

## 景気の見通し

- ◇ 日本経済、個人消費の回復に遅れ
- ◇ 中国経済、製造業を中心に減速が続く
- ◇ 米国経済、家計の景況感は良好な一方製造業活動には弱さ

### 1. 日本経済の現状と見通し(2016年1月21日現在)

#### 日本経済、個人消費の回復に遅れ

日本経済は、暖冬の影響もあって個人消費の回復に鈍さがみられる一方、設備投資については11月の機械受注こそ弱かったものの持ち直しの動きがみられている。輸出はアジア向けは弱さもみられるが欧米向けの自動車輸出などを中心に全体としては足元では増加に転じている。消費者物価に関しては国際商品市況の下落を受けて低位で推移しており、加えて消費者及び企業の先行きの物価見通しの目線も下がりつつある状況。

#### 中国経済、製造業を中心に減速

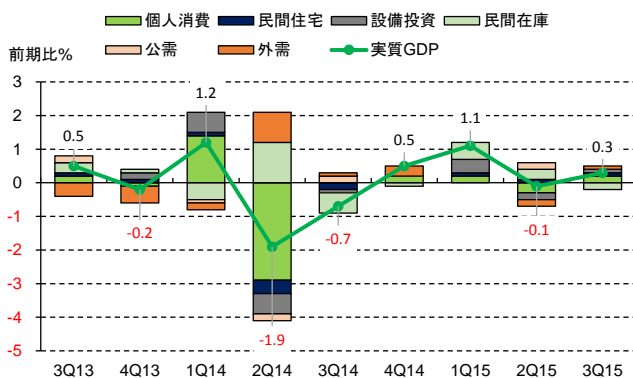
中国経済は、製造業セクターを中心に減速が続いている。主要経済指標をみると中国製造業 PMI は製造業活動の拡大と縮小の判断の分かれ目となる 50 を下回っており、鋳工業生産の伸びは鈍化。輸出入はマイナス幅は縮小しつつあるが前年割れでの推移が続いている。一方、小売売上高は伸びこそ鈍化したものの、高い水準を維持。消費者物価は食品価格の反発を受けて小幅に上昇しているが、今後新たな景気刺激策を打つ上で支障のない水準といえる。

#### 米国経済、家計の景況感は良好

米国経済は、家計の景況感は良好だったものの、海外需要の低迷やドル高、原油安などの影響を受けて製造業関連の活動には引続き弱さがみられた。労働市場では雇用者数の増加基調が続き、失業率は 5.0% で推移。消費者物価は原油安・ドル高を背景に緩慢な伸びとなっているものの、エネルギーと食品を除く指数は Fed (連邦準備制度理事会) の目標とする前年比 2% まで上昇している。

図表1: 実質 GDP 成長率

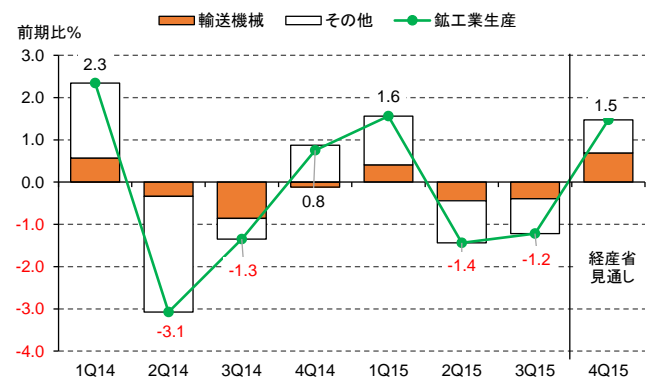
7-9 月期 2 次速報、成長率は 2 四半期ぶりにプラス



出所: 内閣府、Haver Analytics、りそな銀行

図表2: 鋳工業生産

10-12 月期は 3 四半期ぶりに増加する見込み



出所: 経済産業省、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。**取引時期等の最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。**

### 1-1. 鉱工業生産、在庫調整が進展も生産の伸びは緩慢

生産、一進一退で推移

11月の鉱工業生産指数(季節調整済み、確報)は前月比▲0.9%(10月+1.4%)と製造工業生産予測調査の+0.2%を下回り、3ヶ月ぶりの減少となった。その他、出荷指数は▲2.4%(10月+2.1%)、在庫指数は+0.4%(10月▲1.9%)となった。生産は、はん用・生産用・業務用機械(▲2.4%)や化学工業(▲1.8%)等を中心に減少。出荷は情報通信機械(▲7.8%)や石油・石炭製品(▲5.1%)などが減少。在庫は、鉄鋼(+2.6%)や輸送機械(+4.3%)、金属製品(+3.8%)を中心に増加した。尚、経済産業省は生産の基調判断を「一進一退で推移している」で据え置いた。

10-12月期は3期ぶりに増加の見込み

製造業の生産予測調査では、生産は12月に情報通信機械や化学工業を中心に+0.9%増加した後、1月ははん用・生産用・業務用機械や電子部品・デバイスを中心に+6.0%増加する見通しとなっている。予測調査を基にすると、2015年10-12月期の生産は前期比+1.5%の増加が見込まれている(7-9月期▲1.2%)(図表2)。

### 1-2. 輸出、アジア向けが低調も実質ベースでは3ヶ月連続で増加

輸出、実質ベースでは3ヶ月連続で増加

11月貿易統計(確報)によると、輸出額から輸入額を差し引いた貿易収支(季節調整前名目値)は▲3,813億円の赤字となった(赤字は2ヶ月ぶり)。輸出は前年比▲3.3%の5兆9,812億円(10月▲2.2%)、輸入は前年比▲10.2%の6兆3,625億円(10月▲13.3%)。尚、11月の税関長公示レートの平均値(1ドル)は121.34円(2014年11月は111.43円)と前年比8.9%の円安。季節調整済み前月比で見ると輸出は前月比+0.5%の6兆2,751億円(10月+0.4%)と2ヶ月連続で増加、輸入は▲2.2%の6兆2,784億円(10月▲1.2%)と4ヶ月連続で減少、貿易収支は▲33億円の赤字(10月▲1,730億円の赤字)となった。名目値を輸出物価指数、輸入物価指数で除した実質ベース(季節調整済)では輸出が前月比+1.6%(10月+1.3%)、輸入が▲0.7%(10月▲3.1%)となった(図表3)。

輸出はアジア向けが弱かったことに加え、円安による輸出価格の押し上げ効果が剥落したことによって、2ヶ月連続で前年割れとなった。ただ、実質ベースでは3ヶ月連続で増加するなど、足元では増加に転じている。他方、輸入は原油等の資源価格が下落する中、前年割れの状態での推移が続いている。

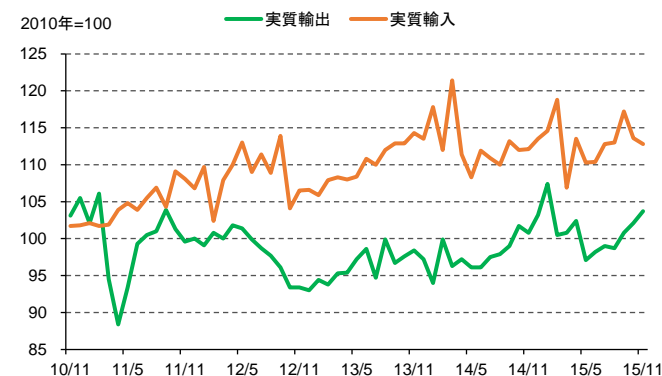
### 1-3. 個人消費、暖冬も影響し回復には鈍さがみられる

個人消費、回復に鈍さ

11月の家計調査によると、1世帯当たりの消費支出は実質ベースで前年比▲2.9%(10月▲2.4%)、名目ベースでは▲2.5%(10月▲2.1%)と3ヶ月連続でマイナス。実質ベースの前月比は▲2.2%(10月▲0.7%)と足元の基調としても弱めの動きが続いている。前年比の内訳をみると、暖冬の影響もあって被服及び履物が名目ベースで▲12.2%、実質ベースで

図表3: 貿易統計

実質輸出入指数の推移



出所: 財務省、日銀、IN 情報センター、りそな銀行

図表4: 景気ウォッチャー調査

先行き判断

	2015/7	2015/8	2015/9	2015/10	2015/11	2015/12	前月差
先行き判断DI	51.9	48.2	49.1	49.1	48.2	48.2	+0.0
家計動向	51.3	47.4	48.9	49.3	47.9	47.2	-0.7
小売	50.9	46.2	48.2	49.1	47.4	47.3	-0.1
飲食	51.2	46.4	48.6	50.9	49.4	42.6	-6.8
サービス	52.9	50.0	50.7	49.9	48.3	47.3	-1.0
住宅	48.5	47.0	47.2	47.2	48.4	50.7	+2.3
企業動向	51.9	48.7	48.3	47.5	47.4	48.2	+0.8
製造業	52.4	48.3	47.7	47.8	46.5	47.3	+0.8
非製造業	51.8	49.0	48.8	47.1	48.1	48.6	+0.5
雇用	56.0	52.7	52.3	51.5	52.2	55.2	+3.0

出所: 内閣府、IN 情報センター、りそな銀行

▲13.8%減少した。光熱・水道費は公共料金の下落を背景に名目ベースでは▲7.8%減少したが、実質ベースでは▲1.1%の減少に留まった。一方、住宅の修繕・維持費を中心に住居費の増加(名目+19.0%、実質+18.4%)が目立った。尚、消費支出の10-11月平均は実質ベースで7-9月期平均に対して▲1.9%低い水準となっている。

11月の毎月勤労統計(速報)によると、1人当たり平均現金給与総額は、事業所規模5人以上で前年比±0.0%の274,108円となった(10月+0.7%)。その内、定例給与が+0.5%の260,011円(10月+0.4%)、所定内給与が+0.5%の239,818円(10月+0.3%)、ボーナスなどを含む特別給与が▲8.6%の14,097円(10月+18.2%)であった。尚、物価上昇の影響を取り除いた実質賃金は▲0.4%(10月+0.4%)となった。

景況感、判断  
DIは50を下  
回る

12月の景気ウォッチャー調査では3ヶ月前と比較した景気の現状判断DIは48.7(11月46.1)とクリスマスや年末の買い物、忘年会などの年末要因によって上昇。ただ、好・不況の判断の分かれ目となる50を5ヶ月連続で下回った。内訳をみると、家計動向11月44.4→12月47.7(前月差+3.3)、企業動向47.8→48.9(+1.1)、雇用54.0→55.1(+1.1)と、全ての項目が上昇。家計動向の中身をみると、小売や飲食の上昇が目立った。企業動向は外需の鈍化などを背景に製造業が低下した一方、非製造業は2ヶ月連続で上昇した。雇用については、有効求人倍率は高い水準での推移が続いているが、求職者が増加せず、採用がうまく進んでいない様子が窺がえた。2~3ヶ月先の見通しである先行き判断DIは48.2と11月(48.2)から変わらず。目安となる50を5ヶ月連続で下回った。内訳をみると、家計動向が低下した一方、企業動向、雇用は上昇した(図表4)。尚、内閣府は今回の景気ウォッチャー調査の見方を「景気は、中国経済に係る動向の影響等がみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、中国経済の動向など、海外情勢への懸念がある一方で、観光需要や受注の増加、雇用の改善への期待等がみられる」とした。

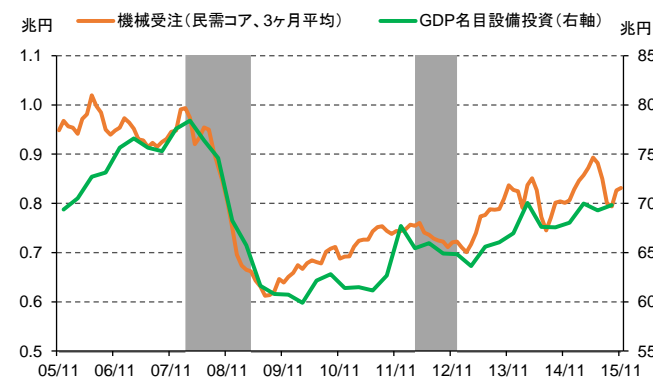
#### 1-4. 設備投資、持ち直しの動きがみられるも11月の受注は減少

機械受注、11  
月は大きく減  
少

11月機械受注統計によると、受注総額は前月比▲23.2%の2兆1,456億円となった(10月+20.9%)。変動の大きい船舶・電力を除いた民間からの受注額(民需コア)は前月比▲14.4%の7,738億円と3ヶ月ぶりに減少した(10月+10.7%、図表5)。内閣府は受注判断を「持ち直しの動きがみられる」から「持ち直しの動きがみられるものの、11月の実績は大きく減少した」と修正した。内訳をみると、製造業からの受注が一般機械(▲16.0%)を中心に前月比▲10.2%(10月+14.5%)と2ヶ月ぶりに減少。非製造業は電力業(▲57.8%)や運輸・郵便業(▲44.5%)などを中心に減少し、除く船舶・電力ベースで▲18.0%(10月+10.7%)減少した。外需は▲25.0%(10月+41.6%)と3ヶ月ぶりに減少。官公需は10月に▲39.7%減少した後、11月は+0.9%増加した。10-12月期の民需コアの受注額は9月末時点では前期比+2.9%の増加が見込まれていたが、10-11月の平均は7-9月期平均を+5.7%上回

図表5: 機械受注

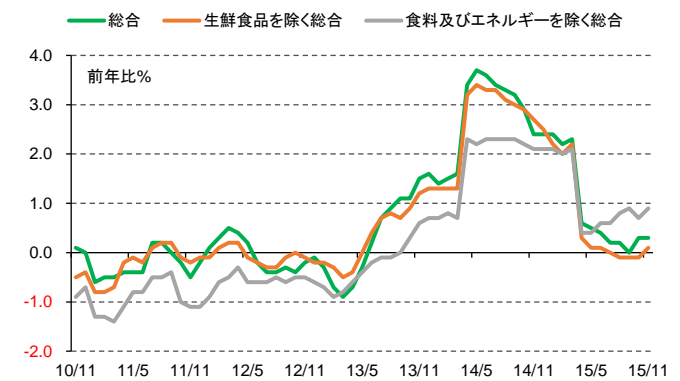
11月は減少も足元では持ち直しの動き



出所: 内閣府、IN情報センター、りそな銀行

図表6: 消費者物価指数

コア指数は4ヶ月ぶりにプラス圏を回復



出所: 総務省、IN情報センター、りそな銀行



っている状態。

## 1-5. 公共投資、高水準を維持しながらも先行きは弱めの動きとなる見込み

**補正予算が成立** 1月20日に平成27年度補正予算が成立し、一般会計の公共事業関係費は当初予算とあわせて前年比+2.2%の6兆5,470億円となった。一方、平成28年度当初予算案では、一般会計の公共事業関係費は前年度の当初予算に対してほぼ横這いの5兆9,737億円。東日本大震災復興会計では▲8.8%の9,028億円が計上されている。

**公共工事、受注額の減少続く** 国土交通省の建設工事受注動態統計調査によると11月の公共機関からの建設工事受注額(1件500万円以上の工事)は前年比▲2.0%の1兆480億円(10月▲4.5%、1兆4,020億円)。内訳は国の機関からが+19.0%の3,587億円(10月+5.6%、3,703億円)、地方の機関からが▲10.2%の6,893億円(10月▲7.7%、1兆317億円)。用途別でみると、治山・治水や道路などが減少に寄与した一方、教育・病院や鉄道・軌道などは増加した。

**公共工事出来高も減少** 国土交通省の建設総合統計によると11月の公共工事の出来高は前年比▲5.1%の2兆1,325億円(10月▲1.5%、2兆673億円)と3ヶ月連続で減少した。内訳をみると、居住用建築物(+24.4%)や非居住用建築物(+1.3%)が増加した一方、土木(▲7.1%)は減少。先行きについては受注額の減少が示すように、高水準を維持しながらも、全体に占める割合の大きい土木を中心に徐々に減少していく見通し。

## 1-6. 消費者物価、コア指数は4ヶ月ぶりにプラスに転じる

**消費者物価、コア指数はプラス転換** 11月全国消費者物価指数(CPI)は前年比+0.3%(10月+0.3%)と上昇幅は前月から変わらず。一方、生鮮食品を除くベース(コアCPI)は+0.1%(10月▲0.1%)と4ヶ月ぶりにプラスに転じた。尚、食料及びエネルギーを除くベース(欧米式コアCPI)は+0.9%(10月+0.7%)となった(図表6)。内訳をみると、テレビなどの耐久消費財や外国パック旅行などの上昇が目立った。その他、ガソリン価格の下落幅が縮小したことも全体の押し上げ要因となった。一方、生鮮野菜や生鮮果物を中心に食品価格の伸びは鈍化した。

## 2. 米国一個人の景況感は堅調だが製造業活動には弱さ

**GDP 確報値、在庫などが下方修正される** 7-9月期の米実質GDP成長率・確報値は前期比年率+2.0%と改定値から下方修正された(速報値+1.5%、改定値+2.1%)。中身をみると、在庫や輸出などが下方修正された。個人消費は改定値からほぼ変わらず。寄与度でみると、個人消費(改定値+2.05%ポイント→+2.04%ポイント、以下pp)や設備投資(+0.31pp→+0.33pp)、政府支出(+0.29pp→+0.32pp)などがプラス寄与、在庫(▲0.59pp→▲0.71pp)、純輸出(▲0.22pp→▲0.26pp)などがマイナス寄与となった(図表7)。

**雇用統計、雇用人数は29.2万人増加** 12月雇用統計では非農業部門雇用人数の伸びは+29.2万人と3ヶ月連続で20万人を上回った。加えて、前月、前々月分が合わせて5.0万人上方修正された。労働参加率は上昇、失業率は5.0%と前月から変わらず。尚、失業率など含む家計調査データが季節調整替えに伴い2011年1月から2015年11月分まで修正されたが、目立った影響はみられなかった(図表8)。

**コアCPIは前年比+2.0%** 12月消費者物価指数(CPI)は前月比▲0.1%(11月±0.0%)と下落。サービス価格が堅調に推移している一方、ガソリン価格などを中心にエネルギー価格が下落したことが全体の水準を押し下げた。ただ、前年度の水準が低かったことを背景に前年対比では伸び率は+0.7%と11月の+0.5%から上昇した。尚、エネルギーと食品を除くコア指数は前年比+2.1%(11月+2.0%)となった。

**消費者信頼感指数は高水準を維持** 1月のミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)は93.3と12月の92.6から上昇。現況指数(12月108.1→1月105.1)が低下した一方、期待指数(82.7→85.7)は上昇した。将来の経済成長について楽観的な見方が示されたことが要因。その他、先行きの低インフレ期待に基づいて、インフレ調整後の賃金上昇への期待はここ数年間で最高水準となった。

ISM 製造業指数は 50 を下回る

12 月 ISM 製造業景況指数は 48.2 と 11 月の 48.6 から低下。2 ヶ月連続で生産活動の拡大と縮小の分かれ目である 50 を下回った。内訳をみると、輸入や雇用、仕入価格、受注残などが低下した一方、輸出や生産、新規受注などは上昇した。他方、12 月 ISM 非製造業景況指数は 55.3 と 11 月の 55.9 から低下。項目別では、入荷水準や輸入、受注残などが低下した一方、新規輸出受注や在庫景況感などは上昇した。

鉱工業生産、自動車などが減少

12 月鉱工業生産は前月比▲0.4% (11 月▲0.9%) の減少。製造業の生産が自動車・同部品や石油・石炭製品などを中心に減少し、公益事業も引き続き暖冬の影響で電力・ガスへの需要が低迷したことで減少した。鉱業は炭鉱や油田の採掘事業などの低迷を受けて 4 ヶ月連続で減少した。設備稼働率は 76.5% と 11 月の 76.9% から低下。製造業、鉱業、公益事業の全てが低下した。

小売売上高、12 月は弱めの数字

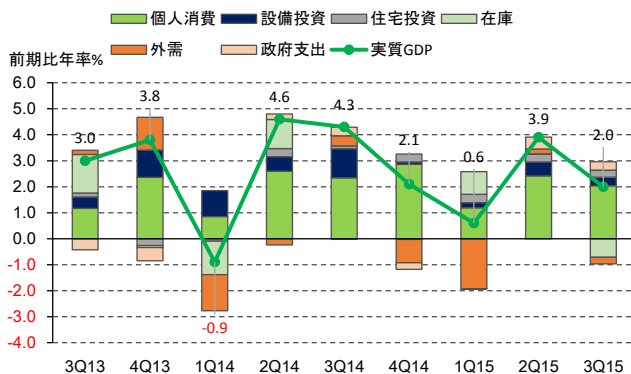
12 月小売売上高は総合小売店やガソリンスタンドを中心に前月比▲0.1% 減少 (11 月+0.4%)。月々の振れの大きい自動車・ガソリンスタンド・建材を除くベース(コア)も市場予想の+0.3% に対して▲0.3% (11 月+0.5%) の減少となるなど弱めの結果となった。四半期ベースでは 10-12 月の小売売上高は前期比+0.2% (7-9 月期+1.1%)、コアは+0.4% (7-9 月期+1.1%) とともに増加ペースは鈍化した。

住宅市場、供給不足の可能性

米国の 11 月の住宅関連指標からは、販売が鈍化している様子が窺がえた。ただ、これは在庫の減少や住宅価格の上昇、加えて 10 月から施工された住宅ローンの新規制(これによって住宅ローンの実行までの期間が長くなった)の影響による可能性が指摘されており、雇用環境の改善や低金利を背景に住宅購入需要は根強い。

図表7: 米 7-9 月期 GDP 確報値

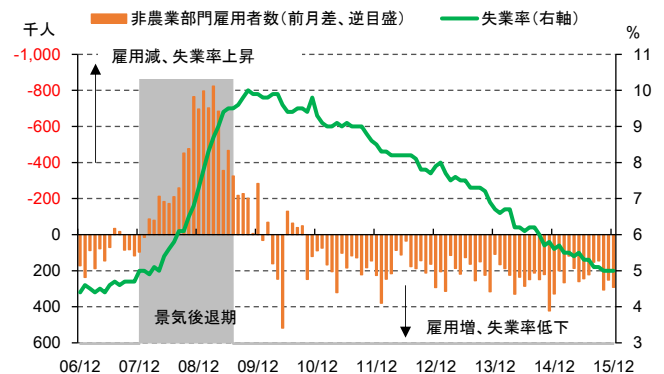
個人消費を中心に堅調



出所: 米商務省、Haver Analytics、りそな銀行

図表8: 米 雇用統計

失業率は 5.0% で推移



出所: 米労働省、全米経済研究所、Haver Analytics、りそな銀行

### 3. 中国—10-12 月期の経済成長率は鈍化

実質 GDP、前年比+6.8%

7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+6.8% (7-9 月期+6.9%) と伸びが鈍化。年初来前年比は+6.9% (7-9 月期+6.9%) となった。産業別の年初来前年比をみると、1 次産業が+3.9%、2 次産業が+6.0%、3 次産業が+8.3% となった(図表 9)。

CPI+1.6%、食品価格の上昇が寄与

12 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+1.6% と 11 月(+1.5%) から伸びが拡大。野菜などの食品価格(11 月+2.3%→12 月+2.7%) の値上がりや旅行費(+0.2%→+0.9%) の上昇などが主な要因。尚、食品、非食品の分類でみると、食品は前年比+2.7% (11 月+2.3%)、非食品は+1.1% (11 月+1.1%)。尚、食品とエネルギーを除く CPI は+1.5% (11 月+1.5%) と伸びは変わらず(図表 9)。

製造業 PMI、50 を下回る

製造業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、国家統計局発表)は 12 月 49.7 と 11 月の 49.6 から小幅に上昇。ただ、製造業活動の拡大・縮小の基

準となる 50 は 5 ヶ月連続で下回った。一方、財新/マークイット発表の製造業 PMI は 48.3 (11 月 48.3) と低下した。非製造業 PMI (国家統計局発表) は 12 月 54.4 と 11 月の 53.6 から上昇。サービス業 PMI (財新/マークイット発表) は 50.2 (11 月 51.2) と前月から低下した。

鉱工業生産、  
伸びは再び鈍化

12 月の鉱工業生産は前年比 +5.9% (11 月 +6.2%) と伸びが鈍化。内訳をみると、通信機器 (11 月 +11.1% → 12 月 +7.6%) や鉄合金 (+7.0% → +5.2%) の伸びが鈍化。生産活動の実態を表すとされる発電・発熱 (+1.2% → ▲1.7%) は再び減少した。自動車は夏場に生産が減少する月もあったが、12 月は +12.0% (11 月 +13.0%) となるなど、このところは高い水準を維持している (図表 10)。

小売売上高、  
通信機器の減少が目立つ

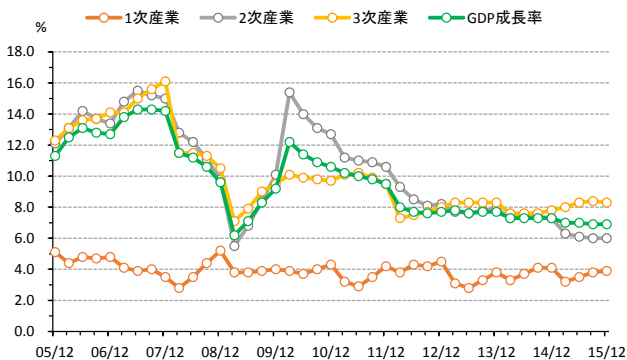
12 月の小売売上高は、前年比 +11.1% の 2 兆 8,635 億元 (11 月 +11.2%、2 兆 7,937 億元)。2015 年の政府による年間目標は +13.0%。品目別でみると、オフィス用品 (11 月 +22.2% → 12 月 +8.50%) や通信機器 (+12.2% → +3.9%) などの販売が鈍化した。一方、宝石 (+4.9% → +11.1%) や建設 (+16.9% → +20.0%) などの伸び幅は拡大。石油関連 (▲7.9% → ▲2.6%) はマイナス幅を縮めた。

輸出、マイナス幅が縮小

12 月の貿易統計によると、輸出は前年比 ▲1.4% の 2,242 億ドルと 6 ヶ月連続で前年割れ (11 月 ▲6.8% の 1,972 億ドル)。輸入は ▲7.6% の 1,641 億ドルと弱めの数字が続く (11 月 ▲8.7% の 1,431 億ドル)。ただ、輸出・輸入共にマイナス幅は縮小した。貿易収支は 601 億ドルの黒字 (11 月 541 億ドルの黒字)。輸出額と輸入額をあわせた貿易総額は 3,883 億ドル (11 月 3,403 億ドル)。ただ、輸入に関しては、数量ベースでは原油や大豆などのように増加しているものもあり、原油・商品相場の下落が実態以上に輸入の減少を目立たせる格好となっている。輸出も同様に金額ベースでは弱めの数字が出ている。

図表9: 中国 実質 GDP 成長率の年初来前年比

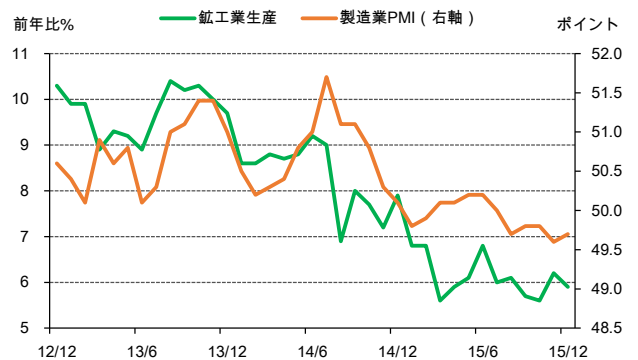
3 次産業の成長率が高い



出所: 中国国家统计局、Haver Analytics、りそな銀行

図表10: 中国 鉱工業生産、製造業 PMI

12 月 鉱工業生産の前年比伸び率は低下



出所: 中国国家统计局、Haver Analytics、りそな銀行

## 日本の GDP 予想—2015 年度+0.8%を想定

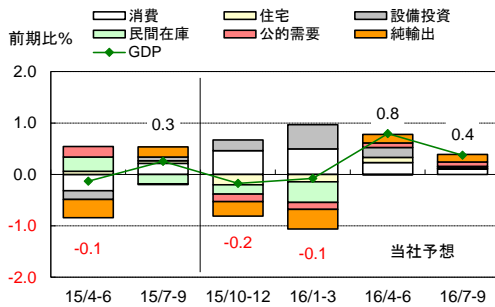
GDP予想、  
2015 年度+  
0.8%に下方修  
正

日本の 2015 年度の実質 GDP 成長率は前年度比+0.8% (先月時点の予想は+0.9%)を想定(図表 11、12)。

個人消費の回復の鈍さを勘案して先月から▲0.1%ポイント(以下 pp)下方修正し、2015 年度の実質 GDP 成長率の予想は前年度比+0.8%とした。当初は定例給与の着実な増加を背景に個人消費は年度末に掛けて伸びてくるものと想定していたが、11 月分までの経済指標からはその兆しが窺がえず、年間の個人消費の寄与度を+0.5pp から+0.4pp に引き下げた。尚、その他に数値については前月から据置いた。

図表11: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

10-12 月期は前期比▲0.2%を想定



出所: IN 情報センター、Bloomberg、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)

2015 年度予想は+0.8%に下方修正

%、内訳は寄与度	2012年度実績	2013年度実績	2014年度実績	2015年度予測
実質GDP	0.9	2.0	-1.0	0.8
個人消費	1.0	1.4	-1.8	0.4
設備投資	0.1	0.4	0.0	0.4
公的需要	0.3	0.8	-0.1	0.0
外需	-0.8	-0.5	0.6	-0.1

出所: IN 情報センター、Bloomberg、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