

2012年1月11日

## Morgan Stanley Strategy Forum

はじめに

Gregory Peters

本号では3つのトピックについてとりあげたい。まず初めに、私 Gregory Peters より、クロス-アセット投資の観点から、2012年の見通しそして注目したいトレード・アイデアについて改めて言及したい。続けて、外国為替ストラテジストである Ian Stannard が、ユーロを中心に為替相場見通しについて述べる。ユーロを取り巻く状況およびリスクを再評価した結果、ユーロに対する下方圧力は今後も続く可能性がある。最後に、コモディティ・ストラテジストである Hussein Allidina が、コモディティ市場の見通しについて、原油を中心に簡単にコメントする。Hussein Allidina は、原油価格の先行きに対して弱気である。

## グローバル・クロス-アセット 投資戦略

リスクは依然として下方に偏在

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

新しい年を迎えたが、残念ながら、我々の見るところ、2012年のロードマップは昨年と酷似している。実際、我々を取り巻く状況は、殆ど変わっていない。マクロ経済面における一連の問題や先行き不確実性に左右される展開が続いている。景気動向に注目した場合、経済成長に対するリスクは依然として、明らかに下向きである。また、テイル・リスクも少なくない。このような状況下、投資に際してはレラティブ・バリューが非常に重要になり、今年はイールドやキャリアが注目される年になるであろう。

今年、クロスボーダー融資が収縮する中、「脱グローバル化」が重要なテーマとなろう。信用収縮は調達コストの上昇に繋がる。また、経済動向や金融市場の展開がデレバレッジのペースに影響されやすい状況は今も変わらない。安定性維持のためには、「ゴルディロックス」経済成長が(インフレになるほど)熱くなり過ぎず、(景気が後退するほど)冷め過ぎしていない状態が必要である。

主要国(例えば、フランス、中国、ロシア、メキシコ、そして米国)において年内に重要な選挙が控えている状況下、政策運営を巡るリスクが引き続き、(昨年ほどではないにせよ)世界の金融市場を悩ます逆風の源泉になるであろう。

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

外国為替

Ian Stannard (ロンドン) +44 20 7677-2985

コモディティ投資戦略

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1月9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。

昨年、何よりユーロ圏における政策ミスが問題だった。投資家は、当局の政策対応を今か今かと心待ちにしていたが、そうした期待は曖昧な発表や打ち出されても効果の低いまたは逆効果を招く恐れのある政策により裏切られることが多かった。また、米国でも、与野党間の確執による政治の膠着が、財政赤字削減に関する実質的合意の形成を妨げ、米国債の格下げを招く結果となった。我々の見るところ、政策決定や政策ミスに影響される展開が昨年に比べて今年は少なくなると判断できるような根拠は殆ど見当たらない。

このような状況下、今年はどうのようなアセット・アロケーションが望ましいのだろうか。我々としては、ディフェンシブな戦略的ポジションで臨みたいと考える。昨年12月に述べたように、2012年に選好したいトレード・アイデアは( )有配株をロング、( )先進国株式に対してアジア(日本を除く)株式をロング、( )米国株式に対して欧州株式をロング、( )実質金利をロング、( )イタリア国債をロング、フランス国債をショート、( )米国高利回り債およびCLOをロング、( )金融債をロング、( )CMBSをロング、( )ドル、円をロング、ユーロをショート、そして( )コモディティに対して弱気なバイアス、の10点である。有配株をロングとする投資スタンスには、足元、異を唱える投資家はいない。だが、以下に述べるトレード・アイデアについては、投資家の中には否定的な向きもいるようだ。ここで改めて我々の見解を述べておきたい。

- ・ 先進国株式に対してアジア(日本を除く)株式をロング: これは、バリュエーションに着目した投資アイデアである。弊社新興国株式担当ストラテジストであるJonathan Garnerは、このトレード・アイデアの相対的な妙味を強調している。P/Eは、AXJ株式も先進国株式も似たようなレベルにある。しかしながら、ROEはAXJ株式の方が高い。また、欧州系銀行のデレバレッジから受ける影響は、中欧・東欧株式や中南米株式に比べてAXJ株式の方が小さいと予想される。
- ・ 米国株式に対して欧州株式をロング: 12ヵ月間の相対ベースで欧州株式を選好する。バリュエーションに注目した場合、欧州株式の方が格段に割安である。また、欧州においては、この先、債務危機収束に向けた進展が予想される。さらに、欧州株式の場合、欧州域内の輸出企業にとって追い風となる米ドル高/ユーロ安の恩恵も期待できる。
- ・ イタリア国債をロング、フランス国債をショート: これは、財政統合の進展を見込んだトレードである。イタリア国債の利回りは足元、持続不可能な水準にある。財政統合に向けた進展は、利回り低下を促す形になるであろう。一方、フランスについては、国債のCDSスプレッドはイタリア国債の半分の水準にあるが、財政赤字の対GDP比率はイタリアよりも高い。

## 外国為替

引き続き下方圧力に晒されるユーロ  
Ian Stannard (ロンドン) +44 20 7677-2985

ユーロは、G10通貨の中で最も弱い通貨となっている。我々が独自で集計したポジション・データによると、市場参加者は既にユーロのポジションをショートにしているが、我々の見るところ、ユーロの下落基調はまだ終わってはいない。顕著なカウンタートレンド・ラリーが見られた昨夏とは異なり、足元、ユーロが大きくリバウンドする公算は小さい。

世界的なデレバレッジ傾向に対して脆弱なのは高ベータ通貨である。先進国経済の不振により世界経済が減速している。デレバレッジは、流動性に制約のあるリスク回避傾向に繋がっている。クロスボーダー投資が減少する可能性がある中、その影響を最も受けやすいのがユーロと思われる。我々の見るところ、ユーロは今年、G10通貨の中で脆弱な通貨として際立っている。対照的に、伝統的なセーフヘブン通貨(安全な避難先通貨)は今年、アウトパフォームが予想される。実際、2012年は米ドルの年と言っても過言ではないかもしれない。日本円についても、通貨当局の市場介入の可能性が否めないものの、今後も円高基調が恐らく続くであろう。

欧州の景気後退は、EURUSD相場にとって弱気材料である。2012年末のEURUSD相場の水準について我々は現在、1.20と予想している。だが、年明け以降の相場展開を考えると、年末を待たずして早い時期にEURUSD相場が1.20のレベルに達する可能性も否めない。ユーロ圏は今年、世界的に見ても深刻なデレバレッジの影響を経験することになるであろう。また、緊縮財政は今後も続く。さらに、新自己資本比率規制の達成を目的とした銀行の資産圧縮の動きは、ユーロ圏における信用収縮の持続を意味し、成長見通しに悪影響を及ぼそう。

第1四半期においては、CADやAUDに対してEURペアのポジションを選好したい。AUDやCADは、限定的なリスクラリーの恩恵に与ることができるであろう。また、AUDに関しては目先、年が変わってリスク選好が回復している点が追い風となろう。CADの場合には、予想に反して良好な内容の米国経済の発表や石油価格の堅調な推移が下支え要因になっている。

## コモディティ投資戦略

原油: 地政学情勢の影に隠れて見えない軟化基調  
Hussein Allidina (ニューヨーク) +1 212 761-4150

中東地域における新たな地政学的な緊張を背景に、石油価格は再び110ドル/バレルを上回る水準へ押し上げられている。これは、今年上半期に軟調な推移を予想している我々の見方に反した展開である。我々は昨年9月下旬、( )リビアの原油生産の増加および供給混乱の収束、( )マクロ環境悪化の継続、そして( )市場不均衡に対して石油輸出機構(OPEC)の緩慢な対応ぶりを理由に、原油価格見通しを引き下げた。実際、上記( )~( )については、概ね我々が予想した通りの

展開となっている。しかしながら、新たな供給停止や地政学的緊張の高まりが足元、結果的に価格下支えに寄与する格好となっている。特に、イランによるホルムズ海峡封鎖の威嚇が、原油価格のリスクプレミアムを押し上げている(ホルムズ海峡を通じて移送される原油は日量1500~1700万バレル)。当面の間は、石油価格の動向は地政学情勢に左右される展開が続く可能性がある。しかしながら、以前に述べた通り、基本的なファンダメンタルズは依然として低調で、悪化傾向にある。季節需要の増加にもかかわらず、昨年10月以降タイムスプレッドは低下している。季節的に需要が鈍化する時期を迎えるにつれて、ファンダメンタルズの悪化には拍車がかかると予想される。

中東地域における緊張が沈静化すれば、原油価格に織り込まれているリスクプレミアムは縮小し、原油価格は下落しよう。地政学情勢の専門家との意見交換の結果を踏まえ、我々は現在、供給混乱が生じてもそれは短命に終わり、混乱の影響は戦略石油備蓄(SPR)の放出により十分に吸収可能と考えている。イランが一時的にホルムズ海峡を封鎖する行動に出た場合でも、通常ホルムズ海峡を経由して移送される原油のうち日量540万バレルは他のルートを利用して輸送が可能と思われる。また、仮に海峡が封鎖されても、数週間以内に封鎖は解除されるというのが専門家の見方である。海峡封鎖のインパクトが日量1000万バレルに限定され、封鎖期間が3週間と想定した場合、海峡封鎖による供給への影響は戦略石油備蓄の放出により比較的容易に相殺することができるであろう。確かに、歴史的に見て、原油価格は地政学的な出来事を背景に上昇する傾向にある。だが、価格上昇の期間は通常、失われる生産量に左右される。我々は、生産量が大幅に落ち込む可能性は低いと予想している。しかしながら、万が一混乱が長期化する事態に備え、投資家には、デルタが低いアウト・オブ・ザ・マネーのオプションの購入を通じて保険をかけることを奨めたい。

イラン産原油に対して欧米諸国が厳格な禁輸措置を発動した場合でも、イランは他の地域(特に中国をはじめとするアジア諸国やアフリカ諸国)に代わりの販路を見出すことが可能と思われる。しかしながら、米国の非難を受けてまでもアジア諸国などにイラン産原油の購入を増やしてもらうには、イランは割引価格で原油を販売しなければならないであろう。したがって、欧州が禁輸措置に動いた場合、その真のインパクトは、アジアの消費者が割高なアジア産原油から割安なイラン産原油へシフトする動きを見せることを考えれば、ブレント原油とアジア産原油の間のスプレッド縮小と言えるのかもしれない。同時に、原油の調達先が限定される中、欧州の消費者は、縮小したパイを競う格好となり、これは相対的にブレント原油に対する需要を押し上げる可能性がある。

弊社米国株式担当ストラテジスト Adam Parker の見解: 供給制約が石油価格に大きなインパクトを及ぼし得る点については十分に認識しているが、相対的に脆弱なマクロ環境を鑑み、今年はエネルギー・セクターをアンダーウェイトにしたい。我々の分析によると、供給不安により石油価格が押し上げられる場面ではエネルギー・セクターはアンダーパフォームする傾向にある。何故なら、供給不安は通常、地政学的リスクを反映しており、リスク回避傾向の強い環境が醸成されるからである。

本レポートに記載されている情報の一部は、Morgan Stanley が店頭外国為替市場において世界の機関投資家/富裕個人顧客との間で行った取引から編集したものです。特定の顧客の原取引が特定できないように、データは集計・匿名化または編集されています。データを編集、解釈して分析するにあたり、Morgan Stanley は、顧客の口座の分類に関して一定の仮定をしており、当該仮定は経時的に変更されることがあります。集計されたデータが、本レポートにおいて言及されている特定の種類の顧客の取引パターンまたは市場における取引傾向を反映するものであると表明するものではありません。

## 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. 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・規制下にあり、調査レポートの内容に対して法的責任を負うことに同意し、Morgan Stanley Research により発生した、または関連するすべての事象について問い合わせ先となります) ; Morgan Stanley Taiwan Limited ; Morgan Stanley & Co. International plc, Seoul Branch ; Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N. 67 003 734 576. 同社はオーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス 233742 の保有者であり、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています) ; Morgan Stanley Smith Barney Australia Pty Ltd (A.B.N.19 009 145 555. 同社はオーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス 240813 の保有者であり、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています) ; Morgan Stanley India Company Private Limited ならびにこれらの関係会社(総称として "Morgan Stanley")。本レポートで言及されている銘柄に関わる重要な開示情報、株価チャートおよび株式投資判断履歴は、www.morganstanley.com/researchdisclosures でご覧いただけます。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management 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ならないこと、かつ受領する予定のないことを証明いたします。: Greg Peters, Adam Parker.

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 は過去 12 カ月間に、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、主幹会社もしくは共同幹事会社を務めました: イタリア共和国、フランス共和国。

Morgan Stanley は過去 12 カ月間に、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: イタリア共和国、フランス共和国。

Morgan Stanley は今後 3 カ月間に、投資銀行業務に対する報酬を次の会社から受け取ることを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています: イタリア共和国、フランス共和国。

Morgan Stanley は過去 12 カ月の間に、各種商品および投資銀行業務以外の業務に対する報酬を次の会社から受領しています: イタリア共和国、フランス共和国。

Morgan Stanley は過去 12 カ月の間に、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: イタリア共和国、フランス共和国。

Morgan Stanley は過去 12 カ月の間に、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: イタリア共和国、フランス共和国。

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12月31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。

2012年1月11日  
Strategy Forum

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	1119	39%	460	44%	41%
Equal-weight/Hold	1231	43%	439	42%	36%
Not-Rated/Hold	104	4%	23	2%	22%
Underweight/Sell	427	15%	117	11%	27%
合計	2,881		1039		

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、特に断りがない限り、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/Dislosures/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 & Co. International PLCとその関係会社は次の会社が発行している負債性証券を相当量保有しています: イタリア共和国、フランス共和国。

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)をご覧ください。

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

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

Morgan Stanley Researchは、有価証券/金融商品の売上の申込みもしくは売上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があります。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 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る、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、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; 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併会社です。

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に基づいています。MSCI は、これらの予測、意見、予想およびトレーディング戦略を検討、承認ないし支持していません。Morgan Stanley は、MSCI 指数作成の決定に及ぼす影響または支配を及ぼしていません。Morgan Stanley の書面による同意がない限り、Morgan Stanley Research またはその一部を複製、販売もしくは再配布することはできません。Morgan Stanley Research は主に電子配信されていますが、印刷物として発行される場合もあります。推奨証券/金融商品についての追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

Morgan Stanley 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に基づいています。MSCI は、これらの予測、意見、予想およびトレーディング戦略を検討、承認ないし支持していません。Morgan Stanley は、MSCI 指数作成の決定に及ぼす影響または支配を及ぼしていません。

Morgan Stanley の書面による同意がない限り、Morgan Stanley Research 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