

2011年12月9日

## The Global Monetary Analyst ソブリン債務危機の解決に向けてより一層本腰を入れる ECB?

欧州ソブリン債務危機の解決に向けて、今後、欧州中央銀行(ECB)がより積極的な役割を担わなければならない可能性が高まっているように見える。今週 8~9 日には EU 首脳会議が開催されるが、同会議において財政統合に関して EU 首脳たちの意見が一致することはまずないと思われる。実際、近い将来、財政統合を巡り合意が成立する可能性は低い。一方、ECB は、低調なユーロ圏経済見通しおよび物価安定に対するその影響を益々危惧するようになっている。

証券市場プログラム(SMP)の規模を積極的に拡大することに比べれば、潜在的なデフレ・リスクの払拭を目的とした幅広い量的緩和(QE)に関する合意成立は、そう難しいことではないと思われる。金利が既にゼロ水準またはゼロ近傍にあり、中期的に見て物価安定に対する下振れリスクが引き続き認められる場合には、量的緩和は正当化できる。

しかしながら、ECB はまず、政策金利である主要リファイナンス・オペ金利を史上最低水準にまで引き下げる行動に出るであろう。実際、8 日開催の定例政策理事会において、ECB は 11 月に続き政策金利の引き下げに踏み切ると予想する。利下げ幅については最低 25bp と見ている。次に、ECB は、現在続けている非慣習的な金融政策措置を拡大・延長できるか否か検討しよう。最終的に量的緩和の賛否について論じるのは、こうした一連の対応の後になろう。

量的緩和を実行することになった場合、ECB は、カバード・ボンド買い入れプログラムの時と同じように、全体の買い入れ規模と買い入れ実施期間を事前にアナウンスすると思われる。

ECB が量的緩和に動くなら、こうした ECB の対応を、国債市場は、ユーロ圏ソブリンに対する事実上の「最後の貸し手」として中央銀行が行動していることを示唆するものとして、非常に心強く受け止めよう。株式やクレジット商品などのリスク資産は恐らく、国債以上に量的緩和の恩恵に与ることになる。(Elga Bartsch)

### Global Economics Team:

Coordinators of this publication

**Joachim Fels**[Joachim.Fels@morganstanley.com](mailto:Joachim.Fels@morganstanley.com)

+44 (0)20 7425 6138

**Manoj Pradhan**[Manoj.Pradhan@morganstanley.com](mailto:Manoj.Pradhan@morganstanley.com)

+44 (0)20 7425 3805

**Spyros Andreopoulos**[Spyros.Andreopoulos@morganstanley.com](mailto:Spyros.Andreopoulos@morganstanley.com)

+44 (0)20 7677 0528

Morgan Stanley は自社のリサーチ・レポートの調査対象となっている企業と取引を行っており、また行おうとしています。その結果、当社に利益相反関係が生じる可能性があり、本レポートの客観性に影響を及ぼす場合があります。本レポートの客観性に影響を及ぼす場合があります。本レポートは投資決定を下すうえでの一要因に過ぎないものとお考えください。

なお、このレポートは 12 月 7 日付けの "The Global Monetary Analyst" の抄訳です。日本語文への翻訳に際してはその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、万一、英文と日本語文との間に解釈や表現の違いが生じた場合は英文が優先します。

重要な開示事項は、本レポート巻末の情報開示セクションをご参照ください。

## ソブリン債務危機の解決に向けてより一層本腰を入れる ECB?

Elga Bartsch (44 20) 7425 5434

- 欧州ソブリン債務危機の解決に向けて、今後、欧州中央銀行(ECB)がより積極的な役割を担わなければならない可能性が高まっているように見える。今週 8~9 日には EU 首脳会議が開催されるが、同会議において財政統合に関して EU 首脳たちの意見が一致することはまずないと思われる。実際、近い将来、財政統合を巡り合意が成立する可能性は低い。一方、ECB は、低調なユーロ圏経済見通しおよび物価安定に対するその影響を益々危惧するようになっている。
- 証券市場プログラム(SMP)の規模を積極的に拡大することに比べれば、潜在的なデフレ・リスクの払拭を目的とした幅広い量的緩和(QE)に関する合意成立は、そう難しいことではないと思われる。金利が既にゼロ水準またはゼロ近傍にあり、中期的に見て物価安定に対する下振れリスクが引き続き認められる場合には、量的緩和は正当化できる。
- しかしながら、ECB はまず、政策金利である主要リファイナンス・オペ金利を史上最低水準にまで引き下げる行動に出るであろう。実際、8 日開催の定例政策理事会において、ECB は 11 月に続き政策金利の引き下げに踏み切ると予想する。利下げ幅については最低 25bp と見ている。次に、ECB は、現在続けている非慣習的な金融政策措置を拡大・延長できるか否か検討しよう。最終的に量的緩和の賛否について論じるのは、こうした一連の対応の後になろう。
- 量的緩和を実行することになった場合、ECB は、カバード・ボンド買い入れプログラムの時と同じように、全体の買い入れ規模と買い入れ実施期間を事前にアナウンスすると思われる。
- ECB が量的緩和に動くなら、こうした ECB の対応を、国債市場は、ユーロ圏ソブリンに対する事実上の「最後の貸し手」として中央銀行が行動していることを示唆するものとして、非常に心強く受け止めよう。株式やクレジット商品などのリスク資産は恐らく、国債以上に量的緩和の恩恵に与ることになる。

欧州ソブリン債務危機の解決に向けて、今後、欧州中央銀行(ECB)がより積極的な役割を担わなければならない可能性が高まっているように見える。ECB のドラギ総裁は先週 1 日、欧州議会の意見聴取で、財政規律の強化などユーロ圏の財政管理厳格化において欧州首脳が合意し、信頼できる「財政協定」(“fiscal compact”)を整え共有するのであれば、債務危機との闘いでより大きな役割を果たし得る可能性を示唆した。ドラギ総裁が条件として求めた「財政協定」は、前任者であるトリシェ前総裁が主張していた「一大飛躍」(“quantum leap”)に比べて厳しいものではない。ハードルが引き下げられた背景には、幾つかの要因が考えられる。

財政統合に関して関係国の首脳の間で意見が一致する可能性は依然低い... 第一に、今週末までに欧州首脳が本格的な財政

統合の実現やユーロ共同債の発行について合意に到達できる可能性は低い。言うまでもないが、財政統合やユーロ共同債を実現させるには、EU 条約の変更が必要になる。実際、ドイツのメルケル首相とフランスのサルコジ大統領が 5 日に発表した共同声明の中には、ユーロ共同債の発行の可能性については触れられていない。しかしながら、順序が大切である。我々が思うに、安定・成長協定(SGP)違反国に対して超国家的かつ自動的に近い形で是正措置を強制できる権利を欧州委員会や欧州司法裁判所に認めるなどの財政規律の厳格化なくして、財政統合の実現は難しい。

現時点における大きな障害は、ドイツとフランスが「財政統合」という同じ言葉を口にしても、思い描いているビジョンの間に非常に大きな隔りがあることである。ドイツの場合、財政統合と言えば、それは何より財政規律を意味しており、安定・成長協定の下で規定された義務を遂行できなかった国は財政主権の一部を移譲しなければならないと考える。つまり、加盟国が自由に予算を編成できるのは、財政赤字や政府債務残高が安定・成長協定が定める範囲内におさまっている場合に限定される。ECB も、財政統合に関してドイツと同じ考えのようだ。ユーロ共同債に対して、ECB の公式的なスタンスは不支持である。メルケル首相も、ユーロ共同債について頭から排除しているわけではないのかもしれないが、現状においてはユーロ共同債の発行には否定的である。実際、連立を組む政党や自らの身内からの抵抗を考えれば、メルケル首相としてはそのような態度を取らざるを得ない(このような状況下、今週開催の EU 首脳会議が「ユーロ共同債の発行で合意」という形で終わるなら、それはサプライズである)。一方、フランスのサルコジ大統領も、財政規律強化の必要性については認めている。だが、フランスが財政統合を口にする場合、税制政策、福祉制度そして労働市場規制の収斂に重きを置いているように見える。フランス国内においては与野党を問わず また、一部のユーロ圏加盟国の間でも 安定・成長協定違反に対して自動的に制裁を発動し、超国家的な形で是正措置を強制することには依然として強い抵抗があるようだ。

...しかしながら、景気後退懸念が高まっている: 第二に、ECB は、( )低調なユーロ圏経済見通しと物価安定に対するその影響、( )ソブリン債務危機が銀行システムへ及ぼす悪影響、そして( )水面下においては単一共通通貨ユーロの存続可能性に対して、懸念を一層強くしている。ECB は現在、金融政策運営にあたりジレンマに直面している。今回のソブリン債務危機の根本的な原因は、ユーロ圏の制度的体制に加えて、これまで制度・規則が厳格に適用されてこなかった点にある。こうした点を十分理解している ECB 政策理事会は、金融政策だけでソブリン債務危機の根底にある問題点を全て解決するのは難しいと認識している。せいぜいできるのは財政ガバナンスの欠陥を一時的にカバーすることだけである。財政ガバナンスの欠陥をカバーする場合でも、ECB にとってリスクがないわけではないが、ECB は証券市場プログラム

2011年12月9日

The Global Monetary Analyst

(SMP)を通じてその目的達成に努めている。SMP はそもそも、緊張に晒された国債市場への金融政策の適切な波及経路を確保することを目的に設計されたものだが、実際のところは財政悪化国の政府のために時間を稼ぎ、国債市場がこれ以上秩序を欠いた状態になるのを防いでいる。

我々が思うに、ECB が SMP の規模を大幅に拡大し、1 週間物預金入札を通じた不胎化オペを中止して、現下の SMP を量的緩和へ発展させるような行動に出ることはないだろう。債券買い入れ不胎化オペは、資金供給オペに際して固定金利・金額無制限方式が採用されている現状を踏まえれば、銀行システム内の流動性管理とは殆ど無関係である。不胎化は、加盟国の政府のファイナンスを支援している。つまり、EU 条約の規定に抵触している。との非難を ECB が受けずに済むようにするために行われている。

しかしながら、これは、ECB がこの先量的緩和に踏み切る可能性。特に、潜在的損失に対する補償が事前に正式に約束される場合には、を排除するものではない。SMP の規模を積極的に拡大することに比べれば、潜在的なデフレ・リスクの払拭を目的とした量的緩和に関する合意成立は、そう難しいことではないと思われる。

債務危機解決のためではなく、潜在的なデフレ・リスク回避を目的とした量的緩和... Fed やイングランド銀行のケースに見られるように、政策金利が既にゼロ水準またはゼロ近傍にあり、中期的に見て物価安定に対する下振れリスクが引き続き認められる場合には、量的緩和は正当化できる。こうした点を踏まえれば、まず ECB は、主要リファイナンス・オペ金利(現行 1.25%)を史上最低水準(0.5%)。つまり、短期金融市場の機能を危険に晒すことなく技術的に引き下げることができる水準。へ引き下げると予想される。次に、現在続けている非慣習的な金融政策措置を拡大・延長できるか否か検討しよう。最終的に量的緩和の賛否について論じるのは、こうした一連の対応の後になる。最初のステップである利下げについては、8 日開催の定例政策理事会において 25bp の金利引き下げが決定される可能性が高い。政策金利が一気に 50bp 引き下げられる可能性も否めないが、これは我々の基本シナリオではない。ECB は 11 月に政策金利を 25bp 引き下げたばかり。これは、政策理事会が、既にユーロ圏経済は緩やかな景気後退局面に突入したと判断したため。8 日の政策理事会定例会合に提出される ECB スタッフによる新しい景気・物価見通しは、前回合会の政策理事会の判断を裏付ける格好となり(我々は、欧州委員会の秋季経済見通しに似た内容と予想する)、大幅利下げの引き金にはならないと考える。

...選択肢となり得るのは、他の全ての金融政策手段を使い切ってしまった場合: ECB が現在強く懸念しているのは、緊張に晒されている資金調達市場の状態であろう。日米欧の主要中央銀行 Fed、ECB、日銀、イングランド銀行、カナダ銀行そしてスイス国立銀行の 6 中銀。は 11 月 30 日、市場へのドル資金供給を拡充するための協調対応策で合意したが、これは、資金調達市場の緊張が中央銀行の政策発動の引き金となり得ることを確認した出来事だった。欧州においては、タム物資金の調達市場は依然として事実上閉鎖状態にあり、

ECB の資金供給オペへの銀行の応札が大幅に増加している。また、欧州銀行監督機構(EBA)による域内銀行の資本不足額の公表を前に、銀行の自己資本増強を巡る先行き不透明感も依然として強い。ECB は、銀行への「最後の貸し手」として行動する用意があり、健全な銀行をサポートするために引き続き追加措置。例えば、より長い期間の資金供給策の追加、適格担保要件の緩和、銀行債の買い入れなどを講じる可能性があるが、銀行システムの緊張の原因はソブリン債務危機にあると ECB は強く認識している。

ユーロ圏に欠けているのは、政府に対する最後の貸し手: 現下のユーロ圏ソブリン債務危機の根本的な原因は、過去の財政政策における愚行に加えて、政府に対する最後の貸し手が存在しない点にある。ECB は、EU 条約により加盟国政府への直接的なファンディング支援が禁止されている。このような状況下、ユーロ圏加盟国は、多くの新興国と同じように、自力では増刷できない通貨・紙幣で借入を行うことになる。多くの新興国の場合、許容できる債務残高レベルは歴史的に見て 35~45%と言われているが、ユーロ圏加盟国はこの点に注意を払わず、他の先進国と同じように借入を続けた。だが、他の先進国は、必要に迫られれば自ら紙幣を増刷できる。以前にも強調したように、いざとなれば自国紙幣を増刷し、いかなる状況の下でも投資家への返済を履行できる能力が政府にあってはじめて、国債は、満期まで保有する投資家にとって国債。つまり、(信用)リスクのない資産。であり得る。基本的にユーロ圏は、最後の貸し手を創設する、あるいは、政府債務残高を大幅に減らす必要がある。だが、我々が思うに、恐らく当局は、上記の政策の代わりに ECB を巻き込んだその場しのぎ的な対策を目指す可能性が高い。

EFSF/ESM への資金供与または更なる債券買い入れ: ドイツ憲法裁判所のマーストリヒト条約判決のために、EU 条約の迅速な変更を通じて ECB を政府に対する最後の貸し手とすることができない場合、ECB は以下のいずれかの形で関与する可能性がある:

- 一つは、事実上最後の貸し手として行動する EFSF あるいは ESM のような政府出資の組織を、資金供給オペの適格カウンターパーティーとみなして資金供給を行う方法。だが、現状では、加盟国および ECB がこうした方法で合意に到達できる可能性は低い。
- もう一つは、広範囲に亘る資産買い入れ、すなわち量的緩和である。厳密に言えば、ECB が量的緩和に踏み切る場合、それは、ソブリン債務危機の解決策の提供が目的ではなく、追加的な金融刺激措置である。しかしながら、市場は違った受け止め方をしよう。

ECB の見地からすれば、量的緩和は、経済成長や物価安定に対する下振れリスクへの対応策として正当化できる。かかる下振れリスクは、銀行部門、民間部門そして政府部門のデレバレッジの影響を相殺するために、不胎化措置を伴わない資産買い入れを通じた金融システムへの追加流動性供給で対応するに値する。その場合、国債は、資産買い入れの対象に含まれるが、買い入れ対象が国債だけに限定されることはないだろう。また、SMP のケースとは異なり、資産買い入れは、

2011年12月9日  
The Global Monetary Analyst

一部の加盟国や償還年限に集中することなく、広範囲に亘り進められることになると思われる。しかし、国債に関しては、EU条約の規定のために、流通市場を通じた購入に限定されることになる。

市場に安心感を与える量的緩和: ECB が量的緩和に動くなら、こうした ECB の対応を、国債市場は、ユーロ圏ソブリンに対する事実上の「最後の貸し手」として中央銀行が行動していることを示唆するものとして、非常に心強く受け止めよう。株式やクレジット商品などのリスク資産も恐らく特に、後者の場合、買い入れ対象に加えられるなら 国債以上に量的緩和の恩恵に与ることになる。また、カバード・ボンド買い入れプログラムの時と同じように、全体の買い入れ規模と買い入れ実施期間が事前にアナウンスされよう。国債の買い入れとなると、ECB 政策理事会の場合、他の中央銀行に比べてハードルが高い。国債買い入れは、金融政策と財政政策の責任の境界を曖昧にしてしまうからである。しかしながら、物価安定に対する下振れリスクが顕在化してくるなら、ほぼ忘れられた感のある金融政策戦略の「金融の柱」が、資産買い入れを通じた流動性供給を正当化する論拠になると思われる。

本稿執筆現在、ユーロ圏加盟国が、ソブリン債務危機の波及を食い止めることができる意味ある対策を打ち出せる可能性は低い。このような状況下、問題解決の負担は明らかに、ECB の肩にのしかかっている。

2011年12月9日  
The Global Monetary Analyst

## Global Monetary Policy Rate Forecasts

Global Economics Team

	Current	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	Last change (bp)	Since peak/ trough (bp)	Since Dec 06 (bp)
United States	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	-87.5 (16/12/08)	-512.5	-512.5
Euro Area	1.25	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	-25 (03/11/11)	-25	-225
Japan	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-5 (05/10/10)	-45	-20
United Kingdom	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	-50 (05/03/09)	-525	-450
Canada	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.50	1.75	2.00	2.00	+25 (08/09/10)	75	-325
Switzerland	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	-25 (03/08/11)	-275	-200
Sweden	2.00	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.25	+25 (05/07/11)	175	-100
Norway	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.25	+25 (12/05/11)	100	-125
Australia	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	-25 (06/12/11)	-50	-200
New Zealand	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.25	3.50	4.00	4.00	-50 (10/03/11)	-50	-475
Russia	5.25	5.25	5.25	5.50	5.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	-25 (15/09/11)	-25	-125
Poland	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	+25 (08/06/11)	100	50
Czech Republic	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	-25 (06/05/10)	-300	-175
Hungary	6.50	7.00	7.75	7.50	7.00	6.25	5.75	5.50	5.50	5.50	+50 (29/11/11)	125	-150
Romania	6.00	6.00	5.75	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	-25 (02/11/11)	-425	-275
Turkey	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00	6.25	6.25	6.25	-50 (04/08/11)	-1225	-1225
Israel	2.75	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	-25 (28/11/11)	-50	-225
South Africa	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	6.50	7.00	7.50	7.50	-50 (18/11/10)	-650	-350
Nigeria	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	+275 (12/10/11)	600	200
China	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	+25 (07/07/11)	125	44
India	8.50	8.50	8.50	8.00	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	+25 (25/10/11)	375	125
Hong Kong	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	-100 (17/12/08)	-625	-625
S. Korea	3.25	3.25	3.25	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	+25 (10/06/11)	125	-125
Taiwan	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	+12.5 (30/06/11)	63	-88
Indonesia	6.00	5.75	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	-50 (10/11/11)	-75	-375
Malaysia	3.00	3.00	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	+25 (05/05/11)	100	-50
Thailand	3.25	3.25	3.00	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	-25 (30/11/11)	-25	-175
Brazil	11.00	11.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	-50 (30/11/11)	-150	-225
Mexico	4.50	4.50	4.50	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	-25 (17/07/09)	-375	-250
Chile	5.25	5.25	5.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	+25 (14/06/11)	475	0
Peru	4.25	4.25	4.25	4.50	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	+25 (09/05/11)	300	-25
Colombia	4.75	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	+25 (25/11/11)	175	-275

Source: National Central Banks, Morgan Stanley Research

Note: Global policy rates are GDP weighted averages of national policy rates. Japan policy rate is an interval of 0.00-0.10%.

2011 年 12 月 9 日  
The Global Monetary Analyst

## Global Economics Team

Joachim Fels, Head of Global Economics

### Global Fixed Income Economics

Joachim Fels	Global	<a href="mailto:Joachim.Fels@morganstanley.com">Joachim.Fels@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7425 6138
Alan Taylor	Global/Senior Advisor	<a href="mailto:Alan.Taylor@morganstanley.com">Alan.Taylor@morganstanley.com</a>	+1 212 761 5478
Arnaud Marès	Global	<a href="mailto:Arnaud.Mares@morganstanley.com">Arnaud.Mares@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7677 6302
Manoj Pradhan	Global	<a href="mailto:Manoj.Pradhan@morganstanley.com">Manoj.Pradhan@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7425 3805
Spyros Andreopoulos	Global	<a href="mailto:Spyros.Andreopoulos@morganstanley.com">Spyros.Andreopoulos@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7677 0528

### Americas

David Greenlaw	US	<a href="mailto:David.Greenlaw@morganstanley.com">David.Greenlaw@morganstanley.com</a>	+1 212 761 7157
Ted Wieseman	US	<a href="mailto:Ted.Wieseman@morganstanley.com">Ted.Wieseman@morganstanley.com</a>	+1 212 761 3407
David Cho	US	<a href="mailto:David.Cho@morganstanley.com">David.Cho@morganstanley.com</a>	+1 212 761 0908
Gray Newman	Latam, Brazil	<a href="mailto:Gray.Newman@morganstanley.com">Gray.Newman@morganstanley.com</a>	+1 212 761 6510
Luis Arcentales	Chile, Mexico	<a href="mailto:Luis.Arcentales@morganstanley.com">Luis.Arcentales@morganstanley.com</a>	+1 212 761 4913
Arthur Carvalho	Brazil	<a href="mailto:Arthur.Carvalho@morganstanley.com">Arthur.Carvalho@morganstanley.com</a>	+55 11 3048 6272
Daniel Volberg	Argentina	<a href="mailto:Daniel.Volberg@morganstanley.com">Daniel.Volberg@morganstanley.com</a>	+1 212 761 0124

### Europe & South Africa

Elga Bartsch	Euro Area, ECB, Germany	<a href="mailto:Elga.Bartsch@morganstanley.com">Elga.Bartsch@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7425 5434
Daniele Antonucci	Italy, Spain	<a href="mailto:Daniele.Antonucci@morganstanley.com">Daniele.Antonucci@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7425 8943
Olivier Bizimana	France, Belgium	<a href="mailto:Olivier.Bizimana@morganstanley.com">Olivier.Bizimana@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7425 6290
Melanie Baker	UK	<a href="mailto:Melanie.Baker@morganstanley.com">Melanie.Baker@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7425 8607
Cath Sleeman	UK	<a href="mailto:Cath.Sleeman@morganstanley.com">Cath.Sleeman@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7425 1820
Tevfik Aksoy	Turkey, Israel	<a href="mailto:Tevfik.Aksoy@morganstanley.com">Tevfik.Aksoy@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7677 6917
Pasquale Diana	Poland, Hungary, Czech, Romania	<a href="mailto:Pasquale.Diana@morganstanley.com">Pasquale.Diana@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7677 4183
Michael Kafe	South Africa, Nigeria	<a href="mailto:Michael.Kafe@morganstanley.com">Michael.Kafe@morganstanley.com</a>	+27 11 587 0806
Andrea Masia	South Africa	<a href="mailto:Andrea.Masia@morganstanley.com">Andrea.Masia@morganstanley.com</a>	+27 11 587 0807
Jacob Nell	Russia, Kazakhstan, Ukraine	<a href="mailto:Jacob.Nell@morganstanley.com">Jacob.Nell@morganstanley.com</a>	+7 495 287 2134
Alina Slyusarchuk	Russia, Kazakhstan, Ukraine, Baltics	<a href="mailto:Alina.Slyusarchuk@morganstanley.com">Alina.Slyusarchuk@morganstanley.com</a>	+44 (0)20 7677 6869

### Asia

Robert Feldman	Japan	<a href="mailto:Robert.Tokyo.Feldman@morganstanleymufg.com">Robert.Tokyo.Feldman@morganstanleymufg.com</a>	+81 3 5424 5385
Takehiro Sato	Japan	<a href="mailto:Takehiro.Sato@morganstanleymufg.com">Takehiro.Sato@morganstanleymufg.com</a>	+81 3 5424 5367
Takeshi Yamaguchi	Japan	<a href="mailto:Takeshi.Yamaguchi@morganstanleymufg.com">Takeshi.Yamaguchi@morganstanleymufg.com</a>	+81 3 5424 5387
Denise Yam	China, Hong Kong	<a href="mailto:Denise.Yam@morganstanley.com">Denise.Yam@morganstanley.com</a>	+852 2848 5301
Sharon Lam	Korea, Taiwan	<a href="mailto:Sharon.Lam@morganstanley.com">Sharon.Lam@morganstanley.com</a>	+852 2848 8927
Steven Zhang	China, Hong Kong	<a href="mailto:Steven.Zhang@morganstanley.com">Steven.Zhang@morganstanley.com</a>	+86 21 2326 0015
Ernest Ho	China, Hong Kong	<a href="mailto:Ernest.Ho@morganstanely.com">Ernest.Ho@morganstanely.com</a>	+852 2239 7818
Jason Liu	Korea, Taiwan	<a href="mailto:Jason.JL.Liu@morganstanley.com">Jason.JL.Liu@morganstanley.com</a>	+852 2848 6882
Chetan Ahya	Asia ex-Japan, India	<a href="mailto:Chetan.Ahya@morganstanley.com">Chetan.Ahya@morganstanley.com</a>	+65 6834 6738
Deyi Tan	Singapore, Malaysia	<a href="mailto:Devi.Tan@morganstanley.com">Devi.Tan@morganstanley.com</a>	+65 6834 6703
Derrick Kam	ASEAN	<a href="mailto:Derrick.Kam@morganstanley.com">Derrick.Kam@morganstanley.com</a>	+65 6834 6745
Tanvee Gupta Jain	India	<a href="mailto:Tanvee.Gupta@morganstanley.com">Tanvee.Gupta@morganstanley.com</a>	+91 22 6118 2245

Morgan Stanley entities: London/South Africa – Morgan Stanley & Co. International plc; New York – Morgan Stanley & Co. Incorporated.; Hong Kong/Shanghai – Morgan Stanley Asia Limited.; Singapore – Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte.; Japan – Morgan Stanley MUFJ Securities Co., Ltd.; India – Morgan Stanley India Company Private Limited; Russia – OOO Morgan Stanley Bank; Brazil – Morgan Stanley C.T.V.M. S.A.

2011年12月9日  
The Global Monetary Analyst

## 情報開示セクション

Morgan Stanley Researchに記載されている情報および見解は、以下に記された各社が作成し、配布しています。Morgan Stanley & Co. LLC ; Morgan Stanley C.T.V.M. S.A. ; Morgan Stanley Mexico, Casa de Bolsa, S.A. de C.V. ; Morgan Stanley & Co. International plc ; RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited ; Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd. ; Morgan Stanley Capital Group Japan Co., Ltd. ; Morgan Stanley Asia Limited ; Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (登録番号 199206298Z) ; Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (登録番号 200008434H) ; (前2社は Monetary Authority of Singapore の監督・規制下であり、調査レポートの内容に対して法的責任を負うことに同意し、Morgan Stanley Researchにより発生した、または関連するすべての事象について問い合わせ先となります) ; Morgan Stanley Taiwan Limited ; Morgan Stanley & Co. International plc, Seoul Branch ; Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N. 67 003 734 576。同社はオーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス 233742 の保有者であり、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています) ; Morgan Stanley India Company Private Limited (A.B.N. 67 003 734 576。同社はオーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス 240813 の保有者であり、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています) ; Morgan Stanley Smith Barney Australia Pty Ltd (A.B.N. 19 009 145 555。同社はオーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス 240813 の保有者であり、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています) ; Morgan Stanley India Company Private Limited ならびにこれらの関係会社(総称として "Morgan Stanley")。本レポートで言及されている銘柄に関する重要な開示情報、株主チャートおよび株式投資判断履歴は、www.morganstanley.com/researchdisclosures でご覧いただけます。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management 宛)にご請求いただくこともできます(宛先: 1585 Broadway, New York, NY, 10036 USA)。本調査レポートに掲載されている目標株価に関するバリュエーション手法及びリスクについては、morganstanley.research@morganstanley.com にメールの上、当該銘柄のバリュエーション手法及びリスクをご請求ください。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management 宛)にご請求いただくこともできます(宛先: 1585 Broadway, New York, NY, 10036 USA)。

### グローバル・リサーチ・コンフリクト・マネジメント・ポリシー

Morgan Stanley Research は当社のコンフリクト・マネジメント・ポリシーに則って出版されました。同ポリシーは www.morganstanley.com/research/conflictolicies にてご覧いただけます。

### Morgan Stanley Smith Barney LLC のお客様への重要な開示情報

本 Morgan Stanley レポートの主題は Citigroup Global Markets Inc. の同様の調査レポートにて論じられている場合があります。本レポート以外のレポートを閲覧するにはファイナンシャル・アドバイザーにお問い合わせいただくか、Research Center をご利用ください。

### 重要な開示事項

Morgan Stanley は地方自治体のアドバイザーを務めておりません。また、本レポートに含まれる意見や見解は Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act のセクション 975 で意味するアドバイスを意図、または形成するものではありません。

Morgan Stanley Research はお客様ごとの個別事情に合わせた投資アドバイスを提供するものではありません。調査レポートを受領された方々の事情や目的とは無関係に作成されています。Morgan Stanley では、特定の投資または投資戦略について、投資家ご自身が独自に評価されることをお勧めします。また、投資家各位にはファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。特定の投資あるいは投資戦略が適切か否かは、投資家の個々の事情や目的によって異なります。Morgan Stanley Research で論じられている有価証券、金融商品、投資戦略はすべての投資家に適合しているわけではなく、また一部の投資家はこれらのうちのいずれか、またはすべてについて購入もしくは参加するための適格性を有さない可能性があります。Morgan Stanley Research は、有価証券/金融商品の売買の申込みまたは特定の取引戦略をとることの勧誘を構成しません。投資対象の価値や投資から得られる収入は、金利、為替相場の変動、デフォルトレート、任意繰上償還レート、証券/金融商品の価格、証券市場の指数の変動、発行体の経営・財務状況の変化やその他の要因によって、変化する可能性があります。過去の業績は必ずしも将来の成果を予告するものではありません。将来の業績等に関する見通しは一定の仮定に基づいていますが、その仮定が実現しないこともあり得ます。特に明記がない限り、レポート表紙に有価証券/金融商品の価格が記載される場合の当該価格は当該有価証券の主要取引所における終値とします。

Morgan Stanley Research の作成について主たる責任を負う債券調査アナリスト、ストラテジスト、エコノミストは、調査レポートの質、正確さ、価値、または当社の収益性や収入(債券取引や資本市場の収益性や収入を含む)、顧客投資家のフィードバック、競争要因などを含む、様々な要素に基づき報酬を受けています。債券調査アナリスト、ストラテジストまたはエコノミストの報酬は投資銀行部門、Morgan Stanley が資本市場で実行したトランザクションまたは特定のトレーディングデスクの収益性や収入と連動しています。

Morgan Stanley に関する情報を除き、Morgan Stanley Research は公開情報に基づいています。Morgan Stanley は信頼性の高い、包括的な情報を利用するよう最大限の努力を払っていますが、その正確性もしくは完全性については何らの表明もいたしません。当該企業を株式調査対象から除外しよとする場合を除いて、Morgan Stanley Research に記載されている情報または見解に変更が生じても、Morgan Stanley はそれを知りし限り、投資銀行部門の従業員を含む、Morgan Stanley の他部門の従業員は、Morgan Stanley Research で示されている事実や見解を検討していません。また、Morgan Stanley Research で示されている事実や見解は、他部門の従業員が知り得た情報を反映していないこともあり得ます。

Morgan Stanley は本レポートで推奨されている投資や見解と異なった投資判断や自己勘定ポジションをとることがあります。

台湾のお客様各位: 台湾で取引されている証券/金融商品に関する情報は、Morgan Stanley Taiwan Limited (以下 "MSTL") が配布しています。こうした情報は読者各位のご参考のために提供しているものです。中国の国有企業または本土企業が発行し、香港証券取引所("SEHK")に上場されているすべての有価証券/金融商品、すなわち H 株(香港証券取引所 "SEHK")のハンセン中国企業株指数の構成銘柄を含む)に関する情報は Taiwan Securities Investment Trust Enterprises ("SITE") にのみ配布されています。投資に伴うリスクはお客様ご自身が独自に評価すべきものであり、投資決定はお客様ご自身の責任において行ってください。Morgan Stanley の書面による明示的な同意がない限り、Morgan Stanley Research を報道機関に配布したり、報道機関が引用もしくは使用することはできません。香港のお客様各位: 香港における情報は、香港において規制される活動の一部として、Morgan Stanley Asia Limited (以下 "同社") によって、同社のために配布され、かつ同社に帰属するものとします。Morgan Stanley Research に関するお問い合わせは香港の営業担当者までご連絡ください。台湾で取引が行われていない証券/金融商品に関する情報は、情報の提供のみを目的として記載しているものであり、当該証券/金融商品の売買を推奨もしくは勧誘するものではありません。MSTL はこれらの証券/金融商品の取引を顧客向けに行わない場合もあります。

Morgan Stanley は中華人民共和国(中国)法による法人組織ではありません。本レポートに関する調査は中国国外で行われました。Morgan Stanley Research は中国国内におけるいかなる証券の売付けの申し込み、また買付けの申し込みの勧誘を構成するものではありません。中国の投資家は、そのような有価証券に投資する適切な資格を有する必要があります。適切な政府当局から適切な承認、ライセンス、証明、登録を自分で取得する責任があります。

Morgan Stanley Research は、次の国・地域では以下に記された各社が配布しています。ブラジルでは Morgan Stanley C.T.V.M. S.A. ; 日本では、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.および商品に関する調査レポートに限り Morgan Stanley Capital Group Japan Co., Ltd. ; 香港では、Morgan Stanley Asia Limited ; シンガポールでは、Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (登録番号 199206298Z) および/または Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (登録番号 200008434H) (前2社は Monetary Authority of Singapore の監督・規制下であり、調査レポートの内容に対して法的責任を負うことに同意し、Morgan Stanley Researchにより発生した、または関連するすべての事象について問い合わせ先となります) ; オーストラリアでは、Australian Corporations Act で定義されている "wholesale clients" を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス 233742 の保有者である Morgan Stanley Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576 (同社はまた、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています) ; オーストラリアでは、Australian Corporations Act で定義されている "wholesale clients" と "retail clients" を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス 240813 の保有者である Morgan Stanley Smith Barney Australia Pty Ltd A.B.N. 19 009 145 555 (同社はまた、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています) ; 韓国では Morgan Stanley & Co. International plc, Seoul Branch ; インドでは Morgan Stanley India Company Private Limited ; ベトナムではこのレポートは Morgan Stanley Singapore Holdings により発行されています ; カナダでは Morgan Stanley Canada Limited (同社はまた、Morgan Stanley Research の内容について承認し責任を負います) ; ドイツでは Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) の規制下にある Morgan Stanley Bank AG, Frankfurt am Main および Morgan Stanley Private Wealth Management Limited, Niederlassung Deutschland ; ス페인では、Spanish Securities Markets Commission (CNMV) の監督下であり、Morgan Stanley のグループ会社である Morgan Stanley, S.V., S.A. (同社はまた、スペインの法令に基づく金融調査レポートに関する行為準則に従って Morgan Stanley Research が作成、配布されたものであることを表明しています) ; 米国では、Morgan Stanley & Co. LLC (同社はまた、調査レポートの内容に対して責任を負っています) ; 英国では、Financial Services Authority の認可を受け、その監督下にある Morgan Stanley & Co. International plc が自社の作成したレポートを配布するとともに、その関係会社の作成したレポートを Financial Services and Markets Act 2000 第 21 条の目的の範囲内で承認しています。英国では、Financial Services Authority の認可を受け、その監督下にある Morgan Stanley Private Wealth Management Limited も Morgan Stanley Research を配布しています。英国の個人投資家の方々は、Morgan Stanley & Co. International plc または Morgan Stanley Private Wealth Management の営業担当者から投資についての助言を受けることをお勧めします。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited は JSE Limited のメンバーであり、南アフリカの Financial Services Board の規制下にあります。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited は Morgan Stanley International Holdings Inc. と FirstRand Limited の完全子会社である RMB Investment Advisory (Proprietary) Limited による折半出資の合弁会社です。

2011年12月9日  
The Global Monetary Analyst

Morgan Stanley Researchに記載されている商標およびサービスマークはそれぞれの所有者の財産です。データの提供者は、提供しているデータの正確性、完全性、または適時性に関して、何らの保証もしくは表明をするものではありません。また当該データに関連するいかなる損害についても賠償する責任を負いません。世界産業分類基準("GICS")はMSCIとS&Pによって開発されたものであり、両社の専有財産です。Morgan StanleyによるMSCI国別指数系列に関する予測、意見、予想およびトレーディング戦略は公開情報のみに基づいています。MSCIは、これらの予測、意見、予想およびトレーディング戦略を検討、承認ないし支持していません。Morgan Stanleyは、MSCI指数作成の決定に及ぼす影響または支配を及ぼしていません。Morgan Stanleyの書面による同意がない限り、Morgan Stanley Researchまたはその一部を複製、販売もしくは再配布することはできません。Morgan Stanley Researchは主に電子配信されていますが、印刷物として発行される場合もあります。推奨証券/金融商品についての追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

Morgan Stanley Researchに記載されている情報は、Dubai Financial Services Authority (以下、「DFSA」)の規制下にあるMorgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch)により配信されており、DFSAによって定義されたプロフェッショナル顧客のみを対象としています。本リサーチに関連する金融商品や金融サービスはプロフェッショナル顧客としての規制上の基準を満たした顧客のみに提供されます。

Morgan Stanley Researchに記載されている情報は、Qatar Financial Centre Regulatory Authority (以下、「QFCRA」)の規制下にあるMorgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch)により配信されており、ビジネス顧客と市場における取引相手のみを対象とし、QFCRAによって定義されたリテール顧客向けではありません。

Capital Markets Board of Turkeyの定めるところにより、ここに記載された投資情報、コメントおよび推奨は投資顧問活動の範囲に入らないものです。投資顧問サービスは、証券会社、資産運用会社、非預金取扱機関および顧客の間で締結された投資顧問契約に沿って提供されます。ここに記載されたコメントおよび推奨はこれらのコメントおよび推奨を提供している者の個人的見解に依拠しています。これらの見解は、お客様の財務状況、リスクおよびリターン選好に合致していない可能性があります。そのため、ここに記載されたこの情報にのみ依拠して投資判断を行っても、期待に沿った結果が得られない可能性があります。

**The Americas**

1585 Broadway  
New York, NY 10036-8293  
United States  
Tel: +1 (1)212 761 4000

**Europe**

20 Bank Street, Canary Wharf  
London E14 4AD  
United Kingdom  
Tel: +44 (0)20 7425 8000

**Japan**

4-20-3, Ebisu,  
Shibuya-ku,  
Tokyo 150-6008, Japan  
Tel: +81 (0)3 5424 5000

**Asia/Pacific**

1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong  
Tel: +852 2848 5200