情勢判断

国内経済金融

貿易戦争への警戒を強める日本経済

～新体制が発足した日本銀行の行動にも注目～

南　武志

要旨

世界経済の持ち直しが継続するなか、国内景気も改善を続けている。輸出増などを背景に、企業設備投資は自律的な拡大局面に入っている。消費の持ち直しはまだ鈍いものの、春季賃金交渉では前年を上回る結果が見込まれ、回復力は徐々に強まるだろう。先行きも、景気拡大は継続し、18 年度も潜在成長率を上回る 1%台の成長が予想される。ただし、中間選挙を控えて米トランプ政権が保護主義的な姿勢を強めていることから、状況次第では貿易戦争に発展するなど、下振れリスクが高まる可能性に留意が必要だ。

こうした中、日本銀行は 2 名の副総裁が交代し、新執行部が発足した。2 月の消費者物価は 3 年半ぶりに 1%まで上昇したが、2%の「物価安定の目標」にはなお遠く、実質金利を自然利子率以下に誘導することを通じて粘り強く経済・物価に働き掛けていくという現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するだろう。ただし、現行政策の長期化に伴う副作用も意識されつつあり、物価次第では政策の調整に乗り出す可能性も否定できない。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2018年 3月（実績）	2018年 6月（予想）	2018年 9月（予想）	2018年 12月（予想）	2019年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.067	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0680	0.06～0.08	0.06～0.08	0.06～0.10	0.06～0.10
国債利回り	10年債	(%)	0.035	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.25
	5年債	(%)	−0.115	−0.15～0.00	−0.15～0.00	−0.10～0.10	−0.10～0.10
為替レート	対ドル	(円/ドル)	105.5	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	131.5	125～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価		(円)	21,317	21,000±1,500	22,000±1,500	23,000±1,500	23,000±1,500

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2018年3月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

一転して融和ムードを前面に押し出す北朝鮮

国際社会から非難を浴びる中、2017 年を通じて核・ミサイル開発を強行し続けてきた北朝鮮であったが、18 年に入ると態度を一変、金正恩・朝鮮労働党委員長は「新年の辞」で朝鮮半島の緊張緩和を呼び掛けるとともに、平昌冬季五輪に参加する用意があると述べた。それを受けて、各国が北朝鮮制裁を強める中でも北朝鮮との対話を模索してきた文在寅・韓国大統領は、北朝鮮と実務協議を進め、開会式での合同入場行進、女子アイスホッケーでの南北合同チーム結成などを合意、開会式・閉会式には北朝鮮の高級幹部を招待した。五輪終了後には 4 月末に板門店において南北首脳会談を開催することで合意したほか、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

トランプ米大統領も北朝鮮が打診した米朝首脳会談を5月末までに行う意向を示すなど、事態は急展開した。26日には金委員長が訪中し、中朝首脳会談を行ったとも報じられている。

こうした態度の軟化は、経済制裁の効果が効いている証拠、もしくは単なる時間稼ぎとの指摘も少なくない。過去の北朝鮮の核開発を巡る交渉は裏切りの繰り返しとされており、今回の一連の首脳会談が朝鮮半島の非核化に向けた一歩になるのかは予断を許さぬ状況である。特に、ティラーソン国務長官やマクマスター大統領補佐官が更迭され、その後任として、それぞれポンペオCIA長官、ボルトン元国連大使が指名されるなど安全保障政策のタカ派色が一段と強まったことから、北朝鮮には強硬な態度で接するとみられる。

貿易戦争への警戒が高まる

また、世界経済には別のリスクが顕在化しつつある。16年の米大統領選挙当時から保護主義的な主張をしていたトランプ大統領であったが、中間選挙を秋に控え、米国にとって「不公正な貿易慣行」と映るものに対して本格的な対抗措置を開始した。3月1日には米通商法232条に基づき鉄鋼・アルミニウムへの追加関税措置（それぞれ25%、10%）を発表、世界中から非難や困惑が噴出した。23日には同措置が発動したが、カナダ、メキシコ、韓国、オーストラリア、EU、アルゼンチン、ブラジルの7ヶ国・地域は当初適用を猶予されることとなり、日本は中国と同様に、追加関税の適用を受けることになった（ライトハイザーUSTR代表は議会証言で、最終的な適用除外国は4月末までに決定すると発言）。

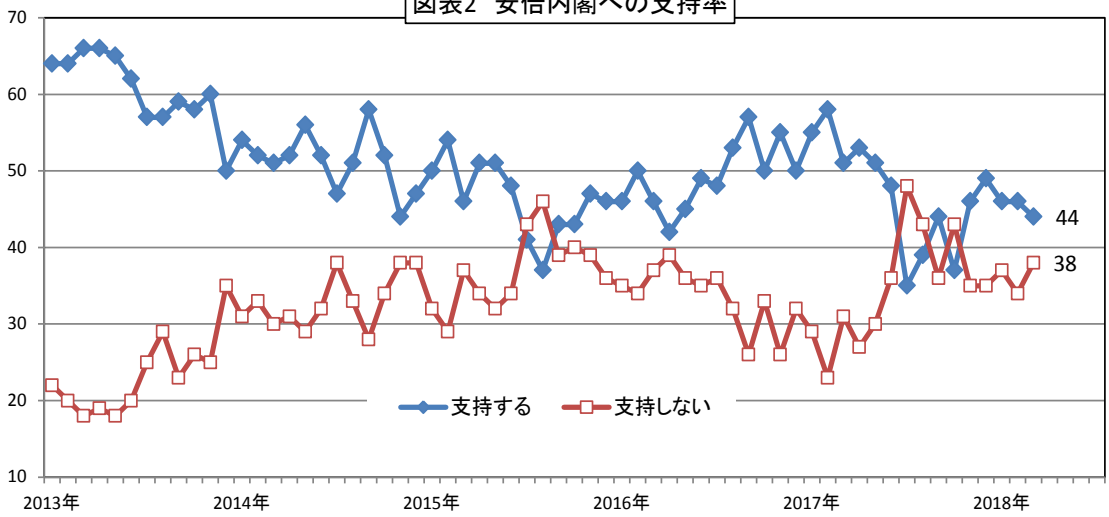
さらに、22日にトランプ大統領は、中国による米国の知的財産権侵害や米国企業に対する技術移転の強要などに対する制裁として、通商法301条に基づき、中国からの輸入品に対して25%の追加関税を課す大統領令に署名、対象は電子部品・通信機器など約1,300品目に及び、最大600億ドル規模（中国からの輸入の1割程度）に達する可能性もあるとされる。知的財産権侵害についてはWTOに提訴するほか、財務省に対して中国企業による対米投資を制限する措置を提案するよう求めた。

一方、中国側も鉄鋼・アルミニウムへの追加関税に対する対抗措置を発表、第1弾として米国からのワイン、果実などに15%、第2弾として豚肉、リサイクルアルミなどに25%の追加関税を課すとしており、128品目、約30億ドルの輸入が対象と

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

なっている。今回の中国製品だけを対象とした追加関税についても対抗措置を示唆しているが、今後も報復の応酬が繰り返される貿易戦争が始まるか、懸念が高まっている。日本経済は良好な世界経済環境の下で、5 年超となる景気拡大を続けてきたが、これらに大きく左右される可能性がある。

図表2　安倍内閣への支持率



（資料）NHK放送文化研究所「政治意識月例調査」
（注）18年3月分の調査期間は9～11日。調査方法は電話法（RDD追跡法）。17年4月から固定電話に加え、携帯電話でも実施。

森友問題で安倍首相続投に不透明感も

国内政治も再び混迷が強まっている。昨年秋の総選挙で圧勝した政府・与党は「働き方改革」や「生産性革命」、「人づくり革命」を断行することで、アベノミクスを加速していく方針であった。しかし、今国会に提出予定であった働き方改革関連法案について、厚生労働省が提示したデータが不適切だったことを受けて、同法案から「裁量労働制の対象拡大」を切り離すことを余儀なくされるなど、劣勢に立たされた。

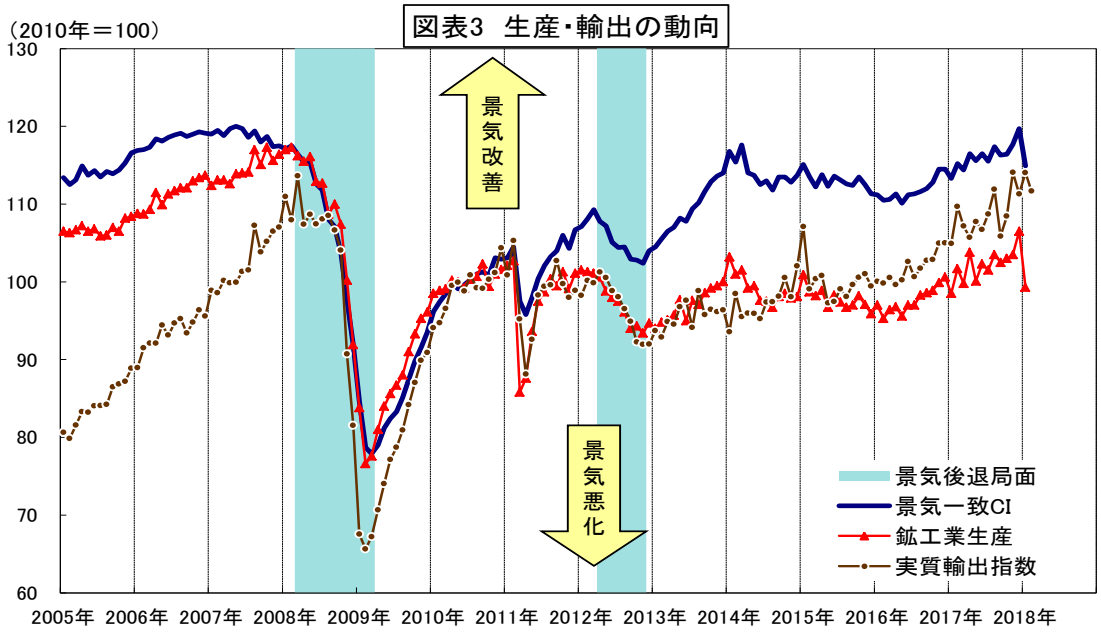
18 年度予算案は 2 月 28 日に衆議院を通過、年内成立が確実になったが、森友学園への国有地売却に関する決裁文書の書き換えの事実が明るみになったことで、野党からの追及が一段と強まり、国会運営が困難化している。内閣支持率も昨年夏と同様、低下し始めている。一連の「森友問題」の背景として、各省庁の幹部人事（600 名程度）を一元管理することなどを目的に、内閣人事局を設置したことによる弊害を指摘する向きもある。この措置は、戦後の行政プロセスが国民から信任を得たわけではない「官僚」主導で行われてきたこと、さらに「省益優先」「縦割り行政」を改めるためのものだった、却って時の政権に対する官僚の忖度を生んだと指摘されている。格安での国

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

有地売却に関する政治家（およびその周辺）の関与の有無、決裁文書の書き換えを誰が指示したかもさることながら、一連の問題が制度の欠陥で起きたものかどうかを明らかにしなければ、今後も類似の問題が出てくる可能性がある。

なお、これらの問題の影響で、9 月に自由民主党総裁としての任期満了を迎える安倍首相が続投できるのかもやや不透明となってきた。現時点でポスト安倍として名前が挙がる政治家らの主張する政策を眺めると、財政規律の重視に力点を置き、かつ成長志向のアベノミクスの副作用への対応などに目を向けたものが多い。仮に、秋に首相交代となった場合、経済政策の軌道修正の可能性を考慮する必要がある。

図表3　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

景気の現状：景気改善を継続

さて、18 年入り後の国内景気情勢については、東アジア圏の旧正月要因などもあり、主要経済指標に大きく上下動する動きも散見されるが、概ね改善基調をたどっているとの判断は変更する必要はないと判断している。1 月の鉱工業生産は前月比▲6.8%と大幅に低下したが、1 月に対米自動車輸出が減少した影響（2 月には再び増加）や 2 月中旬の旧正月期間に中国向け輸出がストップすることを想定した調整の範囲内の動きであったとみられる。実際のところ、在庫指数は同▲0.5%と 3 ヶ月連続で低下、「意図せざる在庫増」が起きているようには見えない。なお、2 月の製造工業生産予測指数は同 4.7%（予測誤差を修正した試算値の最頻値）と一定のリバウンドが見られる

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

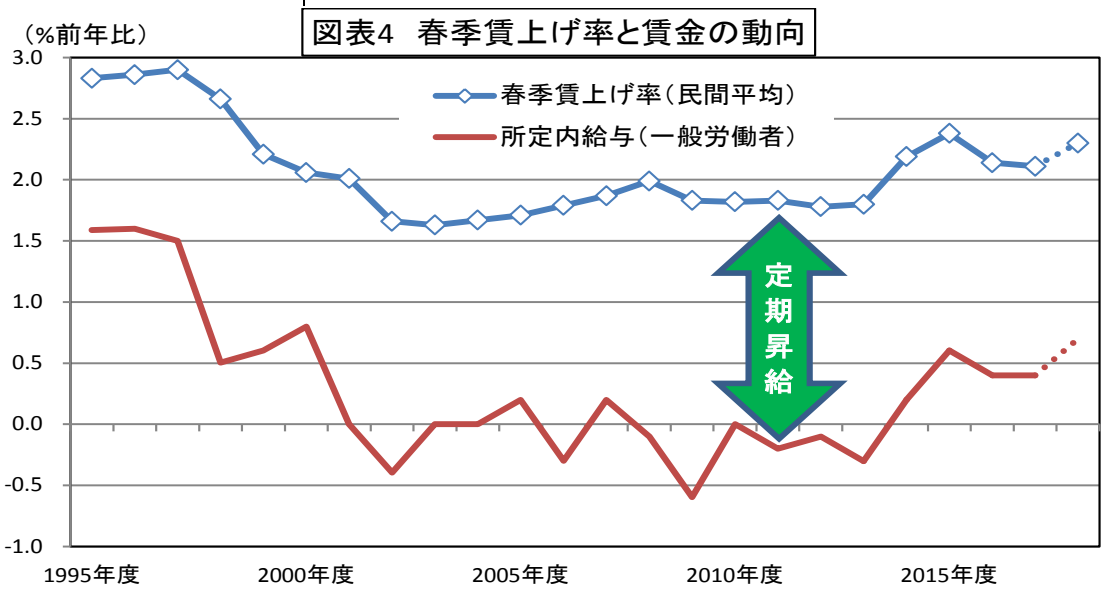
ことになっており、国内景気の腰折れの予兆である可能性は小さいだろう。なお、2 月の実質輸出指数は前月比▲2.1%と 2 ヶ月ぶりに低下（特に中国向けは同▲18.2%と激減）したが、1～2 月を均せば 10～12 月平均を 1.4%上回っていることから、2 月の世界同時株安を受けて一部で懸念されていた世界経済の失速は起きていない模様だ。

10～12 月期は年率 1.6%へ上方修正

こうしたなか、3 月 8 日には 10～12 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）が公表され、経済成長率は前期比年率 1.6%と 1 次 QE（同 0.5%）から大きく上方修正された。法人企業統計季報（10～12 月期）を受けて、民間企業設備投資（前期比 1.0%）、民間在庫変動（前期比成長率に対する寄与度：0.1 ポイント）がともに上方修正されるなど、幅広い項目で上方修正され、名実ともに潜在成長率（1%弱）を上回る成長となった。

ただし、民間消費については持ち直しが鈍い状況から完全に抜け出せてはいない。7～9 月期の落ち込み（同▲0.6%）からのリバウンドは同 0.5%と小さめで、かつ 1 月の消費総合指数は前月比横ばいであり、10～12 月平均を小幅下回っている。日本銀行が作成する実質消費活動指数（1 月、旅行収支調整済）も 10～12 月平均を 0.1%上回っているに過ぎない。年末年始にかけての生鮮野菜等の高騰によって実質所得が目減りしたことが影響した可能性がある。

図表4　春季賃上げ率と賃金の動向



（資料）厚生労働省　（注）2017年度は1月までの実績、18年度は当総研による予想値

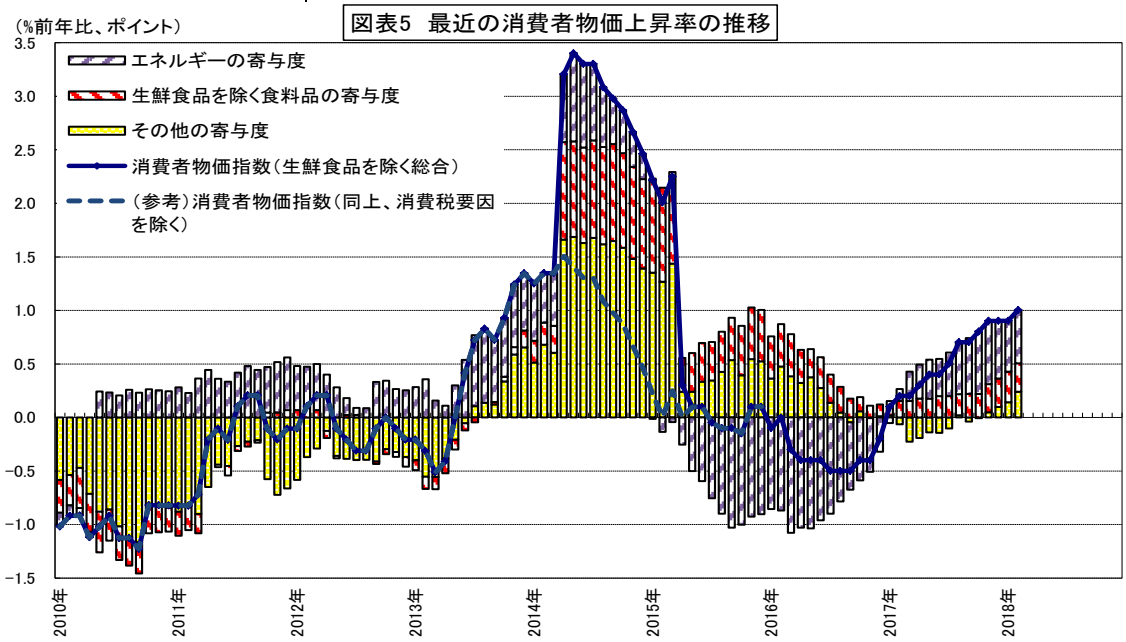
18 年春闘は前年実績を上回る見通し

先行きも、底堅く推移する世界経済を背景とした輸出増、良好な環境の下で自律的拡大局面をたどる設備投資を牽引役と

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

して、当面、日本経済は改善が続くと予想される。注目は消費の持ち直しテンポが強まるかどうか、といったところだが、現在進行中の春季賃金交渉（春闘）は、人手不足が一段と強まり、労働者に対する処遇改善が求められている折でもあることから、16、17 年実績よりも高い賃上げ率で妥結する可能性がある。こうした賃金上昇が消費持ち直しを下支えしていくとの見方も変更はない。2 次 QE をうけて当総研は 2 月に公表した「2017～19 年度経済見通し」の改訂を行ったが、17 年度（実績見込み）は 1.8%成長、18 年度も 1.3%成長と、基調として潜在成長力を上回る成長が続くと予測している（後掲レポートを参照のこと）。

図表5　最近の消費者物価上昇率の推移



（資料）総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：上昇ペースは依然緩やか

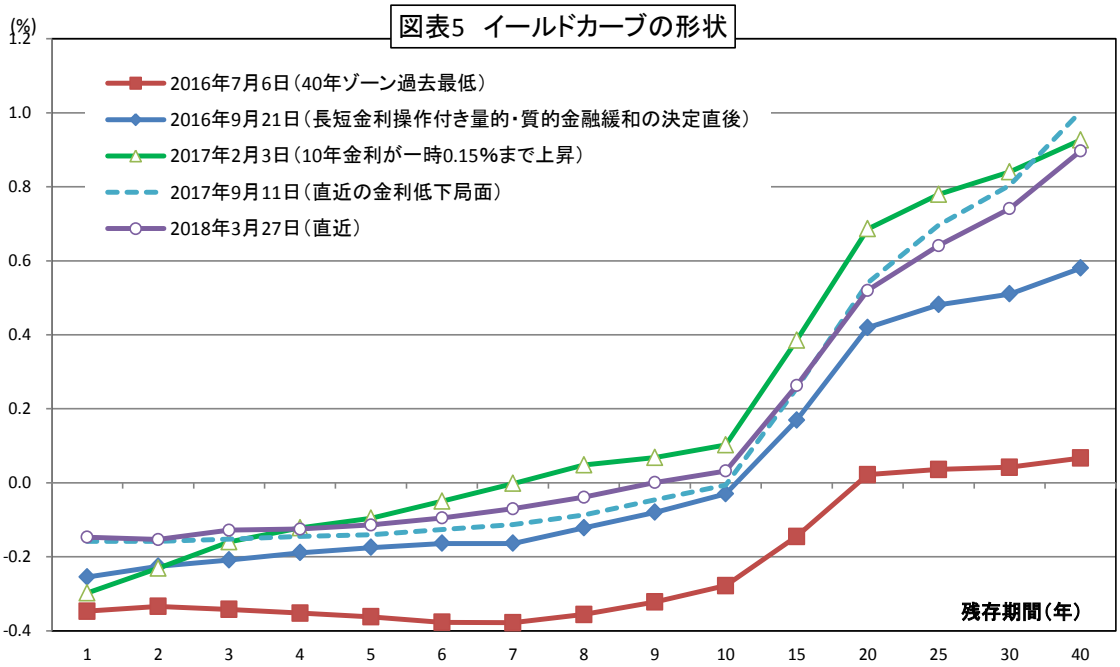
2 月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合」は前年比 1.0%と、3 年半ぶりに 1%台に到達した。「生鮮食品・エネルギーを除く総合」もまた、1 年半ぶりとなる同 0.5%へ上昇率を高めた。消費の持ち直しテンポがなかなか強まらないこともあり、需給改善による物価押上げ効果はまだ弱いものの、それでもじわりと上昇率を高めつつある。

先行きについては、これまでのエネルギー高による物価押上げ効果が徐々に弱まるほか、足元の為替レートの円高傾向もあり、輸入消費財価格が下落していることから、年央にかけて物価が再び鈍化するとみられるが、一方でコスト高や人件費増加分の価格転嫁が進み、かつ消費持ち直しに伴う需給改善が物価

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

上昇圧力を徐々に高めていくものと思われる。それゆえ、18 年度上期にかけて物価は一旦弱含むものの、18 年度半ば以降は1%台で推移し始めると予想する。

図表5 イールドカーブの形状



（資料）財務省

金融政策：大胆な緩和策を粘り強く継続

3 月 8～9 日に開催された日本銀行の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の継続が 8 対 1 の賛成多数で決定された。前回までと同様、片岡審議委員は「消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、18 年度中に「物価安定の目標」を達成することが望ましく、10 年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、長期国債の買入れを行うことが適当である」との理由で反対した。

現行政策は、16 年 9 月の「総括的な検証」で指摘した「イールドカーブの過度の低下、フラット化は、経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」ことへの反省も込めて、長期金利の操作目標を付加して運用されてきた。それでも長短金利差は極めて小さく、金融機関経営などに悪影響を及ぼしてきたことは否めない。そのため、金融仲介機能を経由した金融緩和効果は十分発揮できているわけではないように思われる。

実際、「金融政策決定会合における主な意見」からは、現行政策による景気・物価への効果を積極的に評価しつつも、政策の副作用についての言及も散見されるなど、政策委員会内部でも大規模な緩和策の調整を念頭に入れた発言があることも見

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

て取れる。

18 年度には金融政策修正の可能性も

さて、3 月 20 日には、任期満了となった中曽・岩田の両副総裁の後任として雨宮正佳（前職は日銀理事）、若田部昌澄（同じく早稲田大学教授）の両氏が任命され、新執行部が発足した（黒田総裁は 4 月 9 日に再任される予定）。これに先立ち、衆参両院の議院運営委員会において総裁・副総裁候補の所信聴取が実施されたが、これまで「出口戦略についての時期尚早な表明は、市場に対して攪乱要因になる恐れがある」と頑なに出口に関する議論を封印してきた黒田総裁が、「19 年度頃に出口政策を検討・議論していることは間違いない」と述べ、一種のサプライズを市場に与えた。よくよく考えてみれば、日銀は展望レポートなどで2%の物価安定目標は19年度頃に達成するとの予測を示しており、その時期に出口を検討・議論しているのは至極当たり前の話といえる。今後、物価見通しが修正されることになれば、それに合わせて物価安定目標の達成時期もずれることから、今回の発言によって出口の検討開始が「19 年度頃」に縛られたと捉えるのは妥当ではない。

目先の問題は、物価安定目標の達成後に開始する「出口」というよりは、物価上昇率が高まっていく過程で、デフレ下で導入された現行のイールドカーブ・コントロール（足元▲0.1%、10 年 0%程度）を続けるのか、それともデフレ脱却を早期実現するのに最適なイールドカーブの形状に修正するのか、ということであろう。企画担当の理事として現行政策を支えてきた雨宮副総裁（当時は候補）は所信聴取で、現行の金融政策の「効果と副作用の比較考量」が必要との認識を示し、状況次第では緩和策の見直しの検討も示唆した。

一方で、黒田総裁は長期金利の誘導目標について「（物価上昇率）2%を達成するまで一切変わらないと言っているわけではない」としつつも、途中で引上げをすればデフレマインドの転換が遅れる恐れもあると慎重な姿勢を示した。若田部副総裁（同）も「時期尚早な政策変更でデフレに後戻りするリスクを避けなければいけない」と、金利目標の早期引き上げなど緩和縮小方向への政策変更を牽制する発言を行っている。このように、現時点では長期金利の操作目標の引上げ等といった政策の枠組み修正は難しいように見えるが、実際に物価上昇率が高まる過程では検討される可能性もあるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

金融市場：現状・見通し・注目点

1 月の米雇用統計が予想を上回る堅調な結果だったことを受けて、米連邦準備制度（Fed）の利上げペースが加速するとの思惑が高まるなど、「適温相場」の終焉が意識され、世界同時株安となったほか、米長期金利も上昇した。さらにリスクオフの円高も進行するなど、国内景気への先行き懸念も浮上した。その後発表された物価統計や 2 月の雇用統計は、賃金・物価の加速的上昇は起きていないことが明らかとなり、金融市場は落ち着きを取り戻したかに見えたが、米国の保護主義的な措置によって貿易戦争が引き起こされ、世界経済・貿易が収縮してしまうとの懸念が浮上、株価は再び大きく下落した。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

長期金利は小幅プラスで推移

13 年 4 月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀は大量の国債買入れ（当初は保有残高が年間 50 兆円増、その後は同 80 兆円増のペースとなったが、現在「80 兆円」は目標ではなく、「めど」としている）を実施してきた。資金循環統計によれば、12 月末時点で日銀の国債保有シェアは 43.2%に達したほか、営業毎旬報告（3 月 20 日時点）では日銀の国債保有残高は 425 兆円まで積み上がっていることが確認できる。その結果、国債需給は基本的に引き締まっており、ある程度の長期金利コントロールが可能な状況が作り出されている。

16 年 11 月のトランプ相場開始とともに、約 8 ヶ月にわたってマイナスで推移してきた長期金利は再びプラス圏に浮上、17 年中は 9 月上旬を除き、概ねプラス圏での展開となった。時折、海外（特に米国）の金利上昇につられて国内の金利上昇圧力が高まる場面もあるが、日銀は「10 年 0%程度」と設定した長期金利操作目標を死守すべく、指値オペや国債買入れ額の増額などで上昇抑制に努めてきた。こうした中、1 月には国債買入れオペで超長期ゾーンの買入れ額を減額したことを契機に、日銀の緩和縮小観測が浮上、国内金利には上昇圧力が掛かり始めた。2 月に入り、米国長期金利の上昇につられて約 6 か月半ぶりに 0.095%まで上昇する場面もあったが、買入れオペの増額や 7 ヶ月ぶりの指値オペなどで一段の金利上昇を容認しない姿勢を明確に示している。

一方、3 月初旬に黒田日銀総裁が出口戦略の検討時期を初め

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

て言及したことで長期金利が再び急騰する場面もあった。しかし、時間経過とともに従来の方針と変化がないとの評価が強まり、長期金利は緩やかな低下傾向となっている。加えて、年度末を控えていることもあり、市場は閑散となっている。

長期金利は当面ゼロ％近傍で推移

先行きについては、欧米での金融政策正常化の動き、国内経済の改善などで一定の上昇圧力が発生するとみられる一方で、最近の円高進行は景気・物価に対して下押しし、金利上昇を抑える可能性がある。基本的には「10年ゼロ％」との長期金利の操作目標が設定されていることにより、長期金利がその目標を大きく上回って上昇する可能性は当面低い。しばらくは「0～0.1％」での推移が続くとみられる。

金利上昇圧力が高まる場面では日銀は従来通り、指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などを駆使して上昇を抑制するだろう。引き続き、オペのオファー額や頻度、毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」での買入れペースの動向が注目される。

ただし、前述の通り、物価上昇率が一定水準まで高まれば（例えば、安定的に 1％台を確保し、かつ先行きも上昇する可能性が高いとの認識が強まれば）、緩和縮小の検討に入る可能性もあるだろう。

② 株式市場

株価は上値が重い展開

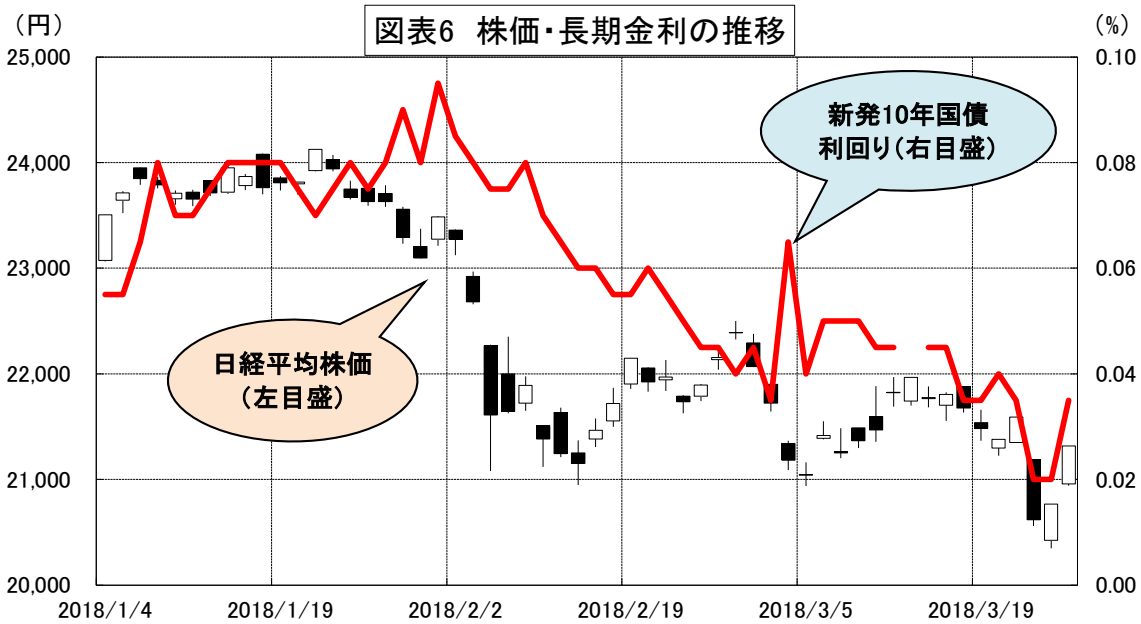
17年夏から秋にかけて、日経平均株価は20,000円台がなかなか定着せず、一進一退を繰り返してきたが、9月中旬以降は、堅調な米国経済指標を好感した米株高や米国の年内利上げ観測を背景にしたドル高円安、さらには総選挙での与党勝利を受けたアベノミクスの加速期待から株価はほぼ一貫して上昇傾向をたどり、1月23日には一時24,000円台まで上昇、バブル崩壊後の最高値を更新した。その後、2月に入ると、米国発の世界同時株安に巻き込まれる格好で大きく下落、14日には21,000円を割り込むなど、「適温相場」が変調を来たしたのではないか、との見方が一時強まった。なお、株価はその後持ち直しに転じたものの、3月下旬にかけては国内政治情勢や貿易戦争への懸念から再び軟調に推移している。

基本的に内外経済は改善基調にあり、かつ日銀がQQE+YCCの一環として年6兆円のペースでETF買入れを継続しているとはいえ、今後の世界経済に影響を与えかねない米中貿易摩擦の動

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

向を慎重に見極める必要があり、しばらくは上値の重い展開を予想する。

図表6　株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　（注）3月13日の新発10年国債は出合いなし。

円高圧力が高まる

③ 外国為替市場

17 年を通じ、北朝鮮など地政学的リスクや米国の金融政策やトランプ政権の経済政策運営などを材料に、対ドルレートは概ね 1 ドル＝110 円台前半のレンジ内での展開が続いた。18 年入り後は、日銀の緩和縮小観測が高まったほか、ムニューシン財務長官のドル安容認発言などもあり、円高圧力が高まり、1 月下旬に 110 円を割った。さらに 2 月には世界株安に伴うリスクオフの流れで一段と円高が進行した。足元では貿易戦争への警戒から 105 円前後まで円高が進んでいる。

年 3 回程度のペースで利上げを行い、かつバランスシートの漸次縮小を進める米国の金融政策の動きは円安を促す材料である。また、米国での税制改革の実施や高率関税適用による輸入物価上昇などを受けて物価上昇率が高まれば、利上げペースは想定よりも速まる可能性も意識され、一段とドル高圧力が高まる場面もあるだろう。一方で、冒頭で触れたとおり、今秋に中間選挙を控えたトランプ政権が「米国第一」の姿勢を強め、日本を含めた世界経済全体にとって悪影響が及ぶような政策を発動したり、対米貿易黒字国の通貨が減価することに対して難色を示したりすれば、円安方向に進まない可能性もある。

以上から、基調としては 100～110 円のレンジ内での展開が

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

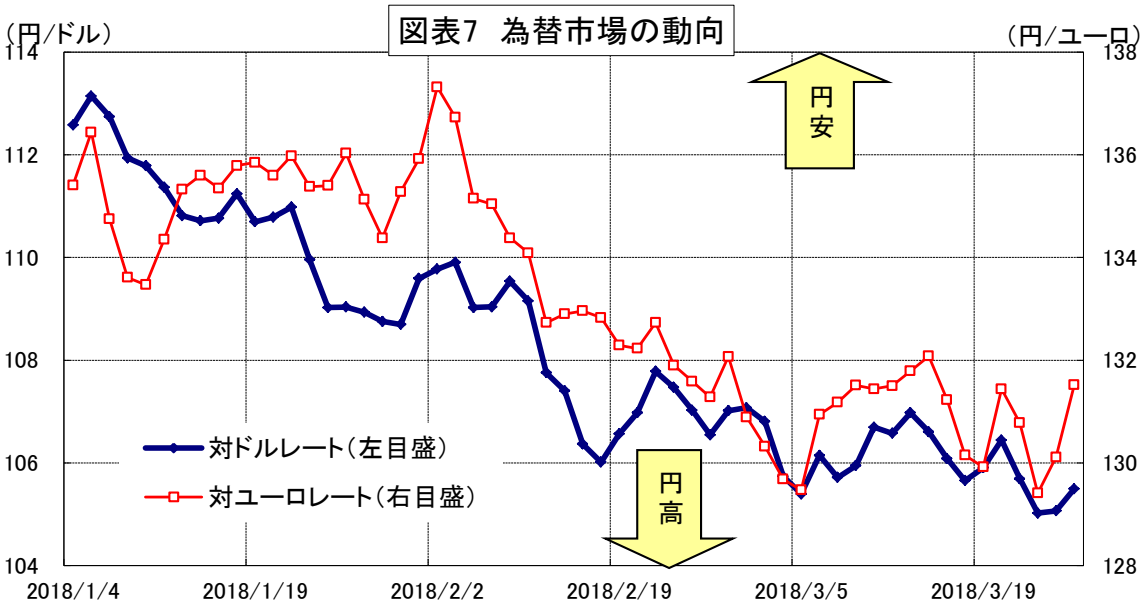
2月に入り、円高ユーロ安の展開

続くとみる。これまで同様、世界的に何かしらのリスクが強まる場面では、円高に振れる場面を想定しておく必要がある。

一方、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和縮小への思惑などから、17年を通じて円安ユーロ高の展開となった対ユーロレートは、年末年始にかけてもユーロ高が進んだ。1月には日銀の緩和縮小観測の影響を一旦受けたものの、欧州中央銀行（ECB）がフォワードガイダンス（政策スタンス）の文言を早い段階で見直すとの観測が高まったほか、ドイツでの大連立に向けた合意、バイトマン独連銀総裁が年内の債券買い入れ停止が適当と述べたことがユーロ高につながり、2月上旬には1ユーロ＝137円台と2年5ヶ月ぶりの水準となった。その後は米国発の世界同時株安を受けてリスク回避的な円買いが強まったほか、イタリアの政治不安やドラギECB総裁の「出口」に向けての慎重姿勢もあり、直近は130円前後で推移している。

先行き、地政学的リスクが高まる場面ではリスク回避的な円買いニーズが強まる可能性は高いが、18年入り後のユーロ圏経済や物価情勢を確認しつつ、ECBの出口戦略を見極める展開が見込まれる。

図表7　為替市場の動向



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　（注）東京市場の17時時点。

（18.3.27現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます