

2008年3月

Research
Japan

日本経済

焔はごうごう、釜はぐらぐら

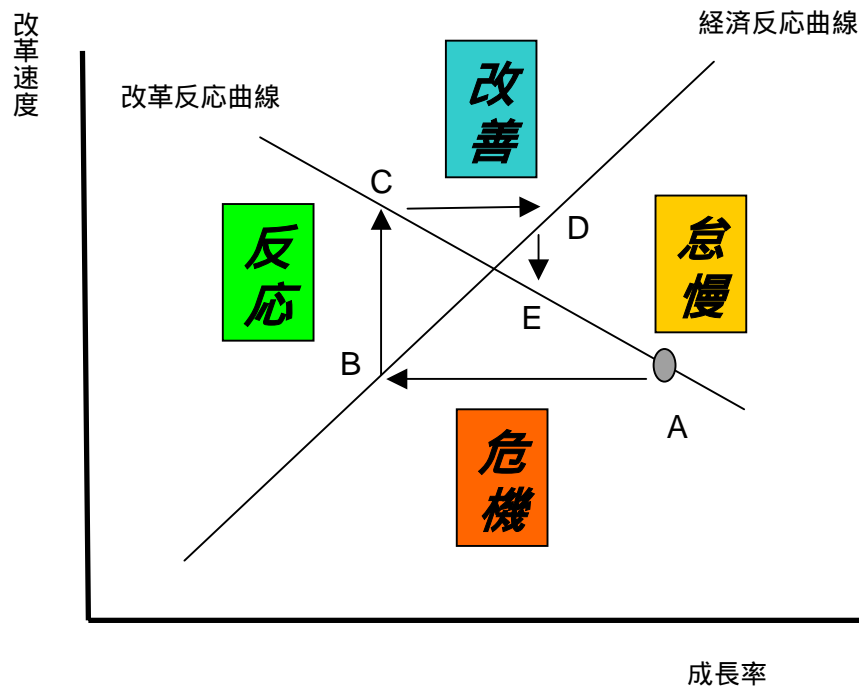
Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd
ロバート・アラン・フェルドマン, Ph. D
経済調査部長
Robert.Tokyo.Feldman@morganstanley.com]
+81-3-5424-5385

日本経済

2008年
3月

印刷日 : 3/4/2008

【CRICサイクル】



重要な開示事項は情報開示セクションをご参照ください。

3つの戦略

1. 回避
2. 投資対象リストを準備
3. デリバティブ・ポジションを検討

日本経済の見通しは低調である。経済政策や政局は後戻りし始めている。改革への回帰を促す要因は見えてこない。極めて良好な結末を想像することは可能だが、そのために必要な改革の枠組みは極めてネガティブな結果をもたらす可能性もある。

経済や政策の回復のタイミングや方向性は不透明である。この状況下において、3つの投資戦略があげられる：(1)回避、(2)投資対象リストをまとめて待機、(3)情報が明らかになった時に実施するためのデリバティブ・ポジションを準備する。

国内外要因

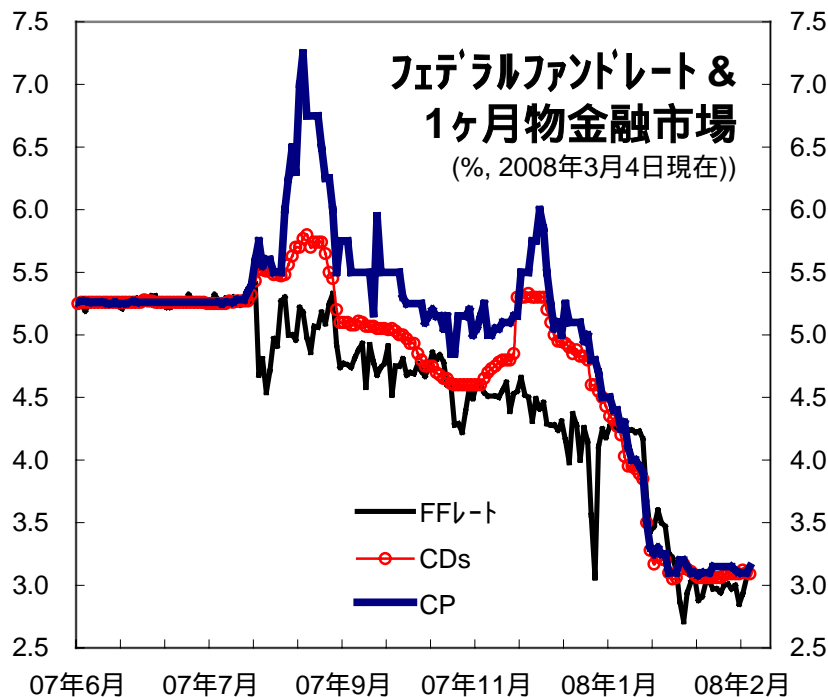
グローバル

1. サブプライム問題、信用収縮
2. 米国景気後退、デカップリング/リカップリング
3. エネルギー、食料

国内

1. 政策の誤り：
過去、現在、そして今後
2. 政策/政治：
財政、構造改革、金融政策
3. 企業：
賃金、企業統治

サブプライムと金融市場問題



主な論点:

1. 間違い

債務者, 債権者, 監督者

2. 金融市場の資本構成

BIS規制は機能しているか?
会計基準は適切か?
損失は軽減しているか?

3. 倫理の欠如 vs. 市場の安定

FRB/ECB は甘すぎる?
厳格すぎる? 早すぎる? 遅すぎる?

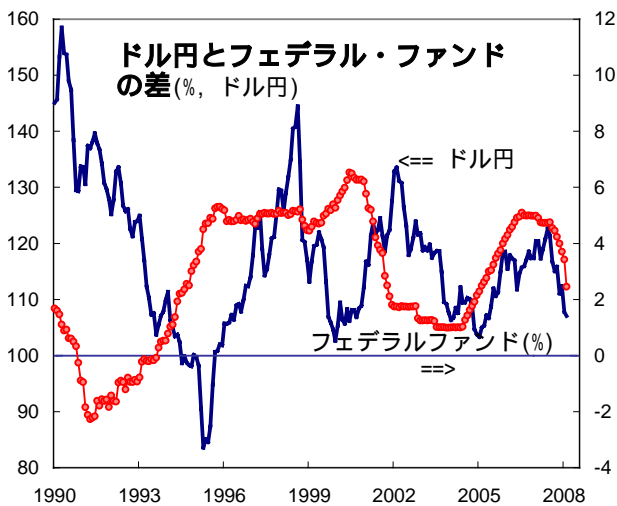
4. 実質経済への影響

住宅: どの程度, どれくらいの期間?
個人消費や景況感は?
景気後退の可能性は?

5. 日本への影響

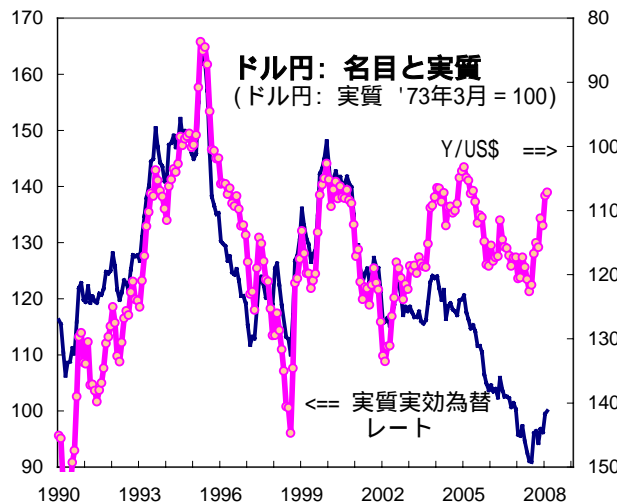
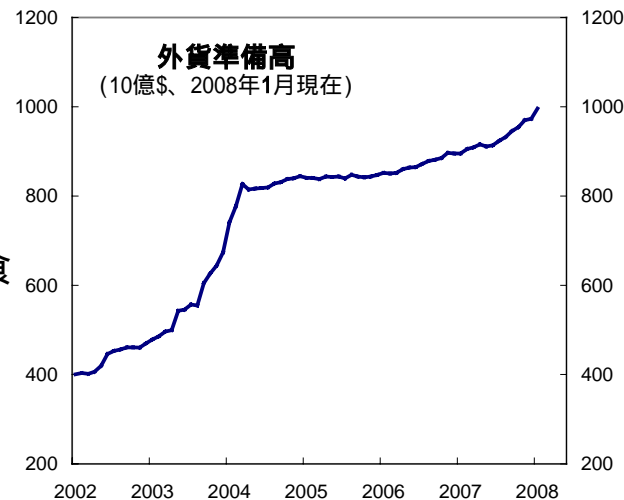
対日輸出, 世界的デカップリング
金利と為替

サブプライム問題の多大な影響：為替



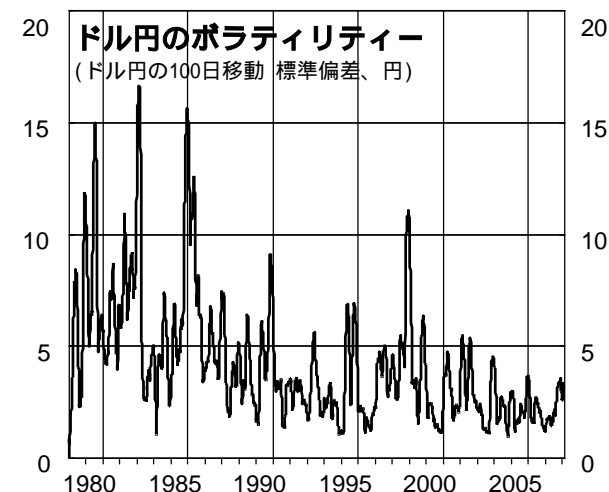
金利格差は時としてドル円相場の動きを説明するが、常にそうであるとは限らない。

財務省の介入はより困難となるだろう。さらなる介入は海外からの非難を招くことになる。また、石油と食品の価格高騰を受けて、円安が経済全体にとってもはやプラスとは判断されない。

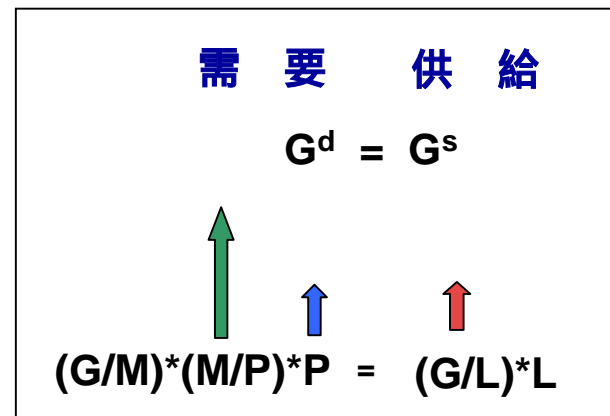
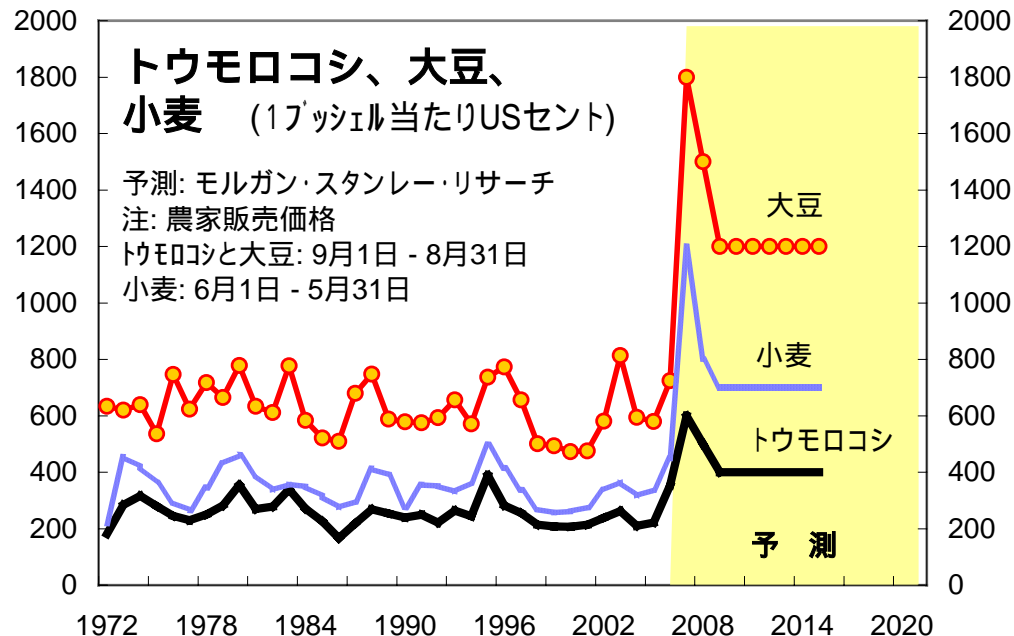


円相場は最近上昇したが、実効レートは過去に比べて依然低い。

円相場のボラティリティーが高まっているが、図表には表れていない。



農産物急騰：土から口までの投資チャンス



G: 穀物
 L: 土地
 P: 人口
 M: 穀物による生産物
 (例: バイオ燃料、食肉)

穀物価格が最近の情勢を受けて下落する可能性は十分にあるが、従来の平均水準に回帰することはないと見込まれる。供給は世界需要の大幅な増加に十分対応できるペースで増加し得ず、価格は高水準を維持するものとみられる。

出所: CBOT

注: 1/14/2008付で公表した (著 Robert Alan Feldman, Hussein Allidina) "Land to Mouth: How to Profit from the Food Chain in Food,"を基に作成。

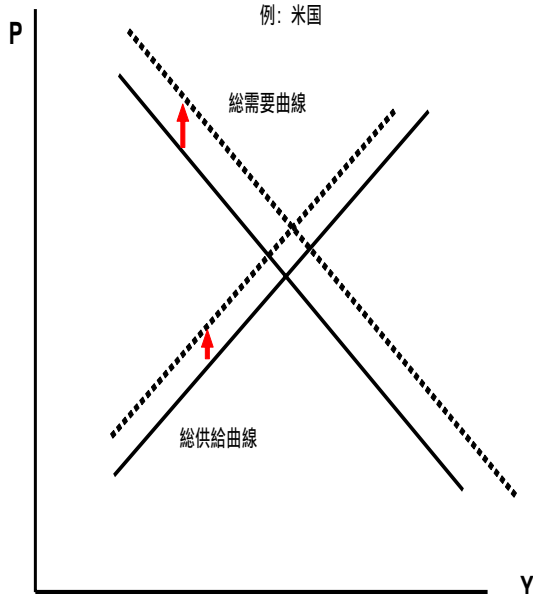
(「農産物急騰：土から口までの投資チャンス」日本語訳 1/25/2008)

農産物インフレがマクロ経済にもたらす影響：インフレ、スタグフレーション、デフレ

農産物輸出国で労働市場の柔軟性が高いケース

小さなプラス需要 農業ショック、小さなマイナス供給 農業ショック

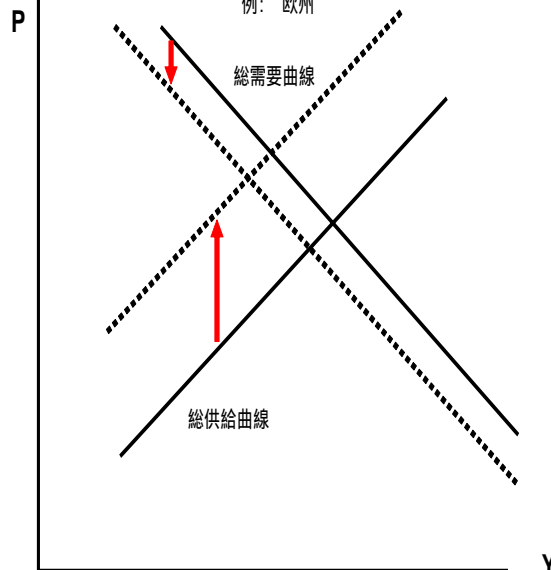
例：米国



農産物を若干輸出している国で労働市場の柔軟性が低いケース

小さなマイナス需要 農業ショック、大きなマイナス供給 農業ショック

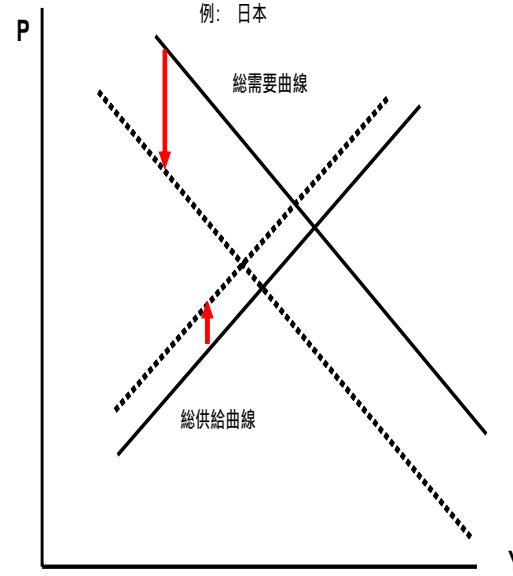
例：欧州



農産物輸入大国で労働市場の柔軟性が高いケース

大きなマイナス需要 農業ショック、小さなマイナス供給 農業ショック

例：日本



農産物インフレの最終的な影響は、当該国が農産物価格上昇から最終的に恩恵を享受するか否かという点や、労働力の柔軟性に左右される。純輸出国は実質的な課税に匹敵する影響をその他の地域に及ぼすことで恩恵を享受する。

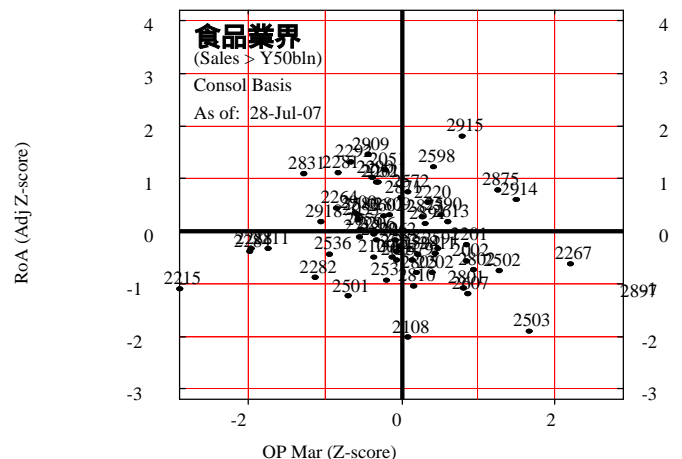
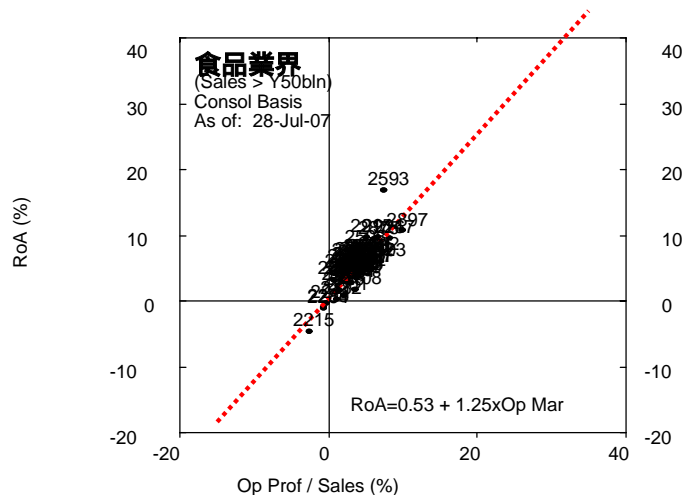
したがって、純輸出国の総需要曲線は外側にシフトする。純輸入国は実質的な納税者であり、総需要曲線は内側にシフトする。柔軟な労働市場をもつ国々の供給曲線は若干内側に移動するに過ぎず、硬直的な労働市場をもつ国々はより大幅な供給曲線のシフトに直面する。

出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

農産物インフレがマイクロ経済にもたらす影響： 価格圧力は業界再編を促す

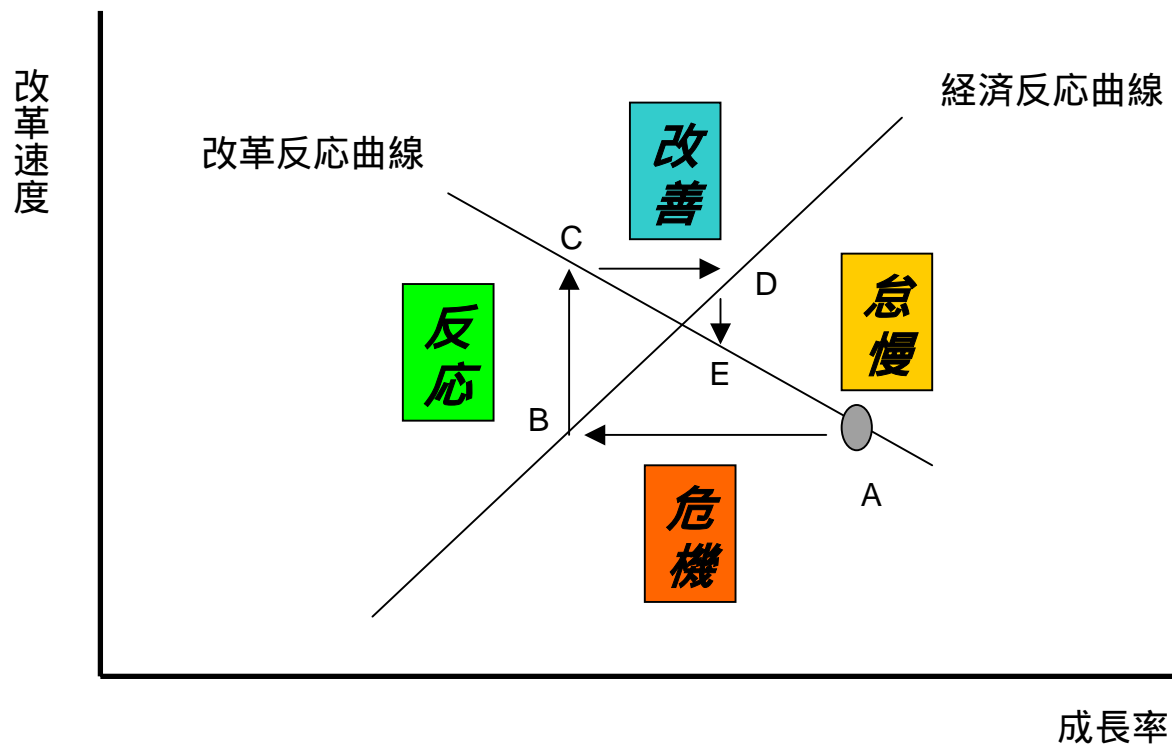
Sector: Big Food	TSE Code	Sales (Yn Bln)	Op Prof (Yn Bln)	Op Marg (%)	Assets (Yn Bln)	Rec Prof (Yn Bln)	RoA (%)	D/E (x)	Empl (Per)	Op Mar Zscr	AdjRoA Zscr
1 NISSIN FOOD PRODUCTS	2897	321.7	32.0	9.94	366.8	39.5	10.78	0.40	6216	3.06	-1.34
2 YAKULT HONSHA	2267	267.7	21.8	8.13	328.6	31.8	9.67	0.40	14584	2.20	-0.62
3 ITO EN	2593	288.1	21.1	7.31	121.3	20.5	16.93	0.60	5054	1.82	4.43
4 KIRIN HOLDINGS	2503	1665.9	116.4	6.98	1963.6	120.9	6.16	0.90	23332	1.67	-1.90
5 JAPAN TOBACCO	2914	4637.7	306.9	6.62	3037.4	297.8	9.81	0.70	31476	1.49	0.61
6 ASAHI BEWERIES	2502	1446.4	88.7	6.13	1288.5	90.1	6.99	1.50	15280	1.27	-0.74
7 TOYO SUISAN	2875	325.7	19.9	6.12	223.3	21.2	9.47	0.50	3597	1.26	0.79
8 AJINOMOTO	2802	1106.8	60.3	5.45	997.4	61.4	6.16	0.80	26049	0.94	-0.73
9 FUJI OIL	2807	175.2	9.3	5.30	171.9	9.0	5.21	0.90	2992	0.87	-1.19
10 NISSHIN SEIFUN GROUP	2002	421.4	22.2	5.26	399.9	24.8	6.20	0.40	5101	0.85	-0.56
11 MORINAGA	2201	170.9	9.0	5.26	131.4	8.8	6.69	1.30	3202	0.85	-0.25
12 KIKKOMAN	2801	359.9	18.6	5.16	331.8	17.4	5.23	0.70	6422	0.80	-1.07
13 KENKO MAYONNAISE	2915	50.1	2.6	5.11	25.6	2.5	9.88	2.90	701	0.78	1.81
14 J-OIL MILLS	2613	169.8	8.0	4.73	136.6	9.2	6.73	1.20	1122	0.60	0.18
15 DYDO DRINCO	2590	155.3	7.0	4.53	104.7	7.0	6.71	0.50	3127	0.51	0.32
16 CALPIS	2591	120.4	5.4	4.45	97.5	5.4	5.56	0.70	1330	0.47	-0.33
17 KAGOME	2811	166.5	7.3	4.36	128.7	6.8	5.31	0.80	1808	0.43	-0.41
18 ASAHI SOFT DRINKS	2598	231.6	10.1	4.35	117.7	9.4	7.97	2.70	2077	0.42	1.23
19 MEIJI SEIKA	2202	382.4	16.5	4.30	348.3	16.2	4.64	1.20	6303	0.40	-0.78
20 KAMEDA SEIKA	2220	71.3	3.0	4.20	46.9	3.1	6.67	1.00	2973	0.35	0.55
21 ORIENTAL YEAST	2891	60.1	2.5	4.08	44.5	2.6	5.86	0.80	861	0.30	0.14
22 KATOKICHI	2873	339.9	13.7	4.03	242.3	14.6	6.02	1.20	3645	0.28	0.27
23 KEY COFFEE	2594	52.2	2.0	3.91	50.4	2.4	4.70	0.30	1325	0.22	-0.44
24 S & B FOODS	2805	114.4	4.4	3.85	96.7	3.9	4.07	3.10	1439	0.19	-0.78
25 HOUSE FOODS	2810	191.6	7.3	3.80	225.1	8.0	3.58	0.20	3750	0.16	-1.04
26 COCA-COLA WEST HOLDINGS	2579	327.8	12.3	3.76	304.9	13.2	4.34	0.20	8499	0.15	-0.55
27 NIPPON BEET SUGAR MFG.	2108	52.9	1.9	3.64	101.8	1.8	1.78	0.70	701	0.09	-2.01
28 MIKUNI COCA-COLA BOTTLING	2572	128.6	4.7	3.62	74.2	4.7	6.30	0.20	1798	0.08	0.76
29 NICHIREI	2871	469.4	16.0	3.41	268.5	15.7	5.83	1.60	5603	-0.02	0.63
30 SHIKOKU COCA COLA BOTTLING	2578	56.9	1.9	3.38	48.2	2.1	4.27	0.10	960	-0.03	-0.29
31 SHOWA SANGYO	2004	175.4	5.8	3.32	141.9	5.4	3.79	1.70	1612	-0.06	-0.54
32 OENON HOLDINGS	2533	73.0	2.4	3.31	58.3	2.4	4.04	2.00	1009	-0.07	-0.38
33 SNOW BRAND MILK PRODUCTS	2262	280.1	9.2	3.29	208.4	9.1	4.39	2.20	2763	-0.08	-0.15
34 NIPPON FLOUR MILLS	2001	227.4	7.3	3.20	204.0	7.6	3.74	1.00	2467	-0.12	-0.49
35 Q.P.	2809	456.1	14.2	3.10	290.2	14.3	4.91	0.90	8805	-0.16	0.31
36 TAKARA HOLDINGS	2531	196.1	5.9	3.02	212.5	5.9	2.79	0.90	2923	-0.20	-0.93
37 NOSAN	2051	116.4	3.5	3.00	58.2	3.6	6.20	1.60	1083	-0.21	1.17
38 NISSHIN OILLO GROUP	2602	215.5	6.4	2.96	190.8	6.4	3.52	0.80	2551	-0.23	0.29
39 MEIJI DAIRIES	2261	710.9	20.0	2.81	361.1	20.2	5.59	2.10	7185	-0.30	0.94
40 NAGATANEN	2899	63.1	1.7	2.76	48.9	1.8	3.73	1.10	1393	-0.32	-0.15
41 KYODO SHIRYO	2052	108.2	3.0	2.75	46.9	2.6	5.50	2.40	510	-0.33	0.94
42 EZAKI GLICO	2206	261.0	7.0	2.68	212.7	8.1	3.80	0.70	4183	-0.36	-0.05
43 MITSUI SUGAR	2109	73.7	2.0	2.66	71.7	2.2	3.06	0.70	737	-0.37	-0.49
44 YONEKYU	2290	138.4	3.6	2.63	66.8	3.7	5.51	0.80	2334	-0.39	1.03
45 TOKATSU FOODS	2909	77.0	1.9	2.52	32.9	2.0	6.08	1.10	831	-0.44	1.47
46 NIPPON FORMULA FEED MFG.	2056	82.4	1.9	2.33	50.3	1.8	3.52	3.00	573	-0.53	0.05
47 YAMAZAKI BAKING	2212	749.2	17.1	2.28	536.8	17.3	3.21	1.50	21076	-0.55	-0.10
48 CHUBU SHIRYO	2053	94.0	2.1	2.25	58.4	2.2	3.71	1.10	512	-0.57	0.23
49 COCA-COLA CENTRAL JAPAN	2580	198.2	4.4	2.24	107.8	4.1	3.84	0.20	2850	-0.57	0.31
50 MYOJO FOODS	2900	78.8	1.7	2.17	46.9	1.8	3.80	0.80	923	-0.60	0.34
51 S FOODS	2292	92.7	1.9	2.05	46.6	2.4	5.26	0.50	5113	-0.66	1.33
52 SAPPORO HOLDINGS	2501	435.1	8.6	1.98	589.6	5.9	0.99	4.20	4112	-0.69	-1.23
53 PRIMA MEAT PACKERS	2281	281.5	4.7	1.68	106.2	4.7	4.46	3.60	3100	-0.83	1.12
54 MORINAGA MILK INDUSTRY	2264	552.2	9.1	1.65	339.5	11.3	3.33	2.30	5815	-0.85	0.45
55 MERCIAN	2536	99.6	1.4	1.45	95.4	1.6	1.63	1.00	1300	-0.94	-0.44
56 WARABEYA NICHIO	2918	136.0	1.6	1.21	58.8	1.4	2.35	1.40	1390	-1.06	0.19
57 NIPPON MEAT PACKERS	2282	963.7	10.1	1.05	591.4	2.3	0.39	1.00	15330	-1.13	-0.88
58 HAGOROMO FOODS	2831	81.9	0.6	0.75	49.8	1.6	3.27	1.20	957	-1.27	1.10
59 FUJIYA	2211	84.8	-0.2	-0.24	49.1	-0.1	-0.30	2.00	1312	-1.74	-0.32
60 MARUDAI FOOD	2288	207.9	-1.5	-0.72	118.8	-1.1	-0.90	0.90	2905	-1.97	-0.32
61 ITOHAM FOODS	2284	517.3	-3.9	-0.76	243.1	-2.5	-1.04	1.00	5493	-1.98	-0.38
62 FIRST BAKING	2215	56.6	-1.5	-2.68	32.7	-1.5	-4.60	2.10	1629	-2.89	-1.09

食品業界は利益圧縮に直面。企業合併に加速がかかる可能性が高い。



政治的な持続性：分析モデル

CRICサイクル



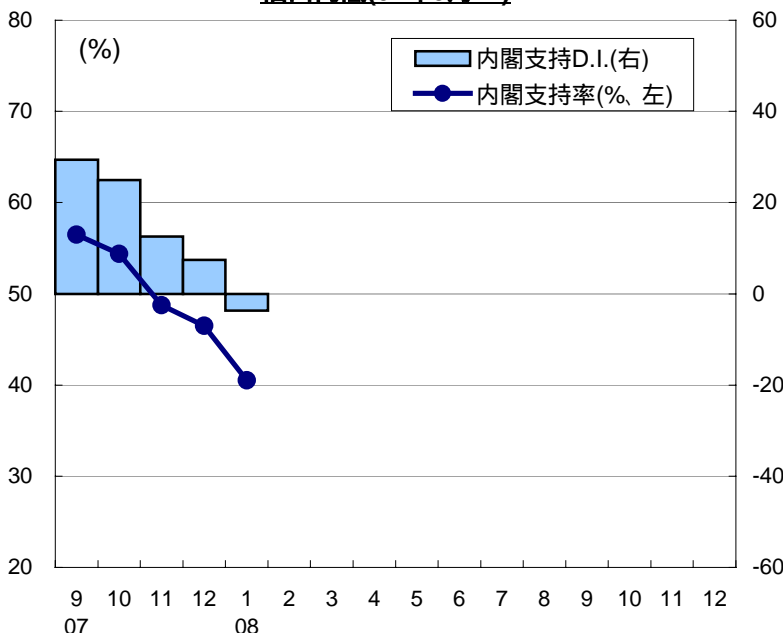
出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

政治：2大政党は脆弱

2大政党はいずれも脆弱である。衆議院において自民党議員が16名離脱すれば、3分の2の多数を占めるという自民党連立政権の最大の武器は否定されるであろう。参議院の民主党議員が16名離脱して新しい政党に合流すれば、新党は議決を左右する勢力を与えられる。

内閣支持率の推移

福田内閣(07年9月)



注:1/ 支持率は読売新聞、日本経済新聞、朝日新聞の調査結果を平均して算出

2/ 内閣支持DI(弊社試算)=支持率-不支持率

出所: 各社調査結果からモルガン・スタンレー・リサーチ作成

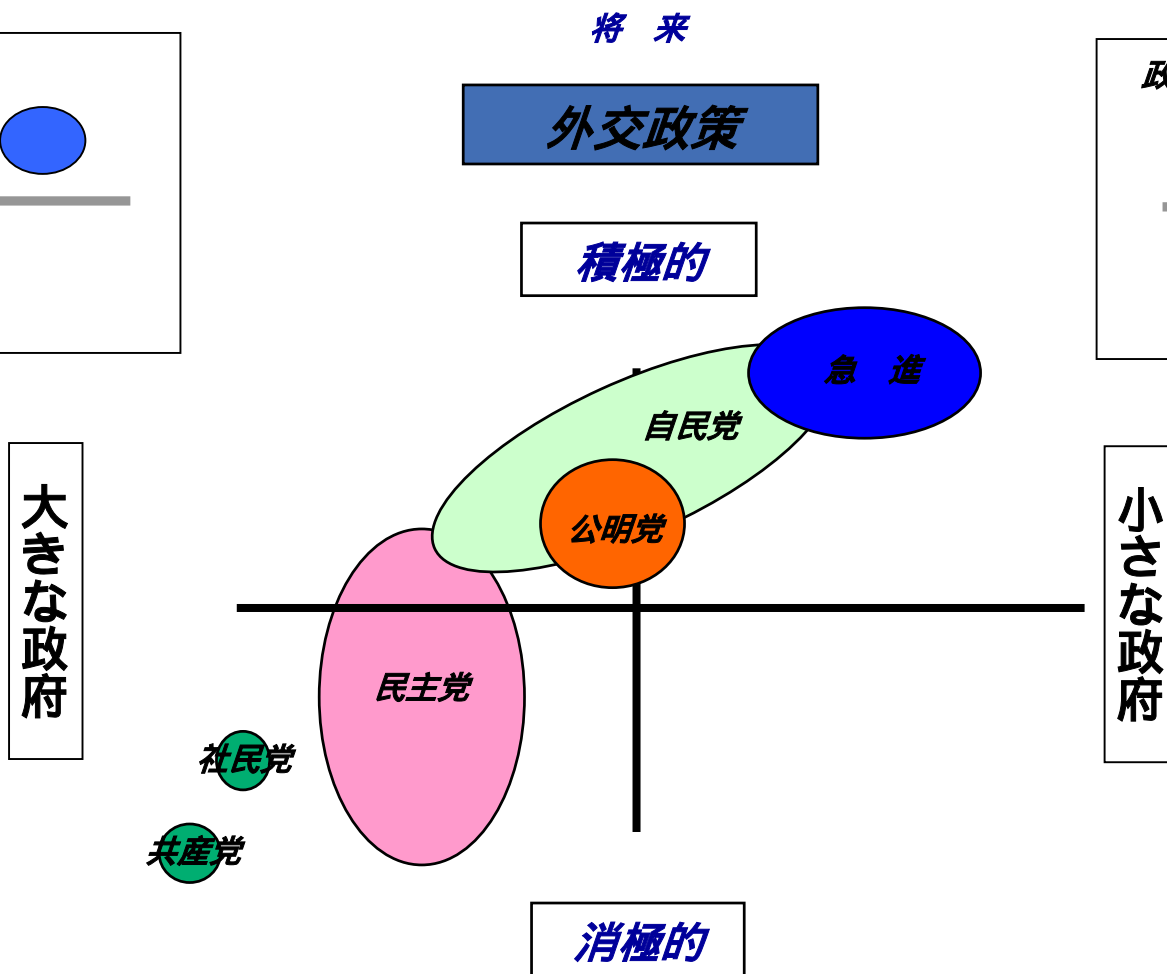
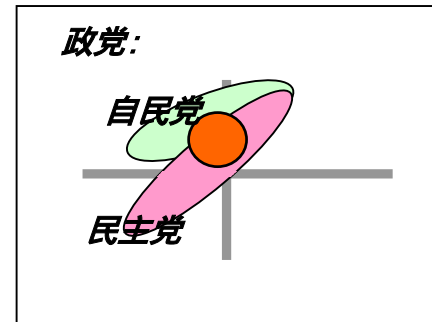
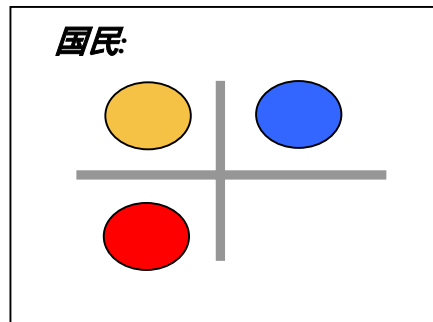
会派別議員構成

衆議院	(1/22/08現在)		
自由民主党	335	304	
公明党			31
野党・無所属	144	113	
民主党・無所属クラブ			9
日本共産党			7
社会民主党・市民連合			6
国民新党・そうぞう・無所属の会			9
無所属			
欠員	1		
定数	480		

参議院	(1/28/08現在)		2010年7月 任期	2013年7月 任期		
自由民主党・無所属の会	105	84	59	48		
公明党					21	11
野党・無所属	137	120	62	75		
民主党・新緑風会・国民新・日本					7	53
日本共産党					5	4
社会民主党・護憲連合					5	3
各派に属しない議員					5	2
欠員	0		0	0		
定数	242		121	121		

出所: 衆議院、参議院、モルガン・スタンレー・リサーチ

潜在的な政界再編成



選挙結果と政策シナリオ

各シナリオの主要リーダー達

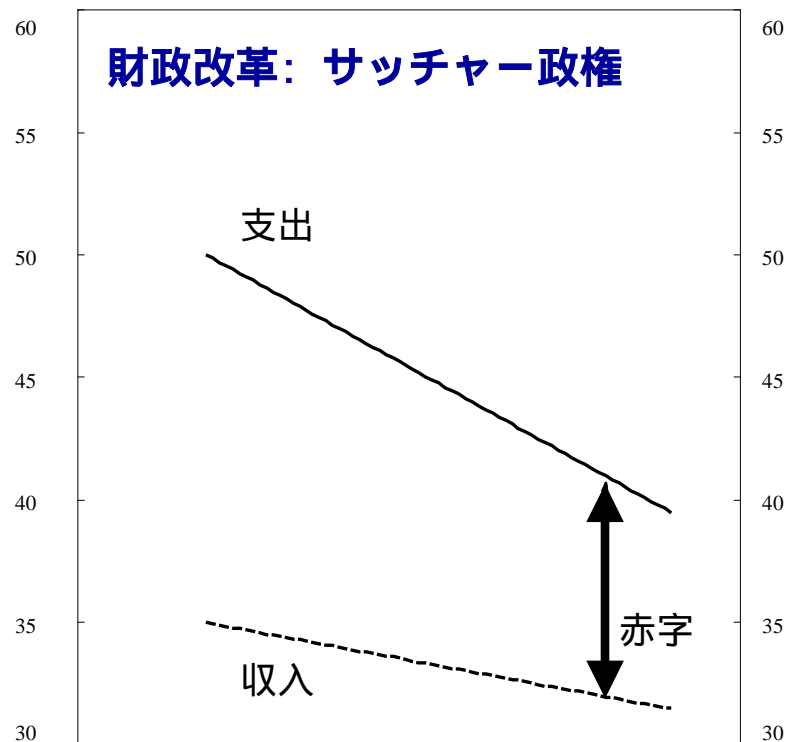
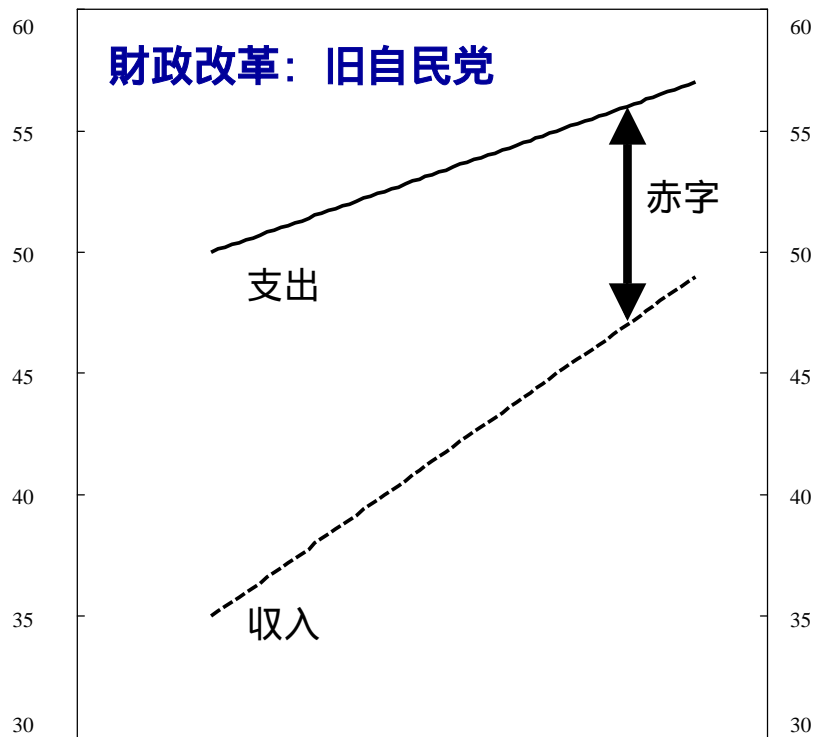
- 1. 改革の勝利:** 自民党及び民主党の一部が分裂し 新党を結成する。この新党は有権者から大変人気を博し、政策課題を推進する。
- 2. 大連立政権:** 2大政党は、痛みを伴う改革に取り組むことを怖がっている。その責任から逃れるため大連立政権を形成する。
- 3. 守旧派連立の勝利:** 政界再編後、両主要政党の守旧派が連立し、改革派は分裂する。1994年の自社さきがけ連立内閣樹立に類似。

前原誠司, 浅尾慶一郎,
小池百合子, 河野太郎,

小沢一郎, 福田康夫,
麻生太郎,

横路孝弘, 古賀誠,
伊吹 文明,

財政改革：2つの改革スタイル

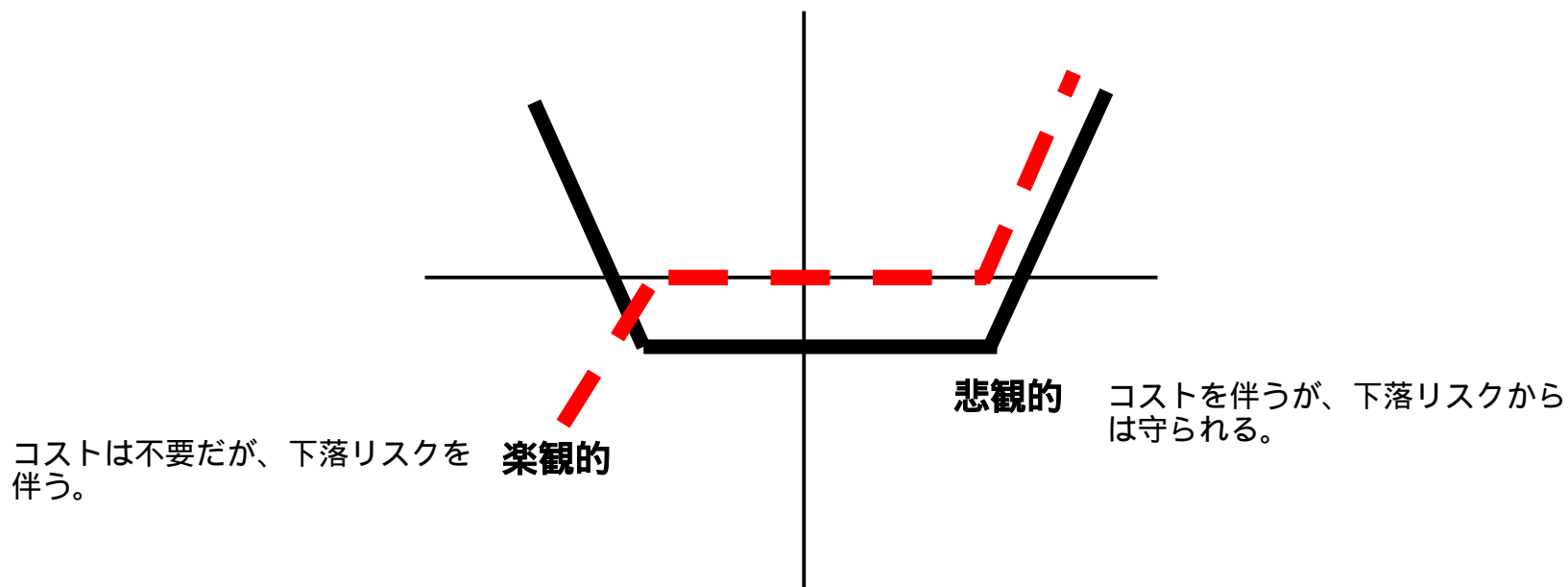


改革の議題：加速的な進行

- 医療改革
- 政府系金融機関改革
- 政府財産管理
- 公共サービスの市場化テスト
- 公共事業予算
- 少子化対策
- 農業改革
- 地方行政改革

投資戦略

経済や政策の回復のタイミングや方向性は不透明である。こうした状況で考えられる投資戦略の1つは、情報の顕在化に備えてデリバティブ・ポジションを準備しておくことである。



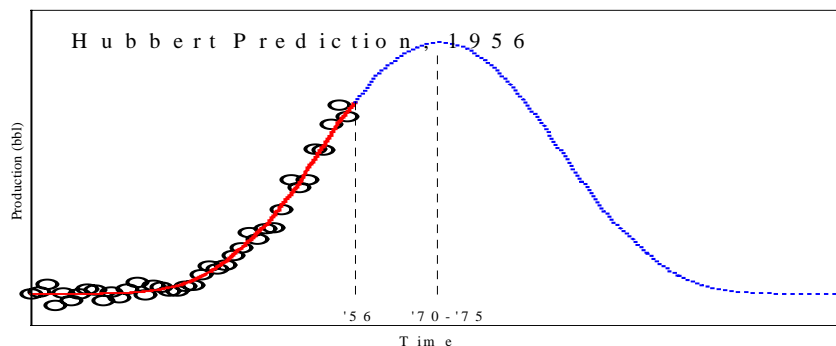
政界再編に

楽観的ならばコストレスのカラー

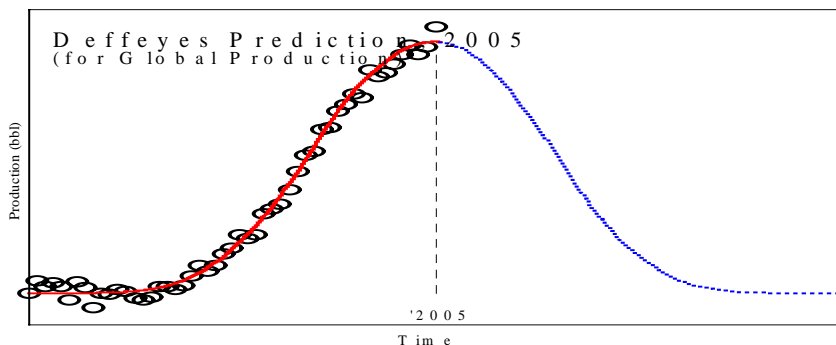
悲観的ならばストラングルを考慮

原油： Hubbert理論と価格高騰

1956年、M.K.Hubbert氏は、米国最北部を除く48州の石油生産が1970年代初期にピークを迎えると発表した。事実、その通りとなった。



Hubbert理論を使って、多くの地質学者がいつ世界の石油生産がピークになるのか予測してきた。その答えの多くが2003-2009年だとしている。



石油の推定究極埋蔵量を約2兆バレルと考えると、石油生産量のピークは2003-09年と予測できる。中東地域全体の埋蔵量に匹敵する新たな大規模油田が発見されたとしても、ピークは2019年までしか延びない。

代替エネルギー：

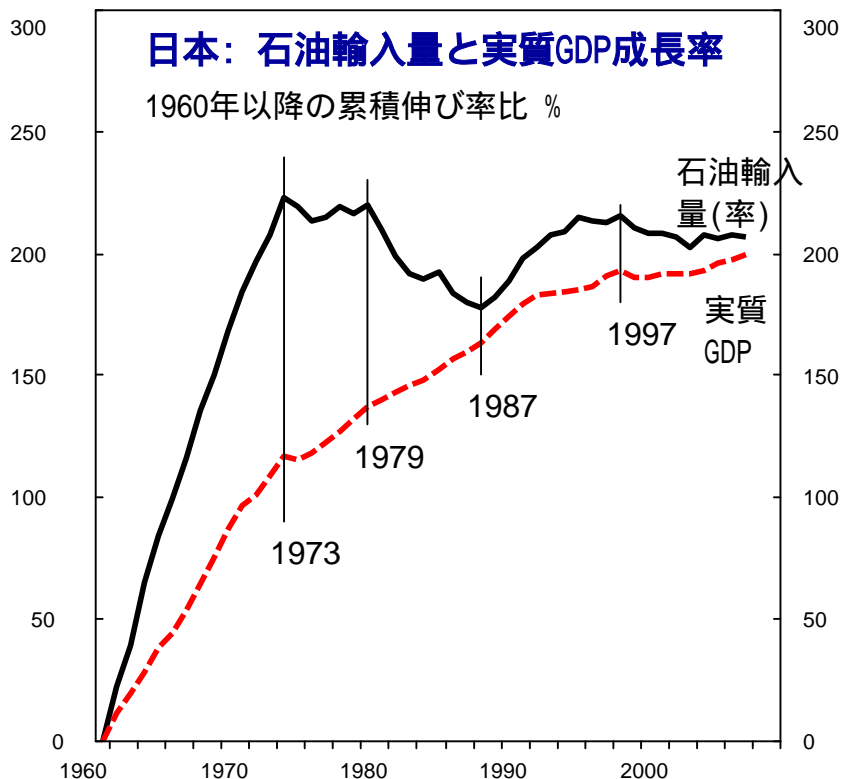
天然ガス、石炭、オイル・サド、重油、油頁岩、ウラン、水素

Kenneth Deffeyes著 "Beyond Oil: the View from Hubbert's Peak [Hill and Wang] 2005年" を参照

この分野で日本企業は、開発に積極的に取り組んでいる。

Sources: Hubbert's Peak, by Kenneth Deffeyes, Princeton University Press, 2001, and Albert A. Bartlett, "An Analysis of US and World Oil Production, Using Hubbert-Style Curves," on www.hubbertpeak.com

日本と原油：めざましい成功と一層多くの課題



	レベル (PJ)		比率 (%)	
	1975	2004	1975	2004
総一次エネルギー	14,378	23,057	100.0%	100.0%
化石燃料	13,206	18,924	91.8%	82.1%
石油及び石油製品	10,301	10,600	71.6%	46.0%
石炭	2,519	4,965	17.5%	21.5%
天然ガス	386	3,359	2.7%	14.6%
非化石燃料	1,172	4,133	8.2%	17.9%
原子力	237	2,488	1.6%	10.8%
その他	935	1,645	6.5%	7.1%

※: 実質 GDP1 円当り kジュール

日本の取り組みは、エネルギーの膨大量確保に成功している。1975年のエネルギー効率水準に戻った場合、実質使用量より実質GDP当たりで年間約4割が必要になる。これは石油量・原油価格に換算すると、年間約16兆円（1,400億ドル）分のエネルギー節約量となる。

弊社経済見通し (1)

経済予測：2007-2009年

	暦年				年度			
	2006	2007	2008予	2009予	2006	2007予	2008予	2009予
GDP成長率	2.4	2.1	0.9	2.0	2.4	1.6	1.1	2.1
国内需要	1.6	1.0	0.5	1.7	1.7	0.4	0.9	1.7
外需（寄与度）	0.9	1.1	0.4	0.4	0.8	1.1	0.2	0.5
国内民間需要	2.7	1.2	0.7	2.2	2.7	0.4	1.2	2.2
民間最終消費支出	2.0	1.4	0.4	1.5	1.7	1.1	0.6	1.6
民間住宅投資	0.9	-9.5	-4.9	7.4	0.2	-13.6	3.0	4.0
企業設備投資	4.3	2.7	3.6	4.1	5.7	1.5	3.9	4.2
民間在庫（寄与度）	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.1
公的需要	-1.9	0.2	-0.1	0.0	-1.8	0.2	-0.1	-0.1
政府消費	-0.4	0.8	1.1	0.9	0.1	0.9	1.0	0.9
公共投資	-8.1	-2.3	-6.0	-4.7	-9.1	-3.2	-5.0	-5.0
財貨・サービスの輸出	9.7	8.8	4.6	5.2	8.4	8.6	3.7	6.4
財貨・サービスの輸入	4.2	1.7	2.5	4.5	3.1	1.6	3.1	4.6
GDPデフレーター	-1.0	-0.7	-0.4	0.4	-0.8	-0.9	0.1	0.4
CPI（コア）	0.1	0.0	0.8	0.6	0.1	0.3	0.7	0.7
名目GDP	1.4	1.3	0.5	2.4	1.6	0.6	1.2	2.5
経常収支（対GDP比％）	3.9	4.8	4.1	4.5	4.1	4.6	4.2	4.7
円・ドル為替レート	116	118	107	114	117	115	108	116
原油価格	66.2	72.2	84.5	83.7	64.9	81.4	81.3	84.6
鉱工業生産	4.8	2.7	0.3	1.8	4.8	2.5	0.0	2.2
世界成長率	5.0	4.9	3.9	4.5	-	-	-	-

予 = モルガン・スタンレー・リサーチ予測（2008年2月15日現在）

2008年3月

日本経済

煽はごうごう、釜はぐらぐら

弊社経済見通し (2)

四半期GDP予測 (季調済、前期比%)

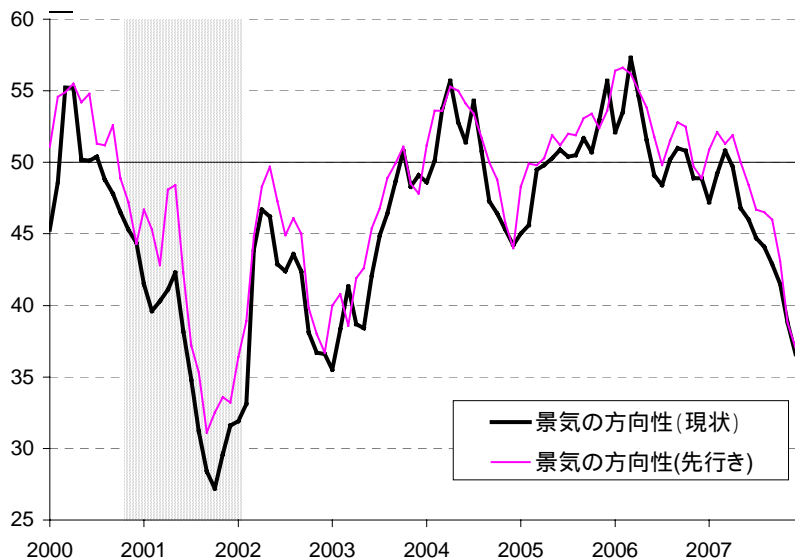
	2007年				2008年				2009年				2010年
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月e	4-6月e	7-9月e	10-12月e	1-3月e	4-6月e	7-9月e	10-12月e	1-3月e
実質GDP	1.0	-0.4	0.3	0.9	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
GDP (前期比年率)	3.9	-1.4	1.3	3.7	-1.0	0.7	1.2	1.7	2.6	2.3	2.1	2.1	2.1
民間最終消費支出	0.6	0.2	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
民間住宅投資	-1.3	-4.4	-8.3	-9.1	2.4	4.9	2.0	2.6	3.3	0.2	-0.1	-0.3	-0.6
企業設備投資	-0.3	-1.5	1.1	2.9	0.2	0.4	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0
政府消費	0.2	0.3	0.1	0.8	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公共投資	5.2	-4.2	-1.9	-0.7	-1.8	-0.9	-1.5	-1.3	-1.1	-0.5	-1.8	-1.8	-1.8
外需 (寄与度)	0.4	0.1	0.5	0.4	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
財・サービスの輸出	3.5	1.1	2.9	2.9	-0.1	0.2	0.7	1.0	1.4	1.6	1.9	1.9	2.2
財・サービスの輸入	1.0	0.5	-0.1	0.5	0.7	0.8	0.8	1.2	1.3	1.0	1.1	1.2	1.2
GDPデフレーター (前年比、%)	-0.5	-0.5	-0.6	-1.3	-1.1	-0.6	-0.1	0.3	0.5	0.5	0.3	0.3	0.5
CPI (コア、前年比、%)	-0.1	-0.1	-0.1	0.4	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
名目GDP	0.7	-0.5	0.1	0.3	-0.3	0.5	0.7	0.1	0.8	0.9	0.7	0.2	0.8
原油価格 (WTI)	58.2	65.0	75.1	90.5	94.9	84.0	77.0	82.0	82.0	83.0	84.2	85.5	85.5
鉱工業生産	-1.2	0.1	2.3	1.3	-1.5	-0.5	0.1	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6
完全失業率 (%)	4.0	3.8	3.8	3.8	4.1	4.4	4.5	4.2	4.0	3.9	3.8	3.8	3.7
国内企業物価指数 (前年比、%)	1.4	1.7	1.5	2.4	3.0	2.1	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1	1.9	1.9
無担コールレート翌日物誘導水準	0.72	0.61	0.68	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50
補完貸付金利 (ロンバートレート)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75
LIBOR 3ヵ月物利回り	0.65	0.73	1.00	1.00	0.88	0.63	0.63	0.63	0.63	0.75	0.88	0.88	0.88
国債10年物利回り	1.65	1.87	1.69	1.50	1.30	1.20	1.40	1.50	1.50	1.60	1.70	1.80	1.70

注: 金利は期末値 e = モルガン・スタンレー・リサーチ予想 (GDP予想は2008年2月15日現在、金利予想は2008年1月24日現在)

出所: 内閣府、総務省、経済産業省、日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

景気ウォッチャー調査・景気動向指数

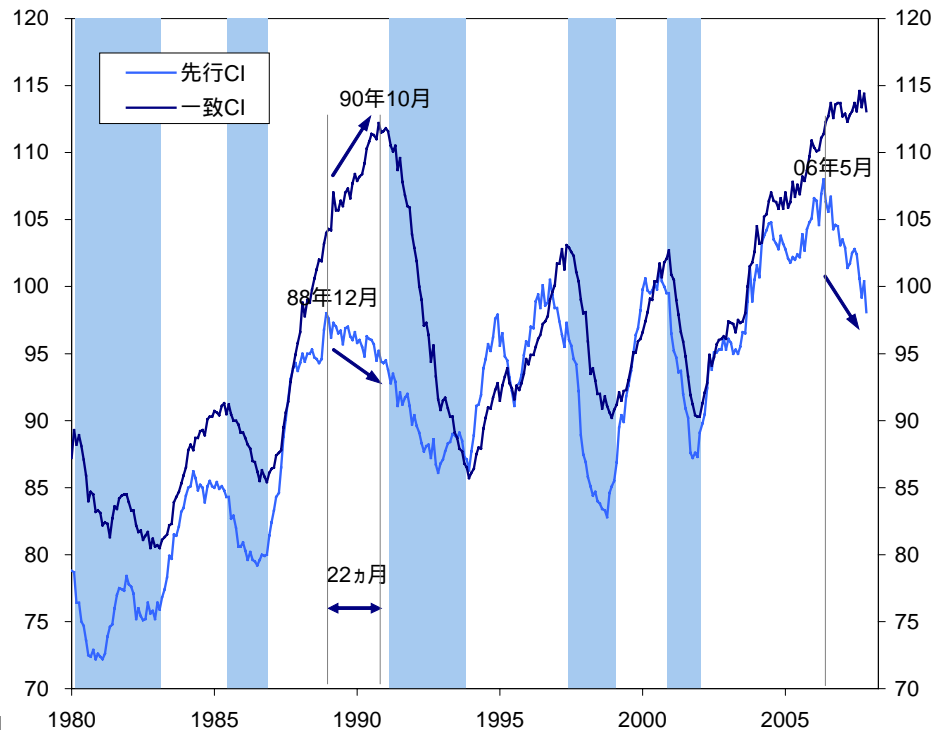
景気ウォッチャー調査:景気の方角性



注: 季節調整値 シャドー部分は景気後退期 出所: 内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

- 12月街角ウォッチャーの景況感は9ヵ月連続で低下し、景況感悪化は深刻
- 川上の物価上昇の下、大企業の強さ vs 中小企業の弱さという構図が続くとみられ、企業動向DIは冴えない展開となる

景気動向指数:コンポジット(CI指数)の推移

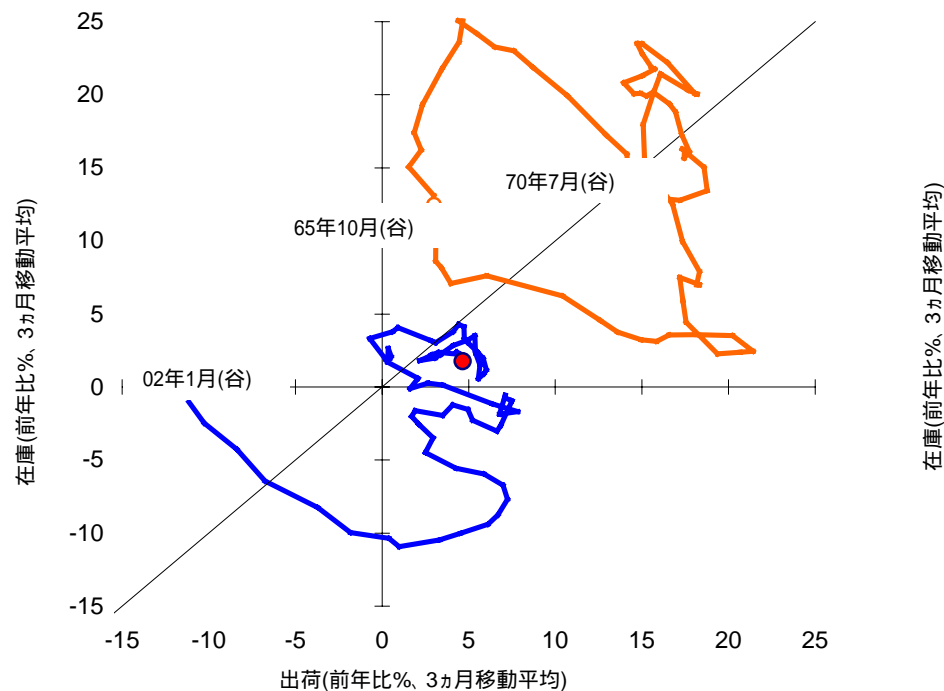


注: シャドー部分は景気後退期 出所: 内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

- コンポジット(CI)指数の先行と一致指数の乖離が広がっており、先行きの景気への懸念が高まりつつある

在庫循環 (鉱工業全体・生産財)

鉱工業全体の在庫循環 (現行vs. いざなぎ)

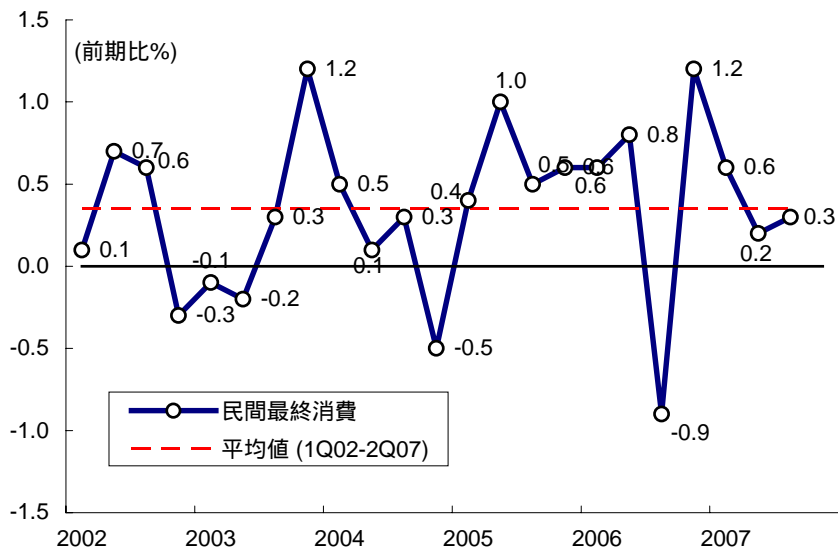


現在の在庫循環は昔とは根本的に異なる。過去の在庫循環は大きく、在庫の活用によって需要の変動が緩和されていた。現在は小さく、小刻みな生産調整のため、在庫循環はかつてのような円環を描かなくなっている。

注:赤点は最新月を示す。在庫循環についての詳細は、ロバート・フェルドマン「日本経済: (ほぼ)消滅した在庫サイクル」(2006年3月20日付)を参照 出所:経済産業省、モルガン・スタンレー・リサーチ

個人消費：伸び悩みが続く

実質個人消費の推移(GDPベース、前期比%)

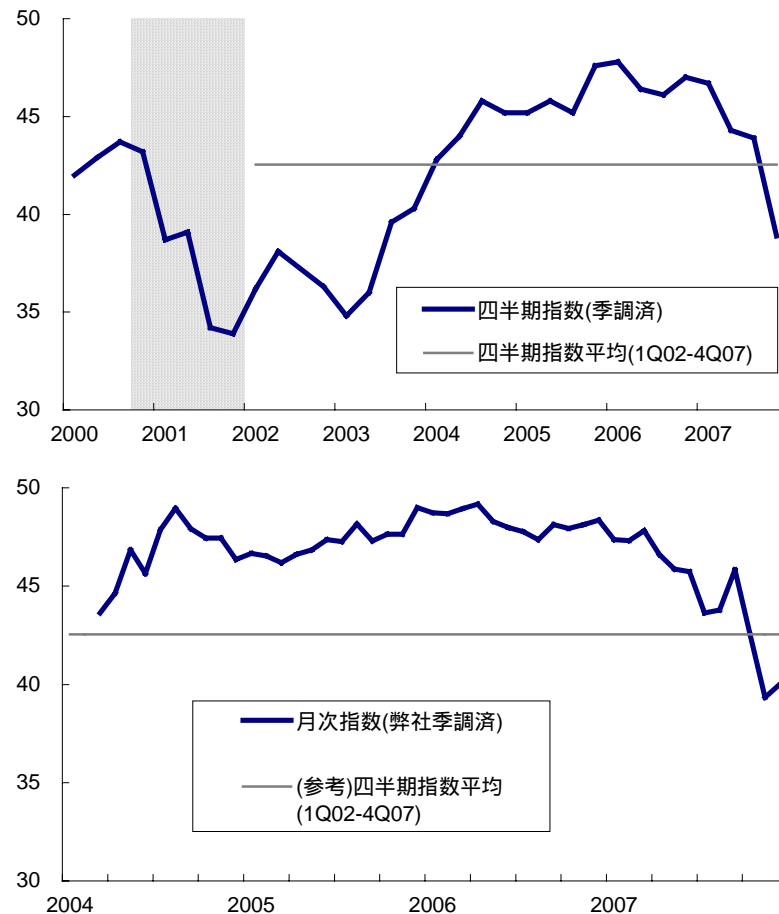


注：季節調整済 出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

7-9月期GDPの個人消費は予想以上となったものの、4-6月から伸び悩みが続いた。

消費者態度指数は急低下している。消費者コンフィデンスの悪化は先行きの消費の低迷を示唆。

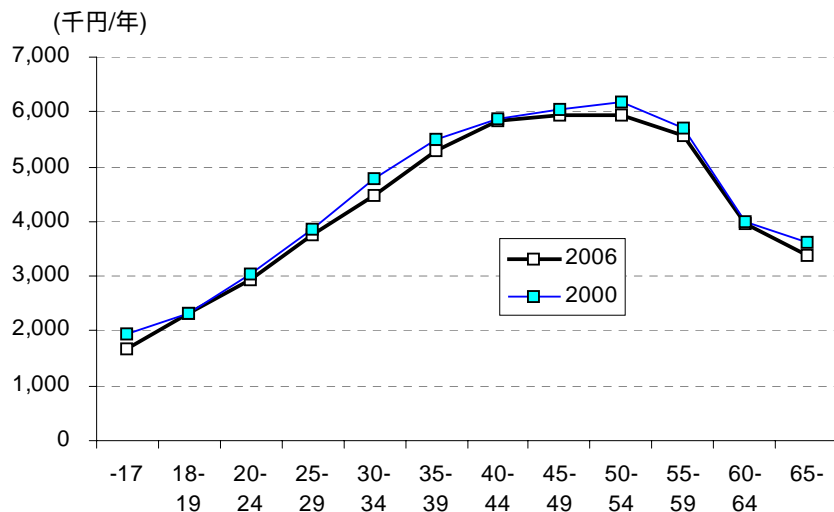
消費者態度指数(一般世帯)の推移



注：上図のシャドー部分は景気後退期。下図の月次指数は弊社による季調済。04年2月以前の月次指数は存在しない 出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

雇用・賃金：賃金カーブ・企業規模別賃金

賃金カーブの比較 (2000年と2006年)

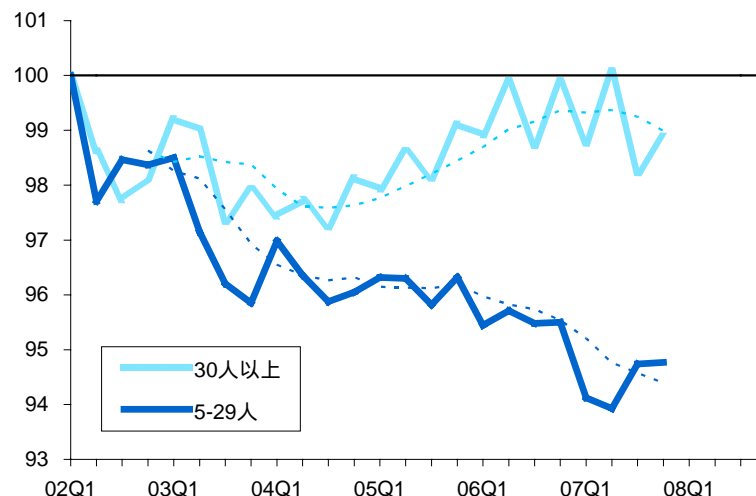


注:厚生労働省、モルガン・スタンレー・リサーチ

スティーブな賃金カーブの形状は殆ど変化がない。

シニア層の大量退職に伴う賃金水準切り下げのため、若年層の雇用が増加した場合でも、ここ数年は平均賃金に下押し圧力がかかる。

企業規模別の現金給与総額 (2002Q1=100)

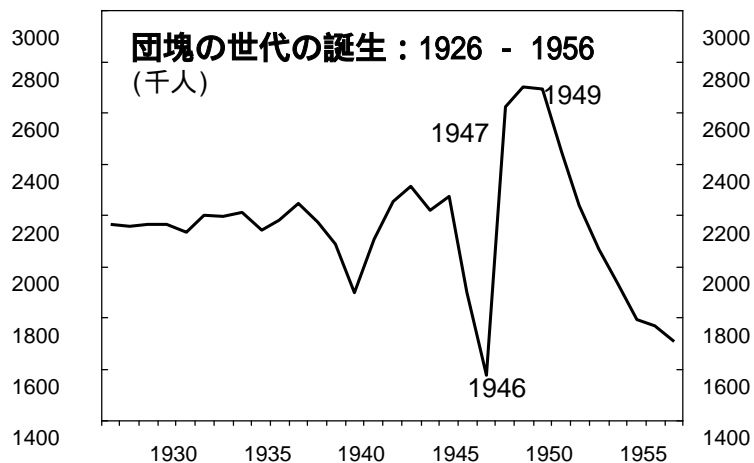


注:季節調整はモルガン・スタンレー・リサーチによる。点線は4四半期移動平均。出所:厚生労働省、日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ

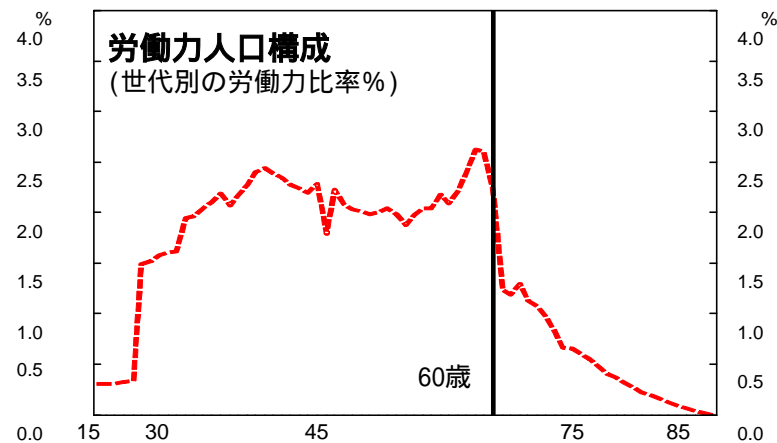
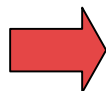
事業規模30人以上の事業所の賃金がさほど下がっていないのに対し、同29人未満では賃金水準の切り下げが顕著。

中小・零細企業の賃金の低迷が消費の足を引っ張る一つの原因と考えられる。

団塊世代、年齢別賃金構造、労働力人口構成



出所：日本統計年報2007年、P.34

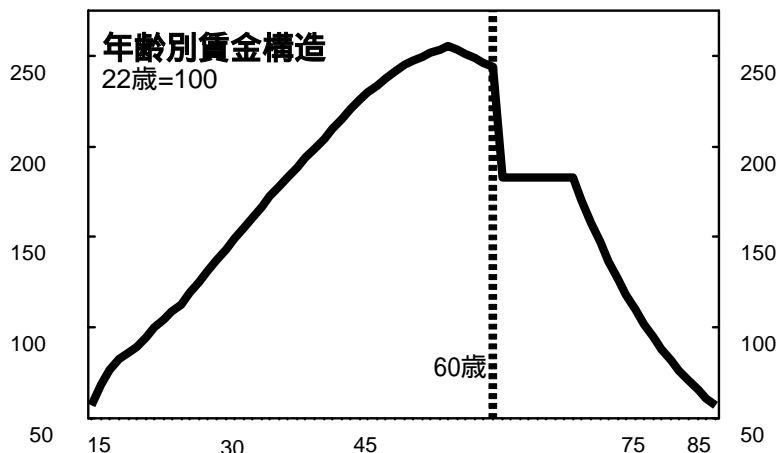


出所：厚労省、総務省統計局、モルガン・スタンレー・リサーチ

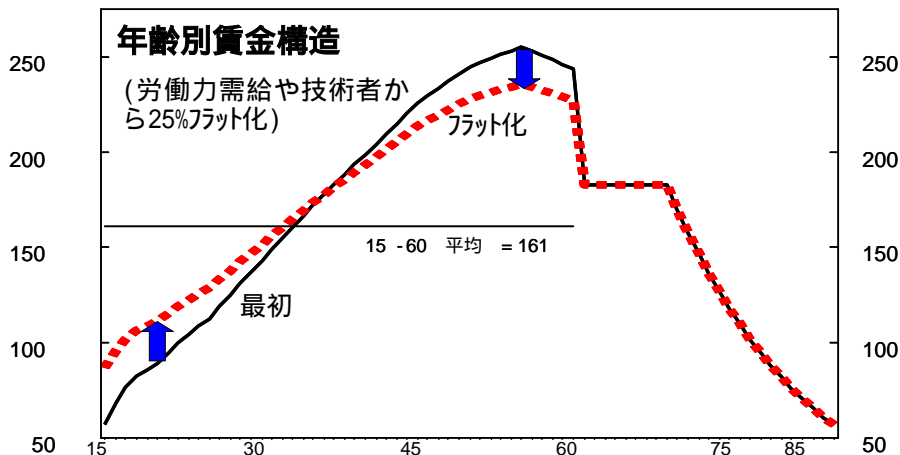
+ **=** **賃金水準**

団塊世代として、労働力参加率は変化し、労働力人口構成の曲線は変化する (= それぞれの賃金レベルにおける労働力比率)。

労働力人口構成と年齢別賃金構造の組み合わせは、そのときの賃金水準を示す。

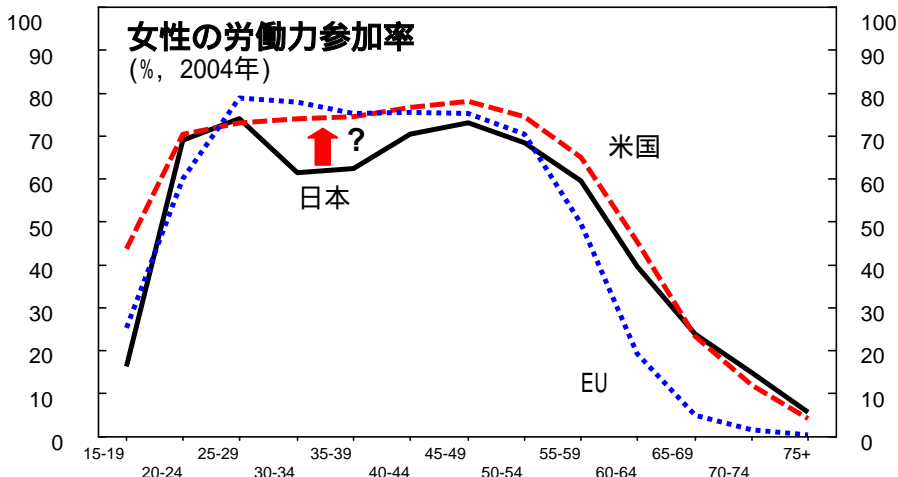
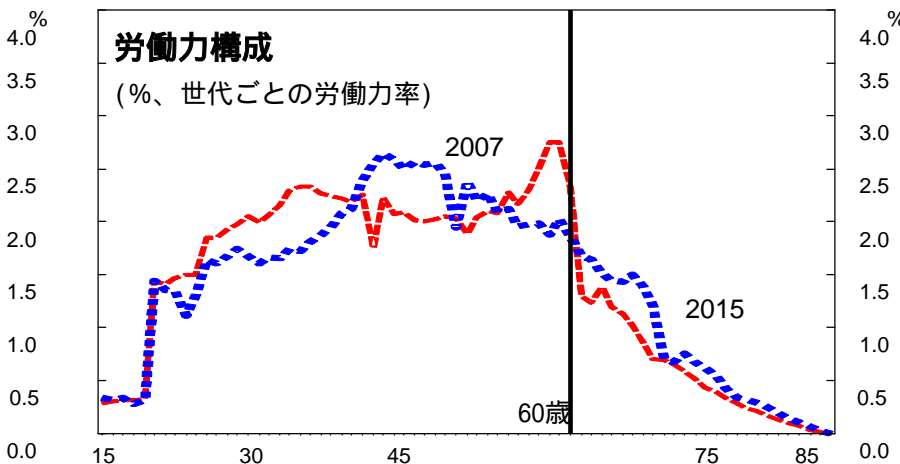


労働市場：(少なくとも)2011年まで低調な賃金



賃金への下方圧力は下記4つから成り立つ:

1. 年齢別賃金構造のさらなるフラット化;
2. 労働力人口の構成の高齢化への影響;
3. 若い女性層のさらに上昇する労働力参加率;
4. 移民労働者の増加。

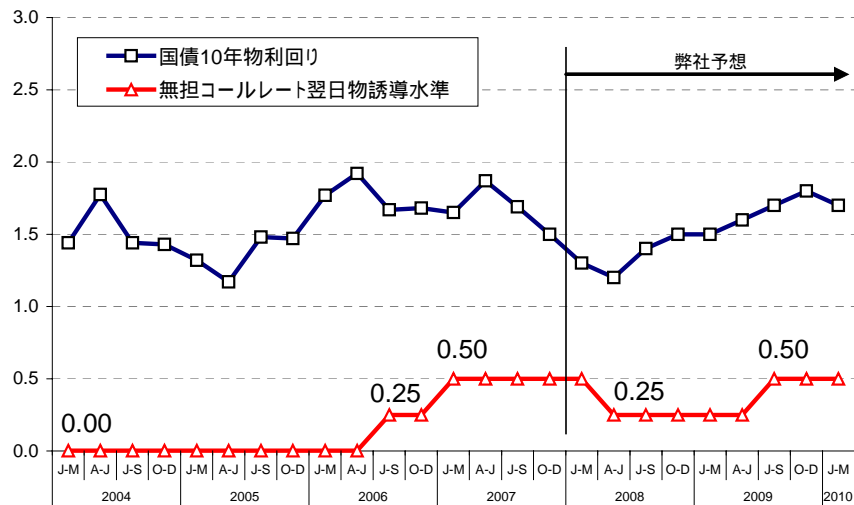


最終更新日： 7/25/2007

出所： 厚生労働省、総務省統計局、モルガン・スタンレー試算

金融政策: 弊社金利見通し

政策金利誘導水準と国債10年物利回り見通し(08年1月改定)



出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

従来リスクシナリオとしていた0.25%の利下げを正式にシナリオに織り込んだ(08/1/24)。タイミングは新体制発足後の08年4-6月期を見込む。

政府・与党は2月上旬を目途に次期日銀首脳人事の素案を提示するとしている。ただし、首脳人事により先行き政策金利のパスが大きく変わるわけではない。より重要なのは経済・物価のパスである。

叙上の我々の見方が間違ふ可能性があるとするれば、Fedの政策対応等により米景気後退がさほど深まらず、日本経済のパスも当初想定を上振れること。また、簿価を大幅に割り込んだ日本株市場が何らかのカタリストからラリーを演じること。

金利見通しの概要 (期末値、%)

	2007				2008				2009				2010
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月e	4-6月e	7-9月e	10-12月e	1-3月e	4-6月e	7-9月e	10-12月e	1-3月e
無担コールレート翌日物	0.72	0.61	0.68	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50
補完貸付金利(ロンバートレート)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75
LIBOR 3 カ月物利回り	0.65	0.73	1.00	0.85	0.88	0.63	0.63	0.63	0.63	0.75	0.88	0.88	0.88
国債 2 年物利回り	0.82	1.03	0.87	0.72	0.40	0.30	0.48	0.58	0.58	0.67	0.84	0.89	0.84
国債 5 年物利回り	1.20	1.48	1.20	1.01	0.70	0.56	0.86	0.98	0.98	1.12	1.22	1.34	1.22
国債 10 年物利回り	1.65	1.87	1.69	1.51	1.30	1.20	1.40	1.50	1.50	1.60	1.70	1.80	1.70
国債 20 年物利回り	2.11	2.24	2.18	2.10	2.03	1.88	2.06	2.08	2.08	2.10	2.18	2.23	2.18

e = モルガン・スタンレー・リサーチ予測。スプレッド予想は弊社債券調査本部債券戦略部の Freddy Lim、伊藤篤による。

出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

次期日銀総裁



**日銀法では、審議委員より資格を有さない人物の総裁及び副総裁(2名)を許可している！
そこで....**

日銀法、第23条

総裁及び副総裁は、両議院の同意を得て、内閣が任命する。

2項 審議委員は、経済又は金融に関して高い識見を有する者その他の学識経験のある者のうちから、両議院の同意を得て、内閣が任命する。

... 民主党は、次期日銀総裁任命に影響を与えるとして、参議院で任命権を利用するだろう。正式に、民主党は下記4つの状況を有する人物が望ましいとしている:

1. マクロ経済の理論と実務に精通している
2. 国内地域経済に関する確かな知識を持つ
3. 市場や海外と対話する能力が優れている
4. 金融セクターにおける実務経験を持つ

株式指数・企業収益

日米の株式指数: 東証株価指数とダウ平均

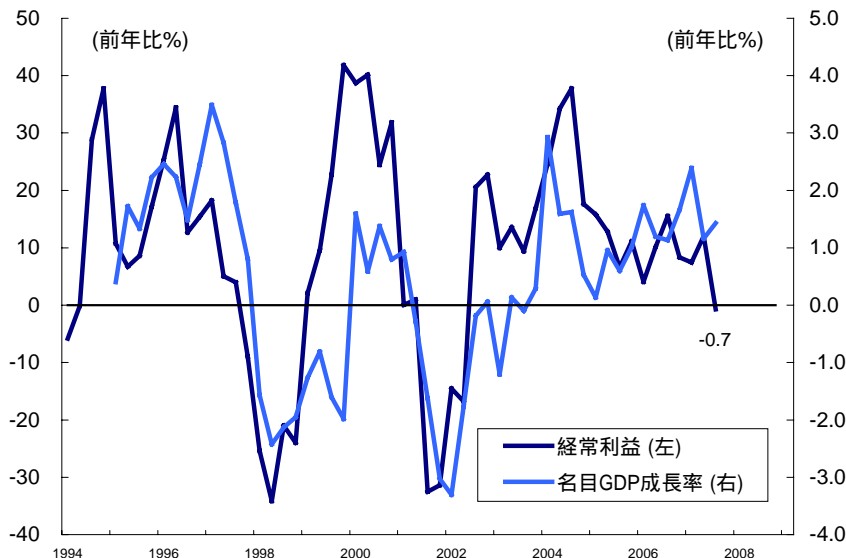


出所: ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

グローバルな金融市場ではショックが短期間に調整されるため、金融面のデカップリング (Financial Decoupling) はない。

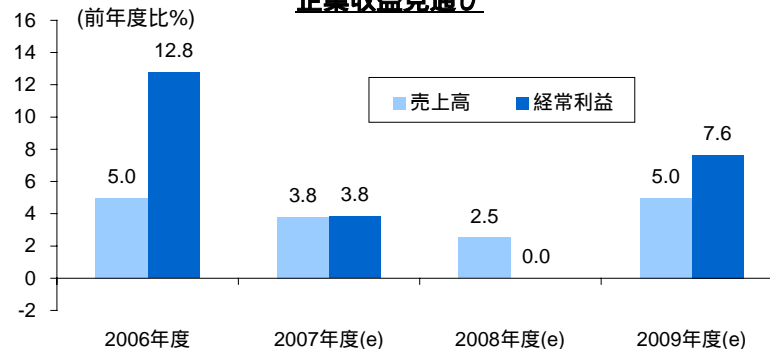
08年度の経常利益は前年度比フラットと見込む。

法季ベース経常利益(全産業)と名目GDP成長率



出所: 財務省法人企業統計、内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

企業収益見通し



注: 法季ベース、資本金10億円超、除く金融ベース、佐藤健裕による予想(07年12月11日)
出所: 財務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

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。

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 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は、有価証券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、金利や為替相場の変動、証券価格もしくは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。

Morgan Stanley Researchの従業員によって作成されたレポートは、Morgan Stanleyに関する情報を除き、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。

台湾のお客様各位：Morgan Stanley ResearchはMorgan Stanley Taiwan Limitedが配布しています。Morgan Stanley の書面による明示的な同意がない限り、調査レポート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。調査レポート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・地域では以下に記載された各社が配布しています。日本では、Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd.; カナダではMorgan Stanley Canada Limited (同社はまた、調査レポート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; 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調査レポートが作成、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。英国の個人投資家の方々には、Morgan Stanley & Co. International plc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。オーストラリアでは、Morgan Stanley Researchおよびその入手や利用はAustralian Corporations Actで定義されている“wholesale clients”のみを対象としています。

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はなりません。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なりません。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。

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にのみ提供されません。

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りテール顧客向けではありません。

The Americas

1585 Broadway
New York, NY 10036-8293
United States
Tel: +1 (1)212 761 4000

Europe

25 Cabot Square, Canary Wharf
London E14 4QA
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

Three Exchange Square
Central
Hong Kong
Tel: +852 2848 5200