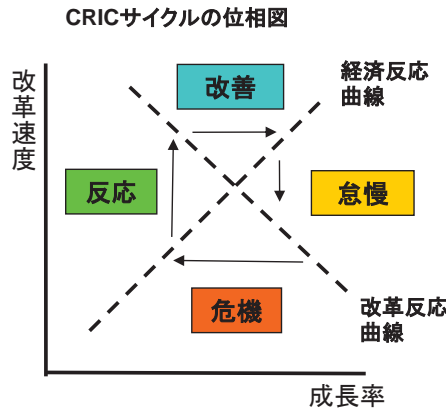


2014年6月

日本経済

# 日本経済 アベノミクスの静かな前進

- 世界経済の概況
- 日本経済
- 政策見通し
- 金融見通し
- 財政見通し(短期・長期的)
- ミクロ経済改革
- 市場見通し
- 円の行方
- 国債
- 日本株
- 労働力: 問題はここに、そして世界的にグローバル・エネルギー問題



MORGAN STANLEY MUFG RESEARCH  
Japan  
Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.  
ロバート・アラン・フェルドマン, Ph. D.  
チーフエコノミスト

日本経済、市場見通し

	2013	2014e	2015e
経済見通し	%		
GDP、暦年	1.5	0.9	1.1
年度	2.2	0.3	1.3
消費者物価*、暦年	-0.2	0.6	0.5
年度	0.2	0.6	0.5
市場見通し	年末		
円相場	105	108	121
10年国債利回り	0.73	1.05	—
TOPIX**	1302	1390	—

\* 食品、エネルギー、消費税を除く  
\*\* 2014年は、12ヶ月先、全てのケースの加重平均  
e = モルガン・スタンレー・リサーチ予測  
2014年3月16日時点  
出所: モルガン・スタンレー・リサーチ。

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。

## 2014年の世界経済見通し: 5つの重要な移行

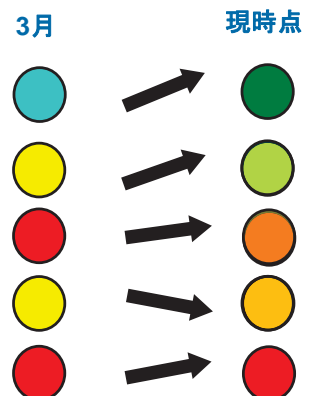
### 2014 Global Macro Outlook

#### 5つの重要な移行

5つの困難な移行がカギを握る: しかし、景気拡大がより健全で確かなより持続性のある後半へと向かうためには、世界中の政策当局が次に挙げる5つの重要で厄介な移行期を乗り切る必要があるだろう。

- 1 米国: QEから信頼し得る金利のフォワード・ガイダンスへ
- 2 日本: デフレから(緩やかな)インフレへ
- 3 欧州: 金融分断化から信頼し得る銀行同盟へ
- 4 中国: 国営企業とレバレッジ主導の成長から改革主導の成長へ
- 5 新興国市場: 破綻した伝統的な成長モデルから持続可能な新しい成長モデルへ

MORGAN STANLEY RESEARCH  
GLOBAL ECONOMICS TEAM  
Coordinators of this publication  
Joachim Fels  
Manoj Pradhan  
Patrik Drozdik  
Sung Woen Kang  
Philipp Erfurth



世界経済見通し： 興奮はしないが改善は改善

### Morgan Stanley Real GDP Forecasts

%Y	2013	2014e		2015e	
		Mar	Jun	Mar	Jun
<b>GLOBAL</b>	<b>3.0</b>	3.4	<b>3.2</b>	3.7	<b>3.7</b>
<b>G10</b>	<b>1.2</b>	2.0	<b>1.8</b>	2.1	<b>2.2</b>
US	<b>1.9</b>	2.7	<b>2.1</b>	2.8	<b>2.8</b>
EA	<b>-0.4</b>	0.9	<b>1.0</b>	1.2	<b>1.5</b>
Japan	<b>1.6</b>	0.9	<b>1.1</b>	1.1	<b>1.1</b>
UK	<b>1.7</b>	2.8	<b>3.1</b>	2.4	<b>2.7</b>
<b>EM</b>	<b>4.8</b>	4.7	<b>4.5</b>	5.2	<b>5.2</b>
China	<b>7.7</b>	7.2	<b>7.0</b>	7.4	<b>7.2</b>
India	<b>4.7</b>	5.2	<b>5.2</b>	6.0	<b>6.3</b>
Brazil	<b>2.5</b>	1.5	<b>1.0</b>	1.1	<b>0.9</b>
Russia	<b>1.3</b>	0.8	<b>0.8</b>	2.1	<b>1.9</b>

Source: Morgan Stanley Research forecasts

June 8, 2014

MORGAN STANLEY RESEARCH

**Global Macro Outlook**  
Boring But Better!

MORGAN STANLEY RESEARCH  
GLOBAL ECONOMICS TEAM  
Coordinators of this publication  
Joachim Fels  
Manoj Pradhan  
Ptryk Drozdziak  
Sung Woen Kang  
Philipp Erfurth

e = モルガン・スタンレー予測

円安： 2014年は小幅、2015年はより大幅に

### Morgan Stanley Global Currency Forecasts

Global FX Strategy Team

	2014			2015				2016
	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
EUR/USD	1.35	1.33	1.31	1.27	1.24	1.20	1.23	1.23
USD/JPY	98	102	105	108	113	115	115	114
GBP/USD	1.72	1.75	1.76	1.69	1.66	1.63	1.60	1.57

MORGAN STANLEY RESEARCH  
GLOBAL STRATEGY TEAM

June 8, 2014

MORGAN STANLEY RESEARCH

**Global Macro Outlook**  
Boring But Better!

弊社は今年については緩やかな円安を、しかし2015年はより大幅な円安を予想。

今年、FRBがゼロ金利を維持する一方、日銀は真夏以降に追加の緩和策を打つてくると予想。

2014年半ばには実質失業率がNAIRU(インフレ非加速的失業率)を下回ることが予想されるが、実質的なインフレ圧力は弱いままで推移しそうだ。ただし米国債と日本国債間のスプレッド拡大が予想され、この動きは2014年円安に貢献しよう。

米国でインフレ圧力(実際のインフレ率とは反対に)の高まりが明らかになった時点で、FRBに対する市場の期待は、おそらく2015年春頃から、より具体的となると予想される。FRBが明確なシグナルを送る時点で、更なる円安が進行しよう。

Global Interest Rate Strategy Team

43bp → 90bp

155bp → 185bp

	2-Year Base					5-Year Base					10-Year Base				
	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
US	0.50	0.75	0.95	1.10	1.10	1.70	1.95	2.15	2.30	2.30	2.65	2.85	3.00	3.10	3.10
Germany	0.05	0.10	0.15	0.20	0.25	0.50	0.60	0.70	0.80	0.80	1.40	1.60	1.70	1.80	1.80
Japan	0.07	0.10	0.15	0.20	0.20	0.15	0.20	0.35	0.45	0.45	0.55	0.70	1.10	1.30	1.30

## 日本経済見通し：ケインズ的とりカーディアン的

## 日本経済見通し（前年比%）

	暦年				年度			
	2012	2013	2014e	2015e	2012	2013e	2014e	2015e
GDP成長率	1.4	1.5	1.1	1.1	0.7	2.3	0.3	1.3
国内需要	2.3	1.8	1.8	0.4	1.4	2.7	0.4	0.5
外需（寄与度）	-0.7	-0.2	-0.2	0.7	-0.7	-0.2	0.1	0.8
国内民間需要	2.4	1.2	1.9	0.4	1.4	2.3	0.3	0.6
民間最終消費支出	2.0	2.0	0.8	0.4	1.5	2.6	-0.7	0.9
民間住宅投資	2.9	8.9	3.0	-1.1	5.3	9.5	-1.8	1.0
企業設備投資	3.7	-1.5	7.9	1.1	0.8	2.6	4.1	1.9
民間在庫（寄与度）	0.1	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.4	0.2	-0.3
公的需要	1.9	3.5	1.4	0.3	1.4	4.1	0.7	0.1
政府消費	1.7	2.0	0.8	0.9	1.5	1.8	0.8	0.9
公共投資	2.8	11.4	3.4	-2.3	1.3	15.1	0.1	-3.6
財貨・サービスの輸出	-0.1	1.7	8.1	5.9	-1.2	4.7	7.0	6.4
財貨・サービスの輸入	5.3	3.4	10.4	1.7	3.7	7.0	6.8	1.6
GDPデフレーター	-0.9	-0.6	1.2	1.3	-0.9	-0.4	1.8	1.1
CPI(除生鮮、含消費税)	-0.1	0.4	2.7	1.7	-0.2	0.8	3.2	1.4
CPI(除生鮮、除消費税)	-0.1	0.4	1.2	0.9	-0.2	0.8	1.2	0.8
CPI(除食料・アルコール、消費税)	-0.6	-0.2	0.6	0.7	-0.6	0.2	0.6	0.8
名目GDP	0.5	0.9	2.3	2.4	-0.2	1.9	2.1	2.5
経常収支（対名目GDP比%）	1.0	0.7	-0.2	0.8	0.9	0.2	0.2	1.1
鉱工業生産	0.7	-0.8	3.9	2.2	-2.9	3.3	1.7	2.8
完全失業率（平均値、%）	4.4	4.0	3.7	3.6	4.3	3.9	3.6	3.6
世界成長率	3.2	3.0	3.2	3.7	--	--	--	--

注：e=モルガン・スタンレー・リサーチ予想(2014年6月9日現在)。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、経済産業省、総務省、日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ

	2014年度予想		
	政府	弊社	差
GDP成長率	1.4	0.3	1.1
民間最終消費支出	0.4	-0.7	1.1
民間住宅投資	-3.2	-1.8	-1.4
企業設備投資	4.4	4.1	0.3
民間在庫(寄与度)	0.2	0.2	0
政府消費	1.5	0.8	0.7
公共投資	-2.3	0.1	-2.4
財貨・サービスの輸出	5.4	7	-1.6
財貨・サービスの輸入	3.5	6.8	-3.3
GDP デフレーター	1.9	1.8	0.1
名目GDP	3.3	2.1	1.2

我々の見方と政府の見通しの最大の相違点は個人消費と設備投資の部分にある。消費増税と財政出動の削減が実質所得にもたらす下方圧力によってGDP成長を抑えようと考えている点において、我々はケインズ的である。一方、政府は、消費者や投資家が財政の変化の意味を理解し、支出し続けると考える点においてリカーディアン的である。どちらが正しいのか、明確な証左が得られるのは14年第3四半期になるだろう。

5

## 自民党総裁安倍氏の成長及び財政政策：2012年10月4日の記者会見(国会審議速報)より

## 成長はイノベーションが基本

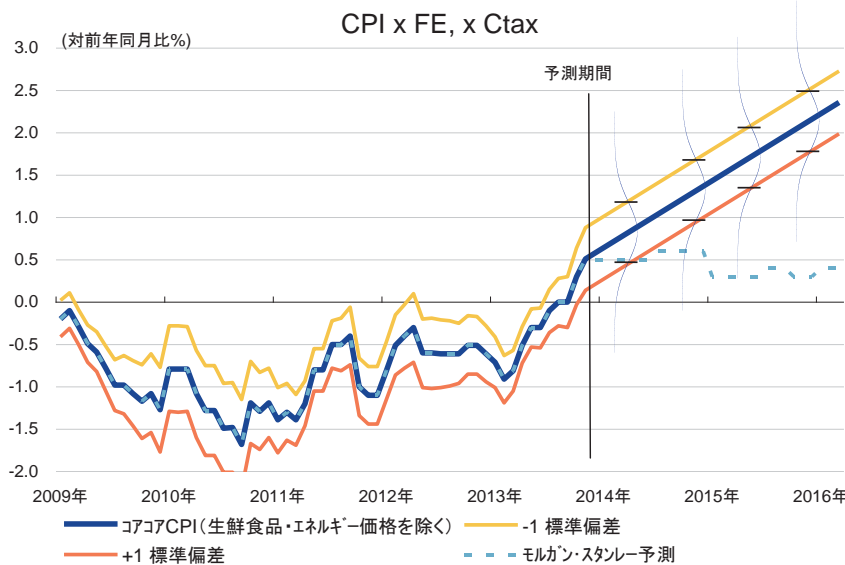
[成長は] やっぱりイノベーションですね。新しい技術や新しいビジネスアイデア、創造的な取り組みですね。このイノベーションの分野に国家支援を投入していくということが求められているんだらうと思いますね。たとえば安倍政権時代に世界のコンピュータ作る、スーパーコンピュータ京プランをスタートしました。ま、一回、世界一位になったんですがね。そしてそれを神戸で作ったんですが、神戸を中心に220社再生医療等々のですね、関連の企業が生まれました。ここで色々な難しい病気の、疾病の新薬の開発も行われています。このイノベーションがですね、まさに新しい技術を生み、生産性を上げ、新しい雇用を生み出している。日本の成長を押し上げていきたいと思います

## 歳出削減、デフレ脱却すれば、税収は上がり、財政再建になる

財政の健全化のためにはですね、削るものはしっかりと削っていく必要があります。そして税収を増やしていくためには、税率を上げるだけでは駄目なんですね。デフレ下においてなかなか税収は上がりにくいから、そのためにはやっぱりデフレから脱却をしていく必要があります。安倍政権下においては、デフレが緩和しました。そして円安傾向の中においてですね、輸出も伸びていく。税収は51兆円あった。それは名目GDPが513兆円あったからですね。しかし、歳出は81兆円に押さえ込みました。今40兆円しか税収が無いのに、94兆円使っていればですね、当然財政は悪化をしていくということになるんだらうと思いますね。そのためにもやっぱり成長が求められています。

6

## 証拠に基づいた金融政策: 日銀は大幅に逸脱する証拠が出て初めて政策に向けて動くであろう



日銀は追加的金融緩和策を示すことに躊躇しているが、多くの投資家は驚いている。

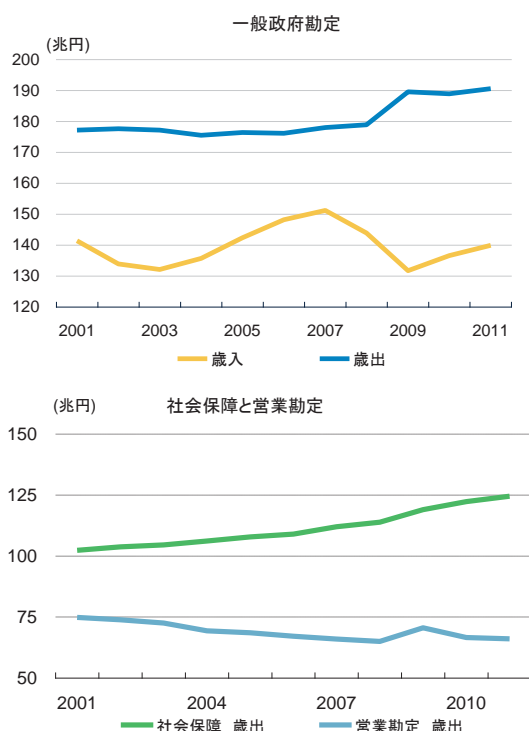
消費増税(4月1日実施)によって再びデフレへと逆戻りするリスクがあり、日銀の予防的な政策が示されることが多いにありえると投資家は考えている。

一方、日銀はそうは考えていない。むしろ、物価動向を示す事例証左は物価目標への道と整合性があり、2015年度に2%の物価上昇率達成に向かって順調に進んでいると見ている。

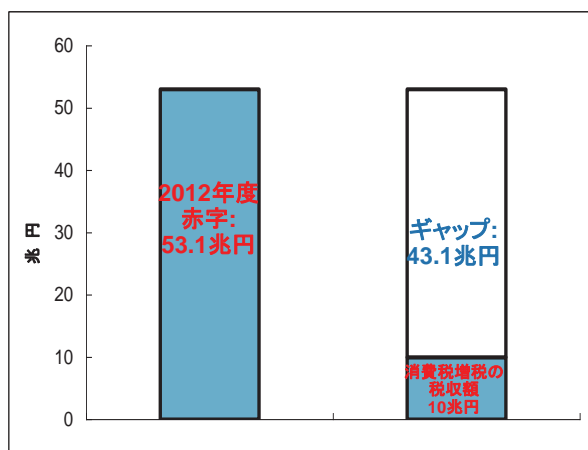
物価目標への道に対する弊社の見通しによれば、消費者物価指数の前年比変化率は、7月のデータを3ヶ月連続して1標準偏差以上下回ると思われる。

注: 予測期間はモルガン・スタンレー推計  
出所: 内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

## 2匹のワニ: (1) 歳入と歳出、(2) 社会保障歳出と営業歳出



2012年度、一般政府の財政赤字(推計値、兆円)



消費税議論は付随的な意味しかもたない。計画どおり事が運んだとしても、消費増税がもたらす歳入は約10兆円にすぎず、これに対して2012年度の財政赤字は53兆円。

この赤字額は非常に大きいため、考え得る増税では是正することはできない。

出所: 内閣府、国民経済計算、モルガン・スタンレー推計

### 財政安定化への道：3つの財政再建の将来

どのような財政再建シナリオが可能だろうか？  
選択肢を簡単に要約してみよう。

まず、「何もしない」シナリオ。このケースでは、  
財政赤字が81兆円に上る。基礎収支は依然赤字  
のため、負債比率は急騰しよう。

内閣府のシナリオはどうだろうか？

明白な歳出・歳入の内訳の数字は出していない。  
ただ、明言された前提条件と35兆円の赤字  
から逆算できる数字は多い。我々の推計で  
はあるが、総歳出額の対GDP比は2012年の  
42.8%から2020年には40.2%になる。人口動  
向を考慮に入ると、高齢者向けの1人当たり  
実質社会保障歳出が名目ベースでも下がり、  
実質ベースでは17%減となる。

#### さらに .....

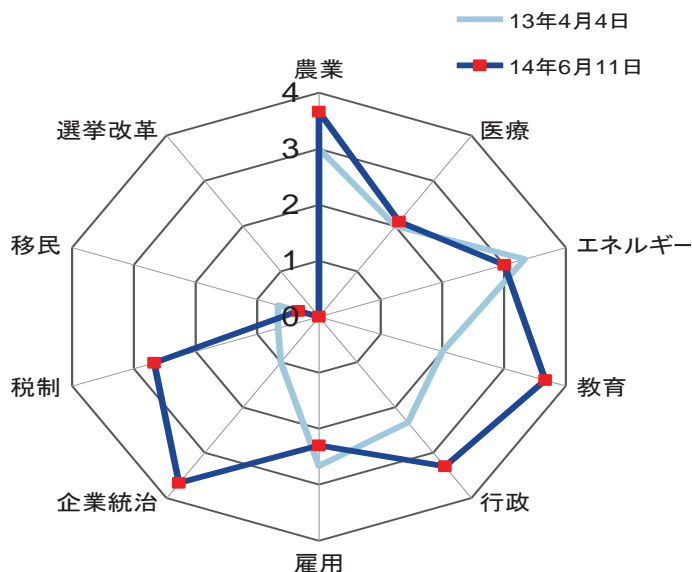
内閣府はこのシナリオではGDPに対する負債  
比率を安定させるために充分ではないとして  
いる。充分でないなら、どうすればいいのだから  
か？

	2012年推計 推定規模	2020年のシナリオ		
		なにもなし	想定する内閣府のシナリオ	債務比率安定、1/2増税
一般政府収支 (+は借入を示す) (兆円)	53.1	81.4	34.8	14.7
一般政府収支(対GDP比%)	11.2%	13.1%	5.6%	2.4%
対GDP比基礎的財政収支 (-は黒字を示す)	10.3%	8.9%	1.4%	-1.8%
対GDP比歳出	42.8%	45.6%	40.2%	40.3%
1人当たり歳出、65歳以上、100万円	3.1	3.4	2.9	2.5
実質2012年比の削減率	--	0.0%	-16.7%	-26.9%
対GDP比歳入	31.6%	32.5%	34.6%	37.9%
消費税率	5.0%	5.0%	10.0%	16.7%

出所：モルガンスタンレー・リサーチ

答：赤字を約14.7兆円削減しなければならないであろう。全調整幅の半分を増税、残り半分を歳出削減の組み合わせとする。結果、対GDP比歳入が37.8%まで上がり、対GDP比歳出が40.3%に減少する。これらの調整幅から、非課税項目が全くない場合、消費税率が16.7%と示され、さらに高齢者向けの1人当たり実質社会保障歳出が26.9%削減される。このシナリオが、2020年までに起こり得るのではないかと思われる。

### 第三の矢：一部の分野ではそれなりの進展...



税制改革はゆっくりと進展しているが、  
本格的な雇用改革の実施は雇用改革  
特区に限定される一しかも、その規模  
はさほど大きくない可能性がある。

全ての分野で欠けている重要な要素は  
財政面の議論一すなわち、歳出のあり  
方をどの程度まで変え、新しい取り組  
みの財源を捻出するために何を削るの  
か。

評価判断： A=4, B=3, C=2, D=1, F=0; + と - はそれぞれポイントの1/3として数える

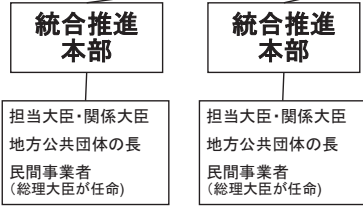
出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

## 国家戦略特区：速やかに動ける構造に

CSSZは基本方針を策定し各地域内の区域方針を吟味。

### 国家戦略特別区域諮問会議 (CSSZ)

特区ごとの統合推進本部は特別区域計画の作成をし、CSSZの承認を得る。



#### 国家戦略特別区域諮問会議 議員

議長	安倍 晋三	内閣総理大臣
議員	麻生 太郎	財務大臣 兼 副総理
同	新藤 義孝	内閣府特命担当大臣(国家戦略特区)兼 地域活性化担当大臣
同	菅 義偉	内閣官房長官
同	甘利 明	内閣府特命担当大臣(経済財政政策)兼 経済再生担当大臣
同	福田 朋美	内閣府特命担当大臣(規制改革)兼 行政改革担当大臣
有識者	秋池 玲子	ホストコンサルティンググループ パートナー&マネージング・ディレクター
同	坂根 正弘	株式会社小松製作所相談役
同	坂村 健	東京大学大学院情報学環・学際情報学府教授
同	竹中 平蔵	慶應義塾大学総合政策学部教授
同	八田 達夫	大阪大学社会経済研究所招聘教授

#### 医療

- 外国人一般に対する診療の認可
- 病床の新設・増床の容認
- 保険外併用療養の拡充
- 医学部新設に関する検討

#### 雇用

- 雇用条件の明確化
- 有期労働契約の特例 (全国規模)

#### 教育

- 公立学校運営の民間への開放

#### 都市再生・まちづくり

- 容積率規制
- 道路占用基準の緩和
- 滞在施設の旅館業法の適用除外
- 歴史的建築物に対する特例

#### 農業

- 農業委員会と市町村の事務分担
- 農業への信用保証制度の適用
- 農家レストランの農地区域内設置の容認
- 農地生産法人の要件緩和

#### 戦略特区諮問会議の運営規則から

##### 第4条2 (議事)

議事を決するに当たり、議長は出席議員全員の同意を得るよう努めなければならない。

##### 第4条3

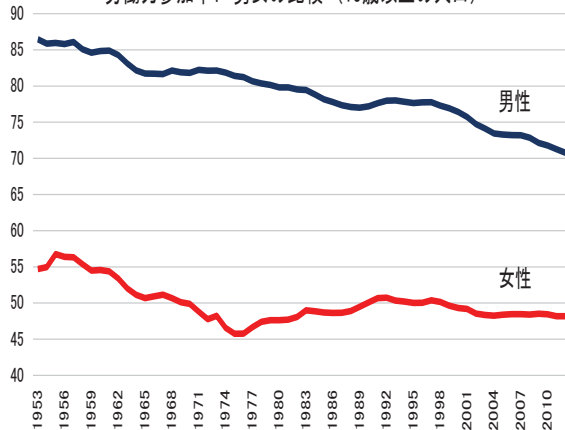
前項の規定にかかわらず、全員の同意を得られない場合には、議長が会議の議論を踏まえた上で、議事を決する。

この条項は国家戦略特区で実施する政策に関する極めて強力な決定権を首相に与えている。今後、安倍首相にとって最大の試金石は、民間議員の提言をどこまで積極的に採用するかという点になる。情報開示が国家戦略特区諮問会議の影響力を高めよう。

出所：首相官邸、モルガン・スタンレー・リサーチ 11

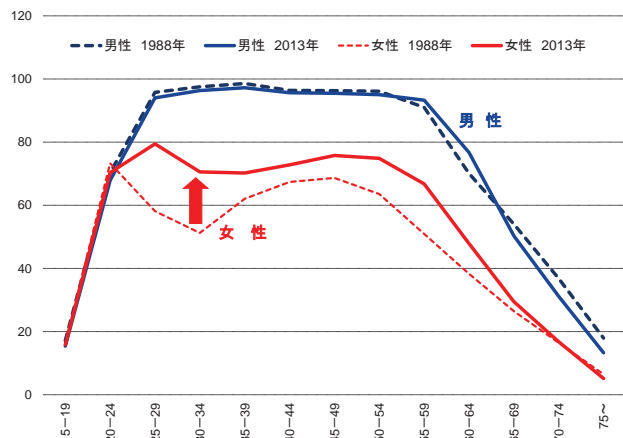
## 高齢化のため男性の労働力参加率は減少している。女性は高齢化でも安定している。

労働力参加率：男女の比較 (15歳以上の人口)



出所：総務省、労働力調査、モルガン・スタンレー推計

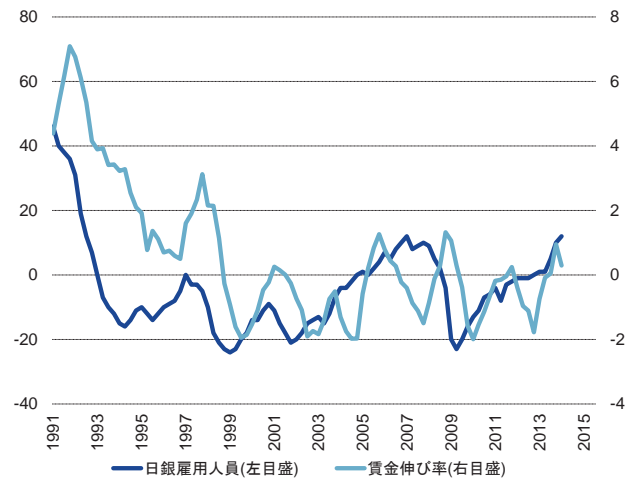
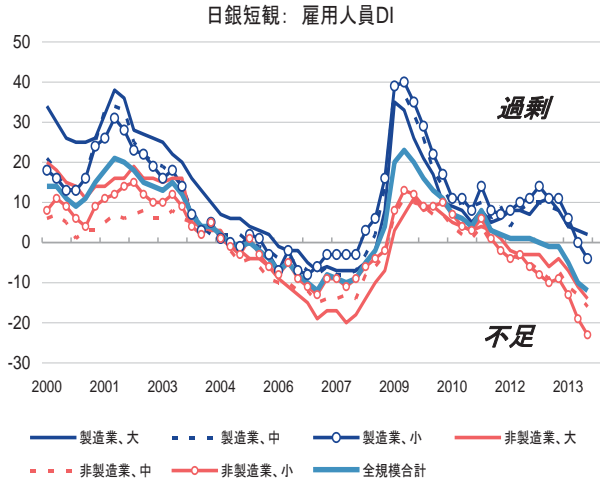
労働力参加率 1988 vs 2013



出所：総務省、労働力調査、モルガン・スタンレー推計

様々な年齢層における女性の労働力率の上昇が女性全体の労働力率の低下に十分歯止めをかけている。

既に労働力不足が見られ、雇用人員に対して賃金は約1年遅れをとる



注：プラス値は人余りを、マイナス値は人手不足を示している。  
出所：日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ

出所：日本銀行、厚生労働省

茅陽一教授の方程式：シナリオ比較

$$\text{エネルギー使用量} = (\text{エネルギー効率}) \times (\text{生活水準}) \times (\text{人口})$$

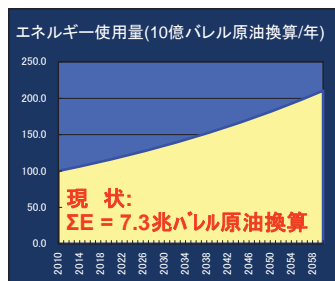
$$E = (E/Y) * (Y/N) * N$$

単位	2035年			2060年		
	現在	暗雲	青空	現在	暗雲	青空
エネルギー使用量	721.2	929.2	349.7	1127.2	1422.8	330.3
エネルギー効率 = E/Y	5.5	7.2	2.5	3.9	6.9	0.9
生活水準 = Y/N	16.4	14.0	19.7	31.8	17.6	50.1
人口 = N	8.1	9.1	7.1	9.1	11.7	7.1
成長率	2010-2035年			2035-2060年		
エネルギー使用量	1.3%	2.4%	-1.5%	1.8%	1.7%	-0.2%
エネルギー効率	-1.3%	-0.2%	-4.4%	-1.4%	-0.2%	-3.9%
生活水準	2.2%	1.6%	3.0%	2.7%	0.9%	3.8%
人口	0.5%	1.0%	0.0%	0.5%	1.0%	0.0%
累積総合エネルギー使用量	2010-2035年			2010-2060年		
1兆バレル原油換算	3.1	3.5	2.2	7.3	9.7	3.5

\* q : = 10<sup>15</sup> BTU

確定埋蔵量と推定シェールガス埋蔵量

エネルギー源	データ源	埋蔵量(兆バレル原油換算)
原油	BP	1.2
ガス	BP	1.1
石炭	EIA	3.4
小計		5.8
シェールガス	EIA	1.2
総計		7



原油、石炭、伝統的ガス、シェールガスの確定埋蔵量の合計にほぼ一致

出所：BP, EIA, モルガン・スタンレー・リサーチ換算

## 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、次のクライアント・サポート・チームまでご連絡ください。米国/カナダ +1 800 303-2495; 香港 +852 2848-5999; ラテンアメリカ +1 718 754-5444 (U.S.); ロンドン +44 (0)20-7425-8169; シンガポール +65 6834-6860; シドニー +61 (0)2-9770-1505; 東京 +81 (0)3-6836-9000。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/conflict/policiesにてご覧いただけます。

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

Morgan Stanleyに関する情報を除き、Morgan Stanley Researchは公開情報に基づいています。Morgan Stanleyは信頼性の高い、包括的な情報を利用するよう最大限の努力を払っていますが、その正確性もしくは完全性については何らの表明もいたしません。当該企業を株式調査対象から除外しようとする場合を除いて、Morgan Stanley Researchに記載されている情報または見解に変更が生じても、Morgan Stanleyはそれを通知する義務を負いません。投資銀行部門の従業員を含む、Morgan Stanleyの他部門の従業員は、Morgan Stanley Researchで示されている事実や見解を検討していません。また、Morgan Stanley Researchで示されている事実や見解は、他部門の従業員が知り得た情報を反映していないこともあり得ます。

Morgan Stanleyは本レポートで推奨されている投資や見解と異な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。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いません。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なります。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す。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会社が配布しています。ブラジルではMorgan Stanley C.T.V.M. S.A.; 日本では、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.および商品に関する調査レポートに限りMorgan Stanley Capital Group Japan Co., Ltd.; 香港では、Morgan Stanley Asia Limited; シンガポールでは、Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (登録番号199206298Z) および/またはMorgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (登録番号200008434H) (前2社はMonetary Authority of Singaporeの監督・規制下であり、調査レポートの内容に対して法的責任を負うことに同意し、Morgan Stanley Researchにより発生した、または関連するすべての事象について問い合わせ先となります); オーストラリアでは、Australian Corporations Actで定義されている「wholesale clients」を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス233742の保有者であるMorgan Stanley Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576 (同社はまた、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています); オーストラリアでは、Australian Corporations Actで定義されている「wholesale clients」と「retail clients」を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス240813の保有者であるMorgan Stanley Wealth Management Australia Pty Ltd A.B.N. 19 009 145 565 (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(以下「発行体」)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, Niederfassung Deutschland; ス페인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、Prudential Regulatory Authorityの認可を受け、Financial Conduct Authority (FCA)の規制下にある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条の範囲内で承認しています。英国では、Financial Conduct 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USE 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。

15

## 情報開示セクション(続き)

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) により配布されており、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) により配布されており、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。

16



The Americas	Europe	Japan	Asia/Pacific
1585 Broadway New York, NY 10036-8293 United States +1 212 761 4000	20 Bank Street, Canary Wharf London E14 4AD United Kingdom +44 (0)20 7425 8000	1-9-7 Otemachi, Chiyoda-ku Tokyo 100-8104 Japan +81 (0) 3 6836 5000	1 Austin Road West Kowloon Hong Kong +852 2848 5200