

REPORT I

2004年度経済見通し - デフレで高まる実質成長率 -

経済調査部門 櫛 浩一
haji@nli-research.co.jp

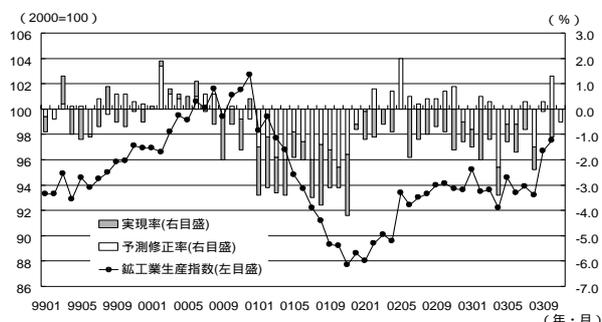
1. 回復を続ける景気

(1) 冷夏・長雨の影響を克服

日本経済は、2003年初め頃からイラク情勢の緊迫やSARSの影響等によって踊り場を迎えた。しかし、その影響は軽微にとどまり、5月以降の株価上昇などで実体経済も次第に明るさを増していた。懸念された冷夏・長雨の影響や、総報酬制への移行による夏のボーナス消費の落ち込みも乗り越えて、現状、景気は回復を続けている。

日経平均株価は4月末には7,600円台に下落したが、その後りそな銀行への公的資金注入が順調にいったことや米国の株価上昇、日本経済の回復期待から1万円台を回復した。株価の上昇は金融システム不安を軽減し、企業や消費者のマインド面の改善に寄与してきたと考えられる。失業率は高止まりしているが、2003年度初めまで減少を続けていた就業者数は下げ止まっており、所定外労働時間の増加などから減少を続けていた賃金が前年比で増加するなど、雇用・所得環境には改善の兆しが見える。回復の遅れていた鉱工業生産も、2003年4-6月期には0.7%の減少となったものの、7-9月期には前期比1.3%の増加となって回復を示した。

図表 - 1 鉱工業生産指数の推移



(資料) 経済産業省「鉱工業指数」

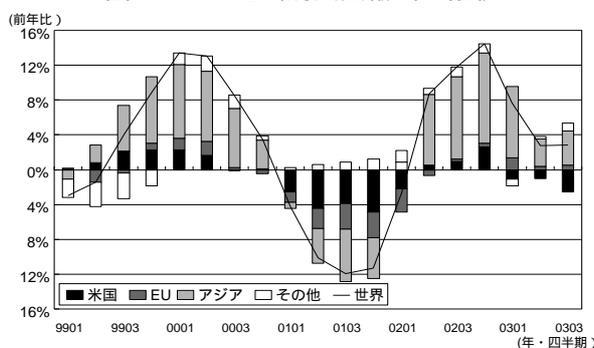
(2) 米国に牽引される世界経済

11月末に発表された米国の7-9月期の実質経済成長率は年率8.2%という異例の高水準となった。これをもたらしているのは大幅な減税と超低金利政策だ。その一方で大幅減税にイラクの復興費用がかさみ財政赤字は膨れ上がっており、低金利を利用した家計の借入れによって負債は9月末で1兆9,722億ドルにもものぼっているという問題も顕在化してきている。11月の非農業雇用者数は前月比57万人増となり、4ヵ月連続の増加となった。また、失業率は5.9%に低下するなど雇用情勢にも改善の動きが見られるが、これが所得の伸びにつながって持続的な成長に至るまで減税や低金利の効果が続くか不安が残る。

SARSなどの影響もあって4-6月期には伸びが一段と鈍化したアジア向けの輸出は、7-9月期に

は伸びが再び高まり、輸出全体でも伸びの回復に向かっている。日本からアジア向けの輸出が回復している反面、日本から直接米国へ向けた輸出は前年比ではむしろ減少傾向を続けている。このように、日本からアジアに向けた輸出が好調を続けているのは、アジア経済が米国向けの輸出増加によって好調を維持しているからであり、米国経済が世界経済を牽引しているという構図は変わっていない。しかし、このために米国の経常収支の赤字は拡大傾向を続けており、ドルの下落リスクも高まっている。

図表 - 2 地域別実質輸出の推移



(注) 実質輸出は輸出金額を輸出価格指数をもとに実質化したもの
(資料) 財務省「貿易統計」

2. 円高とその影響

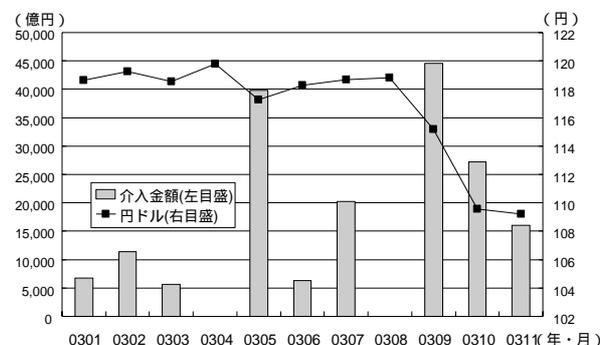
(1) 大規模介入

市場での円高圧力が続く中で、政府・日銀は大規模な円売り介入を続けてきた。この結果、今年に入ってから11月末までの円売り介入額は17兆円を超え、外貨準備は6,446億ドルにまで達している。過去の介入のための借入も合わせると、外国為替特別会計の2003年度予算における借入れ上限の79兆円に近づきつつある。このため日銀への外貨売却や、補正予算で借入限度額を引き上げる案が浮かんでいる。日本経済の回復が外需主導であり円高がさらに進めば、景気の回復シナリオが崩壊する危険性が高い。また、岩田日銀副総裁が述べているように、為替市場への介入と日銀による介入資金の供給は、経済

学者などから提案されている日銀による外貨建て資産の購入による資金供給と同じ効果を持っている。

したがって、為替レート安定のために日銀が外国為替特別会計の外貨を購入することや補正予算等での借入れ限度額の引き上げには、強い反対論は出てこないだろうと考えられる。しかし、政府や日銀が外貨建て資産を大量に保有することで為替レート変動による大規模な損失が発生するリスクは高まる。1990年代に入ってから介入で大幅な利益が出ているという研究もあるが、今後損失が出る恐れは否定できない。円安はデフレに悩む日本経済にとって望ましいとはいっても、介入によってそれを維持することはコストも覚悟しなくてはならないことも認識すべきである。海外からの批判という問題だけでなく、介入のためのコストという点からも、次第に大規模介入による円高の阻止は難しくなってきた。

図表 - 3 介入実績



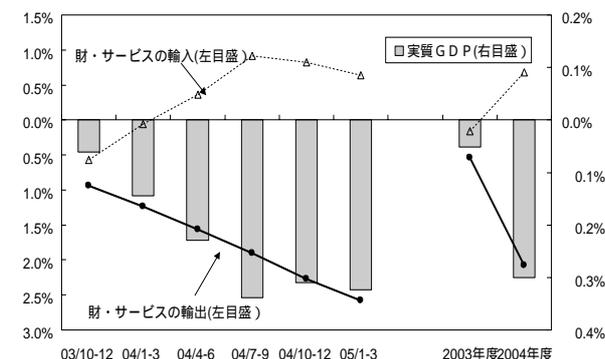
(資料) 財務省

現時点では、外為特会の借入限度額がネックになって既に介入が難しくなっているという状況にないのは確かだが、市場が政府の介入余力に疑念を抱けば一気に円高が進む恐れもある。介入の上限までにある程度の余裕を持たせる必要があることは確かであり、日銀の外貨買入が補正予算での借入限度額の引き上げか、あるいはその両方が行われる可能性が高いだろう。

(2) 円高の影響

9月にドバイで開催されたG7では、固定相場制や為替レート的人為的なコントロールを牽制する文言が盛り込まれた。これによって大規模な円売り介入の継続が難しくなるとの思惑から、円高が進み1ドル110円を割り込む円高となった。当研究所のマクロ経済モデルを使えば、2003年10-12月期以降円の高水準が10%円高にシフトした場合、円高が起こらなかった状態からの差は、2003年度中には実質GDPの押し下げ効果は小さいが、徐々に影響は拡大し2004年度には0.3%程度に拡大する。このため、このところの円高は2003年度の経済成長率への影響としては軽微だが、2004年度後半に向けて成長率が鈍化する原因の一つとなるだろう。

図表 - 4 為替円高(10%)の影響



(注) 03/10-12月期以降、円高が10%進行した場合のベースラインからの乖離幅。
実質GDPへの影響は、消費、設備投資等内需への波及効果を含む。

3. 2003年度の日本経済

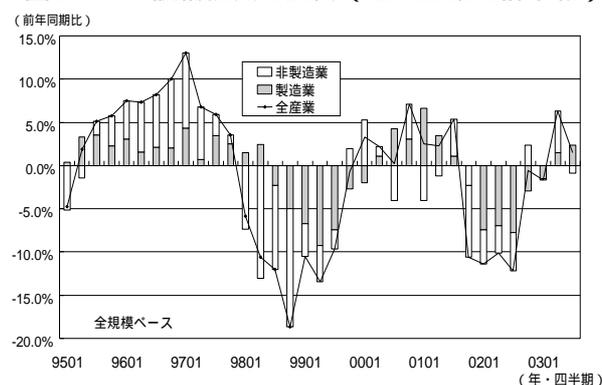
(1) 確報と7-9月期二次速報値

内閣府は12月4日に2002年度GDPの確報、9日には2003年7-9月期GDP第二次速報値(二次QE)を発表した。2002年度の名目成長率の変更は無かったものの、実質成長率は1.2%と0.4%ポイントの下方修正となり、GDPデフレーターの下落幅は0.5%ポイント縮小した。2003年7-9月期の実質成長率は前期比0.3%(年率1.4%)と第一次速報値から0.3%ポイントの下

方修正となった。7-9月期の実質成長率が下方修正されたのは、民間企業設備投資の伸びが一次速報値の前期比実質2.8%から0.5%へと大きく下方修正となったことが主因である。

これは12月4日に発表された7-9月期の法人企業統計で、設備投資が4-6月期の前年比6.4%の増加から0.4%へと増加幅が縮小したことを反映したものである。これによると製造業の設備投資(ソフトウェアを除く)は、4-6月期の前年比3.8%から7.7%へと伸びが高まったものの、非製造業は逆に4-6月期の7.7%の増加から3.1%の減少へと転じている。資本金規模で見ると、10億円以上では2.0%の増加となっているが、1~10億円規模では1.1%、1,000万~1億円では2.6%の減少であった。設備投資は、製造業では回復が明確となっているものの、非製造業は一進一退の動きとなっている。また企業規模別に見ると、大企業は回復傾向がはっきりしているが、中小企業は不振であるという構図は変わっていない。

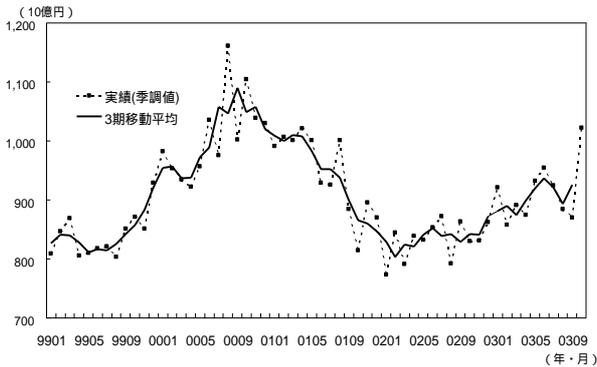
図表 - 5 設備投資の動向(法人企業統計季報)



(資料) 財務省「法人企業統計季報」

設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、10月は前月比17.4%の大幅な増加となり、前年同月比でも23.1%の高い伸びとなっている。このため2004年度に入ってもIT関連投資を中心に企業の設備投資の増加が続くと予想される。

図表 - 6 機械受注（民需：船舶・電力を除く）の推移



（資料）内閣府経済社会総合研究所

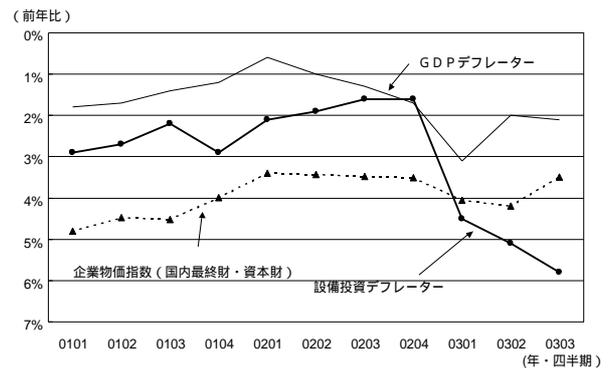
（2）デフレで高まる設備投資の伸び

7-9月期GDP第二次速報値（二次QE）では外需の実質GDPへの寄与度が4-6月期の0.3%に続いて7-9月期も0.2%となり、民間企業設備投資の伸びも4-6月期3.9%、7-9月期は0.5%と増加が続いている。この一方で、民間最終消費支出の伸びは4-6月期は0.1%、7-9月期は0.1%と減少に転じており、外需主導による企業の設備投資の回復が景気を支えているという構図となっている。企業が人件費コストの削減を図っていることから、雇業者報酬は低迷が続いており、7-9月期も名目で前期比2.2%の減少、実質でも1.9%の減少となっている。消費は低調とは言うものの、夏のボーナスの手取り額減少、冷夏・長雨の影響があったことや所得の低迷が続いているという悪条件の割には底堅く、消費者マインドの改善を反映したものと考えられる。

設備投資デフレーターは2003年に入ってから下落幅が急速に拡大しているため、名目金額の伸びに比べて実質の伸びが拡大する要因となっている。消費者物価指数がラスパイレスタイプであるために伸び率に上方バイアスがあるのとは逆に、GDPの推計に用いられるデフレーターはパーシェ型であるために伸び率には下方のバイアスがある。また、設備投資の推計に用いられている企業物価指数では品質調整方法が改善さ

れ、過去に利用されていた卸売物価指数に比べて品質や性能の向上をより正確に実質の伸びに計上できるようになっていること、基準年からの距離が離れてきたことなどが、設備投資デフレーターの下落幅を拡大させ実質の伸びを高めている要因として考えられる。今回の設備投資の拡大局面で、性能の向上が著しく、価格の下落幅の大きなIT関連投資が伸びていることで、こうした効果はさらに強まっている可能性が強く、景気回復力という観点からは実質成長率の伸びを割り引いて考える必要があるだろう。植田日銀政策委員は、政策委員の成長率見通しもこうしたバイアスを織り込んだものであると述べている。

図表 - 7 大幅な設備投資デフレーターの下落

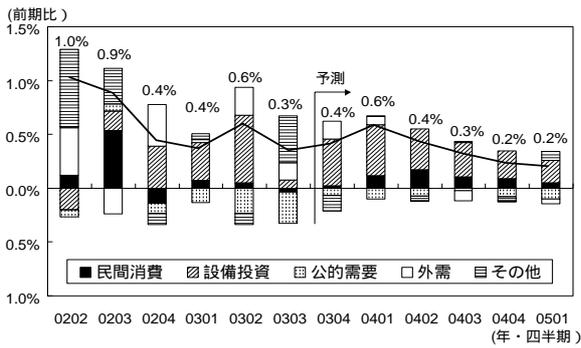


（資料）日本銀行「企業物価指数」、内閣府「四半期別GDP速報」

（3）2003年度は実質2.0%成長に

2003年10-12月期には、社会保険料が総報酬制に移行したことによるボーナス時の負担の増加から消費が横這いととまるものの、非製造業の低迷で7-9月期に低かった設備投資の伸びが高まるため、前期比実質0.4%の成長となるだろう。2002年度は外需主導の成長であったが、2003年度は設備投資の伸びによって民間需要の伸びが高まり、実質経済成長率は民需中心に2.0%になるだろう。しかし物価の下落基調は変わらず、デフレーターの下落が続くため、名目成長率は2003年度も実質経済成長率を下回り、0.2%とマイナスが続く見通しである。

図表 - 8 実質 GDP 成長率の推移 (四半期)



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」

4. 2004年度の日本経済

(1) 財政金融政策の行方

景気が回復基調にある中で、構造改革路線による公的需要の縮小が顕著である。公的固定資本形成は7-9月期も前期比実質 5.6%の大幅な減少となり、この1年半で15%も減少したことになる。公的固定資本形成の名目 GDP に占める割合は5%程度に低下していて公共投資の削減が景気に与えるマイナスの影響は小さくなっているということもあり、公共事業の削減の中でも景気の回復は続いている。公共事業の中でも更新投資の占める割合が上昇しており、今後の削減の余地は縮小していくだろう。

急速な円高や米国経済の急減速がなければ2004年度も景気回復が期待できるとはいうものの、最近の株式市場が調整色を強めているなど、金融市場を取り巻く環境は不安定である。景気が回復基調にあった中で急速な負担増と支出の削減を行ったことが97年度に景気の悪化を招いたということからすれば、来年度の負担増や歳出の減少の速度を緩やかなものにとどめておく必要があるだろう。

2004年度は、配偶者特別控除の廃止、下期には厚生年金保険料率の引き上げなどにより、約1兆円の家計の負担増加が予定されている。さらに2004年度の税制改正では、公的年金等控除

の縮小や住民税の均等割の増額など増税策が盛り込まれそうだ。今年度の改正による追加的な負担が実際に家計負担の増加となって表れるのは、公的年金等控除の縮小が2005年1月から、住民税の均等割は2005年6月以降であり、2004年度の見通しに与える影響はほとんどない。

これらの増税措置は、このまま景気の回復が2005年度まで続くという見通しの下に決められたものだが、本見通しでは円高、負担の増加、米国経済の拡大減速から、2004年度後半に向けて景気回復力は低下していくと見ている。このような見方の中では、負担の増加を行っても景気回復が続いていく状況にあるかどうかは微妙であり、経済の状況によっては負担増加時期の調整など柔軟な対応が必要である。

日銀は10月10日の金融政策決定会合で、日本銀行当座預金残高の目標値を「27~32兆円程度」に引き上げた。10月31日に発表された、経済・物価の将来展望とリスク評価では、前回(本年4月)の「経済・物価の将来展望とリスク評価」の標準シナリオと比べると、全体としてやや上振れて推移しているとされている。しかし政策委員の大勢見通しでは消費者物価指数(生鮮食品を除く)は2004年度も0.5~0.2%程度の下落となると見込まれており、デフレからの脱却によって量的緩和が解除される見通しは立たない。

本見通しでは2004年度も緩やかながら消費者物価は0.4%の下落が続くと予測しているが、景気が緩やかながら回復が続けると見られることから、緩和を強化する理由は見つけ難い。ただし、大規模な円売り介入が続くと当座預金残高がそれによって膨張を続け、これを追認する形で当座預金目標が引き上げられる可能性はあるだろう。

年初には0.9%弱だった長期金利(10年債利回

り)は、5月に入って0.43%にまで低下したが、6月半ばから急上昇し1%台半ばの水準で推移している。長期金利が0.4%台へと低下したことは行き過ぎで、現状は長期的な金利予想と整合的な水準に戻っただけであり、持続的に長期金利が上昇する局面に入った訳ではないと考えられる。日銀が量的金融緩和政策を弱めることは予想されないため、当面急速な長期金利の上昇は見込まれない。

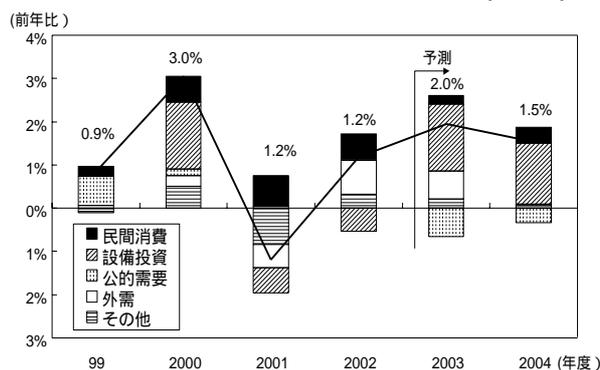
(2) 需要項目別の動き

就業者数が下げ止まりの動きを見せ、企業収益の改善からボーナスも下げ止まることなどから、雇用者報酬は増加しよう。個人への負担増が本見通しで想定した程度にとどまれば、可処分所得が微増となることが期待でき、消費は実質で0.7%の伸びとなるだろう。住宅投資は2003年度に駆け込み需要が発生したことや、世帯数の増加率低下などの構造的要因もあって、1.6%の減少となるだろう。

企業の経常利益は、2002、2003年度に比べれば伸びは鈍化するものの、2004年度も3.0%の増加となるだろう。こうした中で企業の設備投資は価格の下落もあって堅調を続け、8.3%の高い伸びを維持しよう。輸出は米国経済の成長が世界経済を牽引し、アジア向けや欧州向けを中心に6.5%の伸びを維持するものの、外需の寄与度は0.0%となるだろう。輸入の増加や円高の影響、米国経済の成長速度が次第に減速すると見られることなどから、2003年度の0.6%に比べれば外需の牽引力は低下しよう。

財政構造改革が地方、国ともに進められることから、政府消費は2003年度から横這いとなり、公的固定資本形成は6.9%の減少となると見込んだ。

図表 - 9 実質GDP成長率の推移(年度)



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

(3) 2004年度は実質1.5%に減速

米国経済は7-9月期の経済成長率が実質8.2%という異例の高成長となったことから、2003年は3.1%、2004年は4.2%という高成長となるだろう。このためアジア経済や欧州経済も輸出主導型の景気拡大が続くと見られ、日本からの輸出も堅調な伸びが期待できる。

年金保険料の引き上げや増税など1兆円程度の家計の負担増に、2003年9月以降の円高による影響が徐々に表れてくることや、四半期ごとの動きを見れば米国経済の成長率は4%近い高成長から2004年末には3%程度へと減速していくと見られることを考慮すれば、2004年度の後半には景気の拡大速度は鈍化していくものと考えられる。このため、2004年度の実質成長率は2003年度の2.0%から1.5%に低下するだろう。民間企業設備投資デフレーター下落が続くことなどによってGDPデフレーター下落は続き、名目成長率は実質成長率を下回り0.3%のマイナス成長と予測する。

為替レートの円高がさらに進んだり、減税や超低金利による米国経済の下支え効果が弱まったりする場合には、外需主導による設備投資の回復が雇用環境の改善につながって雇用者報酬も下げ止まり消費拡大をもたらす、というシナリオが崩れることになる。

経済構造の変化に伴って、従来は問題がなかった統計も現状の把握に支障をきたすことがある。GDPの民間企業設備投資デフレーターの下落幅が拡大していることもこの一例だろう。現在発表されているGDPは1995年基準であり、基準年次からすでに8年が経過しようとしている。かつてのように製品のサイクルが長かった時代には5年に一度の基準改定が行われれば、統計も経済構造の変化にかなり対応できて

いたであろう。しかし近年のように急速な変化が起こるようになれば、これでは統計が変化に追いつけなくなっている。米国のGDPのように連鎖方式を採用したり、GDPの基準改定に必要な諸統計の集計作業を迅速化することによって、基準改定時期を早期化するなど、経済構造の変化加速時代への対応が求められるだろう。

米国経済の見通し

	単位	2002年	2003年	2004年	2003年				2004年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	3.1	4.2	2.0	3.1	8.2	3.8	4.2	3.6	3.3	3.1
個人消費	"、%	3.4	3.1	3.6	2.5	3.3	6.4	2.0	3.8	3.3	3.1	3.0
設備投資	"、%	7.2	2.6	8.7	0.6	7.0	14.0	8.0	8.4	8.2	7.6	6.6
在庫投資	寄与度、%	0.4	0.1	0.3	0.7	0.2	0.2	0.8	0.4	0.3	0.3	0.2
純輸出	"、%	0.7	0.4	0.3	0.8	1.3	0.8	0.6	0.5	0.5	0.0	0.2
消費者物価	前年同期比、%	1.6	2.3	1.4	2.9	2.2	2.2	2.0	1.3	1.5	1.3	1.5
失業率	平均、%	5.8	6.0	5.8	5.8	6.2	6.1	6.0	5.9	5.8	5.7	5.7

米国主要金利の見通し

	単位	2002年	2003年	2004年	2003年				2004年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
FFレート誘導目標	期末%	1.25	1.00	1.00	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
国債10年金利	平均%	4.6	4.0	4.0	3.9	3.6	4.2	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0

ユーロ圏経済の見通し

	単位	2002年	2003年	2004年	2003年				2004年				
		(実)	(実)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
					(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	0.9	0.5	1.9	0.7	0.1	0.3	0.7	1.3	1.9	2.1	2.2	
内需	寄与度%	0.2	0.5	1.2	1.2	0.9	0.1	0.1	0.0	0.6	1.8	2.2	
	民間最終消費支出	前年比%	0.1	1.1	1.6	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7	1.3	2.0	2.3
	固定資本形成	"	2.9	1.8	1.5	2.3	1.3	1.9	1.6	0.1	1.2	2.3	2.5
外需	寄与度%	0.6	0.1	0.7	0.5	0.8	0.1	0.9	1.3	1.3	0.3	0.0	
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.3	2.0	1.9	2.3	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9	1.8	1.8	
失業率	平均%	8.4	8.8	8.6	8.7	8.8	8.8	8.8	8.7	8.7	8.6	8.6	
ECB市場介入金利	期末%	2.75	2.00	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	

日本経済の見通し

(単位、%)

	2002年度 実績	2003年度 予測	2004年度 予測	2003/4-6 実績	7-9 実績	10-12 予測	2004/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2005/1-3 予測
実質GDP	1.2	2.0	1.5	0.6	0.3	0.4	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2
内需寄与度	(0.4)	(1.3)	(1.5)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.2)
内、民需	(0.4)	(2.0)	(1.8)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)
内、公需	(0.0)	(0.7)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
外需寄与度	(0.8)	(0.6)	(0.0)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
民間最終消費支出	1.0	0.4	0.7	0.1	0.1	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1
民間住宅投資	2.1	0.2	1.6	0.0	3.1	1.9	0.9	1.3	0.2	0.7	1.1
民間企業設備投資	3.3	9.9	8.3	3.9	0.5	2.6	2.8	2.2	1.8	1.4	1.1
政府最終消費支出	2.1	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	0.4	0.0	0.3
公的固定資本形成	5.0	11.4	6.9	3.9	5.6	0.3	0.9	2.3	2.0	1.6	1.2
輸出	12.0	8.8	6.5	1.3	3.0	3.1	2.1	1.2	1.0	0.8	0.6
輸入	5.5	4.2	8.4	1.1	2.2	2.4	2.1	2.1	2.3	1.4	1.3
名目GDP	0.7	0.2	0.3	0.3	0.1	0.5	0.1	0.4	0.1	0.3	0.5

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

<主要経済指標>

(単位、%)

	2002年度	2003年度	2004年度	2003/4-6	7-9	10-12	2004/1-3	4-6	7-9	10-12	2005/1-3
鉱工業生産(前期比)	2.8	3.3	5.4	0.7	1.3	3.2	2.1	1.0	0.7	0.5	0.2
国内企業物価(前年比)	1.6	0.8	1.2	1.0	0.7	0.5	0.9	1.3	1.4	1.2	1.1
消費者物価(前年比)	0.6	0.1	0.4	0.3	0.2	0.0	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
消費者物価(生鮮食品除き)	0.8	0.1	0.4	0.4	0.1	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4
経常収支(兆円)	13.4	16.3	14.1	15.8	17.7	15.6	16.1	15.6	14.4	13.3	12.9
(名目GDP比)	(2.8)	(3.3)	(2.8)	(3.2)	(3.6)	(3.2)	(3.3)	(3.1)	(2.9)	(2.7)	(2.6)
失業率(%)	5.4	5.1	4.9	5.4	5.2	5.1	4.9	4.8	4.8	4.9	5.0
住宅着工戸数(万戸)	115	114	110	120	112	113	112	111	111	110	108
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.1	1.1	1.3	0.6	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
為替(円/ドル)	122	113	106	118	118	109	107	106	106	105	105
原油価格(ドル/バレル)	27	29	26	29	29	30	29	27	26	26	26
経常利益(前年比)	7.2	9.3	3.0	13.6	9.4	8.1	7.3	4.4	3.9	2.5	1.6

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(日本経済担当)					
シニアエコノミスト	齋藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3597-8416	tsaito@nli-research.co.jp	
研究員	篠原 哲	(しのはら さとし)	(03) 3597-8046	shino@nli-research.co.jp	
(金融・為替担当)					
シニアエコノミスト	熊谷 潤一	(くまがい じゅんいち)	(03) 3597-8448	kumagai@nli-research.co.jp	
(米国経済担当)					
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すずむ)	(03) 3597-8433	doihara@nli-research.co.jp	
(欧州経済担当)					
主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3597-8538	ito@nli-research.co.jp	