

Morgan Stanley

2009年11月26日

Research
Japan

国土交通省 成長戦略会議

内なる国際化の展開

モルガン・スタンレー証券株式会社

高木 敦

MORGAN STANLEY RESEARCH

Morgan StanleyはMorgan Stanley Research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、Morgan Stanley Researchの客観性に影響を及ぼす場合があり得ることをご承知おきください。Morgan Stanley Research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。

アナリストによる証明、ならびに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。

日本の成長戦略策定のための基本観

1. 一人当たりGDPの上昇

量の拡大・シェアの拡大から質の向上・適正利潤の確保に大きく舵をとる。

2. 国際化の進展

外に対する国際化は内に対する国際化と同義。
グローバル化が避けられないのであれば、国内基準をグローバル基準にあわせる。

3. 投資機会の創出

人口減少、都市・地方格差の拡大、財政赤字の膨張をクリアするには、
1,400兆円の個人金融資産の有効活用と海外からのヒト・モノ・カネの流入を進展させる仕組みづくり。

4. 発信力の強化

国家レベルにおけるIR活動の必要性。
日本のビジョンを語り、現実とのギャップを認識し、どの程度の時間をかけ何をクリアしていくのかを世界に発信する。世界に対する発信力の強化は国民に対する発信力と同義。

成長戦略策定のための提言

1. 「日本の成長戦略」 国民が安心・安全に暮らせるインフラの維持と魅力ある地域社会の実現

- ・ 現状認識 日本GDPに対する建設市場額の比率は欧州諸国並み。
- ・ 課題
 - 1) 維持修繕、更新投資の規模と時間軸についてのデータが無い→定量化の試み
 - 2) 必要とされる投資額と公共事業予算のギャップをどういう形で埋めるのか→PFI、PPP、民営化
 - 3) 公共事業予算削減のなかで建設業界は雇用調整産業では無くなった→官公需法
- ・ 提言 長期インフラビジョンの策定→全体像を定量的に把握し、政治主導によって優先順位を決定

2. 「建設業界の国際化の進展」 内なる改革の必要性

- ・ 現状認識 07～08年度時点で業界トップゼネコンが建設事業において営業赤字の状態であった
- ・ 課題
 - 1) 発注者（官民ともに）、エンドユーザーの認識不足→透明性の確保
 - 2) 受注高至上主義→適正利潤の確保に向けた取組み
 - 3) 一物多価のコスト→本当の原価開示の必要性
- ・ 提言 個別物件の損益開示→入札契約制度や業界構造改革、国民の不信感を解消する第一歩

提言 1

「日本の成長戦略」 国民が安心・安全に暮らせるインフラの維持と魅力ある地域社会の実現

- ・ 提言 長期インフラビジョンの策定→全体像を定量的に把握し、政治主導によって優先順位を決定

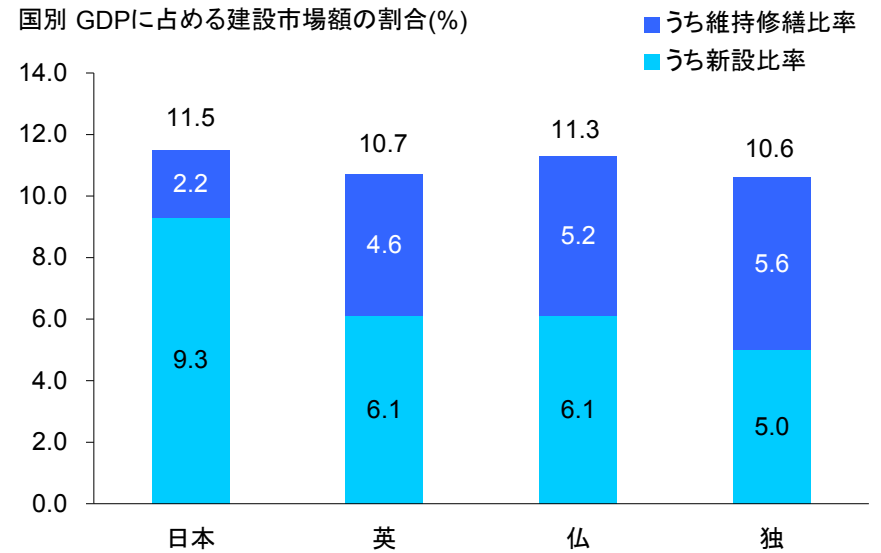
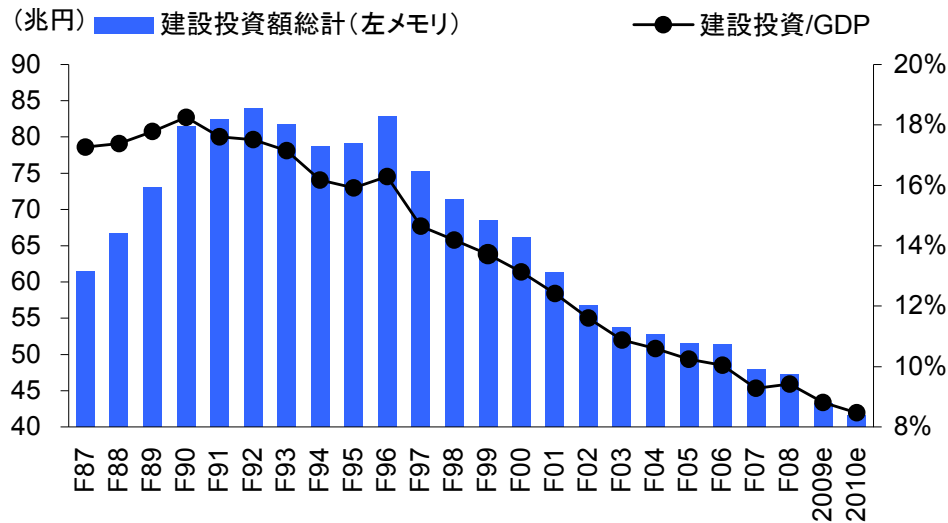
- ・ 現状認識 日本のGDPに対する建設市場額の比率は欧州諸国並み。

- ・ 課題 1) 維持修繕、更新投資の規模と時間軸についてのデータが無い→定量化の試み
 2) 必要とされる投資額と公共事業予算のギャップをどういう形で埋めるのか→PFI、PPP、民営化
 3) 公共事業予算削減のなかで建設業界は雇用調整産業では無くなった→官公需法

日本のGDPに対する建設市場額は欧州諸国と同程度まで低下

日本の建設投資はピーク比約半分

建設投資（新設）と維持修繕を合算した建設市場額のGDP比率は欧州諸国並み



e= 建設投資は建設経済研究所予想、GDPはモルガン・スタンレー・リサーチ予想
出所：国土交通省、モルガン・スタンレー・リサーチ

出所：総務省、日本銀行、建設経済研究所、OECD、National Account等

これが日本の建設市場の現状である

日本の建設市場の最大の問題は維持・修繕

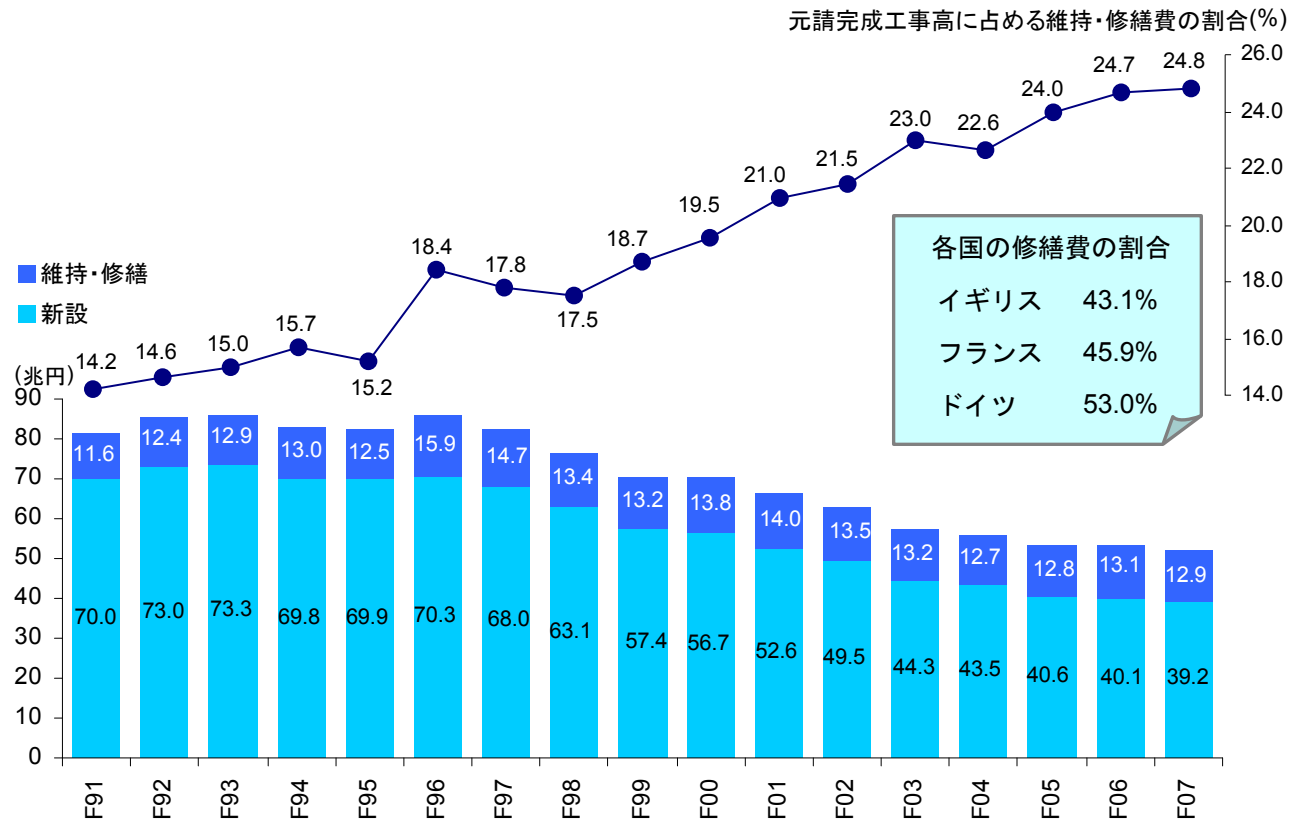
(2007年現在)	日本	米	英	仏	独	韓国
Ig/GDP(%)	3.1 ¹	2.6	1.8	3.3	1.5	---
名目GDP(兆円)	515.8	1,622.3	326.5	301.6	393.0	112.5
建設市場額(兆円)	59.1 ²	---	35.0	34.0	41.7	---
対GDP比(%)	11.5	---	10.7	11.3	10.6	---
建設投資額(兆円)	47.9	137.6	19.9	18.4	19.6	20.6
平均増加率(07年/02年)(%)	-3.4	5.9	3.0	4.3	-3.9	18.1
対GDP比(%)	9.3 ³	8.5	6.1	6.1	5.0	18.3
建設業者数(千社)	524 ⁴	725	192	318	328	73
就業者数(全産業)(千人)	64,120	146,047	29,100	25,628	38,163	23,433
建設業就業者数(千人)	5,520	11,859	2,388	1,758	2,527	1,850
全就業者に占める割合(%)	8.6 ⁵	8.1	8.2	6.9	6.6	7.9

注：Ig=一般政府固定資本形成、建設市場額=建設投資額+維持・修繕額、日本の建設市場額と建設投資額は年度ベース
ドイツの建設業者にはレンタル業者も含む。
為替レートは1ドル=117.76円、1ユーロ=162.13円、1ポンド=236.03円、1ウォン=0.127円

出所：総務省、日本銀行、建設経済研究所、OECD、National Account等

維持・修繕比率は上昇しているが、維持・修繕マーケットの拡大はこれから

これまでの維持・修繕比率上昇は新設の低下が原因、
今後、維持・修繕マーケットそのものの拡大が予想される

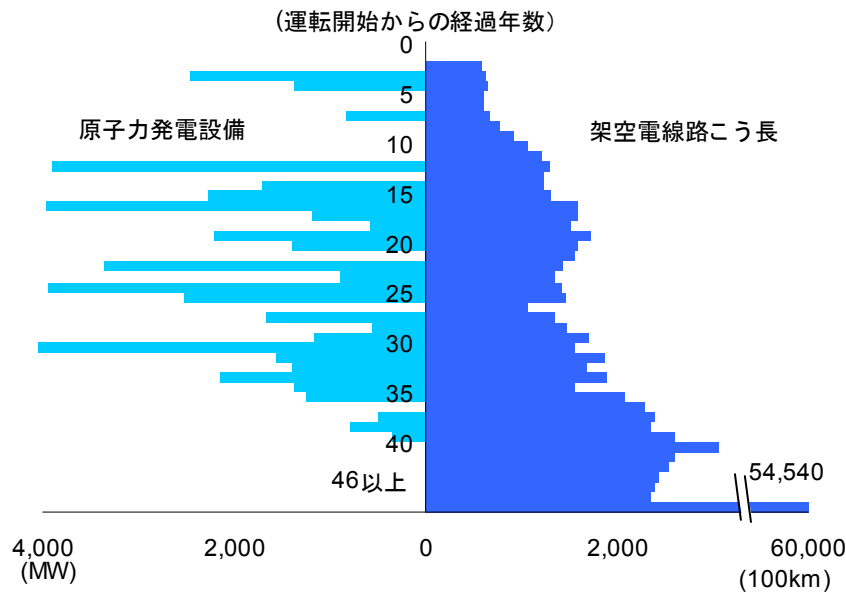


出所：国土交通省

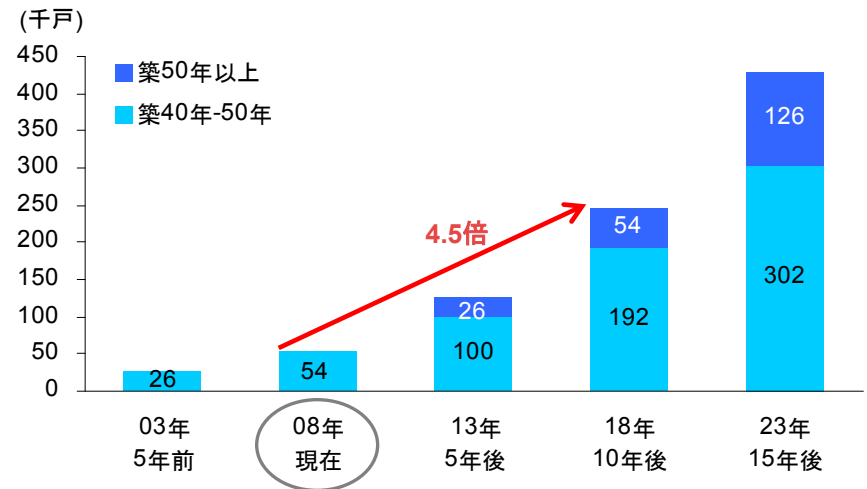
個別のデータはあるが、全体像のデータと必要とされる総費用が不透明

社会インフラは公共、準公共、民間、全てが老朽化

電力インフラの老朽化



マンションの老朽化



注：設備交換や改良工事が実施されているため、実際の設備年齢はここに示す運転時からの経年数を下回っている可能性がある

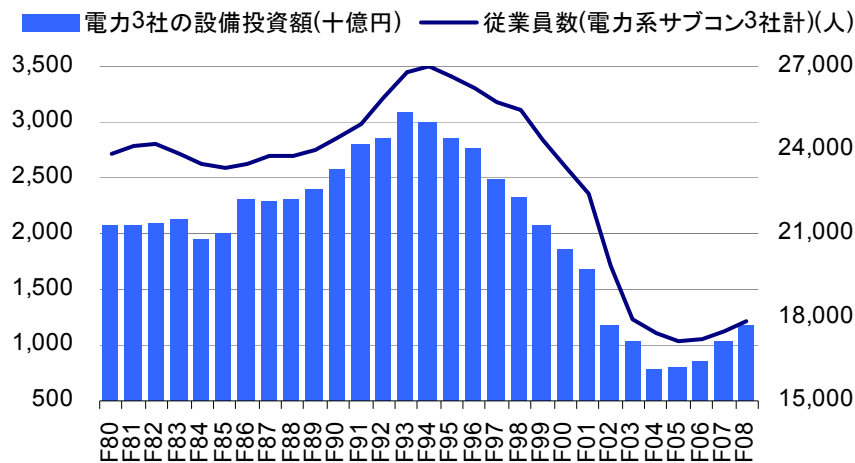
出所：電気事業連合会、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

出所：東京都

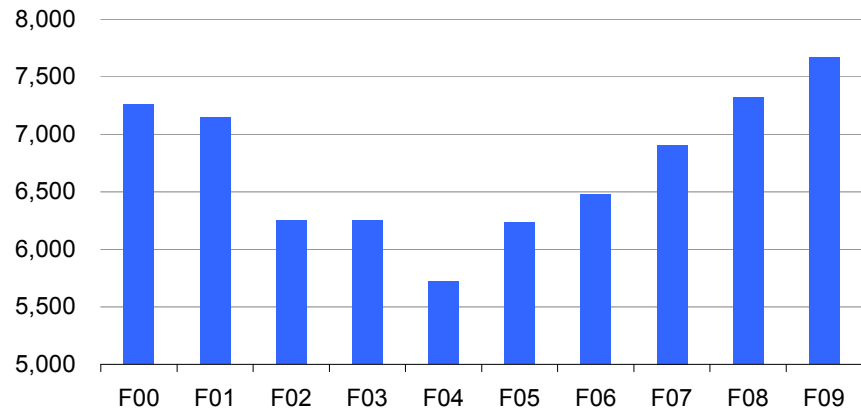
大幅に減少した電力設備投資は増加傾向、社会資本ストックの高齢化の進展が著しい東京都の投資的経費も拡大傾向

施工人員がボトルネックに？

大都市ほど深刻



東京都の投資的経費 (億円)

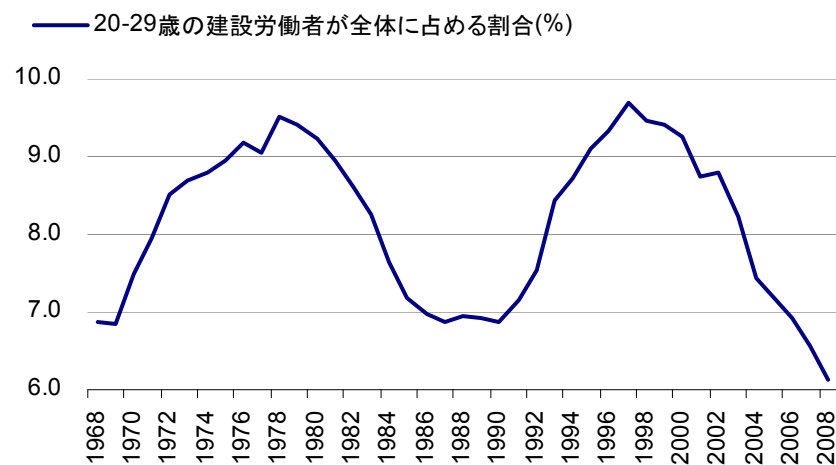


注：電力3社とは東京電力、関西電力、中部電力
電力系サブコン3社とは関電工、きんでん、トーエネック
出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

注：09年度は当初予算ベース
出所：東京都よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

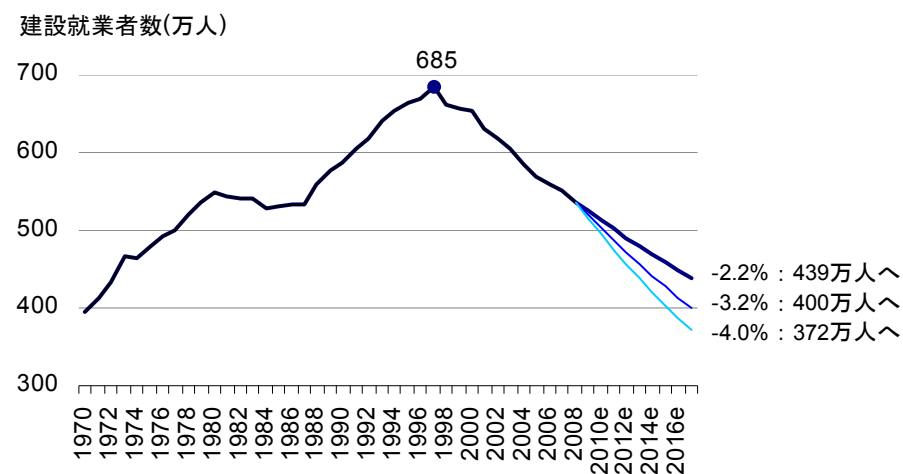
建設投資循環に関係なく減り続ける建設業就業者

日本全体の問題ではあるが



出所：総務省

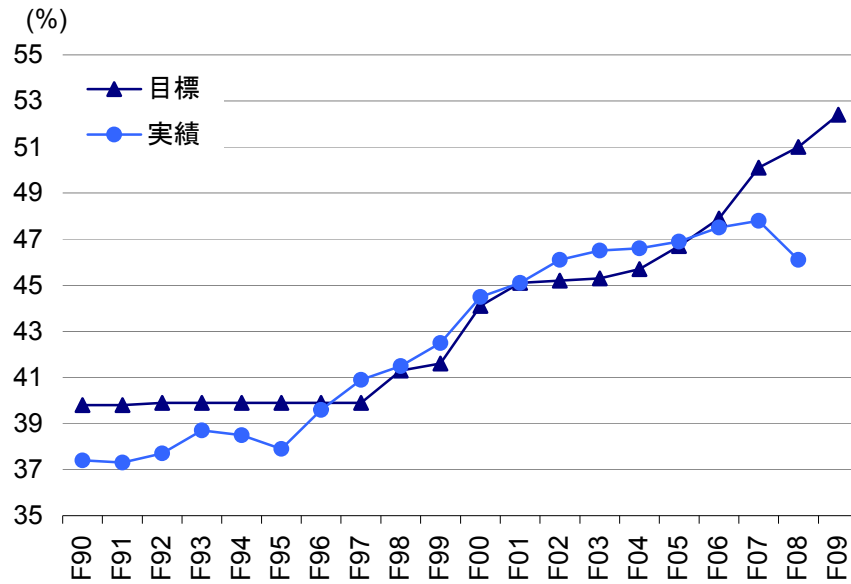
循環しない建設業就業者数



e= モルガン・スタンレー・リサーチ予想
 出所：総務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

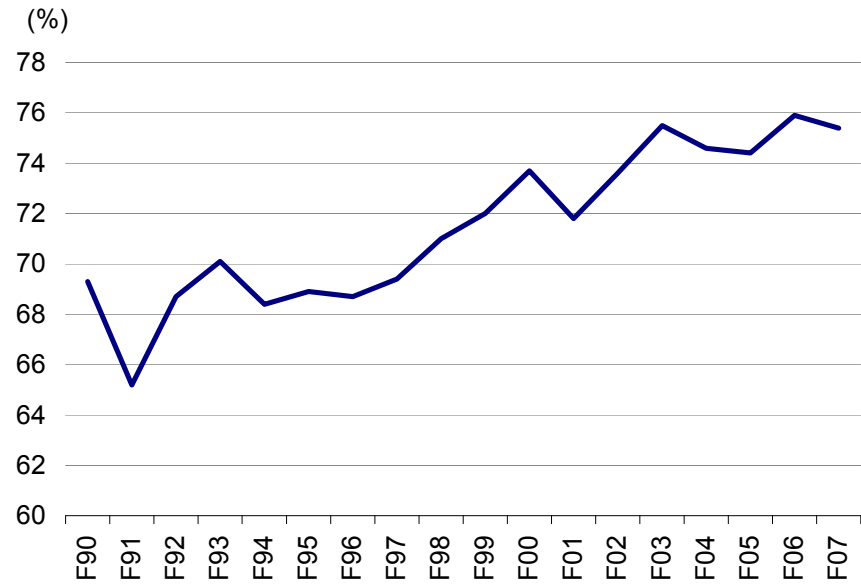
国の予算の約5割、地方の予算の約75%が優先発注されている

国等の中小企業向け官公需
年度別目標・実績額の推移



出所：中小企業庁

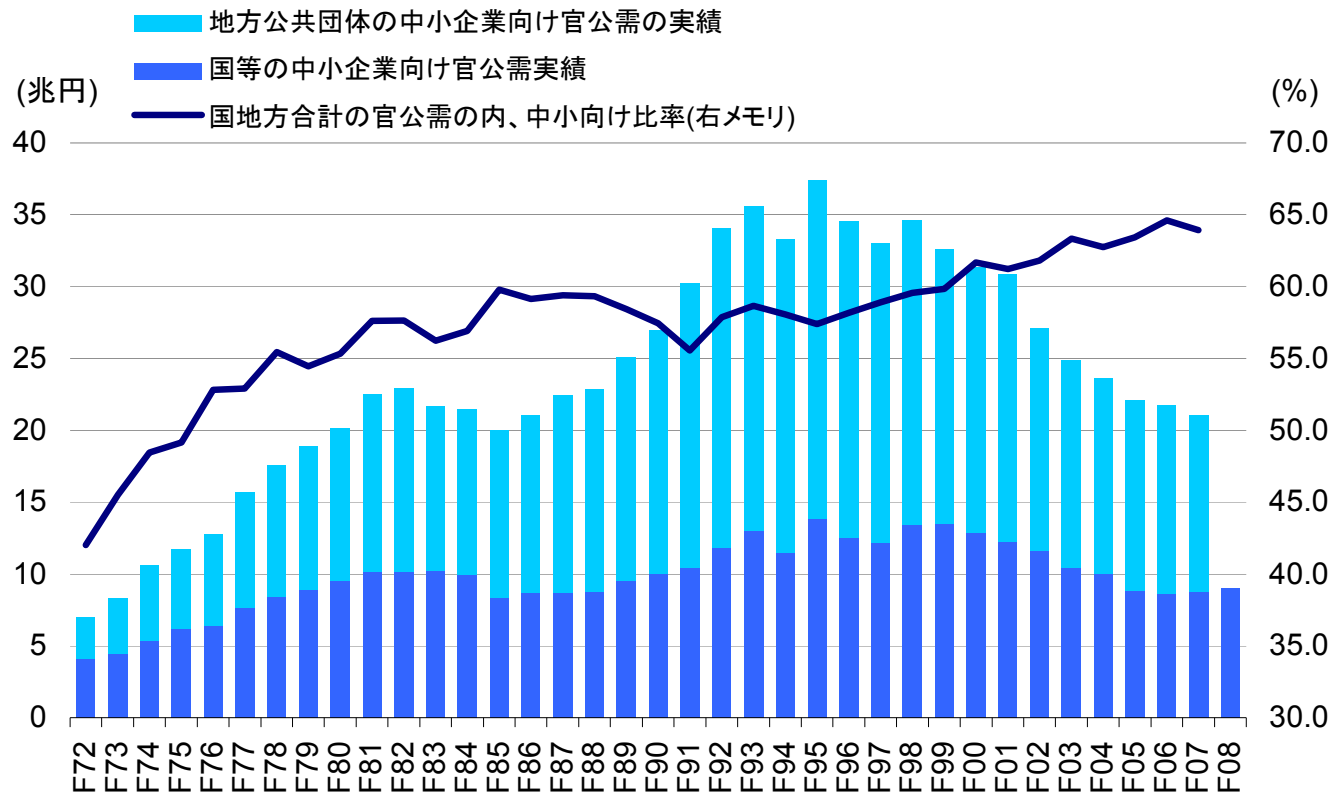
地方公共団体の中小企業向け官公需
年度別実績額の推移



出所：中小企業庁

建設産業が雇用調整産業でないのであれば

全体の官公需の内、65%が優先発注



出所：中小企業庁よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

提言 2

「建設業界の国際化の進展」 内なる改革の必要性

- ・ 提言 個別物件の損益開示→入札契約制度や業界構造改革、国民の不信感を解消する第一歩

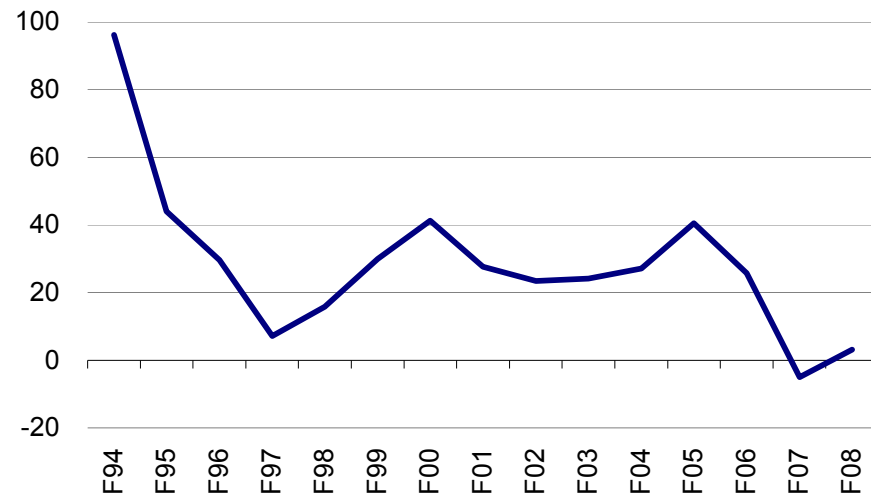
- ・ 現状認識 07～08年度時点で業界トップゼネコンが建設事業において営業赤字の状態であった

- ・ 課題 1) 発注者（官民ともに）、エンドユーザーの認識不足→透明性の確保
 2) 受注高至上主義→適正利潤の確保に向けた取組み
 3) 一物多価のコスト→本当の原価開示の必要性

業界トップ企業で建設事業営業利益は赤字であった

1兆円を超える売上高で営業赤字が実態

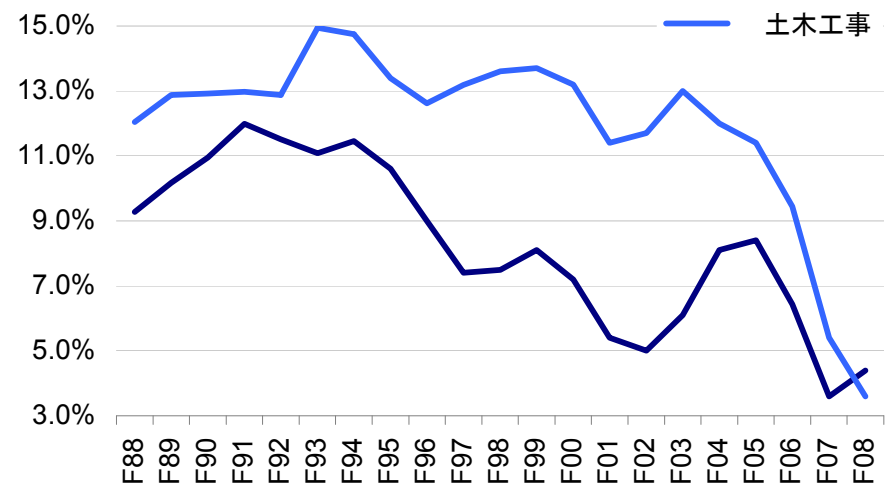
鹿島: 建設事業 営業利益(十億円)



出所: 会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

利益率の大幅な低下は何から促されたのか

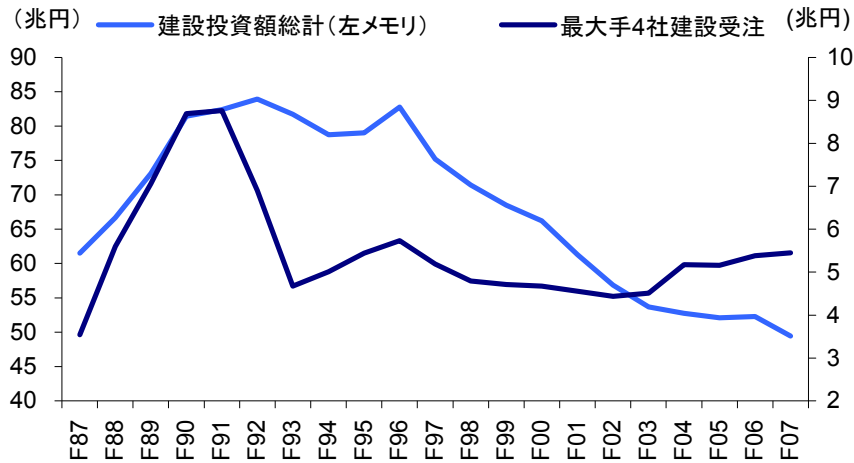
建築工事・土木工事別粗利益率



出所: 会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

建設投資に対する受注シェア上昇

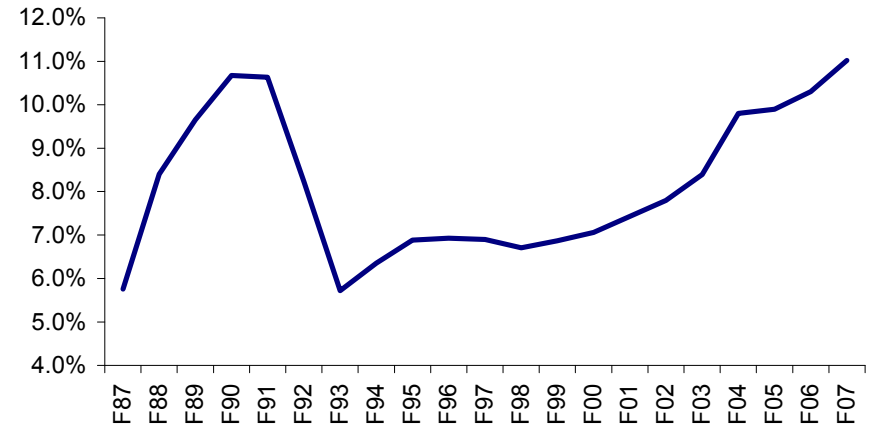
量の拡大は終わっているのに



出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

シェア上昇の時代は終わっている

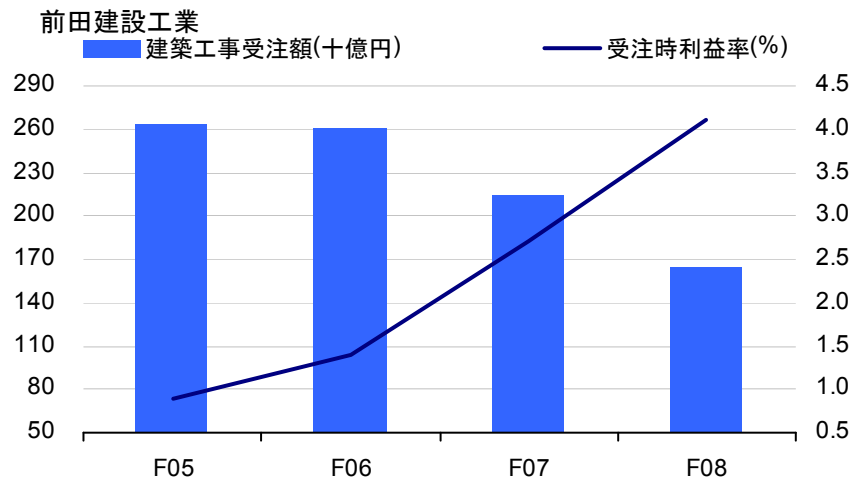
最大手4社ゼネコンの建設受注シェア



出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

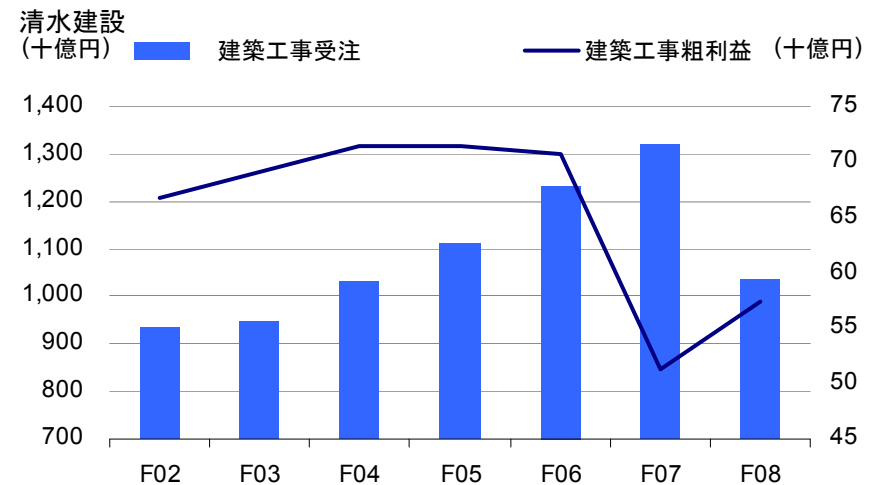
一部のゼネコンでは変化が出てきた

量の拡大を止めたゼネコン



出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

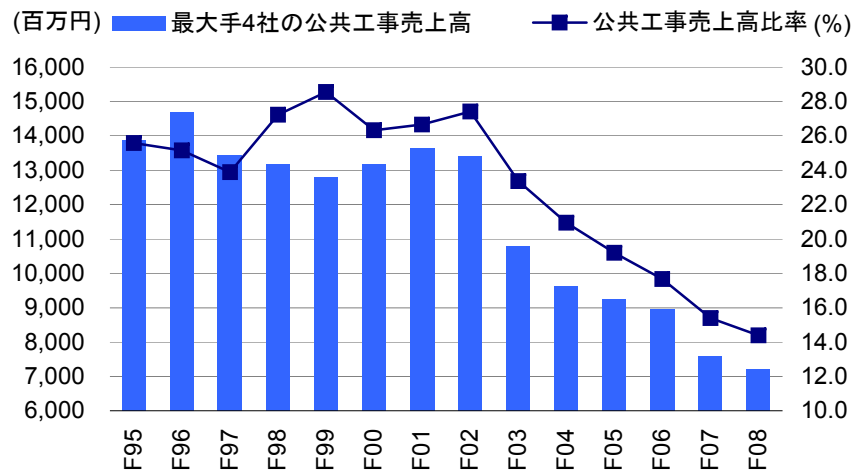
量の拡大を続けたゼネコン



出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

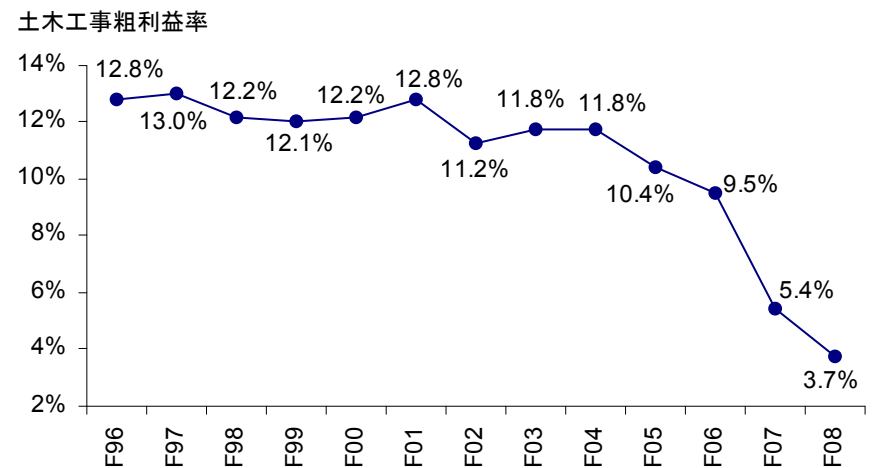
公共事業における2つのビックバン: 業界利益は8割減少

公共事業向け売上高は約半分



出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

利益率は半分以下へ



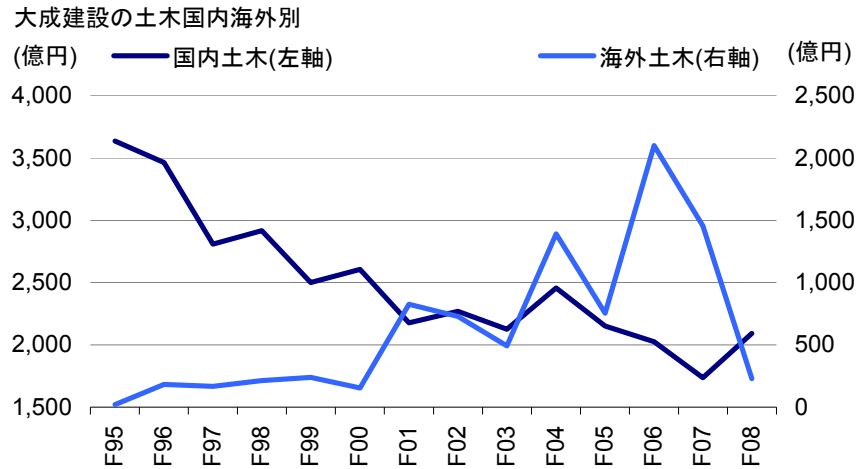
Ce= 会社予想

注：6社(大成建設、大林組、清水建設、鹿島、前田建設工業、戸田建設)データより

出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

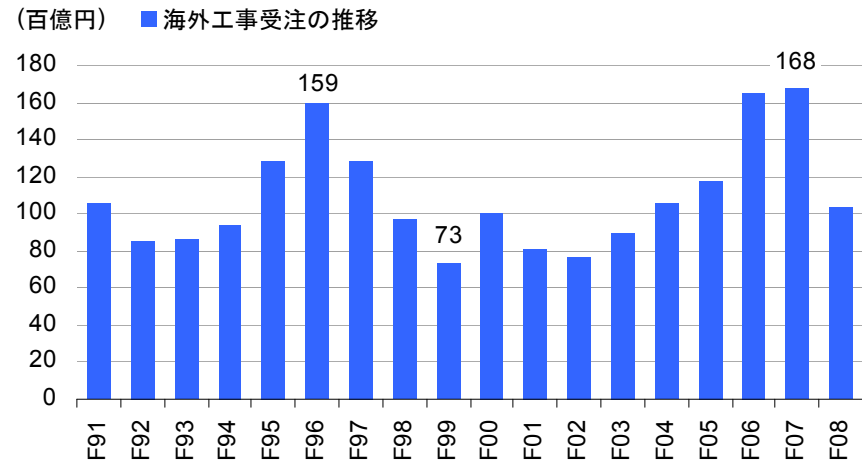
国内の余剰生産能力を海外に移転するだけの発想

国内の余剰生産能力の海外移転?



出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

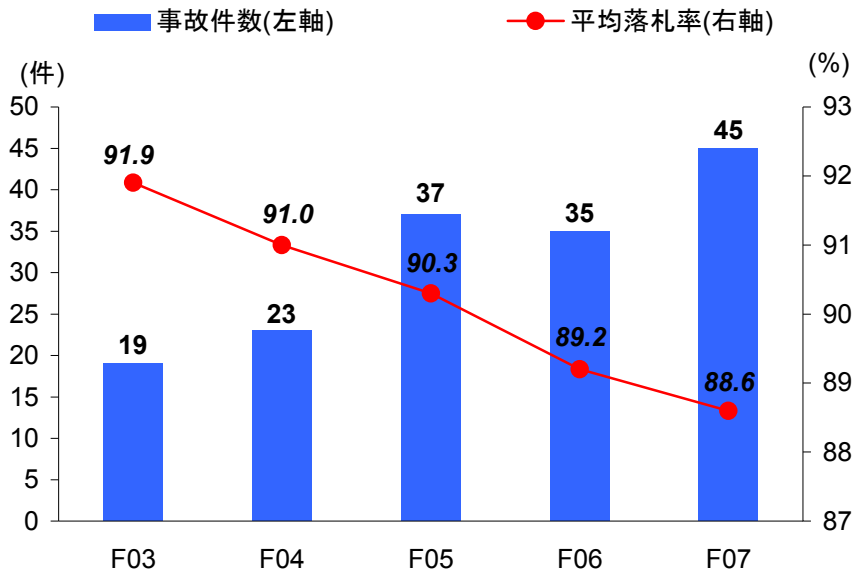
海外受注の拡大は10年サイクル



出所：海外建設協会、国土交通省

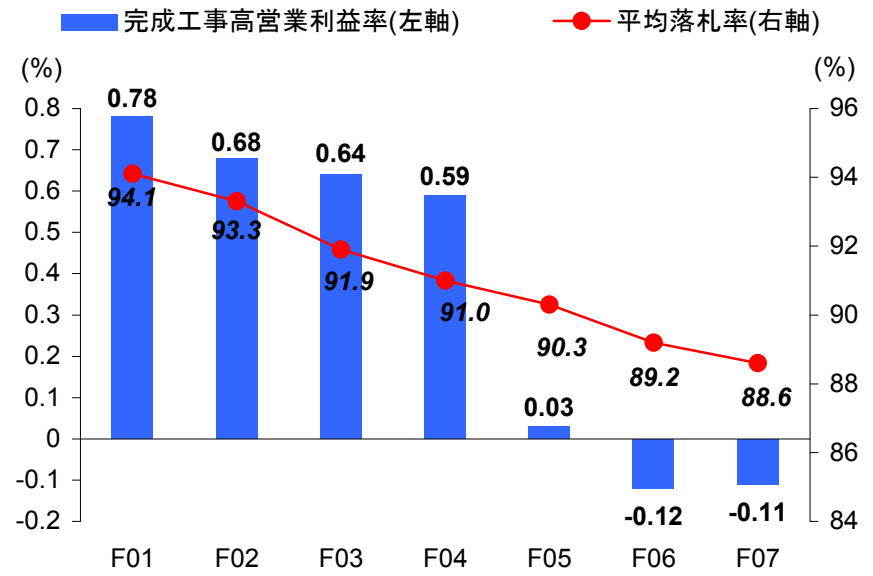
価格競争の激化によって事故件数が増加

価格低下が現場の品質劣化を促しているのは事実



出所：長崎県

赤字現場での士気の低下が懸念される

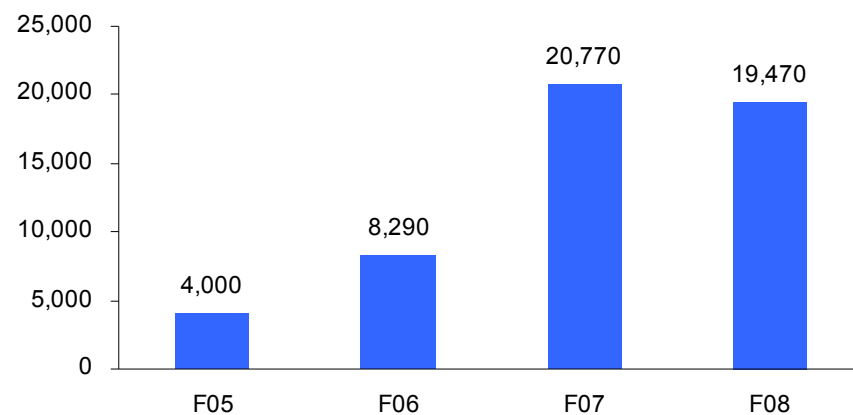


出所：西日本建設業保証、長崎県

最大手ゼネコンでさえ巨額の赤字を抱える

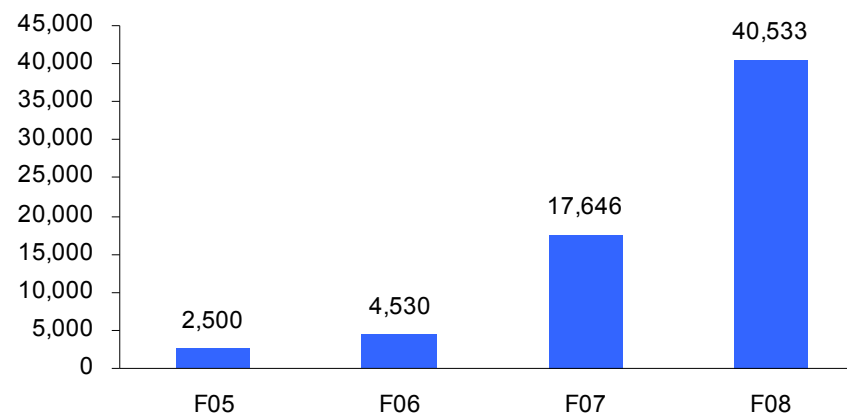
工事損失引当金とは赤字額

(百万円) 鹿島(単体) : 工事損失引当金



出所 : 会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

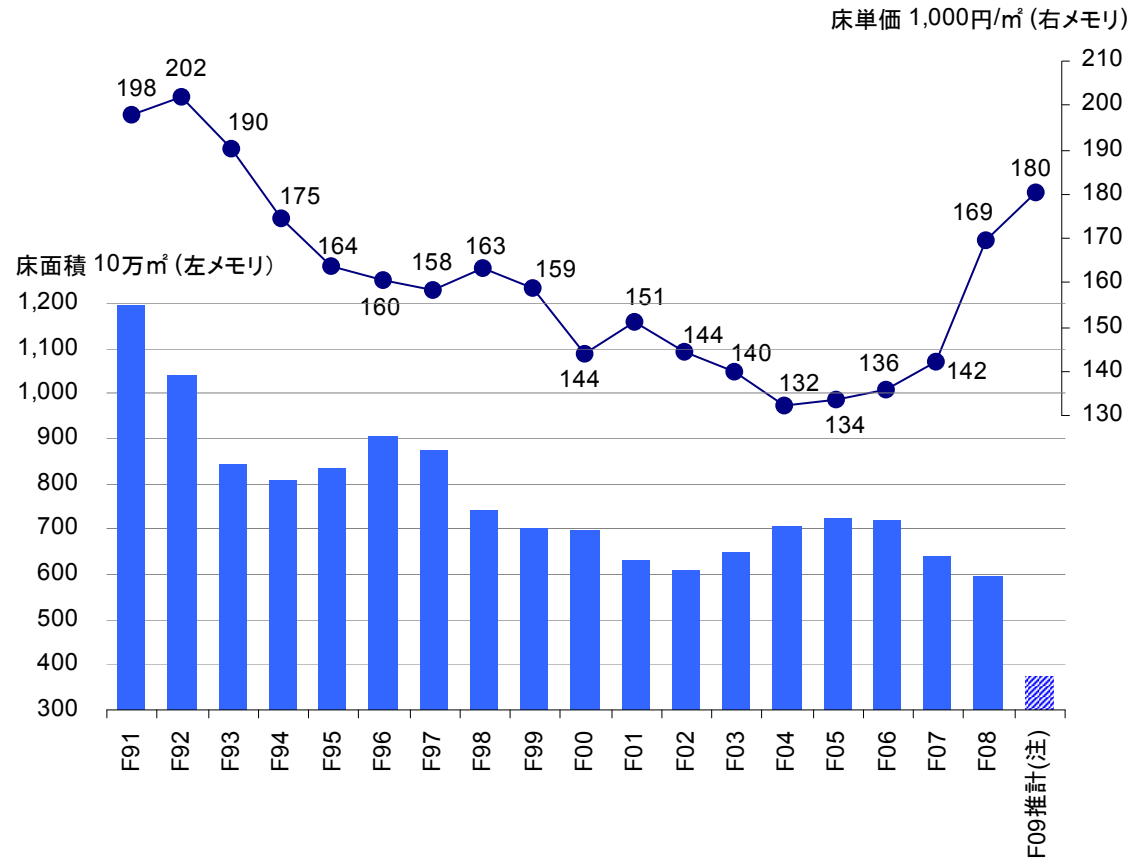
(百万円) 清水建設(単体) : 工事損失引当金



出所 : 会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

工事量の増減が工事単価に影響を及ぼさない

営業赤字の反省が需要激減のなかでも価格を上昇させる？

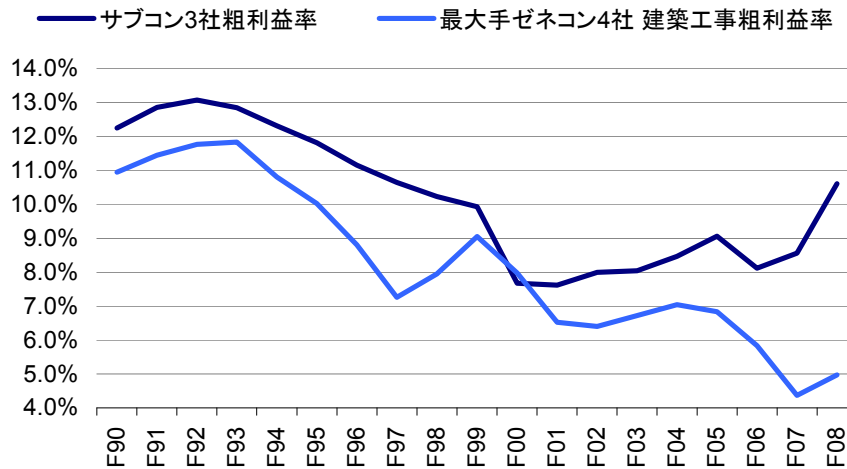


注：床単価は09年4月から9月の累計伸び率を表示
 床面積は09年度推計値(09年4月から9月の累計伸び率を08年度実績に乗じて算出)を表示

出所：国土交通省統計よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

元請と下請けの関係：ゼネコンとサブコンの営業利益率の推移

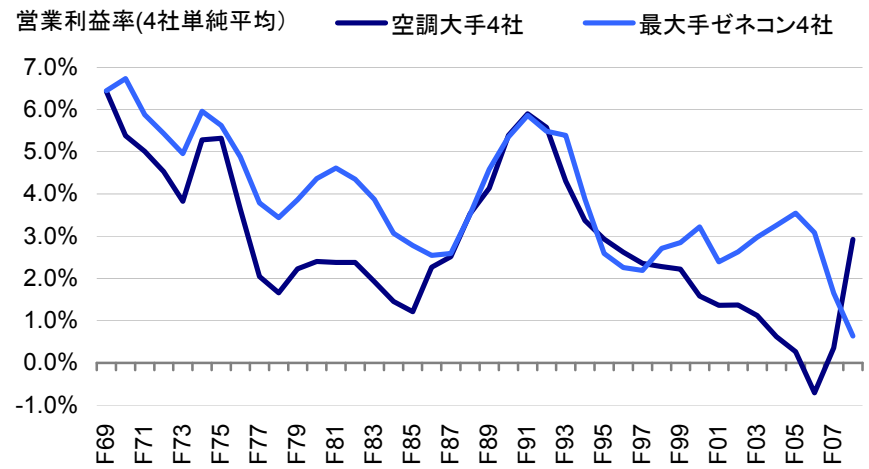
下請は価格競争から離脱



注：サブコン3社とは関電工、きんでん、高砂熱学工業
最大手ゼネコン4社とは大成建設、大林組、清水建設、鹿島

出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

運命共同体→抑圧的關係→自立

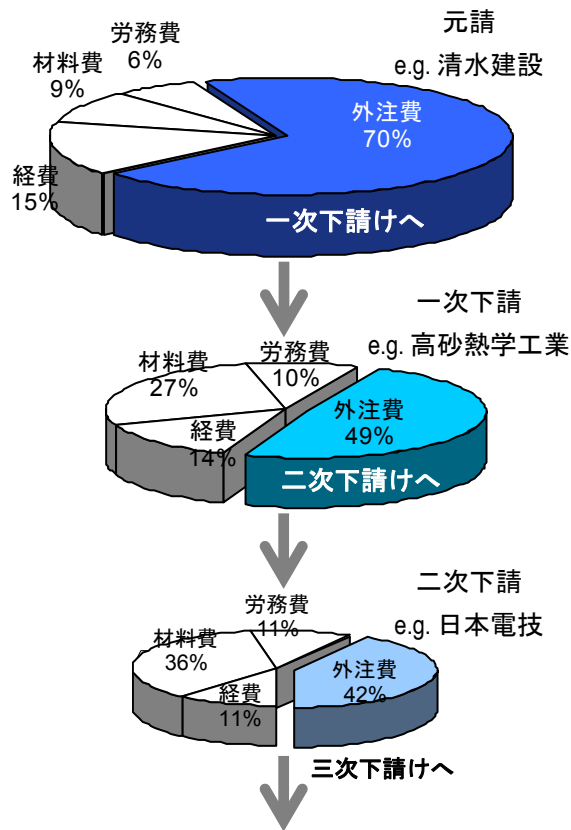


注：空調大手4社とは高砂熱学工業、三機工業、大気社、ダイダ
最大手ゼネコン4社とは大成建設、大林組、清水建設、鹿島

出所：会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

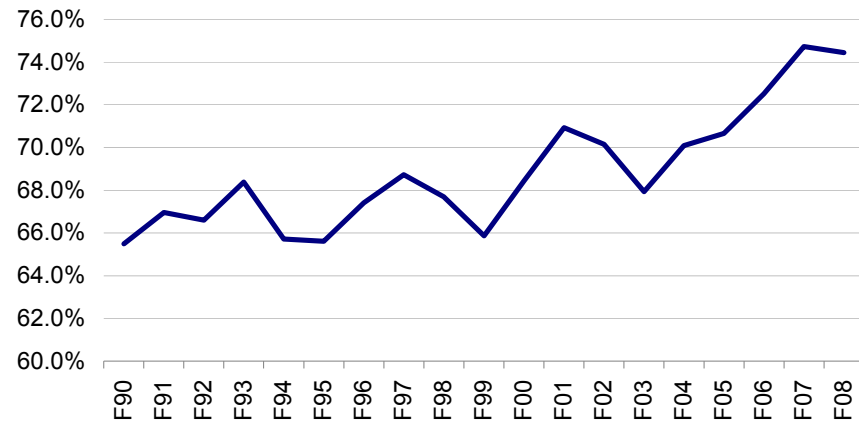
需給ギャップ議論に隠れているもの

供給能力が変幻自在であることが不透明感を際立たせる



コストの約8割は変動費

鹿島: 売上高調達比率



出所: 会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

出所: 会社資料よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成

建設工事費デフレーターに用いる資材・労務費等ウエイト表→誰も知らない本当の価格

SRC非住宅			SRC非住宅				
1	労務費	42,400 43.6%	31	農林・素材	87 0.1%	労務費	43,578
2	石材・骨材	176 0.2%	32	わら・い製品	8 0.0%	材料費	30,737
3	陶磁製品	787 1.1%	33	鉄鋼	1,157 0.9%	経費	25,684
4	耐火物その他	1,026 0.6%	34	小型棒鋼	845 1.3%	計	100,000
5	セメント製品	1,030 1.0%	35	運搬機械・ポンプ	976 0.6%		
6	セメント	68 0.1%	36	冷凍機・温湿調整装置	1,546 1.1%	労務費	43.6%
7	生コンクリート	2,232 2.8%	37	鉄構物	5,541 1.4%	材料費	30.7%
8	板ガラス	486 0.3%	38	電力・ガス・上水道	547 0.5%	経費	25.7%
9	ガラス製品	180 0.2%	39	下水道・産業廃棄物処理	81 0.1%	計	100.0%
10	石油製品	1,350 1.3%	40	卸売	7,009 6.6%		
11	舗装材料	47 0.1%	41	小売	426 0.4%		
12	塗料	290 0.4%	42	金融・保険	1,254 1.2%		
13	合成樹脂製品	883 1.1%	43	不動産賃貸	431 0.4%		
14	ゴム製品	26 0.0%	44	鉄道道路貨物	2,118 1.7%		
15	発電機器・配電盤	242 0.2%	45	鉄道旅客	147 0.1%		
16	通信機器	266 0.2%	46	道路旅客	87 0.1%		
17	照明・配線器具等	1,072 1.0%	47	その他運輸	626 0.6%		
18	その他電気機器	320 0.3%	48	通信・郵便	314 0.3%		
19	暖厨房機器	1,838 1.6%	49	建設機械賃貸	2,284 1.9%		
20	建築用金属製品	6,561 6.2%	50	その他機械賃貸	146 0.1%		
21	その他金属製品	1,194 1.2%	51	土木建築サービス	3,598 6.9%		
22	非鉄金属	155 0.1%	52	広告	218 0.2%		
23	電線・ケーブル	574 0.5%	53	情報サービス	472 0.5%		
24	鋳鉄管・鋳鋼	53 0.1%	54	貸自動車	372 0.3%		
25	家具	247 0.3%	55	自動車・機械修理	1,006 0.9%		
26	木製建具	130 0.4%	56	その他サービス	1,734 1.6%		
27	建設用加工紙	175 0.2%	57	出版	38 0.0%		
28	合板	997 2.3%	58	印刷物	152 0.2%		
29	木製品	292 0.6%	59	その他	1,041 1.0%		
30	製材	644 1.0%		合計	100,000 100.0%		

出所：国土交通省統計よりモルガン・スタンレー・リサーチ作成



Morgan Stanley ModelWareは、投資家が各国の会計規則によって生じた歪みや曖昧さとに問わずに、企業価値を見極められるよう支援する独自の分析フレームワークです。例えば、ModelWare EPSでは一過性の項目を調整したり、オペレーティングリース（多額にのぼった場合）を資産計上したり、棚卸資産の評価法をLIFOからFIFOへ転換したりしています。また、ModelWareは企業がどのように利益を上げているのかをより完全な視点から把握できるよう、営業活動による業績を財務活動から分離することに重点を置いています。

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 Japan 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)。

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。: 高木 敦。
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/conflict/policies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、2009年10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: 大林組。

Morgan Stanleyは、2009年10月30日時点で、Morgan Stanley Researchに記載されている次の会社が発行している負債性証券について、ネットのロングまたはショート・ポジションを百万米ドル以上保有していました(かかる証券について保証を提供している場合を含みます): 大成建設、大林組、清水建設、鹿島。

Morgan Stanleyは今後3ヵ月間に、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: 大林組。

Morgan Stanleyは過去12ヵ月の間に、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: 大林組。

Morgan Stanleyは過去12ヵ月の間に、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: 鹿島、きんでん。

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 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

(2009年10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	IBC 比率
Overweight/Buy	875	37%	277	40%	32%
Equal-weight/Hold	1082	46%	318	46%	29%
Not-Rated/Hold	26	1%	3	0%	12%
Underweight/Sell	392	17%	87	13%	22%
合計	2,375		685		

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・スタンレーまたはその関係会社が過去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): 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)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): 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)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)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): 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)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。

情報開示セクション（続き）

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(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"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。

バリュエーション手法ならびに目標株価に係るリスクに関する議論については、必要に応じ、当該銘柄に関してその議論が記載された最新の調査レポートをご参照ください。

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。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、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、企業を訪問することもあります。当該企業からその旅費の受領または払い戻しを受けることは禁じられています。

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。

情報開示セクション（続き）

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 Japan 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199206298Z) 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. 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ホールセール顧客のみを対象としています。Morgan Stanley Researchはクライアントとしての規制上の基準を満たしたホールセール顧客のみ提供されます。

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