



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聡樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

来週・再来週の Weekly は休暇等により休刊とさせていただきます。よろしくお願ひ致します。

June 25, 2011

<FOCUS>

スタグフレーションの影～インフレ率安定には時間

- ソフト・パッチの長さが焦点となっているが、このところ公表された経済指標は景気の中弛みが当面は続く可能性を示唆している。
- まず、ニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀による企業景況感調査（製造業）は、ともに急速な悪化を示した。両調査と全米ベースの ISM 指数は今次景気回復局面において乖離が目立ってきているため、6月のISM指数が50を大きく割り込むかどうかは微妙だが製造業の景況感は明らかに悪化してきている。
- ソフト・パッチの長さを予見する上でより気になるのは物価面における動き。企業が受けるインフレ圧力は資源高が極まった2008年当時並に高まっている。企業の景況感は表面的に見ると二番底が懸念された2010年に似ているが、インフレ圧力の高まりという点ではむしろ2008年に近い。価格転嫁が進むなか、コアベースのインフレ圧力も強まっている。
- 足元の原油価格とガソリン価格の低下は明るい材料だが、インフレ圧力が緩和するには暫く時間がかかると見ておく必要がある。これは、川上のインフレ動向が川下段階に反映されるには1年半程度のラグを伴うほか、原油価格1バレル=90ドルでは期待インフレ率も高止まりする公算が大きいからだ。
- 当面の米国経済は、インフレ圧力の強まりと景気減速が並存する苦しい状況が続きそうだ。1960年代後半から1970年代にかけて生じたようないわゆるスタグフレーションが起きるとは思わないが、世界経済がグローバル化加速とともに先進国主導から新興国主導へと大きな構造変化をみせ、資源逼迫懸念が長期化する可能性が高まるなか、リスク・シナリオとして念頭に置く必要はあるだろう。

<TOPICS> 6月FOMC

これまで超低金利政策が長期にわたり正当化される理由としていた「抑制されたインフレ基調」と「インフレ期待の安定」が声明文から削除され、金融政策の軸足が出口政策へ徐々にシフトしていることを示唆する内容。

<経済指標コメント>

5月の小売売上は減速継続、5月のコアCPIは前年比+1.5%へ上昇、5月の鉱工業生産は微増、5月の住宅着工件数は2ヶ月振りに増加、5月の住宅販売は中古の頭打ち感が強まる、6月の消費者センチメントは小幅悪化。

<FOCUS> スタグフレーションの影～インフレ率安定には時間

急落した製造業の景況感

ソフト・パッチの長さが焦点となっているが、このところ公表された経済指標は、景気の中坩みが、当面は続く可能性を示唆している。

まず、足元6月の景気動向を見る上で注目されるニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀による企業景況感調査（製造業）は、ともに急速な悪化を示した。ニューヨーク連銀調査の現況指数は▲7.8と前月から約20ポイントの急落、フィラデルフィア連銀の現況指数も▲7.7と、それぞれ昨年11月、9月以来のマイナスに落ち込んだ（第1図）。製造業の景況感は、景気の二番底が懸念された昨年後半に似た動きとなっている。

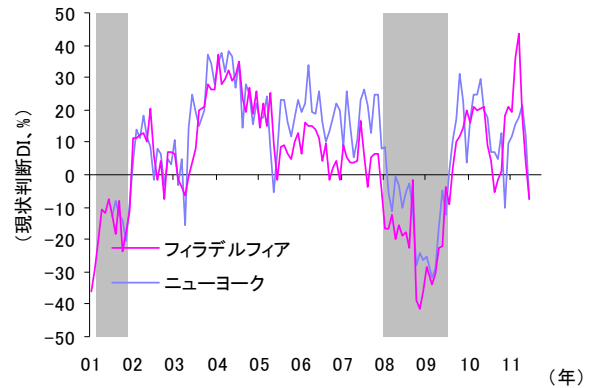
中身をみると、肝心の需要動向を反映する新規受注の下落が目立つ。一時的な悪化というよりは、景気の減速感が徐々に強まっていることを受けた動きと見たほうがいだろう。ISM指数換算ベースでも、ニューヨーク連銀指数が49.7、フィラデルフィア連銀指数が45.5、ともに50%を割り込む結果となり、来週公表される6月のISM製造業指数の悪化を示唆する動きとなっている（第2図）。

ISMとの乖離は小さくない

ただ、6月のISM指数が企業活動の拡大・縮小の分かれ目である50を大きく割り込んでくるかどうかは微妙でもある。昨年後半にも、両地区の指数（ISM換算ベース）は50を大きく割れ込んだが、全米ベースのISM指数は55ポイント程度への低下にとどまった（同図）。両調査のサンプル数は約200社とISMの約400社と比べ少なく、振れが大きく出たことが影響した。

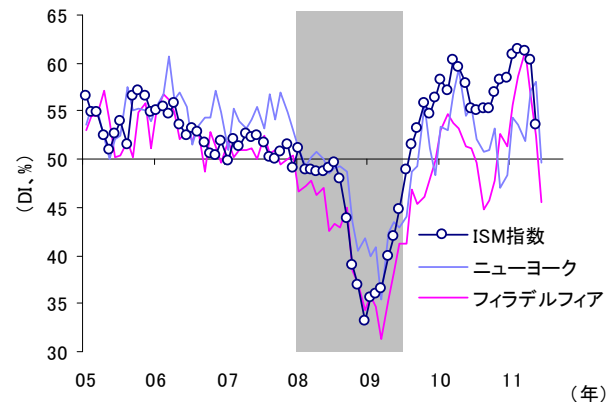
また、両指数とISM指数の乖離は今次景気回復局面において幾分拡大が目立ってきている。この背景には、ニューヨーク・フィラデルフィア両地区における製造業生産の全米ベースに対するシェアが数パーセント程度に過ぎないこと

第1図：ニューヨーク連銀・フィラデルフィア連銀企業景況感



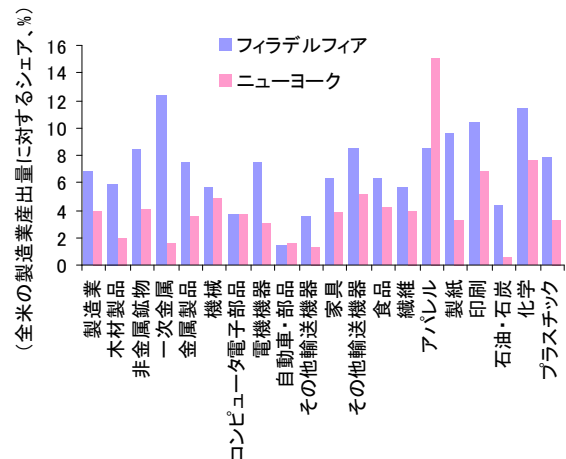
(注) 調査対象は製造業。シャドウは景気後退期。
(資料) ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ISM指数と地区連銀企業景況感の推移



(注) 製造業。シャドウは景気後退期。
(資料) ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：フィラデルフィア・NY地区製造業のウェイト



(注) 産業毎の全米生産量(GDP)に占める割合。2009年実績。
(資料) 商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

に加え、両地域における製造業の産業構造も全米ベースとは相応に異なることも影響しているだろう¹。GDPベースでみると（前頁第3図）、ニューヨークはアパレルのシェアが大きいほか、フィラデルフィアは一次金属、両地区に共通する業種では印刷関連などのウェイトが高い。これらの業種は金融危機後の回復が相対的に遅れている。こうした点を踏まえると、全米ベースでみた製造業の景況感は急速ではないものの悪化が明確化しているとするのが妥当だろう。

企業の支払・受取価格は2010年より2008年 当時に類似

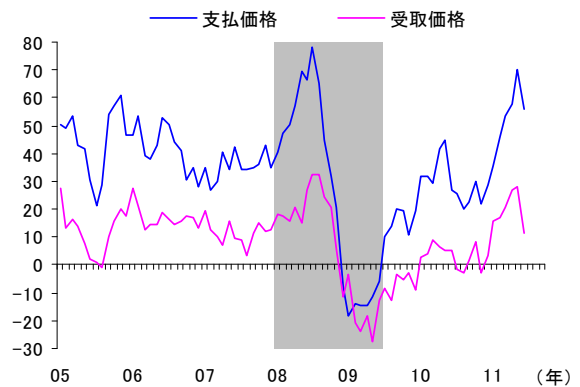
そういう意味では、地区連銀調査における企業景況感の悪化を“過度に”悲観する必要は無いということになるが、ソフト・パッチの長さを予見する上で気になるのは、物価面における動きである。

ニューヨーク連銀の景況感調査でみると、企業の支払価格指数は既に高水準にあり、資源高を受けて企業の投入コストが大きく高まっていることを示している（第4図）。こうした投入コストの上昇はフィラデルフィア連銀調査でも同様である。流石に直近6月は、原油価格等の調整を映じて大きく低下したが、水準でみると企業が受けるインフレ圧力は資源高が極まった2008年当時並に高まっていると言えるだろう。また、受取価格指数も2007～2008年当時の水準にあり、価格転嫁が進んでいることがみてとれる（同図）。企業の景況感は、表面的に見ると、二番底が懸念された2010年に類似した動きとなっているが、インフレ圧力の高まりという点を踏まえるとむしろ2008年に似ている。

強まるインフレ圧力

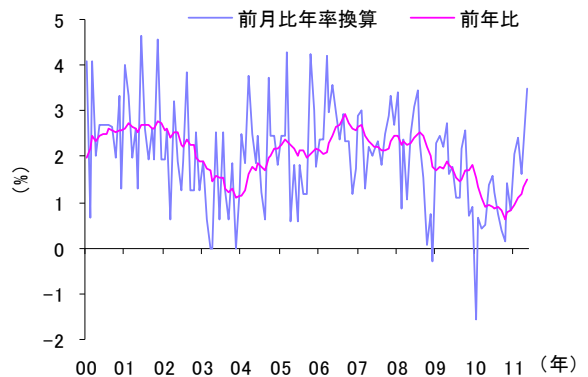
足元の物価指標もインフレ圧力の強まりを示している。先週公表された5月のコアCPIは前年同期比+1.5%まで上昇したが、前月比・年率ベースでは+3.5%と、2008年当時並みの上昇率となっている（第5図）。単月の動きとはいえ無視できない動きだ。川上からの物価上昇圧力も徐々に強まっており、5月の輸入物価はドル安もあって前年比+12.5%、生産者物価（総合）も同+7.3%と、ともに2008年秋以来の水準まで上昇してきている。

第4図：ニューヨーク連銀製造業指数におけるインフレ指標



(資料) ニューヨーク連銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：コアCPIの推移



(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ フィラデルフィア連銀の調査はペンシルベニア州東部・ニュージャージー州、デラウェア州が対象。第3図のフィラデルフィア地区の値はこれら3州の合計とした。

コア・インフレ率の安定化には時間

こうした資源価格を起点とするインフレ圧力の高まりが景気減速に繋がっているわけだから、足元の原油価格とガソリン価格の低下は、景気の先行きを展望するうえで明るい材料だ。ただ、インフレ圧力が緩和するには暫く時間がかかると見ておく必要がある。

まず、川上からのインフレ圧力が川下段階に反映されるにはラグを伴う。CPI総合とコアCPIの単純な時差相関係数をみると、コアCPIは約1年半の時間差をもって変動していることが分かる(第6図)。したがって、資源価格の低下を反映してコアベースのインフレ率が直ぐに低下してくるとは考えにくい。

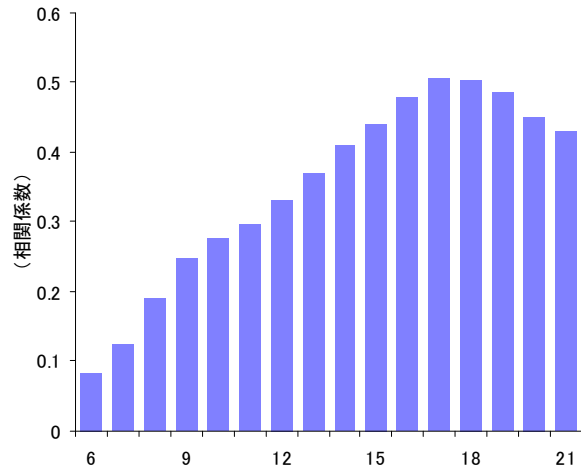
原油価格 90 ドルが示唆する期待インフレ率高止まり

また、インフレ率を左右する期待インフレも簡単には低下しないであろう。ミシガン大学消費者センチメントでみた家計の期待インフレ率(今後1年)は、2008年以降、原油価格の水準と強く連動している(第7図)。このことは、過去数年の原油価格の上昇にまだ家計が適応できていないことを示唆しているように思われる。原油価格(WTI)は、23日のIEAによる石油備蓄の放出決定後も、1バレル=90ドル強で高止まっているが、期待インフレ率が3%(2002年以降の平均値)程度まで低下するには、同80ドルまで下落することが必要と言えそうだ。

こうしてみると、当面の米国経済は、インフレ圧力の強まりと景気減速が並存する苦しい状況が続くそう。FRBが22日のFOMC声明文で、物価に関する判断を大きく修正してきたことはある意味当然の対応である²。

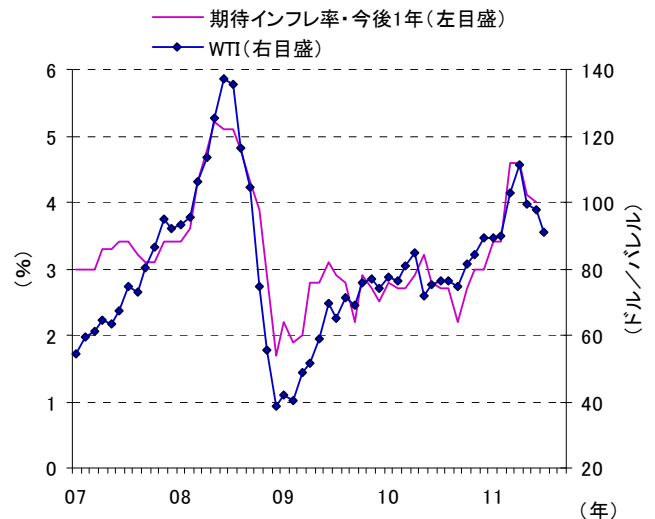
むしろ、高失業率のもとで賃金上昇圧力は抑制されるため、1960年代後半から1970年代にかけて生じたようないわゆるスタグフレーションが起きると思わないが、世界経済がグローバル化とともに先進国主導から新興国主導へと大きな構造変化をみせ、資源逼迫懸念が長期化する可能性が高まるなか、リスク・シナリオとして念頭に置く必要はあるだろう。

第6図: CPI総合とコアCPIの時差相関係数



(注)計測期間は前回の回復局面(2002年~2007年)。(ラグ、月)
(資料)労働省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 原油価格と期待インフレ率



(注)WTIの直近値は24日終値。
(資料)Bloomberg、ミシガン大学資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<FOCUS>

² 後段 Topics ご参照。

<TOPICS>

6月 FOMC～景気再加速シナリオ維持、政策の軸足は出口政策へ徐々にシフト

金融政策は現状維持

連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で、政策金利である FF 金利の誘導目標（0.0–0.25%）を据え置くとともに、今月末の米国債買入（QE2）終了後も従来通り、保有証券からの償還資金を米国債に再投資することを全会一致で決定した。

ただ、これまで、超低金利政策が「長期にわたって（for an extended period）」正当化される理由として挙げていた「抑制されたインフレ基調（subdued inflation trends）」と「インフレ期待の安定（stable inflation expectations）」が削除されるなど、全体としては、インフレ圧力の高まりがこれまで以上に意識されている。FRB は早期の金融引き締めへ転じる意向は無いものの、金融政策の軸足がインフレ警戒と出口政策へ徐々にシフトしていることを示唆する内容と言える。

景気判断の下方修正は小幅、インフレ圧力は上昇

景気判断については、①食品・エネルギー価格上昇による実質所得と個人消費への悪影響や、②日本の震災に伴うサプライチェーンの混乱、といった一時的な景気減速要因を指摘、景気回復ペースは FRB の予想より幾分緩やかとしたが、前回 4 月時点と同様、「緩やかな（moderate pace）景気回復が続いている」との判断自体は維持された。需要項目別には前回声明文からほぼ変化は無く、個人消費と企業による機械・ソフトウェア投資の増加継続と、非住宅建設投資の弱さ、住宅部門の低迷継続を指摘した。

前回の FOMC 以降に上昇した失業率については、今後数四半期における景気回復ペースの持ち直しとともに緩やかな低下トレンドに戻るとの見方を提示した。一方、インフレ率は上昇したとしつつも、これまでの資源・商品価格上昇の影響が剥落するにつれ低下すると指摘している。ただ、インフレ率は物価安定の目安と「同様またはそれ以下（at or below）」になるとするなど、従来に比べインフレ圧力が高まっているとの認識が暗示されている。また、前回 FOMC 声明文までであった「基調的なインフレ率は抑制」との文言も今回は削除された。

なお、ギリシャ危機については、引き続き予断を許さない状況にあるが、声明文への記述は無い。昨年 6 月の FOMC で欧州ソブリン問題を受けた金融市場の不安定化が明記されたことと比較すると、FRB 内における緊迫度は高まっていないようだ。6 月ベージュ・ブックに欧州に関する記述が殆ど無かったことに示されるように、昨年と比べれば実体経済への影響が今のところ限られていることを考慮したとみられる。

景気は年後半再加速、コア・インフレも上昇

今回提示された経済予測では、このところの景気軟化を受け、2011 年・2012 年を中心に成長率が下方修正されている（下表）。ただし、2010 年第 4 四半期、2011 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率（前年同期比）を前提とすると、FRB は今年後半と来年の成長ペースを 3% 台後半程度と想定している計算となる。中長期的な成長率見通しである 2% 台後半を超えており、現時点においては、FRB は来年にかけて相応の成長加速を見込んでいる形である。

失業率は小幅上方修正されたが、景気減速を一時的とみていることを映じて低下テンポ自体にはさほど変化は見取れない。また、中長期的な失業率見通しは変わらず、構造的失業率は高まっていないとのスタンスが維持されている。

一方、コア・インフレ率については、前回からさらに上方修正され、今年後半から来年にかけて、中長期的な物価安定の目安となる1%台後半から2%へ接近することが予想されている。

FOMCによる経済予測

(%)		中心傾向			中長期	全員の予測レンジ			
		2011	2012	2013		2011	2012	2013	中長期
実質GDP成長率	前回(4月)	3.1 - 3.3	3.5 - 4.2	3.5 - 4.3	2.5 - 2.8	2.9 - 3.7	2.9 - 4.4	3.0 - 5.0	2.4 - 3.0
	今回(6月)	2.7 - 2.9	3.3 - 3.7	3.5 - 4.2	2.5 - 2.8	2.5 - 3.0	2.2 - 4.0	3.0 - 4.5	2.4 - 3.0
失業率	前回(4月)	8.4 - 8.7	7.6 - 7.9	6.8 - 7.2	5.2 - 5.6	8.1 - 8.9	7.1 - 8.4	6.0 - 8.4	5.0 - 6.0
	今回(6月)	8.6 - 8.9	7.8 - 8.2	7.0 - 7.5	5.2 - 5.6	8.4 - 9.1	7.5 - 8.7	6.5 - 8.3	5.0 - 6.0
PCEインフレ率	前回(4月)	2.1 - 2.8	1.2 - 2.0	1.4 - 2.0	1.7 - 2.0	2.0 - 3.6	1.0 - 2.8	1.2 - 2.5	1.5 - 2.0
	今回(6月)	2.3 - 2.5	1.5 - 2.0	1.5 - 2.0	1.7 - 2.0	2.1 - 3.5	1.2 - 2.8	1.3 - 2.5	1.5 - 2.0
コアPCEインフレ率	前回(4月)	1.3 - 1.6	1.3 - 1.8	1.4 - 2.0	-	1.1 - 2.0	1.1 - 2.0	1.2 - 2.0	-
	今回(6月)	1.5 - 1.8	1.4 - 2.0	1.4 - 2.0	-	1.5 - 2.3	1.2 - 2.5	1.3 - 2.5	-

(注) 中心傾向は上下其々三つの予測値を除いたもの。GDPとインフレ率は第4四半期の前年同期比。

(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

バーナンキ議長は追加緩和を否定、出口政策は今後の経済データ次第

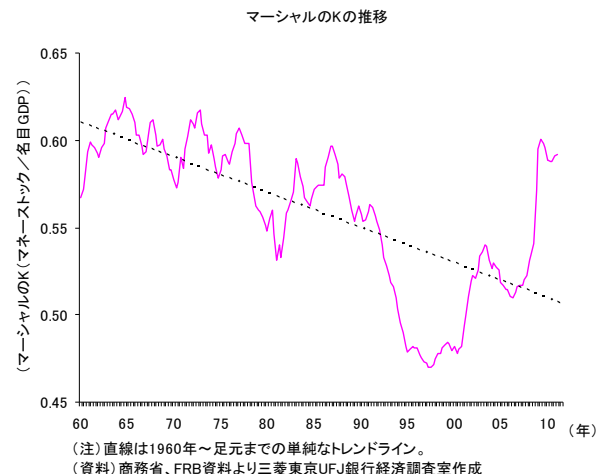
FOMC 後のバーナンキ議長の記者会見では、これまでの議長の発言から大きく踏み込んだ内容は無かった。ただ、今後の追加緩和の可能性については、雇用の停滞とデフレ・リスクによりデュアル・マンドートが脅かされていた昨年夏場と現在は異なるとし、明確に否定した。また、足元のインフレ率は一時的にせよ中長期的な物価安定の目安を超えていると発言するなど、足元のインフレ圧力の高まりを背景に、どちらかと言えば出口政策を意識している様子が窺われた。

一方、出口政策についても具体的な言及はせず、今後の経済データ次第で判断するとの姿勢を改めて示した。質疑応答の中で、議長自身の経済見通しは、FOMC 内の平均的な見方、すなわち足元の景気減速は一時的で今後は持ち直すシナリオに近いことを紹介したが、具体的な経済指標が出口政策検討のトリガーになることは無いとしている。

今後の展望

今回公表された FOMC 声明文と経済予測、及びバーナンキ議長の記者会見では、足元のソフト・パッチは一時的なものにとどまるとの見方が再提示されるとともに、FRB が足元のインフレ圧力の強まりをこれまで以上に意識していることを示唆する内容となった。

今後、FRB は、景気がソフト・パッチを脱するまで、保有証券からの償還金の再投資を通じてバランスシートを維持するが、その後は、安定的な雇用増とインフレ率の上昇を確認した段階で出





口政策に動くというスタンスへ徐々にだがシフトしつつあるように思われる。これまでのエネルギー価格上昇による景気減速が足元程度の原油価格調整によって早期に終了するとは考えにくい。コア・ベースでみたインフレ圧力が徐々に強まるなか、歴史的な金融緩和（前頁図）をいかに正常化させていくのか、難しい政策運営が求められている。

FOMC 声明文

前回 (4月26・27日)	今回 (6月21・22日)
<p>景気・物価 Information received since the Federal Open Market Committee met in March indicates that the economic recovery is proceeding at a moderate pace and overall conditions in the labor market are improving gradually. Household spending and business investment in equipment and software continue to expand. However, investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector continues to be depressed. Commodity prices have risen significantly since last summer, and concerns about global supplies of crude oil have contributed to a further increase in oil prices since the Committee met in March. Inflation has picked up in recent months, but longer-term inflation expectations have remained stable and measures of underlying inflation are still subdued.</p> <p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The unemployment rate remains elevated, and measures of underlying inflation continue to be somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate. Increases in the prices of energy and other commodities have pushed up inflation in recent months. The Committee expects these effects to be transitory, but it will pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations. The Committee continues to anticipate a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability.</p> <p>金融政策／FF 金利誘導目標 To promote a stronger pace of economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to continue expanding its holdings of securities as announced in November. In particular, the Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings and will complete purchases of \$600 billion of longer-term Treasury securities by the end of the current quarter. The Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings in light of incoming information and is prepared to adjust those holdings as needed to best foster maximum employment and price stability.</p> <p>The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable</p>	<p>景気・物価 Information received since the Federal Open Market Committee met in April indicates that the economic recovery is continuing at a moderate pace, <u>though somewhat more slowly than the Committee had expected. Also, recent labor market indicators have been weaker than anticipated. The slower pace of the recovery reflects in part factors that are likely to be temporary, including the damping effect of higher food and energy prices on consumer purchasing power and spending as well as supply chain disruptions associated with the tragic events in Japan.</u> Household spending and business investment in equipment and software continue to expand. However, investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector continues to be depressed. Inflation has picked up in recent months, <u>mainly reflecting higher prices for some commodities and imported goods, as well as the recent supply chain disruptions.</u> However, longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The unemployment rate remains elevated; <u>however, the Committee expects the pace of recovery to pick up over coming quarters and the unemployment rate to resume its gradual decline toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Inflation has moved up recently, but the Committee anticipates that inflation will subside to levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate.</u> However, the Committee will continue to pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations.</p> <p>金融政策／FF 金利誘導目標 To promote the ongoing economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. The Committee continues to anticipate that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued <u>outlook</u> for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. The Committee will complete its purchases of \$600 billion of longer-term Treasury securities by the end of this month and will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings. The Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings and is prepared to adjust those holdings <u>as appropriate.</u></p> <p>The Committee will monitor the economic outlook and</p>



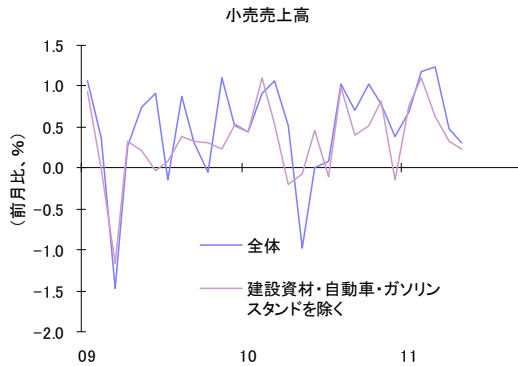
<p>inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.</p> <p>The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and will employ its policy tools as necessary to support the economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Charles L. Evans; Richard W. Fisher; Narayana Kocherlakota; Charles I. Plosser; Sarah Bloom Raskin; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen.</p>	<p>financial developments and <u>will act</u> as needed to best foster maximum employment and price stability.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Charles L. Evans; Richard W. Fisher; Narayana Kocherlakota; Charles I. Plosser; Sarah Bloom Raskin; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen.</p>
--	---

(注) 赤字下線部分は前回からの変更箇所。
(資料) FRB 資料より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

< TOPICS >

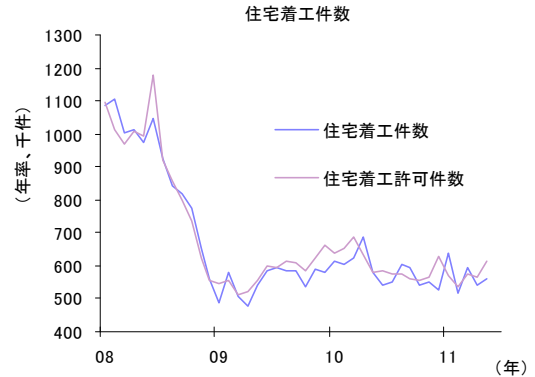
<経済指標コメント>

➤ **5月の小売売上は減速継続**：5月のコア小売売上（自動車・ガソリン・建材等除く）は前月比+0.2%と前月の同+0.3%から小幅低下、ガソリン高に伴う個人消費の減速を再確認する内容となった。



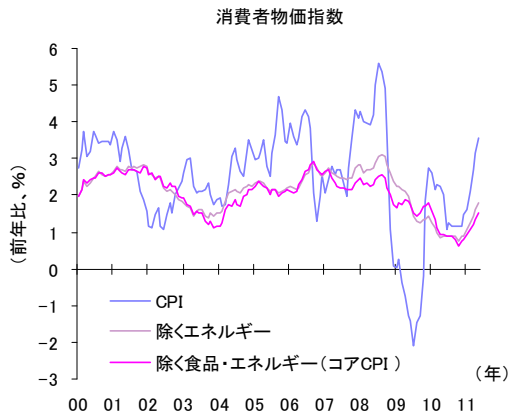
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **5月の住宅着工件数は56万戸**：5月の住宅着工件数は56万戸、住宅着工許可件数も61万戸と2ヶ月振りに増加も底這い状態は不変。



(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **5月のコアCPIは前年比+1.5%まで上昇**：コアCPIは前年比+1.5%と、昨年10月の同+0.6%を底に7ヶ月連続で上昇した。ヘッドラインも同+3.6%と2008年秋以来の上昇率。



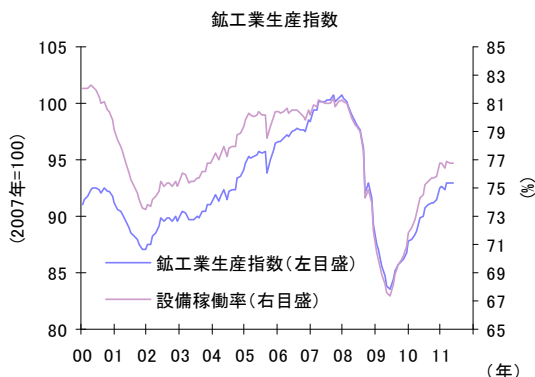
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **6月の消費者センチメントは小幅悪化**：6月のミシガン大学消費者センチメントは71.8と2ヶ月振りに小幅悪化。現況指数は2ヶ月連続で低下した。



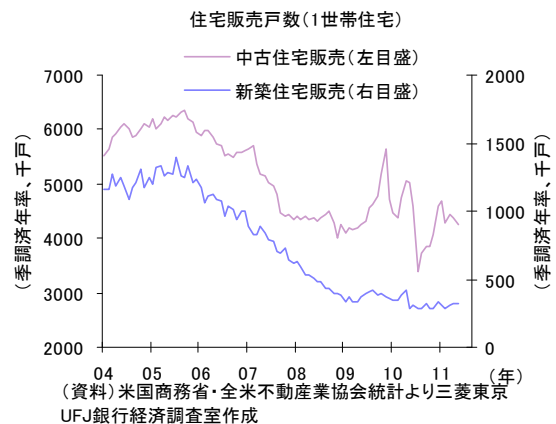
(資料)ミシガン大学より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **5月の鋳工業生産は微増**：鋳工業生産は自動車の減産が続くなか前月比+0.1%とほぼ横這い。設備稼働率も頭打ちになっており注視が必要。



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **5月の住宅販売は頭打ち感が強まる**：住宅販売(1世帯住宅)は中古が2ヶ月連続減少の424万戸、新築が32万戸と、中古住宅の頭打ち感が幾分強まった。



(資料)米国商務省・全米不動産業協会統計より三菱東京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、金融商品の売買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、宜しくお願ひ申し上げます。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。

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.