

REPORT I

2004・2005年度経済見通し

- 後期に入る景気回復 -

経済調査部門 櫛 浩一
haji@nli-research.co.jp

1. 2003年度は実質3.2%成長

(1) 回復する内需

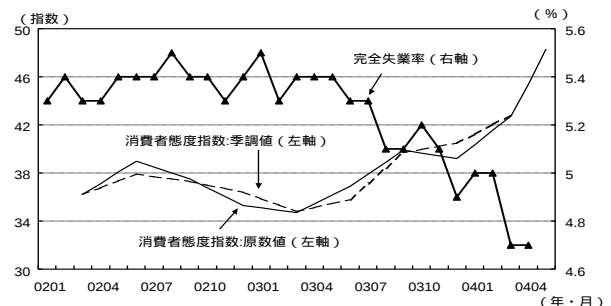
2002年初めから回復を始めた日本経済は、2003年に入ると一時的な踊り場を迎えたが、外部環境の好調に支えられて景気は再び回復を続けている。1-3月期の日本の実質経済成長率は、前期比1.5%（年率6.1%）となり、2003年度は3.2%の高成長となった。GDPデフレーターの下落は続いているものの、2001、2002年度と続けてマイナスとなった名目経済成長率も、2003年度は0.7%のプラス成長となった。2002年度は実質成長率1.1%のうちで、外需の寄与度が0.8%と外需主導の景気回復が鮮明だった。しかし2003年度は、実質経済成長率に対する外需の寄与度が0.8%に対して民需の寄与度は2.9%であり、外需だけでなく民需回復へとつながってきている（後掲表「日本経済の見通し」参照）。

輸出の伸びを背景に、製造業を中心とした設備投資の増加が続いている。2003年度の民間企業設備投資は、実質12.0%の高い伸びとなった。設備投資の中心が価格低下の著しい情報関連投資であることなどから、設備投資デフレーターは大幅な下落を続け、2003年度は▲5.3%となっ

て実質の伸びを押し上げている。2002年度については、速報から確報への変更時に設備投資デフレーターの下落幅が大幅に縮小しており、2003年度についても最終的には設備投資デフレーターの下落幅が縮小する可能性があることには留意する必要があるだろう。設備投資の名目の伸びは6.1%で実質の伸びに比べればマイルドなものにとどまっている。

消費も2002年度の実質1.0%増から2003年度は1.4%増へと伸びが高まっている。2003年度の雇用者報酬は、名目で▲1.0%の減少となっている中で、家計消費支出は名目では▲0.1%の減少にとどまっており、所得の低迷に比べ消費は堅調である。

図表 - 1 失業率の低下と消費者マインドの改善



(資料) 内閣府、総務省

この原因は雇用情勢の改善にある。2003年度の失業率は5.1%となり、前年度に比べて0.3%低下した。就業者のうち雇用者は5,340万人で前

年度に比べ11万人の増加、完全失業者数は342万人と、前年度に比べ18万人の減少となった。人口構造の変化によって労働力人口が2000年度以降減少を続ける中で、就業者数は6年ぶりに増加し6,320万人と前年度比2万人の増加となった。求職理由別の失業者数を見ても、自発的な失業者は高水準を続けているが、勤め先や事業の都合による失業者数が減少し、非自発的な離職による失業者数が前年度に比べて減少した。

失業率が前年度に比べて低下したのは、1990年度以来のことで、バブル崩壊後上昇基調が続いてきた失業率が低下したことは、雇用情勢の改善を感じさせる要因となり、消費者マインドに好影響を与え消費の伸びを支えていると考えられる。

(2) デフレ圧力の低下

5月(速報)の国内企業物価指数は前年同月比で1.1%上昇した。3年8カ月ぶりにプラスを記録した3月以降、3カ月連続の上昇で、デフレ圧力の低下が見られる。中国などの海外需要が旺盛で、鉄鋼が前年同月比12.8%、非鉄金属が14.6%上昇するなど素材関連の上昇が目立つ。

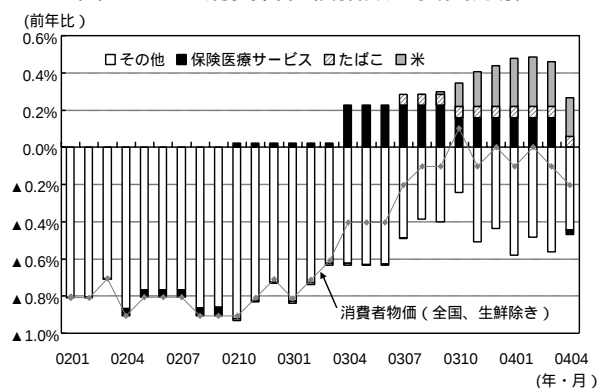
消費者物価は2003年度には前年比がほぼゼロという状況まで下落幅が縮小していた。これは、医療費負担の引き上げ、たばこ・発泡酒の増税、冷夏による米価の上昇など、特殊要因による押し上げ効果があったためで、2004年度にはこのような特殊要因による押し上げ効果は剥落する。

4月の消費者物価指数(全国・生鮮食品除き)は前年比▲0.2%となり3月の▲0.1%から下落幅が拡大した。昨年度は医療保険の自己負担分の増加が約0.2%消費者物価を押し上げる要因となっており、これが剥落したことが下落幅の拡大要因である。

しかし、特殊要因を除いて消費者物価の動き

を見れば足元では▲0.5%前後となっており、2002年中に前年比で▲1%程度の下落であった状態からデフレ圧力が低下していることは明らかである。

図表 - 2 消費者物価指数の要因分解



(資料) 総務省統計局「消費者物価指数」

消費者物価を財とサービスに分けて見れば、もともと財の価格は下落気味であった。消費者物価が明確に下落するようになった原因は、上昇が続いてきたサービス価格が98年末頃から上昇しなくなったことである。消費者物価が安定的に対前年比でプラスを維持するためには、サービス価格が上昇することが必要な条件であろう。サービス価格は人件費に依存する部分が大きく、労働力需給が緩和している中で企業が人件費の抑制を進めたことがサービス価格の下落の大きな要因である。しかし、バブル崩壊後に上昇を続けてきた失業率は4月には4.7%にまで低下しており、雇用市場の需給改善の動きも見えるようになった。

デフレからの脱却が実現するためには、賃金が上昇しサービス価格が安定的に上昇するとともに、家計所得が増加して消費の持続的な拡大が実現することが大きな課題である。

当見通しでは海外経済の減速などから景気が後退に向かう可能性が高く、消費の持続的な拡大も難しいと見ており、このまま景気回復が続くデフレからの脱却が実現することは難しいと

考えられる。しかし、高齢化が進み労働力人口が減少が続いている中では、雇用環境の改善が進みやすく賃金の上昇に結びつきやすくなる。特に、団塊の世代が大量に定年を迎える2007年頃以降は急速に労働力の需給が改善する可能性が高く、次の景気回復局面では条件がさらに整い、デフレ脱却が実現する可能性が高い。

2. 高い海外経済のリスク

(1) 米国経済の減速

米国経済は、2003年7-9月期に実質年率8.2%という高い成長を記録した後も、4%程度の成長が続けている。設備投資が高い伸びを示しているほか、減税の効果を背景に消費も堅調である。雇用の改善の遅れが消費拡大の制約要因と考えられてきたが、失業率の低下など改善の動きも見られるようになった。しかし、今後は減税の効果が次第に低下することや、長期金利の上昇によって住宅ローンの借り換えによる負担の軽減が見込めなくなるなど、これまで消費を支えていた要因も剥落する。このため、急速な成長率の低下は見込まれないものの、徐々に成長率が低下していくことは避けられないだろう。

デフレ懸念の後退から米国では早期利上げの思惑が強まり、長期金利が大きく上昇した。米国経済のデフレリスクが低下したこと自体は明るい材料だが、長期金利の上昇は米国の株価を不安定にしている。長期金利がさらに上昇して米国の株価が下落し、それが日本や欧州市場、アジア市場に波及することによって、日本の景気を下押しする要因となる恐れもあるだろう。

(2) 中国の景気過熱

中国の経済成長率も高い伸びが続いている。このまま急速な投資の拡大による高成長が続けば、企業の生産能力の過剰が発生する恐れもあ

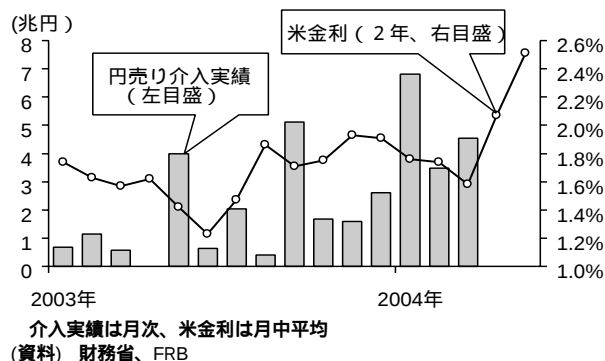
る。これまで黒字を続けてきた中国の貿易収支は、1-3月期には輸入の拡大によって赤字になっている。香港との貿易関係があることなどから、これは元の切り上げが必要なくなっていることを意味するものではないが、中国経済の加熱を示唆するものと言えるだろう。中国政府は金融の引き締めによって投資の抑制を図っているが、景気の冷やし過ぎ（オーバー・キル）に至らずに景気の過熱を防止し、経済の軟着陸に成功するかどうかは予断を許さない。高度成長期の日本経済やかつての韓国経済のように、景気後退に陥っても自律的な景気回復力は旺盛であるが、それでも軟着陸に失敗して一定期間の調整を免れない恐れが大きい。こうした場合には、これまで日本の輸出増加の大きな要因となってきた中国向け輸出が鈍化することになる。

(3) 双子の赤字と円高のリスク

2003年秋ごろから続いた円高・ドル安の動きは、当初は日本政府の大規模な円売り介入によってようやく抑えられていた状況であった。しかし3月中旬以降政府が大規模な介入を止めた後は、米国景気の回復期待による米国の金利上昇などを背景に止まっている。

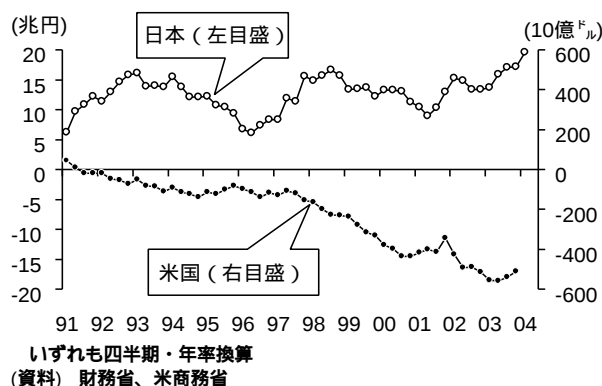
しかし、日本の大幅な経常収支の黒字と米国の双子の赤字という構造は依然残っており、問題は改善されていない。このまま米国景気の拡大が続けば輸入の拡大が止まらず、米国の国際収支の赤字はなかなか縮小しない。また、景気拡大による税収の増加は見込まれるものの、政策的な減税とイラクやアフガニスタンなどでの軍事行動のための国防支出の膨張により拡大した財政赤字を長期的に維持可能な水準に低下させるには、大幅な歳出の削減や増税が必要となる可能性が高い。

図表 - 3 日本の介入実績と米金利



2003年度の日本の経常収支黒字は17兆2,667億円となり、1998年度の15兆1,912億円を上回り5年ぶりに過去最高額を更新した。アジア向けを中心に輸出が拡大したことが主因であるが、1-3月期の経常収支黒字の名目GDP比は3.9%に達しており、円高の圧力は依然として大きなものがある。

図表 - 4 日米経常収支



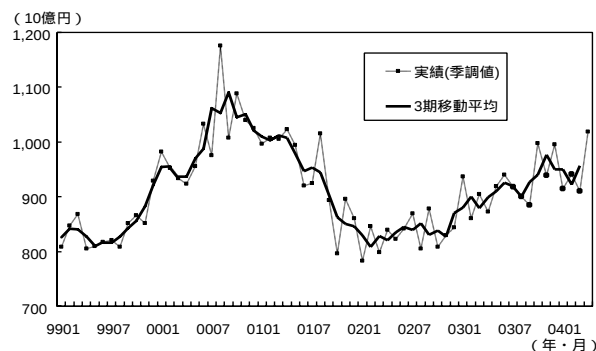
3. 2004・2005年度の日本経済

(1) 2004年度は3.0%成長に

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、4月は前月比11.8%の大幅な増加となり、前年同月比でも16.9%の増加となっている。特に製造業からの受注額は、前月比30.6%、前年同月比45.8%の増加という高い伸びとなっている。1-3月期の受注額(船舶・電力を除く民需)は前期比▲5.6%の減少で4-6月期の

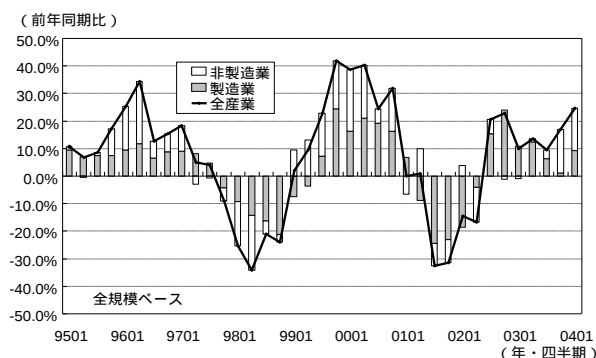
受注見通しも前期比▲3.2%の減少見込みとなっていたため、設備投資の先行きにやや不安も見えた。しかし、4月の受注額が大幅な増加となったことでこうした懸念は弱まったと言える。

図表 - 5 機械受注（船舶・電力を除く民需）の推移



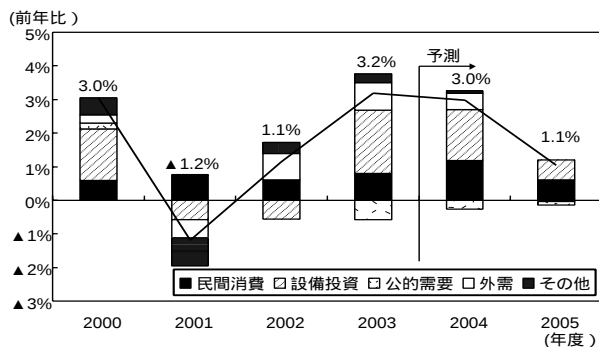
1-3月期の法人企業統計季報では、全産業の売上高が前年同期比2.4%の増加、経常利益は24.6%増、設備投資額も10.2%増と企業部門の好調さが見える内容となっている。10-12月期には非製造業の経常利益が29.4%の増加となった反面、製造業では7-9月期の16.3%増から2.4%増へと増益の速度が大きく鈍化した。人件費の削減などのリストラ効果の一巡や、円高の影響や素材、原料価格上昇の影響が懸念された。しかし、売上高の伸びが続き、鈍化傾向が見えた製造業の経常利益の増加も勢いを取り戻し、利益の増加が非製造業にも広まってきたことから、当面設備投資の増勢が続くと予想される。

図表 - 6 経常利益の動向



2004年度は、景気の回復によって輸入の伸びが高まるものの輸出の伸びに支えられて外需の寄与度が0.5%となり、大企業製造業を中心とする輸出関連企業の設備投資の伸びから設備投資の伸びは実質9.0%の増加となるだろう。景気の回復に伴い雇用者数の増加も加わって雇用者報酬の伸びが、2003年度の▲1.0%の減少から2004年度は0.9%の増加に転じることなどから、可処分所得の伸びがマイナスからプラスとなり、消費は実質2.2%の増加となると見込まれる。実質経済成長率は3.0%成長となるだろう。設備投資デフレーター下落が続いているために、名目成長率は実質を大きく下回ってはいるものの、GDPデフレーター下落幅は縮小し、名目成長率は2004年度は1.3%となるだろう。2003年度の失業率はバブル崩壊後13年ぶりに低下したが、2004年度はさらに4.7%に低下するだろう。

図表 - 7 実質GDP成長率の推移



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

(2) 2005年度は景気後退

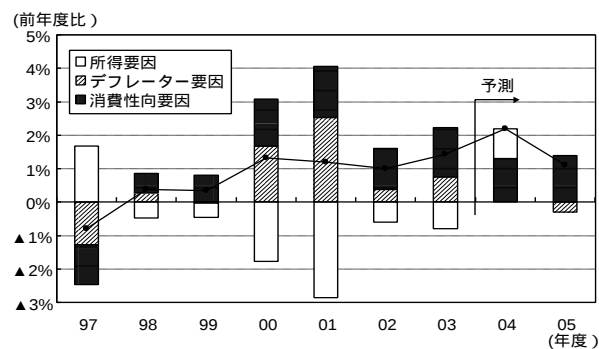
消費の伸びの持続力には、かなりの懸念がある。今回の景気回復では、雇用者所得が減少傾向を続ける中で、失業率の低下など雇用環境の変化を反映した消費者マインドの改善による消費性向の上昇に支えられて、消費の回復が続いてきた。しかし、こうした状況が2年ほども続いており、今後さらに消費性向が上昇して消費の拡大をもたらすことは期待し難い。これから

も消費の拡大が続くかどうかは、家計所得が順調に増加するかどうかにかかっているからだ。

企業収益の増加によってボーナスの伸びが期待された2003年度は夏のボーナスは前年比で増加となったが、冬のボーナスは▲1.3%の減少となった。2004年度は企業収益の増加や雇用情勢の改善から賃金の伸びは高まるが、過去の景気回復期に比べれば伸びははるかに低く、企業の賃金抑制姿勢は明らかである。さらに、介護保険の保険料の増加、10月からは厚生年金保険料が毎年引き上げられることに加えて、配偶者特別控除の廃止による税負担の増加が2004年末には明確になるなどの負担増から、可処分所得の伸びは限られる。

1998年度以降可処分所得が減少を続ける中で、消費性向はほぼ一貫して消費の押し上げ要因として働いてきた。高齢化の進展によって人口構造要因から消費性向が上昇傾向をたどるといふ長期的な要因はあるものの、公的な老後保障に代わる自助努力の必要性も高まっており、短期的には消費性向がさらに上昇して消費を支えることは難しいだろう。2004、2005年度には消費性向の上昇による消費の押し上げ効果が縮小して、2005年度には消費の伸びの鈍化が見込まれる。

図表 - 8 実質家計消費支出の増加要因

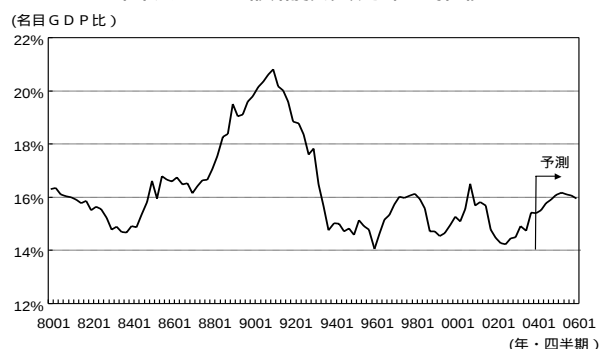


(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」

また2002年初めに始まった景気回復が途中で踊り場はあったものの、2005年に入ると4年目に入ることも景気回復力の低下要因となるだろう。例えば1980年以降では名目GDPに占める設備投資の割合は、1980年代後半のバブル期に20%を超えたのを除けば、16%程度の水準がピークとなって調整局面に入っている。今回の回復局面では2002年7-9月期の14.2%をボトムに上昇してきたが、このまま景気回復が続き設備投資の伸びが続くと、2005年初めにはこの水準を上回るようになるため、設備投資の伸びは鈍化し調整が起こる可能性がある。

米国経済と中国経済の減速による外需の鈍化、設備投資の循環的な調整、消費の伸びの低下によって、2005年度には日本経済は景気後退に入る可能性が高い。2005年度半ばには鉱工業生産の停滞や失業率の上昇などが見られるようになり、四半期ベースの実質経済成長率は前期比でマイナスとなる局面が出てくるだろう。

図表 - 9 設備投資比率の推移



(3) 後退でも長期金利は大きく低下せず

本見通しでは、2004年度は景気回復から消費者物価（生鮮食品を除く総合）は0.0%とほぼ横這いとなると予測している。4月に日銀が発表した「経済・物価情勢の展望」では、0.5%の上昇を予想した審議委員が一人いたものの大勢見通しでは▲0.2%～▲0.1%と下落が続くとい

うものとなった。しかし、このまま景気回復が続けば2004年度の消費者物価が前年度比では横這いとなるだけでなく、2005年度の見通しが加わる10月の展望では、消費者物価上昇率の大勢見通しがプラスのレンジにかかるようになる可能性が高い。この場合には、いわゆる「時間軸効果」が弱まり、長期金利が急上昇する恐れが高まる。日銀は、消費者物価指数の前年比上昇率が基調的にゼロ%以上で先行き再びマイナスとなると見込まれない、などとされている量的緩和政策解除の条件について、例えば「上昇率が1%以上」などというような、より厳しいものとすることや、中原委員が既に示唆しているように「望ましい物価上昇率の水準」を明示するなどの対応を取る可能性が高い。これによって量的緩和政策の解除時期がまだ先であることを示し、長期金利の急上昇や乱高下を防ごうとするだろう。

2005年度に景気が調整局面入りするという本見通しの下では、2005年度の消費者物価は▲0.1%となり、量的緩和政策の解除時期はさらに先のこととなる。バブル崩壊後の景気後退では、実質成長率は、93年度▲1.0%、98年度▲1.0%、2001年度▲1.2%とマイナス成長に陥っている。しかし、景気後退に陥っても2005年度の実質経済成長率は1.1%、名目成長率も前年度比でほぼ横這いの▲0.1%と、バブル崩壊後としては小幅な調整にとどまる。また、高齢化による労働力人口の減少によって日本経済の供給力の伸びは低下し、1%程度の経済成長でも需給ギャップが大きく拡大することはないと考えられるため、消費者物価の下落が2001年から2002年にかけてのように大きく拡大することもないだろう。

2006年度以降の次の景気回復局面ではデフレからの脱却が実現する可能性が高く、バブル崩

壊後長期に続いてきた超低金利局面からの出口
が見えるところまで来たと見られるため、2005
年度に長期金利が大きく下落することはないと
見込まれる。

米国経済の見通し

		2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.1	4.7	3.5	4.4	4.6	4.0	3.8	3.2	3.4	3.1	3.0
個人消費	"、%	3.1	4.0	3.1	3.9	3.9	3.6	3.0	3.0	3.1	2.9	2.9
設備投資	"、%	3.0	9.5	7.6	5.8	9.9	10.4	12.7	1.0	9.9	7.3	7.0
在庫投資	寄与度、%	▲ 0.1	0.3	0.1	0.8	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	▲ 0.0
純輸出	"、%	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.3	▲ 0.2	0.0	0.0
消費者物価	前年同期比、%	2.3	2.4	1.8	1.8	2.7	2.4	2.6	2.1	1.6	1.7	1.9
失業率	平均、%	6.0	5.5	5.4	5.6	5.6	5.5	5.4	5.4	5.4	5.3	5.3

ユーロ圏経済の見通し

	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	0.5	2.0	2.3	1.3	2.0	2.2	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
内需	寄与度%	1.2	1.6	2.1	1.0	1.5	2.1	1.9	2.2	2.2	2.1	2.0
民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.6	2.2	0.7	1.4	1.9	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1
固定資本形成	"	▲ 0.8	1.1	2.4	0.2	1.0	1.6	1.7	2.4	2.5	2.5	2.4
外需	寄与度%	▲ 0.8	0.4	0.2	0.3	0.5	0.1	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.1	2.0	1.9	1.7	2.3	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
失業率	平均%	8.9	8.9	8.7	8.9	9.0	8.9	8.9	8.8	8.7	8.7	8.7
ECB市場介入金利	期末値%	2.00	2.25	2.50	2.00	2.00	2.00	2.25	2.25	2.50	2.50	2.50

米国金融と為替の見通し

	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
FFレート誘導目標	期末(%)	1.00	2.00	2.50	1.00	1.25	1.50	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50
国債10年金利	平均(%)	4.0	4.6	5.0	4.0	4.6	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1	5.0
円/ドル	平均(\$1:円)	116	109	106	107	110	110	109	108	107	106	106
ドル/ユーロ	平均(1:ユーロ)	1.13	1.22	1.23	1.25	1.21	1.21	1.22	1.22	1.23	1.23	1.23

日本経済の見通し

(単位、%)

	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測	2004/4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2005/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2006/1-3 予測
実質GDP	3.2	3.0	1.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	▲0.0	0.1	▲0.2
				1.1	1.6	1.4	1.4	2.2	▲0.1	0.4	▲0.8
				4.3	4.1	2.4	1.3	1.7	1.2	0.9	0.4
内需寄与度	(2.4)	(2.5)	(1.1)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.2)
内、民需	(2.9)	(2.8)	(1.1)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.2)
内、公需	(▲0.6)	(▲0.3)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)
外需寄与度	(0.8)	(0.5)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)
民間最終消費支出	1.4	2.2	1.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1
民間住宅投資	0.3	1.2	▲0.4	0.8	▲0.7	1.1	▲1.2	0.5	▲0.5	0.1	▲0.2
民間企業設備投資	12.0	9.0	3.2	1.3	2.0	1.9	1.5	1.2	▲0.7	0.2	▲0.6
政府最終消費支出	0.9	1.0	1.0	▲0.0	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4	0.1
公的固定資本形成	▲12.1	▲8.4	▲4.1	▲1.3	▲2.8	▲1.7	▲1.5	▲0.7	▲0.7	▲0.7	▲0.5
輸出	10.9	10.1	3.3	1.8	1.2	1.1	1.0	0.4	0.9	0.8	0.7
輸入	4.8	8.5	4.9	1.0	1.9	2.5	2.1	0.4	0.6	0.9	0.9
名目GDP	0.7	1.3	▲0.1	0.2	0.3	▲0.2	▲0.4	0.6	▲0.1	▲0.5	▲0.7

(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、%)

	2003年度	2004年度	2005年度	2004/4-6	7-9	10-12	2005/1-3	4-6	7-9	10-12	2006/1-3
鉱工業生産(前期比)	3.5	6.4	0.8	2.9	0.4	0.7	0.8	0.3	▲0.4	▲0.1	▲0.6
国内企業物価(前年比)	▲0.5	0.9	▲0.5	0.8	0.8	1.1	1.0	0.5	0.1	▲0.6	▲1.9
消費者物価(前年比)	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.2
消費者物価(生鮮食品除き)	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.2
経常収支(兆円)	17.3	17.3	15.9	18.5	17.2	17.1	16.5	16.4	15.6	15.6	16.1
(名目GDP比)	(3.4)	(3.4)	(3.1)	(3.7)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.2)
失業率(%)	5.1	4.7	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.7	4.8	4.9
住宅着工戸数(万戸)	117	117	116	118	117	117	116	116	116	116	115
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.1	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
為替(円/ドル)	113	109	106	110	110	109	108	107	106	106	106
原油価格(ドル/バレル)	30	36	33	39	37	35	34	33	33	33	33
経常利益(前年比)	16.9	6.3	▲0.5	10.4	7.6	5.9	2.9	1.9	0.5	▲1.5	▲1.9

(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	斎藤 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)			
主任研究員	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