

景気の見通し

- ◇ 欧州債務問題は引き続き世界景気の下押し要因
- ◇ 公共投資の下支えはあるものの、日本の低成長傾向は続く
- ◇ 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 12 月 16 日現在)

欧州首脳の指導力不足が欧州問題解決を遠くしている

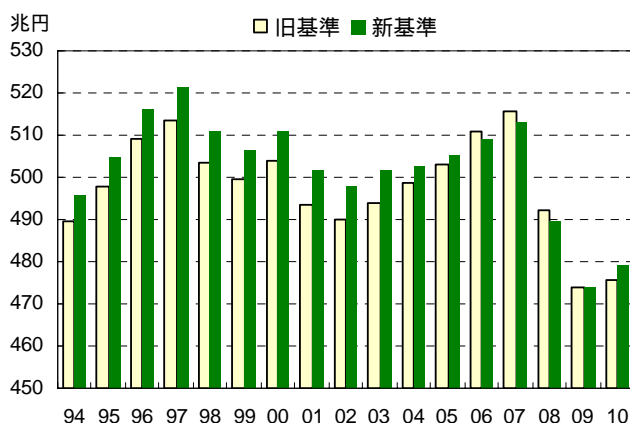
欧州では、EFSF(欧州金融安定基金)の拡充、英を除く EU26 カ国が参加する財政規律の強化などいくつかの点では合意に至りました。ECB(欧州中央銀行)は 11 月以降 2 度の利下げを実施し、日米を含む主要国の中央銀行は米ドル資金供給の金利を協調して引き下げました。年末に向け、資金繰りに支障が起こる金融機関がないよう着々と対策が打たれています。しかし、肝心の債務問題解決に向けての取り組みが政治家の指導力欠如から遅れていることなどを背景に、格付会社は EU 各国の格付けを引下げの方針を相次いで示しました。独仏も最高格付を失う公算が高まっており、EFSF 拡充が計画通りに進まない懸念が出ています。欧州の問題は引き続き、世界景気の下押し要因として燃ります。

日本の回復は緩やか

日本に目を転じると、個人消費が冴えず、タイの洪水が企業収益の下振れ要因となったこともあり、企業は設備投資に引き続き慎重です。米国や中国の景気減速から輸出の伸びも鈍化しています。内外需の弱さから、日本経済の低成長傾向は続くでしょう。震災関連の公共投資が下支えとなるものの、来年度に向けて景気回復ペースは緩やかなものにとどまると予想されます。

図表1: 名目 GDP 額(年度ベース)

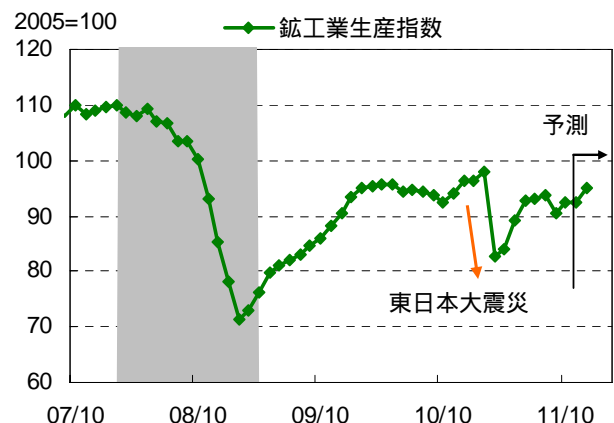
新基準では 1997 年度がピークだったことになる



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. GDP 基準改定

GDP は基準改定、新基準では 97 年度がピーク

7-9 月期 2 次速報の公表に合わせて、GDP は 2005 年基準に改定されました。2000 年の国勢調査の結果が反映されたほか、概念や推計方法が見直されています。主な変更点は、自社開発ソフトウェアを設備投資として計上すること、金融仲介サービスの「利ざや」を消費に加えること、の 2 つです。どちらも旧基準では反映されていなかったため、GDP を押し上げることになりました。実感に近い名目ベースでは、2011 年度の GDP は 479.2 兆円と、旧基準の 475.8 兆円に比べ、3.4 兆円増加しました。しかし、旧基準では 2007 年度の名目 GDP が過去最大でしたが、新基準では 1997 年度をピークに緩やかに減少していることが確認されました(図表 1)。

1-2. 年末にかけて生産の回復は緩やか

10 月は予測通りの生産増

10 月の鉱工業生産は前月比 2.2% 増と、ほぼ経済産業省の予測調査(同 2.3% 増)通りとなりました。タイの洪水発生前に調査した計画と実績がほぼ同じだったことになり、10 月時点では、洪水の生産への影響はまだ小さかったことが示されました。しかし、11 月の見通しは同 1.8% 増から同 0.1% 減へ修正されました。自動車など輸送機械の計画が先月時点の同 2.7% 増から同 0.1% 増へ、パソコンやテレビなどの情報通信機械が同 2.4% 増から同 14.1% 減へそれぞれ下方修正されたためです。

タイの洪水：生産への影響は一時的

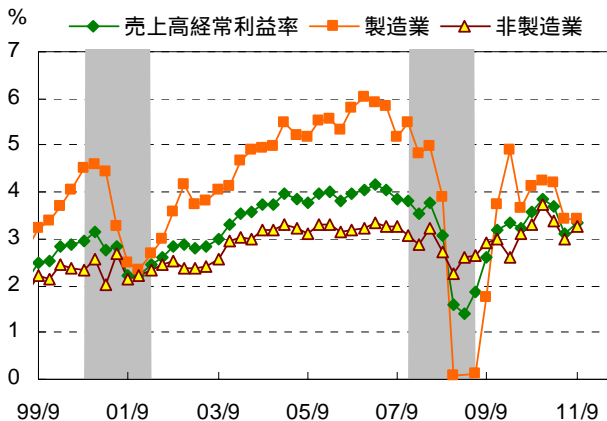
東日本大震災による部品供給の混乱が一服した 7 月以降、生産回復の勢いは落ちていました。予測調査に基づけば、11 月はタイの洪水の影響で横ばいまで鈍化したようです(図表 2)。但し、12 月は前月比 2.7% 増を見込んでおり、影響は一時的だったと考えられます。輸送機械の見通しは年末まで横ばいですが、情報通信機械は 12 月に同 29.3% 増と回復の見通しです。タイの洪水による混乱は、国内での代替生産や、一時的な落ち込みと遅れを取り戻すための生産増などにつながり、来年にかけて生産活動の振幅が大きくなる可能性があります。

生産正常化の一方、利益率は低下

また、7-9 月期の法人企業統計によると、全産業の売上高は前年比 1.9% 減と、4-6 月期(同 11.6% 減)に比べ落ち込み幅が縮小し、夏場には震災による生産の混乱が収束したことを裏付けています。一方、経常利益は同 8.5% 減と 2 期連続の減少でした。この結果、特に製造業で顕著ですが、利益率の回復足踏みがうかがえます(図表 3)。12 月日銀短観によると、2011 年下期の経常利益計画は 9 月時点の前年比 7.4% 増から同 3.8% 減へ大幅下方修正されています。

図表3: 売上高経常利益率(灰色は景気後退期)

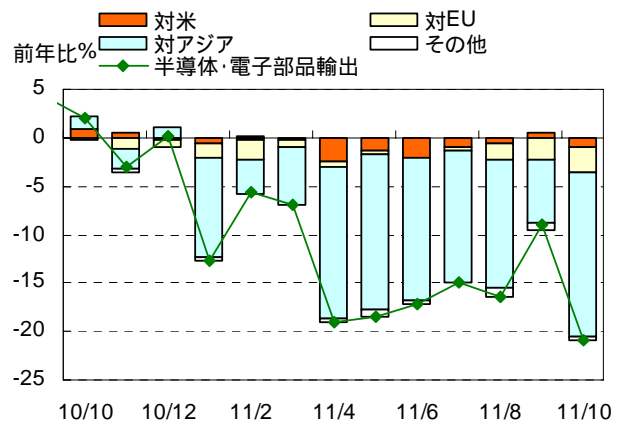
製造業の経常利益率回復が足踏み



出所: 財務省、りそな銀行

図表4: 半導体・電子部品輸出 地域別寄与度

半導体・電子部品の輸出はアジア向け中心に不振



出所: 財務省、りそな銀行

1-3. 輸出は伸び悩むが、持ち直しの兆しも

10月も貿易赤字 10月の貿易収支は2,738億円の赤字と、今年5回目の赤字となりました。原子力発電所の稼働停止から火力発電用のエネルギー輸入が増えている上、輸出が伸び悩んでいるためです。

輸出が伸び悩み 輸出は前年比3.7%減少と、3ヶ月ぶりの前年割れとなりました。輸出落ち込みの4分の1は、昨年10月に船舶輸出で押し上げられた反動です。大型船舶や航空機は単価が高いため、貿易額が大きく振れる原因になります。しかし、こうした一時的な要因を除いても、輸出は低調です。半導体・電子部品はアジア向けが不振で前年比2割減少(図表4)。自動車・部品も、輸出先としては依然最大の米国向けが9月以降、前年割れに転じています。

外需持ち直しの兆しも 震災後の生産停滞が解消したにもかかわらず、輸出が伸び悩んでいることは海外需要の鈍化を示しています。但し、韓国の輸出に対する大企業の見方(輸出BSI)や台湾の電子部品の輸出受注額など先行的に動く指標が足元で下げ止まってきており、来年初めには外需が持ち直す可能性を示しており、注目されます(図表5)。

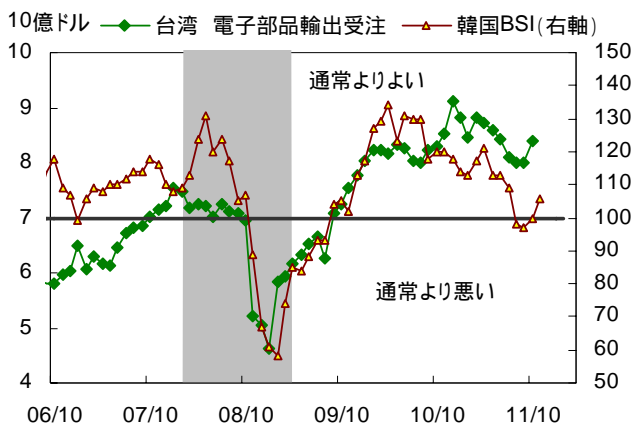
1-4. 消費刺激策の副作用が続いている

消費は前年割れが続く 10月の個人消費は前年比0.4%減と、8ヶ月連続の減少でした。外壁工事などの設備修繕・維持費は増加したものの、テレビ購入費が減少しました。エコカー補助金終了から1年が過ぎ、前年比でみた自動車購入費の減少は止まる一方、家電エコポイント制度や地上デジタル放送終了に伴う買い替えの反動がテレビ購入費の大幅減につながりました。経済産業省の商業販売統計でも、家電販売店が含まれる機械器具小売業や自動車小売業の売上高の動向で、消費刺激策切れの副作用が確認できます(図表6)。

新たなエコカー補助金予算は前回の半分 今後の消費の動向ですが、自動車、家電という高額かつ比較的耐用年数の長い耐久財の需要先食いをしてしまった影響は長引くでしょう。来年春のエコカー補助金終了を控え、ここにきてエコカー減税は基準を厳格化して2015年まで継続、エコカー補助金も今年末から復活する方針となりました。但し、エコカー減税が継続中の現在の状況で明らかなように、減税だけでは力不足です。補助金が起爆剤となると期待されますが、発表された予算は3,000億円と、前回(2009-2010年)5,837億円に比べ、小規模です。前回同様の支給額であれば補助金交付台数は前回359万台の半分の180万台程度とみられ、自動車生産や販売への押し上げ効果も半分です。

図表5: 外需持ち直しの兆し(灰色は日本の景気後退期)

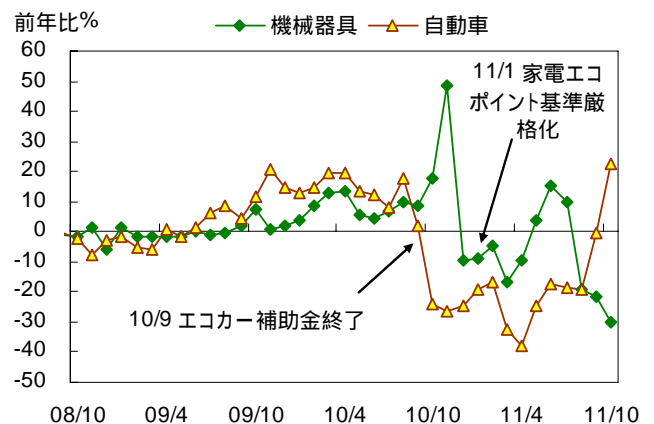
先行指標は外需持ち直しの兆しを示す



出所:台湾經濟部、韓国銀行、内閣府、りそな銀行
注:韓国 BSI(大企業、輸出の伸び)は100が判断の分かれ目

図表6: 小売販売統計

小売販売は消費刺激策に左右されている



出所:経済産業省、りそな銀行
注:家電販売店は機械器具小売業に含まれる

表紙の注意事項をよくお読みください。

1-5. 来年前半も国内設備投資は低調

企業の設備投資は低調

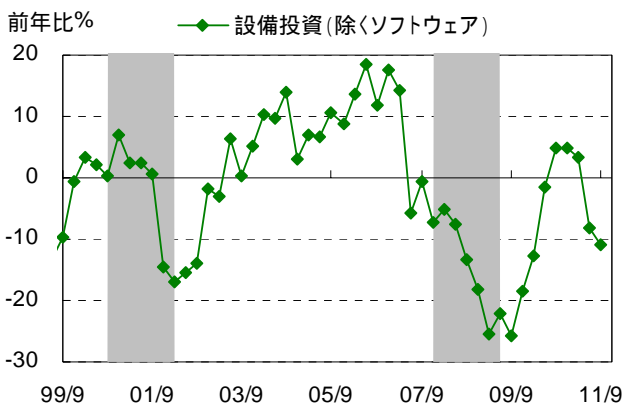
国内設備投資は低調が続くでしょう。法人企業統計によると、7-9 月期の設備投資額は 2 四半期連続の前年割れとなりました(図表 7)。企業は海外設備投資には依然前向きであることから、国内設備投資の低迷によるものと考えられます。東日本大震災後の民間企業による復旧・復興需要が、先送りされたか、規模を縮小した可能性もあります。

機械受注は来年前半の国内設備投資低調を示す

また、国内設備投資の先行指標である機械受注の民需は 10 月に前月比 9.2% 減少となりました。10-12 月期は前期比 1.9% 増の見通しですが、見通しを下回る可能性があります。機械受注額は低水準が続いており、国内設備投資が来年前半も低調となる可能性を示唆しています。12 月の日銀短観においても、2011 年度設備投資計画は大企業中心に下方修正されています。

図表7: 設備投資前年比(灰色は景気後退期)

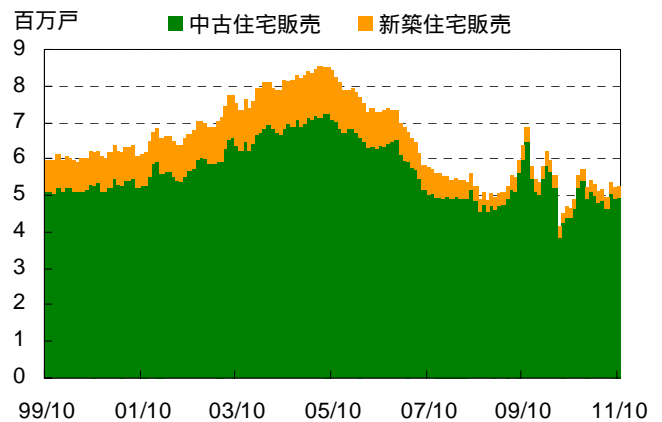
法人企業統計の設備投資額は 2 四半期連続の減少



出所: 財務省、内閣府、りそな銀行

図表8: 米国 中古・新築住宅販売戸数(年率換算)

米住宅販売は低迷が続いている



出所: 全米不動産協会、米商務省、りそな銀行

2. 米国 - 住宅と雇用が足枷となり、低成長

経済指標は足元の改善を示す

米国経済は低成長が続いていますが、10-11 月の経済指標は改善を示したものが目立ちました。特に企業心理を示す指標である ISM 製造業景況指数の上昇は先行的に動く、新規受注改善の影響が大きかったため、製造業回復の兆しとして注目されます。11 月の小売売上高は予想を下回ったものの、10-11 月平均では 7-9 月期平均を上回り、消費は底堅いとみられます。

雇用と住宅は依然として米国経済の足枷

一方、11 月は失業率が 8.6% に低下しましたが、職探しを一旦あきらめた人が増えたためでした。農業以外の雇用者数は前月比 12.0 万人増と増加ピッチは依然鈍く、失業率の 0.4% ポイント低下が示すほど雇用環境は改善していないと考えられます。また、住宅市場も低迷しています。10 月は中古、新築住宅とも販売は増加しましたが、水準は合計 500 万戸程度です。住宅ブームが始まった 2004 年以前も 600 万戸程度で推移しており、当時の 8 割の水準にとどまります(図表 8)。また、在庫の積み上がりを背景に、新築住宅着工は過去最低の水準です。住宅価格は下落が続く、住宅の買い替えやローンの借り換えが依然難しいことをうかがわせます。雇用と住宅の問題は依然として米国経済の足枷になっています。

選挙にエネルギーを割かれる 2012 年

2012 年は大統領選の年です。オバマ政権は 11 月に向けて選挙にエネルギーを割かれることになるでしょう。思い切った経済対策は出せなくなる恐れがあります。また、原油価格(WTI)がこのところ水準を上げています。消費者や企業の心理が再び悪化すれば、消費や投資の持ち直しが止まる懸念が残ります。

3. 中国 - 物価上昇率が鈍化、生産の伸びも鈍化

物価上昇率は政府目標に近づいた

中国の 11 月の消費者物価指数(CPI)の上昇率は 4.2%と、最大の押し上げ要因である豚肉の上昇率が 10月の 38.9%から 26.5%へ鈍化し、政府目標の 4%に一気に近づきました(図表 9)。一方、鉱工業生産指数の伸びは 2 年ぶりの低さでした。輸出総額や小売売上高は過去最高水準にありますが、前年比の増加率はこちらも鈍化傾向にあります。

生産は 2 年ぶりの低い伸び

11 月の鉱工業生産は前年比 12.4%増と、2009 年 8 月以来の低い伸びでした。IT 及び電子部品や一般機械など幅広い業種で伸びの鈍化が確認されました。また、企業心理を示す製造業購買担当者指数(PMI)は 49.0 と判断の分かれ目となる 50 を下回りました。50 未満は世界金融危機時の 2009 年 2 月以来です。

輸出鈍化は欧州向け減速による

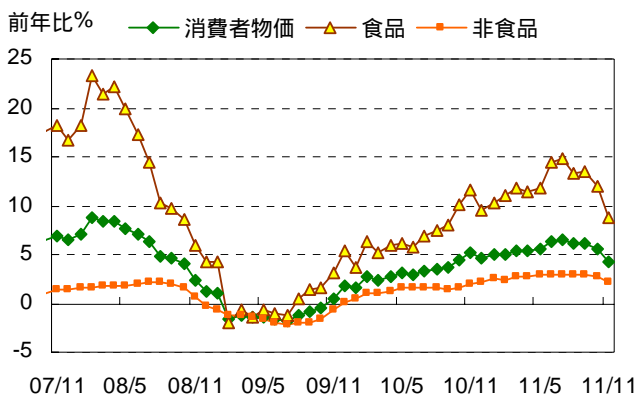
11 月の輸出は前年比 13.8%増、輸入は同 22.1%増、貿易黒字は同 34.8%減の 145.3 億ドルでした。輸出入とも伸びが鈍化したものの、輸出額は過去 2 位、輸入額は過去最大です。地域別では、最大の輸出先である EU 向け輸出が前年比 5.0%増と、3 ヶ月連続で 10%を下回り、足元の輸出鈍化は欧州向けの減速によるところが大きいことが確認されました(図表 10)。

「穏健な金融政策」方針は維持

新華社通信によると、来年の経済財政方針を決める中央経済工作会議が 14 日に閉幕し、来年も物価抑制を重視した「穏健な金融政策(prudent monetary policy)」と成長重視の「積極的な財政政策(proactive fiscal policy)」を維持することが発表されました。昨年 12 月中旬の中央経済工作会議で「穏健な金融政策」が打ち出された後は、12 月 27 日に利上げを実施し、今年 7 月まで 3 回の利上げを実施するなど当局は金融引き締めに動きました。今回の会議で来年も「穏健な金融政策」方針は維持することが示されたものの、11 月末には政策金利の変更と並ぶ金融政策手段である銀行の預金準備率を半年振りに引き下げています。中国の金融政策については、予測が難しいところが多く、年初からの動きには特に注目する必要があります。

図表9: 中国 消費者物価の前年比

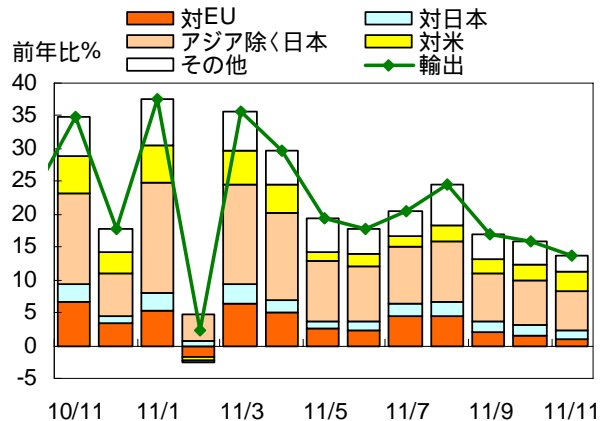
消費者物価の前年比は 4 ヶ月連続の鈍化



出所: 中国国家统计局、りそな銀行

図表10: 中国 地域別輸出寄与度

前年比の鈍化は欧州向け減速による



出所: 中国税関、りそな銀行

4. 日本の GDP 予想 - 内外需の弱さから回復は緩やか

年度の見通しは変えず

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です(図表 11、12)。冒頭に申し上げたように、GDP の基準が改定され、過去に遡ってデータが更新されましたが、新基準の 7-9 月期成長率は前期比 1.4%増と、旧基準による同 1.5%増とほぼ同じでした。

今回は旧基準による予想をお示しします。輸出の伸び悩みが想定以上となっており、外需を下方修正しました。一方、公共投資は第 3 次補正予算による追加が想定を上回っ

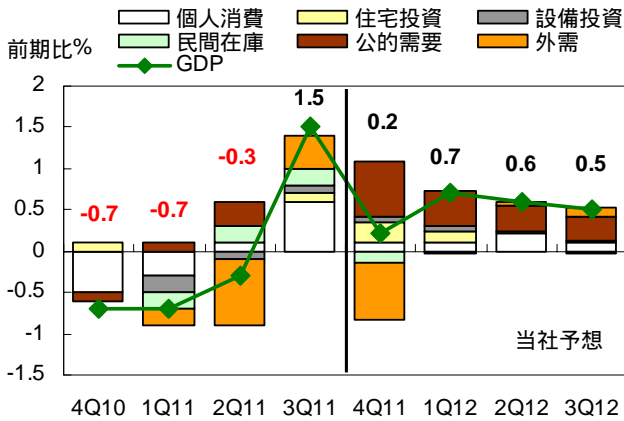
ため、2012年度にかけて上方修正しました。年度の成長率予想は2011年度が前年比0.4%増、2012年度は同2.3%増を据え置きます。

基調は低成長

景気回復の勢いは緩やかにとどまるという見方は維持します。震災関連の公共投資の実行本格化は下支えとなるものの、基調は内外需の弱さを背景に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。欧州問題を背景にした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引き続き高い状況です。

図表11: 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12: 実質 GDP 成長率予想(年度)

2011-2012年度の予想は据え置き

| %、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