

2010年8月25日

## Morgan Stanley Strategy Forum

### はじめに

Richard Berner

市場は現在、悲観論にとらわれており、世界経済の減速およびデフレ・リスクを懸念している。しかしながら、我々が思うに、巷間の悲観論は行き過ぎである。我々は引き続き、リスク資産に対して前向きである。

本号では、まず、先進国の経済成長が精彩を欠く中でもアジア地域がこの先好調に推移すると見られる循環のおよび構造的な理由について考えたい。弊社アジア/太平洋地域担当エコノミストである Chetan Ayha およびインド株担当ストラテジストである Ridham Desai は、アジアにおいては 2013~15 年までに中国からインドへの「成長牽引役のバトンタッチ」が起こると見ている。本稿において、両者は、その理由に言及するとともに、投資へのインプリケーションについて指摘している。続けて、リスク資産への投資からリターンを手にするにはどういった点に注目すべきか、弊社ストラテジストがコメントしている。欧州株担当ストラテジストである Graham Secker は、配当利回りが債券利回りを上回る株式に注目している。また、新興国市場担当マクロ・ストラテジストである Rashique Rahman は、新興国債券の利回りが依然として高水準にある点を強調している。最後に、コモディティ・ストラテジストである Hussein Allidina は、実質金利が低水準にある中、テイルリスク・ヘッジとしての金の魅力に触れている。

余談になるが、私は先週アジアを訪問し、現地で様々な投資家と意見交換する機会を持った。私の印象では、アジアの投資家は一般的に我々と同じような見方(特に相対パフォーマンスに関して)をしている。驚くほどのことではないが、アジアの投資家は、アジア経済やコモディティ価格の先行きに対して楽観的である。アジアの主要な投資ファンドは、新興国株式に対する関心を一層強くしている。

Morgan Stanley & Co. Incorporated

本号執筆者

インド経済

Chetan Ayha (シンガポール) +65 6834-6738

インド株式投資戦略

Ridham Desai (ムンバイ) +91 22 2209-7790

欧州株式投資戦略

Graham Secker (ロンドン) +44 20 7425-6188

新興国市場マクロ・ストラテジー

Rashique Rahman (ロンドン) +44 20 7677-7295

コモディティ・ストラテジー

Hussein Allidina (ニューヨーク) +1 212 761-4150

Morgan Stanley は自社のリサーチ・レポートの調査対象となっている企業と取引を行っており、また行おうとしています。その結果、当社に利益相反関係が生じる可能性があり、本レポートの客観性に影響を及ぼす場合があります。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 8 月 23 日付けの "Morgan Stanley Strategy Forum" 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。

+米国外の関係会社で雇用されているアナリストは FINRA に登録されておらず、会員の関係人ではない可能性があります。また、当該企業とのコミュニケーション、公場への出演、およびリサーチ・アナリストの個人口座で保有されている売買目的の有価証券に関する NASD/NYSE の規制が及ばない可能性があります。

## インド経済

### 2013～15年までには中国を上回るようになるインドの経済成長

Chetan Ahya (シンガポール) +65 6834-6738

我々が思うに、向こう2年以内にインドは経済成長の面で中国と肩を並べるようになり(予想される成長率は約8.5～9.5%)、2013～15年には中国の経済成長率を大きく上回るようになるの見込まれる。弊社中国担当エコノミストであ

Qing Wang は、過去30年間平均して10%を記録してきた中国経済の成長率は2015年までには持続可能な水準(8%)へ低下する、と予想している。これに対して、インドについては、2013～15年までに成長ペースがより持続可能な水準(9～10%)へ加速する展開が見込まれる。過去10年間、インド経済の成長率は平均7.3%にとどまっている。

また、インドの一人当たり国民所得は、10～11年後には2009年の中国の水準(3,750米ドル)に達するだろう。インフラ投資を中心とした投資の対GDP比率も、今後さらなる上昇が見込まれる。一方、中国においてはこの先、消費の対GDP比率の緩やかな上昇が予想される。

#### 成長加速を促す3つの主要な要因：

(1) 従属人口比率(従属人口を生産年齢人口で除した比率)の低下に見られる人口動態面の変化は、成長加速を支えている最も重要な要因である。従属人口比率の低下は、別の言い方をすれば、生産年齢人口が従属年齢人口を上回るペースで増加していることに他ならず、これは国内貯蓄の構造的な増加を下支える格好となっている。

(2) 構造改革により、生産年齢人口の活用が改善している。前述の好ましい人口動態を、成長加速の好循環へ変えていく必要がある。その際、重要なのが、改革を通じた生産的雇用機会の開放である。かなり前からインド政府は、民間部門の投資を奨励する改革に着手している。インドの場合、インフラ投資の加速がかねてから課題とされてきたが、ようやくここにきてこの積年の課題に注意が向けられるようになっている。我々が思うに、インフラ投資に伴う支出は、対GDP比率で見て、2009年の7.5%、2005年の5.4%から2010年には8%へ増加すると予想される。同様に、企業の設備投資も、世界的な信用危機の後の一時期を除いて、加速傾向にある。

(3) グローバル化の流れも、輸出や資本流入の対GDP比率の安定した上昇に見られるように、成長ペースの加速に寄与している。インドは、財・サービスの輸出に依存している。我々の見るところ、サービス輸出は付加価値が高く、貯蓄率を押し上げることができる潜在的能力が高い。世界全体のサービス輸出に占めるインドのシェアは、2000年の1.1%から2009年には2.6%へ上昇している。また、インドは、資本流入の増加からも多大な恩恵を受けている。

構造改革、企業設備投資やインフラ投資の拡大、金融の深化、そして企業の効率性改善を背景に、全要素生産性(TFP)の伸びは安定的に上昇している。我々の推計によれば、インドのTFPの伸びは1990年代当時の平均2.4%から2005～09年には4%へ加速している。

#### 生産的な雇用創出、所得の伸び、貯蓄、投資そしてGDP成長率の上昇という好循環：

インドの場合、過去10年間に貯蓄比率(貯蓄の対GDP比)は24～25%から33～36%へ上昇している。また、投資比率(投資の対GDP比)は24～25%から35～38%へ上昇しており、GDP成長率(直近5年間の平均)も2000年の5.9%から2009年には8.5%へ加速している。我々の見るところ、総貯蓄の対GDP比率は向こう10年間に37～40%へ上昇すると見込まれる。このような状況下、インドは投資の対GDP比率を39～42%の水準に維持することができるだろう。

## インド株式投資戦略

### インド経済の成長加速 - その恩恵に与る方法

Ridham Desai (ムンバイ) +91 22 2209-7790

株式の観点から見た場合、我々が思うに、インド経済の成長加速の恩恵に与る方法としては2通りある。一つは、インダストリアル・セクターの一部に注目すること。もう一つは、都市化現象や一人当たり国民所得の増加が追い風になる株式を購入対象にすることである。

過去20年間中国で見られたように、インドでは現在、産業化や資本形成が加速している。インダストリアル・セクターの中では、主に4つのサブ・セクターに注目している。それは、インフラ・ビルダー、インフラ・オーナー、セメント、不動産である。具体的な銘柄をあげれば、Larsen & Toubro(8月24日終値1861.1 INR)、Adani Enterprises(668.5 INR)、Adani Power(139.5 INR)、Ultratech Cement(937.5 INR)およびDLF(322.25 INR)である。

一方、都市化や一人当たり国民所得の増加が追い風となるサブ・セクターとしては、金融サービス(具体的な銘柄としてはSBI(2846.95 INR)やHDFC Bank(2207.05 INR)など)、小売り(Pantaloon(476.05 INR))、そしてメディア(Zee Entertainment(295.55 INR))に注目したい。

## 欧州株式投資戦略

### 配当利回りの高さに注目

Graham Secker (ロンドン) +44 20 7425-6188

この4カ月に亘る債券市場の力強いラリーの結果、欧州10年物政府債利回りは現在、(1920年まで遡った場合)史上最低水準にある。また、米国については、1800年までデータを遡

った場合、10年物政府債利回りが現行水準よりも低かったのは1940年代の一度しかない。

政府債に対する旺盛な需要は、我々が思うに、次にあげる3つの点を反映している。第一に、景気二番底およびデフレに対する懸念。第二に、リスク回避傾向が強いことに加えて、国際金融システムにおいて極端な水準に達している流動性。そして最後は、(Fedを中心とした)量的緩和の拡大を予想して債券を購入している短期投資家の存在である。実際、こうした投資家は、インカム狙いではなくキャピタル・ゲイン狙いで債券を購入している。このような要因は、成長見通しがこの先改善するなら、全て一時的ということになり、結果、利回りは大幅に上昇する可能性がある。

我々が思うに、株式市場の動向を左右する主たる要因は引き続き経済成長に対する巷間の見方であり、追加量的緩和見通しが株式市場にとって持続的または大きなプラス要因になることはないだろう。短期的には、債券利回りの低下は、景気二番底に対する懸念を連想させるために、株式にとって足枷になる可能性がある。長期的に見ても、我々が思うに、投資家は、量的緩和の拡大がデレバレッジング・モードにある経済の成長軌道を構造的に変えると想定することには消極的になるだろう。しかしながら、量的緩和拡大見通しを背景に、広範な資産クラスに亘り利回りを求める動きは強まるだろう。

利回りを求める多くの投資家にとって、足許は、投資先としてクレジット市場が道理にかなった選択のように見える。だが、利回り機会追求というテーマは、最終的には株式市場にも広がりを見せるだろう。英国および欧州ではこの数ヶ月間、配当利回りは政府債利回りを上回る水準にある(このような展開は足許、米国市場でも散見される)。また、マクロ面における深刻な構造的逆風を考慮すると、欧州株式市場は向こう数年間、(振れ幅は大きいものの)レンジ相場が予想され、このような状況下では配当に注目する投資家の姿勢が強まるだろう。過去のレンジ相場を振り返ってみると、トータル・リターン指数は価格指数をアウトパフォームしている。これは、トータル・リターンを左右する要因としてキャピタル・ゲインよりもインカムが重要なことを示唆している。

欧州株式の配当利回りは、欧州投資適格社債利回り対比で見て、1999年以降最高水準にある。セクター別に見た場合、両者間の格差が最も顕著で魅力的なのは電気通信、ヘルスケア、エネルギーおよび公益事業の各セクターであり、足許平均の2倍を記録している。

具体的に投資対象を選別するにあたっては、配当利回りが5年インプライド・クレジット・イールド(5年クレジット・デフォルト・スワップ+ユーロ建て/ポンド建ての5年スワップ金利(ウェイトは50/50))を上回る銘柄、また、弊社株式アナリストが安定した高い配当利回りを見込んでいる銘柄に注目したい。後者について、アナリストがピックアップした銘柄バスケットの2010年予想配当利回りのメジアン値は4.9%。これは、弊社カバレッジユニバースのメジアン値(2.8%)を上回る。

## 新興国市場マクロ・ストラテジー

### 新興国の現地通貨建て債券を選択

Rashique Rahman (ロンドン) +44 20 7677-7295

今年に入り、新興国債券ファンドへの力強い資本流入が認められる。これは、利回り水準に加えて相対的な安定性を求める巷間のニーズを反映している。金融危機発生当初には大幅な資本流出が見られたが、資本フローは足許、以前の趨勢に回復している。資本流入は新興国債券市場に限った話ではなく、全般的に債券資産が選好されている。

新興国資産への投資フローは、我々が思うに、今なお続く構造的なストーリーである。第一に、新興国市場の場合、一般的に予想リターンが高い点が追い風となっており、また年初以降銀行セクターやソブリン・リスクが懸念される先進国に比べて、マクロ状況は比較的良好で安定していると巷間では見られている。我々の見るところ、新興国の信用力は全般的に緩やかに改善している。対照的に、先進国の信用力は足許、悪化しているように見える。第二に、アセット・マネージャーの間では、新興国への投資は概して過少状態にある。我々の推計によると、証券投資ポートフォリオ全体に占める新興国の債券・株式の割合は7.5%にとどまる。この比率が向こう数年間に例えば10%へ引き上げられるなら、その投資規模は金額にすれば5,000億米ドルになる。これは、流動性のある新興国ソブリン債ユニバースの時価総額におよそ匹敵する。

しかしながら、こうした投資フローを当然視するのは控えない。我々が調べたところによれば、新興国市場への投資フローは、成長期待に非常に左右される傾向にある。実質GDP成長率が1%変化すると、新興国への資本フローは平均750億米ドル変動し、これはひいては新興国ソブリン債のスプレッドの50bpの変化に繋がる。

新興国ソブリン債の利回りは現在史上最低水準にあるが、米財務省証券対比のスプレッドは依然として約300bpで、これは基本的に1月時点のレベルと変わらない。S&P500種株価指数は年初以降4%下落している一方、新興国ソブリン債市場は約14%上昇している。新興国ソブリン債の年初以降のパフォーマンスは、主として米財務省証券利回り低下の影響と(米財務省証券利回りの低下ほどではないが)キャリーに起因するものである。新興国ソブリン債のパフォーマンスは、我々が思うに、転換点にさしかかりつつある。米財務省証券利回りは、景気がソフトパッチから抜け出すなら、上昇しよう。あるいは、市場がデフレを懸念するなら、これは恐らく米財務省証券利回りを押し下げ、新興国ソブリン債のスプレッドを押し広げるだろう。キャリーは引き続き、支援材料になるかもしれない。我々が予想するように、この先年末にかけてスプレッドが概ねレンジ内で推移するなら、新興国ソブリン債は引き続き相対的に魅力的と言えるだろう。しかしながら、我々は総じて、足許の水準においては、新興国ソブリン債に対してあまり前向きではない。

現地通貨建て債券は引き続き選好したい。現地通貨建て債券も、新興国通貨のエクスポージャーをとる目的で機関投資家のマネーが大量に流入した結果、利回りが大きく低下している。先進国の政府債に比べれば、利回り水準は依然として一般的に魅力的である。また、この先世界経済の成長が鈍化するなら、新興国ではインフレ圧力が減退するため、それは、現地通貨建て債券への投資を支持する論拠となる。実質利回りは、多くの先進国の政府債市場では1%を下回るが、新興国においては引き続きプラス圏にある。また、インフレ率のボラティリティは、多くの場合、先進国と同レベルあるいは下回る状態にある。実質利回りおよびインフレ率のボラティリティから判断して、最も魅力的なのはブラジルで、この対極に位置しているのがインドネシアである。9月/10月を展望した場合、為替リスクをヘッジせずに現地通貨建て債券に対するエクスポージャーをとるのは、新興国通貨の変動が気懸かりなところだが、新興国の国内債券市場への投資の論拠は依然として揺るがない。

## コモディティ・ストラテジー

### 実質金利の低下を背景に堅調に推移する金相場

Hussein Allidina (ニューヨーク) +1 212 761-4150

実質金利が一段と低下する中、金価格はこの数週間堅調に推移している。少なくとも実質金利が引き続き低水準にとどまる間は、金は引き続き選好されるだろう。金価格を左右している要因は、インフレやデフレそのものではなく、実質金利である。実質金利の低下は、金相場を下支えており、金価格は現在、6月中旬につけた史上最高値(1,256ドル/オンス)に迫るところにある。2010年および2011年の大半の期間に亘り金利が安定的に推移すると見られる中、金保有の機会費用の低下およびインフレ/デフレ双方に対する懸念から、金価格は引き続き下支えられるだろう。

これまで金価格と米ドル相場は連動して上昇してきた。これは、我々が思うに、リスク回避の動きと先行き見通しに対する懸念を反映していた。だが、弊社為替チームは現在、今後の米ドル相場について、リスク回避ではなく米国経済の相対的なアウトパフォーマンスを理由に上昇すると予想している。したがって、金価格と米ドル相場の間の順相関が今後も続くかどうかは疑問である。私が思うに、順相関の関係が続く可能性は低い。

足許の不安定な状況から抜け出せたと確信が持てるようになるまでは、コモディティの観点から引き続き金を選好したい。投資家の金ポジションは、既にかんりの水準に達しているが、この先さらに増加する余地がある。ETFを介した投資家需要は足許、6月中旬につけたピーク水準を下回っており、CFTCの発表によれば、投機筋ポジションも6月中旬を下回る。デフレ/インフレに対する市場の見方に顕著な変化が見られるなら、(我々のベースライン・シナリオではないが)金価格は史上最高値を更新する可能性がある。

## 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、以下に記載された各社が作成し、配布しています。Morgan Stanley & Co. Incorporated; Morgan Stanley C.T.V.M. S.A.; Morgan Stanley & Co. International plc; RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited; Morgan Stanley MUFG Securities 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); 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 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)。

### アナリストによる証明

以下のアナリストは、本レポートで論じている企業およびその証券に関する各自の見解が正確に表現されていることを証明いたします。また、本レポートにおいて特定の推奨あるいは見解を示すことの見返りとして、直接的または間接的に報酬を受領してはいること、かつ受領する予定のないことを証明いたします。: Graham Secker, Ridham Desai, Rashique Rahman  
特に明記しない限り、本レポートの表紙に記載されている個人はリサーチアナリストです。

### 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。

### 当該企業に関する米国規制上の重要な開示事項

Morgan Stanley Research の作成について主たる責任を負う株式調査アナリスト、ストラテジストは、調査レポートの質、顧客投資家のフィードバック、銘柄選別、競争要因、当社の収益および投資銀行業務全般の収入などを含む、様々な要素に基づき報酬を受けています。Morgan Stanley とその関係会社は、Morgan Stanley Research に記載されている企業/金融商品に関連して、マーケットメイキング、流動性供与、証券取引所でのスペシャリストとしての取引、リスクアービトラージ取引およびその他自己勘定での取引、資産運用、商業銀行業務、信用供与、投資サービス、投資銀行業務などさまざまな証券・金融業務に携わっています。Morgan Stanley は Morgan Stanley Research に記載されている企業の有価証券/金融商品を自己勘定で顧客に売買しています。Morgan Stanley は本レポートに記載されている企業の負債または金融商品を保有している可能性があります。

Morgan Stanley は、2010年6月30日時点で、Morgan Stanley Research で言及されている会社のうち、次の会社の発行済普通株式の1%以上を実質的に保有していました: Adani Enterprises Ltd, HDFC Bank, Pantaloon Retail.

Morgan Stanley は過去12ヶ月間に、次の会社の有価証券の募集(または米国証券法144Aに基づく私募)または売出しにあたり、主幹事会社もしくは共同幹事会社を務めました: Adani Enterprises Ltd.

Morgan Stanley は過去12ヶ月間に、投資銀行業務に対する報酬を次の会社から受けています: Adani Enterprises Ltd, Adani Power, DLF Limited. Morgan Stanley は今後3ヶ月間に、投資銀行業務に対する報酬を次の会社から受け取るを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています: Adani Enterprises

Ltd, DLF Limited, HDFC Bank, Larsen & Toubro, Pantaloon Retail, SBI Holdings, Zee Entertainment Enterprise Limited.

Morgan Stanley は過去12ヶ月の間に、次の会社に対して、投資銀行業務を提供したことがあるか、提供中であるか、または、これらの会社を投資銀行業務の顧客とする関係にあります: Adani Enterprises Ltd, Adani Power, DLF Limited, HDFC Bank, Larsen & Toubro, Pantaloon Retail, SBI Holdings, Zee Entertainment Enterprise Limited.

Morgan Stanley は過去12ヶ月の間に、次の会社に対して、投資銀行業務以外の証券関連業務を提供したことがあるか、提供中であるか、過去に業務を提供する契約を締結したことがあるか、または/およびこれらの会社を顧客とする関係にあります: HDFC Bank, SBI Holdings, Ultratech Cement Ltd.

上記の開示情報の中には米国以外の規制をも遵守するためのものが含まれています。

### 投資判断

Morgan Stanley では、Overweight, Equal-weight, Not-Rated または Underweight といった用語を用い、相対評価の投資判断システムを採用しています(下記の定義を参照)。Morgan Stanley は弊社の調査対象銘柄に Buy, Hold, Sell とした投資判断を付していません。Overweight, Equal-weight, Not-Rated および Underweight は買い、保持、売りと同等ではありません。投資家各位には、Morgan Stanley Research で使用されているすべての投資判断の定義を慎重にご検討いただく必要があります。また、Morgan Stanley Research にはアナリストの見解に関するより完全な情報が含まれているため、投資家各位は調査レポート全体を熟読すべきであり、投資判断の記載のみからレポートの内容を推測すべきではありません。いかなる場合も、投資判断(もしくは調査)を投資アドバイスとして利用したり、これらに依拠したりすべきではありません。株式の購入や売却は、投資家の個々の事情(既存の保有高など)およびその他の状況を考慮に入れて決定される必要があります。

### 投資判断のグローバル分布状況

(2010年7月31日現在)

(NASDAQ と NYSE の規則に基づく)情報開示目的から、当社では Buy, Hold および Sell の分類見出しを当社の投資判断である Overweight, Equal-weight, Not-Rated および Underweight に併記しています。モルガン・スタンレーは当社の調査対象銘柄に Buy, Hold または Sell という投資判断を付していません。Overweight, Equal-weight, Not-Rated および Underweight はそれぞれ Buy, Hold および Sell と同等ではなく、相対的な推奨ウェイトを表します(下記の定義を参照)。上記規則の要件を満たす意味では、当社の最も積極的な投資判断である Overweight は買い推奨に相当し、Equal-weight および Not-Rated は保持、Underweight は売り推奨に相当するといえます。

投資判断	全調査対象銘柄		投資銀行部門顧客(IBC)		
	数	合計比	数	IBC 合計比	投資判断別 IBC 比率
Overweight/Buy	1095	42%	380	44%	35%
Equal-weight/Hold	1123	43%	388	45%	35%
Not-Rated/Hold	14	1%	4	0%	29%
Underweight/Sell	362	14%	93	11%	26%
合計	2,594		865		

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。

上表中の数字には、現在、投資判断が付されている普通株式とADRが含まれます。株式の購入や売却は、投資家の個々の事情(既存の保有高など)およびその他の状況を考慮に入れて決定される必要があります。投資銀行部門顧客とは、モルガン・スタンレーが過去12ヵ月間に、投資銀行業務に対する報酬を受け取った会社を表します。

### 個別銘柄に対するアナリストの投資判断

**Overweight (O or Over)** : リスク調整済みベースで今後12~18ヵ月間に、当該業界(アナリストまたはその業界チームのカバレッジユニバース)、もしくは当該MSCI国別指数の平均総投資収益率を上回る総投資収益率が期待される銘柄。

**Equal-weight (E or Equal)** : リスク調整済みベースで今後12~18ヵ月間に、当該業界(アナリストまたはその業界チームのカバレッジユニバース)、もしくは当該MSCI国別指数の平均総投資収益率と同程度の総投資収益率が期待される銘柄。

**Not-Rated (NR)** : リスク調整済みベースで今後12~18ヵ月間に、当該業界(アナリストまたはその業界チームのカバレッジユニバース)、もしくは当該MSCI国別指数の平均総投資収益率に対する総投資収益率について当該アナリストが十分な判断を下せない銘柄。

**Underweight (U or Under)** : リスク調整済みベースで今後12~18ヵ月間に、当該業界(アナリストまたはその業界チームのカバレッジユニバース)、もしくは当該MSCI国別指数の平均総投資収益率を下回る総投資収益率が予想される銘柄。

Morgan Stanley Researchに目標株価が記載されている場合、特に断りが無い限り、その達成の予想期間は今後12~18ヵ月です。

### 業界に対するアナリストの投資判断

**Attractive (A)** : 今後12~18ヵ月間について、市場全体のベンチマークである下記の株価指数との比較で、当該業界(アナリストのカバレッジユニバース)のパフォーマンスが魅力的であるとアナリストが期待している場合。

**In-Line (I)** : 今後12~18ヵ月間について、当該業界(アナリストのカバレッジユニバース)のパフォーマンスが、市場全体のベンチマークである下記の株価指数と同程度になるとアナリストが期待している場合。

**Cautious (C)** : 今後12~18ヵ月間について、市場全体のベンチマークである下記の株価指数との比較で、当該業界(アナリストのカバレッジユニバース)のパフォーマンスをアナリストが慎重にみている場合。

各地域のベンチマーク指数: 北米はS&P500、ラテンアメリカは当該MSCI国別指数またはMSCIラテンアメリカ指数、ヨーロッパはMSCIヨーロッパ、日本はTOPIX、アジアは当該MSCI国別指数。

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

Morgan Stanley Researchで言及されている企業や論題についてCiti Investment Research & Analysis(以下、"CIRA")の調査レポートが発行されている場合があります。Morgan Stanleyの調査レポートに加え、入手可能なCIRAの調査レポートを閲覧するため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。

Morgan Stanley Smith Barney LLC、Morgan StanleyおよびCitigroup Global Markets Inc.、またはその関係会社とMorgan Stanley Researchの対象企業の取引関係に関わる重要な開示情報はMorgan Stanley Smith Barneyのディスクロージャー・ウェブサイトで([www.morganstanleysmithbarney.com/researchdisclosures](http://www.morganstanleysmithbarney.com/researchdisclosures))に掲載されています。

Morgan StanleyとCitigroup Global Markets, Inc.に関する開示情報は[www.morganstanley.com/researchdisclosures](http://www.morganstanley.com/researchdisclosures)または[https://www.citigroupgeo.com/geopublic/Disclosures/index\\_a.html](https://www.citigroupgeo.com/geopublic/Disclosures/index_a.html)をご覧ください。

Morgan Stanley 株式調査レポートはMorgan Stanley Smith Barney LLCにより審査および承認されています。当該審査および承認はMorgan Stanley 株式調査レポートの審査を行う者と同じ者により行われています。そのため利益相反関係が生じることがあります。

### その他の重要な開示事項

Morgan Stanleyは"Tactical Idea"という株式調査プロダクトを作成しています。"Tactical Idea"に含まれる特定の株式に対する見解は、調査レポートで表明されている当該株式に対する投資判断や見解と異なる場合があります。これは投資期間、バリュエーション手法、マーケットイベント、その他の要因などの相違によるものです。特定の株式に対するすべての調査レポートは営業担当者に請求いただくか、またはClient Link([www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com))でご覧いただけます。

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なく、調査レポートを受領された方々の財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。Morgan Stanleyでは、特定の投資あるいは投資戦略について、投資家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どうかは、投資家の個々の事情や目的によっても異なります。Morgan Stanley Researchで論じている有価証券、金融商品、投資戦略はすべて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やストラテジ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 Researchは、有価証券/金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘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。Morgan Stanley Researchの「当該企業に関する米国規制上の重要な開示事項」には、Morgan Stanleyが普通株式を1%以上保有しているすべての企業が記載されています。Morgan StanleyはMorgan Stanley Researchで言及されている他のすべての企業の有価証券/金融商品または有価証券/金融商品の派生商品に1%未満保有している場合もあり、Morgan Stanley Researchで論じている方法とは異なる方法で取引を行っている場合もあります。Morgan Stanley Researchの作成に携わっていないMorgan Stanleyの従業員が、言及されている企業の有価証券/金融商品または有価証券/金融商品の派生商品に投資していることがあり、Morgan Stanley Researchで論じている方法とは異なる方法で取引を行っている場合もあります。Morgan StanleyもしくはMorgan Stanleyと関係のある者が派生商品を発行することもあります。

Morgan Stanleyに関する情報を除き、Morgan Stanley Researchは公開情報に基づいています。Morgan Stanleyは信頼性の高い、包括的な情報を利用するよう最大限の努力を払っていますが、その正確性もしくは完全性については何らの表明もいたしません。当該企業を株式調査対象から除外しよ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、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ません。

Morgan Stanley Researchの従業員は、企業訪問など企業の主催するイベントに参加することもあります。調査部マネージメントから事前に承認を受けない限り当該企業から関連する費用の払い戻しを受けることは一般的に禁じられています。

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、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。オプションや証券/金融商品の取引に関わるその他の権利を行使できる期間には、制約が課せられている場合があります。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直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有価証券/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); または中国の政府または本土企業によって直接的または間接的に30%以上保有されている企業が発行し、香港またはマカオの取引所で取引されているすべての有価証券/金融商品、すなわちレッドチップ株(SEHKの中国関連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。台湾で取引が行われていない有価証券/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、当該有価証券/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はこれらの有価証券/金融商品の取引を顧客向けに行わない場合もあります。

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。

Morgan Stanley Researchには、Morgan Stanley Asia Limitedによる使用を目的として、Morgan Stanley Asia Limited上海駐在員事務所の従業員により提供されている情報が含まれています。

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。日本では、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.; 香港では、Morgan Stanley Asia Limited; シンガポールでは、Monetary Authority of Singaporeの監督・規制下にあるMorgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (登録番号1992062982)および/またはMorgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (登録番号200008434H)(各社はまた、調査レポートの内容に対して責任を負っています); 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

**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。**

2010年8月25日  
Strategy Forum

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；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うことに同意しています)；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. Incorporated (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。

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いません。

Morgan Stanley の書面による同意がない限り、Morgan Stanley Research を複製、転載、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。**

**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