

外貨投資の視点 (No.343)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年7月28日

ドル円相場：2017年7月の回顧と今後の展望

ポイント

- 7月のドル円相場は上値の重さと下値の堅さが共存、テクニカル的にも長期トレンド反転の成否を試す正念場に
- 当面は米国発の政治的ノイズがドル円相場の上値を抑えそうだが、トレンドを決めるのは「政治」ではなく「経済」
- 米経済指標に早期失速の兆しは観測されず、平均的な市場関係者の間では米金融政策の正常化期待が残存
- 米国以外のG7諸国にも金融政策正常化の波が寄せる中、「日銀緩和による円安ストーリー」の蒸し返しが始まる
- リスクシナリオは米景気失速懸念の台頭による円高、支持率の急落を受けた安倍首相の出处進退や政策対応

7月のドル円相場は下値の堅さと上値の重さが共存する難解な展開

7月のドル円相場は約4ヶ月ぶりの高値圏から反落したが、約1ヶ月半ぶりの安値圏では下げ渋り、上値の重さと下値の堅さが共存する難解な展開になっている。序盤は上値探査が先行、良好な米経済指標が好感されたほか、7日に日銀が5ヶ月ぶりに「指値オペ」を通知、海外発の金利上昇圧力を遮断する姿勢を示すとドル買い・円売りが加速、11日には一時114円49銭と3月15日以来の高値を記録した。ただ、米大統領の長男が選挙期間中に露人弁護士との面談を仲介した人物とのメールを公開すると一転反落、20日に「米特別検察官のロシア疑惑捜査の対象が大統領のファミリー企業に拡大している」と報じられたほか、翌21日にホワイトハウス報道官の辞任が報じられるとトランプ政権の迷走懸念が強まり、24日は一時110円62銭と6月15日以来の安値圏まで軟化した。もっとも、1ドル=110円台に突入すると下値も堅く、25日に行われた日銀審議委員2名の就任会見が「現行緩和を是認した」と解釈されると111円台に復帰、26日の米連邦公開市場委員会(FOMC)で「比較的早期」の資産縮小開始の方針が示されると112円20銭付近に続伸した。その後、FOMC声明文でインフレの現状判断が引き下げられていたことに意識が移ると一転反落、27日の東京市場では一時110円80銭前後まで差し込む場面もあったが、110円台での底堅さが再度確認されると下げ渋り、本稿を執筆している28日の9:40現在では、111円00銭前後で取引されている。

52週移動平均線に底入れの兆しが明滅、テクニカル的にはトレンド反転の成否が問われる正念場

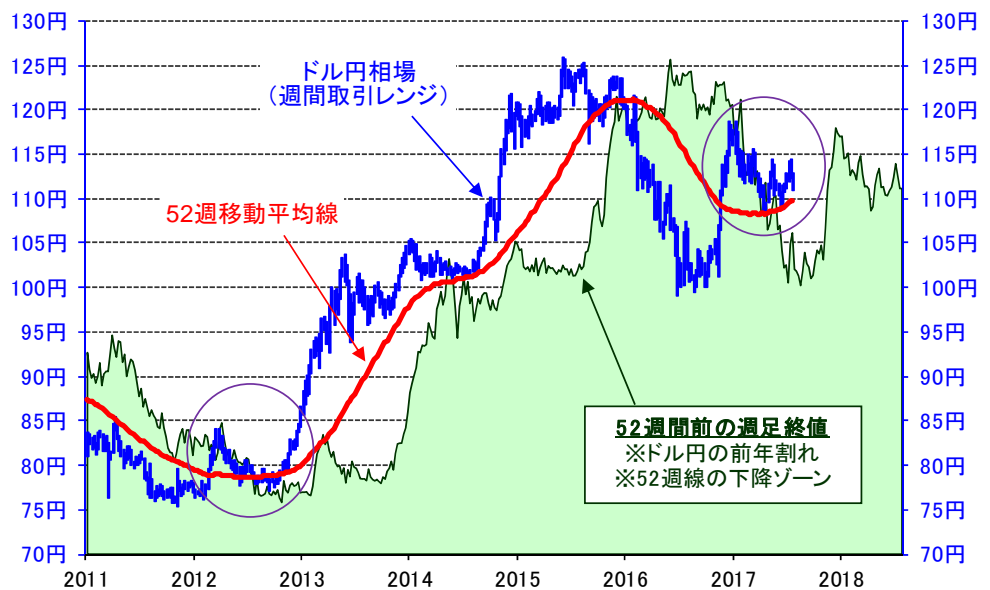
間もなく始まる8月相場を目前に、ここで改めてドル円相場の週足チャートを眺めてみると、多くのドル円ファンが注視している52週移動平均線が今春に底入れ、今月に入って右肩上がりの傾きを強めつつ、1ドル=110円付近へ上昇してきている(図1)。この間、4月安値の108円13銭、6月安値の108円83銭は、いずれも52週線前後の下値サポー

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。

トを受けて切り返しており、テクニカル的にはトレンド反転の成否が問われる正念場を迎えている。今後、ドル円相場が大幅に下落、105 円前後に落ち込む場合は今秋にも 52 週線が右肩下がりに反転、現在観測されている陽転シグナルは「ダマシ」になるが、このまま断続的に上伸、115 円前後の水準で越年する場合は概ね右肩上がりの傾向を維持して来春を迎えることになる。現在、筆者が所属している為替アナリスト業界では、「ドル高派」と「円高派」の意見が対立しているが、今のところ双方ともに明確な勝利宣言をできず、フラストレーションの溜まる日々が続いている。果たして今後、どちらの陣営に軍配が上がるのだろうか。以下、我々の見解をまとめておく。

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

トランプ政権の迷走で、当面のドル円相場は上値の重い雰囲気が続く

まず、当面のドル円相場については、上値の重たい雰囲気が続くだろう。モラー米特別検察官が進めている「ロシア・ゲート」捜査は現在も水面下で進行中だが、この問題について反トランプ色の強い米系メディアは連日のようにスクープ合戦を繰り広げており、捜査途中段階での続報が次々と明るみになる事態が続いている。今月に入り、ロシアゲート疑惑の捜査対象はトランプ大統領の娘婿だけでなく、長男やファミリー企業にまで拡大している様子が伝えられており、この先どこまでの広がりを見せるのか未知数だ。この手の政治・政局絡みのイベントは、経済指標のように結果が判明する日時を特定できないため、いつ、どのような顛末を迎えるのか、部外者の予断を許さぬ怖さがある。一般に多くの市場関係者は、そのような不透明感を非常に嫌う傾向がある。当面、ドル円相場の上値が目立って軽くなりそうな雰囲気ではなく、断続的に1ドル＝110円を割り込む可能性はまだ残っているとみるのが無難だろう。

ただ、米財政出動への期待が萎んでも、金融政策の正常化がドル円相場の下値をサポート

ただし、仮に目先のドル円相場が110円割れの水準に差し込んだ場合でも、「長く定着するレベルではない」との見方は今月も変えていない。我々の為替市場分析チームでは、為替相場のトレンドを決めるのは「政治」ではなく「経済」であるとの判断を堅持しており、ト

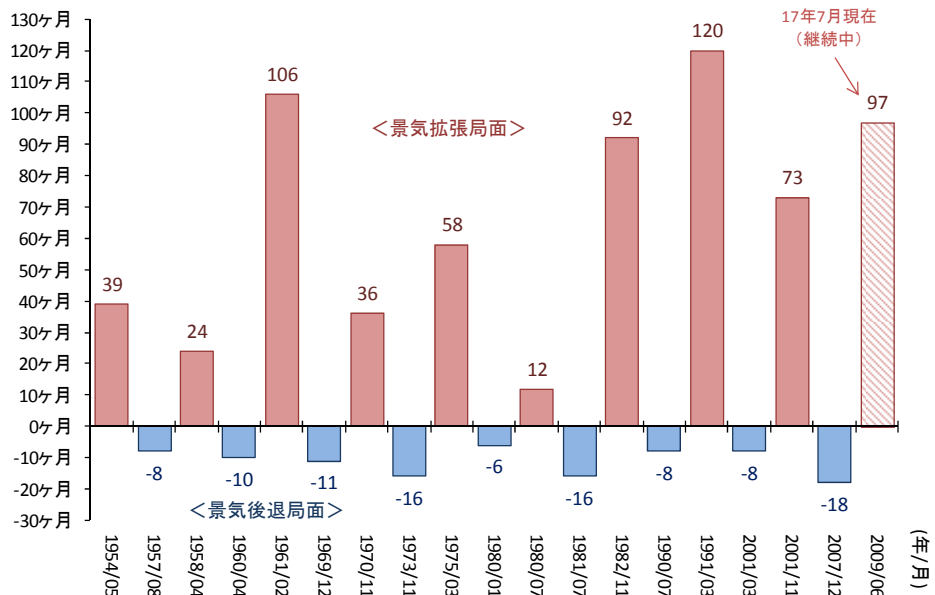
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ランプ政権による大規模減税等の早期成立観測がほぼ剥落した現在でも、ドル円相場が米大統領選挙前の水準には戻らず、右肩上がりに転じ始めた「52 週アラウンド」では底堅く推移している点を重視している。ランプ政権の機能不全が鮮明になる中でも米国の企業業績やマクロ指標に悪影響は及んでおらず、米連邦準備制度(FED)は大統領選挙後に3回も利上げを実施、保有資産の縮小計画を開陳するなど、金融政策の正常化を進めている。一方、米国以外のG7諸国でも金融緩和の出口に向かう胎動が始まる中、日銀だけが異例の金融緩和を持続戦模様で継続していることが、ドル円やクロス円の下値サポートに寄与していると考えられる。今後のドル円相場を展望するに際し、このような金融環境が維持・強化されるか否かが重要だ。

足下の米経済指標に早期悪化の兆候は認められておらず、株価は堅調、米金融政策の正常化観測も根強く残存

まずこの1ヶ月間に発表された米経済指標を俯瞰すると、今のところ、「トランプ政権の迷走」を嫌気してマインド系のサーベイ指標が極端に悪化している様子は認められない。実測による推計等に基づくハード・データでは、一部に市場予想を下回った小売売上など、残念な結果も散見されたが、雇用関連や住宅関連などを中心に概ね市場予想通りの堅調を示しており、市場予想より強い結果を示したのも散見された。海外経済の回復も追い風になって米系多国籍企業の業績は概ね好調であり、米主要株価指数も断続的に過去最高値を更新するなど、総じてみれば「リスクオン」の色彩が強い市場展開が続いている。7月25日～26日に開催された米FOMCでは大方の予想通り追加利上げは見送られたが、声明文に示された景気・物価の見通しに大きな変化がなかったこともあり、平均的な為替市場関係者の間では、前回6月のFOMCで公表された保有資産縮小計画の実現性や今年末から翌年にかけての緩やかな利上げ観測が維持されている。今後の米国経済が「驚くほど強く」なくても、「そこそこの強さ」を維持していれば、「金利」と「量」の両面で金融政策の正常化が進むとの期待は根強く残存している。

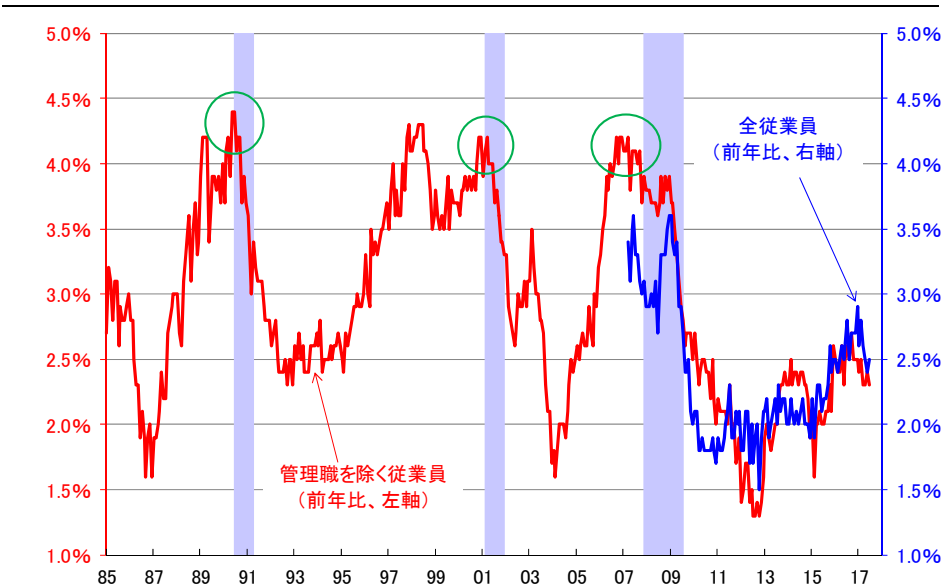
図2: 米国の景気循環における拡張・後退月数



注: 横軸は景気拡張局面、後退局面のスタート時期。翌月から1ヶ月目と数え始めている
出所: 全米経済研究所(NBER)

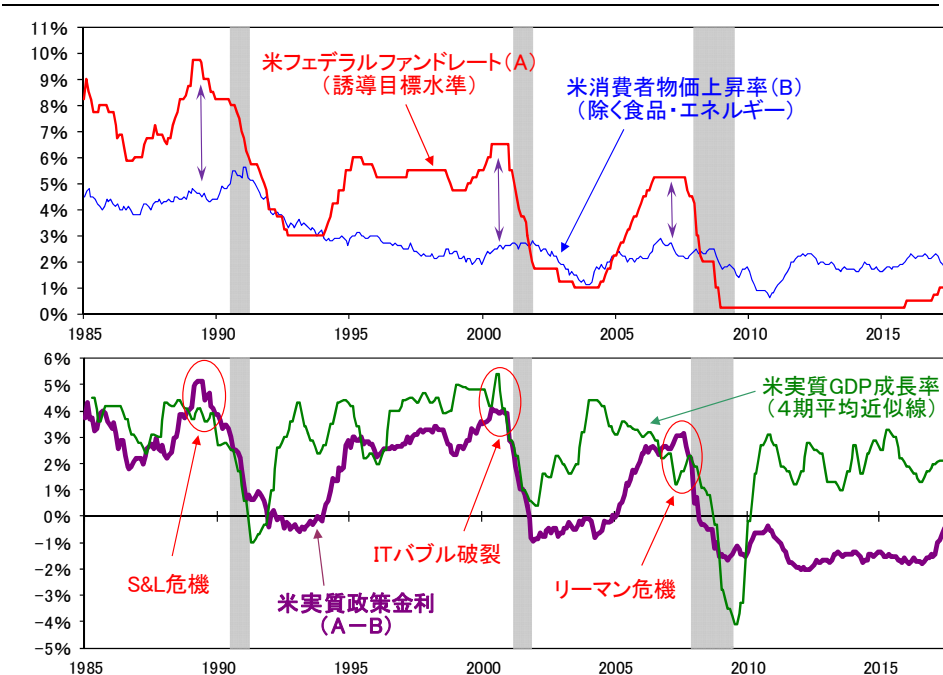
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

図3: 米国の時間当たり賃金上昇率の推移



注: 網掛けは米国の景気後退局面
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4: 米国の実質政策金利と実質経済成長率



注: 月次データ。米国の政策金利は月末値。網掛けは景気後退期
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

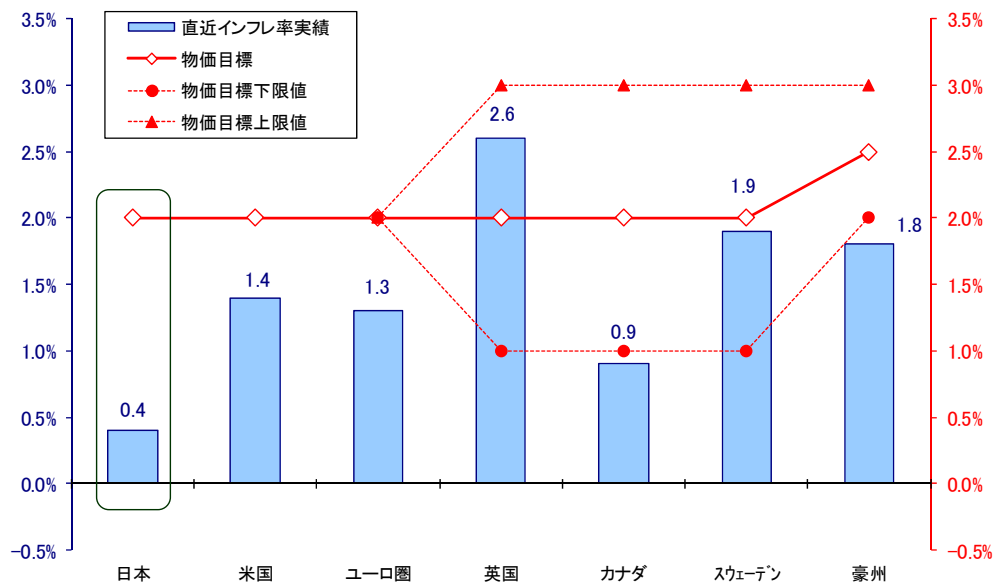
平均的な為替関係者の間で米金融政策の正常化観測が萎むのはまだ先か

米国景気の拡張局面は今年で97ヶ月目に突入しているが(図2)、今のところ、直近3回の後退局面の直前に表れていた賃金の伸び過ぎによる企業業績の圧迫や、実質金利の上がり過ぎによる金融バブル崩壊の兆候は表れていない。戦後最長の120ヶ月を目指す長命景気の到来を期待する声は株式市場関係者を中心に根強く囁かれている(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。

図 4)。「在庫を持たないサービス産業の台頭」と「ビッグデータを活用した在庫管理技術の進歩」などを背景に、近年の米国では景気拡張期が相対的に長く、後退期が短くなりやすい特徴を帯びている。また、戦後最長の 18 ヶ月に及んだ前回の景気後退局面では、リーマン・ショックの影響で景気の谷が非常に深くなったことから、景気の山までの登頂期間が長くなる可能性も一部で指摘されている。平均的な外為市場関係者の間で、米国の金融政策正常化観測が目立って萎縮し始めるのは、まだしばらく先になるのではなかろうか。

図5: 主要通貨圏の物価目標と直近インフレ率実績(2017年7月28日時点)



注: 直近の実績は、各国がインフレ目標の測定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、米国は個人消費デフレータ除く食品・燃料、ユーロ圏と英国はEU基準消費者物価、
 カナダは中銀基調インフレ、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

米国以外の主要国にも金融政策正常化の動きが波及する中、日銀は出口論議を封印

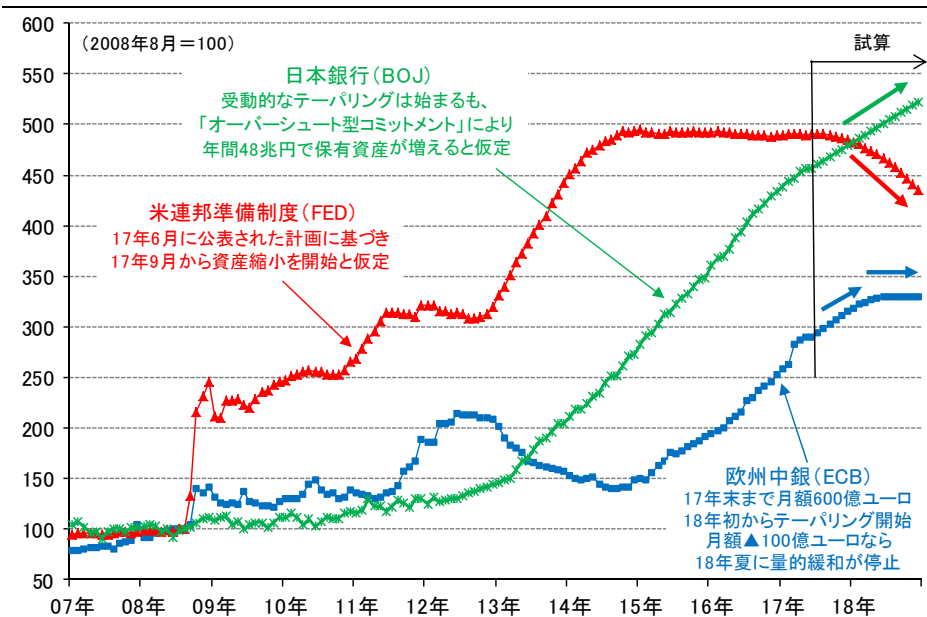
翻って日本の金融政策に目を転じると、異次元緩和の開始から 4 年以上が経過してなお「物価目標 2%」が視野に入っていない。世界の主要中銀が掲げる物価目標とインフレ実績を比べてみると、下方乖離が一番顕著なのは日銀であり(図5)、「短期政策金利＝マイナス 0.1%、10 年金利＝ゼロ%程度」という異例の低金利政策の長期化観測が強まっている。7 月 7 日に日銀は約 5 ヶ月ぶりに「指値オペ」を通知、海外発の金利上昇圧力の国内への波及を許さない姿勢を改めて示した。現在、主要通貨圏の金融政策を比べてみると、既に利上げを 4 回実施した米国が金融緩和の出口政策で先頭を走っており、今月中旬に 6 年 10 ヶ月ぶりの利上げに踏み切ったカナダがこれに続いている。EU 離脱決定後のポンド安でインフレ圧力が強まっている英国でも中銀幹部が利上げの可能性を仄めかしているほか、今月の欧州中央銀行(ECB)理事会後の会見でドラギ総裁は今秋に来年の量的緩和について議論すると発言、多くの市場関係者が年明けからのテーパリング開始と完了後の利上げの可能性を意識し始めている。G7 諸国の中央銀行で金融緩和の出口論を封印しているのは日銀だけだ。

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。

金融政策の量的側面でも、日銀の緩和姿勢が際立っている

日銀緩和の量的側面に注目しても、国債の購入実績が年 80 兆円ペースから落ちてきているため、事実上は「受動的」なテーパリングが始まっているが、昨年夏場に市場を騒然とさせた「総括的な検証」を経て、日銀による金融政策の主な操作目標は「量」から「金利」に変更されている。国内金利の上昇を制御可能な範囲内で日銀の国債購入額が変動するのは自然な現象だ。一方で、量的緩和の継続についても基本的なスタンスは変わっておらず、「毎月の資産購入額をゼロにすることを目指して減額する」という本来の意味でのテーパリングは日銀内では全く議論されていない。「インフレ率の見通しではなく実績が安定的に目標 2%を超えることを目指す」という「オーバーシュート型コミットメント」を撤回しない限り、ペースマネーの漸増がオープンエンドで続く仕組みも健在だ。現在、世界 3 大中銀の総資産指数を比較してみると、先月の FOMC で詳細な保有資産の縮減計画を公表した米国が量的緩和の出口政策で先頭を走っており、ユーロ圏でも今春から月間の資産購入額を 800 億ユーロから 600 億ユーロへと「能動的」に減額、来年年明けからのテーパリング開始によって総資産の膨張が止まる可能性が意識されている。一体いつになったら異例の金融緩和の出口が見えてくるのか分からない日本との金融政策の方向感の違いは量の面でも明白だ(図 6)。

図6: 世界三大中銀の総資産指数(現地通貨ベース)の推移



出所:実績はブルームバーグ、先行きは各種報道を参考に三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

「日銀緩和による円安ストーリー」が古くて新しい市場のテーマとして蒸し返され始めている

蛇足になるかもしれないが、今月 23 日に日銀審議委員として 5 年間の任期を終えた木内登英(きうち・たかひで)氏、佐藤健裕(さとう・たけひろ)氏の後任として、24 日から鈴木人司(すずき・ひとし)氏、片岡剛士(かたおか・ごうし)氏が審議委員に就任している(表 1)。25 日に行われた就任記者会見では、両氏ともに物価目標 2%の達成に向けた金融緩和の継続に前向きな見解を示し、多くの市場関係者に「現在の日銀執行部に近い考え方を持っている」との印象を与えた。民主党政権の治世下で任命された審議委員 2 名の任期切れをもって、安倍内閣による任命比率が 100%の日銀金融政策決定会合が完成しており、次回 9 月 21 日の会合における多数決の結果は、これまで市場が慣れ親しんでい

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。

た「賛成 7、反対 2」から「賛成 9、反対 0」に近づく可能性が意識されている。洋の東西を問わず、「金融政策絡みの人事」はマーケット・トークの題材として好まれやすい傾向がある。本邦における異次元緩和の長期化観測は、一層強固になるかもしれない。米国と比較した金融政策の方向格差だけでなく、他の G7 諸国との印象格差も強まる中、アベノミクスの初期段階で猛威を振るった「日銀緩和による円安ストーリー」は、古くて新しいマーケット・トークの素材としてクロス円市場を中心に蒸し返されつつある。米国における金融政策正常化観測が消えない限り、ドル円市場にもやがて伝染する時期が来るのではなからうか。

表1: 日銀金融政策決定会合のメンバー

総裁	黒田東彦(くろだ・はるひこ)	
	2013年3月20日 ~ 2018年4月8日 アジア開発銀行総裁	
副総裁	岩田規久男(いわた・きくお)	中曾宏(なかそ・ひろし)
	2013年3月20日 ~ 2018年3月19日 学習院大学教授	2013年3月20日 ~ 2018年3月19日 日本銀行理事
委員	鈴木人司(すずき・ひとし)	片岡剛士(かたおか・ごうし)
	2017年7月24日 ~ 2022年7月23日 三菱東京UFJ銀行 取締役	2017年7月24日 ~ 2022年7月23日 三菱UFJリサーチ&コンサルティング 上席主任研究員
委員	桜井 真(さくらい・まこと)	政井貴子(まさい・たかこ)
	2016年4月1日 ~ 2021年3月31日 サクライ・アソシエイト国際金融研究センター代表	2016年6月30日 ~ 2021年6月29日 新生銀行 執行役員
委員	原田泰(はらだ・ゆたか)	布野幸利(ふの・ゆきとし)
	2015年3月26日 ~ 2020年3月25日 早稲田大学 政治経済学術院特任教授	2015年7月1日 ~ 2020年6月30日 トヨタ自動車 相談役
退任委員	佐藤健裕(さとう・たけひろ)	木内登英(きうち・たかひで)
	2012年7月24日 ~ 2017年7月23日 モルガン・スタンレーMUFJ証券 債券調査本部長	2012年7月24日 ~ 2017年7月23日 野村證券 金融経済研究所 経済調査部長

注: 赤色は第二次安倍政権発足後に選ばれたメンバー、水色はそれ以前に選ばれたメンバー
出所: 日本銀行、各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

従来のドル高・円安の予測パターンを維持

以上の諸点から総合的に判断して、先月末の定点観測レポートで提示した我々の為替相場見通しの骨格を殆ど変えずに維持しておきたい。先月末から足下にかけてユーロ高・ドル安が想定以上に加速した現実を踏まえ、ユーロドル相場とユーロ円相場の予測レンジと末値については上方修正を施したが、ドル円相場の予測パターンは全く変えずにキープしている。現時点で我々が想定している2018年1-3月期末の値は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。もちろん、今秋にも米国景気の失速懸念が強まって、米金融政策の正常化観測が急速に萎える場合は1ドル=110円割れの水準が早晚定着、年度末に向けて105円割れを試すリスクを意識すべきだが、現時点ではその実現可能性は相対的に低く、メイン・シナリオより高くなるとは考えていない。今後も地道な米経済指標の観察活動および日米金融政策の印象格差に趨勢判断の軸足を置きつつ、時宜に応じた予測パターンの精査を心掛けたいと考えている。

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。

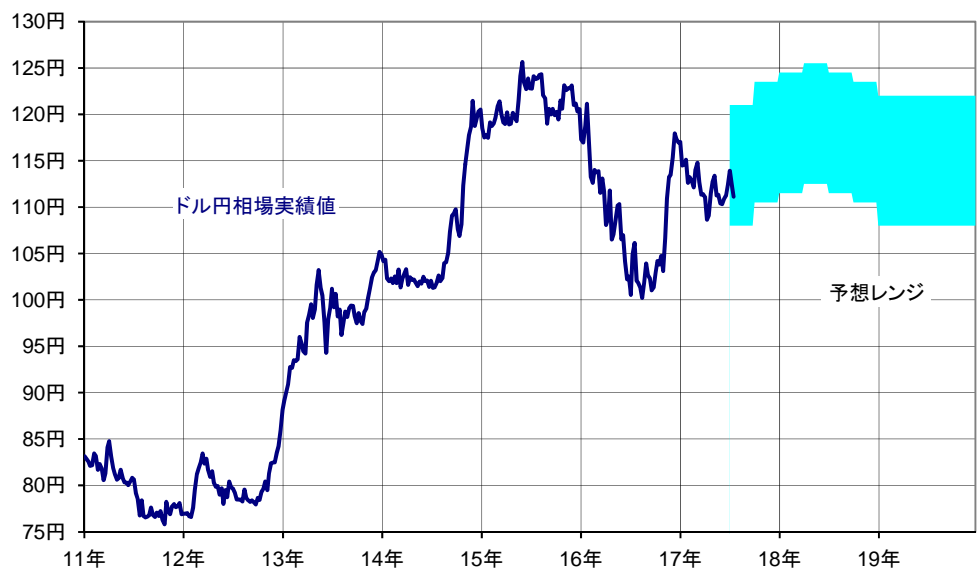
内閣の支持率低下を受けて、早期退陣ならアベノミクス相場の逆流懸念が高まるが、経済最優先の政策に回帰する可能性も

なお、現時点では我々の予測に反映させていないが、今後のドル円相場の攪乱要因として、日本の政局や政策が激変するリスクに留意したい。各種メディアが実施する世論調査で内閣の支持率が軒並み急落する中、今後何らかの理由で首相が早期退陣を余儀なくされた場合、一時的には「アベノミクス相場」の終焉観測や「アベ・キャリア・トレード」の手仕舞い観測が市場を席卷、日本株安・円高の共鳴現象が増幅される可能性がある。一方、来年9月の自民党総裁選や12月の衆院任期満了までの解散・総選挙の可能性を踏まえ、「安倍首相が3期9年の長期政権を目指す気ならば、経済最優先の原点に回帰するのではないか」との見方も台頭している。7月2日の東京都議選での大敗から一夜明けた翌朝、安倍首相は「(政権交代を果たした時の)初心に戻る」と明言しており、大胆な金融緩和と機動的な財政運営を両輪に据えたアベノミクス再起動の可能性も否定できない。

ただ、政治的失点を経済的得点で帳消しにするには、生半可な政策は難しいとの意見も

具体策については五里霧中だが、「森友」、「加計」のダブル学園問題、党所属議員や主要閣僚らによる不適切な言動などで積み重ねてしまった政治的失点を帳消しにできるほどの景況感の高揚を演出するためには生半可な政策では無理だろう。①シムズ理論を根拠にした物価目標2%達成時期までの「消費増税の凍結」や「財政プライマリー収支均衡目標の撤廃」、②「こども保険」の導入や「教育国債」の発行などを絡めた教育無償化の実現、③昨年7月の参議院選挙後に盛り上がった「政府・日銀ヘリマネ騒動」の定着を狙った真性ヘリコプターマネー政策のワントイムの導入、などが政官財学界の各種勢力の間で期待、あるいは懸念されているようだ。いずれもアナウンスされた場合は相応のマーケット・インパクトを呼ぶ可能性がある。8月3日にも予定されている内閣改造後の支持率の反応を踏まえた安倍首相の出处進退や政策対応には一定の注意が必要だろう。

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

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。

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 (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、これを目的とした使用を認めておりません。

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。

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。