

2011年2月15日
株式会社三菱総合研究所

2010～2012年度の内外景気見通し

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長 大森京太 東京都千代田区永田町二丁目10番3号)は、2010年10-12月期GDP速報の発表を受け、2010～12年度の内外景気に関する予測を発表致しました。

日本経済は緩やかな回復軌道へ

実質成長率予測は2010年度+3.0%、2011年度+1.2%、2012年度+1.8%
(前回予測値(12月9日):10年度+3.1%、11年度+1.0%)

日本経済

- 日本経済は、①政策効果の逓減、②海外経済の減速による輸出の鈍化、③既往の円高などを背景に、10年10-12月にかけて踊り場入りした。もっとも、海外経済は、ここへきて再び回復テンポを高めつつある。このため、日本経済も輸出の持ち直しに支えられ、徐々に回復軌道へ復していくと予想する。
- ただし、11年4-6月期までは、政策効果の剥落から消費が減少を続ける可能性があり、実質GDP成長率は小幅プラスに止まることが見込まれる。11年後半から12年度にかけては、海外経済が堅調を持続する中、国内では設備投資が本格的に回復し始め、所得環境も緩やかな改善傾向を辿るとみられることから、自律的な回復力を高めていくと予想する。

海外経済

- 米国経済は、株価上昇や減税法成立を受けて、家計、企業のマインド改善が顕著となっており、前回予測時よりも回復テンポが速まっている。
- 欧州経済は、ドイツを中心に輸出が緩やかに回復する一方、各国の緊縮財政政策が下押し圧力となるため、全体では低成長に止まる見込み。
- 新興国経済は、足元、前回予測を上回るペースで拡大しているが、アジア各国では、インフレ圧力の高まりを受けた一段の金融引き締めや、中国の資産価格抑制に向けた政策対応等により、今後、拡大テンポは緩やかに鈍化すると予想する。ブラジルは、インフレリスクが残る中、金融引き締め政策の継続により、成長ペースは11年に鈍化するが、12年にはやや持ち直す見込み。

図表 2010-2012年度の実質経済成長率(日本)の展望 (単位:%)

項目	2009年度		2010年度		2011年度		2012年度	
	実績		予測		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	▲ 2.4	***	3.0	***	1.2	***	1.8	***
内需	▲ 2.7	▲ 2.7	2.2	1.7	0.7	0.7	1.5	1.4
民間	▲ 5.0	▲ 3.9	3.0	1.8	1.1	0.8	1.8	1.3
民間最終消費支出	0.0	0.0	1.3	0.8	▲ 0.1	▲ 0.1	1.2	0.7
民間住宅投資	▲ 18.2	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.0	5.0	0.1	3.1	0.1
民間企業設備投資	▲ 13.6	▲ 2.1	5.5	0.7	4.2	0.6	3.9	0.5
民間在庫投資	***	▲ 1.1	***	0.5	***	0.1	***	0.0
公需	5.2	1.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.4	0.1
政府最終消費支出	3.4	0.6	1.9	0.4	1.1	0.2	1.0	0.2
公的固定資本形成	14.2	0.6	▲ 9.4	▲ 0.4	▲ 8.6	▲ 0.3	▲ 3.2	▲ 0.1
外需(純輸出)	***	0.3	***	1.3	***	0.5	***	0.4
輸出	▲ 9.6	▲ 1.5	17.6	2.4	7.2	1.1	5.5	0.9
輸入	▲ 11.0	1.8	10.9	▲ 1.1	5.9	▲ 0.6	4.4	▲ 0.5
名目GDP	▲ 3.7	***	0.9	***	0.6	***	1.8	***

資料:内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

総括—世界経済の回復が明確になる中、日本経済も回復軌道へ

世界経済は、10年半ばからやや減速していたが、ここへきて再び回復テンポを高めつつある。とくに米国経済は、昨年夏場以降の金融緩和期待を背景とした株価の上昇や、年末の減税法成立を受けて、家計、企業のマインド改善が顕著となっており、前回予測時よりも回復テンポが速まっている。また、新興国経済も、中国を中心に在庫調整が進捗し、拡大モメンタムは強い。もっとも、米国については、バランスシート調整や雇用の改善の遅れが、回復力の重石となるとの見方は変えていない。また、新興国についても、インフレ懸念が強まる中、金融引き締めスタンスが継続されるとみられ、成長率は先行き緩やかに鈍化すると予想は維持する。

こうした中、日本経済は徐々に踊り場から脱却し、回復軌道に復していくとみられる。10年10-12月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、エコカー補助金終了による反動減などから、消費が前期比▲0.7%と減少し、実質GDP成長率も5四半期振りにマイナス（前期比年率▲1.1%）となった。先行きは、輸出の持ち直しに支えられ、回復に向かうとみられるが、11年4-6月期までは、消費が政策効果の剥落から前期比減少を続ける可能性があり、実質GDP成長率は小幅プラスに止まると予想する。11年後半から12年度にかけては、海外経済が堅調を継続する中、国内では設備投資が本格的に回復し始め、所得環境も緩やかな改善傾向を辿るとみられることから、自律的な回復力を高めると予想する。

以上を踏まえ、日本の実質GDP成長率の予測値については、10年度+3.0%（前回予測+3.1%）、11年度+1.2%（同+1.0%）、12年度+1.8%と、海外経済が前回予想よりも速いテンポで回復していることを反映し、11年度の見通しを前回予測（12月9日）から上方修正した。

明るい兆しがみられる一方、リスクも蓄積

上記のとおり、世界経済、日本経済ともに、回復に向けて明るい兆しがみられている。もっとも、金融市場では、回復期待が高まる一方で、先行き実体経済に負の影響を与えかねないリスクも蓄積しつつある点には、注意が必要である。

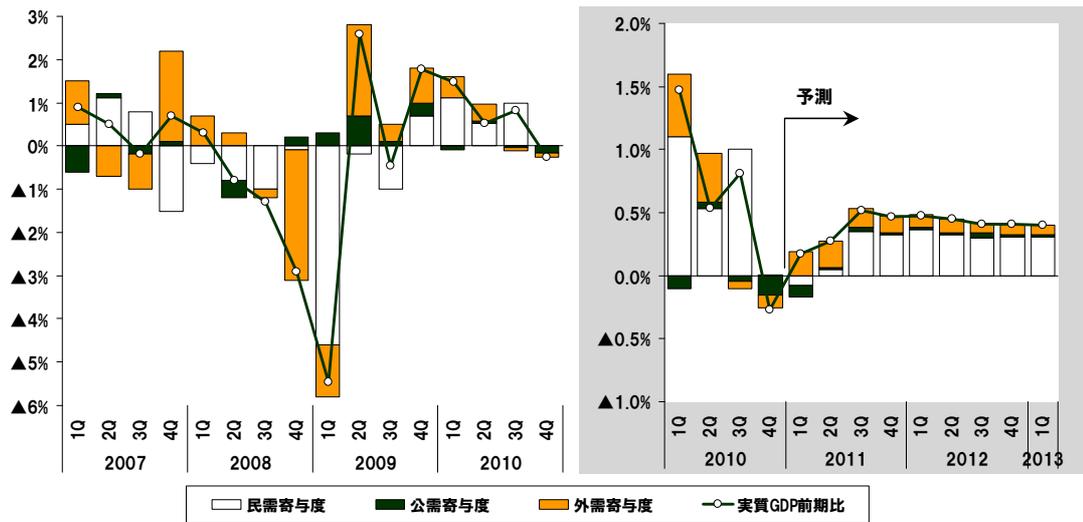
第一に、商品市況上昇の実体経済への影響である。日本経済は石油依存度を低下させ、エネルギー効率の向上を図ることにより、原油価格上昇に対する抵抗力は構造的に高まっている。ただし、近年は、個別の需給要因にかかわらず、投資家が「商品」をひとつの金融資産“群”として投資・投機対象とする傾向が強まっている。そのため、現在はほぼ全ての商品価格が一斉に上昇しているが、今後も上昇を続ければ、企業や家計への負担は相応に高まっていくとみられる。

第二に、中国経済の軟着陸の成否である。標準シナリオでは、中国を中心とする新興国経済は、金融引き締め等により巡航速度へ復しつつ、堅調な成長が続くと予想する。しかし、現在までのところ、過熱感には十分に抑制されているとは言い難い。短期的には高い成長率が続き、わが国の輸出の回復が早まる可能性がある一方、インフレや資産価格の高騰が終息しなければ、先行き大幅な金融引き締めによる景気の急ブレーキを招く可能性が高まる。

第三に、国際的な資金フローの巻き戻しと市場の不安定化のリスクが挙げられる。先進国で超緩和的な金融政策が採られる中、利回り追求の動きから、世界の資金が新興国・商品市場へ流れ込んでいる。何らかのイベントをきっかけに、投資家のリスク回避姿勢が強まれば、近年、市場間・資産間で価格の連動性が高まっているだけに、個別のファンダメンタルズの状況にかかわらず、資金フローの巻き戻しが一気に発生し、金融市場全体の不安定化に繋がるリスクがある。このところの米国経済の回復も、株価の上昇に支えられているところが大きく、株価が反転すれば、回復モメンタムは再び後退する可能性が高い。

第四に、長期金利の動向である。昨年秋以降、米長期金利が上昇に転じている。この主な背景には、米国経済に対する悲観的な見方の修正とその後の回復期待の高まりがある。わが国の長期金利も、先行きの景気回復期待や米長期金利上昇を受けて、じわじわ上昇しているが、①低成長・低インフレ期待が強いことや、②国債発行残高の約95%が国内保有であることを背景に、（中長期的なリスクは高まっているものの）本予測期間中の大幅な金利上昇の蓋然性は低いとみられる。しかし、市場で米財政赤字への懸念が強まり、成長期待以上に米長期金利が上昇し始める場合には、本邦投資家・金融機関による金利リスク量削減などの行動を通じ、日本の長期金利もある程度連れて上昇する可能性はある。欧州でも、投資家のソブリンリスクへの警戒は続いている。財政悪化国に対する世界の投資家の目が厳しくなっているだけに、世界の国債市場が不安定化するリスクには注意が必要である。

図表 日本の実質経済成長率の推移



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

日本経済の予測の前提

財政政策については、23年度予算の成立を前提としている。また、本予測期間中に消費税率の変更は見込んでいない。

金融政策は、予測期間中の政策変更（基金の増額も含む）はないと想定する。

為替市況（ドル円相場）は、FRBの量的緩和政策の継続期待を背景に、11年前半にかけて80円前半から半ばで推移した後、11年後半以降は、同政策の縮小もしくは打ち止め期待とともに、90円近傍まで戻すと予想する。

長期金利は、足元の動きを映じて前回予測から上方修正し、1.2%台後半から1.5%台への上昇基調を見込む。

原油価格は、新興国需要の高まりに加え、天候不順による供給制約や商品市場への国際的な資金流入を背景に、90ドル/バレル台後半までの上昇を見込む。

国内経済

(1) 企業部門

内需は弱いながらも、輸出主導で生産は回復へ

我が国の生産は、昨年半ばから秋頃にかけて、①新興国における在庫調整、②欧米先進国における消費不振などを背景に、踊り場ともいえる弱い動きが続いていたが、このところ回復に向けた動きがみられている。生産の回復を牽引しているのは、輸出である。アジア向け輸出は、自動車を中心に回復しており、過去最高水準にまで復しつつある。また、世界的に在庫調整局面入りしていた IT 関連財についても、先進国向け需要の持ち直しなどを背景に、台湾や韓国での出荷・在庫バランスが改善しつつある。

一方、国内向け出荷については、輸出向けとは対照的に、依然として停滞を続けている。所得・雇用環境の大幅な改善は期待できない中、各種政策効果による需要先食いの反動の影響から、少なくとも11年半ばまでは、国内向け生産・出荷は低調な推移となろう。

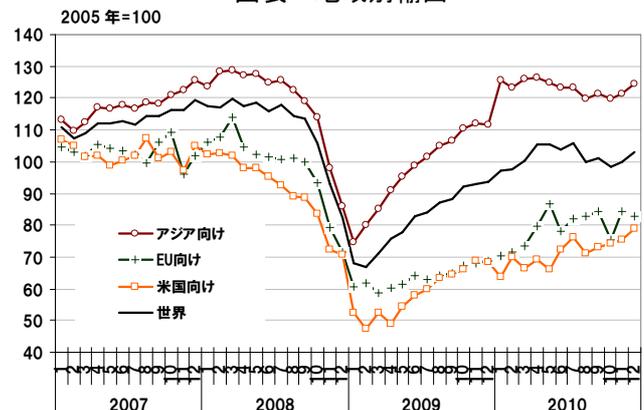
また、回復傾向にある輸出についても先行き懸念材料はある。中国の自動車購入支援策（小型車減税や農村部向け・都心部買い替え向け補助金）の昨年末での打ち切りや、北京市での新車登録台数の制限（昨年比で約3分の1）が、中国における自動車需要を鈍化させる可能性があるほか、アジア各国における引き締め基調の政策運営が新興国需要に与える負の影響には注意が必要である。

図表 生産・出荷の動向



資料：経済産業省「鉱工業生産指数」「鉱工業出荷内訳表」

図表 地域別輸出



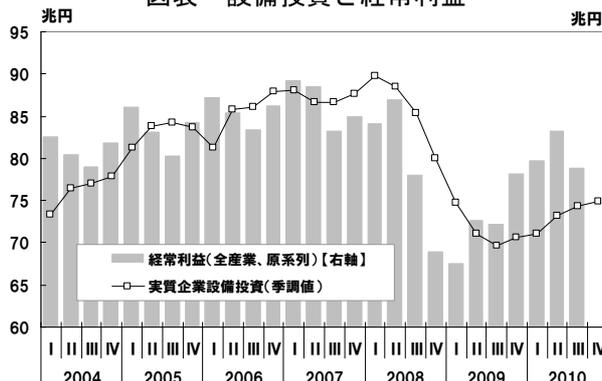
資料：内閣府「輸出数量指数」

設備投資は緩やかに回復

設備投資は、消費や生産に比べ回復テンポは鈍いものの、持ち直しの動きを続けている。世界経済の回復にともない、企業の売上・収益が着実に改善しているほか、スマートフォン、環境対応車、LEDをはじめ、需要の拡大が期待できる新分野も育ちつつあり、これら新分野では、部品や素材等の関連企業の投資計画が相次ぐなど企業の設備投資姿勢は前向きになりつつある。

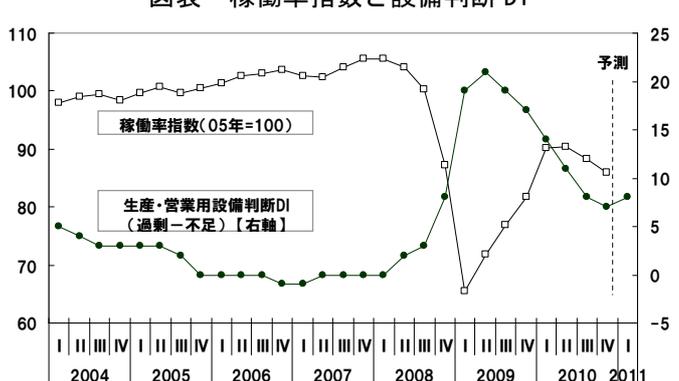
ただし、総じてみれば設備過剰感はなお強く、力強い回復は期待しにくい。また、日本企業の海外生産比率は趨勢的に上昇しており、中長期的な国内成長期待の慎重化と新興国経済に対する成長期待の高まりを背景に、企業が国内投資を抑制し、海外直接投資を加速させる可能性も十分に考えられる。

図表 設備投資と経常利益



資料：内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」

図表 稼働率指数と設備判断DI



資料：日銀短観、経済産業省「鉱工業生産指数」

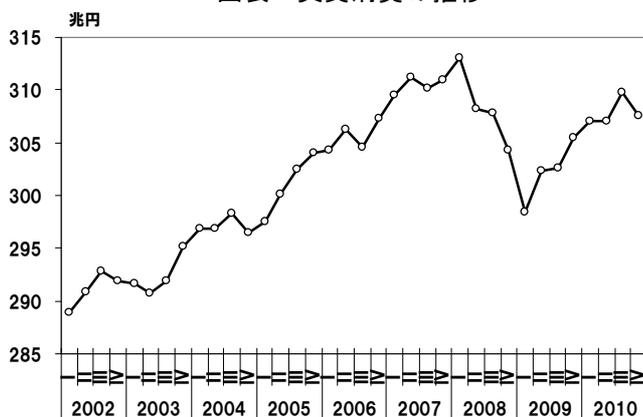
(2) 家計部門

消費の増加テンポは鈍化、政策効果の反動減も

所得環境が徐々に持ち直しつつある中、エコカー補助、エコポイント制度などの消費喚起効果もあり、家計消費はリーマンショック前の水準に迫るところまで回復してきた。リーマンショック後の景気の落ち込みを和らげた点で、一連の購入支援策は危機対応として評価できるが、一方で、需要を先食いした面も大きい。

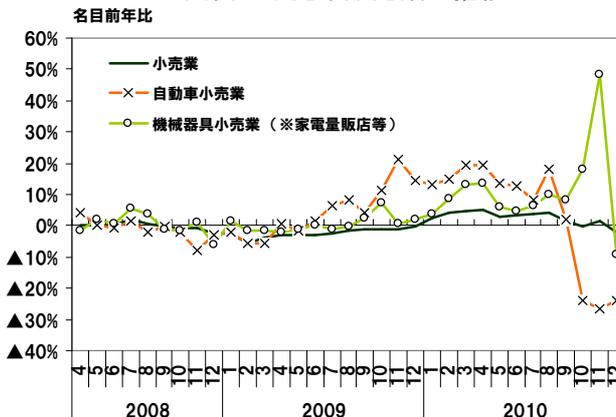
10-12月期の個人消費は、エコポイント半減前の液晶テレビ等の駆け込み需要があったものの、エコカー補助の終了による反動減などが響き、実質前期比▲0.7%となった。1-3月期、4-6月期についても、10-12月期ほどの大幅なマイナスとはならないまでも、政策効果の剥落から前期比減少が予想される。ただし、その後については、消費の基調を左右する所得環境は緩やかながらも回復基調にあるとみられ、消費の趨勢としては底堅く推移するとみている。

図表 実質消費の推移



資料：内閣府「国民経済計算」

図表 小売業販売額の推移



資料：経済産業省「商業販売統計」

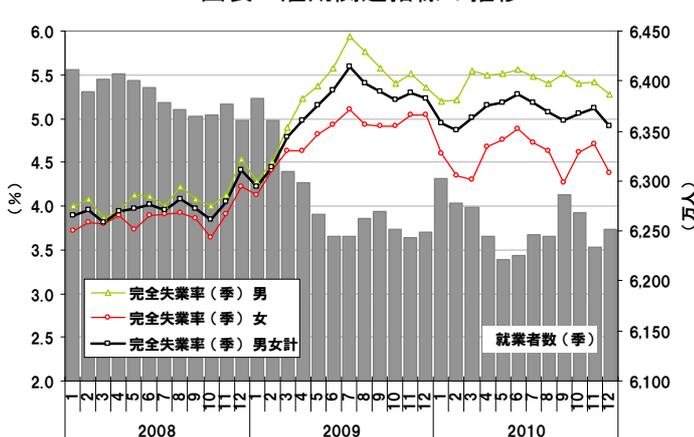
雇用環境は依然厳しいものの、所得環境に明るさ

雇用環境をみると、12月の完全失業率は4.9%となり、均してみれば改善傾向にある。ただし、依然として水準は高いほか、11年春の新卒学生の内定状況をみても、前年よりも厳しい結果が見込まれるなど、企業の雇用人員に対する過剰感はなお強く、新規の雇用には依然として慎重となっている。

所得環境については、基本給にあたる所定内給与は依然として前年比横ばい圏内での推移となっているほか、賞与については、速報値ではあるが、10年冬季は前年比マイナスとなった模様である。しかし、既往の生産回復に伴う残業代の増加により、所定外給与は増加を続けている。

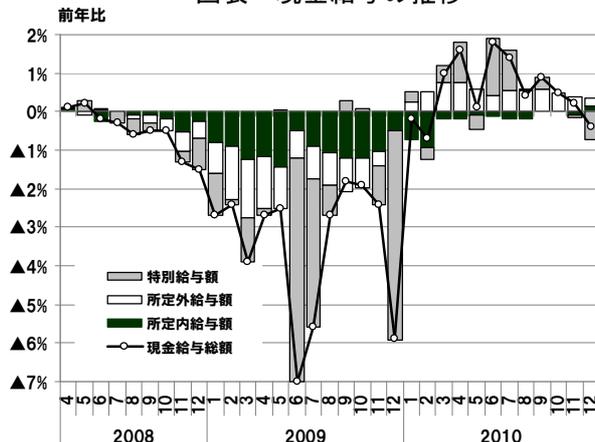
今後、生産の回復や、既存の政府の雇用対策の効果などにより、雇用・所得環境も徐々に改善していくとみられるが、そのペースは極めて緩やかなものに止まるとみられる。

図表 雇用関連指標の推移



資料：総務省「労働力調査」

図表 現金給与の推移



注：5人以上（一般、パート）、産業計
資料：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

＜特集＞ 商品価格上昇の日本経済への影響

商品市場では、原油をはじめ、非鉄金属、農産物など幅広い品目にわたり、価格が上昇している。リーマンショック前の06-08年にかけても同様の状況があり、原油価格が一時150ドルまで上昇したが、当時と基本的な構図は同じである。

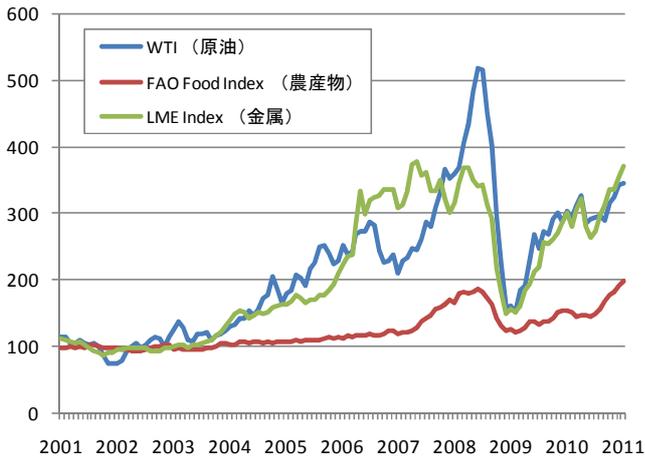
価格上昇の背景としてまず挙げられるのが、「新興国市場の需要拡大」である。中国など新興国では、中間層の消費拡大やインフラ需要の増大などから、素原材料に対する需要が高まっている。また、「天候不順などによる供給制約」も要因とされる。今回の場合、ロシアの早魃やオーストラリアの洪水等による砂糖や綿花等の不作が、価格上昇の一因となっている。

こうした需給要因を材料に、今次局面において、価格の上昇幅を拡大させているとみられるのが「投機資金の流入」である。先進国で超金融緩和策が採られる中、世界の投資家は利回り追求の動きから、株式、債券、為替市場といった伝統的な金融市場の枠を越え、原油や銅、小麦といった商品市場へと投資対象を拡大している。

では、資源輸入国である日本経済への影響はどの程度であろうか。原油・非鉄金属・農産物の市況価格が10%上昇したときの影響を一定の前提を下に試算すると、GDP全体でみれば▲0.1%と、輸入の減少と一部相殺されるため影響は小さいが、企業の交易条件の悪化（輸出物価／輸入物価）や家計の裁量的支出枠の減少など、経済主体への影響は必ずしも無視できない。コストの上昇から企業収益が▲5.0%程度押し下げられ、一部が価格転嫁されることから、企業物価は+1.1%、消費者物価は+0.2%上昇する。また、こうした物価の上昇は、実質消費を▲0.2%、実質設備投資を▲0.6%程度それぞれ押し下げるとの結果が得られる。

2度のオイルショックを経て、日本経済は石油依存度を低下させ、エネルギー効率の向上を図ることにより、原油価格上昇に対する抵抗力は構造的に高まっている。ただし近年は、個別の需給要因よりも、むしろ投資家が「商品」をひとつの金融資産“群”として投資・投機対象とする傾向が強まっているため、商品市場間の相関係数が上昇しており、価格が一斉に上下しやすい環境になっている。原油価格の上昇時には、非鉄金属や農産物なども連れて上昇する傾向が強く、企業や家計への負担が増す。また、こうした国際商品市場への資金の一方的な流入は、何らかのイベントをきっかけに一気に逆流し始める可能性があり、金融市場の不安定化を通じた世界、日本経済への影響についても懸念されよう。

図表 素原材料価格の上昇



注：2001年平均=100

資料：Bloomberg、FAOより三菱総合研究所作成

図表 商品市場間の相関係数

1980-2008					
	銅	原油	綿花	コーヒー	砂糖
銅					
原油	0.83				
綿花	0.01	▲ 0.03			
コーヒー	0.07	0.04	0.33		
砂糖	▲ 0.00	▲ 0.04	0.42	0.08	

2009-					
	銅	原油	綿花	コーヒー	砂糖
銅					
原油	0.95				
綿花	0.81	0.68			
コーヒー	0.81	0.70	0.90		
砂糖	0.90	0.79	0.88	0.86	

資料：IMF「Primary Commodity Prices」より三菱総合研究所作成

海外経済

(1) 米国経済

回復テンポは再び加速

米国経済は、政府支援の剥落や更新投資の一巡に伴い、10年半ばにかけて回復のペースを鈍化させていたが、4Qの実質GDP成長率は、前期比年率+3.2%と前期に比べ伸びを高めた。

FRBの金融緩和期待が高まった昨年夏以降、株価が上昇傾向を辿ったことに加え、昨年末の減税法成立が個人および企業の景況感改善に繋がり、景気回復のモメンタムが強まっている。ブッシュ減税延長に加え、給与税減税や企業設備投資減税を含む減税法案の成立は、個人消費や企業投資を促進し、11年の実質GDP成長率を+0.5~0.7%程度押し上げる効果が見込まれる。

脆弱性をはらんだ消費の堅調

個人所得の回復が緩やかに止まる中、消費の増勢が拡大している背景には、株価上昇と減税法成立により、高所得者層を中心に消費者マインドが改善していることがある。米国家計の所得階層別の消費および所得状況を見ると、所得最上位20%層が消費の約4割を占めている。同時に、当該層は株式保有比率も高いと推察され、減税法成立に加え、昨今の株価の上昇が高所得者層による消費を促進するカンフル剤となっているとみられる。

しかし、現在の消費回復は、株価上昇に大きく依存しており、持続的な回復に向けて、以下3つが懸念材料として挙げられる。
①まず、国内外の何らかのきっかけで株価が反転した際には、家計のマインドが再び低下に転じるとみられる。
②また、労働市場では、企業収益の回復に伴い、緩やかな雇用増加が期待されるが、労働需給のミスマッチという構造的な問題を抱えていることで¹、従来に比べ回復ペースが緩慢に止まる可能性がある。
③さらに、家計による債務圧縮の動きは、緩やかに進んでいるものの道半ばである。景気回復期待を背景に株価が上昇基調を辿る中、足元では、長期金利も上昇に転じている。先行き財政赤字への懸念も加わって長期金利が一段と上昇すれば、家計の債務負担を増加させ、バランスシート調整を遅らせる。このように、足元の消費の堅調さは脆弱性をはらんでいる。安定的・持続的な消費の回復には、雇用・所得の本格的な回復やバランスシート問題の克服が不可欠であり、なお時間を要しよう。

FRB議長、良い兆候を認識しつつも、なお慎重姿勢

バーナンキFRB議長は2月3日の講演で「11年の景気回復ペースは予想よりも早い可能性がある」との見解を示した。もっとも、「雇用の回復ペースはなお緩慢」との認識も示しており、量的緩和政策については、11年6月まで現在の国債購入ペースが継続され、その時点で経済情勢を踏まえた判断が下されるとみられる。

以上のとおり、米国経済は、株価の上昇や減税法によるマインド好転により、前回見通しに比べ回復テンポを強めている。しかし、構造的な問題を抱える労働市場やバランスシート調整圧力の残存が、予測期間を通じて自律的な回復力を抑える要因となるであろう。実質GDP成長率については、減税による押し上げ効果を加味し、11年は前年比+2.9%（前回+2.4%）へ上方修正、12年は投資減税終了の影響から同+2.7%とやや減速を予想する。

図表 米国経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2009暦年	2010暦年	2011暦年	2012暦年
実質GDP	▲2.6	2.9	2.9	2.7
個人消費	▲1.2	1.8	3.4	2.6
設備投資	▲17.1	5.5	7.4	4.2
住宅投資	▲22.9	▲3.0	▲1.2	1.7
在庫投資寄与度	▲0.6	1.4	▲0.3	0.1
政府支出	1.6	1.1	1.9	0.3
純輸出寄与度	1.1	▲0.5	0.2	▲0.1
輸出等	▲9.5	11.7	9.7	10.3
輸入等<控除>	▲13.8	12.6	6.5	9.2
名目GDP	▲1.7	3.8	4.3	3.9
消費者物価（総合）	▲0.3	1.6	1.3	1.4
FFレート誘導水準（年末）	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%
失業率（除く軍人）	9.3	9.6	9.2	8.9

注：2010暦年GDP成長率は、速報値。

資料：米国商務省、労働省、FRB、

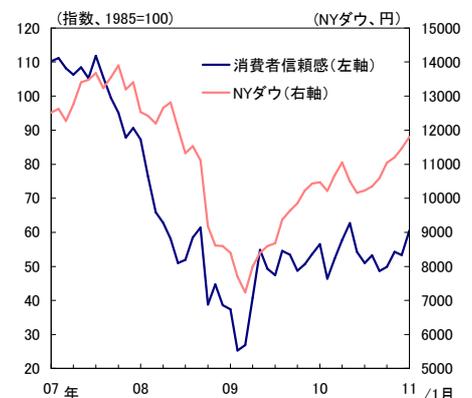
予測は三菱総合研究所

図表 所得階層別の消費・所得

(各層20%)	課税前所得 (\$/年平均)	消費 (%)	所得 (%)	
			所得	利子・配当
最上位	157,631	38.5	50.2	64.2
上位	73,417	23.2	23.3	14.1
中位	46,012	16.8	14.7	12.3
下位	27,227	12.8	8.6	6.5
最下位	9,846	8.8	3.1	3.0

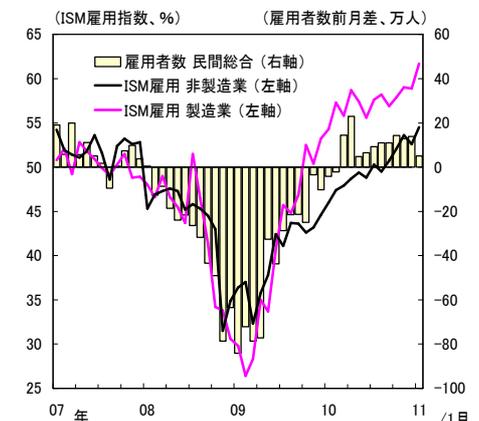
資料：米国労働省（09年時点）

図表 消費者信頼感指数と株価



資料：コンファレンスポート、Bloomberg

図表 ISM雇用指数と雇用者数



資料：米国労働省、供給管理協会

¹詳しくは、「2010・2011年度の内外景気見通し（10年11月16日公表）」P.7を参照。

(2) 欧州経済

景気回復テンポにはばらつき

欧州経済は、総じてみれば緩やかな回復過程にあるが、域内の景気回復テンポには差がみられる。4Qの実質GDP成長率（推定値）は、ドイツが前期比+0.5%と堅調な伸びを持続する一方、英国は同▲0.5%と5四半期ぶりのマイナス成長（悪天候の影響を除くとほぼゼロ成長）となった。ドイツでは、輸出から内需回復へと景気の自律性を高めているのに対し、緊縮財政が本格化する英国では、消費マインドの低下が続き、住宅市場も再び悪化するなど、回復の足取りに陰りがみられる。

セクター別にみても、家計、企業セクター間で景況感の差が顕著になっている。家計の景況感は、財政再建に伴うVAT引き上げや社会保障費削減などを見込み、やや悪化している。財政再建によるGDPの下押し圧力は、ドイツを除き、12年が11年をやや上回るとみられるほか、物価の上昇が消費マインドのさらなる冷え込みをもたらす可能性もある。一方、企業の景況感、既往の通貨安や新興国経済の堅調による輸出の回復を映じて、総じて改善している。

燻り続けるソブリンリスク

欧州財政問題については、EU、IMFによる支援の枠組みの整備や、ECBによる証券市場プログラムもあって、国際金融市場全体への影響は減退しつつある。11月のアイルランド危機時には、ギリシャ危機時のような混乱は回避された。もっとも、南欧諸国の対独国債スプレッドは依然高い水準にあり、投資家の選別的なソブリンリスクへの警戒は続いている。今春以降、スペインやポルトガルで大規模な国債の償還が予定されており、無事乗り越えられるかが注目される。3月に予定されているEU首脳会議に向け、EFSF（欧州金融安定基金）の規模拡充への議論が難航する場合には、再びユーロ売りが先行する可能性もある。

インフレ懸念の高まり

世界的な商品市況の高騰を受けて、インフレ懸念が高まっている。ユーロ圏のCPIは、1月に前年比+2.4%とECBの物価目標値+2.0%を2ヶ月連続で上回った。ECBは2月3日の政策理事会において政策金利を据え置いたが、引き続きインフレへの警戒感を表明している。英国でも、09年3月以降、量的緩和政策が採られる中、通貨安や2年連続でのVAT（付加価値税率）引き上げの影響もあって、CPIコアは3%近傍で推移している。2月10日のBOE金融政策委員会では、景気動向に配慮し現行据え置きが決定されたものの、年内利上げの可能性は燻っている。ECBは域内の景況感格差とソブリンリスク、BOEはスタグフレーションリスクに直面し、極めて難しい舵取りが求められている。

11年、12年も低成長が持続

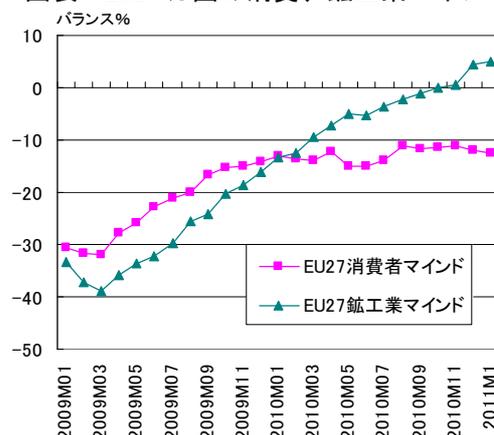
EU27カ国の先行きは、好調なドイツが全体を牽引するものの、財政再建による下押し圧力から、低成長が続くと予想する。11年の実質GDP見通しは前年比+1.5%（前回と変わらず）、12年は同+1.7%を見込む。ドイツは、前回見通しから上方修正し、11年は同+2.1%、12年は幾分鈍化（同+1.8%）を予想する。英国は、厳しい財政再建による影響を織り込み、11年は同+1.3%、12年は同+1.5%を予想する。

図表 欧州経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2009暦年	2010暦年	2011暦年	2012暦年
EU27	-4.2	1.7	1.5	1.7
ドイツ	-4.7	3.6	2.1	1.8
フランス	-2.5	1.5	1.4	1.5
英国	-4.9	1.4	1.3	1.5

資料：実績はEurostat、ドイツ、英国の2010年は速報値、予測は三菱総合研究所

図表 EU27カ国の消費、鉱工業マインド



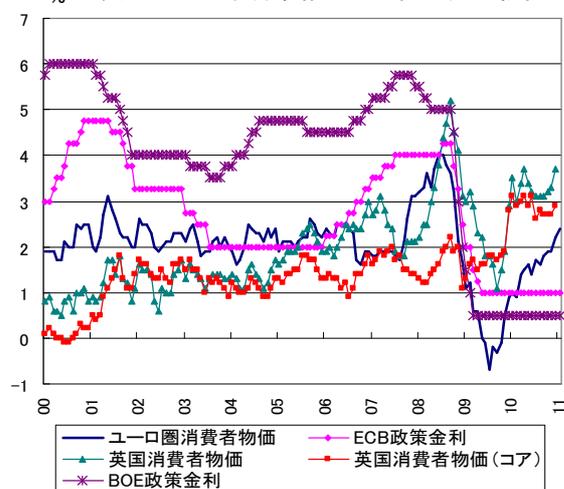
資料：Eurostat

図表 財政再建による名目GDP下押し効果（ゼロ制約がある場合）

%	2011年	2012年
ドイツ	▲0.2～▲0.4	▲0.2程度
アイルランド	▲0.6～▲1.1	▲0.9～▲1.4
ギリシャ	▲0.6～▲1.1	▲0.8～▲1.3
スペイン	▲0.7～▲1.5	▲1.0～▲1.5
フランス	▲0.4～▲0.7	▲0.5～▲0.7
イタリア	▲0.2～▲0.4	▲0.5～▲0.9
ポルトガル	▲0.6～▲1.2	▲0.6～▲0.7
UK	▲0.5～▲1.0	▲1.1～▲1.8
EU27	▲0.4～▲0.9	▲0.7～▲1.0

資料：欧州委員会秋季見通しの推計値を基に三菱総合研究所試算

図表 ユーロ圏、英国の政策金利と物価



資料：Bloomberg

(3) 新興国経済

成長率はやや鈍化するも堅調さを維持

新興国経済は、引き続き輸出の回復や内需の堅調さに牽引され、回復を続けている。旺盛な国内需要に加え、商品市況の上昇や新興国への資金流入などから、インフレ圧力は一段と高まっており、各国は金融引き締めスタンスを強めている。先行きも、インフレ圧力は容易には解消しないと考えられ、今後も同スタンスが継続されることが見込まれる。これまで新興国全体を牽引してきた中国の成長鈍化などの影響もあり、総じて緩やかな成長率の低下を予想する。

インフレ懸念から金融引き締めが続く

新興国経済では、インフレ進行や資産価格バブル発生と、この状況を受けた急速な金融引き締めによる景気下押しリスクが拡大している。

最近の国際金融市場の動向も、2つの経路で新興国にインフレ圧力を及ぼしている。第一に、商品市況の上昇である。新興国では、景気拡大の動きを受け、各資源や農産物などに対する需要が増加している。こうした中、天候要因による供給不足懸念なども加わり、国際的に投資資金が原油、穀物等の商品市場に流入している。多くの新興国では、食料品やエネルギーなどの資源価格の上昇が生産コストの上昇を招き、製品価格上昇にまで波及している。インフレ圧力の高まりを受け、各国は利上げによる金融引き締めへの転換を迫られており、11年入り後も、韓国、タイ、ブラジル、インド、インドネシア、中国において利上げが実施されている。

図表 新興国経済見通し

	実績		予測	
	2009暦年	2010暦年	2011暦年	2012暦年
中国	9.2	10.3	9.0	8.6
NIEs	▲0.9	8.2	4.3	3.6
香港	▲2.8	6.2	4.0	3.7
韓国	0.2	6.1	4.2	3.4
シンガポール	▲1.3	14.7	5.2	4.7
台湾	▲1.9	10.5	4.2	3.5
ASEAN5	1.7	6.8	5.1	4.8
インドネシア	4.5	6.1	6.0	5.8
マレーシア	▲1.7	6.9	4.6	4.2
フィリピン	1.1	7.3	4.2	3.8
タイ	▲2.2	7.6	4.2	4.1
ベトナム	5.3	6.4	6.0	5.8
インド	5.7	8.6	8.2	8.3
ブラジル	▲0.2	7.7	4.4	4.6

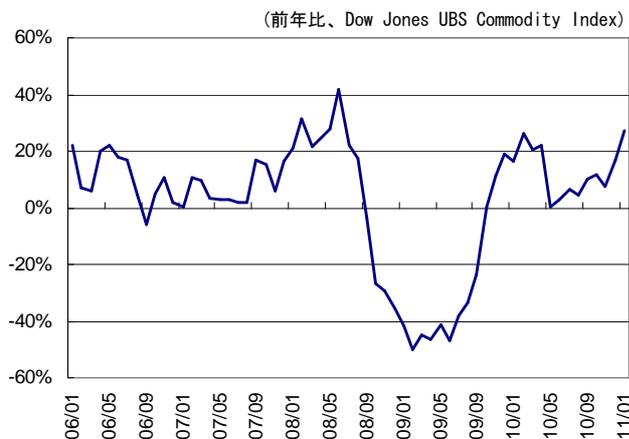
注：10暦年は中国、韓国、シンガポール、インドネシア、ベトナム、フィリピンについては実績値
資料：実績は各国政府、IMF データなどを基に作成、予測は三菱総合研究所

図表 各国の利上げの状況

国	時期	政策金利の引上げ幅
ベトナム	2009年12月	7.00%⇒8.00%
マレーシア	2010年3月、5月、7月	2.00%⇒2.25%⇒2.50%⇒2.75%
台湾	2010年6月、9月、12月	1.25%⇒1.375%⇒1.500%⇒1.625%
韓国	2010年7月、11月、2011年1月	2.00%⇒2.25%⇒2.50%⇒2.75%
タイ	2010年7月、8月、12月、2011年1月	1.50%⇒1.75%⇒2.00%⇒2.25%
インドネシア	2011年2月	6.50%⇒6.75%
中国	2010年10月、12月、2011年2月	5.27%⇒5.56%⇒5.81%⇒6.06%
インド	2010年3月、4月、7月(2回)、9月、11月、2011年1月	4.75%⇒5.00%⇒5.25%⇒5.75%⇒6.00%⇒6.25%⇒6.50%
ブラジル	2010年4月、6月、7月、2011年1月	8.75%⇒9.5%⇒10.25%⇒10.75%⇒11.25%

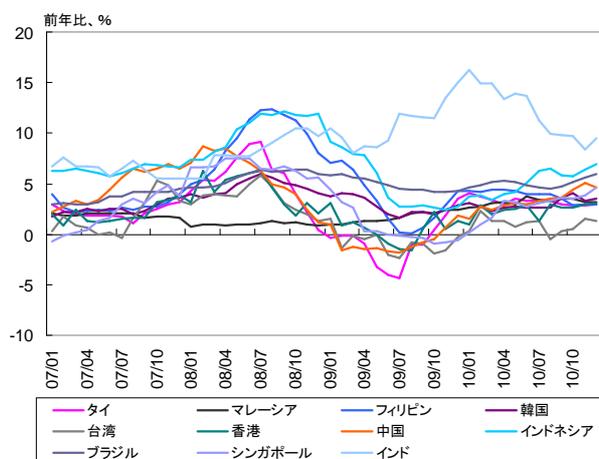
資料：各国中央銀行資料、Bloombergデータ等より作成

図表 商品市況の状況



資料：Bloomberg

図表 各国 CPI の推移



資料：Bloomberg

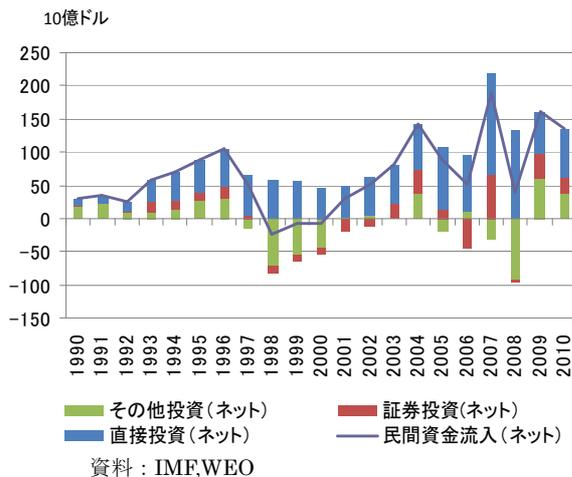
資金流入拡大と政策対応

第二に、先進国で超緩和政策が採られる中、投資家の利回り追求の動きから、アジアを中心に新興国への資金流入が続いていたことも、インフレや資産価格の上昇圧力を強めた一因とみられる。アジア新興国への資金流入をみると、09年以降、証券投資やその他の投資が再び増加に転じている。各国では、金融引き締めに加え、資本取引税の強化（ブラジル）、為替デリバティブへの持ち高規制（韓国）、外国人投資家の債券投資収益に対する税制優遇措置の撤廃（タイ）など、資本規制政策によって投機的な短期資金の流入を抑制する姿勢を強めている。ただし、これらの資本規制は、大規模な資金流入を防止するほどの効果はないとみられ、各国がインフレ抑制を目的として大幅な金融引き締めを行うと、資金流入がさらに加速し、インフレや資産価格の上昇圧力を一層高めるというジレンマを抱えている。

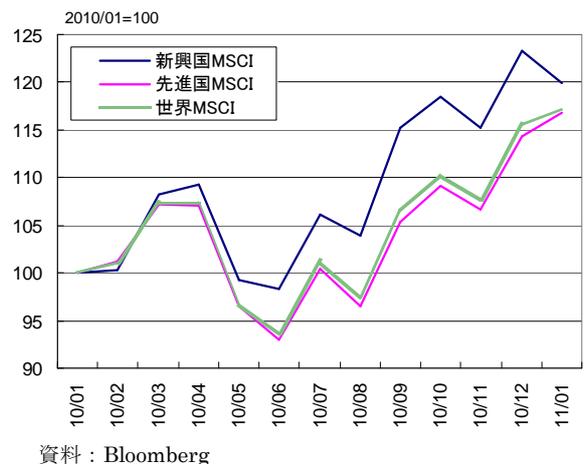
メインシナリオとしては、アジア経済を牽引する中国経済の減速が緩やかなペースで進み、新興国各国の自律的な景気拡大も継続するとみられることから、新興国経済全体では、11年から12年にかけて成長テンポは緩やかに鈍化しつつも、引き続き堅調な成長持続を見込む。

一方、リスクシナリオとしては、第一に、上記2つの経路から大幅な金融引き締めを余儀なくされ、景気の失速を招く可能性が考えられる。第二に、資金フローの巻き戻しが発生し、経済の下押し圧力となるリスクである。新興国株全体を対象とするインデックス運用の広がりもあって、新興国株価は連動性を高めつつ、先進国株価を上回るテンポで上昇してきた。したがって、何らかのイベントをきっかけに投資家のリスク回避姿勢が強まり、資金フローの逆流が生じる場合には、株価が一斉に下落する可能性もある。現時点で蓋然性は低いものの、これらリスクシナリオが発生した際には、世界経済にとって大きな影響をもたらしかねない点には注意が必要である。

図表 アジア新興国への資金流入



図表 株価指数の推移

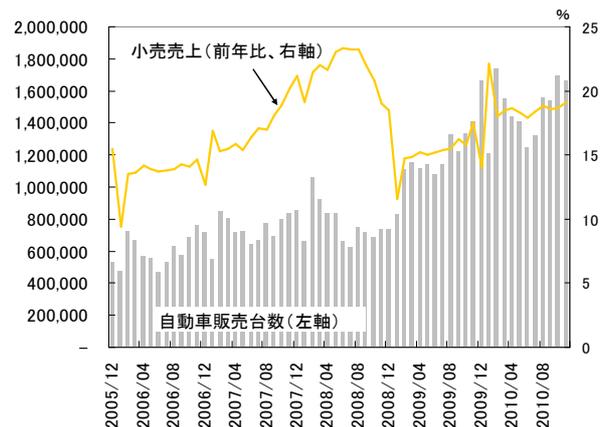


中国経済は消費主導で景気拡大を継続

中国の10年10-12月期実質GDP成長率は、前年比+9.8%と前期（同+9.6%）を上回り、10年年間では、同+10.3%と高い伸びとなった。今後は、金融引き締めスタンス継続の影響や、12年以降の財政政策の下支え効果の剥落により、成長率は緩やかに鈍化していくと予想する。

10-12月期に景気拡大テンポが強まった要因として、在庫調整の一段に加え、自動車などの耐久消費財を中心に消費が堅調に推移していることがある。今後も、産業構造の改革、都市化の進展、格差是正による所得改善により、消費主導の景気拡大は続くとみられる。一方、10年の固定資産投資額は、前年比+23.8%増と依然高い伸び率ながらも09年に比べ明確に鈍化したほか、貿易黒字額も1,831億ドルと前年比▲6.4%減少した。中国は3月に採択予定の「第12次五カ年

図表 中国小売販売と自動車販売台数



計画」において、外需・投資主導から消費主導型への移行を明確にするとみられるが、こうした動きは既に進展していると言える。

インフレ圧力の継続と金融引き締め

一方、インフレ懸念や資産バブル懸念は収まっていない。CPIの推移をみると、11月に前年比+5.1%と大幅な上昇を示した後、12月は+4.6%とやや鈍化したものの、2ヶ月連続で高い伸びを示した。とくに食料品CPIの伸び率は、足元で前年比+9.6%と高く、食料品への支出割合の高い農村部CPI伸び率も、前年比+5%を上回っている。

こうした状況下、中国人民銀行は、10年12月の再利上げ後、2月8日にも3回目の利上げを実施した。この背景には、2月の春節前後に需給逼迫からインフレ圧力が一段と高まることを懸念した中国政府が、未然にインフレ期待を抑制する効果を狙ったことがあると考えられる。ただし、今回も利上げ幅については小幅に止まっており、さらに海外からの資金流入や商品市況の上昇、国内市場で高まる労働コストや過熱感が強い不動産市場の状況を踏まえると、物価や資産価格の上昇圧力は、短期間では緩和されない可能性がある。

先行きの金融政策については、商品市況や資金流入の動向にもよるが、12年前半にかけて、数回の小幅な利上げの実施を予想する。為替政策については、12年までの予測期間中に、年間で5-6%程度の元高方向への調整を見込む。これら金融政策効果や人民元高の進展により、中国のインフレ圧力は、12年後半にかけて徐々に弱まっていくと予想する。

緩やかながら成長率は低下へ

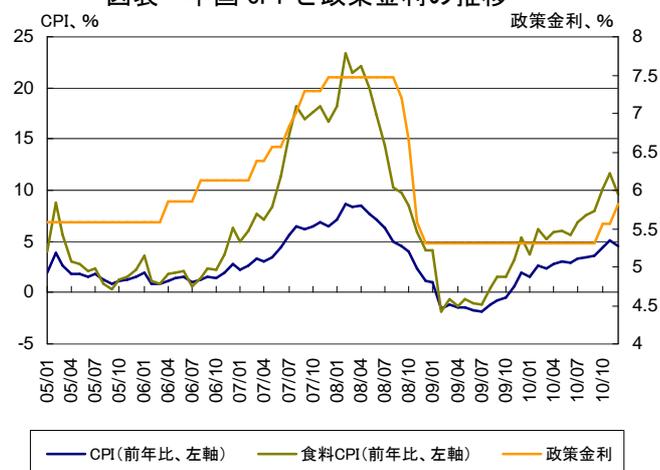
財政政策面では、金融危機後の大型景気対策が終了する一方、10年以降は、耐久消費財を中心とする消費支援策が採られてきた。一部自動車向けの補助金は昨年末で打ち切られたが、政府が積極財政スタンスを維持すると言及していることから、11年も環境車向け補助金などの消費刺激策が継続される見込みである。12年以降は、中立的な財政政策に徐々に転換していくとみられ、財政の下支え効果は明確に低下していくと予想する。

以上を踏まえ、中国の実質GDP成長率は、足元の需要がむしろ強まっていることや、中立的な財政政策への転換が後ずれする可能性が高まったことから、11年は上方修正し前年比+9.0%（前回+8.7%）を見込む。12年は金融引き締めの継続や財政スタンスの中立化を踏まえ、同+8.5%を予想する。

緩やかな成長鈍化が続くNIEs

貿易依存度が高いNIEs諸国は、10年前半から成長率はやや鈍化しているものの、中国経済の堅調持続を受け、総じてみれば前回予想を上回るテンポで回復を続けている。今後は、中国経済が政策面での変更や12年以降の積極財政の修正の影響から、成長率が緩やかに鈍化することが見込まれる。NIEsの実質GDP成長率については、10年は足元の成長率を反映し前年比+8.2%と前回（+6.8%）から上方修正したほか、11年も米国、中国の上方修正を受け同+4.3%（前回+4.1%）と上方修正を行った。12年は中国を中心とするアジア域内の貿易相手国の成長率の鈍化から、同+3.6%を予想する。

図表 中国 CPI と政策金利の推移

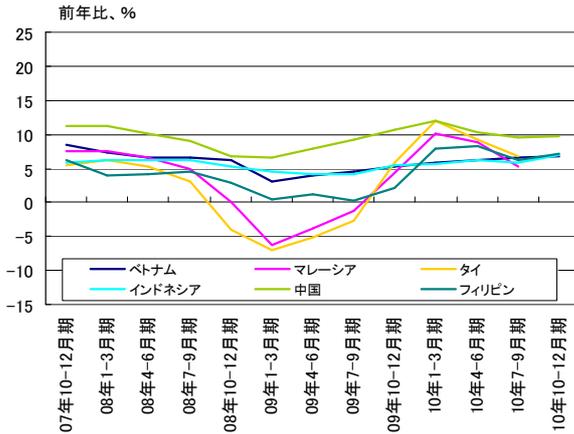


資料： Bloomberg

インフレ懸念を抱えつつも回復を続ける ASEAN5

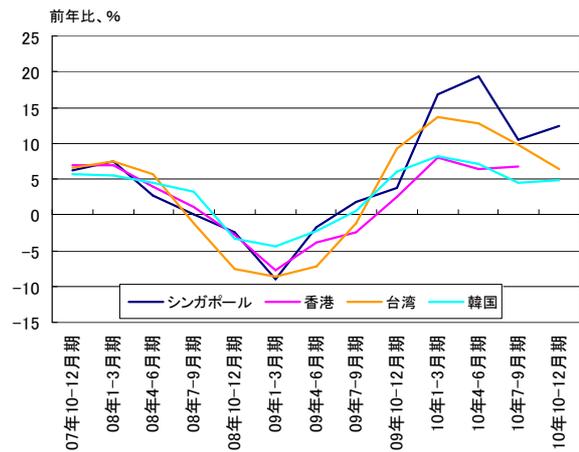
ASEAN 諸国では、インフレ懸念が高まりつつも、引き続き景気拡大のモメンタムは維持している。もっとも、タイ、マレーシアでは輸出回復が一服し、成長率は鈍化傾向をみせている。先行きについては、金融引き締めの影響や新興国全体の緩やかな成長鈍化の流れを受け、総じて成長率はやや鈍化するものの、堅調な成長が続くととの基調判断は維持する。以上を踏まえ、ASEAN5 の実質 GDP 成長率については、10 年は各国ともに予想を上回るペースで景気回復・拡大を続けていることから、前年比+6.8%（前回+6.2%）と上方修正、11 年以降は緩やかな成長鈍化が続くと見込み、11 年は同+5.1%（変更なし）、12 年は同+4.8%を予想する。

図表 ASEAN5 の実質 GDP 成長率



資料： Bloomberg

図表 NIEs の実質 GDP 成長率



インド経済は下押し圧力を受けつつも成長持続

インド経済は、引き続き堅調ながらも、既往の金融引き締め効果を主因に、生産活動は鈍化しつつある。昨年来の物価上昇を受けて、10 年中に 6 回の利上げが実施され、消費者物価や卸売物価の伸び率は徐々に低下傾向を示しつつある。しかし、足元では商品市況の上昇もあり、インフレ圧力は依然として強く、11 年 1 月には、インフレを未然に防止する観点から、再度利上げが実施された。

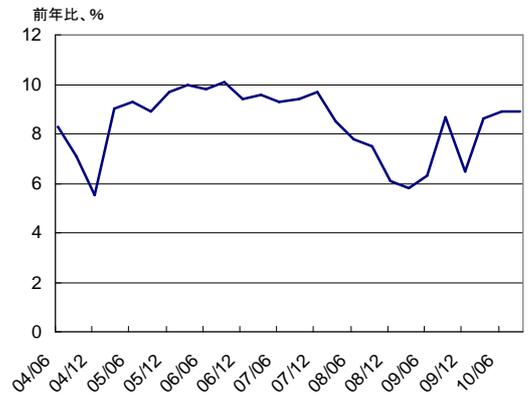
こうした金融引き締めの影響から、設備投資や耐久消費財への需要も下押し圧力を受け始めているとみられる。また、財政政策面でも、政府は健全化に向けた取組みを 11 年度に予定していることから、今後は、金融政策、財政政策両面から、景気に下押し圧力がかかるとみられる。

もっとも、中間所得層の拡大やインフラ不足を背景とする強い投資需要など、自律的な成長モメンタムは継続する見込みである。このため、標準シナリオとしては、11 年は金融引き締めや財政再建の影響などから緩やかな成長率の低下を見込むものの、12 年以降は、インフレ圧力の緩和などから景気拡大のモメンタムが再び強まると予想する。実質 GDP 成長率については、10 年は前年比+8.6%（前回+8.2%）、11 年は同+8.2%（前回+7.5%）、12 年は同+8.3%を予想する。

金融引き締めの影響と資金フローの流れに注意が必要

リスクシナリオとしては、足元の急速な国際商品市況の上昇によってインフレ圧力が収まらず、更なる大幅な金融引き締めが必要となる場合には、その後、急速に景気が失速するリスクが想定される。とくに経常赤字国であるインドでは、

図表 インドの実質 GDP（前年比）



資料： Bloomberg

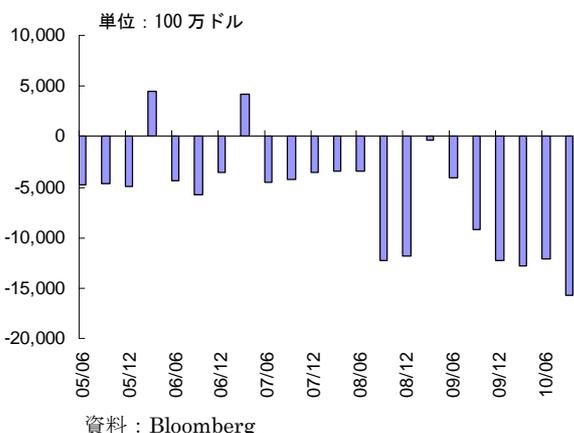
図表 インド IIP の推移



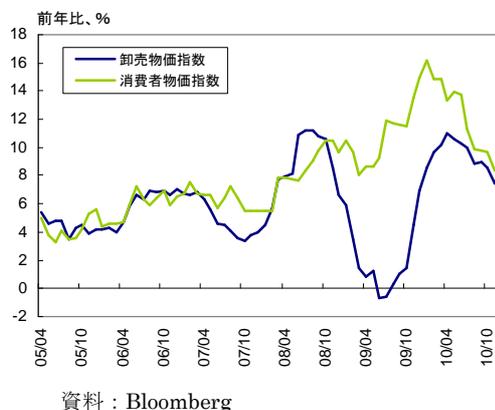
資料： Bloomberg

国際金融市場の動向によって国内経済が不安定化しやすい。経常収支をみると、09年春以降、輸入増加により赤字幅が拡大傾向にある。この先、先進国の金融政策に対する見方の変化などを契機に、流入傾向を示してきた資金フローが一気に鈍化・流出する場合には、インド経済への下押し圧力となる点には注意が必要である。

図表 経常収支の推移



図表 物価の推移



拡大続けるブラジル経済

ブラジル経済は、潜在成長率を上回るペースで拡大している。10年7-9月期のGDP成長率はやや低下したが、これは在庫投資の一服による面が大きく、利上げが続く中でも、消費、投資ともに足元のモメンタムは強い。

インフレリスクがやや高まるブラジル経済

昨年12月の消費者物価伸び率は、前年比+5.9%と再び上昇しており、インフレターゲット（インフレ目標値は4.5±2%）の中央値よりもやや上ぶれている。物価とかかわりの深い失業率は、12月に5.3%と過去最低水準を記録し、賃金上昇も目立っているほか、生産設備の稼働状況もタイトな状況が続いている。こうした中、政策金利は11年1月に0.5%ポイント引き上げられ、11.25%となった。例えば、物価の上昇率以上に政策金利を引き上げなければならないとするテーラー・プリンシプルに基づけば、さらに1%程度の追加利上げを本年中に実施する可能性がある。

インフレ期待の一段の上昇は回避か

もっとも、インフレ期待はいまのところ著しくは上昇していない。たとえば、市場関係者による先行き1年の消費者物価（IPCA）上昇率期待は、1月時点で約+5.5%と現状のCPI上昇率を下回っている。また、家計へのアンケートでは、物価上昇率は来年にかけてやや落ち着くとみられている。そのため、足元の物価上昇が更なるインフレ期待の上昇を招き、先行き大幅な利上げが必要となるリスクは今のところ低い。

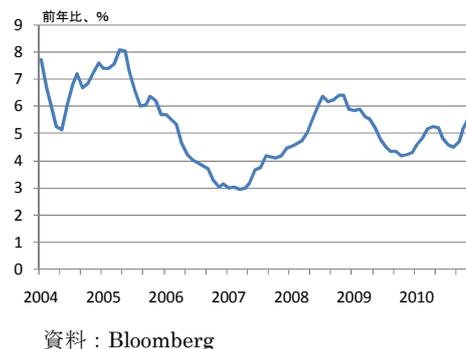
財政政策は、10年の減税などによる景気刺激効果は11年には剥落するが、2011-14年に行われるインフラ拡充を柱とした成長加速プログラム（PAC2）の実行が、財政支出を支えていくとみられる。

こうしたマクロ政策を前提とすると、個人消費は賃金上昇期待などを背景に増加を続けるとみられるが、引き締め効果の影響は、耐久消費財支出などを中心に徐々に顕現化し始めるであろう。設備投資は、金融引き締めに加え、企業マインドの低下もあって、伸びは鈍化するとみられる。外需は、米国経済の持ち直しを背景に、緩やかながらも拡大が予想される。

図表 実質 GDP 成長率推移



図表 消費者物価の推移



ブラジル経済は11年に成長率低下も12年は持ち直しへ

上振れ要因としては、各経済政策の矛盾に起因する景気過熱リスクがある。金融政策は引き締めスタンスだが、上記の成長加速プログラムによるインフラ投資などの公的支出が、必ずしもこれと整合しない可能性がある。また、利上げに伴うレアル高が対内資本流入を助長し、内需の過熱を持続させるリスクもある。下振れ要因としては、米国経済の下振れ、投資家のリスク・アペタイトの急激な変化による海外からの資本流入の巻き戻し、中国経済の動向などを映じた資源価格の急低下などが挙げられよう。

実質 GDP 成長率見通しについて、前回予測からの主な変更点としては、①インフレの高まりによる引き締めスタンスの強まりと、②米国経済の失速リスクの後退が挙げられる。今後も金融引き締め方向にあると考えられるが、インフレ期待の著しい上昇はみられていないことなどから、現時点では大幅な利上げが必要とは考えにくい。また、外需は12年まで見通せば、引き締め期間およびその後の下ぶれリスクを軽減させる。そのため、11年の成長率が大きく悪化する可能性は今のところ低く、緩やかな鈍化に止まり、12年にはインフレの沈静化を経てやや持ち直しを示すと予想する。以上から、11年は前年比+4.4%（前回+4.6%）、12年は同+4.6%を見込む。

日本経済見通し総括表

(単位:10億円、%)

		年度				対前年度比増減率			
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
		実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測
名目	国内総生産(=GDP)	474,040.0	478,377.6	481,024.6	489,509.0	▲ 3.7%	0.9%	0.6%	1.8%
	民間最終消費支出	280,687.0	280,040.3	279,589.2	283,122.5	▲ 2.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	1.3%
	民間住宅投資	12,905.7	12,945.0	13,703.4	14,322.4	▲ 21.3%	0.3%	5.9%	4.5%
	民間設備投資	63,684.6	66,692.7	69,341.3	72,154.0	▲ 16.6%	4.7%	4.0%	4.1%
	民間在庫品増加	▲ 3,612.2	▲ 2,022.2	▲ 1,752.8	▲ 1,580.8	***	***	***	***
	政府最終消費支出	94,948.7	96,067.1	96,867.9	98,734.1	1.7%	1.2%	0.8%	1.9%
	公的固定資本形成	21,263.7	19,437.0	17,861.4	17,484.6	8.6%	▲ 8.6%	▲ 8.1%	▲ 2.1%
	公的在庫品増加	134.4	123.1	103.7	106.6	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,028	5,095	5,311	5,166	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	64,218.2	73,720.3	80,345.7	87,012.1	▲ 18.0%	14.8%	9.0%	8.3%
財貨・サービス輸入	60,190.1	68,625.7	75,035.1	81,846.5	▲ 25.0%	14.0%	9.3%	9.1%	

(単位:2000暦年連鎖方式価格10億円、%)

実質	国内総生産(=GDP)	526,425.9	542,107.3	548,743.1	558,559.2	▲ 2.4%	3.0%	1.2%	1.8%
	民間最終消費支出	303,894.1	307,879.4	307,583.1	311,271.3	0.0%	1.3%	▲ 0.1%	1.2%
	民間住宅投資	12,550.8	12,539.6	13,163.4	13,565.0	▲ 18.2%	▲ 0.1%	5.0%	3.1%
	民間設備投資	70,614.6	74,498.1	77,657.6	80,672.7	▲ 13.6%	5.5%	4.2%	3.9%
	民間在庫品増加	▲ 4,208.3	▲ 1,401.2	▲ 763.5	▲ 642.9	***	***	***	***
	政府最終消費支出	100,660.6	102,612.6	103,693.9	104,704.8	3.4%	1.9%	1.1%	1.0%
	公的固定資本形成	21,027.1	19,058.0	17,419.3	16,866.2	14.2%	▲ 9.4%	▲ 8.6%	▲ 3.2%
	公的在庫品増加	205.8	190.8	153.1	156.0	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	20,109.6	27,190.4	29,907.1	32,192.2	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	72,695.8	85,516.3	91,697.5	96,727.8	▲ 9.6%	17.6%	7.2%	5.5%
財貨・サービス輸入	52,586.3	58,325.9	61,790.4	64,535.5	▲ 11.0%	10.9%	5.9%	4.4%	

		年度				対前年度比増減率			
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
		実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測
指数等	鉱工業生産指数	86.0	95.2	102.4	108.2	▲ 8.9%	10.7%	7.6%	5.6%
	国内企業物価指数	102.6	103.0	103.6	104.6	▲ 5.2%	0.4%	0.6%	0.9%
	消費者物価指数(生鮮除く総合)	100.0	99.2	98.9	99.2	▲ 1.6%	▲ 0.8%	▲ 0.2%	0.2%
	GDPデフレーター	90.0	88.2	87.7	87.6	▲ 1.3%	▲ 2.0%	▲ 0.7%	▲ 0.0%
	完全失業率	5.2%	5.1%	4.8%	4.4%	***	***	***	***
	春闘賃上率	1.83%	1.82%	1.87%	1.90%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数(万戸)	77.5	82.0	86.9	89.4	▲ 25.4%	5.8%	6.0%	2.9%

(単位:10億円、%)

対外バランス	経常収支(10億円)	15,782	16,708	18,765	20,453	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,781	6,013	6,521	7,379	***	***	***	***
	貿易収支	6,600	7,409	7,853	8,357	***	***	***	***
	輸出	55,567	64,805	71,395	77,368	▲ 17.9%	16.6%	10.2%	8.4%
	輸入	48,967	57,396	63,542	69,011	▲ 26.4%	17.2%	10.7%	8.6%
	通関収支戻(10億円)	5,232	6,354	6,880	7,486	***	***	***	***
通関輸出	59,013	67,964	74,101	80,912	▲ 17.1%	15.2%	9.0%	9.2%	
通関輸入	53,781	61,610	67,221	73,426	▲ 25.2%	14.6%	9.1%	9.2%	

為替	基準割引率(旧・公定歩合、年度末)	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	***	***	***	***
	無担保コール翌日物金利(年度末)	0.100%	0.100%	0.100%	0.100%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	1.37%	1.17%	1.30%	1.51%	***	***	***	***
	M2	759,675	780,433	801,367	823,687	2.9%	2.7%	2.7%	2.8%
	日経平均株価	9,974	10,028	11,465	12,528	▲ 7.7%	0.5%	14.3%	9.3%
	原油価格(WTI、ドル/バレル)	70.7	81.6	90.5	94.1	▲ 17.9%	15.5%	10.9%	4.0%
	円/ドル レート	92.9	85.8	86.0	90.0	***	***	***	***
ドル/ユーロ レート	1.413	1.311	1.295	1.280	***	***	***	***	
円/ユーロ レート	131.3	112.5	111.4	115.2	***	***	***	***	

注:国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、及び為替レートは年度中平均。春闘賃上率は、2011年以降予測値。

資料:各種資料より三菱総合研究所予測。

《本件に関するお問合せ先》

(株)三菱総合研究所 〒100-8141 東京都千代田区永田町2-10-3

政策・経済研究センター 武田洋子 電話:03-6705-6087 Email: ytakeda@mri.co.jp

広報・IR部 笠田・鈴木 電話:03-6705-6000 Email: media@mri.co.jp

《担当》

【内外経済総括】武田洋子 【日本】森重彰浩 【米国】平田暁子 【欧州】重次泰子 【新興国】対木さおり、大島一宏

*本資料は、内閣府記者クラブ、日本銀行記者クラブに資料配布しております。