

2012年1月27日

The Global Monetary Analyst 流動性政策とマクロ政策の併 用が今後も続く新興国

中央銀行の最善の努力にもかかわらず、先進国や新興国では、流動性政策とマクロ政策の境界が不鮮明になっている。2008年末期に債券市場が突如機能不全状態に陥ると、流動性問題の影響がマクロ経済へ波及した。そのような状況に直面して政策当局が採った措置が量的緩和(QE)だった。これは、流動性政策とマクロ政策の申し子である。

量的緩和を背景とした新興国への海外からの資本流入は、2009年においては、新興国にとって緊張や苦痛の種を取り除いてくれるものだった。しかしながら、2010年になると、海外からの資本流入は手放して歓迎できなくなった。むしろ、政策当局にとっては、頭痛の種になった。というのも、当時、新興国は既に力強い経済成長を記録していたからである。海外からの資本流入の勢いを抑えようと利下げに動いていれば、国内経済の過熱を招き、反対に経済成長ペースを減速させるために利上げに動けば、海外からの資本流入をより一層加速させる恐れがあった。国内均衡・対外均衡の達成のためには、別の手段が必要とされた。それが流動性政策だった。

足元に目を向けると、新興国からの資本流出は現在、国内経済の成長減速を大きく上回るペースで進んでいる。単一の政策だけに頼っているのは、国内均衡や対外均衡に悪影響が生じる可能性がある。かねてより指摘しているように、多くの新興国においては、今年上半期、中央銀行による政策緩和が見込まれる。その際、流動性政策とマクロ政策が重要な役割を担うことになるであろう。(Manoj Pradhan)

Global Economics Team:

Coordinators of this publication

Joachim FelsJoachim.Fels@morganstanley.com

+44 (0)20 7425 6138

Manoj PradhanManoj.Pradhan@morganstanley.com

+44 (0)20 7425 3805

Spyros AndreopoulosSpyros.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得ることをご承知おきください。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1月25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。

流動性政策とマクロ政策の併用が今後も続く新興国

Manoj Pradhan (44 20) 7425 3805

- 中央銀行の最善の努力にもかかわらず、先進国や新興国では、流動性政策とマクロ政策の境界が不鮮明になっている。2008年末期に債券市場が突如機能不全状態に陥ると、流動性問題の影響がマクロ経済へ波及した。そのような状況に直面して政策当局が採った措置が量的緩和(QE)だった。これは、流動性政策とマクロ政策の申し子である。
- 量的緩和を背景とした新興国への海外からの資本流入は、2009年においては、新興国にとって緊張や苦痛の種を取り除いてくれるものだった。しかしながら、2010年になると、海外からの資本流入は手放しで歓迎できなくなった。むしろ、政策当局にとっては、頭痛の種になった。というのも、当時、新興国は既に力強い経済成長を記録していたからである。海外からの資本流入の勢いを抑えようと利下げに動いていけば、国内経済の過熱を招き、反対に経済成長ペースを減速させるために利上げに動けば、海外からの資本流入をより一層加速させる恐れがあった。国内均衡・対外均衡の達成のためには、別の手段が必要とされた。それが流動性政策だった。
- 足元に目を向けると、新興国からの資本流出は現在、国内経済の成長減速を大きく上回るペースで進んでいる。単一の政策だけに頼っている、国内均衡や対外均衡に悪影響が生じる可能性がある。かねてより指摘しているように、多くの新興国においては、今年上半期、中央銀行による政策緩和が見込まれる。その際、流動性政策とマクロ政策が重要な役割を担うことになるであろう。

中央銀行の最善の努力にもかかわらず、先進国や新興国では、流動性政策とマクロ政策の境界が不鮮明になっている。この点は、政策金利が既にゼロ近傍にある先進国の中央銀行についてはわからなくもない。だが、新興国の中央銀行の場合も、流動性政策とマクロ政策の境界が不明瞭になっている。例えば、今年に入りチリ、イスラエル、インドそしてハンガリーの中央銀行が、市場予想を上回る金融緩和に動き、市場参加者の意表をついた(実際、ハンガリーに関しては、利上げが予想されていた)。確かに、インドのケースでは、24日の政策決定会合で決定されたのは現金準備率(CRR)(引き下げ幅は50bp)だけで、政策金利の水準そのものに変更はなかった。インド準備銀行(RBI)は、その声明の中で、これまで実施してきた利上げを反転させることになる利下げについては「時期尚早」と述べている。しかしながら、今回の現金準備率の引き下げが、3月または4月あたりに伝統的なマクロ政策の緩和があり得る可能性を示唆する明確なシグナルであることに変わりはない(2012年1月24日付けレポート”RBI Cuts CRR by 50bp; Urges Cut in Fiscal Deficit to Allow Interest Rate Cuts”参照)。2011年12月には中国人民銀行も預金準備率(RRR)の引き下げ(50bp)を決めているが、これも今回のインド準備銀行の現金準備率引き下げと同様、市場に対して同様のメッセージを送る格好となった。新興国においては、中央

銀行がこのような流動性措置を利用するのは珍しいことではない。だが、その利用頻度は、以前に比べると足元格段に高くなっている。

機先を制した事前予防的な緩和に動く、多くの新興国の中央銀行: 我々の見るところ、新興国の場合、経済成長に対するリスクは下方に偏在している(2011年8月17日付けレポート”Global Economics: Dangerously Close to Recession”)。このため、「後日大幅な緩和をしたくないと思うなら、中央銀行は機先を制した対応に動く可能性が高い」と我々はかねてより指摘してきた。実際、我々が調査対象としている新興国の約半数においては、予想以上に早いタイミングで中央銀行が政策緩和に動いている。しかしながら、事前予防的な段階は既に過ぎた。新興国の中央銀行は今後も政策緩和を継続していかなければならないであろう。

その際、流動性政策は、政策緩和において重要かつ不可欠な部分を占めると思われる。しかしながら、流動性政策は、大規模に実施されてはじめてマクロ経済にインパクトを与えることが可能になる。今後は、流動性政策とマクロ政策の緩和が併用されていく形になると予想される。新興国においてはインフレ圧力が鈍化している。また、政策当局は、景気下支えの姿勢を強くしている。

通常ははっきり区別される流動性政策とマクロ政策の境界線が不鮮明になっているのは何故なのか: 歴史的に見て、流動性政策の中心は、金融システムの機能維持にあり、日次、週次そして月次ペースで金融システムにおけるニーズが満たされていることを確実にする一連の措置を意味した。一方、マクロ政策は政策金利を操作する。消費拡大やリスク資産への投資増加を促す緩和局面の下では、借入コストや安全資産の利回りを押し下げるために政策金利が引き下げられる。だが、近年、流動性政策とマクロ政策の境界線は不鮮明なものになっている。過去数年間、流動性政策は、先進国と新興国において積極的に利用され、マクロ効果を及ぼしている。今では、マクロ経済調整の主要な手段として活用されている。

量的緩和とともに変化: 先進国の投資家は、量的緩和の後、証券ポートフォリオに係る決定を下した。このような投資家の決定を背景に、2009年および2010年には大量の資本がリスク資産市場や新興国へ流入した。だが、2011年下半期にリスク回避傾向が強まると、投資家は新興国市場へ振り向けていた資本を一部引き揚げる行動に出た。このような証券投資に伴う資本フローは大規模で、また流出ペースは速かった。以下に述べる通り、このような資本フローに対応するにあたっては、新興国通貨に見られる推移の特徴を考えれば、政策金利の引き上げ/引き下げによる伝統的な金融政策は不適切であった。それは、今も変わらない。さらに、重要な点は、世界的な流動性問題に対して伝統的なマクロ政策で臨む場合、国内均衡と対外均衡の間にトレード・オフが生じる可能性がある。政策当局が二つの相異なる問題に直面した場合、常に

2012年1月27日

The Global Monetary Analyst

言えることだが、最適な解決策はそれぞれの問題に対処する上で適切な2つの手段を見つけることである。まさに流動性対策がそうだった。

先進国、新興国に関係なく、流動性政策は、広範囲に亘り多用された場合、マクロ政策に波及する。先進国の政策当局はこうした波及効果を利用し、新興国においてもそのような展開が見られた。我々が思うに流動性政策のマクロ政策への波及は、今暫く続くであろう。

先例となった先進国の中央銀行: 流動性政策とマクロ政策を区別しようという努力は、とりわけ米国において顕著であった。 Fedは、クレジット市場が2007年に機能不全状態に陥ったことを受けて、政策緩和に乗り出した。当初暫くの間、Fedは、流動性対策とFF金利誘導目標引き下げの発表を別々の日に行うなど細心の注意を払い、両者の違いを市場に認識させることに成功していた。だが、リーマン・ブラザーズの経営破綻が金融システムに多大なショックを与えると、その余波で債券市場が機能不全状態に陥り、その影響が実体経済に波及する事態となった。こうした中で打ち出された措置が量的緩和だった。

量的緩和 - 流動性政策とマクロ政策の申し子: 2008年後半は、流動性問題がマクロ経済に悪影響を及ぼしており、流動性政策とマクロ政策の境界が不鮮明にあった時期だった。Fed、欧州中央銀行(ECB)、日本銀行そしてイングランド銀行(BoE)はいずれも、自身のバランスシートの受動的拡大を容認し、金融機関が必要とする大量の流動性を金融システムへ注入する一方、マクロ政策の緩和を実行した(2009年3月4日号 The Global Monetary Analyst 掲載"QE2"参照)。金融政策の伝統的な手段が使い尽くされると、中央銀行にとって使える「武器」として残ったのは流動性政策とマクロ政策の申し子である量的緩和だった。流動性政策とマクロ政策のミックスとも言える対策を通じて、資産価格の上昇と実体経済の下支えを期待して金融システムへ流動性が供給された。

量的緩和第二弾(QE2) - プラス面とマイナス面が混在: Fedの量的緩和第一弾の後、2009年に新興国市場へ向かう資本が急増した。だが、このような大量の資本流入は、当時は問題にはならなかった。新興国の政策当局は、海外からの資本流入が国内経済にもたらす浮揚効果を歓迎した。だが、量的緩和第二弾が開始された2010年半ばは、第一弾当時とは事情が違った。確かに、Fedの量的緩和第二弾は、先進国の市場や経済にとっては新たなカンフル剤となったが、当時既に十分に回復していた新興国経済にとっては、量的緩和第二弾を背景とした海外からの資本流入はむしろマイナス影響の方が大きかった。しかしながら、新興国の政策当局にとり、先進国の政策動向やそれを背景とした海外からの資本流入の影響から自国経済を防護するのは難しかった。

先進国の政策に縛られた格好の新興国: 新興国の政策当局が海外からの資本流入を阻止する断固たる行動に出なかったのはどうしてなのか。先進国の政策の束縛を払いのけるのは容易ではないと新興国が判断したのは、国内リスクと海外リスクのバランスだけが理由ではない。新興国通貨の動向および新興国の通貨政策にも理由があった。

海外から資本が流入した2010年: 当時、新興国の政策当局は自国通貨の上昇を抑えることに懸命だった。何故か。それは、中国に対して国際競争力を維持したいと考えていたからである。新興国の場合、輸出全体に占める中国向けの割合が増加している。また、輸出先である先進国市場において新興国は中国と競争関係にある。対米ドルでの中国人民元の上昇が緩やかなペースにとどまる一方、新興国の政策当局が人民元に対する自国通貨の上昇を容認することに消極的な状況は、新興国通貨が上昇局面では米ドルに「ソフトペッグ」された状態にあることを暗に意味している。このようなソフトペッグは、当然のことながら、金融政策の独立性の低下に繋がる(例えば、香港のケースを思い起こしてみれば良い)。ソフトペッグの下では、政策金利の引き上げは海外からの資本流入をより一層招く結果となり、流動性政策をツールとして利用する方が明らかに賢明な選択肢となる。

マクロ政策運営にとって重要な地位を占めるに至った流動性政策: 資本流入が急増した場面で政策金利を操作していたら、事態はより一層悪化していたであろう。資本流入を減速させるために政策金利を引き下げたならば、これは、景気過熱が既に問題視されているときに成長ペースやインフレ率を一層押し上げることになっていたと思われる。反対に金利を引き上げていけば、確かに、景気は減速し景気過熱懸念は抑えられたであろうが、先進国との金利差拡大を背景により一層の資本流入を招く結果になっていたであろう。当時、政策当局にとって信用の伸びを抑えることが優先度の高い課題になっていたときに、資本フローは金融機関に信用拡大のインセンティブを与える格好となっていた。このような状況に対処するにあたりマクロ政策だけに頼るのは、政策ミスに繋がっていたと思われる。国内均衡の観点から見た場合とは異なる程度の引き締めが対外均衡の観点から求められていたときに、流動性政策の利用拡大は政策当局にとって新たなツールとなった。

多くの新興国が様々な量的引き締め手段を活用したが(2011年3月30日号 The Global Monetary Analyst 掲載"QT"参照)、中でも最も積極的だったのが中国、インド、トルコそしてブラジルの中央銀行だった。中国では、信用の伸びに関する目標設定と並んで、預金準備率(RRR)の引き上げが、流動性や銀行貸出を抑制する主要な手段になった。相対的に言って、政策金利は、殆どあってなきに等しかった(図表1参照)。インドやブラジルも、政策金利の引き上げの他に様々な量的手段を利用した。

2012年1月27日
The Global Monetary Analyst

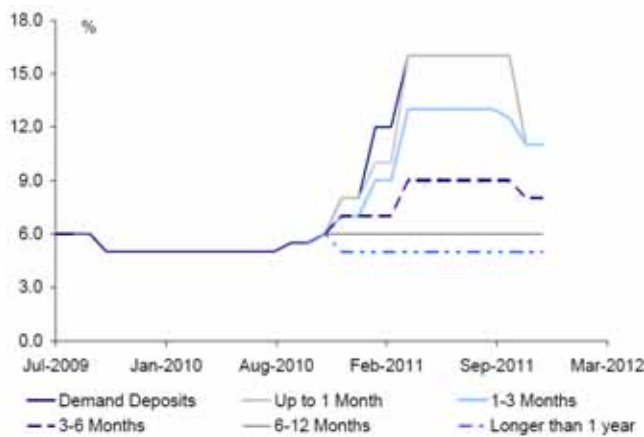
図表1
中国: 預金準備率が事実上の政策金利だった



出所: ヘイバー・アナリティクス、モルガン・スタンレー・リサーチ

最後に、国内均衡や対外均衡の問題に対してトルコが採ったアプローチは、途方もなく革新的なものだった。トルコ中央銀行は、単一の政策金利を捨て、翌日物の貸出金利、借入金利を上限、下限とするコリドー・アプローチを採用した(図表2参照)。

図表2
トルコ: 積極的に引き上げられた預金準備率



出所: ヘイバー・アナリティクス、モルガン・スタンレー・リサーチ

新興国から資本が流出し、新興国通貨が軟化した 2011 年下半期: 新興国からの資本流出とそれに伴う新興国通貨の軟化は、自国経済の成長リスクに対する先進国中央銀行の不十分な対応が主な原因だった。かなり引き締め気味の政策スタンスをとっていた新興国の政策当局は、先進国の政策当局の対応の不十分さを補うために、大方が予想していた以上に早いタイミングで政策スタンスを緩和しなければならなくなった。政策緩和は、海外環境や国内環境の変化のペースを踏まえ、伝統的な政策金利の引き下げではなく流動性対策を中心に進められた。

国内均衡と対外均衡は今も重要... 総じて新興国においては成長が減速している。しかしながら、成長減速の程度は、国・地域によって明らかに差が見られる。同じことは、新興国からの資本流出についても言える。さらに、証券投資に伴う資本流出と通貨軟化のペースと、国内成長の減速ペースとの間にはかなりの差が見られる。こうした中、一つの政策手段で以って国内均衡と対外均衡を達成するのは足元、過去数年間と同じように簡単ではない。このような状況を踏まえれば、2つの政策ツールで以って速度の異なる減速に対処していくのが中央銀行にとって依然として賢明の行動と思われる。

...それは、当面変わらない: 流動性政策とマクロ政策の境界が不鮮明な状態は、少なくとも先進国経済が持続的な成長軌道に乗ることができるようになるまで続くであろう。経済が持続的な成長軌道に乗れば、先進国の中央銀行は、超緩和的な政策スタンスを徐々に巻き戻すことができるようになる。また、先進国の政策運営に起因する新興国への資本流入の急増がなくなれば、新興国の政策当局も一息つく時間を持つことができるであろう。その場合、積極的な流動性対策はもはや必要なくなり、伝統的な金融政策への回帰が予想される。しかしながら、先進国の政策当局がこの先追加緩和に動く可能性が高く、緩和政策の解除はまだ大分先になると見られる状況下、新興国の政策当局はまだ一息つけそうにない。また、投資家は、金融政策の真のスタンスを見極めるために、アンテナを広げて流動性政策やマクロ政策にこめられたニュアンスを受け止める努力が必要になるだろう。

実際、世界的に緩和局面が続いている中、新興国においては流動性政策が引き続き積極的に展開されるであろう。Fed、ECB、イングランド銀行そして日本銀行については、追加緩和(恐らく量的緩和)が見込まれる。その場合、新興国にとっては、シナリオは既にはっきりしている。弊社米国担当エコノミストが現在予想しているように Fed が 2012 年上半年後半に量的緩和第三弾(QE3)に動くなら、資本は新興国へ流入する可能性が高く、新興国の政策当局は、2010 年当時と同じように流動性措置を利用して海外からの資本流入に対処しなければならないであろう。先進国において流動性政策とマクロ政策が続く限り、新興国も両政策を併用し続ける以外に選択の余地は殆どないと思われる。

2012 年上半年期、殆どの新興国においては、マクロ政策ツールおよび流動性政策ツールを使った中央銀行による政策緩和が見込まれる(2011 年 12 月 14 日号 The Global Monetary Analyst 掲載 "Who Can, Can't and Can but Won't"参照)。これまで機先を制する格好で積極的に緩和を実施してきたブラジルとインドネシアに関しては、他の国に比べると緩和余地は小さい。これまで中央銀行が望むほど大幅な引き締めが実際には行われなかった一部の中南米諸国についても、緩和余地は小さい。対照的に、これまで事前予防的な政策緩和に消極的だった国については、足元、インフレ率が低下していることもあり緩和余地がある。

2012年1月27日
The Global Monetary Analyst

Central Bank Watch

米国: 事前予想に比べて良好な内容だった消費者物価統計

David Greenlaw (1 212) 761 7157

Ted Wieseman (1 212) 761 3407

先週 19 日に発表された 12 月の消費者物価統計は、事前予想に比べて若干良好な内容だった。ヘッドラインベースの CPI 上昇率は、予想以上のガソリン価格の大幅下落を背景に、予想を小幅下回る結果となった。一方、コア CPI 上昇率も前月比 0.1% (四捨五入処理する前は 0.145%) と 11 月の同 0.2% から小幅低下、前年同月比ベースで見ても 11 月に続き 2.2% (同 2.23%) の水準にとどまった。

コア CPI の構成項目に注目した場合、予想外だったのは衣料品。衣料品価格は前月比 0.1% の下落だった。また、自動車価格も引き続き下落を記録した (新車: 前月比 -0.2%、中古車: 同 -0.9%)。

重要な住宅関連項目——依然としてコア・インフレ率を押し上げている最重要要因の一つ——は 12 月、前月比 0.2% の上昇だった。サブ項目である家賃は同 0.3% の上昇、帰属家賃は同 0.2% の上昇だった。

住宅関連項目は、前年同月比ベースでは 1.9% 上昇している。2010 年末時点においては上昇率は 0.4% だった。住宅関連項目の上昇率の加速で、この 1 年間にコア CPI 上昇率は 1% ポイント近く押し上げられる格好となっている。業界レポートによると、住宅賃貸市場においては需給が逼迫した状態が続いている。空室率は引き続き低下しており、新規物件の供給ペースは遅々としている。このような状況下、家賃および帰属家賃の伸びは引き続き上昇が予想される。こうした点を踏まえると、米国経済にはまだかなりの弛みが見られるものの、コア CPI 上昇率が予見し得る将来に大きく低下する可能性は低い。

新車価格が最近下落しているのは、予想外の展開である。市場参加者の中には、東日本大震災の影響で混乱したサプライチェーンの復旧に伴い生産台数が通常水準に回復していることが原因と見る向きがあるかもしれない。しかしながら、業界情報によれば、最近大幅な値引きが実施されたことはない。新車価格は、この先堅調に推移する展開が予想される。業界全般に亘るコスト基盤の根本的な再編を考えると、生産し過ぎて大幅な値引きを実施するという時代は既に終わった模様。また、最近の調査データからは、中古車価格も上昇し始めていることがうかがえる。

今回の CPI 統計の内容を踏まえると、12 月の個人消費支出 (PCE) 価格指数の上昇率はヘッドラインベースで 0.07% となり、これはほぼ我々の予想通りの結果。したがって、2011 年第 4 四半期の実質個人消費支出の伸びに関する我々の見方に変わりはない。第 4 四半期の GDP 成長率については引き続き前期比年率 2.7% と予想している。12 月のコア PCE 価格指数の上昇率については 0.14%、前年同月比ベースでは 1.8% と予想している。

日本: 成長率見通しの一段の下方修正が見込まれる

佐藤 健裕 (81 3) 5424 5367

山口 毅 (81 3) 5424 5387

金融政策に変更なし: 日銀は、24 日までの 2 日間、金融政策決定会合を開催した。広く予想されていた通り、日銀は、金融政策を現状のまま維持することを全員一致で決めた。金融政策決定会合後に行われた定例記者会見において、日銀の白川総裁は、世界経済や金融市場の動向に対して引き続き慎重な見方を示したが、現段階では追加金融緩和の可能性に触れることはなかった。

日銀、実質 GDP 成長率見通しを下方修正: 今週開催の会合では、金融政策運営に関する議論に加えて、昨年 10 月に公表した「経済・物価情勢の展望」(展望レポート) の中間評価が行われた (下表参照)。海外経済の減速に加えて、過去の GDP 実績値の遡及改定の影響を鑑み、日銀は 2011 年度および 2012 年度の実質 GDP 成長率見通しをそれぞれ下方修正した。新たな GDP 成長率予想は、2011 年度については弊社予想と同じ -0.4% だが、2012 年度は +2.0% で、依然として弊社予想 (+1.0%) との間に開きがある。日銀は、東日本大震災後の復旧・復興ペースについて楽観的に見ているようだが、我々は慎重な見方を崩していない。一方、物価見通しについては、2011 年度は従来の 0% から -0.1% へ引き下げられたが、2012 年度は +0.1% に据え置かれた。GDP ギャップのマイナス幅が依然として大きい点を考えると、我々が思うに、この日銀の物価見通しは依然として楽観的である。

成長率見通しのさらなる下方修正を見込む: 2011 年 10-12 月期の GDP 成長率は、前期比小幅マイナスを記録した可能性がある。こうした点を踏まえ、日銀の 2012 年度実質 GDP 成長率見通しについては、この先一段の下方修正を見込む。また、弊社米国経済担当エコノミストが予想しているように、Fed が量的緩和第三弾 (QE3) に動くなら、日銀も追加緩和に動かざるを得なくなるであろう。その場合、資産買い入れ基金が拡大される可能性が高い。今後の為替動向次第では、新たに外債が買い入れ対象資産に追加される可能性もある。USDJPY 相場および EURJPY 相場が、弊社為替チームが予想しているように史上最安値を更新するようなら、外債が買い入れ対象に追加される可能性は高くなるであろう。

日本: 日銀の経済・物価見通し (政策委員の大勢見通しの中央値)

対前年度比%	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011 年度	-0.4	1.8	-0.1
昨年 10 月時点	0.3	1.8	0.0
2012 年度	2.0	0.1	0.1
昨年 10 月時点	2.2	0.2	0.1
2013 年度	1.6	0.8	0.5
昨年 10 月時点	1.5	0.8	0.5

出所: 日本銀行

Global Monetary Policy Rate Forecasts

Global Economics Team

	Current	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	-87.5 (16/12/08)	-512.5	-512.5
Euro Area	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	-25 (08/12/11)	-50	-250
Japan	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	0.75	1.00	-50 (05/03/09)	-525	-450
Canada	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	0.00	0.00	0.25	0.50	0.50	-25 (03/08/11)	-275	-200
Sweden	1.75	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	-25 (20/12/11)	-25	-125
Norway	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	-50 (14/12/11)	-50	-175
Australia	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	-25 (06/12/11)	-50	-200
New Zealand	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	5.50	5.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	-25 (15/09/11)	-25	-125
Poland	4.50	4.50	4.25	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	1.00	1.25	1.50	1.75	-25 (06/05/10)	-300	-175
Hungary	7.00	7.50	7.25	7.00	6.25	5.75	5.50	5.50	5.50	+50 (20/12/11)	175	-100
Romania	5.75	5.75	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	-25 (05/01/12)	-450	-300
Turkey	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00	6.25	6.25	6.25	-50 (04/08/11)	-1,225	-1,225
Israel	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25	2.75	3.00	3.00	3.00	-25 (23/01/12)	-75	-250
South Africa	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	-50 (18/11/10)	-650	-350
Nigeria	12.00	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50	+275 (10/12/11)	600	200
China	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	8.00	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	+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	-100 (17/12/08)	-625	-625
S. Korea	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	+12.5 (30/06/11)	63	-88
Indonesia	6.00	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	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	+25 (05/05/11)	100	-50
Thailand	3.00	3.00	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	-25 (25/1/12)	-50	-175
Brazil	10.50	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	-50 (18/01/12)	-200	-275
Mexico	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	5.00	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	-25 (12/01/11)	-25	-50
Peru	4.25	4.25	5.00	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	+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%.

2012年1月27日

The Global Monetary Analyst

Global Economics Team

Joachim Fels, Head of Global Economics

Global Fixed Income Economics

Joachim Fels	Global	Joachim.Fels@morganstanley.com	+44 (0)20 7425 6138
Arnaud Marès	Global	Arnaud.Mares@morganstanley.com	+44 (0)20 7677 6302
Manoj Pradhan	Global	Manoj.Pradhan@morganstanley.com	+44 (0)20 7425 3805
Spyros Andreopoulos	Global	Spyros.Andreopoulos@morganstanley.com	+44 (0)20 7677 0528
Patryk Drozdziak	Global	Patryk.Drozdziak@morganstanley.com	+44 (0)20 7425 7483
Sung Woen Kang	Global	Sung.Woen.Kang@morganstanley.com	+44 (0)20 7425 8995

Americas

Vincent Reinhart	US	Vincent.Reinhart@morganstanley.com	+1 212 761 3537
David Greenlaw	US	David.Greenlaw@morganstanley.com	+1 212 761 7157
Ted Wieseman	US	Ted.Wieseman@morganstanley.com	+1 212 761 3407
Dane Vrabac	US	Dane.Vrabac@morganstanley.com	+1 212 761 1929
Gray Newman	Latam, Brazil	Gray.Newman@morganstanley.com	+1 212 761 6510
Luis Arcentales	Chile, Mexico	Luis.Arcentales@morganstanley.com	+1 212 761 4913
Arthur Carvalho	Brazil	Arthur.Carvalho@morganstanley.com	+55 11 3048 6272
Daniel Volberg	Peru, Colombia, Argentina, Venezuela	Daniel.Volberg@morganstanley.com	+1 212 761 0124
Alberto Horihuela	Latam	Alberto.Horihuela@morganstanley.com	+1 212 761 8531

Europe & South Africa

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

Asia

Robert Feldman	Japan	Robert.Tokyo.Feldman@morganstanleymufg.com	+81 3 5424 5385
Takehiro Sato	Japan	Takehiro.Sato@morganstanleymufg.com	+81 3 5424 5367
Takeshi Yamaguchi	Japan	Takeshi.Yamaguchi@morganstanleymufg.com	+81 3 5424 5387
Chetan Ahya	Asia ex-Japan, India	Chetan.Ahya@morganstanley.com	+852 2239 7812
Helen Qiao	China	Helen.Qiao@morganstanley.com	+852 2848 6511
Denise Yam	China, Hong Kong	Denise.Yam@morganstanley.com	+852 2848 5301
Sharon Lam	Korea, Taiwan	Sharon.Lam@morganstanley.com	+852 2848 8927
Yuande Zhu	China, Hong Kong	Yuande.Zhu@morganstanley.com	+852 2239 7820
Ernest Ho	China, Hong Kong	Ernest.Ho@morganstanley.com	+852 2239 7818
Jason Liu	Korea, Taiwan	Jason.JL.Liu@morganstanley.com	+852 2848 6882
Deyi Tan	ASEAN	Deyi.Tan@morganstanley.com	+65 6834 6703
Derrick Kam	Asia ex-Japan	Derrick.Kam@morganstanley.com	+852 2239 7826
Seen Meng Chew	ASEAN Seen.	Meng.Cheung@morganstanley.com	+65 6834 6739
Upasana Chachra	India Upasana.	Chachra@morganstanley.com	+91 22 6118 2246

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 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わる重要な開示情報、株価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)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)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。過去の実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せん。

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う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 はそれを通知する義務を負いません。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。本レポートに関わ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、適切な政府当局から適切な承認、ライセンス、証明、登録をご自分で取得される責任があります。

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 ; ペ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 ; スペインでは、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には、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。

2012年1月27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はなりません。Morgan Stanleyは、MSCI指数作成の決定にいかなる影響または支配を及ぼしてはなりません。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のみに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