

景気の見通し

- ◇ 各国協調を背景に 10 月に入り株価は反発したが、欧州問題を巡る一喜一憂は続く
- ◇ 東日本大震災による供給面の混乱は収束したが、内外需要は弱含み
- ◇ 来年度に向けて日本経済の回復は緩やか

1. 景気の現状と見通し(平成 23 年 10 月 20 日現在)

欧州問題を巡り、一喜一憂の状態が続く

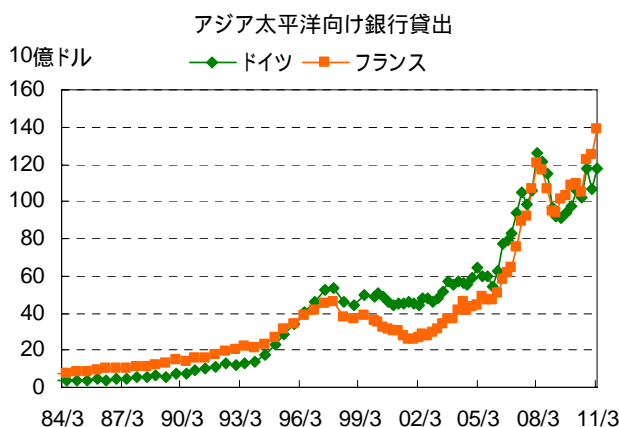
欧州の混乱が世界に影響する事態が続いています。しかし、欧州各国が協調姿勢を見せ始めたことで、10 月に入り株価は反発しています。但し、欧州の債務問題は早期に収まるとは考えられず、一喜一憂の状態が続くとみています。また、本格的な解決に踏み出せば、痛みも発生します。欧州を中心に金融機関は損失処理を迫られます。独仏の金融機関はアジア地域での融資を積み上げていました(図表 1)。こうした融資の急激な引き揚げからアジア企業の資金繰りが悪化する懸念もあります。日本の金融機関の欧州周縁国の国債保有は少ないとはいえ、アジア経済の悪化から影響を受ける可能性は残ります。

日本の回復は緩やか

日本では、東日本大震災による生産体制の混乱は解消し、供給面の問題はなくなりました。しかし、需要は国内、海外とも弱含みです。国内では、昨年からの消費刺激策の副作用で個人消費が冴えません。国内設備投資も低調です。海外では、中国経済は比較的底堅いものの、米国の低成長が長期化する懸念が高まっています。米国は今でも日本にとって最大の貿易黒字相手国であることから、外需にも期待できません。年末は被災地における公共投資の本格実行が下支えとなるものの、基調は低成長です。しばらく景気回復ペースは緩やかなものととどまると予想します。

図表1: 独仏銀行によるアジア途上国向け貸出

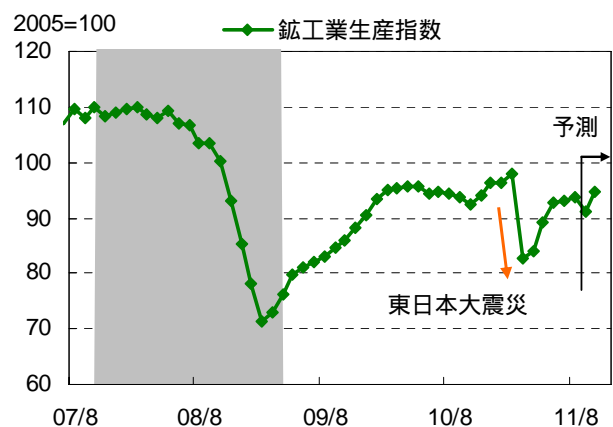
欧州銀行によるアジア向け貸出残高は急増



出所: BIS、りそな銀行
注: 先進国とオフショア(日本、シンガポール、香港、豪州、NZ)を除く

図表2: 鉱工業生産指数(灰色は景気後退期)

7月以降、回復の勢いは落ちている



出所: 経済産業省、内閣府、りそな銀行
注: 予測は経済産業省予測調査による

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。**

1-1. 生産回復の勢いが落ちている

8月も生産増
加率は小幅に
とどまった

8月の生産は前月比 0.6%増と予測調査(同 2.8%増)を再び下回りました。家電などの電気機械、半導体製造装置などの一般機械が予測を下回ったためです。予測調査によると、9月減少後、10月は増加の見通しですが、生産正常化後の7月以降、回復の勢いは落ちています(図表2)。自動車は増産基調ですが、他の業種がまちまちのためです。

震災による自
動車の売り逃
しは販売1ヶ
月分強

震災による生産停滞で自動車の「売り逃し」がどの程度発生したかを推計することで、増産計画の妥当性を判断したいと思います。これまでの動きを確認すると、新車輸出と国内新車販売の合計は、2007年には月平均 88万台でしたが、2009年4月には43万台へ半減。エコカー補助金期間中は平均 73万台まで戻したものの、補助金終了から今年2月の平均は65万台でした。補助金による需要の先食いを考えれば、震災がなかったとしても、輸出と国内販売の合計は65万台程度だったと考えられます。

過去最大の増
産は在庫増に
つながる可能
性

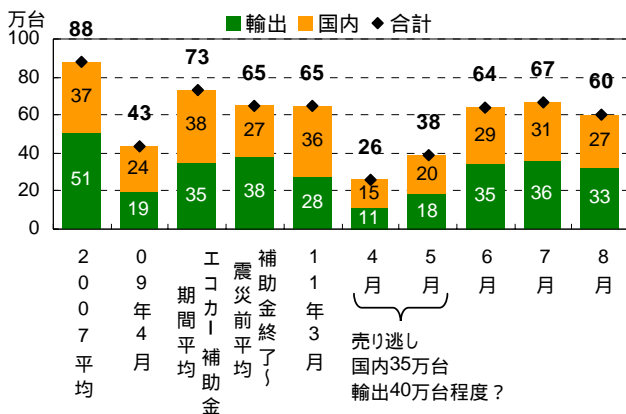
この推計に基けば、6月以降の販売はほぼ正常化しており、「売り逃し」発生は4-5月のみです。「売り逃し」は国内35万台、輸出40万台の合計75万台と、足元の販売ペースでも1ヶ月分強に過ぎません(図表3)。また、大手自動車メーカーの現地生産を含めた米国内の在庫不足も、適正水準の1.5ヵ月分に対して足元が1ヶ月分との報道からすると、不足は半月分です。昨年8月の対米輸出台数の半分とすれば、7.5万台です。下期の自動車増産は、来春のエコカー減税終了前の駆け込み需要を見越したものかもしれませんが、意図しない在庫増につながる可能性はあります。

1-2. 刺激策の副作用で消費は低調

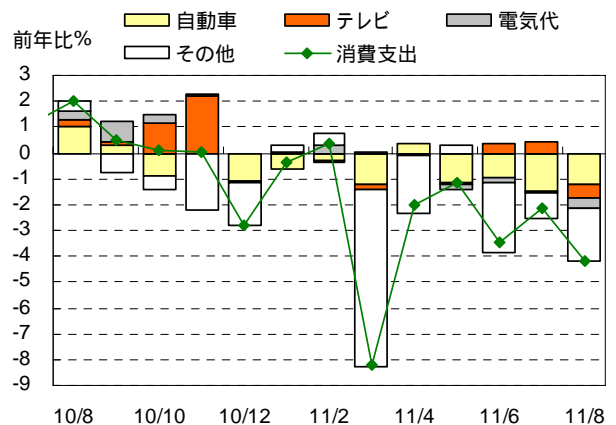
自動車、テレ
ビへの支出減
が消費の足枷

8月の二人以上世帯の実質消費支出は前年比 4.1%減と、6ヶ月連続の前年割れでした。自動車購入の減少が引き続き最大の減少要因です。エコカー補助金による需要の先食いは大きく、自動車各社の生産計画と国内需要には、ずれがあるようです。また、アナログ放送終了による買い替えが終了、テレビの購入台数は100世帯あたり1.1台へ落ち着き、テレビへの支出が減少しました。昨年の猛暑の反動と節電努力から、電気代も減少しています(図表4)。百貨店での高額品の販売増など、明るい兆しもあるようですが、家計調査では昨年までのエコ関連政策の副作用が目立ちます。

図表3: 自動車販売(輸出・国内)の動向
震災による売り逃しは意外に少ない可能性



図表4: 家計調査 二人以上世帯の品目別消費支出
自動車、テレビが落ち込む。政策の副作用は深刻



出所: 財務省、自販連、全軽自協、りそな銀行

出所: 総務省、りそな銀行

1-3. 雇用のミスマッチが大きい

形態、業種、
地域のミスマ
ッチ

8月失業率は4.3%(岩手、宮城、福島県を除く)と、前月比0.4ポイント低下しましたが、内容は悪かったとみています。失業者数、就業者とも減少した代わりに、非労働力人口が増加しており、職探しを一旦止める動きとみられます。一方、職の見つけやすさを示す

表紙の注意事項をよくお読みください。

有効求人倍率は 0.66 倍と、上昇が続いています。輸送用機械器具製造の新規求人の増加などを背景に、有効求人数が 4 ヶ月連続で増加したためです。しかし、就職件数は 2 ヶ月連続の前月比減少と、雇用増には結びついておらず、雇用形態や業種、地域のミスマッチは依然大きいとみられます。

東日本では雇用者が 7 ヶ月連続減少

震災被害の大きい岩手、宮城、福島 3 県の有効求人倍率は 0.65 倍と全国平均並みです。しかし、規模 30 人以上の事業所の調査では、東北電力・東京電力の管内と新潟、山梨を合わせた東日本地域の雇用者数は 7 ヶ月連続で減少しています。8 月は前年比 33.7 万人減少しており、より規模の小さい事業所まで含めれば、減少は更に大きいと考えられます。その他の地域では 8 月に同 32.8 万人増加しているため、転居を伴う転職をした人もあると推測され、地元で就職できる人が少ないということになります(図表 5)。

1-4. 増税による物価上昇の可能性が高まる

8 月生鮮食品を除く CPI は 2 ヶ月連続上昇

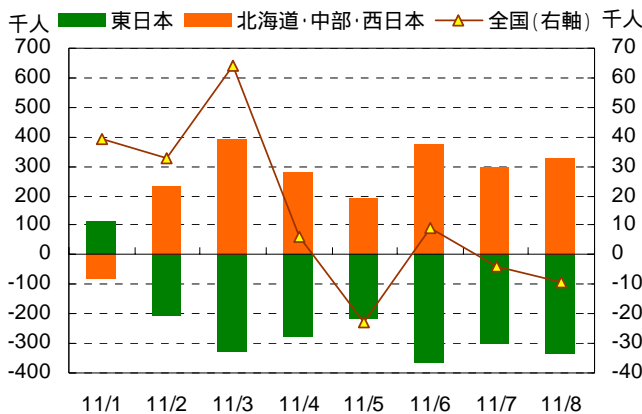
8 月の全国消費者物価指数(CPI)によると、生鮮食品を除くベース(コア CPI)では前年比 0.2% 上昇と、2 ヶ月連続の上昇となりました(図表 6)。ガソリン価格の同 13.1% 上昇が影響しました。しかし、国際価格に直接左右される原油や穀物などを除いた部分の物価を示す、食料及びエネルギーを除く CPI は同 0.5% 下落と、水面下の動きが続いています。世界的に消費者物価の上昇基調は根強いのですが、消費の低迷から、国内要因では物価が上がりづらいことがうかがえます。

増税による物価上昇の可能性は高まる

10 月には昨年のたばこ税引き上げの影響が剥落し、コア CPI は前年比下落に転じる公算が高いとみられます。しかし、その後については震災復興の財源として、たばこ税の再引き上げが議論されており、再び CPI の上昇要因になるかもしれません。また、経済産業大臣の認可が必要な電気代の抜本的な引き上げも避けられないでしょう。消費者物価は基調としては上がりづらいものの、政策による上昇の可能性は高まっています。

図表5: 地域別雇用者数の前年比

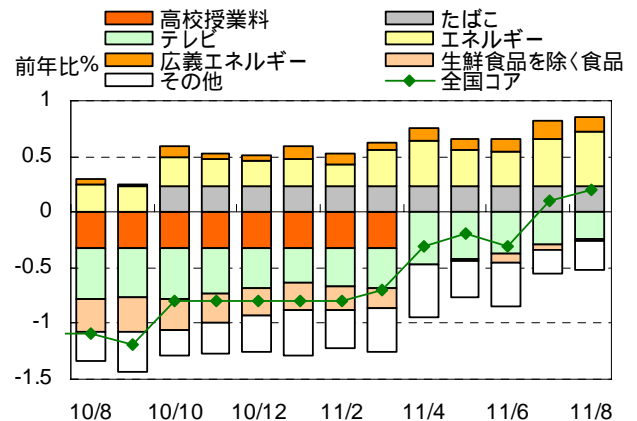
震災後、東日本の雇用者数減少が続く



出所: 厚生労働省、りそな銀行
注: 東日本 = 東北電力・東京電力の管内、新潟、山梨

図表6: 全国消費者物価指数(生鮮食品を除くコア)

政策やエネルギーの影響がない「その他」が上がりづらい



出所: 総務省、りそな銀行
注: 広義エネルギー = 航空運賃 + 外国バック旅行

1-5. 設備投資低調は続く

企業心理の悪化から設備投資低調

企業の設備投資低調はしばらく続くとみえています。企業心理と投資行動の強い結びつきからすると、企業心理が再び悪化し始めた、このタイミングでの投資は考えづらいためです(図表 7)。震災からの復旧は必要最低限にとどまり、復興需要も小規模にとどまるでしょう。電力供給問題の長期化から、海外設備投資は加速するとみていましたが、こちらも先送りする企業が出てくると考えられます。経済産業省の調査によると、資本金 1 億円以上、従業員 50 人以上の日本企業が 50% 以上出資した海外現地法人(製造業)による設備投資は頭打ちになっています(図表 8)。

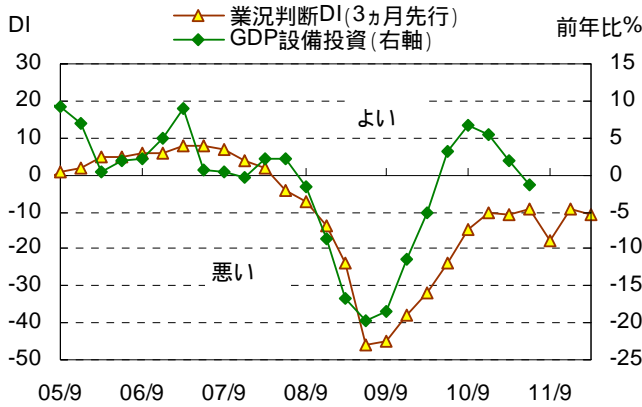
表紙の注意事項をよくお読みください。

市場を求めた
海外企業の買
収は活発

一方、過去最高水準にある手元資金と円高を背景に、海外企業の買収が活発化しています。国内人口の頭打ちによる市場縮小は死活問題であり、市場を求めて海外に出る流れは企業心理とは関係ないようです。現地法人設立より、ブランドや販路ごと買収する方がより早く収益が上がると、企業は読んでいるのでしょう。

図表7: 企業心理と設備投資

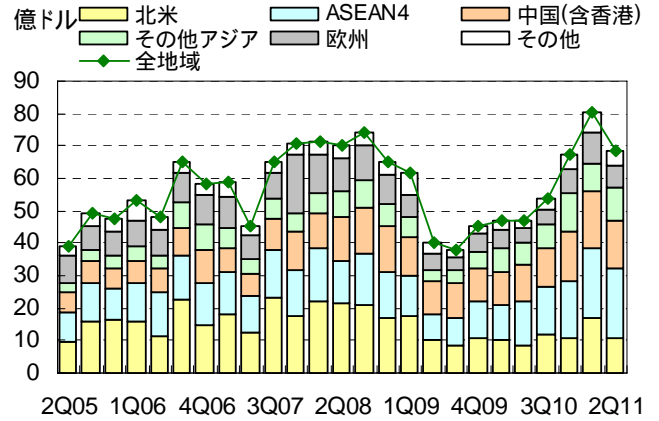
企業心理は冴えず、設備投資は低調が続くだろう



出所: 日銀、内閣府、りそな銀行
注: 業況判断 DI は全規模全産業、直近は先行き判断

図表8: 海外設備投資実績(地域別、製造業)

海外設備投資は一服している



出所: 経済産業省「海外現地法人四半期調査」、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

2. 米国 - 過度な悲観論は後退したが、

経済指標は下
げ止まり、過
度な悲観論は
後退

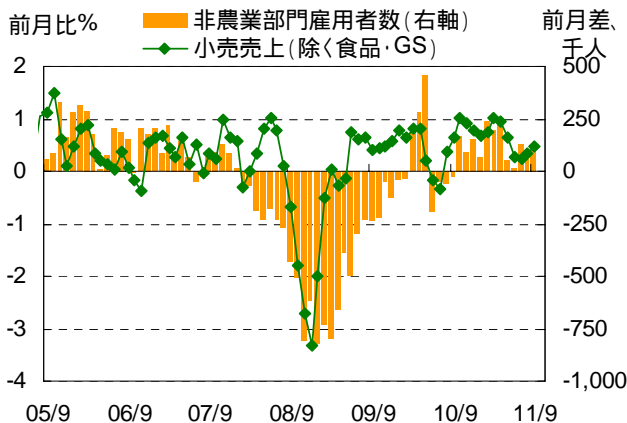
米国の経済指標がここところ下げ止まっています。特に9月の非農業部門雇用者数が予想を上回る増加となった上、7-8月分も遡って上方修正されたことは、米経済に対する見方に変化を与えたと思います。ガソリン価格が落ち着いてきたことから、自動車の販売が好調で、小売売上高が久しぶりに高い伸びとなる等、個人消費についても回復しています(図表9)。悪化していた企業や消費者の心理悪化も8月に底を打ちました。景気の減速は明らかですが、先月までの不況に陥る寸前のような悲観論は後退しています。

資金が回ら
ず、低成長が
続く可能性

しかし、金融緩和が続く中、低金利の恩恵が家計や企業に現れてきてもいいはずなのですが、今のところ変化はほとんどみえません。一般的な30年物住宅ローン金利は4%台と過去最低水準にありますが、住宅販売は依然として低迷しています。不動産業者の団体はローンが組めないために住宅購入を見送る人が多いと分析しています。低金利と

図表9: 米国 雇用と小売売上高

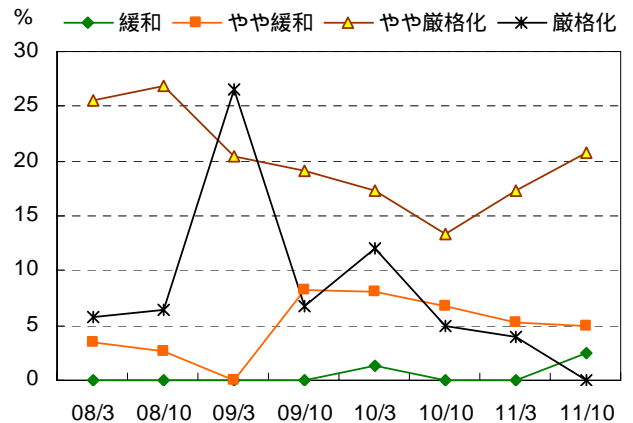
消費、雇用とも持ち直しの兆し



出所: 米労働省、商務省、りそな銀行

図表10: 米国 企業調査「銀行の融資条件について」

「やや厳格化」したとの回答が増加



出所: NY連銀、りそな銀行
注: 3ヵ月前と比べてどうかを質問

住宅価格下落を背景に企業が住宅を購入し、賃貸用にする例が増えるなどの動きも始まったようですが、一般の人はチャンスを活かしていません。同様に、銀行の融資条件が「やや厳格化」したと答える企業の割合も高まっています(図表 10)。日本でもバブル崩壊後に銀行の不良債権問題が深刻化する中、資金が回らず、低成長が続きました。米国でも低成長がしばらく続く可能性が高まっていると考えられます。

3. 中国 - 足元までの経済は底堅い

7-9 月期 GDP は小幅鈍化だが、経済は底堅い

中国の 7-9 月期実質 GDP は前年比 9.1%増と 3 期連続の鈍化でしたが、悪くはない結果だったと考えています。確かに成長率は 2009 年 4-6 月期(8.1%)以来の、中国としては控えめなものでしたが、2011 年の政府目標成長率 8%は上回りました。その他の指標も概ね経済の底堅さを示しています。

生産は安定的に増加、輸出入も高水準

9 月鉱工業生産は前年比 13.8%増。生産の伸び率は 1-9 月平均 14.1%と、2010 年平均(14.5%)程度で安定的に推移しています。1-8 月の製造業の企業収益は 3 兆 2281 兆元、前年比 28.2%増加と好調です。7-9 月期の貿易は、輸出が前年比 24.8%増、輸入が同 20.6%増。貿易黒字は 628.0 億ドルとますますでした(図表 11)。9 月の地域別輸出をみると、最大の輸出先である EU 向けが前年比 9.8%増と、7 ヶ月ぶりに 10%を下回ったことが目立ちますが、米国向けは同 11.6%増、日本向けが同 21.6%増、日本を除くアジア向けは同 23.8%増などその他の地域向けは比較的堅調です。

消費者物価は 2 ヶ月連続で伸びが鈍化

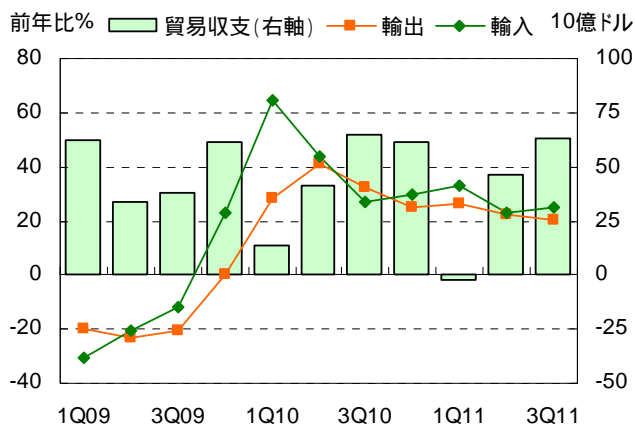
また、9 月消費者物価指数(CPI)は、前年比 6.1%上昇と、2 ヶ月連続で上昇率が鈍化しました。内訳では、食品は同 13.4%上昇と 8 月と変わらず、食品以外が同 2.9%上昇と 8 月(同 3.0%上昇)からわずかに鈍化、CPI 全体の上昇率鈍化につながりました。豚肉の上昇率が依然 40%を超える一方、自動車(同 0.7%下落)、教養娯楽耐久財(同 6.7%下落)、通信料(同 13.3%下落)が下落しました。低所得層への影響が大きい食品価格上昇を抑制することは重要な政府目標とされているものの、実現はなかなか難しいことがうかがえます。しかし、中国国家统计局は 10-12 月期の上昇率は更に鈍化するとの見通しを示しています。

都市と農村の所得格差は依然大きい

1-9 月の都市部家計の可処分所得は、前年比 13.7%増の 16,301 元、農村部家計の純収入は同 20.7%増の 5,875 元でした。10-12 月もこのペースが続けば、2011 年年間の所得は都市部が 21,735 元、農村部は 7,833 元となり、共に 2000 年の 3.5 倍となる計算です(図表 12)。但し、農村と都市の格差は依然大きいものがあります。物価の抑制、都市と農村の格差解消など問題は残りますが、今のところ中国政府は実体経済の堅調維持には成功しているようです。

図表11: 中国 貿易統計(四半期ベース)

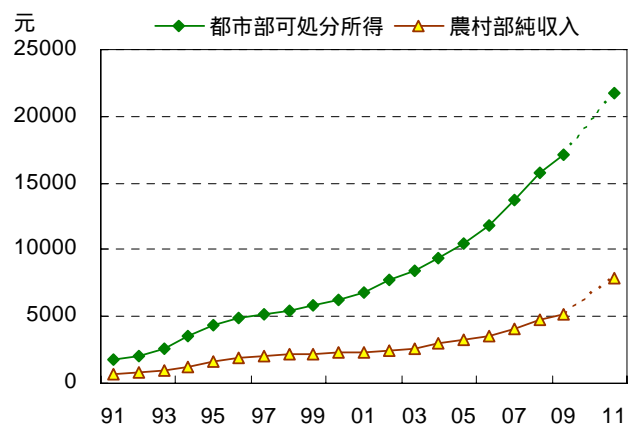
輸出入とも過去最高水準と貿易は好調



出所: 中国税関、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12: 中国 都市と農村の所得(直近は当社推計)

都市と農村の所得格差はなお大きい



出所: 中国国家统计局、りそな銀行
注: 2011 年は 1-9 月実績からの当社推計

4. 日本の GDP 予想 - 来年度に向けて回復は緩やか

7-9 月期と
10-12 月期の
見通しを修正

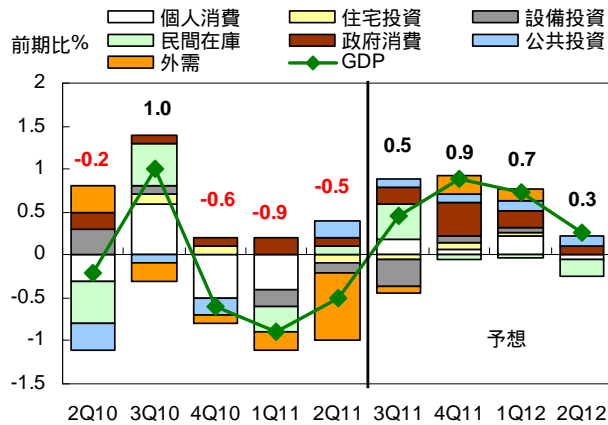
以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です(図表 13、14)。7-9 月期の成長率を上方修正、10-12 月期を下方修正しました。7-9 月期の節電の悪影響が想定を下回ったため、民間在庫増加を上積みしました。一方、10-12 月期の設備投資を震災復興の規模縮小から下方修正しました。この結果、7-9 月期の成長率は前期比 0.1% 増から 0.5% 増へ、10-12 月期は同 1.1% 増から同 0.9% 増へ修正しています。但し、年度の成長率予想は 2011 年度が前年比 0.4% 減、2012 年度は同 1.8% 増と変わりません。

基調は低成長

景気回復の勢いは震災からの復旧中だった 5-6 月がピークで、今後の回復は緩やかでしょう。年末以降は、被災地での公共投資実行本格化による押し上げがあるものの、基調は内外需の弱さを背景にした低成長を予想します。リスクは引き続き外需の動向です。欧州問題の影響は貿易取引額が小さいため軽微とみていましたが、欧州金融機関が企業からの急激な融資引き揚げに動くようなことがあれば、話は変わります。日本の輸出の半分はアジア向けのため、影響は大きくなるでしょう。

図表13: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

2012 年度に向けて回復は緩やかな見通し



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	-0.2	0.3
設備投資	-2.1	0.6	-0.4	0.0
公需	1.2	0.0	0.9	1.0
外需	0.3	1.2	-0.9	0.7

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

最新号は、りそな銀行のホームページ

<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/kojin/market/keizaimonthly/index.html> よりご覧ください