

BBLセミナー プレゼンテーション資料

2017年10月4日

**「内外経済と金融政策
—低金利はいつまで続くのか」**

門間一夫

内外経済と金融政策

——低金利はいつまで続くのか

2017.10.4

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫

2017～18年の世界経済は緩やかな拡大が続く(みずほ総研 9月予測)

暦年	(前年比、%)				(前年比、%)		(ポイント)	
	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2017年 (8月予測)	2018年	2017年 (8月予測からの修正幅)	2018年
予測対象地域計	3.5	3.4	3.8	3.8	3.8	3.8	-	-
日米ユーロ圏	2.3	1.5	2.1	1.9	2.0	1.9	0.1	-
米国	2.9	1.5	2.2	2.2	2.1	2.2	0.1	-
ユーロ圏	2.0	1.8	2.2	1.8	2.0	1.8	0.2	-
日本	1.1	1.0	1.4	1.4	1.7	1.2	▲ 0.3	0.2
アジア	6.2	6.2	6.0	6.0	6.1	6.1	▲ 0.1	▲ 0.1
中国	6.9	6.7	6.8	6.4	6.8	6.4	-	-
NIEs	2.0	2.3	2.6	2.4	2.6	2.4	-	-
ASEAN5	4.8	4.9	5.1	5.1	5.0	5.1	0.1	-
インド	7.5	7.9	6.6	7.3	7.1	7.5	▲ 0.5	▲ 0.2
オーストラリア	2.4	2.4	2.3	2.8	2.2	2.8	0.1	-
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.6	0.6	1.9	0.5	1.9	0.1	-
メキシコ	2.6	2.3	2.0	2.1	1.9	2.1	0.1	-
ロシア	▲ 2.8	▲ 0.2	1.0	1.5	1.0	1.5	-	-
日本(年度)	1.3	1.3	1.5	1.2	1.7	1.2	▲ 0.2	-
原油価格(WTI,\$/bbl)	49	43	49	51	50	52	▲ 1	▲ 1

(注)予測対象地域計はIMFによる2015年GDPシェア(PPP)により計算。(資料)IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

世界経済好調の背景としては循環的な要因が大きい

1. 中国が重要なドライバー

- GDPの規模や成長率からみれば、中国の世界経済への影響は米国以上。とくに製造業・資源関連での影響が大きい。

2. ハイテク・半導体セクターが絶好調

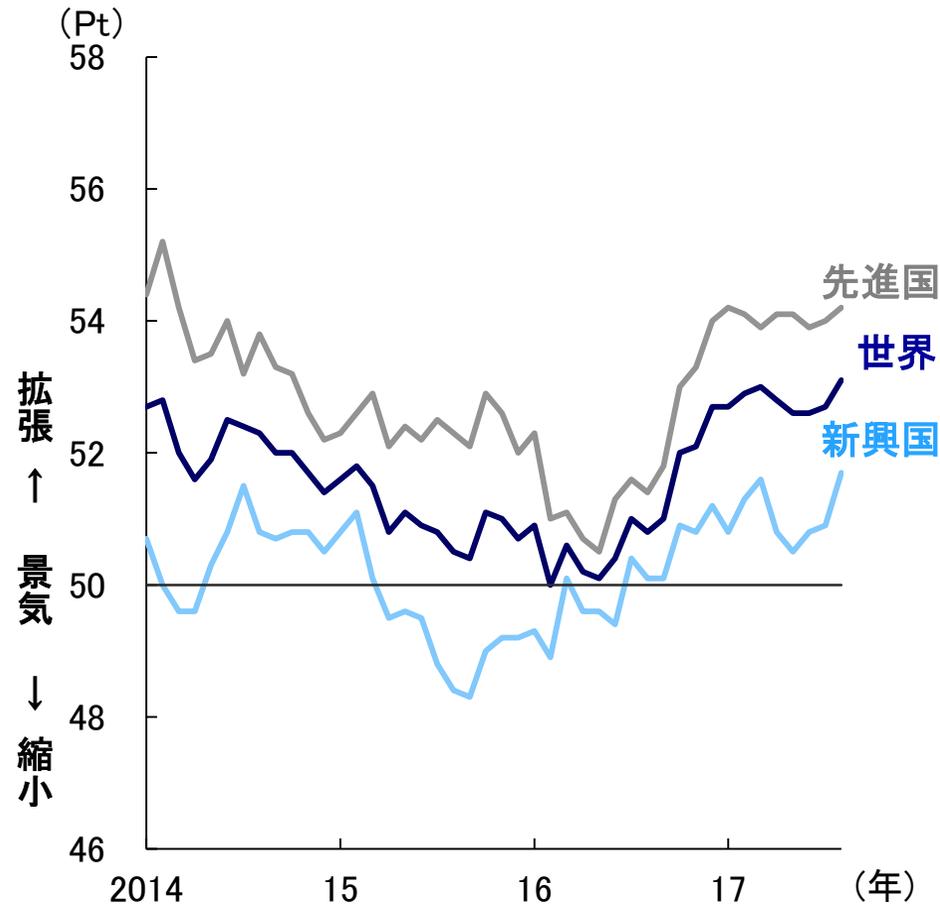
- 第4次産業革命系（データセンター、自動車、IoT、AI等）の構造的な需要増大もあるが、このセクターは本質的にcyclical。

3. 資源価格は世界経済にちょうど良いバランスで推移

- 2014年後半～2016年初の資源価格下落は、資源セクターに強い逆風となった。
2016年半ばに下げ止まった一方、その後の持ち直しは緩やかなものにとどまっているため、資源の供給側・需要側の双方にとって心地良い状況。

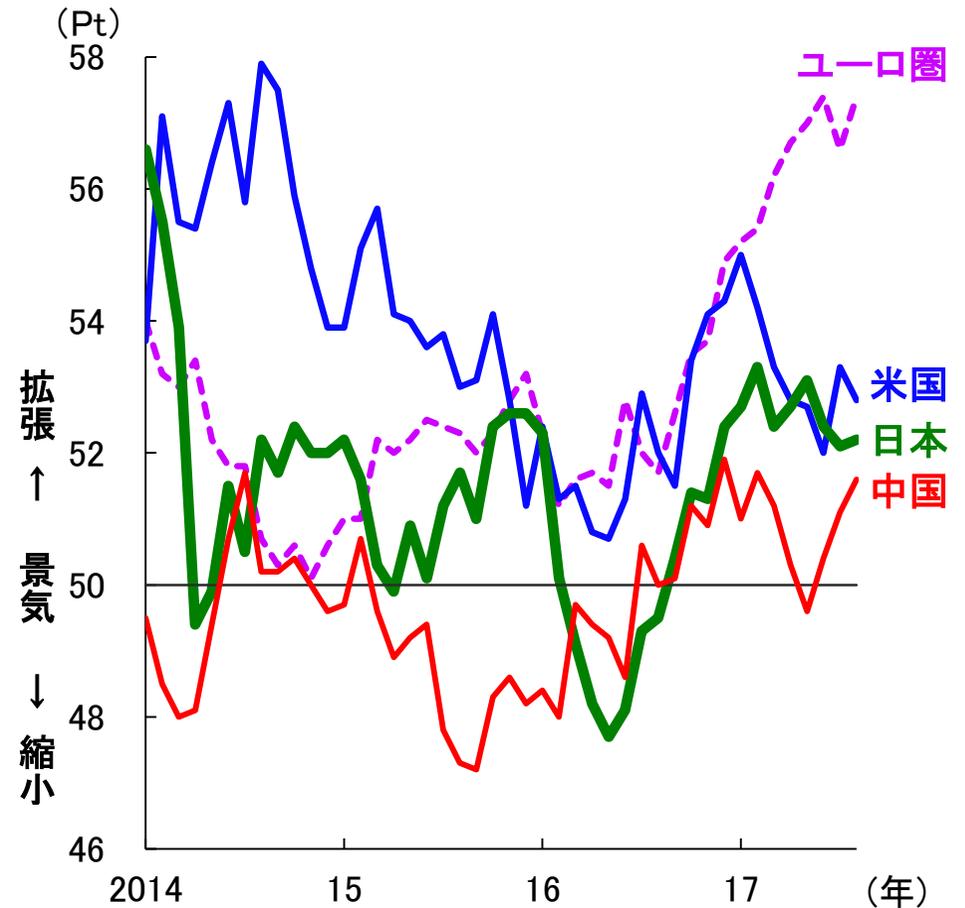
2016年半ばごろからの世界同時拡大は中国がやや先行

【 先進国と新興国の製造業PMI 】



(資料) Markitより、みずほ総合研究所作成

【 国別の製造業PMI 】



(資料) Markitより、みずほ総合研究所作成

中国は構造改革を進めながら緩やかに減速(ソフトランディング)するのがベスト

- 債務の増加に依存した成長に限界があることは中国政府も認識。既に、不動産投資やシャドーバンキングの規制が強化されているが、今後のさじ加減は難しい。
- 外貨の流出や為替の不安定化を、規制色の強い政策運営で防いでいるのが実情。

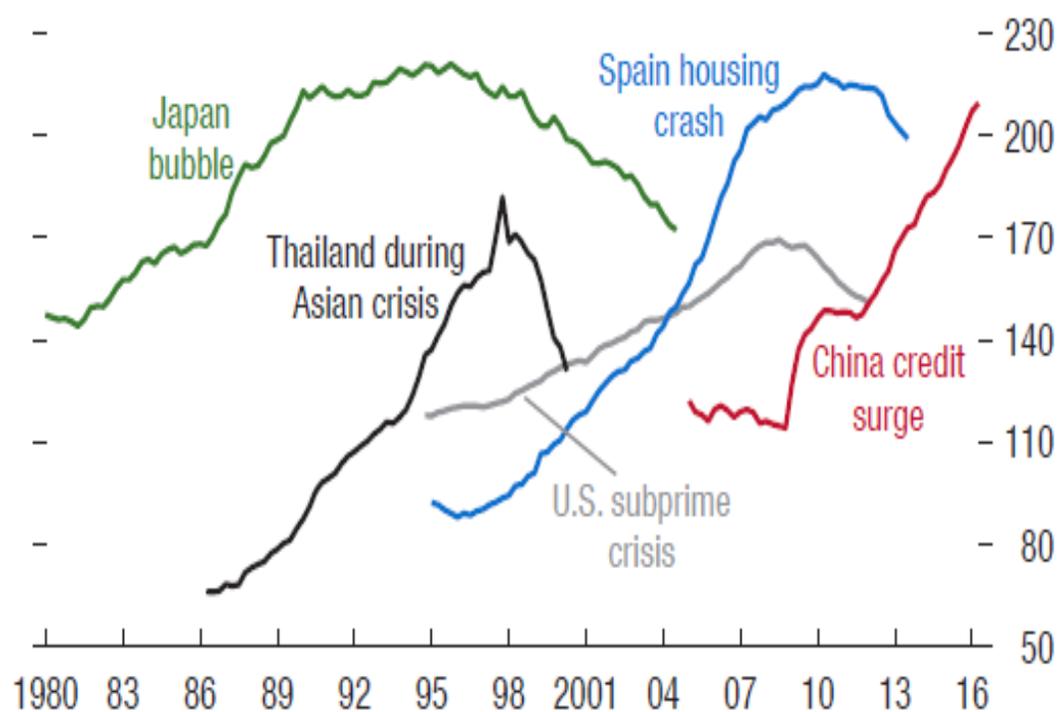
【 李克強指数 】



(注) 李克強指数は、中長期貸出残高、電力消費量、鉄道貨物輸送量の3カ月移動平均値の前年比伸び率をそれぞれ1/3のウェイトで合成した指数。

(資料) 中国人民銀行、中国電力企業連合会、中国国家統計局、中国鉄路総公司・国家鉄路局、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

【 非金融民間債務の対GDP比率 】

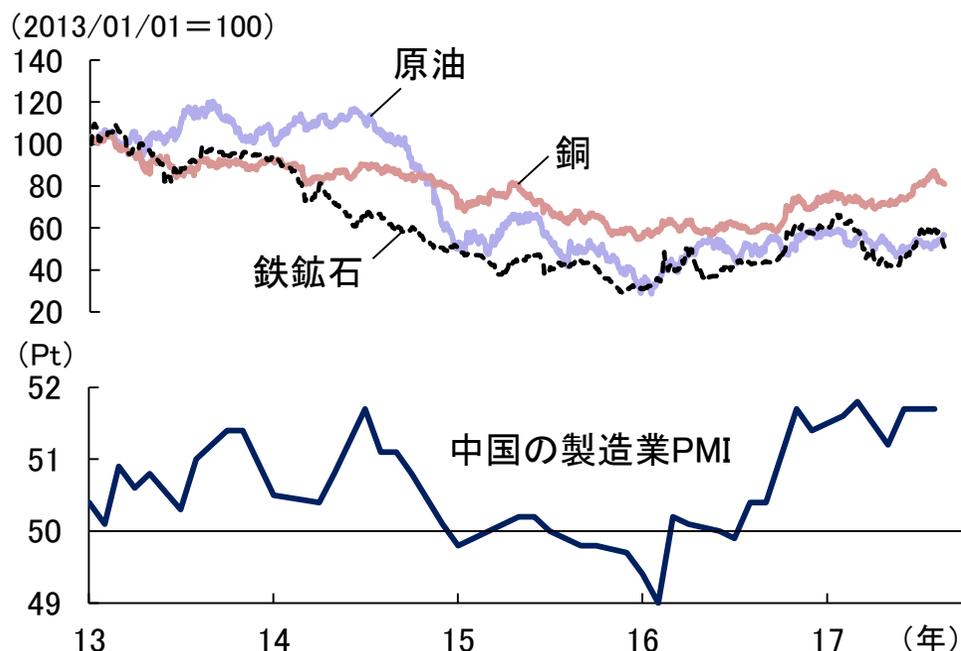


(資料) IMF, Global Financial Stability Report 2017年4月号

資源価格の緩やかな持ち直しは世界経済全体に対してプラスに作用

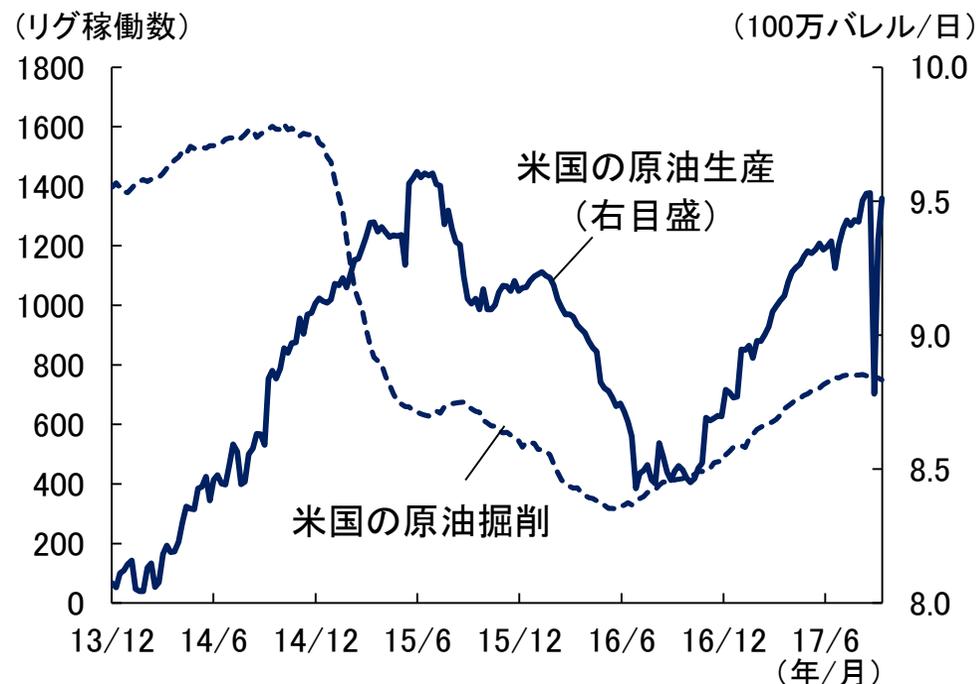
- 資源価格の緩やかな持ち直しは、①資源生産国の交易条件の改善、②資源関連投資の回復、③資源部門デフォルトリスクの低下、などをもたらす。
- 他方、資源価格の持ち直しの程度が緩やかであれば、資源消費国にとっても問題ない。

【 資源価格の推移 】



(注)原油はWTI。銅はLME3カ月物。鉄鉱石は豪州産・中国輸入価格。
(資料) Thomson Reutersより、みずほ総合研究所作成

【 米国の原油生産 】

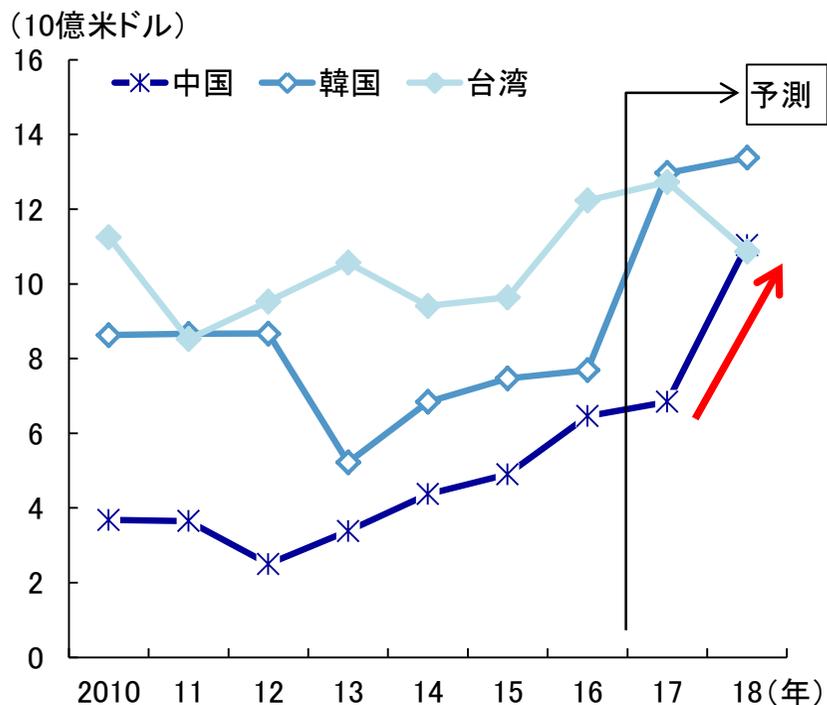


(資料) EIA、Baker Hughes より、みずほ総合研究所作成

ハイテク・半導体セクターは当面好調が続くが、2019年頃には供給過剰のリスクも

- 需給のひっ迫を受けて設備投資が活発化しており、半導体製造装置も当面は出荷増が続く。ただし、過去の半導体サイクルは平均で2～3年。
- 中国では半導体関連の供給能力増強が国策の一環として進められており、2018年には多くの工場が立ち上がる見通し。

【半導体製造装置売上高(中国・韓国・台湾)】



(資料) SEMIより、みずほ総合研究所作成

【中国での半導体生産能力増強計画】

場所	企業名	内容	建設時期	生産開始時期
北京/天津	SMIC	Foundry	2016	2018
	Silex	MEMS	2016	
上海/寧波	SMIC	Foundry、Analog	2016	2018
	Hua Li Micro	Foundry	2016	
南京	TSMC	Foundry	2016	2018
	Yangtze River Storage Technology	DRAM	2017	
	Tacoma	Analog, Logic, Opto		
江蘇	Aucksun	IGBT	2016	
西安	Samsung	3D NAND (Phase2)		
合肥	Powerchip	Foundry	2015	2017
	GigaDevice	DRAM & Flash		
廈門/深圳	SMIC Shenzhen	Foundry	2016	2018
	UMC	Foundry	2015	2016
	Fujian Jin Hua	DRAM	2016	2018
武漢	XMC	3D NAND	2016	2017後半/2018年初
重慶/成都	Alpha & Omega	Power semiconductor		
	Globalfoundries	Foundry	2017	2018/2019

(注) 赤字は中国企業。建設時期、生産開始時期の斜線は未定もしくは不明。

(資料) SEMICON Japan 2016、各種報道資料などより、みずほ総合研究所作成

米国は完全雇用のもとでも物価上昇圧力がさほど強まらず、FRBが頭を悩ます展開

- FRBは10月にバランスシートの縮小を開始。次の利上げは12月との見通しを示しているが、インフレ動向等により年内利上げが見送られる可能性も。
- 潜在成長率の低下等を反映し、FRBが考える「均衡FF金利」(中長期的に景気中立的な政策金利水準)は、この5年間で1.5%ポイント程度低下。

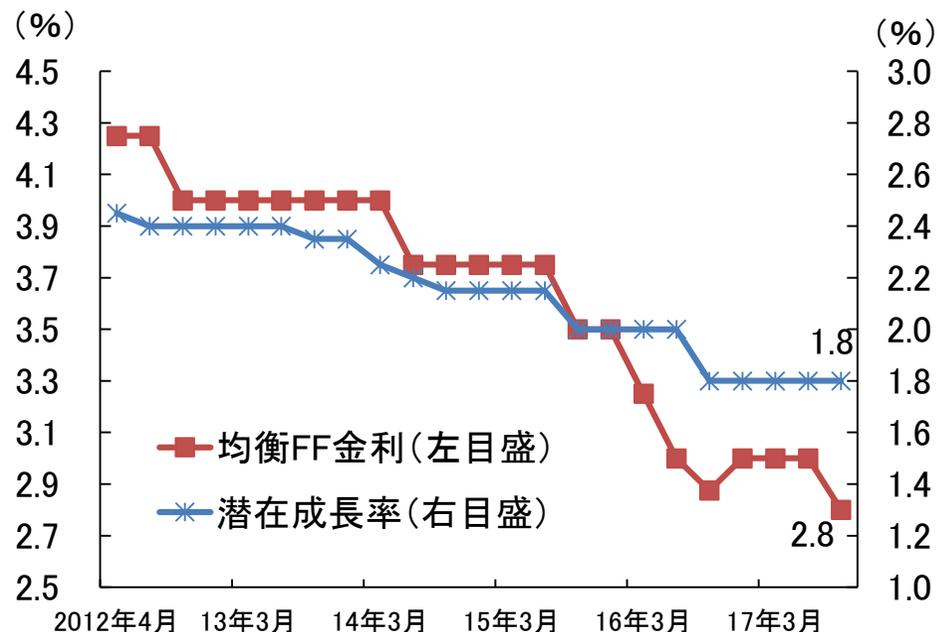
【インフレ率】



(注)コアはエネルギーと食品を除く個人消費支出デフレーター上昇率。

(資料)米国商務省等より、みずほ総合研究所作成

【長期均衡値に関するFRBの見方】

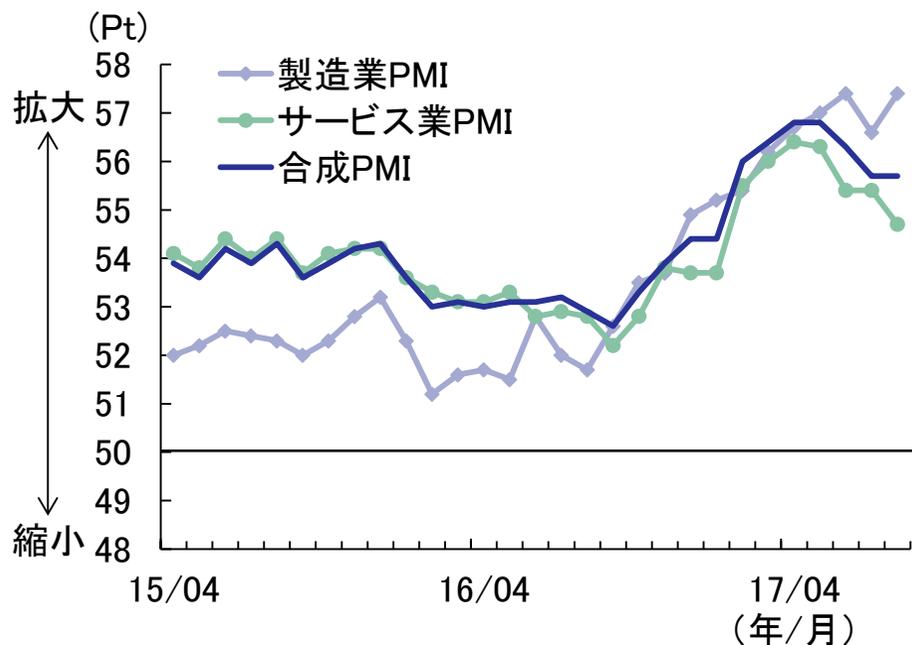


(資料)FRB

欧州経済は堅調さを増しているが、インフレ圧力の高まりは緩やか

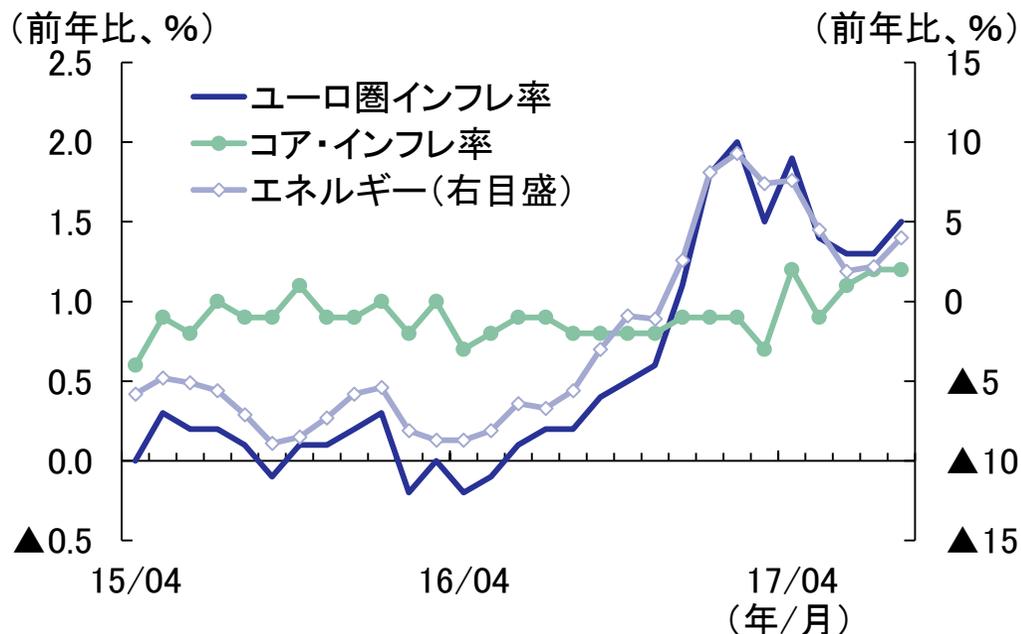
- コア・インフレ率は1%を緩やかに超えてきているが、物価目標である「2%近く」まで達する道筋にはなお不確実性がある。
- ECBがデフレリスク対応で始めた資産購入については、2018年初から徐々に買入れ額を縮小していくとみられるが、利上げの開始時期はまだ見えていない。

【ユーロ圏PMI】



(資料) Markitより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏インフレ率】



(注) コア・インフレ率は、エネルギー・食品等を除く総合。

(資料) Eurostatより、みずほ総合研究所作成

日本経済は1%を超える成長ペースを続ける見通し(みずほ総研9月時点見通し)

【日本経済見通し総括表】

		2015	2016	2017	2018	2016		2017				2018				2019
		年度				7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	1.3	1.3	1.5	1.2	0.2	0.4	0.3	0.6	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
	前期比年率、%	--	--	--	--	0.9	1.6	1.2	2.5	0.9	1.4	1.5	1.1	1.2	1.3	1.0
内需	前期比、%	1.2	0.5	1.4	1.3	▲ 0.2	0.1	0.2	0.9	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
民需	前期比、%	1.2	0.8	1.5	1.4	▲ 0.2	0.3	0.2	0.8	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
個人消費	前期比、%	0.6	0.7	1.5	1.0	0.4	0.1	0.4	0.8	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
住宅投資	前期比、%	2.8	6.6	1.9	▲ 1.6	2.8	0.2	1.0	1.2	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 1.3	▲ 0.2	▲ 0.5	0.7	0.2
設備投資	前期比、%	0.6	2.5	3.5	2.4	▲ 0.3	2.0	0.5	0.5	1.2	1.0	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.4	▲ 0.4	▲ 0.2	0.2	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	-0.0	-0.0	0.2	0.1	-0.0	0.0	0.0	0.1
公需	前期比、%	1.2	▲ 0.3	1.1	1.0	-0.0	▲ 0.4	0.0	1.5	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2
政府消費	前期比、%	2.0	0.4	0.7	1.1	0.2	0.0	▲ 0.1	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公共投資	前期比、%	▲ 1.9	▲ 3.2	2.9	0.5	▲ 0.9	▲ 2.4	0.4	6.0	▲ 1.0	▲ 2.4	0.3	0.8	0.9	0.3	0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	0.1	0.8	0.1	▲ 0.1	0.4	0.3	0.1	▲ 0.3	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	▲ 0.1
輸出	前期比、%	0.7	3.2	3.8	1.6	2.1	3.1	1.9	▲ 0.5	0.6	0.7	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2
輸入	前期比、%	0.2	▲ 1.4	3.7	2.0	▲ 0.2	1.4	1.3	1.4	0.4	0.6	0.4	0.6	0.5	0.4	0.8
名目GDP	前期比、%	2.7	1.1	1.7	1.7	-0.0	0.5	▲ 0.1	0.7	1.1	0.1	▲ 0.1	0.5	1.1	0.2	0.0
GDPデフレーター	前年比、%	1.5	▲ 0.2	0.3	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	0.7	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
内需デフレーター	前年比、%	0.0	▲ 0.4	0.5	0.5	▲ 0.8	▲ 0.3	0.0	0.3	0.7	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

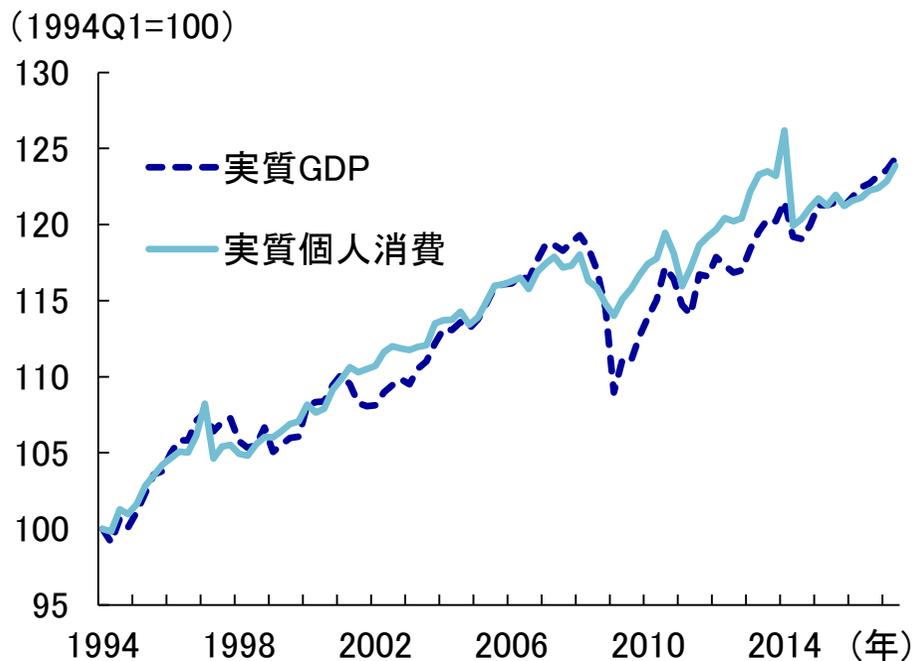
(注)網掛けは予測値。

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほ総合研究所作成

消費の弱さがよく問題になるが、日本経済全体(GDP)に見合う程度には増えている

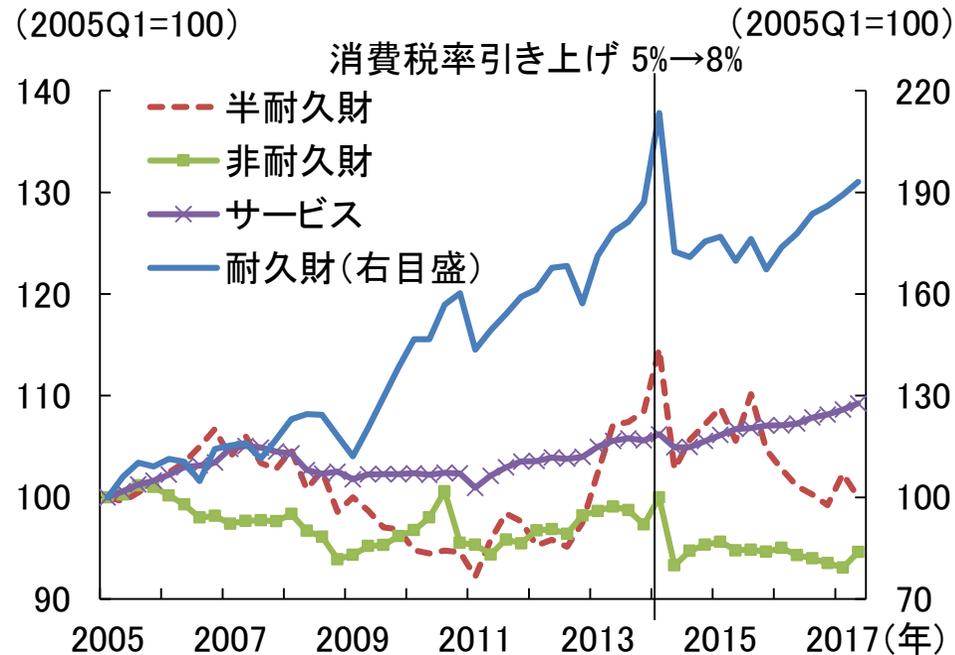
- 個人消費は2014年4月以降だけを見れば弱く見えるが、長期的に見ればGDPと整合的。むしろ消費税が3%も上がった割にはしっかりしているとみることもできる。
- そもそも、金融危機から2013年度までの消費が、各種政策効果、資産効果、消費税引き上げ前の駆け込みで高い水準にあった。

【 個人消費とGDP 】



(資料) 内閣府

【 形態別個人消費 】

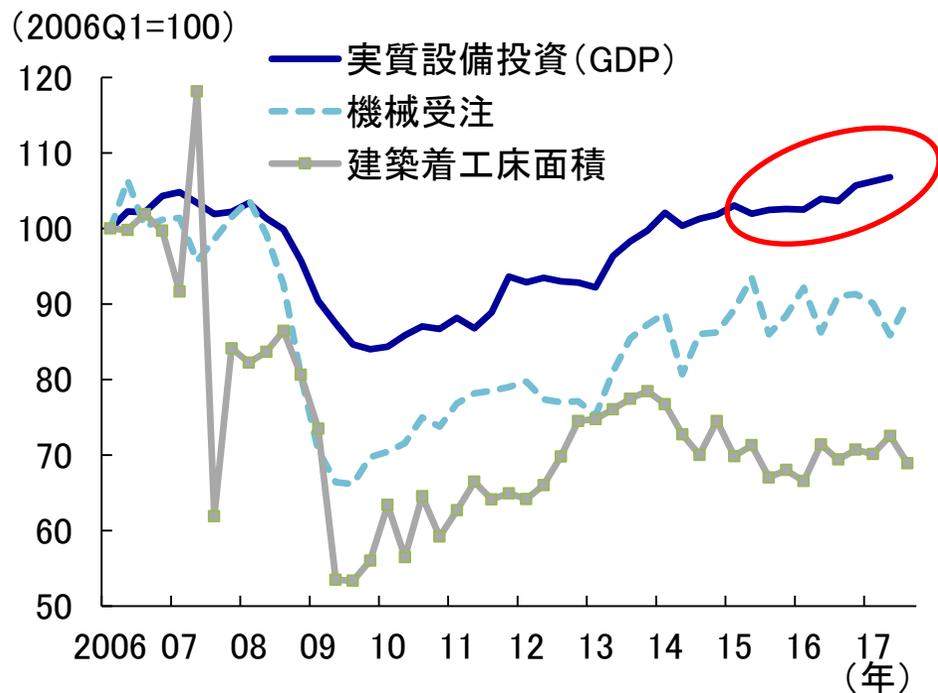


(資料) 内閣府

設備投資も、研究開発やソフトウェアを含めてみれば着実な増加を続けている

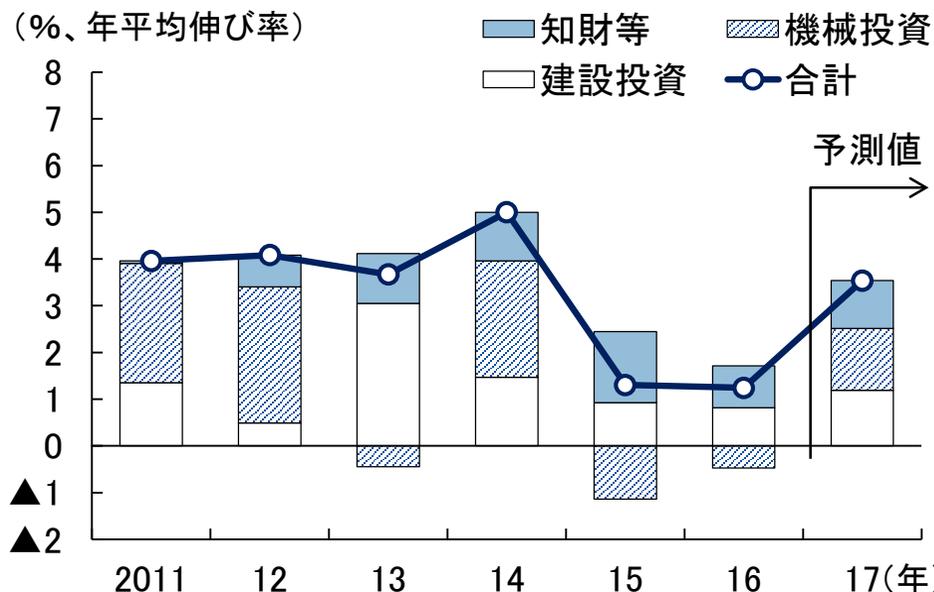
- GDPベースの実質設備投資は、金融危機前の水準を既に超えている。
- 人手不足が深刻化する中で、生産性を向上させるための投資には持続性が期待できる。

【設備投資】



(資料) 内閣府、国土交通省

【設備投資の内訳】



(注) 1. 設備投資の内訳が暦年でしか公表されていないため、本グラフは暦年値を示している。

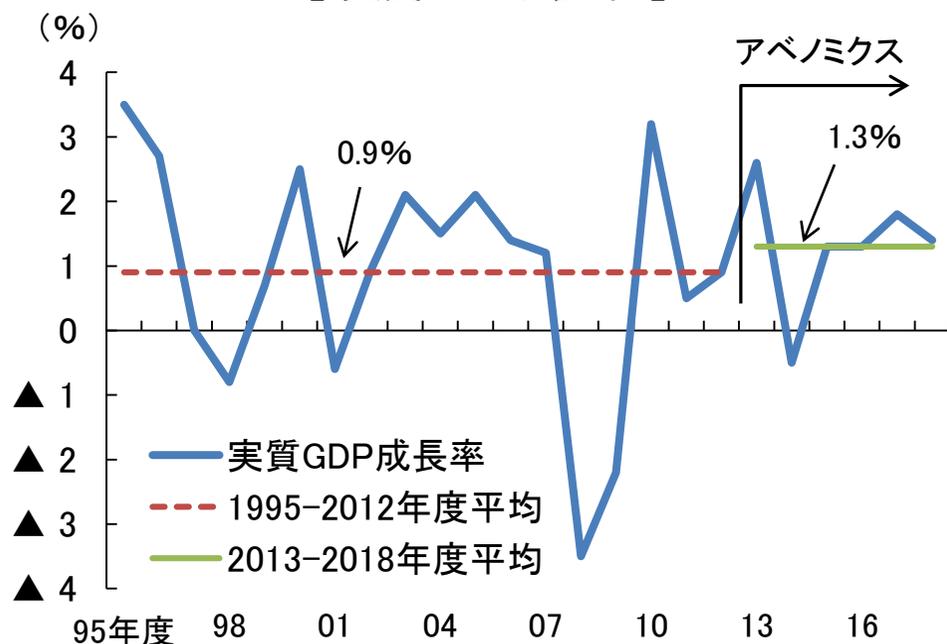
2. 知財等は、ソフトウェア投資やR&Dなど。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「四半期別GDP速報」より、みずほ総合研究所作成

アベノミクスの成長戦略に対する批判が多いが、成長率は上昇している

- 人口の減少・高齢化が進む中で経済成長率がむしろ高まっている(0.9→1.3%) 事実、もっと評価されてもよいのではないか。「実質2%」という目標が高すぎるだけ。
- 生産年齢人口当たりで見れば経済成長率の上昇は顕著であり、アベノミクス後は2%を優に超えている(1.4→2.4%)。

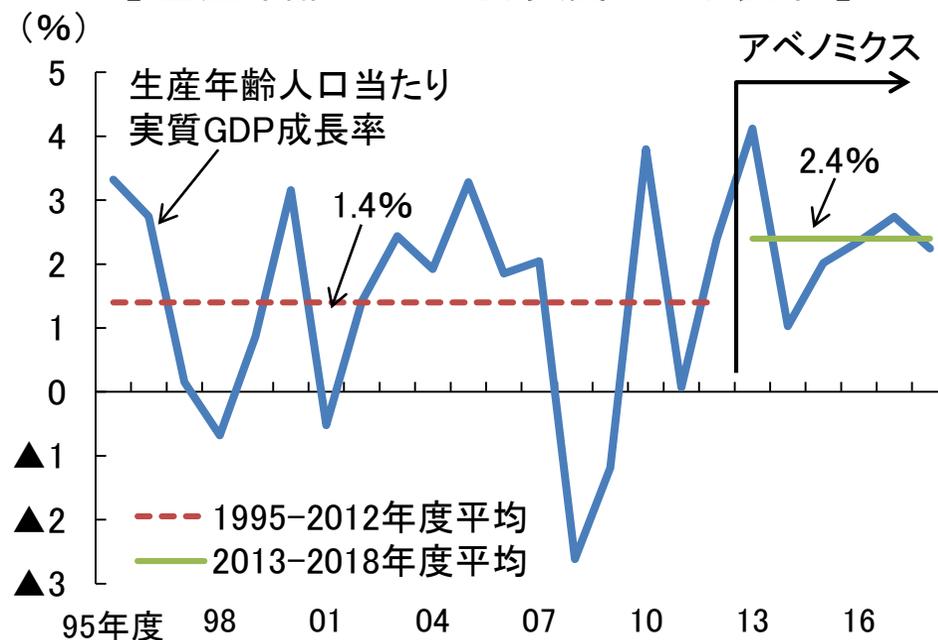
【 実質GDP成長率 】



(注) 2017年度以降は日本銀行の見通しを使用

(資料) 内閣府、日本銀行展望レポート7月号

【 生産年齢人口当たり実質GDP成長率 】



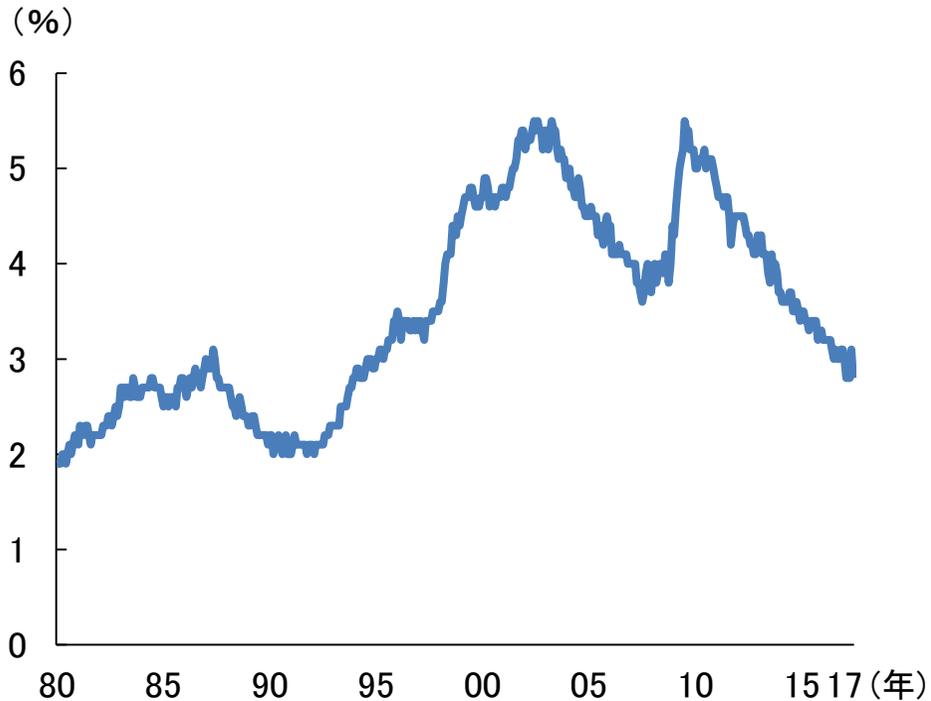
(資料) 内閣府、日本銀行展望レポート7月号、

国立社会保障・人口問題研究所

労働市場は歴史的な水準までタイト化が進行

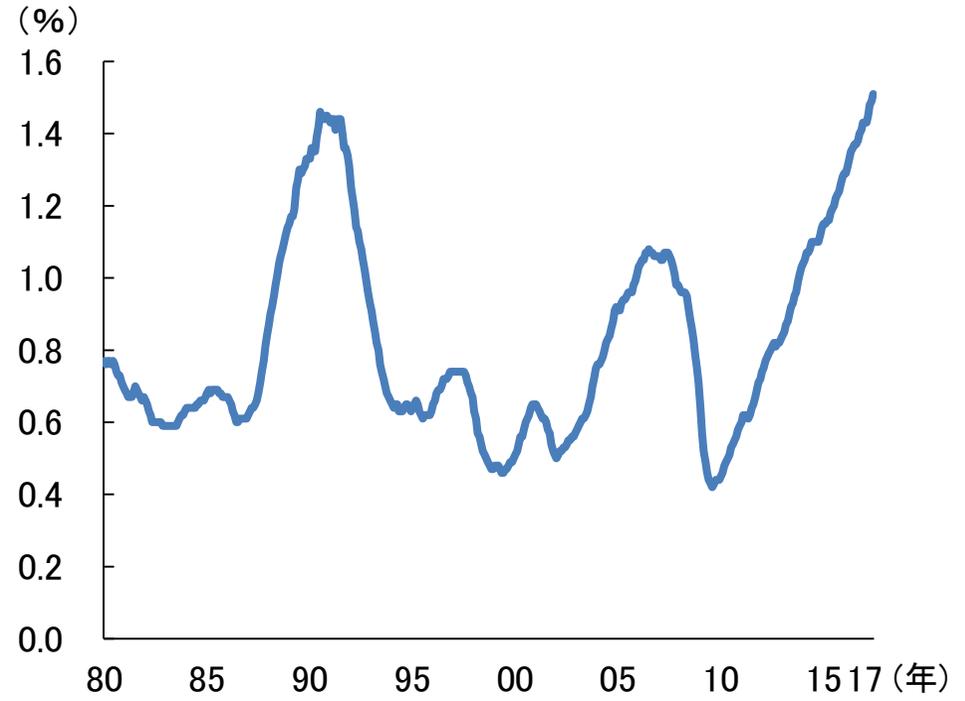
- 失業率は3%前後で推移。これは、概ね完全雇用とみてよい水準。
- 有効求人倍率は1.5倍を超えている。これは、バブル期のピークよりも高く、高度成長期の余熱が残る1970年代前半以来の水準。

【 失業率 】



(資料) 総務省

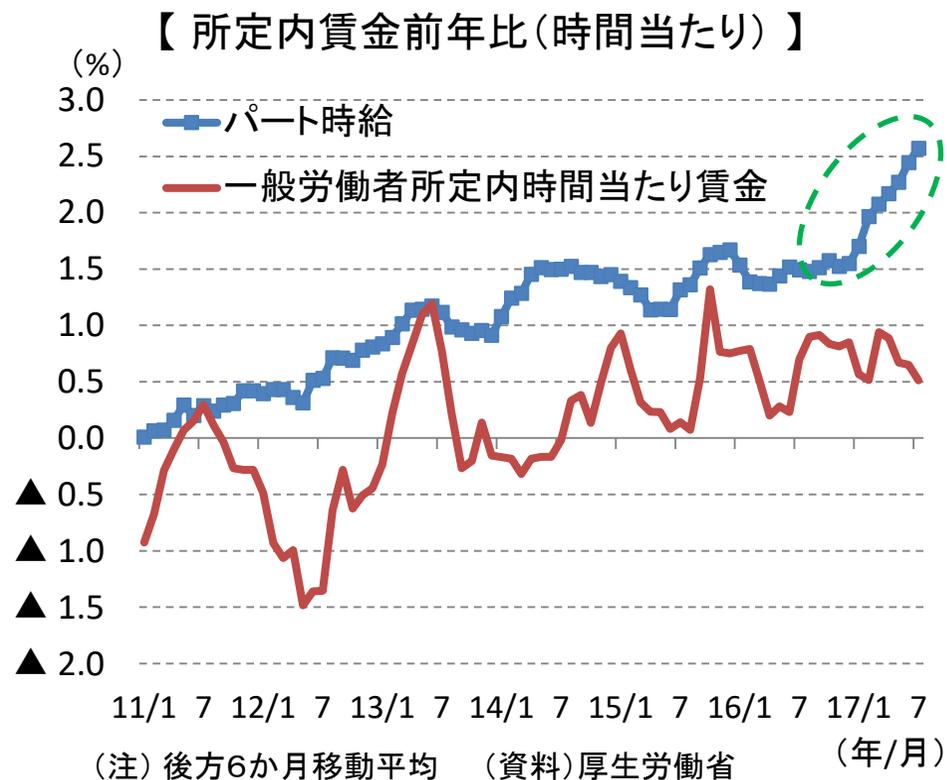
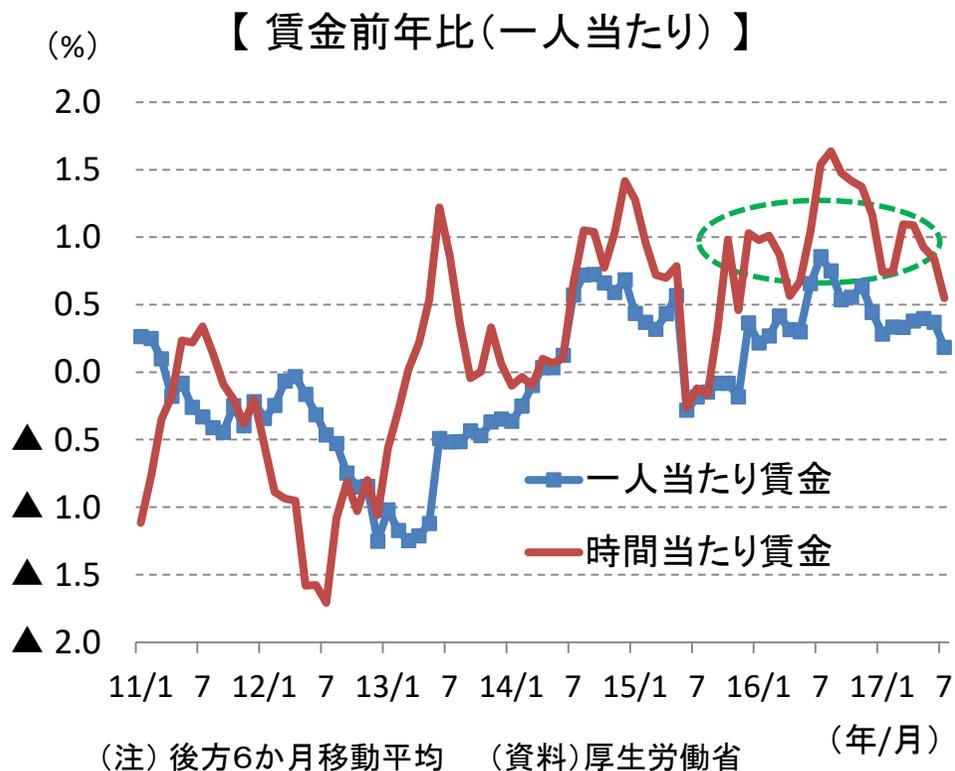
【 有効求人倍率 】



(資料) 厚生労働省

賃金の弱さを問う声が多いが、潜在成長率と整合的な程度には上がっている

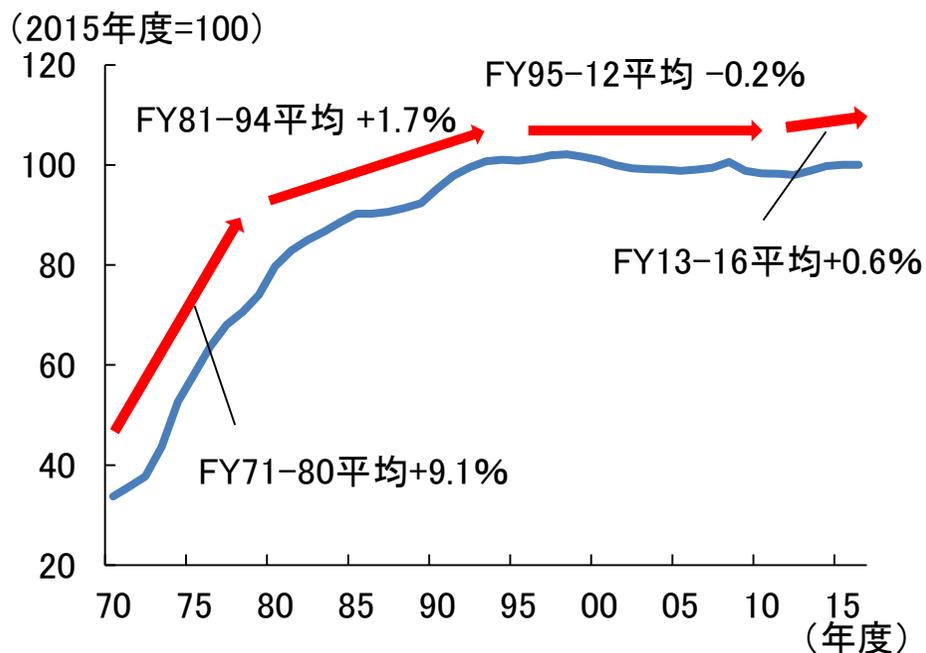
- 「一人当たり」で見ると、短時間労働者が増えている分だけ伸びが低くなる。「時間当たり」で見れば、生産性上昇率や潜在成長率と比べて伸びが低いわけではない。
- 足もとの弱さはボーナスの減少も影響しており、来年は回復する可能性が高い。労働市場タイト化の影響は、まずパート時給にはっきり出てきている。



アベノミクスの「第一の矢」は飛んだと言われているが、物価の基調にほとんど変化なし

- 日本では20年以上ゼロインフレが続き、物価の水準自体が変わっていない。物価が変わらないのが当たり前という感覚は「文化」「慣習」のように深く根付いている。
- 日銀の量的質的緩和(QQE)のもとでひところ上昇したかに見えた消費者物価も、結局ゼロインフレに戻ってきている。

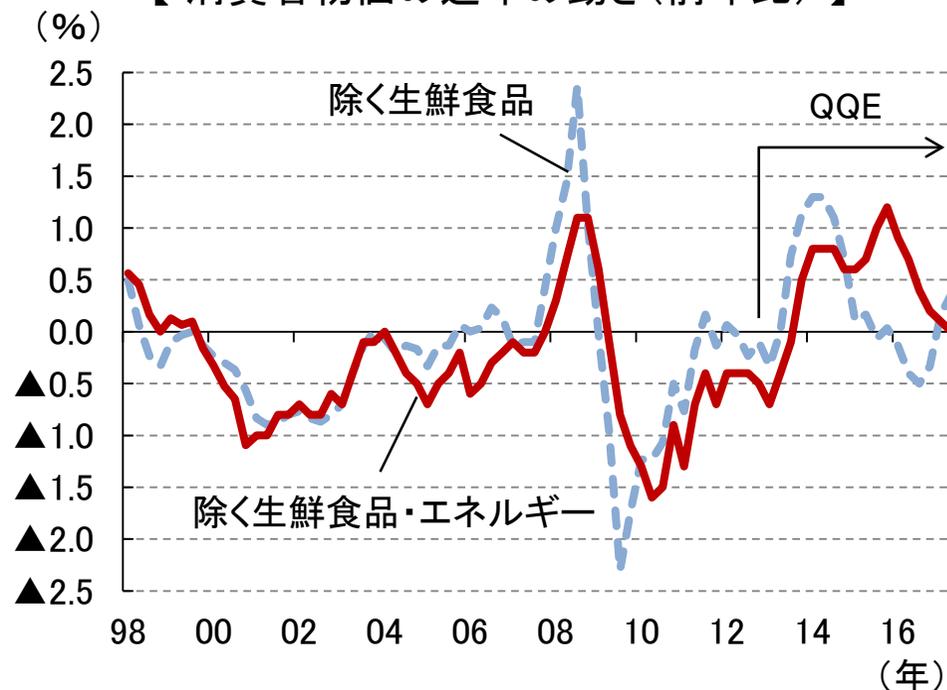
【消費者物価の長期トレンド】



(注) 除く生鮮食品。消費税率引き上げの影響を除去(試算)。

(資料)総務省

【消費者物価の近年の動き(前年比)】

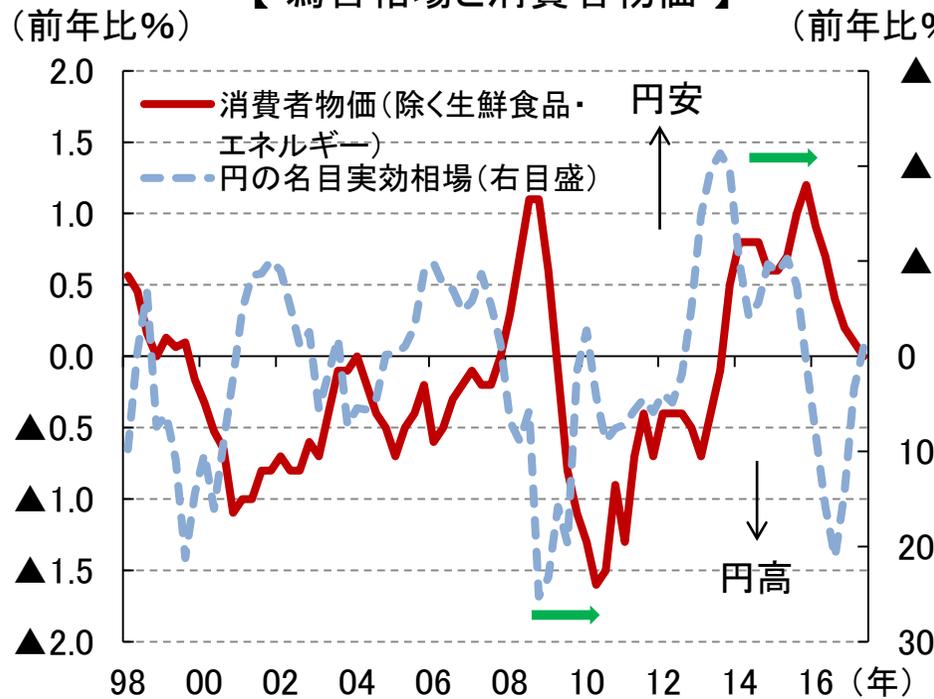


(資料)総務省

2015年頃までインフレ率がやや高まったのは、タイムラグを伴った円安の影響大

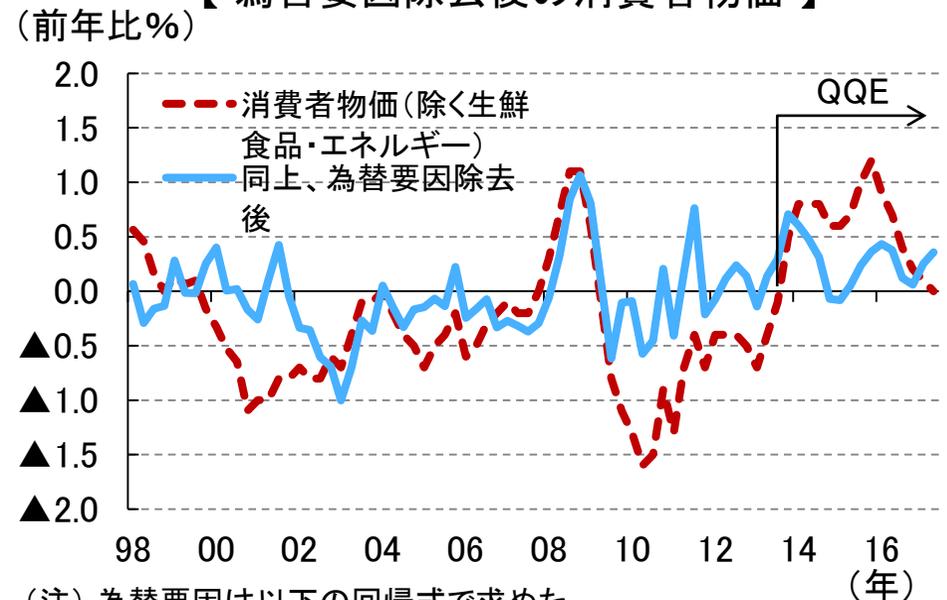
- 2012～15年にかけての円安は稀に見る大規模なものであり、それが1～2年のタイムラグを伴って消費者物価に影響した。
- 為替要因を除去してみると、QQE開始後のほとんどの期間、消費者物価上昇率は0.5%にも達していない。

【 為替相場と消費者物価 】



(資料)総務省、IMF

【 為替要因除去後の消費者物価 】



(注) 為替要因は以下の回帰式で求めた

$$CPI = -0.176 - 0.034 \times \text{為替(4四半期前)} - 0.035 \times \text{為替(8四半期前)}$$
 (7.4) (7.7)

R^2 (自由度調整済み)=0.65

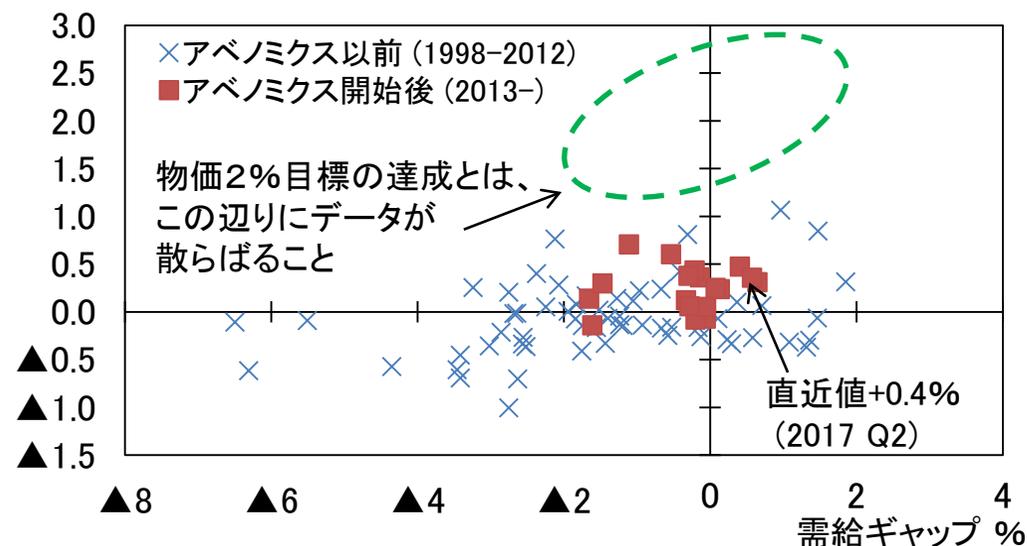
(資料)総務省、IMF

アベノミクス開始後も、フィリップス曲線の上方シフトは最初から起きていない

- 為替要因を除去した物価で見ると、需給ギャップと物価の関係(フィリップス曲線)に、アベノミクス開始後も変化は見られない。
- 日銀の物価見通しは「2年以内にフィリップス曲線が上方シフトする」ことを前提とするものであるが、それは非現実的との見方が大勢。

【 為替要因除去後のフィリップス曲線 】

為替要因除去後の消費者物価
(除く生鮮・エネルギー)、前年比%



(注) 為替要因除去は前スライドの注を参照。需給ギャップは日本銀行による推計値
(資料) 総務省、日本銀行

【 各機関等による消費者物価見通し、% 】

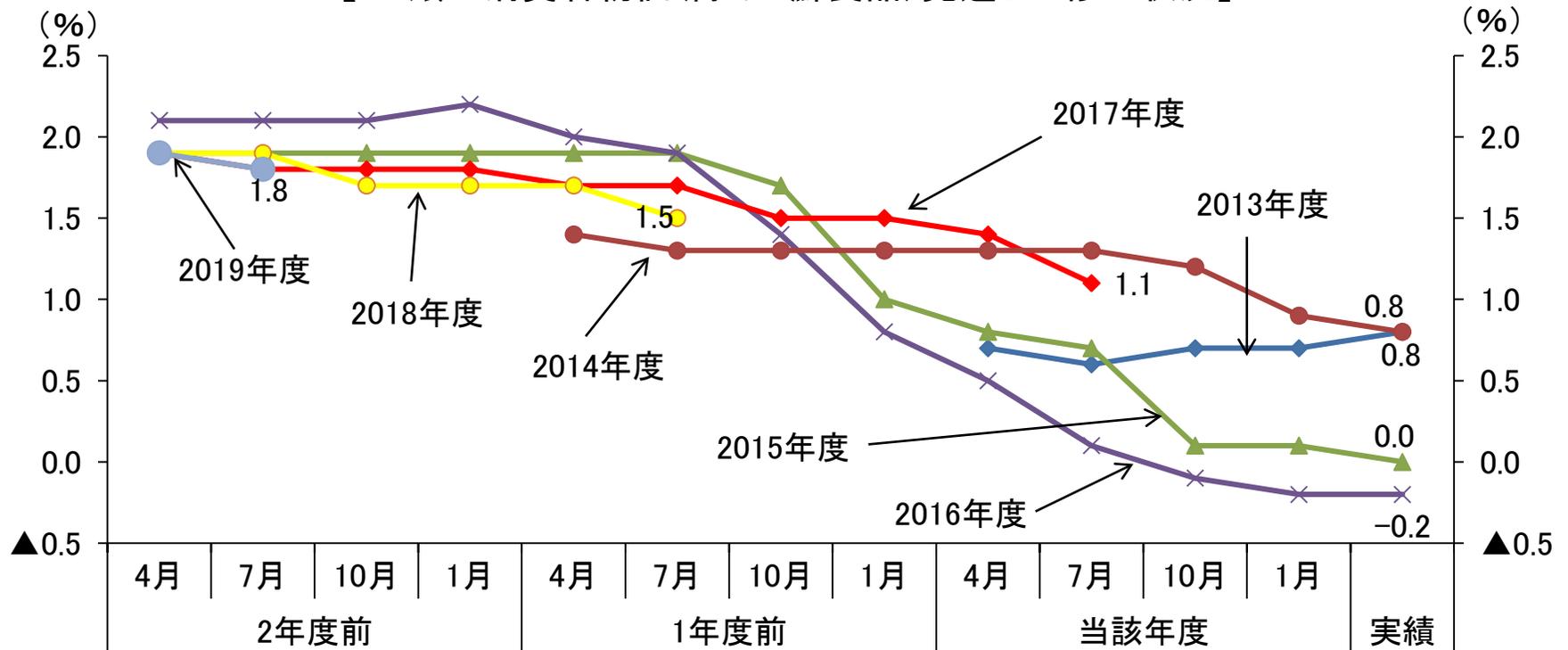
	2017年度	2018年度	2019年度
政府	1.1	-	-
日銀	1.1	1.5	1.8
みずほ総研	0.7	0.7	-
エコノミスト平均	0.6	0.8	1.0

- 日銀見通しは展望レポート7月号による。
- エコノミスト平均はESPフォーキャスト9月号による。2017～18年度は42人、2019年度は37人の平均。
- みずほ総研見通しは9月8日時点。
- 消費者物価は除く生鮮食品(政府の見通しは含む生鮮食品)

日銀の消費者物価見通しは時間の経過とともに下方修正されるパターンが定着

- 2年度前の時点では必ず2%に近い見通しが出され、1年度前の途中あたりから、時には急速に、下方修正されていく。
- 異次元緩和の下で、年度の実績は0.8%が最高(1%に到達したことすら一度もない)。

【日銀の消費者物価(除く生鮮食品)見通しの修正状況】

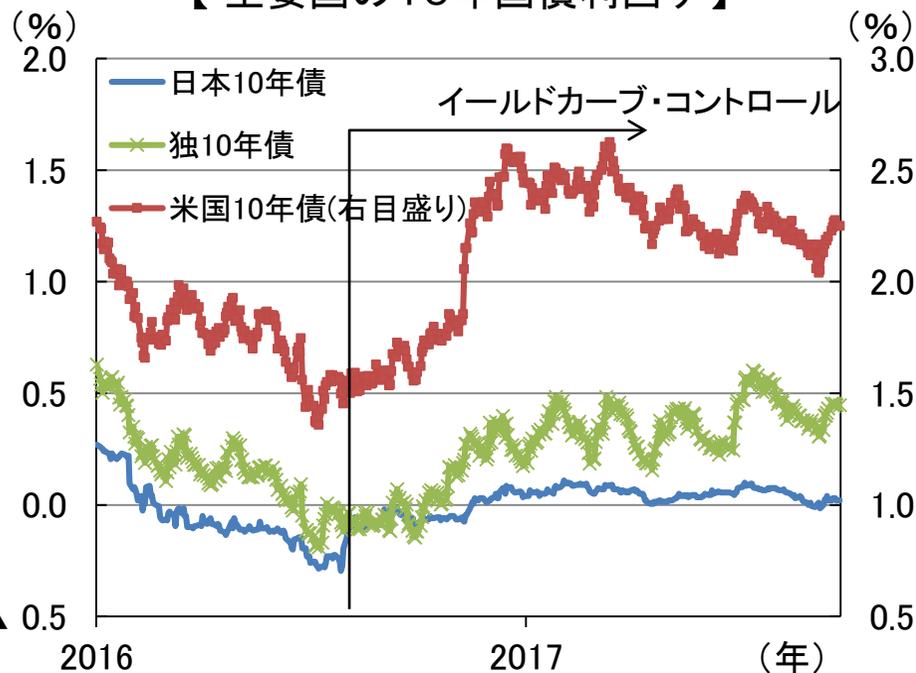


(資料) 日本銀行展望レポート各号

日銀の金融緩和は長期化する可能性が高く、かつ長期に続けられる

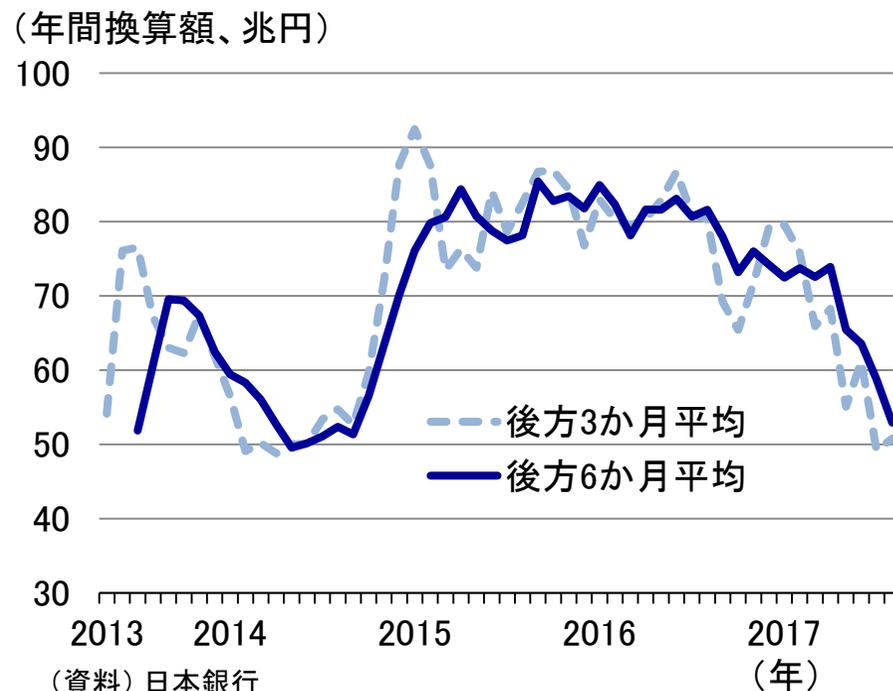
- イールドカーブ・コントロール(2016年9月導入)のもとでは、10年債利回りを0%程度にキープすることが緩和そのものであり、国債の買入れ額が減っても緩和の後退ではない。
- 長期に続けられても、それで物価が上がるかどうかは別問題。内外金利差の拡大で円安効果が得られる局面はあるだろうが、「フィリップス曲線上方シフト」のハードルは高い。

【 主要国の10年国債利回り 】



(資料) Bloomberg

【 日銀による長期国債のネット買入れ額 】



(資料) 日本銀行

今の金融緩和を長期に続けた場合、副作用はないのか

1. 「出口」で日銀に多大な損失が発生するのではないのか

- 数十兆円単位の損失が発生する可能性はある。しかし、資本を上回る累積損失が発生しても、そのこと自体で中央銀行の機能や信認が毀損されるわけではない。
- そもそも、「出口」に到達できるなら、その時の経済や物価は強いはずであるので、それに伴う税込増加など様々なプラスの影響がある。

2. 財政規律が緩み、いずれ大幅な金利上昇を招くのではないのか

- 財政規律は政府の責任。
- 日本は大幅な資金余剰国なので、政府債務問題を起こした国との単純比較はできない。

3. 過大なリスクテイクを招くのではないのか

- いかなる金融緩和にも付き物の話。「金融システムレポート」などで適切な情勢把握を行い、プルーデンス政策を含めて必要な措置をとればよい。

4. ETFの買入れなどが市場をゆがませるのではないのか

- 日銀は、市場関係者との意見交換などを通じて、問題の軽重を判断していく必要。

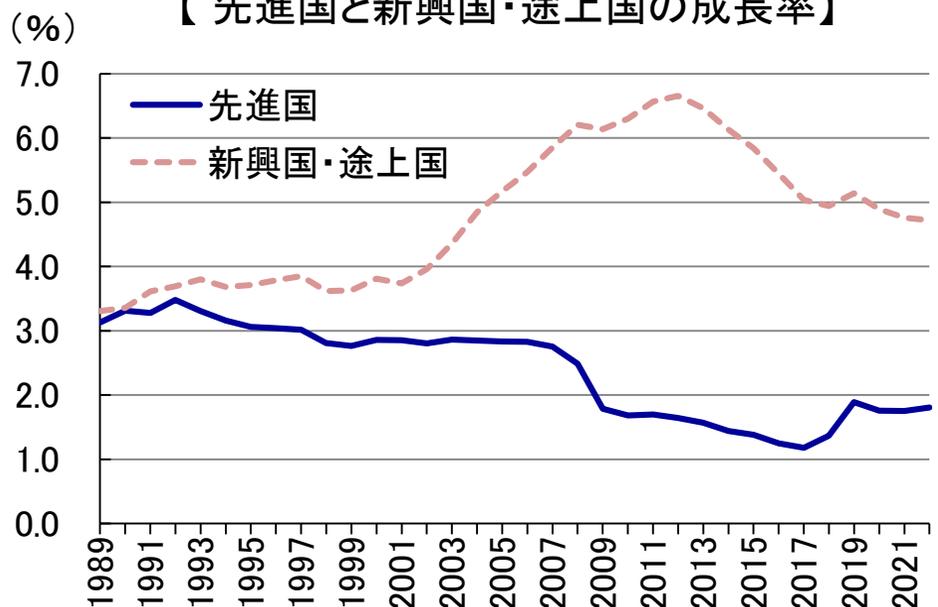
5. 低金利の長期化は金融・家計部門を通じて経済をむしろ悪化させるのではないのか

- 日銀も問題意識は持っている。しかし、現在の経済学の知見では分析が難しい論点。ゆえに、日銀としても適切な判断を下せず、結果的に副作用の拡大が放置されるリスクがある。

先進国の成長率は構造的な低下傾向

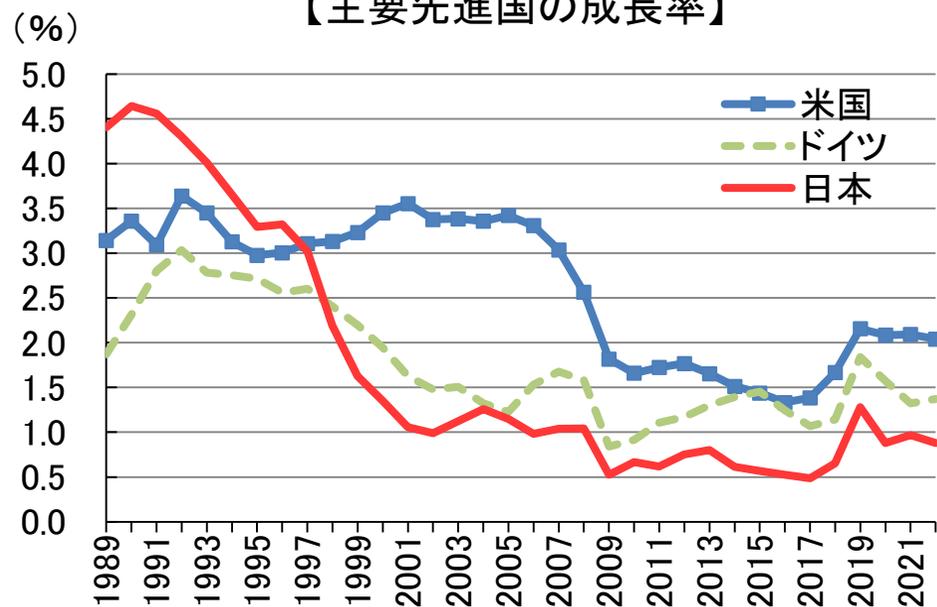
- 先進国の成長率は、金融危機の影響を受けた期間を除いても、趨勢的に低下。日米欧を個別に見ても、減速のタイミングは異なるが長期的な傾向は類似。
- 世界全体で見れば、2010年代初頭までは新興国ブームが先進国の減速を覆い隠していたが、新興国も成長率のピークは打ったとみられる。

【先進国と新興国・途上国の成長率】



(注) 1. 2017年以降はIMF見通し 2. 後方10年移動平均
(資料)IMF

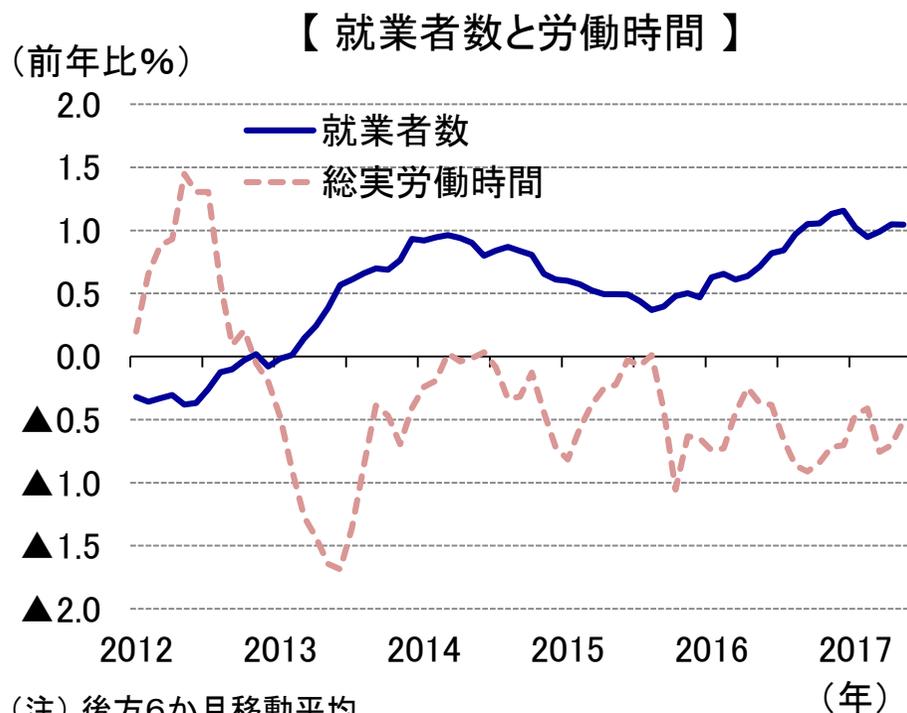
【主要先進国の成長率】



(注) 1. 2017年以降はIMF見通し 2. 後方10年移動平均
(資料)IMF

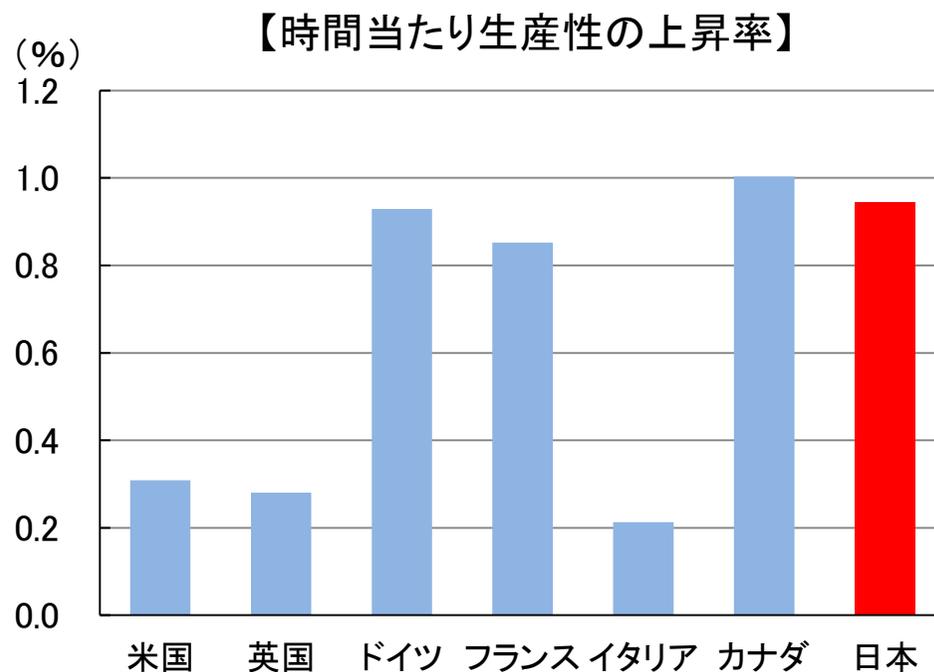
日本の生産性上昇率は先進国の中では高い

- 働き方改革が就業者数を増やす効果は、平均労働時間の減少によりある程度相殺される。したがって、潜在成長率を上げるには生産性上昇率を高めることが重要。
- 日本の生産性上昇率は既にG7の上位。成長戦略は不可欠だが、同じグローバル環境の下で日本だけが突出して高い生産性上昇率を実現できるのか、楽観すべきではない。



(注) 後方6か月移動平均

(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」



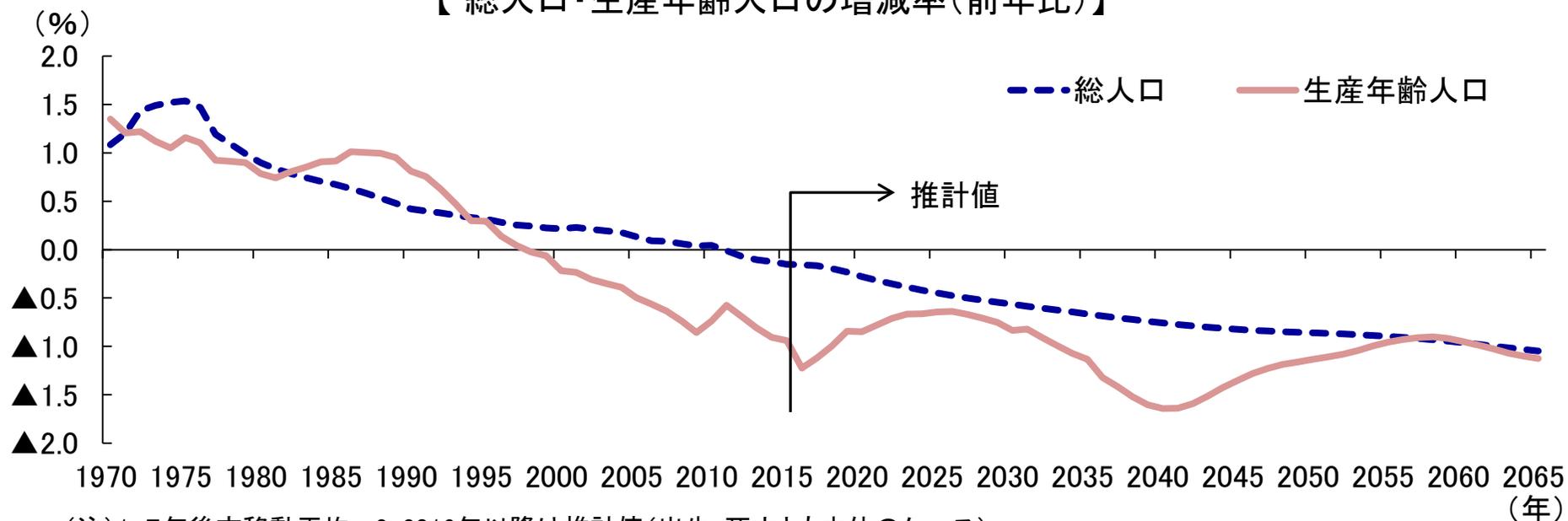
(注) 労働時間当たり実質GDP成長率、2011～15年平均

(資料) OECD

長期的には潜在成長率は精々1%程度とみておくべきではないか

- 今後、生産年齢人口は、1%ないしそれを上回るペースで減少を続ける見通し。
- 高齢者や女性の就業率がさらに高まる場合でも、平均労働時間が減少する影響を考えると、1%程度の潜在成長率を維持するためには、1.5~2%程度の生産性上昇率が必要となる可能性が高い。
- そこまで生産性上昇率を高められない場合、潜在成長率は0%に近くなる可能性も。

【総人口・生産年齢人口の増減率(前年比)】



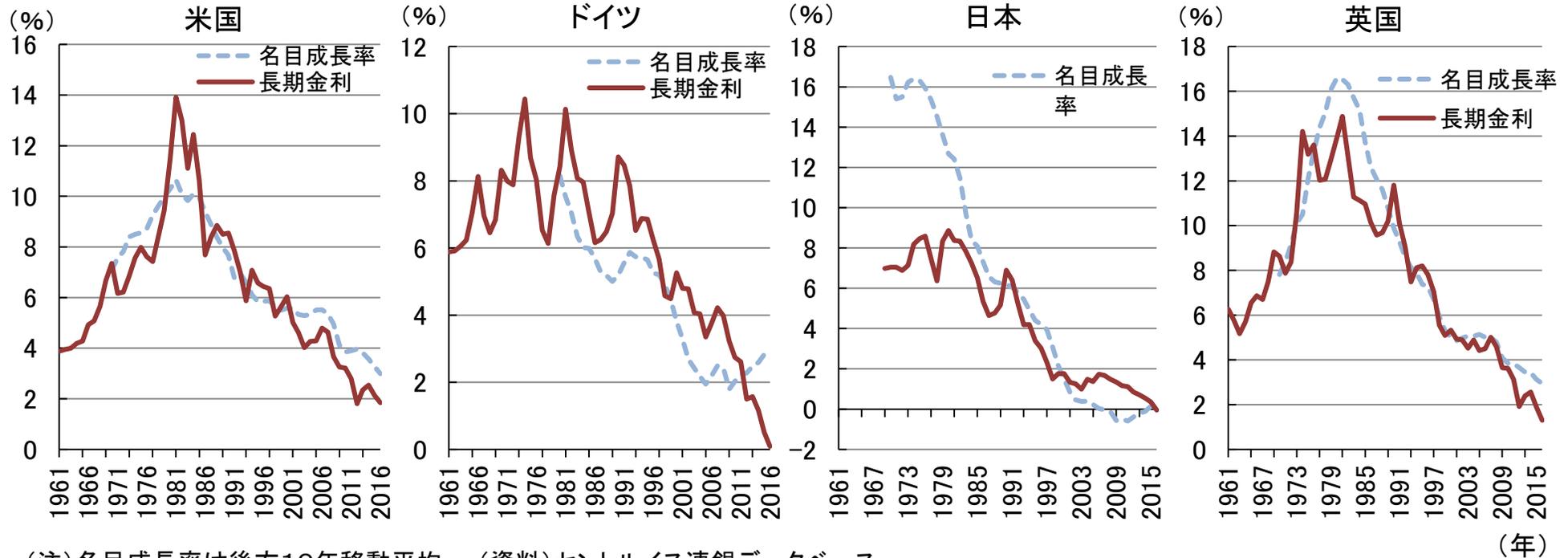
(注) 1. 5年後方移動平均 2. 2016年以降は推計値(出生・死亡とも中位のケース)

(資料) 国立社会保障・人口問題研究所

長期金利は名目成長率よりも低い状態が続く可能性

- 近年、先進国の長期国債金利は名目成長率の趨勢を下回る傾向が強い。
- 国債など安全資産の利回りに対しては、低成長・低インフレだけでなく、①中銀の大量国債買入れ、②資産蓄積による運用ニーズの増大、③高齢化に伴うリスク回避度の低下、④金融監督・規制面からの要請、なども押し下げ要因となっているとみられる。

【名目GDP成長率と長期金利(10年国債)】



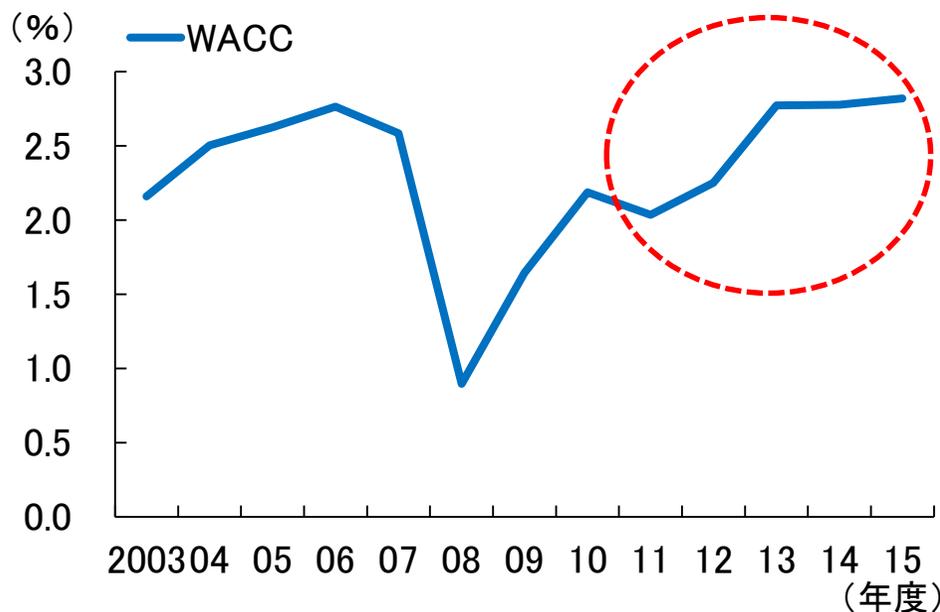
(注) 名目成長率は後方10年移動平均 (資料) セントルイス連銀データベース

安全資産のリターンは低いままでも、リスクマネーには相応のリターン

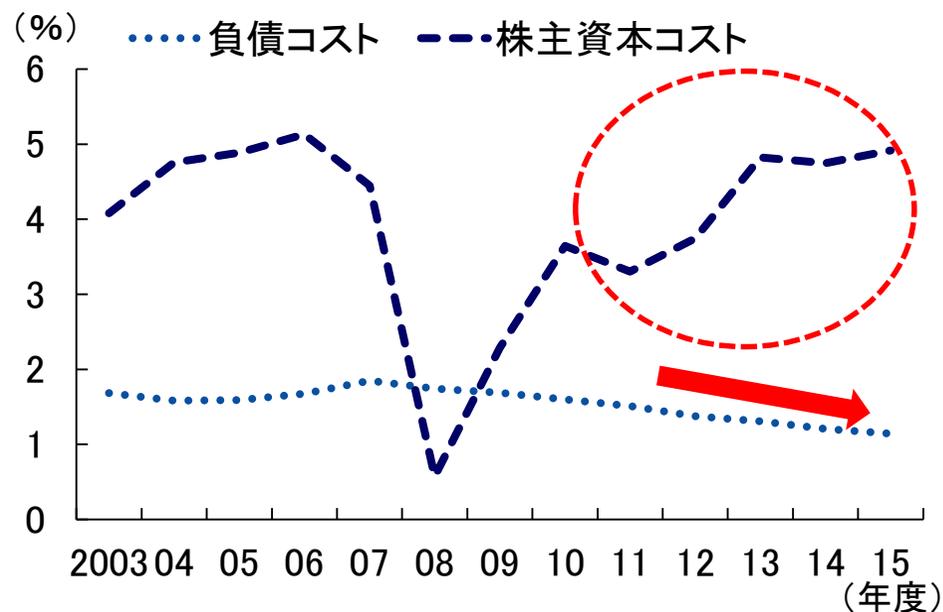
- 安全資産の利回りはゼロでも、エクイティーの利回り(調達側からみればコスト)は高水準。スタートアップ、中小企業、個人などのファイナンス・ニーズも十分満たされていないと言われている。

⇒ リスクマネーが流れるチャネルを強化できれば、資金調達サイド・運用サイドの双方にwin-winの余地がある

【WACC(加重平均資本コスト)】



【負債コストと株主資本コスト】



(注) 1. 2003~2015年度の間にある程度継続性のあるサンプルを対象とした。値は中央値。上場企業の連結決算から算出。

(資料) Osiris、財務省および総務省資料より、みずほ総合研究所作成

まとめ：何が「ニューノーマル」なのか、目線の修正から始めよう

1. 経済政策や各種の制度設計は**1%成長下でも持続可能**なものに

- 日本経済は、急速な高齢化という日本固有の条件に加えて、①グローバルな所得均等化圧力、②技術革新の成果を所得・GDPにつなげることの難しさ、など先進国共通の条件の下に置かれている。
- 成長戦略(財政・構造改革)は不可欠。ただし、中長期的に「実質2%、名目3%」を目指すのは現実的ではなく、1%程度の成長で多くの人々が充実して暮らせるよう「成長の質」を高めるべき(公平性、持続性、安心感)。

2. **安全資産には金利がつかない**状態がこれからも「普通」と考えておくべき

- 日銀がYCCをやめても国債の利回りは0%台にとどまる可能性大(「永遠のゼロ」)。
- 安全な借手と預金を結びつける金融活動は圧倒的な供給過剰。しかし、エクイティ、クレジット、グローバルを価値創造の源泉とし、資産運用ニーズと結びつける金融活動はおそらく供給の方が足りていない。

3. **インフレはゼロのまま**でも実害は少ない

- 2%程度の緩やかなインフレの方がより望ましい、というのが現在の経済学の知見である以上、日銀が中長期的にそれを目指すことは適切。
- しかし、アベノミクス後の日本経済が証明しつつあるのは、ゼロインフレでも労働市場がひっ迫するほどの成長が可能ということ。グローバル金融危機など負のショックに対して、日本だけが特別に脆弱であるという説得的な証拠もない。

ご清聴ありがとうございました！

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。