



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

# DBJ 2023 Monthly Overview 03

DBJ Monthly Overview  
2023/3  
日本政策投資銀行  
産業・地域調査本部



## 今月のトピックス

2023年春闘は持続的な賃金上昇につながるか

コロナ禍で高まった輸入浸透度をどうみるか

暖冬で景気後退リスクが和らぐ欧州経済

\* 本資料は原則として2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

2023年春闘は持続的な賃金上昇につながるか	2
コロナ禍で高まった輸入浸透度をどうみるか	7
暖冬で景気後退リスクが和らぐ欧州経済	11

今月の景気判断	15
日本経済	16
米国経済	23
欧州経済	26
中国経済	28
新興国経済	30
マーケット動向	32
産業動向	34
経済見通し	40

## 2023年春闘は持続的な賃金上昇につながるか

経済調査室 石川 亮

### 要旨

- 今春の賃上げは3%前後とみられているが、約2%の定期昇給を除いたベースアップは1%程度にとどまる。
- ただし、人手不足が強まる中、企業収益は製造業中心に規模を問わず改善しており、賃上げ機運が高まっていることもあって、予想以上に賃上げが進む可能性もある。
- 労働力の減少による労働需給のひっ迫や、インフレにより賃金の硬直性が緩むなど、構造的な賃金上昇要因もあり、今春の賃上げを契機に、持続的に賃金が上昇する可能性もある。

今春の賃上げは、インフレ率が40年ぶりの高い伸びとなったことを受けて、連合が賃上げ要求の水準を引き上げたほか、大企業では高めの賃上げ表明が相次ぐなど、これまでと違う動きがみられる。本稿では、今回の春闘が過去と異なる点を整理し、賃上げ機運が高まっていることを確認した上で、今後、持続的に賃金が上昇するかどうか、構造的な論点から考察した。

### 1. 今春の賃上げは3%前後、予想以上に賃上げが進む可能性も

今春の春闘(春季生活闘争)は、様々な面で注目を集めている。労使交渉では、組合側は、オイルショック以来となった物価高を受けて、賃上げ要求(定期昇給+ベースアップ)を1995年以来となる

5%に引き上げ、経団連などの使用者側も前向きな姿勢を示す。経済政策の面では、賃上げは岸田首相の掲げる「新しい資本主義」における成長と分配の好循環の鍵となる(図表1-1)。

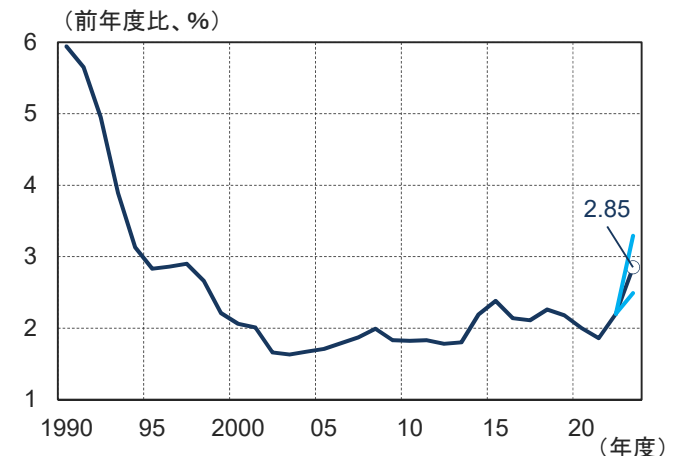
エコノミストのコンセンサスでは、今春の賃上げは3%前後とみられているが、賃上げ率は、勤続年数や職位に応じて上昇する約2%の定期昇給(定昇)を含むため、ベースアップ(ベア)分は1%程度にとどまる(図表1-2)。物価上昇(持家の帰属家賃を除く総合は12月4.8%)には及ばない中で消費マインドが冷え込む恐れもあるが、景気回復が進む中で企業の賃上げ余力は少なくとも、人手不足が強まっていることもあって、予想以上に賃上げが進む可能性もある。

図表1-1 今春の賃上げの注目点

労使交渉	労働者	➤ 連合は、賃上げ要求を <b>5%に引き上げ</b>
	使用者	➤ 慎重な見方はあるも、 <b>ベア実施には前向き</b> ➤ 大企業では <b>賃上げの動きが相次ぐ</b>
経済への影響	家計	➤ <b>物価上昇には及ばず</b> ➤ 今後も強制貯蓄が消費を支える ➤ 実質賃金の低下は <b>消費マインドを押し下げ</b>
	企業	➤ 全体として <b>賃上げ余力はある</b> ➤ 成長と分配の好循環が実現すれば、 <b>企業にもメリット</b>
	金融政策	➤ 物価目標に必要な賃上げは達成せず ➤ 上振れすれば緩和修正も

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表1-2 春季賃上げの見通し



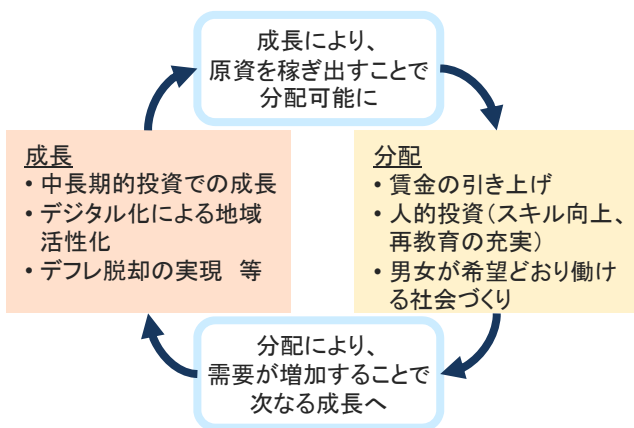
(備考) 1. 厚生労働省、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」 2. 白丸はコンセンサス、水色は高位・低位8機関平均

## 2.賃上げは、企業にとってもメリットがある

岸田首相は、年初の経団連など経済3団体の新年祝賀会において、「今年の賃上げの動きによって日本経済の先行きは全く違ったものになる」と述べるなど、政権が掲げる「成長と分配の好循環」における分配が進むきっかけとなることを期待している(図表2-1)。

労働分配率は、全ての企業規模で2000年以降低下基調にあり、安倍政権が掲げてきた「トリクルダウン」(企業収益の改善がやがて賃金上昇などに波及)は限定的だったとの指摘も多い(図表2-2)。ただし今回は、過去にない賃上げムードが高まっている。物価高の中、賃上げが進み消費回復が続けば、内需が拡大し、企業にとってもメリットがある。

図表2-1 新しい資本主義(成長と分配の好循環)



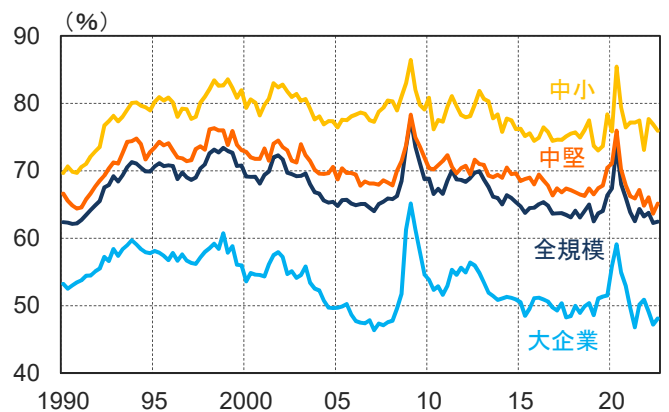
(備考)政府広報により日本政策投資銀行作成

## 3.労使交渉では、経営側も賃上げに前向きな姿勢

今回の春闘では、連合が賃上げの要求水準を5%程度に引き上げただけでなく、ベア実施を求めるとの回答が労働組合の9割近くに達している(図表3-1)。

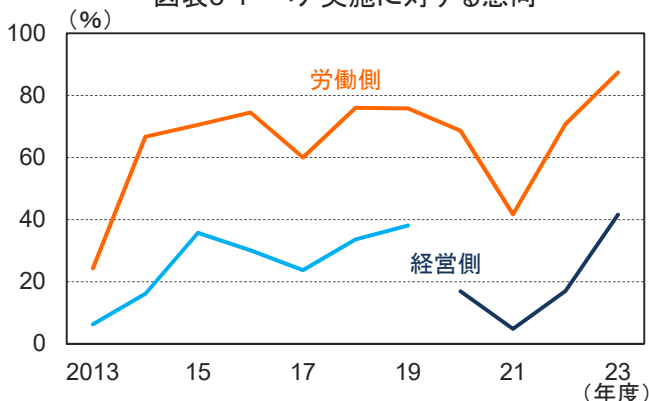
これに対し、経営側ではベア実施予定と回答した割合は4割にとどまり、経団連会長も「要求水準自体は慎重に」と述べた。ただし、経団連の賃上げスタンスをみると、リーマンショックやコロナ後の不況時(10年や21年)のみならず、15年などの好景気においてもベアに慎重であったが、今年度は「賃上げを社会的な責務として積極的な対応を呼びかける」としており、前向きな姿勢に転換している(図表3-2)。

図表2-2 労働分配率



(備考)1. 財務省により日本政策投資銀行作成  
2. 労働分配率=人件費/(人件費+営業利益+減価償却費)

図表3-1 ベア実施に対する意向



(備考)1. 労務行政研究所 2. ベアを「実施すべき」(労働側)、「実施する予定」(経営側)と回答した割合 3. 20年調査から経営側の設問項目に「検討中」を追加しており比較には注意が必要

図表3-2 経団連の賃上げに関するスタンス

2000	高コスト構造の改善のため、 <b>人件費の見直し</b> が必要
2005	定昇や横並びの <b>ベア</b> は <b>見直し</b> が必要
2010	<b>ベア</b> は <b>困難</b> と判断する企業も多いものと見込まれる
2015	<b>ベア</b> は賃上げの <b>選択肢の一つに過ぎない</b>
2020	賃上げは自社の実情に応じて前向きに検討
2021	一律の <b>賃上げ</b> は <b>現実的ではない</b>
2022	各社の <b>実情に応じた賃上げ</b> が望まれる
2023	「物価動向」を重視しながら、 <b>社会的な責務として</b> 、賃上げの <b>モメンタムの維持・強化</b> に向けて <b>積極的な対応</b> を

(備考)1. 経営労働政策特別委員会報告(経団連)により日本政策投資銀行作成 2. 赤字(青字)はベアに対して肯定的(否定的)

4.大企業では賃上げの動きが活発化、中小企業に波及する可能性も

大企業では賃上げの動きが活発化している。ファーストリテイリングが最大40%の賃上げを決めたほか、業界大手の日本生命やオリエンタルランドなども7%程度の賃上げを表明した。また、三井住友銀行やNTT、JR東日本などは初任給を大幅に引き上げる(図表4-1)。

春闘では、企業業績に次いで、雇用維持や労働力の確保・定着が重視される傾向にあり、コロナ禍を経て、深刻化した人手不足の影響が若者を中心にみられる。また、人手不足は中小企業ほど強くなっており、収益は製造業を中心に規模を問わず改善がみられる。雇用の過半を占める中小企業は、離職防止の観点から大企業よりも賃上げ圧力は強

く、賃上げ率は大企業中心の集計よりも強くなる可能性もある(図表4-2)。

5.労働力の減少による労働需給ひっ迫が賃金上昇要因に

今春は、40年ぶりの高い伸びとなった物価上昇が賃上げ機運を高めたが、今後インフレが落ち着く中で、賃金上昇は継続するだろうか。

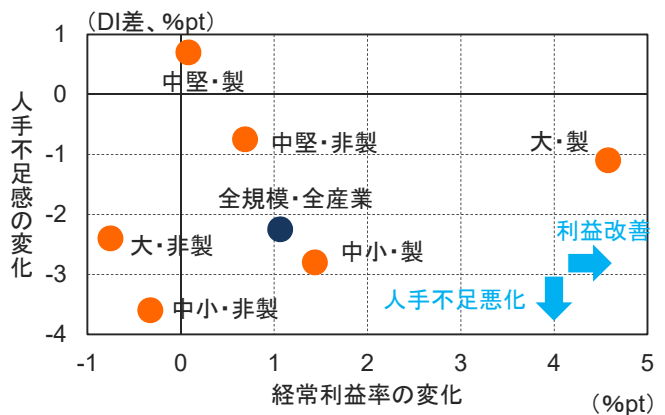
開発経済学では、都市部で工業化が進み労働需要が増加しても、農村の安価な余剰労働者(日本の高度成長期における「金の卵」)が存在する場合、この労働力の都市部への流入によって賃金上昇が抑えられるが、余剰労働力の解消によって賃金が急上昇する「ルイスの転換点」が来るとする(図表5-1)。

図表4-1 大企業の賃上げの様子

企業	内容
ファーストリテイリング	最大40%の賃上げ
日本生命	営業職員の賃金を7%引き上げ
オリエンタルランド	平均約7%の賃上げ
イオン	パート時給を7%引き上げ
サントリー	ベアを含めて6%の賃上げ
三井住友銀行	初任給を5万円引き上げ、若手も賃上げ
NTT	初任給を引き上げ(大卒は14.2%増加)
JR東日本	初任給を8,000円引き上げ

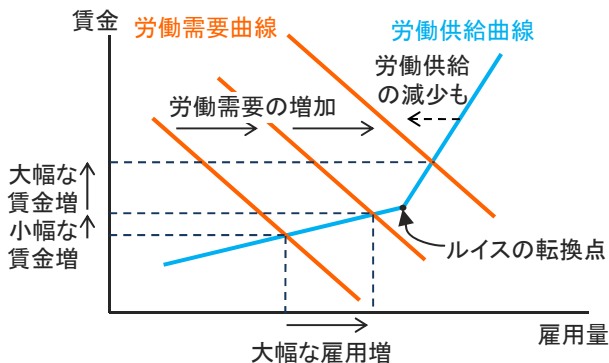
(備考)日本政策投資銀行作成

図表4-2 人手不足感と経常利益率の変化



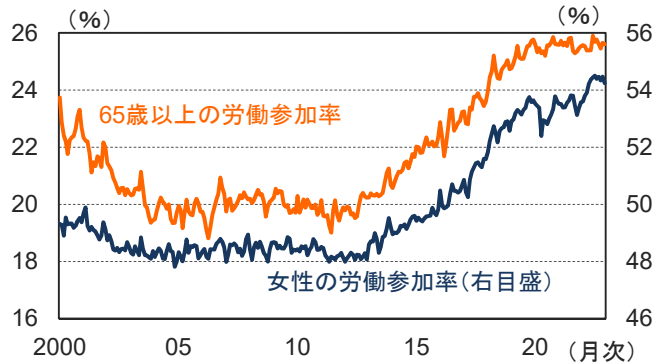
(備考)1. 財務省、日本銀行  
2. 変化は、2015年～19年の平均と22年7-9月期の差

図表5-1 ルイスの転換点



(備考)川口・原(2017)により日本政策投資銀行作成

図表5-2 女性・高齢者の労働参加率



(備考)1. 総務省 2. 季節調整は日本政策投資銀行による

日本では70年代にルイスの転換点を迎えたと思われるが、2010年以降の女性・高齢者の労働参加によって賃金上昇が再び抑えられたとの指摘がある。ただし、労働参加率は、国際的にも高い高齢者がコロナ禍で頭打ちとなり、女性も欧米並みに高まり、上昇余地は限られる。さらに、人口減・高齢化もあって労働力が減少することで賃金が急上昇する新たな転換点が到来する可能性も考えられる(図表5-2)。

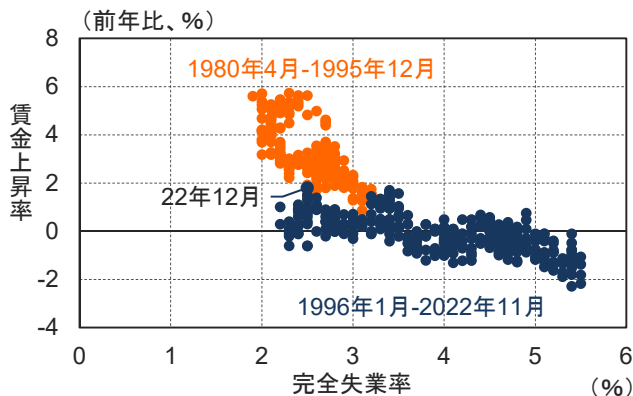
### 6.インフレにより、賃金の硬直性が緩む可能性もある

ただし、人手不足はコロナ禍以前にもみられており、それでも賃上げが生じない理由が玄田ほか

(2017)などで議論された。その一因には賃金の硬直性が指摘されている。1990年代以降、賞与や残業時間による調整が進んだため、賃金の硬直性は解消したとの見方がある一方、所定内給与については、山本(2007)で指摘されるように、かなりの下方硬直性が残っている。実際、フィリップス曲線を見ると、バブル崩壊以降は失業率(労働需給)の変化に対して所定内給与の感応度は低下しており、硬直性がみられる(図表6-1)。

背景には、労働側が名目の賃下げを嫌うことによる下方硬直性ととも、経営側が不況期に賃下げができないため好況期に賃上げを抑制し、安定雇用を重視する労働側もこれを受け入れることによる上方硬直性が指摘されている。

図表6-1 賃金版フィリップス曲線



(備考) 1. 総務省、厚生労働省により日本政策投資銀行作成  
2. 賃金上昇率は、一般労働者の所定内給与(1990年12月までは、事業所規模30人以上、以降は5人以上)

図表6-2 賃金の硬直性の背景

労働側	経営側
長期安定雇用を重視して無理な賃上げを求めず	不況期に賃下げできない(下方硬直性)ため、好況期に賃上げを抑制(上方硬直性)
名目で、賃上げの喜びよりも賃下げの落胆の方が大きい(損失回避特性)	

インフレ下では、実質の賃下げ余地が生じる  
(例)2%インフレで名目賃金が1%上昇した場合、実質では1%の賃下げ  
→硬直性が緩和する可能性も

(備考) 山本、黒田(2016)、佐々木(2017)により日本政策投資銀行作成

図表7 2010年代賃金の抑制要因と今後の展望

		2010年代の賃金抑制要因	今後の展望
玄田ほか(2017)の指摘	年齢	就職氷河期世代が雇用の中核世代に	今後数年は変わらず
	制度	日本型雇用環境が賃上げを抑制	若者中心に変化の兆しも
	正規	非正規労働者が女性・高齢者中心に増加	非正規比率の上昇に歯止め
	規制	介護報酬制度の中で賃上げ抑制	改定の動きも
	能力開発	企業内OJT、Off-JTの衰退	リスクリングの動き、労働移動の円滑化が必要
	需給	女性・高齢者の労働参加が進み、需給緩和	女性・高齢者の労働参加は頭打ちへ、需給ひっ迫
	行動	賃金の硬直性が存在し、賃上げを抑制	物価上昇が硬直性を緩和
	政策	企業収益重視、労働供給の量を重視	成長だけでなく分配を重視(新しい資本主義)

(備考) 1. 「人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか」玄田ほか(2017)により日本政策投資銀行作成  
2. 暖色(寒色)は賃金上昇(抑制)要因、暖色は濃色ほど可能性大

しかし、物価が上昇する状況下では、賃上げを行っても、物価上昇率を下回れば、実質労働コストが上昇しない。物価が継続的に上昇する場合には、企業側で賃上げに応じる余地が拡大し、名目賃金の硬直性が緩む可能性もある(図表6-2)。

### 7. 今春の賃上げを契機に持続的な賃金上昇が実現する可能性も

玄田ほか(2017)では、構造的に賃金上昇が抑制された要因は、就職氷河期世代が他の世代に比べて賃金が低いことや、日本型雇用環境、非正規比率の高止まりなども指摘されており、こうした要因は、影響力は変わるとしても、引き続き賃金上昇を妨げる可能性がある。一方、先に確認した、労働需給のひっ迫や賃金の硬直性の緩和などは、今後継続的に賃金の上昇要因となる。

今春の春闘では、40年ぶりのインフレを受けて賃上げ要請が強まったほか、経営側も過去になく前向きな姿勢を示すなど、変化の兆しがみられる。こ

れまで「凍結」ともいわれた賃金が、今春「融解」すれば、構造的な賃上げ圧力も加わり、持続的に賃金が上昇する可能性が出てきている(図表7)。

### 参考文献

玄田有史編(2017)「人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか」慶応義塾大学出版会

川口大司・原ひろみ(2017)「人手不足と賃金停滞の併存は経済理論で説明できる」『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』第7章 p.101-120

佐々木勝(2017)「サーチ=マッチング・モデルと行動経済学から考える賃金停滞」『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』第8章 p.121-136

山本勲「デフレ脱却期における賃金の伸縮性：国際比較の観点から」三田商学研究 Vol.50 No.5 (2007.12) p.1-14

# コロナ禍で高まった輸入浸透度をどうみるか

経済調査室 鹿野 百香

## 要旨

- コロナ禍での日本の輸入は、名目、実質ともに増加し、先行きについても、内需の回復もあって高水準を維持する見通しとなっている。国内供給に占める輸入品の割合を示す輸入浸透度をみると、2013年以降は横ばいだったがコロナ禍で急上昇しており、国内の財供給における輸入依存の強まりがみられる。
- 輸入浸透度の上昇には、ワクチンの輸入増加などコロナ禍での一時的な要因もあるが、5Gや脱炭素関連の資本財の輸入増加など、一時的とは言い難いものもみられる。これらの資本財では、近年競争力を高める中国からの輸入が増加しており、輸入が高止まる可能性もある。
- 国際分業が進むことによる輸入浸透度の上昇は経済効率化のメリットも大きく、それ自体は悲観することではないが、5Gや脱炭素関連投資は今後さらなる需要の拡大が見込まれるほか、安全保障上の観点もあり、国内生産や技術の強化が議論されよう。

コロナ禍で日本の輸入は増加し、国内の財供給における輸入依存が高まった。コロナ禍での一時的な現象とみられたものの、回復が進む中でも輸入拡大が継続しており、GX、DXの加速などを背景に需給両面で構造的な変化が生じた可能性も考えられる。本稿では、輸入浸透度上昇の要因を踏まえて、今後の見通しについて整理する。

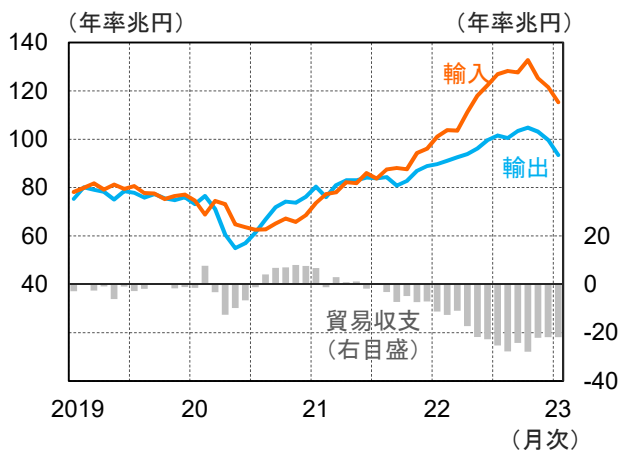
### 1. コロナ禍の輸入は名目、実質ともに増加

コロナ禍の貿易収支は、20年春の世界的な感染拡大により輸出が減少し赤字となった後、20年

後半は原油価格の低下により輸入が減少し、黒字に戻した(図表1-1)。21年半ば以降は、供給制約により自動車などの輸出が伸び悩む一方、資源高や円安により輸入がかさみ、過去最大であった14年3月を上回る大幅な赤字となった。

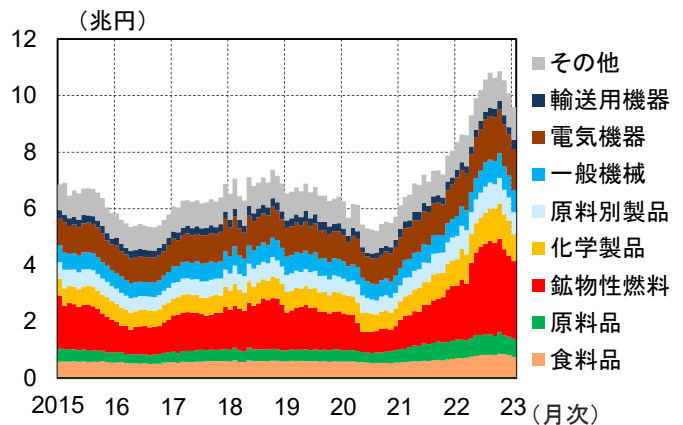
輸入金額は、国際市況高騰により鉱物性燃料などで増加したほか、22年春以降は円安も加わり、10月に過去最大を記録した(図表1-2)。ただし、原油価格は22年央をピークに低下したほか、為替も11月には円高に転じており、輸入金額は減少している。これにより貿易赤字も縮小に転じている。

図表1-1 名目貿易収支



(備考)財務省

図表1-2 輸入金額の内訳



(備考)1. 財務省 2. 季節調整は日本政策投資銀行による



## 今月のトピックス

21年以降、国際市況の高騰や円安などの価格要因によって輸入金額がかさんだが、物価の影響を除いた実質でも20年末から輸入は大きく増加している(図表1-3)。22年後半には、設備投資が堅調であることを背景に一般機械で増加したほか、供給制約の緩和によって自動車部品の輸入も持ち直した。先行きも、外需の減速で輸出は弱い一方、内需の回復もあり輸入は高水準を維持する見通しとなっている。

### 2. コロナ禍で輸入浸透度は急上昇

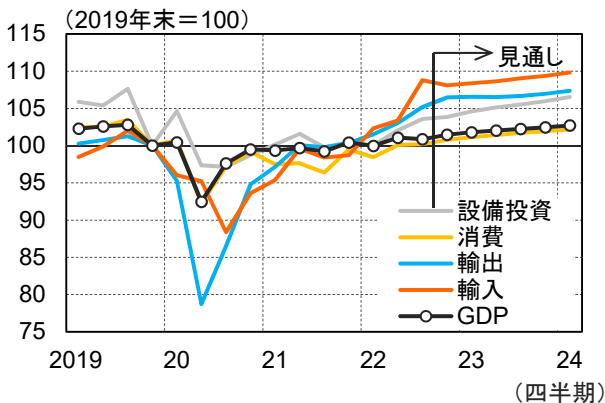
国内に供給される財は国産品と輸入品に分けられる。輸入浸透度は国内に供給される財に占める輸入品の割合であり、財の国内供給をどれだけ海外からの輸入に依存しているかを示す。鉱工業全体の輸入浸透度は、13年からコロナ前にかけて横

ばいとなっていた(図表2-1)。この時期は、国内企業の海外展開が一服し、海外拠点からの逆輸入の増加に歯止めがかかった。しかし、20年以降は急上昇し、かつ、幅広い財で上昇がみられた。特に設備投資向けの財を示す資本財(除く輸送機械)が大きく上昇したほか、耐久消費財、非耐久消費財で輸入依存の強まりがみられた。

日本における13年までの輸入浸透度の上昇は、繊維や電子・電気製品で顕著にみられた(図表2-2)。これについて、かつては海外移転による産業空洞化や新興国による追い上げなどが問題とされた。ただ、この現象は米国、ドイツでも同様にみられており、NAFTAやEUなどの経済連携協定の拡大などを背景に、国際分業によって購買力を向上させる動きであったと考えられる。

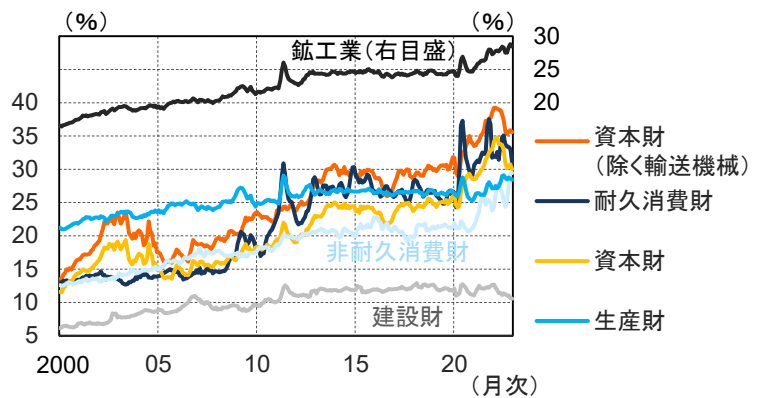
このようなグローバル化に伴う輸入浸透度の上昇

図表1-3 主な需要項目別 実質GDP



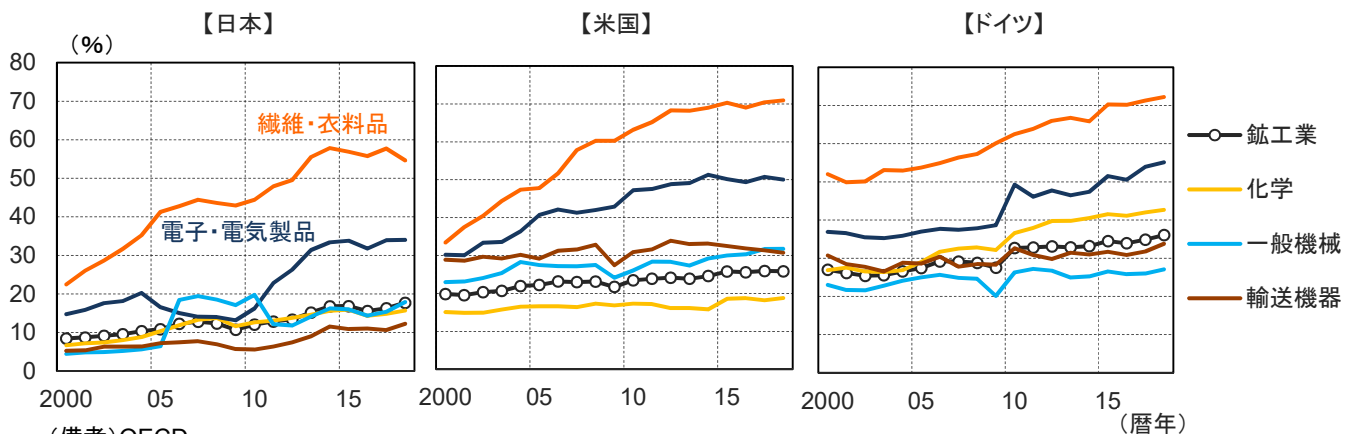
(備考) 1. 内閣府 2. 見通しは日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

図表2-1 財別輸入浸透度



(備考) 1. 経済産業省により日本政策投資銀行作成  
2. 輸入浸透度=輸入品/(国内品+輸入品)、3ヵ月移動平均

図表2-2 鉱工業 輸入浸透度



(備考) OECD

は経済の効率化のメリットも大きく、悲観することではない。ただし、日本では足元で輸入浸透度の急上昇・高止まりがみられており、コロナ禍での一時的な可能性とともに、GX、DXの加速などを背景に需給両面の構造的な変化が生じた可能性も考えられる。

### 3.テレワークや脱炭素関連、ワクチンの輸入増により輸入浸透度が上昇

13年以前に輸入浸透度が上昇した要因として、生産拠点の海外移転によって逆輸入が増加した影響が多く指摘された。しかし、逆輸入は近年上昇しておらず、コロナ禍でも高まっていない(図表3-1)。

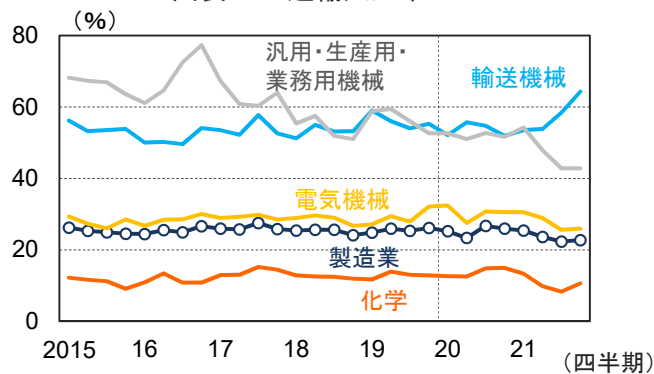
輸入浸透度が高まった要因を品目からみると、非耐久消費財は新型コロナワクチンの輸入でほぼ説明できる(図表3-2)。また耐久消費財について

は、供給制約によって国産自動車の出荷が減少したことが大きいほか、資本財では、ノートパソコンなどがコロナ特需で増加したことで輸入浸透度が上昇した。このように、多くはコロナ禍の特殊要因で輸入依存が強まったが、資本財の輸入増加の中には、基地局通信装置などの5G関連の投資財のほか、電力変換装置、太陽電池モジュールなどの脱炭素関連の投資財といった、コロナによる一時的な影響を受けたものではなく、継続的に需要が増加するものが目立っている。

### 4.コロナ特需で中国の貿易黒字は大幅に拡大、コロナ前から中国の競争力は高まっていた

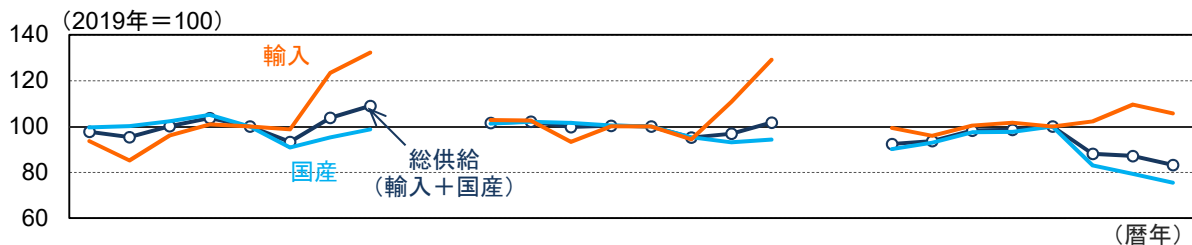
これらのテレワークや5G、脱炭素関連の資本財は、中国からの輸入の増加が大きい。世界的にもITや「巣ごもり」関連に特需が生じ、20年春に先行

図表3-1 逆輸入比率



(備考) 1. 経済産業省 2. 逆輸入比率=日本企業の海外現地法人からの日本向け出荷/輸入

図表3-2 財別総供給(2015年~22年)



浸透度上昇要因		資本財(除く輸送機械)		非耐久消費財		耐久消費財	
		輸入増	国産減	輸入増	国産減	輸入増	国産減
		<ul style="list-style-type: none"> <li>ノートPC</li> <li>基地局通信装置</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>電力変換装置</li> <li>太陽電池モジュール</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新型コロナワクチン</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>太陽電池モジュール</li> <li>ノートパソコン</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>家電</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>モニター</li> <li>プリンター</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>ナフサ、ガソリン</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>乗用車</li> </ul>	

(備考) 財務省、経済産業省、内閣府により日本政策投資銀行作成

## 今月のトピックス

して経済活動が正常化した中国では、貿易黒字が大きく拡大した(図表4-1)。足元では、特需一巡に加えて米欧経済の減速もあり中国の黒字は縮小に転じており、一過性であった部分は今後修正が進むとみられる。

競争力を貿易収支から測る貿易特化係数を資本財についてみると、コロナ前の19年にはすでに中国の特化係数が高まる一方、日本は低下がみられた(図表4-2)。これは、国内の様々な財の中での比較優位をみるもので、必ずしも他国と比べた優位性を意味するものではないが、中国の資本財の競争力はコロナ前の19年までにかかなり高まっていたことがわかる。足元では、半導体を巡る米中対立など、こうした傾向を変調させる要因もみられるが、中国の競争力が引き続き高まれば特需一巡後も資本財

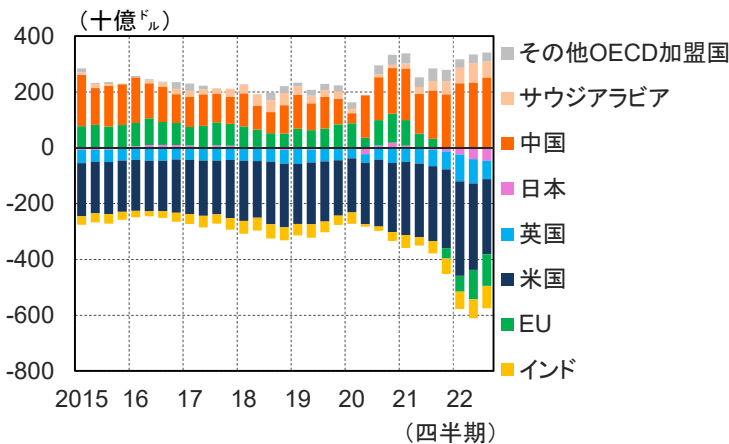
の輸入は高止まることになる。

### 5. 特需一巡後も、資本財の中国依存傾向が続く可能性

コロナ禍での輸入浸透度の上昇は、ワクチンの輸入や自動車の供給減など一時的とみられる要因も少なくない(図表5)。しかし、資本財については特需一巡後も、競争力が高まる中国からの輸入依存傾向が続く可能性がある。

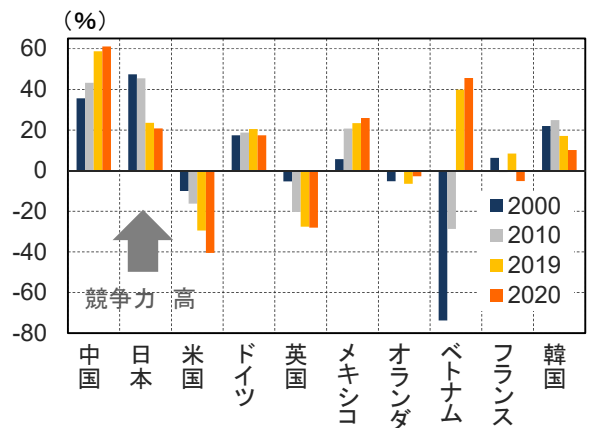
国際分業の進展による輸入浸透度の上昇は、日本経済の効率化へのメリットも大きいですが、5G、脱炭素関連は今後需要拡大が見込まれるほか、安全保障上の意義も強まっており、国内生産や技術の強化が議論されることになろう。

図表4-1 世界主要国の貿易収支



(備考)OECD

図表4-2 資本財の国別貿易特化係数



(備考)1. UN Comtrade1により日本政策投資銀行作成

2. 貿易特化係数=(輸出-輸入)/(輸出+輸入)×100

図表5 輸入浸透度が高まった財の見通し

資本財		非耐久消費財	耐久消費財
5G、脱炭素投資関連財	テレワーク関連財	新型コロナワクチン	乗用車
輸入増	輸入増	輸入増	供給減
↓	↓	↓	↓
輸入続く	輸入減	輸入減か	供給増
<ul style="list-style-type: none"> <li>投資需要は継続</li> <li>脱炭素進めばエネルギー輸入減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>コロナ特需一巡</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国産ワクチン開発や感染減へ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>部品不足緩和</li> </ul>

(備考)日本政策投資銀行作成

## 暖冬で景気後退リスクが和らぐ欧州経済

経済調査室 岳 梁

### 要旨

- 欧州では、天然ガス不足に伴う高インフレ、利上げ、そして企業や家計のマインド悪化から消費や投資が減少して、昨冬から今春にかけて景気後退(リセッション)に陥ると見込まれていた。
- しかし、ガス不足懸念は節減策や暖冬により和らぎ、インフレ率も低下している。また、中国経済の再開による外需持ち直しの期待などもあり、1月に入ってリセッションは回避されるとの見方が出ている。
- ただし、ロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー制約の問題は、短期間での解決が難しい。この冬は暖かい天気に助けられた部分があるが、今後、気象状況や中国の経済再開による需要増などで、ガス不足が再燃するリスクは残っている。また、ECB利上げによる景気への下押し圧力も加えて、過度な悪化懸念が和らいだものの、今年は依然弱い成長にとどまると考えられる。

欧州経済は、2021年半ばから感染縮小や行動規制の緩和に伴い、成長率が高まった。22年のウクライナ危機以降、エネルギー不足と高インフレにより、景気の下押し圧力が強まったが、今年に入り、景気悪化懸念が幾分和らいでいる。本稿は、欧州の足元の経済動向、景気後退リスクが和らいでいる背景、および今後のリスクについて検討する。

### 1.リセッション回避の可能性が出てきている

昨年末までのECBをはじめとする各経済見通しでは、10%を超えるインフレや利上げ、企業や家計のマインド悪化から、消費や投資が減少し、10~12月期から2期連続のマイナス成長、いわゆるリセッション

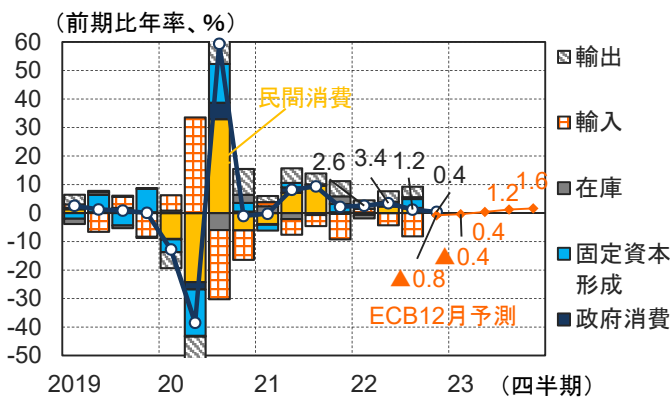
に陥るとみられていた(図表1-1)。しかし、1月に入り、リセッションが回避されるとの見方が出始めており(図表1-2)、1月末に公表された10~12月期ユーロ圏GDPは前期比年率0.4%となり、前期から減速したものの、マイナス成長を回避した。

この背景には、天然ガスの節減策や暖冬によるガス不足懸念の緩和と、インフレ率の低下のほか、中国経済の回復による外需の持ち直し期待もあった。

### 2.ガス需給のひっ迫が緩和し、インフレ率低下

ロシアからのガス供給が激減する中、EUは昨年8月から過去5年間平均で15%減らす節減策を打ち出した。EUのガス消費量は節減要請やガス価

図表1-1 ユーロ圏実質GDP



(備考)Eurostat, ECB

図表1-2 欧州経済の見方  
(欧米大手金融機関、シンクタンク)

ガス不足の緩和や中国経済の再開で23年前半の見通しをマイナスからプラスに修正

暖冬のおかげでリセッション回避

ガス不足の緩和に伴い企業の景況感が改善し、ドイツはリセッション回避の見込み

供給制約とガス不足の緩和などでリセッション確率は昨年の90%から30%に低下

(備考)1月の各報道、レポートなどにより日本政策投資銀行作成

## 今月のトピックス

格の高騰により8月頃から減少し、10月以降は、歴史的な暖冬となる中で、暖房需要を中心に消費量は一段と減少した。需給ひっ迫が緩和しており、ガス貯蔵率も例年の水準を上回っている(図表2-1)。

天然ガス価格(オランダTTF)はロシアの供給減により昨年夏に一時300ユーロ/MWhを超えて急騰したが、秋以降は過度な不足懸念の緩和を背景に、50ユーロまで下落している。これを受けて、ユーロ圏の消費者物価は、10月をピークに低下している(図表2-2)。

### 3.生産は底堅い動き、消費の一層の悪化懸念が和らぐ

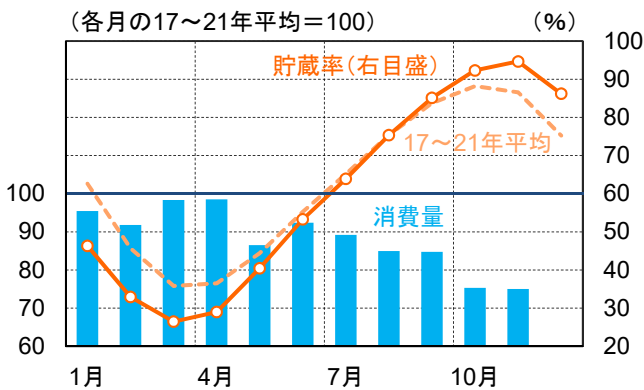
EUの生産は、ウクライナ危機以降、ガス供給制約により化学やエネルギーなどが減少したが、部

品不足の緩和もあり自動車などの機械類が増加基調となっており、全体では底堅い動きとなっている。ウクライナ危機後大きく下落した景況感も、ガス供給不足の緩和やインフレ率の低下に伴い、9月を底に緩やかに持ち直している(図表3-1)。

また、輸出をみると、21年半ば以降、米国向けは増加基調だったが、電力不足や断続的なロックダウンが生じた中国向けが大きく減少し、全体では横ばいにとどまった(図表3-2)。22年末に中国のゼロコロナ政策が撤廃され、今後は中国向けの輸出の持ち直しもあり、生産活動は改善するとみられる。

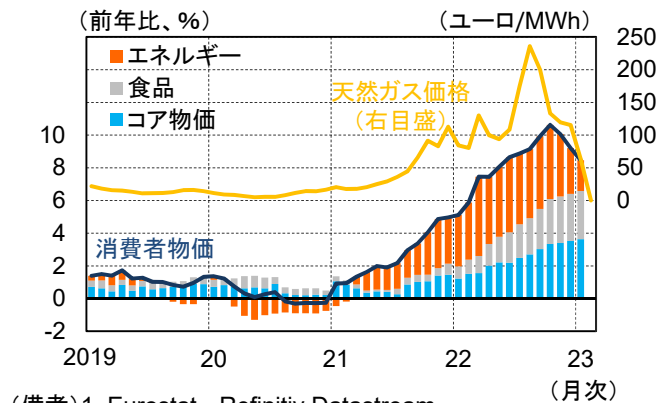
EUの財消費は、22年初以降、巣ごもり需要の縮小や高インフレによる実質所得減もあり弱い動きとなっている。行動規制緩和によりサービス消費も持ち直しが進んだが、伸びが鈍化している(図表3-3)。

図表2-1 22年のEUにおけるガス消費量と貯蔵率

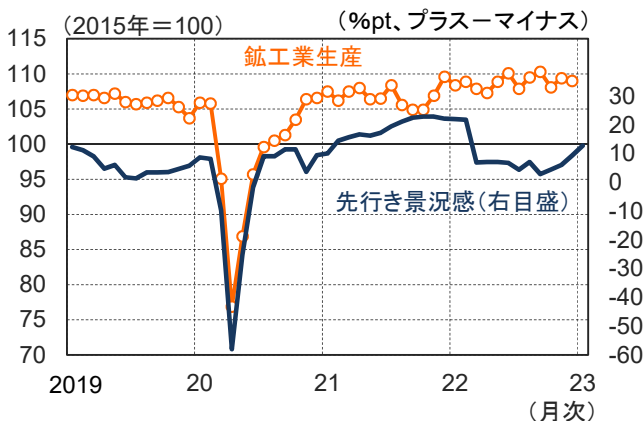


(備考)Eurostat, Refinitiv Datastreamにより  
日本政策投資銀行作成

図表2-2 ユーロ圏の消費者物価と天然ガス価格

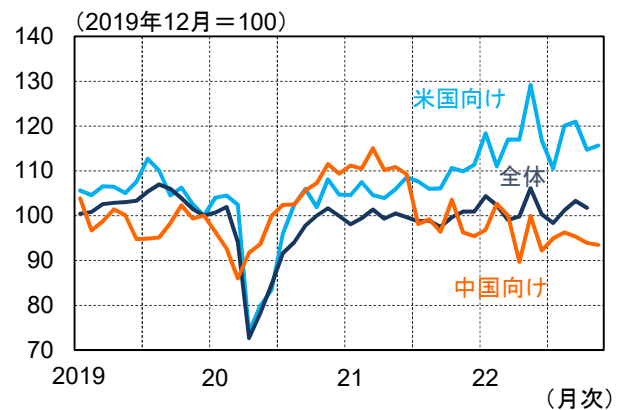


図表3-1 EUの鉱工業生産



(備考)1. Eurostat 2. 先行きは3カ月前の景況感

図表3-2 EUの輸出(実質)



しかし、足元ではインフレ率が低下して実質所得の改善が期待されるほか、大きく落ち込んでいた消費者マインドもやや持ち直している。コロナ禍で抑制されたサービス消費の回復余地が大きいほか、過剰貯蓄も残っており(図表3-4)、消費は弱い動きながらも底割れの懸念が和らいでいる。

#### 4.ECBの引き締めは長引く可能性、ガス不足リスクも残る

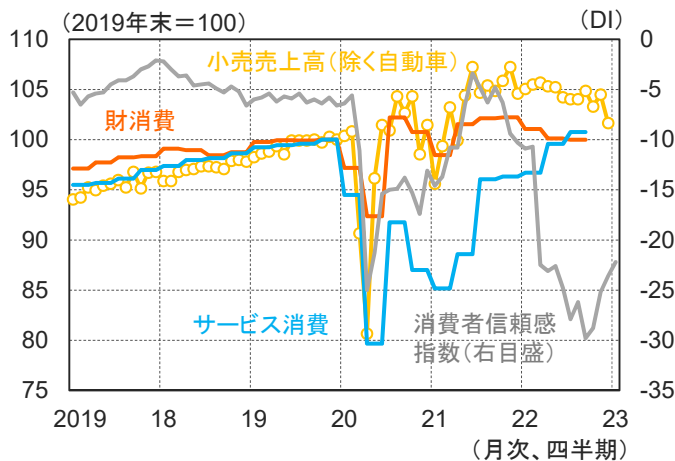
ユーロ圏の消費者物価は、エネルギーの下落により伸びが縮小しているが、食品価格及び(エネルギー、食品を除く)コア物価の伸びが拡大している。

EUの失業率は、景気の持ち直しに伴い改善し、足元でコロナ前を下回っている。賃金上昇率は22

年に入り高まっており(図表4-1)、コア物価への上昇圧力が続くと見込まれ、エネルギー価格は低下しているものの、消費者物価の減速は緩やかにとどまる可能性がある。こうした中、ECBの政策金利は、コアインフレの低下を確認するまで、2%弱とされる中立金利を上回る引き締めが長引くとみられる。

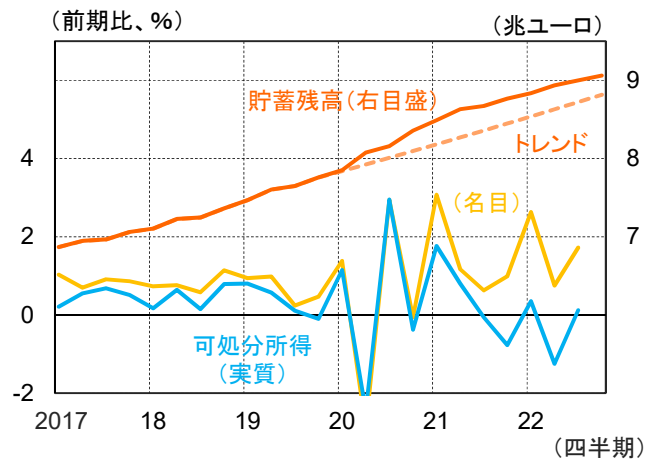
欧州経済は、外需回復やエネルギー供給制約の緩和などで年後半に1%台の成長に持ち直すのと同様にみられている。ただし、ガス調達については中東や米国などからの調達を増やすものの、ロシアの供給減を補うには至らない(図表4-2)。足元では暖冬に助けられたものの、今後の気象状況や、中国の経済再開などで世界的にガス需給がひっ迫し、ガス不足が再燃するリスクは残っている。

図表3-3 EUの民間消費



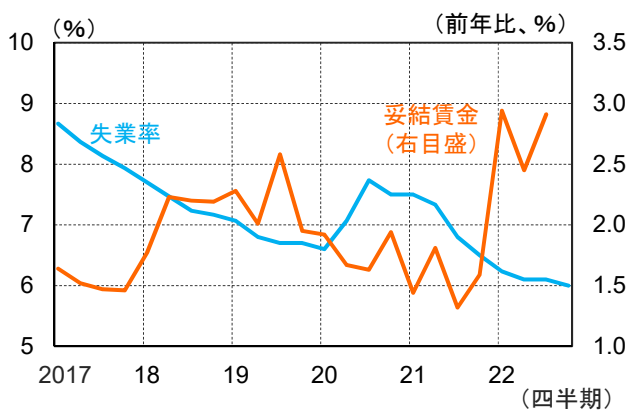
(備考)1. Eurostat  
2. 財消費とサービス消費は四半期GDPベース(DBJ試算)

図表3-4 EUの家計可処分所得と貯蓄残高



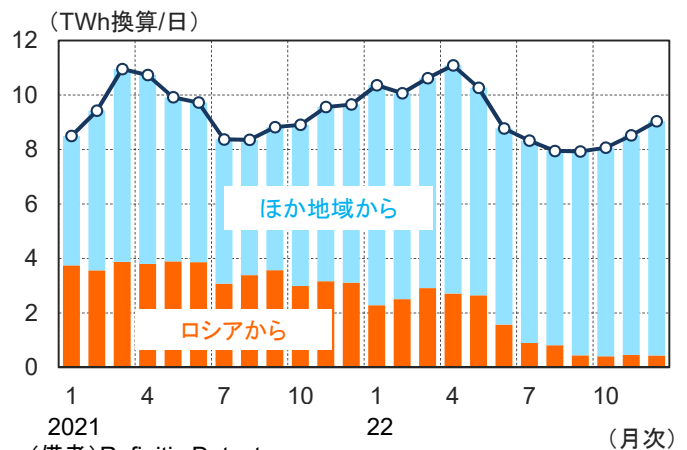
(備考)1. Eurostat, ECB  
2. 貯蓄残高のトレンドは17年~19年の平均伸び率で延長

図表4-1 失業率、賃金上昇率



(備考)1. Eurostat, ECB  
2. 失業率はEU、妥結賃金はユーロ圏

図表4-2 欧州の天然ガス輸入



(備考)Refinitiv Datastream



	2023年2月	2023年3月
日本	回復	財需要に弱さも回復
設備投資	持ち直し	持ち直し
公共投資	横ばい	横ばい
住宅	横ばい	横ばい
消費	回復	財需要に弱さも回復
輸出	持ち直しが足踏み	持ち直しが足踏み
輸入	増加	増加
生産	持ち直しが鈍化	持ち直しが鈍化
雇用	改善	改善
消費者物価	伸びが高まる	伸びが高まる
米国	インフレや利上げにより減速	インフレや利上げにより減速
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	感染拡大により持ち直しに足踏み	感染急拡大の混乱収束により持ち直し

(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

財需要は伸び悩むものの回復が続いている

2022年10～12月期の実質GDPは前期比年率0.6%増にとどまり、前期の一時的な輸入増によるマイナス影響を取り返さなかった。コロナ禍からの回復では財需要が先行したものの、直近では財消費は2期連続で横ばい、財輸出の伸びが鈍るなど、伸び悩んだ。高水準となっている設備投資も3期ぶりに一服した。他方、感染第8波の影響はあったものの、サービス消費はインバウンドとともに持ち直しが続いており、日本経済は回復が続いている。

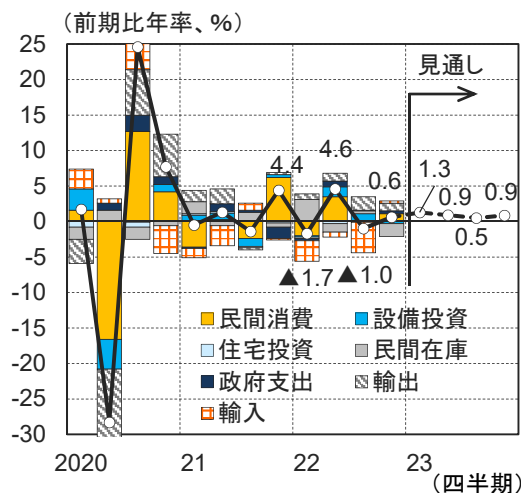
回復はペースダウン  
内需の正常化が進展

成長率見通しは、22年度1.5%、23年度は1%程度がコンセンサスであり、0.5%程度の潜在成長率を上回り回復は続くが、ペースダウンが見込まれている。一つ目の要因は一進一退の中でも内需の正常化が進んだことである。コロナ前の19年平均に対するギャップは0.9%、潜在GDPは推計に幅があるものの、日銀推計へのギャップは解消した。潜在GDPは景気循環要因を除いた水準であって天井ではないが、ギャップを埋める形での成長要因は徐々に弱まっている。

外需は22年に減速し  
今後は米欧需要が弱まる

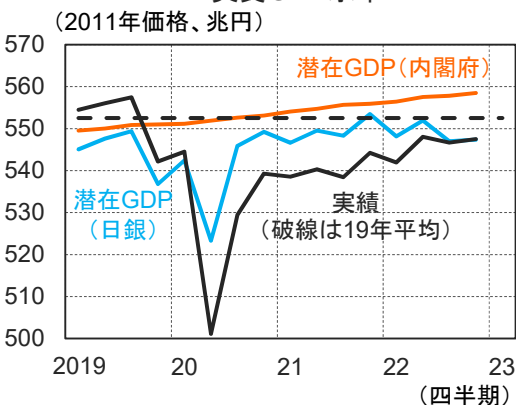
次に、22年中は緩やかだった外需減速が本格化するとみられる。主要国・地域の輸入数量はコロナ前を大きく上回って回復したが、22年は米欧は経済正常化の進展により鈍化し、中国は感染拡大により減少した。今後は、中国需要はゼロコロナ解除により回復が期待される一方、米欧では利上げの影響が強まり、需要が弱まる可能性が高い。景気悪化は限定的との見方も出ているが、不確実性が強い状況にある。

実質GDP成長率



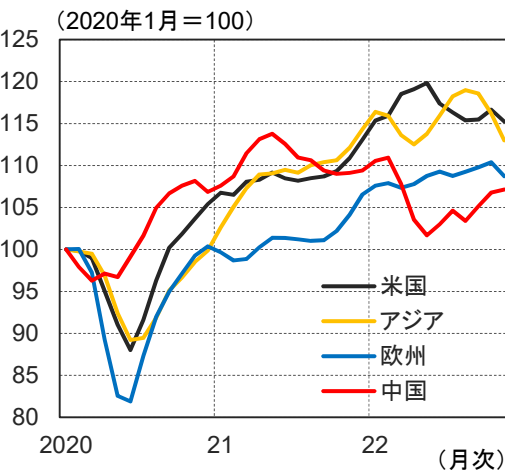
(備考) 1. 内閣府 2. 見通しは日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

実質GDP水準



(備考) 1. 内閣府、日本銀行 2. 潜在GDPは直近の伸びで延長

輸入数量(～22年11月)



(備考) 1. オランダ経済政策分析局、3ヵ月移動平均 2. 欧州はEUと英国、アジアは日中を除く

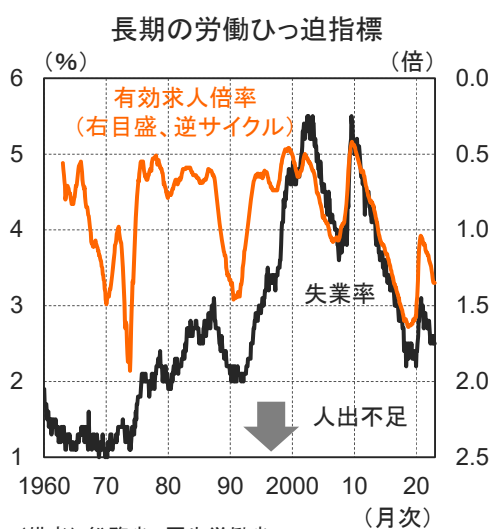
“Higher for Longer” ?

	～2019年	2020年	2021年～
物価	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本はデフレまたは横ばい</li> <li>米欧も上昇しにくく</li> </ul>	コロナ禍	<ul style="list-style-type: none"> <li>供給制約で国際市況<b>上昇</b></li> <li>人手不足、DXやGXによるコスト増</li> </ul>
金利	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフレ懸念なく<b>低金利</b>続く</li> <li>マネーだぶつく</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>インフレで急速な利<b>上げ</b>、<b>高止まり</b>?</li> <li>リスク資産価値の調整</li> </ul>
成長	<ul style="list-style-type: none"> <li>長期停滞は懸念も、<b>低金利</b>で投資(実物、金融)活況</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>DX、GXのニーズ加速</li> <li>人出不足で生産性引き上げ要請</li> </ul>
労働	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>低失業率</b></li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>少子高齢化、労働参加率低下で人手不足となり、<b>賃金上昇</b></li> </ul>

(備考)DBJ作成

日本の下方修正は小幅も、欧米の不確実性大

コロナ禍でゼロ金利が復活するまでの米国では、ゴルディオックス(適温経済)、あるいは“Lower for Longer”と表現される低金利環境が続いた。FRBでは失業率が低下してもインフレ圧力が限られるという構造変化を19年に検証し、20年8月に、平均2%のインフレ目標や、雇用最大化を盛り込む金融政策の長期目標を見直した。しかし、2年を経ずして、議論は“Higher for Longer”に変わった。コロナ禍の供給制約が残る中での需要回復、ウクライナ戦争によるエネルギーや



(備考)総務省、厚生労働省

食品の不足がきっかけだが、世界的な輸入インフレ要因が落ち着いた後も、インフレ期待が高止まりしている。デフレや低金利で知られる日本においても、インフレ率が4%に上昇した。今後はインフレ率も鈍化に転じる見込みだが、人手不足を背景とした賃金上昇が見込まれている。この背景には労働市場のひっ迫があり、失業率、有効求人倍率はコロナ前に近い人手不足を示している。

物価上昇に伴う経済のダイナミズムに期待

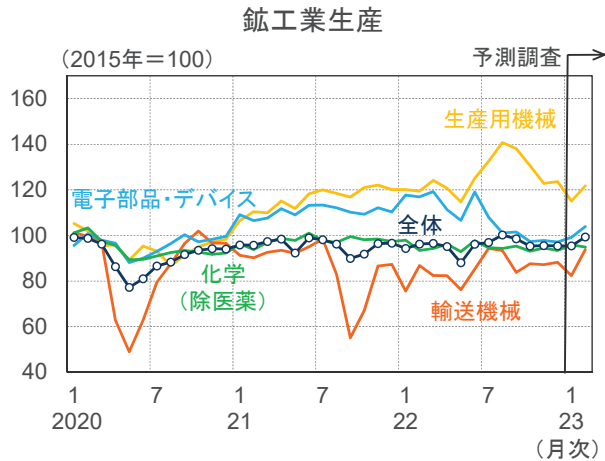
価格不動の世界から脱する場合、様々な財・サービス、賃金、金利の物価成分などが一様に上昇すれば、实体经济に影響が及ばない。一方、物価が急変動した現在、価格転嫁が不十分なら収益率が変動し、物価に対して賃金の上昇が遅れば、家計購買力が低下する。しかし、インフレ期待が長らく2%にアンカーされていた米国経済などでも、上昇率の違いによって相対価格の変化が生じる。魅力のある商品の価格や、成果を挙げた労働者の賃金がより大きく上昇するといった価格メカニズムによって、資源配分の機能が高まる。これは、賃金の下方硬直性、金利の非負制約、消費者の値上げ忌避などで価格が固着した世界とは異なる。人手不足がもたらす賃上げも、専門性や年齢などに応じて差が大きくなると考えられる。そして、企業はこれに見合う生産性上昇を求めることになろう。物価上昇は消費タイミングの前倒しや運用利回りの上昇だけでなく、経済のダイナミズムをもたらすことが期待される。

【産業調査部長 宮永 径】

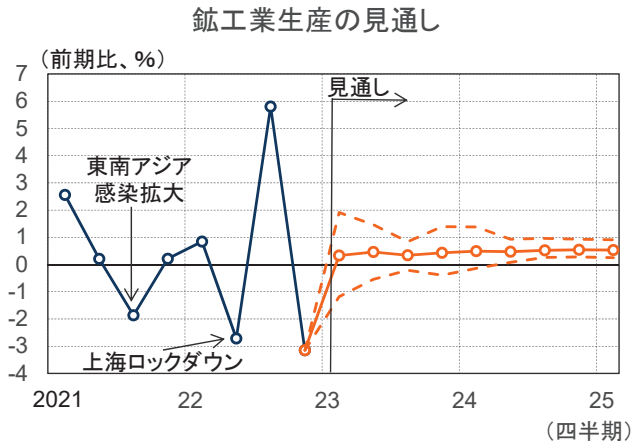
主要指標

生産は持ち直しが鈍化している

- 12月鉱工業生産は前月比0.1%減少し、持ち直しが鈍化している。半導体不足により輸送機械が停滞したほか、半導体の需要縮小や海外経済の減速により、電子部品・デバイスや化学も減少した。先行きは、外需減速の影響はあるものの、国内景気の回復や供給制約の緩和による持ち直しが続く見込み。
- 民間機関の予測集計値をみると、鉱工業生産は、23年以降、部品不足の緩和のほか、年後半には海外経済の底入れもあって持ち直しが続く見込まれている。ただし、23年度前半の予測の幅は上下に広く、米欧経済の減速が強まった場合や、供給制約が継続した場合などは停滞が継続するとみられる。



(備考) 経済産業省



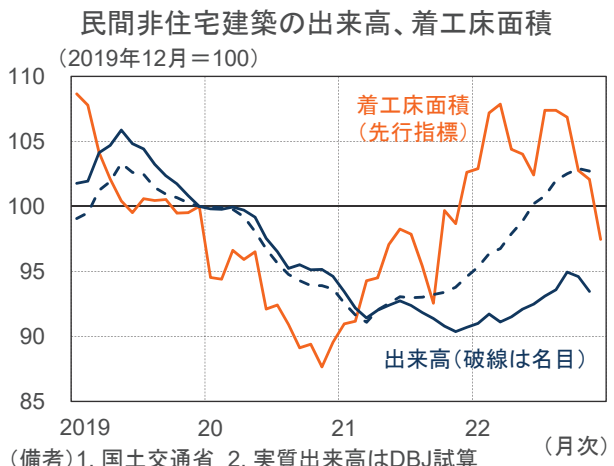
(備考) 1. 経済産業省、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」 2. 予測の破線は上位、下位8機関平均

設備投資は持ち直している

- 10～12月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比年率2.1%の減少となり一服したが、基調としては持ち直している。今後は、先行指標である機械受注は、1～3月期は増加する見通しとなっており、外需減速による鈍化はあるものの、持ち直しが続く見込まれる。
- 建設投資の一致指標である民間非住宅建築の出来高をみると、コロナ禍の落ち込みを経て22年以降持ち直しが続き、名目水準では建築費高騰によりコロナ前を回復した。ただし、半年ほど先行する着工床面積は、資材高などを受け、これまで大きく増加した工場や倉庫を中心に減少した。今後、設備投資のうち、機械や知財への投資は増加が続くものの、建設投資は持ち直しが鈍化するとみられる。



(備考) 内閣府、経済産業省

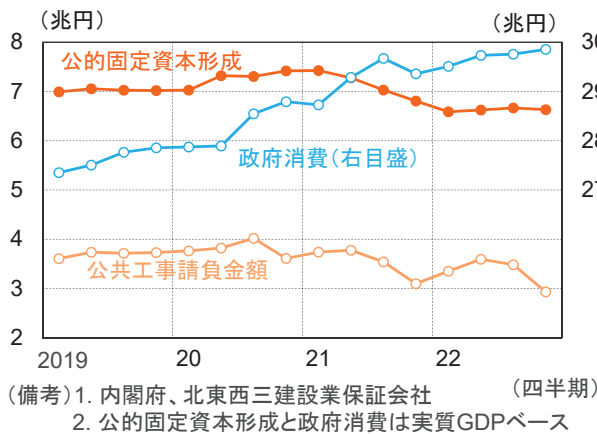


(備考) 1. 国土交通省 2. 実質出来高はDBJ試算 3. 出来高は3ヵ月、着工床面積は6ヵ月移動平均

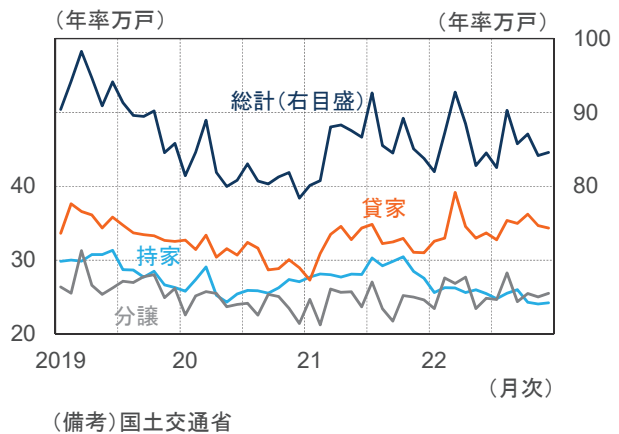
### 公共投資と住宅着工は横ばい

- 10～12月期の実質公共投資（GDPベース）は前期比年率2.1%減と3期ぶりに減少し、22年に入りおおむね横ばいの動きとなった。先行指標の公共工事請負金額は21年度補正予算効果の剥落などにより減少しているが、22年度の公共工事予算は補正を含めて前年並みとなっており、底堅い動きとなる見込み。10～12月期の政府消費は同1.3%増加して、4期連続で増加が続いた。
- 10～12月期の実質住宅投資（GDPベース）は、建築費高騰や、資材不足による工事の遅れなどにより、前期比年率0.5%減少した。12月住宅着工は小幅に増加したが、均してみると横ばいとなっている。持家は住宅ローン減税の影響縮小に伴い弱い動きが続く一方、貸家は、低金利環境が続く中で21年以降増加基調となっている。

公共投資及び政府消費



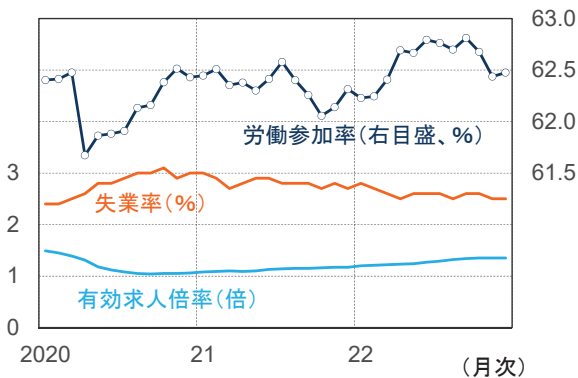
住宅着工戸数



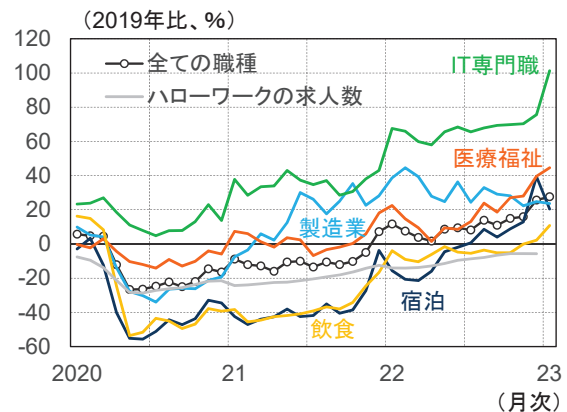
### 雇用は改善している

- 12月の失業率は2.5%、有効求人倍率は1.35倍となり、いずれも前月から横ばいとなったが、基調として改善している。一方、労働参加率は頭打ちとなっており、今後労働需要が増加する中で、人手不足が一段と強まる可能性がある。
- 求人数を見ると、IT専門職や医療福祉、製造業がコロナ前を上回るほか、回復が遅れた宿泊・飲食も、22年後半にコロナ前の水準を回復した。ハローワークを介さない求人もあり、有効求人倍率が示す以上に人手不足が強まっているとみられる。

完全失業率、労働参加率、有効求人倍率

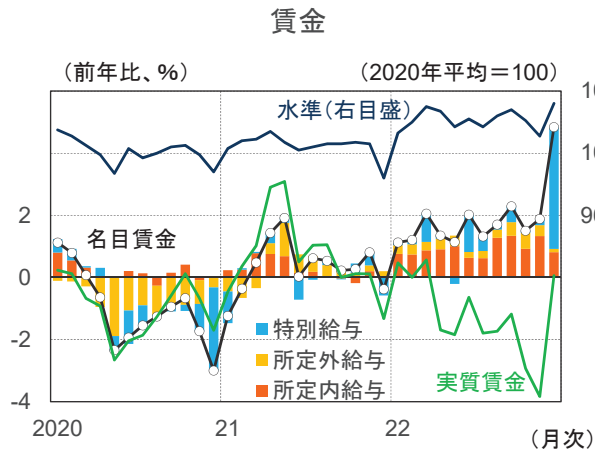


インターネット求人を含めた求人数

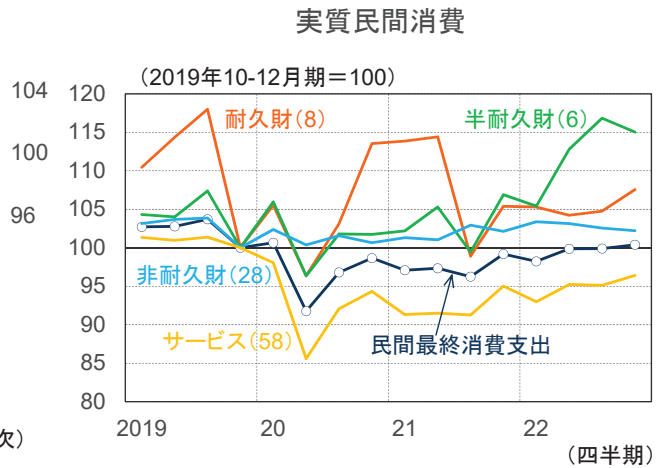


### 消費は回復している

- 12月の賃金は前年比4.8%増加し、約26年ぶりの高い伸びとなった。内訳をみると、堅調な企業業績やインフレ手当の支給などにより特別給与が大幅増(7.6%)となったほか、所定内給与も1.8%増加し前月から伸びが高まった。今春の賃上げは、1%程度のベースアップとみられており、物価上昇を幾分緩和するとみられるものの、急上昇したインフレ率には及ばず、実質賃金はマイナス基調が続くとみられる。
- 10~12月期の実質民間消費(GDPベース)は、前期比年率2.0%増加し、コロナ前の水準を回復している。財・サービス別にみると、財は、供給制約の緩和により自動車などの耐久財が増加した一方、半耐久財や非耐久財は減少した。サービスは、感染懸念の縮小や全国旅行支援などにより、宿泊や外食中心に増加した。



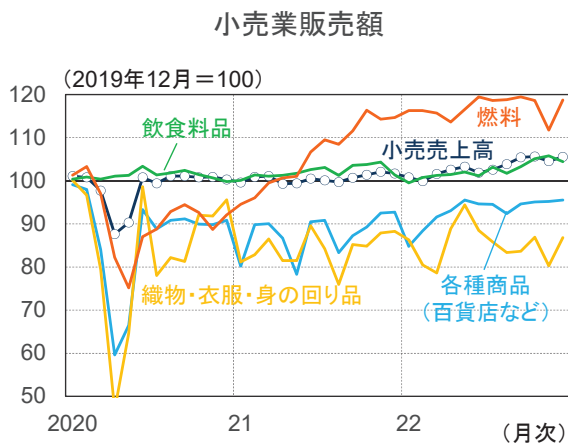
(備考) 厚生労働省



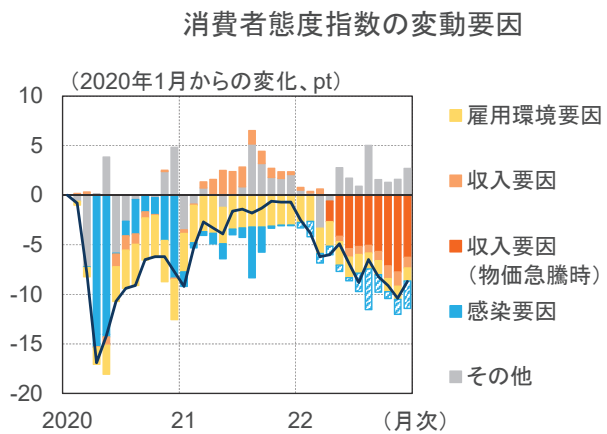
(備考) 1. 内閣府 2. ( )内は22年10-12月期の家計最終消費に対するウエイト(%)

### 小売売上高は増加している

- 12月の小売業販売額は、前月比1.1%増加した。訪日外客数の持ち直しなどにより百貨店などが堅調だったほか、平年並みの寒さに戻ったことから、11月に減少した冬物衣料や燃料が増加した。
- 消費者態度指数は、22年度に低下した。変動要因を推計により試算すると、21年までは雇用環境の悪化や感染拡大により低下した。22年は、雇用環境の改善や感染影響の縮小により、それらの下押し要因が弱まる一方、物価上昇による実質収入の減少が消費マインドの低下に影響を及ぼした可能性がある。



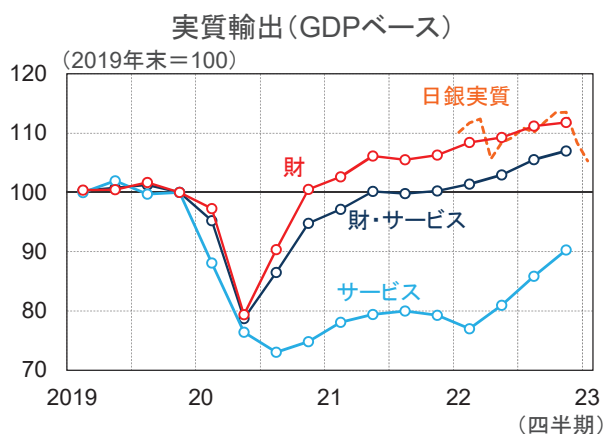
(備考) 経済産業省



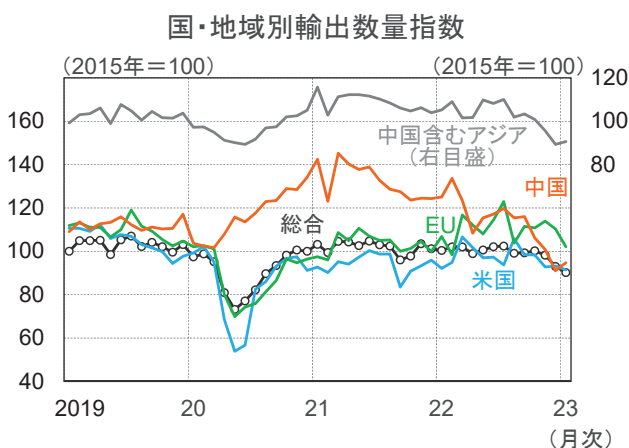
(備考) 1. 内閣府、厚生労働省によりDBJ試算 2. 雇用環境要因は有効求人倍率、収入要因は実質賃金の前年比(3ヵ月移動平均)を用いている 3. 斜線は10%有意を満たさない

## 輸出は足踏み

- 10～12月期実質輸出(GDPベース)は前期比年率5.7%増加した。中国の感染拡大はあったものの、供給制約が残る自動車の持ち直しが継続したほか、インバウンドの持ち直しによりサービス輸出が増加した。
- 1月の日銀実質輸出は前月比2.9%減、輸出数量指数は同3.0%減少し、輸出は足踏みとなっている。国・地域別では、中国向けは前月より増加したものの、感染拡大や春節の影響による低迷が続いたほか、米欧向けは自動車を中心に減少した。先行きは、米欧の景気減速による減少が懸念されるものの、中国の経済活動の正常化は輸出の増加要因となる。



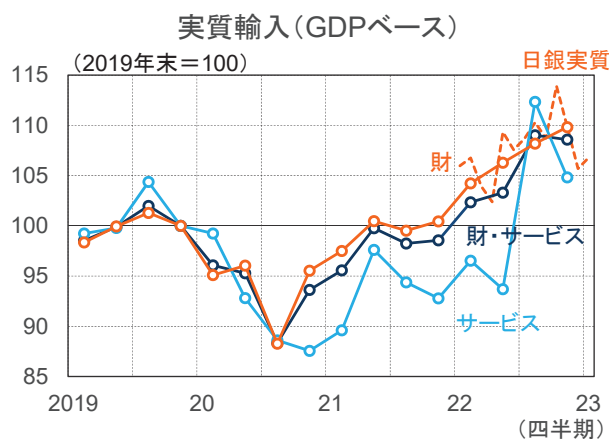
(備考)1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、10-12月期平均がGDPの実質財輸出と一致するよう水準調整を行った



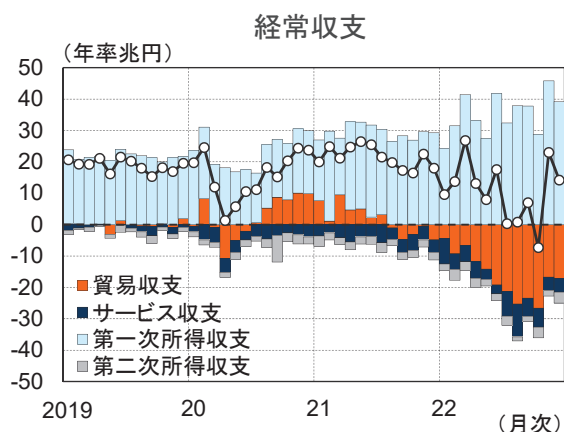
(備考)1. 財務省、内閣府 2. 中国の季節調整値はDBJによる

## 財輸入は増加している、経常収支は黒字

- 10～12月期実質輸入(GDPベース)は、サービス輸入は情報や研究開発、海外旅行消費などで増加したものの、前期に広告費用の支払いが一時的に急増した反動もあり前期比年率1.6%減少した。1月の日銀実質輸入は、中国の感染拡大により大きく落ち込んだ前月から1.0%増加した。
- 12月経常収支は、一時的な配当増があった前月から縮小したものの、2カ月連続で黒字となった。22年の経常収支は、第一次所得収支が過去最大の黒字となったが、貿易収支は国際商品市況の高騰や円安などで過去最大の赤字となった。全体では11.4兆円の黒字となり、前年(21年21.6兆円)からの減少幅は過去最大となった。



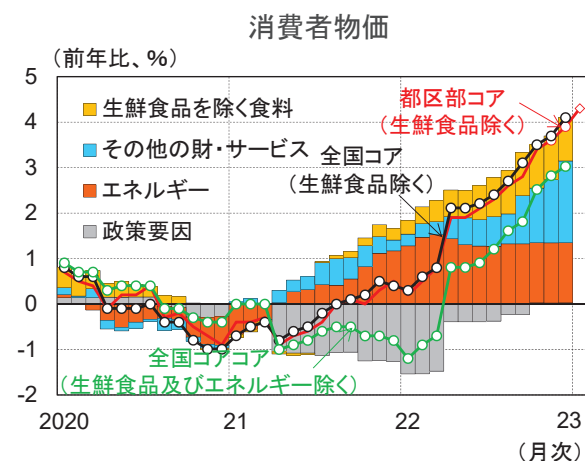
(備考)1. 内閣府、日本銀行 2. 日銀実質は月次、10-12月期平均がGDPの実質財輸出と一致するよう水準調整を行った



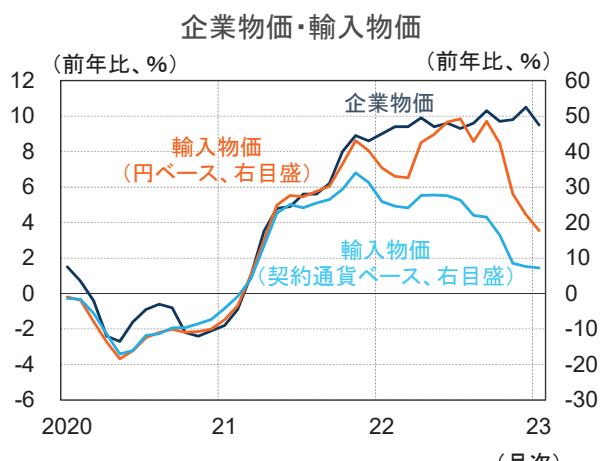
(備考)財務省

### 消費者物価は、伸びが高まる

- 12月全国消費者物価は、前年比4.0%に伸びが高まった。1月都区部速報も都市ガスに加えて、全国旅行支援の割引率低下により宿泊料が上昇し、前年比4.3%に伸びが拡大した。2月は、物価高対策により電気・ガスの上昇が抑えられ、消費者物価の伸びは縮小する見込み。
- 輸入物価の伸びは、契約通貨ベースだけでなく、円安修正により円ベースも低下した。輸入物価から約2カ月のラグがある企業物価も、前年比の伸びが鈍化し、前月比でも13ヵ月ぶりに横ばいとなった。今後は、国際商品市況の下落や2月からの物価高対策による電力・ガスの低下もあり、企業物価の伸びは縮小する見込み。



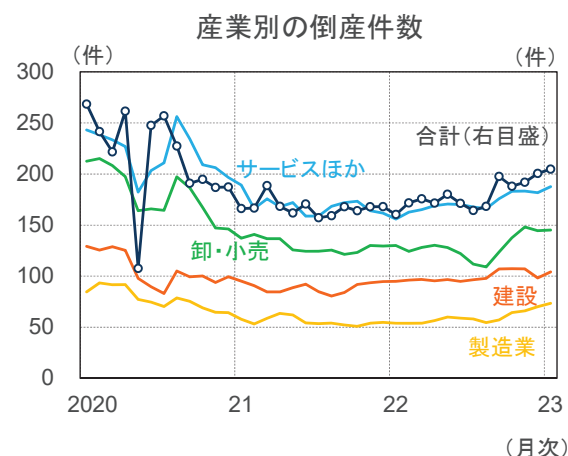
(備考) 1. 総務省  
2. 内訳は全国コアCPIに対する寄与度で、DBJ試算



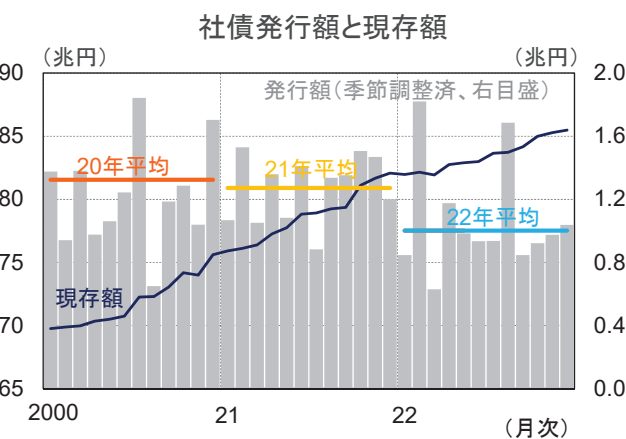
(備考) 1. 日本銀行  
2. 消費増税の影響除く

### 倒産は増加している、22年の社債発行は過去2年を大きく下回る

- 企業の倒産件数は、コロナ禍の資金繰り支援により21年にかけて減少したが、22年夏以降は増加した。23年1月は、製造業や卸・小売では原燃料高により、建設では人手確保の難しさもあって増加した。依然として歴史的な低水準にあるものの、資金繰り支援の縮小によって倒産の増加は続くと思われる。
- 22年の社債発行額は、過去2年を大きく下回った。資金需要は22年を通じて強めだったものの、日銀の政策修正観測が高まる中で、金利の先高観が強まったほか、発行金利の基準となる国債利回りの適正水準が不透明となり、発行の見送りや、借り換えのタイミングで銀行借入に切り替える動きが続いた。先行きも、23年内の政策修正観測が高まっており、社債発行環境の改善は見通しにくい。



(備考) 1. 東京商工リサーチ 2. 季節調整はDBJによる、産業別は3ヵ月移動平均



(備考) 1. 日本証券業協会 2. 季節調整はDBJによる

## 今月の論点

インフレや利上げにより減速している

2022年10～12月期の実質GDP(速報値)は、前期比年率2.9%増加した。住宅投資の減少が続いたものの、サービスを中心に消費が堅調だったほか、在庫の積み上がりや輸入の減少も増加要因となった。堅調な労働市場や底堅い消費を受け、経済成長が加速する「ノーランディング」論が台頭するなど景気後退の懸念は緩和しているが、インフレや利上げにより景気は減速しており、23年半ばまでにマイナス成長に陥ると見込まれている。

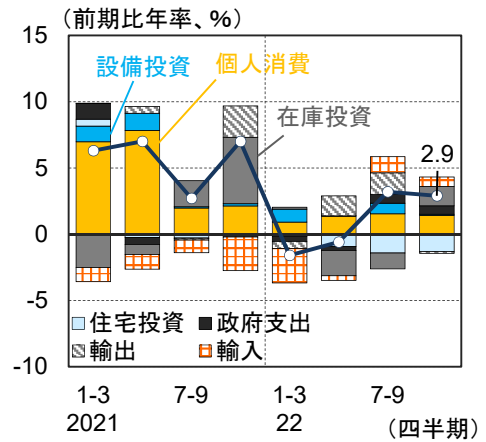
雇用の調整余地は業種別に異なる

景気減速に伴って雇用の調整は進むと考えられるが、その余地は業種別に異なる。雇用者数のコロナ前(2010～19年)の増加トレンドとの乖離をみると、コロナ禍で傷んだ業種は回復の余地が大きく、サービス業を中心に雇用の増加は続いている。一方、コロナ禍の恩恵を受けてトレンドを上回る業種では雇用削減の動きが見え始めた。ハイテク企業のリストラが相次ぐITでは、報道されるほどの規模ではないものの雇用者数が2ヵ月連続で減少するほか、ECの普及拡大はあるとしても、配達や倉庫作業などの輸送、倉庫も一部の職種で調整が始まっている。

雇用に楽観的な見方も広がりつつある

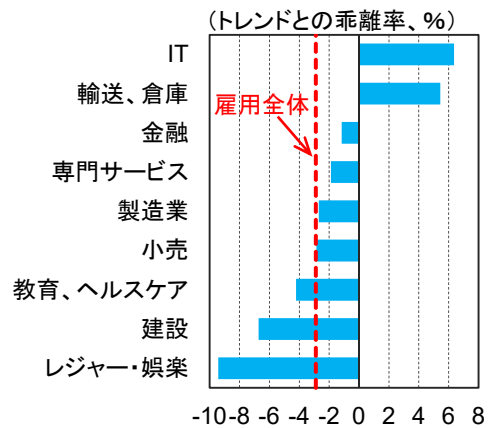
ただし、雇用全体の調整は限定的にとどまるとの見方は多い。依然として求人数は高水準であり、失業者の増加を抑えることが可能と指摘される。また、失業者の再就職率はコロナ前を上回り、求職が難航する状況ではないとみられ、IT人材が他業界で雇用されるケースなども報じられている。今後は、利上げの累積的効果の顕在化が見込まれるなど不確実性は高いものの、コロナ禍の人手不足を経て、企業は解雇に消極的との声もあり、雇用の調整を過度に警戒する状況にはないとの見方も広がりつつある。

実質GDP成長率



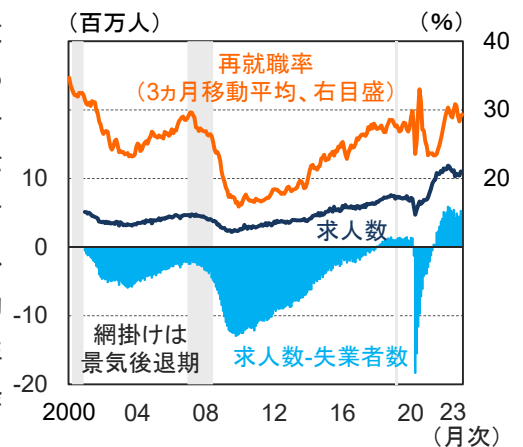
(備考)米商務省

雇用者数のトレンドとの乖離(1月時点)



(備考)1. 米労働省 2.トレンドは2010～19年の増加率(平均値)で23年1月まで伸ばしたもの

求人数と再就職率



(備考)1. 米労働省 2. 求人数は22年12月まで  
3. 再就職率は失業者から雇用者に移行した者を前月の失業者数で除したもの

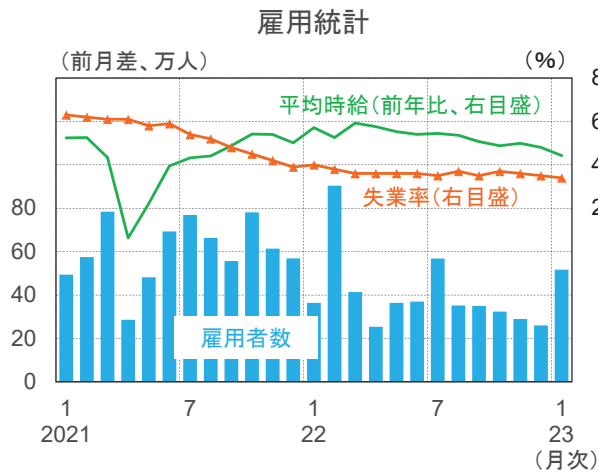
【経済調査室エコノミスト 品田 裕太】



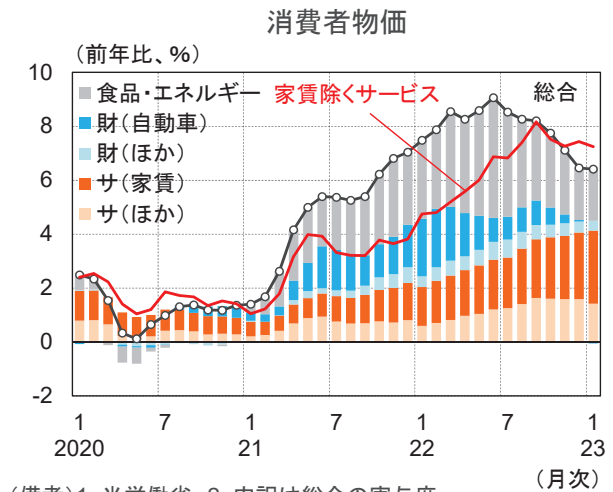
主要指標

雇用は大幅に増加、消費者物価の伸びは鈍化

- 1月の雇用者数は、市場予想を大幅に上回る前月比51.7万人増となった。大学職員のストライキ解除など一時的な要因もあるが、娯楽・レジャーや教育・ヘルスケアなどのサービス業を中心に増加した。賃金の伸びは4.4%に鈍化したものの、雇用の増加により失業率は1969年以来的水準に低下しており、労働需給は依然としてひっ迫している。
- 1月消費者物価の伸びは市場予想ほど鈍化せず、前年比6.4%となった。家賃を除くサービスの伸びが縮小したほか、自動車はマイナスに転じたものの、家賃やエネルギーの伸びが拡大した。賃金との相関が高い家賃を除くサービスは、賃金の伸びが鈍化する中で減速したが、高い伸びが続いている。



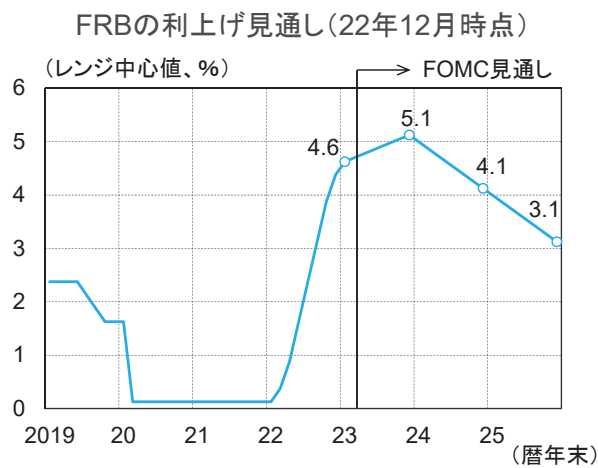
(備考)米労働省



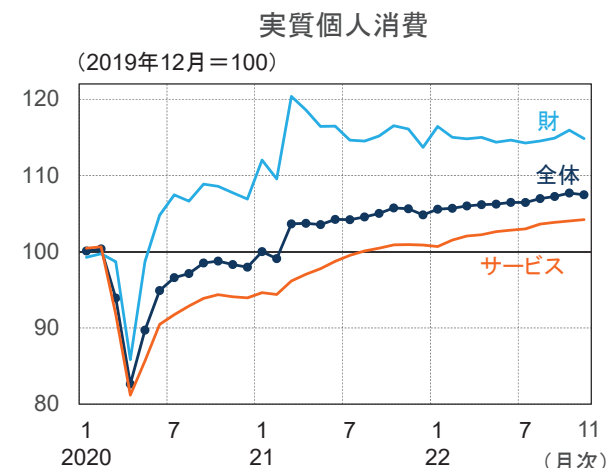
(備考)1. 米労働省 2. 内訳は総合の寄与度

FOMCは0.25%に利上げ幅を縮小、個人消費は減少

- 1月FOMCは、予想通り0.25%に利上げ幅を縮小した。パウエル議長は、12月に公表した見通しに沿って、今後2回の利上げが必要と指摘したものの、財を中心にインフレ鈍化(disinflation)が始まったとも言及し、市場の早期緩和観測は変わらなかった。しかし、その後は雇用統計や消費者物価の伸びが予想を上回ったことを受け、市場では6月まで利上げを継続(5.25~5.5%)するとの見方が強まった。
- 22年12月の実質個人消費は、前月比0.3%減少した。ヘルスケアなどの増加によりサービスが横ばいとなったものの、自動車などの財の減少が続いたほか、年末商戦の反動もみられた。なお、1月の小売売上高(名目)は自動車や飲食を中心に前月比3%増加しており、12月の寒波の反動もあったとみられる。



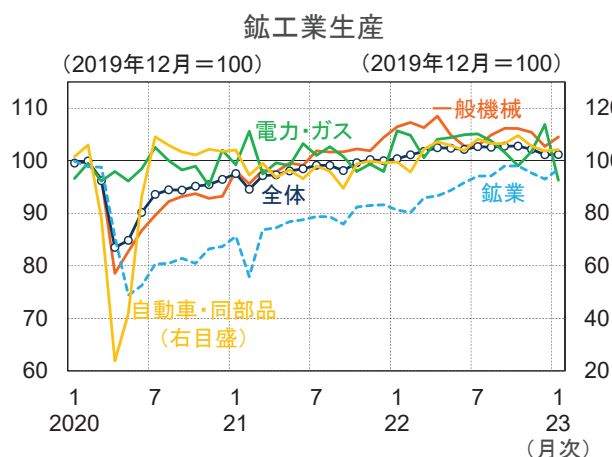
(備考)1. FRB 2. 実績は各会合、見通しは各年末時点



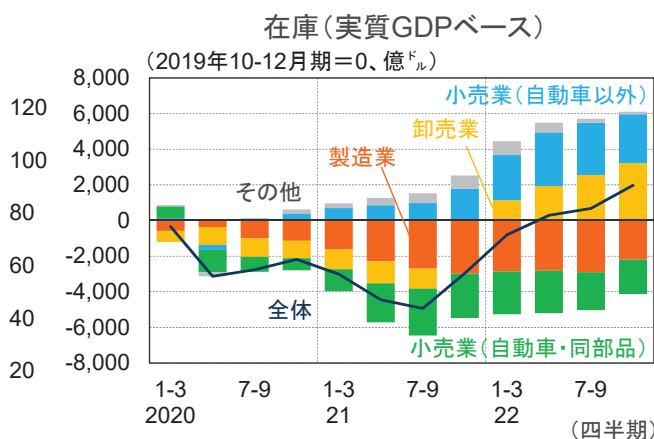
(備考)米商務省

### 鉱工業生産は横ばい、在庫は今後調整へ

- 1月鉱工業生産は、前月比横ばいとなった。このところ減少の続いた一般機械や鉱業が増加する一方、12月寒波の後、1月は暖冬となったことで電力・ガスが減少した。
- 22年10～12月期の在庫(実質GDPベース)は、財需要の縮小により小売業(自動車以外)が減少したものの、製造業や卸売業を中心に一段と増加した。製造業や卸売業では過剰在庫が積み上がったとの見方が強まっており、今後は在庫調整が行われるとみられる。



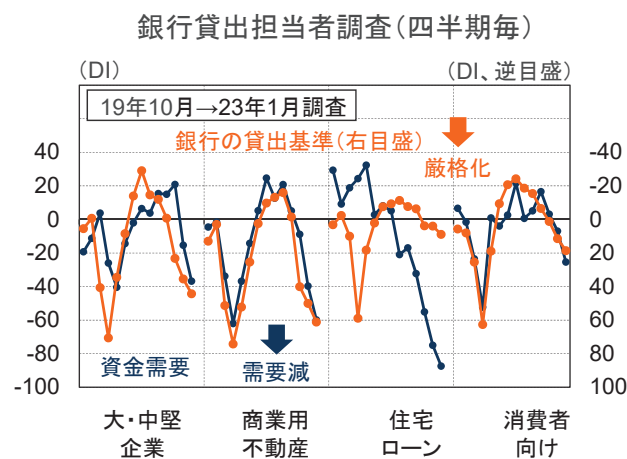
(備考)FRB



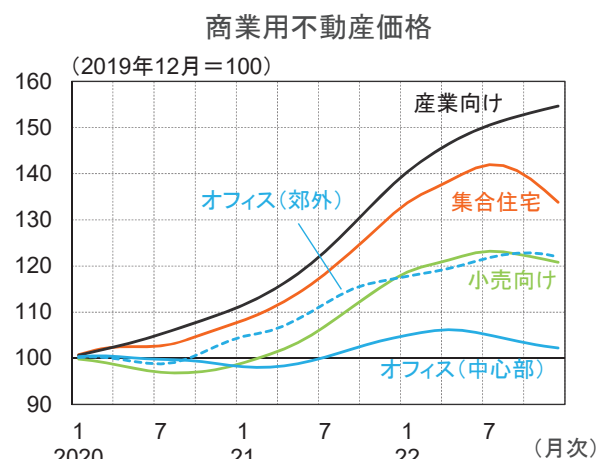
(備考)1. 米商務省 2. その他は農業、鉱業・建設などを含む

### 銀行の貸出基準は一段と厳格化、商業用不動産価格は集合住宅などで下落

- FRBの銀行貸出担当者調査によると、貸出基準は景気悪化による返済能力への懸念が高まり、一段と厳格化した。資金需要は利上げにより住宅ローンや商業用不動産の減少が目立つが、企業や消費者向けでも減少している。
- 商業用不動産価格は、依然として需要の強さが指摘される物流施設などの産業向けは上昇が続くが、小売のほか、利上げによる住宅市場の調整を受けて集合住宅は下落している。オフィスは、出社比率の低い中心部で弱含むが、コロナ禍の郊外移転やサテライトオフィス需要を取り込んだ郊外の上昇も頭打ちとなっている。



(備考)1. FRB 2. 各項目はそれぞれの内訳を平均したもの



(備考)Refinitiv Datastream

## 今月の論点

ウクライナ危機により回復が弱まる

EUの2022年10～12月期実質GDP(改定値)は、高インフレを背景に、前期比横ばいにとどまった。ドイツ、イタリアはマイナス成長となったが、ロシアへのエネルギー依存が低く、インフレ率も比較的低いフランス、スペインはプラス成長を維持し、全体では回復が弱まったものの、マイナス成長を回避した。暖冬などによりガス不足が緩和する中、1～3月期もプラス成長の予測が出てきているが、インフレ率は依然高く実質所得の下押し圧力となるほか、利上げの影響もあり、潜在成長率とされる1%台半ばを下回る低い伸びにとどまるとみられている。

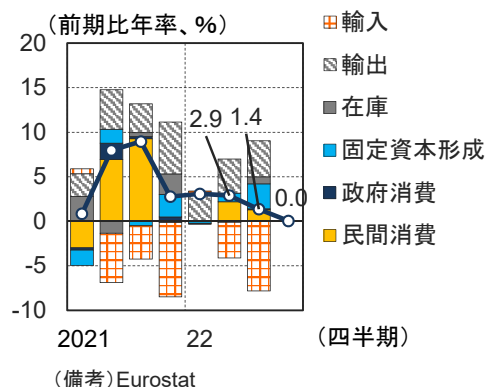
利上げが継続、量的引き締めも進行

インフレ率が依然目標の2%を大きく上回る中、ECBは利上げ姿勢を堅持している。2月の理事会では前回に続き0.5%の利上げを行い、3月も0.5%利上げの意向を示した。その後、利上げ幅縮小の可能性はあるものの、年半ばにかけて2%弱とされる中立金利を上回る3%超に引き上げるとみられる。また、昨年10月から銀行向け長期資金供給(TLTROなど)の利用が金利引き上げで減少したほか、国債などの資産購入プログラム(APP)も3月から売却を開始し、量的引き締めも進めている。

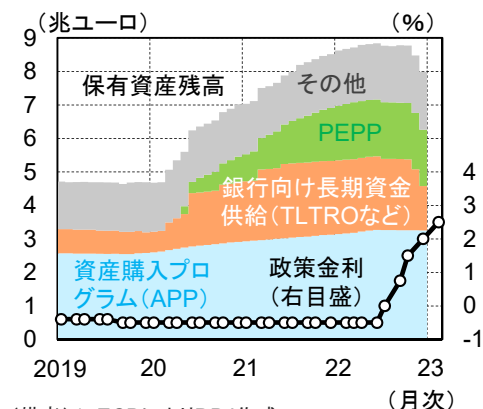
金融引き締めに伴い、銀行貸出残高が減少

ECBの10～12月期銀行貸出動向アンケート調査によると、景気減速や金利上昇に伴う調達コストの増加を背景に、企業と家計の資金需要が減少した。また、景気減速に加え、量的引き締めによる流動性の縮小もあり、銀行の貸出基準も厳格化している。こうした中、企業向けの貸出残高は減少し、住宅ローン残高の伸びも鈍化している。ECBはインフレ退治を優先しており、今後物価の伸び鈍化に伴い景気回復が続くが、信用の引き締めもあり、回復のペースは緩やかなものにとどまるとみられる。

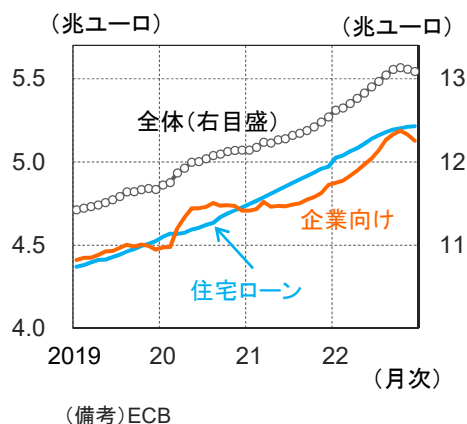
EU実質GDP成長率



ECBの政策金利と保有資産



ユーロ圏の銀行貸出残高

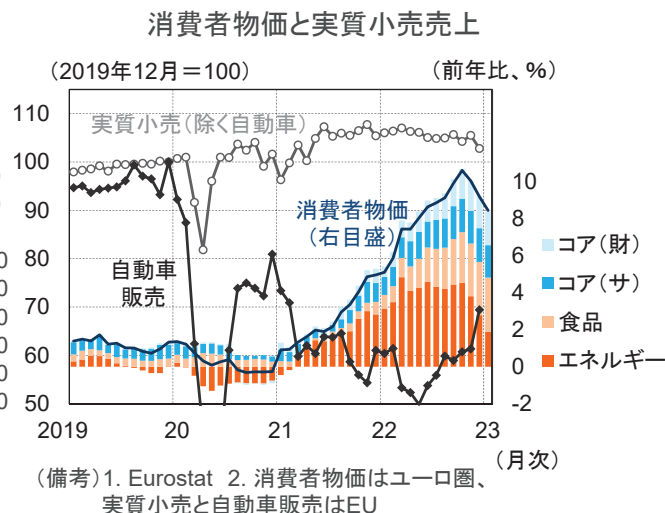
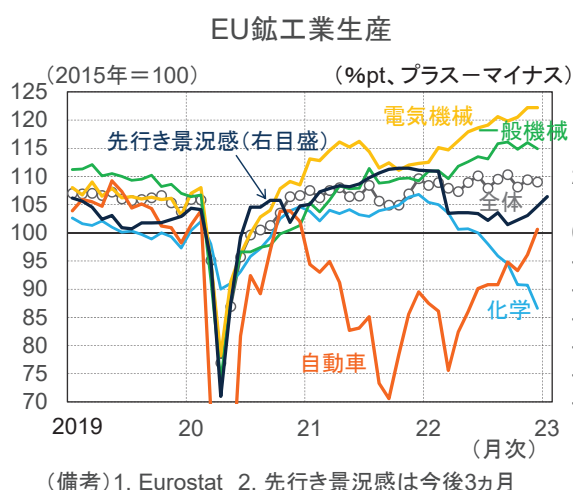


[経済調査室エコノミスト 岳 梁]

## 主要指標

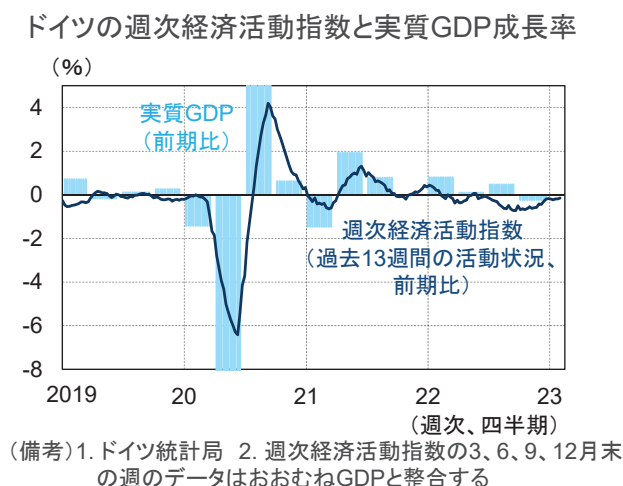
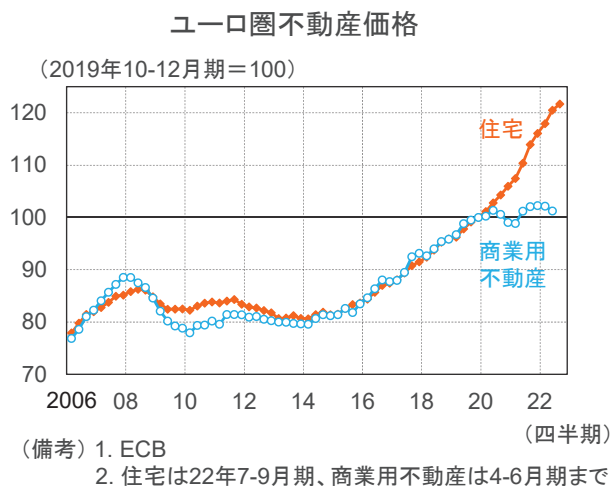
### 生産は底堅く、小売は弱い動き

- 12月のEU鉱工業生産は、ガス供給制約が続く中、化学を中心に前月比0.4%減少した。ただし、自動車などの機械類が増加基調にあるほか、過度なガス不足懸念が和らいだことから、企業の先行き景況感の改善が続いており、生産は一進一退ながら、底堅い動きとなっている。
- 12月のEU実質小売売上高(除く自動車)は、前月比2.6%減少した。高インフレが続く中、クリスマス商戦が振るわず、弱い動きとなっている。一方、部品不足が緩和した自動車販売は持ち直しが続いた。1月ユーロ圏消費者物価は、エネルギー価格の下落に伴い、3ヵ月連続で伸びが鈍化した。今後は高インフレによる下押し圧力が徐々に和らぐとみられる。



### 住宅価格の調整圧力が強まる、ドイツ経済活動は弱いながら改善

- ユーロ圏の住宅価格は、欧州債務危機の収束に伴い、14年以降上昇基調となり、20年以降はコロナ禍における大規模な金融緩和やリモートワークなどに伴う需要増により、上昇が続いた。しかし、昨年7月のECBの利上げに伴い伸びが鈍化し、一部調査によると年末にかけて価格は下落に転じた。また、コロナ禍で需要が抑えられた商業用不動産の価格は既に横ばいとなっている。
- ドイツの12月の生産と小売はともに減少し、10~12月期実質GDPはマイナス成長となった。一方、トラック通行量、人出状況、失業に関する検索などのデータから作成される週次経済活動指数をみると、足元では依然弱い動きながら上向いている。ガス不足の緩和やインフレの低下に伴い、改善が続けば1~3月期はプラス成長に転じる可能性がある。



## 今月の論点

感染急拡大の混乱収束により持ち直し

2022年10～12月期実質GDP成長率は、厳格な活動制限や、12月の制限大幅緩和後の感染急拡大により前年比で2.9%に鈍化し、前期比では横ばいにとどまった。また22年通期では、3.0%と目標の5.5%を大幅に下回り、20年の2.2%に次ぐ歴史的な低成長となった。一方で、23年に入ってから感染急拡大の混乱が収束し、PMIが製造業、非製造業ともに好不況の目安となる50を上回るなど、不動産市場の調整は続くものの、経済は急速に持ち直している。地方でも感染拡大が一巡し、人口の8割が既に感染したとされており、全国的に人出が戻りつつある。

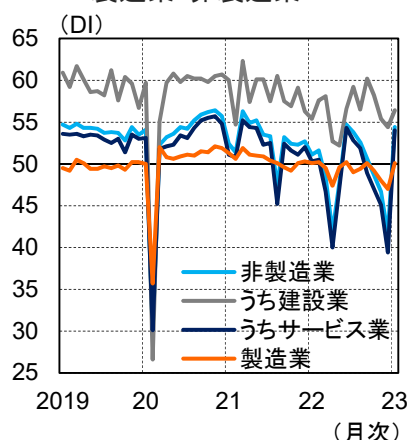
IMFは経済見通しを引き上げたが、強気でない

IMFは、23年1月の世界経済見通しにおいて、ゼロコロナ政策撤廃を踏まえ、23年の中国の成長率を5.2%に引き上げた。ただし、大都市圏以外の免疫レベルの低さや医療体制のせい弱さ、不動産市場などをリスクとしており、前年の水準が低いことも踏まえれば23年の見通しは必ずしも強気でない。また、24年は4.5%の伸びにとどまるとみており、コロナ前の成長軌道には戻らないとの見方も示した。

超過貯蓄の内容や需要面には一部懸念が残る

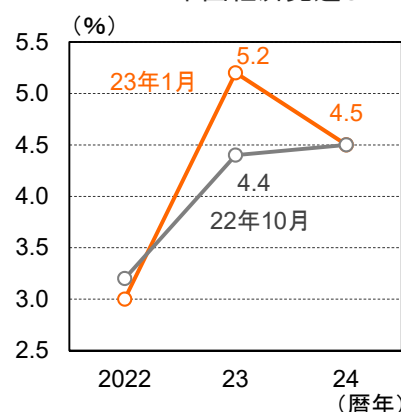
23年の経済を展望する上では、夏場以降も足元の景気持ち直しが持続するかが焦点となる。基本的には、感染影響が縮小するもとで繰越需要が顕在化し、消費の堅調な持ち直しが景気を支えるとみられ、発改委と財政省が消費促進策を立案すると発表するなど政策支援も期待されるが、超過貯蓄の内容や需要の強さには一部懸念も残る。格差の大きな中国では貯蓄分布に偏りがあるほか、超過貯蓄には住宅購入減による待機資金の増加やリスク性資産が預金へ移った分も含まれるとみられ、その規模は割り引いてみる必要がある。また、22年の減税による自動車販売の反動減や高水準の若年層失業率、住宅価格下落による逆資産効果など、需要面の懸念は依然残る。

製造業・非製造業PMI



(備考) 中国国家统计局

IMFの中国経済見通し



(備考) IMF

### 23年の消費に関する論点

基本シナリオ	<ul style="list-style-type: none"> <li>人出増や繰越需要の顕在化、消費者マインドの改善もあり持ち直し</li> <li>感染の波の影響は縮小</li> <li>政策支援の実施</li> </ul>
超過貯蓄	<ul style="list-style-type: none"> <li>貯蓄分布の偏り</li> <li>超過貯蓄には住宅の購入減やリスク性資産(理財商品など)を預金に移行した分も含まれる</li> </ul>
懸念点	<ul style="list-style-type: none"> <li>自動車需要の先食い</li> <li>高水準の若年層失業</li> <li>住宅価格下落による逆資産効果</li> <li>海外旅行で消費を解放</li> </ul>

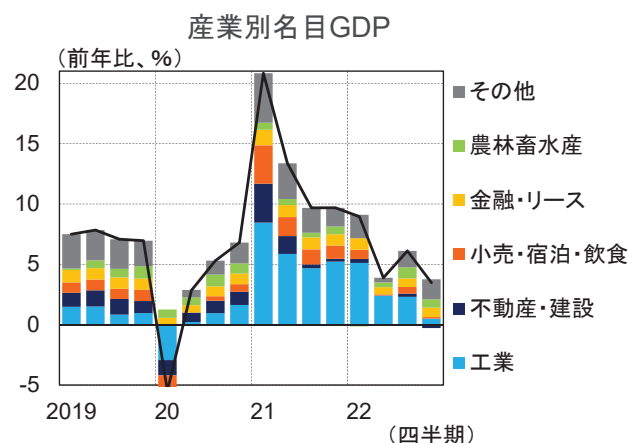
(備考) DBJ作成

[経済調査室エコノミスト 米谷 友利]

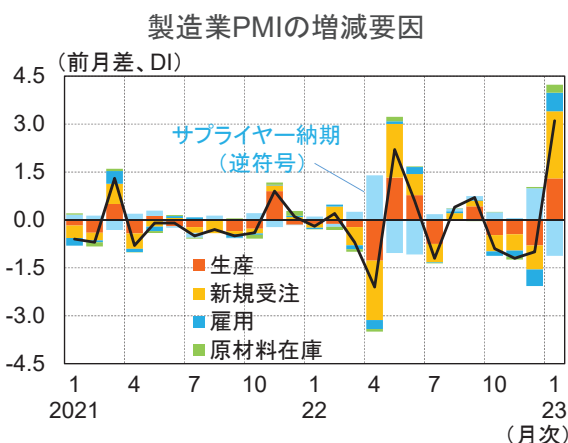
## 主要指標

### 対面サービスや製造業がGDPを下押し、23年に入り製造業の新規受注が大幅改善

- 22年10～12月期GDPを産業別にみると、農林畜水産、金融などは堅調であった一方、工業部門の減産が広がったほか、小売・宿泊・飲食はほぼ横ばいにとどまり、不動産はマイナス成長となった。厳格な活動制限や感染拡大は、人出の減少や物流の混乱をもたらし、特に対面サービス業や製造業の経済活動が停滞したことで、景気下押しの主因となった。
- 23年1月の製造業の景況感(PMI)の上昇要因をみると、感染影響が一巡し、生産や新規受注が大きく改善したほか、雇用やサプライヤー納期など供給側の要因にも改善の動きがみられた。特に新規受注の改善幅は大きく、先行きは堅調な生産の回復が示唆される。



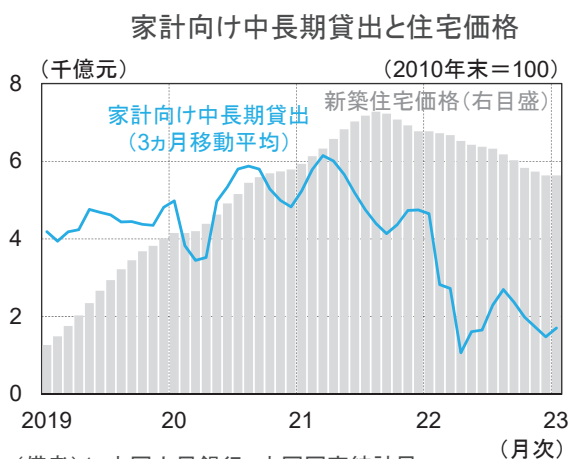
(備考) 中国国家統計局



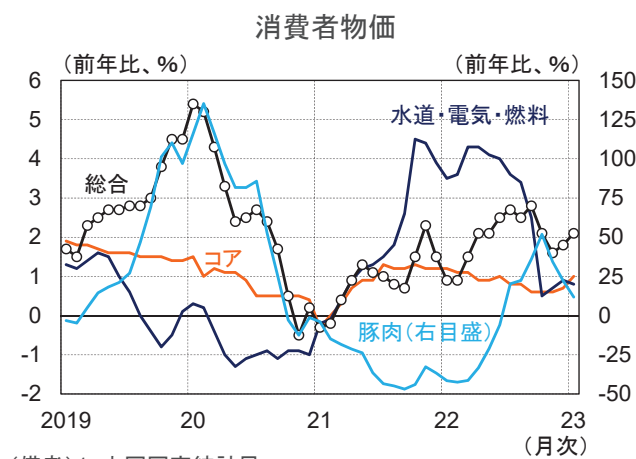
(備考) 1. 中国国家統計局 2. サプライヤー納期指数が上昇すると、PMIを押し上げ(納期遅延の要因を需要増と解釈するため)

### 住宅価格は下げ止まり、消費者物価の基調は依然弱い

- 21年半ば以降下落が続いた新築住宅価格は、23年1月に下げ止まった。活動制限や感染急拡大による下押し圧力が抜けたことに加え、住宅ローン金利の下限引き下げやデベロッパーの資金調達促進といった政策支援により、市場の調整が一服した可能性がある。ただし、家計向け中長期貸出の増加は鈍く、需要の明確な回復にはなお時間を要するとみられる。
- 23年1月の消費者物価は、内需の回復によりコアの伸びは高まったが、変動の大きい豚肉価格が伸び縮みのサイクルに入ったほか、資源価格高騰の一服により水道・電気料金が落ち着き、前年比+2.1%と小幅な上昇となった。23年の政府目標は3%程度になるとみられるほか、物価の基調を示すコアの伸びは1%と依然弱く、中銀は緩和的な金融環境を維持するとみられる。



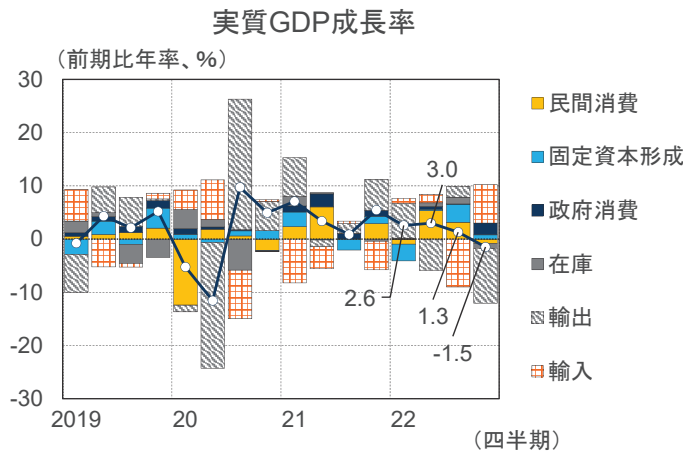
(備考) 1. 中国人民銀行、中国国家統計局  
2. 貸出は残高の変化幅、季節調整はDBJによる



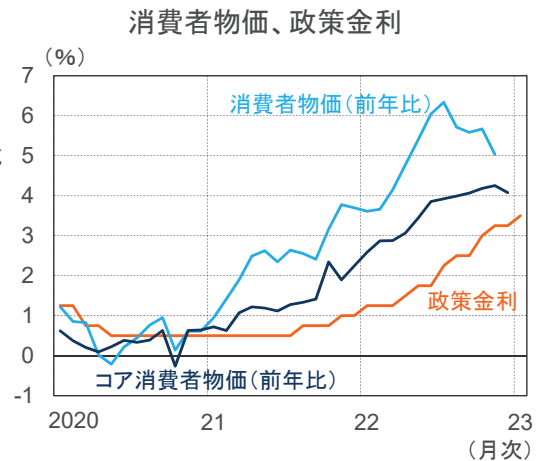
(備考) 1. 中国国家統計局  
2. コアは食品・エネルギーを除く指数

韓国:回復が足踏みしている

- 2022年10～12月期の実質GDPは前期比年率1.5%減少し、回復が足踏みしている。輸出が半導体を中心に大きく落ち込んだほか、家計債務が大きく膨らむ中、金利上昇などにより消費も減少した。今後は、外需減速や半導体市場の調整により当面足踏みするが、海外景気が底入れする23年後半には、回復ペースが高まるとみられている。
- 消費者物価は中銀目標の2%を上回っており、1月に7会合連続で利上げを行った。ただし、中銀総裁はインフレ鈍化や国内景気の減速を受け、22年7月から続けてきた追加利上げの示唆を8ヵ月ぶりに見送った。市場では次回会合での利上げ停止や、23年後半の利下げが見込まれており、高金利による消費や投資への悪影響はこれ以上強まらないとみられる。



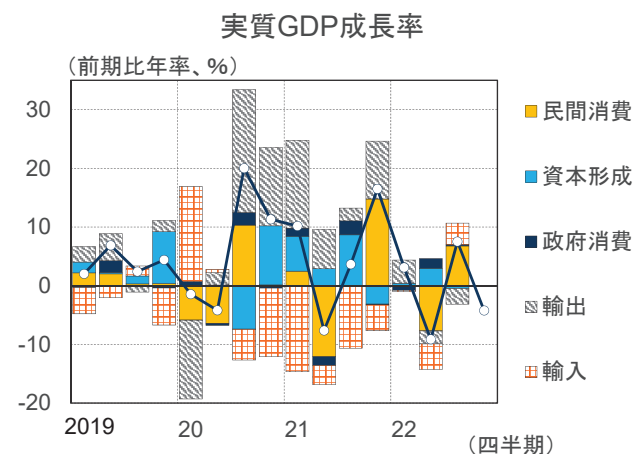
(備考) 韓国銀行



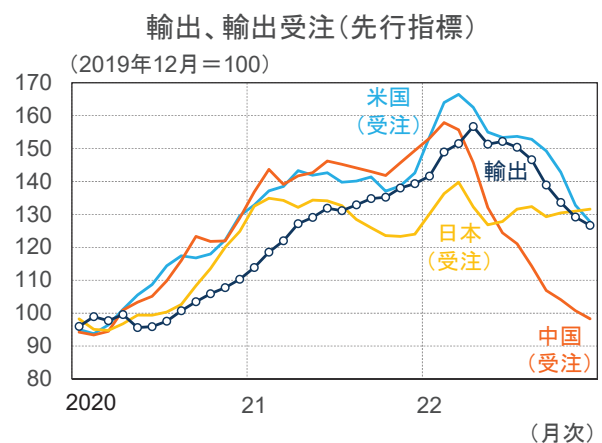
(備考) 韓国銀行

台湾:回復が鈍化している

- 2022年10～12月期の実質GDPは前期比年率4.2%減少し、回復が鈍化している。感染縮小により宿泊、飲食などで消費の伸びが続く一方、海外経済の減速や半導体の需要縮小により輸出が大きく減少した。今後は外需減速が下押し要因となるものの、国内消費の増加などが回復を支える見込み。
- 輸出は、22年に、半導体市場の調整や海外経済の減速により大きく減少した。半年ほど先行する輸出受注をみると、内需の回復が続く日本向けは底堅いものの、減速する中国向けや米国向けは22年末にかけて減少が継続しており、輸出は当面弱含むとみられる。



(備考) 台湾行政院主計総処



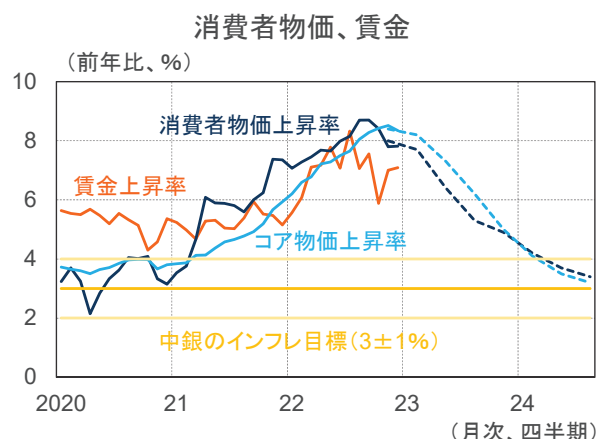
(備考) 1. 台湾經濟部統計処  
2. 季節調整はDBJによる、受注は3ヵ月移動平均

## メキシコ:回復が鈍化している

- 2022年10～12月期の実質GDPは前期比年率1.6%増加し、回復が鈍化している。内訳をみると、米国経済の減速やインフレの影響を受けて製造業やサービス業の伸びが縮小した。今後も、米国経済が減速する中で低成長が続くとみられている。
- 消費者物価の伸びは8月をピークに鈍化しているが、賃金上昇によるサービス物価の高まりなどで高水準が続いている。これを受けて中銀は2月の会合で、市場予想(0.25%に縮小)に反して0.5%の利上げを行った。今後も利上げを続ける姿勢を示したが、消費者物価などに応じて上げ幅を縮小する可能性も示唆した。



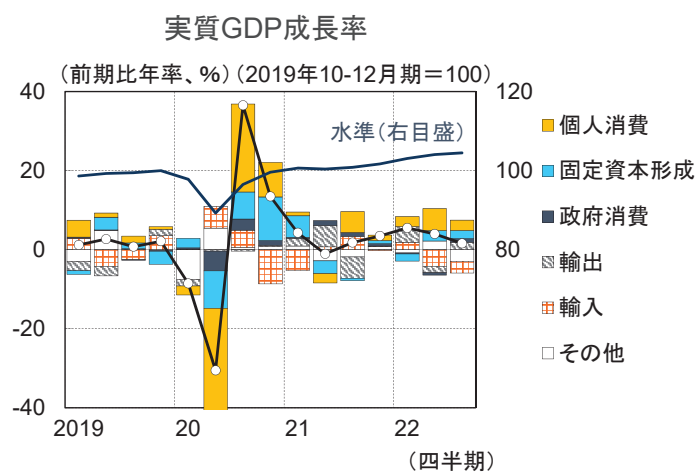
(備考) 1. メキシコ国立統計地理情報院 2. 20年4-6月期は▲53.2%、20年7-9月期は63.9%



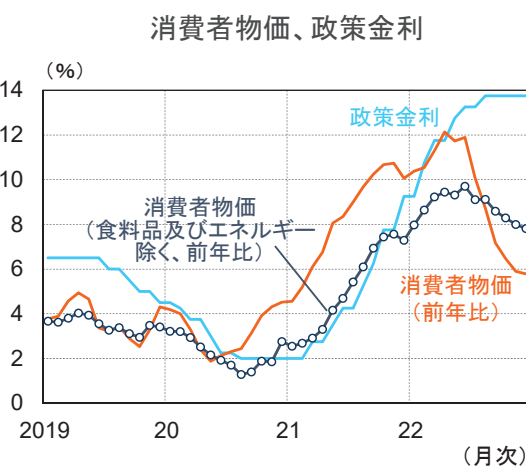
(備考) 1. メキシコ国立統計地理情報院、メキシコ中央銀行  
2. 破線は消費者物価の中銀見通し(2月時点)

## ブラジル:回復が鈍化している

- 2022年7～9月期の実質GDPは、前期比年率1.6%となり、鈍化した。中国の上海ロックダウンの解除などにより輸出が拡大したほか、22年10月の大統領選に向けて現金給付策などの施策が行われる一方、活動制限緩和の影響一巡や利上げにより個人消費が弱まった。
- 消費者物価は、ガソリン価格の引き下げなどにより22年4月をピークに低下したが、食料品とエネルギーを除く消費者物価は依然として高い伸びが続いている。ブラジル中銀は、2月会合において政策金利を4会合連続で据え置いたが、ルラ新政権による歳出拡大を警戒し、先行きについては、再利上げの可能性にも言及した。



(備考) ブラジル地理統計院



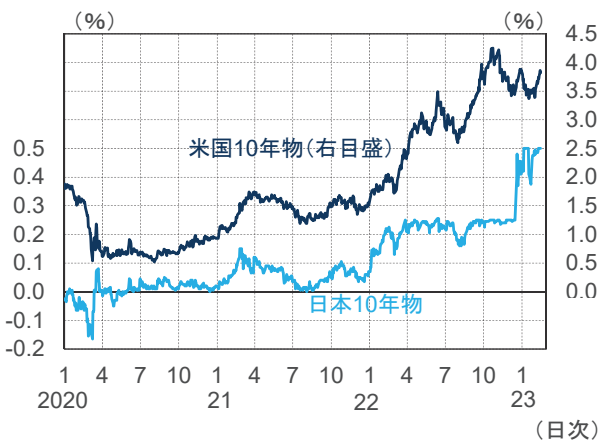
(備考) Refinitiv Datastream



長期金利：日本の金利は横ばい、米金利は上昇

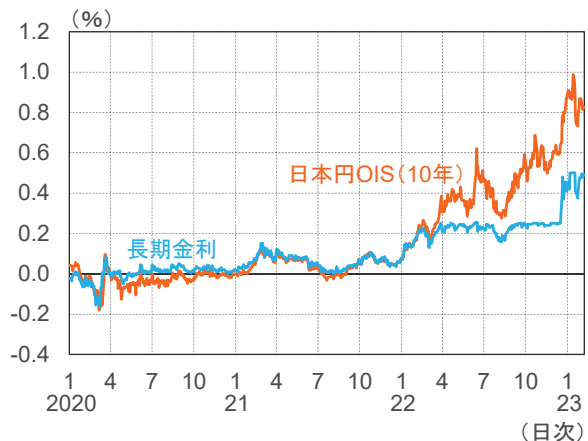
- ▶ 日本の長期金利は、1/17～18の日銀会合で政策が維持されたことを受けて0.3%台に低下したものの、政策修正観測は根強く、再度許容変動幅の上限である0.5%付近に上昇した。米金利は、1/31～2/1のFOMCにおけるインフレ鈍化の指摘により利上げ減速観測が高まり3.3%台に低下したが、2/3の雇用統計が市場予想を上回り3.8%に上昇した。
- ▶ 長期金利と連動性の強い10年物の日本円OIS(Overnight Index Swap)は、昨年4月以降、日銀が上昇を抑えた長期金利から乖離して上昇している。金融政策に対する市場の見方を反映するとされるOISはこのところ0.8%程度まで上昇しており、市場では再度政策修正が行われるとみられている。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

長期金利、日本円OIS(10年)



(備考) 日本相互証券、Refinitiv Datastream

株価：米国の早期緩和観測の高まりにより、日米ともに上昇

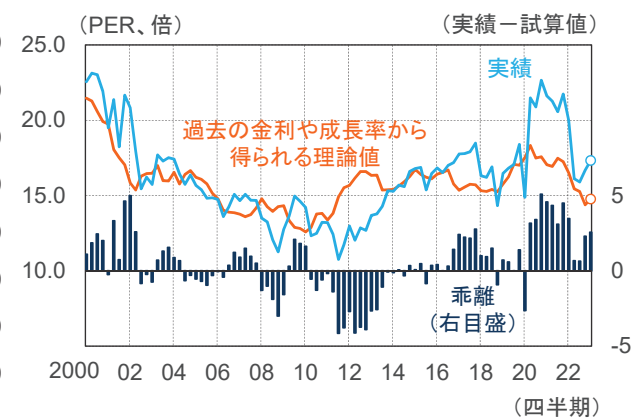
- ▶ 米国の株価は、23年1月以降上昇した。1/12発表の消費者物価の伸びが鈍化すると期待があったほか、2/2のFOMCでパウエル議長がインフレ鈍化に再三言及したことから早期緩和観測が高まった。日本株は米国株につられて上昇したが、円高を受けて割高感が出る中、小幅な上昇にとどまった。
- ▶ 米国の株価を、投資家の期待を反映するPER(株価収益率)と企業業績を反映するEPS(一株利益)に分解すると、PERは、コロナ禍の金融緩和により大きく上昇した後、22年半ばにかけて調整した。ただし、その後は早期緩和観測の高まりから再び上昇し、過去の金利や成長率から得られる理論値を上回っている。想定以上の利上げなどにより緩和への期待が後退した際には、株価は下落する余地があるとみられる。

日米株価



(備考) Refinitiv Datastream

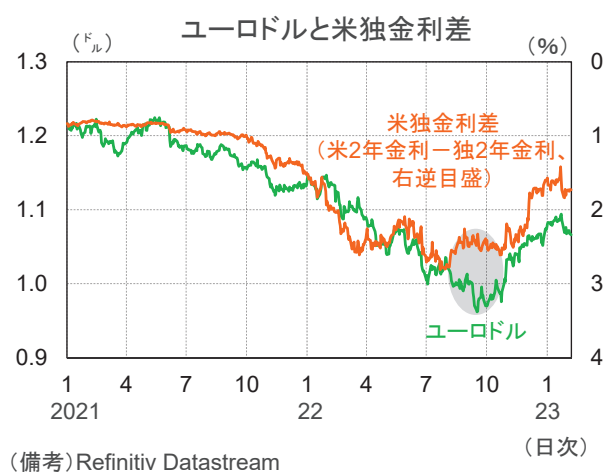
米国株(S&P500)のPER



(備考) 1. Refinitiv Datastream、CBO 2. 試算値は10年金利、潜在成長率よりDBJ試算 3. マーカーは23年1-3月期平均

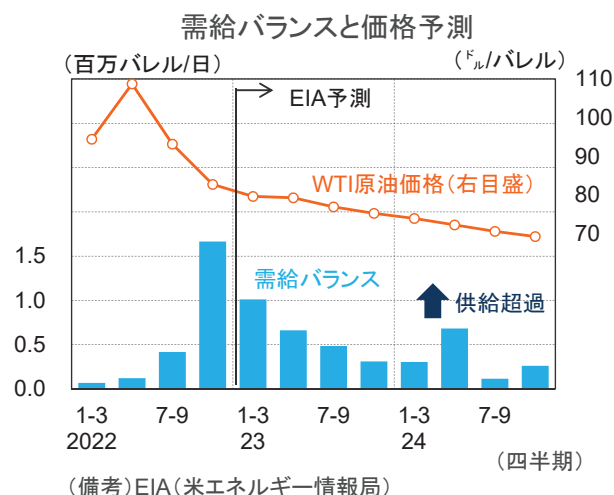
### 為替:ドル円レートは一時135円へ円安が進む

- ドル円レートは、米国で1月の雇用統計や消費者物価が予想を上回り、市場が見込む利上げ到達点が高まったことにより一時135円へ円安が進んだ。ユーロも対ドルで下落したが、ECBが3月以降も利上げを継続する姿勢を示す中、対円ではユーロ高となった。
- ユーロドルレートは、22年春以降FRBの利上げが先行する中で、米独の2年物金利差が拡大しユーロ安となった。ECBが7月に利上げを開始すると金利差は横ばいとなったが、欧州の天然ガス調達や景気悪化への懸念からユーロは対ドルでパリティ(1ユーロ=1ドル)割れとなった。足元では暖冬などでガス供給や景気悪化への懸念が弱まる中、ECBの利上げ継続のスタンスが意識されユーロ高となっている。



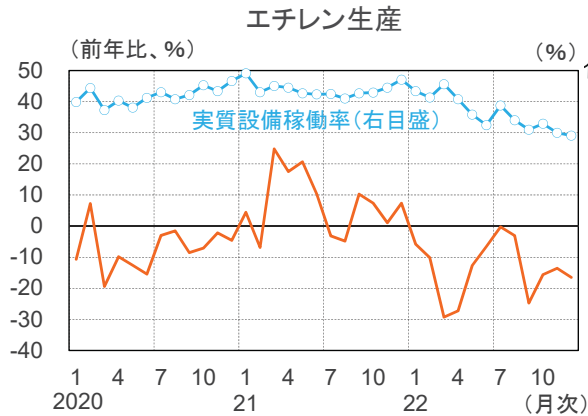
### 原油価格:景気懸念により小幅に下落

- WTI原油価格は小幅に下落し、80ドルを下回った。中国のゼロコロナ政策撤廃による需要増加の観測や、ロシアが3月からの減産を表明したことが上昇要因となる一方、米雇用統計が予想外に強い結果となったことを受けて、FRBの金融引き締めが長期化し、景気が悪化するとの懸念が下落要因となった。
- EIA(米エネルギー情報局)が2/7に公表した月次予測では、ゼロコロナ政策撤廃による中国の需要増加が見込まれたものの、原油の供給超過が続く見通しが示され、原油価格は緩やかに下落するとの見方が維持された。しかし、2/10にロシアが3月以降の減産(日量50万バレル)を表明しており、今後の需給ひっ迫への懸念が上昇要因となる可能性がある。

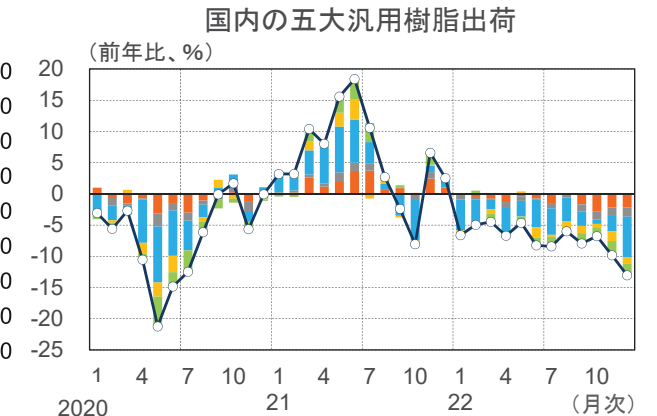


## 石油化学:内外需の下振れにより減少が続く

- 2022年12月のエチレン生産は、中国の感染拡大による外需下振れや個人消費用包材、産業分野向けの内需減少により、前年比16.4%減少となり、12ヵ月連続で前年同月を下回った。稼働率も前月から0.8pt悪化して81.4%と低水準となった。22暦年のエチレン生産量は前年比15%減少し、コロナ禍で落ち込んだ20年を下回ったが、23年は中国経済の回復や国内インバウンド消費の回復などによる需要増加を見込む。
- 12月の国内五大汎用樹脂の出荷は前年比13.1%減少し、12ヵ月連続のマイナスとなった。包装材、雑貨、産業分野での減少が大きく、マイナス幅は先月に続き拡大した。



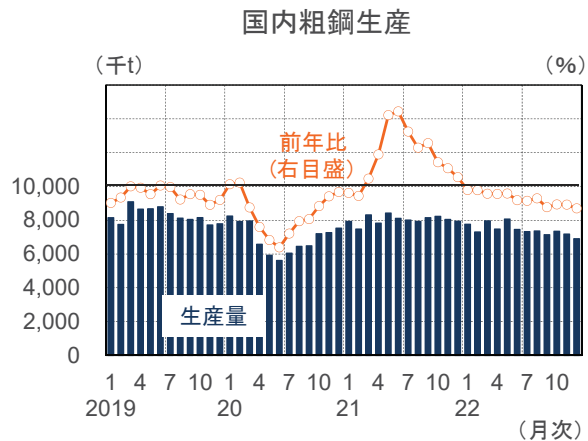
(備考) 1. 経済産業省、石油化学工業協会  
2. 実質設備稼働率は定修要因を除いた稼働率



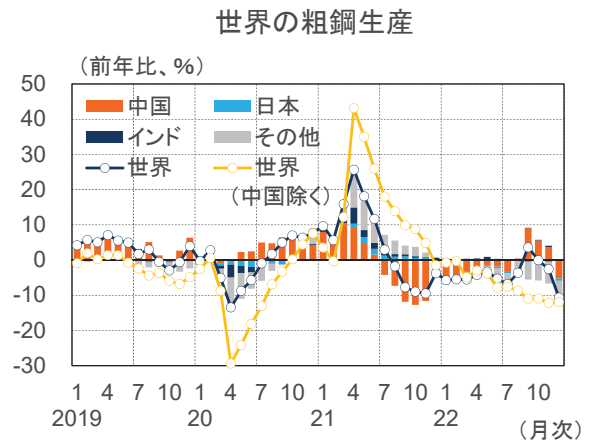
(備考) 財務省貿易統計、塩ビ工業・環境協会

## 鉄鋼: 本格回復には至らないもののマイナス幅は縮小に向かう見込み

- 2022年12月の国内粗鋼生産は、前年比13.0%減少し、12ヵ月連続のマイナスとなった。受注についても、自動車向けはプラスを維持したものの、その他の製造業や建築・土木の落ち込みにより、全体では前年比減少が続いた。当面、需要の本格的な回復には至らないものの、経済産業省の見通しによれば、自動車向けの回復などを背景としてマイナス幅は縮小に向かうとみられる。
- 世界の粗鋼生産は前年比11.9%減少し、2ヵ月連続のマイナスとなった。最大生産国である中国は、電力不足だった前年対比の増加要因がなくなり12月は減少となったほか、欧米などのその他地域ではマイナスが続いた。需要環境に好転の兆しはみられておらず、今後も世界生産は低調が続くとみられる。



(備考) 一般社団法人日本鉄鋼連盟、経済産業省

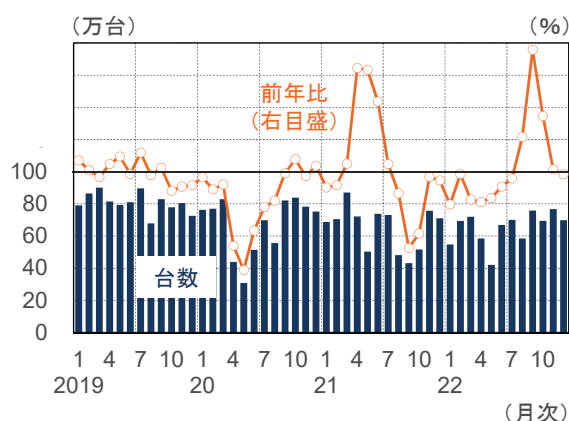


(備考) 一般社団法人日本鉄鋼連盟

### 自動車: 中国の感染再拡大などにより部品不足が続く

- 2022年12月の国内生産は、前年比1.7%減少した。中国の感染再拡大に伴う部品不足などにより、わずかながら5か月ぶりの減少となった。半導体などの供給制約による影響は残るものの、次第に緩和しつつあり、中国の政策転換も相まって生産は徐々に回復していく見込み。
- 日系OEM3社の2022年4~12月期決算は、ホンダ、日産の販売台数が減少したものの、販売単価の改善に加えて円安の追い風もあり、各社とも増収となった。損益面では、ホンダおよび日産では円安効果もあって増益となった。トヨタは原材料高に加え、上半期のロシア撤退費用やスワップ評価損など、一過性の要因も影響し減益となった。

国内自動車生産台数



(備考) 経済産業省

日系OEMの2022年4-12月期決算

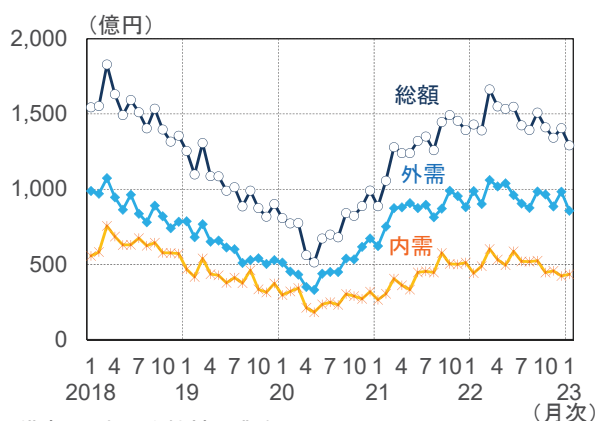
		(億円)		
企業名		トヨタ	ホンダ	日産
連結売上高		274,640	125,235	74,997
(前期比増減率)		(18.0%)	(17.3%)	(21.9%)
連結営業損益		20,981	7,339	2,897
(前期比増減額)		(▲4,337)	(623)	(984)
増減要因	①販売改善	3,700		3,419
	②原材料	▲11,100	▲868	▲1,806
	③原価低減・コスト (うち研究開発費)	▲2,450 (▲650)	(▲115)	▲1,117 (▲258)
	④為替	10,450	2,537	1,618
	⑤販売金融・その他	▲4,937	▲1,045	▲1,130

(備考) 各社IR資料

### 工作機械: 受注額は緩やかに減少

- 2023年1月の受注額は1,290億円となり、前年比では2か月ぶりに減少(9.7%減)した。内外需ともに高水準を維持するなど底堅さがみられるものの、全体として22年初をピークに緩やかな減少傾向が継続している。
- 22年12月の地域別の外需受注額は、航空機向けの大受注があった北米をはじめ、欧州や中国も高水準を維持したほか、主要地域以外ではインドでの自動車向け大受注が寄与した。金融政策の動向や景気の先行きなどの懸念はあるものの、おおむね横ばいの動きが続いている。

工作機械受注額



(備考) 日本工作機械工業会

地域別外需受注額



(備考) 1. 日本工作機械工業会 2. 12月が最新値

電機・半導体：メモリ需給調整により減少

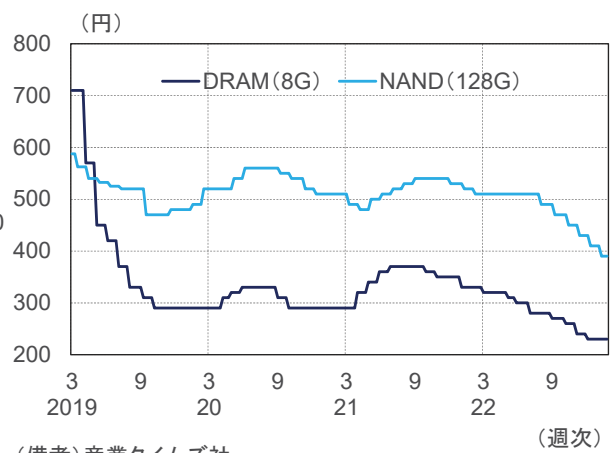
- ▶ 電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額は、2022年12月に前年比5.9%減少した。新型コロナ特需の反動により、メモリを中心とする需給調整に加え、パソコンやスマホ向け液晶パネルの需要減が続いている。
- ▶ 2023年2月のメモリ価格は、DRAM、NANDともに一段と下落した。SK Hynixは22年第4四半期に1兆7,000億ウォンの営業損失を計上し、四半期ベースで10年ぶりの赤字となった。同社は今年下期にメモリ需給の改善を見込むが、23年の投資計画については、先端品への投資は維持するものの、前年比半減の計画。

電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額



(備考)経済産業省

メモリ価格

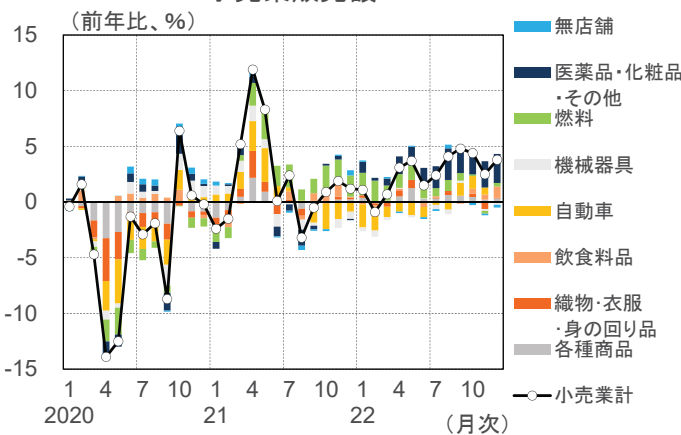


(備考)産業タイムズ社

小売：ドラッグストアなどで伸長し、増加が続く

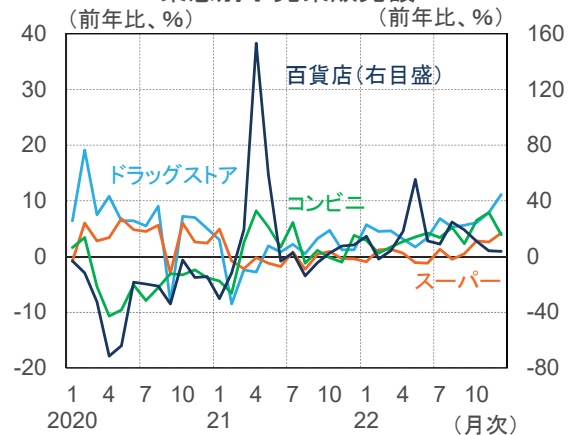
- ▶ 2022年12月の小売業販売額は、前年比3.8%増加し、10カ月連続のプラスとなった。医薬品・化粧品が11.1%増と好調が続いており、飲食料品を中心に値上げが続くこともあり、緩やかな増加が続くと見られる。なお、値上げが継続するものの光熱費を含めたコスト上昇分を十分転嫁できておらず、9～11月期は減益となった企業が多くみられる。
- ▶ 業態別では、主要な業態でプラスとなった。百貨店は、気温の低下による冬物衣料の好調やインバウンド需要の回復により堅調となった。スーパーやコンビニ、ドラッグストアは値上げによって増加した。

小売業販売額



(備考)経済産業省

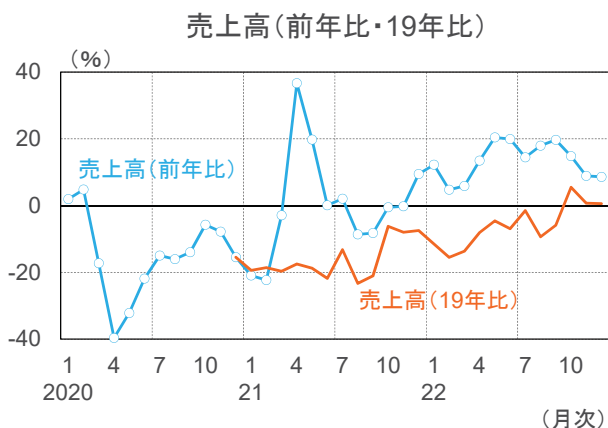
業態別小売業販売額



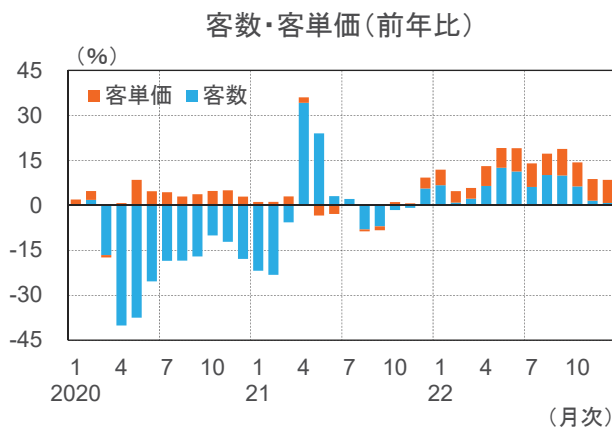
(備考)経済産業省

### 外食:外出の増加により回復

- 2022年12月の外食産業売上高は、前年比8.6%増加した。新型コロナウイルスの感染が拡大したものの、行動制限がない年末となったほか、値上げも加わり、13か月連続のプラスとなった。コロナ前の2019年の水準を3か月連続で上回り、回復が続いた。
- 忘年会や夜間の需要が戻らず客数は微増にとどまったものの、客単価が前年比7.7%増と伸長した。今後も、原材料・燃料価格の高騰に伴う値上げによる客単価の上昇により、売上高の増加が続くと見込まれる。他方、企業収益面ではコスト高を吸収しきれておらず、今後も追加値上げが予定されている。



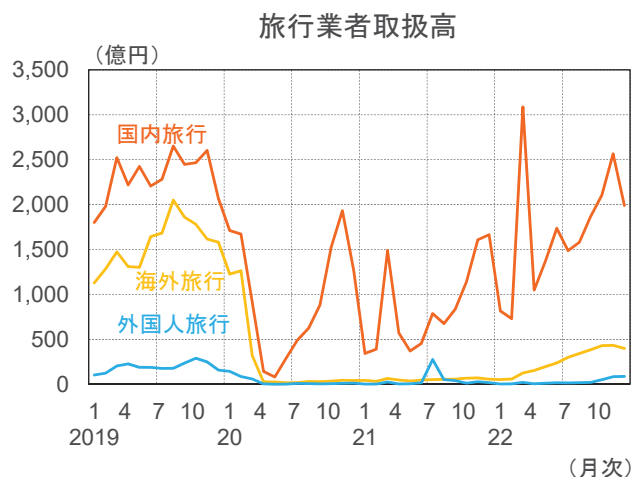
(備考)一般社団法人日本フードサービス協会



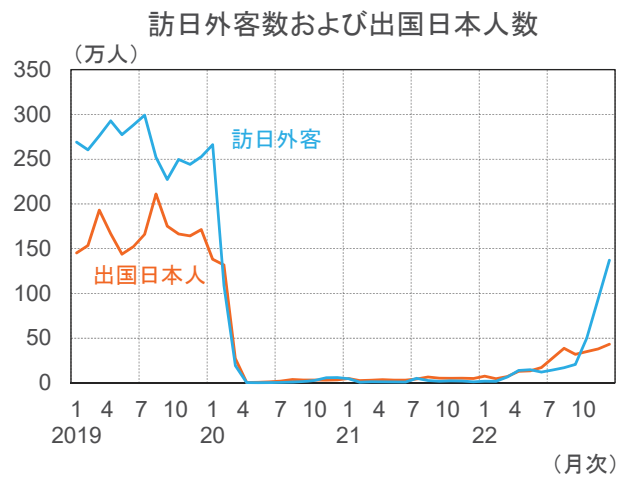
(備考)一般社団法人日本フードサービス協会

### 旅行・ホテル:コロナの影響縮小により持ち直しが続く

- 2022年12月の旅行業者取扱高は、感染第8波の拡大や全国旅行支援の年末休止もあり、国内旅行と海外旅行が前月比で減少した。ただし、国内旅行はすでにコロナ前の水準まで回復しており、政府が新型コロナの5類移行を決めたこともあってコロナの社会的影響が縮小していることから、今後も海外旅行を含めた取扱高は持ち直しが続くと思われる。
- 12月の訪日外客数は前月比1.5倍の137万人に増加し、10月の個人旅行の解禁以降の持ち直しが続いた。出国日本人数も増加したが、コロナ前の19年度の約4分1の水準にとどまり、足取りは重い。国際線の運航再開が進んでいることなどから、今後も持ち直しが続くと思われる。



(備考)観光庁

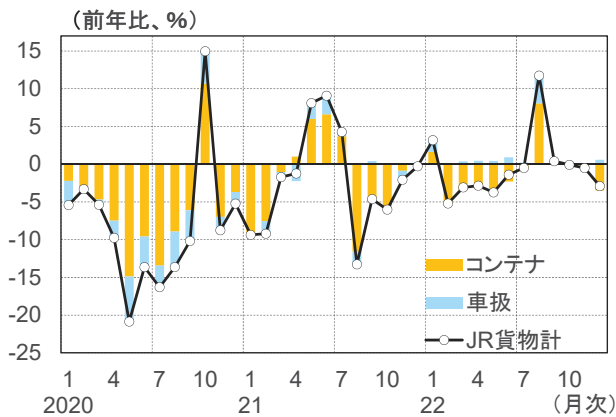


(備考)出入国在留管理庁、日本政府観光局(JNTO)

貨物輸送: 値上げや大雪の影響で足踏みが続く

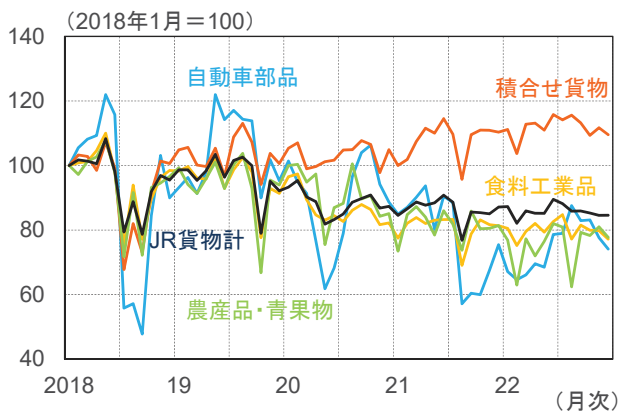
- 2022年12月のJR貨物輸送量は前年比2.9%減少した。値上げによる買い控えや記録的な大雪の影響で食料工業品を中心に幅広い品目で荷動きが滞り、足踏みが続いた。今後は感染影響の縮小や、宅配向けを中心とする貸切列車輸送の拡充による押し上げも期待される。
- EC需要の高まりを受け宅配便個数の増加傾向が続いていることに加え、脱炭素に向けた取り組みとして陸運各社が貸切列車(ブロックトレイン)の導入を進めている。これを受けて、JR貨物は3月のダイヤ改正で東京・大阪間などの輸送量を増強するほか、一部の貨物列車の所要時間を短縮する。

JR貨物輸送量



(備考) 日本貨物鉄道株式会社

主要貨物別JR貨物輸送量

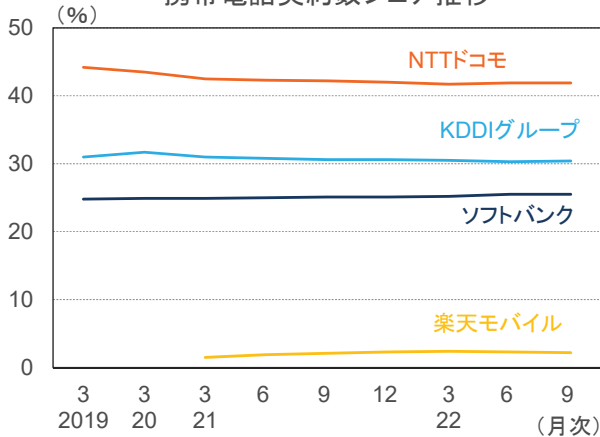


(備考) 1. 日本貨物鉄道株式会社 2. 季節調整はDBJによる

通信: 携帯契約数シェアは変動なし、海中向け通信技術開発に注目

- 2022年9月の携帯電話契約数の4社シェアは、KDDIが微増、楽天モバイルが微減とほとんど変動がなかった。楽天モバイルのシェア低下は2四半期連続となった。
- Beyond 5G/6Gでは通信ネットワークを海中にも拡張することが構想されている。カーボンニュートラルの実現に向け洋上風力開発や海洋資源探索への関心が高まる中、大容量で高速かつ安定した海中での通信手段を確立し、水中でのロボットやドローンの利活用を進めることが重要となっている。23年1月にNTTが海中音響通信の高速化技術実験に成功しており、海中通信が今後加速する可能性がある。

携帯電話契約数シェア推移



(備考) 総務省

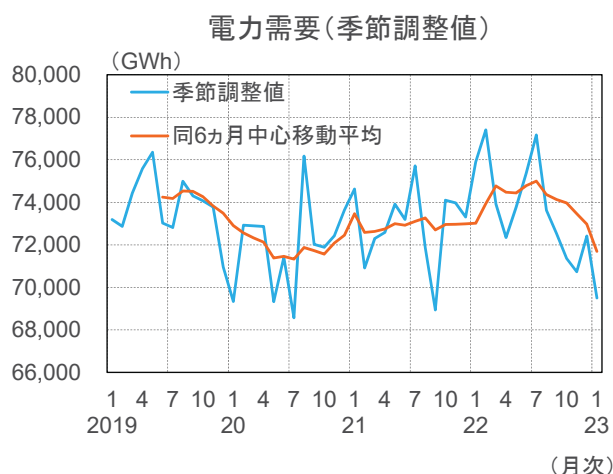
海中通信技術について

種類	方式	通信速度	通信距離	取組事業者例
有線通信	光ファイバ	高	短	—
電波通信	電磁波	中	短	NICT・JAMSTEC
音響通信	音波	低	長	NTT
光無線通信	LED・レーザー	高	中	ソフトバンク KDDI JAMSTEC

(備考) 各種公表情報によりDBJ作成

### 電力: 平年を上回る気温と節電プログラムにより需要は減少

- 2023年1月の電力需要は前月比4.0%減少した。1月下旬は強い寒気が流れ込んだものの、上中旬の気温が平年を上回る地域が多かった。電力各社の節電プログラムの効果もあり、暖房などの電力需要が抑えられたとみられる。
- 燃料費高騰を受け、電力会社の収益は大きく悪化している。23年1月には、新たに大手電力会社の2社が6月からの規制料金の値上げを申請した。これに伴い、大手10社のうち7社が来年度から値上げを行うこととなった。



(備考) 電力広域的運営推進機関

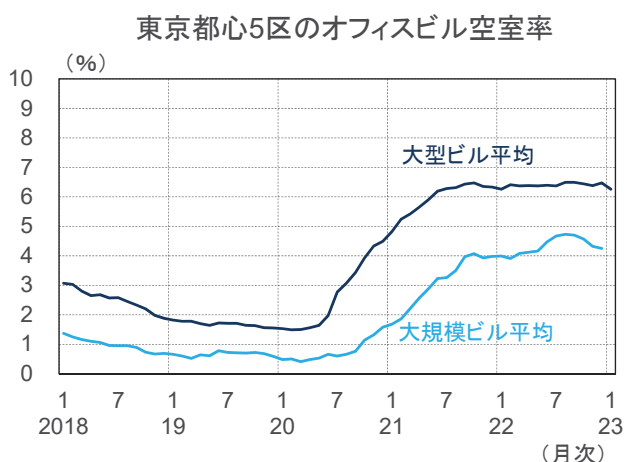
規制料金の値上げ率

電力会社	申請日	実施時期	平均値上げ率
北海道	23年1月26日	6月	34.87%
東北	11月24日	4月	32.94%
東京	23年1月23日	6月	29.31%
北陸	11月30日	4月	45.84%
中部		見送り	
関西		見送り	
中国	11月25日	4月	31.33%
四国	11月28日	4月	28.08%
九州		見送り	
沖縄	11月28日	4月	43.81%

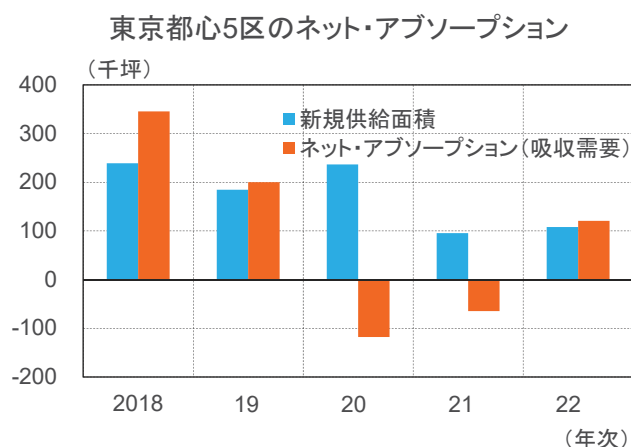
(備考) 各社ホームページ

### 不動産: 空室率は横ばい

- 2023年1月の東京都心5区の大型ビル平均空室率は、前月比0.21%低下し6.26%となったが、均してみれば横ばいの動きが続いた。1年未満の新築ビルで成約が進んだほか、既存ビルでも大型成約があったため空室面積は約1万6千坪減少した。同平均賃料は、前月比33円低下し20,026円となった。
- 22年の東京都心5区のネット・アブソープション(吸収需要)は、経済の回復を背景に商業用不動産の床需要の低迷に歯止めがかかり、3年ぶりにプラスに転じた。しかし、23年は大量の新規供給が予定されており、空室率は一時上昇圧力がかかると見込まれる。



(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. 大型は基準階面積100坪、大規模は200坪以上の賃貸オフィスビル



(備考) 1. 三幸エステート  
2. 都心5区は千代田、中央、港、新宿、渋谷  
3. ネット・アブソープション=期初空室面積+新規供給面積-期末空室面積



世界経済見通し

(%)

[2021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				
	2022 23/1	2023 22/10	2023 23/1	2024 22/10	2024 23/1	2022 23/1	2023 22/10	2023 23/1	2024 22/10	2024 23/1	2022 22/9	2022 22/11	2023 22/9	2023 22/11	2024 22/11
世界計	3.4	2.7	2.9	3.2	3.1	8.8	6.5	6.6	4.1	4.3	3.0	3.1	2.2	2.2	2.7
先進国・地域 [42.0]	2.7	1.1	1.2	1.6	1.4	7.3	4.4	4.6	2.4	2.6	-	2.8	-	0.8	1.4
日本 [3.8]	1.4	1.6	1.8	1.3	0.9	-	1.4	-	1.0	-	1.6	1.6	1.4	1.8	0.9
米国 [15.7]	2.0	1.0	1.4	1.2	1.0	-	3.5	-	2.2	-	1.5	1.8	0.5	0.5	1.0
カナダ [1.4]	3.5	1.5	1.5	1.6	1.5	-	4.2	-	2.4	-	3.4	3.2	1.5	1.0	1.3
イギリス [2.3]	4.1	0.3	▲0.6	0.6	0.9	-	9.0	-	3.7	-	3.4	4.4	0.0	▲0.4	0.2
EU [14.8]	-	0.7	-	2.1	-	-	6.8	-	3.0	-	-	-	-	-	-
ドイツ [3.3]	1.9	▲0.3	0.1	1.5	1.4	-	7.2	-	3.5	-	1.2	1.8	▲0.7	▲0.3	1.5
フランス [2.3]	2.6	0.7	0.7	1.6	1.6	-	4.6	-	2.4	-	2.6	2.6	0.6	0.6	1.2
イタリア [1.9]	3.9	▲0.2	0.6	1.3	0.9	-	5.2	-	1.7	-	3.4	3.7	0.4	0.2	1.0
オーストラリア [1.0]	3.6	1.9	1.6	1.8	1.7	-	4.8	-	2.9	-	4.1	4.0	2.0	1.9	1.6
ニュージーランド [0.2]	-	1.9	-	2.0	-	-	3.9	-	2.6	-	-	2.1	-	1.0	1.2
香港 [0.3]	-	3.9	-	3.0	-	-	2.4	-	2.5	-	-	-	-	-	-
シンガポール [0.4]	-	2.3	-	2.6	-	-	3.0	-	2.0	-	-	-	-	-	-
台湾 [1.0]	-	2.8	-	2.1	-	-	2.2	-	1.4	-	-	-	-	-	-
韓国 [1.7]	2.6	2.0	1.7	2.7	2.6	-	3.8	-	2.3	-	2.8	2.7	2.2	1.8	1.9
新興市場国と発展途上国 [58.0]	3.9	3.7	4.0	4.3	4.2	9.9	8.1	8.1	5.3	5.5	-	-	-	-	-
アジア [32.5]	4.3	4.9	5.3	5.2	5.2	-	3.6	-	2.8	-	-	-	-	-	-
中国 [18.6]	3.0	4.4	5.2	4.5	4.5	-	2.2	-	1.9	-	3.2	3.3	4.7	4.6	4.1
マレーシア [0.7]	6.7	4.4	4.4	4.9	4.9	-	2.8	-	2.4	-	-	-	-	-	-
タイ [0.9]	3.2	3.7	3.7	3.6	3.6	-	2.8	-	1.5	-	-	-	-	-	-
フィリピン [0.7]	7.0	5.0	5.0	6.0	6.0	-	4.3	-	3.1	-	-	-	-	-	-
インドネシア [2.4]	5.3	5.0	4.8	5.4	5.1	-	5.5	-	3.2	-	5.0	5.3	4.8	4.7	5.1
ベトナム [0.8]	-	6.2	-	6.6	-	-	3.9	-	3.5	-	-	-	-	-	-
ブルネイ [0.0]	-	3.3	-	3.2	-	-	2.0	-	1.5	-	-	-	-	-	-
カンボジア [0.1]	-	6.2	-	6.6	-	-	3.8	-	3.0	-	-	-	-	-	-
ラオス [0.0]	-	3.1	-	3.7	-	-	9.0	-	4.0	-	-	-	-	-	-
ミャンマー [0.2]	-	3.3	-	3.4	-	-	13.3	-	7.8	-	-	-	-	-	-
インド [7.0]	6.8	6.1	6.1	6.8	6.8	-	5.1	-	4.4	-	6.9	6.6	5.7	5.7	6.9
バングラデシュ [0.8]	-	6.0	-	6.5	-	-	9.1	-	6.8	-	-	-	-	-	-
中東・中央アジア [7.4]	5.3	3.6	3.2	3.5	3.7	-	13.1	-	8.9	-	-	-	-	-	-
パキスタン [0.9]	6.0	3.5	2.0	4.2	4.4	-	19.9	-	10.0	-	-	-	-	-	-
サウジアラビア [1.2]	8.7	3.7	2.6	2.9	3.4	-	2.2	-	2.0	-	9.9	-	6.0	-	-
イラン [1.0]	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-	40.0	-	30.0	-	-	-	-	-	-
エジプト [1.0]	6.6	4.4	4.0	5.2	5.3	-	12.0	-	8.0	-	-	-	-	-	-
ヨーロッパ [7.8]	0.7	0.6	1.5	2.5	2.6	-	19.4	-	10.0	-	-	-	-	-	-
トルコ [2.0]	5.5	3.0	3.0	3.0	3.0	-	51.2	-	24.2	-	5.4	5.3	3.0	3.0	3.4
ロシア [3.1]	▲2.2	▲2.3	0.3	1.5	2.1	-	5.0	-	4.0	-	▲5.5	▲3.9	▲4.5	▲5.6	▲0.2
ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.3]	3.9	1.7	1.8	2.4	2.1	-	11.4	-	8.1	-	-	-	-	-	-
メキシコ [1.8]	3.1	1.2	1.7	1.8	1.6	-	6.3	-	3.9	-	2.1	2.5	1.5	1.6	2.1
アルゼンチン [0.7]	4.6	2.0	2.0	2.0	2.0	-	76.1	-	51.2	-	3.6	4.4	0.4	0.5	1.8
ブラジル [2.3]	3.1	1.0	1.2	1.9	1.5	-	4.7	-	3.9	-	2.5	2.8	0.8	1.2	1.4
サハラ以南アフリカ [3.1]	3.8	3.7	3.8	4.1	4.1	-	11.9	-	8.6	-	-	-	-	-	-
南アフリカ [0.6]	2.6	1.1	1.2	1.3	1.3	-	5.1	-	4.7	-	1.7	1.7	1.1	1.1	1.6
ナイジェリア [0.8]	3.0	3.0	3.2	2.9	2.9	-	17.3	-	12.6	-	-	-	-	-	-

(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		
	2022年度		2023年度	2022年度	2023年度	2024年度
	2022/7	2023/1		2023/2		
国内総生産・実質	2.0	1.7	1.5	1.54	1.05	1.00
民間最終消費支出	3.6	2.8	2.2	2.62	1.26	0.92
民間住宅	▲ 2.1	▲ 4.0	1.1	▲ 4.54	0.03	0.24
民間企業設備	2.2	4.3	5.0	3.11	2.19	1.99
政府支出	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 1.9	1.17	0.56	0.61
財貨・サービスの輸出	2.5	4.7	2.4	4.86	1.46	2.06
財貨・サービスの輸入	3.8	6.9	2.5	7.33	1.85	1.95
内需寄与度	2.3	2.3	1.6	-	-	-
外需寄与度	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	-	-	-
国内総生産・名目	2.1	1.8	2.1	1.96	2.74	2.08
完全失業率	2.4	2.5	2.4	2.55	2.50	2.46
雇用者数	0.5	0.7	0.2	-	-	-
鉱工業生産指数	2.0	4.0	2.3	0.49	1.41	1.98
国内企業物価指数	9.8	8.2	1.4	-	-	-
消費者物価指数(総合)	2.6	3.0	1.7	-	-	-
同上 (除く生鮮食品)	-	-	-	2.89	1.87	1.20
GDPデフレーター	0.0	0.0	0.6	-	-	-

(備考)内閣府「令和5年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(2023年1月23日閣議決定)、「令和4年度 内閣府年次試算」(2022年7月25日)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2023年2月9日)

日銀 経済・物価情勢の展望(2023/1)

(%)

	2022年度	2023年度	2024年度
国内総生産・実質	1.9~2.0 (1.8~2.1)	1.5~1.9 (1.5~2.0)	0.9~1.3(1.3~1.6)
消費者物価指数(除く生鮮食品)	3.0~3.0 (2.8~2.9)	1.6~1.8 (1.5~1.8)	1.8~1.9(1.5~1.9)

(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)

		2022/9調査		2022/12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-悪い)	全産業	3	1	6	3	1	▲ 5
生産・営業用設備(過剰-不足)	全産業	▲ 1	▲ 3	▲ 2	▲ 1	▲ 3	▲ 1
雇用人員判断(過剰-不足)	全産業	▲ 28	▲ 31	▲ 31	▲ 3	▲ 33	▲ 2
資金繰り(楽である-苦しい)	全産業	12		12	0		
金融機関貸出態度(緩い-厳しい)	全産業	17		17	0		
借入金利水準(上昇-低下)	全産業	6	13	6	0	15	9

(前年度比、%)

		2022/12調査						
		2021年度			2022年度(計画)			
		伸び率	修正率	修正幅	伸び率	修正率	修正幅	
全規模合計								
売上・収益	売上高	全産業	4.3	-		7.7	1.6	
	経常利益	全産業	42.7	-		7.5	6.3	
	売上高経常利益率(%、%ポイント)	全産業	6.22	-		6.21	0.28	

(備考)日本銀行「第195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)
				2021年度	2022年度	2023年度	
大企業	日本政策投資銀行	全産業	1,758	▲ 3.8	26.8	▲ 1.2	資本金10億円以上
		製造業	824	3.5	30.7	▲ 8.3	
		非製造業	934	▲ 7.2	24.8	3.3	
	日本銀行	全産業	1,815	▲ 2.3	19.2	—	資本金10億円以上
製造業		959	▲ 0.5	21.1	—	[短観]	
非製造業		856	▲ 3.3	18.0	—		
日本経済新聞社	全産業	950	0.6	25.1	—	上場企業と資本金1億円	
	製造業	525	5.4	28.2	—	以上の有力企業	
	非製造業	425	▲ 5.6	20.6	—		
内閣府財務省	全産業	3,801	—	21.3	—	資本金10億円以上	
	製造業	1,307	—	31.0	—	[法人企業景気予測調査]	
	非製造業	2,494	—	16.3	—		
中堅企業	日本政策投資銀行	全産業	3,735	▲ 8.7	10.9	▲ 2.5	資本金1億円以上10億円未満
		製造業	1,452	▲ 12.6	29.5	▲ 10.4	
		非製造業	2,283	▲ 5.9	▲ 2.3	3.8	
日本銀行	全産業	2,574	▲ 2.3	11.8	—	資本金1億円以上10億円未満	
	製造業	1,006	2.0	27.1	—	[短観]	
	非製造業	1,568	▲ 4.6	3.1	—		
内閣府財務省	全産業	3,053	—	6.8	—	資本金1億円以上10億円未満	
	製造業	870	—	11.0	—	[法人企業景気予測調査]	
	非製造業	2,183	—	4.8	—		
中小企業	日本銀行	全産業	4,846	6.2	3.8	—	資本金2千万円以上1億円未満
		製造業	1,828	6.8	11.0	—	[短観]
		非製造業	3,018	5.9	0.1	—	
内閣府財務省	全産業	4,233	—	▲ 16.2	—	資本金1千万円以上1億円未満	
	製造業	1,380	—	▲ 9.1	—	[法人企業景気予測調査]	
	非製造業	2,853	—	▲ 19.4	—		
金融	日本政策金融公庫	製造業	6,601	3.7	19.7	—	従業員20人以上300人未満
	日本銀行	(上記の外数)	257	▲ 16.2	19.4	—	[短観]
	内閣府財務省	(上記の内数)	—	—	22.0	—	[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
2021年度	▲ 17.9	24.6	4.9	▲ 5.1	▲ 34.3	7.4	▲ 4.7	▲ 5.1	▲ 0.3	11.9
2022年度	21.7	36.7	51.6	40.0	25.5	15.0	26.9	31.0	7.5	14.3

- 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)
- 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
- 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 Overview2023年4月号」は、2023年4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9月号掲載分～）

2023年2月号	日銀サプライズ修正の背景と今後のシナリオ 40年ぶりの日本のインフレはどうか
2023年1月号	2040年に向けたデジタルヘルスの活用 ～バーチャルホスピタルの実現へ～
2022年12月号	XR・メタバースは観光振興にいかにか活用できるか
2022年11月号	高まるインバウンドへの期待と課題 製造実行システム(MES)の投資判断における非財務価値の活用
2022年10月号	水素の利用拡大に向けて ～カーボンニュートラル対応を成長の好機に～ 車載半導体不足の要因分析と安定調達に向けた方策 景気後退の懸念が高まる米国経済
2022年9月号	2022年度設備投資計画調査の概要 70年代のスタグフレーションの再来はあるのか 円安や経済安保で国内回帰は進むか 長期に伸び悩む日本の消費 インフレで国内の消費行動はどう変わったか 日米製造業の研究開発効率

## 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. 2023

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。