

ブラジル

雇用情勢と消費者心理に注目

ブラジル経済は対外依存度が比較的 low、供給サイドの調整も概ね完了している。このため、2009年1Qの鉱工業生産は前四半期比で回復に転じる可能性がある。ただ、そのモメンタムが09年を通して維持されるか否かは、需要次第と言える。

特に、GDPの6割程度を占める家計消費の重要性が高い。08年4Qの消費は前四半期比-2.0%と予想以上の落ち込みになったが、インフレの落ち着きで、実質所得の目減りは目立っていない。失業率の上昇圧力が強まったのは昨年12月だが、それ以前から消費が低迷しているのは消費者心理の悪化が背景にあるとみられる。HSBCでは2009年の実質GDP成長率を+0.1%と見込んでいる。プラス成長維持のカギとなるのは失業率の動向と、雇用情勢を受けた消費者心理である。

インフレ見通しは景気に左右される状況が続くだろう。09年は成長率が急減速することで、ブラジル・レアル(BRL)安のインフレ圧力が抑えられるとみられ、コアインフレ率は漸減

傾向をたどる可能性が高い。HSBCでは、2009年のCPI予測を+4.6%で据え置くものの、景気後退の影響でサービス価格の上昇圧力が弱まるとみられ、2010年予測は従来の+4.8%から+4.3%に引き下げる。

景気の低迷とインフレの落ち着きを受けて、金融緩和の余地が広がる。現在11.25%の政策金利は今年7月までに9.0%に低下すると見込まれ、その後は年内の据え置きが予想される。

財政面では、追加刺激策が打ち出される可能性が残るものの、税収に急ブレーキがかかっているため、歳出拡大余地は限られている。近年の財政収支を支えてきた非経常収入がなくなったことも、税収減の影響を大きくしている。

プライマリー収支の黒字は2008年のGDP比4.1%から2.5%程度まで減少する可能性がある。しかし、低金利が続くなかで、純債務GDP比は今回の経済危機以前の水準を維持できる見通し(公的債務の4割は変動金利)。

André Loes*
Economist
HSBC Bank Brasil S.A.
+55 11 3371 8184
andre.a.loes@hsbc.com.br

* HSBC Securities (USA) Inc の非米国関連会社の従業員であり、NYSE/NASD 認定の RR ではありません。

前年比%

	2005	2006	2007	2008f	2009f	2010f
民間消費	4.5	5.3	6.3	5.4	0.9	2.7
総固定資本形成	3.6	9.8	13.5	13.8	-6.0	3.5
GDP	3.2	4.0	5.7	5.1	0.1	2.6
鉱工業生産	3.1	2.8	6.0	3.1	-4.0	4.2
失業率(%)	9.9	10.0	9.3	7.9	9.2	8.7
消費者物価*	5.7	3.1	4.5	5.9	4.6	4.3
輸出(USDbn)	118.3	137.8	160.6	197.9	167.7	171.2
輸入(USDbn)	73.6	91.4	120.6	173.2	147.7	155.9
経常収支(USDbn)	14.0	13.6	1.6	-28.3	-17.9	-27.4
経常収支(% GDP)	1.6	1.3	0.1	-1.8	-1.4	-2.0
財政収支(% GDP)	-3.0	-2.9	-2.2	-1.5	-2.4	-2.0
BRL/USD	2.34	2.14	1.77	2.34	2.45	2.35
3カ月金利	19.0	14.8	11.7	12.7	9.3	8.6

* 年末 Source: HSBC

ロシア

安定化の可能性は？

昨年 3Q に後退期入りしたロシア経済は縮小ペースを速め、固定資産投資、鉱工業生産ともに前年比で 2 ケタのマイナスを記録している。今後、回復への転換点はいつごろ、どのような形で訪れるのか。

国際環境面で回復への条件となるのは、石油、金属価格の持ち直しと資金流出に歯止めがかかることだ。米中経済に関する HSBC 見通しから判断すると、コモディティ価格は今年後半から来年にかけて安定化に向かう可能性がある。しかし、ロシアの成長率予測はなお下方修正が続くとみられ、循環環境は引き続き厳しい。国内面では、金融、財政政策の効果が景気の先行きを左右するとみられ、金融安定化と景気刺激に向けた資金を最大限活用することがカギになる。

ルーブル (RUB) 相場はようやく安定化に向かいつつある。原油価格が 1 バレル=40 ドル超で推移していることを考えると、当面、落ち着いた動きが予想される。しかし、RUB が安定しても金利の大幅低下にはつながっておらず、これはこれまでの RUB 安によるイン

フレ圧力 (前年比+14%に加速) と (将来のインフレ要因になる) 財政赤字の急増を嫌気したものとみられる。また、向こう 1 年の対外債務返済負担が重いことも根強い RUB 安観測につながっている。

世界経済の見通しがさらに悪化しない限り、RUB 金利を取り巻く環境は早晚改善に向かうことになるかもしれない。総額 1.5 兆ルーブルの財政出動も、(追い風にならないとしても) 少なくとも逆風を抑える効果はあるだろう。

全体として、ロシア経済は 09 年半ばに安定度が高まると予想され、外部環境が好転すれば、年後半に緩やかな回復基調をたどる可能性がある。その場合は成長率のマイナス幅が縮小することになるだろう。だが、外部環境が追い風に転じなければ、ロシア経済の不振はこれまで以上に深刻化し、特に不良債権の急増が銀行セクターにとって一段の打撃となる。

Alexander Morozov*
Economist
HSBC Bank (RR), Moscow
+7 495 783 8855
alexander.morozov@hsbc.com

* HSBC Securities (USA) Inc の
非米国関連会社の従業員
であり、NYSE/NASD 認定の
RR ではありません。

前年比%

	2005	2006	2007	2008	2009f	2010f
GDP	6.4	7.7	8.1	5.6	-2.8	2.3
鉱工業生産	4.0	4.4	4.1	0.8	-8.0	2.0
消費者物価	12.7	9.7	9.0	14.1	12.2	11.5
経常収支(USDbn)	84.3	94.3	77.2	98.9	23.8	1.3
経常収支(% GDP)	11.1	9.5	6.0	5.9	1.9	0.1
外貨準備(USDbn)	175.9	295.6	465.9	412.5	342.7	323.1
総合財政収支 (% GDP)	7.5	7.4	5.4	4.2	-8.8	-6.7
RUB/USD*	28.4	27.0	25.3	25.4	32.9	34.3
1 カ月金利(%)*	4.7	4.8	4.9	10.1	15.2	13.4

* 年平均
Source: HSBC

トルコ

経済情勢が悪化、頼みはIMF 融資

大規模な需要ショック、海外からの資金調達難、センチメントの悪化など、今年のトルコ経済は深刻なリセッションに向かいつつある。こうしたなか、HSBC ではトルコの成長率見通しを下方修正し、今年は-1.9%から-4.4%、来年は+4.1%から+2.9%に改めた。

経済環境の悪化を受けて、積極的な政策対応が打ち出されている。中銀は昨年 11 月から今年 3 月までに政策金利を 625bp 引き下げ、過去最低の 10.5%とした。財政支出の拡大に伴い、プライマリー収支の黒字は昨年 8 月の GDP 比 3.2%から今年 2 月時点で 0.9%まで縮小した。

トルコは純債務国で、貯蓄率も低下傾向をたどっている。それに金融、財政緩和が加わり、トルコ・リラ (TRY) は大幅な売り圧力にさらされている。3 月初めには過去最低を更新した。

もともと、海外資金の調達難でトルコ経済が一段の縮小に向かうことになれば、昨年時点で GDP 比 5.6%に達していた経常赤字は改善が見込まれる。こうした構造改革の痛みを緩和する役割を果たすのが IMF 融資である。トルコ政府が IMF 協定を受け入れれば、大規模な財政支援が期待できる。しかし、交渉が不調に終われば、トルコが抱える巨額の対外債務はロールオーバー・リスクが高まる（今年の償還予定は BIS 報告行ベースで 392 億ドル + 民間部門の短期債務 512 億ドル）。外貨準備も 650 億ドルにとどまるため、資金不足に対処するには経済の一層の縮小が必要になる。こうした状況を踏まえ、HSBC では IMF 協定がまとまる可能性が高いと考えている。IMF 融資が資金難の民間部門を支え、成長のけん引役にはなれないまでも、トルコ経済のダウンサイドリスクを抑制することは可能とみられる。また、世界経済の行方も、トルコにとって重要な要因となる。

Dr. Murat Ulgen*
Economist
HSBC Turkey
+90 212 376 4619
muratulgen@hsbc.com.tr

* HSBC Securities (USA) Inc の
非米国関連会社の従業員
であり、NYSE/NASD 認定の
RR ではありません。

前年比%

	2005	2006	2007	2008	2009f	2010f
個人消費	7.9	4.6	4.1	1.1	-1.5	2.5
政府支出	2.5	8.4	6.5	5.8	0.0	1.7
固定投資	17.4	13.3	5.5	-3.8	-12.5	2.9
在庫変動(寄与度)	-0.8	-0.8	0.2	-0.5	-2.1	-0.8
内需	9.4	7.0	4.7	0.3	-4.0	2.5
輸出	7.9	6.6	7.3	2.3	-6.0	3.9
輸入	12.2	6.9	10.7	-0.7	-9.5	6.8
GDP	8.4	6.9	4.6	0.5	-4.4	2.9
鉱工業生産	5.4	5.8	5.4	-2.3	-10.5	5.3
消費者物価	8.2	9.6	8.8	10.4	7.3	9.0
生産者物価	2.7	11.6	5.9	8.1	9.8	7.2
経常収支(% GDP)	-4.7	-6.1	-5.8	-5.7	-0.6	-0.9
財政収支(% GDP)	-1.3	-0.5	-1.6	-1.8	-4.7	-2.9
TRY/USD**	1.34	1.41	1.16	1.52	1.71	1.60
3カ月金利(%)*	13.8	17.6	16.0	15.5	14.5	16.0

* 年末 ** 2005 年 1 月に 100 万リラを 1 リラとするデノミを実施。それまでの通貨略号は TRL。
Source: HSBC

南アフリカ

ANC は勢力低下へ

南アフリカは、現在の世界的経済危機を乗り切るうえで有利な点が多い。銀行セクターは対外依存度が比較的 low、不良資産もない。輸出は GDP の 30% に満たず、限定的な規模にとどまっている。財政収支も黒字で、景気刺激策の発動余地も大きい。対外債務も限られ、財政出動を拡大しても信用力への影響は懸念されない。それにもかかわらず、南アフリカ経済は 2007 年から減速感が強まり、08 年 4Q の GDP 成長率は前期比 -1.8% と低迷した。今後数四半期は一段の環境悪化が予想される。高金利が家計、企業部門の借り入れや消費を抑制し、08 年 4Q 以降の輸出急減が製造業を直撃している。

こうした状況は、与党アフリカ民族会議 (ANC) 内部で、ズマ議長の誕生に貢献し、市場より政府の役割に軸足を置く左派の発言力を一段と高める結果になっている。4 月 22 日の総選挙では ANC が議席数を減らす可能

性が高い。ANC の穏健派が新党「国民会議」(COPE) を結成し、ANC の勢力をそぐ形になっている。ANC は、経済政策面で市場重視派の大半を失い、COSATU (南ア労働組合会議)、SACP (南ア共産党) 系の左派が中心勢力となった。

金融政策については、09 年中に大幅な利下げが見込まれる。石油、食料価格の急落や今年 1 月の CPI ウェイト変更を受けたインフレ率の急低下で利下げ余地が広がった。ランド (ZAR) 資産は今のところ、予想以上の底堅さをみせているが、今後は政治、経済分野の変動がリスク要因になる。

Juliet Sampson*

Economist
HSBC Bank plc
+44 20 7991 5651
juliet.sampson@hsbcib.com

* HSBC Securities (USA) Inc の非米国関連会社の従業員であり、NYSE/NASD 認定の RR ではありません。

前年比%

	2005	2006	2007	2008f	2009f	2010f
個人消費	6.9	8.3	6.6	2.5	0.8	1.2
政府支出	4.8	5.1	4.8	5.0	7.5	9.0
固定投資	8.9	13.8	17.1	11.5	10.0	13.5
輸出	8.0	6.0	7.5	2.5	-8.5	3.5
輸入	10.3	18.9	10.0	2.7	-6.5	3.5
GDP	5.0	5.3	5.1	3.1	1.4	2.1
鉱工業生産	4.2	4.9	5.5	1.2	-11.9	4.2
M3	24.0	23.1	23.6	14.5	9.0	14.0
消費者物価	3.5	4.6	7.1	11.5	5.5	5.7
経常収支(% GDP)	-3.8	-6.4	-7.3	-8.5	-10.4	-7.5
財政収支(% GDP)	-0.5	0.2	0.7	-0.3	-4.1	-3.8
ZAR/USD	6.37	6.81	7.02	8.26	11.06	12.56
3 カ月金利(%)*	7.4	9.2	11.3	11.4	7.8	8.4
10 年債利回り(%)*	7.9	7.7	8.4	7.3	8.8	9.5

* 1995 = 100 年末

Source: HSBC

マクロ

グローバル経済

2009年度第2四半期

Disclosure appendix

- 本レポートは機関投資家への情報提供を目的に作成したものです。本レポートに記載されている意見や予測は個別の投資目的やポジション、ニーズに応えたものではありません。投資の決定は投資家ご自身の責任でなさるようお願いいたします。
- アナリストの報酬は投資銀行部門を含む HSBC 全体の収益性を一部勘案して支払われます。
- 本レポートの主たる対象企業以外の企業に関するディスクロージャーについては、インターネットの www.hsbcnet.com/research で入手可能な当該企業の直近レポートを参照ください。

本レポートを執筆したアナリストの証言

本レポートで述べられている個別企業や証券に関する見解はすべて私個人の見解を正確に反映したものであり、私の報酬が直接・間接の別を問わず、本レポートで述べられている見解と一切関連性がなく、今後もないことを証します。

追記

1. 本レポート（原文の英語版）の発行日は 2009 年 4 月 1 日です。
2. 本レポート記載のマーケットデータは特に明示されていない限り、2009 年 3 月 29 日現在のものです。
3. HSBC は、リサーチ業務に伴い生じる可能性のある利益相反行為の防止策を適切に講じています。リサーチ部門は投資銀行部門の指揮命令系統に属さない独立した部門であり、両部門の間にはチャイニーズウォールが設けられ、機密情報や株価に影響を与える情報は適切に管理されています。

Disclaimer

■本レポートは HSBC 証券東京支店が顧客の参考となる情報の提供のみを目的として作成したものです。HSBC 証券会社は日本証券業協会 (JSDA) の会員であり、金融庁 (FSA) の監督下にあります。他の HSBC グループ企業の顧客が本レポートを入手した場合は、当該グループ企業と顧客との取り決めに従うものとし、本レポートは売買その他の投資行為を勧誘するためのものではなく、そうした勧誘とみなされるべきものでもありません。■本レポート記載のデータは HSBC が信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。HSBC は入手した情報を独自に確認しているわけではありません。HSBC はそれらデータの正確性または完全性を保証するものではなく、一切の責任を負いかねます。■本レポート記載の意見は HSBC 調査部のものであり、予告なしに変更されることがあります。投資の決定は投資家ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。■本レポートが翻訳の場合は、あくまでも原文が優先するものとします。■HSBC およびその関連会社、役員、従業員は本レポートに記載された有価証券 (または関連投資) のポジションを保有する場合があります。かかる有価証券 (または関連投資) のポジションを追加もしくは処分することがあります。HSBC およびその関連会社は本レポート記載の企業の証券 (または関連投資) について過去に引受業務を提供している場合があります。かかる証券 (または関連投資) について顧客と相対取引を行ない、かかる企業に対し投資銀行業務もしくは引受業務を提供したり、提供を勧誘する場合があります。HSBC およびその関連会社はかかる企業の監督その他を目的とする組織に参加している場合があります。■本レポートに含まれる情報および意見は発行時点における公開情報および適用税率に基づくものですが、かかる情報および税率は将来、変わる可能性があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。如何なる投資の価値または収益も変動する可能性があります。投資元本が保証されるものではありません。本レポートに記載の現地通貨以外の通貨による投資については、為替レートの変動がかかる投資の価値、価格、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。市場が存在しない投資については、かかる投資対象を売却したり、その価値またはリスクに関する信頼できる情報を入手することが困難となる場合があります。■HSBC Securities (USA) Inc. は本レポートの作成にも配布にも関与していませんが、外国関連会社が作成した本レポートについて責任を負います。本レポートの配布を受けた米国の顧客が本レポートで取り上げられた証券を売買する場合は本レポートを発行した外国関連会社ではなく、必ず HSBC Securities (USA) Inc. に委託されるようお願いいたします。■英国において、本レポートは同国の 2000 年金融サービス市場法・2001 年 (金融促進) 命令第 19 条 (5) 項に規定される者に対してのみ配布することができます。英国監督当局による保護は英国における HSBC Bank plc の代理人と取引する顧客のみが対象となります。■シンガポールにおいて、本レポートは、The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited のシンガポール支店が、同国の証券・先物法 (Chapter 289) (“SFA”) セクション 274 およびセクション 304 に規定される機関投資家もしくは個人、または SFA セクション 275、セクション 305 に規定される条件を満たす投資家の参考に供するために配布するものです。また、本レポートは SFA に規定される目論見書に該当するものではありません。The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited のシンガポール支店は同国通貨監督庁の監督下にあります。■オーストラリアにおいて、本レポートは HSBC Stockbroking (Australia) Pty Limited (ABN 60 007 114 605) が“ホールセール顧客” (2001 年会社法の定義による) の参考に供するために配布したものであり、本レポートで言及されている商品・サービスがオーストラリアで入手可能であるとも、またかかる商品・サービスがオーストラリアの法令上、特定の顧客に適合しているとも言明するものではありません。また、本レポートの受領者の個別の投資目的や経済状態、ニーズを考慮したものでもありません。■香港において、本レポートは The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited が機関投資家および投資を職業とする顧客の参考に供するために配布したものであり、個人顧客に配布することを意図したものではありません。香港の個人顧客に配布してはなりません。The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited は本レポートで言及された商品・サービスが香港で入手可能であるとも、またかかる商品・サービスが香港の法令上、特定の顧客に適合しているとも言明するものではありません。顧客による問い合わせはすべて The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited を通して行われなければなりません。MICA (P) 137/08/2006