

## 景気の見通し

- ◇ 日本経済、駆け込み需要の反動は限定的となる可能性
- ◇ 中国経済、政府目標を下回る経済成長も、貿易は対欧米取引が増加
- ◇ 米国経済、インフレ指標の重要度高まる

### 1. 日本経済の現状と見通し(2014年6月24日現在)

日本経済、駆け込み需要の反動は限定的か

日本経済は消費関連の指標を中心に消費税増税の影響が見受けられたが、増税に伴う駆け込み需要の反動が限定的である様子も確認された。1-3 月期 GDP 統計にて個人消費が最大の押し上げ要因となった反面、4-6 月期は鈍化が見込まれるが、家計調査などからは消費の落ち込みが限定的となる可能性が示唆される。また、4-6 月期は個人消費と合わせて、設備投資の増加が継続するかが注目される。一方、物価に関しては消費者物価指数が前年比プラスで推移しているが、日銀の目標である前年比 + 2% (増税の影響除く) に比べれば依然低く、今後は円安による物価押し上げ要因が縮小に向かう。

中国経済、伸び悩みも貿易は対欧米で増加

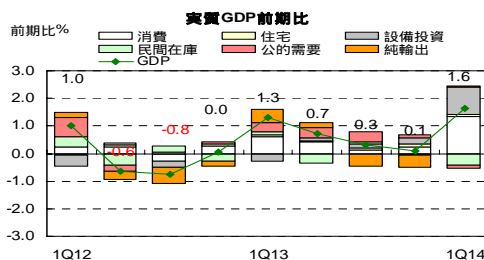
中国経済は、5 月の鉱工業生産が 1-4 月と同様、伸び悩みとなった一方、小売売上高は化粧品、電気製品を中心として伸び率が上昇。貿易は対欧米の取引が牽引する形で輸出は拡大したが、香港をはじめとした近隣アジア諸国からの輸入が減少し、全体の輸入額は減少した。政府目標を下回る伸び率の指標が目立つが、対欧米取引の増加は中国経済にとって明るい要因として捉えることが出来る。なお、消費者物価指数に関しては、政府目標の前年比 + 3.5% を下回る水準。中国政府にとってみれば、景気刺激策を実施するにも、インフレを過度に警戒する必要が無いと言える。

米国経済、インフレ指標の重要度高まる

米国経済は 1-3 月期 GDP 統計にて個人消費の堅調さが確認された一方、設備投資の弱さが懸念材料。一方、鉱工業生産などの指標は改善が続いており、設備稼働率も上昇。1-3 月期に鈍化が目立っていた住宅関連指標でも 4-5 月は改善が見られた。労働市場では雇用者数の増加が続いており、失業率は 6% 台前半となっている一方、賃金の伸びは緩慢。コア PCE 価格指数は FRB が目標とする 2% を下回っており、現状は FRB の金融緩和姿勢の継続を支持する内容だが、政策転換の時期を占う上でインフレ指標に対する重要度がより高まった。

図表1: 実質 GDP 成長率

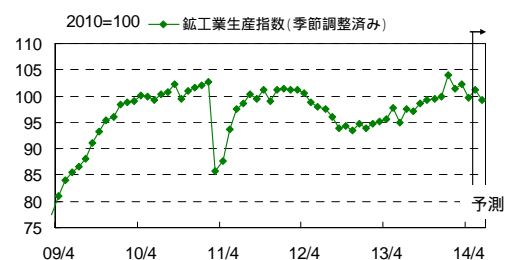
内需がプラスに寄与



出所: IN 情報センター、りそな銀行

図表2: 鉱工業生産

予測調査、先行きは減少見通し



出所: IN 情報センター、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. 1-3 月期 GDP、個人消費と設備投資がプラスに寄与

実質 GDP、個人消費と設備投資が寄与 2014年1-3月期実質 GDP2次速報値は、前期比+1.6%(年率+6.7%、図表1)。1次速報値の+1.5%(年率+5.9%)から上方修正された。主に個人消費(+2.1% +2.2%)と設備投資(+4.9% +7.6%)がそれぞれ上方修正された。項目別の寄与度で見ると、個人消費(+1.4%ポイント、以下 pp)と設備投資(+1.1pp)の寄与が大きく、純輸出(0.3pp)、在庫(-0.5pp)がマイナスに寄与。

### 1-2. 鉱工業生産、予測調査では4-6月期の減少が見込まれる

鉱工業生産、先行きに慎重さ 4月の鉱工業生産は前月比-2.8%(確報値、図表2)。経済産業省は生産の基調判断を前月の「総じてみれば、生産は持ち直しの動きで推移している」から「総じてみれば、生産は横ばい傾向にある」へ変更した。生産の業種別では16業種中13業種が減少。パルプ・紙・紙加工品(-6.9%)や電子部品・デバイス(-5.3%)、輸送用機械(-2.6%)などで減少がみられた。経済産業省の製造工業生産予測調査によると、5月は+1.7%と増加が見込まれるが、6月は-2.0%と再度減少が見込まれている(図表2)。非鉄金属や電気機械、情報通信機械、輸送機械など5月に増加を見込むほとんどの業種で6月の減少幅の方が大きく、全体的に慎重な見通しとなっている。予測調査の見通しに従えば、4-6月期は-2.4%と6四半期ぶりの減少が見込まれている。

在庫は 0.5% 鉱工業在庫は 0.5%。3月に増加が目立っていた輸送用機械が反動減となったことが影響した(3月+20.2% 4月-18.1%)。その他は電子部品・デバイスなど5業種で在庫が減少した一方、情報通信機械や電気機械、はん用・生産用・業務用機械など16業種中11業種で在庫が増加。

### 1-3. 収支は23ヶ月連続の赤字、輸出入共に前年割れ

収支は23ヶ月連続の赤字 5月の貿易統計(速報)によると、輸出が前年比-2.7%、輸入が+3.6%と輸出入共に前年割れ。収支は9,090億円と23ヶ月連続で赤字となったが、予想では輸入増加が見込まれていたため、赤字額は市場予想に比べて小さい額となった(市場予想1兆9,893億円)。また、5月は輸出、輸入共に取引数量ベースでも前年比マイナス。税関長公示レート of 平均値は102円12銭と前年比2.9%の円安となったが、円安によって取引金額が押し上げられる効果は小さくなっており(4月時点6.7%の円安、3月8.7%の円安)、5月は取引数量減少の要因が大きい。

輸出の内訳をみると、鉱物性燃料や自動車、船舶などの輸出が減少し、特に鉱物性燃料は前年比のうち-1.4%ポイントと最も減少に寄与した。輸入に関しても原油及び粗油(-2.5%ポイント)がマイナスに寄与し、その他では通信機や石炭などが減少した。

図表3: 景気ウォッチャー調査

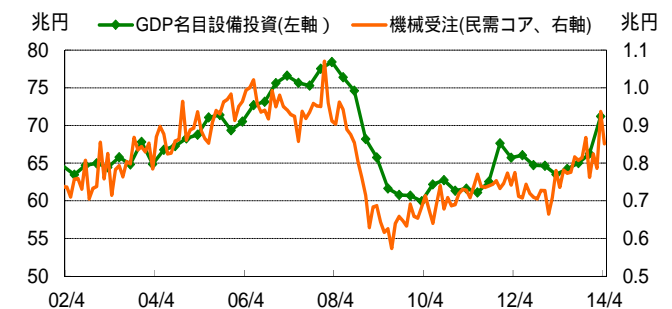
DIは改善

	2013年						前月差
	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
合計	55.7	54.7	53.0	57.9	41.6	45.1	+3.5
家計動向関連	53.1	52.2	50.2	57.0	37.2	42.1	+4.9
小売関連	53.7	54.0	52.3	60.7	31.9	39.2	+7.3
飲食関連	52.4	45.7	42.2	48.8	48.1	43.7	4.4
サービス関連	53.2	50.5	47.5	52.5	44.1	47.7	+3.6
住宅関連	46.8	50.0	50.6	50.3	44.7	43.4	1.3
企業動向関連	60.4	57.7	57.0	58.4	48.5	47.4	1.1
製造業	60.5	57.7	55.2	57.0	50.0	47.9	2.1
非製造業	60.5	57.5	58.8	59.6	47.5	46.9	0.6
雇用関連	62.5	64.2	62.6	62.8	55.9	59.3	+3.4

出所:IN情報センター、りそな銀行

図表4: 機械受注

設備投資は底入れへ



出所:IN情報センター、りそな銀行

地域別では対 EU、対中国で赤字。対米国では黒字を維持したものの、自動車向けを中心に輸出が前年を下回り、黒字幅は縮小した。一方中国からの輸入は 17 ヶ月ぶりの前年割れ。通信機の輸入減少が目立った(47.3%)。

### 1-4. 個人消費、駆け込み需要の反動は限定的

個人消費、増税前の駆け込み需要

4 月の家計調査によると、個人消費は物価変動の影響を考慮した実質値で前年比 4.6%と市場予想の 3.4%を下回った(3 月+7.2%)。一方、名目値では 0.7%にとどまった。内訳を見ると、家庭用耐久財などの家具・家庭用品(14.3%)の減少が目立ったほか、被服及び履物(3.9%)、諸雑費(6.6%)などが減少。一方で住居(+11.9%)や教育費(+7.4%)、高熱・水道(+6.3%)などは前年比プラスとなっており、消費税増税に伴う駆け込み需要の反動減は項目毎でまちまちの様子。

厚生労働省発表の 4 月毎月勤労統計によると、現金給与総額は前年比+0.9%の 27 万 4,761 円。そのうち所定内給与は 0.2%の 24 万 3,989 円と足踏み状態が続く。残業代などの所定外給与は+5.1%。

増税後の買い控えが影響

5 月の景気ウォッチャー調査では、現状判断 DI が 45.1(4 月 41.6)と 2 ヶ月ぶりに上昇。2~3 ヶ月先の見通しである先行き判断 DI についても 53.8(4 月 50.3)と上昇、判断基準の 50 を 2 ヶ月連続で上回った(図表 3)。4 月の消費税増税後、今回が二度目の調査となったが、コメントからは、「来客数はほぼ前年どおりで推移している。客の様子は、ゴールデンウィーク期間には例年よりも慎重さが見受けられたが、今月後半には増税のことを忘れてしまったかのようなようである(百貨店)」や、「生鮮食品や日配品については増税前の状態に戻っているようである(スーパー)」など増税の影響が一時的であった様子が窺える意見が見られた一方、「消費税増税後の需要減で、マンションの照明や家電製品の注文量が減少している」などの意見も見られた。

### 1-5. 設備投資、企業の慎重姿勢は改善に向かいつつある

設備投資は底入れへ

4 月機械受注統計によると、船舶・電力を除く民間需要(民需コア)の受注額は前月比 9.1%の 8,513 億円(図表 4)。減少したものの市場予想(10.8%)は上回っており、3 月に+19.1%と増加した反動と捉えられる。予測調査によると民需コアの受注は 4-6 月期も増加が続く見通しが示されており、内閣府による受注判断も「増加傾向にある」で据え置かれた。月々の振れは大きい傾向にあるものの、機械受注からは企業の設備投資に対する慎重姿勢が改善に向かいつつある様子が確認された。

設備投資の過剰感解消

4 月調査の日銀短観によると、大企業の業況判断 DI(「良い」-「悪い」)は、製造業(+16 +17)、非製造業(+20 +24)ともに改善。一方、先行きは共に低下が見込まれた。全規模全産業の生産・営業用設備判断 DI(「過剰」-「不足」)は 0。12 月は+2 と

図表5: 日銀短観

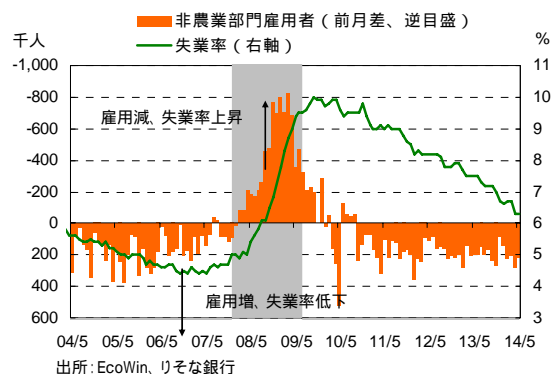
現況指数は改善も先行きが低下

DI %ポイント	業況判断					変化幅			
	2013		2014		6月 先行き	2013		2014	
	9月 実績	12月 実績	3月 予測	6月 実績		12月	3月		6月
大企業	製造業	12	16	14	17	8	4	1	-9
	非製造業	14	20	17	24	13	6	4	-11
	全産業	13	18	16	21	11	5	3	-10
中堅企業	製造業	0	6	3	12	3	6	6	-9
	非製造業	8	11	10	17	5	3	6	-12
	全産業	5	9	7	14	4	4	5	-10
中小企業	製造業	-9	1	-1	4	-6	10	3	-10
	非製造業	-1	4	1	8	-4	5	4	-12
	全産業	-4	3	0	7	-5	7	4	-12

出所:IN情報センター、りそな銀行

図表6: 米 雇用統計

雇用者数は 4 ヶ月連続で前月比+20 万人台の伸び



出所:IN情報センター、りそな銀行

過剰と回答した企業が多い状態だった。業種別では製造業が+5、非製造業が4と、依然として製造業の過剰感が強く、非製造業は3四半期連続で不足状態となった。また、先行きに対しては、全産業で1と若干の不足が見込まれている。一方、2014年度の設備投資計画(大企業全産業、ソフトウェアを含み土地除く)は前年比+2.2%と2013年度計画(+4.3%)に比べて控えめ。規模別でみると、中小企業では17.3%と前年比マイナスが見込まれている。4月時点の先行きの見方は慎重さが目立つ結果となったが、機械受注統計で示される様に、6月調査では慎重姿勢が改善に向かうかが注目される。

## 1-6. 公共投資が下支え

公共投資が下支え

財政面では、復興関連を含む公共投資が景気の下支えとなる見込み。国土交通省の調査によると4月の公共機関からの受注額は前年比+112.9%の1兆3,563億円と前年を上回る水準の受注が確認された。発注機関・工事分類別でみると、受注額が大きいのは政府関連企業等の「道路工事」、国の「道路工事」、都道府県の「道路工事」。「道路工事」のみで8,599億円と受注の大半を占めた。

## 1-7. 消費者物価指数、今後は円安による物価押し上げ要因が縮小へ

消費者物価、コア指数は前年比+3.2%

4月全国消費者物価指数(CPI)は、総合CPIが前年比+3.4%と3月の+1.6%から伸び率が拡大。生鮮食品を除くコアCPIも+3.2%(3月+1.3%)となり、4月からの消費税増税の影響(+1.7%ポイント程度)を除いて考えても3月時点を0.2%ポイント程度上回る伸び率となった。円安に伴う輸入物価上昇を背景に、引き続き財価格が+5.2%と上昇に寄与したほか、サービス価格も+1.8%と前年比上昇。一方で、消費税増税の影響を除いたコアCPIは前年比+1.5%程度と試算されるが、日銀の目標とする前年比+2%と比べると依然開きがある上、今後は円安による物価上昇要因が徐々に小さくなる。

## 2. 米国 - インフレ指標の重要度高まる

1-3月期GDP、個人消費がプラスに寄与

2014年1-3月期実質GDP2次速報値は前期比年率1.0%と1次速報値の+0.1%から下方修正。民間在庫の下方修正が主な要因(寄与度0.57%ポイント1.62%ポイント)。その他では設備投資のうち、建物などの構造物への投資などが下方修正された。項目毎でみると、引き続き個人消費が最大の押し上げ要因。FRBの想定に従えば、4-6月期は前期比年率+3%台後半から4%台の成長となる必要がある。1-3月期の伸び率鈍化が寒波だけの影響に依るものなのか、4-6月期の指標で注目される。一方、物価を測る指標であるコアPCE価格指数は前年比+1.2%とFRBの目標(前年比+2%)に比べて低い水準。

雇用者数は4ヶ月連続で+20万人台の伸び

5月雇用統計は非農業部門雇用者数の伸びが前月比+21.7万人と市場予想とほぼ同水準となり、4ヶ月連続で+20万人台の伸び(図表6)。失業率は6.3%と前月から変わらず、労働参加率も前月から横ばいだった。雇用者数の増加が続いていることが確認できた一方、労働参加率が伸びないことや賃金の伸びが依然前年比+2%近辺にとどまっていることは、FRBの金融緩和姿勢が継続するという見方を支持する内容。雇用改善の持続性に加えて、賃金の伸びが加速に向かうかが今後も注目される。

コアCPI、前年比+2.0%

5月消費者物価指数(CPI)は前月比+0.4%と11月連続で上昇。市場予想の+0.2%を上回った(4月+0.3%)。また、食品とエネルギーを除いたコア指数も前月比で+0.3%(4月+0.2%)。主にサービス価格の上昇が寄与し、中でも帰属家賃などの住居関連の上昇が影響した。前年比では+2.0%と4月時点の+1.8%を上回り、2013年2月(+2.0%)以来の前年比+2%台となった。

5月小売売上高は増加を維持も伸びは鈍化

5月小売売上高は前月比+0.3%と4ヶ月連続で増加したものの、市場予想を下回る伸び(図表7)。寒波による落ち込み後の反動が大きかった2-3月と比べると、増加率は抑えられた。業種別でみると、ガソリンスタンドや自動車関連が売上増加に寄与し、インタ

ーネット通販や家具、建材なども売上を伸ばした。一方で、米 GDP の個人消費の算出に使用される、自動車、ガソリンスタンド、建材を除く売上高は4ヶ月ぶりの減少となった。

ISM 製造業指数、50 を上回る水準

5月ISM製造業景況指数は55.4と4月の54.9から上昇。同指数は50が製造業活動の拡大、縮小の判断の分かれ目となる。内訳をみると、仕入価格や生産、新規受注などの項目が上昇。ISM非製造業景況感数についても56.3と4月の55.2を上回った。

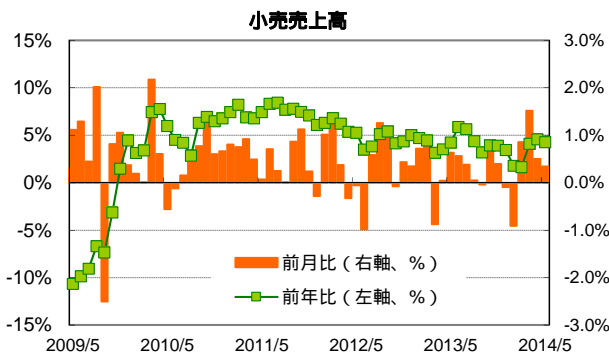
鉱工業生産、2ヶ月ぶりに増加

5月鉱工業生産は前月比+0.6%と2ヶ月ぶりに増加(図表8)。製造業は耐久財業種、非耐久財業種ともに増加し、鉱業でも生産が増加。一方、公益事業は4ヶ月連続で減少。1-3月に暖房需要が高まった反動が続いている。鉱工業全体の設備稼働率は79.1%に上昇(4月78.9%)。目安となる80%に向けて上昇が続くかが注目される。

住宅販売は中古、新築共に増加

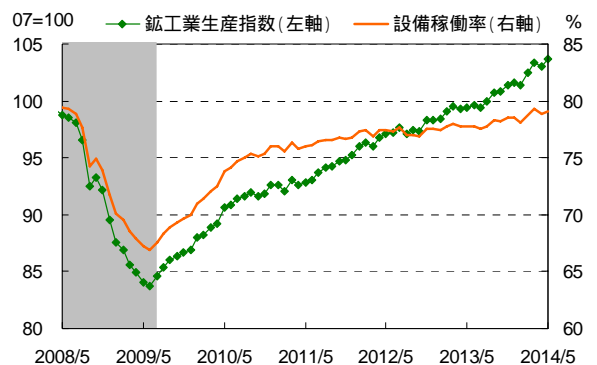
直近の住宅関連指標によると、5月の中古住宅販売は前月比+4.9%の年率489万戸と2ヶ月連続で増加、市場予想の+1.9%を上回った。4月の新築住宅販売についても+6.4%の43.3万戸と増加。新築、中古住宅共に1-3月期の減少から改善が見られた。中古住宅在庫は5ヶ月連続で増加となっており、全米不動産協会のエコノミストは在庫の増加が購入者の選択肢を広げ、販売増加につながったとの見解を示した。30年物住宅ローン固定金利は引き続き4%台で推移。貸出基準については、単身労働者世帯や初回購入者に対する基準が依然厳しいとの指摘がある一方、個人の返済能力を示すクレジットスコアの要件などで若干緩和する動きなども出てきている模様。一方、5月住宅着工件数については前月比6.5%の100.1万戸、着工許可件数についても6.4%の99.1万戸と共に減少に転じた。

図表7: 米 小売売上  
増加維持も伸びは鈍化



出所: IN情報センター、EcoWin、りそな銀行

図表8: 米 鉱工業生産  
稼働率、80%に向けて上昇するかに注目



出所: IN情報センター、EcoWin、りそな銀行

### 3. 中国 - 政府の年間目標を下回る経済成長

消費者物価指数、政府目標3.5%を下回る

5月消費者物価指数(CPI)は、前年比+2.5%と4月の+1.8%から伸び率は上昇。市場予想の+2.4%も上回った(図表10)。食品価格が+4.1%と4月の+2.3%から上昇したことが主な上昇要因。中でも生鮮果物が+20.0%、鶏卵が+17.6%と上昇。一方、生鮮野菜2.5%の下落幅が大きかった。なお、財とサービスの分類で見ると、財価格は+2.4%(4月+1.4%)と前月から上昇したが、サービス価格は+2.7%と伸び率は4月の+2.7%と同水準。

鉱工業生産、前年比8%台と低い伸び率

5月の鉱工業生産は前年比+8.8%と昨年12月以降は10%を下回る水準での推移が続いている(4月+8.7%、図表10)。2014年の政府による年間目標は+10.0%。原油(+3.8% +3.5%)やセメント(+3.9% +3.2%)の伸びが鈍化。一方、四輪車(+7.9% +12.2%)や発電量(+4.4% +5.9%)などの伸び率を上昇した。発電量に関しては昨年夏場以降、鈍化傾向が続いていたが、上昇に転じた。

表紙の注意事項をよくお読みください。

製造業 PMI  
は 50 を上回  
る

製造業活動の先行きをみる上で参考となる製造業 PMI(購買担当者景況指数)は 6 月 50.8 と生産活動の拡大と縮小との分かれ目である 50 を上回る結果となった。HSBC が算出している製造業 PMI に関しては 6 月 50.8(5 月 49.4)と、50 を上回る水準で推移している。

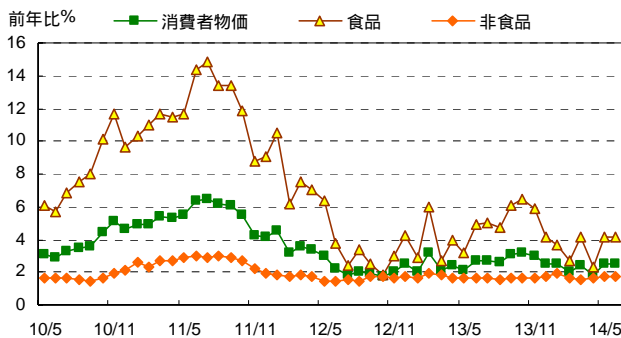
輸出入ともに  
対欧米取引が  
増加

5 月貿易統計によると、輸出は前年比 +7.0%の 1,954.7 億ドル(4 月 +0.9%の 1,885.0 億ドル)。輸入は 1.6%の 1,595.5 億ドル(4 月 +0.8%の 1,700.9 億ドル)。市場予想では輸出入共に 5 月は上昇が見込まれていたものの、輸入額は減少。貿易収支は +359.2 億ドルと黒字(4 月 +184.5 億ドル)。一方、輸出額と輸入額をあわせた貿易総額は 1-5 月期累計で前年比 +0.2%と政府目標である +7.5%に比べると低い水準。地域別での取引高をみると、直近は対欧米取引で増加が見られており、5 月分の取引額増加にも寄与した。

小売売上高は  
伸びが拡大

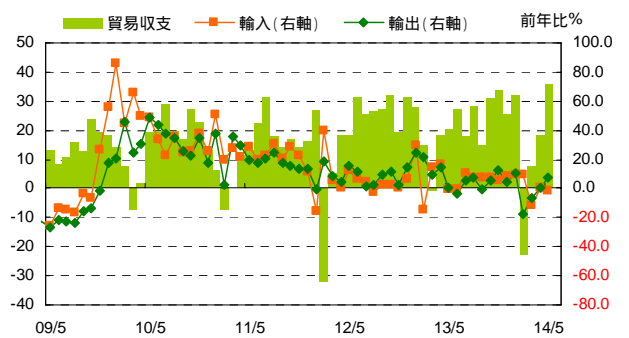
5 月小売売上高は、前年比 +12.5%の 2 兆 1,250 億元。4 月の +11.9%から伸び率は上昇。一方で、2014 年の政府目標である +14.5%と比べると依然低い伸び率となった。項目別でみると化粧品、家電製品などが伸び率が上昇した。宝石類の減少幅が縮小したことも伸び幅の拡大に寄与。一方で、自動車、オフィス用品、通信用品の伸びが鈍化した。

図表9: 中国 消費者物価指数  
政府目標の前年比 +3.5%を下回る



出所: IN情報センター、EcoWin、りそな銀行

図表10: 中国 貿易統計  
5 月は対欧米取引が増加



出所: IN情報センター、EcoWin、りそな銀行

## 4. 日本の GDP 予想 - 2014 年度 1.3%を想定

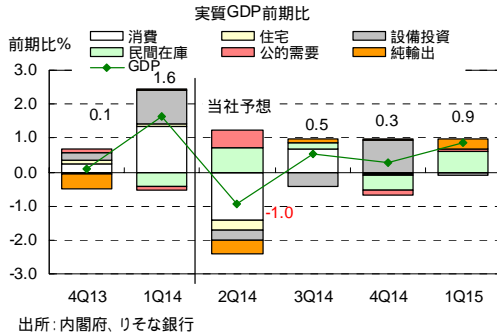
GDP、公共投資が下支え、設備投資も底入れ

日本の 2014 年度の実質 GDP 成長率は +1.3%の成長を想定(図表 11、12)。

2013 年度の GDP は個人消費が最大の押し上げ要因。設備投資も増加に寄与した。事前の予測値と比べると、外需がマイナスに寄与したことが想定と異なったほか(事前予想では ±0.0pp の寄与、実際は -0.3pp)、公的需要が予測値(+0.6%pp)に対して、上振れた(+1.0pp)。2014 年度も引き続き公共投資が GDP を下支えし、設備投資も底入れに向かうとの想定のもと、実質 GDP 成長率は前年比 +1.3%を見込む。

図表11: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

公共投資が下支え、消費に底堅さ



出所:IN情報センター、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)

2014年度 +1.3%を予想

%、内訳は寄与度	2011年度実績	2012年度実績	2013年度予測	2014年度予測
実質GDP	0.3	0.7	2.3	1.3
個人消費	0.8	0.9	1.5	0.2
設備投資	0.6	0.1	0.3	0.7
公的需要	0.1	0.3	1.0	0.5
外需	-1.0	-0.7	-0.2	-0.7

出所:IN情報センター、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