

2014年12月10日

調査レポート

FRB の金融政策正常化と米国の個人消費

～金融環境の変化が個人消費の減速圧力に～

- 米連邦準備制度理事会（FRB）は2015年中頃にも金融危機後初となる利上げを行い、肥大化したバランスシートの縮小に着手する見通しである（金融政策の正常化）。本レポートは、個人消費の周辺環境の現状を整理することを通じて、FRB の金融政策正常化に伴う金融環境の変化が景気に与える影響を展望する。
- 雇用・所得情勢に注目すると、雇用が改善する一方で賃金上昇が滞っている。背景には、非正規雇用化が進み、低賃金産業に従事する人々が増えたことがある。こうした環境の下で所得格差も拡大しており、消費のすそ野を担う中・低所得者層の所得環境が厳しさを増している。足元、労働需給の改善を受けて賃金上昇テンポは加速しつつあるが、労働市場の構造変化を考慮すれば、その程度は金融危機前よりも鈍くなるだろう。
- 家計部門の負債の状況を見ると、所得環境が厳しいなかで、家計は教育ローンと自動車ローンを中心に消費者信用への依存を強めている。前者の場合、授業料の上昇が顕著であるなかで、家計の負担はかつてよりも重くなっている。後者の場合、サブプライム層に対する貸し付けも増えており、信用リスクの高まりが警戒される。政策正常化により家計の債務負担は増えるため、個人消費への下押し圧力も強まるだろう。
- 資産の状況を見ると、価格調整圧力が常に付きまとっている。株価は割高感を強めており、政策正常化を受けて投資家が利益確定売りを進める可能性が存在する。住宅価格は人口動態上の動きもあってかつてのようなハイペースでの上昇が見込み難しく、政策正常化を受けて金利が上昇すれば価格下落圧力も強まるだろう。調整が深刻化すれば、その分だけ個人消費へのブレーキもきつくなるだろう。
- 以上の検討から明らかなように、所得の伸びが過去よりも低めに留まるとみられるなか、FRB の金融政策正常化に伴う市場環境の変化は、負債・資産の両面から個人消費に下押し圧力をかける公算が大きい。金利が急騰したり、株の調整が深刻化したりすれば、個人消費の失速を通じて米国景気が下振れする可能性が高い。そうなった場合、グローバルな経済・金融調整が発生する恐れがあることにも注意を要しよう。

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

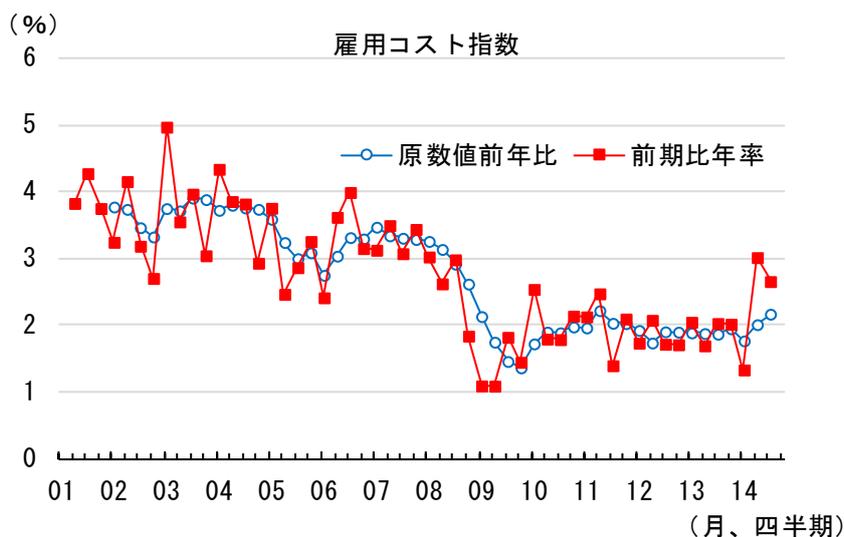
はじめに

米連邦準備制度理事会（F R B）は早ければ2015年中頃にも、2008年秋に発生した金融危機後初となる利上げを行うとともに、4兆ドルを越えるまで肥大化したバランスシートの縮小に取り組む見通しである。その後もF R Bは、低金利政策を当面の間維持すると公言しているが、過去に類をみない大型緩和から金融政策を「正常化（normalization）」させる過程で、金融環境の変化（金利の上昇や株価の調整）は避けられないだろう。こうしたなかで注目されるのが、金融環境の変化が米国景気のメインエンジンである個人消費に与える影響である。本レポートは、個人消費の周辺環境の現状を整理することを通じてF R Bの政策正常化が景気に与える影響を展望するものである。

構成は以下の通りである。第1節では個人消費の動向に最も影響を与える雇用・所得情勢に注目し、雇用の改善が続く一方で賃金の上昇が滞っている背景を分析する。次節以降は家計部門のバランスシートに注目し、まず負債側の現状について、依存度が高まる消費者信用の問題を中心に検討を行う（第2節）。次に資産側の現状について、株と住宅に注目して課題を洗い出す（第3節）。その上で、最後に結論を述べる。

1. 非正規雇用・低賃金労働が増えるなかで伸び悩む家計の所得

図表 1. 停滞する賃金の伸び



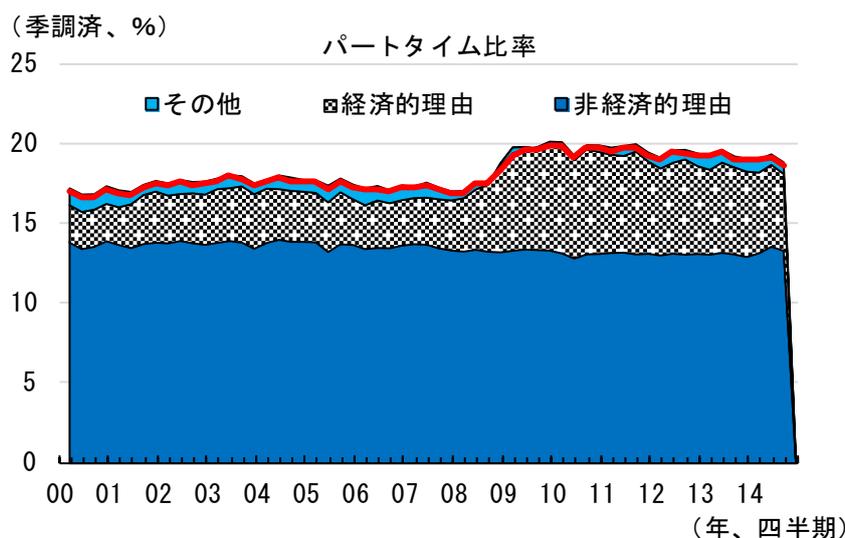
(注) 非軍人労働者の「報酬（賃金・給与＋諸手当）」ベース。
(出所) 米労働省

まず、個人消費の動向に最も影響を与える雇用・所得情勢に注目したい。非農業部門雇用者数が2014年中頃に金融危機以前の最高水準を越えるとともに、失業率も低下が続くな

ど、米国の雇用情勢は着実に改善している。一方で、それが賃金の上昇に結びついていないことが問題になっている。F R Bが金融政策の参考指標にしている雇用コスト指数（ECI）のうち、非軍人労働者に対する「報酬（賃金・給与+諸手当）」の動きをみると、金融危機以前は前年比・前期比年率ともに3%程度の水準で伸びていたのが、危機以降の伸び率は2%台にまで低下している（図表1）。F R Bのイエレン議長は低金利政策を維持する根拠の1つとして、この賃金上昇テンポの鈍さをたびたび指摘してきた。なお14年第3四半期の「報酬」は前年比で2.2%増、前期比年率では2.7%増と、それまでの伸びから比べれば高めの水準になっている。足元にかけて、米国の賃金上昇圧力はようやく高まってきたと評価されるが、金融危機以前と比べれば、その水準は依然低いままである。

それでは何故賃金の伸びが停滞しているのか。その背景には、金融危機以降進んだ米国の労働市場における構造変化があると考えられる。そのうちの1つが、非正規雇用の拡大である。図表2はパートタイム比率（総雇用者数に占める非正規雇用者数の割合）の推移をみたものである。同比率は金融危機前まで17%前後で推移していたが、景気の後退を受けて急上昇し、最悪期である2010年第1四半期には20.1%に達した。パートタイム比率を押し上げた背景には、何よりもまず景気悪化に伴い正規雇用が減少したことがあるが、加えて「経済的理由」から、つまり金融危機に伴う雇用情勢の悪化を受けて止むを得ず非正規雇用での就労を余儀なくされた人々が増えたことも大きな要因である。その後パートタイム比率は、景気の回復を受けて「経済的理由」を中心に緩やかに低下しているが、直近14年第3四半期時点の同比率は18.7%と、危機以前に比べれば依然高い。

図表2. 金融危機以降進んだ労働力の非正規化

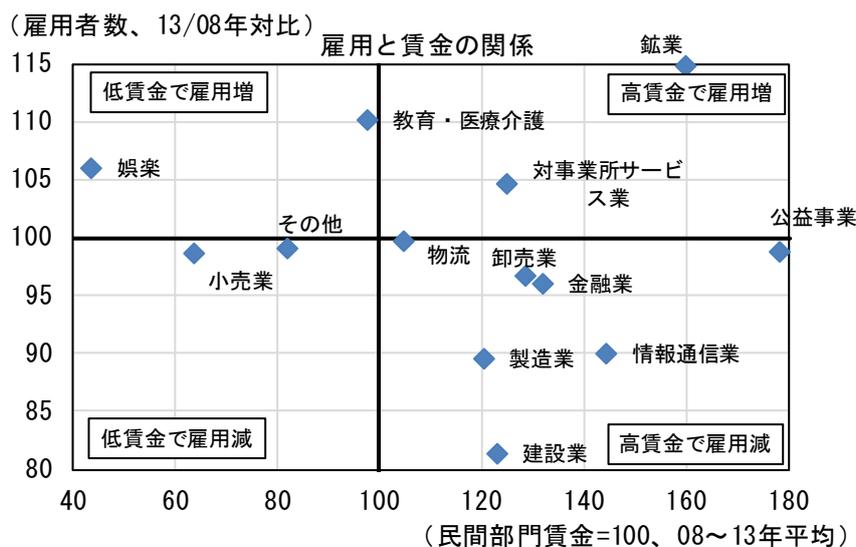


- (注1) 全産業ベース
- (注2) 「経済的理由」は仕事減少、業績不振などの理由から非正規でしか就労機会をみつけることができなかった場合。「非経済的理由」は、ライフスタイルなどの理由からあえて非正規雇用に従事する場合。
- (注3) 「その他」には誤差・脱漏を含む。
- (出所) 米労働省

先の景気後退局面（2007年第4四半期～09年第2四半期）において、米国で失われた正規労働者の数は849万人に上ったが、一方で246万人が非正規雇用で吸収された。単純に考えれば、正規雇用からの失業者の約30%が、非正規労働者に振り替わった計算になる。直近14年第3四半期の雇用者数は景気後退前の水準を36万人上回るまで回復した。ただ正規労働者の増加は654万人に留まっており、正規雇用者の数は景気後退前に比べると195万人少ない状況である。一方、非正規労働者の減少数もわずか10万人に留まっている。非正規雇用のなかには、非正規雇用でしか就労機会を得ることができない人々も引き続き多く存在している（14年第3四半期時点で710万人と最も多かった10年第3四半期の920万人よりは減少したが、景気後退直前の07年第4四半期の462万人からは250万人も多い）。景気が拡大しているにもかかわらず、正規雇用への道は狭いままであるといわざるをえない。

さらに、もう1つ重要な変化として、労働力が金融危機後に低賃金産業へとシフトしたことがある。図表3は産業別に賃金水準（民間部門=100、2008～13年の平均値）と雇用水準（2013年の雇用者数（期中値）の対08年比）の相関関係を描いたものである。13年時点で08年の雇用水準を回復している産業は、鉱業（114.8）と教育・医療介護（110.2）、娯楽（106.0）、対事業所サービス（104.6）の4部門存在する。そのうち教育・医療介護と娯楽の賃金水準は97.5と43.5と、民間部門の平均水準を下回っており、いわゆる低賃金労働に属する。対して鉱業と対事業所サービスの賃金水準は159.7に124.8と民間部門平均より高く、いわゆる高賃金産業である。ただ製造業（89.6）をはじめとして、その他の多くの高賃金産業の雇用者数は、08年水準を依然下回っている。

図表3. 雇用を吸収する低賃金産業



（注1）横軸の太線は民間部門全体における2013/08年対比の平均水準（99.0）

（注2）縦軸は2013年の雇用者数の対2008年比（いずれも期中値）、横軸は民間部門を基準（100）とする平均週給の2008～2013年平均値。

（出所）米労働省

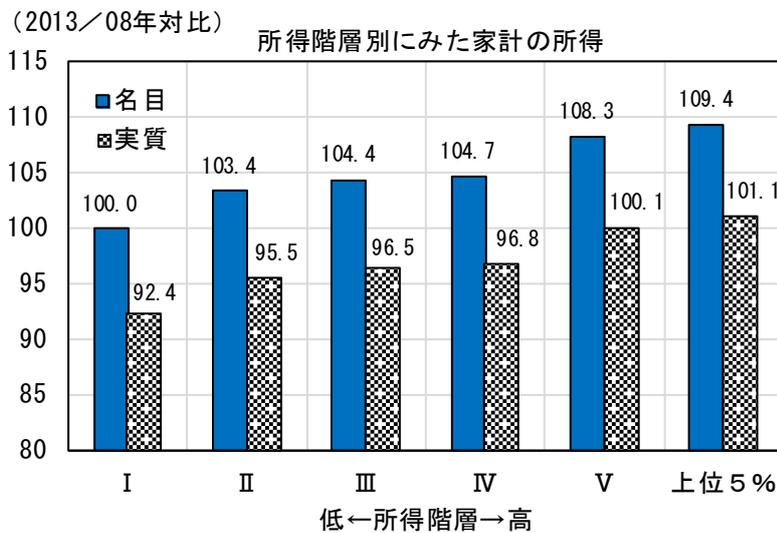
これらのことから、景気後退を受けて高賃金産業で発生した余剰労働力は、主に教育・医療介護や娯楽といった低賃金産業によって吸収された可能性がある判断される。加えて、高賃金産業から低賃金産業へとシフトした労働力の「固定化」も進んでいると推察される。なお賃金水準が63.6と低い小売業の場合も、雇用者数の水準自体は98.6と08年を回復していないものの、その業務特性（特別な資格を要することが少なく、パートタイマーも多い、など）を考慮すると、現実的に考えれば、情報や製造業などといった雇用の回復が一段と遅れている高賃金産業からテンポラリーなかたちで余剰労働力を吸収した可能性が高いとみられる。

このように米国では、教育・医療や娯楽、小売業といった低賃金産業が2008年秋に発生した金融危機を受けて増加した非正規雇用の多くを吸収したと考えられる。またパートタイム比率の低下が小幅に留まっていることが示すように、非正規雇用から正規雇用への再転換が滞っている。そうした構造の下では、景気が回復して雇用が増加したとしても経済全体でみた賃金上昇圧力が高まりにくいことは当然の帰結といえる。

こうしたなかで、米国では金融危機以降、所得格差が広がっている。図表4は、米労働省が公表する所得統計を用いて、2013年における家計の可処分所得の水準を金融危機が発生した08年との対比でみたものである。所得階層別ごとの動向を分析するために、20パーセンタイルごとに5段階に分け、さらに所得階層が上位5%以内の富裕層も加えた6段階で比較を行っている。これにみると分かるように、名目ベースで測った可処分所得の水準は第Ⅰ階層（低所得者層）を除いていずれも08年を上回っているが、第Ⅱ階層（低位中所得者）は103.4に、第Ⅲ階層（中所得者）は104.4に、そして第Ⅳ階層（高位中所得者）は104.7に留まっている。それが第Ⅴ階層（高所得者）になると108.3と上昇幅が一気に拡大し、さらに所得階層が上位5%以内（富裕層）になれば伸びがさらに高まる。他方で、物価上昇の影響を加味した実質ベースで可処分所得の動きをみると、2008年時点の水準を回復しているのは第Ⅴ階層の高所得者層（100.1）と最上位の富裕層（101.1）だけである。第Ⅳ階層以下の水準は依然08年の水準を回復できておらず、その程度は所得階層が低くなるほど深刻である。これらの階層に属する労働者は低賃金産業に属しており、雇用形態も非正規が多いと推察される。

以上で検討したように、雇用が増える一方で賃金上昇が滞っている背景には、非正規雇用化が進んだこと、そして低賃金産業に従事する人々が増えたことがあると考えられる。さらに、こうした環境の下で所得格差が拡大していることは、消費のすそ野を担う中・低所得者層の所得環境が厳しさを増していることを意味している。足元、労働需給の改善を受けて賃金上昇テンポは加速の兆しをみせているが、金融危機を受けた労働市場の構造変化を考慮すれば、その程度は金融危機前に比べると鈍くなる公算が大きい。

図表 4. 拡大する所得格差



(注) 所得階層を20パーセントailごとに区切り5分化 (I~V) している。
(出所) 米労働省

2. 負債サイド：再び強まる消費者信用依存

続いて家計部門のバランスシートに問題がないか、まずは負債側から考えてみたい。

資金循環統計より家計部門の金融負債残高をみると、直近2014年第2四半期の水準は対可処分所得比107.4%と、最悪期の07年第4四半期時点 (135.0%) から30%ポイント程度規模が縮小している (図表5)。この背景には、主に住宅ローンの返済が進んだこと (対可処分所得比99.5%→72.2%) がある。

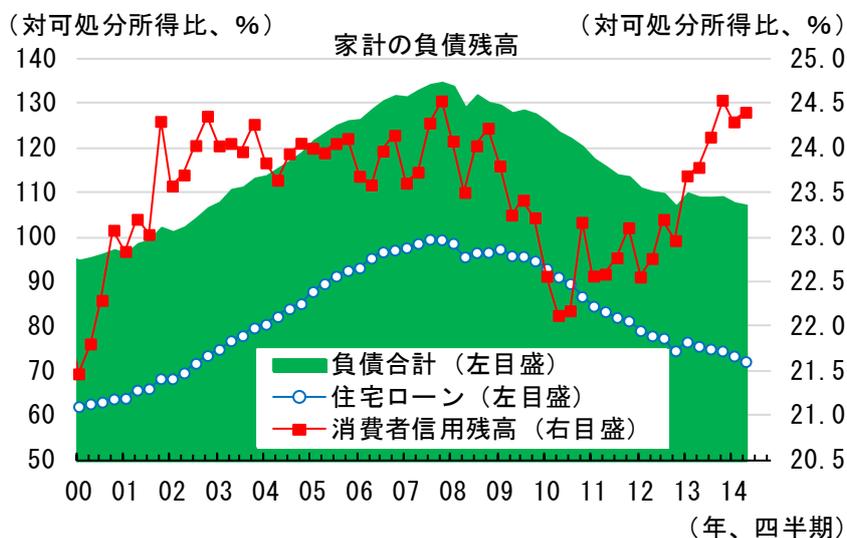
もっともその反面で、2010年頃からは消費者信用の借入残高が増え始めている。金融危機以降、消費者信用の借入残高は振幅を伴いながら徐々に減少し、10年第2四半期には対可処分所得比22.1%まで水準を切り下げた。その後も12年頃まではほぼ横ばい圏で推移していたが、13年頃から再び上昇トレンドに乗っており、足元14年第2四半期には同24.4%と金融危機前のピーク時の水準に並んでいる。

つまり、家計は住宅ローンの返済を進める一方で、消費者信用への依存を強めていることになる。ここで消費者信用の純流入額の推移を用途別にみると、足元にかけての消費者信用の増加は、主に2つの要因、つまり教育ローンと自動車ローンの拡大によって説明できる (図表6)。なお個人消費支出統計から金融危機後 (2010~14年) の教育関連支出と自動車関連支出の動向を確認すると、教育が年平均0.8%増、自動車が同4.9%増となっている。つまり、教育ローンの拡大は教育支出の実質的な水準を保つことへの貢献に留まる一方、自動車ローンの拡大は、金融危機後の反動もあり、自動車購入そのものの増加につな

がっていると考えられる。

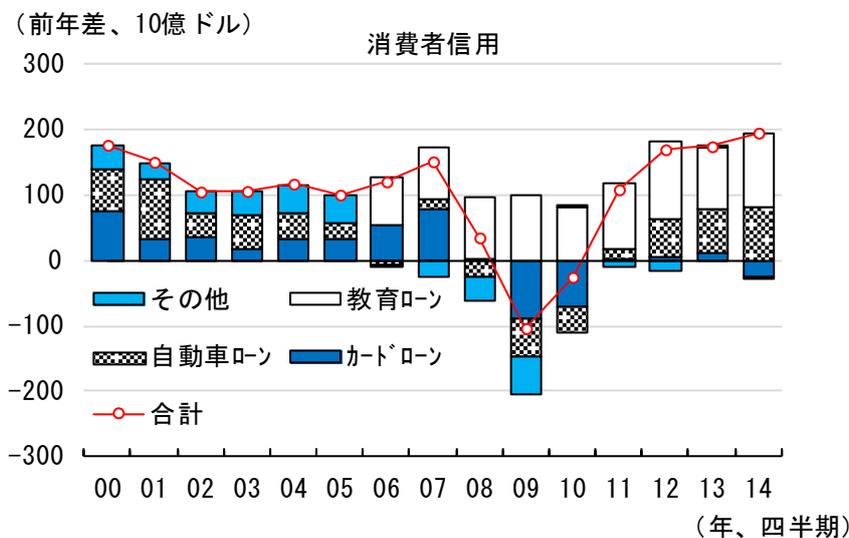
教育ローンが増加する主な背景として、値上がりに歯止めがかからない授業料の問題がある。2008年から14年の間、米国の消費者物価は9.9%（年平均1.9%）上昇したが、そのうち授業料は27.6%（同4.4%）と倍以上のピッチで伸びている。授業料の上昇が続いている背景には、そもそもの米国特有の研究風土（優秀な学生や研究者を集めるために奨学金や報酬制度を拡充していること、研究環境整備の充実に努めていること）が支出の増加を促していることに加えて、財政削減圧力を受けて州政府からの補助金が削減されており、収入を確保しなければならないことがあると考えられる。

図表5. 住宅ローンの返済が進む一方で増加する消費者信用



(出所) 米商務省経済分析局 (B E A) 及び米連邦準備制度理事会 (F R B)

図表6. 拡大が続く教育ローンと自動車ローン

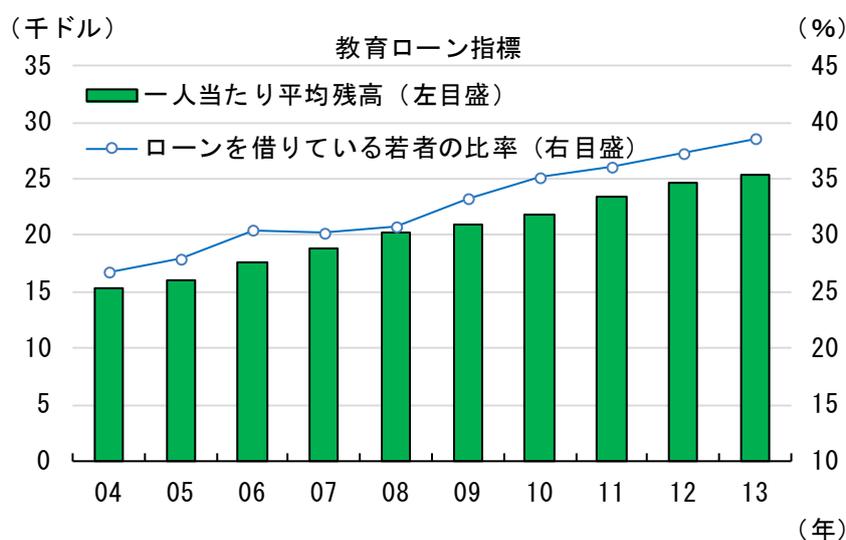


(注) 統計上「教育ローン」が確認できるのは2005年以降であり、それ以前は「その他」に含まれていたと考えられる。

(出所) F R B

また学生側の高学歴志向の高さ（短大から四大へ、さらに大学院へ）や低金利環境（新規借り入れや借り換え）も、資金需要を高めているといわれる（Lee, 2013）。こうしたなかで、学生のローン負担は年々厳しさを増している。ニューヨーク連邦準備銀行（FRBNY）の消費者信用調査（consumer credit panel）より、25歳未満の若者のなかで教育ローンを借り入れている人々の割合をみると、2004年時点では26.8%であったのが、13年時点では38.6%にまで上昇していることが確認できる（図表7）。なおこの間において、一人当たりの平均残高も65.7%（15,308ドル→25,366ドル）増加した。

図表7. 若者の教育ローンへの負荷が高まる



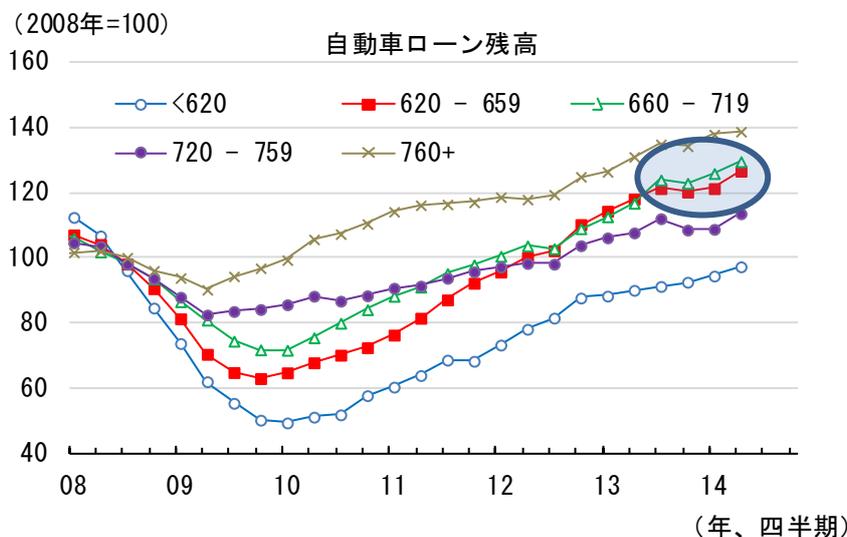
(出所) ニューヨーク連邦準備銀行 (FRBNY)

他方で、自動車ローンが拡大している背景には、FRBの低金利政策によるローン金利の低下がある。FRBの消費者信用調査によると、銀行による3年物新車ローン金利は金融危機直前の2008年8月時点で年利6.92%であったのが、直近14年8月時点では4.16%と3%ポイント近く低下している。このことが資金需要を刺激し、自動車ローンの拡大と自動車市況の活性化を生み出す大きな原動力になったと考えられる。こうしたなかで、足元にかけては支払い能力が低い債権者（サブプライム層）に対するローンが急増している。ニューヨーク連銀の消費者信用調査を基にローン残高を指数化（2008年=100）し、その上で融資先の信用力（クレジット・スコア）ごとに分けたものが図表8である。これをみると、増加が先行していたのは信用力が最も高い層であったが、13年頃からはスコアの比較的低い層（620 - 659、660 - 719）向けのローンの増勢が強まっていることが確認できる。こうしたサブプライム層に対する貸付の増加を受けて、ニューヨーク連銀など関係当局は信用リスクの高まりに対する警戒感を高めている（Haughwout et al, 2013; 2014）。サブプライムローンが急増した背景には、信用力が高い人向けの増勢が一服するなかで、リスク管理が容易であること（中古車購入向けを中心としており、住宅に比べれば圧倒的に小

口であることなど）や所得階層が低い人々の返済意欲が高いこと（自動車が生活必需品であること）などを、金融機関が好感していることがあると考えられる。

F R Bの政策正常化によって金利が上昇すれば、家計部門の債務負担も当然増加するため、個人消費への下押し圧力が高まる。ただ住宅ローンの返済が進んでいるという追い風もあるため、金利の上昇が小幅に留まれば消費の失速は免れよう。ただ反面で、以下で述べる別の懸念が存在する。教育ローンの場合、一般的に返済に時間を要するため、金利負担によって返済負担が増せば、若者のライフサイクルに応じた耐久財消費が中長期に渡って圧迫される恐れがある。特に後述する住宅に関しては、人口動態上の問題もあり、市況が中長期に渡って停滞することになるかもしれない。また自動車ローンの場合、金利の上昇に伴う貸出の焦げ付きが自動車版サブプライムローンを借りている低所得者層を中心に深刻化する恐れを有している。そもそも金利の上昇は、活況に沸いている自動車市況の調整圧力になる可能性は高いといえよう。個人消費全体への影響が限定的に留まったとしても、低所得者層で不良債権問題が深刻化すれば、所得格差が一段と拡大したり、それを受けて社会不安が増大したりするといった社会的な問題が深刻化する公算が大きい。

図表 8. 足元で増加する自動車版サブプライムローン



(注 1) 4 四半期後方移動平均

(注 2) 信用力は Equifax Credit Score (280~850) で評価。数値が上がるとリスクが低いと評価される。

(出所) ニューヨーク連邦準備銀行 (F R B N Y)

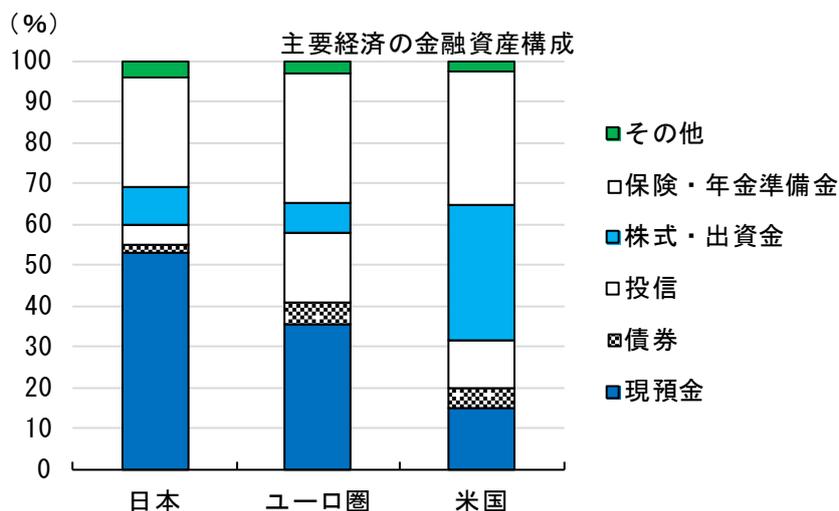
3. 資産サイド：常に付きまとう価格調整圧力

さらに資産側から、家計のバランスシートの状況を確認してみたい。

2014年 6 月末時点における家計部門の金融資産の構成を主要経済（日本、ユーロ圏、米国）間で比較すると、米国における株式・出資金の構成比率の高さが突出していることが

分かる（図表9）。具体的には、米国の場合は金融資産の33.5%が株式・出資金であり、その比率は日本（9.1%）やユーロ圏（7.2%）を引き離している。言い換えれば、米国の家計部門は他の経済に比べて株価の影響を良くも悪くも受け易いという特徴を持つ。

図表9. 株式・出資金の構成比率が高い米国の家計部門

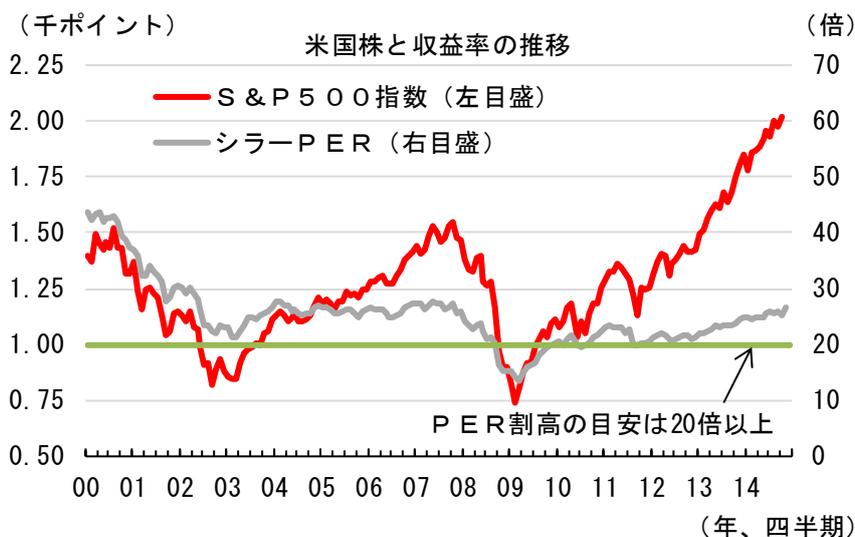


(注) 2014年6月時点
(出所) 日本銀行、欧州中央銀行 (ECB)、FRB

米国の代表的な株価指数であるS & P 500指数は、特に2013年以降、均してみれば一本調子での上昇が続いている（図表10）。この間、FRBのQE3の段階的縮小（テーパリング）を巡る思惑などから若干の調整がみられたものの、投資家は旺盛に米国株を買い進めたことになる。こうしたなかで当局は株価の過熱に警戒心を強めている。例えばFRBのイエレン議長は、14年7月に『金融政策レポート』に関する議会証言を行った際に、小型株やバイオテクノロジーなど一部の株価が割高であるという表現を用いて、一定のアラートを示した。客観的な指標をみても、米国株の過熱感は徐々に高まっている。米イェール大学のシラー教授が開発したシラーPER（株価収益率）は、13年以降割高感の目安である20を超えており、直近14年11月時点では26.5まで上昇している。

米国株が上昇し続けた背景には、景気の緩やかな拡大や企業業績の改善もさることながら、FRBによる量的緩和策を受けて、投資家が低コストで資金を調達できたことが大きい。FRBが量的緩和策を終了し、金融政策の正常化を進めれば、その分だけ投資家の資金調達コストが増えることになる。このような環境の変化を受けて、投資家が利益確定売りを進める可能性が存在する。ここで米国景気の底堅さが確認できていれば、調整も小幅となり、個人消費への逆資産効果も限定的に留まるだろう。その反面で、景気が失速するなどして金融市場が動揺し、調整が深刻化すれば、その分だけ個人消費へのブレーキもきつくなると考えられる。

図表10. 上昇が続くなかで割高感を強める米国株

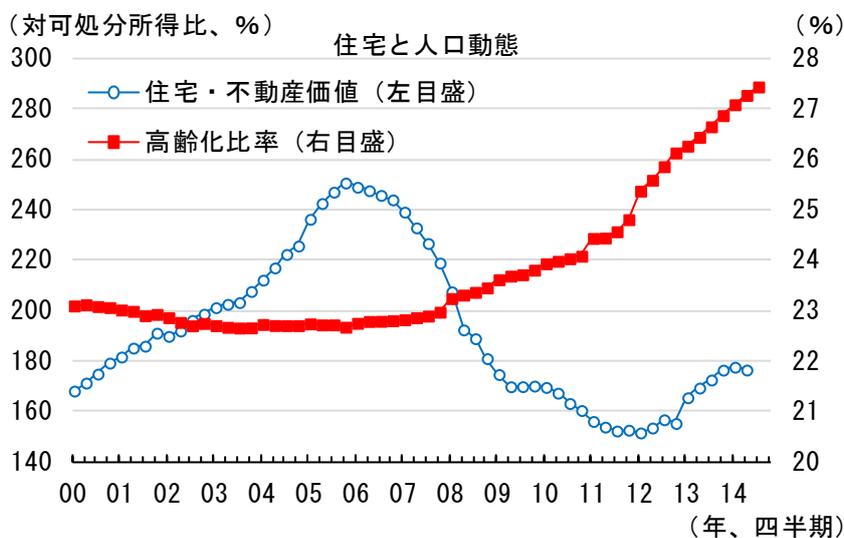


(注) P E R (株価収益率) は、一般的に20を超えると株価が割高であることを示す。

(出所) スタンダード & プアーズ社 (S & P)、シラー教授 H P
(<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>)

他方で、金融資産のみならず、固定資産、特に住宅・不動産の価格動向も、株価同様に個人消費と密接に絡んでいる。住宅・不動産の対可処分所得比（実質的な価値の水準）は14年第2四半期時点で176.7%と、直近の最低水準（12年第1四半期の151.7%）から比べれば20%ポイント以上高い（図表11）。もっとも、より中長期的にみれば、住宅バブル以前の2000～01年頃程度の水準に留まっている。また足元では住宅価格が横ばい圏で推移していることを受けて、可処分所得との対比でみた動きも上昇が一服している。

図表11. 資産価値の一段の上昇は見込み難い住宅・不動産



(注1) 家計部門の住宅・不動産資産

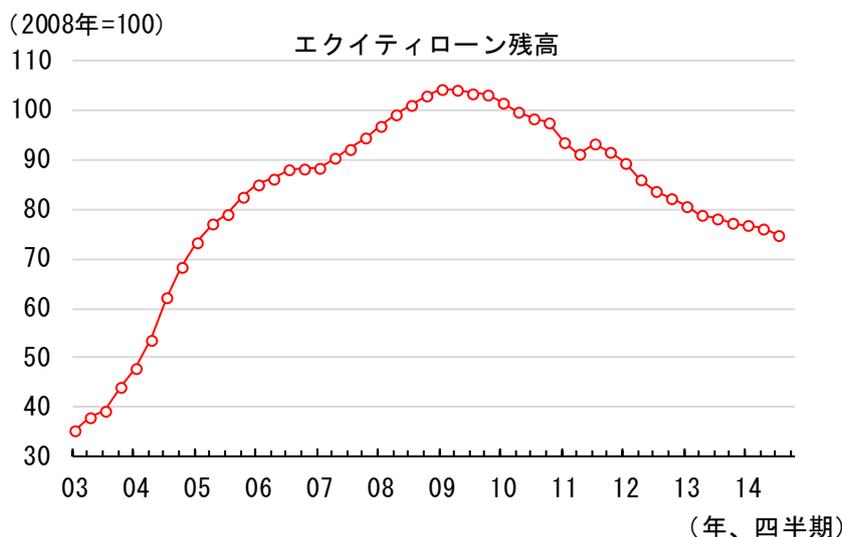
(注2) 高齢化比率 = 65歳以上人口 / 25～64歳人口

(出所) F R B、B E A

住宅価格の上昇が滞っている背景には様々な要因が存在する。具体的には、中古住宅の在庫不足といった供給側の制約や住宅ローン金利の高まり、金融機関の審査厳格化などの複数の要因が需要を圧迫していることがある。供給制約の問題は、新築住宅の供給が進むことによって徐々に緩和する公算が大きい。しかしながら、人口動態上の動き（ベビーブーマー世代の引退や少子高齢化の緩やかな進展）を受けて住宅需要そのものの根本的な変化が進むとみられるなかで、住宅価格がかつてのようなハイペースで上昇する可能性は、そもそも低くなっている。

今後、FRBの政策正常化を受けて金利が上昇すれば、需要が圧迫されるために住宅価格に対する下落圧力も高まるだろう。価格の下落の程度次第では、逆資産効果を通じて個人消費に対する下押し圧力が強まることになる。またエクイティローン（住宅価格からローン残高を差し引いた持ち分を担保とした融資）が発達している米国の場合、住宅価格の下落が返済負担の増加という経路を通じて個人消費を圧迫することが警戒される。図表12は、ニューヨーク連銀の調査を基にエクイティローンの残高を指数化（2008年=100）したものである。直近14年第3四半期末の水準は74.8と金融危機前より低いものの、住宅バブル前の水準に比べれば規模は依然大きい。したがって、FRBの政策正常化を受けて住宅価格が下落すれば、エクイティローンの経路からも個人消費に相応のブレーキがかかるとみられる。

図表12. 依然大きいエクイティローンの残高



(出所) FRBNY

さいごに

以上、本レポートでは個人消費の周辺環境が置かれている現状と課題を整理することを

通じて、FRBの利上げが米国の景気に与える影響を展望してきた。

足元、労働需給の引き締めを受けて米国の賃金上昇率は加速の兆しをみせているが、金融危機を受けた労働市場の構造変化を考慮すれば、そのペースはかつてに比べると鈍くなる公算が大きい。他方で、家計部門のバランスシートをみると、様々な調整の芽を負債と資産の両面で抱えている。そのため、金融環境の変化を受けて調整が本格化すれば、個人消費に対して急ブレーキかかる可能性も否定できない。

2014年後半以降、原油価格が下落基調で推移しており、それが家計の実質所得の増加につながると期待されている。また、長年家計の重荷であった住宅ローンも返済が進んでいる。これらの追い風があるものの、そもそもの所得の伸びが鈍いなかで、米国の個人消費はかつてよりも金利の上昇に対して感応度を強めているといえるだろう。仮に金利の上昇が小幅に留まったとしても、金融危機後の回復の反発力も徐々に弱まっているなかで、個人消費には相応のブレーキがかかるとみられる。FRBは低金利政策の長期化を公言しているが、個人消費への影響を勘案すれば、現実的にみても低金利環境を維持することには合理性がある（むしろ、維持せざるを得ない）と考えられる。

言い換えれば、仮に利上げやバランスシートの縮小を急げば、金融環境の変化も強まるため、個人消費に対する失速圧力が高まり、米国景気が下振れる可能性が高まる。世界景気が依然力強さに欠けるなかで、こうした米国経済の変調を起点にグローバルな経済・金融調整が発生する恐れにも、注意を要しよう。

参考文献

Haughwout et al. (2013) “Just Released: Who Is Driving the Auto Lending Recovery?,” *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York[FRBNY], August 14, 2013.

Haughwout et al. (2014) “Just Released: Looking under the Hood of the Subprime Auto Lending Market,” *Liberty Street Economics*, FRBNY, August 14, 2014.

Lee, Donghoon. (2013) “Household Debt and Credit: Student Debt,” *FRBNY Consumer Credit Panel*, FRBNY, February 28, 2013.

— 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。