

外貨投資の視点 (No.336)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年6月9日

ユーロドル相場: 失地回復の動きは今後続くか?

ポイント

- ECB金融緩和の出口接近観測、米国の政局混迷、欧米政治の摩擦懸念などを背景に、ユーロ高・ドル安が加速
- ただ、このタイミングでユーロ高・ドル安が進み過ぎるのは、「時期尚早」の感が強い。いずれ息切れする展開に
- 欧米間の金融政策の印象格差は依然として顕著であり、南欧の政局不安や銀行問題への警戒感はまだ必要
- 当面1ユーロ=1.00ドルのパリティーへの接近を予想。ただ、長期では値頃感による買下がり戦略の是非も検討

ユーロドル相場の失地回復が継続、約14年ぶり安値から約7ヶ月ぶりの高値圏へ反発

ユーロドル相場の失地回復が続いている。6月2日(金)の海外市場では一時1ユーロ=1.1285ドルと昨年11月9日(水)以来、約7ヶ月ぶりの高値圏に上伸する場面があった。今年1月3日(火)に記録した「(当時)約14年ぶり安値」は1ユーロ=1.0341ドルであり、そこからわずか約5ヶ月間で944ポイントもの反発だ。その後は流石に伸び悩んだが、節目の1.1200ドル前後では底堅く推移している。現在、ユーロ圏では景気下振れリスクの後退を背景に「欧州中央銀行(ECB)による金融緩和の出口戦略が進展する」との期待が市場の一部で明滅し始めており、ユーロ先高観を育む一因になっている。

ECBによる金融緩和の出口接近観測に加え、米政局不安によるドル安圧力の受け皿としてユーロが選好されている側面も

政治面に目を転じて、現在米国では「ロシア・ゲート疑惑」の発生に伴って米トランプ政権の求心力低下が懸念されている一方、今春の仏大統領選挙では「欧州連合(EU)からの離脱」や「フレンチ・フランの復活」を主張するルペン候補が敗退、「EUとの共栄」を主張して勝利を収めたマクロン新大統領が率いる政党「共和国前進(REM)」が、6月11日(日)、18日(日)の国民議会選挙でも多数派に躍進するとみられている。米政局の混迷という「敵失」によって発生したドル安圧力の受け皿として、「ルペン・リスク」から解放されたユーロが選好されている面もあるだろう。

米大統領と独仏首脳の関係が悪化、複数の要因が絡み合っユーロ高・ドル安圧力が台頭

加えて、米国の貿易赤字を「米国経済の損失」と誤認しているトランプ大統領は、対米貿易黒字を恒常的に稼いでいるドイツなどに対する通商・通貨政策絡みの批判を最近一段と強めている。大統領就任後初となるG7首脳会議【於:伊タオルミーナ、5月26日(金)~27日(土)】から帰国した今月1日(木)には、地球温暖化対策に関する国際的枠組みである「パリ協定」からの離脱を宣言するなど、独仏首脳との関係が今後一段とギクシャクしそうな気配も漂っている。一般に、このような通商・外交政策関連の政治的軋轢

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。

に関する報道は、外国為替市場を徘徊するマーケット・トークの材料としては、「経常収支黒字(赤字)国側の通貨高(安)要因」として認知されることが多い。上記諸々の要因が複合的に絡み合う形で、これまでのユーロ高・ドル安の進行がもたらされている。この傾向は、今後も続くのだろうか。以下、現時点における筆者の見解をまとめておきたい。

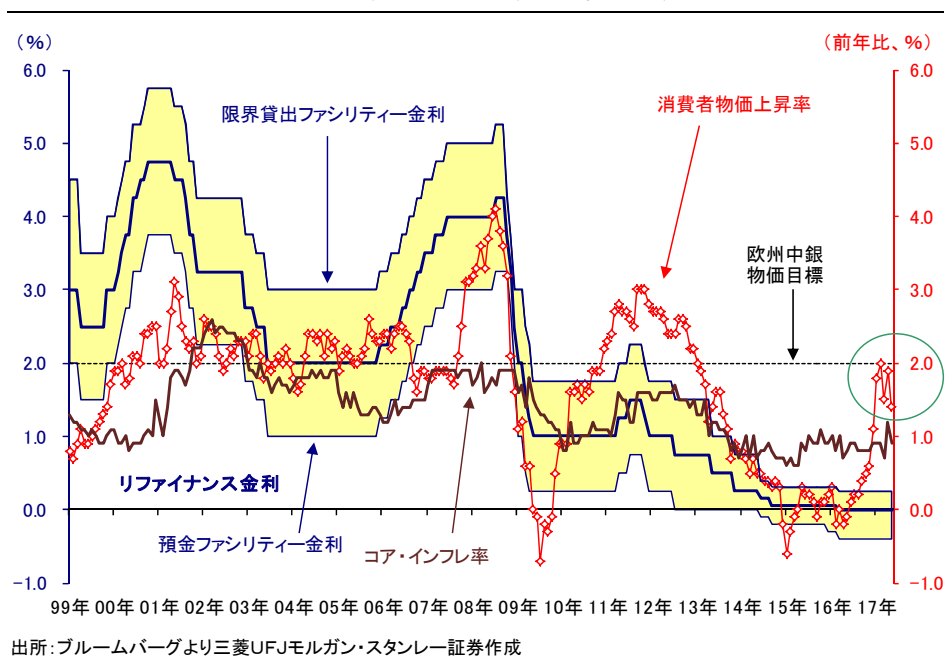
足下ユーロ高を時期尚早とみる3つの理由

結論から先に述べておく。このタイミングでユーロ高・ドル安が加速するのは、恐らく「時期尚早」である可能性が高い。以下、3つの理由を挙げておく。

ECBによる量的緩和のテーパリングが完了するのは、順調に行っても来年年夏頃になりそう

第一に、ECBが現在実施している「マイナス金利」と「量的緩和」を組み合わせた金融緩和の出口政策は非常にゆっくり進む可能性が高い。冒頭に記した通り、現在ユーロ圏ではECBが「月間600億ユーロ」のペースで実施している資産購入プログラムの期限が切れる今年の年末以降、早ければ来年年明けから「資産購入金額の段階的削減(テーパリング)」が始まるとの期待が強まっている。だが、ECBによる毎月の資産購入額の漸進的な削減はECBが保有する資産残高の膨張ペースを鈍化させるだけであり、ECBのバランスシートの拡大は月間の購入金額が「0ユーロ」になるまで止まらない。常識的に考えて、現在「月間600億ユーロ」のペースで実施している資産購入プログラムが来年年明けからいきなり「0ユーロ」になるとは考え難く、ECB理事会の開催ごとに100億ユーロずつ削減されるとしてもテーパリングの完了(=量的緩和の停止)は、来年年の8月ごろになる見込みだ。すなわち、ECBの保有資産残高でみた場合、テーパリングの期間中は量的緩和がペースダウンしながらも拡充されることになる。

図1: ユーロ圏のインフレ率と政策金利動向



時期尚早なユーロ高による物価下押し圧力は欧州利上げ観測を後退させる

ユーロ圏の消費者物価(HICP)上昇率が今年2月に政策目標の「前年比2.0%近く」に達したため、市場の一部に早期利上げ観測が強まる場面もあったが(図1)、「資産購入による量的緩和を続けながら政策金利を引き上げる」というチグハグな金融政策運営に

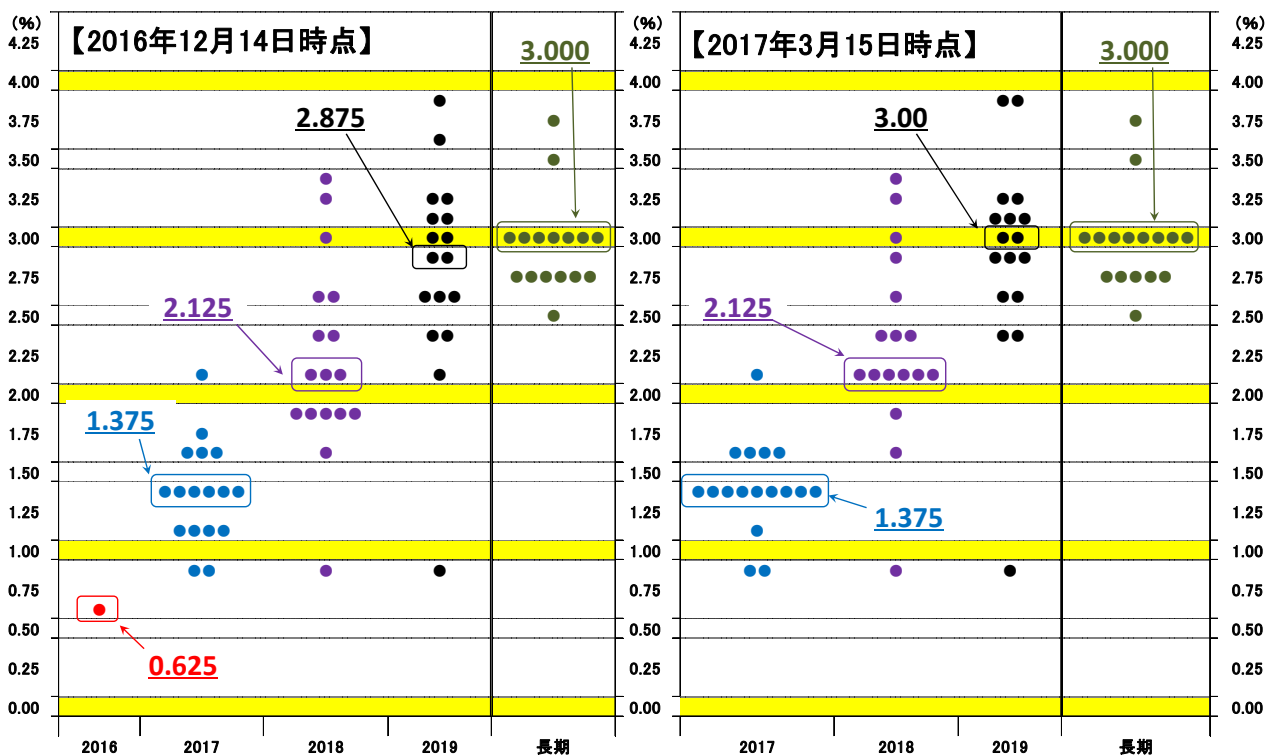
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

多数派の支持が集まるとは思えない。今後も「ECBのテーパリング観測」をテーマにユーロ高が一段と進む可能性は否定できないが、その場合はユーロ高の進行による輸入物価への下押し圧力が、既往のヘッドライン・インフレ上昇の一因となっていた「原油先物価格上昇の前年比効果」の剥落と相まって、HICP上昇率の抑制要因になるだろう。ECBによるテーパリング開始前に時期尚早なユーロ高が進めば進むほど、ユーロ圏の物価環境は利上げ開始時期を遅らせる方向に変化することになる。

ECBによる政策金利の引き上げ開始は2019年の秋頃になると予想

実際、6月8日(木)に開催されたECB理事会では主要政策金利が据え置かれ、先行きの政策運営指針を示すフォワード・ガイダンスでは、政策金利に関する「利下げバイアス(or lower)」は削除されたものの、資産購入の終了後も主要な政策金利を「相当な期間(well past)」にわたって現状と同じ水準に維持するとの予想が示されていた。ECBが同日示した経済見通しでは成長率予想は上方修正されていたが、物価見通しは下方修正されており、ドラギ総裁の記者会見でも「物価の基調は引き続き弱い」との判断が繰り返されている。一時下火になっていた感がある南欧の銀行問題についても、今週は①深刻な経営難に陥っている複数のイタリア地方銀行の救済コストに関する同国財務省の声明、②スペイン大手銀のサンタンデルによるポプラールの救済買収、などを背景にジワリ再燃し始めている。ECBによる利上げ開始時期は、まだかなり先になるのではなかろうか。我々の外債市場分析チームでは、ECBによる政策金利の引き上げ開始は2019年の秋頃と予想している。

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

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。

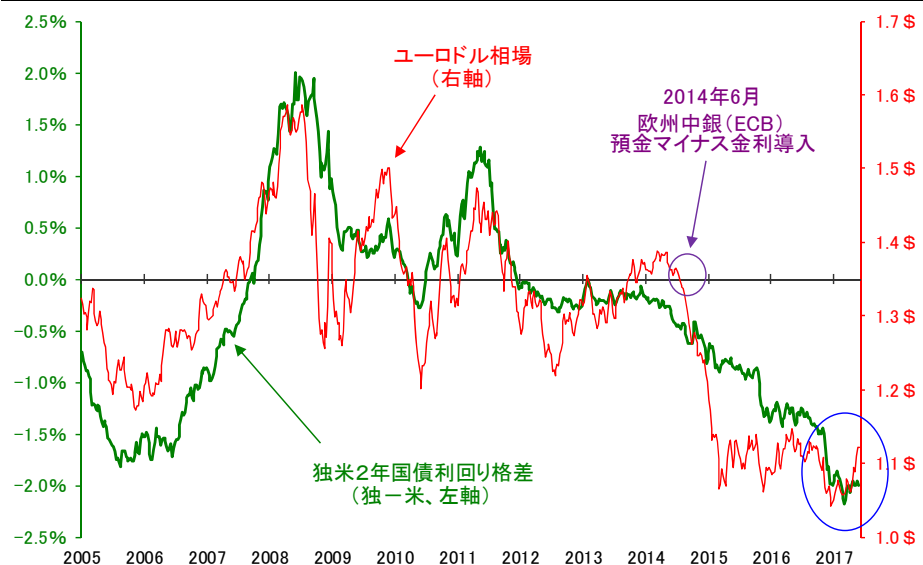
米国では緩やかな政策金利の引き上げ観測が維持されている

第二に、米国の金融政策運営に目を転じると、米連邦準備制度(FED)は2015年12月に最初の利上げに踏み切ってそれまで続けていた「ほぼゼロ金利政策」と決別、その後16年12月に2度目の利上げを実施した後、今年3月には3度目の利上げを決定している。非常に緩やかではあるが、主要通貨圏では現在米国だけで政策金利の引き上げプロセスが進行している。次回の利上げは来週6月13日(火)～14日(水)の連邦公開市場委員会(FOMC)で実施される可能性が高く、最近の米金融政策関係者の発言から類推する限り、同時に更新される政策金利の未来予想図で先行きの利上げ見通しが急速に萎む可能性は低そうだ(図2)。

独米金利差のマイナス幅拡大によるユーロ安・ドル高圧力が残存

過去、ユーロドル相場の方向感やECBの金融政策だけで決まっていた訳ではなく、当然だが米国側の金融政策の影響も強く受けて変化している。これまで本レポートで指摘してきた通り、近年のユーロドル相場の「骨太のトレンド」は、ドイツと米国の満期2年程度の金利差によって概ね規定されている(図3)。この先もECBはしばらく政策金利を据え置くとみられる一方、米国で緩やかな利上げ期待が維持されるなら、独米金利差のマイナス幅拡大観測に由来するユーロ安・ドル高圧力が残存する状況が続くだろう。

図3: 独米2年国債利回り格差とユーロドル相場



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

欧米間に横たわる金融政策の印象格差は、金利面だけでなく、量的側面でも依然として明白

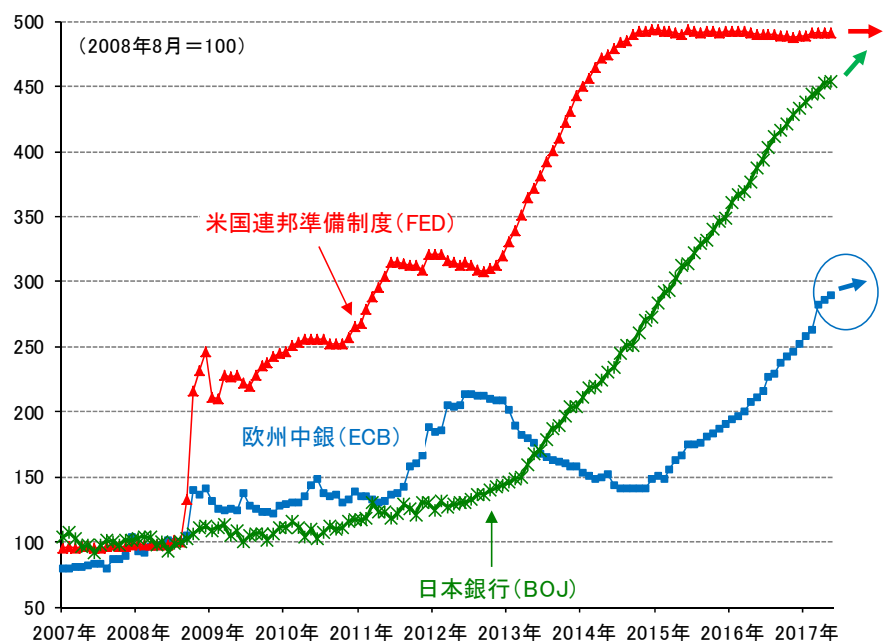
金融政策の量的な側面に着目しても、ECBが開始の是非をようやく検討し始めているテーパリングは、米国では2014年10月29日(水)のFOMCで既に終了がアナウンスされている。現在、FOMC参加者の間では、年内開始観測の是非や当否についてはともかく、保有債券の満期到来時の再投資を停止するような方法でバランスシートの受動的な圧縮に着手すべきか否かの議論が始まっている。来週6月13日(火)～14日(水)に開催される次回FOMCではこの点に関する議論も進むとみられており、声明文やその後のイエレン議長会見などで何らかの方針が示される可能性も意識されている。欧米間に横たわっている金融政策の印象格差は、金利面、量的側面ともに明白であり、依然としてユーロ安・ドル高圧力の残存を示唆している(図4)。

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。

早晩実施される伊総選挙
絡みの不透明感が、いず
れユーロの心理的重石に

第三に、ユーロ通貨圏に内在する政治・政局絡みのイベント・リスクについても、まだまだ油断は禁物だ。仏大統領選挙に関する不透明感はマクロン大統領の誕生によってひとまず解消されたが、一つの通貨圏に一つの政府しかない米国や日本などと違い、19もの国々の寄り合い所帯であるユーロ圏では、この先も重要な政治イベントが沢山続く可能性がある。今年9月24日(日)に予定されているドイツの総選挙は、キリスト教民主同盟のメルケル首相が4選を果たしても、社会民主党のシュルツ党首が勝ってもユーロ圏の結束には悪影響を与えそうにないが、遅くとも来年の5月までに実施されるイタリアの総選挙に関する報道には注意が必要だ。反体制派でポピュリスト政党のイメージが強い「五つ星運動」が躍進した場合に漂いそうな諸々の政治的不透明感は、早晩ユーロドル相場の上値を抑える心理的な重石として意識され始める可能性がある。

図4: 世界三大中銀の総資産規模の推移 (現地通貨ベース)



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

スペインでも燻っている政
局不安の火種

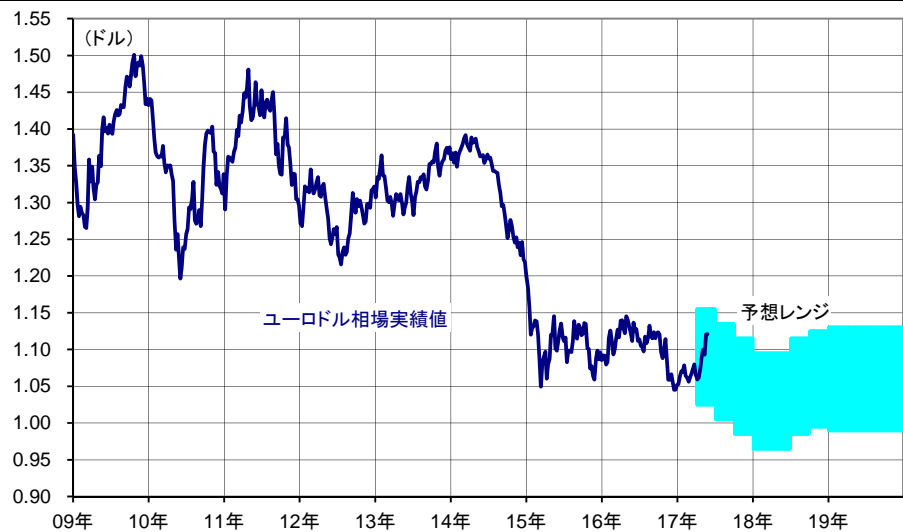
また、現時点ではあまり警戒されていないが、スペインでは以前からカタルーニャ州の独立運動が活発化しており、今年の秋にもその是非を問う住民投票が実施される可能性が取り沙汰されている。スペイン政府は同州による住民投票は憲法違反だとして許可しない方針だが、カタルーニャ州政府は中央政府との合意がなくても強行するとの姿勢を維持しており、これから大きな政治的争点として浮上してくる可能性がある。加えて、先月21日(日)に実施された最大野党・社会労働党の選挙で党首への返り咲きを果たしたサンチェス氏は、現在のラホイ人民党政権で相次ぐ汚職問題への追及姿勢を強めており、今後の予算審議が著しく遅滞するなどの事態に発展した場合は、2020年の任期満了を待たずにスペインでも解散・総選挙が実施される可能性も否定できなくなっている。こちらも今後の展開次第ではユーロドル相場の上値探査を妨げる心理的重石としての存在感を増す可能性があり、スペインの政局絡みの続報にも注意が必要だ。

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。

今年度末に向け、ユーロドルの反落予想を維持

上記の要因を総合的に加味した上で、先月26日(金)に微修正を施した我々のユーロドル相場の予測パターンを維持しておきたい。各四半期末のピンポイント予想は、今年10-12月期末が1ユーロ=1.05ドル、来年1-3月期末が1.03ドルであり、依然としてユーロドル相場には「パリティ接近」の可能性が残っていると考えている(図5、表1)。近年のユーロドル相場は強気派にも弱気派にも明確な勝利宣言を許さない難解なプライス・アクションが続いており、予測の精度に100%の自信がある訳ではないが、想定レンジの下限では「パリティ割れ」の領域まで下ヒゲが差し込む可能性まで排除していない。本稿で縷々述べたような理由から、「今すぐにユーロドルの上値を追いかけて行くのはまだ危険」というのが基本的な判断だ。

図5: 2017年-19年のユーロドル相場の見通し



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1: 為替相場見通し

		予想								予想			
		2017年				2018年				2016年	2017年 (予想)	2018年 (予想)	2019年 (予想)
		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				
ドル円 [円/ドル]	レンジ	110.11-118.60	107.5-119.5	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	107.5-123.5	110.5-125.5	108.0-122.0
	期末値	111.39	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	116.3-131.3	114.9-131.2	114.7-131.0	113.4-129.7	114.4-130.7	115.7-132.1	115.9-132.2	109.57-132.32	114.7-131.3	113.4-132.2	113.1-130.7
	期末値	118.67	123.2	123.1	122.9	121.5	122.6	123.9	124.0	122.97	122.9	124.0	121.9
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.034-1.091	1.025-1.155	1.005-1.135	0.985-1.115	0.965-1.095	0.965-1.095	0.985-1.115	0.995-1.125	1.035-1.162	0.985-1.155	0.965-1.125	0.990-1.130
	期末値	1.065	1.090	1.070	1.050	1.030	1.030	1.050	1.060	1.052	1.020	1.060	1.060

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5月26日9:00

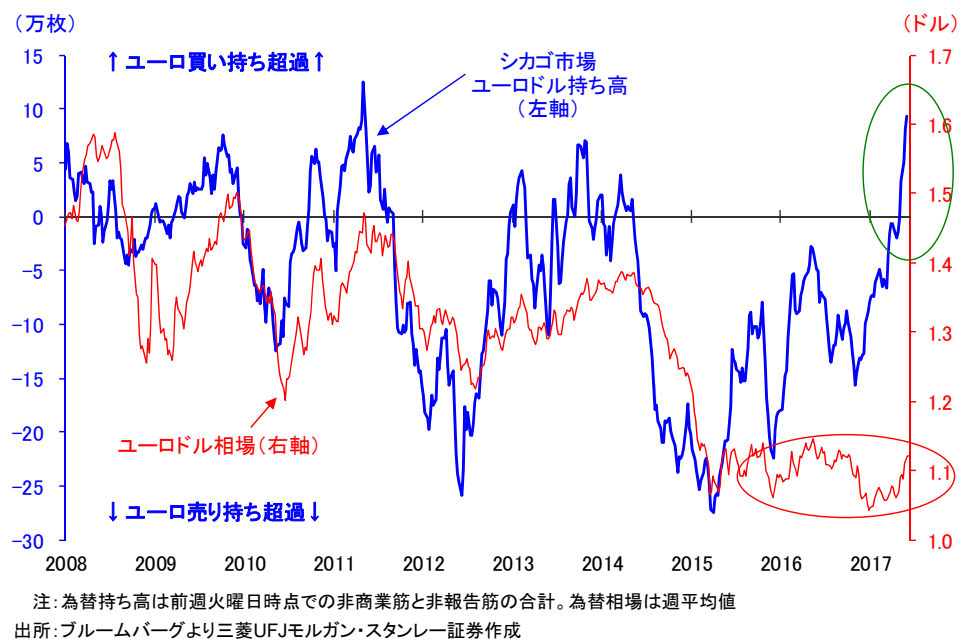
投機筋がユーロ買い持ち超過に転じても、ユーロドルの反発力は限定的

実際、シカゴ通貨先物市場で観測されるユーロドルのポジションをみると、2015年初に▲25万枚を超える過去最大規模にまで膨張したユーロの売り持ち超過が中立圏を抜けて買い持ち超過の領域にまで転じてくる過程でもユーロドル相場は上値が重く、総じて見れば1ユーロ=1.05ドル~1.15ドルを中心とするレンジ取引での推移が続いている

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。

(図6)。この間、ユーロ圏の経常収支が恒常的な黒字を計上していたことも加味すると、実需のユーロ買いと仮需のユーロ買い戻しによるユーロ高圧力にカウンターを当て続けて上昇を妨げてきた「得体の知れないユーロの売り手」が資本収支面で存在していたことになる。独米金利差のマイナス幅が今後拡大していく可能性を勘案すると、短期金利の上昇が見込まれているドルを借りてきてまで空売りしてユーロの買い持ち超過を積み上げる動きがこの先一段と活発化するとは考えにくい。ユーロショートを構築する余地が活用されれば、逆にユーロ安圧力が高まりやすいのではなかろうか。

図6: シカゴ通貨先物市場の為替持ち高とユーロドル相場



ただ、長期チャートを眺めてみると、足下のユーロドル相場には地味な割安感が漂い始めそうな気配も

ただし、これまで本稿で縷々記述してきたファンダメンタルズ要因や政治・政局要因の解釈から離れて、虚心坦懐にユーロドルの長期チャートだけを眺めてみると、歴史的にはかなりの安値圏へ下落してきた印象もある。2008年7月に記録したユーロドル相場の史上最高値は1ユーロ＝1.6038ドルであり、かつてのユーロには「米ドルの1.6倍」を超える値がついたこともあった。2014年6月にECBが中銀預金ファシリティー金利をマイナスに引き下げる前でも1ユーロ＝1.3998ドルと「米ドルの1.4倍近い価値」で取引されていた。ユーロ発足当時の1999年1月を基準とした購買力平価の水準と比較しても、足下のユーロドル相場は標準偏差▲1σ前後で地味な割安感が漂い始めており(図7)、そろそろ長期的にみた値頃感が一部の投資家の間で刺激され始めても良い頃合いかもしれない。

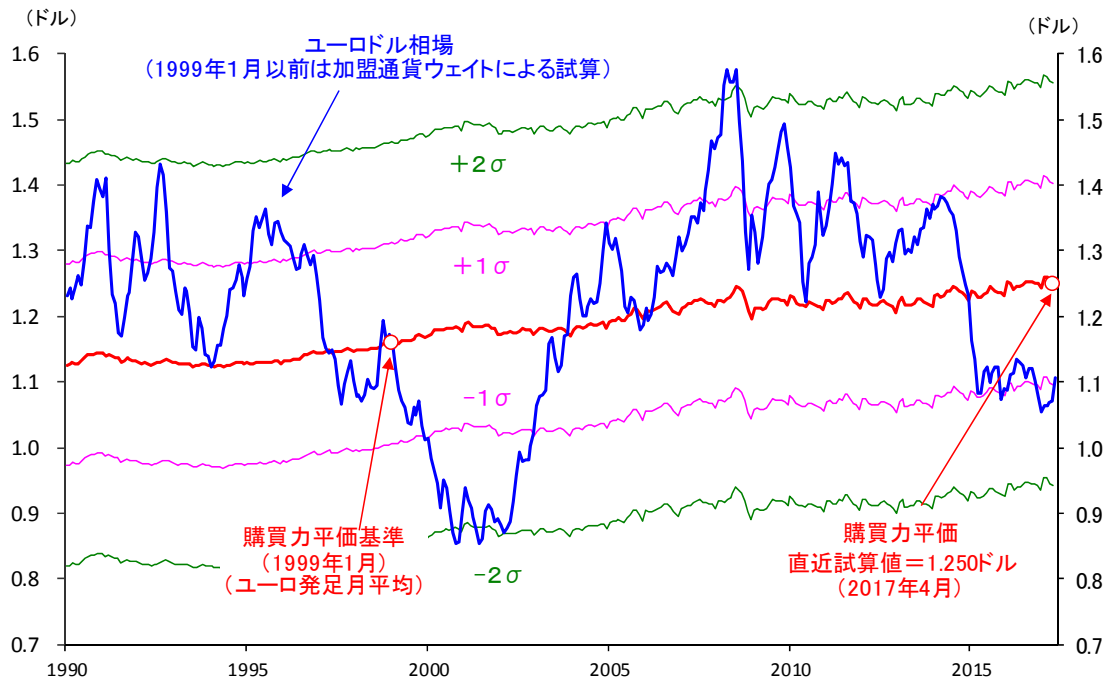
目先のユーロ安予想は堅持するが、長期的には時間を味方に付けた買い下がりのは是非を検討

古今東西、値段が上昇し続けているものを追いかけるようにして買い進めるよりも、売られるべき理由を背景に大幅に値下がりを安値で買った方が大幅な超過利益を狙いやすくなるのは、長期投資の鉄則だ。この先、筆者の予測がもしも正鵠を得ていたことが判明、1ユーロ＝1ドルのパリティへの接近が再び意識されるような局面が示現した場合は、ある程度の時間を味方につける覚悟をもって、「ユーロドル買い下がり戦略」採用の是非をそろそろ検討すべきかもしれないと感じ始めている。今後のユーロドル

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。

相場を取り巻く市場心理の変化等にも細心の注意を払いつつ、時宜に応じた見直し改定の可否を検討したい。

図7:ユーロドル相場と購買力平価



注:購買力平価は1999年1月平均を基準とし、消費者物価を使用して算出標準偏差1σは1990年から直近月までの期間で計算
出所:ブルームバーグ、欧州統計局より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(6月9日 9:00)

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

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

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。

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るべきではありません。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

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。

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は除きます)。

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。