

【欧州債投資の視点】No.515

ECB理事会(20年6月):期待を上回るQE拡大で信頼回復へ

インベストメントリサーチ部 マーケットエコノミスト 大塚 崇広

ポイント

- QEの拡大と延長を決定。残高規模は6,000億ユーロ増額、実施期間は6ヵ月延長(20年末→21年6月末)
- なぜ6,000億ユーロ増額か?:供給側(「復興基金」&ドイツ追加対策)を意識+市場の期待を上回る姿勢
- 次なる一手は?:追加緩和への切迫感は低下も、今後も市場や供給側の動向次第でQE拡充を決断へ

6月 ECB 理事会:QE 拡大と延長を決定。収穫は「期待を上回ったこと」

6月4日(木)のECB理事会(スタッフ予想の改訂あり、表1)は、3月18日に導入したパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の目標残高を6,000億ユーロ増額(7,500億ユーロ→1兆3,500億ユーロ)。加えて、同プログラムの実施期間を「少なくとも2021年の6月末まで」として6ヵ月延長。また、新たにPEPPの再投資に関するフォワード・ガイダンスを導入して、「少なくとも2022年末まで」再投資を継続する意向を表明。その他、APP(昨年9月決定の再開分+3/12追加分)や政策金利、それらに関するフォワード・ガイダンスの変更はなし。また、一部で期待されていたQEにジャンク債を含める措置は導入されなかった。QEの増額幅は市場予想(5,000億ユーロ)を上回り、マーケットは今回の決定を好感。後述の通り、市場の期待に応えよう、あるいは期待を超えようとするECBの姿勢を垣間見れたことは収穫と言えよう。

表1:ECBスタッフ見通し

スタッフ見通し	2020年6月見通し				2020年3月見通し			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2021年
実質GDP	1.2%	-8.7%	5.2%	3.3%	1.2%	0.8%	1.3%	1.4%
インフレ率	1.2%	0.3%	0.8%	1.3%	1.2%	1.1%	1.4%	1.6%
インフレ率 (除くエネ・食品)	1.0%	0.8%	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%

注:5/1公表のECBによるシナリオ別成長見通しにおける中位(medium)シナリオでは20年:▲8%、21年+5%であった。
出所:ECBより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

なぜ今 6,000 億ユーロの QE 増額か?:供給側の動向と市場予想を意識

ECBはなぜ今回、6,000億ユーロのPEPP拡大に踏み切ったのか。ラガルド総裁は「コロナ前のインフレ軌道(the pre-COVID inflation path)に戻るため」と回答したが、背景には供給側の動向(「復興基金」における事実上の「EU共同債」発行+ドイツ追加経済対策による追加国債発行)と市場の期待もあったに違いない。理事会後のロイターによるリーク報道によると、ドイツやフランスのほかオランダなど数カ国が、市場で出していた5,000億ユーロ増額との見通しに沿った増額を提案。一方、南欧の1カ国が7,500億ユーロの増額を

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。

提案。結果、6,000億ユーロに落ち着いたとのこと。「復興基金」の供与型部分の規模は（未確定ながら）5,000億ユーロ。ドイツの追加経済対策は1,300億ユーロ。合計すると、ほぼ同等の規模になる。ECBはこれまで、総裁の失言等で市場の信頼を失うこともあったが、今回の決定でECBへの信頼感は向上したように思える。

なお、フローの買入れペースはほぼ変わらないか、やや減速する見込み。これまでは「約9ヵ月で7,500億ユーロ買入れ（833億ユーロ/月）」であったが、今後は「約15ヵ月で1兆3,500億ユーロ（900億ユーロ）」と若干ペースが加速するようにみえるが、直近は1,000億ユーロ/月を上回るペースで買われていることを踏まえると（表2）、買入れペースはやや減速する見込み。

他方、PEPPの再投資に関するフォワード・ガイダンスの導入は、暗黙の了解を明文化したに過ぎず、インパクトは小さい。この他、記者からはドイツ連邦憲法裁判所がECBによるQEの一部を違憲としたことに関する質問が多かったが、ラガルド総裁は従来の見解を繰り返した。すなわち、ECBはドイツ連邦憲法裁判所ではなく欧州司法裁判所の管轄下にあり、その欧州司法裁判所はECBのQEを合法と判断している。ドイツ連邦憲法裁判所の判断には注目しているが、ECBの独立性が脅かされることはないとして、金融政策が今回の判決に縛られることはないとの旨の考えを改めて表明した。

次なる一手は？：今後も市場や供給側の動向次第でQE 拡充を決断へ

声明文の表現を見る限り、追加緩和への切迫感は低下したように思えるが¹、市場や供給側（各国による追加経済対策）の動向次第では、再びECBはQEの拡充に動くであろう²。ドイツ金利への影響としては、供給見合いでのQE増額であるなら、需給面での影響は小さい。需給よりも、コロナ後の景気動向を巡るリスクオン・オフの方に左右されるであろう。今後はロックダウン緩和による景気底打ちがより意識されそうで、ドイツ長期金利には上昇圧力がかかろう。もともと、経済（実質GDP）水準がコロナ前に戻るには長い時間がかかる見込みで、金利上昇にも自ずと限界があるはずだ。ドイツ長期金利の継続的な水面浮上（プラス金利化）は困難と当方は引き続き考えている。各国の対独スプレッドはヒストリカルにみるとそもそも需給による影響よりも、マーケットのリスクオン・オフや政治動向に左右されやすく、コロナ危機が終息に向かえば素直にスプレッド縮小と当方は考えている。

¹ 4月理事会声明文にあった「PEPPの規模拡大と構成を調整する完全な用意がある」との表現が削除された。

² 一方で、現下の状況においては信用不安をかえって煽りかねないマイナス金利深掘りの可能性は低いであろう。

表2: ECBによるQE (量的緩和) 純購入額〔月次〕

(億ユーロ)

		QE 合計										
		APP 合計 (昨年9月決定の再開+3/12の追加分)										PEPP
		公的部門証券 (PSP)	国債・地方債等				国際機関債	ABS	社債	カバード債		
			ドイツ	フランス	イタリア	スペイン						
2019年 11月	241	241	145	56	2	10	30	13	13	24	59	—
		100.0%	60.1%	23.4%	0.6%	4.1%	12.3%	5.2%	5.2%	10.2%	24.6%	—
12月	154	154	125	14	53	0	6	15	2	9	18	—
		100.0%	81.2%	9.3%	34.1%	-0.2%	3.8%	9.7%	1.5%	5.6%	11.7%	—
2020年 1月	204	204	124	4	74	46	2	2	-3	37	46	—
		100.0%	60.9%	1.8%	36.4%	22.3%	1.0%	1.2%	-1.6%	18.1%	22.6%	—
2月	234	234	141	30	19	23	20	24	2	33	57	—
		100.0%	60.3%	12.8%	7.9%	9.7%	8.6%	10.3%	0.9%	14.2%	24.5%	—
3月	666	511	373	20	89	119	54	36	29	39	70	154
		76.8%	56.1%	3.1%	13.3%	17.8%	8.1%	5.4%	4.4%	5.9%	10.5%	23.2%
4月	1,418	384	296	6	83	109	43	29	-3	36	56	1,034
		27.1%	20.9%	0.4%	5.9%	7.7%	3.0%	2.0%	-0.2%	2.5%	3.9%	72.9%
5月	1,540	382	290	66	55	29	51	37	0	38	54	1,159
		24.8%	18.8%	4.3%	3.5%	1.9%	3.3%	2.4%	0.0%	2.5%	3.5%	75.2%

注：下段はQE合計に対する割合

出所: ECBより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

表3: ECBによるPEPP (パンデミック緊急購入プログラム) 純購入額の詳細

(億ユーロ)

	パンデミック緊急購入プログラム (PEPP)													
	ABS	カバード債	社債	CP	国債・地方債等								国際機関債	
					ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	オランダ	ベルギー	ポルトガル	その他		
3～5月	2,347	0	21	106	354	467 25.1%	236 12.6%	374 20.0%	224 12.0%	104 5.6%	65 3.5%	42 2.2%	216 11.6%	139 7.5%
規則上の割合 (脚注)						23.7%	18.4%	15.3%	10.7%	5.3%	3.3%	2.1%	11.2%	10.0%

注：下段はPEPPの公的部門証券購入 (国債・地方債等+国債機関債) に対する割合。「規則上の割合」はキャピタル・キー規則に基づく購入割合

出所: ECB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。

表4: ECBによるQE (量的緩和) 純購入額〔週次〕

(億ユーロ)

	QE合計	APP合計(昨年9月決定の再開+3/12の追加分)					PEPP
			公的部門				
			証券 (PSPP)	ABS	社債	カバード債	
3/16~3/20	174	174	130	10	21	13	—
		100.0%	74.7%	5.7%	12.1%	7.5%	—
3/23~3/27	236	236	200	6	13	17	—
		100.0%	84.7%	2.5%	5.5%	7.2%	—
3/30~4/3	341	39	10	6	19	4	302
		11.4%	2.9%	1.8%	5.6%	1.2%	88.6%
4/6~4/10	368	163	134	1	16	12	205
		44.3%	36.4%	0.3%	4.3%	3.3%	55.7%
4/13~4/17	206	6	-21	-2	14	15	200
		2.9%	-10.2%	-1.0%	6.8%	7.3%	97.1%
4/20~4/24	354	94	91	-4	7	0	260
		26.6%	25.7%	-1.1%	2.0%	0.0%	73.4%
4/27~5/1	209	-12	-7	-3	0	-2	221
		-5.7%	-3.3%	-1.4%	0.0%	-1.0%	105.7%
5/4~5/8	448	107	71	1	25	10	341
		23.9%	15.8%	0.2%	5.6%	2.2%	76.1%
5/11~5/15	433	144	109	1	24	10	289
		33.3%	25.2%	0.2%	5.5%	2.3%	66.7%
5/18~5/22	415	114	96	-4	11	11	301
		27.5%	23.1%	-1.0%	2.7%	2.7%	72.5%
5/25~5/29	244	16	13	2	-6	7	228
		6.6%	5.3%	0.8%	-2.5%	2.9%	93.4%

注 : 下段はQE合計に対する割合。週次ベースでは国別割合は公表されていない。

出所: ECB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。

表5: ECBによる政策変更の変遷

ECBの主な政策決定事項(2020年～)	
(2020/3/2)	※FRBや日銀に続いて新型コロナウイルスに関する声明を発表 …「必要に応じて潜在的リスクに見合った適切かつ的を絞った措置を講じる用意がある」
2020/3/12	● QE関連 …APPとは別に購入枠を設定。20年末までに総額1,200億ユーロ分、民間資産を中心に買入れ ● TLTROⅢの条件緩和 …提供金利の一時的(20年6月実施分から1年間)引き下げ(▲0.25%pt)等 ● LTRO再開 …TLTROⅢの6月実施分までのつなぎとして週1回実施(提供金利は中銀預金金利) ※その他: 銀行の資本要件緩和 ※「我々は(対独)スプレッドを縮小させるためにここにいるわけではない」との総裁発言に市場は失望
2020/3/18 (臨時会合)	● QE関連 …パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を導入。今年末までの間に総額7,500億ユーロ …対象は既存のQEプログラム下のすべて+ギリシャ国債、CP …キャピタル・キー規則は「柔軟」に対応、その他規則の修正も示唆 ※その他: ECBのオペ利用時における担保の要件緩和
(2020/3/25)	● QE関連 …PEPPに関しては33%の購入制限が適用されない旨の法的文書を公表
2020/4/7 (臨時会合)	● 資金提供における担保要件の緩和 …ギリシャ債の受け入れやヘアカット引き下げ等
2020/4/22 (臨時会合)	● 資金提供における担保要件の緩和 …格下げ後もBB格以上で4/7時点で格付け要件を満たしている債券は適格担保と認める等
2020/4/30	● TLTROⅢの条件緩和 …提供金利を更に▲0.25%pt引き下げ(「MRO金利、預金ファシ金利」-50bp) ● PELTRO(パンデミック緊急長期資金提供オペ)の導入 …提供金利は、MRO金利-25bp。貸出条件はなし …20年5月より年末まで計7回。満期日は21年7月～9月(実施日によって異なる)
2020/6/4	● QE関連 …PEPPの規模を6,000億ユーロ増額(7,500億ユーロ→1兆3,500億ユーロ) …PEPPの実施期間を6ヵ月延長(「少なくとも21年6月末まで」に) …PEPPの再投資に関するフォワード・ガイダンスを導入(「少なくとも2022年末まで」再投資継続)

出所: ECBより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(6月5日 8:30)

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、三菱倉庫。

免責事項

本資料は、MUMSSが、本資料を受領されるMUMSS及びその関係会社等のお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨、あるいは特定の証券取引その他の金融商品取引の勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本資料内でMUMSSが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。本資料の作成者は、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。

本資料に含まれる情報は、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。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。また、MUMSS及びその関係会社等は本資料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・保証をするものでもなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。本資料に含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではありません。本資料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は本資料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、MUMSSの現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料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、そのアドレス等がMUMSS自身のものである場合を除き、ウェブサイト等の内容についてMUMSSは一切責任を負いません。MUMSSは、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している、あるいは今後発行する場合があります。また、MUMSSは関係会社等と完全に独立して資料を作成しています。そのため、本資料中の意見、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資料に示されるものと乖離する場合があります。

本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券又は金融商品は、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。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本資料は、特定のお客様のための投資判断に向けられたものではなく、本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本資料で言及されている有価証券や金融商品に関連する投資及びサービスは、全てのお客様にとって適切とは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・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及びその関係会社等は、お客様が本資料を利用したこと又は本資料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みますが、これらに限られません）についても一切責任を負わないとともに、本資料を直接・間接的

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。

に受領するいかなる者に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客様自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任はお客様にあります。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆、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。

MUMSS その他 MUFG 関係会社等、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本資料に言及された有価証券、同有価証券の派生商品及び本資料に記載された企業によって発行されたその他の有価証券を、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、本資料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係会社等に幅広い金融サービスを提供もしくは同サービスの提供を図ることがあります。本資料の利用に際しては、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に留意ください。なお、MUMSS は、会社法第 135 条の規定により自己の勘定で MUFG 株式の取得を行うことを禁止されています。

本資料で言及されている有価証券、金融商品等は、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。本資料の配布及び使用は、資料の配布・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個人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: 本資料が英国において配布される場合、本資料は 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)。本資料は、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、本資料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。本資料は、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。本資料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: 本資料は Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSS は日本で証券業務その他の金融商品取引業の登録を受けております。本資料が米国において配布される場合、本資料は 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)。本資料が MUSA の米国外の関係会社等により米国内へ配布される場合、本資料の配布対象者は、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。MUSA 及びその関係会社等は本資料に言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。

本資料は有価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。本資料は FINRA の規制に基づいて作成されています。本資料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 はその内容について責任を負っています。本資料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。本資料内 (添付文書を含む) の税金に関する記述は MUSA 及び関係会社以外の個人・法人が本資料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ものではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

日本: 本資料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 が行います。

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.43% (税込み) (ただし約定代金 193,000 円以下の場合は最大 2,750 円 (税込み)) の手数料が必要となります。

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。

外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書 (Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。

本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません (金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

外国株式を委託取引で売買する際は、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のあるお店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大 1.1% (税込み) の手数料が必要となります。外国株式を国内店頭取引で売買する際は、対価のみの受払いとなります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

非上場債券 (国債、地方債、政府保証債、社債) を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきま

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。

す。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

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、MUSG Securities Asia Limited Singapore Branch（以下、MUS(Asia) シンガポール支店）とのアレンジに基づき配布されます。MUSG Securities Asia Limited は香港の法律に準じた組織であり、Hong Kong 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。MUS(Asia) シンガポール支店は Securities and Futures Act（“SFA”）in Singapore の規制に基づき、キャピタルマーケット・サービス・ライセンス（“CMS Licence”）を有しております。

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(Asia) シンガポール支店は 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(Asia) シンガポール支店にご連絡ください。

香港: 本資料が香港において配布される場合、本資料は MUSG のグループ会社である MUSG 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。本資料は 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: 本資料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。本資料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。本資料がカナダにおいて配布される場合、本資料は MUS(EMEA)又は MUSA により配布されます。MUSA は international dealer exemption の措置により次の各州、準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、ニュー・ブランズウィック州、ニューファンドランド・ラブラドル州、ノースウエスト準州、ノバ・スコシア州、ヌナブト準州、プリンス・エドワード・アイランド州、サスカチュワン州、ユーコン準州。MUS(EMEA) 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。本資料はカナダにおける 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。本資料に含まれる情報は、いかなる場合においても、カナダの州、準州において、目論見書、広告、公募又は特定の証券の売買の勧誘若しくは申込みを目的としたものではありません。また、いかなる場合においても、本資料に含まれる情報は、カナダの州、準州において投資上のアドバイスとして解釈されるものではなく、また顧客のニーズを考慮して作成されているものではありません。

本資料は、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）。

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は MUMSS の著作物であり、著作権法により保護されています。MUMSS の書面による事前の承諾なく、本資料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

（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。