

2011年12月7日

Morgan Stanley Strategy Forum

はじめに

Gregory Peters

本号では、新興国市場について取り上げる。弊社新興国市場担当チームは、今後の見通しに対して強気である。だが、実際に投資にあたっては、投資対象の選別が今後も重要である。まず、新興国株式担当ストラテジストである Jonathan Garner が、新興国株式市場全般の見通しに言及する。続けて、Viktor Hjort が、債券ストラテジストの視点から現下の中国情勢について指摘する。最後に、Guilherme Paiva および Marianna Kozitseva がそれぞれ、中南米株式市場、新興欧州・中東・アフリカ株式市場の今後の見通しについてコメントする。

アジア/新興国株式投資戦略

ベンチマーク対比のオーバーウェイト幅を拡大
Jonathan Garner (香港) +852 2848-7288

先般、我々は、ポートフォリオにおける株式の比重を見直し、ベンチマーク対比のオーバーウェイト幅を 10% へ引き上げた。ベンチマーク対比オーバーウェイト幅を 10% にするのは約 3 年ぶり(2008 年 10 月以来初めて)。市場コンセンサスと比較して、我々は、日本を除くアジア・太平洋(APxJ)/新興国地域の 2012 年株式市場の見通しに対して、かなり強気である。各シナリオの生起確率で加重平均した MSCI EM 株価指数の 2012 年末時点の目標水準は 1210 である。現行水準から潜在的に 30% の上昇が見込まれる。一方、MSCI APxJ 株価指数の場合、2012 年末時点の目標水準は 530。同様に現行水準対比 35% の上昇が見込まれる。

我々の見るところ、APxJ/新興国株式市場においては、企業収益の伸びに牽引された強気相場が続いている。過去 13 年間を通して見た場合、新興国株式市場は、時には売り圧力に押されたこともあったが、配当収入も含めると先進国市場を 215%アウトパフォーマンスする格好となっている。

一年前の今頃、我々は新興国株式市場の見通しに対して慎重で、我々が提示していた目標水準は市場関係者の間では最も低かった。新興国株式市場にとって、2011 年上半期は厳しい局面になると考えた。新興国の政策当局が、引き締め措置を通じて景気過熱やインフレ圧力に対処していくと予想されたことに加えて、バリュエーションも幾分割高気味だったからだ。足元、市場は、我々が予想した以上に

Morgan Stanley & Co. LLC

本号執筆者

グローバル・クロス-アセット投資戦略

Gregory Peters (ニューヨーク) +1 212 761-1488

新興国株式投資戦略

Jonathan Garner (香港) +852 2848-7288

アジア債券投資戦略

Viktor Hjort (香港) +852 2848-7288

中南米株式投資戦略

Guilherme Paiva (ニューヨーク) +1 212 761-8295

新興欧州・中東・アフリカ株式投資戦略

Marianna Kozitseva (ロンドン) +44 20 7425-5534

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 12 月 5 日付けの "Morgan Stanley Strategy Forum" の抜粋版です。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、公の場への出演、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。

長期間アンダーパフォームしている。我々の見るところ、新興国の相対パフォーマンスは、世界経済に先行する傾向にある。この1年に亘る新興国株式市場のアンダーパフォーマンスは、実際のところ、最近発表されるマクロ経済指標に顕在化している下振れリスクへの注意を喚起する適切な警鐘だった。この先、新興国株式市場については、高いROEを背景に再びアウトパフォームし始める展開が見込まれる。

市場は足元、我々のベース・シナリオやブル・シナリオではなく、ベア・シナリオに近い展開を織り込んでいるようだ。我々の4つのシナリオ(ベース・シナリオ、ブル・シナリオ、ベア・シナリオ、極端なベア・シナリオ)は、弊社経済調査部が最近公表した4つのマクロ経済シナリオに対応している。ベース・シナリオでは、2012年の新興国地域の実質GDP成長率を5.7%、一株当たり利益(EPS)の伸びに関しては9%(米ドル建て)と想定している。このEPS伸び率予想は、一年前と異なり、市場コンセンサス予想に近い。この9%というEPS伸び率は、4つのファクターから成る回帰モデルから算出したものである。このモデルが示唆するROEは14.7%。これは、10年間の平均値(14.3%)を上回るが、ピーク時のレベルに比べると低い。2012年末のトレーリングP/Eについては13.0倍(4つの定量的モデルが示唆する数値の平均)と予想する。これは、10年間の平均を7%下回る。

中央銀行にあたる中国人民銀行は11月30日、市中銀行に求める預金準備率(RRR)の引き下げを決めた。預金準備率は今週5日から50bp引き下げられている。現時点において我々は、中国の積極的な金融緩和を予想してはいない。しかしながら、政策当局は予想以上に早いタイミングで行動に動いている。これは、2007~08年当時の展開を想起させるものであり、足元市場が見込んでいる以上の政策緩和に中国が再び動く可能性を少なくとも暗示している。預金準備率の引き下げを背景に銀行貸出が伸びるなら、これは中国の銀行、不動産そして資本財セクターのみならず、新興国地域のエネルギー・鉱業セクターにとっても追い風になるかもしれない。前回中国が預金準備率を引き下げ始めたタイミングと新興国/中国株式市場の底打ちは一致していた。また、オフショアの中国株式はオンショアに対して最近アウトパフォームしているが、これも前回市場が底打ちした時に見られた現象である。国内の投資家よりも海外の投資家の方が、政策変更に対してより迅速に反応するからである。

2006年以降、アジア市場は一貫して新興欧州・中東・アフリカ(EEMEA)市場および中南米市場をアウトパフォームしている。(i)マクロ経済環境はアジアの方が良好なこと、そして(ii)欧州系銀行のデレバレッジの動きから受ける影響が小さいことから、今後もアジア市場は両市場をアウトパフォームすると見込まれる。

アジア債券市場投資戦略

中国の高利回り債セクターに対して前向き

Viktor Hjort (香港) +852 2848-7288

中国の高利回りクレジット・セクターに対して、我々は前向きな姿勢に転じている。これは、中国において信用環境の逼迫度がこの先和らぐ可能性があることを勘案した結果である。信用環境の逼迫度が和らぐなら、これは、他の資産クラス以上に高利回りセクターにとってプラスになると見込まれる。中国の高利回りクレジット・セクターは、世界中を見渡した場合、変動が最も激しい資産クラスの一つにあげられるが、同時に中国国内の信用環境の変化に対して最も敏感に反応する資産クラスでもある。

中国は、「自ら招いた信用収縮(クレジットクランチ)」を体験した。こうした信用収縮は、国際資本市場で債券を発行している企業を含む国内民間企業の多くに影響を与えた。信用環境が悪化し始めて以降、米ドル建て市場やオフショア人民元建て市場における債券発行が急増した。銀行が融資を削減する中、資金需要者が他の資金調達先を求めて債券市場に目を向けたからである。

その結果、世界的に見て、中国の高利回りクレジット市場のパフォーマンスは低調である。超過リターンに関して言えば、年初以降4.8%低下している。最大セクターである不動産セクターに限定すれば、低下幅は11%を超える。利回り水準は平均20%で、ディストレス資産並みである。

「それでは何故強気なスタンスに転じたのか?」-このような疑問を抱く者がいても不思議ではない。確かに、個々のケースにおいては、この先来年上半年期にかけてファンダメンタルズの観点から見て厳しい状態が続き、流動性調達難が最終的なデフォルトの引き金になる可能性は十分に考えられる。しかし、資産クラス全体として見るなら、重要なのは信用サイクルの見通しである。現下のバリュエーションのレベルを考えた場合、信用サイクルの僅かな変化でもそのインパクトは大きい。

第一に、中央銀行にあたる中国人民銀行は11月30日、市中銀行に求める預金準備率の引き下げを決めた(預金準備率は今週5日から50bp引き下げられている)。これは、国内経済が減速した場合には——弊社経済チームが強調しているように、特に資本流入が衰えるようなら——必要な行動を起こす準備が既に政策当局に出来ていることを示唆している。預金準備率の引き下げは、注目を集める政策対応だが、それが唯一の手段というわけではない。

第二に、企業の声に耳を傾けると、信用環境は改善しつつあるようだ。弊社独自の指標である中国景況感指数を構成するサブ指数である信用環境指数は、10月以降上昇傾向を辿っており、これは信用へのアクセスが容易になっていることを示唆している。企業の信用へのアクセス改善および債券発行の減少は明らかに、スプレッド縮小に繋がる重要なカタリストである。

不動産セクターは、中国高利回りクレジット市場における最大セクターであると同時に、当局の政策変更に対して最も敏感に反応するセクターでもある。不動産セクターを対象とした特定の引き締め措置について、大幅な緩和はないだろう。不動産価格や不動産取引件数は、現行水準からさらに下落・減少する余地がある。しかしながら、投機的なアニマル・スピリットを抑えることに政策当局が積極的なように見えても、実際のところ、景気に大幅な下振れリスクをもたらすことなく積極的になるうとしても限界がある。何故なら、不動産セクターにおける設備投資は、中国経済の成長において直接的かつ間接的に非常に重要な部分を占めているからである。

アジアのクレジット市場の今後を展望するにあたり、我々が重視しているのは中国および中国当局の政策である。欧州系銀行のデレバレッジの動きは、アジアに影響を及ぼす出来事ではあるが、対処不可能なものではない。長い目で見た場合、デレバレッジを理由にアジアから撤退する欧州系銀行が後に残していく資産は、アジアの銀行などによって吸収されることになるであろう。確かに、そうした過程(6~12ヵ月間)においては、アジアの銀行のバランスシートに目詰まりが生じ、限界的な資金需要者の信用へのアクセスが阻害され、結果、債券発行が急増する可能性がある。このような展開は、厳しい環境をもたらすが、決して管理できないことはない。しかし、欧州情勢を背景に欧州系銀行のデレバレッジが秩序を欠いた形で進むというベア・シナリオが現実味を帯びるなら、これは、世界の資金調達市場に緊張を及ぼす恐れがある。

中国は現在、膨大な外貨準備を保有している。また、銀行システムの大部分は、国内でファイナンスされている。このような状況下、万が一、資金調達市場が圧力に晒されるような事態になった場合、中国は「最後の流動性供給者」としての役割を演じることが可能である。問題は、中国にそうした役割を担う意思があるのかどうかだ。2009年初頭、中国はアジア地域の多くの中央銀行との間に通貨スワップ協定を締結したが、この1ヵ月の間に同様の通貨スワップ協定を再締結している。これは、ベア・シナリオがアジアのクレジット市場へ及ぼす悪影響を抑制する上で心強い措置と言える。

中南米株式投資戦略

企業収益の伸びを背景にアップサイドが見込まれる
2012年

Guilherme Paiva (ニューヨーク) +1 212 761-8295

MSCI中南米株価指数は、この先2012年にかけて18%(米ドル建てベース)の上昇が見込まれる。資源関連銘柄よりも事業全体に占める国内事業の比重が高い銘柄を選好したい。我々の先行き見通しに対する最大のリスク要因は、世界経済の動向である。世界経済の成長懸念の後退が望まれる。18%の株価上昇の原動力になるのは、一株当たり利益(EPS)の伸びである。2012年から13年にかけて20%の伸びを予想している。P/Eについては、来年上昇を見込んでいない。

欧州系銀行のデレバレッジが中南米地域に影響を及ぼす場合、その経路として3つ考えられる。それは、(i)カウンターパーティー・リスク、(ii)ロールオーバー・リスク、そして(iii)貿易リスクである。欧州系銀行のデレバレッジからの影響は決して皆無ではないが、以前に比べれば、外部からのショックに対する脆弱性は低下している。また、上記(iii)については、中南米諸国の場合、欧州は主要な輸出先ではない。輸出全体に占める欧州向けの割合は僅か13%に過ぎない。しかしながら、輸出全体の約半分はコモディティが占める。このため、中南米諸国は、コモディティ価格の動向の影響を強く受ける。世界経済の軟化が中南米諸国へ影響を及ぼす場合、コモディティ価格がその主たる波及経路となる。

アセット・アロケーション: 国別ではブラジル、チリ、そしてコロンビアを選好する。一方、メキシコは敬遠したい。個々の銘柄を選択する際には、利回り、成長性、バリュエーション、そしてコモディティ価格動向から受ける影響度の4点を物差しとしたい。

新興欧州・中東・アフリカ (EEMEA)株式投資戦略

2012年市場見通し

Marianna Kozintseva (ロンドン) +44 20 7425-5534

2012年を展望した場合、新興欧州・中東・アフリカ(EEMEA)地域は、他の新興国地域に比べると投資妙味が低い。EEMEA市場は来年、他の新興国市場/アジア市場をアンダーパフォームしよう。モデル・ポートフォリオにおいては、ロシアを引き続きベンチマーク対比でオーバーウェイトとし、中東3ヵ国についてはアンダーウェイトとする。また、南アフリカをオーバーウェイトに引き上げる一方、トルコおよびエジプトについてはそれぞれイコール・ウェイト、アンダーウェイトへ引き下げる。

EEMEAは、新興国地域の中では(i)世界的なデレバレッジ、(ii)経済成長の減速、(iii)通貨安、そして(iv)先進国の政策に起因する逆風の影響を最も受けやすい地域である。弊社経済調査部は先般、EEMEA地域の2012年実質GDP成長率予測値を3.6%へ引き下げた。また、為替チームは、EEMEA通貨について、他の新興国に比べて対外的に脆弱であると述べている。さらに、コモディティ・チームも、世界経済の成長減速を見込んでポジションを構築している。2012年のプレント価格は平均100ドル/バレルと予想されるが、上半期は軟調に推移する可能性が高い。

さらに、懸念されるのは、一株当たり利益(EPS)の伸びの変動性が増している点である(過去5年間の平均は12.3%だが、この13週間には18.9%に達している)。これは、引き続きP/Eを圧迫する可能性が高い。各シナリオの生起確率で加重平均した2012年末のMSCI EMEA株価指数の目標水準は331で、現行水準から潜在的に7.9%の上昇が見込まれる。この場合、トータル・リターンは11.3%となる。また、各シナリ

オの生起確率で加重平均した場合、向こう12ヵ月間に(i)一株当たり利益(EPS)は2.2%の減少(約36.6米ドルへ)、(ii)12ヵ月トレーリングP/Eは8.8倍へ上昇(足元8.2倍)、そして(iii)配当利回りは3.3%と予想される。弊社経済調査部の見通しによれば、EEMEA地域の2012年のインフレ率は平均6.0%。したがって、実質リターンは僅か5.3%にとどまる見込みである。

我々の見るところ、2012年の中でも特にEEMEA地域を取り巻く環境が厳しいのは上半期であろう。(i)成長懸念、(ii)銀行のデレバレッジそして(iii)通貨安を背景に逆風が強まると予想される。しかし、シナリオによりトータル・リターンにかなりの開きが見られる点を強調しておきたい(ブル・シナリオ: +76.5%、ベア・シナリオ: -38.1%)。上記(i)~(iii)に起因する逆風は上半期を過ぎれば弱まると見ているが、下半期以降も続く可能性があり、反対に、我々が予想している以上に早いタイミングで萎える可能性も否めない。

ロシア - 引き続きオーバーウェイトに: ロシアに関して好感できる点は、その構造的な成長見通しである。2012年には政治リスクも低下もしよう。ロシアは来年、EEMEA地域の中で最も力強い展開が期待できる国である。実質GDP成長率は5.0%、経常黒字の対GDP比5.1%、そしてインフレ率については2011年の8.6%から6.4%へ大幅な低下が予想される。また、通貨ルーブルは来年、EEMEA通貨の中で最も堅調な推移を見せるであろう。来年3月に予定されている大統領選挙が終了すれば、純流出を記録している民間部門における資本フローも反転が見込まれる。確かに、バリュエーションは低い。最近EPSの伸びの変動性が大きい点を考えると(実際、EEMEA地域の中では最高の33%)、バリュエーションは引き続き低水準に抑えられる可能性がある。しかし、良好な構造的な成長見通しの中で、GEMマネージャーがEEMEA地域中ロシアをベンチマーク対比で最も大きくアンダーウェイトにしていること、そして、5月以降ファンドからの純流出がEEMEA地域の中でロシアが最高を記録している点に注目したい。我々としては、情報技術、銀行、輸送、医薬品そして国内ガスといったセクターを選好していきたい。

南アフリカ - ロシアに次いで選好したい国: 国際投資家は依然として南アフリカを大幅にアンダーウェイトにしているが、南アフリカは選好したい国の一つである。弊社経済調査部によれば、2012年に経済成長は順調な加速が見込まれる。インフレ率も、第1四半期にピークをつけた後、低下傾向を辿る可能性が高い。また、南アフリカの場合、EPS成長率の変動性はEEMEA地域の中で2番目に低く(7.2%)、2012年のP/Eについては8.4倍(MSCI EMの平均)と見込まれる。さらに、我々の見るところ、政治リスクが大幅に低下している。ただ、ランド相場の動向が気になりである。したがって、徐々にポジションを構築していきたい。具体的には、資源関連銘柄(特に金)、一部の銀行そしてヘルスケア関連銘柄を選好したい。

トルコ - オーバーウェイトからイコール・ウェイトへ引き下げ: イコール・ウェイトへの引き下げは、経済環境が急速に悪化している点を考慮した結果である。実質GDP成長率は、2011年の7.2%から2012年には2.7%へ大きく低下する可能性がある。また、引き締め型の金融政策が今後も続くことが予想される。また、欧州系銀行からの融資は、2008年と比べて30%増加している。ベンチマーク対比イコール・ウェイトのポジションを構築するにあたっては、消費財/資本財セクターに注目したい。

中欧3カ国——ポーランド、ハンガリー、チェコ——については引き続きアンダーウェイト: 世界的なデレバレッジの流れ、信認危機そしてユーロ圏経済の低迷といった環境の下では、ポーランド、ハンガリーそしてチェコはEEMEA地域の中で最も脆弱である。これら中欧3カ国については(i)冴えない経済見通し、(ii)通貨安、(iii)高い対外資金調達ニーズ、(iv)輸出全体に占める欧州向けの割合が高い、(v)欧州系銀行からの借入が多く、銀行のデレバレッジの影響を受けやすい状態にあることが気になる点にあげられるが、こうした一連のマイナス面は依然としてマルチプル指標には反映されていない。以上の点を鑑み、中欧3カ国については引き続きアンダーウェイトとする。

エジプト: この数週間の政治状況の悪化を鑑み、アンダーウェイトへ引き下げる。

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する重要な開示情報、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するバリュエーション手法及びリスクについては、morganstanley.research@morganstanley.com にメールの上、当該銘柄のバリュエーション手法及びリスクをご請求ください。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management 宛)にご請求いただくこともできます(宛先: 1585 Broadway, New York, NY, 10036 USA)。

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ないこと、かつ受領する予定のないことを証明いたします。: Greg Peters, Jonathan Garner, Viktor Hjort, Guilherme Paiva, Marianna Kozintseva。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。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 といっ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

(2011年11月30日現在)

(NASD 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、相対的な推奨ウエイトを表します(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	IBC 比率
Overweight/Buy	1109	39%	453	44%	41%
Equal-weight/Hold	1203	42%	434	42%	36%
Not-Rated/Hold	108	4%	24	2%	22%
Underweight/Sell	422	15%	122	12%	29%
合計	2,842		1033		

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 カ月間に、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 カ月間に、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利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 カ月間に、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、特に断りがない限り、その達成の予想期間は今後 12~18 カ月です。

業界に対するアナリストの投資判断

Attractive (A) : 今後 12~18 カ月間について、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 カ月間について、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 カ月間について、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議について 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(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 または 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の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 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) 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 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 で言及されているその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を 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 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。

Morgan Stanley は本レポートで推奨されている投資や見解と異なる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 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 は中華人民共和国(中国)法による法人組織ではありません。本レポートに関する調査は中国国外で行われました。Morgan Stanley Research は中国国内におけるいかなる証券の売付けの申し込み、また買付けの申し込みの勧誘を構成するものではありません。中国の投資家は、そのような有価証券に投資する適切な資格を有する必要があり、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・地域では以下に記載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

2011年12月7日
Strategy Forum

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；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。

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

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

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

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 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しません。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 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