

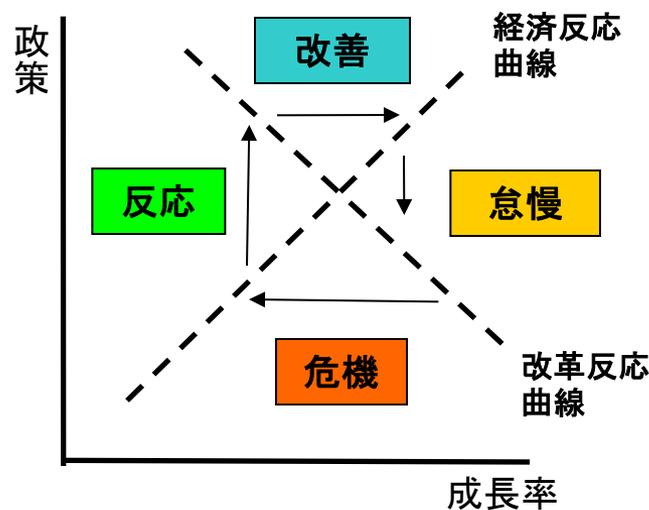
2014年5月

日本経済

## 日本経済

## 金融学界のための資料

CRICサイクルの位相図

MORGAN STANLEY MUFG RESEARCH  
Japan

Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.

ロバート・アラン・フェルドマン、Ph. D.  
チーフエコノミスト  
Robert.Tokyo.Feldman@morganstanleymufg.com  
+81-3-6836-8400

## 日本経済、市場見通し

| 経済見通し     | %    |       |       |
|-----------|------|-------|-------|
|           | 2013 | 2014e | 2015e |
| GDP、暦年    | 1.5  | 0.9   | 1.1   |
| 年度        | 2.2  | 0.3   | 1.3   |
| 消費者物価* 暦年 | -0.2 | 0.6   | 0.5   |
| 年度        | 0.2  | 0.6   | 0.5   |
| 市場見通し     | 年末   |       |       |
| 円相場       | 105  | 108   | 121   |
| 10年国債利回り  | 0.73 | 1.05  | —     |
| TOPIX**   | 1302 | 1390  | —     |

\* 食品、エネルギー、消費税を除く

\*\* 2014年は、12ヶ月先、全てのケースの加重平均

e = モルガン・スタンレー・リサーチ予測

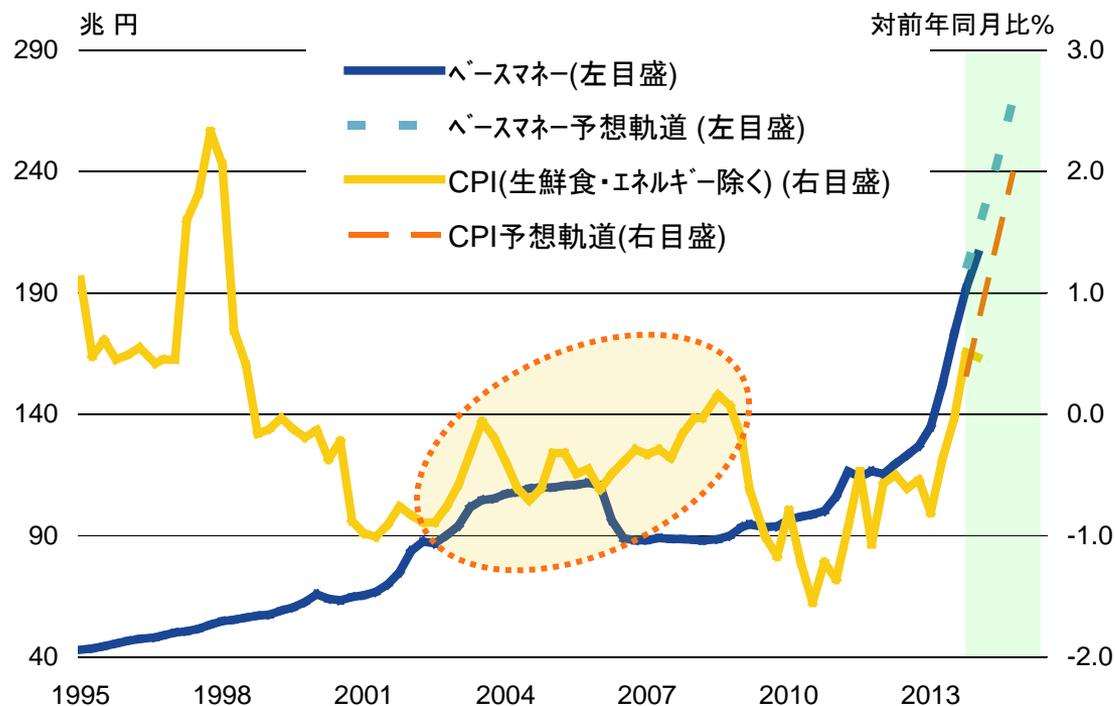
2014年3月16日時点

出所：モルガン・スタンレー・リサーチ。

重要な開示事項は本レポート巻末の情報開示セクションをご参照ください。

本レポートにおいて推奨または論じられている発行体または当該発行体の債券は、債券市場の性質上、継続的な調査対象とはならない場合があります。投資家各位には、本レポートは単独の分析結果を提供するものであり、かかる発行体または当該発行体の債券を対象とした継続的な分析や追加レポートの発行は予定されていないことをご理解のほどお願い申し上げます。

## 黒田QEは日本初めてのQEではない



出所: 日本銀行、内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

2001年から04年にかけてのベースマネーの急激な上昇は、当時のデフレ縮小に寄与した。

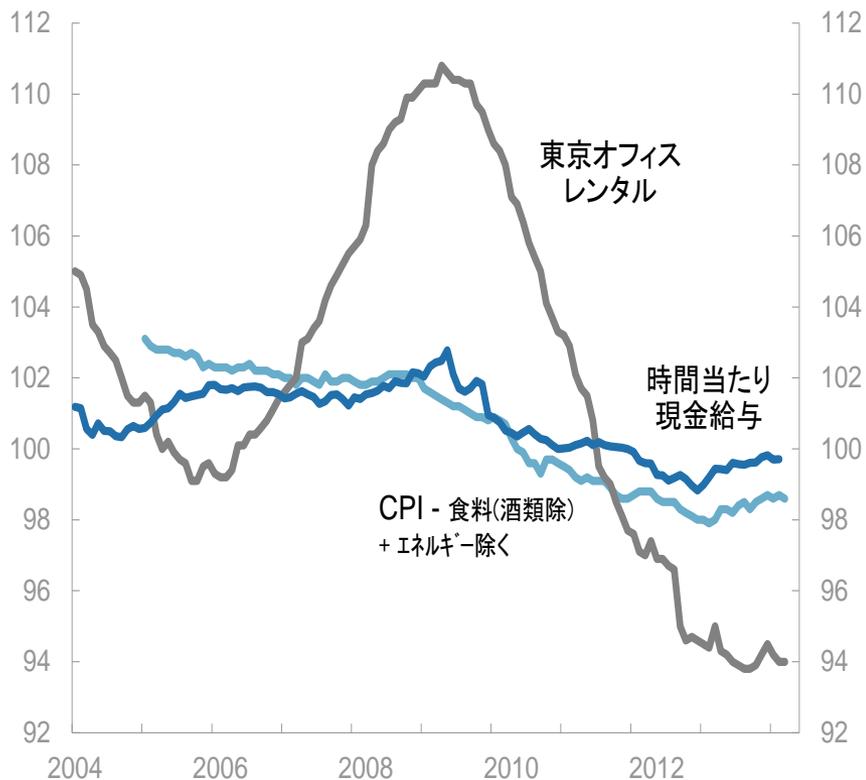
2008年の世界経済成長の崩壊以降、ベースマネーの伸びは、デフレ圧力を弱めるために充分ではなかったとみられる。

日銀の新しいベースマネー目標はデフレ脱却に向けられている。

## 物価と賃金の関係： 金融緩和の影響があるが、波及経路は信用より為替であろう。 労働は？

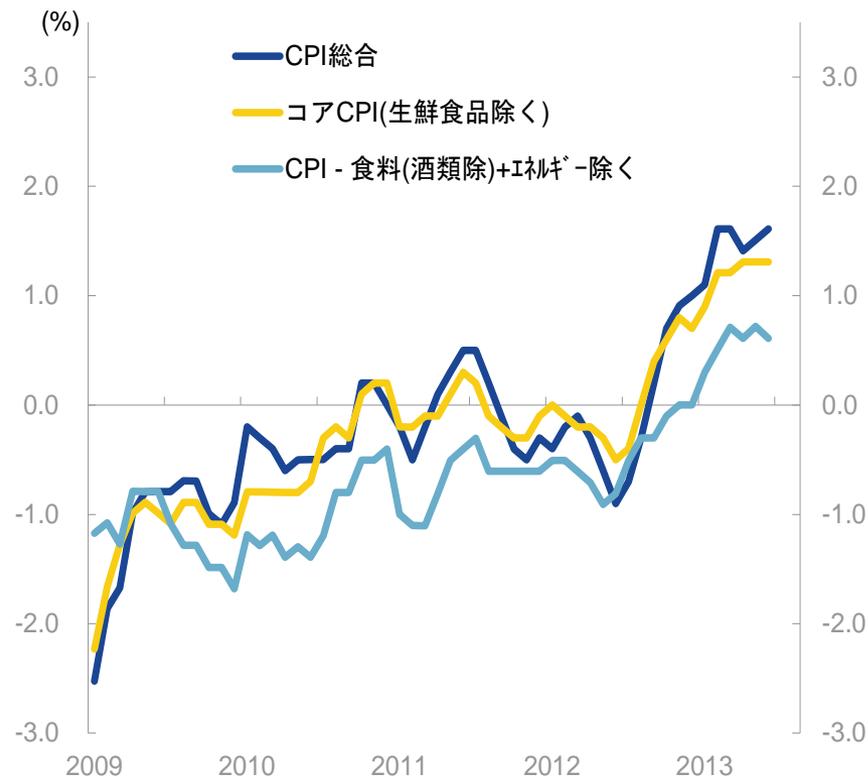
価格指標

水準、2010年=100



消費者物価指数

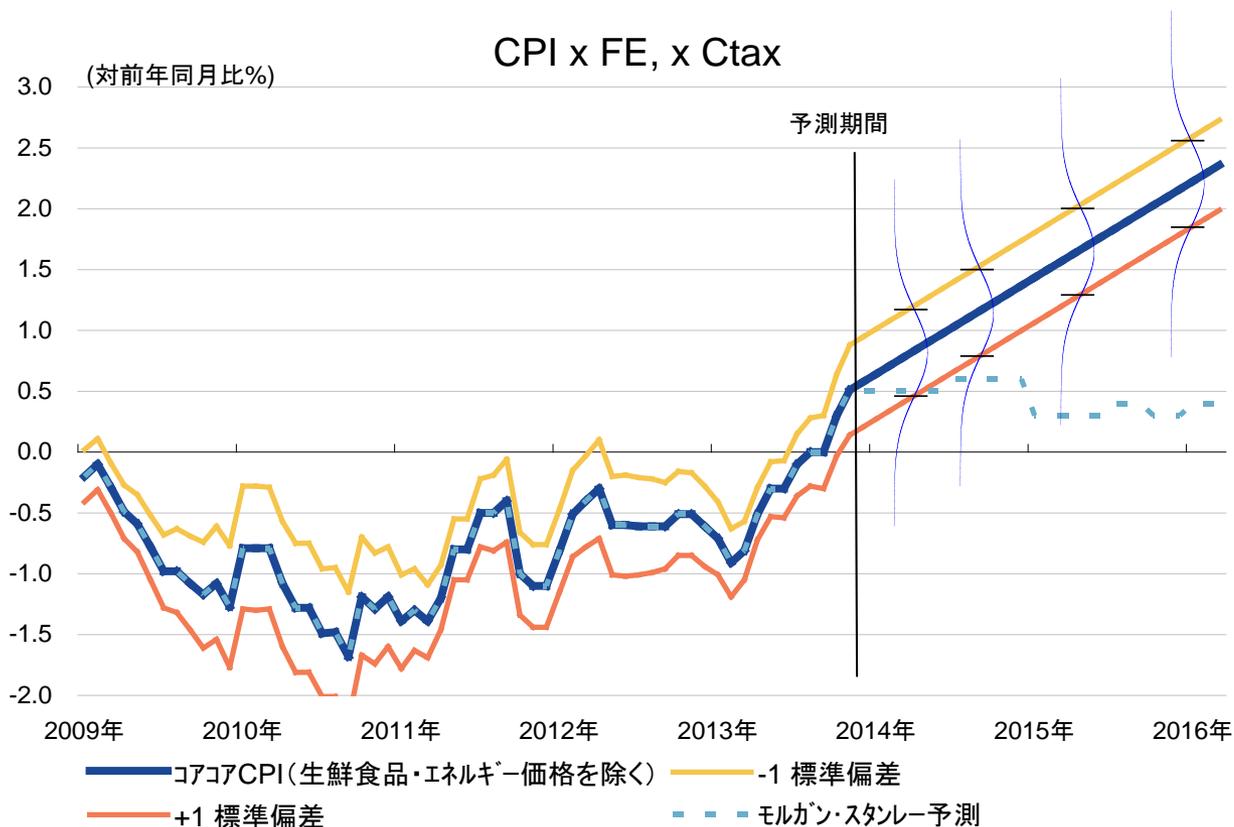
全国、前年同月比



出所: 内閣府、日本銀行、厚生労働省、モルガン・スタンレー・リサーチ

出所: 内閣府、日本銀行、厚生労働省、モルガン・スタンレー・リサーチ

## 日銀は過信か？ 物価上昇は軌道に乗っているか、軌道に乗っていたか次第。



日銀は追加的金融緩和策を示すことに躊躇しているが、多くの投資家は驚いている。

消費増税(4月1日実施)によって再びデフレへと逆戻りするリスクがあり、日銀の予防的な政策が示されることが多いにありえると投資家は考えている。

一方、日銀はそうは考えていない。むしろ、物価動向を示す事例証左は物価目標への道と整合性があり、2015年度に2%の物価上昇率達成に向かって順調に進んでいると見ている。

物価目標への道に対する弊社の見通しによれば、消費者物価指数の前年比変化率は、7月のデータを3ヶ月連続して1標準偏差以上上下回ると思われる。

注: この分析では、賃金の推移がよくわかるコアコアCPIを用いている。日銀が最近の声明の中で賃金動向に注目度合いを高めているからである。

注: 予測期間はモルガン・スタンレー推計 出所: 内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

## アウトプットギャップ: 計測が困難 ...

アウトプットギャップは、次の理由から、計測が非常に難しい: (a)基本データ(GDP)は頻繁に修正される。(b)最終結果は推計の方法と時期に大きく左右される。

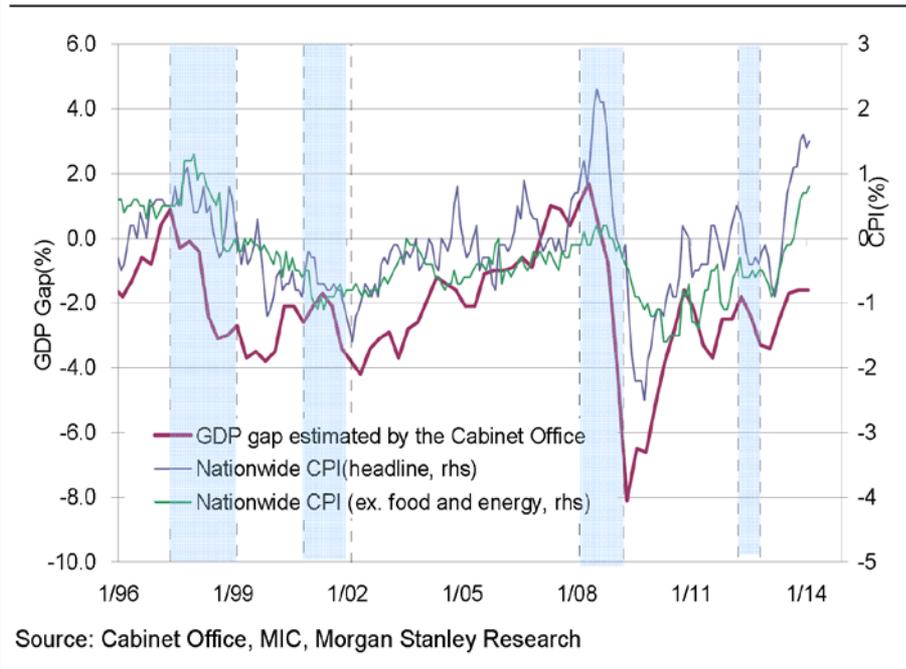
最も単純な方法は実質GDPの対数の時間トレンドであろう(以下参照)。1990-2013年のトレンド成長率は年0.82%であった。

この場合、推計アウトプットギャップは実際のGDPとトレンド成長率との差となる。この単純な方法では、最悪のアウトプットギャップは2009年第1四半期の-5.8%となり、2013年末の同数値は-0.3%となる。

Output Gap Calculation: Simplest Method



## Japan's output gap (Cabinet Office estimates) and CPI: estimates by the BoJ are almost zero according to the bank's April monthly report



より精微な方法では、日銀と内閣府の推計値が異なるように、違いは大きい。

## アウトプットギャップ: ...さらに活用の仕方が難しい

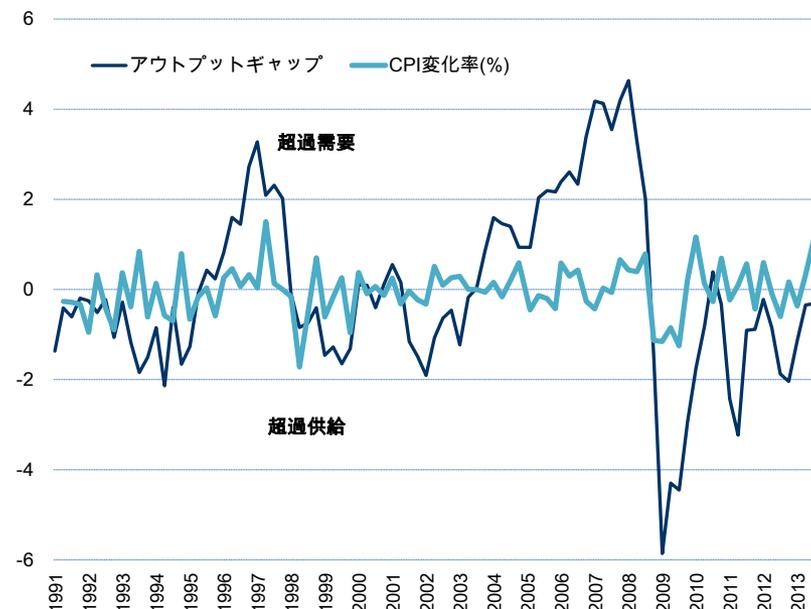
通常、インフレ率の変化はアウトプットギャップに関係しているとされる。この関係においても大きな問題を抱える。CPIのすべての計測値に関する係数は統計上重要とされる (high T-statistics) が、CPIに対する影響は小さい (低価値係数)。たとえば、すべてのCPIに関して、係数を0.0954とすると、このことは、1%の超過需要は1四半期につき0.1パーセントポイントのCPIの加速しかもたらさないことを意味している。他のCPIの係数の価値はさらに低い。

Explanatory variable: The output gap

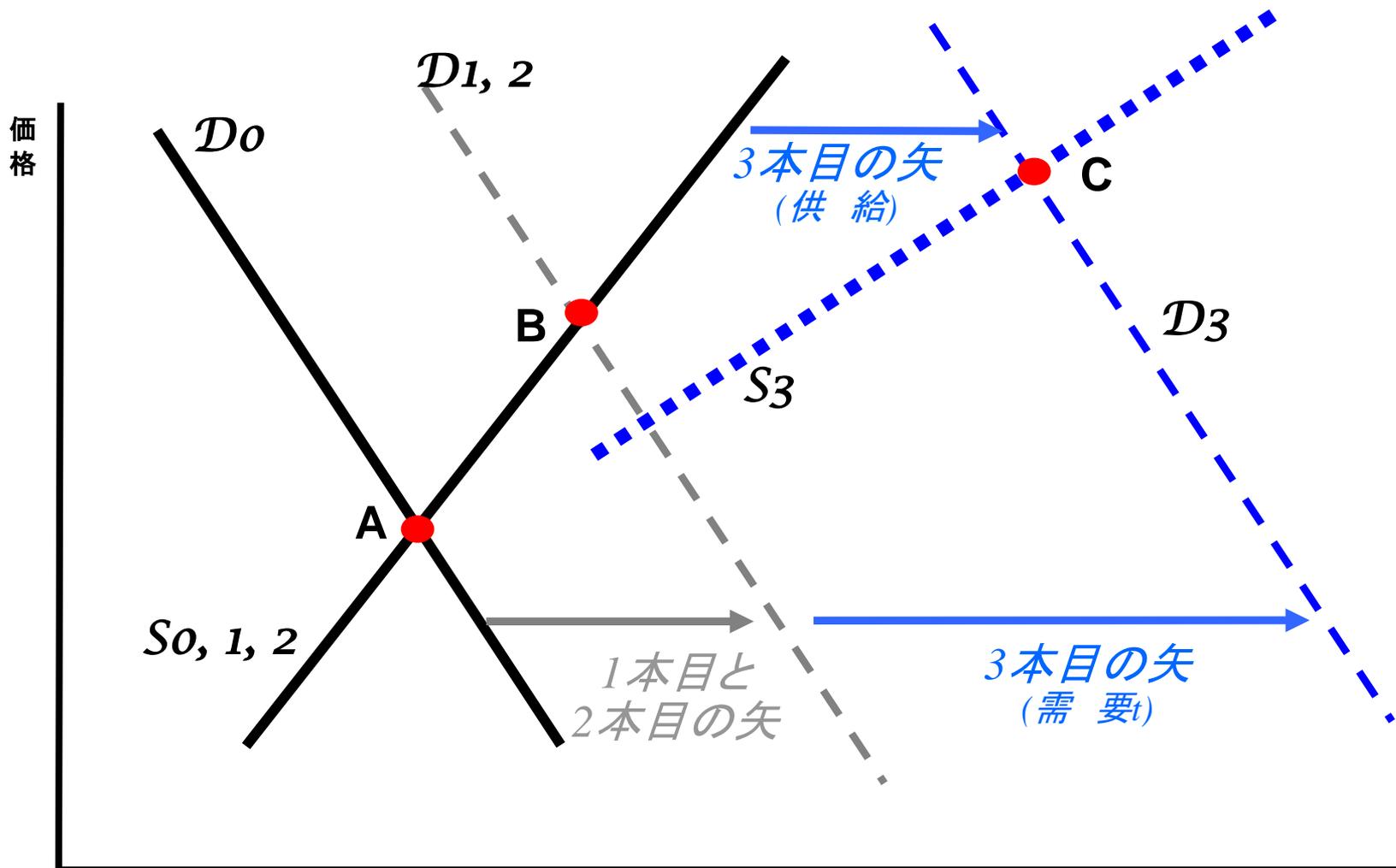
Dependent variable:

| Change of: | Coeff  | T-statistic | Adj R2 | DW    | Resi Std Err |
|------------|--------|-------------|--------|-------|--------------|
| CPI        | 0.0954 | 3.372       | 0.103  | 2.026 | 0.050        |
| CPI x FF   | 0.0825 | 3.659       | 0.121  | 1.551 | 0.040        |
| CPI x FE   | 0.0328 | 1.942       | 0.030  | 1.789 | 0.030        |

さらに、低レベルで調整され四捨五入されている場合、このようなアウトプットギャップは**CPIの変化のほんの一部を説明するだけに過ぎない**と解釈せざるを得ない。つまり、単なるデフレギャップゼロの達成は、**デフレからの脱却が目前であることを保証することにはまったくならない**のである。

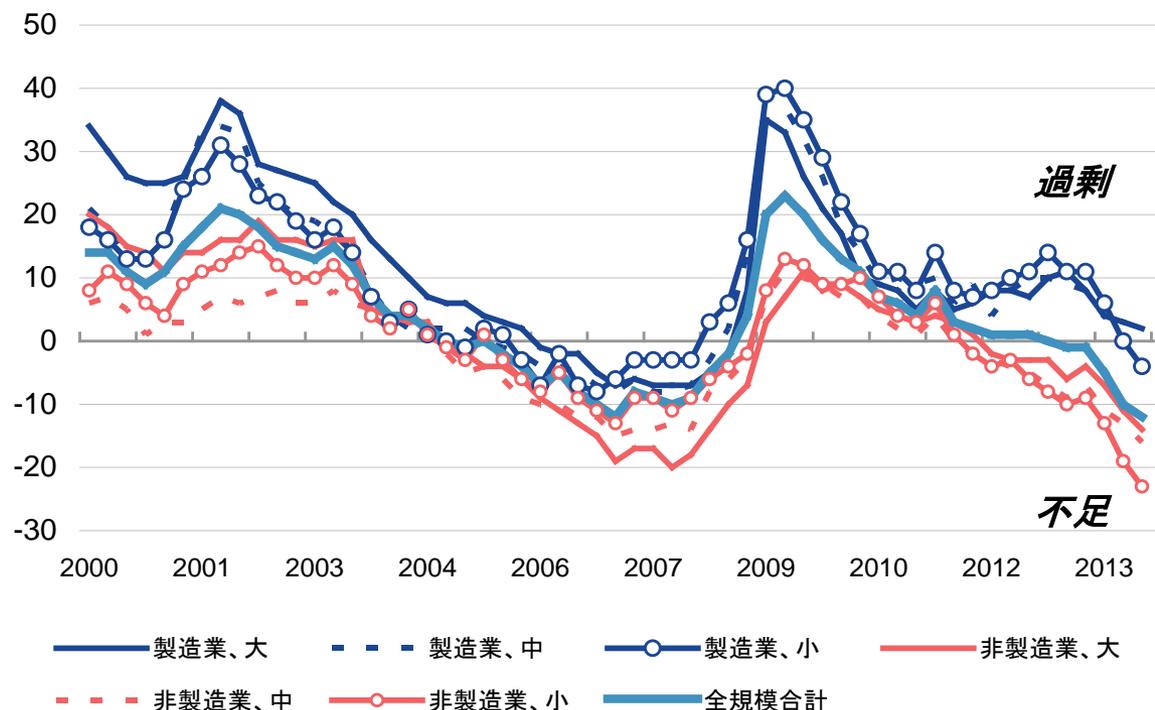


## 金融政策はようやく供給サイドを認め始めているか



## 労働力をどう見るか

日銀短観：雇用人員DI



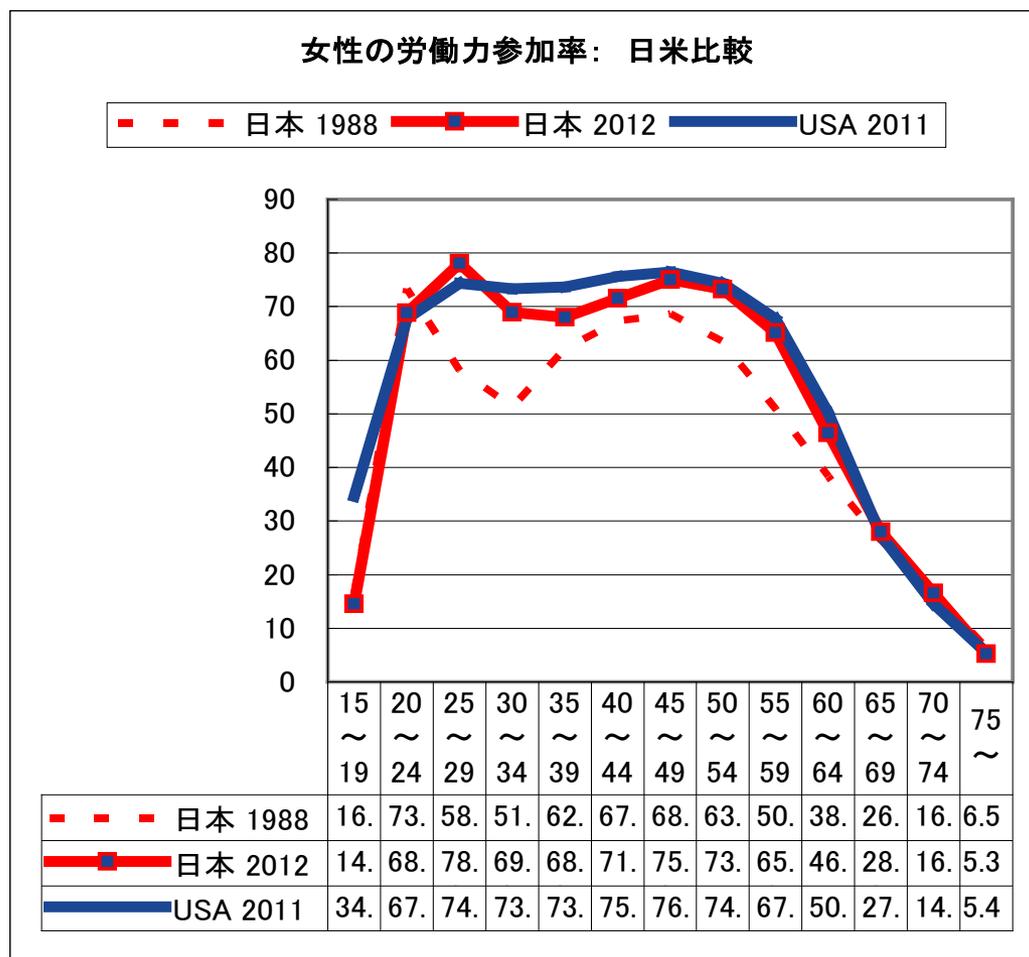
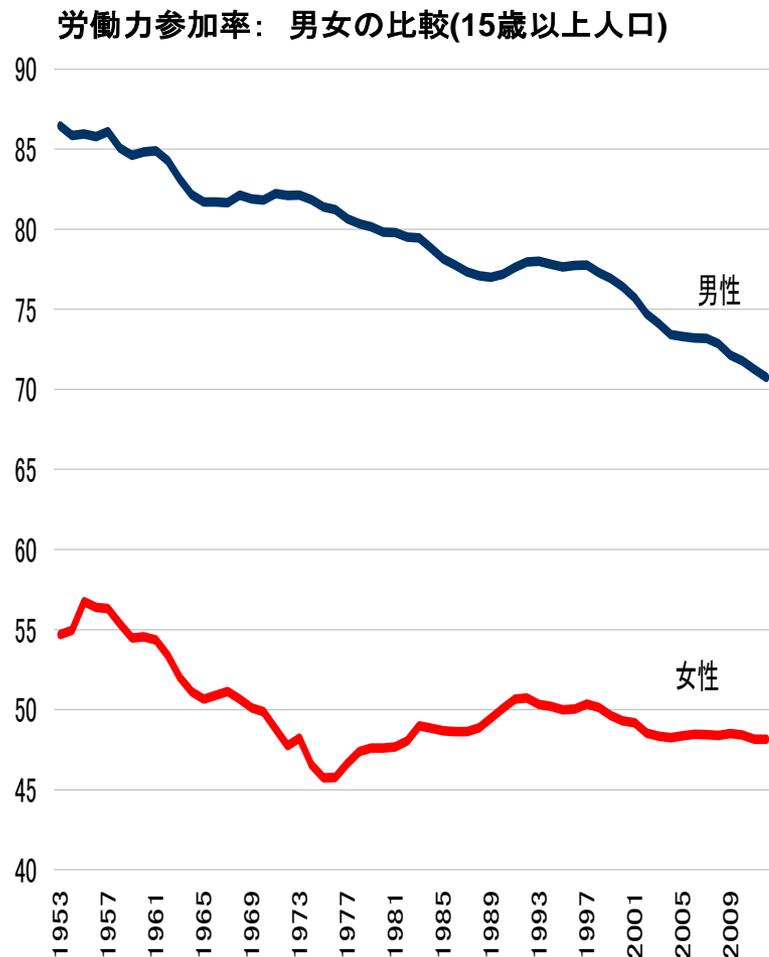
非製造業では既に労働力不足が見られる。非製造業の労働力不足は小さい企業ほど悪化する。

このため、賃金上昇は製造業に先立ってまず非製造業のより小規模な企業から始まると考えられる。

注：プラス値は人余りを、マイナス値は人手不足を示している。

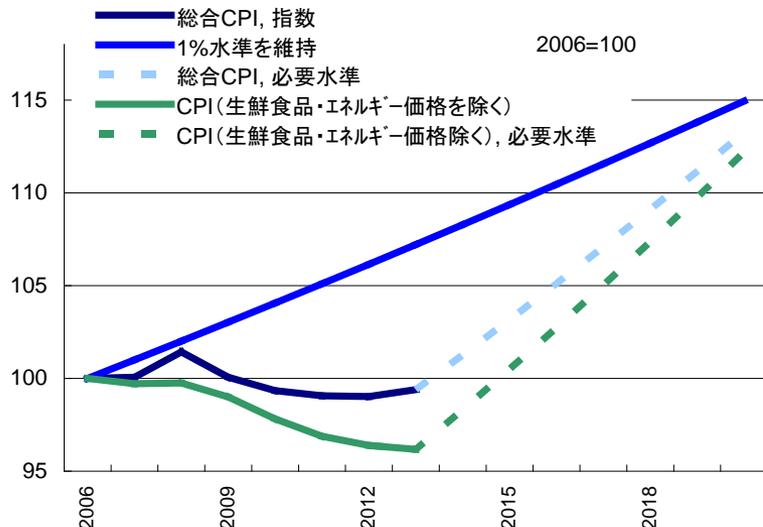
出所：日本銀行、モルガン・スタンレー・リサーチ

## 労働力の構造問題のなか、金融政策のルールは変わる



出所：厚生労働省、総務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

## 量的緩和の縮小： 混乱を避けるためにルールを導入するべき。



実際の物価は、2006年日銀物価安定理解の形で示された道に大きく後れを取っている。物価を軌道に戻す行動を日銀が起こさない限り、新しいインフレ目標への信認は確立されないであろう。

### 4つのアクション

- 1 食料・エネルギーを除くCPIの利用  
目標変数を食料・エネルギーを除くCPIに変更
- 2 物価水準目標政策  
年間インフレ率目標から物価水準目標へのシフト
- 3 ルールに基づく政策\*  
ベースマネーの伸びを実際の物価と物価目標の乖離に基づき決定
- 4 ミクロ経済政策を訴える  
経済財政諮問会議や他の討議の場でミクロ経済改革を積極的に訴える

#### \* 金融政策のルールの例:

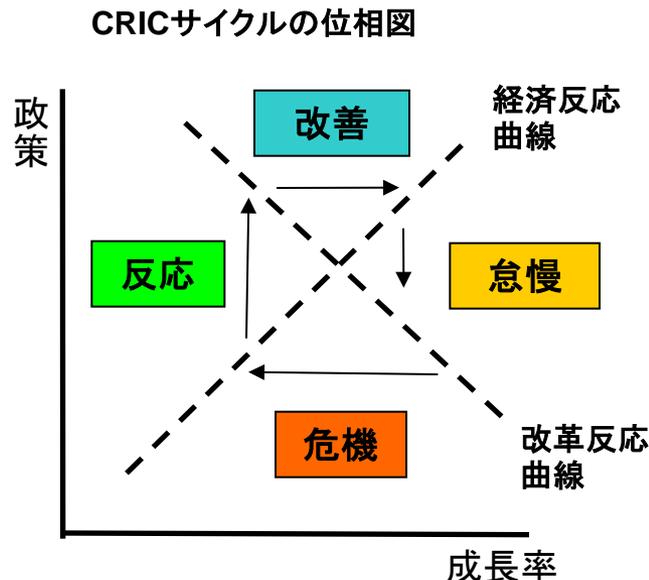
$$M\% = a + b(P^* - P)$$

ベースマネーの伸び率を $M\%$ とし、 $P^*$ はある年の物価水準目標とし、 $P$ は実際の物価とする。そのルールによれば、物価が望ましい道を進めばベースマネーの伸びは毎年、 $a\%$ まで拡大するだろう。物価が道を下回れば、ベースマネーの伸びはそれ相応に拡大していくであろう。

## CRICサイクル – 金融政策にも当てはめるべき。今は、『怠慢』局面。

CRICサイクルは政策と経済の相互関係を表している。同サイクルは2つに分けられる: まず、経済は構造改革に積極的に反応するが遅れて反応する。第二に、状況がよくなると怠慢に陥る傾向が強いため、経済が改善しても改革のペースは遅くなる。

この2つの相互関係が作用するとサイクルが生じる。それらの局面をそれぞれ **危機**, **反応**, **改善**, **怠慢** という。



### 例: アベノミクスの軌跡

|         |                       |
|---------|-----------------------|
| 危機      | 2012年1-11月            |
| 円高      |                       |
| 反応      | アベノミクス 2012年12月-13年4月 |
| 改善      | 2013年3月-8月            |
| 円安      |                       |
| 株高      |                       |
| 良好な経済指標 |                       |
| 怠慢      | 2013年9月-14年1月         |
| 3本の矢の減速 |                       |
| 税と支出予算  |                       |

## CRIC サイクル計算式

### Economic Response

$$(1) \quad g[t+1] = c + d r[t]$$

Growth *next* year rises with reform this year

$$(1) \rightarrow (2) \Rightarrow$$

$$g[t+1] = (c+ad) - (bd) g[t]$$

The steady state is:

$$g^* = (c+ad) / (1+bd)$$

So, deviation from steady state is:

$$(g[t] - g^*) = -bd (g[t-1] - g^*)$$

### Reform Response

$$(2) \quad r[t] = a - b g[t]$$

Reform this year *falls* with growth this year

$$\text{Lag (1), insert result into (2)} \Rightarrow$$

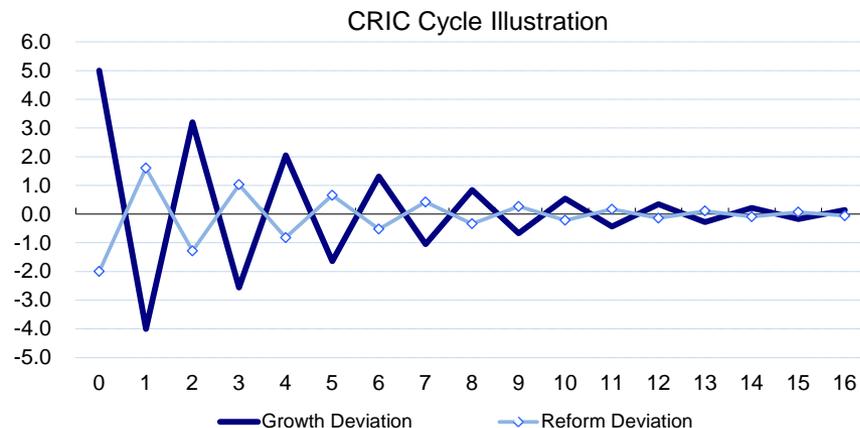
$$r[t] = (a-bc) - (bd) r[t-1]$$

The steady state is:

$$r^* = (a-bc) / (1+bd)$$

So, deviation from steady state is:

$$(r[t] - r^*) = -bd (r[t-1] - r^*)$$



# 良いデフレ脱却は金融政策だけではない: マクロ経済政策ゲーム理論による分析

アコード(政策協定)に関する論議はマクロ経済学とゲーム理論の双方からとらえることが出来る。ペイオフ(利得)はマクロ経済の結果に起因し、プレーヤーへの参考となる。

2015年??? 理想は積極/積極(A/A)の実現。下記のペイオフ・マトリックスが必要となる:

図表4 アコード成立後のペイオフ・マトリックス

|    |                   | 政府                  |                   |
|----|-------------------|---------------------|-------------------|
|    |                   | 積極的/より前向き<br>財政構造改革 | 受身的/消極的<br>財政構造改革 |
| 日銀 | 積極的/より前向き<br>金融政策 | (2, 2)              | (-1, 0)           |
|    | 受身的/消極的<br>金融政策   | (0, 1)              | (-2, 0)           |

出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

例えば、日銀のパフォーマンス評価値は次のように表すことができる:

$$V_b = (gpc - gpc^*) - 2*(p - p^*)^2$$

ここでV<sub>b</sub>は日銀のパフォーマンス評価値、gpcは一人当たり実質GDP成長率の実際の数値、gpc\*は一人当たり実質GDP成長率の望ましい数値、pは実際のインフレ率、p\*は望ましいインフレ率である。この評価法では、実質成長率に対しては軽度の評価が、物価安定からの大幅な乖離に対しては非常に厳しいマイナス評価が、それぞれ日銀に下される。もちろん、評価値を特定する際は上記と異なる方法、例えば一人当たり実質GDP成長率の代わりに物価水準目標を用いる方法、もしくは望ましい水準からの様々な乖離の種類に応じて非対称的なペイオフを適用する方法なども考えられる。

同様に、政府のパフォーマンス評価値は:

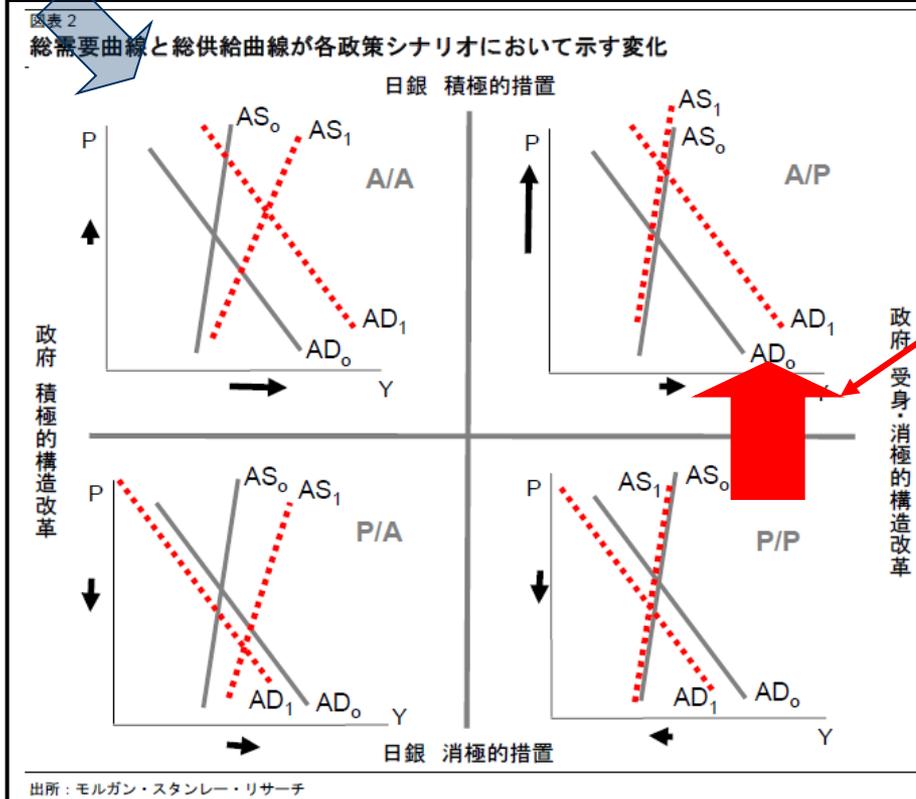
$$V_g = 2*(gpc - gpc^*) - (p - p^*)^2$$

この場合のパフォーマンス評価法では、一人当たり実質GDP成長率に対して高い評価が、物価安定からの乖離に対して軽度のマイナス評価が政府に下される。

図表1 政府と日銀の行動マトリックス

|    |                   | 政府                  |                   |
|----|-------------------|---------------------|-------------------|
|    |                   | 積極的/より前向き<br>財政構造改革 | 受身的/消極的<br>財政構造改革 |
| 日銀 | 積極的/より前向き<br>金融政策 | A/A                 | A/P               |
|    | 受身的/消極的<br>金融政策   | P/A                 | P/P               |

注: A(Aggressive)は積極的・前向き、P(Passive)は受身的・消極的を示す  
出所: モルガン・スタンレー・リサーチ



**2012年末:**  
歴史的に、日銀も政府もデフレ脱却に向けた積極的な対策をとっていない消極/消極ポジションにいた。どちらも相手により積極的な対応を求めているが、渋々譲歩していた。  
2013年位月のアコードは異なるペイオフをもたらし、結果に日銀の政策が変わった。

図表3 P/P(消極/消極)を促すペイオフ・マトリックス

|    |                   | 政府                |                 |
|----|-------------------|-------------------|-----------------|
|    |                   | 積極的/より前向き<br>構造改革 | 受身的/消極的<br>構造改革 |
| 日銀 | 積極的/より前向き<br>金融政策 | (0, 1)            | (-5, 2)         |
|    | 受身的/消極的<br>金融政策   | (1, -1)           | (-1, 0)         |

出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

## 情報開示セクション

Morgan Stanley Researchに記載されている情報および見解は、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.およびその関係会社(以下、総称として“Morgan Stanley”)が作成したものです。本レポートで言及されている銘柄に関わる重要な開示情報、株価チャートおよび株式投資判断履歴は、www.morganstanley.com/researchdisclosuresでご覧いただけます。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management宛)にご請求いただくこともできます(宛先: 1585 Broadway, New York, NY, 10036 USA)。本調査レポートに掲載されている目標株価に関わるバリュエーション手法及びリスクについては、次のクライアント・サポート・チームまでご連絡ください: 米国/カナダ +1 800 303-2495; 香港 +852 2848-5999; ラテンアメリカ +1 718 754-5444 (U.S.); ロンドン +44 (0)20-7425-8169; シンガポール +65 6834-6860; シドニー +61 (0)2-9770-1505; 東京 +81 (0)3-6836-9000。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management宛)にご請求いただくこともできます(宛先: 1585 Broadway, New York, NY, 10036 USA)

### グローバル・リサーチ・コンフリクト・マネジメント・ポリシー

Morgan Stanley Researchは当社のコンフリクト・マネジメント・ポリシーに則って出版されました。同ポリシーはwww.morganstanley.com/research/conflictoliciesにてご覧いただけます。

### 重要なお知らせ事項

Morgan Stanleyは地方自治体のアドバイザーを務めておりません。また、本レポートに含まれる意見や見解はDodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Actのセクション975で意味するアドバイスを意図、または形成するものではありません。

Morgan Stanley Researchはお客様ごとの個別事情に合わせた投資アドバイスを提供するものではありません。調査レポートを受領された方々の事情や目的とは無関係に作成されています。Morgan Stanleyでは、特定の投資または投資戦略について、投資家ご自身が独自に評価されることをお勧めします。また、投資家各位にはファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。特定の投資あるいは投資戦略が適切か否かは、投資家の個々の事情や目的によって異なります。Morgan Stanley Researchで論じられている有価証券、金融商品、投資戦略はすべての投資家に適合しているわけではなく、また一部の投資家はこれらのうちのいずれか、またはすべてについて購入もしくは参加するための適格性を有さない可能性があります。Morgan Stanley Researchは、有価証券/金融商品の売上の申込みもしくは売上の申し込みの勧誘または特定の取引戦略をとることの勧誘を構成しません。投資対象の価値や投資から得られる収入は、金利、為替相場の変動、デフォルトレート、任意繰上償還レート、証券/金融商品の価格、証券市場の指数の変動、発行体の経営・財務状況の変化やその他の要因によって、変化する可能性があります。過去の実績は必ずしも将来の成果を予告するものではありません。将来の業績等に関する見通しは一定の仮定に基づいていますが、その仮定が実現しないこともあり得ます。特に明記がない限り、レポート表紙に有価証券/金融商品の価格が記載される場合の当該価格は当該有価証券の主要取引所における終値とします。

Morgan Stanley Researchの作成について主たる責任を負う債券調査アナリスト、ストラテジスト、エコノミストは、調査レポートの質、正確さ、価値、または当社の収益性や収入(債券取引や資本市場の収益性や収入を含む)、顧客投資家のフィードバック、競争要因などを含む、様々な要素に基づき報酬を受けています。債券調査アナリスト、ストラテジストまたはエコノミストの報酬は投資銀行部門、Morgan Stanleyが資本市場で実行したトランザクションまたは特定のトレーディングデスクの収益性や収入と連動していません。

Morgan Stanleyに関する情報を除き、Morgan Stanley Researchは公開情報に基づいています。Morgan Stanleyは信頼性の高い、包括的な情報を利用するよう最大限の努力を払っていますが、その正確性もしくは完全性については何らの表明もいたしません。当該企業を株式調査対象から除外しようとする場合を除いて、Morgan Stanley Researchに記載されている情報または見解に変更が生じても、Morgan Stanleyはそれを通知する義務を負いません。投資銀行部門の従業員を含む、Morgan Stanleyの他部門の従業員は、Morgan Stanley Researchで示されている事実や見解を検討していません。また、Morgan Stanley Researchで示されている事実や見解は、他部門の従業員が知り得た情報を反映していません。

Morgan Stanleyは本レポートで推奨されている投資や見解と異なった投資判断や自己勘定ポジションをとることがあります。

台湾のお客様各位:台湾で取引されている証券/金融商品に関する情報は、Morgan Stanley Taiwan Limited(以下“MSTL”)が配布しています。こうした情報は読者各位のご参考のために提供しているものです。投資に伴うリスクはお客様ご自身が独自に評価すべきものであり、投資決定はお客様ご自身の責任において行ってください。Morgan Stanleyの書面による明示的な同意がない限り、Morgan Stanley Researchを報道機関に配布したり、報道機関が引用もしくは使用することはできません。台湾で取引が行われていない証券/金融商品に関する情報は、情報の提供のみを目的として記載しているものであり、当該証券/金融商品の売買を推奨もしくは勧誘するものではありません。MSTLはこれらの証券/金融商品の取引を顧客向けに行いません。香港のお客様各位:香港における情報は、香港において規制される活動の一部として、Morgan Stanley Asia Limited(以下“同社”)によって、同社のために配布され、かつ同社に帰属するものとします。Morgan Stanley Researchに関するお問い合わせは香港の営業担当者までご連絡ください。

Morgan Stanleyは中華人民共和国(中国)法による法人組織ではありません。本レポートに関わる調査は中国国外で行われました。Morgan Stanley Researchは中国国内におけるいかなる証券の売付けの申し込み、また買付けの申し込みの勧誘を構成するものではありません。中国の投資家は、そのような有価証券に投資する適切な資格を有する必要があり、適切な政府当局から適切な承認、ライセンス、証明、登録をご自分で取得される責任があります。

Morgan Stanley Researchは、次の国・地域では以下に記された各社が配布しています。ブラジルではMorgan Stanley C.T.V.M. S.A.; 日本では、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.および商品に関わる調査レポートに限りMorgan Stanley Capital Group Japan Co., Ltd.; 香港では、Morgan Stanley Asia Limited; シンガポールでは、Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (登録番号199206298Z) および/またはMorgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (登録番号200008434H) (前2社はMonetary Authority of Singaporeの監督・規制下にあり、調査レポートの内容に対して法的責任を負うことに同意し、Morgan Stanley Researchにより発生した、または関連するすべての事象について問い合わせ先となります); オーストラリアでは、Australian Corporations Actで定義されている“wholesale clients”を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス233742の保有者であるMorgan Stanley Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576 (同社はまた、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています); オーストラリアでは、Australian Corporations Actで定義されている“wholesale clients”と“retail clients”を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス240813の保有者であるMorgan Stanley Wealth Management Australia Pty Ltd A.B.N. 19 009 145 555 (同社はまた、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています); 韓国ではMorgan Stanley & Co. International plc, Seoul Branch; インドではMorgan Stanley India Company Private Limited; ベトナムではこのレポートはMorgan Stanley Singapore Holdingsにより発行されています; カナダではMorgan Stanley Canada Limited (同社はまた、Morgan Stanley Researchの内容について承認し責任を負います); ドイツではBundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)の規制下にあるMorgan Stanley Bank AG, Frankfurt am MainおよびMorgan Stanley Private Wealth Management Limited, Niederlassung Deutschland; ス페인では、Spanish Securities Markets Commission (CNMV)の監督下にあり、Morgan Stanleyのグループ会社であるMorgan Stanley, S.V., S.A. (同社はまた、スペインの法令に基づく金融調査レポートに関する行為準則に従ってMorgan Stanley Researchが作成、配布されたものであることを表明しています); 米国では、Morgan Stanley & Co. LLC (同社はまた、調査レポートの内容に対して責任を負っています)。英国では、Prudential Regulatory Authorityの認可を受け、Financial Conduct Authority および Prudential Regulatory Authorityの監督下にあるMorgan Stanley & Co. International plcが自社の作成したレポートを配布するとともに、その関係会社の作成したレポートをFinancial Services and Markets Act 2000第21条の目的の範囲内で承認しています。英国では、Financial Conduct Authorityの認可をうけその監督下にあるMorgan Stanley Private Wealth Management LimitedもMorgan Stanley Researchを配布しています。英国の個人投資家の方々には、Morgan Stanley & Co. International plcまたはMorgan Stanley Private Wealth Managementの営業担当者から投資についての助言を受けることをお勧めします。RMB Morgan Stanley (Proprietary) LimitedはJSE Limitedのメンバーであり、南アフリカのFinancial Services Boardの規制下にあります。RMB Morgan Stanley (Proprietary) LimitedはMorgan Stanley International Holdings Inc. とFirstRand Limitedの完全子会社であるRMB Investment Advisory (Proprietary) Limitedによる折半出資の合併会社です。

## 情報開示セクション(続き)

Morgan Stanley Researchに記載されている商標およびサービスマークはそれぞれの所有者の財産です。データの提供者は、提供しているデータの正確性、完全性、または適時性に関して、何らの保証もしくは表明をするものではありません。また当該データに関連するいかなる損害についても賠償する責任を負いません。世界産業分類基準("GICS")はMSCIとS&Pによって開発されたものであり、両社の専有財産です。Morgan Stanleyの書面による同意がない限り、Morgan Stanley Researchまたはその一部を複製、販売もしくは再配布することはできません。

Morgan Stanley Researchに記載されている情報は、Dubai Financial Services Authority (以下、「DFSA」)の規制下にあるMorgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch)により配信されており、DFSAによって定義されたプロフェッショナル顧客のみを対象としています。本リサーチに関連する金融商品や金融サービスはプロフェッショナル顧客としての規制上の基準を満たした顧客のみに提供されます。

Morgan Stanley Researchに記載されている情報は、Qatar Financial Centre Regulatory Authority (以下、「QFCRA」)の規制下にあるMorgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch)により配信されており、ビジネス顧客と市場における取引相手のみを対象とし、QFCRAによって定義されたリテール顧客向けではありません。

Capital Markets Board of Turkeyの定めるところにより、ここに記載された投資情報、コメントおよび推奨は投資顧問活動の範囲に入らないものです。投資顧問サービスは、証券会社、資産運用会社、非預金取扱機関および顧客の間で締結された投資顧問契約に沿って提供されます。ここに記載されたコメントおよび推奨はこれらのコメントおよび推奨を提供している者の個人的見解に依拠しています。これらの見解は、お客様の財務状況、リスクおよびリターン選好に合致していない可能性があります。そのため、ここに記載されたこの情報のみに依拠して投資判断を行っても、期待に沿った結果が得られない可能性があります。

**The Americas**

1585 Broadway  
New York, NY 10036-8293  
United States  
+1 212 761 4000

**Europe**

20 Bank Street, Canary Wharf  
London E14 4AD  
United Kingdom  
+44 (0)20 7425 8000

**Japan**

1-9-7 Otemachi, Chiyoda-ku  
Tokyo 100-8104  
Japan  
+81 (0) 3 6836 5000

**Asia/Pacific**

1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong  
+852 2848 5200