

景気の見通し

- ◇ 日本経済、天候要因の影響で消費の回復が鈍い
- ◇ 中国経済、景気刺激策を実施するにもインフレ懸念は小さい
- ◇ 米国経済、雇用関連指標・インフレ指標の重要度が高まる

1. 日本経済の現状と見通し(2014年9月22日現在)

日本経済、天候要因の影響で個人消費が足踏み

日本経済は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減は和らぎつつあるが、悪天候による影響の払拭に時間が掛かっている様子が窺えた。ただ、雇用・所得環境の改善が続く中、今後の消費の回復には期待が持てる。設備投資に関しては、増加傾向にあるものの、ここのところ弱い動きが見られている。4-6月期 GDP 統計 2次速報値で設備投資は大きく下方修正され、また設備投資の先行指標とされる機械受注の戻りが鈍い状況。物価については、日銀が「物価安定の目標」として掲げる 2%までには距離がある上に、原油価格が 6 月をピークに下落基調が強まっていることが物価の押し下げ要因となる懸念が残る。

中国経済、景気刺激策への期待が高まる

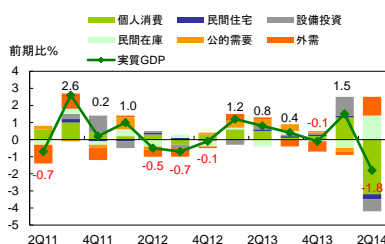
中国経済は、8 月の鉱工業生産が 2008 年以来となる低い伸びとなり、小売売上高についても前月から伸びが鈍化。一方、貿易は 8 月の輸出が対欧米向けの輸出が好調であったことから、前年比+9.4%の増加と、前月に続いて高い伸びとなった。政府目標を下回る伸び率の指標が目立つ中、9 月に入り、5 大國営銀行に対して中国人民銀行から総額 5000 億円の流動性供給が行われた。物価に関しては前年比+2.0%と、中国政府にとってみれば、景気刺激策を実施するにも、インフレを過度に警戒する必要がない水準。

米国経済、雇用統計・インフレ指標の重要度が高まる

米国経済は、個人消費が堅調に推移しており、住宅投資や設備投資も緩やかな回復を見せている。ミシガン大学消費者信頼感指数や ISM 製造業景況指数などの景況感指数も高い水準を維持。一方、雇用者数の増加は確認できたものの、伸びが鈍化しておりこれが一過性のものなのか否かが注目される。物価面ではコア PCE 価格指数は緩やかな上昇を続けているが FRB の目標である前年比+2%を依然下回る状態。9 月の FOMC では出口戦略への具体的な工程が示され、今後、雇用関連指標やインフレ指標への注目度が一層高まる。

図表1: 実質 GDP 成長率

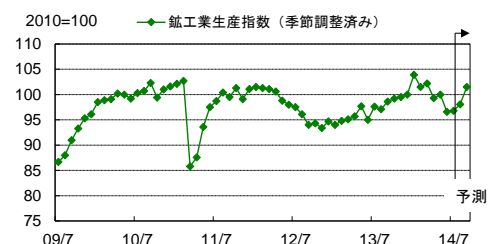
設備投資が下方修正



出所: 内閣府、りそな銀行

図表2: 鉱工業生産

2ヵ月ぶりの増加も戻りは鈍い



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. 4-6 月期 GDP2 次速報値、設備投資が下方修正

設備投資が下方修正 2014 年 4-6 月期実質 GDP 2 次速報値は、前期比▲1.8% (年率▲7.1%、図表 1)と 1 次速報値の前期比▲1.7% (年率▲6.8%)から下方修正された。主に個人消費(▲5.2%→▲5.3%)と設備投資(▲2.5%→▲5.1%)がそれぞれ下方修正された。項目別の寄与度で見ると、個人消費(▲3.2%ポイント、以下 pp)と設備投資(▲0.7pp)のマイナス寄与が大きかった一方、純輸出(+1.1pp)、在庫(+1.4pp)が全体を押し上げる形となった。

1-2. 鉱工業生産、底打ちも回復のペースは鈍い

鉱工業生産、7 月は伸び悩み 7 月の鉱工業生産は前月比+0.4% (確報値、図表 2)。経済産業省は生産の基調判断を「総じてみれば、生産は弱含みで推移している」で据置いた。生産の業種別では 16 業種中 10 業種で増加。はん用・生産用・業務用機械工業、石油・石炭製品工業、プラスチック製品工業等で増加がみられた。経済産業省の製造工業生産予測調査によると、8 月は+1.3%、9 月は+3.5%と生産の増加が見込まれている(図表 2)。8 月に増加を見込んでいる業種は、化学工業、電子部品・デバイス工業、情報通信機械工業等で、9 月に増加を見込むのは、はん用・生産用・業務用機械工業、輸送機械工業、電子部品・デバイス工業等。

在庫が積み上がる 鉱工業在庫は前月比+0.9%。16 業種中 8 業種で増加した。内訳をみると、輸送機械工業、電気機械工業、はん用・生産用・業務用機械工業等が増加した一方、化学工業、窯業・土石製品工業、非鉄金属工業等が減少。

1-3. 輸出は 3 ヶ月ぶりに増加も、収支は 25 ヶ月連続の赤字

輸出が 3 ヶ月ぶりに増加 7 月の貿易統計(速報)によると、輸出が前年比+3.9%、輸入が+2.3%と輸出が 3 ヶ月ぶりに増加に転じた。収支は▲9,640 億円と 25 ヶ月連続で赤字となったが、赤字幅は前年比で 6.6%減少した。輸出は品目別でみると自動車、金属加工機械等が増加。地域別でみると EU 向けの輸出が伸びており、中でも自動車の伸びが目立った。税関長公示レポートの平均値は 101 円 73 銭と前年比 2.9%の円安となった。

輸出の内訳をみると、自動車や金属加工機械、科学光学機器等が増加し、特に自動車の寄与度が+1.2pp と大きかった。輸入に関しては、原粗油や天然液化ガス、石油製品等が増加。

地域別では対 EU、対中国で貿易赤字となったが各々輸出が前年比プラスへ転じたことを背景に赤字幅は縮小。特に EU については自動車の輸出が前年比で 74.3%伸びた

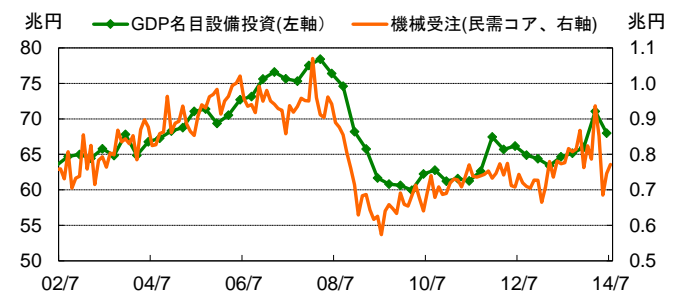
図表3: 景気ウォッチャー調査

DI は 50 を割り込む

	3月	4月	5月	6月	7月	8月	前月差
合計	57.9	41.6	45.1	47.7	51.3	47.4	▲3.9
家計動向関連	57.0	37.2	42.1	45.1	49.4	45.8	▲3.6
小売関連	60.7	31.9	39.2	43.0	48.2	44.4	▲3.8
飲食関連	48.8	48.1	43.7	47.0	49.1	45.7	▲3.4
サービス関連	52.5	44.1	47.7	48.9	51.5	47.9	▲3.6
住宅関連	50.3	44.7	43.4	46.6	51.2	49.4	▲1.8
企業動向関連	58.4	48.5	47.4	50.3	53.9	48.5	▲5.4
製造業	57.0	50.0	47.9	48.8	53.9	48.4	▲5.5
非製造業	59.6	47.5	46.9	51.8	53.6	48.4	▲5.2
雇用関連	62.8	55.9	59.3	57.9	57.7	55.3	▲2.4

図表4: 機械受注

底入れも、設備投資には慎重



出所: 内閣府、りそな銀行

出所: IN情報センター、りそな銀行

ことで全体の輸出額も 10.2%の伸びを記録。中国向けの輸出は金属加工機械や自動車の部分品等が増加。また、通信機や衣類等の輸入が減少したことで収支は改善した。一方、対米国では収支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ったことに加え、穀物類や天然液化ガス等の輸入が増えたことで、黒字幅は縮小した。

1-4. 個人消費、天候不順が消費減少要因

名目賃金は上昇も消費の回復は鈍い

7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▲5.9%と市場予想の▲2.9%を下回った(6月▲3.0%)。名目値では2.0%の減少。主要項目10項目中9項目が前月比マイナスとなり、実質値への寄与度をみると、**外食・魚介類**などの食料(▲0.97pp)や**教育娯楽**(▲0.99pp)のマイナスが目立ったほか、**交通・通信**(▲0.77pp)、**家具・家事用品**(▲0.67pp)などもマイナス寄与となった。一方、**授業料**等の教育のみ前年対比で増加した。

厚生労働省発表の7月毎月勤労統計によると、現金給与総額は前年比+2.6%の36万9,846円。そのうち所定内給与は前年同月比+0.7%の24万2,840円と増加が見られた。残業代などの所定外給与は+3.3%。

天候要因が消費を抑える

8月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが47.4(7月51.3)と4ヵ月ぶりに低下。一方、2~3ヶ月先の見通しである先行き判断DIに関しては50.4(7月51.5)と低下したものの、基準値である50は上回った(図表3)。現状判断についてのコメントからは、「7月中旬より昨年比マイナスに転じ、8月は天候不順が重なり、ここ何年来の低調な数字となった(コンビニ)」や「お中元のピークに天候が悪かったことや、気温が低く盛夏商材が売れなかったために契約していたすいかなどが大量に廃棄となり、売上以上に利益が厳しい(スーパー)」など天候要因による売行き不振が幅広い業種で散見された。一方で先行きについては、引き続き消費税率引上げ後の駆け込み需要の反動が和らぐことへの期待がみられるものの、燃料価格等の上昇への懸念等から家計動向部門、企業動向部門及び雇用部門で低下した。

1-5. 設備投資、機械受注は2ヵ月連続増加も戻りは鈍い

一部業種で大幅増も全体の戻りは鈍い

7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+3.5%の7,717億円と市場予想(+4.0%)を下回った(6月+8.8%、7,458億円)。製造業からの受注は、+20.3%の3,639億円(6月+6.7%、3,024億円)と2ヶ月連続で増加。業種別でみると、石油製品・石炭製品、化学工業などの受注が大幅増。非製造業(船舶・電力を除く)からの受注は、▲4.3%の4,250億円(6月+4.0%、4,441億円)。外需からの受注は、▲42.6%の8,169億円(6月+62.8%、1兆4,226億円)と2ヶ月ぶりに減少した一方、官公需からの受注は、+9.3%の3,024億円(6月▲24.0%、2,766億円)と2ヶ月ぶりに増加。

図表5: 日銀短観

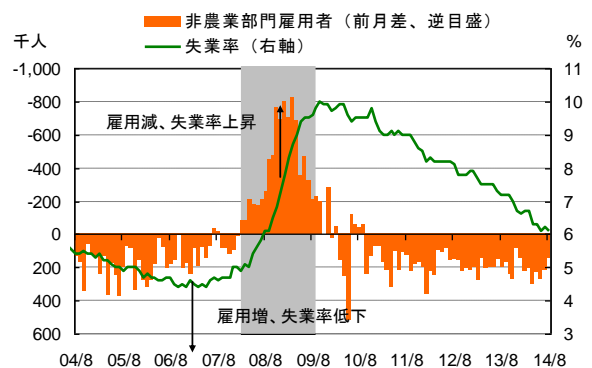
現況指数は悪化も先行きはまちまち

DI、 %ポイント	業況判断					変化幅			
	2013		2014			2014			
	12月 実績	3月 実績	6月 予測	9月 実績	9月 先行き	3月	6月	9月	
大企業	製造業	16	17	8	12	15	1	-5	3
	非製造業	20	24	13	19	19	4	-5	0
	全産業	18	21	11	16	17	3	-5	1
中堅企業	製造業	6	12	3	8	8	6	-4	0
	非製造業	11	17	5	10	8	6	-7	-2
	全産業	9	14	4	9	8	5	-5	-1
中小企業	製造業	1	4	-6	1	3	3	-3	2
	非製造業	4	8	-4	2	0	4	-6	-2
	全産業	3	7	-5	2	2	4	-5	0

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+20万人台を下回る



出所: Bloomberg、りそな銀行

尚、民需コア 7-9 期の見通しは前期比+2.9%の増加が見込まれている(4-6 期▲10.4%)。内閣府は受注判断を「一進一退で推移している」と据え置き(図表 4)。

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7月の公共機関からの受注額は前年比+21.0%の1兆5,774億円と前年を上回る水準の受注が確認された。発注機関別でみると、「国の機関」からの受注工事額は前年同月比+21.8%の4,723億円、「地方の機関」からは+20.6%の1兆1,051億円。工事分類別でみると、受注金額が多いのは「道路工事」4,400億円、「教育・病院」3,055億円、「治山・治水」1,887億円となった。

1-7. 消費者物価指数、エネルギー価格の上昇が一服

消費者物価、コア指数は前年比+3.3%

7月全国消費者物価指数(CPI)は、総合CPIが前年比+3.4%と6月の+3.6%から伸び率が低下。生鮮食品を除くコアCPIも+3.3%(6月+3.3%)となった。項目別では、前月に続いて電気代などの上昇幅が縮小し、エネルギーにより総合の上昇幅が前年比0.07ポイント縮小。財とサービスの分類でみると、財価格が+5.1%、サービス価格が+1.8%。サービスのうち民営家賃(▲0.4%)や持ち家の帰属家賃(▲0.3%)は前年を下回った。4月からの消費税増税の影響(+2.0%ポイント)を除いて考えると、コアCPIは前年比+1.3%程度と試算され、日銀の政策委員の大勢見通しの中間値と一致。

2. 米国一利上げに向けて労働市場回復の重要度が高まる

4-6 月期 GDP2 次速報値、設備投資が上方修正

2014年4-6月期実質GDP2次速報値は前期比年率+4.2%と1次速報値の+4.0%から上方修正。設備投資の上方修正が主な要因(寄与度+0.68%ポイント→+1.03%ポイント)。一方、民間在庫が下方修正されたが、先行きにとってはプラス要因とみることができる。その他では、個人消費は1次速報から変わらず、住宅投資は小幅ながら下方修正された。FRBの見通しでは2014年の実質GDP成長率見通しは中心値で+2.0%~+2.2%としている。物価を測る指標であるコアPCE価格指数は前年比+1.5%とFRBの目標(前年比+2%)に比べて低い水準。

雇用者数は+20万人を下回る

8月雇用統計は非農業部門雇用者数は前月差+14.2万人と7ヶ月ぶりに+20万人を割り込んだ(図表6)。労働参加率は62.8%と前月から▲0.1%低下し、失業率は6.1%となった。非労働力人口の増加を背景に労働参加率が前月から低下し、失業率も前月から低下。一方、雇用者数の伸びは鈍化したものの、長期失業者数やパートタイム労働者数は減少した。

コアCPI、前年比+1.7%

8月消費者物価指数(CPI)は前月比▲0.2%(前年比+1.7%)と市場予想比下振れ。また、食品とエネルギーを除いたコア指数は前月比±0.0%(7月+0.1%)。コア指数は前年比では+1.7%と7月(+1.9%)から伸びが鈍化した。全体的に物価が伸び悩む中、ガソリン価格を中心にエネルギー価格が下落したことで、市場予想に反して前月比マイナスという結果になった。原油価格が軟調に推移する中、エネルギー価格の下落が今後物価の押し下げ要因になる可能性が考えられる。

8 月小売売上高は増加、前月分も上方修正

8月小売売上高は前月から+0.6%増加(図表7)。寄与度の高い自動車関連や建設資材の売上が増加するなど、13業種中11業種で売上が増加。ガソリンスタンドと総合小売店のみ前月比マイナスとなった。また、7月分が前月比横這いから+0.3%へ上方修正された。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・建設資材を除く売上高は7ヶ月連続での増加となった。

ISM 製造業指数、50を上回る水準

8月ISM製造業景況指数は59.0と7月の57.1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、生産や新規受注、受注残などの項目が上昇。ISM非製造業景況感数に関しても59.6と7月の58.7を上回った。

鉱工業生産、
自動車関連が
反動減

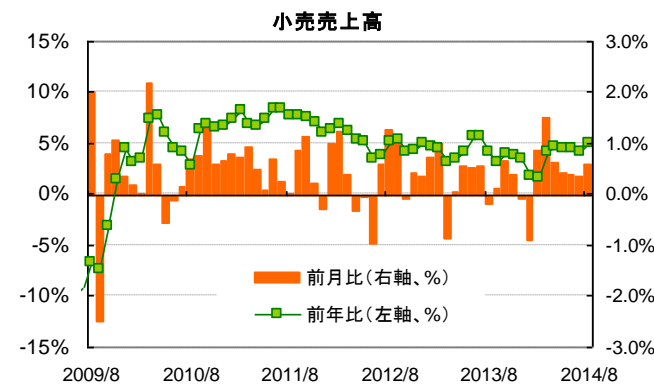
8月鉱工業生産は前月比▲0.1%と7ヵ月ぶりに下落(図表8)。製造業は、非耐久財業種で増加したものの、自動車関連の反動減を背景に耐久財業種では減少。鉱業、公益事業でも生産は増加したが、製造業の下落分を埋めるには至らなかった。鉱工業全体の設備稼働率は78.8%と前月から低下。目安となる80%に向けて上昇が続くかが注目される。

中古住宅の売
れ行きが好調

直近の住宅関連指標によると、7月中古住宅販売は前月比+2.4%の年率515万戸と市場予想の502万戸を上回り、4ヶ月連続の増加。一方で7月の新築住宅販売件数は前月比▲2.4%の年率41.2万戸と市場予想の43.0万戸を下回り、2ヶ月連続で減少。尚、6月分については40.6万戸から42.2万戸に上方修正された。在庫をみると、7月中古住宅在庫は前月比+3.5%の237万戸と7ヶ月連続で増加。新築住宅在庫についても20.5万戸と前月(19.7万戸)から増加。30年物住宅ローン固定金利は引き続き4%台で推移。その他、7月の着工件数は前月比+15.7%の年率109.3万件、着工許可件数は+8.1%の年率105.2万件と、共に市場予想を上回った。全米不動産協会のエコノミストは、雇用情勢の回復と販売在庫の増加を背景に、住宅市場はゆっくりではあるが改善していると指摘。

図表7: 米 小売売上

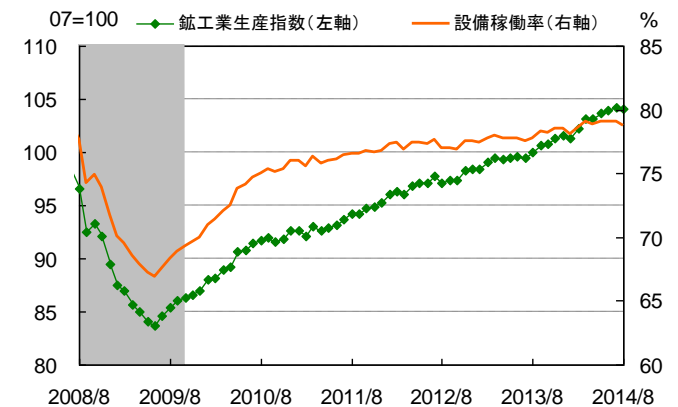
堅調推移、前月分も上方修正



出所: Bloomberg、りそな銀行

図表8: 米 鉱工業生産

自動車関連の反動減の煽りを受ける



出所: Bloomberg、りそな銀行

3. 中国—8月の経済指標が低調

消費者物価指
数、政府目標
3.5%を下回る

8月消費者物価指数(CPI)は、前年比+2.0%と市場予想(+2.2%)を下回り、7月(+2.3%)から伸び率は鈍化。5月から2%台前半で推移しており、政府の年間目標である+3.5%には届かず。内訳では、消費者物価指数全体への影響力が大きい食品が+3.0%(7月+3.6%)と伸び率が低下したことが全体を押し下げた。また、非食品は+1.6%→+1.5%。財とサービスの分類でみると、消費品(+2.2%→+1.8%)、サービス(+2.5%→+2.4%)の項目でも伸びは鈍化。

鉱工業生産、
前年比 6.9%

8月の鉱工業生産は、前年比+6.9%と市場予想(+8.8%)を下回る伸び(7月+9.0%)。ここ2ヶ月間は9%を超える水準を維持していたものの、伸び率は鈍化し2014年の政府による年間目標である+10.0%を下回った(図表9)。内訳をみると、エチレン(+11.7%→+14.2%)、石油製品(+2.0%→+4.4%)、天然ガス(+6.3%→+8.0%)が伸び率を拡大。一方で、石油生産(+1.1%→+0.9%)、鉄素製品(+1.5%→+1.0%)、鉄鋼製品(+3.7%→+2.4%)、セメント(+3.5%→+3.0%)、発電量(+3.3%→▲2.2%)、四輪車(+10.5%→+3.1%)は伸び率が縮小。

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8月51.1と6ヶ月ぶりに低下したものの、生産活動の拡大と縮小との分かれ目である50は24

ヶ月連続で上回った(7月 51.7)。HSBC が算出している製造業 PMI は 8 月 50.2(7 月 51.7)と、50 を上回る水準で推移。

輸出入ともに
対日欧米取引
が堅調

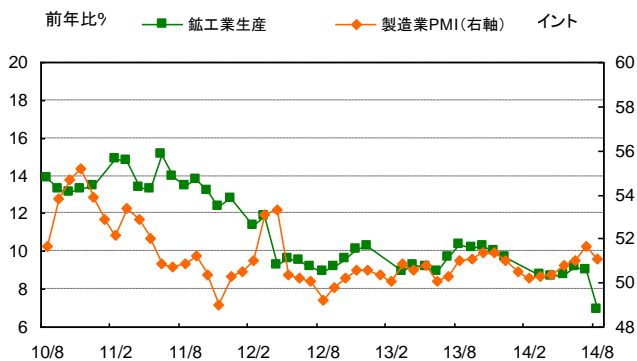
8 月貿易統計によると、輸出は前年比+9.4%の 2,085 億ドル(7 月+14.5%の 2,129 億ドル)。輸入は▲2.4%の 1,586 億ドル(7 月▲1.6%の 1,656 億ドル)。輸出は 7 月に続き大幅増であったものの、輸入は 2 ヶ月連続で減少(図表 10)。貿易収支は 498 億ドルと過去最大の黒字を更新した(7 月 473 億ドルの黒字)。輸出額と輸入額をあわせた貿易総額は 3,671 億ドル。貿易総額は 1-8 月期累計で前年比+2.3%と政府目標である+7.5%に比べると低い水準。地域別での取引高をみると、対米・EU・日本向けの取引が増加。

小売売上高は
伸びが縮小

8 月小売売上高は、前年比+11.9%の 2 兆 1,134 億元と市場予想(+12.1%)を下回った(7 月+12.2%、2 兆 776 億元)。5 月以降 12%台を維持していたが伸び率は鈍化し、2014 年の政府による年間目標である+14.5%も下回る水準で推移した。品目別でみると、通信用品(+24.2%→+31.8%)、穀物、食用油(+10.2%→+12.1%)などが前月に比べて伸び率が拡大。一方、衣類(+12.0%→+11.7%)、車(+8.1%→+5.3%)、石油(+11.3%→+7.7%)などウェイトの大きい項目での伸び悩みが目立った。

図表9: 中国 鉱工業生産

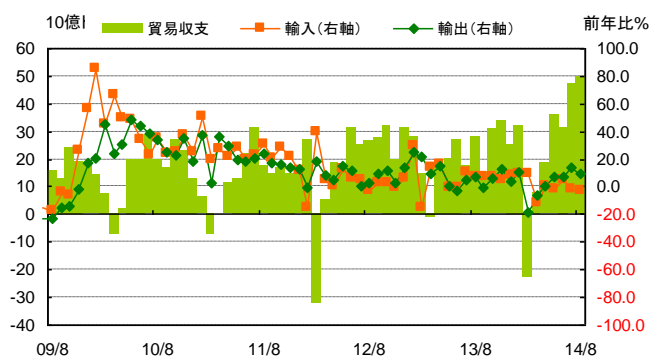
前年比+9%台から+6.9%へ落ち込み



出所: Bloomberg、りそな銀行

図表10: 中国 貿易統計

輸出が堅調、貿易収支も黒字幅を拡大



出所: Bloomberg、りそな銀行

4. 日本の GDP 予想—2014 年度 1.0%を想定

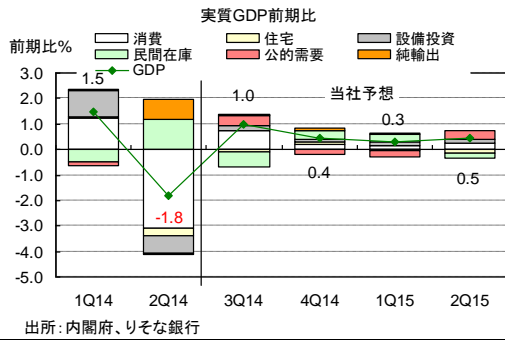
GDP、公共投資が下支え、設備投資も底入れ

日本の 2014 年度の実質 GDP 成長率は前年度比+1.0%の成長を想定(図表 11、12)。8 月時点の予測値は+1.3%だったが、主に設備投資を下方修正(寄与度▲0.2%pt の下方修正)。

2014 年度に関しては、消費税増税による駆け込み需要の反動から生じる個人消費の減退を見込む。また、4-6 月期 GDP2 次速報値で設備投資が下方修正されたことに加え、機械受注などの戻りが鈍いことを勘案して 2014 年度の見通しを下方修正する。外需の弱さは今年度に関しても継続。以上を踏まえ、実質 GDP 成長率は前年比+1.0%を見込む。

図表11: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

設備投資を下方修正



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 +1.0%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	1.0
個人消費	0.7	0.8	1.5	0.1
設備投資	0.6	0.1	0.4	0.5
公的需要	0.1	0.4	1.0	0.0
外需	-1.0	-0.8	-0.5	-0.1

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