気に吹き上がったという点で、単に「スピード違反」だっただけではなく、「タイミング」の面でも明らかにフライングを犯していた(図1)。自律反落による速度調整が起きないと考える方が明らかに不自然な急騰劇を演じていた以上、新政権発足前後に「ご祝儀相場」が一巡したのは至極自然な現象であり、むしろ健全な調整だと言えるだろう。

トランプ政策への期待が萎めば、失望による反動も小さくなる

米国でトランプ新政権が発足して約2ヶ月と非常に早い段階でオバマケア代替法案の可決に失敗したことで、政権交代前後に膨張し過ぎていた「トランプノミクス」への期待は足下で急速に萎縮、ムニューシン財務長官やスパイサー大統領報道官が「8月頃まで」と言っている税制改革法案の成立期限をあまり信用しない向きが増えているほか、法人税・所得税減税の規模や公共投資プログラムの金額についても、「財源確保が難しいので、当初の期待通りの大きさにはならない」との見方が浸透し始めている。この先、トランプ大統領が「次に取り組む」と宣言している税制改革に関する共和党議会との協議についても紆余曲折があるだろうが、過度の期待が萎んでしまえば、失望によるドル安・円高ショックも生じにくくなる。

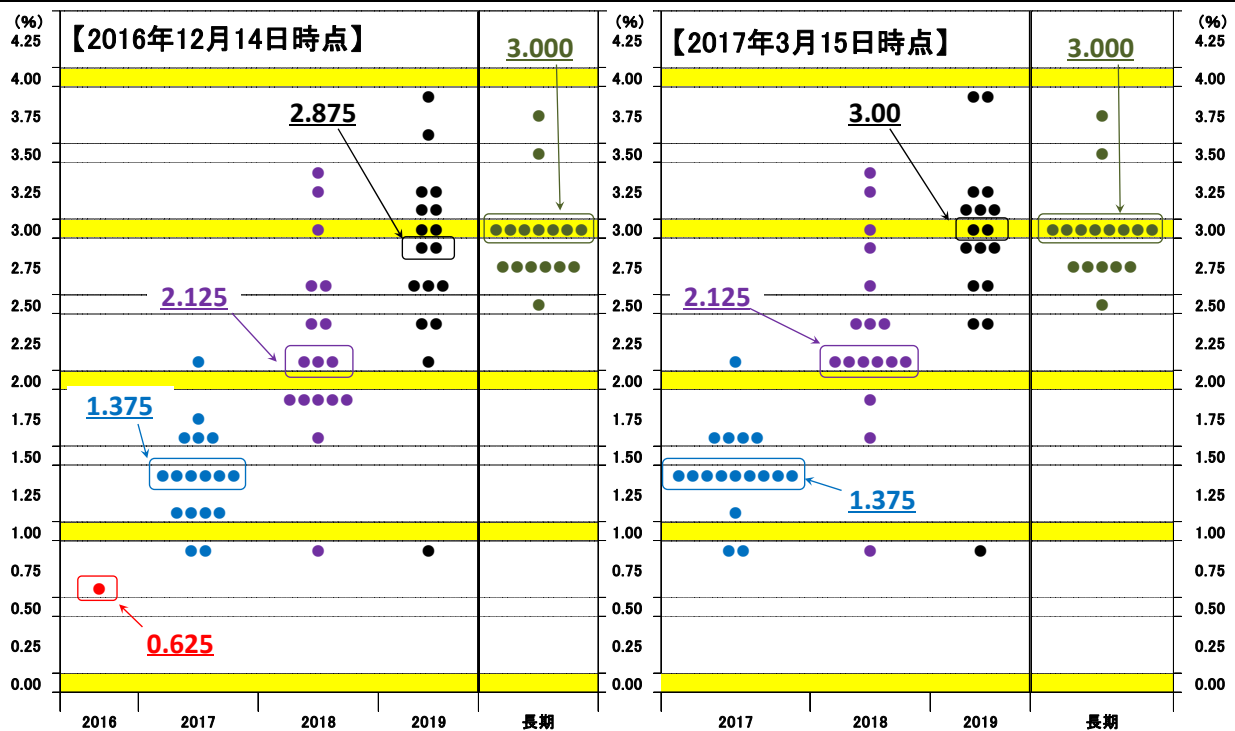
図1: 2016年以降のドル円相場の週足推移



注: 折れ線グラフは週間中央値、垂直縦線は当該週のザラ場の安値から高値までの変動域
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。

図2: 米連邦公開市場委員会 (FOMC) 参加者の政策金利見通し



注: 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

トランプ政権の財政政策が迷走する中、米FOMC関係者は年内3回程度の利上げ見通しを支持

第二に、足下の米国景気は比較的堅調に推移しており、「一刻も早くトランプ財政の発動がなければ失速する」との危機感は全く漂っていない。2009年6月を起点に始まった米国景気の拡張局面は、今年の3月で既に7年9ヶ月(=93ヶ月)に及んでおり、「そろそろ後退局面入りする」との見方は市場の一部で根強いものの、1991年3月から始まった景気拡張期が10年間(=120ヶ月)も続いた例もある。現時点で日々確認されている米経済指標からは景気後退局面の接近を想起させるような兆候は認められておらず、トランプ政権の財政運営が迷走する最中にあっても、米金融政策絡みの要人からは今月15日(水)の利上げ決定と同時に更新されたドット・チャートに示された「年内3回」程度の政策金利引き上げ見通しを支持する発言が相次いでいる(図2)。

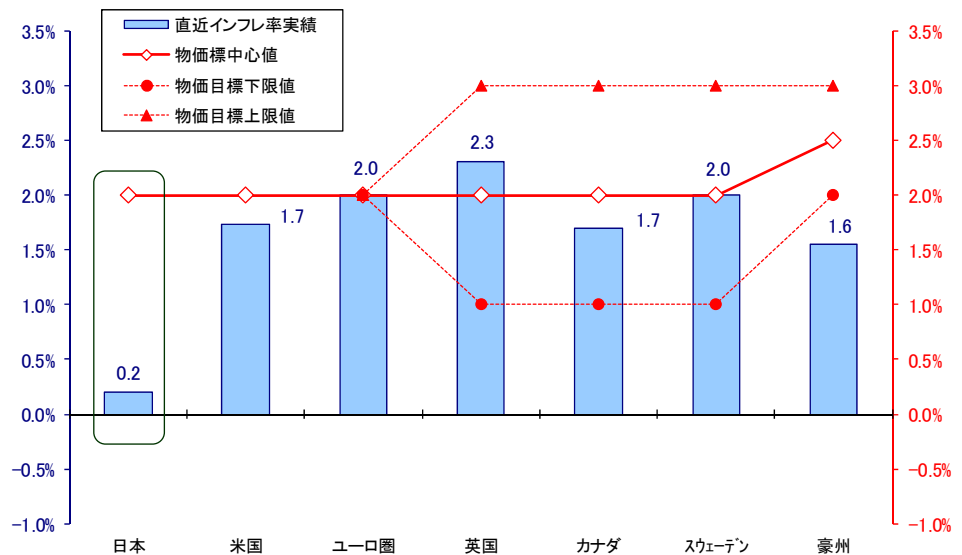
「材料」としては織り込み済みの利上げでも、実際に実施されれば、ドルキャッシュの短期ファンディングコストは上昇

「年内3回までの米利上げは既に織り込まれているので、実現してもドル高にならない」との見方もあるが、筆者はそのように思っていない。市場の期待を動かす「材料」としての消化が済んでいても、実際に利上げが実施されればドル資金の短期調達コストは上昇、「事前に予想していたから」という理由では、その分を負けてもらえないからだ。今年の6月以降、FOMCで追加利上げが実施されれば、その影響を避けることができない市場参加者の投機行動や投資行動に無視できないインパクトが地味に及ぶだろう。昨年12月14日(水)に約1年ぶりの利上げを決めた後の記者会見でイエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長は、米国経済は完全雇用状態に近づいており、「財政刺激は明らかに必要ない」との見解を示していた。現在、米国ではトランプ財政の発動期待とは無関係に主要通貨圏で孤高の利上げプロセスが進行しており、今年秋頃までに少額でも何らかの財政刺

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。

激措置がまとまるなら、市場の利上げ期待が一層強化される可能性もある。あくまで私見だが、民間の活力で景気が上向いている間は政府が何もしない方が良く、トランプ政権による財政刺激は今すぐ稼働するより多少遅れ気味で小出しの方が、米国景気の延命観測やFOMC参加者による利上げ見通しのキープに寄与しそうだと考えている。

図3: 主要通貨圏の物価目標と直近インフレ率実績



注: 直近の実績は、各国がインフレ目標の対象としている物価指数のうち、市場が最も注目しているとみられるもの
 日本は消費者物価除く生鮮食品、米国は個人消費価格除く食品・燃料、ユーロ圏と英国はEU基準消費者物価、
 カナダとスウェーデンは中銀基調インフレ、豪州は消費者物価の刈込み平均と加重中央の平均値
 出所: 各国中央銀行、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

金融緩和の出口からの距離感が、主要通貨圏で最も遠いのは日本銀行

第三に、市場の注目点が米国の財政政策から景気・金融政策にシフトしていく場合、出口の見えない超・低金利政策を続ける日本銀行と比較した彼我の印象格差が一層鮮明になるだろう。1月下旬から2月初旬にかけて、日銀の長岡オペが一時的に迷走した時期があったため、本邦の債券市場関係者の間で時期尚早な「日本版テーパリング疑惑」が広がる一幕もあったが、その後は「指値オペ」を実施したり、国債オペの回数を復元したり、翌月のオペ日付を公開したりすることで、市場の疑心暗鬼は収まった。その後の黒田日銀総裁の発言を素直に聴けば、「物価目標 2%」の安定的な達成が見込める時期まで「短期金利＝マイナス圏に水没、長期金利＝ゼロ%界限」の操作目標は維持されそうであり、「物価目標 2% + α」を目指すとしている「オーバーシュート型コミットメント」を執行部が撤回しない限りは、金額の多寡は兎も角、毎月の国債償還金額を上回るグロスの買入れも続くだろう。他の主要通貨圏の中央銀行が目標として掲げているインフレ率と現実の乖離を比較してみた場合、金融緩和の出口から最も遠いのは日銀だ(図3)。

日銀緩和の円安効果は海外の市場環境が「リスクオフ」になると無視されるが、「リスクオン」に切り替わると威力を発揮

これまで日銀が行ってきた金融緩和の効果に対する市場の評価は様々だが、日本国内の金融機関や諸法人、あるいは個人投資家、預金生活者などから安全かつ十分な円建て金利を稼げる機会をどんどん奪う政策を続けている訳だから、海外の市場環境が安定感を増しさえすれば、日銀緩和に由来する通貨安効果は表面に噴き出しやすくなっていると思われる。筆者の印象では、①2012年2月14日に実施された「バレンタイン緩和」

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。

の頃を境に円安局面におけるドル円のスピードが円高期並みに上がる時期が散見されるようになったと感じており、その後も、②「黒田バズーカ第一弾」の発射前後、③同じく「第二弾」の発表直後、④昨年夏場に勃発した「政府・日銀ヘリマネ騒動」、そして⑤昨年末の「トランプラリー」など、過去の感覚を壊すような瞬間風速がドル高・円安局面で観測される事例が結構ある。白川日銀総裁の任期終盤頃から粘り強く実施されている異例の日銀緩和による通貨安効果は、海外の市場環境が不安定化して「リスクオフ」の色彩が強まっている時期には無視される一方、落ち着いてくると蒸し返されて市場の円安期待を際立たせる触媒の役割を果たしているのではなかろうか(図 4)。現在の日銀執行部が日本の長期金利をゼロ%前後に抑え込む政策を根気よく続けていけば、米利上げ観測の実現とともにドル高・円安局面が再現されると考えている。

図4: 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

この先よほど強烈な円高ショックに見舞われない限り、長期トレンドが早晩底入れ、過去2番目に短い円高日柄の記録を樹立

第四に、テクニカル的にみると、昨年終盤に暴力的な加速をみせた「トランプ・ラリー」の「アノマリー破り」によって、古参の市場関係者が長年の経験則で培ってきたドル安・円高局面における「日柄の感覚」が見事に粉碎されつつある。1970年代前半の変動相場制採用後に観察された8回のドル安・円高局面の平均日柄は33.6ヶ月であり、過去のドル円相場は、長期トレンドがいったん下向き(=円高基調)に転じると、直前ピークに遡って逆算すると平均的には2~3年程度その傾向が続くという印象があった(表1)。だが、昨年11月第3週にドル円相場は筆者が「トレンド判定の師」として仰ぐ52週移動平均線を明確に上抜けしており、1990年代以降、右肩下がりに転換した直後の52週線との「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5)。この結果、足下のドル円相場は概ね52週間前(=前年同期)と大同小異の価格帯で推移するように

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。

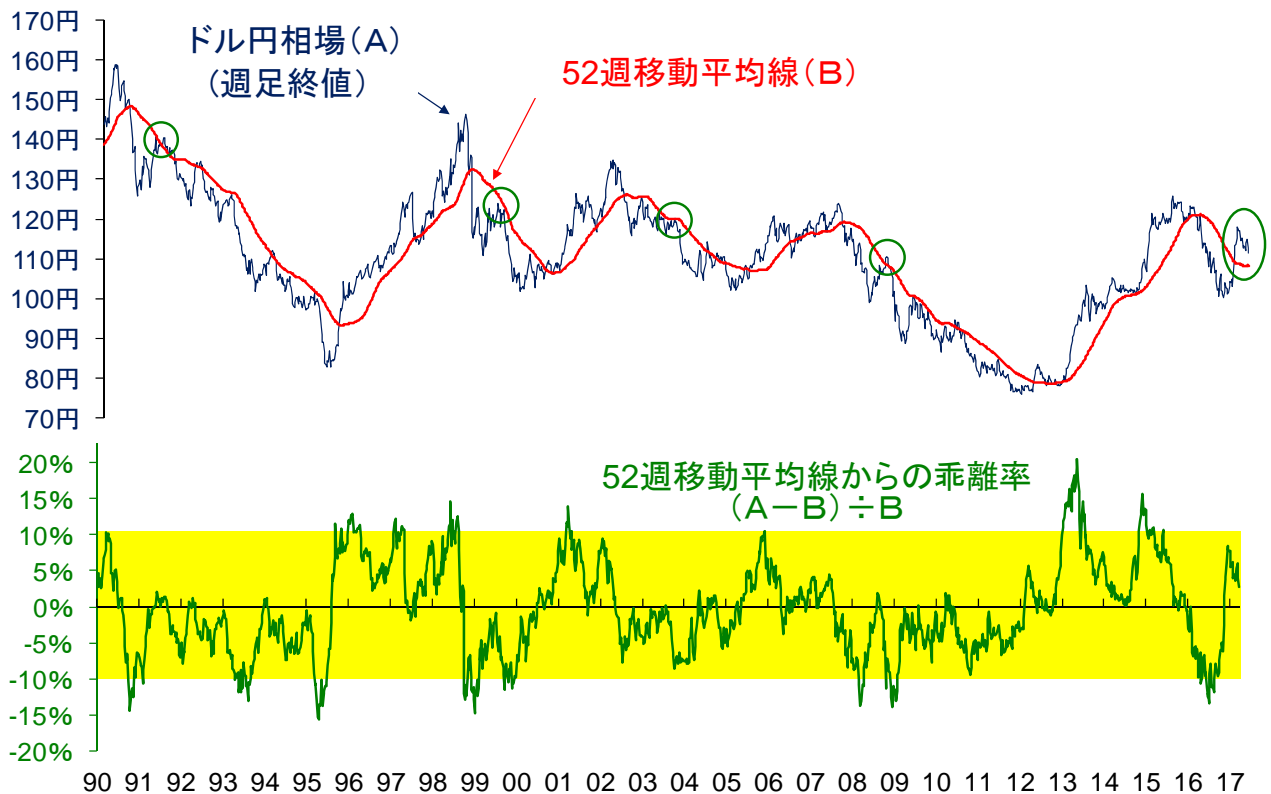
なっており、この先よほど強烈かつ不可逆的なドル安・円高ショックに見舞われない限り、本年 4-6 月期中には単に横這っているだけでも長期トレンドが右肩上がりの円安基調に転じる可能性が明滅し始めている(図 6)。まだ正式に認定することは出来ないが、2015 年 6 月の 125 円 86 銭をピークに始まったドル安・円高局面は 16 年 6 月の 99 円 02 銭がボトムであった可能性が高く、その場合は史上 2 番目に短い円高日柄の記録としてランク・インすることになりそうだ。

表1:ドル円相場(1975年以降)の循環推移

ドル円相場(円)				ドル安・円高局面		ドル高・円安局面	
日付	ピーク	日付	ボトム	期間	騰落率	期間	騰落率
75年12月	306.84	78年10月	177.05	34ヶ月	-42.3%		
80年04月	261.40	81年02月	202.90	10ヶ月	-22.4%	18ヶ月	47.6%
82年11月	277.65	84年04月	222.70	17ヶ月	-19.8%	21ヶ月	36.8%
85年02月	262.80	88年11月	121.10	45ヶ月	-53.9%	10ヶ月	18.0%
90年04月	160.20	95年04月	79.75	60ヶ月	-50.2%	17ヶ月	32.3%
98年08月	147.66	99年11月	101.25	15ヶ月	-31.4%	40ヶ月	85.2%
02年01月	135.15	05年01月	101.69	36ヶ月	-24.8%	26ヶ月	33.5%
07年06月	124.14	11年10月	75.35	52ヶ月	-39.3%	29ヶ月	22.1%
15年06月	125.86	-	-			44ヶ月	67.0%
平均(ドル安8回、ドル高8回)				33.6ヶ月	-35.5%	25.6ヶ月	42.8%

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

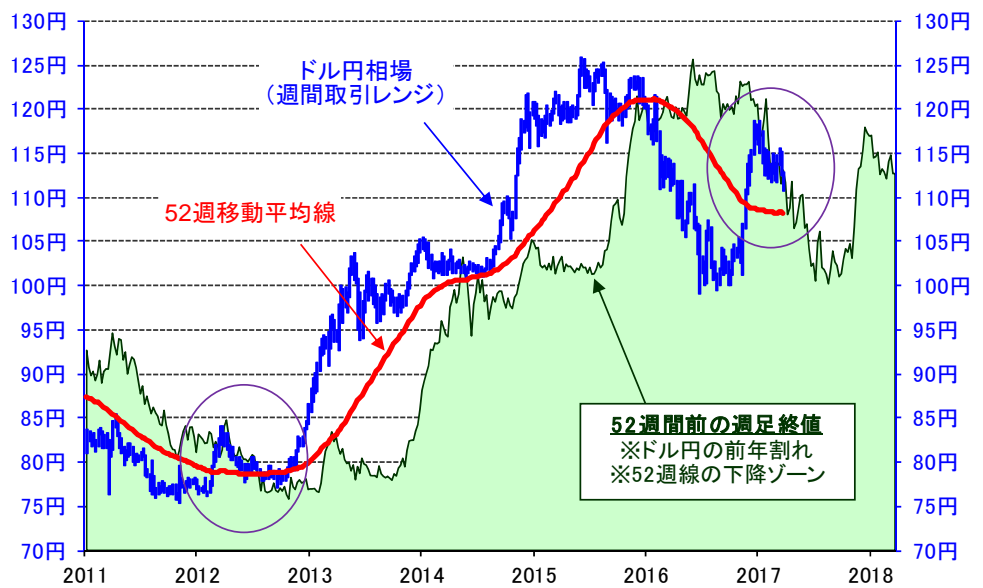
図5:長期トレンド・ラインとドル円相場



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

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6:2011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

日米経済対話や米為替報告書で一時的な円高ショックが走っても、日米金融政策格差に由来するドル高トレンドを覆すには至らない

前述のように、今年4月以降の要注意イベントとして、①日米経済対話の開始、③米財務省による為替報告書の公表、などが控えているのは気がかりだが、3月23日(木)に発行した外貨投資の視点(No. 322)で詳述した理由から、筆者は特定国の政府や政治家が「口先介入」や「公文書介入」で為替市場に自らの想いを伝えるだけでは、当該通貨ペアの上下限を長期にわたって制限し続けたり、長期的な趨勢を意のままに操ったりするのは、無理な時代になっていると判断している。注目の日米経済対話の初会合は、4月18日(火)に東京開催の方向で調整中だが、米国からはペンス副大統領のほか、ロス商務長官も来日する予定だという。一部で警戒されている厳しい対日要求が突きつけられたり、日米通貨摩擦を想起させるようなコメントが配信された場合は、数日から数週間程度は余韻が残る値幅数円前後の円高ショックが惹起される可能性もあるが、衆目に明らかな日米金融政策の印象格差が解消されない限り、ワンタイムのボラ・アップイベントに終わるだろう。日米金融政策の印象格差に由来するドル円相場の底入れ・反転を根本的に覆すような事態にはならないと考えている。

3月8日に改定したドル円相場の見通しを維持

以上の諸点を加味した上で、今月8日(水)に改定した我々のドル円相場見通しを若干ながら上方修正した(図7、表2)。今月の定点観測で示す2018年1-3月期末の予測値は1ドル=118円00銭、当該四半期の想定レンジは同111円50銭~124円50銭だ。米国の経済指標が急速な悪化を示し、孤高の米利上げ観測が早期に消滅するような事態になれば、緩やかなドル高・円安を見込む予測パターンの抜本改定が必要になるが、現時点ではその可能性は低いとみている。その先、より長期のドル円相場予測では、2018年秋に実施される米中間選挙絡みの不透明感も考慮の上、同年7-9月頃から「ドル円頭打ち」のパターンを入れているが、あくまでも現時点での仮置き予想だ。今後の日米両国で明らかになる景気・物価動向、中央銀行の幹部人事、政治・政局および政策情勢などの行方次第でピークアウトを想定する時期の前倒しも先送りが両方あり得る。当面

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。

は地道な米経済指標の観察活動に趨勢判断の軸足を置きつつ、時期に応じた予測パターンへの精査を心掛けたい。

図7: 2017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

		2017年				2018年				2016年	2017年			2018年	2019年
		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	10-12月期	(実績)	(予想)	(予想)	(予想)	(予想)	
ドル円 [円/ドル]	レンジ	110.11-118.60	106.5-119.5	108.5-121.5	110.5-123.5	111.5-124.5	112.5-125.5	111.5-124.5	110.5-123.5	99.02-121.69	106.5-123.5	110.5-125.5	108.0-122.0		
	期末値	111.92	113.0	115.0	117.0	118.0	119.0	118.0	117.0	116.96	117.0	117.0	115.0		
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	118.24-123.73	110.5-127.8	111.4-127.8	111.2-127.5	109.8-126.2	110.8-127.2	112.2-128.5	112.3-128.7	109.57-132.32	110.5-127.8	109.8-128.7	109.7-127.2		
	期末値	119.48	118.7	119.6	119.3	118.0	119.0	120.4	120.5	122.97	119.3	120.5	118.5		
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.034-1.091	0.985-1.115	0.975-1.105	0.955-1.085	0.935-1.065	0.935-1.065	0.955-1.085	0.965-1.095	1.035-1.162	0.955-1.115	0.935-1.095	0.960-1.100		
	期末値	1.067	1.050	1.040	1.020	1.000	1.000	1.020	1.030	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。2017年1-3月期は3月30日までの暫定実績値。予想は弊社:最終変更日時は3月31日9:00

(3月31日 11:00)

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

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。

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

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。

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 MUFJ のグループ会社である MUFJ 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 MUFJ のグループ会社である MUFJ 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 MUFJ 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 MUFJ のグループ会社である MUFJ 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 MUFJ のグループ会社である MUFJ 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、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

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。

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。