

# 世界経済・金利・為替見通し

## - 足元の金利上昇・円高ドル安の背景を探る

2018年3月

劔崎 仁

デスクストラテジー・ジャパン シニアエコノミスト

アール・ビー・エス証券会社 東京支店



NatWest  
Markets

本資料は法人顧客を対象として作成されたものであり、ご使用に際しては末尾に添付したグローバル・ディスクレーマーをご一読くださいますようお願いいたします。  
本資料の見解は2018年3月現在のものであり、今後の世界情勢等の変化により変わる可能性があります。

[natwestmarkets.com](http://natwestmarkets.com)

# 足元の金利上昇・円高ドル安の背景を探る

---

- 急激な円高ドル安の背景
- 米10年金利急上昇の背景
- 米雇用統計を受けた賃金の解釈
- 米賃金と物価の関係
- Fedと米10年金利見通し
- 日本の物価見通し
- 日銀見通し
- 米保護主義の先行き
- 金利差との連動性が復活した場合の為替水準

# 急激な円高ドル安の背景

①米潜在成長率、自然利子率の上昇期待⇒反応せず

②Fedの利上げ織り込み確率の上昇⇒反応せず

③米財政赤字に対する懸念⇒反応せず

④日銀の出口に対する懸念⇒4円の円高ドル安

1月9日の日銀オペの減額⇒2円の円高ドル安

日銀の期待インフレ率に対する見方の上方修正⇒1円の円高ドル安

黒田総裁のダボス会議での発言とその報道⇒1円の円高ドル安

⑤トランプ政権の保護主義⇒1.5~2.5円の円高ドル安

ムニューシンのドル安発言⇒1円の円高ドル安

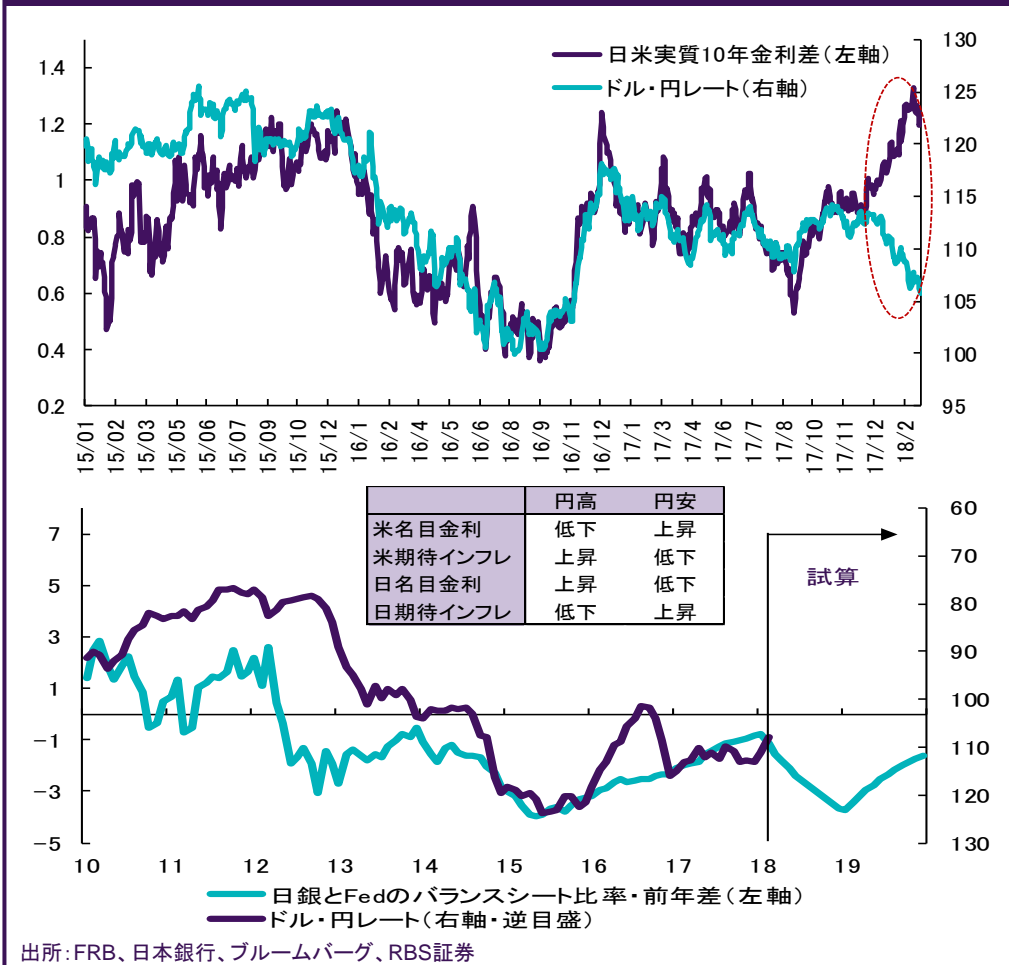
鉄鋼・アルミの関税⇒0.5~1.5円の円高ドル安

⑥季節要因等⇒1円の円高ドル安

決算期末の3月が近づく中での輸出代金や配当金などの受け取り

新規の対外証券投資の手控え

ドル・円レートの決定要因 (左軸:%ポイント、右軸:ドル/円)



# 米10年金利急上昇の背景

## ①米潜在成長率、自然利子率の上昇期待⇒+12bp

予想以上に早く、また広範な減税が決定された税制改革法案

## ②Fedの利上げ織り込み確率の上昇⇒+16bp

- 1月のFOMC声明におけるインフレに関する文言の上方修正
- 1月の雇用統計で行われた年次改定に伴う賃金の強含み
- 市場予想を上回った1月のコアCPI
- 2月末のパウエルFRB議長の議会証言

## ③米財政赤字に対する懸念⇒+10bp

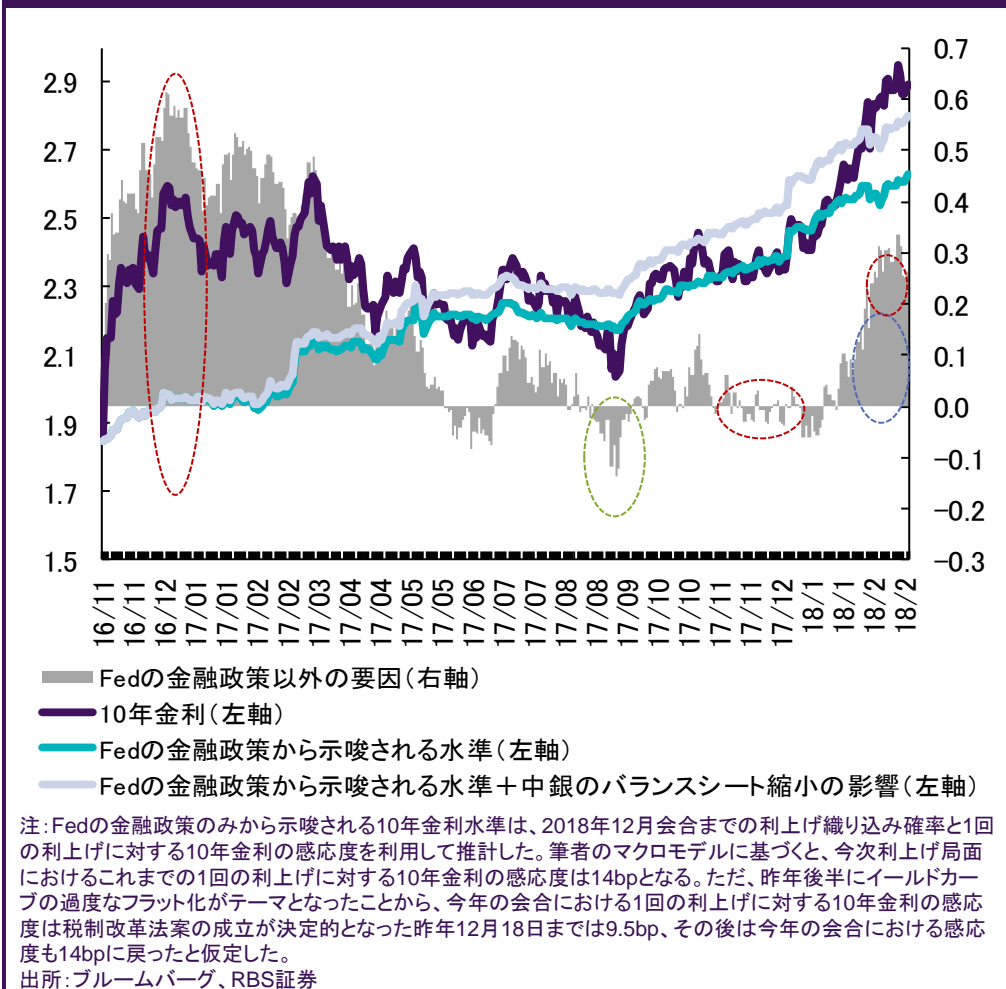
18、19年度の歳出上限を合計で3000億ドル引き上げた予算関連法案

## ④日銀、ECBの出口に対する懸念⇒+16bp

- 1月9日の日銀オペの減額
- 日銀の期待インフレ率に対する見方の上方修正
- 黒田総裁のダボス会議での発言とその報道
- 昨年12月のECB理事会の議事録

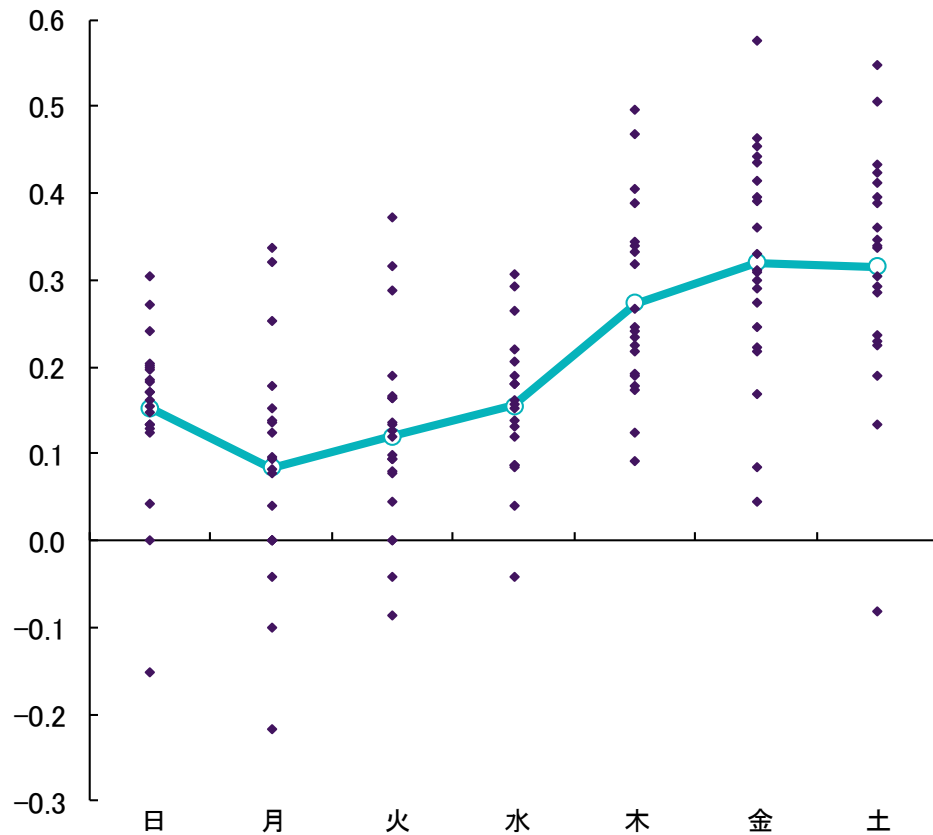
## ⑤トランプ政権の保護主義⇒-10~0bp

大統領選挙後の米10年金利の要因分解（%ポイント、%）



# 米国:2月の賃金の伸びは予想を下回った

各月15日の曜日の時間当たり平均賃金・前月比 (%)



出所: 米労働省、RBS証券

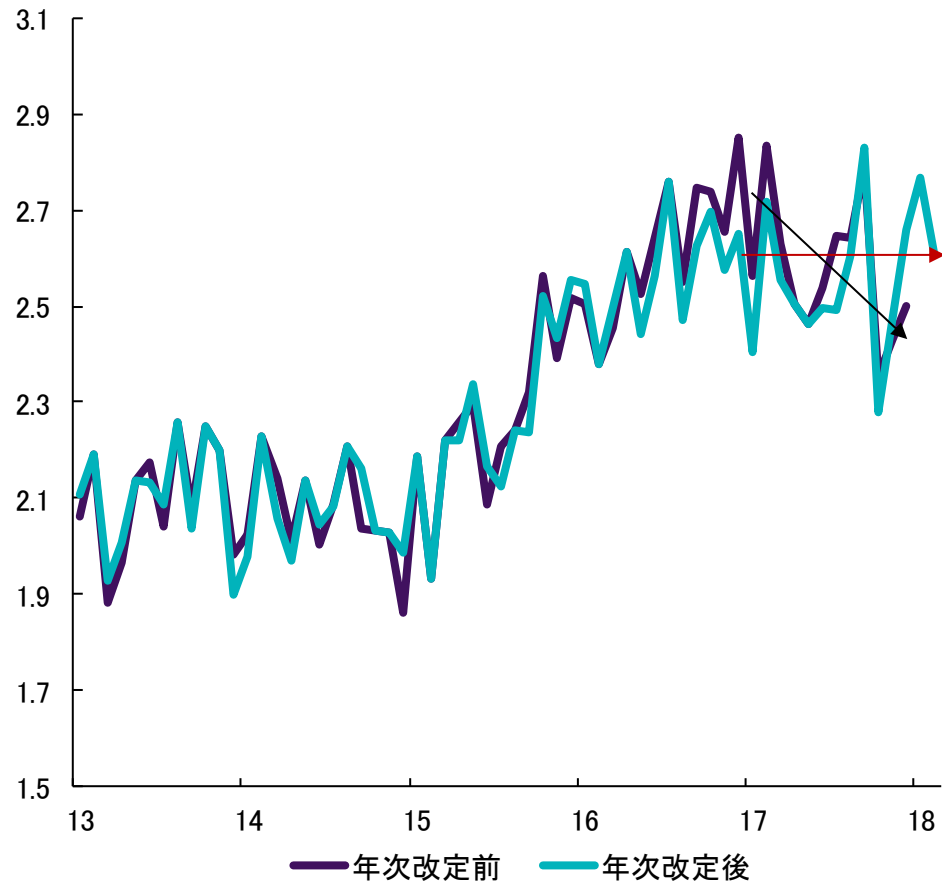
週平均労働時間と時間当たり平均賃金 (時間、%)

		時間当たり平均賃金			週平均労働時間	
		15日の曜日	15日の曜日から示唆される前月比	前月比	上振れ／下振れ	前月差
2016	1	金	0.3	0.4	+	0.0
	2	月	0.1	0.0	-	-0.1
	3	火	0.1	0.3	+	-0.1
	4	金	0.3	0.3		0.0
	5	日	0.2	0.2		0.0
	6	水	0.2	0.2		0.0
	7	金	0.3	0.3		0.0
	8	月	0.1	0.1		-0.1
	9	木	0.3	0.2	-	0.1
	10	土	0.3	0.4	+	0.0
	11	火	0.1	0.1		-0.1
	12	木	0.3	0.2	-	0.1
2017	1	日	0.2	0.2		0.0
	2	水	0.2	0.3	+	0.0
	3	水	0.2	0.2		-0.1
	4	土	0.3	0.2	-	0.1
	5	月	0.1	0.2	+	0.0
	6	木	0.3	0.2	-	0.0
	7	土	0.3	0.3		0.0
	8	火	0.1	0.2	+	0.0
	9	金	0.3	0.5	+	-0.1
	10	日	0.2	-0.2	-	0.1
	11	水	0.2	0.3	+	0.1
	12	金	0.3	0.4	+	0.0
2018	1	月	0.1	0.3	+	-0.1
	2	木	0.3	0.1	-	0.1

出所: 米労働省、RBS証券

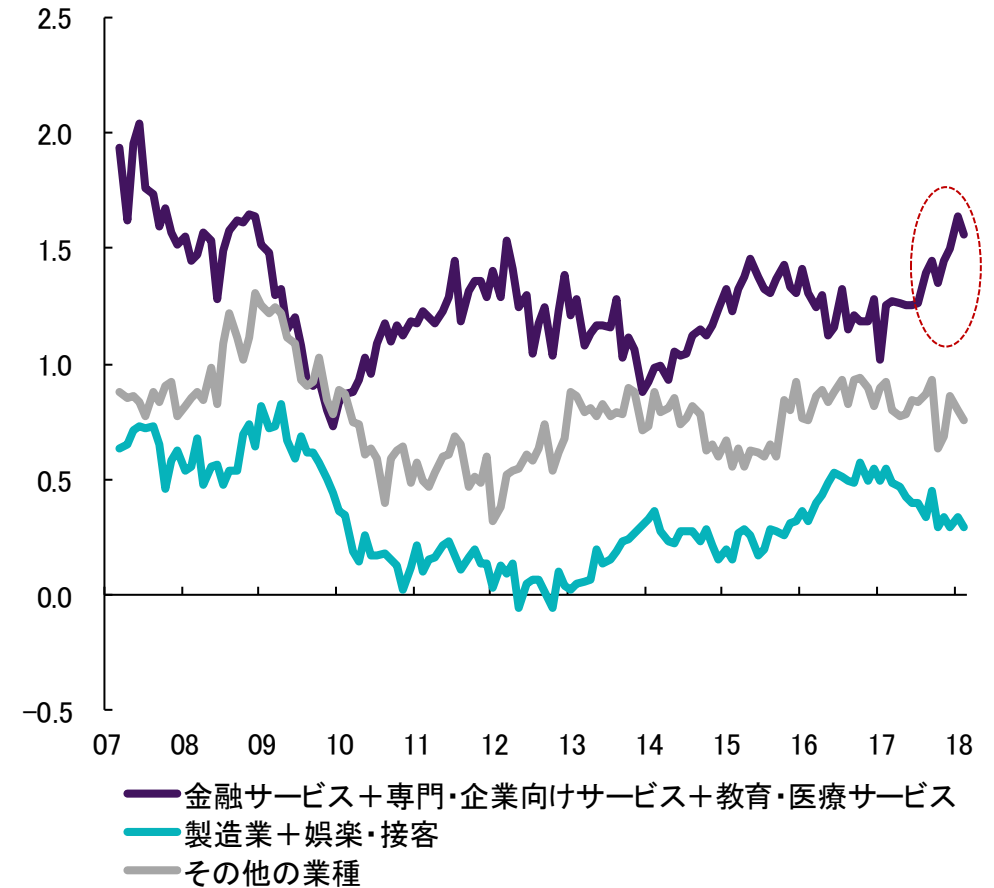
# 米国：賃金の姿は年次改定で大きく変化

年次改定前後の時間当たり平均賃金（前年比・%）



出所：米労働省、RBS証券

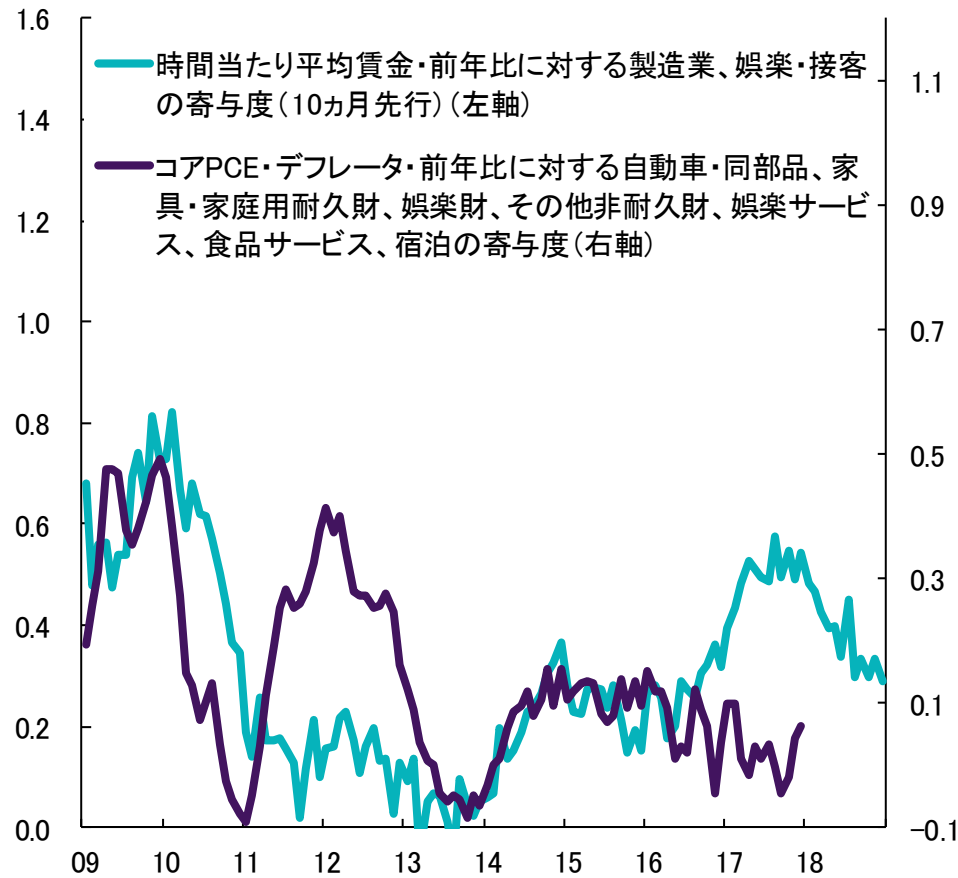
時間当たり平均賃金・前年比の要因分解（%ポイント）



出所：米労働省、RBS証券

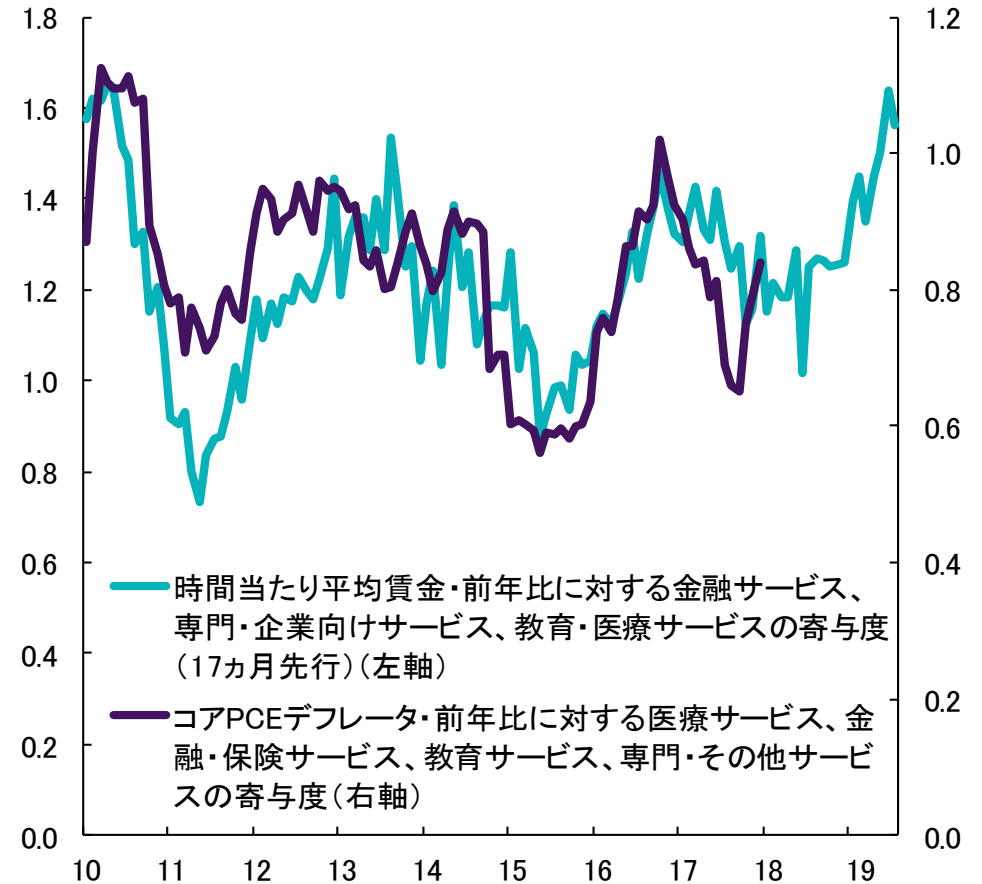
# 米国: 足元の賃金上昇は早急な物価上昇を意味しない

賃金と物価の関係① (%ポイント)



出所: 米商務省、米労働省、RBS証券

賃金と物価の関係② (%ポイント)



出所: 米商務省、米労働省、RBS証券

# 米国：今年のコアインフレ率の上昇は限定的？

・賃金の影響を受ける項目は、自動車・同部品、家具・家庭用耐久財、娯楽財、その他非耐久財、娯楽サービス、食品サービス、宿泊から医療サービス、金融・保険サービス、専門・その他サービスに変化。

・上記項目の寄与度は今年末までは横ばい圏、来年は0.3%ポイントの上昇を予想。

・ベース効果剥落の押し上げ効果(携帯電話サービス、処方薬)は0.2%ポイント程度を見込む。

・トランプ期待の安定、長期金利上昇により、今年末までに0.1%ポイントの上昇を予想。

・株価の物価押し上げ効果は横ばい圏もしくは緩やかな低下を見込む。

・住居の寄与度は今年末までに0.1%ポイント程度低下か。

コアPCEデフレーター・前年比に対する各項目の寄与度（%、%ポイント）

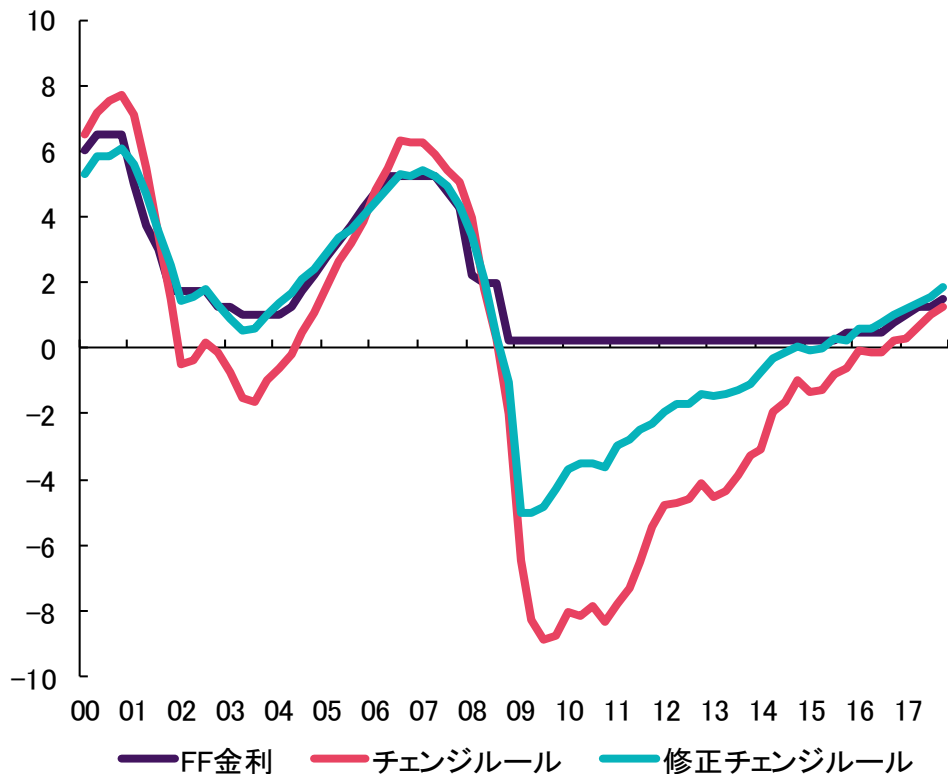
	2018年		2017年							18年	
	1月	1月	2月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	H-B	M-H
	ウェイト	A	B	H	I	J	K	L	M		
コアPCEデフレーター・前年比	88.8	1.89	1.86	1.30	1.35	1.47	1.51	1.53	1.52	-0.56	0.22
自動車・同部品	3.7	-0.03	-0.03	-0.05	-0.06	-0.05	-0.04	-0.04	-0.06	-0.02	-0.01
新車	2.1	0.02	0.01	-0.01	-0.02	-0.03	-0.02	-0.01	-0.03	-0.02	-0.02
中古車	1.1	-0.06	-0.04	-0.04	-0.05	-0.03	-0.02	-0.02	-0.03	-0.01	0.01
自動車部品	0.5	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
家具・家庭用耐久財	2.5	-0.10	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.10	-0.11	-0.13	-0.02	-0.04
娯楽財	3.0	-0.28	-0.29	-0.21	-0.19	-0.16	-0.18	-0.20	-0.21	0.07	0.00
その他耐久財	1.7	0.02	0.02	-0.02	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.05	0.01
宝石・時計	0.7	0.03	0.03	-0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00	-0.04	0.00
衣類・履物	3.0	0.02	0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.06	-0.05	-0.03	-0.03	-0.01
その他非耐久財	8.7	0.19	0.16	0.08	0.02	0.04	0.07	0.07	0.06	-0.08	-0.02
処方薬	3.4	0.24	0.21	0.12	0.07	0.06	0.10	0.12	0.10	-0.09	-0.02
住居・水道代	16.5	0.69	0.69	0.66	0.64	0.63	0.63	0.63	0.63	-0.04	-0.02
医療サービス	16.9	0.29	0.27	0.22	0.24	0.30	0.27	0.28	0.37	-0.05	0.15
外来・医師	3.9	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.00	-0.01	0.01	0.00	-0.01
外来・歯科	1.0	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.00	0.00
外来・医師以外	2.7	0.05	0.06	0.04	0.05	0.05	0.05	0.04	0.03	-0.02	-0.01
病院	7.8	0.16	0.14	0.12	0.12	0.18	0.18	0.20	0.29	-0.03	0.17
介護施設	1.4	0.04	0.04	0.03	0.03	0.02	0.03	0.02	0.02	-0.02	-0.01
輸送サービス	3.0	0.06	0.07	0.04	0.09	0.10	0.08	0.03	0.02	-0.03	-0.02
娯楽サービス	3.8	0.13	0.15	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13	0.11	-0.03	-0.01
食品サービス	5.6	0.17	0.16	0.15	0.15	0.15	0.15	0.17	0.16	-0.01	0.01
宿泊	1.0	0.02	0.02	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	-0.02	-0.02	-0.02
金融・保険サービス	8.0	0.45	0.44	0.32	0.30	0.37	0.41	0.48	0.49	-0.12	0.17
支払いを伴わない金融サービス	3.1	0.25	0.21	0.16	0.14	0.22	0.23	0.27	0.30	-0.04	0.13
支払いを伴う金融サービス	2.2	0.12	0.15	0.06	0.07	0.08	0.11	0.13	0.14	-0.09	0.08
ポートフォリオマネジメント・投資顧問サービス手数料	1.0	0.07	0.11	0.08	0.09	0.10	0.12	0.14	0.13	-0.02	0.04
その他サービス	8.7	0.11	0.10	0.00	0.01	0.04	0.05	0.05	0.08	-0.10	0.08
通信	2.1	-0.06	-0.07	-0.16	-0.14	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.09	0.04
携帯電話サービス	0.9	-0.06	-0.06	-0.15	-0.13	-0.13	-0.12	-0.12	-0.12	-0.09	0.03
対家計非営利団体サービス	2.8	0.14	0.16	0.11	0.13	0.08	0.10	0.09	0.05	-0.05	-0.06

出所：米商務省、RBS証券



# 米国:18年は4回、19年は2回の利上げを予想

FF金利とチェンジルール、修正チェンジルールから計算されたFF金利・推計値 (%)



注: 修正チェンジルールの推計式は以下の通り。

$$\text{FF金利} = 0.84 + 0.50 \times \{1\text{期前のFF金利} + 1.2 \times (\text{コアPCEデフレーター・前年比} - 2) - 2.0 \times (\text{失業率} - \text{自然失業率})\} + 0.27 \times 1\text{期前の金融環境指数}$$

各説明変数はすべて有意、決定係数は0.94。定数項は2000年1~3月期から2008年7~9月期までは1.84、それ以降は0.84とした。

自然失業率は議会予算局の推計値を利用。

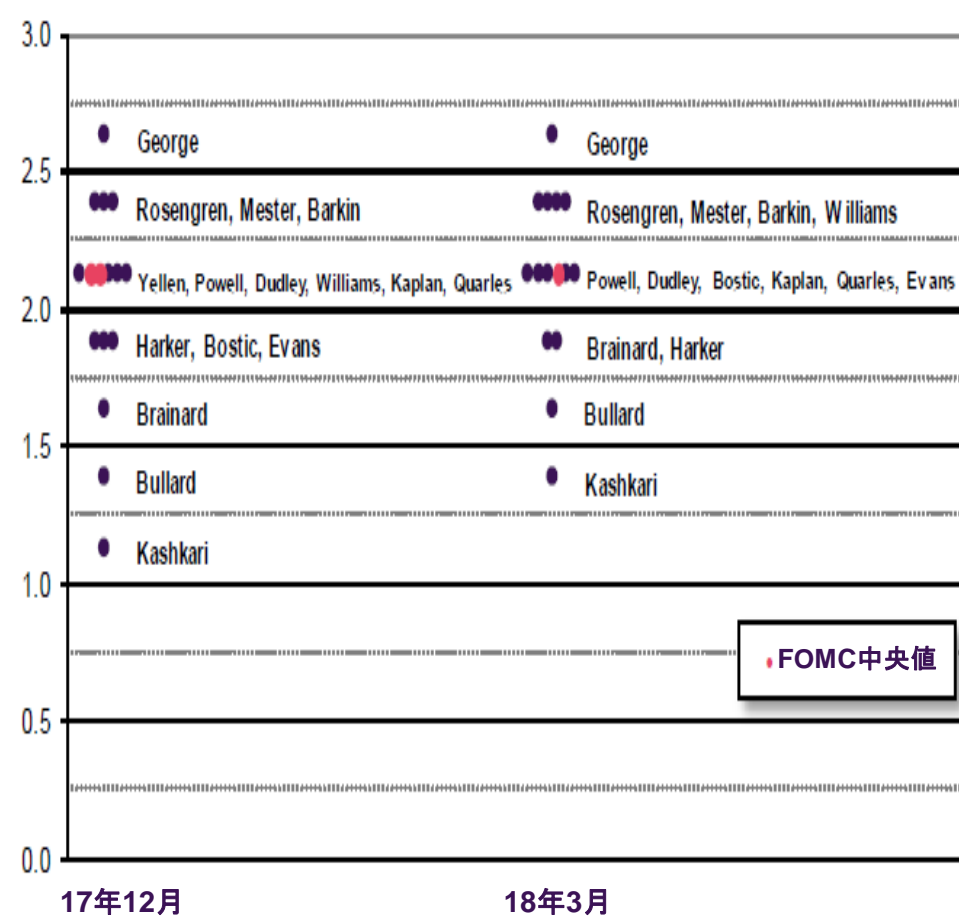
出所: 米商務省、米労働省、米議会予算局、FRB、ブルームバーグ、RBS証券

修正チェンジルールから計算されたFF金利・推計値と米10年金利の予想 (%)

		コアPCEデフレーター・前年比	失業率	自然失業率	金融環境指数	FF金利・推計値	FF金利・予想	米10年金利・予想
17	Q3	1.4	4.3	4.6	0.75	1.53	1.00-1.25	2.24
	Q4	1.5	4.1	4.6	0.97	1.86	1.25-1.50	2.37
18	Q1	1.5	4.0	4.5	0.59	2.23	<b>1.50-1.75</b>	<b>2.88</b>
	Q2	1.6	3.9	4.4	0.39	2.38	<b>1.75-2.00</b>	<b>2.96</b>
19	Q3	1.7	3.8	4.3	0.29	2.46	<b>2.00-2.25</b>	<b>3.06</b>
	Q4	1.7	3.8	4.3	0.29	2.47	<b>2.25-2.50</b>	<b>3.18</b>
	Q1	1.8	3.8	4.3	0.19	2.54	<b>2.50-2.75</b>	<b>3.31</b>
	Q2	1.9	3.7	4.3	0.19	2.70	<b>2.50-2.75</b>	<b>3.45</b>
19	Q3	2.0	3.7	4.3	0.19	2.81	<b>2.75-3.00</b>	<b>3.48</b>
	Q4	2.0	3.7	4.3	0.19	2.90	<b>2.75-3.00</b>	<b>3.52</b>

# 米国:3月会合で18年の利上げ見通しは変化しない公算

3月会合におけるドットチャート予想 (%)



出所: FRB、RBS証券

FOMC参加者の見通し (%)

		FOMC参加者の見通し 中央値				
		2017	2018	2019	2020	長期
実質GDP	17年12月	2.5	2.5	2.1	2.0	1.8
	17年9月	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8
	17年6月	2.2	2.1	1.9	NA	1.8
失業率	17年3月	2.1	2.1	1.9	NA	1.8
	17年12月	4.1	3.9	3.9	4.0	4.6
	17年9月	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6
PCEデフレーター	17年6月	4.3	4.2	4.2	NA	4.6
	17年3月	4.5	4.5	4.5	NA	4.7
	17年12月	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	17年9月	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0
	17年6月	1.6	2.0	2.0	NA	2.0
	17年3月	1.9	2.0	2.0	NA	2.0
FF金利	17年12月	1.5	1.9	2.0	2.0	NA
	17年9月	1.5	1.9	2.0	2.0	NA
	17年6月	1.7	2.0	2.0	NA	NA
FF金利	17年3月	1.9	2.0	2.0	NA	NA
	17年12月	1.4	2.1	2.7	3.1	2.8
	17年9月	1.4	2.1	2.7	2.9	2.8
FF金利	17年6月	1.4	2.1	2.9	NA	3.0
	17年3月	1.4	2.1	3.0	NA	3.0

注: FOMC参加者の見通しの実質GDP、PCEデフレーター、コアPCEデフレーターは10~12月期の前年比、失業率は10~12月期、FF金利は年末の値。

出所: FRB、RBS証券

# 日本：足元の円高の物価押し下げ効果は限定的

コアCPI・前年比の寄与度分解（%、%ポイント）

	ウェイト	2017年					18年
		8月	9月	10月	11月	12月	1月
コアCPI・前年比	9586	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
生鮮食品を除く食料	2209	0.21	0.23	0.23	0.28	0.28	0.30
住居	2087	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.04	-0.04
光熱・水道	745	0.37	0.42	0.44	0.42	0.37	0.33
家具・家事用品	348	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04
被服及び履物	412	0.02	-0.01	0.00	-0.02	-0.01	0.03
保健医療	430	0.09	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07
交通・通信	1476	-0.06	0.00	0.08	0.14	0.12	0.11
交通	224	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00
自動車等関係費	836	0.16	0.15	0.18	0.22	0.22	0.18
通信	416	-0.19	-0.15	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07
教育	316	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
教養娯楽	989	0.04	0.03	-0.01	0.04	0.04	0.05
諸雑費	574	0.02	0.01	0.01	0.03	0.04	0.03

出所：総務省、RBS証券

2018年コアCPI・前年比予想のシナリオ分析（%）

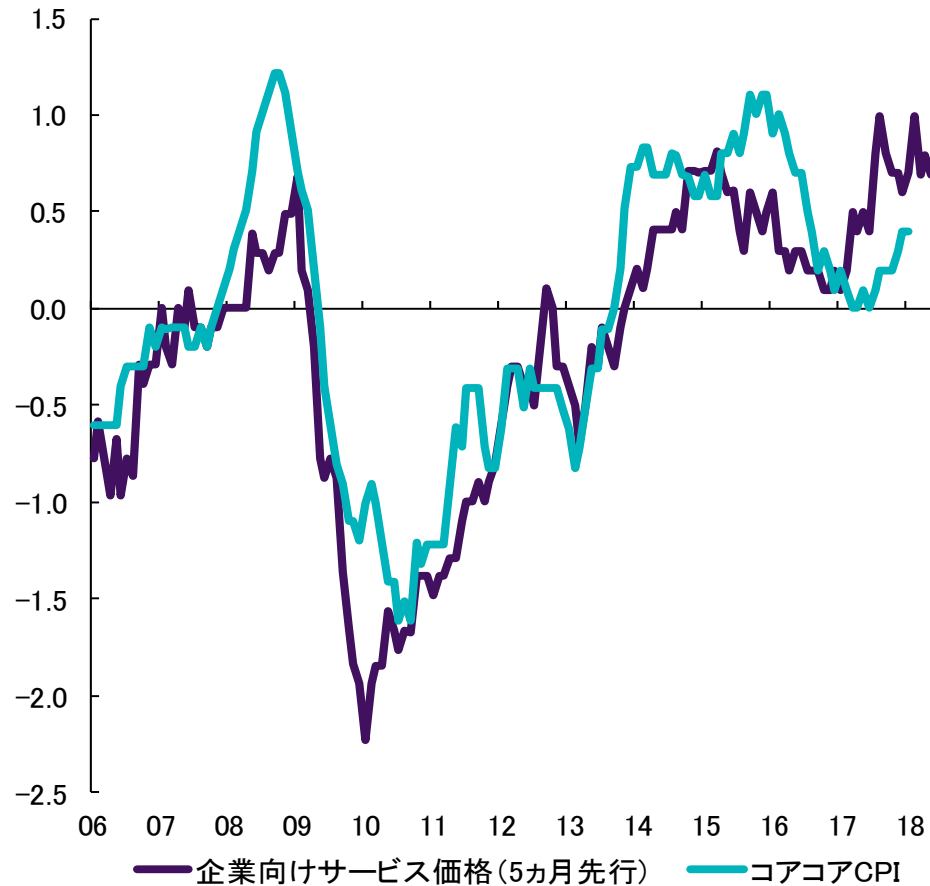
		ドル・円レート・前年比						
		15	10	5	0	-5	-10	-15
		GDPギャップがプラス0.5%のケース						
原油価格・前年比	80	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
	60	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0
	40	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.8
	20	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6
	0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.4
	-20	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.2
	-40	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.0
	-60	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.2
	-80	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.4

注：残差要因、税金要因は直近から横ばいと仮定。

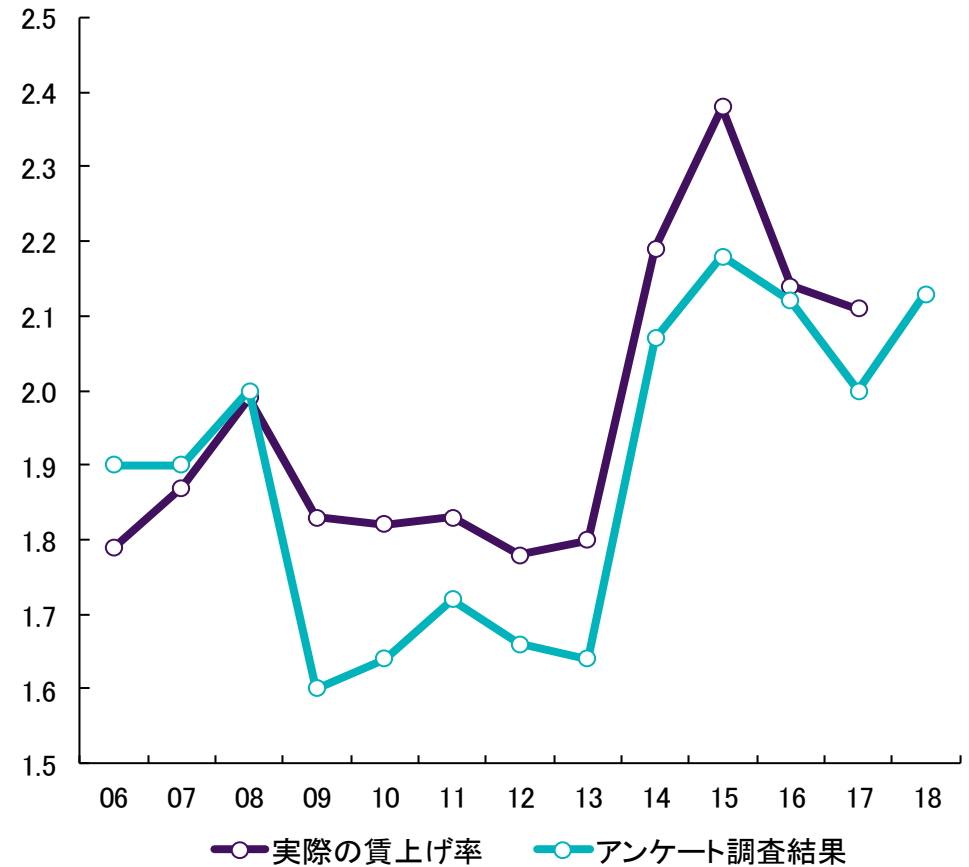
出所：内閣府、総務省、日本銀行、ブルームバーグ、RBS証券

# 日本: 基調的インフレ率は当面上昇するが...

消費税の影響を除く企業向けサービス価格とコアコアCPI (前年比・%)

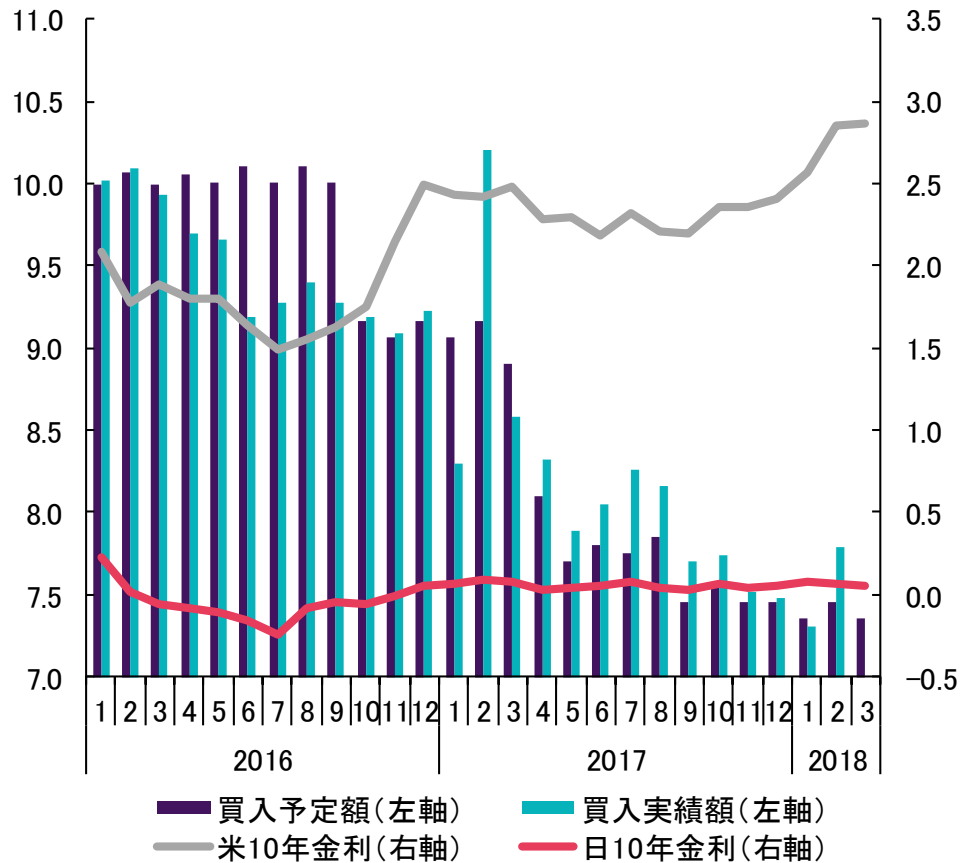


春闘賃上げ率 (前年比・%)



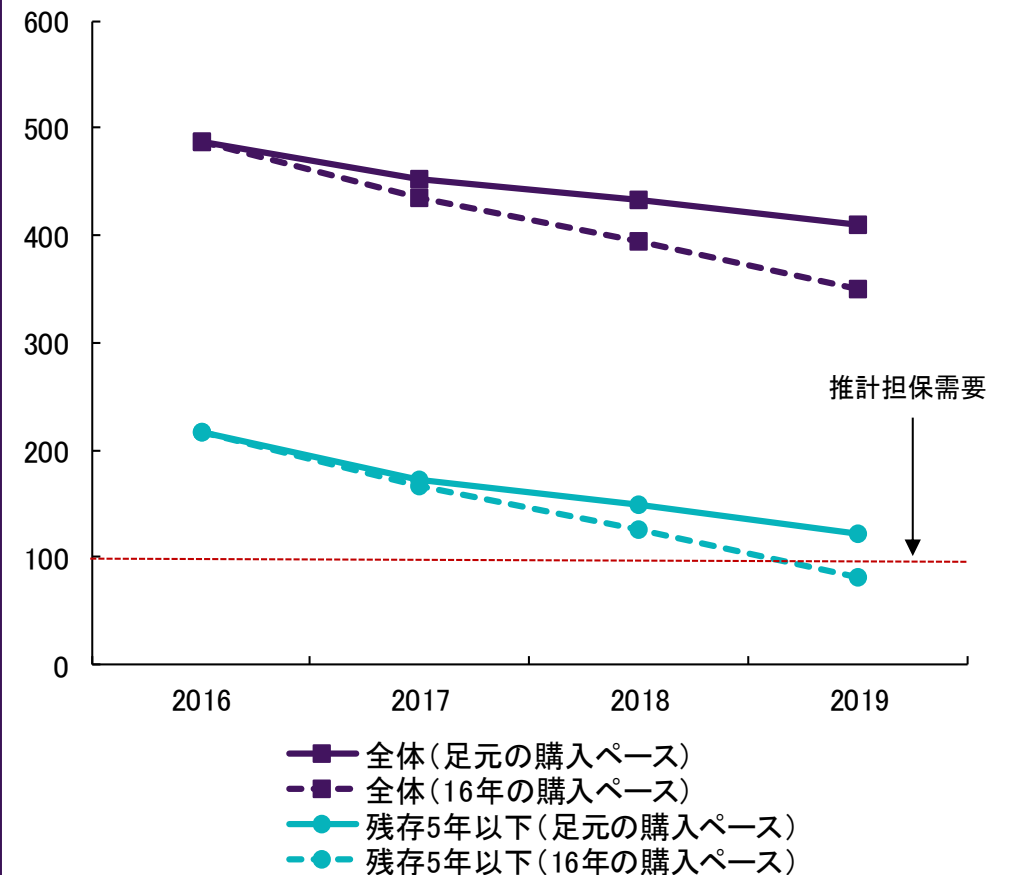
# 日本：米金利上昇圧力に強いイールドカーブコントロール

日銀の長期国債買入予定・実績額と日、米10年金利（左軸：兆円、右軸：%）



出所：日本銀行、RBS証券

日銀以外の民間投資家における国債保有残高の推計（兆円）



出所：日本銀行、RBS証券

# 日本: 現金融政策は長期化の公算

## 金融政策決定会合後の記者会見における黒田総裁の発言

### 大規模金融緩和の副作用について

「リバーサル・レート」という考え方は、金利が下がり過ぎると金融仲介機能が阻害され、かえって金融緩和の効果が反転してしまう可能性があるという、学術的な分析の1つである。これ自体は興味深い分析ではあるが、現在、わが国の場合は、金融機関が充実した資本基盤を備え、信用コストも大幅に低下している状況にあり、金融仲介機能に現段階で何か問題が生じていることはない。…「リバーサル・レート」という学術的な分析を採り上げたからといって、昨年9月以来の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」について見直しが必要だとか、変更が必要だということは全く意味しない。(2017年12月22日)

### 金融政策の出口について

基本的には、まさに2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成することが、日本銀行の金融政策の最大の目標であり、そのために「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を行っている。従って、金利についても、景気がよいからそろそろ金利を上げるとか、そうした考えはなく、2%の「物価安定の目標」を達成することとの関連でみていくということになる。(2017年12月22日)

わが国では、景気が緩やかに拡大している一方、物価は弱めの動きが続いている、他の主要国でも同様の傾向がみられるが、物価上昇率1%台半ばで推移している米欧と異なり、わが国の消費者物価の前年比は、エネルギー価格の寄与を除いてみると、小幅なプラスにとどまっている。このように、2%の「物価安定の目標」の実現までにはなお距離があることを踏まえると、いわゆる出口のタイミングやその際の対応を検討する局面には至っていない。(2018年1月24日)

予想物価上昇率が上昇していくと、自然利率が一定であっても、実質金利の低下によって景気刺激効果が強まっていくが、あくまでも金融政策については、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するために、現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を行っている。そのもとで適切なイールドカーブを形成しているので、…予想物価上昇率が上がったから直ちに金利の調整が必要になるとは全く考えていない。(2018年1月24日)

(予想物価上昇率が上がれば、名目の誘導目標を上げたとしても緩和効果は変わらず、金利の誘導目標を多少微修正して上げたからといって、緩和効果は変わらないので出口ではないとのロジック)は理屈としては成り立つが、今、そのようなことを考えているわけではない。…予想物価上昇率が上がっていけば、むしろ緩和効果が更に強化され、それによって2%に向けた道筋をより確実なものにすることを狙っている、今の時点でそのようなことは全く考えていない。(2018年3月9日)

### 80兆円のめどについて

一昨年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に枠組みを変更した時点で、金融調整の対象は、マネタリーベースの増加額や国債の買入れ額ではなく、長短金利になった。従って、80兆円はあくまでめどであり、そのもとで状況に応じて買入れ額が増えたり減ったりすることだが、ストック効果があるので、結果的に、フローとしては国債買入れ額が少なくても適切なイールドカーブが実現されている。80兆円はめどであって目標ではないので、望ましいとか望ましくないということではなく、必要なだけ買入れを進めるということだ。(2018年1月24日)

### ETFの買入れについて

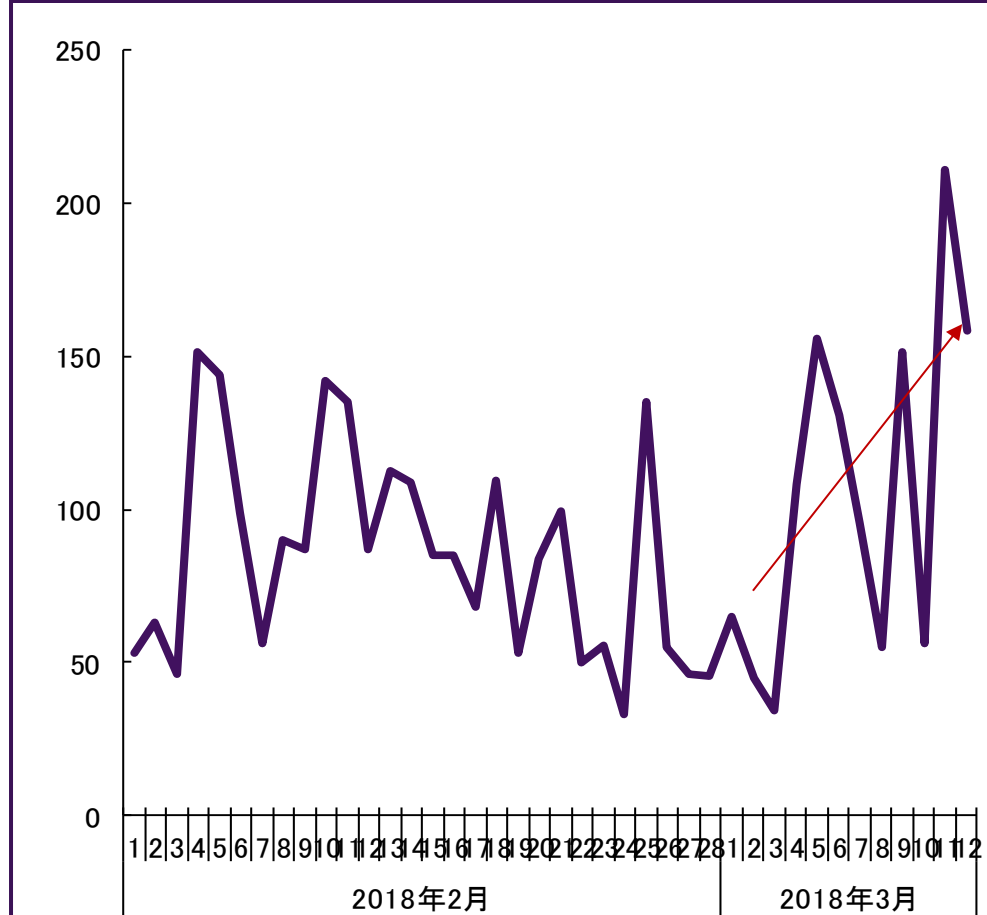
ETFの買入れは、特定の株価水準あるいは株価の引き上げを狙った政策ではなく、…「量的・質的金融緩和」全体の中の1つの要素として、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するために実施しているので、当然、経済・物価・金融情勢をみながら、政策について議論していくことになる。…いずれにしても、現時点で金融的な行き過ぎが起こっているとか、バブルになっているという状況ではない。(2017年12月22日)

これまでのところ、株式市場において過度な期待の強気化を示す動きは観察されていない。また、コーポレートガバナンスの面でも、ETFの買入れが大きな問題になっているとは考えていない。従って、日本銀行としては、現時点でETF買入れを見直す必要はないと考えている。先行きについては、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、その時々経済・物価・金融情勢を踏まえながら、適切に判断していく方針である。(2018年1月24日)

出所: 日本銀行、RBS証券

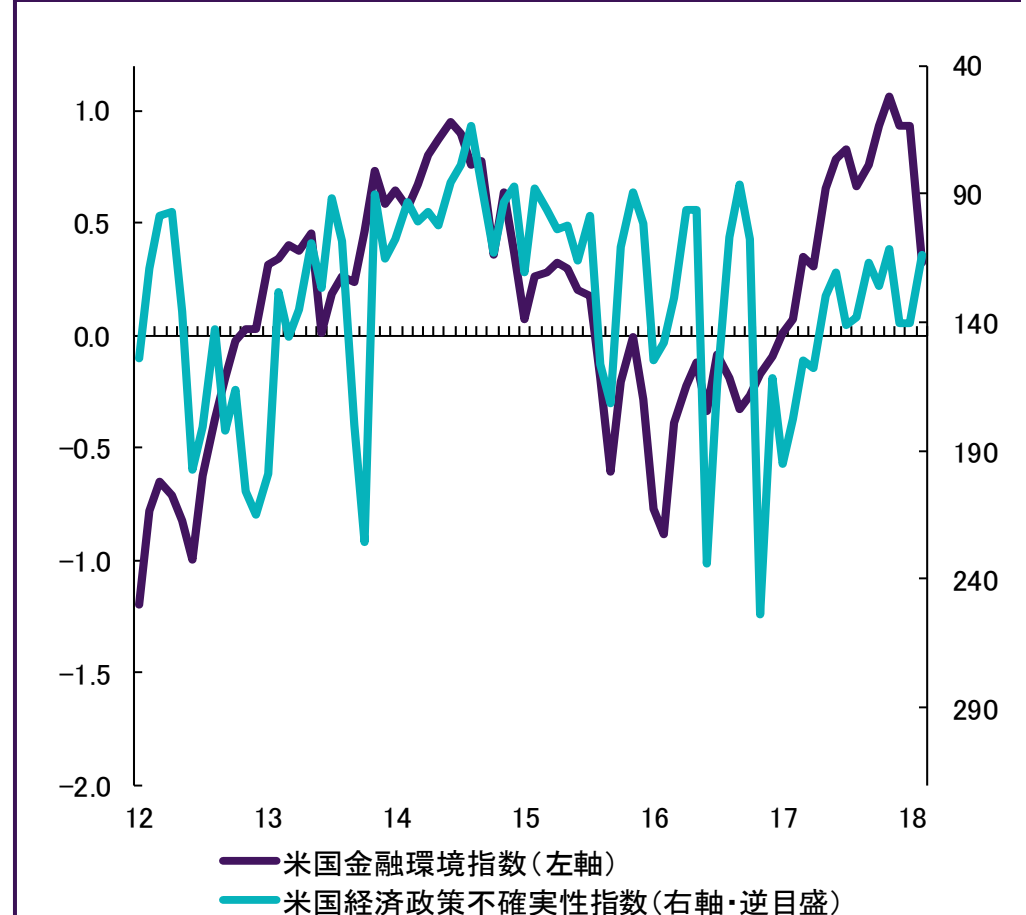
# 米国: 保護主義により不確実性が高まっている

2018年2月以降の日次経済政策不確実性指数



出所: Economic Policy Uncertainty、RBS証券

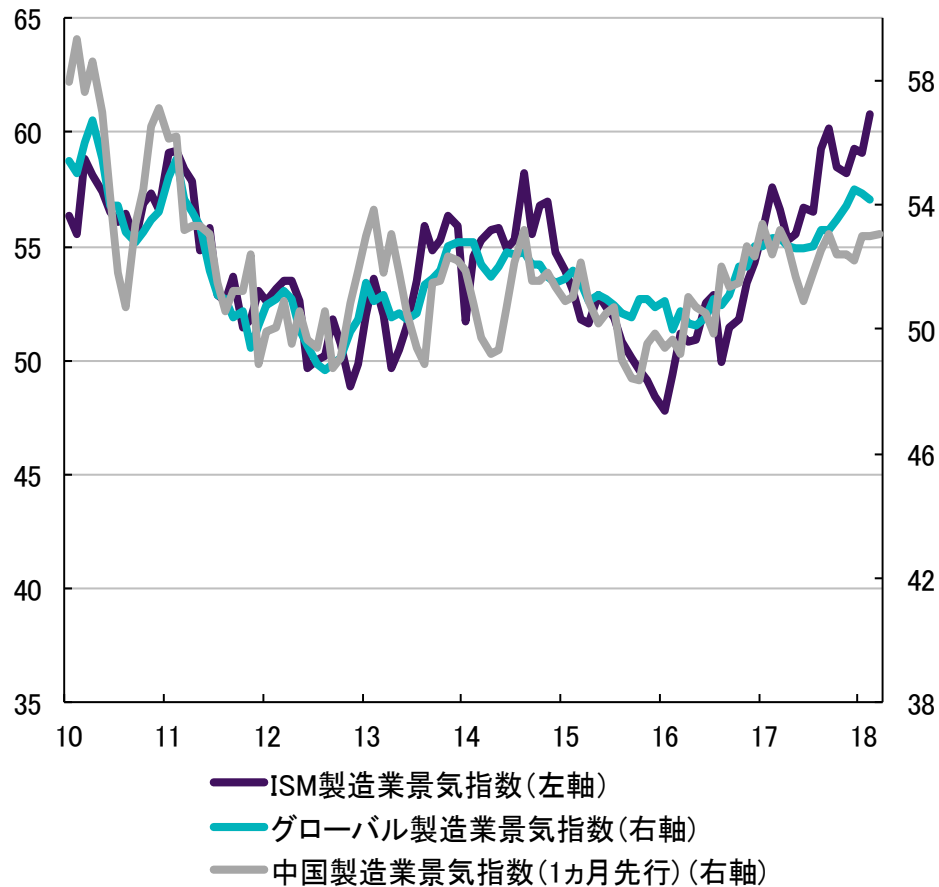
経済政策不確実性指数と金融環境指数



出所: Economic Policy Uncertainty、ブルームバーグ、RBS証券

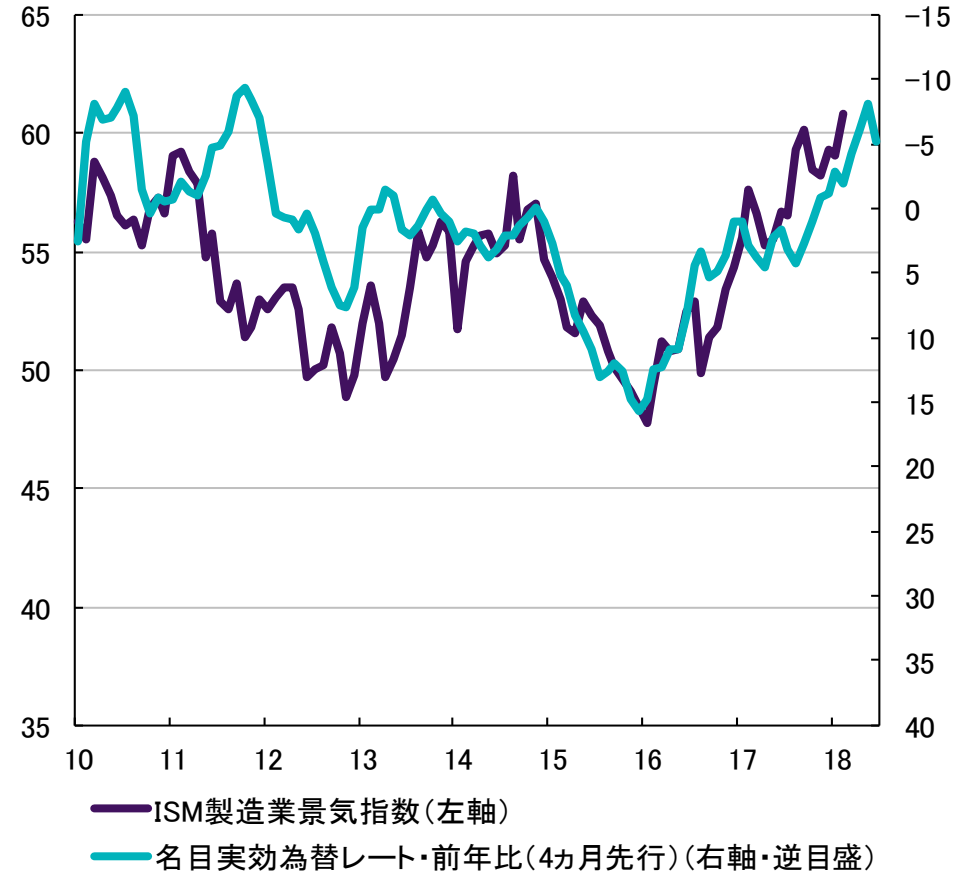
# 米国：足元のISMはドル安が牽引役

ISM製造業景気指数とマーケットのグローバル、中国製造業景気指数



出所：全米供給管理協会、マーケット、RBS証券

ISM製造業景気指数と名目実効為替レート・前年比（右軸：%）

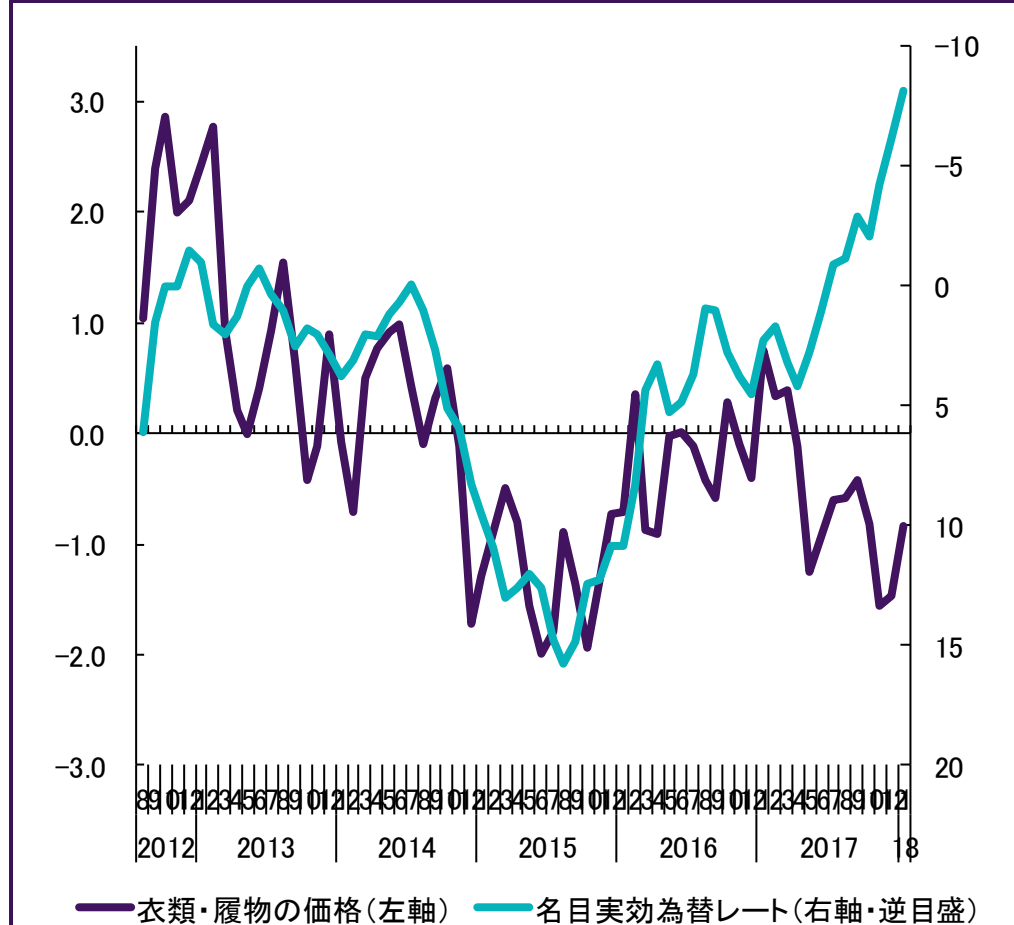


出所：全米供給管理協会、BIS、RBS証券



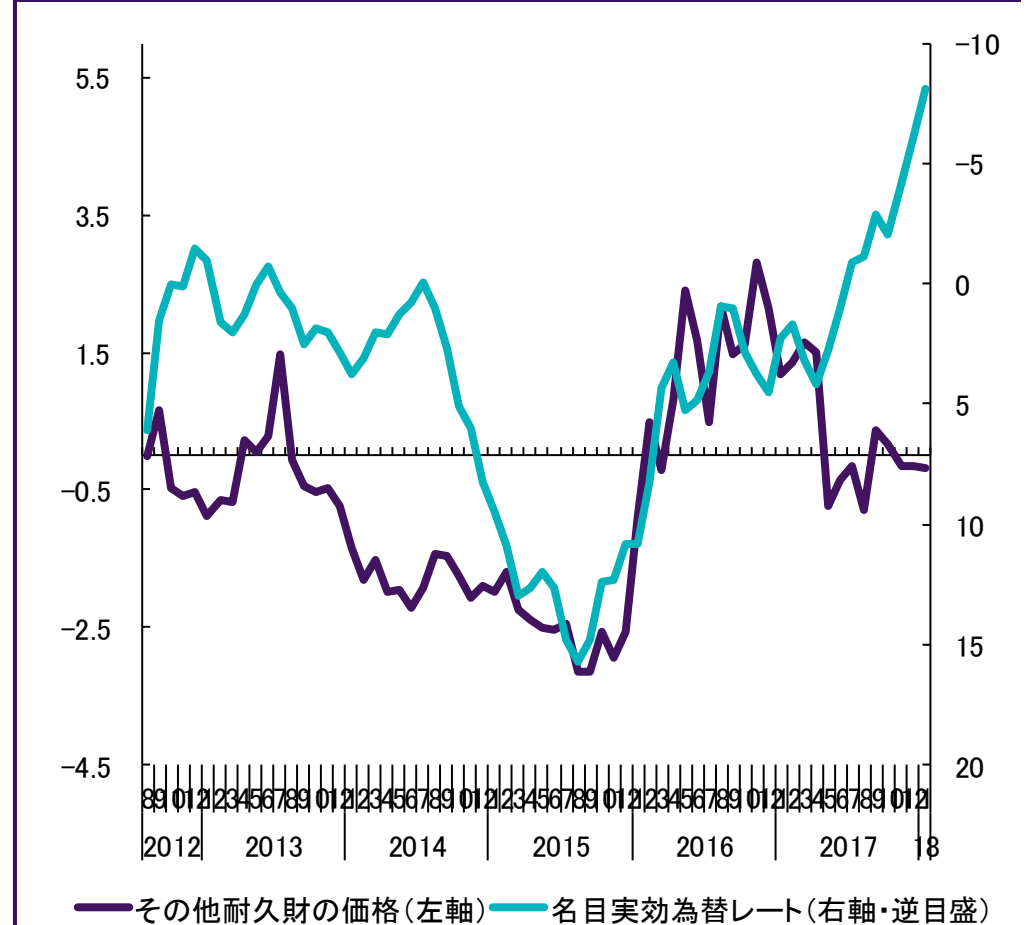
# 米国:ドル安が物価上昇につながらず

衣類・履物の価格と名目実効為替レート（前年比・%）



出所: 米商務省、BIS、RBS証券

その他耐久財の価格と名目実効為替レート（前年比・%）



出所: 米商務省、BIS、RBS証券

# 金利差との連動性が復活した場合の為替水準

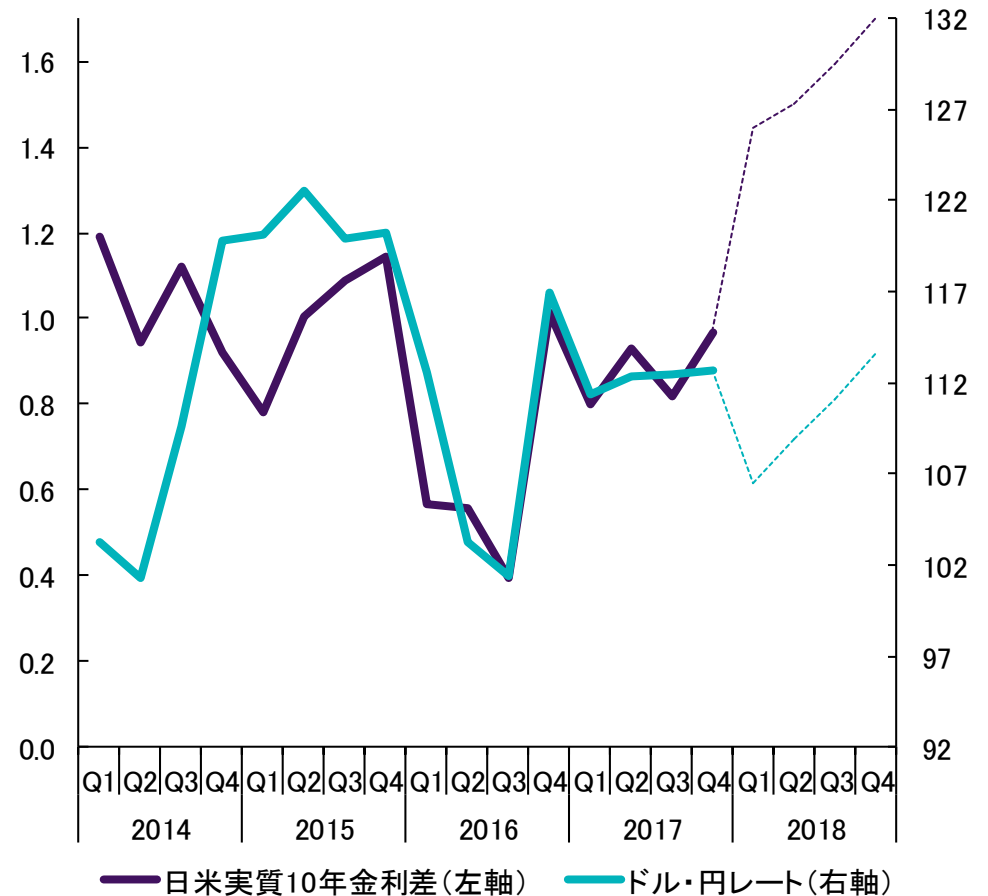
## 年末までのドル・円レートの推計

	米10年金利	ドル・円レート
① 米潜在成長率、自然利子率の上昇期待	+12bp	×
② Fedの利上げ織り込み確率の上昇	+16bp	×
③ 米財政赤字に対する懸念	+10bp	×
④ 日銀、ECBの出口に対する懸念	+16bp	-4.0円
⑤ トランプ政権の保護主義	-10~0bp	-2.5~-1.5円
⑥ その他	NA	-1.0円

	米10年金利	日10年金利	米10年期待 インフレ率	日10年期待 インフレ率	原油価格	ドル・円 レート
	(%)	(%)	(%)	(%)	(ドル/バレル)	(ドル/円)
17 Q4	2.41	0.05	1.98	0.60	60.4	112.7
18 Q1	<b>2.88</b>	0.06	2.02	0.64	62.8	<b>106.5</b>
Q2	<b>2.96</b>	0.08	2.00	0.62	62.0	<b>108.9</b>
Q3	<b>3.06</b>	0.08	1.99	0.60	60.6	<b>111.0</b>
Q4	<b>3.18</b>	0.09	1.97	0.57	59.1	<b>113.6</b>

出所:ブルームバーグ、RBS証券

## 日米実質10年金利差とドル・円レート (左軸:%ポイント、右軸:ドル/円)



出所:ブルームバーグ、RBS証券

# グローバル・ディスクレマー

本資料は、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシーが作成したもので、マーケティング資料とみなされるべきものであり、所轄官庁は英国金融行為監督機構です。

以下の情報につきましては、<http://www.rbsm.com/MARDisclosures>をご参照ください。

- ・市場濫用規制(MAR)に関するディスクレマー
- ・利益相反に関する声明
- ・定義集
- ・過去のトレードアイデアの記録

## デリバティブ取引検討の勧誘

本資料は、セールスおよびトレーディング・デスクまたはデスク・ストラテジストが作成したもので、マーケティング資料、デスク・ストラテジーおよび/またはトレーダーのコメントです。本資料はリサーチに相当しません。本資料は、該当する場合、米国商品先物取引委員会(CFTC)規制1.71条および23.605条の下、デリバティブ取引の検討の勧誘に相当しますが、如何なる金融商品についても拘束力のある売買の申し込みではありません。本資料の執筆者の見解は、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシー、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・エヌ・ブイ、および/またはアール・ビー・エス・セキュリティーズ・インク(これらを総称して「RBS」といいます)の他の者の見解と異なる場合があります。

本資料は、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・エヌ・ブイ、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシー、または関連会社(以下、「RBS」といいます)が作成したものです。

本資料はマーケティング資料であり、投資リサーチの独立性の促進を目的とした法的要件に従って作成されたものではなく、本資料に記載されている商品について自己勘定取引を行うRBSのトレーディング・デスクとの連携により作成されている場合があります。したがって、本資料は、RBSの自己勘定の利益から独立しておらず、かかる利益はお客様の利益と相反する可能性があります。本資料で示された見解は、RBSの他の事業部門の見解と異なる場合があります。執筆者の報酬の如何なる部分もRBSグループの企業が行う取引または受領する取引手数料と直接関係していません。

本資料には、RBSのトレーディング・デスクがマーケット・メイクまたは流動性の提供を行う可能性のある証券および関連する派生商品への言及が含まれます。それらの証券および関連する派生商品は、本分析資料の配布前にその情報に基づき構築された可能性のあるポジションも含め、トレーディング・デスクが時を問わず自己勘定でロングまたはショートポジションを保有する可能性があります。また、トレーディング・デスクは、本資料の内容と矛盾するポジションを保有または構築する場合があります。本資料はお客様に提供される前にRBSの他の顧客に提供されている可能性があり、配布前の取り扱いに関する如何なる禁止事項も適用されません。本資料は情報の提供のみを目的に作成されたものです。別段の表示がない限り、本資料は信頼できると判断される公開情報に基づいて作成されていますが、本資料に記載された情報の正確性または完全性に関し、明示または黙示を問わず、如何なる表明または保証も行いません。RBSとその各関連会社は、お客様またはその他の当事者による本資料の内容の利用に関し、一切責任を負いません。本資料に記載された意見、コメント、予測、見通し、想定、推定、バリュエーション、目標株価またはその他の記述(以下、「見解」といいます)は、表示された日付および/または時間において有効であり、いつでも予告なく変更される可能性があります。発行時点で本資料の更新の予定はありません。RBSは本資料の受領者に対し、かかる情報の更新または訂正の義務を負いません。本資料に示された見解は助言または個人的推奨を目的としたものでなく、またそのようにみなされるべきではありません。見解は客観的ではない、または執筆者もしくはRBSのトレーディング・デスクの利益から独立していない場合があり、これらの者は本資料で言及された市場、投資、または戦略に積極的に参加している可能性があります。RBSは如何なる司法管轄区域においても、税務、法務、会計に関する一切の表明を行わず、またこれらに関する助言を提供するものでもありません。本資料に記載された情報の妥当性および正確性についてはご自身で独立した評価を行い、本資料中で言及している証券に関しはお取引などをなされる前に、独立した財務助言を仰ぐことを含め、必要に応じてその他の調査を行うようお願い申し上げます。本資料は、その配布または使用が現地法または規制に反する管轄区域または国の個人または法人に対する配布、またはそれらによる使用を目的としたものではありません。本資料に記載された情報はRBSに帰属し、厳選された受領者にのみ提供されるものであり、RBSによる事前の書面による同意なしに他の第三者に(全体または一部を)提供または配布することはできません。

RBSとその各関連会社、従業員、または顧客は、本資料で説明される種類の金融商品および/または関連する金融商品について、利害関係を有する場合があります。かかる利害関係には、かかる商品の取り扱い、取引、保有、またはマーケット・メーカーもしくは流動性提供者としての行動のほか、本資料で言及されている企業または証券もしくは金融商品の発行体に対する銀行、クレジットその他金融サービスの提供が含まれる可能性があります。資料で言及されている発行体は、アール・ビー・エス・セキュリティーズ・インクの投資銀行部門の顧客である場合があり、アール・ビー・エス・セキュリティーズ・インクはこの関係に基づき、報酬を受けて資金調達、助言、証券化および引受サービスを過去に提供した、または将来提供する可能性があります。したがって、本資料に記載された、または本資料から除外された情報は、アール・ビー・エス・セキュリティーズ・インクの自己勘定の利益から独立しておらず、かかる利益はお客様の利益と相反する場合があります。

米国では、本マーケティング資料は1934年米国証券取引法の規則第15a-6(a)(2)条に定義されることのある主要機関投資家のお客様のみを対象に配布されるものです(米国内の関連会社が作成した資料を除きます)。これらの資料を受領する米国投資家のお客様は、詳細な情報またはこのトレードアイデアに関連したお取引を希望される場合、アール・ビー・エス・セキュリティーズ・インク(登録所在地: 600 Washington Boulevard, Stamford, CT, USA; 電話: +1 203 897 2700)までお問合せください。

シンガポールでは、本マーケティング資料は(シンガポール証券先物法(第289章)4A(1)項に定義されることのある)機関投資家のお客様のみを対象に配布されるものです。ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシー・シンガポール支店[UEN: S85FC3595J]は、シンガポール金融管理局により認可、規制を受けています。

香港では、本マーケティング資料は(香港証券先物条例の付則1に定義されることのある)「専門投資家」のお客様のみを対象に配布されるものです。ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシーおよびロイヤルバンク・オブ・スコットランド・エヌ・ブイは、香港における認可機関であり、香港金融管理局および香港証券先物委員会の規制を受けています。

オーストラリアでは、本マーケティング資料はロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシー・オーストラリア支店(ABN 30 101 464 528)(登録所在地: 88 Phillip Street, Sydney NSW 2000, Australia)が、ホールセール投資家のお客様のみを対象に発行しており、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシー・オーストラリア支店はオーストラリアにおいて、オーストラリア証券投資委員会(AFSライセンス番号241114)およびオーストラリア健全性規制庁により認可、規制を受けています。

アール・ビー・エス証券会社東京支店(関東財務局長(金商)第202号)は、香港において登録番号0170798の下、有限責任会社として設立され、日本の金融庁により認可、規制を受けています。

ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・エヌ・ブイ(インド)は、インド準備銀行(RBI)の規制を受けており、2010年5月11日付でインドにおいて銀行業務を行う認可(ライセンス番号MUM: 86)を受けています。

ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシーは、スコットランドにおいて登録番号90312の下、有限責任会社として設立、登録されており、登録所在地は36 St Andrew Square, Edinburgh EH2 2YBです。ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシーは、ブルーデンス規制機構より認可を受け、金融行為監督機構およびブルーデンス規制機構の規制を受けています。ナショナル・ウエストミンスター・バンク・ビーエルシーは、イングランドおよびウェールズにおいて、登録番号929027の下、有限責任会社として設立、登録されており、登録所在地は135 Bishopsgate, London EC4M 3URです。ナショナル・ウエストミンスター・バンク・ビーエルシーは、ブルーデンス規制機構によって認可され、金融行為監督機構およびブルーデンス規制機構の規制を受けています。ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシーは、ナショナル・ウエストミンスター・バンク・ビーエルシーの代理人として行動することが認められています。ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・エヌ・ブイは、オランダにおいて有限責任会社として設立され、オランダ銀行により認可、規制を受けており、オランダのアムステルダムにおいて商業登記番号33002587の下、登録されています(登録所在地: Gustav Mahlerlaan 350, Amsterdam, The Netherlands)。ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシーは、特定の管轄区域においてロイヤルバンク・オブ・スコットランド・エヌ・ブイの委任代理人を務め、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・エヌ・ブイは、特定の管轄区域においてロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシーの委任代理人を務めています。米国における証券業務は、アール・ビー・エス・セキュリティーズ・インクを通じて行われています。アール・ビー・エス・セキュリティーズ・インクは、金融取引業規制機構(FINRA)に登録されるブローカーディーラーであり(<http://www.finra.org>)、証券投資者保護公社(SIPC)に加入し、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシーの完全所有間接子会社です。

RBSが提供する資料に関する詳細につきましては、RBSM Terms and Conditionsをご確認ください。

ネットウエスト・マーケットスは、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ビーエルシー、ナショナル・ウエストミンスター・バンク・ビーエルシー、アール・ビー・エス・セキュリティーズ・インク、アール・ビー・エス証券会社のブランド名です。

Copyright © 2016 The Royal Bank of Scotland Group plc. All rights reserved.

Version 18.11.2016

