

景気の見通し

- ◇ 欧州債務問題は引き続きくすぶる
- ◇ 先進国中心に世界的な低成長傾向は不変
- ◇ 日本経済は公共投資に支えられた緩やかな回復が続く

1. 日本経済の現状と見通し(平成 24 年 1 月 20 日現在)

欧州金融機関の資金繰りに安心感

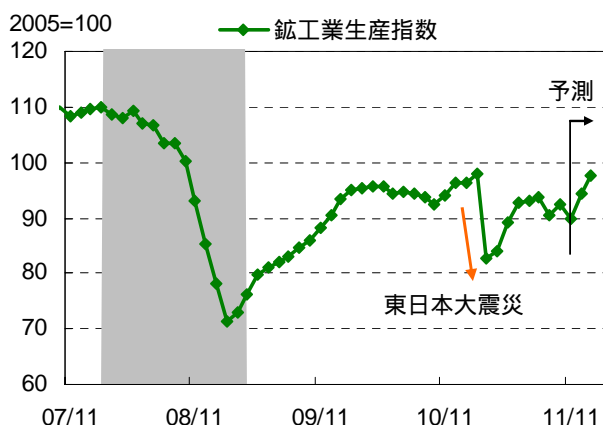
ECB(欧州中央銀行)が期間 3 年、無制限の資金供給オペを昨年 12 月に実施し、5,000 億ユーロ近い資金が欧州金融機関に供給されました。欧州金融機関の資金繰りにやや余裕が出来たことは金融市場に一定の安心感を与え、欧米の株価反発にもつながっています。しかし、格付け会社 S&P がユーロ加盟国の格付けを引き下げ、フランスとオーストリアが最高格付けを失うなど、欧州債務問題を巡る緊張は続いています。欧州の景気後退が中国などの輸出に与える影響も含め、欧州問題には注視が必要です。

日本経済は復興関連の公共投資に支えられ、緩やかな回復を続ける

日本については、欧州債務問題を受けたユーロ安円高が輸出企業の重石になってきた一方、タイの洪水の影響は解消されつつあります。個人消費はエコカー・エコ家電制度の反動が続いています。エネルギー輸入増加による貿易収支悪化もあり、内外需とも冴えない状況です。しかし、東日本大震災からの復興に伴う公共投資に支えられ、日本経済は緩やかな回復を続けると予想しています。2011 年 7 月の復興基本方針に示されたように、5 年間の集中復興期間に実施される施策は少なくとも 19 兆円と見込まれています。各年度 4 兆円の実行としても、足元 470 兆円の名目 GDP の 1%弱に当たります。物価の下落基調が続く中、実質 GDP への押し上げ効果は 1%以上となる計算です。

図表1: 鉱工業生産指数(灰色は景気後退期)

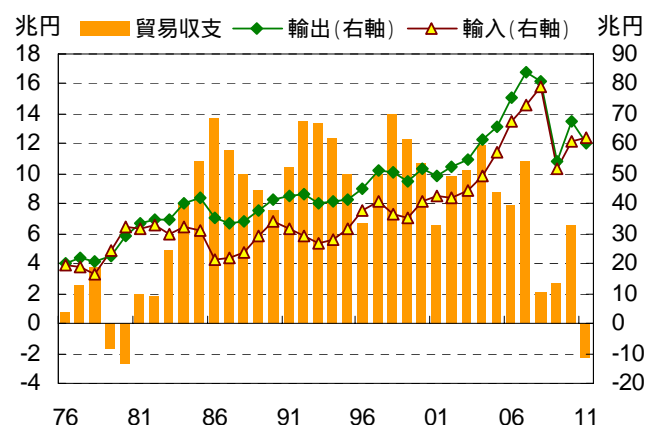
12月以降、洪水による生産の遅れを挽回する見通し



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: 輸出入と貿易収支(年次)

2011年は過去3回目の年間赤字となる見通し



出所: 財務省、りそな銀行
注: 2011年は1-11月累計

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. 12月以降、タイ洪水による生産の遅れを挽回

11月はタイの洪水の影響が顕在化

11月の鉱工業生産は前月比2.7%減と、経済産業省の予測調査(同0.1%減)を大幅に下回りました。タイの洪水被害が大きかった輸送機械(同10.0%減)、デジタルカメラなど情報通信機械(同23.7%減)が予測調査以上の減少となったためです。一方、12月の見通しは同4.8%増へ上方修正されました。輸送機械が同12.7%増、情報通信機械が同42.5%増へ上方修正されています。また、1月も引き続き生産全体で増加を見込んでおり、タイの洪水による生産の遅れを挽回する計画になっています(図表1)。

生産回復には震災後1年かかった

経済産業省の予測調査通りなら1月の生産指数は97.5と、震災発生前の2011年2月の水準(97.9)にほぼ並ぶことになります。震災発生後の生産体制復旧は予想を上回る早さでしたが、その後はタイの洪水被害もあり、横ばい圏内の推移となったため、生産活動自体の回復にはほぼ1年かかったわけです。

1-2. エネルギー輸入の高止まりで、貿易収支は悪化の見通し

11月も貿易赤字

11月の貿易収支は6,876億円の赤字でした。輸出が2ヶ月連続で前年割れ、輸入は23ヶ月連続で増加しました。輸入のうち3割弱の1.8兆円はエネルギーの輸入です。震災後、原子力発電所の稼働停止により火力発電への依存が高まり、天然ガスなどの輸入額が増加しています。

エネルギー輸入は高止まりの可能性

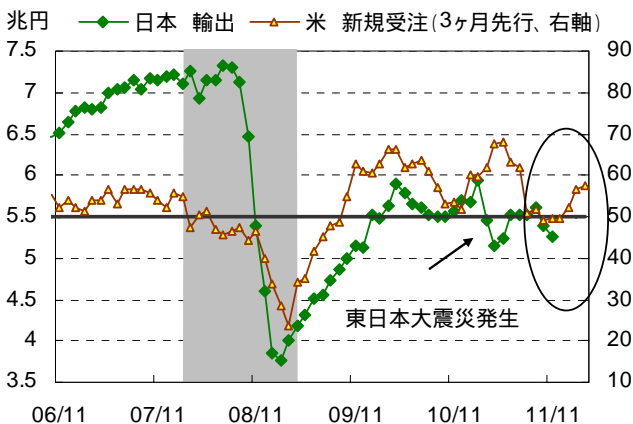
2011年は、震災の影響で生産が停滞した4-5月以降も貿易赤字が続き、1-11月累計で2.3兆円と、年間の貿易赤字は確定です(図表2)。1976年の統計開始以来、年間で赤字だったのは、第2次オイルショック後の1979年(1.7兆円)と1980年(2.6兆円)の2回のみでした。震災を考えれば、2011年の赤字も当然ですが、問題は火力発電用エネルギーの輸入は、高止まりする可能性があることです。震災からまだ10ヶ月、省エネルギーへの企業努力が実を結ぶのはこれからですが、懸念される状況です。

輸出好調でも景気への貢献は小さくなる恐れ

海外需要の状況を見ると、米国の製造業の新規受注が回復しており、2012年春先までの対米輸出は期待が持てる状況です(図表3)。韓国の輸出に対する大企業業況判断(BSI)や台湾の電子部品の輸出受注額なども足元で反転しています(図表4)。2012年前半の輸出の見通しには明るさが出ています。しかし、上述のようにエネルギー輸入が高水準で推移するため、輸出が好調でも貿易による景気への貢献はこれまでより小さくなる懸念が高まっています。

図表3: 米新規受注と輸出(灰色は日本の景気後退期)

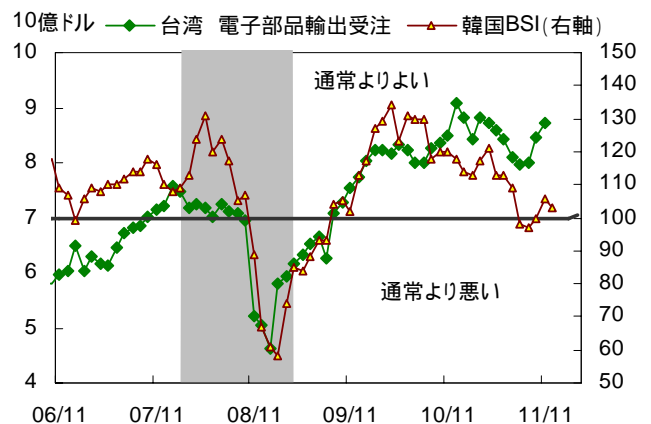
2012年初めに輸出は下げ止まる見通し



出所: 財務省、内閣府、ISM、りそな銀行

図表4: 外需持ち直しの兆し(灰色は日本の景気後退期)

グローバルな外需回復の兆しも



出所: 台湾經濟部、韓国銀行、内閣府、りそな銀行
注: 韓国 BSI(大企業、輸出の伸び)は100が判断の分かれ目

1-3. エコポイント制度の反動続く

エコ関連の反動続く

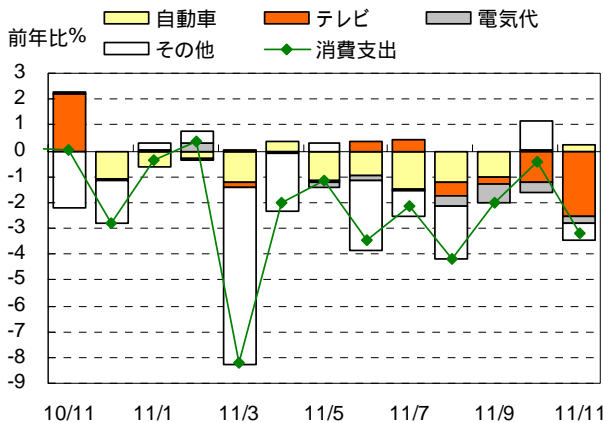
家計調査によると、11月の個人消費はテレビ購入費の減少から9ヶ月連続の減少でした。比較対象となる2010年11月に翌月からのポイント半減を前に駆け込み購入が急増したためです(図表5)。家電エコポイントの反動が続いています。

国内自動車販売は3年連続500万台割れ

2011年の国内自動車販売台数は前年比75万台減の421万台でした。落ち込み幅は1998年の消費税率引き上げ後(84万台減)に次ぐ大きさ、水準は1978年(396万台)以来の低さでした(図表6)。2012年については、日本自動車工業会が新エコカー補助金の効果を織り込んで501.6万台と予想しています。日経新聞によると、国内事業の損益分岐点が国内販売500万台とのことですが、4年連続の500万台割れもあるとみています。前回のエコカー補助金制度があった2008年の販売台数は496万台と、500万台に届きませんでした。新エコカー補助金(普通車10万円、軽自動車7万円)の予算は3,000億円と前回(5,837億円)の半分です。いずれにせよ、政策などの後押しなしに国内販売が500万台を超えるのは難しくなっていることは確かです。

図表5: 消費支出 品目別寄与度(家計調査)

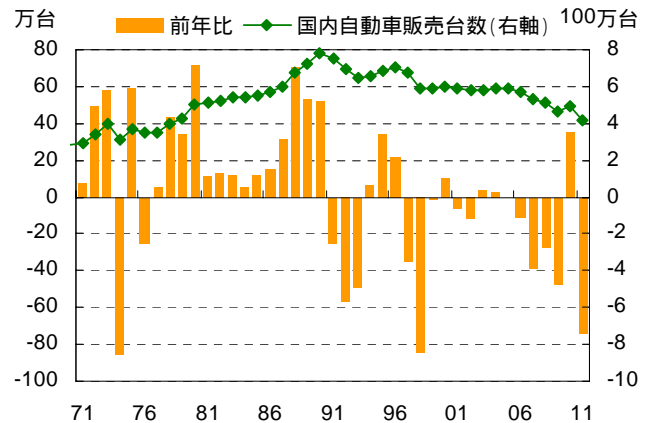
2010年11月のテレビ駆け込み購入の反動が出た



出所: 総務省、りそな銀行

図表6: 国内自動車販売台数(軽自動車含む)

2011年の自動車販売は3年連続500万台割れ



出所: 自販連、全軽自協、りそな銀行

1-4. 住宅着工は1980年代後半の半分に低迷

住宅着工件数は80年代後半の半分に低迷

11月の住宅着工は7万409件と、3ヶ月ぶりに7万台を超える水準となりました。2011年は2年連続の前年比増加となりそうです。しかし、年間の着工数は80万件程度と、1980年代後半の半分の水準に落ち込んでいます。日本の場合、中古住宅市場が小さいため、住宅着工数が住宅セクター全体の動向をみる指標となっています。2011年は震災による資材や技術者の不足も足枷になった面もありましたが、住宅着工の減少は長期的な傾向です。独立や住宅購入の“適齢期”である20-69歳の人口が1990年代後半に頭打ちし、減少に転じたこともじわじわと影響しているとみられます(図表7)。足元、ピークから200万人ほど、この世代の人口が減っています。税制優遇に加え、低金利の状況下でも、住宅着工の水準が回復しない原因の一つは、人口動態と考えられます。

1-5. 企業は設備投資に依然慎重

機械受注は年前前半の国内設備投資低調を示す

設備投資の低調も続いています。国内設備投資の先行指標とされる機械受注の民需は11月に前月比21.5%増加と、3ヶ月ぶりに増加しました。しかし、機械受注額の水準は97年の4兆円(四半期ベース)から3兆円を割り込むところまで低下しており、設備投資が今年の前半も低調に推移する可能性が高いことを示しています。

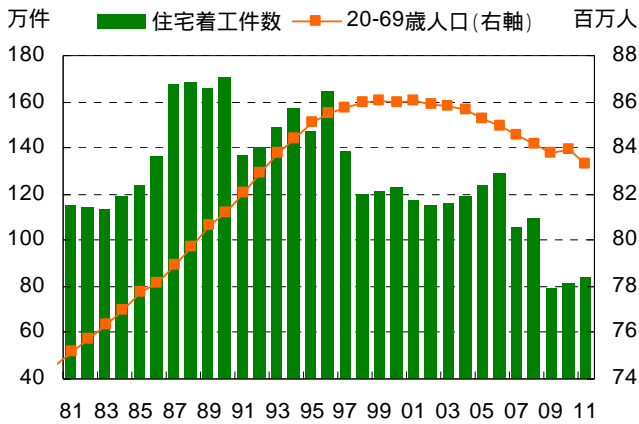
手元資金は高水準に積みあがっており、企業が依然として設備投資に慎重なことを示しています。1月17日、4月から東京電力が大口電気料金を引き上げると発表しました。

表紙の注意事項をよくお読みください。

全国の原子力発電所が次々と稼働を止める中、他の電力会社に電気料金の値上げが広がる可能性が高いことも、設備投資の慎重姿勢につながっています。

図表7: 住宅着工件数(年次)

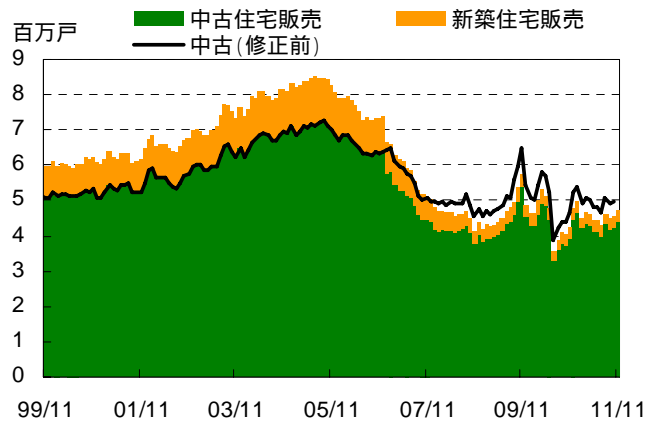
住宅着工低迷の背景に、人口動態の変化



出所:国土交通省、総務省、りそな銀行
注:2011年の住宅着工件数は1-11月の年換算

図表8: 米 住宅販売件数

中古住宅販売は下方修正、住宅販売は低迷続く



出所:全米不動産協会、米商務省、りそな銀行

2. 米国 - 住宅と雇用が引き続き重石

経済指標は改善が続くが、伸びは減速

米国の経済指標は改善が続いています。小売売上高は引き続き増加し、個人消費の底堅さを示しました。また、新規受注の好調を背景に、ISM 製造業景況指数など企業心理の改善が続き、製造業はしばらく堅調とみられます。しかし、2011 年後半以降の鉱工業生産の伸びは前年比 3%台と、2011 年前半の 5-6%からは明らかに減速しています。米国経済の低成長が続いていることがうかがえます。雇用や住宅市場の回復がゆっくりとしたペースでしか進んでいないことが重石になっています。

職探しをあきらめ始める動きが続く

12月の非農業部門雇用者数は前月比 20.0万人増でした。配送等が同 4.2万人増、総合小売や衣料品小売の増加により小売全体が同 2.8万人増と、増加ペースは久しぶりの 20万人台でした。しかし、年末商戦関連の増加が目立ち、短期雇用の可能性もあることから、1月以降の動向を確認する必要があります。失業率は 8.5%へ低下したものの、人々が職探しをあきらめて労働市場から退出したことが失業率低下につながる流れは続いています。

住宅販売は低調

住宅販売も増加傾向にあるものの、低水準の推移です。11月の住宅販売件数は、米国では主力の中古住宅が前月比 4.0%増の年率 442万戸、新築住宅も同 1.6%増の同 31.5万戸と、中古・新築共に増加しました。しかし、水準でみると、新築が過去最低、中古住宅が過去に遡り二重計上などを修正したこともあり、中古・新築合計で 500万戸を下回る状況です(図表 8)。住宅価格の下落も続き、買い替えやローンの借り換えが依然難しいことをうかがわせます。

3. 中国 - 実体経済の底堅さを確認

10-12月期 GDP 成長率は 8.9%

中国の 10-12月期実質 GDP 成長率は前年比 8.9%増と 4 四半期連続で減速したものの、市場予想(同 8.7%増)は上回りました(図表 9)。貿易黒字減少や、建設投資と個人消費の伸びが減速したためと考えられます。

生産活動は持ち直しの兆し

鉱工業生産指数の伸びは、11月が 2009年 8月以来の低い伸びだったものの、12月は前年比 12.8%増と、3ヶ月ぶりに加速しました。製造業購買担当者指数(PMI)も 11月に判断の分かれ目となる 50を 2009年 2月以来初めて下回りましたが、12月は再び 50

を超え、製造業の心理改善を示しました。生産活動は夏場以降の減速傾向から持ち直してきた可能性があります。

輸出減速は欧州向け鈍化が主因

12月の輸出は前年比 13.4%増の 1,747 億ドル、輸入は同 11.8%増の 1,582 億ドル。伸びは減速していますが、輸出入額は共に過去 2 番目の水準です。地域別輸出をみると、最大の輸出先である EU 向けが 4 ヶ月連続で 10%を下回る伸びとなりました。対米、対日、日本を除くアジア向けなど、その他の地域向けは 10%を超える増加を続けており、輸出減速は主に欧州が原因です。2011 年の貿易黒字は 1,549 億ドルと、2008 年の 2,981 億ドルをピークに 3 年連続で減少しました。

物価上昇率は 5 ヶ月連続の鈍化

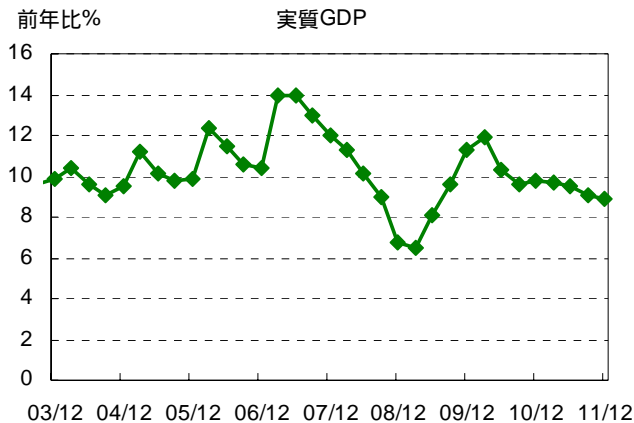
12月の消費者物価指数の前年比は 4.1%上昇。上昇率は 5 ヶ月連続で鈍化しました。最大の押し上げ要因である豚肉の上昇率は 6 月の 57.1%から 21.3%へ鈍化。光熱水道代が同 0.7%上昇と、4 ヶ月連続鈍化しています。しかし、低所得者層に影響の大きい食品価格全体では、上昇率鈍化が一服し、インフレ抑制の難しさがうかがえます(図表 10)。

2012 年も中国当局の動向から目が離せない

昨年 11 月末には銀行の預金準備率が半年振りに引き下げられ、中国の金融政策は緩和方向に転じています。しかし、12 月の経済指標では、実体経済の底堅さとインフレ率の再加速懸念が残ることが確認されました。昨年からの「積極的な財政政策と穏健な金融政策」というテーマが維持される中、経済運営は難しさを増しています。2008 年の 4 兆元経済対策や 4 回の利下げに匹敵するような「大胆な」対策が実施されるのかどうか、中国当局の動向から目が離せません。

図表9: 中国 実質 GDP 成長率(前年比)

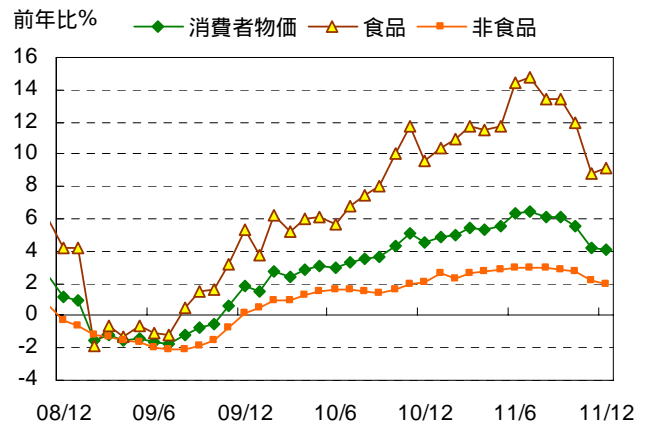
GDP 成長率は減速傾向だが、政府目標は上回った



出所: 中国国家统计局、りそな銀行

図表10: 中国 消費者物価指数 前年比

食品の上昇率鈍化が一服、物価抑制の難しさも



出所: 中国国家统计局、りそな銀行

4. 日本の GDP 予想 - 公共投資に支えられた緩やかな回復続く

先行きのシナリオは不変

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です(図表 11、12)。GDP の基準改定に伴い、新基準の予想となりますが、先行きのシナリオはこれまでと同じです。

公共投資に支えられた緩やかな回復続く

先進国を中心に世界的な低成長の流れが続いており、2012 年の日本経済も基調は低調と考えられます。エネルギー輸入が高水準で推移し、貿易収支が悪化する中、個人消費や設備投資など内需も減速します。しかし、5 年間で最低 20 兆円と見込まれる復興関連の公共投資など公的需要が下支えとなり、緩やかな回復傾向はしばらく維持されるとみえています。成長率は 2011 年度が前年比 0.4%減、2012 年度は同 2.3%増と予想しています。

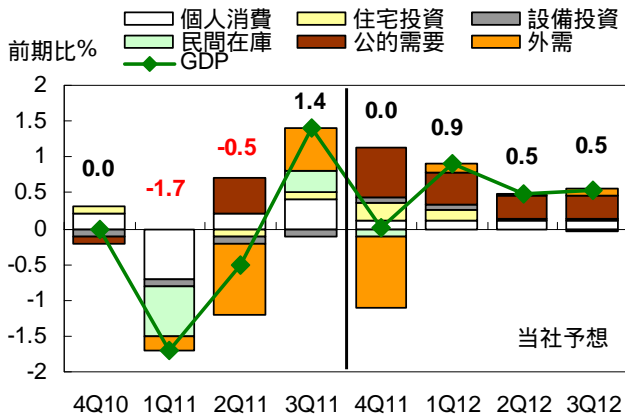
欧州債務問題が最大のリスク

欧州債務問題を背景に金融市場の緊張が続いていることが引き続き、最大のリスクです。投資家の慎重姿勢から、資金の流れが世界的に悪く、欧州域外の経済にも影響が広がる可能性は残ります。

表紙の注意事項をよくお読みください。

図表11: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

公共投資などに支えられた緩やかな回復が続く



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
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)

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	-2.1	3.1	-0.4	2.3
個人消費	0.7	0.9	0.2	0.6
設備投資	-1.7	0.4	-0.2	0.0
公的需要	1.0	0.1	0.9	1.5
外需	0.2	0.8	-1.2	-0.1

出所: 内閣府、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