

日本経済情報

2012年1月号

Summary

[内容]

1. 景気の現状

昨年夏以降は生産が横ばい圏で推移し景気は停滞状態に

輸出は海外景気の悪化や円高により弱含み

設備投資は緩やかな減少が続く

個人消費は増勢鈍化

公共投資は再拡大の兆し

2011年の成長率は2年ぶりのマイナスに

2. 2012年の日本経済 財政支出の拡大が成長率を押し上げ

輸出は海外景気の減速や円高により伸び悩み

内需は政策頼みの状況

伊藤忠経済研究所

所長
三輪裕範
(03-3497-3675)
miwa-y
@itochu.co.jp
主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

2012年の日本経済

日本経済は、昨年夏場にかけて東日本大震災による落ち込みから急速に回復したが、その後は停滞感が強まっている。

景気停滞の主因は、ソブリン問題の深刻化を受けた欧州経済の低迷や円高の進行、タイの洪水被害の影響による輸出の減少である。さらに、輸出の減少や収益環境の悪化などにより設備投資の回復も遅れており、個人消費も消費者マインドの改善ペース鈍化により増勢にブレーキがかかっている。

公共投資は、先行指標が増勢に転じた可能性を示唆しているが、輸出の落ち込みが大きいいため、10～12月期の実質GDP成長率はマイナスとなった可能性が高い。この結果、2011年の成長率は1%程度のマイナスとなったとみられる。

2012年の日本経済は、震災復興に関連した政府支出の拡大が成長率を押し上げる要因となろう。さらに、現在国会審議中の今年度4次補正予算が若干ながらも成長率を高めることになろうが、反動落ちが見込まれるため、必要以上に景気の変動を増幅する可能性に留意する必要がある。

輸出を巡る環境は大きな改善が見込み難い。ソブリン問題の長期化を受けたユーロ圏経済のリセッション入りやその他欧州諸国などの景気悪化に加え、米国経済の緩慢な回復、中国経済の成長ペース鈍化などにより、世界経済は一段の減速が予想される。為替相場も、金融市場の混乱が続き円高圧力が根強く残る。日本のデフレ長期化や貿易収支の赤字転化、政府の円売り介入スタンス維持などが円高圧力を緩和するものの、2012年のドル円相場は現状程度の円高水準が続き、輸出は緩やかな拡大にとどまろう。

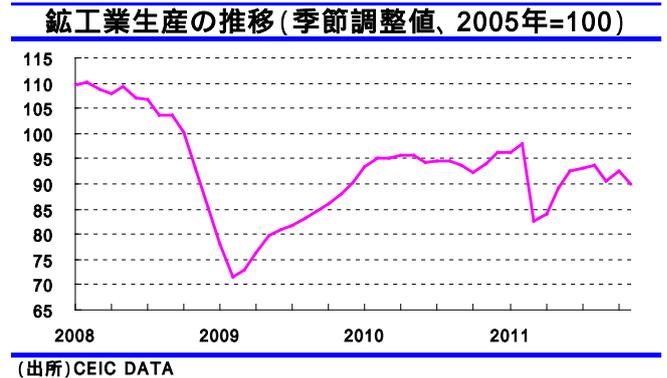
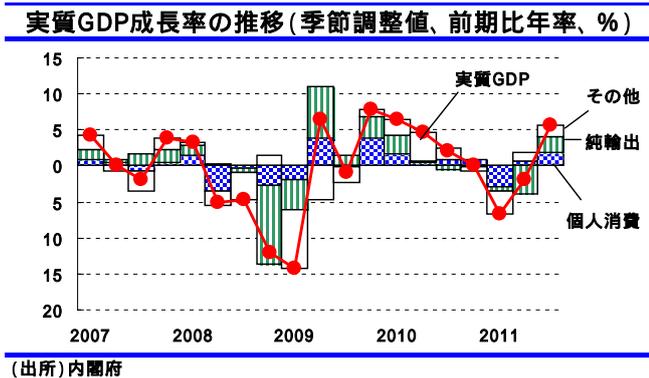
内需も、輸出の伸び悩みを受けて設備投資は本格的な回復に至らず、個人消費もエコカー補助金の復活が支援材料となるが、所得環境の改善が見込み難い上に、年金制度改革の議論がかえって消費者の将来不安を高める恐れもあり、持続力のある回復は期待できない。

このため、2012年の実質GDP成長率は1%台後半まで持ち直すものの、自律的な回復軌道に復するには至らないと予想する。

1. 景気の現状

昨年夏以降は生産が横ばい圏で推移し景気は停滞状態に

日本経済は、昨年夏場にかけて東日本大震災による落ち込みから急速に回復したが、その後は停滞感が強まっている。2011年7～9月期の実質GDP成長率は、主に個人消費や輸出の回復により、前期比年率5.6%の高成長を記録し、日本経済は震災による混乱から予想以上のスピードで正常化した。しかしながら、夏場以降は景気の回復モメンタムが大きく低下している。



鉱工業生産指数は、2011年9月に前月比3.3%となり、震災のあった3月以降では初めてマイナスを記録した。翌10月は増加に転じたものの(2.2%)、11月には再び減少している(-2.7%)。生産予測によると12月は前月比で5%近い増加が見込まれているが、それでも12月の水準は8月をわずかに上回るにとどまっております、夏場以降、年末にかけて生産は一進一退が続いていた。

主な業種別の動向を見ると、電子部品・デバイス工業(9月前月比2.3% 10月5.6% 11月0.5%)が低迷し、情報通信機械工業(7.8% 6.8% 23.7%)が大きく落ち込んでいる。主因は、洪水被害を受けたタイにおける部品生産の減少が、サプライチェーンを通じて日本の生産を押し下げたことである。一方で、自動車などの輸送機械工業もタイの洪水による部品調達難が見られたが(5.9% 11.5% 10.0%)、11月の落ち込みは10月の反動による部分もあるとみられる。また、一般機械工業も9月に大きく減少したが概ね下げ止まっており(6.1% 3.1% 0.3%)、12月の生産予測では前月比4.8%の増加を見込むなど、逆にタイ洪水の復旧需要が生産拡大に寄与しているようである¹。

輸出は海外景気の悪化や円高により弱含み

こうした生産の停滞には、タイの洪水被害の影響のほか、ソブリン問題の深刻化を受けた欧州経済の低迷や円高の進行により輸出が弱含んでいることが背景にある。

ドル円相場は、昨年初から春頃までは1ドル=80円台前半で推移していたが、欧州ソブリン問題の再燃や米国経済の減速などを背景に、夏場にかけて円高が急速に進んだ。政府と日銀は、8月4日に4兆5,129億円、10月31日には9兆916億円にも上る大規模な円売り介入を行ったものの、円高の進行に歯止めをかける程度にとどまり、8月以降、ドル円相場は概ね1ドル=76～78円の円高水準で推

¹ タイ経済についての詳細は、2011年12月28日付け「アジア経済情報2011年12月号」参照。

移している。

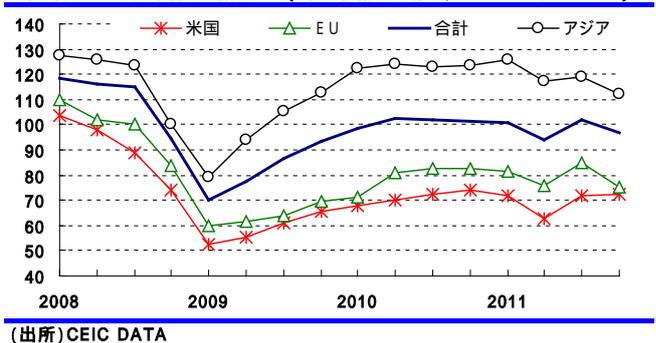
そうした中で、輸出数量指数は、2011年7～9月期は生産設備の震災被害からの復旧により前期比8.3%の大幅な増加となったが、10～12月期は4.8%と減少に転じた（当社試算の季節調整値）。仕向け地別に見ると、米国向けは7～9月期に前期比14.3%と急回復した後、10～12月期は0.8%へ急減速した。欧州向けに至っては大幅な減少に転じている（7～9月期11.9% 10～12月期11.0%）。欧州向けは言うまでもなく欧州経済の低迷による影響が強いが、欧米向けとも円高の進行が輸出を下押しした面もあろう。また、為替の影響が比較的小さいアジア向けも減少に転じているが（1.9% 6.0%）これはタイ向け輸出の減少のほか、タイ以外の国においても欧州向け製品輸出の減少やタイからの部品調達不足による生産減少・停滞により、日本からの部品や素材の輸入が減少した影響もあった模様である。

実際にASEAN主要国向けの輸出金額を見ると、タイ向けは7～9月期の前年同期比6.9%から10～12月期は15.1%と大幅マイナスに転じており、加工貿易の多いシンガポール向け（7～9月期12.4% 10～12月期11.5%）も落ち込んでいる。その一方で、インドネシア向け（7～9月期3.7% 10～12月期17.1%）、フィリピン向け（7.3% 3.4%）、ベトナム向け（9.1% 14.0%）など輸出依存度が低く内需が堅調な国への輸出は拡大傾向が見られた。

ドル円相場の推移(円/ドル)



仕向け地別輸出数量(季節調整値、2005年=100)



設備投資は緩やかな減少が続く

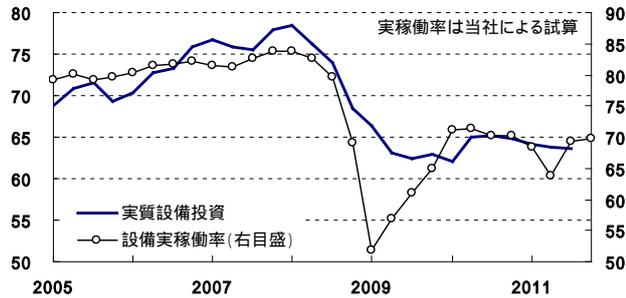
設備投資は、GDP統計ベースでは、2010年10～12月期に前期比でマイナス（1.6%）に転じて以降、2011年10～12月期まで、いずれも小幅マイナスながら4四半期連続で減少している。この数字が正しいとすると、リーマンショックからの急速な景気の持ち直しが一服したことに加え、東日本大震災の発生により投資計画を一時的に見合わせる動きが出たこと、さらには円高の加速により輸出が減少し製造業の収益環境が悪化したことが、設備投資を抑制する要因となったということであろう。

実際に、製造業の設備稼働率は、リーマンショック直後の2009年1～3月期に51.9%まで低下したが、その後、急回復し、2010年4～6月期には71.3%に達した。しかしながら、以降は緩やかな低下基調となり、2011年4～6月期には東日本大震災の影響により一時的ながら63.9%まで落ち込んだ。その後は持ち直したものの、設備投資の拡大が続いた2000年代後半の70%台に遠く及ばない65%程度にとどまっている。

また、企業収益（経常利益）も、製造業については、円高が加速したこともあり2011年7～9月期まで3四半期連続のマイナスとなっている。このように、製造業における投資環境に改善が見られない

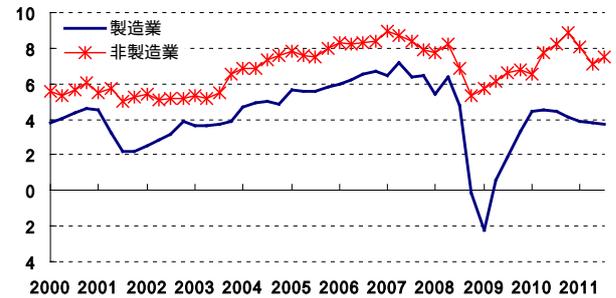
ことが、設備投資の回復が遅れている大きな要因の1つだと考えられる²。

設備投資と稼働率の推移 (季節調整値、兆円、%)



(出所)CEIC DATA

経常利益の推移 (季節調整値、兆円)

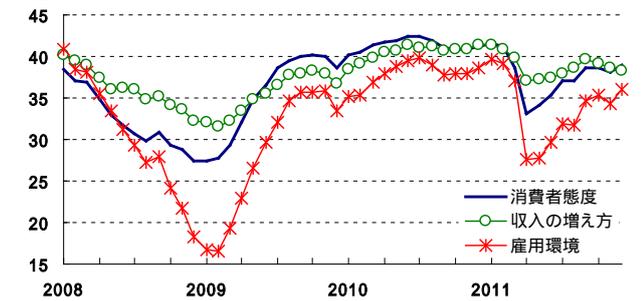


(出所)CEIC DATA

個人消費は増勢鈍化

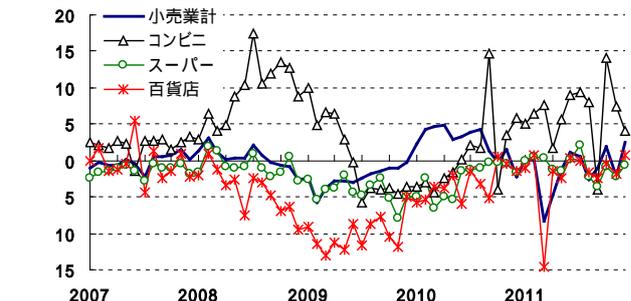
夏場までの急回復を牽引した個人消費も、正常化の動きが一巡し増加ペースは大幅に減速している模様である。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、9月まで比較的早いテンポで改善が続いていたが(4月33.1 9月38.6)、収入に対する見方が悪化したことなどから10月以降は一進一退となっている。12月の水準(38.9)は9月をわずかに上回っており、改善傾向はかろうじて維持しているものの、そのテンポは極めて緩慢である。

消費者態度指数の推移 (季節調整値)



(出所)CEIC DATA

業態別小売売上の推移 (前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

消費マインドの改善維持を背景に、小売売上高は10月に前年同月比1.9%、11月は2.2%と減少に転じ、12月は2.5%と再びプラスとなるなど一進一退ながら、底割れを回避している。分野別に見ると、前年に家電エコポイント縮小に伴う駆け込み需要で盛り上がった反動で「機械器具」の二桁減が続いたが(10月前年同月比30.3% 11月51.9% 12月10.0%)、一方で「自動車」は前年がエコカー補助金の終了により10月以降に大きく落ち込んだ反動で二桁増が続いたほか(22.8% 19.8% 14.9%)、「衣料品」が好調であった(3.2% 2.5% 4.4%)。

また、百貨店売上も衣料品販売は底堅さを見せており(10月前年同月比0.7% 11月2.6% 12月3.9%)、全体の売上高(店舗調整済)も12月は前年比プラスに転じている(10月0.5% 11月1.9% 12月0.8%)。また、コンビニ売上は10月に前年同月比16.6%、11月10.4%、12月7.3%と前年を上回る水準を維持した。前年10月のタバコ税引き上げ後に落ち込んだ反動で嵩上げされた部分はあるが、サービス(10月14.8% 11月17.7% 12月9.1%)や日配食品(4.7% 4.0% 6.5%)

² 統計での確認は困難であるが、巷間言われている通り、円高の定着により海外への生産拠点移転の動きが強まっている可能性も十分にある。

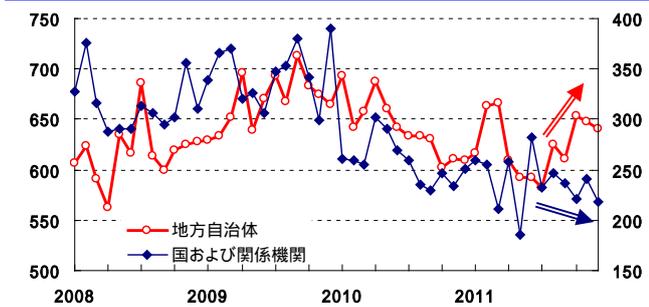
も好調であった。一方で、スーパー売上（店舗調整済）は、衣料品が好調だったものの野菜の価格低下により食料品が伸び悩んだことや家電製品の落ち込みにより、前年割れが続いた（10月前年同月比 0.9% 11月 2.3% 12月 0.6%）。

公共投資は再拡大の兆し

公共投資の先行指標である公共工事保証実績は、当社試算の季節調整値で、7～9月期の前期比0.5%から10～12月期は3.6%へ増勢が加速している。こうした先行指標の増勢を踏まえると、7～9月期に前期比1.0%と減少に転じた公共投資（公的固定資本形成）は、10～12月期には再び増勢に転じた可能性がある。

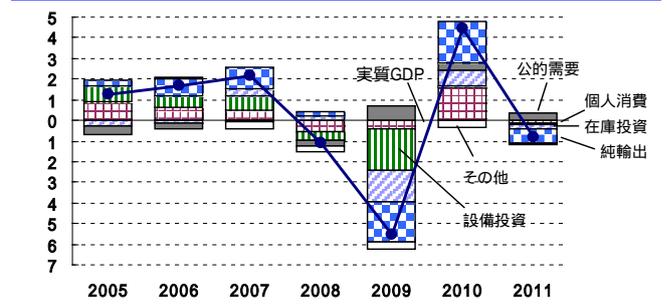
なお、内訳を見ると、地方自治体（都道府県、市町村、地方公社の計）の増勢が顕著に強まっている（7～9月期前期比1.3% 10～12月期6.9%）一方で、国（関係機関を含む）は減少幅が拡大している（1.5% 4.8%）。この時点では、震災被害の復旧・復興事業は、被災自治体において着実に進められる一方で、国の事業は5月に成立した今年度1次補正予算と11月の3次補正予算の端境期を迎えていた模様である。

公共工事保証実績の推移（季節調整値、10億円）



(出所)保証会社各社

実質GDPの推移（前年比、%）



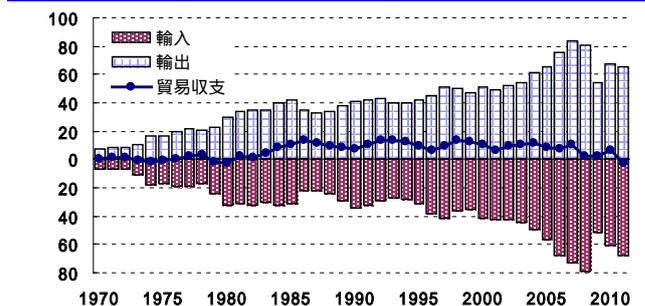
(出所)内閣府

2011年の成長率は2年ぶりのマイナスに

以上の主な需要動向を踏まえると、10～12月期の実質GDP成長率は、輸出の落ち込みを主因に前期比でマイナスとなった可能性が高い（成長率の予想は1月31日に発表される指標を踏まえて作成予定）。この結果、2011年の成長率は、リーマンショックから立ち直った2010年の前年比4.5%から一転して、1%程度のマイナス成長となった模様である。東日本大震災の被害による生産能力の低下やソブリン問題を背景とする欧州経済の悪化や円高、タイ洪水などの主に外生的な要因により輸出が落ち込み、純輸出の大幅なマイナス寄与をもたらしたほか、在庫投資の減少にもつながった。さらに、設備投資の抑制要因ともなり、企業部門の不調が個人消費の回復にも水を差した格好となった。

また、純輸出の大幅な落ち込みは、貿易収支の1980年以来31年ぶりとなる赤字転化にも表れている。貿易赤字の背景には、東日本大震災に伴う輸出減や代替輸入の増加、また、タイの洪水の影響など、一時的なものも多く、日本の貿易収支が恒常的な赤字体質に転換したとの見方が早計であることは言う

貿易収支の推移（兆円）



(出所)CEIC DATA

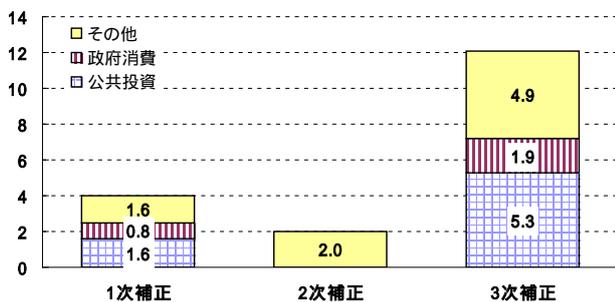
までもない。ただし、当面は化石エネルギーへの回帰が避けられず、また、為替相場の円高水準定着が長期化すれば輸出の拡大が妨げられるため、早期かつ大幅な黒字に復する可能性が高くないことも事実である。こうした貿易構造の変化が日本経済へ与える影響も含め、以下では景気の先行きについて展望する。

2. 2012年の日本経済

財政支出の拡大が成長率を押し上げ

2012年の成長率という観点に絞ってプラス要因を挙げるとすれば、震災復興に関連した財政支出の拡大であろう。政府は、これまで今年度補正予算を3次に渡って編成してきたが、5月に成立した第1次補正予算では総額約4兆円のうち1兆6千億円程度が震災復旧関連の公共投資、8千億円程度が瓦礫撤去などの費用、11月に成立した第3次補正予算では、総額約12兆のうち、5兆3千億円程度の公共投資と、2兆円近い政府消費が震災関連として計上された。1次補正予算については概ね2011年中に執行されたとみられるが、3次補正予算は成立が年末近くとなったため、大部分の執行は2012年1月以降となった模様である。そのため、主に3次補正予算で追加された震災関連の公共事業の執行により、2012年の実質GDP成長率は0.4%Pt程度押し上げられると試算される。

2011年度補正予算の規模(兆円)



(出所)財務省

公共投資のイメージ(2000年価格、兆円)



(出所)内閣府

さらに政府は、今年度税収の上方修正分1.1兆円や国債費の下方修正1.3兆円などを財源とする2.5兆円規模の第4次補正予算を国会に提出しており、来月上旬の成立を目指している。この4次補正予算における問題点は財源であり、税収上ぶれや国債費の減少は、最終的に増税により大部分の財源を確保することになった3次補正予算案の編成時に、見通すことができていたものである。その意味で、本来は4次補正予算の内容を議論する以前に、これらの財源を3次補正予算の財源に、すなわち復興債の返済財源（発行額の減額）に充てることを検討するべきであるが、4次補正予算は国債の追加発行が不要であるという局所的な財政中立を後ろ盾に、こうした根本的な議論なく成立する可能性が高いようである。

一方、4次補正予算案の歳出項目を見ると、「中小企業資金繰り支援」の7,413億円が最大であり、そのうち、円高やタイ洪水などの影響を受けた企業へ融資するために必要な日本政策金融公庫への出資金が大部分(6,825億円)を占める。次に金額の大きい項目は「高齢者医療・子育て・福祉等」の4,939億円であり、そのうち高齢者医療の負担軽減2,719億円が過半を占める。ただし、これは来年度分の予算手当であり、その必要性を議論する以前の問題として、同時期に国会に提出した来年度予算案で

はなく、今年度補正予算案に盛り込まれたことが疑問点として指摘できる。さらに言えば、安心こども基金の1年延長(1,270億円)や子宮頸がん等ワクチン接種基金の1年延長(526億円)など、また、「義務的経費等の追加」の中の生活保護費等負担金等(1,339億円)に含まれる来年度不足見込み分(685億円)も、本来、来年度予算案に計上されることが相応しいと思われるものである。したがって、これらの分だけ来年度の歳出額が抑制されている点は、来年度予算を評価する上で考慮すべきであろう。

そのほか、4次補正予算案において歳出額の大きい項目は、税込の上方修正に伴う「地方交付税交付金」の増額3,608億円、いわゆるエコカー補助金の復活(対象期間2010年12月20日~2013年1月31日)予算である「環境対応車普及促進対策費」3,000億円、農林水産業の支援と称する「食と農林漁業の再生に必要な経費」1,574億円である。

(億円)			
	金額		金額
1. 義務的経費等の追加	1,406	公債金(復興債)	11,030
生活保護費等負担金等	1,339	雑収入	52
2. その他の経費	20,331	政府資産整理収入	36
(1) 高齢者医療・子育て・福祉等	4,939	規定経費の減額等	14,227
(2) 国債分担金及び拠出金	1,875		
(3) 食と農林漁業の再生に必要な経費	1,574		
(4) 中小企業資金繰り支援	7,413		
(5) 環境対応車普及促進対策費	3,000		
(6) その他	1,530		
3. 地方交付税交付金	3,608		
歳出合計	25,345	財源計	25,345

(出所)財務省

以上の内容を踏まえると、歳出総額 2.5

兆円のほぼ全てが公的金融機関や地方自治体、企業や家計部門への所得移転であり、直接的な需要押し上げ効果は微少である。過去の実績などから判断すれば、間接効果を含めた景気押し上げ効果が最も期待されるのはエコカー補助金の復活であり、実施されれば2012年ないしは2012年度の実質GDP成長率を0.1%P程度押し上げるとみられる。ただし、前回のエコカー補助金実施において確認された通り、その効果は需要の前倒しに過ぎず、反動落ちを伴うものである。当面の景気が押し上げる震災復興関連予算においても同様の反動が見込まれることから、4次補正予算によって今年から来年にかけての景気の変動がより増幅される可能性が高いことを指摘しておきたい。

輸出は海外景気の減速や円高により伸び悩み

上記の通り、来年以降はともかくとして、少なくとも今年いっぱい、政策面から景気の下支えが見込まれる一方で、輸出を巡る環境に大きな改善は期待し難い。なかでも、欧州ソブリン問題は、未だ解決への道筋が見えない状況にある。

今年に入り、大手格付け会社S&Pがフランスを初めとするユーロ圏9カ国のソブリン格付けを引き下げたことに加え、順調に進んでいるとみられていたギリシャ向け債権50%カットの債権者との交渉難航が伝えられたことから、ユーロ相場が一時1ユーロ=1.3ドル、対円では1ユーロ=100円を割り込む水準まで下落するなど、金融市場の混乱が続いている。今後も、3月に大量の国債償還を迎えるギリシャの2次支援の実行可否、格下げを受けたEFSF(欧州金融安定化基金)の資金調達力、今年7月への設立前倒し方針が決まったESM(欧州安定化メカニズム)の枠組みなど、対応・解決すべき難問が山積みであり、ソブリン問題の行方に金融市場が振り回される状況が続こう。

そうした中で、ユーロ圏諸国は、ソブリン問題解決のために不可避である財政の健全化を進めているため、増税や財政支出の削減により景気は低迷している。ユーロ圏経済は既にリセッション入りしたとみられ、2012年はマイナス成長に陥る可能性が高い。

ソブリン問題の長期化とユーロ圏経済の低迷は、ユーロ圏向け輸出比率の高いスイスや英国などの欧州諸国のほか、ロシアやブラジルの経済にも輸出の落ち込みや通貨の下落などを通じて少なからず影響を与えるとみられる。ユーロ圏向け輸出比率が比較的低い米国や中国などアジア諸国においても、輸出を通じた影響は比較的小さいものの、金融市場の混乱などを通じた影響が見込まれることに加え、米国経済においては、家計の過大な債務負担や雇用の緩慢な拡大により個人消費の回復力が弱いため2012年も高い成長は望めない。また、中国についても、政府がインフレへの警戒感から過熱気味であった成長ペースを未だ抑制し続けており、2012年の成長率は前年よりさらに減速しよう。そのため、世界経済の成長率は、2010年の5.2%から2011年は3.7%に低下したとみられ、さらに2012年は3.4%まで低下すると予想する。

世界経済の減速に加え、為替相場の面からも引き続き日本の輸出にとって厳しい状況が予想される。欧州ソブリン問題に伴う市場の混乱は、投資家のリスク意識を高める結果、いわゆる安全通貨とされる米ドルやスイスフラン、そして日本円に対する需要を強める。さらに、米国においては1月24～25日のFOMCにおいて現状のゼロ金利政策を少なくとも2014年後半まで継続せざるを得ないという見通しが示されており、日米金利差からドル買い円売りの動きが強まることは当面期待できそうもない。また、スイスフランにつ

いては、昨年9月、中央銀行が1ユーロ=1.2スイスフランに誘導する方針を打ち出し、さらに目標水準を切り下げる可能性も示唆しているため、投資家にとって逃避通貨とはなり難い。そのため、消去法的に円が選好され、ソブリン問題による円高圧力が根強く残ることとなる。

一方で、日本においても、日銀は消費者物価上昇率が前年比で1%程度となることが展望できるまで現在のゼロ金利政策を維持する方針である。また、仮に日本経済が2012年に2%程度の成長が実現したとしても、需給ギャップの縮小は小幅にとどまるため、デフレ脱却が見通せる状況には至らないと予想されることを踏まえると、金利水準の観点から円買い圧力が高まることもない。さらに、貿易収支の赤字転化は、貿易取引に伴うドル売り円買い需要の減少、ドル買い円売り需要の増加を意味するため、円高圧力を緩和する要因とはなろう。

ただし、貿易収支の赤字転化に円安反転までを期待するのは、非現実的であろう。仮に貿易収支の赤字基調が定着したとしても、これまでに積み上がった多額の海外資産から得られる収入により所得収支は年間10兆円を超える大幅な黒字となっているため、経常収支は今後も黒字基調を維持し続ける見込みである³。先に述べた通り貿易収支の赤字転化には一時的な要因が多分に含まれていることも踏まえると、円高圧力を緩和する程度と捉えておくべきであろう。

そのほか、4次補正予算において、外国為替資金証券の発行限度額を従来の165兆円から195兆円ま

世界経済の予想(暦年,%)

	実績			予想		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
世界	2.8	0.7	5.2	3.7	3.4	3.9
米国	0.3	3.5	3.0	1.7	2.1	2.3
ユーロ圏	0.4	4.3	1.9	1.5	0.5	0.5
日本	1.0	5.5	4.4	0.9	1.7	1.8
中国	9.6	9.2	10.4	9.2	8.3	8.1

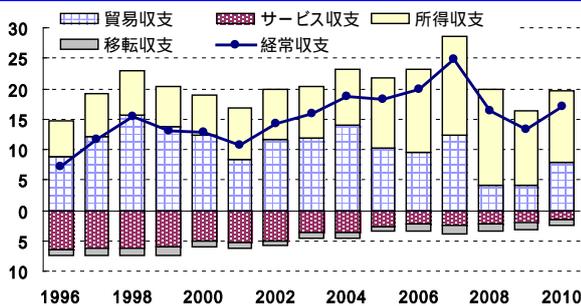
(資料)各国政府、IMF(予測は当社による)

³ 所得収支の受取には、海外における再投資など円転しない部分も含まれているという指摘もあるが、少なくとも潜在的な円買い需要とはなる。

で引き上げる案を盛り込んでおり、必要に応じて円売り介入を行うスタンスを示している。日本政府・日銀による単独介入に対しては、米国が否定的なスタンスを示している⁴ものの、今後も円高の進行が加速する場合は、円売り介入により、その動きに歯止めをかけることも見込まれる。貿易収支の動向も併せて考えると、一段と円高が進むリスクは低下したと言えるであろう。

以上を踏まえると、2012年のドル円相場は、1ドル=70円台後半の円高水準が続くと予想される。こうした海外景気と為替相場の先行きを前提とすれば、輸出は、欧州向けは減少傾向が続き、米国向けも伸び悩むとみられる。アジア向けについても、当地域の底堅い内需に牽引され拡大基調を維持するがペースは鈍化し、全体として緩慢な拡大にとどまると予想する。

経常収支の推移(兆円)



(出所)CEIC DATA

労働分配率の推移(季節調整値、%)



(出所)CEIC DATA

内需は政策頼みの状況

輸出の伸び悩みを受けて、設備投資の本格的な回復も期待し難い。また、個人消費についても、今年の春闘では、経団連が8年ぶりの定昇凍結の可能性を示唆するなど、所得環境の改善が見込めない状況となっている。実際に、法人企業の労働分配率は、2000年代前半と同水準の66%程度で高止まりしており、厳しい収益環境の下で企業側が雇用者への分配を拡大するとは見込み難い状況である。さらに、消費者の将来不安の緩和・解消が期待された年金制度改革についても、税制との一体改革は消費税引き上げ議論だけが先行し、いたずらに不安を煽るだけの状況にある。そのため、個人消費は、震災復興需要などの波及効果やエコカー補助金による底上げにより、ある程度の伸びは見込まれるものの、持続力のある回復には程遠い状況となろう。

以上を踏まえると、日本経済の2012年の実質GDP成長率は、主に震災復興需要など政策的な要因により潜在成長率を上回る1%台後半まで持ち直すものの、政策効果に依存する部分が大きく、年内に民間需要が主導する自律的な回復軌道に復することは困難であろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

⁴ 米国財務省は2011年12月27日の「国際経済と外国為替に関する報告書」において、日本政府・日銀が8月以降に行った円売り単独介入を支持しなかったとしている。