



Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

欧米経済・金融動向

< 米国経済の動き >

- ・ 4 - 6 月期の実質 GDP は、前期比年率で 2.4% に回復した。その後、7 月以降の経済指標も順調な回復歩調を見せている。米国では、従前より、金利低下や減税効果を受けて、下半期の景気回復の見方が強かったが、7 月の強めの指標の発表や、株価の急速な戻り等もあり、回復期待は一層高まっている。一方、回復の遅れている雇用状況の推移にも注目が集まっている。

< 米国金融市場の動き >

- ・ 当面予想される F R B の金融政策と、現在の M B S のデュレーション水準を考慮した場合、長期金利 (10 年国債) の落ち着きどころは現在の 4.5% よりも低い水準にあるとの予想に変更はない。

< 欧州経済の動き ~ 高くはない早期回復期待の実現可能性 ~ >

- ・ 4 ~ 6 月期のユーロ圏の主要国は揃ってマイナス成長となり、上期の景気停滞が統計的に裏付けられる一方で、下期の景気回復への期待は強まっている。しかし、ユーロ高の累積効果で輸出、生産が抑制されること、雇用見通しの厳しさと社会保障制度改革が家計の消費態度慎重化の要因となるため、現実の回復テンポは期待を下回るであろう。

主任研究員 (米国経済) 土肥原 晋 (03)3597-8647 doihara@nli-research.co.jp

主任研究員 (欧州経済) 伊藤 さゆり (03)3597-8538 ito@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト (米国金融) 熊谷 潤一 (03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

< 米国経済の動き >

(担当：土肥原)

〔概況〕

強めの経済指標の発表により回復の足音が高まる～当面、雇用の回復に注目

4 - 6 月期の実質 GDP は年率 2.4% と伸び率は高いものではなかったが、純輸出の寄与度が 1.6%、在庫の寄与度が 0.8% であったことから、これらを除いた国内最終販売は 4.6% と好況期の 2000 年 1 - 3 月期以来の強いものとなった。また、7 月小売売上高は、自動車販売の増加もあり前月比 1.4% 増と続伸し、鉱工業生産も前月比 +0.5% 増と回復した。

こうした中で、雇用回復の遅れが懸念されているが、7 月失業率は 6.2% と若干低下し、新規失業保険申請件数は 4 週移動平均でも雇用状況改善の分かれ目とされる 40 万件を割り込んだ推移となるなど雇用の悪化にもピークアウトの動きが窺われる。雇用回復の遅れもあって支持率の低下に悩むブッシュ大統領であるが、テキサス州クロフォードに経済閣僚を集めた会議を持ち、「減税の効果で景気は回復し始めた。一層の回復により来年はもっと仕事が見つかり易くなる。」と経済政策の効果に自信を示し、追加減税策には否定的である。

一方、景気回復の動きを受けて債券金利の上昇が急である。金利低下を材料に増加していた住宅ローンのリファイナンスも急速に縮小している。株式市場では債券金利の動向を気にし始めており、一層の金利上昇となれば、好調な住宅市場や回復し始めた設備投資、株式市場等への影響が懸念されよう。(金利の動向については、後掲の“米国金融市場の動き”をご参照下さい。)

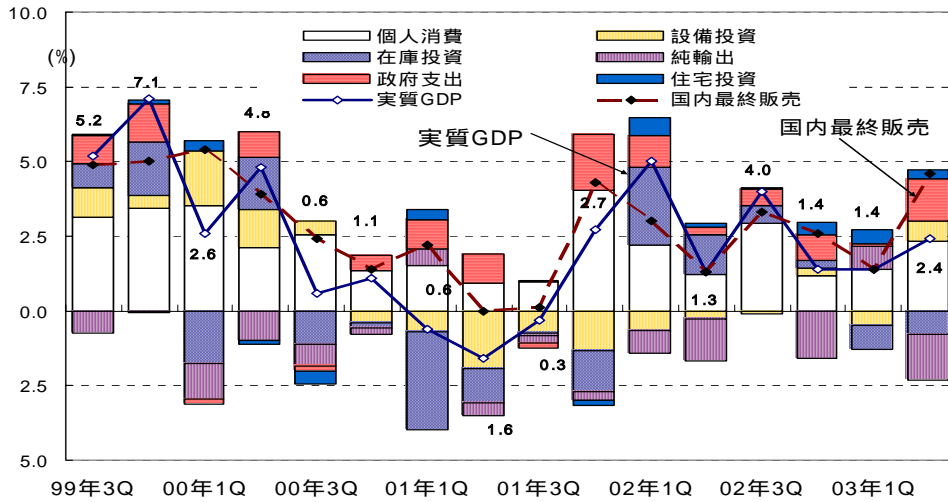
(GDP の動向)

予想以上に強かった 4 - 6 月期の GDP

7 月末に発表された 4-6 月期の実質 GDP は前期比年率 2.4% と 10 - 12 月期以降続いた同 1.4% から上昇した。寄与度で各需要項目を見ると、個人消費は耐久財消費が急伸して +2.3% となり、設備投資は出遅れていた構造物投資が 10 期振りにプラスに転じたこともあって +0.7% と寄与した。政府支出は国防支出の急増により同 +1.4% となった。一方、純輸出の寄与度は 1.6%、在庫は 0.8% と成長率を抑制したが、これらを除いた国内最終販売 (Final sales to domestic purchasers) では同 +4.6% と前 1-3 月期 (同 +1.4%) から急伸している。

但し、特殊要因で成長率が押し上げられた面にも留意しておく必要がある。政府の支出増加は、前期比年率で 44.1% を記録した国防支出 (イラク戦費) によるもので、今後も持続するわけではない。国防支出を除くと政府部門の寄与度はマイナスに転じる。また、耐久財消費は前期比年率 +22.6% と急伸して消費支出を押し上げたが、自動車販売中の小型トラック (SUV を含む) の急増等によるもので、1-3 月期が不振だった反動と、インセンティブ販売に支えられた面が強い。7 月の販売は引き続き好調ではあるが、需要の一巡感もあって、販売増の持続性には、疑問の余地が残る。

(図表1)米国:実質GDP伸率の推移・寄与度(%)



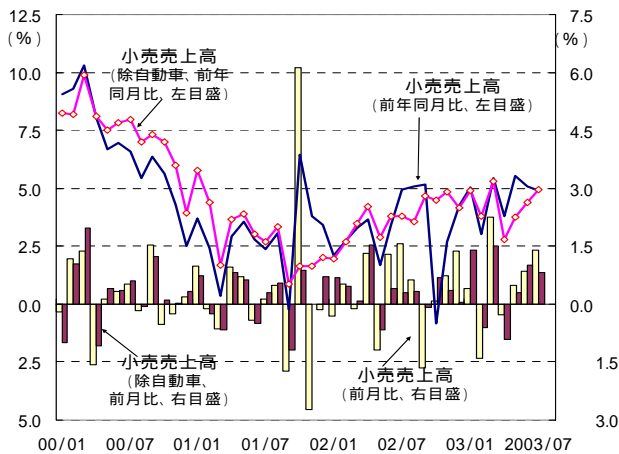
(資料) 米国商務省、前期比年率ベース。

(消費の動向、景況感)

7月小売売上高は続伸、自動車販売も好調

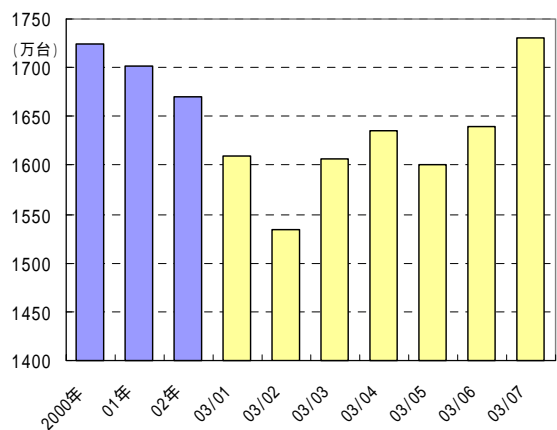
7月の小売売上高は、前月比+1.4%増、自動車除きでは+0.8%増となった。6月(同+0.9%増、自動車除きでは同+1.0%増)から続伸し、個人支出が堅調な推移にあることを示した。主要な項目の中では、自動車販売が前月比+3.2%増と最も高い伸びを見せて全体を押し上げ、電気製品(同+1.2%増)、住宅・園芸資材(同+1.3%増)、百貨店(同+1.0%増)等も堅調な伸びを見せた。なお、7月の自動車販売を台数ベースで見ると、年率1730万台と6月から大幅に増加した。上期の販売停滞によりインセンティブ販売が拡大されたためと思われる、車種ではフルサイズのピックアップトラックの売れ行きが好調だった。

(図表2)米国:小売売上高の推移



(資料) 米国商務省

(図表3)米国:自動車販売台数の推移



(資料) 米国商務省他、季節調整済み年率

消費者信頼感が低下する一方、企業のセンチメントは改善

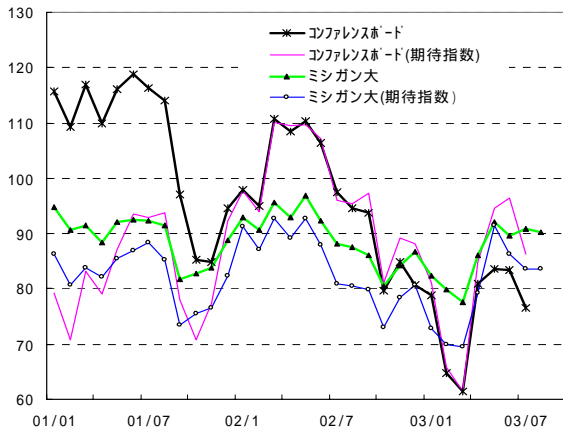
8月ミシガン大学の消費者マインド指数(速報値、19日発表分)は90.2に留まった(7月90.9)。内訳を見ると現況指数100.5(7月102.1)、期待指数83.6(7月83.7)とも低下したが、雇用の回復の遅れ

とモーゲージ金利の上昇等が懸念されたと思われる。また、これに先立って、先月発表されたコンファレンスボードの7月消費者信頼感指数も76.6(6月83.5)と急低下したが、これは調査前に発表された6月失業率が6.4%と約9年ぶりの高水準に悪化し、先行きの雇用不安から期待指数が86.4(6月96.4)と大幅に悪化したためと見られる。しかし、最近では、景気が回復の動きを強め、小売や株価も堅調であることから、8/26発表の8月コンファレンスボードの消費者信頼感指数は80台への回復が予想されている。

一方、企業の景況感を示す7月ISM指数は、製造業、非製造業とも続伸した。特に、非製造業指数の伸びは際立っており、7月の65.1は97/7の非製造業の調査開始以来の記録となった(これまでの最高は97/10の63.2)。非製造業のうち、7月の事業活動に過去最高点をつけたのは、業種別では、建設業、農業、金融業、小売業、通信業等であり、調査項目別では新規受注となっている。

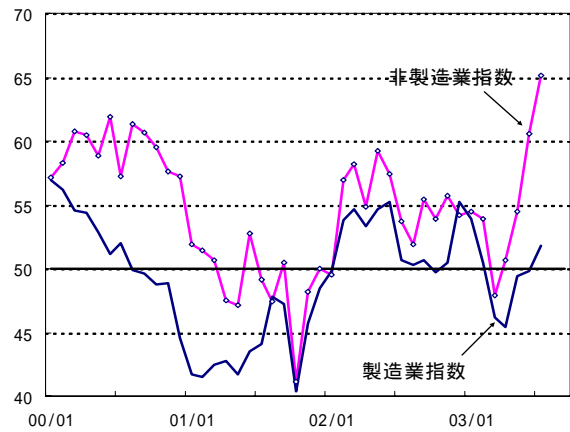
製造業指数では、51.8と4ヵ月続いていた50ポイント割れから回復した。非製造業指数との乖離は大きいものの、製造業の景気拡大の分かれ目とされる50を越え、後述の生産・受注の持直しも考慮すれば、製造業もようやく回復に向かいつつあると言えよう。

(図表4)米国:消費者信頼感指数の推移



(資料) コンファレンスボード、ミシガン大学
(生産・雇用の動向)

(図表5)米国:ISM指数の推移



(資料) Institute for Supply Management

鋳工業生産、設備稼働率とも回復

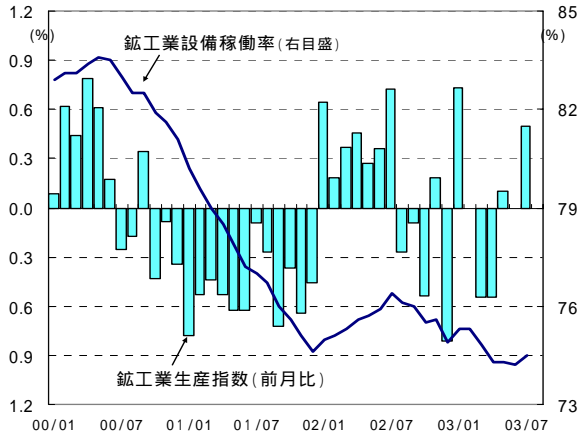
7月の鋳工業生産指数は110.0(前月比+0.5%増)と回復した。製造業の生産指数も同+0.2%増と3ヵ月連続の増加を見せた。中でも、自動車(同+3.5%増)や家電(同+4.2%増)等の耐久消費財の伸び(同+2.3%増)が高く、4-6月期GDPを押し上げた耐久消費財の生産面への波及が窺われる。なお、ハイテク産業のうち、コンピュータ生産は前月比+1.6%増、半導体産業は同+2.2%増と好調が続いている。

7月の稼働率は74.5%(前月比+0.3%ポイント増)となり、半年振りの上昇となった。業種別では、生産と同様、自動車産業の上昇幅(6月77.4% 79.3%)が目立ち、コンピュータ産業の上伸(6月80.7% 81.1%)が見られた。ただし、ハイテク産業全体では、通信機器の不振(48.5%)が続いており、稼働率も62.5%と前月比横ばいに留まった。

6月の製造業の新規受注は前月比+1.7%増(5月は+0.3%増)、うち耐久財は同+2.6%増(5月は+0.1%増)、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)も前月比+1.7%増(5月は0.7%増)と回復ペースを速め、前年同月比でも、耐久財は+4.9%増、非国防資本財受注(除く航空機)は+9.7%増となった。受注統計は、昨年半ば以降一進一退の動きにあり、耐久財受注

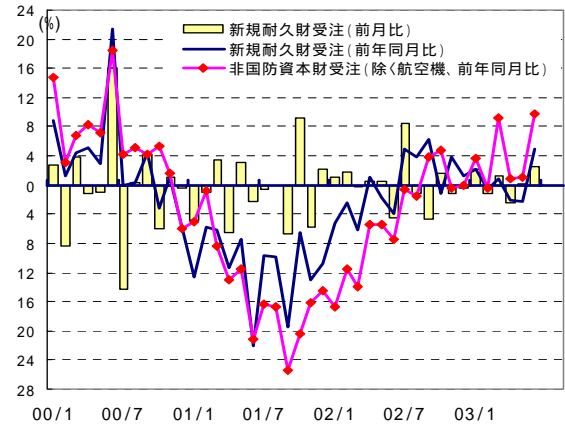
の前月比伸び率が2ヵ月連続で増加したのは、昨年の4・5月以来である。また、6月在庫も押し並べて減少しており、受注については強気の見方が増えつつある。

(図表6) 米国：鋳工業生産と稼働率



(資料) FRB

(図表7) 米国：新規耐久財受注の推移



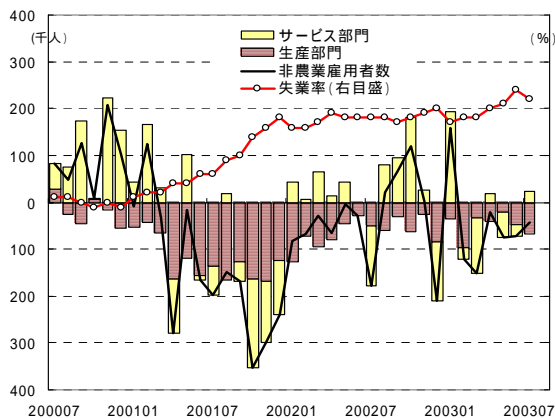
(資料) 米国商務省

雇用の改善は、当面の焦点

7月の失業率は6.2%と前月(6.4%)から低下した。失業率の低下は今年の1月以来である。しかし、6月が94年以来、約9年ぶりの高水準だったことを考えれば、未だ高水準にあると言えよう。また、非農業事業部門の雇用者数は前月比4.4万人の減少と6ヵ月連続の減少が続いている。特に、生産部門は同6.7万人減と2000/11以降の減少が続いており、雇用の減少を先導している。サービス部門は同+2.3万人増と3ヵ月振りに増加に転じたものの、生産部門の雇用減を補うほどの強さは見られない。

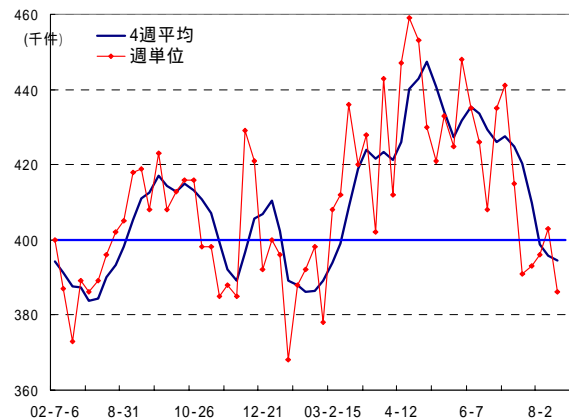
雇用の回復は、大統領選を翌年に控えたブッシュ政権の経済対策の成否を決する命題ともいえ、ブッシュ大統領の支持率の低下を留める最善の策でもある。回復の遅れが目立つ雇用状況であるが、7月以降の経済指標が回復方向にあり、毎週発表される新規失業保険請求件数が雇用状況の改善の分かれ目とされる40万件を4週移動平均でも下回ってきたこと等から、ブッシュ政権の今後の雇用回復に寄せる期待は大きい。

(図表8) 米国：雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表9) 米国：新規失業保険請求件数



(資料) 米国労働省

< 米国金融市場の動き >

(担当：熊谷)

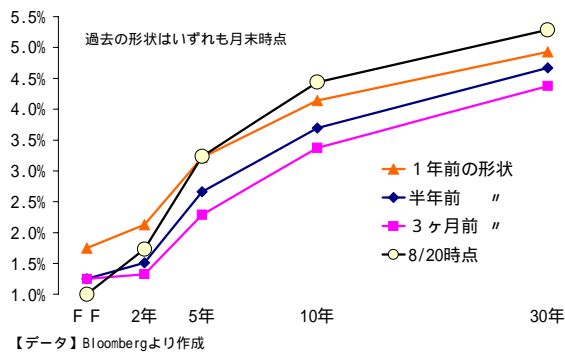
最近の米国金融市場の動き

米国金融市場では、年後半の景気回復を一旦織込むと同時に、長期金利の急騰をマイナス要因として捉えるようになった分、株価の上値が限られる動きが暫く続いた。一方、債券市場ではMBS絡みのヘッジ売りが金利変動を増幅させる中、7/31に発表された第2四半期GDP速報値が予想を上回ったことで、景気回復の足取りが速まったとの見方が強まるとともに、四半期定例入札(8/5-7)における国債の大量供給を前に需給懸念が強まった。その結果、短期金利がFRBの政策金利据え置きを背景に比較的安定する一方、長期金利(10年国債)は4.5%台に突入し、長短金利差が過去最大近くまで拡大した。入札自体は3年債を除けば概ね順調に消化されたため、10年国債利回りは一旦4.2%割れまで低下したものの、8/11に発表された小売売上高が好調だったことや、8/12に開催されたFOMCでFRBの景況認識がやや改善したとの見方が強まったことから、景気に対する楽観的な見方が一段と広がり、長期金利は再び上昇基調を強め、株式市場ではダウ工業株、NASDAQ指数が年初来高値を更新した。

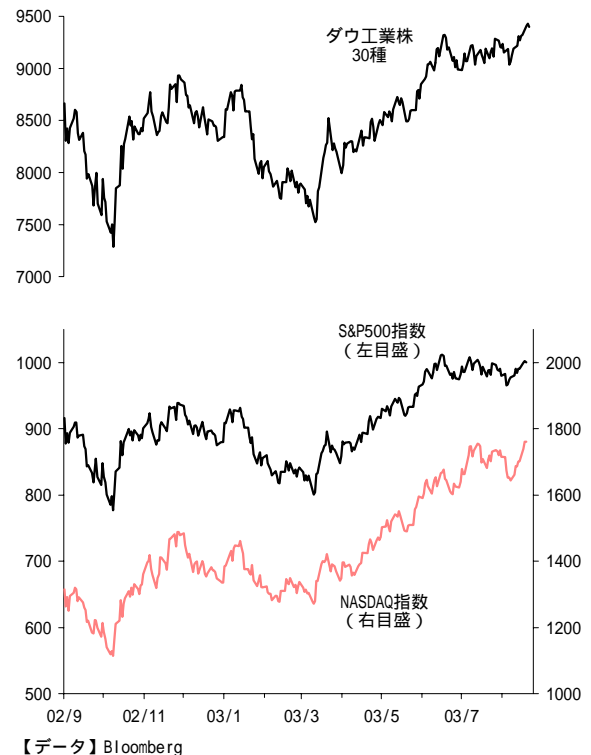
米長期金利はどこで落ち着くのか

米国金融市場では、長期金利(10年国債)がわずか1ヶ月半の間に150bpも上昇し、現在もボラタイルな動きを続けている。この背景には、年後半の米景気回復期待をベースにFRBが長期金

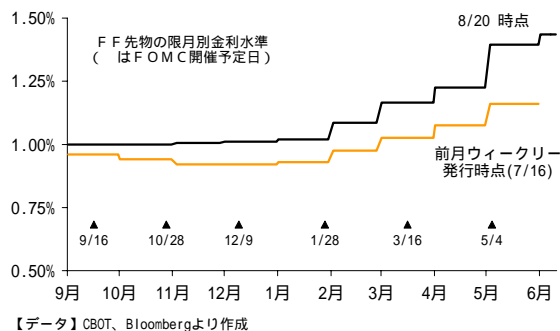
イールドカーブの変化



米主要株価の推移



市場の金利先高 / 先安観の変化

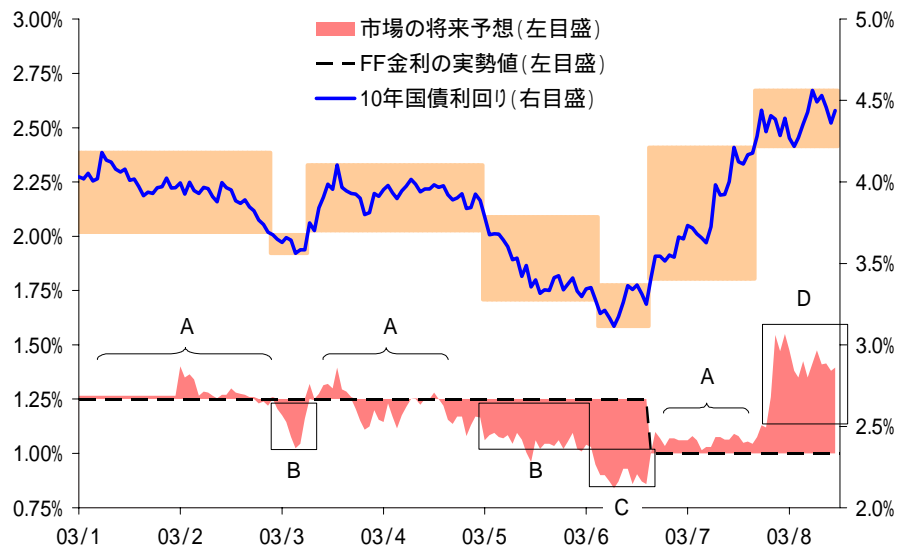


利上昇を容認しているといったファンダメンタルズ的な要因は勿論のこと、MBS市場⁽¹⁾の拡大に伴う金利変動に対する大量のヘッジ取引が、需給面から大きな金利上昇要因となっている点を指摘することができよう⁽²⁾。そこで、今回は市場参加者の金利先高観とMBSのヘッジ取引の2点から、長期金利の落ち着きどころを探ってみたい。

まず、⁽³⁾についてであるが、FF金利先物の推移をもとに将来の金融政策に対する市場予想を見ると⁽³⁾、現時点では来夏までに50bp近い利上げが実施されることを見込んでいることが分かる(下図D)。しかし、現在FRBが発しているメッセージ(金利水準を「相当期間」維持する)から判断する限り、FFレートの目標水準は当面1.00%で据え置かれることが見込まれ、金利先高感についてはやや先行し過ぎているものと思われる。従って、6月のように0.75%までの利下げや非伝統的手段の導入が期待されていた頃(下図C)の長期金利水準(10年国債で3.0%)については行き過ぎ感があるものの、FFレートが当面据え置かれることが予想されていた局面(下図A)での「長期金利=3.5-4.0%」水準が、当面の落ち着きどころとの見方もできよう。

一方、⁽⁴⁾についてであるが、昨年9月の当レポート⁽⁴⁾でも述べたように、米国債券市場ではMBSのシェアが30%超と、国債(20%)や社債(25%)を上回っており、その存在と影響力は

市場の金利先高/先安観の変化と長期金利(2003/1~)



FF金利先物の水準から、市場の将来予想を以下の4つに分類した：

- A . 概ね据え置きを予想
- B . 25bp程度の利下げを予想
- C . 50bp近い利下げを予想
- D . 50bp近い利上げを予想

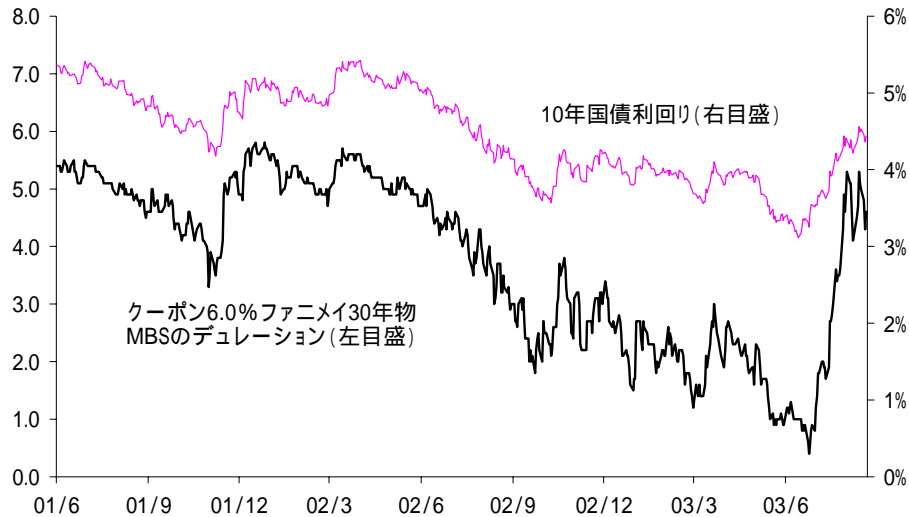
(データ) Bloomberg、FRB、CBOT

(1) Mortgage-Backed Securities。住宅ローンを担保に証券化されたモーゲージ債のこと。
 (2) 円債のように、金融機関・投資家が長期国債を過剰に保有していたことの反動が、最近の金利上昇の背景にあるわけではない。実際、米国で債券投資家が国債をオーバーウェイトにすることは稀である。
 (3) 日々の値動きから流動性を維持していると思われる、第10限月(=9ヵ月後)のFF先物水準を、市場の将来予想として使用。
 (4) Weeklyエコノミスト・レター「金融・為替市場の動き」2003/9/8号、「今週のトピックス:米国MBS市場の拡大と金利変動の増幅」参照。

我々の想像を超えている。

下図を見ても分かるとおり、ここに来てMBSのデュレーションは、昨年前半以前の水準まで戻ってきており、極端に短期化の進んだデュレーションが金利上昇に伴い解消される局面は、ほぼ終了しつつあるものと思われる。MBS市場規模の大きさは不変であることから、金利水準の変化に敏感に反応するボラタイルな相場展開が残る可能性はあるものの、これ以上一方的な金利上昇を引き起こす元凶となるリスクは小さくなったものと思われる。

MBSのデュレーションと長期金利 (2001/6 ~)



上記数値は理論数値であり、金利上昇局面では理論値以上に実勢価格は変動した可能性が高い。

(データ) Bloomberg

今後については、景気が循環的な回復基調を辿る過程において、金利上昇圧力が収束しにくい局面が続く可能性はあろう。しかし、これ以上の急激かつ大幅な金利上昇が起きるためには、積極的な金融緩和と減税を通じてデフレが回避され、物価上昇と経済活動の活発化がともに実現するという、いわゆる「リフレ政策」が短期間で効果を発揮し、インフレ期待が急速に回復するといった大きな金利環境の変化が必要となるであろう。

日本ではバブル崩壊後、94、96年と金融引締めへの転換を画策し、2000年には実際にゼロ金利を解除した。日本を反面教師にしているのであれば、ディスインフレ下でFRBが早急に引締め動き、景気のブレーキをかけるようなことは行わないだろう。MBSのデュレーション延長リスクがある程度限定的となる中、市場予想よりも長期にわたって政策金利が据え置かれた場合、イールドカーブのベアスティーブ化はいずれ修正され、長期金利(10年国債)が現状よりも低い水準で落ち着くことになるものと思われる。

< 欧州経済の動き ~ 高くはない早期回復期待の実現可能性 >

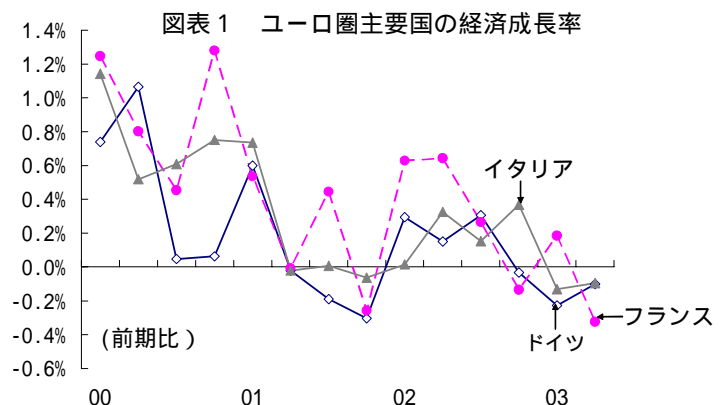
(担当: 伊藤)

4 ~ 6 月期の GDP 統計は景気低迷を裏付け

4 ~ 6 月期のユーロ圏はユーロ高による輸出の低迷と内需の伸び悩みから主要国が揃ってマイナス成長となった(図表 1)

ドイツの成長率は同マイナス 0.1%と昨年 10 ~ 12 月期から 3 期連続でマイナス成長となったほか、オランダも 3 期連続のマイナス、イタリアは 2 期連続のマイナスとなった。20 日に発表されたフランスの成長率は、輸出の低迷に加え、雇用の悪化と昨年の大規模所得税減税要因の剥落による消費の伸びの鈍化、さらに 6 月のストライキの影響が加わり、同マイナス 0.3%と大方の予想を下回る内容であった。

4 ~ 6 月期のユーロ圏全体の実質 GDP 成長率は 14 日の段階で前期比ゼロ成長と速報値が発表されていたが、フランスの大幅なマイナス成長を受けて、9 月 9 日の改定値の段階では下方修正される可能性がある。



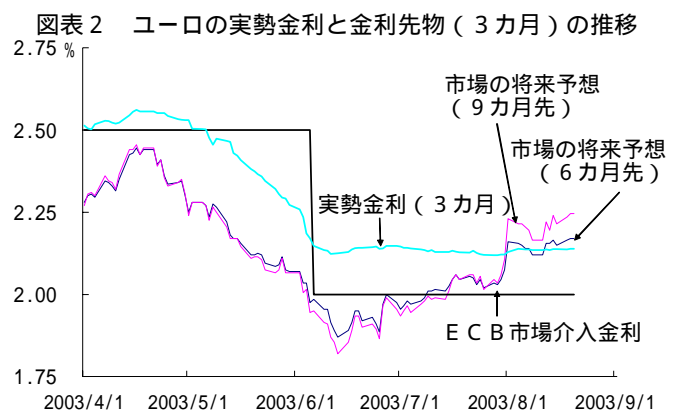
強まる企業部門、金融市場における景気回復への期待

上期のユーロ圏経済の停滞が統計的に裏付けられる一方、企業景況感や金融市場では下期の景気回復への期待を示す材料が増えている。

ドイツでは I F O の企業景況感見通しが 3 カ月連続で改善、機関投資家の景況感を示す Z E W 指数は 6 月以降、急回復を示し、8 月は 7 月の 41.9 からさらに 52.5 へと上昇した。オランダやベルギーでも景況感指数は顕著に改善、6 月

まで 5 カ月連続で悪化していたフランスの I N S E E 企業景況感指数も 7 月には僅かながら改善した。

株価も 8 月 18 日に主要市場で年初来の最高値を更新、長期金利は米国に比べてはるかにマイルドなペースながら上昇に転じた。金利先物は 6 月の利下げ直後は年内の追加利下げを織り込んで



いたが、ここにきて来年前半の利上げを織り込むようになってきている（図表2）。

回復期待を支えている要因は大きく2つに分けることができる。1つはイラク戦争の終結、SARSの終息、ユーロ高圧力の緩和、米国景気回復期待の強まりといった環境の改善である。もう1つは6月のECBの50bpの利下げや、ドイツ、フランス、イタリアなど主要国で懸案の構造改革が前進する一方、これら3カ国の他、ポルトガルなどでも景気下支えのための減税措置が打ち出されるなど政策対応への期待感が広がったことがある。

景気下振れのリスクは緩和したが、回復期待には行き過ぎの感

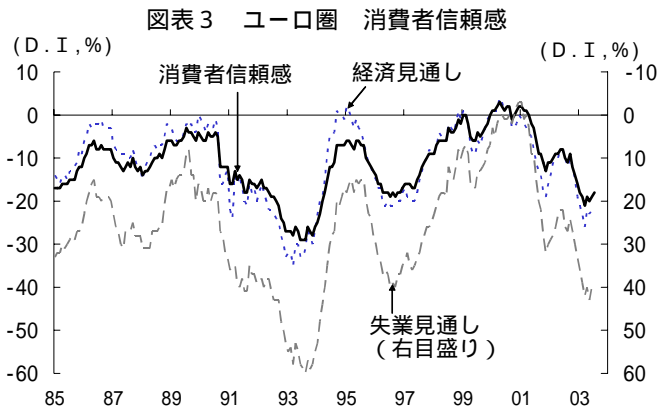
（ 輸出、生産の回復は緩慢に留まる見込み ）

しかし、景気回復期待の実現可能性については慎重に判断すべきである。回復期待の多くが米国経済に依存するため、米国の回復が期待を下回れば、2002年初頭と同じように景気回復力は弱く、且つ、短期間に終わる可能性がある。また、輸出の伸びはユーロ高の累積的效果によって抑制されやすく、生産の回復が緩やかに留まることから、設備投資の回復は緩慢で、企業の雇用に対する慎重姿勢も継続されるであろう。

（ 構造改革の進展は短期的には消費を下押しする可能性 ）

消費の先行きについても、消費者マインドは直近やや改善しているものの、雇用見通しの厳しさから水準がなお低いこと（図表3）、景気回復期待の材料となっている構造改革は消費者の態度をさらに慎重化させる効果がある点に注意が必要である。

ユーロ圏全体への影響度が大きいドイツの場合、労働市場、年金、医療制度と多岐に亘る包括的な構造改革計画「アジェンダ2010」が順次実行に移されている。労働市場改革としては解雇規制のルールの一部緩和で新規雇用の障害を軽減する一方、雇用保険給付金の削減や給付期間の短縮などを通じて、長期失業者の就業インセンティブの向上と財政の健全化を図っている。これらの改革は企業景況感の改善や規制緩和との相乗効果で新たな雇用機会が創出されなければ、雇用・所得の減少という結果に終わりかねない。医療保険制度については定額初診料の導入などで7月に与野党が合意、10月には2011年以降の年金の給付開始年齢引き上げなどに関する公的年金制度改革の草案が明らかにされる予定である。ドイツにおける年金、医療制度改革は、高齢化への対応とともに、企業の非賃金コストの負担軽減を通じた経済の活性化という目的を持つ。改革の前進が企業マインドの改善に結びつくのはこのためであり、その反面、家計にとっての負担は増大する点に留意が必要である。



エンダ2010」が順次実行に移されている。労働市場改革としては解雇規制のルールの一部緩和で新規雇用の障害を軽減する一方、雇用保険給付金の削減や給付期間の短縮などを通じて、長期失業者の就業インセンティブの向上と財政の健全化を図っている。これらの改革は企業景況感の改善や規制緩和との相乗効果で新たな雇用機会が創出されなければ、雇用・所得の減少という結果に終わりかねない。医療保険制度については定額初診料の導入などで7月に与野党が合意、10月には2011年以降の年金の給付開始年齢引き上げなどに関する公的年金制度改革の草案が明らかにされる予定である。ドイツにおける年金、医療制度改革は、高齢化への対応とともに、企業の非賃金コストの負担軽減を通じた経済の活性化という目的を持つ。改革の前進が企業マインドの改善に結びつくのはこのためであり、その反面、家計にとっての負担は増大する点に留意が必要である。

所得税減税の前倒しは、ドイツにおいては構造改革が家計部門に及ぼす影響を緩和するための必要不可欠な政策と言えるが、安定成長協定による財政健全化規定との整合性を保つための制約が加わり、景気を力強く押し上げるほどの効果は期待できない。8月13日の閣議で2005年実施予定の減税の2004年の前倒し実施分（156億ユーロ、対GDP比0.75%）の財源確保のため83億ユーロ相当の補助金等の削減が決まり、ネットの減税額は民営化収入と借入れが財源となる73億ユーロに留まることになった。今後、財源確保策について連邦参議院（上院）で多数を占める最大野党CDUとの間で調整が行われるほか、今年上期の景気後退で3年連続の財政赤字の上限（名目GDP比3%）突破の可能性が高まったことで欧州委員会や財務相理事会による予算案の修正が求められることも考えられる。

（ 最適通貨圏ではない現在のユーロ圏では構造改革と財政のサポートが必要な選択 ）

欧州通貨統合の理論的

図表4 「最適通貨圏」の条件とユーロ圏の現状

	項目	現状
ベースとなっているマンデルらによる「最適通貨圏」の理論では、経済の開放度が高い、貿易の域内依存度が高い、物価・賃金の伸縮性が高い、	通貨統合のベネフィットを享受するための条件	経済の開放度が高い
		域内貿易依存度が高い
の域内依存度が高い、物価・賃金の伸縮性が高い、	地域間の不均衡の調整メカニズムに関わる条件	物価、賃金の伸縮性が高い
		生産要素の移動性が高い
	資本	
	労働	

い、生産要素の移動性が十分に高いという条件を満たす地域は、為替相場による不均衡是正を必要とせず、単一通貨圏として持続しうると考える。 、 は、いわば通貨統合による外為取引コスト削減などベネフィットの大きさに関わる条件、 、 は域内の不均衡が独自の金融政策や為替相場による調整以外のルートで調整されるメカニズムを備えているかを問うものである。

ユーロ圏は、この条件のうち 、 は充足しているが、 、 は充足していない（図表4）。単一金融政策の下で、域内の特定地域で失業問題や財政事情の悪化が深刻化するという現在の状況は、ユーロ発足の前段階から理論的に予見し得たものであり、ユーロ圏の場合は、むしろ単一通貨の導入によって政策面での制約が強まることを、1国のレベルでは政治的に推し進め難い改革の推進力として利用することを狙いとした面もあった。景況格差の拡大に対する調整メカニズムが十分に備わっていない現段階では、構造改革が前進している限り、同時に財政による下支えを行うという選択は適切な政策の組み合わせと言えよう。

ただし、既に述べたとおり、政策の方向が適切なことと早期の景気回復を結び付けることには無理があり、構造改革のデフレ効果と景気刺激策の規模の制約を踏まえると足許の期待は行き過ぎの感が否めない。確かに、この1～2カ月で、外部環境の改善と政策の修正で景気下振れリスクは緩和している。上期の落ち込みの反動もあり、下期には景気が底離れしようが、回復のテンポはあくまでも緩やかとの見通しは維持することとしたい。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。
また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。
（Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載）