

景気の見通し

- ◇ 比較的安定した資産に集まっていた資金の流れに変化
- ◇ 米国経済が底堅さをみせる一方、中国は政府目標引き下げもあり要注視
- ◇ 日本経済は復興需要を支えの緩やかな回復にとどまる見通し

1. 日本経済の現状と見通し(平成 24 年 3 月 21 日現在)

市場の流れに
変化

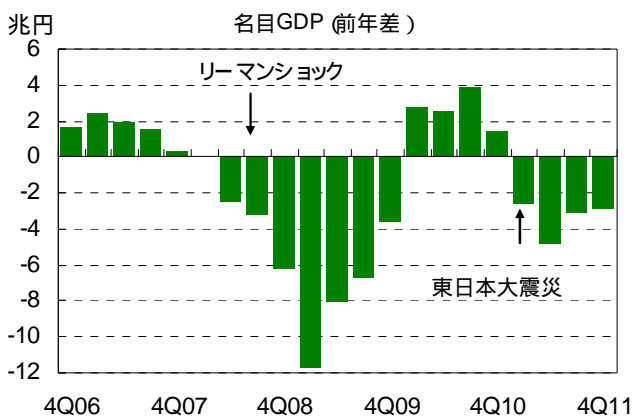
これまで、米国、ドイツの国債や円など、比較的安定しているとされる資産に集まっていた資金の流れが変化し、世界的な株価上昇、米独の国債安、円高一服といった動きが生じています。実体経済については、米国が底堅さをみせる一方、欧州はドイツ頼みの状況が続いています。中国は春節(旧正月)により経済指標が読みづらいものの、2012 年は低調なスタートとなりました。

復興需要を支えの緩やかな
回復にとどまる

日本については、日銀が 2 月に物価上昇率 1% という具体的な目途を示し、追加緩和を決定して以降、日本の貿易収支悪化や米国の景気回復も背景に、根強かった円高に歯止めが掛かっています。実体面では、新エコカー補助金の効果で国内新車販売が好調であり、自動車を中心に生産の回復が続いています。一方、原子力発電所の停止に伴う天然ガスなどエネルギー輸入の増加が貿易収支を悪化させており、2012 年 1 月は過去最大の貿易赤字となりました。こうした状況を踏まえると、2012 年度にかけての日本経済は復興需要を下支えにした緩やかな回復にとどまる見通しです。しかし、中国の 2012 年成長率目標の引き下げを受け、輸出の下振れリスクが高まっています。

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

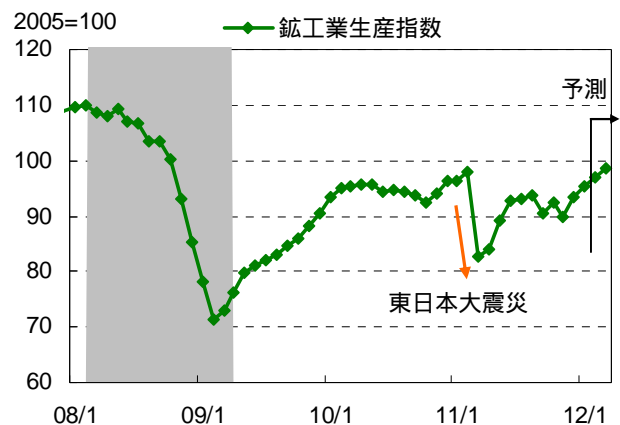


出所：内閣府、りそな銀行

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)

自動車中心に緩やかな増産が続く見通し



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

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 2 次速報で上方修正

10-12 月期は前期比 0.2%減へ上方修正

1 次速報で前期比 0.6%減 (年率 2.3%減)と発表された 2011 年 10-12 月期の実質 GDP ですが、法人企業統計の結果を織り込んだ 2 次速報では同 0.2%減 (同 0.5%減)へ上方修正されました。設備投資が前期比 1.9%増から同 4.8%増へ修正されたためです。物価調整を行う前の名目 GDP は 1 次速報の 122.4 兆円から 122.7 兆円へ小幅上方修正されたものの、前年同期 (125.7 兆円、変更なし)をなお 3.0 兆円下回ります (図表 1)。

主なマイナス要因は 1 次速報と同様

10-12 月期は 1 次速報発表前の事前予想 (前期比 0.3%減)に近いものに修正されたこととなります。但し、外需の不振、民間在庫の復元一服、震災復興関連で増加が見込まれていたはずの公共投資の減少等、主なマイナス要因は 1 次速報と同様です。

1-2. タイの洪水による遅れを挽回

タイの洪水で減産した業種の増産を確認

1 月の鉱工業生産は前月比 1.9%増加となりました (図表 2)。自動車など輸送機械が同 3.2%増、ビデオカメラやデジタルカメラ等の情報通信機械が同 11.3%増など、タイの洪水による生産の遅れを挽回する動きが確認されました。

電子部品の在庫調整一服の可能性

先行きも増産傾向が続く見通しです (図表 2)。経済産業省の予測調査によると 1-3 月期は前期比 5.3%増加の計算です。業種別では、輸送機械と情報通信機械が 2 月に挽回生産が一段落するものの、3 月は再び増産の見通しです。また、電子部品・デバイスも 2-3 月と増産の見込みです。電子部品は、在庫が昨年末以降、前年比で減少に転じ、生産調整が一服した可能性があります。

自動車中心に生産の緩やかな回復は続く

需要については、半導体・電子部品の輸出が依然弱含む一方、自動車は対米輸出に持ち直しの兆しがあります。また、機械受注の外需の増加からすると、工作機械など一般機械の輸出はしばらく好調とみられます (図表 3)。しかし、輸出の先行きは中国の政府成長率目標の引き下げもあり、最大の輸出先であるアジア向けを中心に不透明になってきました。一方、国内需要は新エコカー補助金を背景に自動車関連に明るさが出ており、夏場にかけて生産の回復が続くと予想されます。

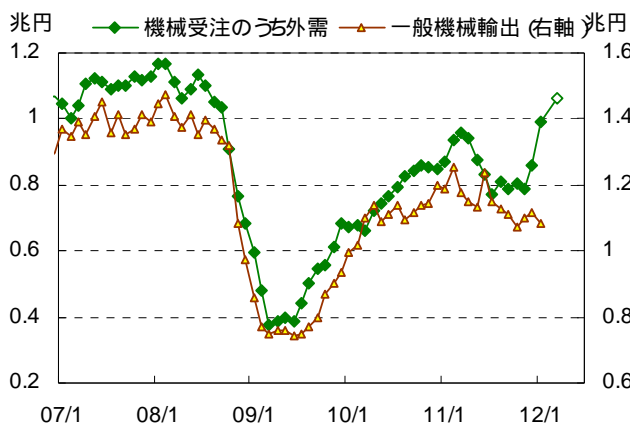
1-3. エネルギー輸入量が高水準で推移

エネルギー輸入は過去最大

3 月現在、国内で稼働中の原子力発電所は 2 機のみとなりました。火力発電などによる代替が行われており 2012 年 1 月の原子力以外の発電量は 2000 年以降で最大でした。それに伴い、エネルギーの輸入量も増加、2012 年 1 月は過去最大を記録しました (図表 4)。これまで、エネルギー輸入量は夏の気温や景気拡大、生産活動に比例して増

図表3： 機械受注外需と一般機械輸出

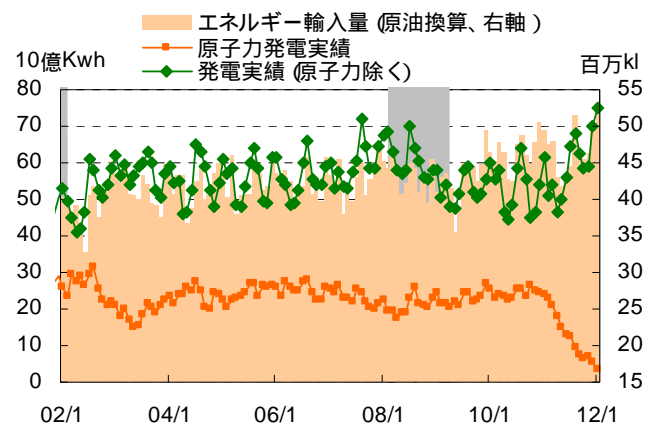
機械受注の外需が回復、機械輸出増加が見込まれる



出所：内閣府、財務省、りそな銀行
注：機械受注の直近は内閣府の 1-3 月期見通し

図表4： 発電量とエネルギー輸入 (灰色は景気後退期)

原発停止に伴い、エネルギー輸入量が増加



出所：資源エネルギー庁、財務省、りそな銀行

えてきましたが、この関係に変化が生じています。原子力発電所の再稼動には目途が立っておらず、エネルギー輸入量が今後も高水準で推移する可能性が高まっています。

1-4. 1月の消費は再び前年割れ

消費は再び前年割れ、可処分所得は増加

家計調査によると1月の二人以上世帯の消費支出は前年比2.1%減。12月は2010年8月以来の増加でしたが、再び前年割れとなりました。内訳をみると、自動車やテレビなどの購入が引き続き減少、12月に増加した設備修繕・維持費や授業料への支出も減少に転じました。但し、入院料などの保健医療支出が前年比10%近く減少した影響も大きく、1月の消費の実勢は数字に表れているより強いのかもかもしれません。また、勤労者世帯の実収入が6ヶ月ぶりの増加に転じ、可処分所得も6ヶ月ぶりに増加したことも、明るい材料です。

エコカー補助金が夏頃には枯渇の見込み

新エコカー補助金は上々の滑り出しとなりましたが、夏場には上限に達する可能性があります(図表5)。2月の新車販売台数(軽自動車含む)は52.0万台と、前回のエコカー補助金制度の期間中だった2010年3月(67.4万台)以来の規模となりました。補助金(普通車10万円、軽自動車7万円)が全て普通車に対して支給されると仮定した場合、予算3,000億円は300万台分です。軽自動車への支給も多い一方、補助金額が20-90万円と大きいトラックなど重量車も補助金対象であるため、支給を受けられるのは300万台未満の可能性が高いでしょう。新車の多くが補助金対象車ですから、2月の調子が続けば夏頃には枯渇する計算になります。

1-5. 企業は設備投資に依然慎重

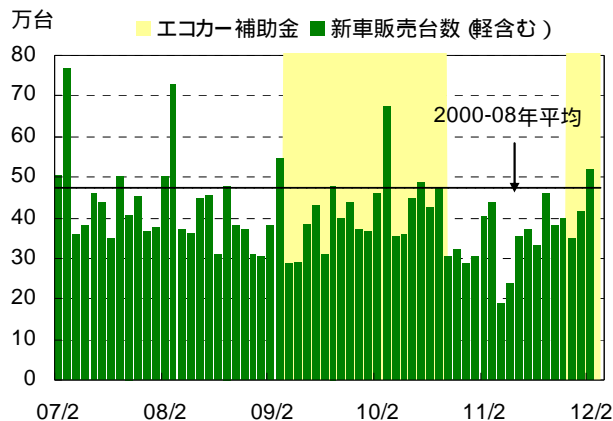
法人企業統計によると設備投資は久々の増加

10-12月期法人企業統計によると、ソフトウェアを除く設備投資は前年比4.9%増加の9.0兆円でした。前期比では11.9%増と6四半期ぶりの増加です。前述の通り法人企業統計の結果を受け、GDPの設備投資は上方修正されました。一方、国内設備投資に3ヶ月ほど先行する機械受注の民需は7-9月期が前期比3.0%減の2.7兆円、10-12月期が同1.5%増の2.8兆円と、ほぼ横ばいでした。特に10-12月期は法人企業統計と機械受注の動きが異なるのですが、法人企業統計には海外投資も含まれていることが原因と考えられます。例えば、タイの洪水被害を受けた機械設備の更新等は、法人企業統計に含まれる一方、機械受注の民需には現地子会社からの受注は外需になるため含まれず、GDPの設備投資にも含まれません。

電気料金引き上げが、海外投資へのシフトを加速する可能性は今のところ低いと考えています。例えば、直近の内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」でも、海外に生

図表5：新車販売台数(軽自動車含む)

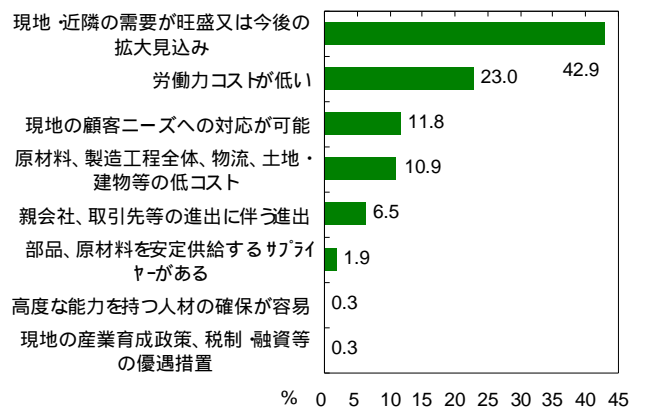
新エコカー補助金は上々の滑り出し



出所：自販連、全軽自協、内閣府、りそな銀行
注：黄色はエコカー補助金適用期間

図表6：海外に生産拠点を置く理由(回答企業数322社)

最も多い回答は、現地需要の取り込み



出所：内閣府、りそな銀行
注：調査時期2012年1月

電気料金引き上げより供給不安が海外シフトを加速

産拠点を置く理由のうち 42.9%と最も多いのが、現地需要の取り込みであり、次いで労働力コストの低さ(23.0%)、原材料など労働力以外のコストの低さは 10.9%にとどまるためです(図表 6)。電力について、コスト増より懸念されるのは、供給不安が未解決な点です。昨年のように、休日操業を余儀なくされたり計画停電の懸念を解消できない事態が続く方が、生産拠点の見直しにつながるはずですが、海外の電力事情は日本より不安定なことが多いと言われます。昨年のタイの洪水も今後の海外進出には慎重にならざるを得ない材料となった可能性があります。法人企業統計では企業の手元資金が依然高水準にあることも確認でき、足元は設備投資より手元資金の積み上げを重視していることがうかがえます。

2. 米国 - 雇用改善は続くが、ガソリン価格上昇を懸念

底堅いが、懸念材料も

米国では雇用の改善傾向など、景気は底堅さをみせていますが、足元でガソリン価格の上昇等、景気の足を引っ張りかねない材料が出ており、影響が懸念されます。

雇用増続く：雇用正常化にはなお時間を要す

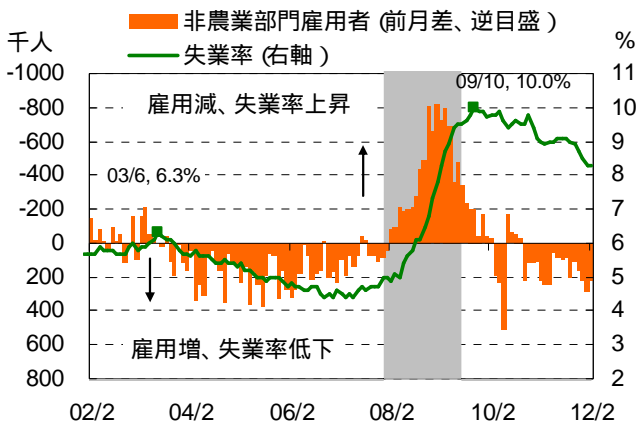
2月の非農業部門雇用者数は前月比 22.7 万人増。12月、1月分も合計 6.1 万人上方修正され、年末以降は民間部門中心に 20 万人程度の雇用増が続いています(図表 7)。雇用の内訳では、サービス業が教育・医療、専門サービスなどの増加から前月比 20.9 万人増加。金属製品や自動車製造の増加で製造業も同 3.1 万人増加しました。一方、失業率は 8.3%と昨年 6 月以来の低下傾向が一服しました。失業者数が同 4.8 万人増と 6 ヶ月ぶりの増加に転じたためです。同時に、職探しを一旦あきらめた人が含まれる非労働力人口も同 31.0 万人減少しており、人々が労働市場に再参入する前向きな動きとみられます。もっとも、失業者数は依然 1,300 万人近く、労働市場から一旦退出した非労働力人口も 8,700 万人以上と、雇用の正常化にはなお時間が必要です。

ガソリン価格上昇の消費への影響を懸念

懸念材料なのが、エネルギーを中心とした物価の上昇です。ガソリン小売価格が 1 ガロン当たり 3.867 ドル(3月 19 日週)と 4 ドル近くまで上昇してきました。これまで、4 ドルという水準が消費者の心理が悪化する一つの目安になっており、昨年春のガソリン価格上昇と消費の腰折れも記憶に新しいところです(図表 8)。

図表 7：米 雇用者数増減と失業率 (灰色は景気後退期)

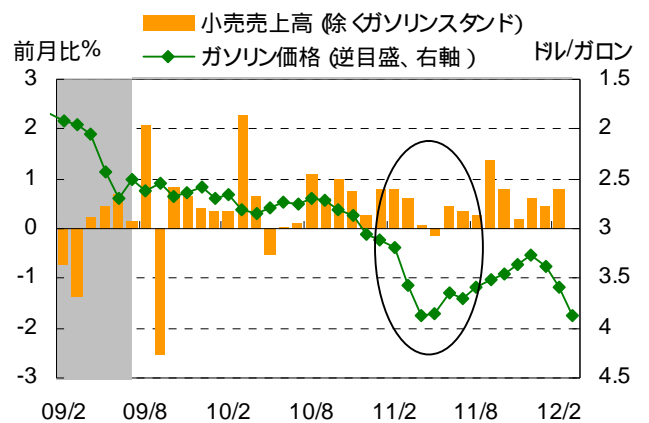
雇用増加は続くが、失業率はなお高水準



出所：米労働省、NBER、りそな銀行

図表 8：米 消費とガソリン価格 (灰色は景気後退期)

ガソリン価格 4 ドルは消費の心理的な重石か



出所：米商務省、EIA、NBER、りそな銀行
注：ガソリン価格は 3 月 19 日週現在

3. 中国 - 政府目標引き下げを注視

2012 年の政府経済目標を引き下げ

中国の 2 月の主要統計が発表されました。1-2 月は春節(旧正月)により読みづらいものの、2012 年の低調なスタートが確認されました。更に、中国の国会にあたる全国人民代表大会(全人代)で発表された 2012 年の政府経済目標引き下げに大きな注目が集

まりました。GDP 成長率目標を 2011 年の前年比 8.0% から同 7.5% に引き下げたほか、マネーサプライの伸び率を同 16% から同 14% へ引き下げています。貿易総額（輸出と輸入の合計）の目標も同 10% 増と 2011 年実績の同 22.5% 増に比べて低く設定されています。一方、消費者物価上昇率の目標は 2011 年の 4% を据え置きました。2012 年の政府目標からは、中国政府が安定成長を目指していることがうかがえます（図表 9）。

2 月 CPI 上昇率は 3.2%、春節要因も

2 月の消費者物価指数（CPI）は、前年比 3.2% 上昇と 1 月の同 4.5% 上昇から鈍化しました。豚肉や生鮮野菜の上昇が落ち着き、食品全体の上昇率が 1 月の 10.5% から 6.2% に鈍化したためです。しかし、食品価格が上昇する春節が、昨年は 2 月、今年は 1 月にずれただことから、前年比は 1 月が高め、2 月は低めに出ている可能性があり CPI の上昇率がこのまま落ち着く可能性は低いとみられます。最低賃金引き上げと物価抑制の同時達成は、今年も中国政府にとり最大の難問となりそうです。

1-2 月輸出は前年比 6.9% 増に鈍化

2 月の貿易統計によると、輸出は前年比 18.4% 増の 1,145 億ドル、輸入は同 39.7% 増の 1,460 億ドル、貿易収支は 315 億ドルの赤字。うるう年の影響もあり 2 月は輸入が増加し、貿易赤字は 1981 年の統計開始以来最大です。春節の影響を避けるために 1-2 月累計で見ると、輸出は前年比 6.9% 増と 2011 年 1-2 月の伸び（同 21.3% 増）を下回りました。輸入の伸びも同 7.7% 増と 2011 年の 36.5% 増に比べ鈍化しましたが、貿易赤字は 42 億ドルと 2011 年 1-2 月の 20 億ドルの 2 倍です。また、輸出と輸入の合計である貿易総額の 1-2 月累計も前年比 7.3% 増加にとどまりました。2011 年年間の貿易総額の同 22.5% 増、2012 年の政府目標である 10% 増をも下回るスタートとなりました。中国の GDP 成長率や輸入の動向は日本の輸出と相関があり、今後の動向をよく注視する必要があります（図表 10）。

図表9：中国 政府経済目標

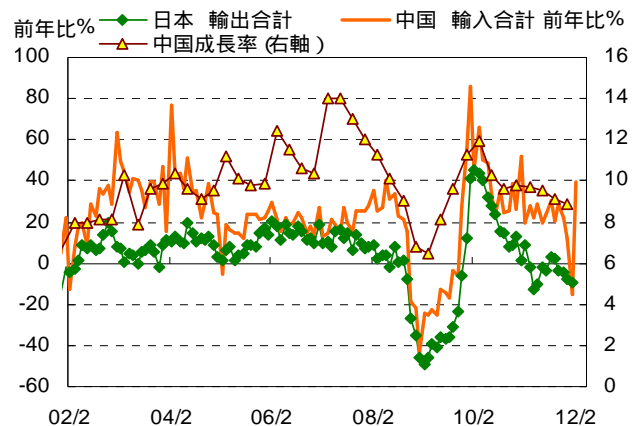
2012 年の政府目標は引き下げが目立つ

	政府目標				直近実績
	2010年	2011-2015 5年計画	2011年	2012年	
GDP成長率	8%	7%	8%	7.5%	8.9%
消費者物価上昇率	3%		4%	4%程度	3.2%
マネーサプライ伸び率	17%		16%	14%	12.9%
新規融資額	7.5兆元		7兆元	8兆元	7.5兆元
貿易総額の伸び				10%程度	7.3%
失業率		5%以下		4.6%	4.1%
最低賃金の伸び		年13%以上			

出所：新華社、中国国家统计局、りそな銀行

図表10：中国の成長率と日本の輸出

中国の成長率動向は日本の輸出に大きな影響



出所：財務省、中国国家统计局、中国税関、りそな銀行

4. 日本の GDP 予想 - 中国動向を注視

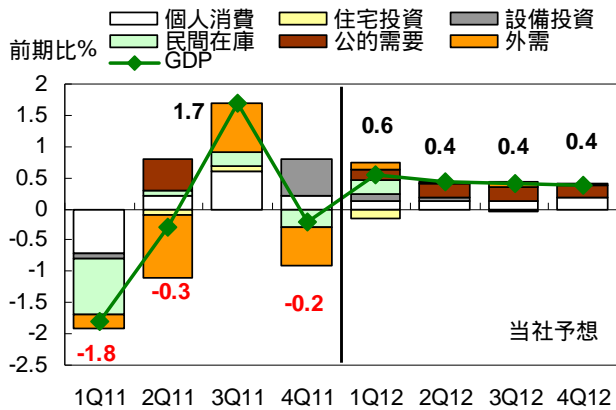
中国動向を注視

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）。復興関連の公共投資を支えにした、緩やかな回復にとどまるとのシナリオは 2 月と同じです。しかし、外需に関しては、マイナス要因が増えています。特に中国の 2012 年の成長率目標引き下げは、これまで想定していなかった輸出の下振れリスクです。過去、中国の経済成長率の実績は政府目標を常に上回ってきたものの、動向を注視し、必要があれば輸出の予想見直しを行う予定です。また、米国でのガソリン価格上昇が消費減速につながる懸念についても、要注意です。債務問題解決に向け、欧州各国は緊縮財政や増税を余儀なくされており、中国などアジアの貿易相手国の実体経済への影響が更に拡大するリスクも引き続き注視していきます。

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)

2012年10-12月期が前期比0.2%減へ上方修正された



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
 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)

年度予想は据え置き

%、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