

Morgan Stanley MUFG Securities
Co., Ltd.

佐藤 健裕

Takehiro.Sato@morganstanleymufg.com
+81 (0)3 5424 5367

山口 毅

Takeshi.Yamaguchi@morganstanleymufg.com
+81 (0)3 5424 5387

2011年12月9日

日本経済

ジャパン・ブリーフィング (12月5-9日) : 2011年度は 結局マイナス成長に

日本経済

—7-9月期 GDP 二次速報と経済見通しのアップデート

日本経済：データウォッチ

- ロイター短観 (12月)
- 日銀短観プレビュー (12月短観概要)
- 機械受注 (10月)
- 銀行貸出 (11月)
- 景気ウォッチャー調査 (11月)

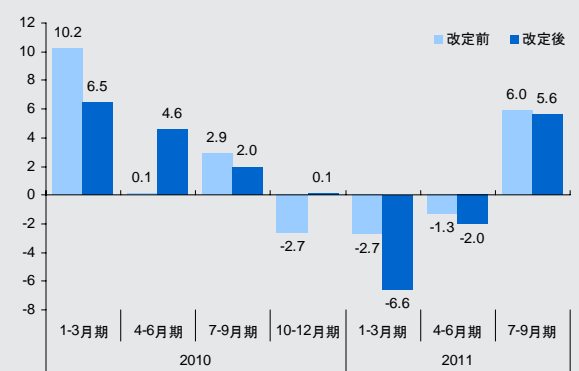
景気指標発表日程と予想、主要経済指標推移

—12月12-16日：米FOMC、日銀短観

日本経済予測概要

今週の一枚：日本の実質 GDP 成長率—改定前と改定後
(前期比年率、%)

今回の GDP 統計の基準改定では、11年1-3月期が前期比年率 -6.6%と前回(同-2.7%)から大幅に下方修正され、震災影響がより大きく出た。11年4-6月期以降も下方修正されたため、11年全体の成長率は改定により水面下に低下する。



出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

7-9 月期 GDP 二次速報と経済見通しのアップデート

2011年12月9日

山口 毅/佐藤 健裕

2012-13 年の経済見通しを維持：7-9 月期実質 GDP 二次速報は前期比年率+5.6%と一次速報(同+6.0%)から小幅下方修正された。基準改定に伴う遡及改定で11年見通しは暦年-0.8%、年度-0.4%と前回(暦年-0.4%、年度+0.2%)からテクニカルに下方修正となるが、先行きは12年(暦年+1.1%、年度+1.0%)、13年(暦年+0.5%、年度+0.5%)ともに据え置く。

7-9 月期改定値は結局予想通り：今回は5年振りの基準改定と重なり予測の不確実性が高かったが、設備投資の下方修正と公共投資の上方修正は予想通りでサプライズはない。設備投資は4期連続のマイナス成長と基調の弱さを再確認する内容。基準改定に伴う影響は、個人消費や輸出に生じたが、両者は相殺する形で全体には影響を及ぼさなかった。

その他の注目点：(1) 震災影響がより大きく：11年1-3月期が前期比年率-6.6%と前回(-2.7%)から大幅に下方修正され、震災影響がより大きく出た。11年4-6月期以降も下方修正されたため、11年全体の成長率は改定により低下する。(2) 名目 GDP 水準への改定影響は小さい：金融仲介サービスの推計方法変更に伴い名目 GDP 水準が大きく押し上げられるとの市場予想に反し、基準改定によるかさ上げ額は小幅(10年暦年+2.6兆円、年度+3.4兆円)にとどまった。基準改定影響の全容は、今後公表される国民経済計算確報(フロー編12月下旬、ストック編12年1月下旬公表予定)を待つ必要がある。

10-12 月期は減速：10月の個人消費は小幅持ち直したが、輸出は下振れており、10-12月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1%近辺に減速する見通し。同期は、米国は同+3%近辺に一時的に加速する見通しだが、欧州はマイナス成長、中国を含む新興国は減速と、世界経済は減速感が強まろう。12年の日本経済は、第3次補正予算の執行に伴い公共投資や関連する復興需要が下支え役を期待されるものの、海外経済の減速、円高の亢進リスク、夏場の電力不足、増税論議の本格化、などの逆風が目白押しで、更に欧州ソブリン問題が最大の下リスク要因となっている。金融政策は、こうした下リスクと円高圧力を映じて引き続き緩和強化の方向。具体的には、資産買い取り基金の一段の増額と買い入れ対象となる国債の年限延長(現行2年→5年程度)が予想される。サプライズがあるとすれば、日銀による外債購入であろう。

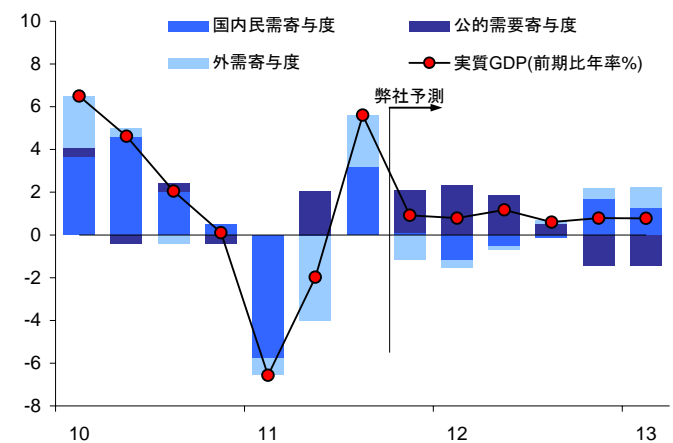
2011年7-9月期 GDP(二次速報)の概要

	11年7-9月期(二次速報)				(一次速報)	
	前期比 %	寄与 %pt	年率 %	寄与 %pt	前年比 %	年率 %
実質GDP	1.4	1.4	5.6	5.6	-0.7	6.0
国内需要	0.8	0.8	3.3	3.3	-0.1	4.2*
国内民需	1.1	0.8	4.4	3.2	-0.6	4.3*
個人消費	0.7	0.4	3.0	1.8	0.3	3.9
民間住宅投資	5.2	0.1	22.4	0.6	7.8	21.7
企業設備投資	-0.4	-0.1	-1.6	-0.2	-2.4	4.4
在庫増減(寄与度)	-	0.3	-	1.1	-	0.8*
公的需要	0.0	0.0	0.2	0.0	1.7	-0.1*
公共投資	-1.0	0.0	-3.9	-0.2	-0.2	-10.8
政府消費	0.2	0.0	0.9	0.2	1.8	1.6
純輸出(寄与度)	-	0.6	-	2.3	-	1.7*
財・サービスの輸出	7.3	1.1	32.7	4.4	0.9	27.4
財・サービスの輸入	3.5	-0.5	14.9	-2.1	5.5	14.5
名目GDP	1.2	-	5.0	-	-2.9	5.6
GDP デフレーター	-0.2	-	-0.6	-	-2.2	-1.9**

注：* = 年率寄与度、** = 前年比。

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

主要需要項目の寄与度別内訳(前期比年率、%)



出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

2011年12月9日
日本経済

図表 1
実質 GDP 総括表(2011年7-9月期二次速報)

		(二次速報)															(弊社予想)			
		08年度			09年度			2008年			2009年			2010年				2011年		
		08年度	09年度	10年度	2008年	2009年	2010年	2009年度			2010年度			2011年度						
							1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	7-9月期		
実質GDP成長率	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	-3.7	-2.1	3.1	-1.0	-5.5	4.4	-3.8	1.6	-0.2	1.9	1.6	1.1	0.5	0.0	-1.7	-0.5	1.4	1.3	
民間最終消費支出	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	-2.0	1.2	1.6	-0.9	-0.7	2.6	-0.9	1.5	0.0	1.5	0.7	0.2	0.4	0.4	-1.2	0.3	0.7	1.0	
民間住宅投資	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	-1.1	-21.0	2.3	-6.6	-16.6	-4.3	-7.8	-10.6	-7.5	-3.8	3.2	1.5	0.6	2.9	1.8	-2.0	5.2	5.0	
民間企業設備投資	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	-1.1	-21.0	2.3	-6.6	-16.6	-4.3	-2.9	-5.0	-1.2	0.9	-1.4	4.7	0.5	-0.7	-0.9	-0.5	-0.4	-0.4	
政府最終消費支出	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	-7.7	-12.0	3.5	-2.6	-14.3	0.5	-11.0	-18.6	-4.7	3.6	-5.6	20.2	2.0	-2.8	-3.5	-2.1	-1.6	-1.6	
公的資本形成	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	-6.7	11.5	-6.8	-7.4	7.0	0.4	3.6	6.9	-0.6	1.5	3.6	-6.9	0.4	-4.2	-1.9	6.7	-1.0	-1.2	
民間在庫増減	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	0.0	-1.5	0.8	0.2	-1.6	0.7	15.2	30.7	-2.3	6.1	15.3	-25.0	1.8	-15.8	-7.2	29.8	-3.9	-4.6	
政府在庫増減	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.9	12.3	11.0	11.6	11.2	-2.3	-0.6	-7.7	-12.9	1.4	-0.2	-4.2	
純輸出	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	-1.1	0.2	1.0	0.2	-1.5	1.9	-1.9	0.6	0.4	0.0	0.6	0.4	0.3	0.0	-0.7	0.0	0.3	0.2	
財・サービス輸出	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	-10.6	-9.8	17.2	1.4	-24.2	24.2	-7.1	-2.1	-1.5	0.2	2.3	1.6	1.2	0.0	-2.9	0.0	1.1	0.8	
財・サービス輸入	前期比																			
	前期比年率																			
	前年比	-4.7	-10.7	12.0	0.3	-15.7	11.1	-0.7	-1.7	-1.2	-2.5	-0.2	0.6	1.4	1.2	0.0	-0.5	-0.5	0.2	
(前期比寄与度)																				
内需寄与度																				
		-2.6	-2.3	2.1	-1.2	-4.0	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
民間需要寄与度																				
		-2.3	-3.2	2.0	-0.9	-4.7	2.1	-1.1	1.8	0.4	0.7	0.6	0.1	-0.1	0.0	-0.2	-1.0	0.6	0.4	
民間最終消費																				
		-1.1	0.7	0.9	-0.5	-0.4	1.6	-4.1	7.3	1.5	3.0	2.5	0.3	-0.5	-0.2	-0.6	-3.9	2.3	1.5	
民間住宅投資																				
		0.0	-0.7	0.1	-0.2	-0.5	-0.1	-3.8	-2.2	-1.8	1.4	3.3	1.8	1.3	0.5	-0.3	-1.3	-0.6	-0.6	
民間企業設備																				
		-1.1	-1.7	0.4	-0.4	-2.1	0.1	-25.1	9.7	8.4	6.8	6.6	5.9	0.7	-0.1	0.0	-5.9	7.3	6.2	
民間在庫投資																				
		0.0	-1.5	0.8	0.2	-1.6	0.7	-68.5	44.8	38.1	29.9	28.9	25.7	2.7	-0.5	-0.2	-21.7	32.7	27.4	
公的需要寄与度																				
		-0.3	0.9	0.1	-0.3	0.7	0.4	-36.8	-29.6	-23.1	-5.0	35.0	30.4	21.4	13.5	6.5	-5.5	0.9	0.9	
政府最終消費																				
		-0.1	0.5	0.5	0.0	0.4	0.4	-16.4	-3.6	5.2	1.6	2.4	6.1	1.7	0.2	1.1	0.4	3.5	3.4	
公的資本形成																				
		-0.3	0.5	-0.3	-0.3	0.3	0.0	-51.2	-13.8	22.4	6.6	10.0	26.9	6.8	0.7	4.5	1.7	14.9	14.5	
政府在庫投資																				
		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-17.2	-18.0	-13.8	-13.9	5.4	16.0	12.6	10.6	9.1	3.4	5.5	5.2	
外需寄与度																				
		-1.1	0.2	1.0	0.2	-1.5	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
輸出																				
		-1.9	-1.6	2.5	0.3	-4.3	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
輸入																				
		0.8	1.7	-1.4	-0.1	2.8	-1.3	3.0	0.6	-0.8	-0.3	-0.3	-0.8	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.5	-0.6	

注：寄与度は簡便法にて試算。正確な寄与度は内閣府 (<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna>)を参照。四捨五入の関係で各需要項目の寄与度合計は全体の計数と必ずしも一致しない。
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチほか

2011年12月9日
日本経済

図表 2

名目 GDP 総括表(2011年7-9月期二次速報)

名目	前期比 前期比年率 前年比	08年度			09年度			10年度			2008年			2009年			2010年			2011年		
		08年度	09年度	10年度	2008年	2009年	2010年	2009年度			2010年度			2011年度								
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期						
名目GDP成長率							-3.9	0.8	-0.8	1.0	1.6	0.5	0.1	-0.8	-1.7	-1.6	1.2					
民間最終消費支出							-14.8	3.3	-3.3	3.9	6.4	2.2	0.2	-3.2	-6.8	-6.1	5.0					
民間住宅投資							-17.7	0.9	-0.5	0.6	0.9	-0.2	-0.4	-0.3	-0.9	-0.3	0.6					
民間企業設備投資							-6.7	3.8	-2.1	2.4	3.5	-0.8	-1.4	-1.0	-3.4	-1.3	2.5					
政府最終消費支出							-5.4	-2.9	-3.4	-0.7	1.9	0.7	1.0	0.1	-1.8	-1.8	-0.8					
公的資本形成							-8.9	-11.9	-8.2	-4.0	3.4	1.6	0.8	3.2	2.2	-1.5	5.2					
民間在庫増減							-31.2	-39.7	-29.0	-14.9	14.5	6.7	3.2	13.4	9.1	-5.9	22.7					
政府在庫増減							1.5	-16.8	-27.3	-29.1	-19.5	-7.5	1.5	9.6	8.2	4.6	9.2					
純輸出							-3.7	-6.2	-1.9	0.6	-1.2	4.1	-0.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.6					
財・サービス輸出							-14.1	-22.4	-7.5	2.2	-4.7	17.6	-0.5	-3.9	-3.5	-3.0	-2.3					
財・サービス輸入							-16.1	-19.4	-18.6	-10.9	-8.7	1.3	3.5	1.8	1.8	-2.6	-3.1					
前期比寄与度							0.0	0.2	1.2	0.2	0.3	0.7	0.4	-0.7	1.6	0.1	0.3					
内需寄与度							0.0	0.8	4.8	0.7	1.1	2.9	1.7	-2.9	6.4	0.6	1.3					
民間需要寄与度							-0.6	0.1	2.8	1.2	1.9	2.3	1.9	0.3	2.1	1.4	1.5					
民間最終消費							1.6	5.1	-1.2	1.7	4.0	-7.0	0.7	-3.7	-1.6	6.9	-0.5					
民間住宅投資							6.6	22.0	-4.6	6.9	16.8	-25.3	3.0	-13.9	-6.4	30.5	-2.0					
民間企業設備投資							-2.7	8.8	5.3	7.1	9.3	-2.3	0.0	-6.7	-11.9	2.9	1.1					
政府在庫増減							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0					
政府在庫増減							-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.1					
純輸出							0.0	1.4	0.1	0.5	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.8	-1.4	0.4					
財・サービス輸出							0.2	6.5	0.3	2.5	1.0	-0.1	-0.6	-0.9	-3.7	-5.4	1.9					
財・サービス輸入							-2.0	-0.1	0.8	1.9	2.2	0.8	0.6	-0.1	-1.2	-2.6	-2.1					
前期比寄与度							-29.1	10.3	8.8	6.2	7.2	5.3	-1.9	-1.0	1.0	-6.1	5.8					
内需寄与度							-74.7	48.0	40.0	27.1	31.9	22.8	-7.4	-3.8	4.1	-22.4	25.5					
民間需要寄与度							-44.1	-37.9	-34.5	-9.8	36.5	30.6	17.2	9.6	3.5	-8.1	-0.7					
民間最終消費							-27.3	-2.5	8.6	2.2	6.1	5.9	-1.1	0.6	6.8	2.9	2.9					
民間住宅投資							-72.0	-9.6	39.1	9.0	26.7	25.9	-4.1	2.6	30.3	12.2	12.0					
民間企業設備投資							-35.3	-38.4	-38.4	-21.5	15.2	24.8	13.6	11.6	13.0	9.7	13.9					
政府在庫増減							-2.6	-2.5	-2.6	-1.0	-0.8	-1.0	0.6	0.2	-0.6	-0.9	-0.1					
純輸出							-2.4	-2.4	-2.6	-0.9	-0.9	-1.0	0.8	0.1	-0.3	-1.2	-0.5					
内需寄与度							-1.3	-0.8	0.0	-0.4	-1.8	0.5	-1.0	-0.2	-0.2	-0.5	-0.2					
民間需要寄与度							0.0	-0.8	0.1	-0.1	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0					
民間最終消費							-1.1	-2.1	0.3	-0.3	-2.4	-0.1	-0.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.1					
民間住宅投資							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	-0.1	-0.6	-0.1					
民間企業設備投資							-0.2	-0.2	-2.1	-0.1	-1.6	0.0	0.3	0.2	0.1	0.3	0.1					
政府在庫増減							-0.1	0.3	0.3	0.0	0.2	0.3	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0					
純輸出							-0.2	0.3	-0.3	-0.2	0.2	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.3	0.0					
内需寄与度							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0					
民間需要寄与度							-1.9	-2.7	-2.7	-1.5	-0.4	-0.4	0.0	0.1	-0.2	-0.8	-1.4					
民間最終消費							-2.7	-2.9	2.0	-0.4	-5.8	2.8	-4.4	1.1	1.1	0.8	1.0					
民間住宅投資							0.8	4.1	-2.0	-1.1	5.9	-2.0	4.3	0.3	-1.0	-0.3	-0.8					
民間企業設備投資							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0					
政府在庫増減							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0					
純輸出							0.0	1.4	0.1	0.5	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.8	-1.4	0.4					
財・サービス輸出							0.2	6.5	0.3	2.5	1.0	-0.1	-0.6	-0.9	-3.7	-5.4	1.9					
財・サービス輸入							-2.0	-0.1	0.8	1.9	2.2	0.8	0.6	-0.1	-1.2	-2.6	-2.1					

注：寄与度は簡便法にて試算。正確な寄与度は内閣府 (<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna>) を参照。四捨五入の関係で各需要項目の寄与度合計は全体の計数と必ずしも一致しない。
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチほか

図表 3

GDP デフレーター総括表(2011年7-9月期二次速報)

名目	前期比 前期比年率 前年比	08年度			09年度			10年度			2008年			2009年			2010年			2011年		
		08年度	09年度	10年度	2008年	2009年	2010年	2009年度			2010年度			2011年度								
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期						
GDPデフレーター							-0.1	-0.8	-0.6	-0.9	0.0	-0.6	-0.4	-0.8	-0.1	-1.1	-0.2					
民間最終消費支出							-0.6	-3.0	-2.5	-3.6	-0.1	-2.3	-1.8	-3.4	-0.2	-4.2	-0.6					
民間住宅投資							0.2	0.1	0.0	-2.4	-2.4	-2.1	-2.0	-1.9	-1.9	-2.4	-2.2					
民間企業設備投資							-1.2	-1.5	-0.8	-0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.0					
政府最終消費支出							-4.7	-5.7	-3.1	-0.5	0.9	0.5	0.9	1.3	1.7	2.1	0.2					
公的資本形成							0.3	-2.6	-4.4	-3.6	-2.1	-0.5	0.5	0.9	1.1	1.5	1.3					
民間在庫増減							-0.9	-1.2	-0.7	-0.3	0.2	-0.6	-0.6	-0.3	0.0	-0.2	-0.2					
政府在庫増減							-3.5	-4.7	-3.0	-1.3	0.9	-2.2	-2.4	-1.2	0.0	-0.9	-0.8					
純輸出							-0.9	-2.4	-3.5	-3.1	-2.0	-1.4	-1.3	-1.3	-1.4	-1.0	-0.7					
財・サービス輸出							-1.1	-0.4	0.0	-0.3	0.7	-0.8	0.1	-1.1	1.1	-0.6	0.1					
財・サービス輸入							-4.4	-1.5	-0.1	-1.2	2.7	-3.1	0.3	-4.3	4.4	-2.3	0.4					
前期比寄与度							-0.7	-2.0	-0.6	-2.2	0.1	-0.5	0.0	-1.5	-0.4	-0.6	-0.3					
内需寄与度							-1.9	-1.7	-0.6	0.2	0.3	-0.1	0.3	0.6	0.2	0.1	0.5					
民間需要寄与度							-7.5	-6.7	-2.3	0.7	1.3	-0.4	1.2	2.3	1.0	0.5	1.9					
民間最終消費							0.3	-3.1	-5.1	-4.1	-1.7	0.0	0.5	1.2	1.1	1.4	1.4					
民間住宅投資							-5.3	0.5	0.3	-0.5	0.6	-0.6	-2.6	-0.9	1.0	-0.2	-1.4					
民間企業設備投資							-19.5	2.2	1.4	-2.2	2.3	-2.3	-9.9	-3.4	4.3	-0.9	-5.4					
政府在庫増減							-11.6	-11.8	-14.8	-5.1	1.1	0.1	-3.4	-3.5	-2.8	-2.6	-1.7					
純輸出							-13.0	1.2	3.3	0.6	3.6	-0.2	-2.7	0.5	5.7	2.5	-0.6					
財・サービス輸出							-42.6	4.9	13.6	2.3	15.3	-0.8	-10.3	1.9	24.7	10.4	-2.5					
財・サービス輸入							-21.9	-24.9	-28.6	-8.8	9.3	7.7	0.9	0.8	3.7	6.0	7.9					

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチほか

2011年12月9日
日本経済

図表 4

新旧経済見通しの比較表(%、%ポイント)

	2010暦年	2011暦年e		2012暦年e		2013暦年e	
	実績	前回	今回	前回	今回	前回	今回
		2011年11月	2011年12月	2011年11月	2011年12月	2011年11月	2011年12月
実質GDP成長率	4.4	-0.4	-0.8	1.1	1.1	0.5	0.5
民間最終消費	2.6	-0.2	-0.1	0.4	0.7	0.6	0.8
住宅投資	-4.3	5.3	5.6	2.6	2.0	1.3	0.7
企業設備投資	0.5	0.0	-0.5	-0.7	-1.5	0.9	0.5
政府消費	2.1	2.4	2.2	2.1	2.6	-0.7	-0.1
公的資本形成	0.4	-5.9	-1.2	13.9	17.0	-7.9	-6.8
民間在庫(寄与度)	0.7	0.1	-0.4	0.1	-0.1	0.0	-0.1
純輸出(寄与度)	1.9	-0.4	-0.7	-0.1	-0.2	0.6	0.5
財サ輸出	24.2	0.6	0.2	-0.3	0.2	4.3	4.3
財サ輸入	11.1	4.8	5.8	0.6	1.9	1.0	1.5
名目GDP	2.3	-2.3	-2.9	0.1	-0.1	0.2	0.1
GDPデフレーター	-2.1	-1.9	-2.1	-1.0	-1.2	-0.3	-0.5
国内需要デフレーター	-1.3	-0.7	-0.9	-1.3	-1.4	-0.8	-1.0
消費者物価コア(2010=100)	-1.0	-0.2	-0.3	-0.7	-0.7	-0.5	-0.5
国内企業物価(2005=100)	-0.1	2.1	2.1	0.8	0.8	1.2	1.3
経常収支(GDP比)	3.6	2.1	2.0	1.9	1.5	2.7	2.3
鉱工業生産	16.5	-3.4	-3.3	3.3	3.4	4.0	4.0
名目可処分所得	0.9	-1.0	-0.9	-1.9	-1.8	-1.2	-1.2
貯蓄率	3.9	6.5	4.4	6.3	4.2	5.9	3.9
失業率	5.0	4.5	4.6	4.4	4.6	4.5	4.6
予測前提							
原油価格(WTI、ドル)	80	95	95	97	97	94	94
為替レート(円/ドル)	88	80	80	77	77	77	77

【年度】

	2010年度	2011年度e		2012年度e		2013年度e	
	実績	前回	今回	前回	今回	前回	今回
		2011年11月	2011年12月	2011年11月	2011年12月	2011年11月	2011年12月
実質GDP成長率	3.1	0.2	-0.4	1.0	1.0	0.5	0.5
民間最終消費	1.6	0.1	0.3	0.6	0.7	0.5	1.0
住宅投資	2.3	4.9	4.5	2.1	1.7	0.9	0.4
企業設備投資	3.5	-0.7	-2.0	-0.2	-0.8	0.5	-0.3
政府消費	2.3	2.2	2.1	1.6	2.3	-0.6	-0.2
公的資本形成	-6.8	1.8	9.4	7.6	8.2	-6.5	-5.4
民間在庫(寄与度)	0.8	0.2	-0.3	0.0	-0.2	0.0	-0.1
純輸出(寄与度)	1.0	-0.5	-0.9	0.1	0.1	0.5	0.5
財サ輸出	17.2	-1.3	-1.7	1.0	1.4	4.0	4.2
財サ輸入	12.0	3.1	4.5	0.6	1.2	0.7	1.6
名目GDP	1.1	-1.7	-2.5	0.2	0.1	0.2	0.1
GDPデフレーター	-2.0	-1.9	-2.1	-0.7	-0.9	-0.2	-0.4
国内需要デフレーター	-1.2	-0.8	-1.0	-1.2	-1.3	-0.7	-0.9
消費者物価コア(2010=100)	-0.9	-0.2	-0.2	-0.7	-0.8	-0.4	-0.3
国内企業物価(2005=100)	0.7	1.9	2.0	0.8	0.8	1.1	1.2
経常収支(GDP比)	3.4	1.8	1.5	2.1	1.7	2.8	2.4
鉱工業生産	9.0	-2.3	-2.3	4.0	3.9	3.5	3.7
名目可処分所得	0.2	-1.7	-1.7	-1.3	-1.3	-1.5	-1.5
貯蓄率	4.4	6.2	4.1	6.3	4.4	5.6	3.5
失業率	5.0	4.4	4.5	4.4	4.6	4.6	4.7

注：e=モルガン・スタンレー・リサーチ予想、「前回」は2011年11月28日時点の弊社予測。

為替レートの前提は現状横置き、原油価格は前回の先物カーブ想定を据え置いた。

出所：内閣府、経済産業省、総務省、日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

2011年12月9日

日本経済

図表 5

ゲタと年度内成長率の新旧見通し比較表(%、%ポイント)

		2010暦年		2011暦年 ^e		2012暦年 ^e		2013暦年 ^e	
		実績	前回	今回	前回	今回	前回	今回	
		2011年11月		2011年12月		2011年11月		2011年12月	
実質GDP成長率	成長率	4.4	-0.4	-0.8	1.1	1.1	0.5	0.5	
	ゲタ	1.7	0.0	0.5	0.9	0.7	0.5	0.4	
	年度内成長	2.8	-0.3	-1.3	0.3	0.4	0.0	0.1	
民間最終消費	成長率	2.6	-0.2	-0.1	0.4	0.7	0.6	0.8	
	ゲタ	1.4	-0.2	0.5	0.4	0.6	0.6	0.3	
	年度内成長	1.2	-0.1	-0.6	0.0	0.1	0.1	0.5	
住宅投資	成長率	-4.3	5.3	5.6	2.6	2.0	1.3	0.7	
	ゲタ	-9.3	2.2	2.8	1.6	1.5	0.3	0.4	
	年度内成長	5.0	3.1	2.8	1.0	0.5	1.1	0.3	
企業設備投資	成長率	0.5	0.0	-0.5	-0.7	-1.5	0.9	0.5	
	ゲタ	-1.5	0.9	1.0	0.5	-0.5	0.6	0.1	
	年度内成長	2.0	-0.9	-1.5	-1.2	-1.0	0.3	0.4	
民間在庫投資	寄与度	0.7	0.1	-0.4	0.1	-0.1	0.0	-0.1	
	ゲタ	1.0	1.0	0.6	0.8	1.0	0.7	0.9	
	年度内成長	-0.3	-0.9	-1.0	-0.7	-1.1	-0.7	-1.0	
政府消費	成長率	2.1	2.4	2.2	2.1	2.6	-0.7	-0.1	
	ゲタ	1.1	0.8	0.8	0.3	0.9	-0.7	-0.1	
	年度内成長	1.0	1.6	1.4	1.8	1.7	0.0	0.0	
公的資本形成	成長率	0.4	-5.9	-1.2	13.9	17.0	-7.9	-6.8	
	ゲタ	2.7	-6.5	-5.0	1.2	6.0	-1.4	-1.1	
	年度内成長	-2.4	0.6	3.9	12.7	11.0	-6.5	-5.6	
財サ輸出	成長率	24.2	0.6	0.2	-0.3	0.2	4.3	4.3	
	ゲタ	11.3	1.2	1.6	0.8	0.5	1.1	1.1	
	年度内成長	13.0	-0.7	-1.4	-1.2	-0.3	3.2	3.2	
財サ輸入	成長率	11.1	4.8	5.8	0.6	1.9	1.0	1.5	
	ゲタ	2.7	1.9	2.4	0.0	1.9	0.7	0.4	
	年度内成長	8.3	3.0	3.4	0.6	0.1	0.2	1.0	
名目GDP成長率	成長率	2.3	-2.3	-2.9	0.1	-0.1	0.2	0.1	
	ゲタ	0.5	-0.8	-0.5	0.4	-0.2	0.2	-0.3	
	年度内成長	1.8	-1.5	-2.5	-0.3	0.1	0.0	0.3	

		2010年度		2011年度 ^e		2012年度 ^e		2013年度 ^e	
		実績	前回	今回	前回	今回	前回	今回	
		2011年11月		2011年12月		2011年11月		2011年12月	
実質GDP成長率	成長率	3.1	0.2	-0.4	1.0	1.0	0.5	0.5	
	ゲタ	2.0	-0.5	-1.1	0.7	0.6	0.7	0.5	
	年度内成長	1.1	0.7	0.7	0.3	0.4	-0.2	0.1	
民間最終消費	成長率	1.6	0.1	0.3	0.6	0.7	0.5	1.0	
	ゲタ	1.2	-0.4	-0.7	0.0	0.1	0.8	0.4	
	年度内成長	0.3	0.5	1.0	0.6	0.5	-0.2	0.5	
住宅投資	成長率	2.3	4.9	4.5	2.1	1.7	0.9	0.4	
	ゲタ	-1.5	2.3	2.9	1.2	0.9	1.0	0.6	
	年度内成長	3.9	2.6	1.6	0.9	0.8	-0.1	-0.1	
企業設備投資	成長率	3.5	-0.7	-2.0	-0.2	-0.8	0.5	-0.3	
	ゲタ	-0.9	-0.7	-0.8	-0.6	-0.7	0.7	0.6	
	年度内成長	4.4	0.1	-1.1	0.5	-0.1	-0.2	-0.9	
民間在庫投資	寄与度	0.8	0.2	-0.3	0.0	-0.2	0.0	-0.1	
	ゲタ	1.4	1.0	0.6	0.7	0.8	0.8	1.2	
	年度内成長	-0.6	-0.7	-1.0	-0.7	-1.0	-0.8	-1.3	
政府消費	成長率	2.3	2.2	2.1	1.6	2.3	-0.6	-0.2	
	ゲタ	0.2	1.0	0.6	0.8	0.9	-0.8	-0.4	
	年度内成長	2.1	1.2	1.5	0.9	1.4	0.2	0.2	
公的資本形成	成長率	-6.8	1.8	9.4	7.6	8.2	-6.5	-5.4	
	ゲタ	3.1	-3.5	-2.8	8.1	8.8	-6.8	-5.5	
	年度内成長	-9.9	5.3	12.2	-0.4	-0.7	0.4	0.2	
財サ輸出	成長率	17.2	-1.3	-1.7	1.0	1.4	4.0	4.2	
	ゲタ	10.2	0.0	0.0	-0.3	0.1	2.4	2.0	
	年度内成長	7.0	-1.3	-1.8	1.3	1.3	1.5	2.1	
財サ輸入	成長率	12.0	3.1	4.5	0.6	1.2	0.7	1.6	
	ゲタ	3.8	1.5	1.3	-0.3	0.7	0.4	0.4	
	年度内成長	8.1	1.5	3.1	0.9	0.5	0.3	1.2	
名目GDP成長率	成長率	1.1	-1.7	-2.5	0.2	0.1	0.2	0.1	
	ゲタ	1.4	-1.2	-1.7	0.4	0.3	0.5	0.4	
	年度内成長	-0.3	-0.5	-0.8	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	

注：e=モルガン・スタンレー・リサーチ予想。「前回」は2011年11月28日時点の弊社予測。
「年度内成長率」とは、ゲタ分を除いた正味の成長率で、実際の成長率からゲタ分を差し引くことにより算出。

四捨五入の関係でゲタと年度内成長の合計が一致しないケースがある。

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

2011年12月9日
日本経済

図表 6
日本経済：予測総括表(%、%ポイント)

		←予想												←予想				←予想				
		2011年度			2012年度			2013年度			2014年度			2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2010暦年	2011暦年	2012暦年	2013暦年	
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期									1-3月期
実質GDP成長率	前期比	-1.7	-0.5	1.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.5	3.1								
	前期比年率	-6.6	-2.0	5.6	0.9	0.8	1.2	0.6	0.8	0.8	0.3	-0.5	0.6									
	前年比	-0.2	-1.7	-0.7	-0.5	1.4	1.9	0.7	0.7	0.6	0.8	0.6	0.1									
民間最終消費支出	前期比	-1.2	0.3	0.7	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.4	0.4	0.1	-0.2	0.5									
	前期比年率	-4.9	1.1	3.0	1.0	-0.6	0.5	0.2	1.7	1.5	0.2	-0.6	1.8									
	前年比	-0.4	-0.3	0.3	0.0	1.1	0.9	0.3	0.4	1.0	0.9	0.7	0.7									
民間住宅投資	前期比	1.8	-2.0	5.2	-0.6	0.1	0.3	0.4	0.3	0.5	-0.1	-0.2	0.2									
	前期比年率	7.3	-7.8	22.4	-2.4	0.2	1.0	1.6	1.0	1.8	-0.4	-0.8	0.6									
	前年比	7.0	3.1	7.8	4.4	2.6	4.8	0.0	1.0	1.4	1.0	0.4	0.3									
民間企業設備投資	前期比	-0.9	-0.5	-0.4	-0.1	-0.8	-0.2	-0.6	0.6	0.6	0.3	-0.5	-0.8									
	前期比年率	-3.5	-2.1	-1.6	-0.5	-3.2	-0.6	-2.3	2.5	2.3	1.2	-2.0	-3.1									
	前年比	3.3	-1.6	-2.4	-1.9	-2.0	-1.4	-1.6	-0.9	0.4	0.9	1.0	-0.4									
政府最終消費支出	前期比	0.5	0.7	0.2	0.9	0.6	1.4	0.6	-0.9	-0.1	-0.1	0.2	0.1									
	前期比年率	1.9	2.9	0.9	3.7	2.3	5.5	2.3	-3.4	-0.4	0.8	0.4	1.0									
	前年比	2.6	2.0	1.8	2.4	2.4	3.1	3.5	1.7	1.0	-0.5	-0.8	0.1									
公的資本形成	前期比	-1.9	6.7	-1.0	6.3	9.0	3.2	0.2	-3.1	-6.2	3.8	-2.9	-1.5									
	前期比年率	-7.2	29.8	-3.9	27.8	41.2	13.2	0.6	-11.8	-22.7	16.2	-11.1	-5.9									
	前年比	-12.9	1.4	-0.2	10.0	21.9	18.8	20.0	9.0	-6.3	-5.4	-8.3	-6.9									
民間在庫増減	前期比	-0.7	0.0	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0									
	前期比年率	-2.9	0.0	1.1	-0.3	-0.4	-0.8	0.0	0.4	0.0	-0.6	-0.1	-0.1									
	前年比	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	0.1	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.2									
純輸出	前期比	-0.2	-1.0	0.6	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1									
	前期比年率	-0.6	-3.9	2.3	-1.2	-0.4	-0.2	0.2	0.5	1.0	-0.1	0.7	0.3									
	前年比	-0.3	-1.3	-0.6	-0.8	-0.8	0.1	-0.4	0.0	0.4	0.4	0.5	0.4									
財・サービス輸出	前期比	0.0	-5.9	7.3	-1.8	-0.8	-0.2	0.4	1.4	1.8	0.8	1.2	0.3									
	前期比年率	-0.2	-21.7	32.7	-7.0	-3.2	-0.8	1.7	5.5	7.2	3.2	4.9	1.2									
	前年比	6.5	-5.5	0.9	-0.9	-1.6	4.3	-2.3	0.8	3.4	4.4	5.2	4.1									
財・サービス輸入	前期比	1.1	0.4	3.5	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.5	0.2	1.0	0.2	-0.1									
	前期比年率	4.5	1.7	14.9	0.3	-0.8	0.2	0.5	2.1	0.8	3.9	0.8	-0.3									
	前年比	9.1	3.4	5.5	5.2	3.8	3.5	0.1	0.5	0.9	1.8	1.9	1.3									
名目GDP成長率	前期比	-1.7	-1.6	1.2	-0.6	0.4	0.1	-0.1	-0.6	0.7	0.1	-0.3	-0.5									
	前期比年率	-6.8	-6.1	5.0	-2.2	1.6	0.5	-0.5	-2.2	2.7	0.2	-1.3	-2.0									
	前年比	-2.2	-4.0	-2.9	-2.6	-0.5	0.9	-0.5	-0.2	0.1	0.2	0.1	-0.1									
GDPデフレーター	前期比	-0.1	-1.1	-0.2	-0.8	0.2	-0.2	-0.3	-0.8	0.5	0.0	-0.2	-0.6									
	前期比年率	-0.2	-4.2	-0.6	-3.1	0.8	-0.7	-1.1	-3.0	1.9	-0.1	-0.8	-2.5									
	前年比	-1.9	-2.4	-2.2	-2.1	-1.7	-1.1	-1.2	-1.0	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4									
(前期比寄与度)																						
内需寄与度		-1.5	0.5	0.8	0.5	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.3	0.1									
民間需要寄与度		-1.5	0.0	0.8	0.0	-0.3	-0.1	0.0	0.4	0.3	-0.1	-0.2	0.1									
民間最終消費		-0.7	0.2	0.4	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.3									
民間住宅投資		0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0									
民間企業設備		-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.2									
民間在庫投資		-0.7	0.0	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1									
公的需要寄与度		0.0	0.5	0.0	0.5	0.6	0.5	0.1	-0.4	-0.4	0.2	-0.1	-0.1									
政府最終消費		0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.3	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.1									
公的資本形成		-0.1	0.3	0.0	0.3	0.5	0.2	0.0	-0.2	-0.3	0.2	-0.2	-0.1									
政府在庫投資		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0									
外需寄与度		-0.2	-1.0	0.6	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1									
輸出		0.0	-0.9	1.1	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.0									
輸入		-0.2	-0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0									
主要経済指標																						
消費者物価コア(2010=100)	前年比	-0.8	-0.3	0.2	-0.2	-0.5	-0.7	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3									
国内企業物価(2005=100)	前年比	1.8	2.5	2.7	1.6	1.1	0.5	0.6	1.1	1.1	1.1	1.3	1.6									
経常収支(名目GDP比)	%	3.5	1.3	2.6	0.6	1.6	1.2	2.1	1.0	2.6	2.1	2.9	1.8									
鉱工業生産	前期比	-2.2	-3.8	4.0	0.9	0.7	0.5	0.7	1.2	1.5	0.7	0.8	0.2									
	前期比年率	-2.7	-6.8	-2.3	-1.7	1.7	6.3	2.7	2.9	3.9	4.2	4.5	3.4									
	前年比	0.5	-0.4	-1.0	-2.5	-3.0	-2.6	-1.4	-0.4	-0.4	-1.4	-1.6	-1.3									
名目可処分所得	前期比	0.5	-0.4	-1.0	4.4	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7									
失業率(平均)	%	4.7	4.6	4.4	4.4	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7									
予測の前提																						
米国実質成長率	前期比年率	0.4	1.3	2.0	2.8	2.2	2.4	1.7	2.4	1.0	1.9	2.0	2.1									
原油価格(WTI)	ドル/バレル	94.6	102.3	89.5	93.3	96.5	96.9	96.7	96.1	95.3	94.4	93.6	93.1									
円ドル為替レート	円/ドル	83	81	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77									

注：予想はモルガン・スタンレー・リサーチ予想。四捨五入の関係で各需要項目の寄与度合計は全体の計数と必ずしも一致しない。米国成長率の前提は弊社米国経済チーム予想、為替は現状横置き、原油価格は前回レポート(2011年11月28日付)の先物カーブ想定を据え置いた。

出所：内閣府、経済産業省、総務省、日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

データウォッチ：ロイター短観(12月)

2011年12月7日

山口 毅/佐藤 健裕

製造業と非製造業に温度差：製造業は前月差-6ptと公表値ベースで3ヵ月連続で悪化の一方、非製造業は同+3ptと小幅改善した(調査期間は11/17-12/2)。先行きは製造業、非製造業ともに横這い圏内の動きとなった。製造業は海外需要の減速に加え、タイの洪水に伴う悪影響が一時的に出た可能性がある。

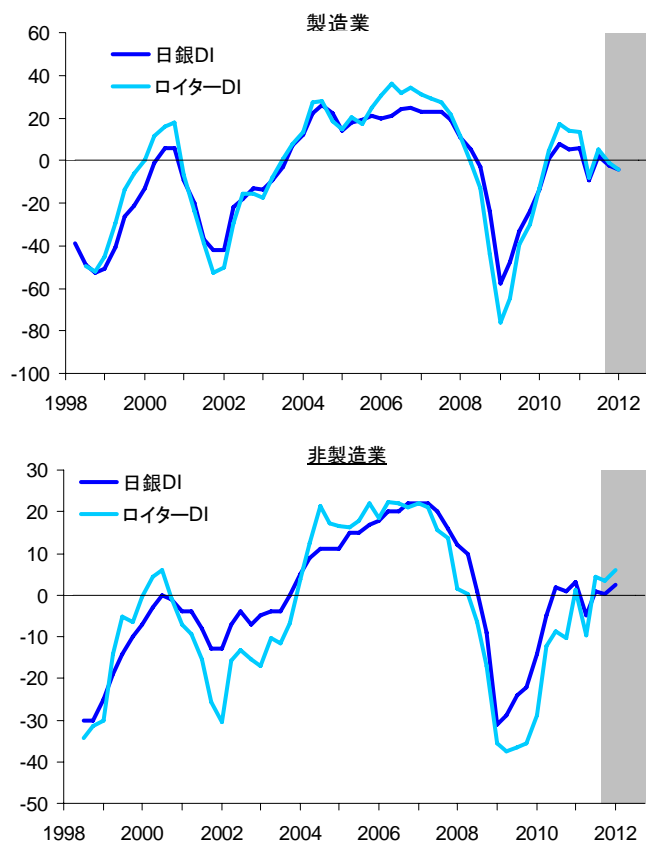
輸送用機器の悪化に注目：素材型は、繊維・紙を筆頭に、石油・窯業や化学製品が大幅に悪化し、全体でも前月差-11ptと二桁減となった。素材型で唯一横這いだった鉄鋼・非鉄も先行きは悪化を見込んでいる。加工型は、金属・機械が改善、電機・食品・精密機器は横這い圏内、輸送用機器は悪化と、業種により強弱混在。ただし、輸送用機器は前月差-22ptと製造業の調査業種中で最大の下落幅となり、先行きも更に悪化を見込んでいる。輸送用機器では、円高や中国の減速影響に加え、タイの洪水による部品不足の影響も反映された可能性が高い。同洪水により、繊維(内装)や化学(部品)などの一部の自動車関連業種にも影響が出ているとみられる。コメントでは、「海外への新規設備投資は非常に活発」(電機)との見方がある一方、不安定な金融市場動向の影響や半導体・電子部品関連の需要減、円高の影響に関する指摘が目についた。

非製造業は復興需要で堅調な動き：非製造業では、不動産・建設や卸売、運輸・電力が前月から改善し、全体を押し上げた。建設需要を中心に、復興関連需要がこれらの業種を下支えしているとみられる。ただし、小売は前月から横這い圏内の動きで、前回11月に改善した勢いは持続しなかった。

12月日銀短観製造業DIはマイナス圏の可能性：10-12月のロイター短観の平均値から次回日銀短観(12月調査、12/15公表)の業況判断DIを暫定的に推計すると、大企業製造業は-1(9月調査+2)と小幅マイナスとなる見込み。ただし期末値を用いた推計結果は-7で、下方リスクを示している。非製造業は0(同+1)と横ばい圏内の動きとなる。他の指標などを加味した弊社の正式な日銀短観予想は別途本日に公表予定。

図表1

ロイター短観による日銀短観DIの推計結果：
(業況判断DI、%ポイント)



注：シャドー部分がロイター短観による日銀短観DIの弊社暫定予想
出所：日銀、ロイター通信社、モルガン・スタンレー・リサーチ

2011年12月9日
日本経済

図表 2

ロイター短観：業種別内訳(400社ベース、%ポイント)

	2011年					
	8月	9月	10月	11月	12月	見通し
製造業	6	8	6	1	-5	-4
素材型	0	2	2	5	-6	-11
繊維・紙パ	-30	10	-11	0	-20	-20
化学製品	16	5	11	5	-5	-5
石油・窯業	0	0	0	0	-12	-12
鉄鋼・非鉄	0	-12	0	12	12	-13
加工組立型	11	10	9	-1	-4	0
食品	-20	0	0	0	0	40
金属・機械	9	9	0	-16	-10	9
電機	8	5	4	-5	-4	-9
輸送用機器	29	27	33	29	7	0
精密機器、その他	9	9	7	-7	-9	-17
非製造業	7	3	1	3	6	6
不動産・建設	-9	-12	-13	-19	-8	-13
卸小売	16	10	5	9	13	11
卸売	18	12	16	16	26	20
小売	13	9	-4	5	4	4
情報サービス、情報通信	25	19	15	27	27	13
運輸・電力等	-12	-7	-8	-12	-4	-4
その他のサービス	13	7	7	13	10	17

見通し=ロイター予測 出所：ロイター通信社

図表 3

ロイター短観(四半期計数)に基づく日銀短観予想

	2011					2012	
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
日銀短観							
製造業	5	6	-9	2	(0)	--	
非製造業	1	3	-5	1	(1)	--	
ロイター短観に基づく推計							
製造業	--	--	--	--	-1	-4	
非製造業	--	--	--	--	0	2	
QUICK短観に基づく推計(参考)							
製造業	--	--	--	--	1	-11	
非製造業	--	--	--	--	-1	-20	
調査結果(四半期平均)							
ロイター短観							
製造業	14	13	-8	5	1	(-4)	
非製造業	-10	1	-10	4	3	(6)	
QUICK短観(参考)							
製造業	5	12	-8	7	6	(-6)	
非製造業	7	18	3	20	18	(-1)	

注：シャドー部分がロイター短観による日銀短観DIの弊社暫定予想。括弧内数値は各調査見通し。

出所：日銀、ロイター通信社、QUICK、モルガン・スタンレー・リサーチ

データウォッチ：日銀短観プレビュー (12月短観概要)

2011年12月7日

佐藤 健裕

製造業は悪化、非製造業は意外にしっかり： 大企業・製造業の業況判断(現状)は円高、世界経済の減速、タイの洪水、電力不足懸念といった諸問題を受け、悪化に転じる見通し。同先行き判断も慎重化し、現状判断より水準を切り下げよう。ロイター短観をはじめ、鉱工業生産・在庫、輸出動向等から推計した大企業・製造業の現状判断は-1へ悪化し、同先行き判断も-5と更なる低下を予想する。一方、大企業・非製造業の現状判断は底堅く推移する内需を映じて改善の動きが続く見通し。もっとも、先行きについては、夏場の消費を一時的に押し上げた地デジ対応、節電といった要因が剥落したのに加え、将来の租税・社会保障負担増大への懸念もあり、現状判断より慎重化する見通し。

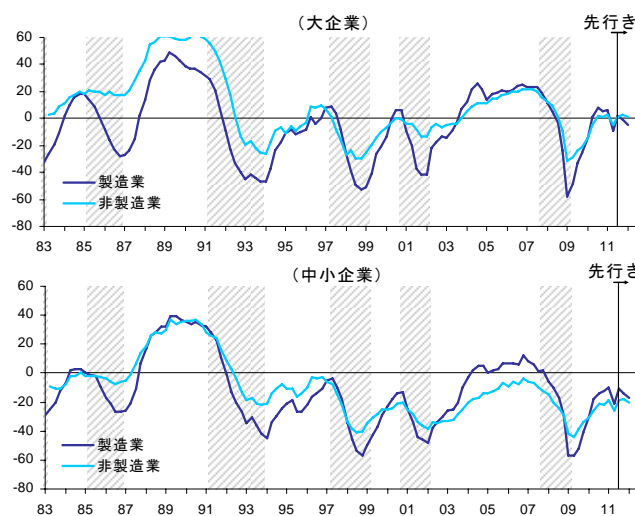
設備投資計画は小幅下方修正へ： 12月短観は中間決算を踏まえて計画に微修正が入るが、大幅な見直しとなる可能性は低い。もっとも、製造業では業況面で上記の逆風があることに加え、法人税率引き下げの遅れ、FTA(自由貿易協定)への対応の遅れ等の問題があることから国内での設備投資意欲は盛り上がりを見せ、大企業ではリーマン・ショック以前の平均的な修正率を下回り、景気後退期に近い修正パターンとなろう。前年度比では+2.8%(修正率-0.2%)と小幅下方修正が見込まれる。

政策インプリケーション： 日銀は海外経済の減速を理由に既に11月月報(11/17)で景気判断を下方修正した。これは海外経済情勢や円高、あるいは他の主要国中銀との協調を理由とした更なる金融緩和の予兆とも考えられる。考えられる緩和メニューは、資産買い取り基金の一段の拡大と対象資産(JGB)のデュレーション長期化(例えば2年→5年)だが、円相場の状況次第では買い入れ対象資産に外債を加えるといったサプライズも考えられる。また、例えば欧州ソブリン問題から市場が著しく不安定化する局面では、今回のドル資金供給における行動と同様にG10諸国と足並みを揃えた協調緩和に参加することも考えられる。ちなみに、リーマンショック時に日銀は協調行動に参加しなかったが、先行きは参加が必須である。

図表 1

業況判断 DI の推移と予想 (%ポイント)

	12月	先行き
大企業・製造業	-1	-5
大企業・非製造業	3	1
中小企業・製造業	-14	-17
中小企業・非製造業	-18	-20



注：調査対象企業見直し等に伴うデータの断層を調整後のベース。シャドー部分は景気後退期。先行き=モルガン・スタンレー・リサーチ予想
出所：日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 2

日銀短観予想：設備投資計画 (前年比%)

		10年度	11年度 ^e
全規模	全産業	-1.9	0.6
	大企業	-1.9	2.8
	製造業	-3.5	8.2
中小企業	非製造業	-1.0	0.1
	全産業	2.0	-13.1
	製造業	9.8	7.1
	非製造業	-1.6	-23.7

e=モルガン・スタンレー・リサーチ予想

出所：モルガン・スタンレー・リサーチ予想

データウォッチ：機械受注(10月)

2011年12月8日

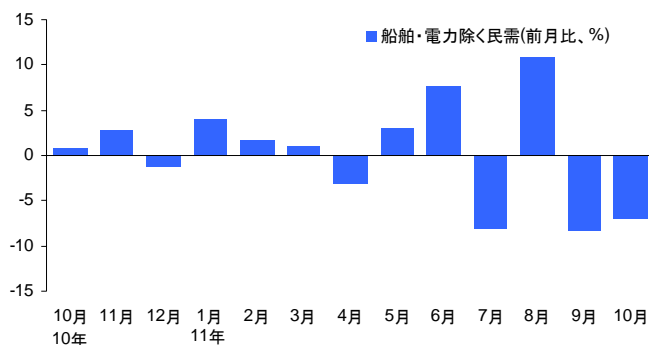
佐藤 健裕

受注の基調は既にピークアウト：コア受注(船舶・電力除く民需)は製造業受注の持ち直しでも非製造業受注が反落したことから2ヵ月連続の減少となり印象は弱い。民間受注合計でも非コア項目(電力)等の減少から9月の伸びをほぼ帳消しにした。民間受注のトレンドは欧州ソブリン問題が深刻化する前の6月に、またコア受注も8月に既にピークアウトしたように見える。海外受注は小幅持ち直したが、前月の下げを取り戻すにはほど遠く、受注総額のトレンドも下げ止まったとは言いきれない。製造業では情報通信機械からの受注減がやや目立つほか、非製造業では運輸業・郵便業、金融業・保険業、卸小売業など広範な業種で受注減となった。受注にピークアウト感が出るにつれ、受注残もこのところやや低調に推移している。

設備投資への慎重な見方は不変：上記は10-12月期の低調なコア受注見通し(前期比-3.8%と4四半期振りの減少)との比較でも更に低調である。同受注見通し達成には11-12月に2ヵ月連続で前月比+5.7%伸びる必要があるが、現時点では見通し達成はやや危うく見える。かかる受注データは国内設備投資に慎重でコンセンサス未達の弊社スタンスと整合的。すなわち、①欧州ソブリン問題や米財政問題により世界経済の先行き下振れリスクがかつてなく高まっていること、②米超低金利政策の長期化見通しから企業の円高予想が強まり海外生産シフトの加速が見込まれること、③電力不足の問題に対し国内製造業の多くは自家発電の導入等で自衛を図っているものの中長期的にエネルギー供給に不安が残ること、等から、国内設備投資、とりわけ製造業の設備投資は持続的な下押し圧力に晒されよう。一方、非製造業では移動通信関連で能力増強投資ニーズがある反面、金融業からの需要は一巡した模様。ちなみに、弊社は2012年(暦年)のGDPベース実質設備投資を-0.7%(-0.2%)と微減でみている。

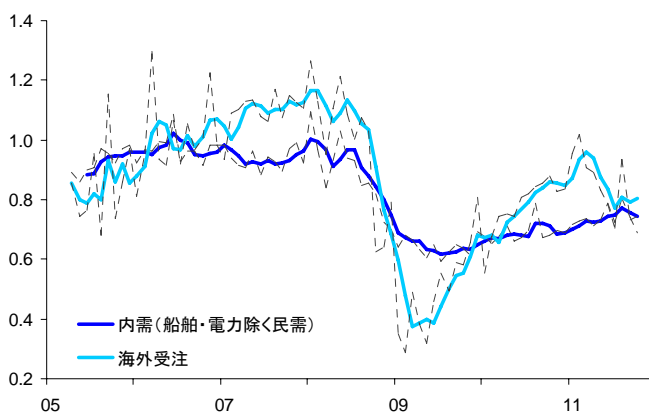
図表1
機械受注(船舶・電力除く民需)：予想と実績

実績	-6.9%
弊社予想	-2.7%
予想レンジ	-3.2% ~ 5.0%



注：2011年4月調査より携帯電話を含まない調査へと変更
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

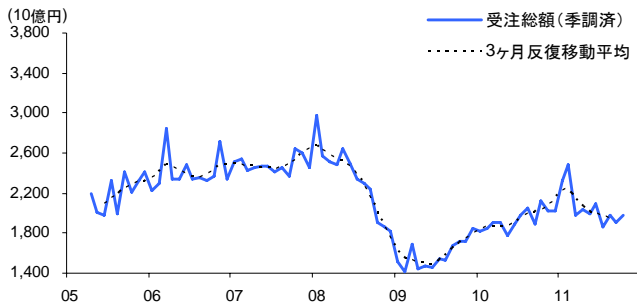
図表2
機械受注：国内民間受注と海外受注(季節調整値、兆円)



注：実線は3ヵ月移動平均
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

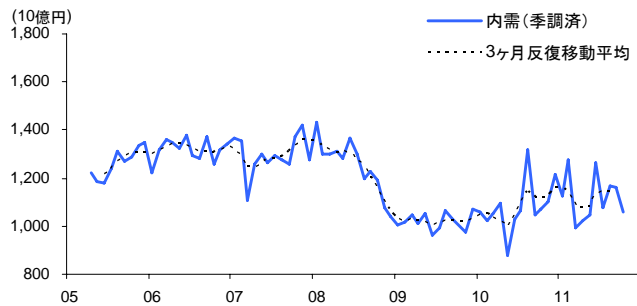
図表 3a

主要需要者別受注額：受注総額



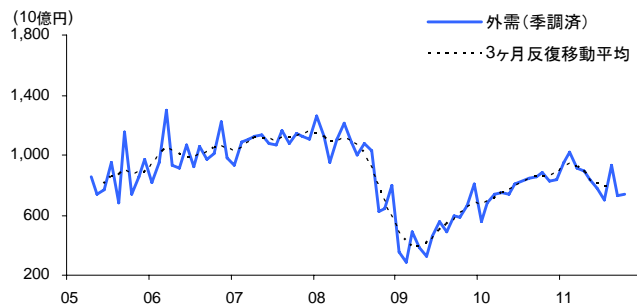
図表 3b

主要需要者別受注額：内需



図表 3c

主要需要者別受注額：外需



図表 3d

主要需要者別受注額：民需



出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

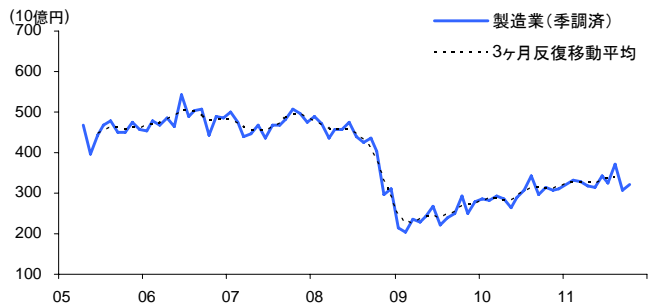
図表 3e

主要需要者別受注額：民需（船舶・電力除く）



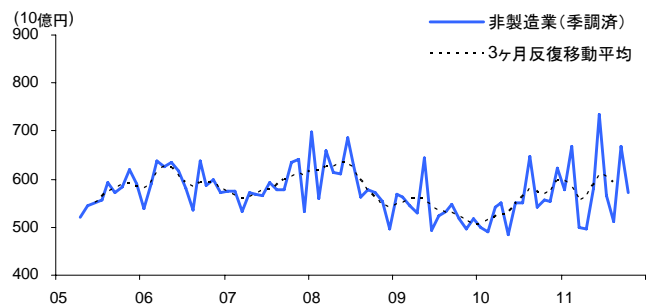
図表 3f

主要需要者別受注額：製造業



図表 3g

主要需要者別受注額：非製造業



図表 3h

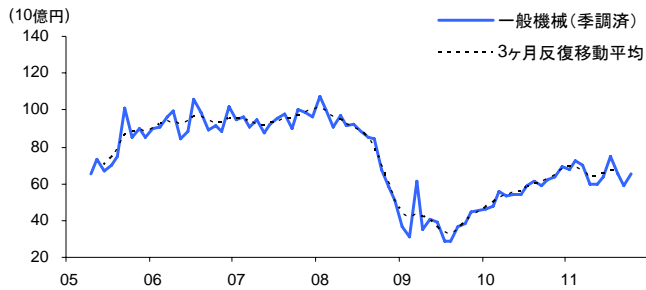
主要需要者別受注額：非製造業（船舶・電力除く）



出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

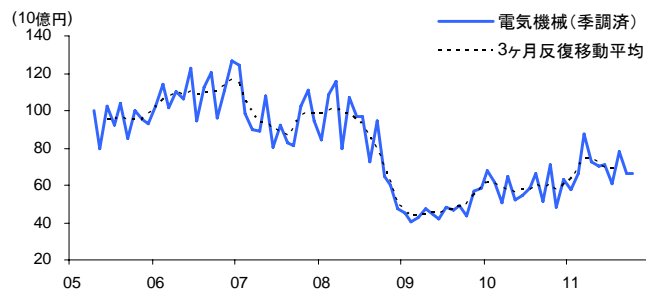
図表 4a

主要業種別受注額：製造業 — 一般機械



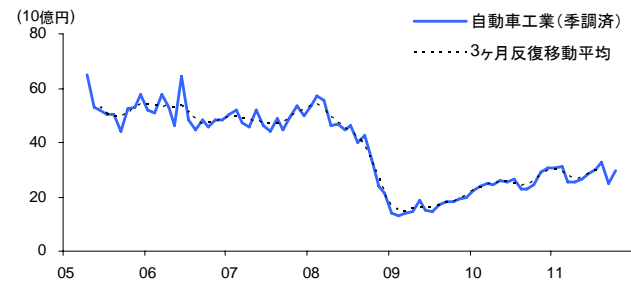
図表 4b

主要業種別受注額：製造業 — 電気機械



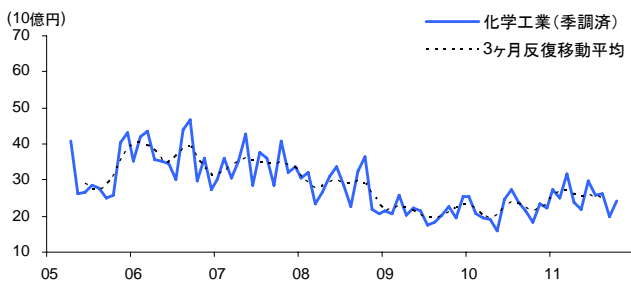
図表 4c

主要業種別受注額：製造業 — 自動車工業



図表 4d

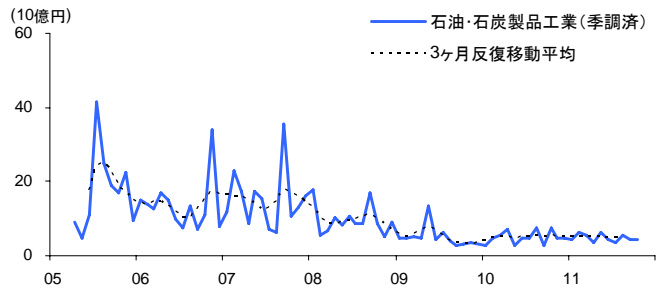
主要業種別受注額：製造業 — 化学工業



出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

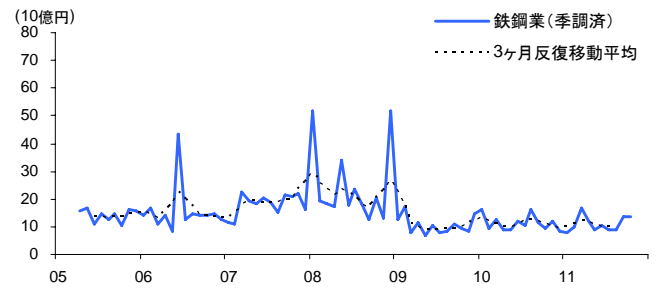
図表 4e

主要業種別受注額：製造業 — 石油・石炭製品工業



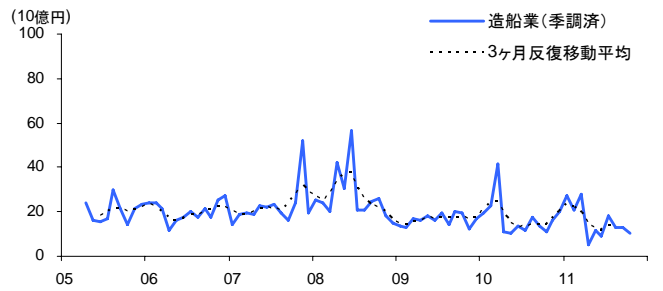
図表 4f

主要業種別受注額：製造業 — 鉄鋼業



図表 4g

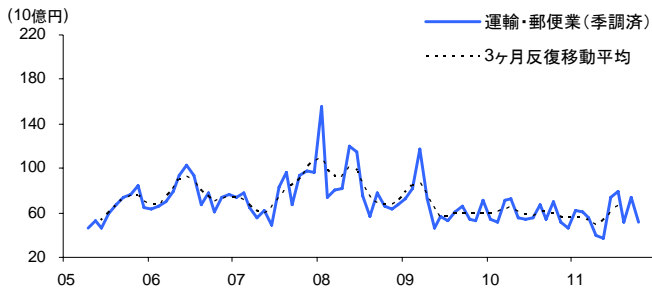
主要業種別受注額：製造業 — 造船業



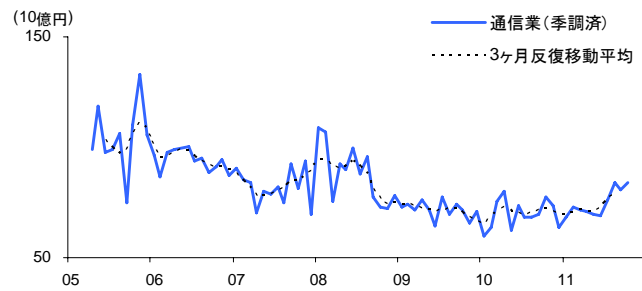
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

2011年12月9日
日本経済

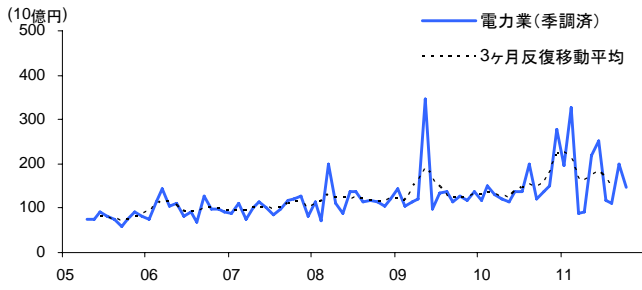
図表 5a
主要業種別受注額：非製造業 — 運輸・郵便業



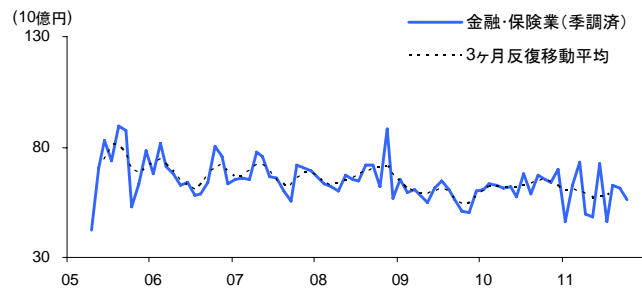
図表 5b
主要業種別受注額：非製造業 — 通信業



図表 5c
主要業種別受注額：非製造業 — 電力業



図表 5d
主要業種別受注額：非製造業 — 金融・保険業



出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 6
需要者別受注実績と見通し(季調済、前期比、%)

	2011年				10-12月期 ^e
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	
受注総額	3.7	10.1	-9.6	-6.0	4.8
民需	-0.3	3.0	2.1	-3.0	1.9
船舶除く	-0.1	5.4	-5.1	2.0	0.3
船舶・電力除く	-4.3	5.6	2.5	1.5	-3.8
製造業	-1.7	5.3	-0.2	2.5	-4.2
非製造業	-0.4	0.6	4.0	-3.8	4.6
船舶・電力除く	-5.1	1.4	5.0	5.0	-3.1
官公需	-2.8	-6.0	0.9	-4.5	19.4
外需	0.8	13.3	-13.1	-5.3	-2.2
代理店	-2.7	7.9	3.0	-9.9	7.0

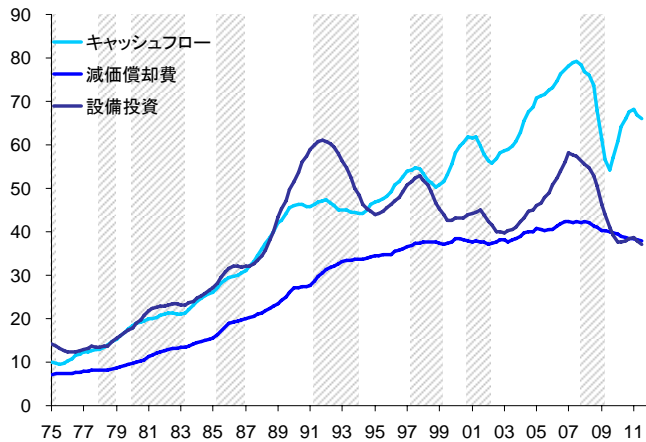
e=内閣府見直し 出所：内閣府

図表 7
海外受注：機種別受注額(2011年10月)

	前年同月比(%)	寄与度(%ポイント)
合計	-15.6	-15.6
原動機	-67.1	-10.0
原子力原動機	-9.4	0.0
水力原動機	-89.3	-10.1
内燃機関	6.2	0.2
重電機	-6.2	-0.2
発電機	81.7	0.5
その他重電機	-25.5	-0.7
電子・通信機械	-38.2	-8.9
電子計算機	-11.9	-0.2
通信機	-24.1	-0.5
電子応用装置	-28.1	-0.7
電気計測器	20.8	0.3
半導体製造装置	-50.0	-7.7
産業機械	22.9	6.8
風水力機械	-16.5	-0.5
運搬機械	-9.0	-0.2
産業用ロボット	-5.1	-0.1
金属加工機械	55.0	0.6
化学機械	69.9	1.3
冷凍機械	-3.0	0.0
合成樹脂加工機械	7.4	0.1
繊維機械	-22.4	-0.3
建設機械	44.3	5.8
鉱山機械	-35.8	0.0
農林用機械	-2.3	0.0
その他	16.4	0.2
工作機械	28.8	1.6
鉄道車両	-72.2	-0.8
道路車両	11.1	0.6
航空機	-44.3	-1.7
船舶	-23.3	-3.0

注：寄与度は受注合計に対する前年同月比寄与度(%ポイント)
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 8
設備投資、減価償却費とキャッシュフロー (兆円)



注：法人企業統計ベース。4四半期移動平均。シャドー部分は景気後退期
出所：財務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 9
需要者別受注 (%)

	受注総額		民需		船舶・電力除く民需				官公需				外需		代理店	
					製造業		非製造業									
	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比
10/4Q	+3.7	+15.7	-0.3	+13.6	-4.3	+5.6	-1.7	+11.5	+0.3	-2.8	+2.6	+0.8	+22.4	-2.7	+8.9	
11/1Q	+10.1	+18.8	+3.0	+10.8	+5.6	+8.9	+5.3	+16.3	+1.4	+3.5	-6.0	-10.8	+13.3	+43.1	+7.9	+12.3
11/2Q	-9.6	+9.4	+2.1	+15.4	+2.5	+9.8	-0.2	+17.2	+5.0	+4.2	+0.9	-6.9	-13.1	+7.1	+3.0	+7.8
11/3Q	-6.0	-2.5	-3.0	+3.6	+1.5	+5.8	+2.5	+4.4	+5.0	+7.2	-4.5	-11.0	-5.3	-6.8	-9.9	-2.0
11/01	+15.2	+31.8	-6.8	+13.3	+4.0	+5.6	+3.8	+11.2	+4.8	+0.9	-4.2	-19.4	+14.1	+72.3	+8.0	+16.1
11/02	+6.6	+33.6	+15.6	+32.3	+1.7	+11.5	+3.1	+18.0	+1.6	+6.5	+9.2	+0.7	+6.7	+50.3	-1.6	+9.4
11/03	-20.4	+4.9	-19.8	-1.7	+1.0	+9.1	-0.8	+18.3	+0.1	+3.1	-9.4	-12.6	-10.8	+23.2	+1.2	+12.1
11/04	+3.1	+3.7	+2.8	-3.6	-3.3	-0.2	-2.7	+7.4	+2.9	-5.2	-1.2	-16.3	-2.1	+17.1	+23.3	+20.8
11/05	-2.3	+14.7	+4.9	+20.1	+3.0	+10.5	-1.4	+22.5	-5.4	+1.5	+10.7	+11.3	-6.6	+10.6	-22.4	+8.6
11/06	+5.6	+10.4	+19.4	+28.2	+7.7	+17.9	+9.3	+21.1	+15.7	+15.4	-3.2	-6.4	-5.9	-3.2	-6.6	-4.9
11/07	-11.3	-5.9	-15.9	+2.5	-8.2	+4.0	-5.2	+3.2	-1.4	+5.8	-1.7	-7.3	-9.8	-13.5	-1.5	-5.0
11/08	+6.5	-3.3	-3.6	-10.5	+11.0	+2.1	+13.7	+5.0	-6.1	-0.1	-5.5	-15.8	+32.3	+10.0	-0.2	-13.8
11/09	-3.7	+0.7	+11.6	+16.4	-8.2	+9.8	-17.5	+4.8	+8.5	+13.2	-1.0	-9.6	-21.7	-13.9	+15.9	+13.2
11/10	+3.2	-6.8	-9.2	+2.1	-6.9	+1.5	+5.5	+2.4	-7.3	+1.0	+1.9	-12.0	+1.6	-15.6	+4.0	+20.5

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ 注：前月比：季節調整済、前年同月(期)比：季節調整前

図表 10
製造業：主要産業別の民需合計(含む船舶・電力)への寄与度(%ポイント)

	民需計		製造業																	
			うち化学		うち鉄鋼		うち一般機械		うち電気機械		うち自動車		うち造船		うち精密機械		うちその他			
	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比		
10/4Q	-0.3	+13.6	-0.6	+4.2	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	+0.6	+2.9	+0.2	+1.1	+0.5	+1.2	+0.2	-0.3	+0.0	-0.4	-0.2	-0.6
11/1Q	+3.0	+10.8	+1.9	+5.5	+0.8	+0.9	+0.2	-0.0	+0.6	+2.2	+1.1	+1.8	+0.1	+0.4	+1.1	-0.3	+0.1	+0.3	+0.6	+0.4
11/2Q	+2.1	+15.4	-0.1	+6.3	-0.3	+0.6	-0.1	-0.0	-1.0	+1.0	+0.1	+1.9	-0.2	+0.2	-1.8	-0.4	+0.5	+0.7	+0.8	+1.1
11/3Q	-3.0	+3.6	+0.9	+1.5	-0.1	-0.0	+0.0	-0.2	+0.6	+0.7	-0.3	+1.2	+0.2	+0.6	+0.6	+0.0	-0.9	-0.3	-1.3	-0.2
11/01	-6.8	+13.3	+1.2	+4.6	+0.5	+0.3	-0.1	-1.2	-0.2	+3.0	-0.6	-1.5	-0.0	+1.0	+0.8	+1.6	+0.1	+0.5	+0.3	+0.2
11/02	+15.6	+32.3	+1.1	+6.4	-0.2	+0.5	+0.3	+0.1	+0.6	+3.4	+0.9	+0.4	+0.1	+0.8	-0.7	-0.2	-0.1	+0.3	+0.6	+0.9
11/03	-19.8	-1.7	-0.3	+5.5	+0.7	+1.4	+0.6	+0.5	-0.2	+1.2	+2.1	+4.0	-0.5	-0.0	+0.7	-1.3	-0.0	+0.2	-0.4	+0.2
11/04	+2.8	-3.6	-1.1	+2.5	-1.0	+0.4	-0.6	+0.2	-1.3	+0.7	-1.8	+0.9	+0.0	+0.1	-2.8	-0.8	+0.1	+0.2	+0.6	+0.6
11/05	+4.9	+20.1	-0.5	+8.5	-0.2	+0.8	-0.3	+0.1	-0.0	+0.8	-0.2	+2.8	+0.1	+0.1	+0.8	+0.2	+0.5	+0.7	-0.2	+0.7
11/06	+19.4	+28.2	+3.3	+7.8	+0.9	+0.7	+0.1	-0.3	+0.5	+1.4	+0.1	+2.0	+0.3	+0.4	-0.3	-0.5	+0.5	+1.1	+1.6	+1.9
11/07	-15.9	+2.5	-1.7	+1.2	-0.4	-0.1	-0.1	-0.2	+1.0	+2.1	-1.0	+0.4	+0.1	+0.5	+0.8	+0.6	-1.7	-1.2	-2.5	-1.0
11/08	-3.6	-10.5	+5.0	+1.6	+0.0	+0.2	+0.0	-0.9	-1.1	+0.4	+2.0	+1.2	+0.3	+1.0	-0.5	-0.4	+0.9	-0.1	+1.1	+0.4
11/09	+11.6	+16.4	-7.5	+1.6	-0.7	-0.2	+0.6	+0.3	-0.8	+0.0	-1.4	+1.7	-0.9	+0.3	+0.0	-0.0	-0.0	+0.1	-0.4	-0.2
11/10	-9.2	+2.1	+1.8	+1.0	+0.4	+0.7	-0.0	+0.5	+0.7	+0.4	-0.0	-0.6	+0.5	+0.7	-0.3	-0.1	-0.4	-0.3	+0.2	+0.7

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ 注：前月比：季節調整済、前年同月(期)比：季節調整前

2011年12月9日
日本経済

図表 11

非製造業：主要産業別の民需合計(含む船舶・電力)への寄与度(%ポイント)

	非製造業																			
	ウチ 農林漁業		ウチ 鉱業		ウチ 建設		ウチ 電力		ウチ 運輸		ウチ 通信		ウチ 金融保険		ウチ 情報サービス		ウチ その他			
	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比	前年比	前月比		
10/4Q	-0.2	+9.4	-0.2	-0.6	+0.0	+0.0	-0.2	+0.7	+4.1	+9.9	-0.3	-0.7	+0.3	+0.1	+0.2	+1.4	-0.4	-0.3	-1.9	-0.1
11/1Q	+0.4	+5.3	+0.2	-0.4	+0.0	-0.0	-0.0	+0.2	+1.5	+4.5	+0.4	-0.3	-0.0	+0.4	-0.6	+0.5	+0.3	+0.4	+0.1	+0.2
11/2Q	+2.5	+9.1	+0.5	+0.6	+0.0	+0.1	+0.8	+1.3	-1.7	+6.9	-1.0	-1.4	-0.1	-0.4	-0.4	-0.3	+0.6	+0.5	+1.9	+1.9
11/3Q	-2.5	+2.0	-0.4	+0.2	-0.0	+0.1	-0.3	+0.4	-4.8	-0.7	+2.0	+1.2	+1.1	+1.2	+0.0	-0.9	-0.3	+0.1	+0.1	+0.7
11/01	-4.9	+8.7	+0.5	+0.0	+0.0	+0.1	-0.1	+0.2	-8.5	+8.1	+1.6	+1.1	+0.5	+1.0	-2.5	-1.6	-0.1	-0.3	+0.2	-0.2
11/02	+10.3	+25.9	-0.3	-0.5	+0.1	+0.2	-0.0	+0.2	+14.5	+22.2	-0.1	+1.2	+0.5	+1.4	+1.8	-0.1	+0.1	+0.3	+0.4	+0.8
11/03	-16.4	-7.3	-0.2	-0.6	-0.1	-0.2	+0.0	+0.1	-23.3	-6.6	-0.5	-1.7	-0.1	-0.4	+1.0	+1.7	+0.6	+0.7	-0.3	-0.0
11/04	-0.3	-6.2	+0.7	+0.3	+0.0	+0.0	+0.1	+0.9	+0.5	-3.4	-1.9	-4.1	-0.1	-1.3	-2.8	-1.4	+0.8	+1.1	+2.7	+2.0
11/05	+9.8	+11.6	+0.6	+1.0	+0.1	+0.1	+1.4	+1.9	+15.1	+10.4	-0.5	-3.5	-0.1	+0.8	-0.1	-1.6	-0.8	+0.0	-0.6	+1.7
11/06	+17.5	+20.4	-0.7	+0.5	+0.0	+0.1	-0.3	+1.2	+3.8	+13.2	+4.2	+2.4	-0.0	-0.5	+2.7	+1.7	-0.2	+0.3	-0.2	+2.0
11/07	-16.1	+1.3	-0.2	+0.3	-0.1	+0.1	-1.0	+0.0	-12.8	-1.9	+0.5	+2.6	+0.6	+0.9	-2.4	-2.6	+1.1	+1.8	-0.7	+0.5
11/08	-6.0	-12.2	+0.1	+0.2	+0.2	+0.1	+0.9	+0.8	-0.6	-10.9	-3.0	-1.2	+0.9	+1.4	+1.9	+0.4	-2.0	-0.9	+1.8	-2.1
11/09	+18.0	+14.8	+0.0	+0.1	-0.2	+0.0	+0.2	+0.2	+10.2	+9.0	+2.6	+2.3	-0.4	+1.2	-0.2	-0.8	+0.7	-0.2	+0.4	+3.4
11/10	-10.0	+1.1	-0.7	-0.1	-0.0	-0.2	-0.3	+0.7	-5.6	+0.5	-2.4	-2.1	+0.4	+0.8	-0.5	-0.9	+0.2	+1.1	-1.2	+1.8

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ 注：前月比：季節調整後、前年同月比：季節調整前

図表 12

機種別受注額の民需合計(含む船舶・電力)への寄与度(%ポイント)

	受注計																			
	原動機		重電機		電子通信機械		産業機械		工作機械		鉄道車両		道路車両		航空機		船舶			
	前年比	前月比	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度		
10/4Q	+13.6	+111.9	+11.7	+6.9	+0.6	+5.1	+2.4	-2.7	-0.7	+86.3	+1.5	+0.3	+0.0	-25.0	-0.5	-48.9	-0.4	-66.7	-1.0	
11/1Q	+10.8	+20.7	+3.5	+8.7	+0.7	+8.7	+3.9	+5.3	+1.2	+87.6	+1.4	+37.7	+0.7	-7.6	-0.1	+51.1	+0.3	-64.1	-0.9	
11/2Q	+15.4	+20.7	+2.3	+70.3	+5.8	+6.0	+2.9	+20.4	+4.9	+34.4	+1.0	-24.8	-0.9	-39.3	-0.8	+27.9	+0.2	+19.0	+0.1	
11/3Q	+3.6	-2.8	-0.4	+1.0	+0.1	+4.2	+1.8	+3.5	+0.9	+33.9	+0.8	+54.4	+0.8	+25.9	+0.3	-43.6	-0.4	-42.1	-0.4	
11/01	+13.3	+77.5	+9.5	+3.0	+0.2	-3.4	-1.6	+2.7	+0.7	+124.7	+2.3	+68.8	+1.2	+7.3	+0.2	+116.0	+0.6	+67.9	+0.2	
11/02	+32.3	+138.5	+19.9	+12.1	+1.2	+12.6	+5.5	+11.2	+2.8	+104.6	+2.2	+40.7	+0.5	-7.6	-0.2	-32.8	-0.3	+265.5	+0.7	
11/03	-1.7	-37.7	-7.8	+9.0	+0.6	+12.6	+5.6	+3.1	+0.6	+48.3	+0.6	+25.4	+0.5	-24.8	-0.2	+81.6	+0.5	-88.9	-2.2	
11/04	-3.6	-16.2	-1.6	-18.9	-1.7	+1.4	+0.7	+7.2	+1.7	+43.7	+1.0	-57.3	-2.5	-55.5	-1.0	-12.9	-0.1	-26.7	-0.1	
11/05	+20.1	+11.1	+0.9	+142.3	+11.3	+7.2	+3.4	+29.2	+7.2	+18.3	+0.6	-53.3	-2.5	-44.7	-1.1	-39.3	-0.2	+134.8	+0.4	
11/06	+28.2	+48.5	+6.5	+107.9	+8.2	+9.1	+4.4	+25.3	+6.0	+43.0	+1.1	+80.6	+1.7	-18.8	-0.3	+136.9	+0.6	+10.6	+0.1	
11/07	+2.5	+12.0	+1.1	-10.1	-0.9	-5.6	-2.6	+2.0	+0.6	+23.9	+0.8	+210.4	+3.1	-20.7	-0.4	-18.4	-0.1	+436.8	+1.0	
11/08	-10.5	-46.4	-11.9	-8.7	-0.6	+9.2	+3.3	-4.4	-1.1	+41.9	+1.0	-45.4	-0.7	+63.0	+0.7	-35.0	-0.2	-81.5	-1.2	
11/09	+16.4	+70.4	+8.3	+14.6	+1.4	+7.5	+3.6	+11.7	+2.8	+36.8	+0.8	+34.9	+0.6	+68.8	+0.6	-54.2	-0.7	-68.2	-0.8	
11/10	+2.1	+26.6	+2.9	-1.0	-0.1	+2.1	+1.0	-3.2	-0.8	+27.5	+0.8	-59.8	-2.5	+39.1	+0.5	-9.2	-0.0	+109.9	+0.3	

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ 注：季節調整前

図表 13

電気・通信機械受注の民需合計(含む船舶・電力)への寄与度(%ポイント)

	電子・通信機械合計											
	電子計算機		通信機		電子応用装置		電気計測器		半導体製造装置			
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度		
10/4Q	+5.1	+5.1	+3.5	+1.0	-0.1	-0.0	+39.1	+0.6	+14.8	+0.3	+13.2	+0.5
11/1Q	+8.7	+8.7	+9.1	+2.5	-0.2	-0.0	+44.7	+0.6	+6.3	+0.1	+23.2	+0.7
11/2Q	+6.0	+6.0	+4.5	+1.2	-4.0	-0.5	+0.5	+0.0	+21.1	+0.5	+50.8	+1.6
11/3Q	+4.2	+4.2	+0.8	+0.2	+15.9	+1.6	-3.7	-0.1	+3.9	+0.1	+0.5	+0.0
11/01	-3.4	-1.6	-5.2	-1.5	+7.1	+0.8	+42.0	+0.7	+3.6	+0.1	-39.9	-1.7
11/02	+12.6	+5.5	+10.0	+2.6	+15.3	+1.6	+39.6	+0.6	+12.1	+0.3	+11.0	+0.3
11/03	+12.6	+5.6	+15.2	+4.2	-11.8	-1.3	+51.1	+0.5	+3.9	+0.1	+76.7	+2.0
11/04	+1.4	+0.7	+6.5	+1.6	-17.4	-2.7	+2.3	+0.0	+23.9	+0.5	+35.5	+1.2
11/05	+7.2	+3.4	-4.0	-1.2	+16.3	+1.8	+11.4	+0.2	+24.5	+0.6	+57.0	+2.0
11/06	+9.1	+4.4	+9.5	+2.6	-2.5	-0.3	-8.6	-0.2	+16.7	+0.4	+60.9	+1.8
11/07	-5.6	-2.6	-6.2	-1.6	+8.4	+0.9	+6.7	+0.1	-25.1	-0.7	-38.7	-1.3
11/08	+9.2	+3.3	+4.4	+0.9	+17.5	+1.5	-2.7	-0.0	+21.4	+0.4	+20.6	+0.5
11/09	+7.5	+3.6	+2.8	+0.9	+20.1	+2.1	-12.6	-0.2	+17.1	+0.3	+26.1	+0.5
11/10	+2.1	+1.0	+6.4	+1.5	+7.2	+0.9	-3.8	-0.1	+1.1	+0.0	-33.0	-1.4

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ 注：季節調整前、寄与度は民需合計に対する寄与度

データウォッチ：銀行貸出(11月)

2011年12月8日

佐藤 健裕

貸出は微増：銀行貸出は前年比+0.2%と2ヵ月連続のプラス。償却等特殊要因調整後でも同+0.5%と2ヵ月連続で増加した。業態別では都銀の減少幅が縮小、かつ地銀貸出は緩やかに増加した。総じて貸出は緩やかに回復しつつあり、先行きも復興資金需要や電力会社向け貸出等により持ち直しの動きが続くと見込まれる。日銀の主要銀行貸出動向アンケート調査(10月)も震災後に低迷した資金需要の持ち直しを示す内容となっている。もっとも、同調査では資金需要の増加要因として「手許資金の積み増し」が上位の理由に挙がっており、相変わらず予備的な資金需要が根強く、設備投資資金需要に乏しい様子も窺える。機械受注統計等が先行きの設備投資の低調な推移を示唆していること、また被災地では復興計画の策定が遅れがちであること等を勘案すると、資金需要の急激な伸びは期待し難く、貸出の回復も緩慢となろう。

リスクは中小企業等に対する与信スタンスの変化：日銀短観(9月調査)では銀行の貸出態度は中小企業に対しても「緩い超」に転じている。中小企業金融の緩和の背景として09年12月に施行された中小企業金融円滑化法(いわゆるモラトリアム法)による中小企業の債務者区分の柔軟な取扱いが影響している可能性がある。同法では中小企業の申し出により貸出条件が変更された場合でも銀行はただちに不良債権として引当金を積み増す必要がない。同法の期限は12年3月だが、仮に法律が失効すれば、中小企業に対する銀行の与信スタンスの厳格化及び与信費用の上昇が見込まれる。ちなみに金融庁の集計では本年6月末時点で中小企業向け貸出条件変更実績は総額38.9兆円(うち主要行13.4兆円)と貸出全体の約1割に匹敵する。

日銀は追加緩和へ：日銀は10月27日に資産買入れ基金等の増額を決めたが、海外要因による経済の先行き下振れリスクは大きく、また円相場も更に高値を迫る可能性があることから、2012年も一段の緩和に踏み込もう。予想される緩和メニューは資産買入れ基金の増額、及び買入れる国債の年限長期化。サプライズがあるとすれば、日銀による外債購入。

図表1

貸出動向(季調前、前年同月比、%)

	11年										
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
銀行・信金計	-1.9	-1.7	-1.0	-0.8	-0.6	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2	
銀行計	-2.0	-1.8	-1.0	-0.8	-0.6	-0.6	-0.5	-0.3	0.1	0.2	
都銀	-4.6	-4.6	-3.1	-2.7	-2.7	-2.7	-2.6	-2.3	-1.6	-1.3	
地銀・第二地銀	0.8	1.1	1.2	1.3	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	
地銀	1.2	1.2	1.4	1.4	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	
第二地銀	-0.5	0.8	0.7	0.7	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	
信金	-1.1	-1.0	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.2	
(参考) 外銀	-28.7	-29.4	-32.6	-33.8	-32.9	-30.3	-28.3	-34.6	-35.8	-33.8	

出所：日銀

図表2

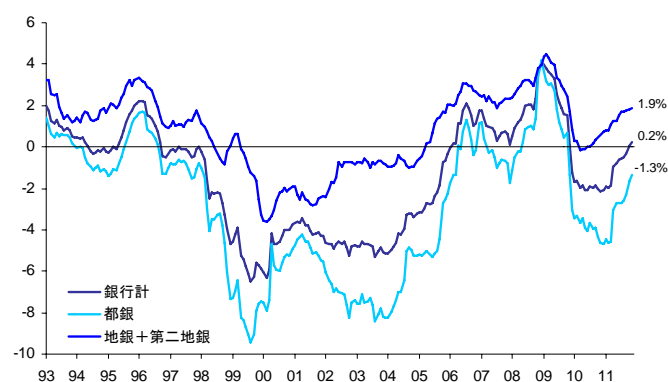
特殊要因調整後貸出動向(季調前、前年同月比、%)

	11年										
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
銀行計	-1.7	-1.6	-0.7	-0.5	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	0.3	0.5	
都銀	-4.3	-4.2	-2.7	-2.4	-2.3	-2.4	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1	
地銀・第二地銀	1.0	1.3	1.4	1.5	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	
地銀	1.4	1.3	1.5	1.6	1.9	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	
第二地銀	-0.2	1.2	1.1	1.0	1.4	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	

出所：日銀

図表3

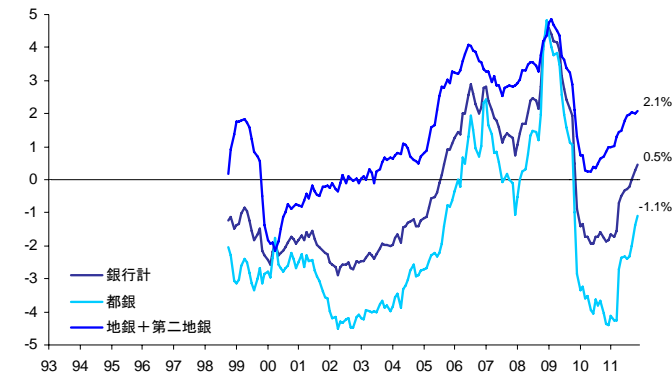
銀行貸出(特殊要因調整前、季調前、前年同月比、%)



出所：日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

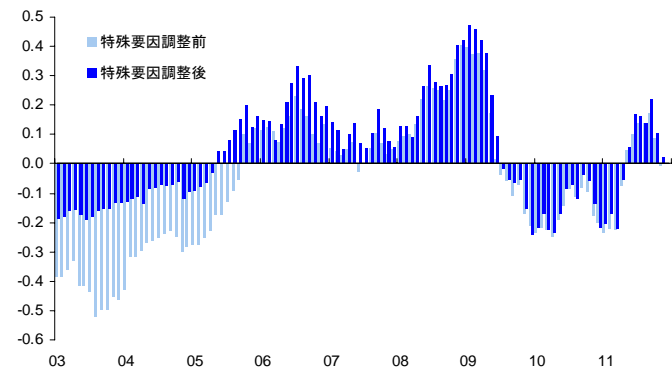
2011年12月9日
日本経済

図表4
銀行貸出（特殊要因調整後、季調前、前年同月比、%）



出所：日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

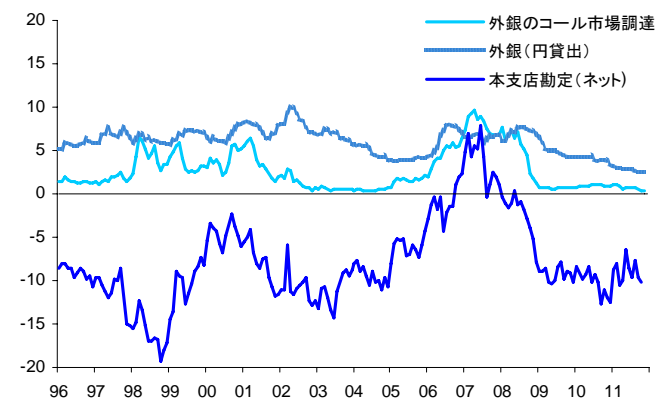
図表5
銀行貸出：特殊要因調整前 vs 調整後（季調後、前月比、6ヵ月移動平均、%）



注：弊社にて季節調整

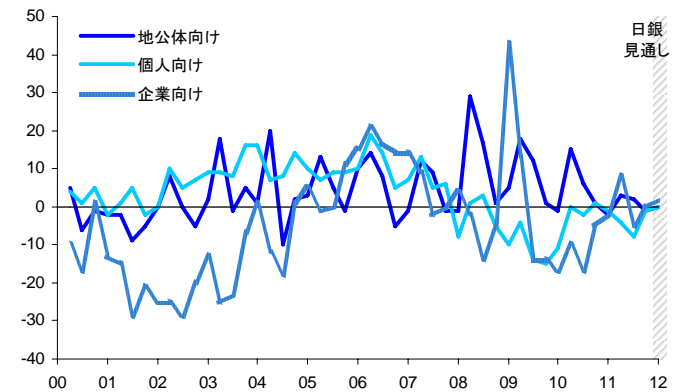
出所：日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表6
在日外銀のコール市場調達、円貸出残高とネット本支店勘定の推移（兆円）



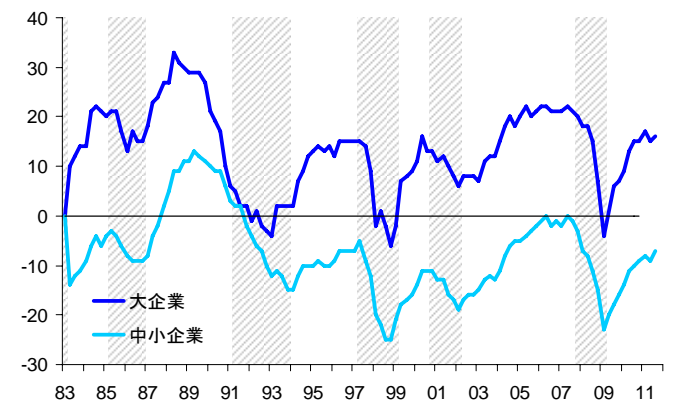
出所：日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表7
主要銀行貸出動向アンケート：資金需要判断 DI (ppt)



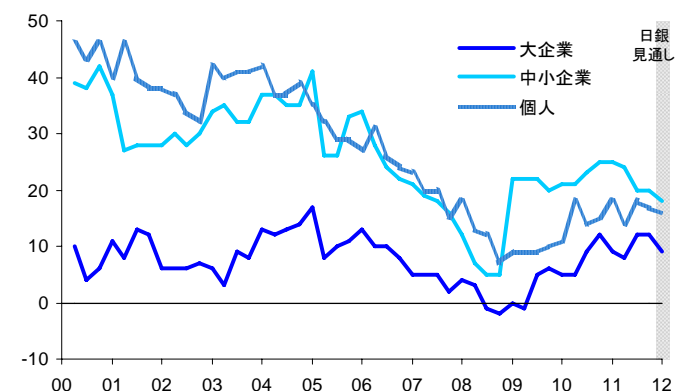
出所：日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ、見通し=日銀見通し

図表8
日銀短観：資金繰り判断 DI (ppt)



出所：日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ

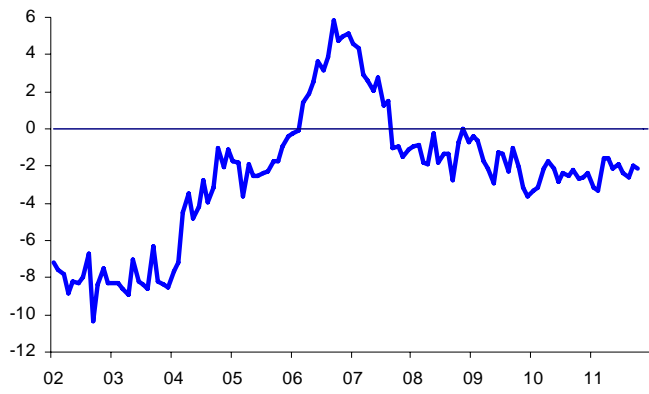
図表9
主要銀行貸出動向アンケート：貸出運営スタンス DI (ppt)



出所：日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ、見通し=日銀見通し

図表 10

中小企業向け貸出の推移（前年比、%）



出所：日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

データウォッチ：景気ウォッチャー調査(11月)

2011年12月8日

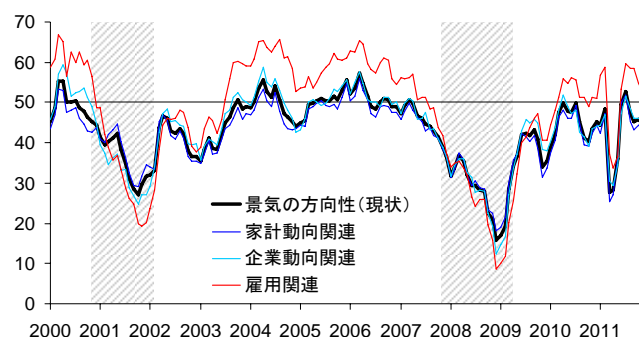
山口 毅/佐藤 健裕

草の根マインドは引き続き横這い圏内：現状判断DIは、前月差-0.9ptとほぼ横這い圏内の動き、弊社季調後も同様の動きとなった。先行き判断DIは、公表値では6月をピークに5ヵ月連続の低下となったが、季調後は横這い圏内の動きを示している。草の根マインドは震災後の回復の勢いを失っているが、11月末時点ではまだ明確に悪化基調には入っていないとみる(調査期間 11/25-30)。

家計動向DIは強弱混在：家計動向DI(弊社季調後[公表値と異なる、以下同じ])は、住宅や飲食、サービス関連が改善したものの、小売は悪化した。小売の業種別では、テレビの反動減に見舞われていた家電に底打ちの兆しが出ているほか、スーパーが堅調な動きとなったが、百貨店が急減し全体を押し下げた。百貨店からは、「月後半は高気温により冬物衣料が不調」、「高級品の動きも鈍くなってきている」との指摘があった。その他でも、「タイの洪水の影響で売上予定車の入荷が遅れ、売上が大幅に下がっている(乗用車販売)」、「高額紙幣の両替が減っている(アミューズメント)など慎重な見方が多いものの、「宿泊部門は過去最高の客室稼働率を記録している(九州の観光ホテル)との明るいコメントもあった。

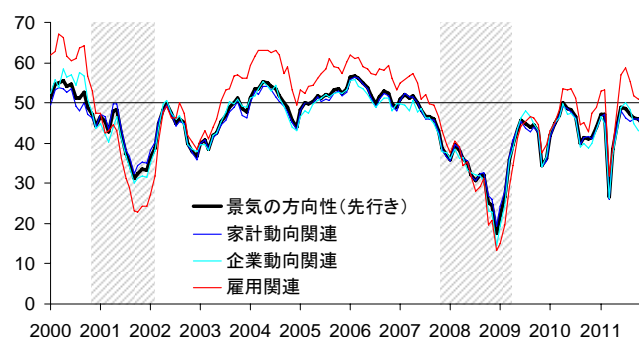
製造業は横這い圏内の動き：企業動向DIは、製造業は横這い圏内の動きとなったが、非製造業は悪化した。タイ洪水の影響に関しては、「洪水復興関連需要で近隣の取引先からの受注が相次ぎバンク状態(一般機械器具製造)と一部の製造業では代替需要が生じている様子が見え始めるものの、「部品が取り合いになり調達できないなどで、生産が計画どおりに進まず休業が起きている(電気機械器具製造)など、全体的にマイナス影響を指摘する声が多い。先行きでは、欧州の信用不安や円高、燃料価格の上昇を懸念する声が見られた。なお雇用関連DIは、季調の有無に関らず、7月をピークに緩やかに低下しつつある。

図表1
景気現状判断DIの内訳 (%ポイント)



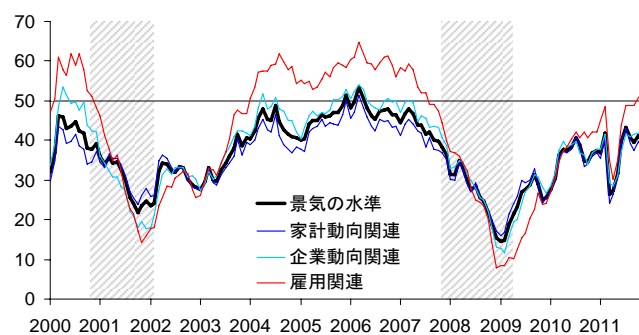
注：シャドー部分は景気後退期 出所：内閣府

図表2
景気先行き判断DIの内訳 (%ポイント)



注：シャドー部分は景気後退期 出所：内閣府

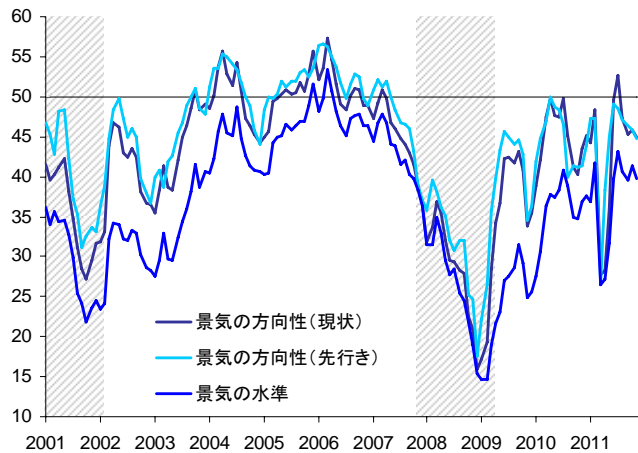
図表3
景気水準判断DIの内訳 (%ポイント)



注：シャドー部分は景気後退期 出所：内閣府

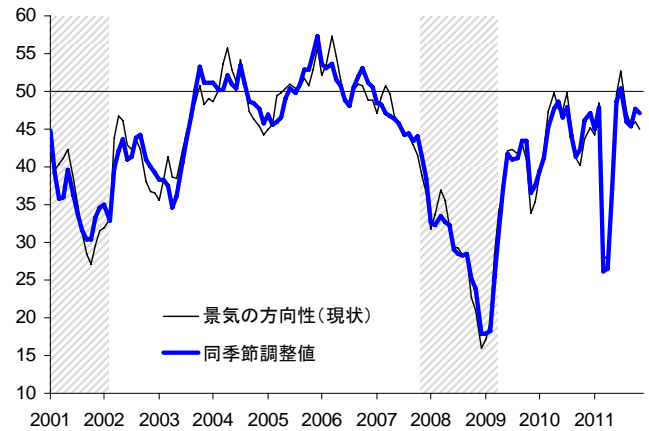
2011年12月9日
日本経済

図表4
各DIの原系列(%ポイント)



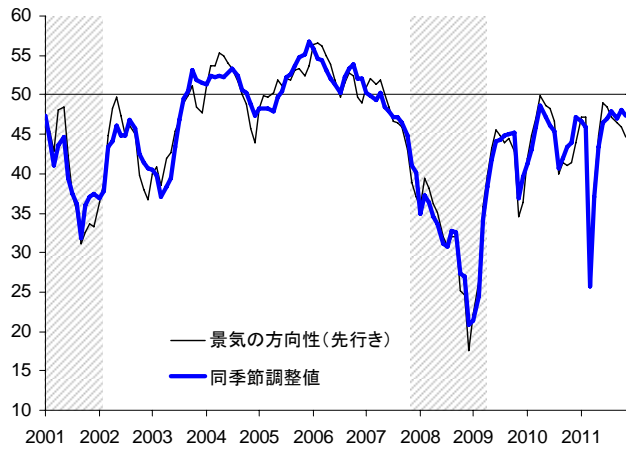
注：シャドー部分は景気後退期
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表5
景気の状態判断DI：原系列と季節調整系列(%ポイント)



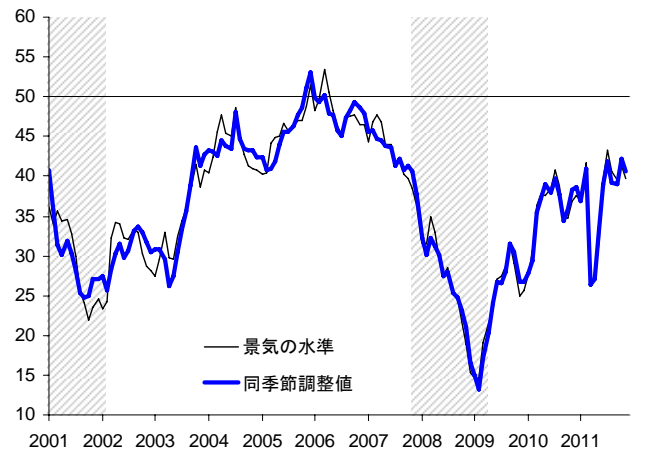
注：季節調整は弊社による、シャドー部分は景気後退期
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表6
景気の先行き判断DI：原系列と季節調整系列(%ポイント)



注：季節調整は弊社による、シャドー部分は景気後退期
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表7
景気の水準判断DI：原系列と季節調整系列(%ポイント)



注：季節調整は弊社による、シャドー部分は景気後退期
出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

2011年12月9日
日本経済

図表 8

景気の現状判断 DI(%ポイント) : 原系列と季節調整系列

	10/11	10/12	11/1	11/2	11/3	11/4	11/5	11/6	11/7	11/8	11/9	11/10	11/11
合計	43.6	45.1	44.3	48.4	27.7	28.3	36.0	49.6	52.6	47.3	45.3	45.9	45.0
(季調値)	46.1	47.1	44.9	47.9	26.1	26.6	37.1	48.6	50.4	46.0	45.3	47.8	47.2
家計動向	42.4	44.5	42.4	47.3	25.3	27.1	36.3	49.8	51.8	45.2	43.2	44.5	43.6
(季調値)	45.0	46.5	43.5	46.2	22.7	24.6	36.7	48.9	50.0	44.5	44.0	47.0	46.3
小売	42.5	44.0	42.5	48.9	27.4	29.2	38.4	49.9	51.8	42.7	41.6	43.9	41.6
(季調値)	45.9	46.6	43.5	48.4	25.2	27.7	37.9	47.8	49.0	41.8	42.6	46.5	44.5
飲食	41.7	45.6	38.9	43.4	15.9	20.7	30.3	48.2	49.4	42.4	40.6	43.8	47.0
(季調値)	41.6	47.0	40.4	42.2	14.0	18.5	30.0	47.9	47.1	43.2	43.1	45.7	47.0
サービス	42.4	45.4	42.5	44.2	21.6	23.8	33.6	50.8	53.4	50.7	47.0	46.4	46.5
(季調値)	45.2	47.0	43.0	45.1	20.2	22.2	34.0	49.7	50.7	49.2	47.3	48.0	48.9
住宅	43.4	44.8	44.9	50.0	32.9	29.4	35.9	46.8	47.8	47.3	43.8	42.6	45.7
(季調値)	45.3	46.5	44.6	50.5	30.6	28.9	36.9	45.4	45.4	47.0	44.1	44.2	47.3
企業動向	43.5	44.1	44.3	46.9	30.6	29.3	34.7	47.3	51.7	48.3	46.0	46.1	45.4
(季調値)	44.6	45.8	45.2	47.5	30.1	27.8	36.2	46.1	49.3	47.1	45.7	47.2	46.4
製造業	42.7	44.5	45.1	48.3	34.6	32.0	36.3	48.8	53.3	47.2	46.9	46.3	46.3
(季調値)	45.3	45.9	45.9	47.1	33.7	29.5	37.1	48.5	51.2	46.1	46.9	48.7	48.5
非製造業	43.4	43.5	43.9	46.1	27.1	26.8	33.3	46.5	51.1	49.6	45.2	46.2	44.9
(季調値)	45.2	45.6	44.2	45.1	26.5	27.2	34.9	44.0	47.7	48.5	45.0	48.3	46.6
雇用関連	51.2	51.1	56.7	58.9	37.3	33.8	36.6	53.4	59.5	58.4	58.4	54.8	53.0
(季調値)	53.4	53.8	55.8	57.4	37.9	33.1	36.4	52.9	57.8	57.6	57.4	56.9	54.9

注：季節調整は弊社による 出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 9

景気の先行き判断 DI(%ポイント) : 原系列と季節調整系列

	10/11	10/12	11/1	11/2	11/3	11/4	11/5	11/6	11/7	11/8	11/9	11/10	11/11
合計	41.4	43.9	47.2	47.2	26.6	38.4	44.9	49.0	48.5	47.1	46.4	45.9	44.7
(季調値)	43.9	47.1	46.6	45.8	25.7	37.1	43.4	46.5	47.0	47.8	47.0	48.1	47.3
家計動向	41.0	43.3	46.6	47.1	25.9	38.7	44.8	47.9	46.4	45.4	46.1	46.1	44.3
(季調値)	43.5	46.7	46.1	45.5	24.7	37.1	43.1	45.7	45.5	46.6	46.6	48.0	46.9
小売	40.4	44.2	47.1	47.2	25.7	39.2	45.7	47.7	44.8	43.9	44.8	45.0	43.1
(季調値)	43.2	47.0	46.6	45.9	24.5	37.2	43.5	45.4	44.5	44.7	45.8	47.3	45.9
飲食	40.8	38.8	44.6	47.0	21.8	34.8	34.2	45.3	47.4	47.3	48.5	47.1	45.5
(季調値)	43.4	43.9	44.3	43.6	20.7	33.3	34.2	44.0	46.8	47.1	47.3	48.9	48.1
サービス	42.7	42.5	46.2	47.5	28.3	40.0	46.1	50.3	50.4	48.5	48.7	49.2	46.5
(季調値)	45.9	46.7	46.0	45.8	27.4	39.2	44.4	47.8	48.5	49.1	48.8	50.6	49.7
住宅	39.6	43.4	46.1	44.9	22.8	33.4	43.1	41.5	41.9	44.2	44.1	41.7	44.2
(季調値)	42.1	44.8	44.7	43.2	22.3	33.2	41.7	41.1	41.1	44.4	44.5	43.5	46.8
企業動向	39.9	43.4	46.6	44.9	26.2	37.3	43.3	48.9	49.9	48.3	44.7	43.0	43.3
(季調値)	42.4	45.6	46.2	44.3	26.0	36.3	42.6	46.3	47.3	48.3	46.0	45.0	45.9
製造業	40.2	42.9	47.2	45.4	26.7	39.2	44.6	49.5	50.7	46.9	44.9	42.3	42.3
(季調値)	41.3	44.0	47.8	44.6	27.5	39.2	43.4	46.5	47.8	46.8	46.2	44.8	43.9
非製造業	40.0	43.8	46.1	44.4	25.9	35.8	42.5	48.6	49.1	49.7	44.6	43.8	44.3
(季調値)	42.2	46.0	45.3	43.4	27.6	35.8	41.5	45.7	46.2	48.8	45.1	45.9	46.7
雇用関連	47.3	48.9	52.9	53.2	31.9	39.0	49.3	57.0	58.7	55.3	51.7	51.0	50.5
(季調値)	49.6	50.6	53.7	52.5	31.0	38.9	47.6	55.2	57.0	55.7	52.7	51.9	52.7

注：季節調整は弊社による 出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

2011年12月9日

日本経済

図表 10

景気の現状水準判断 DI(%ポイント) : 原系列と季節調整系列

	10/11	10/12	11/1	11/2	11/3	11/4	11/5	11/6	11/7	11/8	11/9	11/10	11/11
合計	36.9	37.6	36.9	41.7	26.5	27.2	31.7	39.7	43.2	40.6	39.6	41.3	39.7
(季調値)	38.3	38.6	36.9	41.0	26.3	27.1	33.3	39.1	41.8	39.2	39.0	42.1	40.7
家計動向	36.1	36.9	35.4	40.7	24.2	26.3	31.4	39.9	43.0	39.2	37.6	39.7	37.6
(季調値)	37.0	38.0	36.5	40.8	24.9	28.0	32.4	38.5	40.3	37.1	36.6	40.3	38.5
小売	36.3	35.5	35.7	42.1	26.8	28.5	34.0	41.3	44.2	37.5	36.6	39.1	35.3
(季調値)	38.1	37.2	35.9	40.8	25.5	29.2	34.2	40.0	42.6	36.2	37.3	40.5	37.0
飲食	32.8	37.4	29.0	34.6	13.7	18.4	23.1	35.9	34.9	31.7	32.1	37.1	36.9
(季調値)	34.2	38.1	29.4	35.2	12.1	16.5	24.1	34.6	32.6	31.3	32.8	39.3	38.1
サービス	37.0	40.7	36.4	39.1	19.9	22.9	28.2	38.4	43.1	44.0	40.2	42.2	42.4
(季調値)	38.3	41.9	38.1	39.9	19.3	22.2	29.6	37.4	40.6	41.8	40.3	42.4	43.6
住宅	34.5	32.3	35.5	41.5	32.6	29.4	31.6	37.3	40.0	40.9	40.3	37.3	38.1
(季調値)	35.5	34.7	36.8	41.0	33.0	28.9	31.4	37.1	38.3	39.8	38.8	37.8	38.8
企業動向	36.9	37.8	37.7	41.6	29.4	28.5	31.1	37.2	41.4	40.9	41.5	41.7	40.6
(季調値)	39.1	40.4	39.2	42.2	27.6	25.6	30.9	35.7	39.1	40.8	41.0	43.8	42.5
製造業	37.3	38.9	40.1	44.8	34.2	32.9	34.2	39.7	44.3	43.5	44.0	44.8	43.9
(季調値)	39.3	40.9	40.2	44.1	34.9	30.9	33.4	39.1	43.0	43.2	43.8	45.8	45.6
非製造業	35.6	36.3	35.6	39.2	25.3	24.9	28.6	35.1	39.6	39.0	39.7	39.5	38.5
(季調値)	36.8	38.4	37.0	39.5	23.3	23.2	29.4	34.0	38.1	38.9	38.7	40.8	39.6
雇用関連	42.1	42.0	45.0	48.6	35.0	30.2	35.2	43.8	48.8	48.7	48.7	50.9	51.4
(季調値)	39.2	43.5	46.3	50.4	36.8	32.6	38.7	44.7	48.3	48.1	44.8	45.7	47.5

注：季節調整は弊社による 出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

景気指標発表日程と予想：米 FOMC、日銀短観

佐藤 健裕／山口 毅

○今後2週間の主要指標・行事予定

Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
12/12 企業物価指数(速報) (11月、8:50) 商業販売統計(確報) (10月、13:30) 消費動向調査 (11月、14:00) 国庫短期証券入札 (2ヵ月程度)	13 第3次産業活動指数 (10月、8:50) 5年利付国債入札 米 FOMC	14 鉱工業生産・出荷・在庫 指数(確報)、稼働率指数 (10月、13:30) 国庫短期証券入札 (3ヵ月)	15 日銀短観(概要) (12月調査、8:50) 国庫短期証券入札(1年) 20年利付国債入札	16 日銀短観(業種別計数) (12月調査、8:50)
12/19 国庫短期証券入札 (3ヵ月)	20 全産業活動指数 (10月、13:30) 景気動向指数(改訂値) (10月、14:00) 日銀金融政策決定会合 (1日目、14:00) 国債流動性供給入札	21 資金循環統計(速報) (7-9月期、8:50) 通関貿易収支(速報) (11月、8:50) 日銀金融政策決定会合 (2日目、9:00) 日銀総裁定例記者会見 (15:30)	22 金融経済月報 (12月、14:00) 2年利付国債入札	23 天皇誕生日(市場休場)

○当面の主要イベント

12/28	11月全国消費者物価(以下予定日:1/27、3/2、3/30)
12/28	11月家計調査、労働力調査(以下予定日:1/31、3/2、3/30)
12/28	11月鉱工業生産・出荷・在庫指数速報(以下予定日:1/31、2/28、3/30)
1/6	流動性供給入札(以下予定日:1/23、2/7、2/21)
1/12	10年利付国債入札(以下予定日:2/2)
1/16	10月機械受注統計
1/17	30年利付国債入札
1/19	5年利付国債入札(以下予定日:2/16)
1/23-24	日銀金融政策決定会合(議事要旨(2/17)(以下予定日(カッコ内は議事要旨公表予定日)):2/13-14(3/16)、3/12-13(4/13))
1/24	日銀総裁定例会見(以下予定日:2/14、3/13)
1/25	日銀・金融経済月報(以下予定日:2/15、3/14)
1/25	12月貿易統計速報(以下予定日:2/20、3/22)
1/26	20年利付国債入札(以下予定日:2/23)
1/31	2年利付国債入札(以下予定日:2/28)
2/9	40年利付国債入札
2/13	10-12月期GDP(1次速報)
3/1	財務省法人企業統計(10-12月期)
3/8	10-12月期GDP(2次速報)

2011年12月9日
日本経済

○重要指標予測

発表日	指標	注目度	モルガン・スタンレー予想	予想中心	前回
12/12 8:50	国内企業物価指数(11月速報) (2005年基準)	!	+1.7% (前年同月比)	+1.5% (前年同月比)	+1.7% (前年同月比)

11月前年比は横這い圏内の動きを予想：前回10月の国内企業物価は前年比+1.7%と9月(+2.6%)から1pt近く低下した。品目別の前年比寄与の変化を試算すると、加工食品(-0.40pt)の下落が目立つほか、石油・石炭製品(-0.25pt)や非鉄金属(-0.21pt)も寄与が低下した。11月は、石油・石炭製品の前年比寄与はほぼ前月から横這いとなる見込みで、国内企業物価も前年比+1.7%と前月から横這いとなる見込み。足許の先物カーブと需給ギャップの予想を前提とすると、国内企業物価の伸び率は7月をピークに緩やかに低下していく見込みは変わらないが、商品価格の上昇で低下ペースが緩やかになる可能性がある。

発表日	指標	注目度	モルガン・スタンレー予想	予想中心	前回
12/13 8:50	第3次産業活動指数(10月)	!	+1.9% (前月比)	+0.4% (前月比)	-0.7% (前月比)

4ヵ月振りに明確な前月比プラスへ：各種先行指標(電力需要実績、商業販売統計、東証出来高、家計調査)から判断すると、10月の第3次産業活動指数は前月比+1.9%と4ヵ月振りに明確な前月比プラスとなる見込み。指数を構成する主要13業種のうち学術研究・専門技術、学習支援、情報通信、卸小売、電気・ガス・熱・水道、金融・保険、医療・福祉、運輸・郵便の8業種が前月比プラスとなる一方、複合サービス、生活関連サービス・娯楽、不動産・物品賃貸、宿泊・飲食サービス、その他サービスの5業種は前月比マイナスとなる見込み。

発表日	指標	注目度	モルガン・スタンレー予想	予想中心	前回
12/15 8:50	業況判断DI(短観12月調査)	!!!	12月 → 3月	12月 → 3月	9月 → 12月
	大企業・製造業		-1 → -5	-2 → -3	2 → 4
	大企業・非製造業		3 → 1	1 → 1	1 → 1
	中小企業・製造業		-14 → -17	NA	-11 → -12
	中小企業・非製造業		-18 → -20	NA	-19 → -22

製造業は悪化、非製造業は意外にしっかり：大企業・製造業の業況判断(現状)は円高、世界経済の減速、タイの洪水、電力不足懸念といった諸問題を受け、悪化に転じる見通し。同先行き判断も慎重化し、現状判断より水準を切り下げよう。ロイター短観をはじめ、鉱工業生産・在庫、輸出動向等から推計した大企業・製造業の現状判断は-1へ悪化し、同先行き判断も-5と更なる低下を予想する。一方、大企業・非製造業の現状判断は底堅く推移する内需を映じて改善の動きが続く見通し。もっとも、先行きについては、夏場の消費を一時的に押し上げた地デジ対応、節電といった要因が剥落したのに加え、将来の租税・社会保障負担増大への懸念もあり、現状判断より慎重化する見通し。

発表日	指標	注目度	モルガン・スタンレー予想	予想中心	前回
12/15 8:50	設備投資計画(短観12月調査)	!!!	2011年度修正計画	2011年度修正計画	2011年度修正計画
	大企業・全産業(リース会計対応ベース)		+2.8% YoY	+2.5% YoY	+3.0% YoY
	中小企業・全産業()	"	-13.1% YoY	NA	-17.7% YoY

設備投資計画は小幅下方修正へ：12月短観は中間決算を踏まえて計画に微修正が入るが、大幅な見直しとなる可能性は低い。もっとも、製造業では業況面で上記の逆風があることに加え、法人税率引き下げの遅れ、FTA(自由貿易協定)への対応の遅れ等の問題があることから国内での設備投資意欲は盛り上がりを見せにくく、大企業ではリーマン・ショック以前の平均的な修正率を下回り、景気後退期に近い修正パターンとなろう。前年度比では+2.8%(修正率-0.2%)と小幅下方修正が見込まれる。

(注) !!!：最重要指標または注目度大、!!：重要指標または注目度中、!：注目度小 予想中心は共同通信社サーベイ

2011年12月9日
日本経済

○主要指標推移

【四半期指標】

	10年 3Q	10年 4Q	10年 1Q	10年 2Q	11年 3Q		10年 3Q	10年 4Q	10年 1Q	11年 2Q	11年 3Q
実質GDP成長率(前期比年率%)	2.0	0.1	-6.6	-2.0	5.6	短観業況判断DI					日銀予測
名目GDP成長率(同)	0.2	-3.2	-6.8	-6.1	5.0	大企業・製造業	8	5	6	-9	2
法人企業統計 経常利益 全産業	54.1	27.3	11.4	-14.6	-8.5	大企業・非製造業	2	1	3	-5	-2
						中小・製造業	-14	-12	-10	-21	-15
						中小・非製造業	-21	-22	-19	-26	-29

【月次指標】

	四半期				月次						
	10年 4Q	10年 1Q	10年 2Q	11年 3Q	11年 4月	11年 5月	11年 6月	11年 7月	11年 8月	11年 9月	11年 10月
景気全般											
景気動向指数(先行CI)	91.4	94.0	91.7	93.4	90.3	91.5	93.2	94.8	93.8	91.5	91.5
景気動向指数(一致CI)	91.7	91.2	88.1	89.9	85.7	88.1	90.4	90.4	90.3	89.0	90.3
全産業活動指数(除く農水業)(季調済、前月比%)	-0.2	-1.9	-0.4	2.0	1.7	2.0	2.2	0.4	-0.3	-0.9	-
第3次産業活動指数(季調済、前月比%)	0.3	-1.6	0.1	1.1	2.7	0.9	1.9	-0.2	0.0	-0.7	-
景気ウォッチャー調査 現状水準判断DI	36.4	34.8	32.9	41.2	27.2	31.7	39.7	43.2	40.6	39.6	41.3
景気ウォッチャー調査 現状判断DI	43.0	39.9	37.9	48.4	28.3	36.0	49.6	52.6	47.3	45.3	45.9
景気ウォッチャー調査 先行き判断DI	42.1	40.1	44.1	47.3	38.4	44.9	49.0	48.5	47.1	46.4	45.9
生産											
鉱工業生産(季調済、前月比%)	-0.1	-2.2	-3.8	4.3	1.6	6.2	3.8	0.4	0.6	-3.3	2.4
鉱工業出荷(季調済、前月比%)	-0.4	-2.1	-5.7	6.6	-2.6	5.3	8.1	0.1	0.2	-2.0	0.6
鉱工業在庫(季調済、前月比%)	-0.6	1.0	3.2	2.0	0.5	5.6	-2.8	-0.1	2.1	-0.1	0.8
雇用・所得											
失業率(季調済、%)	5.0	4.7	4.6	4.4	4.7	4.5	4.6	4.7	4.3	4.1	4.5
雇用者数(季節調整値、万人)	5,472	5,426	5,246	5,294	5,231	5,250	5,257	5,213	5,201	5,468	5,461
新規求人倍率(季調済)	0.97	1.00	0.98	1.08	0.95	0.98	1.00	1.07	1.05	1.11	1.13
有効求人倍率(季調済)	0.57	0.62	0.62	0.66	0.61	0.61	0.63	0.64	0.66	0.67	0.67
現金給与総額	0.2	0.2	-0.4	-0.3	-1.4	1.0	-0.7	-0.2	-0.4	-0.4	0.1
個人消費											
実質消費支出(全世帯)	-1.4	-2.8	-2.2	-2.7	-2.0	-1.2	-3.5	-2.1	-4.1	-1.9	-0.4
実質消費支出(勤労者世帯)	1.1	-3.8	-1.8	-3.4	-1.6	-0.3	-3.5	-2.6	-4.7	-2.8	-1.8
平均消費性向(季調済)	73.5	72.8	73.7	73.3	72.9	74.7	73.6	71.9	73.8	74.3	71.8
住宅投資											
新設住宅着工戸数(季調済年率換算値、千戸)	843.1	842.3	810.0	878.2	798.1	814.9	817.0	955.2	933.9	745.4	774.4
(前年比%)	6.9	3.2	4.1	7.9	0.3	6.4	5.8	21.2	14.0	-10.8	-5.8
設備投資											
機械受注(民需/除船電、季調済、前月比%)	-4.3	5.6	2.5	1.5	-3.3	3.0	7.7	-8.2	11.0	-8.2	-6.9
(同前年比%)	5.6	8.9	9.8	5.8	-0.2	10.5	17.9	4.0	2.1	9.8	1.5
鉱工業資本財出荷(輸送機械除、季調済、前月比%)	1.2	-2.7	6.5	-0.1	8.0	8.4	1.1	0.6	-3.0	-6.0	3.8
建築物床面積 鉱工業用(季調済、前月比%)	13.5	-11.9	22.6	-21.1	11.8	-17.7	11.9	-12.6	-12.3	-7.1	46.3
公共投資											
公共工事請負額(前年比%)	-14.8	-3.2	-9.3	-3.4	-11.2	-14.1	-3.4	-15.9	3.5	3.3	3.2
外需											
実質輸出指数(日銀)季調(2005年=100)	119.6	118.0	111.5	121.1	105.1	110.0	119.3	119.7	119.8	123.9	117.8
通関輸出(金額ベース、円建て、前年比%)	10.0	2.4	-8.0	0.5	-12.4	-10.3	-1.6	-3.4	2.8	2.3	-3.8
通関輸出(数量ベース、前年比%)	8.6	2.2	-8.3	-1.1	-11.6	-10.8	-2.7	-5.3	0.9	1.5	-3.9
実質輸入指数(日銀)季調(2005年=100)	102.3	101.4	103.6	106.2	101.3	104.6	104.8	106.8	106.8	105.1	110.0
通関輸入(金額ベース、円建て、前年比%)	11.3	11.4	10.4	13.8	9.0	12.4	9.8	9.9	19.2	12.2	17.9
通関輸入(数量ベース、前年比%)	9.6	7.3	2.8	1.5	1.3	5.5	1.7	-2.6	6.0	1.0	6.0
経常収支(季調済、100億円)	432.1	326.0	189.9	259.2	57.6	38.6	93.7	75.3	65.3	118.7	51.9
貿易収支(季調済、100億円)	177.8	91.0	-124.9	-14.8	-55.6	-70.3	0.9	-4.1	-19.9	9.2	-52.7
物価											
企業物価指数(国内、前年比%)	1.0	1.8	2.5	2.7	2.6	2.2	2.5	2.8	2.6	2.5	1.7
消費者物価指数(除く生鮮、前年比%)	-0.8	-0.8	-0.3	0.2	-0.3	-0.2	-0.3	0.1	0.2	0.2	-0.2
マネー											
マネーストック(M2、平残、前年比%)	2.6	2.4	2.8	2.8	2.7	2.7	2.9	3.0	2.7	2.7	2.8
貸出平残(銀行+信金)(前年比%)	-2.0	-1.8	-0.8	-0.5	-1.0	-0.8	-0.6	-0.6	-0.5	-0.3	0.0

【マーケット指標】

	四半期			月次						週次			
	10年 1Q	10年 2Q	11年 3Q	11年 6月	11年 7月	11年 8月	11年 9月	11年 10月	11年 11月	~11/11	~11/18	~11/25	~12/2
原油価格(WTI期近物、\$/b)	94.6	102.3	89.5	97.3	86.3	85.6	86.4	97.2	100.8	97.0	99.3	97.0	99.9
無担保コール翌日物(%)	0.09	0.07	0.08	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07	0.08	0.08	0.08
ユーロ円TIBOR(3ヵ月、%)	0.34	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
新発10年物国債利回り(%)	1.246	1.175	1.044	1.110	1.023	1.002	1.006	0.989	1.051	0.972	0.957	0.986	1.066
日経平均株価(円、期中平均)	9,755	9,816	8,700	9,833	8,955	8,700	8,988	8,435	8,665	8,514	8,375	8,160	8,644
円相場(¥/\$、東京市場17:00時点)	82.84	80.42	76.70	77.59	76.58	76.70	78.81	78.01	77.60	77.46	76.73	77.36	77.77

注：括弧書きのない場合、単位は前年比%

出所：日経 NEEDS、モルガン・スタンレー・リサーチ

日本経済予測概要

2011年11月28日

2012年度の日本経済は復興需要に支えられるも、グローバル経済見通しの下振れを主因にコンセンサス未満の低成長にとどまろう。13年度は内外で財政緊縮の影響が出ることから一段の低成長を余儀なくされよう。2011年度見通しは+0.2%(暦年-0.4%)で据え置き、2012年度は+1.0%(暦年+1.1%)で-0.2ポイント(暦年も-0.2ポイント)の下方修正。今回新たに提示する2013年度の見通しは+0.5%。

12-13年度の慎重な見通しは先行きの下振れリスクを織り込んだものだが、以下の更なる下振れリスクに留意。①欧州ソブリン問題が加盟国の無秩序なデフォルトやEMUからの離脱に発展し、国際金融市場でリスク回避姿勢が極度に強まること、②欧州ソブリン問題の日本への伝染(contagion)で国内長期金利が上昇に見舞われること、③米国(家計バランスシート調整)や中国(不動産バブル)がそれぞれの問題から想定以上に低迷すること。一方、上振れリスクは、金融緩和の効果浸透による新興市場国の回復。

経済予測：2011-2013年(前年比%)

	暦年				年度			
	10	11e	12e	13e	10	11e	12e	13e
GDP成長率	4.1	-0.4	1.1	0.5	2.4	0.2	1.0	0.5
国内需要	2.3	0.3	1.2	0.0	1.7	0.9	1.0	0.0
外需(寄与度)	2.2	-0.4	-0.1	0.6	1.3	-0.5	0.1	0.5
国内民間需要	2.5	0.1	0.4	0.0	2.2	0.5	0.5	0.0
民間最終消費支出	2.0	-0.2	0.4	0.6	1.0	0.1	0.6	0.5
民間住宅投資	-6.2	5.3	2.6	1.3	-0.2	4.9	2.1	0.9
企業設備投資	2.1	0.0	-0.7	0.9	4.2	-0.7	-0.2	0.5
民間在庫(寄与度)	0.6	0.1	0.1	0.0	0.5	0.2	0.0	0.0
公的需要	1.4	1.1	3.9	0.0	0.2	2.2	2.6	0.0
政府消費	2.3	2.4	2.1	-0.7	2.3	2.2	1.6	-0.6
公共投資	-3.3	-5.9	13.9	-7.9	-9.8	1.8	7.6	-6.5
財貨・サービスの輸出	24.1	0.6	-0.3	4.3	17.1	-1.3	1.0	4.0
財貨・サービスの輸入	9.8	4.8	0.6	1.0	10.9	3.1	0.6	0.7
GDPデフレーター	-2.2	-1.9	-1.0	-0.3	-2.0	-1.9	-0.7	-0.2
CPI(コア)	-1.0	-0.2	-0.7	-0.5	-0.9	-0.2	-0.7	-0.4
名目GDP	1.8	-2.3	0.1	0.2	0.4	-1.7	0.2	0.2
経常収支(対GDP比%)	3.6	2.1	1.9	2.7	3.4	1.8	2.1	2.8
原油価格	79.6	94.9	96.6	94.1	83.5	95.4	96.3	93.4
鉱工業生産	16.5	-3.4	3.3	4.0	9.0	-2.3	4.0	3.5
世界成長率	5.2	3.9	3.5	3.9	--	--	--	--

e = モルガン・スタンレー・リサーチ予想

出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

四半期GDP予測(季調済、前期比%、%)

	2011				2012				2013				2014
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月e	10-12月e	1-3月e	4-6月e	7-9月e	10-12月e	1-3月e
実質GDP	-0.7	-0.3	1.5	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.4	-0.3	0.0	0.2	0.9
GDP(前期比年率)	-2.7	-1.3	6.0	0.5	0.6	1.1	0.8	0.5	1.6	-1.2	0.2	0.8	3.6
民間最終消費支出	-0.5	0.2	1.0	-0.3	-0.3	0.1	0.3	0.4	0.5	-0.5	-0.3	0.4	1.3
民間住宅投資	1.4	-1.1	5.0	-0.6	0.5	0.3	0.4	0.1	1.2	-0.1	-0.2	0.2	0.3
企業設備投資	-1.1	-0.5	1.1	0.2	-1.3	-0.4	0.5	0.6	0.5	-0.3	0.1	-0.2	0.2
政府消費	0.9	0.7	0.4	-0.1	1.0	1.8	-0.5	-1.1	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.3
公共投資	-1.1	3.7	-2.8	2.2	10.8	3.7	0.2	-3.6	-7.3	4.5	-3.4	-1.8	-0.6
外需(寄与度)	-0.2	-0.8	0.4	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.1
財・サービスの輸出	0.2	-5.0	6.2	-1.0	-1.5	-0.5	0.6	1.4	2.2	0.2	1.2	0.3	0.7
財・サービスの輸入	1.7	0.1	3.4	-2.3	0.0	0.4	0.4	0.6	0.0	0.9	-0.7	-0.3	0.4
GDPデフレーター(前年比、%)	-1.9	-2.2	-1.9	-2.0	-1.5	-0.7	-0.9	-0.9	-0.6	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1
CPI(コア、前年比、%)	-0.8	-0.3	0.2	-0.1	-0.4	-0.6	-0.8	-0.8	-0.7	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2
名目GDP	-1.1	-1.5	1.4	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.4	0.0	0.2	0.9
原油価格(WTI)	94.6	102.3	89.5	93.3	96.5	96.9	96.7	96.1	95.3	94.4	93.6	93.1	92.6
鉱工業生産	-2.2	-3.8	4.0	0.8	0.9	0.2	0.8	1.2	1.9	0.1	0.8	0.2	0.5
完全失業率(%)	4.6	4.6	4.4	4.2	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5	4.6	4.7	4.7
国内企業物価指数(前年比、%)	1.8	2.5	2.7	1.5	1.1	0.4	0.6	1.0	1.1	1.0	1.2	1.5	0.9
補完当座預金制度適用利率	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
無担コールレート翌日物誘導水準	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10
補完貸付金利(ロンパートレート)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
LIBOR3ヵ月物利回り	0.20	0.15	0.19	0.20	0.20	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
国債10年物利回り	1.25	1.13	1.04	0.90	0.90	1.00	1.10	1.10	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20

注：e = モルガン・スタンレー・リサーチ予想。金利は期末値。出所：内閣府、総務省、経済産業省、日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

- ①日銀の金融緩和のペースは他の主要中銀との比較で緩やか、かつ小規模なものにとどまるが、海外経済の先行き不確実性は引き続き高く、日銀も引き続き対抗上緩和を模索しよう。予想される緩和メニューは、①資産買入れ基金の一段の増額、②資産買入れ基金における国債の年限延長(2年→5年程度)、③(米連銀が実施の場合には)超過準備に対する付利水準の引き下げ。
- ②債券市場では目先の景気後退と需給悪化懸念が拮抗しよう。日本の財政リスクに着目した日本売りが一時的に活発化する可能性もあるが、国内民間部門の貯蓄投資バランスの改善により政府の赤字ファイナンスは円滑に進もう。

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、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.およびその関係会社(以下、総称として“Morgan Stanley”)が作成したものです。

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 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わ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プライベート・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・規制下にあります); 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; スペインでは、Spanish Securities Markets Commission (CNMV) の監督下にある 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。

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保有者の財産です。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 指数作成の決定にいかなる影響または支配を及ぼしてはしません。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。

2011年12月9日

日本経済

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 7 425 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