

景気の見通し

- ◇ 新興国景気の堅調さが輸出を通して先進国へ波及してきた
- ◇ 企業は設備投資・新規雇用に過度に慎重で、手元に資金が滞留
- ◇ 2011年の日本経済は輸出主導で足踏み局面から緩やかな持ち直しに向かう

1. 景気の現状と見通し(平成23年1月21日現在)

日本経済は足踏み局面から緩やかな持ち直しへ

日米欧の先進国は金融緩和を継続しています。潤沢な資金が新興国に向かい、資産バブルやインフレの懸念も出ていますが、今のところ新興国経済は堅調です。こうした新興国の需要の高まりが先進国にも輸出の増加という形で波及しています。日本でも、エコカー補助金終了が国内景気の重石になっているものの、中国など新興国向け輸出については比較的好調です。さらに米国の景気回復の足取りに安定性が増していることで、日本の輸出の先行きに明るさが出てきており、**2011年の日本経済は、輸出主導で足踏み局面から緩やかな持ち直しに向かうとみられます。**

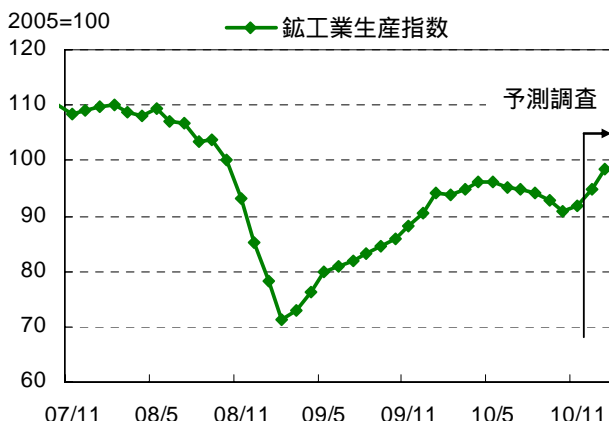
1-1. 生産調整の終了

自動車中心に生産が減速

年末に発表された経済指標では、**景気が足踏み局面入りした最大の要因であった、生産活動の減速一服が確認されたことが注目されます。**11月の鉱工業生産は前月比1.0%増と6ヶ月ぶりの増加に転じました(図表1)。輸送機械(同4.4%増、寄与度0.7%ポイント)、電子部品・デバイス(同3.1%増、0.3%ポイント)、タイヤなどの其他工業(同4.1%増、0.2%ポイント)が主な押し上げ要因となりました。さらに、経済産業省予測によると、1月まで3ヶ月連続増加の見通しです(図表1)。この背景になっているのが、輸送機械の増産(12月同4.8%増、1月同7.3%増)です。輸送機械は見込みと実績との乖離が

図表1: 鉱工業生産指数

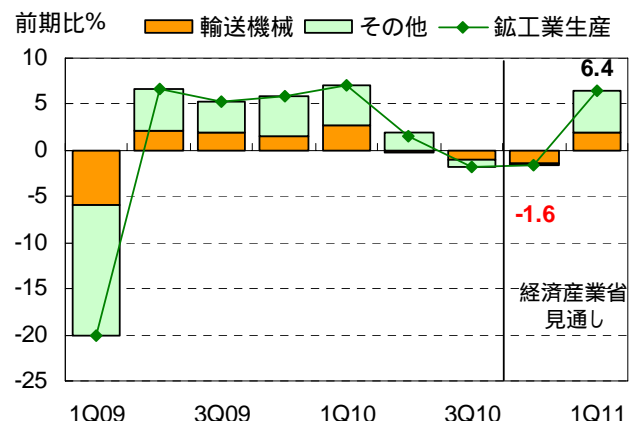
経産省予測調査では12-1月も3ヶ月連続増加の見通し



出所: 経済産業省、りそな銀行

図表2: 鉱工業生産指数 (四半期ベース)

2-3月が横ばいでも1-3月期は3期ぶり増産の見通し



出所: 経済産業省、りそな銀行

注: 1Q=1-3月期、2Q=4-6月期、3Q=7-9月期、4Q=10-12月期

注意事項

*当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とに拘わらず、**弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。**また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。
*また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。**取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。**

比較的小さいため、エコカー補助金終了による同セクターの調整から始まった生産全体の足踏みは持ち直しに向かうとみています(図表2)。

輸出の先行きに明るさ

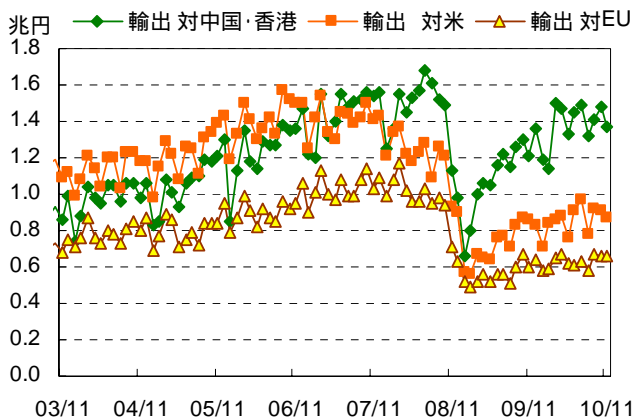
輸出については、11月も12ヶ月連続の前年比増加となりました。鈍化傾向にあった増加率も9.1%とやや加速しましたが、輸出額は過去最高だった2007年の8割の水準で頭打ちしています。アジア向けが中国中心に2007年の水準を取り戻す一方、欧米向けが低調なためです(図表3)。しかし、日本の輸出の先行きを示唆する米国の製造業の受注関連指標が改善しており、**2011年の輸出は回復する可能性が高いとみています。**

輸出回復の兆しは日銀短観12月調査にもみられました。最大の輸出セクターである自動車製造業は、海外需給を強めにみえています。同セクターの海外需給判断DI(「需要超過」-「供給超過」)は、12月も需要超過を示しました。2003年頃からリーマン・ショック前までの、輸出が過去最高水準を記録した過程と同様の状況です(図表4)。2011年3月の先行き判断こそゼロと小幅低下を見込んでいるものの、2009年9月調査以降、6四半期連続で、現状判断が前回調査時点の先行き判断を上回っていることから、3月もさほど低下しない可能性は高いとみられます。自動車製造業が代表するように、国内需要の低迷を強い海外需要が埋める構図がしばらく続くと考えています。

以上のように、**国内向けの生産は政策終了で低迷するものの、年半ばには輸出主導で景気は緩やかながら持ち直しに向かうと予想しています。**

図表3: 地域別輸出(季節調整前)

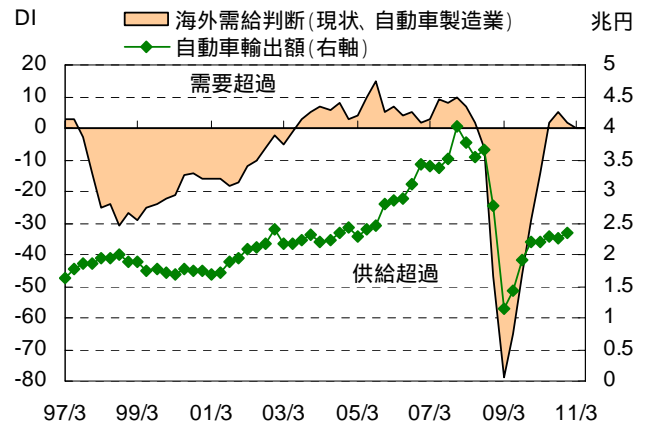
中国向けは2007年水準に復帰したが、欧米向けは低調



出所: 財務省、りそな銀行

図表4: 自動車製造業の需給判断DIと自動車輸出

自動車に対する海外からの需要は強い



出所: 日銀、財務省、りそな銀行

注: 需給判断の直近は先行き判断、輸出の直近は10-11月平均

1-2. 家電の駆け込み購入が11月の消費を押し上げた

家電の駆け込み消費が11月の消費を押し上げ

12月からの家電エコポイント半減を前に注目されていた11月の家計調査が発表されました。勤労者世帯の消費は、実感に近い、物価を調整しない名目ベースで前年比2.0%増加しましたが、うちテレビ、エアコン、冷蔵庫の3品目の購入による寄与度が1.9%ポイントと、家電エコポイント対象商品の駆け込み購入で増加の大半が説明できます(図表5)。総務省によると、11月の100世帯あたりテレビ購入数量は7.8台と、やはり制度厳格化前に駆け込み購入が起こった今年3月の同3.9台の2倍にのぼり、家電販売の盛り上がりが見え(図表6)。

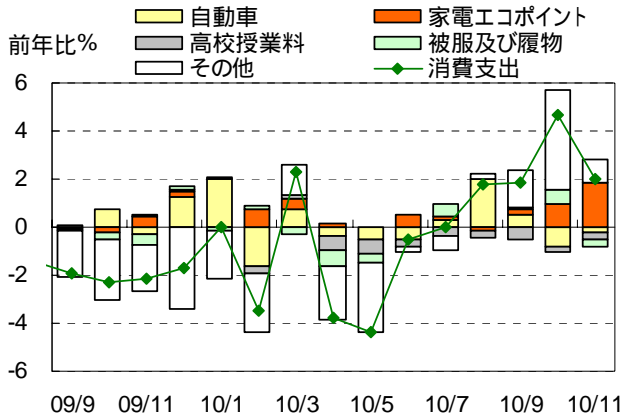
可処分所得の改善も下支え

エコポイントなど政策要因のほかに、名目の可処分所得が前年比0.7%増と3ヶ月連続で増加し、所得環境の改善も消費好調の背景と考えられます。日経新聞の調査によれば、主要企業の冬季賞与は前年比2.35%増と3年ぶりの増加に転じています。過去、同調査と厚生労働省統計は同様の動きをしていたことから、冬季賞与は全体で下げ止まった可能性が高いとみています。12月の家電販売は11月の反動で急減したとの報道もあり、

家電エコポイントが終了する 3 月以降の家電販売は低迷するとみられます。エコカー補助金が終了後の自動車販売も冴えません。しかし、可処分所得の回復が今後も続けば、政策終了による消費減少のショックをある程度は緩和すると期待されます。

図表5: 勤労者世帯の名目消費 品目別

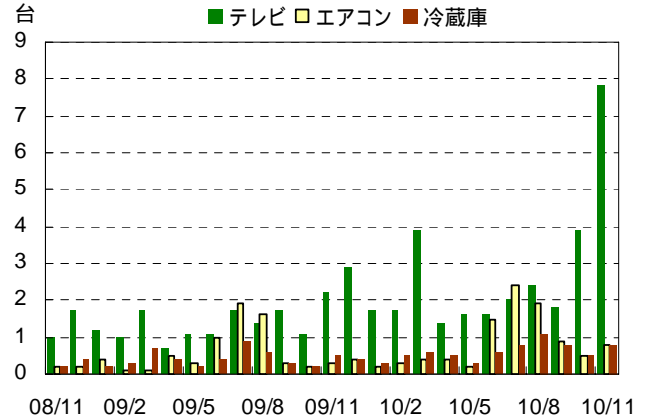
家電エコポイント半減前の駆け込み購入が盛り上がった



出所: 総務省、りそな銀行

図表6: エコポイント対象商品の購入数(100世帯当たり)

エコポイント半減前の11月にテレビの購入が急増した



出所: 総務省、りそな銀行

1-3. 雇用の緩やかな増加は続く

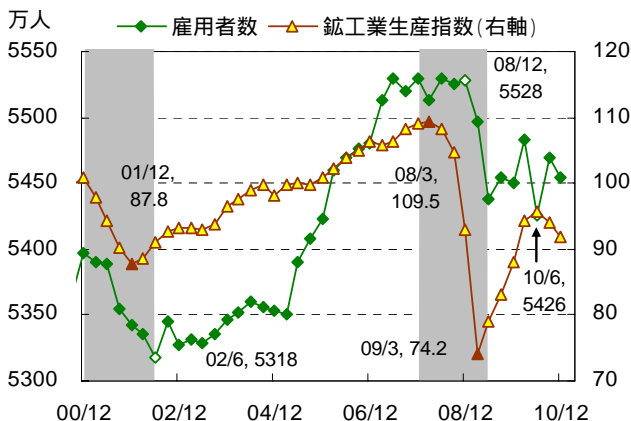
11月の失業率は5.1%と10月と同じでした。就業者数が前月比35万人減少したものの、職探しをやめて失業者としてカウントされなくなった人を含む非労働力人口が同34万人増加し、失業者は同2万人増にとどまったためであり、内容は悪化したとみています。**景気悪化の影響が半年ほど遅れて反映される雇用情勢は景気の足踏みがこれから反映されてくると予想されます**(図表7)。

女性の雇用は過去のトレンドまで回復

前年比でも就業者数は8万人減少と3ヶ月ぶりの減少に転じました。男性の減少が要因です。女性比率の高い、医療・福祉(同37万人増)、卸売・小売(同32万人増)では雇用が増加しているものの、男性が多い建設(同32万人減)、製造(同14万人減)が減少しています。リーマン・ショック後、女性就業者は2650万人前後のトレンドに戻った一方、男性は低水準が続いています(図表8)。しかし、前述のように鉱工業生産の先行きに明るさがあることからすると、製造業で男性の雇用が増加に転じ、雇用全体は緩やかに増加が続くとみています。ただし、男性雇用の減少は、製造業が生産拠点の海外移転を止めないことや産業のソフト化に伴う、人材のミスマッチが存在することも大きいとみられ、

図表7: 雇用者数と鉱工業生産(灰色は景気後退期)

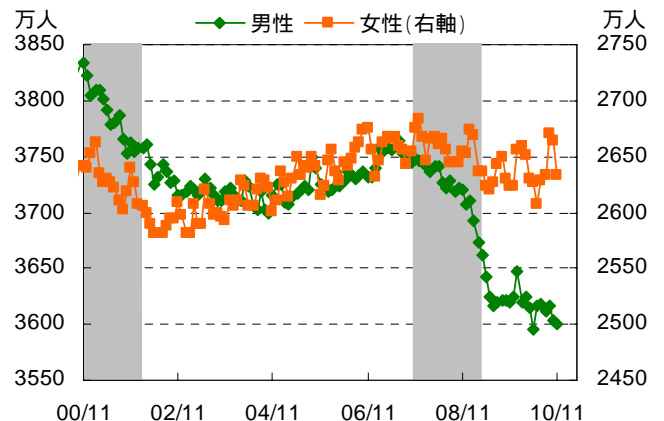
雇用は景気の動向がやや遅れて反映される



出所: 総務省、経済産業省、内閣府、りそな銀行

図表8: 就業者の内訳(季節調整済、灰色は景気後退期)

女性就業者数は過去のトレンドに戻った



出所: 総務省、内閣府、りそな銀行

表紙の注意事項をよくお読みください。

法人減税や労働者の教育制度の充実など国としての取り組みが求められるところです。

1-4. 国内設備投資はしばらく低水準

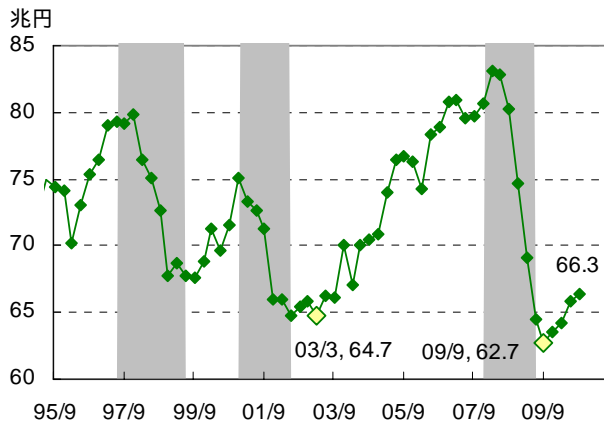
設備投資は前年比増加に転じたが、低水準が続く

輸出や生産に関しては明るさが出てきたものの、設備投資は低調が続きます。2010年7-9月期の名目設備投資額は66.3兆円と、2009年7-9月期の62.7兆円を底として緩やかに回復し、前年比でも増加に転じてはきたものの、ITバブル崩壊後の底であった2003年1-3月期の64.7兆円をやや上回る程度です(図表9)。手元資金は潤沢ながら、**企業は投資に慎重な姿勢を崩していません。**

企業の慎重さは、今後の経済成長率をどうみているか、から端的にうかがえます。内閣府が2009年末から2010年初めにかけて集計した結果では、企業による日本の実質経済成長率予想は0.4%と2009年度の-1.5%からプラスへ転じたものの、低成長が見込まれています。さらに今後3年間の平均成長率も1.0%と、低めにみていることが示されました。企業の経済成長率見通しは、経営計画策定のベースになることから、設備投資動向を左右します。2011年の調査結果が待たれますが、これまでの成長率予想を見る限り、足元の設備投資が大幅に伸びるとは考えづらい状況です(図表10)。

図表9: GDP名目設備投資額の推移(年率)

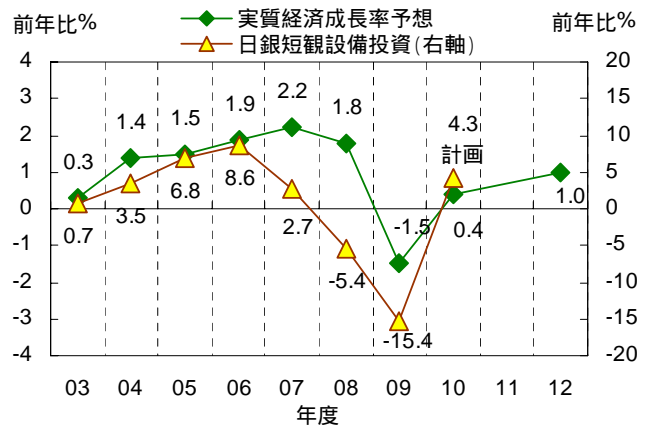
設備投資は歴史的な低水準に依然とどまっている



出所:内閣府、りそな銀行
注:灰色は景気後退期、季節調整済み

図表10: 企業の実質経済成長率予想と設備投資

成長率予想が低く、設備投資の伸びも限られるだろう



出所:内閣府、日銀、りそな銀行
注:経済成長率予想の直近は今後3年間の見通し(年度平均)

2. 米国 - 景気回復力の強弱に関心が移る

足元の景気回復ピッチは緩やか

足元の米国経済の回復ピッチは緩やかですが、中間選挙後にオバマ政権が共和党への歩み寄りをみせ、懸案だったブッシュ減税の延長など一連の景気対策を打ち出し、当局が金融緩和を維持していることから、今年の成長率を強めに見る動きが目立ちます。実際、企業心理や個人消費などは改善を示しています(図表11)が、雇用や住宅販売などは今のところ市場関係者が期待するほどの回復をみせていません。しかし、企業心理や受注動向など景気動向に対して早めに動く指標の改善が続いていることは、景気回復の足取りに安定性が増していることを示しており、**今後は景気回復力の強弱に人々の関心が移ってくると考えられます。**

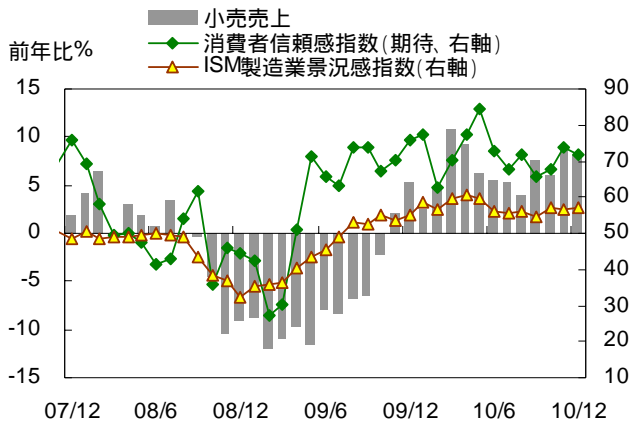
市場の注目度が高い、非農業部門の雇用者数は12月も前月比10.3万人増にとどまり、2ヶ月連続で市場予想を下回りました。内訳をみると、民間部門は前月比11.3万人増と増加は維持したものの、7-11月の平均(同12.9万人増)を下回っています。また、政府部門は地方政府の財政悪化などから2ヶ月連続で減少しました。さらにバーナンキFRB議長が雇用の正常化には時間がかかるという見解を示し、市場の強気ムードはやや冷やされる結果となりました。

失業率の回復には時間がかかるだろう

12月の失業率は9.4%と6ヶ月ぶりに低下しましたが、日本と同様、非労働力人口が増加しており、さほど雇用情勢が改善したわけではありません。足元の非労働力人口は8520万人と、1975年の統計開始以来最多、労働参加率は低下しています(図表12)。一旦非労働力化した人々が労働市場の好転につれ職探しを再開すると、再び失業者とカウントされるため、失業率が過去平均の6%程度に戻るには相当時間がかかるとみられます。過去の失業率と利上げのタイミングをみると、少なくともピークから2-3%低下するまで利上げは実施されず、米国の金融緩和は長期化する可能性が高いと考えられます。

図表11: 米国 改善を示す主な経済指標

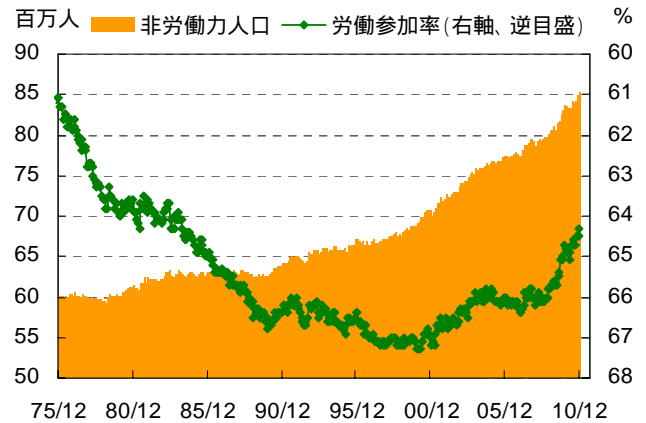
企業や消費者の心理、個人消費は足元で回復傾向



出所: Census局、コンファレンスボード、米ISM、りそな銀行

図表12: 米国 非労働力人口と労働参加率

非労働力人口は記録的高水準にある



出所: 米労働省、りそな銀行

3. 中国 - 実体経済堅調の中、金融は引き締め

実体経済が堅調な中、物価が上昇

中国経済は基本的には堅調です。しかし、金融政策の舵取りは難しくなっています。

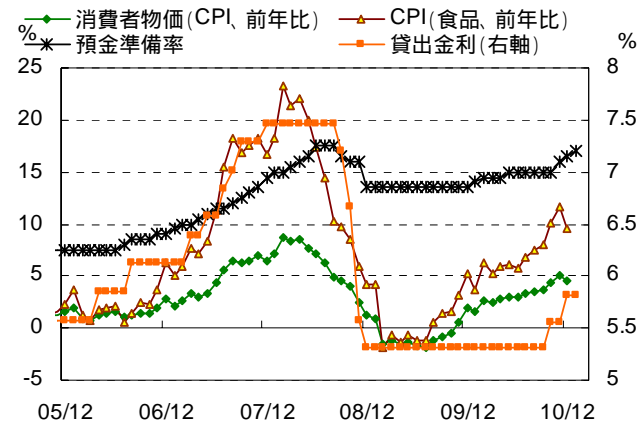
中国人民銀行は昨年10月に2年10ヶ月ぶりの利上げを実施後、主要銀行の預金準備率を3度引き上げました。12月には再利上げを実施、今年1月にも市中銀行を対象に預金準備率引き上げを行いました(図表13)。先進国が低金利政策を長期化させる状況下、利上げで海外からの投機資金流入が加速する恐れもあり、引き締めは慎重にならざるを得ないものの、依然として物価高騰や不動産市場の過熱は収まっていません。

12月の消費者物価指数は前年比4.6%上昇、2010年年間で同3.3%上昇となり、政府目標(同3%)を上回りました。食品価格の上昇率は11月の11.7%から9.6%へ鈍化しましたが依然高く(図表13)、生活必需品の値上がりや住宅価格の高騰に、市民の不満が高いとの報道も増えています。インフレ対策は最重要の政治課題と位置づけられており、金融引き締めは今後も続く可能性が高いとみられます。また、小麦や原油などの国際相場上昇のショックを吸収するために、人民元相場を切り上げる必然性は一段と高まっていると考えられます。

自動車の販売促進策は終了したが、販売の失速は考えにくい

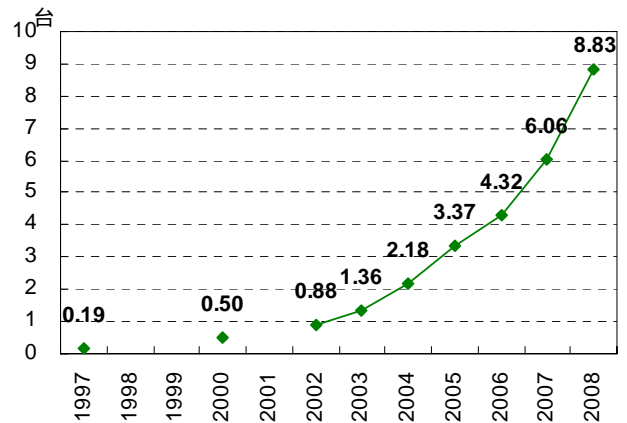
実体経済に目を転じると、2010年の成長率は10.3%と、依然堅調です。12月の輸出は過去最高を記録しました。また、2010年の自動車販売が前年比3割増の1806万台と2年連続で世界一となり、2位の米国(1157万台)、3位の日本(495万台)との差が拡大したように、内需も好調でした。ただし、2010年末に「汽車下郷(農村向け買替補助)」、「以旧換新(都市向け買替補助)」、小型車減税の3つの販売促進策が終了し、上海や北京などの大都市で渋滞対策としてナンバープレートの発給を制限する動きもあることから、自動車販売に影響が出るとの懸念が広がっています。しかし、都市部でも家計の自動車保有台数は、直近の2008年で100世帯当たり8.83台にとどまります(図表14)。足元は政策の後押しもあり、保有率はもう少し上昇していると思われますが、需要はまだ巨大です。所得の伸びなどを考えれば、減税や補助金の終了による自動車販売の急失速は起こらないとみています。

図表13: 中国 消費者物価、預金準備率、貸出金利
物価の抑制を狙い、金融引き締めが続く



出所: 中国国家統計局、中国人民銀行、りそな銀行

図表14: 中国 都市部自動車保有台数(100世帯当たり)
中国の家計の自動車保有率はまだ低水準



出所: 中国国家統計局、りそな銀行

4. 日本の GDP 予想 - 足踏み局面から緩やかな持ち直しへ

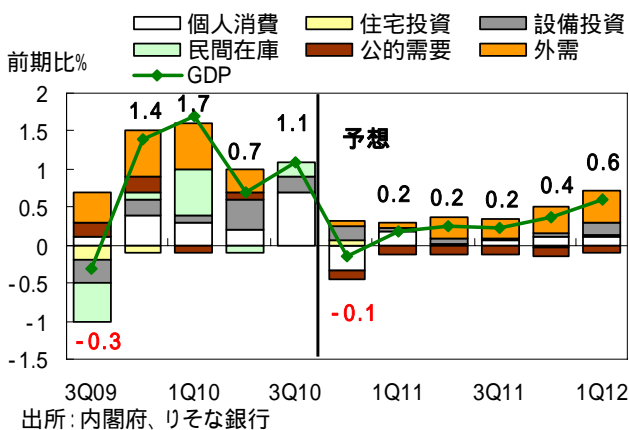
2011 年は足踏み局面から緩やかな持ち直しへ向かう

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です。10-12 月期は 5 期ぶりの前期比マイナス成長を予想しています。2010 年 7-9 月期は、エコカー補助金の駆け込み購入に加え、記録的な猛暑が消費を押し上げました。10-12 月期は、エコポイント制度の変更による家電の駆け込み購入や可処分所得の改善が、エコカー補助金終了の影響をある程度相殺したものの、個人消費の反動減は避けられなかったとみています(図表 15)。

国内景気は、エコ関連の政策終了でしばらく低迷します。しかし、中国など新興国経済が堅調を続ける中、米国の景気回復に安定感が出てきたことから、輸出には明るさが出てくるとみています。**2011 年半ばには、輸出主導で景気は足踏み局面から緩やかな持ち直しへ向かうという見通しを維持し、GDP 成長率予想は据え置きます**(図表 16)。

図表15: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

2010 年 10-12 月期成長率は前期比マイナスの見通し



出所: 内閣府、りそな銀行

注: 1Q=1-3 月期、2Q=4-6 月期、3Q=7-9 月期、4Q=10-12 月期

図表16: 実質 GDP 成長率予想(年度)

2010 年度の成長率はゲタで 1.9%押し上げられている

%、内訳は寄与度	2008年度実績	2009年度実績	2010年度予測	2011年度予測
実質GDP	-4.1	-2.4	3.5	1.1
個人消費	-1.2	0.0	1.0	0.3
設備投資	-1.1	-2.1	0.7	0.3
外需	-1.2	0.3	1.4	0.9

出所: 内閣府、りそな銀行

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください