

## 景気の見通し

- ◇ 先進国経済が、新興国と比してぜい弱な状況は続いている
- ◇ 先行き懸念は根強く、企業は設備投資・新規雇用に慎重なため手元に資金が滞留
- ◇ 2011年には日本経済も輸出主導で足踏み局面から持ち直しに向かうとみられる

### 1. 景気の現状と見通し(平成22年12月15日現在)

日本経済は足踏み局面から緩やかな持ち直しへ

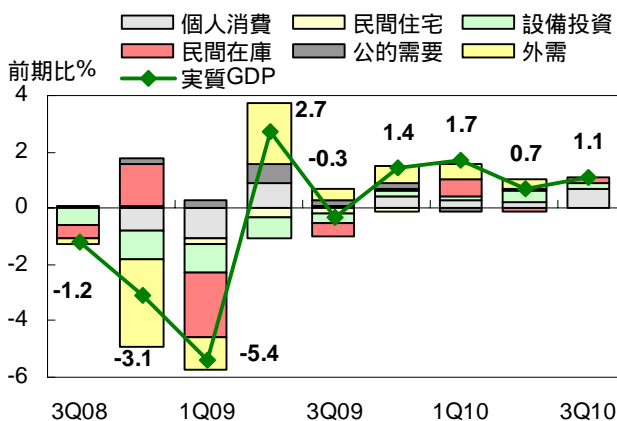
日米に加え、ユーロ圏でも金融緩和方針の継続が表明され、先進国経済の脆弱さが確認される格好となりました。国内では家電エコポイント制度の終了が視野に入中、自動車の駆け込み需要の反動が景気の重石になっています。一方、中国を筆頭に新興国の景気は比較的堅調です。米国景気が緩やかながら回復基調に入り、日本の輸出の先行きには明るさが出てきました。**2011年には、輸出主導で日本経済は足踏み局面から緩やかな持ち直しに向かうとみられます。**

#### 1-1. 7-9月期 GDP は個人消費が牽引

7-9月期の実質 GDP は前期比 1.1%増、うち 0.7%ポイントを個人消費が押し上げたことが確認されました(図表1)。エコカー補助金の終了や家電エコポイント制度を背景に、自動車や家電の購入が増加し、耐久財消費が前期比 12.6%増と 1989年7-9月期(同13.7%増)以来の2桁台の伸びとなった上、過去最高の猛暑もビール、アイスクリームなどの非耐久財消費を押し上げました(図表2)。賃金の総合計である雇用者報酬は前期比 0.7%増と3期連続の増加となり、緩やかながら雇用環境が改善していることも追い風となったと考えられます。

図表1: 実質 GDP 需要項目別寄与度

7-9月期は個人消費が牽引役となった

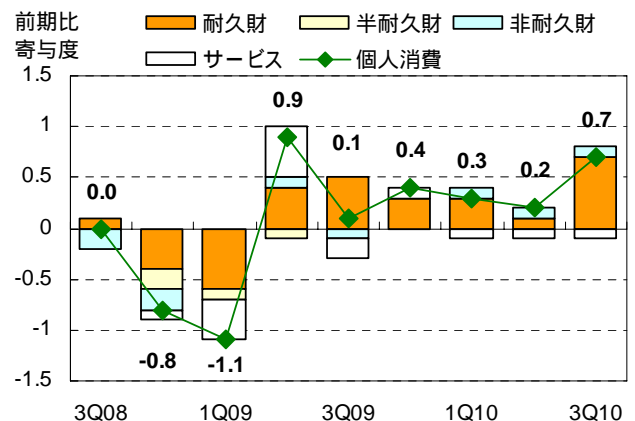


出所: 内閣府、りそな銀行

注: 1Q=1-3月期、2Q=4-6月期、3Q=7-9月期、4Q=10-12月期

図表2: 個人消費寄与度の内訳 財別

エコ関連の消費刺激策で耐久消費財の消費が増加



出所: 内閣府、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

#### 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。**

## 1-2. 生産調整終了と輸出の持ち直し

自動車中心に  
生産が減速

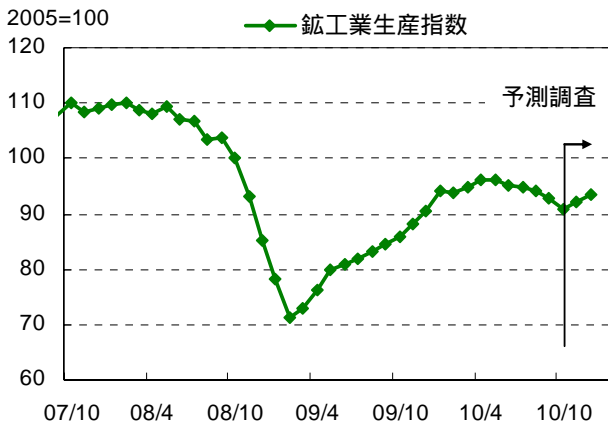
鉱工業生産指数は生産活動の減速を示しています。10月の鉱工業生産は前月比2.0%減と5ヶ月連続の減少となりました(図表3)。しかし、経済産業省予測(同3.6%減)ほど落ち込みは大きくなく、エコカー補助金終了による輸送機械の同10.0%減少(寄与度-1.7%ポイント)でほとんどが説明できました。ゴム製品などの其他工業(同2.3%減)等に自動車減産の波及がみられたものの、半導体製造装置などの一般機械が同3.8%増と3ヵ月ぶりの増加に転じる動きもありました。

自動車の生産  
調整は10月  
で一旦終了か

11-12月の経済産業省予測調査によると、11月は前月比1.4%増、12月も同1.5%増と6月から始まった生産の減速は10月を底に反転する見通しです(図表3)。10-12月期は前期比1.9%減と2期連続の減少ながら、減少幅は7-9月期(同1.8%減)並みにとどまる計算です(図表4)。特に、最大のセクターである輸送機械が11月(前月比3.7%増)、12月(同5.6%増)と加速する見通しを示したことは注目されます。9月のエコカー補助金終了後、自動車の減産がどの程度の規模となるか懸念されていましたが、5月から緩やかに減産を始めていたことやアジア新興国向けを中心に輸出が好調なことから、調整は10月で一旦終了と考えられます。輸送機械は予測調査と実績の乖離が比較的小さく、生産活動全体も持ち直してくる可能性は高いとみています。

図表3: 鉱工業生産指数

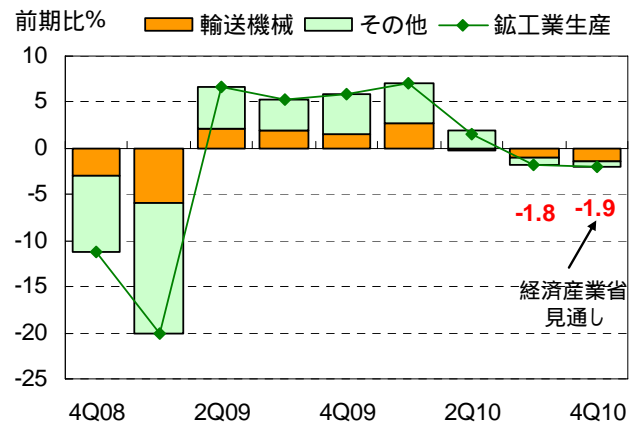
経産省予測調査では11-12月と2ヶ月連続増加の見通し



出所: 経済産業省、りそな銀行

図表4: 鉱工業生産指数 (四半期ベース)

生産は年末にかけて2期連続の減少となる見通し

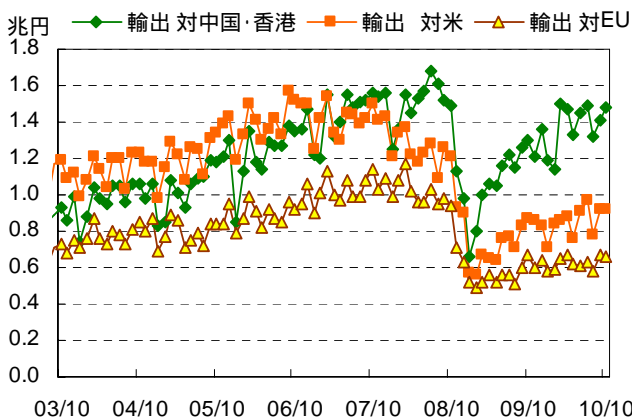


出所: 経済産業省、りそな銀行

注: 1Q=1-3月期、2Q=4-6月期、3Q=7-9月期、4Q=10-12月期

図表5: 地域別輸出(季節調整前)

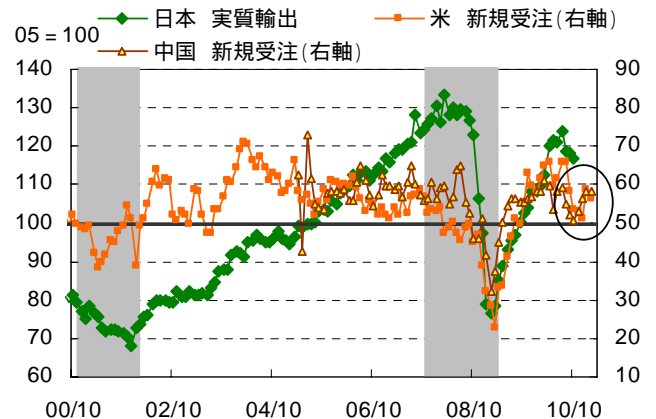
中国向けは堅調、欧米向けの回復に遅れ



出所: 財務省、りそな銀行

図表6: 日本の輸出と米中新規受注(3ヵ月先行)

米国・中国の製造業新規受注が回復してきた



出所: 日銀、内閣府、米ISM、中国国家統計局、りそな銀行

注: 灰色は日本の景気後退期

輸出の先行きに明るさ

輸出については、10月も11ヶ月連続の前年比増加となりましたが、増加率は7.8%と鈍化傾向です。輸出額はリーマン・ショック前の2007年の8割の水準で頭打ちしていますが、アジア向けが中国中心に堅調な一方、欧米向けの伸びが鈍いためです(図表5)。しかし、日本の輸出の先行きを示唆する米国や中国の製造業の受注が回復をみせており、**輸出は2011年には加速して行く可能性が高いとみています**(図表6)。

以上のように、**国内向けの生産が消費刺激策の終了でしばらく低迷するものの、来年半ばには、輸出主導で景気は緩やかながら持ち直しに向かうと予想しています。**

### 1-3. 消費刺激策終了による影響は長引くおそれ

家電エコポイントの変更で駆け込み消費が前倒しに

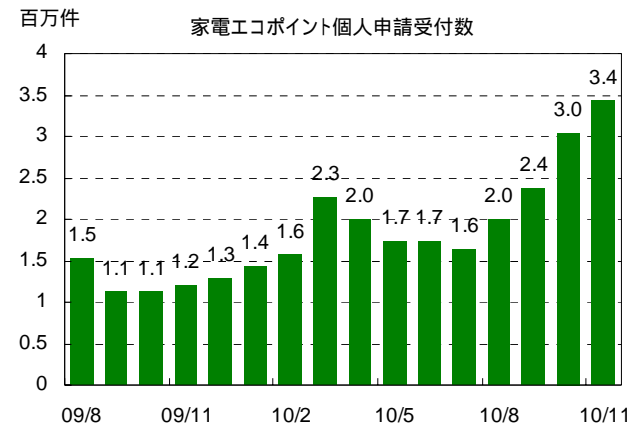
エコカー補助金制度終了後、自動車販売は反動減に見舞われています。10月の新車販売台数は前年比26.7%減少の19万3258台と、2009年8月以来の20万台割れとなりました。11月はやや増加したものの、20万3246台と低水準です。自動車小売業の11月の売上高も前年比24.0%減と、1978年の統計開始以来、最大の落ち込みとなりました。一方、家電エコポイント制度の変更で、12月から付与されるポイント数の半減が決まり、家電の駆け込み消費は前倒しになりました。11月末時点の家電エコポイントの個人申請受付数は343万件へ急増しています(図表7)。10月にポイント制度の変更が決定した後、駆け込み需要が加速し、12月の反動減は必至です。

2020年頃まで影響が残るおそれ

**家電エコポイント制度が終了する来年3月末以降の耐久財消費への影響はかなり長引くとみられます。**対象となったテレビ、冷蔵庫、エアコンの平均使用年数が10年程度と長いからです(図表8)。今回のエコポイント制度を利用した一斉買い換えの次の買い換え時期とみられる2020年頃までこれらの家電や自動車の販売が低調となる可能性は十分あります。さらにエコポイントを申請した人の年齢をみると、50代が20%、60代以上が40%と、中高年が6割を占めています(図表9)。60歳以上世帯の家電の平均使用年数は長くなる傾向があり、調整期間はもう少し長引くかもしれません。**ただし、累計でエコポイントが4000億円発行されたうち、96%以上が商品券に交換されており、この3700億円分が来年以降の個人消費を下支えすると期待されます。**

図表7: 家電エコポイント個人申請受付数

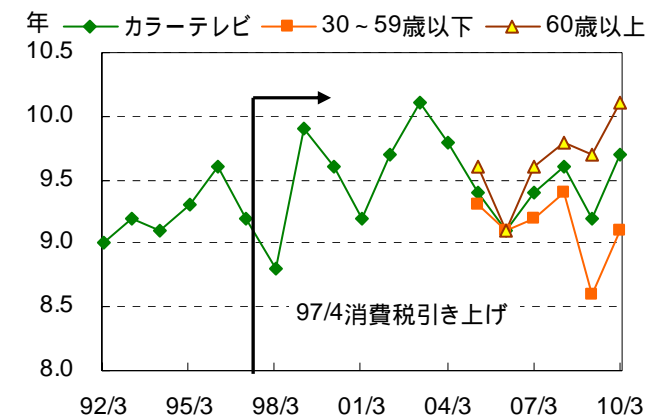
エコポイント半減決定で、駆け込み需要が前倒しに



出所: グリーン家電エコポイント事務局、りそな銀行

図表8: カラーテレビの平均使用年数(世帯主年齢別)

家電エコポイント対象商品の平均使用年数は約10年



出所: 内閣府、りそな銀行

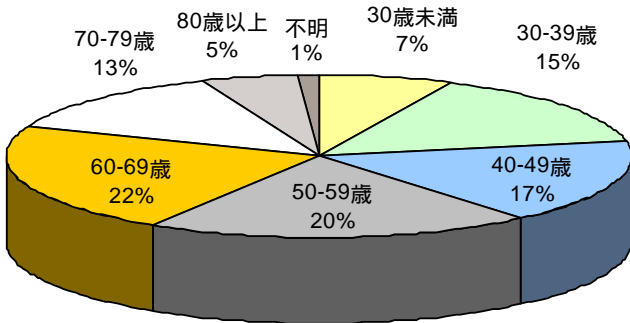
### 1-4. 雇用の緩やかな増加が続く

10月の失業率は5.1%と4ヶ月ぶりに小幅悪化となりました。就業者数が前月比18万人減と2ヶ月ぶりに減少し、失業者は同5万人増と4ヶ月ぶりに増加しました。公務の臨時雇用が9月に同10万人増加(季節調整前)した後、10月は同4万人減に転じており、9月下旬から10月下旬の国勢調査の影響もあると考えられます。

表紙の注意事項をよくお読みください。

図表9: 家電エコポイント発行件数(年齢別、累計)

エコポイント受給者のうち50歳以上が6割を占める



出所: グリーン家電エコポイント事務局、りそな銀行

雇用は女性が  
増加の一方、  
男性は減少

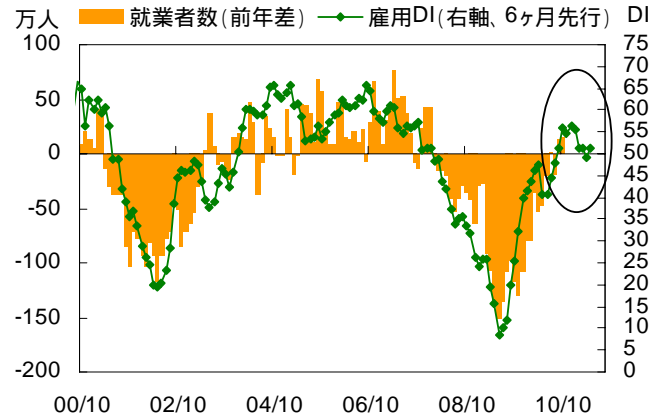
しかし、前年比で見れば、就業者数は2ヶ月連続で増加(15万人増)しています。男性は同19万人の減少でしたが、女性は同34万人と大幅増です。**医療・福祉業が女性の雇用を牽引する構図は続いています。**また、15歳以上で仕事についておらず、職探しもしていない非労働力人口が、男性で同15万人増加する一方、女性は同26万人減少しています。団塊世代が退職年齢に達し、男性の就業者が減少する一方、専業主婦が働き始める動きも背景にあると推測されます。

雇用増は続く  
見通し

11月の景気ウォッチャー調査によると、3ヶ月前と現状を比較した雇用判断DIは51.2に改善しました。この指標は50が横ばいを示します。10月に49.1へ下落し、基調の転換を示すものか注目していましたが、11月は再び50超となりました。**雇用判断DIは実際の動きに半年先行する傾向があり、11月の結果は来春も緩やかな雇用の増加が続くことを示唆しています**(図表10)。

図表10: 就業者数と雇用判断DI

雇用判断DIは雇用の改善が来春まで続くことを示唆



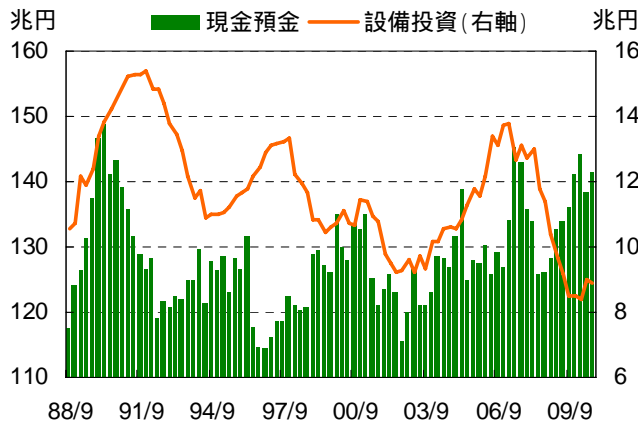
出所: 内閣府、総務省、りそな銀行

### 1-5. 国内設備投資はしばらく低水準

2010年7-9月期の法人企業統計が発表されました。同統計によると、ソフトウェアを除く設備投資は8.7兆円と、2007年1-3月期以来の前年比増加となりました。しかし、水準は1990年以降の7-9月期としては過去2番目に低く、過去最低だった昨年との比較で増加したに過ぎません。一方、企業が保有する現・預金額は141.3兆円と、過去最高だ

図表11: 企業の手元資金と設備投資

手元資金は高水準ながら設備投資を控える企業が多い

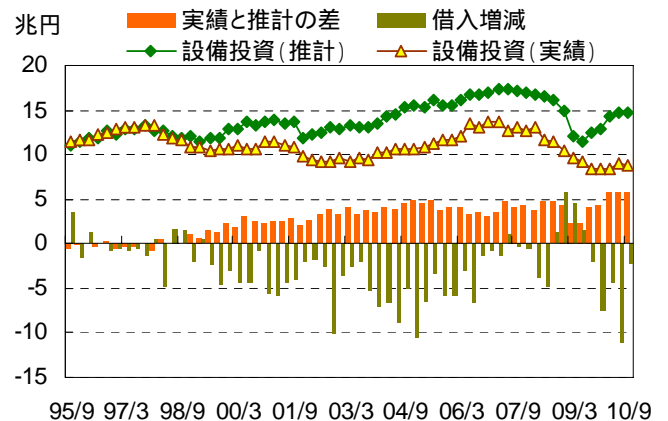


出所: 財務省、りそな銀行

注: 設備投資はソフトウェアを除く、季節調整済み

図表12: 設備投資実績と推計、借入の増減

設備投資は過去のトレンドを大幅に下回る



出所: 財務省、りそな銀行

注: キャッシュフロー設備投資比率が80年以降の平均0.89のケース

表紙の注意事項をよくお読みください。

手元資金は潤沢ながら設備投資は低調

った 1990 年 1-3 月期 (148.8 兆円) の水準に近づいています。**企業は投資に慎重な姿勢を崩さず、手元資金が積みあがる状態は続いています** (図表 11)。

また、簡易的に求めたキャッシュフロー (経常利益 × 0.5 + 減価償却費) は前年比 12.1% 増の 14.7 兆円と増加が続いているにもかかわらず、**キャッシュフローの半分しか設備投資に回らない状況に変化はありません。依然として、キャッシュフローの約 9 割が設備投資に回っていた過去の平均的な姿を大幅に下回っており、企業の設備投資意欲の低さが確認できます** (図表 12)。

先行きについては、3-6 ヶ月先の国内設備投資動向を示す機械受注統計の船舶・電力を除く民需からの受注は、内閣府によると 10-12 月期に前期比 9.8% 減少する見通しです。国内設備投資は来年にかけて低調が続く可能性が示されたといえます。

また、法人減税を含めた税制改正関連法案の成立を巡り、政治情勢が不透明なことも、企業が国内設備投資を控える動きにつながっているとみられます。

政治情勢の不透明も重石

## 2. 米国 - 景気回復のピッチは緩慢

景気回復ピッチは非常に緩慢

米国の景気は回復基調にあるものの、ピッチは非常に緩慢です。

景気動向を敏感に反映する、非農業部門の雇用者数は 11 月も前月比 3.9 万人の増加にとどまりました。市場は 15 万人増を見込んでいましたが、これを大幅に下回り、雇用回復の鈍さを示す内容となりました (図表 13)。

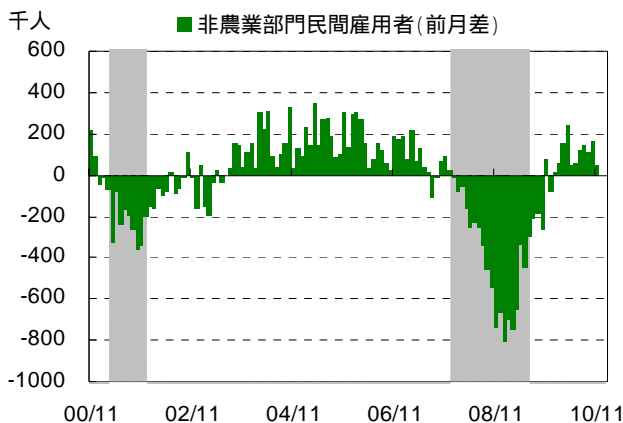
内訳をみると、民間部門は前月比 5.0 万人増と、5 月以来の小幅な増加でした。小売が同 2.8 万人減と 2009 年 10 月 (同 6.3 万人減) 以来の大幅減となり、サービス業全体が同 6.5 万人増にとどまりました。一方、製造業は同 1.3 万人減と 4 ヶ月連続減少。地方政府が緊縮財政で雇用を削減する動きから、政府部門も同 1.1 万人減少しました。

失業率の回復には時間がかかるだろう

また、失業率も前月比 0.2% ポイント上昇の 9.8% へ半年ぶりに悪化しました。過去の景気後退期に比べ、足元の失業率は高止まりが目立ちます。直近のピークであった 2009 年 10 月 (10.1%) から既に 13 ヶ月経過しましたが、改善幅は 0.3% ポイントにとどまっています。過去最悪の 10.8% をつけた 1982 年 12 月のときですら 13 ヶ月後には 8.0% へ低下していました (図表 14)。さらに 1975 年の統計開始以来最大の非労働力人口 8471 万人が雇用環境の好転につれ、職探しを再開することを考えると、**失業率の改善には相当時間がかかるとみられます。回復方向にあるものの、動きが非常に緩慢な雇用情勢は、米国経済の姿を端的に示しています。**

図表13: 米国 雇用者数前月差 (灰色は景気後退期)

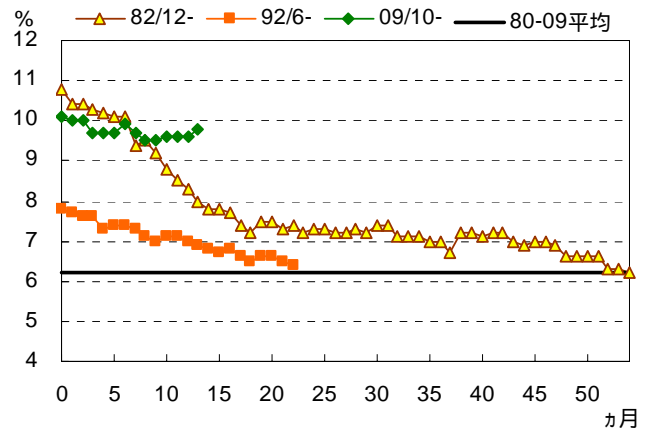
非農業部門雇用者数の伸びは予想を下回った



出所: 米労働省、NBER、りそな銀行

図表14: 米国 失業率ピークからの改善期間

足元の失業率高止まりが目立つ



出所: 米労働省、りそな銀行

### 3. 中国 - 金融引き締めと積極財政の継続

実体経済が堅調な中、物価が上昇

**中国経済は、過熱感が再び高まっています。**生産、輸出とも堅調な中、11月の消費者物価指数は前年比5.1%上昇と、5ヶ月連続で政府の年間目標の3%を上回りました。食品の同11.7%上昇の影響が大きく、当局は備蓄の取り崩しなどの対策を始めていたにもかかわらず、11月は予想以上の上昇でした。12月は落ち着くとの政府発言もあるものの、価格統制の残る部分があることを考えれば、さらに上昇してもおかしくありません。また、国際商品価格が世界的な金余りを背景に上昇する中、人民元相場を緩やかな変動にとどめていることも輸入物価の上昇につながっているとみられます。食品など生活必需品の値上がりは低所得層への影響が大きく、11月も農村部物価が同5.6%上昇と都市部の同4.9%上昇を上回っており、国内の生活格差拡大に神経を尖らせている政府としては見逃せない問題と考えられます(図表15)。

預金準備率引き上げによる緩やかな引き締め

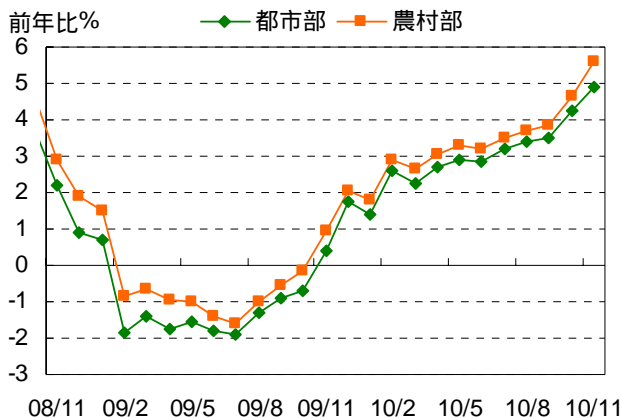
こうした中、中国人民銀行は10月19日に2年10ヶ月ぶりの利上げを実施しました。その後は、11月10日と19日、12月10日に主要銀行の預金準備率引き上げを発表しており、経済への影響が大きい利上げではなく、銀行を通じた緩やかな金融引き締めが行われています。預金準備率引き上げは、一律部分に加え、個別銀行に対する引き上げも実施しているといわれています。利上げは、国内企業の設備投資意欲を冷やすほか、先進国が超低金利政策を長期化させる中で海外からの投機資金流入が加速する恐れもあり、当局は慎重になっているようです。**相次ぐ預金準備率の引き上げや銀行窓口指導は、景気の勢いを削がずに、不動産市場の過熱や物価上昇を抑える動きと読めます。**

金融政策は引き締めへ転換するが、積極財政は継続

経済政策の方針を決定する12月の中央経済工作会議で、**当局は金融政策を「適度に緩和的」から、中立に近い「穏健」に転換することを決定しました。**また、2011年は成長率や新規融資額目標を2010年に比べ、抑制気味にすると報じられています(図表16)。注目されていた新規融資額は変更の可能性もありとの但し書き付きであり、懸念されていたような貸出の大幅抑制とはならないようです。緩和的な政策からの転換は「出口政策」の一環として注目される一方、中央経済工作会議では**「積極的な財政政策」を続ける方針も同時に打ち出されており、金融の引き締め過ぎによる景気の失速は避けられるとみています。**

図表15: 中国 消費者物価指数 都市部と農村部

食料品価格上昇は農村部への影響が大きい



出所: 中国国家统计局、りそな銀行

図表16: 中国 政府経済目標

2011年は2010年より抑制気味の目標

	政府目標		直近実績
	2010年	2011年	
GDP成長率	8%	8%	9.6%
消費者物価上昇率	3%	4%	5.1%
新規融資額	7.5兆元	7兆元	7.5兆元
マネーサプライ伸び率	17%	16%	19.5%

2011年目標はBloomberg報道による

出所: 内閣府、中国国家统计局、中国人民銀行、Bloomberg、りそな銀行

## 4. 日本の GDP 予想 - 足踏み局面から緩やかな持ち直しへ

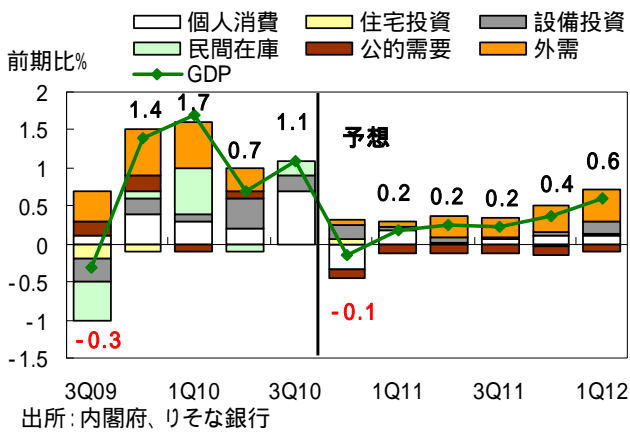
2011 年は足  
踏み局面から  
緩やかな持ち  
直しへ向かう

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です。エコカー補助金の駆け込みと記録的な猛暑で消費が押し上げられた結果、2010 年 7-9 月期の景気は強めの伸びとなりました。しかし、それだけ 10-12 月期の反動も深くなると考えられ、5 期ぶりの前期比マイナス成長を予想します。国内は、エコ関連の政策終了と、2010 年のように冬季五輪やサッカーワールドカップなどの大きなイベントもないため、消費は低迷します。一方、中国景気が堅調を続け、米国が緩やかながら回復を続けることで、輸出に明るさがみえてくるとみえています。**2011 年半ばには、輸出主導で景気は足踏み局面から緩やかな持ち直しへ向かうと予想しています**(図表 17)。

2010 年度の実質 GDP 成長率予想については、11 月時点では 2.1%としていましたが、3.5%へ見直しました。これは内閣府が 2008 年度、2009 年度の成長率を大幅下方修正したため、緩やかな持ち直しが続くとの見通しに変更はありません。

図表17: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

10-12 月期はマイナス成長の見通し



出所: 内閣府、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

図表18: 実質 GDP 成長率予想(年度)

2011 年度の成長率は 1%程度にとどまる見通し

%、内訳は 寄与度	2008年度 実績	2009年度 実績	2010年度 予測	2011年度 予測
実質GDP	-4.1	-2.4	3.5	1.1
個人消費	-1.2	0.0	1.0	0.3
設備投資	-1.1	-2.1	0.7	0.3
外需	-1.2	0.3	1.4	0.9

出所: 内閣府、りそな銀行

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください