



日本政策投資銀行
Development Bank of Japan
産業・地域調査本部

DBJ Monthly Overview

2022 7・8

今月のトピックス

米住宅を起点とする金融危機の再来はあるか

* 本資料は原則として6月20日までに発表された
経済指標に基づいて作成しています。

Contents

今月のトピックス

米住宅を起点とする金融危機の再来はあるか	2
----------------------	---

今月の景気判断	7
日本経済	8
米国経済	15
欧州経済	18
中国経済	20
新興国経済	22
マーケット動向	24
産業動向	26
経済見通し	32

米住宅を起点とする金融危機の再来はあるか

經濟調查室 品田 裕太、岳 梁

要旨

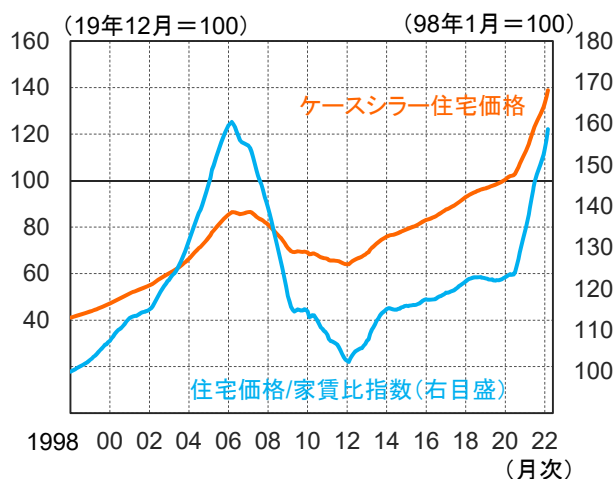
- ・米国の住宅価格は急騰しており、住宅価格/家賃比は2006年の住宅バブル期に並び、過熱を示している。他方、住宅販売と着工は、コロナ禍で大きく増加したが、建材などの供給制約もあり、住宅投資は過熱していない。
- ・住宅ローンの組成は、信用度の高い層が中心となっており、延滞率も低下するなど、家計債務が懸念される状況にはない。金融商品は、政府支援企業が保証する債券の発行が多く、住宅の資産価値を担保とする借入残高の増加も限定的であり、住宅市場の調整による影響は限られる。
- ・FRBの利上げによる需要減少が見込まれるが、需給面や住宅ローン、家計債務の状況がリーマン危機時とは異なるため、住宅価格の急落リスクは小さく、経済への影響も限定的とみられている。

2000年代半ば、米国の住宅市場は過熱し、信用の低いサブプライム層向けローン不良債権化をきっかけにバブルが崩壊し、世界的な金融危機（リーマン危機）に至った。足元の米国経済は消費が堅調な一方、インフレを受けてFRBが利上げを急ぐ中、住宅市場では調整の動きがみられる。本稿では、米国の住宅市場、家計債務や金融関連商品の状況を確認したうえで、リーマン危機との差異を分析し、住宅を起点とする危機再来の可能性を検証した。

1.住宅価格に過熱感、サンベルト、ロッキー山脈地域は上昇が著しい

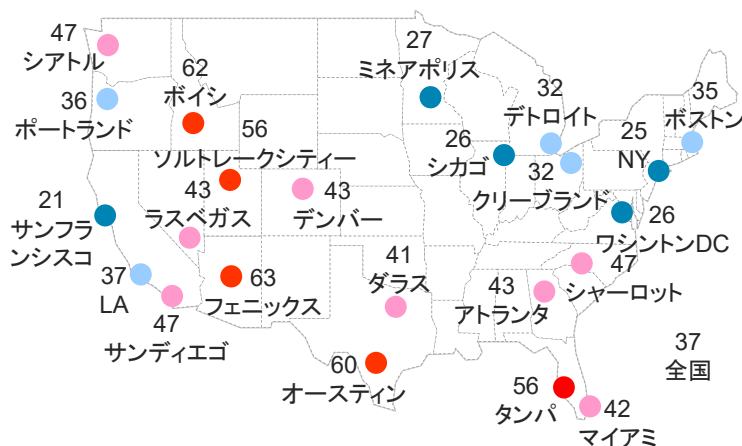
米国の住宅価格は、リーマン危機後に2割超下落したが、10年かけて危機前の水準を回復した。さらに、20年以降のコロナ禍では、大規模金融緩和で住宅ローン金利が大きく低下したことや、在宅勤務の広がりによる郊外需要などを受け、住宅価格上昇が加速した。住宅価格の上昇につれて家賃も上昇したが、住宅価格/家賃比は06年の住宅バブル期に並ぶまで上昇し、過熱を示している(図表1-1)。

圖表1-1 住宅價格指標



(備考) Refinitiv Datastream、米労働省により日本政策投資銀行作成

図表1-2 主要都市の住宅価格上昇率
(19年Q4→22年Q1、%)



(備考) 1. 米国連邦住宅金融庁により日本政策投資銀行作成
2. ● >50% ● >40% ● >30% ● >20%

地域別には、気候が温暖で南米からの移民が多く、企業誘致にも注力するテキサス、アリゾナ、フロリダなどのサンベルトや、西海岸からの人口流入が多いアイダホ、ユタといったロッキー山脈地域など、南部・西部で住宅価格上昇が著しくなっている(図表1-2)。

2. 供給制約もあり住宅投資は過熱せず、需給ひっ迫により住宅価格は上昇

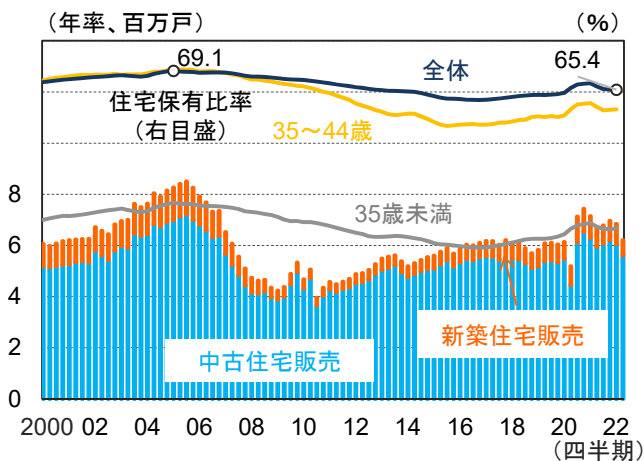
米国の住宅市場はリーマン危機直前の06年にかけてピークを付け、住宅保有率は過去最高の69%に上昇した。危機を経て住宅販売は半減し、ストック調整が長引いたことで回復には時間を要した。政策金利の引き上げなどにより18年頃に一時停滞し

たものの、再利下げにより販売は再び持ち直し、コロナ禍では低金利や郊外需要で急増した。この時期、リーマン危機の影響が大きかった若年層の購入が持ち直した。ただし、FRBが利上げ姿勢を強めたことで住宅ローン金利が上昇し、今年に入って増勢は一服している(図表2-1)。

在庫についてみると、リーマン危機後は過剰在庫の調整が続いたが、在庫月数は12年頃に適正とされる6ヵ月を下回った。このタイミングから住宅価格も上昇したが、在庫は減少が続いており、ストック面から過剰感はみられない(図表2-2)。

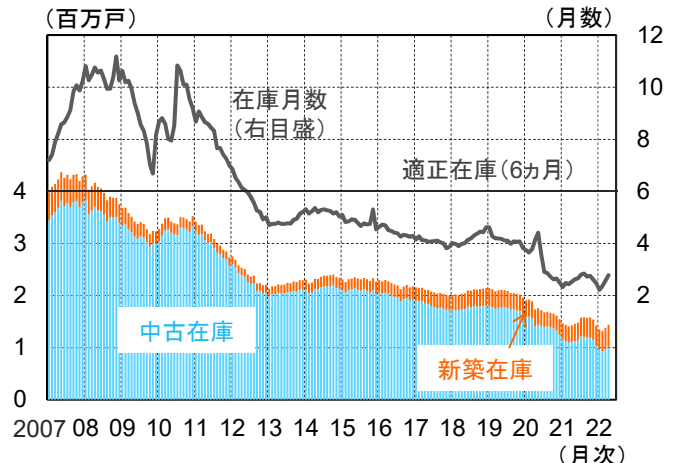
住宅投資については、先行指標である住宅着工はリーマン危機で四分の一に減少した後、時間をかけて回復した。住宅投資のGDP比率はリーマン

図表2-1 住宅販売件数と保有比率



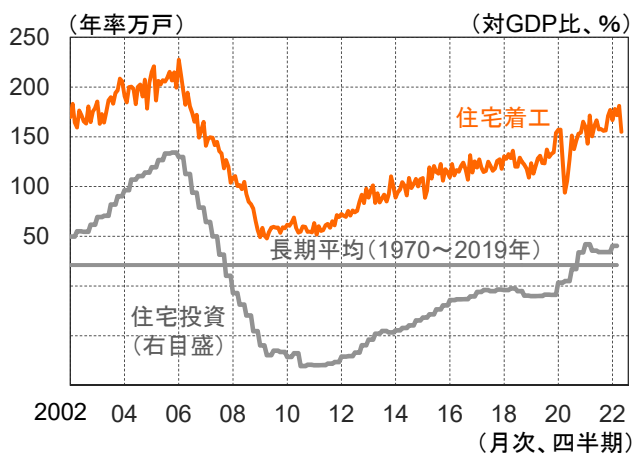
(備考) 1.米商務省 2.販売は22年4-6月期は4月までのデータ
3.住宅保有比率は4期移動平均

図表2-2 住宅在庫水準と在庫月数



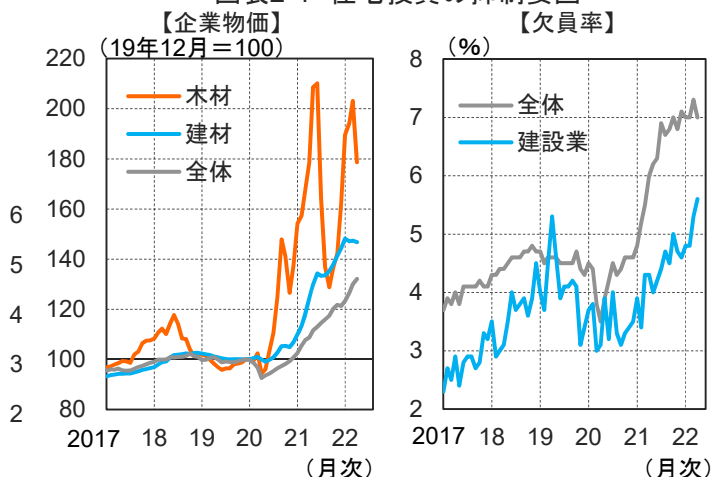
(備考) 1.米商務省 2.在庫月数=在庫戸数/月の販売戸数

図表2-3 住宅着工と住宅投資



(備考) 1.米商務省 2.住宅投資は四半期データ、名目値

図表2-4 住宅投資の抑制要因



(備考) 1.米労働省 2.欠員率=求人数/(求人数+雇用者数)

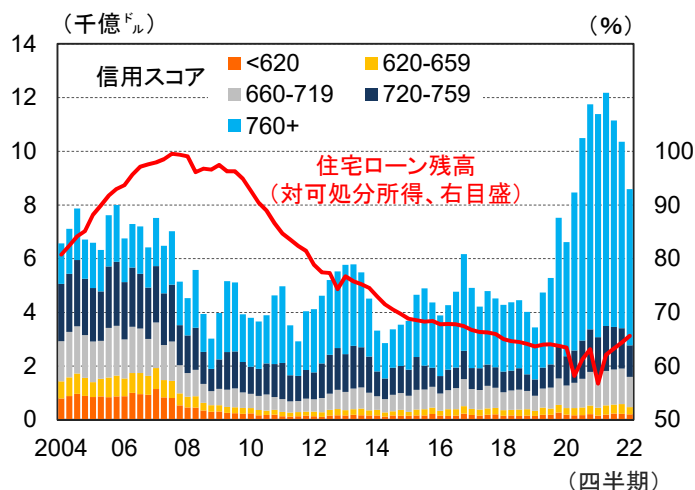
危機前には長期平均の1.5倍以上に高まったが、現在は長期平均をやや上回るにとどまる。利上げを受けて着工は調整の動きもみられており、投資には過熱感は見られていない(図表2-3)。

住宅価格が上昇する中でも過大投資がみられず、長期にわたり在庫が減少した背景には、資材や人手の不足がある。特に20年以降、建材、特に木材は輸送用コンテナ、トラックの不足、ウクライナ危機により供給が停滞し、価格が急騰した(ウッドショック)。一方、人手不足は建設分野にも及んだ。供給制約により投資過熱には至らない一方、需給のひっ迫が続く、住宅価格の押し上げ要因となった(図表2-4)。

3. 家計債務は懸念される状況になく、市場調整が金融市場や消費に及ぼす影響は限定的

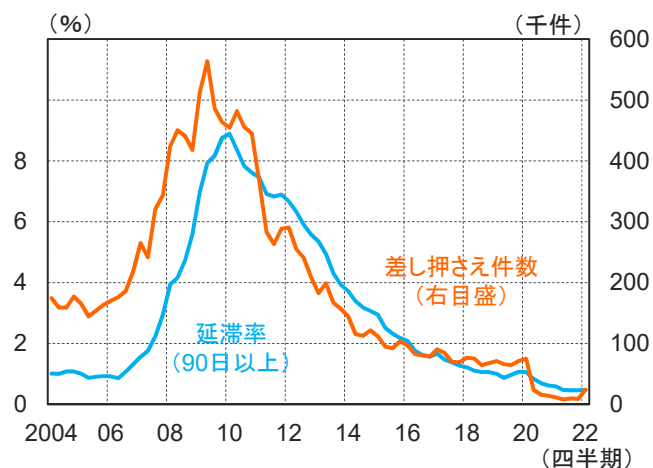
次に金融面をみると、住宅ローンの組成額はコロナ禍で急増したが、リーマン危機前と比べて信用度の高い層が中心となっている。リーマン危機後は頭金や返済猶予期間などの規制が強化されており、住宅ローン残高は可処分所得対比で幾分上昇したものの、依然低位にとどまる(図表3-1)。住宅ローンの延滞率は低下しており、延滞を経て差し押さえに至った件数も歴史的な低水準となっている。コロナ禍では消費抑制、給付金により家計の超過貯蓄が積み上がったほか、返済猶予も行われた。

図表3-1 信用スコア別の住宅ローン組成額



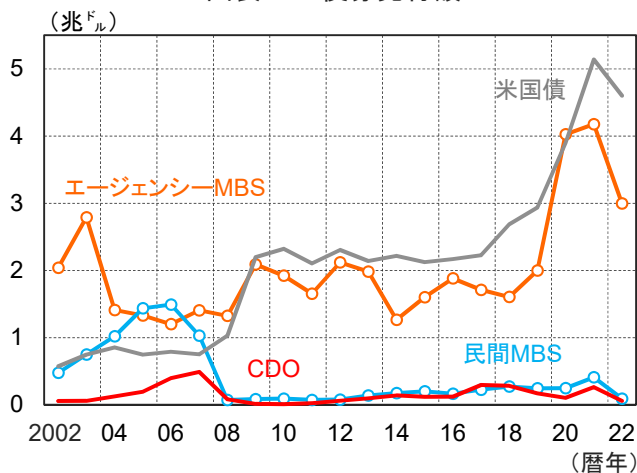
(備考)NY連銀

図表3-2 住宅ローン延滞率



(備考)NY連銀

図表3-3 債券発行額

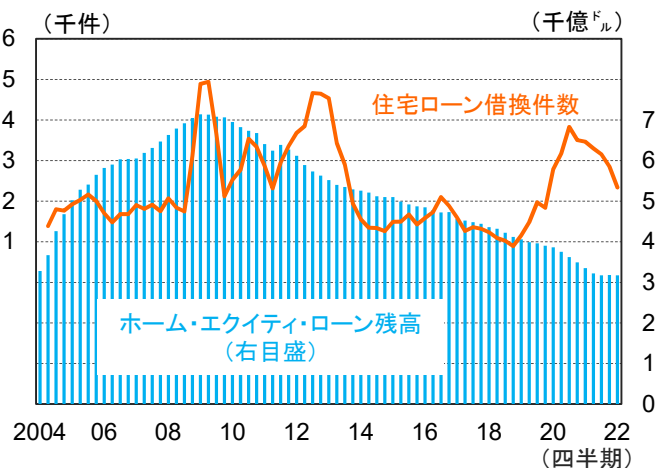


(備考)1.SIFMA(米国証券業・金融市場協会)

2.CDO発行額にはCLOを含む 3.22年は1-3月期の年率換算

4 DBJ Monthly Overview 2022/7・8

図表3-4 ローン借換件数とホーム・エクイティ・ローン残高



(備考)1.NY連銀、Refinitiv Datastream

2.ローン借換件数は3期移動平均

急速に利上げが進む現在でも、総じて家計債務が懸念される状況にはない(図表3-2)。

住宅ローン担保証券(MBS)の発行額は、2000年代半ばに米国債を一時上回った。しかし、リーマン危機後は、サブプライムなどの低格付向けを中心とする民間MBSやこれを組み込んだCDOの市場は激減し、コロナ禍でも政府支援企業(GSE)が保証するエージェンシーMBSが中心となっている。住宅市場の調整が証券化商品の格下げ、価格低下などへと伝播する恐れは大きくない(図表3-3)。

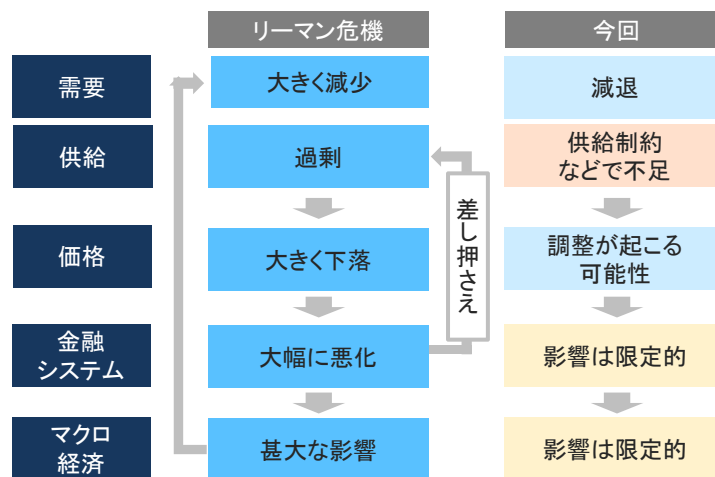
また、住宅を担保とする消費者向け貸し出しであるホーム・エクイティ・ローン(HEL)はリーマン危機前後に大きく拡大し、過剰消費の一因とされたが、その後は現在に至るまで減少傾向が続く。コロナ禍での住宅価格上昇により借り換えは増加し、一部はHELに回ったが、信用スコアの高い層を中心に利用されており、残高の増加も限定的である。住宅価格の下落でHELに依存した消費が落ち込む可能性も限られる(図表3-4)。

4. 住宅価格急落のリスクは小さく、市場調整の影響も限られる

米国の住宅市場は、リーマン危機から長期間かけて回復し、コロナ禍では、低金利で需要が拡大する一方、供給制約が生じたことで価格が上昇した。ただし、供給制約によって投資、ストックともに過剰感はみられない。足元ではFRBの利上げにより販売、着工が減少するなど、需要減少が見込まれるが、在庫が引き続き低位であることから、価格急落は見込みづらい。また、家計債務の規模、質ともに懸念は小さく、金融システムへの悪影響は限られるとの見方が多い。

識者の間では、景気悪化などの要因が重なることで住宅価格が暴落する可能性を指摘する声もあるが、住宅をめぐる需給や金融の状況はリーマン危機時とは大きく異なっており、住宅市場の調整余地は比較的小さく、経済・金融への影響も限定的とみられている(図表4)。

図表4 リーマン危機と今回の調整局面における比較



(備考) 日本政策投資銀行作成

	2022年6月	2022年7月
日本	感染縮小により回復	感染縮小により回復
設備投資	持ち直し	持ち直し
公共投資	下げ止まりの兆し	下げ止まりつつある
住宅	大型案件により増加	横ばい
消費	感染縮小により回復	感染縮小により回復
輸出	当面弱い動き	持ち直しの兆し
輸入	横ばい	横ばい
生産	持ち直しも当面弱い動き	持ち直しの兆し
雇用	弱さが残る	改善している
消費者物価	伸びが徐々に高まる	伸びが徐々に高まる
米国	消費中心に回復が続く	消費中心に回復が続く
欧州	ウクライナ危機により回復が弱まる	ウクライナ危機により回復が弱まる
中国	感染拡大により一段と成長が鈍化	活動制限の段階的緩和により持ち直しの兆し

(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

今月の論点

感染縮小により回復

日本の実質GDPは、2022年1～3月期に前期比年率0.5%減少し、景気は20年末から1年余りにわたり一進一退となった。ただし、4～6月期は感染縮小により回復し、サービス消費や設備投資が上向いた。インフレ、円安、ウクライナ危機など、コロナに代わるリスクが浮上したものの、日本経済は、社会生活とともに正常化が進んでいる。欧米に比べて依然慎重さは残るが、マスク着用や入国などの制限が緩和されており、中国のロックダウンによる供給制約も徐々に和らいでいる。

家計だけでなく企業の繰越需要も回復を支える

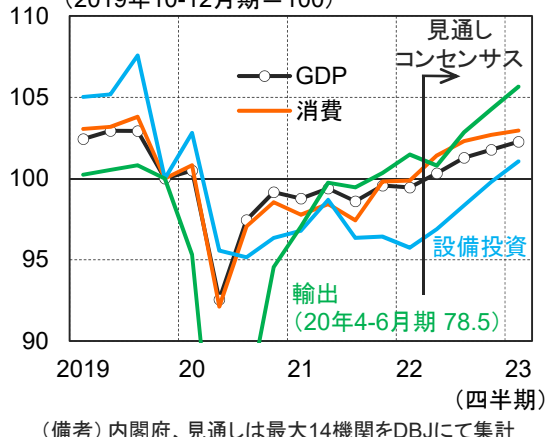
今後は、2～3%のGDPギャップを埋める形で、経済が復元力を発揮するとみられるが、加えてコロナ禍での繰越需要の発現が期待される。金融資産が100兆円積み上がった家計消費への期待は大きい。企業部門でも輸出や設備投資の回復が期待される。設備投資は、米中貿易摩擦、コロナ禍が続いた景気後退のショックは過去の金融危機時より小さかったが、その後の回復は消費よりも弱い。製造業は供給制約により、非製造業は断続的な感染の影響により投資が先送りされ、年度当初の意欲的な投資計画は下方修正された。

投資の財源となる内部留保は再び増加

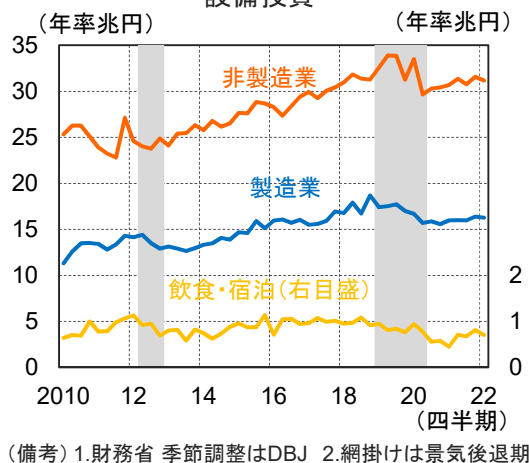
他方、企業の資金制約が強まっているとはいえない。企業の内部留保は、12年以降の長期にわたる好況で大きく増加し、コロナ禍においては業績悪化や資金取り崩しにより一時減少

したものの、感染影響が続く飲食・宿泊などを除けば、再び増加している。投資や研究開発はこの2年間に繰越需要が蓄積されただけでなく、デジタル、気候変動対策などのニーズも高まっている。今後は潤沢な資金余力も背景に投資が増加し、需要回復と供給力強化の両面から日本経済を支えることが期待される。

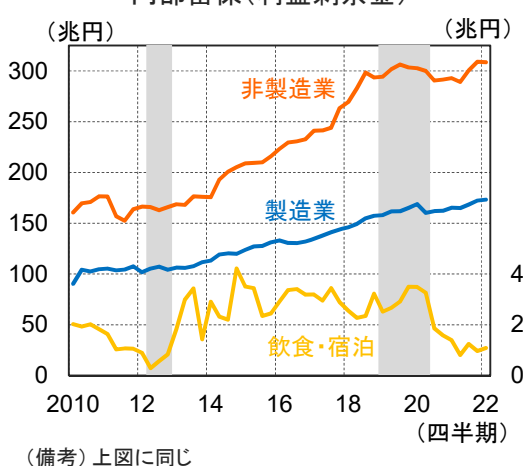
実質GDP水準と見通し
(2019年10-12月期=100)



設備投資

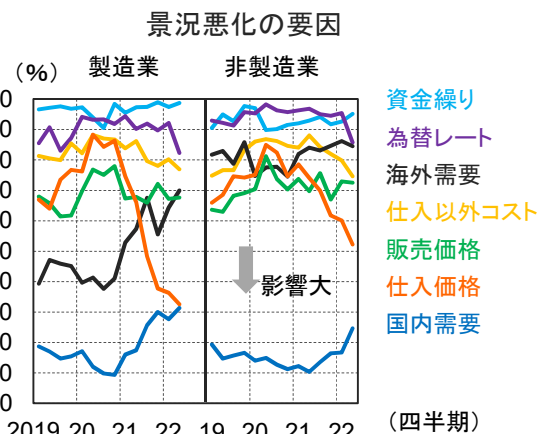


内部留保(利益剰余金)



企業では仕入価格上昇の悪影響が急速に拡大

企業経営を巡るリスクについて、景況が悪化したとする企業にその要因を聞いたところ、景気回復を反映して内外の需要を挙げる割合は低下した。一方、仕入価格上昇の悪影響が急拡大し、人件費などのそれ以外のコストを挙げる割合も高まった。なお、為替の割合は製造業、非製造業ともに上昇したが、主たる要因とはなっていない。



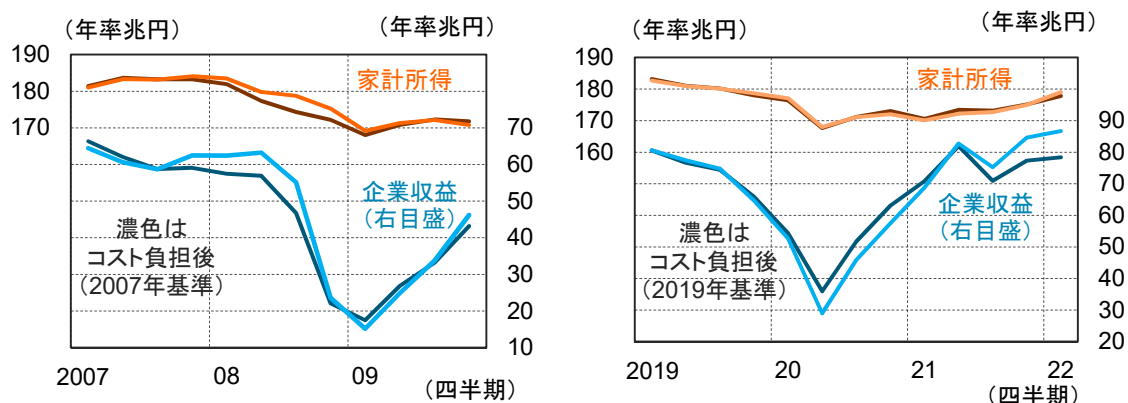
企業と家計の輸入コスト分担を試算

企業物価が10%近く上昇する一方、消費者物価の伸びはせいぜい3%であり、企業は仕入価格上昇を川下に十分に転嫁出来ていない。そこで、輸入コストの企業と家計の分担を試算し、原油価格が140ドルに達した08年と比較した。それぞれ07年と19年を基準に、消費者物価上昇の効果を家計負担に、交易利得の悪化から家計負担を除いて企業負担とした。なお、企業負担には燃料補助金などの政府負担が混在するが、全体の議論を変える規模ではない。

景気回復でコストを吸収、景気腰折れには至らず

この試算からの示唆は3つ考えられる。1つ目に、企業の価格転嫁は08年も今回も限定的である。直近22年1～3月期では、一国の負担である年率9.5兆円のうち、家計負担が1.2兆円、企業負担が8.3兆円となった。08年もピーク時の負担は計12.6兆円と大きかったが、企業が8.4兆円を負担した。2つ目に、08年はラグを伴って家計負担割合が高まっており、今回も4月以降食品などの物価が上昇し、家計負担が徐々に膨らむと考えられる。3つ目に、08年は物価上昇後にリーマン危機に突入したが、今回は景気回復局面が続いている。企業、家計ともに物価高の影響はあっても所得、収益は改善基調にある。貯蓄や内部留保が蓄積したことも加味すれば、現状では景気が腰折れするほどのショックには至らないものと期待される。

物価上昇の家計と企業の分担



(備考) 1.財務省、内閣府、総務省、日本銀行 2.全体の負担額は交易利得をそれぞれ2007年と2019年に基準化して求め、家計所得(人件費)のコスト負担は消費者物価指数(帰属家賃を除く総合)で実質化し、残りを全て企業負担とした

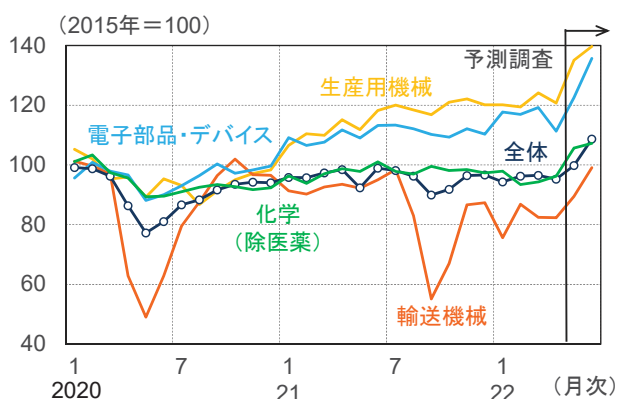
〔産業調査部長 宮永 径〕

主要指標

生産は持ち直しの兆し

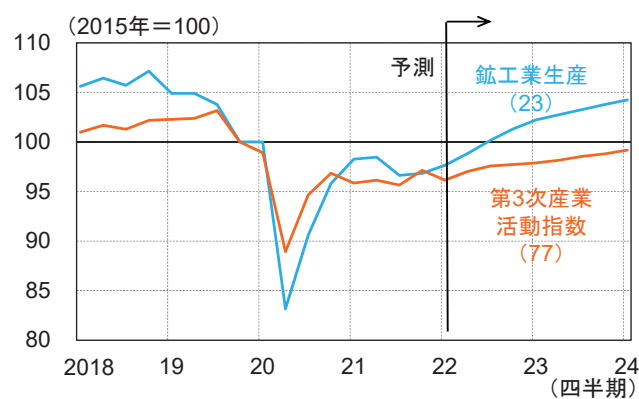
- 4月生産は前月比1.3%減となり、弱い動きとなった。ロックダウンを行う中国向け需要の縮小によりメモリが減少したほか、部品輸入の減少により自動車や生産用機械も減産となった。ただし、中国当局は、5月以降、活動制限を段階的に緩和しており、先行きは持ち直しが見込まれる。
- 民間機関の予測集計値をみると、鉱工業生産の持ち直しは、22年度前半は供給制約の影響が残り緩やかだが、年度後半から伸びが高まると見込まれている。経済活動の約8割を占める第3次産業も、感染の縮小や水際対策などの活動制限の緩和により、持ち直しが続くとみられる。

鉱工業生産



(備考) 経済産業省

鉱工業生産、第三次産業活動指数の予測

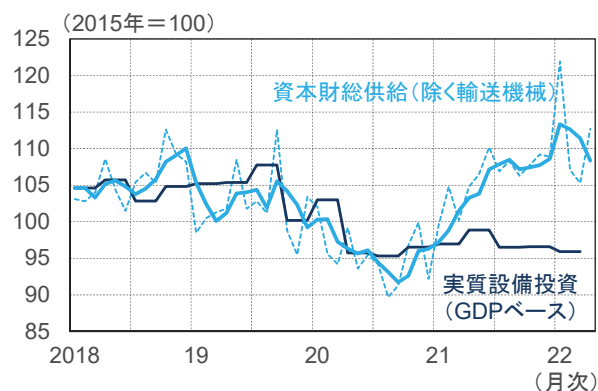


(備考) 1. 経済産業省、内閣府 2. ()内は2015年の付加価値ウェイト、% 3. 予測はDBJ集計の民間予測

設備投資は持ち直している

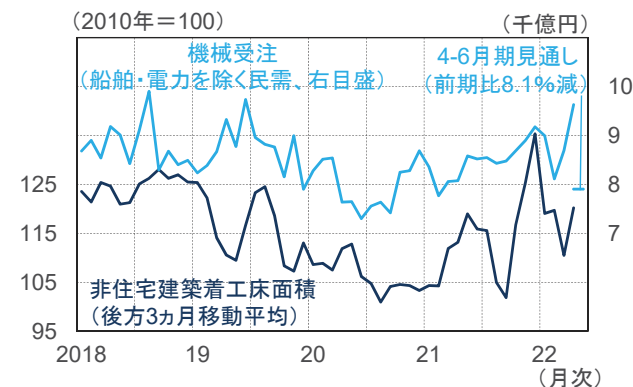
- 1～3月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比年率2.8%の減少となった。ただし、機械投資の一致指数である資本財総供給は、年初以降減少していたが、供給制約の緩和もあり4月に増加した。GDPベースの動きは弱いですが、基礎統計や企業の投資計画をみると、21年後半以降、設備投資は持ち直している。
- 設備投資の先行指標をみると、建築着工は、都心オフィス的大型案件や倉庫、工場の増加により総じて回復基調にある。機械受注(船舶・電力除く民需)も、4月は国内外の感染縮小もあり、大きく増加した。

設備投資の一致指標



(備考) 1. 内閣府、経済産業省
2. 実質設備投資は四半期の数値を3ヵ月間延ばして表示
3. 資本財総供給の実線は後方3ヵ月移動平均

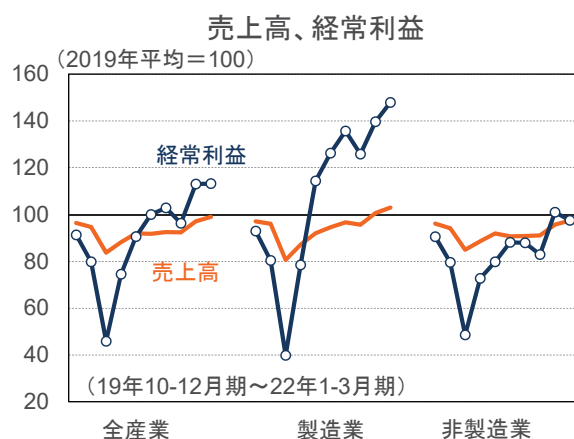
設備投資の先行指標



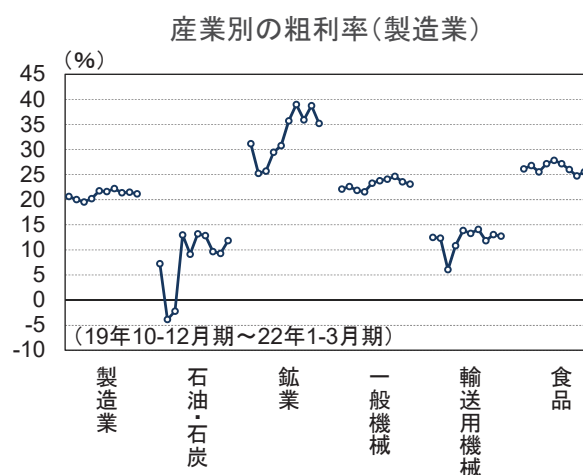
(備考) 1. 内閣府、国土交通省
2. 非住宅建築着工床面積の季節調整はDBJによる

1～3月期の企業業績は前期並み、製造業で原燃料高の影響が強まる

- 1～3月期の法人企業統計は、原燃料高による収益圧迫が懸念されたものの、全産業ベースで0.2%の増益となり、前期並みの利益を確保した。非製造業では、オミクロン株の感染拡大により宿泊、飲食サービス業が経常赤字となったほか、資材価格の上昇により建設業は減益となった。一方、製造業では、円安や堅調な半導体需要により、電子部品を含む情報通信機械などで増収増益となった。
- 製造業の粗利率は、21年半ば以降、原燃料高によりやや低下している。1～3月期は、価格転嫁が進んだ石油・石炭で上昇する一方、鉱業や一般機械のほか食品などで低下した。4月以降は原燃料価格が一段と上昇しており、価格転嫁が進まない場合は製造業の収益を圧迫することが懸念される。



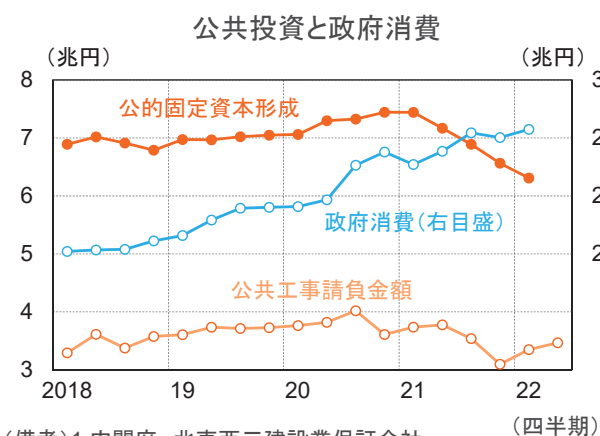
(備考) 1.財務省 2.全規模



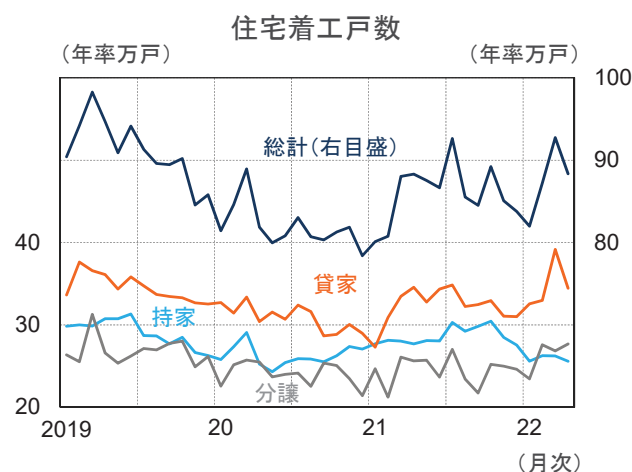
(備考) 1.財務省 2.全規模

公共投資は下げ止まりつつある、住宅着工は横ばい

- 公共投資は東日本大震災復興費の減少、資材高騰や人手不足などにより弱い動きが続いたが、先行指標の公共工事請負金額は今年に入り増加しており、下げ止まりつつある。一方、政府消費は、社会保障関係費やコロナ関連支出により増加している。今後はワクチンなどの感染対策費が減少するものの、県民割の全国拡大などが検討されており、緩やかに増加するとみられる。
- 1～3月期の実質住宅投資(GDPベース)は、前期比年率4.8%減少した。4月の住宅着工は、前月に大型案件のあった貸家で反動減となり、3ヵ月ぶりに減少した。住宅着工は2、3月と大型案件により急増したが、均してみれば横ばいとなっている。



(備考) 1.内閣府、北東西三建設業保証会社
2.公的固定資本形成と政府消費は実質GDPベース
3.22年4-6月期の公共工事請負金額は4月のみ



(備考) 国土交通省

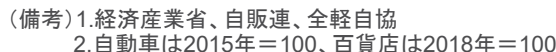
4日の上昇率は0.5%

賃金



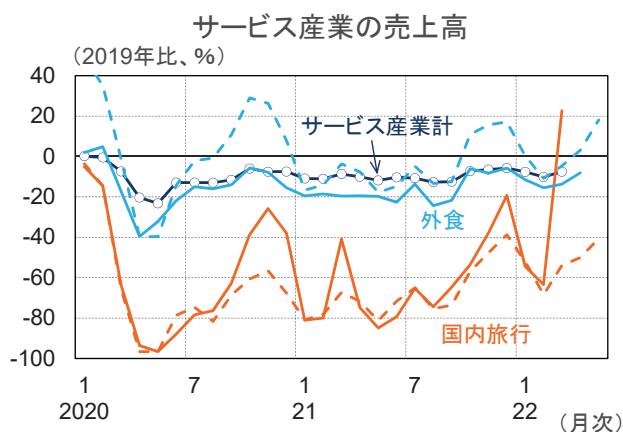
4. 2日期の定価日開港費 (CDB)

業種別名目小売業販売額

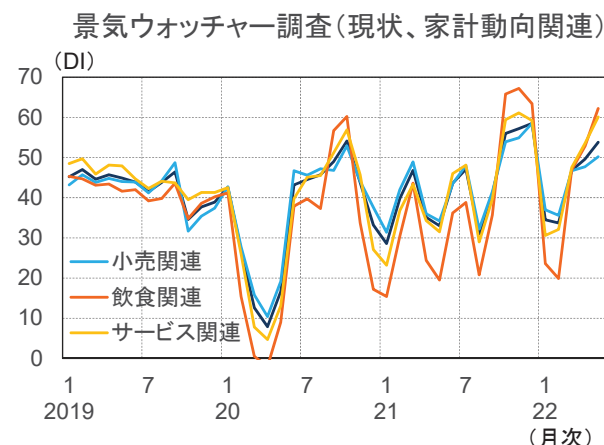


サービス消費は、感染縮小により持ち直し

- サービス消費は、感染が拡大した2月を底に持ち直している。3月のサービス産業売上高が3ヵ月ぶりに増加したほか、関連指標である新幹線の利用者数や飲食店の来店人数も増加している。観光需要喚起策などの政策支援も検討されており、今後も持ち直しが続くとみられる。
- 5月の景気ウォッチャー調査（現状、家計動向関連）は、5ヵ月ぶりに50を上回った。小売関連は、物価高や供給制約の影響でスーパーや自動車関連で弱さがみられたが、百貨店やコンビニなどが改善した。感染縮小により人出が増加する中、飲食関連やサービス関連は大きく改善した。



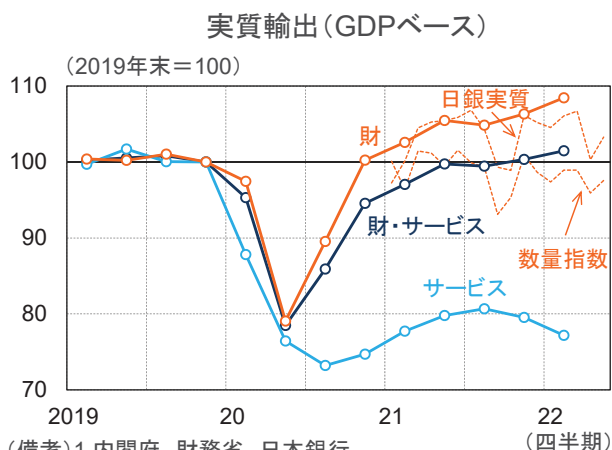
(備考) 1.観光庁、総務省、日本フードサービス協会、TableCheck、JR東海 2.破線は関連指標で、20年春の落ち込みが実績と一致するようDBJ作成



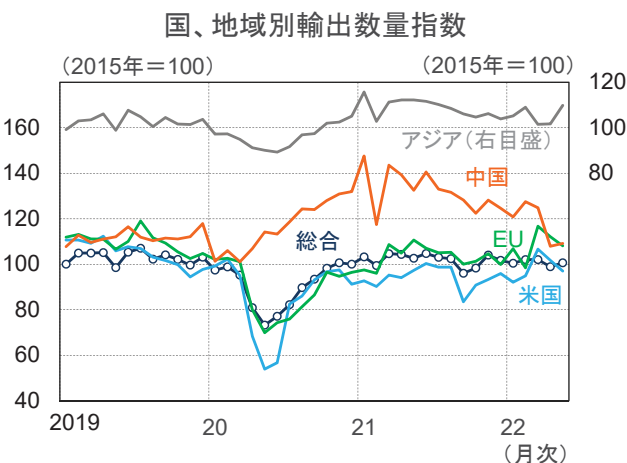
(備考) 1.内閣府 2.2020年4月の飲食関連は-2

輸出は持ち直しの兆し

- 1～3月期実質輸出（GDPベース）は、前期比年率4.6%増加した。サービスは、金融や研究開発などで減少したが、財は、前期に供給制約により大きく落ち込んだ輸送用機器が持ち直したほか、電気機器なども増加した。
- 5月の輸出数量指数は、前月比1.7%増加、日銀実質輸出は3.0%増加となった。国別では、供給制約に伴う自動車の減少により米国、EU向けに減少したが、上海などのロックダウンにより前月に大きく落ち込んだ中国向けが小幅に増加したほか、その他のアジアも持ち直した。6月以降は、中国の活動制限の段階的な緩和により、供給制約が和らぎ需要も回復することで、徐々に持ち直すとみられる。



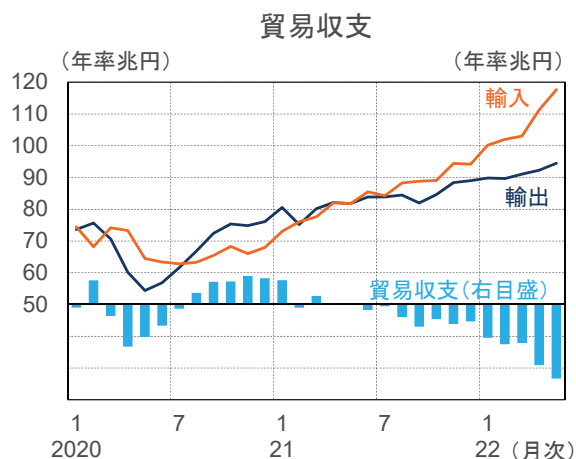
(備考) 1.内閣府、財務省、日本銀行
2.20年度の構成(名目)は、財81%、サービス19%
3.日銀実質と数量指数は月次



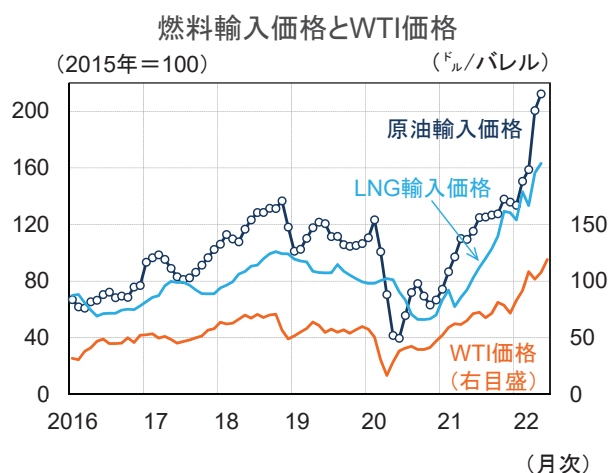
(備考) 1.財務省、内閣府
2.季節調整はDBJによる

貿易赤字は拡大している

- 1～3月期の実質輸入(実質GDPベース)は、ワクチンなどが増加し前期比年率13.9%増加した。
- 貿易赤字は、22年初以降、原燃料高を受けた輸入金額の増加により拡大している。5月は消費税増税前の駆け込み輸入のあった14年3月(年率24.8兆円の赤字)に次ぐ赤字となった。
- 燃料輸入価格は、20年前半に落ち込んだ後上昇が続き、22年初以降は一段と伸びが高まりコロナ前の水準を大きく超えている。原油輸入価格は、WTI原油価格に1～2ヵ月遅れて動く傾向がある。WTI価格は、足元120ドル/バレル付近まで上昇しているため、原油輸入価格は夏にかけて上昇して輸入金額を押し上げるとみられる。



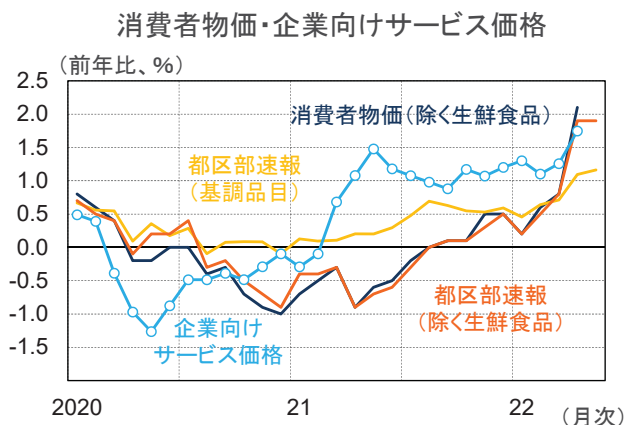
(備考)1.財務省 2.季節調整はDBJによる



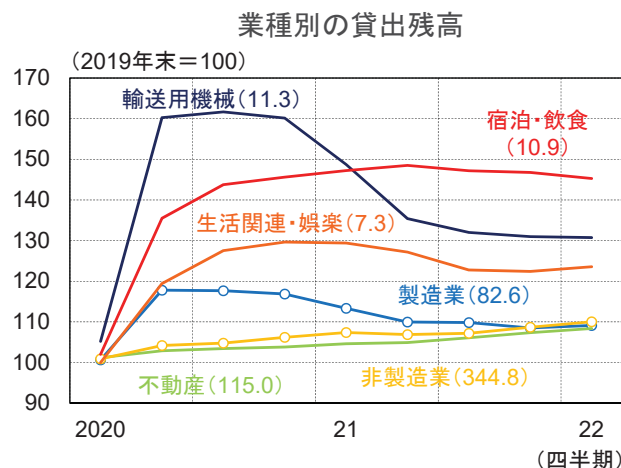
(備考)財務省、CMEグループ(NYMEX)

消費者物価は伸びが徐々に高まる、貸出残高は小幅に増加

- 4月の消費者物価(除く生鮮食品)は、エネルギーや食料の上昇が続き、前年比プラス2.1%に伸びが高まった。5月の都区部速報は、エネルギーの伸び鈍化により上昇率は横ばいとなったが、基調品目は、食料を中心に引き続き上昇率が高まった。4月の企業向けサービス価格は、燃料価格高騰もあり前年比プラス1.7%と増税の影響を除けば約30年ぶりの伸びとなり、今後徐々に消費者物価に波及する可能性がある。
- 22年3月末の貸出残高は、製造業、非製造業ともに小幅に増加した。コロナ禍で急拡大した輸送用機械や宿泊・飲食がピークから減少傾向にある一方、残高の大きな不動産向けなどは緩やかに増加した。実質無利子・無担保融資の返済は23年度に集中するとみられており、対面型サービス業などの債務は22年度は高止まりする可能性が高い。



(備考)1.総務省、日本銀行
2.基調品目は、エネルギー、政策要因除く
3.企業向けサービス価格は、増税の影響除く



(備考)1.日本銀行 2.()内は22年3月末の残高(単位は兆円)

今月の論点

消費中心に回復が続く

2022年1～3月期の実質GDP(改定値)は、設備投資や個人消費は増加が続いたものの、輸入の増加により前期比年率1.5%減少した。感染縮小もあり足元で消費などの内需関連で好調なデータが示されており、4～6月期は消費中心の回復が続き、プラス成長に転じるとみられる。

資源高・供給制約がFRBの政策判断に影響

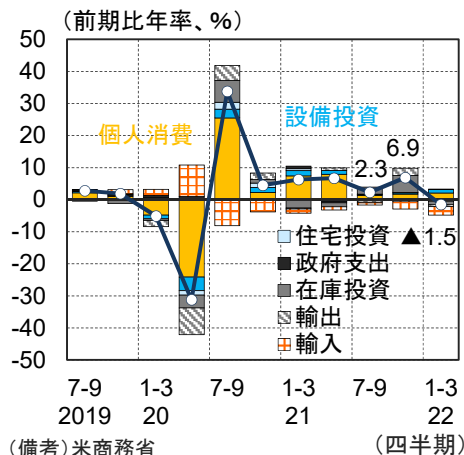
6/14～15のFOMCでは、直前の市場予想通り、0.75%の利上げが決定された。パウエル議長は、利上げ幅を引き上げた要因として5月CPIと期待インフレ率の予

想以上の上昇、22年インフレ見通しの大幅な上方修正を挙げ、7月会合の利上げ幅については、0.5%もしくは0.75%の可能性が高いと指摘した。FOMC委員の経済見通しでは、物価や政策金利見通しが上方修正され、22年末に3.4%、23年末に3.8%までの利上げが見込まれた。足元の物価上昇は、景気回復により需要が回復する中、家賃などのサービス価格の上昇や労働需給のひっ迫による賃金上昇に加え、資源高や供給制約が大きな要因となっており、FRBの政策判断に影響を及ぼしている。

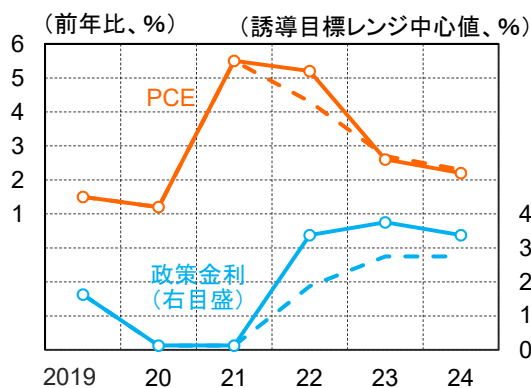
景気の軟着陸は不透明感が強まっている

現在の状況は、オイルショックにより高インフレとなった1970～80年代と比較されることも多い。79年に就任したボルカーFRB議長は、マネタリズムの考え方に基づきマネー供給量のコントロールによる大胆な金融引き締めを断行し、景気を犠牲にインフレを抑制した。今回の高インフレ局面では、パウエル議長はインフレ抑制と景気の軟着陸の両立を目指すものの、FRBは多少の成長や雇用の痛みを伴ってでも2%のインフレ目標にコミットする姿勢を強めている。FOMC委員の見通しをベースとした試算では、過度な金融引き締めには至らず、インフレ率は目標の2%台に鎮静化する。ただし、FRBの対応は後手に回っているとも指摘され、今後も想定以上の利上げを迫られる可能性もあり、リセッションを回避する景気の軟着陸の見通しは従前より不透明感が強まっている。

実質GDP成長率

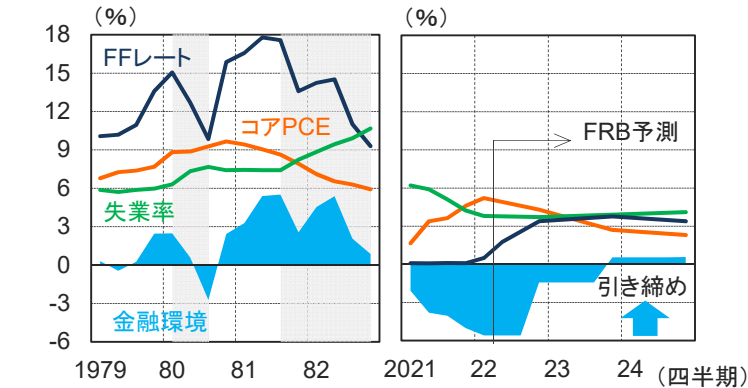


FOMC委員見通し



(備考) 1.FRB 2.22年以降は見通し、破線は前回(3月時点) (暦年末)

1980年前後との比較



(備考) 1.FRB、米労働省、商務省 2.網掛けは景気後退期 3.予測は暦年末 4.金融環境＝実質政策金利(FFレート－コアPCE)－自然利子率

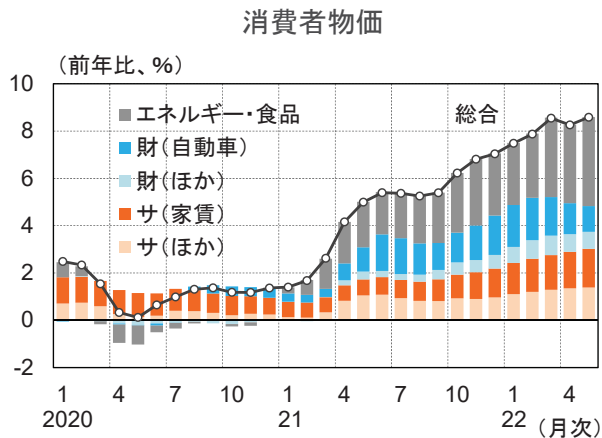
[経済調査室エコノミスト 品田 裕太]

米国経済

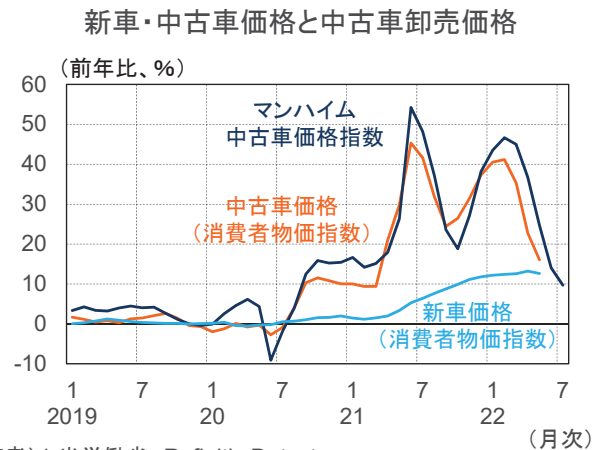
主要指標

消費者物価は上昇、中古車価格の伸びは鈍化する見込み

- 5月消費者物価上昇率は、エネルギー・食品の上昇により前年比8.6%となり、81年12月以来の高い伸びとなった。コアは自動車の伸び鈍化により減速したものの、家賃などのサービスは上昇が継続した。
- 中古車価格は、供給制約が続く新車の代替需要により前年比で大きく上昇し、半導体など部品不足の影響を受ける新車価格とともにCPI全体を押し上げている。年初以降は、自動車の生産持ち直しにより伸びが低下するほか、中古車価格に2ヵ月程度先行するマンハイム中古車価格指数は先行きの伸び率の鈍化を示唆しており、今後はCPIを押し下げる要因になるとみられる。



(備考) 米労働省

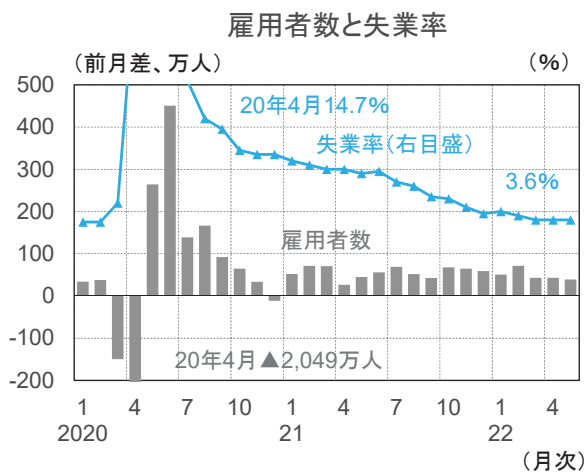


(備考) 1. 米労働省、Refinitiv Datastream

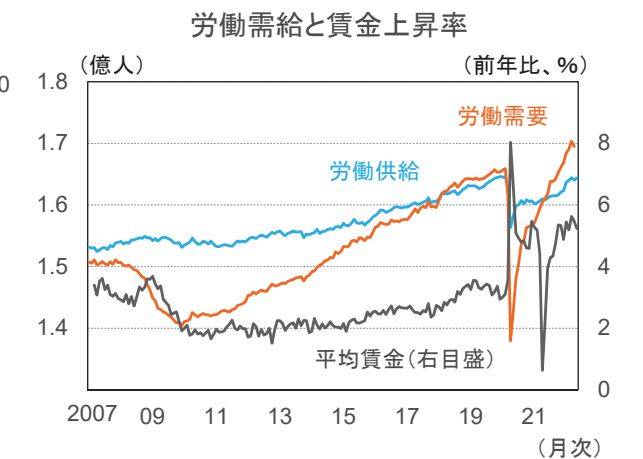
2. マンハイム中古車価格指数は2ヵ月先行

雇用は持ち直し基調が続く、労働需給はひっ迫している

- 5月雇用者数は幅広い分野で増加し、前月比39万人増となった。雇用の持ち直し基調は続いており、雇用者数は6月にもコロナ前を回復するとみられる。失業率は3.6%と横ばいとなったものの、引き続きコロナ前の水準(19年平均3.7%)を下回った。
- 景気回復に伴いコロナ禍で大幅に落ち込んだ労働需要(雇用者数+求人数)が増加する一方、労働供給(労働力人口)は相対的に緩やかに持ち直しており、労働需給は一段とひっ迫している。需給ひっ迫を受けて賃金には上昇圧力がかかり、FRBは景気減速による労働需要の抑制が必要であるとの認識の下、利上げを進めている。



(備考) 米労働省



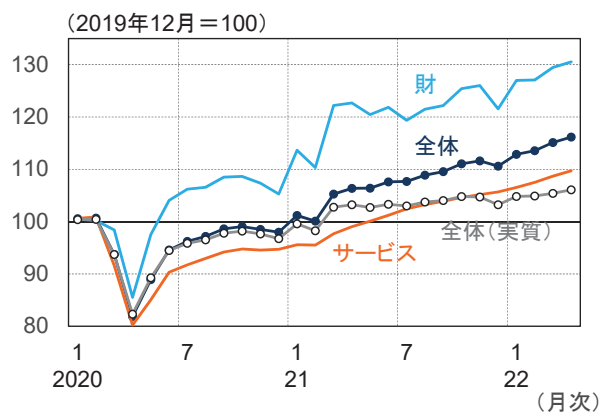
(備考) 1. 米労働省

2. 労働需要=雇用者数+求人数、労働供給=労働力人口

個人消費は増加、住宅販売と着工は金利上昇により減少

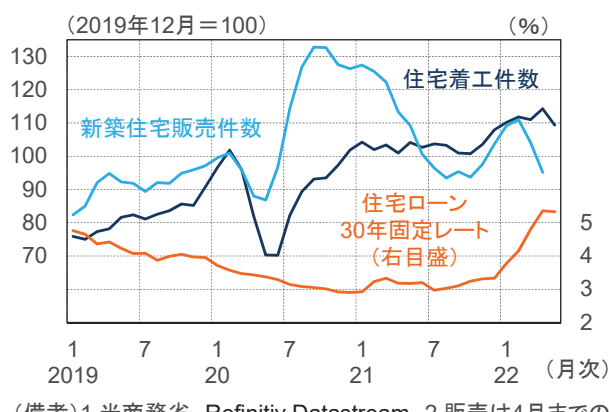
- 4月個人消費は、前月比0.9%増加した。自動車などの財で回復が続いたほか、感染縮小により飲食や旅客などのサービスも増加した。実質消費は、インフレの影響はあるものの、コロナ禍の超過貯蓄にも支えられて増加している。
- 昨年半ば以降増加した新築住宅販売件数は、住宅ローン金利の上昇により減少している。住宅着工件数は、コロナ禍で需要が急増する中、供給制約もあって緩やかに増加してきたが、足元では減少しており、販売とともに調整の動きがみられる。

個人消費支出



(備考)米商務省

新築住宅販売と着工件数

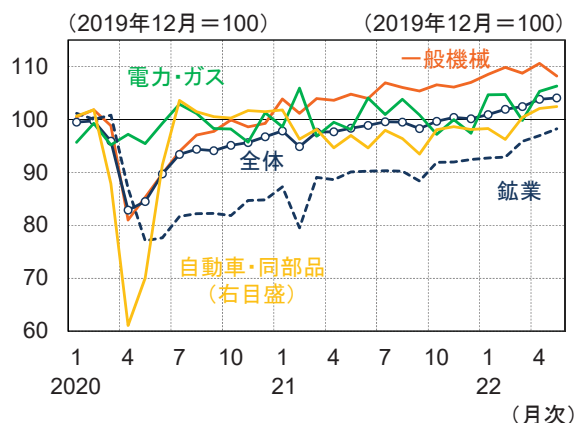


(備考) 1.米商務省、Refinitiv Datastream 2.販売は4月までのデータ 3.新築住宅販売、住宅着工は3ヵ月移動平均

鉱工業生産は増加、貿易赤字は高水準

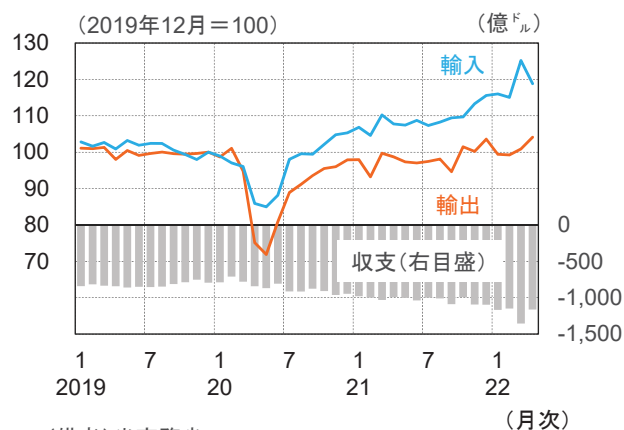
- 5月鉱工業生産は、前月比0.2%増加した。一般機械は減少したものの、電力・ガスのほか、原油や天然ガス需要の高まりにより鉱業の増加が続いた。
- 年明け以降、実質財貿易はオミクロン株の感染拡大などにより輸出入とも減少したが、その後は好調な内需を受けて輸入が大幅に増加し、3月の貿易収支は過去最大の赤字となった。4月は、石油製品を含む生産財などの輸出が増加し、中国のロックダウンにより輸入が減少したものの、依然として高水準の貿易赤字が続いている。

鉱工業生産



(備考)FRB

実質財貿易



(備考)米商務省

今月の論点

ウクライナ危機により
回復が弱まる

インフレ圧力が一層
強まる

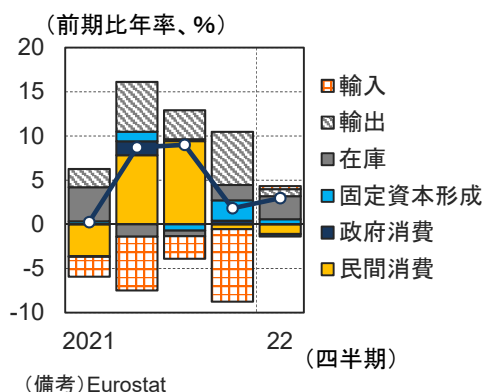
資源高由来のインフレに
は利上げ効果は限定的

EUの2022年1～3月期の実質GDP(確定値)は前期比年率3.0%増加して前期から伸びがやや拡大した。ただし、在庫増と輸入減が押し上げ要因となり、民間消費は減少し、固定資本形成の伸びも鈍化した。3月以降、ウクライナ危機に伴う物価高騰や供給制約により、景気への下押し圧力が強まり、回復ペースが弱まっている。

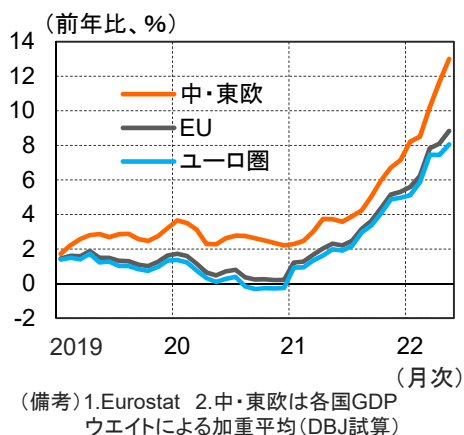
5月のEU消費者物価上昇率は、前年比8.8%に拡大した。EU経済の8割を占めるユーロ圏では、エネルギー・食品価格、コア物価ともに伸びが拡大し、前年比8.1%上昇した。コロナ前の最高であった08年7月の4.1%を大きく上回り、前月に続き1997年の統計開始以来の過去最高を更新した。国別では、ドイツ8.7%、イタリア7.3%、比較的低いフランスでも6%弱となっている。さらに、旧共産圏でロシアとの経済関係が深く、エネルギー依存度が高い中・東欧では、インフレ率が二桁まで高まった。

インフレ抑制のため、中・東欧のハンガリー、チェコ、ポーランド、ルーマニアなどは昨年半ばから政策金利を大きく引き上げている。しかし、利上げはその効果が表れるまで時間を要するほか、国際市況で決まる資源価格に与える影響は小さいため、ウクライナ危機によるエネルギー・食品価格の一層の上昇を受けたインフレを抑制できていない。ECBも6月の理事会で、物価見通しを前回(3月)予測から大きく引き上げて、7月の量的緩和の終了及び利上げの開始を表明したものの、中・東欧のように資源高由来のコストプッシュ型インフレに対して、抑制効果を十分に得られない可能性がある。金融引き締め効果が小さく、ウクライナ危機の長期化などにより高インフレが鎮静化しない場合、利上げは景気への悪影響のみをもたらす恐れがある。ユーロ圏は、各国で異なる物価や景気状況を統一した金融政策で対処する必要もあり、今後ECBの金融政策は難しい舵取りを迫られる可能性がある。

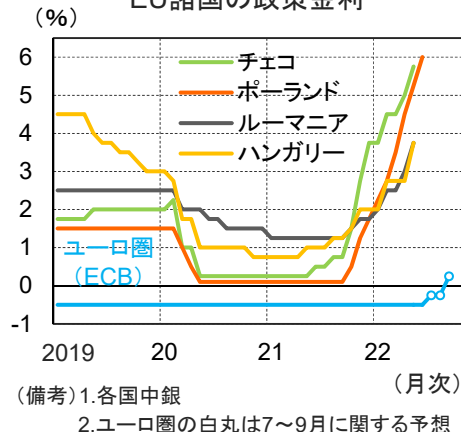
EU実質GDP成長率



EUの消費者物価



EU諸国の政策金利



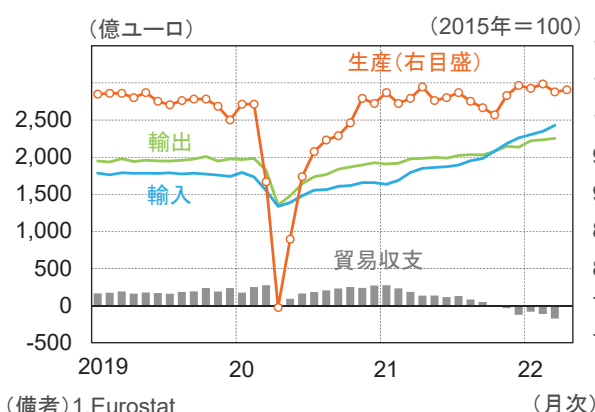
[経済調査室エコノミスト 岳 梁]

主要指標

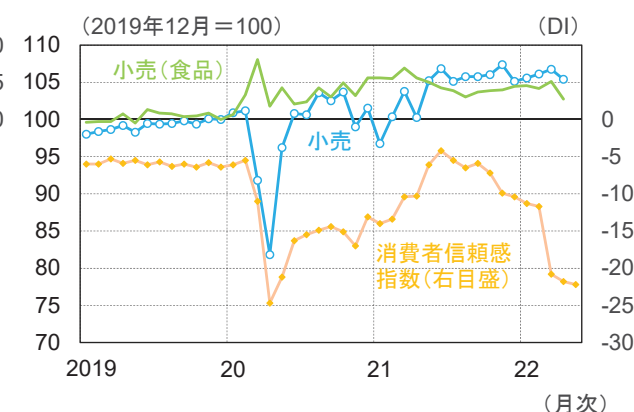
生産は弱い動きが続く、ユーロ圏の貿易収支は過去最大の赤字

- 4月のEU鉱工業生産は、自動車や一般機械を中心に前月から0.3%増加したが、ロシアによるウクライナ侵攻前の水準には戻っていない。ユーロ圏の貿易は、輸出が21年後半から緩やかに増加する一方で、輸入は資源価格の高騰や景気回復により大きく増加し、貿易収支は21年11月以降赤字が続いている。3月はマイナス176億ユーロとなり、1999年統計開始以来最大の赤字となった。
- 4月のEU実質小売売上高は、価格の上昇が続く食品を中心に前月から減少した。消費者信頼感指数は、ウクライナ危機により3月に大きく落ち込んだ後も低下しており、物価上昇に伴う実質所得の減少や先行き不透明感により、今後消費は伸び悩む可能性がある。

欧州の鉱工業生産と貿易



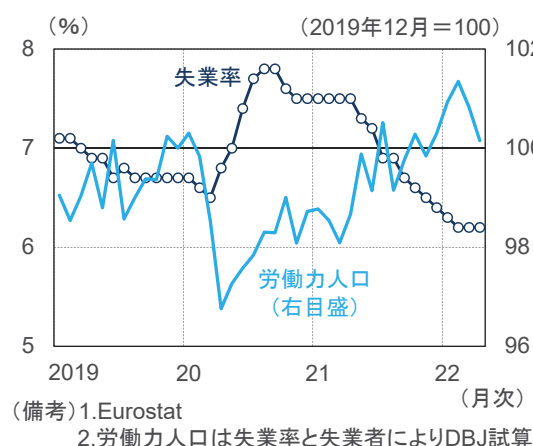
EUの小売と消費者信頼感指数



失業率は低水準が続く、対ロシアの追加制裁が決定

- EUの失業率は、若年層への就労・職業訓練の強化などにより、13年の11%超をピークに低下している。コロナ禍で一旦上昇したが、景気の持ち直しに伴い改善しており、4月は6.2%とコロナ前を下回って低下している。労働力人口もコロナ前の水準をほぼ回復しており、労働市場は堅調な状況が続いている。
- EUは6月初めに、ロシア産原油の輸入禁止や、ロシア銀行最大手ズベルバンクのSWIFT排除などを含む対ロシア制裁第6弾を決定した。原油の禁輸は、ハンガリーなどへの配慮からパイプラインを通した一部の輸入が除外されたが、輸入全体の9割が制裁対象となる。資源の脱ロシア依存が進む中、円滑に代替調達先を確保できない場合は、エネルギー価格の上昇圧力が継続する可能性がある。

EUの失業率と労働力人口



EUの対ロシア制裁

	金融	貿易、エネルギー	その他
第1弾 (2/23)	露政府の金融市場へのアクセス制限	-	下院議員の制裁
第2弾 (2/25)	銀行、企業の金融市場へのアクセス制限	ハイテク、航空、エネルギー関連の対露輸出禁止	プーチン大統領、外相等の制裁
第3弾 (2/28、3/2)	露中銀取引禁止、一部銀行のSWIFT排除	-	露飛行機の領空飛行禁止
第4弾 (3/15)	エネルギー分野の対露投資禁止	露産鉄鋼の輸入禁止	一部オリガルヒの制裁
第5弾 (4/8)	SWIFT排除に4つの主要銀追加	露産石炭、木材、肥料などの輸入禁止	露船舶の入港禁止
第6弾 (6/3)	SWIFT排除に最大手追加	年内の露産原油輸入禁止	一部露メディアの放送中止

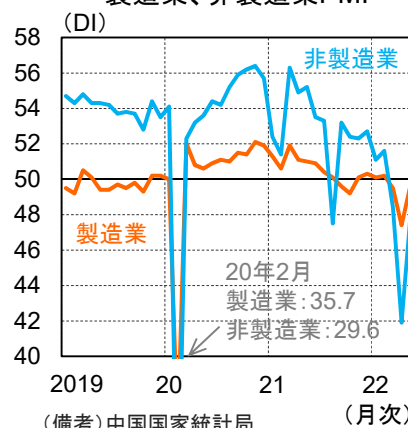
(備考) 欧州理事会により抜粋

今月の論点

活動制限の段階的緩和により持ち直しの兆し

2022年1～3月期の実質GDP成長率は、前期よりやや高い前年比4.8%となったが、前期比年率では5.3%となり、前期の6.1%から伸びが鈍化した。5月のPMIIは、上海のロックダウンの段階的な緩和などで前月を底に持ち直しの兆しがみられたものの、好不況の節目となる50を下回った。特に非製造業は、21年以降不動産業やIT産業への規制強化などを背景に低下基調にあり、足元では人手の減少など活動制限の影響を強く受け、製造業と比較しても景況感が大幅に悪化している。今後は、回復に向けた政府の支援策の効果が現れるか注目される。

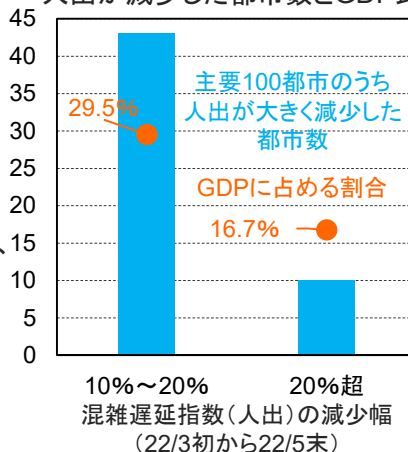
製造業、非製造業PMI



3月以降、人出は主要都市の半数超で大幅減

3月以降、深センや上海、北京といった大都市の経済がゼロコロナ政策の影響を受けて落ち込んだが、その影響が及んだのは、こうした数都市のみではない。主要100都市の人出をみると、半数を超える都市で10%超減少し、10都市では20%超落ち込んだ。この10都市の多くは上海や北京、重慶、南京などの大都市であり、GDPに占める割合は17%に迫る。政府は、こうした影響を踏まえてもゼロコロナ政策を堅持する方針であり、今後も各地で活動制限が強化されれば、消費や生産は停滞が続く可能性がある。

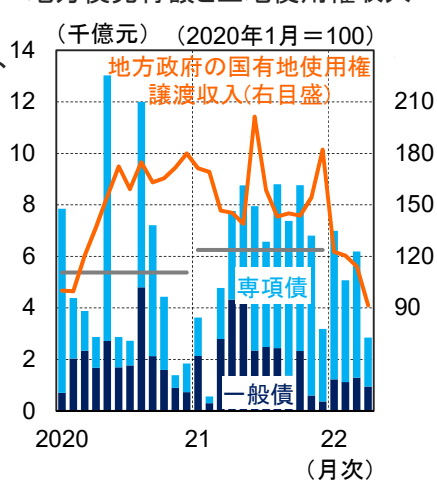
人出が減少した都市数とGDP比



政府は財政拡張による景気の下支えを急ぐ

経済が急減速する中、政府は5.5%の成長目標を財政などの政策支援により達成を図るとみられる。特に、プロジェクトの収益償還を基本とする「専項債」の22年度発行枠(3.65兆元、前年並)の消化期限は、当初より3ヵ月早い6月末へ前倒しされ、第3四半期はインフラ投資による景気の下支えが期待される。ただし、専項債の償還は、実態は地方政府の主要財源である国有地使用权譲渡収入に依存している場合も多いとされる。不動産市況の低迷によりコロナ前を割り込み収入が減少する中での投資拡大は、地方財政のひっ迫に繋がる可能性がある。

地方債発行額と土地使用权収入

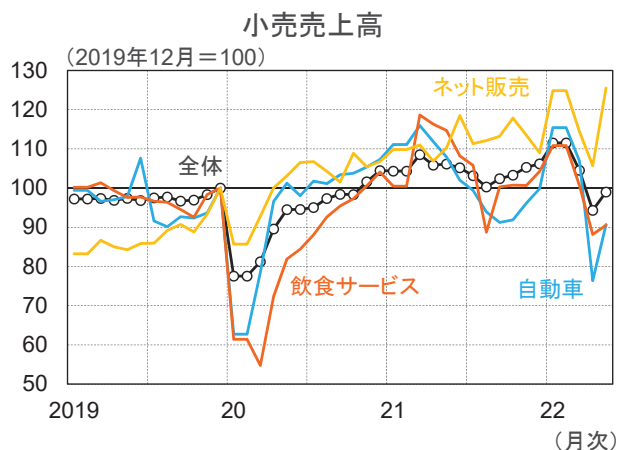


[経済調査室エコノミスト 米谷 友利]

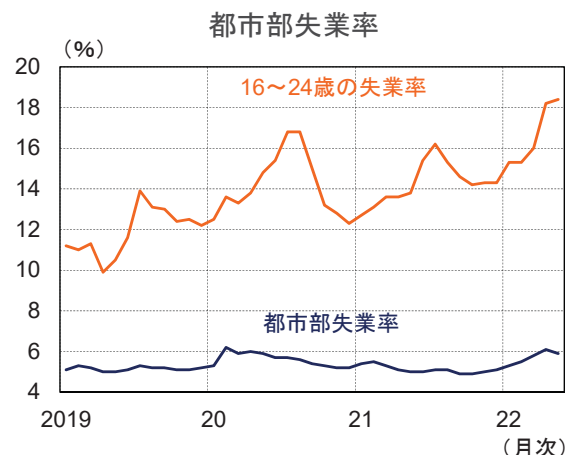
主要指標

小売は小幅に持ち直し、失業率は高止まる

- 5月小売売上高は、上海のロックダウンが徐々に緩和される中、4月から小幅に持ち直したものの、感染拡大前の水準を大きく下回った。自動車が持ち直したほか、人出減の影響を受けにくいネット販売が大きく増加しており、配送の制約が緩和したことなども示唆される。一方、飲食サービスは外食規制が続き、持ち直しが鈍い。今後は、6月に始まる自動車取得税の減税措置などが回復を後押しすることが期待される。
- 失業率は、ゼロコロナ政策や資源高に伴う企業業績の悪化などにより22年に入り上昇し、政府目標上限の(5.5%)を上回る6%程度で高止まっている。特に若年層の失業率は、4月に過去最高を更新した後、5月も上昇し悪化している。なお、若年層の失業率悪化の要因として、「共同富裕」政策に基づく、大学生の就職の受け皿となってきた学習塾業界への規制強化も指摘されている。



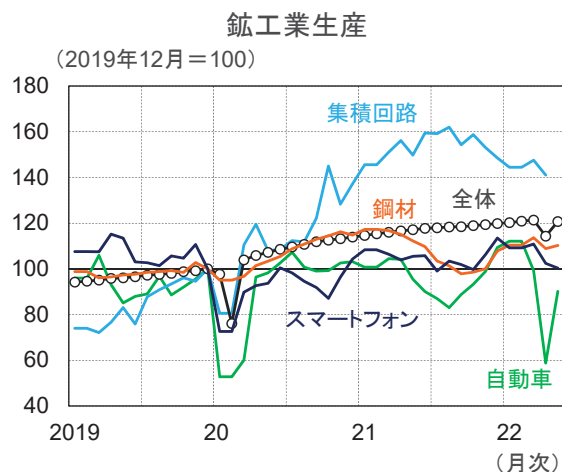
(備考) 1. 中国国家統計局 2. 季節調整はDBJによる



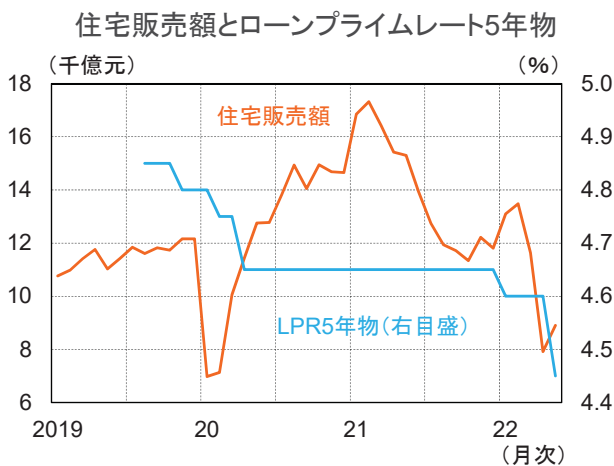
(備考) 国家統計局

生産は持ち直し、住宅販売額は下げ止まり

- 5月の鉱工業生産は、上海のロックダウンが徐々に緩和される中で物流の正常化や工場の稼働再開が進み、前月から持ち直した。特に、4月に大きく落ち込んだ自動車は、新型コロナの感染拡大が始まった20年初を上回るペースで持ち直している。また、高水準のインフラ投資などで鋼材は小幅に増加したものの、スマートフォンなどのハイテク関連製品は、供給制約が続く中、5月も弱い動きとなった。
- 21年に入り減少が続いた住宅販売は、昨年末以降不動産業界への規制の緩和などにより持ち直したが、3月以降は感染拡大による活動制限で大きく減少した。人民銀行は、これを受けて住宅ローン金利の基準となる5年物ローンプライムレート(LPR)を5月に大幅に引き下げており、5月の販売は下げ止まった。



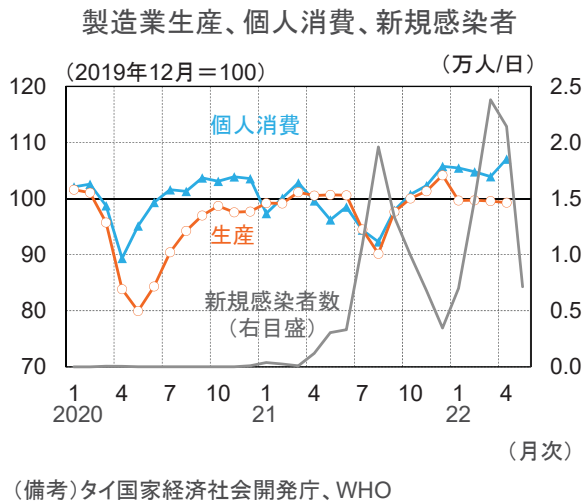
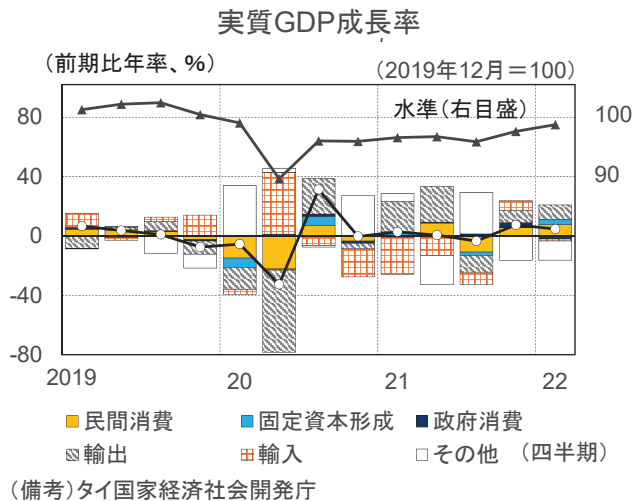
(備考) 1. 中国国家統計局 2. 季節調整はDBJによる



(備考) 1. 中国国家統計局、人民銀行 2. 季節調整はDBJによる

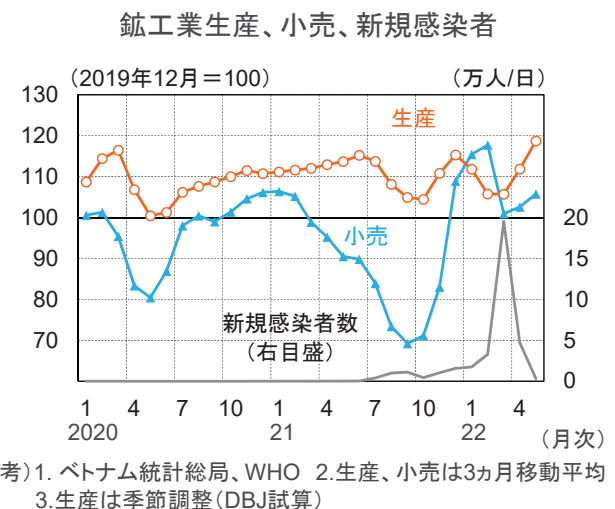
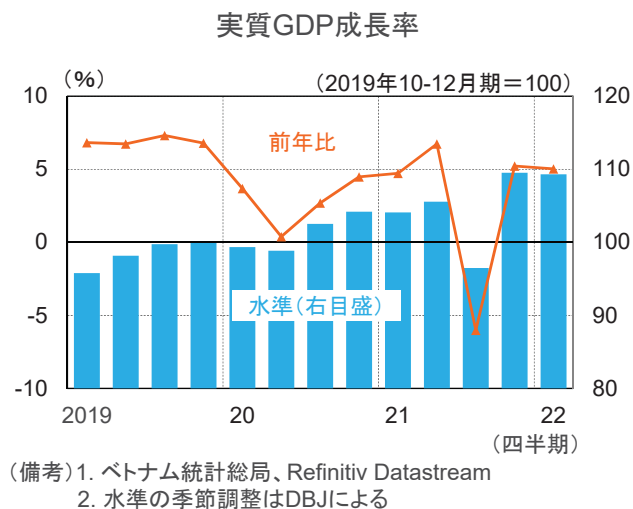
タイ:消費刺激策もあり、持ち直している

- 2022年1～3月期の実質GDPは前期比年率4.7%増加した。世界経済の回復に伴って輸出が増加したほか、観光支援や低所得者向け補助金などの消費刺激策もあり、前期に続き個人消費が増加した。景気は持ち直しており、年後半にはコロナ前の水準を回復するとみられる。
- 個人消費は、年明け以降のオミクロン株拡大により減少したものの、4月は感染縮小に伴い増加に転じた。今後も最長で7月までの消費刺激策も支えに回復が続く見込み。生産は、自動車などで増加が続いたが、中国のロックダウンで部材調達に滞った電子機器などが伸び悩み、年初以降足踏みが続いた。今後はサプライチェーンの混乱の緩和に伴い、持ち直すと思われる。



ベトナム:感染縮小により、回復している

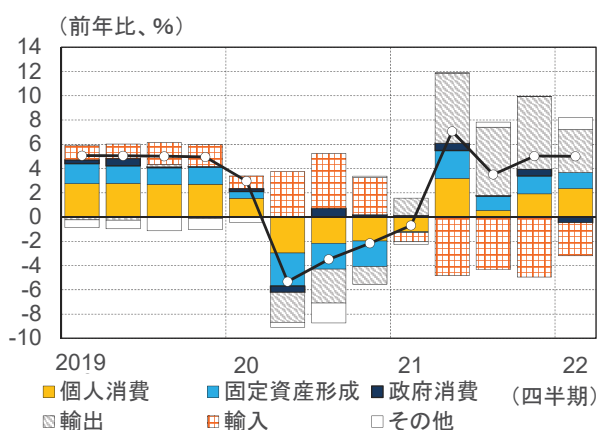
- 2022年1～3月期の実質GDPは、前年比5.0%増加した。年初以降オミクロン株の感染が拡大したが、製造業やサービス業が増加して、回復が続いている。
- 昨年10月以降、政府は厳格な経済活動制限を見直し、感染リスクの高い状況下でも物流や生産は止めない方針へ転換している。そのため、年初以降感染が急拡大する中、製造業を中心に休業者が増加して操業が停滞したほか、中国のロックダウンによる部品不足から生産や小売は減少したが、昨年半ばと比較するとその落ち込みは浅かった。感染縮小後は小売、生産ともに増加に転じており、今後は回復が続くとみられる。



インドネシア: 感染縮小や活動制限緩和により、回復している

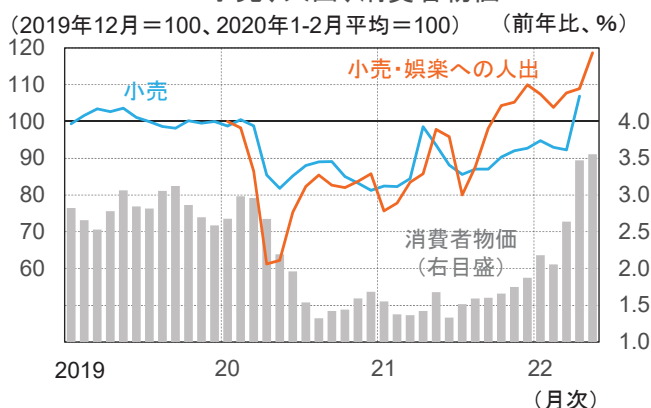
- 2022年1～3月期の実質GDPは前年比5.0%増加した。22年に入り再び感染が拡大したが、活動制限を強化しておらず、2月末には感染もピークアウトして個人消費が増加したほか、石炭やパーム油などの資源品目を中心とする輸出も好調を維持した。活動制限の緩和や5月の断食明け大祭(レバラン)もあり、今後も回復が続くとみられる。
- 昨年半ば以降、感染縮小や活動制限緩和に伴い人出が回復する中、小売売上高が増加しているほか、外食や娯楽などのサービス消費も増えているとみられる。消費者物価は、中銀目標の2～4%に収まっているが、伸びが拡大している。中銀は、政策金利を過去最低の3.5%に据え置く一方で、預金準備率を引き上げて流動性を吸収することでインフレの抑制を図っている。

実質GDP成長率



(備考) インドネシア中央統計庁

小売、人出、消費者物価



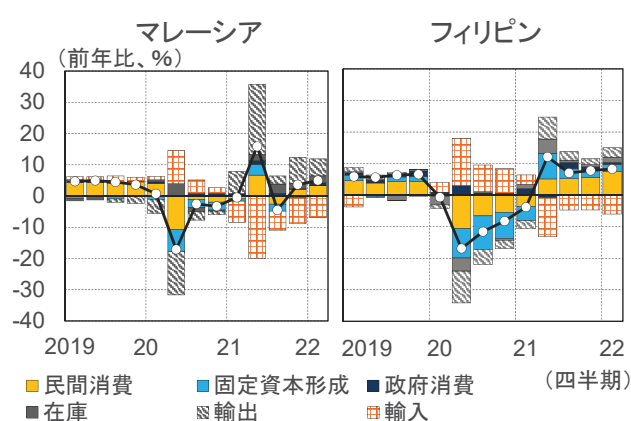
(備考) 1. インドネシア中央統計庁、Google

2. 小売は季節調整値(DBJ試算)、人出の指数化はDBJより

マレーシア、フィリピン: 感染縮小や活動制限緩和により、回復している

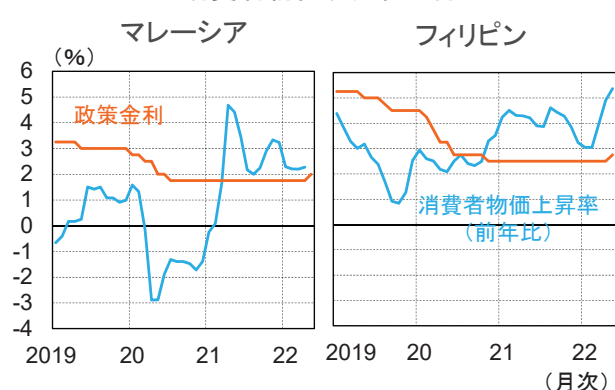
- 2021年1～3月期の実質GDPは、マレーシアが前年比5.0%増、フィリピンは同8.3%増と伸びが拡大して回復した。22年に入り一時感染が拡大したものの、活動制限を強化しておらず個人消費が堅調に増加した。マレーシアでは、電子製品やパーム油などの資源品目を中心に輸出の増加も寄与した。
- 景気が順調に回復する中、両国とも5月の金融政策決定会合で金融政策の引き締めに舵を切った。フィリピンでは、中銀目標の2～4%を上回り物価が上昇していることから、政策金利を2.00%から2.25%に引き上げた。マレーシアでは、インフレ率は中銀目標に収まっているものの、国際商品市況の上昇や米利上げに伴う通貨安圧力を背景に、政策金利を1.75%から2.00%に引き上げた。

実質GDP成長率



(備考) マレーシア統計局、フィリピン統計機構

消費者物価、政策金利

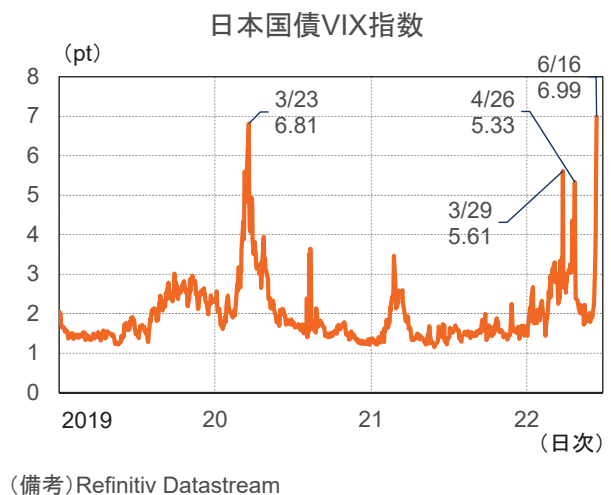


(備考) 各国中央銀行、統計機関

マーケット動向

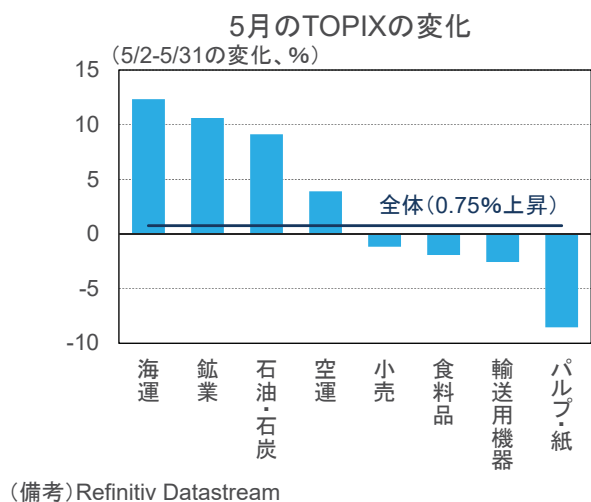
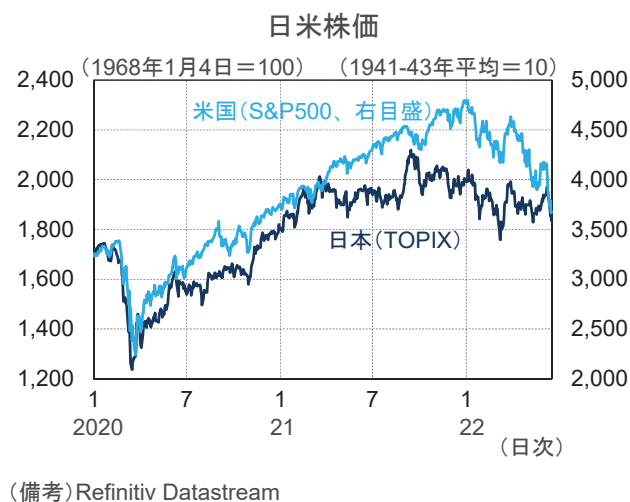
長期金利:米金利は利上げにより上昇、日本は緩和維持で横ばい

- 米金利は、利上げによる景気懸念から一時低下したが、雇用統計の堅調な結果や、消費者物価上昇率が予想を超え、6月のFOMCで0.75%の利上げが実施されたことを受けて上昇している。日本の金利は、米金利につられて変動し、許容変動幅の上限となる0.25%付近での動きが続く。
- 日本国債先物市場の先行き30日間の予想変動率を示す日本国債VIX指数は、3月の米金利上昇時や金融政策の修正観測が高まった4月の日銀会合前に、コロナの感染が拡大した20年3月に迫る水準まで急上昇した。その後はいったん低下したが、6月に入り米金利の上昇により日本の金利上昇圧力が強まる中、再度金融政策の修正観測が高まり、20年3月を上回る6.99に上昇した。



株価:米国は下落、日本は一進一退の動き

- 米国の株価は、5月下旬のFOMC議事要旨において金融緩和の縮小を一段と加速する議論がみられなかったことなどから上昇したが、6/10公表の米消費者物価が市場予想を上回る伸びとなり、利上げ加速の観測が高まったことから大きく下落した。日本株も米株につられて一進一退の動きが続いたが、感染縮小による景気回復への期待から、小幅な下落にとどまった。
- 5月のTOPIXの業種別の変化をみると、運賃や資源価格の上昇により業績が好調な海運や石油・石炭、水際対策の緩和により先行きの期待が高まった空運が上昇する一方、原燃料高による収益圧迫が懸念されるパルプ・紙や食料品で下落し、業種別の株価の動きはみだら模様となっている。

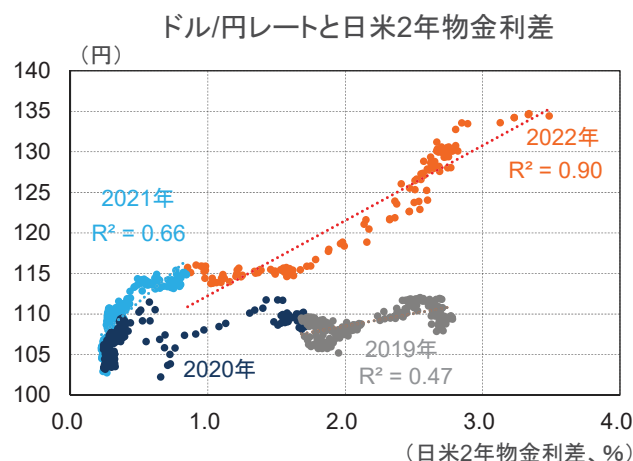


為替:ドル円レートは135円まで円安が進む

- ドル円レートは、米国の雇用統計や消費者物価が予想を上回り米利上げ観測が高まったことにより、135円まで円安が進行した。ユーロ円レートは、ECBが7月会合での利上げを表明し、緩和政策が維持される日本との金融政策の違いが意識され、一時144円まで円安が進んだ。
- ドル円レートと日米2年物金利差の関係をみると、22年は両者の相関が高く、日米の金利差を主因に円安が進んだことがうかがわれる。一方、19年は米中摩擦、20年はコロナの感染動向などを主な材料に為替相場が動いたため、ドル円レートと日米2年物金利差との相関は高くなかった。今後は米国の利上げと日本の緩和政策維持のスタンスの違いによる金利差の拡大が見込まれ、円安圧力は当面継続するとみられる。



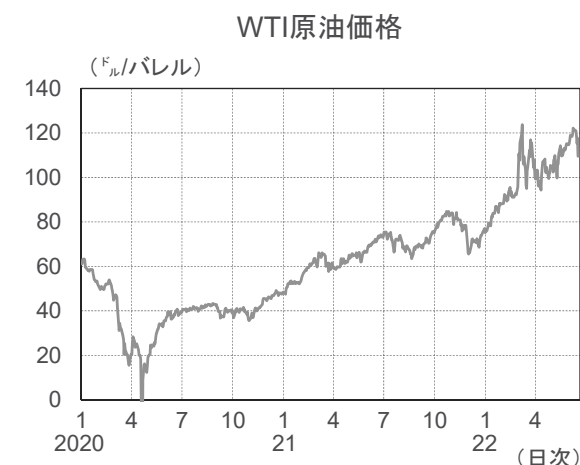
(備考) 1. 日本銀行
2. 17:00現在の銀行間取引レート



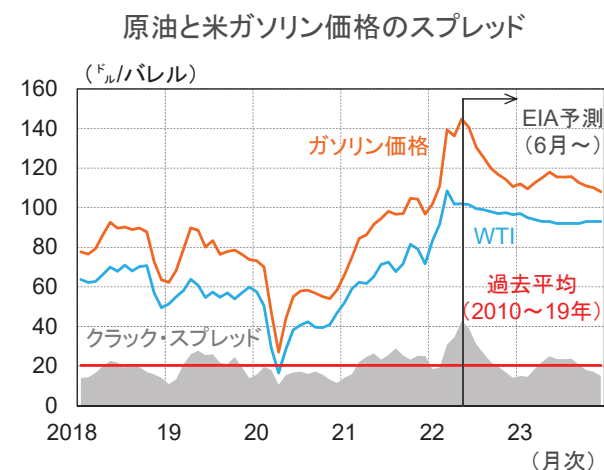
(備考) 1. Refinitiv Datastream 2. 2022年は6/17までのデータ

原油価格:一時120ドル超も景気懸念により下落

- WTI原油価格は、中国のロックダウン解除や米国のドライブシーズン入りで需要が増加するとの見方が広がる一方、EUのロシア産原油の禁輸による需給ひっ迫懸念から一時120ドルを超えて上昇した。その後は、FRBが積極的に利上げを進めることにより、米景気が悪化するとの懸念が強まったことから下落した。
- 米国のガソリン需要の参照指標であるクラック・スプレッド(原油価格とガソリン価格の差)は、過去平均を上回り拡大している。ガソリン需要の増加は原油価格の上昇要因となる一方、足元では、原油と比較してガソリン在庫のひっ迫度合いが強いことがスプレッド拡大の要因として指摘される。先行きは、在庫増によりガソリン価格が下落し、スプレッドは縮小する見通しとなっている。



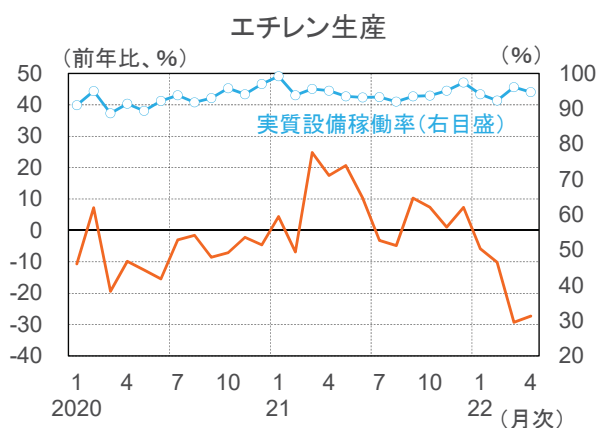
(備考) Refinitiv Datastream



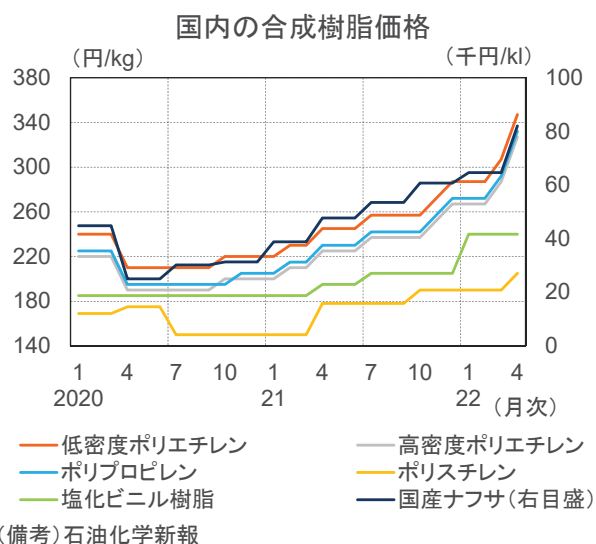
(備考) EIA(米エネルギー情報局)

石油化学: 定修や自動車減産を受けて減少

- 2022年4月のエチレン生産は、前年比27.1%減少し、前月に続く低水準となった。国内に12基ある生産設備のうち3基が定期修繕で生産を止めたことや、部品調達難による自動車減産の影響を受けた。22年度は昨年度に比べて4基多い7基で定修を予定しており、今後も前年対比で生産量は減少が続く見通し。
- 4月の国内合成樹脂価格は、原油高や急速な円安進行を受けて原料となる国産ナフサ価格が高騰したため、最高値を更新した。ポリエチレン、ポリプロピレンは21年1月から5割近く上昇しているが、需要家は安定調達を優先して受け入れており、包装フィルムなど加工品への転嫁を進めている。



(備考) 1. 経済産業省、石油化学工業協会
2. 実質設備稼働率は定修要因を除いた稼働率



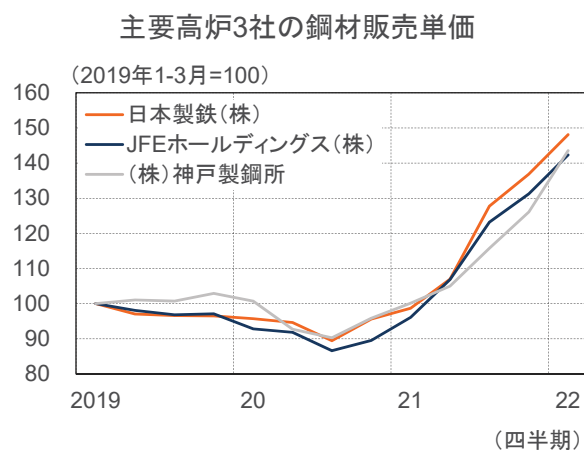
(備考) 石油化学新報

鉄鋼: 自動車の減産などを受けて減少基調

- 2022年4月の国内粗鋼生産は、最大用途である自動車の減産継続の影響が大きく、前年比4.4%減少し、4か月連続のマイナスとなった。今後も、需要環境の回復には時間を要するほか、20年末以降積み上がった在庫も高水準が続いていることから、当面は小幅な減少基調が続くとみられる。
- 年初来冴えない需要環境が続く一方で、鉄鋼各社の2021年度決算は総じて好調であった。要因としては、年度前半から中盤において需要の前年比増加基調が続いたことに加えて、販売単価上昇の効果も大きい。原材料が高騰するなか、主要各社において、長年の課題であった大口顧客向け販売単価の引上げが進み、収益性が改善した。



(備考) 一般社団法人日本鉄鋼連盟、経済産業省

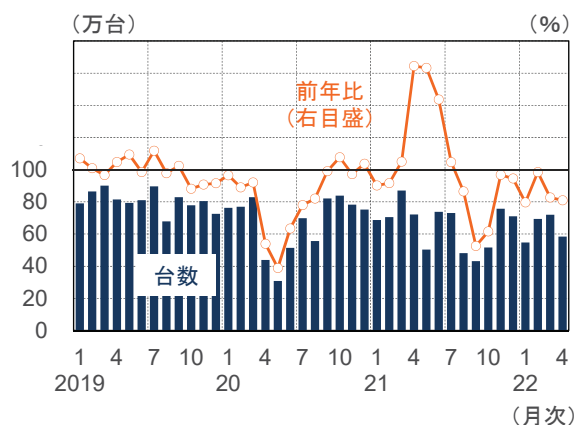


(備考) 各社公表資料

自動車：供給制約による減産が続く

- 2022年4月の国内生産は、前年比19.1%減となった。中国のゼロコロナ政策に伴うロックダウンの影響により部品供給不足が発生し、各社で生産調整を余儀なくされた。5月も供給不足による減産が続いたものとみられる。ただし、6/1に上海でのロックダウンが解除されており、6月以降の生産は徐々に回復に転じると予想される。
- 日系OEM各社の2022年3月期決算は、半導体不足の影響はあるものの、新型コロナからの回復や台数・売価改善効果などにより増収となった。原材料高騰の影響はあったものの、原価低減や需給ひっ迫に伴う販促費の低減、円安効果により増益となった。

国内自動車生産台数



(備考) 経済産業省

日系OEMの2022年3月期決算

(億円)			
企業名	トヨタ	ホンダ	日産
連結売上高	313,795	145,526	84,246
(前期比増減率)	(15.3%)	(10.5%)	(7.1%)
連結営業損益	29,956	8,712	2,473
(前期比増減額)	(7,979)	(2,110)	(3,980)
①販売改善	7,550	656	3,390
②原材料	▲6,400		▲1,392
③原価低減・コスト	600	▲356	276
(うち研究開発費)	(▲150)	(▲347)	(194)
④為替	6,100	1,689	634
⑤販売金融・その他	129	121	1,072

(備考) 各社IR資料

工作機械：20年半ばからの増加基調が一服しつつある

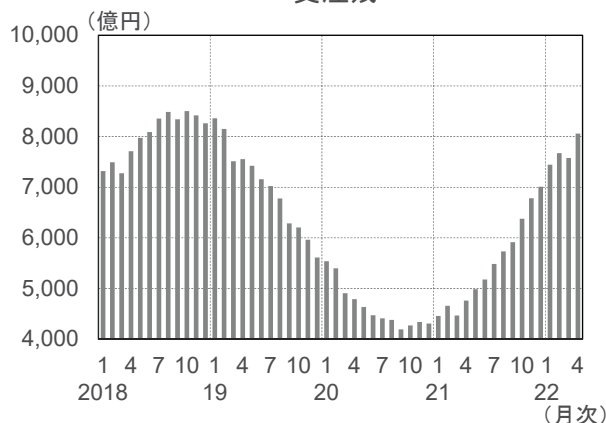
- 2022年4月の受注額は1,550億円となり、前年比は25.1%増加し18ヵ月連続のプラスとなった。内需は532億円 (前年比47.4%増) となり、半導体関連の増加が継続したことに加え、自動車関連でも回復がみられた。外需は1,018億円 (同15.8%増) となり、欧州や北米における半導体やEV関連で増加が続いた。ただし、20年半ばからの増加基調は一服しつつあり、今後は中国のロックダウン、地政学リスク、部品不足などの影響に、注意する必要がある。
- 4月の受注残は2ヵ月ぶりに増加した。21年以降、部品の不足や価格高騰によって増産が進まず、大きく積み上がった受注残を背景に、当面生産は増加する見込み。

工作機械受注額



(備考) 日本工作機械工業会

受注残



(備考) 日本工作機械工業会

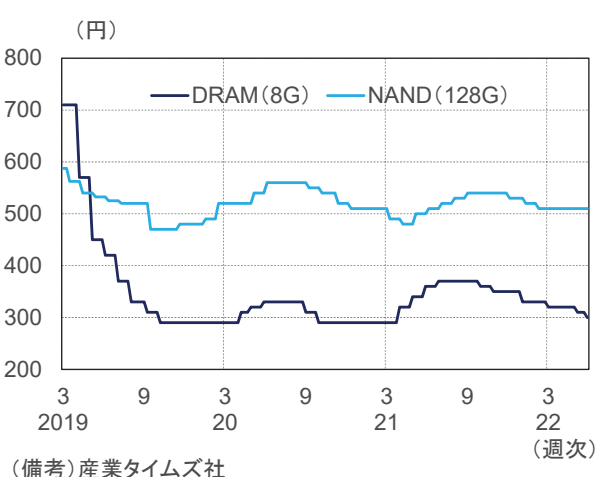
電機・半導体：増加基調が鈍化

- 電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額は、2022年4月に前年比2.1%増となり、増加ペースが鈍化した。特にメモリ集積回路の伸びが大きく縮小しており、キオクシアの北上・四日市工場での生産不具合の影響が現れたとみられる。
- 22年6月のNAND価格は横ばい、DRAM価格は下落となった。最大市場である中国でロックダウンが続いたため、同国の消費が弱含んだことが要因だが、今後製品の不足感は和らぐ見込み。今後は、個人消費の減退により23年以降と予測されていた供給過剰による価格低下が早まる可能性がある。

電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額



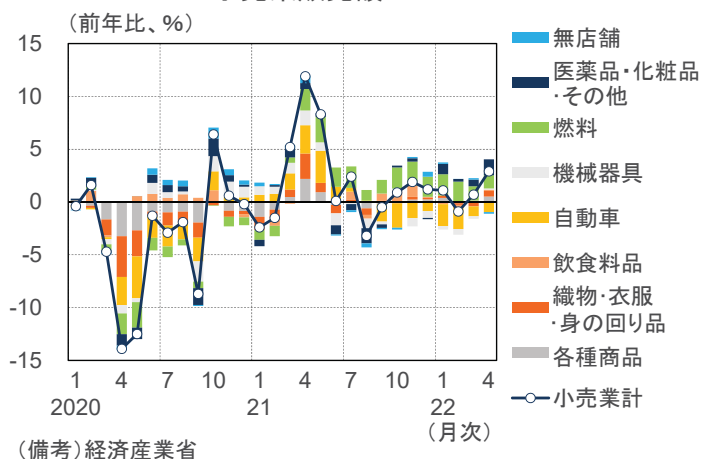
メモリ価格



小売：感染縮小により回復

- 2022年4月の小売業販売額は、前年比2.9%増加し、まん延防止等重点措置が前月下旬に解除されたことから、2ヵ月連続で増加した。業種別では、ガソリン価格が高止まりした燃料、ドラッグストアでの食品販売が堅調な医薬品・化粧品、春夏物が好調な衣料品などが増加した。今後は原材料価格の高騰を受けた販売価格引き上げの影響が目目されるが、感染縮小により持ち直しが見込まれる。
- 今年度の主要企業の設備投資動向は、感染縮小を受けて前向きなものが目立つ。コロナ禍で遅延した商業施設開発の積極化のほか、小商圈の店舗出店、ワンストップショッピング対応のレイアウト改装投資などの計画がみられる。

小売業販売額



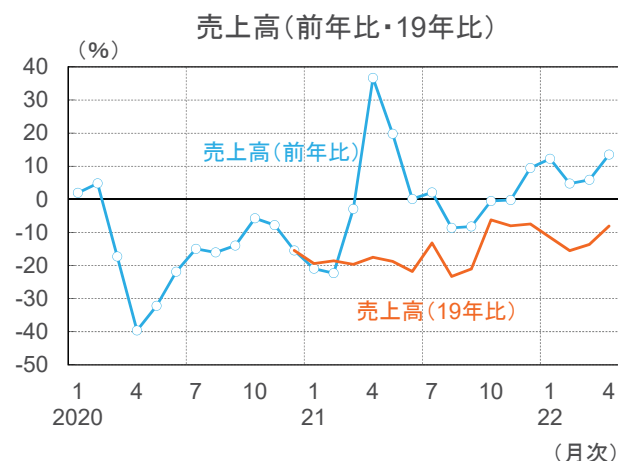
小売大手の設備投資動向

J.フロントリテイリング	・ 22年度以降店舗改装、施設の跡地開発などを積極化
セブン-イレブンジャパン	・ 設備投資額(新規出店、ワンスプット購入に向けた新レイアウト改装等) 21年 976億円 → 22年 1,000億円
イオン	・ 総合スーパーの新設 ・ 小型店舗「まいばすけっと」の出店

(備考) IR、中期経営計画などによりDBJ作成

外食：感染縮小を受け回復

- 2022年4月の外食産業売上高は、前年比13.5%増となった。まん延防止等重点措置が前月下旬に解除され、春休みや土日、祝祭日を中心に家族連れの需要が回復した。コロナ前の2019年の水準は8.1%下回るものの、回復傾向が続いている。業態別では、重点措置解除後もテイクアウト需要が底堅いファーストフードが、前年比8.4%増加し、13ヵ月連続で増加した。
- 今後の主な設備投資動向は、コロナ禍での消費者の行動変容に対応したテイクアウト店舗や郊外立地店舗への新規出店投資のほか、配膳・運送ロボット導入などのデジタル投資を見込む。



(備考)一般社団法人日本フードサービス協会

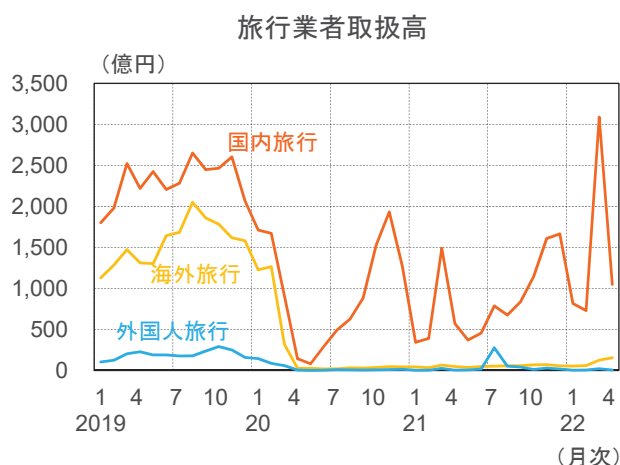
外食大手の設備投資動向

日本マクドナルド	- 設備投資額（除く本社管理部門） 21年 280億円 → 22年 300億円 22年増加店舗数 60～70
すかいらーく	フロアサービスロボットを22年末までに3千台導入
FOOD & LIFE COMPANIES（スシローなど）	- テイクアウト対応設備 - 国内出店50店のうち、20店弱をテイクアウト専門店とする
ドトール・日レス	- 設備投資額(新規出店) 21年 39億円 → 22年 48億円 22年増加店舗数 約40

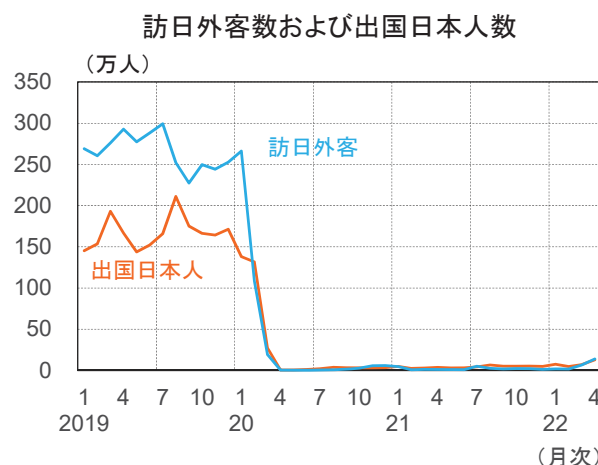
(備考)IR、中期経営計画などによりDBJ作成

旅行・ホテル：感染縮小により増加

- 2022年4月の旅行業者取扱高は、海外旅行では世界的な海外旅行再開の動きなどを受けて増加する一方で、国内旅行ではまん延防止等重点措置解除後の旅行予約が3月に集中したことで減少した。今後は県民割の全国拡充が予定されるほか、6月に観光目的の入国を再開しており、外国人旅行についても増加が期待される。
- 4月の訪日外客数および出国日本人数は約2年ぶりにそれぞれ10万人を超えた。コロナ前の水準には程遠いが、政府が6月に入国者上限を2万人に倍増し、今後も入国制限の再緩和を検討していることなどから、増加が継続する見込み。



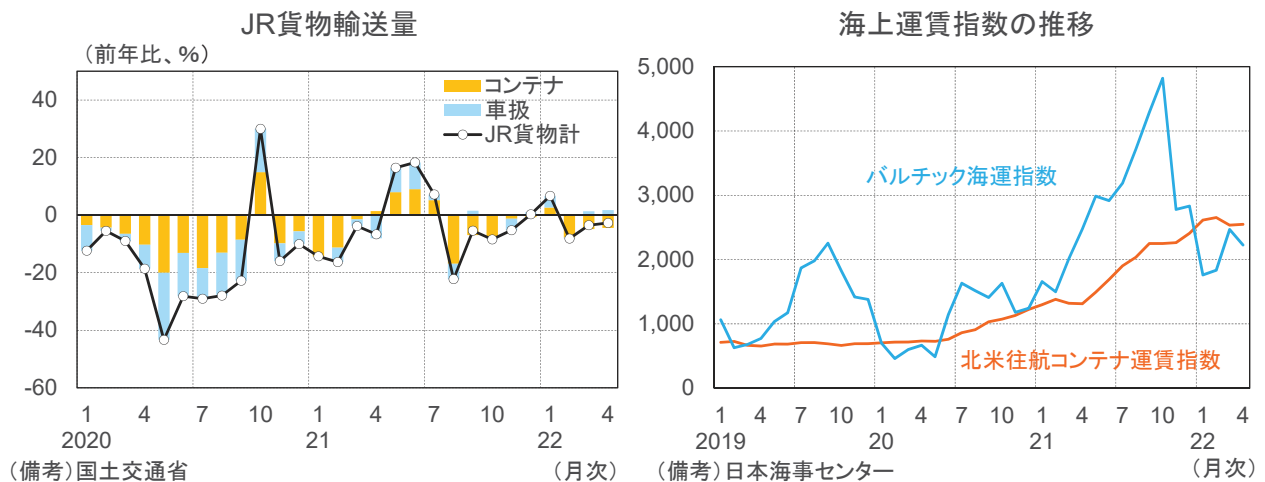
(備考)観光庁



(備考)出入国在留管理庁、JNTO

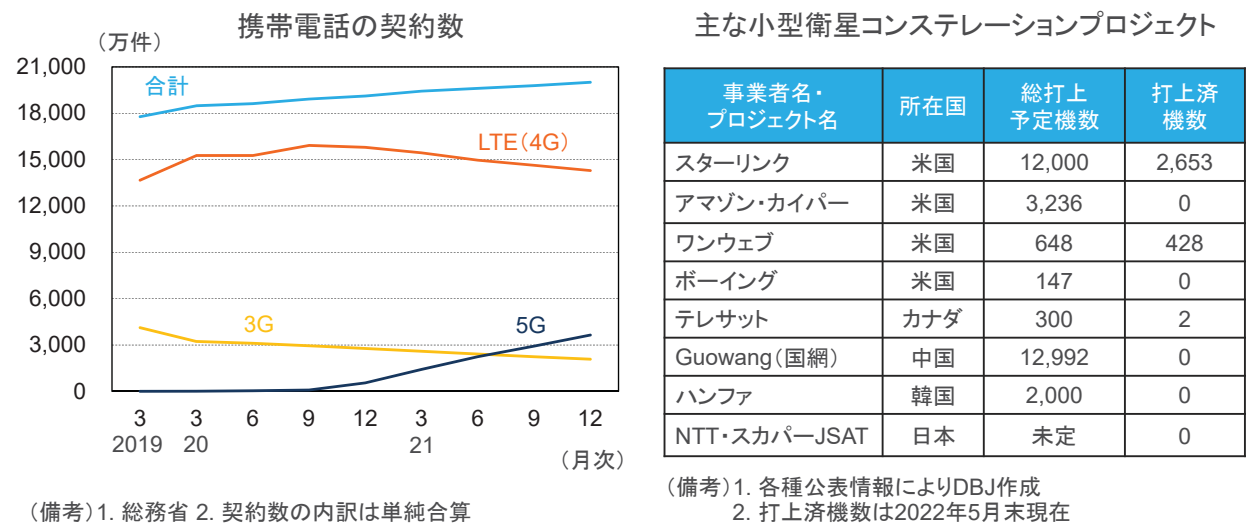
貨物輸送：自動車部品の供給制約により持ち直しが足踏み

- 2022年4月のJR貨物輸送量は前年比2.7%減少し、3ヵ月連続のマイナスとなった。時短営業解除を受けて外食向けは好調が続いたものの、中国のロックダウンによる自動車部品の供給制約により持ち直しは足踏みが続いた。供給制約の影響は当面続くものの、6月に入り中国のロックダウンが解除されたことから、今後の回復が見込まれる。
- 4月のバルチック海運指数は、ウクライナ侵攻以降、欧州向けの代替需要などにより上昇したが、世界的に港湾混雑が改善されつつあり、2ヵ月ぶりに低下した。他方、特に混雑が深刻だった北米往路コンテナ運賃指数は、米国の旺盛な輸入需要を背景に、高水準横ばいとなった。6月以降は、中国のロックダウン解除により需要が増加し、再び市況を押し上げる可能性がある。



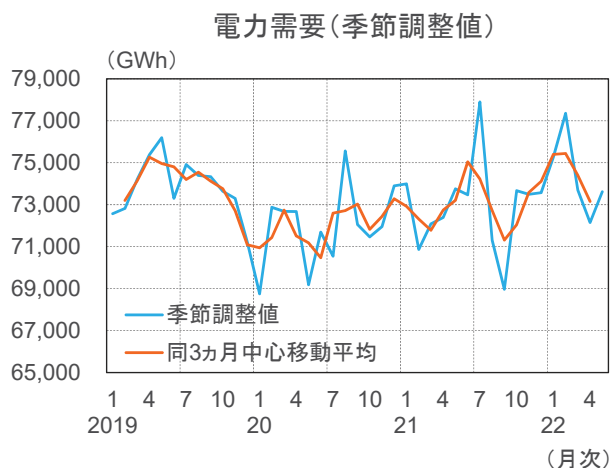
通信：5Gが増加を牽引し契約数は2億件に

- 2021年12月末時点の携帯電話の契約数は1億9,999万件となり、ほぼ2億件に達した。内訳ではLTE(4G)が緩やかに減少する中、5Gが着実に増加を続けており、全体に占める割合は18.2%となった。
- 多数の小型衛星を低軌道上に配置し、低遅延の衛星インターネット通信を提供する衛星コンステレーションのプロジェクトが、米国企業を中心に進んでいる。最近ではイーロン・マスク氏率いる米スターリンクがウクライナでのサービスを開始したことが注目を集めた。スターリンクは日本ではKDDIと提携を結んでおり、au基地局と回線網を接続するバックホール回線が今年導入される予定。

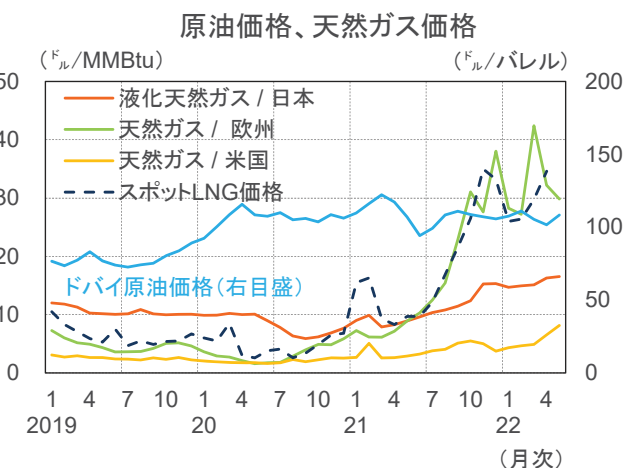


電力：需要は増加傾向

- 電力需要は、2020年はコロナ禍や暖冬により減少し、21年は景気回復や厳冬により持ち直し、厳冬などで振れは大きいものの、増加傾向にある。今年の夏は気温が平年以上となると予想されており、需給ひっ迫が懸念されており、政府は需要ピーク時の電気料金の値上げや、節電量に応じて需要家にインセンティブを与え電力の需要と供給のバランスを取るデマンド・リスポンスの普及を含めた節電要請を行う予定。
- LNG火力は日本の電源構成の約4割を占める。液化天然ガスは、長期契約価格が原油価格に連動して連動し、スポット価格は欧州のガス価格に連動する。足元ではサウジアラビアの国営石油会社が7月のアジア向けを大幅値上げしたほか、欧州ガス価格が高止まりしており、天然ガスは当面は高値となることが見込まれる。



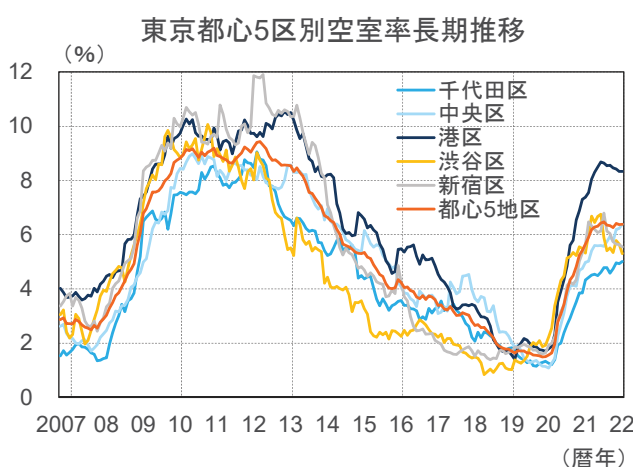
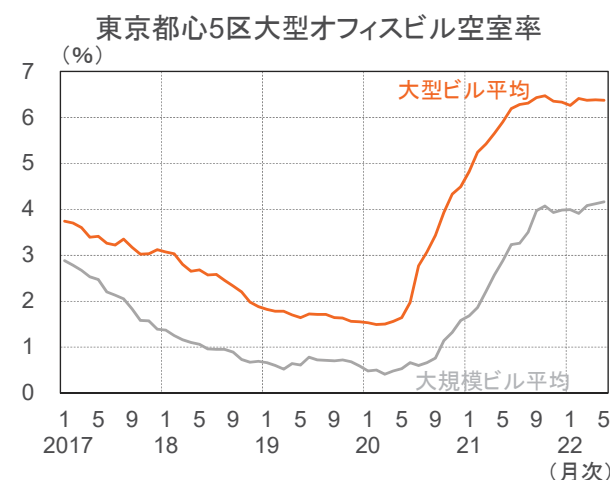
(備考) 電力広域的運営推進機関によりDBJ作成



(備考) 世界銀行、
独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構

不動産：空室率は高水準横ばい

- 2022年5月の東京都心5区の平均空室率は6.37%となり、わずかに低下したが、成約・解約ともに大規模な動きはなく、高水準横ばいとなった。平均賃料も、5月まで22ヵ月連続で下落したが、下落ペースは鈍化しており、前月比9円減とほぼ横ばいとなった。
- リーマンショック時の空室率は10%近くに上昇したが、コロナ禍では5区平均では6%台で頭打ちとなった。区ごとにみると千代田区の上昇は緩やかだったほか、渋谷区は足元4%台まで低下しており、貸床面積が大きく埋め戻しに苦戦していることから8%台後半まで上昇した港区との違いが見られる。



(備考) 1.三鬼商事、三幸エステート 2.都心5区は千代田、中央、港、新宿、渋谷
3.大型ビルは基準階面積100坪以上、大規模ビルは基準階貸室面積200坪以上の賃貸オフィスビル
4.大型ビルは共益費別、都心5区全体平均は共益費込 5.都心5区全体平均は大規模ビル～小規模ビルの全体

世界経済見通し

(%)

[2020年構成比]	IMF予測										OECD予測				
	実質GDP成長率					消費者物価上昇率					実質GDP成長率				
	2021 22/4	2022 22/1 22/4	2023 22/1 22/4	2021 22/4	2022 22/1 22/4	2023 22/1 22/4	2021 22/4	2022 22/1 22/4	2023 22/1 22/4	2021 22/4	2022 22/1 22/4	2023 22/1 22/4	2021 21/12 22/6	2022 21/12 22/6	2023 22/6
世界計	6.1	4.4 3.6	3.8 3.6	4.7	-	7.4	-	4.8		5.6	5.8	4.5 3.0	2.8		
先進国・地域 [42.5]	5.2	3.9 3.3	2.6 2.4	3.1	3.9	5.7	2.1	2.5		-	-	- -	-		
日本 [4.0]	1.6	3.3 2.4	1.8 2.3	▲0.3	-	1.0	-	0.8		1.8	1.7	3.4 1.7	1.8		
米国 [15.9]	5.7	4.0 3.7	2.6 2.3	4.7	-	7.7	-	2.9		5.6	5.7	3.7 2.5	1.2		
カナダ [1.4]	4.6	4.1 3.9	2.8 2.8	3.4	-	5.6	-	2.4		4.8	4.5	3.9 3.8	2.6		
イギリス [2.2]	7.4	4.7 3.7	2.3 1.2	2.6	-	7.4	-	5.3		6.9	7.4	4.7 3.6	0.0		
EU [15.0]	5.4	4.0 2.9	2.8 2.5	2.9	-	5.8	-	2.9		-	-	- -	-		
ドイツ [3.4]	2.8	3.8 2.1	2.5 2.7	3.2	-	5.5	-	2.9		2.9	2.9	4.1 1.9	1.7		
フランス [2.3]	7.0	3.5 2.9	1.8 1.4	2.1	-	4.1	-	1.8		6.8	6.8	4.2 2.4	1.4		
イタリア [1.9]	6.6	3.8 2.3	2.2 1.7	1.9	-	5.3	-	2.5		6.3	6.6	4.6 2.5	1.2		
オーストラリア [1.0]	4.7	4.1 4.2	2.5 2.5	2.8	-	3.9	-	2.7		3.8	4.8	4.1 4.2	2.5		
ニュージーランド [0.2]	5.6	- 2.7	- 2.6	3.9	-	5.9	-	3.5		4.7	5.0	3.9 3.0	2.0		
香港 [0.3]	6.4	- 0.5	- 4.9	1.6	-	1.9	-	2.1		-	-	- -	-		
シンガポール [0.4]	7.6	- 4.0	- 2.9	2.3	-	3.5	-	2.0		-	-	- -	-		
台湾 [1.0]	6.3	- 3.2	- 2.9	1.8	-	2.3	-	2.2		-	-	- -	-		
韓国 [1.8]	4.0	3.0 2.5	2.9 2.9	2.5	-	4.0	-	2.4		4.0	4.0	3.0 2.7	2.5		
新興市場国と発展途上国 [57.5]	6.8	4.8 3.8	4.7 4.4	5.9	5.9	8.7	4.7	6.5		-	-	- -	-		
アジア [32.2]	7.3	5.9 5.4	5.8 5.6	2.2	-	3.5	-	2.9		-	-	- -	-		
中国 [18.3]	8.1	4.8 4.4	5.2 5.1	0.9	-	2.1	-	1.8		8.1	8.1	5.1 4.4	4.9		
マレーシア [0.7]	3.1	5.7 5.6	5.7 5.5	2.5	-	3.0	-	2.4		-	-	- -	-		
タイ [1.0]	1.6	4.1 3.3	4.7 4.3	1.2	-	3.5	-	2.8		-	-	- -	-		
フィリピン [0.7]	5.6	6.3 6.5	6.9 6.3	3.9	-	4.3	-	3.7		-	-	- -	-		
インドネシア [2.5]	3.7	5.6 5.4	6.0 6.0	1.6	-	3.3	-	3.3		3.3	3.7	5.2 4.7	4.7		
ベトナム [0.8]	2.6	- 6.0	- 7.2	1.9	-	3.8	-	3.2		-	-	- -	-		
ブルネイ [0.0]	▲0.7	- 5.8	- 2.6	1.5	-	2.0	-	1.5		-	-	- -	-		
カンボジア [0.1]	2.2	- 5.1	- 5.9	3.0	-	3.0	-	3.0		-	-	- -	-		
ラオス [0.0]	2.1	- 3.2	- 3.5	3.8	-	6.2	-	5.0		-	-	- -	-		
ミャンマー [0.2]	▲17.9	- 1.6	- 3.0	3.6	-	14.1	-	8.2		-	-	- -	-		
インド [6.8]	8.9	9.0 8.2	7.1 6.9	5.5	-	6.1	-	4.8		9.4	8.7	8.1 6.9	6.2		
バングラデシュ [0.7]	5.0	- 6.4	- 6.7	5.6	-	6.0	-	6.2		-	-	- -	-		
中東・中央アジア [7.2]	5.7	4.3 4.6	3.6 3.7	13.2	-	12.8	-	10.5		-	-	- -	-		
パキスタン [0.8]	5.6	4.0 4.0	4.5 4.2	8.9	-	11.2	-	10.5		-	-	- -	-		
サウジアラビア [1.2]	3.2	4.8 7.6	2.8 3.6	3.1	-	2.5	-	2.0		2.9	-	5.0 -	-		
イラン [0.8]	4.0	2.0 3.0	2.0 2.0	40.1	-	32.3	-	27.5		-	-	- -	-		
エジプト [1.0]	3.3	5.6 5.9	5.6 5.0	4.5	-	7.5	-	11.0		-	-	- -	-		
ヨーロッパ [7.7]	6.7	3.5 ▲2.9	2.9 1.3	9.5	-	27.1	-	18.1		-	-	- -	-		
トルコ [1.9]	11.0	3.3 2.7	3.3 3.0	19.6	-	60.5	-	37.2		9.0	11.0	3.3 3.7	3.0		
ロシア [3.1]	4.7	2.8 ▲8.5	2.1 ▲2.3	6.7	-	21.3	-	14.3		4.3	4.7	2.7 ▲10.0	▲4.1		
ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.3]	6.8	2.4 2.5	2.6 2.5	9.8	-	11.2	-	8.0		-	-	- -	-		
メキシコ [1.9]	4.8	2.8 2.0	2.7 2.5	5.7	-	6.8	-	3.9		5.9	4.8	3.3 1.9	2.1		
アルゼンチン [0.7]	10.2	3.0 4.0	2.5 3.0	48.4	-	51.7	-	43.5		8.0	10.3	2.5 3.6	1.9		
ブラジル [2.4]	4.6	0.3 0.8	1.6 1.4	8.3	-	8.2	-	5.1		5.0	5.0	1.4 0.6	1.2		
サハラ以南アフリカ [3.1]	4.5	3.7 3.8	4.0 4.0	11.0	-	12.2	-	9.6		-	-	- -	-		
南アフリカ [0.5]	4.9	1.9 1.9	1.4 1.4	4.5	-	5.7	-	4.6		5.2	4.9	1.9 1.8	1.3		
ナイジェリア [0.8]	3.6	2.7 3.4	2.7 3.1	17.0	-	16.1	-	13.1		-	-	- -	-		

(備考) 1. IMF“World Economic Outlook”、OECD“Economic Outlook”

2. 構成比はIMF資料に基づく

政府経済見通し/ESPフォーキャスト調査

(%)

	政府経済見通し			日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査		
	2021年度		2022年度	2022年度	2023年度	2024年度
	2021/7	2022/1		2022/6		
国内総生産・実質	3.7	2.6	3.2	2.13	1.55	1.00
民間最終消費支出	2.8	2.5	4.0	3.55	1.35	-
民間住宅	0.8	▲ 0.5	0.9	▲ 0.92	0.70	-
民間企業設備	3.8	2.5	5.1	1.91	3.38	-
政府支出	1.5	0.9	0.1	0.85	0.43	-
財貨・サービスの輸出	14.9	11.4	5.5	2.84	3.50	-
財貨・サービスの輸入	6.9	7.4	4.1	3.82	2.94	-
内需寄与度	2.5	2.0	3.0	-	-	-
外需寄与度	1.2	0.6	0.2	-	-	-
国内総生産・名目	3.1	1.7	3.6	2.41	2.59	-
完全失業率	2.7	2.8	2.4	2.56	2.44	-
雇用者数	0.3	0.3	0.4	-	-	-
鉱工業生産指数	13.4	5.7	5.0	3.16	2.92	-
国内企業物価指数	3.6	6.5	2.0	-	-	-
消費者物価指数(総合)	0.1	▲ 0.1	0.9	-	-	-
同上 (除く生鮮食品)	-	-	-	2.04	1.05	0.92
GDPデフレーター	▲ 0.6	▲ 0.8	0.4	-	-	-

(備考)内閣府「令和4年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(2022年1月17日閣議決定)、「令和3年度 内閣府年央試算」(2021年7月6日)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2022年6月15日)

日銀 経済・物価情勢の展望(2022/4)

(%)

	2021年度	2022年度	2023年度
国内総生産・実質	2.0~2.2(2.7~2.9)	2.6~3.0(3.3~4.1)	1.5~2.1(1.0~1.4)
消費者物価指数(除く生鮮食品)	0.1(0.0~0.1)	1.8~2.0(1.0~1.2)	0.9~1.3(1.0~1.3)

(備考)1.日本銀行「経済・物価情勢の展望」 2.()は前回

日銀短観(全国企業)

(%pt)

		2021/12調査		2022/3調査			
		最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
全規模合計							
業況判断(良いー悪い)	全産業	2	0	0	▲ 2	▲ 3	▲ 3
生産・営業用設備(過剰ー不足)	全産業	0	▲ 2	0	0	▲ 2	▲ 2
雇用人員判断(過剰ー不足)	全産業	▲ 22	▲ 26	▲ 24	▲ 2	▲ 26	▲ 2
資金繰り(楽であるー苦しい)	全産業	12		10	▲ 2		
金融機関貸出態度(緩いー厳しい)	全産業	19		17	▲ 2		
借入金利水準(上昇ー低下)	全産業	0	5	3	3	11	8

(前年度比、%)

		2022/3調査					
		2021年度(計画)			2022年度(計画)		
		伸び率	修正率	修正幅	伸び率	修正率	修正幅
売上・収益	売上高	全産業	4.3	0.4	2.1	-	
	経常利益	全産業	32.0	4.0	▲ 0.9	-	
	売上高経常利益率 (%、%ポイント)	全産業	5.75	0.20	-	5.59	-

(備考)日本銀行「第192回 全国企業短期経済観測調査」

設備投資計画調査

(%)

	調査 時 点	業 種	回 答 会社数	設備投資額前年度比			備 考 (対象企業など)
				2020年度	2021年度	2022年度	
大 企 業	日本政策 投資銀行	全産業	1,823	▲10.2	12.6	▲13.4	資本金10億円以上
		製造業	882	▲11.6	18.6	▲6.0	
		非製造業	941	▲9.5	9.7	▲17.5	
	日本銀行	全産業	1,828	—	5.9	2.2	資本金10億円以上 [短 観]
		製造業	964	—	7.9	8.4	
		非製造業	864	—	4.7	▲1.6	
	日本経済 新聞社	全産業	951	▲9.3	11.0	—	上場企業と資本金1億円 以上の有力企業
		製造業	526	▲12.6	16.3	—	
		非製造業	425	▲4.6	4.1	—	
中 堅 企 業	日本政策 投資銀行	全産業	3,795	▲14.1	▲0.2	▲15.4	資本金1億円以上10億円未満
		製造業	1,324	▲17.5	5.4	▲18.9	
		非製造業	2,471	▲11.5	▲4.2	▲12.7	
	日本銀行	全産業	2,621	—	▲0.3	8.2	資本金1億円以上10億円未満 [短 観]
		製造業	1,026	—	6.9	21.6	
		非製造業	1,595	—	▲4.1	0.4	
	内閣府 財務省	全産業	2,995	—	—	6.8	資本金1億円以上10億円未満 [法人企業景気予測調査]
		製造業	888	—	—	12.9	
		非製造業	2,107	—	—	4.5	
中 小 企 業	日本銀行	全産業	4,913	—	4.3	▲11.4	資本金2千万円以上1億円未満 [短 観]
		製造業	1,847	—	7.0	▲1.0	
		非製造業	3,066	—	3.0	▲16.9	
	内閣府 財務省	全産業	4,209	—	—	▲7.0	資本金1千万円以上1億円未満 [法人企業景気予測調査]
		製造業	1,356	—	—	15.2	
		非製造業	2,853	—	—	▲15.1	
金 融	日本政策 金融公庫	製造業	7,107	▲11.5	6.4	—	従業員20人以上300人未満
	日本銀行	(上記の外数)	257	—	▲8.4	17.3	[短 観]
	内閣府 財務省	(上記の内数)	—	—	—	24.3	[法人企業景気予測調査]

地域別動向(日本政策投資銀行)

(%)

	北海道	東北	北関東 甲信	首都圏	北陸	東海	関西	中国	四国	九州
2020年度	▲26.1	▲20.9	▲6.1	▲19.1	▲3.6	▲7.8	▲20.0	▲11.6	▲11.9	▲18.4
2021年度	▲9.9	10.5	38.3	20.2	17.2	5.3	12.0	8.4	23.0	15.0

- 1.設備投資額前年度比は、国内、工事ベース(日本公庫は支払ベース)、土地を含み、ソフトウェアは含まず、
単体決算ベースで集計(日本経済新聞社は連結決算ベース)
- 2.回答会社数は主業基準分類で、日本銀行については調査対象社数を記載
- 3.内閣府・財務省の過年度分は実績値が公表されていない

次号「DBJ Monthly Overview2022年9月号」は、2022年9月上旬に発行予定です

「今月のトピックス」 バックナンバー（2022年1月号掲載分～）

2022年6月号	経済安全保障を見据えた在庫戦略 ～半導体サプライチェーンのチョークポイント分析～ 歴史的な円安をどうみるか 濃淡がみられる新興国の資源インフレ
2022年5月号	原油高、円安は経常収支の赤字をもたらすか 水道事業における広域連携の実現に向けて
2022年4月号	ウクライナ侵攻に伴う対ロシア経済制裁の影響 特許分析からみる自動運転技術の将来展望 観光型都市における地域資源を活用した新たな地域戦略 米利上げは金融市場に波乱をもたらすか？
2022年3月号	企業との対話にみるカーボンニュートラルに向けた課題 米国CES2022にみるテクノロジートレンド 日米欧にみるコロナ禍の人手不足
2022年2月号	カーボンニュートラルに向けたメタノールへの期待 ～有力拠点としての新潟の強み～ 高齢化社会における低速モビリティの活用 原燃料高を受けた産業別の価格転嫁状況
2022年1月号	コロナ禍の地域経済活性化に関する論点

DBJ Monthly Overview

編集 株式会社日本政策投資銀行
産業調査部長 宮永 径

発行 株式会社日本政策投資銀行
〒100-8178
東京都千代田区大手町1丁目9番6号
大手町フィナンシャルシティ サウスタワー
電話 (03) 3244-1840(産業調査部代表)
ホームページ <https://www.dbj.jp/>

各種お問い合わせ先
電話：(03) 3244-1856
e-mail(産業調査部)：report@dbj.jp

©Development Bank of Japan Inc. 2022

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要です。当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。