



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

DBJ 2023 Monthly Overview 02

DBJ Monthly Overview
2023/2
日本政策投資銀行
産業・地域調査本部



今月のトピックス

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
海外減速と円安修正の中の企業収益

* 本資料は原則として1月24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

日銀サプライズ修正の背景と今後のシナリオ	2
40年ぶりの日本のインフレはどうか	5
海外減速と円安修正の中の企業収益	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

日銀サプライズ修正の背景と今後のシナリオ

経済調査室 米谷 友利

要旨

- 日銀は2022年12月会合で長期金利の変動幅を拡大するサプライズ的な政策修正を実施した。黒田総裁は緩和の持続性を高める措置と説明するが、金融緩和の出口の第一歩を踏み出したとの見方も多い。
- イールドカーブの歪みや、その是正のための国債大規模買入、社債調達環境の悪化、為替変動の増幅など、低インフレの環境下では目立たなかったYCCの副作用が強まっている。
- 1月会合後に市場の圧力は一時和らいだが、この春にかけて、米国の利上げ打ち止め観測、日銀総裁人事、春季賃上げなどを材料に、政策修正観測が再び強まる可能性がある。

2022年は、米国などの利上げにより国内金利にも上昇圧力が加わったほか、急激な円安が進行し、輸入物価上昇によりインフレ率は40年ぶりの高さとなった。この中でも日銀は異次元緩和の修正観測を一貫して否定してきたが、12月の金融政策決定会合で長期金利の許容変動幅拡大を決めた。黒田総裁は、市場機能の低下を是正する措置との説明に終始したが、市場ではインフレ高進に伴い金融緩和の出口の第一歩を踏み出したとの見方も多い。本稿では、サプライズとなった12月会合の要点やその背景を整理しつつ、現状維持を決めた1月会合も踏まえ、今後の論点を考えてみたい。

1. 日銀は長期金利の変動幅を±0.5%に修正

日銀は、12/19、20の政策決定会合で、イールドカーブコントロール(YCC)下での長期金利の変動幅を±0.25%から±0.5%に拡大した。併せて、急激な金利上昇を抑制するための国債買入の増額、イールドカーブの歪み解消を目指した指値オペの対象年限の拡大を決めた(図表1-1)。日銀は、債券市場などの機能低下を是正し、緩和の持続性を高める措置と説明する。ただし、0.25%を超える変動幅拡大は設備投資を下押しする「事実上の利上げ」であり、2%物価目標達成がみえるまで修正は不適切との説明を直前まで繰り返しており、今回の決定はサプライズとなった(図表1-2)。

図表1-1 ドル円と日米金利差

長短金利操作(YCC)	短期: ▲0.1%(当預の政策金利残高に適用) 長期: 0%、変動幅は±0.25%⇒±0.5% 毎日10年債の指値オペ⇒10年以外の年限も
量的質的金融緩和(QQE) +コロナ対応	1.金融市場の安定化: 国債買入、ドル供給オペ 長期国債の買入額を月間7.3⇒9兆円に増額 2.ETFやJ-REITの買入(必要に応じ実施) 3.資金繰り支援: CP・社債の買入、コロナオペ(コロナオペは23年3月に終了予定)
フォワードガイダンス	➢ オーバーシュート型コミットメント(2%の物価目標を超えるまで緩和継続) ➢ 当面の長短金利は現在の水準以下を想定

(備考) 日本銀行により日本政策投資銀行作成

図表1-2 長期金利の変動幅拡大に対する日銀の説明

12月会合前	21/3:政策点検、22/4:黒田総裁 ➢ 変動幅が±0.25%であれば、設備投資に悪影響ない 22/5/10:内田理事、22/6/1:若田部副総裁 ➢ 変動幅拡大は「事実上の利上げ」 22年9月会合、22/9/27:黒田総裁 ➢ 当面は利上げしない、変動幅拡大は金融引き締め
	12月会合後

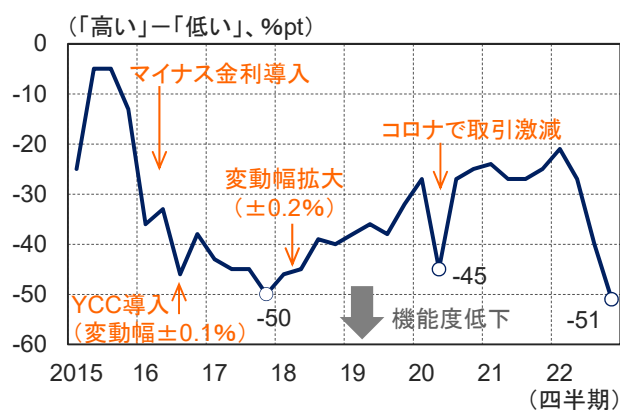
(備考) 日本銀行により日本政策投資銀行作成

2.12月は政策修正の好機だったとも考えられる

長期金利は22年に入って上昇し、許容変動幅の上限である0.25%に張り付く状況が続いていた。また、米国の利上げが進み、急速な円安が進んだ夏頃から政策修正の思惑が強まる中、新発10年債の取引不成立が頻発し、社債も10年債の発行が減るなど市場機能は一段と悪化した(図表2-1)。

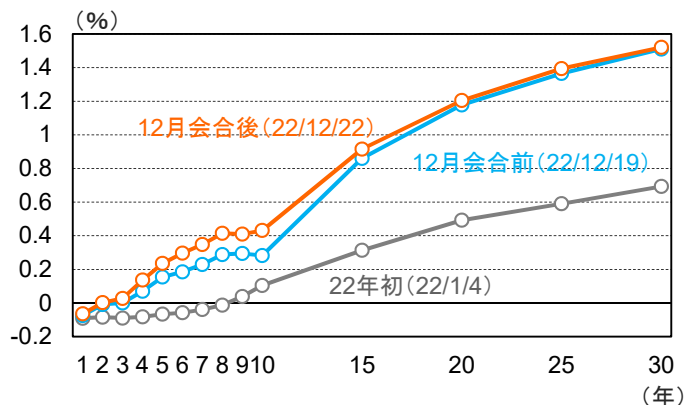
ただし、市場機能の低下はかねてより指摘されており、12月に突如政策を修正した背景は他にも考えられる。長期金利操作の修正を事前に示せば急速に国債売りが強まるためサプライズにせざるを得なかったとの指摘のほか、米国の利上げペース鈍化が意識される中で外的要因が比較的小さく、国内景気が堅調で、かつ為替も追加的な円高の余地があったことを考えると、12月は政策修正の好機だったとも考えられる(図表2-2)。

図表2-1 債券市場の機能度判断DI



(備考)日本銀行

図表2-3 イールドカーブの変化



(備考)財務省

3.YCC死守でイールドカーブは歪み、国債保有比率は5割を超える

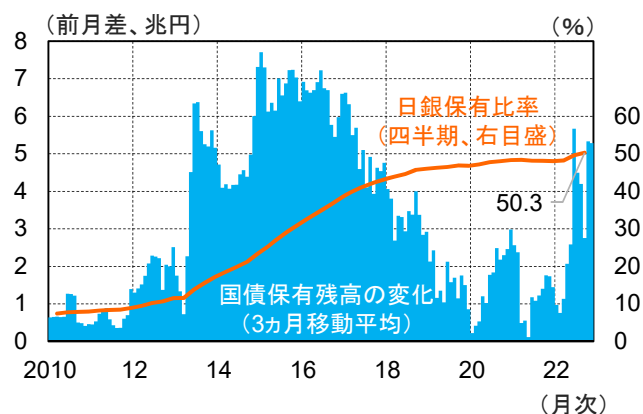
2022年後半は、政策修正観測を受けて海外勢などの国債売り圧力が強まる中、日銀が10年金利の上限を堅持したことで、その前後の金利が上昇する形でイールドカーブに歪みが生じた。12月の修正でこれは一時的に緩和したが、日銀が2、5、20年を指値オペによるコントロールの対象に加えたことで、市場機能はむしろ低下したとの指摘もみられる(図表2-3)。1月17~18日の会合前には、再び市場機能低下を理由にしてYCCを撤廃するとの観測が浮上し、過去最大規模の国債買入が行われており、国債買入を抑えながら長短金利を安定させるというYCC導入当初の目的に反する政策運営を余儀なくされた。日銀の国債保有比率は9月末時点で5割を上回り、23年は1月会合前の買入によって一段と高まったとみられる(図表2-4)。なお、日銀は国債大規模買入は金融政策上の目的であ

図表2-2 12月会合で変動幅拡大を決めた要因

政策運営	<ul style="list-style-type: none"> 修正観測による金利変動圧力を抑えるため、長期金利操作の変更はサプライズ的にならざるを得ない 23年4月の新体制発足後に修正すれば、引き締めへの移行が強調されやすい
海外要因	<ul style="list-style-type: none"> 米国経済の景気悪化は緩やか 米金利が低下し、国内金利への上昇圧力は小さい 外国人投資家がクリスマス休暇入りし、変動要因小
国内要因	<ul style="list-style-type: none"> (日銀の説明)低下した金融市場の機能改善 国内景気は堅調、物価・賃金上昇 円安は130円台に修正も、円高圧力のバッファーあり

(備考)識者意見などにより日本政策投資銀行作成

図表2-4 日銀の国債保有残高と保有比率



(備考)1.日本銀行 2.国庫短期証券を除く

ると説明し、財政ファイナンスとの指摘を退けるほか、金利上昇による短期的な含み損や赤字は、通貨発行能力を有する点などから問題ないとしている。

4.1月会合後も修正圧力は続く

また、日銀の政策変更は為替への影響を増幅した。22年春から急速に利上げを進めた米国では、10月以降に利上げ鈍化観測が強まり、日本との金利差拡大を主因に進んだ円安も反転した。12月には日銀が政策修正を行ったことで円高がさらに進んだ。1月会合では、事前の追加修正観測で円高に振れるとともに、予想に反して政策が現状維持となると、円安に戻した。こうした為替の急変動は、実体面でも企業の計画策定などにマイナスとなり、YCCの修正や出口における副作用の一端ともなりえる(図表3-1)。

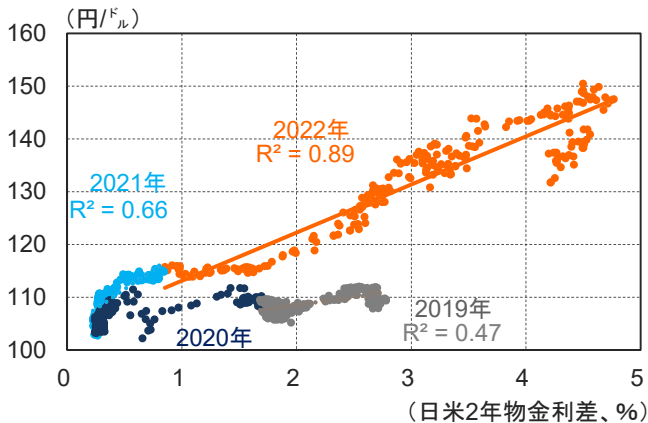
また、22年春以降の政策修正観測を受け、10年物スワップレート(日本円OIS)は、長期金利からかい離して上昇した。特に12月会合後は、かい離が埋まらなかったばかりか、1月会合前にはスワップレートが一時1%を超えるなど、市場はさらなる変動幅拡大や、長期金利ターゲットの撤廃などを織り込んだ。1月会合で導入された共通担保オペの拡充は、裁定取引によって国債市場だけでなく、スワップ市場などの金利低下を促す狙いがうかがえるが、政策修正観測がくすぶり続けられれば、金融機関はやがて国債の大規模購入をためらう可能性もあり、市場を安定させる効果が十分かつ持続的に発揮できるかは課題となっている(図表3-2)。

5.今後の論点

現状維持が決まった1月会合後は、投機的なポジションの巻き戻しの影響も報じられており、一時的に市場の圧力が和らいでいる。しかしこの春にかけても、①米国のインフレ率鈍化を受けた利上げ打ち止め観測(2/1と3/22にFOMC結果公表)による国内金利への上昇圧力低下に加え、②日銀総裁人事(2月に国会に提示)、③春闘賃上げ率の高まり、といった材料によって修正観測が高まる可能性がある。

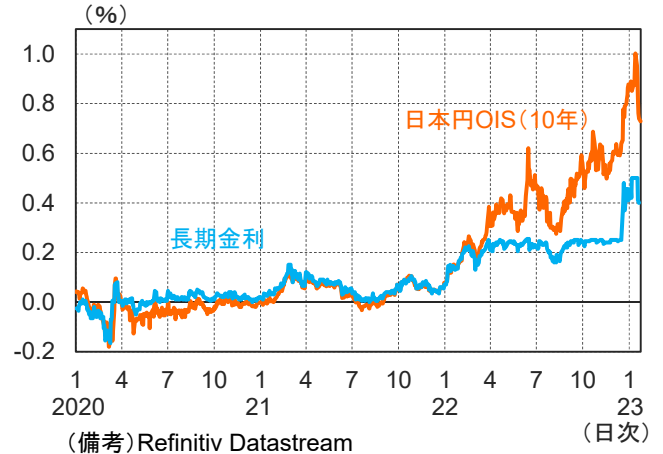
ただし、日本経済は回復が続く見通しとはいえ、当面は海外経済の減速などのリスクが懸念される状況にある。また、23年の春闘では例年のない賃上げが想定されるものの、ベアを除いた賃金上昇率は1%台にとどまる可能性があり、2%物価目標の持続的達成が視野に入るわけではなく、現在の政策ロジックに沿って考えれば、まずは政策維持が模索されるとみられる。他方で、黒田総裁の下での10年間にも、状況に応じた政策枠組みの見直しが行われてきている。目標達成に向けた政策的支援を続けつつも、持続可能性などを加味した見直しが行われる可能性は引き続き注目を集めることになろう。

図表3-1 ドル円と日米金利差



(備考) Refinitiv Datastream

図表3-2 スワップレートと長期金利



(備考) Refinitiv Datastream

40年ぶりの日本のインフレはどうか

経済調査室 石川 亮、和田 耕治

要旨

- 国内消費者物価の前年比上昇率は、2019年までの10年間は平均0.5%に過ぎなかったが、コロナ禍からの回復の中で高まり、22年12月は4%に達し、第二次オイルショック以来40年ぶりの高さとなった。
- 国際市況や円安のような輸入インフレ要因は弱まるものの、その低下ペースや着地点は、価格転嫁や賃上げ、インフレ期待といった国内要因に左右されると考えられる。物価は需給両因により決まるが、景気回復や強制貯蓄による需要の回復を背景に、企業は価格転嫁を進め、これらがインフレを高める。
- 他方、賃金はこれまで景気回復や人手不足の中でも上昇が限られてきたが、今後は、インフレ期待の高まりや人手不足が再び強まることで上昇すれば、物価と一体的に高い伸びを維持することが可能となる。これが実現した場合、インフレ率の着地点は高まると考えられる。

日本の消費者物価は、第二次オイルショック以来40年ぶりの上昇率となり、今後のインフレの見方の不確実性は高まっている。日本は長期にわたってデフレ環境が続いてきたこともあり、今回の物価上昇を一時的とみる向きもあるが、価格転嫁の進展など、これまでと違う動きもみられる。本稿では、物価の見直しに加え、物価認識の変化や賃金への波及により物価が上振れる可能性を考察した。

1. 消費者物価は40年ぶりの上昇率も、輸入インフレはピークアウト

国内消費者物価の前年比上昇率は、2019年までの10年間は平均0.5%に過ぎなかったが、コロナ禍からの回復の中で高まった。生鮮食品を除くコ

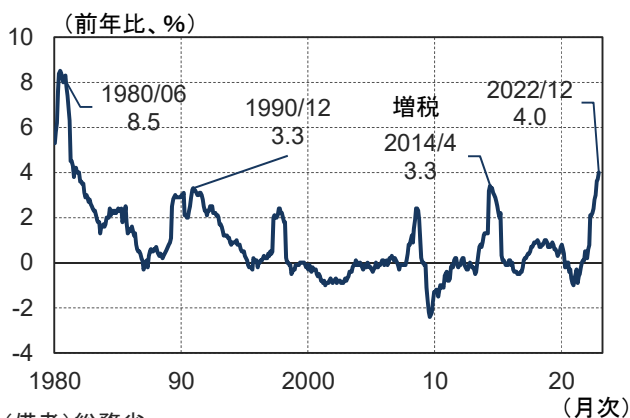
ア消費者物価の伸びは22年12月には4.0%に達し、欧米に比べれば低いものの、第二次オイルショック以来40年ぶりの高さとなった(図表1-1)。

物価上昇の主因であった国際市況の高騰や円安などによる輸入インフレは、すでにピークアウトしている。経験則では、輸入物価の影響は、企業物価には3ヵ月、消費者物価にはそこからさらに4ヵ月ほどかけて波及する。企業物価の伸びはすでに頭打ちとなっており、消費者物価の上昇圧力もそろそろ和らぐものと考えられる(図表1-2)。

2. 消費者物価上昇率は今後低下も、ペースや着地点の不確実性が高まる

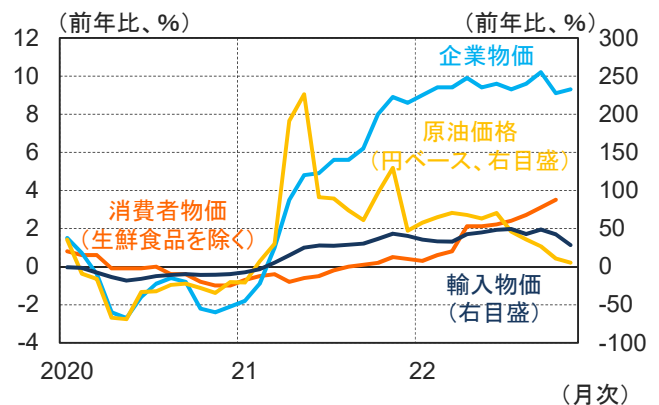
消費者物価上昇率は、資源価格の低下や円安

図表1-1 消費者物価上昇率(生鮮食品を除く)



(備考)総務省

図表1-2 原油価格、企業物価、消費者物価



(備考)総務省、日本銀行、Refinitiv Datastream

今月のトピックス

修正による輸入インフレの低下に加え、物価高対策もあり、23年初をピークに低下に転じる見込み。また、値上げ・賃上げなどによりインフレ期待が上昇し、23年末にはコロナ前を上回る1%台前半に落ち着くとみられる(図表2-1)。

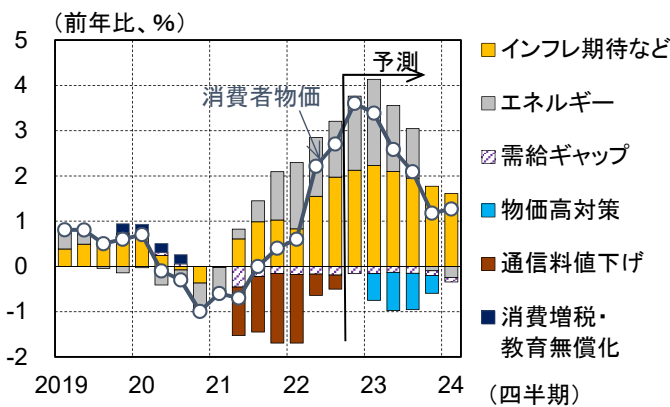
予測コンセンサスは22年後半に上方修正されたが、23年にインフレ率が低下するとの見方は各機関で共通しており、インフレが4%を大きく超えて高まるとの見方はない。ただし、上位8機関平均が24年初でも2%超で高止まると見込むなど、一段と上振れするとの予想が増えている。インフレの低下ペースや、低下後の着地点を巡り、不確実性が高まっている(図表2-2)。

3. 価格転嫁が続く場合は新たなインフレ圧力に

インフレが長引く要因の一つに、日本企業が価格転嫁を強めたことがある。上流の企業物価が上昇すると、原価率の上昇により収益が圧迫されるが、今回はこうした変化は限られている。企業がコスト増を全て転嫁できるわけではないが、コロナ禍での強制貯蓄を背景に消費需要が堅調なこともあり、消費者物価などに転嫁する動きが広がっている(図表3-1)。

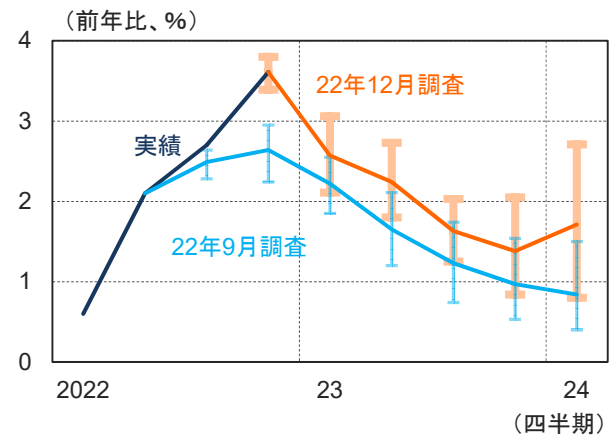
こうした中で、消費者物価の基調を表す指標が上昇している。前年から価格が上昇した品目の割合を示す上昇品目比率は8割に迫るほか、価格変

図表2-1 消費者物価の見通し



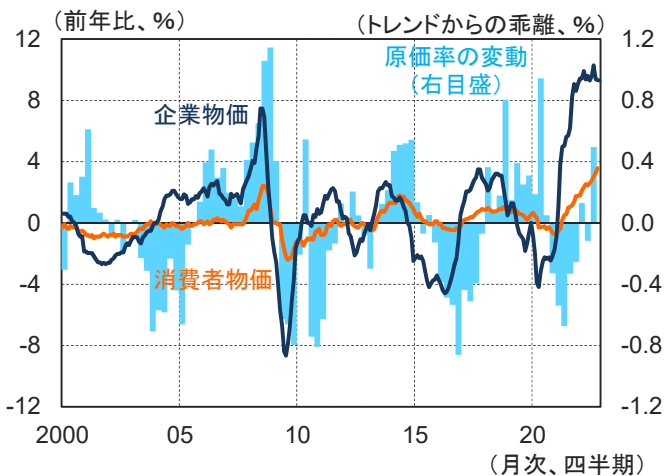
(備考) 1. 総務省 2. 予測、内訳は日本政策投資銀行試算

図表2-2 物価の予測コンセンサス



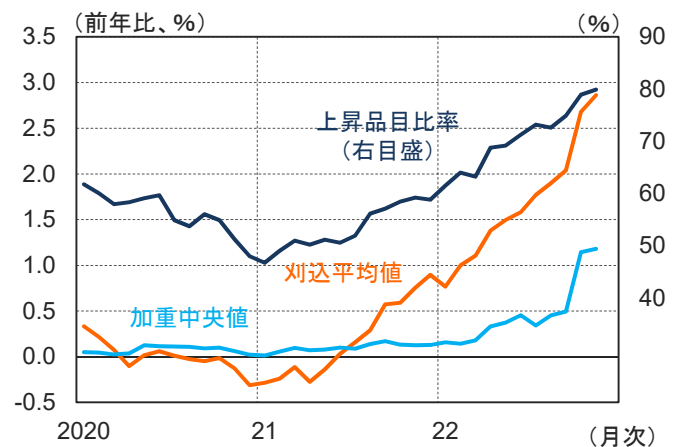
(備考) 1. 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」の予測
2. 予測の縦線は高位・低位8機関平均の幅

図表3-1 物価と原価率の変動



(備考) 1. 財務省、総務省、日本銀行
2. トレンドは2000年以降、HPフィルタによる日本政策投資銀行試算

図表3-2 消費者物価の基調指標



(備考) 1. 日本銀行
2. 対込平均は、変動率の大きい上下各10%の品目を除く

動の大きい品目を除いた刈込平均値や、ウェートを加味した品目ごとの上昇率分布の真ん中に当たる加重中央値も2001年以降で最大となっている。特に、加重中央値は22年初めまで、20年にわたり0.2%以下に収まっており、物価が動かないことを表す指標との指摘もあったが、11月は1.2%上昇に高まった。固着してきた物価が動きやすくなるという構造的な変化が生じた場合には、例えば上流の価格上昇が収まった場合にも、価格転嫁の動きが続くことで、遅れてインフレ圧力が加わることになる(図表3-2)。

4. 期待インフレが上昇しインフレへの関心も高まる

インフレの着地点は、家計や企業が予想する将来の物価変動を表すインフレ期待によって決まると考えられる。例えば、2%のインフレ期待がアンカー(定着)している状態では、値上げ、賃上げともに2%を軸に決定される。日本の期待インフレ率は、企業、家計ともにデフレ下で長らく低迷したが、21年以降は物価上昇とともに上昇している。

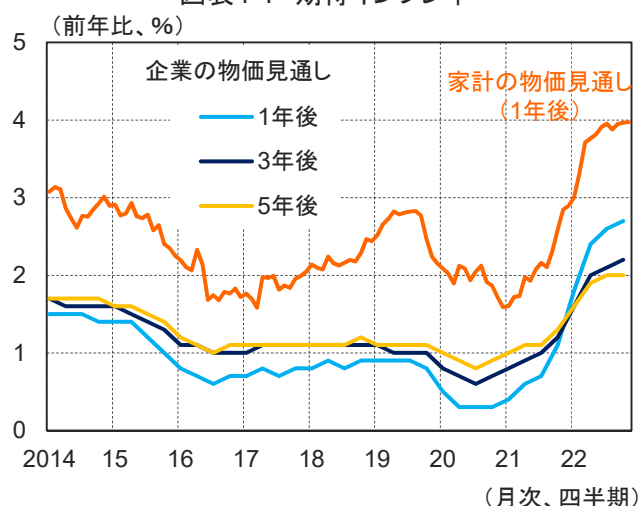
インフレ期待は過去のインフレ率の影響を受ける

(適応的期待)ことが知られている。例えば、08年に資源価格が上昇した際には、日本でも期待インフレ率が上昇したものの、リーマン危機により原油価格が下落すると、期待インフレ率も低下してしまった。今回もインフレ率が落ち着く中で期待インフレには低下圧力が加わるものの、企業の期待インフレ率は中長期の5年後でも2%に高まっており、今回の物価上昇を経てインフレ期待が高めにアンカーされた可能性がある(図表4-1)。

また、日本以上に急激なインフレが進んだ米欧では、インフレ率が一定のしきい値を超えると物価への関心が急速に高まるとの研究がある。物価への関心の高まりは、労使間交渉において賃金に物価が強く反映されるなどの行動変容につながり、高インフレの原因になるとの指摘もある。日本についても、インフレ率が1.6%を超えると急速に関心が高まる傾向が確認できる(図表4-2)。

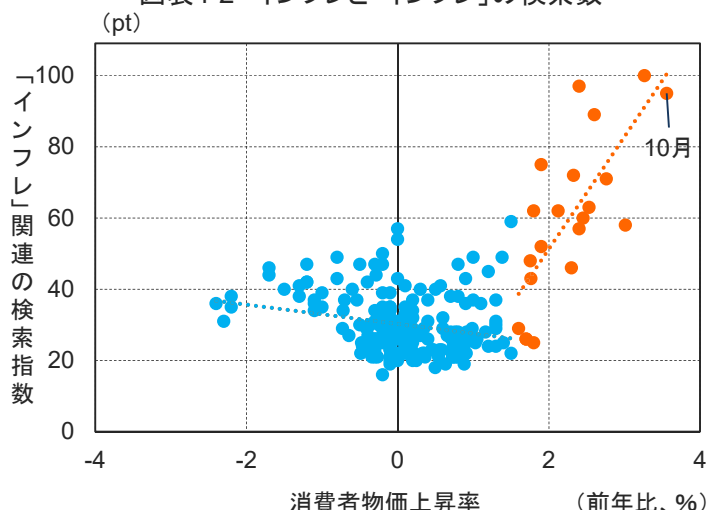
物価上昇が4%に達する中でインフレへの関心が高まっており、これが人々の物価認識を変え、期待インフレ率が高めに定着する契機となった可能性が考えられる。

図表4-1 期待インフレ率



(備考) 1. 内閣府、日本銀行により日本政策投資銀行作成
2. 家計、企業ともに消費者物価ベース

図表4-2 インフレと「インフレ」の検索数



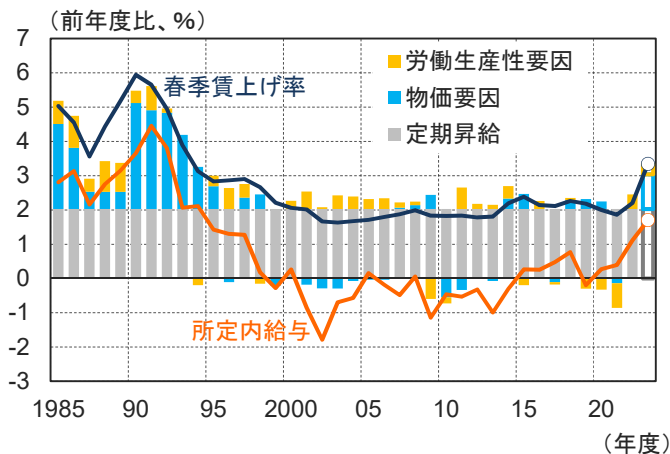
(備考) 1. 総務省、Google Trendsにより日本政策投資銀行作成
2. 消費者物価は特殊要因(増税、携帯値下げなど)を除く
3. 詳細は付注1を参照

5. 来春の賃上げ率は3%超、物価上昇を受けて想定以上に高まる可能性も

日銀の黒田総裁は、持続的な2%目標の達成には、賃金上昇が必要だとする。現在はコロナ禍の強制貯蓄もあり消費は堅調であるものの、実質賃金は大幅なマイナス(22年11月は前年比3.8%の減少)となっており、賃金の低迷が続けば、消費が減速して需要不足によりデフレに逆戻りするリスクもある。

岸田首相は、年頭の会見において、今春の賃上げについて、「インフレ率を超える賃上げの実現をお願いしたい」と述べた。物価や生産性などのマクロ要因から試算すると、今春の賃上げは3%を上回ると試算されるが、このうちベースアップ部分は1%あまりにとどまる。しかし、物価と同様に賃上げも動き始めたこと、人口減少圧力が強まる中で人手不足が深刻化していることもあり、来年以降はインフレ率を上回る高めの賃金上昇が続く可能性がある。賃上げは、一次的には労働集約的な産業を中心にコストアップ要因となるほか、価格転嫁を通じてインフレ期待を継続的に高める要因になる(図表5-1)。

図表5-1 春闘賃上げ率、所定内給与



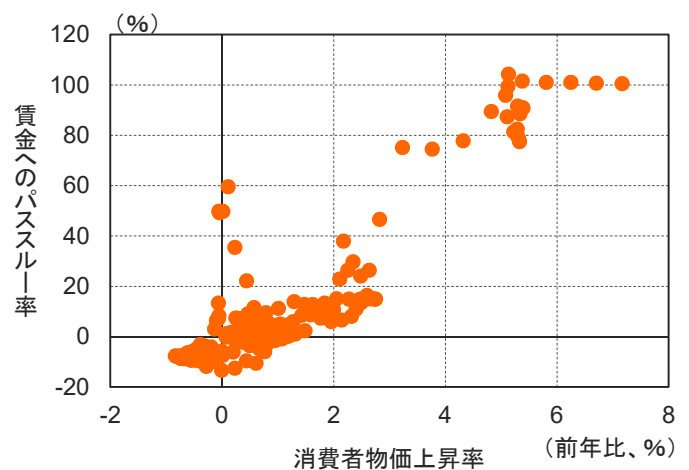
(備考) 1.内閣府、総務省、厚生労働省
2.予測(白抜き)、要因分解は日本政策投資銀行、要因分解は誤差捨象 3.詳細は付注2を参照

この春に向けても、連合がベースアップ3%を含む5%の賃上げを求め、経団連の十倉会長は「水準自体は慎重な検討が望まれる」としながらも「(賃上げのモメンタム(勢い)の維持・強化は)企業の社会的な責務」と応じた。また、ファーストリテイリングが最大40%の賃上げを発表するなど、大企業中心に物価上昇を反映したベースアップの動きもみられる。マクロの時系列データによれば、賃金の物価への反応は、物価上昇率が2%を超えると大きくなり、3%を超える場合には十分にパススルー(転嫁)される傾向がみられた。この20年ほどはデフレ環境が続いたことで物価上昇が賃金に影響してこなかったが、直近ではインフレ率が4%を上回っており、賃上げが想定以上に進み、物価が上振れる可能性もある(図表5-2)。

6. 賃上げが想定以上に進めば、インフレ率の着地点は高まる

今後のシナリオを整理すると、物価を押し上げた国際市況や円安のような輸入インフレ要因は弱まるものの、その低下ペースや着地点は、価格転嫁や賃上げ、インフレ期待といった国内要因に左右さ

図表5-2 賃金の物価に対する反応



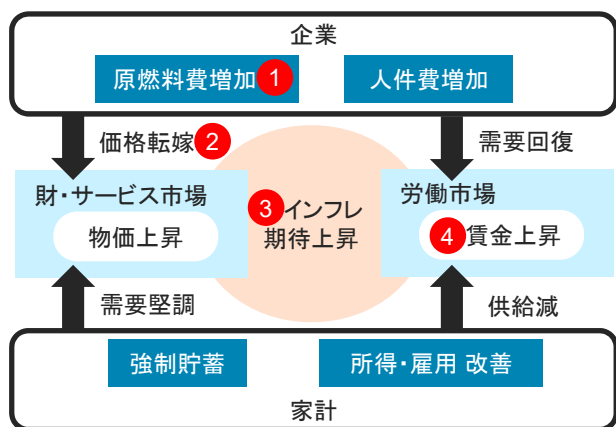
(備考) 1.総務省、厚生労働省、労働政策研究・研修機構により日本政策投資銀行作成 2.詳細は付注3を参照

れる。物価は需給両因により決まるが、景気回復や強制貯蓄による消費の回復を背景に企業は価格転嫁を進め、これらがインフレを高める。

賃金はこれまで上昇が限られてきたが、労働供給が限られる一方、景気回復に伴い労働需要は高まっており、賃金上昇の余地は拡大している。これに加えて、このところのインフレ期待の高まりを反映し、強めの賃上げが実現すれば、家計と企業の間でインフレ期待が高めにアンカー（定着）する可能

性がある。このような状況になると、賃上げにより家計の所得・雇用環境は改善し、堅調な消費需要が維持されるため、企業も賃上げによる人件費の増加を価格に転嫁しやすく、値上げ、賃上げがこれまでよりも高い水準で行われる。物価と賃金が相互に影響しながら高い伸びを維持すれば、輸入インフレが収束した後も日本のインフレ率の着地点は高まると考えられる(図表6)。

図表6 消費者物価上昇のメカニズム、物価の変動要因



	現状	今後
① 国際市況・円安	世界経済減速もあり上昇から下落に反転	下落傾向続く
② 価格転嫁	かつてより転嫁進む	転嫁続く余地あるが投入コスト次第
③ インフレ期待	物価上昇で高まる	物価、賃金が上昇すれば高めで定着も
④ 賃金上昇	緩やかに上昇	伸びが高まればインフレ率の着地点上昇

(備考)日本政策投資銀行作成

(備考)1.日本政策投資銀行作成
2.橙色は上昇要因、青色は低下要因

(付注1) 図表4-2 インフレと「インフレ」の検索数

図表4-2では、Korenok et al.(2022)を参考に、以下の式により推計を行い、その結果を用いた。

$$y_t = \alpha + x_t (x_t < \gamma) \beta_1 + x_t (x_t \geq \gamma) \beta_2 + e_t$$

- y_t : インフレ関連の検索数(指数)
- x_t : 消費者物価(除く生鮮食品、政策要因)の前年比上昇率(%)
- γ : x_t (消費者物価上昇率)のしきい値(推計値 $\gamma = 1.58$)
- (t : 時点.推計期間は,2004年1月~22年10月)
- β_1 : $x_t < \gamma$ の時の x_t の係数
- β_2 : $x_t \geq \gamma$ の時の x_t の係数
- e_t : 誤差項

Korenok et al.(2022)では、日本は、“A lack of evidence for a threshold”(しきい値があるとの証拠がない)と指摘されているが、日本についても、消費税増税や携帯料金などの政策要因を除き、このところの物価上昇を反映すると、米欧のようなしきい値があるように思われる。

(付注2) 図表5-1 春闘賃上げ率の要因分解

図表5-1では、以下の式により推計を行い、その結果を用いた。

$$y_t = c + \beta_1 x_{1t} + \beta_2 x_{2t}$$

- y_t : 春闘賃上げ率
- c : 定数項(定期昇給)
- x_{1t} : 消費者物価上昇率(除く生鮮食品、前年比、%)
- x_{2t} : 実質労働生産性(マンベース)
- (t : 時点.1985年度~2022年度.期間を2000年度前後で区切って推計)

(付注3) 図表5-2 賃金の物価に対する反応

図表5-2では、以下の式を用いて、3年間のローリングウィンドウ形式で推計を行った。

$$w_t = c + \alpha \pi_{t-1} + \beta_1 (U_{t-1} - U_{t-1}^{str}) + \beta_2 w_{t-1}$$

- w_t : 所定内給与上昇率(調査産業計、5人以上、前年比、%)
- c : 定数項
- π_t : 消費者物価上昇率(除く生鮮食品、前年比、%)
- U_t : 失業率
- U_t^{str} : 構造失業率
- (t : 時点.1971年1-3月期~2022年度7-9月期.)
- ※所定内給与は、データの制約から、1980年4-6月期~1990年10-12月期は所定内給与(30人以上)、それ以前は現金給与総額(30人以上)を用いている

横軸には、該当期間の消費者物価上昇率の平均を用いた。

参考文献

- (付注1) Korenok, O., and Munro, D., and Chen, J. (2022), “Inflation and attention thresholds” GLO Discussion Paper, No.1175
- (付注2) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2017年7月)
- (付注3) 1.FRBSF Economic Letter 2022-25
2.太田知宏・馬場直彦・田中百合子(2022)欧米型の「インフレ主導の高い賃金上昇率実現」はあり得るか？(太田),Goldman Sachs

海外減速と円安修正の中の企業収益

経済調査室 崎山 公希、米谷 友利

要旨

- 日本企業の収益は、コロナ禍の落ち込みを経て持ち直し、2021年春以降はコロナ前の水準を上回って改善が続いた。
- 堅調な収益の背景には、価格転嫁の進展や、円安による利益率改善のほか、外需が先行回復したことがある。今後は、内需が遅れて回復することや、原燃料価格の低下により、収益は緩やかな改善が続くとみられる。ただし、海外景気の減速や円高による、製造業を中心とする下振れリスクには注意を要する。
- 企業の返済能力を示す債務償還年数はおおむね適正範囲にある。ただし、足元の高水準の借入残高が堅調な収益力に支えられている点には留意が必要となる。

企業収益は、コロナ禍の大幅な落ち込みから持ち直し、21年春以降はコロナ前の水準を上回り改善が続いた。ただし、今後は、米欧の利上げによる海外景気の減速と、日米金融政策の転換観測を主因とする円安修正が見込まれており、堅調な企業収益の持続力が論点となる。本稿では、企業収益と資金調達の見通しを整理する。

1. 企業収益は大企業で好調、中小企業も底堅い動き

法人企業統計によると、企業収益はコロナ禍での大幅な落ち込みから持ち直し、21年春以降はコロナ前の水準を上回って改善が続いた。経常利益は、大企業では円安により海外事業からの受取が増加したことにより大きく高まった。中小企業は横

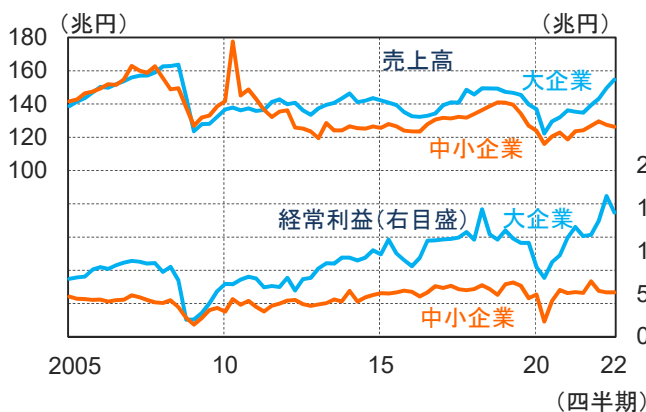
ばいにとどまるが、原燃料高の転嫁が難しい中で底堅い動きとなっている(図表1-1)。

直近の22年7~9月期は、全産業では増収減益となった。非製造業は感染拡大や原燃料高により、電気やガスなどで減収減益となった。一方、製造業は上海のロックダウンによる供給制約が緩和したほか、円安もあって4期連続の増収増益となった(図表1-2)。

2. 価格転嫁が進展、円安も加わり、粗利率は機械類で改善

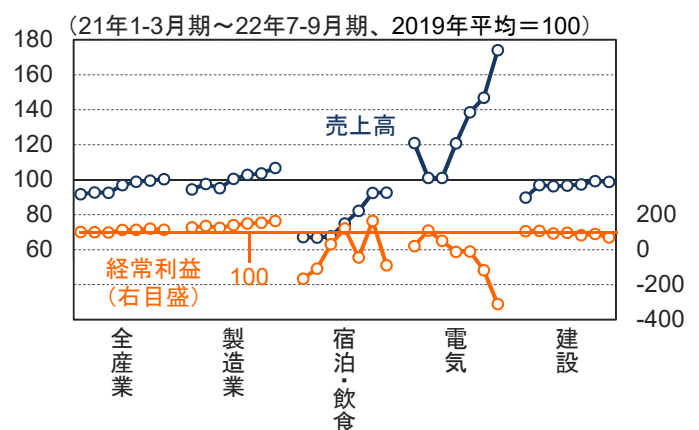
収益が堅調となった一因には、価格転嫁の進展がある。販売価格と仕入価格のDI差からなる交易条件は、22年中にマイナス幅が縮小しており、先行きも改善が見込まれている(図表2)。

図表1-1 規模別の売上高、経常利益



(備考)1.財務省 2.季節調整は日本政策投資銀行による

図表1-2 業種別(全規模)の売上高、経常利益



(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

また、収益性の改善には価格転嫁以外の要素も影響した。機械製造業においては、円安が進む中でも海外販売価格を維持する傾向が、2014年と同様に見られた。日本の輸出が高付加価値品にシフトする中、円安で価格競争力(割安感)を強めて数量を増加するのではなく、円建て売上高の増加によって利益率を高める動きとなっている。

3. 製造業や卸売、運輸などで海外減速がリスク

コロナ禍で先行回復した外需も企業収益を支えた。輸出や海外売上高のウエートは、機械製造業などで高いほか、非製造業でも運輸や卸売では相対的に高く、円安とあいまって収益を押し上げてきた(図表3-1)。

ただし、今後は海外景気の減速や円高がリスクとなる。22年末にかけて、海外減速により鉱工業とともに、機械卸売や事業者向け電力などの「製造業依存型サービス」が弱含んだ。今後は対個人サービスを中心とする持ち直しの継続が期待されるもの

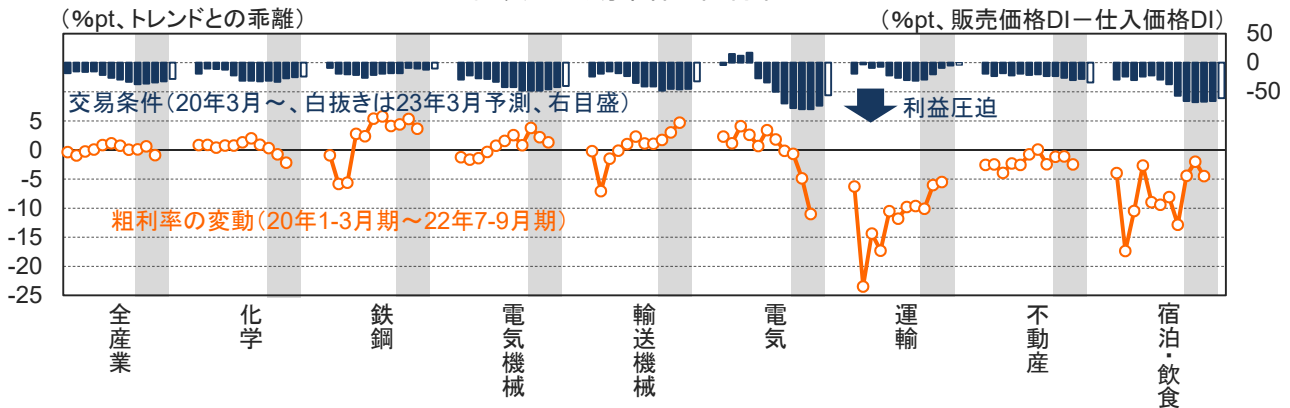
の、12年には欧州債務危機や円高などにより鉱工業に引きずられる形で景気が悪化しており、下振れリスクには注意を要する(図表3-2)。

4. 今後の経常利益は緩やかな改善が続く見込み

今後の経常利益は、緩やかな改善が続くとみられる。非製造業は国内景気回復のほか、原燃料価格の下落や価格転嫁の進展もあり、堅調が期待される。一方、製造業は海外減速や円高により、直近の高水準から減少する。ただし、今後、国内景気は米欧と比べて堅調に内需が回復するとみられており、過去の景気後退期よりも製造業の落ち込みは小幅にとどまる(図表4-1)。

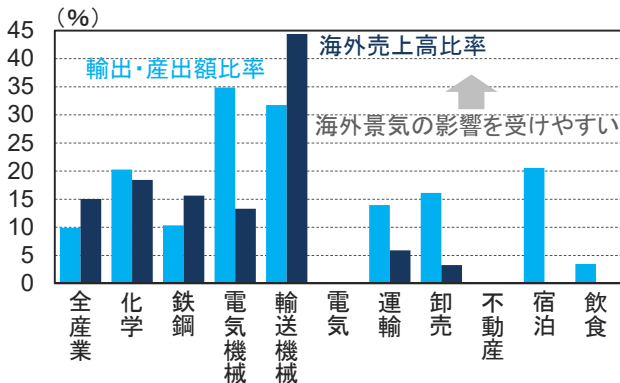
利益の改善を反映し、日経平均株価の予測コンセンサスも上昇する。23年半ばにかけては、景気悪化懸念による米欧の株価調整を受け、国内でもたつすが、米欧の景気が持ち直す23年後半から上昇ペースが強まる。25年初には、ワクチンによる経済再開期待が高まった21年秋以来の3万円台を

図表2 交易条件と粗利率



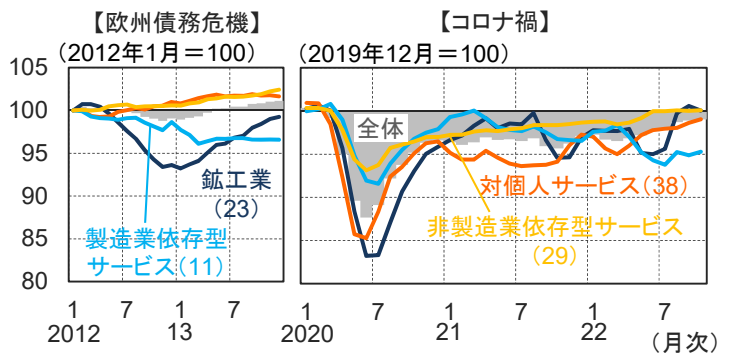
(備考) 1.財務省、日本銀行 2.粗利率は全数調査の大企業に限定、トレンドは日本政策投資銀行試算 3.網掛けは22年

図表3-1 輸出・産出額比率、海外売上高比率



(備考) 1.JIP2021、経済産業省 2.輸出はサービスを含む

図表3-2 鉱工業、サービス業の生産活動



(備考) 1.経済産業省 2.()内は全産業に占める付加価値ウエート 3.3か月移動平均

回復すると見込まれている(図表4-2)。

5.業種別にみる経常利益の変動要因

続いて、業種別に当面の経常利益の変動要因を確認する。非製造業では、宿泊・飲食の売上高は、国内における感染影響の縮小や世界的な水際対策の緩和により大きく増加する。一方、製造業では海外展開が進む業種が多く、海外減速や円高が減益要因となるほか、コロナ禍で財需要がサービス需要に先行して回復したこともあり、今後の増収余地は非製造業に比べ小さい。内訳では、電気機械はメモリの特需一巡による下押しが大きい。輸送機械は部品不足の緩和が収益を支えるとみられる。

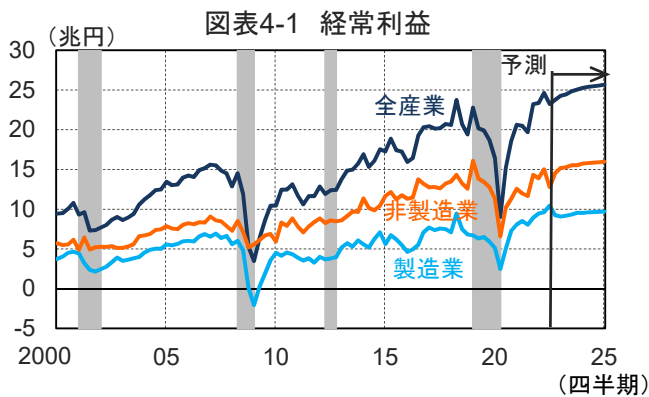
また、物価高や好業績を受けた賃上げも、利益の改善を幾分鈍らせる。その影響は労働集約的かつ人手不足が深刻な運輸や宿泊・飲食で相対的に大きいとみられる。このほか、市況下落や円高に

より変動費は非製造業を中心にプラス要因となるほか、長期金利の上昇がマイナス要因となる(図表5)。

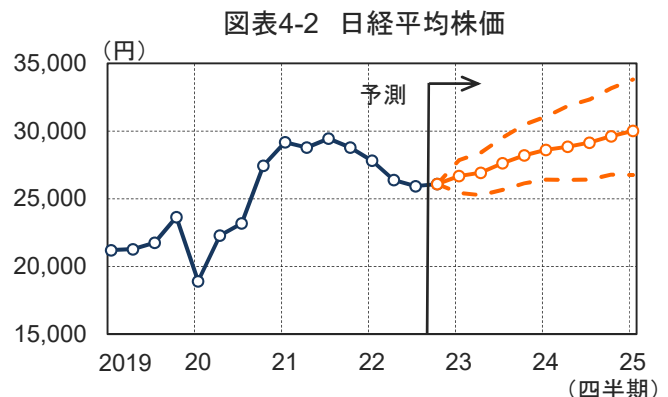
6.貸出は再び増加傾向、資金繰りは製造業で悪化、非製造業は総じて改善

こうした収益の中で、企業の資金調達にはどのような影響があるだろうか。コロナ禍により20年春に急増した銀行貸出残高は、21年夏にかけて緩やかに減少したが、その後は再び増加傾向にある。業績回復による資金需要に、資源高による運転資金需要が加わった。また、22年後半には、金融政策を巡る不透明感による社債調達環境の悪化や、円安による外貨建融資の円換算額の増加も、貸出増の一因となった。

業種別には、製造業は特に輸送機械の資金繰りが厳しく、急増した借入の返済が鈍る可能性もある。非製造業は運輸の資金繰りDIがプラス圏に浮上し、



(備考)1.財務省 2.予測は日本政策投資銀行(22年12月時点) 3.網掛けは景気後退期



(備考)1.Refnitiv Datastream 2.日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」の予測 3.破線は予測の上位、下位8機関平均

図表5 当面の経常利益の変動要因

		全産業想定		鉄鋼	化学	電気機械	輸送機械	電気・ガス	不動産	運輸	宿泊・飲食
売上高	国内	景気回復		需要低迷も価格転嫁	先行回復しており、増加余地小		部品不足緩和				回復余地大
	海外	景気減速	円高			一部半導体の特需一巡	部品不足緩和			旅客は好調	インバウンド
変動費		市況下落	価格転嫁	円高	価格転嫁により足元の圧迫小	足元で圧迫大	円安で販売価格維持 足元の圧迫小				
人件費		賃上げ進む		資本集約的であり、影響は相対的に小さい						労働集約的 人手不足	
為替差損益		円高			海外比率大	製造業では海外比率小	海外比率大			海外展開あり	

(備考)1.日本政策投資銀行作成 2.橙は改善要因、青は悪化要因、グレーは影響なしまたは横ばい 3.濃色は全産業平均を上回る改善、悪化要因

今月のトピックス

厳しさが残る宿泊・飲食も持ち直すが、電気・ガスは資源高によって資金繰り悪化とともに借入が急増した(図表6)。

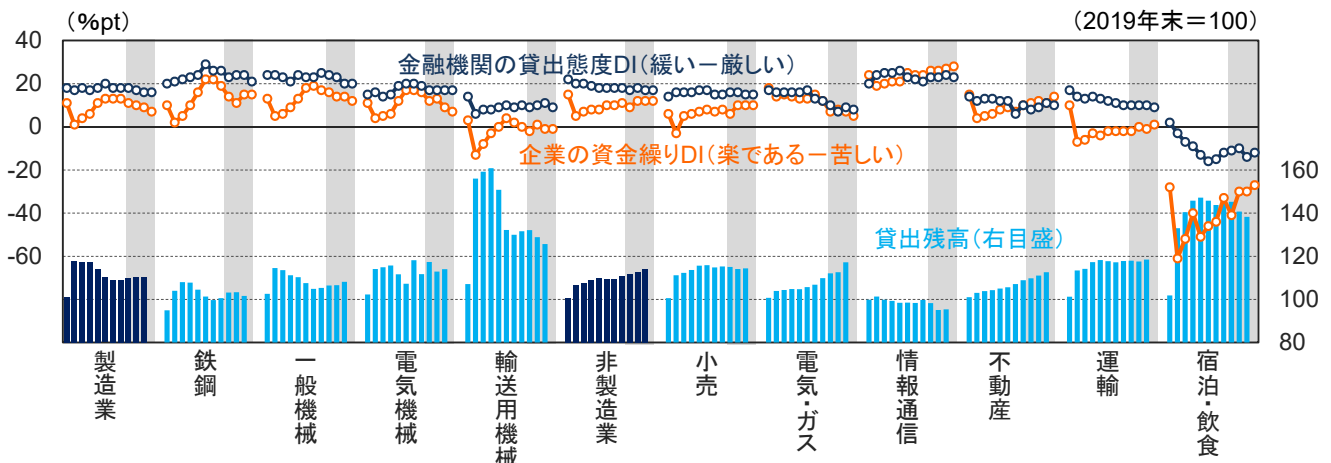
7.コロナ禍の借入は予備的動機が強い、債務償還年数はおおむね適正

企業のバランスシートの状況を概観すると、コロナ前には、有利子負債の削減が進む中で現預金と利益剰余金が両建てで増加したが、コロナ禍では、利益剰余金が減少する一方、負債と現預金が急増した(図表7-1)。総じてみれば、予備的動機による借入が多いとみられるが、中小企業庁によれば、今年7月から24年4月にゼロゼロ融資の返済期限が

集中する。借り換えのための新たな保証制度も設けられたが、業績改善が遅れた企業の経営問題が顕在化する可能性は残る。

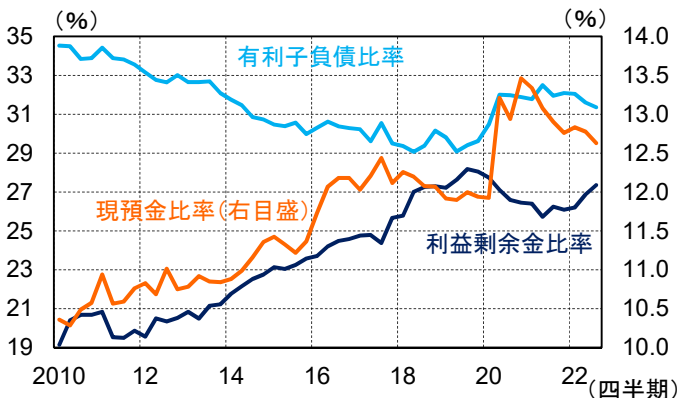
最後に、企業の返済能力を反映する債務償還年数をみると、製造業は過去15年で最短となり、非製造業はコロナ前より長いものの、リーマン危機よりは短期化するなどおおむね適正範囲にある(図表7-2)。ただし、足元の高水準の借入残高は堅調な収益力に支えられている。海外減速や円高、あるいは内需の想定外の減速によって企業収益が下振れし、倒産や金融を通じて悪影響が深まるリスクには留意が必要となる。

図表6 業種別の資金繰りと貸出状況(20年3月～22年12月まで3ヵ月毎)



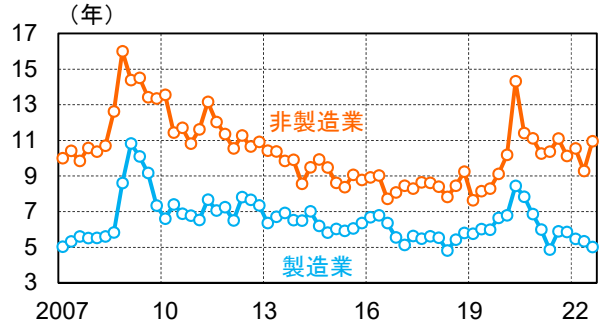
(備考) 1.日本銀行 2.貸出残高の季節調整は日本政策投資銀行による 3.貸出残高は22年9月末まで 4.網掛けは22年

図表7-1 現預金・有利子負債・利益剰余金比率



(備考) 1.財務省 2.季節調整は日本政策投資銀行による 3.全て総資産に占める割合

図表7-2 債務償還年数



(備考) 1.財務省 2.債務償還年数=要返済債務(短期+長期+社債)/償還資金(経常利益×0.5(法人税等)×0.7(配当性向30%)+減価償却費×0.7(3割は維持更新費))、経常利益の季節調整は日本政策投資銀行による

	2023年1月	2023年2月
日本	回復	回復
設備投資	持ち直し	持ち直し
公共投資	持ち直し	横ばい
住宅	横ばい	横ばい
消費	回復	回復
輸出	持ち直しも一部に弱さ	持ち直しが足踏み
輸入	増加	増加
生産	緩やかな持ち直し	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	感染拡大により持ち直しに足踏み

(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

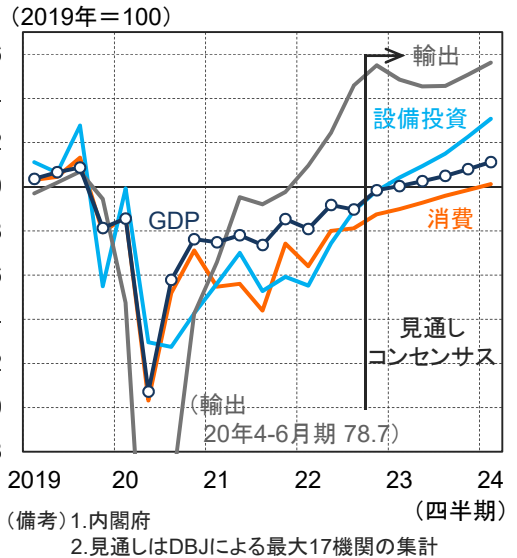
日本経済は回復続き、19年のGDP水準を回復

日本経済は、回復が続いている。2022年7～9月期の実質成長率は前期比年率0.8%減少するなど、波動的な感染拡大による一進一退の動きが続いたが、その中でも着実に回復は進み、感染影響が縮小する足元では2019年平均のGDP水準を回復したとみられる。先行きは先行回復した輸出が海外経済の減速により減少するが、内需は堅調が見込まれる。出遅れが目立っていた設備投資は、統計改定後は、22年後半に消費を上回るペースで回復する姿となっており、脱炭素やデジタル化、安定供給などの長期的課題に取り組む中で、着実に拡大すると見込まれている。

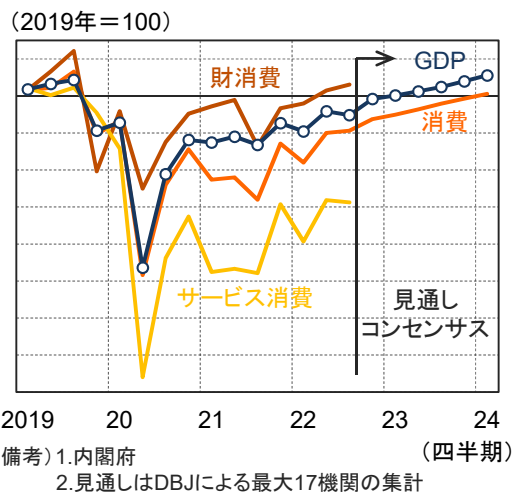
サービス消費は回復続くも、財消費は頭打ちに

一方で、消費の持ち直しはGDPに比べて弱いとみられている。サービス消費の回復は依然道半ばであり、感染8波もピークを打ちつつある中、今後は正常化が一段と進むと期待される。他方で、財消費は既にコロナ前の水準を回復しており、供給制約が残る自動車などを除けば、繰越需要は年内にも収束が見込まれる。コロナ禍での内食需要や、巣ごもり下での家財見直しなどの特需が落ち着くとともに、小売売上高は頭打ち傾向が強まろう。さらに、企業の売上高は二つの点で割り引いてみる必要がある。まず、インフレは食品などの財分野で進行しており、この影響を除いた実質売上高(数量)の伸びは小さくなる。また、持ち直しが進むインバウンド支出はGDP統計上は(財であっても)サービス輸出に分類される。いずれも付加価値には変わらないが、基調としての国内財消費としてみれば、停滞感は一層強まることになろう。

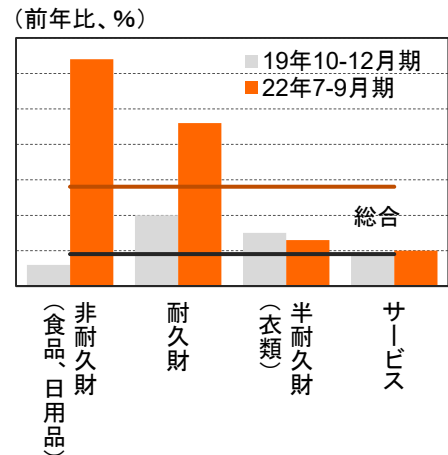
実質GDP水準と見通し



財、サービス別の実質消費



消費物価上昇率



世界銀行は米欧中心に
経済見通し引き下げ

世界銀行は1月に世界経済見通しを引き下げた。世銀は一人当たりGDPが減少する0.9%を景気後退の基準とし、23年の1.7%は、これに迫る弱い数字とする。国・地域別には、昨年6月時点と比べて米欧がともに2%近く引き下げられ、中国も、ゼロコロナ政策は解除されたものの、不動産市場の調整、外需減速もあり急回復とはならない。

日本の下方修正は小幅も、
欧米の不確実性大

日本は外需減速が逆風となるものの、下方修正は比較的小さく、0.5%程度の潜在GDPを上回るペースで回復するシナリオが維持された。感染からの回復余地が大きいことに加え、世界経済はマイナス成長を記録したリーマン危機やコロナ禍ほど深い景気悪化には至らない。それでも、米欧景気をめぐる不確実性は高い。マインド指標やPMIなどのソフトデータに比べると、生産や消費の悪化は底堅いが、利上げの半年程度のラグを伴い、当初は投資需要の減退、徐々にストック調整に移ることで影響が深まり、最終的に雇用や消費を圧迫するとみられる。

内需減退を回避しつつ、
外需は年後半に期待

日本経済はリーマン危機などの海外ショックにより大きく落ち込んだ経験があり、今回の海外景気減速への警戒感は強く、製造業の一部では輸出に弱さがみられている。景気指数からみると、先行指数は21年から低下し、一致指数も弱さがみられており、ここから機械的に決まる景気判断は「改善」から「足踏み」に移る可能性が高い。ただし、景気指数は製造業の動向の影響を強く受けており、製造業の悪化で過度に萎縮し、経済の過半を占めるサービス需要の減退によって景気が腰折れることは回避しなくてはならない。今後は、消費におけるサービスと財の違いと同様に、産業によって景況感の差が広がるとみられるが、製造業においても、外需減速の量感、そしてITサイクルを含めて年後半に期待される底入れを冷静に見極めることが重要となろう。

【産業調査部長 宮永 径】

世界経済見通し

(%、カッコは修正幅)

	2022	2023 (予測)	2024 (予測)
世銀(23年1月)	2.9 (0.0)	1.7 (▲1.3)	2.7 (▲0.3)
米国	1.9 (▲0.6)	0.5 (▲1.9)	1.6 (▲0.3)
ユーロ圏	3.3 (+0.8)	0.0 (▲1.9)	1.6 (▲0.3)
中国	2.7 (▲1.6)	4.3 (▲0.9)	5.0 (▲0.1)
日本	1.2 (▲0.5)	1.0 (▲0.3)	0.7 (+0.1)
IMF(22年10月)	3.2 (▲0.4)	2.7 (▲0.9)	3.2 (▲0.2)

(備考) 1.修正は世界銀行は22年6月、IMFは22年4月との比較
2.集計上の為替は、世銀は市場レート、IMFは購買力平価

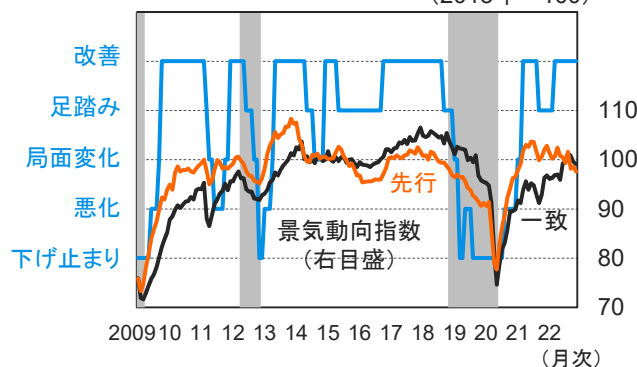
利上げが及ぼす影響

	フロー(GDP)	ストック	
時間 ↓	新規借入減による需要減 ・住宅投資 ・設備投資	既存借入コストの増大 ・企業破綻 ・政府債務問題	リスク資産の価格調整 ・株価 ・低格付債
	消費減退	雇用悪化	

(備考) DBJ作成

景気動向指数と基調判断

(2015年=100)

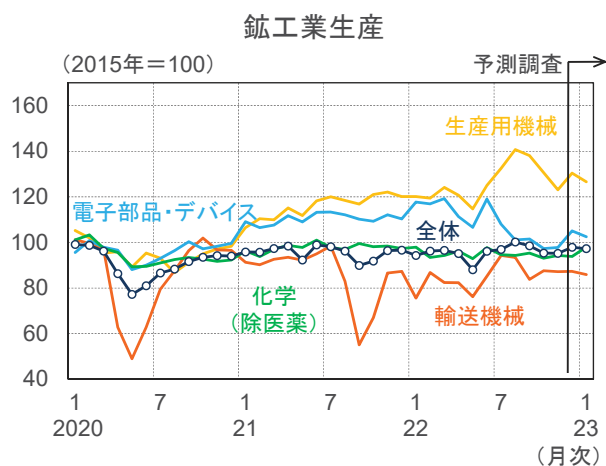


(備考) 1. 内閣府 2. 網掛けは景気後退期

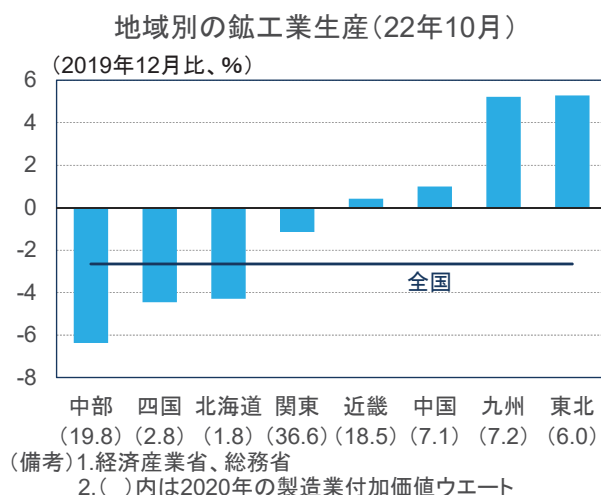
主要指標

生産は持ち直しが鈍化している

- 11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。部品不足が続く輸送機械がほぼ横ばいとなったほか、感染が拡大していた中国向けの割合が高い生産用機械の減産が続いた。先行きは、海外経済の減速はあるが、国内景気の回復や供給制約の緩和により、緩やかになりつつも持ち直しが続く見込み。
- 地域別に生産のコロナ前からの回復状況を見ると、まだら模様となっている。九州や東北では半導体関連でコロナ前の水準を上回る一方、輸送機械のウエートが高い中部や関東では、回復が遅れている。輸送機械のウエートが高い地域では今後部品不足の緩和による回復が期待される。一方、中部や東北ではコロナ禍の特需が一巡したメモリを生産しており、下振れリスクに注意を要する。

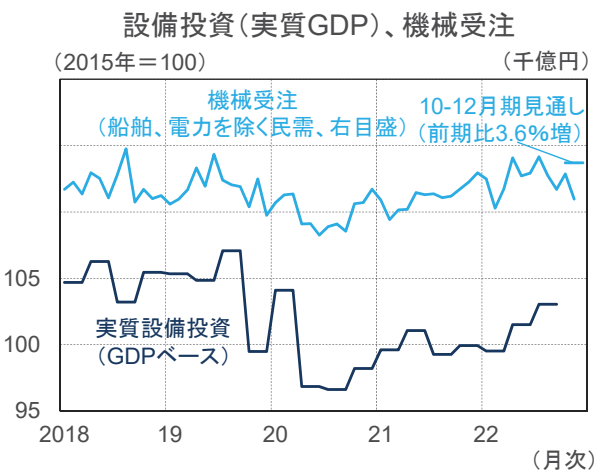


(備考) 経済産業省

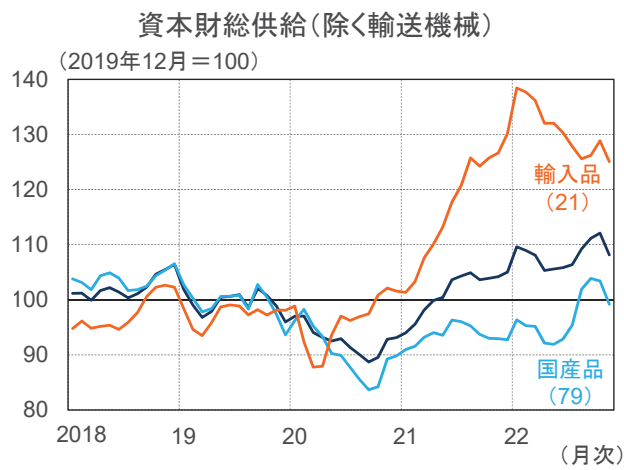


設備投資は持ち直している

- 7～9月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比年率6.3%の増加となり、持ち直している。ただし、先行指標である機械受注は、11月は海外減速を受けて製造業を中心に減少しており、今後は持ち直しが緩やかになるとみられる。
- 設備投資の一致指標である資本財総供給は、21年末にかけて増加したが、ノートパソコンや再生エネルギー関連、5G関連などの輸入品を中心にまかなわれており、設備投資による国内生産の押し上げは限られた。ただし、22年夏以降はコロナ禍で繰り越された投資が実行される中、生産用機械などで国産品が増加した。



(備考) 内閣府、経済産業省

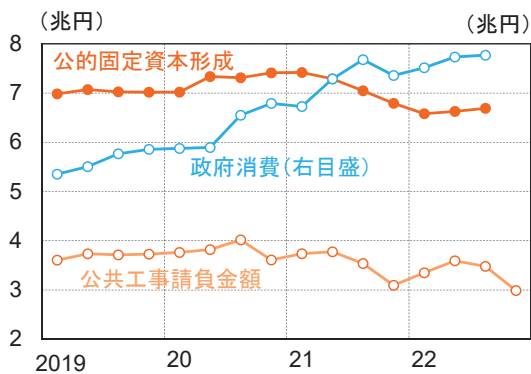


(備考) 1. 経済産業省 2. ()内はウエート 3. 3ヵ月移動平均

公共投資と住宅着工は横ばい

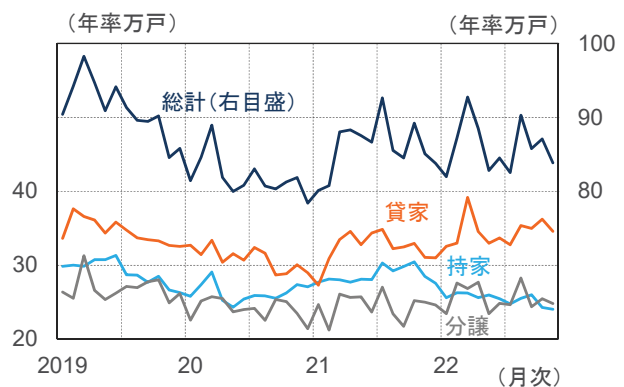
- 7～9月期の公共投資は2期連続で増加した。先行指標の公共工事請負金額は21年度補正予算効果の剥落などにより弱い動きとなっており、足元ではおおむね横ばいとなっている。ただし、22年度の公共工事予算は補正を含めて前年並みとなっており、23年度にかけて再び持ち直すとみられる。政府消費は7～9月期まで3期連続で増加し、今後も社会保障関係費や全国旅行支援などの経済対策により、増加が続くとみられる。
- 7～9月期の実質住宅投資(GDPベース)は、建築費高騰や資材不足による工事の遅れなどにより、前期比年率2.0%減少した。11月住宅着工は減少したが、均してみると横ばいとなっている。持家は住宅ローン減税の反動減後も、建築費高騰により弱い動きが続く一方、貸家はコロナの影響が縮小した21年以降増加基調となっている。

公共投資及び政府消費



(備考) 1.内閣府、北東西三建設業保証会社 (四半期)
2. 公的固定資本形成と政府消費は実質GDPベース

住宅着工戸数

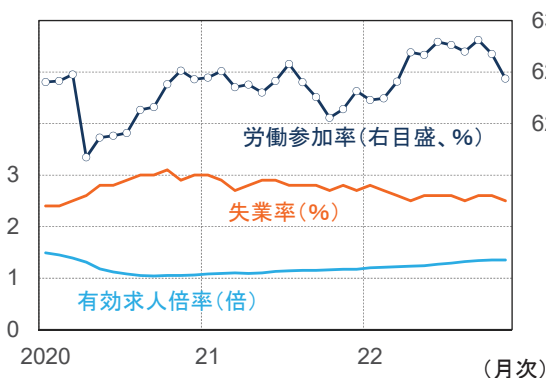


(備考) 国土交通省

雇用は改善している

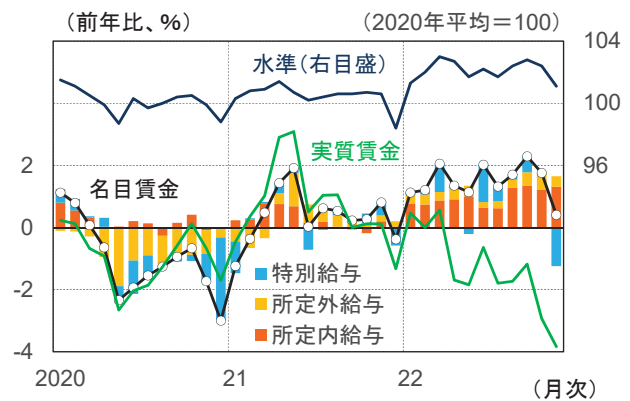
- 11月の失業率は2.5%となり、前月からやや低下した。有効求人倍率は前月に続き1.35倍となり、上昇基調が続いており、雇用は改善している。一方、労働参加率は2ヵ月連続で低下しており、今後労働需要が増加する中で、人手不足が一段と強まる可能性もある。
- 11月の賃金は前年比0.5%増加した。振れの大きい特別給与が大幅減となったため、前月から伸びは縮小したものの、基本給である所定内給与は1%半ばの上昇が続いている。冬のボーナスも、10%前後の高い伸びとなったとみられ、今春の賃上げでも1%超のベースアップが期待されている。ただし、名目賃金の伸びは物価上昇(持家を除く消費者物価総合:4.5%)に追いつかず、実質賃金は大幅なマイナスが続いている。

完全失業率、労働参加率、有効求人倍率



(備考) 総務省、厚生労働省

賃金

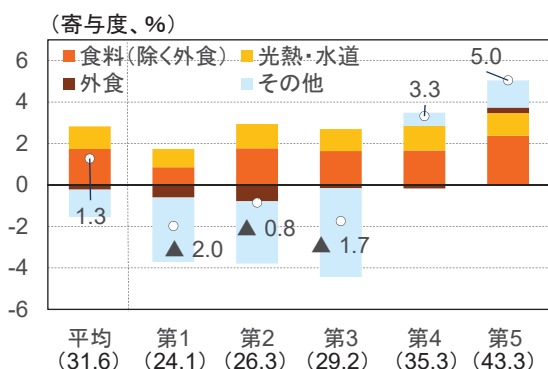


(備考) 厚生労働省

消費は回復している

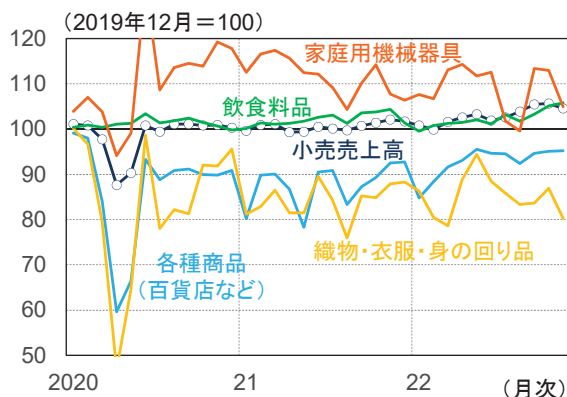
- 7～9月期の実質民間消費（GDPベース）は、前期比年率0.5%増加し、コロナ前の水準を回復した。収入別に消費支出のコロナ前からの回復状況を見ると、高所得層はコロナ前を上回る一方、生活必需品への支出割合が大きい低所得層の回復は鈍くなっている。
- 11月の小売業販売額は、前月比1.1%減少した。訪日外客数の持ち直しなどにより百貨店などが堅調だったほか、インフレの影響で飲食料品も増加したが、全国的に気温が高い中、冬物の衣料品やエアコンなどの家庭用機械器具が低調だった。

収入五分位別の消費支出（勤労者世帯）



(備考) 1.総務省 2.19年9-11月平均と22年9-11月平均の比較
 3.五分位は、収入の低い方から順番に並べ五つのグループを作った場合の各グループのこと
 4.()内は、22年9-11月の平均消費支出(万円)

小売業販売額

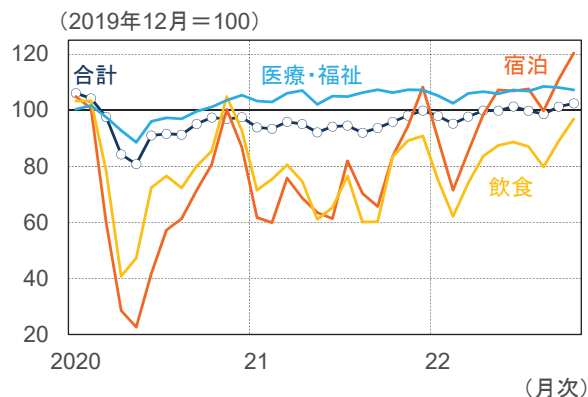


(備考) 総務省

サービス消費は回復している

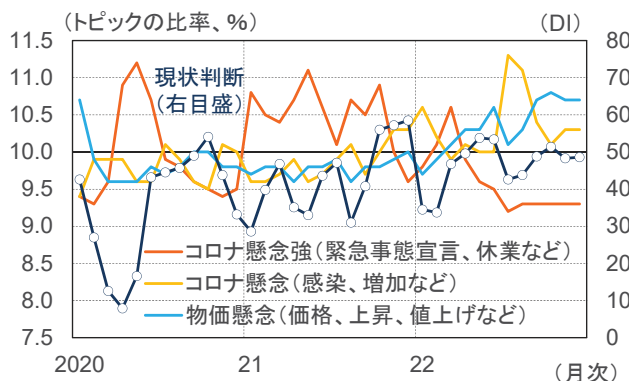
- 10月のサービス消費は、感染が拡大した8月を底に3か月連続で増加し、コロナ前を回復している。コロナ禍で需要の高まった医療・福祉はやや減少したが、宿泊や飲食の増加が続いた。10月の宿泊は、全国旅行支援もあってコロナ前を約2割上回った。
- 12月の景気ウォッチャー調査（家計動向関連）は、現状判断DIが48.6となり、前月から小幅に改善した。景気判断の理由のコメントをみると、22年初までは感染拡大への懸念で大きく低下する傾向が続いたが、その後はコロナを強く懸念するコメントが減少し、景気判断上の関心が物価上昇にシフトつつある。

サービス産業売上高



(備考) 1.総務省 2.季節調整値はDBJによる

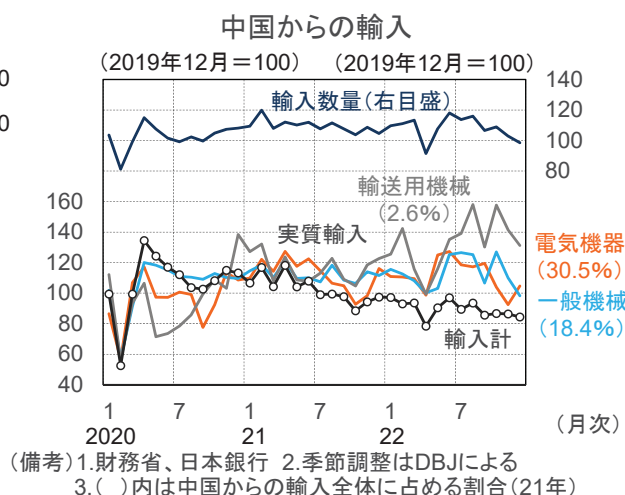
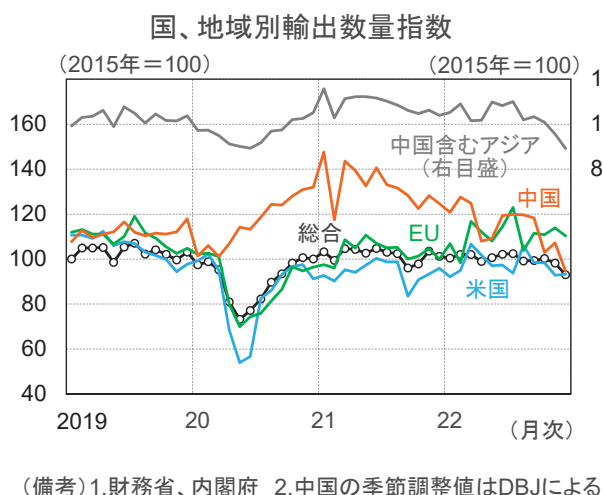
景気ウォッチャー調査のコメントのトピック



(備考) 1.内閣府によりDBJ作成 2.トピックの比率は、テキスト分析の手法により20-22年のコメントを10個のトピックに分類し、各月の文章に各トピックがどの程度含まれているかを示す

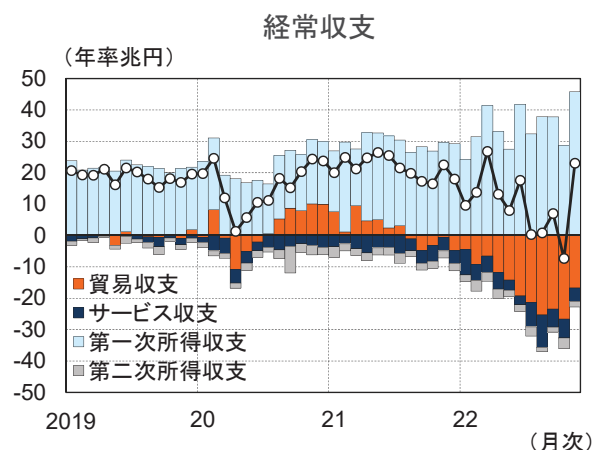
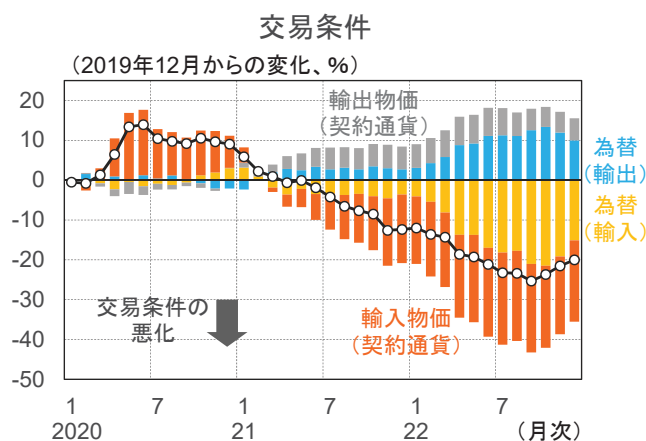
輸出は足踏み

- 12月の日銀実質輸出は前月比4.7%減、輸出数量指数は前月比5.3%減少し、輸出は足踏みとなっている。国、地域別では、米国向けは自動車の持ち直しが続いたものの、中国向けは感染急拡大を受けて一般機械や自動車など幅広い品目で減少した。先行きは、半導体市場の調整や米欧の景気減速による減少が懸念されるものの、中国のゼロコロナ政策解除に伴う経済活動の正常化は輸出の増加要因となる。
- 中国からの輸入数量は、20年2月の新型コロナの感染拡大初期や、22年4月の上海の都市封鎖によるサプライチェーンの混乱の際に大きく減少した。22年11月以降も感染急拡大により減少しているが、22年4月よりも落ち込みは小さい。財別の実質輸入をみると、一般機械や輸送用機器など幅広い品目で減少しており、日本の生産などに影響が及ぶ可能性がある。



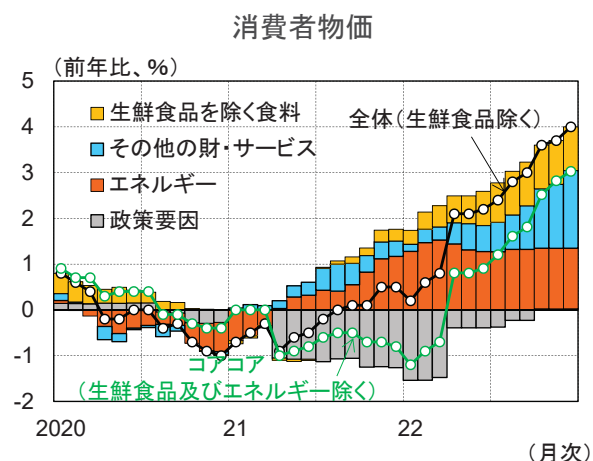
交易条件は改善、経常収支は振れはあるものの黒字

- 交易条件(輸出物価/輸入物価)は、21年以降資源価格の上昇や円安により大幅に悪化したが、22年10月より改善に転じた。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今後も改善が続くとみられる。
- 経常収支は、10月に14年3月以来の赤字となったが、11月は年率23兆円の大幅黒字となった。国際市況の低下などにより財輸入が減少したほか、振れの大きい第一次所得収支の黒字が輸送関連の配当などで拡大した。旅行収支の受取は、10月の水際対策の緩和により大きく増加しているがコロナ前の4割にとどまり、サービス収支の改善は限られている。

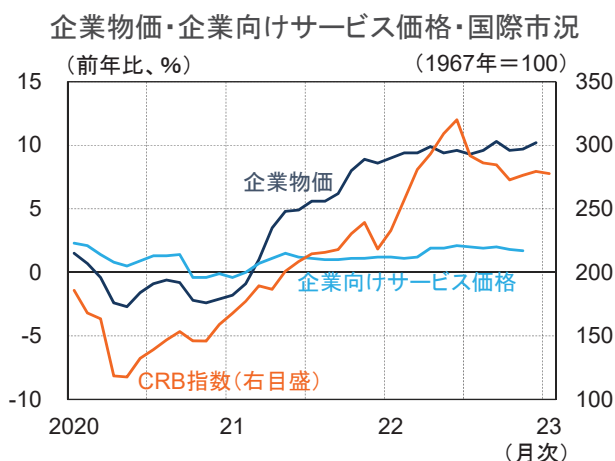


消費者物価は、伸びが高まる

- 12月の全国消費者物価(除く生鮮食品)は、エネルギーやその他の財・サービスなどが上昇し、前年比プラス4.0%に伸びが高まった。生鮮食品及びエネルギーを除く総合(コアコア)も、家具・家電などの耐久財が上昇し、伸びがやや高まった。今後は、1月まで高い伸びが続くが、2月以降は物価高対策により電気・ガスが縮小し、消費者物価の伸びは鈍化する見込み。
- 12月企業物価は、国際商品市況の伸びは低下したが、電力や都市ガスがラグを伴って上昇し、前年比プラス10.2%と高い伸びが続いた。今後は、輸入物価の低下などにより、伸びは鈍化する見込み。11月企業向けサービスは、前年比1.7%に伸びがやや鈍化したが、今後は国内景気の回復や賃上げなどの影響が見込まれる。



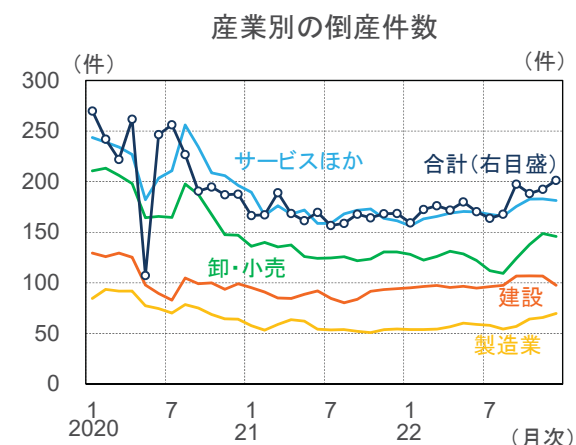
(備考) 1.総務省
2.内訳は全国コアCPIIに対する寄与度で、DBJ試算



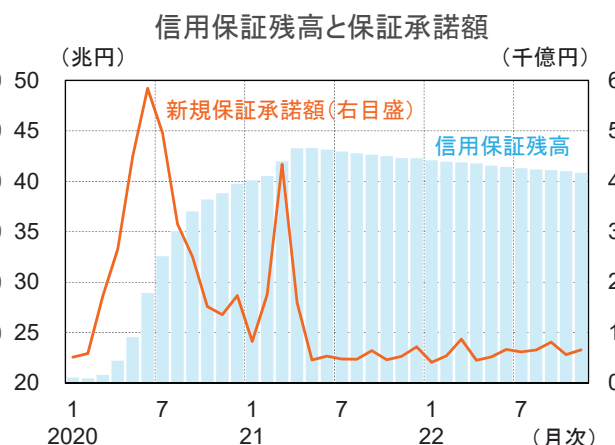
(備考) 1.日本銀行、Refinitiv Datastream
2.消費増税の影響除く

倒産は増加している、信用保証残高は緩やかに減少も高水準

- 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。原燃料高により、卸・小売や製造業で増加したほか、新電力や畜産業の倒産も複数みられる。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。
- ゼロゼロ融資に利用される信用保証の残高は、新規承諾が落ち着き、21年4月をピークに緩やかに減少するが、40兆円を超える高水準が続く。なお、中小企業庁によれば民間ゼロゼロ融資の返済開始時期は23年7月から24年4月に集中するため、今後保証残高の減少が加速するとみられるが、23年1月に始まるコロナ借換保証制度もあり、資金繰りが悪化する企業の借り換えが増加する可能性もある。



(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



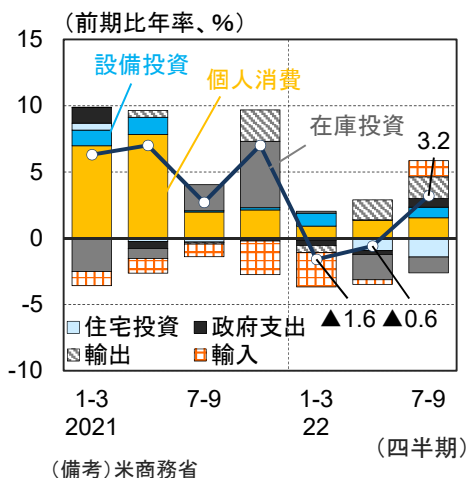
(備考) 全国信用保証協会連合会

今月の論点

インフレや利上げにより減速している

2022年7~9月期の実質GDP(確定値)は、前期比年率3.2%増加し、3期ぶりのプラス成長となった。秋口の消費が底堅かったこともあり、10~12月期も堅調が続いたとみられるが、住宅投資の調整が続くなど、インフレや利上げにより景気は減速している。先行きは、23年半ばまでにマイナス成長に陥ると見込まれており、景気後退は引き続き懸念材料となっている。

実質GDP成長率



先行指数は景気後退の目安を下回る

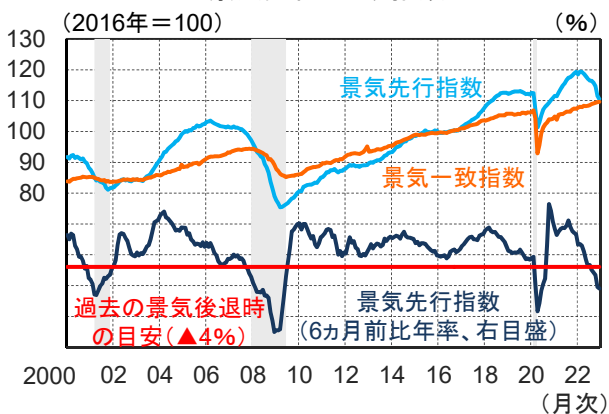
ただし、昨年6月をピークにインフレ率が着実に鈍化しており、利上げペースの鈍

化により景気が軟着陸すると楽観論も広がっている。しかし、FRBの金融引き締めを受けて雇用指標や企業活動などには調整の兆しがみられる。景気に2、3四半期先行する景気先行指数は22年2月をピークに低下し、22年夏以降は、景気後退入りの目安とされるマイナス4%(6ヵ月前比年率)を下回っている。いずれ景気一致指数の上昇にもブレーキがかり、本格的に景気減速を確認する局面に移ることになる。

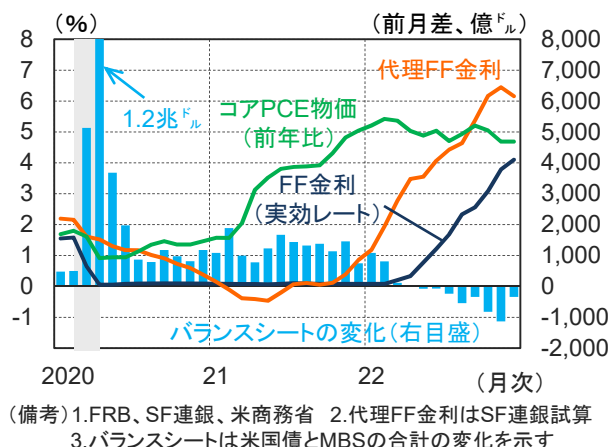
代理FF金利は引き締め効果が強い可能性を示唆

景気後退に陥るとしても、堅調な労働需要が失業者の増加を抑えるほか、家計のバランスシートが健全な中で超過貯蓄が消費を支え、景気の落ち込みは浅いものとと見る向きは多い。一方で、金融引き締めが進んだことで、景気は相応に落ち込まざるを得ないとの見方もある。サンフランシスコ連銀がFRBのフォワードガイダンス(政策指針)やバランスシート縮小の効果などを加味して試算する代理FF金利は、FF金利やインフレ率を上回って上昇しており、総合的な金融引き締め効果が一般に考えられるよりも大きい可能性を示唆する。FRBは年前半は利上げを続け、資産圧縮も粛々と進める考えを示すが、こうした効果が顕現するまでのラグや、利上げの累積の効果の不確実性は高い。最大の懸念であったインフレの反転は好材料だが、景気は依然減速の過程にあり、過度な楽観論を取るのは早計と考えられる。

景気先行・一致指数



代理FF金利とFRBのバランスシートの変化

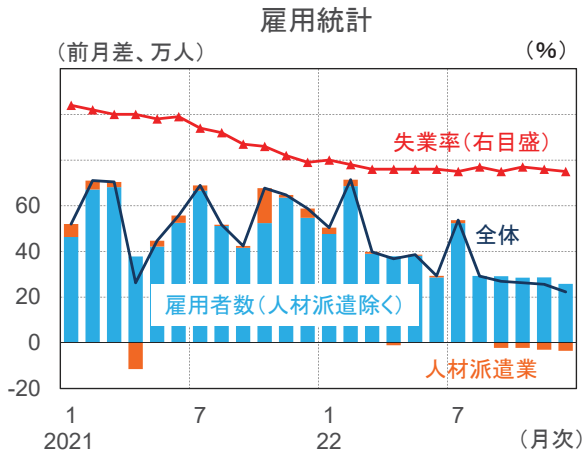


[経済調査室エコノミスト 品田 裕太]

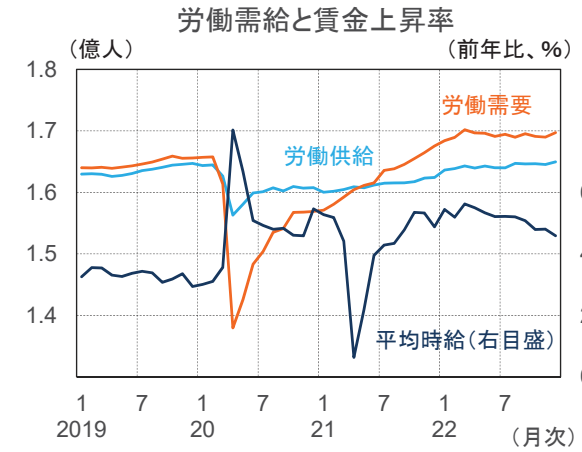
主要指標

雇用の増加幅は縮小、賃金の伸びは鈍化

- 12月の雇用者数は、市場予想を上回る前月比22.3万人増となったが、増加幅は縮小している。雇用全体に先行するとされる人材派遣業は5か月連続で減少しており、企業は派遣労働者の削減など雇用の調整を進めている可能性がある。失業率は、雇用の増加を受けて3か月ぶりに3.5%に低下した。
- 12月の賃金の伸びは、4.6%に鈍化した。また、11月の伸びも下方修正(5.1%→4.8%)されており、企業の歴史的な回答率の低さ(49.4%、平均は約70%)により実態以上の伸びとみられる。先行きは、雇用の減速につれて賃金の伸びも鈍化するとみられるが、労働需給は依然としてひっ迫することから、緩やかなものにとどまると考えられる。



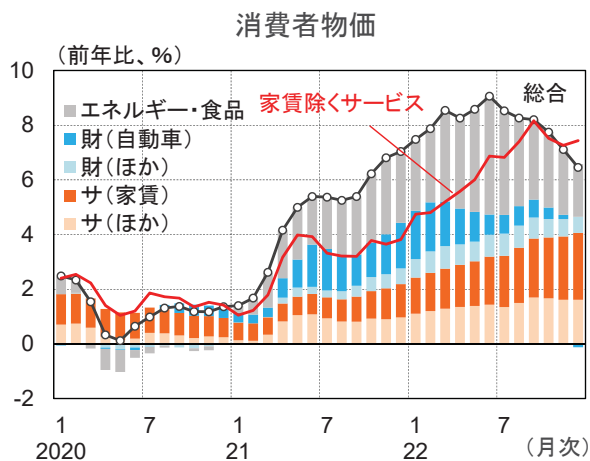
(備考)米労働省



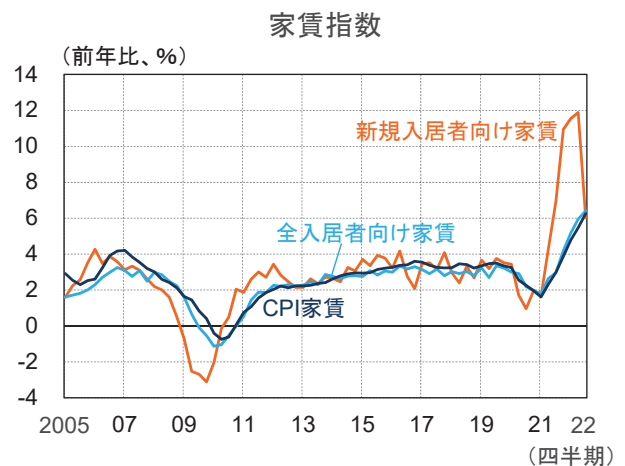
(備考)1.米労働省 2.12月求人数は11月から横ばいと仮定
3.労働需要=雇用者数+求人数、労働供給=労働力人口

消費者物価は減速、23年前半にも家賃インフレは鈍化

- 12月消費者物価の伸びは、エネルギーを中心に鈍化し、前年比6.5%となった。エネルギー・食品を除くコアは、家賃の伸びが高まったものの、自動車が低下するなど財が鈍化し、5.7%に減速した。市場はインフレ鈍化を受けて今後の利上げの織り込みを後退させたものの、賃金との相関が高くFRBも注目する家賃を除くサービスは伸びが高まり、追加的な金融引き締めを支持する内容となった。
- クリーブランド連銀が公表した新規入居者向けと全入居者向け家賃指数をみると、全入居者向けはCPI家賃と同様に上昇が続く一方、新規入居者向けは22年4~6月期をピークに伸びが縮小している。同指数はCPI家賃に3~4四半期先行すると分析されていることから、23年前半にも家賃インフレは鈍化するとみられる。



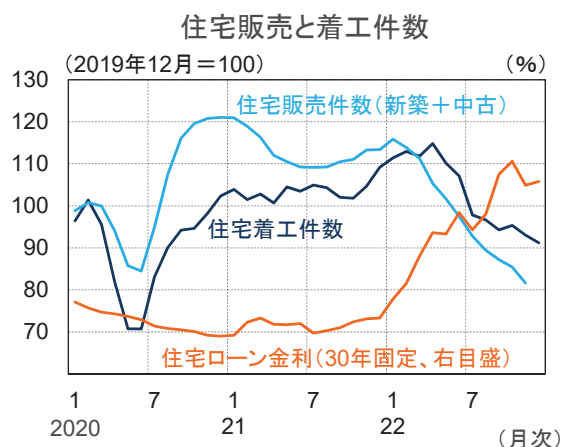
(備考)1.米労働省 2.内訳は総合の寄与度



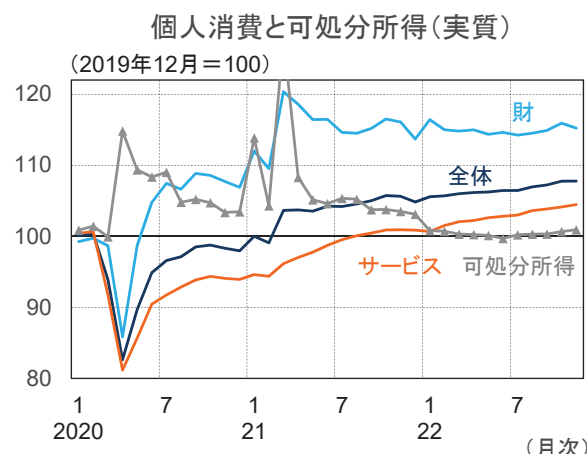
(備考)1.米商務省、クリーブランド連銀 2.22年7-9月期まで

住宅販売と着工は減少基調、個人消費は横ばい

- 住宅販売件数は、住宅ローン金利の上昇を受けて減少基調にあり、住宅着工も戸建を中心に調整している。金利は10月をピークに幾分低下したが、依然として高水準であるため、当面は販売・着工ともに調整が続くとみられる。
- 11月実質個人消費は、前月比で横ばいとなった。前月に増加した自動車が増減したほか、年末商戦前倒しの反動もみられたものの、宿泊・飲食などのサービスが増加した。インフレ鈍化や賃金上昇もあって実質可処分所得が増加するほか、コロナ禍の超過貯蓄もあり、消費は底堅さを保っている。



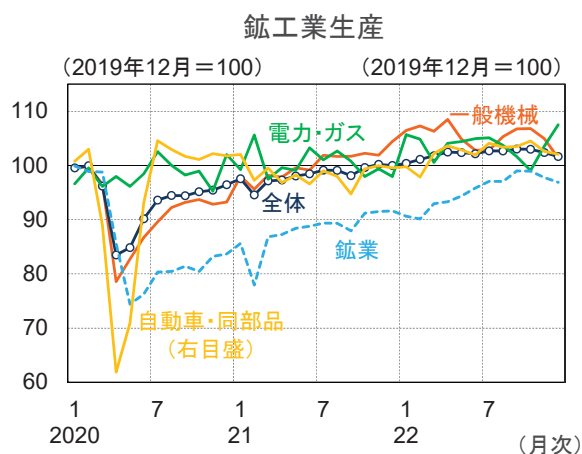
(備考)1.米商務省、Refinitiv Datastream
2.住宅販売、住宅着工は3ヵ月移動平均
3.住宅着工と金利は12月、住宅販売は11月まで



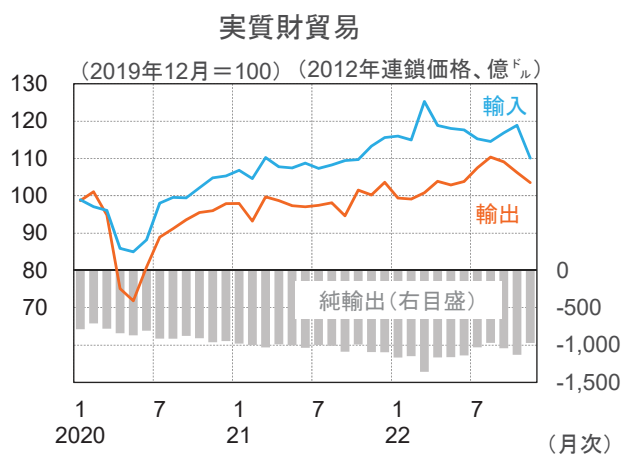
(備考)米商務省

鉱工業生産は減少、輸出入ともに減少

- 12月鉱工業生産は前月比0.7%減少し、3ヵ月連続のマイナスとなった。寒波による暖房需要により電力・ガスが増加する一方、鉱業のほか、利上げの影響もあり一般機械などで減少した。
- 11月実質財貿易は、輸出入ともに減少した。輸出は、生産財や消費財などで減少しており、世界経済の減速の影響が生じているとみられる。輸入は、10月にかけて一時持ち直したが、インフレや利上げによる内需の減速もあって財需要が縮小する中、11月は消費財を中心に急減し、純輸出は改善した。



(備考)FRB



(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

EUの2022年7～9月期実質GDP(確定値)は、ウクライナ危機を背景に前期比年率1.4%増に減速し、回復が弱まった。供給制約の緩和もあって設備投資の伸びが拡大したが、これに伴い、輸入も大幅に増加した。物価高により実質所得が目減りしたことで、民間消費の伸びも鈍化しており、10～12月期は利上げの影響も加わって、一層の減速が見込まれる。しかし、インフレ率の低下や、中国経済の再開により内外需の持ち直し観測が出ており、リセッション回避との見方もみられる。

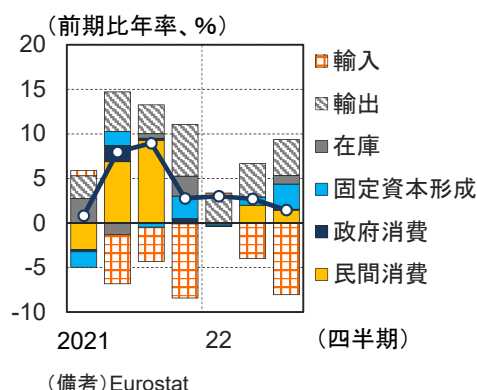
ユーロ圏は20カ国に拡大

今年元日にクロアチアはユーロを導入し、ユーロ圏の20カ国目となった。移動の自由を保障する「シェンゲン協定」にも加入し、観光業が強いクロアチアにとってインバウンドの拡大が期待される。1999年に誕生したユーロ圏は、リーマンショック後の欧州債務危機を契機に、危機時の支援策の拡充などでリスクへの対処能力を高め、加盟国を拡大してきている。

高インフレ国で引き締めが不十分な可能性

最適通貨圏の理論によれば、単一通貨を採用する経済圏では、各国間で景気のばらつきが生じて、財政や労働力のスムーズな移転を前提とすれば、一本化された金融政策のもとでも景気の調整が可能となる。しかし、ユーロ圏では共通債発行などの進展はあるものの、本格的な財政統合は進んでいない。21年以降、コロナ禍からの回復や資源高によって欧州全体でインフレが進んだが、フランス、スペインなどの6%前後に対して、ロシアからのエネルギー供給が急減したバルト三国のインフレ率は20%に達した。さらに、高インフレに比してユーロ圏共通の為替は割高であり、実質実効為替レートが上昇する形で輸出の価格競争力が低下している。ECBは積極的に利上げを進めるが、高インフレ国にとっては引き締めが不十分なことを示唆する。対ロシアでの結束と裏腹に、域内の経済状況のばらつきが大きい場合には、単一の金融政策が域内格差を拡大する方向に作用し、長い目でみれば統合深化を阻害する方向に作用すると考えられる。

EU実質GDP成長率



ユーロ圏の拡大

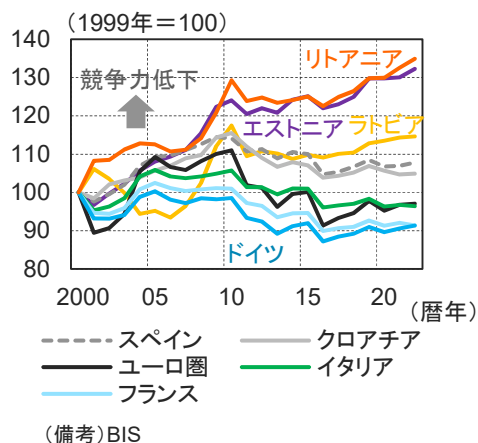
アイルランド、イタリア、オーストリア、オランダ、スペイン、ドイツ、フィンランド、フランス、ベルギー、ポルトガル、ルクセンブルク(1999年)

ギリシャ(01年)、スロベニア(07年)、キプロス、マルタ(08年)、スロバキア(09年)、エストニア(11年)、ラトビア(14年)、リトアニア(15年)

クロアチア(23年)

(備考)1.DBJ作成 2.()内は加盟時期

輸出競争力(実質実効為替レート)

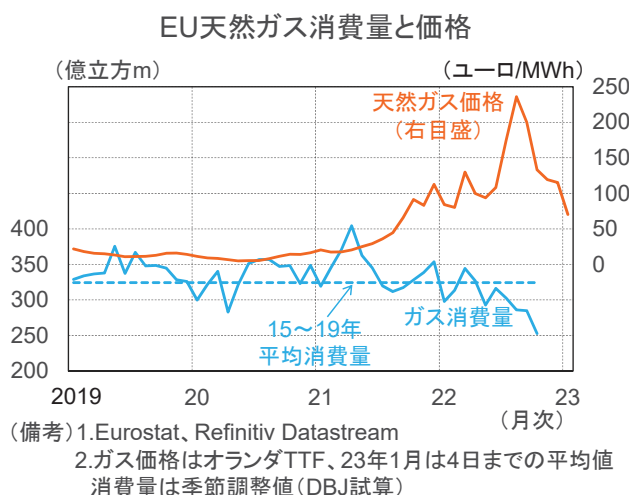
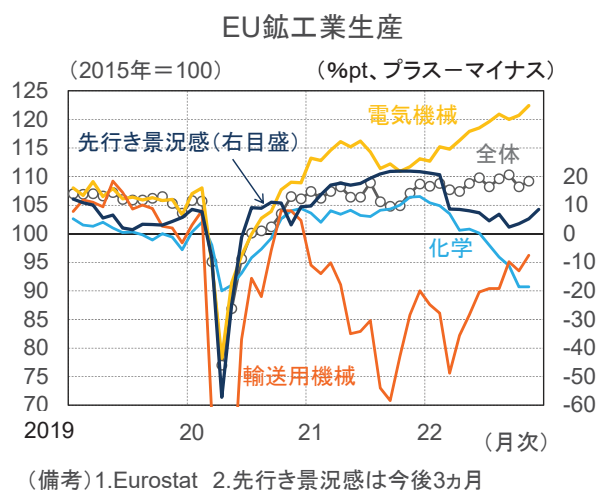


[経済調査室エコノミスト 岳 梁]

主要指標

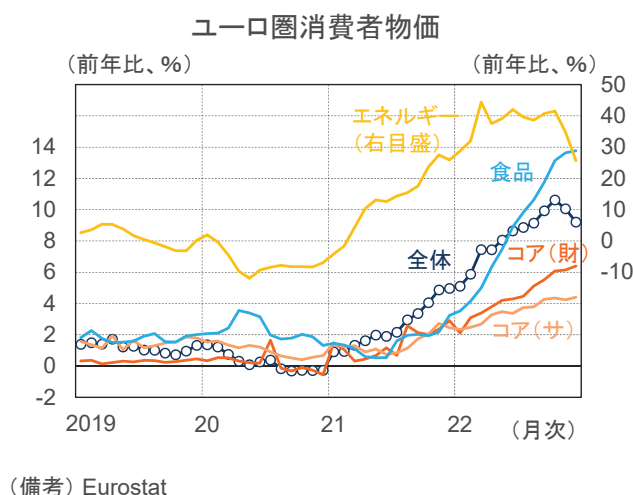
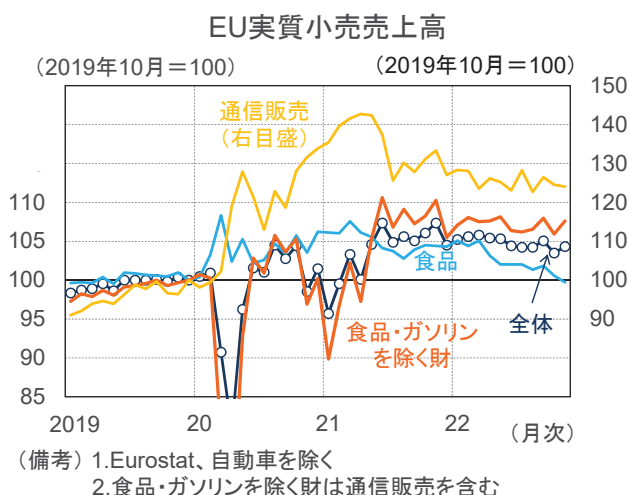
生産は底堅い動き、天然ガス消費量は減少

- 11月のEU鉱工業生産は、輸送用機器や電気機器などの増加により、前月比0.9%増加した。ガス供給制約はあるものの、暖冬により過度なガス不足懸念が和らいだことから、エネルギー価格が低下して企業の先行き景況感も改善しており、生産は底堅い動きとなっている。
- EUの天然ガス消費量は、価格の高騰や政府の節減要請により企業が大幅に削減しているほか、気温が高めだったこともあり家計の消費量も抑えられ、昨年秋以降はコロナ前平均より2割強減少している。天然ガス価格は、昨年8月にロシアの供給減で急騰したが、消費減に伴いガス不足懸念が和らぎ、下落基調となっている。



小売は弱い動き、消費者物価の伸びは縮小

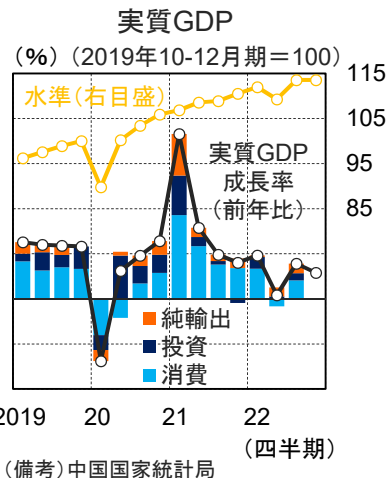
- 11月のEU実質小売上高は、前月比0.9%増加した。食品は価格の高騰により減少が続いたが、食品以外の財は、エネルギー価格の低下による実質所得の改善や、前月の大幅減からの反動もあり、実店舗を中心に増加した。小売は依然22年春の水準を下回り、弱い動きとなっているが、インフレが低下する中、消費者信頼感指数が改善しており、過度に悪化する懸念は和らいでいる。
- 12月のユーロ圏消費者物価は、エネルギーの鈍化により前年比9.2%上昇と2カ月連続で伸びが縮小した。ただし、コア物価は財、サービスともに伸びが拡大した。12月のECB理事会では利上げ幅を0.75%から0.5%に縮小したが、ラガルド総裁はインフレ抑制は長期戦であり、当面0.5%の利上げを続けるとの見方を示した。



今月の論点

感染拡大により持ち直しに足踏みがみられる

2022年10~12月期実質GDPは、各地での厳格な活動制限や、12月の制限大幅緩和後の感染急拡大により景気持ち直しに足踏みがみられ、前年比で2.9%と鈍化し、前期比では横ばいとどまった。また22年通年では、目標の5.5%下回る3.0%となり、20年(2.2%)に次ぐ歴史的な低成長となった。足元では、感染からの復帰が進む中で人出が回復しており、外需低迷、不動産市場の調整継続などは懸念材料だが、経済活動が徐々に正常化し、景気を持ち直しが進むと期待される。



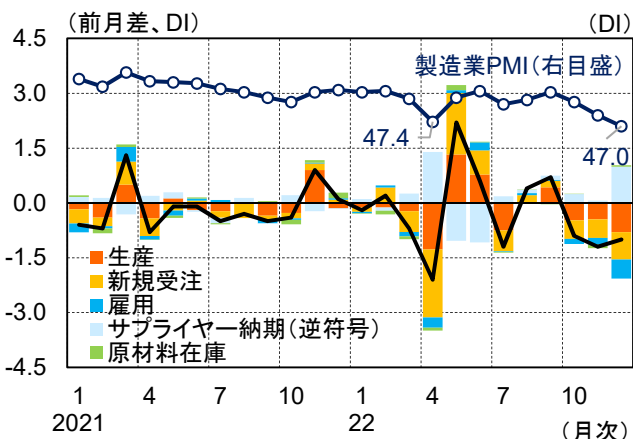
12月は人手不足や納期遅延が製造業の重荷に

12月は、突然の制限緩和と感染急拡大により、製造業の活動に大きな支障が生じた。12月の製造業の景況感(PMI)は、上海ロックダウンのあった22年4月を下回って悪化した。この要因をみると、生産、新規受注の悪化など需要の弱さが続いたほか、労働者の感染による人手不足や納期遅延など、供給面も重荷になった。ただし、12月に顕著にみられた供給制約は感染の波が一服することで解消するとみられる。外需減速による下押しは避けられないが、生産は緩やかに持ち直すと思われる。

高水準の超過貯蓄は景気を下支え

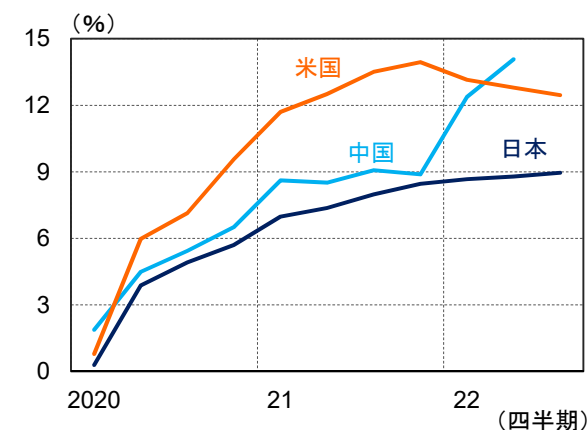
防疫政策の反転に伴う消費への影響についてみると、3年間の厳しい活動制限によって蓄積した超過貯蓄などを理由に、力強い景気回復に期待する向きもある。家計貯蓄のコロナ前トレンドからのかい離により試算した超過貯蓄は約15兆元、GDP比にして約14%と試算され、多額の家計給付を行った日米と比較しても、遜色ない水準にある。高水準の超過貯蓄は、消費を促し景気を下支えするとみられるが、ワクチン接種や医療体制の確保が不十分なまま感染の波が続き感染症への警戒感の払拭が遅れたり、住宅価格の下落に歯止めがかからず資産形成への不安が高まると、貯蓄が消費に十分まわらないリスクにも一定の留意を要する。

製造業PMIと増減要因



(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)

日米中の超過貯蓄の名目GDP比



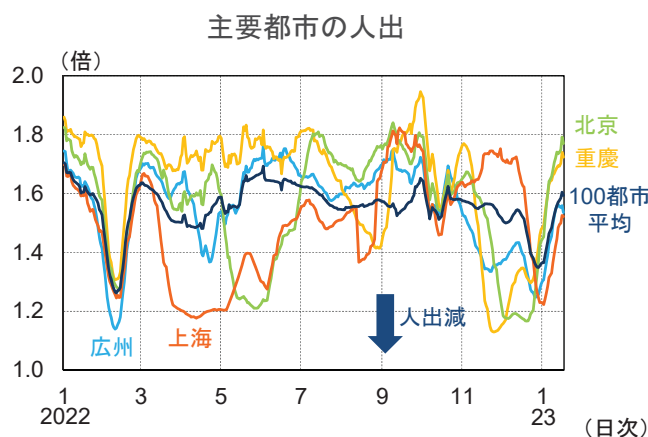
(備考) 1. 中国人民銀行、中国国家統計局、内閣府、日本銀行 FRB、米商務省 2. 米中家計貯蓄の季節調整はDBJによる

【経済調査室エコノミスト 米谷 友利】

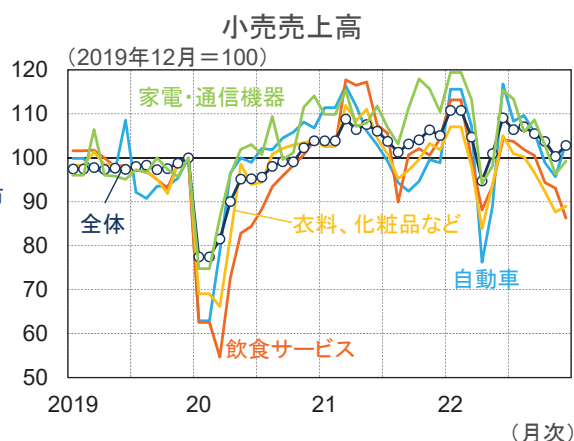
主要指標

人出は感染拡大により急減も12月末から回復、小売売上高は小幅に増加

- 主要都市の人出は、12/7の活動制限の解除後に感染急拡大や外出自粛などで急減したが、年末頃から特に北京や重慶などで大きく回復している。今後の人出は、感染の波による増減は想定されるが、都市部では多くが感染から復帰したとみられ、上海ロックダウンや11月のような減少は避けられよう。
- 12月の小売売上高は、前月から小幅に増加した（前年比は11月▲5.9%、12月▲1.8%）。活動制限解除後の感染急拡大によって人出が落ち込み、飲食サービスは減少が続いたが、衣料や家電、自動車など財消費は底打ちの動きがみられ、1月は人出の急回復によってサービス消費を含め持ち直しが続くと思われる。



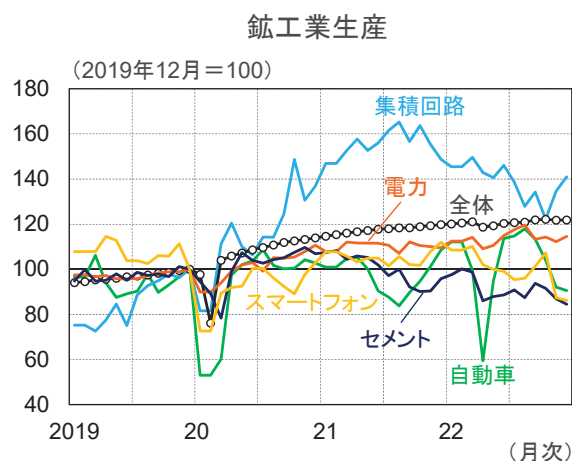
(備考) 1. Wind 2. ピーク時の滞在時間/オフピーク時の滞在時間
3. 100都市平均は各都市のGDPで加重、14日移動平均



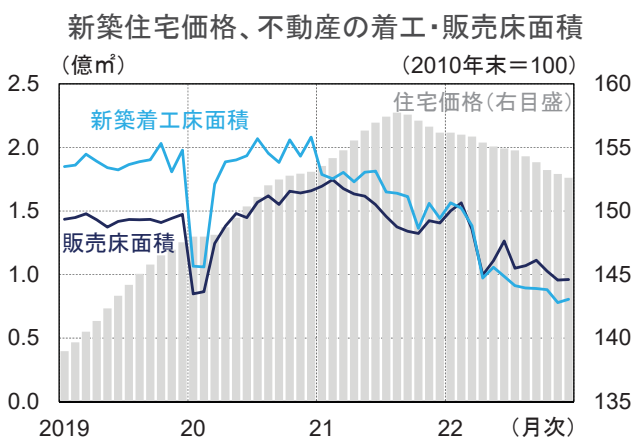
(備考) 1. 中国国家统计局 2. 季節調整はDBJによる

鉱工業生産は横ばい、不動産市場は底入れの兆しがみられず

- 12月の鉱工業生産は、前月から横ばいにとどまった（前年比は11月+2.2%、12月+1.3%）。感染急拡大による物流の混乱や人員不足もあり、自動車やスマートフォンは厳格な活動制限下にあった前月を下回った一方、集積回路や電力は増加しており、車載半導体の供給不足は大幅に緩和されたとの業界団体指摘もみられた。
- 不動産市場は、住宅価格が過去最長となる16か月連続の下落となったほか一時増加した販売も10月以降再び減少傾向となるなど、底入れの兆しがみられていない。政府は12月に入って資金繰り支援策を強化し、国有銀行による開発事業者への融資枠設定が相次いでおり、金融システムへ悪影響が波及する懸念は弱まった。



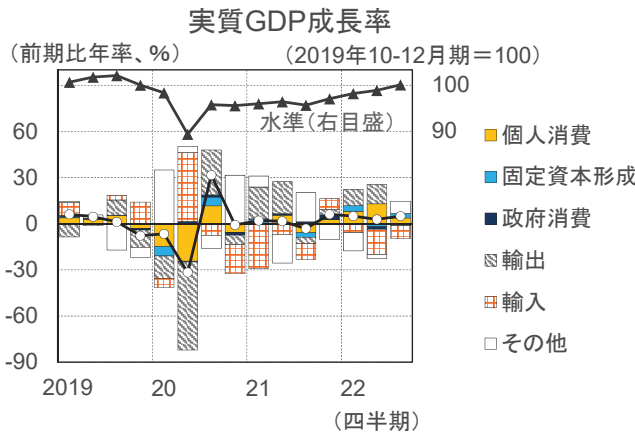
(備考) 1. 中国国家统计局 2. 季節調整はDBJによる



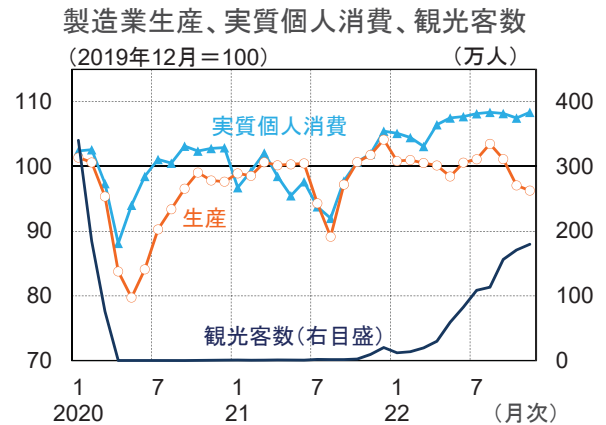
(備考) 1. 中国国家统计局 2. 住宅価格は全国70都市の平均
3. 着工、販売床面積の季節調整はDBJによる

タイ:回復している

- 2022年7~9月期の実質GDPは、前期比年率4.9%増加し、コロナ前の水準を回復した。低所得者向け補助金や国内旅行キャンペーンなどの景気刺激策により個人消費の増加が続いたほか、自動車関連設備などの投資が増加した。先行きは、観光客の増加を受けて消費やサービス輸出を中心に回復が続く見込み。
- 実質個人消費は、インフレが重石となるものの、雇用改善のほか、政府の景気刺激策や観光客の増加により底堅い動きが続いている。先行きは、22年5月以降の入国規制緩和により観光客数が持ち直していることもあり、サービスを中心に回復が続くとみられる。一方で、生産は3ヵ月連続で減少している。ハードディスクや家電などの財需要の減少が指摘されており、今後も弱い動きが続く可能性がある。



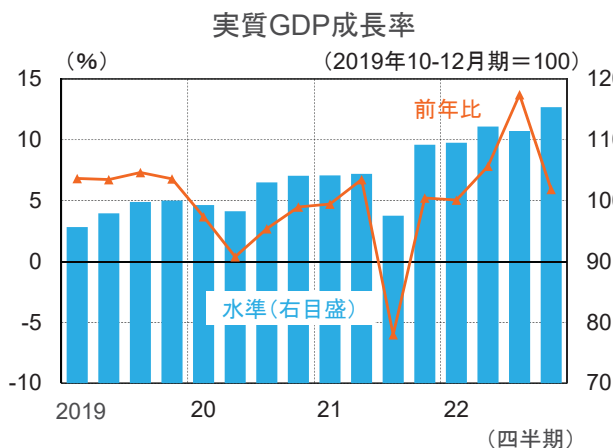
(備考)タイ国家経済社会開発庁



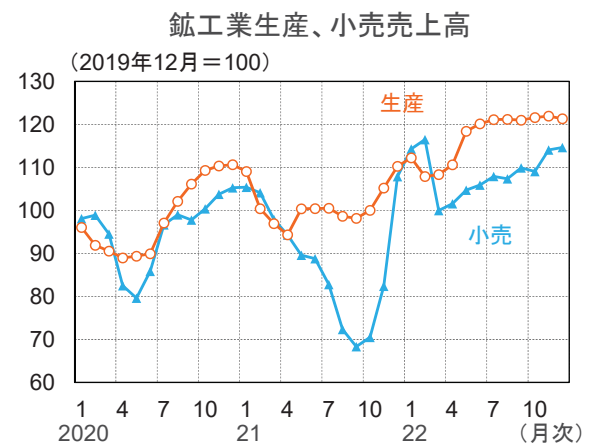
(備考)1.タイ国家経済社会開発庁、タイ観光・スポーツ省
2.季節調整値、観光客数の季節調整はDBJによる

ベトナム:回復している

- 2022年10~12月期の実質GDPは、前年比5.9%増となり、回復している。観光客の増加により小売や飲食・宿泊などのサービス業の増加が続いたほか、農林水産業などで増加した。
- 小売売上高(サービス消費含む)は、観光客の増加を受けてレストランや宿泊施設などのサービス消費がけん引している。生産は、内需回復や部品不足の緩和により食品や自動車などで増産となる一方、世界的な需要縮小によりパソコンやスマートフォン、衣類などが減少し、中国のゼロコロナ政策の影響もあって横ばいとなっている。今後は、世界経済の減速を受けて減少する可能性はあるものの、中国のゼロコロナ政策撤廃が幾分支えになるとみられている。



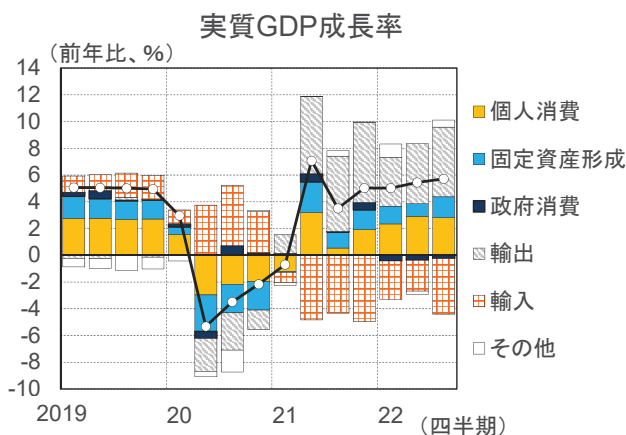
(備考)1. ベトナム統計総局、Refinitiv Datastream
2. 水準の季節調整はDBJによる



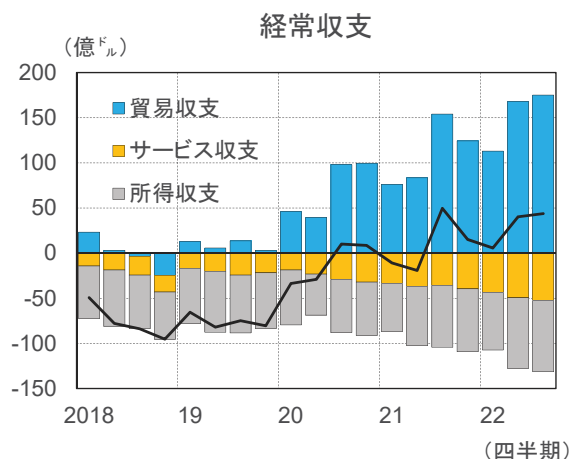
(備考)1.ベトナム統計総局 2.3ヵ月移動平均
3.季節調整はDBJによる

インドネシア:回復している

- 2022年7～9月期の実質GDPは前年比5.7%増加して伸びが拡大した。個人消費が堅調だったことに加えて、ウクライナ危機によるエネルギーやひまわり油の世界的な供給減を背景に、石炭やパーム油などの資源輸出も引き続き好調となった。22年末には国民の集団免疫獲得や感染縮小から行動制限が全面撤廃されており、今後も消費などを中心に回復が続くとみられる。
- 経常収支は資源高に伴う貿易黒字の拡大により、21年半ば以降黒字が続いている。中銀は12月に5会合連続で利上げを行った(5.25→5.5%)が、これまでの利上げや米国利上げペースの鈍化、経常収支の改善により、通貨安圧力が和らぎ、9月をピークにインフレ率もやや低下したことから、利上げ幅を0.5%から0.25%へ縮小した。



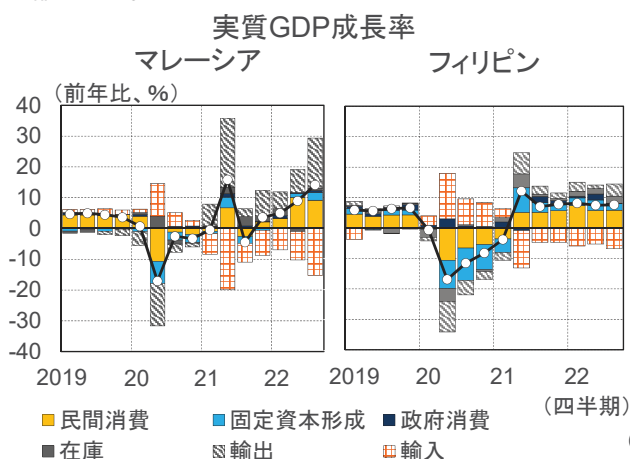
(備考)インドネシア中央統計庁



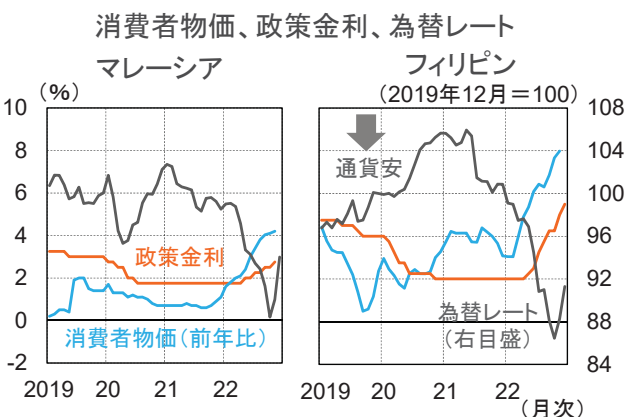
(備考)インドネシア中銀

マレーシア、フィリピン:回復している

- 2022年7～9月期の実質GDPは、マレーシアが行動規制による落ち込みからの反動もあり、前年比14.2%増となった。フィリピンも同7.6%増加してともに回復が続いた。個人消費が堅調であったほか、マレーシアではパーム油などの資源を中心に輸出が拡大した。先行きは、両国とも世界経済の減速や利上げなどにより成長率が鈍化するものの、回復が続くとみられる。
- マレーシア中銀はインフレ率が予想レンジ(コア、2～3%)を上回る中、11月に4会合連続で利上げを行った。フィリピンもインフレ率が目標(2～4%)を上回る中、12月に6会合連続の利上げを行った。ただし、これまでの利上げや米利上げペースの鈍化により通貨安圧力が和らいでいることなどから、利上げ幅を0.75%から0.5%に縮小した。



(備考)マレーシア統計局、フィリピン統計機構

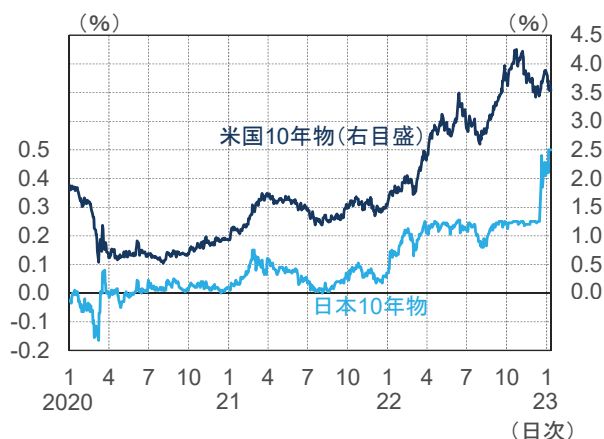


(備考)1.各国中央銀行、統計機関、Refinitiv Datastream
2.マレーシアの消費者物価はコア物価
3.為替は対ドルレートを指数化したもの

長期金利：日本の金利は政策修正により急上昇、米金利は横ばい

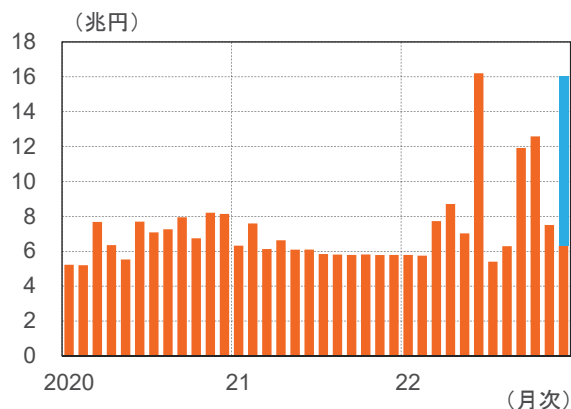
- ▶ 日本の長期金利は、日銀の政策修正を受けて急上昇し、長期金利の許容変動幅上限の0.5%に達した。日銀は、12月の会合で市場機能の改善を図ることを理由に、変動幅を0.25%から0.5%に拡大するとともに、急激な金利上昇に対応するため、国債の買入れ増額と指値オペの対象年限を拡大した。米金利は日欧につられて年末に上昇したものの、消費者物価の伸び鈍化を受け、3.4%に低下した。
- ▶ 日銀は、「金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促す」ことを目的に、国債買入れ額の大幅増額(月間7.3兆円→9兆円程度)を決定したが、日銀の更なる政策修正観測から、12月は6月以来となる16兆円超を買入れた。今年に入っても大幅な買入れが続き、1/13には1日としては過去最大となる5兆円を超える買入れを行った。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

国債買入れ額



(備考) 1.日本銀行 2.22年12月の橙色は日銀会合(12/19-20)前までの買入れ額、水色は会合後の買入れ額

株価：米国は景気懸念により下落、日本は円高を受け下落

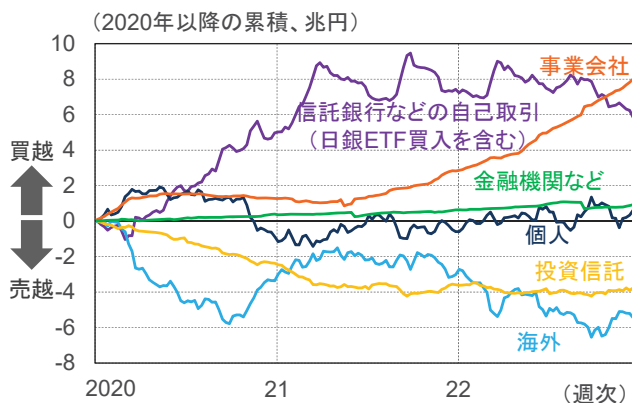
- ▶ 米国の株価は、12月中旬以降下落した。11月小売売上高が予想を下回って減少し、景気懸念が高まったほか、FRB高官による早期利下げ期待をけん制する発言もあった。日本株も米国株につられて下落したが、日銀が長期金利の許容変動幅を拡大したことにより円高が進み、下落幅は米国を上回った。
- ▶ 日本株の投資部門別売買状況をみると、22年は、海外は米欧の株価下落とともに売り越しが拡大する一方、事業会社による自社株買いが、堅調な業績や株主による要求の高まりを受けて増加し、株価はおおむね横ばいとなった。23年の株価は、前半は海外の株価調整が続きもたつくが、米欧の景気が底入れする後半から持ち直すとの見方が多い。

日米株価



(備考) Refinitiv Datastream

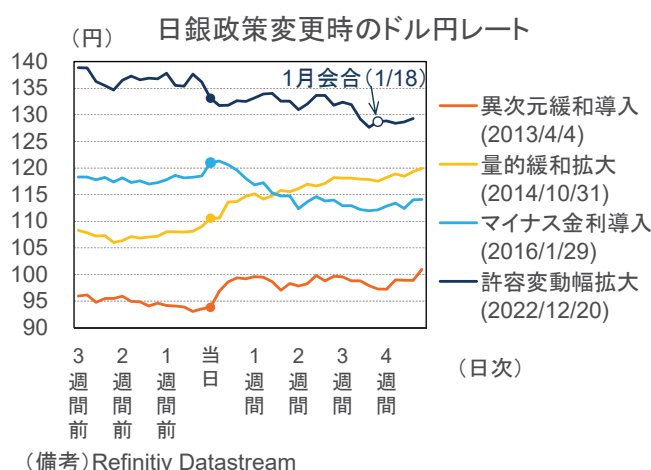
日本株の投資部門別売買



(備考) 東京証券取引所

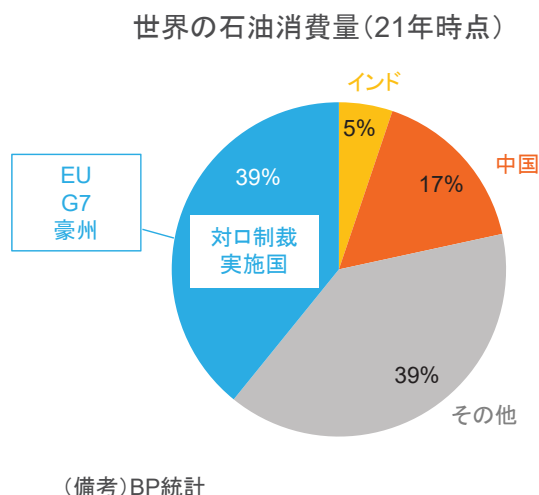
為替:ドル円レートは一時127円まで円高が進行

- ドル円レートは、12/20に日銀が長期金利の許容変動幅を拡大し、130円台の円高となった。その後は、米国で12月の消費者物価の伸びが鈍化し、利上げ鈍化観測が高まったほか、日銀の追加修正観測が高まり、一時127円まで円高が進行した。ユーロも対ドルで上昇したが、政策修正観測がくすぶる円の上昇が上回り、対ユーロでも138円に円高が進んだ。
- 日銀の金融緩和決定時のドル円レートをみると、13年の異次元緩和導入時と14年の量的緩和拡大時は円安となった。後者は事前に予想されていなかったため、発表後に大きく円安が進んだ。金融引き締め方向へのサプライズ修正となった12月の許容変動幅拡大後は円高が進み、1月の政策据え置き後も追加修正観測がくすぶっている。このため、今後修正が行われる場合は、12月ほど円高は進まないとの見方も多い。



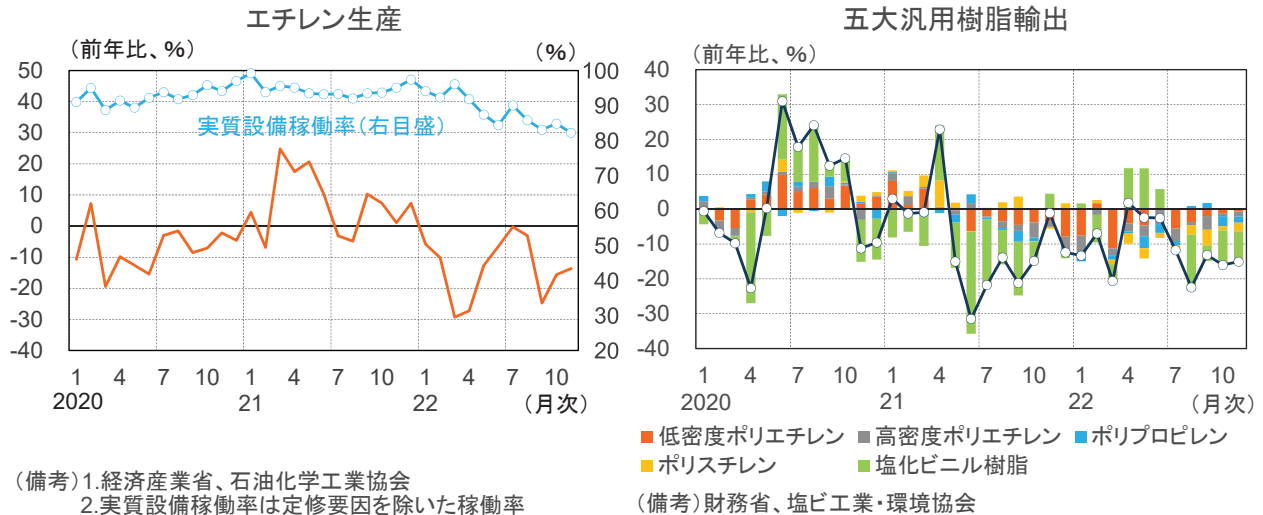
原油価格:80ドルを上回って上昇

- WTI原油価格は、80ドルを上回って上昇した。米寒波による航空便の欠航や中国の感染拡大への懸念が下落要因となったものの、ロシア政府が欧米の禁輸措置に対抗して減産を示唆したことや、中国におけるゼロコロナ政策緩和による需要増加の観測が上昇要因となった。
- ロシア政府は昨年末、EU、G7、豪州による対ロ制裁の対抗措置として、ロシア産原油の価格上限設定を支持する国への輸出禁止などを決定した。原油価格への影響は、世界の石油消費量の2割超を占める中国やインドなどの輸入増によりロシアの生産量が想定ほど減少していない中、すでに同国からの輸入を停止する国を主な対象とした措置にとどまったことから、限定的なものとなっている。



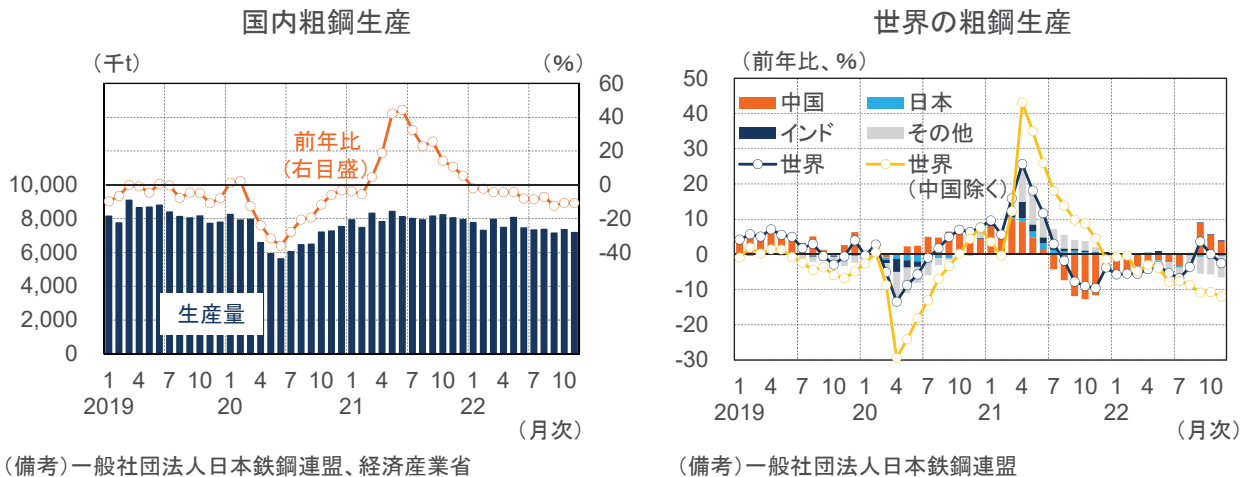
石油化学: 外需の下振れにより減少が続く

- 2022年11月のエチレン生産は、ゼロコロナ政策を継続する中国向け需要が引き続き弱いことに加え、欧米経済が減速したことで外需が下振れし、前年比13.6%減少となり、4か月連続で前年同月を下回った。稼働率も前月から2.6pt悪化し82.2%と低水準にとどまった。4か月連続で90%を下回るのは、2013年11月以来9年ぶりである。
- 11月の五大汎用樹脂輸出は、前年比15.1%減少し、7か月連続で前年同月を下回った。中国における不動産市場の停滞などが影響し、塩化ビニル樹脂の減少が目立つ。



鉄鋼: 需要の本格回復は見通せず低迷が継続

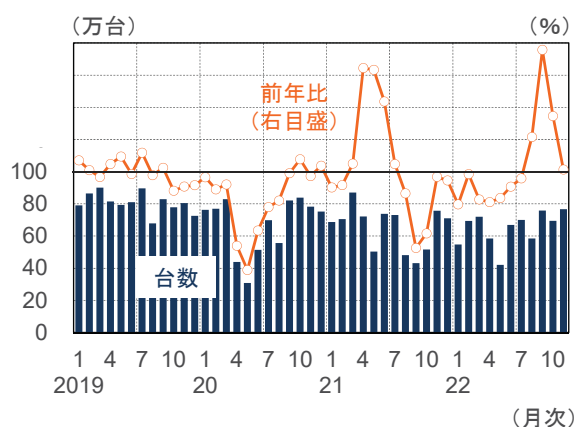
- 2022年11月の国内粗鋼生産は、前年比10.8%減少し、11か月連続のマイナスとなった。受注についても、自動車向けはプラス幅が拡大しているものの、建築・土木の低迷により全体では依然として前年比減少が続いている。当面、需要の本格的な回復は見通せず、低迷が続く見込み。
- 世界の粗鋼生産は前年比マイナスに転じた。最大生産国である中国は、前年に環境対策を目的とした電力供給制限を受けて落ち込んでいたことから、前年比はプラスを維持したものの、欧米などのその他地域ではマイナスが続く。需要環境に好転の兆しはみられておらず、今後も世界生産は低調が続くとみられる。



自動車：部品不足が続く中で緩やかに持ち直し

- 2022年11月の国内生産は、前年比1.3%増加した。部品不足の影響によりトヨタでは前年の水準を下回ったが、日産、ホンダの生産回復により緩やかに持ち直した。12月も主要メーカーが生産調整を発表しており、おおむね前年並みの水準になる見通し。
- 主要国、地域別の新車販売台数は、中国以外で前年比プラスが続いている。国内では生産の増加ペースが鈍る中で、持ち直しは緩やかとなった。中国では新型コロナの感染再拡大による都市封鎖が広がり、11月は6か月ぶりの減少、12月もマイナスとなった。

国内自動車生産台数



(備考) 経済産業省

主要国・地域別新車販売台数

(上段：万台 / 下段：前年同月比、%)

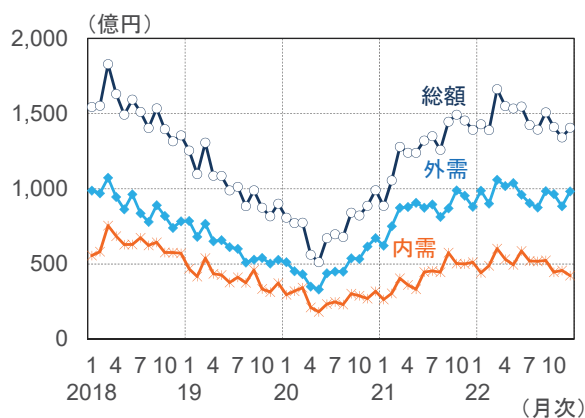
国	2022年					
	7月	8月	9月	10月	11月	12月
日本	34.9 ▲7.4	29.0 ▲9.3	39.5 24.1	35.9 28.6	37.7 7.0	34.4 2.4
米国	114.8 ▲11.7	115.1 4.3	111.8 10.1	118.2 11.2	113.8 11.3	128.7 5.4
中国	242.0 29.7	238.3 32.1	261.0 25.7	250.5 6.9	232.8 ▲7.9	255.6 ▲8.4
欧州	102.4 ▲11.6	88.4 1.2	122.9 6.2	107.5 9.7	119.1 13.7	

(備考) 1.各国自動車工業会 2.乗用車・商用車合計、米国は乗用車および小型トラック 3.黄色：前年比<▲10%

工作機械：受注額は減少しつつある

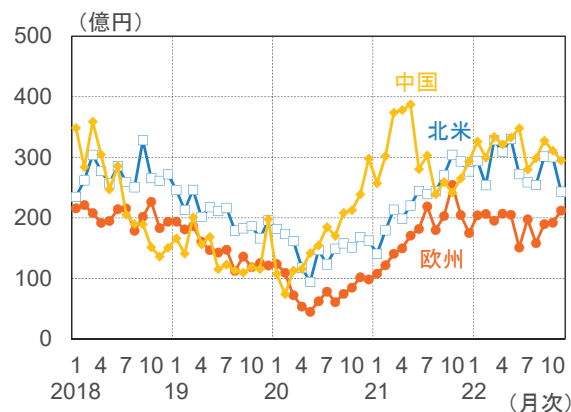
- 2022年12月の受注額は1,406億円となり、前年比では3か月ぶりに増加(1.0%増)したものの、22年の平均受注額1,466億円を下回る水準となり、緩やかに減少しつつある。内需は展示会の押し上げ効果が限られ4か月連続の減少となったが、外需は3か月ぶりに増加した。
- 22年11月の地域別の外需受注額は、北米は利上げによる設備投資への影響と9月の国際展示会の反動減により前年比で2か月連続の減少となった。欧州はトルコやスイスなどでスポット受注があり、6か月ぶりに増加した。中国向けは自動車の電動化関連を中心に4か月連続の増加となった。

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

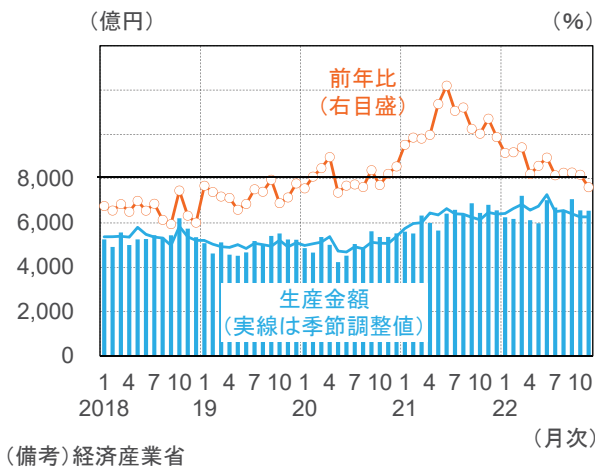


(備考) 1.日本工作機械工業会 2.11月が最新値

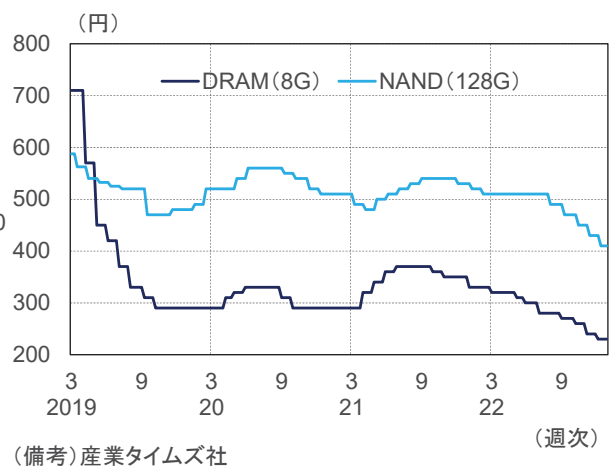
電機・半導体：メモリ需給調整により減少

- 電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額は、2022年11月に前年比3.9%減となり、メモリを中心とする需給調整の中、減少が続いている。コンシューマー製品のみならず、データセンター向けメモリも一時的に買い控えがみられ、供給超過が継続している。
- 2023年1月のメモリ価格は、DRAM、NANDともに引き続き下落した。サムスン電子が3D NANDを製造する中国西安市の第3工場建設計画を停止するなど各社で稼働や投資の抑制がみられるが、市況悪化のペースは依然緩んでいない。供給超過が解消に向かうのは23年半ば以降とみられている。

電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額



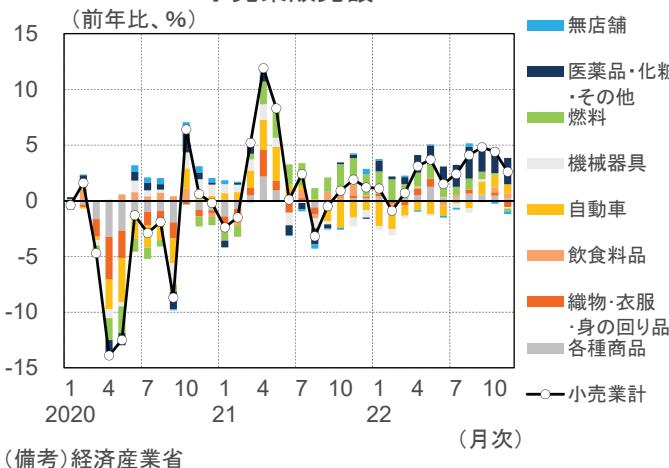
メモリ価格



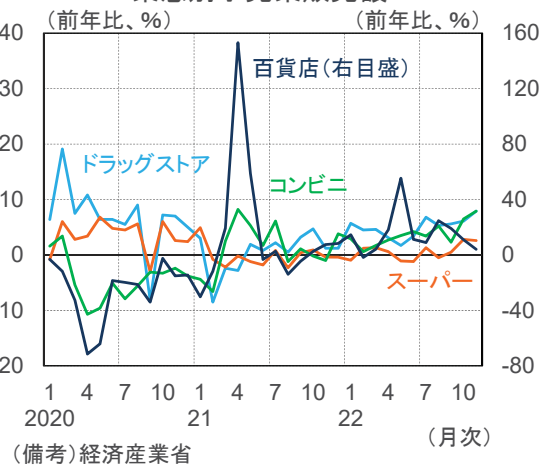
小売：ドラッグストアなどで伸長し持ち直しが続く

- 2022年11月の小売業販売額は、前年比2.6%増加し、9ヵ月連続のプラスとなった。医薬品・化粧品が12.0%増と好調が続いた。12月以降は、コロナ感染者数が高止まり傾向にあるものの、3年ぶりに行動制限のない年末年始となる中で人出が回復したほか、商品価格の引き上げもあり、緩やかな増加が続くと見込まれる。
- 業態別では、主要な業態でプラスとなった。百貨店は気温が高めとなり冬物の衣料品が振るわなかったものの、インバウンドが回復した。コンビニは行楽需要の増加に伴い、観光地を中心ににおにぎり・弁当が伸びた。スーパーやドラッグストアは飲食料品の値上げの影響もあり増加した。

小売業販売額



業態別小売業販売額

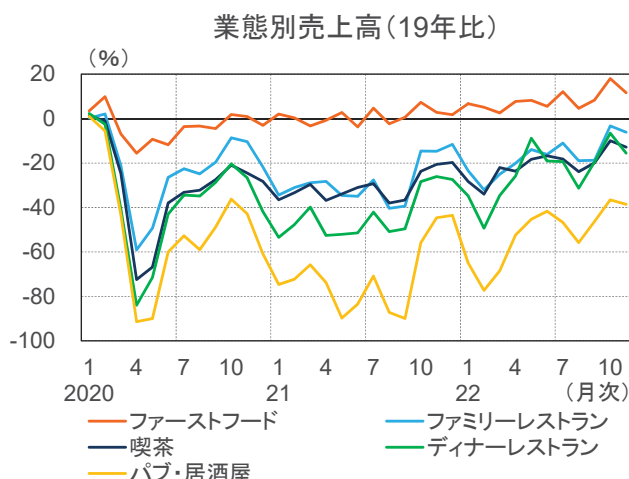


外食：外出の増加により回復

- 2022年11月の外食産業売上高は、前年比8.9%増加した。全国旅行支援や水際対策の緩和、価格引き上げなどにより、12カ月連続のプラスとなった。コロナ前の2019年の水準を2カ月連続で上回り、外出の増加により回復した。今後は、感染が高止まるものの、行動制限が実施されず、原材料・燃料価格の高騰に伴う値上げもあり、売上高の回復の継続が見込まれる。
- 業態別では、サッカーW杯関連の期間限定メニューが好調だったファーストフードをはじめ、全てで前年を上回った。水準も全業態でコロナ前に戻りつつあるものの、パブ・居酒屋はコロナ禍の生活様式の変化により深夜の集客の戻りが鈍く、回復が遅れている。



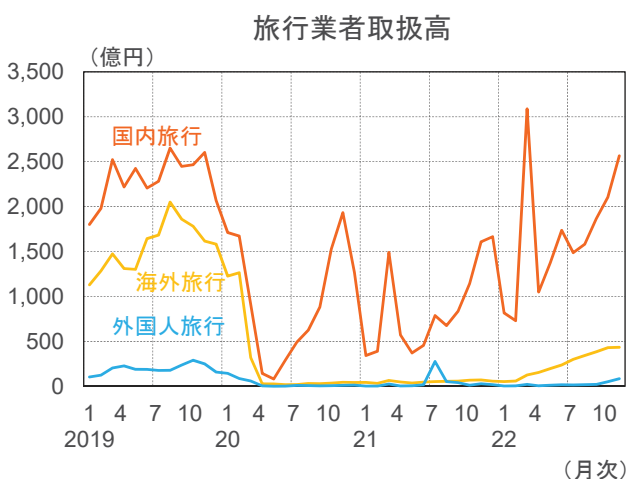
(備考)一般社団法人日本フードサービス協会



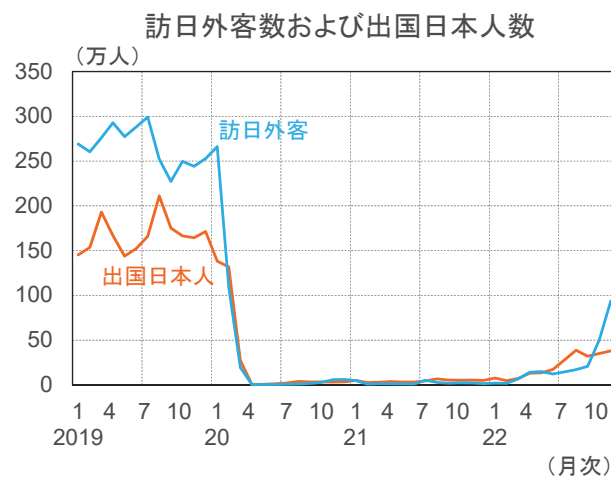
(備考)一般社団法人日本フードサービス協会

旅行・ホテル：インバウンド需要、旅行支援により回復が継続

- 2022年11月の旅行業者取扱高は国内旅行と外国人旅行で増加が目立った。11月後半からはコロナの感染者数が増加したが、行動制限が実施されず、全国旅行支援によって回復が続いた。全国旅行支援は12月に終了後、1月に再開しており、今後も国内旅行は好調が見込まれる。
- 11月の訪日外客数は、10月に個人旅行を解禁したことにより、93万人まで増加した。航空便数の減少や中国からの団体旅行の制限など課題は残るものの、中国がゼロコロナ政策を終了したことから、今後も継続的な増加が期待できる。出国日本人数についても、横ばいの状況ではあるが、回復基調が続くとみられる。



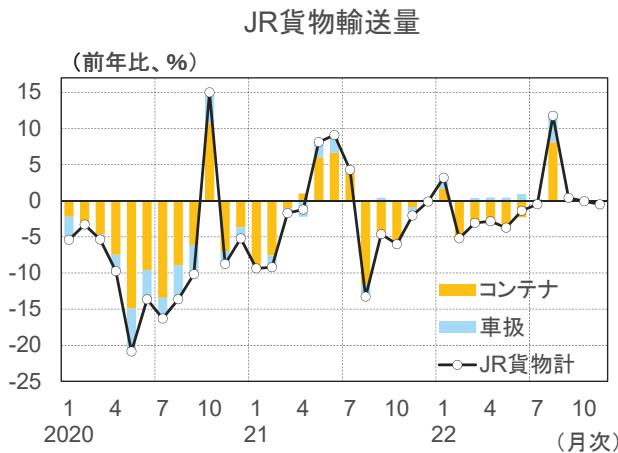
(備考)観光庁



(備考)出入国在留管理庁、日本政府観光局(JNTO)

貨物輸送: 値上げにより持ち直しが足踏み

- 2022年11月のJR貨物輸送量は前年比0.6%減少し、2ヵ月連続で減少した。生産が緩やかに回復した自動車部品が増加したものの、食料工業品は、値上げによる買い控えのほか、酒類などで値上げ後の反動減が続いたことから、持ち直しの動きに足踏みがみられた。
- 11月のバルチック海運指数は下落し、弱い動きが続いた。冬場に向けて大型原油タンカーの需要は堅調となった一方で、中国での経済活動停滞の影響で鉄鉱石などを運ぶ大型バルク船の需要が減少した。当面は中国のコロナ感染者急増による混乱から低調となる見込み。



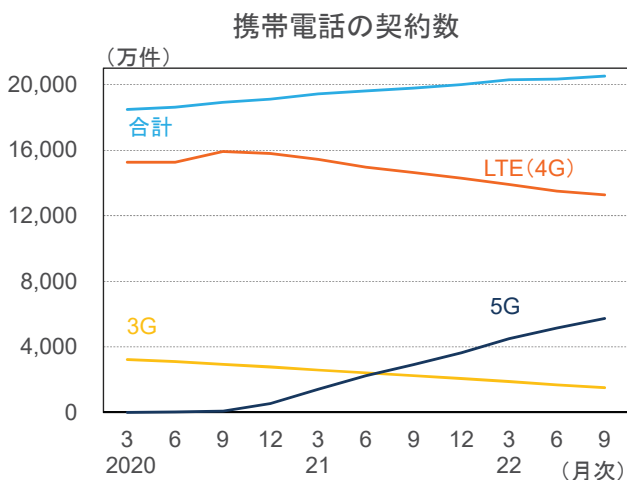
(備考) 日本貨物鉄道株式会社



(備考) 日本海事センター

通信: 携帯電話契約数は微増、5Gへの移行は鈍化

- 2022年9月の携帯電話契約数は2億515万件となり、6月比で0.9%の微増となった。携帯端末の値上げなどにより機種変更需要が減少し、5G契約の増加率は鈍化している(前期比増加率: 6月23%→9月14%→11%)。
- 22年12月にKDDIが静岡県熱海市初島で米スペースXの衛星通信サービス「スターリンク」をバックホール回線として利用する基地局の運用を始めた。衛星通信を活用することで、山間部や島しょ地域など、光ファイバーの敷設が難しい地域での基地局整備が容易となる。KDDIは今後全国約1,200カ所にスターリンク基地局を設置し、デジタルデバインド解消を目指す。



(備考) 1.総務省 2.契約数の内訳は単純合算

KDDIとスターリンクの連携について

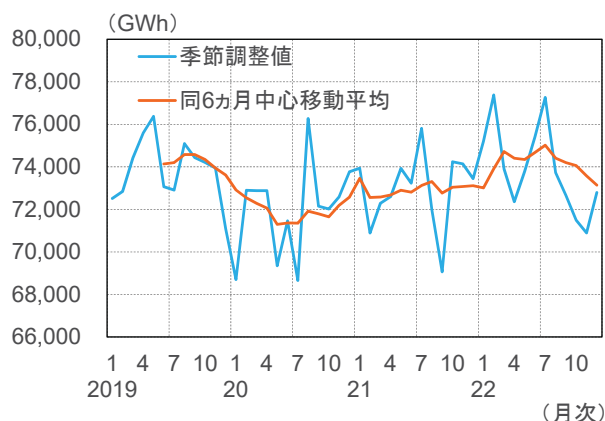
年月	内容
20年4月	2社共同で総務省に技術資料を提供。実験試験局免許の交付を受け、山口衛星通信所にて、通信品質や性能の技術検証を実施
21年9月	業務提携を締結し、スターリンクをau基地局のバックホール回線で利用することを世界で初めて発表
22年10月	スターリンクと新たな契約を締結。「認定スターリンクインテグレーター」として法人・自治体向けのサービス「スターリンクビジネス」の提供を開始
同年12月	静岡県熱海市初島でスターリンク基地局の運用を開始。また、清水建設が北海道新幹線のトンネル工事現場にスターリンクビジネスを採用

(備考) 各種公表情報によりDBJ作成

電力: 気温低下で微増も需要は抑制基調

- 2022年12月の電力需要は前月比2.7%増加し、5ヵ月ぶりのプラスとなった。強い寒気の影響で暖房需要が増加したが、節電要請もあり需要は抑制基調にある。電力需給については、供給力対策もあって、ひっ迫には至っておらず、11月以降の節電要請は、「無理のない範囲」に弱められている。
- 燃料費高騰により電気料金は燃料費調整制度の上限に達しており、電力会社の収益は大きく悪化している。こうした中で、自由料金の上限廃止に続き、規制料金についても大手10社のうち、6社が2023年4月からの値上げを発表した。なお、政府の物価高対策は、1月分料金から電気代を約2割抑制する。

電力需要(季節調整値)



(備考) 電力広域的運営推進機関

規制料金の値上げ率

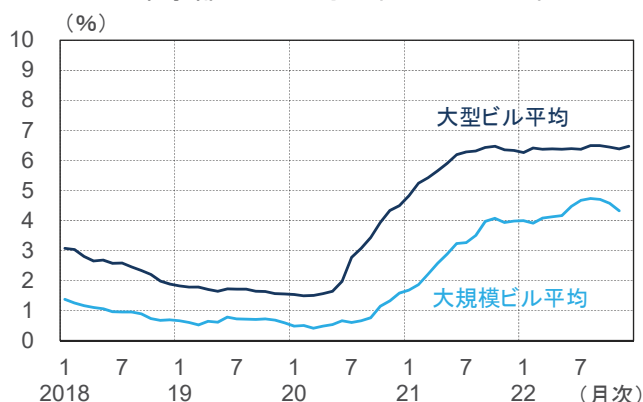
電力会社	申請日	実施時期	平均値上げ率
北海道	検討中	4月	検討中
東北	11月24日	4月	32.94%
東京	3割程度値上げ見込み		
北陸	11月30日	4月	45.84%
中部		未定	
関西		未定	
中国	11月25日	4月	31.33%
四国	11月28日	4月	28.08%
九州		未定	
沖縄	11月28日	4月	43.81%

(備考) 各社ホームページ

不動産: 空室率は高水準横ばい

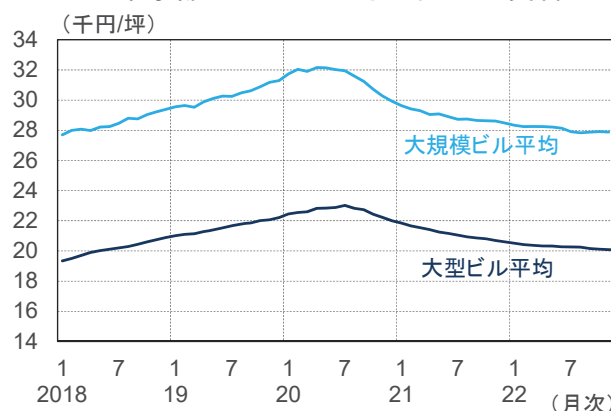
- 2022年12月の東京都心5区の大型ビル平均空室率は、前月比0.09%上昇し6.47%となり、高水準横ばい。大型募集があったことに加え、成約が小規模にとどまったことなどから空室面積は約7千坪増加した。同平均賃料は、前月比22円低下し20,059円となった。
- 東京都心5区の大型ビル平均空室率は、20年8月以降ほぼ横ばいで高止まりしている。平均賃料は29ヵ月連続低下したが、下落幅は22年1月以降は月100円未満となっており、おおむね横ばい。今後は、23年春の大量供給による2次空室などの影響が注目となる。

東京都心5区のオフィスビル空室率



(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

東京都心5区の大型オフィスビル賃料



(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
 4.大型ビルは共益費別、大規模ビルは共益費込

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				
	2021 22/10	2022 22/7	2022 22/10	2023 22/7	2023 22/10	2021 22/10	2022 22/7	2022 22/10	2023 22/7	2023 22/10	2022 22/9	2022 22/11	2023 22/9	2023 22/11	2024 22/11
世界計	6.0	3.2	3.2	2.9	2.7	4.7	8.3	8.8	5.7	6.5	3.0	3.1	2.2	2.2	2.7
先進国・地域 [42.0]	5.2	2.5	2.4	1.4	1.1	3.1	6.6	7.2	3.3	4.4	-	2.8	-	0.8	1.4
日本 [3.8]	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	▲0.2	-	2.0	-	1.4	1.6	1.6	1.4	1.8	0.9
米国 [15.7]	5.7	2.3	1.6	1.0	1.0	4.7	-	8.1	-	3.5	1.5	1.8	0.5	0.5	1.0
カナダ [1.4]	4.5	3.4	3.3	1.8	1.5	3.4	-	6.9	-	4.2	3.4	3.2	1.5	1.0	1.3
イギリス [2.3]	7.4	3.2	3.6	0.5	0.3	2.6	-	9.1	-	9.0	3.4	4.4	0.0	▲0.4	0.2
EU [14.8]	5.4	2.8	3.2	1.6	0.7	2.9	-	9.2	-	6.8	-	-	-	-	-
ドイツ [3.3]	2.6	1.2	1.5	0.8	▲0.3	3.2	-	8.5	-	7.2	1.2	1.8	▲0.7	▲0.3	1.5
フランス [2.3]	6.8	2.3	2.5	1.0	0.7	2.1	-	5.8	-	4.6	2.6	2.6	0.6	0.6	1.2
イタリア [1.9]	6.6	3.0	3.2	0.7	▲0.2	1.9	-	8.7	-	5.2	3.4	3.7	0.4	0.2	1.0
オーストラリア [1.0]	4.9	3.8	3.8	2.2	1.9	2.8	-	6.5	-	4.8	4.1	4.0	2.0	1.9	1.6
ニュージーランド [0.2]	5.6	-	2.3	-	1.9	3.9	-	6.3	-	3.9	-	2.1	-	1.0	1.2
香港 [0.3]	6.3	-	▲0.8	-	3.9	1.6	-	1.9	-	2.4	-	-	-	-	-
シンガポール [0.4]	7.6	-	3.0	-	2.3	2.3	-	5.5	-	3.0	-	-	-	-	-
台湾 [1.0]	6.6	-	3.3	-	2.8	2.0	-	3.1	-	2.2	-	-	-	-	-
韓国 [1.7]	4.1	2.3	2.6	2.1	2.0	2.5	-	5.5	-	3.8	2.8	2.7	2.2	1.8	1.9
新興市場国と発展途上国 [58.0]	6.6	3.6	3.7	3.9	3.7	5.9	9.5	9.9	7.3	8.1	-	-	-	-	-
アジア [32.5]	7.2	4.6	4.4	5.0	4.9	2.2	-	4.1	-	3.6	-	-	-	-	-
中国 [18.6]	8.1	3.3	3.2	4.6	4.4	0.9	-	2.2	-	2.2	3.2	3.3	4.7	4.6	4.1
マレーシア [0.7]	3.1	5.1	5.4	4.7	4.4	2.5	-	3.2	-	2.8	-	-	-	-	-
タイ [0.9]	1.5	2.8	2.8	4.0	3.7	1.2	-	6.3	-	2.8	-	-	-	-	-
フィリピン [0.7]	5.7	6.7	6.5	5.0	5.0	3.9	-	5.3	-	4.3	-	-	-	-	-
インドネシア [2.4]	3.7	5.3	5.3	5.2	5.0	1.6	-	4.6	-	5.5	5.0	5.3	4.8	4.7	5.1
ベトナム [0.8]	2.6	-	7.0	-	6.2	1.8	-	3.8	-	3.9	-	-	-	-	-
ブルネイ [0.0]	▲1.6	-	1.2	-	3.3	1.7	-	2.5	-	2.0	-	-	-	-	-
カンボジア [0.1]	3.0	-	5.1	-	6.2	2.9	-	5.2	-	3.8	-	-	-	-	-
ラオス [0.0]	2.1	-	2.2	-	3.1	3.8	-	15.0	-	9.0	-	-	-	-	-
ミャンマー [0.2]	▲17.9	-	2.0	-	3.3	3.6	-	16.2	-	13.3	-	-	-	-	-
インド [7.0]	8.7	7.4	6.8	6.1	6.1	5.5	-	6.9	-	5.1	6.9	6.6	5.7	5.7	6.9
バングラデシュ [0.8]	6.9	-	7.2	-	6.0	5.6	-	6.1	-	9.1	-	-	-	-	-
中東・中央アジア [7.4]	4.5	4.8	5.0	3.5	3.6	12.9	-	13.8	-	13.1	-	-	-	-	-
パキスタン [0.9]	5.7	6.0	6.0	3.5	3.5	8.9	-	12.1	-	19.9	-	-	-	-	-
サウジアラビア [1.2]	3.2	7.6	7.6	3.7	3.7	3.1	-	2.7	-	2.2	9.9	-	6.0	-	-
イラン [1.0]	4.7	3.0	3.0	2.0	2.0	40.1	-	40.0	-	40.0	-	-	-	-	-
エジプト [1.0]	3.3	5.9	6.6	4.8	4.4	4.5	-	8.5	-	12.0	-	-	-	-	-
ヨーロッパ [7.8]	6.8	▲1.4	0.0	0.9	0.6	9.5	-	27.8	-	19.4	-	-	-	-	-
トルコ [2.0]	11.4	4.0	5.0	3.5	3.0	19.6	-	73.1	-	51.2	5.4	5.3	3.0	3.0	3.4
ロシア [3.1]	4.7	▲6.0	▲3.4	▲3.5	▲2.3	6.7	-	13.8	-	5.0	▲5.5	▲3.9	▲4.5	▲5.6	▲0.2
ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.3]	6.9	3.0	3.5	2.0	1.7	9.8	-	14.1	-	11.4	-	-	-	-	-
メキシコ [1.8]	4.8	2.4	2.1	1.2	1.2	5.7	-	8.0	-	6.3	2.1	2.5	1.5	1.6	2.1
アルゼンチン [0.7]	10.4	4.0	4.0	3.0	2.0	48.4	-	72.4	-	76.1	3.6	4.4	0.4	0.5	1.8
ブラジル [2.3]	4.6	1.7	2.8	1.1	1.0	8.3	-	9.4	-	4.7	2.5	2.8	0.8	1.2	1.4
サハラ以南アフリカ [3.1]	4.7	3.8	3.6	4.0	3.7	11.1	-	14.4	-	11.9	-	-	-	-	-
南アフリカ [0.6]	4.9	2.3	2.1	1.4	1.1	4.6	-	6.7	-	5.1	1.7	1.7	1.1	1.1	1.6
ナイジェリア [0.8]	3.6	3.4	3.2	3.2	3.0	17.0	-	18.9	-	17.3	-	-	-	-	-

(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		2023/1		
国内総生産・実質	2.0	1.7	1.5	1.61	1.06	0.96
民間最終消費支出	3.6	2.8	2.2	2.66	1.27	0.95
民間住宅	▲ 2.1	▲ 4.0	1.1	▲ 4.37	0.23	0.13
民間企業設備	2.2	4.3	5.0	3.36	2.39	2.01
政府支出	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 1.9	1.14	0.56	0.60
財貨・サービスの輸出	2.5	4.7	2.4	4.62	0.92	2.22
財貨・サービスの輸入	3.8	6.9	2.5	7.22	1.59	2.13
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	1.95	2.74	2.12
完全失業率	2.4	2.5	2.4	2.56	2.49	2.45
雇用者数	0.5	0.7	0.2	-	-	-
鉱工業生産指数	2.0	4.0	2.3	0.84	1.62	1.88
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)	-	-	-	2.81	1.79	1.15
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1月16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

- 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 Overview2023年3月号」は、2023年3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7・8月号掲載分～）

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
2022年7・8月号	米住宅を起点とする金融危機の再来はあるか

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ので、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。