

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

6月FOMC～今年2回目の利上げを決定、保有証券残高の縮小プランを発表

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で政策金利の誘導目標レンジを広く予想されていた通り 0.75%～1.0%から 1.0%～1.25%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは3月以来3ヵ月ぶりで金融危機以降では4回目。採決では、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が据え置きを主張して反対票を投じた。
- ◇ 3ヵ月毎に発表されている FOMC 参加者による FF 金利（政策金利）見通しは、小幅な修正に止まった。中央値に基づけば、今年はまだあと1回、来年は3回の利上げが引き続き予想されている。
- ◇ 声明文における今後の「政策金利」の判断部分は、前回までと同一。一方、FRBが行っている保有証券の償還分再投資についての記載は変更され、「委員会は現時点で、経済が予想通りに進展すれば、年内にバランスシートの正常化プログラムの開始を予想している」とされた。声明文とは別に補足資料が発表され、保有証券残高を縮小する具体的なプランが明らかにされた。
- ◇ 今回の FOMC は、追加利上げ自体は予想通りだったが、バランスシートの正常化開始に積極的な姿勢が示された点でタカ派的だったと捉えられる。具体的には、①「正常化プログラム開始後の保有証券の償還許容額等が現時点で明確にされた」、②「再投資減少のプロセスは先々まで規定され、経済見通しのよほどの悪化が無い限り変更されないことが示された」、③「イエレン議長が記者会見で“正常化プログラムは比較的早期（relatively soon）に開始する可能性もある”と言及した」、④「イエレン議長は記者会見で、正常化プログラムの開始と利上げを同じ会合で実施する可能性を排除はしなかった」、等が挙げられる。
- ◇ 今後について、当面の利上げのペースは、政策委員の見通しでも示された通り、引き続き緩やかと見込まれよう。バランスシートの正常化開始が、長期金利への程度の影響を与えるのか注目される。

政策金利の誘導目標レンジを 0.25%ポイント引き上げ

連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で政策金利の誘導目標レンジを広く予想されていた通り 0.75%～1.0%から 1.0%～1.25%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは 3 月以来 3 ヶ月ぶりで金融危機以降では 4 回目。採決では、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が据え置きを主張して反対票を投じた。カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は前回 3 月の利上げ時にも反対票を投じている。

声明文における景気の現状判断は、前向きな見方を維持

今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が前回の「経済活動の拡大ペースは鈍化したものの、労働市場は引き続き力強さを増した」から「今年はこれまでのところ、労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は緩やかに拡大した」へ若干上方修正された。

労働市場は具体的には、雇用者数の増加ペースは「最近数ヶ月を均せば堅調」から「減速したが、年初から均せば堅調」へ変更され、失業率は「低下した」で不変。経済活動の内訳では、個人消費が前回の「緩慢な増加に止まったが、持続的な消費の拡大を支える基礎的条件は依然として堅調」から「ここ数ヶ月は上向いた（picked up）」へ上方修正され、設備投資は「改善した」から「拡大が続いた（continued to expand）」へ変更された。

物価の現状判断は、前回の「インフレ率は 2%のインフレ目標近くで推移している」「エネルギーと食品を除いた消費者物価は 3 月に低下し、インフレ率は引き続き 2%を幾分下回っている」から「インフレ率はこのところ低下しており、食品とエネルギーを除いた指標と同じく、2%を幾分下回っている」へ下方修正された。また、金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「依然として低い」、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」で夫々前回から不変であった。

景気・物価の見通し部分では、注視する対象から「世界経済・金融市場の動向」を削除

景気の見通し部分は「金融政策のスタンスを緩やかに調整していくなかでも、引き続き景気は緩やかなペースで拡大し、労働市場は幾分か一層力強さを増す」とされた。前回追加された“1-3 月期の成長鈍化は一時的な可能性が高い”との文言は、4-6 月期の経済指標が改善するなか削除された。

物価の見通し部分は「短期的には 2%を幾分下回った状態が続くが、中期的に 2%近傍で安定する」とされ、物価の現状を踏まえて“短期的には 2%を幾分下回った状態が続く”との文言が追加された。

見通しに対するリスク部分は、「短期的なリスクはおおよそバランスしているようにみえるが、インフレの動向を注視する」とされた。注視する対象から“世界経済・金融市場の動向”が削除され、前向きに修正されている。

FOMC 参加者の経済予測では、失業率を大きく引き下げ

3 ヶ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測（中央値）は、失業率を中心に修正された。実質 GDP 成長率は、前回（3 月時点）に比べて 2017 年のみ 0.1%ポイント上方修正（第 1 表）。失業率については、2017 年が 0.2%ポイント、2018 年が 0.3%ポイント、2019 年が 0.3%ポイント、中長期が 0.1%ポイント夫々引き下げられた（改善方向へ修正された）。実際の失業率が予想以上に低下していることを反映した修正であろう。インフレ率については、PCE デフレーターは 2017 年のみ 0.3%引き下げられ、コア PCE デフレーターも 2017 年のみ 0.2%ポイント引き下げられた。

第1表：FOMC参加者による経済予測

		中央値				中心傾向			
		2017	2018	2019	中長期	2017	2018	2019	中長期
実質GDP成長率	前々回（12月）	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9 - 2.3	1.8 - 2.2	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0
	前回（3月）	2.1	2.1	1.9	1.8	2.0 - 2.2	1.8 - 2.3	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0
	今回（6月）	2.2	2.1	1.9	1.8	2.1 - 2.2	1.8 - 2.2	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0
失業率	前々回（12月）	4.5	4.5	4.5	4.8	4.5 - 4.6	4.3 - 4.7	4.3 - 4.8	4.7 - 5.0
	前回（3月）	4.5	4.5	4.5	4.7	4.5 - 4.6	4.3 - 4.6	4.3 - 4.7	4.7 - 5.0
	今回（6月）	4.3	4.2	4.2	4.6	4.2 - 4.3	4.0 - 4.3	4.1 - 4.4	4.5 - 4.8
PCEインフレ率	前々回（12月）	1.9	2.0	2.0	2.0	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0
	前回（3月）	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0
	今回（6月）	1.6	2.0	2.0	2.0	1.6 - 1.7	1.8 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（12月）	1.8	2.0	2.0	-	1.8 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0	-
	前回（3月）	1.9	2.0	2.0	-	1.8 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	-
	今回（6月）	1.7	2.0	2.0	-	1.6 - 1.7	1.8 - 2.0	2.0 - 2.1	-

(注) 1. 『中心傾向』は上下夫々三つの予測値を除いたもの。

2. 『GDP』『インフレ率』は第4四半期の前年同期比。『失業率』は各年第4四半期の平均値。

(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

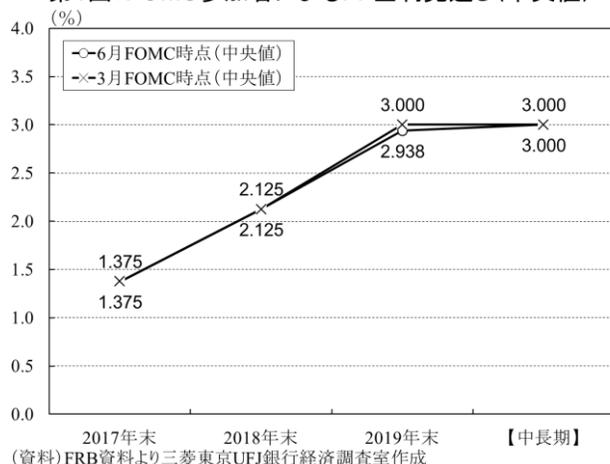
FOMC 参加者の FF 金利見通しは、概ね変わらず

FOMC 参加者による FF 金利（政策金利）見通しは、小幅な修正に止まった。中央値で見ると、2017 年末時点は 1.375%で前回から不変、2018 年末時点は 2.125%で前回から不変、2019 年末時点のみ 2.938%と前回から 0.062%低下した（第 1 図）。中立水準と捉えられる中長期の FF 金利は、3.0%と前回から不変だった。

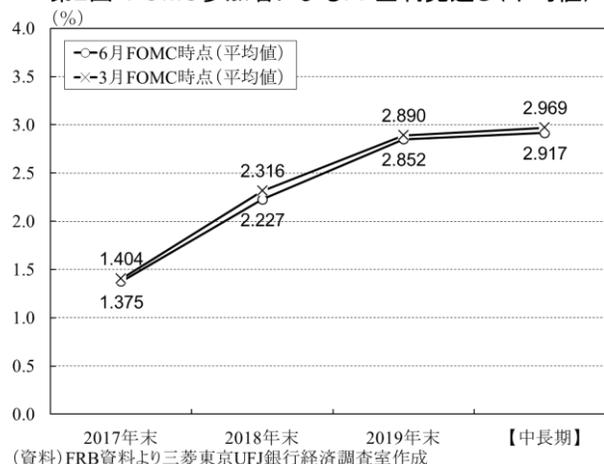
また、FF 金利見通しを平均値で見ると、2017 年末は 1.375%で 0.029%ポイント低下、2018 年末は 2.227%で 0.09%ポイント低下、2019 年末は 2.852%で 0.038%ポイント低下、中長期は 2.917%で 0.052%ポイント低下した（第 2 図）。

中央値に基づけば、FOMC 参加者は、今年 2017 年にあと 0.25%、2018 年に 0.75%の利上げを引き続き予想していることになる。利上げ回数で言えば、今年はまだあと 1 回、来年は 3 回の利上げが予想されている（1 回の利上げ幅を 0.25%と想定）。

第1図：FOMC参加者によるFF金利見通し(中央値)



第2図：FOMC参加者によるFF金利見通し(平均値)



今後の金融政策の判断部分は、FRBの保有証券再投資に関する記載を変更

金融政策の判断部分では、「労働市場の状況とインフレの実績・予測に基づき」政策金利が1.0%～1.25%へ引き上げられた。前回同様「金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、労働市場の幾分か一層力強さを増すこととインフレ率が2%へ持続的に戻ることをサポートする」と認識されている。

今後の「政策金利」の判断部分は前回までと同一だった^(注1)。一方、FRBが行っている保有証券の償還分再投資に関する記載は、従来から変更された。保有証券の償還分再投資は、今回は維持されたが、今後について「委員会は現時点で、経済が予想通りに進展すれば、年内にバランスシートの正常化プログラムの開始を予想している」と記載された。『バランスシートの正常化プログラム』とは、満期を迎えるFRBの保有証券について毎月上限を設けて償還を許容し、保有証券残高を段階的に減少させるものである。

FRBは本日、声明文と併せて「金融政策正常化の原則と計画」（2014年9月発表）の補足資料を発表（第2表）。その中で『バランスシートの正常化プログラム』の具体的内容を明らかにした。FRBは現在、米国債を2.5兆ドル程度、住宅ローン担保証券（MBS）を1.8兆ドル程度保有しているが（第3図）、補足資料によれば、『正常化プログラム』開始後は満期を迎える米国債について、当初は月60億ドルまで償還を許容。その後3ヵ月毎に許容額を60億ドル拡大し、1年後には月300億ドルの償還を許容する。また、満期を迎えるエージェンシー債とMBSについては、当初は月40億ドルまで償還を許容。その後3ヵ月毎に許容額を40億ドル拡大し、1年後には月200億ドルの償還を許容する。

(注1) 今後の「政策金利調整のタイミングと規模」の決定は引き続き、完全雇用とインフレ目標2%に向けた進展を実績・予測の双方から評価し、労働市場やインフレ圧力・期待に関する指標や金融・国際情勢を含む幅広い情報を考慮して行われる。インフレ率については、「対称的なインフレ目標（symmetric inflation goal）」との比較で実績と見通しが注視される。今後の利上げペースは、「経済情勢の改善ペースを勘案すると、政策金利は緩やかな引き上げが正当化され」、「当面の政策金利は長期的にみて一般的な水準を下回って推移する」とされている。

第2表：FRBによる「金融政策正常化の原則と計画」の概要

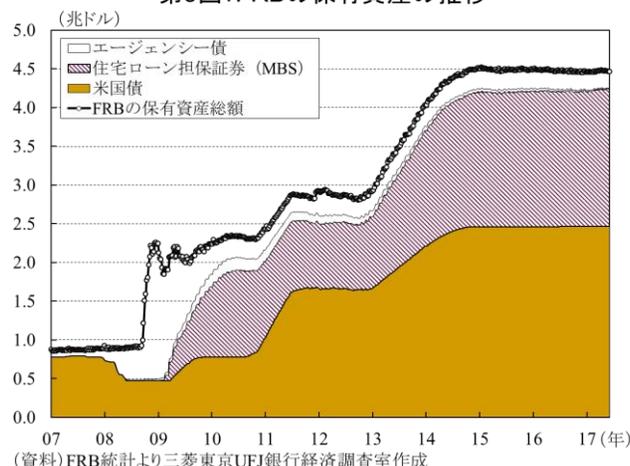
2011年6月に発表した「金融政策正常化の原則」⇒ その撤回
<ul style="list-style-type: none"> ・正常化の初めのプロセスは、保有証券の再投資の停止 ・それと同時にその後に、政策金利の時間軸を修正。準備預金の吸収を開始 ・次に経済環境が許せば、政策金利を引き上げ。金融政策における最優先の調整手段はFF金利とする。「超過準備への付利金利」と「銀行システムの準備預金量」を、FF金利が誘導目標に近づくために使用 ・初回の政策金利の引き上げから少し時間をおいて、エージェンシー債・MBSの売却を開始。売却のタイミングとペースは事前に公示。売却ペースは比較的ゆっくりで一定になる見込みだが、経済・金融情勢次第 ・エージェンシー債とMBSの売却は3～5年かけて実施。SOMAポートフォリオは、2～3年で正常化
2014年9月に発表した「金融政策正常化の原則と計画(改訂版)」
<ul style="list-style-type: none"> ・緩和的な金融政策が必要でなくなれば、まずFF金利誘導目標を引き上げ ・主に超過準備への付利金利を調整することでFF金利をFOMCが設定したFF金利誘導範囲へおさめる ・必要に応じて翌日物リバースレポファンリティやその他補完的ツールを使用。翌日物リバースレポファンリティは必要な範囲に限り使用し、必要がなくなったら廃止 ・保有証券は緩やか且つ予見可能な方法で減少させる。主な手段は、元本再投資の停止。再投資停止（または段階的廃止）のタイミングは、FF金利の引き上げ開始後で情勢次第 ・正常化の過程で、MBSの売却は現時点で予想していない。但し、長期では限定的な売却が必要となるかもしれない
本日発表した「金融政策正常化の原則と計画」の補足資料
<ul style="list-style-type: none"> ・満期を迎える米国債のうち、再投資を見送る金額を当初は月60億ドルに設定。当該金額を、その後3ヵ月毎に60億ドル拡大、1年かけて月300億ドルまで拡大させる ・満期を迎えるエージェンシー債とMBSのうち、再投資を見送る金額を当初は月40億ドルに設定。当該金額を、その後3ヵ月毎に40億ドル拡大、1年かけて月200億ドルまで拡大させる ・保有証券は、FRBが金融政策を効率的、効果的に遂行する上で最低限必要な金額に達するまで減少させる ・FRBが保有証券を減少させていくことで、準備預金量も減少するが、適当な準備預金量は、ここ数年の水準よりはかなり下回る一方、金融危機前よりは大きくなると予想している ・政策金利の変更が、金融政策の最優先の手段。但し、政策金利の大幅な引き下げに繋がるような経済見通しの重大な悪化が生じた際には、保有証券の再投資を再開する用意がある

(注)1. 『SOMA』は、連邦準備制度の公開市場操作の口座で、ニューヨーク連邦準備銀行が管理。

2. 2015年3月にも、「金融政策正常化の原則と計画」の補足資料を発表している。

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：FRBの保有資産の推移



『バランスシートの正常化プログラム』の影響について、仮に今年の10月から開始されたとした場合の、米国債に限った試算結果が第3表である(注2)。来年2018年は、米国債の満期を迎える金額4,256億ドルに対して、再投資額が1,965億ドル、償還額が2,290億ドルとな

る。2019年は、米国債の満期を迎える金額 3,657 億ドルに対して、再投資額が 1,104 億ドル、償還額が 2,554 億ドルとなる。2018年の償還額 (2,290 億ドル) は、現在 FRB が保有する米国債の 9.3% に相当。当面の保有証券の減少ペースは、緩やかとは言えそうだ。

(注2) MBSについては、実際の満期が、住宅ローンの期限前償還等に左右されるため現時点で確定していない。

第3表:FRBが保有する米国債の当面の償還額と再投資額の試算
(本日発表された正常化プログラムが2017年10月から開始されると仮定)

(億ドル)

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	計
2017年	満期を迎える金額 (①)	-	-	-	-	-	129	129	219	109	87	189	175	-
	償還を許容する金額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	60	60	60	-
	償還額 (②)	-	-	-	-	-	0	0	0	0	60	60	60	-
	再投資額 (①-②)	-	-	-	-	-	129	129	219	109	27	129	115	-
2018年	満期を迎える金額 (①)	305	486	312	346	547	305	313	440	190	238	592	182	4,256
	償還を許容する金額	120	120	120	180	180	180	240	240	240	300	300	300	-
	償還額 (②)	120	120	120	180	180	180	240	240	190	238	300	182	2,290
	再投資額 (①-②)	185	366	192	166	367	125	73	200	0	0	292	0	1,965
2019年	満期を迎える金額 (①)	160	561	224	303	585	183	172	687	98	147	468	71	3,657
	償還を許容する金額	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	-
	償還額 (②)	160	300	224	300	300	183	172	300	98	147	300	71	2,554
	再投資額 (①-②)	0	261	0	3	285	0	0	387	0	0	168	0	1,104

(注)米国債の『満期を迎える金額』は、6月7日時点。

(資料)ニューヨーク連邦準備銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今回の声明文はタカ派的だったと捉えられる

今回の FOMC は、追加利上げ自体は予想通りだったが、バランスシートの正常化開始に積極的な姿勢が示された点でタカ派的だったと捉えられる。具体的には、①「正常化プログラム開始後の保有証券の償還許容額等が現時点で明確にされた」、②「再投資減少のプロセスは先々まで規定され、経済見通しのよほどの悪化が無い限り変更されないことが示された」、③「イエレン議長が記者会見で“正常化プログラムは比較的早期 (relatively soon) に開始する可能性もある”と言及した」、④「イエレン議長は記者会見で、正常化プログラムの開始と利上げを同じ会合で実施する可能性を排除はしなかった」、等が挙げられる。

この様に、FRB がバランスシートの正常化開始に (従来よりも) 積極的になった背景には、景気見通しへの自信を深めていることに加えて、議会共和党からの圧力や、利上げを進めるなかでも長期金利がそれほど上昇していないこと、イエレン議長在任中に着手しておきたかったこと等が考えられる。

今後について、当面の利上げのペースは、政策委員の見通しでも示された通り、引き続き緩やかと見込まれよう。バランスシートの正常化開始が、長期金利への程度の影響を与えるのか注目される。

(2017年6月14日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(5月2日・3日)	今回(6月13日・14日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in March indicates that the labor market has continued to strengthen even as growth in economic activity slowed. Job gains were solid, on average, in recent months, and the unemployment rate declined. Household spending rose only modestly, but the fundamentals underpinning the continued growth of consumption remained solid. Business fixed investment firmed. Inflation measured on a 12-month basis recently has been running close to the Committee's 2 percent longer-run objective. Excluding energy and food, consumer prices declined in March and inflation continued to run somewhat below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p> <p>景気・物価の見通し Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee views the slowing in growth during the first quarter as likely to be transitory and continues to expect that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will stabilize around 2 percent over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3/4 to 1 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in May indicates that the labor market has continued to strengthen and that <u>economic activity has been rising moderately so far this year. Job gains have moderated but have been solid, on average, since the beginning of the year,</u> and the unemployment rate has declined. <u>Household spending has picked up in recent months, and business fixed investment has continued to expand.</u> On a 12-month basis, <u>inflation has declined recently</u> and, like the measure excluding food and energy prices, is running somewhat below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</p> <p>景気・物価の見通し Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. <u>The Committee continues to expect that,</u> with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, and labor market conditions will strengthen somewhat further. <u>Inflation on a 12-month basis is expected to remain somewhat below 2 percent in the near term</u> but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. Near term risks to the economic outlook appear roughly balanced, <u>but the Committee is monitoring inflation developments closely.</u></p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>raise the target range for the federal funds rate to 1 to 1-1/4 percent.</u> The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds</p>

<p>rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; and Jerome H. Powell.</p>	<p>rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. <u>The Committee currently expects to begin implementing a balance sheet normalization program this year, provided that the economy evolves broadly as anticipated. This program, which would gradually reduce the Federal Reserve's securities holdings by decreasing reinvestment of principal payments from those securities, is described in the accompanying addendum to the Committee's Policy Normalization Principles and Plans.</u></p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; and Jerome H. Powell. <u>Voting against the action was Neel Kashkari, who preferred at this meeting to maintain the existing target range for the federal funds rate.</u></p>
---	--

(注) 下線部分は前回からの変更箇所。

(資料) FOMC 資料より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。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、宜しくお願い申し上げます。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、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer 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. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation 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 BTMU. BTMU 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 BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU 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 BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.