

## 景気の見通し

- ◇ 日本経済、衆院選・与党が圧勝
- ◇ 中国経済、中国人民銀行が利下げを実施
- ◇ 米国経済、堅調さを維持・2015 年内の利上げが意識される

### 1. 日本経済の現状と見通し(2014 年 12 月 22 日現在)

日本経済、衆院選と与党が圧勝

日本経済は生産に持ち直しの動きがみられたものの、依然足踏み状態が続いている。個人消費は消費者マインドの低迷を背景に弱さが目立ち、設備投資は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の鈍さが確認された。一方、生産については在庫調整が進み、持ち直しの動きがみられた。物価面は、原油安の進行を背景に消費者物価指数は増税の影響を除くと 1% を割り込むなど、2% 目標を下回る水準での推移が続く。衆議院選挙では与党が全議席の 3 分の 2 を獲得して圧勝するなど、今後は、補正予算作成に向けた動きや成長戦略を巡る動向が注目される。

中国経済、中国人民銀行が利下げを実施

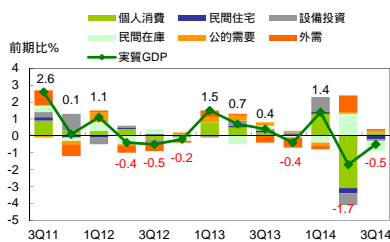
中国経済は主要経済指標に鈍化が目立つ。小売売上高は 6 ヶ月ぶりに伸びが拡大したものの、生産については前年対比で鈍化が続く。輸出もここ数ヶ月の反動で伸び率が低下。国内の経済成長に鈍化がみられる中、中国人民銀行は利下げを実施。また、インフラ整備向けの支出拡大や資本規制の緩和などの景気刺激策が導入されており、今後当局による景気刺激策が景気の下支えとなるだろう。尚、消費者物価指数は前年比 1% 台で推移しており、今後政策運営を行う上でも、インフレを特段警戒する必要のない水準といえる。

米国経済、堅調さを維持

米国経済は堅調さを維持。引続き、個人消費や企業の設備投資を中心に底堅く推移した。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。物価面では原油価格の下落を背景に 2% 目標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 30 万人台の増加を記録するなど回復基調が続いている。12 月の FOMC で 2015 年内の利上げが示唆され、足元の米短期金利が上昇の兆しをみせるなど、今後更に利上げ時期を模索する動きが活発化するだろう。

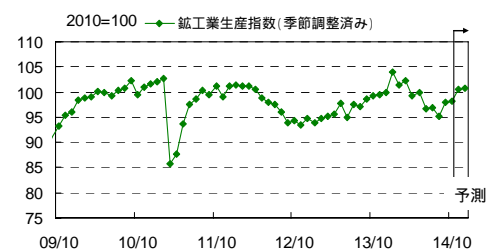
図表1: 実質 GDP 成長率

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: 経済産業省、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 GDP2 次速報値、下方修正

設備投資、公的  
的需要を下方  
修正

7-9 月期実質 GDP2 次速報値は、前期比 0.5 %と 1 次速報値の 0.4%から下方修正された。主に設備投資( 0.2% 0.4%)と公的需要(+0.7% +0.5%)が下方修正されたことが影響した(前期比を 0.1%ポイント押し下げ)(図表 1)。

### 1-2. 鉱工業生産、在庫調整が進む中で生産も増加

鉱工業生産、  
予測調査を上  
回る

10 月鉱工業生産は、前月比+0.4%と事前の予測調査( 0.1%)を上回った(9 月 +2.9%)。10 月は生産、出荷、在庫率の項目が上昇したものの、在庫は低下。経済産業省は生産の基調判断を「総じてみれば、生産は一進一退にある」と据え置いた。生産の業種別では 16 業種中 7 業種が増加。生産に対するウェイトが高いはん用・生産用・業務用機械(+4.4%)や電気機械(+3.2%)、電子部品・デバイス工業(+1.6%)などで増加がみられた。経済産業省の製造工業生産予測調査によると、11 月は +2.3%と増加が見込まれ、12 月も+0.4%と増加が見込まれている。11 月に増加を見込む業種は電子部品・デバイス工業など。12 月に増加を見込む業種は電気機械工業など。予測調査と同様の結果であれば、4 ヶ月増加が続くことになる(図表 2)。

在庫調整が進む

在庫は、前月比 0.4%と 2 ヶ月連続で減少。輸送機械、化学工業、プラスチック製品などで減少が確認された。一方、鉄鋼業、はん用・生産用・業務用機械、石油・石炭製品などは増加。

### 1-3. 貿易収支は 28 ヶ月連続の赤字

輸出入ともに増加

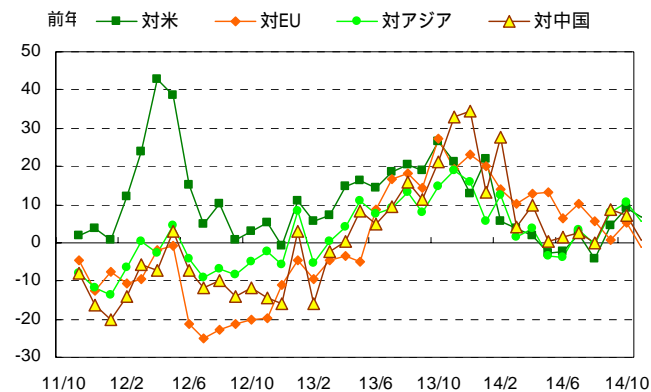
10 月貿易統計によると、輸出額から輸入額を差し引いた貿易収支は 7,100 億円の赤字。28 ヶ月連続の赤字ではあるものの、赤字額は縮小。輸出は金額・数量共に 2 ヶ月連続で増加。輸入は、金額は 2 ヶ月連続で増加した一方、数量は 2 ヶ月ぶりに減少。10 月の税関長公示レート(1 米ドル)は 108.36 円(2013 年 10 月は 98.26 円)。

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、鉄鋼などが増加した一方、鉱物性燃料は減少。輸入に関しては、通信機器や液化天然ガスなどが増加した。

輸出先では、中国をはじめ、取引高の大きいアジア向けが堅調さを維持したほか、機械製品を中心に米国や欧州向けも増加(図表 3)。一方、輸入は前月に続いて通信機器など中国を含むアジア圏からの輸入が増えたほか、石油製品や肉類を中心に米国、欧州からの輸入も増加した。

図表3: 貿易統計

対米国、欧州、中国ともに増加



出所: 財務省、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

	6月	7月	8月	9月	10月	11月	前月差
合計	47.7	51.3	47.4	47.4	44.0	41.5	2.5
家計動向関連	45.1	49.4	45.8	46.7	42.3	39.5	2.8
小売関連	43.0	48.2	44.4	46.2	41.1	37.6	3.5
飲食関連	47.0	49.1	45.7	43.5	37.8	38.6	+0.8
サービス関連	48.9	51.5	47.9	48.4	45.8	44.0	1.8
住宅関連	46.6	51.2	49.4	46.8	42.6	39.1	3.5
企業動向関連	50.3	53.9	48.5	47.9	46.2	44.6	1.6
製造業	48.8	53.9	48.4	47.3	45.3	44.9	0.4
非製造業	51.8	53.6	48.4	48.4	46.8	44.5	2.3
雇用関連	57.9	57.7	55.3	51.2	50.0	47.6	2.4

出所: 内閣府、りそな銀行

### 1-4. 個人消費、依然として戻りは鈍い

個人消費は前年比マイナスでの推移続く

10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4.0%（9月 5.6%）。名目値では0.7%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、設備修繕・維持などの住居、交際費などのその他消費支出の減少が目立ったほか、交通・通信、教育娯楽、家具・家事用品などもマイナス寄与となった。一方、保険医療のみ増加した。

厚生労働省発表の10月毎月勤労統計によると、現金給与総額は前年比+0.5%の26万7,935円（9月+0.7%）。そのうち所定内給与は前年同月比+0.4%の24万2,370円と6月以降5ヶ月連続で前年を上回った（9月+0.4%）。また、残業代などの所定外給与は+0.4%（9月+1.9%）と伸びが鈍化。名目ベースでは上昇基調となっているが、物価上昇を取り除いた実質ベースでは前年比2.8%（9月3.0%）と減少が続く。

現状・先行き判断ともに50を割り込む

11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41.5（10月44.0）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（39.5）、企業動向関連（44.6）、雇用関連（47.6）の全てが低下。コメントからは、顧客の節約志向は依然続いて様子が確認されたほか、円安の進行により影響を受ける業種が依然目立っている様子も窺えた。先行きについても、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44.0（10月46.6）と低下し、3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（42.5）、企業動向関連（46.1）、雇用関連（49.3）と全ての項目が前月から低下した。

### 1-5. 設備投資、先行きに慎重さ

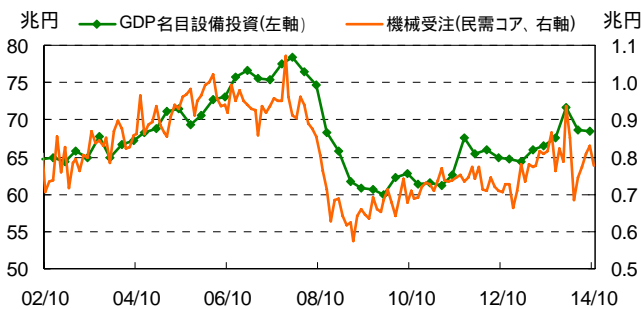
設備投資、前月からの反動減が響く

10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6.4%の7,780億円（9月+2.9%、8,316億円）。製造業における前月からの反動減が響いた格好。受注者別の内訳をみると、民需のうち製造業からの受注は、5.5%の3,438億円（9月+12.0%、3,637億円）と2ヶ月ぶりに減少。外需からの受注は、4.6%の9,109億円（9月9.4%、9,552億円）と2ヶ月連続で減少した。一方、官公需からの受注は、+4.8%の2,688億円（9月+21.0%、2,565億円）と2ヶ月連続で増加。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%）。また、内閣府は受注判断を「緩やかな持ち直しの動きがみられる」で据え置いた（図表5）。

短観、DIは規模・業種で割れる

12月調査日銀短観（回答期間：11月12日～12月12日）によると、企業による足元の業況判断は2014年9月時点と業種・企業規模毎で強弱まちまちの内容となったものの、先行きに対しては慎重さが目立つ結果となった（図表6）。全規模全産業の生産・営業用

図表5: 機械受注  
設備投資先行きに慎重さ



出所：内閣府、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				2015	変化幅		
		6月 実績	9月 実績	12月		3月 先行き	2014 9月	2014 12月	2015 3月
				予測	実績				
大企業	製造業	12	13	13	12	9	1	-1	-3
	非製造業	19	13	14	16	15	-6	3	-1
	全産業	16	13	14	14	12	-3	1	-2
中堅企業	製造業	8	5	5	7	1	-3	2	-6
	非製造業	10	7	7	7	4	-3	0	-3
	全産業	9	6	6	7	3	-3	1	-4
中小企業	製造業	1	-1	0	1	-5	-2	2	-6
	非製造業	2	0	-1	-1	-4	-2	-1	-3
	全産業	2	0	-1	0	-4	-2	0	-4

出所：日銀、りそな銀行 3月変化幅：3月先行き-12月実績

設備判断 DI(「過剰」-「不足」)は0。9月は+1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+3、非製造業が-2と、依然として製造業の「過剰」が強く、非製造業は6四半期連続で不足となった。2014年度の大企業・全産業の設備投資(ソフトウェアを含み土地を除く)の計画は、前年度比+8.3%と9月調査時点の+8.7%から下方修正された。尚、土地投資を含んだ上期の計画では、上期+5.7%(9月計画+15.9%)、下期は+11.4%(9月計画+2.9%)と上期が下方修正された一方で、その分が下期に持ち越された格好となった。

## 1-6. 公共投資が下支えも、工事の進捗状況が懸念される

公共投資、  
GDP2次速報  
で下方修正

財政面では、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であるが、7-9月期 GDP2次速報で公的固定資本形成が下方修正されるなど、発注が積み上げる中、実際の工事の進捗率が低さが示唆された。国土交通省の調査によると10月の公共機関からの受注額は1兆4,688億円と前年同月比+4.0%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7.7%の3,508億円、「地方の機関」からは+8.2%の1兆1,180億円。工事分類別でみると、受注金額が多いのは「道路工事」3,557億円、「治山・治水」2,348億円、「教育・病院」2,283億円となった。

## 1-7. 消費者物価指数、財価格の伸びの鈍化が目立つ

消費者物価、  
コア指数は前  
年比+2.9%

10月消費者物価指数(CPI)は、総合CPIは、前年比+2.9%(9月+3.2%)と伸びが鈍化。生鮮食品を除くコアCPIは+2.9%(9月+3.0%)、食料(除酒類)及びエネルギーを除くCPIは+2.2%(9月+2.3%)。項目別では、食料品などの伸びの鈍化が目立ったほか、電気代などエネルギー価格の下落も全体を押し下げた。財とサービスの分類でみると、財価格は前年比+4.0%(9月+4.6%)と5月をピークに鈍化が続き、サービス価格は+1.8%(9月+1.9%)と4月以降伸び悩む様子が窺えた。財の内訳では、米類などの農水畜産物の伸び率が縮小。サービスでは、ウェイトの大きい民営家賃や持家の帰属家賃が伸びず、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+0.9%程度と試算され、1%を割り込む結果となった。

## 2. 米国 - 雇用者数の伸びは30万人台を記録

7-9月期 GDP  
改定値、個人  
消費・設備投  
資が上方修正

2014年7-9月期実質GDP(改定値)は前期比年率+3.9%と速報値の+3.3%から上方修正された。個人消費の上方修正が、GDP全体を押し上げる要因となった。その他、設備投資や知的財産、住宅投資を含む総民間国内投資が上方修正された。一方、輸出や政府支出は下方修正された。尚、物価を測る指標であるコアPCE価格指数は前期比+1.4%と、FRB(米国連邦準備制度理事会)の目標(前年比+2%)を下回る水準で推移している。

雇用者数は+  
30万人台を  
記録

11月雇用統計は非農業部門雇用者数の伸びが前月比+32.1万人と2012年1月以来の伸びを記録した。また9月分が+25.6万人から+27.1万人、10月分が+21.4万人から+24.3万人に上方修正された(図表7)。内訳をみると、派遣業を含む専門サービス業が最も増加。その他、小売業、教育・ヘルスケア関連などでも増加がみられた。失業率(5.8%)、労働参加率(62.8%)は前月から変わらず。平均時給は24.66ドル(10月24.57ドル)と9セント上昇(前年比+2.1%)。週平均労働時間も34.6時間(10月34.5時間)と増加したため、週当たりの賃金も上昇した。

コアCPI、前  
年比+1.7%

11月消費者物価指数(CPI)は前月比-0.3%。サービス価格の上昇傾向が続いている一方、財価格が伸びず、直近に関しては原油安を背景としたエネルギー価格の下落が消費者物価全体の伸びを抑える格好となった。前年比でみると、+1.3%と10月(+1.7%)から伸びが鈍化。尚、食品とエネルギーを除いたコア指数に関しては+1.7%(10月+1.8%)と下落幅は小幅に留まったものの、前年比1%台後半での推移が続いている。

11月小売売上高は増加

11月の小売売上高は前月比+0.7%(10月+0.5%)(図表8)。業種別の内訳をみると、全13業種中11業種で売上が増加。自動車関連や建設資材、衣料品などが高い伸びとなったほか、インターネット通販などの無店舗小売や電化製品などの増加も目立った。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、建材を除くベースは+0.6%の増加。感謝祭とブラックフライデーを含む週の小売売上は低調な結果となったものの、堅調な個人消費を反映する形で2ヶ月連続での増加となった。

ISM指数、50を上回る水準が続く

11月ISM製造業景況指数は58.7と10月の59.0から低下。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、生産や雇用などの項目で低下がみられたものの、新規受注や受注残、輸出などの項目は上昇。また、ISM非製造業景況感指数は59.3と10月の57.1を上回った。

鉱工業生産、公益事業の伸びが顕著

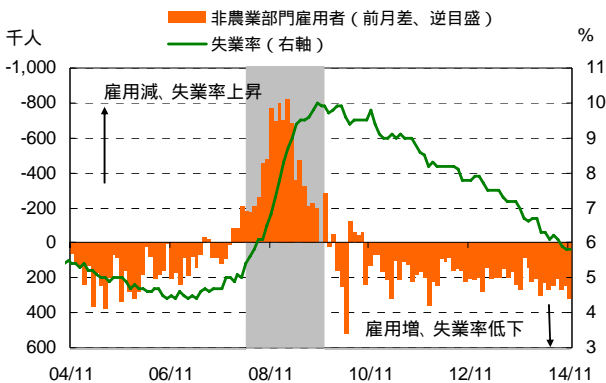
鉱工業生産指数は前月比+1.3%。製造業は+1.1%と3ヶ月連続で減少となった自動車関連が増産に転じたことが全体の水準を押し上げた。公益事業は+5.1%(10月0.7%)。電気(+4.8%)、ガス(+6.9%)共に増産となった。11月に入り気温が低下し、例年と比べて冷え込みが厳しかったことが、暖房需要を高めたとみられている。一方、鉱業は-0.1%と2ヶ月連続で減産となった。設備稼働率に関しては、2008年3月以来初めて80%台に上昇した。

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、10月中古住宅販売は前月比+1.5%の年率526万戸と2ヶ月連続で増加。一方で10月の新築住宅販売件数は前月比+0.7%の年率45.8万戸。在庫をみると、10月の中古住宅在庫は前月比-2.6%の222万戸と3ヶ月連続の減少。新築住宅在庫については+1.0%の21.2万戸と前月(21.0万戸)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、10月着工件数は前月比-2.8%の年率100.9万件、着工許可件数は+4.8%の年率108.0万件となった。

図表7: 米 雇用統計

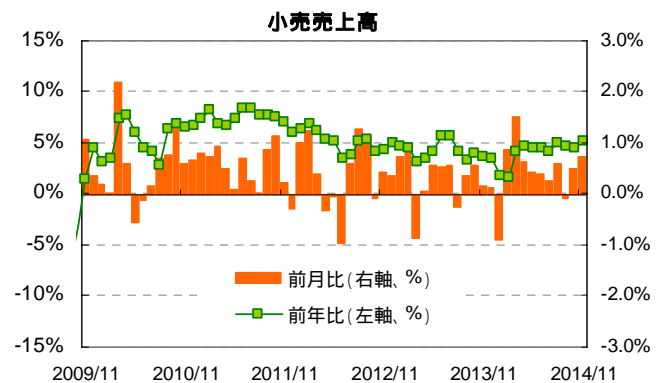
11月の新規雇用者数は30万人台を記録



出所: 米労働省、Bloomberg、りそな銀行

図表8: 米 小売売上高

個人消費は堅調



出所: 米商務省、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、再び鈍化

11月消費者物価指数(CPI)は、前年比+1.4%と、10月(+1.6%)から低下(図表9)。秋口以降、鈍化が続いており、政府の年間目標である+3.5%を下回る水準での推移が続く。消費者物価指数全体への影響力が大きい食品は+2.3%(10月+2.5%)と伸び率が低下し、非食品も+1.2% → +1.0%と低下。財とサービスの分類でみると、消費品(+1.4% → +1.3%)、サービス(+2.0% → +1.8%)は共に低下し、全般的に伸び率が低下した。

鉱工業生産、前年比+7.2%

11月の鉱工業生産は、前年比+7.2%(10月+7.5%)と伸びが鈍化。9月に一旦下げ止まる様子を見せたものの、10月、11月と2ヶ月連続で対前年比伸び率が低下しており、

表紙の注意事項をよくお読みください。

2014 年の政府による年間目標である +10.0%も下回った(図表 10)。内訳をみると、エチレン、セメント、石油製品などの伸び率の低下が目立った。また、このところ前年対比プラスを維持していた乗用車の前年対比伸び率がマイナス圏へ転じた。

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 11 月 50.3 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 27 ヶ月連続で上回った(10 月 50.8)。一方、HSBC が算出している製造業 PMI は 12 月 49.5 と 50 を割り込んだ(11 月 50.0)。

輸入が 3 ヶ月  
ぶりに前年を  
下回る

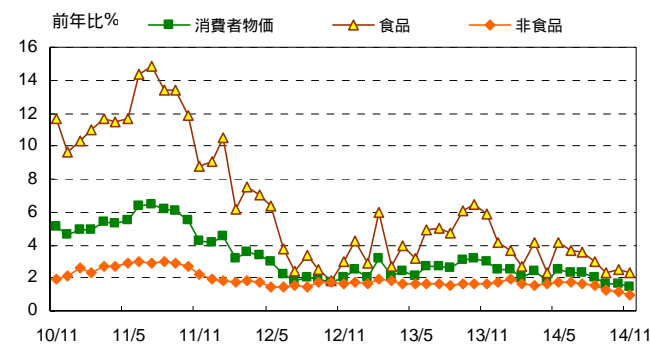
11 月貿易統計によると、輸出は前年比 +4.7%の 2,117 億ドル(10 月 +11.6%の 2,069 億ドル)。輸入は 6.7%の 1,572 億ドル(10 月 +4.6%の 1,615 億ドル)。輸出は、7 月以降 2,000 億ドルを超える水準が続いているものの、伸び率は低下。輸入は 3 ヶ月ぶりに前年を下回った。貿易収支は 545 億ドルの黒字(10 月 454 億ドルの黒字)。輸出額と輸入額をあわせた貿易総額は 3,689 億ドルとなり、1-11 月期累計では前年比 +3.4%と、政府目標である +7.5%に比べると低い水準。年初来累計による地域別の輸出入の取引高をみると、対米・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、  
小幅ながら伸  
びが拡大

11 月小売売上高は、前年比 +11.7%の 2 兆 3,475 億元(10 月 +11.5%、2 兆 3,967 億元)。伸び率は低下傾向にあったものの、6 ヶ月ぶりに反転。ただ、2014 年の政府による年間目標である +14.5%の水準には遠い。品目別でみると、通信用品は依然伸び率が高い。その他、穀物・食用油、日常用品など、幅広い項目で前月に比べて伸び率が拡大した。一方、車、石油などは、このところ伸び率の鈍化が続いている。

図表9: 中国 消費者物価指数(CPI)の前年比

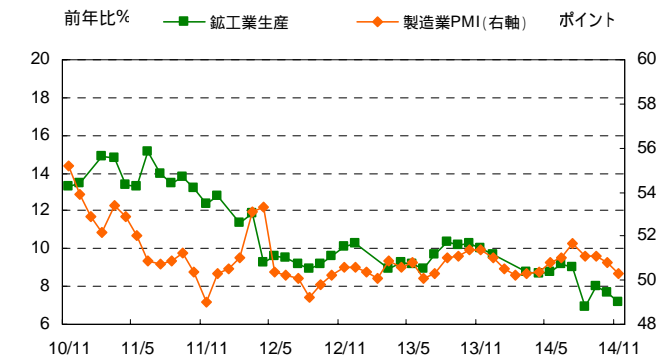
11月のCPI、前年比は+1.4%



出所: 中国国家统计局、Bloomberg、りそな銀行

図表10: 中国 鉱工業生産

前年比+7.2%



出所: 中国国家统计局、Bloomberg、りそな銀行

## 4. 日本の GDP 予想 - 2014 年度 0.3%を想定

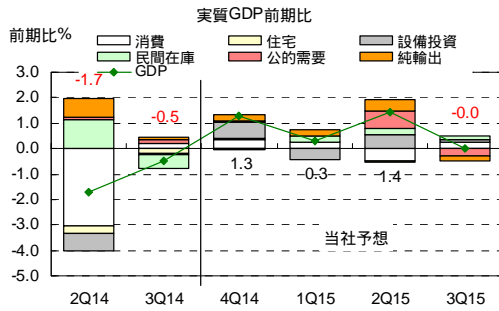
GDP、個人消費に弱さ

日本の 2014 年度の実質 GDP 成長率は前年度比 0.3%の成長を想定(図表 11、12)。11 月時点の予測値は 0.2%だったが、7-9 月期 GDP2 次速報値の結果を受け、設備投資を下方修正。その他においては 11 月時点の予測から据置いた。

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め、ここ数ヶ月の動きをみても回復に足踏みがみられていることから、年度ベースではマイナス寄与を想定。設備投資は、7-9 月期 GDP2 次速報値の下方修正を受けて、下方修正した。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 0.3%を見込む。

図表11: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

設備投資を下方修正



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 0.3%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	0.4	1.0	2.1	-0.3
個人消費	0.8	1.1	1.5	-1.7
設備投資	0.6	0.2	0.5	0.1
公的需要	0.1	0.3	0.8	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