

## 第一生命経済研究所レポート selection

2022年6月13日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2022年7月以降の市場環境見通し  
～粘り強さを発揮する日本株～

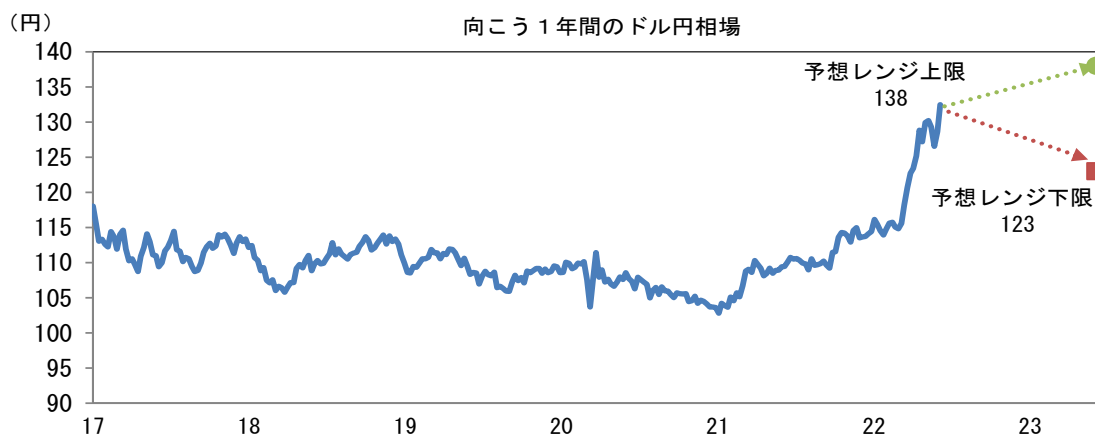
当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所が四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

今回は、「2022年7月以降の市場環境見通し～粘り強さを発揮する日本株～」をお届けします。是非ご一読下さい。

## 内容

## ■ 【トピックス:マクロファンダメンタルズから見る市場環境】

## ■ 【市場見通し】



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

## ■ 【景気の現状と展望(米国、日本、欧州、中国・アジア新興国)】

# 四半期特別マーケットレポート

テーマ：2022年7月以降の市場環境見通し  
～粘り強さを発揮する日本株～

発表日：2022年6月10日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

## 【トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境】

日本株が粘り強さを発揮している。6月8日時点、年初来の株価パフォーマンスは S&P500 が▲12.7%、NASDAQ が▲22.2%（7日終値）と大幅な下落であるのに対して日経平均は▲2.1%と持ち堪えており、特に4月以降は日本株の相対的優位が目立っている。筆者はその背景に以下の4つの要因があるとみている。①円安による日本企業の収益押し上げ期待、②上向きに転じている日本のマクロファンダメンタルズの方向感、そして③先進国でほぼ唯一中銀が緩和姿勢を維持、むしろ強化している点、最後に④旺盛な自社株買いである。

まず円安については、日銀の黒田総裁が「円安は日本経済にとってプラス」との見解を固持している反面、輸入物価の押し上げを通じて個人消費を圧迫するとの指摘が多く、そのプラス効果に疑問が持たれておりマクロ的な評価は難しい。しかしながら、評価の対象を「日本株」に限定すればプラスである可能性が高いと筆者は考えている。それは取りも直さず、大企業・製造業が円安の恩恵を受けやすいからである。GDPに占める製造業のウェイトが2割に過ぎない一方、製造業は日本株の約6割を占める。言うまでもなく、株価指数は大企業の集合体であるから、大企業・製造業に偏重した株価指数に円安の恩恵が強く発現する可能性は高い。そうした見方を裏付ける材料として、日本の輸出金額に注目したい。リーマンショック後の長引く輸出停滞で「日本企業は海外に工場を移したから円安でも輸出は増えない」との見方が定着したが、実のところ輸出金額は過去最高を更新している。5月19日に発表された4月の貿易統計によると輸出金額（季節調整値）は前月比+1.0%、7兆6,295億円と過去最高を記録。原数値（季節調整前）の水準は過去2位、4月としては1位であった。通関時に適用されたUSD/JPYは122.8、前年比12.1%の円安であったから、円安による売上高の嵩上げ効果が強く発現したことがわかる。円安は、海外子会社の収益増加に繋がる効果もあるため、これらを踏まえると製造業にはプラスと考えられる。3月下旬以降の円安進行に伴って日本株の底堅さが目立つようになったのは単なる偶然ではないだろう。この間、海外投資家は日本株を5月1週目まで6週連続、累積1.6億円買い越した。

次にマクロファンダメンタルズの方向感が上向きである点も大きい。米国は高インフレに直面し、消費者マインド（ミシガン大学調査）はリーマンショック時のボトムに接近しGDPの約7割を占める個人消費の先行きは心もとない状況にある。米国において個人消費の失速は景気後退そのものであるから、投資家は単なるマインド悪化指標として軽視することはできない。その他ではISM製造業が下向き基調にあるほか、中古住宅販売件数や建設業者の景況感指標（NAHB住宅市場指数）が急激な落ち込みを示している。そして欧州はウクライナ危機の影響が色濃く発現し、景気の息切れ感も強くなっている。企業景況指数（PMI）はサービス業が回復基調にある反面、製造業は低下に歯止めがかかっていない。またドイツのIFO企業景況感指数は先行きの警戒を示す指数が極めて低水準にあり、景気の下振れリスクが燦々している。この間、6月1日まで中国は不可解なほど厳格なロックダウンによって経済活動は急激に縮小していた。4月の経済指標が軒並み下振れたことを受けて、政策当局は5月20日に5年物金利（ローンプライムレート）を引き下げ、景気を刺激する構えを見せたが、少なくとも5月分の経済指標は悪化する蓋然性が高い。

さて、そうした中で日本はどうであろうか。欧米諸国に比べ遅々として進まなかった経済再開がようやく進展しつつある。速報性と予測精度に優れた景気ウォッチャー調査が改善傾向にあるほか、PMI（企業景況感指数）は5月も改善傾向が続いた。特にサービス業PMIは欧米との格差縮小を伴っている点で方向感の良さが目立つ。

そして中央銀行の政策スタンスも重要だろう。FRBはインフレ退治が最優先課題となっており、株価の下落に配慮する余裕はない。通常、主要株価指数が「弱気相場」と一般的に言われる（直近高値からの）下落率20%に接近すれば、金融引き締めの手を緩める素振りをみせるが、少なくとも現時点においてそうした様子はうかがえない。そしてマイナス金利導入の「盟友」であるユーロ圏は、7月ECB理事会における利上げが確定的な状況にある。5月23日にラガルド総裁はECBホームページ上に自身のブログを投稿し、そこで「APPを通じた資産購入は7-9月の非常に早い段階で終わると考えている。これにより、フォワードガイダンスに沿って7月理事会で金利を引き上げることが可能になる。現在の見通しに基づくと、7-9月期末までにマイナス金利を脱却できる可能性が高い」として事実上利上げを宣言した。現在▲0.5%の中銀預金金利は7月と9月の理事会における25bp利上げを経てゼロに浮上した後、金融市場の織り込みが実現するならば年末時点で0.6~0.7%近辺に到達する見込みである。このように金融環境が緩和的でなくなりつつあるなか、欧州株は投資対象としての魅力が失われつつある。

こうした世界同時引き締めをよそに日銀は金融緩和を強化している。4月の金融政策決定会合で導入された常設指値オペ（10年物国債利回り0.25%で毎営業日買いオペ実施）は事実上の追加緩和であり、これは金融市場で度々浮上する緩和修正観測を徹底的に封じ込める意図が感じられた。こうした「封じ込め政策」は、世界同時インフレ、世界同時引き締めからの逃げ場を探すグローバル投資家にとって魅力的に映るだろう。

また旺盛な自社株買いも重要であろう。日経新聞の集計によると2022年4~5月に設定された自社株取得枠は4.2兆円と16年ぶりの高水準に達した。好業績を記録した企業を中心に1000億円を超える大型案件も散見され、株式市場で一つのテーマになっている。自社株買いは日本株の需給改善に貢献しており、6月2日に発表された投資主体別売買動向（5/23-5/27）では、企業の自社株買い動向を反映する事業法人が1742億円の買い越しとなり、個人投資家（1,497億円）と海外投資家（38億円）の売り越しを吸収する構図が示された。事業法人の買い越し傾向は2021年春頃（2021年3月期の決算発表前後）から強まっており、直近1年の累積買い越し額は3兆円程度に増加。日銀によるETF買入れの減少分を概ね相殺した形だ。

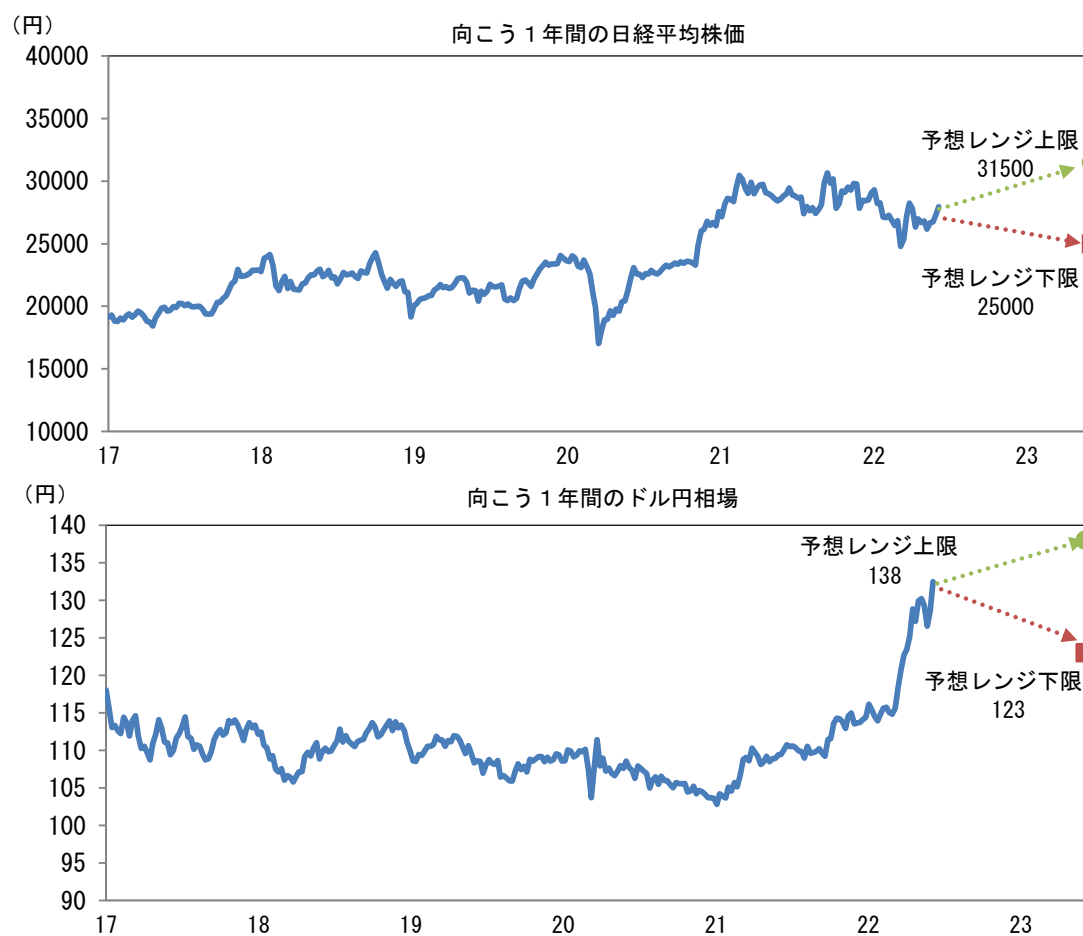
自社株買い（消却を前提とするもの）は低PBR、特に1倍割れの銘柄にとって株主還元の効果が大きい。PBRが1倍を超える企業の自社株買いはBPS（一株あたり純資産）の減少を通じてPBRの押し上げに寄与してしまうが、それに対してPBR1倍割れのケースではBPSが増加し、PBRが低下するため割安度合いが強まる。自社株買いはPBRが1倍を超えていたとしても、PERは低下（ROEは上昇）し、株式需給の改善にも寄与するため、基本的に株主利益増加に資するのだが、PBR1倍割れの銘柄は特に有効性が高い。

自社株買いの積極化にもかかわらず、日経平均採用銘柄のうちPBR（12ヶ月先予想）が1倍を割れている銘柄数はこの1年程度緩やかな増加傾向にあり、直近は半数超を占めるに至っている（6月3日時点）。指数ベースのPBRは1.6倍付近で推移しているが、これは指数ウェイト上位の銘柄によって押し上げられており、必ずしも全体を表しているものではない。ウェイト上位10銘柄の単純平均PBRは約3倍、ウェイト16%を占める上位2社に至っては約5倍と高い。それに対してウェイト下位100社は約8割がPBR1倍割

れに甘んじている。半数超を占めるPBR 1倍割れの企業、あるいは1倍割れが意識される水準にある企業が今後自社株を検討する可能性は十分にあり、またそれに対する期待が最近の日本株（特にバリュー株）を支えていると考えられる。

先行きの注目は、①自動車生産の回復と②インバウンドを含めた内需の回復である。自動車生産の回復は緩慢であるが、年後半には半導体不足の解消に伴い増産が期待され、そうなれば幅広い業種に恩恵をもたらすだろう。インバウンドについては経済的視点で言えば早期再開が望ましく日本の開国が重要なのは言うまでもないが、それと同じくらい重要なのは訪日観光客の多い中国、韓国、台湾、香港の動向。これらでコロナ規制が緩和されると、株式市場のムードは明るくなろう。そうであれば日経平均は欧米株が停滞するなかでも28,000円超を維持できる可能性が高まる。

## 【市場見通し】



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

## 予想コメント

### ◇株式

日本株は企業業績の底堅さを背景に下値を切り上げると予想する。ただし米国の金融引き締めが世界的な株価下落を招く可能性には注意が必要。インフレ退治を優先課題とするFRBは株式市場へ配慮する姿勢に乏しい。

### ◇ドル円

米長期金利上昇、それに伴う日米金利差拡大によって円安が進行する可能性はある。それでも政府・日銀が円安抑制に動く公算は小さい。為替介入の実施や円安修正を狙った金融政策変更は見込み難い。もっとも、今後は米国の利上げ観測が安定する下でドルの先高観が薄れると予想する。

### ◇金利

日銀は長期金利の誘導目標を「0%程度」に据え置く公算が大きい。長期金利を抑制する仕組みを強化しており10年金利が0.25%を超える可能性は低い。短期金利は▲0.1%で不変の見込み。ただし、23年4月の黒田総裁の任期満了後、現在の金融政策が変化する可能性はある。

(注) 記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 【景気の現状と展望（米国）】

米国では、22年1-3月期の実質GDP成長率（2次推計）が前期比年率▲1.5%（10-12月期：同+6.9%）と貿易赤字の拡大、在庫の抑制によって7四半期ぶりのマイナス成長となった。もっとも、米経済の主要な需要項目である個人消費や設備投資が加速するなど民間最終需要は力強さを増しており、景気は堅調さが維持されている。

足元4～5月にかけても、サプライチェーンの混乱、インフレ高進などを背景に、企業の景況感を示すISM景気指数で製造業、非製造業がともに低下したものの、需要の強さを映じて高い水準を維持しており、景気は底堅さを保っていることが確認された。こうしたもと、5月の労働市場では非農業部門雇用者数が前月差+39.0万人と、中立的な増加ペースとされる同+18万人を大幅に上回っているほか、失業率が3.6%とFRBが自然失業率と判断している4.0%を下回って推移している。また、新型コロナウイルスのパンデミックに伴う人手不足、雇用のミスマッチを背景に、求人数は4月にかけて高い水準で推移しており、労働需給はひっ迫したままだ。

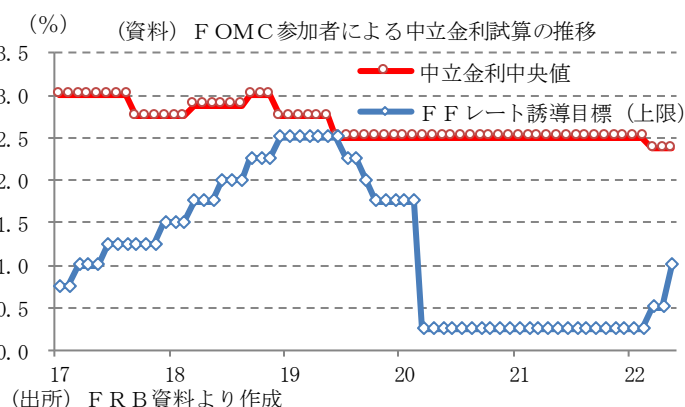
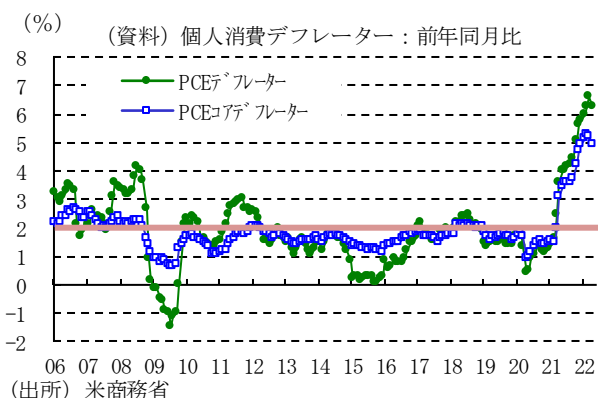
インフレ動向では、PCEデフレーターが4月に前年比+6.3%、PCEコアデフレーターが同+4.9%と鈍化し始めたが、依然上昇率は高い。新型コロナウイルスの感染拡大を受けたサプライチェーン混乱の継続、エネルギー・原材料価格の上昇、半導体や人材の不足により自動車、玩具など財価格が上昇したほか、住宅の供給不足を背景に賃貸料、帰属家賃が上昇傾向を辿るなどサービス分野が上昇した。また、食料品、エネルギーの大幅上昇が続いた。

FRBは5月に政策金利であるFFレート誘導目標レンジを0.75～1.00%に引き上げることで全会一致した。22年ぶりに50bpの利上げが決定されたほか、継続的な利上げが適切になるとの見方が声明文で示された。また、6月1日から国債、政府機関債、政府機関発行の住宅ローン担保証券の保有高の縮小を始めた。

今後に関しては、労働市場のひっ迫による給与所得の増加、ワクチン接種の進展による人の移動の活発化、不動産資産の増加等を背景に、個人消費が堅調さを維持すると予想する。また、設備投資は投資減税終了前の駆け込み需要のほか、エネルギー関連、防衛関連の強い需要によって高い伸びが予想されることから、22年の実質GDP成長率は前年比+2%台後半と、潜在成長率である+1.8%を上回ると見込む。

物価については、中国での新型コロナウイルスの感染拡大を受けたロックダウンによって供給制約が再び強まっており、財価格の上昇要因となろう。ただし、サプライチェーンの混乱は、米港湾施設の稼働時間の拡大、世界的なワクチン接種の進展による供給制約の緩和、新型コロナウイルスの感染拡大ペース鈍化や待遇改善等を受けた就業意欲の回復等によって、年末に向けて改善することが予想される。コアインフレ（前年比）は、ベース効果で22年1-3月期をピークに緩やかな低下傾向を辿るだろう。

このような経済環境のもと、FRBは6、7、9月にそれぞれ50bpの利上げを実施するとみられる。9月にはFF金利誘導目標が2.25～2.50%と中立金利に到達、さらに11、12月にそれぞれ25bp利上げを実施し、FF金利誘導目標を2.75～3.00%とやや引締め的な水準とすると見込む。その結果、23年には景気減速、インフレの低下が見込まれ、FRBは市場予想よりも早い23年初にも様子見に転じると予想する。





## 【景気の現状と展望（日本）】

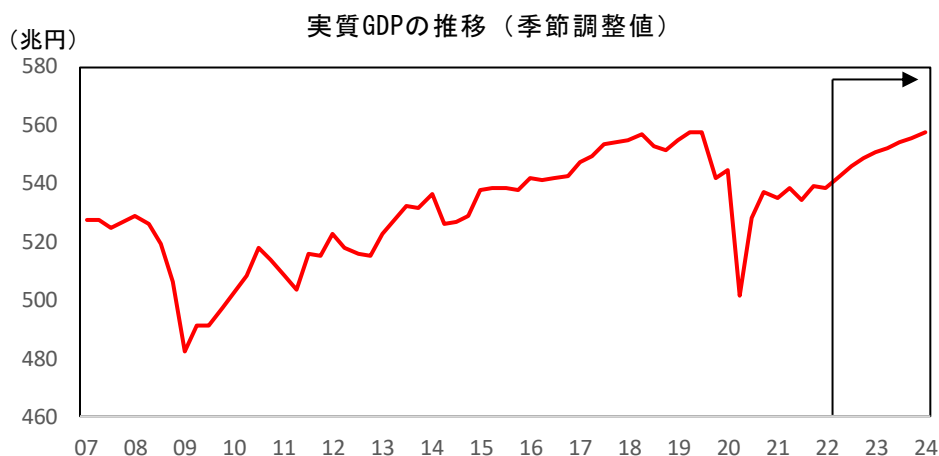
22年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.5%とマイナス成長に転じたが、4-6月期以降は持ち直しが予想される。背景にあるのが新型コロナウイルスの感染状況の落ち着きだ。感染者数が2月中旬にピークアウトしたことで人流は持ち直し傾向にあり、特にGWには、天候に恵まれたこともあって行楽地や小売・娯楽施設はかなりの賑わいを見せた。これまで個人消費の振れが景気を大きく動かしてきたことを考えると、GDP成長率でみても4-6月期は持ち直す可能性が高い。その先についても、人々の慎重姿勢が和らいでいくことに加え、地域割の拡大等の政府の後押しもあってコロナ禍からの正常化に向けた動きは続くとみられ、22年度の景気は緩やかな回復基調で推移する可能性が高い。

もっとも、今後の景気持ち直しのペースについては慎重にみておいた方がよい。目先の4-6月期については、中国経済の混乱による輸出・生産の下押しが懸念材料だ。上海市などでロックダウンが実施され、中国国内での経済活動に幅広く悪影響が生じたことで4月の日本からの輸出は大幅に悪化した。5月も悪影響は残存するとみられ、4-6月期の輸出は減少が見込まれる。こうした輸出の下振れに加え、物流の混乱に伴う部品不足等を背景として、自動車メーカーを中心に5月以降の生産計画を下方修正する動きが相次ぐなど、日本企業の国内生産にも悪影響が及んでいる。

その先についても、資源価格の高騰が大きな逆風となる。資源の大半を輸入に頼る日本にとって資源価格の高騰の悪影響は非常に大きく、輸入コストの大幅増加により企業収益に大きな下押し圧力がかかるほか、生活必需品価格の急上昇が個人消費の頭を押さえる。エネルギーや食料品といった生活必需品の上昇による実質購買力の毀損は既に観察されており、特に足元では食料品値上げが加速している。CPIは22年中は前年比+2%程度で推移するとの見方が多く、賃金の伸びが緩やかななか、実質賃金はマイナスでの推移が続くことになる。購入頻度の高い食料品価格が上昇していることで実際の物価上昇率以上に体感物価は上がっている可能性が高く、心理的な面での悪影響も懸念されるところだ。今のところ、感染抑制を背景にしたリバウンドの力が強く、物価上昇による消費減といった動きは確認できないが、回復初期のリバウンドの動きが一巡するにつれ、悪影響は徐々に顕在化しやすくなることが予想される。

コロナ禍からの正常化に向けた回復の動きが続くことの影響が大きいいため、こうした逆風のなかでも景気回復は持続すると予想するが、成長ペースは抑制されざるを得ない。結果として、22年度の成長率は+2%を割り込むと予想する。

その他にも、中国で感染が再度拡大し、ロックダウンが繰り返されるリスク、資源価格が一段と高騰し、企業収益が悪化するリスク、加速する値上げに消費者がついてこれず、個人消費が落ち込むリスク、速いペースでの金融引き締めが続くことで米国景気が失速するリスク等、懸念材料は多い。今後も先行き不透明感が強い状況が続くとみられる。



（出所）内閣府「国民経済計算」  
（注）予測は第一生命経済研究所

## 【景気の現状と展望（欧州）】

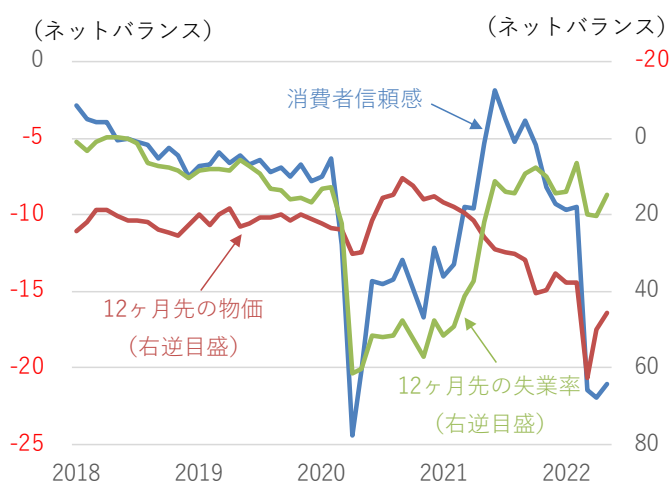
欧州各国は年明け以降、新型コロナウイルス関連の行動制限を段階的に解除しており、経済活動の再開が景気回復を後押ししている。時短補助金の積極活用による失業者の抑制、コロナ後の復興に必要な財政資金を欧州連合（EU）の加盟国に提供する欧州復興基金の稼働も、景気の押し上げ要因として働いてきた。コロナ禍克服が視野に入るなか、危機対応で導入された大規模な財政支援や金融緩和は順次、縮小ないし打ち切られている。こうした情勢下で発生したロシアによるウクライナ侵攻が、欧州景気に影を落としている。

ロシアにエネルギー供給の多くを依存する欧州諸国は、当初、自国経済への打撃を警戒し、エネルギー分野での制裁に及び腰だった。だが、ウクライナでの人道被害の拡大を受け、EUはロシアによる戦争継続の資金源を断ち、ロシア産化石燃料依存からの早期脱却に舵を切った。ロシア産石炭の全面禁輸に加え、石油輸入の9割を年内に停止することを決めた。制裁強化を受け、エネルギー価格が一段と高騰しており、インフレが加速している。5月のユーロ圏の消費者物価は前年比で8%を超え、変動の大きい食料やエネルギーなどを除いたコア物価も4%近くまで上昇が加速した。原材料価格の高騰を受け、企業の価格転嫁の動きが広がっているほか、最近までのユーロ安による輸入物価の押し上げ、世界的な供給網の混乱継続、経済活動再開に伴う財・労働需給の逼迫も物価を押し上げている。長らく低迷が続いてきた賃金も足元で加速傾向にあり、年後半に予定される賃金交渉では更なる賃上げ加速が予想される。物価の持続的かつ大幅な上振れが続くなか、中期的な期待インフレ率の上昇も加速している。

コロナ関連の行動制限緩和、財政・金融両面からの手厚い政策サポート、雇用情勢の改善に支えられ、ウクライナ侵攻後も欧州景気は底堅く推移してきた。だが、ここに来て景気に変調の兆しが広がっている。5月のユーロ圏の購買担当者指数（PMI）の新規受注判断は、2020年春のコロナ第一波時以来となる拡大・縮小の分岐点である50を割り込んだ。また、エネルギーや食料品など生活必需品の価格高騰が家計を直撃し、足許で家計心理が急速に冷え込んでいる。資源価格の高騰や物流コストの増加、家計購買力の目減りによる売上低迷は企業収益を圧迫する。今後、欧州景気には一段とブレーキが掛かることが予想される。

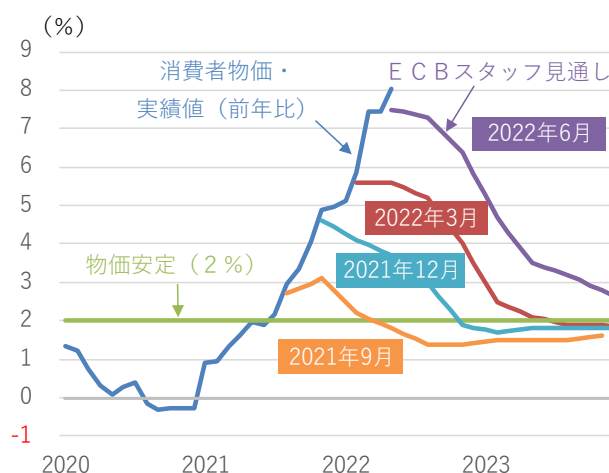
従来、慎重な緩和縮小方針を示唆してきた欧州中央銀行（ECB）も、物価の大幅な上振れが続き、賃上げや価格転嫁の動きが広がっていることを受け、インフレへの警戒姿勢を強めている。6月の理事会では、7月に資産買い入れを終了し、利上げを開始すること、その後も利上げを継続する方針を強く示唆した。11年振りの利上げ開始は25bpでの安全運転を優先したが、9月の追加利上げ時には50bp利上げも視野に入る。だが、資源価格高騰に起因する物価上昇に対して、金融引き締め強化で対処するには限界がある。財政基盤が脆弱で、政治不安を掲げる南欧諸国の国債利回り急騰への対応も必要になる。利上げ開始後も物価の高騰が続く場合、景気をオーバーキルするリスクを承知で、インフレ圧力の封じ込めに動かざるを得ない。物価高騰と景気の息切れが同時進行するなか、ECBは難しい政策対応を迫られる。

ユーロ圏の消費者マインドの推移



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏の消費者物価の推移



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

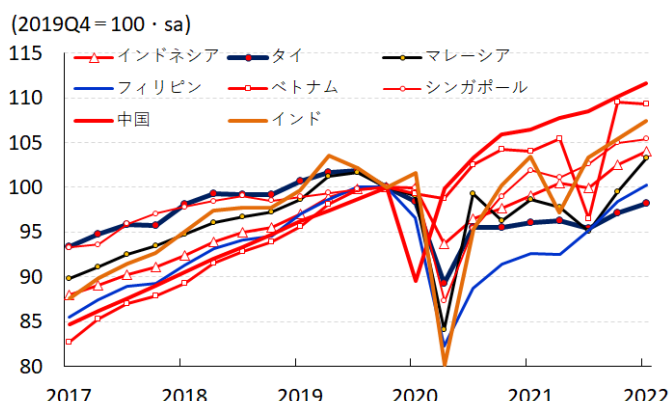


## 【景気の現状と展望（中国・アジア新興国）】

今年の中国においては、秋に開催予定の共産党大会で習近平指導部が異例の3期入りを目指すなど、政治的に重要な時期が近付いている。例年、こうした政治的に重要な年は政策面で経済の安定が何より重視される傾向にあるが、一昨年来のコロナ禍対応を巡って習近平指導部が「ゼロ・コロナ」戦略により一旦は成功を収めたこともあり、ゼロ・コロナの旗を降ろすことが出来なくなっている可能性がある。結果、共産党大会を前に戦略変更動く可能性は極めて低いと捉えることが出来る。なお、上海市で2ヶ月余りに亘り実施された都市封鎖は6月に事実上解除されたほか、それ以外の都市においても経済活動の正常化に向けた動きは着実に前進しており、ゼロ・コロナ戦略による景気の最悪期は過ぎつつあると捉えられる。ただし、混乱したサプライチェーンの回復には時間を要すると見込まれるなど、国内外の景気を取り巻く状況にはしばらく難題が山積する展開が続くことは避けられそうにない。他方、中国当局は今年の経済成長率を「5.5%前後」とする従来目標を維持しており、景気下支えに向けた政策支援に動いているものの、現時点ではコロナ禍で疲弊した分野を対象とする「的を絞った」ものが中心であり、裏を返せば「物足りない」ものに留まる。雇用回復が遅れる一方、足下ではウクライナ情勢の悪化を理由に幅広くインフレ圧力が強まる動きがみられ、家計及び企業部門は厳しい状況に直面することを勘案すれば、先行きはペントアップ・ディマンドの発現を上回る景気押し上げ効果を期待することは難しいと見込まれる。

一方、アジア新興国は中国国内の都市封鎖に伴う景気減速やサプライチェーンの混乱が景気の足かせとなることが避けられないものの、足下で最悪期を過ぎつつあることから外需を取り巻く状況の改善が期待される。ただし、上述のように中国はゼロ・コロナ戦略の転換に動く可能性が極めて低いことを勘案すれば、感染動向如何で再び行動制限が強化されるリスクがくすぶり、中国当局の政策動向に揺さぶられることは避けられない。それ以上に、足下では米FRBなど主要国中銀がタカ派傾斜を強めるなど国際金融市場におけるマネーフローの変化が予想されるなか、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な新興国では資金流出圧力が強まる懸念される。アジア新興国のなかには1990年代末のアジア通貨危機の震源地、ないしその余波に揺さぶられた国が少なくないが、各国はこれを教訓に通貨制度の変更や構造改革に取り組んでおり、主要なアジア新興国において外貨準備高の過小が懸念される国は一部に限られる。よって、アジア通貨危機が再来する可能性は極めて低いと捉えられる。ただし、ウクライナ情勢の悪化及び長期化を受けた幅広い国際商品市況の上振れを反映して、足下ではアジア新興国においてもインフレが顕在化している。米FRBなど主要国中銀のタカ派傾斜を受けた米ドル高は各国通貨の調整圧力に繋がるなど、輸入物価を通じたさらなるインフレ昂進も懸念されるなか、各国中銀は景気動向と関係なく金融引き締めを迫られる動きが広がっている。外需依存度が相対的に高い国においては、通貨安による価格競争力の向上が景気回復を促す一助となることが期待される一方、外需のうち観光関連産業への依存度が相対的に高い国については、外国人観光客の回復の遅れが景気の足かせとなる可能性は残る。他方、欧米など主要国では金利上昇によるオーバーキルも懸念されるなか、仮に世界経済の下振れが意識されればそうした景気への追い風が止まることも考えられる。他方、エネルギー資源や穀物などを輸入に依存する国においては、商品市況の上振れを受けて交易条件指数は急低下するなど国民所得に下押し圧力が掛かる動きも広がっており、物価高と金利高の共存は家計消費をはじめとする内需の足かせとなることは避けられない。よって、アジア新興国にとっては内・外需双方で逆風に繋がる動きが顕在化することが予想され、景気回復のペースは昨年比べて一段と緩やかなものに留まると見込む。

実質GDPの水準（季節調整値）の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成