

# Global Economics

## That sinking feeling

(ブラジル、ロシア、トルコ、南アフリカ)

未曾有の激動で大恐慌が脳裏をかすめる。幸い、政策当局には対処法が分かっている。だが、最善の策を尽くしても、先行きの厳しさは変わらない。

Stephen King & Stuart Green

2008 年第 4 四半期

本資料は「Global Economics Q4 2008」（2008 年 10 月 6 日付）のうち、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。

ディスクレーム/ 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

未曾有の破綻と救済劇の向こうにリセッションの影が一段と広がり始めた。9月の世界経済はかつてないほどの激動に揺れた。先行きの見通しも修正せざるを得ない。HSBCでは2009年の世界成長率予測を1.9%に引き下げ、先進経済は0.7%成長にとどめる。インフレは先進諸国で徐々に改善が見込まれるものの、新興諸国では引き続き脅威となる。政策の方向性は決まった。米欧で利下げが予想され、米政策金利は少なくとも1%まで引き下げられる見通しだ。ユーロ圏、英国もそれぞれ75bp、100bp程度の緩和に動くと思われる。それでもカウンターパーティ・リスクは高止まりの公算が大きい。インターバンク金利の上昇と信用収縮が続くだろう。懸念されるのは来年のリセッションの深刻度ではない。レバレッジの縮小に伴って低成長が数年にわたって続く可能性だ。財政赤字が膨らみ、リスク資産は価格下落が長期化する。

## TARP 成立

HSBCでは1930年代のような経済の崩壊を予想しているわけではない。しかし、大恐慌が米当局の脳裏をかすめたことは間違いない。真偽のほどは別として、ポールソン長官がペロシ下院議長にひざまずいて金融安定化法（TARP）成立への協力を懇願したと言われるほど、財務省は切羽詰っていた。

安定化策の概要が発表されて事態は收拾に向かうかにみえたが、その数日後にはAIGが事実上の政府管理下に置かれ、メリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収、リーマン・ブラザーズは破たんへの憂き目にあった。さらに9月末には下院がTARPを否決したことで、ダウ平均は過去最大の下げ幅を記録した。

幸い、米政府とFRBは事態の深刻さを十分認識している。バーナンキFRB議長は大恐慌研究の権威である。財務省が議長から適切な助言を受けていることは間違いない。米政府部内では大恐慌への反省がいまだに根強い。政策次第で最悪の事態は回避できたとするミルトン・フリードマンの主張が生きている。

だが、適切な政策がとられていても、1930年代の膨大な損失は回避できなかった。大恐慌をめぐっては1929年の株価大暴落が象徴的に扱われているが、1930年代の景気悪化は相次ぐ銀行破たんによるところが大きい。銀行の消滅で信用の蛇口が締められ、全米で企業倒産をもたらした。米GDPは1930年代初めに25%縮小したが、研究によれば、最善の政策が実施されていても6%程度の損失は避けられなかったとみられる。

TARPの実効性にはまだ不透明な部分が多い。重要な点はTARPの目的を正しく理解することだ。広く言われている銀行救済だけが狙いではない。ポイントは銀行のバランスシートから不良債権を排除し、カウンターパーティ・リスクの低下と銀行間貸し出しの拡大につなげることだ。結局、現在のようにインターバンク金利が高止まり、個別金融機関の流動性やソルベンシ

---

Stephen King  
*Economist*  
HSBC Bank plc (UK)  
+44 20 7991 6700  
stephen.king@hsbcib.com

---

Stuart Green  
*Economist*  
HSBC Bank plc (UK)  
+44 20 7991 6718  
stuart1.green@hsbcib.com

---

一についてうわさがうわさを呼ぶ状況は、カウンターパーティ・リスクの高まりが背景になっているのである。

9月26日付のレポート“*A leaky TARP*” (Ian Morris *et al*) で指摘しているように問題は残る。7,000億ドルといえば膨大な額だが、S&L 危機では最終的にそれを上回る公的資金が必要になった。4.5兆ドルともいわれる買取対象資産が何らかの形で毀損している可能性を考えれば7,000億ドルでは不十分かもしれない。また、本稿執筆時点ではまだ買取価格の詳細が明らかになっていない。価格が低すぎれば応募が限られ、カウンターパーティ・リスクは低下しない。高すぎれば有権者の反発が強まる。

## 激動の先にあるもの

救済策の成否は中期的な景気見通しを左右する一因にすぎない。ファンダメンタルズの重要性は依然大きいのである。インフレは、信用収縮が広がっても利下げを阻む要因になってきたが、今後は米国と欧州の一部で改善が見込まれる。しかし、住宅バブルの後遺症はまだ影響が続くだろう。米国の住宅価格はピークから20%下げているが、さらに10~30%落ち込む事態は想像に難くない。英国、スペイン、アイルランドでも一段の下落余地がある。

一方、負債水準は引き続き高い。2000年代の先進経済を特徴付ける現象の1つは家計部門の負債増である。企業部門の負債は2000年の株価急落以降、秩序ある減少傾向をたどっているようにみえる。政策当局にとっても一安心といったところだろうが、家計の負債が急増していることは見過ごされがちだ。ここ数年の景気を支えてきたのは家計の負債増なのである。

しかし、実体経済は悪化が目立つ。今サイクルのG7成長率は過去2回のペースを下回っているが、インフレ率は従来より高い。米国や英国、さらにはスペイン、アイルランド、オーストラリア、ニュージーランドなどでも、家計の借入れ需要が成長のカギになっている。

OECDなどの需給ギャップ推計によると、G7経済の最近の成長率は長期的に持続可能な水準を若干上回っている程度にとどまる。だが、過去20年のOECD推計をさかのぼって分析すると、推計値の誤差が極めて大きいことが分かる。1990年代初めの日本や英国を例にとると、当時の実際の成長率はその頃の需給ギャップ推計が示唆する水準を大きく上回る過熱状態にあった可能性がうかがえる。日英いずれのケースにおいても、民間部門の負債増を背景とする不動産バブルの意味が軽視されていた。政策当局としては、経済の奇跡がもたらした繁栄、といった解釈の方が都合が良かったのだろう。

当時の日英の経験や米国の“狂乱の1920年代”が示唆するものは、現在の世界が直面する先行きの多難さだ。資産価格の下落と、それに伴うレバレッジの低下は、需要の後退を意味する。深刻なリセッションを回避するためには、レバレッジが低下した部分を政府の借入増で補う必要がある。

HSBCの最新予測はこうしたリスクを踏まえたものだ。2009年の世界成長率は従来予測の2.4%から1.9%に引き下げた。米国経済は1%のプラス成長を辛うじて確保するものの、失業率の一段の上昇は避けられず、大幅な追加利下げが見込まれる。ユーロ圏の見通しも0.4%に改め、住宅不況とインフレの高止まりが足かせとなる英国はマイナス成長を予想する。

新興諸国では、今のところ、先進諸国のような信用収縮の兆しは認められない。しかし、逆風は確実に強まっている。株価の急落、不動産バブルの崩壊、インフレ懸念などが新興通貨の重しになって、外貨準備が急減したケースもみられる。先進諸国は信用収縮に襲われ、中期的には日本型のデフレリスクを抱えるが、新興諸国は輸出の低迷と国内資産価格の下落による景気減速とインフレ圧力の高まり、すなわち、スタグフレーションの脅威にさらされている。

HSBCのグローバル経済予測

| GDP 成長率 | Global Economics Quarterly 08Q3号 (6月) |       | 最新    |       |
|---------|---------------------------------------|-------|-------|-------|
|         | 2008年                                 | 2009年 | 2008年 | 2009年 |
| 世界計     | 2.9                                   | 2.4   | 2.5   | 1.9   |
| 先進諸国    | 1.8                                   | 1.2   | 1.3   | 0.7   |
| 新興諸国    | 6.6                                   | 6.2   | 6.4   | 5.7   |
| 米国      | 2.1                                   | 1.2   | 1.7   | 1.0   |
| 英国      | 1.3                                   | 0.5   | 1.0   | -0.2  |
| ユーロ圏    | 1.7                                   | 1.0   | 1.1   | 0.4   |
| 日本      | 1.4                                   | 1.3   | 0.8   | 0.6   |
| ブラジル    | 5.2                                   | 4.0   | 5.3   | 3.7   |
| ロシア     | 8.0                                   | 7.1   | 6.9   | 4.8   |
| インド*    | 8.0                                   | 7.3   | 7.9   | 7.1   |
| 中国      | 9.7                                   | 9.5   | 9.7   | 9.1   |

| インフレ率 | Global Economics Quarterly 08Q3号 (6月) |       | 最新    |       |
|-------|---------------------------------------|-------|-------|-------|
|       | 2008年                                 | 2009年 | 2008年 | 2009年 |
| 世界計   | 4.6                                   | 3.1   | 4.6   | 3.1   |
| 先進諸国  | 3.7                                   | 2.1   | 3.6   | 2.2   |
| 新興諸国  | 8.2                                   | 6.6   | 8.1   | 6.4   |
| 米国    | 4.6                                   | 2.2   | 4.4   | 2.2   |
| 英国    | 3.6                                   | 2.7   | 3.8   | 2.6   |
| ユーロ圏  | 3.8                                   | 2.4   | 3.5   | 2.4   |
| 日本    | 1.4                                   | 0.9   | 1.7   | 1.0   |
| ブラジル  | 6.3                                   | 4.5   | 6.2   | 4.7   |
| ロシア   | 14.7                                  | 13.5  | 14.3  | 12.3  |
| インド*  | 8.3                                   | 7.5   | 8.1   | 7.5   |
| 中国    | 7.1                                   | 4.5   | 6.7   | 4.2   |

# ブラジル

## 難局への対応を図るなか、インフレはピークアウト

このところ、インフレが大きな関心を集めている。ブラジル中銀は早期に利上げ転換に踏み切ったにもかかわらず、食品価格急騰による2次的影響の広がりを受け引き締めペースを早めざるを得なくなった。

ブラジルのインフレはピークに達したと考えられる。まだ数カ月は6%前後の水準を維持する可能性があるが、徐々に低下し、2009年初めには中銀目標の4.5%に落ち着く見通しである。貸し出し拡大ペースの鈍化、食品価格上昇率の明確な低下、世界の経済成長見通しの悪化を背景に、インフレ期待が低下し始めた。今後2回の中銀金融政策委員会(COPOM)で予想される追加利上げもインフレ低下を確実なものとするだろう。

米国の金融危機を受け、焦点はブラジル経済の抵抗力に移りつつある。輸出がGDPに占める割合は12.2%にすぎず、ブラジル経済は現在の難局を乗り切ることができるとみられる。

しかし、流動性の低下による影響は避けられず、外銀によるブラジルの金融機関に対するドル資金の貸し出しが突然ストップしたために輸出企業の資金コストはすでに上昇している。輸出企業がレアル建ての資金調達に転じている結果、国内資金市場でクラウディングアウトが生じ、他のセクターにも影響が広がっている。このため、今年2QのGDP統計が示すように今年の成長率は加速する可能性があるものの、2009年のGDP成長率予想は3.7%に据え置く。

対外収支については、国外の流動性は枯渇しているが、ブラジルの経常赤字は対内直接投資により十分相殺されており、対外債務のソルベンシー指標も健全だ。政府と民間を合わせた対外総債務は外貨準備の1.04倍、輸出の1.22倍である。したがって、現在の混乱が収まればブラジル・レアル相場は上昇から下落へと急転する可能性があるものの、大幅なレアル安はないだろう。

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

### 前年比%

|             | 2005  | 2006  | 2007   | 2008f  | 2009f  | 2010f  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 民間消費        | 4.5   | 4.6   | 6.5    | 6.1    | 3.5    | 4.0    |
| 総固定資本形成     | 3.6   | 8.7   | 13.4   | 14.0   | 6.0    | 10.0   |
| GDP         | 2.9   | 3.7   | 5.4    | 5.3    | 3.7    | 4.4    |
| 鉱工業生産       | 3.1   | 2.8   | 6.0    | 5.0    | 3.5    | 5.5    |
| 失業率(%)      | 9.8   | 10.0  | 9.3    | 8.0    | 8.2    | 7.8    |
| 消費者物価*      | 5.7   | 3.1   | 4.5    | 6.2    | 4.7    | 4.5    |
| 輸出 (USDbn)  | 118.3 | 137.5 | 160.8  | 184.5  | 217.7  | 246.0  |
| 輸入 (USDbn)  | -73.5 | -91.4 | -121.0 | -164.4 | -203.9 | -238.6 |
| 経常収支(USDbn) | 14.3  | 13.6  | 1.5    | -32.0  | -46.5  | -55.0  |
| 経常収支(% GDP) | 1.6   | 1.3   | 0.1    | -1.9   | -2.8   | -3.2   |
| 財政収支(% GDP) | -3.0  | -3.0  | -2.3   | -1.4   | -1.5   | -1.7   |
| BRL/USD     | 2.39  | 2.16  | 1.90   | 1.66   | 1.74   | 1.78   |
| 3カ月金利       | 19.0  | 14.8  | 11.7   | 12.8   | 13.8   | 11.8   |

Source: HSBC \* 年末

# ロシア

## 試されるデカップリング

2006年以降のロシア経済の拡大は、原油高メ리트と国外からの資本流入という2つの支えの上に成り立ってきた。この2つの要因が貢献して、民間消費と投資はトレンドを上回るペースで拡大してきた。原油価格の急落とロシアの資産市場からの大量の資金流出に伴い、こうした成長は2008年3Qで終わりを告げたようである。その背景には、世界経済とコモディティ市況の見通しの悪化と、大幅なレバレッジ引き下げの動きが続いていることがある。ロシアと西側との緊張の高まりも、資本流出に拍車をかけた。

デカップリング論はまだ有効なのだろうか。その答えは、「イエス」でもあり「ノー」でもある。ロシアの金融セクターの規模はまだそれほど大きくなく、内需に影響を及ぼして成長を押し上げたり圧迫したりする大規模な資本の流れの影響を免れることはできない。ロシアは、国外からの資金調達にもある程度依存している。しかし、新興経済の特徴である負債水準の低さ、多額の外貨準備、財政黒字、経常黒字などが緩衝剤となり、適切な政策がとられる限りロシア経済は資本流出によるマイナス影響に対処可能と考えられる。

したがって、ロシアは現在の難局を乗り越えることができるとみられる。成長率は年4～5%に鈍化するものの、着実な成長を維持する見込みである。現在ロシア当局に求められているのは、銀行システム全体に行きわたる十分な流動性の供給に加え、国内資本による外国資本の一時的な代替である。

今後、大幅な減速が予想されるのは、これまで借入金をしてここに急成長を遂げてきたセクターで、持続的なキャッシュフローが期待できない企業は借り換えが困難になる可能性が高い。これを契機に、さまざまなセクターで再編の動きが表面化することになるだろう。

こうした状況では、ロシア中銀は為替相場を安定の要として重視する可能性が高いため、現在の混乱局面を通じてロシア・ルーブル相場の変動性は低下する見通しである。高水準の外貨準備となお巨額の経常黒字を考えると、為替安定目標は容易に達成可能だろう。

---

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

---

### 前年比%

|               | 2005  | 2006  | 2007  | 2008f | 2009f | 2010f |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| GDP           | 6.4   | 7.4   | 8.1   | 6.9   | 4.8   | 5.4   |
| 鉱工業生産         | 4.0   | 2.9   | 4.9   | 4.1   | 2.8   | 3.5   |
| 消費者物価*        | 12.7  | 9.7   | 9.0   | 14.3  | 12.3  | 9.0   |
| 経常収支(USDbn)   | 84.3  | 94.3  | 78.3  | 89.9  | 49.5  | -4.7  |
| 経常収支(% GDP)   | 11.1  | 9.5   | 6.1   | 5.3   | 2.6   | -0.2  |
| 外貨準備(USDbn)   | 175.9 | 295.6 | 465.9 | 552.6 | 632.1 | 647.5 |
| 総合財政収支(% GDP) | 7.5   | 7.4   | 5.4   | 3.9   | 1.7   | -0.4  |
| RUB/USD*      | 28.4  | 27.0  | 25.3  | 24.5  | 26.2  | 27.8  |
| 1カ月金利(%)*     | 4.7   | 4.8   | 4.9   | 7.2   | 8.6   | 8.7   |

Source: HSBC \*年平均

# トルコ

## 内部環境は改善、外部環境は悪化

トルコの経済、市場見通しはここ数カ月、著しく改善している。まず、与党・公正発展党（AKP）の解党を求める訴訟で7月に憲法裁判所が財政的な制裁を科す一方で解党命令は避ける穏健な判決を下したことで、大きな政局の混乱は回避された。与党の解党命令ができれば、政情不安が長期化する恐れがあった。第2に、大半の新興諸国とは異なり、コモディティ価格、特にエネルギー価格の急落はトルコにとっては基本的にプラス要因だ。トルコは、エネルギー需要のほぼ100%を輸入に頼っている。また最近、農産物（基礎穀物）の純輸入国に転じている。

しかし、好転している国内情勢の見通しにも、国外の金融、信用環境の著しい悪化により陰りが生じる恐れがある。トルコの経常赤字は成長減速（2008年2Qの実質GDP成長率は1Qの6.7%から1.9%に低下）とコモディティ輸入の減少に伴い縮小する見通しだが、なお

GDP比5~6%の水準となる見込みである。これに対外債務の返済が重なり、信用供与と流動性の低下の影響は免れないだろう。

ただし、トルコの銀行セクターと公的部門の財政状態は健全で、十分な流動性を備えており、居住者の資産状況も盤石だ（外貨ポジションはネットでおおよそ700億ドルのプラス）。問題は金融機関以外の企業部門で、2008年1Q時点の外貨ポジションはおおよそ740億ドルのマイナスとなっている。しかし、対外債務の償還構造は長期に偏っており、キャッシュフローを圧迫して経済全体の安定性が脅かされるのはトルコ・リラ安が長期化した場合のみである。トルコは現在の多難な局面を成長減速、デフレーションといった比較的影響の小さい形で乗り切ることができる見通しであるため、HSBCの基本シナリオでは大幅なトルコ・リラ安は想定していない。もっとも、政治あるいは経済政策を誤れば、こうした見方の修正を迫られる可能性もある。

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

### 前年比%

|             | 2005 | 2006 | 2007 | 2008f | 2009f | 2010f |
|-------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 個人消費        | 7.9  | 4.6  | 4.1  | 3.8   | 3.6   | 5.5   |
| 政府支出        | 2.5  | 8.4  | 6.5  | 4.5   | 3.0   | 5.1   |
| 固定投資        | 17.4 | 13.3 | 5.5  | 2.9   | 4.1   | 6.5   |
| 在庫変動(寄与度)   | -0.8 | -0.8 | 0.2  | -0.2  | -0.1  | 0.5   |
| 内需          | 9.4  | 7.0  | 4.7  | 3.6   | 3.7   | 5.7   |
| 輸出          | 7.9  | 6.6  | 7.3  | 4.3   | 1.8   | 7.6   |
| 輸入          | 12.2 | 6.9  | 10.7 | 3.3   | 3.5   | 8.9   |
| GDP         | 8.4  | 6.9  | 4.6  | 3.4   | 3.2   | 5.9   |
| 鉱工業生産       | 5.4  | 5.8  | 5.4  | 4.1   | 3.0   | 5.3   |
| 消費者物価       | 8.2  | 9.6  | 8.8  | 10.5  | 9.1   | 7.2   |
| 生産者物価       | 2.7  | 11.6 | 5.9  | 13.3  | 8.5   | 5.5   |
| 経常収支(% GDP) | -4.7 | -6.1 | -5.8 | -6.4  | -5.8  | -5.2  |
| 財政収支(% GDP) | -1.3 | -0.5 | -1.6 | -1.3  | -1.5  | -1.2  |
| TRY/USD**   | 1.35 | 1.47 | 1.27 | 1.24  | 1.22  | 1.22  |
| 3カ月金利(%)*   | 13.8 | 17.6 | 16.0 | 18.5  | 17.0  | 15.0  |

Source: HSBC \* 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。

# 南アフリカ

## 低迷は避けられないが著しい悪化は回避

電力供給不足が経済活動の足かせとなり、今年 1Q の経済成長は急減速した。2Q には 4.9%に回復したが、これが持続する可能性は低い。高金利が圧迫要因となって消費は低調で、サービスセクターでは資産価格と不動産価格の軟化が痛手となっている。両セクターとも見通しは厳しく、製造業と建設も悪化傾向にある。鉱業セクターでは 3Q の価格急落が打撃となっており、見通しも不透明だ。他方、農業部門は今年に入り大きく回復しており、豊作が続いている。リセッション突入の防波堤となるのは、堅調な政府支出（2009 年には減少ではなく増加する可能性が高い）と 2 ケタを維持している固定資本投資の伸びだ。

年初来の需要の低迷にもかかわらずインフレは高止まりしており、8 月は 13.6%のピークに達した。CPI バスケットの構成比の見直しにより 1 月の水準からインフレ率は低下する見通しだが、物価上昇圧力は経済全体に広が

っており、インフレ低下は緩やかなものにとどまるだろう。したがって、CPI より低い 12%で天井を打ったレポ金利の引き下げも極めて緩やかなものとなる見通しである。このため内需の低迷が続き、GDP 比 7%前後で安定化の兆しがみられる経常赤字の拡大は限定的なものとなろう。また、金属価格の下落に伴い輸出額は減少するものの、原油価格の下落が貿易赤字の縮小に貢献する可能性もある。

政局については、与党アフリカ民族会議（ANC）議長のアンドレ・ズマ氏が汚職疑惑で訴追されない限り、2009 年 4 月の総選挙でズマ大統領が誕生する見通しである。ズマ氏は、経済界や金融市場に対し、経済の安定を脅かすような政策はとらない考えを繰り返し強調している。

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

### 前年比%

|              | 2005 | 2006 | 2007 | 2008f | 2009f | 2010f |
|--------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 個人消費         | 6.9  | 8.2  | 7.0  | 2.5   | 3.0   | 4.0   |
| 政府支出         | 4.8  | 5.2  | 5.0  | 5.2   | 6.0   | 6.3   |
| 固定投資         | 8.9  | 13.8 | 14.8 | 13.0  | 12.5  | 12.5  |
| 輸出           | 8.0  | 5.6  | 8.3  | 10.0  | 3.5   | 6.0   |
| 輸入           | 10.7 | 18.4 | 10.4 | 9.0   | 3.2   | 6.0   |
| GDP          | 5.0  | 5.4  | 5.1  | 3.8   | 4.0   | 4.5   |
| 鉱工業生産        | 4.2  | 4.9  | 5.5  | 4.4   | 5.0   | 5.5   |
| M3           | 24.0 | 23.1 | 23.6 | 19.8  | 15.0  | 15.0  |
| 消費者物価        | 3.4  | 4.6  | 7.1  | 11.8  | 9.8   | 7.0   |
| 経常収支(% GDP)  | -3.8 | -6.4 | -7.3 | -7.1  | -6.8  | -6.9  |
| 財政収支(% GDP)  | -0.5 | 0.2  | 0.7  | 0.6   | 0.2   | -0.2  |
| ZAR/USD      | 6.40 | 7.03 | 7.01 | 7.86  | 8.13  | 8.25  |
| 3 カ月金利(%)*   | 7.0  | 9.2  | 11.3 | 12.0  | 10.4  | 8.4   |
| 10 年債利回り(%)* | 7.5  | 7.7  | 8.4  | 9.0   | 8.3   | 8.0   |

Source: HSBC \* 1995 = 100 年末

# Disclosures

- 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。 Stephen King and Stuart Green

## 追記

1. 本レポート（原文の英語版）の発行日は 2008 年 10 月 6 日です。
2. 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ます。■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) 137/08/2006

©2008 HSBC 証券会社 無断転載を禁ず