

## 外貨投資の視点 (No.327)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年4月10日

### 英EU離脱協議の本格始動でポンド相場は不安定な局面へ

ポイント

- 英国政府が欧州連合(EU)に離脱通知書を送付、原則2年間の離脱交渉のカウントダウン・タイマーが動き始めた
- 英国とEUの離脱条件交渉は難航必至、「ハード・ブレグジット」懸念の高まりで、ポンド相場に長期的な下押し圧力
- 英国連合の結束弛緩問題、ユーロポンド市場でのポンド安圧力も重石となり、ポンドは「ダブル・パリティー」接近も

動き始めた「英国の EU 離脱 X デー」に向けたカウントダウン・タイマー

3月29日(水)に英国のメイ首相が「欧州連合(EU)への離脱通知書」をトウスクEU大統領に送付してから約2週間が経過した。リスボン条約50条で定められた離脱交渉の期間は原則2年間であり、全ての加盟国が交渉の延長に合意しない限り、英国は2019年3月末には離脱協議妥結の成否にかかわらず、「EU単一市場からの脱退」を余儀なくされる。「英国のEU離脱Xデー」を見据えたカウントダウン・タイマーは既に動き出しており、本稿執筆時点では「残り約102週間」を切りつつある。以下、今後の離脱協議の行方やポンド相場に与える影響について、我々の見解をアップデートしておきたい。

今後の離脱協議は難航必至であり、ポンドに強気になれない4つの理由

結論から先に述べておく。今後本格化する英国とEUの離脱協議は難航することがほぼ確実な情勢だ。ポンドドルは既に相当売り込まれたが、それでも「強気」の見通しを立てにくい状況になっている。この先、①あくまでも超短期の空中戦売買を前提にポンド絡みの通貨ペアに特有の「値動きの良さ」を追求するタイプの資金、②予め定めた資産配分などのルールに基づいてポンド建て資産も含めた国際分散投資に長期で取り組む資金、③「値段が安い」というシンプルな理由で時間を長い味方につけて買い下がり可能な資金、のいずれかでない限り、ポンド建てのポジションを持つのは手控えるのが無難だろう。そのように判断している理由として、以下の4点を挙げておきたい。

英国政府が目指す「いいところ取り」の離脱交渉の方針は、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からの離脱協議に際して目論んでいる「いいところ取り」の要求は、少なくとも交渉の初期段階で独仏伊などのEUコア国に峻拒される可能性が高い。2月17日(金)にメイ首相が議会演説で述べていた英国側の希望だけを並べると、①移民流入規制の復活、②EU法に縛られない主権の回復、③EU予算に対する拠出金の減額、④離脱後の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、などとなっていたが、EUサイドが素直に受け入れるとは到底思えない。3月31日(金)にEUのト

米国内で配布される場合：本レポートは、機関投資家向けに作成されたものであって、負債性有価証券に関するリテール投資家向けのリサーチレポートであれば適用される一連の独立性及び開示の基準については、そのすべての適用を受けるわけではありません。本レポートは、MUSA又はMUMSSが保有する利害との関係において、独立性を有さない可能性があります。MUSA及びMUMSSは、自己勘定において又は顧客のため行う一任運用の一環として、本レポートで取り上げた有価証券の取引を行っています。このような取引による利害は、本レポートにおいてなされる推奨と相反する場合があります。本レポートの末尾に記載されているアナリストによる証明事項及び重要な開示事項をご覧ください。

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。

ウスク大統領が各国政府に送付した交渉姿勢のガイドラインには「EU加盟国と同じ義務を果たさない国(=英国)」が、「EU加盟国と同じ権利を手にして恩恵を得ることは出来ない」などと明記されている。

特に離脱交渉の初期段階では双方の対立色が鮮明になり、溝の深さが認知されそう

今後のEU諸国の政治日程をみると、①今年の4月から5月上旬にかけてはフランスで大統領選挙が行われ、②9月にはドイツでも総選挙が実施される。③来年5月までにはイタリアでも総選挙を実施する必要があり、各国内で蠢動している「アンチEU派」や「ユーロ否定派」を勢いづかせないためにも、英国に甘い交渉姿勢で臨むことは出来ないだろう。離脱交渉の最終盤では「双方が過度の深手を負わない妥協点」の模索が始まるかもしれないが、ヨーロッパ流の交渉スタイルとして、最初は相手が到底飲めそうにない厳しい要求を突き付けるのが常套手段だ。恐らく最初は双方の主張の食い違いや溝の深さが印象づけられる交渉スタートになるだろう。

EUが英国に要求した離脱金がネックになって協議が長びけば、交渉期限切れによる「ハード・ブレグジット」への懸念が増

第二に、英国とEUの離脱協議が難航すればするほど、条約で「原則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」への懸念が時の経過とともに増していく。これから本格化する離脱交渉でEU側は、「別れた後の付き合い方」に関する議論を始める前に「別れる際の条件」に関して合意する必要があると主張しており、その中には英国がEUに支払うべき「500億ユーロ～600億ユーロ」の離脱金なども含まれているようだ。現在、英国では積算根拠のよく分からない巨額の請求書が突きつけられたことへの世論の反発が強まっており、もしもこれがネックになってその先の交渉に進めなくなった場合、刻一刻と2019年3月末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」との懸念が強まるだろう。

EU離脱後の英国に対して「加盟国と同等の恩恵は与えない」EUサイドの姿勢が鮮明になれば、英国経済への悪影響が「リアルな懸念」に変貌

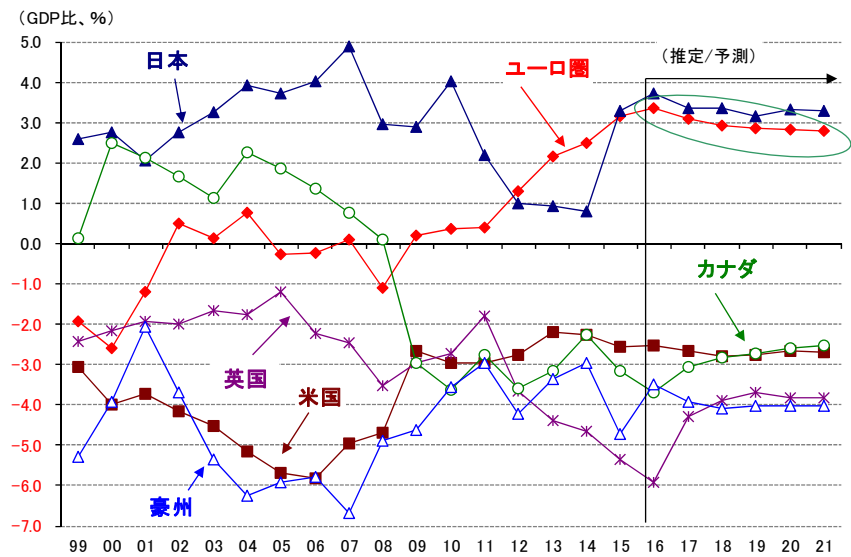
仮にこのハードルをクリアできたとしても、「ヒト・モノ・カネ・サービスの自由な往来」を統合の理念に掲げるEU加盟国は、EU大統領が示したガイドラインにあるように、「ヒトの移動の自由」という基本理念を共有しない国に対しては、「単一市場内での無関税での貿易取引(関税同盟)」や、「域内全域で利用できる金融免許(金融パスポート)」などによる自由なアクセスをこれまで通りには認めない方針だ。英国のEU離脱後に新たな自由貿易協定などの取り決めが必要なことについてはEUサイドも原則として認めているようだが、2019年3月までに交渉がまとまるとみている専門家はほぼ皆無であり、「加盟国と同等の恩恵は与えない」というEU側の姿勢が鮮明になるにつれ、これまでは空想の産物だっ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」へ変貌するだろう。

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、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。足下の英国経済が極端に悪化していないことなどを理由に、「英国のEU離脱に伴う経済への打撃は騒がれているほど大きくならない」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との間で厄介な離脱協議が始まって難航を極める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1)、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。

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。

図1: 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

スコットランドの英国からの独立問題が再燃

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年にいったん否決した「英国からの独立」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。スコットランド議会は3月28日(火)、スタージョン行政府首相に住民投票の再実施に向けた英国政府との交渉を認めることを賛成多数で承認した。投票実施の許可権限を持つ英国政府のメイ首相は EU 離脱前の住民投票を認めない方針だと報じられているが、たとえば英国が EU から離脱する2019年3月末以降にスコットランドが住民投票を再度実施した場合、今度こそ「英国からの独立」を支持する民族の意志が示される可能性は否定できない。その場合、何年後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なども失うリスクに晒される懸念がある。

英国内で発生する政治的不透明感がポンド相場の上値追いを妨げる心理的な重石に

ちなみに、スコットランドほどではないらしいが、最近ではウェールズでも「英国からの独立」を長期目標に掲げる民族党が勢力を伸ばしているほか、北アイルランドでも「アイルランドへの併合」を求める声の一部の政党から挙がっているようだ。EU 単一市場へのフリー・アクセスを失い、連合王国分裂の危機に晒されるかもしれない英国に果たしてどんな未来が待っているのだろうか。移民制限や立法権回復で社会的一体感が高まるかもしれないが、EU との間のヒト・モノ・カネ・サービスの流れが淀むことで「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は後の史家に委ねるしかないが、同時代をともに過ごしている市場関係者は、合理的な予測を受け付けられない政治的リスク・イベントを忌避する傾向が強い。ポンド相場の上値追いを妨げる心理的な重石になるだろう。

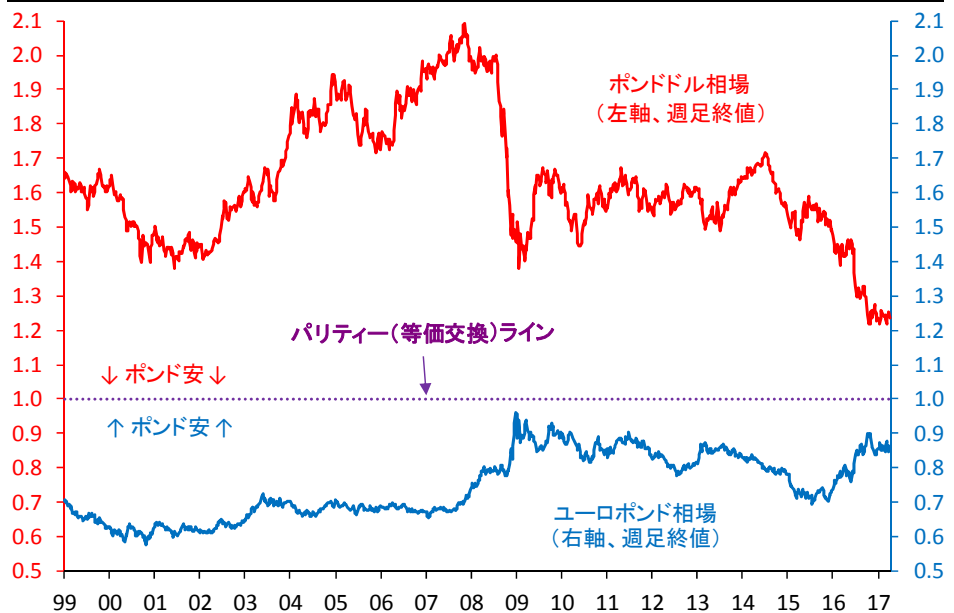
英国と EU の離脱交渉が難航する過程で、ユーロポンド市場ではポンド売り圧力が強まりそう

第四に、今後の英国の EU 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・マーケット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。これまで本レポートで幾度か指摘した通り、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2)。この先、いわゆる「ハー

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。

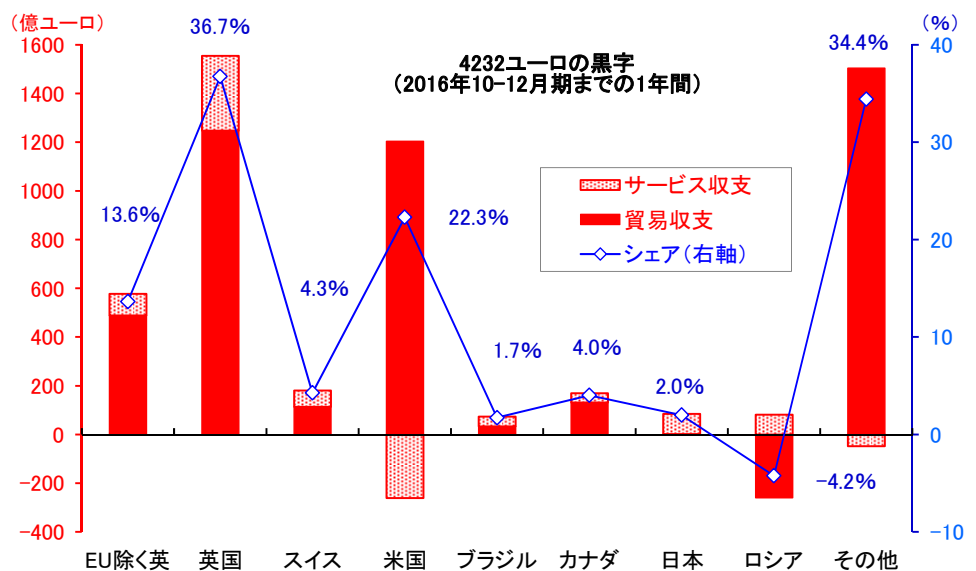
ド・ブレグジット」が不可避になった場合を想像すると、「出て行く英国」と「出て行かれるEU」の双方が経済的打撃を受けることになるが、両者の経済規模などを勘案すれば、景気下押し圧力や国外への資本流出によって蒙る経済的な悪影響は、ユーロ圏よりも英国の方が遥かに大きいとみるのが自然である。

図2: 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

図3: ユーロ圏貿易・サービス収支の地域別内訳



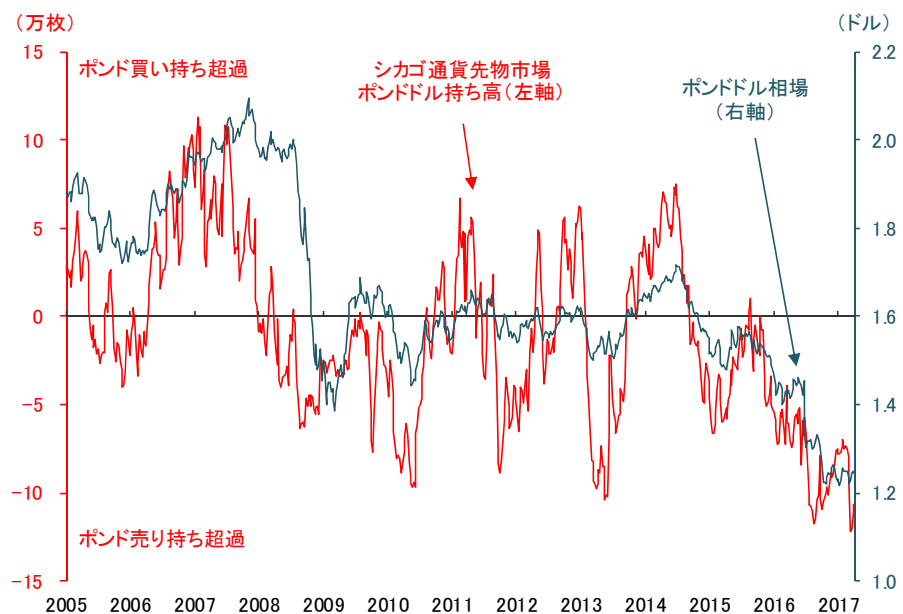
出所: 欧州中央銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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。

多国籍企業や金融機関の「英国離れ」が進展、実需のフローもポンド売り・ユーロ買い優位

現在英国に拠点を置いている多国籍企業や金融機関の間に「貿易関税復活懸念」や「金融パスポート喪失懸念」が一段と広がれば、正式離脱の時を待たずに、工場、オフィス、一部従業員等の英国離れがジワジワ進行、ポンドドル市場のみならず、ユーロポンド市場でもポンド売り圧力が発生するだろう。また、英国がEU脱退に際して支払う離脱金についても、相応の金額になった場合は、追加的なユーロ高・ポンド安要因になり得る。ちなみに、ユーロ圏の国際収支で確認すると、対英国での貿易サービス収支は大幅な黒字になっている(図3)。実需系のフローもユーロ買い・ポンド売りになっていることを勘案すると、ユーロポンド市場ではユーロ高・ポンド安圧力が優位になり易い状態が続きそうだ。この先、ユーロポンドがパリティに接近していく場合、ストレートドル市場やクロス円市場では、ポンドドルとユーロドル、ポンド円とユーロ円の水準が近づくことで、パッと見た瞬間の区別がつきにくくなる事態も想定される。今後の英国とEUの離脱交渉の展開次第では、ユーロ発足以来一度も崩れることの無かった「ポンド>ユーロ」の位置関係に初めての変化が及ぶ可能性を意識しておくべきだろう。

図4:シカゴ通貨先物市場のポンドドル持ち高とポンドドル相場



注:為替持ち高は前週火曜日時点での非商業筋と非報告筋の合計。為替相場は週平均値  
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

まだ完全には織込まれていない「オートマチック・ハード・ブレグジット」やスコットランド独立問題

以上の要因を総合的に加味すると、今後本格化するEUとの離脱協議で英国側が移民規制等でかなりの譲歩を示さない限り、ポンドドル相場は軟調地合いで推移する可能性が高い。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みると(図4)、足下では過去最大級の規模にポンド売りポジションが膨張しているため、これ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はあるが、「売り方の反対売買による一時的なポンドの買い戻し」を除いて、ポンドドルの上値を積極的に追いかけるフローが安定的に発生するとは思えない。昨年6月24日に起きた「英国民投票ショック」による大暴落と10月7日に起きた「フラッシュ・クラッシュ」を経て、英国経済がEU離脱後に被る悪影響は既に一定程度織り込まれた可能性があるため、今後もこれまでと同じような速度や幅で下落す

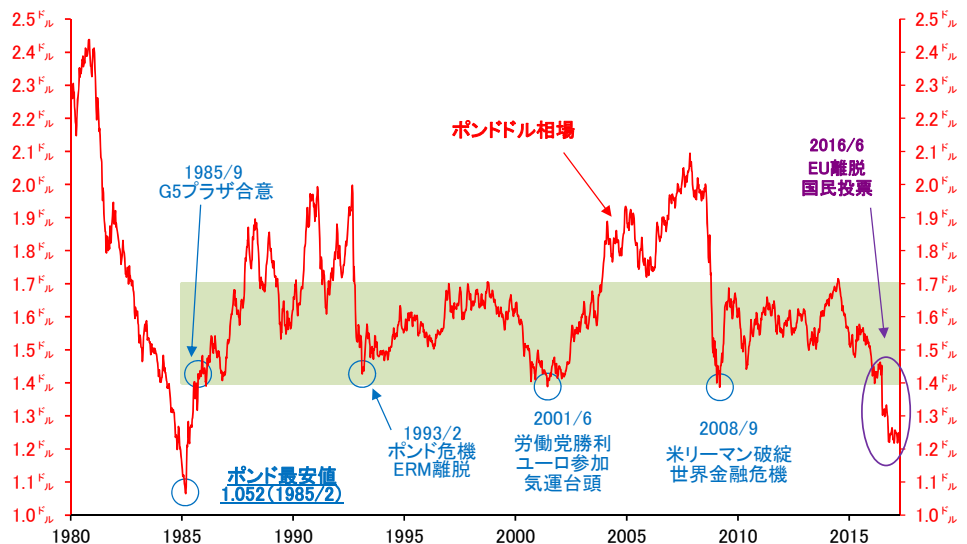
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

とは限らない。ただ、既往のポンドドル相場の下落局面では、恐らくまだ「オートマチック・ハード・ブレグジット」の可能性や、「遠い先に起きる(かもしれない)スコットランド独立」のリスクまではハッキリ読み込んでいないのではなかろうか。

昨年 10 月安値の 1.1841 ドルを下抜けした場合、テクニカル的には過去最安値の 1.0520 ドルまで下値攻防の目処が見当たらなくなる可能性も

最近のポンドドル相場は 1 ポンド=1.21ドル台では底堅い一方、同 1.26ドル台の上値が重いレンジ取引に陥っているが、テクニカル的には今年 1 月に記録した年初来安値の 1 ポンド=1.1986ドル、昨年 10 月に記録した 31 年 7 ヶ月ぶり(当時)安値の同 1.1841 ドルを下に抜けると 1985 年 2 月 26 日に記録した史上最安値である 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は見当たらなくなる(図 5)。本稿で縷々述べてきたように、この先の英国と EU の離脱協議は恐らく難航不可避の情勢にあり、カウントダウン・タイマーの表示が「残りゼロ日」となる 2019 年 3 月末までのどこかで、上記の史上最安値(=1.0520 ドル)絡みの攻防が展開される可能性まで意識しておきたい。先述のヨーロピアン・クロスのマーケットにおける 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は言いきれないのが不気味だ。

図5: 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

「観るも相場」に徹するだけでも貴重な経験値の蓄積が進むポンド相場

総じて、本稿の冒頭に挙げた一部のタイプの投機家や投資家を除き、現在のポンドは食指を伸ばしにくい通貨になっている。第三者への説明責任を負いながら、ポンド絡みの通貨ペアとの関係を続けざるを得ない市場関係者にとっては、しばらく気の休まらない受難の日々が続くだろう。ただ、「英国の EU 離脱」という歴史に残るイベントをライブで目撃出来るのは、我々同時代人だけに与えられた特権だ。ポンドに直接的な利害関係がない為替市場参加者にとっても、「観るも相場」に徹するだけで貴重な経験の蓄積が進むだろう。今後も時宜に応じた情報提供に努めたいと考えている。

(4月10日 15:00)

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。

## 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、自己の勤定もしくは他人の勤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 (プルデンス規制機構、「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、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。