

景気の見通し

- ◇ 日本経済、足元の数字には弱さも先行きは明るい
- ◇ 中国経済、株価急騰に警戒感
- ◇ 米国経済、1-3 月期は弱含むも 4-6 月期は個人消費を中心に回復の見込み

1. 日本経済の現状と見通し(2015 年 4 月 20 日現在)

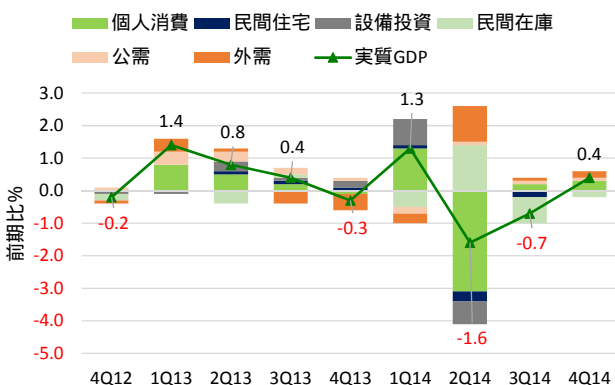
日本経済、足元の数字には弱さ
日本経済は円安の進行や米国経済の回復を背景に輸出が底堅く推移した一方、足元の個人消費には弱さがみられたほか、設備投資についても伸び悩んでいる様子が確認された。ただ、名目賃金の上昇及び原油安を背景とした実質購買力の高まりを受けて、個人消費は目先堅調に推移していくことが予想される。設備投資についても先行きへの慎重さは依然残るものの、国内外需要の増加を背景に、今後緩やかな増加が見込まれる。

中国経済、株価急騰に警戒感
中国経済は製造業を中心に弱さがみられるが、今後も当局による財政・金融政策が景気を下支えする見通し。1-3 月期の実質 GDP 成長率は政府目標である 7.0%と一致するも、小売売上高や鉱工業生産など、足元では弱い数字が目立つ。物価上昇率は景気刺激策を実施する上で特段問題のない水準と言えるが、このところ中国株が一本調子で上昇を続けており、資産価格の上昇に配慮しながら舵取りを行っていくことが求められる。

米国経済、4-6 月期は個人消費を中心に回復の見通し
米国経済は 1-3 月期は寒波の影響もあって足元の数字には弱さもみられたが、先行きに関しては個人消費を中心に回復に向かっていく見通し。小売売上高は昨年 12 月から 2 月に掛けて落ち込んだ後、3 月に持ち直しており、ミシガン大学消費者信頼感指数をみても、個人の景況感は改善している様子が確認されている。ただ、製造業や鉱業には弱い動きも出ている。雇用者数の増加幅は 3 月に縮小したものの、雇用環境は依然堅調さを維持しており、原油相場の反発を受けて物価上昇率は今後上昇していくことが見込まれる。

図表1: 実質 GDP 成長率

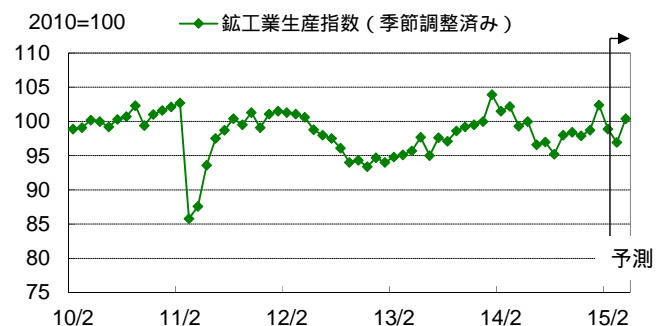
10-12 月期、3 四半期ぶりにプラス成長



出所: 内閣府、Haver Analytics、りそな銀行

図表2: 鉱工業生産

3 月に減少した後、4 月に再び増加の見通し



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。**取引時期等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. 鉱工業生産、内外需要の増加を受けて先行きは増加の見通し

生産、足元も
たつとも先行
きは明るい

2月鉱工業生産は、前月比 3.1% (確報値) と3ヶ月振りの減少(1月+4.1%)。事前の予測調査では+0.2%の増加が見込まれていた。業種別では情報通信機械(2.2%)や電子部品・デバイス工業(7.9%)、はん用・生産用・業務用機械(5.5%)等、16業種中13業種が減少。経済産業省は生産の基調判断を「総じて見れば、生産は緩やかな持ち直しの動きがみられる」で据置いた。最新の予測調査によると、3月は2.0%の減少、4月は+3.6%の増加が見込まれている(図表2)。3月に減少を見込む業種は、電気機械(5.5%)、はん用・生産用・業務用機械(4.7%)、電子部品・デバイス工業(4.4%)等。一方、4月に増加を見込む業種は、はん用・生産用・業務用機械(+13.2%)、電気機械(+10.8%)、輸送機械(+3.1%)等。予測調査に基づく1-3月期は前期比+1.1%の増加を見込む(2014年10-12月期+1.7%)。

在庫、3ヶ月
振りに増加

在庫は、前月比+1.1%と増加。非鉄金属(+5.1%)、はん用・生産用・業務用機械(+6.1%)、電子部品・デバイス工業(+3.4%)等、16業種中9業種で増加。一方、石油・石炭製品(5.5%)等は減少。

1-2. 輸出、米国向けが堅調、一過性要因でアジア向けは減少

輸出、円安進
行を背景に米
国向けが堅調

2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(季節調整前名目値)は4,250億円と32ヶ月連続の赤字。ただ、赤字幅は縮小した。輸出は、米国向けが堅調さを保ち、自動車等の輸送用機器を中心に増加基調は維持したものの、中国向けが減少したことで前年比伸び率は縮小した(5兆,9414億円、前年比+2.5%)。尚、中国向けの減少は、春節に絡んで、1月に大幅増となった反動と考えられる(図表3)。輸入は、原油等の鉱物性燃料等が減少した一方、アジアからの電気機器・衣類等の輸入が増加したことでマイナス幅は縮小(6兆3,665億円、3.6%)。尚、2月の税関長公示レートの平均値(1米ドル)は118.12円(2014年2月は102.83円)。

輸出の品目別の内訳をみると、全体に占める割合の大きい輸送用機械(+4.1%)や科学光学機器等が含まれるその他(+14.8%)等が全体の伸びを支える形となった。

一方、輸入は原油を含む鉱物性燃料(35.6%)や鉄鉱石等が含まれる原料品(5.7%)が減少した一方、衣類等を含むその他(+36.7%)の増加がそれらの減少分を一部相殺する格好となった。

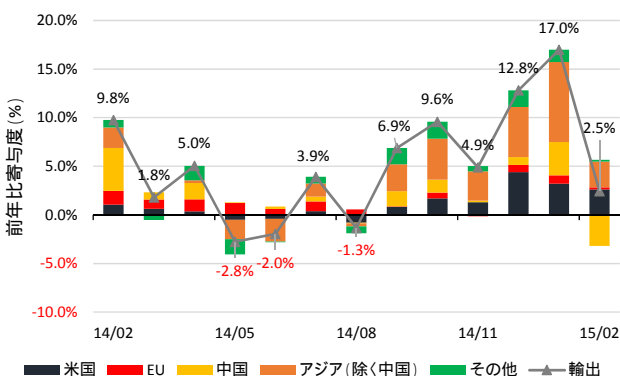
1-3. 個人消費、足元で再び軟化

個人消費、足
元再び軟化

2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2.9%(1月5.1%)と2014年4月以降11ヶ月連続でマイナス。前月比は0.8%と2ヶ月

図表3: 貿易統計

輸出先別寄与度: 対中国向けがマイナス寄与



出所: 財務省、Haver Analytics、りそな銀行

図表4: 景気ウォッチャー調査

先行判断、家計・雇用を中心に上昇

	10月	11月	12月	1月	2月	3月	前月差
合計	46.6	44.0	46.7	50.0	53.2	53.4	+0.2
家計動向関連	45.4	42.5	45.0	48.4	52.4	53.1	+0.7
小売関連	44.9	42.5	44.5	47.2	51.2	53.6	+2.4
飲食関連	46.4	39.5	45.7	46.8	54.7	53.8	-0.9
サービス関連	47.0	44.2	45.6	51.4	54.8	53.2	-1.6
住宅関連	42.0	38.8	47.4	47.5	51.3	47.5	-3.8
企業動向関連	48.3	46.1	49.3	51.8	53.4	52.0	-1.4
製造業	48.1	46.4	47.5	50.4	53.1	49.9	-3.2
非製造業	48.5	45.8	51.0	52.8	53.8	54.0	+0.2
雇用関連	50.4	49.3	51.2	57.1	57.3	58.7	+1.4

出所: 内閣府、Haver Analytics、りそな銀行

連続で減少。尚、名目値も前年比 0.4%減少した。実質ベースの内訳をみると、主要項目 10 項目中 9 項目が前年比マイナス。内訳をみると、電気冷蔵庫や電気洗濯機などの家庭用耐久財の減少が目立ったほか、小遣い等のその他消費支出なども減少。一方で、ガソリン費等が含まれる交通・通信は原油価格の下落を背景に、12 月、1 月とマイナス圏での推移が続いた後、2 月は前年比プラスとなった。

厚生労働省発表の 2 月毎月勤労統計(確報値)によると、現金給与総額は前年比 +0.1%の 260,171 円(1 月 +0.6%)。そのうち所定内給与は前年同月比 ±0.0%の 237,607 円(1 月 +0.2%)。その他、残業代等の所定外給与は +0.5%(1 月 +2.1%)の増加となった。また、ボーナス等の特別に支払われた給与が +5.7%増加(1 月 +7.6%)。一方、物価上昇を取り除いた実質ベースでは前年比 2.3%(1 月 2.3%)とマイナス圏での推移が続く。尚、1 月に調査対象事業所の抽出替え(ギャップ修正)が行われたため、増減率が過去に遡って改定され、組み替え前と比べ、それぞれ 0.1%ポイントから 0.5%ポイント程度下方修正された。

景況感、現状・先行き判断ともに改善

3 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 52.2(2 月 50.1)へ上昇(図表 4)。内訳をみると、家計関連動向(48.4 50.9)、企業動向関連(51.1 52.7)、雇用関連(59.1 59.4)の全ての項目が上昇した。家計動向関連は飲食関連やサービス関連が上昇。企業動向関連は非製造業の上昇が目立った。コメントからは、「来客数、宴会件数共に前年同期より微増しており、宴会の予算もやや増えてきている。法人客の宴会の中には好業績を祝うものも出てきており、じわじわと景気の回復を感じる(一般レストラン)」といったコメントがみられたほか、「円安の影響により、恩恵を受ける輸出企業がある一方、資材価格等の上昇が収益を圧迫している企業もある(金融業)」など、円安に対する反応は企業によってバラつきがある様子も確認された。雇用関連では、「これまで人材募集を出していなかった企業の求人情報を見かけるが増えている(人材派遣会社)」など、人材を求める需要が増えた様子が窺がえた。2~3 ヶ月先の見通しである先行き判断 DI は 53.4(2 月 53.2)と 4 ヶ月連続で上昇。物価上昇への懸念等がみられるものの、賃上げや外国人観光需要への期待等がみられ、家計動向部門及び雇用部門で上昇した。

1-4. 設備投資、機械受注は 3 四半期連続での増加を見込む

設備投資、振れを伴いながらも増加基調を維持

2 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 0.4%の 8,356 億円(1 月 1.7%、8,389 億円)。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」で据置いた。2 ヶ月連続の減少となったが、市場予想は上回る等、緩やかな増加基調は維持した。内訳をみると、食品製造業からの大口の受注や自動車関連やその他輸送機械からの受注増を受けて製造業からの受注が増加した一方、前月からの反動で卸売業・小売業からの受注が減少したことで非製造業が全体の足を引っ張った。他方、外需が前月比 +8.0%(1 月 +24.2%)と、2 ヶ月連続で増加。民需コアの 1-3 期の見通しは前期比 +1.5%と 3 四半期連続での増加が見込まれている(7-9 月期 +5.6%、10-12 期 +

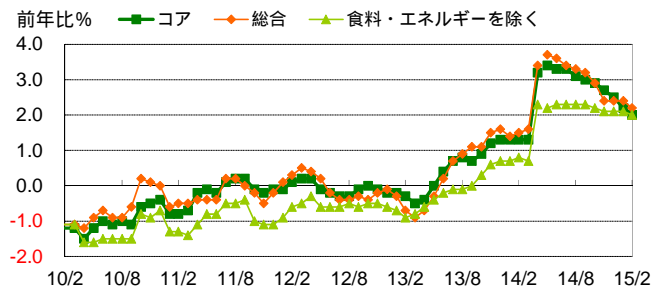
図表5: 機械受注

振れを伴いながらも増加基調を維持



図表6: 消費者物価指数

昨年春先以降、鈍化が続く



出所:内閣府、IN情報センター、りそな銀行

出所:総務省、IN情報センター、りそな銀行

0.4%) (図表 5)。

設備投資の過剰感解消も、先行きは慎重

3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(+12 → +12)、非製造業(+17 → +19)となった。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 1。12月も 1と不足と回答した企業が多い状態だった。業種別では製造業が+2、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7四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-2の不足が見込まれている。一方、2015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+0.6%と2014年度計画(+6.8%)からの鈍化を見込んでいる。規模別でみると、中小企業では-17.6%と前年比マイナスが見込まれている。先行きの業況判断 DI が弱いことと合わせて考えると、先行きの設備投資にも慎重さが残る可能性がある。

1-5. 公共投資は足元高水準で推移するも、先行きは弱めの動きとなる見込み

公共投資、先行きは減少の見込み

公共投資は2014年度当初予算の早期執行の影響で2014年4-6月期に増加した後、その反動で7-9月期、10-12月期は減少が続いたが、1-2月期は再び増加。ただ、内閣府、日本銀行の見通しでは、高めの水準を維持しながらも、先行きは緩やかな減少に転じていくことが見込まれている。国土交通省の建設工事受注動態統計調査によると2月の公共機関からの受注額(速報)は1兆990億円で前年同月比-5.1%(1月+12.6%、9,820億円)の減少となった。

1-6. 消費者物価指数、増税の影響を除いたコア CPI は前年比 ± 0%

消費者物価、コア指数は前年比+2.0%

2月消費者物価指数(CPI)は、総合CPIが前年比+2.2%(1月+2.4%)、生鮮食品を除くコアCPIが+2.0%(1月+2.2%)、食料(除酒類)及びエネルギーを除くCPIが+2.0%(1月+2.1%)となった(図表6)。項目別では、ガソリン費等を含む交通・通信(1月+0.4% → 2月-0.4%)が前年割れとなったほか、家電等の家庭用耐久財を含む家具・家具用品(+2.5% → +1.6%)の伸びの鈍化が目立った。財とサービスの分類でみると、財価格が+2.6%(1月+3.0%)、サービス価格が+1.8%(1月+1.7%)。ガソリン等の石油関連商品をはじめ、財価格の伸びが鈍化傾向にあり、またウェイトの大きい家賃(-0.3%)が一向に上昇に向かわないことでサービス価格も低水準での推移が続いている。尚、2014年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±0.0%程度と試算される。

2. 米国 - 製造業を中心に足元の数字に弱さ

雇用統計、雇用者数は12.6万人増加

3月雇用統計は非農業部門雇用者数の伸びが+12.6万人と2014年2月以来の20万人割れ(図表7)。内訳をみると鉱業/林業(2月1.1万人 → 3月1.1万人)、建設業(+2.9万人 → 0.1万人)、製造業(+0.2万人 → 0.1万人)、サービス業(+24.4万人 → +14.2万人)、政府部門(±0.0万人 → 0.3万人)となった。失業率は5.5%と2月(5.5%)から変わらず。失業者数が前月比-13万人と減少。就業者数は+3.4万の増加。労働力人口が9.6万人と減少しており、これに伴い労働参加率は62.7%(2月62.8%)に低下した。賃金上昇率は前年比+2.1%と2月の+2.0%から上昇。

コア CPI は前年比+1.8%

3月消費者物価指数(CPI)は前月比+0.2%(前年比-0.1%)。このところ下落が続いていたエネルギー価格や商品価格が2ヶ月連続で上昇したほか、サービス価格も上昇基調を維持した。食品とエネルギー品目を除くコア指数は前月比+0.2%(前年比+1.8%)と上昇。原油価格の下げ止まり背景に、エネルギー価格を中心に持ち直しの方向に動いている様子が確認された。コア指数はFRBが目標とする2.0%は下回るものの、冬場に底を打って以降、上昇が続いている。

小売売上高、先行きに明るさ

3月小売売上高は前月比+0.9%(2月-0.5%)と4ヶ月振りに増加。2014年12月-2015年2月まで3ヶ月連続で減少していたが、3月は寒波の影響が和らいだことを背景に前月

表紙の注意事項をよくお読みください。

比プラスとなった。市場予想の中央値を下回りはしたものの、春先以降の個人消費をみていく上で前向きな内容。内訳をみると、自動車・同部品の増加が目立ったほか、建材資材、小売店など幅広い業種で増加。一方、ガソリンスタンドなどの売上高は前月比マイナスとなった。尚、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、建材などを除くベースでは前月比 +0.3% (2月 -0.2%) の増加(図表 8)。

消費者マインド指数は高水準を維持

4月のミシガン大学消費者信頼感指数は95.9と3月の93.0から上昇。コメントからは先行きの賃金上昇への期待が窺がえたほか、昨今の低金利が購買意欲を後押ししている様子も確認された。内訳をみると、現況指数(3月105.0 4月108.2)、期待指数(85.3 88.0)ともに上昇した。尚、これは2015年の3.3%の個人消費の伸びを支持する内容。

ISM 製造業指数、低下が続く

3月ISM製造業景況指数は51.5と2月の52.9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、新規受注や雇用、受注残等が低下。同指数は昨年夏場にピークを迎え、以降は頭打ちとなっている。ISM非製造業景況感指数は56.5と2月の56.9を下回った。項目別では、企業景況感の減少が目立った一方、新規受注や雇用等は上昇した。

鉱工業生産、シェール関係が弱い

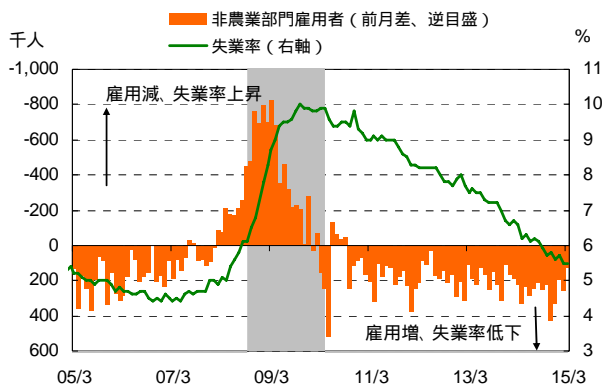
3月鉱工業生産指数は前月比 -0.6%の減少(2月+0.1%)。油田の採掘事業の減少が響き引続き鉱業が低調だったほか、寒波の影響で暖房需要が増した前月の反動で公益事業も減少した。一方、自動車関連の増加が全体を下支える形となった。設備稼働率は鉱工業全体で78.4%と前月(79.0%)から低下。これは1972年-2014年の長期平均を1.7%ポイント下回る水準。このところ、一つの目安となる80%の手前での推移が続いている。

住宅、供給減・価格上昇が懸念される

米国の2月住宅関連指標では、中古・新築住宅共に販売が増加。ただ、中古住宅の販売は2ヶ月連続で年率500万戸を下回る等、足元では弱さもみられている。着工件数は前月から大幅減となっているが、北東部での減少幅が大きかったことや許可件数は足元で伸びていることを踏まえると、落ち込みは天候要因による一過性のものと捉えることができる。全米不動産協会のエコノミストは中古住宅の供給量が十分ではない点を問題点として挙げ、供給不足が価格上昇にもつながっていると指摘。事実、S&Pケース・シラー指数をはじめ、足元の住宅価格指数は上昇しており、今後、購入予定者の買い控え要因につながりかねない懸念される。

図表7: 米 雇用統計

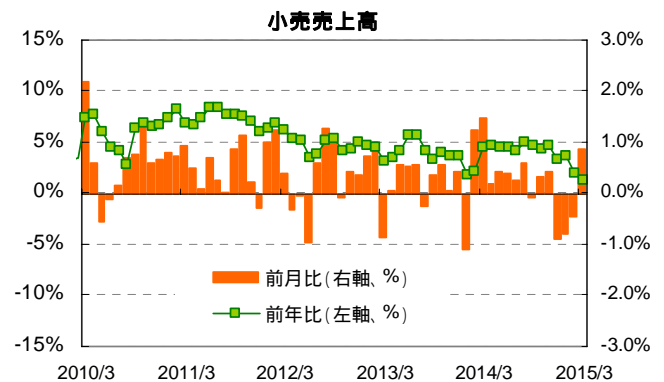
3月の雇用者数は12.6万人増加



出所: 米労働省、Bloomberg、りそな銀行

図表8: 米 小売売上高

自動車関連を中心に先行きに明るさ



出所: 米商務省、Bloomberg、りそな銀行

3. 中国 - GDP は政府目標に一致も低調な指標が相次ぐ

実質 GDP、前年比 +7.0%

1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 +7.0%と市場予想(+7.0%)と一致したものの、10-12 月期(+7.3%)から成長率の伸びは鈍化(図表 9)。2015 年の政府による年間目標の +7.0%の水準は維持した。

表紙の注意事項をよくお読みください。

CPI + 1.4%、
ガソリンのマイ
ナス幅縮小

3月の消費者物価指数(CPI)は前年比+1.4%と2月(+1.4%)から変わらず。政府目標の+3.0%を下回った。前月からほぼ横這いでの推移となった要因としては食品価格(2月+2.4% 3月+2.3%)が下げ渋ったことや原油価格の持ち直しを背景にガソリン価格(19.0% 16.4%)のマイナス幅が前月から縮小したこと等が挙げられる。一方で家電価格等は下落が続いている様子が確認された。尚、全体に対するウェイトの大きい食品の内訳をみると、肉類が豚肉を中心に上昇した一方で野菜や卵等の伸びは鈍化した(図表10)。

鉱工業生産、
軒並み弱い

3月の鉱工業生産は前年比+5.6%と伸びが鈍化(1-2月+6.8%)。業種別の内訳をみると、鉱業(1-2月+4.2% 3月+1.4%)、製造業(+7.5% +6.7%)の伸びが鈍化したほか、公益事業(+4.0% 1.1%)は前月比マイナスとなった。製品別でみると、セメントや発電量、鉄粗製品など前年割れとなった項目もいくつかみられた。

製造業 PMI
先行きへの期
待感高まる

製造業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3月50.1(2月49.9)に上昇。内訳をみると、先月に続いて先行きへの期待感等の上昇が目立った。尚、生産活動の拡大と縮小との分かれ目である50を3ヶ月振りに回復。一方、HSBCが公表している製造業 PMIは3月49.6と、判断基準の50を下回った(2月50.7)。

輸出、輸入共
に弱さがみら
れる

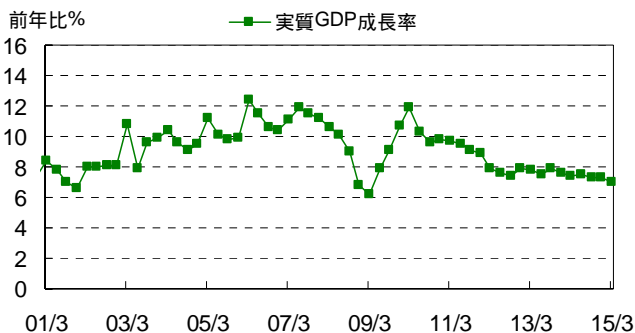
3月の貿易統計によると、輸出が前年比15.0%の1,446億ドル(2月+48.3%の1,692億ドル)。一方、輸入は前年比12.7%の1,415億ドル(2月20.5%の1,086億ドル)。貿易収支は31億ドル(2月606億ドル)に減少した。国別の内訳をみると、全体に占める割合の大きい米国や欧米、日本国向けをはじめほとんどの国向けで輸出は減少。輸入は、マイナス幅は縮小したものの内需の弱さが反映される形で、3ヶ月連続2桁台のマイナス。尚、2015年年初来累計の貿易総額は前年比6.4%の9,043億ドルと政府年間目標の+6.0%を下回った。

小売売上高は
政府目標を下
回る水準で推
移

3月小売売上高は、前年比+10.2%の2兆2,723億元(1-2月+10.7%、4兆7,993億元)。尚、2015年の政府による年間目標は+13.0%程度。品目別でみると、石油が今年に入ってから前年割れが続いているほか、自動車の販売も低調であった。一方、通信、オフィス用品、建築材料、家具などは堅調に推移した。

図表9: 中国 実質 GDP 成長率

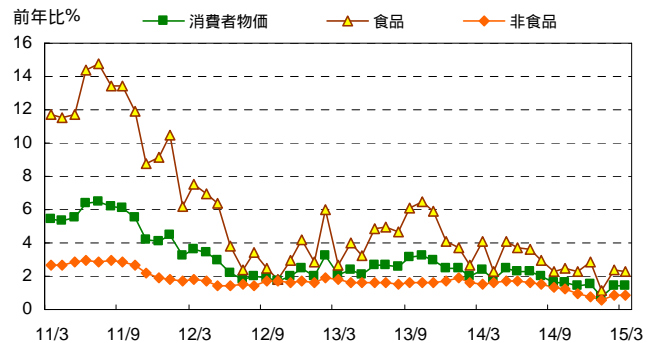
政府目標の+7.0%と一致



出所: 中国国家統計局、Bloomberg、りそな銀行

図表10: 中国 消費者物価指数(CPI)の前年比

3月は前年比+1.4%



出所: 中国国家統計局、Bloomberg、りそな銀行

4. 日本の GDP 予想 - 2014 年度 0.6%、2015 年度 + 1.7%

GDP、個人消費・設備投資が低調

日本の 2014 年度の実質 GDP 成長率は前年度比 0.6%、2015 年度は + 1.7%を想定(図表 11、12)。

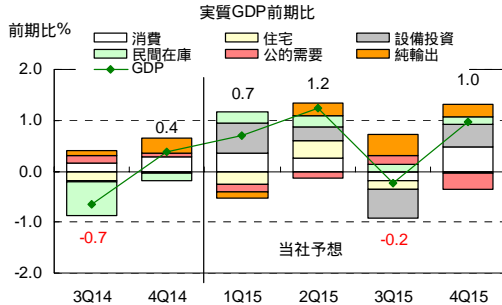
2014 年度は、円安の進行及び米国経済の回復を背景に、輸出に持ち直しの動きがみられたが、消費税増税による駆け込み需要の反動から個人消費が低迷し、また、設備投資も戻りの鈍い状況が続いている。こうした動きを反映して 2014 年の実質 GDP 成長率は前年比 0.6%を見込む。2015 年度は、個人消費、設備投資を中心に堅調に推移する展開を予

表紙の注意事項をよくお読みください。

想する。また、米国経済の回復に伴い、輸出の増加が全体の水準を押し上げる形となるだろう。一方、公共投資は次第に減少に転じていく流れを見込む。

図表11: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

個人消費、設備投資の戻りが鈍い



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 0.6%、2015 年度 + 1.7%を予想

%、内訳は寄与度	2012年度 実績	2013年度 実績	2014年度 予測	2015年度 予測
実質GDP	1.0	2.1	-0.6	1.7
個人消費	1.1	1.5	-1.8	0.9
設備投資	0.2	0.5	0.1	0.6
公的需要	0.3	0.8	0.1	-0.3
外需	-0.8	-0.5	0.7	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