

# リサーチ・インスティテュート

クレディ・スイス・リサーチと世界最前線の専門家による  
リーダーシップの探求



グローバル化の  
終焉か、あるいは  
一層の多極化の  
世界か?

# 目次

- 03 序文
- 04 多極化の世界へと向かう？
- 11 グローバル化とは何でしょうか？
- 14 多極化の世界
- 36 「断層」：グローバル化の終焉？

## お問い合わせ：

リチャード・カースリー：クレディ・スイス・インベストメント・バンキング グローバル証券商品部門責任者  
richard.kersley@credit-suisse.com

マイケル・オサリバン：クレディ・スイス・プライベート・バンキング&ウェルス・マネジメント 英国&EMEA地域担当最高投資責任者  
michael.o'sullivan@credit-suisse.com



## 序文

ここで、相互依存度の増加と経済、市場、国家、文化の統合と定義しているグローバル化は、過去20年間で、最もパワフルな経済的要因として世界にその存在を示し続けてきました。グローバル化の影響は今やどこにでも見られ、私たちが危うく当然のことと受け止めてしまうほど、非常に多くの驚くべき結果をもたらしてきました。例えば、グローバル都市の台頭、小国の成功、新興国経済における富の増加、新興の消費者や急速に変化する消費者の嗜好などです。

現在のグローバル化の波は、世界では2回目の現象です。1回目の波は1870年から1913年の間に見られ、これは産業革命と米国経済の台頭の上に起きたものでした。現在のグローバル化が始まったのは事実上1990年代前半のことで、共産主義体制の崩壊、貿易自由化の進展、中国経済の成長のモメンタムなどの出来事がグローバル化を加速させました。更に、米国の多国籍企業、ユーロの誕生、金融市場の成長、そして多数の新興国経済の発展によって、グローバル化は推進されました。

しかし、近年のグローバル化の道には壁が立ちふさがり、見通しが悪くなってきています。世界金融危機は経済成長を減速させ、その道に大きな負債を残し、金融サービス業の発展を抑制しました。ユーロ圏が多くの者の目には恒久的な危機状態にあるように映っている一方、中国経済の構造的な台頭は、その地政学的な役割の面から、一部の者に恐怖を抱かせています。中国経済の循環的な減速も懸念材料となっています。その他の分野でも、不平等や気候変動といったグローバル化の副作用について広く議論されておりま

本レポートでは、CSグローバル化指数を増強するものとして、「多極化指数」および「グローバル化時計」を作成し、金融市場、貿易、ガバナンスおよび企業活動の具体的なトレンドを検証しています。世界は現在、全面的なグローバル化から多極化の状態への良性の移行をしている最中にあるものの、この移行はまだ完了していない、と私たちは感じています。具体的には、貿易のパターンや経済活動の面では世界は最も多極化していますが、金融の面では、世界は非常にグローバル化している一方で、いまだ米国が市場を支配しており、多極化の度合いはずっと小さいということです。企業は国境を越えてモノを売ろうと努力し続けていますが、国際投資にはさほど熱心ではありません。

ステファノ・ナテッラ  
インベストメントバンキング部門グローバル・エクイティ・リサーチ部長  
ジャイルズ・キーティング  
プライベートバンキングおよびウェルスマネジメント部門副グローバルCIO兼IS&R副会長

# 多極化の世界へと向かう？

現代において、グローバル化は経済的、戦略的、政治的に優勢な要因です。グローバル化の意味と副作用は、富の創造から気候変動に至るまで、あらゆる場所に広がっています。従って、グローバル化がどの方向に向かうのかという問題は、大きな意味を持ちます。新興市場の台頭、米国や欧州での金融・経済危機、新たな制度の創造や20世紀からの制度の消滅などのトレンドは、一層の多極化の世界が進むことを示しています。しかし、例えば地域紛争、サイバー戦争、「大国」間の敵対といった進展における地政学的リスクを指摘する物語論（ナラティブ）があります。本レポートでは、「グローバル化の繁栄」「経済・政治・社会的レベルで台頭する多極化の世界」そして、より劇的な「グローバル化の終焉」という3つのシナリオを設定しています。

## マイケル・オサリヴァン

CSRIの「小国の成功レポート」でご紹介したCSグローバル化指数を発展させるものとして、今回、「多極化指数」を作成し、現象としてのグローバル化と、世界の状態としての多極化という面から世界を捉える「グローバル化時計」に組み入れています。この指数と、金融、ガバナンス、経済および企業の分野でのトレンド分析が、世界がどの程度グローバル化または多極化されているのかを測るのに役立ちます。私たちの感覚では、世界は現在、全面的なグローバル化から多極化の状態への良性的移行をしている最中にあるものの、この移行はまだ完了してはいません。具体的には、次の点が挙げられます。

- 貿易のパターンや経済活動の面では世界は最も多極化しています。貿易障壁が出現する兆しが見られるなど、貿易では地域化が進んでいます。
- 金融の面では、世界は非常にグローバル化しているものの、米国市場が他国の市場に対して持つ国際的な影響力や、ユーロおよび人民元と比較した場合のドルの中心的な役割という面で、いまだ米国が世界の金融の中心にあり、さほど多極化していません。
- 企業投資および収益の伸びに関する私たちの分析では、消費およびマーケティングのパターンの面では、グローバル化がそのまま残されていることが示されており、企業のクロスボーダー投資には削減の動きが見られます。売上と投資の両面での新興市場(EM)の企業の台頭と併せて、上記の結果は、企業が国境を越えてモノを売ろうと努力し続けている一方、国際投資には慎重であるという、より多極化した世界の方向を示していると私たちは見えています。
- ガバナンスの面では、より民主化の度合いの低い政府が経済面で成功するように受け取られており、新たな地域的な制度が世界的な制度による活動に取って代わられるなど、グローバル化による民主化の広がりにもたらされた刺激が限界に到達

したように見えます。ソブリン・ウェルス・ファンドや財政審議会などは、世界の制度の中でも目立っている新制度です。地政学的には、紛争は、国家間よりも国内や地域内でより多く発生しています。

- 世界は、例えば宗教、気候変動、言語、軍事開発、債務といった分野での「断層」からますます打撃を受けるようになっていきます。後述する「グローバル化の終焉」リスクの「スコアカード」では、注視すべきリスクとして、債務と移民の問題が指摘されています。

## グローバル化—私たちはどこへ向かっている？

これまで分かってきたように、昨年1年間だけを見ても、アジアインフラ投資銀行(AIIB)の設立や、ウクライナ危機を巡る国際的・政治的な取り組み、日本のアベノミクス、アリババなどのアジア企業の台頭や欧州経済で欧州中央銀行(ECB)が果たしている積極的な役割など、いくつかの出来事は、グローバル化の方向から離れ、より複雑な、多極化の世界の出現の方向を示しています。全体像を見ると、図表1 (IMF予想を使用) では、中国とインドがいかに支配的な経済大国構築の道を進んでいるかが示されており、このトレンドが強調されています。

わずかに異なる見方からも、このことが確認されています。IMFと国連の予想を組み合わせ、Danny Quah (2011)が確立した方法論の簡易版に従うことで、ここでは、世界のGDPの位置が地理的にいかに東の方へと動いてきたかを示しています(図表2)。将来的には、上位50位までのグループ<sup>1</sup> は、デリー、上海、ムンバイ、北

1 1950年に人口が100,000人超だった都市で分類されています。

京といった、どれも東側に位置する都市に独占されるでしょう。これとは対照的に、1950年には、米国1カ国で世界の上位50都市のグループの22%を占めていました。しかし、2030年には世界の商業の中心都市の中に占める米国の割合はわずか6%になるでしょう。

そうした変化が起きつつあるのであれば、これは企業、市場、経済、政府に対して、とりわけ、それらの大多数がグローバル化に依存するようになっていることから、非常に大きな意味をもつでしょう。この面から、本レポートでは、3つの異なるシナリオを考慮しながら、グローバル化が進んでいる方向を確立しその道を追うことを目的としています(図表4)。

**シナリオ1: グローバル化の継続** : 3つのうち、第1のシナリオは、過去30年の間に知り、理解するようになった形でグローバル化が進むというものです。実質的には、これは、外国為替の

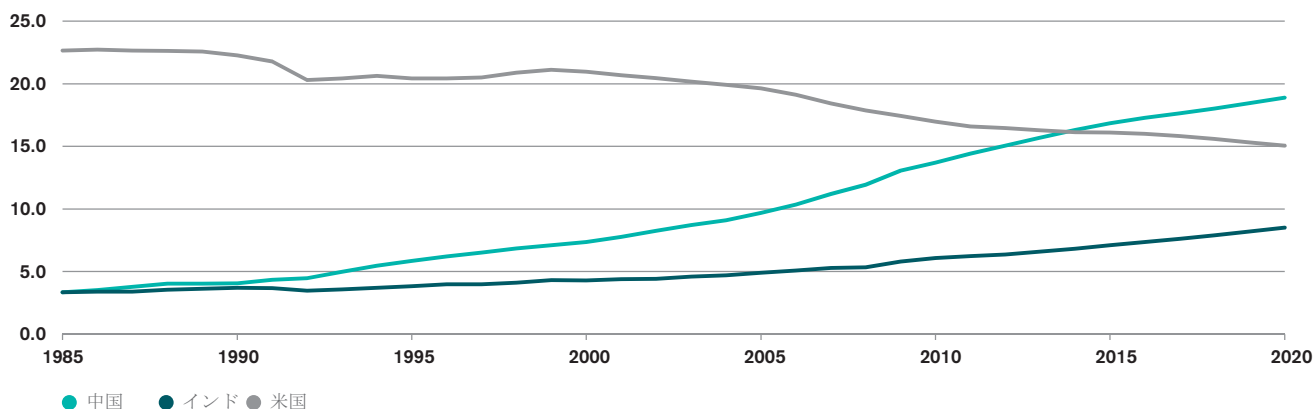
世界ではドルがその筆頭責任者としての役割を継続し、西側の多国籍企業が一般的に世界のビジネス環境を支配し、西側の国際法・制度の構造が本質的に継続されることを意味します。経済面では、マクロ経済のボラティリティは低く、貿易は保護主義による中断をほとんど受けずに成長し、国境を越えてインターネット経済が成長します。社会政治学的には、より「オープンな社会」に特徴付けられる人間開発の向上が顕著な発展の内容となります

**シナリオ2: 多極化の世界**: この第2のシナリオは、アジアの台頭およびユーロ圏の安定化に基づいており、即ち、大まかに言って、世界経済が米州、欧州、アジア(中国がリードする)の3つの柱の上に世界経済が基礎を置くというものです。詳しくは、世界銀行など既存の制度よりも大きな、新しい世界的な制度の策定、「管理民主主義」の台頭や一層地域化された法の支配、移民における国際移民から地域化、農村地域から都市地域へという変化、地位の金融センターの台

図表 1

### 世界のGDPは再び中国とインドに独占される可能性がある

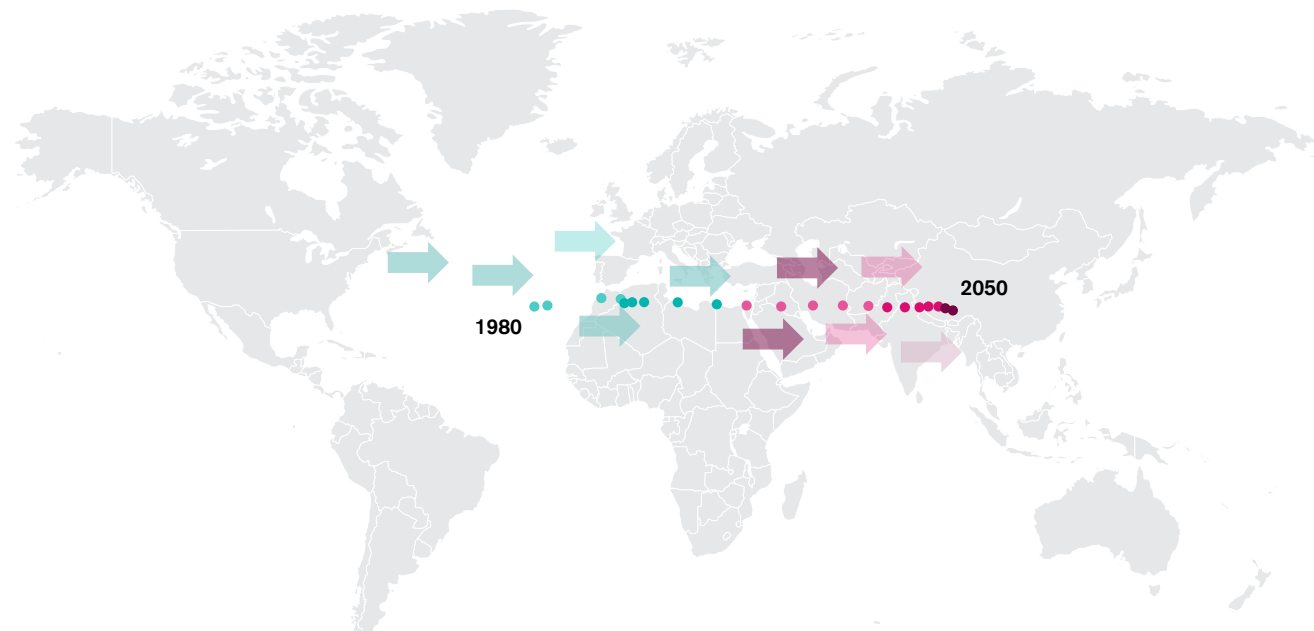
世界総計に占める割合(%)



出所: IMF、クレディ・スイス

図表 2

### 世界のGDPの地理的な位置—経済的な重心は東の方へと移動してきた



出所: 国連経済社会局, IMF, クレディ・スイス

頭、そして銀行や金融の新しい形態による発展が考えられます。企業レベルでは、多くの場合に世界的な多国籍企業を代替することになる地域企業の勝者の台頭が大きな変化となるでしょう。

また、人間開発の面では、改善は不均等なものになり、新興国の消費者のトレンドの継続を背景として、地域経済はより安定的で豊かになっていくだろうと見ています。欧州では、EUが外部への拡大をやめ、銀行や企業のリストラによって経済がスリム化されることから、繁栄します。

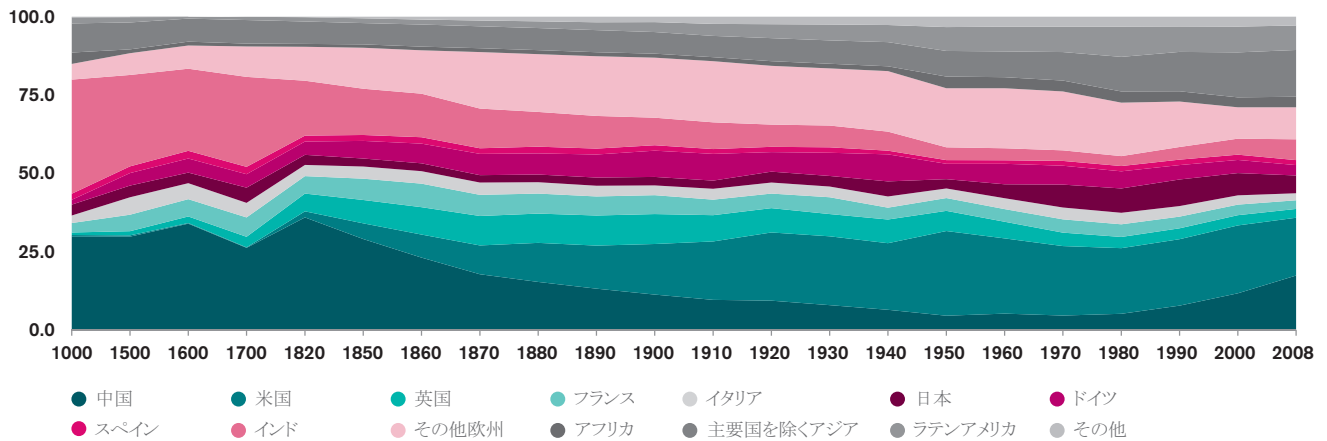
**シナリオ 3: グローバル化の終焉:** 私たちの第3のシナリオは、より暗く、ネガティブなもので、1913年のグローバル化の崩壊とその後の第1次世界大戦の始まりを思わせるものです。

近年の世界は確かに世界金融危機やテロ攻撃などによる圧力を受けてはいますが、これらの展開によって、国家間の協力は減少するのではなく、逆に増大してきたことはほぼ間違いありません。それでもなお、グローバル化にはリスクがあり、本項ではそれらについてリスクの「スコアカード」で示しています。

私たちが注視しているのは、マクロショック（債務、不平等、移民流入からの）の可能性を伴う経済成長や貿易のトレンドの減速、保護主義の台頭、大国間の地政学的・軍事的衝突、通貨戦争、気候関連の出来事、広範な反グローバル化の政治運動の台頭やグローバル企業に対する過激な反発、または民主主義への移行への反動といった出来事です。

図表 3

世界のGDPに占める各国の割合—歴史的視点



出所: Angus Maddison データベース、クレディ・スイス

図表 4

グローバル化の将来— 3つのシナリオ

	グローバル化の継続	多極化の世界	グローバル化の終焉
貿易と金融の流れ	強い上昇トレンドと、相互依存性の増大。保護主義による中断はほとんど無い。	上昇のペースは落ち、地域的な特徴を持つ。地域貿易協定。	貿易障壁が高まり保護主義的措置が増加する。
市場	低い資本コスト	地域金融センターの繁栄。	分断。資本コストの上昇。
通貨	ドルによる支配。	新しい基軸通貨の台頭。	通貨戦争
経済成長	貿易の伸びが一層の推進材料に。伝播のリスクが高まる危機の時を除いて、マクロ経済的ボラティリティの上昇は低い。	成長率は低く、一部の地域が繁栄する一方で他の地域は後退する。経済危機に対して地域は停滞する。新興国の消費者は伸びる。	国内重視、減速。債務、不平等、気候や地政学的ショック。
企業	多国籍企業の力が一層増大する。	地域の勝者。EUの繁栄。	国内の勝者。多国籍企業への反発。
グローバル・ガバナンス	協力的、超国家的制度による支配、米国の力が優勢。グローバルな監督官。	競争的、地域覇権、潜在的な闘争、影響の範囲。メンバー限定の制度。	公然と行われる紛争。地政学的な軍事衝突。気候関連の出来事。
政府の形態	民主主義の広がり	「管理民主主義」が一層確立される	民主主義への移行への反動。
人々の流れ	移民に対する門戸開放政策	移民への制限の強化。ある種の技能に限定した労働力の移動。都市部・農村部間の移動が国境を越えた人の移動の大半を成す。	移民政策の破綻。移住者の社会的排除。
社会・人間開発	生活水準の面ではより便利になるが、グローバル化の度合いが低い地域は後退する。人間開発の向上。	生活水準がより不均質になる。地域経済は全体としてより豊かになる。新興国経済では、消費者が台頭する（収入、消費、富の面）。	貧困の増加と国内闘争。反グローバル化の社会政治運動の増加。

出所: クレディ・スイス







## グローバル化時計

以下の項では、グローバル化と多極性という2つのトレンドの進行度を測ります。ここでは、レポートの中で使用された多くの指標やデータから、「グローバル化時計」を構築してみました。

意味付けを行うために、まず、19世紀のグローバル化の進展と、それが第一次世界大戦に突入する中で崩壊したことから始めます。図表5では、大ざっぱではありますが有意義な指標である輸出額の対GDP比を使用してこれを示しています。

その後、グローバル化の波は1990年に復活しましたが、21世紀に入ってからは、多極性を示す証拠が見られるようになってきました。ここでは、グローバル化時計の形で2つの指標を組み合わせており、長期平均に対してグローバル化と多極性をグラフにプロットしています。

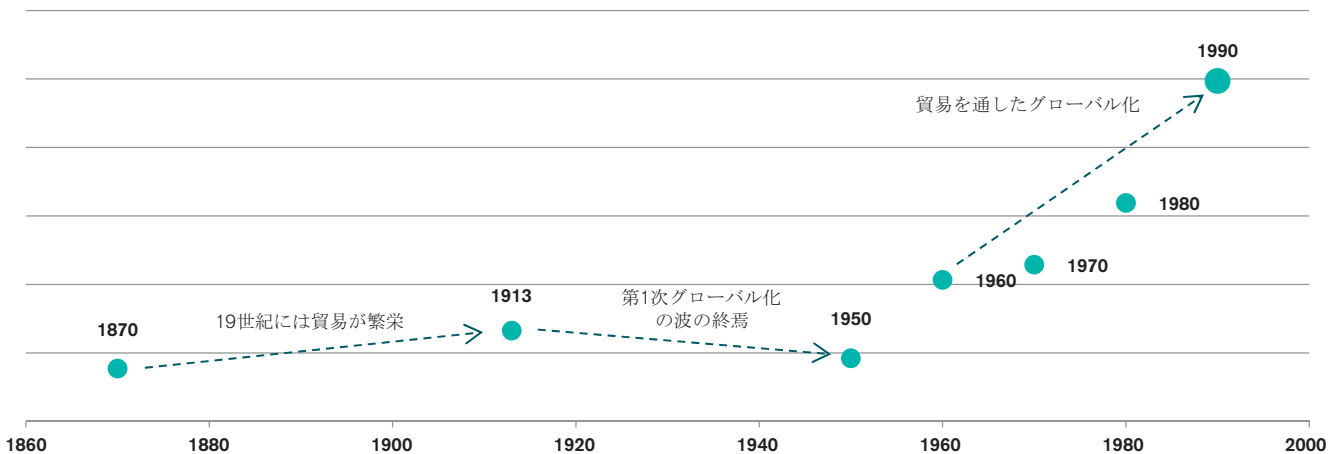
グラフの中で、クラスターの一部は明確に見ることができ、また、歴史上の出来事と合っています。例えば、1990年代前半は米国と欧州諸国による支配の期間がありましたが、続く2000～2005年の間は、情報技術の成長と、イラクやアフガニスタンでの戦争中に主要先進国による軍事力が統合されたことにより、グローバル化と多極化の勢いが低下した期間がありました。

以来、世界は時計の第1象限、すなわち、グローバル化と多極化が同時に一層進行し、経済面では先進国の弱さと新興国の強さの際立つ、スイート・スポットに移行してきました。

図表 5

### 第1次グローバル化の波

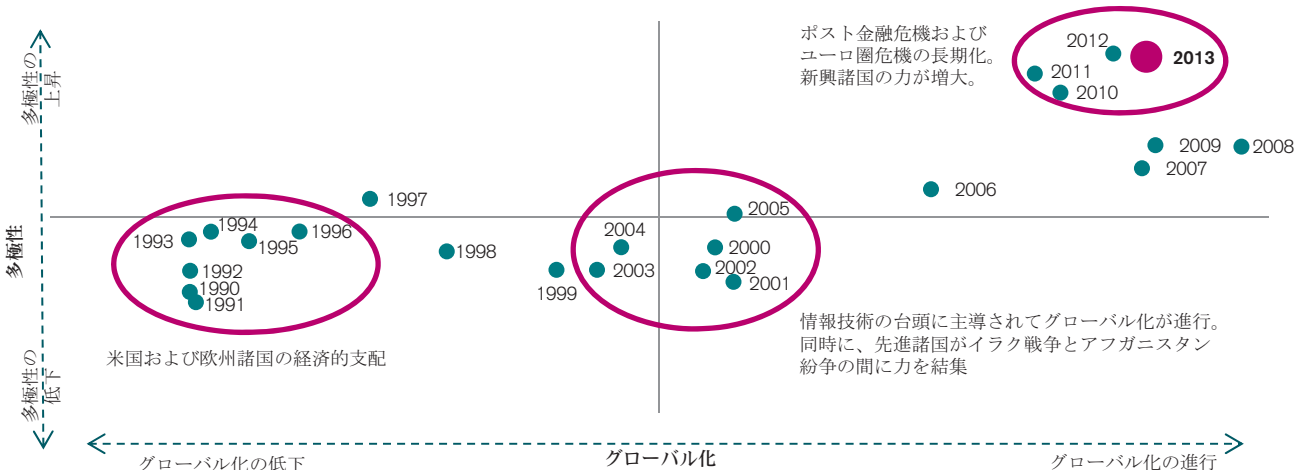
輸出額の対GDP比(%)



出所: OECD (2001), 国連世界貿易レポート (2013), 世界銀行、クレディ・スイス

図表 6

### クレディ・スイス グローバル化時計



出所: 世界銀行、クレディ・スイス



# グローバル化とは何でしょうか？

広義では、グローバル化とは相互依存度の高まりと経済、市場、国家と文化の統合を意味します。広範囲に渡る「グローバル化」という言葉の解釈に寄与しうる事実について、その度合いを測るのは難しいことです。

## マイケル・オサリヴァン、クリティカ・スブラマニアン

グローバル化を理解し測定するためには、まず、それを定義する必要があります。グローバル化の定義は広範囲に渡りますが、多くの場合、経済の統合または相互連結に重点を置く傾向があります。おそらく、それがグローバル化の形として最もはっきりと現れたものだからでしょう。

グローバル化を定義し理解しようと努力を積み重ねている機関の1つに、英国上院の経済問題委員会が挙げられます。<sup>2</sup> 2002年に報告書を発表した同委員会には、経験豊富で多様な専門家、政策立案者、世論形成者が終結しています。こうした専門家たちは、グローバル化を「国民所得、海外直接投資の流れや資本市場の流れの一部としての国際貿易によって測定される、国境を越えて取引される経済活動の占める割合の急速な増加」とする世界銀行による定義など、数多くの定義を強調しています。

これと同様に、国連貿易開発会議(UNCTAD)<sup>3</sup> は、下記のようにグローバル化を定義しています。

「一般論として、グローバル化とは、関連の経済活動のネットワークを運営する一連の相補的な組織体制の開発と共に、国境を越えたモノと資源の流れを通じた国家間の経済統合の増加の過程を説明するものである。」

一方、他の経済学者たちはグローバル化に関して分かりやすい理解を示しています。国際貿易の研究を専門とするO' Rourke and Williamson<sup>4</sup> は、グローバル化について、「国際的な商品市場の統合」に代表されるもので、「…私たちの定義では、グローバル化が実際に起きているという唯一の動かない証拠は、私たちが国際商品価格乖離と呼ぶ、商品価格の国際的な乖離の減少である」としています。

政治学者のジョセフ・ナイは、グローバル化について、全世界(複数の大陸間)での相互依存のネットワークに関するものとして定義しています。<sup>5</sup> ナイはこの定義について、著書『グローバル化する世界におけるガバナンス』の中で、「これらのネットワークは、資本財、情報や思想、人々や力、また、環境的・生物学的な当該物質の流れや影響を通して結び付けられる」と更に説明しています。<sup>6</sup>

## グローバル化の測定

一般的に、グローバル化の定義、グローバル化に関する反論や見通しは、数多くの分野に及んでいます。多くの場合、特定の問題がグローバル化の結果として発生しているのか、または、実際、グローバル化が単にそれらの問題を悪化させているのかどうかを確認するのは容易なことではありません。グローバル化の度合い、特に、その影響の因果関係を測定することは困難ですが、それでも、おそらく、その経済的な影響を測ることが、グローバル化分析の中では最も問題が少ない側面でしょう。

2 英国上院経済問題委員会、グローバル化に関する第1回報告書(London: House of Lords, 2003年1月16日)。  
[www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/ld200203/ldselect/ldeconaf/5/501.htm](http://www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/ld200203/ldselect/ldeconaf/5/501.htm)

3 [www.unctad.org](http://www.unctad.org)

4 Kevin O' Rourke & Jeremy Williamson, 'When Did Globalization Begin?', *European Review of Economic History*, vol. 6, 2002, p. 24.

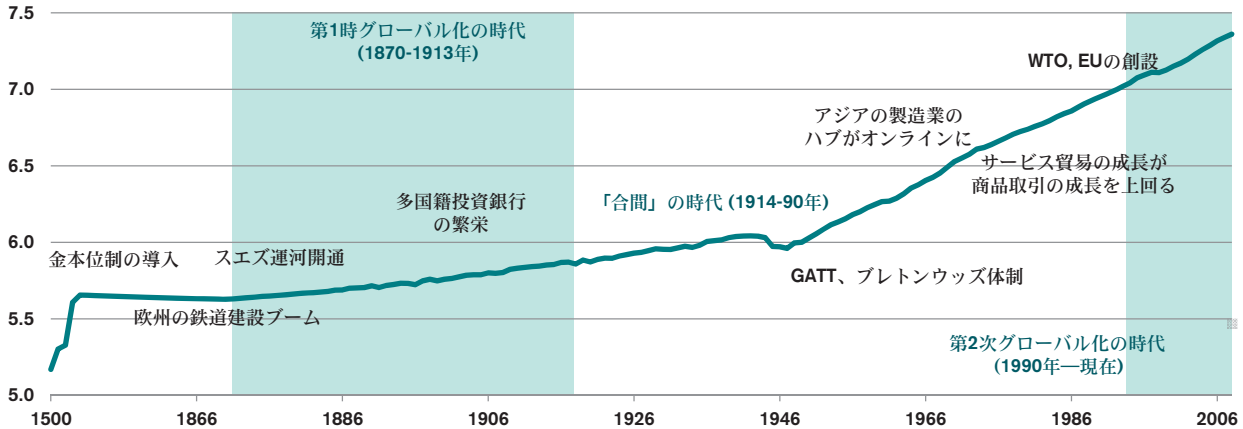
5 Joseph Nye, 'Globalization's Democratic Deficit: How to make International Institutions More Accountable,' *Foreign Affairs*, vol. 80, 4, July/August 2001.

6 J. Donahue & J. Nye, *Governance in a Globalizing World*, (Washington: Brookings Institution Press, 2000), p1.

図表 7

### グローバル化の2つの波

GDP (Geary Khamis 恒常ドルスケールによる対数目盛)



出所: Angus Maddison データベース、クレディ・スイス

経済学者がしばしば検証する測定値は、国の貯蓄と投資活動の関係、経常収支の対GDP比、そして海外直接投資(FDI)の水準です。他にも、国内の外国企業数の変化、GDPとGNPの差、外国企業と国内企業の研究開発活動の差など、より独特な測定値が検証されることもあります。移民に関する測定値も役に立ちますが、労働力の移動は、第1次グローバル化の波の期間中には、現在よりも一層広く行われていました。

### CSグローバル化指数

グローバル化測定の取組みには、注目に値するものがいくつかありますが<sup>7</sup>、最近の出版物の中で、私たちはCSグローバル化指数(2014年7月のCSRIの「小国の成功レポート」、2015年4月に更新)を作成しました。CSグローバル化指数は経済、社会、技術的要因に基づいています<sup>8</sup>。

同指数は、欧州諸国が上位を占めている一方で、アフリカ諸国が最もグローバル化の度合いが低い傾向があることを示しています。しかし、貿易または金融の中央市場としての役割を果たす一部の小国(例:ルクセンブルク)に、そのGDPの規模に対して非常に重大な金融および貿易の流れがあり、従って、経済的な意味では極端にグローバル化されているように見えることに注意すべきです。

図表 8

### CSグローバル化指数

国別ランキング	大きさ	スコア
1	ルクセンブルク	S 0.97
2	シンガポール	S 0.87
3	スイス	S 0.86
4	香港	S 0.85
5	ベルギー	M 0.81
6	アイルランド	S 0.81
7	オランダ	M 0.80
8	デンマーク	S 0.76
9	アイスランド	S 0.74
10	韓国	M 0.72

出所: クレディ・スイス

7 Foreign Policy/AT Kearneyのグローバル化指数など。

8 経済のグローバル化: 貿易の開放度(対GDP比%)、FDI(対GDP比%)、FPI(対GDP比%)。

社会のグローバル化: 携帯電話契約者数(100人当たり)、電話契約者数(100人当たり)、送金(対内および対外)(対GDP比%)。

技術のグローバル化: インターネット利用者数(100人当たり)、安全なサーバー数(100万人当たり)。

## いつか来た道

技術の進歩など、今回のグローバル化の産物の多くによって、グローバル化はまるで新しいもののように見えますが、これには先例があります。<sup>1</sup> 一般的に認識されているグローバル化の波は2つあり、第1の波は1870年から1913年の間に起きたもので、現在の第2の波は事実上1980年代後半に始まったものです。第1のグローバル化の波の先頭に立ったのは英国の商人で、第2の波の指揮を執ったのは米国企業でした。

第1のグローバル化の波の19世紀中の部分では、広範な商品市場の統合の1つだったといえます。これを背景として、貿易の水準が急上昇し、1913年には、西欧諸国の商品輸出の対GDP比は、1870年の14%から増加し、17%に達しています（その後1938年には約6%にまで下落し、1990年代には再び17%超まで上昇しました）。<sup>2</sup>

資本市場が及ぼすと見られる途方もなく大きな力が、世界が全く今日のように発展しなかった可能性もあるということの評価することを困難にしています。それでも、研究から、多くの国（特に米国以外の国）が、1980年の状態よりも金融の面でより発展していたことが示されています。<sup>3</sup> 例えば、対GDP（国内総生産）比で、1913年のフランスの株式市場の時価総額は、同年の米国市場の2倍近くありましたが、1980年には米国の4分の1にまで縮小しています。一般的に言って、過去100年間で、金融市場の発展は1980年にどん底に達しており、そこから、19世紀末に見られた発展の水準に追いつき、追い越してきました。

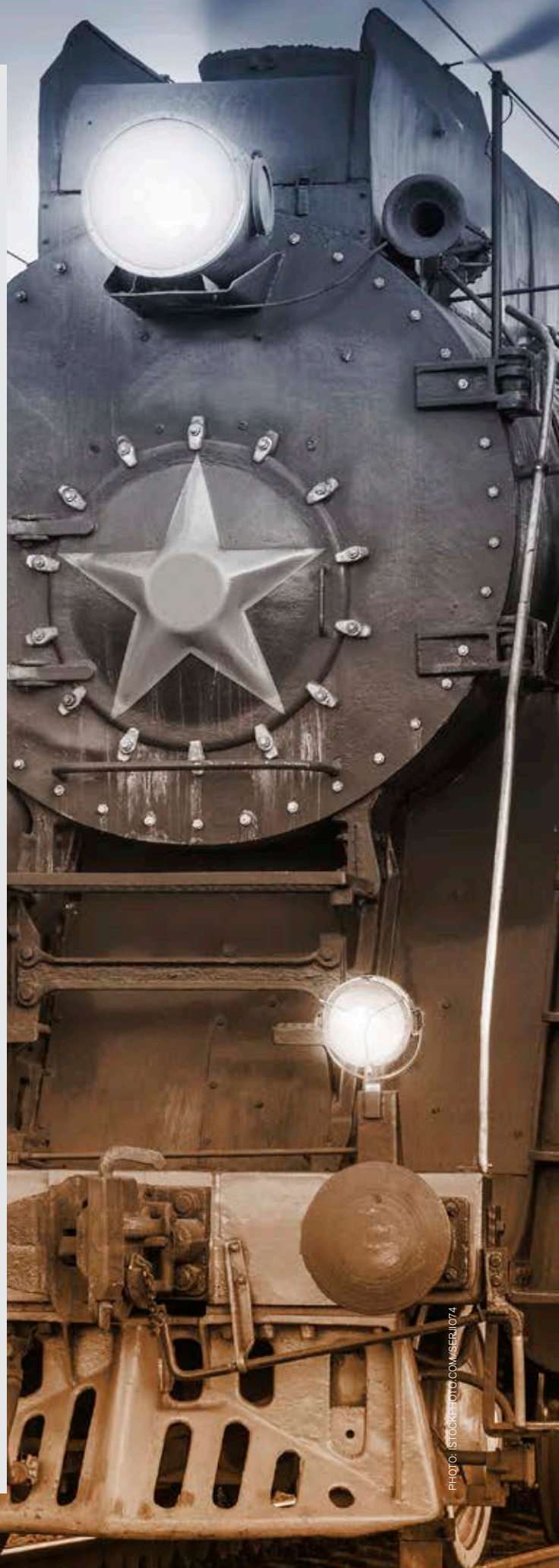
また、1870～1913年の期間のグローバル化は、移民流出の水準の点からも、驚くべきものでした。1820年から1913年の間に、6,000万人が「新世界」を目指して国外へと移住したのです。1880年代から1900年代前半まで、いくつかの欧州諸国の人口の6%が海外に移住したと推定されています。

19世紀末にいかにもグローバル化が活性化していたにしても、貿易、金融、そしてテクノロジーの進歩（運輸および通信）のレベルが急激に発展したことから、程なく欧州、ラテンアメリカおよび米国の各経済間には不均衡が発生し、更に意思決定のまずさがグローバル化の波に決定的な打撃を与えるケースが多数見られました。開放性は急速に、保護主義や関税の適用に取って代わられるようになりました。商品価格のインフレと資産価格のデフレがもたらした貧困と失業の増加によって、政府は、参政権の拡大によって政界でより大きな発言権を持つようになった貧しい人々を恐れ始め、最終的な対応を取ることを余儀なくされました。「小さな政府」が以前は流行していた国（1912年の先進国の政府支出はGDP比で約13%）でも、政府は、今度はカネを使い繁栄に戻る道を保護することを期待されるようになりました。従って、保護主義、経済の衰退、国家主義、そして最後には戦争によって、第1次グローバル化の時代には幕が下ろされました。

1 Ireland and the Global Question, Cork University Press 2006

2 Ireland and the Global Question, Cork University Press 2006

3 R. Rajan and L. Zingales, 'The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century,' *Journal of Financial Economics*, vol. 69, 1, 2003, pp. 5-50.



# 多極化の世界

第1回目のグローバル化の期間(1870~1913年)は、グローバル化による恩恵を示すと共に、それがいかに地政学的要因や国際経済の健全性によって負の方向に変容し得るかも示しています。それは、グローバル化の終焉に関わる厳しく永続的なコストについて強調しています。この点から、私たちは、グローバル化の変化や、その方向性に関して細心の注意を払っています。以下の章では、グローバル化終焉のシナリオがどのように解明され得るかについて検討していきますが、本項では、グローバル化の進化形としてより可能性の高い、多極化という方向について検証します。私たちは、多極化の世界について、グローバル化された世界から進化した、貿易、経済、社会文化、そして企業の活動がいくつかの地政学的に重要な柱の周辺で展開されるものとして認識しています。

近年、グローバル化は世界金融危機によって阻止され、特に中国など、多くの新興国で富と経済力が増加し、勢力がより均衡された状態になってきたように見えます。欧州はユーロに関して苦戦しているにもかかわらず、今も相当の、なおかつ多様性のある経済圏として残されています。

新興国消費者調査やグローバル・ウェルス・レポートなど、他のCSRIの研究では、新興国経済の台頭について詳しく述べており、私たちは、アジアおよびアフリカでの資本市場の開放、アジアにおける新制度の発展、そしてアフリカにおける商取引の増加に関する多様な兆しを一層多く目にするようになっていきます。これらの多くのトレンドが混じり合っていて、多極化の世界を一層指し示しているものの、これを定量化することは困難です。

これに関連して、私たちはますます、ジョージ・オーウェルの『1984年』を意識するようになっていきます。作品の中で、オーウェルは、経済力と政府の形から、世界をオセアニア、東アジアとユーラシアの3つの地域に分けました。ここでは、概念上の調整が少し必要となりますが、私たちは世界の主要国を、オセアニア(米国、カナダ、ラテンアメリカ)、ユーラシア(欧州、中東、ロシア)、東アジア(アフリカ、アジア太平洋諸国)という3つのカテゴリーに分類してみました。英国、日本、オーストラリアなどの一部の国は2つのカテゴリーのどちらにも分類可能です。今日の世界では、オーウェルの分類は「クリーン」なものではなく、オーウェルが考えた3つの大まかな地域によって、多極化の世界が概してどのように変化し得るかという感触が得られるということです。

より具体的には、ここでは、GDPや人口の規模、帝国の遺産、開放経済、その「極」が周辺国と貿易を開放的に十分に行っているか、軍事力の規模と洗練度(軍事支出の絶対額、戦闘機や戦艦の数)、地域比較した人間開発指標、地域のグループのメンバーであるか(例:北欧諸国におけるスウェーデン)、といった要因に基づく「極」について検討します。従って、このスキームの下では、インドと中国は極になる可能性があります。従って、日本とロシアは別個の極としては成立しないでしょう。

本項では、グローバル化ではなく、世界の多極化の度合いを測定することを試みています。具体的には、下記のテーマについて検討します。

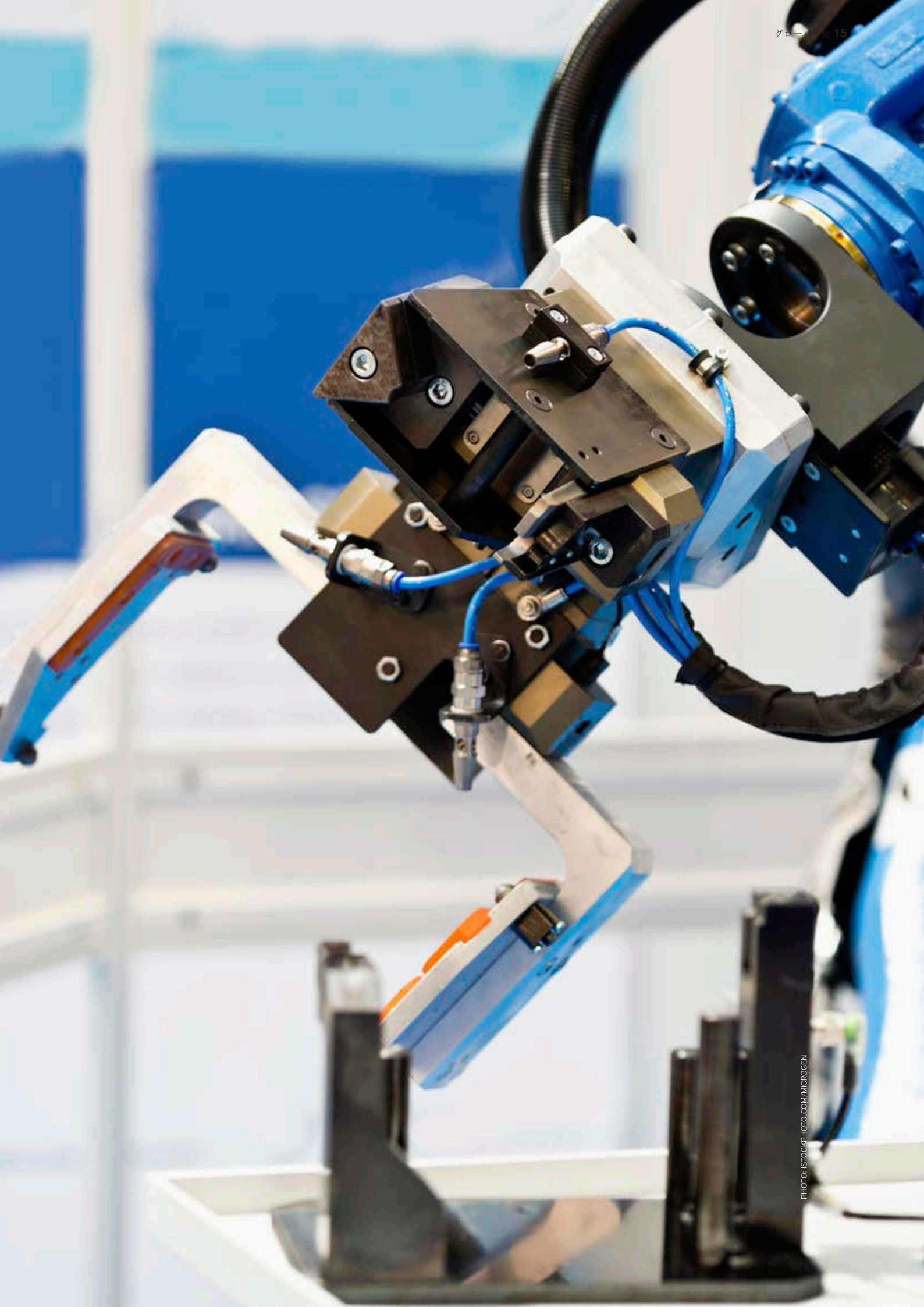
**貿易とGDPは集中しているのか、それとも世界中に広がっているのか?** 私たちは、貿易、金融、人々の流れ、そしてGDPに関するデータを集め、最近の世界銀行の分析の一部を取り入れて、経済活動の分布の集中度が高まっているのか否かを判断しました。

**保護主義は自由貿易を抑制しているのか?** 私たちは、関税および非関税障壁を取り上げ、世界において自由貿易が繁栄しているのか、それとも、保護主義的措置が増加する中で地域化が進んでいるのかを検証しました。

**私たちは多通貨の世界に向かっているのか?** ドルは多くの側面において、グローバル化が広がる際の媒体として役割を果たしてきましたが、浮き沈みの多いユーロの出現や、より国際化された通貨としての人民元の潜在力によって、他通貨の世界の可能性が提示されています。

**ウォール街は今も世界をリードしているのか?** 国際市場が米国によってリードされているという傾向に関する研究は相当数存在しています。より多極化した世界では、このトレンドが弱まると考えられます。ここでは、ウォール街が今日国際市場をリードしている度合い、または、中国市場が他の市場をリードしているかについて検証しました。

**多国籍企業の時代は終わろうとしているのか?** 貿易理論を専門とする著名な経済学者であるジャグディーシュ・バグワティは、多国籍企業がグローバル化における広範な「B-52」であると言います。私たちは、1970年までさかのぼる企業4,000社の損益計算書および貸借対照表を幅広く活用して、多国籍企業の収益の内訳が、よりグローバル化しているか、また、それら企業の投資への支出もこれを繁栄しているかどうかを検証しました。



私たちは、「管理民主主義」の台頭を目にしているのか?2011年に私たちが発表した、アラブの春の経済的な意味に関する出版物に続いて、今回、世界中での民主主義の広がりや度合いと、それとは対照的な、豊かさを増しつつある、管理民主主義とも呼べる国の数を検証しました。また、一層多極化の進む世界が、新しい国際機関にいかにか反映されているかについても、検討しました。

### 集中指数と多極化指数

貿易と投資、そして、部分的には人々の流れが、グローバル化の基礎を成しています。本項では、貿易とその他の活動が少数の国に集中しているのか、あるいは、世界中により分散している(より多極化している)のかを示す度合いを確立することを試みています。具体的には、ここでは、幅広い指標について集中指数(ハーシュマン・ハーフィンダール指数)を計算しています。同指数は、世界総計の中で大きな割合を占める国のウェイトが高まり、割合の小さな国ではウェイトが減るように計算されます。これによって、集中のレベルが拡大され、集中のトレンドを認知し易くなっています。簡単に言うと、集中のレベルが低い場合

は、多極性増大の仮説が支持されます。更に、私たちは、時と共に主要な「極」間のトレンドが変化してきたかを測るため、一部の国に関して、集中指数の派生形としての多極性指数を作成しました。

まず、私たちは、GDPと貿易における集中のトレンドを検証しました。図表10では、1960~2013年の間に、世界の名目GDPにおける集中度がいかにか低下したかを示しています。これは、今日、世界のGDPが世界の国々の間でより分散されていることを提示しています。名目データにおけるバイアスを計算に入れるために、私たちは、購買力平価(PPP)と実質GDP(定数項)でも分析を行い、結果に概ね変化がないことを確認しました。ただし、ここでは、集中指数で使用した全ての変数と整合させるため、それらの結果ではなく、名目GDPによる分析を掲載することにします。

同様に、世界貿易(輸出および輸入)における集中のレベルも大幅に低下しています。これは、世界が1960年代よりも多極化しているという推測を支持するものです。

## ゲームチェンジャー 1: 自動化

完全な人型ロボットが、まだ実現には程遠いファンタジーである一方、産業用および消費者向けロボットは、以前は人間が行っていた仕事をますます肩代わりできるようになりつつあります。3Dプリンターによって、重要な材料を現場で生産することも可能になりました。自動走行車では、商業的なブレークスルーもさほど遠くはないでしょう。軍用ドローンの台頭によって、戦争すらロボットにより行われています。ロボットによる人間の労働の代行とコンピュータのアルゴリズムは、多くの国が直面する人口動態の問題を変える可能性がある一方、それと同時に、資本および労働の限界生産物を世界的な規模で変化させる可能性があります。

### ロボットは、どのように世界の結びつきを強くしうるか

全ての国が競争力のあるロボット産業を発展させると考えることは現実的ではなく、従って、かつて生産されたロボットが国家間の相互依存度を低下させたとしても、ロボットの生産はまだ世界の少数の地域に集中しており、世界レベルでの相互依存は高いままとなっています。しかし、安価なエネルギーと併せて、製造プロセスの変化が、世界の経済環境を劇的に変化させる可能性もあり、労働力が不足している反面豊かな資本を持つ国にとって有利になることも考えられます。

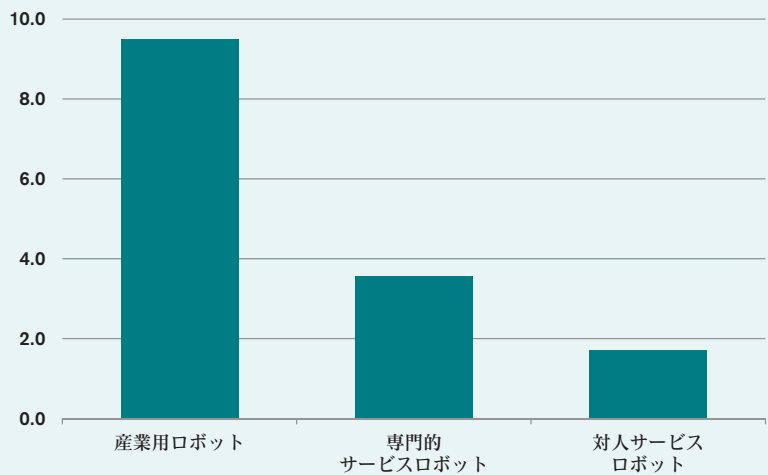
### ロボットにより、世界がより断片化される可能性がある

3Dプリンターなどのイノベーションは、中間財における国際貿易へのニーズを低減させる可能性もあり、また、最終製品についても、もしもそれらを地球の裏側から輸送する代わりにプリントして作成することが商業的に実現可能となれば、最終製品を輸出入する必要性が低下する可能性があります。また、遠い将来には、戦争におけるロボットの使用が人間同士の関わりや戦闘員のリスクを減少させ、軍事行動の政治的なコストを低減させる可能性もあります。これは、国際政治においては、不安定性の増大に繋がる可能性もあります。

図表 9

### ロボットの売上増加が自動化の増加の証拠を示している

2013年の売上高、10億ドル



出所: 国際 Federation of Robotics (IFR)、クレディ・スイス

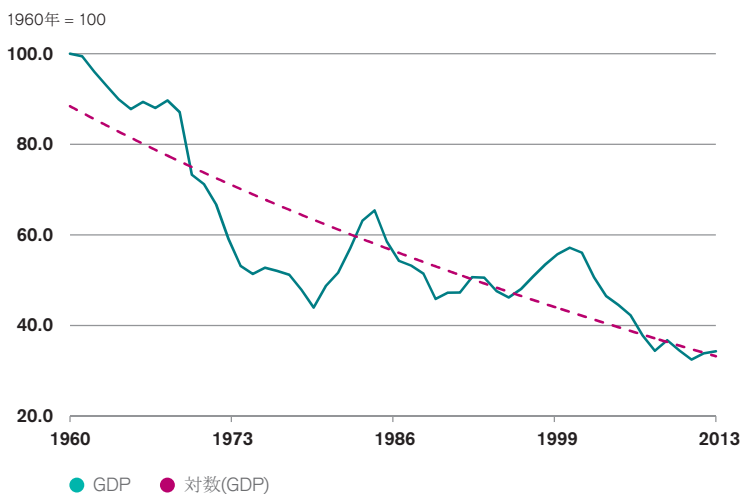


私たちは、総合的なレベルで、52年間(1960~2013年)、215カ国にわたるストックに関する3つの変数(GDP、予算の規模と人口)とフローに関する2つの変数(貿易<sup>9</sup>と純海外直接投資の流れ<sup>10</sup>)の加重総合指数として測定される集中指数を作成しました。中でも、GDPと貿易は最も重要です。この結果は、私たちの事前予想に合うものでした。論点は以下の通りです。

- 経済面での集中度は、GDPの規模と貿易量における集中がはっきりと拡散してきたことによって、過去5年間で着実に低下してきました。即ち、従来、世界経済への寄与度が小さかった国がシェアを増やした一方で、シェアの大きかった国の力が控えめになってきたということです。とはいえ、人口の推移のトレンドも低下を示しており、変化は比較的硬直的(“sticky”)で、より平坦になっています。
- 集中指数は、2008年が最低値となっており(図表 12)、これは、世界金融危機が深刻化する直前の時点で、多極化が最も進んでいたことを示しています。その後、指数はじわじわと上昇してきていることをここに記しておきます。このことは、米国やユーロ圏などの主要国経済の弱さと、世界のGDP、世界貿易、そして世界的な資本移動(特に、先進国市場において人工的に作られた一部の流動性が、より有利な新興市場にたどり着いているなど)において、新興市場やフロンティア市場が台頭してきたことによって説明される可能性があります。これに応じて、経済面での集中度は再び上昇します。
- 私たちの215カ国に関する分析からは、経済大国がまだ世界経済を支配していることが示されていますが、国家間のダイナミクスは過去50年間で変化してきました。この変化をグラフ上に示すために、対象国の範囲を狭め、上位30カ国の1960年来のパフォーマンスについて詳しく見ることにしました。ただし、5つの変数のどれを取り上げるかによって、上位30カ国(2013年の時点)の顔ぶれが変わる可能性があることは指摘しておきたい点です。更に、一部の国は、分析対象の年や変数によっては上位30位に入ったり入らなかったりする可能性があります。これは、多極性が進んでいることを示すもので、その後の新しい「極」の成長を示す兆しになっている可能性もあります。

図表 10

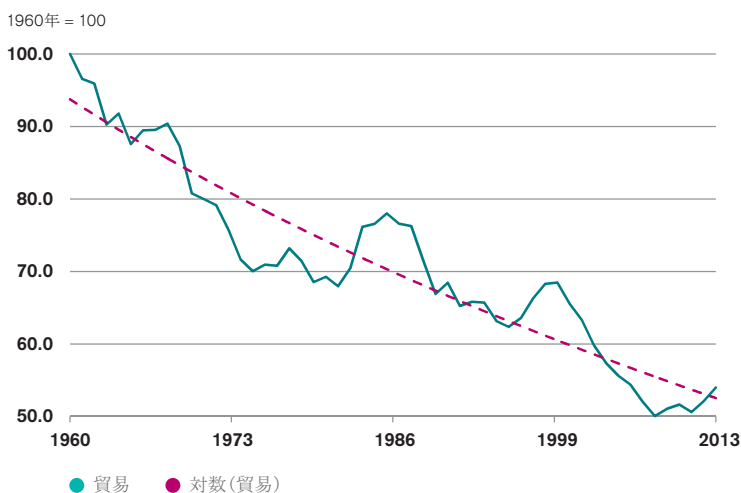
### GDPにおける集中のトレンド



出所: 世界銀行、クレディ・スイス

図表 11

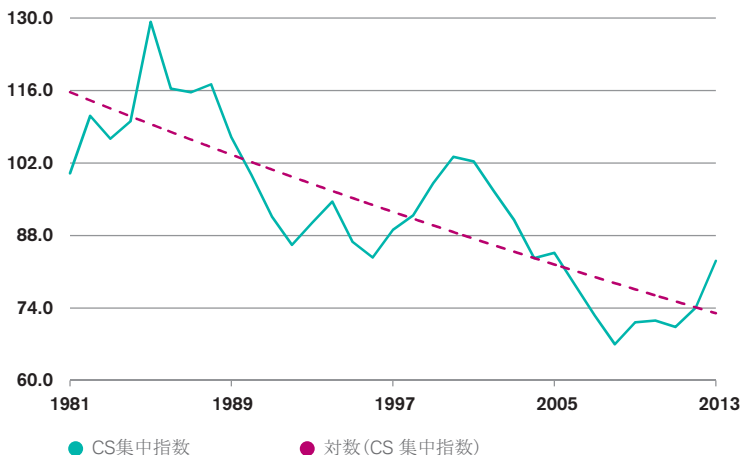
### 貿易における集中のトレンド



出所: 世界銀行、クレディ・スイス

図表 12

### CS集中指数



出所: Datastream, 世界銀行、クレディ・スイス

9 貿易は、輸出・輸入両方の合計として計算されています。  
 10 投資国と被投資国は、両方の国のカテゴリーが金融面で開放的な経済と見なされるため、等しく扱われます。これに応じて、海外直接投資の流れの純額が計算されます。

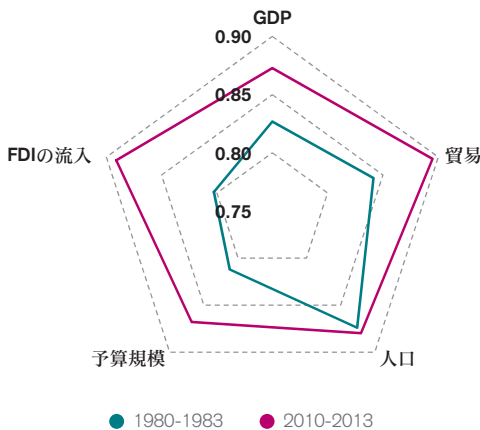
図表 13に示されるように、多極性のトレンドは時と共に強まっています。1980～1983年および2010～2013年の各期間の平均値は、年間値の平均として計算されています。

各変数に関する上位30カ国のCS集中指数の逆関数の導関数として計算されるCS多極化指数を作成するために、5つの変数にわたるトレンドを組み合わせています。CS多極化指数では、5つの変数のそれぞれが、異なる「極」の組合せを持ち、世界全体での多極化の度合いがより高まる可能性を認識しています。多極化指数の値が高いということは、経済活動が比較的世界中に拡散していることを示します。



図表 13

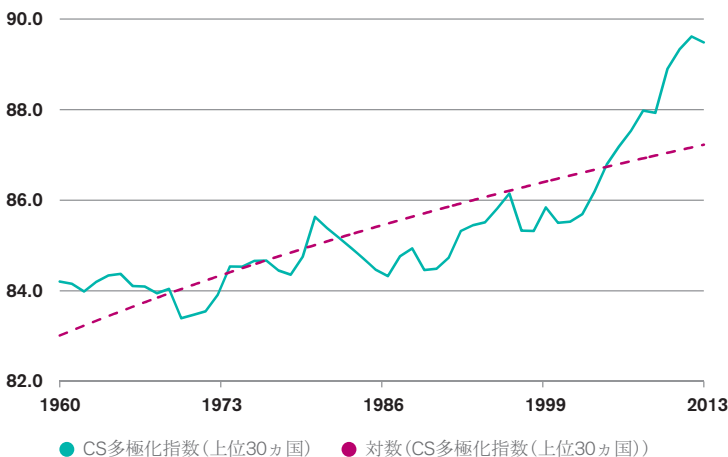
主要な変数全般に見られる多極性の証拠



出所: Datastream, 世界銀行, クレディ・スイス

図表 14

CS多極化指数 (上位30ヵ国)



出所: 世界銀行, クレディ・スイス

貿易—世界はより繁栄しているのか、それとも保護主義の度合いを強めているのか?

共産主義体制の崩壊や米国や欧州での規制緩和のトレンドなど、グローバル化の種が政治的なものだったとしても、グローバル化自体は、経済のトレンドと、特に貿易の流れによって支えられてきました。この面では、貿易はグローバル化の質を測る重要な手段であり、貿易の退潮や、世界経済における保護主義の高まりに関するいかなる兆しも、注視される必要があります。

このグローバル化指数における重要な経済的変数の中でも、貿易は、ここ数十年の間、おそらく債務のために、著しく増加してきました。

具体的には、貿易開放度（対GDP比%）は1990年の32%から、2013年には54%に上昇しています。これを図示するために、また、先に言及したジョージ・オーウェルの『1984年』にも関連して、本項では、主要国をユーラシア、東アジア、オセアニア<sup>11</sup>の3つの地域にグループ分けしています。分析から、ユーラシアと東アジアでは、EUの設立と新興アジア諸国の成長から、世界平均と比較して開放度が高いことが分かりました。

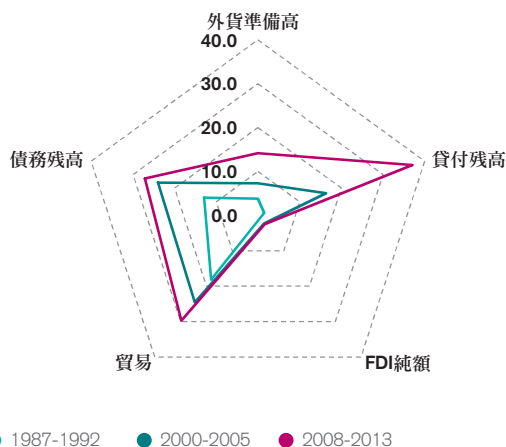
11 ユーラシアには 欧州 (デンマーク、スウェーデン、ノルウェー、アイルランド、スイスおよびベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペインなど主要ユーロ圏諸国)、中東およびロシア連邦が含まれます。  
東アジアには、アジア (中国、インド、シンガポール、香港、韓国、インドネシア)、日本およびアフリカ (南アフリカ、ナイジェリア、アルジェリア、モロッコ、アンゴラ、エクアドル、リビア、チュニジア、エチオピア)が含まれます。  
オセアニアには、米国、カナダ、ラテンアメリカ (アルゼンチン、ブラジル、メキシコ)が含まれます。



図表 15

### 世界経済的要因の拡大

対GDP比%

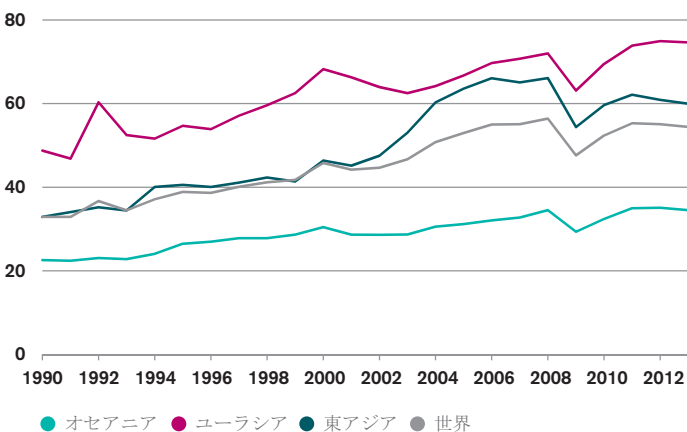


出所: Datastream, 世界銀行, BIS, クレディ・スイス

図表 16

### 貿易開放度

対GDP比%

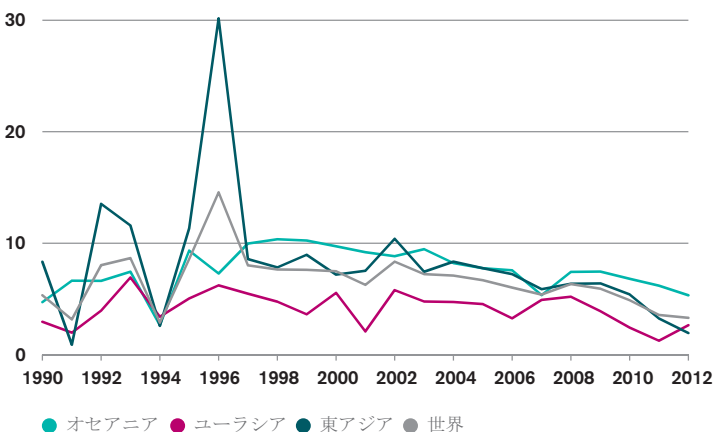


出所: Datastream, 世界銀行, クレディ・スイス

図表 17

### 世界貿易における関税障壁

MFN 関税率 (加重平均), %



出所: WTO, クレディ・スイス

私たちは、経済、社会、そして技術的な要因において世界全体のトレンドとははっきりと異なる、地域ごとの固有のトレンドの証拠を目にしています。例えば、アジアの発展途上国は、最近、輸出では欧州先進国を追い越して世界最大の輸出者となり、また、世界に占める輸入のシェアでも欧州とほぼ並んでいます。アジア発展途上国が世界の輸出に占める割合は、1950年にはわずか15%だったのに対して、2013年では欧州先進国の34.4%を超えて35.6%に達し、著しく上昇してきました。

貿易における地域性の重視は、貿易に対する関税および非関税障壁の両方によって、国家間でも、あるいは特定の商品カテゴリーにおいても、強調されています。関税は、モノやサービスの価格競争力を減じることでその流れを直接的に制限しますが、世界貿易機関(WTO)体制が1995年に開始するまでは、より広範に行なわれていました。

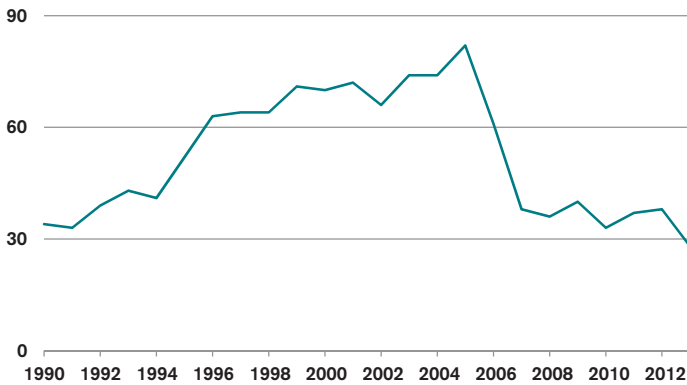
国境を越えた自由貿易が欧州連合によって推進されたために、ユーラシアにおける関税率は最も低くなっています。(図表 17)。21世紀に入って以来、WTOが積極的に関税徴収に反対したため、非関税障壁が好まれるようになりました。貿易に対する非関税障壁には、価格のダイナミクスを歪ませないという「魅力」がありますが、質的に貿易量を制限します。

非関税障壁を課している国の数は1990～2013年(2005年がピーク)の間に減少したものの、実際には、貿易において課されている非関税障壁の数は、最も多い米国などで著しく増加しており(図表 18および19)、結局のところ国際貿易をあまり自由ではないものにしてしています。

図表 18

### 非関税障壁を導入している国の数

非関税障壁を課している国の数

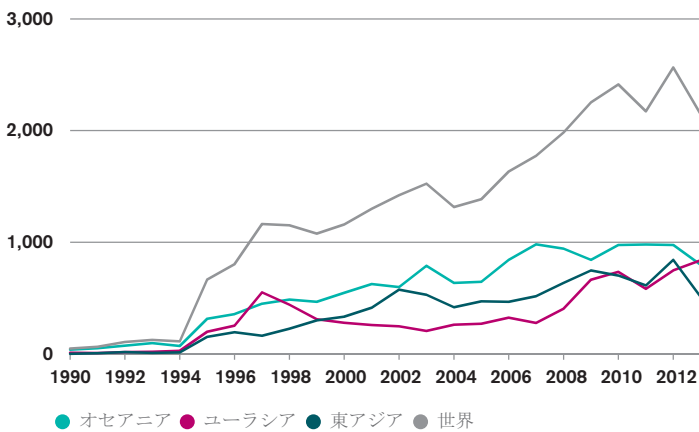


出所: WTO、クレディ・スイス

図表 19

### しかし、非関税障壁の総数自体は増加している

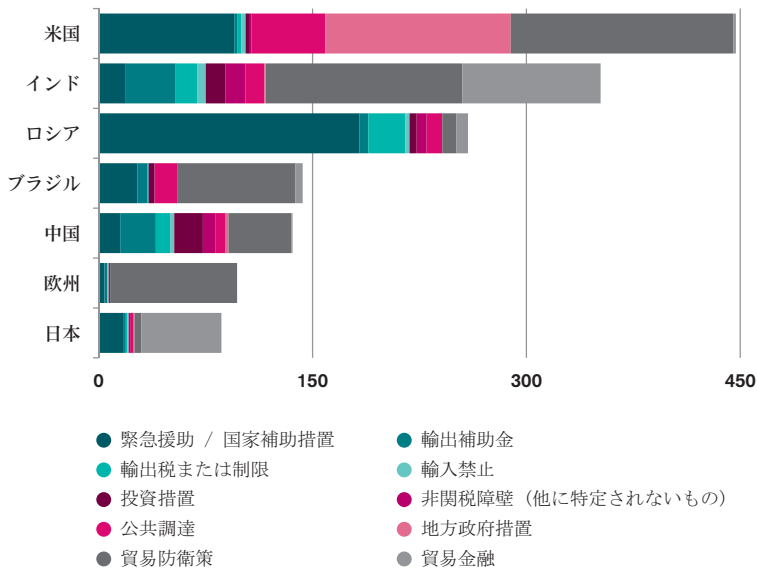
地域ごとの非関税障壁の数



出所: WTO、クレディ・スイス

図表 20

### 米国は最も多くの保護主義的措置を有している



出所: Global Trade Alert、クレディ・スイス



私たちは、国家が今や、その貿易財（モノ、サービス、資金）をもって、全世界にアプローチすることよりも、特定の貿易市場の確保をより重視していると考えています。2000年以降で現在最多となっている特惠貿易協定(PTA)や地域貿易協定(RTA)の数の増大は、この推測を支持するものです(図表 21および 22)。貿易協定は、参加国のみを対象に取引の自由化を行う一方、その他の世界に対しては制限を加えるというものです。

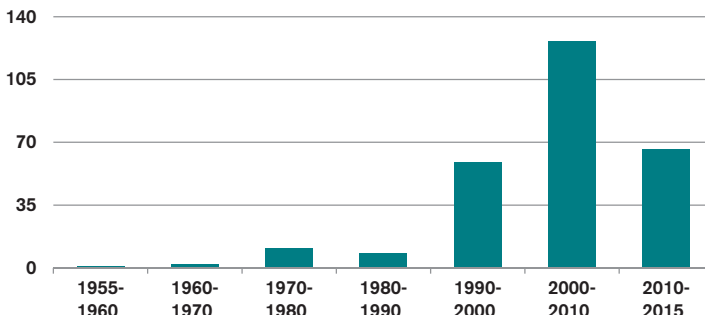
この意味で、先進国は、急成長中の市場を提供する発展途上国や新興国と連携する方がより有利だと見るようになってきましたが、私たちが推測するに、他に重要な世界貿易交渉が存在しないという理由も部分的にはあるでしょう。



図表 21

### 地域貿易協定 (RTA)の台頭

地域貿易協定 (RTA)の数、発効日別

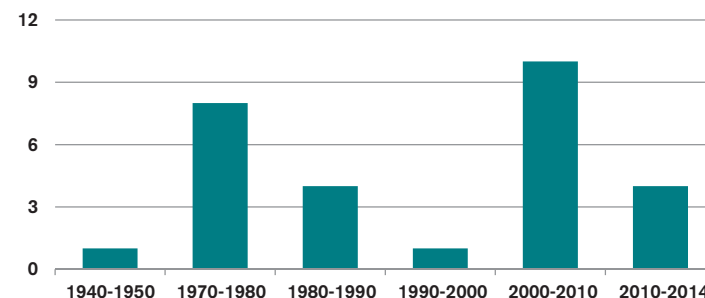


出所: WTO、クレディ・スイス

図表 22

### 特惠貿易協定が好まれている

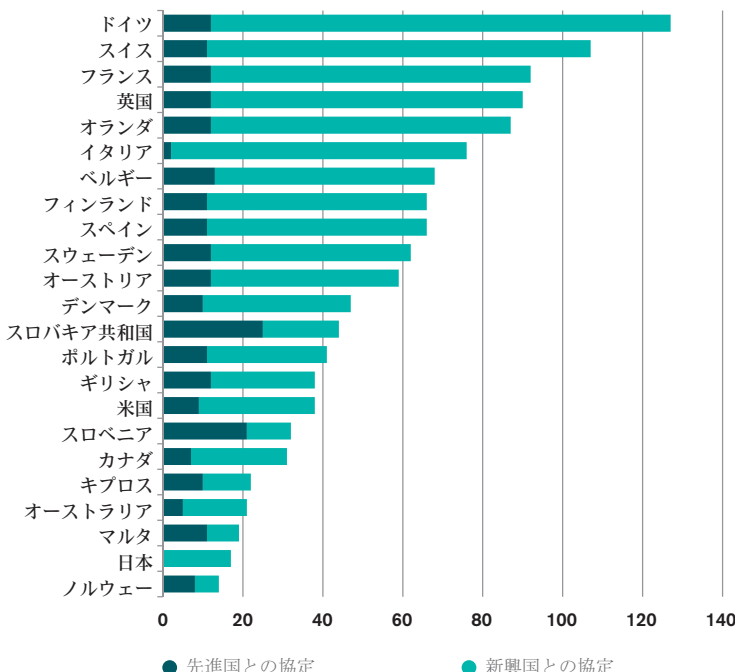
特惠貿易協定 (PTA)の数、発効日別



出所: WTO、クレディ・スイス

図表 23

### 先進国により締結された二国間投資協定数



出所: UNCTAD、クレディ・スイス

投資におけるトレンドも、例外ではありません。二国間投資協定の数は増加しつつあり、その多くは先進国と新興国間で締結されています(図表 23)。

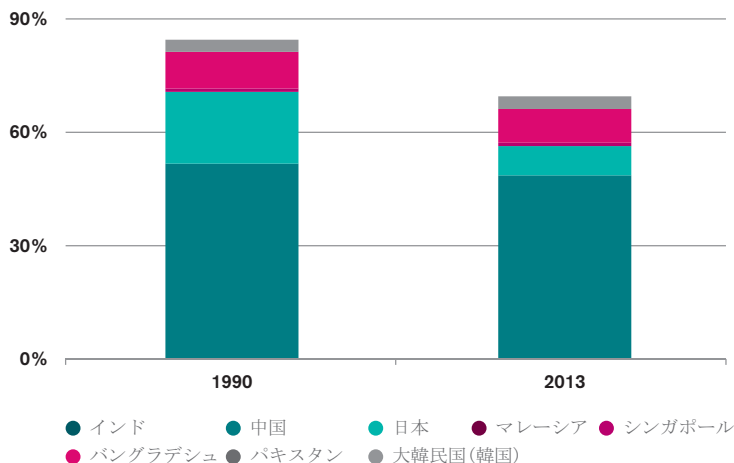
貿易は、ますます政治的な色を濃くしてきたように見え、貿易に対する見えない障壁となっています。地政学的・戦略的な貿易での連携は、長期的な協力と見なされており、高度に選択的な特徴を持ち、経済統合を制限するものです。例えば、東南アジア諸国連合(ASEAN)は、社会政治的な同盟で、その中では貿易関係が極めて重要になっており、これがASEAN自由貿易地域の創設につながり、南南貿易の増加をもたらしました。ウクライナ危機後にロシアに課された、貿易その他の経済制裁(外国投資を含む)は、主要な障壁である貿易の政治問題化のより現代的な一例です。



図表 24

### アジアから米国への移民の数は減少してきた

米国への移民の総数に占める割合



出所: 国連、クレディ・スイス

注: 年央の移民数を米国全体で合計し、アジア諸国(バングラデシュ、中国、インド、日本、大韓民国(韓国)、マレーシア、パキスタン、シンガポール)を選択し、米国全体における割合を算出した。従って、米国におけるアジアからの移民の割合の低下は、他のアジア諸国へのアジアからの移民数の増加を示している可能性がある。

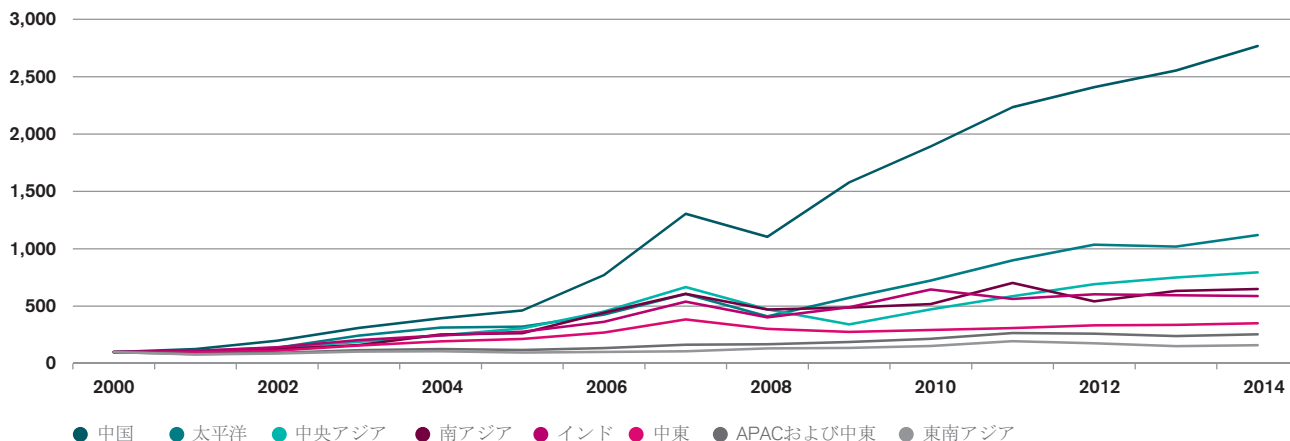
同様に、労働力を貿易財として見ると、世界では、労働人口、雇用機会、そして使用可能な資源の間でミスマッチが増加していることが分かります。従って、世界はより厳格な入国管理規制の制度へと移行しつつあり、これは、先に論じた、モノの貿易に課される関税や非関税障壁の増加と似ています。欧州と米国がますます移民を特定の高技能職に制限しようとしている一方で、発展途上国における雇用の創出の増加と都市化の進行がアジアおよびアフリカ諸国からの移民の「再引き込み」の要因となっていることが証明されています。図表 24は、アジアからの移民が米国から離れ、移住先としてアジア諸国をより選好するようになってきたことを示しています。

都市化と十分な給与を伴う雇用は、より大きな富の蓄積をもたらしており、これは、中国におけるビリオネア数の過去10年間での急激な増加によって、アジアでより明白になっています(図表 25)。中国における富の急激な増加が私たちの多極性の仮説を支持していても、今日私たちが理解しているように、そのような不均等な富の分配は持続可能ではなく、グローバル化の終焉を指し示す潜在的な脅威であるという注意点についてもここに加えておきます。

図表 25

### 地域別ビリオネア(百万長者)数の推移(2000~2014年)

基準年の2000年=100



出所: CS ウェルズ・レポート



PHOTO: ISTOCKPHOTO.COM/SERGEI BUTORIN

## ドル覇権と多極性通貨制度の台頭

グローバル化が伴う目立った特徴の1つに、国際通貨および準備通貨として、議論の余地のないドルによる支配があります。準備通貨は、典型的に、世界のGDPおよび貿易の中で大きな割合を占め、同時に、厚みがあり、流動性の高い金融市場を提供していることから、世界の市場取引の中で大きな割合を占める国によって発行されます。最新のIMFの外貨準備に関する報告書では、通貨構成の配分が明らかな外貨準備のうち、62%以上が米ドルであることが示されており、この割合は1999年のユーロ発足時から概ね一定となっています。第2の準備通貨であるユーロの占める割合は20%をわずかに上回るだけで、その他の主要通貨には小さな割合しか残されていません。

図表 26

### 世界の外国為替市場の出来高に占める各通貨の割合

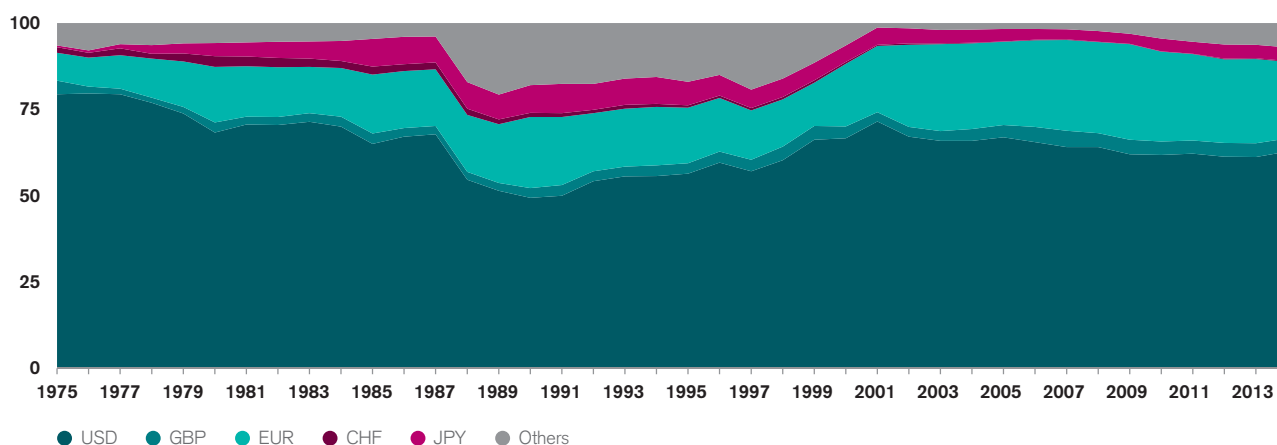
	1998	2001	2004	2007	2010	2013
USD	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9	87.0
EUR	NA	37.9	37.4	37.0	39.1	33.4
JPY	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0	23.0
GBP	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9	11.8
AUD	3.0	4.3	6.0	6.6	7.6	8.6
CHF	7.1	6.0	6.0	6.8	6.3	5.2
CAD	3.5	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6
MXN <sup>3</sup>	0.5	0.8	1.1	1.3	1.3	2.5
CNY <sup>3</sup>	0.0	0.0	0.1	0.5	0.9	2.2
NZD <sup>3</sup>	0.2	0.6	1.1	1.9	1.6	2.0
SEK	0.3	2.5	2.2	2.7	2.2	1.8
Others	65.8	17.0	16.5	21.2	19.1	17.8
Total	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

出所: BIS Triennial Survey、クレディ・スイス

注: <sup>1</sup> ローカルおよびクロスボーダーのディーラー間取引の重複について調整済み(即ち、「実質」ベース)。<sup>2</sup> 取引対象の2通貨を別々に計上するため、全通貨の割合(%)の合計は100%ではなく、200%となる。

図表 27

### 通貨構成の配分が明らかな外貨準備における各通貨の割合(%)



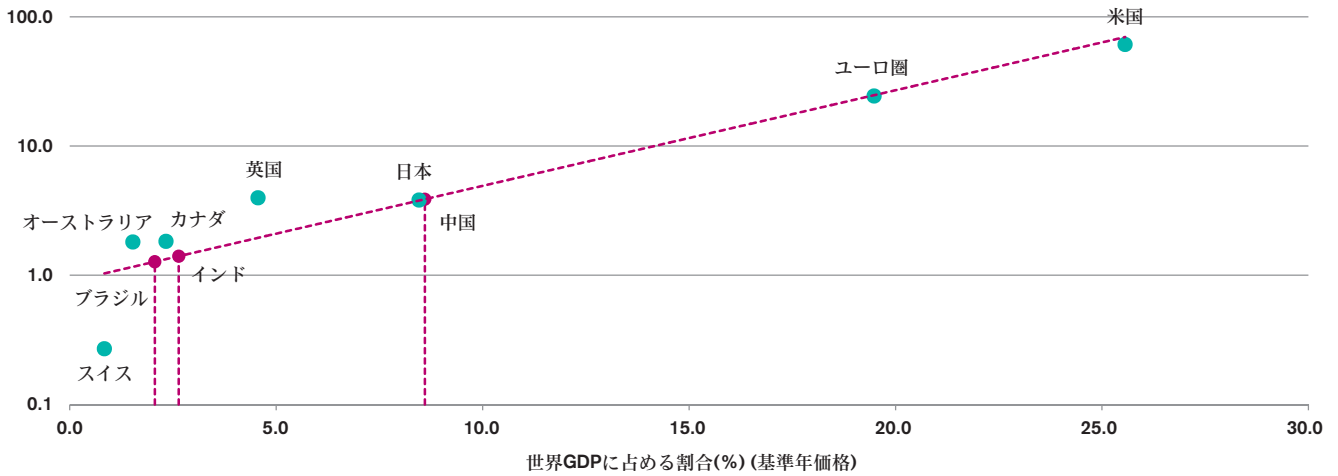
出所: IMF、クレディ・スイス

注: 「EUR」 = 1999年前の期間では「DEM + FRF + NLG」、以降は EUR

図表 28

### 通貨構成の配分が明らかな外貨準備の割合対世界GDPに占める割合

通貨構成の配分が明らかな世界の外貨準備に占める割合(%) (対数目盛)



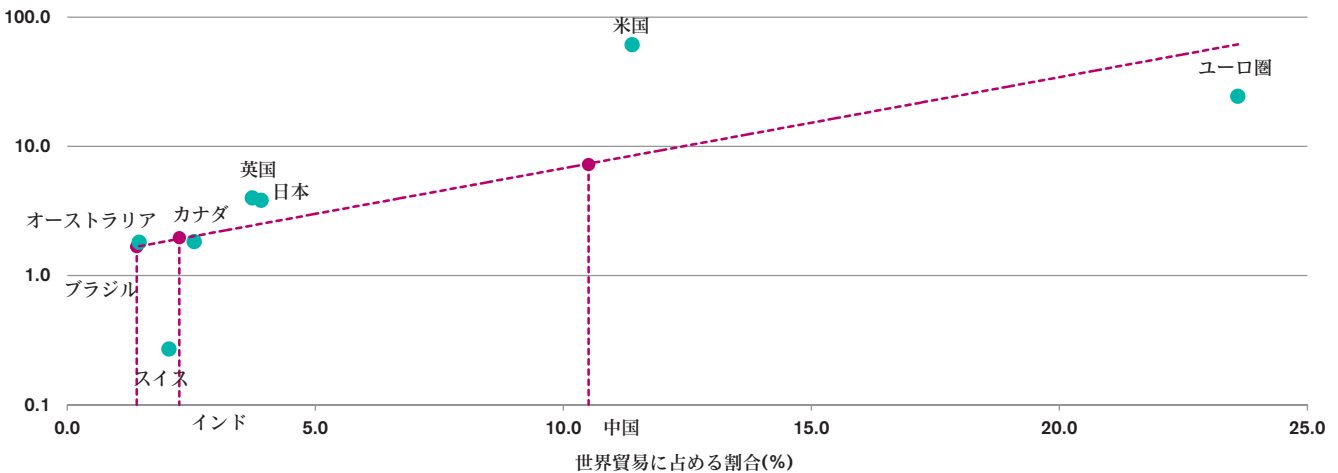
出所: IMF、クレディ・スイス

注: 2013年データを基準とする。中国、インド、ブラジルが世界の外貨準備に占める割合(%)はトレンドラインが示す通り、それぞれ3.9%、1.4%、1.3%。

図表 29

### 通貨構成の配分が明らかな外貨準備の割合対世界貿易に占める割合

通貨構成の配分が明らかな世界の外貨準備に占める割合(%) (対数目盛)



出所: IMF、世界銀行、クレディ・スイス

注: 中国、インド、ブラジルが世界の外貨準備に占める割合(%)はトレンドラインが示す通り、それぞれ7.3%、1.9%、1.7%。

更に、BISの計算によると、2013年には世界の外貨取引の相手通貨の90%近くを米ドルが占めており、ここ10年間この割合は比較的安定していたとのこと。その他の通貨の取引量ははるかに少なく、ユーロ、日本円、英ポンドの占める割合はそれぞれ33%、23%、12%でした(図表 26)。<sup>12</sup>しかし、この独占状態は、世界的な貿易、投資、そして金融における近年の変化を必ずしも反映しているわけではありません。

中国の急速な経済・金融の発展から、多くの人が、人民元(RMB)が突出した国際通貨として台頭するのも時間の問題だと考えています。この結果、世

界は新しく、多極化した通貨制度に直面する可能性もあります。

私たちがその世界経済における役割について、世界GDPに占める割合で測るか、それとも世界貿易に占める割合で測るかによって、外貨準備の配分に占める人民元の割合は既に4~7%の間に相当している可能性があります(図表28および29)。潜在的に、人民元が日本円より先に、ドルとユーロの後に続く、3番目に大きい準備通貨となる可能性もあります。世界GDPと貿易に占める中国の割合が更に成長するとすれば、通貨構成の配分が明らかな外貨準備に占める人民元の割合は、下限といえる水準でしょう。

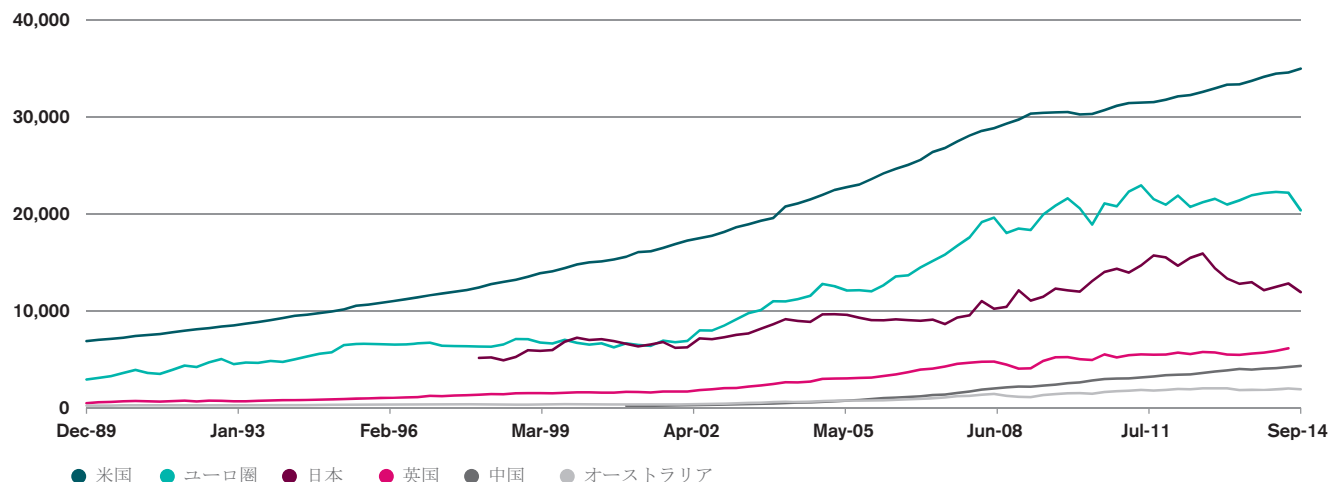
<sup>12</sup> 取引対象の2通貨を別々に計上するため、全通貨の割合(%)の合計は200%となる。



図表 30

### 債券発行残高の総額 (全発行残高)

10億ドル

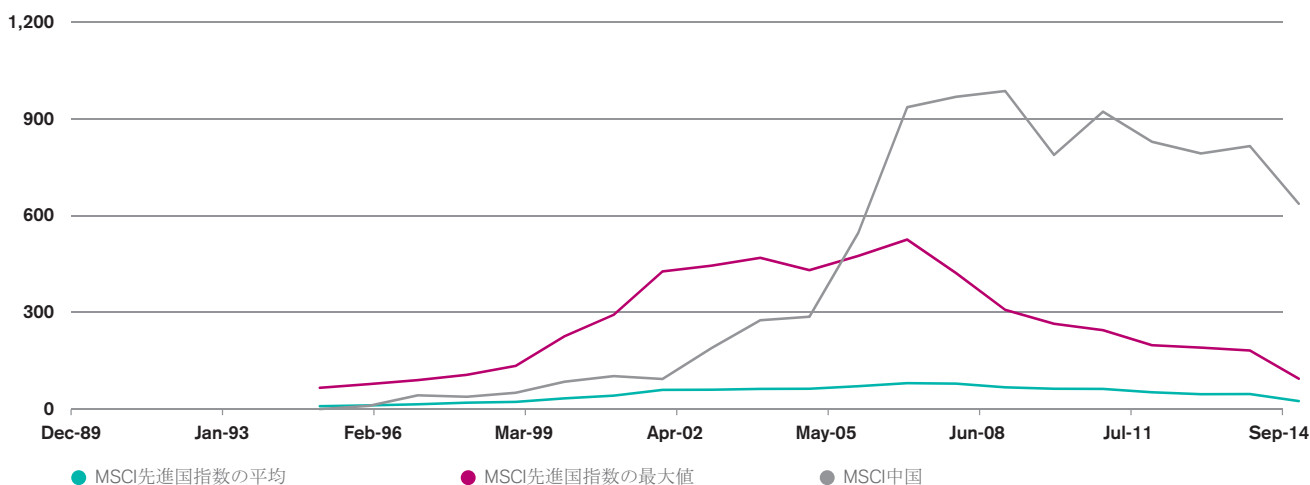


出所: BIS、クレディ・スイス

図表 31

### 中国の証券取引所の売買高は大きい

各MSCI 指数における株式の年間売買高 (単位: 10億)



出所: Bloomberg、クレディ・スイス

世界GDPおよび貿易に占める中国の割合は近年持続的に増加してきましたが、国際準備通貨としての人民元の使用が、それと同時に増加してきたという証拠はまだ目にしていません。人民元の国際的な役割の欠如は、1)資本勘定の開放度がまだ限定的であること、2)金融市場の規模が比較的小さく、市場の厚みが薄いこと、3)著者の見方では、人民元の国際化を促進しようというやる気の欠如を思わせる管理フロート制、という3つの要因が主な原因になっていると私たちは考えています。

従って、中国当局が、為替体制を改革し、国境を越えた資本の流れを自由化し、国内金融市場を発展させようと、過去2、3年の間非常に努力してきたことは、驚くべきことではありません。より最近では、中国当局は人民元のスポットレートの下落を一回限りとして許容し、こ

れによって、中国人民銀行が設定した固定レートとスポットレートとの間の差が縮小されました。また、中国当局は、市場価格による為替相場の変動をより許容していくための、固定相場制の改革についても決定しました。これらの段階の全てが、国際通貨としての人民元の使用を拡大し、最終的には人民元を特別引出権(SDR)の通貨バスケットの1つに昇格させることを目的としています。SDRは国際準備資産の1つであることから、通貨バスケットに人民元が採用されるなら、人民元の国際準備通貨としての使用は確実となり、通貨制度の中でより重要な役割を果たすことになるでしょう。私たちは、これらの努力が最終的には実を結び、いずれ人民元は主要な国際通貨としての地位を獲得すると確信しています。次回のIMFによるSDRの見直しの際にこれらの努力が成功に結び付くか否かは、現時点では不明です。

これまでの私たちの議論は、2番目に大きい準備通貨圏であるユーロに触れてきませんでした。共通通貨であるユーロは、世界経済および金融市場におけるその規模を考えれば、主要な国際通貨として残されるといえます。しかし、私たちは、準備通貨としてのユーロの国際的な役割の更なる拡大は、2つの主要なハードルに直面していると考えています。第1に、最近の欧州危機は、国際通貨の選択肢としてのユーロの妥当性に対する懸念を増大させました。第2に、欧州金融市場、そして特に国債市場はいまだ断片化されており、個々の国レベルでは比較的小さいままです。要するに、米国債市場に対抗し得るような市場規模のユーロ圏国債発行は行われていないのです。

ユーロ圏がこれらの不確定要素をなんとか克服した場合、おそらく、世界は、ドル、ユーロ、人民元の各通貨が主要な国際準備通貨として存在する、多極的な国際通貨制度に直面するでしょう。私たちは、時と共に、中国の改革が進み中国経済が世界GDPおよび貿易の中で高い割合を占めるようになる中で、人民元はユーロを追い抜き、ドルに続く世界で2番目に大きな準備通貨の選択肢となると予想して

います。とはいえ、人民元が最終的に主要な役割においてドルに挑戦しうるかどうかは、少なくとも今後2、3年の間は、まだ不確かです。欧州が上記の問題への取組みの中であまり成功していないことが証明された場合、私たちは、ドルに対する信頼性のある選択肢として、人民元がユーロを超え可能性があり、従って、3極化した世界の代わりに、まず私たちは、今後10年間で、2極化した米中準備通貨の世界の出現に直面するかもしれません。

株式市場—今も世界をリードしているのか？

金融市場のグローバル化は、特に世界金融危機の副作用など、力強く長期に渡る影響を世界経済に及ぼしてきました。それ以前は、ウォール街は誰もが認める株式市場の推進役でした。ただし、ユーロ圏危機の長い期間においては、欧州市場が国際市場の主要な推進力となっていました。直近では、中国の株式市場の台頭に伴い、最近中国の取引所での売買高が先進諸国を超えるなど、売買高が急速に増加しています。

図表 32

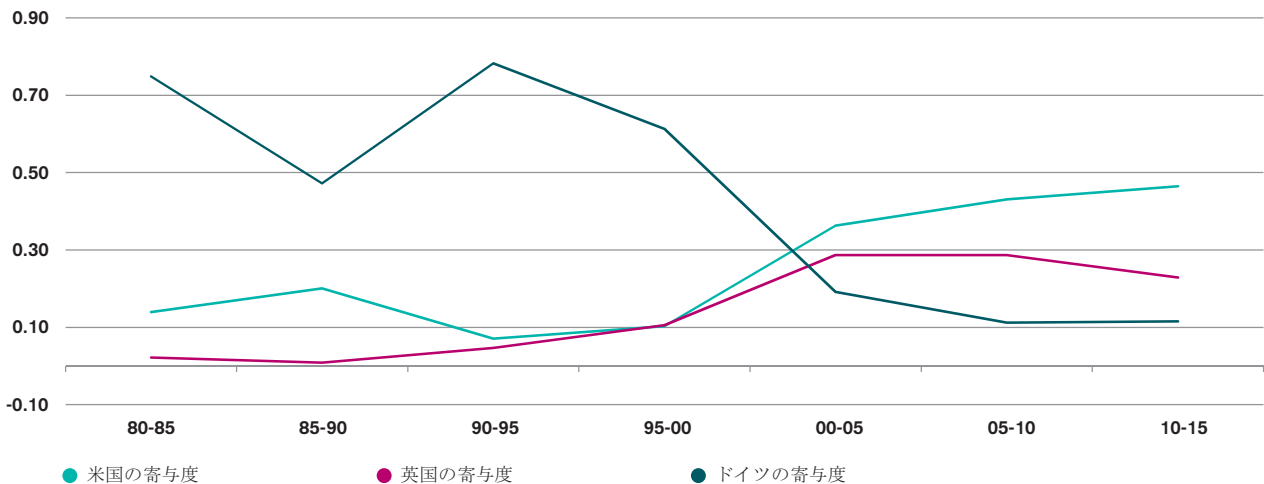
米国株式市場との過去1年間の相関性



出所: Datastream、クレディ・スイス

図表 33

ドイツ株式市場の分散のうち、英国および米国市場によって説明される割合



出所: Datastream、クレディ・スイス

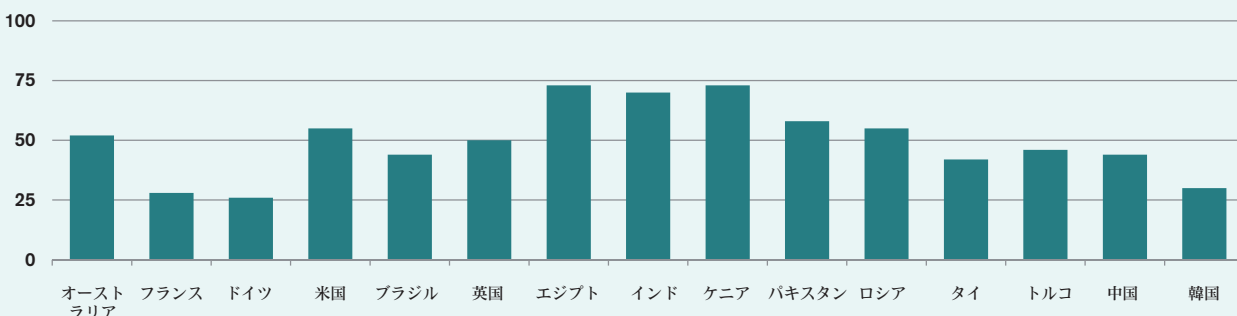
## ゲームチェンジャー 2: インターネットの安全性

ビッグデータの蓄積と絶えず強力を増しているインターネット接続によって、インターネットは日常生活の中でますます当たり前の存在となりつつあります。同時に、インターネットは、企業または政府にとって、ユーザーの全ての行動を追跡するという先例のない可能性を生み出しています。例えば、ウォール・ストリート・ジャーナルの調査によると、米国では平均して、上位50のウェブサイト上に64の追跡ツールが見つかっています。NASAなど政府機関に関する暴露は、監視社会が実現可能であることを示してきました。そして、そのような監視はますます行われつつあります。

図表 34

### インターネットに関する認識

「インターネットは、自分の意見を表明するのに安全な場所である」という世論調査に対して「とてもそう思う」および「そう思う」と回答したインターネットユーザーの割合(%)



BBC国際世論調査

### インターネットは、どのように世界の結びつきを強くしうるか

設計上、個々の国がインターネットを完全に管理することは、インターネットの使用を厳格に制限しない限り、難しいことです。基本的権利としてインターネットへの自由なアクセスとネットワークの中立性を求める運動が、世界中でオープンなインターネット接続実現のための戦いとして継続されています。同時に、追跡技術に関する意識の高まりによって、インターネットユーザーにネット上でのプライバシー保護を開始させるという反動の原因となる可能性もあります。

### インターネットによって、どのように世界はより断片化されうるか

監視の危険性は、この分野で幅広い能力を持たない国にとっては脅威となっており、世界中で、そうした国がインターネット接続を管理し、あるいは、制限を行う誘因となっています。これによって、国内で閉じたネットワーク（例：中国の「グレートファイアウォール」）を構築する取組みが増加する可能性もあります。国内の監視が幅広く行なわれている国の市民グループや反対派のグループも、インターネット通信の使用を制限する傾向があり、グローバルな接続性が妨害される原因となるでしょう。

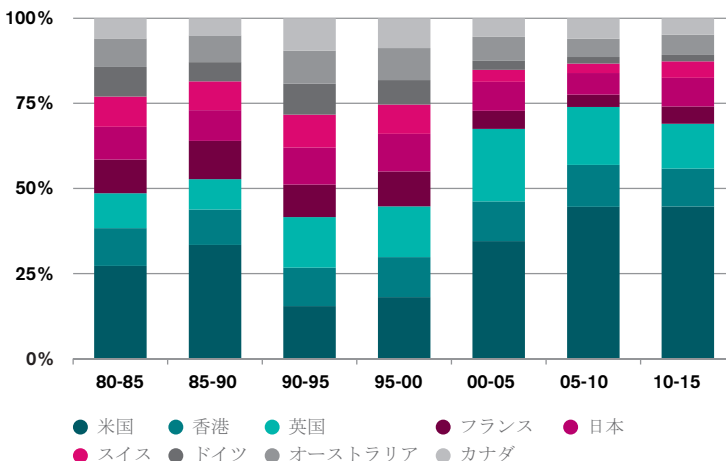
このトレンドを考慮に入れつつ、ここでは、米国市場が他の市場をリードし続けているか、あるいは、米国市場が他の市場に従っているのかの度合いについて検証していきます。私たちは、主要な先進国および新興国市場の各グループについて検討しました。特に、米国市場が他の市場をリードしているという効果の証拠を見つけるために、2段階の統計分析を行っています。第1段階では、特定の国際株式市場と米国株式市場との過去1年間の日毎のリターンの相関性を調べました。第2段階では、ベクトル自己回帰(VAR)モデルを採用し、支配的な市場と、それが時と共にどのように変化したかを、より深く調べました。

第1に、1995年1月～2015年3月の期間について、米国、英国、ドイツ、フランス、日本、香港の中での2つの株式市場のペアにおける日毎のリターン（各地域の市場のリターン）の過去1年間の相関性を調べました。ここでは、タイムラグ分析を活用して、市場間の時差を組み入れています。図表 32は、英国、ドイツ、フ

図表 35

### 8つの主要株式市場の変動の総計への寄与度

全体に占める割合(%)

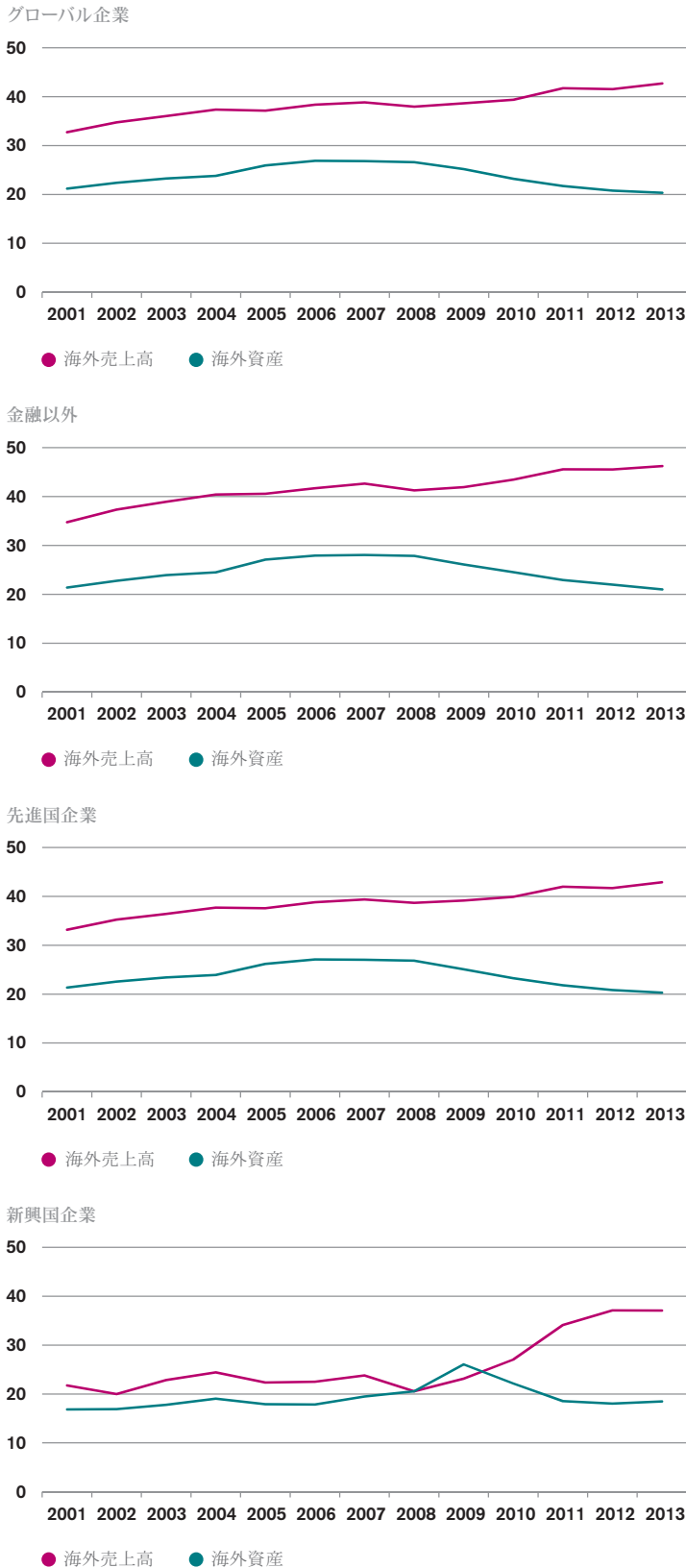


出所: Datastream, クレディ・スイス

図表 36

海外資産および売上に占める割合(2003年～)

全体に占める割合(%)



出所: Datastream、クレディ・スイス

ランス(タイムラグ無しの平均)、日本(1日遅れまたはタイムラグ無し)、米国における株式市場の日毎のリターンの過去1年間の相関性を示しています。

この結果から、米国株式市場が欧州および英国の株式市場と高い相関性を持ち、相関性が1995年から徐々に増加してきたことが示されています。ここから、米国市場のタイムラグ効果が欧州市場の推進要因にすらなっている一方、逆の関係はないことが分かり、これは、米国市場が他の市場をリードしていることを提示しています。私たちは、同様の分析をアジア市場および米国について行いました。日本と香港の株式市場は米国株式市場よりも早く開場・閉場することから、ここでは、タイムラグ無しの相関分析を採用しています。分析の結果、相関性はあまり有意ではないことが分かりました。更に、米国株式市場が日本と香港の株式市場に対して遅れをとっているとして分析を行った結果、相関関係は有意になりました。これは、米国が世界の株式市場をリードしているという私たちの推定を再確認するものです。

市場のボラティリティから生じるノイズ<sup>13</sup>の影響を克服するために、1981年から2015年の期間で、ベクトル自己回帰(VAR)モデルで分析を行いました。

また、米国が他国の市場に及ぼす影響に関するいくつかの学術研究も応用して、その影響が時と共に変化してきたかを調べました。図表 35から、米国1国が、1980年～1990年における調査対象国の変動の総計の約25%～30%を占めていることが分かります。この寄与度は、1990年から2000年にかけて減少しました。それでも、ドットコムバブル後、米国は他国への支配力を取り戻し、寄与度は最近では更に上昇しています。

国毎に見た場合、米国市場1国で、米国市場における変動の約98%を説明することができます。変動のうち、対象国によって説明されるものはわずか2%でした。

各国の金融市場は互いに非常に結びついており、その意味では既にグローバル化されているといえます。そして、米国が日常的に世界の株式市場<sup>14</sup>に影響を及ぼし続けていることが分かりました。英国市場のドイツやフランスなど地域の株式市場に対する影響は最近上昇しているように見えますが、これは、英国市場の構成がよりグローバル化してきたことが理由となっている可能性があります。

多国籍企業の終焉? グローバル化と企業

大企業や、その投資の流れ、そしてブランドは、グローバル化の1つの重要な推進要因となってきました。特に、第1次グローバル化の波の前半部分は、消費者部門および技術部門における米国の多国籍企業によりけん引されたも

13 Cheol Eun & Sangsdal Shim in 1989, 'International Transmission of Stock Market Movements,' *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 24, 2.

14 世界の主要株式市場(米国、カナダ、英国、フランス、ドイツ、スイス、オーストラリア、香港、日本)に代表される。

ので、米国銀行と欧州間のスプレッドの存在は現在よく知られている通りです。最近は、特に中国の大企業など、新興国企業の台頭が見られます。

企業をグローバル化の流れの主要チャネルの1つとして、私たちはグローバル化の道筋について、主要な上場企業の海外売上高および資産の割合の過去10年間のトレンドを見ることによって調べてみました。

グローバル化の後退は、海外売上高および資産の割合の減少と一致するでしょうが、グローバル化の継続は、企業の海外展開を通して、海外売上高と投資の両面からグローバル化を具現化するでしょう。ここで取り上げる対象は、MSCI全世界株式指数の構成要素を組み入れています。指数中の各企業について、私たちは、それぞれ総資産および売上高に占める割合として、海外売上高および資産の割合を決定しました。売上高と資産の両方のデータが揃わなかった企業は除外しています。

2014年のグローバル企業の売上高の合計のうち、海外売上高は39%を占めており、2004年の31%という割合を優に上回っています(図表 36、「グローバル企業」)。世界金融危機は企業の拡大を減速させましたが、増加トレンドを終わらせはしませんでした。これは、データの総計方法(等しい売上高または時価総額のウェイトを使用)に関わらず観察されました。このパターンも、各部門および地域、金融および非金融企業(図表 36)に渡り、欧州の企業など一部の例外を除いては、一般的に一貫性がありました。

しかし、海外資産のトレンドは、異なっていました。海外資産の浸透度は海外売上高の浸透度に比べて低いことが多く、2014年では、海外資産が総資産に占める割合は、平均してわずか19%に過ぎませんでした。売上高とは対照的に、海外資産の増加トレンドは、世界金融危機の間に終了しています。海外資産は、2003年には総計の21%を占め、2008年には26%とピークに達しましたが、2012年には18%と底を打っています。一部の例外を除き、このパターンは大半の部門と地域において同様に見られます。

先進国と新興国企業の違いを考慮すると、海外投資も先進国企業ほどは減速しておらず、精力的に海外からの収益を拡大してきた新興国企業に比べて、先進国のグローバル企業の海外資産のエクスポージャーはより縮小しているように見えます(図表 36)。

### 部門別のトレンド

部門別では、テクノロジー部門の企業がグローバル化と強く関連しています。同部門では、他部門の企業と比べて海外売上高の割合は非常に高いのですが、一方、海外資産の割合は最も低くなっています。この「ニューエコノミー」系企業における海外売上高と資産の間のギャップによって、グローバル化の性質とテクノロジーの影響の変化がより強調されています。

金融危機の震源地となった金融部門は、海外の収益をなんとか比較的安定的に維持してきましたが、海外資産は2007年のピーク時から5%

ばかり縮小しています。産業財および消費財部門の企業も同様のトレンドを示していることから、金融部門は例外ではありません。このことから、企業の国内市場への後退は広範に起きていることで、おそらくリスク削減が反映されたものであると私たちは考えます。

### 地域の売上と資産

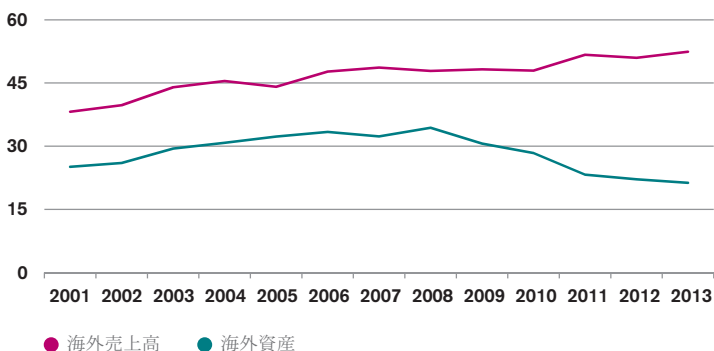
地域のトレンドは、グローバル化が終焉しつつあるという兆しを示してはいませんが、企業は海外投資に対して後ろ向きになっているように見えます。

図表 37

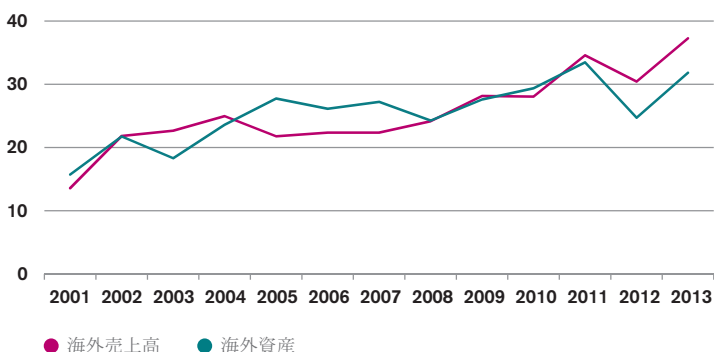
#### 部門別トレンド

全体に占める割合(%)

消費財



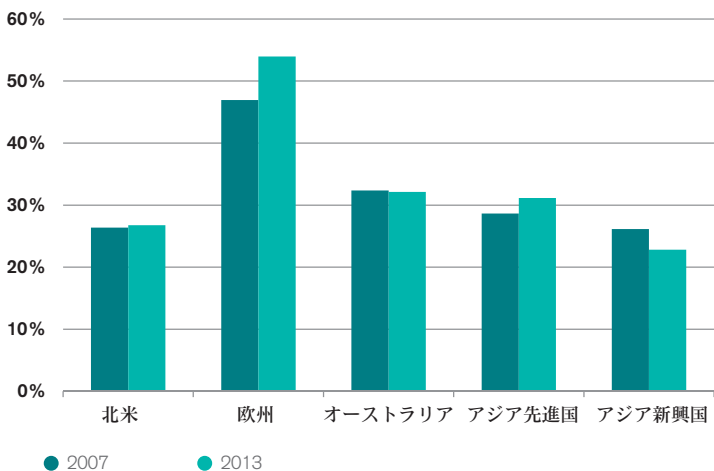
通信



出所: Datastream、クレディ・スイス

図表 38

#### 企業の所在地の地域外の売上高



出所: Datastream、クレディ・スイス

## ゲームチェンジャー 3: デジタルの世界

サービス、製品、そしておカネにおいてさえも、デジタル化はますます進んでいます。デジタルなサービスは、かつては非貿易財と見なされていた全産業に革命を起こしつつあり、また、地理的な距離を余計なものにしています。デジタルなコンテンツはますますお財布の中で大きな割合を占めるようになり、知的財産保護の重要性を強調しています。デジタルな送金は分散化したシステムを生み出し、政府による管理を中心的な場から外しつつあります。これら全てのトレンドが、従来の統計による経済活動の追跡をより複雑なものにしており、国税の徴収に困難な問題を起こしています。サービス、製品、そしておカネにおいてさえも、デジタル化はますます進んでいます。

### デジタルの世界は、どのように世界の結びつきを強くしうるか

デジタル化は、グローバル化の促進

要因としては今日最も強力なトレンドです。デジタルの世界は、かつてはなくてはならなかった多くの事、例えば輸送、生産の場、そして国境でさえも、余計なものにしてしまいました。デジタルの翻訳アルゴリズムは、言語の壁さえもますますなくしつつあり、VoIP（ボイス オーバー）IPにおけるリアルタイムでの翻訳は既に現実となっています（例：スカイプ）。また、デジタル化は、多くの活動における政府の影響を減少させ、国家間の協力が無くても、グローバル化を強化しています。

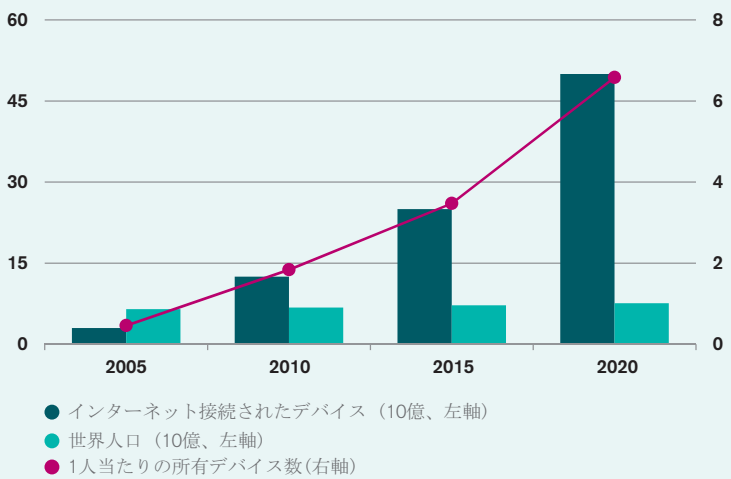
### デジタルの世界によって、どのように世界はより断片化されうるか

私たちにとって、真にグローバル化されたデジタルの世界は、まだ遠いものです。文化、言語、そして歴史的な壁が、インターネットを強力に区分しています。起こりにくいシナリオですが、デジタルなやりとりは、世界の他の部分と実際に連絡をとることの重要性を減少させる可能性もあります。

図表 39

### インターネット接続されたデバイスの数

人口およびデバイスの総数、10億(左軸)、1人当たりの所有デバイス数(右軸)



出所: CISCO、クレディ・スイス

新興国企業の海外売上高の割合は、2007年まで減少のトレンドを示していましたが、比較的低い水準にあったにも関わらずその後力強く拡大しました。対照的に、先進国企業の海外売上高の割合は、2003～2013年の間ずっと増加トレンドを示してきました。先進国企業の海外資産の割合は2007年から約5%減少しましたが、新興国企業の海外資産割合の推移は明確なトレンドを示していません。

各企業の所在地の地域外（国外ではなく）の売上高を見ると、金融危機後も、企業は国際

展開を止めてはいないことが分かります(図表 38)。

世界金融危機およびユーロ危機の副作用から、企業のクロスボーダー投資には削減されてきたように見えますが、全体的に、企業の投資と収益の伸びに関する私たちの分析の結果から、消費と営業のパターンの面で、グローバル化が健在であることが示されています。売上および投資の両面における新興国企業の台頭と共に、これらの分析結果は、企業が国際的にモノを売り続ける一方で国際投資には慎重姿勢をとる、一層の多極化に世界が向かっていることを示していると私たちは見ています。

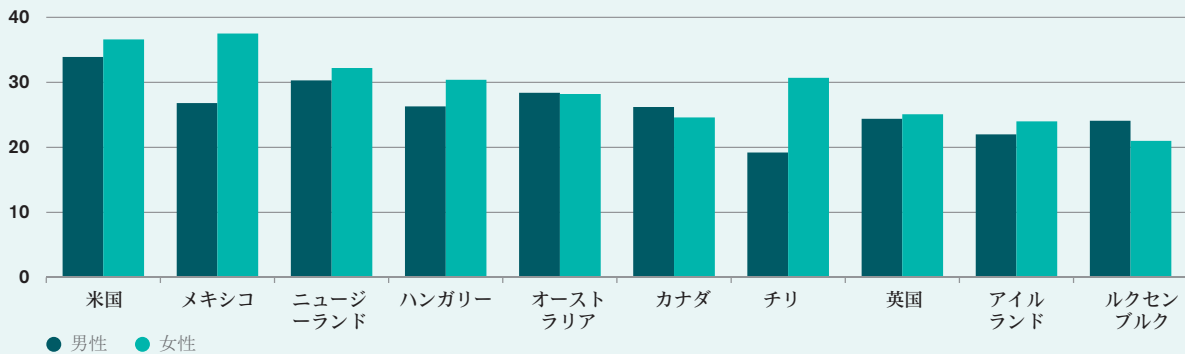
## ゲームチェンジャー 4: 食料と肥満

肥満が蔓延しますます増加しているという事実が、先進国だけでなく、医療制度が高度に発達しておらず医療が多く国民に行き渡っていない中国やインドなどの新興国においても、医療制度に対する圧力となりつつあります。世界保健機構(WHO)によると、肥満は1980年から2倍以上に増加しており、2014年には過体重の成人は19億人に、うち肥満の成人は6億人に達しています。最新のOECDの統計によると、過体重および肥満の合計数は、米国、メキシコやオーストラリアなど多くの国で人口の過半数を占めています。同時に、食料消費の面では国際的な不平等が存在しています。国際連合食糧農業機関(FAO)によると、2012～2014年の間、世界では8.05億人が慢性的な栄養不足に苦しんでいます。

図表 40

### 成人の肥満率

15歳以上の成人人口に占める割合(%)



出所: OECD (2014), OECD Health Statistics 2014, forthcoming, [www.oecd.org/health/healthdata](http://www.oecd.org/health/healthdata)

注: 2012年または直近の年

### 食料と肥満は、どのように世界の結びつきを強くしうるか

肥満、そしてそれと同時に食料不足は、今日重大な問題となっており、国際的な介入戦略が必要とされています。WHOの報告によると、2013年には5歳未満の子供のうち、4,200万人が肥満または過体重です。また、興味深いことに、特に多くの低・中所得国においては、その同じ国、または地域、そして同じ家庭の中でさえも、栄養不足と肥満は共存する場合があります（「栄養不良の二重の負荷」）と報告されています。食料生産の視点から、世界的なレベルで飢餓を無くしていくためには、農業の生産性を高めるための民間および公共部門でのより多くの投資と、また、最も脆弱な人々に対する社会的保護が必要とされています。従って、肥満と栄養不足の不均衡との戦いにおいては、より包括的な、より多くの国際協力が非常に重要になります。

### 食料と肥満によって、どのように世界はより断片化されうるか

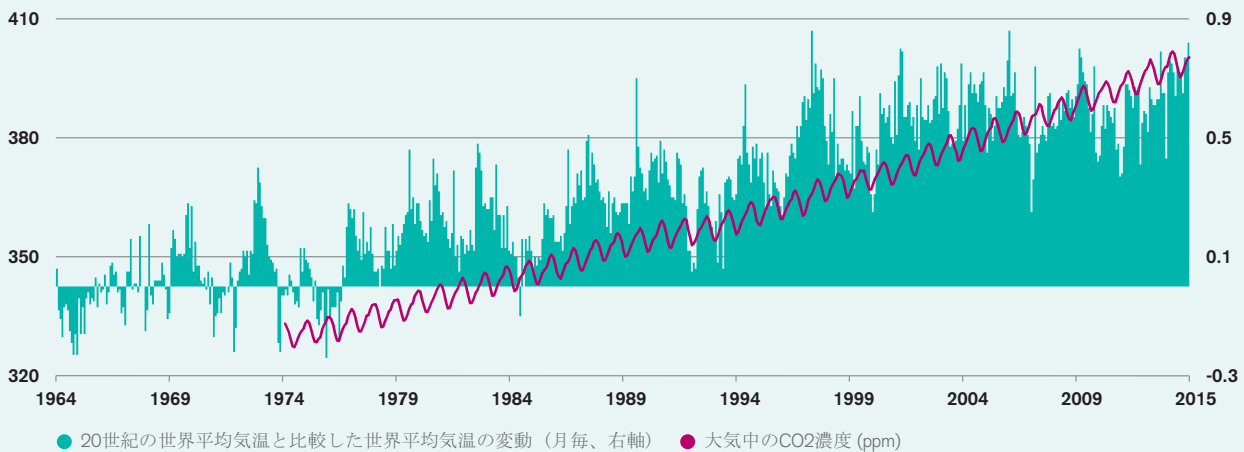
世界人口の増加を考えると、過体重と肥満が引き起こす問題のほかにも、更に大きな問題となるのは食料安全保障です。食料供給と個人の食料へのアクセスという形での食料安全保障は、特に最も不安定で脆弱な国においては、大きな政治問題になる可能性があります。多くの国で、食料輸入への過度な依存は懸念材料となっており、そうした国では食料市場のグローバル化を避けるようになることも考えられます。2010年にはロシアが小麦等の輸出を禁止し、中国が主要穀物の全てに自給率目標を設定していますが、これらは一例にすぎません。

## ゲームチェンジャー 5: 気候変動

過去12ヵ月間、石油価格は劇的な動きを見せてきましたが、エネルギーの供給と価格は国際政治の中で重要な役割を果たし続けるでしょう。温室効果ガス排出削減に関する交渉が次回は2015年12月にパリで開催される予定ですが、同時に、環境や異常な気候変動に関する懸念が高まっています。石油価格の低下は、再生可能資源をより多く使用する方向にエネルギーミックスを変更するチャンスとなる一方で、再生可能資源への転換のインセンティブを低下させています。

図表 41

### 世界の気温の変動とCO<sub>2</sub>濃度



出所: NOAA、クレディ・スイス

### 気候変動は、どのように世界の結びつきを強くしうるか

気候変動に関する問題はほぼ全て、世界的なレベルでしか取り組むことのできないもので、一層の国家間の協力を必要としています。問題の緊急度が高まれば高まるほど、より多くの国家が協力せざるを得なくなります。新興国における環境に関する懸念の高まりによって、新興国はその関心を先進国と協調させました。同時に、化石燃料は引き続き、世界的に主要なエネルギー源であり、エネルギーの消費国と、その多くが地政学的には紛争地域である産出国を結び付けるでしょう。

### 気候変動によって、どのように世界はより断片化されうるか

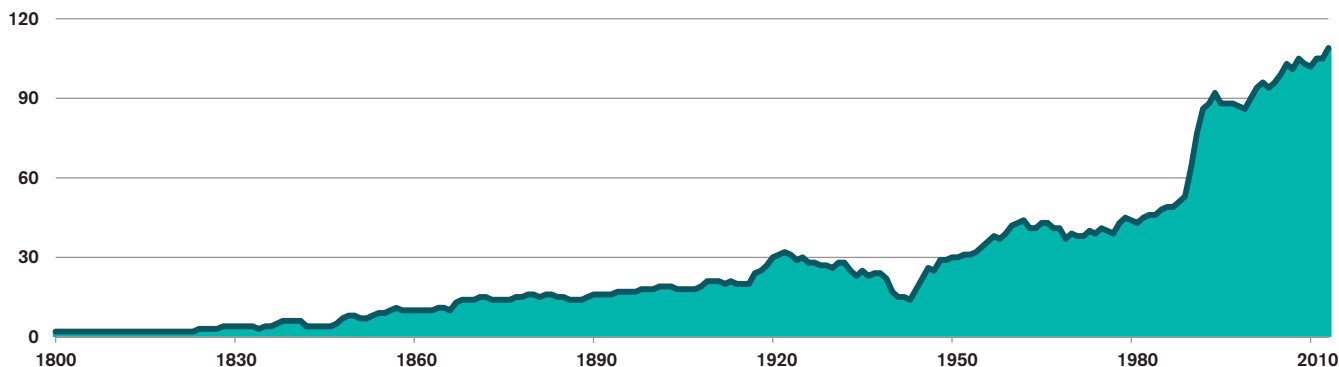
太陽光、風力、水力などの再生可能エネルギー源は、エネルギー生産を分散化させる可能性を持ち、多くの国にとってはエネルギー輸入の必要性の低減に繋がります。最も安く提供している生産国からエネルギーを輸入することがいまだ経済的には合理的である一方（例：欧州が太陽光による電力をアフリカから購入）、エネルギー自給率を高めたいという要求から、多くの国が国際的な相互依存性を低減させる可能性があります。



図表 42

## 民主主義の台頭

民主主義国の数

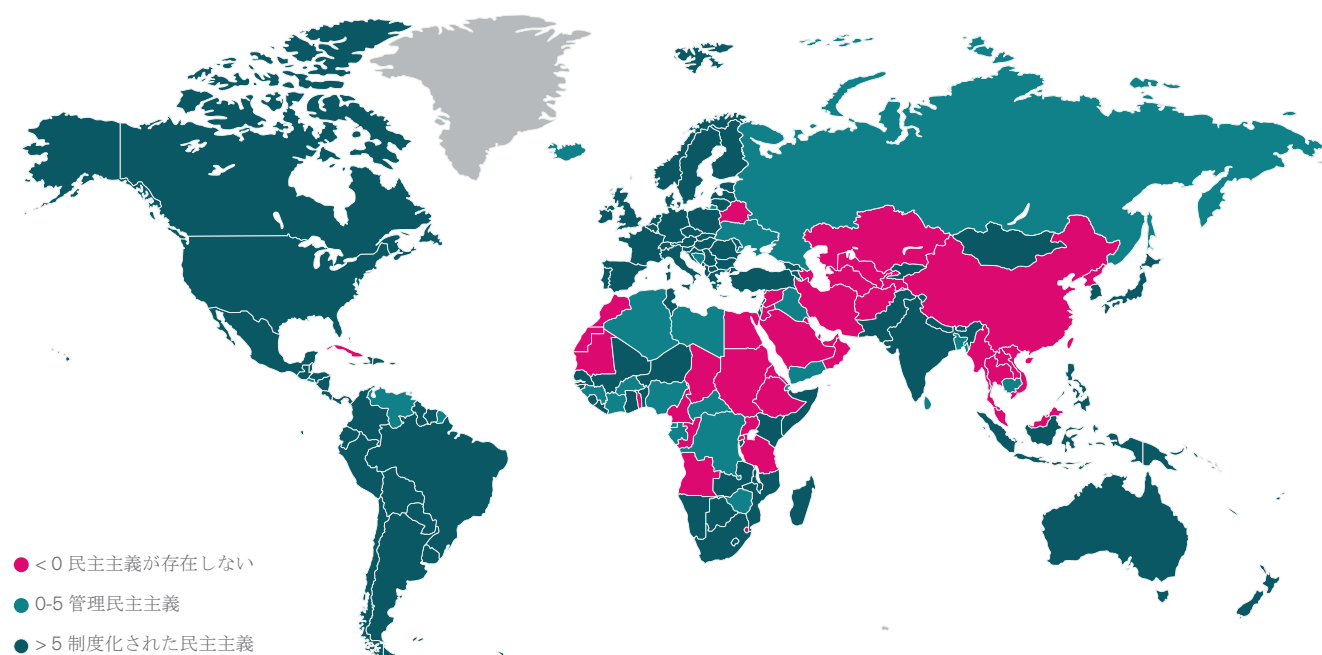


出所: Center for Systemic Peace, クレディ・スイス

注: CSPスコアが5以上の「制度化された民主主義」による民主主義政権の国をプロットしています。

図表 43

## 民主主義の質



出所: CSP, クレディ・スイス

## ガバナンスと新制度の台頭

グローバル化の重要な側面は、植民地主義の漸減的な消滅や共産主義体制の崩壊によって推進され、民主主義政権の出現と広がりへと道を開いた、政治的な変化のトレンドです。一部の国では統治の基本的形態として民主主義をまだ受け入れていない一方で、国民の自由が依然として抑制されているか、または、半民主主義的な統治者の手に権力が集中しているなど、法律制定と実施の間のギャップに苦しんでいる国もあります。

最近見られたように(即ち2011年の中東・北アフリカの「アラブの春」のように)、民主化

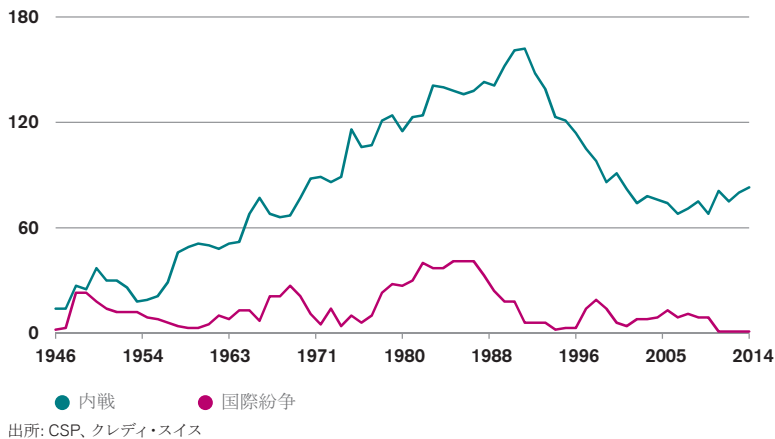
を求める闘いは続いており、CSPのデータからは、国内・地域内の紛争が、地政学的なストレス源としての国家間や地域間の紛争を肩代わりしている可能性が示されています(図表 44)。

政治の地域化は、国際通貨基金(IMF)、世界貿易機関(WTO。WTOの前身はGATT)、国連など、米国をベースとする様々な政府間国際機関への加盟率が頭打ちであることにも見るすることができます(図表 45)。こうした従来からの国際機関は、欧州およびアジアにおいて、新しい国際機関の台頭による挑戦を受けています(図表 46)。

図表 44

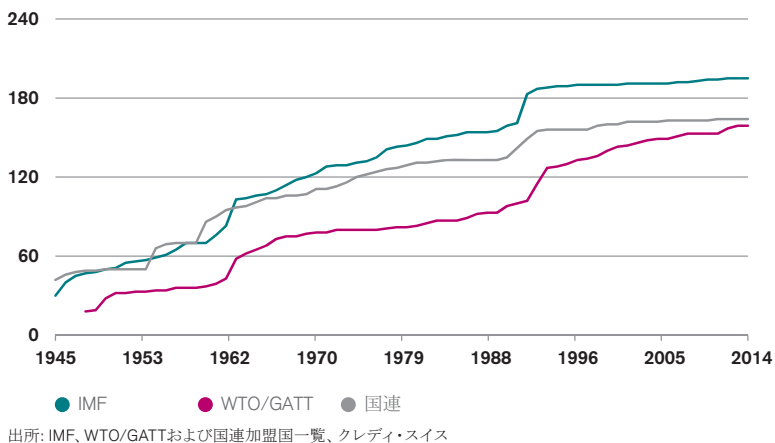
### 政治的対立はますます国内・地域化している

紛争の数



図表 45

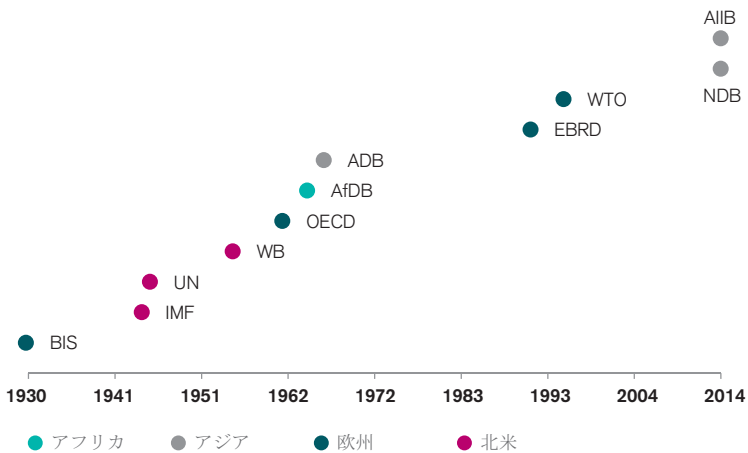
### 政府間国際機関の加盟国数



図表 46

### 欧州およびアジアにおける新国際機関の台頭

当初の創設日および本部の所在地



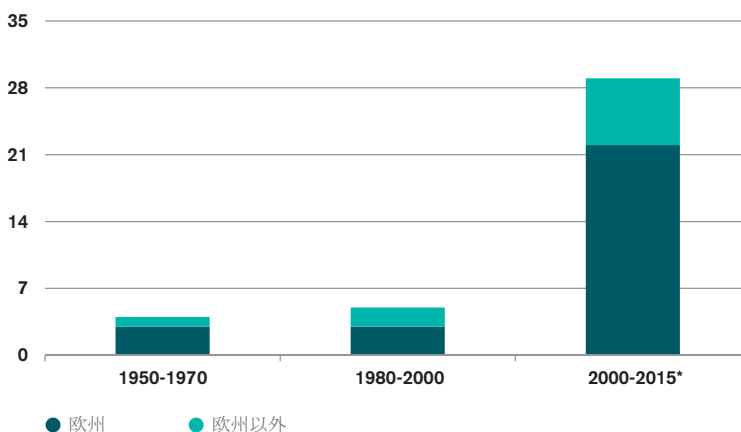
私たちはまた、設立されている新しい機関の種類の進化についても注意点として述べておきます。例えば、財政責任や負のスパルオーバーに対する封じ込めにますます敏感になりつつある世界の中では、IMFや世界銀行による管理を代替する機関としての独立的な財政審議会の出現は、注目すべきものです。欧州がこうした動きの中でより活発になっているだけではなく、欧州以外の他の国によるイニシアチブも成長しているように見えます(図表 47)。

同様に、財政上の慎重なバックアップとしてのソブリン・ウェルス・ファンド(SWFs)の地域での拡大は、興味深いトレンドです。図表 48は、中東・北アフリカがSWFsの数で最大の地域として他をリード(大半が資源ベース)しており、アジア太平洋(非商品SWFsも含む)、ラテンアメリカがそれに続いていることを示しています。

図表 47

### 財政審議会の重要性の高まり

財政審議会の数



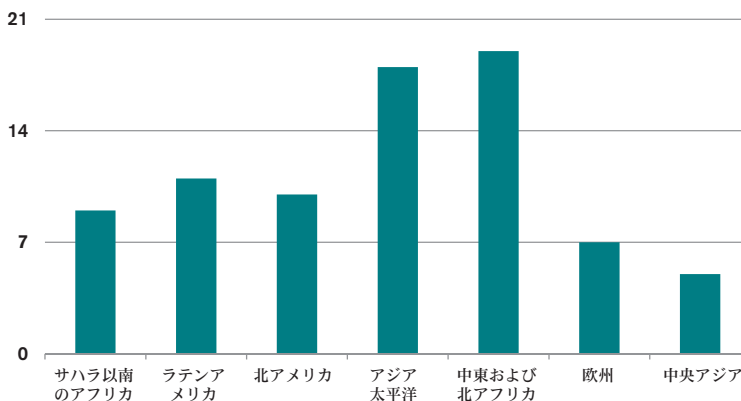
出所: IMF Fiscal Council Dataset, クレディ・スイス

\*創設中の財政審議会を含む

図表 48

### 地域別ソブリン・ウェルス・ファンド

2014年の地域毎のソブリン・ウェルス・ファンド



出所: Sovereign Wealth Fund Institute 公開データベース, クレディ・スイス

# 「断層」：グローバル化の終焉？

私たちの第3のシナリオは、より暗く、ネガティブなもので、1913年のグローバル化の崩壊とその後の第1次世界大戦の始まりを思わせるものです。大まかに言って、世界は現在、完全なグローバル化と多極性の間のゾーンにあり、グローバル化終焉のシナリオの可能性はおそらく低い、と私たちは感じています。しかし、世界経済が低成長と債務負担の重さという危険な組み合わせに直面し続け、地政学的な視点からは、新興アジア諸国が歴史的に経済・政治面で支配的だった国に挑戦しているという物語論（ナラティブ）が成長しつつあります。

この1つの例は、2015年のピュー・リサーチ・センターによる、米国、欧州、日本、中国という主要国の経済政策や状態に関する潜在的な認識や意識を特定する調査に示されています。

特に、世界意識調査(2015年)は、中国の台頭がますます不安視されるようになり、また、これと関連して、軍事面におけるアメリカのコミットメントのリバランスとアジア戦略が、マレーシアを除くほぼ全てのアジア諸国で肯定的に捉えられていることを強調しています。

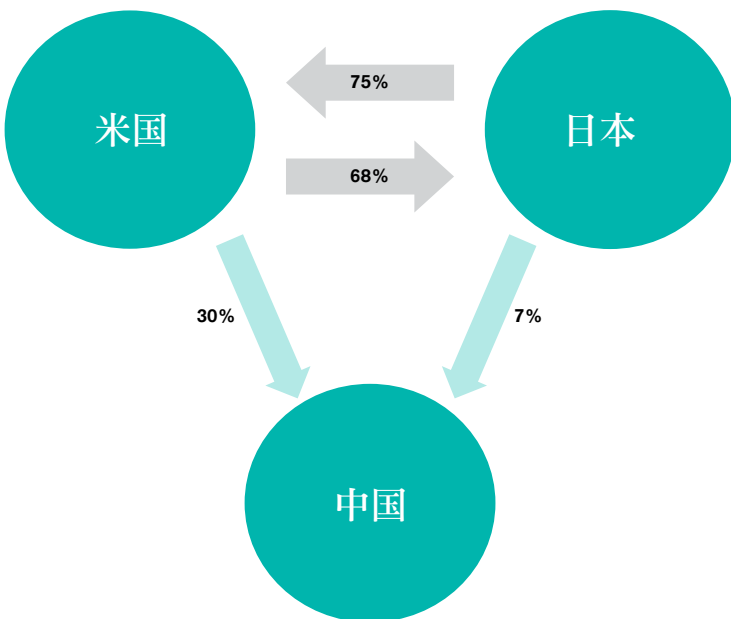
欧州の視点からも、中国を主要な経済大国と見なす欧州の人々の中央値は41%になり<sup>15</sup>、米国はそのすぐ後を追う形になる（中央値39%）など、認識は変化しています。

より楽観的な注意点としては、近年、世界は世界金融危機やテロ攻撃などによる圧力を受けてきましたが、これらの展開によって、国家間の協力が減少するのではなく、増大してきたことはほぼ間違いありません。それでもなお、グローバル化にはリスクがあり、本項ではそれらについてリスクの「スコアカード」で示しています。

図表 49

## 主要経済他国間の信頼関係のダイナミクス

調査の質問に対する「非常に信頼できる」および「かなり信頼できる」の回答の割合



出所: Pew Research Center, クレディ・スイス

15 英国、フランス、ドイツ、ポーランド、スペインのEUの5か国の中央値



PHOTO: ISTOCKPHOTO.COM/SALEXO

ここでは、私たちは、認識されているリスクだけでなく、その相対的な強度およびグローバル化の前進に悪影響を及ぼす力について分析します。もちろん、地政学的な緊張は地理的、宗教・言語的な人口分布から派生しており、私たちは、これらの「断層」を世界地図の形で示しています(各項をご覧ください)。

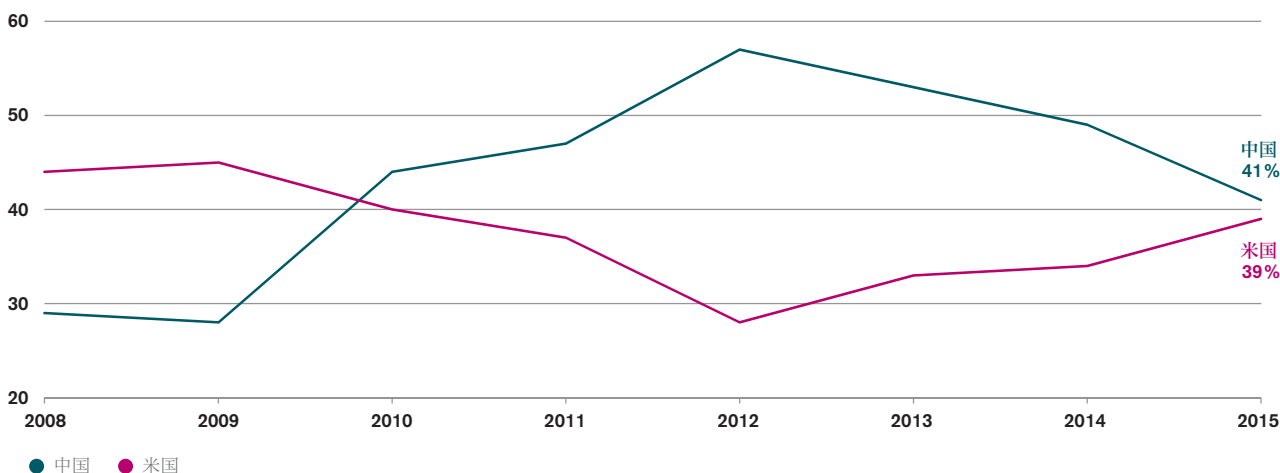
これとは別に、平均気温と温暖化ガス(GHG)排出等について調べる気候に関するダッシュボードを構築していますが、ここで、世界の気候の状況に対するグローバル化の効果とその逆の関係を理解しようとするこの試みは、注目に値するものです。最後に、私たち

は、保護主義的措置(相殺関税措置を含む関税・非関税障壁)や、主要国における反グローバリズムの運動や国家主義的政党(最近の英国での総選挙におけるスコットランド国民党(SNP)や英国独立党(UKIP)が思い浮かびます)などの、グローバル化を阻む明白な障壁を理解することを試みます。

図表 50

### 米国と中国は経済的に同等?

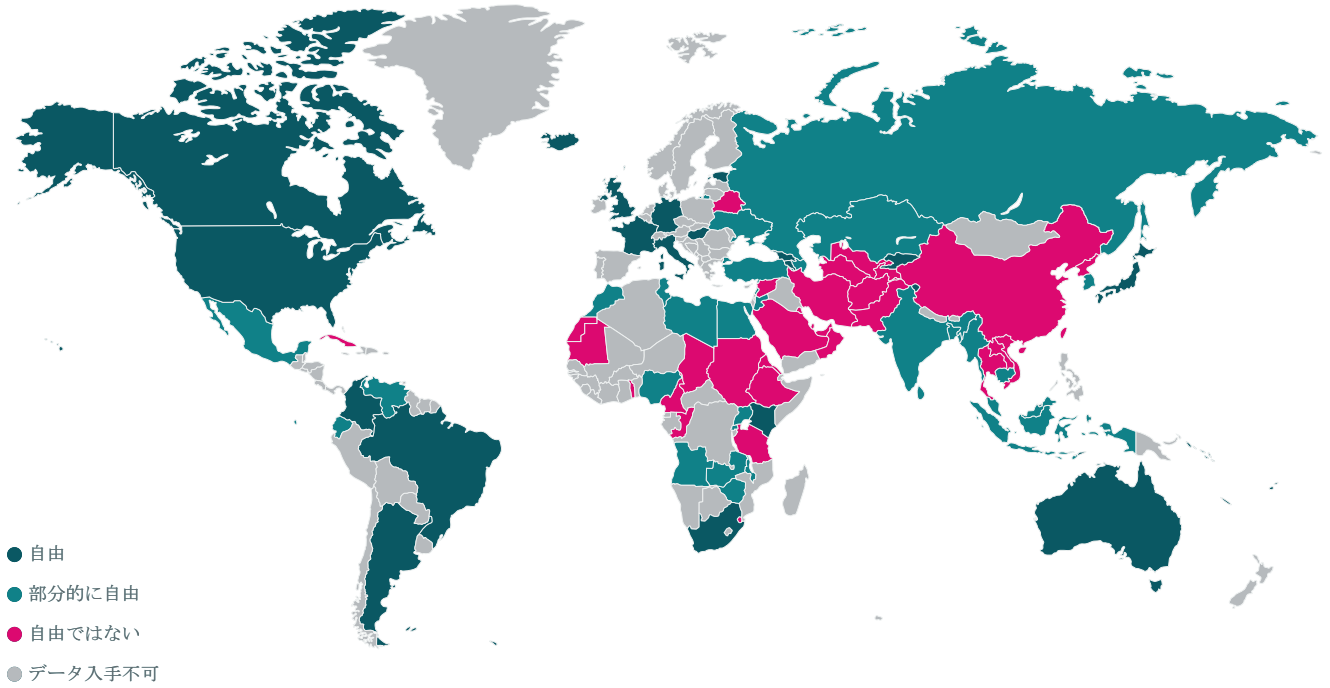
欧州の見方—欧州5か国の「(中国または米国が)世界の主要な経済大国である」との回答の中央値(2008-2015年)



出所: Pew Research Center, クレディ・スイス

図表 51

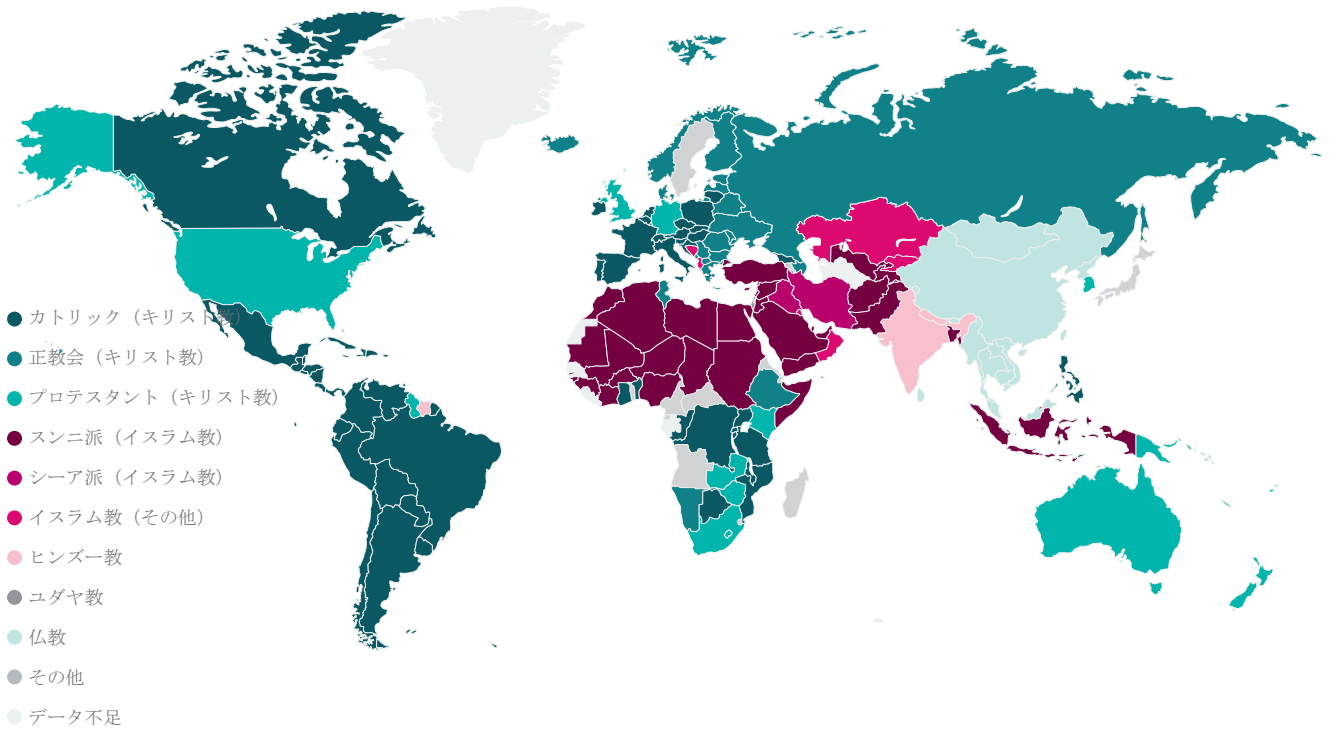
インターネットの自由度



出所: Freedom House, クレディ・スイス

図表 52

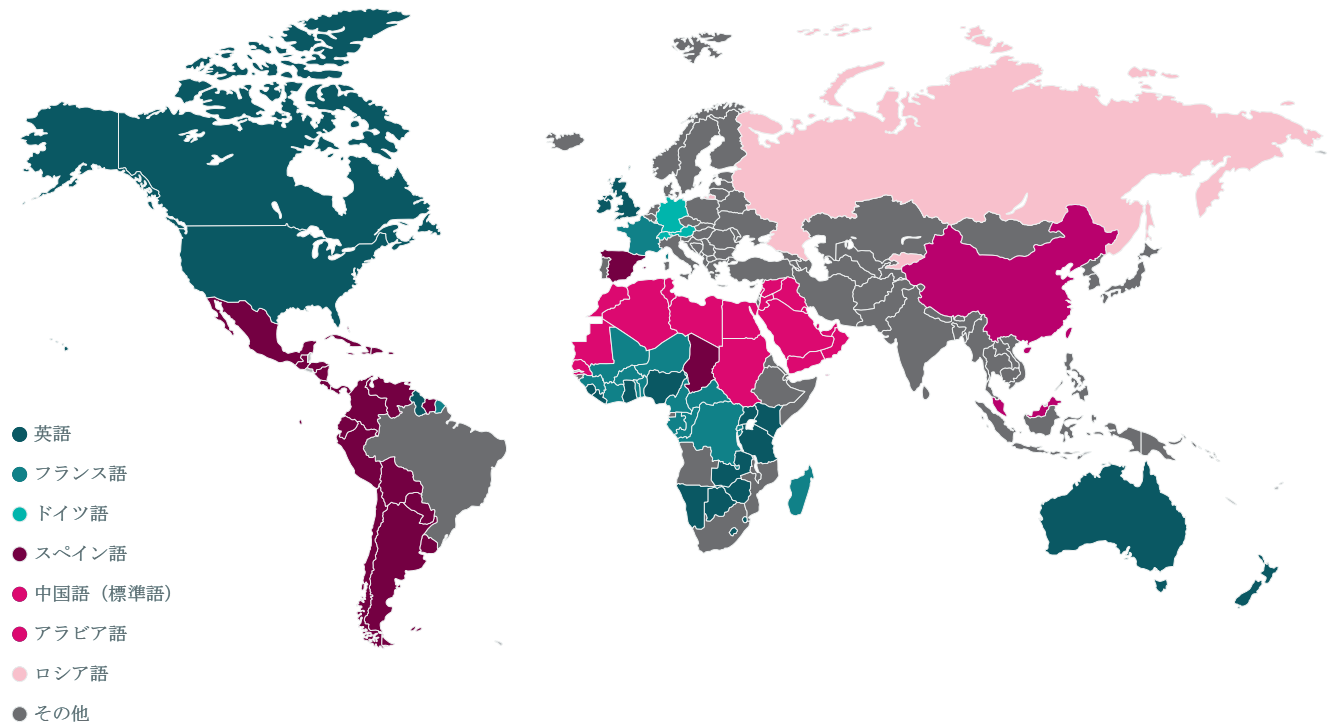
世界の宗教



出所: CIA World Factbook, Pew Research Center, クレディ・スイス

図表 53

## 世界の言語



出所: CIA World Factbook, Ethnologue, クレディ・スイス

## 「断層」－インターネットの自由度

インターネットが過去20年間発展してきたことで、情報交換が社会とテクノロジーのグローバル化の主要な推進要因となってきました。先述のように、政府が「インターネットの自由度を管理」しようと模索するなど、インターネットの安全性に関する懸念は脅威として高まっております。私たちは、米国の監視機関であるフリーダム・ハウスのデータを使って、65カ国におけるインターネットとデジタルメディアの自由度のレベルを、3つの大まかなカテゴリーで測定しました。<sup>16</sup> 特に、技術的主権を支持する中国やイランなどの発展途上国に比べて、先進国では相対的に大きなインターネットの自由度を享受しているように見えます(図表 51)。

16 **アクセス障害:** アクセスに対するインフラ上および経済的な障害。特定のアプリや技術をブロックする政府の対策。インターネットや携帯電話プロバイダーに対する法的、規制上の、または運用のコントロール。  
**コンテンツの制限:** ウェブサイトに対するフィルタリングやブロック。他の形態の検閲や自主検閲。コンテンツ操作。  
**ユーザーの権利の侵害:** オンライン活動に対する法的保護や制限。監視。プライバシー。オンライン活動に対する反撃。

## 世界の宗教

近年発生した国家間および国内の紛争の多くは、宗教または地域の宗教人口の変化に関わるものでした。図表 52は、その国で優勢な宗教を示しています。世界で最も信者の数が多いのはキリスト教で、このすぐ後にイスラム教が続いていますが、両者とも、その中で多くの宗派が存在しています。ヒンズー教と仏教はアジア地域に限定されている一方、イスラム教は中東および北アフリカに強く根ざしています。グローバル化がこれらの面からどのように進化していくかを理解するには、宗教人口に予想される変化に注目すると理解しやすいように見えます。ピュー・リサーチ・センターによる最近の研究では、イスラム教が2050年までに最も大きく成長(73%)し、世界で最も信者の多い宗教としてキリスト教に肩を並べるまでになると予想しています。

## 世界の言語

宗教と同様、世界の言語の使用人口についても、世界の共通語としての英語の現状を視野に入れて、同様に調べてみました。スペイン語とフランス語は、特に南米やアフリカの一部など多くの国においてまだ公用語となっていますが、英語の出現は大英帝国および20世紀の大国としての米国の台頭をルーツとしています(図表53)。

## 気候

当然、国際貿易の拡大とサプライチェーンおよび生産プロセスの統合は、温暖化ガス(GHG)排出と天然資源の開発という代償が払われてきましたが、これは累積的に、世界の気温と天候の循環に混乱を引き起こしてきました。国際貿易の増加は、世界の平均気温の上昇と密接な相関関係を持っています。1980年代半ばから、過去の世界平均気温からの乖離が気温上昇の方向に持続的に起きています。世界貿易の増加の温暖化ガス排出および気候変動に対する影響をよりよく理解するために、一部の主要国における1997年以降の正味排出量(CO<sub>2</sub>/kg)、モノとサービスの輸出排出強度(米ドル当たりのCO<sub>2</sub>/kg)、貿易開放度(対GDP比%)を測定しました。1997年以降、輸出排出強度は主要国の全てにおいて大幅に低下しましたが、それにもかかわらず、温暖化ガスの正味排出量は、特に米国、中国とインドにおいて増加し続けました。

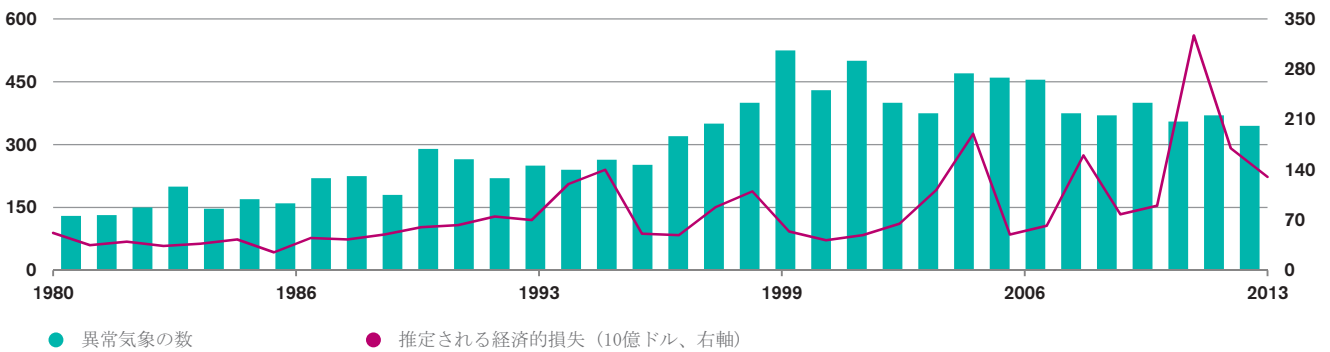
被害をコントロールしようという努力はありますが、やるべきことは多く残されています。この文脈において、私たちは最前線の気候学の専門家グループによる研究を参照しました。この研究は、2050年までに世界平均気温の上昇を2度以内に抑えるために守ることが求められる世界的な排出量の上限を決定するために複数の要因による分析を実施したもので、この分析結果は2006年、Nature誌の著名な研究の中で発表されています(Meinhausen他、2006年)。この研究によると、CO<sub>2</sub>の累積排出量が炭素換算で1000ギガトン(GT)相当の場合、世界の気温上昇が2度

を超える可能性は25%までに抑えられると示されています。2度を超える気温上昇の可能性を更に20%までに低下させるには、温暖化ガスの排出量を886 GT未満に制限する必要があります。英国のシンクタンク、カーボン・トラッカー・イニシアチブが発表した最新のデータでは、2011年の時点で、この世界の炭素予算のうち560 GTが今世紀の初めの10年間で既に使い果たされてきたことが示されています。世界の気温上昇を2度未満に抑えるためには、明らかに、喫緊の課題として、気候変動の緩和策に資源を投入することが必要とされています。

気候変動にはどれ程信憑性があり、また世界経済に対してどの程度の脅威となるのでしょうか？これを示すために、1980年代以降に起きた雷雨や洪水、干ばつ、熱波、寒波などの異常気象の数とその経済的損失を測定する国際自然災害データベースを使用して私たちは図表54を作成しました。図が示しているように、1990年代半ば以降に異常気象の発生数が目に見えて増加しています。気候変動に関する政府間パネル(2014)およびアメリカ気象学会(2013)による新しい調査では、世界の気象に対する人間の影響が、過酷な自然災害のリスクを増大させてきたことを独自に発見しています。異常気象による損害は、自然災害の激しさによって変わりますが、循環的に発生する傾向があります。しかし、2000年代半ば以降、異常気

図表 54

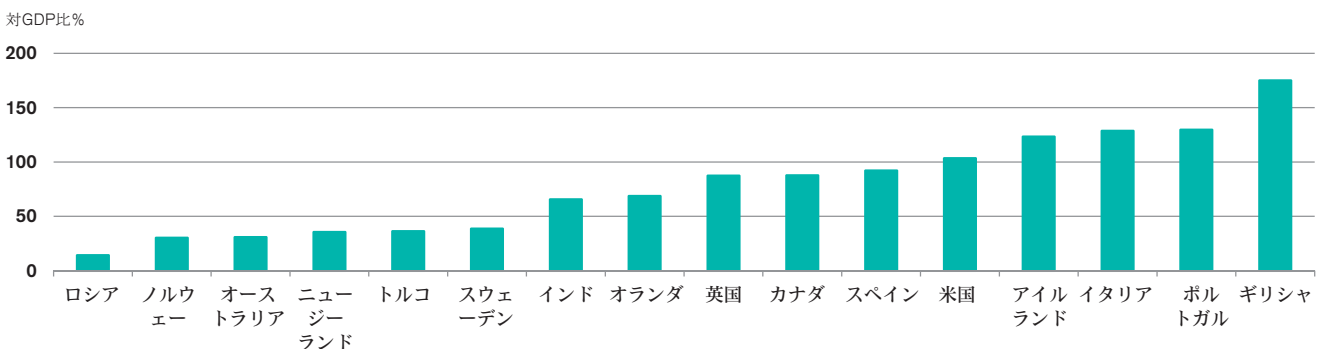
### 異常気象と経済的損失



出所: 国際自然災害データベース、クレディ・スイス

図表 55

### 中央政府の債務残高



出所: IMF、クレディ・スイス



図表 56

## 軍事力指標

国	総合順位	動員可能 人数 (千人)	戦車	航空機	攻撃 ヘリコプ ター	空母	潜水艦	総合軍事力 スコア
米国	1	0.90	0.86	0.95	0.95	0.95	0.95	0.94
ロシア	2	0.81	0.95	0.90	0.90	0.52	0.86	0.80
中国	3	0.95	0.90	0.86	0.86	0.52	0.90	0.79
日本	4	0.38	0.38	0.76	0.81	0.76	0.81	0.72
インド	5	0.86	0.81	0.81	0.19	0.76	0.76	0.69
フランス	6	0.33	0.24	0.67	0.43	0.90	0.57	0.61
韓国	7	0.76	0.57	0.71	0.71	0.05	0.67	0.52
イタリア	8	0.52	0.33	0.38	0.57	0.76	0.43	0.52
英国	9	0.19	0.14	0.52	0.67	0.52	0.57	0.50
トルコ	10	0.57	0.67	0.57	0.57	0.05	0.67	0.47
パキスタン	11	0.71	0.62	0.48	0.48	0.05	0.52	0.41
エジプト	12	0.62	0.76	0.62	0.38	0.05	0.14	0.34
台湾	13	0.43	0.52	0.43	0.76	0.05	0.14	0.32
イスラエル	14	0.24	0.71	0.33	0.48	0.05	0.33	0.32
オーストラリア	15	0.05	0.05	0.10	0.24	0.52	0.43	0.30
タイ	16	0.48	0.43	0.24	0.14	0.52	0.05	0.28
ポーランド	17	0.14	0.48	0.19	0.29	0.05	0.33	0.23
ドイツ	18	0.29	0.19	0.29	0.33	0.05	0.14	0.19
インドネシア	19	0.67	0.29	0.05	0.10	0.05	0.10	0.12
カナダ	20	0.10	0.10	0.14	0.05	0.05	0.14	0.10

出所: SIPRI, Global Firepower, クレディ・スイス

象による経済的な被害は、より深刻になっています。

## 中央政府の債務

主要国の中央政府の債務残高の5年間の平均をグラフで見ると（2012年まで）、負債に苦しむギリシャなど「いつもの顔触れ」が、債務残高の最も多い右端に並んでいます。一方、北欧諸国の債務残高は比較的少なくなっています(図表 55)。

## 軍事力指標

現代の軍隊の力を判定するのは、特に無数の検討中の能力を考えても、至難の業です。主要国の軍事力が互いにどのような関係にあるのかの感触をつかむため、私たちは、上位20カ国について、現代の戦争における6つの主要な要素<sup>17</sup>について示す（通常の戦争での戦力のみ考慮）、加重軍事力指数を作成しました(図表 56)。私たちの分析からは、通常の戦争における戦力では、実力の伯仲する競争相手と

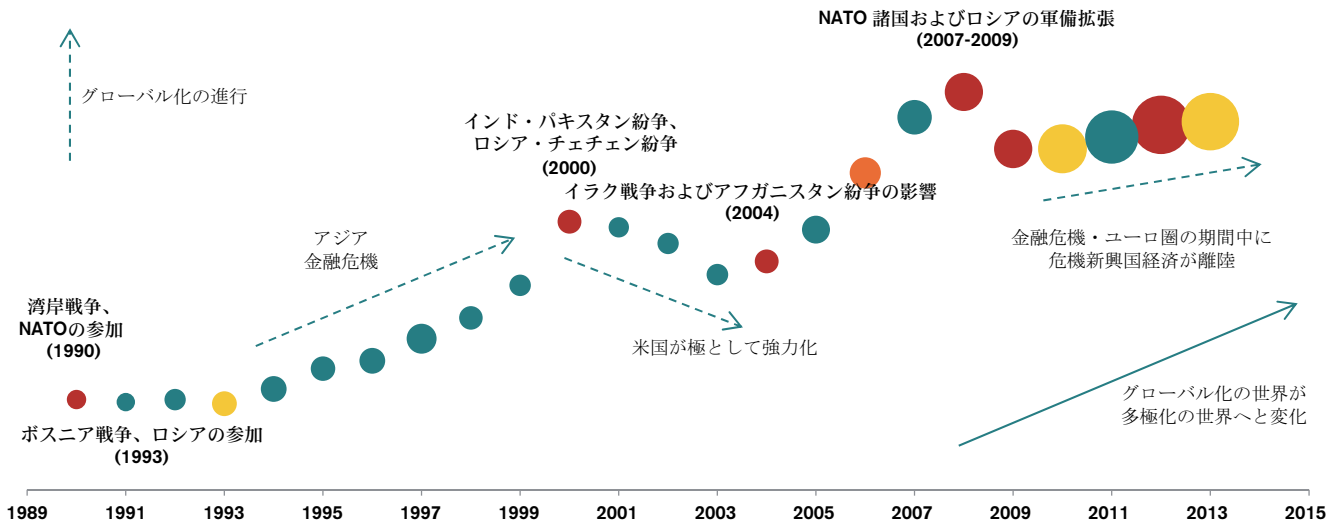
の比較で米国が優勢であることが示されています。米国は戦力として13,900の航空機、920の攻撃ヘリコプター、20の空母と72の潜水艦を有しており、実力の伯仲するほどの競争相手の戦力に比べても勝るものです。同様に、防衛費の面でも、2014年には6,100億ドル相当に達しており、これはその表の2位～10位の9カ国の支出の合計をも上回っています。現実には、今日の核の時代においては、従来の戦力は軍事力を測る指標の1つにすぎません。ストックホルム国際平和研究所(SIPRI)の2015年の年鑑のデータによると、ロシアと米国の保有する核兵器は、世界の核兵器の90%超を占めています。

ここで、一部のデータの問題にご注意いただく必要があります。今回の分析で考慮したのは、表中の20カ国のデータに限られており、この指数はある国の相対的な軍事力をその他の19カ国との比較で示すものです。時系列データが存在しないことから、これらの国について、戦力の歴史的な比較と国際的な比較を行うことができません。また、ドイツの順位が、一般的に考えられているよりも大幅に低くなっていますが、これは、この指数の中ではウェイトが高く設定される戦力の空母や潜水艦の数がドイツでは相対的に少ないことが原因になっています。

17 ウェイトと共に考慮されている6つの要素は、動員可能人数(5%)、戦車(10%)、攻撃ヘリコプター(15%)、航空機(20%)、空母(25%)、潜水艦(25%)。

図表 57

グローバル化のタイムライン

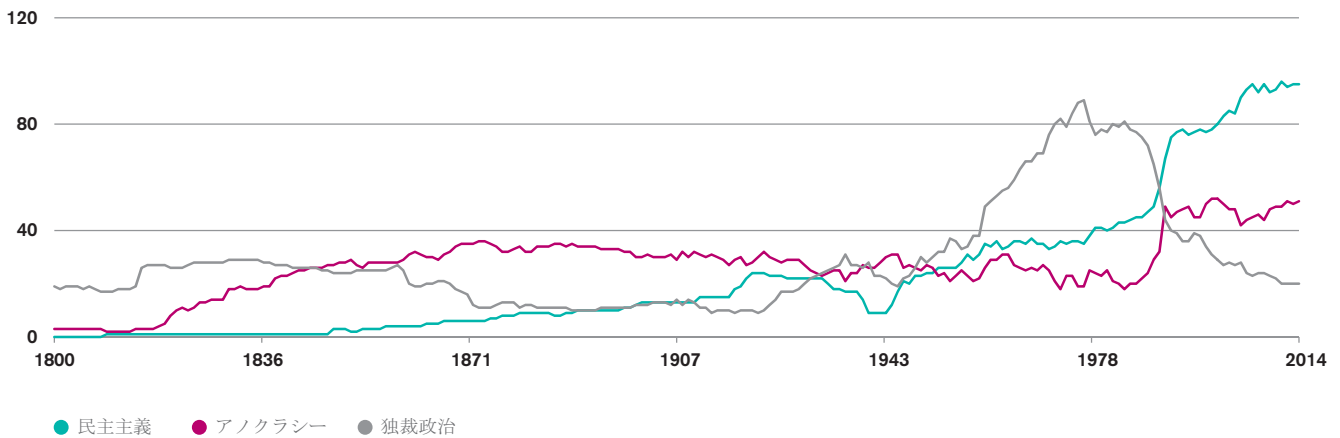


出所: Freedom House、クレディ・スイス

黄色の丸印は、地域化された武力衝突、債務残高の増大(対GDP比%)、または貿易障壁のわずかな増加の形で、グローバル化へのハードルを意味します。オレンジの丸印は、より激しい衝突、より重い債務負担、または貿易障壁による抑制を意味します。赤い丸印は、強力な軍備拡張、持続不可能な水準の債務または貿易障壁による、グローバル化に対する大きな脅威を意味します。

図表 58

統治体制



出所: Center for Systemic Peace、クレディ・スイス

グローバル化の終焉に関する議論は、ぞっとするものにも、面白いものにもすることができ、この問題に関して、今後非常に多くのメディアコンテンツが出てくると思われますが、今回の考察では、私たちはグローバル化の終焉からははるかに遠い状態にあることが示されています。図表 57は、グローバル化の進化を地政学的リスクの中で図示するのに役立ちます。この図は、グローバル化の度合い(Y軸)を時間の流れ(X軸)と多極化の度合い(丸印の大きさ)に対して示しており、現在の私たちの状態に関する1つの考えを提供するものです。

グローバル化の度合いは、貿易、金融の流れ、技術的進歩<sup>18</sup>、技術的アウトリーチ(製造品輸出額に占めるハイテク製品の輸出額の割合で測定)、国際移民ストックの加重合計です。全部または3つ以上の変数の増加は、定性的なグローバル化の促進要因として見なされ、逆もまた同様と見なします。逆に、貿易障壁の増加、債務負担の増大、または軍備拡張は、グローバル化を弱める要因となるでしょう。こうした脅威は、図表 57で色別に示されています。

18 技術的進歩は更に、固定電話加入者数(100人当たり)、携帯電話加入者数(100人当たり)、インターネット利用者数(100人当たり)の合計として計算されます。





グローバル化の終焉リスク「スコアカード」

グローバル化の脅威となるいくつかの「断層」について既に概要に触れましたが、ここで改めて、これらの要因と他の要因を組み合わせ、グローバル化に対するリスク要因の警告システムまたはヒートマップを形成しました。

私たちが作成したグローバル化の終焉に関するスコアカードには、経済成長と貿易における減速トレンドとマクロショックの可能性（負債、不平等、移民流入）、貿易における保護主義の高まり、富の不平等、または民主主義への移行における反動など、幅広い変数が含まれます(図表 58)。私たちの目的は、これらの変数に関わる、主要国や地域が直面する現在の圧力のレベルを測定することです（脚注をご覧ください）。

ここで、取組まねばならない注意点がいくつかあります。現在のリスクのレベルを理解するために、私たちは上述の各変数にZスコアを使用しました。そのため、これらの変数の値の減少（現在の絶対値が高い場合）が、支出の減少という若干の疑似表示となる可能性もあります（特に対GDP比での軍事費）。

私たちのヒートマップでは、まず軍事費について、絶対値は高くても増加が加速していないことを強調しています。その代わりに、移民流入と負債という2つの現在進行中の政治問題がグローバル化に対する主要な脅威の原因となっています。また、富が拡大されてきたという意味で、ある程度、富の不平等は数多くの新興国で課題となっています。また、特に1995年のWTOの設立以来、間接的な貿易に対する障壁として非関税障壁の適用が相対的に増加していることも、貿易制裁と共にグローバル化に対する潜在的な脅威として注意したい点です。



図表 59

### グローバル化の終焉リスク「スコアカード」

	軍事費	政治形態	富の不等	非関税障壁	移民ストック	債務
北米	● -0.88	● 10.00	● -1.13	● 0.87	● 1.93	● 1.85
米国	● -0.64	● 10.00	● -1.83	● 0.39	● 1.64	● 1.85
カナダ	● -1.27	● 10.00	● -1.05	● 2.39	● 2.27	● -0.48
欧州	● -1.60	● 10.00	● 1.34	● -0.91	● 1.89	
英国	● -1.07	● 10.00	● 2.04	● -0.83	● 1.83	● 2.40
ドイツ	● -0.92	● 10.00	● -0.59	● -0.94	● 0.89	● 2.21
イタリア	● -2.24	● 10.00	● 1.15	● -0.58	● 2.46	● 1.58
フランス	● -1.19	● 9.00	● 0.36	● 0.53	● 0.42	● 2.60
スペイン	● -1.26	● 10.00	● 2.08	● -0.58	● 2.41	● 1.66
スイス	● -1.05	● 10.00	● -0.48	● -0.13	● 1.28	
ロシア	● 1.12	● 4.00	↓ ● 2.23	● 3.20	● 1.41	● -0.50
アジア	● -1.30	● 7.00	↓ ● 1.84	● 0.51	● 1.18	
オーストラリア	● -1.07	● 10.00	● 1.12	● 0.36	● 1.00	● 2.59
日本	● 0.85	● 10.00	● -1.33	● 0.38	● 1.98	● 1.63
中国	● 0.10	● -7.00	● 1.57	● 0.83	● 2.36	●
インド	● -1.35	● 9.00	● 0.99	● -0.55	● -1.28	● -0.49
ラテンアメリカ	● -1.14	● 8.00	● 2.30	● 0.11	● -1.01	
ブラジル	● -0.47	● 8.00	● 2.25	● 0.48	● -1.01	
中東	● -0.36	● -7.50	● 1.22	● 1.94	● 1.14	
サウジアラビア	● 0.06	● -10.00	● -2.05	● 3.10	● 0.86	
新興国	● -1.54	● 4.00	↓ ● 0.51	● 1.19	● -0.02	● 0.36
先進国	● -1.59	● 10.00	● 0.72	● 1.12	● 1.79	● 2.21
世界	● -1.31	● 8.00	● 0.97	● 0.64	● 1.89	● 1.77

出所: 世界銀行, SIPRI, Center for Systemic Peace, CS ウェルス・レポート, クレディ・スイス

1. 軍事費 (対GDP比%): 175カ国における軍事費の概要を伝える1988年からの時系列データ。各国の変数の中で時と共に観察された変化を見つけるため、Zスコア法を用いています。出所: ストックホルム国際平和研究所
2. 政治形態データ: 国家の民主主義のレベルを定義する1800年からの時系列データ。特定の国における民主主義の一時的な性質を観察するため、過去25年間のスコアにおける変化に注目しています。出所: Center for Systemic Peace
3. 富の不均衡: 主要国の富の不平等を調査するための近似値として使用される、上位10分の1の富について解明する2000年からの時系列データ。出所: クレディ・スイス・ウェルス・データベース
4. 非関税障壁: 約140カ国によって1990年以降課されている非関税障壁の数。出所: UNCTAD
5. 移民ストック (対人口比%): 国際移民ストックの国内人口に占める割合。出所: 世界銀行
6. 中央政府債務残高 (対GDP比%): 各国・地域における政府債務のレベルを確認するための1990年からの時系列データ。出所: 世界銀行

## リサーチ・インスティテュートの他の出版物



**Opportunities in an urbanizing world**  
April 2012



**Family businesses: Sustaining performance**  
September 2012



**The shale revolution**  
December 2012



**Sugar Consumption at a crossroads**  
September 2013



**Latin America: The long road**  
February 2014



**Emerging Consumer Survey 2014**  
February 2014



**Emerging capital markets: The road to 2030**  
July 2014



**The Success of Small Countries**  
July 2014



**The CS Gender 3000: Women in Senior Management**  
September 2014



**Global Wealth Report 2014**  
October 2014



**Emerging Consumer Survey 2015**  
January 2015



**Global Investment Returns Yearbook 2015**  
February 2015



**The Success of Small Countries and Markets**  
April 2015



**The Family Business Model**  
July 2015



**Fat: The New Health Paradigm**  
September 2015

# この出版物について

## 発行者

### CREDIT SUISSE AG

リサーチ・インスティテュート  
Paradeplatz 8  
CH-8070 Zurich  
Switzerland  
cs.researchinstitute@credit-suisse.com

## 著者

マイケル・オサリヴァン  
クリティカ・スプラマニアン

## 寄稿者

アントニオス・コウトソウイス  
ジョナサン・ホーラシャヤ  
マーカス・スティアリ  
ヴィニット・シンハ  
ルカ・ビンデリ  
アンキット・アガワル  
ウトカーシュ・ゴクラニ  
シャイレッシュ・ジャー

## 編集締切

2015年9月17日

## ディスクレームー／重要情報

本レポートはクレディ・スイスにより作成されたものであり、記載されている意見は著作日時点でのクレディ・スイスの意見であり、変更される可能性があります。また、情報提供および受領者の使用のみを目的として用意されたものです。これはどなたかを対象とした、クレディ・スイス自身またはクレディ・スイスの代理人による証券の購入または売却の申し出または勧誘の一部を成すものではありません。本資料に掲載された一切の内容は投資、法律、会計、税務のアドバイス、あるいはいずれかの投資または戦略が受領者の個別の環境にふさわしいか適切であるといった表現を行うもの、もしくは受領者に対して個人的な推奨を行うものではありません。掲載された投資の価格および価値、ならびに発生する可能性のある何らかの所得は変動する可能性があります、また増減する可能性があります。過去の業績に関する参照はいずれも、将来に対する指針となるものではありません。

本出版物に掲載されている情報および分析は信頼できると考えられる出所より収集または記載されたものであり、クレディ・スイスはその正確性または完全性について何らかの表現をしたり、その使用に由来する何らかの損失に対する責任を受け入れたりするものではありません。クレディ・スイス・グループ社は本出版物に掲載されている情報および分析がクレディ・スイスの顧客の閲覧に供される前に、この情報および分析に基づいて何らかの行動を取った可能性があります。新興市場での投資は投機的で、確立された市場における投資よりも著しく不安定になります。主なリスクの中には政治的リスク、経済的リスク、信用リスク、為替リスク、市場リスクなどがあります。外国通貨建ての投資は、為替レートの変動の対象となります。何らかの取引を実行する前に、ご自身の特定の環境に対する取引のふさわしさを検討し、自分自身で特定の金銭的リスクや法律、規制、信用、税務、会計にかかわる結果を見直さなければなりません(必要に応じて専門的なアドバイザーを利用する)。本レポートは、米国内では米国登録ブローカー・ディーラーであるCredit Suisse Securities (USA) LLCによって、カナダ国内においてはCredit Suisse Securities (Canada), Inc.によって、そしてブラジル国内ではBanco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.によって発行および販売されます。

本レポートは、スイス国内においてはスイス銀行であるCredit Suisse AGによって発行されています。クレディ・スイスはFINMAスイス連邦銀行理事会(the Swiss Financial Market Supervisory Authority)による認可・規制を受けています。欧州(スイスを除く)においてはCredit Suisse (UK) Limited およびCredit Suisse Securities (欧州) Limitedにより発行されています。Credit Suisse Securities (Europe) Limited およびCredit Suisse (UK) Limited は、両社とも、クレディ・スイスの関連会社(独立した法人)であり、英国健全性規制機構(Prudential Regulation Authority)により認可され、英国金融行動監視機構(Financial Conduct Authority)およびPrudential Regulation Authorityにより規制されています。個人顧客に対しFinancial Conduct Authority および/またはPrudential Regulation Authority が提供している保護は、イギリス国外の個人により提供される投資やサービスには、適用されません。また、当該投資の発行体がその義務を果たさない場合には、金融サービス補償制度(Financial Services Compensation Scheme)は適用されません。ガーンジーにおいては、Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey に住所が登録され、15197の番号で独立した法人としてガーンジーに登録されているCredit Suisse (Channel Islands) Limitedより配布されます。Credit Suisse (Channel Islands) Limitedは、クレディ・スイスの完全子会社であり、Guernsey Financial Services Commissionにより規制されています。ご希望の場合は、最新の監査済み決算書のコピーが入手可能です。ジャージーにおいては、Jersey Financial Services Commissionにより規制されたCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchにより配布されます。ジャージーにあるCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchのビジネスの住所は、TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QAです。本レポートは、下記のうちの当該法域において適切に認可された団体によってアジア太平洋地域において発行されています。香港においては、香港証券先物取引委員会(Hong Kong Securities and Futures Commission)、あるいは香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority)により規制されている公認機関であり、またthe Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong)により規制された登録機関であるCredit Suisse Hong Kong Branchによる認可を受けた企業であるCredit Suisse (Hong Kong) Limited。日本においては、クレディ・スイス証券株式会社。シンガポールにおいては、本レポートは、機関投資家(institutional investors)、適格投資家(accredited investors)および専門投資家(expert investors)(各投資家の定義は”Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)だけを対象にしたシンガポールでの配布のために、作成および発行されています。また、海外投資家(overseas investors)(定義は、”Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)には、Credit Suisse AG, Singapore Branchにより配布されます。Credit Suisse AG, Singapore Branchは、Financial Advisers Regulations (Regulation 32C)に従ってその外国法人または子会社を作成したレポートを配付することがあります。本レポートから、または関連して発生する事項に関しては、シンガポールにおける受領者は、Credit Suisse AG, Singapore Branch (電話+65-6212-2000)にご連絡ください。なお、機関投資家(institutional investors)、適格投資家(accredited investors)、専門投資家(expert investors)あるいは海外投資家(overseas investors)としてのお客様のステータスに基づき、Credit Suisse AG, Singapore Branchは、お客様にご提供する金融アドバイザー・サービスに関し、“Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore (the “FAA”)”、“Financial Advisers Regulations”およびそれらに従って発行される関連通知・ガイドラインでの一定のコンプライアンス要件を遵守することを免除されています。その他のアジア太平洋地域においては、下記のうちの当該法域において適切に認可された団体によって発行されています。Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse AG, Singapore Branch、その他の地域の場合は前述で該当する公式関連会社により発行されます。

Credit Suisseの書面による許可なく、本レポートの全体あるいは一部を複製してはなりません。Copyright © 2015 Credit Suisse Group AG および/あるいは関連会社不許複製

**重要な開示情報につきましては最終ページのディスクロージャーアペンディクスをご参照願います。**

クレディ・スイスは、調査レポートで調査対象銘柄としている企業と実際にビジネスを行なっている、またはビジネスを行なう意向があります。従って、弊社には本レポートの客観性に影響を及ぼしうる利害相反が存在している可能性があることにご注意ください。本レポートは、あくまで投資決定上の1つの材料としてお考えいただければ幸いです。本レポートに記載されている有価証券への投資に伴うリスクについては、以下のリンクをご参照ください。

**<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>**



## リスクの開示

投資家のお客様は、本レポートをあくまで投資決定上の1つの材料として、お考えください。本レポートに記載されている有価証券への投資に伴うリスクについては、以下のリンクをご参照ください。

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

クレディ・スイスは本レポートで取り上げた証券や金融商品が特定の投資家向けであることを保証するための措置は何ら行っていない可能性があります。クレディ・スイスは本レポートを受け取ったというだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うことはありません。本レポートに含まれる、あるいは、言及されている投資やサービスがお客様に適切なものであるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は個別に投資アドバイザーに相談してください。本レポートは投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしておりません。また、特定個人による推奨も含みません。

本レポートで言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は、上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、当該証券または金融商品の価格および収益に、好影響もしくは悪影響を及ぼし得る金利・為替相場の変動、経済指標、発行体または参考指標の対象となった発行体の財務状況等の変化の影響を受けます。ご購入される証券や金融商品については、これらの変動により元本が毀損するもの、元本を上回る損失が生じるものもあります。価格が通貨変動に影響される米国預託証券(ADR)などの証券に対する投資家は、このようなリスクを実際的に負うこととなります。

手数料率についてはクレディ・スイス(CS)とお客様の契約により合意した内容に従います。お客様とCSが相対で行う取引(店頭デリバティブを含む)については、売買代金のみのお支払いとなりますがその場合、価格は買付価格(ビッド)と売付価格(オファー)として値付けされ、両者には

価格差(スプレッド)が生じることがあります。取引に関わる費用については、関連法令・規制等に従い取引に先立って合意されることとなります。関連する証券や金融商品のリスクおよび手数料については、ご購入前に契約締結前交付書面等をよくお読みください。

仕組み証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴うため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組み証券の市場価値は(直物と先物の金利および為替相場を含むものの、これに限定されない)経済面、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況およびボラティリティー、ならびに発行体または参照発行体(レファレンス・イシューア)の信用力などの要因によって影響を受ける可能性があります。仕組み商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家サイドの専門家によるアドバイスを受けることをお勧めします。

本レポートで取り扱われている投資の中にはボラティリティーの高いものも含まれています。高ボラティリティー商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるばかりか、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあり得ます。実際、投資によっては潜在損失額が当初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。また、投資の直接利回りが変動し、その結果、(投資を行うために支払われた)当初資本が直接利回りの一部として使用されることがあります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれず、同様にその投資の価値、またはリスクについて信頼できる情報入手することは難しいかもしれません。ご不明な点は担当者までお問い合わせ下さい。

過去の実績は将来の成績を示唆するものではありません。投資成績はコミッション、手数料その他の課金ならびに為替レートの変動に左右されることがあります。

---

### 金融市場のリスク

過去のリターンや金融市場のシナリオは将来の成績を保証するものではありません。記載した投資の価格と価値、および生じる可能性のある収入は減少、増加、変動する場合があります。過去の実績は将来の成績を示すものではありません。投資がお客様の基準通貨以外の通貨建てで行われる場合、為替レートの変動が価値、価格、収入に悪影響を与えることがあります。投資決定を下すのに必要と思われる場合は投資顧問にご相談ください。

投資に公開市場が存在しないか、制約のある流通市場しか存在しない場合があります。流通市場が存在している場合でも、市場で取引される投資の価格やかかる市場の流動性の有無を予測することは可能ではありません。

---

### 新興国市場

本稿が新興国市場に言及する際は、新興国市場に関連もしくは連動した各種の投資や取引、または新興国市場で設立、所在、主に事業に従事している発行体および債務者に関する不透明感やリスクがあることをご承知おきください。新興国市場に関する投資は投機的と見なされる場合があります、価格の変動は先進国よりもはるかに大きくなります。新興国市場への投資は、新興国市場について独立した知識を有し、かかる投資に伴う各種のリスクを考慮し評価することができ、かかる投資からの損失という大きなリスクを負うのに必要な経済力をお持ちの高度な投資家または経験豊富な専門家の方だけをお願いしています。新興国市場への投資に伴うリスクとポートフォリオの資産配分を管理するのはお客様の責任です。新興国市場に投資する際に考慮すべき各種リスクや要因については、ご自身のアドバイザーにご相談ください。

---

### オルタナティブ投資

ヘッジファンドは、規制され承認を受けた集団投資に適用される投資家保護のための数々の規制の対象にはならず、ヘッジファンドのマネジャーはおおむね規制を受けません。ヘッジファンドは特定の投資規律や取引戦略に限定されず、レバレッジやデリバティブのほか、投資の損失リスクが高まるおそれのある複雑な投機的投資戦略を用いてあらゆる市場で利益を追求します。

コモディティ取引は大きなリスクを伴うため、個人投資家の方には向いていない可能性があります。市場の動向による損失の度合いはかなり大きく、全額を失う場合もあります。

不動産の投資家は流動性、為替リスクに加え、景気変動リスク、賃料と現地市場のリスク、環境リスク、法律の改正などその他のリスクにさらされます。

---

### 金利と信用リスク

債券が価値を維持するかどうかは、発行体および(該当する場合)保証体の信用度に左右されますが、信用度は債券の期間中に変化することがあります。発行体および保証体が債務不履行に陥った場合、債券または債券から生じる収入は保証されず、当初投資した額を一切回収できないか、回収額が投資額を下回る場合があります。\*\*\*\*\*

**免責条項**

本レポートに記載された(投資ストラテジストが寄稿した記事以外の)情報や意見は、執筆日の時点でクレディ・スイスのプライベート・バンキング&ウェルス・マネジメント部門の調査部が作成したものであり、予告なく変更される場合があります。評価基準の相違から、特定の証券に関する本レポートの見解がクレディ・スイスのインベストメント・バンキング部門の調査部の所見や見解と異なったり矛盾する場合があります。

投資ストラテジストが寄稿した記事は調査レポートではありません。投資ストラテジストはクレディ・スイスの調査部の一員ではありません。クレディ・スイスでは、調査レポートの配布に先立つ関係証券の取引制限に関する方針を含め、クレディ・スイスの調査部の独立性を確保するための方針を定めています。これらの方針は投資ストラテジストには適用されません。

クレディ・スイスは本レポートの内容を使用したことにより生じる損失の責任を負うものではありません。ただし、この免責は、クレディ・スイスに適用される特定の法規制の下で責任が生じる範囲については適用されません。独自に判断する代わりに、本レポートに依拠することはおやめください。クレディ・スイスは本証券に関する取引のアイデアを過去に発表したか、将来発表する可能性があります。トレーディングのアイデアが市場のイベントや要因に基づく短期の取引機会であるのに対し、銘柄推奨は開示の章で定めた6～12ヵ月の期間におけるトータルリターン予想に基づく投資推奨です。トレーディングのアイデアと銘柄推奨は前提や分析方法が異なるため、トレーディングのアイデアは銘柄推奨と異なる場合があります。さらに、クレディ・スイスは本レポートの内容と矛盾したり、本レポートの内容と異なる結論に達するレポートを過去に発表したか、将来発表する可能性があります。それらのレポートはレポートを作成したアナリストの異なる前提、見解、分析方法を反映しており、クレディ・スイスは本レポートの受領者に他のレポートの存在を知らせる義務を負うものではありません。

**ディスクロージャーアベンディクス**

**アナリストサートフィケーション**

本レポートに表記されている各アナリストは、それぞれが分析する企業、または証券について、本レポートに示されている見解がすべての当該企業および証券に対するそれぞれの個人的見解を正確に反映しています。それぞれの報酬が本レポートに示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。

本レポートで言及されているKnowledge Process Outsourcing (KPO)のアナリストは、Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limitedに雇用されています。

**重要なディスクロージャー**

調査レポートに記述されている見解もしくは意見に重大な影響を与える可能性がある対象企業、セクター、市場の動向については、適切と思われる場合に調査レポートを発行することをCredit Suisseの方針としています。また、偏りがなく独立的、明確かつ公正で、誤解を招く恐れのない調査レポートのみを発行することをCredit Suisseの方針としています。

全従業員が準拠しなければならないCredit Suisse行動規範は[https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code\\_of\\_conduct\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_en.pdf)からアクセスできます。

詳細については、次のリンクにある金融調査の独立性についての情報をご参照ください。

[https://www.credit-suisse.com/legal/pb\\_research/independence\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf)

本調査レポートの作成を担当したアナリストは、Credit Suisseの総収益をはじめとする様々な要因に基づく報酬を受け取っています。この総収益にはCredit Suisseの投資銀行業務によって得た収益が含まれています。

**Equity rating history as of DATE**

Company	Rating	Date

(1) ファンダメンタルおよび長期のリサーチ・レポートは、(会社名)には定期的に作成されていません。グローバル・リサーチ部は、直前の通告でカバレッジを打ち切る権利を有します。これらの会社に投資する際の特有なリスクについては、担当者にお問い合わせください。

(2) 本リサーチの抜粋は、事実の正確性の確認のため、発行前に(会社名)に送付されました。対象会社により提供された情報に基づき、事実変更が本レポートには行われています。

(3) アナリストおよびアナリストの家族の一員には、(会社名)の有価証券のポジションがあります。

(4) Credit Suisseは前月末現在で、(会社名)の普通株式を1%以上を保有しています。

(5) Credit Suisseは前月末現在で、(会社名)の普通株式を(正確なパーセンテージ、5%以上) %以上を保有しています。

(6) Credit Suisseは、以下の企業(会社名)と重大な利益相反があります。以下の企業(会社名)は前月末現在で、Credit Suisse Group AGの発行済株式資本の2%以上を保有しています。

(7) Credit Suisseは、以下の企業(会社名)と重大な利益相反があります。以下の企業(会社名)は前月末現在で、Credit Suisse Group AGの発行済株式資本の5%以上を保有しています。

次のディスクロージャーに関して、Credit Suisseに関する言及は、投資銀行部門で運営されているスイス銀行であるCredit Suisse AGのすべての子会社および関係会社を含みます。

(8) 以下の企業(会社名)は現在Credit Suisseの顧客です。あるいは本レポート発行日前の12ヵ月以内にCredit Suisseの顧客だったことがあります

(9) Credit Suisseは過去12ヵ月以内に以下の企業(会社名)に投資銀行サービスを提供したことがあります。

(10)Credit Suisseは過去12ヵ月以内に以下の企業(会社名)に投資銀行サービス以外のサービスを提供したことがあります。それらのサービスにはセールスやトレーディング業務が含まれる可能性もあります。

(11)Credit Suisseは以下の企業(会社名)の公募について、過去3年間に幹事または共同幹事を引き受けたことがあります。

(12)Credit Suisseは以下の企業(会社名)の公募について、過去12ヵ月間に幹事または共同幹事を引き受けたことがあります

(13)Credit Suisseは過去12ヵ月以内に以下の企業(会社名)から投資銀行業務関連の報酬を受け取ったことがあります。

(14)Credit Suisseは過去12ヵ月以内に以下の企業(会社名)から投資銀行サービス以外のプロダクツおよびサービスに対する報酬を受け取ったことがあります。

- (15)Credit Suisse は今後3 ヶ月以内に以下の企業（会社名）から投資銀行業務関連の報酬を受け取ることが予想される、もしくはこれを求める意向です。
- (16)本調査レポートの発行日現在、Credit Suisse は以下の企業(会社名)の証券のマーケット・メークを行なっています。
- (17)Credit Suisse は以下の企業の(会社名)のトレーディング・ポジションを有しています。

以下の法域に対する追加のディスクロージャー

英国：Credit Suisse (UK) LimitedおよびCredit Suisse Securities (Europe) Limitedの顧客に対する債券情報開示に関しては、+41 44 333 33 99.へお電話ください。

その他の発行体に関するディスクロージャーを含む詳細については、Credit Suisseディスクロージャーをご参照ください。

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

分析へのガイド

Equity recommendation allocation as of DATE		
	Overall	Investment banking interests only
BUY		
HOLD		
SELL		
RESTRICTED		

絶対的株式パフォーマンス

株式の推奨は BUY、HOLDおよびSELL で、以下の基準に基づき一般的に6-12 ヶ月の期間で個別銘柄に見込まれる絶対的パフォーマンスによります。

- BUY: 絶対的株価において10%またはそれ以上の上昇
- HOLD: 絶対的株価において -10% から +10% の間の変化
- SELL: 絶対的株価において10% またはそれ以上の下落
- RESTRICTED: 特定の状況において、社内外の規制当局が特定の種類のコミュニケーション(例えば投資推奨)をCredit Suisseが投資銀行取引に関与する過程で排除する。
- TERMINATED: リサーチカバレッジは終了した。

絶対的債券パフォーマンス

債券の推奨は基本的に3-6 ヶ月の期間でのそれぞれのベンチマークに対するトータルリターンに基づいており、以下のように定義されます。

- BUY: 債券発行がその特定のベンチマークをアウトパフォームするという予想
- HOLD: 債券発行が特定のベンチマークに沿ってパフォームするという予想
- SELL: 債券発行がその特定のベンチマークをアンダーパフォームするという予想
- RESTRICTED: 特定の状況において、社内外の規制当局が特定の種類のコミュニケーション(例えば投資推奨)をCredit Suisseが投資銀行取引に関与する過程で排除する。

Credit Suisse HOLT

Credit Suisse は、本調査レポートのHOLT(tm)の分析法に基づく分析について、(1)本調査レポートに示されている分析がCredit SuisseのHOLTの分析法を正確に反映し、(2)弊社の報酬が本調査レポートに示されている見解に、直接的に何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。Credit Suisse HOLTの分析法では、証券に対して格付を付与することはありません。Credit Suisse HOLTの分析法は、総称してCredit

Suisse HOLTバリュエーション・モデルと称される、独自クオンツ・アルゴリズムと潜在価値評価算出を組み合わせる使用される分析的ツールであり、データベースに包含される全企業に一貫して適用されます。第三者データ(コンセンサスの収益予想データを含む)は、体系的に多数のデフォルト変数に変換され、Credit Suisse HOLTバリュエーション・モデルで使用可能なアルゴリズムに組み込まれます。外部データ供給会社より提供される財務諸表、値付け、収益データはデータの品質管理対象となり、企業の経済パフォーマンス分析のための精緻な調整が適宜行われます。この調整は、個別企業の過去・現在・将来の状況に対する分析、または複数企業の同業他社比較、国際比較分析を行う際の一貫性を提供するためのものです。Credit Suisse HOLTバリュエーション・モデルが創出するデフォルト・シナリオは、証券の基準バリュエーションとして提供されるものであり、ユーザーは、デフォルト変数を調整し代替シナリオを創出することができます。Credit Suisse HOLTの分析法では、証券に対して価格目標を付与することはありません。Credit Suisse HOLTバリュエーション・モデルが創出するデフォルト・シナリオは、証券の潜在価格を算出するものです。また、第三者データが更新されることに伴い、潜在価格も変化する可能性があります。代替潜在価格を導出するために、デフォルト変数を調整することが可能です。Credit Suisse HOLTの分析法に関するさらに詳しい情報は、ご請求により入手いただけます。CFROI(r)、CFROE、HOLT、HOLTfolio、HOLTSelect、HS60、HS40、ValueSearch、AggreGator、Signal Flagおよび"Powered by HOLT"はCredit Suisseならびに米国内およびその他の国の当該関連会社の商標あるいは登録商標です。HOLTはCredit Suisseの企業パフォーマンスとバリュエーション・アドバイザーサービスです。

グローバル・ディスクレームー／重要情報

本翻訳レポートは、お客様に便宜を図る目的で提供されています。当社は、翻訳の正確性について一切保証および黙示致しません。当社として正式なレポートは、あくまで本レポートの英文原文であり、英文原文と本レポートの翻訳との間に生じた相違は、何ら法的拘束力および法律上の効力はありません。

本レポートに記載されている有価証券への投資に伴うリスクについては、以下のリンクをご参照ください。  
<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

本レポート内のクレディ・スイスへの言及はその子会社と関連会社を含みます。当社の構成に関するさらなる情報は、以下のリンクをご参照ください。  
[http://www.credit-suisse.com/who\\_we\\_are/en/](http://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/)

本レポートに表明される情報と意見は、クレディ・スイスのプライベート・バンキング&ウエルスマネジメント部門のリサーチ部によって、執筆日時点で作成されたもので、通知なく変更されることがあります。本レポート中で特定の有価証券等に関して表明される見解は、評価基準の相違から、投資銀行部門の調査部による観察や見解と異なったり、一貫性を欠く場合があります。本レポートは、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいはスイスの銀行であるCredit Suisse AG、その子会社およびその関連会社("クレディ・スイス")がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる郡市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。本レポートに掲載されている資料の著作権は、特別な記載がない限りすべてクレディ・スイスに帰属します。また、事前にクレディ・スイスの許可を書面で得ることなく、本レポートに記載ないし掲載した資料、内容および複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されています。本レポートで使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、クレディ・スイスまたはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。

本レポートに掲載されている情報、ツール、資料は、情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。クレディ・スイスは投資の税的影響に関するアドバイスは致しません。別途、税のアドバイザーに相談されるようお願いいたします。とりわけ課税ベースとレベルが変わる場合がありますのでご注意ください。

クレディ・スイスは本レポートのディスクロージャーアペンディックスの情報や意見が正確かつ完全であると信じております。本レポートのその他のセクションに掲載されている情報や意見は、クレディ・スイスが信頼できると判断した情報源から入手していますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。ご要望に応じて追加的情報の提供が可能です。本レポート中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、クレディ・スイスに適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、一切の責任を負いかねます。また、本レポートは個々の判断の代りとしてみなされるべきものではありません。クレディ・スイスは当該証券についてトレーディング・アイデアを発行している、または将来発行する場合があります。トレーディング・アイデアは市場の出来事や材料に基づいた短期的取引機会です。一方、銘柄推奨(“Company Recommendation”)はディスクロージャーセクションで定義されているとおり、今後6ヶ月から12ヵ月間の予想トータルリターンに基づいた投資推奨を反映しています。トレーディング・アイデアと銘柄推奨は異なる想定、分析手法を反映しているため、トレーディング・アイデアは銘柄推奨と方向性が異なる可能性があります。また、クレディ・スイスは本レポート中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他のレポートを発行している、または将来発行する場合があります。それらのレポートは作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、クレディ・スイスは、本レポートの受取人に対し、そのような他のレポートがあることについて、必ず通知しなければならぬ義務を負いません。クレディ・スイスは本レポートに言及されている企業に関連する多くの業務に携わっています。これらの業務は専門的取引、リスク裁定取引、マーケット・メイク、およびその他の自己勘定取引を含みます。

本レポートに記載された情報、意見および予想は、クレディ・スイスがこのレポートを公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合もある点をご了承ください。本レポートにはウェブサイトのアドレスやハイパーリンクが設定されていることがあります。レポートがクレディ・スイスのウェブサイトと言及している場合を除き、クレディ・スイスは当該サイトに関するレビューは行っておりませんので、その内容について責任は一切負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(クレディ・スイス自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む。)は、お客様の利便性のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。本レポートまたはクレディ・スイスのウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスまたはリンクを開くことはお客様ご自身のリスクで行っていただくこととなります。

#### 調査レポートの配布

ここに別途特定されていない限り、本レポートはスイス連邦銀行理事会(the Swiss Financial Market Supervisory Authority)によって認可され規制されているスイス銀行であるCredit Suisse AGによって作成され発行されています。

#### オーストラリア:

本レポートは、Corporations Act 2001 (s761G) により定義される「ホールセール」顧客のみを対象に、Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) により、オーストラリアで配布されます。CSSBは、本レポートで言及される金融商品の運用成果の確約、あるいは運用成果の履行保証を行いません。

#### バハマ:

本レポートは、スイス銀行であるCredit Suisse AGによって発行され、Securities Commission of the Bahamasのブローカーディーラーとして登録されている、スイス銀行の支店であるCredit Suisse AG, Nassau Branchを代表して配布されます。

#### バーレーン:

本レポートは、Investment Firm Category 2としてCentral Bank of Bahrain (CBB)に認可され規制されているCredit Suisse AG, Bahrain Branchにより配布されます。

#### ブラジル:

本レポートで言及されている情報は、ブラジルでの有価証券の公募を意味するものではありません。本レポートで言及されている有価証券は、Securities Commission of Brazil (CVM)に登録されていない場合があります。

#### ドバイ:

本情報は、Dubai Financial Services Authority (DFSA)により、認可され規制されているCredit Suisse AG, Dubai Branchにより配布されます。関連金融商品あるいはサービスは、顧客としての規制基準を満たし、ホールセール管轄区域の金融市場へ参加するための十分な金融経験と理解を有している100万米ドル以上の流動資産を保有するホールセール顧客に対してのみ提供されます。

#### フランス:

本レポートは、投資サービス提供者としてAutorité de Contrôle Prudentiel (ACP)に認可されたCredit Suisse (France)により、配布されます。Credit Suisse (France)は、Autorité de Contrôle Prudentiel and the Autorité des Marchés Financiersにより、監督および規制されています。

#### ドイツ:

Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)により認可され規制されているCredit Suisse (Deutschland) AGが、クレディ・スイスの関連会社の一つにより作成されたレポートを顧客に配布しています。

#### ジブラルタル:

本レポートは、Credit Suisse (Gibraltar) Limited により配布されます。Credit Suisse (Gibraltar) Limited は、クレディ・スイスの完全子会社として独立した法人であり、Gibraltar Financial Services Commissionにより規制されています。

#### ガーンジー:

本レポートは、Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey に住所が登録され、15197の番号で独立した法人としてガーンジーに登録されているCredit Suisse (Channel Islands) Limitedより配布されます。Credit Suisse (Channel Islands) Limited は、クレディ・スイスの完全子会社であり、Guernsey Financial Services Commissionにより規制されています。ご希望の方には最新の監査済み決算書のコピーが入手可能です。

#### 香港:

本レポートは、香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority)により規制されている公認機関であり、また the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong)により規制された登録機関である、Credit Suisse AG Hong Kong Branchにより発行されています。

#### インド:

本レポートは、Securities and Exchange Board of India (SEBI) に規制されているCredit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN U67120MH1996PTC104392)により配布されます。(SEBI登録番号: INB230970637、INF230970637、INB010970631、INF010970631、INP000002478。登録所在地9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, India, Tel. +91-22 6777 3777)。クレディ・スイス・インドの事業活動および過去の懲戒処分については、以下で入できる開示文書のセクションIIIおよびセクションIVを御覧ください。https://www.credit-suisse.com/media/pb/docs/in/privatebanking/services/disclosure-portfolio-management.pdf。

#### イタリア :

本レポートは、Banca d' Italiaおよび CONSOBの監督および規制下にあり、イタリア法に基づき銀行として法人化し登録されたCredit Suisse (Italy) S.p.A.により、イタリアで配布されています。また、イタリアで銀行・金融サービスの提供を認可されたスイス銀行である、Credit Suisse AGによっても配布されます。

#### 日本 :

クレディ・スイス証券株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第66号、日本証券業協会 会員、一般社団法人 金融先物取引業協会 会員、一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会 会員)のみが本レポートの日本国内への配布を担当しております。クレディ・スイス証券株式会社は、本レポートの国外への配布および転送は致しません。

#### ジャージー :

本レポートは、Jersey Financial Services Commissionにより規制されたCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchにより配布されます。ジャージーにあるCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchのビジネスの住所は、TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QAです。

#### ルクセンブルク :

本レポートは、Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)により認可され規制されているルクセンブルク銀行である、Credit Suisse (Luxembourg) S.A.により配布されます。

#### メキシコ :

本レポートで言及されている情報は、メキシコ有価証券法(Mexican Securities Law)で定義されている有価証券の公券を意味するものではありません。本レポートは、メキシコのマスメディアで広告される予定はありません。本レポートは、メキシコやメキシコ市民に対する、銀行や投資助言サービスの提供や媒介に関する広告を含んでいません。

#### カタール :

本情報は、Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) (QFC No. 00005)により、認可され規制されているCredit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C.により配布されます。すべての関連金融商品やサービスは、100万米ドル超の流動資産を有し、また当該商品やサービスを受けるための十分な金融知識、経験および理解力を有する、ビジネス顧客として分類されることを選んだ個人を含むビジネス顧客、あるいは(Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)で定義された)マーケット・カウンターパーティにのみ提供されます。

#### ロシア :

本レポートに含まれる調査は、特定の有価証券や関連する金融商品の広告や推進等を意味するものではありません。本リサーチ・レポートは、ロシア連邦の連邦法バリエーション活動(Federal Law On Valuation Activities in the Russian Federation)の意味でのバリエーションを表してはなりません。本リサーチ・レポートは、クレディ・スイスのバリエーションモデルと手法を使用し作成されています。

#### シンガポール :

本レポートは、機関投資家(institutional investors)、適格投資家(accredited investors)および専門投資家(expert investors)(各投資家の定義は”Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)だけを対象にしたシンガポールでの配布のために、作成および発行されています。また、海外投資家(overseas investors)(定義は、”Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)には、Credit Suisse AG, Singapore Branchにより配布されます。

なお、機関投資家(institutional investors)、適格投資家(accredited investors)、専門投資家(expert investors)あるいは海外投資家(overseas investors)としてのお客様のステータス

に基づき、Credit Suisse AG, Singapore Branchは、お客様にご提供する金融アドバイザー・サービスに関し、”Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore (the ”FAA”)”、”Financial Advisers Regulations”およびそれらに従って発行される関連通知・ガイドラインでの一定のコンプライアンス要件を遵守することを免除されています。

#### スペイン :

本レポートは、Banco de Españaの番号1460で登録され認可されCredit Suisse AG, Sucursal en Españaにより、スペインで配布されます。

#### タイ :

本レポートは、Office of the Securities and Exchange Commissionにより規制されたCredit Suisse Securities (Thailand) Limitedにより配布されます。(登録住所 : 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok Tel. 0-2614-6000)

#### イギリス :

本レポートは、Credit Suisse (UK) Limited および Credit Suisse Securities (Europe) Limitedにより発行されています。Credit Suisse Securities (Europe) Limited および Credit Suisse (UK) Limitedは、両社とも、クレディ・スイスの関連会社(独立した法人)であり、英国健全性規制機構(Prudential Regulation Authority)により認可され、英国金融行動監視機構(Financial Conduct Authority)およびPrudential Regulation Authorityにより規制されています。個人顧客に対しFinancial Conduct Authority および/またはPrudential Regulation Authority が提供している保護は、イギリス国外の個人により提供される投資やサービスには、適用されません。また、当該投資の発行体がその義務を果たさない場合には、金融サービス補償制度(Financial Services Compensation Scheme)は適用されません。

#### 米国 :

**本レポートおよびそのいかなる複製も、米国へ送付したり、米国内での配布および米国居住者(US PERSON)への配布を禁止します。**

一部の法域への調査レポートの配布は地域の法律や規則で制限されている場合があります。

---

Credit Suisseの書面による許可なく、本レポートの全体あるいは一部を複製してはなりません。

Copyright ©2015 Credit Suisse Group AG および/あるいは関連会社

不許複製

15C027A\_R

**CREDIT SUISSE AG**  
Research Institute  
Paradeplatz 8  
CH-8070 Zurich  
Switzerland  
[cs.researchinstitute@credit-suisse.com](mailto:cs.researchinstitute@credit-suisse.com)  
[www.credit-suisse.com/researchinstitute](http://www.credit-suisse.com/researchinstitute)

