

## 景気の見通し

- ◇ 原材料価格の上昇から、日米欧の金融政策に足並みの違いが生じた
- ◇ 日本経済は輸出主導で持ち直すとの見通しは据え置き
- ◇ 震災は個人消費などに大きな下押しリスクだが、設備投資に復興需要も

### 1. 景気の現状と見通し(平成 23 年 3 月 17 日現在)

3月11日に発生しました東北地方太平洋沖地震による震災からの、一刻も早い復興をお祈りしております。

日米欧の金融政策に足並みの違い

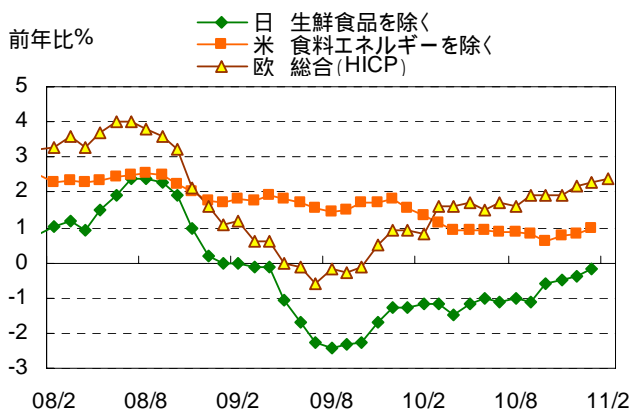
金融緩和を継続してきた日米欧の中央銀行にも足並みの違いが生じてきました。産油国での政治的混乱をきっかけに原油先物価格が1バレル当たり100ドルを超え、物価上昇が加速する懸念が出ているためです。日米の中央銀行が参考にする物価指標の動きは落ち着いており、金融を引き締める必然性はありません。しかし、欧州はエネルギーを含む総合物価の安定を目指していることもあり、ECBの利上げは近いとみられています(図表1)。

景気見通しは据え置きが、大きな下押しリスク発生

震災の影響は拙速に試算すべきものではないと思います。しかし、今回の震災で、原子力発電の安全性に大きな疑念が生じた点は、中長期的に世界のエネルギー政策に影響を与え、原油価格を一段と下がりづらくした点だけは確かと考えています。**2011年の日本経済は、輸出主導で持ち直すとの基本的なシナリオは現時点では据え置きますが、震災により大きな下押しリスクが生じました。**

図表1: 日米欧 中央銀行の参考物価指標

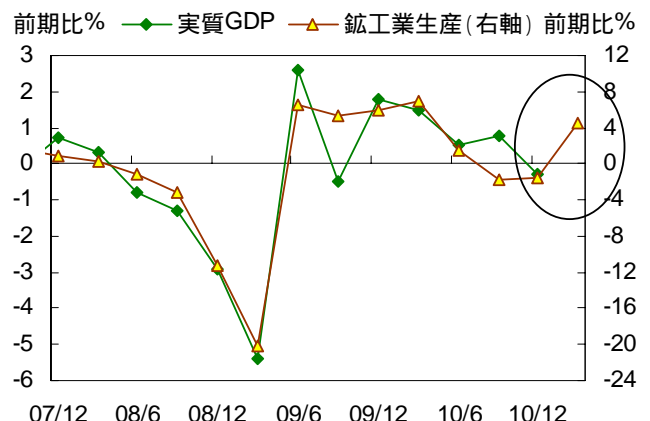
欧州の利上げ観測が高まっている



出所: 総務省、米労働省、Eurostat、りそな銀行

図表2: 実質 GDP 成長率と鉱工業生産(前期比)

2011年1-3月期はプラス成長に転じる可能性が高い



出所: 内閣府、経済産業省、りそな銀行  
注: 生産の直近は経済産業省予測調査による

#### 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、确实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. 生産は1-3月期に前期比増加へ

1-3月期にも生産が増加に転じ、景気は足踏みを脱する見通し

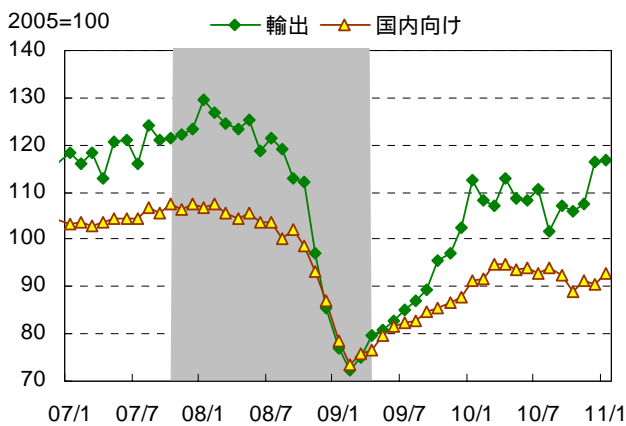
2010年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比0.3%減と5四半期ぶりのマイナスとなりましたが、2011年1-3月期にも再びプラスへ転じ、景気は足踏みから脱するとみられます。実質GDPの動きと相関が高い、鉱工業生産が前期比で増加する公算が高いためです(図表2)。

1月の生産は前月比1.3%増と3ヶ月連続で増加。乗用車が増加した輸送機械(同7.0%増)、一般機械(同3.9%増)、鉄鋼(同5.6%増)などが堅調でした。経済産業省予測調査によると、3月まで増加が続き、1-3月期は3期ぶりの増加となる見通しです。出荷の内訳を確認すると、輸出向け出荷が堅調を維持する中、国内向け出荷も持ち直しています(図表3)。

一方、1月は厳冬によるエネルギー輸入の増加などを背景に、貿易収支が22ヶ月ぶりの赤字となりました(図表4)。1月は、中華圏の旧正月や各国の年始休暇のずれから、貿易収支は赤字になりやすい傾向があります。2000年以降で赤字になった月は今回も含め10回ありましたが、2008年のリーマン・ショック直後の10-12月と、景気の底であった2009年3月を除いた残り6回のうち、5回は1月に起きています。中国の貿易シェアの上昇から、中国の休日の影響は大きくなっています。

図表3: 鉱工業出荷内訳 (灰色は景気後退期)

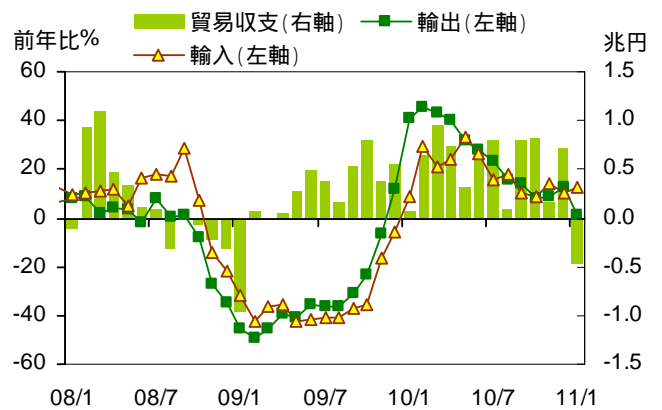
輸出向け出荷が堅調な中、国内向けが持ち直し



出所: 経済産業省、内閣府、りそな銀行

図表4: 輸出入の前年比と貿易収支

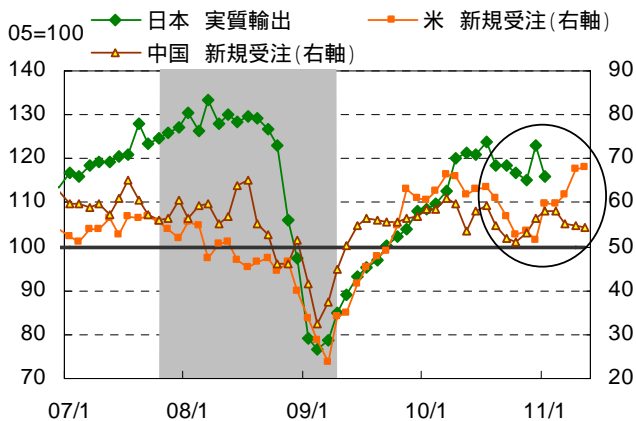
1月は22ヶ月ぶりの貿易赤字となった



出所: 財務省、りそな銀行

図表5: 米中新規受注指数と日本の輸出

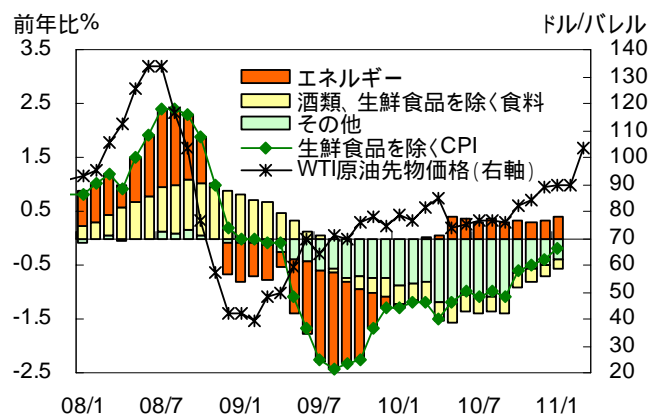
米中の新規受注は日本の輸出の加速を示唆



出所: 日銀、米ISM、中国国家統計局、内閣府、りそな銀行  
注: 灰色は日本の景気後退期

図表6: 消費者物価指数(CPI)の動向

エネルギー価格上昇の一方、食料などは下落基調



出所: 総務省、Bloomberg、りそな銀行  
注: WTI直近値は3月1~10日の平均

新規受注は輸出の加速を示唆

日本の輸出に先行して動く、米国や中国の製造業の新規受注指数が好調を示す 50 を超えて推移しています。特に米国の受注は 2004 年以來の水準へ改善しており、日本の輸出の加速を示唆しています(図表 5)。中国などアジア向けが堅調な中、出遅れていた対米輸出が改善し、**輸出主導で景気は緩やかな回復を続けるとみられます。**

原材料価格上昇は、企業コストには早めに反映される

しかし、原油など原材料価格の高騰が景気の腰を折るのではないかと懸念が高まっています。足元、新興国の需要が強く、需給がタイトなことから原材料価格の上昇は、製造段階には比較的早く反映されています。こうした原材料費の上昇が販売価格に転嫁された場合、販売価格の上昇が売上鈍化を招く恐れがあります。また、同業者の競争が厳しいなどの理由から転嫁ができない場合は、企業のマージンが削られることになります。削られたマージンを他のコスト削減で穴埋めする場合、人件費が対象になることも多く、個人消費に悪影響が出る可能性があります。

エネルギー以外の原材料価格上昇は、日本の消費者物価にはなかなか転嫁されない

日本でも、2008 年に原油価格が急騰したことなどを契機に、電気代・ガス代などの公共料金やガソリン小売価格に原油輸入価格が直接反映される仕組みが導入されました。エネルギー関連は、消費者物価の上昇が既に起きています。一方、コーヒーや小麦など食料品の国際価格上昇は消費者の低価格志向が根強く、企業間の競争も厳しい中、消費者物価への転嫁は難しい様子がうかがえます(図表 6)。これは日本ではよくある現象ですが、世界的には食料品中心に消費者物価の上昇は既に加速し、途上国の不安定化につながっています。北アフリカや中東情勢の緊迫化も失業者の増加や物価の上昇など、身近な不満に始まったものが多いといえます。

消去法的に原油への依存が高まる

ただし、**基本的には、100 ドルを超える水準が数ヶ月単位で続かない限りは、景気への影響は限定的です。**足元の原油価格上昇は、産油国の政治的混乱が収束すれば、一服するとみており、2008 年のように 1 バレル 150 ドルをうかがう勢いもないとみています。しかし、日本の震災を機に原子力発電所の危険性が再認識されたことで、世界の原子力利用は転換を余儀なくされるでしょう。消去法的に原油への依存が再び高まり、中長期的に原油価格が下がりづらい状況となったと考えられます。

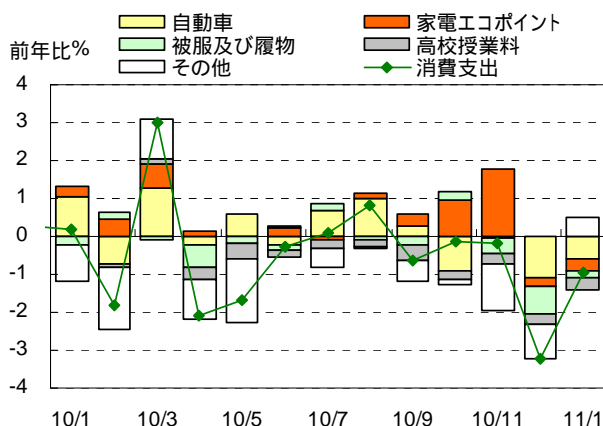
## 1-2. 政策効果剥落で個人消費は低迷

家電駆け込み購入が自動車の反動減をある程度相殺

1 月の二人以上世帯の名目消費は前年比 0.9% 減と、5 ヶ月連続の前年割れとなりました(図表 7)。自動車が 10 月以降 4 ヶ月連続、テレビなど家電エコポイント対象製品が 12 月以降 2 ヶ月連続で減少しており、エコカー補助金終了と家電エコポイント制度の規模縮小で消費は反動減に見舞われています(図表 7)。100 世帯あたりのテレビ購入数量は、11 月の 7.8 台をピークに、12 月は 2.3 台に減少しました(図表 8)。

図表7: 名目消費 品目別寄与度(二人以上の世帯)

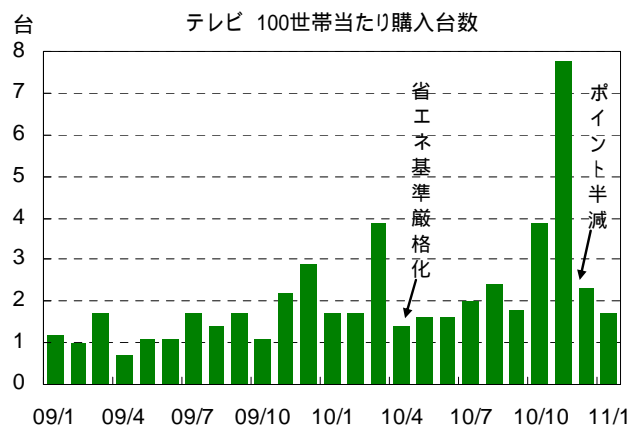
政策・猛暑効果の剥落で個人消費は 5 四半期ぶり減少



出所: 総務省、りそな銀行  
注: 家電エコポイントはテレビ、エアコン、冷蔵庫への支出合計

図表8: テレビ 100 世帯当たり購入台数

テレビの購入は 2010 年 11 月がピークだった



出所: 総務省、りそな銀行

### 1-3. 雇用の先行きに明るさも

1月の失業率は4.9%と、12月と変わりませんでした(図表9)。就業者は前年比9万人減少と2ヶ月ぶりの減少でした。宿泊・飲食サービス(同23万人増)、医療・福祉(同16万人増)、卸小売(同14万人増)等は増加しましたが、製造(同29万人減)、建設(同16万人減)などの減少が続いています。

雇用関連DI  
は就業者数の  
増加を示唆

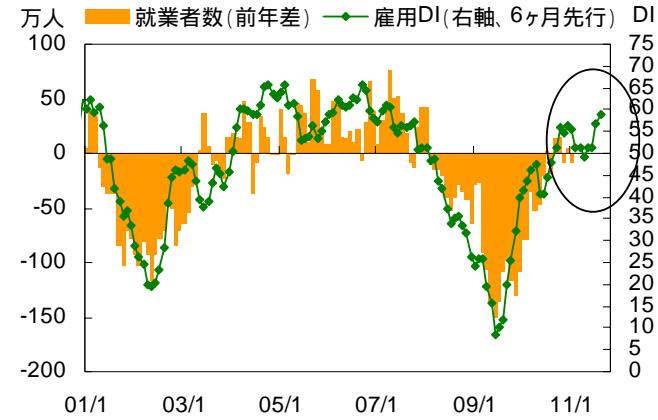
職のを見つけやすさを示す有効求人倍率は0.61倍と、前月比0.03ポイント上昇しました。改善は10ヶ月目に入りましたが、雇用形態別では、パートタイムの0.95倍に対し、正社員は0.40倍です。正社員の職を求める求職者と求人のミスマッチが、失業者数が減らない背景と考えられます。しかし、景気ウォッチャー調査によると、雇用関連の現状判断は11月以降、横ばいを示す50を超えており、2月は58.9と2006年10月(60.6)以来の水準に改善しています。この雇用関連DIは就業者数の動きに半年ほど先行する傾向があるため、**下期は就業者数が増加に転ずる可能性があるとみています**(図表9)。もっとも、震災の発生により、状況は不透明になってきました。

団塊世代が  
65歳に近づく

一方、1947-1949年生まれが中心の「団塊の世代」が65歳に近づいている点は、若年層の雇用環境改善につながるものと期待されます。2007年頃から、60歳以上の就業者が前年比で大幅な増加に転じていますが、これは高齢者雇用が進んでいるわけではなく、団塊の世代が60代に入ったためです(図表10)。農業や小売などの自営業主も多く、全員が引退するわけではありませんが、65歳をもって一線から身を引く人も多いと考えられます。若年の失業者や新卒者とはミスマッチも大きいとみられますが、若年層雇用が増える余地が生まれるかもしれません。

図表9: 就業者数と景気ウォッチャー雇用DI

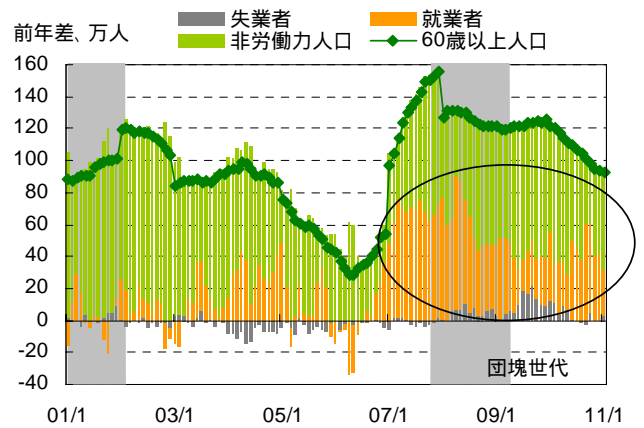
就業者数は増加に転じる可能性



出所: 総務省、内閣府、りそな銀行

図表10: 60歳以上の雇用情勢(灰色は景気後退期)

1947-49年生まれの団塊世代の引退が近づく



出所: 総務省、内閣府、りそな銀行

### 1-4. 国内設備投資は基本的に低水準だが、震災復興需要も

設備投資は低  
水準が続く  
が、震災復興  
需要も

**輸出や生産は足踏みから抜け出す目処がみえてきたものの、設備投資意欲は高まっておらず、しばらく低調が続くとみています。**ただし、下期以降は数兆円規模の震災復興需要も見込まれます。

2010年10-12月期法人企業統計によると、全産業合計の売上高は4四半期連続、経常利益は5四半期連続で増加し、増収増益を維持したことが示されました。業種別では、製造業は石油・石炭を除く全ての業種で増収、非製造業では卸売が4期連続増収と好調だった一方、小売は6期ぶりの減収に転じました。輸出が堅調な一方、エコカー補助金終了が自動車小売などに影響したものとみられます。



製造業の経常利益はリーマン・ショック前より2割低い

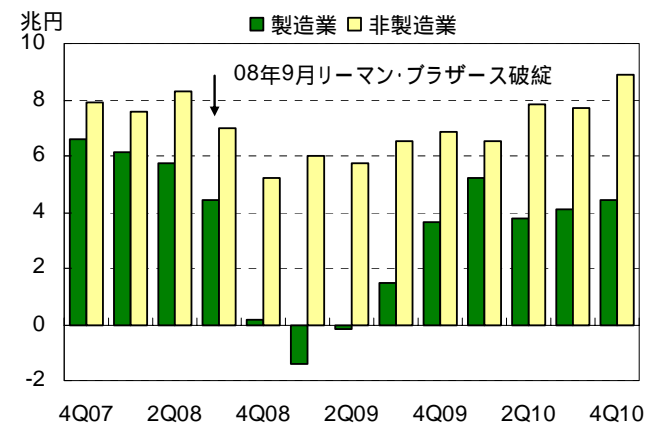
経常利益は前年比 27.3%増。うち製造業が 20.0%増、非製造業が 31.6%増と、共に 5 四半期連続の増益だが、水準はリーマン・ショック前の 2008 年 4-6 月期には未だ達していません。全産業合計では、売上高が 9.0%、経常利益は 2.3%低く、特に製造業の経常利益は依然として 2 割低い水準にあります(図表 11)。

非製造業の設備投資が低迷

ソフトウェアを除く設備投資は前年比 4.8%増と、3 年半ぶりの増加に転じた 2010 年 7-9 月期に続く増加となりました。しかし、**製造業の設備投資は反転したものの、主力の非製造業は 2 四半期連続の前期比減少と、盛り上がりが見られません**(図表 12)。輸出堅調で一部製造業は設備投資を再開したものの、内需は消費刺激策終了後の姿が不透明なためと推察されます。

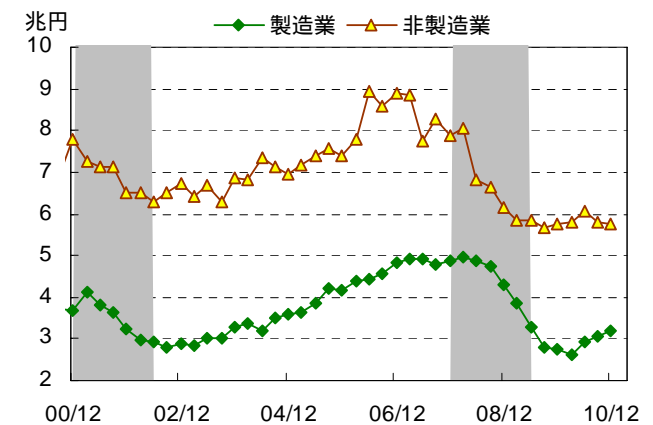
なお、阪神大震災による建築物等の被害総額は、兵庫県によると 10 兆円と推計されています。生産設備等を含む建築物が 6 兆円、インフラや公共設備が 4 兆円という内訳です。今回の震災はこれを大幅に上回ることが確実とみられ、下期以降は数兆円規模の復興需要が見込まれます。

図表11: 経常利益の推移(当社による季節調整済み)  
増益だが、製造業はリーマン・ショック前の水準を下回る



出所: 財務省、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12: ソフトウェアを除く設備投資額  
主力である非製造業の設備投資が低迷



出所: 内閣府、財務省、りそな銀行  
注: 灰色は景気後退期、季節調整は当社による

## 2. 米国 - 住宅・雇用が成長率加速の足枷

成長率加速には住宅・雇用が足枷

米国では、金融緩和を背景に景気の回復基調が続いています。特に、企業や個人消費関連の指標改善が続いており、新興国需要の強さや家計の行動が平常時に戻ってきたことがうかがえます(図表 13)。しかし、**失業者数や販売用住宅の在庫が過去最大規模にのぼっていることは、成長率が潜在成長率とされる 3%を超えて加速するには足枷となるとみています。**

失業者数は統計開始以来最悪の水準

米国の 2 月雇用統計は、非農業部門の雇用者数が前月比 19.2 万人増加、失業率も低下し、雇用改善が続いていることを示しました。しかし、改善のピッチは期待ほど高まっていません。2003 年の IT バブル崩壊後と、リーマン・ショックから足元の失業者数を比較すると明らかです。前回の失業者数のピークは 2003 年 6 月の 930 万人でしたが、今回は 2009 年 10 月の 1560 万人が統計開始以来最大となり、足元でもなお 1370 万人にのぼります(図表 14)。

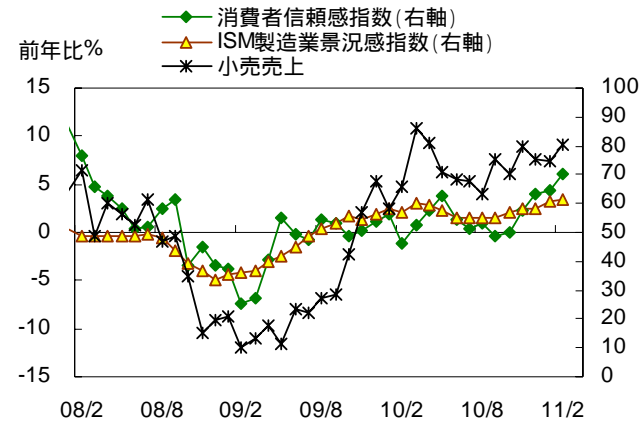
現在の雇用の増加ピッチでは失業率 8%割れは年末以降

2 月の失業率は 8.9%へ下落しましたが、ピークであった 2009 年 10 月の 10.1%から、ようやく 1%ポイントの低下で、依然高水準です。仮に 2 月と同様、失業者が毎月 19 万人ずつ減少し、就業者となった場合でも、失業率が 8%以下となるのは 2011 年 10 月と試算されます。職探しを一旦やめて非労働力人口となった人が 100 万人いることを考えると、さらに改善ピッチは遅くなる可能性があります。

表紙の注意事項をよくお読みください。

図表13: 米国 企業・家計心理と小売売上高

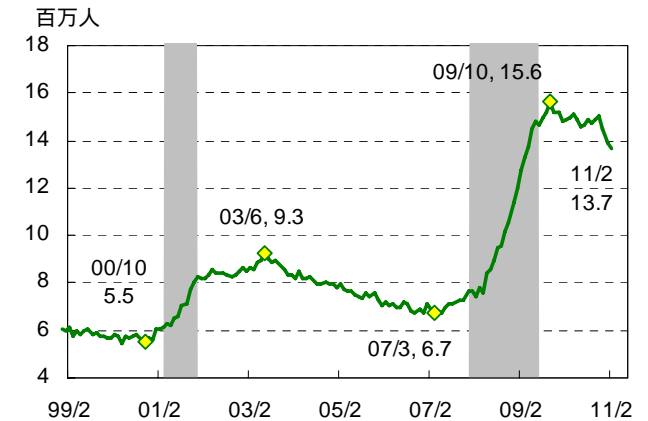
企業や家計の心理、個人消費の改善は続いている



出所: 米商務省、米 ISM、コンファレンスボード、りそな銀行

図表14: 米国 失業者数(灰色は景気後退期)

2009年の失業者数は1948年の統計開始以来最大



出所: 米労働省、NBER、りそな銀行

### 3. 中国 - 金融引き締めを続行

金融引き締めは続行

**中国では物価上昇が続いており、当局は金融の引き締めを続ける姿勢を明確にしています。**金融の引き締め過ぎによる景気の失速を懸念する見方もありますが、生産も2桁台の伸びを維持するなど、中国経済は今のところ堅調です。

消費者物価統計に対する不満は、物価への関心の高さの反映

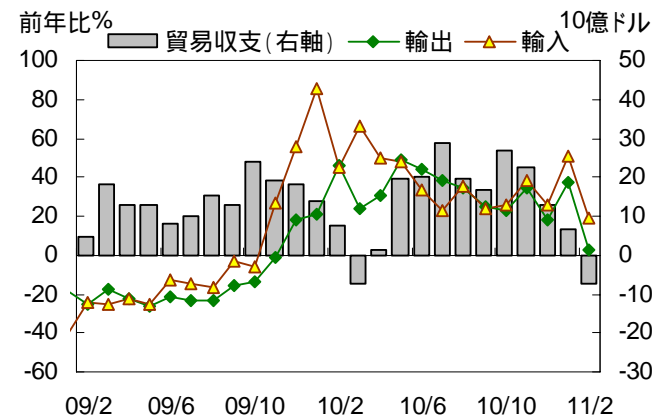
2月は貿易収支が11ヶ月ぶりの赤字となりました(図表15)。中国では旧正月の休暇が経済に与える影響が大きい上、時期が毎年ずれるため、1-2月の経済指標は累計でみるべきと言われています。しかし、1-2月累計でも8.5億ドルの貿易赤字と、昨年(213.3億ドルの黒字)とは対照的な結果になりました。1-2月の輸出は247.5億ドルと前年比43.5億ドルの増加でしたが、輸入が65.7億ドル増の248.3億ドルまで増加したためです。

また、2月の消費者物価指数は前年比4.9%上昇と、1月と同じでした。食品は肉の値上がりなどで上昇しましたが、家賃の伸びが鈍化し、相殺したとみられます(図表16)。

13日に閉幕した全国人民代表大会会議では、2015年までの第12次5ヵ年計画における経済目標として、「平均7%成長の達成」と共に、「都市の失業率5%未満」や「物価の安定」が掲げられています。また、「低所得層のための3600万戸のアパート建設」や、「毎年13%以上の最低賃金引き上げ」など、所得格差や物価上昇で高まる国民の不満

図表15: 中国 輸出入の前年比と貿易収支

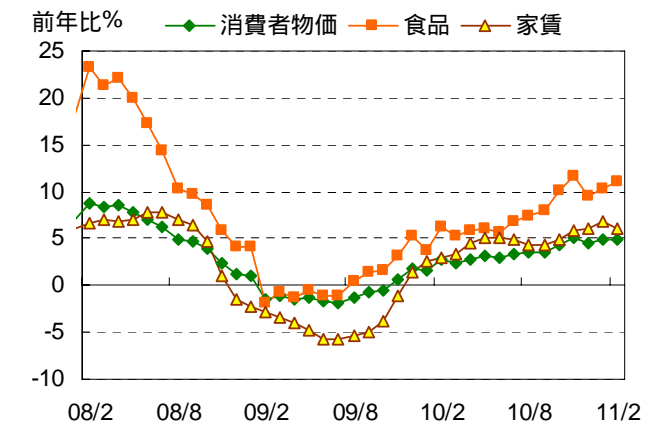
2月の貿易収支は11ヶ月ぶりの赤字



出所: 中国税関、りそな銀行

図表16: 中国 消費者物価

食品価格の上昇は続き、消費者物価は上昇傾向



出所: 中国国家統計局、りそな銀行

表紙の注意事項をよくお読みください。

への対策が前面に出ています。チュニジアに始まった混乱が各国に飛び火しており、中国政府は神経質になっているようです。しかし、物価沈静化のために大胆な利上げで金融を引き締めることは、成長率を鈍化させ、失業問題を招きかねないことから、**実際のところ利上げは緩やかにしか出来ないとみられます。中国当局は、人民元相場の高め誘導によるエネルギーなどの輸入価格の抑制など、別の手段を積極的に活用すると考えられます。**

#### 4. 日本の GDP 予想 - 輸出主導の持ち直しシナリオは据え置き

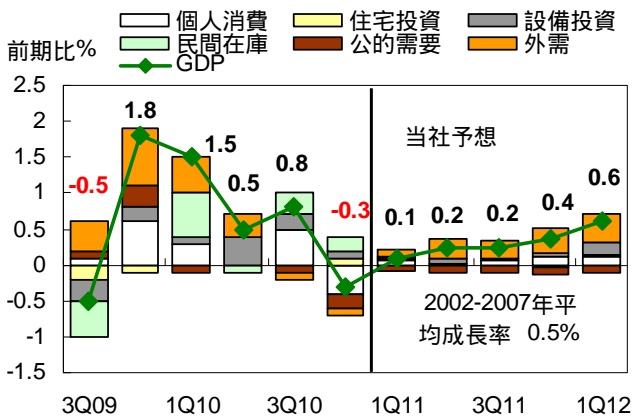
景気見通しは据え置きが、震災は大きな下押しリスク

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です。震災の影響は、GDP のルール上は、復興で再建される分だけがカウントされます。このため 1995 年の阪神大震災の影響も GDP ではほとんど確認できません。現時点では被害の全容もつかめていないため、景気見通しについては先月のまま据え置きとしたいと思います(図表 17、18)。

しかし、震災が個人の心理面に与える影響は大きく、特にエコ関連の消費刺激策終了で地合いのよくない個人消費には逆風とみています。また、首都圏の電力供給に制約がかかったことも、経済活動全般に対する下押しリスクとなります。輸出主導の景気持ち直しには足枷となりかねない事態ではあります。

図表17: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

2011 年 1-3 月期以降は前期比増加へ戻る見通し



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)

2010-2011 年度は 2 年連続のプラス成長見込み

%、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	2.9	0.9
個人消費	-1.2	0.0	0.7	0.1
設備投資	-1.1	-2.1	0.7	0.3
外需	-1.2	0.3	1.2	0.7

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