

PSJ モデルの導出について

Contributors

東覚 健二

+81 3 4550 7172

kenji.toukaku@credit-suisse.com

近藤 薫

+81 3 4550 7171

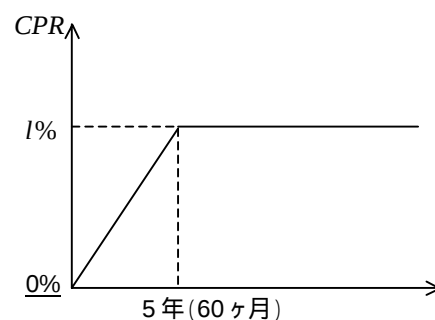
kaoru.kondo@credit-suisse.com

1. はじめに

PSJ の標準モデルの形状は、形状が簡易であることを前提とし「米国 PSA モデルの形状」と、住宅金融公庫（以下、公庫）の償還履歴データから観測される「経年効果（シーズニング）」等を参考にして決定された。以下が PSJ モデル・ガイドブックで記載されている標準モデルの形状の定義である。

- (1) 切片 CPR は、公庫償還履歴データから一定の CPR が認められるものの、期限前償還速度としての使い勝手を優先して 0% とする。
- (2) シーズニング月数（CPR が一定となる経過月数）は、過去のデータからは 5～6 年が認められるので、切の良い数字や分かりやすさを優先して、5 年（60 ヶ月）とする。
- (3) 変数となる水平 CPR に関しては、米国のように 100% を定めず、グラフ上で水平となる CPR 水準で速度表記する（図表 1 の場合、1% CPR と表記）。

図表 1：PSJ 標準モデルの形状および定義式



ローン返済開始時点からの経過月数

$$CPR(t) = \min \left[\frac{l}{60} \times t, l \right] \quad (l \geq 0)$$

ただし、

t : 経過月数、

l : 60 ヶ月以降一定値となる CPR(%)

出所：Credit Suisse 作成

上述（1）の切片 CPR に関しては、米国の PSA モデルでも切片 CPR は 0% とされており、使いやすさの観点から決められている。そして、（2）のシーズニング月数は、60 ヶ月と米国の 2 倍の期間が設置された。本稿では、このシーズニング月数として 60 ヶ月を設置した妥当性について、検証した結果を紹介する。

2. 公庫償還履歴データの概観

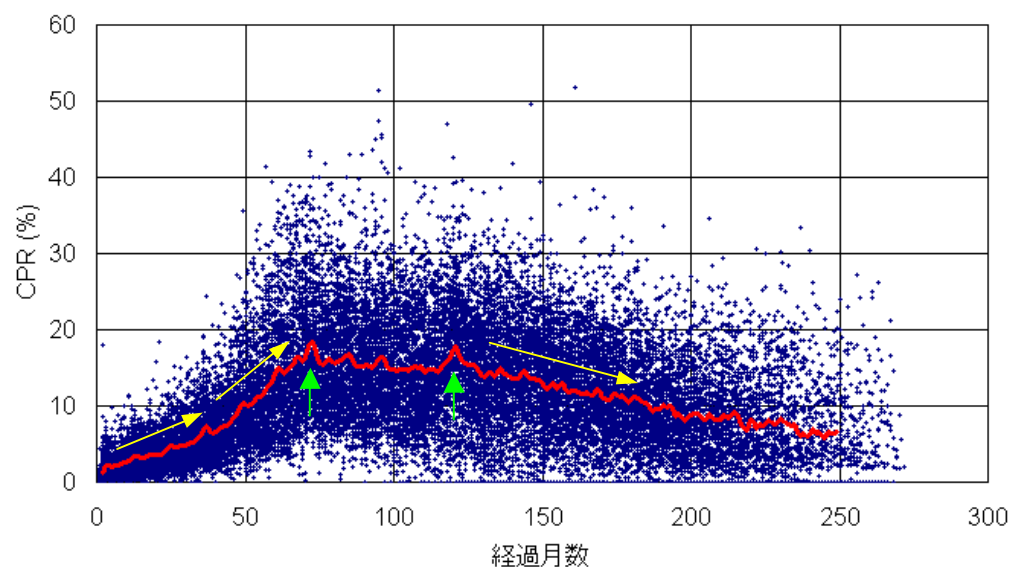
公庫ローンのシーズニング特性を調べるため、まず初めに公庫が毎月公表している償還履歴データを用いてプリペイメントと経過月数の関係を見た（図表 2）。

青色のプロットは各ローンプールにおける CPR の観測値を示す。非常にばらつきのある大きなデータではあるが、経過月数に関する特性が見られる。データを見やすくするため、経過月数ごとにこれらの観測値の平均値を求め、各経過月数に対する等加重平均 CPR を示したものが図中の赤色のラインである。

このグラフによると、CPR は返済開始から時間が経過するにつれて上昇し、70 ヶ月付近でピークをむかえている。その後、CPR はやや低下し、再び 120 ヶ月付近で上昇するが、その後は低下傾向が続くという特性が過去データより確認できる。

2 度目に CPR が 120 ヶ月時点で上昇する理由として、10 年後に住宅ローン金利がステップアップするローンが含まれているためと考えられる。つまり、ローン金利上昇による金利コスト負担を避けるために、この時点で債務者にはプリペイメントを行うインセンティブが働く。このようなステップアップの仕組みは、過去に公庫が直接貸付を行ったローンの殆どに含まれている。なお、民間機関が公庫と提携して発行しているフラット 35（月次債の裏付資産となっているローン）に関しては、その多くが名前の通りローン金利は全期間固定である（一部、段階金利型のローンもあるが少数である）。

図表 2：経過月数とプリペイメントの特性

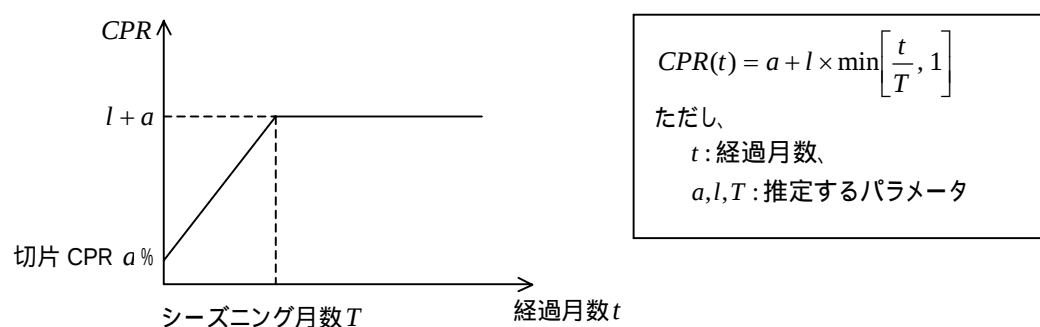


出所：住宅金融公庫公表の償還履歴データをもとに Credit Suisse 作成

このデータに、PSJ 標準モデルの形状をフィッティングさせ、シーズニング月数がどのあたりにくるか算出した。用いた関数を図表 3 に示す。ただし、切片 CPR には制約を付けずにパラメータの推定を行った¹。これより、シーズニング月数は 64 ヶ月程度と推測された（図表 4 参照）。

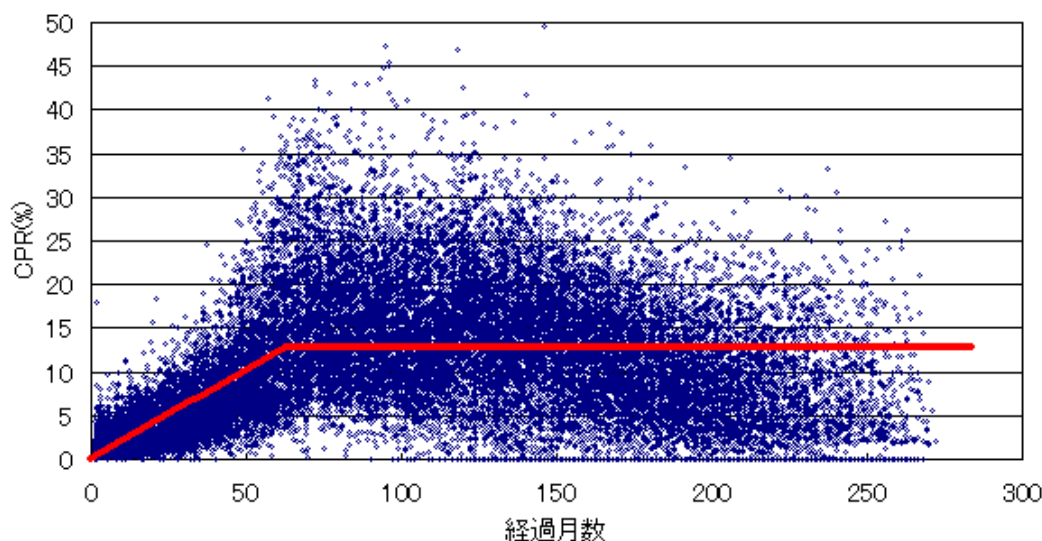
ただし、この結果はローン金利のステップアップがプリペイメントに与える影響を除去せず推定した結果である。次章では、金利の影響を除去した上で、シーズニング月数の検証を行った。

図表 3：フィッティングに用いた関数



出所：Credit Suisse

図表 4：パラメータ推定結果



出所：住宅金融公庫公表の償還履歴データをもとに Credit Suisse 作成

¹切片 CPR は観測上存在し、0%の制約を付けない方がフィッティングはよい。

3. 金利要因の影響を除いたシーズニング月数の推定

プリペイメントが発生する主な要因として、一般的に以下の要因が挙げられる。

- (1) 金利効果
- (2) シーズニング
- (3) シーズナリティ（月効果）
- (4) バーンアウト

「(2)シーズニング要因」、「(3)シーズナリティ要因」はそれぞれ経過月数、ローン返済月を変数とする要因で、金利と無関係である。

「(4)バーンアウト」とは、金利低下等により一度プリペイメントが進んだローンプールでは、プリペイメントが困難な債務者の割合が増えるため、再度金利が低下して（あるいは低金利環境が継続して）借り換えに適した同様の状況が生じて、前回と同様のプリペイメントは起こらないという現象である。この要因の説明変数として、金利を用いる方法もあるが、日本では過去一貫して金利低下局面であったため、金利を説明変数として用いることは難しい。

よって弊社では、バーンアウトを金利以外の変数で説明しているの、金利低下時に借り換えインセンティブが増加する「(1)金利効果要因」だけを別の関数で定義し、そしてこれを除くことによって、（金利要因を除去した）シーズニング月数を推定した。

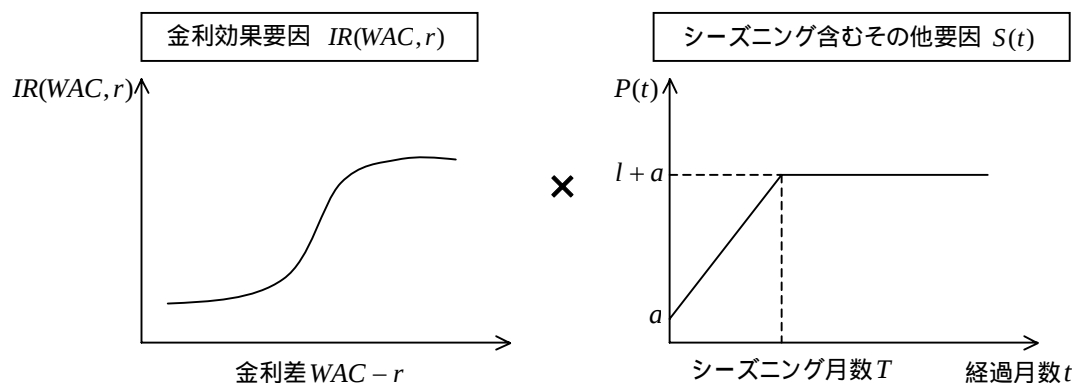
下式のように、CPR は「金利効果要因」と「シーズニングを含むその他要因」の積で表されると仮定して、2 関数のフィッティングを行う。それぞれの関数の形状を図表 5 に示す。

$$CPR = \text{金利効果要因 } IR(WAC, r) \times \text{シーズニング含むその他要因 } S(t)$$

ただし、WAC：ローンプールの加重平均金利
 r ：5 年スワップレート
 t ：経過月数

金利効果要因の関数として、S カーブという形状が知られている。本稿では金利関数として 3 つの形状を仮定し、それぞれフィッティングを行った。

図表 5：パラメータ推定に用いる 2 関数



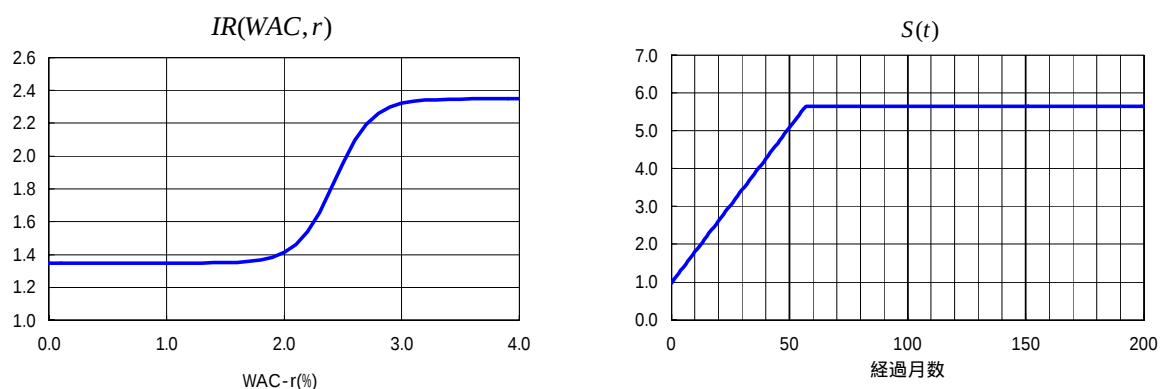
(注) WAC はローンプールの加重平均金利、 r は 5 年スワップレートの月平均値を使用。
 出所：Credit Suisse

なお、本分析では金利効果関数を推定する際の金利差($WAC-r$)として、ラグ 2 ヶ月の数値を使用した。図表 6 に、フィッティングした各関数の形状および、シーズニング月数の値 T を記す。

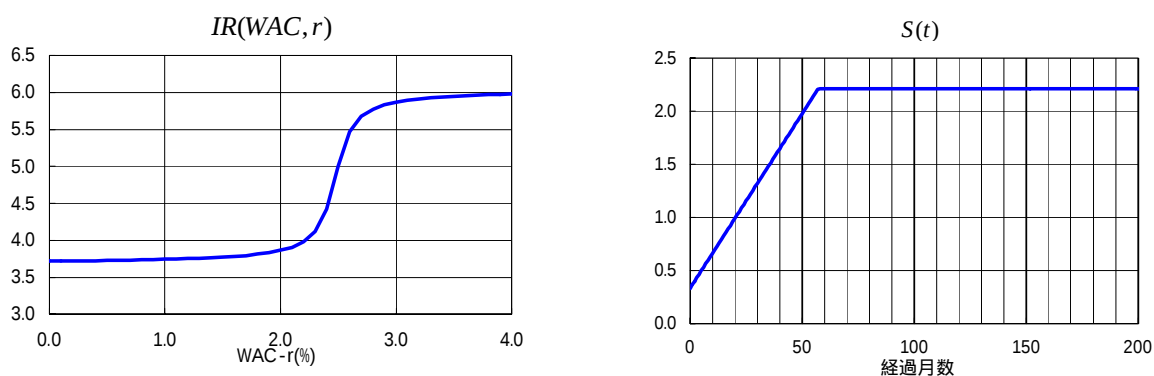
分析結果より、シーズニング月数はいずれの金利関数を用いても 57 ヶ月程度であることがわかった。

図表 6：金利要因効果を取り出した各関数のフィッティング結果

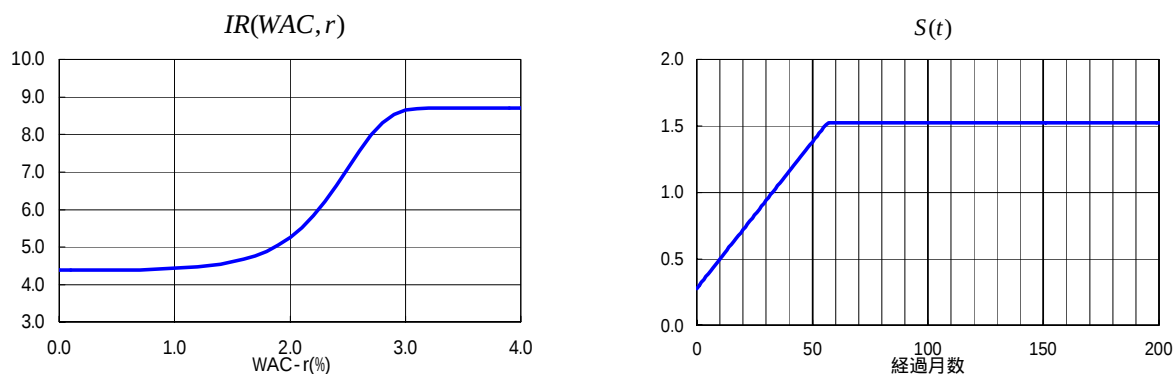
(A) 金利効果関数 $IR(WAC, r)$ に、ロジスティック関数を用いた場合 シーズニング月数=57 ヶ月



(B) 金利効果関数 $IR(WAC, r)$ に、arctan を用いた関数 シーズニング月数=57 ヶ月



(C) 金利効果関数 $IR(WAC, r)$ に、exp を用いた関数 シーズニング月数=57 ヶ月



(注) WACはローンプールの加重平均金利、 r は5年スワップレートの月平均値を使用。

出所：Credit Suisse

4. まとめ

今回の分析より、シーズニング月数は、金利要因効果を除かない場合で約 64 ヶ月、金利要因効果を考慮しこれを取り除いた場合で約 57 ヶ月という結果が得られた。なお、金利要因効果を除去するに当たり幾つかの金利関数を用いたが、シーズニング月数の数値はいずれも同程度であった。これより、どのような金利要因関数を想定するかには基本的に依存せず、シーズニング月数、即ち経過月数に対するプリペイメント率のタームストラクチャーが得られたものと考えられる。また、金利ラグを 1 ヶ月にした場合でも 60 ヶ月近傍の数値が得られている。

これらをふまえ、今回算出した推定値に最も近く、使用上利便性が認められる「60 ヶ月」のシーズニング月数は、妥当な定義であると考えられる。

アナリスト・サーティフィケーション

東覚 健二と近藤 薫は、分析する企業または証券について、（１）本調査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、（２）それぞれの報酬が本調査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。

CUSP® に関するサーティフィケーション（証明）と定義

Credit Suisse は、本調査レポートの CUSP® 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見解が CUSP® の分析法を正確に反映し、（2）Credit Suisse 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。CUSP® はクレジット・リスクと発行体の資本構成、株価、株価のインプライド・ボラティリティとの関連を分析するモデルです。CUSP® は、先行的なマーケット・ベースのリスク指標（1 標準偏差スプレッド拡大リスク、SWR）およびリスクとリターンを両方を組み込んだ相対価値指標（確率加重収益率、PWR）という二つの尺度を用いて、信用リスクを系統的にモニターする分析ツールです。CUSP® の分析法に関するさらに詳しい情報をご希望の場合は、www.credit-suisse.com/cusp をご参照、または Credit Suisse Fixed Income Portfolio Strategy Group までご連絡願います。

重要なディスクロージャー

Credit Suisse は公平かつ独立性があり公正で誤解を招く恐れのない投資調査レポートのみを公表することを方針としています。詳細については次のリンクから "Credit Suisse's Policies for Managing Conflicts of Interest in connection with Investment Research" をご参照ください：http://www.credit-suisse.com/research-and-analytics/disclaimer/managing_conflicts_disclaimer.html

本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の発行を行うことを Credit Suisse の方針としています。

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 の投資銀行業務および債券部門業務によって得た収益が含まれています。

Credit Suisse は原則として、アナリストおよびその同居家族が、本調査レポートで言及された企業の証券または派生商品への投資によって利益を得ることを禁止しています。

Credit Suisse は原則として、アナリストおよびその同居家族が、本調査レポートで言及された企業の社員、役員、またはアドバイザー・ボードの委員として勤務することを禁止しています。

Credit Suisse 本調査レポートで言及された企業の証券に関する公募または米国証券法規則 144A に基づく私募にあたり、主幹事もしくは共同主幹事を務めた可能性があります。

Credit Suisse 本調査レポートで言及されている企業の証券または派生商品を自己勘定で売買する可能性があります。

Credit Suisse はいかなる税務アドバイスも行いません。本レポート中の米連邦税に関する記述は、罰則の回避を目的とした使用を意図したもので、その意図をもって書かれたものでなく、またその目的のために使用することはできません。

推奨の定義

買い："買い" 推奨の表記は、Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最上位レベルになると Credit Suisse が予想していることを示しています。

アウトパフォーム："アウトパフォーム" の表記は、Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を上回ると Credit Suisse が予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが安定的であるかもしくは改善方向にある、社債が過小評価されている、業種平均に比べクレジット評価は悪いものの投資リターンにおいて業種平均を上回る可能性がある、などのケースが Credit Suisse により想定されていることを意味します。このような社債は、市場環境がボラティルになると価格変動リスクが高まる可能性があります。

マーケット・レベル："マーケットレベル" の表記は、Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内の平均レベルになると Credit Suisse が予想していることを示しています。

アンダーパフォーム："アンダーパフォーム" の表記は、Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を下回ると Credit Suisse が予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが悪化傾向にある、信用力は安定的だが社債が過大評価されていて業種平均値に比べ割高である、などのケースが Credit Suisse により想定されていることを意味します。

売り："売り" 推奨の表記は、Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最下位レベルになると Credit Suisse が予想していることを示しています。

リストラクテッド：特定の状況下においては、Credit Suisse 指針および/または適用法令、諸規則により、投資銀行業務遂行中およびその他の特定の状況下において投資評価を含む一部のコメントが排除されます。

リスク・カテゴリーの定義

リスク・カテゴリーは、ハイイールド債（投資適格外）と考えられる社債の投資リスクに関する分類で、3 つのリスク・カテゴリーから成っています。「平均的」なハイイールド債は「平均的」、リスクがそれを上回る場合には「投機的」、それを下回る場合には「保守的」と表記します。

Credit Suisse クレジット評価の定義

Credit Suisse では投資適格クラスおよびクロスオーバーの発行体に対し、クレジット評価を行っています。クレジット評価は当該企業の信用力に関する当社の評価に基づくもので、証券の購入や売却を推奨するものではありません。クレジット評価の等級（AAA 格、AA 格、A 格、BBB 格、BB 格、B 格）は、期日通りに金融債務を履行する発行体の能力に関する Credit Suisse の評価によって決められます。各カテゴリーは、信用力に基づき上位、中位、下位の等級にさらに細分化され、上位が最も信用力の高いサブカテゴリーとなっています。AAA 格上位、AAA 格中位、AAA 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は際立って高いとの評価を表します；AA 格上位、AA 格中位、AA 格下位—債務者の金融債務を履行する能力はかなり高いとの評価を表します；A 格上位、A 格中位、A 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は高いとの評価を表します；BBB 格上位、BBB 格中位、BBB 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は適切であるが、経済/事業/財務状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性が高いとの評価を表します。BB 格上位、BB 格中位、BB 格下位—債務者は投機的な要素があり、大きな信用リスクにさらされているとの評価を表します。B 格上位、B 格中位、B 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、経済/事業/財務状況の悪化によって著しく影響を受けやすいとの評価を表します。Credit Suisse のクレジット評価は、必ずしも格付け会社の格付けと相関するものではありません。

オプションに関するディスクレーマー

仕組み証券、デリバティブ、オプションは複雑な金融商品であり、すべての投資家に適切な取引ではありません。また高いリスクを伴うことがあり、そのリスクを理解し且つ引き受ける能力と豊富な専門知識を有する投資家のみに適切な金融商品であると考えられます。ご要望に応じて、すべての主張、比較、推奨、統計に関し、その裏付けとなる資料ならびにその他のテクニカル・データをご提供します。取引情報はすべて暫定的なものであり、正式な取引確認を意図したものではありません。次のリンクから Options Clearing Corporation の開示書類をご覧ください：<http://www.cboe.com/LearnCenter/pdf/characteristicsandrisks.pdf>

多くのオプション取引では租税の影響を考慮することが重要であるため、オプション取引を検討されている投資家は、その取引の結果に租税が及ぼす影響について、タックス・アドバイザーに相談されることをお勧めします。

Credit Suisse HOLT の重要なディスクロージャー

Credit Suisse は、本調査レポートの Credit Suisse HOLT 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見解が Credit Suisse HOLT の分析法を正確に反映し、（２）Credit Suisse 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、証券に対して格付け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て使用する分析的ツールであり、データベースに含まれる全企業に一貫して適用されます。第三者のデータ（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。外部の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のためのものです。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、ご請求いただければご提供できます。

Credit Suisse HOLT の分析法では、証券に対して価格ターゲットを指定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、証券の潜在価値を算定しているものであり、第三者データが更新されると潜在価値も変更されることがあります。また、デフォルト変数が調整されることにより、潜在価値が変更されることがあります。Credit Suisse HOLT の分析法に関するさらに詳しい情報は、ご請求いただければご提供できます。

本レポートに記載されている Credit Suisse または CS は、Credit Suisse の投資銀行部門の傘下で営業する全ての子会社および関連会社を含みます。当社の組織概要に関する詳細な情報は以下のリンクをご参照ください：http://www.credit-suisse.com/en/who_we_are/ourstructure.html。

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、Credit Suisse またはその関連会社(以下「CS」と総称)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、いかなる都市町村、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 CS に帰属します。また、事前に CS の許可を書面で得ることなく、このレポートに記載しないし掲載した資料、内容、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、CS 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。CS はこのレポートで取り上げた証券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。CS はこの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。この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。このレポートは投資、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いません。また、特定個人による推奨も含みません。CS 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勧めいたします。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。

本レポートに掲載された情報や意見は、CS が信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、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。また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、CS 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、この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。CS はこのレポートの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もあります。それらのレポートが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、CS はこのレポートの受取人にそのような他のレポートがあることについて間違いなく通知する義務はありません。

CS は、法で認められた範囲内において、当レポートで言及された証券の発行体による資金調達取引への参加しない投資を行うだけでなく、その発行体に対するサービスを提供したり、あるいは、取引を勧誘することがあるほか、それら証券やオプション、またはそれに関連する投資のポジションや残高または他の重大な利益を保有し、取引に応じることがあります。また、CS は当レポートの中の資料で言及されている証券のマーケット・メークを行うことがあります。CS は、法で認められた範囲内において、このレポートに掲載された情報や意見、またはそれが依拠する調査や分析をレポート発行前の段階で使用したり、それらに基づいて行動することがあります。CS は、本レポートで言及されている一部ないしすべての組織の証券公募について、過去三年間に幹事もしくは共同幹事を引き受けた場合があり、また現在、プライマリー・マーケット・メークを行っている場合もあります。また、当該または関連する投資に対して重要なアドバイスや投資サービスを、現在提供しているまたは過去十二ヶ月に提供した場合もあります。なお、ご要望に応じて、秘密保持義務の条件のもとですが、追加の情報も提供できます。このレポートで言及されている投資は、完全な単独組織によってオファーされる場合もあれば、CS 単独または CS 関連会社によってオファーされることもあり、また CS が当該投資の唯一のマーケット・メーカーである場合もあります。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われておりません。このレポートに記載された情報、意見および予想は、CS 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下さい。当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、そうした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ような為替相場変動の影響を受ける場合もあります。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、こうしたリスクを実際の負うことになります。

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、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の高いものもあります。高ボラティリティ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ませんが、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。

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 CS のウェブサイトと言及している場合を除き、CS 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(CS 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。このレポートまたは CS 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のはお客様ご自身のリスクで行っていただくことになります。

本レポートはヨーロッパ(スイスは除く)において英国の One Cabot Square, London E14 4QJ にある Credit Suisse Securities (Europe) Limited が発行・配布し、同社は英国において英国金融サービス機構(FSA)の監督下にあります。ドイツにおいては Niederlassung Frankfurt am Main にある Credit Suisse Securities (Europe) Limited が配布し、同社はドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。本レポートは米国およびカナダにおいては Credit Suisse Securities (USA) LLC、スイスでは Credit Suisse、ブラジルでは Banco de investimentos Credit Suisse S.A、日本の場合にはクレディ・スイス証券株式会社が配布を担当しております。さらに、他のアジア/太平洋地域では、Credit Suisse (Hong Kong) Limited, Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse Singapore Branch のいずれかがその該当管轄地域において正しく認可を取得して配布を担当し、その他の地域においては正式に認められた関連会社が配布を担当しております。Credit Suisse, Taipei Branch によって発行される台湾証券についてのリサーチは資格を有するシニア・ビジネス・パーソンが作成したものです。マレーシアの居住者に提供されるリサーチは Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd のリサーチ責任者による承認を受けており、その問い合わせ先は +603 2723 2020 となります。また、このリサーチはカナダのディスクロージャー要件に合致しない可能性もあります。

本調査レポートは CS が作成・発行したものであり、市場に精通した専門家および機関投資家であられるお客様への配布を目的としています。CS のお客様で市場の専門家または機関投資家ではない方がこのレポートを受領した場合は、これに基づき投資判断を下す前、またはその内容について必要な説明を受けるさいに、別途お客様独自の金融アドバイザーによるアドバイスを受けてください。このレポートは英国以外のお客様の投資またはサービス、または FSA 管理下にはなく、また個人顧客に関する FSA の保護および/または英国の補償スキームを利用できないその他の事柄に関連する場合もあります。また、このレポートに関し、これに該当する可能性のある事柄についてのさらに詳しい情報が必要な場合はご請求ください。

Copyright 2006, Credit Suisse および / またはその関連会社。不許複製。

債券は売却時の時価または市場価格により、投資元本割れが生じる可能性があります。また償還金額の変動により、投資元本割れが生じる可能性がある債券もありますのでご注意ください。