

## 調査レポート

# 2014／2015年世界経済見通し(2014年7月改定)

## ～緩慢な景気回復にとどまる一方で米中リスクに注意を要する～

2014年前半の世界景気は、年初(2014年1月)に発表した『世界経済見通し』で示したシナリオに沿って概ね推移しており、緩慢な回復が続いている。もっとも、米国景気が大寒波を受けて一時的に失速したことや新興国景気の立ち上がりが遅れていること、そして各国ともに輸出が低迷していることが、世界景気の下押し要因になっている。そのため、2014年前半の世界経済の実質成長率は、年初の『世界経済見通し』で想定した成長率よりも下振れしている。

今回の改定見通しでは、世界経済の成長率が2014年は+3.4%に、続く15年は+3.6%になると予測した。2014年後半以降も米国景気が緩やかに拡大し、また欧州景気も持ち直しが続く一方、中国景気は7%台での巡航速度での拡大になるため、世界の景気は引き続き緩慢な回復にとどまるというシナリオ自体には変更がない。ただ、2014年前半の成長率が下振れしたため、14年、15年の成長率とも前回1月の予測(14年が+3.7%、15年が+3.9%)から下方へと改定した。

各経済別には、米国の実質経済成長率は2014年が+1.8%、15年が+2.7%になると予測した。また欧州(ユーロ圏)の実質経済成長率は2014年が+0.9%、15年が+1.5%になると予測した。さらに中国の実質経済成長率は2014年が+7.5%、15年が+7.6%になると予測した(アジアの成長率は14年が+6.6%、15年が+6.8%)。

先行きの世界経済を見通す上では、4つの下押しリスク(米国の利上げと金融市場の反応、欧州銀の資産査定結果とデフレ圧力、中国の金融不安、新興国・地政学要因)に注意したい。なかでも、このリスクが顕在化し、米中という二大経済が変調をきたせば、景気・金融・商品など様々な面から世界経済に調整圧力がかかる危険性がある。とりわけ中国の金融不安は、それが顕在化するのか、そのタイミングがいつになるのかという点も含めて、世界経済の下押しリスク要因として中長期的にくすぶり続けるだろう。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田陽介

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

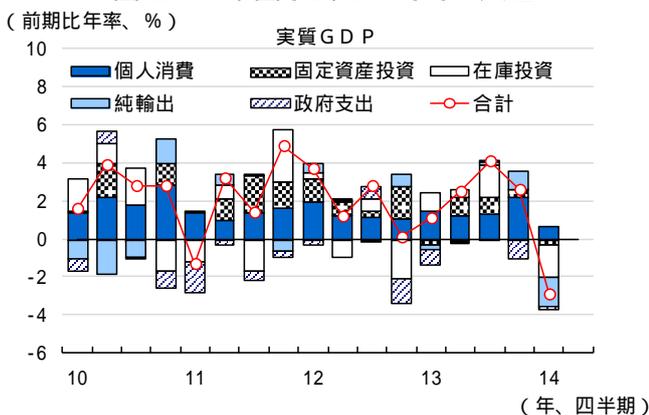
## 1. 2014年前半の世界経済

2014年前半の世界景気は、年初（2014年1月）に発表した『世界経済見通し』で示したシナリオ、つまり「米国景気が緩やかに拡大し、また欧州景気も持ち直しが続く一方、中国景気は7%台の巡航速度での拡大になる結果、世界景気は緩慢な回復にとどまる」という見方に沿って概ね推移しており、緩慢な回復が続いている。以下各経済の足元の景気動向をみてみよう。

まず米国である。米国の2014年1～3月期の実質GDP（確報値）は前期比年率 -2.9%と2009年1～3月期（同 -5.4%）以来となる大幅な落ち込みになった（図表1）。個人消費の失速に加えて、投資や輸出の減少がGDPのマイナス成長へとつながった。ただ1～3月期のGDPの落ち込みは主に大寒波の影響を受けた一時的な現象であり、景気そのものは緩やかな拡大基調を維持している。例えば5月の鉱工業生産は前期比+0.6%と再び増加しており、同月のISM製造業指数も55.4と改善が続いている。また6月のコンファレンスボード消費者信頼感指数が85.2と2ヶ月連続で上昇するなど、家計は景気に対して楽観的な態度を保っている。他方で金融面では、米連邦準備制度理事会（FRB）が1月から量的緩和第3弾（QE3）の段階的縮小（テーパリング）を進めており、最大で850億ドルあった月次の資産買い取り額は7月時点で350億ドルまで減額されている。なおQE3自体は14年秋頃に終わる見通しである。

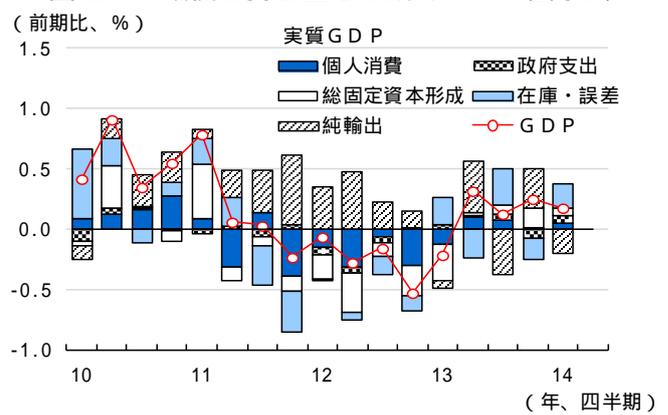
次に欧州（ユーロ圏）である。ユーロ圏の2014年1～3月期の実質GDP（改定値）は前期比+0.2%と、13年10～12月期（同+0.3%）から成長が減速した（図表2）。在庫が主な押し上げ役であり、その他の内需は力強さを欠いている。加えて輸出の失速がブレーキとなり、GDPの成長が下押しされた。最新の指標をみても、外需面を中心に弱めの動きが散見される。例えば4月のドイツの製造業受注は前月比+5.5%と大幅に増加したが、均してみた動きは横ばいとなっているため、春以降も輸出の基調は弱含んでいるとみられる。さらに物価面では、内需の不調とユーロ高を受けて消費者物価上昇率の低下が進んでおり、デフレ懸念が高まっている。こうしたなか欧州中央銀行（ECB）は、6月の政策理事会で、下限金利をそれまでの年0.00%から-0.10%に引き下げ、主要経済の中央銀行としては初めてマイナス金利政策を実施した。

図表1 米国景気は一時的に失速



(出所) 米商務省

図表2 緩慢な持ち直しが続くユーロ圏景気



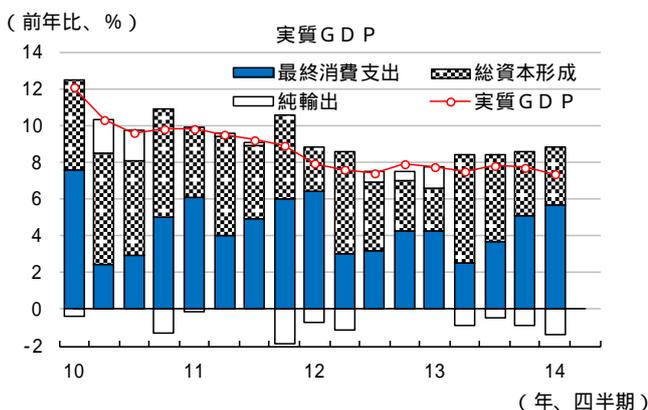
(出所) 欧州連合統計局

続いて中国経済である。中国の2014年1～3月期の実質GDPは前年比+7.4%と2四半期連続で伸びが減速した(図表3)。最終消費支出が個人消費を中心に増勢を強めた反面で、総資本形成の景気押し上げ力が弱まった。加えて、輸出の失速を受けて純輸出のマイナス寄与幅が拡大し、GDPの成長が下押しされた。なお季調済年率換算でみた1～3月期の実質GDP成長率は前期比+5.7%と、2四半期連続で低下した。中国政府の基本的な経済政策運営方針は引き続き構造調整の進展にあるとみられるが、4月に小規模の経済対策(零細企業向け税制優遇、スラム街改造成向けの金融支援など)を相次いで打ち出すなど、景気に対する配慮もみせている。他方で、5月の消費者物価は前年比+2.5%と前月(同+1.8%)から上昇率が高まったが、インフレ圧力は概ね安定している。騰勢が続いた住宅価格も、上昇が一服している。

最後に新興国である。2013年末から2014年初にかけては、いわゆる「ブラジル5(ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコ)」に代表される経済の基礎的条件(ファンダメンタルズ)が悪化していた新興国を中心に、通貨・金融不安が高まった。こうしたなかで、各国の中央銀行は通貨防衛のための利上げを余儀なくされ、内需が鈍化した。加えて輸出の持ち直しも遅れていることから、新興国景気は減速が続いている(図表4)。具体的には、ブラジルの2014年1～3月期の実質GDPは前年比+1.9%と3四半期連続で成長が鈍化した。またインドの14年1～3月期の実質GDPは前年比+4.6%と前期と同じ伸びであったが、2年に渡り4～5%台の低い伸びにとどまっている。さらにインドネシアの14年1～3月期の実質GDPは前年比+5.2%と、再び成長率が低下した。内需が堅調を維持する一方で輸出が伸び悩んでおり、景気の減速が続いている。なおこうした国以外にも、政治的要因が景気を下押ししている可能性がある国として、タイ(クーデタ)や韓国(沈没船事故)などがある。

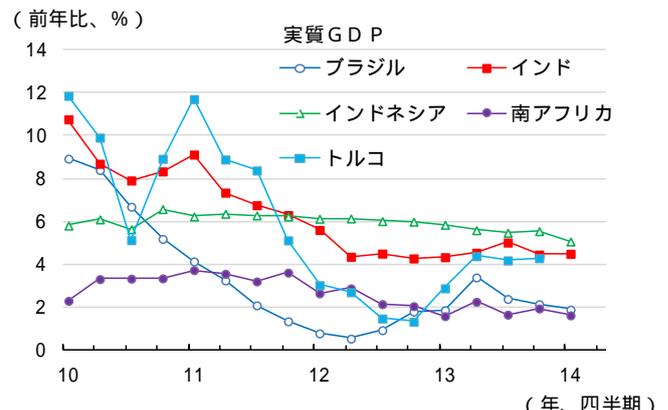
以上、各経済の足元の景気動向について整理した。総じてみて世界経済は、米国が緩やかに拡大し、また欧州も持ち直しが続く一方、中国は7%台の巡航速度で拡大している結果、世界景気は緩慢な回復にとどまるという年初の『見通し』のシナリオに沿って概ね推移している。もっとも、米国景気の一時的な失速や新興国景気の減速、各国に共通した輸出の低迷を受けて、2014年前半の世界経済の実質成長率は年初の『見通し』の想定よりも下振れしている。

図表3 景気のスローダウンが続く中国



(出所) 中国国家统计局

図表4 主要な新興国の景気動向



(出所) 各国統計局

## 2 . 2014年 / 15年の世界経済改定見通し

～ 世界景気は緩慢な回復にとどまるというシナリオを維持～

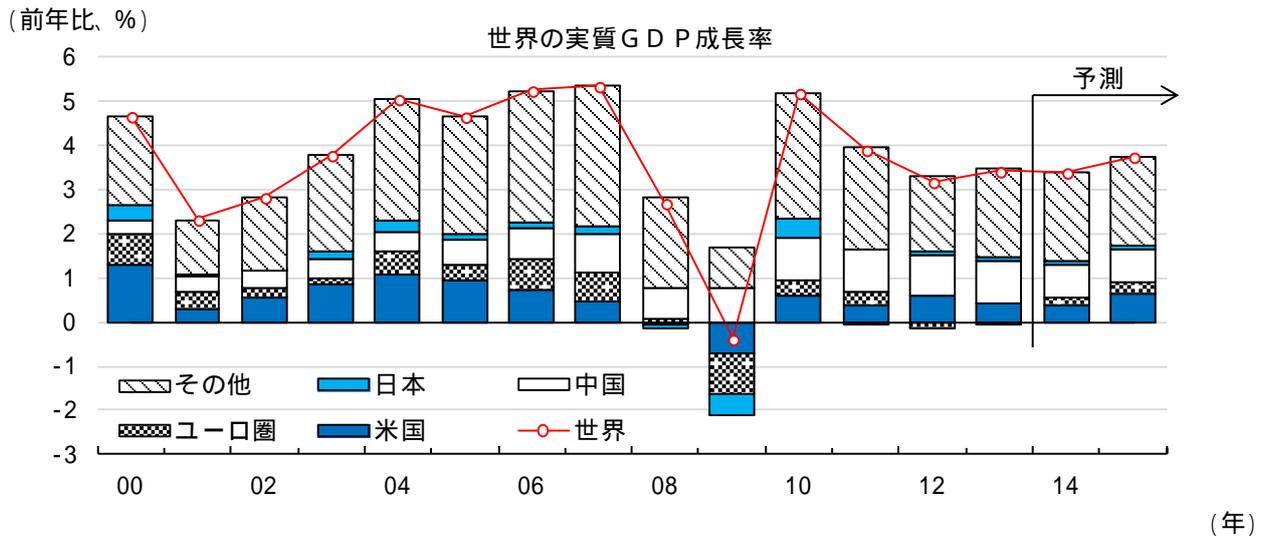
今回の改定見通しでは、世界経済の成長率が2014年は+3.4%に、続く15年は+3.6%になると予測した(図表5)。14年、15年とも年初(14年が+3.7%、15年が+3.9%)から下方に改定した(図表6)。米国景気の一時的な失速や新興国景気の下振れに加えて、世界的な輸出の低迷が年前半の世界景気を下押ししたことがその主な理由である。ただ14年後半以降の景気シナリオは、米国景気が緩やかに拡大し、また欧州景気も持ち直しが続く一方、中国景気は7%台の巡航速度での拡大となる結果、世界景気は緩慢な回復にとどまるという年初の見方を維持している。

各経済別の見通しを述べると、まず米国の実質経済成長率は2014年が+1.8%、15年が+2.7%になり、今後も民需主導の緩やかな景気拡大が続くと予測した。14年後半は、個人消費を中心に民需の反発が見込まれるため、米国景気は拡大ペースを高めよう。ただ年初の大寒波の影響に伴い年前半の成長率が下振れしたことから、通年の実質経済成長率は前回の見通し(+2.5%)よりも低くならざるを得ない。続く15年は、年前半は堅調な民需のけん引を受けて2%台後半の成長が続くとみられる。もっとも年後半の米国景気は、FRBの政策金利の引き上げ(0.00~0.25%~0.50%)を受けて、設備投資や住宅投資を中心に調整圧力が発生する見込みである。したがって15年通年の成長率は14年から上昇するものの、景気自体は15年後半にかけて減速するだろう。

欧州(ユーロ圏)の実質経済成長率は2014年が+0.9%、15年が+1.5%になり、内外需の緩やかな回復を受けた景気の持ち直しが続くと予測した。14年後半は、米国を中心に緩やかに加速する世界景気の追い風を受けて輸出が増勢を強め、ユーロ圏景気をけん引するだろう。内需も、個人消費を中心に緩やかな持ち直しが続くとみられる。続く15年は、引き続き世界景気の拡大を受けて輸出が加速し、ユーロ圏景気全体の押し上げ役になると考えられる。他方で内需面では、雇用・所得情勢が緩慢ながらも改善するなかで、個人消費の回復テンポが高まると考えられる。また設備投資や建設投資も、景気が堅調なドイツを中心に緩やかに増加すると予想される。さらに住宅投資も、スペインやギリシャなどで底打ちし、ユーロ圏全体で持ち直しの動きに転じるだろう。ECBは予測期間中も低金利政策を維持し、ユーロ圏景気を下支えする見込みである。

中国の実質経済成長率は2014年が+7.5%、15年が+7.6%になり、7%台の巡航速度での拡大が続くと予測した。14年後半以降の中国景気を展望すると、まず政府や中銀による追加の景気対策の発動が見込まれ、これが固定資産投資の勢いを下支えするだろう。所得の増加を背景に、個人消費の勢いも引き続きしっかりと推移する。そうした内需の底堅さに加えて、世界経済の緩やかな成長を受けて輸出も勢いが徐々に加速するとみられる。これらのことから暦年ベースの成長率は小幅ながら先行きにかけて上昇すると予測した。消費者物価は、今後豚肉価格の上昇期に当たるともあって上昇テンポを高めるだろうが、均してみれば当局の目標水準にとどまる公算が大きい。したがって中国人民銀行(中央銀行)も、主要な政策金利を据え置こう。なお中国の成長率改定を受けて、アジアの実質経済成長率は14年が+6.6%、15年が+6.8%になると予測した。

図表5 「世界景気は緩慢な回復にとどまる」というシナリオを維持



(注) 構成項目別に寄与度分解を施した。ウェイトは、実績値は前年の名目GDP(ドル建て)、予測値は2012年の実績値を固定して用いた。

(出所) 実績値は国際通貨基金(IMF)、予測値は三菱UFJリサーチ&コンサルティング(MURC)

図表6 景気予測総括表

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
世界	-	-	-	-	-	-	-	-	3.4 (3.4)	3.4 (3.7)	3.6 (3.9)
米国	1.5	1.9	1.8	2.0	3.4	3.0	2.6	2.1	1.9 (1.9)	1.8 (2.5)	2.7 (2.7)
ユーロ圏	0.9	0.7	0.9	1.0	1.2	1.5	1.7	1.7	-0.4 (-0.4)	0.9 (1.1)	1.5 (1.6)
アジア	0.7	0.7	1.1	1.6	1.5	1.8	1.8	1.8	6.6 (6.6)	6.6 (6.8)	6.8 (6.7)
うち中国	6.4	6.5	6.7	6.8	6.7	6.7	6.8	6.9	7.7 (7.7)	7.5 (7.7)	7.6 (7.5)

(注) 上段は前年比、下段は前期比年率、カッコ内は前回(1月)予測値、いずれも%

政策金利

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
米国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.25	0.25	0.50
ユーロ圏	0.25	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
中国	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00

(注) 米国はFFレート、ユーロ圏は主要リファイナンス・オペ金利、中国は1年物貸出金利、いずれも期末値

為替レート

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
ドル円	102.78	102.28	102.50	102.90	103.30	103.80	104.40	104.80	97.63	102.62	104.08
ユーロ円	140.84	140.33	139.50	139.53	139.30	139.20	139.22	138.96	129.72	140.05	139.17

(注) 期中値

### 3. 下押しリスク要因

先行きの世界経済を見通す上では4つの下押しリスク（米国の利上げと金融市場の反応、欧州銀の資産査定とデフレ圧力、中国の金融不安、新興国・地政学要因）に注意したい。

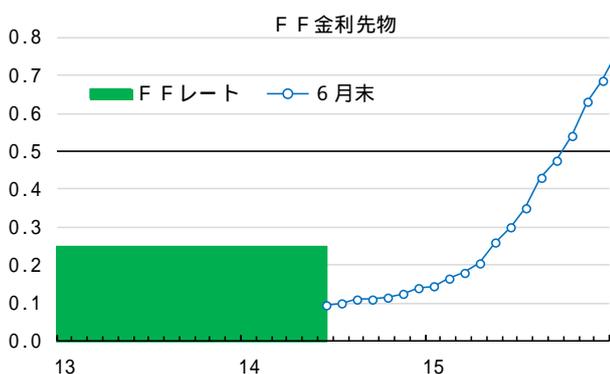
#### （1）米国～政策の道筋はついたが利上げのインパクトに要注意

年初の『見通し』では世界景気の最大の下押しリスク要因として、米国における政策不透明感（FRBのテーパリングの動向と、債務上限問題に代表される財政協議の行方）を指摘した。テーパリングに関しては、2014年1月以降着実に進んでおり、QE3は14年秋頃に終了する可能性が高い。また財政協議についても、14年2月に与野党が15年3月までの上限撤廃で合意するなど前進がみられた。こうしたことから、金融・財政の両面で経済政策の道筋が付き、不透明感は少なくとも短期的には後退している。

米国は2014年11月に中間選挙を控えており、米国は再び政治の季節に入ることになる。また債務上限問題に関しても、期限が切れる15年4月以降は論戦が交わされよう。ただ2013年秋口にみられた財政問題を交渉材料に用いた与野党間の激しい対立は、有権者の離反もあり、免れる公算が大きい。こうしたなかで最大の注目点は、FRBによる利上げが米国の実体経済にどのような影響を与えるか、ということである。

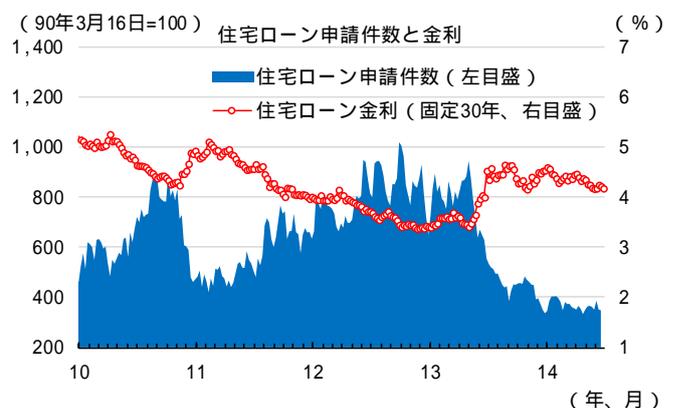
金融市場が見込むように、FRBは2015年後半に政策金利（FFレート）を0.50%に引き上げる公算が大きい（図表7）。この利上げをもってFRBは、過去に例がない大規模金融緩和策からの「出口戦略」を本格化させたと評価されることになろう。FRBは出口戦略がスムーズに行くように、利上げ着手後もFFレートの引き上げテンポを緩やかにとどめるとの方針を示すことで、金利の上昇を抑えようと努めている。もっとも、この利上げがきっかけとなって債券売りが加速し、金利が想定以上に上昇する可能性があることには注意を要する。そうなれば、金利感応度が高い住宅投資や建設投資を中心に、内需が失速するだろう。現に、利上げ観測が織り込まれ始めた2013年夏場に金利が上昇し、それ以降足元まで住宅ローン申請件数が低水準で推移していることは、そうした可能性を示唆している（図表8）。

図表7 市場は15年後半の利上げを予想



（出所）シカゴ先物取引所及びBloomberg

図表8 利上げが景気を下押す可能性



（出所）米抵当銀行協会（MBA）及びフレディマック

また金利の上昇を受けて株価の調整が進めば、逆資産効果を通じて個人消費にも下押し圧力がかかる。そうなれば、世界から米国向けの輸出も失速するとともに、株安の連鎖が各国に広がるため、米国のみならず世界景気への減速圧力が強まるだろう。

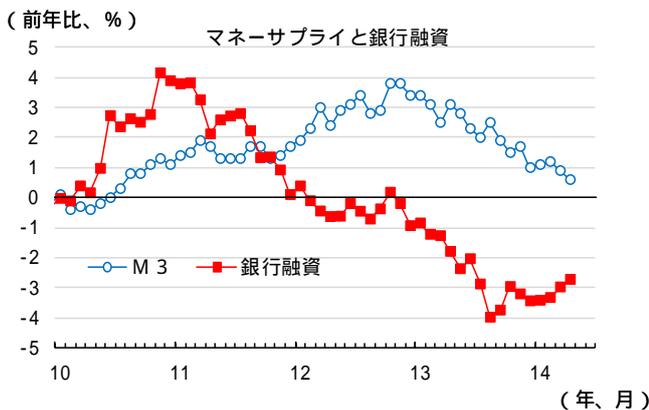
## (2) 欧州～注目される銀行の資産査定結果とデフレ圧力

次に欧州発の要因である。債務問題に関しては、2013年12月のアイルランド、14年1月のスペインに続き、5月にはポルトガルがEUからの支援を脱した。残るキプロスやギリシャに関しても長期金利の低下が続いており、追加支援観測は遠のいている。このように債務問題は徐々に収束しており、その再燃は基本的にはテールリスク化が進んでいると評価出来る。

もっとも新たな懸念も存在する。まずは14年10月に公表される銀行の資産査定(ストレステスト)の結果である。この資産査定をクリアするため、ユーロ圏の銀行はリスク資産である貸出を減少させるなどしてバランスシートの縮小に努めてきた(図表9)。株高の追い風もあるため、銀行の財務体質は改善しているとみられる。ただこうした取り組みが、欧州景気を金融面から下押ししてきた。基本的に欧州の銀行は、無事ストレステストを乗り越えることが出来るとともに、リスク志向を強めて融資を徐々に増加させていく見通しである。ただ仮に、銀行の資産査定の結果が好ましくないものであれば、銀行は財務体質改善のための一段の努力を余儀なくされることになる。そうなれば、銀行が融資をさらに減少させる可能性が高まり、景気に対する腰折れ圧力が強まるだろう。

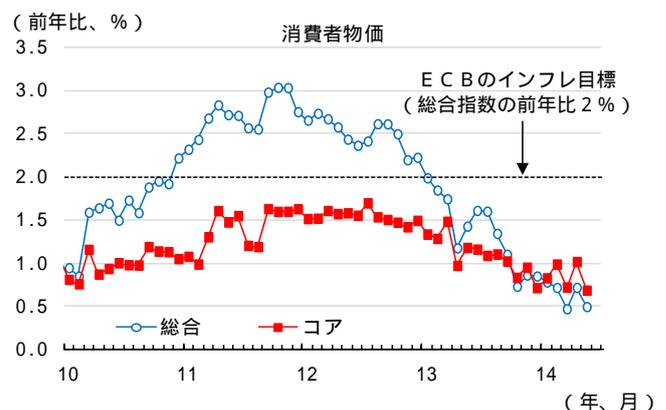
さらにユーロ圏では、デフレ圧力が懸念される(図表10)。ECBは6月の理事会で追加緩和を実施し、主要中銀としては初となるマイナス金利政策(ただし下限金利のみ)を導入した。このことはECBのデフレに対する警戒感の強さを良く示している。ECBによる追加緩和を受けてユーロ高には修正がかかっており、また内需も緩やかに持ち直しているなか、ユーロ圏でデフレが定着する可能性は、基本的には低いと考えられる。ただ何らかの金融ショックを受けてユーロが低リスク通貨として再び積極的に買われれば、ユーロ圏でデフレが定着する恐れがある。そうなれば実質金利が高止るため、欧州景気に対する下押し圧力が強まることになるだろう。

図表9 銀行融資は前年割れが続く



(出所) 欧州中央銀行 (ECB)

図表10 物価上昇率が低下するユーロ圏



(出所) 欧州連合統計局

(3) 中国～国内発の金融不安が顕在化する可能性

年初の『見通し』では、欧米発の外的ショックが中国景気の失速や金融不安の高まりにつながる可能性を指摘した。今のところ、そうしたショックの発生は免れているが、その反面で中国国内の要因に基づく金融不安が高まっている。

中国では2014年2月に、社債市場で初のデフォルト（債務不履行）が発生した。その後この動きは、政府がいたずらな救済を否定したことからいくつかの企業に連鎖したが、この過程で銅を中心とする商品市況で調整圧力が強まった（図表11）。そもそも、中国の企業が社債発行時の担保に銅を活用していたなかで、中国景気の下振れに対する懸念を強めた投資家が資金を銅市場から引き揚げたことが、価格の下落につながったとみられる。現状、社債金利の水準は一時期より低く、デフォルトの動きは落ち着いている（図表12）。もっとも、中国では不動産市場をはじめとする金融問題が山積している。具体的には住宅バブルや理財商品、影子銀行（シャドーバンキング）の問題などである。金融の問題は連鎖的な性格を持つため、社債市場を中心に顕在化した調整圧力が、今後他の金融取引の調整に波及する可能性は否定できない。

仮にそうした事態が顕在化した場合、住宅を中心とする資産価格の調整が企業・家計の資金繰りの悪化などを通じて、景気にブレーキをかけるだろう。不良債権問題も、既に手立てが打たれているとされる国有銀行を除く主体（地方融資平台といった預金を取り扱わないタイプの金融機関や不動産プロジェクトに投資をしていた企業、家計など）を中心に深刻化すると考えられる。場合によっては政府と中銀による政策の発動（バッドバンクの設立や公的資金の注入、無制限の流動性供給など）が見込まれるが、短期的な景気の失速は免れないであろう。また中長期的にみても、不良債権問題の顕在化は成長の鈍化を早めるきっかけになる可能性がある。

中国の金融システムは依然閉鎖的であり、その意味で国内の金融問題は中国のなかに封じ込まれているといえる。したがって、仮に中国の金融問題が深刻化したとしても、それが日米欧の金融機関の経営を直接脅かす事態とは必ずしもいえない。もっとも、中国経済・金融の変調を嫌気した投資家が、世界的にリスク資産売り安全資産買いの動きを強める公算が大きいことには十分に注意を要する。

図表11 中国企業の債務不履行が商品の調整圧力に  
（千ドル/トン）



図表12 一時期よりは低水準にある社債金利  
（年利、%）

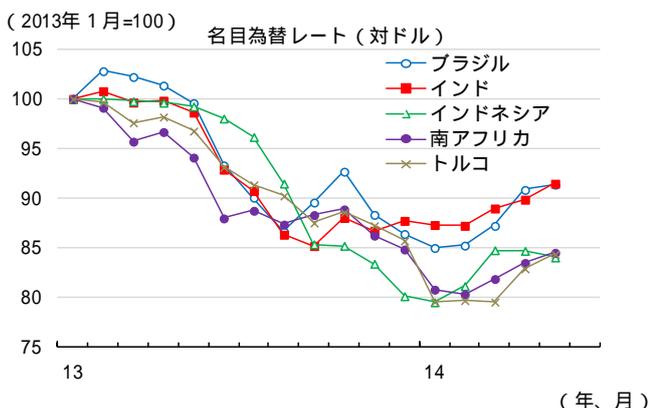


(4) 新興国～高まる内政不安・地政学リスク

米FRBのテーパリングに伴い、新興国では2013年の末から14年の初頭にかけて通貨・金融不安が高まったが、足元にかけて落ち着きを取り戻している(図表13)。しかしその一方で、高インフレや景気減速といった経済の不調に伴い、新興国では政権交代が相次いでいる。いくつかの例を挙げると、まずインドでは、春の総選挙を受けてインド人民党出身のモディ氏が首相に就任した。またタクシン派と反タクシン派の対立が続いたタイでは、5月にクーデタが発生し、軍事政権が長期化する観測が強まっている。さらにインドネシアでも、夏の総選挙で政権が交代する可能性がある。政権が交代した新興国では、新政権が大衆迎合(ポピュリズム)的な観点から財政拡張を進める可能性が高い。そうなれば、短期的には景気の加速が見込まれるが、反面でインフレ圧力が強まるなど経済が不安定化する恐れがある。現にインドでは、中央銀行であるインド準備銀行のラジャン総裁が、モディ首相の経済運営路線に対するけん制発言を行っている。新興国の経済が不安定な動きを強めれば、それを嫌気した投資家が新興国の通貨や株式に売りを浴びせる可能性が再び高まるだろう。

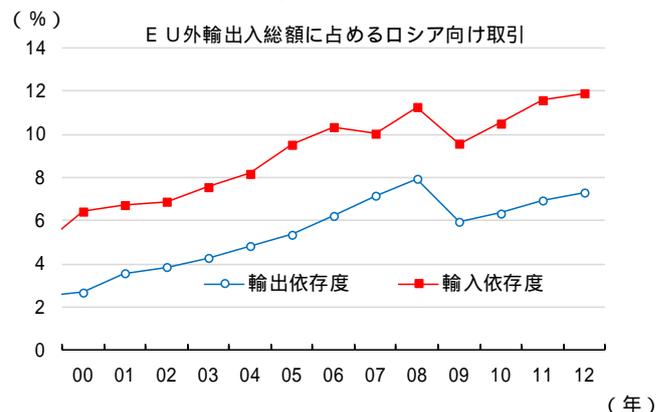
さらに、世界経済の調整要因として注視すべき懸念材料として、情勢が不透明なウクライナ問題がある。ウクライナでは5月に総選挙が行われ、親欧米派のポロシェンコ氏が大統領に就任した。同氏はロシアとの対話も重視しており、これ以上の事態の悪化は防げると期待されるが、一方でウクライナ情勢には領土問題や民族問題など歴史的な要因が複雑に絡んでいるため、事態の抜本的な収束には長期を要する。最大の懸念は、ウクライナ問題の悪化を起点に欧米とロシアの対立が激しさを増すことである。現実的に考えれば、経済の相互依存度が高い欧州とロシアが本格的に衝突する可能性は極めて低いとみられる(図表14)。ただ仮に、米国を巻き込むかたちで欧州とロシアの間で緊張が一段と高まれば、世界的な株安の連鎖が発生するだろう。なおウクライナの問題は、それが中東諸国の政治不安の高まりに波及する恐れがある点でも懸念される。特に米露が協調して安定に努めてきたシリアなどでは、不安が本格再燃する危険性が高い。加えて、エジプトやイラクなどの情勢も不安定である。ウクライナ問題の深刻化が中東に飛び火すれば、原油を中心にエネルギー価格が高騰し、世界経済を圧迫することになるだろう。

図表13 持ち直す新興国の通貨



(出所) 各国中央銀行

図表14 徐々に高まる欧州のロシア依存度



(出所) 欧州連合統計局

## (5) まとめ

以上で指摘した4つの要因のうち、まず 欧州銀の資産査定結果とデフレ圧力については、相対的に顕在化しにくいリスクであると考えられる。つまり基本的には、無事にストレステストを乗り越えた銀行がリスク志向を強めて、追加緩和を追い風に融資を徐々に増加させる公算が大きい。これを受けて内需が盛り上がれば、デフレ懸念も徐々に薄れていく。

次に 新興国・地政学要因についても、懸念は相対的に弱いと位置付けられる。確かに新興国経済の不安定化は世界景気の波乱要因となり得るが、主要国を中心に世界経済が3%台の巡航速度で成長していれば、そのショックをある程度吸収できると考えられる。他方でウクライナにみられる地政学要因に関しては、米欧とロシアの間で緊張が一段と高まること自体に非常に高いコストが伴うと考えられるなかで、全面的な衝突は避けられる公算が大きい。

こうしたなかで警戒すべきは、米国の利上げと金融市場の反応と 中国の金融不安にあるといえるだろう。二大経済の変調は、景気・金融・商品など様々な面から世界経済に調整圧力を与えることになると思われる。とりわけ中国の金融不安は、それが顕在化するのか、そのタイミングがいつになるのかという点も含めて、世界経済の下押しリスク要因として中長期的にくすぶり続けるだろう。

### - ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。