

2023年12月26日

経済レポート

米国の財政リスクと長期金利高止まりの可能性 ～赤字拡大、国債増発が金利の押し上げ要因

調査部 主任研究員 細尾 忠生

- 米国の2023会計年度(22年10月～23年9月)の財政赤字は、コロナ禍での一時的な歳出増が一服したにもかかわらず増加に転じた。赤字水準についても、コロナ前の2010年代はもちろん、コロナ前まで過去最大だったリーマン危機時の09年度を大幅に上回っている。
- 23年度の赤字増加は歳入の一時的な減少による。一方、財政赤字がコロナ前水準を大幅に上回っているのは、バイデン政権の歳出増によるところが大きい。コロナ前19年度から直近23年度までの歳出の変化をみると、メディケイド、年金費、純利払い費、所得保障関連費の順に増加幅が大きく、いずれも2,000～3,000億ドル程度歳出が増加した。このうち、年金費、純利払い費の増加は経済的要因にともなう歳出増加であるのに対し、メディケイド、所得保障関連費の増加は、所得分配の強化をめざした政治的要因による歳出増加である。
- 米国の財政は、さらなる赤字拡大を招きかねない2つの構造問題をはらむ。第一は、純利払い費の急増である。23年度は金利上昇の影響などで6,592億ドル(約99兆円)と空前の水準に達しており、財政悪化と利払い費増加の負のスパイラルに陥る懸念がある。第二は、景気変動にともなう歳入減、歳出増の影響などを除去した「構造的財政収支」の悪化である。「構造的財政収支」の悪化は、米国の財政赤字の拡大が今後も続くことを示唆している。
- 財政赤字の拡大により、米国債の発行額も急増した。23年の国債発行額は11月までですでに累計で20.77兆ドルと、年間合計ではコロナ禍の20年の20.95兆ドルを上回り過去最大となることが確実である。4年前と比べ実に1.7倍の規模まで国債が増発されており、円滑な市中消化が懸念され始めている。
- 長期金利の水準を「インフレ率」、「潜在成長率」、「財政を主としたリスクプレミアム」の3つの要因から考えると、23年は、インフレ率、潜在成長率がいずれも22年に比べて低下したため、本来なら10年物国債利回りが低下する環境にあった。しかし、財政悪化、国債増発によりリスクプレミアムが上昇(リスクプレミアムのマイナス寄与が急激に縮小)し、国債利回りの上昇をもたらす主因となった。
- 足元の長期金利は、FRBによる利下げの可能性が意識され始めたことで低下している。しかし、短期的には金利低下が見込まれても、中長期的な国債相場の潮流については、2010年代にみられた歴史的な超低金利局面には戻らないと考えるべきである。高齢化や所得格差の拡大は、歳出を拡大させる要因となるため、財政状況の悪化が持続的なものになりやすいからである。リスクプレミアムの上昇など米国債市場の環境変化が、日本の国債市場に及ぼす影響にも注意が必要であろう。

1. 米国の財政収支の悪化

(1) コロナ前を上回る財政赤字

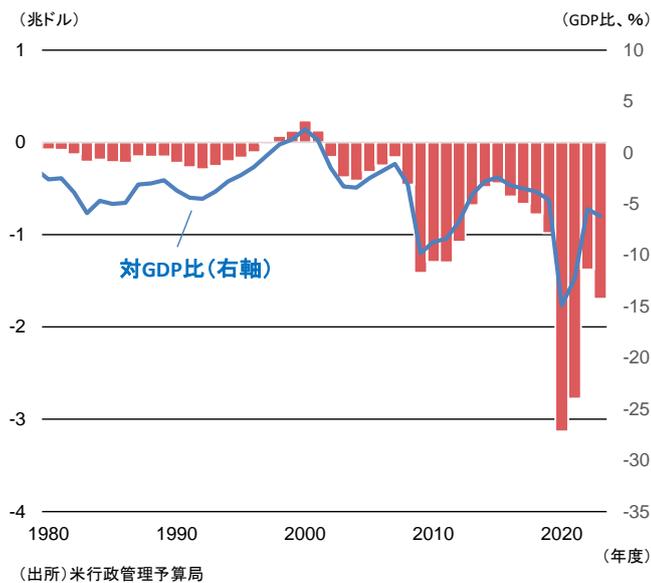
米国の連邦政府¹の 2023 会計年度(22 年 10 月～23 年 9 月)の財政赤字は、1 兆 6,951 億ドルと、22 年度の 1 兆 3,754 億ドルから増加に転じた(図表 1)。

財政赤字はコロナ禍の 20 年度に 3 兆 1,319 億ドルと過去最高を記録した後、コロナ禍の一服にともなって2年連続で減少した。さらに、コロナ関連歳出の一段の減少が見込まれたため、財政赤字も 3 年連続の減少が見込まれていたが、23 年度は増加に転じた。

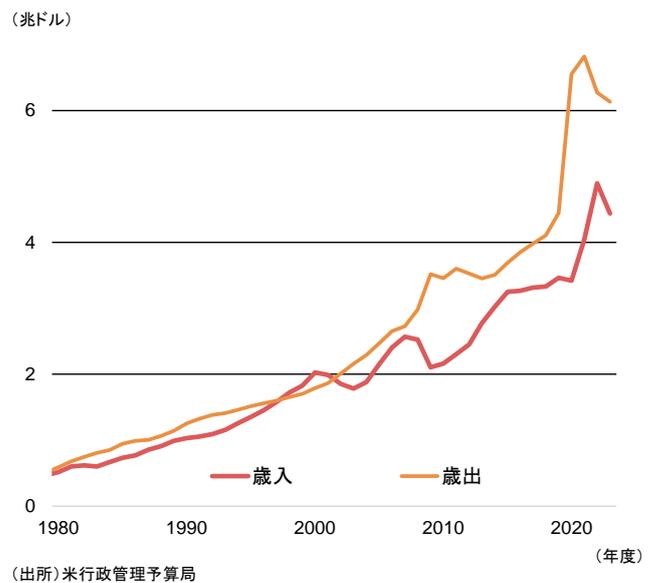
また、財政赤字の水準は、コロナ前の 2010 年代はもちろん、コロナ前まで過去最大であったリーマン危機時の 09 年度も大幅に上回っている。

歳入、歳出の動きをみると、歳入は、21、22 年度に急増したが、23 年度は減少した。一方、歳出は、21 年度をピークに2年連続で減少したが、コロナ前と比べ、1.5 倍程度の水準で高止まりしている(図表 2)。このため、23 年度の財政赤字が 22 年度に比べて増加したのは、歳入減少によるものであり、財政赤字の水準がコロナ前を大幅に上回っているのは、歳出が構造的に膨らんでいることが大きい²。

図表 1. 米連邦政府の財政収支



図表 2. 歳出と歳入



¹ 本稿の分析対象とする歳入、歳出、財政収支は、特にことわりのない限り、米国の連邦政府のものである。

² 米国の財政収支の詳細な分析は、本稿末尾に付記した補論を参照。

2. 米財政をめぐる構造問題

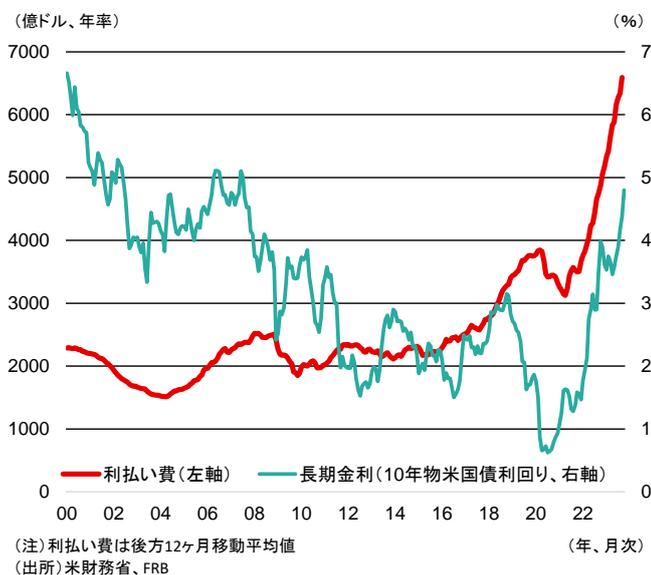
(1) 純利払い費の急増

米国の財政は、さらなる赤字拡大を招きかねない2つの構造問題をはらむ。

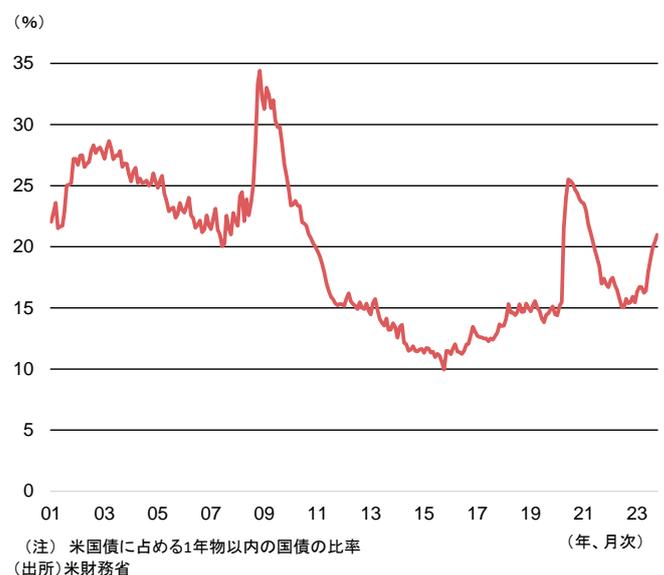
第一は、純利払い費の急増である。純利払い費は、21年度までおおむね年2,000~3,000億ドル程度で推移していたが、23年度は6,592億ドル(約99兆円)とかつての2倍以上の水準に急増した(図表3)。

純利払い費の急増はいうまでもなく金利上昇によるものである。もともと、純利払い費の水準は、過去に類をみない空前の規模に膨れ上がった。これは、短期債の国債全体に占める比率が上昇したため、足元の金利上昇局面で満期が到来し、金利上昇の影響を受ける債券の割合が高まったためである(図表4)。

図表3. 純利払い費と長期金利



図表4. 米国債の短期比率



FRBの大幅利上げの影響が实体经济に思ったほど顕在化していない一因に、家計や企業が、20~21年の超低金利下で債務の借り換えを進め、債務を低利で固定化したため、既存債務が利上げの影響を受けていないことが広く指摘されている。このような家計や企業の自己防衛的な行動とは対照的に、連邦政府は、20~21年の低金利局面で、長期債比率を高めて債務を低利で固定化することをせず、逆に、短期債の比率を引き上げたため、金利上昇の影響をより強く受ける結果を招いた。米財務省のこうした資金調達スタンスについて、金融業界の短期債需要が強いことなど実務的理由があったにせよ、米国内では一部の投資家から国債管理政策の失敗と批判されるようになった。

先行きについて、後述の通り、目先は長短金利の低下が見込めるとはいえ、コロナ前と比べ金利水準が高いことに変わりはない。このため、米国の純利払い費は今後も歴史的な高水準で推移し、景気やインフレなどの経済動向、バイデン政権の歳出拡大姿勢、FRBの金融政策、財務省の国債管理政策など、長短金利に影響を与える要因次第によっては、23年度に記録した過去最大の純利払い費の水準を、一段と更新する可能性も決して低くない。その結果、財政赤字の拡大と純利払い費の急増が、相互に作用する負のスパイラルに陥る懸念も、必ずしも否定できないであろう。

(2) バイデン政権の歳出拡大

米国の財政が直面する第二の問題は、「構造的財政収支」の悪化である。

「構造的財政収支」は、好景気による思わぬ税収増や、不況にともなう一時的な景気対策費の増加など、景気循環にともなう歳入、歳出の変動を除去するため、歳入、歳出の GDP 弾性値をもとに、潜在成長率水準の成長率を達成した時の財政収支の水準を分析的に算出したものである。

このため、「構造的財政収支」は、政府が増税などの歳入改善策や、恒常的な歳出削減策を実施すれば改善し、逆に、減税など歳入減少につながる制度改正や、恒常的な歳出拡大策を実施すれば悪化する。

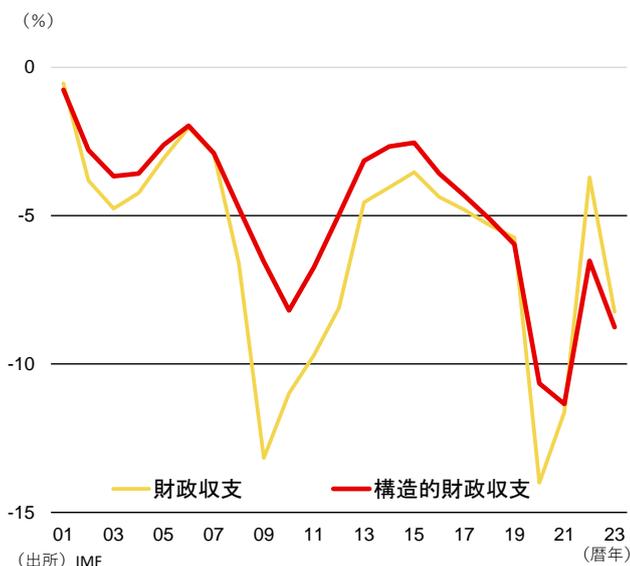
たとえば、IMF の分析による米国の「構造的財政収支(対 GDP 比)」を、実際の財政収支(対 GDP 比)と比較すると、リーマン危機の際には、税収が落ち込み景気支援策も巨額にのぼったため、実際の財政収支は「構造的財政収支」以上に悪化した。同様の状況はコロナ禍の 2020 年にもみられた。逆に、22 年は先述のとおりキャピタルゲイン税収の増加によって、実際の財政収支が一時的に改善したが、キャピタルゲイン税収の増加は毎年期待できるものではなく、「構造的財政収支」は実際の財政収支ほど改善しなかった(図表 5)。

米国の「構造的財政収支」の長期傾向をみると、2000 年には GDP 比で 0% 近くにあり、景気悪化による歳入減や歳出増がなければ、財政収支がほぼ均衡しやすい状況にあった。しかし、その後一貫して悪化傾向が続き、特に、2010 年代後半のトランプ政権の減税策と、その後のバイデン政権の歳出拡大策で悪化傾向が顕著になった(図表 5)。

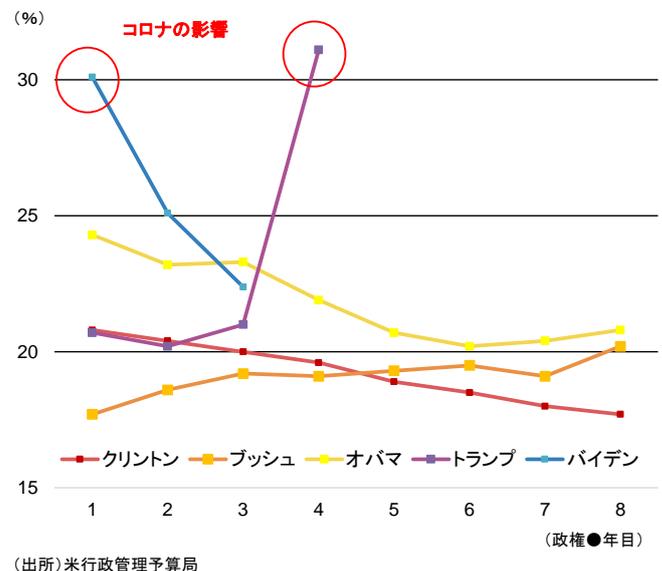
バイデン政権には、歴代政権と比較して歳出規模が大きいという特徴がみられる(図表 6)。民主党政権であっても、社会保障改革に取り組んだクリントン政権や、共和党のブッシュ(ジュニア)政権は、歳出規模でみて「小さな政府」であった。その後、民主党のオバマ政権は歳出を拡大させたが、共和党のトランプ政権は、政権最終年の 2020 年にコロナ禍に直面するまで、歳出を抑制する財政運営を行った。しかし、バイデン政権は、コロナ禍の影響が残った 21、22 年は別にしても、「脱コロナ」への移行が本格化した 23 年も、歳出規模がオバマ政権なみの大きさであった。

とりわけ、バイデン政権では、所得分配の強化を求める声が根強く歳出削減が困難なうえ、共和党の反対で増税も困難になるなど、「構造的財政収支」を改善させることが難しい。「構造的財政収支」の悪化は、米国の財政収支の悪化が今後も続くことを示している。

図表 5. 構造的財政収支



図表 6. 歴代政権の歳出規模(対 GDP 比)



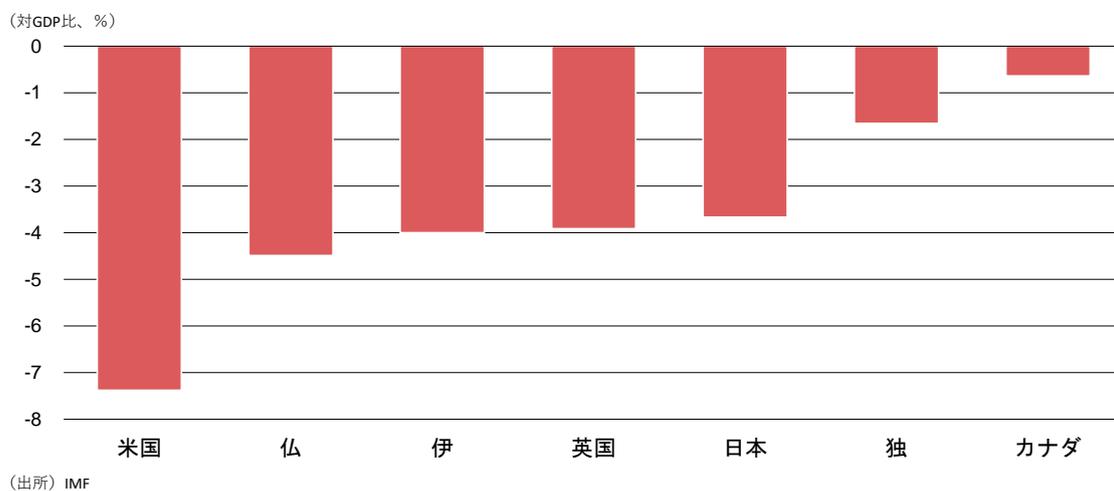
(3) 主要国で最悪の財政状況

このように 2 つの構造問題に直面していることもあり、米国の財政状況の悪化は、大方の予想を超えて急速に進んでいる。

実際、IMF が今年 10 月に公表した最新の世界経済見通しによると、2024 年の米景気は、いわば強くもなく弱くもない潜在成長率並みの経済状況が想定されており、財政について、景気停滞による一時的な歳入減や、景気対策などによる一時的な歳出増が前提とされにくい経済環境にある。それにもかかわらず、米国の 24 年の財政収支は、主要先進国の中で突出して最悪の状況になることが見込まれている(図表 7)。

先進国で財政状況が悪いのは日本とイタリアとの先入観が広がっているように思われる。しかし、財政悪化が顕著であるとのイメージでみられがちな日伊両国と比較することによって、米国の財政状況がいかに悪化しているかが一目瞭然であろうと思われる。

図表 7. 2024 年の財政収支(IMF 予測)



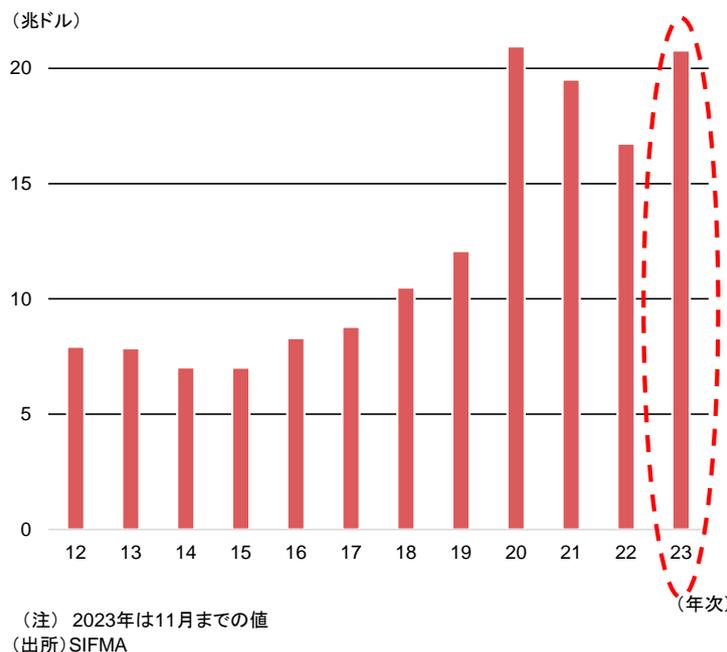
3. 財政悪化による国債の増発

(1) 国債発行はコロナ禍を越え過去最大

財政赤字の拡大により、米国債の発行額も急増している。23年の国債発行額は11月までの累計で、すでに20.77兆ドルにのぼっており、コロナ禍にあった20年の20.95兆ドルを上回り過去最大となることが確実な状況となっている。

コロナ禍前の米国債の年間発行額は、19年の12.07兆ドルが最大であった。その水準と比較すると、わずか4年で実に1.7倍の規模まで国債が増発されていることになり、円滑な市中消化が懸念される状況に至っている(以上図表8)。

図表 8. 米国債の発行額



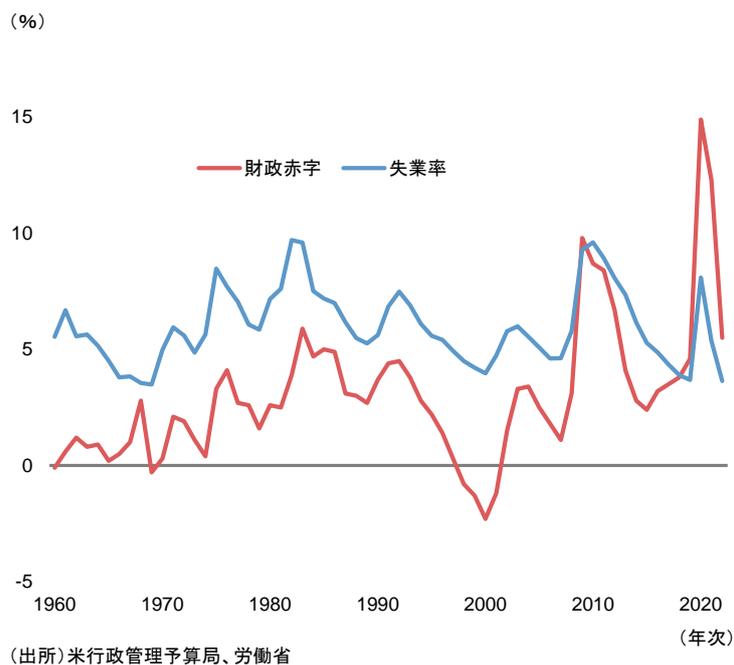
(2) 疑念深める債券市場

実際、ウォール・ストリート・ジャーナル紙は10月9日付け金融・産業版1面で、“Wall Street Isn’t Sure It Can Handle All of Washington’s Bonds”(ウォール街の投資家、連邦政府発行の全ての国債を消化できるか確信がもてず)との見出し(副見出しは“Investors long shrugged off U.S. deficits, but a torrent of Treasurys is testing the bond market”(投資家は長らく財政赤字を軽視してきたが、国債発行急増が債券市場の姿勢を試す))の記事を掲載した。記事は、国債増発で供給面から債券市場に圧力が高まっていることに加え、FRBが量的引締めを実施していること、米国にとり最大債権国である日本が、米国債の保有額を2019年以来の低水準に削減したこと、金融規制強化により大手行の米国債購入が制約されていることなど需要面からも圧力が高まっている状況を指摘している。

また、財政赤字が拡大していることについて、著名投資家のデイビッド・アイホーン氏の見方を紹介、それによると、歳入、歳出は景気動向に影響を受けるため、財政収支は失業率などの景気指標と連動するが、「完全雇用時にこのような赤字を見たことがない」、「持続不可能であることは誰もが認める」とのコメントを引用している(次頁図表9)。

さらに、同じくウォール・ストリート・ジャーナル紙12月10日付け電子版は、“Why Treasury Auctions Have Wall Street on Edge”(ウォール街が国債入札に神経をとがらす理由)との記事で、「長年にわたり、ワシントンやウォール街の人々は、財政見通しに関係なく、投資家は政府が発行する国債をいくらでも買うものと信じてきた」が、「そのような仮説が今検証されている」と述べ、債券市場の参加者が、米国債の増発と市中消化に疑念を深める状況を紹介している。

図表 9. 失業率と財政赤字



4. 国債増発による金利の上昇

(1) 国債発行計画と長期金利

インフレと政策金利の引き上げを主因に 22 年以降、長期金利が大幅に上昇したが、この背景には財政悪化に伴う国債増発の影響もある(図表 10)。

実際、10 年物国債利回りが 7 月 19 日に 3.74%まで低下した後、上昇が本格化したきっかけは、8 月 2 日に公表された四半期ごとの国債発行計画であった。また、その後利回り上昇が一服したのも 11 月 1 日に公表された四半期ごとの国債発行計画であった。このような国債相場の変動をみるかぎり、前述のとおり、国債増発に直面する債券市場参加者が、国債増発やその市中消化について神経質になっている様子がうかがえる。

FRB のパウエル議長も、10 月 9 日の講演で、長期金利の上昇要因として、景気の底堅さ、財政の悪化、FRB による量的引き締め策、株式と債券の相関低下と、財政要因を含む 4 つの要因を指摘していた(図表 11)。

なお、株式と債券の相関低下とは、多くの機関投資家の間で、資産構成を株式 6 割、米国債 4 割とすることにより、株価下落時に米国債価格が上昇する相関関係によって、米国債の保有が資産のヘッジ機能を果たすため、こうした資産構成が標準的ポートフォリオとされていたが、コロナ禍以降、米国債価格が 3 年連続で下落し、このポートフォリオの有効性が疑問視されるようになったことで、資産ヘッジを目的とした米国債の購入が減少したことを意味している。

図表 10. 長期金利の推移(10 年物米国債利回り)



図表 11. 長期金利の上昇要因
～パウエル FRB 議長講演(10/9)～

- ① 相次ぐ強い経済指標による金融政策予想の混乱
- ② 財政の悪化懸念
- ③ FRBの量的引締め
- ④ 株式と債券の相関低下
(債券へのヘッジ需要の減少)

(2) 実証分析結果

これらの長期金利の上昇要因のうち、財政悪化による国債増発などのリスクプレミアムがどの程度寄与したのかをみるために、1980 年以降の 10 年物米国債利回りを、インフレ率、潜在成長率で推計し、理論値と実績値の残差を、主として財政に起因するリスクプレミアムとして要因分解を行った(次頁図表 12)。

それによると、リスクプレミアムは 2010 年代には、米国債利回りを低下させる方向に作用した。当時はまだ財政状況が現在ほど懸念される状況にはなかったこと、米国債の流動性に懸念がなかったこと、FRB の量的緩和策により国債市場の需給が改善していたことなどがリスクプレミアムの低下に寄与していたものとみられる。

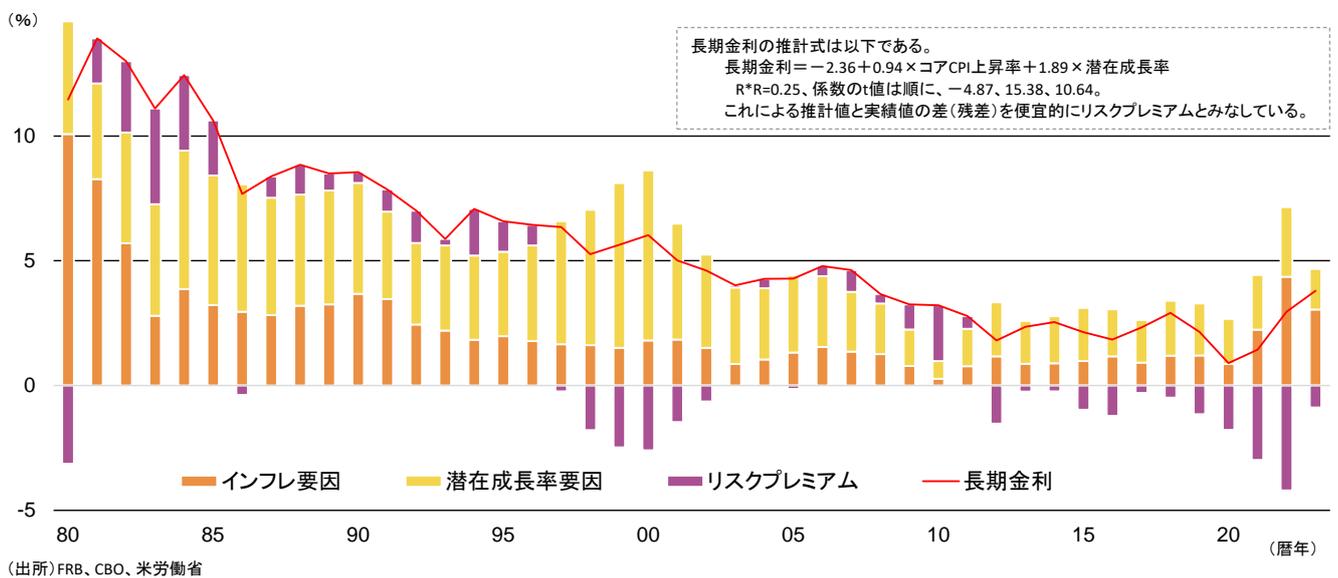
また、コロナ禍の 20～22 年にかけて、リスクプレミアムが大きく縮小する局面がみられた。21 年まで量的緩和策が実施

されていたこと、2010年代以降の財政状況が心配されない傾向が依然として続いていたこと、流動性の高い米国債に対する根強い需要があったことなどに加え、22年にはウクライナ戦争の勃発により不確実性が一段と高まり、金と同様に質への逃避による米国債への需要が強まったことなどが寄与したものと考えられる。

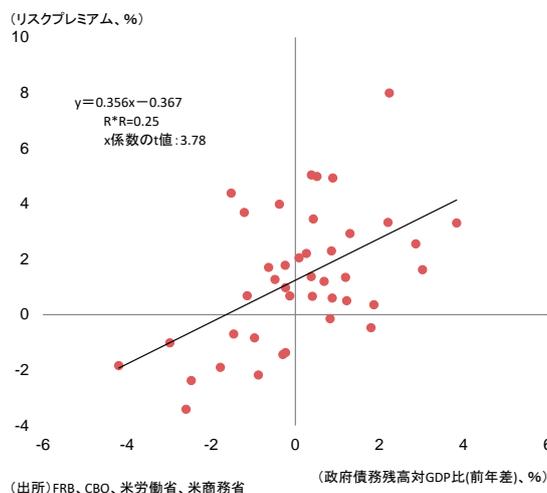
しかし、23年に入ると、リスクプレミアムのマイナス幅が急速に縮小、インフレ指標や景気指標が鈍化したため、本来なら10年債利回りが低下するはずの状況のもとで、米国債利回りの急上昇をもたらす主因になった。

この分析では、リスクプレミアムは残差として抽出したものにすぎないが、過去のリスクプレミアムと米政府債務残高(前年差)の相関をみるかぎり、残差項は、財政収支悪化や国債の需給要因などのリスクプレミアムを示唆していると解釈することができる(図表13)。急速に悪化する米国の財政状況を踏まえると、財政に起因するリスクプレミアムが、今後も米国債の利回りを押し上げる可能性が高いであろう。

図表 12. 長期金利変動の要因分解



図表 13. リスクプレミアムと政府債務残高(前年差)の関係



5. まとめ～長期金利の見通し

本稿では、財政収支の悪化、それにとまらぬ米国債の増発が、米国債市場でリスクプレミアムを高め、長期金利の上昇を招いていること、また、このような構図が今後ますます強まるおそれがあることを指摘した。すなわち、米国の財政状況は、危機的な水準に入ったといえる。

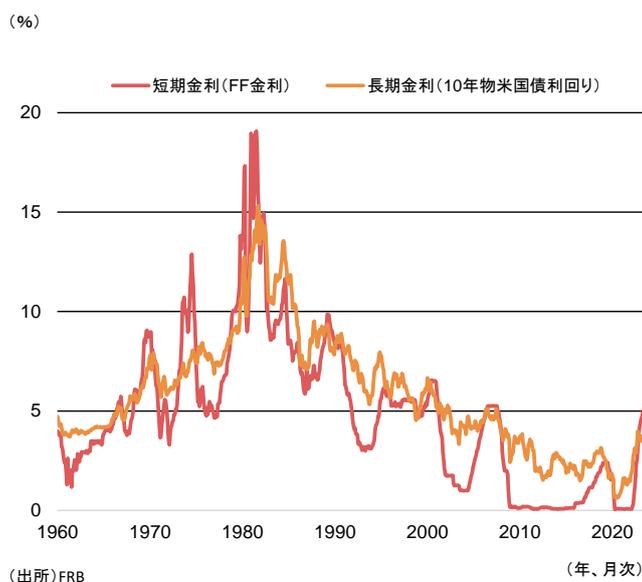
一方、足元の長期金利は、FRBによる利下げの可能性が意識され始めたことで急低下している。利下げの織り込みはまだ途上にあるとみられ、今後、経済指標や高官発言などを材料に、債券市場で利下げに対する投資家の確信が一段と強まれば、米国債の利回りもさらに低下することが見込まれる。実際、過去の短期金利と長期金利の関係は、FRBの利下げが相応に進めば、長期金利も大きく低下する可能性を示唆している(図表14)。米景気が予想以上に底堅く推移してきた反動で、目先は景気がいったん弱含む可能性も考えられ、その場合には短期金利、長期金利の低下が加速するシナリオも想定される。

しかし、たとえ短期的な米国債相場の見通しが金利低下シナリオであっても、中長期的な相場の潮流として、2010年代にみられた歴史的な低金利局面には戻らないと考えるべきではないだろうか。24年の長期金利低下シナリオについても、思ったほど金利が低下しないリスクを意識すべきであろう。

なぜなら、財政は社会的状況を反映するものであり、高齢化や所得格差の拡大は、歳出を拡大させる要因となるため、財政の悪化が持続的なものになりやすい環境にあるからである。財政プレミアムの上昇に加え、供給力不足によりインフレ圧力が恒常的に高まっていることも国債利回りを押し上げる要因となろう。

こうした環境変化に対し、日本では、様々な分野で、「金利のある世界」の復活が意識され始めている。しかし、日本でも米国でも、金利上昇が適度なものとどまるとの保証はなく、金利が低すぎる世界から、一転して、金利が高すぎる世界に移行するリスクにも注意する必要があるだろう。株式相場と同様に、国債相場についても、米国を起点に国際的な連関が強くみられる。財政プレミアムの上昇など米国債市場の環境変化が、日本の国債市場に及ぼす影響にも注意したい。

図表 14. 短期金利と長期金利の関係



(補論) 米国の歳入、歳出の動向

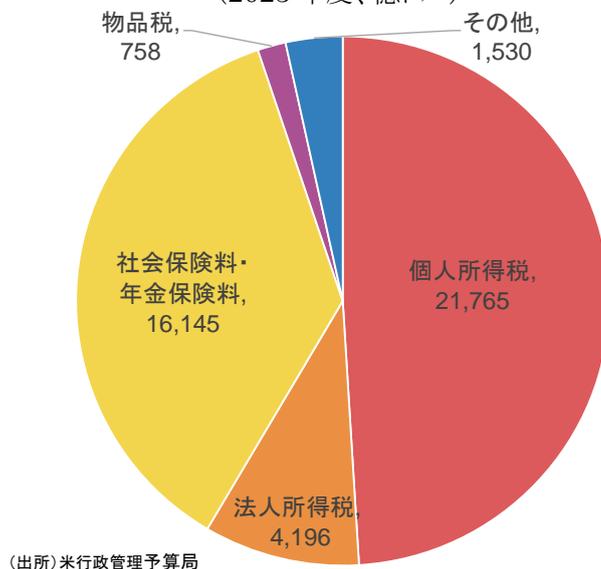
1. 歳入の内訳

(1) 米国の歳入

米国の23年度の歳入は4.44兆ドル(約666兆円)と、22年度比4,581億ドル減少した。歳入の主要項目別の構成をみると、個人所得税が歳入全体の半分近くを占める(図表15)。また、日本では、国、自治体の特別会計で管理・運営される年金などの社会保険について、米国は大半を連邦政府の一般会計で管理しているため、社会保険料が歳入の4割近くを占める。一方、法人税、物品税が歳入に占める比率は小さい。

図表 15. 歳入の内訳

(2023年度、億ドル)



(2) 歳入の動向

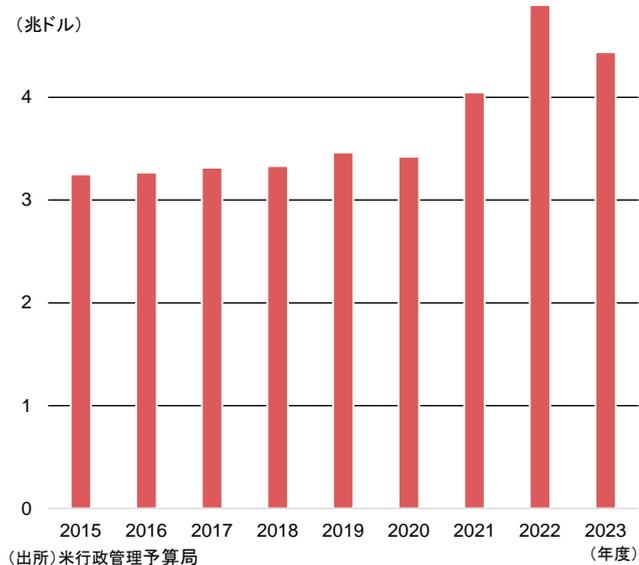
歳入の近年の動向をみると、およそ3兆ドル強の水準でほぼ横ばいで推移してきたが、21、22年度に急増した後、23年度は高水準ながら減少した(次頁図表16の①)。

23年度の各歳入の増減をみると、個人所得税が前年度と比べ4,557億ドルと大幅に減少した一方、年金保険料は、物価スライド方式によるインフレ率上昇の影響により同1,309億ドル増加した(図表16の②)。

このうち、個人所得税の減少について、行政管理予算局の資料やイエレン財務長官の議会証言によると、大半がキャピタルゲイン税の減少によるものとされている。すなわち、コロナ禍で個人投資家の間で株式投資ブームが起き、そうした中で20～22年前半にかけ株価が上昇し、21、22年度にキャピタルゲイン税を中心に個人所得税収が急増した、しかし、その後22年後半以降、株価が下落したことで、キャピタルゲイン税収が落ち込んだことが歳入減少の主因となった。

図表 16. 歳入の変動要因

① 歳入の推移



② 主な歳入の増減(2022年度→23年度)

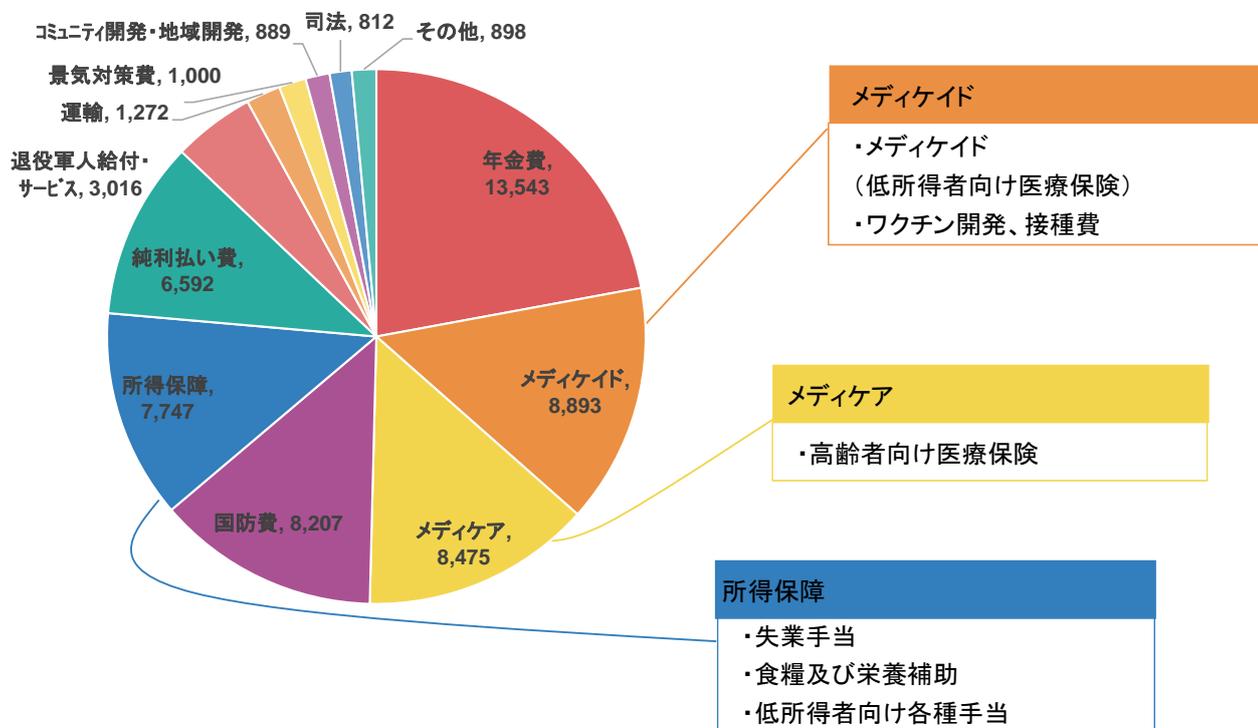


2. 歳出の内訳

(1) 米国の歳出

23年度の歳出は6.13兆ドル(約920兆円)にのぼる。歳出規模を計る目安として、参考までに米国の経済規模(名目GDP)をみると1ドル=150円換算でおよそ4,100兆円(27.6兆ドル、23年7~9月期の年率換算値)と、日本(595兆円、同)の7倍程度である。これに対し、日本の23年度の当初予算の一般会計歳出額は約114兆円と米国の1/8程度である。このため、経済規模との比較では、米国の歳出規模は日本よりやや多いものの、それほど大差があるわけではない。米国の歳出が巨額なのは、おおむね経済規模に見合ったものである。項目別にみると、大きい順に、年金費、メディケイド、メディケア、国防費、所得保障、純利払い費に分類できる(図表17)。

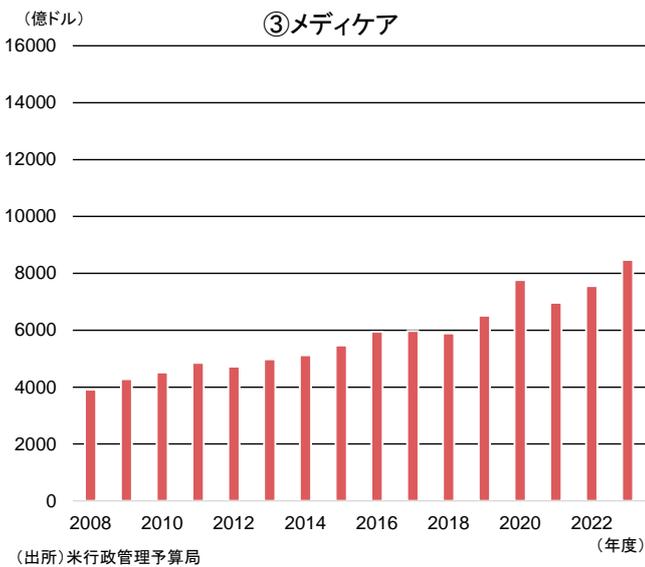
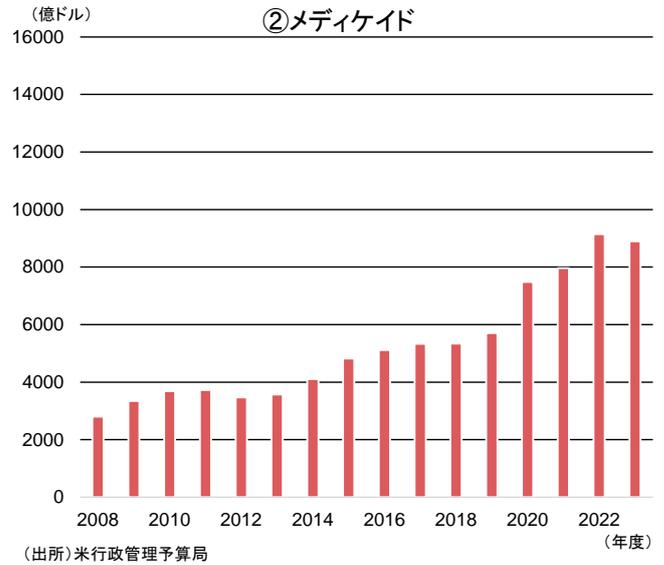
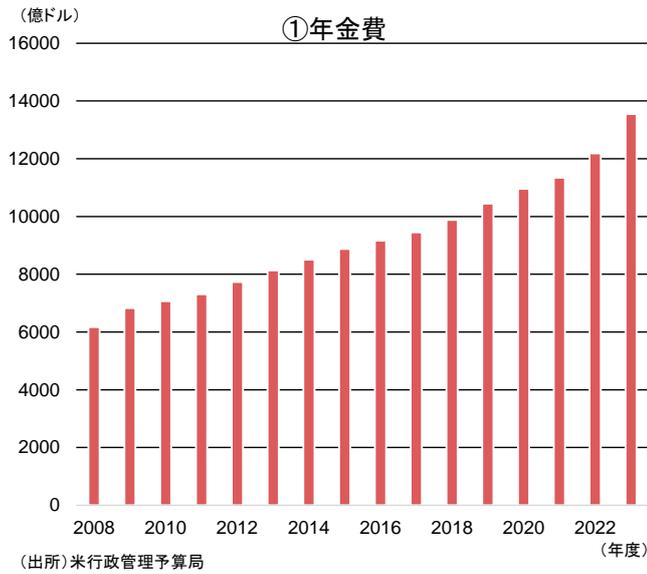
図表 17. 歳出の内訳 (2023年度、億ドル)



(2) 歳出の動向

主要歳出項目の近年の動向を概括すると、最大の歳出項目である「年金費」は、高齢化による受給者増加や受給期間の長期化に加え、インフレ下での物価連動による支給額の増加により23年度に急増した。また、「メディケイド」は、コロナ禍でのワクチン開発、ワクチン接種向け補助金支出が一服したものの、バイデン政権が低所得者向け医療保険であるメディケイドの関連費用を増加させていることから高止まりしている。「メディケア」は、コロナ禍での急増がいったんピークアウトしたが、高齢化にともない23年度に過去最高を更新した。「国防費」については、民主党は従来から増額に反対でありオバマ政権期には減額が続いたが、米中対立をきっかけに超党派での増額合意が成立、バイデン政権下で増加傾向が顕著になった。また、「所得保障関連費」は、コロナ禍での失業保険給付の急増などの一時的な措置は一服したものの、低所得者や子育て世帯向けの給付策拡大により、コロナ前水準を大きく超過している。さらに、「純利払い費」は、金利上昇などの影響で23年度は6,592億ドル(約99兆円)とこれまでにない水準に急増した(以上、次頁図表18)。

図表 18. 主要な歳出項目の動向



ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

(お問い合わせ)調査部 E-mail: chosa-report@murc.jp, 担当: 細尾 TEL: 03-6733-4925

(3) バイデン政権で歳出が増加した要因

次に、バイデン政権において歳出が増加した要因は以下のとおりに整理できる。

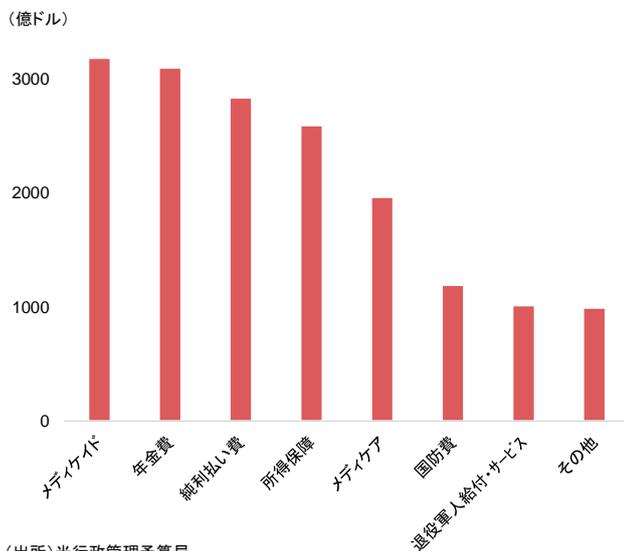
まず、上述のとおり歳出がコロナ前と比べ 1.5 倍程度の水準まで増加した要因をみるために、コロナ前の 19 年度から直近 23 年度までの主要な歳出額の変化をみると、メディケイド、年金費、純利払い費、所得保障関連費の順に増加幅が大きく、いずれもこの間 2,000~3,000 億ドル程度の大幅な歳出増加がみられた。このうち、年金費、純利払い費の増加は、インフレ・金利上昇にともなう歳出増加であるのに対し、メディケイド、所得保障関連費の増加は、民主党左派の要望に基づき、低所得者向け支援策の拡充など所得分配の強化をめざしたものであり、「大きな政府」を志向する政治的要因にもとづく歳出増加であるといえる(図表 19 の①)。

一方、先述のとおり 23 年度の歳出は前年度に比べてわずかに減少した。この間の主要項目の歳出額の変化をみると、純利払い費、年金費、経済対策関連費は増加している。このうち、純利払い費、年金費は経済的要因にともなう歳出増加だが、経済対策関連費は、半導体支援、環境関連産業支援などバイデン政権自ら「バイデノミクス」と呼ぶ一連の産業政策にともなう歳出であり、所得分配の強化と同様に「大きな政府」を志向した結果である。また、メディケイド、所得補償費は過度に膨らみすぎた反動で減少したが、過去 4 年間の増加額と比べ減少幅はわずかにとどまり、水準自体は依然として高いままである(図表 19 の②)。

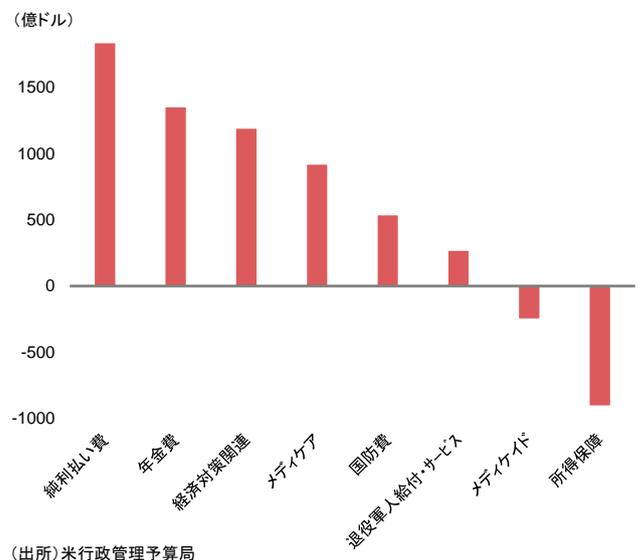
このように、バイデン政権の歳出は、政権発足当初こそコロナ禍での歳出拡大があったとはいえ、その後も、インフレ・金利上昇にともなう経済的要因(年金費、純利払い費)と、所得分配強化(メディケイド、所得保障関連費)、大規模な産業政策(経済対策関連)といった「大きな政府」を志向する政治的要因により歴史的な水準で高止まりしている。

図表 19. 主な歳出の増減

① 2019 年度→23 年度



② 2022 年度→23 年度



以上

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で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、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およ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、お客さま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、当社までご連絡ください。