

為替相場の展望

～安定化する世界経済と金融市場の動向～

2018年3月

Global Markets Research

石丸 伸二

目次

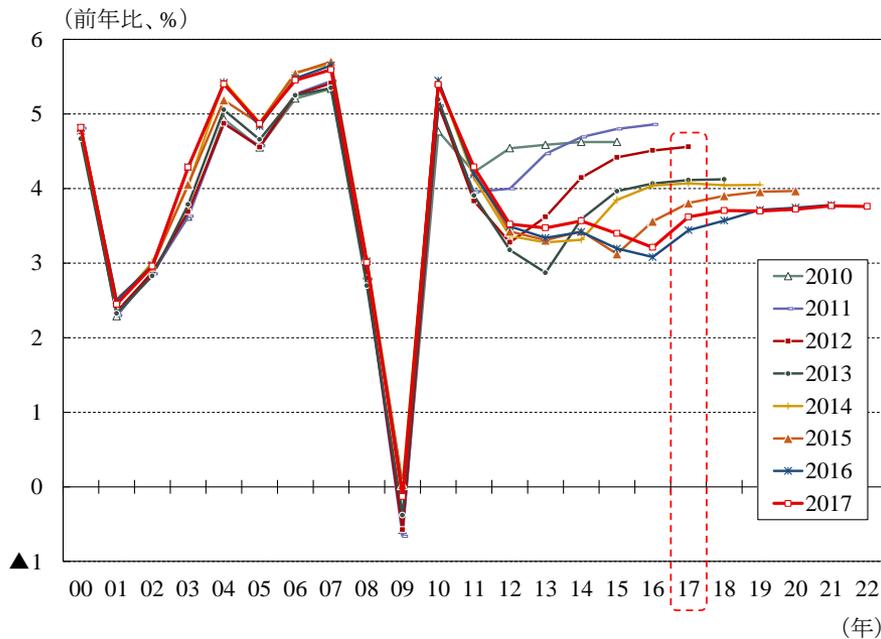
1. 世界経済の潮流・・・P3
2. トランプ相場と米金融政策・・・P9
3. 円相場・・・P15
4. 商品市況・・・P21
5. ブラジルリアル相場・・・P24

1. 世界経済の潮流

2017年は世界経済の先行きに明るさが増した一年

- 2010年以降、景気見通しは地滑りを起こし低下したが、2017年は久しぶりに上向く動き。ただし、先行きもここ数年のペースから目立って加速する訳ではない。
- 物価見通しはエネルギー価格の振れに左右される展開が続いたが、今後は+3%台前半で落ち着く見込み。物価の変動が持続的な成長を阻んできたことを踏まえれば、世界経済の成熟として前向きに評価できる。
- なお、名目ベースの経済が拡大し難くなるため、経済主体の行動が変化していく可能性には要注意。

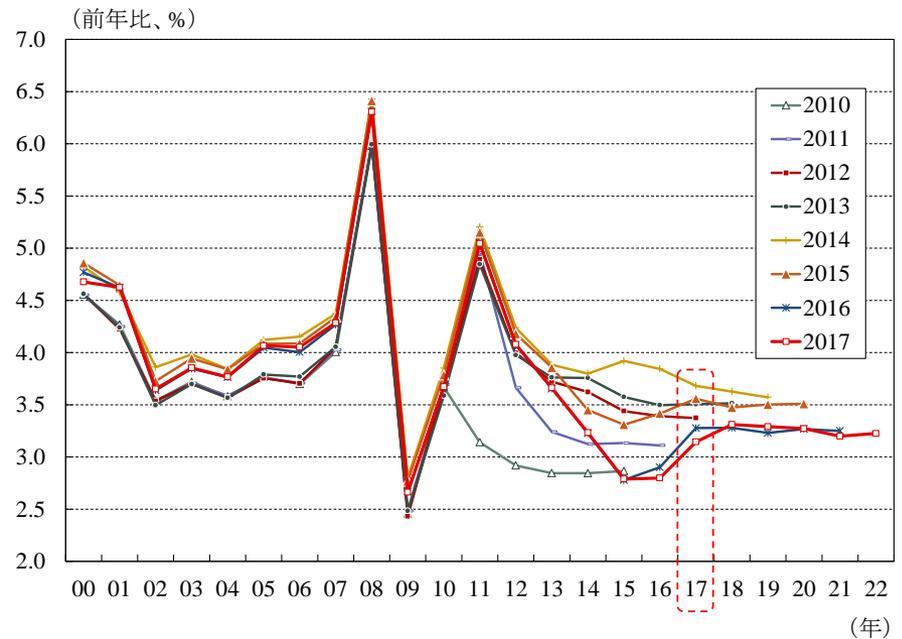
景気見通しの推移(世界)



(注) 各年10月公表分。

(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

物価見通しの推移(世界)



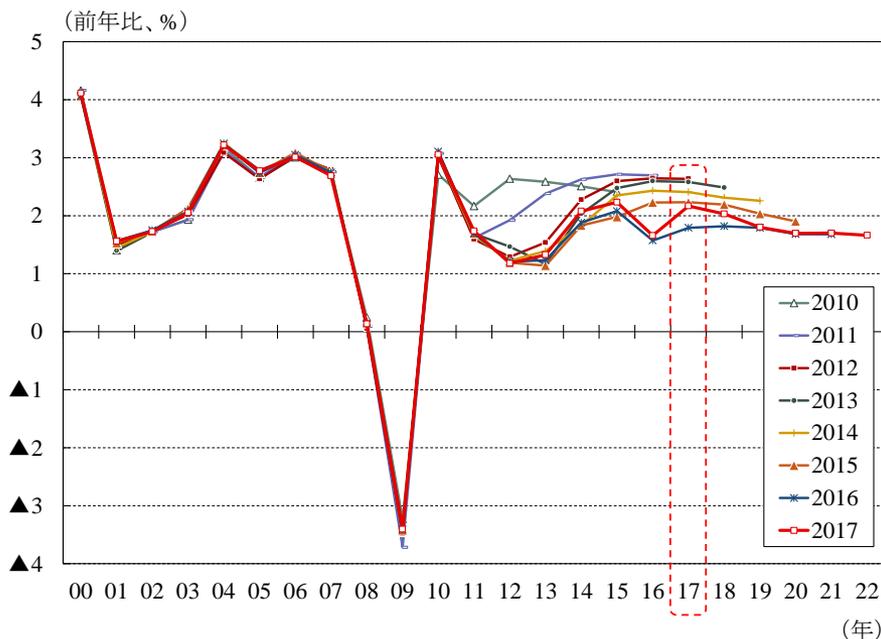
(注) 各年10月公表分。

(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

負の連鎖が断ち切れ景気は新しい局面を迎える

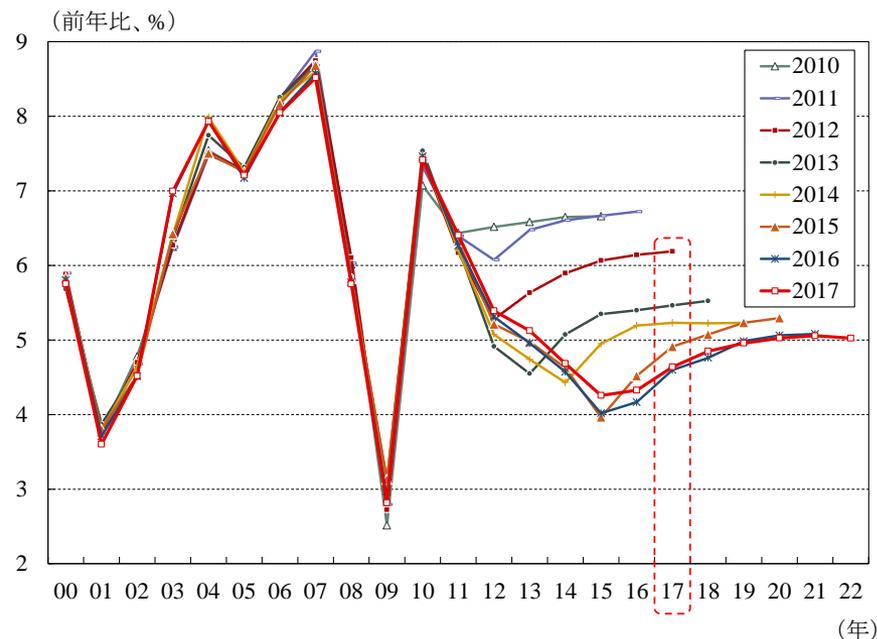
- 先進国の景気見通しは、金融危機からの反発とその揺り戻しを経験しながらも相応に底堅く推移。
- 2017年の景気は先進国が上振れ要因であり、その背景は世界的な需要の回復に伴う輸出の増加。
- 新興国・途上国の景気見通しはこれまで低下の一途を辿っており、世界経済の地滑り的な不調を招いた主犯であった。悲観一色だった新興国・途上国に対する見方も足元でついに転換。

景気見通しの推移(先進国)



(注) 各年10月公表分。
 (資料) IMFより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

景気見通しの推移(新興国・途上国)

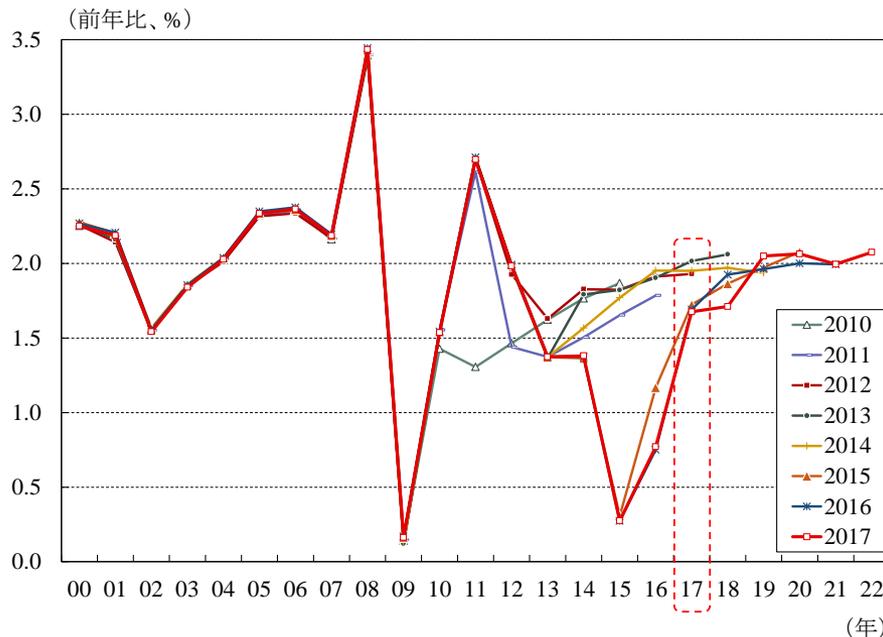


(注) 各年10月公表分。
 (資料) IMFより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

新興国・途上国は物価安定に向かうも先進国には新たな問題が浮上

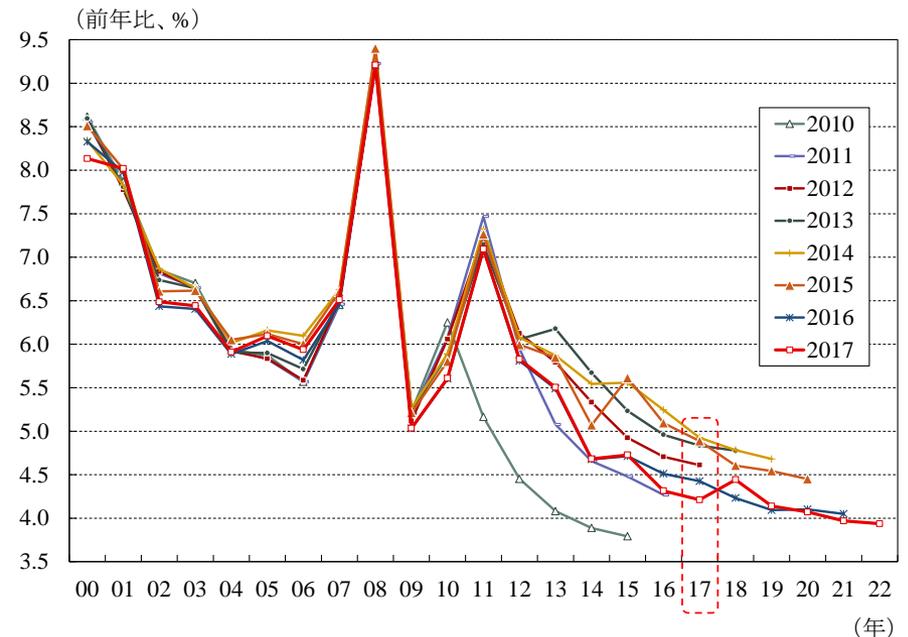
- 先進国の物価見通しについては、エネルギー価格が振れをもたらしてきたが、その動きはすでに一巡。
- 新興国・途上国にもエネルギー価格の影響は観察されるが、より重要なのは趨勢的なインフレ率の低下。
- 先行き、新興国・途上国が物価の安定に近づく一方、先進国にはディスインフレやデフレという新たな懸念が浮上。

物価見通しの推移(先進国)



(注) 各年10月公表分。
 (資料) IMFより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

物価見通しの推移(新興国・途上国)

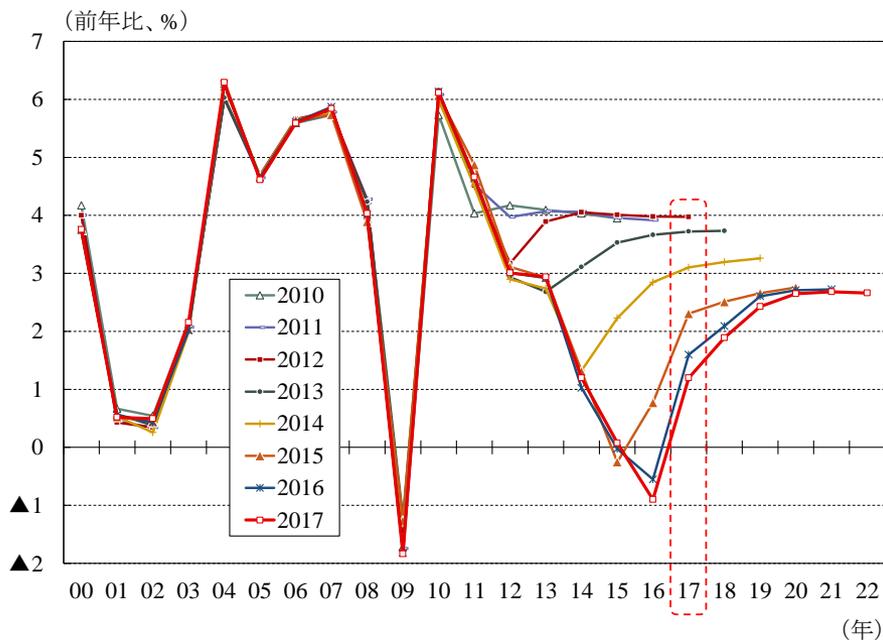


(注) 各年10月公表分。
 (資料) IMFより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

資源ブームに翻弄された中南米もついに新たな時代を迎える

- 中南米の景気見通しは大幅な下方修正が連続。中国経済の拡大、資源価格の上昇、拡張的な財政政策といった要因の連鎖的な消失が背景。漸くその調整も終わり、反発した景気は徐々に勢いを増す見込み。
- 物価見通しは水準が一段低下する動き。通貨安や財政緊縮の影響も一巡し、物価の安定が視野に。
- 景気後退とインフレ高進で失われていた中銀の裁量が回復し、物価の安定と持続的な成長という地に足の着いた経済が実現しつつある。

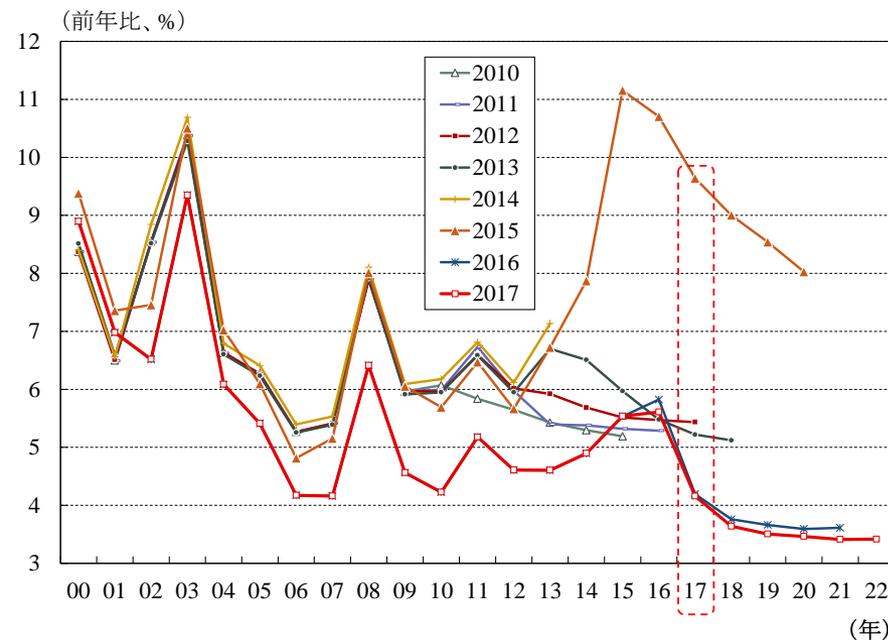
景気見通しの推移(中南米)



(注) 各年10月公表分。

(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

物価見通しの推移(中南米)



(注) 各年10月公表分。2016年、2017年はアルゼンチンとベネズエラを除く数値。

(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

中南米においてリスク要因の所在はやはり政治

- 2017年に生じた世界経済の改善において新興国・途上国が果たした役割は大きい。先行き、新興国・途上国から始まった世界経済の順回転を先進国が加減する構図。
- 先進国は物価面の新たな課題に直面しつつ、多くの中銀が出口政策に向かうため、その直接・間接的な影響を見極める必要あり。
- 2018年は中南米の多くの国で大統領選挙が予定されているが、コロンビアの和平合意、メキシコの構造改革、ブラジルの財政再建といった国の根幹を規定するテーマが焦点。政治イベントを通して先行きに対する市場の見方が一変する可能性もあるため要警戒。

2018年の政治イベント

日付	国	イベント
3月11日	コロンビア	議会選挙
3月末	メキシコ、カナダ	NAFTA再交渉の期限
5月27日	コロンビア	大統領選挙
7月1日	メキシコ	大統領選挙、議会選挙
10月7日	ブラジル	大統領選挙
未定	ベネズエラ	大統領選挙

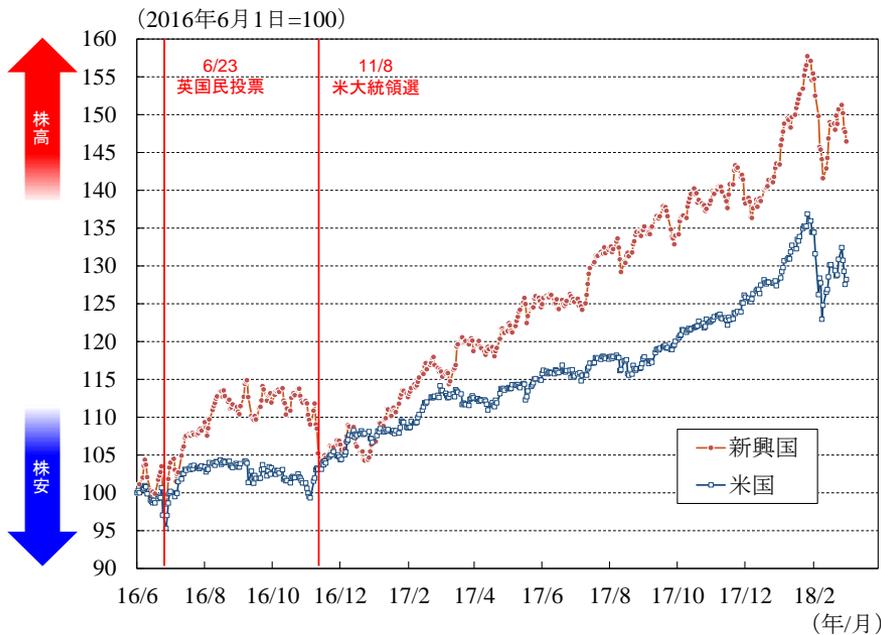
(資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

2. トランプ相場と米金融政策

株式市場は政策期待から業績相場へシフト

- 大統領選直後、米国市場ではリスク・オン、新興国市場ではリスク・オフという歪な反応。その後、米国の株価が最高値を更新する中、市場はリスク・オンで纏まる動き。
- 当初、米株価の上昇は金融を中心に政策期待によるところが大きかったが、その後、ITや一般消費財・サービスが主導する業績相場へシフト。
- 世界経済の復調を背景に基本的に株価は底堅いとみるも、米国の政策リスク(金融政策、通商政策)や中南米の政治リスクには要注意。

株価の推移



(注) 新興国はMSCI指数、米国はS&P500。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

産業別にみた米株価の推移

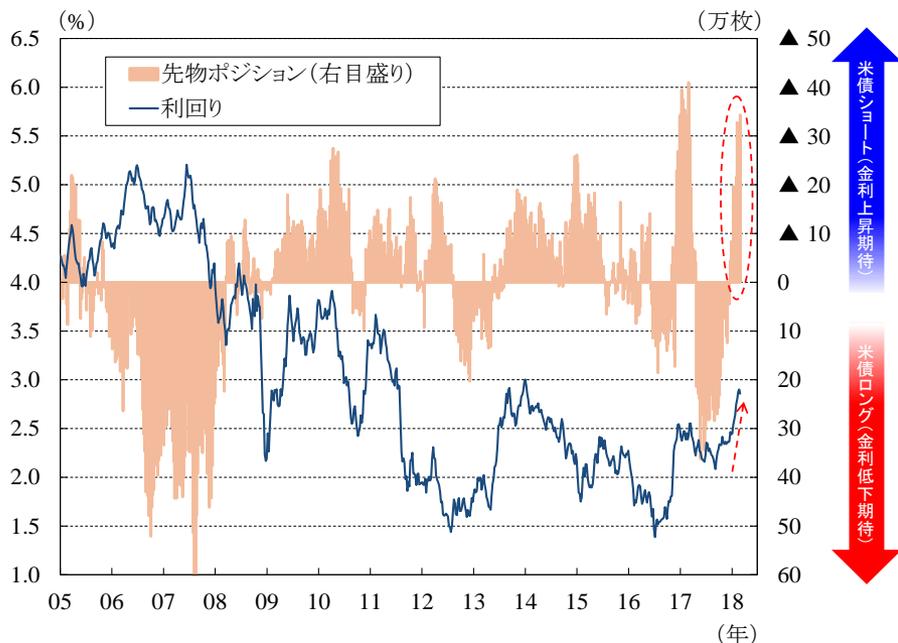


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

債券市場は米経済と金融政策を巡る思惑が複雑に作用

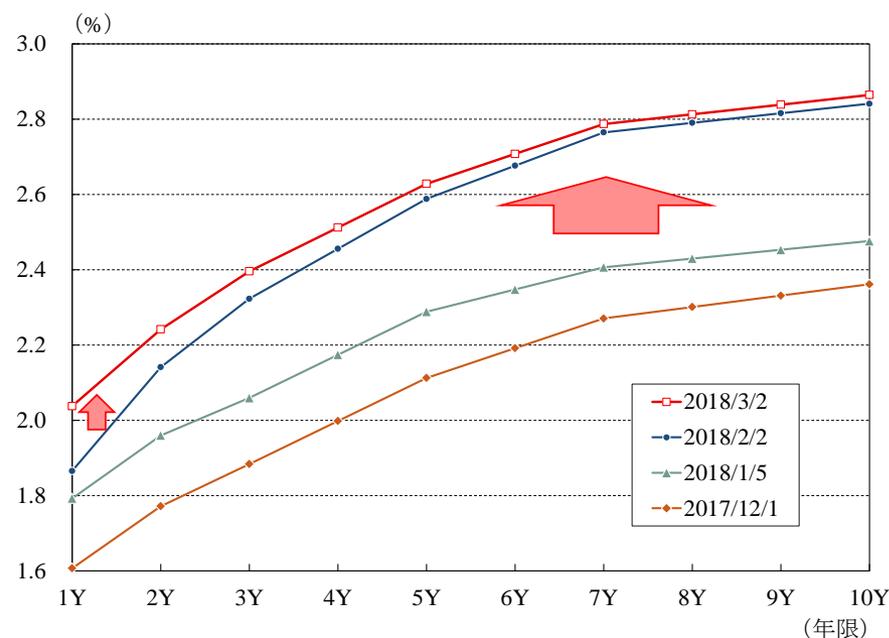
- 大統領選挙の結果を受けて、減税、インフラ投資、規制緩和などを巡る思惑から大幅な米株高・米債安が進行。米10年債に関しては、急速にショート・ポジションが積み上がるなか一時2.6%まで利回りが上昇。
- ショート・ポジションは2017年3月に解消され、市場は平静を取り戻す。その後、2017年12月から再び拡大し、米10年債利回りは2.9%まで上昇。
- 潰れ過ぎていたイールド・カーブが株高を受けて自律的に反発する動きに加え、インフレと利上げペースの加速が意識された模様。

米10年債 先物ポジションと利回りの推移



(注) 非商業部門、ネットのポジション。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

米イールド・カーブの推移

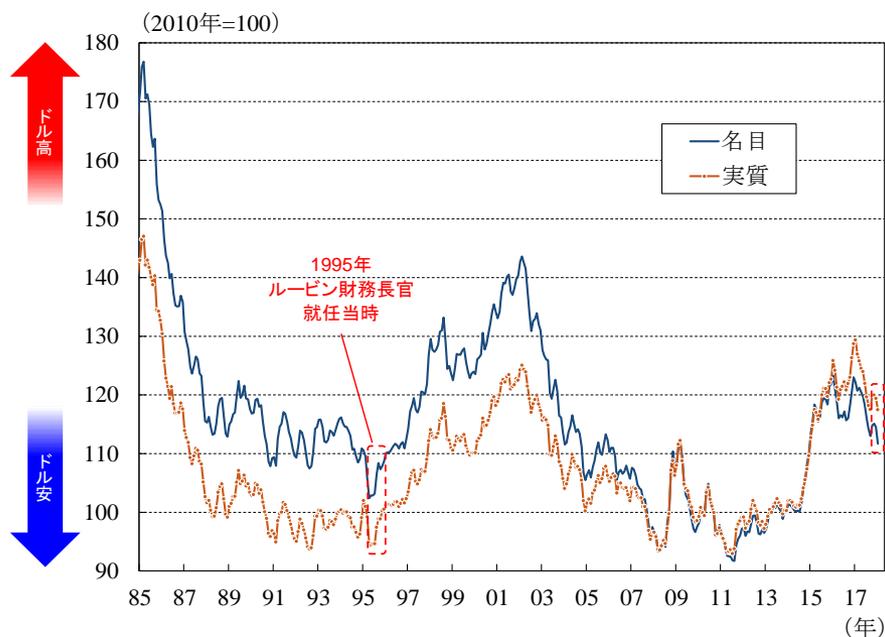


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

すでに相当のドル高水準であり日独への通貨安批判が出易い

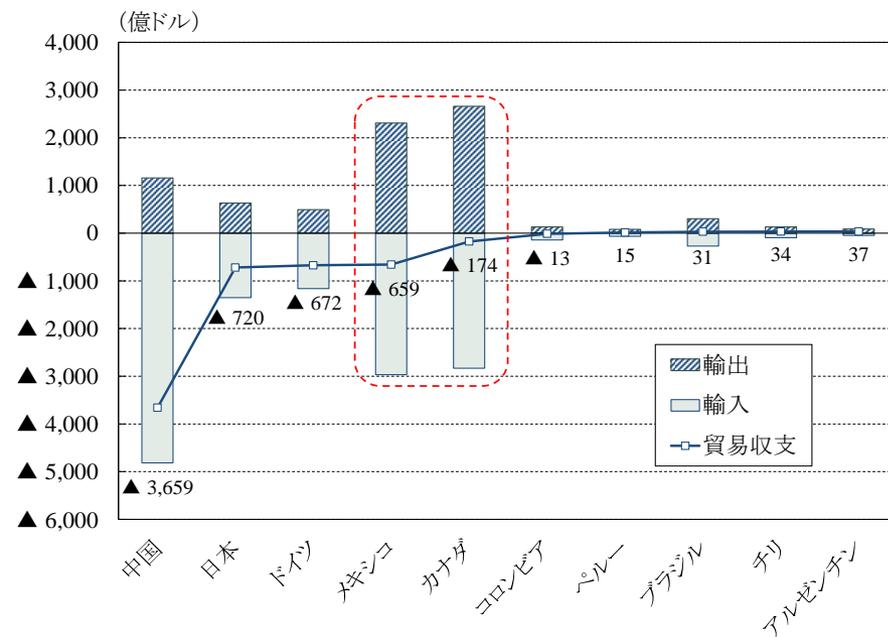
- 「強いドル」政策を打ち出したルービン財務長官(1995年～)の時代とは異なり、足元でドルは相当に高い水準にあるため、一段のドル高を求める必要性は乏しい。
- カナダとメキシコは貿易額(輸出+輸入)で見ると中国に次いで重要な相手であり、貿易額に比べると貿易赤字は小さい。貿易の不均衡という意味では、経済規模が大きい中国(世界第2位)や日本(同3位)、ドイツ(同4位)に対する輸出が小さいことの方が問題視され易い。

実効為替レートの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

各国との貿易額



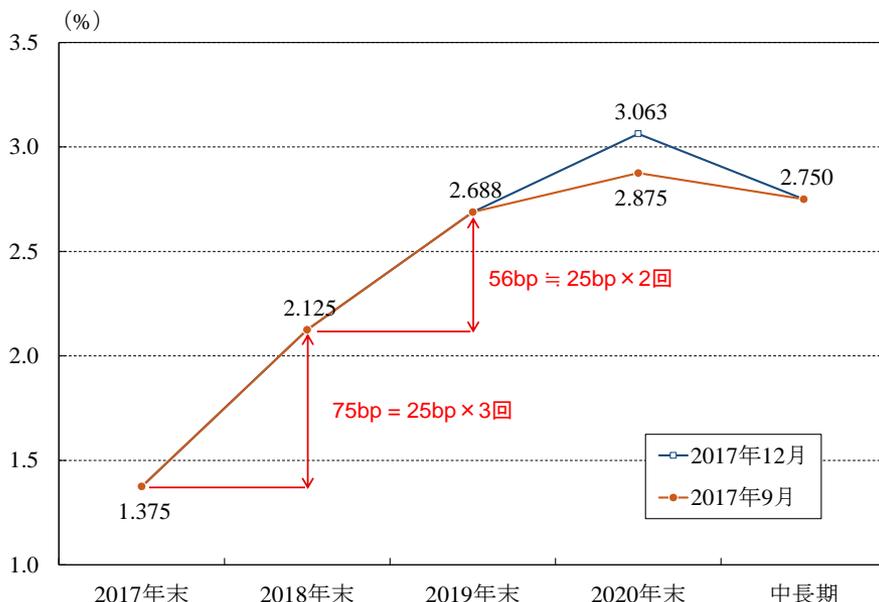
(注) 2016年分。

(資料) UN Comtradeより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

利上げペースの加速が注目されるも追加のドル高圧力は生じ難い

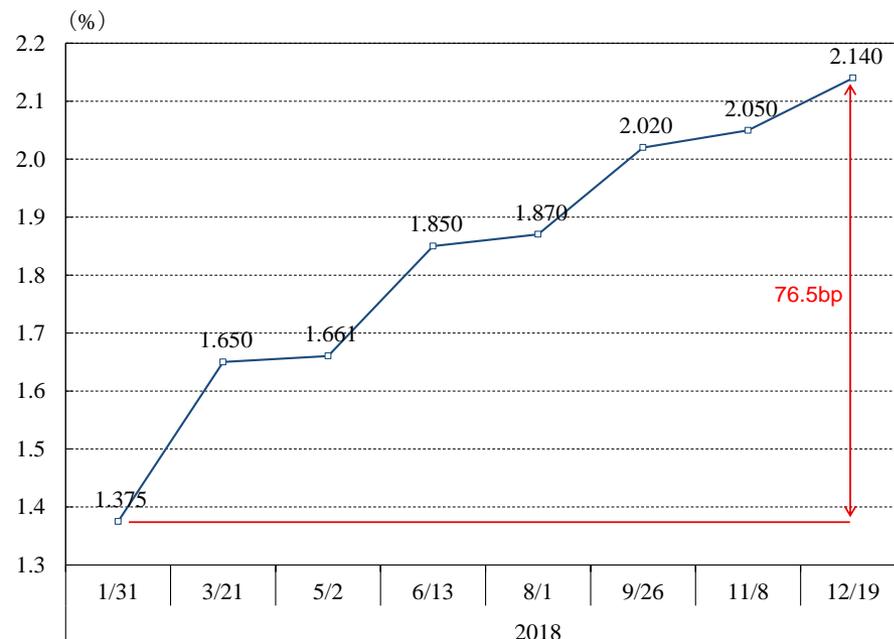
- 2017年12月のFOMCで公表された政策金利見通しでは、2018年に75bp(3回)、2019年に56bp(2回)の利上げシナリオを維持。
- 市場の予想をみると、2018年は76.5bpとすでにFRBの目線(75bp)を上回る利上げを想定。
- 次回3月21日のFOMCでは利上げペースの加速が焦点。もっとも、金利の上昇余地は縮小しており、追加のドル高圧力は生じ難くなっている。

FOMC参加者による政策金利見通しの変化



(注) 中央値。
(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

市場の政策金利見通し

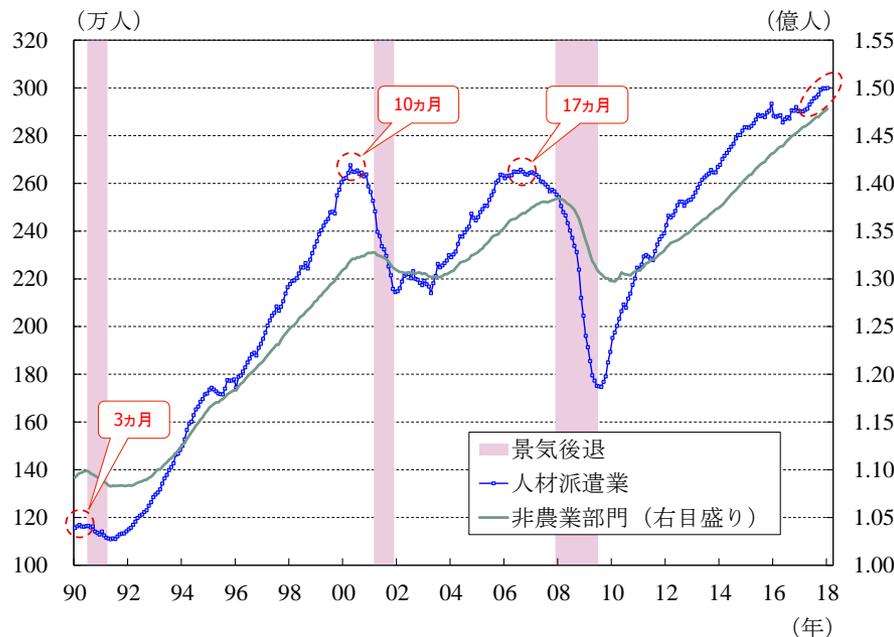


(注) 金利先物の価格から算出。2018年3月2日時点。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

当面の景気に不安は小さく慎重な利上げ継続が妥当

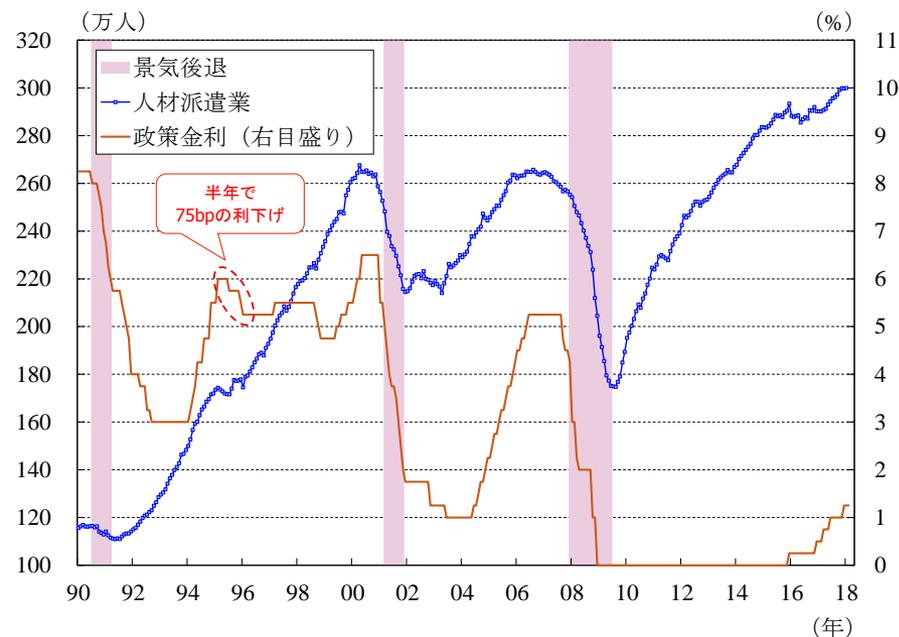
- 雇用の先行指標である人材派遣業(Temporary help)などは堅調に推移しており、当面の景気に対して不安は小さい。
- 金融不均衡(バブル)への対処や金融政策の裁量(将来の利下げ余地)確保の観点からは、利上げを継続することが妥当とみられる。
- ただし、インフレの抑制要因が多いことを考慮すれば、利上げを加速させる必要性は小さいと評価。

雇用者数の推移



(注) 吹き出しは人材派遣業のピークが雇用者数全体のピーク(≒景気の山)に先行した月数。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

雇用者数と政策金利の推移



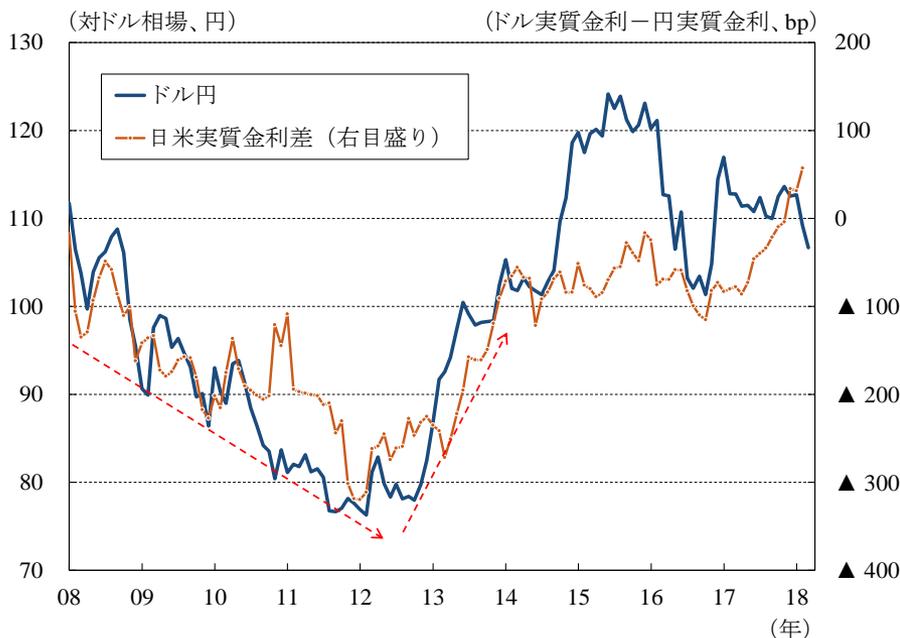
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

3. 円相場

米利上げがあってもドル高基調にはならず

- 日米実質金利差のドル円相場に対する説明力は消失。米金利の上昇はドルのサポート要因になるものの、一段と円安・ドル高を進めるには力不足。
- そもそも、歴史的にみて米利上げは必ずしもドル高を意味しない。むしろ、リスク許容度や「ドル安政策」のような方針が市場を支配することが多い。

ドル円と日米実質金利差の推移



(注) 金利は2年債利回り。インフレ率は食料とエネルギーを除く消費者物価指数の前年比。日本の2014年4月～2015年3月分は消費増税の影響を除く。
(資料) 総務省、Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

ドルと政策金利の推移



(注) ドルは名目実効為替レート。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

貿易収支の黒字化で円安圧力は減衰

- 2011年以降、貿易収支は赤字(=円安要因)化。その後、2014年をピークに赤字幅は縮小し、足元では黒字(=円高要因)化している。
- 一頃に生じた輸入の減少は原油安の寄与が大きいいため、貿易収支の黒字幅拡大が加速する可能性は低い。しかし、実需としての円売り圧力はすでに大きく低下していると言える。

国際収支の推移

(兆円)

	2000-10年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
経常収支	16.9	4.5	3.9	16.2	20.3	21.9
貿易収支	10.8	▲ 8.8	▲ 10.5	▲ 0.9	5.5	4.9
サービス収支	▲ 4.3	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 1.9	▲ 1.1	▲ 0.7
第一次所得収支	11.4	17.7	19.4	21.0	18.1	19.7
第二次所得収支	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.1	▲ 2.1
資本移転等収支	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.3
金融収支	16.7	▲ 0.4	6.3	21.6	28.7	17.1
直接投資	5.0	14.2	12.6	15.8	14.6	16.4
証券投資	6.4	▲ 26.6	▲ 4.8	16.0	30.4	▲ 6.1
金融派生商品	▲ 0.5	5.6	3.8	2.1	▲ 1.7	3.4
その他投資	▲ 1.1	2.5	▲ 6.1	▲ 13.1	▲ 13.9	0.7
外貨準備	6.8	3.9	0.9	0.6	▲ 0.6	2.7
誤差脱漏	0.3	▲ 4.1	2.6	5.6	9.1	▲ 4.5

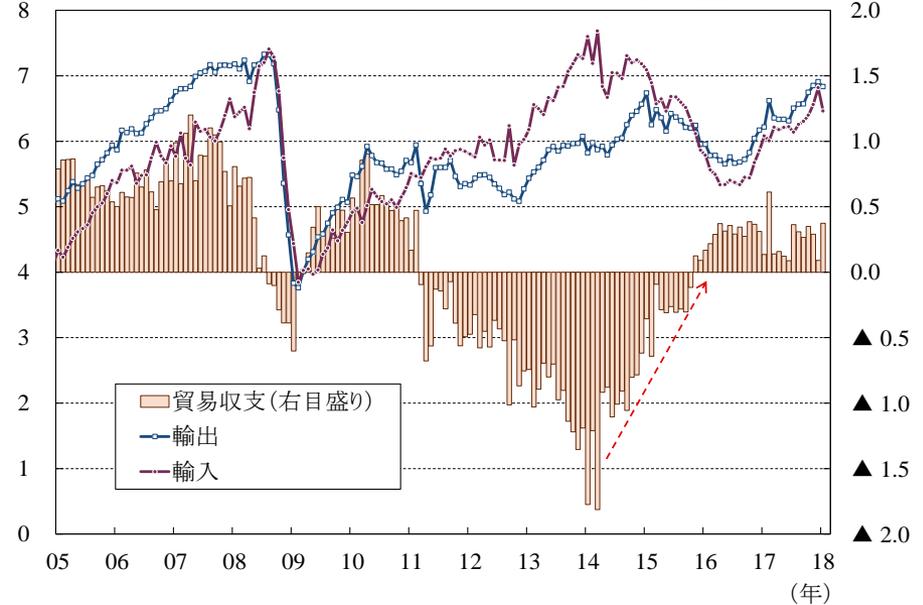
(注) 金融収支のプラスは純資産の増加(資本の流出超)、マイナスは純資産の減少(資本の流入超)を示す。

(資料) 財務省より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

輸出入と貿易収支の推移

(季節調整値、兆円)

(季節調整値、兆円)



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

日銀は政策運営の柔軟化を図るも手詰まり感は変わらず

- 2016年9月21日の金融政策決定会合において、日銀は政策効果の総括的な検証を踏まえ、新しい枠組みとして「イールドカーブ・コントロール」と「オーバーシュート型コミットメント」を導入。
- 政策運営の柔軟化は、「過度な緩和期待」の抑制に資するとともに「緩和策の持続性」を高めると評価。
- もっとも、金融緩和策が限界を迎えた事実は不変であり、日銀に円高トレンドを変える力は期待し難い。

金融緩和強化のための新しい枠組み

<長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)>

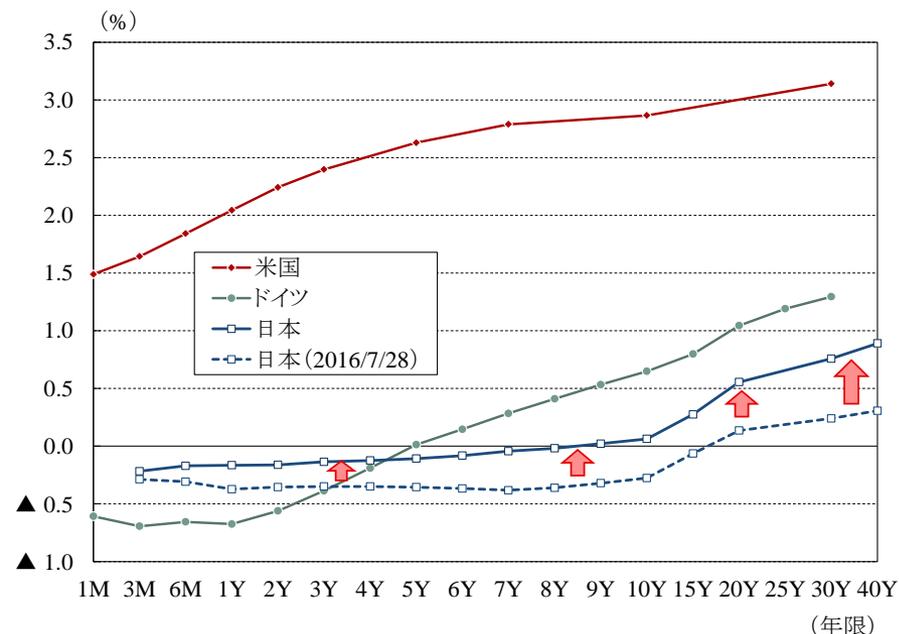
- 短期金利: 日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。
- 長期金利: 10年物国債金利が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう、長期国債の買入れを行う。買入対象については・・・平均残存期間の定めは廃止する。

<オーバーシュート型コミットメント>

- マネタリーベースの残高は、上記イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうるが、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

(資料)日銀より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

日独米のイールドカーブ



(注)2018年3月2日時点。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

米財務省の監視国リストが為替介入の手足を縛る

- 2017年10月17日に米財務省が発表した為替報告書は、引き続き日本を「監視国リスト」に指定。公正な為替政策を判定する項目によって為替介入は10兆円程度に制限される。
- 10兆円という規模は戦後最高値を押し戻した2011年11月の介入に匹敵。ただし、当時は10兆円を注ぎ込んでなお余力があったが、今は10兆円が限度であるため、使いどころが難しい切り札となっている。
- また前回の介入時と比べると、ドル円はかなりの円安水準。米国の政治的な意向を踏まえると協調介入は期待できないため、市場における介入警戒感は徐々に薄れ円高が進行する展開が想定される。

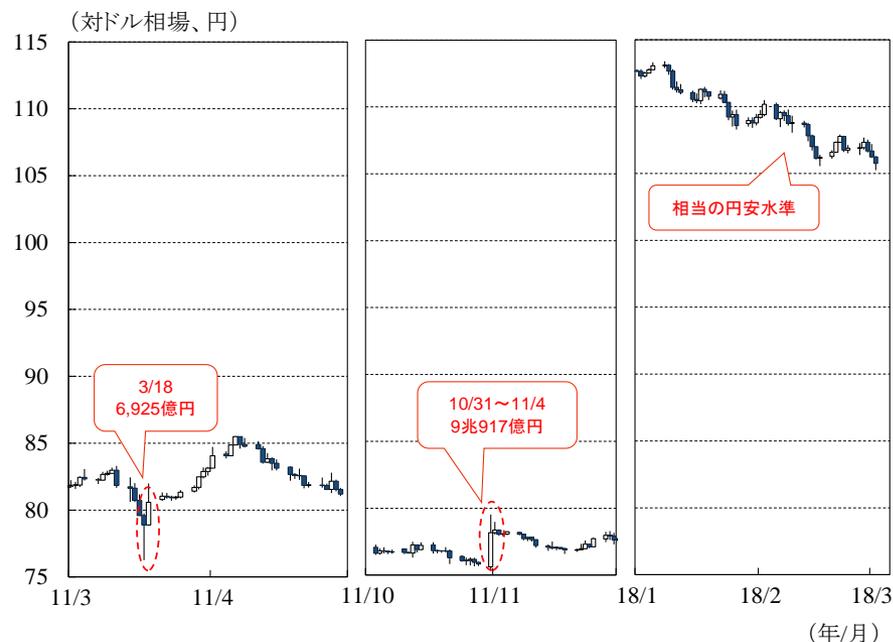
監視国リストのチェック項目

項目	条件	日本実績
①対米貿易黒字額	200億ドル	686億ドル
②経常黒字額	GDP比3%	約3.3%
③外貨買い為替介入額	GDP比2%	なし

(注) 日本実績は2015年分。③は過去1年を対象。

(資料) 米財務省、Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

為替介入のタイミングと規模



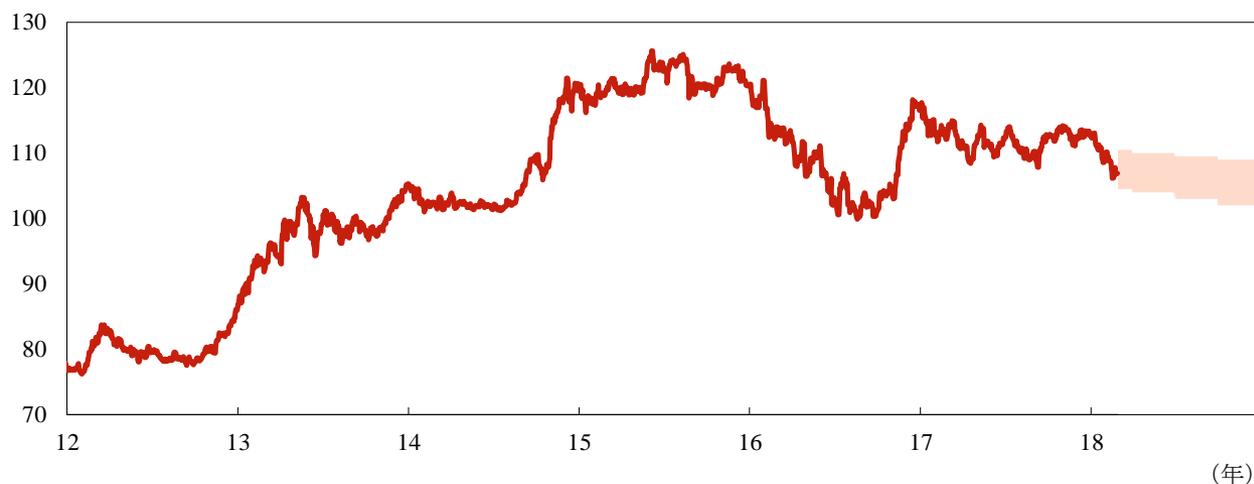
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

ドル高の余地は残るも円高基調の継続を予想

- 期待先行で生まれたトランプ相場はすでに終わりを迎えたとの評価。今後、ドル高圧力が剥落していく展開を予想。
- 米利上げペース加速の思惑は、株安などリスク・オフの副作用を伴うため円安を阻み易い。一方で、利上げペースが緩やかである以上、ドル高の反応は持続し難い。
- 日本サイドをみると、貿易収支の黒字化は円売り圧力の減衰を示唆。日銀の緩和期待の剥落も円高方向の材料に。為替介入という非常手段も用を成さず、円高基調が定着していくとみる。

円相場の見通し

2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
104.5~110.5	104.0~110.0	103.0~109.5	102.0~109.0



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

4. 商品市況

需給環境の改善を背景に原油価格は持ち直し基調を維持

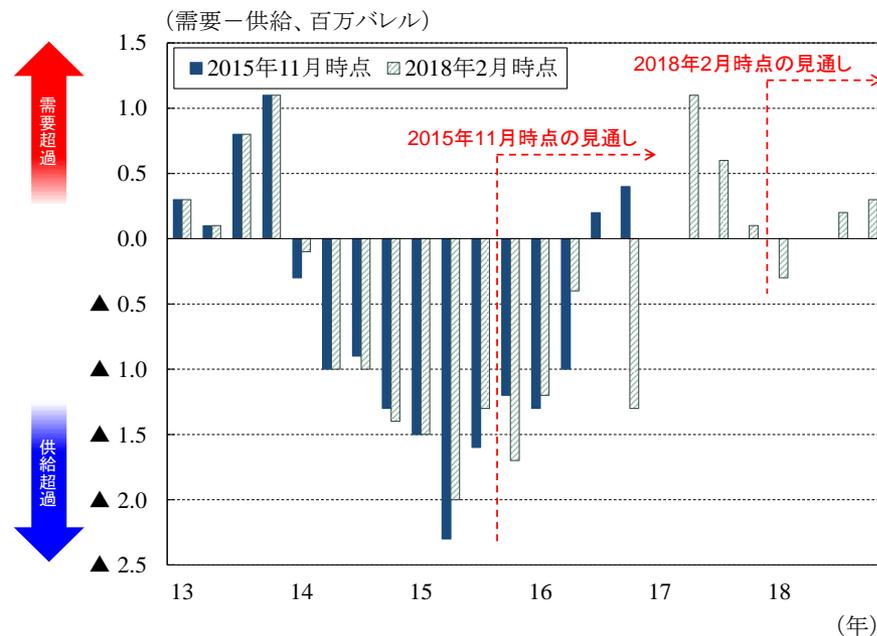
- 2017年6月下旬に原油価格(WTI)は下落が続き、一旦は弱気相場入りの可能性も浮上。
- 国際エネルギー機関(IEA)の見通しによると、OPEC加盟・非加盟の産油国による協調減産も追い風に需給の調整が進展。
- 大底をつけにいった2015年終盤に比べて需給環境が改善している以上、安値を試すハードルは高いと評価。原油価格は幾らか弱含んだとしても底割れを回避すると予想。

原油価格の推移



(注)原油はWTI。
 (資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

原油市場の需給見通し

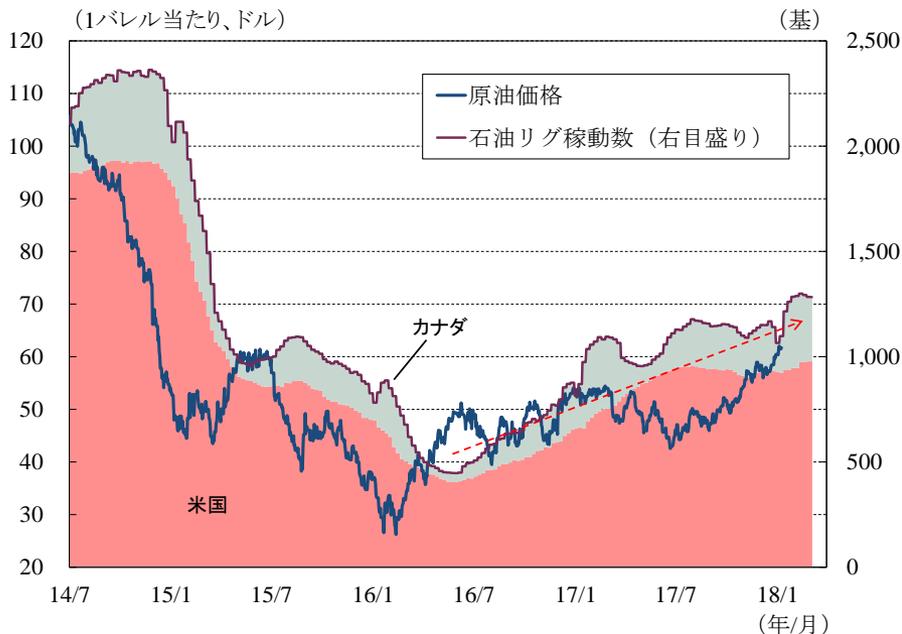


(注)OPECの生産量は直近3四半期平均で横置き。
 (資料)IEAより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

中東情勢の緊迫化もあり下値不安は煽る

- 原油価格の底打ちを受けて、北米における石油リグ(掘削装置)の稼働数は増加基調を辿る。
- 米国は2017年4月6日にシリアを空爆し、6月26日には攻撃の継続を示唆。また、6月5日にサウジなど4カ国がカタールとの国交を断絶。中東情勢は不安定化しており、協調減産の枠組みが揺らぐリスクも。
- 需給の改善を前提とすれば、原油価格は持ち直し基調を辿ると予想されるが、先行き不透明感が強いなか上値は重いと評価。

原油価格と石油リグ稼働数の推移



(注)原油はWTI。

(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

協調減産の枠組み

OPEC加盟国	生産量	体制	OPEC非加盟国	生産量	体制
サウジアラビア	1,055	親米	ロシア	1,158	反米
イラク	462	親米	メキシコ	237	親米
イラン	381	反米	オマーン	101	親米
UAE	313	親米	マレーシア	71	親米
クウェート	286	親米			
ベネズエラ	212	反米			
アンゴラ	161	—			
アルジェリア	112	—			
カタール	64	親米			
エクアドル	54	反米			
ガボン	22	親米			

(注) 2016年10-12月期、一日当たりの原油生産量。OPEC加盟国ではリビア、ナイジェリアが減産に協調せず。OPEC非加盟国は他にアゼルバイジャンなど7カ国が減産に協調。体制はアサド政権との関係などを基に評価。

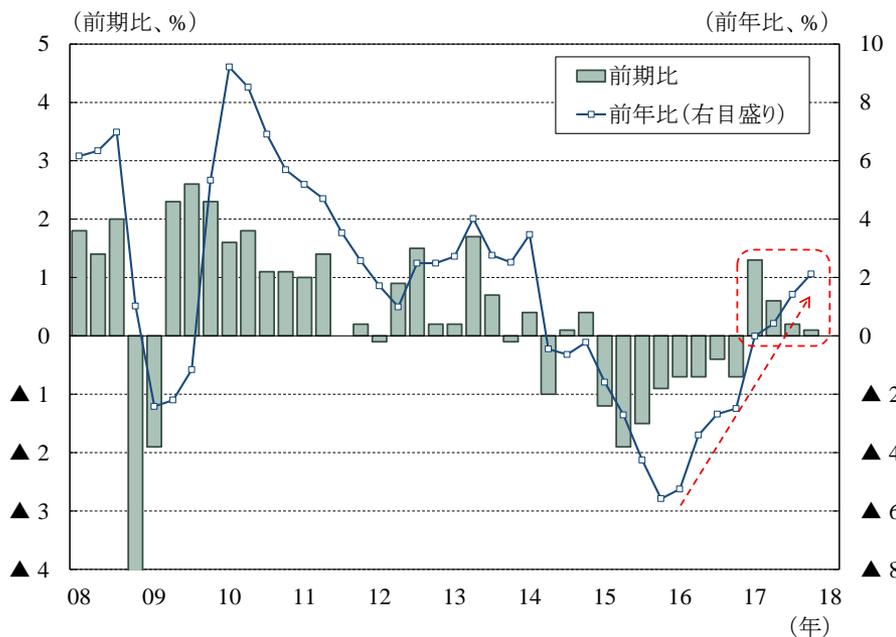
(資料)IEA、各種報道より三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

5. ブラジルリアル相場

景気は緩やかながらも回復基調を辿る

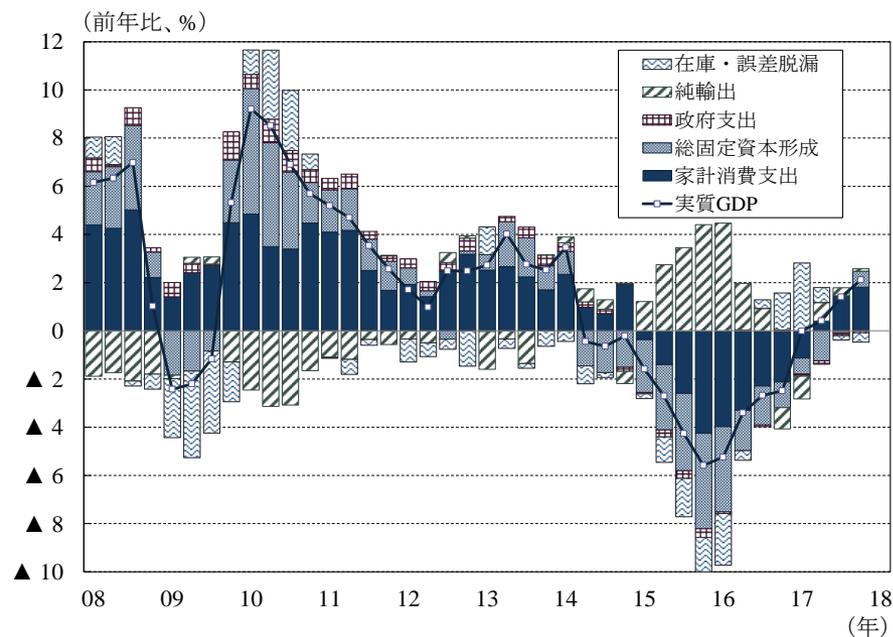
- 2017年10-12月期の実質GDPは前期比+0.1%と小幅ながらも4四半期連続で拡大。需要項目をみると、個人消費が回復しているほか設備投資にも復調の動き。
- 工業の内、鉱業、製造業には持ち直しの動きがあるものの、建設業はまだ軟調に推移。サービス業では、商業を中心に運輸業、不動産業などへ回復傾向が広がっている。

実質GDPの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

需要項目別にみた実質GDPの推移

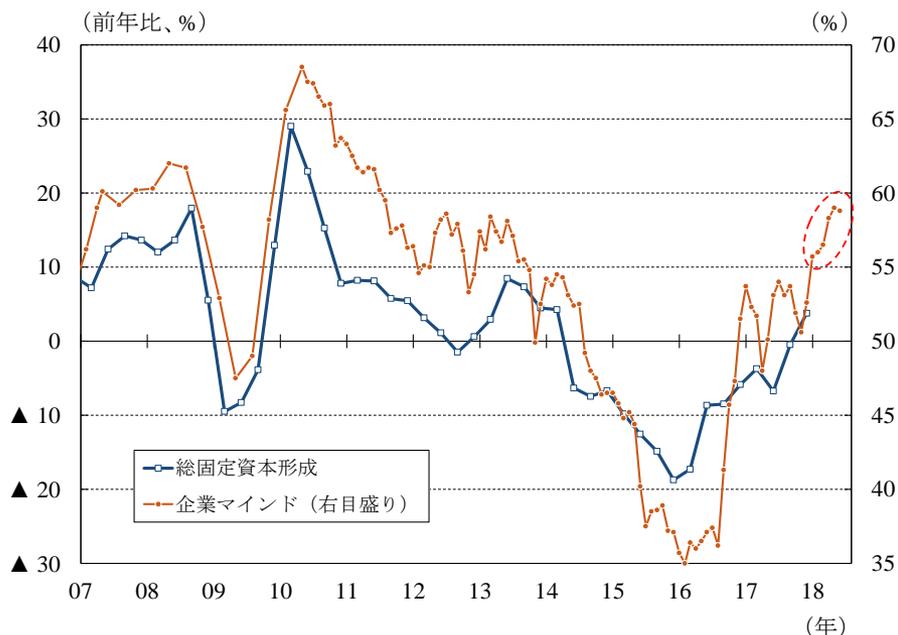


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

設備投資の持ち直しが景気回復を後押し

- 企業マインドは2013年以来の水準まで回復しており、今後、設備投資には持ち直しが期待できる。
- 雇用・所得環境が改善するなか、インフレの終息や金利の低下もあり、家計の購買力は回復。
- ただし、消費者マインドが慎重であることを踏まえれば、ペントアップ・デマンド(繰越需要)を除いて消費の拡大は緩やかなペースにとどまる見込み。

設備投資と企業マインドの推移



(注) 企業マインドは3ヵ月先行。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

個人消費と消費者マインドの推移

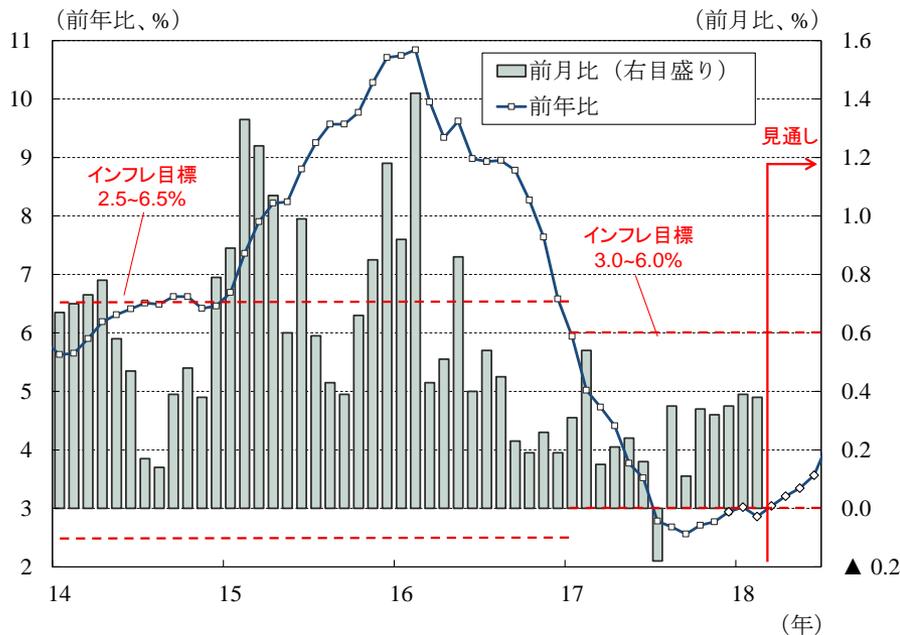


(注) 消費者マインドは3ヵ月先行。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

中銀は利下げサイクルを停止し様子見へ移行

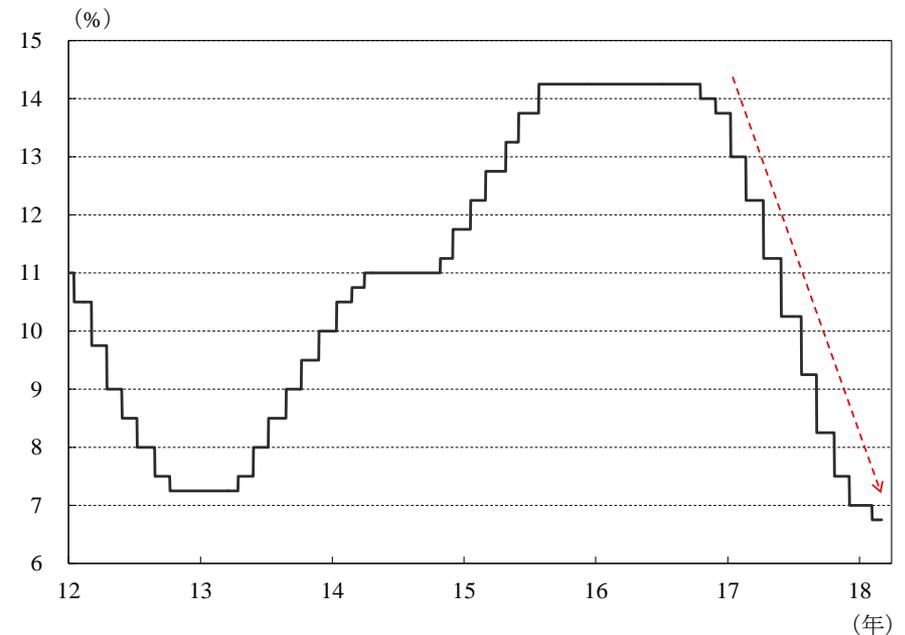
- 拡大消費者物価指数 (IPCA) の伸びは2016年初めから鈍化傾向が続き、足元でインフレ目標の下限(前年比+3.0%)を割り込む展開。
- ブラジル中銀は大幅な利下げを実施してきたが、2月7日の金融政策委員会 (Copom) で緩和サイクルを終える方針を表明。
- インフレ率の下げ止まりや財政政策を巡る不確実性を踏まえると、当面、中銀の行動は様子見が正当化される。

拡大消費者物価指数の推移



(注) 見通しは前月比の直近3ヵ月平均が続いた場合の数字。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

政策金利の推移

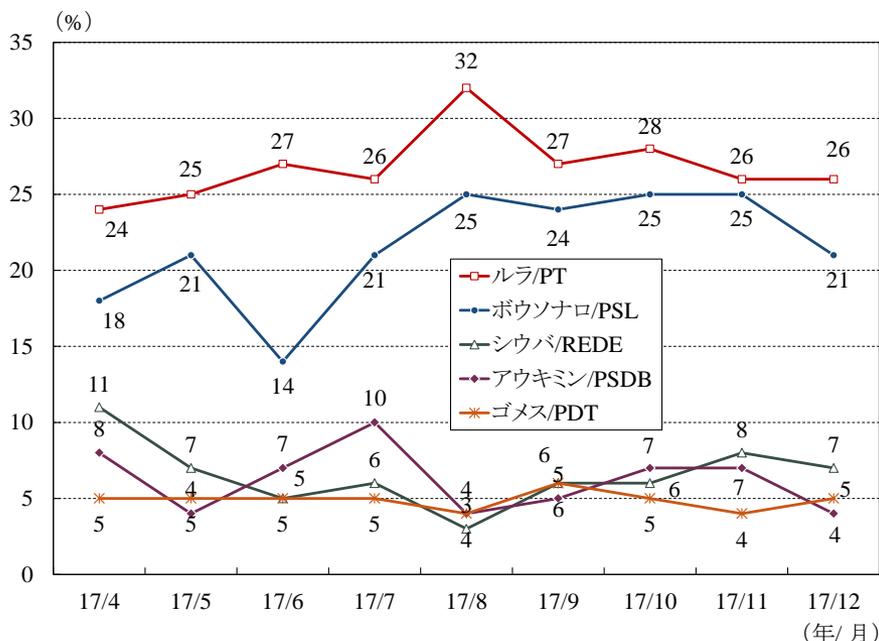


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

ルラ氏の脱落でも選挙戦は予断を許さず

- 1月24日に開催されたルラ元大統領の汚職に関する控訴審(第二審)で有罪判決が下ったことで、ルラ氏が大統領選挙へ出馬する可能性は大きく低下。
- 次点に着けるブラジル陸軍出身のボウソナロ下院議員はクリーンな印象で支持を集めてきたが、最近になって汚職の疑惑が報じられたため立場は必ずしも磐石ではない。また、移籍先の社会自由党(PSL)は小党に位置し、そもそも議会運営の舵取りには不安がある。
- 加えて、メイレス財務相(PSD)やマイア下院議長(DEM)など与党候補は乱立しており、政局は予断を許さず。

候補者支持率の推移



(資料) DataPoder360 より三菱東京UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

議会下院の議席

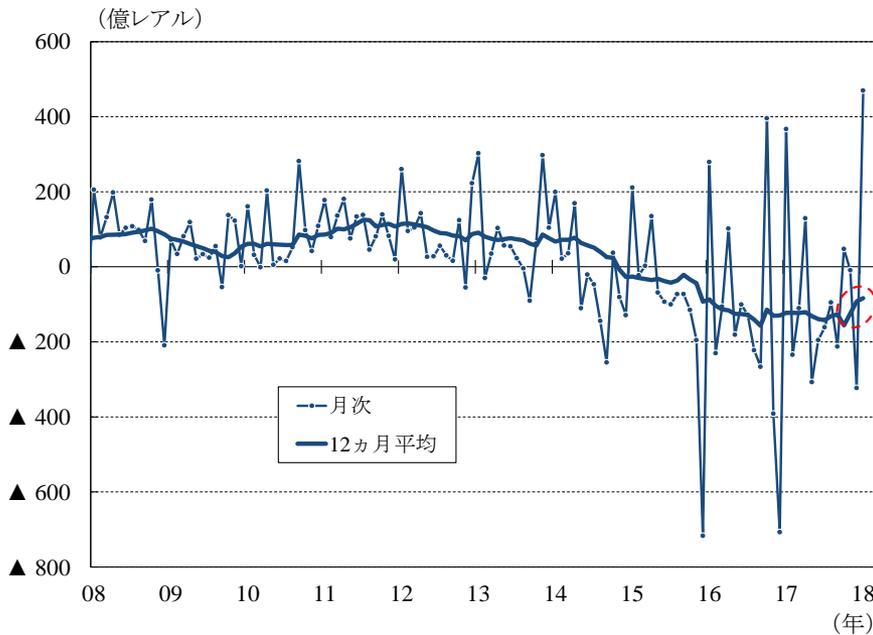
与党	議席	割合	野党	議席	割合
ブラジル民主運動党 (MDB)	60	11.7%	労働者党 (PT)	57	11.1%
進歩党 (PP) 連合	52	10.1%	ブラジル社会民主党 (PSDB)	46	9.0%
社会民主党 (PSD)	39	7.6%	ブラジル社会党 (PSB)	32	6.2%
共和党 (PR)	37	7.2%	民主労働党 (PDT)	21	4.1%
社会自由党 (PSL) 連合	26	5.1%	ポデモス (PODE)	16	3.1%
その他	87	17.0%	その他	40	7.8%
合計	301	58.7%	合計	212	41.3%

(注) 社会自由党 (PSL) 単独では3議席 (0.6%)。
 (資料) Câmara dos Deputados より三菱東京UFJ 銀行グローバルマーケットリサーチ作成

リオの治安悪化で改革は中断され財政再建の不透明感が増す

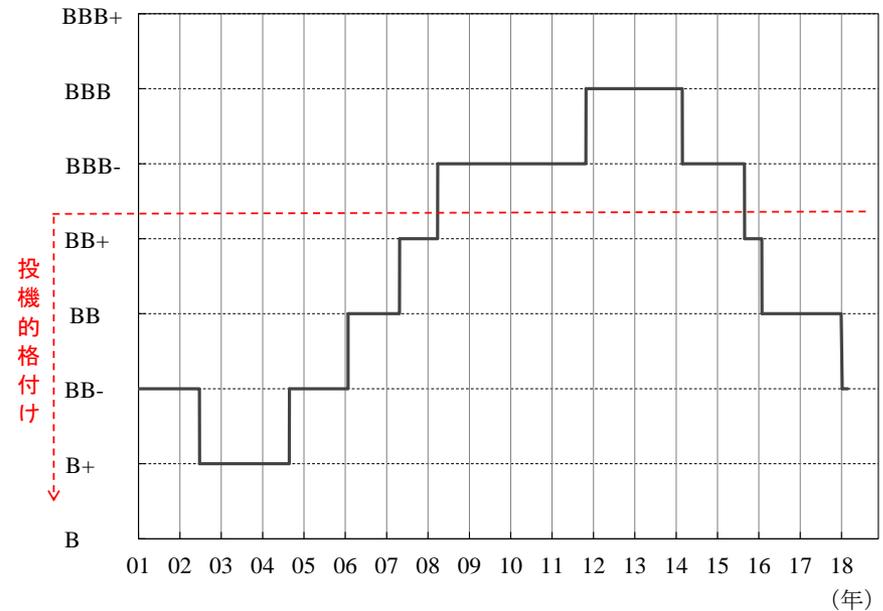
- 政府は2月19日に予定していた年金改革法案の採決を見送ると発表。16日にリオデジャネイロ州への直接統治令(IF)が布告されたため、規定により憲法改正の手続きを進めることができない状態に。
- 市場の失望は小さかったが、改革の遅れと深刻な治安悪化は同国の先行きに不安を感じさせる出来事。大統領選挙を巡る不確実性とも相俟って、財政健全化路線の維持が難しくなっていると評価。さらなる格下げの懸念が燻る。

基礎的財政収支の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

格付けの推移



(注) 外貨建て長期債の格付け。

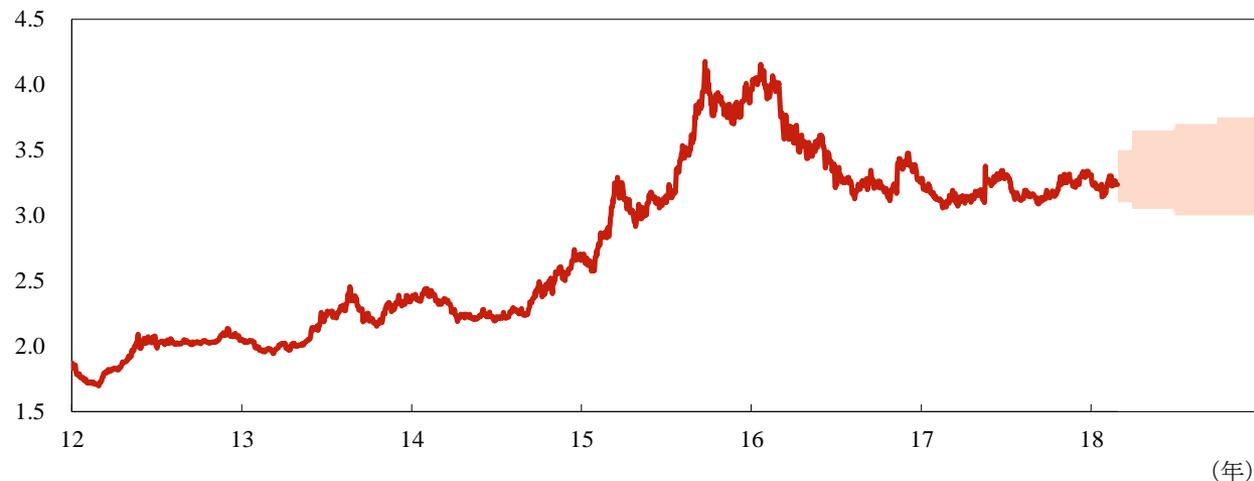
(資料) Standard & Poor'sより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

政局の混迷を背景にリアルは軟調に推移

- 政局の混迷を背景に依然として財政再建を巡る不透明感が強いいため、市場はリアルに対して強気な見方を持つことが困難な状況。
- インフレの終息と中銀の利下げもあり、景気は緩やかながらも持ち直していく見込み。マクロ経済の改善が支えとなることで、リアルの下落幅は抑制されると予想。
- もっとも、政治の混乱を起点に企業・家計マインドを介してマクロ経済が再び悪化する可能性は排除できず。リアルが不連続に下落する展開にも備えが必要。

ブラジルリアル相場の見通し

2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
3.10~3.50	3.05~3.65	3.00~3.70	3.00~3.75



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

Shinji Ishimaru (石丸 伸二)

MUFG Union Bank, N.A.

1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020

TEL: +1-212-782-6861

E-mail: sishimaru@us.mufg.jp

●当資料は一般的な情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定のお客様のニーズ、財務状況又は投資対象に対応することを意図しておりません。また、当資料は、適用法令上許容される範囲内でのみ利用可能であり、当資料の頒布を制約する法令が存在する地域の方によって利用されることを意図しておりません。当資料内のいかなる情報又は意見も、預金、有価証券、デリバティブ取引その他の金融商品の売買、投資、保有などを勧誘又は推奨するものではありません。●当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性、適時性、適切性又は完全性を表明又は保証するものではなく、当行、その子会社又は関連会社は、お客様による当資料の利用等に関して生じうるいかなる損害についても責任を負いません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。●また、過去の結果が必ずしも将来の結果を暗示するものではありません。●当資料の内容は予告なしに変更することがあり、また、当行、その子会社又は関連会社は、当資料を更新する義務を負っておりません。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。当行の書面による許可なく複製又は第三者、個人顧客もしくは一般投資家への配布をすることはできません。

(BTMUロンドン支店のみに適用される情報開示)

●株式会社三菱東京UFJ銀行(以下「BTMU」)は、日本で設立され、東京法務局(会社法人等番号0100-01-008846)において登記された有限責任の株式会社です。●BTMUの本店は、東京都千代田区丸の内二丁目7番1号(郵便番号100-8388)に所在しています。●BTMUロンドン支店は、英国会社登録所において、英国支店として登録されています(登録番号BR002013)。●BTMUは、日本の金融庁によって認可及び規制されています。BTMUロンドン支店は、英国プルーデンス規制機構より認可を受けており(FCA/PRA番号 139189)、英国金融行為監督機構の規制とプルーデンス規制機構の限定された規制の対象となっています。英国プルーデンス規制機構によるBTMUロンドン支店の規制の詳細は、ご請求いただいた方にお渡ししております。

The information herein provided is for information purposes only, and is not to be used or considered as a proposal or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd., MUFG Union Bank, N.A., BTMU Securities, BTMU Capital Corporation, MUFG Securities Americas Inc., or other MUFG Group Company (collectively, "MUFG") is or should be construed as investment advice, a recommendation or proposal to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG. MUFG hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG believes that factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.

The contents of this presentation are confidential and are the sole property of MUFG. You may not reproduce or distribute this document to any third party other than the directors, employees, and professional advisors of your company without the prior written consent of MUFG. Your company (and its employees, representatives or other agents) is authorized to disclose the tax structures and tax aspects (if any) of the structures and all materials of any kind, including opinions and tax analyses (if any), relating to the structures that were provided to it by MUFG.

Neither MUFG nor any of its affiliates provides tax advice, and no statements in this document or by employees or representatives of MUFG should be construed as tax advice. MUFG clients and potential clients should consult their own tax advisors regarding the tax consequences, if any, of any matters discussed in this document or otherwise.

The MUFG logo and name is a service mark of Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc., and may be used by it or other Group companies for branding or marketing purposes. Group companies include The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. ("BTMU"), BTMU Capital Corporation, Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation, MUFG Securities Americas Inc., and MUFG Union Bank, N.A. ("MUB"). Corporate or commercial lending or deposit activities are performed by banking affiliates of MUFG, including, in the United States, BTMU and MUB.

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. is NOT a member FDIC and its deposit products are NOT insured by the FDIC or by any other government agency.

MUFG Union Bank, N.A. is a member FDIC and its deposit products are insured up to applicable limits.

© 2018 Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc. All rights reserved.