

〈フォーカス〉試される「適温相場」の持続性

2018年の世界の金融市場は、好景気と低インフレの共存に裏打ちされた「ゴールドロックス(適温)相場」の持続度が試されることになる。今のところ、世界景気に大きな死角は見当たらず、悲観的なシナリオをメインにする必要はないが、主要国の株価、債券、不動産がいずれもバブル的要素を孕みつつ上昇しており、微妙なバランスのうえに立脚している分、イベントリスクには意外に脆いかもしれない。それでなくても、北朝鮮や中東情勢、中国景気の軟着陸の成否、米国の中間選挙、ビットコイン市場の動静、不安定な欧州政治等、リスク要因には事欠かない。現状の適温相場がなんの波乱もなくあと1年続くとしたら、むしろその方が驚きだろう。年度を通じて上昇、下落どちらで終わるのかにかかわらず、金融市場は昨年よりボラティリティが高まりやすくなる展開が予想される。

特に大きな外的ショックがなくとも、元々割高な米国株式市場が予想外に長く、深い調整局面を挟む可能性はある。米国の個人消費は株高に支えられている面が大きく、これがすでに9年続いている米景気拡大の循環的なピークアウトのきっかけになるとの懸念が高まれば、世界の金融市場は動揺する。逆に、米国景気と株価の堅調推移が続いた場合、ある意味株価以上に買われ過ぎの米国債市場が調整局面を余儀なくされることとなろう。自律的な調整にとどまればいいが、こうした動きがインフレ期待を本格的に織り込むなかで起きる場合、株式市場と債券市場の同時バブル崩壊的な状況につながる可能性もある。その意味で、好景気と低インフレの共存する環境の持続度はきわめて重要となる。

落ち着いた推移が続く物価動向の背景には、労働需給の引き締めりとIT技術の進歩の激しいスピード競争があり、勝敗はまだわからない。中長期的には後者が優勢のようにも思われるが、短期的には前者のスピードが勝る可能性も残される。インフレ高騰までは至らないとしても、低迷が続いていた米欧のインフレ率が無事2%台に戻るだけで、適温相場のバランスは崩れるかもしれない。インフレ動向が主要国の金融政策と密接に関係していることが、市場参加者の心理の振れを増幅するだろう。トランプ減税の効果で米国景気が過熱し、FRBの利上げペースが早まるパターンは最も想定しやすいが、今のところ、市場に対し巧みに金融緩和の長期化を織り込ませているECBが、突如方向転換する可能性も捨てきれない。何しろ、昨年市場予想を良い意味で最も大きく裏切ったのが大陸欧州景気であった。

日本経済にとって、主要中銀が正常化を急げば円安要因になるが、日銀にとっても政策変更のインセンティブとなる点には注意が必要である。元々量的・質的金融緩和の延命策として導入したイールドカーブ・コントロールも、黒田総裁自身が、金融緩和の効果が反転する「リバーサルレート」に言及したとおりで、足元では再び持続性に疑問符がついている。枠組みをいじるのであれば長期金利の変動を容認する変更が見込まれ、円高リスクの小さい相場環境が実施の前提条件となる。上下のシナリオの幅は広く、さまざまなパターンに備える必要がありそうだ。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉試される「適温相場」の持続性……………1	・豪州経済は緩やかな回復傾向が続く……………13
・経済情勢概況……………2	・主要経済指標レビュー……………17
・黒田総裁はイールドカーブ修正に含みを残す……………3	・日米欧マーケットの動向……………22
・スロー・トレードは終わったのか?~中国からの視点……………8	

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果が一服することで、鈍化傾向の推移を見込む。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後はエネルギー価格の伸びは鈍化方向に転じると見込まれることや、賃金上昇が見込みづらいことなどから、2017年度のコアCPI上昇率は、前年比+0.5%程度にとどまると予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩和的な金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.00-1.25%から、1.25-1.50%へと引き上げた。3月には、追加利上げが実施されると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えになるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

ECBは2017年10月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2018年9月末までとしたほか、1月からの買入れ額を月額600億ユーロから300億ユーロへ減額することなどを決定した。2018年7月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

黒田総裁はイールドカーブ修正に含みを残す

景気判断はすえ置きだがやや上方修正含み

12月20,21日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、景気の現状判断が「緩やかに拡大している」となり、これで、4回連続で同じ表現となった（図表1）。ただ、個別項目別の判断は、設備投資が「緩やかな増加基調にある」から「増加傾向を続けている」へ、個人消費が「底堅さを増している」から「振れを伴いながらも、緩やかに増加している」へとそれぞれ上方修正された。公共投資は「増加している」から「高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している」へと下方修正されたものの、内需の両輪である個人消費と設備投資が上方修正されたことで、全体としてもやや上方修正含みとなった（図表2）。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
15年7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
12月18日	緩やかな回復を続けている	→	
16年1月29日	緩やかな回復を続けている	→	
3月15日	基調としては緩やかな回復を続けている	↓	小幅下方修正
4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
12月20日	緩やかな回復を続けている	↑	小幅上方修正
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	
17年12月21日	緩やかに拡大している	→	

（出所）日銀

（図表2）個別項目の現状判断の推移（直近月の下線部は主たる変更箇所）

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
海外経済	9月（公表文）	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→
	10月（展望レポート）	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→

	12月（公表文）	総じてみれば緩やかな成長が続いている	→
輸出	9月（公表文）	増加基調にある	→
	10月（展望レポート）	増加基調にある	→
	12月（公表文）	増加基調にある	→
設備投資	9月（公表文）	企業収益が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	10月（展望レポート）	企業収益や業況感が改善するなかで、緩やかな増加基調にある	→
	12月（公表文）	企業収益や業況感が改善するなかで、 <u>増加傾向を続けている</u>	↑
個人消費	9月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している	→
	10月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅さを増している。	→
	12月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、 <u>振れを伴いながらも、緩やかに増加している</u>	↑
住宅投資	9月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内の動きとなっている	→
	12月（公表文）	横ばい圏内の動きとなっている	→
公共投資	9月（公表文）	増加している	↑
	10月（展望レポート）	増加している	→
	12月（公表文）	<u>高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している</u>	↓
鉱工業生産	9月（公表文）	増加基調にある	→
	10月（展望レポート）	増加基調にある	→
	12月（公表文）	増加基調にある	→
金融環境 (方向感は緩和方向が↑)	9月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	10月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	12月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	9月（公表文）	弱含みの局面が続いている	→
	10月（展望レポート）	弱含みの局面が続いている	→
	12月（公表文）	弱含みの局面が続いている	→

(出所) 日銀

片岡委員が主張を変更

票決は8対1で、片岡委員のみ反対票を投じたのは予想どおりである。ただし、提案内容は前回から変わった。今回片岡委員は、「10年以上の国債金利を幅広く引き下げよう、長期国債の買入れを行うことが適当」としたが、前回10月の提案は「イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当」というものであった。ちなみに初出席だった前々回は、票決に反対するのみで具体的な提案はなかったもので、これで初出席以来、3回連続で違う態度をとっていることになる。3ヵ月ももたない提案もどうかというところだが、今回の提案内容は前回より抽象的なもので、この言い方であれば当面変えなくても良さそうに見える。ただ、買入れ額や買入れ対象等、具体的な数字になんら言及がなく、現状からどう変えればいいのかかわからない以上、もはや追加緩和策の提案とは言えない。票決に反対する以上、自身の追加緩和策を提案するのが筋と考えられ、早晚新しい提案が出てくる可能性は残る。

片岡委員が今回なぜ主張を変えたのかはよくわからない。もともと、イールドカーブの押し下げで追加緩和効果を狙うなら、20年や30年をターゲットとするのが自然で、15年というのはいかにも中途半端であった。昨年9月の総括検証で、イールドカーブがフラット化しすぎることの弊害を日銀自身が指摘しており、整合性に配慮したのかもしれないが、そうであれば、金融システムへの悪影響と追加緩和手段のはざまであえぐ日銀の苦しみを、そのまま吐露したような提案だったと言える。当時すでに0.3%程度で推移していた15年債金利を、0.2%まで10bp程度下げても効果はたかが知れているし、通常のボラの範囲に過ぎない。そもそも、期間15年の新発国債はなく、流動性に乏しいため指値オペも困難で、実務的にも難があった。

片岡委員は、そもそもYCCや総括検証の策定に携わっていたわけではなく、賛成票を投じたこともないことを考えれば、金利にこだわることなく、ここはエコノミスト時代からの氏の主張どおり、堂々と量の拡大を提案したほうが、リフレ派の喝采を浴びるという意味でも良いのではないか。現状では、中途半端に自分を殺している感が否めない。

会見ではリバーサルレートの質問が集中

黒田東彦日銀総裁が、11月13日のチューリッヒにおける講演で、過度な低金利が金融仲介機能を阻害することで、金融緩和の効果が相殺されるという「リバーサルレート」に言及したことが注目された。これまでは、中曽副総裁がこの種の情報発信をすることが多かったように思われるが、黒田総裁も参戦したことで、市場ではにわか政策変更への思惑が高まった。以降、総裁は火消しに追われる場面が増えているが、今回の会合後の定例会見でも、「リバーサルレート」発言の意図と、YCCの変更の可能性を結びつける質問が複数出された。

黒田総裁はこれらの質問に対し、「昨年9月以来の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」について見直しが必要だとか、変更が必要だということは全く意味していません」、「現時点で金融仲介機能に問題が生じているとは全く考えていないということです」と、何度も「全く」を繰り返すことで、政策変更の可能性を強く否定した。内心変更が必要と思っていたとしてもそうは言えないのは当然だが、筆者が注目したのは、「**経済・物価・金融情勢を踏まえて適切なイールドカーブを形成するということ**」、「**3つの基準といいますが、それぞれに意味があると同時に、相互に関連している面もありますので、3つの要素を総合的に勘案して決めていくと思います**」という発言である。経済、物価、金融情勢という3つの要素のバランス次第では、たとえ物価目標未達下でも、イールドカーブを調整する可能性について含みを残す発言と受け止められる。

政策変更の地ならしが始まったか

チューリッヒでの黒田総裁の発言について、市場では、今のところ過度な追加緩和論をけん制しただけとの見方が有力である。ただ、黒田総裁にかかわらず、中銀高官は自身の発言が市場にどう受け止められるかを熟慮したうえで情報発信を考えているはずである。「リバーサルレート」は、日銀総裁の発言としてはかなり刺激的な発言なのは明らかで、事前に意識していなかったとは考えにくい。予想以上の反響に、とりあえず火消しに走らざるを得ない面があったとしても、個人的には、政策変更の地ならしが徐々に始まった可能性が高いと受け止めている。

日銀の国債買入れが進み、市場規模が縮小するにつれ、一単位当たりの買入れが金利を押し下げる効果は増しつつある。今後米金利の急上昇がなければ、来年の国債買入れ額は20~30兆円程度まで減少する可能性もあり、「80兆円を目途」と言い続けることがますます難しくなる。ETF（上場投資信託）買入れ継続にもおのずから限度があることで、来年後半にかけ、現行枠組み下での市場とのコミュニケーションはさらに困難になっていくことが予想される。もし変えるのであれば、矛盾やひずみが誰の目にも明らかになってからより、早めに動くほうが良い。下馬評通り、黒田総裁が4月以降も留任するのであれば必ずしも急ぐ必要はないが、人が変わり、新体制が発足する4月はやはりチャンスである。

一方、安倍首相の立場を考えると、9月の自民党総裁選まで、アベノミクスが大成功しているとの建前を維持できることが不可欠である。変更内容次第で、株が売られるとも限らないことを考えれば、総裁選の直前に金融政策をいじることを喜ばない可能性は高い。4月であればまだ半年前なので、総裁選への直接的な影響を避けることができそうである。しかし、4月を逃した場合は、10月以降にずれこむ可能性が高くなる。逆に、黒田総裁が、年齢や健康問題等で内心離任の肚を固めているのだとしたら、「立つ鳥跡を濁さず」で、3月までになんらかの動きがある可能性もないわけではない（後任の総裁にもよるが）。物価目標達成が遠いなかでは、部分的な変更、特に引き締め方向への変更と受け止められるような変更は大義名分が立ちにくいいため、やるとしたら枠組み全体をいじることになるだろう。事実上、「量からの出口戦略」だったYCC同様、複雑な枠組み変更のなかに真意を紛れ込ませるような変更が予想される。年明け以降の日本の金融政策決定会合は、事前に無風と決めてかかるのは危険と言えそうである。

（図表3）先行きの見通しの推移（直近月の下線部は主たる変更箇所）

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
経済	9月（公表文）	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の大型経済対策による財政支出などを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の改善を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。	→
	10月（展望レポート）	わが国経済は、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、きわめて緩和的な金融環境と政府の大型経済対策の効果を背景に、景気の拡大が続き、2018年度までの期間を中心に、潜在成長率を上回る成長を維持するとみられる。2019年度は、設備投資の循環的な減速に加え、消費税率引き上げの影響もあって、成長ペースは鈍化するものの、景気拡大が続くと見込まれる。	→
	12月（公表文）	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府の既往の経済対策による下支えなどを背景	→

		に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる。	
物価	9月（公表文）	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる	→
	10月（展望レポート）	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。	→
	12月（公表文）	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる	→

(出所) 日銀

(担当: 小玉)

スロー・トレードは終わったのか？ ～中国からの視点

再拡大する世界貿易

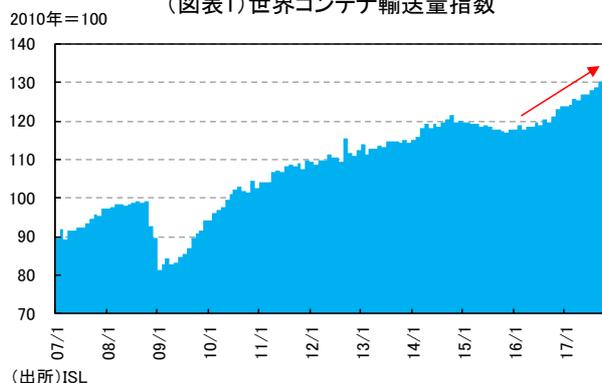
「スロー・トレードは終わったのではないか？」との期待が高まりつつある。世界の貿易量と連動性が高いとされる ISL (物流経済協会) 公表の「世界コンテナ輸送量指数」は、2016 年央を底に足元まで上昇トレンドが続いている (図表 1)。

スロー・トレードとは、特に 2012 年以降、世界の貿易量の伸びが実質経済成長率を下回って推移する現象を指す (図表 2)。2014 年に IMF が初めて提唱した概念であり、要因としては、景気に左右される循環要因と、不可逆的な構造要因の二つがあるとされている。スロー・トレードについては、2016 年 10 月に日本銀行も研究論文を発表しており、世界貿易の変動を定量分析した結果、世界貿易量の伸び鈍化の 7 割は構造要因に起因しており、世界貿易量の伸び率が金融危機以前の水準に戻る可能性は当面低いと結論づけている。世界貿易の先行きに不透明感が漂うなか、足元では再拡大していることについて、その持続性に注目が集まっている。

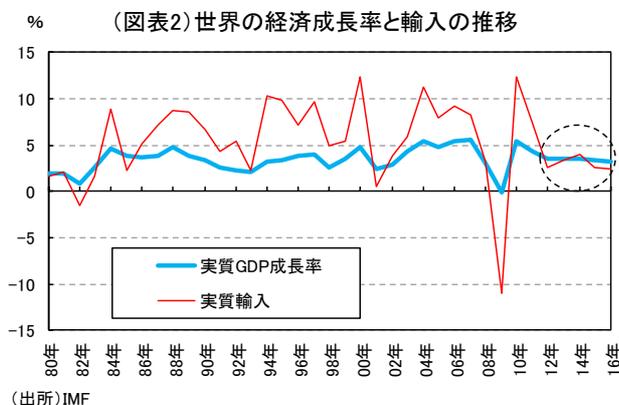
中国の構造変化と輸入への影響

スロー・トレードの構造要因としては、その多くが中国における内製化の進展や産業構造の変化に起因するとみられている。OECD が推計している TiVA (Trade in Value Added 付加価値貿易：最終ページ付記) を参照すると、中国の消費、投資、輸出における海外の付加価値比率は、それぞれ 10.5%、18.0%、29.4% 程度と試算される (図表 3)。このうち輸出の海外付加価値比率は、2003 年の約 40% をピークに趨勢的に低下している。これは、中国発の輸出品に含まれる海外製の部品が少なくなっている (≒内製化が進んでいる) ことなどから、欧米など最終消費地に向けた中国からの輸出が増加しても、以前ほどには他国からの輸入を誘発しない構造に変化していることを示す。また、かつて中国の貿易モデルとされていた「加工貿易」も、徐々に存在感が薄れている (図表 4)。全輸入額のうち再輸出を前提とした財の割合は、2007 年以前には 40~50% で推移していたところ、足元では 25% 程度にまで低下し

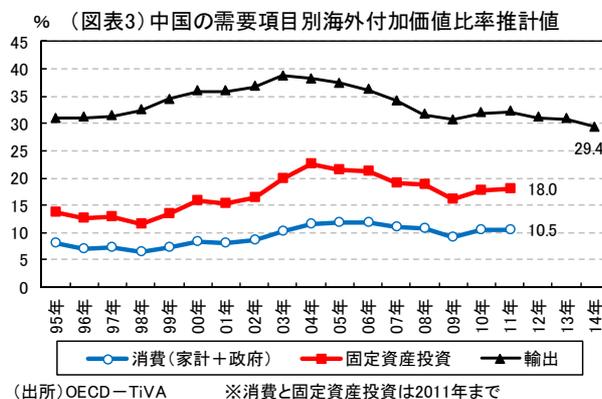
(図表1) 世界コンテナ輸送量指数



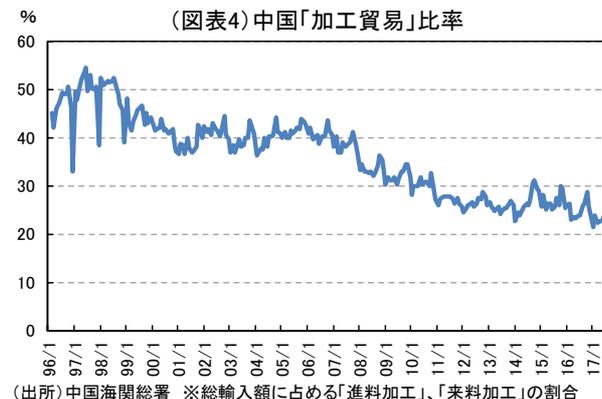
(図表2) 世界の経済成長率と輸入の推移



(図表3) 中国の需要項目別海外付加価値比率推計値



(図表4) 中国「加工貿易」比率



ている。中国内需向けの輸入が拡大したことに加え、中国での部品の内製化が進んだ結果とみられる。

また、前掲図表3のとおり、消費の海外付加価値比率が投資に比べて低いことも、スロー・トレードの一因とみられる。中国はリーマン・ショック後に打ち出した景気対策の後遺症として過剰生産能力を抱え、投資効率が低下し、企業は多額の債務を負った状態となっている。企業の債務拡大を伴う投資依存経済を続けることは、投資効率のさらなる低下を招くだけでなく、金融リスクに結びつくおそれもあるため、政府は「投資から消費へ」をスローガンに掲げ、企業の債務削減と過剰生産能力の削減（≒旧式設備の廃棄、新規設備投資の抑制）により、投資依存経済からの脱却を図っている（図表5）。

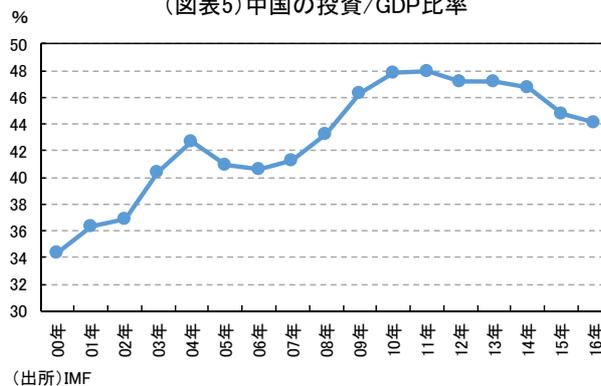
こうした状況から、中国は消費が堅調に推移している一方で投資は減速しており、輸入はかつて中国が投資依存経済であった頃ほどには誘発されなくなっている。加えて、中国では産業の高度化、すなわち鉱工業を中心とする第二次産業から、サービス業を中心とする第三次産業へと経済のけん引役が入れ替わりつつある。中国ではスマートフォン普及率が83%に達し（日本は64%、米国は78%）、自転車の時間貸しである「モバイク」に代表されるシェアリングエコノミーや、QRコードを用いたネット決済、アリババに代表されるEコマースなど、サービス業は多様なパターンで急速に発展している。こうした構造変化も、中国景気が堅調を維持している一方で、海外からの輸入が誘発されにくくなっている要因とみられる。

世界貿易再拡大の要因

こうした構造要因が残るなか、2016年央から世界貿易が再拡大している要因の一つとして、中国において固定資産投資が政策要因により一時的に再加速していたことが挙げられる。中国の固定資産投資は、2016年末以降インフラ開発投資が大きく伸びたことを背景に、一時的に持ち直す場面があった（図表6）。背景には、2017年10月に共産党大会を控えるなか、地方政府が「実績づくり」のための景気対策を一斉に執行したことがあるとみられ、建設機械や鉱物資源、原材料などの輸入を誘発する形で、2016年末から2017年初にかけて、世界の貿易量を一時的に押し上げた可能性が指摘できる。なお、インフラ開発については、中国財政部（財務省）は2017年に入り、1,000件近くのPPP事業の認可を取り消すなど、すでに引締め気味の運営を行なっている。中国政府としては、共産党大会で金融リスク抑制の姿勢が改めて強調されたことから、地方の財政や経済状況などを無視した事業に対しては、厳しい方針をとる方向に転換したものとみられる。中国のインフラ投資再拡大による輸入の誘発効果は、すでに大部分がはく落しているとみられる。

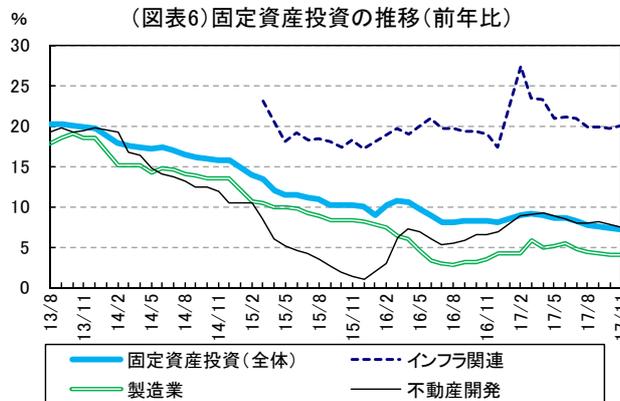
一方、中国では、「中国製造（メイド・イン・チャイナ）2025」という産業技術高度化構想のもと、重点産業に対する補助金や、R&D投資に対する税控除などの育成政策を敷いている。特に半導体については、日米韓台など海外からの輸入に依存している現状を国家安全保障上の問題と認識している模様で

（図表5）中国の投資/GDP比率



(出所)IMF

（図表6）固定資産投資の推移(前年比)



(出所)中国国家统计局 ※年初来累計値の前年比

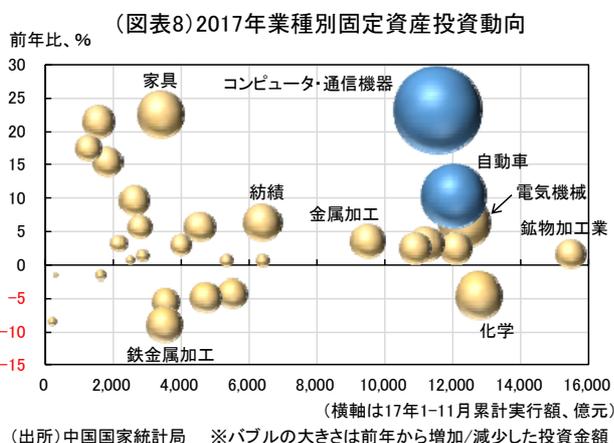
あり、政府による支援のもと、国産化に乗り出している。加えて、新エネルギー車（以下、新エネ車）の普及に向けた取組みも政府主導で急速に動き出している。2017年9月、中国政府は、乗用車の年間生産台数、もしくは輸入台数が3万台以上の企業に対し、2019年には新エネ車生産台数を乗用車生産台数の10%、2020年は12%とすることを罰則付きで事実上義務化した。また、駐車場への充電設備併設の数値目標化、リチウムイオン電池の高品質化・低価格化方策など、新エネ車普及に向けた政策が2017年に立て続けに打ち出された。従前までの購入補助金や都市部でのナンバー規制優遇では、新エネ車の普及が進まなかった反省から、販売の促進ではなく生産を強制することで、新エネ車を普及させるねらいだ。中国の自動車市場は世界最大の2,800万台（2016年）であり、全世界の販売台数9,400万台の30%を占める。16年の中国における新エネ車販売台数は48万台にとどまっているが、中国政府は今回の規制を梃子に、2025年の新車販売台数予測3,500万台のうち、20%の700万台を新エネ車が占めることをめざすとしている。

さらに、テンセント、百度（バイドゥ）といった企業が自動運転技術を確立しつつあることも考慮すべきであろう。2017年7月に百度は自動運転技術開発に向けた「アポロ計画」を始動した。同計画には米フォード、独ダイムラー、米NVIDIAや米Intelなど、内外の大手自動車・IT企業およそ50社が参加しており、世界最大の自動車市場である中国を自動運転の実験場とすることで、2020年までに公道での完全自動運転車の完成をめざす。同計画は中国政府による後押しも受けており、法規制の面では他の先進国を上回る速さで整備が進められる可能性がある。なお、日本のルネサスエレクトロニクスも中国でSUV/トラック分野で最大のメーカーである長城汽車と、新エネ車および自動運転分野での協業体制の整備を発表している。

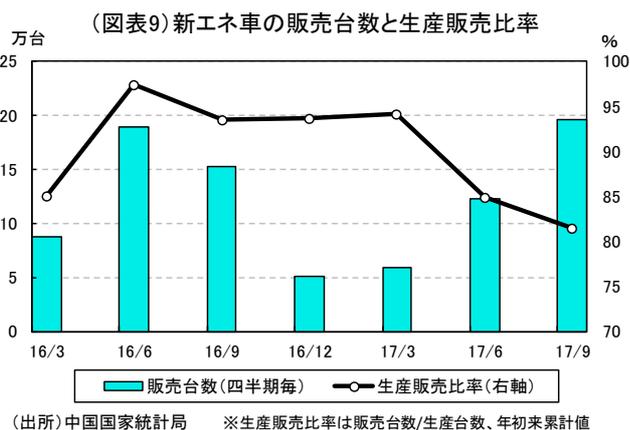
こうした事情から、中国では集積回路の生産が急ピッチで拡大している（図表7）。また、集積回路の設備投資も活発化している。前掲図表6のうち製造業固定資産投資の伸びは前年比4%程度に落ち込んでいるものの、業種別に見ると、コンピュータ・通信機器関連の設備投資が大幅なプラス寄与となっている（図表8）。なお、次点のプラス寄与は自動車であり、マイナス寄与が大きいのは化学、製鉄、非鉄金属加工などである。

コンピュータ・通信機器の設備投資が大きく伸びていることは、半導体技術を持つ先進国にとり有利に働くと考えられる。11月の日本の貿易統計では、中国向けの半導体等製造装置が前年比+68.9%と急増した。前掲図表3において、中国の固定資産投資の海外付加価値比率は18.0%（2011年）であったが、うちコンピュータ生産設備の海外付加価値比率は59.2%と非常に高い。ハイテク部門に限れば中国の内製化比率は依然低く、中国製造2025などの政策を推し進める過程で、先進国からの投資や輸入品による技術習得を進めるものとみられる。

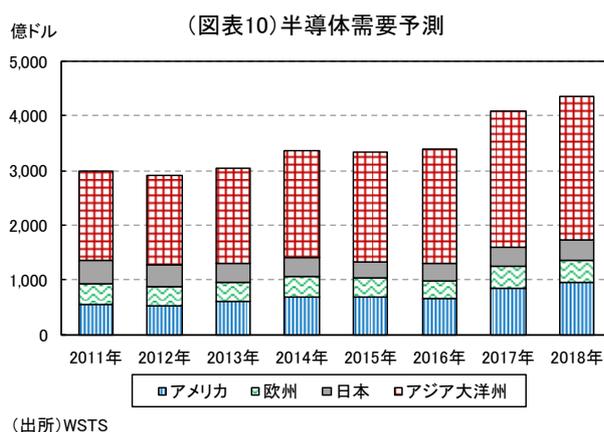
政策効果の持続性には注意



足元の世界貿易再拡大は、中国の産業技術高度化構想のもと、半導体、新エネ車、自動運転技術へ投資を拡大したことで、先進国からの輸入を誘発している結果とみられる。ただ、こうした動きのなかには、政府主導による計画的な動きと、民間主導による自発的な動きとが混在しており、新エネ車についてはその効果の持続性に疑問符が付く。中国政府といえども、新エネ車の生産を操作することはできても、需要を操作することはできない。特に電気自動車（EV）は、従来のガソリン車に比べ、数倍の高価格、電池の経年劣化、航続距離の短さ、充電インフラの未整備という点で、依然大きなハンディキャップを負っており、EVの普及にはもう一段、二段の技術革新が必要との見方も少なくない。新エネ車生産を急拡大したところで、「残ったのは借金と在庫の山」という状況に陥らない保証はどこにもない。中国は2016年第1四半期から新エネ車の生産、販売、在庫等の統計を公表しており、これまで以上に市場の注目が集まることは間違いないだろう（図表9）。



世界半導体市場統計（WSTS）によると、2017年の半導体需要は前年比+20%の4,000億ドルに達する見込みであり、2018年も同+7%の伸びが見込まれている。地域別寄与度では、アジア大洋州が4.0%、アメリカが2.2%、日本と欧州が0.4%ずつであり、中国を含めたアジア大洋州での拡大が目立つ（図表10）。2017年は新型スマートフォンの発売があったことに加え、中国の政策的な投資も加わったことが、サーバー需要を中心に半導体需要を押し上げたとみられる。半導体需要は2018年も拡大を続ける見込みであることから、先進国から中国への輸出も目先は拡大傾向を維持するとみられる。



世界貿易は、中国をはじめとする世界的な半導体需要の高まりを背景に、先進国を中心に一時的な拡大局面を迎えているとみられるが、スロー・トレードを脱却するには、新エネ車や自動運転分野における技術革新や先進国における省力化技術普及など、何らかのパラダイム・シフトが必要であるとみられる。株式市場では、ハイテク株を中心にすでに大きく上昇しているが、期待先行で買い進められている側面は否定できず、今後調整する懸念が燦る点には注意が必要である。（担当：久保）

【TiVAについて】

付加価値貿易として OECD が推計している指標。各国の貿易統計のうち中間財貿易などに着目し、従来の貿易統計では分からなかった付加価値ベースの貿易動向を探ることがねらい。

1. A国がB国に700ドルの部品を輸出
2. B国は部品を組み立て、テレビとしてC国に1,000ドルで輸出

という取引の場合、従来の貿易統計では、A国はB国へ700ドル輸出、B国はC国に1,000ドル輸出として計上される。これを、TiVAでは「C国が対価として支払った1,000ドルは、A国の部品が700ドル、B国の組立賃が300ドル」と分解し、A国はC国へ700ドルの付加価値を輸出、B国はC国へ300ドルの付加価値を輸出、として考える。これにより、A国の輸出は、B国よりもC国の景気や通商政策に影響を受けやすい、といったことが分かる。

豪州経済は緩やかな回復傾向が続く

豪州経済は堅調さを維持

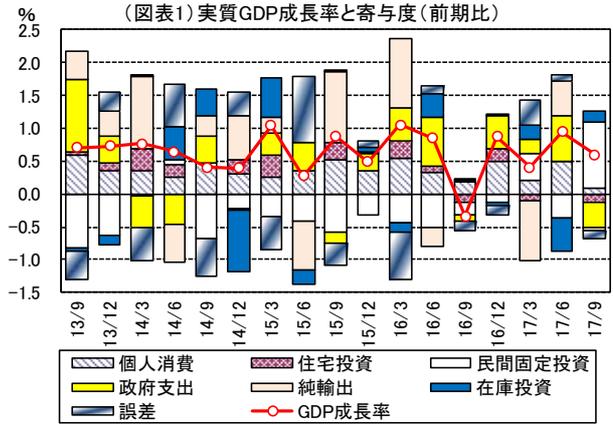
豪州の7-9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.6%と、前期の同+0.9%からプラス幅が縮小したものの、これで4四半期連続のプラスと、堅調な推移が続いている(図表1)。需要項目別に見ると、個人消費は、前期からプラス幅が縮小したものの、2009年1-3月期以降、プラス成長を維持している。住宅投資は、当局の住宅ローン規制などからマイナスとなったものの、民間固定投資は、インフラ関連投資が回復したことなどから大幅なプラスとなり、全体を押し上げた。輸出は、堅調な海外経済を受けて、2四半期連続のプラスとなった。

個人消費は緩やかな回復が続くと予想

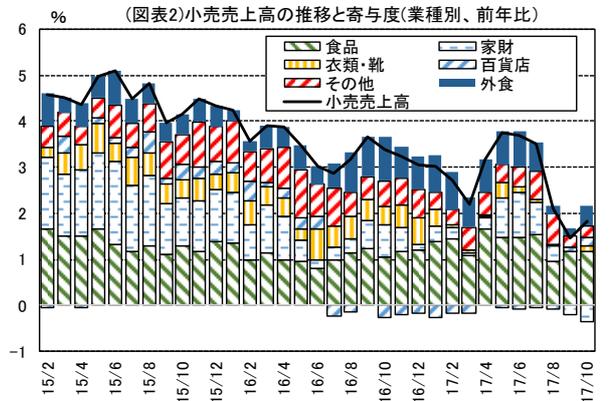
小売売上高の推移を見ると、2015年6月以降、家財のプラス幅縮小に伴って、全体のプラス幅も縮小傾向となっている(図表2)。家財は住宅販売との相関が強く、政府の住宅ローン規制などによる住宅販売の低迷などが背景にあるとみられる。

11月の失業率は5.4%と、2015年以降、均せば低下(改善)傾向で推移している(図表3)。州別では、鉱業関連企業が鉱山での鉄道輸送の無人化プロジェクトなどを通じて雇用コスト削減方針をとるなか、資源州では失業率が高止まりしているものの、ニューサウスウェールズ州やビクトリア州など、非資源州では失業率が低下しており、全国ベースでの改善に寄与している。雇用者数(季調値)の推移を見ると、正規雇用者の増加を背景に14ヵ月連続で前月から増加している。

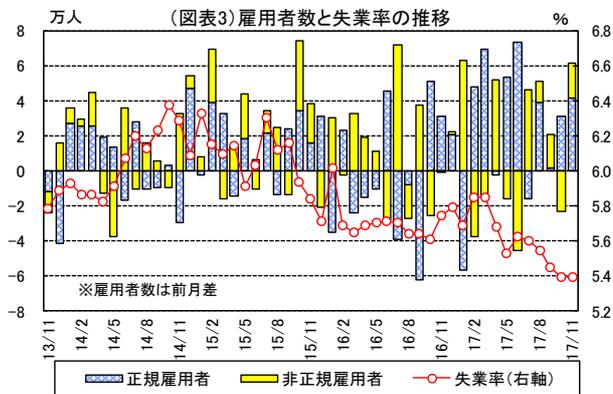
一方、賃金の伸びは鈍い状態が続いている。7-9月期の名目賃金の伸びは前年比+2.0%と、2012年夏以降、鈍化傾向にある(図表4)。正規雇用者が増加するなかでも、相対的に賃金の低い医療などの業種の雇用が増加することで、全体の賃金の伸びが低位で抑えられている(図表5,6)。もっとも、主力産業の鉱業は、比較的賃金水準が高いものの伸び幅が縮小傾向で推移していたが、



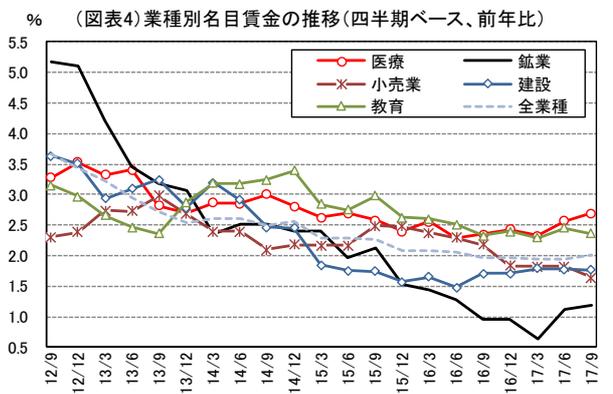
(出所) 豪州統計局



(出所) 豪州統計局



(出所) 豪州統計局



(出所) 豪州統計局

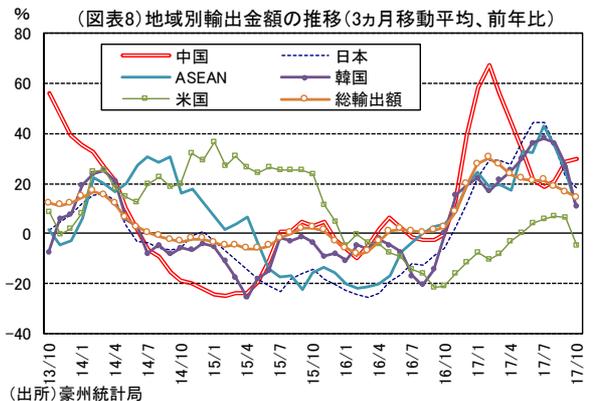
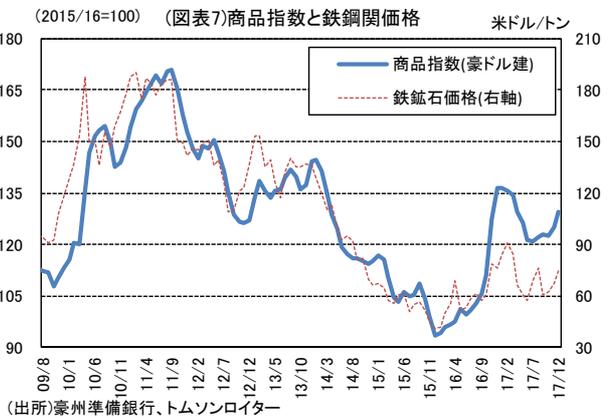
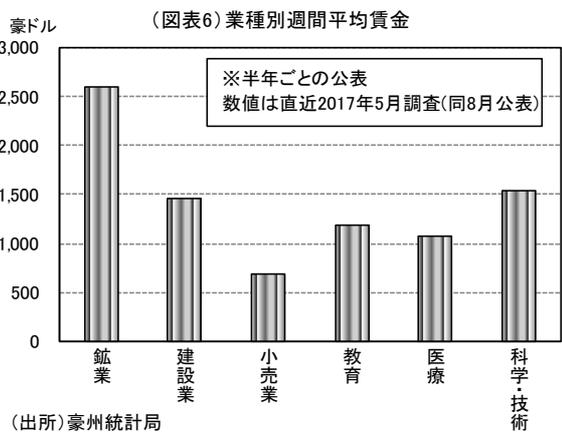
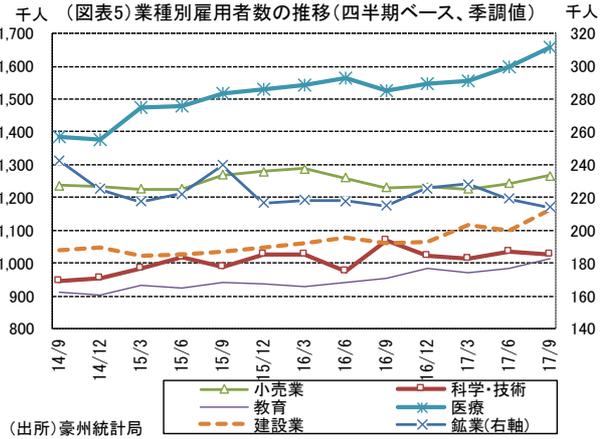
このところ、鉄鉱石価格の下げ止まりなどを背景に伸び幅の縮小傾向に歯止めがかかりつつある。今後については、世界の粗鋼生産の約50%を占める中国において不動産開発の減速が見込まれるため、鉄鉱石価格の大幅な回復が見込めないものの、LNG需要の高まりから、鉱業部門の賃金のプラス幅は横ばい圏での推移となるとみている。全業種ベースでは、医療や建設業などで正規雇用者が増える状況が続くとみられることから、賃金は来年にかけて緩やかに上向くとみる。

今後の個人消費は、雇用環境の回復や、賃金の緩やかな上昇が下支えとなるとみられることで、緩やかな回復が続くと予想する。ただ、後述する家計債務残高の高まりなどが一定の下押し要因となる可能性には注意が必要である。

堅調な輸出と底打ちする設備投資

世界有数の資源国である豪州では、輸出に占める鉱物資源の割合や、設備投資に占める鉱業部門の割合が高いという特徴がある。そのため輸出や設備投資は、世界の資源需要に大きく左右される。足元では、堅調な世界景気などを背景に、資源価格は持ち直し傾向で推移している。豪州の主要輸出品である鉄鉱石価格の推移を見ると、2015年以降、底打ちの兆しが見られるほか、豪州準備銀行が発表する豪ドル建ての商品指数を見ても、上昇傾向での推移となっている(図表7)。

2016年の輸出金額のうち、半分以上を資源輸出が占めており、商品価格の底打ちを受け、輸出金額は12ヵ月連続で前年比二桁プラスとなるなど、堅調な推移となっている(図表8)。内訳を見ると、ASEAN向けや日本向けは足元で減速しているものの、全体の約3割を占める中国向けが、同+20%程度の高い伸びを維持している。今後は、中国における環境規制の導入や不動産開発の減速などを背景に、鉄鉱石・石炭需要は弱含む可能性があるものの、中国政府は、「石炭からガスへ」を合言葉にエネルギーミックスを変更する方針であり、中国のLNG需要は今後増加に向かうとみられる。加えて、インドなどを中心に鉄鋼需要は拡大



するとみられることなどから、輸出は堅調な推移が続くとみる。

設備投資は底打ちの兆しが見られる。7-9 月期の新規民間設備投資は前年比+2.3%と、3 四半期連のプラス成長となった(図表 9)。背景には、資源州である西オーストラリア州における LNG 開発プロジェクトの進展を受けた鉱業投資の底打ちや、非資源州を中心とした流通業や情報・通信業の投資の持ち直しがある。今後は LNG 開発プロジェクトの一巡などで鉱業投資は伸び悩みが続くとみられるものの、低金利環境が継続されるとみられるなか、E コマース拡大を受けた流通業や、IT 化の進展を背景とした情報・通信業などの投資が底堅く推移することで、均せば緩やかな回復が続くと予想する。

今後の豪州景気は、住宅投資は減速傾向での推移が続く一方、個人消費や輸出、設備投資が回復に向かうことで、緩やかな回復傾向が続くと予想する。

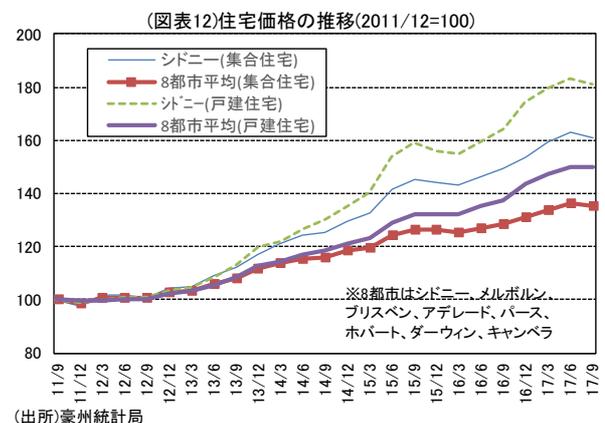
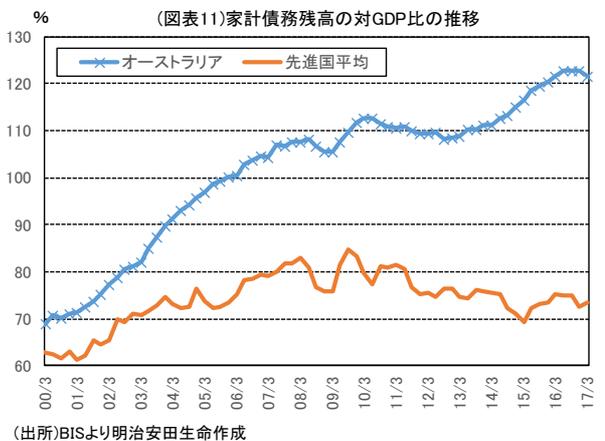
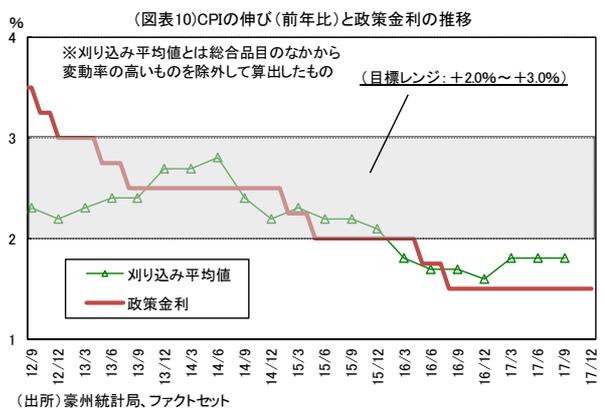
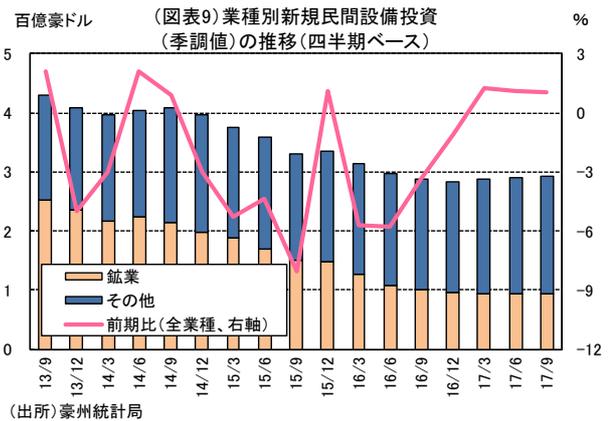
政策金利は 15 会合連続ですえ置き

12 月 5 日に行なわれた RBA(豪州中央銀行)理事会では、政策金利が 15 会合連続で 1.5%にすえ置かれた。背景として、堅調な海外景気を受けた輸出の増加や設備投資の底入れなどから、来年にかけて景気が徐々に上向くと予想される一方、RBA が重視している CPI(消費者物価指数)の刈り込み平均値が、RBA の目標である+2%を 7 四半期連続で下回って推移するなど、物価の基調的な動きは弱いことが挙げられる(図表 10)。

家計債務残高の高止まりが懸念材料に

家計債務の対 GDP 比での高止まりも、政策金利の引き上げ時期を遅らせる要因とみられる。BIS の公表資料によれば、足元の豪州の家計債務残高は対 GDP 比で 120%を超えており、先進国平均が 80%以下であることと比較すると、きわめて高水準になっている(図表 11)。

背景には政策金利の引き下げを受けた住宅ローン金利の低下、および住宅購入意欲の拡大がある。2011 年以降、住宅価格は急激に上昇して

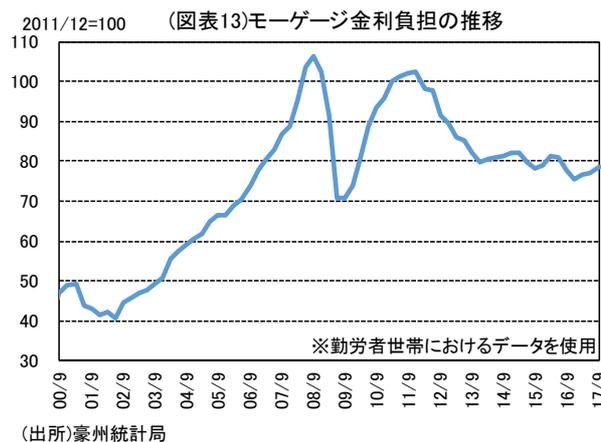


おり、シドニー(戸建住宅)では、2011年との比較で約1.8倍に上昇している(図表12)。持家の住居費に相当するモーゲージ金利負担の推移を見ると、足元では、横ばい圏で推移しており、現時点では利払い負担の拡大はみられないが、今後の大きな懸念材料となっている(図表13)。

このような現状から、豪中銀のロウ総裁は、2017年2月の議会証言時に、家計債務残高の高止まりに警戒感を示した。政府は、住宅購入規制を行なうことで、住宅価格の抑制に乗り出している。2014年末以降に相次いで導入されていた融資規制に加えて、2017年3月には、不良債権化するリスクの高い住宅ローン(利息のみを支払い、元本支払いを先送りするタイプのローン)を新規住宅ローン貸出の30%までに抑制するなど、銀行に対し新たな住宅ローン抑制策を実施している。今後については、対GDP比での債務残高は当面高止まりを続けるとみられるものの、2019年央以降は次第に低下に向かうとみる。

政策金利は当面すえ置きと見込む

豪州景気は堅調な回復が続くと見込まれるものの、物価の上昇圧力は依然観察されず、家計債務残高も高止まりが続くとみられることから、政策金利は当面すえ置かれると見込む。新規住宅ローン規制などにより、家計債務残高が明確に減少トレンドに入るのは2019年央とみられる。豪中銀は、2019年後半にかけて政策金利を引き上げ、その後も年1回程度のペースで利上げを行なうと予想する。(担当：磯部)

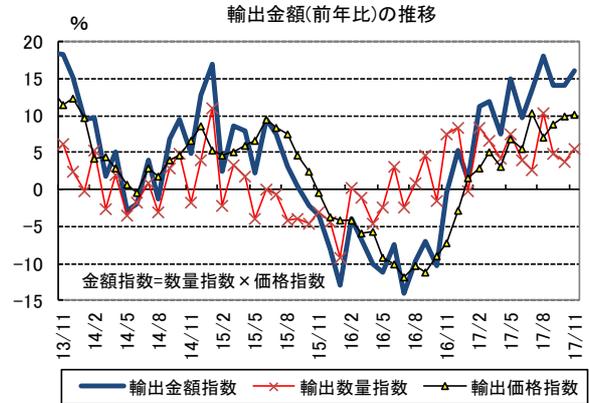


主要経済指標レビュー (12/18~1/5)

《日 本》

○ 11月貿易統計 (12月18日)

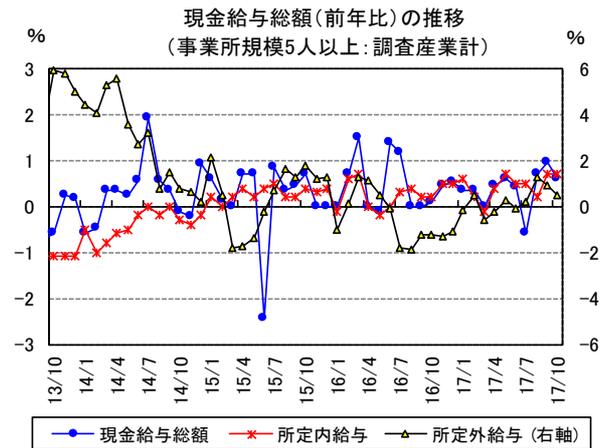
11月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+16.2%と、12ヵ月連続のプラスとなった。中国向け(10月:同+26.0%→11月:同+25.1%)が4ヵ月連続で20%を超えるプラスとなっており、全体をけん引している。輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは同+5.5%と、10月の同+3.8%からプラス幅が拡大、輸出金額の季調済前月比も+1.6%と、2ヵ月連続のプラスとなり、輸出の回復傾向が維持されている。今後についても、堅調な米国景気や、EU景気などの回復が下支えとなるほか、情報関連の需要拡大が後押しすることで、日本の輸出は回復傾向が続くとみる。アジア向けも、中国景気が概ね安定的に推移することで、持ち直し傾向が続くと予想する。



(出所)財務省「貿易統計」

○ 10月毎月勤労統計 (確報、12月22日)

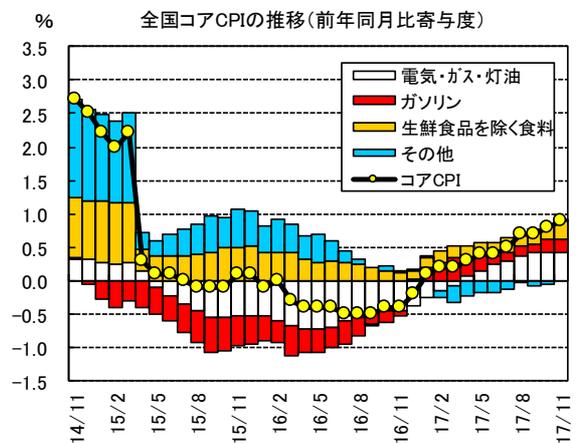
10月の毎月勤労統計では、現金給与総額(事業所規模5人以上:調査産業計)が前年比+0.6%と、3ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与が同+0.7%と、7ヵ月連続のプラスとなったものの、特別給与が同▲0.5%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなったことで全体を押し下げた。定期給与のうち、所定内給与は同+0.7%と、7ヵ月連続のプラス、所定外給与も同+0.2%と、4ヵ月連続のプラスとなった。今後について、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」

○ 11月全国消費者物価指数 (12月26日)

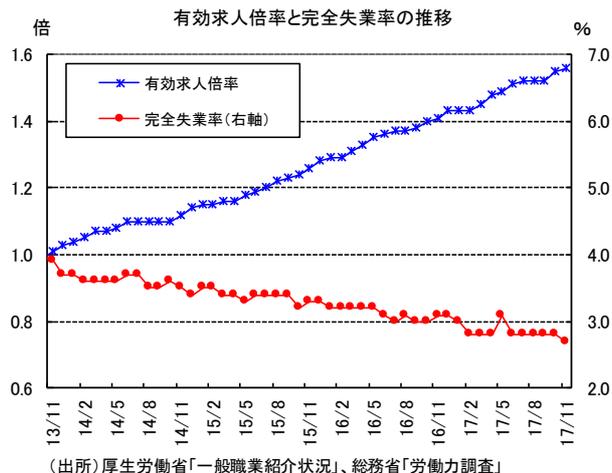
11月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.9%と、10月から+0.1%ポイント伸び幅が拡大した。新型コア指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合)は同+0.3%と、こちらも10月から+0.1%ポイント伸び幅が拡大。全国版の先行指標である東京都区部の12月(中旬速報値)においても、コアCPI、新型コア指数ともに11月からそれぞれ+0.2%ポイント伸び幅が拡大した。ただ、賃金が伸び悩むなか、需要面からの物価上昇圧力は弱いとみている。今後のコアCPIは、原油価格が予想以上に上昇していることで、エネルギー関連品目がしばらくコアCPIの押し上げとなる可能性があるが、物価の基調に大きな影響を与える可能性は低い。



(出所)総務省「消費者物価指数」

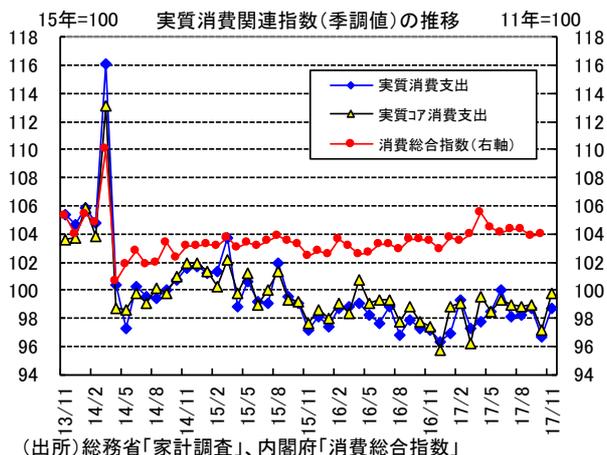
○ 11月雇用関連統計 (12月26日)

11月の雇用関連統計を見ると、完全失業率(季調値)は2.7%と、5ヵ月連続で横ばいとなった10月から0.1%低下(改善)した。有効求人倍率(季調値)は1.56倍と、10月から0.01ポイント上昇し、1974年1月以来の高水準となった。正社員の有効求人倍率は1.05倍で、前月から+0.02ポイントと、4ヵ月連続で上昇しており、雇用環境は改善が続いている。ただ、雇用需給がひっ迫するなかでも、企業側の採用ニーズは、非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っている傾向が続いていることから、全職種平均でみた賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



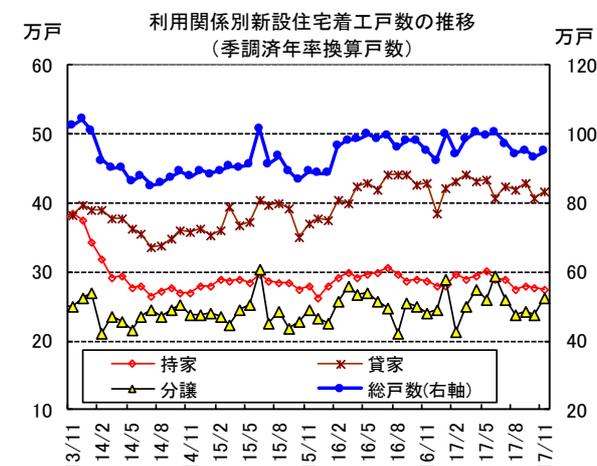
○ 11月家計調査 (12月26日)

11月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比+1.7%と、3ヵ月ぶりにプラスとなり、6月以来の水準となった。実収入も実質ベースで同+1.8%と、6ヵ月連続のプラスとなるなど、所得環境には緩やかながらも改善の傾向がみられる。もっとも、日本の潜在成長率の低迷に伴う企業の成長期待の低下に加え、企業の社会保険料負担の増加や省力化技術の進歩など、賃金の伸び悩みには需給ギャップ以外の構造的抑制要因も働いていることから、特に正社員の賃金に関しては今後も安定的な上昇は期待しにくく、今後の個人消費は引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。



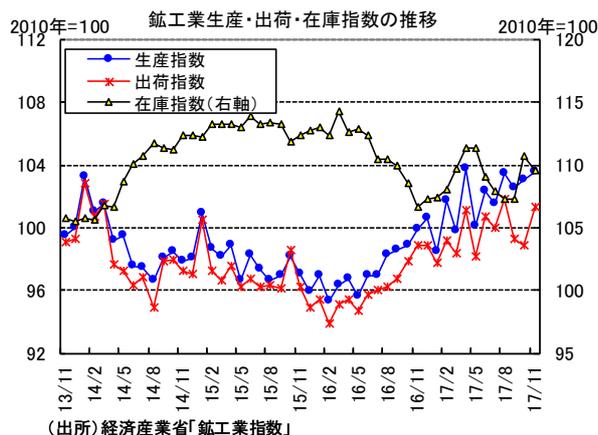
○ 11月新設住宅着工戸数 (12月27日)

11月の新設住宅着工件数(季調値)は前月比+1.9%と、2ヵ月ぶりのプラス。利用関係別では、持家は同▲0.9%と、2ヵ月連続のマイナスとなったものの、分譲は同+10.6%、貸家は同+2.8%と、いずれも2ヵ月ぶりのプラスとなっており、全体を押し上げた。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、供給増に伴う空室率上昇などから、金融機関によるアパートローン向け融資への警戒感もあって、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。以上から、住宅着工は鈍化傾向で推移すると予想する。



○ 11月鉱工業生産指数（12月28日）

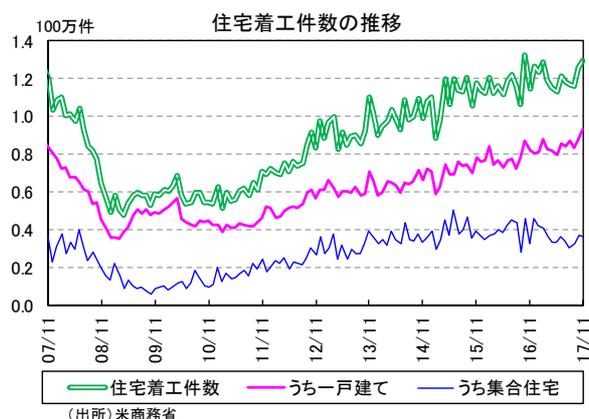
11月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+0.6%と、2ヵ月連続のプラスとなった。2ヵ月連続で上昇するのは今年はじめて。経済産業省による基調判断は、「生産は持ち直しの動き」から「生産は持ち直している」に上方修正された。生産予測調査によると、12月は前月比+3.4%の見通しとなっており、10-12月期でも前期比プラスを維持する可能性が高まっている。今後の鉱工業生産は、堅調な海外需要を背景に、引き続き輸出にけん引される形で、緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しても、個人消費の力強い伸びは見込みづらいものの、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復などが、生産の伸びに寄与するとみている。



《米 国》

○ 11月住宅販売・着工件数（12月23、28日）

11月の米新築住宅販売は年率換算で73.3万戸、前月比+17.5%と、大幅に増加した。中古住宅販売も年率換算で581万戸、同+5.6%と、堅調に推移している。住宅着工件数は年率換算で129.7万戸、同+3.3%と、2ヵ月連続で増加に転じた。先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で130.3万戸、同▲1.0%と、2ヵ月ぶりに減少したものの、件数は高水準で推移している。ハリケーンによる復興需要から、新築住宅販売は被害が大きかった南部地域を中心に大きく増加している。当面は復興需要から、住宅着工や販売件数は増加傾向が続くと見込む。



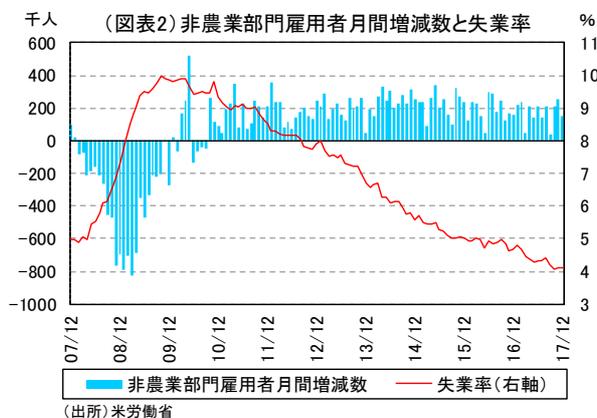
○ 12月ISM製造業景況指数（1月4日）

12月のISM製造業景況指数は59.7と、3ヵ月ぶりに上昇した。業種別に見ると、生産活動の拡大を報告したのは18業種中16業種で、前月の14業種から2業種増加した。構成項目別に見ると、生産、新規受注、リードタイム、在庫が改善し、雇用が低下した。個別業種では、一般機械、輸送機器において、外需の回復を指摘する声があった。足元の製造業の好況には、ハリケーン被害からの復興需要も含まれていると考えられるが、復興需要が剥落した後も、内外需の堅調を背景に、景況感は引き続き高水準で推移すると予想する。



○ 12月雇用統計（1月5日）

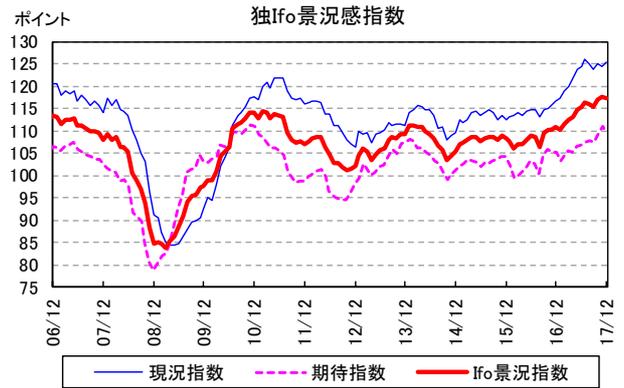
12月の非農業部門雇用者数は前月比+14.8万人と、前月の+25.2万人（+22.8万人から上方修正）から減速した。時間当たりの賃金は前年比+2.5%と、10月の同+2.4%から小幅に上昇した。失業率は4.1%と、前月から変わらなかった。12月に雇用増の勢いが鈍化した背景には、10月と11月に強めの推移が続いたことの反動もあるとみられ、10-12月期で見ると月平均+20.4万人と、堅調な伸びとなっている。今後とも米景気の回復を背景に労働市場の堅調は続くと思われることから、FRB（米連邦準備委員会）は3月20-21日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げを実施すると予想する。



《 欧 州 》

○ 11月ドイツIfo景況感指数 (12月19日)

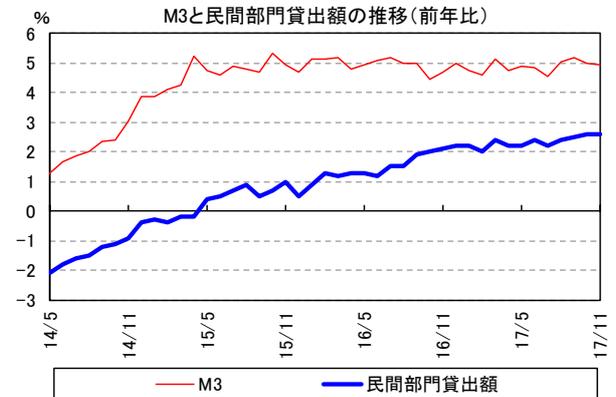
11月のドイツIfo景況感指数は117.2と3ヵ月ぶりに悪化した。内訳を見ると、現況指数が124.5→125.4と改善したものの、期待指数が111.0→109.5と悪化したことが、全体を押し下げた。産業別では、建設業が17.2→18.9、小売業が13.1→15.7と改善したものの、製造業が33.1→31.7、卸売業が25.0→22.5と悪化した。良好な雇用環境や緩和的な金融環境に加え、世界景気も回復が続くなど、輸出産業を中心に景気が上向き環境が整っていることから、ドイツ景気は製造業を中心に回復に向かうとみる。



(出所)Ifo経済研究所

○ 11月ユーロ圏マネーサプライ (12月29日)

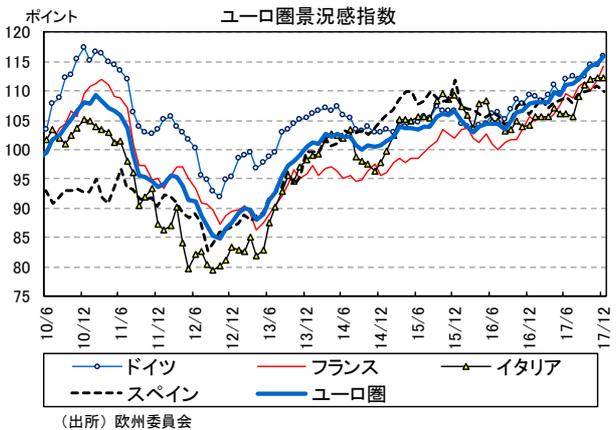
11月のユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比+4.9%と、前月の同+5.0%から伸び幅が縮小した。ただ、民間向け貸出額は同+2.6%と前月と同じ伸び幅となった。民間向け貸出額の内訳を見ると、家計向けは同+3.2%→+3.1%と伸び幅が縮小したものの、非金融企業向けは同+1.7%→+1.8%と伸び幅が拡大した。ECB(欧州中央銀行)による量的緩和策が続くなか、銀行の貸出態度は依然として緩和的であるうえ、貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は緩やかな回復傾向で推移するとみている。



(出所)ECB

○ 12月ユーロ圏景況感指数 (1月8日)

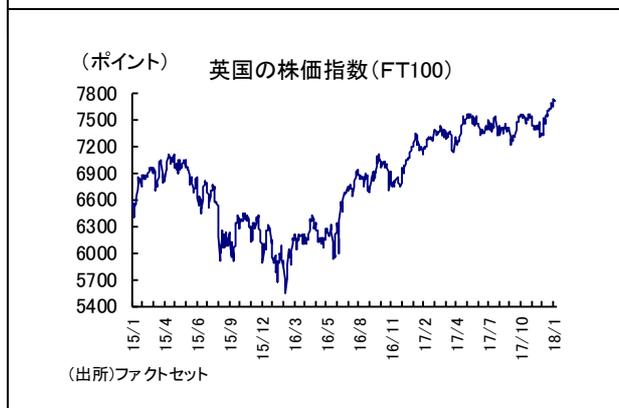
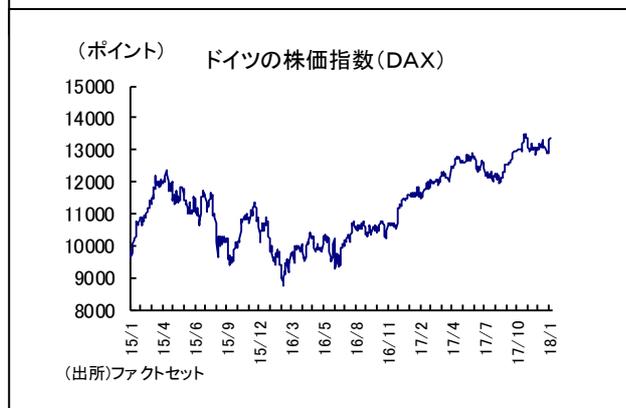
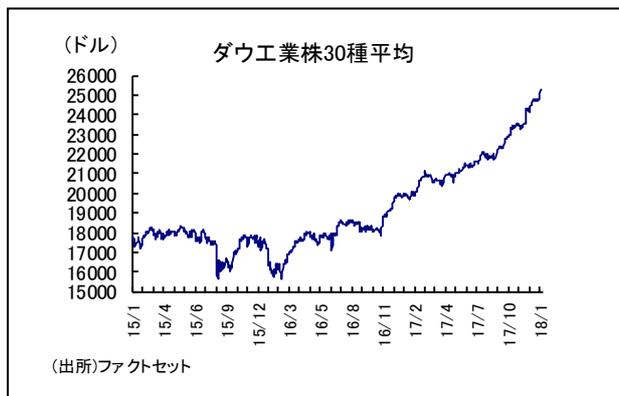
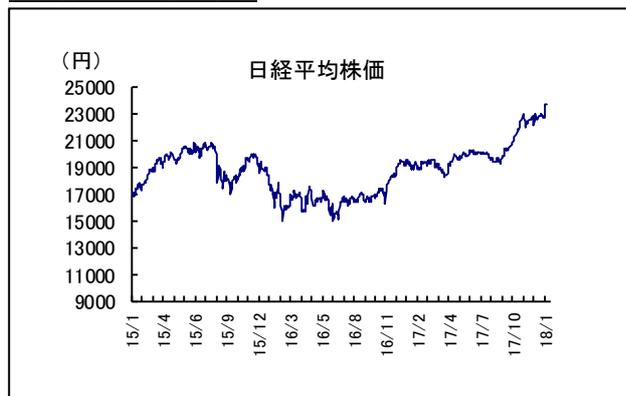
12月のユーロ圏景況感指数は116.0と、7ヵ月連続で改善した。構成項目別に見ると、鉱工業景況感8.1→9.1、サービス業景況感16.4→18.4、消費者信頼感0.1→0.5、建設業景況感1.5→2.7、小売業景況感4.3→6.2とそれぞれ改善した。主要国別では、ドイツが114.4→116.0、フランスは111.9→114.2と改善、イタリアは112.1で横ばい、スペインは110.8→110.0と悪化した。ユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景とする個人消費の回復や、米国を中心とする海外景気の回復などを背景に、上昇傾向が続いている。景況感指数は、今後とも緩やかな改善傾向が続くと予想する。



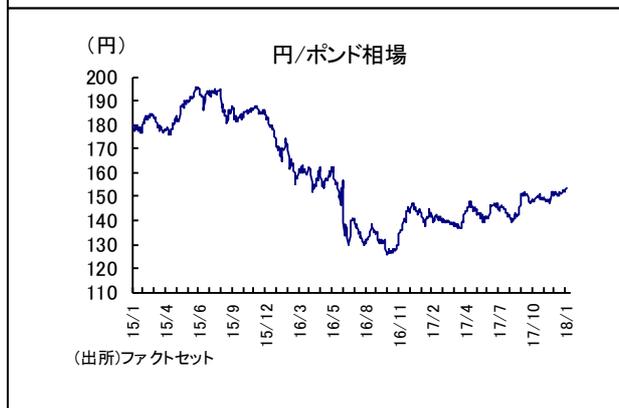
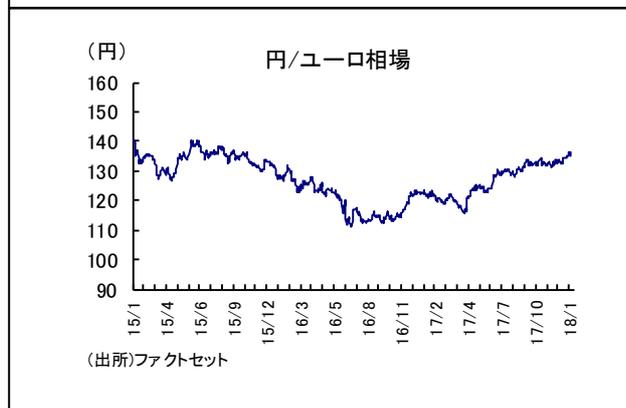
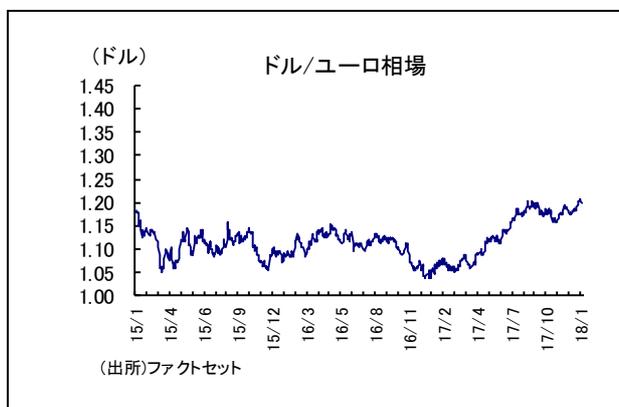
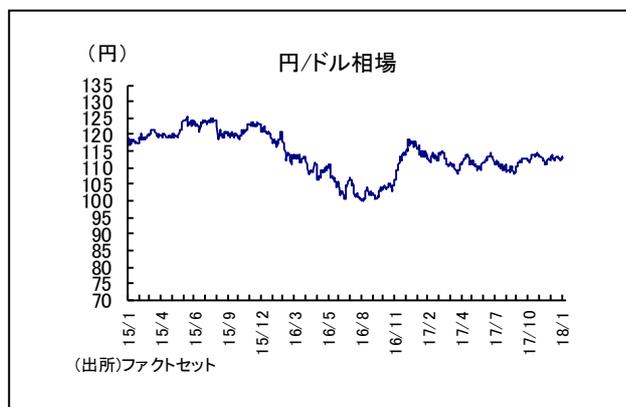
(出所)欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2018年1月9日現在)

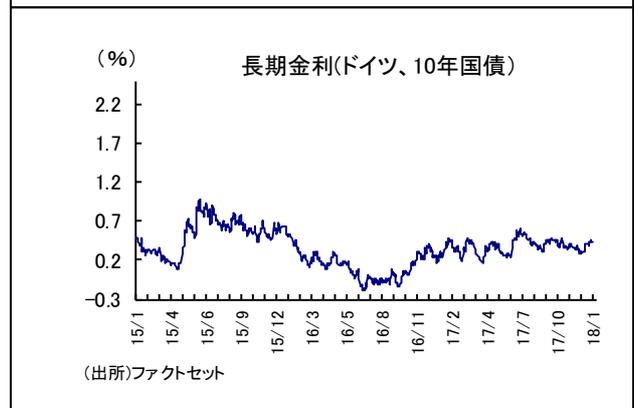
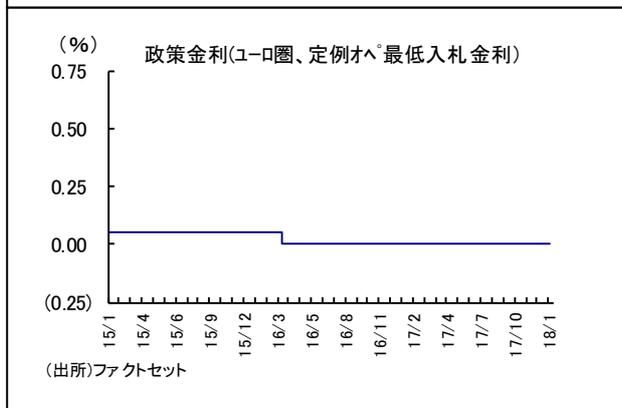
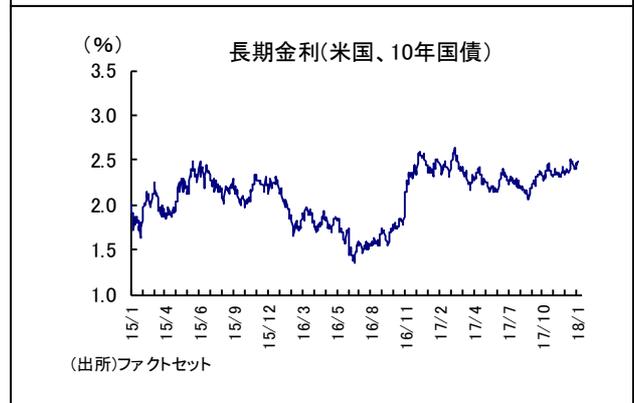
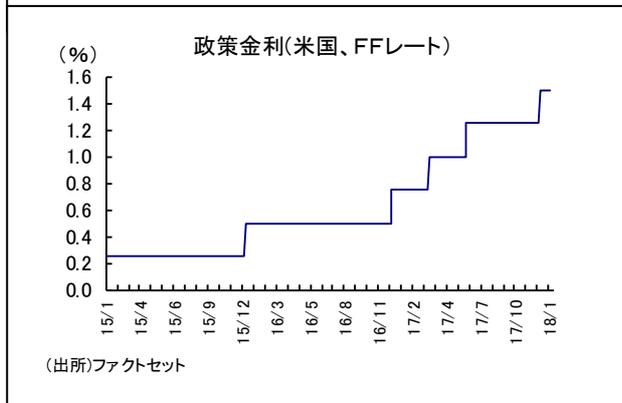
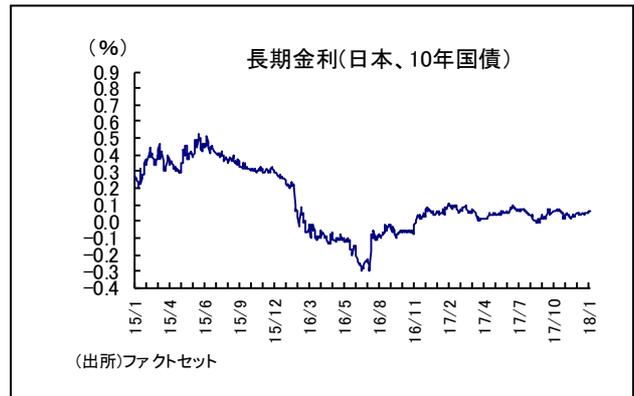
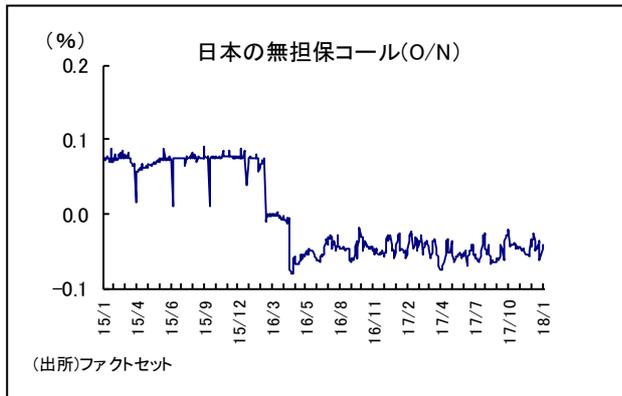
▽各国の株価動向



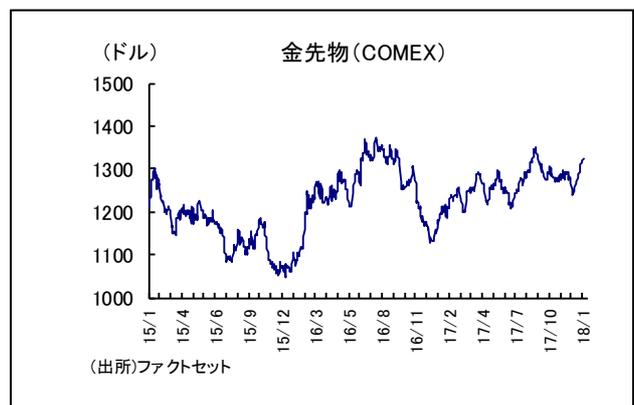
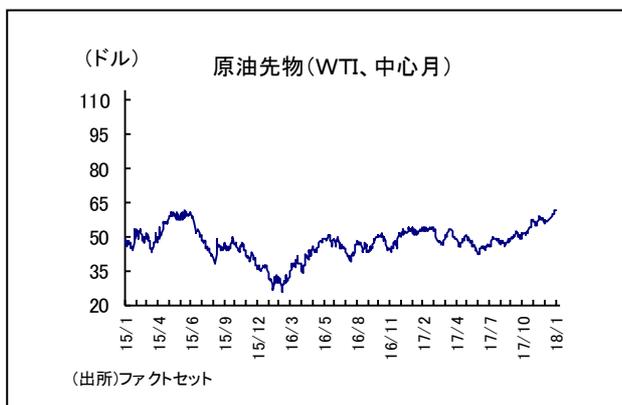
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、久保和貴、
柳田亮、磯部雅人、陳家斉