

景気の見通し

- ◇ 景気先行きに対する楽観論が後退
- ◇ 株価反落、円安一服など、年初からの動きが止まりつつある
- ◇ 日本経済は復興需要を支えにした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 4 月 19 日現在)

年初からみられた動きが止まりつつある

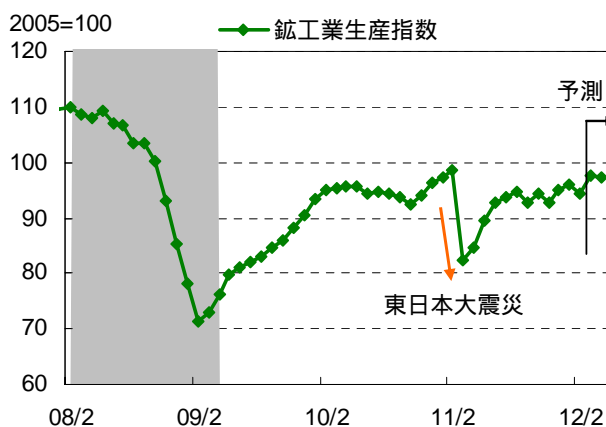
景気回復の鈍化を示す経済指標が発表され、景気先行きに対する楽観論が後退してきています。代表的な例では、米国の 3 月の雇用者数増加が市場予想を大幅に下回り、中国の 1-3 月期 GDP も 5 期連続の減速となりました。また、スペインやイタリアの国債が下落していることも欧州債務問題に対する楽観的な見方に水を注しています。足元では株価反落、円安一服など、年初からみられた動きが止まりつつあります。

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、新エコカー補助金の効果や新型車の好評から、国内新車販売が好調です。対米自動車輸出の復調もあり、自動車頼みながら生産の緩やかな回復が続いています。新年度入り以降は、実行が遅れている復興関連の公共投資も、徐々に実行されるとみられます。一方、原子力発電所の停止に伴い、天然ガスなどのエネルギー輸入が高水準で推移しているため、日本の貿易黒字体質に変化が生じた可能性が高いでしょう。3 月の日銀短観は企業の慎重さを浮き彫りにしており、2012 年度も設備投資の加速や新規雇用の増加は見込み難い状況です。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。

図表1: 鉱工業生産指数(灰色は景気後退期)

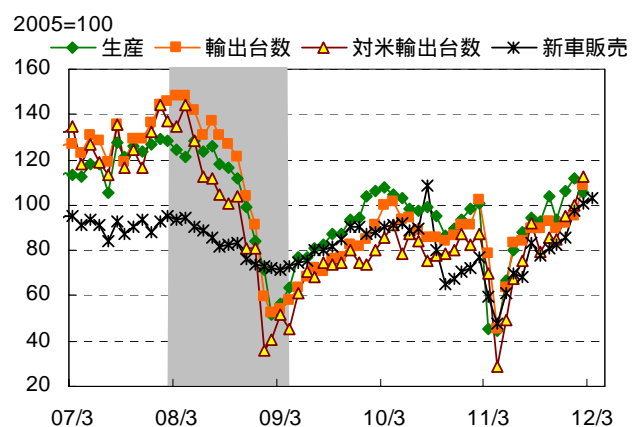
自動車頼みだが緩やかな増産が続く



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: 自動車生産・輸出・販売(灰色は景気後退期)

補助金等を背景に自動車の需要が回復



出所: 経済産業省、財務省、内閣府、自販連、軽自協、りそな銀行
注: 輸出と販売は台数を指数化

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. 自動車頼みながら緩やかな生産拡大が続く

2月生産は3ヶ月ぶり減少

2月の生産は前月比 1.6%減と、3ヶ月ぶりの減少となりました(図表 1)。事前予想では小幅増加が見込まれていましたが、半導体製造装置などの一般機械(5.9%減)や、輸送機械(3.7%減)の落ち込みが予想を上回りました。

自動車中心に生産の緩やかな回復は続く

タイの洪水からの挽回生産が一服した形ですが、先行きは緩やかな増産が続く見通しです(図表 1)。経済産業省の予測調査によると、3月は前月比 3.4%増、4月は 0.3%減と増産傾向が続く見通しです。対米輸出が復調、エコカー補助金を背景に国内販売も好調と、自動車の需要はしばらく底堅いとみられます(図表 2)。自動車頼みながら、生産活動の緩やかな拡大が続くと予想されます。

1-2. 電力不足が景気後退につながる可能性は低い

エネルギー輸入は過去最大

現在稼働中の唯一の原子力発電所である泊原発も 5月 5日には定期点検に入ります。図表 3 のように原子力発電を代替する形で、火力など原子力以外の発電実績が上昇しています。それに伴い、エネルギーの輸入量も過去最大を更新しています。

電力不足への自衛策進む

エアコン稼働率が上昇し、1年で最も電力需要が高い夏場の電力不足が今年も懸念されています。しかし、昨年の経験から、火力発電所の能力増強やユーザー側の自家発電、節電などの自衛策が進んでいるため、産業活動の停滞など景気後退につながる可能性は低いとみています。

1-3. 足元の消費は堅調

消費は再び前年割れ、可処分所得は増加

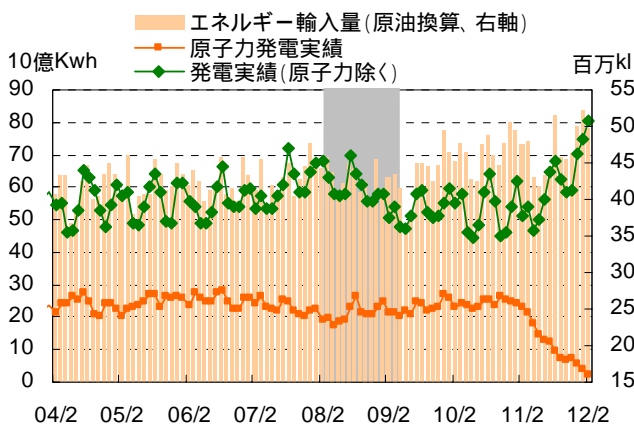
家計調査によると、2月の二人以上世帯の消費支出は前年比 2.3%増と、2ヶ月ぶりの増加になりました。今年はずうとで 1日多かった上、変動の大きい葬儀や婚礼費用を含む諸雑費の増加が最大の押し上げ要因だったため、割り引いて考えた方がいいかもしれません。しかし、自動車購入費も 3ヶ月ぶりの増加に転じています。1月に 6ヶ月ぶりの増加に転じた勤労者世帯の可処分所得が引き続き増加し、消費の増加を支えているとみられます。

エコカー補助金は夏頃に枯渇の見込み

新エコカー補助金や新型車の好調を背景に、3月も自動車の販売が好調でした(図表 4)。軽自動車を含む自動車販売台数は前年比 71.8%増加の 75.2万台と、前回のエコカー補助金対象期間のピークであった 2010年 3月の 67.4万台を上回りました。夏場には補助金(3,000億円)の上限に達すると、前回のレポートで試算しましたが、販売好調につ

図表3: 発電量とエネルギー輸入(灰色は景気後退期)

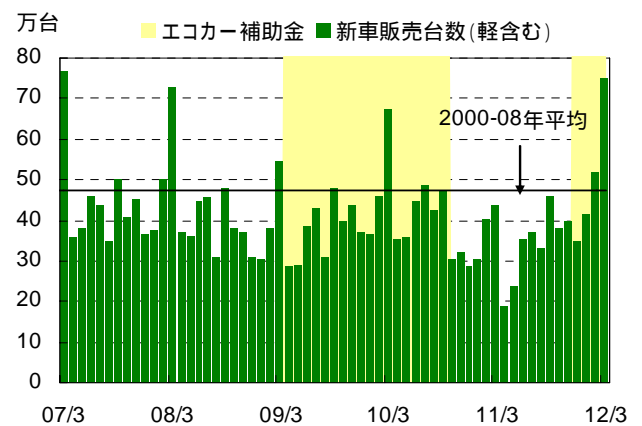
原発停止に伴い、エネルギー輸入量が増加



出所: 資源エネルギー庁、財務省、りそな銀行

図表4: 新車販売台数(軽自動車含む)

新エコカー補助金を背景に自動車販売が好調



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

き、更に早く枯渇する可能性が出てきました。

先行きへの警戒感高まる

景気ウォッチャー調査によると、自動車ディーラーの現状判断 DI は昨年 11 月を底に上昇が続き、業況改善がうかがえます。しかし、3 月調査では、2-3 ヶ月先に関する先行き判断 DI が 49.1 へ下落しました。DI が横ばいを示す 50 を割り込んだのは 2011 年 4 月以来のことです(図表 5)。「過去にもあまり経験がないくらい(東海: 乗用車販売店、3 月景気ウォッチャー調査より)」の好調は長続きしないとの警戒感が高まっています。

1-4. 企業は設備投資に依然慎重

3 月日銀短観は企業の慎重姿勢を示した

3 月調査の日銀短観(回答期間: 2 月 23 日~3 月 30 日)によると、12 月と比べた大企業の景況感は製造業、非製造業ともほぼ横ばい、先行き 6 月の見通しも横ばいと、企業は慎重さを崩していないことが、確認されました。

設備投資計画はここ数年と同水準

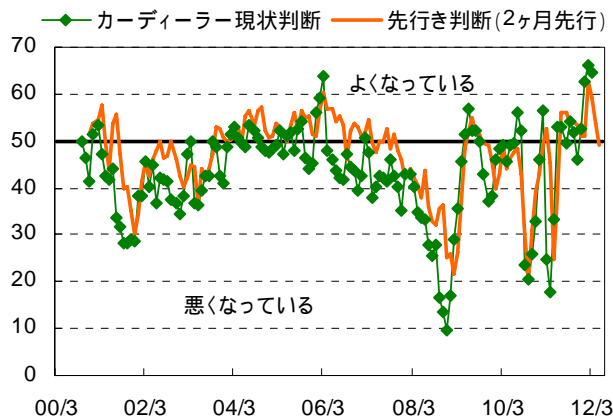
2012 年度の事業計画からも企業の慎重さがうかがえます。事業計画の前提となる想定為替レート(大企業製造業)は 78.14 円と、12 月調査時点の下期想定 77.90 円をほぼ据え置く形であり、円高への警戒が続いています。売上も、製造業がタイの洪水からの復旧等を背景に小幅回復を見込むものの、非製造業は伸びが鈍化する見込みです。また、製造業を中心に雇用や設備の過剰感が続く見通しが示され、2012 年度の設備投資計画は前年比 1.6% 増の 24.6 兆円と、ここ数年と同様、慎重なものになっています(図表 6)。

日本の景気回復が加速する姿は描けず

3 月の日銀短観からは、企業が新規雇用や設備投資に今年度も慎重であることがうかがえます。日本の景気回復ピッチが加速する姿は今のところ描けず、現状程度の緩やかな拡大にとどまる可能性が高いと考えられます。

図表5: 景気ウォッチャー調査(自動車ディーラー)

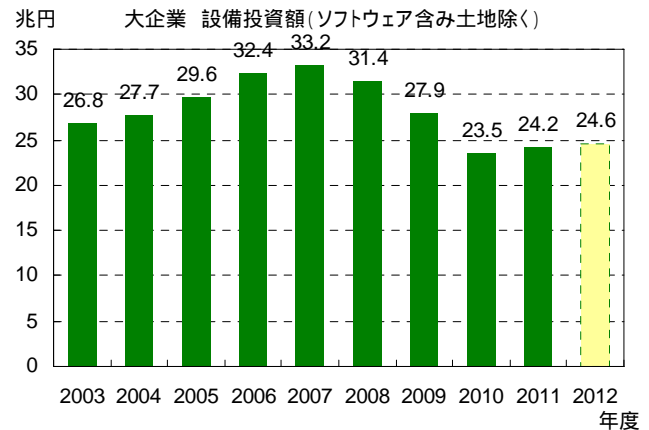
自動車販売は足元がピークとの警戒感が高まる



出所: 内閣府、りそな銀行
注: 50 が横ばいを示す

図表6: 日銀短観 設備投資計画(大企業)

2012 年度の設備投資計画も引き続き慎重



出所: 日銀、りそな銀行

2. 米国 - 先行きに対する楽観が後退も、消費は底堅い

先行きに対する楽観論が後退

米国では 3 月の雇用統計が市場予想を大幅に下回り、景気先行きに対する楽観論が後退、超低金利政策からの出口が早まるとの見方も足元で支持を失っています。ガソリン価格上昇や新興国景気の減速等の懸念材料もくすぶりますが、個人消費は依然底堅さをみせています。

雇用増加ペースが鈍化

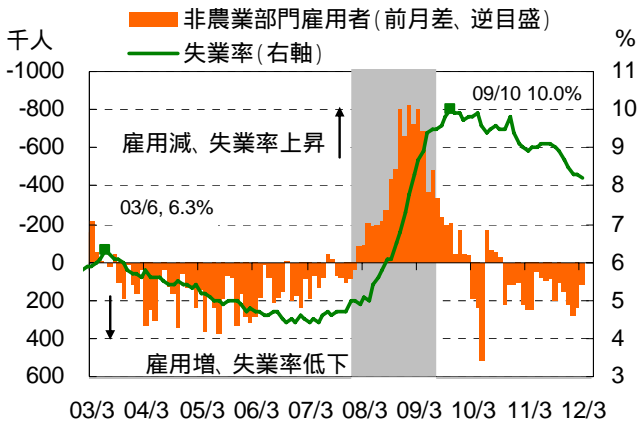
3 月の農業以外の雇用者数は前月比 12.0 万人増加と、4 ヶ月ぶりに 20 万人を下回る増加にとどまりました。教育・医療(3.7 万人増)や専門サービス(3.1 万人増)の増加ペース鈍化から、シェアが大きいサービス業の増加が 9.0 万人と 2 月の 20.4 万人から半減しました。失業率は 8.2% へ低下したものの、職探しをあきらめた人を含む非労働力人口の

増加によるものであり、雇用情勢はむしろ悪化した可能性があります。雇用統計は毎月のデータの振れが大きいものの、労働市場の回復ペース鈍化が示されました(図表7)。

個人消費は底堅さを示す

3月の小売売上高は、前月比0.8%増の4,111億ドルと、市場予想(0.3%増)を大幅に上回りました(図表8)。ガソリン小売価格が1ガロン当たりほぼ4ドルに上昇し、昨年のように消費の勢いが鈍化する懸念が高まっていますが、足元は記録的な暖冬を背景に、悪影響が相殺された可能性があります。1-3月期の小売売上高は前期比1.9%増と、2期連続で2%近い増加となり、米個人消費の底堅さを示しています。

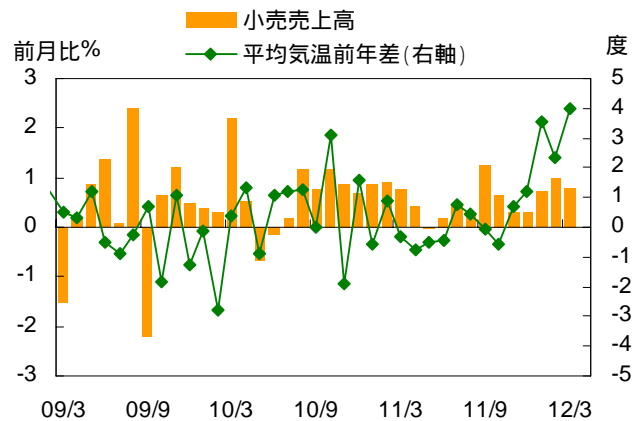
図表7: 米 雇員数増減と失業率(灰色は景気後退期)
雇用増加ピッチが鈍化、失業率もなお高水準



出所: 米労働省、NBER、りそな銀行

図表8: 米 消費と平均気温

1-3月期は歴史的な暖冬が消費を押し上げた



出所: 米商務省、米海洋大気庁、りそな銀行

3. 中国 - 足元に持ち直しの兆し

1-3月期 GDP
が減速

中国の1-3月期GDPは前年比8.1%増の10.8兆元と発表されました。5四半期連続の減速です(図表9)。需要項目別の内訳は発表されませんが、同時期の都市部固定資産投資は20.9%増の4.8兆元と、10-12月期の21.5%増から鈍化したほか、小売販売も14.8%増の4.9兆元と10-12月期の15.8%増から鈍化しています。金融引き締めや住宅投資に対する規制強化を背景にした建設投資の減速にとどまらず、個人消費も減速したとみられます。

3月は持ち直したが、年初の低調を埋められず

1-2月の低調を埋めるには至らなかったものの、3月の統計は総じて改善しています。3月の鉱工業生産、輸出入の伸びは1-2月より小幅加速。マネーサプライの伸び率は2ヶ月連続で加速。例年最も増加する1月の新規融資額が低調で、金融引き締めの続行かと懸念されましたが、3月は14ヶ月ぶりに1兆元を超えました(図表10)。資金の流れの改善もうかがえ、年初に比べ、足元の景気は持ち直していると考えられます。

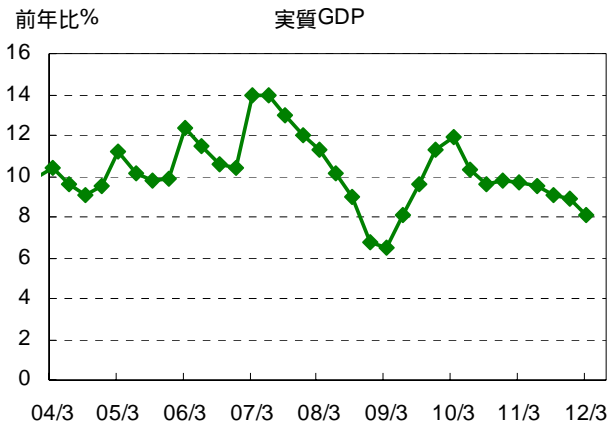
3月CPI上昇率は3.6%へ加速

3月の消費者物価指数(CPI)は、前年比3.6%の上昇でした。前年比は1月4.5%、2月3.2%の後、再び加速と不安定です。これはウェイトが3割を占める食品の動向に左右されるためと考えられます。3月は豚肉の上昇率が11.3%へ鈍化した一方、生鮮野菜が20.5%上昇し、食品は2月の6.2%から7.5%へ加速しました(寄与度2.39%ポイント)。また、政府が3月にエネルギー価格引き上げを実施し、消費者物価への影響に注目が集まっていますが、光熱水道費は2月の0.7%上昇から2.6%上昇へ、自動車燃料も2月の6.9%上昇から7.6%上昇へ共に加速したことが確認されました。

最低賃金引き上げと物価抑制を同時に達成することは引き続き難しいでしょう。1-3月期の景気減速が明らかになったことで、中国当局による金融緩和への期待も一段と高まっています。4月16日から中国人民銀行は為替の1日の変動幅を0.5%から1.0%へ拡大しましたが、原材料等の輸入物価高騰に対する効果は小さいとみられます。

図表9: 中国 実質 GDP 成長率

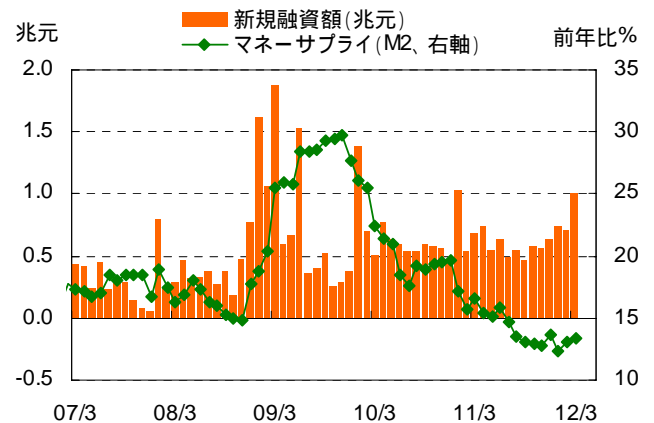
5 四半期連続の減速、市場予想も下回った



出所: 中国国家统计局, りそな銀行

図表10: 中国 新規融資額とマネーサプライの伸び

3月の新規融資額は14ヶ月ぶりの1兆元超



出所: 中国人民銀行, りそな銀行

4. 日本の GDP 予想 - 外需中心に下振れリスクが高い

緩やかな回復
にとどまる

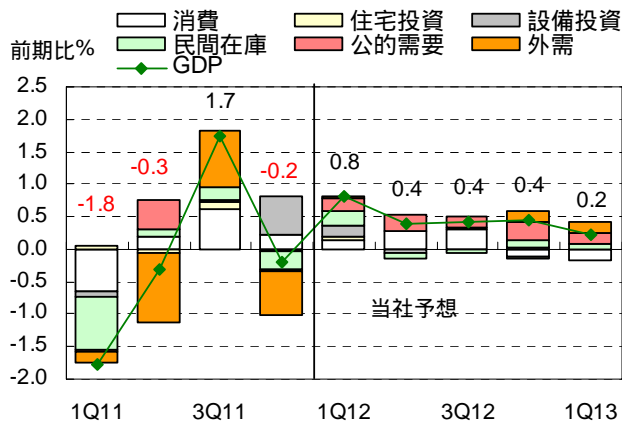
以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です(図表 11、12)。足元の自動車の国内販売好調は、補助金を背景にした一時的なものともみえています。輸出は下げ止まるものの、エネルギー輸入が高水準と、これまでのような貿易黒字体質に変化が生じています。復興関連の公共投資を支えに緩やかな回復にとどまるとのシナリオは据え置きます。

外需中心に下
振れリスク高
い

現状では外需を中心に下振れリスクの方が高いとみえています。年初に比べ、3月は持ち直しの様子が見え始めるものの、中国経済は要注視です。また、欧米の緊縮財政と増税が、輸出減速を招く懸念もくすぶるためです。

図表11: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

復興需要を下支えにした緩やかな回復



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-0.4%、2012年度1.7%で据え置き

%、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	0.2	0.5
設備投資	-1.7	0.4	0.2	0.4
公的需要	1.0	0.1	0.4	0.7
外需	0.2	0.8	-0.9	0.0

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

表紙の注意事項をよくお読みください。