

## 景気の見通し

- ◇ 金融市場混乱の長期化は、各国経済の疲弊と指導者の政治力低下が原因
- ◇ 東日本大震災からの復旧、民間部門は前倒し、公的部門に遅れ
- ◇ 内外需の弱さから、来年度に向けて日本経済の回復は緩やかにとどまる

### 1. 景気の現状と見通し(平成 23 年 9 月 16 日現在)

先進国経済の疲弊と指導者の政治力低下が混乱の源

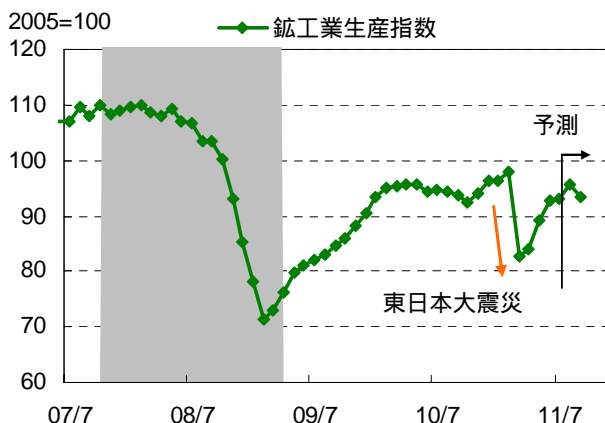
世界の金融市場の混乱が収まりません。各国の足並みの乱れから欧州債務問題の影響は金融機関に及び始めています。混乱の根源は、先進国経済の疲弊と指導者層の政治力低下です。2008 年の世界金融危機後、欧米や日本では政権交代があり、新たな指導者の下、一致して金融危機解決にあたりました。世界経済は各国の思い切った財政出動と新興国経済の好調に支えられ浮揚しましたが、未だ脆弱です。財政出動の後に残った公的債務の大きさと、対照的にあまりにも緩やかな回復ピッチに有権者が気づいたことが、指導者への懐疑と支持率低下につながっています。欧州問題解決に団結して取り組めないのも、指導者達が有権者の疑念にうまく答えられないからでしょう。

来年度に向けて日本の回復は緩やかに

日本では、東日本大震災による生産体制の混乱は 7 月にほぼ正常化しました。民間の復旧は前倒しで進んでいます。しかし、政治の混乱から公共投資の実行は遅れています。一方、一連の消費刺激策による需要先食いで個人消費は低調です。原子力発電所事故の風評被害に加え、米国経済の減速を背景に輸出も弱含みです。生産体制正常化後は、内外需の弱さに目が向くことになるでしょう。年末は公共投資の本格実行が下支えとなるものの、来年度に向けては緩やかな景気回復にとどまると予想されます。

図表1: 鉱工業生産指数(灰色は景気後退期)

9 月は半年ぶりに減少の見通し



出所: 経済産業省、内閣府、りそな銀行  
注: 予測は経済産業省予測調査による

図表2: 電力需給見通し(原発が再稼動しない場合)

今冬にも全国的に電力需給が逼迫する見通し

(万kW)	今冬の需給見通し				来夏の需給見通し			
	最大電力 需要(a)	供給力 (b)	予備率 (b-a)	(b-a)/a	最大電力 需要(a)	供給力 (b)	予備率 (b-a)	(b-a)/a
北海道	579	658	79	13.6%	506	474	-32	-6.3%
東北	1,420	1,317	-103	-7.3%	1,480	1,485	5	0.3%
東京	5,150	5,094	-56	-1.1%	6,000	5,193	-807	-13.4%
中部	2,342	2,485	143	6.1%	2,709	2,750	41	1.5%
関西	2,665	2,440	-225	-8.4%	3,138	2,533	-605	-19.3%
北陸	528	541	13	2.4%	573	565	-9	-1.5%
中国	1,074	1,164	90	8.4%	1,201	1,234	33	2.7%
四国	520	503	-17	-3.3%	597	529	-67	-11.3%
九州	1,533	1,496	-37	-2.4%	1,750	1,534	-216	-12.3%
東3社	7,149	7,069	-80	-1.1%	7,986	7,152	-834	-10.4%
中西6社	8,662	8,629	-33	-0.4%	9,968	9,145	-823	-8.3%
9電力	15,811	15,698	-113	-0.7%	17,954	16,297	-1,656	-9.2%

出所: 経済産業省「7月29日エネルギー・環境会議資料」、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. 「復旧」後の回復は緩やか

9月には増産一服の見通しが示された

7月の鉱工業生産は前月比0.4%増と4ヵ月連続増加ながら、増加率は予測調査(同2.2%増)を下回りました。更に、9月は6ヶ月ぶりの前月比減少の見通しと、震災前水準の回復は遠のいています(図表1)。大企業の生産体制復旧は順調に進んでいるものの、内外需の弱さが下期の重石になりつつあります。輸送機械が同5.5%増と全体を牽引しましたが、在庫が高水準にのぼる電子部品・デバイス(同3.4%減)の減少が生産全体の足を引っ張りました。また、化学(同6.3%減)、金属製品(同2.4%減)、鉄鋼(同0.7%減)など素材も底ばいしており、節電の影響が考えられるものの、内外需の弱さを加工セクターに先んじて示している可能性があり、注視が必要です。

7-9月期生産は大幅増の見通しだが、実感は薄い

予測調査通りなら7-9月期は前期比6.1%増となりますが、回復の勢いは5-6月がピークだったため、実感が薄いものになるでしょう。最大のセクターである輸送機械は9月に増産一服(前月比6.4%減)する見通しです。自動車各社は強気の生産計画を掲げていますが、電力コストの上昇に加え、部材の調達難が再浮上するなど、問題は山積です。何より、家計調査からも確認出来る国内消費の弱さや米国など外需の減速等、内外需要の弱含みは生産計画見直しにつながりかねません。

## 1-2. 電気は足りるが、高いものに

節電要請は前倒し解除

政府の節電要請は前倒し解除され、計画停電などの非常事態はひとまず回避されました。経済産業省によると、東京電力管内は前年比15%減の節電目標に対して、同18.4%減を達成しました。夜間操業や自家発電など企業努力の賜物である一方、稼働率指数から試算すると7月の設備稼働率が69.1%と、直近のピークである2007年8月(84.6%)の8割にとどまっていたことも余裕につながったはずです。

震災前のように原発に頼れない

経済産業省の見通しでは、原子力発電所の再稼働ができなければ、今年の冬にも全国的に電力需給が逼迫します(図表2)。枝野経済産業大臣は再稼働に前向きですが、たとえ原子力発電所の全停止は回避できたとしても、震災前のように発電量の3割を担うことは不可能でしょう。

電力不足回避は可能だが、コストは確実に上昇

今夏の経験からわかったのは、火力発電や自家発電への依存を高めれば電力不足は回避可能だということです。但し、コストは着実に上昇します。電力料金引き上げは避けて通れないでしょう。震災後の非常事態の中、採算度外視で復旧を進め、節電目標を達成した企業も多いはずですが、これが常態化するのであれば、話は違ってきます。生産回復を続けていく上で、電力コストがこれまで以上に重要な要因となってきました。

## 1-3. 地デジ化・節電特需も小粒、消費は低調

地デジ化や節電特需は小粒

7月の二人以上世帯の実質消費支出は前年比2.1%減と、5ヶ月連続の前年割れでした。うち東北地方が同12.8%減、その他の地方は同1.3%減と、7月は被災地の落ち込みが大きくなっています。品目別寄与度をみると、自動車やガソリンなど交通・通信が引き続き、最大の減少要因でした。昨年、エコカー補助金の終了を控えて自動車販売が盛り上がった反動とみられます。また、交際費の減少も目立ちます(図表3)。

需要先食いの副作用が続く

一方、設備修繕等の住居費が増加しており、震災被害の補修に加え、住宅エコポイント制度による需要喚起があったようです。また、アナログ放送終了(東北3県除く)を受け、テレビの購入は100世帯あたり3.3台と昨年11月以来の水準となりました。もっとも、テレビを含む教養娯楽用耐久財の増加は、消費全体の落ち込みを補うには到りませんでした(図表3、4)。政策変更で消費のトレンドが左右される状況は続いていましたが、テレビの地上デジタル放送化、住宅エコポイントの終了で、消費の盛り上げ要因は来春のエコカー減税終了まで一旦打ち止めとなります。今後は需要先食いの副作用がいつ終わるかが焦点です。

図表3: 地域別 実質消費支出 品目別寄与度

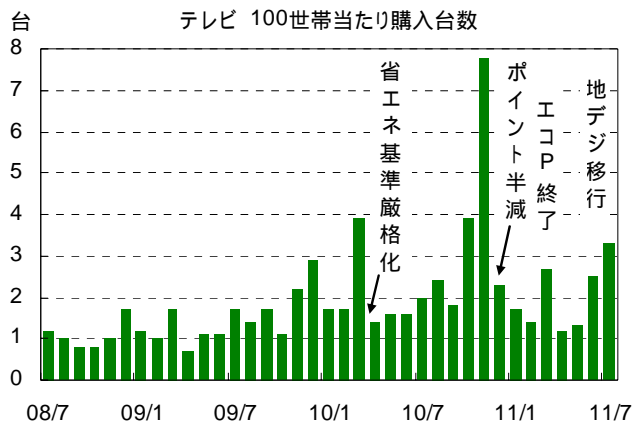
地デジや節電特需による消費押し上げ効果は小さかった

		全国					東北地方					東北以外の地方				
消費支出(実質増減率%)		3月	4月	5月	6月	7月	3月	4月	5月	6月	7月	3月	4月	5月	6月	7月
寄与度	食料	-0.30	-0.10	-0.39	0.02	0.22	-1.09	-0.53	0.24	0.73	0.88	-0.24	-0.07	-0.43	-0.03	0.17
	住居	-0.96	-0.48	0.49	-0.81	0.92	-1.29	-2.42	-1.06	5.83	0.53	-0.94	-0.33	0.60	-1.28	0.95
	家賃	0.05	0.16	0.17	0.17	0.14	-0.76	-0.49	-0.03	0.34	-0.27	0.11	0.21	0.19	0.15	0.17
	設備修繕維持	-1.01	-0.64	0.32	-0.98	0.78	-0.53	-1.92	-1.02	5.48	0.80	-1.04	-0.54	0.42	-1.43	0.78
	光熱・水道	0.04	-0.33	-0.39	-0.35	-0.17	0.27	0.13	-0.66	-0.40	0.00	0.02	-0.36	-0.36	-0.35	-0.18
	家具・家事用品	-0.19	0.08	0.73	0.44	0.22	-0.93	-0.25	0.51	0.29	0.13	-0.13	0.11	0.75	0.45	0.22
	被服及び履物	-0.63	0.19	-0.03	-0.03	-0.08	-1.02	0.32	-0.28	-1.03	0.07	-0.60	0.18	-0.01	0.04	-0.10
	保健医療	0.28	0.17	0.12	-0.08	-0.07	-0.90	0.43	-0.30	-1.91	-1.07	0.37	0.15	0.15	0.05	0.00
	交通・通信	-2.05	-0.26	-1.51	-1.47	-2.33	-5.31	7.54	-3.69	-1.53	-7.01	-1.80	-0.84	-1.35	-1.47	-1.96
	教育	-0.62	-0.87	0.48	-0.02	0.16	-1.87	-2.10	-2.13	-0.41	-0.18	-0.52	-0.78	0.68	0.01	0.19
	教養娯楽	-1.66	0.13	-0.80	-0.19	0.90	-1.30	0.38	-2.05	-0.13	-1.57	-1.68	0.11	-0.71	-0.20	1.08
	教養娯楽用耐久財	-0.09	0.29	-0.07	0.48	0.72	-0.83	0.11	-0.33	1.82	0.01	-0.04	0.30	-0.05	0.38	0.77
	その他	-1.74	-0.53	0.15	-0.99	-1.89	-4.45	2.77	2.48	4.30	-4.63	-1.52	-0.78	-0.03	-1.36	-1.68
	交際費	0.02	-0.28	0.21	-0.55	-0.93	0.04	0.18	1.30	3.50	-1.95	0.02	-0.31	0.13	-0.84	-0.85

出所: 総務省、りそな銀行

図表4: 家計調査 100世帯当たりテレビ購入台数

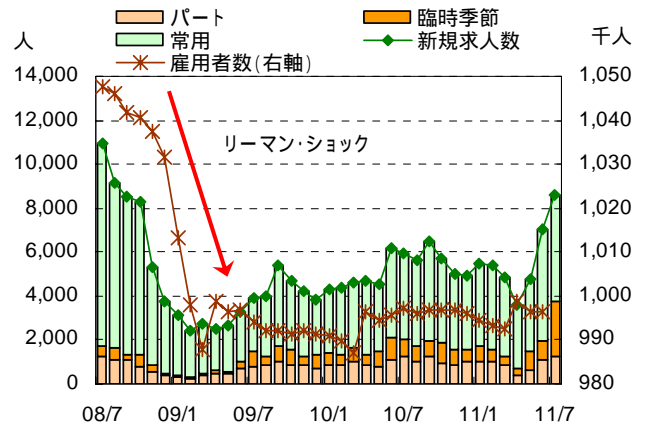
アナログ放送終了でテレビの駆け込み購入が増加



出所: 総務省、りそな銀行

図表5: 輸送用機械製造業 新規求人と雇用者数

雇用は大きく減ったまま、正社員など常用の求人は低水準



出所: 厚生労働省、りそな銀行

### 1-4. 雇用のミスマッチが大きい

雇用改善は一進一退

7月の失業率は4.7%と、2ヶ月連続の前月比0.1ポイント上昇。就業者数が同4万人減少、失業者数が同5万人増加しました。6月の失業率悪化は職探しをしていない人が含まれる非労働力人口の減少を伴ったため、職探しを再開する動きとみていましたが、7月は状況が異なります。雇用の改善は一進一退です。

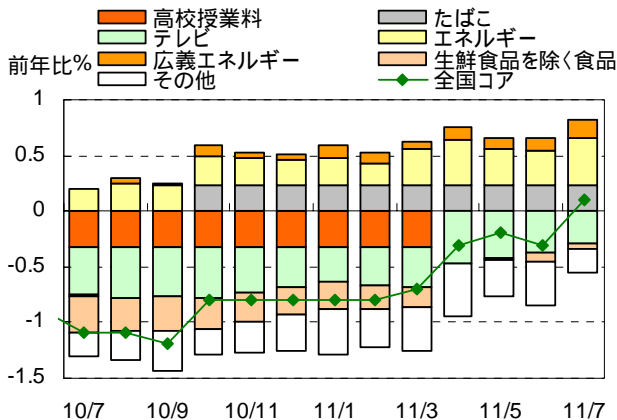
有効求人倍率は改善傾向だが、雇用形態や業種のミスマッチ大きい

一方、職のを見つけやすさを示す有効求人倍率は0.64倍と、4-5月を底に改善が続いています。しかし、就職件数は前年比、前月比とも減少と、雇用に結びついていません。求人数は増加しているものの、雇用形態や業種のミスマッチが大きいことが原因とみられます。例えば、輸送用機械製造業の7月の新規求人数は8,632人と2008年8月以来の規模でした。しかし、パートタイムが1,232人、臨時・季節雇用が2,547人を占め、正社員など常用の求人は4,853人と、2008年8月の7,547人の6割にとどまります。更に、輸送用機械製造業の雇用者数(パートタイム含む)は2008年の約105万人からリーマン・ショック後、99万人を割り込み、足元も100万人程度にとどまります。雇用者数は5万人少ないままなのです(図表5)。医療・福祉の7月の新規求人は12.7万人、常用だけでも7.7万人と、人手不足の業種も確かにありますが、異業種への参入はなかなか難しいのが実情のようです。

表紙の注意事項をよくお読みください。

図表6: 全国消費者物価指数(生鮮食品を除くコア)

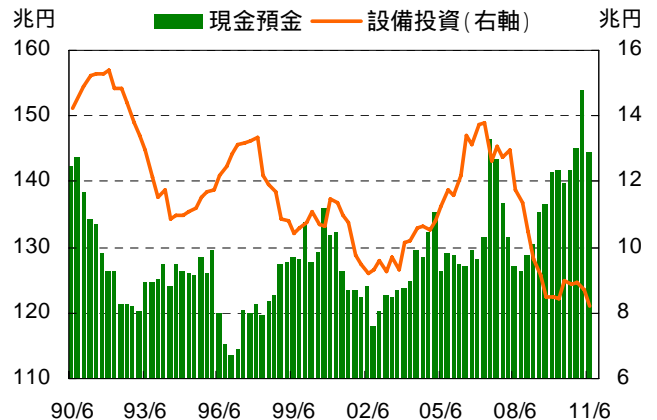
政策やエネルギーの影響がない「その他」が上がりづらい



出所: 総務省、りそな銀行  
注: 広義エネルギー = 航空運賃 + 外国パック旅行

図表7: 設備投資額(ソフトウェアを除く)と手元資金

設備投資は低調、手元資金が積み上がる状況が続く



出所: 財務省、りそな銀行

### 1-5. それでも物価は上がりづらい

7月生鮮食品を除くCPIは前年比0.1%上昇

2010年新基準による7月消費者物価指数(CPI)が発表されました。全国の生鮮食品を除く消費者物価(コアCPI)は、事前の下落予想に反して前年比0.1%上昇しました。ガソリン価格上昇が主因です。また、燃油サーチャージ引き上げによる航空運賃や外国パック旅行の上昇のほか、7月中にテレビの地上波デジタル化移行が一部の地域を除き完了したことでテレビの下落率が鈍化しました(図表6)。

世界的には物価上昇基調だが、日本は別

今後の見通しですが、10月には昨年のたばこ税引き上げの影響が一巡し、0.2%ポイント以上の下落要因になります。また、電気代の引き上げは避けられないものの、経済産業大臣の認可が必要であり、時間がかかります。原油や穀物など国際商品の価格は高止まりしており、世界的には消費者物価はなお上昇基調です。しかし、日本では国内消費の弱さから、政策やエネルギー価格上昇の直接的な影響がない部分の物価は上がりづらい状況が続くと予想します。9月の日銀金融政策決定会合でも、「消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移する」との見通しが示されました。日銀の中長期的な物価安定の目安である1%程度との乖離は再び拡大し、日銀が「実質ゼロ金利政策を継続」する可能性が更に高まりました。

日銀は「当面物価は上がらない」とみる

### 1-6. 企業は慎重、民間復興需要は先送りから規模縮小へ

復興関連の国内設備投資が確認できない

企業の設備投資は依然低調です。震災からの復興需要が期待されていましたが、民間設備投資の増加は今のところ確認できません。2011年4-6月期の法人企業統計によると、日本企業全体の設備投資額は4四半期ぶりの前年比減少となりました。前期比でも3四半期連続の減少です。4-6月期もキャッシュフローの半分しか設備投資に回っておらず、代わりに手元資金が積み上がる状況は変わっていません(図表7)。生産正常化がほぼ完了する中、復旧のための設備投資は必要最低限であり、企業は震災発生前と同様、非常に慎重なことがうかがえる結果です。

企業は慎重にならざるを得ない

円高、厳しい二酸化炭素削減目標、高い法人税、自由貿易協定(FTA)交渉の遅れ、厳格な労働規制、電力状況、など大手自動車社長が「6重苦」と呼んだ厳しい国内のビジネス環境に加え、欧米景気の減速など、企業が設備投資に慎重にならざるを得ない材料は益々増えています。期待されていた震災からの復旧・復興需要による国内設備投資の増加は、よくて先送り、規模の縮小も想定すべきかもしれません。

## 2. 米国 - 心理の悪化に实体经济が追いついた

経済指標は米国の景気減速を示す

先月の「りそな経済マンスリー」発行後に発表された米国の経済指標は、引き続き景気減速を示すものばかりでした。9月のISM製造業景況指数は50.6へ下落、製造業景気の拡大と縮小の判断の分かれ目となる50割れこそしなかったものの、企業心理は前月より悪化しました。コンファレンスボードやシガン大学の消費者信頼感指数も低下し、消費者心理も足元で急激に悪化していることを示しています(図表8)。

雇用者数の増加が止まった

更に、8月雇用統計では、昨年10月以来続いていた非農業部門雇用者数の増加が止まりました。大手企業の従業員ストライキを背景に通信が同4.7万人減少したことも影響しました。ストライキは8月中に終了し、従業員は職場に戻ったと報道されており、雇用動向の判断にはもう数ヶ月をかける必要があります。しかし、景気動向に大きな影響を及ぼす個人消費をみると、食品やガソリンなどの必需品以外の小売売上高が、雇用改善の勢いが落ちるにつれ、鈍化しています(図表9)。

心理の悪化に实体经济が追いついた

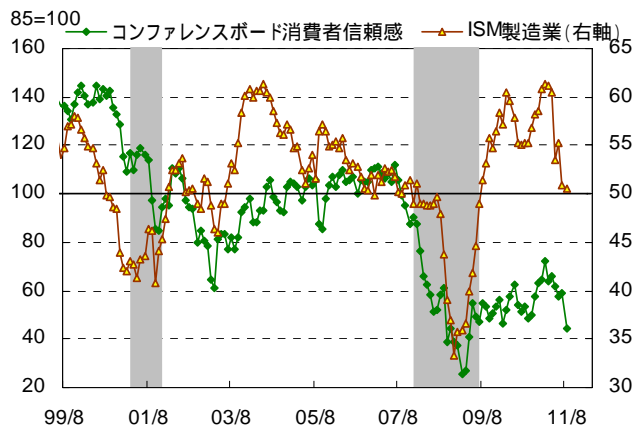
先月までは企業や消費者の心理の悪化ほど、実際の経済活動である雇用などの悪化は目立たなかったのですが、8月分の経済指標は实体经济が心理の悪化に追いついたことを示しました。米国がすぐに景気後退期に入るとまではまだ考えづらいものの、悪い材料は増えており、指標結果を確認しつつ、慎重に判断していきたいと思えます。

追加景気対策は小粒

また、オバマ大統領が9月に発表した追加景気対策(The American Jobs Act)は総額4,470億ドル(約35兆円)と事前報道を上回りましたが、米国のGDP15兆ドルと比較すると、小粒な印象は否めません。更に、議会は共和党が多数派と、日本同様の「ねじれ」状態にあるため、成立まで紆余曲折が予想されます。メニューは個人減税や失業給付の延長など今年末で切れる予定だった昨年の景気対策の延長が約半分を占めており、新規雇用に対する法人減税やインフラ整備への財政支出などがあるものの、新味に欠けます。失望感は隠せませんが、仮に個人減税(オバマ政権の試算では典型的な家計に年1,500ドル)が年末で切れた場合、一人当たり可処分所得(約37,000ドル)の4%程度に当たることから、心理面も含め景気に与えるネガティブな影響は大きいでしょう。

図表8: 米国 企業と消費者の心理(灰色は景気後退期)

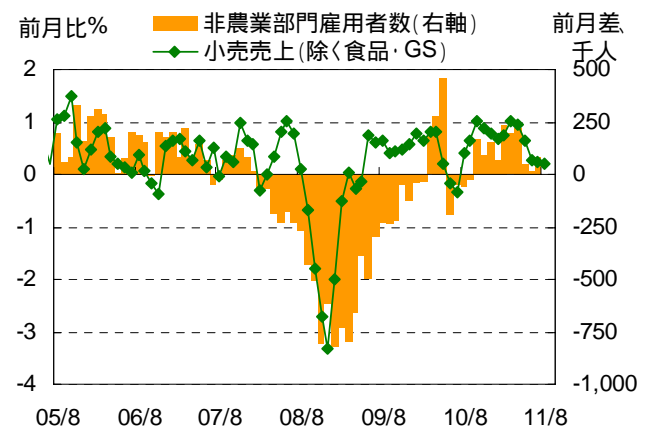
8月の企業、消費者心理は共に悪化を示した



出所: 米 ISM、コンファレンスボード、NBER、りそな銀行

図表9: 米国 雇用と小売売上高

必需品以外の消費も雇用と同様勢いが落ちてきた



出所: 米労働省、商務省、りそな銀行

## 3. 中国 - 物価上昇に歯止め、金融引き締めペースは鈍化

指標は中国経済の堅調さを示す

一方、中国では、米国と対照的に明るい兆しが出てきました。金融引き締めや夏場の電力不足は、さほど深刻でなかった可能性を示す経済指標の発表が続いています。8月の輸出は前年比24.5%増加し、過去2番目の水準となりました。輸入が過去最高となったため、貿易黒字は178億ドルと7月より小さかったものの、貿易は順調です(図表10)。鉱工業生産指数は前年比13.5%上昇と6月(同15.1%上昇)をピークに減速していますが、

表紙の注意事項をよくお読みください。

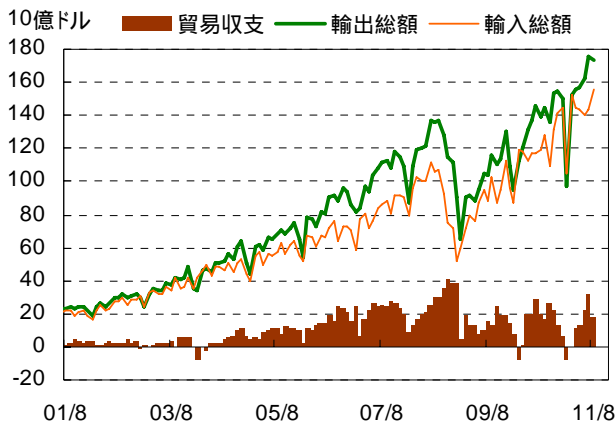
この1年は13-15%の上昇率を維持しており、安定しているともいえます。乗用車販売台数は前年比8.0%増と、3ヵ月連続で加速しました。乗用車については、世帯普及率がまだ低いと、小型車減税終了の影響は懸念されていたほど大きくないようです。また、建設工事の停滞といった報道が目立ちますが、住宅や商業施設も含めた建設投資や住宅販売は昨年を上回るペースで増加しており、中国全体でみれば建設ブームが続いています(図表11)。経済指標で確認する限りは、中国経済は堅調といっているようです。

物価上昇に歯止め、金融引き締めはペースダウンの見通し

更に、8月の消費者物価は前年比6.2%上昇と、高水準ではありますが、上昇に歯止めが掛かりました。物価上昇の元凶とされる豚肉は同45.5%上昇と、7月(同56.7%上昇)より上昇率が鈍化しました。養豚業者への補助金など金融引き締め以外の効果も出てきており、消費者物価の上昇はこのままピークを打つと考えられます。昨年8月以降、利上げが5回、大手銀行に対する預金準備率の引き上げは少なくとも8回ありました(特定銀行に対する準備率引き上げもあったといわれます)。今年の消費者物価上昇率の目標4%達成にはまだ遠いのですが、当局がこれまでのようなペースで利上げや預金準備率の引き上げを行う可能性は低いでしょう。

図表10: 中国 貿易統計

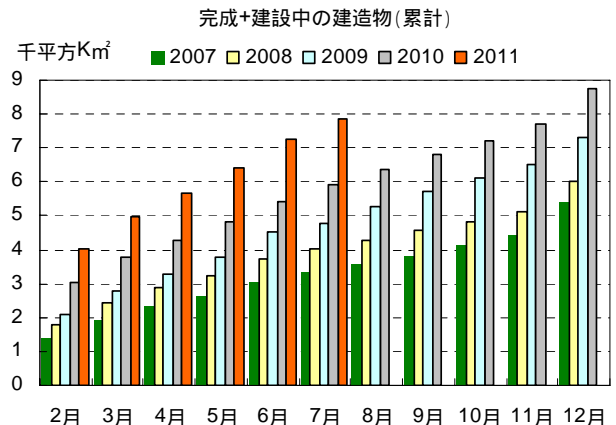
輸出入とも過去最高水準と貿易は好調を続ける



出所: 中国税関、りそな銀行

図表11: 中国 完成及び建設中の建造物(全国、累計)

建設工事は昨年を上回る勢いが続いている



出所: 中国国家统计局、りそな銀行

## 4. 日本の GDP 予想 - 来年度に向けて回復は緩やか

2011年度の成長率はマイナス0.4%

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です(図表12、13)。4-6月期2次速報は1次速報から下方修正されました。主な景気見通しの変更点は、設備投資と民間在庫の2点です。復興関連の設備投資は先送りされるとのシナリオでしたが、更に規模も縮小されるとして、下方修正しました。一方、積み上がりが想定より早く始まったため、民間在庫は上方修正しました。実質 GDP 成長率は2011年度が前年比0.4%減、2012年度は同1.8%増と予想します。

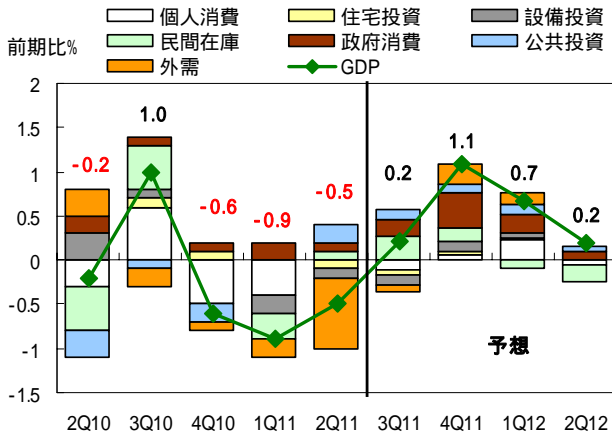
来年4-6月にかけて回復は緩やかに

生産体制が7月にほぼ正常化したことからすると、震災からの回復に最も勢いがあったのは5-6月だったと考えられます。夏は節電と公共投資の遅れもあり停滞、10-12月期には公共投資の本格化で GDP は震災前の水準に戻りますが、その後は内外需の弱さから回復は緩やかになっていく、とみています。

リスクは外需の動向です。米国経済の下振れリスクが高まる一方、中国については上振れの可能性が高まっています。貿易取引額の小さい欧州の混乱の影響は小さいと考えられるため、米国と中国を中心に引き続き注視していきます。

図表12: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

2012 年度に向けて回復は緩やかになる見通し



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13: 実質 GDP 成長率予想(年度)

2011 年度はマイナス成長の予想

%、内訳は 寄与度	2009年度 実績	2010年度 実績	2011年度 予測	2012年度 予測
実質GDP	-2.4	2.3	-0.4	1.8
個人消費	0.0	0.5	-0.4	0.3
設備投資	-2.1	0.6	-0.2	0.0
公需	1.2	0.0	0.9	0.9
外需	0.3	1.2	-0.9	0.7

出所: 内閣府、りそな銀行  
注: 公需 = 政府消費+公共投資

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