

東アジア経済における新たな動きと諸問題

2011年5月23日

みずほ総合研究所

アジア調査部 平塚宏和

1. 金融危機後の東アジア経済（現状整理）

堅調な成長が続く東アジア経済

- 金融危機からの回復過程で2010年前半に高成長を遂げた後、moderateな成長ペースに移行
 - ・ 一部の国の実質GDP成長率は、10年前半に2桁に達したが、後半に入り概ね1桁の伸びに低下
 - 11年1～3月期も、これまで発表された国では概ね堅調な成長が持続
 - ・ 生産は、金融危機直後の激しい減産局面を経て、危機前を上回る水準に回復
 - 輸出の急回復と積極財政・金融緩和の効果による内需回復が生産活動を押し上げ
 - 日本の震災があった3月の生産指数は、台湾、タイなどでやや弱含み

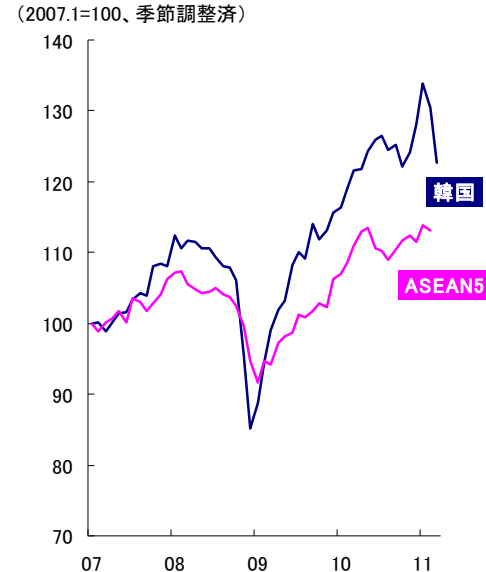
【東アジア各国の実質GDP成長率】

	(前期比年率、%)				
	10 I	10 II	10 III	10 IV	11 I
韓国	8.6	5.7	2.6	2.0	5.6
シンガポール	39.9	29.7	▲ 16.7	3.9	22.5
タイ	14.6	▲ 1.5	▲ 1.3	4.8	
フィリピン	16.1	5.1	▲ 3.2	12.7	
中国	—	—	—	—	8.5～8.9

	(前年比、%)				
	10 I	10 II	10 III	10 IV	11 I
韓国	8.5	7.5	4.4	4.7	4.2
シンガポール	16.4	19.4	10.5	12.0	8.3
タイ	12.0	9.2	6.6	3.8	
インドネシア	5.6	6.1	5.8	6.9	6.5
マレーシア	10.1	9.0	5.3	4.8	4.6
フィリピン	7.8	8.2	6.3	7.1	
ベトナム	5.8	6.4	7.2	7.3	5.4
中国	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7

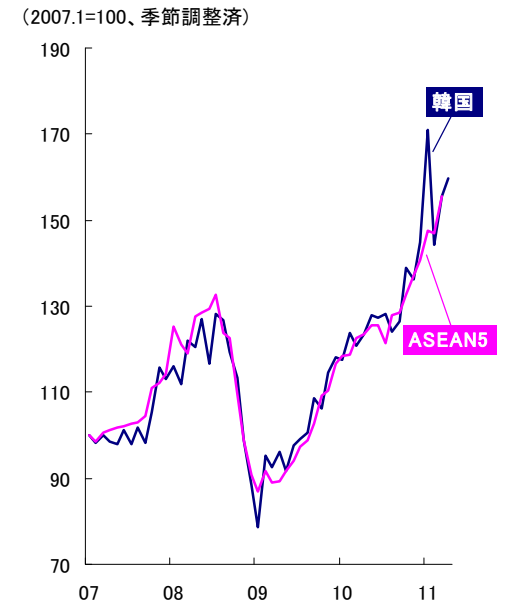
(資料)CEIC、各国統計

【東アジアの鉱工業生産】



(注)ASEAN5は、シンガポール、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン
(資料)CEICよりみずほ総合研究所作成

【東アジアの輸出額】



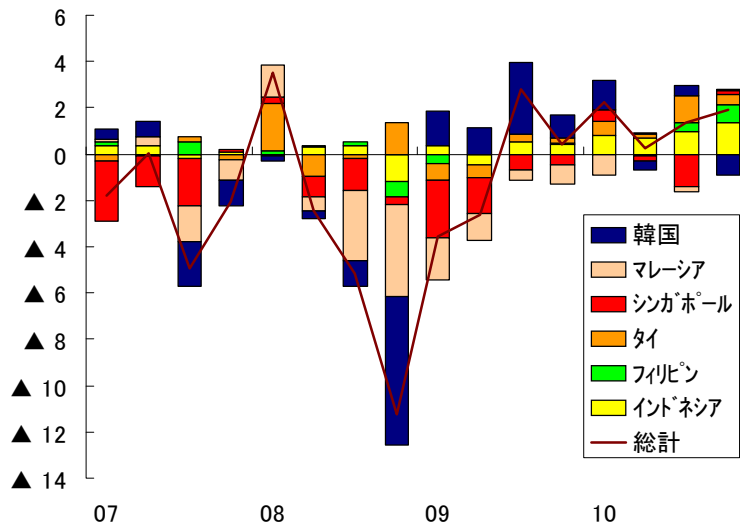
(資料)CEICよりみずほ総合研究所作成

東アジアへの流入が続く海外投資資金

- 先進国の余剰資金が高リターンを求めて新興国に流入。東アジアへの資本流入も回復
 - ・ 韓国は09年初頭、ASEANは同年中から資本流入が回復。証券投資を通じて資本が流入
 - 韓国では、リーマン・ショック後のその他投資の大幅流出に歯止め
 - ・ 足元では、資本流入の勢いが鈍る兆候も
 - 韓国では資本流入規制がとられ(10年6月)、その他投資の流出が再び拡大
 - ASEANでも2010年秋以降、インドネシア、フィリピンを除き、流入の勢いが鈍化

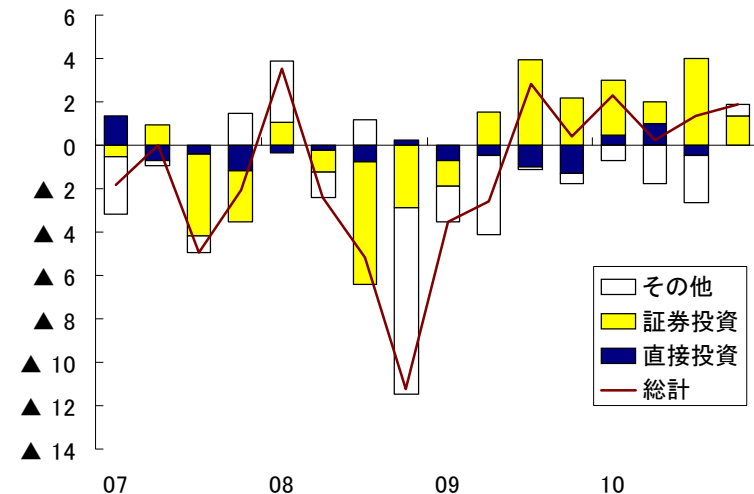
【 東アジアの資本流入 】

(GDP比、%)



(資料) 各国国際収支統計

(GDP比、%)



(注) 韓国、ASEAN(シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピン)の資本純流入額
(資料) 各国国際収支統計

資本流入が通貨高・株高を演出

○ 09年以降、アジア通貨、株価は上昇。10年半ば以降、アジアの成長期待だけでなく、後述するリスクも徐々に意識される展開

- ・ 東アジアの通貨は、程度の差はあれ、いずれも09年から上昇傾向

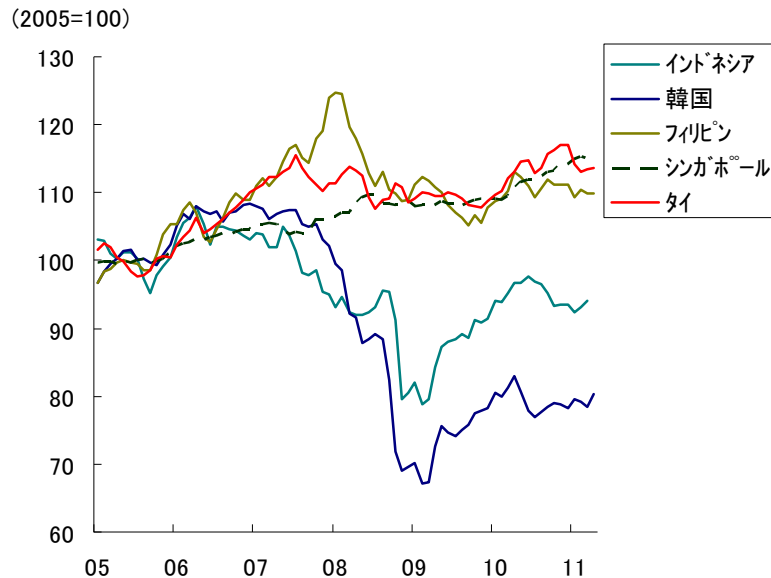
—— 10年に入り、上昇圧力は緩和

- ・ 新興国の証券市場(株・債券)に資金が流入、東アジアでも株高が進行

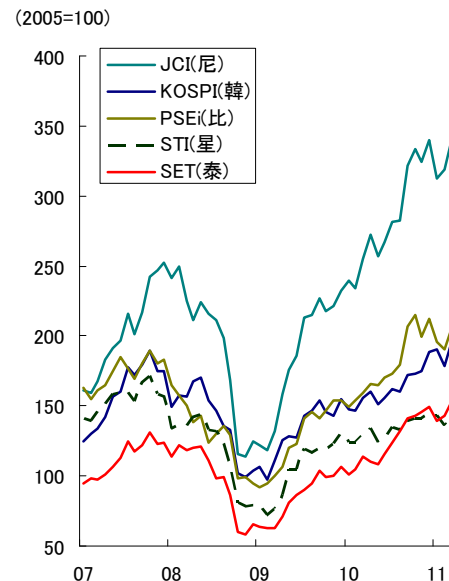
—— 10年11月以降、新興国のインフレ・引き締め懸念や中東情勢不安定化を背景に株高は一服。世界的な景気回復と米国の金融緩和維持により4月には再び上昇も、上値は重い。

【 東アジアの実効為替レート 】

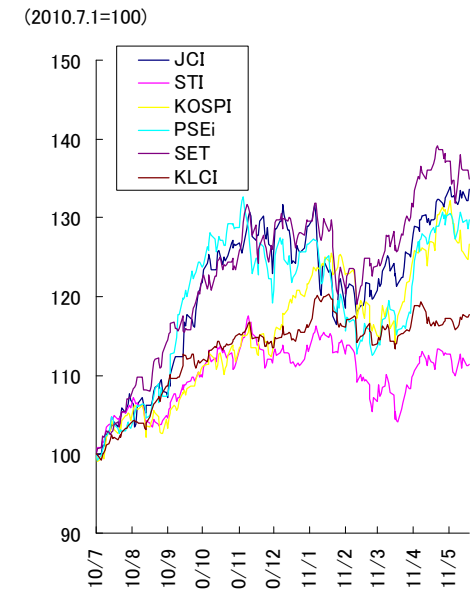
【 東アジアの株価 】



(資料)CEIC



(資料)Datastreamより作成



(資料)Datastreamより作成

不動産価格も上昇傾向

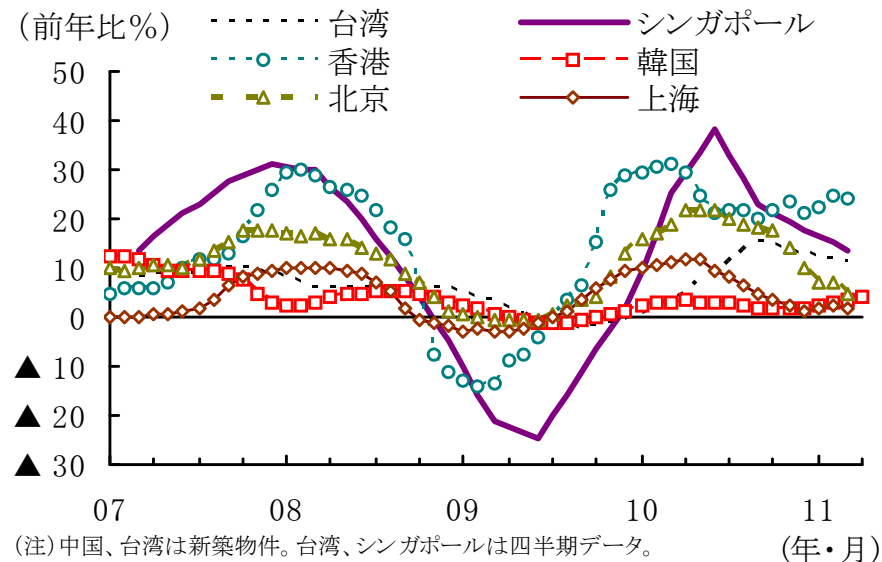
○ 東アジア各国の不動産価格は、リーマン・ショック後の急落を経て、再び上昇傾向。

・ 10年半ば以降、香港を除き、上昇ペースは沈静化の兆し。

—— 10年前半は、多くの国・都市で住宅価格上昇率が二桁に達したが、足元の上昇率は香港、シンガポールを除き、一桁に低下。シンガポールの上昇率も10年央のピークに比べ、半減

—— 韓国では、リーマン・ショックの前から住宅価格は上値の重い展開

【 東アジア各国の住宅価格上昇率 】



強まるインフレ圧力

○ 09年央以降、アジア各国の消費者物価上昇率は徐々に高まっている。

- ・ 主として、食品価格の上昇がインフレをもたらしている。

- エンゲル係数が高いアジアでは、食品価格の上昇が中間層以下の家計の生活を圧迫

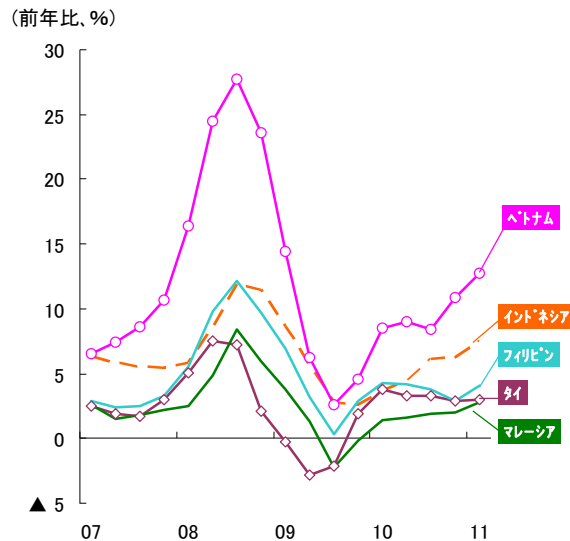
- ・ 国別には、上昇度合いに差異

- 足元の上昇率が高い国：ベトナム、インドネシア

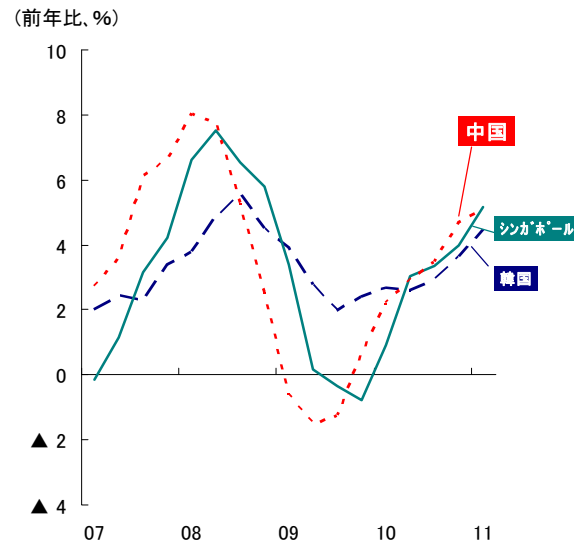
- そこまで高くないが、上昇しつつある国：中国、フィリピン、シンガポール、韓国

- 安定している国：タイ、マレーシア

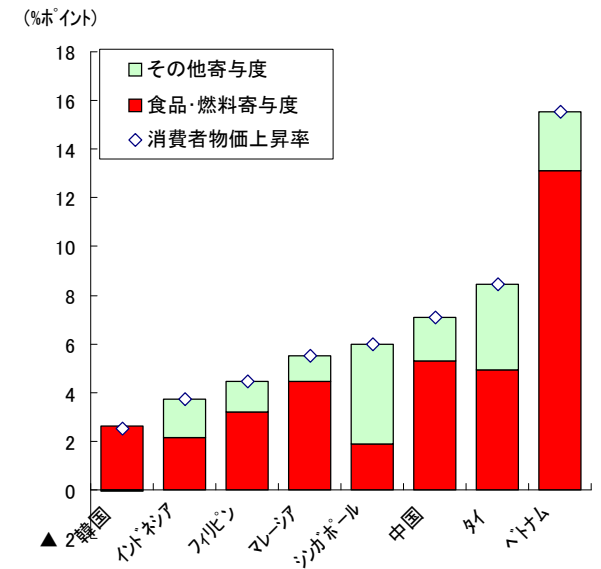
【東アジア各国の消費者物価上昇率】



(注) 消費者物価指数の上昇率
(資料) CEIC



(注) 消費者物価指数の上昇率
(資料) CEIC



(注) 消費者物価指数前年同月上昇率の直近値と2009年最低値の差。
(資料) CEIC

2. アジアへの資本流入とrepatriationリスク

(1) 先進国の金融緩和と新興国への資本流入

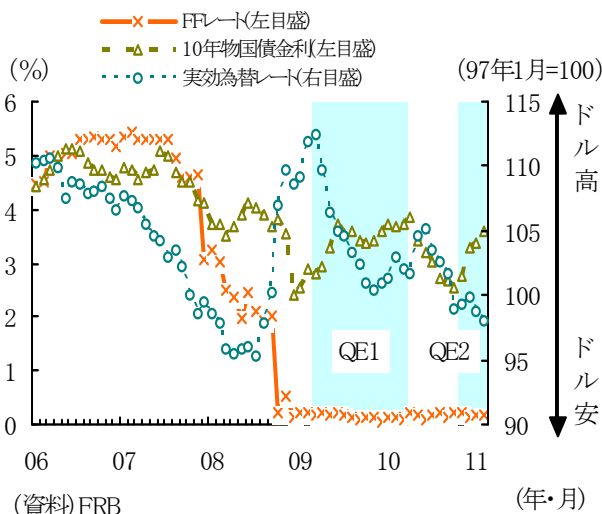
○世界的な金融環境の緩和状態が、新興国への資金流入を促す要因に

- ・ FRBは2回にわたり、QE(量的緩和)を実施
- ・ 米国では、資金需要の低迷(貸出減少)で大量の余剰資金が発生。余剰資金の一部が染み出す形でアジアを中心とする新興国に流入

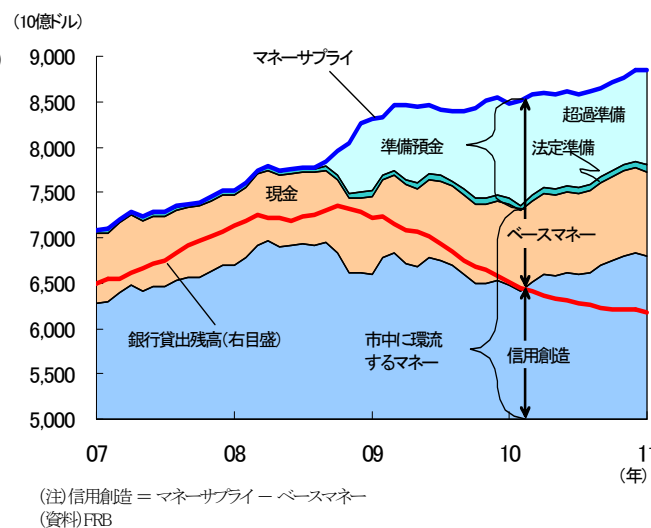
———— 余剰資金が高リターンを求めて金融資産に向かい、新興国の株高・債券高を演出

———— 一部は投機資金として商品市場に流入

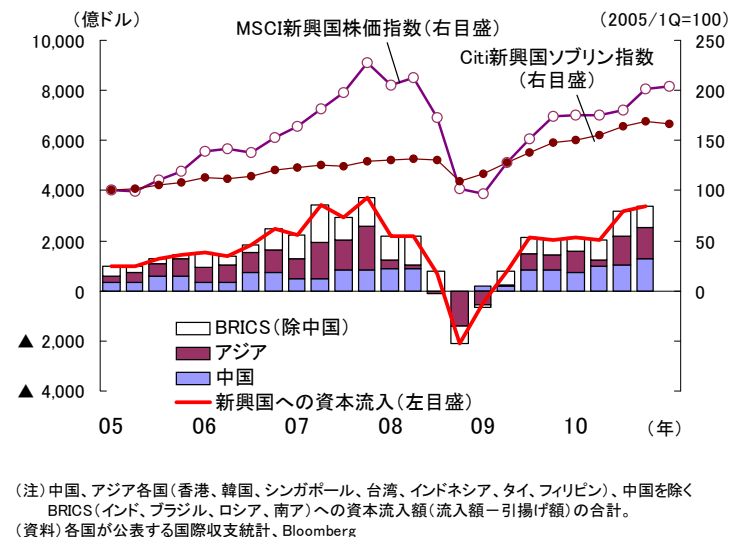
【米国のFFレート、10年物国債金利、実効為替レート】



【米国のマネーサプライ】



【新興国の資金流入と株高・債券高】



○ 新興国側の不十分な引き締めがインフレ圧力を増大させる要因にも

- ・アジア諸国ではインフレ率の上昇に伴い、徐々に金融を引き締め。しかし、経済の状態と比較して引き締め度合は不十分

—— アジア諸国は、米国がQE1に踏み切った09年3月以後、09年8月まで複数の国が利下げを行ったが、いずれもインフレ率がボトムを迎える前であり、不必要な利下げ事例はなし。ただし、利上げのタイミングが遅れた可能性はあり。

—— 新興国の金利ギャップ(実質金利－経済成長率)は先進国に比べて緩和度合いが強いことを示唆

○ 欧州債務危機等の外的ショックや新興国におけるインフレ加速等のファンダメンタルズ悪化が顕著となれば、repatriationを引き起こすリスク

【政策金利】

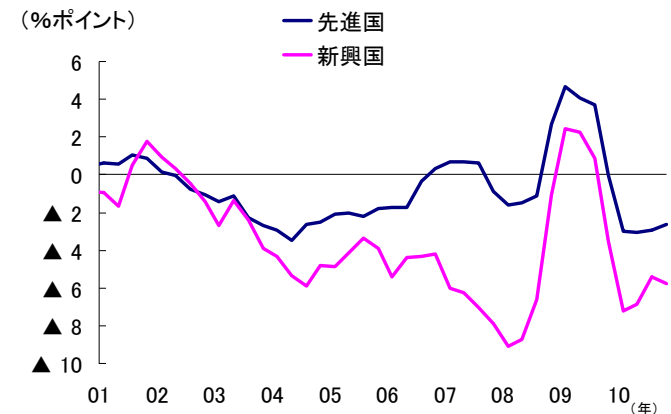
(単位: %)

国名	政策金利		09年インフレ前年比上昇率	
	09年以前最後の利下げ	09年以降最初の利上げ	ボトムの時期	ターゲット
中国	5.58% → 5.31% (08年12月) →	5.56% (10年10月)	09年08月 (▲ 1.8%)	—
韓国	2.50% → 2.00% (09年02月) →	2.25% (10年07月)	09年07月 (+ 1.6%)	+2.5~3.5
台湾	1.50% → 1.25% (09年02月) →	1.375% (10年06月)	09年07月 (▲ 2.3%)	—
マレーシア	2.50% → 2.00% (09年02月) →	2.25% (10年03月)	09年07月 (▲ 2.4%)	—
インド	5.00% → 4.75% (09年04月) →	5.00% (10年03月)	09年06月 (▲ 0.7%)	—
タイ	1.50% → 1.25% (09年04月) →	1.50% (10年07月)	09年07月 (▲ 4.4%)	+0.5~3.0
フィリピン	4.25% → 4.00% (09年07月) →	4.25% (11年03月)	09年08月 (+ 0.1%)	+2.5~4.5
インドネシア	6.75% → 6.50% (09年08月) →	6.75% (11年02月)	09年11月 (+ 2.4%)	+3.5~5.5

(注) インフレは総合消費者物価指数、インドのみ卸売物価指数。

(資料) 各国統計

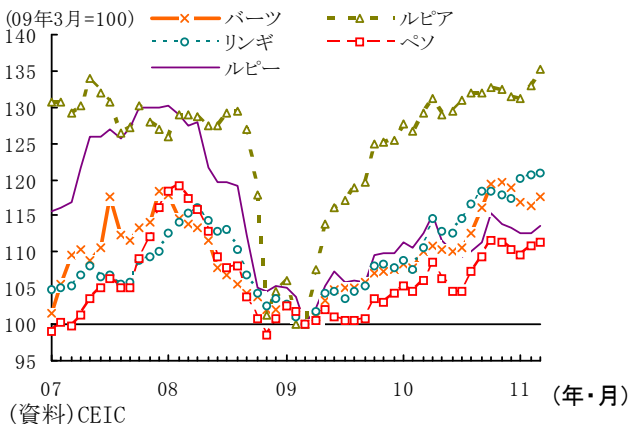
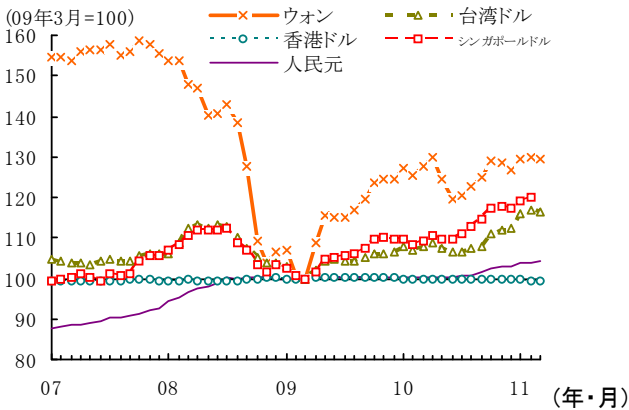
【先進国と新興国の金利ギャップ】



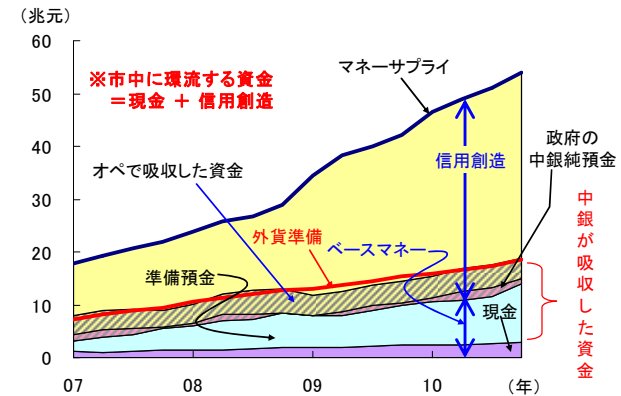
(注) 金利ギャップ=実質金利－実質成長率、金利は政策金利。
 新興国の金利ギャップは、BRICS (除インド)、NIEs (除台湾)、インドネシア、タイ、フィリピンの金利ギャップをGDPウェイトで合算したもの。先進国も同様にして作成。
 (資料) Bloomberg

- 通貨高抑制のための為替介入も、国内の金融環境を緩和的に
 - ・ アジアでは資金流入の増加に伴い、09年以後、多くのアジア通貨が対ドルで上昇
 - ・ 不胎化が不十分であれば、緩和的状況が続く。たとえば、中国では介入資金のかなりを吸収しているものの、緩和的な金融環境を背景に信用創造が活発
- アジア諸国は国際金融のトリレンマに直面。資本規制強化によって通貨高抑制を図っている状況

【アジア通貨の対米ドル為替レート】



【中国の活発な信用創造の状況】



(注) 2003年以降の累増額。信用創造=マネーサプライ-ベースマネー。
(資料) CEIC

【資本規制強化の動き】

	導入時期	内容
韓国	10年07月	外貨建て借入による国内での設備投資を禁止
	10年10月	銀行による為替デリバティブ取引のポジションについて、自己資本の50% (外銀支店は250%) を上限とする規制を導入
	10年11月	外国人投資家に対する国債利子・譲渡益への非課税措置を撤廃
インドネシア	11年07月	銀行の海外借入れに0.05~0.2%の賦課金(実施見込み)
	10年07月	中銀債券について、最低1ヶ月の保有義務を導入
タイ	11年01月	銀行の短期海外借入れを、資本金の30%以下に制限。
	11年03・06月	外貨預金に対する預金準備率を、現行の1%から、3月に5%、6月に8%まで引き上げ(ルピア建ては10年11月以降8%)
タイ	10年10月	外国人によるタイ国債投資について、利子とキャピタル・ゲインに対する15%の源泉徴収税を導入
台湾	10年11月	非居住者による、満期1年未満の国債・短期金融市場商品への投資は、台湾への投資全体の30%未満を上限とする規制を導入

(資料) 各種報道

(2)Repatriationへの耐性

○アジア諸国の対外不均衡は比較的軽微な状況

- ・リーマンショック後、国際収支危機に陥った新興欧州諸国は恒常的且つ大幅な経常収支赤字国。大幅な経常収支赤字を直接投資の流入で賄いきれず。
- ・アジア諸国は、アジア通貨危機後、収支が改善。現在、ベトナムを除き経常収支黒字を維持
 —— ベトナムの経常収支赤字は09年までGDP比で中東欧諸国に匹敵するレベルだったが、直接投資の流入によってファイナンスする構造

【新興欧州諸国の経常収支(世界金融危機時)】

(対GDP比、%)

		ハンガリー	ルーマニア	ラトビア	リトアニア	エストニア	アイスランド
07年	経常収支	▲ 6.5	▲ 13.8	▲ 23.8	▲ 14.6	▲ 14.6	▲ 15.7
	直接投資	1.7	5.8	7.1	3.6	5.3	▲ 45.5
	計	▲ 4.8	▲ 7.9	▲ 16.7	▲ 11.0	▲ 12.8	▲ 61.2
08年	経常収支	▲ 8.4	▲ 12.4	▲ 14.0	▲ 11.0	▲ 9.2	▲ 34.7
	直接投資	3.2	6.8	4.5	3.1	4.4	26.5
	計	▲ 5.3	▲ 5.6	▲ 9.5	▲ 8.5	▲ 4.8	▲ 8.1

(注)直接投資は純流入額。

(資料)IMF"International Financial Statistics"

【アジア諸国の経常収支(通貨危機時)】

(対GDP比、%)

		韓国	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン	ベトナム
95年	経常収支	▲ 1.6	▲ 7.9	▲ 3.2	▲ 9.8	▲ 4.4	▲ 9.0
	直接投資	▲ 0.3	0.7	1.9	7.5	1.8	8.6
	計	▲ 2.0	▲ 7.2	▲ 1.3	▲ 2.3	▲ 2.6	▲ 0.4
96年	経常収支	▲ 4.0	▲ 7.9	▲ 3.4	▲ 4.4	▲ 4.8	▲ 8.2
	直接投資	▲ 0.4	0.8	2.5	5.3	1.6	9.7
	計	▲ 4.4	▲ 7.1	▲ 0.9	0.9	▲ 3.2	1.5
97年	経常収支	▲ 1.6	▲ 2.1	▲ 2.3	▲ 5.9	▲ 5.3	▲ 5.7
	直接投資	▲ 0.3	2.2	2.2	6.8	1.4	8.3
	計	▲ 1.9	0.1	▲ 0.2	0.9	▲ 3.9	2.6
98年	経常収支	11.3	12.8	4.3	13.2	2.4	▲ 3.9
	直接投資	0.2	6.6	▲ 0.3	3.8	2.4	6.1
	計	11.5	19.4	4.0	17.0	4.8	2.2

(注)直接投資は純流入額。

(資料)IMF"International Financial Statistics"

【アジア諸国の経常収支】

(対GDP比、%)

		中国	韓国	台湾	香港	シンガポール
07年	経常収支	10.1	0.3	8.9	12.3	27.3
	直接投資	4.1	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 3.3	2.4
	計	14.2	0.1	8.0	9.1	29.8
08年	経常収支	9.1	0.0	6.9	13.7	14.6
	直接投資	2.7	▲ 0.2	▲ 1.2	4.2	4.7
	計	11.8	▲ 0.2	5.7	17.9	19.3
09年	経常収支	5.2	0.5	11.4	8.6	19.0
	直接投資	1.4	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 5.5	▲ 1.7
	計	6.6	0.3	10.6	3.1	17.3
10年	経常収支	5.2	0.4	9.4	6.6	22.2
	直接投資	2.1	▲ 0.3	▲ 2.0	▲ 3.2	8.5
	計	7.3	0.1	7.4	3.4	30.7

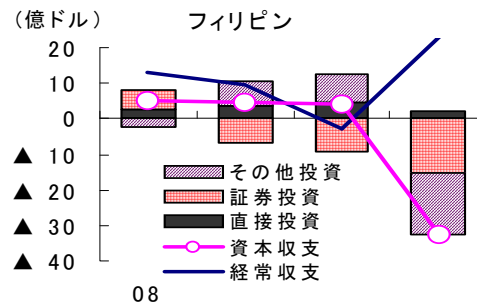
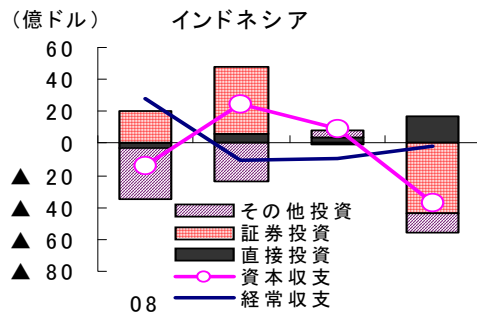
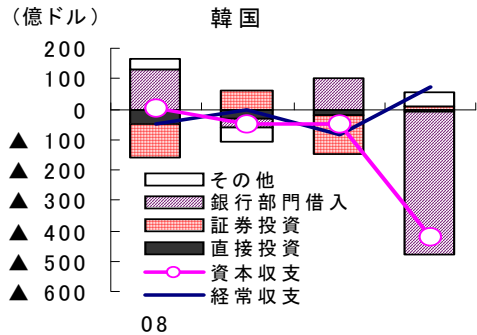
		タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	ベトナム
07年	経常収支	6.3	15.9	2.4	4.9	▲ 9.8
	直接投資	3.4	▲ 1.5	0.5	▲ 0.4	9.2
	計	9.7	14.5	2.9	4.5	▲ 0.6
08年	経常収支	0.8	17.5	0.0	2.2	▲ 11.8
	直接投資	1.6	▲ 3.5	0.7	0.8	10.2
	計	2.4	14.0	0.7	2.9	▲ 1.7
09年	経常収支	8.3	16.5	1.9	5.8	▲ 6.6
	直接投資	0.3	▲ 3.4	0.5	1.0	7.4
	計	8.6	13.1	2.4	6.8	0.8
10年	経常収支	4.6	11.8	0.9	4.5	▲ 1.6
	直接投資	0.2	▲ 2.0	1.4	0.6	1.2
	計	4.8	9.9	2.3	5.1	▲ 0.5

(注)直接投資は純流入額。ベトナムの10年は1~9月までの累計。

(資料)各国統計、IMF"International Financial Statistics"

○ 世界金融危機時、資本流出に直面したのは、直接投資を除く対外純負債が高水準だった国（韓国、インドネシア、フィリピン）

—— 韓国・・・証券投資、銀行部門借入、インドネシア・・・証券投資、その他投資、
【国際収支(08年)の推移】
フィリピン・・・証券投資、その他投資



・アジアの対外純負債国の中で、韓国、インドネシア、フィリピンは資本流出に脆弱な構造

—— タイ、マレーシアの対外負債は直接投資の比率が高く、直接投資以外の項目でみれば、対外資産が対外負債を超過

—— 他方、韓国、インドネシア、フィリピンは証券投資や対外借入の形態における対外負債が比較的高水準

【アジア各国の対外資産・負債(07年末、GDP比)】

	中国	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン
対外資産	69.2	56.9	220.4	1311.9	504.1	66.2	115.8	22.6	46.4
対外負債	35.1	78.8	99.4	1078.3	413.4	87.7	118.2	61.7	66.3
直接投資	20.1	11.6	12.4	568.6	144.6	38.1	39.0	18.5	14.2
株式	3.7	30.5	53.3	209.4	89.4	23.0	35.1	9.6	7.1
債券	0.5	13.0	1.5	21.2	9.4	2.9	18.0	6.9	16.4
その他投資	10.8	23.1	31.3	263.3	170.0	23.3	25.7	26.7	28.5
政府部門借入	-	0.4	0.0	-	-	0.6	-	14.4	10.4
銀行部門借入	-	12.9	1.9	2.5	-	1.4	-	0.3	4.4
対外純資産	34.0	▲ 21.9	121.0	233.6	90.7	▲ 21.5	▲ 2.3	▲ 39.1	▲ 19.9
(直接投資除く)	50.8	▲ 17.4	93.1	313.9	131.2	12.5	6.6	▲ 21.4	▲ 9.7

(資料) CEIC、各国中央銀行統計

(資料) CEIC、各国中央銀行統計

○ 世界金融危機後、アジアの多くの国で、対外資産・負債状況が07年時よりも改善

・09年末時点でタイ、フィリピンは直接投資以外の項目で見れば、対外資産が対外負債を超過。韓国、インドネシアは依然として対外純負債国

○ 90年代に通貨危機を経験したアジア諸国は、その後外貨準備を潤沢に蓄積。新興欧州諸国と異なり、現在、ベトナムを除いて、多額の外貨準備を保有

—— ベトナムは、昨年から引き締めスタンスを強めており、経常収支などの不均衡は改善の方向

【アジア各国の対外資産・負債(09年末、GDP比)】

	中国	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン
対外資産	69.3	74.9	263.7	1220.7	681.1	83.1	126.6	18.2	46.7
対外負債	32.8	87.3	99.3	876.6	449.1	84.8	109.0	58.7	56.9
直接投資	20.0	14.1	14.8	447.5	179.9	41.6	39.7	20.1	14.4
株式	3.5	28.4	52.8	155.8	58.6	17.0	21.0	9.9	4.9
債券	0.3	18.4	1.4	7.0	6.1	3.5	21.7	7.9	13.3
その他投資	9.0	22.4	27.7	247.2	204.5	21.6	25.2	20.9	24.3
政府部門借入	-	0.3	0.0	-	-	0.4	-	12.1	11.2
銀行部門借入	-	14.5	2.0	2.8	-	2.8	-	0.5	2.3
対外純資産 (直接投資除く)	36.5	▲12.4	164.4	344.1	232.0	▲1.8	17.7	▲40.5	▲10.2
	51.9	▲12.7	127.8	393.9	268.1	32.9	16.8	▲20.3	0.4

(資料) CEIC、各国中央銀行統計

【対外支払い能力】

	07年			08年			09年			10年		
	外貨準備高 (億ドル)	対短期 対外債務 (%)	対輸入額 (カ月)	外貨準備高 (億ドル)	対短期 対外債務 (%)	対輸入額 (カ月)	外貨準備高 (億ドル)	対短期 対外債務 (%)	対輸入額 (カ月)	外貨準備高 (億ドル)	対短期 対外債務 (%)	対輸入額 (カ月)
韓国	2,622	163.6	8.8	2,012	133.2	5.5	2,700	162.2	10.0	2,916	175.5	8.2
台湾	2,703	324.6	14.8	2,917	311.1	13.8	3,482	664.6	24.0	3,805	414.5	18.2
タイ	875	404.1	7.4	1,110	451.1	7.5	1,384	723.3	12.3	1,721	719.8	11.2
マレーシア	1,013	624.2	8.3	915	406.3	6.7	903	401.7	8.8	1,001	311.9	7.3
インドネシア	569	305.1	7.3	571	281.8	5.4	661	191.3	8.8	962	200.9	8.7
フィリピン	338	476.4	7.0	367	442.2	7.3	442	303.5	11.6	624	351.5	12.9
インド	2,753	694.9	14.4	2,863	571.5	10.7	2,835	286.2	13.2	2,973	199.5	11.0
ベトナム	235	312.0	4.6	238	246.7	3.5	105	188.6	2.8	90	127.5	2.1

(注) 1. 外貨準備高及び短期対外債務は、いずれも年末。ベトナムの外貨準備高は10年10月。

2. 輸入額は、月間輸入額の年平均。ベトナムの10年は10月の後方12カ月平均。

3. 網掛けは、外貨準備高の対短期対外債務が100%未満、対輸入額が3カ月未満の箇所。

(資料) CEIC、IMF "International Financial Statistics"、Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub

<参考> 新興欧州諸国(世界金融危機時)

	07年			08年		
	外貨準備高 (億ドル)	対短期 対外債務 (%)	対輸入額 (カ月)	外貨準備高 (億ドル)	対短期 対外債務 (%)	対輸入額 (カ月)
ハンガリー*	240	111.1	3.0	249	95.7	2.7
エストニア*	33	42.4	2.5	36	36.0	2.6
ラトビア*	56	33.0	4.4	60	40.1	4.4
リトアニア*	76	97.5	3.7	63	69.3	2.4
アイスランド*	26	5.7	4.6	37	7.7	6.1
ルーマニア	372	65.3	6.3	374	81.0	5.4

(注) 1. 外貨準備高及び短期対外債務は、07年は年末。08年は、*を付した国は9月末、他は年末。

2. 輸入額は、07年は月間輸入額の年平均。08年は、*を付した国は9月の後方12カ月平均、他は年平均。

3. 網掛けは、外貨準備高の対短期対外債務が100%未満、対輸入額が3カ月未満の箇所。

(資料) CEIC、各国中央銀行統計。

3. アジアにおける不動産バブルのリスク

中国、シンガポールの不動産バブルは部分的

- ファンダメンタルズ(金利・収益)からみて、不動産バブルは顕著でない。
 - ・ 10年物国債利回りと不動産投資利回りの比較で見れば、中国の高級住宅は、確かにバブル気味だが、オフィスなどを含めた全面的なバブルではない。
 - ・ シンガポールも同様、高すぎるのはテラスハウス、土地なしマンションなど住宅の一角に限られる。

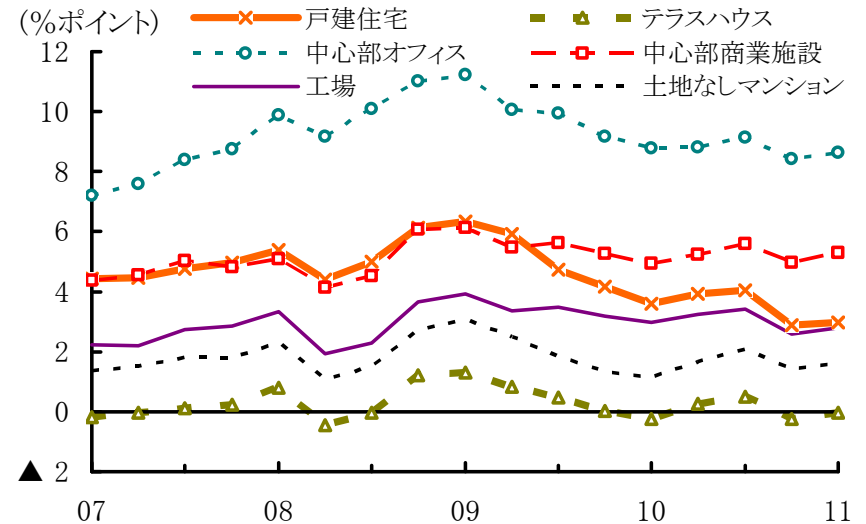
【 中国における不動産投資利回り(10年7～9月期) 】 【 シンガポールの不動産投資利回りー安全資産利子率 】

(単位: %)

	北京	上海	広州
工業ビル	9.5～11.0	8.0～9.0	N.A.
小売ビル	8.0～10.0	7.0～8.0	6.0～8.0
高級住宅	3.0～6.0	6.0～7.0	2.8～5.6
高級オフィス	8.0～9.0	6.0～8.0	5.7～9.3

(注) 10年物国債利回りは3.35%であった

(資料) 現地ヒアリングによる



(注)不動産利回りー10年物国債利回り

(年・四半期)

(資料)シンガポール都市再開発庁

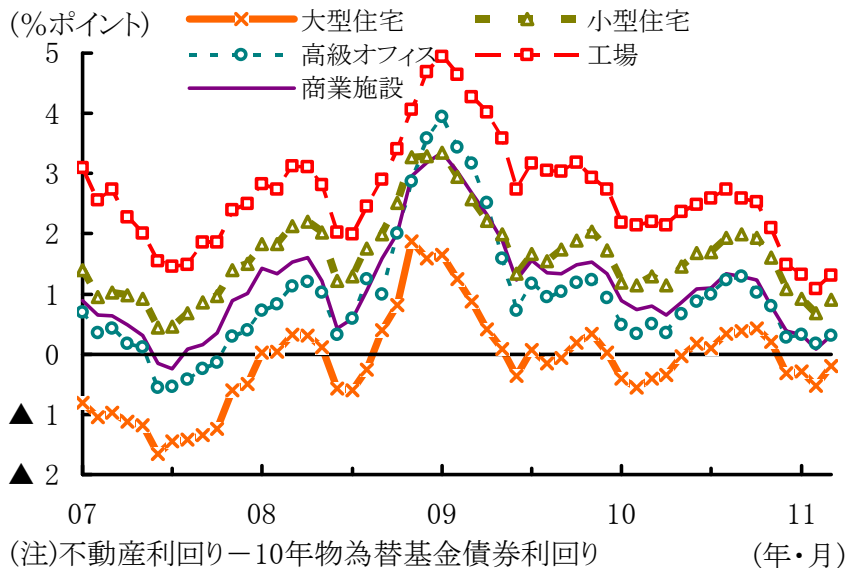
香港の不動産価格上昇も90年代中盤のバブルとは比較にならない

○ 香港についても、全面的なバブルはみられない。

- ・ 中国、シンガポール対比で価格上昇がやや行き過ぎているが、それでも深刻なバブルとまでは言えない。
- ・ 足元の価格上昇の行き過ぎは、96・97年のバブル期とは比較にならない。

【 香港の不動産投資利回り－安全資産利子率 】

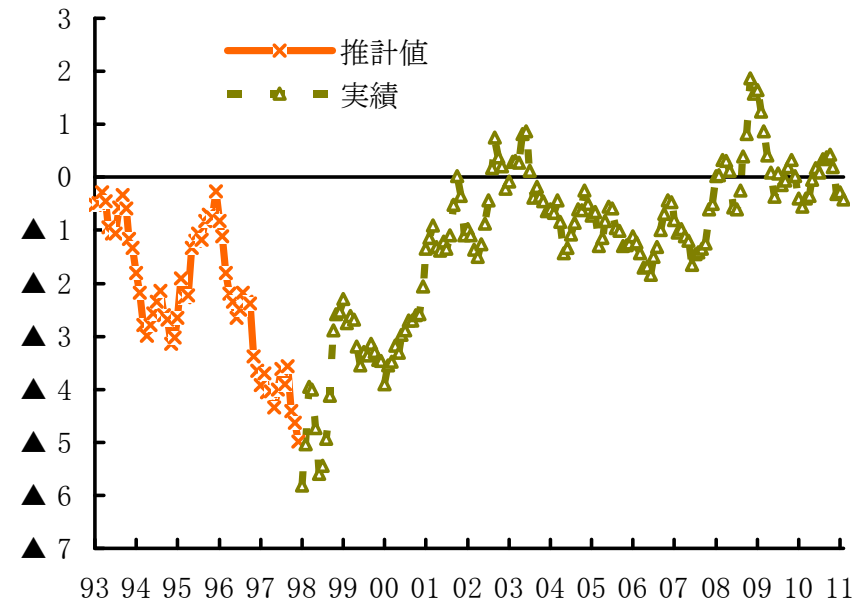
(A) 最近の状況



(注)不動産利回り－10年物為替基金債券利回り

(資料)香港政府差餉物業估價署

(B) 大型住宅の長期データ



一般向け住宅価格上昇は住宅供給不足が原因

- 中国などの住宅価格上昇は事実だが、バブルとはややニュアンスが異なる。
 - ・ 住宅価格・年間所得倍率は確かに上昇しているが、これは住宅大型化を反映したもの
 - 住宅大型化の要因を除くと、倍率は横ばい
 - ・ 不動産投機規制(16ページ)によっても中国、香港、シンガポールの住宅価格上昇が止まらないのは、実需に見合う庶民向け住宅の供給不足が原因
 - ・ 各国政府とも、庶民向け住宅の供給強化に着手
 - 直ちには無理だが、数年内に需給は緩和する見通し

【 中国の住宅価格・所得倍率 】

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
	都市部 世帯当 り人数	都市部 1人当 たり 可処分 所得	都市部 1人当 たり 住宅面 積	販売用 住宅平 米当 たり 価格	都市部 家計可 処分所 得 (A*B)	平均 住宅面 積 (A*C)	住宅価 格 (D*F)	住宅価 格・ 年間所 得 倍率 (G/E)	住宅面 積 71.34 ㎡ で固定
	人	万元	㎡	万元/㎡	万元	㎡	万元	倍	倍
03	3.01	0.85	23.7	0.22	2.55	71.34	15.67	6.15	6.15
04	2.98	0.94	25.0	0.26	2.81	74.41	19.41	6.91	6.63
05	2.96	1.05	26.1	0.29	3.11	77.29	22.70	7.31	6.75
06	2.95	1.18	27.1	0.31	3.47	79.95	24.94	7.19	6.41
07	2.91	1.38	28.0	0.36	4.01	81.48	29.70	7.40	6.48
08	2.91	1.58	30.0	0.36	4.59	87.30	31.22	6.80	5.56
09	2.89	1.72	30.7	0.45	4.96	88.78	39.59	7.98	6.41
10	2.88	1.91	31.9	0.47	5.50	91.80	43.37	7.88	6.12

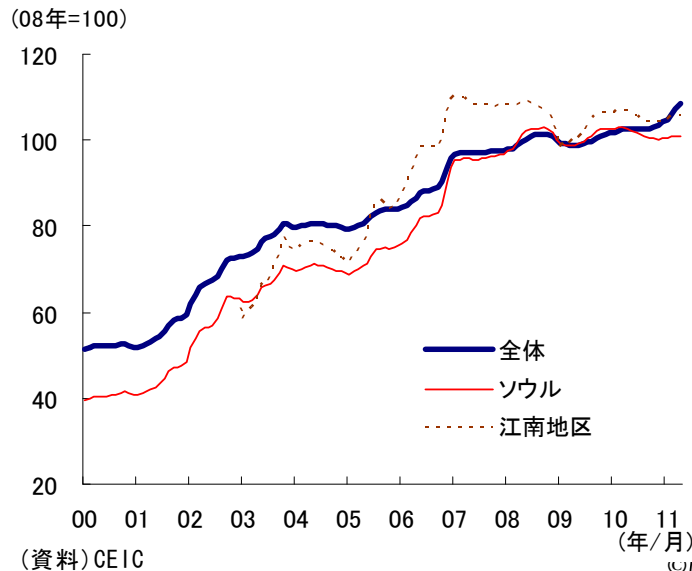
(注) 網掛けした09・10年の都市部1人当たり住宅面積は、未発表につき、タイムトレンドによる単回帰で延長。

(資料) 中国国家统计局

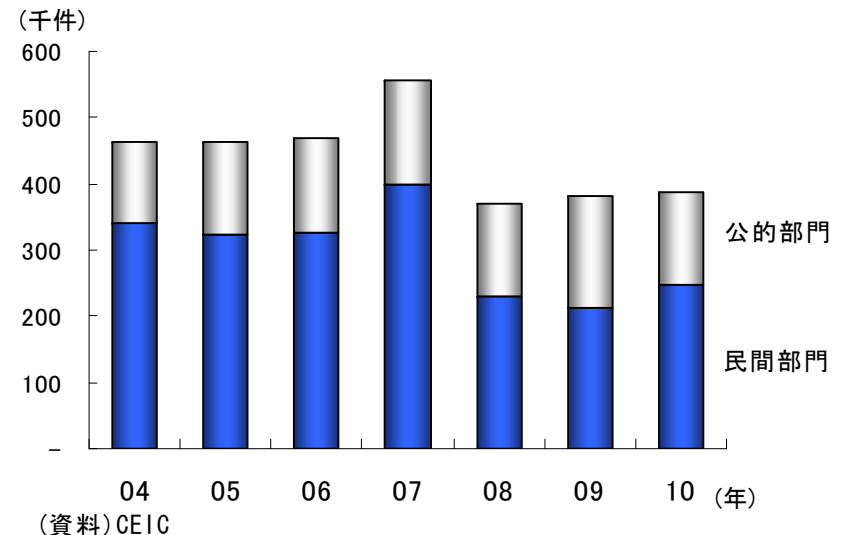
韓国の不動産市況はリーマンショック後、供給過剰感から10年まで低迷

- 2000年代半ば以後、住宅価格が高騰。特に、05年以後、ソウル特別市江南地区の上昇が顕著
- 政府は住宅価格抑制策を06年後半から強めるも、価格が高止まりする中、07年の住宅建築件数は民間不動産部門を中心に04～06年の水準を大幅に上回る。
 - 06年、投機地域(注)に対する住宅担保認定比率とDTI(総負債償還比率)を引き下げ
 - (注)政府が指定した投機地域・・・ソウル特別市の瑞草区、江南区、松坡区
- リーマンショック後、需要が減退する中、供給過剰感から市況は悪化。10年も低迷続く。
 - 不動産開発業者の経営破たん等によって、一部の貯蓄銀行(日本の信用金庫に相当)では大手銀行による吸収合併や営業停止処分に
 - 不動産融資規制の緩和(10年8月)などの対策効果もあり、11年に入り価格は持ち直す。

【住宅価格】



【住宅建築許可件数】



投機防止策強化で不動産バブル深刻化の懸念は縮小

○ バブル懸念で各国とも規制を大幅強化

- ・ 香港とシンガポールは、融資比率上限の引き下げなどに加え、印紙税の大幅アップで短期転売狙いの投機を封じ込める方針
- ・ 中国も広範な不動産投機対策を導入、厳格に守られれば効果は大きい
また、第12次5カ年計画(11~15年)中に建設を計画する、保障房と呼ばれる低所得者向け住宅3,600万戸のうち、1,000万戸を11年中に建設するとしている

【香港・シンガポールの印紙税】

香港(2010年11月)

2千万香港ドル以上の高級住宅の取引に課される既存の印紙税(税率4.25%)とは別に、6カ月以内の転売に対する税率15%、7カ月以上1年以内の転売に対する税率10%、1年以上2年以内の転売に対する税率5%の印紙税を新たに導入。

シンガポール(2011年1月)

転売時にかかる印紙税率を、1年以内は3%から16%に、2年以内は2%から12%に、3年以内は1%から8%にそれぞれ引き上げ。4年以内の転売に対し、税率4%の印紙税を新設。

【中国の不動産バブル対策】

04年9月	<ul style="list-style-type: none"> ・ 住宅ローンの返済負担率を50%(自動車ローン等を含めた全体の返済負担率は55%)とする規制を導入。 ・ 住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の80%に設定。
05年6月	<ul style="list-style-type: none"> ・ 高級住宅購入と短期転売への課税を、地方政府レベルで強化
06年6月	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の80%から70%に引き下げ。
10年1月	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の70%から60%に引き下げ。
10年4月	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、90㎡以上の物件について、住宅価格の80%から70%に引き下げ。 ・ 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の60%から50%に引き下げ。 ・ 2軒目の住宅購入に適用する住宅ローン金利を、中国人民銀行の基準金利の1.1倍以上とすることを義務付け。
10年9月	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1軒目・90㎡未満の物件であっても、住宅ローンの融資比率上限を、住宅価格の70%に引き下げ。 ・ 3軒目以降の住宅購入への住宅ローン供与禁止。 ・ 他の目的の消費者ローンを住宅購入に充当することを禁止。
11年1月	<ul style="list-style-type: none"> ・ ①5年未満の住宅転売に対しては、売却金額に100%課税、②一般向け住宅の供給強化、③2軒目の住宅購入に適用する住宅ローンの融資比率上限を50%から40%に引き下げ、④住宅購入について、地元戸籍住民は2軒、地元以外の戸籍の住民は1軒に限定、など8項目の措置を発表。 ・ 上海市と重慶市が固定資産税を導入。

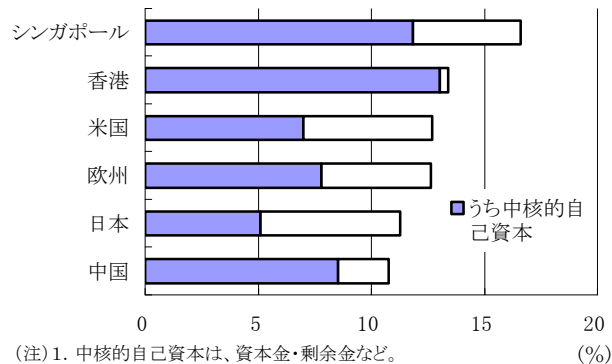
不動産価格下落の経済への悪影響は限定的

- 不動産価格が下落しても、現時点ではマクロ経済へのインパクトは限定的とみられる。
 - 香港、シンガポールは銀行部門の健全性が高く、90年代終盤の不動産価格下落局面でも金融危機は深刻化せず。
 - 経常収支黒字国の中国は97年のタイのように通貨危機に陥る可能性が低い。また財政に余裕があり公的資金による銀行への資本注入が比較的容易
- 銀行の監督体制に不安があること、土地神話が健在であることから、将来にバブルが膨らむリスク

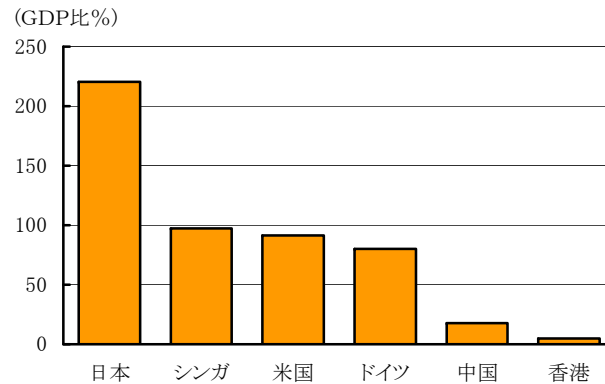
【 大手銀行の自己資本比率 】

【 一般政府債務残高(2010年) 】

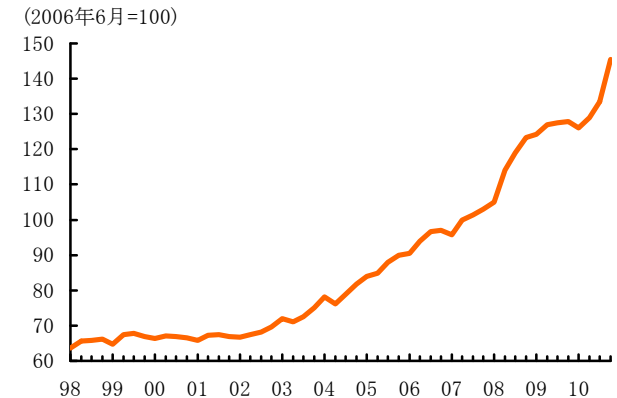
【 中国の地価 】



(注) 1. 中核的自己資本は、資本金・剰余金など。
 2. 時点は、10年10月発行の出所資料において、「入手できる直近のデータ」とされている。
 (資料) IMF, *Regional Economic Outlook Asia and Pacific* (October 2010)



(資料) IMF, *Fiscal Monitor* (April 2011)



(資料) 中国国家统计局 (年・四半期)

4. 東アジアのインフレ

(1) インフレは一過性か

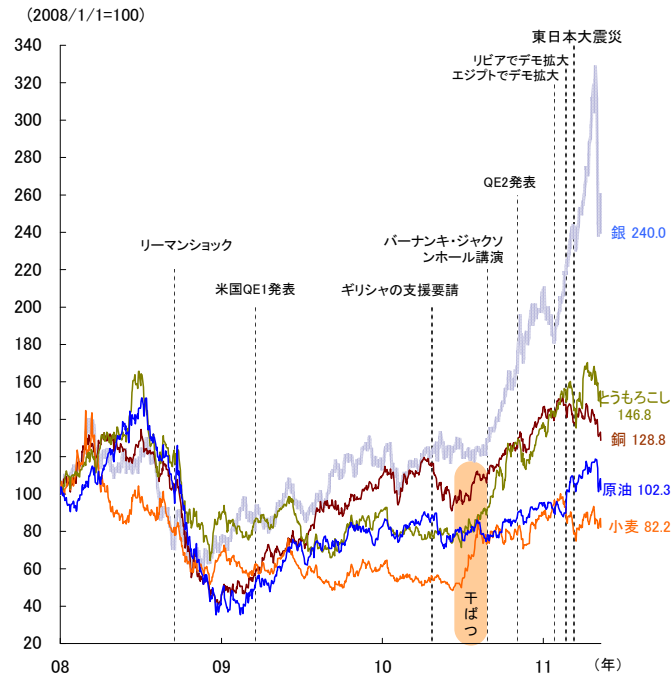
○ 食料・原油の供給制約がインフレの要因との見方

- ・ 2010年は世界各地の自然災害や異常気象により食糧生産に深刻な被害発生(天候不順)
 - 小麦は中国の干ばつ(春・冬)、ロシアの干ばつ(夏)、オーストラリアの洪水(秋～冬)等で大きな被害
- ・ ロシアの穀物輸出禁止(夏)、中東混乱(冬)等が食料や原油の供給不安に拍車
 - 原油は新興国の需要増大に供給が追いつかず、在庫が減少する中で生じた中東情勢緊迫化により価格が急騰

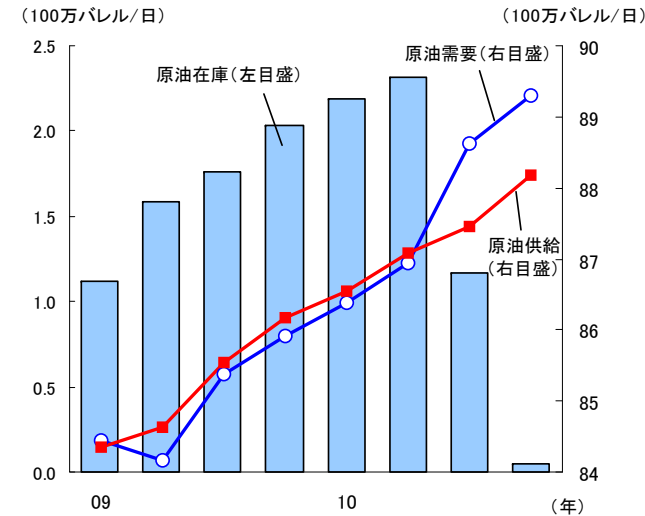
【商品市況の推移と各種イベント】

【アジアにおける最近の天候不順・家畜病害の例】

【原油需給と在庫】



国名	天候不順・病害	価格上昇品目
中国	干ばつ	小麦、生鮮野菜
韓国	猛暑(夏)・冷害(冬)・口蹄疫	豚肉、白菜、ホウレンソウ、キュウリ、ネギなど
インドネシア	水害	コメ、トウガラシ
タイ	干ばつ(夏)・水害(冬)	コメ、パーム油、キャッサバ、ゴム
ベトナム	水害・口蹄疫	コメ、牛肉
インド	水害	タマネギ、トマト、オクラ、キャベツ、ナス
オーストラリア	水害	小麦、サトウキビ



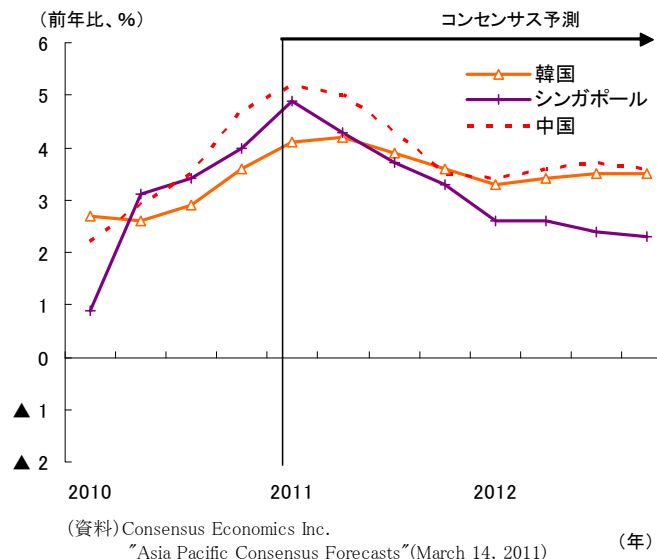
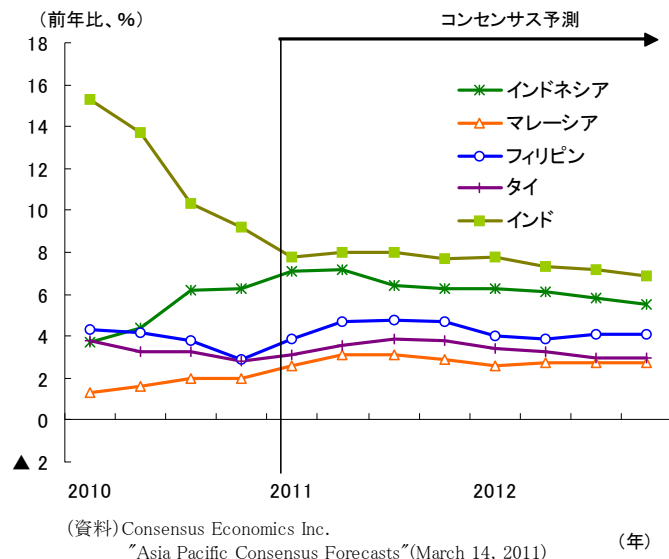
(注)1.すでに価格上昇が収束した品目を含む
 2.タイでは、コメ収量は下押しされたが、在庫が潤沢なこともあり、国内価格への影響は限定的
 (資料)各種報道

(注)2008年以降の累積在庫(各期在庫変動の単純合計)。
 (資料)IEA, Oil Market Report 2011年2月号

(注)直近値は2011/5/11終値。
 (資料)Bloomberg

- インフレ率上昇は多分に特殊要因によるところ大で、さらなる上昇ペース加速リスクは小さい？
 - ・ 天候が正常化すれば食料価格は戻る ⇒ これが戻れば新興国のインフレ懸念も縮小するはず。
 - ・ エネルギーや穀物は価格上昇を受けていずれ増産 ⇒ 需給逼迫懸念はいずれ薄らぐ。
 - ・ 先進国回復による金融政策正常化で投機資金も縮小
 - 5月に入って商品市況に変調の兆し。投機筋が大幅なポジション調整を行った可能性
- インフレ率のコンセンサス予測は、国ごとに温度差はあるものの、今後インフレが大きく加速するとはみられていない。
 - ・ アジア各国の消費者物価上昇率は、概ね11年半ばにピークアウトとの見方

【 アジア主要国のインフレ率 コンセンサス予測 】



(2) インフレは持続的か

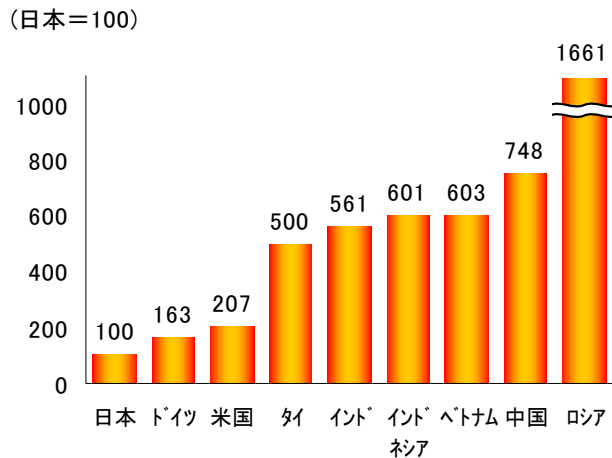
① 新興国の需要増大

○ アジアなど新興国の持続的な需要増大が農産物や資源価格を上昇させているとの見方

- ・ アジアを中心とする新興国の経済発展、所得増加に伴う重厚長大産業製品の需要増⇒エネルギー需要増(新興国のエネルギー消費原単位は高い)
- ・ 新興国の肉食化・消費高度化⇒穀物から蛋白質系食品(牛乳、卵、魚、肉類)⇒飼料・エネルギー需要の連鎖的増大

○ 世界的にエネルギー転換(バイオエタノール)に伴うとうもろこし需要増大、作付け転換等

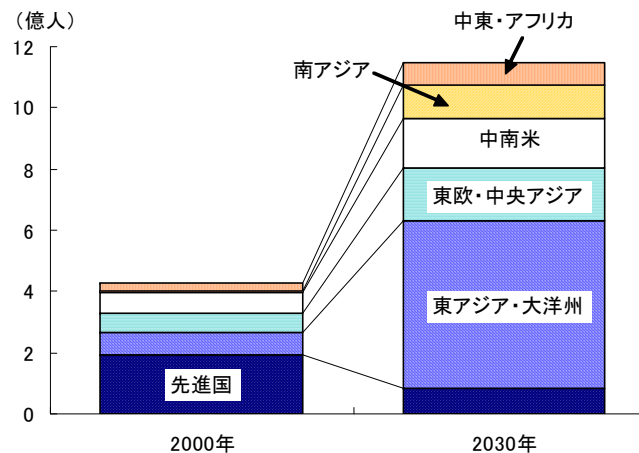
【各国のエネルギー消費原単位】



(注) 1. GDP当たり一次エネルギー消費量
2. 日本=100として指数化

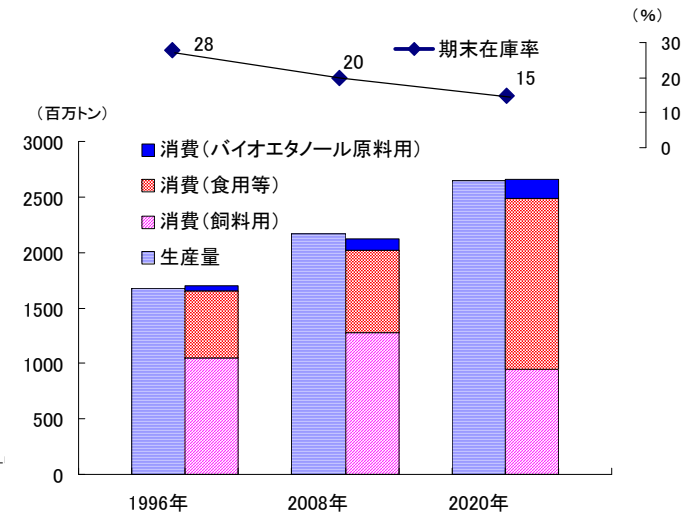
(資料) (財)日本エネルギー経済研究所編「エネルギー・経済統計要覧」

【世界の中間所得層人口】



(注) 中間所得層は所得がブラジルの平均所得以上、イタリアの平均所得以下の者
(資料) World Bankよりみずほ総合研究所作成

【世界の穀物需給見通し】



(注) 2020年は見通し
(資料) 農林水産省「2020年における世界の食糧需給見通し」

② 賃金インフレに発展するリスク

○新興国で70年代のオイルショック期における先進国同様の賃金インフレが生じるリスクありとの見方

- ・ 第一次ショック直後の74年の先進国の物価は、軒並み大幅上昇
- ・ 第二次ショック後も、西ドイツ以外の欧州や米国では二桁インフレが長期化
 - 背景に賃金の持続的な上昇と生産性上昇率の伸び悩みによる労働コスト上昇
 - 賃金の物価スライド制の広範化で賃金の下方硬直性が強まったことなど、制度要因も大

【 主要先進国のインフレ率と賃金上昇率 】

第一次石油危機時（1973～1975年平均）（単位：前年比％）

	消費者物価	賃金
米国	8.8	8.3
英国	16.5	21.1
フランス	10.7	16.2
西ドイツ	6.6	10.0
日本	15.5	20.9

第二次石油危機時（1979～1981年平均）（単位：前年比％）

	消費者物価	賃金
米国	11.7	9.2
英国	14.4	16.4
フランス	12.5	13.5
西ドイツ	5.3	5.6
日本	5.5	5.8

(注) 1. 消費者物価は総合
 2. 賃金は、日本：1人当たり現金給与総額、米国：時間当たり賃金、
 英国・フランス・西ドイツ：1人当たり雇用者報酬
 (資料) 総務省、米労働省、欧州委員会

【 70年代の欧米における賃金の物価スライド制 】

米 国	<p>【生計費エスカレーター条項(Cost-of-Living Adjustment)】</p> <p>○ 労使間で生計費の上昇(ほとんどの場合、消費者物価指数を尺度として使用)に応じて一定の賃金引上げを自動的に実行する協定。70年代に大労組を中心に急速に普及(普及率、70年26%→78年60%)。</p> <p>○ 60年代には、調整金額に上限を定める「Capped COLA」が一般的だったが、70年代には最高限度のない「Uncapped COLA」が急速に普及(77年75%)。</p>
フ ラ ン ス	<p>【最低賃金法(70年1月改正)】</p> <p>○ 消費者物価にスライドする最低賃金(Salaire Minimum de Croissance、略称SMIC)</p> <p>○ 全国消費者物価指数が、SMIC改訂後2%以上上昇した場合、指数発表の翌日よりSMICを自動的に同率引上げ</p> <p>○ さらにSMICは毎年7月に国民所得を考慮して改訂。この際、SMICの実質増加率(名目上昇率-消費者物価上昇率)は労働省の発表する時間当たり賃金実質増加率の半分を下回らないこととする</p>

(資料) 日銀『調査月報』(1980年7-8月特別号)

- 第二次ショック後の先進国では、賃金インフレ抑制の成否がインフレや経済パフォーマンスの差に直結
 - ・ 日本の賃金決定スタイルは、「物価重視」から「収益見合い」に変質
 - 賃金決定に際し「物価動向」を最重視したとの回答は、第一次ショック後に比べ大きく減少
 - ・ 他方、米国では、賃金の物価スライド制が定着・拡大したことで、第二次ショック後にも賃金インフレを惹起
 - 強力な労働組合の存在も、賃金インフレ・メカニズムを通じたインフレ加速に影響
 - インフレを抑えられないFRBに対する信認低下が期待インフレ率を高めたこともインフレ悪化の要因
 - インフレ沈静化は、ボルカー元議長による強力な金融引き締めとFRBの信認回復によるところ

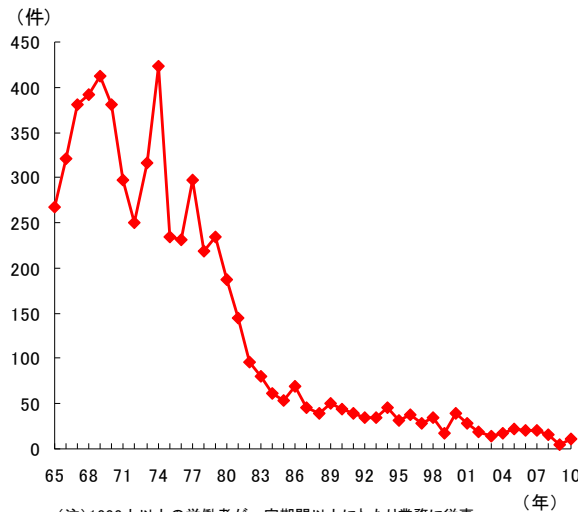
【賃金改定で重視した要素(日本企業)】

(単位 %)

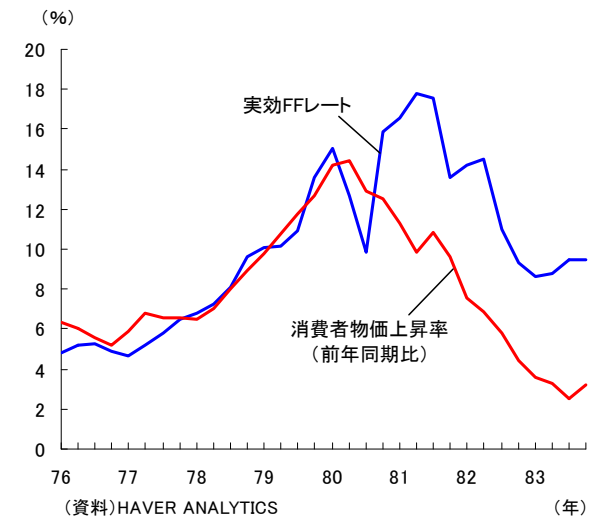
	年	企業業績	世間相場	物価動向
第一次石油危機時	1973	30.4	34.8	12.9
	1974	26.6	37.5	24.0
	1975	52.9	23.2	14.6
	1976	54.3	25.8	8.0
第二次石油危機時	1979	64.9	18.2	7.1
	1980	57.3	22.2	8.8
	1981	57.0	24.3	9.3
	1982	62.9	23.3	5.8
近年	2008	66.2	5.6	0.7
	2009	61.6	3.2	0.1
	2010	59.4	2.4	0.0

(資料)厚生労働省『賃金引上げ等の実態に関する調査』

【米国のストライキ件数】



【米国の政策金利とインフレ率】



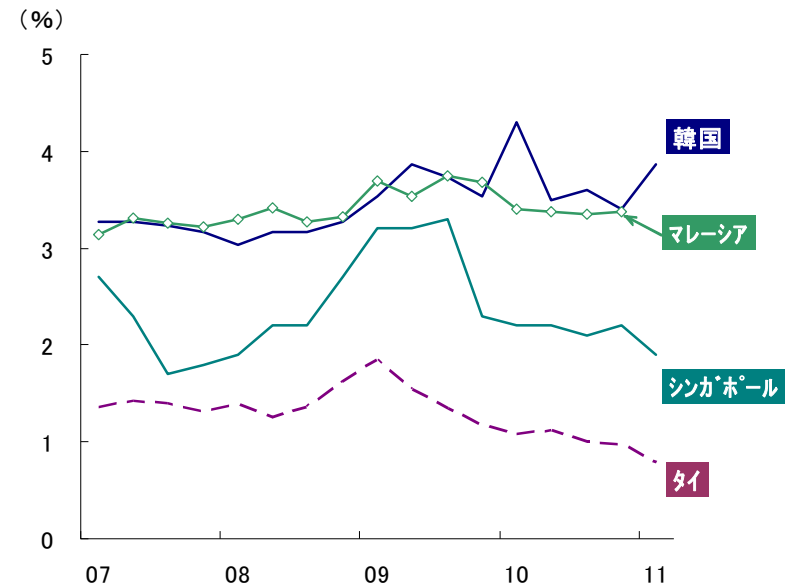
- 現下のアジアでは、家計の生活水準低下に対応した賃上げの動きに加えて、金融危機からのV字回復に伴い労働需給がタイト化しつつあり、賃金インフレを引き起こす可能性
 - ・アジア諸国では、物価上昇に対応して公定賃金の引き上げが相次ぐ。7/3に総選挙が行われるタイでは、与野党とも最低賃金の大幅引き上げを選挙公約の柱に据える動き
 - 与党民主党は2年以内に最低賃金25%引き上げ。野党タイ貢献党は1日300バーツに引き上げ（現在最も高いプーケットでも35%上昇）
 - ・東南アジア各国、韓国の足元の失業率は、概ね金融危機前の水準まで低下しており、賃金上昇圧力が強まりやすい状況

【アジア各国における公定賃金引き上げの状況】

国	措置
インド	11年より、17~30%引き上げ(農村失業者への雇用対策としての、単純労働に対する公定労賃)
ベトナム	11年より、国内企業は従来の月給73万~98万ドンから83~135万ドンへ、外資企業は100万~134万ドンから110~155万ドンへ(地域による、前年比+10~37.8%)。地域分類変更に伴い、7月にも一部で上昇。
中国	11年(実施月は省市により異なる)の伸び率は、既に発表されている範囲で+14.3(上海市)~27.9%(重慶市)。ちなみに、10年の30省市平均上昇率は22.8%。
インドネシア	11年より、従来の月給111.8万ルピアから、129万ルピアへ(ジャカルタ特別州、前年比+15.4%)
タイ	11年より、従来の日給151~206バーツから、159~221バーツへ(地域による、前年比+4.4~9.4%)。
フィリピン	10年8月より、従来の日給382ペソから、404ペソへ(マニラ首都圏、前年比+5.8%)
韓国	11年より、従来の時給4,110ウォンから4,320ウォンへ(前年比+5.1%)
台湾	11年より、従来の月給17,280台湾ドルから、17,880台湾ドルへ(前年比+3.5%)
香港	11年5月より、時給28香港ドル(新規導入)
シンガポール	なし
マレーシア	なし

(資料)新聞報道等よりみずほ総合研究所作成

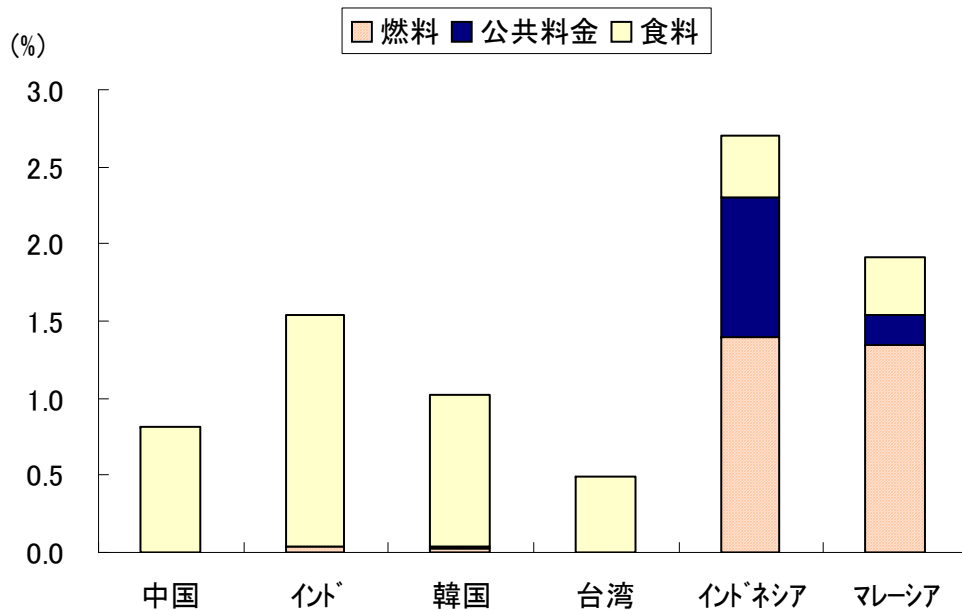
【東アジア各国の失業率】



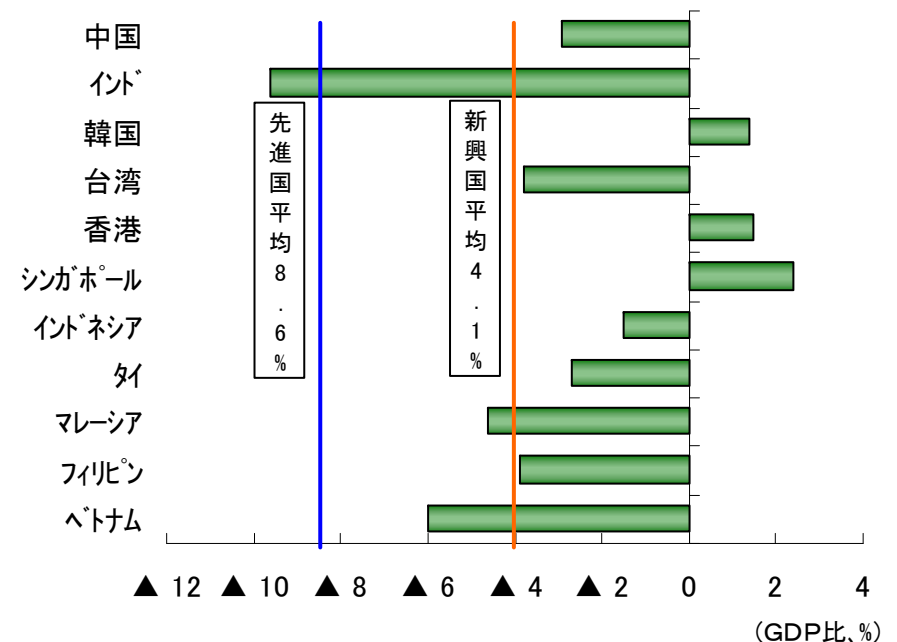
③人為的価格抑制による歪みの蓄積

- 財政措置等を通じた価格抑制の結果、十分な需要抑制が働かず、潜在的なインフレを助長
- 財政負担への懸念から価格抑制策が縮小・撤廃されれば、蓄積した歪みが表面化する契機に
 - ・ 補助金負担や財政赤字が大きいインド、ベトナム、インドネシアなどの国は、インフラ整備等の開発拡大の要請から財政措置による価格抑制の長期継続は困難

【アジア各国における価格抑制目的の補助金負担(GDP比)】 【一般政府財政収支(2010年、GDP比)】



(注) 台湾は2008年、他は2010年。ベトナム、タイ、フィリピンはNA
 (資料) Citi Investment Research & Analysis



(資料) IMF

(3) アジアなど新興国のインフレリスクをどう考えるか（論点整理）

- アジアなど新興国のインフレは、外的要因と内的要因の複合的な要因によって生じている。
- 新興国の成長期待は農産物や資源に対する需要増大期待を高めている。これが一時的な天候要因や地政学的リスクなどを背景とする供給不安の高まりと相まって、資源価格上昇をもたらしている。
- 金融面では先進国における金融緩和によって生じた潤沢な流動性が、投機資金として資源・商品市場に流入し価格を押し上げるとともに、成長期待や金利の高い新興国にも流入している。
- 新興国内においても、不十分な引き締めによってインフレ圧力の抑制がままならない状況にある。利上げや為替の柔軟化は一時的にはさらなる資金流入をもたらす恐れもあり、他方で資本規制を強めれば成長に必要な資本流入が途絶えるばかりか資本流出が生じるリスクもあり、所謂「国際金融のトリレンマ」に直面している。
- 労働需給のタイト化などを背景とする賃金上昇圧力、人為的な価格抑制策等は、70年代の先進国同様の賃金インフレや物価上昇の加速をもたらすリスクを秘めている。
- このように、先進国の金融緩和とともに、新興国の経済成長、所得増大と消費構造の変化、金融政策・経済政策のミスアラインメント（あるいはそれを余儀なくさせるトリレンマ）により、新興国のインフレが持続するリスクが存在する。

5. 東日本大震災のアジアへの影響

○アジア経済への悪影響は、生産、需要両面で生じているが、その中で自動車産業を中心にサプライチェーン混乱による生産への影響が顕著

○日本との貿易(3月)をみると、アジア全体で対日輸出は前月比、プラスとなる一方、輸入はマイナスに。

鉄などの金属、化学製品、食料品の輸出が増加する一方、部材などの輸入が大幅に減少

【東日本大震災のアジア経済に与える影響】

◆短期的影響◆

	影響が及んだ国	今後の見通し	
		11年前半	11年後半以降
日本からの部材供給の停滞に伴うサプライチェーンの混乱	ほとんどの国	↓ 自動車産業を中心に、一部で深刻な影響	↑ 日本の復旧により、部材調達は概ね正常化へ
日本の震災に伴う代替需要増	主に韓国、中国、台湾	↑ 特殊線材、半導体ウェハー、中小型液晶パネル、化学製品、ミネラルウォーター、農産品などで増産	↓ 日本の復旧に伴い景気押し上げ効果は縮小、代替生産増が設備投資の増加に結びつくかは不明
インフラ被災、消費者マインド悪化などによる対日輸出減少	ほとんどの国	↓ 食品、エネルギー、旅行等の輸出が減少するが、影響は限定的	↑ ①インフラ復旧、②日本の消費者マインド改善、③復興需要(材木、タイル等)で日本の内需が拡大
日本からの直接投資延期・中止	ほとんどの国	↓ マイナスの影響は不可避だが、影響の程度は不明	↑ 復興に伴い徐々に直投計画再開、日本からの機能移転等の可能性も
日本からの農産物輸入停止による物価上昇	主にNIEs、中国	⇒ 総じて景気への影響は小さい	⇒ 事態の推移にかかわらず、景気の影響は限定的
日本への訪問者減少	ほとんどの国		
日本食レストランの風評被害	主にNIEs		

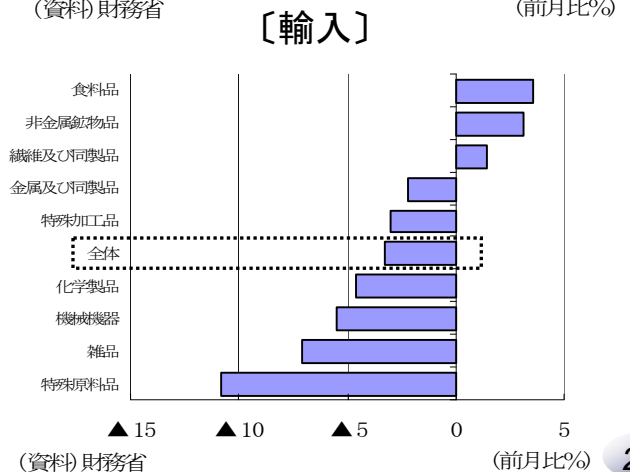
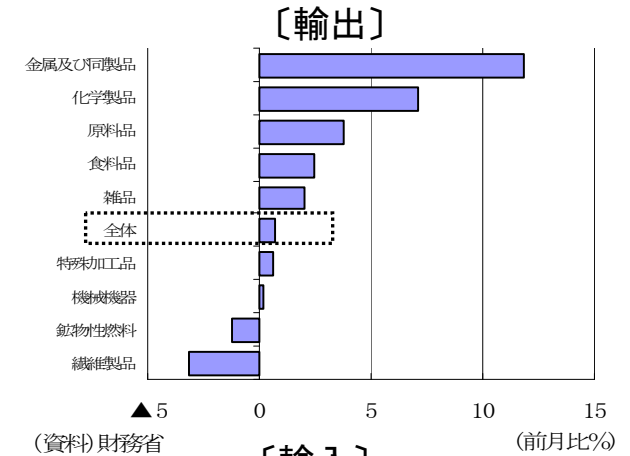
◆長期的な影響◆

日本へのエネルギー輸出増	インドネシア、マレーシア	↑ 日本が脱原発を目指すならば、液化天然ガスの対日輸出は増えるとの見方が多い
原発による電力供給計画への悪影響	複数の国	↓ 足元で反原発機運が高まる、10年先の原子力による電力供給計画に支障の可能性

(注) 現時点で原発建設の中止・延期は報じられておらず、反原発機運の高まりは、短期的な景気には影響しない見込み。

(資料) 各種報道

【アジアの対日本貿易(11年3月)】



○サプライチェーン混乱の影響は、自動車産業を中心に発生。ただし、年後半には正常化に向かう見通し
 電機・電子関連は現状、部材在庫で対応しており、深刻な影響は生じていない模様。在庫払底前に日本
 企業の生産正常化となるかは不透明であり、今後の影響は要注視

○日本の生産停滞が長期化した場合、生産面で影響を受けやすい国は台湾、タイ、マレーシア。

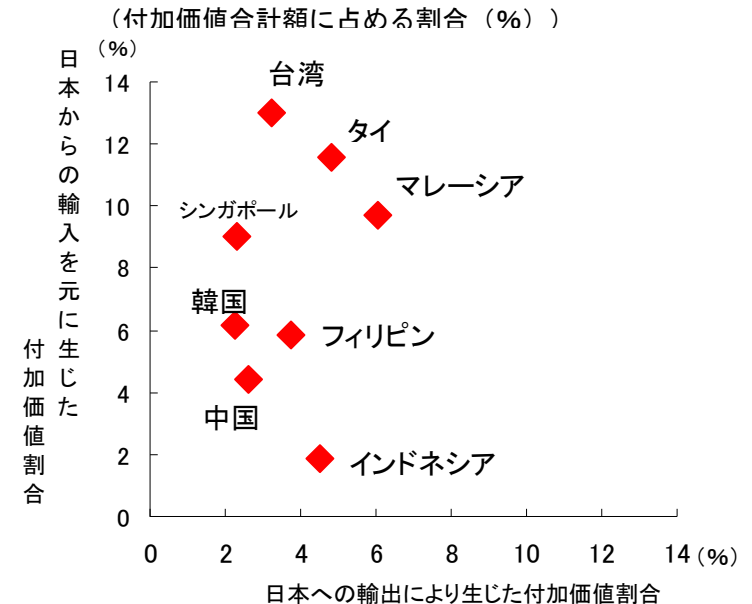
なお、日本の最終需要減少がアジア諸国に及ぼす影響はそれほど大きくない見込み

【アジアにおけるサプライチェーン混乱の影響】

中国	<ul style="list-style-type: none"> トヨタ、4月21日から6月3日にかけて生産を50~70%減産。⇒6月までに正常化。 日産は中国3工場です、日曜生産停止(4/21報道)。 ホンダ、4月中旬から生産調整。 マツダが減産を示唆(4/19報道)。 フォード、4月24日から5月4日まで生産停止(休暇前倒し・延長)。 i-Padの生産に支障(3/31報道)。
韓国	<ul style="list-style-type: none"> ルノーサムスン、3月18日から約1割、4月1日から2割減産。 GM、3月20日の週から14~20%の減産。
台湾	<ul style="list-style-type: none"> 国瑞汽車(トヨタ)、50%減産(4/27報道)。 中華汽車(三菱自工)、残業取りやめ。⇒5月中旬から残業再開。 フォード、4月25日から2週間生産停止(休暇前倒し)⇒5月9日から通常生産。
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> トヨタ、4月25日から6月4日にかけて生産を50%以上削減。⇒6月20日から正常 ホンダ、生産台数が計画の5割にとどまる(4/27報道)。 ダイハツ、4月から残業と休日出勤を中止。
タイ	<ul style="list-style-type: none"> トヨタ、4月25日から6月4日にかけて生産を70%削減。⇒5月23日に正常化。 ホンダ、4月19日から50%生産を削減。
マレーシア	<ul style="list-style-type: none"> トヨタ、4月25日から6月3日にかけて生産を70%削減。 ダイハツ、4月から残業と休日出勤を中止。
フィリピン	<ul style="list-style-type: none"> ホンダ、4月から50%減産。 南部カラババルゾン地方で日系企業404社のうち20社が一時操業停止。
ベトナム	<ul style="list-style-type: none"> トヨタ、4月25日から6月4日にかけて生産を70%削減。
インド	<ul style="list-style-type: none"> ホンダ、ノイダ工場11年5月から約5割の減産。

(資料) 各種報道

【アジア諸国の付加価値生産に占める日本の割合】



(注)日本への輸出により生じた付加価値とは、厳密には日本の国内最終需要1単位あたり生じた各国の付加価値増加分。また、各国が国内最終需要1単位生産するにあたり、日本で誘発される生産量を、各国の付加価値生産に要する日本からの輸入量(直接、間接を含む)とみなした。いずれも、国際連関表に基づきIMFが推計したもの。

(資料)IMF, "Regional Economic Outlook: Asia and Pacific(April,2011)"

© みずほ総合研究所

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。