

# Global Economics

And now for the hard part...

(ブラジル、ロシア、トルコ、南アフリカ)

金融危機の長期化は回避された可能性があるが、これまでの成果は危機からの脱却過程で最も簡単な部分であったかもしれない。本格回復に向けた真の苦難はまだこれからである。

Stuart Green & Janet Henry

2009 年第 3 四半期

本資料は「Global Economics Q3 2009」（2009 年 6 月 30 日付）のうち、便宜上、サマリー部分とブラジル、ロシア、トルコ、南アフリカのページを訳出したものです。

ディスクレマー/ ディスクロージャー

本レポートの末尾に記載されています。併せてお読みください。

# サマリー

## 最悪の事態は回避されたが…

世界の政策当局が昨年秋に直面していた金融危機の深刻さを考えると、その後の改善は過小評価すべきではない。今回の危機では金融市場と実体経済の関係が通常より強まった可能性が高いが、ここ数カ月でいずれの状況も大幅に好転した。近年の水準には依然及ばないものの、リスク志向が盛り返し、クレジット環境も徐々にではあるが回復過程にある。大きく落ち込んでいた企業の景況感や消費者信頼感も持ち直しに転じた。主要国では金融危機が峠を越えたとみられ、HSBCでもこれを織り込んで、2009年後半と2010年に広い範囲で緩やかな景気回復を予想している。

しかし、危機対応の難しさは、往々にして、回復期より出口段階にある。ここ1年で状況が改善したとはいえ、根本的な問題は未解決のまま。昨秋の段階で懸念された最悪の事態は回避されたようだが、向こう12カ月の間に持続的な本格回復につながる見通しは立っていない。今回の危機で収縮した世界経済がどの程度の水準まで持ち直すかも不透明なままだ。

昨秋以降に主要国がやむなく打ち出した危機対策は今後数年にわたって、市場の重しとなる。拡大期に膨れ上がったバブルも縮小期にすべて解消されたとは言えないかもしれない。今後、主要国の金融セクターに限らず、構造調整の痛みと規制強化の足かせが予想され、世界経済の先行き不安は依然として大きい。昨年末から今年初めにかけての状況悪化を考えると、これまでの回復は危機からの脱却過程で最も簡単な部分であったと言えるかもしれない。本格回復への道筋で本当に困難な部分はまだこれからなのである。

## 成長見通しを修正

HSBCの最新予測には、このところの経済指標の改善と、今後数年にわたって予想される構造的な制約の双方を織り込んだ。2009年1QのGDP統計が概ね予想を下回ったことを踏まえ、09年の世界成長率予測は従来の-1.9%から-2.3%に若干引き下げたが、2010年は大半の地域で上方修正を行い、世界全体では+1.6%から+2.2%に改めた。

ただし、欧州は、西欧、東欧ともに例外となる。英国を除き、本格的な上方修正は見送った。また、先進諸国全体でも2010年で1.2%成長にとどまるとみられ、これまでの落ち込みを考えると回復力に欠ける。製造業の多くが依然として深刻な不況下にあることが景気の足を引っ張っている。一方、中国の財政出動が効果を上げているとみられることで、アジアはアウトパフォームが見込まれ、新興諸国全体でも2010年の堅調が予想される。

---

**Stuart Green**  
**Economist**  
HSBC Bank plc  
+44 207 9971 6718  
stuart1.green@hsbcib.com

---

**Janet Henry**  
**Economist**  
HSBC Bank plc  
+44 207 9971 6711  
janet.henry@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。

---

HSBC 見通しの修正

GDP	__ Global Economics Quarterly 09年 2Q号予測 __		__ 今回予測 __	
	2009年	2010年	2009年	2010年
<b>世界計</b>	-1.9	1.6	-2.3	2.2
<b>先進諸国</b>	-3.0	0.5	-3.4	1.2
<b>新興諸国</b>	1.7	4.9	1.1	5.3
米国	-1.6	0.5	-1.9	1.9
英国	-3.8	-0.3	-3.8	1.6
ユーロ圏	-3.2	-0.1	-4.3	0.1
日本	-6.5	1.6	-6.3	1.2
ブラジル	0.1	2.6	-0.3	4.1
ロシア	-2.8	2.3	-7.9	2.5
インド	6.2	8.0	6.0	7.5
中国	7.8	8.5	7.8	8.5

  

インフレ率	__ Global Economics Quarterly 09年 2Q号予測 __		__ 今回予測 __	
	2009年	2010年	2009年	2010年
<b>世界計</b>	0.8	1.6	0.9	1.8
<b>先進諸国</b>	-0.3	0.7	-0.1	0.9
<b>新興諸国</b>	4.6	4.7	4.5	5.0
米国	-1.0	0.6	-0.6	0.8
英国	1.6	1.1	1.8	2.1
ユーロ圏	0.5	1.2	0.5	1.3
日本	-1.4	-1.0	-1.4	-1.1
ブラジル	4.6	4.3	4.4	4.8
ロシア	12.2	11.5	11.6	11.5
インド	6.9	4.7	7.0	5.8
中国	-0.2	1.0	-0.6	0.8

Source: HSBC.

## 予測前提の見直し

金融危機の厄介な点は、今後の成長見通しだけでなく、従来の成長とその背景についても再考が必要になる可能性だ。以前は、先進諸国の家計部門で負債がさらに膨らむとみられていたが、この見通しは今回の危機で一変した。危機の影響で個人が負債削減に動くと思込まれるほか、金融システム自体が負債増を受け入れられなくなっている。

実際、米国の家計部門では調整過程が急速に進みつつある。過去1年の大幅利下げに加え、石油価格の急落などで、消費を大幅に絞り込むことなく負債の削減が可能になっている。しかし、過去の金融危機の経験に照らして言えば、こうした調整は長引く可能性があり、痛みも大きく、景気回復の妨げになりかねない。

## 財政負担の影響

過去1年の大規模な金融危機対策が例外なく財政負担増につながるとは限らない。だが、最近の例からもわかるように、国債市場の変動が大きくなれば今後の政府財政を圧迫する可能性は少なくない。財政出動の直接的な負担と景気後退の財政面の影響は極めて大きいのである。しかも、危機対策の一環としてさまざまな形で政府保証が行われているため、財政負担の実際の規模は今後何年も不透明なままだ。人口の高齢化が進むなかで発生した今回の危機は、それが意味する生産減と税収減の影響ともあいまって、タイミングが極めて悪かった。過去18カ月の信用危機と景気の落ち込みは、政府債務を急速に膨らませ、そのGDP比を大きく押し上げる

ことになるかもしれない。今後、財政悪化懸念が広がれば、財政政策の効果が低下する可能性もあり、そうなれば、所期の目的を達成するために一段の政府介入が必要になって、経済の歪みをさらに大きくすることになる。

## 今後の見通し

中国経済の回復が進み、今後も他の諸国をアウトパフォームするとの見通しが、コモディティ価格の下支え要因になっているとみられる。中国では GDP 成長とコモディティ需要の相関性が高く、その関係は今後さらに強まる可能性がある。エネルギー価格が物価に与える影響については、このところ、大幅な押し下げ要因になることが多かったが、今後は大半の諸国で、今年 4Q までに押し上げ要因に転じると予想される。しかし、脆弱な経済環境が続くなかで、原油高はインフレ要因より成長抑制要因になる可能性が高い。特にユーロ圏の場合はそうだろう。さらに、主要国で生産能力過剰が広がり、失業率が過去数年で最悪の水準に迫るなか、基調的なインフレ圧力が高まる可能性は低い。このため、HSBC では、2010 年の世界インフレ率予測を従来の+1.6%から+1.8%に引き上げる程度にとどめた。

こうしたディスインフレ環境は先進国の株式市場にとって相対的なマイナス要因になるため、HSBC では、先進国株を引き続きアンダーウエートとし、資産クラスとしては、従来同様、債券を選好したい。HSBC では金融政策の転換時期はまだ先と考えているが、最近の債券市場で出口戦略を視野に入れた動きが広がったことを踏まえ、長期の米国債、ギルト債、ユーロ・コア債の比重を増やす。これは、今後、景気の本格回復がなお遠いことが再認識されるとの見通しに立ったものだ。

# ブラジル

## 危機脱却

HSBC ではブラジル経済が 2009 年 2Q に緩やかながらも安定的な回復基調に乗ったとみているが、この見方は経済指標からも裏付けられている。今後は消費主導の回復が期待できるだろう。ブラジルでは、これまでの低迷期で富の破壊がほとんど見られなかったほか、インフレ率が低下するなかで実質所得の目減りも目立たない。失業率の上昇も比較的小幅にとどまった。

09 年 1Q の実質 GDP 成長率は、08 年 4Q の季調後前期比 -3.6% に続き、-0.8% となったが、マイナス幅の縮小は消費の下支えをうかがわせる。家計消費、政府消費（合計で GDP の 78% を占める）はいずれも前年比、前期比ともにプラス成長に転じた。

一方、固定資産投資は前期比 -12.6%、前年比 -14.0% と落ち込み、消費の堅調を打ち消す格好となった。しかし、経済のスラックは今後縮小に向かうと見込まれ、投資の低迷も年内

に歯止めがかかる可能性が高い。年後半の月例統計は、08 年 3Q の水準が高かったことで前年比のマイナスが続くものの、前月比はプラス基調が予想される。

こうした復調傾向にもかかわらず、CPI は中銀目標近辺で推移する公算が大きい。大幅な能力余剰と最近のブラジル・レアル(BRL)高がインフレ抑制要因になっている。このため、HSBC では、09 年のインフレ率予測を 4.6% から 4.4% に改めた。設備稼働率が低水準にとどまっているため、まだ金融緩和余地が残っているとみられ、政策金利は 7 月に 9.0% まで引き下げられて、その後は年内据え置きが予想される。利下げが 9.0% まで進めば、直近ピークからの下げ幅は 475bp に達し、実質金利は過去最低となる。財政面では安定的な推移が予想され、プライマリー収支の黒字が縮小するものの、公的債務の利払い減（対内公的債務のおよそ 30% は政策金利連動型）がマイナスを補う。

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	2008	2009f	2010f
民間消費	4.5	5.3	6.3	5.4	0.7	3.3
総固定資本形成	3.6	9.8	13.5	13.8	-8.7	7.3
GDP	3.2	4.0	5.7	5.1	-0.3	4.1
鉱工業生産	3.1	2.8	6.0	3.1	-7.0	8.0
失業率 (%)	9.9	10.0	9.3	7.9	8.9	8.5
消費者物価*	5.7	3.1	4.5	5.9	4.4	4.8
輸出 (USDbn)	22.6	16.5	16.6	23.2	-17.9	5.4
輸入 (USDbn)	17.1	24.1	32.0	43.6	-19.8	12.2
経常収支 (USDbn)	14.0	13.6	1.6	-28.3	-15.5	-27.4
経常収支 (% GDP)	1.6	1.3	0.1	-1.8	-1.1	-1.8
財政収支 (% GDP)	-3.0	-2.9	-2.2	-1.5	-2.4	-2.0
BRL/USD	2.39	2.16	1.90	1.90	2.13	2.19
3カ月金利	19.0	14.8	11.7	12.7	9.3	9.0

Source: HSBC \* 年末

# ロシア

## 急回復は望めず

ロシアでは直近統計の5月時点でまだ生産減に歯止めがかかっていない。製造業、サービスのPMI指数から判断すると、底入れにはなお2、3カ月を要するかもしれない。経済開発省統計によると、GDP成長率のマイナス幅は4月に前年比10%まで拡大した。

改善の兆しが認められるのは主に企業景況感に関する指数であり、実体経済を映すハードデータは概ね低迷が続いている。インフレ率は、流動性の低下と内外の需要減退を受けて、減速傾向にある。また、ルーブル(RUB)は、切り下げ観測の後退で上昇に転じており、ロシア中銀はRUB高阻止の姿勢を強めている。こうした低インフレ、RUB高環境は中銀の利下げ余地を広げていると言え、今年4月から6月初めにかけて150bp引き下げられた政策金利は一段の低下が予想される。

ロシアでは大企業向けの融資状況が改善しつつあるが、銀行資産の毀損が続き、不良債権問題も解決のめどは立っていない。しかし、金融緩和を背景とする貸出コストの低下は実体経済の下支えにつながる可能性があり、原油価格が一時期と比べて倍近くまで再上昇し

ていることもプラスの遅行効果が期待できる。全体として薄日が差す状況と言えるが、まだハードデータの改善を待つ必要があり、好転しても、生産が危機前の水準に回復するには数年を要するかもしれない。

ロシアのGDP成長率は2003~08年に1ケタ台後半で推移したが、今後数年は1ケタ前半の動きが予想される。理由としては、第1に、トレンド超の成長を続けてきた世界経済はさまざまな不均衡の下で低成長にとどまる可能性が高く、ロシアの場合も同様である。第2に、近年のロシア経済を支えてきた信用拡大とコモディティ高が勢いを失い、回復には時間がかかる。また、制度上の不備が企業の構造改革を遅らせ、内需拡大の足かせになる可能性が高い。

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	-7.9	2.5
鉱工業生産	4.0	4.4	4.1	0.8	-13.2	1.9
消費者物価	12.7	9.7	9.0	14.1	11.6	11.5
経常収支 (USDbn)	84.3	94.3	77.2	98.9	43.9	28.0
経常収支 (% GDP)	11.1	9.5	6.0	5.9	3.6	2.1
外貨準備 (USDbn)	175.9	295.6	465.9	412.5	394.7	409.7
総合財政収支 (% GDP)	7.5	7.4	5.4	4.1	-8.4	-4.7
RUB/USD*	28.4	27.0	25.3	25.4	32.3	33.4
1カ月金利 (%)*	4.7	4.8	4.9	10.1	12.6	10.1

Source: HSBC \* = 年平均

# トルコ

## IMF 交渉は続いているが…

世界経済の持ち直しが視野に入り、金融市場も5月初めの落ち込みから立ち直りつつあるなかで、トルコ政府は新たな IMF 協定の締結に消極的な姿勢を強めているようだ。交渉自体は続いているが、協定実現は遠のいたように見える。

IMF とトルコ政府の間で見解の相違があるとみられるのは公的債務の持続性に関する認識。トルコの公的債務は 2008 年時点で GDP 比 39.5% と EU 上限の 60% を大幅に下回っている。しかし、25~30 カ月の短期債務が多く、実質金利も 6~7% と高い。また、国内の民間信用供与額が GDP 比 35% 前後であることを考えると、公的債務の水準はかなり高いと言える。財政赤字と公的債務の拡大（09 年水準は HSBC 見通しでそれぞれ GDP 比 7.4% と 46.5%）は、海外での資金調達が維持できなければ、民間部門にとってクラウディングアウトのリスクをはらむ。トルコのプライマリ

ー・バランスは 08 年で GDP 比 2% 程度の赤字になったが、IMF はこれを中期的に 2% の黒字に改善することを求めているとみられ、そのためには大幅な緊縮財政を継続する必要がある。

IMF とトルコ政府の間には、数値面の温度差にとどまらず、構造的な財政改革に対するスタンスの違いも目立つ。こうしたなかで交渉はさらに長引くとみられ、トルコ政府は決裂の可能性を視野に入れ始めたと考えられる。しかし、多額の対外債務を抱えるトルコの企業や銀行にとって、政府の決裂シナリオはリスクが大きい。世界のコモディティ価格が再び騰勢を増すなかで、トルコの経常赤字は一段の拡大が予想される。それに財政収支の悪化が加われば、トルコは“双子の赤字国”として脆弱性が増さざるを得ない。世界経済の見通しが依然安定を欠く現状ではなおさらである。

Dr. Murat Ulgen\*  
**Economist**  
HSBC Turkey  
+90 212 376 4619  
muralulgen@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	0.3	-1.1	2.6
政府支出	2.5	8.4	6.5	1.8	1.4	1.6
固定投資	17.4	13.3	5.4	-4.6	-9.2	3.3
在庫変動(寄与度)	-0.8	-0.8	0.2	0.2	-2.7	-2.6
内需	9.4	7.0	4.7	0.3	-4.0	2.5
輸出	7.9	6.6	7.3	2.6	-6.3	4.2
輸入	12.2	6.9	10.7	-3.1	-10.0	7.3
GDP	8.4	6.9	4.6	1.1	-4.4	2.0
鉱工業生産	5.4	5.8	5.4	-0.9	-9.7	3.0
消費者物価	8.2	9.6	8.8	10.4	6.6	9.1
生産者物価	2.7	11.6	5.9	8.1	7.1	7.2
経常収支(% GDP)	-4.7	-6.1	-5.8	-5.7	-2.0	-2.3
財政収支(% GDP)	-1.3	-0.5	-1.6	-1.5	-7.4	-5.6
TRY/USD**	1.35	1.47	1.27	1.34	1.64	1.61
3カ月金利(%)*	13.8	17.6	16.0	15.5	10.5	12.0

\* = 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

## ズマ政権誕生

4月の総選挙では与党アフリカ民族会議(ANC)が勝利を収め、それを受けてズマANC議長が大統領に選出された。いずれも予想通りの結果だが、注目すべき点は、ANCから分裂した「国民会議」(COPE)の得票が伸び悩んだにもかかわらず、ANCは憲法改正に必要な3分の2以上の議席を維持できなかったことだ。発足したズマ政権では、マニユエル国家計画委員長(前財務相)やゴードン財務相など前政権の実力者が入閣し、政策急変への懸念を抑える格好になったが、同時に、COSATU(南ア労働組合会議)、SACP(南ア共産党)の左派も主要経済ポストに任命されている。

南アフリカは今回の金融危機で直接的な影響を免れることが多かったが、ここ2四半期は景気の悪化が加速しつつある。実質GDP成長率は08年4Qに前年比+1.0%まで減速し、09年1Qには1.3%のマイナスに転じた(前期

比年率では-6.4%)。4Qまでは製造業の低迷が目立ったが、1Qには鉱業やサービスにも不振が広がった。農業も前年水準が高かった反動で落ち込んでいる。農業は、コモディティ価格の反騰や収量改善に加え、政府の補助金増で持ち直しに転じる可能性があるが、急回復は望めない。

金融政策については、景気の減速とインフレ率の低下を背景に、昨年12月以来、450bpの大幅な利下げが実施された。引き下げ余地はまだ残っているものの、今後のペースダウンは避けられないだろう。また、インフレターゲット制の修正もしくは廃止がとりざたされており、政権中枢が中道右派から左派にシフトした影響が具体化する可能性が高まっている。中銀は外国為替市場への不介入政策についても見直しを検討している。

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	2008	2009f	2010f
個人消費	6.9	8.3	6.6	2.3	-1.2	1.4
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	10.2	5.0	7.1
輸出	8.0	6.0	7.5	1.7	-8.5	3.5
輸入	10.3	18.9	10.0	2.2	-11.0	3.5
GDP	5.0	5.3	5.1	3.1	-0.9	2.0
鉱工業生産	4.2	4.9	5.5	1.0	-16.6	4.2
M3	24.0	23.1	23.6	14.5	6.0	10.5
消費者物価	3.5	4.6	7.1	11.5	7.3	5.9
経常収支 (% GDP)	-3.8	-6.4	-7.3	-7.4	-5.1	-5.7
財政収支 (% GDP)	-0.5	0.2	0.7	-0.3	-5.3	-5.3
ZAR/USD	6.40	7.03	7.01	8.37	9.54	11.63
3カ月金利 (%)*	7.0	9.2	11.3	11.4	7.2	8.4
10年債利回り (%)*	7.5	7.7	8.4	7.3	9.5	9.5

\* 1995 = 100 (年末)  
Source: HSBC



# 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.research.hsbc.com](http://www.research.hsbc.com) 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。 **Stuart Green, Janet Henry, Andre Loes, Juliet Sampson, Dr Murat Ulgen, Alexander Morozov**

## 追記

1. 本レポート（原文の英語版）の発行日は2009年6月30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6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

\*HSBC グループ企業 (2008 年 10 月 22 日現在)

'UAE' HSBC Bank Middle East Limited, Dubai; 'HK' The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Hong Kong; 'TW' HSBC Securities (Taiwan) Corporation Limited; 'CA' HSBC Securities (Canada) Inc, Toronto; HSBC Bank, Paris branch; HSBC France; 'DE' HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Dusseldorf; 000 HSBC Bank (RR), Moscow; 'IN' HSBC Securities and Capital Markets (India) Private Limited, Mumbai; 'JP' HSBC 証券会社東京支店; 'EG' HSBC Securities Egypt S.A.E., Cairo; 'CN' HSBC Investment Bank Asia Limited, Beijing Representative Office; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore branch; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Securities Branch; HSBC Securities (South Africa) (Pty) Ltd, Johannesburg; 'GR' HSBC Pantelakis Securities S.A., Athens; HSBC Bank plc, London, Madrid, Milan, Stockholm, Tel Aviv, 'US' HSBC Securities (USA) Inc, New York; HSBC Yatirim Menkul Degerler A.S., Istanbul; HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo, HSBC Bank Australia Limited, HSBC Bank Argentina S.A., HSBC Saudi Arabia Limited.

発行 HSBC 証券会社  
東京支店 調査部

〒103-0027

東京都中央区日本橋3-11-1

HSBCビルディング

Telephone: 03-5203-3111

Fax: 03-5203-3699

Website: [www.hsbcnet.com/research](http://www.hsbcnet.com/research)

日本語版編集人 山本隆道

■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、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、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、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 に規定される目録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 The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited (ABN 65 117 925 970, AFSL 301737) が "ホールセール顧客" (2001 年会社法の定義による) に対して参考となる情報提供を目的に配布するものであり、個人顧客には HSBC Bank Australia Limited (AFSL No. 232595) が配布を行なっています。しかし、いずれも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はありません。■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のではなく、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) 258/09/2008

©2009 HSBC 証券会社 無断転載を禁ず