

## 景気の見通し

- ◇ 新興国経済の堅調が輸出を通して先進国へ波及
- ◇ 一方、新興国の需要の高まりは国際商品価格上昇につながっている
- ◇ 2011年の日本経済は、輸出主導で足踏み局面から脱する

### 1. 景気の現状と見通し(平成23年2月18日現在)

日本経済は足  
踏み局面から  
脱する

日米欧の先進国は金融緩和を継続しています。資金は高いリターンを求めて世界中のリスク資産へ向かい、新興国の資産バブルや国際商品価格上昇によるインフレの懸念は高まっています。今のところ新興国の実体経済は堅調で、需要の高まりが先進国には輸出の増加という形で恩恵を及ぼしていますが、一方で国際商品価格上昇の背景にもなっています。日本では、エコ関連の政策終了が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います。**2011年の日本経済は、輸出主導で足踏み局面から脱するとみられます。**

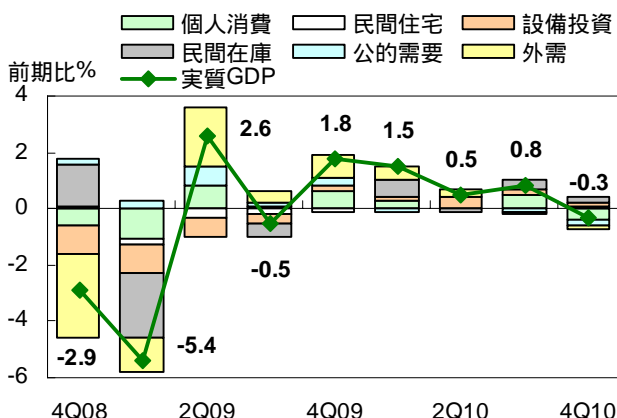
#### 1-1. 10-12月期実質GDPは5四半期ぶりの前期比マイナス

10-12月期実  
質GDPは5  
四半期ぶり前  
期比マイナス

2010年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比0.3%減と5四半期ぶりのマイナスとなりました(図表1)。個人消費が前期比0.7%減(寄与度-0.4%ポイント)と、7-9月期にエコカー補助金終了前の駆け込み購入や猛暑等で強かったことの反動が出たことが、GDP減少の主な要因でした(図表2)。前年比では2.2%増と4期連続の増加を維持しています。

図表1: 実質GDP 需要項目別寄与度(前期比)

2010年10-12月期は5四半期ぶりマイナス成長



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2: 実質GDP 需要項目別寄与度表

個人消費の反動減が主なマイナス成長の要因

前期比、寄与度%	2009 10-12	2010 1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	1.8	1.5	0.5	0.8	-0.3
民需	0.7	1.1	0.3	1.0	0.0
個人消費	0.6	0.3	0.0	0.5	-0.4
民間住宅	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
設備投資	0.2	0.1	0.4	0.2	0.1
民間在庫	0.0	0.6	-0.1	0.3	0.2
公需	0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
政府消費	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.0
公共投資	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2
公的在庫	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外需	0.8	0.5	0.3	-0.1	-0.1
輸出	0.9	0.9	0.8	0.2	-0.1
輸入	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	0.0

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

#### 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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。**

## 1-2. 生産調整の終了と輸出向け出荷の加速

自動車の生産調整が終了

景気が足踏み局面入りした最大の要因であった自動車の生産調整は終了したようです。12月の生産は前月比3.3%増と2ヶ月連続で増加し、伸び率は2010年1月の同4.3%増以来の大きさとなりました(図表3)。乗用車が増加した輸送機械(前月比5.3%増)を始め、電子部品・デバイス(同7.7%増)など主要業種が増加したためです。

さらに、先行きも明るい見通しが示されました。1-2月分の経済産業省予測調査によると、1月は先月発表時の前月比3.7%増から同5.7%増へ上方修正されました。2月は4ヶ月ぶり減少の見通しですが、3月が横ばいでも1-3月期は3期ぶりの増加となる計算です。自動車の比重が高い輸送機械は実績と見通しのずれが小さく、1-3月期の生産は同セクターに牽引される形で増加に転じるとみられます(図表4)。

輸出向け出荷の加速

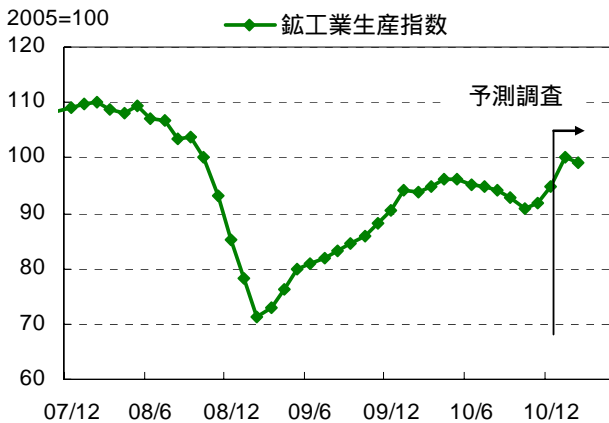
図表5の出荷の内訳で確認出来るように、エコカー補助金が終了し、家電エコポイント制度終了も迫る中、国内向け出荷は足踏み状態ですが、輸出向け出荷が足元で加速しています。こうした輸出の加速が生産の回復を支えていくと考えられます。

輸出の先行きに明るさ

12月の輸出は13ヶ月連続で前年比増加し、増加率も加速しました。特に中国向けの輸出額は単月で過去最高を記録しました。2010年年間でも3年ぶりの前年比増加となりましたが、輸出総額は67.4兆円と、ピークであった2007年(83.9兆円)の8割です。アジア

図表3: 鉱工業生産指数

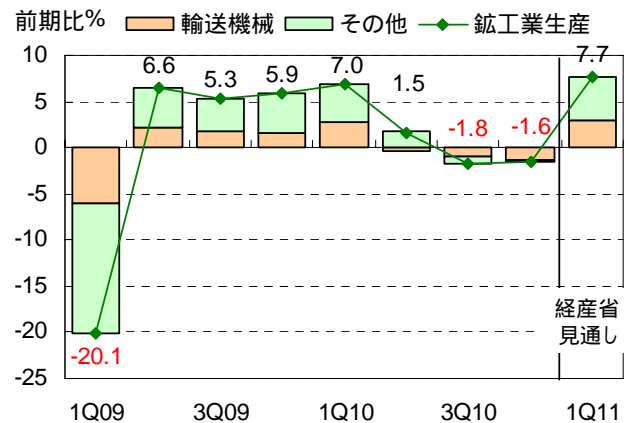
経産省予測調査では2月は4ヶ月ぶり減少の見通し



出所: 経済産業省、りそな銀行

図表4: 鉱工業生産指数 (四半期ベース)

3月が横ばいでも1-3月期は3期ぶり増産の見通し

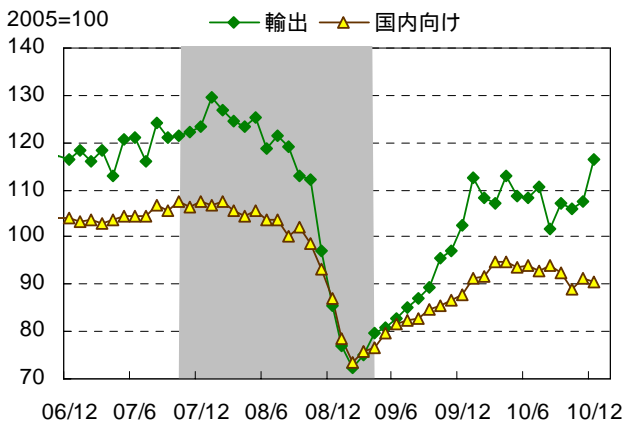


出所: 経済産業省、りそな銀行

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

図表5: 鉱工業出荷内訳 (灰色は景気後退期)

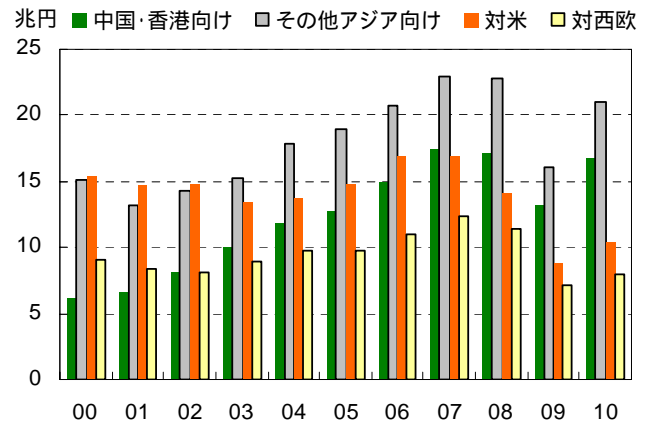
輸出向け出荷が加速



出所: 経済産業省、内閣府、りそな銀行

図表6: 地域別輸出額 (年間)

アジア向けは回復してきたが、欧米向けが低調



出所: 財務省、りそな銀行

ア向けはほぼピークの水準に回復するなど堅調な中、欧米向けの低調が原因です(図表6)。しかし、米国の ISM 製造業景況指数など受注関連の指標がこのところ改善していることから、**対米輸出の勢いが増す可能性は高いとみています。**

**国内向けの生産は政策終了の反動で低迷するものの、輸出主導で景気は足踏みから脱すると予想されます。**

### 1-3. 政策効果剥落と冬季賞与減で個人消費が減少

耐久財消費の伸びが鈍化

前述のように 2010 年 10-12 月期 GDP が 5 四半期ぶりの前期比マイナスとなった最大の要因は個人消費の落ち込みでした。個人消費の中身をみると、耐久財消費は 7-9 月期の前期比 12.2% 増から 10-12 月期は同 3.1% 増に鈍化し、非耐久財消費の落ち込みも大きく、個人消費全体では 2009 年 1-3 月期以来の減少となりました(図表 7)。

家電駆け込み購入が自動車の反動減をある程度相殺

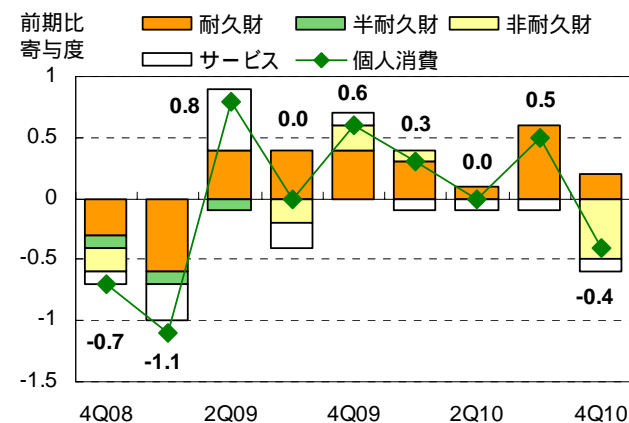
家計調査の二人以上世帯の 10-12 月期消費(物価を調整しない名目ベース)によると、**エコカー補助金終了の影響はある程度、家電エコポイント制度で相殺されたことが確認出来ず**(図表 8)。しかし、12 月の 100 世帯あたりテレビ購入数量は 2.3 台と、11 月の同 7.8 台から急減し、12 月からのポイント半減が販売減少に直結したことがうかがえます。今年 3 月末に家電エコポイント制度もついに終了しますが、2 年近く続いた自動車と家電の消費刺激策が終了した後の消費は低迷する公算が高いと言えます。

冬季賞与の減少も個人消費に水を差した

さらに、消費好調の背景となってきた、賃金の総合計である実質雇用者報酬の増加が止まりました。内閣府によると 10-12 月期の実質雇用者報酬は前期比 0.2% 減と 6 期ぶりの減少に転じています。12 月の家計調査でも、臨時収入・賞与の減少で可処分所得が 5 ヶ月ぶりに前年比で減少しており、冬季賞与の減少が個人消費に水を差したようです。

図表7: 実質 GDP に対する個人消費寄与度(財別)

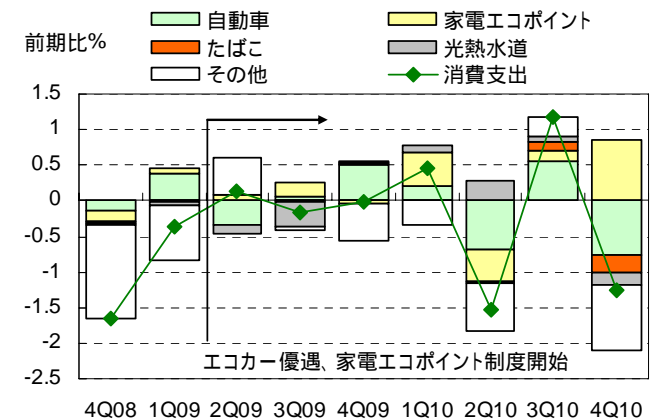
政策・猛暑効果の剥落で個人消費は 5 四半期ぶり減少



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8: 勤労者世帯の名目消費 品目別(季節調整済み)

自動車の落ち込みは家電がある程度相殺したが...



出所: 総務省「家計調査」、りそな銀行 注: 季節調整は当社による、1Q=1-3 月期、2Q=4-6 月期、3Q=7-9 月期、4Q=10-12 月期

### 1-4. 雇用の増加は緩やか

非労働力人口の増加が続く

労働力調査によると、12 月の失業率は 4.9%と前月比 0.2%ポイント低下、2010 年 2 月以来の 4% 台となりました。しかし、2010 年平均では 5.1%と、前年と同じでした。失業者数が 334 万人と 3 年ぶりに前年比 2 万人減少したものの、就業者数は同 26 万人減少の 6256 万人と 3 年連続で減少し、同時に非労働力人口が 4453 万人と同 23 万人増加しています(図表 9)。非労働力人口は引退した人が含まれ、高齢化も増加の一因ではありますが、職探しを止めた人も含まれているため、注視する必要があります。

総務省の労働力調査では雇用の増減が正社員によるのかパートタイムなのか、まではわかりませんが、厚生労働省の毎月勤労統計でパートタイムの動きが把握出来ます。し

表紙の注意事項をよくお読みください。

かし、労働力調査は世帯対象、毎月勤労統計は5人以上の事業所対象の調査であるため、両統計の結果が同じにはならないことに注意が必要です。

足元の雇用増はパートタイム中心

毎月勤労統計によると、2010年平均の雇用者数は4,414万人、うち正社員など一般労働者が3,186万人、パートタイム労働者が1,228万人でした。直近の雇用者数のピークは2008年の4,495万人でしたが、9月のリーマン・ショック発生で2009年には96万人減少の4,399万人に落ち込みました。2010年は前年比で15万人の増加に転じましたが、ピークとの比較ではなお81万人下回ります。うちパートタイムは55万人増加したものの、一般労働者が136万人減少しています。主要業種では、一般労働者が増加したのは医療福祉のみでした。医療福祉はパートタイムも増加し、その他サービスはパートタイムのみ増加しました(図表10)。雇用全体の緩やかな回復は続いているものの、なかなか正社員の増加につながっていません。正社員雇用が増加に転じれば、景気回復にも弾みがつくものと期待されます。

図表9: 労働力調査(年平均)の推移

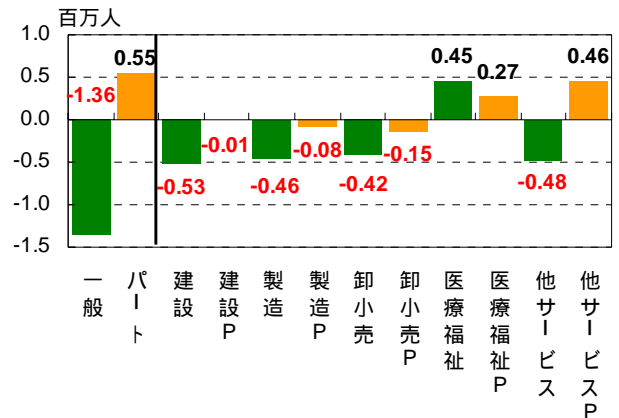
就業者の減少は止まらず、失業率は高止まり

万人	労働力人口		失業率 (b)÷(a)%	非労働力人口	15-64歳人口
	(a)	就業者 失業者(b)			
2000	6,766	6,446 320	4.7	4,057	8,655
2005	6,650	6,356 294	4.4	4,346	8,462
2006	6,657	6,382 275	4.1	4,355	8,395
2007	6,669	6,412 257	3.9	4,367	8,312
2008	6,650	6,385 265	4.0	4,395	8,243
2009	6,617	6,282 336	5.1	4,430	8,165
2010	6,590	6,256 334	5.1	4,453	8,113

出所: 総務省、りそな銀行

図表10: 業種別雇用者数の比較(2008年と2010年)

増加したのは医療福祉やサービス業のパートタイム



出所: 厚生労働省、りそな銀行

注: 業種名のみは一般労働者、Pはパートタイム労働者の増減

### 1-5. 国内設備投資はしばらく低水準

設備投資は低水準が続いている

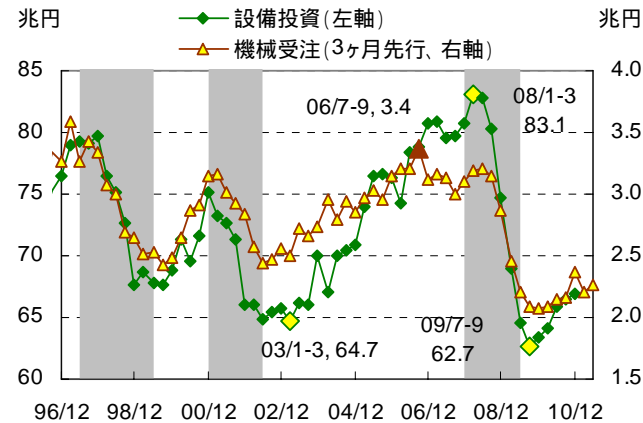
輸出や生産は足踏みから抜け出しつつあるものの、設備投資はしばらく低調が続くかみえています。国内設備投資に3ヵ月ほど先行する機械受注によると、10-12月期の船舶・電力を除く民需(民需コア)からの受注額は、前期比6.9%減少しました。2011年1-3月期は同2.7%増の見通しですが、見通し通りに増加しても受注額は2.3兆円と、直近のピークであった2006年4-6月期(3.4兆円)の7割止まりです。機械受注は2011年上半期の国内設備投資が低水準で推移する可能性を示しています(図表11)。足元2010年10-12月期の名目設備投資額は66.9兆円と、2009年7-9月期(62.7兆円)を底に緩やかに回復しているものの、ITバブル崩壊後の底であった2003年並みの低水準にとどまっています。

図表12のように、企業業績は改善が続いており、手元資金は潤沢です。このところ、企業買収関連の報道が増えており、手元資金が動き出す兆しはありますが、企業が国内設備投資に慎重過ぎる状況は続いています。



図表11: GDP 名目設備投資と機械受注額

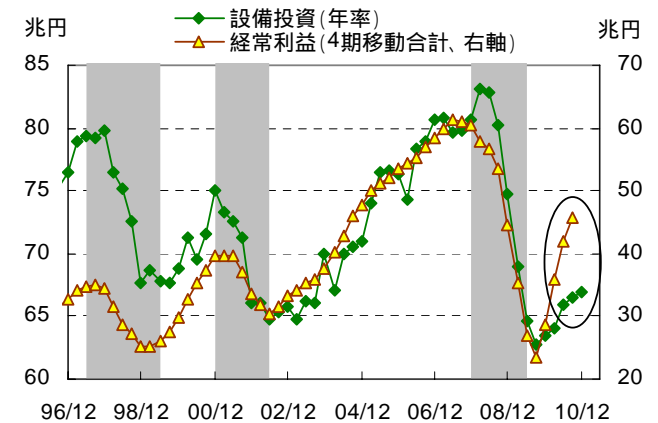
設備投資はしばらく低水準が続く可能性



出所: 内閣府、りそな銀行  
注: 灰色は景気後退期

図表12: GDP 名目設備投資と経常利益

経常利益の回復にかかわらず、企業は設備投資に慎重



出所: 内閣府、財務省、りそな銀行  
注: 灰色は景気後退期、経常利益は全産業全規模合計

## 2. 米国 - 更なる成長率加速には住宅・雇用が足枷に

10-12 月期  
GDP は 2 四  
半期連続で伸  
びが加速

米国では、当局の金融緩和方針維持を背景に、経済の先行きに楽観的な見方が広がっています。2010 年 10-12 月期の実質 GDP は、前期比年率 3.2% 増と、4-6 月期以降、2 四半期連続で伸びが加速しました(図表 13)。個人消費が堅調な中、外需の寄与が 4 四半期ぶりにプラスに転じたことは注目されます。

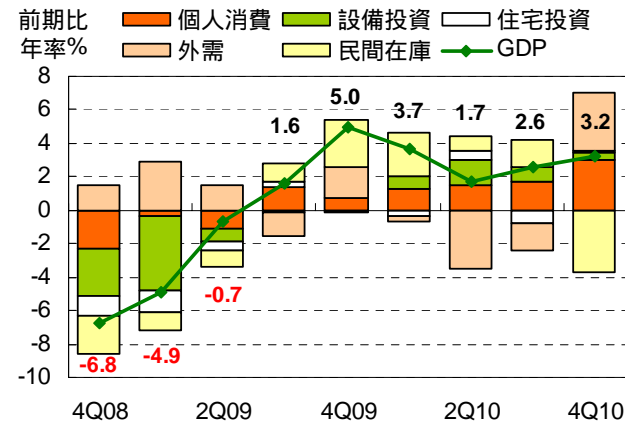
成長率のさら  
なる加速には  
住宅・雇用の  
足枷

さらに、景気動向に対して早めに動く、企業心理や個人消費関連の指標は 2011 年に入ってから改善を示しており、新興国需要の強さや、住宅・失業問題を抱えていない家計の需要の盛り上がりが見えます。しかし、雇用や住宅販売などの回復は緩慢で、**米国企業も新規雇用に慎重な点や、日本のバブル崩壊後のように家計のバランスシート調整には時間がかかる点が、成長率の更なる加速には足枷となるとみています。**

1 月の米雇用統計は、新たな人口推計の使用や季節調整のかけ直しなどの年次改定により、評価が難しかったものの、雇用者数の増加ペースは依然として鈍いものでした。非農業部門の雇用者数は前月比 3.6 万人増と、リーマン・ショックからの回復期で最も小さい増加となりました(図表 14)。悪天候の影響を割り引いても、期待外れな結果です。内

図表13: 米国 実質 GDP 項目別寄与度(前期比年率)

個人消費が堅調な中、外需の寄与もプラスに転じた



出所: 米商務省、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

図表14: 米国 非農業部門雇用者数内訳(前月差)

主力のサービス業の増加が 10 万人を割りこんだ

前月差、万人	09/1	10/9	10/10	10/11	10/12	11/1
建設	-14.4	-0.6	-0.2	-0.8	-1.7	-3.2
耐久財製造	-22.5	0.3	0.2	1.6	1.4	6.2
非耐久財製造	-5.9	-0.9	-0.8	-0.1	0.0	-1.3
製造業小計	-28.4	-0.6	-0.6	1.5	1.4	4.9
教育・医療	4.7	1.9	6.4	3.7	2.3	1.3
金融	-5.2	0.0	0.1	-0.1	0.0	-1.0
娯楽	-3.5	5.2	-3.1	-1.5	0.8	-0.3
専門サービス	-15.1	0.8	4.0	8.5	5.4	3.1
うち人材派遣	-7.8	2.0	2.7	2.7	3.8	-1.1
卸売	-3.3	0.2	1.1	0.8	0.5	0.9
小売	-10.4	1.8	2.6	-1.6	0.3	2.8
運輸	-4.0	0.8	0.4	2.2	4.9	-3.8
サービス業小計	-40.7	11.5	14.2	12.0	14.6	3.2
民間部門計	-84.1	10.9	14.3	12.8	13.9	5.0
政府部門	2.1	-13.8	2.8	-3.5	-1.8	-1.4
非農業雇用者	-82.0	-2.9	17.1	9.3	12.1	3.6

出所: 米労働省、りそな銀行

訳をみると、製造業は同 4.9 万人増へ加速したものの、主力のサービス業が同 3.2 万人増にとどまり、寒波などで建設業が同 3.2 万人減少したため、民間部門全体は同 5.0 万人増と半年ぶりに 10 万人台を割り込みました。さらに、政府部門が同 1.4 万人減と 3 ヶ月連続で減少しました。

足元の失業率低下は雇用情勢改善を示したものとはいえない

一方、失業率は 9.0% (12 月:9.4%) と 2 ヶ月連続で改善しました。新たな人口推計の利用により、2010 年 12 月との比較は出来ないとして、米労働省は前月比を公表していませんが、失業者が 62.2 万人減少した一方、就業者は 11.7 万人の増加にとどまり、非労働力人口は 31.9 万人増加しています。0.4%ポイントの失業率低下は雇用情勢の改善を示したものとは言い難いでしょう。FRB のバーナンキ議長は、折に触れて、失業率の正常化には数年かかるとの見解を表明し続けており、今のところ米国の金融緩和は長期化する可能性の方が高いと考えられます。

### 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が、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 2 月の旧正月後に利上げを実施しました (図表 15)。こうした中、中国の 1 月の主要経済指標が発表されました。中国では旧正月のずれが統計に与える影響が大きいなどとして、1 月分を発表しないデータがいくつかあります。代表的なところでは、鉱工業生産や固定資産投資などです。

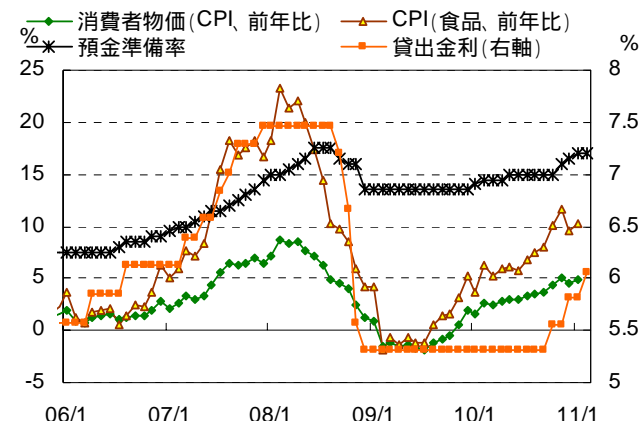
消費者物価統計に対する不満は、物価への関心の高さの反映

注目されていた 1 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比 4.9% 上昇と、予想外に低い伸びに疑念が高まりました (図表 15)。発表に際し、1 月から新基準が適用され、指数を構成する住居費のウェイトが上昇する一方、食品のウェイトが下がったとの説明が中国国家統計局よりありました。食品価格の上昇率は 12 月の 9.6% から 1 月は 10.3% へ加速しましたが、食品価格上昇が与える影響は以前より小さいこととなります。ウェイトの変更を含め恣意的な操作を疑う声は多く、過少推計との見方には根強いものがありますが、**CPI への不満は物価動向への関心の現れです。** 最近の中東やアフリカでの政治的混乱も、食品など生活必需品の高騰に、市民の不満が高まったことに端を発しています。**中国当局は、物価対策を最重要の課題と位置付けざるを得ず、金融引き締めや人民元相場の高め誘導などの動きは続く見通しです。**

また、中国では新規融資の多くが 1 月に実行される傾向があります。利上げが再開される中、2011 年の新規融資の政府目標は、前年より 0.5 兆元低い 7 兆元と設定されたため、1 月の動向に関心が集まっていました。今年 1 月は 1 兆 400 億元と、昨年を 3500 億元下回ったものの、1 兆元を超え、金融引き締めの影響はそれほど大きくない様子が見えましたが (図表 16)。また、結局、2010 年実績は目標比、約 5000 億元の上振れで着

図表15: 中国 消費者物価、預金準備率、貸出金利

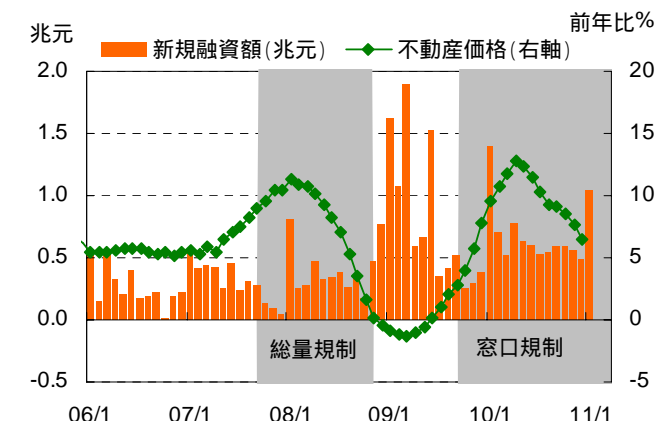
物価の抑制を狙い、金融引き締めが続く



出所: 中国国家統計局、中国人民銀行、りそな銀行

図表16: 中国 新規融資額と不動産価格

今年の新規融資額も政府目標を上回る可能性が高い



出所: 中国国家統計局、中国人民銀行、りそな銀行

表紙の注意事項をよくお読みください。

地しており、今年も目標を上回る可能性は高いとみています。**金融の引き締め過ぎによる経済への影響を懸念するのはもう少し先の話のようです。**

#### 4. 日本の GDP 予想 - 輸出主導で足踏み局面から脱する

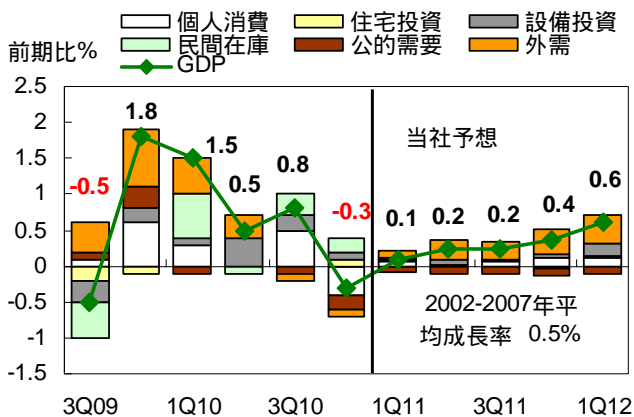
2010年10-12月期のマイナス成長は一時的

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です。2010年10-12月期は5四半期ぶりの前期比マイナス成長となりました。しかし、エコカー補助金終了前の駆け込み購入に加え、猛暑という追い風もあった7-9月期の反動であり、一時的とみています(図表17)。

個人消費は、家電エコポイント制度も3月末に終了し、しばらく低調が続きます。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。引き続き、**輸出主導で景気は足踏み局面から脱するという見通しです。**なお、2010年度の成長率予想が3.5%から2.9%に下がったのは、内閣府データの下方修正によるものです(図表18)。

図表17: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

2011年1-3月期以降は前期比増加へ戻る見通し



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18: 実質 GDP 成長率予想(年度)

2010-2011年度は2期連続のプラス成長を見込む

%、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	2.9	0.9
個人消費	-1.2	0.0	0.7	0.1
設備投資	-1.1	-2.1	0.7	0.3
外需	-1.2	0.3	1.2	0.7

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