

景気の見通し

- ◇ 欧州債務問題は引き続きくすぶる
- ◇ 世界各国が相次ぎ、リフレ策強化に踏み切った
- ◇ 日本経済は緩やかな回復が続く見通し

1. 日本経済の現状と見通し(平成 24 年 2 月 17 日現在)

世界的なリフレ傾向から株価は上昇

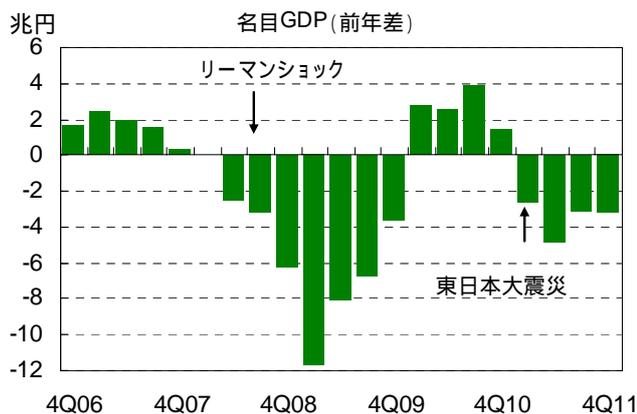
1月の FOMC で FRB が現状の低金利政策を「少なくとも 2014 年終盤(at least through late 2014)」まで続けると明示しました。続いて、日銀も追加金融緩和を行うなど世界的にリフレ政策(景気刺激的な政策)の強化が相次ぎ、このところの株価反発につながっています。しかし、10-12 月期のユーロ圏経済は 2 年半ぶりのマイナス成長となり、債務問題の実体経済への悪影響が顕在化し始めました。中国など貿易相手国に与える影響も含め、欧州問題には引き続き注視が必要です。

公共投資の予想を下方修正

日本については、日銀が 2 月 14 日に「中長期的な物価安定の目途」を導入し、「消費者物価の前年比上昇率 1%」を目指して「強力に金融緩和を推進していく」ことを決定しています。金融緩和の長期強化宣言であり、足元では円高傾向に歯止めが掛かってきました。実体経済については、タイの洪水による生産への影響は年末までにほぼ解消しましたが、エネルギー輸入の増加により貿易収支が悪化しています。外需の落ち込みや公共投資の減少から、2011 年 10-12 月期は再びマイナス成長となりました。今回、2012 年度の成長率予想を下方修正しました。復興需要を下支えにした緩やかな回復との見方は据え置きますが、復興関連以外の公共投資の予想を下方修正しています。

図表1: 名目 GDP(前年差、季節調整前)

名目 GDP は前年を 3 兆円程度下回る



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: 鉱工業生産指数(灰色は景気後退期)

洪水による遅れを 12 月に挽回後は、緩やかな増産



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

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. 10-12 月期 GDP は再び減少

10-12 月期は再びマイナス成長

2011 年 10-12 月期の実質 GDP は前期比 0.6%減(年率 2.3%減)と、大幅増となった 7-9 月期(同 1.7%増)の反動が出る形となりました。外需の落ち込みと民間在庫の復元一服が主な押し下げ要因でした。物価調整を行う前の名目 GDP は 122.4 兆円と、前年同期(125.7 兆円)を 3.2 兆円下回りました(図表 1)。

公共投資が 2 期連続減少

震災で混乱した生産体制が正常化する動きを反映し、2011 年 7-9 月期の GDP は前期比で大幅なプラスとなり、10-12 月期に勢いが落ちることは予想されていたものの、落ち込みは事前予想(前期比 0.3%減)を上回りました。外需と民間在庫は 7-9 月期の反動の面もありましたが、震災復興関連で増加が見込まれていた公共投資が 2 期連続で減少したことが注目されます。復興関連事業の遅れの他に、それ以外の地域や分野の公共投資削減が大きいことを示唆しており、2011-2012 年度成長率に対する公共投資の寄与は予算規模から想定されるものより、小規模にとどまる可能性があります。

1-2. タイの洪水による生産の遅れを挽回

タイの洪水で減産した業種の増産を確認

12 月の鉱工業生産は前月比 3.8%増加しました(図表 2)。自動車など輸送機械が同 13.2%増、液晶テレビやデジタルカメラ等の情報通信機械が同 34.8%増など、タイの洪水による影響で 11 月に減産となった業種の生産回復が確認されました

先行きについては、タイの洪水による生産の遅れを挽回する動きは 12 月で一旦終了し、その後は緩やかな回復に戻る見通しです。経済産業省の予測調査によると 1 月は先月時点の予測を下方修正(前月比 3.4%増 同 2.5%増)、2 月は同 1.2%増の計画です。また、2 月は輸送機械(同 0.3%減)と情報通信機械(同 14.4%減)が共に 3 ヶ月ぶりの減産となる見通しです。

自動車増産を受け、緩やかな回復は続く

生産は依然、直近ピークであった 2007 年の 8 割の水準にとどまります。しかし、自動車各社が新エコカー補助金や新型車の受注好調などを背景に今年度の増産計画を発表しており、生産の緩やかな回復がしばらく継続すると予想されます。

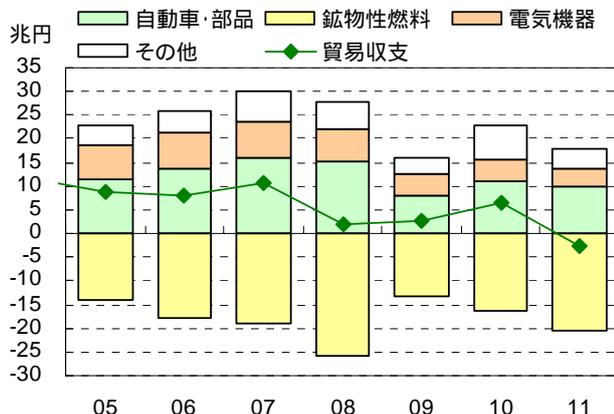
1-3. エネルギー輸入の高止まりで、貿易収支は悪化が続く見通し

エネルギー輸入は高止まりの可能性

2011 年年間の貿易収支は 2.5 兆円の赤字となりました。年間の貿易赤字は 1980 年(2.6 兆円の赤字)以来 31 年ぶりのことです。しかし、電気機器や自動車が増えた貿易黒字はほぼ 2010 年並みでした。輸出の不振より、原油や天然ガスなどの鉱物性燃料の輸入増が 2011 年の貿易赤字転落の主因です(図表 3)。現在、国内で稼働中の原子力発

図表3: 主要品目別貿易収支(暦年ベース)

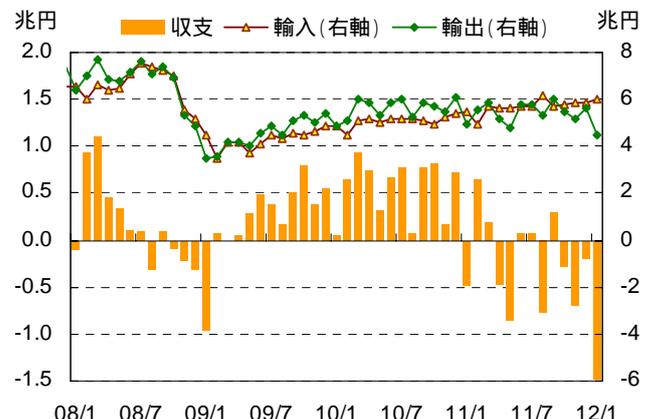
エネルギー輸入増が貿易赤字転落の主因



出所:財務省、りそな銀行

図表4: 輸出入額と貿易収支(月次ベース)

1 月は旧正月要因で収支が悪化する傾向も



出所:財務省、りそな銀行

表紙の注意事項をよくお読みください。

電所は3機のみ、うち2機は2月と4月に定期点検に入ります。火力発電用エネルギーの輸入が高止まりする可能性が高く、貿易黒字が稼ぎにくい構造になってきました。

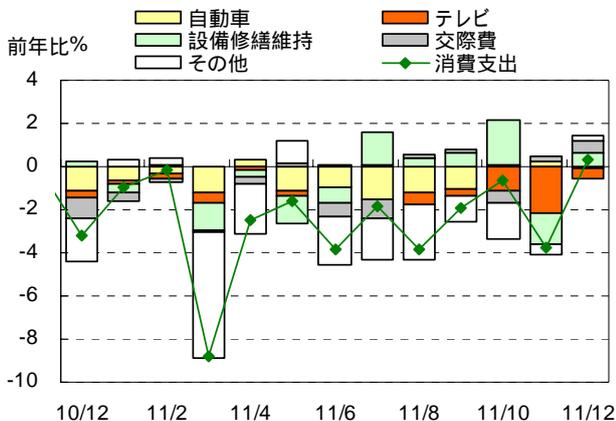
1月は過去最大の貿易赤字

1月の貿易統計によると、輸出が前年比9.8%減の4.5兆円、輸入が同9.8%増の6.0兆円。輸出が4ヶ月連続の減少となる一方、エネルギーを中心に輸入の増加が続き、貿易収支は1兆4,750億円と過去最大の赤字となりました(図表4)。1月は日本の年始休暇や中華圏の旧正月(春節)の影響で赤字になりやすく、これまで最大の赤字だったのも2009年1月(9,679億円)でした。当時はリーマン・ショック後の世界的な景気後退期にあり、輸出が前年比45.7%減の3.5兆円、輸入が同31.8%減少の4.4兆円と、輸出の急減が主な要因でした。今回は、輸出の減少は比較的軽微にとどまったものの、輸入増加が貿易赤字拡大につながりました。品目別では、アジア向けの半導体等電子部品や鉄鋼の輸出が減少。自動車輸出は米国向けが増加し、全体でも増加を維持しました。輸入は原油や液化天然ガスなど火力発電用のエネルギーが引き続き増加しています。

中華圏の旧正月要因も

図表5: 消費支出 品目別寄与度(家計調査)

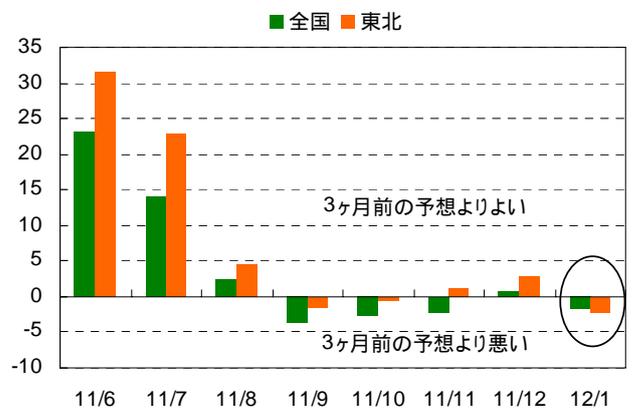
12月の消費支出は2010年8月以来の増加



出所: 総務省、りそな銀行

図表6: 景気ウォッチャー3ヶ月前予想と現状の差

夏場の予想以上の復旧、足元の復興の遅れを反映



出所: 内閣府、りそな銀行

注: 3ヶ月前の先行き判断 DI - 現状判断 DI

1-4. 12月消費は16ヶ月ぶり増加だが、持続性に疑問

消費が16ヶ月ぶり増加、可処分所得は減少続く

家計調査によると、12月の二人以上世帯の消費支出は前年比0.3%増と2010年8月以来の増加に転じました。うち勤労者世帯の消費支出も同0.7%増と、13ヶ月ぶりの増加でした。内訳をみると、自動車やテレビなどの購入は減少が続くものの、外壁・塀等の修理など設備修繕・維持費や、私立大学などの授業料、交際費の支出が増えています。しかし、勤労者世帯の実収入が賞与などの減少により伸び悩み、可処分所得が5ヶ月連続で減少している中での消費増加は、持続性には疑問が残ります。

消費者心理がじりじり悪化、消費への影響が懸念される

消費者心理の改善が頭打ちになっていることも懸念されます。景気ウォッチャー調査によると、比較的良好だった東北地方の消費者心理がじりじりと悪化、1月は昨年5月以来の低水準でした。景気ウォッチャー調査では現状の景況感と同時に3ヶ月先の見通しを調査していますが、1月は昨年10月に考えていたより悪かったという結果になっています(図表6)。6-7月は生産体制の早期正常化を背景に、震災直後に予想していたより景況感は良好だったのですが、9月以降は予想を下回ることが多くなりました。東北地方の景況感も、1月は予想を下回っています。復興事業の遅れなども背景と考えられ、消費への影響が懸念されます。

1-5. 企業は設備投資に依然慎重

機械受注は年前半の国内設備投資低調を示す

設備投資が引き続き低調です。国内設備投資の先行指標とされる機械受注の民需は12月に前月比22.2%減と、11月の同21.5%増加を帳消しにしました。10-12月期は前期比1.5%増と2期ぶりの増加となりましたが、受注額は2.8兆円と97年(4兆円程度)の7割の水準にとどまります。更に、内閣府は1-3月期の受注額見通しを公表していますが、前期比0.3%減と微減の2.7兆円の見通しです。見通しに則れば、設備投資が今年も低調に推移する可能性は高いと考えられます(図表7)。

1-6. 公共投資の規模は縮小傾向

復興需要は未だ確認できず

東日本大震災の復興需要による景気の押し上げが、未だ確認できません。GDP統計によると、公共投資は2四半期連続の前期比減少でした。復興関連の予算はついたものの、計画策定の遅れや人手・資材の不足などから着工に至っていないことを示唆しています。公共工事の受注額は2011年10-12月期に2年ぶりの増加に転じましたが、着工に半年程度先行することを考えると、实体经济に反映されるのは今年の半ば以降とみられます。しかも、受注額は0.3兆円と、阪神淡路大震災後には1兆円を超えていたことに比べ、低水準です。民主党による公共投資削減政策(「コンクリートから人へ」)や税収減の影響から、復興関連以外の公共投資の削減が大きく、公共投資全体の規模が縮小している可能性が高いと考えられます(図表8)。

図表7: GDP設備投資と機械受注(灰色は景気後退期)

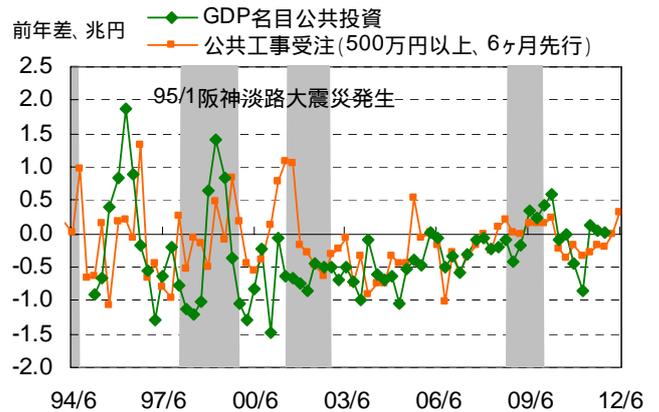
機械受注は低水準、国内設備投資の低調が続く見通し



出所: 内閣府、りそな銀行
注: 機械受注の直近は内閣府見通し

図表8: 公共投資と公共工事受注(灰色は景気後退期)

復興の遅れもあるが、公共投資の規模は縮小傾向



出所: 内閣府、国土交通省、りそな銀行

2. 米国 - 一部指標は減速傾向を示す

一部の経済指標が減速を示す

米国の経済指標は概ね改善が続いているものの、一部に減速傾向が確認され、要注意です。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いていますが、鉱工業生産指数で確認する限り、伸びは減速しています。小売売上高も増加基調にはあるものの、昨年秋頃と比べ、減速が明らかです。雇用の増加ピッチ加速など明るい兆しもありますが、指標の結果はまちまちになってきました。懸案の住宅市場も前月との比較では改善してきたものの、水準は依然として過去最低レベルにあります。まだ、米国経済の成長率が高まる状況にはないことがうかがえます。

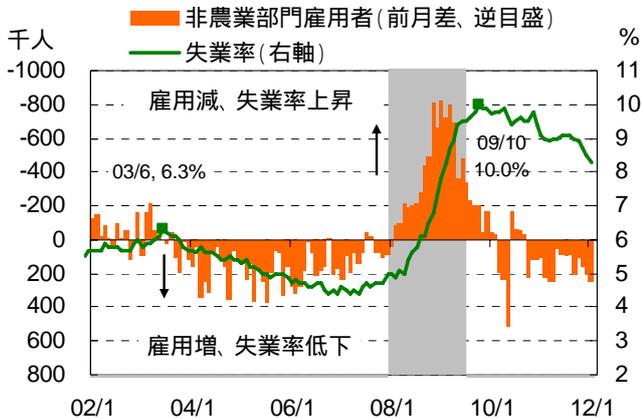
雇用増は続くが、失業率はなお高水準

1月の雇用統計は、サンプルの変更、季節調整のかけ直し等で過去のデータが修正されており、判断が難しいものの、雇用は増加傾向です。非農業部門雇用者数は前月比24.3万人増に加速しました。民間部門が同25.7万人増加する一方、政府部門が引き続き減少しています(同1.4万人減)。民間部門では、建設(同2.1万人増)、自動車製造な

どの増加で製造(同 5.0 万人増)も増加。娯楽(同 4.4 万人増)、教育・医療(同 3.6 万人増)の増加を背景に、シェアが最も大きいサービスも同 17.6 万人増加しました。失業率も 8.3%へ低下しました。5 ヶ月連続の低下ではありますが、人々が職探しをあきらめて労働市場から退出する動きが背景にある上、8%を超える失業率は歴史的にはなお高水準です(図表 9)。

図表9: 米 雇用統計(灰色は景気後退期)

雇用増は続いているが、失業率はなお高水準



出所: 米労働省、NBER、りそな銀行

図表10: 中国 消費者物価指数 前年比

食品が再加速、物価抑制の難しさがかがえる



出所: 中国国家统计局、りそな銀行

3. 中国 - インフレ懸念煽るが、世界と歩調を合わせる

1-2 月は春節の影響が大きい

中国当局は多くの統計について、1 月分を公表しません。春節(旧正月)の連休が、1 月か 2 月かで経済に大きな影響が出るためのようです。1 月に公表される主な統計は、消費者物価指数と貿易統計ですが、春節のずれがあるため前年比の扱いに注意が必要です。今年については 1 月に春節がありましたが、去年は 2 月でした。

CPI が再加速

1 月の消費者物価指数(CPI)は、前年比 4.5% 上昇となりました(図表 10)。上昇幅は 6 ヶ月ぶりの拡大です。最大の押し上げ要因である豚肉(0.75%ポイント)の上昇率が 12 月の 21.3%から 25.0%へ加速、生鮮野菜(0.67%ポイント)も同 23.0% 上昇と、食品価格の上昇率は 10.5%へ再加速しました。食品以外は、教養娯楽耐久財(同 6.4% 下落)や通信料(同 14.0% 下落)の下落が続き、比較的落ち着いています。日本の年末と同様に、春節前には食品の価格が上昇します。春節のずれが前年比の上昇幅を拡大させた可能性があります。食品中心に物価抑制が難しいことがうかがえる結果となりました。

輸入減で貿易黒字が高水準

1 月の輸出は前年比 0.5% 減の 1,499 億ドル、輸入は同 15.3% 減の 1,227 億ドル、貿易黒字は同 5 倍の 273 億ドルと高水準でした。春節の連休により、1 月の営業日が少なく輸入が大幅に減少したことが、貿易黒字の増加につながりました。輸出については、台湾など中華圏の旧正月による影響が疑われるものの、日本を除くアジア向けが減少しています。また、EU 向けも昨年 2 月以来の減少となり、対米、対日が増勢を維持する中で注目されます。輸入の落ち込みは、電気機器の同 22.3% 減少の影響が大きく、原油は同 30.7% 増と高い伸びが続いています。

預金準備率を引き下げ、世界のリフレ政策に歩調を合わせた

1 月の鉱工業生産指数は公表されませんが、製造業景況指数(PMI)が改善しており、持ち直しの継続が示唆されています。例年 1-2 月は春節により、統計の評価が難しいのですが、実体経済の底堅さとインフレ再加速の懸念が依然残ることが確認されました。こうした中、中国人民銀行は銀行の預金準備率を 2 月 24 日より引き下げると発表しました。タイミングには意外感もありましたが、市場には中国も世界的なリフレ政策に歩調を合わせたものとして、好意的に受け止められています。

4. 日本の GDP 予想 - 公共投資予想を下方修正

公共投資予想
を下方修正

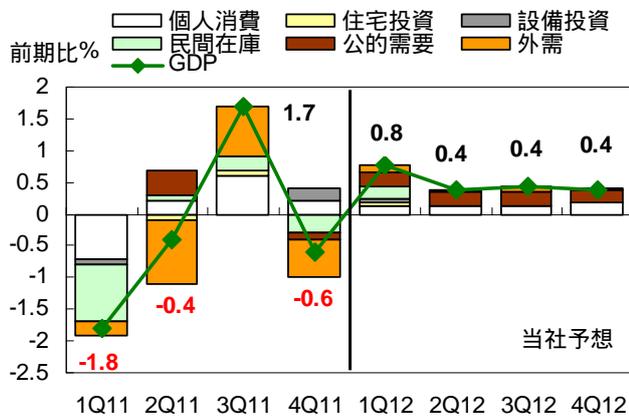
以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です(図表 11、12)。先行き緩やかな回復にとどまるとのシナリオは据え置きますが、今回、公共投資を下方修正しました。これまで、5年間で最低 20兆円と見込まれる復興関連の公共事業計画が、2012年度以降の景気を下支えすると予想してきました。しかし、前述したように公共投資は減少傾向が続いています。足元、復興関連以外の公共投資削減が想定を上回っており、2012年度の公共投資の予想を 2.5兆円下方修正しました。2011年 10-12月期データの公表と、公共投資予想の下方修正を受け、2012年度の成長率予想も前年比 2.3%増から、1.7%増へ下方修正しています。

欧州債務問題
がくすぶる

各国が金融緩和に踏み出し、金融市場の緊張は緩和されてきましたが、欧州債務問題自体は解決しておらず、資金の流れが再度滞るリスクがくすぶります。欧州からその他の地域の实体经济に影響が広がる可能性は依然残ります。

図表11: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

2012年度の公共投資を 2.5兆円下方修正



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)

2012年度予想を下方修正

%、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	1.7
個人消費	0.7	0.9	0.4	0.7
設備投資	-1.7	0.4	0.0	0.1
公的需要	1.0	0.1	0.4	0.7
外需	0.2	0.8	-0.9	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