

景気の見通し

- ◇ 日本経済、実質 GDP 成長率は 2 四半期連続でマイナス
- ◇ 中国経済、製造業関連を中心に弱めの数字が並ぶ
- ◇ 米国経済、12 月利上げ開始観測が強まる

1. 日本経済の現状と見通し(2015 年 11 月 20 日現在)

日本経済、成長率は 2 期連続マイナス

日本経済は、個人消費の回復にもたつきがみられ、設備投資については計画対比での下振れが目立つ格好となっている。一方、弱さがみられていた輸出は IT 関連を中心に底入れの兆しがみえ始めている。物価上昇率は国際商品市況の下落を受けて低位で推移しており、足元では食料品価格の伸びも鈍化している。日銀への追加金融緩和への思惑は燦るものの、日銀は経済・物価見通しに対する強気姿勢を崩さない状態が続いている。

中国経済、製造業関連を中心に弱めの数字が並ぶ

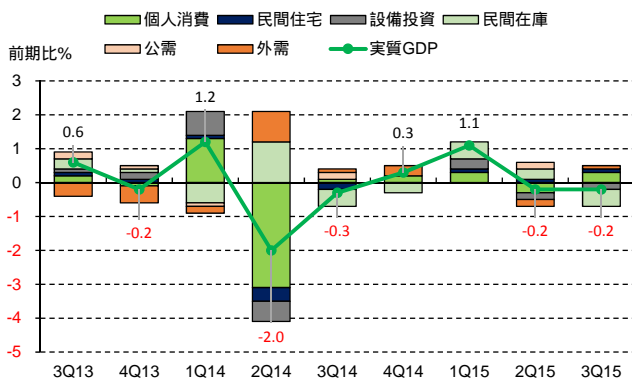
中国経済は、主要経済指標をみると小売売上高の伸びは小幅ながら上昇したが、それ以外については弱い数字が目立つ格好となった。尚、物価上昇率は食料品価格の伸び鈍化を受けて、足元では伸び率が縮小している。景気刺激策が中国経済を下支えするという構図は変わらず、10 月に中国人民銀行は政策金利及び預金準備率の引下げを実施、党中央委員会第 5 回全体会議では小康社会の実現に向けた原則が定められた。

米国経済、12 月利上げ開始観測が強まる

米国経済は、個人消費を中心に底堅く推移している様子が確認された。住宅市場についても回復基調が続く、夏場の原油相場下落が与える影響が懸念されるものの企業の設備投資にも底入れの兆しが見え始めている。10 月 27-28 日に開催された FOMC で 12 月利上げ開始の可能性が示され、その後に発表された米雇用統計では雇用者数の増加幅が 20 万人台を回復、失業率は 5.0% まで低下した。これを受けて、12 月利上げ観測が再び高まり、足元の短期金利の上昇が目立ってきている。

図表1: 実質 GDP 成長率

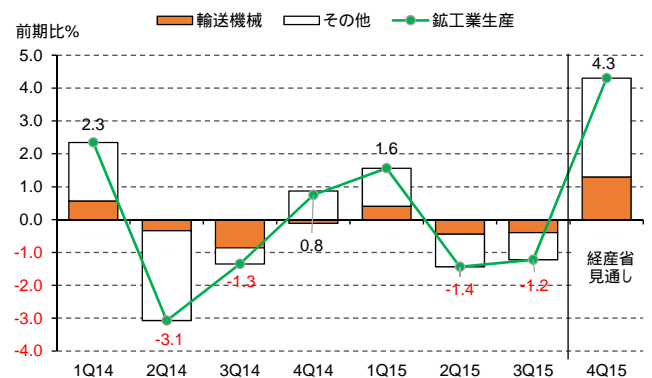
7-9 月期 1 次速報、2 期連続のマイナス成長



出所: 内閣府、Haver Analytics、りそな銀行

図表2: 鉱工業生産

10-12 月期は 3 四半期ぶりに増加する見込み



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さま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 四半期連続でマイナス成長

在庫の減少が
主な要因 2015 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.2%(4-6 月期 0.2%)と 2 四半期連続でマイナス成長となった。ただ、在庫の減少が下振れ要因となっており、一概に悪い内容とは言えない。項目別にみると、設備投資(1.3%、寄与度 0.2%ポイント(以下 pp))がマイナス寄与となったほか、民間在庫(寄与度 0.5pp)の減少が目立った。一方、個人消費(+ 0.5%、寄与度 + 0.3pp)や民間住宅(+ 1.9%、寄与度 + 0.1pp)は増加。外需(寄与度 + 0.1pp)も輸入の伸び以上に輸出が伸びたことでプラス寄与となった(図表 1)。

1-2. 鉱工業生産、底入れの兆しも

生産、ハイテク関連の増加が目立つ 9 月の鉱工業生産指数(季節調整済み、確報)は前月比 + 1.1%(8 月 1.2%)と製造工業生産予測調査の + 0.1%を上回り、3 ヶ月ぶりに増加。出荷指数は + 1.4%(8 月 0.7%)、在庫指数は 0.4%(8 月 + 0.3%)となった。生産は電子部品・デバイス(+ 5.9%)や電気機械(+ 5.6%)等を中心に増加。一方、はん用・生産用・業務用機械(4.7%)は 3 ヶ月連続で減少した。出荷は電子部品・デバイス(+ 8.6%)、電気機械(+ 4.0%)を中心に増加。在庫は、自動車などが含まれる輸送機械(8.3%)や鉄鋼(2.0%)を中心に減少。一方、情報通信機械(+ 19.8%)の増加が目立った。尚、経済産業省は生産の基調判断を「弱含んでいる」から「一進一退で推移している」に上方修正した。

10-12 月期は 3 期ぶりに増加の見込み 製造業の生産予測調査からは、10 月にはん用・生産用・業務用機械や輸送機械を中心に + 4.1%増加した後、11 月にはん用・生産用・業務用機械や化学工業を中心に 0.3%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 10-12 月期の生産は前期比 + 4.3%の増加が見込まれている(7-9 月期 1.2%)(図表 2)。

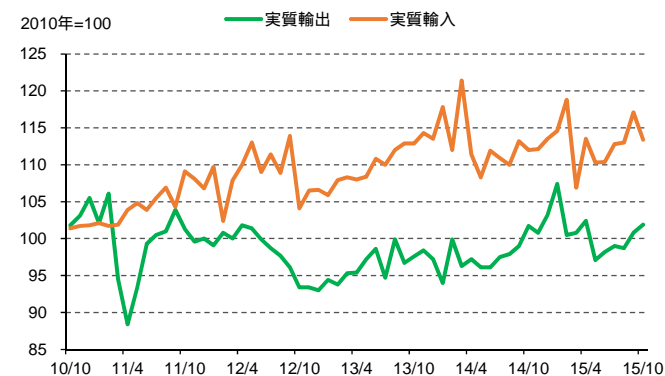
1-3. 外需、円安要因が徐々に剥落、実質ベースでは 2 ヶ月連続で増加

輸出、円安要因が徐々に剥落 10 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 + 1,115 億円と 2015 年 3 月以来の黒字。輸出は前年比 2.1%の 6 兆 5,440 億円(9 月 + 0.5%)、輸入は前年比 13.4%の 6 兆 4,325 億円(9 月 11.0%)。尚、10 月の税関長公示レート(1ドル)は 119.98 円(2014 年 10 月は 108.36 円)と前年比 10.7%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 + 1.1%(9 月 + 2.1%)、輸入が 3.2%(9 月 + 3.6%)となった(図表 3)。

アジア向けの輸出が弱かったことに加え、円安による円ベースでの輸出価格の押し上げ効果が徐々に剥落してきているなか、輸出は 2014 年 8 月以来の前年割れとなった。ただ、実質ベースでは 2 ヶ月連続で増加するなど、足元でみられていた弱さには底入れの兆しもみえ始めている。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、前年割

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

	2015/5	2015/6	2015/7	2015/8	2015/9	2015/10	前月差
先行き判断D1	54.5	53.5	51.9	48.2	49.1	49.1	+0.0
家計動向	54.3	52.9	51.3	47.4	48.9	49.3	+0.4
小売	54.3	53.2	50.9	46.2	48.2	49.1	+0.9
飲食	52.4	52.4	51.2	46.4	48.6	50.9	+2.3
サービス	55.5	53.0	52.9	50.0	50.7	49.9	-0.8
住宅	50.9	50.6	48.5	47.0	47.2	47.2	+0.0
企業動向	53.7	53.9	51.9	48.7	48.3	47.5	-0.8
製造業	52.7	53.5	52.4	48.3	47.7	47.8	+0.1
非製造業	54.6	54.2	51.8	49.0	48.8	47.1	-1.7
雇用	57.8	56.6	56.0	52.7	52.3	51.5	-0.8

出所: 内閣府、IN 情報センター、りそな銀行

れの状態が続いている。10月は実質ベースでも減少した。

1-4. 個人消費、7-9月期は反発も戻りは鈍い

個人消費、7-9月期は増加も戻りは鈍い

9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 0.4% (8月 +2.9%)、名目ベースでは 0.3% (8月 +3.2%) 減少した。また、実質ベースの前月比は 1.3% (8月 +2.5%)。前年比の内訳をみると、自動車購入や自動車整備費などの減少が目立った一方、設備器具や外壁・堀等工事費などは増加した。尚、7-9月期は実質ベースで前期比 +0.6% (4-6月期 3.2%) の増加となったが、4-6月期の落ち込み後の戻りとしては弱かった。

9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 265,527 円となった(8月 +0.4%)。その内、定例給与は +0.4% の 259,535 円(8月 +0.3%)、所定内給与は +0.4% の 240,538 円(8月 +0.2%)、ボーナスなどを含む特別給与は +14.0% の 5,992 円(8月 +1.9%)。尚、物価上昇の影響を取り除いた実質賃金は +0.5% (8月 +0.1%) となった。尚、同時に今年度の夏季賞与の実績も公表されたが、こちらは前年比 2.8% の 356,791 円となった。ただ、2015年1月に調査対象事業所の抽出替えが行われたことにより、調査対象の事業所が前年とは異なっていることには留意する必要がある。

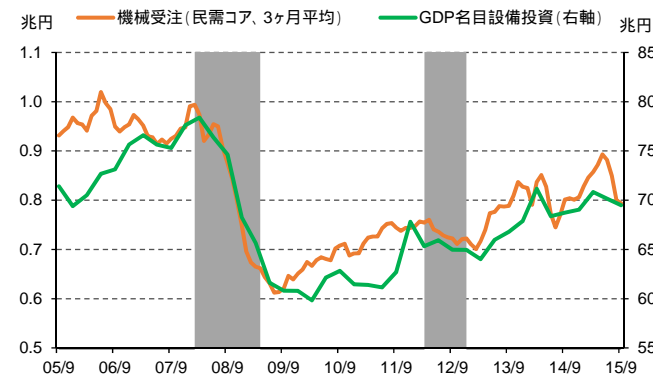
現状・先行き判断 DI 共に 50 を下回る

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 48.2(9月 47.5)と、好・不況の分かれ目となる 50 を3ヶ月連続で下回った。内訳をみると、家計動向 9月 47.0 10月 48.1(前月差 +1.1)、企業動向 46.9 47.4(+0.5)、雇用 52.7 51.1(-1.6)と、家計動向と企業動向が3ヶ月ぶりに上昇。半面、雇用は3ヶ月連続で低下した。家計動向の中身をみると、小売、飲食、サービス、住宅、全ての項目が上昇。天候に恵まれて客足が好調だったほか、プレミアム商品券の恩恵で客単価が上がっているとのコメントがみられた。企業動向は製造業が3ヶ月ぶりに上昇した一方、非製造業は3ヶ月連続で低下。燃料・原材料価格の下落を背景に採算が改善しているとの企業もあれば、単価が伸びないなか人件費の上昇が採算を悪化させていると答える企業もあるなど、企業によって景気判断はまちまち。雇用については、人手不足の企業は多いが、募集を出しても人が集まらないなど企業と求職者のミスマッチについてのコメントが多くみられた。

2~3ヶ月先の見通しである先行き判断 DI は 49.1(9月 49.1)と変わらず、目安となる 50 は3ヶ月連続で割り込んだ。内訳をみると、家計動向が上昇した一方、企業動向、雇用は低下した。家計動向のコメントからは冬のボーナスや年末商戦への期待が垣間見られた一方、物価上昇を懸念する声が目立った。企業関連のコメントからは、中国経済の減速を懸念する声が見られたほか、先行きの売上見通しについても慎重な様子が窺えた(図表4)。

図表5: 機械受注

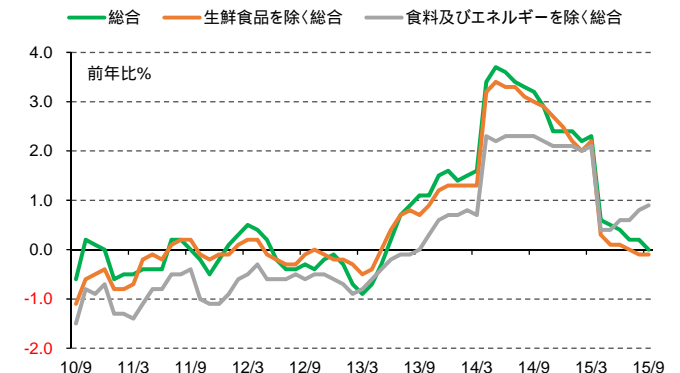
7-9月期は前期比 10.0%減少



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

コア指数は2ヶ月連続で前年割れ



出所: 総務省、IN情報センター、りそな銀行

表紙の注意事項をよくお読みください。

1-5. 設備投資、計画対比での下振れが目立つ

機械受注、7-9月期は10.0%減少
 9月機械受注統計によると、受注総額は前月比+9.5%の2兆3,103億円となった(8月14.6%)。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+7.5%の8,164億円(8月5.7%、図表5)。内閣府は受注判断を「足踏みがみられる」で据え置いた。内訳をみると、製造業からの受注が前月比5.5%(8月3.2%)と4ヶ月連続で減少。業種別では石油製品・石炭製品や金属製品、その他輸送用機械など15業種中7業種が減少。一方、非製造業は金融業・保険業などを中心に12業種中8業種が増加し、除く船舶・電力ベースで+14.3%(8月6.1%)の増加となった。外需は+4.8%(8月26.1%)と2ヶ月ぶりに増加。官公需は8月に1.8%減少した後、9月は+57.6%増加した。7-9月期の民需コアの受注額は6月時点では前期比+0.3%の増加が見込まれていたが、実績としては10.0%の減少となった。尚、10-12月期は製造業を中心に+2.9%の増加が見込まれている。

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9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1兆5,225億円で前年比4.4%の減少となった(8月1.5%、1兆3,760億円)。内訳は国の機関からが+8.7%の4,651億円(8月7.7%、4,129億円)、地方の機関からが9.2%の1兆574億円(8月+1.4%、9,631億円)。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、庁舎や港湾・空港などは増加した。

公共工事出来高は減少
 国土交通省の建設総合統計によると9月の公共工事の出来高は1兆8,657億円で前年比3.5%の減少(8月+0.8%、1兆7,173億円)。2012年1月以来はじめての減少となった。内訳をみると、居住用建築物(+18.9%)や非居住用建築物(+2.9%)が前年対比で増加した一方、土木(-5.4%)は減少。先行きについては受注額の減少が示すように、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、コア指数は2ヶ月連続で前年割れ

消費者物価、コア指数は前年割れが続く
 9月全国消費者物価指数(CPI)は前年比±0.0%(8月+0.2%)。生鮮食品を除くベース(コアCPI)は0.1%(8月0.1%)と2ヶ月連続で前年割れ。食料及びエネルギーを除くベース(欧米式コアCPI)は+0.9%(8月+0.8%)と伸びが拡大した(図表6)。内訳をみると、燃料調整費制度の影響で、引き続き電気代・ガス代が下落し、全体の水準を押し下げた。その他、ガソリン価格も前月からマイナス幅が拡大。それ以外では、食料品価格の伸びの鈍化が目立った。財とサービスの分類で見ると、財価格が0.4%(8月0.1%)下落し、サービス価格は+0.5%(8月+0.5%)と変わらず。

2. 米国 - 海外経済の減速が懸念されるが国内経済は底堅い

GDP速報値、個人消費が底堅さを維持
 2015年7-9月期米実質GDP成長率は前期比年率+1.5%となった(4-6月期+3.9%)。個人消費が底堅さを維持したほか、住宅関連も引続き高い伸びとなった。一方、在庫を取り崩す動きが出たことが、全体の水準を押し下げた。その他、海外需要の低迷を受けて輸出の減速が目立った。尚、PCE価格指数は前期比年率+1.2%(4-6月期+2.2%)。コアPCE価格指数(食品・エネルギーを除くベース)は+1.3%(4-6月期+1.9%)と伸びが鈍化した(図表7)。

雇用統計、雇用者数は27.1万人増加
 10月の米雇用統計では非農業部門雇用者数の伸びは+27.1万人と3ヶ月ぶりに20万人台を回復(尚、8月分が+13.6万人から15.3万人、9月分が+14.2万人から+13.7万人に修正され、2ヶ月合計で+1.2万人上方修正された)。中身を見ると、専門職系の採用の多さが目立った。尚、平均時給は前月対比+0.4%(9月±0.0%)、前年対比で+2.5%(9月+2.3%)上昇した。失業率は9月5.1%の後、10月は5.0%に低下した(図表8)。

コア CPI は前
年比 +1.9%

10月の消費者物価指数(CPI)は前月比+0.2%(9月-0.2%)となった。前年比は+0.2%(9月±0.0%)。ガソリンなどを中心としたエネルギー価格の上昇が全体の水準を押し上げた。エネルギーと食品を除くコア指数も前月比+0.2%(9月+0.2%)と小幅ながら上昇。尚、コア指数の前年比は+1.9%(9月+1.9%)と、2%を下回る水準での推移が続いている。

消費者信頼感
指数は上昇

11月のミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)は93.1と10月の90.0から上昇。現況指数(10月102.3 11月104.8)、期待指数(82.1 85.6)共に上昇した。国内経済への強気の見通しを反映した格好。消費者は目先の賃金上昇を予想している一方、物価上昇率は低位で推移すると見込んでおり、インフレ調整後の賃金は上昇していく見通しを示している。また、自動車などの買い時判断も改善した。

ISM 製造業指
数は低下

10月ISM製造業景況指数は50.1と9月の50.2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、輸入や顧客在庫、雇用などが低下した一方、新規受注や生産、仕入価格、受注残、輸出は上昇するなど内容は悪くない。一方、10月ISM非製造業景況指数は59.1と9月の56.9から上昇。項目別では、新規受注や景況指数、新規輸出受注などが上昇した。

鉱工業生産、
製造業が3ヶ
月ぶりに増加

10月鉱工業生産は前月比-0.2%の減少。ただ、鉱業と公益事業の減少に引っ張られるかたちで全体としては減少したものの、製造業は3ヶ月ぶりに増加に転じるなど、前向きな動きもみられた。設備稼働率は77.5%と9月の77.7%から低下。鉱業、公益事業の水準が低下したが、製造業の水準は小幅ながら上昇した。尚、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、ガソ
リンが弱い

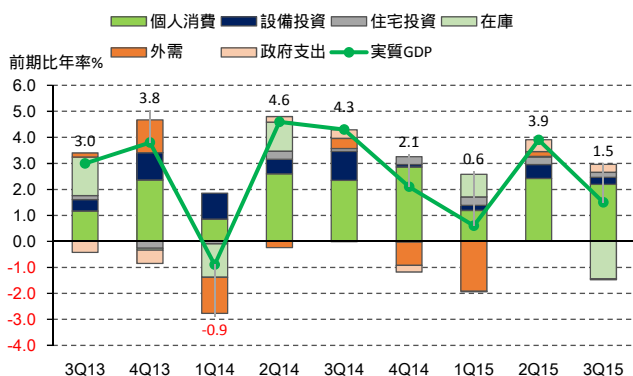
10月小売売上高は前月比+0.1%と小幅ながら増加。尚、9月分は+0.1%から0.0%に下方修正された。前月の反動で自動車・同部品の売上が減少したことが全体の伸びを抑える要因となった。また、ガソリンスタンドや百貨店を含む総合小売店の弱さも目立った。ただ、月々の変動の激しい自動車・ガソリンスタンド・建材を除くベース(コア)は前月比+0.2%(9月+0.1%)と6ヶ月連続で上昇するなど増加基調が続いており、米国国内の個人消費は底堅さを維持しているといえよう。10月のコアベースの売上高は7-9月期平均を+0.4%上回るなど、四半期ベースでも底堅さは維持している。

住宅市場、回
復基調が続く

米国の9月の住宅関連指標からは、住宅市場は回復基調を維持している様子が窺えた。中古住宅販売戸数は前月比+4.7%の年率555万戸(8月-5.0%の530万戸)と高水準での推移が続き、新築住宅販売戸数は前月比+11.5%の年率46.8万戸(8月+5.2%の52.9万戸)と9月こそ減少したものの均してみれば増加基調を維持している。また、好調な販売状況や在庫の減少を受けて新築住宅着工件数は前月比+6.5%の年率120.6万件(8月113.2万件)と堅調に推移している。尚、こここのところ上昇ペースが落ち着いていた住宅価格は前年比伸び率が拡大した。

図表7: 米 7-9月期 GDP 速報値

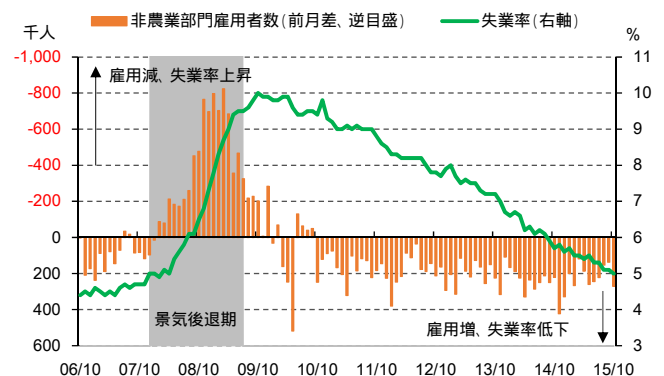
個人消費や住宅投資などが堅調



出所: 米商務省, Haver Analytics, りそな銀行

図表8: 米 雇用統計

一時 10.0%まで上昇していた失業率は5.0%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 - 製造業関連を中心に弱めの数字が並ぶ

CPI + 1.3%、食品価格の上昇が一服
 10月の消費者物価指数(CPI)は前年比+1.3%と9月(+1.6%)から伸びが鈍化。肉類や野菜など、食品価格(9月+2.7% 10月+1.9%)の上昇が一服したことが主な要因。食品以外では衣類(+2.8% +2.4%)や娯楽・教育(+1.4% +1.1%)などの伸びが鈍化した。食品、非食品の分類でみると、食品は前年比+1.9%(9月+2.7%)、非食品は+0.9%(9月+1.0%)。尚、食品とエネルギーを除くコア CPI は+1.4%(9月+1.6%)に低下した(図表9)。

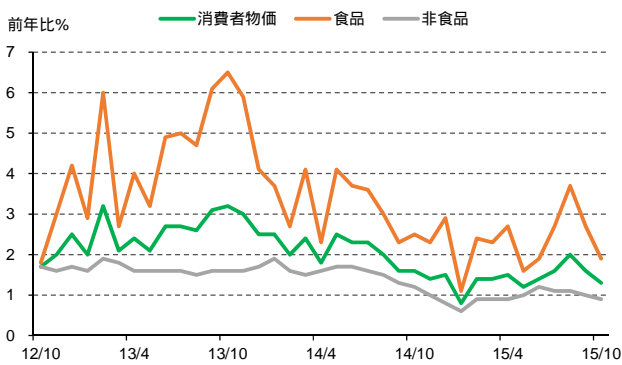
製造業 PMI、50を下回る
 製造業の先行きをみる上で参考となる製造業 PMI(購買担当者景況指数)は10月49.8と9月の49.8から変わらず。製造業活動の拡大・縮小の基準となる50は2ヶ月連続で下回った。内訳をみると、新規受注や受注残、完成品在庫などが上昇した一方、輸出などが低下した。他方、非製造業 PMI は10月53.1と9月の53.4から低下。しかし、基準となる50を上回る水準での推移が続いている。

鉱工業生産、伸びは鈍化
 10月の鉱工業生産は前年比+5.6%(9月+5.7%)と伸びは鈍化。内訳をみると、その他輸送機器(9月+4.5% 10月+0.7%)や非金属鉱物製品(+8.0% +4.9%)などの鈍化が目立った。尚、生産の実態を表すとされる発電量(0.1% 1.4%)は、2ヶ月連続で前年割れ。夏場に弱含んだ自動車の生産(9月+2.7% 10月+7.3%)は3ヶ月連続で増加した(図表10)。

小売売上高、小幅ながら伸びは拡大
 10月の小売売上高は、前年比+11.0%の2兆8,279億元(9月+10.9%、2兆5,271億元)。2015年の政府による年間目標は+13.0%。品目別でみると、自動車(9月+2.7% 10月+7.1%)や化粧品(+8.7% +10.6%)などの伸びが目立った。一方、元々高い伸びを示していたオフィス用品(+23.2% +15.5%)や家具(+19.1% +12.4%)などは伸びが鈍化。石油関連(7.2% 7.1%)は前年割れの状態が続いている。

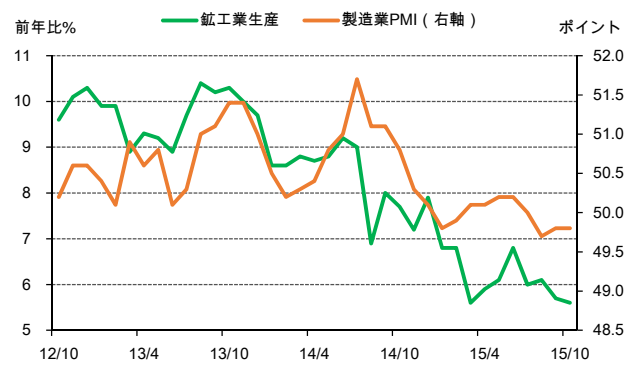
貿易、輸出入ともに減少
 10月の貿易統計によると、輸出は前年比6.9%の1,924億ドル(9月3.7%の2,056億ドル)。輸入は18.8%の1,308億ドル(9月20.4%の1,452億ドル)。貿易収支は616億ドルの黒字(9月603億ドルの黒字)。輸出額と輸入額をあわせた貿易総額は3,232億ドル(9月3,508億ドル)。輸出入ともに弱い数字となった。ただ、輸入に関しては、数量ベースでの減少幅はさほど大きくはなく、原油・商品相場の下落が実態以上に輸入の減少を目立たせる格好となっている。輸出も減少が続いているが、素材や天然資源など数量ベースでは増加しているものも多く、こちらも国際商品市況の下落を受けて金額ベースでは弱めの数字が出ている模様。

図表9: 中国 消費者物価指数(CPI)の前年比
 食品価格の上昇が一服



出所: 中国国家统计局, Haver Analytics, りそな銀行

図表10: 中国 鉱工業生産、製造業 PMI
 生産部門の不振が目立つ



出所: 中国国家统计局, Haver Analytics, りそな銀行

表紙の注意事項をよくお読みください。

日本の GDP 予想 - 2015 年度 + 0.9% を想定

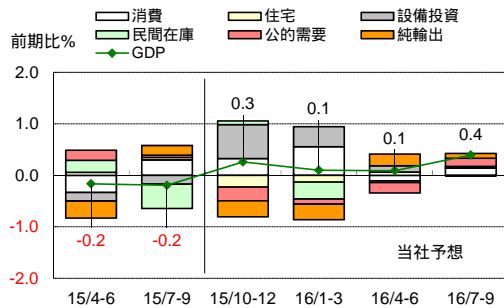
GDP 予想、
2015 年度 +
0.9% で据置き

日本の 2015 年度の実質 GDP 成長率は前年度比 + 0.9% (先月時点の予想は + 0.9%) 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 + 0.9% 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、賃金の伸びは鈍いなかでも、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いる。また、設備投資は 7-9 月期 GDP1 次速報値で前期比マイナスとなったが、企業の計画ベースでは高い水準となっており、また生産にも底入れの兆しもみえはじめていることから、徐々に増加に向かうものと想定。以上のことを勘案して、2015 年度の実質 GDP 成長率は + 0.9% で据え置いた。

図表11: 実質 GDP 成長率予想 (前期比)

10-12 月期は + 0.3% の成長を想定



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 年度予想は + 0.9% で据置き

%、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	0.9
個人消費	1.1	1.5	-1.9	0.5
設備投資	0.2	0.5	0.1	0.4
公的需要	0.3	0.8	0.2	0.1
外需	-0.8	-0.5	0.6	-0.1

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