

## 景気の見通し

- ◇ 世界的に景気の減速感高まる
- ◇ 電力不足の拡大、政治の混乱、外需減速から日本経済の回復は緩やか
- ◇ 日本の実質GDPが震災前の水準に戻るのには年末

### 1. 景気の現状と見通し(平成 23 年 7 月 15 日現在)

世界的に景気減速感高まる

世界的に景気減速感が高まっています。米国では雇用回復のピッチが鈍化しています。中国も比較的高めの成長は続くものの、勢いが落ちています。物価上昇を背景に欧州中央銀行(ECB)は利上げに踏み切りました。独仏の景気は堅調ですが、その他の欧州各国では景気減速が目立ちます。世界的に年初の原油価格高騰の影響が、遅れて影響しているとみています。

日本の夏場の回復は緩やかとなる見通し

日本では、東日本大震災直後の落ち込みからの改善が続いています。しかし、復旧・復興事業は政治の混乱から遅れが目立ちます。更に電力不足問題が全国に拡大し、設備投資を先送りする動きも出ているようです。**内需の回復が後ずれする中、海外景気の減速が加わり、夏場の回復は緩やかとなる可能性が高いとみています。実質GDPが震災前の水準に戻るのには年末と予想しています。**

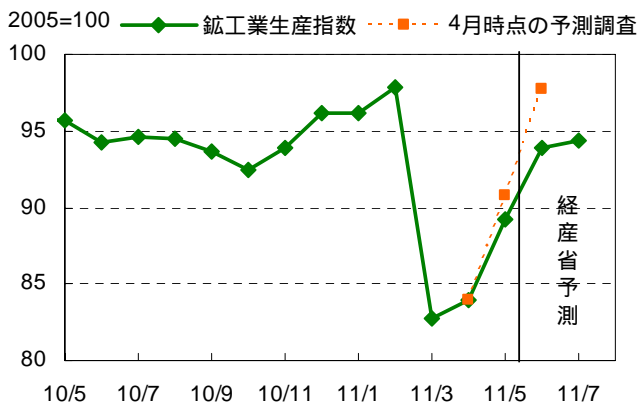
#### 1-1. 内外需が弱含む中、夏の生産回復は緩やかに

期待ほど生産は回復していない

5月の鉱工業生産は前月比6.2%増、同36.6%増の輸送機械工業が牽引しました。しかし、鉄鋼(同2.1%減)、電子部品・デバイス(同0.6%減)など減少した業種もあり、経済産業省が企業の生産計画を集計する予測調査の見通し(同8.0%増)には届きません

図表1: 鉱工業生産指数

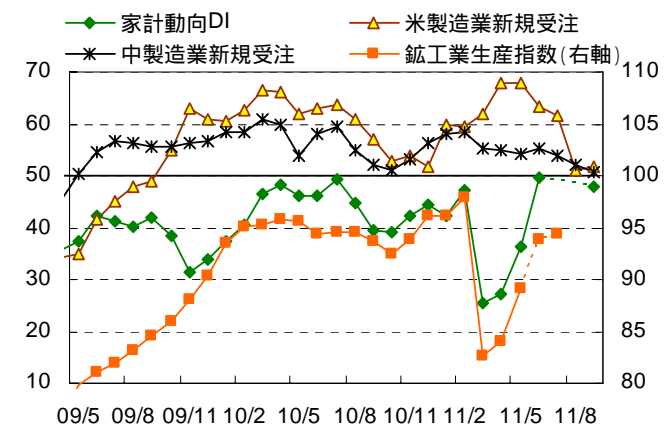
4月公表時より緩やかな回復見通しに修正された



出所: 経済産業省、りそな銀行

図表2: 鉱工業生産指数と内外需の先行き

内外需とも先行きは弱含む



出所: 経済産業省、内閣府、米ISM、中国国家統計局、りそな銀行  
注: 家計動向DIと生産指数の点線は先行き

#### 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。**

した(図表 1)。震災後、生産体制の正常化は前倒しで進んでいるものの、期待ほど生産活動が回復していないことが確認されました。

生産予測の下方修正続く

また、予測調査の見通しは輸送機械を中心に先月時点より緩やかなものに修正されています。今回発表の7月分は前月比0.5%増と回復ピッチが鈍化する見通しです。自動車大手の生産体制がほぼ正常化したとはいえ、電力不足の全国的な拡大や内外需の弱含みから7-9月期の生産回復は緩やかなものとなり、震災前の水準に戻るのには10-12月期と予想しています(図表 2)。

短観は9月の回復を見込むが業種・規模ごとにばらつき

日銀短観6月調査(回答期間:5月30日~6月30日)によると、業況判断DIは大企業製造業が5四半期ぶり、同非製造業が4四半期ぶりにマイナス(最近の業況が「良い」と回答した企業が「悪い」と回答した企業を下回る)となり、東日本大震災の影響がようやく織り込まれました。9月は共に改善見込みながら、製造業がプラス転換を見込む一方、非製造業は水面下での改善です。

業種や企業規模により、回復見通しはばらついており、総じて、非製造業と中堅中小企業の回復が遅れる見通しとなっています(図表 3)。震災の直接被害が大きかった自動車製造が9月の大幅改善を見込む一方、小売は悪化の見通しです(図表 4)。小売など非製造業の見通しの慎重さは内需の弱さを示唆していると考えられます。米国、中国の景気減速で外需にしばらく期待できない中、加工型製造業がフル生産を始めても、一体どこに売れるのか疑問です。製造業の中でも、自動車など加工型製品より先に需要減の影響を受ける、化学などの素材の見通しも冴えません。液晶など電子部品の在庫が既に急増していることも合わせ、こちらも需要の弱まりを示すものと考えられます。

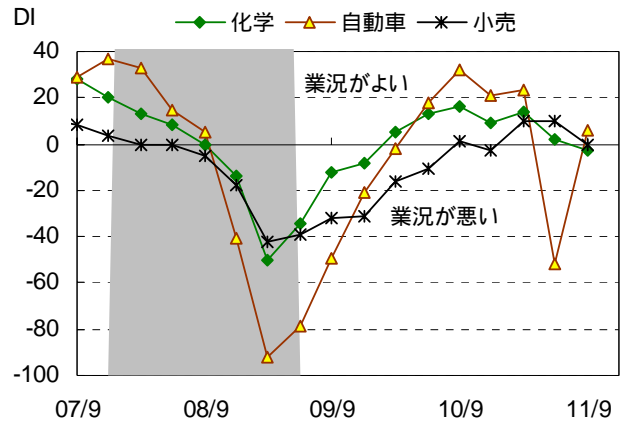
図表3: 日銀短観 業況判断DI(業況が「よい」-「悪い」)  
先行きの回復度合いは、業種・規模により異なる

DI、%ポイント	業況判断					変化幅				
	2010 12月	2011 3月	2011 6月			2010 12月	2011			
			先行き	震災後			先行き	3月	6月	9月
				先行き	実績					
大企業	3	5	0	-3	-8	0	-2	2	-13	8
製造業	5	6	2	-2	-9	2	-3	1	-15	11
非製造業	1	3	-1	-4	-5	-2	-1	2	-8	3
中堅企業	-6	-5	-11	-14	-15	-13	-3	1	-10	2
製造業	1	-4	-8	-14	-12	-7	-3	-5	-8	5
非製造業	-10	-6	-12	-14	-17	-16	-2	4	-11	1
中小企業	-18	-15	-23	-25	-24	-24	0	3	-9	0
製造業	-12	-10	-16	-18	-21	-15	2	2	-11	6
非製造業	-22	-19	-27	-29	-26	-29	-1	3	-7	-3

出所:日銀、りそな銀行

注:6月の先行きは3月調査時点の先行き判断

図表4: 大企業業況判断DI(灰色は景気後退期)  
9月に向け業況が更に悪化するとみている業種も



出所:日銀、内閣府、りそな銀行

注:2011年9月は先行き判断

## 1-2. 節電関連など好調な部分もあるが、消費全体は依然低調

節電関連などは好調だが、消費全体で見れば低調

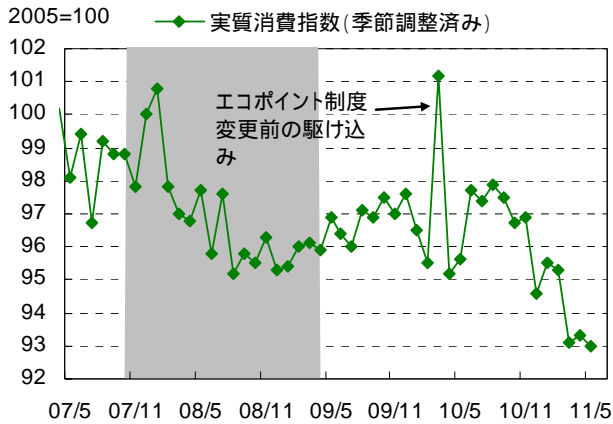
小売業の先行き見通しは慎重ですが、5月の小売販売統計では、衣服・身の回り品小売業や機械器具小売業の販売額が前年比で増加に転じています。クールビズ衣料や扇風機など節電関連の消費が好調との報道も目立ちます。6月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIも震災前の水準を超え、消費者心理の改善を示しました。但し、この統計は3ヶ月前と比べた現状が良くなっているか悪くなっているかを尋ねているため、6月は震災のあった3月との比較だったことが大幅改善につながった面もあるとみられます。

しかし、小売販売など供給側の統計が好調を示す一方で、需要側の統計である家計調査は逆の状況を示唆しています。物価の影響を除いた実質ベースでみた5月の消費

支出は、リーマン・ショック後の景気の底を下回る水準で底ばいです。つまり、節電関連など好調な部分もあるものの、消費全体は依然低調とみられます(図表5)。

図表5: 実質消費指数(灰色は景気後退期)

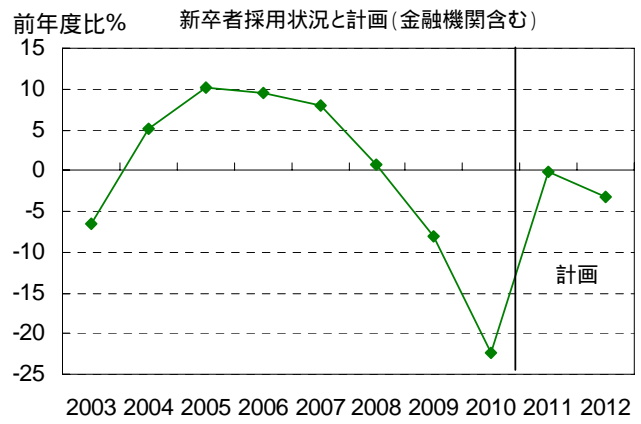
実質消費はリーマン・ショック後の底を割り込む低水準



出所: 総務省、内閣府、りそな銀行

図表6: 日銀短観 新卒採用状況・計画(全規模全産業)

若者の就職状況は引き続き厳しい見通し



出所: 日銀、りそな銀行

### 1-3. 雇用は引き続き厳しい

5月の失業率低下は雇用改善を示すものではない

労働力調査は震災により調査が出来ない、岩手、宮城、福島 の 3 県を除いたベースでの公表が続いています。5月の失業率は 4.5%に低下しましたが、就業者数は前月比 10 万人減と 3 ヶ月連続の減少でした。失業率低下は、職探しをしていない人が含まれる非労働力人口が同 22 万人増加したためであり、雇用環境の改善とは言い難い。更に、岩手、宮城の一部地域で調査が再開され、単純集計の失業率が発表されましたが、岩手 6.5%、宮城 7.0%と共に 3 県を除くベースの 4.5%を上回っています。

被災地以外でも雇用環境が悪化

ハローワークにおける求人求職の状況をまとめた、職のを見つけやすさを示す有効求人倍率は 0.61 倍と前月と同じでした。都道府県別では、4月に大きく低下した岩手・宮城が改善した一方、岐阜・静岡・愛知など東海地方が低下し、景気の停滞が被災地にとどまらず全国に広がっていることがうかがえます。

新卒採用は引き続き厳しい

また、厚生労働省が発表した大学卒業生の 4 月 1 日現在の就職率は 91.0% (被災地含む)と、これまで最低だった 2000 年の 91.1%をわずかながら下回りました。日銀短観 6 月調査では、震災後に増している雇用過剰感には 3 ヶ月先には緩和するとの見通しが示された一方、新卒採用は 2012 年度まで 4 年連続減少の計画と、若者の雇用は厳しい状況が続く見通しです(図表 6)。

### 1-4. 復旧・復興需要の出足が鈍い

電力不足解決は遠く、国内設備投資は低調が続く

設備投資も低調が続くとみえています。復旧・復興に伴う設備投資の増加が期待されているものの、唐突な原子力発電所に対するストレステスト実施の発表など、電力不足の解決が更に遠くの中、設備投資の先送りや生産拠点の海外移転を加速する動きが続くとみえています。経済産業省によると、震災によりサプライチェーン全体又は一部の海外移転が加速する可能性はある、と回答した企業は 69%にのぼります。

機械受注は国内設備投資低迷を示唆

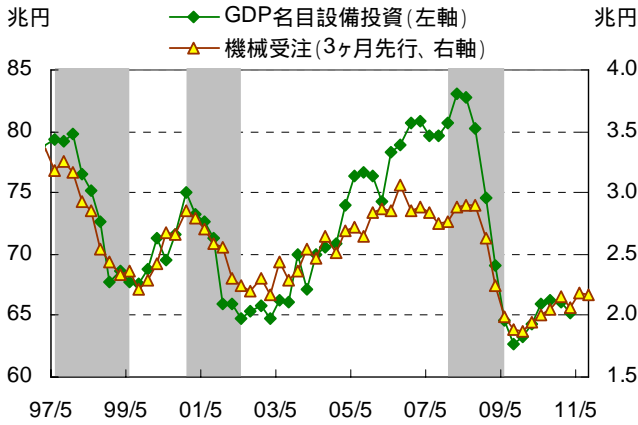
国内設備投資に 3-6 ヶ月先行する指標である、船舶・電力を除く民需からの受注額は 3 月下旬時点で 4-6 月期に前期比 10.4%増加する見通しが示され、下期の復旧・復興需要の盛り上がり期待されていましたが、4-5 月平均は前期比 0.6%減とほぼ横ばいとどまっています。これまでの機械受注の結果からすると復旧・復興需要の出足は鈍く、夏場にかけての国内設備投資は前期比横ばいとみえています(図表 7)。

震災前から稼働率は低く、復興需要は限定的

日銀短観 6月調査によると、足元高まった設備過剰感は9月にかけて緩和するとの見通しです。しかし、製造業の設備稼働率は震災前でも75%程度と、リーマン・ショック前の80%超には達していなかったことからすると、生産設備の復旧・復興需要の規模は限定的と考えられます(図表8)。

図表7: GDP 設備投資と機械受注(灰色は景気後退期)

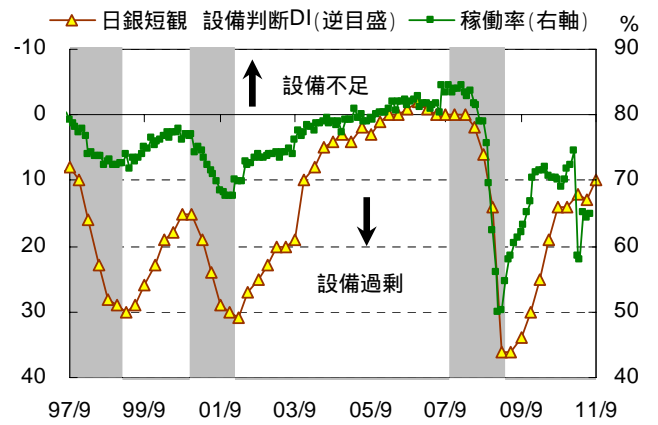
国内設備投資は低水準が続く見通し



出所: 内閣府、りそな銀行  
注: 機械受注(船舶・電力を除く民需)の直近は4-5月平均

図表8: 製造業 設備判断と稼働率(灰色は景気後退期)

稼働率は低水準、設備投資が更に下振れする可能性



出所: 日銀、経済産業省、内閣府、りそな銀行  
注: 設備判断 DIの直近は先行き判断、稼働率の6-7月は鉱工業生産指数からの推計

## 2. 米国 - 原油価格がこのまま落ち着けば、景気は再加速

指標は引き続き景気減速を示す

米国の主要経済指標は引き続き景気の減速を示しています。特に6月の雇用統計は失望的な内容でした。6月の非農業部門の雇用者数は前月比1.8万人増にとどまり、4-5月の増加も各1.5万人、2.9万人の下方修正となりました。内訳は建設(前月比0.9万人減)、非耐久財製造(同0.9万人減)、政府(同3.9万人減)などが引き続き減少したことに加え、主力のサービス業の増加ピッチが鈍化しました。特に教育・医療の増加が2年ぶりに止まったことは注目されます。民間部門の雇用の先行指標である人材派遣が3ヵ月連続で減少していることも、しばらく雇用回復の勢いが落ちることを示しています(図表9)。

一方、景気動向を敏感に示すISM製造業景況指数は6月に4ヵ月ぶりの前月比上昇に転じました。水準は55.3と、60を超えていた1-4月と比べると減速は否めませんが、

図表9: 米国 非農業部門雇用者数内訳(前月差)

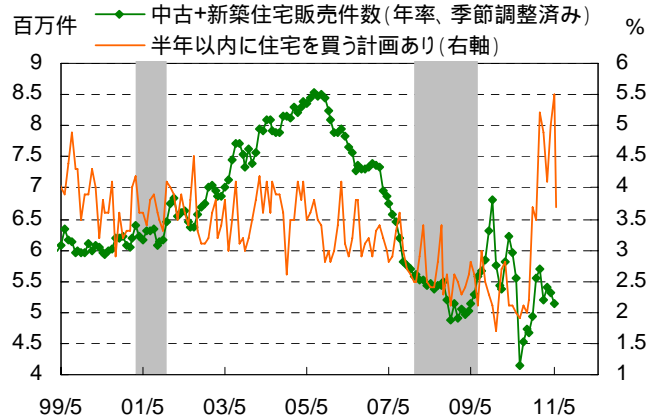
サービス業の雇用増加ピッチが鈍化

前月差、万人	09/1	11/2	11/3	11/4	11/5	11/6
<b>建設</b>	<b>-14.4</b>	3.9	0.5	0.4	-0.4	-0.9
耐久財製造	-22.5	2.8	2.1	2.1	1.2	1.5
非耐久財製造	-5.9	0.9	-0.1	0.7	-1.4	-0.9
<b>製造業小計</b>	<b>-28.4</b>	3.7	2.0	2.8	-0.2	0.6
教育・医療	4.7	4.3	3.3	4.0	1.8	0.0
金融	-5.2	-0.1	0.5	0.1	1.4	-1.5
娯楽	-3.5	5.4	4.6	2.9	-2.4	3.4
専門サービス	-15.1	3.8	7.5	4.5	4.5	1.2
うち人材派遣	-7.8	1.2	3.0	-0.5	-0.2	-1.2
卸売	-3.3	1.6	1.4	0.7	0.7	0.7
小売	-10.4	0.0	-0.6	6.4	-0.4	0.5
運輸	-4.0	1.7	0.8	0.6	1.2	0.4
<b>サービス業小計</b>	<b>-40.7</b>	18.0	17.9	19.8	7.0	5.3
<b>民間部門計</b>	<b>-84.1</b>	26.1	21.9	24.1	7.3	5.7
<b>政府部門</b>	<b>2.1</b>	-2.6	-2.5	-2.4	-4.8	-3.9
<b>非農業雇用者</b>	<b>-82.0</b>	23.5	19.4	21.7	2.5	1.8

出所: 米労働省、りそな銀行

図表10: 米国 住宅販売と購入計画(灰色は景気後退期)

住宅購入を計画している人はかつてなく多い



出所: NAR, Census局、コンファレンスボード、NBER、りそな銀行

判断の分かれ目となる 50 割れは回避し、景気失速の可能性は低いといえます。

原油価格がこのまま落ち着けば、年末には景気再加速の可能性

住宅市場も冴えません。中古と新築を合わせた住宅販売件数は 1 月の年率 570 万件を直近のピークに 5 月は年率 513 万件まで落ちています。しかし、住宅ローン金利は昨年 11 月末の 4.54% には及ばないものの、5% を下回っており、住宅価格も下落が続くため、住宅購入を計画中の人はこれまでになく多い状況ではあります(図表 10)。今年前半の原油価格高騰が遅れて家計や企業の行動に影響を与え、雇用の回復ピッチが鈍化していることが、住宅販売に影響を落としているとみられます。しかし、原油価格はこのところ落ち着いており、こうした流れが逆転する公算は高いとみています。年末には米国景気が再加速する可能性はあるとみています。

### 3. 中国 - 景気失速懸念は小さい

景気失速懸念は小さい

中国では、金融引き締めにより景気は減速傾向ですが、失速の懸念は小さいとみています。4-6 月期の GDP 成長率は前年比 9.5% 増に減速しましたが、依然として高成長を維持しています。更に 6 月に関しては、貿易黒字が 7 ヶ月ぶりの水準に回復し、鉱工業生産は前年比 15.1% 増と 2010 年 5 月(同 16.5% 増)以来の高い伸びとなるなど、4-5 月より持ち直してきたことがうかがえます。また、自動車販売台数も 3 ヶ月ぶりの前年比増加に転じました。

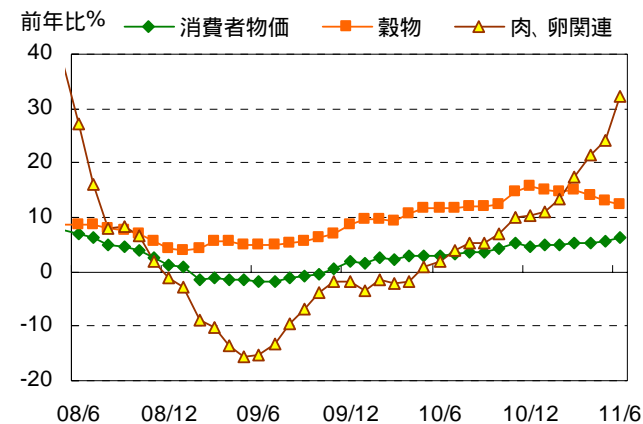
一方、6 月の消費者物価は前年比 6.4% 上昇と、2008 年以來の物価上昇を示しました。昨年の伝染病発生に伴う豚の飼育数減少などを背景に豚肉価格が高騰していることが物価上昇の最大の要因です(図表 11)。

金融引き締めは続く見通し

当局は物価抑制が最重要課題であると繰り返しており、7 月 7 日には今年 3 度目の利上げを実施しました。温家宝首相は 6 月下旬の Financial Times への寄稿の中で、導入された政策は有効であり、物価は着実に下落する見通しであると述べていました。このため、豚肉など物価高騰の主因となっている食品の供給対策と合わせて、金融引き締めはまだ続くと考えられます。中小企業の資金繰りが厳しいとの報道も続き、金融引き締めが経済活動に悪影響を与える懸念はくすぶるため、3 回目の利上げの効果をよく注視する必要があります。しかし、5 月に鈍化したマネーサプライの伸びが前年比 15.9% 増へ戻り、新規融資も 3 ヶ月ぶりに前年比で増加するなど、6 月はお金の流れが改善してきた様子がみられたのはよい兆しと考えられます(図表 12)。

図表11: 中国 消費者物価

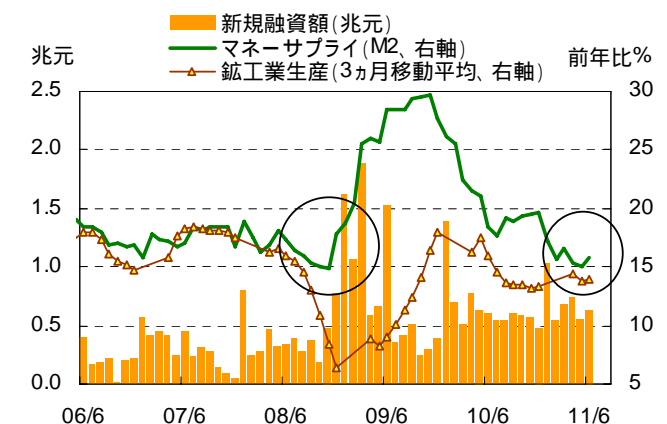
豚肉高騰などを背景に消費者物価上昇率は 6.4% へ加速



出所: 中国国家统计局、りそな銀行

図表12: 中国 マネーサプライ、貸出と鉱工業生産

金融の引き締め過ぎによる経済活動の失速は一旦回避



出所: 中国国家统计局、中国人民銀行、りそな銀行  
注: 鉱工業生産指数は 1 月のデータを発表しない

## 4. 日本の GDP 予想 - 夏の回復は緩やか

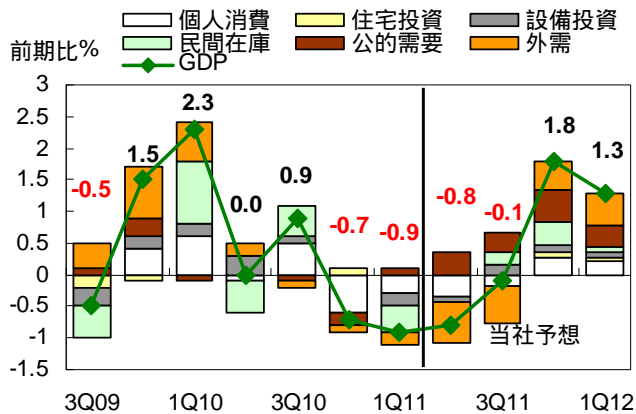
GDPが震災前の水準に戻るの  
は年末の見通し

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です(図表 13、14)。先月と変更はありません。生産設備の復旧に伴い、震災による落ち込みからの回復が続いています。しかし、3つの要因が夏場の回復を緩やかなものとめるとみています。まず、原子力発電所の再稼動が不透明であり、電力不足が全国に広がっていることです。2番目に、公共投資など復旧・復興需要が政治の混乱もあり、遅れていることです。更に、外需が米国、中国の景気減速から年初ほど強くないことです。生産設備の早期復旧、生産体制の正常化も在庫の増加につながりかねません。

しかし、季節的に電力供給不安が小さく、海外経済も再加速する見通しである年末には、震災復旧・復興関連の政府消費や公共投資の支出のピークも重なり、強めの成長になると考えられます。GDPが震災前の水準に戻るの  
は年末と予想します。

図表13: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

2011年7-9月期までマイナス成長が続く見通し



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14: 実質 GDP 成長率予想(年度)

2011年度はマイナス成長の予想

%、内訳は 寄与度	2009年度 実績	2010年度 実績	2011年度 予測	2012年度 予測
実質GDP	-2.4	2.3	-0.4	1.8
個人消費	0.0	0.5	-0.7	0.4
設備投資	-2.1	0.6	0.0	0.2
公需	1.2	0.0	0.9	-0.2
外需	0.3	1.2	-0.9	1.0

出所: 内閣府、りそな銀行  
注: 公需 = 政府消費+公共投資

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください