

景気の見通し

- ◇ 欧州債務問題は拡大、長期化
- ◇ 7-9 月期は 1 年ぶりの前期比プラス成長だが、先行きの内外需要は弱含み
- ◇ 来年度に向けて日本経済の回復は緩やか

1. 日本経済の現状と見通し(平成 23 年 11 月 24 日現在)

欧州問題を巡り、不安定な状態が続く

欧州の混乱はギリシャからイタリアへ拡大し、長期化の様相を呈しています。EU 第 2 の経済であるフランスも同国債の最高格付を維持できないのではないかと懸念すら広がっています。欧州の債務問題を巡り、市場が不安定な状態はしばらく続くとも見えています。債務問題の解決に向け、欧州金融機関は自己資本比率の引き上げを義務付けられました。自己資本比率の引き上げにあたり、金融機関は資金調達で足りない分はバランスシートの圧縮をせざるを得ず、欧州にとどまらず世界の景気を下押しする可能性があります。

日本の回復は緩やか

日本では、7-9 月期の実質 GDP が 1 年ぶりのプラス成長となりました。しかし、先行きは国内、海外要因とも弱含みです。国内では、昨年からの消費刺激策の反動で個人消費が冴えません。国内設備投資も低調が続く見通しです。また、欧米の低成長が長期化する懸念が高まっており、外需の牽引力は低下が見込まれます。年末は被災地の公共投資が下支えとなるものの、日本経済の低成長傾向は変わらず、来年度に向けて景気回復のペースは緩やかになると予想します。

図表1: 実質 GDP 成長率(前期比寄与度)

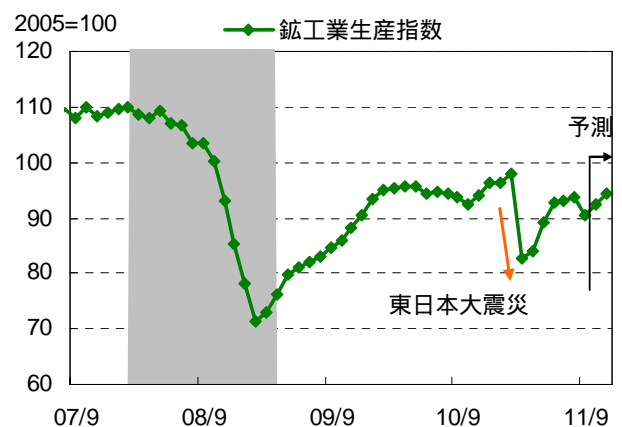
個人消費と外需が牽引

前期比、寄与度%	2010		2011		
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
実質GDP	0.7	-0.7	-0.7	-0.3	1.5
民需	0.9	-0.5	-0.6	0.2	1.1
個人消費	0.4	-0.5	-0.3	0.1	0.6
民間住宅	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
設備投資	0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.1
民間在庫	0.4	0.0	-0.2	0.2	0.2
公需	0.0	-0.1	0.1	0.3	0.0
政府消費	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
公共投資	-0.1	-0.2	0.0	0.1	-0.1
公的在庫	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外需	-0.2	0.0	-0.2	-0.8	0.4
輸出	0.0	-0.1	0.0	-0.8	0.9
輸入	-0.2	0.0	-0.2	0.0	-0.5

出所: 内閣府、りそな銀行

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. 7-9 月期 GDP 成長率は当社予想を上回る

2010 年 7-9 月期以来の前
期比増加

7-9 月期の実質 GDP は前期比 1.5%増と、2010 年 7-9 月期以来の増加となりました。項目別では、個人消費が同 1.0%増(寄与度 0.6%ポイント)と 2 期連続増加したことや、輸出が同 6.2%の増加に転じ、外需の寄与度が 3 四半期ぶりのプラスとなったことが GDP を押し上げました(図表 1)。

7-9 月期の GDP 成長率は、当社予想(同 0.5%増)を大幅に上回りました。夏場の節電による影響が当社の想定より小さかったことが、予想とのずれにつながりました。

なお、実感に近い、物価要因を調整する前の名目 GDP は前期比 1.4%増の 469.6 兆円と、4 四半期ぶりの増加とはなりましたが、水準は 2011 年 1-3 月期(470.2 兆円)をなお下回っています。

1-2. 年末にかけて生産の回復は緩やか

9 月は半年振
り減産

9 月の鉱工業生産は前月比 3.3%減と 6 ヶ月ぶりの減少でした。経済産業省の予測調査によれば、10-11 月は増産見通しながら、生産回復の勢いは落ちています(図表 2)。予測調査はタイの洪水被害が深刻化する前に集計されており、10-11 月が予測調査より下振れする可能性もあり、年末にかけての生産回復は緩やかと予想されます。

タイの洪水：
生産への影響
は一時的か

タイの洪水被害は国内でも減産を引き起こしているものの、生産活動への影響は一時的とみています。日本のタイからの輸入額が小さいためです。輸入品別にみたタイのシェアは、えびなど食品は大きいものの、自動車部品で 10%、電機で 5%にとどまり、代替品調達は可能と考えられます(図表 3)。タイ人労働者を呼び寄せ、国内生産する試みも始まっています。

自動車の計画
見直しは生産
下振れ要因

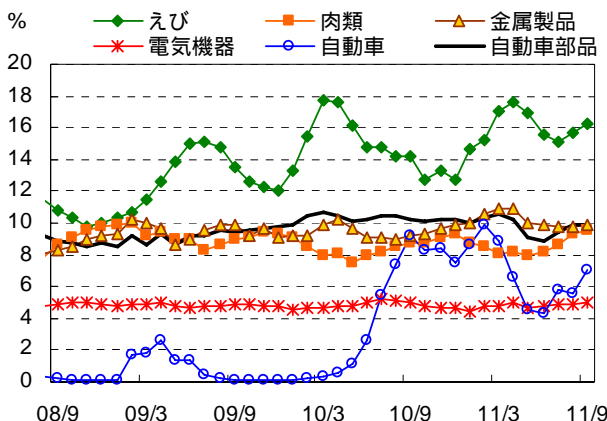
但し、復旧や代替生産に関連するコストは企業収益の下振れにつながります。タイの洪水発生後に自動車大手が通期業績予想を取り下げるなど、下期生産計画を見直す動きも出ています。自動車生産計画の下方修正は牽引力の低下であり、生産全体の下振れにつながります。

1-3. 貿易黒字は縮小傾向

7-9 月期の貿易収支は 4,155 億円の赤字となりました。4-6 月期より縮小したものの、2 四半期連続の赤字です。生産正常化に伴い、輸出が前年比で増加に転じたのですが、輸入の伸びも加速しました。原子力発電所の稼働停止を背景に、火力発電用のエネルギー輸入が増えたためです。

図表3: 日本の輸入に占めるタイのシェア

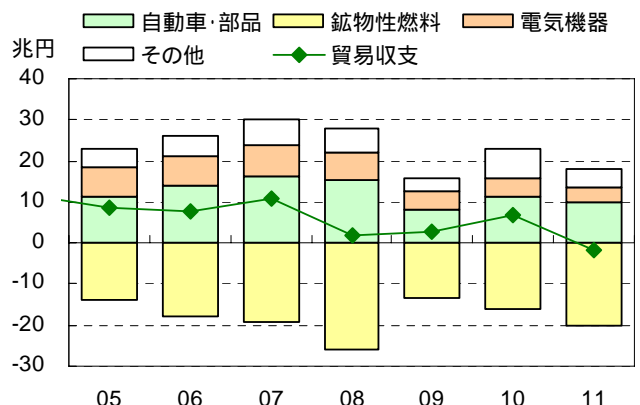
電機や自動車などの生産への影響は一時的



出所:財務省、りそな銀行

図表4: 品目別 貿易収支(年次)

電気機器の黒字は縮小傾向



出所:財務省、りそな銀行
注:2011年は1-10月累計

表紙の注意事項をよくお読みください。

電機の貿易黒字は縮小傾向

図表 2 の鉱工業生産指数で確認できるように、足元の生産活動は未だリーマン・ショック前の 8 割の水準にとどまります。今後は、原子力発電所の停止による原油や天然ガスの輸入増に加え、生産の回復による原料やエネルギーの輸入が増加する見込みです。一方、日本の貿易黒字の主な稼ぎ手は、長らく電機と自動車でしたが、電機の貿易黒字が縮小しています(図表 4)。自動車依存の高まりは、東日本大震災発生時のような自動車生産の停滞が貿易収支の悪化に直結する構造となっています。

FTA 締結が世界的に活発

野田首相は TPP(環太平洋パートナーシップ協定)交渉への参加を表明しました。TPP 参加国間の関税は原則、撤廃されます。例えば、米国は乗用車輸入に 2.5%の関税をかけていますが、日本からの輸出にこれがかからなくなると期待されます。TPP 参加 9 カ国(シンガポール、ブルネイ、ニュージーランド、チリ、米国、豪州、ペルー、ベトナム、マレーシア)との取引額が日本の貿易に占める割合は 4 分の 1 です(図表 5)。世界的に FTA を結ぶ動きは活発化しています。今年 7 月 1 日に EU との FTA(自由貿易協定)が発効した韓国は、FTA 相手国との貿易取引シェアが 36%に上り、更に米国との FTA も来年 1 月発効の予定です。2011 年 8 月時点の主要国の FTA 取引の比率は、中国(22%)、米国(38%)、EU(30%)など、いずれも日本(18%)を上回ります。

図表5: 日本の貿易に占める FTA 対象国の比率(2010 年)

TPP 参加国との取引額は、貿易の 4 分の 1 を占める

品別	世界 (100万ドル)	発効・署名(%)							その他(%)		
		メキシコ	チリ	ASEAN	スイス	インド	ペルー	計	TPP	中国	EU
輸送機器	176,027	1.7	0.7	8.3	0.4	0.4	0.4	11.9	35.0	8.7	11.2
一般機械	150,261	0.9	0.2	15.7	0.1	1.8	0.0	18.7	23.9	22.3	13.9
電気機器	131,404	1.7	0.0	18.1	0.2	0.9	0.0	20.9	22.1	24.5	11.4
化学品	98,949	0.5	0.2	12.3	0.6	1.3	0.1	15.0	17.8	22.3	10.7
鉄鋼製品	51,134	2.1	0.1	24.2	0.0	2.8	0.2	29.4	15.4	21.5	3.2
輸出総額	770,046	1.2	0.4	14.7	1.0	1.2	0.1	18.6	24.9	19.4	11.3
鉱物性燃料	198,148	0.0	0.0	14.3	0.0	1.0	0.1	15.4	21.6	0.9	0.1
機械機器	186,647	0.9	0.0	15.6	1.3	0.1	0.0	17.9	22.0	38.8	13.0
食料品類	59,838	1.2	2.7	13.4	0.9	1.5	0.5	20.2	38.1	13.7	12.8
化学品	71,772	0.3	0.2	13.8	4.7	0.7	0.0	19.7	24.0	17.3	30.3
繊維製品	32,907	0.1	0.0	9.5	0.1	1.1	0.1	10.9	6.5	77.4	4.9
輸入総額	694,297	0.5	1.1	14.6	1.0	0.8	0.3	18.3	24.3	22.1	9.6

出所:JETRO、りそな銀行 注: TPP=参加9カ国(シンガポール、ブルネイ、ニュージーランド、チリ、米国、豪州、ペルー、ベトナム、マレーシア)

1-4. 消費刺激策の副作用続く

消費は前年割れは続く

9 月の二人以上世帯の実質消費支出は前年比 1.9%減と、自動車やテレビの購入費減少が響き、7 ヶ月連続の前年割れでした。GDP の個人消費も前期比では 1.0%増加ですが、前年比では 0.1%増にとどまります。エコカー補助金や家電エコポイントによる需要先食いの副作用が続いています。自動車取得税が来年 3 月末、重量税が来年 4 月末までと、エコカー減税も来春終了の予定です。11 月中旬の報道によると、民主党税制調査会がエコカー減税延長の方向で調整中とのこと。具体的な期限は不明ですが、家電エコポイントの時と同様、駆け込み需要の山が新たな期限の前にずれただけでしょう。

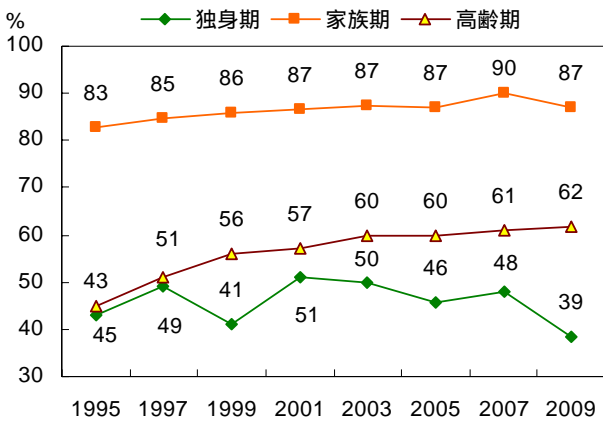
若年層の自動車離れ目立つ
自動車減税延長は効果が薄い可能性

自動車工業会の調査によると、乗用車の保有率は 8 割弱で頭打ちしています。39 歳以下の単身世帯の保有率は 4 割を切り、独身若年層の車離れが進んでいます(図表 6)。一方、保有を止める世帯も増えており、独身者が今後、結婚し、子供をもっても自動車をこれまでのように購入するかは不透明です。また、今後充実させたい消費分野として上位に挙がるのはサービス支出であり、自動車購入や燃料・有料道路など関連費用との回答は最も少ないとの結果も出ています(図表 7)。こうした傾向を踏まえると、純粋な消費刺激策であれば、家電や自動車といった耐久消費財購入への補助金や減税ではなく、サービス分野の支出を促進する政策を考えるべきかもしれません。サービス消費は需要の先食いが出来ないこともポイントです。

表紙の注意事項をよくお読みください。

図表6: ライフスタイル別乗用車保有率

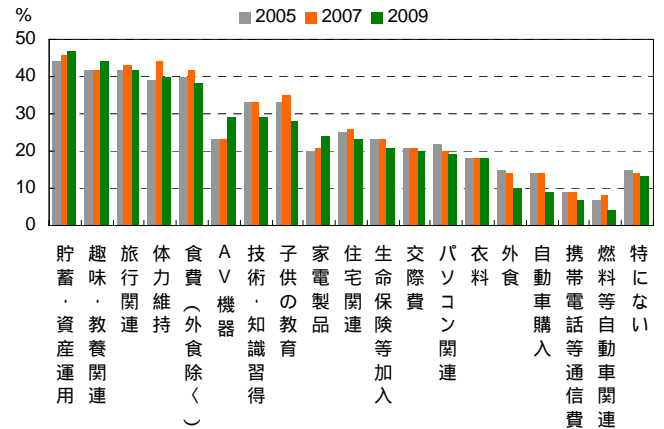
独身若年層の自動車離れが進む



出所: 日本自動車工業会、りそな銀行
注: 独身期=39歳以下の単身者、家族期=子供と同居の世帯、高齢期=子度が独立+55歳以上の単身者

図表7: 今後充実させたい消費分野(複数回答)

貯蓄やサービス支出を増やしたいとの回答が目立つ



出所: 日本自動車工業会、りそな銀行

1-5. 来年度にかけ、設備投資の低調が続く

企業の設備投資は低調が続く

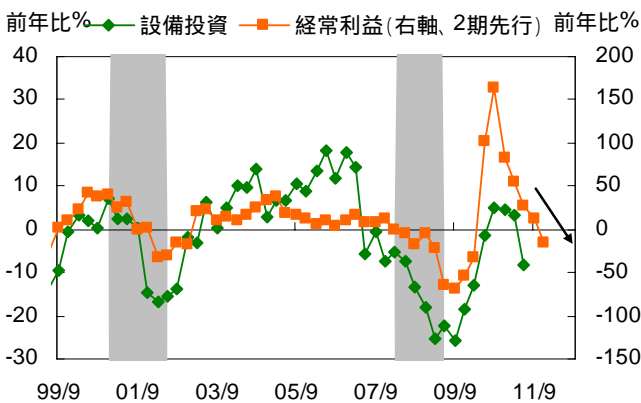
企業の設備投資は低調が続くとみています。設備投資は 2 四半期前の経常利益の状況に左右される傾向があります。企業収益は減少傾向が続くと考えられ、収益面からも設備投資はしばらく縮小すると考えられます(図表 8)。大手自動車の決算をみると、為替の変動と、労務費などコストの増加とが収益の下押し要因になっており、円高に加え、予想以上に早かった生産正常化に採算を度外視した面があったことをうかがわせます。タイの洪水でも採算が悪化した企業は多いとみられ、電機や自動車など投資の規模が比較的大きい業種の設備投資が引き続き低調となる可能性が高いと考えられます。

機械受注も設備投資低調を示す

設備投資の先行指標である機械受注は 10-12 月期に、民需が前期比 1.9%増、民需除く船舶・電力(コア)で同 3.8%減の見通しです。民需は 2 四半期ぶりの増加を見込みますが、増加幅は小さく、2.7 兆円程度の横ばいが続いています。機械受注も、設備投資は来年度にかけて低調に推移することを示しています(図表 9)。

図表8: 経常利益と設備投資(灰色は景気後退期)

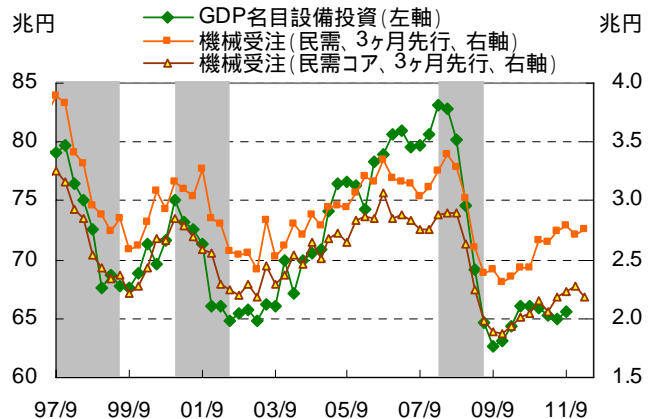
2 期前の収益状況が、設備投資を左右



出所: 財務省、内閣府、りそな銀行

図表9: GDP 設備投資と機械受注(灰色は景気後退期)

機械受注は来年度にかけての設備投資低迷を示す



出所: 内閣府、りそな銀行

2. 米国 - 10月指標は改善だが、低成長

経済指標は一部改善

米国経済は低成長が続いています。しかし、10月の経済指標は9月より改善を示すものもありました。10月の非農業部門雇用者数は前月比8.0万人増と増加ピッチは依然鈍かったのですが、8-9月が共に約5万人上方修正されたことを考慮すれば、まずまずの結果でした。但し、失業率は9.0%と高止まりしています(図表10)。

ガソリン価格の落ち着きが改善の背景

10月小売売上高の増加や企業心理の改善は、ガソリン価格が落ち着いていたことも背景にあったとみられます。しかし、原油価格(WTI)がこのところ4-6月期以来の1バレル100ドル台に上昇しており、消費増や企業心理の改善は続かない可能性があります。

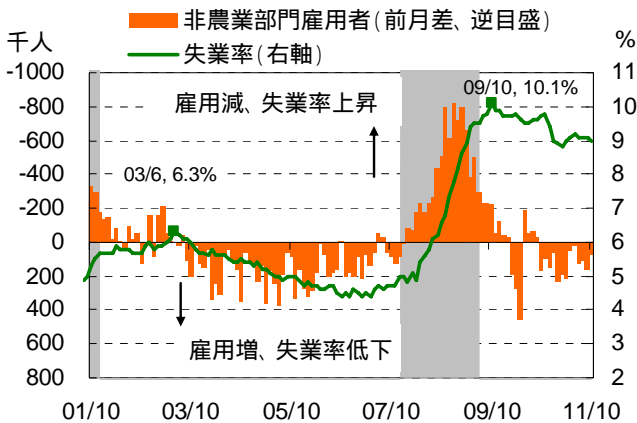
住宅市場は低迷続く

一方、住宅販売の低迷は続いています。10月の住宅着工件数は前月比7.3%減、中古住宅販売件数は前月比1.4%増加したものの500万件を割り込む低水準、ケースシラー住宅価格指数(8月)は同0.2%上昇にとどまりました。家計のバランスシート調整は進んでいないことがうかがえます。オバマ大統領は既に導入済みの住宅ローン借り換え策(HARP: Home Affordable Refinance Program)の要件を緩和しました。これまではローン残額が不動産価値の125%を超えないことが要件に入っており、不動産の値下がりから借り換えの出来ない人が多かったためです。この125%ルールが撤廃されますが、運用は2012年からです。

格差解消を訴えて、ウォール街から始まった抗議活動(Occupy Wall Street)について、世論は好意的のようです。10月末のCBSニュースとNYタイムズの共同世論調査によると、同活動の意見に賛成が43%、反対が27%、30%がわからない、と答えています。更に「米国ではお金の分配が公平でない」と回答した割合が66%に上ります。失業率が若者を中心に過去最悪の水準にある上、再挑戦が難しくなっていることが、抗議活動の急拡大や、活動に好意的な世論の背景にあると考えられます。

図表10: 米国 雇用の増減と失業率(灰色は景気後退期)

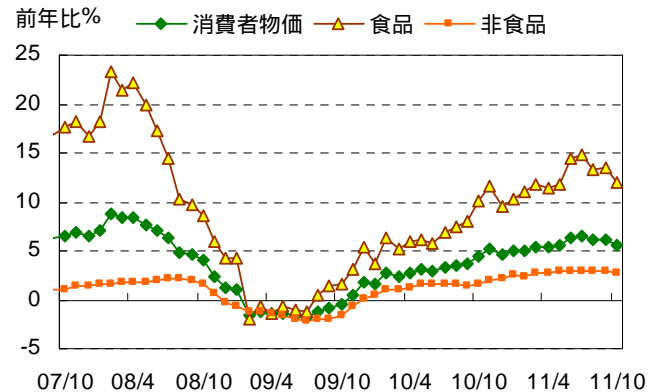
雇用増は続くが、失業率は高止まり



出所: 米労働省、NBER、りそな銀行

図表11: 中国 消費者物価指数

前年比は3ヶ月連続の鈍化



出所: 中国国家統計局、りそな銀行

3. 中国 - 消費者物価指数の上昇率が鈍化

10月の経済指標は中国経済の底堅さを示す

中国の10月の主要経済指標は、引き続き中国経済の底堅さを示していました。鉱工業生産の伸び率は前年比13.2%増と、9月(同13.8%増)より鈍化しましたが、生産の伸び率は今年最も高かった6月でも同15.1%増であり、安定的に推移しているといえます。

10月の貿易は、輸出が前年比15.9%増、輸入が同28.7%増。貿易黒字は170.3億ドルでした。地域別輸出をみると、最大の輸出先であるEU向けは同7.5%増と、2ヵ月連続で10%を下回りました。米国向けは同13.9%増、日本向けが同19.6%増、日本を除くアジア向けは同18.1%増などその他の地域向けは堅調です。

表紙の注意事項をよくお読みください。

CPIは3ヶ月連続で伸びが鈍化

消費者物価指数(CPI)上昇率の鈍化が続いていることも確認されました。CPIの上昇率は、前年比5.5%と3ヶ月連続で鈍化しました(図表11)。都市部(同5.4%上昇)より、農村部(同5.9%上昇)のCPI上昇が大きい要因の一つが食品価格の高騰です。CPIのうち食品も依然2桁台の上昇ながら、伸びは鈍化してきました。

「穏健な金融政策」からの転換はしばらく先か

こうした中、10月下旬に温家宝首相が「政策の微調整が必要」と、金融政策の変換とともとれる発言をしたことから、中国の金融緩和観測が高まっています。しかし、CPIは政府の2011年目標である4%を依然上回っています。現状の軽い引き締めスタンスの根拠となっている「穏健な金融政策」からの転換はしばらく先と考えています。

4. 日本のGDP予想 - 来年度に向けて回復は緩やか

年度の見通しを修正

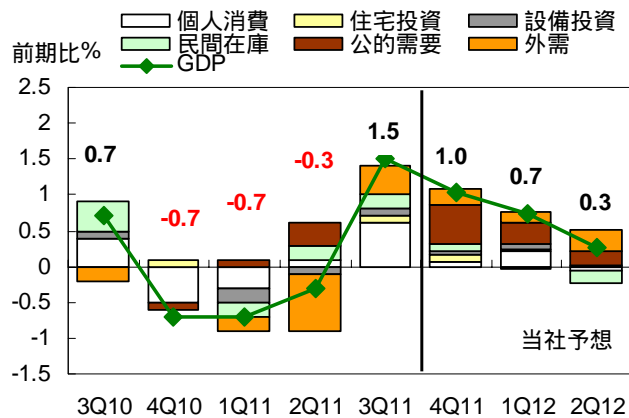
以上を踏まえた日本の実質GDP成長率の予想です(図表12、13)。冒頭に申し上げましたが、7-9月期の成長率は当社予想を大幅に上回りました。10-12月期以降の見方は変えていませんが、この結果、年度の成長率予想は2011年度を前年比0.4%減から、0.4%増へ、2012年度は同1.8%増から同2.3%増へ修正しました。

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、その後の回復は緩やかという見方は変わりません。年末以降は、被災地の公共投資実行本格化で押し上げられるものの、基調は内外需の弱さを背景にした低成長が続くと予想します。リスクは引き続き外需の動向です。欧州問題が拡大、長期化し、金融市場の緊張が続いています。資金の流れが世界的に悪くなっており、大きなショックにつながる可能性は高まっています。

図表12: 実質GDP成長率予想(前期比)

2012年度に向けて回復は緩やか



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13: 実質GDP成長率予想(年度)

2011-2012年度の予想を修正

%、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	2.3
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	0.0	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

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