

景気の見通し

- ◇ 日本経済、追加金融緩和・増税先送りを決定
- ◇ 中国経済、主要経済指標の鈍化が目立つ
- ◇ 米国経済、堅調に推移・量的緩和を終了

1. 日本経済の現状と見通し(2014年11月20日現在)

日本経済、増税先送りを決定

日本経済は消費税率引上げ以降足踏み状態が続いている。7-9 月期 GDP 成長率は 2 四半期連続でのマイナス。個人消費は回復の兆しがみられたものの前年を下回る水準での推移が続いており、設備投資は機械受注統計・日銀短観など先行きに対して前向きな材料も出てきてはいるが戻りは鈍い。反面、輸出に関しては米国経済の回復基調が続く中で伸びが確認された。需要面での弱めの動きや原油価格の下落による物価下押し圧力の強まりを受けて 10 月末に日本銀行が追加金融緩和を実施。また日本経済の回復の遅れから増税を 1 年半先送りすることが決定されるなど、足取りの重い状態が続く。

中国経済、主要経済指標に鈍化が目立つ

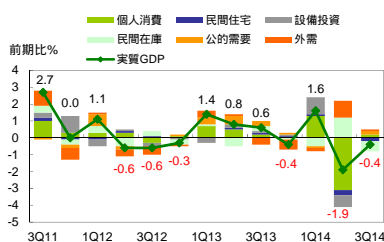
中国経済は主要経済指標に鈍化が目立つ。夏場以降、小売売上高の伸びは鈍化が続いており、生産についても 8 月の減速から底割れこそ回避したものの伸び悩む様子をみせている。反面、輸出は香港などアジア向けを中心に堅調さを維持。当局は国内の経済成長に鈍化がみられる中、住宅ローンの規制緩和など各種景気刺激策を打ち出しており、今後も当局による景気刺激策が景気の下支えとなるだろう。尚、消費者物価指数は前年比 1% 台で推移しており、今後景気刺激策を行う上でも、インフレを特段警戒する必要のない水準といえる。

米国経済、量的緩和を終了

米国経済は堅調さを維持。前期に続いて 7-9 月期の GDP 成長率も個人消費や企業の設備投資を中心に高い伸びをみせた。ただ、住宅市場は新築・中古販売ともに伸びてはいるものの、個人所得の伸び悩みなどを背景に戻りは鈍い。物価面では財価格が上げ渋る中、物価上昇率はプラス 2% を下回る水準での推移が続く。一方、雇用面では非農業部門雇用者数が 20 万人台の増加を続けるなど底堅い動きをみせている。10 月の FOMC で量的緩和の終了が決定されたほか、物価上昇率及び労働市場における前向きな見方が示されるなど、今後は利上げ時期を模索する動きが活発化するだろう。

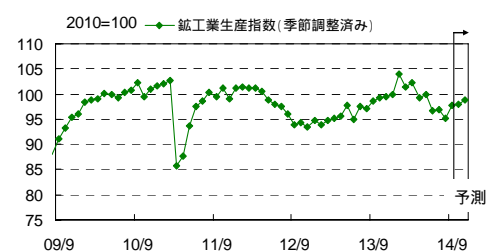
図表1: 実質 GDP 成長率

7-9 月期、2 四半期連続で前期比マイナス



図表2: 鉱工業生産

予測調査、先行きは増加見通し



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 GDP1 次速報値、2 四半期連続で前期比マイナス

2 四半期連続
で前期比マイ
ナス

7-9 月期実質 GDP1 次速報値は、前期比 0.4 % (年率 1.6%) と 2 四半期連続で前期比はマイナスとなった(4-6 月期 1.9%)。設備投資(0.2%)や民間住宅(6.7%)が 4-6 月期に続いてマイナスとなったほか、民間在庫の減少も大きかった(寄与度 0.6%ポイント)(図表 1)。

個人消費、外
需はプラス寄
与

一方、個人消費は前期比 +0.3%。2 四半期ぶりに増加(4-6 月期 5.2%)。戻りは鈍いものの 2014 年 4 月からの消費税増税後の駆け込み需要の反動減は和らいだ様子が窺えた。また、外需も輸出の増加を反映する形で前期比プラスとなった。

デフレーター
は前年比 +
2.1%

物価指標として参考とされる GDP デフレーターは前年同期比 +2.1%(4-6 月期 +2.0%)と上昇。国内需要デフレーターは +2.4%(4-6 月期 +2.4%)。財貨・サービスの輸出デフレーターは 1.8%(4-6 月期 +1.0%)、財貨・サービスの輸入デフレーターは 3.3%(4-6 月期 +2.4%)となった。

1-2. 鉱工業生産、生産は予測調査下振れも在庫率が低下

鉱工業生産、
9 月は増加

9 月鉱工業生産は、前月比 +2.9%と 2 ヶ月ぶりに増加(確報値、図表 2)。経済産業省は生産の基調判断を前月の「総じてみれば生産は弱含みで推移している」から「総じてみれば、生産は一進一退にある」へ上方修正した。生産の業種別では、輸送機械工業、電子部品・デバイス工業、電気機械工業などで前月比プラスとなった。また、経済産業省の製造工業生産予測調査によると、10 月は 0.1%と減少が見込まれ、11 月は +1.0%増加する見通し。10 月に減少を見込む業種は、電子部品・デバイス工業、輸送機械工業など。また、11 月に増加を見込む業種は、電子部品・デバイス工業、輸送機械工業など。

在庫調整が進
む

在庫は、前月比 0.8%と 5 ヶ月ぶりに減少。電気機械工業、鉄鋼業、窯業・土石製品工業などで減少が確認された。一方、前月の反動で輸送機械工業、はん用・生産用・業務用機械、情報通信機械工業などは増加に転じた。

1-3. 貿易収支は 27 ヶ月連続の赤字

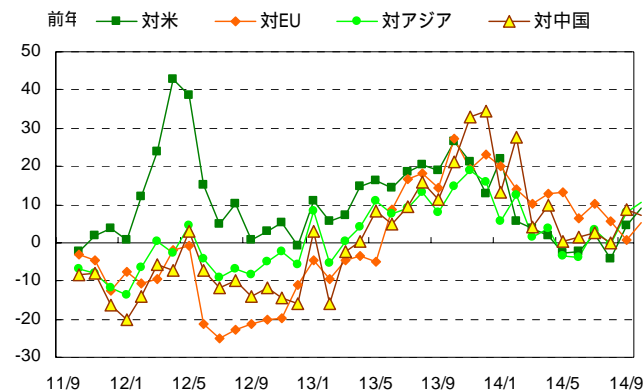
輸出入ともに増
加

9 月貿易統計によると、輸出額から輸入額を差し引いた貿易収支は 9,583 億円の赤字と、27 ヶ月連続で赤字。輸出は金額・数量共に 2 ヶ月ぶりに増加。輸入も金額が 2 ヶ月ぶりに増加し、数量は 3 ヶ月ぶりに増加した。9 月の税関長公示レートの前月平均値(1 米ドル)は 104.94 円(2013 年 9 月は 98.84 円)

輸出の内訳をみると、ウェイトの大きい自動車や船舶などの輸送機械、鉄鋼などが前年を上回った一方、鉱物性燃料は減少した。輸入に関しては、液化天然ガスなどの鉱物性

図表3: 貿易統計

対米国、欧州、中国ともに増加



出所: Bloomberg、りそな銀行

図表4: 景気ウォッチャー調査

現況指数、40 台での推移続く

	5月	6月	7月	8月	9月	10月	前月差
合計	45.1	47.7	51.3	47.4	47.4	44.0	3.4
家計動向関連	42.1	45.1	49.4	45.8	46.7	42.3	4.4
小売関連	39.2	43.0	48.2	44.4	46.2	41.1	5.1
飲食関連	43.7	47.0	49.1	45.7	43.5	37.8	5.7
サービス関連	47.7	48.9	51.5	47.9	48.4	45.8	2.6
住宅関連	43.4	46.6	51.2	49.4	46.8	42.6	4.2
企業動向関連	47.4	50.3	53.9	48.5	47.9	46.2	1.7
製造業	47.9	48.8	53.9	48.4	47.3	45.3	2.0
非製造業	46.9	51.8	53.6	48.4	48.4	46.8	1.6
雇用関連	59.3	57.9	57.7	55.3	51.2	50.0	1.2

出所: 内閣府、りそな銀行

燃料や通信機などが前年比プラスとなった。

輸出先では、米国向けに加えて取引高の大きい中国向けが堅調だったほか、欧州向けも増加(図表 3)。一方、輸入は通信機器をはじめ中国を含むアジア圏からの輸入が堅調だったほか、米国、欧州からの輸入も増加した。

1-4. 個人消費、戻りは鈍い

個人消費は前年比マイナスでの推移続く

9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5.6%(8月4.7%)。名目値では1.9%の減少。実質ベースでは主要項目10項目中9項目が前年比マイナスとなり、実質値への寄与度をみると、教育や住居、食料のマイナスが目立ったほか、光熱・水道、家具・家事用品、保険医療などもマイナス寄与となった。一方、自動車等関係費・通信などの交通・通信の支出のみ前年対比で増加した。

厚生労働省発表の9月毎月勤労統計によると、現金給与総額は前年比+0.8%の26万6,595円(8月+0.9%)。そのうち所定内給与は前年同月比+0.5%の24万2,211円と6月以降4ヶ月連続で前年対比プラス(8月+0.2%)となった。残業代などの所定外給与は+1.6%(8月+1.2%)。賞与などの特別に支払われた給与の要因が剥落したことで、9月の賃金上昇率は8月から鈍化した。

現状・先行き判断ともに50を割り込む

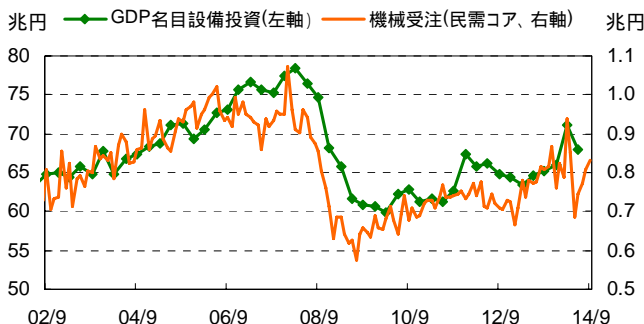
10月の景気ウォッチャー調査では3ヶ月前と比較した景気の現状判断DIは44.0(9月47.4)と前月から低下(図表4)。現状判断DIの内訳では、主要3項目のうち、家計動向関連(42.3)、企業動向関連(46.2)、雇用関連(50.0)の全てが低下。コメントからは、単価の低いものの売れ行きが良好など、消費者の節約志向が確認された。先行きについては、エネルギー価格の上昇等による物価上昇への懸念等から、家計動向部門、企業動向部門及び雇用部門で低下した。また、2~3ヶ月先の見通しである先行き判断DIも46.6(9月48.7)と低下し、2ヶ月連続で基準値である50を下回る数値となった。先行き判断DIでも、家計動向関連(45.4)、企業動向関連(48.3)、雇用関連(50.4)と全ての項目が前月から低下した。

1-5. 設備投資、底入れの兆しも

設備投資、底入れの兆し

9月機械受注統計によると、変動の大きい船舶・電力を除いた民間からの受注額は前月比+2.9%の8,316億円(8月+4.7%、8,078億円)。製造業からの受注は、+12.0%の3,637億円(8月+10.8%、3,246億円)と前月の減少から増加に転じた。外需からの受注は、+9.4%の9,552億円(8月+29.1%、1兆547億円)と2ヶ月ぶりに減少した一方、官公需からの受注は、+21.0%の2,565億円(8月+29.9%、2,119億円)と2ヶ月ぶりに増加。尚、民需コア10-12期の見通しは前期比0.3%の減少が見込まれている(1-3月期実績+4.2%、4-6期10.4%、7-9期+5.6%)。内閣府は受注判断を「緩やかな持ち直し

図表5: 機械受注
設備投資底入れの兆し



出所: IN情報センター、りそな銀行

図表6: 日銀短観

大企業業況判断DI(「良い」-「悪い」)

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

出所: IN情報センター、りそな銀行 12月変化幅: 9月実績-12月先行き

の動きがみられる」と据え置いた。(図表 5)。

短観、DI は規模・業種で割れる

9 月調査の日銀短観によると、企業の業況判断(「良い」-「悪い」)は、大企業・製造業は円安進行を背景に改善を示したものの、非製造業は天候要因などを背景とした消費の戻りの鈍さを反映する形で 6 月時点の調査から悪化(図表 6)。設備判断 DI(「過剰」「不足」)は全規模全産業ベースで +1 と 6 月時点から変わらず。また、先行きに対する見方は「過剰」が減少する見通しとなっている。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 +8.7%。7-9 月期 GDP 速報値における民間投資は前期比マイナスとなったものの、7-9 月期機械受注の実績とも整合的であり、10-12 月期に向けて設備投資に回復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、9 月は対前年比で減少したものの、引続き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 9 月の公共機関からの受注額は 1 兆 1,642 億円で前年同月比 15.8%の減少となった。発注機関別でみると、「国の機関」からの受注工事額は 29.9%の 4,279 億円、「地方の機関」からは 9.1%の 1 兆 1,642 億円。工事分類別でみると、受注金額が多いのは「道路工事」4,458 億円、「教育・病院」2,154 億円、「治山・治水」2,151 億円となった。

1-7. 消費者物価指数、財価格の伸びが鈍化

消費者物価、コア指数は前年比 +3.0%

9 月全国消費者物価指数(CPI)は、総合 CPI は、前年比 +3.2%(8 月 +3.3%)と伸びが鈍化。生鮮食品を除くコア CPI は +3.0%(8 月 +3.1%)、食料(除酒類)及びエネルギーを除く CPI は +2.3%(8 月 +2.3%)。項目別では、電気代などのエネルギーの上昇幅が縮小。財とサービスの分類でみると、財価格は前年比 +4.6%(8 月 +4.9%)と伸びが鈍化した一方、サービス価格は +1.9%(8 月 +1.8%)と伸び率が上昇した。財の内訳では、石油製品などが上昇したものの、米類などは低下。サービスでは、教育関連などの公共サービス等で上昇。一方で、ウェイトの大きい民営家賃や持家の帰属家賃は前年を下回った。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、コア CPI は前年比 +1.0%程度と試算され、日銀政策委員大勢見通しの中央値を下回る結果となった。

2. 米国 - 堅調に推移

7-9 月期 GDP、個人消費は堅調さを維持

2014 年 7-9 月期実質 GDP 速報値は前期比年率 +3.5%。貿易赤字の縮小を反映する形で純輸出の寄与度が高かった他、国防関連を中心に政府支出の増加も全体の押し上げに寄与した。GDP の約 7 割を占める個人消費は前期比年率 +1.8%(4-6 月期 +2.5%)と伸びは鈍化したものの 4-6 月期が寒波の影響で落ち込んだ 1-3 月期の反動増となったことを勘案すると堅調さを維持したと言える。企業の設備投資は前期比年率 +5.5%と底堅く推移。なお、物価を測る指標であるコア PCE 価格指数は前期比 +1.4%と伸びが鈍化した。

雇用者数は +20 万人台を維持

10 月雇用統計は非農業部門雇用者数の伸びが前月比 +21.4 万人と引続き +20 万人台で推移。また 8 月分が +18.0 万人から +20.3 万人、9 月分が +24.8 万人から +25.6 万人に上方修正された(図表 7)。内訳をみると、飲食店などのレジャー関連が最も増加。その他では総合小売店・自動車ディーラーなどの小売業、教育・ヘルスケア関連などでも増加がみられた。また労働参加率が上昇する中、失業率が低下する様子も確認することができた。一方、週平均労働時間の増加により、週当たり賃金は増加したものの、平均時給の伸びは依然 +2%程度に留まっている。

コア CPI、前年比 +1.7%

9 月消費者物価指数(CPI)は前月比 +0.1%と市場予想を上回る伸びとなった。家賃などのサービス価格や食品価格の上昇したが、エネルギー価格の下落が全体の伸びを抑える格好となった。尚、前年比でみると、総合指数、食品とエネルギーを除いたコア指数

は共に 1.7%と依然 2%を下回る水準。目標水準を達成するためには、原油価格・商品価格などの上昇が必要とされる。

10月小売売上高は増加

10月の小売売上高は前月比+0.3%(9月-0.3%)(図表8)。業種別の内訳をみると、インターネット販売などの無店舗小売が小売売上全体の増加に寄与。スポーツ用品・書籍・趣味用品や飲食店、ドラッグストアなどのヘルスケア関連も高い伸びとなった。その他、自動車関連や建設資材、衣料品など全13業種中11業種で売上が増加。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、建材を除くベースは+0.5%の増加。10月は堅調な個人消費を反映する形でインターネット販売や趣味・娯楽用品に増加がみられ、また前月落ち込んでいた自動車関連の減少も一服した。

ISM指数、50を上回る水準が続く

10月ISM製造業景況指数は59.0と9月の56.6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、新規受注や受注残、雇用などの項目が上昇。一方、ISM非製造業景況感数は57.1と9月の58.6を下回った。

鉱工業生産、自動車関連の減少続く

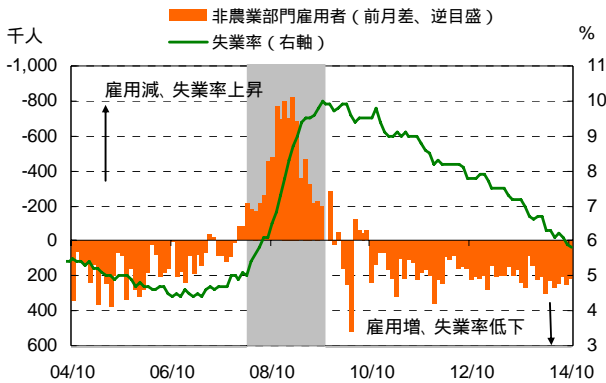
鉱工業生産指数は前月比-0.1%。製造業では自動車関連が3ヶ月連続での減少となり、公益事業、鉱業での指数鈍化が目立った。製造業は前月比+0.2%と9月(+0.2%)に続いて増加。一方、公益事業は-0.7%。3ヶ月ぶりの減少となった(9月+4.2%)。鉱業も-0.9%と減少。設備稼働率は鉱工業全体で9月79.2%、10月78.9%と前月から0.3%ポイント低下した。

中古住宅販売の伸びが目立つ

直近の住宅関連指標によると、9月中古住宅販売は前月比+2.4%の年率517万戸と2ヶ月ぶりの増加。一方で9月の新築住宅販売件数は前月比+0.2%の年率46.7万戸。在庫をみると、9月中古住宅在庫は前月比-1.3%の230万戸と2ヶ月連続の減少。新築住宅在庫については20.7万戸と前月(20.4万戸)から増加。30年物住宅ローン固定金利は引き続き4%台で推移。その他、9月着工件数は前月比+6.3%の年率101.7万件、着工許可件数は+1.5%の年率101.8万件となった。

図表7: 米 雇用統計

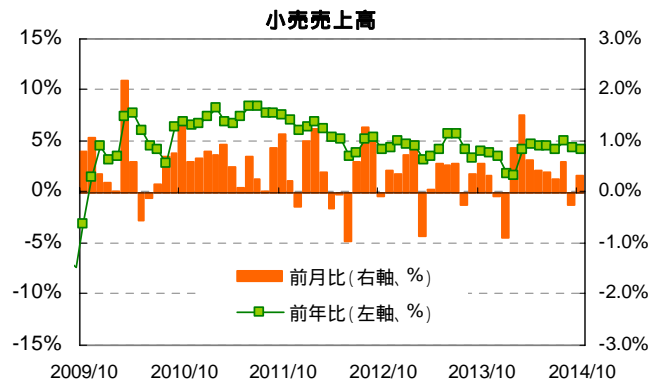
新規雇用者数は20万人台を維持



出所: Bloomberg、りそな銀行

図表8: 米 小売売上高

個人消費は堅調



出所: Bloomberg、りそな銀行

3. 中国 - 主要経済指標の鈍化が目立つ

消費者物価指数、1%台で推移

10月消費者物価指数(CPI)は、前年比+1.6%と、9月(+1.6%)から変わらず(図表9)。2ヶ月連続で2.0%を下回り、政府の年間目標である+3.5%に近付くことができず。内訳では、消費者物価指数全体への影響力が大きい食品は+2.5%(9月+2.3%)と伸び率は上昇したが、非食品は+1.3%、+1.2%と低下。財とサービスの分類でみると、消費品(+1.4%、+1.4%)は変わらず、サービス(+2.3%、+2.0%)は5月以来低下が続いている。

鉱工業生産、
前年比 + 7.7%

10月の鉱工業生産は、前年比 + 7.7% (9月 + 8.0%)。前月は3ヶ月ぶりに伸び率が上昇したものの、再び伸び率は鈍化し2014年の政府による年間目標である + 10.0%を下回った(図表10)。エチレン、石油製品、発電量などの伸び率が低下した一方、四輪車、セメント、鉄鋼製品などの伸び率は上昇した。

製造業 PMI、
50は上回る

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10月50.8と低下したものの、生産活動の拡大と縮小との分かれ目である50は26ヶ月連続で上回った(9月51.1)。尚、HSBCが算出している製造業 PMIは10月50.4と横這いで推移(9月50.4)。

輸出が堅調

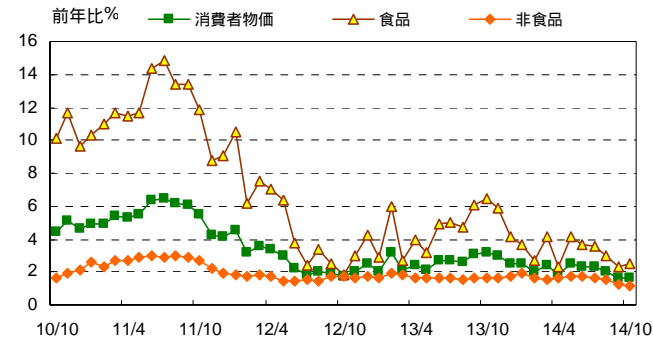
10月貿易統計によると、輸出は前年比 + 11.6%の2,069億ドル(9月 + 15.3%の2,137億ドル)。輸入は + 4.6%の1,615億ドル(9月 + 7.0%の1,827億ドル)。輸出は、7月以降2,000億ドルを超える水準が続いている。輸入も2ヶ月連続で前年を上回り、良好な結果となった。貿易収支は454億ドルの黒字(9月310億ドルの黒字)。輸出額と輸入額を合わせた貿易総額は3,683億ドルとなり、1-10月期累計では前年比 + 3.9%と、政府目標である + 7.5%に比べると低い水準。地域別での輸出入の取引高をみると、対米・EU・日本と主要3国・地域の全てが前年を上回る水準を維持している。

小売売上高、
伸びは鈍化傾向

10月小売売上高は、前年比 + 11.5%の2兆3,967億円(9月 + 11.6%、2兆3,042億円)。伸び率は依然低下傾向にあり、2014年の政府による年間目標である + 14.5%も下回る水準で推移した。品目別でみると、このところ通信用品の伸び率が目立つ。その他、穀物・食用油、建築材料なども前月に比べて伸び率が拡大した。一方、自動車、石油などは、伸び率が低下し全体を押し下げた。また、化粧品の伸び率低下も目立った。

図表9: 中国 消費者物価指数(CPI)の前年比

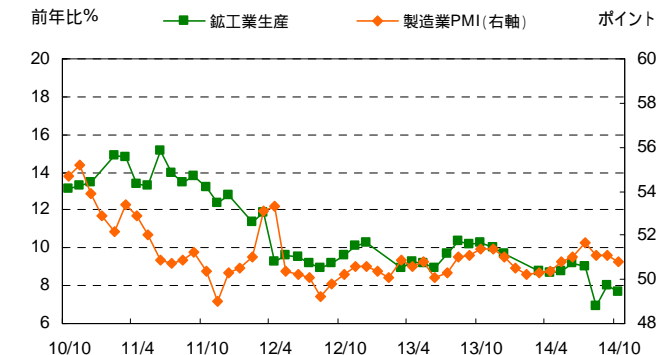
10月のCPI、前年比は + 1.6%



出所: Bloomberg、りそな銀行

図表10: 中国 鉱工業生産

前年比 + 7.7%



出所: Bloomberg、りそな銀行

4. 日本の GDP 予想 - 2014 年度 0.2%を想定

GDP、個人消費に弱さ

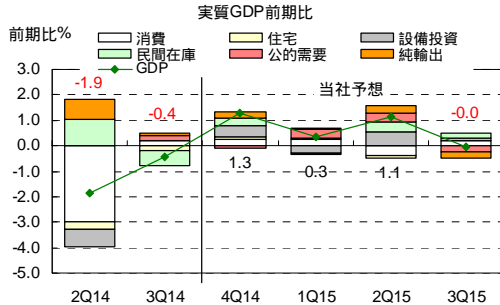
日本の2014年度の実質GDP成長率は前年度比 0.2%の成長を想定(図表11、12)。10月時点の予測値は + 0.3%だったが、個人消費を下方修正。一方、受注額の持ち直しを背景に設備投資については上方修正を行い、輸出が堅調に推移していることから外需についても上方修正した。

2014年度に関しては、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んでいるが、7-9月期GDP速報値での個人消費の回復の鈍さを勘案し、2014年度の見通しを再度下方修正した。設備投資は、4-6、7-9月期の実績が前期比マイナスとなったものの、対前年比では底堅く推移していることに加え、受注額の面からみると持ち直しの兆しがみられていることからプラス寄与を想定。外需に関しては米国経済の回復を受けて輸出が堅調に推移している一方、輸入については内需の低迷を反映す

る形で伸び悩む様子を見せていることから、プラス寄与を想定。以上、個人消費の戻りの鈍さを反映する形で、2014年度の実質 GDP 成長率は前年比 0.2%を見込む。

図表11: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

個人消費を下方修正



出所: IN 情報センター、Bloomberg、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 0.2%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	2.2	-0.2
個人消費	0.7	0.8	1.5	-1.7
設備投資	0.6	0.1	0.4	0.2
公的需要	0.1	0.4	1.0	0.1
外需	-1.0	-0.8	-0.5	0.7

出所: IN 情報センター、Bloomberg、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