

## 景気の見通し

- ◇ 日本経済、実質賃金の伸び悩みが個人消費の重石
- ◇ 中国経済、輸出が増加も政府目標を下回る成長が続く
- ◇ 米国経済、引続きインフレ指標が注目される

### 1. 日本経済の現状と見通し(2014年8月20日現在)

日本経済、実質賃金の伸び悩みが個人消費の重石

日本経済は、消費税増税に伴う駆け込み需要の反動による個人消費の落ち込みが和らぎつつあり、年央から後半に掛けては持ち直しの推移を想定。4-6期 GDP 統計では増税の影響で、個人消費が最大の押し下げ要因となった。一方、7-9月は、個人消費及び設備投資の持ち直しが期待される。ただ実質賃金の伸び悩みが、個人の購買意欲を抑える懸念が持たれる。また6月の日銀短観からは設備投資に前向きな様子が確認されたが、機械受注額は伸び悩み、鉱工業生産についても予測調査から下振れる傾向が見られている。物価については、日銀が「物価安定の目標」として掲げる2%までには距離がある上に、今夏以降には昨年来の円安による物価上昇効果が剥落し、目標達成には微妙な状況。原油高に支えられている部分もあり、物価上昇率は低下する見込み。

中国経済、日米欧主導で輸出が増加

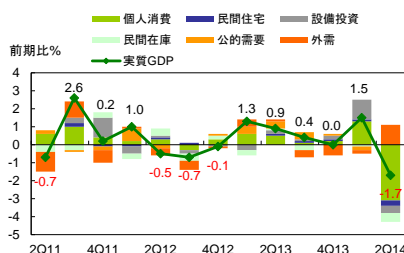
中国経済は、鉱工業生産は自動車や石油製品などの影響で伸び率が鈍化。小売売上高についてもオフィス用品などの伸び悩みを受けて、政府目標を下回る水準で足踏み。一方、貿易は7月の輸出が前年比+14.5%の増加となり、年初からの伸び悩みから勢いを増した。4-6月期 GDP は政府目標の+7.5%を達成するも、低成長環境が続く。なお、消費者物価指数に関しては、政府目標の前年比+3.5%を下回る水準。中国政府にとってみれば、景気刺激策を実施するにも、インフレを過度に警戒する必要が無いと言える。

米国経済、引続きインフレ指標が注目される

米国経済は回復基調にある中、インフレ指標に対する注目度が益々高まっている。4-6月期の GDP 統計は、個人消費や住宅投資、輸出において堅調さが確認され、米国経済の回復を印象付ける内容であった。また、景況感指数は高水準で推移しており、雇用情勢についても非農業部門雇用者数の前月比+20万超の伸びが続いている。ただ、賃金の伸びは依然緩慢であり、物価面でもコア PCE 価格指数は緩やかな上昇を続けているが FRB の目標である前年比+2%を依然下回る状態。

図表1: 実質 GDP 成長率

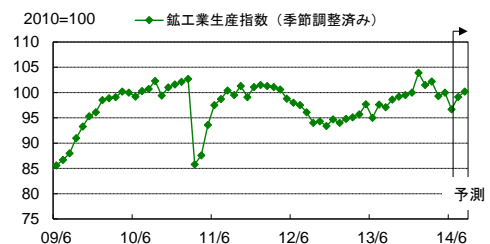
個人消費が落ち込み



出所: IN情報センター、りそな銀行

図表2: 鉱工業生産

予測調査、先行きは増加見通し



出所: IN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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

### 1-1. 4-6 月期 GDP、個人消費と設備投資が落ち込み

在庫投資、輸入がプラス寄与

2014年4-6月期実質GDP1次速報値は、前期比▲1.7%（年率▲6.8%、図表1）。市場予想（前期比▲1.8%、年率▲7.0%）を上回った。実質GDPに対する寄与度では、財貨・サービスの純輸出（輸出－輸入）がプラスに寄与。輸出は寄与度▲0.1%ポイント（以下pp）と前期比マイナスとなったが、消費税増税前の駆け込み需要の反動減により、輸入がプラス寄与（寄与度+1.2pp）。一方、国内需要（内需）はマイナス。増税の影響で個人消費（▲3.1pp）、住宅投資（▲0.3pp）、企業設備投資（▲0.4pp）が減少した一方で、在庫投資については+1.0ppとプラス寄与。尚、政府支出の寄与度は0.0ppとなった。

### 1-2. 鉱工業生産、予測調査では7-9月期の増加が見込まれる

鉱工業生産、7-9月期は増加見込み

6月の鉱工業生産は前月比▲3.4%（確報値、図表2）。経済産業省は生産の基調判断を「総じてみれば、生産は弱含みで推移している」へ下方修正。生産の業種別では16業種中15業種が減少。輸送機械、はん用・生産用・業務用機械、情報通信機械などで減少がみられた。経済産業省の製造工業生産予測調査によると、7月は+2.5%、8月は+1.1%と生産の増加が見込まれている（図表2）。7月に増加を見込んでいる業種は、はん用・生産用・業務用機械、化学工業などで、8月に増加を見込むのは、電子部品・デバイス工業、情報通信機械、電気機械など。

在庫は+2.0%

鉱工業在庫は前月比+2.0%。16業種中11業種で増加した。内訳をみると、輸送機械、はん用・生産用・業務用機械、窯業・土石製品などが増加した一方、石油・石炭製品、電子部品・デバイスなどが減少。

### 1-3. 収支は24ヶ月連続の赤字、輸出は2ヶ月連続前年割れ

収支は24ヶ月連続の赤字

6月の貿易統計（速報）によると、輸出が前年比▲2.0%、輸入が+8.4%と輸出は前年割れ。収支は▲8,222億円と24ヶ月連続で赤字となったが、予想では輸出の増加が見込まれていたため、赤字額は市場予想に比べて大きい額となった（市場予想▲6,429億円）。また、輸出は数量指数ベースでも前年比マイナス。税関長公示レートの前年比は101円97銭と前年比2.1%の円安となったが、円安によって取引金額が押し上げられる効果は小さくなっており（5月時点2.9%の円安、4月6.7%の円安）、6月の輸出額の減少は取引数量の減少の要因が大きい。

輸出の内訳をみると、半導体等電子部品や有機化合物、鉱物性燃料などの輸出が減少し、特に半導体等電子部品は▲0.5%ポイントと最も減少に寄与した。輸入に関しては

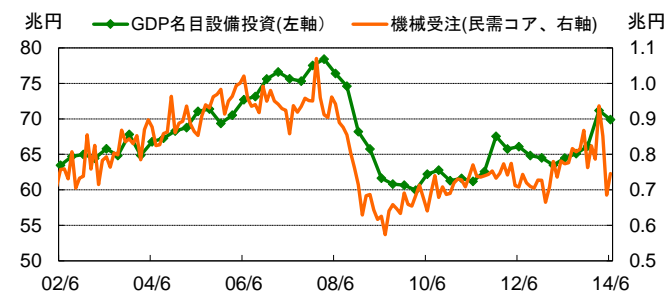
図表3: 景気ウォッチャー調査

DIは50を上回る

	2月	3月	4月	5月	6月	7月	前月差
合計	53.0	57.9	41.6	45.1	47.7	51.3	+3.6
家計動向関連	50.2	57.0	37.2	42.1	45.1	49.4	+4.3
小売関連	52.3	60.7	31.9	39.2	43.0	48.2	+5.2
飲食関連	42.2	48.8	48.1	43.7	47.0	49.1	+2.1
サービス関連	47.5	52.5	44.1	47.7	48.9	51.5	+2.6
住宅関連	50.6	50.3	44.7	43.4	46.6	51.2	+4.6
企業動向関連	57.0	58.4	48.5	47.4	50.3	53.9	+3.6
製造業	55.2	57.0	50.0	47.9	48.8	53.9	+5.1
非製造業	58.8	59.6	47.5	46.9	51.8	53.6	+1.8
雇用関連	62.6	62.8	55.9	59.3	57.9	57.7	▲0.2

図表4: 機械受注

設備投資は下げ止まりも足踏み



出所: IN情報センター、りそな銀行

出所: IN情報センター、りそな銀行

原粗油や石油製品がプラスに寄与し、その他では液化天然ガスなどが増加した。

地域別では対 EU、対中国で赤字。対米国では黒字を維持したものの、自動車向けを中心に輸出が前年を下回り、黒字幅は縮小した。一方、中国からの輸入は 2 ヶ月ぶりに増加。半導体電子部品や通信機の増加が目立った。

### 1-4. 個人消費、実質賃金の減少が重石

名目賃金は増えるも、実質賃金は減少

6 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 ▲3.0%と市場予想の▲4.0%を上回った(5 月 ▲8.0%)。名目値では+1.3%の増加。内訳を見ると、保険医療用品・器具など保険医療(▲9.7%)の減少が目立ったほか、パック旅行費などの教育娯楽サービス(▲6.9%)、家具・家事用品(▲6.8%)などが減少。一方、主要項目 10 項目中 8 項目が前月から下落幅を縮小させた。

厚生労働省発表の 6 月毎月勤労統計によると、現金給与総額は前年比+0.4%の 43 万 7,362 円。そのうち所定内給与は前年同月比+0.3%の 24 万 3,019 円と増加が見られた。残業代などの所定外給与は+1.9%。

増税後の反動は和らぐも、物価高を懸念

7 月の景気ウォッチャー調査では、現状判断 DI が 51.3(6 月 47.7)と 3 ヶ月連続で上昇。一方、2~3 ヶ月先の見通しである先行き判断 DI に関しては 51.5(6 月 53.3)と 2 ヶ月連続で低下(図表 3)。現状判断についてのコメントからは、「化粧品の売上が順調に回復している。アクセサリなどの装飾品関連も順調に回復し、消費税増税の影響はほぼなくなっている(百貨店)」や「特に冷蔵庫、洗濯機などの生活必需品やテレビが前年並みに戻っている(家電量販店)」など消費税率引き上げ後の駆け込み需要の反動減が幅広い分野で和らいだ様子が伺える。一方で、先行き判断については、「様々な食品の価格高騰から値上げ実施を余儀なくされている。売上への影響が懸念される(コンビニ)」、「燃料の軽油価格が高値で推移し、下がる気配がない。一方で運賃値上げも思うように進まない(輸送業)」など、燃料価格等の上昇が懸念され、前月から低下した。

### 1-5. 設備投資、企業の慎重姿勢は改善に向かいつつある

6 月機械受注は伸び悩み

6 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+8.8%の 7,458 億円(図表 4)。3 ヶ月ぶりにプラスに転じたものの、市場予想(+15.3%)は下回る結果となった。尚、4-6 月期の民需コア受注は前期比▲10.4%と 5 四半期ぶりに減少。予測調査によると 7-9 月期は+2.9%の増加となる見通しが示されているが、内閣府による受注判断は「増加傾向に足踏みが見られる」から「一進一退で推移している」に修正された。6 月は 5 月からの反動増が期待されていたが、小幅増にとどまった。ただ、6 月の日銀短観の設備投資計画からは設備投資に対して前向きな姿勢が確認されており、

図表5: 日銀短観

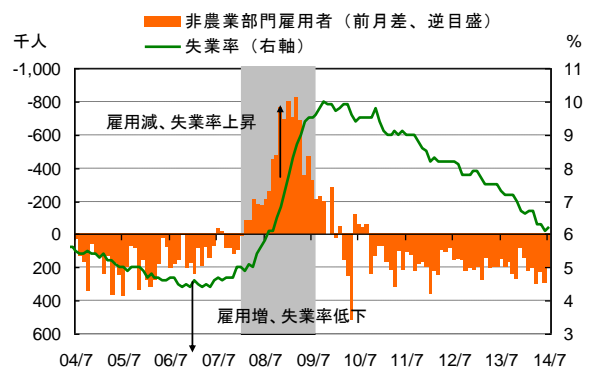
現況指数は悪化も先行きはまちまち

DI、%ポイント	業況判断					変化幅			
	2013	2014		2014		2014			
	12月実績	3月実績	6月予測	9月実績	3月先行き	3月	6月	9月	
大企業	製造業	16	17	8	12	15	1	-5	3
	非製造業	20	24	13	19	19	4	-5	0
	全産業	18	21	11	16	17	3	-5	1
中堅企業	製造業	6	12	3	8	8	6	-4	0
	非製造業	11	17	5	10	8	6	-7	-2
	全産業	9	14	4	9	8	5	-5	-1
中小企業	製造業	1	4	-6	1	3	3	-3	2
	非製造業	4	8	-4	2	0	4	-6	-2
	全産業	3	7	-5	2	2	4	-5	0

出所:IN情報センター、りそな銀行

図表6: 米 雇用統計

雇用者数は 6 ヶ月連続で前月比+20 万人超の伸び



出所: Bloomberg、りそな銀行

7月の機械受注で増加がみられるかが注目される。

## 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6月の公共機関からの受注額は前年比+10.6%の1兆6,182億円と前年を上回る水準の受注が確認された。発注機関別でみると、「国の機関」からの受注工事額は前年同月比+1.5%の5,044億円、「地方の機関」からは+15.2%の1兆1,138億円。工事分類別でみると、受注金額が多いのは「道路工事」3,747億円、「教育・病院」3,501億円、「その他」1,799億円となった。

## 1-7. 消費者物価指数、エネルギー価格の上昇が物価押し上げ要因

消費者物価、コア指数は前年比+3.3%

6月全国消費者物価指数(CPI)は、総合CPIが前年比+3.6%と5月の+3.7%から伸びが鈍化。財・サービスの分類でみると、財+5.7%→+5.6%、サービス+1.8%→+1.7%と双方で伸びが鈍化。生鮮食品を除くコアCPIは+3.3%(5月+3.4%)となり、4月からの消費税増税の影響(+2.0%ポイント)を除いて考えると、前年比+1.3%程度と試算されるが、日銀の目標とする前年比+2.0%と比べると依然開きがある。

## 2. 米国一雇用の改善を背景に利上げを意識

4-6月期GDP、個人消費、在庫投資がプラス寄与

2014年4-6月期実質GDP速報値は前期比年率+4.0%と市場予想の+3.0%を上回った。個人消費、在庫投資の伸びが押し上げ要因となり、政府支出や輸出もプラスに寄与。一方、輸入の増加がGDP全体の伸びを抑える格好となった。4-6月期の伸びは在庫投資が全体に対して寄与する部分が大きかったものの、個人消費も伸びを拡大させており、1-3月期の寒波による落ち込みからの回復を印象付けた。一方、物価を測る指標であるコアPCE価格指数は前年比+1.5%と1-3月期から上昇したものの依然FRBの目標(前年比+2%)に比べて低い水準。

雇用者数は6ヶ月連続で+20万人超の伸び

7月雇用統計は非農業部門雇用者数の伸びが前月比+20.9万人と市場予想を下回ったが、雇用者数は2月以降前月比+20万人超のペースで増加している(図表6)。失業率は6.2%と前月から上昇し、労働参加率は62.9%と+0.1%上昇。雇用者数の増加が続いていることが確認できた一方、賃金の伸びが依然前年比+2%近辺にとどまっていることは、FRBの金融緩和姿勢が継続するという見方を支持する内容。雇用改善の持続性に加えて、賃金の伸びが加速に向かうかが今後も注目される。

コアCPI、前年比+1.9%

7月消費者物価指数(CPI)は前月比+0.1%の上昇(6月+0.3%)。また、食品とエネルギーを除いたコア指数は前月比で+0.1%(6月+0.1%)と前月から変わらず。サービス価格が上げ渋る中、食品価格が伸びを拡大。一方、前月からの反動でエネルギー価格が下落に転じ、全体の伸びを抑える格好となった。前年比では+2.0%と6月から上昇幅は縮小。尚、コア指数対前年比は+1.9%と前月から変わらず。

7月小売売上は増加を維持も伸びは鈍化

7月小売売上高は前月と変わらず(図表7)。寄与度の高い自動車関連の売上が前月に続いて減少した他、百貨店などの総合小売店の下落が全体を押し下げる要因となった。業種別でみると、その他小売、ヘルスケア、衣料品、食料品などが売上増加に寄与したものの、自動車関連、百貨店などの総合小売店などでの売上の減少が全体を押し下げる形となった。米GDPの個人消費の算出に使用される、自動車、ガソリンスタンド、建材を除く売上高は6ヶ月連続で上昇も伸びは鈍化。

ISM製造業指数、50を上回る水準

7月ISM製造業景況指数は57.1と6月の55.3から上昇。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。内訳をみると、仕入価格や新規受注、雇用などの項目が上昇。ISM非製造業景況感数に関しても58.7と6月の56.0を上回った。

7月鉱工業生産は前月比+0.4%と6ヶ月連続で増加(図表8)。製造業は耐久財業種、非耐久財業種で共に増加。鉱業でも生産は増加。一方、公益事業は2ヶ月連続で減少。

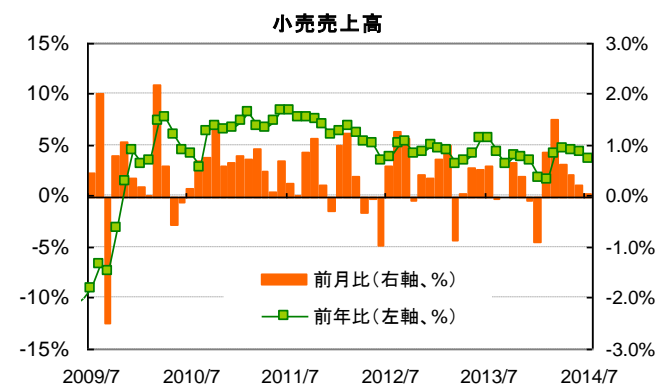
鉱工業生産、  
6ヶ月連続で  
増加  
住宅販売は新  
築が減少

鉱工業全体の設備稼働率は 79.2%と前月から上昇。目安となる 80%に向けて上昇が続くかが注目される。

直近の住宅関連指標によると、6月の中古住宅販売は前月比+2.6%の年率 504 万戸と3ヶ月連続で増加。一方で、増加傾向にあった新築住宅販売は▲8.1%の年率 40.6 万戸と減少。5月分についても 50.4 万戸から 44.2 万戸に下方修正された。中古住宅在庫は+2.2%と6ヶ月連続で増加、新築住宅在庫についても+3.1%の増加。30年物住宅ローン固定金利は引き続き 4%台で推移。また FRB が発表した 4-6 月期上席融資担当者調査からは、住宅ローンの融資基準の緩和されていることが確認された。一方、6月住宅着工件数については前月比▲9.3%の年率 89.3 万戸、着工許可件数についても▲4.2%の年率 96.3 万戸と共に減少に転じた。全米不動産協会は供給不足が価格上昇圧力になる懸念があり、着工件数は少なくとも 50%程度の増加が必要だとしている。

図表7: 米 小売売上

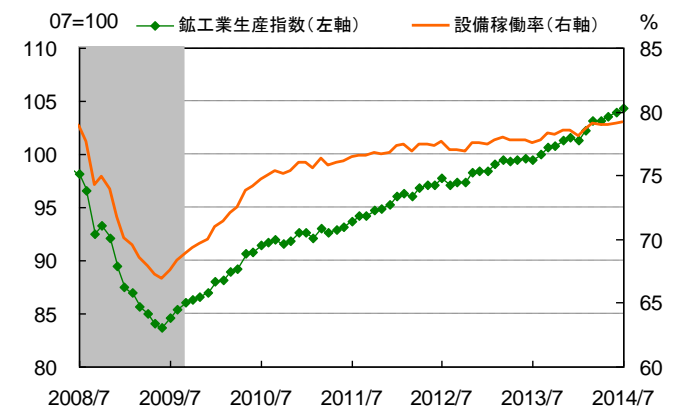
前月から伸びず



出所: Bloomberg、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: Bloomberg、りそな銀行

### 3. 中国一輸出が増加するも政府目標を下回る成長が続く

消費者物価指  
数、政府目標  
3.5%を下回る

7月消費者物価指数(CPI)は、前年比+2.3%と6月の+2.3%から変わらず。市場予想の+2%台で推移しているが、政府目標の+3.5%には届かず(図表 9)。食品・非食品の分類で見ると食品が6月 3.7%→7月 3.6%、非食品が+1.7%→+1.6%と前月からほぼ変わらず。財とサービスの分類で見ると、財価格は+2.2%→+2.2%、サービス価格+2.6%→+2.5%となった。

鉱工業生産、  
前年 9%台を  
維持

7月の鉱工業生産は前年比+9.0%と9%台を維持したものの、昨年12月以降は2014年の政府目標である+10%を下回る水準での推移している(6月+9.2%、図表 10)。内訳をみると、エチレン(+5.6%→+11.7%)や天然ガス(+2.5%→+6.3%)の伸びが拡大。一方、四輪車(+11.2%→+6.8%)や石油製品(+5.8%→+2.0%)などの伸びは縮小した。

製造業 PMI  
は 50 を上回  
る

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7月 51.7 と生産活動の拡大と縮小との分かれ目である 50 を上回る結果となった。HSBC が算出している製造業 PMI に関しては7月 51.7(6月 51.0)と、50 を上回る水準で推移している。

輸出入ともに  
対日欧米取引  
が増加

7月貿易統計によると、輸出は前年比+14.5%の 2,129 億ドル(6月+7.2%の 1,868 億ドル)と市場予想を大きく上回り、輸入は▲1.6%の 1,656 億ドル(6月+5.5%の 1,552 億ドル)となった(図表 10)。輸出の増加により、貿易収支は+473 億ドルと黒字幅を拡大(6月+316 億ドル)。一方、輸出額と輸入額をあわせた貿易総額は 1-7 月期累計で前年比

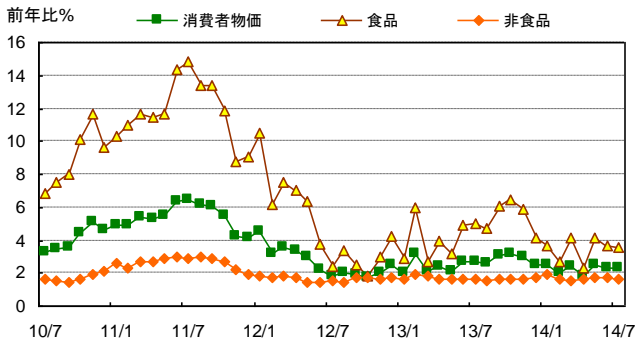
+2.1%と政府目標である+7.5%に比べると低い水準。地域別での取引高をみると、対米・EU・日本向けの取引が増加した。

小売売上高は伸びがやや縮小

7月小売売上高は、前年比+12.2%の2兆776億円。6月の+12.4%から伸び率は縮小。2014年の政府目標である+14.5%に比べると依然低い伸び率となった。項目別で見ると家具、電気用品、衣類の伸び率が高い。一方で、宝飾品が減少幅を拡大し、オフィス用品の伸びが3ヶ月連続で鈍化した。

図表9: 中国 消費者物価指数

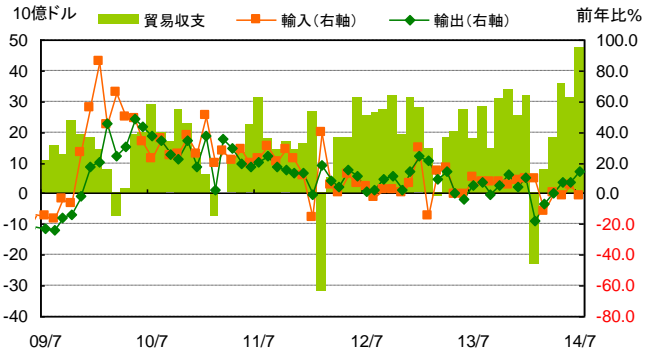
政府目標の前年比+3.5%を下回る



出所: Bloomberg、りそな銀行

図表10: 中国 貿易統計

輸出の伸びが市場予想を大きく上回る



出所: Bloomberg、りそな銀行

## 4. 日本の GDP 予想—2014 年度 1.3%を想定

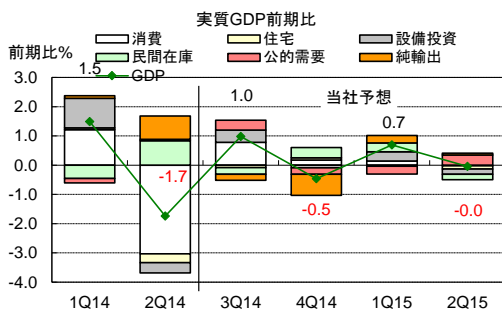
GDP、公共投資が下支え、設備投資も底入れ

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は個人消費が最大の押し上げ要因。設備投資も増加に寄与した。2014年度に関しては、4-6月期の消費税増税による駆け込み需要の反動から生じる個人消費の減退を見込む一方、設備投資は底入れから改善を想定。また外需の弱さは今年度に関しても継続。引き続き、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)

個人消費に代わり、設備投資に明るさ



出所: 内閣府、りそな銀行

出所: IN情報センター、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 予測	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	0.1
設備投資	0.6	0.1	0.3	0.7
公的需要	0.1	0.3	1.0	0.0
外需	-1.0	-0.7	-0.2	-0.1

出所: IN情報センター、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

◎表紙の注意事項をよくお読みください。