

景気の見通し

- ◇ 日本経済、追加金融緩和に対する思惑が高まる
- ◇ 中国経済、外需の弱さが目立つ
- ◇ 米国経済、9月利上げが見送られたことにより、金融政策の不確実性が高まる

1. 日本経済の現状と見通し(2015年9月24日現在)

日本経済、追加金融緩和への思惑高まる

日本経済は、個人消費の回復にもたつきがみられ、輸出に関しては円安を背景に金額ベースでは増えているものの、中国や新興国からの需要の低迷を受けて数量ベースでは弱含んでいる。また、足元での世界的な株価急落が個人や企業の景況感に悪影響を及ぼしている様子も窺えた。加えて、物価上昇率は低水準で推移しており、新興国経済の減速や世界的な株価下落も相俟って、日銀の追加金融緩和に対する思惑が高まってきている。

中国経済、外需の弱さが目立つ

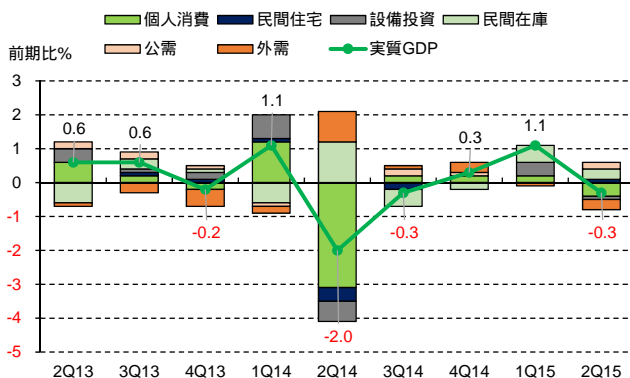
中国経済は、8月の主要経済指標をみると外需の弱さが目立った。輸出は天津市にて起きた爆発の被害が与える影響も考えられるが、一方で中国人民銀行が人民元の切り下げを実施したにも拘らず、2ヶ月連続で前年割れ。輸入も内需の弱さを背景に不振が続いている。消費者物価指数は全体としてみれば低い水準で推移しているものの、豚肉などの食品価格を中心に上昇しており、消費者に与える影響が懸念される。

米国経済、金融政策に不確実性

米国経済は、個人消費を中心に堅調に推移している様子が確認された。また、住宅市場についても回復基調が続く、企業の設備投資にも底入れの兆しが見え始めている。労働市場についても、雇用者数は増加基調が続く、失業率は5.1%まで低下するなど、改善がみられている。しかしながら、9月16-17日に実施されたFOMCでは利上げは見送られた。その上で、金融政策の決定に際し、本来の「雇用と物価」を重視する姿勢から「海外と市場」への配慮が意識されるようになり、金融政策の不確実性が高まる結果となった。

図表1: 実質 GDP 成長率

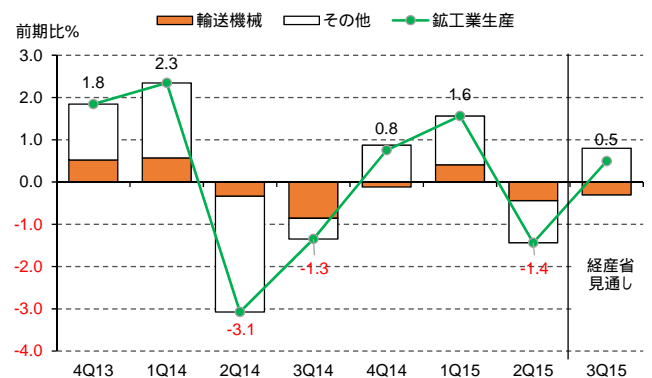
4-6月期 2次速報、個人消費・在庫が上方修正



出所: 内閣府、Haver Analytics、りそな銀行

図表2: 鉱工業生産

7-9月期は増産の見込み



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. 4-6 月期 GDP2 次速報値、1 次速報値から上方修正

GDP、個人消費、在庫が上方修正
2015 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は 2 次速報で前期比 0.3%に上方修正された(1 次速報 0.4%)。内訳をみると、個人消費と在庫が上方修正された一方、設備投資が 4-6 月期法人企業統計を受けて下方修正された。その他、公的需要が小幅に下方修正され、外需は 1 次速報からほぼ変わらずとなった(図表 1)。

1-2. 鉱工業生産、外需の低迷・在庫の積み上がりが課題

生産、IT 関連を中心に弱含む
7 月の鉱工業生産指数(季節調整済み、確報)は前月比 0.8%(6 月 +1.1%)と製造工業生産予測調査の +0.5%を下回った。出荷指数は 0.4%(6 月 +0.6%)、在庫指数は 0.8%(6 月 +1.5%)となった。生産は情報通信機械(8.3%)や電子部品・デバイス(3.8%)等を中心に幅広い業種で減少。出荷も情報通信機械(5.6%)、電子部品・デバイス(3.7%)を中心に減少。高止まりの状態が続いている在庫は、普通自動車や小型自動車などの輸送機械(6.2%)や鉄鋼(3.4%)を中心に減少した。尚、経済産業省は生産の基調判断を「生産は一進一退で推移している」で据え置いた。

7-9 月期は再度増加の見通し
製造業の生産予測調査からは、8 月に情報通信機械や輸送機械等を中心に +2.8%増加した後、9 月ははん用・生産用・業務用機械や輸送機械を中心に 1.7%減少する見通しとなっている。予測調査を基にすると、2015 年 7-9 月期の生産は前期比 +0.5%の増加が見込まれている(4-6 月期 1.4%)(図表 2)。

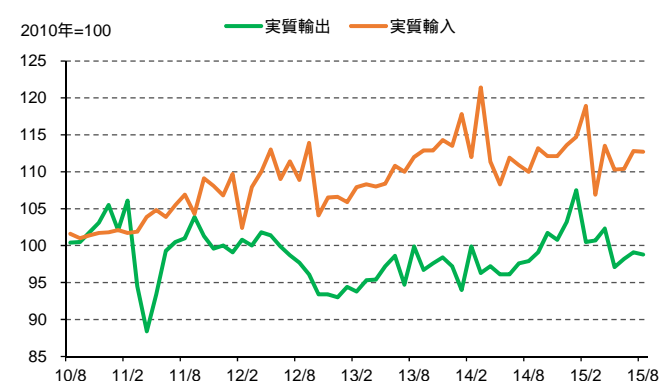
1-3. 外需、実質ベースではアジアを中心に弱含む

輸出、実質ベースではアジアを中心に弱さ
8 月貿易統計(速報)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 5,697 億円の赤字。輸出は前年比 +3.1%の 5 兆 8,815 億円(7 月 +7.6%)、輸入は前年比 3.1%の 6 兆 4,511 億円(7 月 3.2%)。尚、8 月の税関長公示レート(平均値(1ドル)は 124.16 円(2014 年 8 月は 102.15 円)と前年比 21.5%の円安。名目値を輸出物価指数、輸入物価指数で除した実質ベース(季節調整済)では輸出が前月比 0.3%(7 月 +0.9%)、輸入が 0.1%(7 月 +2.2%)となった(図表 3)。

円安を背景に名目ベースでの輸出額は前年比プラス圏で推移しているが、中国をはじめアジア諸国の経済成長率の鈍化を背景に実質ベースでの輸出は足元では弱さがみられている。8 月に関しては、天津での大規模爆発の影響もあって中国向けが 6 ヶ月ぶりに前年割れとなり、その他のアジア向けの輸出も弱かった。他方、輸入は原油や天然ガス、鉄鉱石などの価格が下落する中、金額ベースでは前年割れの状態が続いている。

図表3: 貿易統計

実質輸出入指数の推移



出所: 財務省、日銀、IN 情報センター、りそな銀行

図表4: 景気ウォッチャー調査

先行き判断

	2015/3	2015/4	2015/5	2015/6	2015/7	2015/8	前月差
先行き判断D1	53.4	54.2	54.5	53.5	51.9	48.2	-3.7
家計動向	53.1	53.9	54.3	52.9	51.3	47.4	-3.9
小売	53.6	54.1	54.3	53.2	50.9	46.2	-4.7
飲食	53.8	54.3	52.4	52.4	51.2	46.4	-4.8
サービス	53.2	54.5	55.5	53.0	52.9	50.0	-2.9
住宅	47.5	49.4	50.9	50.6	48.5	47.0	-1.5
企業動向	52.0	53.1	53.7	53.9	51.9	48.7	-3.2
製造業	49.9	51.2	52.7	53.5	52.4	48.3	-4.1
非製造業	54.0	54.8	54.6	54.2	51.8	49.0	-2.8
雇用	58.7	59.5	57.8	56.6	56.0	52.7	-3.3

出所: 内閣府、IN 情報センター、りそな銀行

1-4. 個人消費、賃金は上昇基調を維持するも消費の回復は鈍い

個人消費、回復に弱さ 7月の家計調査によると、1世帯当たりの消費支出は実質ベースで前年比 0.2% (6月 2.0%)、名目ベースでは+0.1% (6月 1.5%)となった。また、実質ベースの前月比は+0.6% (6月 3.0%)。前年比の内訳をみると、国内パック旅行や婦人服、家電製品などの増加が目立った一方、冠婚葬祭費用や住宅関係負担金などの減少が全体の水準を押し下げた。

7月の毎月勤労統計(速報)によると、1人当たり平均現金給与総額は、事業所規模5人以上で前年比+0.6%の367,551円となった(6月 2.5%)。その内、定例給与は+0.6%の260,459円(6月+0.3%)、所定内給与は+0.6%の240,983円(6月+0.4%)、ボーナスなどを含む特別給与は+0.3%の107,092円(6月 6.7%)。尚、物価上昇の影響を取り除いた実質賃金は+0.3%(6月 3.0%)となった。定例給与や所定内給与の増加基調は続いているが、ボーナスなどを含めた総額は、6月の落ち込みからの戻りとしては弱かった。

現状・先行き判断DI共に50を下回る 8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7月51.6 8月49.3(前月差 2.3)と、好・不況の分かれ目となる50を7ヶ月ぶりに割り込んだ。中身をみると、家計50.8 48.8(2.0)、企業52.4 48.3(4.1)、雇用55.7 55.2(0.5)と、全ての項目が低下。家計関連の内訳をみると、小売、飲食、サービスが低下した一方、住宅は上昇。調査時期が世界的な株価急落のタイミングと重なったこともあり、株価の下落が個人消費に与える影響を憂慮するコメントが目立った。企業関連は製造業、非製造業共に低下。コメントからは、中国の景気減速を懸念する声などがみられた。雇用については、正社員としての採用が増えている様子が窺えた一方、人材不足を懸念する声も挙がった。

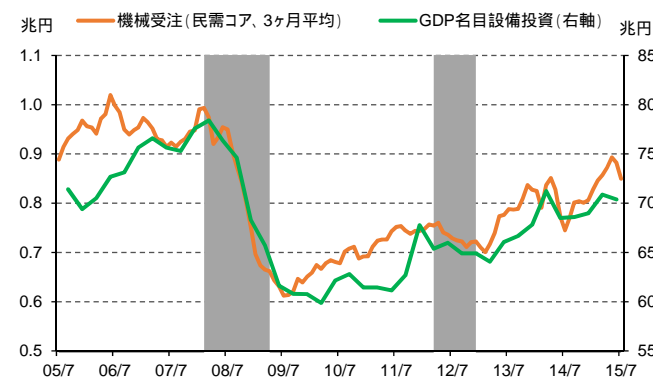
2~3ヶ月先の見通しである先行き判断DIも48.2(7月51.9)と、目安となる50を割り込んだ。内訳をみると、家計、企業、雇用全ての項目が低下した。株価急落の影響を懸念する声や食料品の値上がりを嫌気するコメントなどが目立った。企業関連のコメントからは、8月終盤に掛けて円高が進行したことを受けて、売上の減少を懸念するものもみられた(図表4)。

1-5. 設備投資、増加基調が続いていたが足元では弱さも

機械受注、足元では弱さ 7月機械受注統計によると、受注総額は前月比+2.2%の2兆4,703億円となった(6月+5.0%)。一方、変動の大きい船舶・電力を除いた民間からの受注額(民需コア)は前月比3.6%の8,056億円(6月 7.9%、図表5)。内閣府は受注判断を「持ち直している」から「持ち直しの動きに足踏みがみられる」に下方修正した。内訳をみると、製造業からの受注が前月比 5.3%(6月 14.0%)と減少。業種別では鉄鋼業などからの受注が増加した一方、電気機械の減少がきつかった。非製造業は通信業や情報サービス業からの受注が減少し、除く船舶・電力ベースで 6.0%(6月+0.6%)の減少。外需は+10.2%(6月+20.3%)と3ヶ

図表5: 機械受注

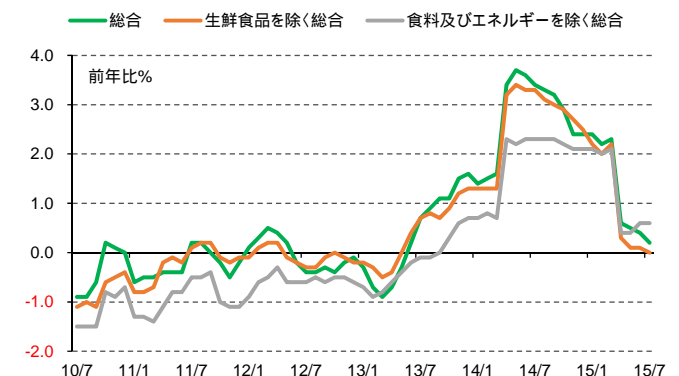
足元では増加基調に陰り



出所: 内閣府、IN情報センター、りそな銀行

図表6: 消費者物価指数

目先は低水準での推移が続く見込み



出所: 総務省、IN情報センター、りそな銀行

月連続で増加。官公需は 6 月に +6.8% 増加した後、7 月は 27.0% の減少となった。尚、民需コアの 4-6 月期の実績は前期比 +2.9% の増加。7-9 月期の民需コアの受注額は +0.3% の増加が見込まれている。

法人企業統計、中小・中堅でも設備投資が増加

4-6 月期法人企業統計によると、全規模・全産業ベース(除く金融・保険業)の設備投資額はソフトウェアを含むベースで前年比 +5.6% (1-3 月期 +7.3%)、ソフトウェアを除くベースで +6.6% (1-3 月期 +8.1%) の増加となった。ソフトウェアを除くベースの業種別の推移をみると、製造業が +13.2% (1-3 月期 +6.8%)、非製造業が +3.4% (1-3 月期 +8.7%) と共に増加。企業規模別にみると、資本金 1,000 万円以上 5,000 万円未満の企業が +14.9% (1-3 月期 +15.4%)、5,000 万円以上 1 億円未満が +0.8% (1-3 月期 +7.4%)、1 億円以上 10 億円未満が +10.7% (1-3 月期 +13.8%)、10 億円以上が +3.8% (+4.8%) と、1-3 月期に続き、大企業だけでなく、中小・中堅企業においても設備投資が増加している様子が確認された。

1-6. 公共投資、高水準を維持しながらも先行きは弱めの動きとなる見込み

公共工事、受注額は減少

国土交通省の建設工事受注動態統計調査によると 7 月の公共機関からの建設工事受注額(1 件 500 万円以上の工事)は 1 兆 4,321 億円で前年比 9.2% の減少となった(6 月 4.2%、1 兆 5,503 億円)。内訳は国の機関からが 11.7% の 4,172 億円(6 月 8.2%、4,629 億円)、地方の機関からが 8.2% の 1 兆 149 億円(6 月 2.4%、1 兆 874 億円)。用途別で見ると、治山・治水や道路などの減少が大きかった。一方で、電気・ガスなどは増加。

公共工事出来高は増加

国土交通省の建設総合統計によると 7 月の公共工事の出来高は 1 兆 5,508 億円で前年比 +4.4% の増加(6 月 +3.1%、1 兆 4,544 億円)。内訳をみると、居住用建築物(+19.6%)や非居住用建築物(+9.6%)が増加。土木(+2.7%)も前年の水準を上回った。ただ先行きについては、高水準を維持しながらも、全体に占める割合の大きい土木を中心に徐々に減少していく見通し。

1-7. 消費者物価、エネルギー価格の下落が全体を押し下げ

消費者物価、コア指数は前年比横這い

7 月の全国消費者物価指数(CPI)は前年比 +0.2% (6 月 +0.4%)。生鮮食品を除くベース(コア CPI)は ±0.0% (6 月 +0.1%)、食料・エネルギーを除くベース(欧米式コア CPI)は +0.6% (6 月 +0.6%) となった(図表 6)。内訳をみると、燃料調整費制度の影響で電気代・ガス代の下落が目立った。その他、衣料品やガソリン代などが下落。一方で、食品価格(6 月 +2.5% 7 月 +2.5%)は、高水準での推移が続いている。財とサービスの分類で見ると、財価格が ±0.0% (6 月 +0.2%)、サービス価格が +0.5% (6 月 +0.5%) となった。原油安が物価の下押し圧力として作用しているが、食料・エネルギーを除いたベースで見ると、物価は底堅く推移している様子も確認できた。

2. 米国 - 個人消費を中心に堅調に推移

GDP 確報値、設備投資などが上方修正

2015 年 4-6 月期米実質 GDP 成長率(季節調整済、年率)は速報の前期比 +2.3% から +3.7% に上方修正された。元々高い伸びを示していた個人消費が上方修正されたほか、速報値では前期比マイナスだった設備投資も上方修正され、プラス成長となった。その他、在庫や純輸出、政府支出も上方修正され、全体の押し上げに寄与した(図表 7)。

雇用統計、雇用者数は 17.3 万人増加

8 月雇用統計では非農業部門雇用者数の伸びは +17.3 万人と 4 ヶ月ぶりに 20 万人を下回った。ただ、雇用者数の伸びは前月から鈍化したものの、前月、前々月分が合わせて 4.4 万人上方修正されるなど、増加基調は維持。その他、失業者数の減少を受けて失業率が 5.1% (7 月 5.3%) まで低下し、賃金も堅調な伸びをみせた(図表 8)。

コア CPI は前年比 +1.8%

8 月消費者物価指数(CPI)は前月比 0.1% (前年比 +0.2%) となった。原油相場の値下がりを受けてガソリン価格などが下落したことが響いた。ただ、サービス価格は居住関連を中心に上昇基調を維持した。エネルギーと食品を除くコア指数は前年比 +1.8% と足元では 2% を下回る水準での推移が続いている。

消費者信頼感指数は低下 9月のミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)は85.7と8月の91.9から低下。現況指数(8月 105.1 9月 100.3)、期待指数(83.4 76.4)共に低下した。世界経済の減速が米国国内の経済にも波及することが懸念されたほか、2、3ヶ月前と比べると、雇用や賃金の上昇に対する期待が弱まっていることが窺えた。

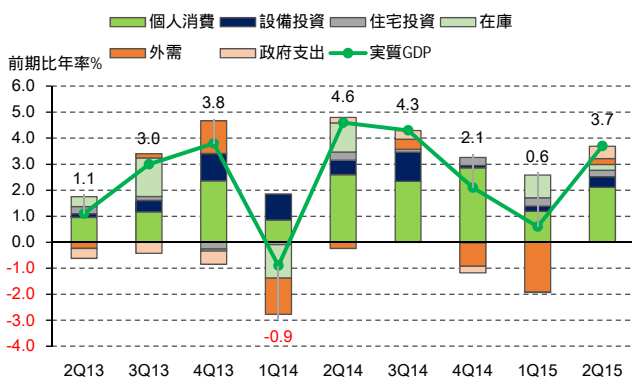
ISM 製造業指数は低下 8月ISM製造業景況指数は51.1と7月の52.7から低下。同指数は50が製造業活動の拡大、縮小の判断の分かれ目となる。内訳をみると、新規受注や生産、仕入価格などの低下が目立った。その他、雇用や輸出も低下した。一方、入荷遅延や顧客在庫、受注残は上昇。また、8月ISM非製造業景況指数は59.0と7月の60.3から低下。項目別では、新規輸出受注や雇用、仕入価格などの低下が目立った。

鉱工業生産、足取りは鈍い 8月鉱工業生産は前月比 0.4%。8月は自動車関連が前月の反動で減少したことが響いた。ただ、自動車関連を除いたベースでみても前月比横這いと、ドル高や海外需要の低迷を背景に生産の足取りには鈍さがみられている。また、8月の設備稼働率は7月から低下。設備稼働率はこここのところ長期平均を下回る水準での推移が続いている。

小売売上高、自動車関連を中心に増加 8月小売売上高は前月比+0.2%(7月分が+0.6%から+0.7%に上方修正された)。引き続き自動車販売の好調さが目立った。ただ、自動車・ガソリンスタンド・建材などを除くベースの売上高も前月比+0.4%(7月+0.6%)と4ヶ月連続で増加するなど堅調に推移しており、米国の個人消費の底堅さを確認させられる内容となった。表面の数字こそ、原油相場の下落に伴うガソリンスタンドの売上高の減少が響いて、弱めとなったものの、全体としては良好な内容であった。

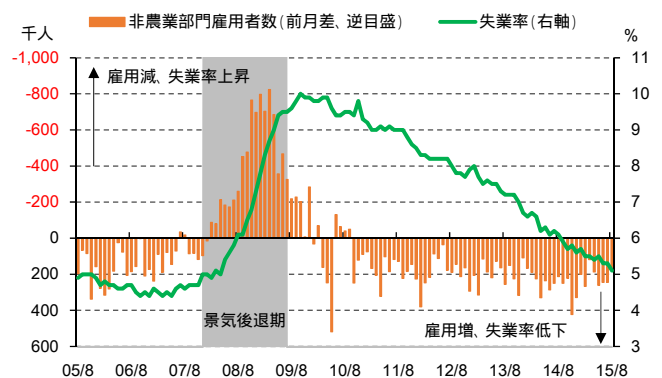
住宅市場、回復基調が続く 米国の7月住宅関連指標からは、中古・新築住宅ともに販売が堅調に推移している様子が確認できた。着工件数も高水準を維持。一方、着工許可件数については前月の反動もあり減少。また、住宅ローン需要が強まっている一方で、金融機関の貸出基準は緩まってきた。ただ、住宅市場は回復基調にはあるものの、住宅価格の上昇が、今後、住宅購入予定者の購入意欲を抑える可能性も想定される。

図表7: 米 4-6 月期 GDP 改定値
個人消費や設備投資を中心に上方修正



出所: 米商務省、Haver Analytics、りそな銀行

図表8: 米 雇用統計
失業率は5.1%まで低下



出所: 米労働省、全米経済研究所、Haver Analytics、りそな銀行

3. 中国 - 貿易面での弱さが目立つ

CPI + 2.0%、
食品価格の伸
びが拡大

8月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.0%と7月(+1.6%)から伸びが加速。豚肉(7月+16.7% 8月+19.6%)を中心に食品価格(+2.7% +3.7%)が上昇したことが全体の伸びにつながった。このところ、肉類や野菜等の価格上昇が目立っており、消費者の生活に与える悪影響が懸念される。食品以外ではアルコール・たばこ(+3.6% +3.8%)の伸びが目立った。食品、非食品の分類でみると、食品は前年比+3.7%(7月+2.7%)、非食品は+1.1%(7月+1.1%)。尚、食品とエネルギーを除くコアCPIは+1.7%(7月+1.7%)と変わらず(図表9)。

製造業 PMI、
50を下回る

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8月49.7と7月の50.0から低下。製造業活動の拡大・縮小の基準となる50を6ヶ月ぶりに下回った。内訳をみると、生産や新規受注、輸入などが低下した一方、生産活動期待などは上昇した。尚、財新が公表している製造業PMIは8月47.3と7月の47.8から低下。

鉱工業生産、
伸び率は上昇
も戻りは鈍い

8月鉱工業生産は前年比+6.1%(7月+6.0%)と伸び率は上昇。産業別にみると、鉱業(7月+5.6% 8月+4.0%)の伸びが鈍化した一方、製造業(+6.6% +6.8%)、公益事業(0.2% +1.9%)の伸び率は上昇。業種別でみると、通信機器(+9.4% +11.1%)や化学原材料(+8.8% +10.3%)の伸びが目立った。尚、7月に前年割れとなっていた生産の実態を表すとされる発電量(0.9% +1.5%)は、8月は前年割れを回避。自動車(0.5% +0.2%)も増産に転じたが、戻りは鈍かった(図表10)。

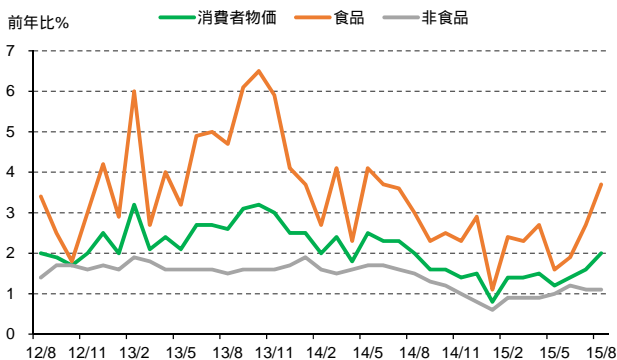
小売売上高、
小幅ながら伸
びは拡大

8月小売売上高は、前年比+10.8%の2兆4,893億元(7月+10.5%、2兆4,339億元)。2015年の政府による年間目標は+13.0%。品目別でみると、家電(7月+8.0% 8月+14.0%)、化粧品(+6.4% +10.6%)、オフィス用品(+11.6% +15.6%)の伸びが目立った。一方、たばこ・アルコール(+15.6% +11.4%)、食品(+16.7% +14.9%)、日用品(+11.8% +10.1%)の伸びは鈍化。石油関連(7.2% 8.8%)は前年割れの状態が続いている。

輸出、人民元
切り下げ後も
前年割れ続く

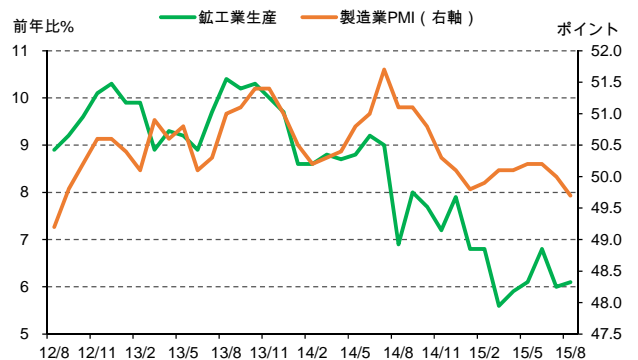
8月貿易統計によると、輸出は前年比5.5%の1,969億ドル(7月8.3%の1,951億ドル)。輸入は13.8%の1,367億ドル(7月8.1%の1,521億ドル)。貿易収支は602億ドルの黒字(7月430億ドルの黒字)。輸出額と輸入額をあわせた貿易総額は3,336億ドル(7月3,472億ドル)。8月に中国人民銀行によって人民元の切り下げが実施されたにも拘わらず、輸出は7月に続いて前年割れ。国別の内訳をみると、一部のアジア諸国向け以外では多くの国向けが前年割れの状態となっているが、欧州や日本、米国向けなどは前年からの減少幅を縮小させた。輸入は、内需の弱さが反映される形で、前年割れの状態が続いている。

図表9: 中国 消費者物価指数(CPI)の前年比
食品価格の上昇が目立つ



出所: 中国国家統計局、Haver Analytics、りそな銀行

図表10: 中国 鉱工業生産、製造業 PMI
製造業 PMI は 50 を割り込む



出所: 中国国家統計局、Haver Analytics、りそな銀行

日本の GDP 予想 - 2015 年度 + 1.2% を想定

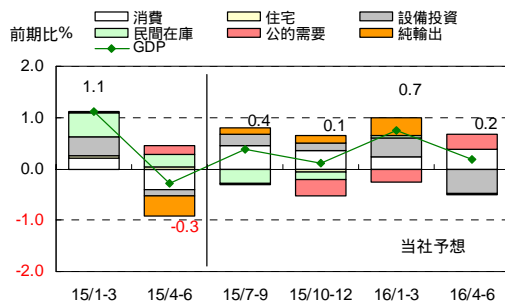
GDP 予想、
2015 年度 +
1.2% で据置き

日本の 2015 年度の実質 GDP 成長率は前年度比 + 1.2% (先月時点の予想は + 1.2% と変わらず) を想定 (図表 11、12)。

先月からの修正は行わず、2015 年度の実質 GDP 成長率の予想は前年度比 + 1.2% で据置いた。足元では、新興国経済の低迷を受けて輸出は伸び悩み、賃金の伸びが緩慢である中、個人消費も足元では弱めの動きとなっている。ただ、賃金の伸びは緩慢ではありながらも、定例給与は着実に伸びてきており、年度末に掛けて個人消費は徐々に回復していくものと考えており、また、設備投資は 4-6 月期 GDP2 次改定値で下方修正こそされたが、基調としては増勢を維持している。外需の弱さについては先月時点の予想でも加味しており、以上のことを勘案して、2015 年度の実質 GDP 成長率は + 1.2% で据え置いた。

図表11: 実質 GDP 成長率予想 (前期比)

7-9 月期はプラス成長を予想



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)

2015 年度 + 1.2% を予想

%、内訳は寄与度	2012年度 実績	2013年度 実績	2014年度 実績	2015年度 予測
実質GDP	1.0	2.1	-0.9	1.2
個人消費	1.1	1.5	-1.9	0.5
設備投資	0.2	0.5	0.1	0.5
公的需要	0.3	0.8	0.2	-0.0
外需	-0.8	-0.5	0.6	0.2

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