

## 景気の見通し

- ◇ 日本経済、駆け込み需要が個人消費を押し上げ
- ◇ 中国経済、低調な滑り出しとなるも、貿易は対欧州取引が増加
- ◇ 米国経済、寒波の影響は解消、物価の伸びは緩慢

### 1. 日本経済の現状と見通し(2014年5月20日現在)

日本経済、個人消費が押し上げ要因

日本経済は4月から消費税増税となり3月分までの指標からは増税前の駆け込み需要が個人消費を押し上げたということが確認された。1-3月期 GDP 統計でも個人消費が最大の押し上げ要因となった。一方で、4-6月期はこの要因が剥落するため、伸びは鈍化する。この中で、設備投資が市場予想を上回る伸びとなったことが明るい材料。今後は企業景況感や機械受注の動向と合わせて、設備投資の増加が継続するかが注目される。一方、物価に関しては消費者物価指数が前年比プラスで推移しているが、円安の効果が大きく、上昇は頭打ちとなっている。

中国経済、伸び悩みも貿易は対欧州で増加

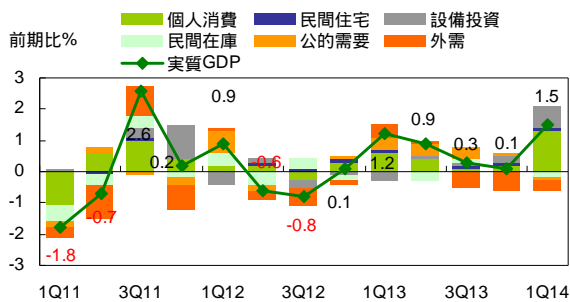
中国経済は、4月の鉱工業生産や小売売上高が1-3月と同様、伸び悩みとなった一方、貿易は対欧州の取引が牽引する形で輸出入共に増加に転じた。依然として政府目標に比べれば、低い水準ではあるものの、対欧州取引の増加は中国経済にとって明るい要因として捉えることが出来る。なお、消費者物価指数に関しては食品価格を中心に伸び率は鈍化しており政府目標の前年比+3.5%を下回る水準。中国政府にとってみれば、景気刺激策を実施するにも、インフレを過度に警戒する必要が無いと言える。

米国経済、寒波の影響は解消、物価の伸びは緩慢

米国経済は概ね寒波の影響が解消され、今後の持続性に注目が集まる。1-3月期 GDP では個人消費の堅調さが確認されたが、4月の小売売上や鉱工業生産などの指標では、寒波により落ち込んだ後の反動が一段落となっている様子が窺える。一方、労働市場では失業率の低下が続いているが、労働参加率が伸びず、労働市場に属さない非労働力人口が高水準であるという構図は変わらず。賃金の伸びも緩慢で、物価面でもコアPCE 価格指数はFRBの目標である前年比+2%を下回る状態が続いている。

図表1： 実質 GDP 成長率

内需がプラスに寄与



出所：I情報センター、りそな銀行

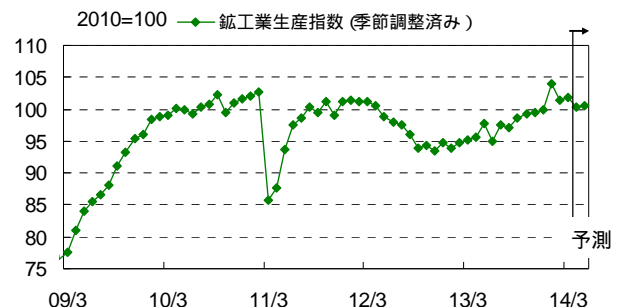
#### 注意事項

\*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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。**

図表2： 鉱工業生産

予測調査、先行きは減少見通し



出所：I情報センター、りそな銀行

### 1-1. 1-3 月期 GDP、個人消費と設備投資がプラスに寄与

実質 GDP、増税前の駆け込み需要を反映

2014 年 1-3 月期実質 GDP1 次速報値は、前期比 +1.5 % (年率 +5.9%、図表 1)。市場予想 (前期比 +1.0%、年率 +4.2%) を上回った。実質 GDP に対する寄与度では、国内需要 (内需) がプラスに寄与。2014 年 4 月からの消費税増税を前にした駆け込み需要を反映し、個人消費 (寄与度 +1.7%ポイント以下 pp) の寄与が大きかったほか、民間企業の設備投資 (+0.7pp) も成長率を押し上げた。一方、外需 (-0.3pp) と公的需要 (-0.1pp) がマイナスに寄与。なお、2013 年度の実質 GDP 成長率は前年比 +2.3% (2012 年度 +0.7%)。

### 1-2. 鉱工業生産、予測調査では 4-6 月期の減少が見込まれる

鉱工業生産、先行きに慎重さ

3 月の鉱工業生産は前月比 +0.7% (確報値、図表 2)。事前の予測調査では +0.9% と見込まれていた。業種別でみると、半導体や液晶素子などの電子部品・デバイスが +5.5% と最も増加。その他では、乗用車やトラック、自動車用エンジン、駆動伝導・操縦装置部品などの輸送機械、発電機や家庭用電気機器などの電気機械が増加に寄与した。一方、生産指数に対するウェイトが高いはん用・生産用・業務用機械が -0.5% となったほか、金属製品、化学 (除医薬品)、プラスチック製品などの業種で生産が減少した。最新の予測調査によると 4 月は -1.4% と減少が見込まれ、5 月は +0.1% と増加を見込む業種の方が多いものの、ほとんどの業種で 4 月の減少分を補う程の増加は見込まれておらず、以前に比べると見通しは控えめとなった。この見通しに従えば、4-6 月期は 6 四半期ぶりの減少が見込まれる。一方、経済産業省の基調判断は「総じてみれば、生産は持ち直しの動きで推移している」と前月から変わらず。

在庫は +1.4%

鉱工業在庫は前月比 +1.4%。8 業種が増加したが、特に輸送機械の増加が目立った (+20.2%)。軽乗用車 (+96.1%) を中心に乗用車の在庫が増加した。また、カーナビ、薄型テレビ、デジタルカメラなどの情報通信機械の在庫も +13.5% と高い伸び率となったほか、電子部品・デバイス、非鉄金属などで増加が見られた。

### 1-3. 輸出数量が減少、収支は 21 ヶ月連続の赤字

収支は 21 ヶ月連続の赤字

3 月の貿易統計 (速報) によると、輸出が前年比 +1.8%、輸入が +9.0%。収支は 1 兆 4,463 億円と 21 ヶ月連続で赤字。輸入が高水準となったほか、前月から輸出の伸びが鈍化したことが背景 (図表 2)。また、輸出に関しては金額ベースで前年を上回ったものの、数量ベースでは前年比 -2.5% となっており、取引金額の増加は為替の円安が要因 (税関長公示レートは 102.30 円 / ドル、前年比 +8.7% の円安)。

輸出の内訳をみると、鉱物性燃料や自動車、鉄鋼などが増加に寄与した。一方、輸入に関しては原油及び粗油 (+18.7%) や液化天然ガス (+14.0%) など依然として鉱物性燃

図表3：景気ウォッチャー調査

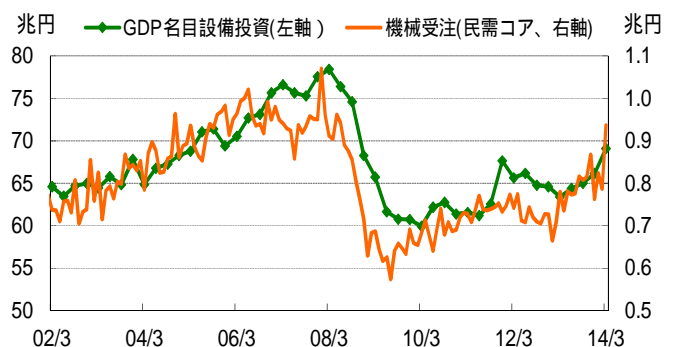
現況指数が低下

	11月	12月	1月	2月	3月	4月	前月差
合計	53.5	55.7	54.7	53.0	57.9	41.6	16.3
家計動向関連	51.3	53.1	52.2	50.2	57.0	37.2	19.8
小売関連	52.3	53.7	54.0	52.3	60.7	31.9	28.8
飲食関連	48.1	52.4	45.7	42.2	48.8	48.1	0.7
サービス関連	51.0	53.2	50.5	47.5	52.5	44.1	8.4
住宅関連	45.5	46.8	50.0	50.6	50.3	44.7	5.6
企業動向関連	56.3	60.4	57.7	57.0	58.4	48.5	9.9
製造業	57.3	60.5	57.7	55.2	57.0	50.0	7.0
非製造業	55.9	60.5	57.5	58.8	59.6	47.5	12.1
雇用関連	61.3	62.5	64.2	62.6	62.8	55.9	6.9

出所：IHS情報センター、りそな銀行

図表4：機械受注

設備投資は底入れへ



出所：IHS情報センター、りそな銀行

料の輸入が高水準となった。

地域別で見ると、エネルギー輸入増加を背景に対中東での貿易収支が 1 兆 3,345 億円と貿易赤字額の大部分を占める。その他の地域では、対米国が自動車の輸出増加を背景に収支は黒字を維持したが、対 EU、対アジア、対中国では赤字。

### 1-4. 個人消費は消費税増税前の駆け込み需要を反映

個人消費、増税前の駆け込み需要

3 月の家計調査によると、個人消費は物価変動の影響を考慮した実質値で前年比 + 7.2% と市場予想 (+ 2.0%) を上回った。2 月は 6 ヶ月ぶりの前年割れとなっていた。名目値でも + 9.3% と増加。内訳を見ると、家庭用耐久財などの家具・家庭用品 (+ 85.4%)、自動車購入費を含む交通・通信 (+ 14.2%)、住居関連 (+ 12.7%) などが高い伸び率となった。消費税増税前の駆け込み需要を反映した結果となった。一方、授業料などの教育費 (- 12.1%) の支出が減少。

厚生労働省発表の 3 月毎月勤労統計によると、現金給与総額は前年比 + 0.7% の 27 万 6,740 円。そのうち所定内給与は 0.4% の 24 万 656 円と足踏み状態が続く。一方、春闘での回答でベースアップを決定した企業もあるが、これらがどの程度、統計に反映されるかが注目される。

増税後の買い控えが影響

4 月の景気ウォッチャー調査では、現状判断 DI が前月比 16.3 ポイントの 41.6 と判断基準である 50 を下回った (3 月 57.9)。一方、2~3 ヶ月先の見通しである先行き判断 DI は + 15.6 ポイントの 50.3 と 50 台に上昇 (3 月 34.7)。現状と先行きで対照的な結果となった (図表 3)。コメントからは、「消費税増税後前には、来客数と売上は前年の 150% で推移していたが、増税後の 4 月は来客数が前年の 70%、売上が 80% になっている (家電量販店)」など、増税後の買い控えが来客数や売上に影響したとの意見が見られた。一方で、先行きについては「消費税増税後の影響が徐々に緩和される」とのコメントが見られるなど、消費税増税後の落ち込みは一時的にとどまるとの見方が多いことが窺える。先行きの見方に慎重になり過ぎていた分が修正される形となった。

図表 5：日銀短観

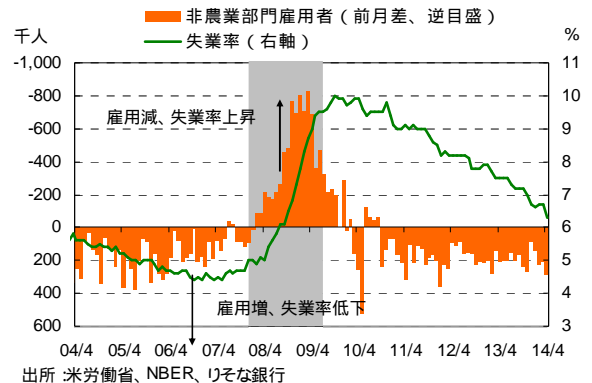
現況指数は改善も先行きが低下

DI %ポイント	業況判断						変化幅		
	2013		2014		2014				
	9月 実績	12月 実績	3月 予測	6月 実績	先行き	12月	3月	6月	
大企業	製造業	12	16	14	17	8	4	1	-9
	非製造業	14	20	17	24	13	6	4	-11
	全産業	13	18	16	21	11	5	3	-10
中堅企業	製造業	0	6	3	12	3	6	6	-9
	非製造業	8	11	10	17	5	3	6	-12
	全産業	5	9	7	14	4	4	5	-10
中小企業	製造業	-9	1	-1	4	-6	10	3	-10
	非製造業	-1	4	1	8	-4	5	4	-12
	全産業	-4	3	0	7	-5	7	4	-12

出所：N情報センター、りそな銀行

図表 6：米 雇用統計

雇用者数は 3 ヶ月連続で前月比 + 20 万人台の伸び



出所：N情報センター、りそな銀行

### 1-5. 設備投資、企業の慎重姿勢は改善に向かいつつある

設備投資は底入れへ

3 月機械受注統計によると、船舶・電力を除く民間需要 (民需コア) の受注額は前月比 + 19.1% の 9,367 億円 (図表 4)。市場予想 (+ 5.8%) を上回った 2 月 4.6%、7,863 億円。内閣府は受注判断を「増加傾向に足踏みがみられる」から「増加傾向にある」へ上方修正した。民需コアの 1-3 月期実績が前期比 + 4.2% と事前の見通し (- 2.9%) を上回り、4-6 月期も増加が続く見通しが示されたことが背景。月々の振れは大きい傾向にある。

ものの、機械受注からは企業の設備投資に対する慎重姿勢が改善に向かいつつある様子が確認された。

設備投資の過剰感解消も、先行きは慎重

4月調査の日銀短観によると、大企業の業況判断DI(「良い」-「悪い」)は、製造業(+16 +17)、非製造業(+20 +24)ともに改善。一方、先行きは共に低下が見込まれた。全規模全産業の生産・営業用設備判断DI(「過剰」-「不足」)は0。12月は+2と過剰と回答した企業が多い状態だった。業種別では製造業が+5、非製造業が-4と、依然として製造業の過剰感が強く、非製造業は3四半期連続で不足状態となった。また、先行きに対しては、全産業で-1と若干の不足が見込まれている。一方、2014年度の設備投資計画(大企業全産業、ソフトウェアを含み土地除く)は前年比+2.2%と2013年度計画(+4.3%)に比べて控えめ。規模別でみると、中小企業では-17.3%と前年比マイナスが見込まれている。4月時点の先行きの見方は慎重さが目立つ結果となったが、機械受注統計で示される様に、6月調査では慎重姿勢が改善に向かうかが注目される。

## 1-6. 公共投資が下支え

公共投資が下支え

財政面では、復興関連を含む公共投資が景気の下支えとなる見込み。国土交通省の調査によると3月の公共機関からの受注額は前年比+23.5%の2兆2,945億円と前年を上回る水準の受注が確認された。発注機関・工事分類別でみると、受注工事額が多いのは、国の「道路工事」、都道府県の「治山・治水」、都道府県の「道路工事」など。

## 1-7. 消費者物価指数、前年比プラスも上昇は頭打ち

消費者物価指数、前年比+1.6%

3月全国消費者物価指数(CPI)は、総合CPIが前年比+1.6%と10ヶ月連続で前年比プラスとなったが、伸び率は前月と同水準。引き続き、エネルギー価格が前年を上回り円安の影響から財価格が物価上昇に寄与するという構図が確認された。また、4月(中旬速報値)の東京都区部消費者物価指数は消費税増税を反映し、前年比+2.9%となったが、消費税増税の影響(前年比で+1.7%ポイント程度)を除くと伸び率は概ね前月(+1.3%)と同水準。物価上昇は頭打ちとなっている様子が伺える。

## 2. 米国 - 天候要因が解消

1-3月期GDP、個人消費がプラスに寄与

2014年1-3月期実質GDP速報値は前期比年率+0.1%と市場予想の+1.2%を下回った。個人消費が押し上げ要因となった一方、純輸出、設備投資、在庫がマイナスに寄与し、GDP全体の伸びを抑える格好となった。FRBの想定に従えば、4-6月期は前期比年率+3%台後半から4%台の成長となる必要がある。1-3月期の伸び率鈍化が寒波だけの影響に依るものなのか、4-6月期の指標で注目される。一方、物価を測る指標であるコアPCE価格指数は前年比+1.1%とFRBの目標(前年比+2%)に比べて低い水準。

雇用者数は3ヶ月連続で+20万人台の伸び

4月の非農業部門雇用者数の伸びが前月比+28.8万人と市場予想を上回った(図表6)。失業率は6.3%と前月から0.4%ポイント低下したが、失業者数の減少と同時に、職探しを諦めた人を含む非労働力人口が増加。労働参加率は低下した。一方、週平均労働時間は34.5時間と3月から変わらず。平均時給に関しても24.31ドルと3月と同じ。前年比では+1.9%と2%近辺での推移が続いている。

コアCPI、前年比+1.8%

4月消費者物価指数(CPI)は前月比+0.3%(前年比+2.0%)と市場予想と一致。3月の上昇率(前月比+0.2%)を上回った。また、食品とエネルギーを除いたコア指数も前月比+0.2%と上昇。一方、コア指数の前年比は+1.8%と3月時点(+1.7%)を上回ったが、依然として2%を下回る水準での推移が続いている。

雇用者数は2ヶ月連続で20万人近い伸び

4月小売売上高は前月比+0.1%と3ヶ月連続で増加したものの、市場予想の+0.4%を下回る伸び(図表7)。寒波の影響から1月に売上が落ち込んだ後、2-3月の反動が大きかったことを考慮すると弱い数字では無いが、天候の改善に伴う消費の押し上げは3月で概ねピークを迎えたことを示す。米GDPの個人消費の算出に使用される、自動車、ガソ

リスタンド、建材を除く売上高は3ヶ月ぶりの減少となっており、米消費の堅調さが継続するかを確認する上で、5月の指標が注目される。

ISM 製造業指数、50を上回る水準

4月ISM製造業景況指数は54.9と3月の53.7から上昇し、市場予想の54.3も上回った。同指数は50が製造業活動の拡大、縮小の判断の分かれ目となる。ISM非製造業景況感数に関しても55.2と3月の53.1を上回った。

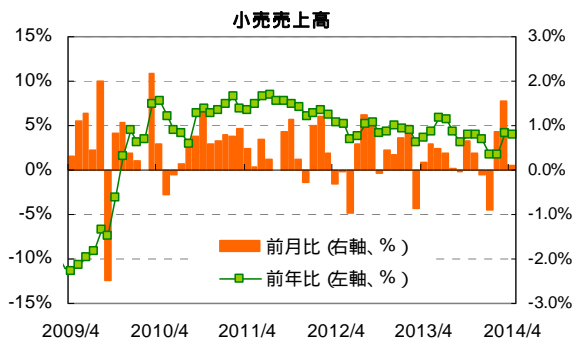
鉱工業生産、3ヶ月ぶりに減少

4月鉱工業生産は前月比0.6%と3ヶ月ぶりに減少。市場予想では±0.0%が見込まれていた。電気・ガスなどの公益事業が5.3%と減少に転じたことが背景。寒波の影響で1-3月に暖房需要が高まった反動が大きく出る格好となった。また、設備稼働率は78.6%と3月の79.3%から低下。生産拡大の目安とされる80%に向けて、再度上昇に向かうかが焦点となる。

住宅販売は中古、新築共に減少

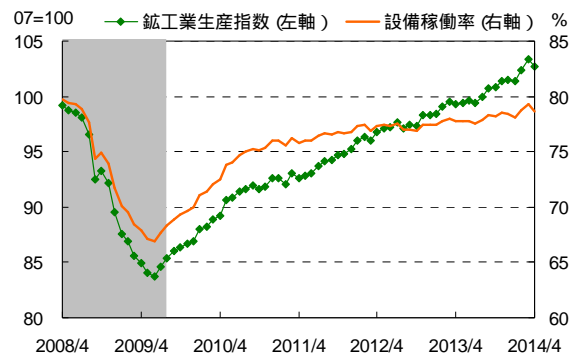
直近の住宅関連指標によると3月中古住宅販売は前月比0.2%の年率459万戸と3ヶ月連続で減少。新築住宅販売についても3月は前月比14.5%の38.4万戸。一方、中古住宅在庫は3ヶ月連続で増加となったが(3月+4.7%、199万戸)全米不動産協会は依然として在庫が低水準であるとの認識を示した。30年物住宅ローン固定金利は引き続き4%台で推移。貸出基準については、単身労働者世帯や初回購入者に対する基準が依然厳しいとの指摘がある一方、個人の返済能力を示すクレジットスコアの要件などで若干緩和する動きなども出てきている模様。4月住宅着工件数については前月比+13.2%の107.2万戸、着工許可件数についても+8.0%の108.0万戸と共に100万戸を上回った。

図表7：米 小売売上  
伸びは鈍化



出所：I情報センター、EcoWin、りそな銀行

図表8：米 鉱工業生産  
稼働率、80%に向けて上昇するかに注目



出所：I情報センター、EcoWin、りそな銀行

### 3. 中国 - 2014年は低調な滑り出し

消費者物価指数、政府目標を下回る水準

4月消費者物価指数(CPI)は、前年比+1.8%と3月の+2.4%から伸びが鈍化。市場予想の+2.1%も下回った(図表10)。食品価格が+2.3%と3月の+4.1%から鈍化したことが主な要因となった。中でも豚肉が7.2%と下落。その他では生鮮野菜(7.9%)や油類(5.9%)の下落幅も大きかった。一方、生鮮果物(+18.6%)や乳製品・日用食品(+10.8%)などは前年を上回る水準。一方、非食品は+1.6%だった(3月+1.5%)。なお、財とサービスの分類で見ると、サービス価格は+2.7%と伸び率は3月の+2.8%と同水準。

鉱工業生産、前年比8%台と低い伸び率

4月の鉱工業生産は前年比+8.7%と昨年12月以降は10%を下回る水準での推移が続いている(3月+8.8%、図表10)。2014年の政府による年間目標は+10.0%。発電量(+6.2% +4.4%)やセメント(+5.9% +3.9%)の伸びが鈍化。特に発電量に関しては昨年夏場以降、鈍化傾向が続いている。一方、原油(+2.6% +3.8%)や鉄鋼製品(+5.0% +5.4%)、四輪車(+7.3% +7.9%)などが伸び率を拡大した。

表紙の注意事項をよくお読みください。

HSBC 製造業 PMI は 50 割れ

製造業活動の先行きをみる上で参考となる製造業 PMI (購買担当者景況指数)は 4 月 50.4 と生産活動の拡大と縮小との分かれ目である 50 を上回ってはいるものの、伸び悩みとなっている。HSBC が算出している製造業 PMI に関しては 4 月 48.1 と 50 割れの水準で推移している。

輸出入ともに対欧州取引が増加

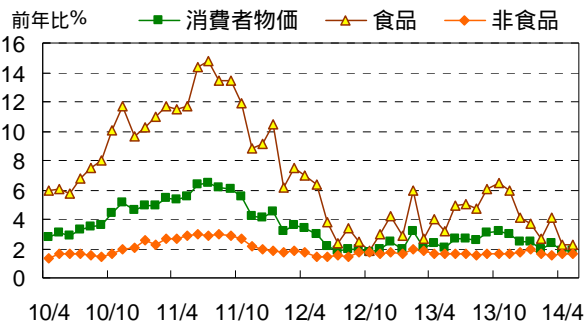
4 月貿易統計によると 輸出は前年比 +0.9%の 1,885.4 億ドル (3 月 6.6%の 1,701.0 億ドル)、輸入は +0.8%の 1,700.9 億ドル (3 月 11.3%の 1,624.0 億ドル)、市場予想では輸出入共に 4 月も減少が見込まれていたものの、増加に転じた。貿易収支は +1,122 億ドルと黒字 (3 月 +469 億ドル)。一方、輸出額と輸入額をあわせた貿易総額は 1-4 月期累計で前年比 -0.5%と政府目標である +7.5%に比べると低い水準。一方で、地域別での取引高をみると、直近は対欧州取引で増加が見られており 4 月分の取引額増加にも寄与した。

小売売上高は伸びが縮小

3 月小売売上高は、前年比 +11.9%の 1 兆 9,701 億円。3 月の +12.2%から伸び率は鈍化。1-2 月の数字は春節の日程の要因が関わっているものの、年明け以降鈍化が続いており 2014 年の政府目標である +14.5%に比べても低い伸び率となった。電気製品や化粧品、家具、自動車などの伸びが鈍化したほか、宝石類は 30.0%と 3 月の 0.6%から更に下落率が拡大。一方、穀物・食用油や衣類、日用品、通信機器などの伸び率が拡大。

図表9：中国 消費者物価指数

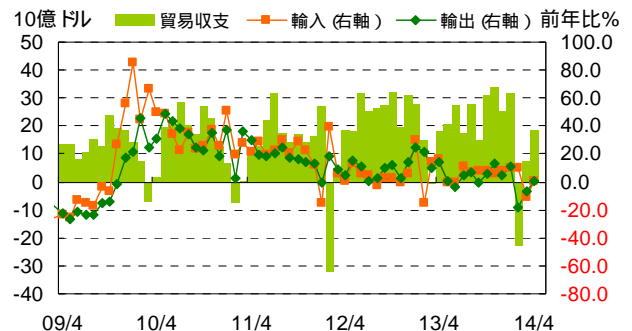
伸び率は鈍化、政府目標の前年比 +3.5%を下回る



出所：I情報センター、EcoWin、りそな銀行

図表10：中国 貿易統計

4 月は輸出入ともに増加



出所：I情報センター、EcoWin、りそな銀行

## 4. 日本の GDP 予想 - 2014 年度 1.3%を想定

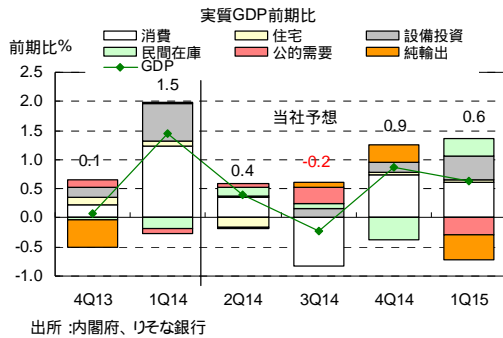
GDP、公共投資が下支え、設備投資も底入れ

日本の 2014 年度の実質 GDP 成長率は +1.3%の成長を想定 (図表 11、12)。

2013 年度の GDP は個人消費の最大の押し上げ要因。設備投資も増加に寄与した。事前の予測値と比べると、外需がマイナスに寄与したことが想定と異なったほか (事前予想では ±0.0pp の寄与、実際は -0.3pp)、公的需要が予測値 (+0.6pp) に対して、上振れた (+1.0pp)。2014 年度も引き続き公共投資が GDP を下支えし、設備投資も緩やかながら底入れに向かうとの想定のもと、2014 年度の実質 GDP 成長率は前年比 +1.3%を見込む。

図表11：実質 GDP 成長率予想 (前期比)

公共投資が下支え、消費に底堅さ



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  
 公的需要 = 政府消費+公共投資+公的在庫

図表12：実質 GDP 成長率予想 (年度)

2014 年度 + 1.3% を予想

%、内訳は 寄与度	2011年度 実績	2012年度 実績	2013年度 実績	2014年度 予測
実質GDP	0.3	0.7	2.3	1.3
個人消費	0.8	0.9	1.5	0.6
設備投資	0.6	0.1	0.2	0.2
公的需要	0.1	0.3	1.0	0.5
外需	-1.0	-0.7	-0.3	0.0

出所：内閣府、りそな銀行  
 注：公的需要 = 政府消費+公共投資+公的在庫

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