

## 外貨投資の視点 (No.328)

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18日

### 北朝鮮情勢: 有事勃発の有無と外国為替市場への影響を考える

ポイント

- 北朝鮮情勢が緊迫感を増しているが、米朝両首脳の言動は予測不能であり、ドル円の上値を抑える心理的重石に
- 「北朝鮮絡みの戦争リスク=円高」との市場解釈には一抹の違和感も、有事勃発の場合は一時的に円高が加速
- ただ、過去の実績をみると、米朝の軍事行動はドル、円、ウォン、フランの趨勢に不可逆的な影響を及ぼしていない
- 為替相場展望の時間軸を長くとればとるほど、「地政学リスク」ではなく「ファンダメンタルズ」がトレンド判断に影響

#### 北朝鮮情勢を巡る軍事的な緊張感が増大

米朝間の軍事的緊張感が増している。米国防省は4月9日に原子力空母の朝鮮半島近海への派遣を表明、一部韓国メディアの報道によれば、今月下旬にも日本海の海域に入る見通しだと伝えられている。今月に入り、米国軍は7日にシリアの軍事施設に向けて59発ものトマホークミサイルを発射、13日にはアフガニスタンにあるイスラム国の地下施設に対して実戦では初めてとなる大規模爆風爆弾(MOAB)を投下した。米トランプ政権は米国の安全保障上の脅威となる活動を止めない国や組織に対して単独での先制攻撃も辞さない強硬姿勢で臨んでおり、再三の警告を無視してミサイル発射や核実験を繰り返す北朝鮮に対しても「あらゆる選択肢」で対応する方針を表明している。

#### 懸念されている4月25日の健軍説前後の朝鮮人民軍の動き

過去、北朝鮮は祝日前後にミサイル試射や核実験などの国威発揚行動を起こすことが多かった。実際、4月15日の「太陽節(金日成誕生日)」の翌日にも朝鮮半島東側に向け中距離弾道ミサイルを発射して失敗したと報じられている。今月25日は「健軍節(朝鮮人民軍創設記念日)」を迎えるため、米軍の攻撃を誘発するかもしれない大陸間弾道ミサイル(ICBM)の発射や核実験の強行が懸念されている。

#### 外国為替市場ではドル安・円高が進行

このような状況を受け、外国為替市場ではドル安・円高が進んでいる。17日の東京市場では一時1ドル=108円13銭と昨年11月15日以来、約5ヶ月ぶりの安値圏へ差し込む場面も観測された。「地政学的にみて日本と近い北朝鮮絡みの戦争リスクをテーマに円が売られるのではなく買われる」という最近の市場反応には一抹の違和感を禁じ得ない。一般に、北東アジア(朝鮮半島、日本海、中台海峡)で発生する軍事的緊張は、その近隣における潜在的な被災国通貨の売り要因だと解釈されるのが常識的な解釈だ。

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。

顕在的、潜在的な被災国が日本になる場合でも、「リスク回避の円高」が進んでしまう理由

ただ、近年の外国為替市場では、日本円やスイスフランなど、①比較的規模の大きな経常収支黒字を恒常的に稼いで海外に純資産を貯め込んでいる、②相対的な低インフレ、低成長、低金利の傾向が顕著で平時における資本収支が海外への流出超過になっている、などの条件を満たしている国々の通貨に対しては、いわゆる「リスクオフ・カレンシー」のレッテル貼りが定着している。このため、例えば東日本大震災の発生直後のように、直接的な被災国が日本である場合でも、国内外で株価の急落を引き起こす事件が起きた後には、「短期筋による円売り投機の巻き戻し」や「株価指数先物の売りとバックで持ち込まれる条件反射的なドル売り・円買い」などが加速して、ワントイムの円高ショックが走りがちだ(表1)。その際、対外純資産国に特有の外貨建て資産の売却を伴う「損失穴埋め」や「保険金支払い」、あるいは「復興資金の調達」への思惑なども、円を買い戻す口実として利用されることが多い。

表1:「リスク回避の円買い(戻し)」を巡る議論の論点整理

<p><b>●地政学的な「リスク・オフ・イベント」のタイプと一般的な市場解釈(=当事国通貨の売り要因)</b></p>
<p>北東アジア(朝鮮半島、日本海、中台海峡)で勃発した天災、人災や軍事衝突はアジア通貨の売り要因                  欧州諸国、ロシア、北アフリカ諸国で勃発した天災、人災や軍事衝突は、スイスを除く欧州通貨の売り要因                  米国本土、中東アラブのイスラム教国やイスラエルが絡んだ天災、人災や軍事衝突は、米ドル売り要因</p>
<p><b>●近年の外国為替市場で円やスイスフランに「リスク・オフ通貨」のレッテル貼りが定着した背景</b></p>
<p>比較的規模の大きい経常収支の恒常的な黒字国であり、外貨建て対外純資産が海外に積上がっている人口の伸び、経済の潜在成長率や名目金利の水準が相対的に低く、平時における投資収支は流出超過相対的な低インフレ体質が長年にわたって定着しており、購買力平価のトレンドが自国通貨高方向に傾斜日本国憲法9条による戦争放棄やジュネーブ条約での永世中立国宣言による戦争忌避国のイメージがある</p>
<p><b>●「リスク回避の円買い(戻し)」を引き起こす主体と資金フローのタイプ</b></p>
<p>国内外の短期仮需筋(ヘッジファンドやFX取引など)による円売り・外貨買いポジションの手仕舞い                  日米株価指数先物や国際商品市況の急落時における短期筋やアルゴ系による条件反射的な円買い                  経常収支の黒字国に特有の実需の外貨売り・円買いは、金融取引がフリーズする局面でも止まらず加速対外純資産国に特有の外貨建て資産売却による損失穴埋め、保険金支払い、復興資金調達(の思惑)</p>

出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

嫌でも注目せざるを得ないのに、分からないことが多すぎる北朝鮮問題

近い将来、北朝鮮が大陸間弾道ミサイルの発射や核実験を強行するのか否かが注目されているが、こればかりは金正恩委員長にしか分からない。一方、そのような場合に北朝鮮を空爆する気が本当にあるのか否か、トランプ大統領以外に知る由もない。両国の首脳はともに、言動の予測が著しく困難な人物だ。この先、仮に米軍による「爆撃内定」の条件が整ったとしても、開始される日時は当たり前だが部外者には全く分からないので、事前に備えるのは難しい。また、実際に攻撃が開始された後についても、米軍の圧倒的な軍事力で北朝鮮の反撃を完封できるか否かによって株や為替の反応は180度変わりそうだが、そんな戦況予想は軍事の専門家でも難しそうだ。「嫌でも注目せざるを得ないのに、分からないことだらけ」という非常に厄介なテーマだが、一般に市場関係者はそのような不透明感を最も嫌悪する。当面はドル円の上値を抑える心理的な重石になり、実際に起きた場合はドル安・円高の初期反応を呼ぶだろう。

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。

**朝鮮半島で有事が勃発した場合の展開は？**

ただし、問題になるのはその後の展開だ。もしも米軍による北朝鮮攻撃が開始された場合、「朝鮮半島有事なのに円高」というかなり違和感のある市場反応は一体いつまで続くのだろうか。その後の戦況によって様々なシナリオが複雑に枝分かれしそうだが、筆者はそんなに長く続かないのではないかと考えている。

**米軍の短期圧勝、北の反撃力を封殺なら、初期反応の円高の「倍返し」のような円安も**

まず考えられるのは、米軍が圧倒的な火力で北朝鮮軍の反撃能力を短期間で粉砕するケースだ。この場合、「米軍による攻撃開始」というヘッドラインが流れた直後こそ、急激な株安・円高が加速するかもしれないが、「朝鮮人民軍の反撃能力が破壊された」との認識が広がるにつれ、市場には「悪材料出尽くし」との見方が広がって、株高・円安方向への切り返しも激しくなるだろう。振り返ってみると、北朝鮮が初めて準弾道ミサイルと思しき飛翔体の発射を行ったのは1993年5月26日の出来事だった。その後、約四半世紀近くにわたって周辺地域の安全保障上の脅威となっていた頭痛の種が解消されたなら、初期反応による株安・円高ショックの「倍返し」のような反動もあり得るのではなからうか。

**北朝鮮の反撃能力を封殺できずに反撃を招いた場合、想定外の深度に達する株安・円高ショックも**

一方、米軍による攻撃で北朝鮮の反撃能力を封殺できずに、日韓両国の米軍施設やその他の地域に北からのミサイルが発射された場合はどうだろうか。その場合、日韓両国や米軍が蒙る被害の程度にもよるが、一時的に走る株安・円高ショックは想定外の深度に達する可能性も否定できない。思い出すだけで気が重くなるが、例えば1991年1月17日に米軍がイラクを空爆して「湾岸戦争ショック」が走ったときには、日足の最大落差が▲6.0円、下落率換算は▲4.35%ものドル安・円高が一時的に加速した。「北朝鮮のミサイルが都内某所に着弾」などといった速報が流れた直後に加速する株安・円高の初期反応は、これに匹敵、もしくは凌駕する規模に達するかもしれない。

**ただ、北朝鮮の反撃が日本の国土にまで及んだ場合、流石に円安リアクションを呼ぶ可能性も**

ただ、あくまで私見だが、流石にそこまでの事態になれば「リスク回避」の通貨高圧力の矛先がずっと円に向かい続けるとは思えない。むしろ日本からの資本逃避による円安を懸念する声も広がるのではなからうか。日本の資金循環勘定によれば、昨年末における個人金融資産残高は1800兆円だった。そのうち、流動性の高い現預金が937兆円と半分以上を占めており、わずかに1%が海外逃避を起こすだけでも、約9.4兆円と現在の日本の年間の貿易黒字額を凌駕する資本流出が発生する計算になる。日本の安全神話が瓦解して、外資系企業の拠点や人員が東京からシンガポールや香港に移転するなどの状況も懸念される事態になれば、「短期筋の円売り投機の巻き戻し」や「条件反射の円買い」が一巡した後は、「国内外のリアルマネーによる日本離れ＝円安」との常識的解釈も復活しそうだ。その際、初期反応で喚起された円高ショックが大きければ大きいほど、外貨の値頃感も刺激されるため、本邦勢の資金は海外に出て行きやすくなるだろう。

**北朝鮮人民軍と米軍の睨み合いが延々と続いた場合は如何に？**

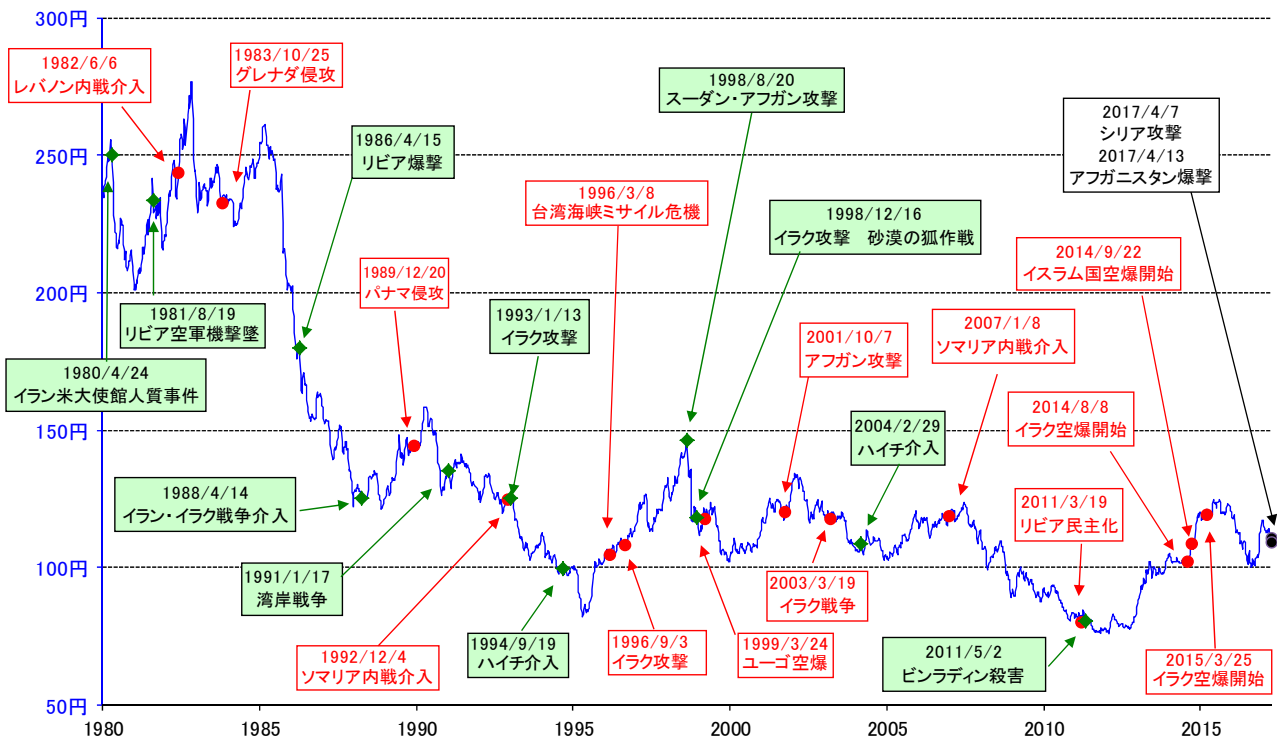
もちろん、今後米軍が既に爆撃を開始したイスラム圏の反米勢力や過激派組織への空爆を続ける一方、北朝鮮には軍事的な圧力をかけるだけで実際には行動を起こさない可能性もある。北朝鮮によるミサイル発射や核実験などの挑発行動が一向に収まらなければ、米朝政府要人らによる非難合戦がエスカレート、朝鮮半島近海に派遣された米軍と朝鮮人民軍の睨み合いによる軍事的緊張が延々と続くかもしれない。この場合、「朝鮮半島有事」に対する警戒感はいつまで経っても解消されない状況に陥るため、国内外の金融市場関係者にとって、ある意味では一番厄介なシナリオになる。

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。

過去の実例を調べてみると、米軍の海外での軍事行動はドル円相場のトレンドに影響していない

ただ、今さら指摘するまでも無いが、為替相場は「地政学リスク」だけで動く訳はない。実際、過去のドル円相場のチャートを眺めると、米軍の海外での軍事作戦が触媒になってドル円相場の骨太のトレンドが捻じ曲げられたケースは認められない。1980年以降、米軍が海外で軍事行動を起こした事例は、今回のシリア・アフガンの空爆を除いて、主なもので25回も観測されているが、それから6週間後のドル円相場の動きを確認すると、ドル安11回、ドル高14回とマチマチだった(図1)。冷静に考えてみれば、米軍が海外で軍事作戦を始めたとしても、それが直接的な触媒になって米国の経済成長率が大幅に下振れしたり、米国の金融政策運営に不可逆的な方向転換を促したりする可能性は低い。一般的に「戦争勃発」という暗いニュースは周辺地域の消費マインドを萎縮させる面はあるが、1発が143万ドルもするトマホークミサイルなどの超高額兵器の大量消費や戦闘行為に伴う被災地域における株式の破壊は、いわゆる「戦争特需」を呼ぶ側面もある。今後仮に米軍が北朝鮮攻撃を始めた場合でも、それによって世界経済の成長率にどのような影響が及ぶのか、冷静になって考えることも必要だろう。

図1: 米軍による海外での主な軍事行動とドル円相場



注: 日付は軍事行動がスタートしたと言われている年月日。  
 青色フォント表示は6週間後にかけてドル安が進行、赤色フォント表示は6週間後にかけてドル高が進行した軍事イベントを示す  
 出所: 各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

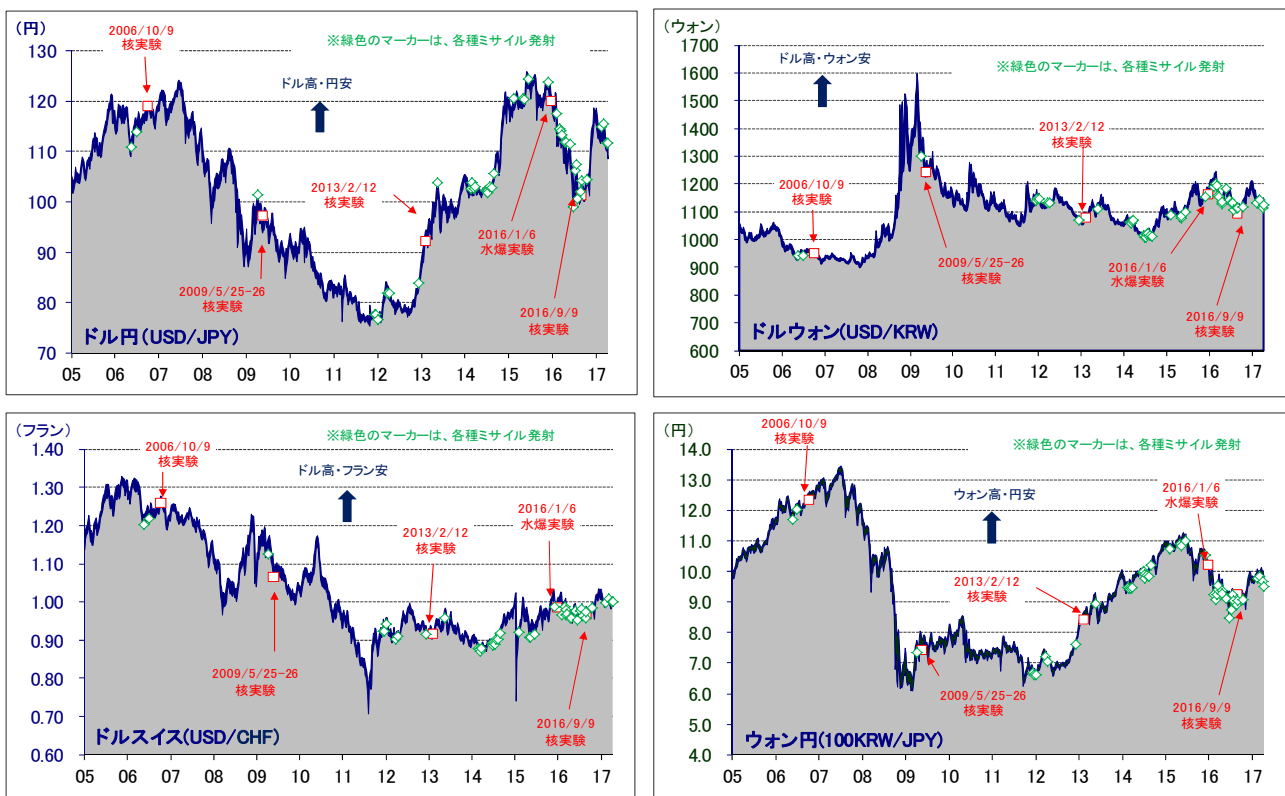
北朝鮮の軍事的挑発が続く中でも、円安・スイスフラン安・韓国ウォン高が続いたケースも

同じような外為市場の「醒めた事実」は、過去における北朝鮮のミサイル発射や核実験についても確認できる。例えば2006年以降で見ると、北朝鮮は核実験を合計5回も実施しており、弾道ミサイルに至っては延べ約52日間でもかなりの本数を発射しているが、その前後のドル、円、ウォン、スイスフラン、などの動きはバラバラであり、如何なる局面でも通

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。

用する金科玉条の因果律は見出し難かった(図 2)。実際に調べればすぐに分かるが、北朝鮮が核実験やミサイル発射を断続的に強行している最中であっても、フランや円がドルに対して値下がりしたり、ウォンがドルや円に対して長期間値上がりしたりしている局面は、普通に見つけることが可能だ。今後、北朝鮮と米軍の睨み合いが長期化する場合でも、株式市場や為替市場が未来永劫にわたって企業業績や金融政策格差などのファンダメンタルズそっち退けのリスク回避モードに縛られ続けることはないだろう。

図2:北朝鮮の核実験、ミサイル発射前後の注目通貨の動き



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

相場展望の時間軸を長くすればするほど、地政学リスクの影響は希薄化

総じて、北朝鮮の核・ミサイル開発を巡る米朝間の軍事的緊張の高まりや米軍による北朝鮮攻撃の当否だけを手掛かりに、特定通貨のプライス・アクションに及ぼす影響を議論するのは難しい。本稿で縷々述べてきたように、トランプ大統領や金正恩総書記の言動を予測するのは不可能であるほか、今後朝鮮半島周辺で「何か起きた」場合でも、その後の展開次第で各種為替相場への影響については、千差万別のシナリオを描くことが出来るからだ。ただ、過去の為替相場の動きを眺めた上で、一つだけ言えることがある。それは、この先の相場展開を読む時間軸を長くすればするほど、趨勢判断の軸足は「地政学リスク」ではなく、「ファンダメンタルズ」に置くべきである、ということだ。北朝鮮情勢のモニタリングにはこれまで以上に注力したいが、今後の為替相場の趨勢を考える上では、総合的な判断を重視する立場で臨みたいと考えている。

(4月18日 10:00)

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 (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 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

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、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。