

2018年10月18日

モバイルネットワークサービス産業の競争環境と収益環境

- ✓ スマートフォン登場10年で既存事業モデルは成熟期に入る
- ✓ ユーザーの流動性は安定的に推移 – 革新的サービスはOTTプレイヤーが提供、通信キャリア主導で事業者間競争を刺激するサービスが少ない
- ✓ モバイルネットワークサービス事業者にとっては4Gから5Gへの移行期間 (安定的な収益が次世代投資を促す)
- ✓ モバイルネットワークの社会インフラとしての重要性は一層高くなる (電話がモバイルコンピューティングデバイスになり、今後は社会インフラのコネクティビティの役割を担う) : 事業者の積極的な投資をサポートする利益水準の確保が必要

MORGAN STANLEY RESEARCH
JAPAN

モルガン・スタンレー・MUFG証券株式会社

津坂 徹郎
03-6836-8412
tetsuro.tsusaka@morganstanleymufg.com

Morgan Stanley MUFG証券による現在の競争 / 収益環境の評価

- ✓ サービス・技術ともに当面の成熟期に (LTEスマートフォンサービスの成熟化)
- ✓ 大手3社は既存ユーザーの満足度の最大化(流出防止)と新たな付加価値サービス提供を重視
- ✓ エンドユーザー料金が大幅に変動するような競争イベントがないために「競争が機能しているか」という疑問が生じている
- ✓ 安定的な競争環境ではあるが、グローバル比較で日本のモバイルキャリアが過剰な利益を得ているという事実はない (健全で平均的な利益率)
- ✓ 事業に関わるステークホルダーへの義務を果たしすべての事業リスクを消化した最終利益は株主に帰属 – この原則がくずれるとグローバル投資家の投資は極端に冷え込む

過去の大きなイベントによる競争促進の代表例

- 1994-1998年頃 : モバイルネットワークサービス普及期のネットワーク品質を軸にした設備競争
 - ✓ 端末購入補助と料金値下げによる普及率の拡大 / デジタル化による端末の小型化・量産化 / ネットワークエリア整備による品質の差別化
 - ✓ **料金競争 : 普及を促すために事業者自らが料金値下げを実行 / 新規契約者への端末無償提供始まる**

- 1999-2003年頃 : モバイルデータ通信 (i-mode等)による新サービスが登場、データ通信可能な携帯電話端末による競争
 - ✓ 新たなデータ収入の獲得とデータサービス普及のために、高機能フィーチャーフォンに端末購入補助を付け低廉で販売
 - ✓ **料金競争 : データ通信収入拡大を目指し高機能データ端末の開発を積極化、インセンティブにより普及拡大**

- 2003-2006年頃 : 3Gモバイルテクノロジーによる競争 - W-CDMA vs. CDMA EV-DO
 - ✓ 3.5世代データ通信の登場でデータ定額制が導入される / 定額制の安心感によりデータ利用が拡大する
 - ✓ **料金競争 : データサービスの従量課金性から定額制の移行 (データ単金は値下げ、ユーザーの総支払金額はデータ利用の利便性への対価で上昇)**

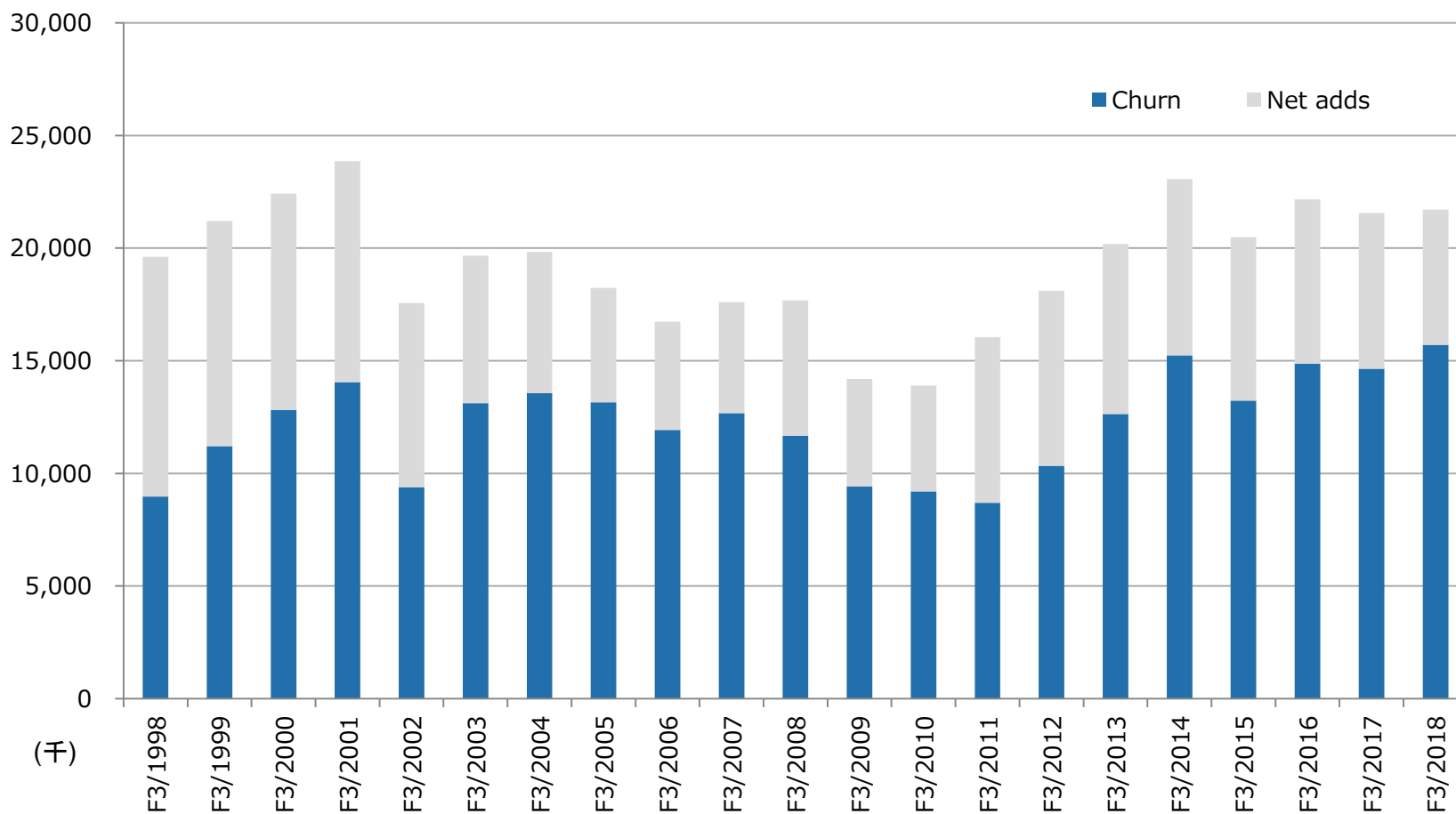
過去の大きなイベントによる競争促進の代表例

- 2006-2008年頃：第3位事業者の低料金戦略によるシェア拡大競争
 - ✓ シェア拡大を目指し、上位2社が追従困難な大幅値下げによる競争が進展
 - ✓ **料金競争：過去最大規模の料金競争 - 上位2社の料金追従には1-2年を要する**

- 2008-2013年頃：スマートフォンの普及による競争 - MNP市場の活性化
 - ✓ iPhone / Androidの登場でスマートフォン普及期の競争 - キャッシュバックMNP利用が活発化
 - ✓ **料金競争：MNPを利用することにより、i-mode等のデータ普及期に似た高機能スマートフォンの実質無償提供(キャッシュバック競争)に発展 (割賦販売、2年契約、端末代金実質割引 - 料金据え置きながら端末負担金の上下で競争力をコントロール)**

- 2013-現在：MVNOを新たな選択肢とした競争の進展
 - ✓ MVNOの登場で消費者の選択肢増える / 過去の競争と比較するとユーザーの流動性の拡大にまでは発展していない
 - ✓ **料金競争：低廉なMVNO料金が登場、ただし高機能スマートフォン端末の提供では大手3社が圧倒的に優位、SIMロック解除・中古端末はリタラシーの高いユーザーの利用にとどまる**

競争によるユーザー流動性の変化：2014年度よりユーザーの流動性が停滞

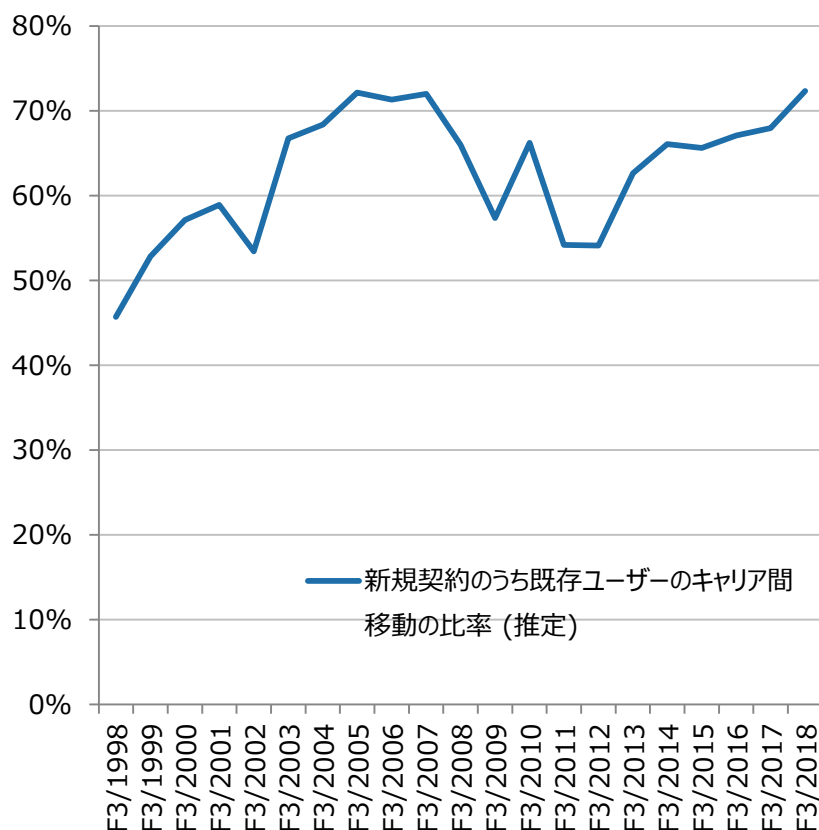


出所：通信業界KPIより、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

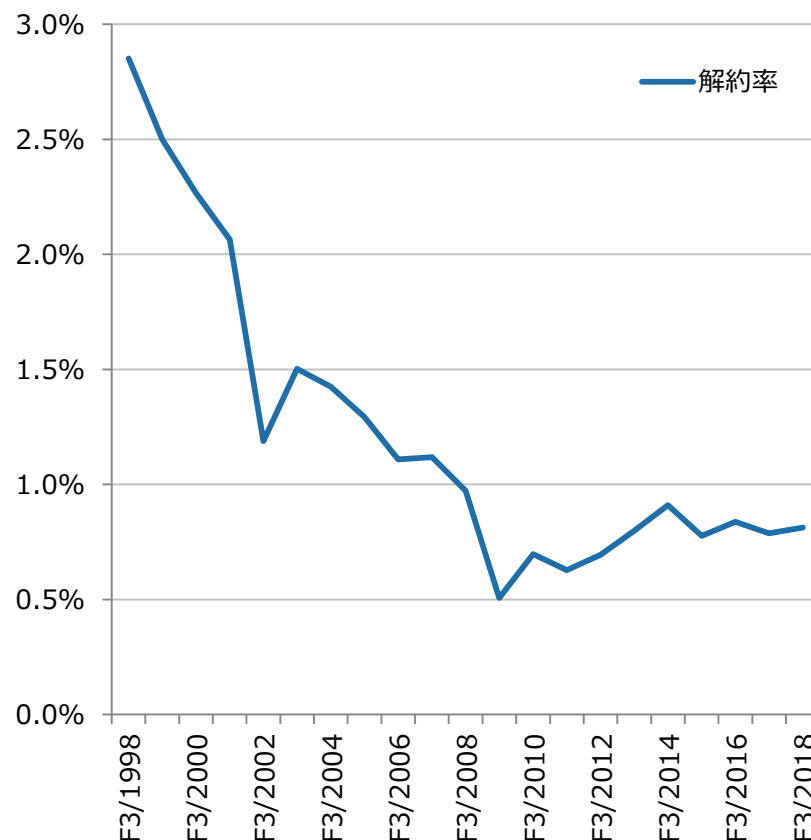
普及率が限界に達しつつあり既存ユーザーの満足度向上（囲い込み）が競争戦略の柱に

➤ 新規契約市場の内訳

- 既存ユーザーのキャリア間移動が流動市場の70%以上を占める
- 大手事業者の戦略はユーザー囲い込み



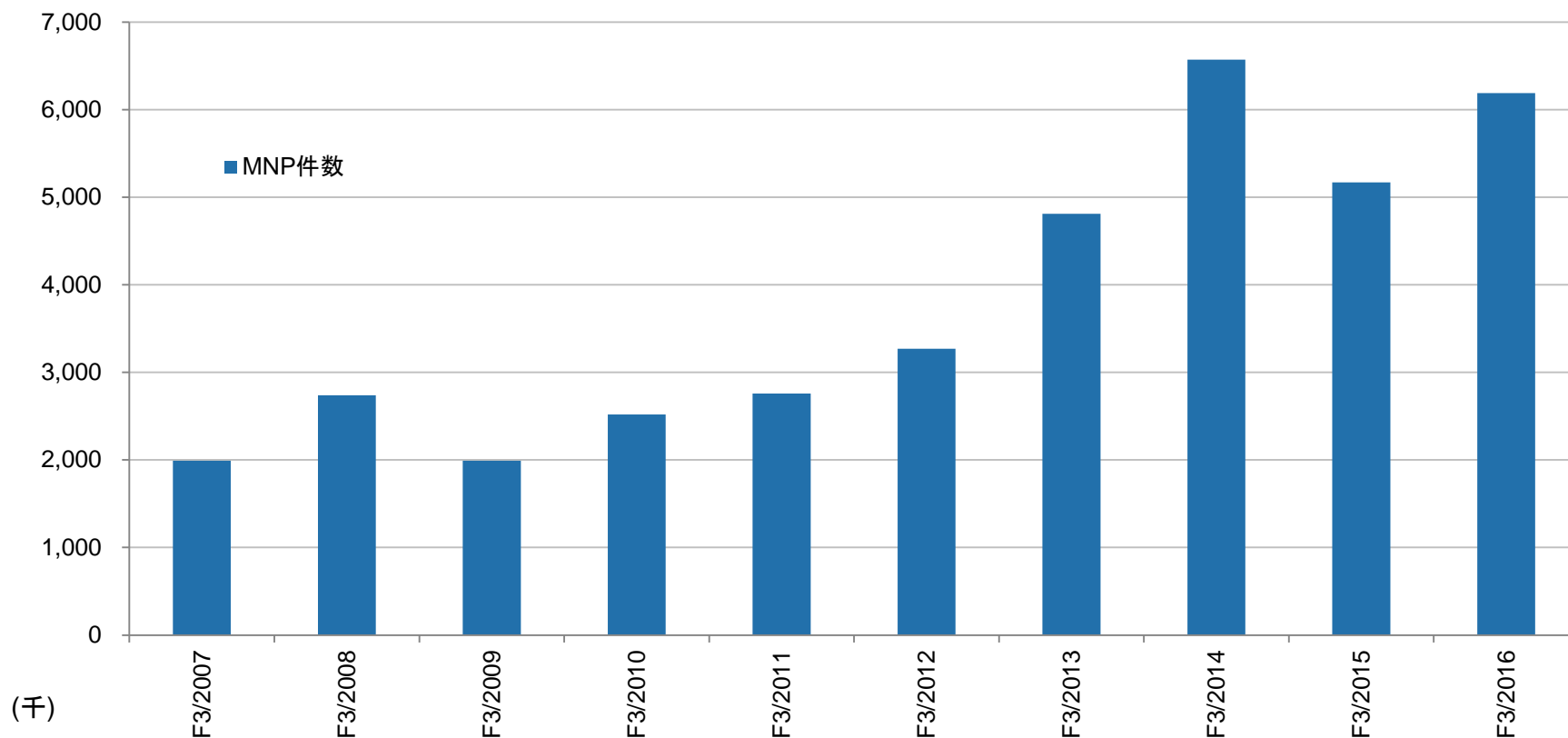
出所:通信業界KPIより、モルガン・スタンレー・リサーチ作成



出所:通信業界KPIより、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

MNP市場が再度活性化することはあるか

- MNPの開始後、スマートフォン普及拡大期にMNP市場が活性化
 - スマートフォンの本格普及、ブロードバンドとのバンドル契約、キャッシュバック競争



出所: MIC、モルガン・スタンレー・リサーチ

高機能スマートフォン端末価格とユーザー料金が一体化：MVNOでは追従困難なビジネスモデル

- マーケティング上のメッセージは「実質〇〇円」の高機能スマートフォン
 - 高機能・高価格端末の人気化で割賦販売方式が主流に
 - 割賦支払い負担と月額割引がセットになり「実施〇〇円」がマーケティング上のメッセージになる
- 会計上の収支ではネットワークサービスを割引き
 - 端末の値段表示では「実質〇〇円」(割賦支払いと月額割引の純額 × 24か月)、実際は契約期間中のサービス料金に対する月額割引 (途中解約の場合は割賦支払は全額返済、月額割引のメリットは消滅)
- 端末・サービス分離モデルになっても収支バランスで収益を最適化
 - 端末販売 - 最大半額の支払を免除、ただし端末は返却、返却された端末のResale Value次第では利益を確保できるビジネスモデル
 - サービス料金の値下げと同時に月額割引の適用がなくなる
 - 総合的な収支におおきな影響がでないビジネスモデル

事業規模をレバレッジできる提供メニュー：メニュー全体で収益を最適化 – モバイルネットワークサービスを単独提供するMVNOとの差

- 最新高機能スマートフォンの実質値引き
 - 10万円の端末が実質半額というマーケティングメッセージ

- 型落ち端末のゼロ円提供
 - 旧世代モデルの高機能端末のゼロ円販売で端末購入インセンティブが復活

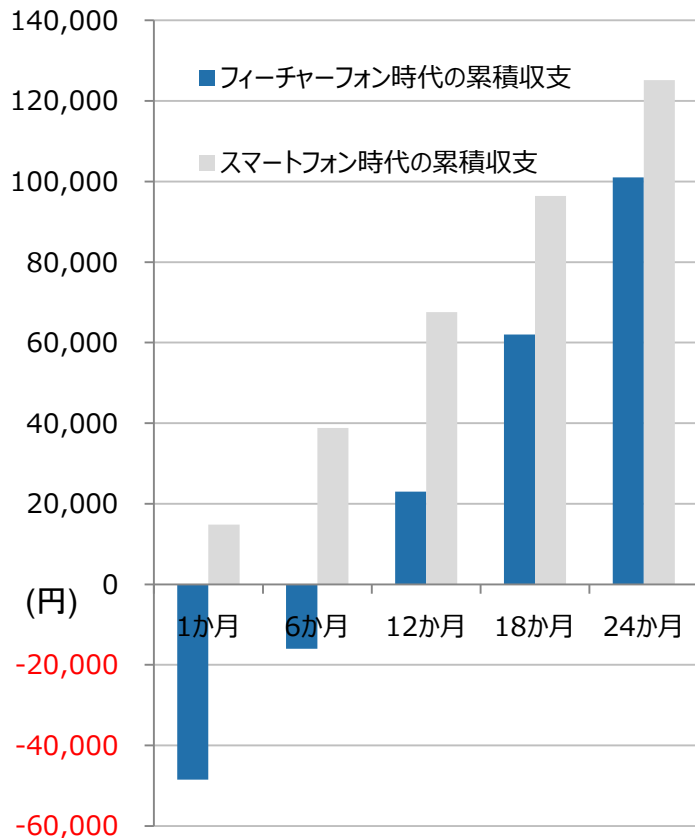
- ブロードバンド・バンドルによる値引き
 - ブロードバンド契約を前提にスマートフォン契約回線毎に1000円割引など – ブロードバンドとモバイルの収支一体化

- 端末・サービス分離販売モデル
 - 端末でも利益を確保、サービスでも利益を確保、両方のビジネスモデルで全社利益を最適化

端末購入インセンティブ時代から割賦販売方式になりペイバック期間が短期化 (各種割引を含まないモデルケース - ブロードバンドバンドル割引、期間限定割引など)

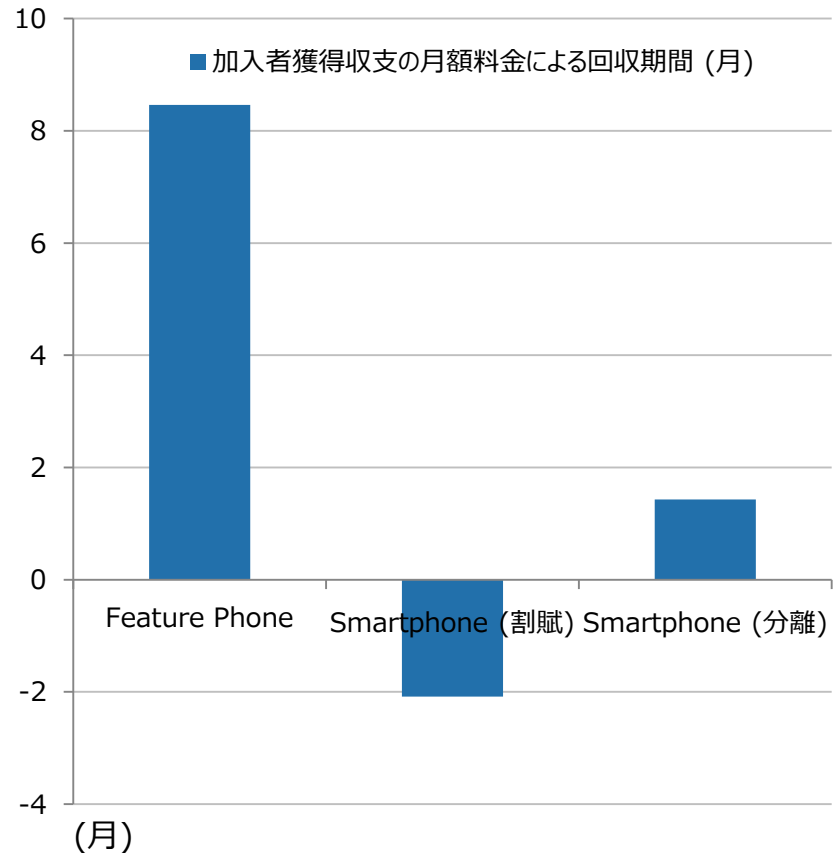
➤ 携帯電話サービス普及期のインセンティブモデル vs. 割賦販売モデル

✓ 割賦販売により初期加入者獲得費用は軽減



出所:標準的な料金プランをモデルケースとして、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

➤ 加入者獲得費用回収期間の短期化

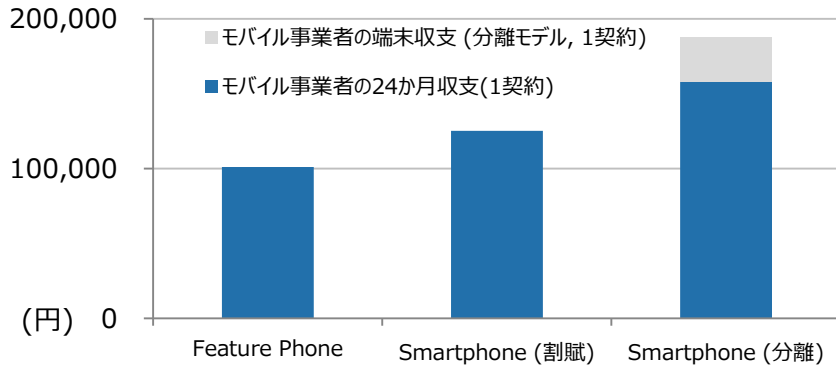


出所:標準的な料金プランをモデルケースとして、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

フィーチャーフォン、スマートフォン(割賦販売)、スマートフォン分離モデル vs. 設備投資関連指標：事業者収支とユーザー支払総額 (各種割引を含まないモデルケース - ブロードバンドバンドル割引、期間限定割引など)

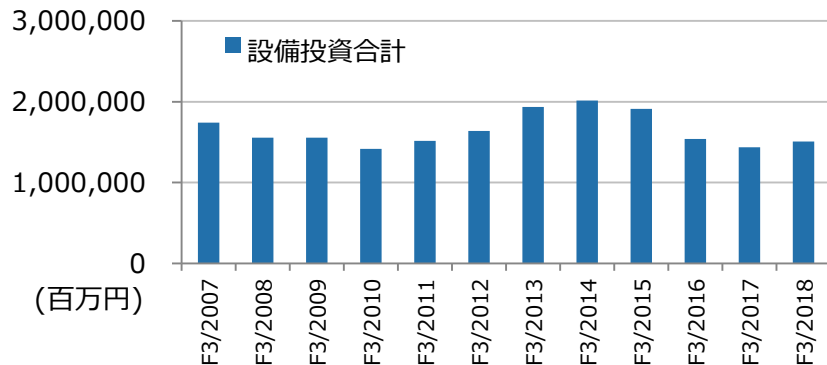
- ✓ スマートフォンの普及：コンピューティングデバイスのモバイル化でユーザー利便性は格段に向上 - 支払総額の上昇は利便性 / innovationに対する対価
- ✓ 設備投資：高速化・大容量化への投資で設備投資は上昇、最近3年間は安定的に推移：利便性とInnovationに対する投資と償却期間のバランスをどのように考えるべきか

➤ スマートフォンの利便性に対する料金設定による増収効果



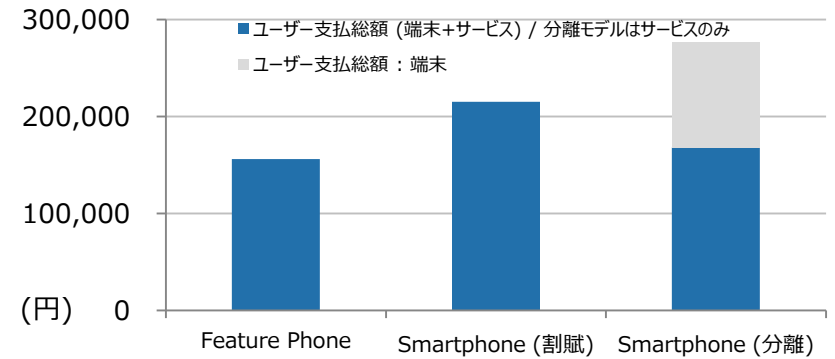
出所:標準的な料金プランをモデルケースとしてモルガン・スタンレー・リサーチ作成

➤ モバイル設備投資額：スマートフォン投資の一巡で安定して推移



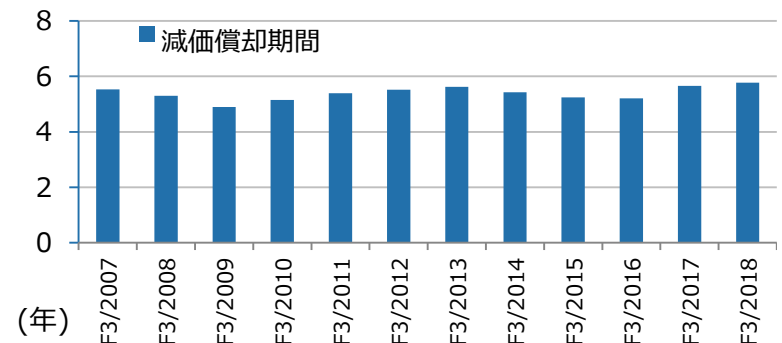
出所: 通信業界KPIより、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

➤ 分離モデルで端末とサービスの支払総額に透明性を確保



出所:標準的な料金プランをモデルケースとしてモルガン・スタンレー・リサーチ作成

➤ 設備投資の減価償却期間：6年弱で安定的に推移



出所: 通信業界KPIより、モルガン・スタンレー・リサーチ作成

フィーチャーフォン時代のビジネスモデル：端末購入インセンティブ方式 (各種割引を含まないモデルケース - ブロードバンドバンドル割引、期間限定割引など)

(JPY)	24か月 合計	1か月	6か月	12か月	18か月	24か月
前提						
端末販売価格	50,000	50,000				
端末調達コスト	(45,000)	(45,000)				
端末値下げ(インセンティブ)	(50,000)	(50,000)				
代理店手数料	(10,000)	(10,000)				
月額基本料金：音声	24,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
月額使用料：音声通話	24,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
月額使用料：データ	108,000	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
月額割引	0	0	0	0	0	0
収入						
端末販売収入	50,000	50,000				
費用						
加入者獲得費用合計	(105,000)	(105,000)				
収支						
(端末販売, 端末調達, インセンティブ, 代理店手数料)	(55,000)	(55,000)				
収入						
月額利用料	156,000	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500
収支						
24か月累計	101,000	(48,500)	(16,000)	23,000	62,000	101,000
加入者獲得収支の月額料金による 回収期間(月)	8.5					
ユーザー支払総額	156,000					

スマートフォン割賦販売時代のビジネスモデル：割賦負担と月額割引のバランス (各種割引を含まないモデルケース - ブロードバンドバンドル割引、期間限定割引など)

(JPY)	24か月 合計	1か月	6か月	12か月	18か月	24か月
前提						
端末販売価格	100,000	100,000				
割賦回収金額	100,000	4,167	4,167	4,167	4,167	4,167
端末調達コスト	(80,000)	(80,000)				
端末値下げ(インセンティブ)	0	0				
代理店手数料	(10,000)	(10,000)				
月額基本料金：音声	24,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
月額使用料：音声通話	24,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
月額使用料：データ	127,200	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300
月額割引	(60,000)	(2,500)	(2,500)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
収入	100,000	100,000				
費用	(90,000)	(90,000)				
収支	10,000	10,000				
収入	115,200	4,800	4,800	4,800	4,800	4,800
収支	125,200	14,800	38,800	67,600	96,400	125,200
加入者獲得収支の月額料金による 回収期間 (月)	-2.1					
ユーザー支払総額	215,200					

スマートフォンサービス・端末分離型のビジネスモデル：割賦負担の半額免除、端末の返却、サービス

料金値下げのバランス

(各種割引を含まないモデルケース - ブロードバンドバンドル割引、期間限定割引など)

➤ 割賦負担の半額免除、端末の返却 (Resale価値)のバランス

(JPY)		25か月	30か月	36か月	42か月	48か月
前提						
端末価格	100,000	100,000				
割賦回収金額	50,000	2,083	2,083	2,083	2,083	2,083
プログラムフィー	9,360					
端末回収 - resale value	50,000	50,000	41,667	31,667	21,667	10,000
(残価%)		50%	42%	32%	22%	10%
端末調達	(80,000)					
収入	割賦回収, プログラムフィー, 端末 resale value	109,360	109,360	111,443	113,943	116,443
費用	端末調達	(80,000)				
収支		29,360	29,360	31,443	33,943	36,443
	ユーザー支払総額：端末	109,360				

出所:標準的な料金プランをモデルケースとしてモルガン・スタンレー・リサーチ作成

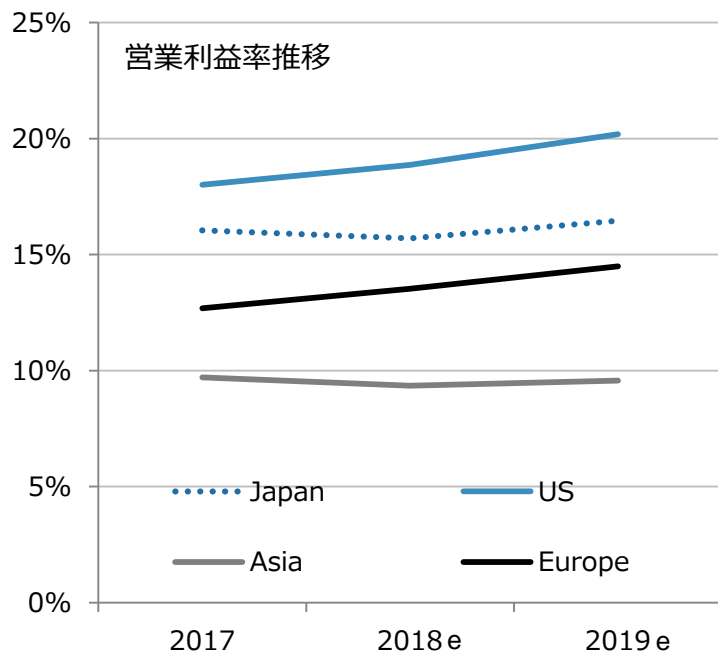
➤ 割賦負担の免除で月額割引がなくなる

(JPY)		24か月 合計	1か月	6か月	12か月	18か月	24か月
前提							
端末販売価格	0						
端末調達コスト	0						
端末値下げ(インセンティブ)	0						
代理店手数料	(10,000)	(10,000)					
月額利用料 (5GB data + voice)	144,000		6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
月額使用料：音声	24,000		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
月額割引	0		0	0	0	0	0
収入	端末販売収入	0					
費用	加入者獲得費用合計	(10,000)	(10,000)				
収支	(端末販売, 端末調達, インセンティブ, 代理店手数料)	(10,000)	(10,000)				
収入	月額利用料	168,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000
収支	24か月累計	158,000	(3,000)	32,000	74,000	116,000	158,000
	加入者獲得収支の月額料金による回収期間 (月)	1.4					
	ユーザー支払総額：サービス	168,000					

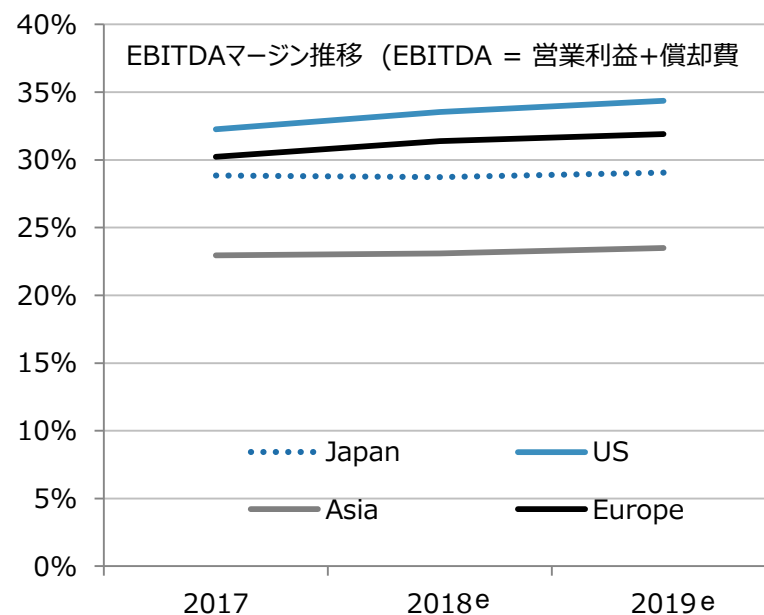
出所:標準的な料金プランをモデルケースとしてモルガン・スタンレー・リサーチ作成

モバイルキャリア収益性：Global比較

- ✓ 安定的な競争環境ではあるが、グローバル比較で日本のモバイルキャリアが過剰な利益を得ているという事実はない（健全なモバイルネットワーク産業の利益率） – 異なる産業間の利益率比較は不適切（モバイルネットワーク産業はインフラの整備と維持に多額の資金が投下されるため相応の利益を確保する必要がある）
- ✓ 事業に関わるステークホルダーへの義務を果たしすべての事業リスクを消化した最終利益は株主に帰属 – この原則がくずれるとグローバル投資家の投資は極端に冷え込む



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



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

モバイルネットワークの社会インフラとしての重要性は一層高くなる：事業者の積極的な投資をサポートする利益水準の確保が必要

- ✓ 1990年から2000年頃：携帯電話サービス - 電話の機能にモビリティが加わる
- ✓ 2000年から2010年：データ通信サービス - モバイルインターネットが可能になる
- ✓ 2010年から2020年：スマートデバイス（スマートフォン等） - モバイルコンピューティングが可能になる（コンピューティング機能を持ち運ぶ時代になる）
- ✓ 2020年以降：5Gとそれ以降の技術の発展 - 生活、ビジネス（産業活動のバリューチェーン全て）、公共サービスなど社会インフラのコネクティビティの役割を担う
 - ✓ 消費者一人あたり数十のネットワークコネクティビティが要求される可能性 - スマートフォンから靴まで生活行動すべてがネットワークにつながる
 - ✓ 世帯インフラあたり数十のネットワークコネクティビティが要求される可能性 - 家電をはじめとして情報を管理したいものすべてがネットワークにつながる
 - ✓ ビジネスの生産活動においてすべてのバリューチェーンがモバイルネットワークで情報化される - すべての産業の生産活動におけるデータ管理がモバイル化される
 - ✓ 公共インフラの情報化 - パブリックサービスに対するモバイル・コネクティビティ(交通、ユーティリティ、ヘルスケア、教育、その他)

情報開示セクション



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にとられずに、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 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推奨、投資判断、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）。

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。：津坂 徹郎、CFA。

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か月間に、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、主幹事会社もしくは共同幹事会社を務めました：ソフトバンクグループ。

Morgan Stanleyは過去12か月間に、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：NTT、KDDI、NTTドコモ、ソフトバンクグループ。

Morgan Stanleyは今後3か月間に、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ます、もしくは得ようとするを予定しています：NTT、KDDI、NTTドコモ、ソフトバンクグループ。

Morgan Stanleyは過去12か月の間に、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：NTT、ソフトバンクグループ。

Morgan Stanleyは過去12か月の間に、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：NTT、KDDI、NTTドコモ、ソフトバンクグループ。

Morgan Stanleyは過去12か月の間に、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：NTT、NTTドコモ、ソフトバンクグループ。

Morgan Stanley & Co. LLCは、次の会社の証券のマーケットメイキングを行っています：ソフトバンクグループ。

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、ファーム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。株式調査アナリスト、ストラテジストの報酬は投資銀行業務や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は連動していません。

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、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。Morgan Stanleyは負債調査の対象となる負債性証券（またはその派生商品）につき自己勘定で取引を行っているか、取引を行う可能性があります。

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。

情報開示セクション

(2018年9月30日現在) 以下に記述されている投資判断はMorgan Stanleyのファンダメンタル株式調査を対象としており、当ファームが作成している負債調査には該当しません。(NASDAQ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。

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。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。小数点以下は切り捨てているため、“%”の欄に表示された数字を合計しても100とならない場合があります。

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。

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、当該MSCI地域別指数、またはMSCIアジア太平洋株価指数(日本除く)。

Morgan Stanley Smith Barney LLCのお客様への重要な開示情報

Morgan Stanley Smith Barney LLC、Morgan Stanley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 Wealth Managementのディスクロージャー・ウェブサイト(www.morganstanley.com/online/researchdisclosures)に掲載されています。Morgan Stanleyに関する開示情報はwww.morganstanley.com/researchdisclosures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一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 & 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 : KDDI、ソフトバンクグループ。

Morgan Stanley Researchのポリシーにおいては、リサーチレポートに記載されている当該企業、セクターまたは市場に対する意見や見解に重要な影響がある進展があり、リサーチアナリストおよびリサーチマネージメントが適切とみなした場合に、リサーチレポートを更新するものとされています。さらに、特定のリサーチ刊行物は、定期的(週、月、四半期、年)に更新されることが予定されており、リサーチアナリストおよびリサーチマネージメントによって異なった発行周期が適切であると決定されない限り、通常その周期で更新されます。

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Matrix(<http://www.morganstanley.com/matrix>)でご覧いただけます。

Morgan Stanley ResearchはMatrix上の弊社独自のリサーチ・ポータルを通じ弊社のお客様に提供されています。またMorgan Stanleyによりお客様に電子的に配信されています。便宜上、特定のMorgan Stanley Researchプロダクトは第三者ベンダーを通じて提供されたり、またその他の電子的方法によりお客様に再配布されています。すべてのプロダクトへアクセスをご希望のお客様は営業担当者にご連絡いただくか、Matrix(<http://www.morganstanley.com/matrix>)をご覧ください。

Morgan Stanley Researchへのアクセスおよび/またはご利用には、Morgan Stanley利用規約(<http://www.morganstanley.com/terms.html>)が適用されます。Morgan Stanley Researchへアクセスおよび/またはMorgan Stanley Researchをご利用になった場合、利用規約(<http://www.morganstanley.com/terms.html>)を閲読され、当該利用規約の拘束を受けることに同意いただいたものとみなされます。また、お客様のニーズに応じた設定や閲覧データ収集など、Morgan Stanleyがサービスやプロダクトの向上と個人の目的に合わせたサービスやプロダクトの提供を目的に弊社プライバシー・ポリシーおよび弊社グローバル・クッキー・ポリシー(http://www.morganstanley.com/privacy_pledge.html)に従って個人データ処理とクッキー利用を行うことに同意いただいたものとします。Morgan Stanleyの個人データ処理方法やクッキー利用方法に関する情報、またクッキーを拒否する方法については詳しくは、弊社プライバシー・ポリシーならびに弊社グローバル・クッキー・ポリシー(http://www.morganstanley.com/privacy_pledge.html)をご参照ください。

上記利用規約にご同意いただけない場合、および/またはMorgan Stanleyによるお客様の個人データ処理もしくはクッキー利用にご同意いただけない場合は、弊社リサーチへのアクセスをご遠慮ください。

情報開示セクション

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、またはすべてに参加するために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し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をすることがあります。

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。当社の顧客以外で、Taiwan Stock Exchange Recommendation Regulations Article 7-1に規定される範囲においてMorgan Stanley Researchを受領し、又はMorgan Stanley Researchへアクセスを行う読者が、第三者（関係者、関係会社、その他の第三者を含むがこれに限定されない）へMorgan Stanley Researchを提供することや、利益相反関係や利益相反の外観を生じさせるような活動に関与することは認められておりません。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いません。

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。本レポートに関わ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ます。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。本レポートまたはそのいかなる部分も、中国法に定義される有価証券への投資のコンサルタントやアドバイザーサービスの提供を意図、または形成するものではありません。

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.; メキシコではComision Nacional Bancaria y de Valoresの規制下にあるMorgan Stanley México, Casa de Bolsa, S.A. de C.V (Paseo de los Tamarindos 90, Torre 1, Col. Bosques de las Lomas Floor 29, 05120 Mexico City); 日本では、Morgan Stanley MUFJ Securities Co., Ltd.および商品に関わ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 およびMorgan Stanley Asia International Limited, Hong Kong Branch; 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)およびMorgan Stanley Asia International Limited, Singapore Branch (Registration number T11FC0207F); 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. 19 009 145 555 (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; インドネシアではPT. Morgan Stanley Sekuritas Indonesia; 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、Prudential Regulatory Authorityの認可を受け、Financial Conduct AuthorityおよびPrudential Regulatory Authority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。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の情報は、サウジアラビア王国のCapital Market Authorityの規制下にあるMorgan Stanley Saudi Arabiaによって配布され、Sophisticated investorsを対象としています。

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限定されるものではありません。投資顧問サービスは、お客様のリスクや所得に応じて、所定の機関より提供されます。ここに記載されたコメントおよび推奨は一般的な見解です。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一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。

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

1-9-7 Otemachi, Chiyoda-ku
Tokyo, 100-8104
Japan
Tel: +81 (0)3 6836 5000

Asia/Pacific

1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: +852 2848 5200