



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

# DBJ 2022 Monthly Overview 04

## 今月のトピックス

ウクライナ侵攻に伴う対ロシア経済制裁の影響  
特許分析からみる自動運転技術の将来展望  
観光型都市における地域資源を活用した新たな地域戦略  
米利上げは金融市場に波乱をもたらすか？

\* 本資料は原則として3月16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

ウクライナ侵攻に伴う対ロシア経済制裁の影響	2
特許分析からみる自動運転技術の将来展望	8
観光型都市における地域資源を活用した新たな地域戦略	16
米利上げは金融市場に波乱をもたらすか？	24

今月の景気判断	29
日本経済	30
米国経済	37
欧州経済	40
中国経済	42
新興国経済	44
マーケット動向	46
産業動向	48
経済見通し	54

## ウクライナ侵攻に伴う対ロシア経済制裁の影響

経済調査室

### 要旨

- ロシアによるウクライナ侵攻に伴い、米国、EU、日本などの西側諸国は大規模な経済制裁を発動した。ロシアの銀行の国際決済ネットワーク(SWIFT)からの排除、ロシア産原油の輸入禁止など、制裁の内容は2014年クリミア併合時に比べてはるかに強力なものとなっている。
- ロシアの輸出に占めるドル建て決済の割合は徐々に低下してきたが、依然5割を占めている。米、英はロシアからの原油輸入禁止を決めたが、その規模は小さいものの、慎重姿勢を示すEU、日本が輸入禁止に踏み切れば、金融制裁も加わって、ロシアの輸出が半分以上に減少する可能性がある。
- 日本の多くの産業で利益率はかつてより高くなっており、原油高に対して耐性を有するが、宿泊・飲食はコロナ禍でそもそも利益率が低下しており、コスト高により赤字が続く懸念がある。原油価格が過去最高値(147ドル)を更新して上昇する場合は、利益率の悪化幅が08年を上回る可能性がある。

ロシアのウクライナ侵攻に伴い、西側諸国がロシアに対して厳しい経済制裁を課した。これらの制裁はロシア経済に大きなダメージをもたらすとともに、資源や食品価格の上昇によるインフレのさらなる高進が、世界経済を大きく混乱させる懸念もある。本稿では、ロシアに対する経済制裁を整理しつつ、貿易や物価を中心に、日本国内や世界経済への影響について整理する。

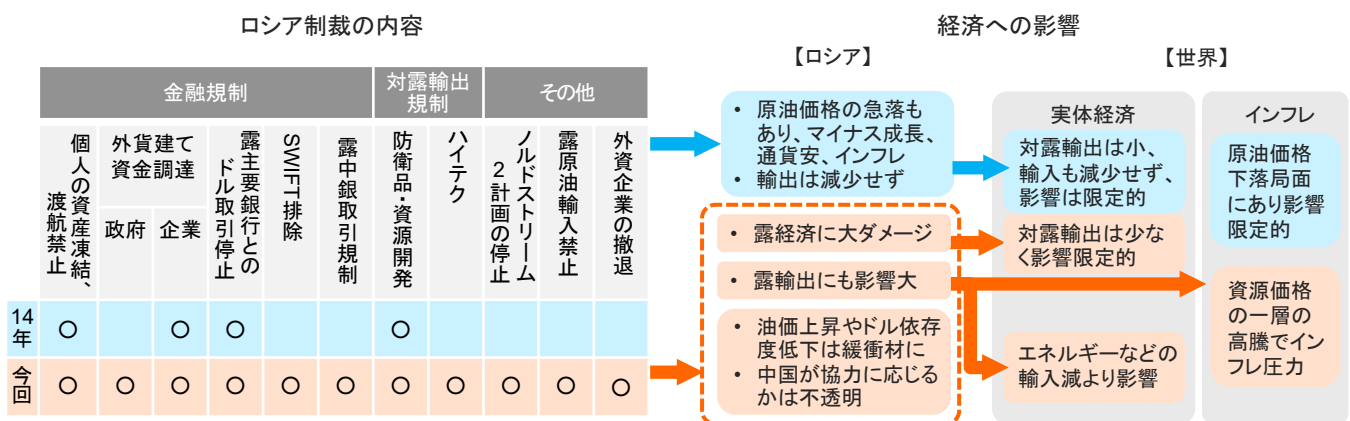
### 1. 世界経済のロシア・ウクライナ依存度と制裁の波及経路・影響を概観する

ロシアは2/21にウクライナ東部2州の独立を承認

し、2/24に軍事進攻を開始した。欧米、日本は相次いで制裁を発動し、2/26にはロシア一部銀行のSWIFTからの排除を決めた。

14年のクリミア併合における制裁は、原油価格の急落と相まって、ロシア経済が15年に2%のマイナス成長となるなどのダメージを与えた。今回はロシア経済への影響が一層深まるとともに、関係が深い欧州経済への悪影響が懸念される。また、原油価格が下落していたクリミア危機時とは異なり、ロシアのエネルギー供給が減少することで、コロナ禍からの回復で高まった資源価格が一段と上昇するリスクがある(図表1-1)。

図表1-1 ロシアへの経済制裁とその影響



(備考) 日本政策投資銀行作成

ロシアの最大の貿易相手は欧州であり、輸出入ともに4割のシェアを占める。他方、相手国からみた対ロシア貿易の比率は、欧州においても5%にとどまる。ウクライナも、欧州との貿易関係が強いが、欧州の対ウクライナ依存度は1%程度で、日本の対ロ依存度も1%程度にとどまる(図表1-2)。

ただし、エネルギー大国のロシアでは、天然ガスや原油に限れば、世界の輸出に占めるシェアはそれぞれ25%と12%を占める。特に欧州向けシェアは、5割と3割に及ぶ。その他にも小麦のシェアが高いほか、貴金属の生産量も、自動車などに使用されるパラジウムやテルル、ニッケルなどのレアメタル、アルミニウムでシェアが高い(図表1-3)。

2018年にイランに対してSWIFT排除、原油禁輸などの「史上最強」の制裁を発動した際には、イランの通貨は1/5に、輸出は1/3に落ち込み、物価が

50%上昇するなど大きなダメージを受けた。ロシアの場合も輸出に占めるドル建て決済の割合は、クリミア併合後も経済制裁が残る中で徐々に低下したが、依然5割を占めている。今回の金融制裁によってドルやユーロ決済が不可能となれば、輸出が半分に以下に減少する可能性もある(図表1-4)。

## 2.対ロシア貿易や投資における日本経済への影響

日本の輸出に占めるロシア向けの割合は1%にとどまり、その5割が中古車を含む輸送用機械であり、禁輸対象となったハイテク製品などの割合は低い。

一方、天然ガス輸入の1割弱をロシアに依存するほか、パラジウム、石炭などの依存度も高く、供給の不安定化、価格高騰などのリスクがある(図表2-1)。

図表1-2 ロシア、ウクライナの貿易  
(国別構成と相手国の依存度)

		(%)						
		日	EU	米	中	他	世界	
ロシア	輸出	構成	2.7	39.6	3.1	14.3	40.2	100
		依存度	0.9	4.3	0.3	2.0	1.0	1.3
	輸入	構成	2.6	42.1	2.2	23.0	30.1	100
		依存度	1.5	6.6	0.4	2.7	1.9	1.9
ウクライナ	輸出	構成	0.4	37.8	2.0	14.5	45.3	100
		依存度	0.1	1.2	0.1	0.3	0.3	0.3
	輸入	構成	0.9	46.8	3.4	12.7	36.2	100
		依存度	0.0	0.9	0.0	0.4	0.3	0.3

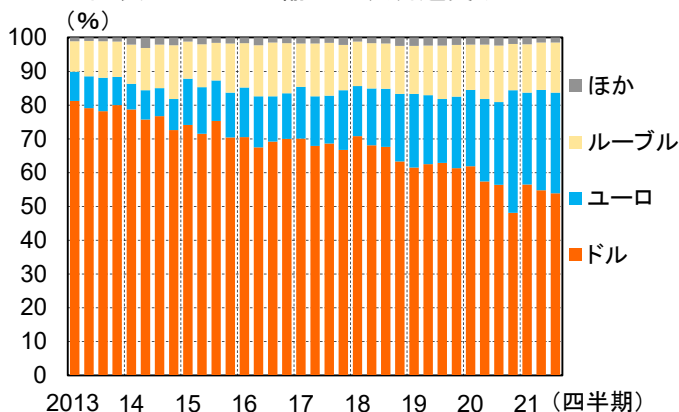
(備考) 1.UNCTADにより日本政策投資銀行作成  
2.2020年、EU域内貿易除く

図表1-3 ロシアの主要品目の生産・輸出シェア

	(%)		
	生産	輸出	欧州の依存度
天然ガス	16.6	25.3	51.4
原油	12.1	12.3	29.0
小麦	9.6	18.1	17.7
(同 ウクライナ)	( 2.8)	( 7.9)	( - )
石炭	5.2	17.8	50.2
パラジウム	37.0		
テルル	12.1		
プラチナ	10.6		
ニッケル	9.3		
アルミニウム	5.4		

(備考)BP、USGS、UNCTADにより日本政策投資銀行作成

図表1-4 ロシア輸出の決済通貨ウエート



(備考) 1.ロシア中銀 2.サービス貿易を含む

図表2-1 日ロ貿易構造(2021年、%)

ロシアへの輸出 (8,624億円)		ロシアからの輸入 (1兆5,431億円)		対露依存度
輸送用機械	53.7	液化天然ガス	24.1	
一般機械	20.2	原油	16.7	3.7
電機・電子部品	6.8	非鉄金属 (うちパラジウム)	18.9 (9.8)	10.3 (34.5)
ゴム製品	5.4	石炭	18.0	10.0
化学製品	3.0	魚介類	8.9	
その他	10.9	その他	13.4	

(備考)財務省

## 今月のピックアップ

また、産業面からみると、日本企業のロシア、ウクライナ両国への進出は比較的小規模となっているが、自動車などの操業停止、飲食・小売業の休業などに徐々に影響が広がっている。今後、紛争が長期化する場合には、エネルギー価格高騰の影響のほか、①半導体製造の露光用ネオンガス(ウクライナ7割、ロシア2割)の供給制約や価格高騰による半導体不足(在庫は早くも2ヵ月で払底)、②パラジウム(自動車排ガス処理装置)の価格上昇に伴う自動車販売への影響、③IT産業のオフショア開発拠点であるウクライナにおけるソフトウェア開発の遅延など、両国への依存度が高い特定の財、サービス分野において懸念が強まる可能性がある(図表2-2)。

### 3.ウクライナ情勢の今後のシナリオ

ここで、ウクライナ情勢の今後のシナリオを5つに分け、シナリオ毎の影響をあらためて整理する(図表3)。戦闘が続く期間、最終的なロシアの関与などに幅はあるものの、プーチン政権が維持される限り西側の経済制裁は残る。欧州はロシアからのエネルギー輸入を続ける姿勢を示しているが、資源価格の高止まりが避けられない現状が浮かび上がる。

ロシアと西側経済のデカップリングが一段と進み新たな冷戦状態となる場合、長期的には新たな経済構造が構築されるにしても、資源の供給制約、価格上昇が強まり、ロシア依存度の高い欧州の景気悪化は避けられない。一方、資源産出国の米国

図表2-2 予想される産業への影響

石油化学	・資源価格上昇に伴う合成樹脂価格への更なる価格転嫁	小売	・輸入小麦価格上昇による食品価格の値上げ ・トウモロコシ価格の上昇による食肉の価格上昇
鉄鋼	・輸出国である両国への制裁による市況上昇と半製品輸入に依存する鍛圧メーカーへの影響	外食	・ロシアに展開している店舗への影響 ・原材料高による調達先変更、代替食材採用
自動車	・半導体や触媒の価格上昇、供給不足に伴う自動車価格上昇による販売への影響 ・トヨタはロシア工場を操業停止	運輸	・ロシア便の運行停止/ロシア上空通過回避による欧州便の欠航 ・欧州向けLNG増加による海上運賃上昇
IT産業	・中期:ソフトウェア開発の遅延	エネルギー	・油価、LNG価格上昇に伴う電力卸価格上昇による電源を確保していない電力小売への影響 ・経済制裁措置の際の調達と権益評価への影響
半導体	・露光用ネオンガス等材料の価格高騰/供給不足 ・中期:ソフトウェア開発の遅延による需要減	不動産	・投資家の運用リスク回避姿勢の強まりによる不動産価格への影響

(備考)ヒアリング等により日本政策投資銀行産業調査ソリューション室作成

図表3 ウクライナ情勢のシナリオ

シナリオ	概要・期間	政治的帰結	世界経済・資源	ロシア資源輸入
① 短期戦	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 数週間以内にキエフ陥落</li> <li>✓ ロシアの傀儡政権成立、軍常駐</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 西部・国外にウクライナ臨時政府</li> <li>✓ 内戦が長期化・泥沼化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>× 制裁継続、東西冷戦に発展も</li> <li>一 脱炭素から資源安価へ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>× 米国禁輸、欧州などは輸入継続</li> <li>× 欧州禁輸なら資源インフレ深刻化</li> <li>一 中国は継続</li> </ul>
② 長期戦	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ロシア軍はキエフ攻略できず。ゲリラ戦で数年以上の長期戦に</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ゼレンスキー政権存続</li> <li>✓ ロシア最終的には撤退も</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>△ 制裁やや緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>△ 資源輸入は再開</li> </ul>
③ 外交的解決	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ウ中立的化、一部割譲などで合意</li> <li>✓ 数週間以内にロ軍一部撤退</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ロシアとの対立・批判継続</li> <li>✓ 中国仲介なら地位向上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>△ 制裁やや緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>△ 資源輸入は再開</li> </ul>
④ 欧州分断・戦争	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 東西冷戦化で緊張高まる</li> <li>✓ 開戦(偶発、化学・核使用、西侵攻など契機)数ヵ月でNATO勝利</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 冷戦長期化の可能性あり</li> <li>✓ 西側勝利ならプーチン排除も戦後体制に不確実性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>× 経済分断</li> <li>△ 戦後は制裁緩和</li> <li>× 戦禍甚大、難民</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>× 禁輸、インフレ圧力</li> <li>○ 戦後は貿易再開</li> </ul>
⑤ プーチン大統領失脚	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 制裁でロシア国内の不満蓄積、24年の大統領任期末前に失脚</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ロシアで穏健政権成立</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 制裁の緩和・撤廃</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 資源輸入再開</li> <li>インフレ緩和</li> </ul>

(備考)1.BBCなど各種報道により日本政策投資銀行作成 2.水色は可能性が高いシナリオ  
3.それぞれのシナリオは完全に独立したものではない



への影響は比較的小さいほか、中国もロシアとの取引を継続し、2大国は政治・経済上の影響力を強めながら対立が強まると考えられる。

#### 4. 主要中銀の政策のかじ取りはより困難に、為替は「有事のドル買い」が強まる

コロナ禍からの回復に伴うインフレ高進を受けて、欧米中銀は金融緩和の縮小に転じているが、ロシアへの経済制裁によって、原油や小麦に限らず国際商品市況が上昇した。インフレ抑制のための利上げと景気配慮による緩和継続の間にはトレードオフが生じ、対応が難しくなっている。FRBは地政学リスクを見極めるべく、3月の初回利上げ幅は0.5%を見送り、0.25%にとどめたものの、年内に1.5%追加利上げし、23年には長期水準2.375%を超えて利上げを進めるとの見通しを示した。一方の

ECBは、ウクライナ危機によるインフレ圧力も踏まえ、資産買入の前倒し縮小を決めた。早くて年末とみられる利上げは「データ次第」と慎重姿勢を強調したが、スタグフレーションに陥ることを避けるため、緩和を縮小する姿勢を示している(図表4-1)。

また、為替相場もウクライナ侵攻後、特徴的な動きがみられる。1998年のロシアは、アジア通貨危機や原油価格下落も加わりルーブル危機に陥ったが、他国通貨への波及は限られた。足元のルーブルの減価は98年より小幅だが、ポーランド、ハンガリーなどの周辺国や、原油輸入国のインド、地政学リスクを抱える台湾などへの伝播がみられる(図表4-2)。

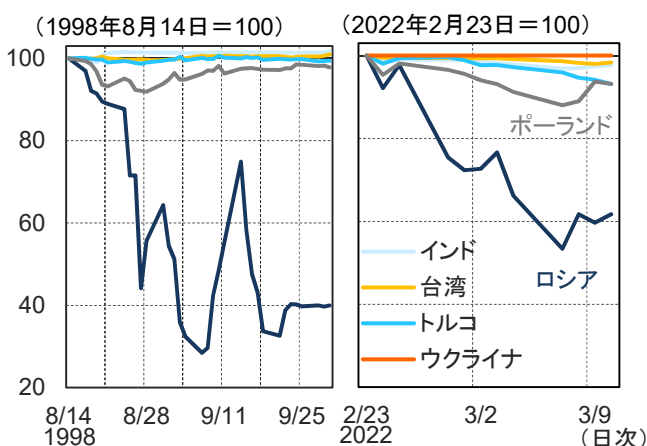
各国通貨との総合的な指標である実効為替レートを見ると、侵攻が始まった2/24は「有事のドル買い」がみられたが、原発攻撃など戦況悪化により安全通貨とされる円も上昇した。欧州通貨はドル、円

図表4-1 主要中銀の金融政策(赤字は2月下旬以降の変更箇所)

	英BOE(3/17)	米FRB(3/15~16)	欧ECB(3/10)	日銀(3/17~18予定)
政策目標	物価 ×(超過)	物価 ×(超過) 雇用 ○	物価 ×(超過、一時的との見方後退)	物価 ×(未達)
量的緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 昨年末に買入終了</li> <li>▶ 3月以降、資産圧縮へ(償還再投資を停止)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 買入は3月終了</li> <li>▶ 早ければ5月に資産圧縮開始(売却でなく再投資縮小償還)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ コロナ買入3月終了</li> <li>▶ 既存買入の縮小前倒し、早ければ7~9月に終了</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ コロナ対応終了で22年はマネタリーベース減少</li> <li>▶ リフレ派審議委員の交替</li> </ul>
政策金利	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 3会合連続で利上げ(0.5→0.75%)</li> <li>▶ ウクライナ危機を懸念し利上げペース鈍化も</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 3月利上げ開始。年末2.0%に利上げ</li> <li>▶ ウクライナ情勢に警戒しつつ、インフレ抑制に注力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 据え置き(預金ファシリテイ金利▲0.5%)</li> <li>▶ 年内利上げの可能性もあるが「データ次第」</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ YCC(イールドカーブコントロール)維持</li> <li>短期 ▲0.1%、長期 0±0.25%</li> </ul>

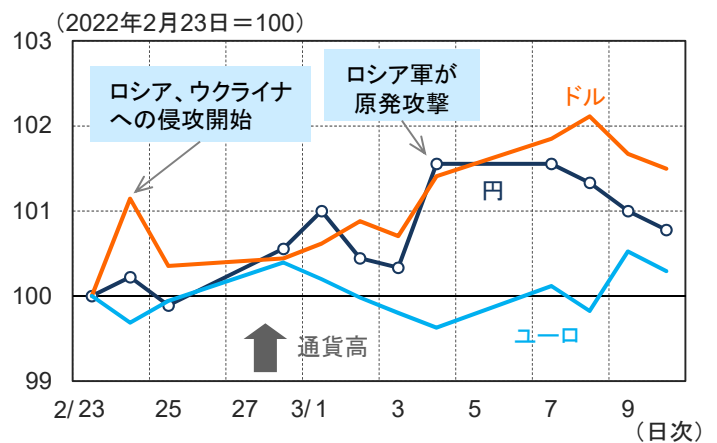
(備考)日本政策投資銀行作成

図表4-2 対ドル為替レートの変化



(備考) 1.Datastream 2.ウクライナは2/23までに年初来8.8%減価

図表4-3 ドル、円、ユーロの名目実効レート



(備考) 1.RIETI 2.ユーロは独仏伊西の実質GDPによる加重平均

## 今月のトピックス

に比べて弱いものの、新興国通貨に比べれば底堅い。今後、米欧との金利差拡大は円安要因となるが、情勢が深刻化すれば、円は上昇するが対ドルでは円安要因になると考えられる(図表4-3)。

### 5.ロシアの原油供給減少とさらなるインフレリスク

続いて、ロシアの原油供給減による国内外のインフレリスクを点検する。米、英は既にロシアからの原油輸入禁止を決めたが、その規模は小さく、慎重姿勢を示すEU、日本が輸入禁止に踏み切れば、世界の原油供給は日量420万バレル、4%の不足となる。一方、米シェールのほか、経済制裁下にあるイラン、ベネズエラが増産した場合、供給不足は170万バレルに縮小し、OPECが追加増産に動く可能性も報じられる(図表5-1)。シナリオとしては、①

制裁が続けば現下の100~130ドル程度、②制裁強化で欧州も禁輸に踏み入る場合、投機資金の流入により一時200ドルに上昇する可能性がある。③一方、OPECなどの増産拡大、停戦合意やプーチン大統領の失脚などで禁輸措置が解除されれば、100ドルを割るとみられる。

国内物価にも影響は波及する。消費者物価は、携帯値下げなどの影響を除いてみると、22年1~3月の2%をピークに伸びが鈍化するとみられていた。しかし、原油価格は一段と上昇しており、1バレル200ドルに上昇した場合、ガソリン価格は1リットル250円に達し、物価の伸びは一時4%を超えると試算される(図表5-2)。

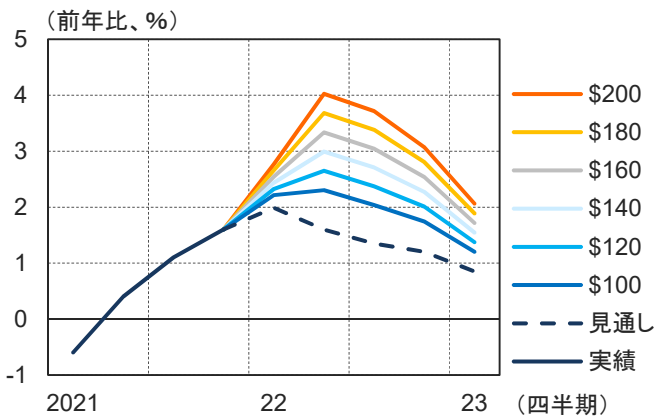
また、家計の予想するインフレ率は、2月に2008年以来の高さとなっており、今後一段と上昇した場

図表5-1 ロシア供給減などによる原油需給の変化

	供給増減		需要増減		ネット
当初	OPECプラス	+380	22年増分	+420	+60
	米シェール	+100			
ロシア供給減	①米、英(決定済)	▲24			+36
	②EU	▲431			
	③日本	▲25			
	①~③計	▲480			▲420
	(ロシアの輸出は計850、ほか中国など370)				
追加供給	イラン	+100			
	ベネズエラ	+50			
	計	+170			▲250

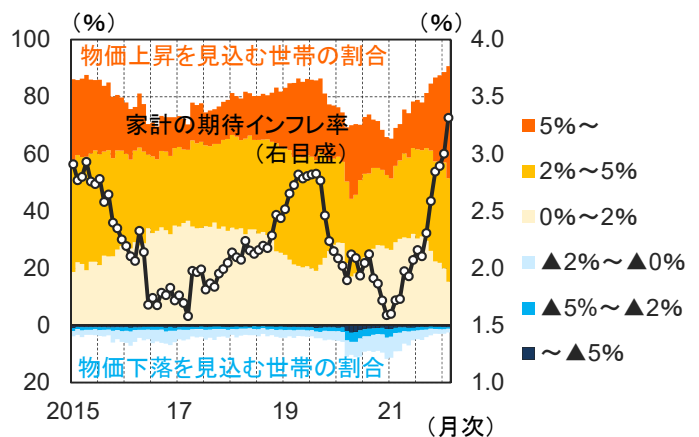
(備考)各種資料、報道により日本政策投資銀行試算

図表5-2 原油ショックに対する消費者物価の反応



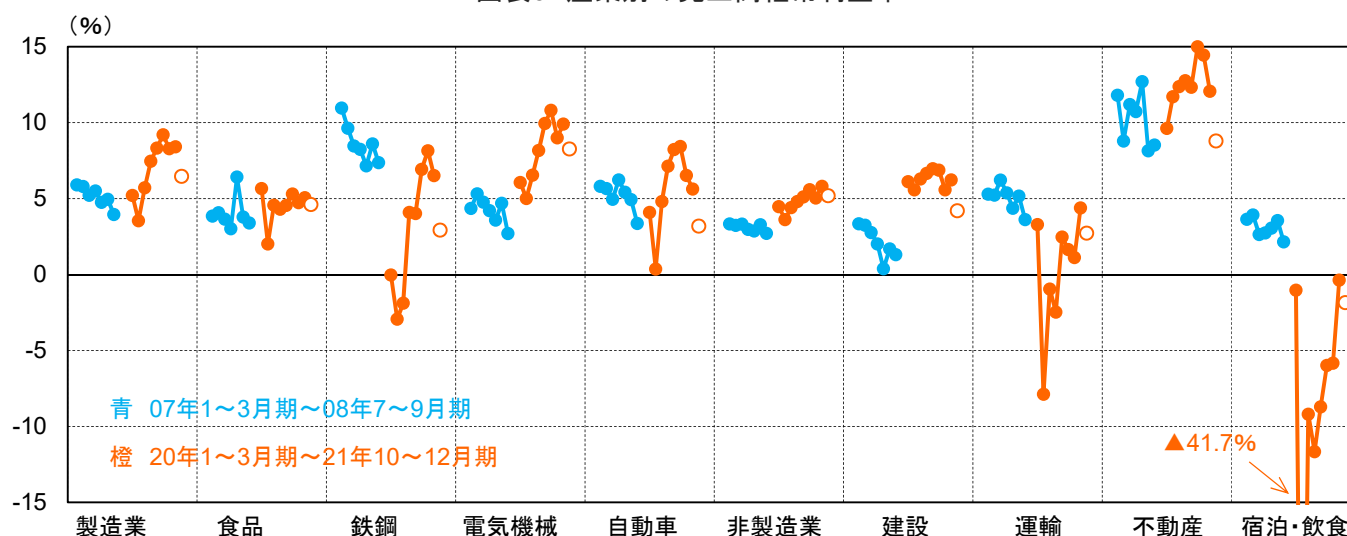
(備考)1.実績は総務省、予測、反応は日本政策投資銀行が集計作成  
2.携帯値下げなど、エネルギー以外の一時的要因除く

図表5-3 消費者が予想する1年後のインフレ



(備考)1.内閣府 2.総世帯 3.家計の期待インフレ率は日本政策投資銀行試算 4.グラフからは「変わらない」と答えた割合を除いている

図表6 産業別の売上高経常利益率



(備考) 1.財務省 2.全規模、宿泊・飲食は資本金1億円以上 3.季節調整は日本政策投資銀行による

合、家計消費への悪影響が懸念される。また、期待インフレ率の高まりは、デフレマインドを払拭する可能性がある一方、行き過ぎれば、米国のようにエネルギー以外の財・サービスの価格上昇に波及してインフレスパイラルに陥るリスクもある(図表5-3)。

### 6. 利益率向上で原燃料高への耐性は増すも、一部産業は赤字に

産業別の売上高経常利益率をみると、原油価格が2007年初の61ドルから08年7月の147ドルに2.4倍になったリーマン危機前には、企業の利益率はほぼ全業種で悪化した(図表6)。

直近の21年10~12月期(原油価格75ドル)においては、供給制約の影響が残る自動車などで利益率が悪化したものの、感染縮小により非製造業を中心に改善した。多くの産業で利益率はかつてより高くなっており、08年並みのショック(180ドル程度)に対しても耐性を有する。ただし、宿泊・飲食はコロナ禍でそもそも利益率が低下しており、コスト高により赤字が続く懸念がある。原油価格の上昇幅やその持続性などは、戦況などに依存して変化する。状況が不確実な中では、宿泊・飲食以外の産業でも悪影響が強まる可能性に注意が必要となる。



## 特許分析からみる自動運転技術の将来展望

産業調査ソリューション室 前川 大、佐無田 啓

### 要旨

- 自動運転を巡って世界がしのぎを削っており、足元は無線通信技術の活用も必要とされる中で、業界の垣根を越えたさまざまなプレイヤーが開発を行っている。
- 特許情報をもとにした分析により自動運転、隊列走行の技術価値を分析すると、自動運転における価値のシフトや、隊列走行における2種類の主要な技術など、技術開発のトレンドが浮かび上がる。
- 隊列走行分野ではOEMとIT系企業の提携が増加すると予想され、特に技術のブレイクスルーとなるポテンシャルのあるスタートアップを他社に先駆けてみつけ、協力関係を構築することが重要になるだろう。

自動車の変革を表すCASEの中でも、A (Autonomous) にあたる自動運転は、C (Connected、通信) やE (Electric、電動化) を伴いつつ自動車産業に変化をもたらすものと考えられる。本稿では、自動運転の技術開発動向について特許をもとにした分析を実施し、社会実装に向けて今後どのような取り組みが各社に求められるのか考察する。

### 1. 自動運転技術開発の現状整理

世界で初めて自動運転に関する構想を打ち出

したのは20世紀前半のGM(米)といわれており、以来米国を中心に自動運転の実現に向けた取り組みが進められてきた。国内でも1960年ごろから自動運転に関する研究がスタートし、現在では政府が主導して開発を押し進める中国をはじめ、世界が自動運転技術を巡りしのぎを削る状況にある。

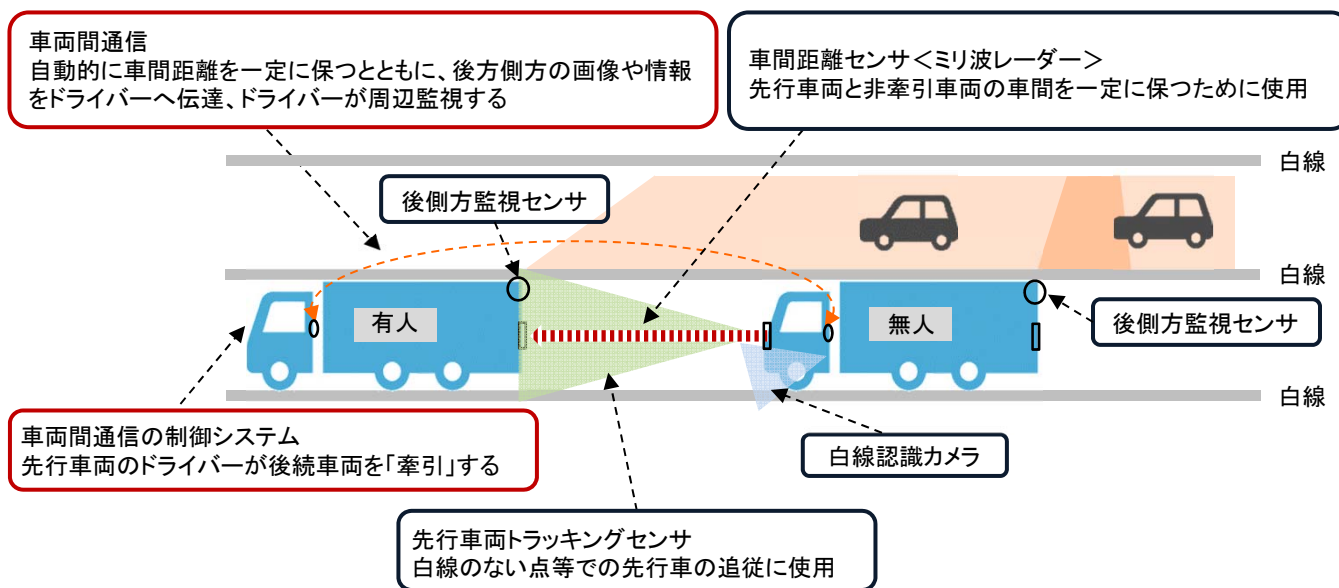
自動運転の自動化度合いを図る指標として最も一般的なのは、2016年にSAE(米国自動車技術者協会)が定めたレベル1~5の5段階区分である(図表1-1)。各レベルでは運転時にドライバーと機械が担う領域が異なっているが、あらゆる環境に対

図表1-1 SAEによる自動運転レベル区分

技術レベル	自動運転		運動制御	検知・反応	有事対応
	レベル	特徴			
自動運転	L5	完全自動運転 いかなる環境においても運転自動化が可能、運転状況の監視・操作義務なし	システム	システム	システム
	L4	特定環境下での運転自動化、運転状況の監視・操作義務なし	システム (限定領域)	システム (限定領域)	システム (限定領域)
	L3	特定環境下での運転自動化、緊急時ドライバーによる操作義務	システム (限定領域)	システム (限定領域)	ドライバー
	L2	前後・左右 双方の制御	システム (限定領域)	システム・ ドライバー	ドライバー
運転支援	L1	前後・左右 いずれかの制御	システム・ ドライバー	ドライバー	ドライバー
			ドライバー 100%	システム 100%	システムの 運転関与度

(備考) SAE資料により日本政策投資銀行作成

図表1-2 隊列走行を構成する主な技術



注:   : ADASに関する機能   : 車両間通信に関する機能

(備考) 国土交通省資料により日本政策投資銀行作成

応じた安全運行を実現するうえで、機械が担う領域が拡大するレベル3以上では周辺環境を踏まえたより高精度な判断が求められるようになり、開発の難易度は大幅に上昇する。他方、高度な自動運転が社会実装されることでヒューマンエラーがなくなり、交通事故による死者数をゼロにする社会価値の創出が可能になる。自動車メーカー各社、さらに各国政府ではより高いレベルの自動運転技術を実現すべく取り組みを進めている。

これまでの自動運転開発については、レベル1～2の運転支援実現を目的に、ADAS (Advanced Driver-Assistance Systems) によるドライバーサポート技術が発展してきた。他方、今後レベル3以上の自動運転の実装を進める段階においては、ADASのみでは対応が困難であり、V2X (Vehicle to Everything) により車両とあらゆるモノを無線通信で接続し、周辺環境を把握する必要がある。開発にかかわるプレイヤーについても、OEMやサプライヤーといった従来の自動車業界の事業者だけによる技術高度化には限界も感じられつつあり、通信技術に強みを有するIT系企業や電機メーカーなど、業界の垣根を越えた新たなプレイヤーが参入してきている。

レベル3の実用化に近い技術のひとつとして、トラックの隊列走行が挙げられる。すでに国内外でさまざまな実証実験が行われており、米国では一部商業利用が開始されるなど、まさに足元実装が進みつつある技術であり、注目を集めている。

隊列走行の実現に際しては、先行車両の操舵を後方車両がデータとして受領するための車両間通信に関する技術が求められ、従来のADASと組み合わせることで後方車両の操舵を行う(図表1-2)。こうした機能はCACC (Cooperative Adaptive Cruise Control) と呼ばれ、車両間通信により従来のACC (Adaptive Cruise Control) と比べ車間距離をきめ細かく制御することができるのが特徴である。CACCを構成する2種類の技術(ADAS、車両間通信)の変遷をみることで、隊列走行およびより高度な自動運転技術に関して、今後の社会実装の流れを推測することが可能と考えられる。

## 2. 自動運転・隊列走行に関する特許価値分析

各種の自動運転技術について、今後の社会実装の方向を占うためには、企業の取り組みを定性的に確認するだけでなく、各社の技術が自動運転の社会実装に貢献する価値を定量的に示すことが

有用である。本稿では、自動運転に関する技術開発動向の整理にあたって、各社が保有する特許に着目した分析を行った。特許情報は一般に各国特許庁のデータベース上で公開されており、技術の内容、技術開発にあたって引用した特許、出願国など、さまざまな情報を取得することが可能である特許分析・コンサルティング企業であるPatentSight(独)は、こうした公開情報から特許ファミリー1件ごとの価値(Competitive Impact:CI)を算出し、各特許価値の総和をPatent Asset Index (PAI)と定義して技術力の定量化を行う。CIは(1)対象特許がほかの特許からどの程度引用されているかの相対的尺度であるTechnology Relevance、(2)対象特許の出願国の市場規模を示すMarket Coverageの2つをもとに、平均値を1として正規化された数値である(図表2-1)。この評価手法の考え方は一般に公開されており、特許の技術的価値と市場価値を統合した直観的な指標となっている。以下では同社の手法をもとに自動運転技術の動向について分析を行う。

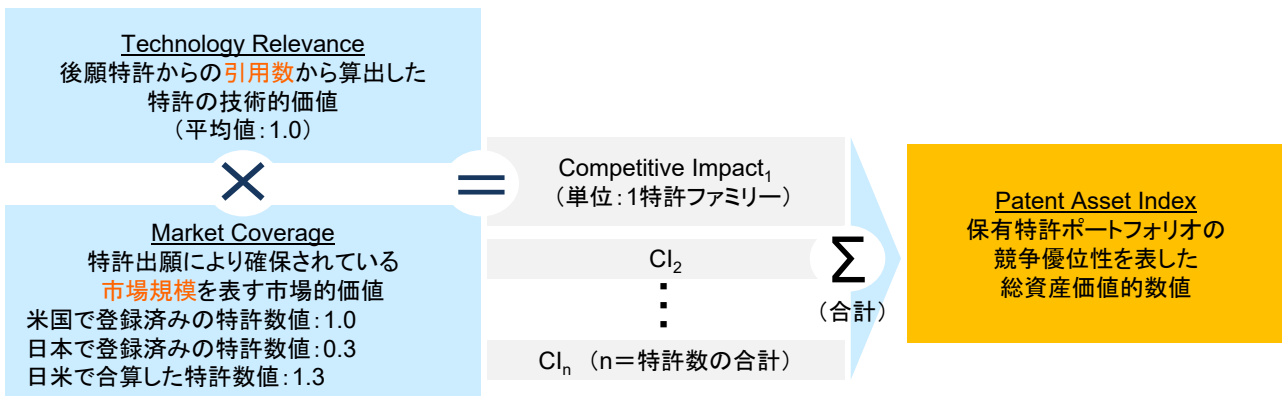
本分析で用いる自動運転関連特許群および隊列走行関連特許群を図表2-2のとおり設定した。以下では、それぞれの特許群において技術がどのように変化し、足元どのような技術が注目されているのか整理する。

## 2-1.自動運転

図表2-3は、自動運転関連特許群に含まれるTechnology ClusterごとのCIを時系列で示したものである。このグラフから、2000年代中ごろに盛り上がりを見せた駐車支援(①)関連特許、2010年代中ごろに注目された運転経路特定(②)関連特許のCIが低下しており、一方で足元は地図情報(③)、データ利用(④)関連特許のCIが高いことがわかる。この流れは、駐車支援機能に端を発し、駐車時以外でもADASを活用して車両の操舵を行い、さらに通信技術の発展により地図情報の獲得を含むデータ活用を進めてきた自動運転技術の発展の経緯とも符合する。また、図表2-4では上記Technology Clusterに該当する特許について、各プレイヤーの特許ファミリー数を業界別に円の大ききで示しており、駐車支援についてはOEMやサプライヤー、地図情報はMobileye(イスラエル)やNvidia(米)、Baidu(中)といったIT系企業を中心に特許を保有することがわかる。

以上から2つのポイントが示される。(1)自動運転の技術開発が進展する中で、注目される領域が変化している。(2)従来自動運転開発の主役であったOEMやサプライヤーなどのプレイヤーに対し、近年ではIT系企業の保有する特許が注目度を高めており、自動運転の社会実装に向けてはIT系企業の取り組みが不可欠となっている。

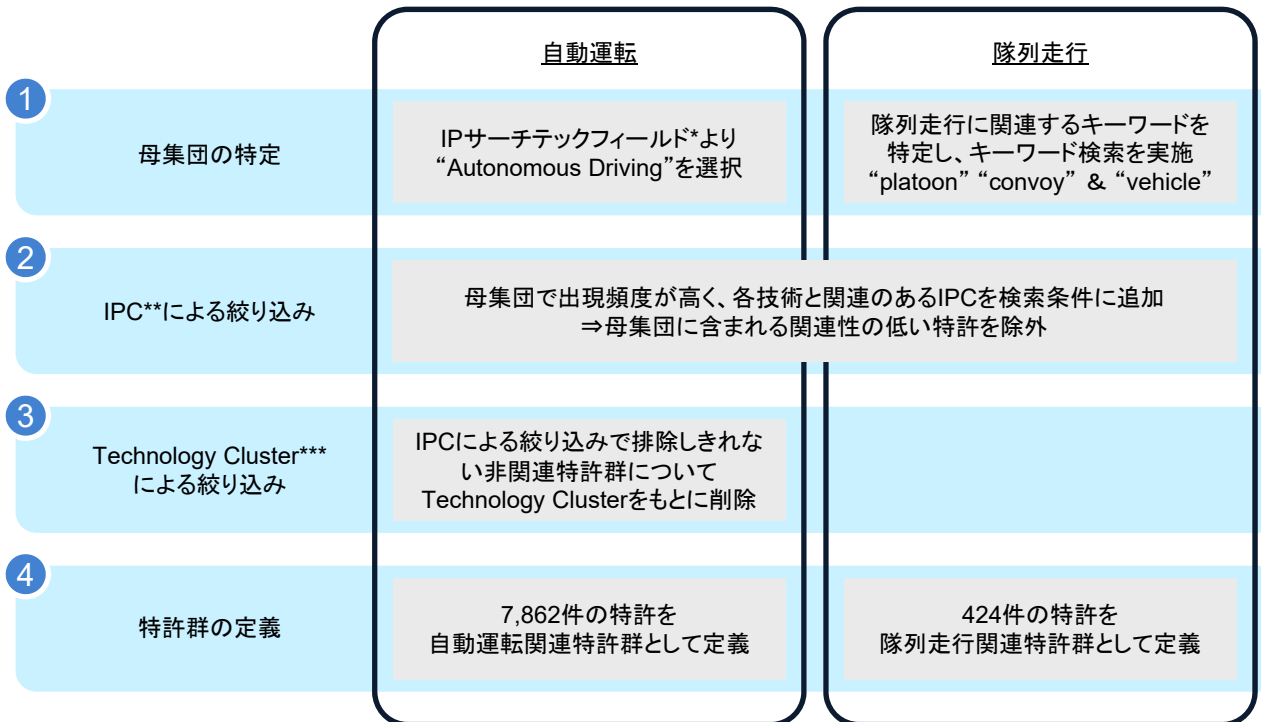
図表2-1 PatentSightによる特許価値分析の手法



注: 詳細な分析方法は下記参照  
Ernst, H., Omland, N. (2011): The Patent Asset Index – A New Approach to Benchmark Patent Portfolios. World Patent Information 33, pp. 34–41. An overview can be found in the document “Introduction to the Patent Asset Index” available from PatentSight.

(備考) © LexisNexis PatentSight資料により日本政策投資銀行作成

図表2-2 自動運転関連特許群、隊列走行関連特許群の定義



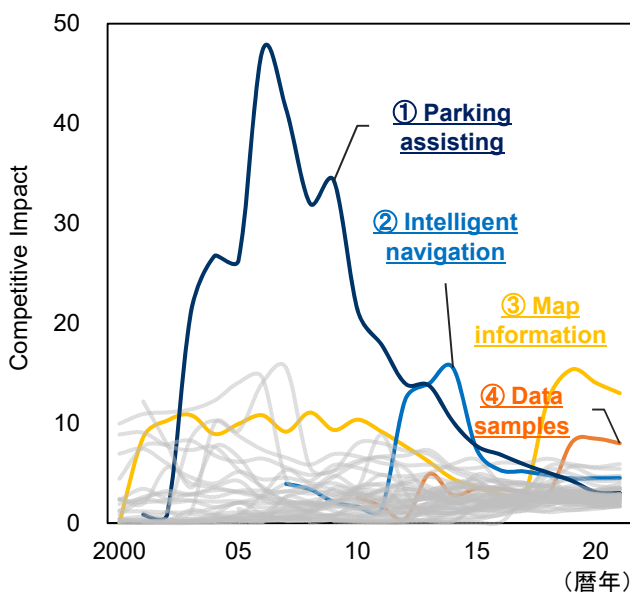
\* スイス特許庁の技術区分に基づきPatentSightが作成した特許群

\*\* International Patent Classification : 国際特許分類

\*\*\* AIによるテキストマイニングに基づきPatentSightが独自に作成した技術分類

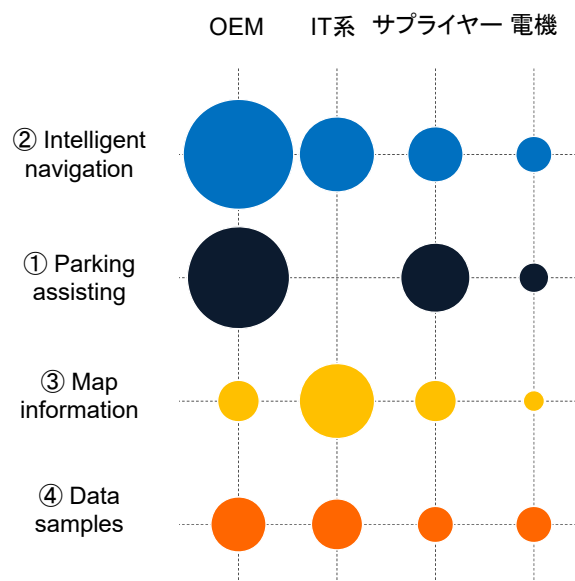
(備考)© LexisNexis PatentSight資料により日本政策投資銀行作成(データ時点は2021年12月末)

図表2-3 自動運転関連特許の分野別CI推移



(備考)© LexisNexis PatentSightデータにより日本政策投資銀行作成(データ時点は2021年12月末)

図表2-4 業界・分野別特許ファミリー数



(備考)1. © LexisNexis PatentSightデータにより日本政策投資銀行作成(データ時点は2021年12月末)  
2. 特許ファミリー数の多い順にソート



2-2. 隊列走行

図表2-5は、隊列走行関連特許群におけるTechnology Clusterごとの分布を示したものであり、外側にいくほど詳細な技術分類を確認することができる。ここから、隊列走行関連特許について運転支援(⑤)と車両間通信(⑥)という2つの技術分類におけるPAIが高いことがわかる。これらのTechnology Clusterについて特許ファミリー数、CI、PAIの推移をみると、2010年代前半ごろからPAIを伸ばしていた運転支援に対し、近年では車両間通信分野のPAIが高まっていることがわかる(図表2-6)。ここから、上述したCACCに関する2種類の主要技術が特許の観点からも注目度を高めていることがわかる。隊列走行に関する技術開発が進み、実証実験も繰り返されてきたが、車両間通信に関する特許が価値を伸ばしてきたことで、CACCに必要な2つの技術を活用できる環境が整ってきたと考えられる。

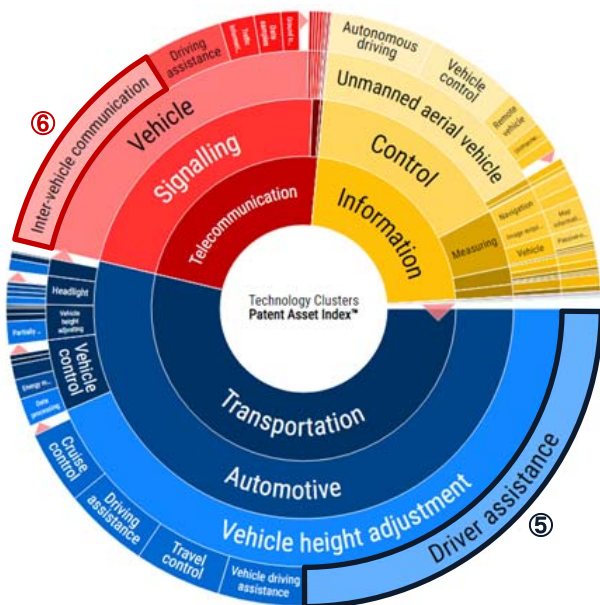
2-3. 隊列走行分野における企業間提携の可能性

運転支援と車両間通信それぞれにおける主要企業のPAIを図表2-7に示す。この図から、各企業は隊列走行に関する2つの主要技術のうち一方に強

みを有するケースが多いことがわかる。それぞれの技術分類にはOEMやサプライヤー、IT系企業などが分散していることから、業界特性というより個々の企業による隊列走行技術開発の方向の違いといえよう。この分析から、隊列走行の実用化に向けては、得意領域の異なる2社間での提携により、それぞれの技術を組み合わせたCACCとして活用することが有用であると推測される。

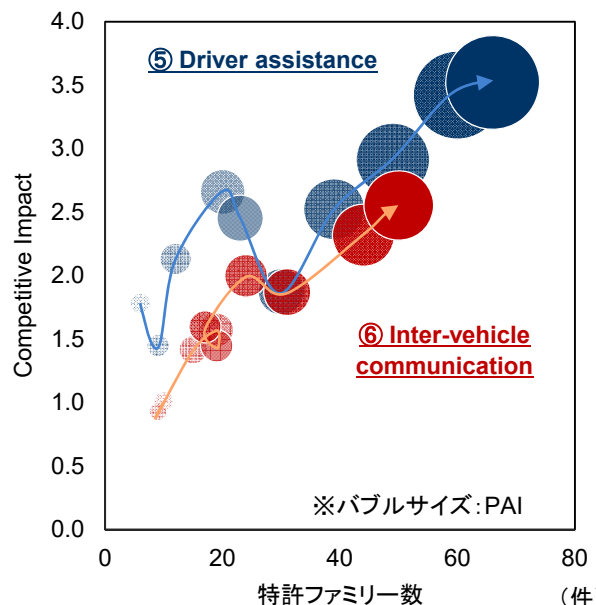
実際、こうした動きは一部で進みつつある。一例として、デンソーの米国子会社であるDenso International Americaが2015年5月に発表したPeloton Technology(米)への出資が挙げられる。この提携は、車両間通信分野に強いデンソーが要素技術の不足を補うべく、運転支援分野に強いPelotonに出資した事例ととらえられる。また、自動運転トラック開発を手がける中国系スタートアップのTuSimple(米上場)に対して、2020年9月にVWグループ(独)の商用車子会社であるTraton(独)が出資を発表している。Tratonは自社が製造するトラックにおいて、車両間通信分野に優れるTuSimpleのシステムを搭載し、レベル4自動運転の実用化を目指して欧州内での実証実験を進めている。

図表2-5 隊列走行関連特許の分類別PAI構成



(備考) © LexisNexis PatentSightデータにより日本政策投資銀行作成(データ時点は2021年12月末)

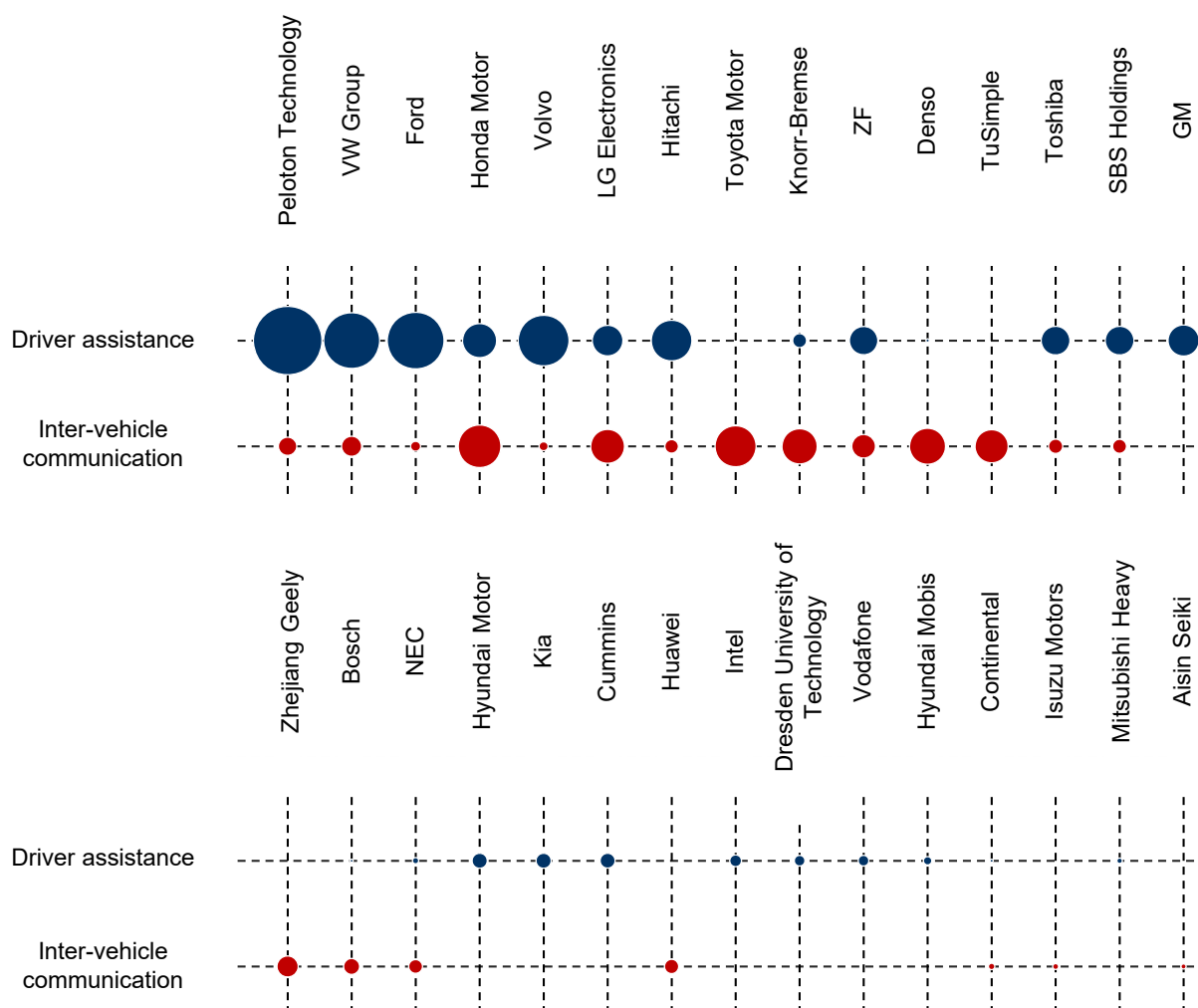
図表2-6 主要分類におけるPAI推移(2012~14年)



(備考) © LexisNexis PatentSightデータにより日本政策投資銀行作成(データ時点は2021年12月末)



図表2-7 主要企業・分類別隊列走行関連特許のPAI



(備考) 1. © LexisNexis PatentSightデータにより日本政策投資銀行作成(データ時点は2021年12月末)  
 2. バブルサイズ:PAI

異なる技術の組み合わせではないものの、Continental(独)とKnorr-Bremse(独)の2018年9月の提携も興味深い。両者とも車両間通信分野に強みを有し、提携により隊列走行開発を加速させるとともに、将来的には高速道路での商用車自動運転を進めるとしている。上述した仮説とは異なるものの、同様に有用な提携であると考えられる(図表2-8)。

### 3. 特許価値分析からみえる自動運転の社会実装に向けた今後の方向性

ここまで、自動運転関連技術のトレンドについて、特許による技術価値分析を紹介してきた。最後に、

今後の自動運転開発の方向性について考察する。

自動運転においてIT系企業の存在感は高まっており、特にレベル4やレベル5といった高レベルの自動運転技術を開発するに際しては、地図情報の活用に加え、高速・大容量かつ遅延の少ない5G通信技術や、周辺環境データを踏まえた最適な走行判断を学習するディープラーニングといった技術の活用が必要不可欠になってくる。従来主役を務めたOEMやサプライヤーにとって、IT系企業の参入は脅威となる一方で、こうした技術を保有する企業と提携し、自社の自動運転車両に組み込むことで、これまで以上に精度の高い複雑な自動運転への対応が可能になると予想される。

図表2-8 隊列走行分野における提携事例

発表年月	概要	強みを踏まえた提携パターン
2015年5月	Denso International AmericaがPeloton Technologyに出資	車両間通信 (デンソー) × 運転支援 (Peloton)
2018年9月	ContinentalとKnorr-Bremseが自動運転開発に係る提携を実施	車両間通信 (Continental) × 車両間通信 (Knorr-Bremse)
2020年9月	VWグループの商用車子会社TratonがTuSimpleに少額出資	運転支援 (VW) × 車両間通信 (TuSimple)

(備考) 各種資料により日本政策投資銀行作成

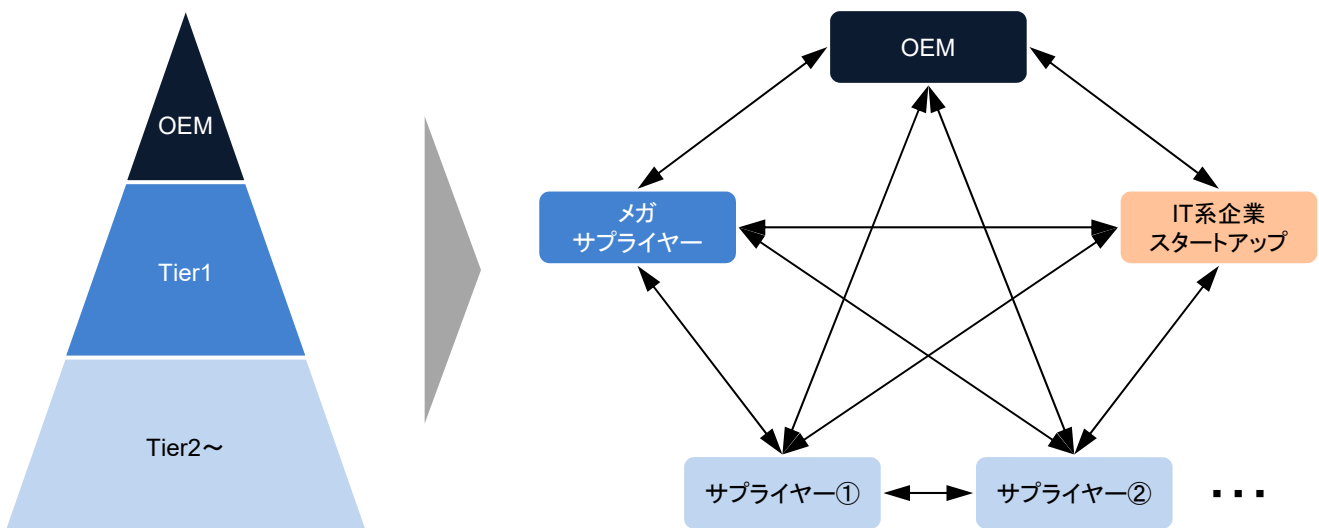
隊列走行分野においては、事業者間の提携が今後ますます加速することが予想される。車両間通信の技術に関しては現状さまざまなプレイヤーが特許を保有しているが、中でもIT系企業の存在感は大きく、TratonのTuSimpleへの出資に代表される、OEMとIT系企業との提携事例も今後さらに増加するだろう。従来の自動車産業において受発注の関係にあったOEMとサプライヤーの階層構造から、階層にとらわれず共同で開発を進めるパートナーとして、IT系企業を含む各社の連携や協業が促され、これまでの産業構造から大きな変革を迎えることとなる(図表3)。

さらに、IT系企業の中でもPeloton TechnologyやTuSimpleといったスタートアップの活躍には目を見張るものがある。企業規模が小さい分、技術開

発においても小回りのきく対応が可能であり、隊列走行に特化したシステム開発など、大企業では特化した開発の難しい技術領域において、高い技術を有する企業が存在する。こうした技術は高度な自動運転の社会実装に向けたブレイクスルーとなりうることから、技術開発競争の渦中にあるOEMやサプライヤーにとって、こうした独自技術を有するスタートアップを他社に先駆けて発見し、資本提携などにより協力関係を構築することが、競争上の優位を確立するために必要になるだろう。

多数のスタートアップの中から優れた技術を探査するという観点においても、特許価値分析は有用である。保有する特許数は少なくとも価値の高い特許を保有するプレイヤーを探査することで、上記のように技術のブレイクスルーとなるポテンシャルのあ

図表3 自動車業界における産業構造の変化



(備考) 日本政策投資銀行作成

る企業を見つけることができる。

従来、特許情報は知財部門が取り扱っており、研究開発部門や企画部門がその内容を十分に把握していないケースが多かった。しかし、自動運転や隊列走行の分析で示したとおり、特許を基にした技術価値の把握により、これまでのトレンドなどから将来の技術開発の方向性に関する示唆を得られることから、今後はこうした情報を全社展開することで、各社が事業戦略を検討する材料として活用することも考えられよう。

本稿では、特許を基に自動運転、隊列走行に関する技術トレンドを紹介し、今後の社会実装に向けた取り組みの方向性を示唆した。特許が持つ情報は技術の将来を占ううえで有用であり、自動運転以外でも幅広い分野での活用が期待される。引き続き各分野での分析を実施し、提携を含む技術発展の可能性を示していきたい。

## 観光型都市における地域資源を活用した新たな地域戦略

地域調査部 樋口 亜由美

### 要旨

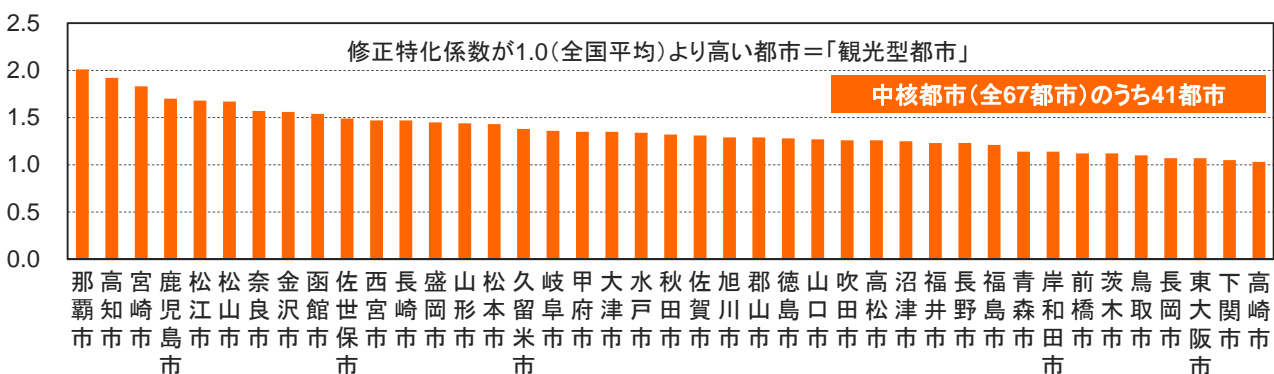
- 新型コロナによる観光市場および観光関連産業への影響が長期化する一方で、マイクロツーリズムやアウトドアアクティビティといった新たな旅行ニーズが高まっており、今後の実施意向も強い。地域の魅力や自然資源の価値を再認識し、付加価値の向上につなげる取組が求められている。
- 「付加価値向上」と「業務効率改善」に並行して取り組む観光型都市を目指すべきであり、付加価値向上のためには地域資源の活用が有用だと考えられる。自治体や事業者へヒアリングを行った結果、的確なマーケティング・ターゲティング分析や、官民が一体となった連携体制の構築が重要であることが示唆された。
- 今後、新たな地域戦略を検討する際には、自治体と事業者が、社会ニーズの変化に迅速に対応するとともに地域課題の認識を統一した上で、地域の産業構造の特徴を踏まえた連携体制の構築や、新たな事業に取組やすい環境整備等を行う必要があると考える。

新型コロナウイルス感染症（以下、「新型コロナ」）の世界的な感染拡大に伴う出入国制限等により、これまで順調に推移してきた日本のインバウンド、国内観光市場は大きく落ち込み、宿泊業や飲食業、運輸業等の観光に携わるあらゆる産業が苦境に立たされている。本稿では、これらの観光関連産業のウエートの高い地方圏の都市（以下、「観光型都市」）において、地域コンテンツの再発掘や複数の地域資源の掛け合わせといった新たなイノベーション創出の可能性について模索し、平時・有事におけるレジリエンスの強化を目指した地域戦略を検討する。

### 1. 宿泊・飲食サービス業の修正特化係数（付加価値ベース）を用いて「観光型都市」を定義

本稿では、これまで明確な定義がなされていない「観光型都市」を調査するにあたり、各道府県の中核都市（全67都市）における2015年の宿泊・飲食サービス業の修正特化係数（付加価値ベース）を用いて「観光型都市」を定義している。付加価値額ベースの特化係数は、域内のある産業の比率を全国の同産業の比率と比較したものであり、1.0（全国平均）を超えていれば全国と比べてその産業の稼ぐ力が相対的に高いと考えられる。ここでは、

図表1-1 中核都市における宿泊・飲食サービス業の修正特化係数（付加価値額ベース）2015年



（備考）環境省（株式会社価値総合研究所受託作成）地域経済循環分析によりDBJグループ作成

宿泊・飲食サービス産業の修正特化係数が1.0(全国平均)より高いと「観光型都市」、低いと「観光型都市ではない」と定義している(図表1-1)。この定義をもとに次章以降では、観光型都市において今後有用であろう地域戦略について検討していく。

## 2.新型コロナがもたらした観光市場・観光関連産業への影響

では実際に、新型コロナが日本の観光市場・観光関連産業にどのような影響を及ぼしたのだろうか。

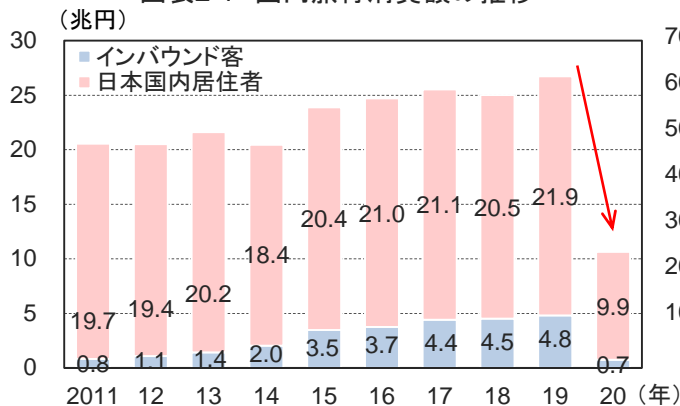
まずはじめに、日本国内居住者およびインバウンド客の国内旅行消費額の推移によると、2019年は過去最高の約27兆円であったものの、新型コロナ拡大後の2020年には約10兆円と激減している(図表2-1)。同様に、2020年の日本国内居住者による

国内延べ旅行者数も減少(図表2-2)、特にインバウンド客数は前年比87.1%減の約412万人と激減しており、2021年はさらに減少する(注1)と推計されている(図表2-3)。

次に、第3次産業活動指数を業種別(月次、季調済指数)で見ると、2020年4月に観光関連産業の大きな落ち込みがみられ、新型コロナの感染拡大に伴い、宿泊業、飲食業、運輸業等の観光に携わるあらゆる産業が苦境に立たされていることが分かる。2021年10月の最新データによると、一部業種では回復傾向を示しつつあるが、国際空港旅客運送業等では落ち込みが長期化しており、依然として新型コロナが観光市場・観光関連産業に大きな影響を及ぼしていることが分かる(図表2-4)。

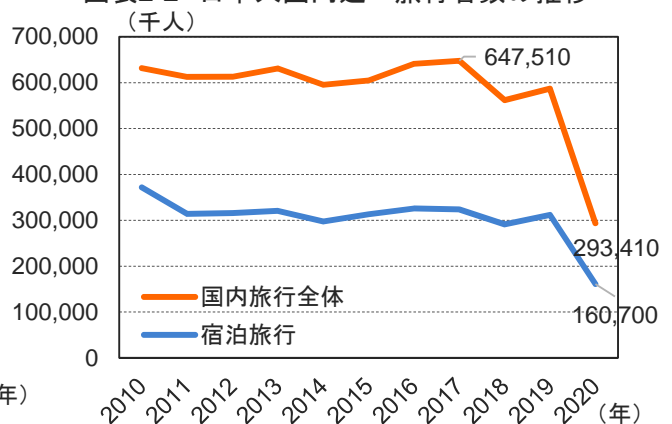
注1:2021年の数値は、2022年1月19日公表の推計値による

図表2-1 国内旅行消費額の推移



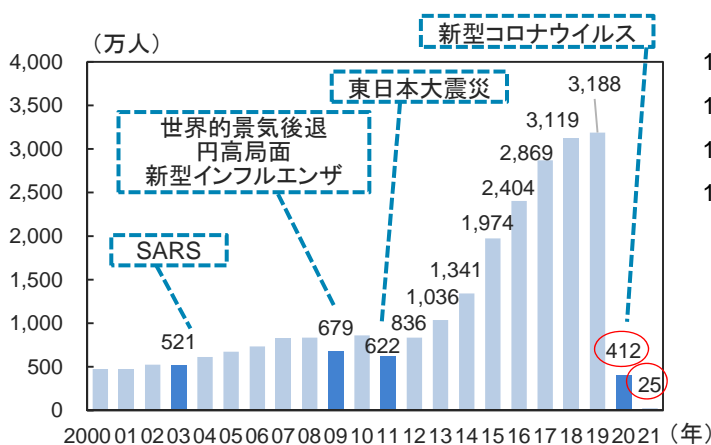
(備考)観光庁「旅行・観光消費動向調査」、「訪日外国人消費動向調査」によりDBJグループ作成

図表2-2 日本人国内延べ旅行者数の推移



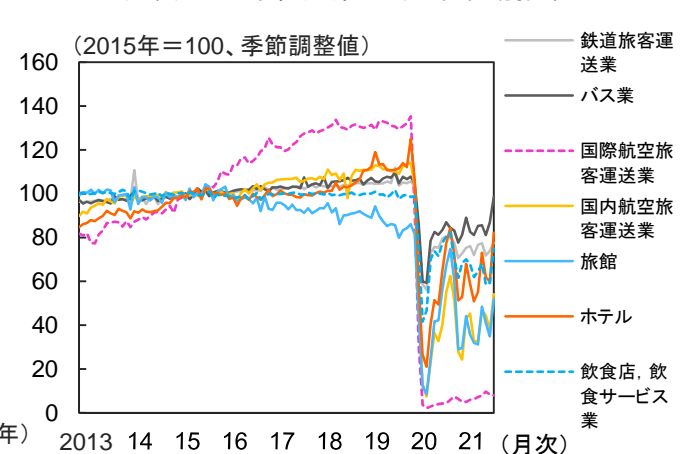
(備考)観光庁「旅行・観光消費動向調査」によりDBJグループ作成

図表2-3 インバウンド客数の推移



(備考)日本政府観光局「訪日外客統計」によりDBJグループ作成

図表2-4 業種別第3次産業活動指数



(備考)経済産業省「第3次産業活動指数」によりDBJグループ作成



### 3. コロナ禍によるマイクロツーリズムやアウトドアツーリズムのニーズの高まり

新型コロナの影響により直接の往来が困難な状況が長期化しているが、この間にニーズが高まり新たに出現した旅行形態がある。

当行が2021年10月20日から10月25日に実施したインターネットによるアンケート調査(図表3-1)によると、居住地から近い旅行先ほど旅行したい時期が早まる傾向にあった(図表3-2)。また、2020年4月以降に居住地がある都道府県内の宿泊・日帰り旅行(マイクロツーリズム)を行ったと回答した人に

対し、今後のマイクロツーリズムの実施意向を尋ねたところ、実に8割以上が今後も実施したいと回答しており、引き続きマイクロツーリズムのニーズが高いことが推察される(図表3-3)。

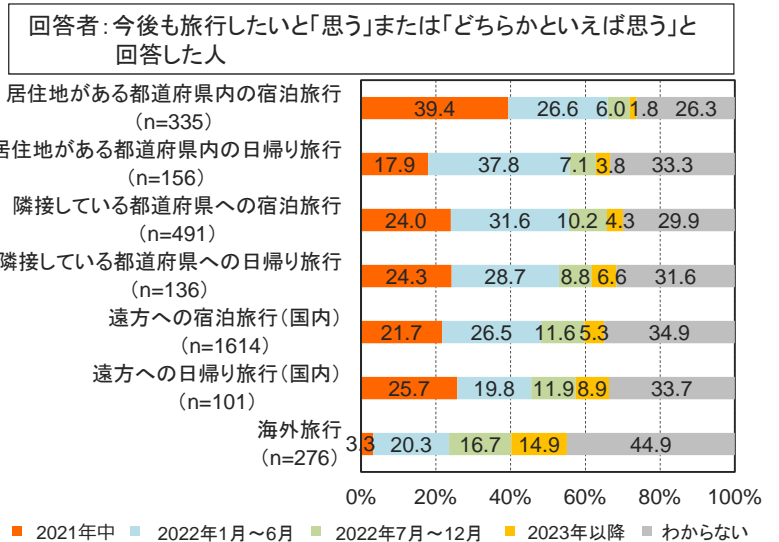
他にも、アウトドアアクティビティやグランピング等の屋外レジャーは、コロナ禍による嗜好の変化で特にニーズが増加しており、今後の実施意向も高くなっている(図表3-4)。このような地域の自然資源の価値を再認識し高付加価値化につなげる取組こそ、地域活性化のための有用な施策の1つだと考えられる。

図表3-1 アンケート調査概要

- 調査方法 : インターネットによる調査
  - 実施時期 : **2021年10月20日～10月25日**
  - 調査対象者 : 20歳～69歳の男女
  - 回収サンプル: 全国9ブロック×540人=4,860人(性年代20サンプルずつ均等に回収)
- ブロック割付**
- ①北海道 青森県 岩手県 宮城県 秋田県 山形県 福島県
  - ②茨城県 栃木県 群馬県 山梨県 長野県
  - ③埼玉県 千葉県 東京都 神奈川県
  - ④新潟県 富山県 石川県 福井県
  - ⑤岐阜県 静岡県 愛知県 三重県
  - ⑥滋賀県 京都府 大阪府 兵庫県 奈良県 和歌山県
  - ⑦鳥取県 島根県 岡山県 広島県 山口県
  - ⑧徳島県 香川県 愛媛県 高知県
  - ⑨福岡県 佐賀県 長崎県 熊本県 大分県 宮崎県 鹿児島県 沖縄県

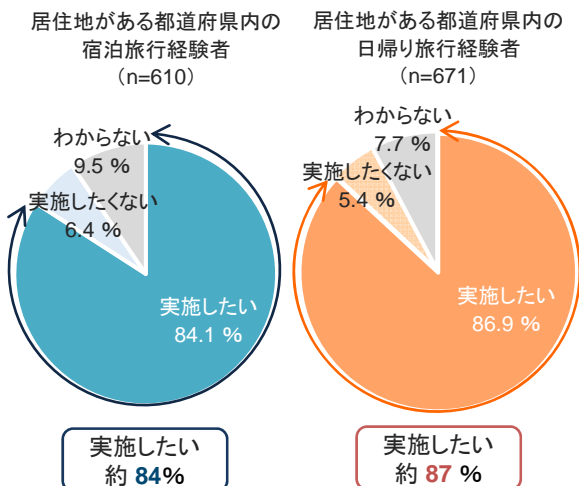
(備考) 当行実施アンケート調査より

図表3-2 「次に旅行する場合、行きたい時期」(回答は1つ)



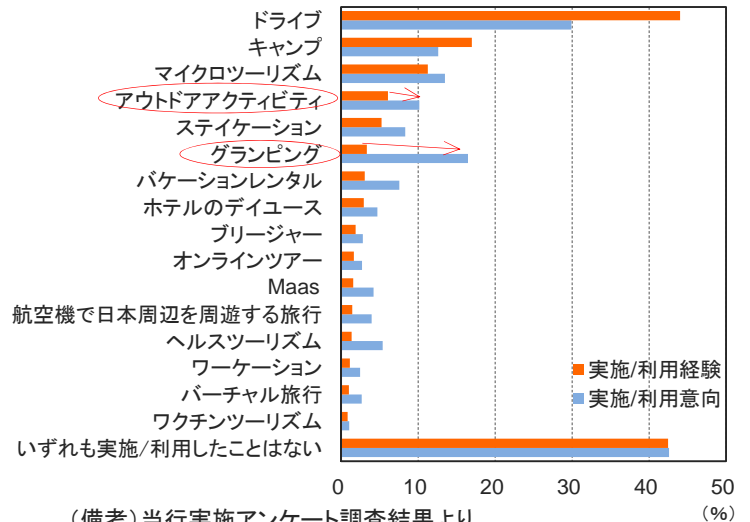
(備考) 当行実施アンケート調査結果より

図表3-3 今後のマイクロツーリズム実施意向 (回答は1つ)



(備考) 当行実施アンケート調査結果より

図表3-4 実施/利用経験と実施/利用意向 (n=4,860) (回答は当てはまるもの全て)



(備考) 当行実施アンケート調査結果より

#### 4. 今後は「付加価値の向上」と「業務効率の改善」を並行して取り組む観光型都市を目指すべき

これまでの自治体の観光政策は、観光客数および旅行消費単価の増加を目標としたものが多く見受けられたが、アフターコロナ時代においては、これら2つの視点に加えて、地域経済への波及効果についても考慮する必要があると考える。新型コロナにより団体旅行から個人旅行へと旅行ニーズが変化している中、観光客数を増加させることは難しいため、特に、旅行消費単価の増加と地域経済への波及効果の2つの視点が重要となる。有用な取組として、旅行消費単価の増加については、滞在時間の拡大と付加価値の向上、地域経済への波及効果については、域内でのサプライチェーン構築や新たな地域サービス業の創出等が考えられる(図表4-1)。

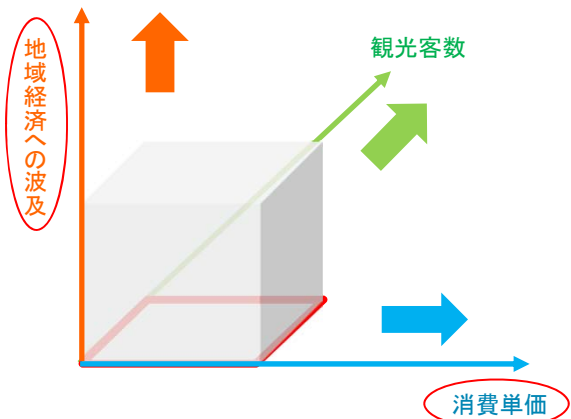
本稿では、その中でも第1次産業を主とした地域資源の活用が有用であると考え、次章以降では、

いかにして付加価値を向上させるのか、地域資源の磨き上げやブランド化といったことを中心に検討していく。

ただ、観光型都市における地域戦略を検討する上で、付加価値の向上のみを追い求める政策では望むような成果が得られない可能性がある。では、他に考慮しなければならない視点とは何だろうか。

本稿では、後述する地域産業分析やヒアリングから、付加価値の向上へ向けた取組と並行して、業務効率改善への取組を検討する必要があると考える。いまだアナログなやり取りが多いといわれる第3次産業では、DX等の効率化ツールを投入し不必要な作業や手続きを省略し接客業務に集中できるような職場環境の整備が求められている。ただ単に値上げや労働賃金の引き下げを行うのではなく、付加価値の向上とデジタル化による業務効率改善に向けた取組を同時に行うことが、労働生産性の改善につながると思われる(図表4-2)。

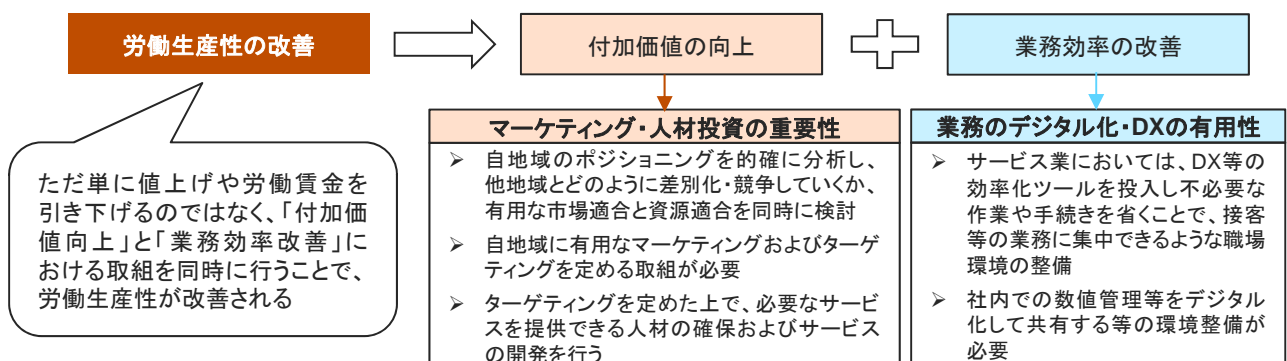
図表4-1 目指すべき「観光型都市」のイメージ



(備考)DBJグループ作成

視点	取組概要
観光客数の増加	
消費単価の増加	
滞在時間の拡大	周遊・広域連携の促進
付加価値の向上	(個社)モノ・サービスの磨き上げ、ブランド化 (地域)地域資源の磨き上げ、ブランド化
経済波及の増加	
内製化	バリューチェーンの取組
内在的発展	コトづくり 新たな地域サービス業の創出

図表4-2 労働生産性の改善に向けて必要な視点



(備考)DBJグループ作成

### 5. 的確なマーケティング・ターゲティング分析、官民が一体となった連携体制の構築がポイント

前述のとおり、本稿ではアフターコロナ時代における観光型都市の地域戦略の検討に際し、地域資源の活用に着目し、地域コンテンツの再発掘や複数の地域資源の掛け合わせ等の取組を行っている複数の自治体・事業者にはアヒアリングを実施した。

その中でも今回は、実際に現地へ往訪した佐賀県嬉野市、山口県長門市、山梨県の3つの事例を取り上げる。

まずはじめに、嬉野市の次世代を担う茶農家が行っている「嬉野茶時プロジェクト」は、嬉野市の地域食材である嬉野茶と、代表的な陶磁器である肥前吉田焼、それに嬉野温泉という3つの地域資源を掛け合わせた取組である。嬉野温泉内の旅館において、嬉野茶の生産者自らが消費者の目の前で肥前吉田焼の器を使ってお茶を提供して、高付加価値化を実現している(図表5-1、図表5-2)。また、本取組を通じたイベント等の開催によって茶生産

者の収益源を多様化する等、所得の拡大ひいては労働生産性の改善に寄与している取組といえる(図表5-3)。

他にも、嬉野温泉の和多屋別荘は、東京のプロモーション会社で入居企業でもある株式会社イノベーションパートナーズとともに、旅館そのものに地域資源としての価値を見出し、使わない客室をWi-Fiやオンライン環境を設備したレンタルオフィスとして提供する「温泉ワーケーション」という会員制サービスを実施している(図表5-4)。

また、リノベーションした客室や宴会場にサテライトオフィスを設備し、すでに首都圏のIT企業を中心に5社ほど誘致している等、外部人材の取り込みも行っている。実際に、入居したWEB制作会社が、地元の有田焼のオンライン販売の支援を行うといった事業もなされている。

次に、山口県の長門湯本温泉再生プロジェクトは、官民が一体となり地域資源を活かした持続可能なまちづくりを推進している事例である。2016年4月、長門市は長門湯本温泉地の再生に向け、株

図表5-1 嬉野温泉旅館内の「ティーサロン」



(備考)嬉野茶時公式HPより

図表5-3 茶畑内で行う茶寮体験



(備考)嬉野茶時公式HPより

図表5-2 嬉野茶時プロジェクトで提供する茶・菓子



(備考)日本政策投資銀行撮影

図表5-4 シェアオフィス/貸し会議室



(備考)株式会社イノベーションパートナーズ提供資料より



株式会社星野リゾートと進出協定を締結し、「長門湯本温泉マスタープラン」を作成した。さらには同年8月、長門市はこのマスタープランを基に「長門湯本温泉観光まちづくり計画（以下、「まちづくり計画」と）」を策定し、2017～2021年度の5年間で公民合わせて20億円を超える事業費を投入している。本事例の特徴としては、下記3点が挙げられる。

まず1点目は、自地域の的確なポジショニング分析により他地域との差別化・競争力を意識し、有用な市場適合と資源適合を検討し戦略を策定した点である。まちづくり計画において、長門湯本温泉の競争力を「自然を活かした魅力的な温泉街をもつ温泉地」と位置付け、持続可能な温泉街の創出を目指して取り組んでいる。

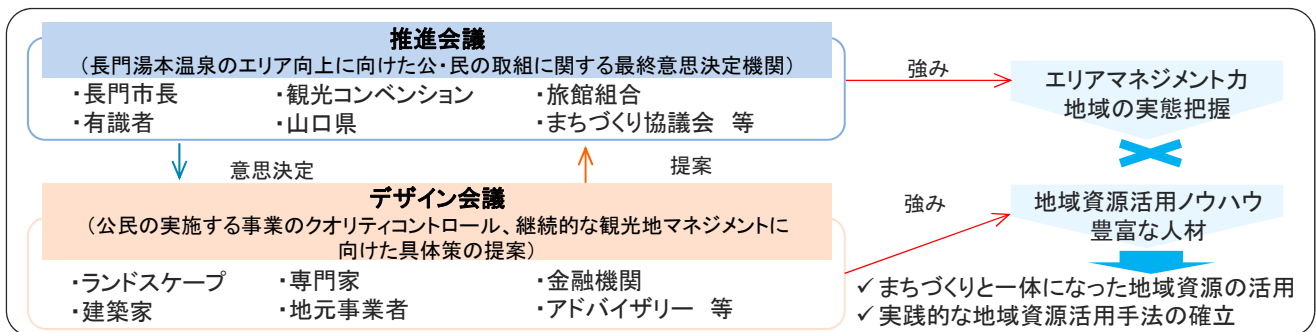
次に2点目の特徴として、官民が一体となった連携体制が挙げられる。まちづくり計画の円滑な推進のため、地域の適任者、事業者、専門家、行政が一体となった体制を構築し、意思決定と実務検討体制をそれぞれ分離することによって、民間事業者の創意工夫を促す体制を構築している（図表5-5）。

最後に3点目の特徴として、継続したエリアマネジメント体制の構築が挙げられる。エリアマネジメントは、旅館組合等の出資により設立された長門湯本温泉まち株式会社が担い、活動原資はかさ上げた入湯税を充てている。この活動に対しては、年に数回ほど、地域外の有識者を中心として構成された外部評価委員会から、上記のような公民の取組に対する評価を受けながら事業を推進し、長門湯本温泉エリア全体の価値向上につなげている。

以上のような分析・体制をもとに実際に行っている取組としては、地元の旅館若手経営者等で設立された長門湯守株式会社が、公設公営だった「恩湯」を民営化し整備運営しているほか（図表5-6）、旅館内で萩焼作家によるペアリングイベントを開催する等、民間事業者の創意工夫に富んだ取組がうかがえる（図表5-7）。

最後に紹介する一般社団法人ワインツーリズムが開催している「ワインツーリズムやまなし」は、山梨県の地域食材であるワインを活用し、ワイナリーや地域住民等多様なステークホルダーを巻き込みながら2008年より毎年継続的に開催している

図表5-5 長門湯本温泉観光まちづくり推進体制



（備考）第1回長門湯本温泉観光まちづくり推進会議資料によりDBJグループ作成

図表5-6 民営化された「恩湯」



（備考）日本政策投資銀行撮影

図表5-7 ライトアップされた長門湯本温泉街



（備考）長門湯本温泉公式HPより（撮影：下村泰典）」

## 今月のトピックス

周遊イベントである。ワイナリーをピンポイントに巡るのではなく、ワイナリー周辺地域全体を産地と捉えイベントを構成している点が特徴である(図表5-8)。イベント開催

日以外においても、同様の体験ができる再現性を高め、山梨県産ワインの認知度向上ひいては新たな消費行動の定着につながっている(図表5-9)。

地域の人口は減少しているものの、勝沼地区の飲食店が増加するとともに、シャッター街化が進んでいた甲府駅周辺においては、山梨県産ワインを提供する店舗が増えて空き店舗が減少したといった成果も現れている。

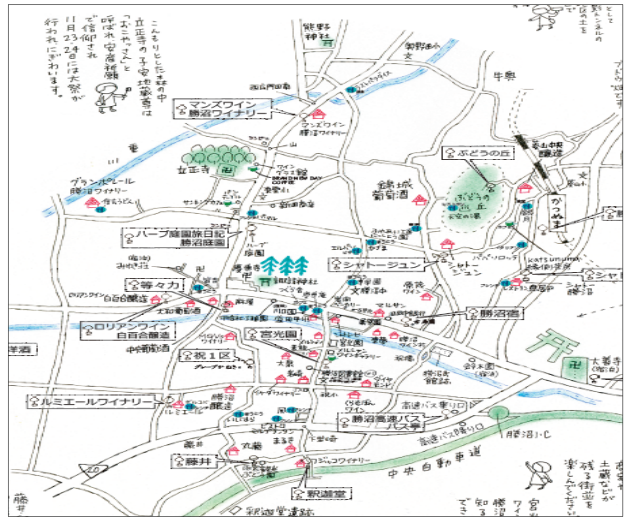
上記のヒアリングを通じ、新型コロナによる移動制限等により大きく影響を受けている観光関連産業ではあるが、複数の地域資源を掛け合わせたコンテンツや既存の自然資源の再発掘等、地域資源の付加価値を高め非日常が感じられる特別な体験を提供し誘客を図る取組が、地域への経済波及を増加させるために有用であることが確認できた(図表5-10)。一方で、サービス産業におけるデジタル導入に関する課題も浮かび上がり、今後は、宿泊飲食事業者等への業務効率改善に向けた支援および環境整備も必要であると考えられる。

図表5-8 ワイン産地の風景



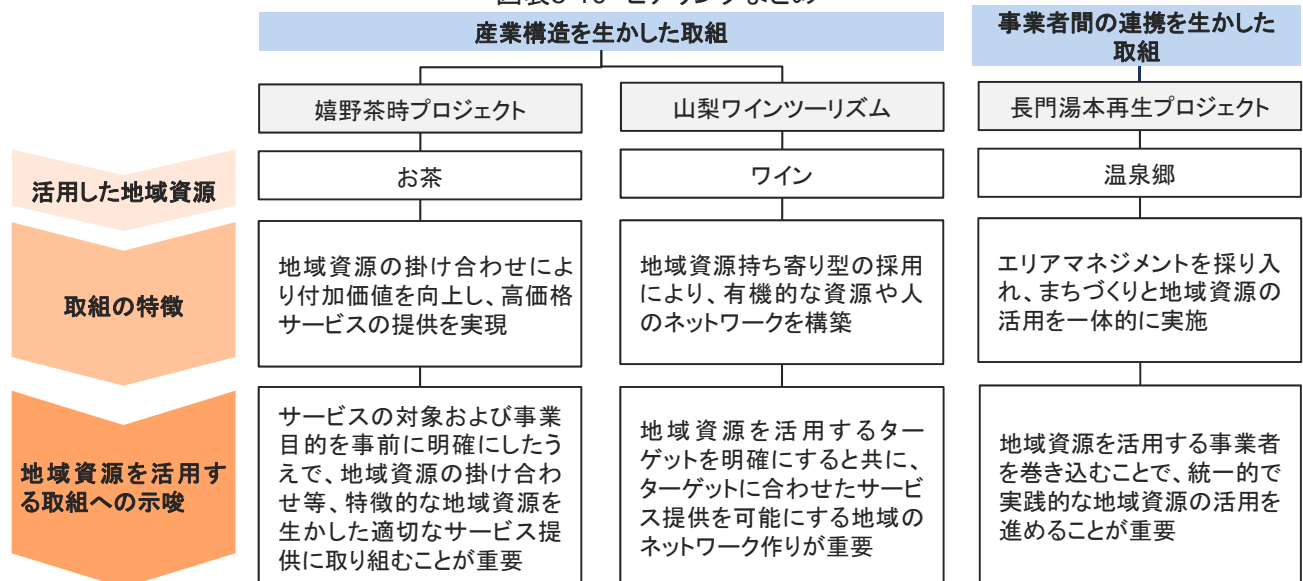
(備考) ワインツーリズムやまなし公式HPより

図表5-9 ワイナリーマップ



(備考) ワインツーリズムやまなし提供資料より

図表5-10 ヒアリングまとめ



(備考) 各種ヒアリングによりDBJグループ作成



## 6. 今後の観光型都市の地域戦略検討に向けて

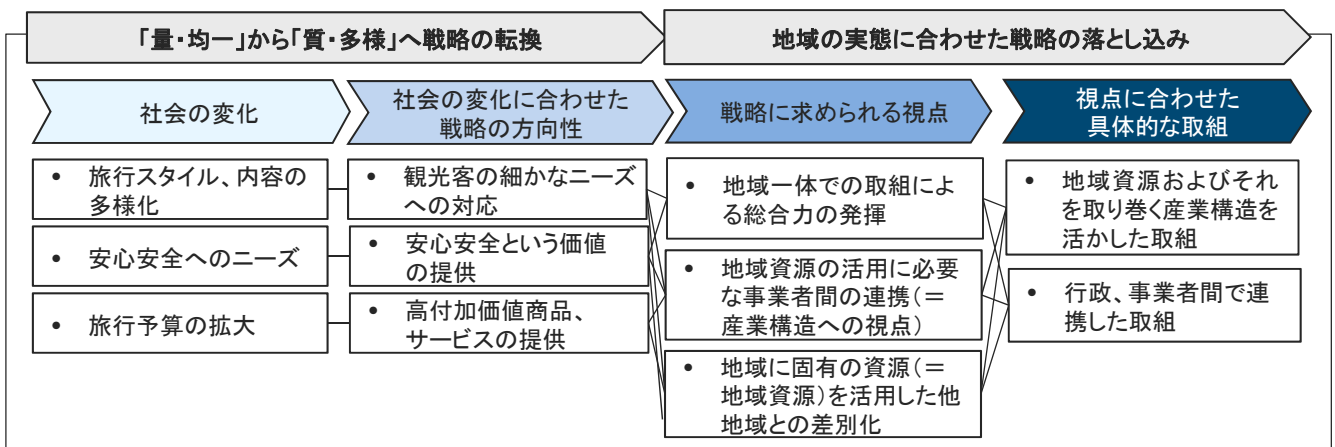
今後、観光型都市における地域戦略を検討する上では、新たなニーズに対応した戦略の転換が求められるであろう。すでに、従来の似通った場所・名所で多くの観光客に対応する「量・均一」の観光政策から、観光客のニーズに合わせ高付加価値のサービスを提供する「質・多様」への転換の動きがみられるが、今後さらにニーズの多様化が予想される。これらの変化に迅速に対応し、自治体と事業者が地域課題の認識を統一し、地域の産業構造の特徴を踏まえた連携体制の構築等を一体となって取り組むことにより、地域資源をより有効に活用できると思われる(図表6-1)。

上記の産業構造把握という観点からみると、地域資源を生かしてサプライチェーンの上流から付加

価値向上に取り組むことで、他にはない宿泊・飲食サービスを提供することが可能であると考えられる。食料品は宿泊・飲食サービス業との産業間の結びつきが強いため、地域資源を活かした付加価値の高い地場産品を有する観光型都市では、それら食料品の付加価値向上を通じて、宿泊・飲食サービス業の付加価値向上および雇用所得の増加を期待できるであろう(図表6-2)。

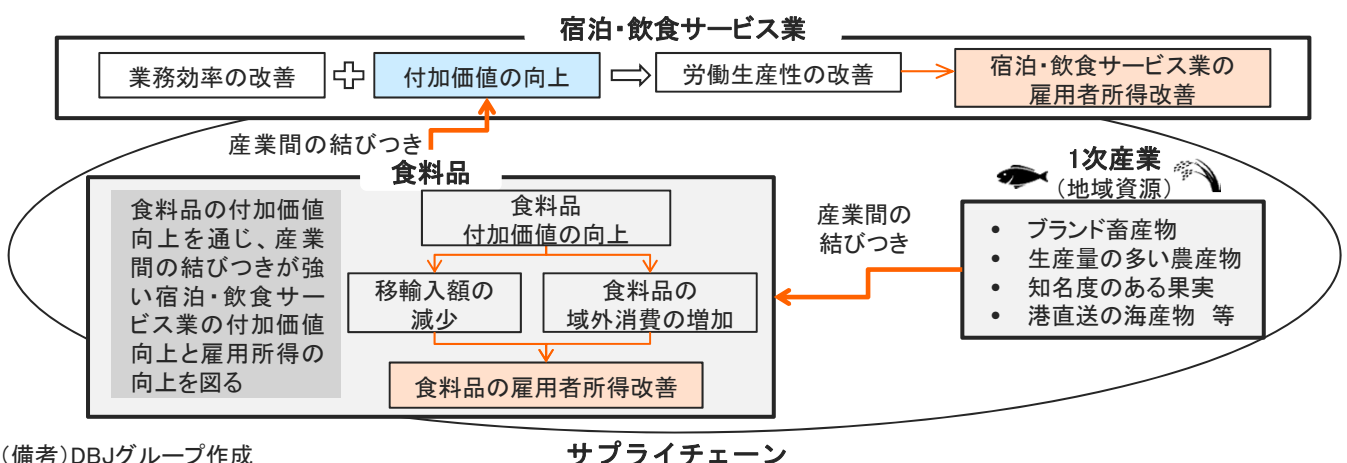
ただ、事業者がこのような体制構築や事業を個別に対応していくことは容易ではない。事業者のみならず、自治体も必要に応じて、関係者間の調整や観光事業者が新たな事業に取り組やすい環境整備を行うほか、域内外から誘客を図っている取組への補助金やインフラ整備といった支援、外部人材の活用やデジタル導入等、業務効率改善に向けた取組も並行して進めることが望ましいと考えられる。

図表6-1 社会ニーズに対応した地域戦略の転換



(備考)DBJグループ作成

図表6-2 産業構造を活かした高付加価値化イメージ



(備考)DBJグループ作成

## 米利上げは金融市場に波乱をもたらすか？

経済調査室 米谷 友利、品田 裕太

### 要旨

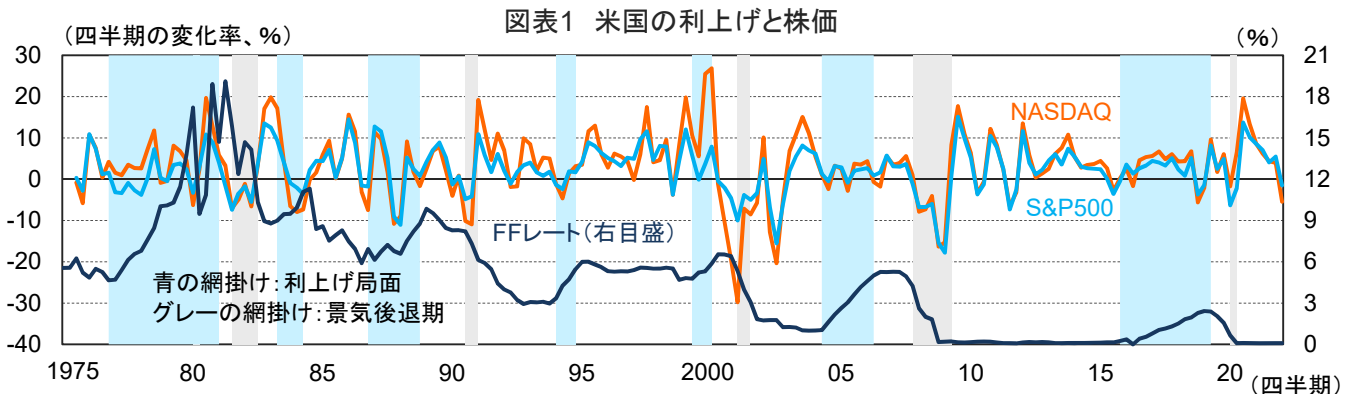
- コロナ禍からの回復において米国で生じた石油危機以来の高インフレは、FRBの利上げを早めたが、これが金融市場にショックを与える可能性が懸念される。
- 米国の利上げ加速が見込まれて以降、株価は調整したが、不動産やクレジット商品、ドル調達環境、新興国市場への影響は限られる。改めて金融ショックが強まるかどうかは、実体経済の経路に依存する。
- ウクライナ情勢も加わって利上げによる景気悪化 (overkill) への懸念はあるものの、政策転換に伴う市場の一時的な調整に配慮しすぎることなく、適切な利上げで経済・金融の加熱を抑え、景気の持続性を高めることが求められる。

コロナ禍からの回復において、米国では石油危機以来の高インフレが生じ、FRBの利上げが3月に早まった。ウクライナに侵攻したロシアへの経済制裁はインフレ高進と景気悪化の両面で問題を複雑にしているが、利上げがインフレ抑制より先に金融面にショックを与える可能性も懸念される。こうした問題意識から、本稿では、過去の利上げ局面を踏まえつつ、株式や不動産、企業債務とクレジット市場、ドル調達環境、新興国への影響を整理する。

### 1. 利上げ局面でも、株価は下落するとは限らない

過去の利上げ局面における株式市場では、政策転換当初は市場の混乱により割高銘柄を中心に株価が下落するが、その後は利上げの前提となる景気回復を反映して再び上昇する傾向がみられた。ただし、利上げが進み、景気後退が意識される頃になって再び下落に転じるケースが多い。22

年に入り、成長期待から上昇していたハイテク株などを中心に10%超下落する調整 (Correction) が生じたが、その後はやや持ち直し、ウクライナ情勢の緊迫化前までは過去の経験則に近い動きとなった (図表1)。こうした動きは、株価を投資家の期待を反映するPER (株価収益率) と景気に影響を受けるEPS (一株利益) に分解すると理解しやすい。米国ではコロナ禍で企業業績が悪化する一方、金融緩和下でPERが上昇して株価が大きく上昇した。ウクライナ情勢緊迫化前の時点では、長期金利がFRBの示す長期水準である2.5%に上昇した場合、PERはS&P500で12%、ナスダックで18%低下すると試算された (図表1-2)。ただし、利上げの前提となる景気回復の下では、株価のもう1つの構成要素であるEPS (一株利益) の増加がこれを相殺するため、利上げが景気を冷やさないうちは、株価は上昇すると考えられる。



1.FRB, Datastream 2.FFレートは実効レート 3.株価は2期移動平均、22年は3/8まで

## 2.住宅価格はリーマン危機前並の過熱感

また、不動産に代表される実物資産をみると、リーマン危機から時間をかけて回復した住宅価格は、コロナ禍で急騰した。PERと同様、過熱感を表す住宅価格/家賃の比率はリーマン前の06年に迫る。今後は家賃の上昇によって割高感が弱まるとみられるが、量的引き締めによる住宅ローン金利上昇などで価格が下落する可能性には留意が必要となる(図表2)。

## 3.米国では利上げ局面でも、特に実物資産で増加

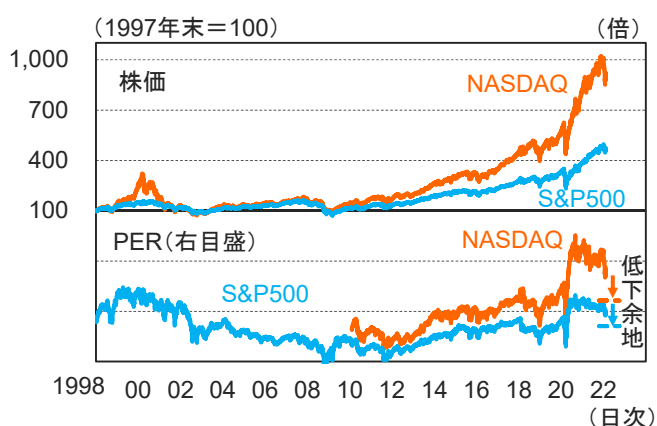
利上げの影響をマクロの資産価値の変化により改めて確認すると、株式は利上げ中も景気回復が続く限りは増勢を維持し、利上げ終了後、景気後

退局面に移る中で価値が減少する。ただし、スタグフレーションにあった70年代には急速な利上げで減少したほか、1年後に資産価値が一時停滞するなど、利上げペースなどによる不安定化もみられる(図表3-1)。住宅などの家計実物資産は、利上げ局面ではより安定して価値が増加する傾向にある。特にインフレが高進した70年代には賃料が大きく上昇し、株式資産が減少する中でも実物資産は顕著に増加するなど、明確にアウトパフォームした(図3-2)。

## 4.企業債務とクレジット市場

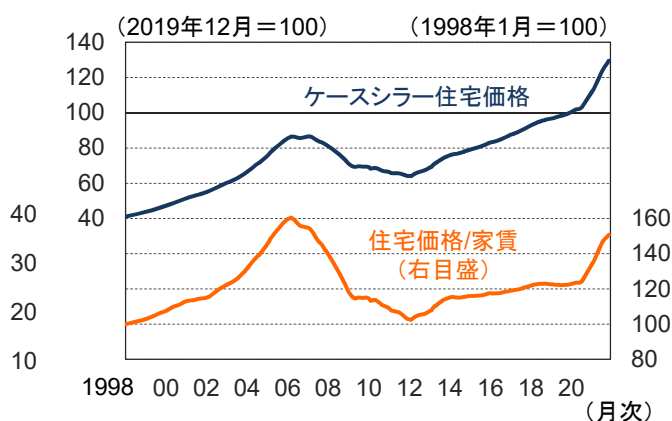
次に、企業債務とクレジット市場の動向をみる。米国の債務残高は、コロナ禍において家計・企業ともに急増した。特に家計やノンバンクなどでは、

図表1-2 株価とPER



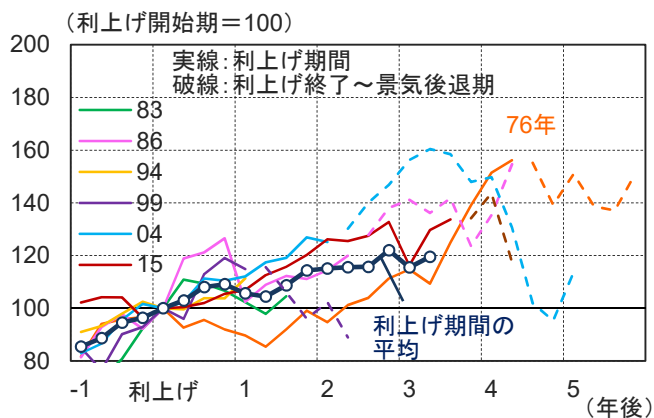
(備考) 1.Datastream 2.PER低下余地は過去5年のデータよりDBJ試算 3.株価=EPS(一株利益)×PER(株価収益率) 4.2/11時点

図表2 住宅価格と家賃



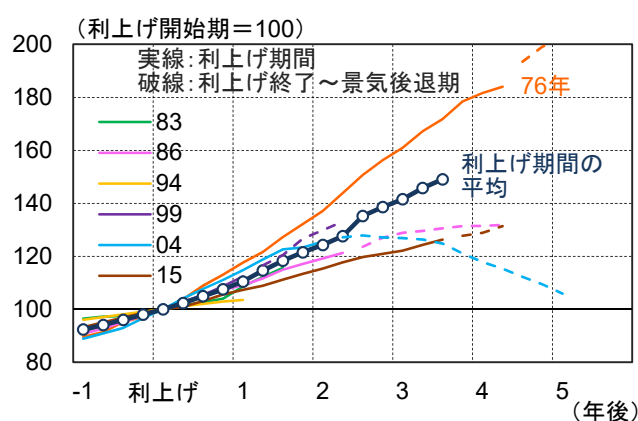
(備考) Datastream、米労働省により日本政策投資銀行作成

図表3-1 利上げ後の株式資産



(備考) 1.FRB 2.頻度は四半期

図表3-2 利上げ後の実物資産



(備考) 1.FRB 2.頻度は四半期

## 今月のトピックス

ショックが落ち着いた20年下期以降に一段と増加しており、金利コストの低下を受けて住宅投資や株式などの金融商品への投資が積極化したものとみられる(図表4-1)。クレジット市場は、リスク懸念の高まりによって悪化するが、ここでも利上げの背景にある景気回復が持続する場合には企業業績の改善期待から堅調となり、とりわけレバレッジドローンなど変動金利商品は、利上げに伴い資金が流入する。ただし、急速な利上げなどで市場が混乱した場合には、資金調達コスト上昇や景気失速への懸念からクレジットが急速に悪化する点に注意が必要となる(図表4-2)。

### 5.ドル調達環境は金融政策のかい離で悪化も

また、短期金融市場でのドル調達環境への影響も懸念される。ドルの調達コストは、日米金利差と、需給や信用リスクを反映したプレミアムであるベー

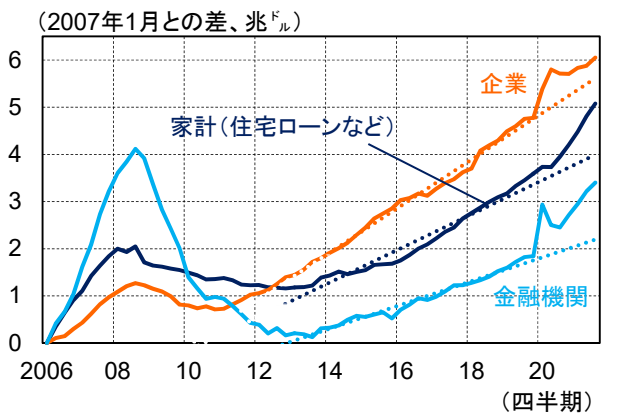
シススワップで決まる。過去には、08年のリーマン危機、11年の欧州債務問題、16年のBrexitにおいて、信用リスクが高まり、プレミアムは急拡大した。

13年以降は、日銀が異次元緩和を開始し、米FRBが緩和縮小に踏み出す中、ドル需要の増大を主因にプレミアムが拡大した。コロナ禍では、感染が拡大した20年春にドル需給がひっ迫した後、中銀のドル供給オペなどを受けて落ち着いたが、足元では、ウクライナ情勢の緊迫化を受け、有事のドル需要が高まったほか、日米金融政策のかい離が進む中では、13年以降と同様にドル需要の増大によりプレミアムが拡大する可能性がある。

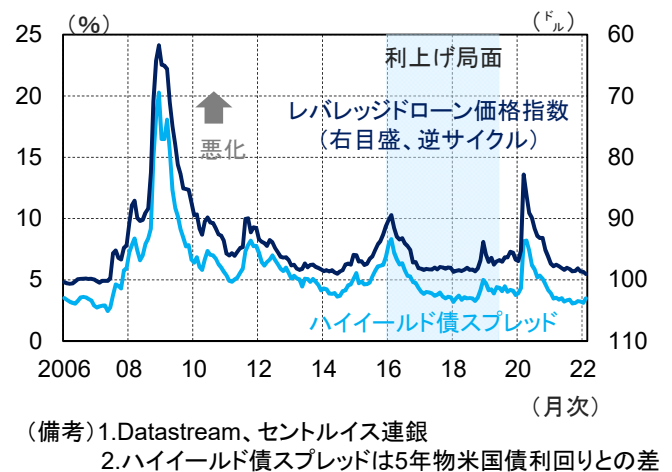
### 6.新興国市場への影響は限定的

米利上げは資金流出などを経て新興国市場の混乱を生む可能性もある。まず企業債務残高のGDP比をみると、コロナ禍で債務が再び増大した

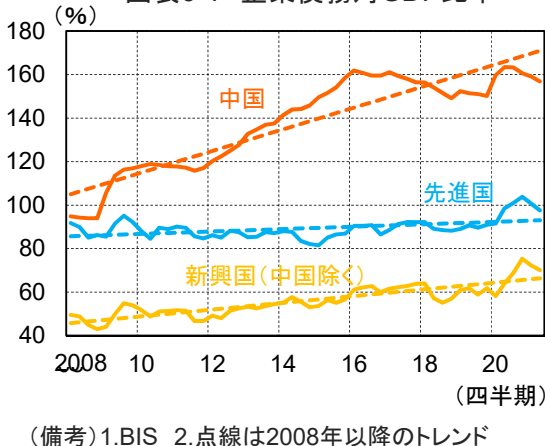
図表4-1 米国の利上げと株価



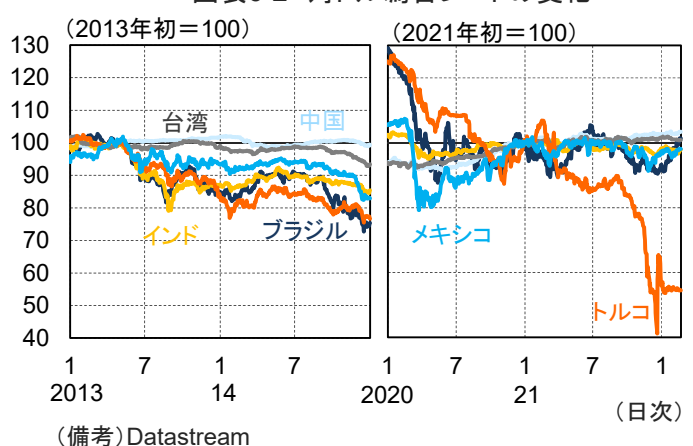
図表4-2 ハイイールド債、レバレッジドローン



図表6-1 企業債務対GDP比率



図表6-2 対ドル為替レートの変化





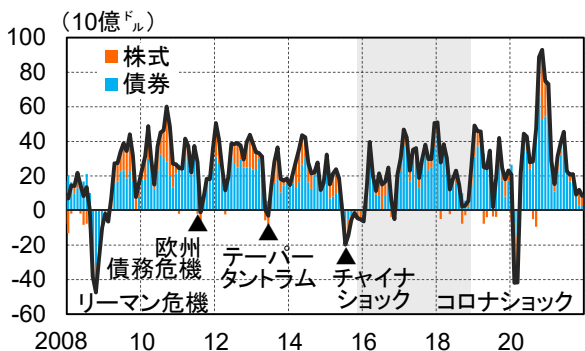
中国が債務抑制に取り組むが、その他の新興国や先進国でも資金繰り支援を受け入れたことで上昇した。特に、政策支援の規模が比較的限られた新興国で債務増加ペースが速く、今後の金利上昇による負担増大は懸念となる(図表6-1)。新興国通貨は、コロナ禍の20年3月にリスクオフ的なドル転需要の急増によって一時急落したが、21年末には米国の利上げ早期化観測により再度弱含んだ。ただし、利下げを続けるトルコを除けば、Fragile5などの懸念が生じた13年と比べると影響は限られているほか、経済が堅調な中国、台湾は通貨高となっており、ブラジルやメキシコも利上げによって上昇している(図表6-2)。新興国の資金フローは、20年3月に過去最大の流出を記録したが、同年秋にはリスク選好の改善とともに大幅な流入超となった。21年3月以降は、米緩和縮小懸念や新興国の感染対策の遅れなどもあって流入は鈍ったが、過去と比べて流出懸念が強まっているわけではない(図表

6-3)。

### 7.利上げで景気の持続性を高められるかが重要

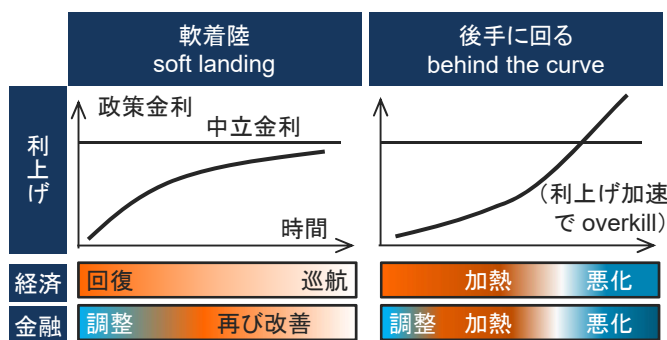
米国の利上げ加速が見込まれて以降、株価は調整したが、不動産やクレジット商品、ドル調達環境、新興国への影響は限られる。改めて金融ショックが強まるかどうかは、実体経済の経路に依存する。エコノミスト調査における景気後退確率は20%未満だが、リーマン危機前の04年、正常化に成功した15年ともに、景気後退確率は今回より低くなっており、市場の楽観から手がかりを得ることは難しい。インフレ懸念はこの30年間で後退したが、金融政策の正常化が遅れて金融危機に陥ることが通例化した。ウクライナ情勢も加わって利上げによる景気悪化(overkill)への懸念はあるものの、政策転換に伴う市場の一時的な調整に配慮しすぎることなく、適切な利上げで経済・金融の加熱を抑え、景気の持続性を高めることが求められる(図表7)。

図表6-3 新興国資金フロー



(備考) 1.IIF 2.2ヵ月移動平均 3.網掛けは利上げ局面

図表7 金融正常化のパターン



(備考) 日本政策投資銀行作成





	2022年3月	2022年4月
日本	オミクロン株の感染拡大により回復鈍化	オミクロン株の感染拡大により回復鈍化
設備投資	持ち直し	持ち直し
公共投資	弱い動き	弱い動き
住宅	横ばい	弱い動き
消費	オミクロン株の感染拡大により回復鈍化	オミクロン株の感染拡大により回復に足踏み
輸出	回復している	回復している
輸入	伸びが鈍化	伸びが鈍化
生産	持ち直し	持ち直し
雇用	弱さが残る	弱さが残る
消費者物価	基調品目は小幅上昇	基調品目は小幅上昇
米国	ワクチン普及や経済対策により、回復している	感染減や経済対策により、回復している
欧州	感染拡大により鈍化も回復継続	行動制限の緩和を受けて回復継続
中国	感染や不動産市場調整で成長が緩やかになっている	成長ペースに回復の動きがみられる

(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

オミクロン株の感染拡大により回復鈍化

4～6月期は感染収束とともに改めて回復へ

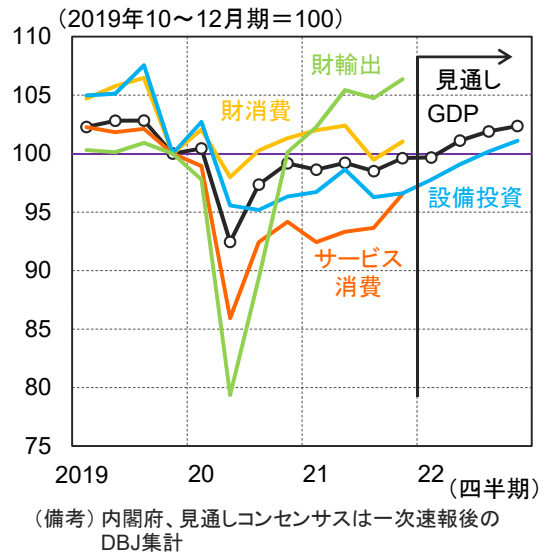
ロシアのウクライナ侵攻が新たな景気リスクに

日本のGDPは2021年10～12月期に前期比年率4.6%増加した。感染縮小に伴って消費が増加したほか、供給制約の緩和により輸出や設備投資も増加し、コロナ前の19年末のGDP水準の99.6%に回復した。しかし、22年に入ってオミクロン株の感染が拡大し、1～3月期のGDPはほぼ横ばいにとどまり、回復は鈍化したものとみられている。

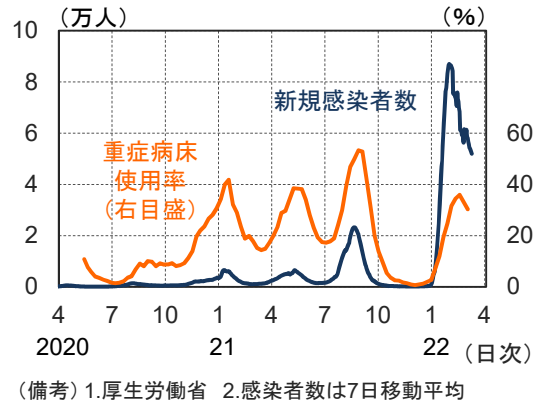
オミクロン株の感染は2/10頃には頭打ちとなったが、その後の減少ペースはやや鈍い。ただし、心配された病床使用率も頭打ちとなり、まん延防止措置も3/21をもって全国で解除される見込みである。感染収束により、4～6月期には回復の遅れるサービス消費や設備投資などを中心に改めて回復が進むものとみられる。

こうした中で、2/24に始まったロシアのウクライナ侵攻が世界経済の新たなリスクとなっている。今回の紛争当事国の経済規模をみると、東欧最大の人口を抱えるウクライナは経済的には小さく、ロシアもGDPや貿易の世界シェアは1.6～1.7%にとどまる。ただし、ロシアへの経済制裁が国際決済網からの排除や中央銀行との取引停止、貿易制限などに拡大したことは、日本にも影響を及ぼすとみられる。過去の地政学リスクと同様、(1)輸出や海外事業への影響、(2)不確実性の高まりによる金融市場の混乱や企業投資の停滞が予想されるが、今回最も懸念されるのが、(3)エネルギーや小麦などロシアのシェアが高い一次産品の供給制約や、国際市況の上昇である。3月に入って中国の感染拡大に伴う新たな供給懸念も浮上しており、昨年来の供給制約・インフレは、特に本格的な挽回を期する日本経済にとって、頭の痛い問題になる可能性がある。

主な需要項目の実質水準



新規感染と重症病床使用率



ロシア、ウクライナなどの経済規模

	人口 (万人)	一人当たり GDP(ドル)	GDPシェア (%)	貿易シェア (%)
ロシア	14,617	10,115	1.74	1.62
ウクライナ	4,151	3,741	0.18	0.29
ベラルーシ	941	6,397	0.07	0.17
3カ国合計	19,709	8,539	1.99	2.08
参考)日本	12,585	40,089	5.94	3.60
米国	32,977	63,358	24.59	10.83
中国	141,435	10,511	17.50	13.11

(備考)1.IMF、UNCTAD 2.2020年

原油価格の20ドル上昇で  
所得が1%流出

日本は2021年に17兆円の鉱物性燃料を輸入したが、これは原油価格などによって大きく変動する。原油価格の20ドル上昇は、5兆円余りに相当するGDP比1%の所得の海外流出につながる。原油価格は21年の平均60ドルから一時130ドルに上昇し、08年の過去最高値147ドルも意識されるが、仮に、今年の原油価格が120ドルとなれば、燃料輸入のGDP比は21年の3%から6%に高まる。この変化は、物価上昇の価格転嫁に応じて企業収益や家計所得の減少として現れ、燃料費などに補助を講じる場合にも、政府が(一時)肩代わりするだけに過ぎない。

日本のエネルギーの  
海外依存は依然高い

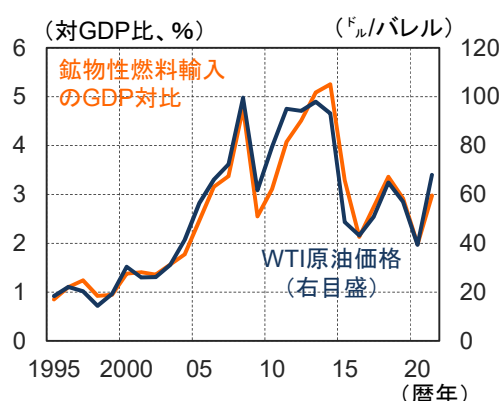
言うまでもなく、日本のエネルギーの海外依存度は高く、化石燃料のほぼ100%、再生可能エネルギーや原子力を含めた全体の90%を海外に依存する。海外では、ドイツは再生可能エネルギー利用を拡大したが、同時に国内炭から天然ガス輸入への転換を進め、この10年間に海外依存度は高まった。逆にフランスの場合、化石燃

料は全量を海外に依存するが、原子力利用を維持したことで依存度の変化は小さい。中国は石炭から原油・天然ガスにシフトしつつ海外依存度が高まったものの、2割にとどまり、米国はシェール開発によって依存度はゼロに低下し、純輸出国となっている。

気候変動対策と安全保障  
への対応が求められる

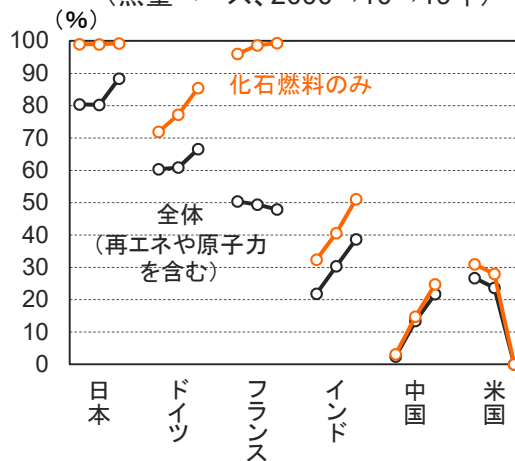
コロナ禍を経て地政学リスクが再燃したことで、価格変動への対応だけでなく、エネルギー安全保障の重要性が意識されている。気候変動対策としての脱化石燃料の動きはこの観点からも有効と考えられるほか、燃料輸入GDP比を左右する3番目の要因には燃料効率がある。いずれも9割近い海外依存を短期に解消するものではないものの、2050年のカーボンニュートラル目標と同様、国家間の対立に起因する供給問題も長期化する可能性があり、両課題の長期的な解決に向けた進路が問われる状況となっている。

鉱物性燃料輸入のGDP比率と原油価格



(備考) 内閣府、財務省、DatastreamによりDBJ作成

エネルギーの輸入依存度  
(熱量ベース、2000→10→19年)



(備考) IEA“World Energy Balances Highlights (2021)”によりDBJ作成

$$\frac{\text{燃料輸入額}}{\text{GDP}} = \text{燃料価格} \cdot \frac{\text{燃料輸入量}}{\text{燃料消費量}} \cdot \frac{\text{燃料消費量}}{\text{GDP}}$$

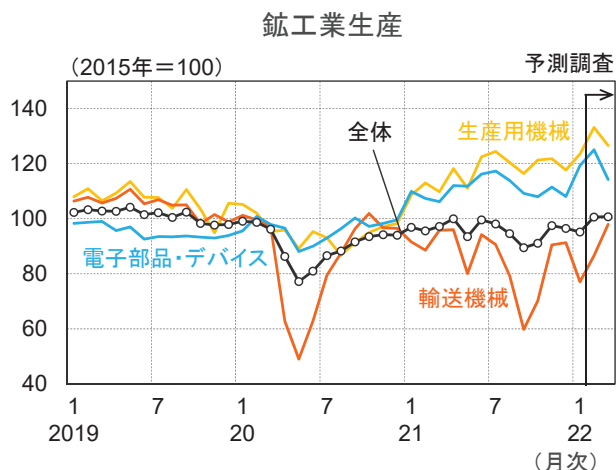
$$= \text{燃料価格} \cdot \text{燃料輸入依存度} \cdot \text{燃料効率}$$

[産業調査部長 宮永 径]

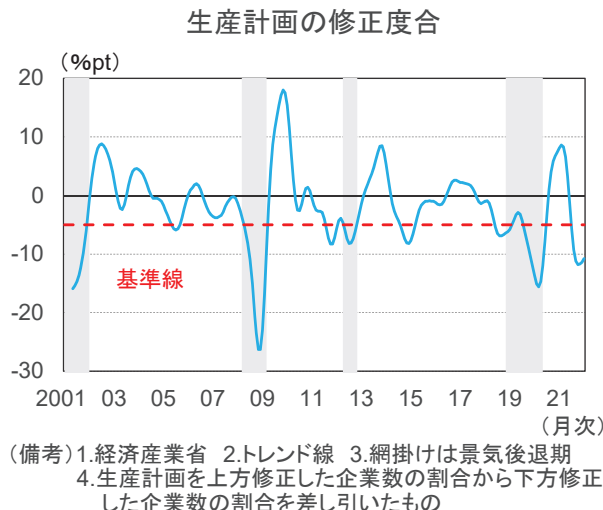
## 主要指標

### 生産は持ち直し基調も2月以降は計画を下回る可能性

- 2022年1月生産は、前月比1.3%減少した。生産用機械や半導体などの電子部品・デバイスは増加したものの、感染拡大による供給制約の影響を受けて輸送機械が減少した。ただし、9月を底とする持ち直し基調は続いており、3月にかけて、自動車の挽回生産により増加する計画となっている。
- 鉱工業生産の予測調査では、生産計画の修正度合いが-5を下回ると景気後退期の可能性が高いとされる。ただし、21年後半以降の悪化は、自動車の部品不足など供給制約の影響が大きいとみられる。2月以降の生産は、自動車の減産が続くほか、ウクライナ情勢を受けた原材料の供給や景気後退への懸念もあり、需給両面の要因から当初計画を下回る可能性もある。

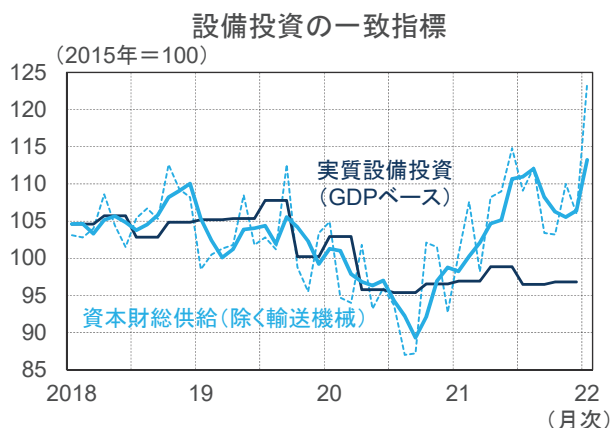


(備考) 経済産業省

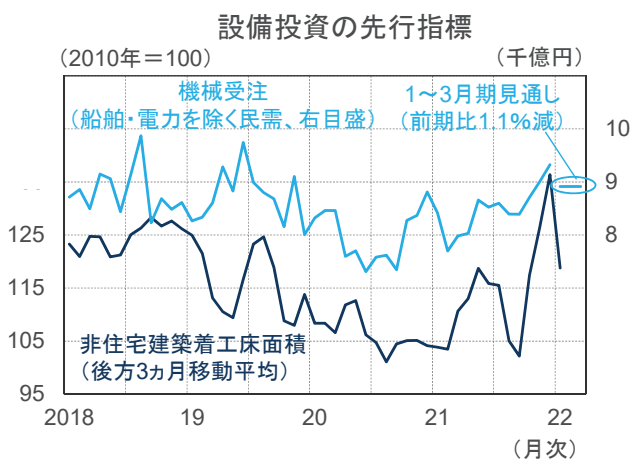


### 設備投資は持ち直している

- 10~12月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比年率1.4%増と2四半期ぶりの増加となり、持ち直している。機械投資の一致指数である資本財総供給は、製造設備向けを中心に1月に大きく増加した。
- 機械投資の先行指標をみると、1月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、感染拡大の中でも小幅減にとどまり、昨年秋からの増加基調が続いた。建築着工は、10月に都心オフィスの大型案件が着工したこともあり振れが大きいが、倉庫、工場の堅調が続いており、総じて回復基調にある。



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

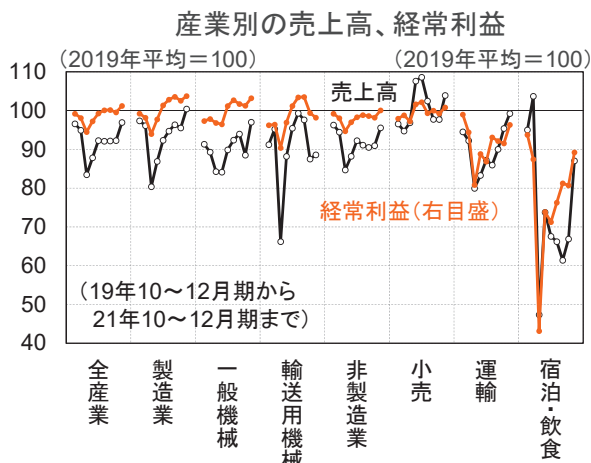


(備考) 1. 内閣府、国土交通省  
2. 非住宅建築着工床面積の季節調整はDBJによる

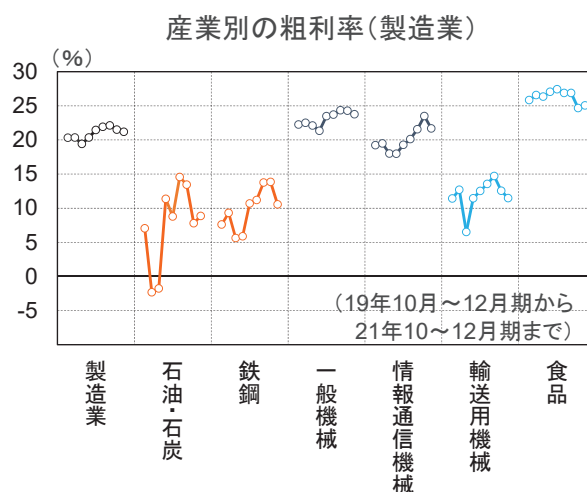


### 10～12月期の企業業績は増収増益、製造業で原燃料高の影響

- ▶ 10～12月期法人企業統計は、全産業で増収増益となった。製造業では、内外の投資回復を受けて一般機械が増収増益となったが、輸送用機械は供給制約の影響が残ったほか、鉄鋼などは原材料価格の上昇もあり減益となった。非製造業では、感染縮小により多くの産業で増収増益となり、宿泊・飲食の赤字も大幅に縮小した。
- ▶ 原燃料価格の高止まりにより、製造業の粗利率は2期連続で悪化した。価格転嫁が進む石油・石炭や鉄鋼などの素材産業、および中間財を扱う一般機械や情報通信機器は、粗利率の上昇が一服したものの、依然としてコロナ前水準を上回った。一方、輸送用機械の粗利率はコロナ前と同程度の水準に低下し、食品はコロナ前を下回った。ウクライナ情勢を受けて一次産品価格が再び上昇しており、今後の収益下押しが懸念される。



(備考)1.財務省 2.全規模、宿泊・飲食のみ資本金1億円以上 3.季節調整はDBJによる

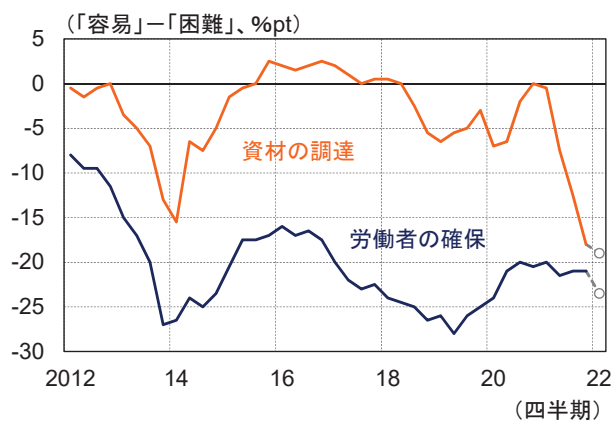


(備考)1.財務省 2.季節調整はDBJによる 3.全規模

### 公共投資は弱い動き、住宅着工は弱い動き

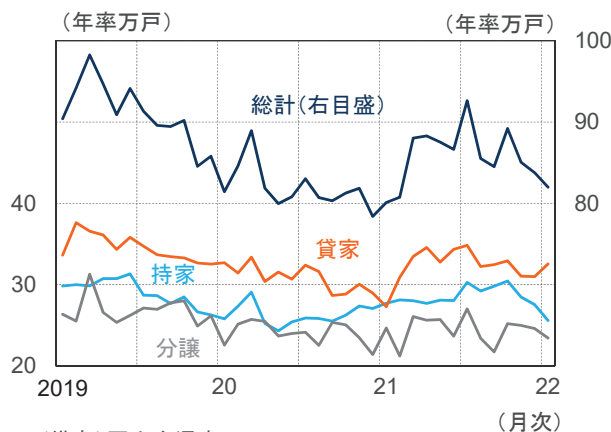
- ▶ 公共投資は、東日本大震災の復興費減少を主因に21年以降弱い動きが続いているが、資材価格高騰や人手不足が影響したとの指摘もある。建設資材の調達環境をみると、世界的なインフレにより大きく悪化しており、消費増税前の駆け込み需要により価格が高騰した14年初を下回っている。一方、人手不足は慢性的なものであって、コロナ禍での悪化は小幅にとどまっており、資材価格と比べ21年の変化は小さかった。
- ▶ 10～12月期の実質住宅投資(GDPベース)は、建築費の上昇などにより、前期比年率3.8%減少した。1月住宅着工は、貸家が増加したものの、持家が住宅補助制度改定の駆け込み需要の反動減もあって減少したほか、大規模案件の少なかった分譲も減少し、全体も減少した。今後は、感染拡大の影響が残るほか、建築費上昇、金利上昇などにより、数ヶ月にわたって弱い動きとなるとみられる。

#### 建設業による資材調達、労働者確保の環境



(備考)1.北東西三建設業保証会社 2.22年1～3月期は見込み

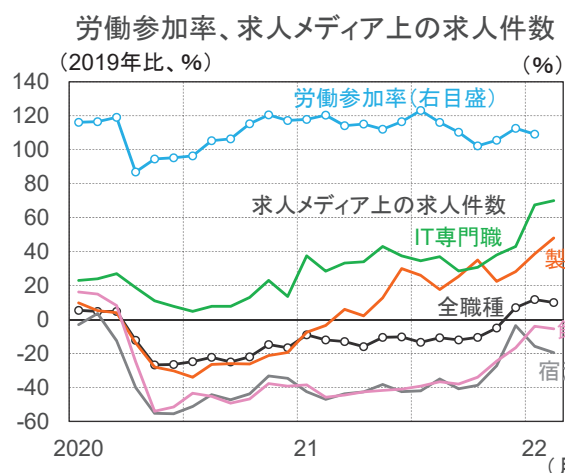
#### 住宅着工戸数



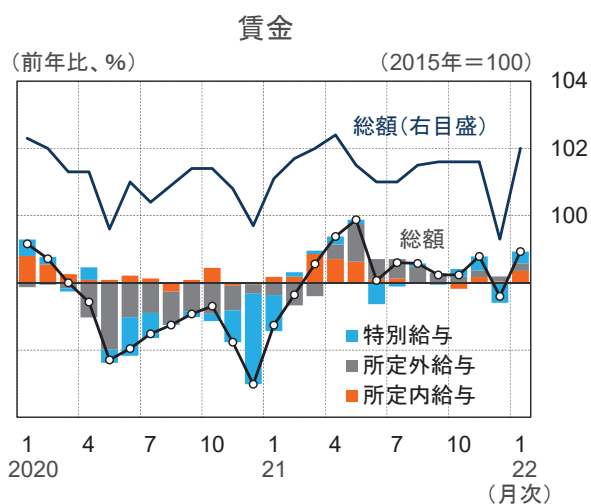
(備考)国土交通省

### 雇用は弱さが残る

- 1月の失業率は、オミクロン株の感染拡大により宿泊、飲食などで就業者が減少し、前月2.7%から2.8%に小幅に上昇した。また、感染拡大時にみられる労働参加率の低下もみられた。21年秋以降、増加基調にある求人数も、22年に入り宿泊、飲食などで持ち直しに足踏みがみられるなど、雇用は弱さが残っている。
- 1月の賃金は、賞与が減少した前月から伸びが拡大し、前年比0.9%増となった。賃金総額は21年夏以降、持ち直し基調にあるものの、1月はオミクロン株の感染拡大により宿泊、飲食業などの残業代が減少した。2月にかけては、まん延防止措置の適用範囲拡大により残業代の減少が続くとみられる。



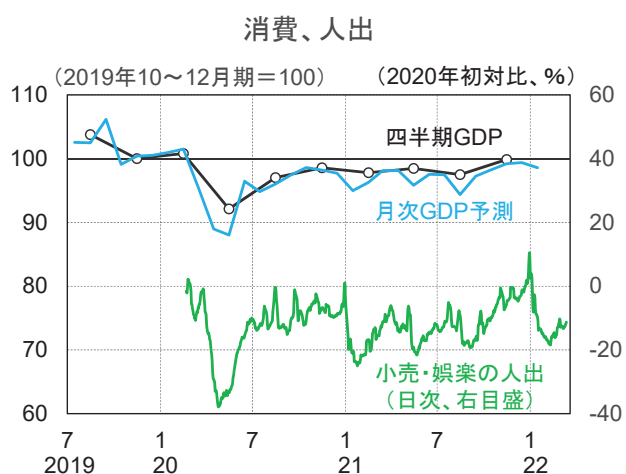
(備考) 1.総務省 2.求人件数は、V-RESAS(株式会社コーリスト)を基にDBJ作成



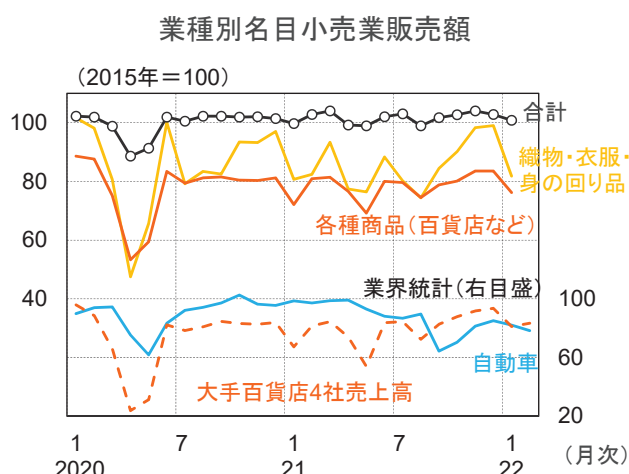
(備考) 厚生労働省

### 消費は、オミクロン株の感染拡大により回復に足踏み

- 10～12月期の実質民間消費（GDPベース）は前期比年率10.0%増加した。供給制約の緩和で自動車販売が増加したほか、人出の増加に伴いサービス消費が持ち直した。しかし、22年に入りオミクロン株の感染拡大により人出が減少したほか、消費者マインドも悪化に転じており、回復は足踏みしている。
- 1月小売業販売額は、人出の減少により衣服や百貨店などで減少し、前月比マイナス1.9%となった。2月の財消費に関する速報によると、外出自粛により飲食料品が好調であったスーパーは増加したものの、百貨店の売上高は前月並みにとどまったほか、新車販売台数は供給制約により減少した。



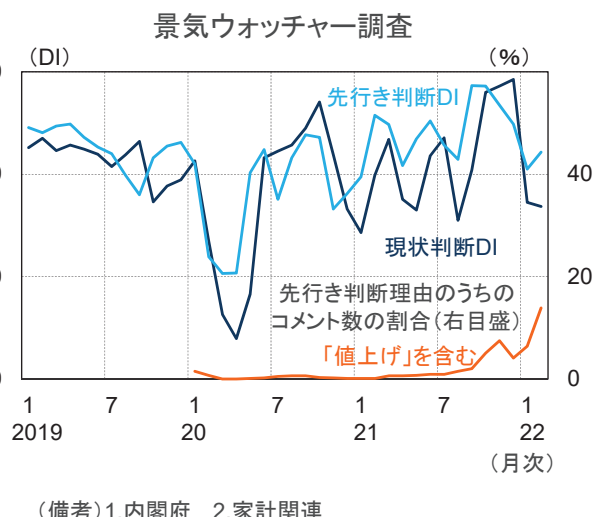
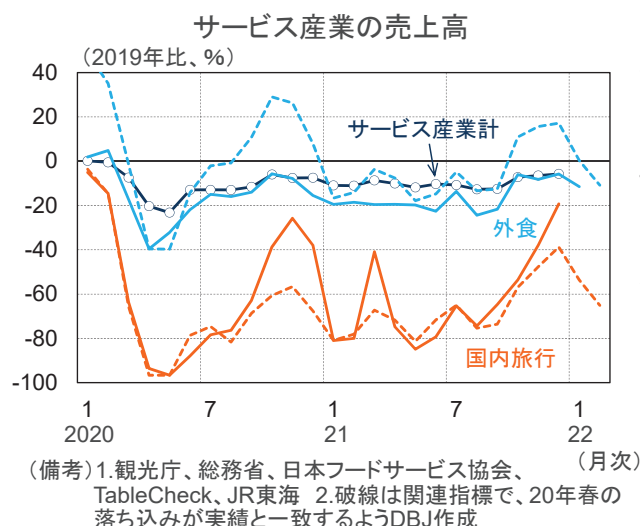
(備考) 1.内閣府、総務省、Google COVID-19 Mobility Reports 2.小売・娯楽の人出は7日移動平均



(備考) 1.経済産業省、自販連、全軽自協 2.自動車は2015年=100、百貨店は2018年=100

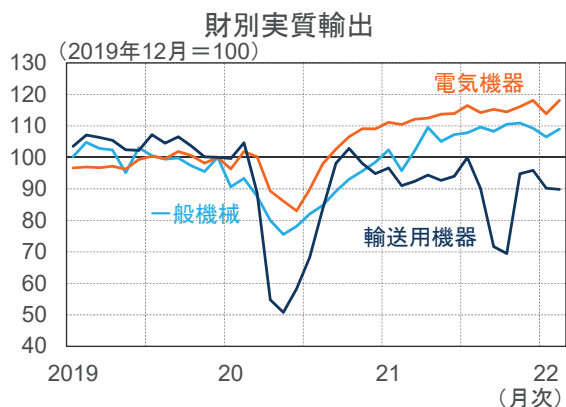
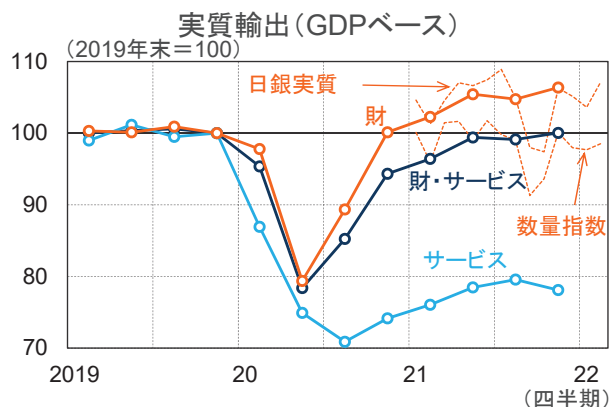
## サービス消費は、オミクロンの影響により再度弱含み

- サービス消費は、22年に入り感染拡大により弱含んでいる。関連指標をみると、新幹線の利用者数や飲食店の来店人数は2月にかけて減少が続いた。しかし、2月中旬以降は人出が持ち直しており、サービス消費の1~3月期の落ち込みはデルタ株の感染が拡大した21年7~9月期より小幅にとどまる見込み。
- 2月景気ウォッチャー調査の現状判断は、感染縮小ペースの鈍化やまん延防止措置の延長により前月に続き低下した。先行き判断は、制限解除への期待により5か月ぶりに上昇した。ただし、先行き判断理由の「値上げ」に関連するコメントが、ロシアのウクライナ侵攻の影響を受けてさらに増加しており、値上がりによる買い控えが懸念されるほか、ウクライナ情勢が景気に及ぼす不確実性を懸念するコメントもみられた。



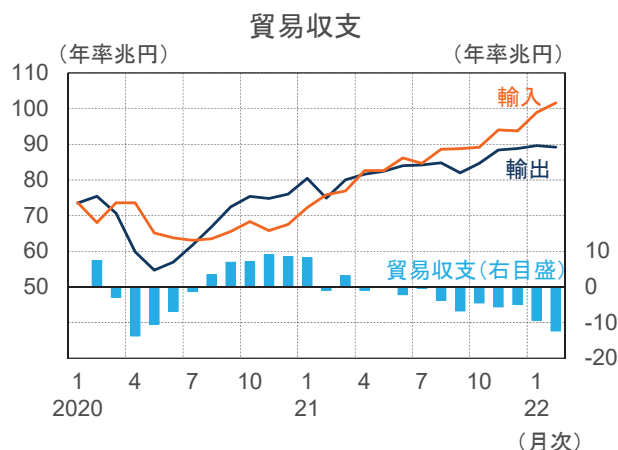
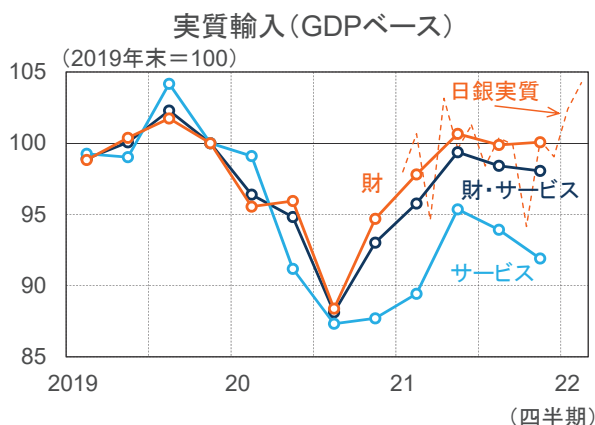
## 輸出は、供給制約緩和により回復している

- 10~12月期の実質輸出(GDPベース)は、前期比年率3.8%増加し、輸出はコロナ前の水準を回復している。サービス輸出は情報やコンサルなどの増加が一服した。一方、財輸出は供給制約緩和により、輸送用機器を中心に21年秋以降再び上向いた。
- 2月の輸出数量指数は前月比0.8%増、日銀実質輸出は3.8%増となった。感染が縮小したASEAN向けなどで電気機器や一般機械が持ち直した。ただし、輸送用機器は部品不足が続き、減少した前月並にとどまった。輸送用機器については、3月以降、自動車の追加減産が報じられており、悪影響は残るとみられる。



### 輸入は伸びが鈍化している、貿易赤字は拡大している

- ▶ 10～12月期の実質輸入（GDPベース）は前期比年率1.5%減少し、コロナ禍からの急回復後に伸びが鈍化している。財輸入が、感染縮小により内需が持ち直す中、電気機器や輸送用機器で小幅に増加する一方、サービス輸入は、コロナ後に急増していたIT関連などで減少した。なお、財輸入は、22年に入り、アジアの春節前の駆け込みやワクチンなど一時的要因により増加した。
- ▶ 貿易収支は、22年に入り、原燃料高により赤字が拡大している。2月は自動車の部品不足が続いた輸出がおおむね横ばいにとどまる一方、輸入は原燃料高により一段と増加し、貿易赤字は年率12.4兆円に拡大した。

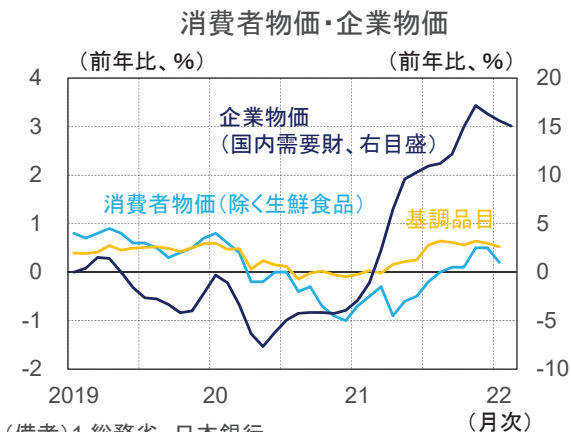


(備考) 1.内閣府、財務省、日本銀行  
2.20年度の構成(名目)は、財76%、サービス24%

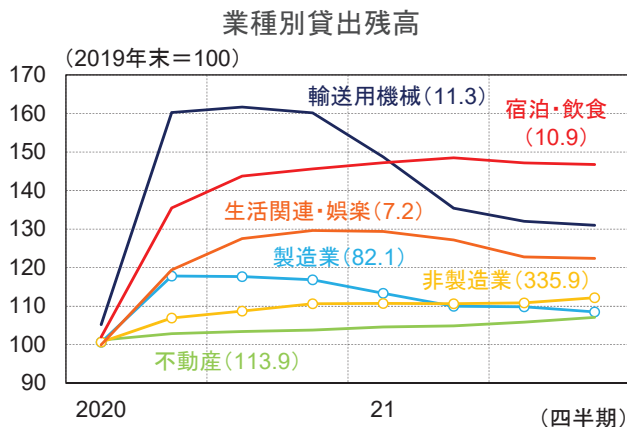
(備考) 財務省

### 消費者物価は基調品目は小幅上昇、製造業の貸出残高は減少も、非製造業は緩やかに増加

- ▶ 1月の消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率は、エネルギーや食料が上昇し、前年比0.2%増となった。エネルギー・政策要因を除いた基調品目は、前年比0.5%の小幅上昇となった。2月企業物価（国内需要財）は、前年比15.1%の上昇し、オイルショック以来の高い伸びが続いている。ウクライナ侵攻により、原油や小麦などの国際市況が高騰しており、消費者物価、企業物価ともにさらに伸びが高まるとみられる。
- ▶ 21年末の貸出残高を業種別にみると、製造業は、業績改善を受けて返済が進み、輸送用機械を中心に減少が続く一方、非製造業は、ウエートの大きい不動産業などが堅調な市況のもとで緩やかに増加した。また、宿泊・飲食など対面サービス業の残高は高止まっており、オミクロン株の感染拡大を受けた運転資金需要の増加により、22年初は再び増加する可能性もある。



(備考) 1.総務省、日本銀行  
2.基調品目は、エネルギー、政策要因除く  
3.企業物価は消費増税の影響除く



(備考) 1.日本銀行 2.括弧内は21年末の残高(単位は兆円)



## 今月の論点

感染減や経済対策により、回復している

昨年後半から金融ストレス指数が上昇に転じる

ウクライナ情勢悪化により市場の緊張度が高まる

FOMCを経て市場の緊張が一服

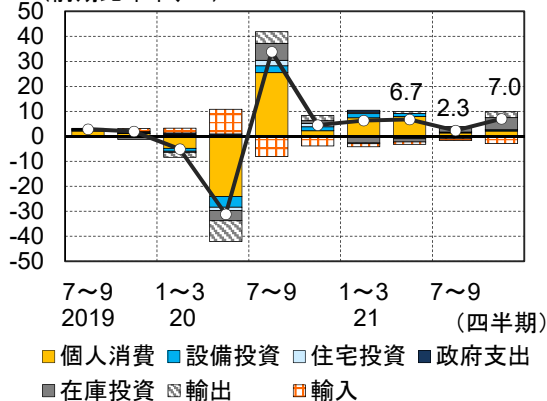
2021年10～12月期の実質GDP（改定値）は、個人消費や在庫を中心に前期比年率7.0%増加し、伸びが拡大した。感染急増もあって1～3月期は減速するものの、1月中旬をピークに感染は減少しており、春から潜在成長率とされる2%を上回るペースで景気回復が続くとみられる。

金融市場の緊張度や不安度を示す金融ストレス指数は、20年春のコロナ感染拡大に伴う金融市場の混乱を受けて急上昇した（緊張度が高まった）が、その後は大規模な金融緩和により低下した。しかし、21年後半には長期金利の上昇などを背景に、再び上昇に転じ、21年末からは、FRBがインフレを抑制するためタカ派姿勢に転じたことを受けて緊張の度合いが高まっている。

2月下旬にウクライナに侵攻したロシアに対し、SWIFT排除を含めた強力な経済制裁が実施された。エネルギーを中心とする資源価格上昇、紛争の長期化、不確実性の高まりを受けた世界金融市場の不安定化が懸念され、金融ストレス指数がさらに上昇した。米露の経済的結びつきは強くなく、ロシアへの経済制裁が米国の実体経済にもたらす影響は限定的だが、資源価格高騰によるインフレ圧力の強まりが懸念される。

3/15、16開催のFOMCは、政策金利上限を0.25%から0.5%へ引き上げ、ゼロ金利政策を解除した。ウクライナ情勢悪化の影響を注視しつつも、年内に1.5%追加利上げし、23年には長期水準である2.375%を超えるとの見通しを示すなど、インフレ抑制の姿勢を明確にした。一方、経済については、資源高もあって今年の成長率を引き下げたものの、来年の見通しは据え置かれた。パウエル議長は米経済の回復力が強く、利上げによる景気後退リスクは小さいとの認識を示し、政策転換に伴う市場の緊張は収まった。今後は、追加利上げの中での景気動向によって市場のストレスが変動するとみられる。

実質GDP成長率  
(前期比年率、%)

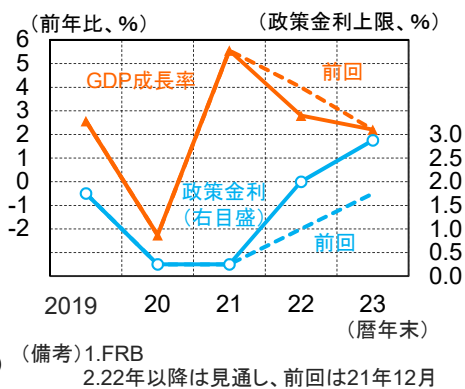


(備考)米商務省

金融ストレス指数  
(過去平均=0)



FOMC委員見通し



【経済調査室エコノミスト 岳 梁】

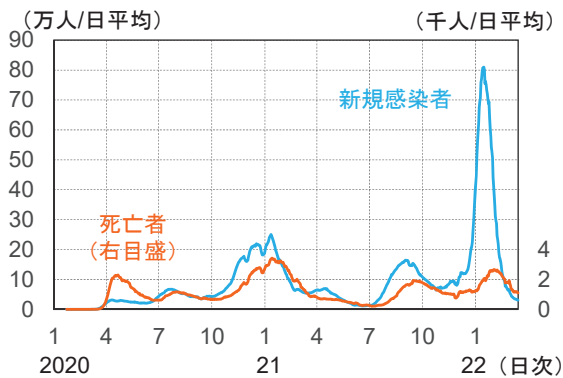


主要指標

新規感染者が減少、雇用は持ち直し基調が続く

- 新規感染者数は1月中旬をピークに大きく減少し、オミクロン株感染拡大前の水準を下回った。死亡者数も減少している。3/25に感染減を受けてハワイ州がマスク着用義務を終了し、これにより全米50州全てで義務が撤廃された。
- 2月雇用者数は、宿泊、飲食、レジャーを中心に幅広い分野で増加し、前月比68万人増となった。雇用者の総数はコロナ前の水準まであと100万人あまりに迫っており、小売など一部業種ではコロナ前を回復した。失業率も3.8%に低下するなど雇用の持ち直し基調が続いている。

新規感染者数と死亡者



(備考) CDC(米疾病予防管理センター)、7日移動平均

雇用者数

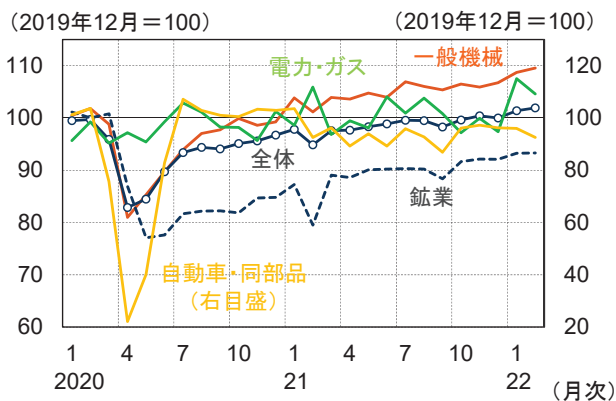


(備考)米労働省

鉱工業生産と小売売上高が増加

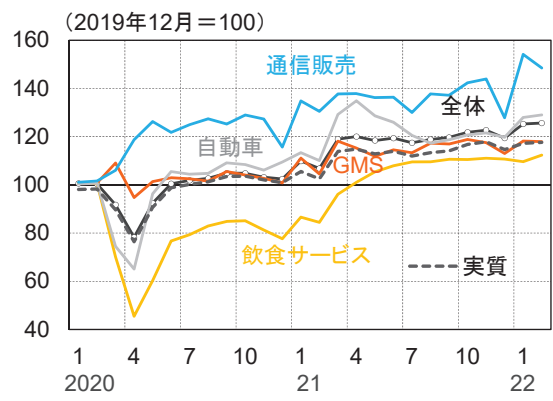
- 2月鉱工業生産は前月から0.5%増加した。振れの大きい電力・ガスが減少したほか、上旬のカナダとの国境封鎖(ワクチン義務化に抗議するトラック運転手のデモ)によって自動車も減少したが、原油価格の上昇に伴い鉱業の持ち直しが続いたほか、一般機械など多くの業種で増加した。
- 2月小売は前月から0.3%増加した。前月急増していた通信販売がやや減少したが、自動車販売のほか、感染減により飲食サービスも上向き、増加基調が続いた。なお、物価上昇も増加要因となっており、この影響を除いた実質値は、昨年後半から名目に比べて弱い伸びとなっている。

鉱工業生産



(備考)FRB

小売売上高

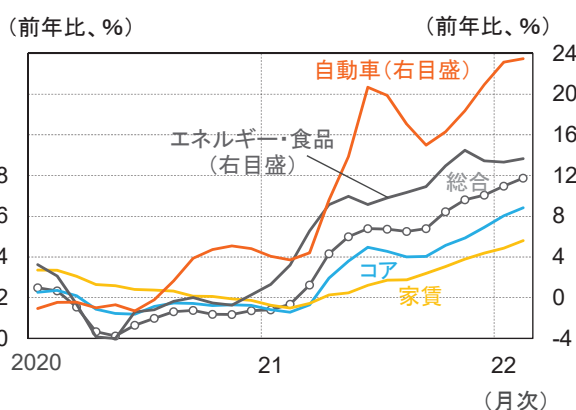


(備考)米商務省、実質値はDBJ試算

### 消費者物価は伸びがさらに拡大、消費者マインドが低下

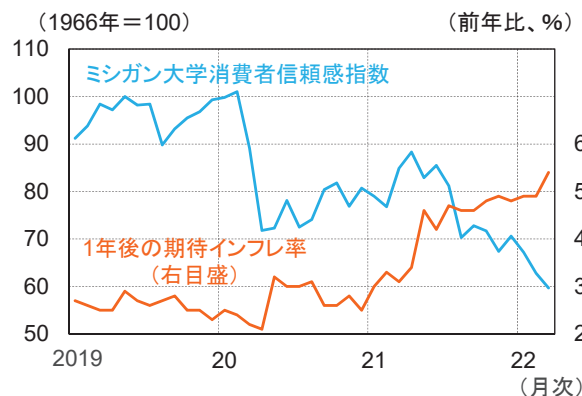
- 2月消費者物価は前年比7.9%上昇し、伸びがさらに拡大した。エネルギー・食品が高止まっているほか、自動車も昨年後半から再び増加幅が拡大し、CPIの約3割を占める家賃も上昇した。足元では原油価格が急騰しており、今後インフレ圧力が一層強まるとみられる。
- 消費者マインドは、インフレの高まりとともに昨年夏から低下しており、3月は2011年以来の低水準となった。資源価格の高騰により、1年後の期待インフレ率が約40年ぶりの高水準に上昇した。高インフレによる実質所得減やウクライナ情勢悪化による先行き不安が、消費手控えにつながる可能性がある。

消費者物価(CPI)



(備考)米労働省

消費者マインドと期待インフレ



(備考) Datastream

### 対ロシア貿易は比較的少額、米銀のロシア向け与信も少ない

- 21年の米国の対ロシア輸出は64億ドルで全体の0.4%に過ぎず、禁輸となったハイテク製品などが含まれる電気機械、電子機器も少額にとどまる。一方、ロシアからの輸入は297億ドルとなっているものの、全体の1%にとどまる。ただし、鉱物、化石燃料は1割弱を有しており、米国は国内の増産やロシア以外からの調達増など代替策を模索している。
- 金融面では、米銀は14年のクリミア併合に伴う経済制裁が続く中、ロシアへの投融资を控えており、21年9月末の与信残高は147億ドル、クロスボーダー与信残高の0.33%にとどまる。今回の制裁で債権回収が難しくなるが、一部の銀行を除けば、影響は限定的とみられる。

米国の貿易構造(21年、億ドル)

	輸出		輸入	
	対世界	対露	世界から	露から
農産物、食品	1,765	2	1,918	14
鉱物、化石燃料	2,618	0	2,314	184
化学製品	2,730	10	3,517	13
鉄鋼、金属製品	754	2	1,613	40
一般機械、輸送用機械	4,256	33	7,251	3
電気機械、電子機器	2,771	10	5,106	2
その他	2,646	6	6,611	40
合計	17,539	64	28,329	297

(備考)米商務省によりDBJ作成

銀行のクロスボーダー与信残高(21年9月末、億ドル)

	ロシア向け	ロシア向けシェア(%)
欧州	908	0.50
イタリア	253	2.49
フランス	252	0.70
オーストリア	175	3.68
ドイツ	81	0.38
日本	96	0.19
米国	147	0.33
その他	65	0.09
世界	1,215	0.35

(備考)BIS、報告した国・地域の銀行のみ

## 今月の論点

行動制限の緩和を受けて回復継続

EU27カ国の2021年10～12月期の実質GDP(確報値)は、前期比年率1.6%増加した。行動制限の強化により個人消費は減少したが、知財、設備の固定資本投資が持ち直した。英国は前期比年率3.9%増加し、前期(4.0%)並みにとどまった。1～3月期は、行動制限の緩和を受けて回復が続くとみられるものの、ウクライナ情勢悪化による悪影響が懸念される。

対口輸出の全面停止でも影響は大きくならない

14年のロシアによるクリミア併合時、経済制裁によりEUのGDPは0.2pt押し下げられたとEU議会は分析している。ロシア向け輸出の減少が主因だが、域外輸出に占めるロシア・ウクライナ向けの輸出シェアは20年時点で5.3%(名目GDP比0.8%)に低下している。今回の制裁は、一部財の輸出禁止や準大手行のSWIFT排除にとどまるが、今後も強化され得る。ただし、輸出が全面停止した場合でも、ロシアとの経済的結びつきは従前ほど強くないため、影響は大きくならないだろう。

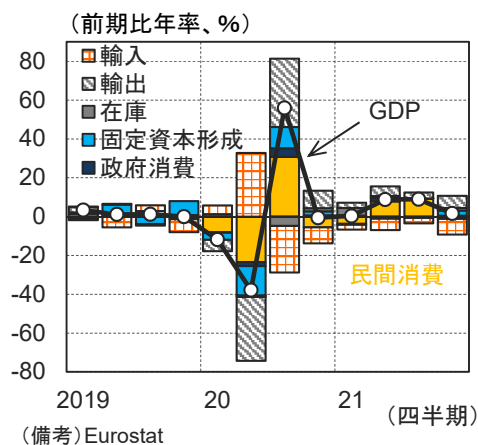
最も懸念されるのはエネルギー供給停止

他方で、ロシアからの資源や食料などの供給途絶リスクが警戒されている。最も懸念されるのはロシアへの輸入依存度が高い(原油25%、天然ガス44%)エネルギーの報復的な供給停止である。EUでは発電時に天然ガスが一定量利用されるほか、工業や家計で天然ガス消費率が大きく、運輸は石油に依存している。代替調達が容易でない中で、エネルギー価格上昇が家計の実質購買力低下や、供給制約による企業活動の停滞などを通じて経済を下押しする恐れがある。

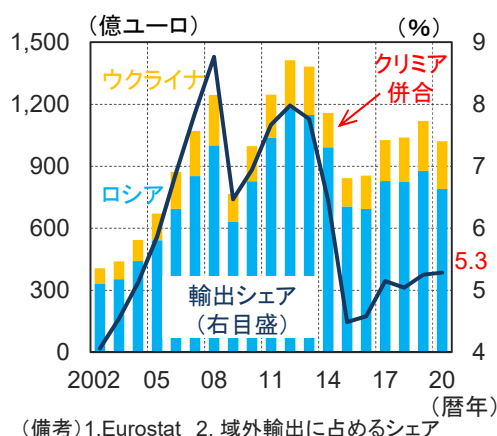
金融政策は経済情勢を見極め判断する方針

3月のECB理事会は、ウクライナ情勢も踏まえ、資産買入縮小の前倒しを決定し、早ければ7～9月期にも新規買入を終了するとした。同時に、買入終了に連動して利上げを行う従来の方針を改め、利上げの柔軟性を確保した。ラガルド総裁は今後は「データ次第」と強調し、インフレや経済情勢を見極めて判断する方針を示している。

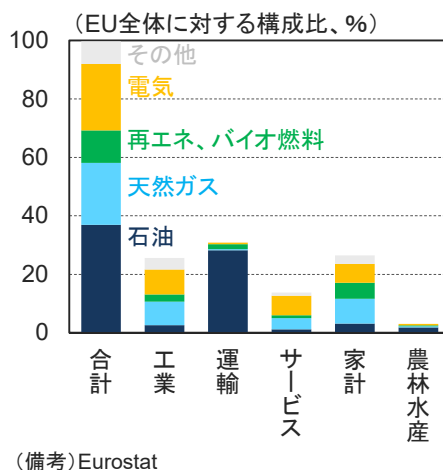
実質GDP成長率



EUのロシア・ウクライナ向け輸出



EUのエネルギー消費



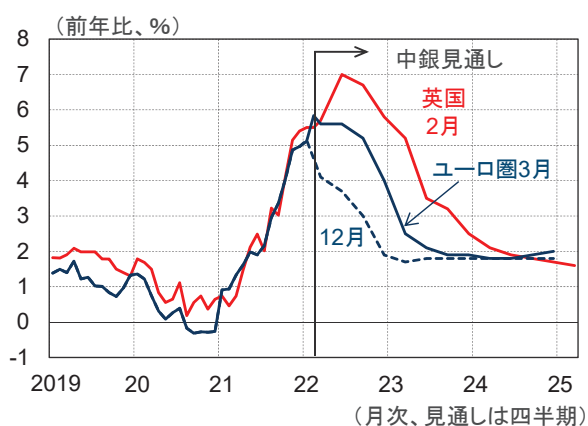
[経済調査室エコノミスト 品田 裕太]

## 主要指標

### ECB・BOEともに正常化に動く、小売売上高は増加

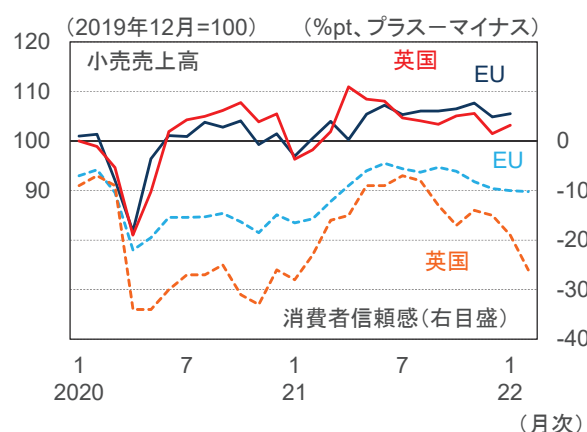
- ECBは、ウクライナ情勢も踏まえて物価見通しを上方修正し、資産買入縮小の前倒しを決定した。中期的なインフレ見通しは目標の2%に近く、7~9月期に買入を終了する場合、続いて年内にも利上げを行う可能性もある。英BOEはインフレ圧力の高まりを受け、3会合連続の利上げを決定した。今後については、緩やかに正常化を進める姿勢を維持しつつも、ウクライナ情勢悪化の影響を懸念し、利上げペースが鈍化する可能性を示唆した。
- 1月の実質小売売上高は、EU、英国ともに増加した。行動制限は2月にかけて緩和されており、消費は持ち直すとみられる。ただし、インフレの悪影響が指摘される英国をはじめ、EUの消費者信頼感が2月も悪化している。ウクライナ情勢の悪化による資源高や景気悪化懸念が購買意欲を低下させ、消費を下押しする可能性がある。

物価見通し(ユーロ圏、英国)



(備考)Eurostat、英国統計局、ECB、BOE

消費者信頼感と実質小売売上高

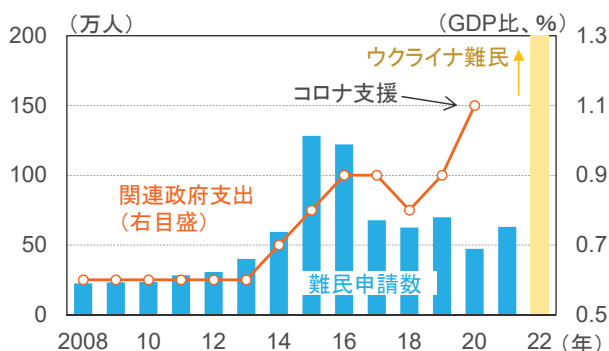


(備考)Eurostat、英国統計局、Datastream

### ウクライナ難民増など財政負担が懸念、金融不安に波及する可能性は低い

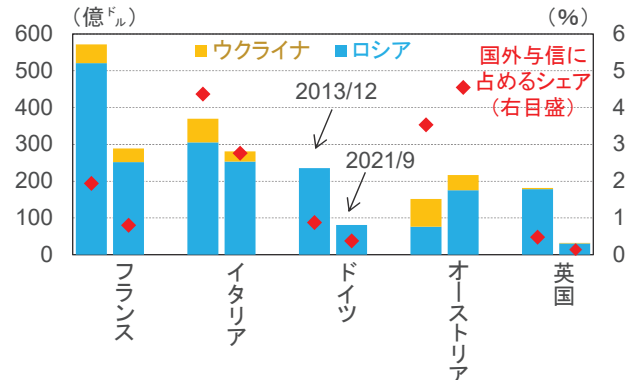
- EUへの難民申請数は、15、16年にシリア内戦により100万人を超え、これに伴う政府支出も増加した。21年にかけて、コロナ禍での移動制限もあり申請数は減少したが、22年に入ってウクライナからの難民が急増しており、500万人を超えるとの予測もある。政府支出の増加は景気を幾分刺激するものの、財政負担の増加や受入れを巡るEU内の負担を巡る議論に注意が必要となる。
- 14年のロシアによるクリミア併合以降、銀行のロシア・ウクライナ向け与信残高は多くの国で減少した。残高水準やシェアの大きさからフランス、イタリア、オーストリアへの影響が注目されるが、リスクの大半は特定行に集中している。仏伊の銀行は損失発生に十分耐える規模の自己資本(CET1)を備えており、オーストリアも信用リスクの顕在化が欧州全体の金融システム不安に波及する可能性は低いとみられている。

EUへの難民申請数と関連政府支出



(備考)1.Eurostat 2.移民、難民、貧困者、低所得層など社会的に孤立する恐れのある人に向けた支出  
3.ウクライナ難民は申請不要(3/8時点)

銀行のロシア・ウクライナ向け与信残高



(備考)1.BIS 2.ドル換算 3.ドイツはウクライナを除く  
4.一部データの欠損は直前の数値で代替



## 今月の論点

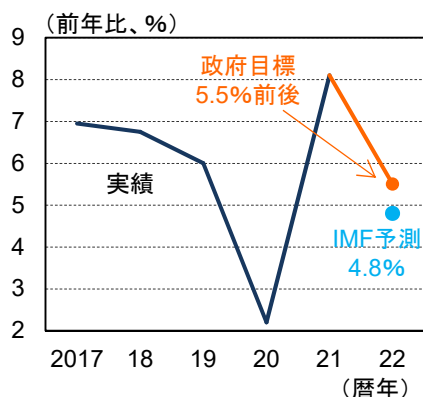
成長ペースに回復の動きがみられる

2021年10～12月期の実質GDP成長率は、前年比4.0%となり、前期の4.9%から鈍化した。ただし、前期比年率では6.6%となり、感染拡大により減速した7～9月期の2.8%から持ち直した。1～2月の指標をみると、「ゼロ・コロナ」政策の中でも近場の消費を中心に小売売上高が大きく回復したほか、不動産市場が持ち直し、投資が大きく増加するなど、政策支援もあり成長ペースが回復する動きがみられた。

秋の党大会に向けて安定した成長を目指す

3/5～11に開催された全人代において、22年の中国経済の運営方針が示された。成長目標は「5.5%前後」とされ、1月に下方修正されたIMF見通しよりも高い成長が計画された。重点活動任務には、近年重視されてきた企業改革やイノベーション推進よりも企業の安定や財政政策強化が上位に位置付けられた。習近平氏の3期目選出がかかる今年秋の党大会に向け、安定した成長を目指す方針が明らかとなった。

実質GDP成長率の政府目標と実績



(備考) 中国国家統計局、IMF

安定成長実現のため積極的な財政政策を計画

安定成長の実現に向けては、積極的な財政政策が計画され、22年の財政支出全体の計画額は前年比7.6%増となった。具体的には、地方政府特別債の発行枠がコロナ対策で増加した20、21年並みの高水準とされており、地方における積極的なインフラ投資の継続が計画されている。また、一般公共予算枠として、次世代通信向け投資のほか、都市開発を中心とした新型都市化推進などが計画されている。足元の感染急拡大にも当面「ゼロ・コロナ」政策で対応し、消費などの回復が期待できない中、成長目標を政策支援で達成する姿勢が明確となった。

### 2022年の重点活動任務

1. マクロ経済の安定化に注力し、経済を合理的な範囲で維持
2. 企業の安定と雇用確保に注力し、財政政策を強化
3. 企業改革深化
4. イノベーション推進
5. 内需拡大戦略の堅持、地域間の調和発展と新型都市化推進
6. 農業発展と農村の活性化
7. 対外開放促進
8. 環境改善の継続、低炭素化推進
9. 民生福祉増進

(備考) 1. 全人代「政府活動報告」  
2. 赤字は新たに設けられた分野

### 全人代で示された財政政策にかかる実績と目標

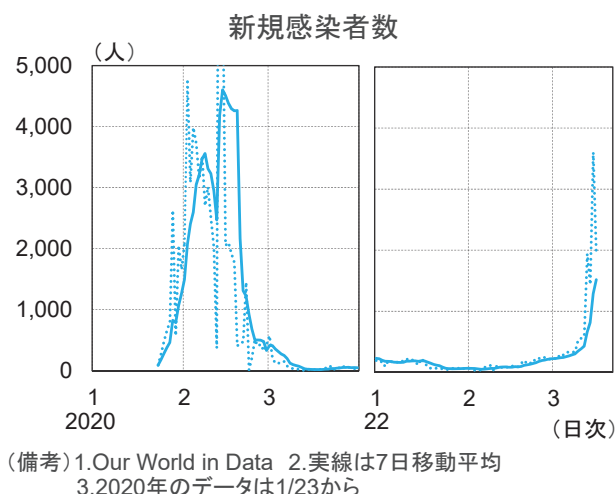
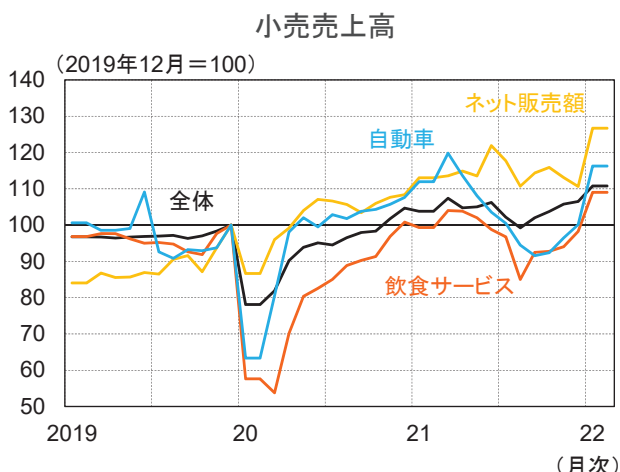
	2019年	20年	21年	22年(計画)	前年比
財政支出全額	26.0	28.2	28.2	30.4	+7.6%
一般公共予算額	23.9	24.6	24.6	26.7	+8.4%
地方政府特別債発行額	2.15	3.6	3.6	3.65	+2.0%

(備考) 1. 全人代「政府活動報告」、中国国家統計局 2. 18～21年は実績値

## 主要指標

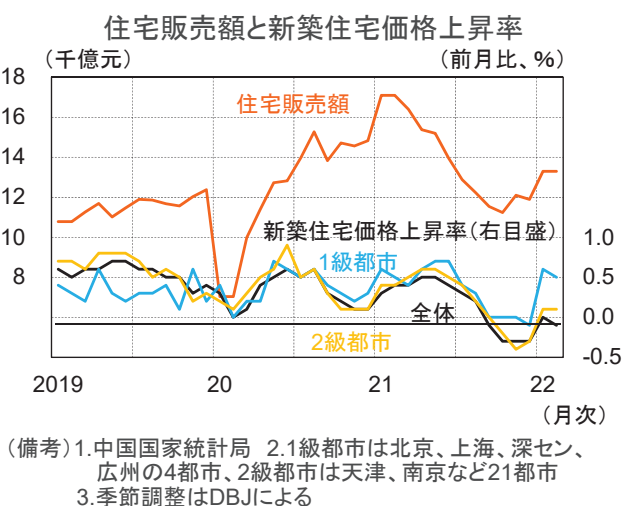
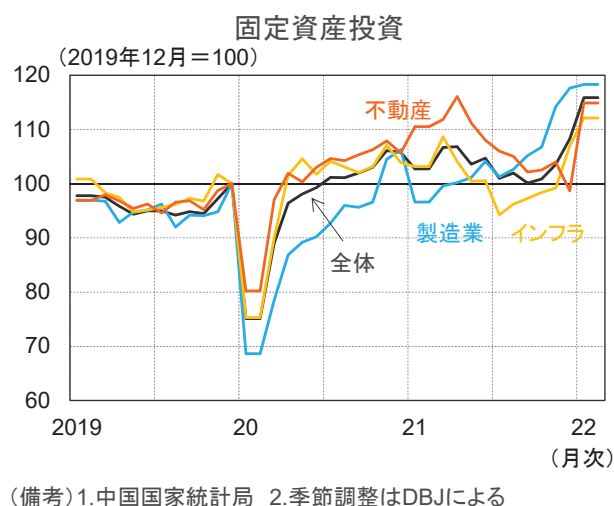
### 小売売上高は大きく回復、3月上旬から感染急拡大

- 1～2月の小売売上高は、「ゼロ・コロナ」政策の中でも大きく回復した。政府がIT企業に春節中の販促イベント開催を奨励したこともあり、家電や通信機器を中心にネット販売額が急増した。また、春節中の帰省自粛により大都市圏における近場の消費が増加し、飲食サービスが大きく回復したほか、供給制約の緩和により自動車販売の増加が続いた。
- 3月上旬からオミクロン株による感染が急拡大しており、3月中旬には新規感染者数が20年2月以来の規模に急増した。自動車工場の一定の集積がある長春市や電子産業が集積する深セン市において厳しいロックダウンが適用されたほか、北京、上海などその他の大都市圏においても域外への移動制限が要請されている。生産活動停止は現状2市にとどまるが、今後の感染拡大が懸念される。



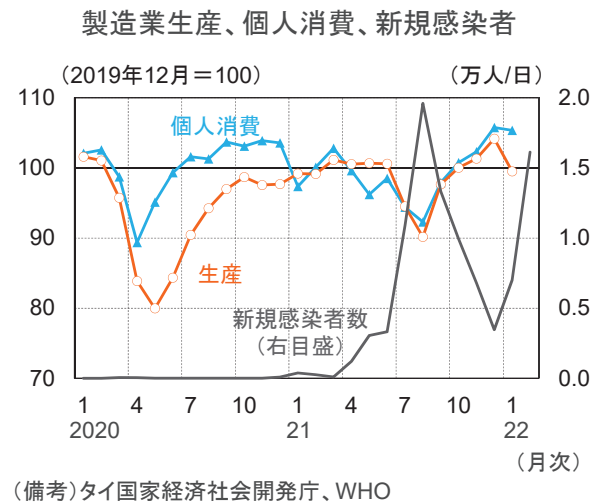
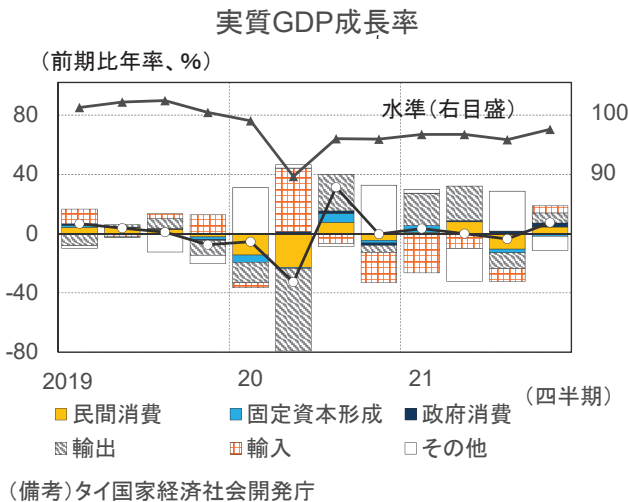
### 固定資産投資は政策支援もあり急速に増加、住宅販売は持ち直し

- 1～2月の固定資産投資は、政策支援もあり急速に増加した。製造業が高水準となったほか、地方債の発行増加を受けてインフラの増加が続いた。また、このところ減少していた不動産が規制緩和により大きく増加した。
- 21年に入り減少が続いていた住宅販売額は、昨年末以降の不動産規制の緩和や地方政府による支援策などもあり、1～2月に持ち直した。2月の住宅価格は前月から小幅に低下したものの、1、2級などの大都市では上昇が続いている。



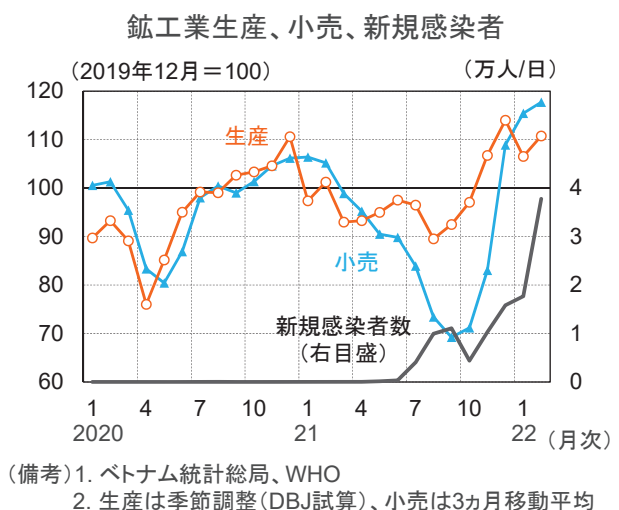
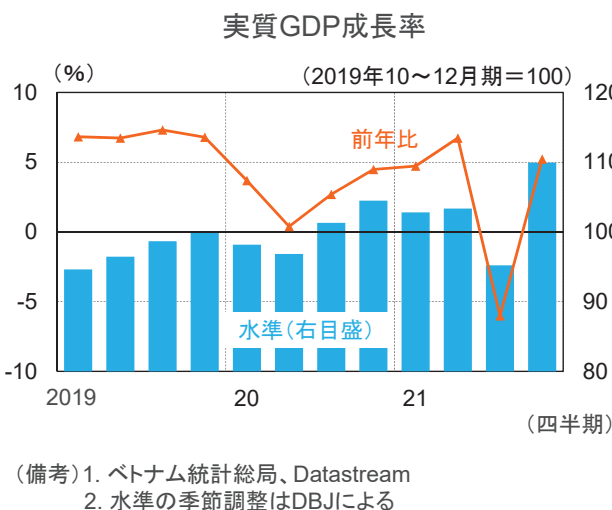
タイ: 景気刺激策もあり、持ち直している

- 2021年10～12月期の実質GDPは前期比年率7.4%増加した。依然としてコロナ前水準を回復していないが、感染縮小に伴う各種規制の緩和により、個人消費が増加したほか、コロナ対策の医療用品購入などにより政府消費支出も拡大しており、景気は持ち直している。
- 生産と個人消費は、デルタ株の感染拡大により21年夏に大きく減少した後、感染縮小に伴う行動制限の緩和により増加が続いた。今年に入り、オミクロンの感染拡大に伴い行動規制が再び導入され、生産、消費ともに減少したが、2月から生活必需品や低所得者向けの補助金などの景気刺激策が実施されたほか、海外観光客に対する隔離措置も解除され、今後は景気の持ち直しが続くと思われる。



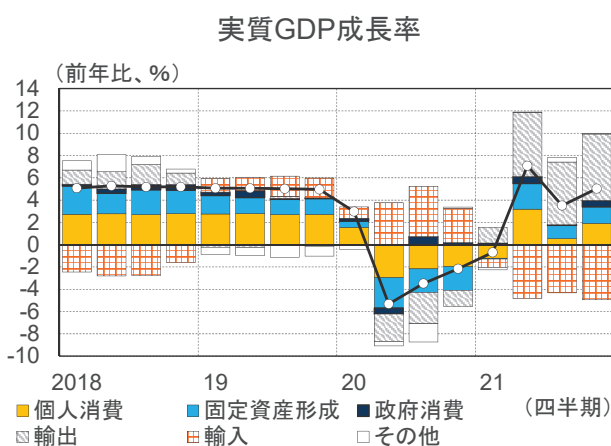
ベトナム: 感染拡大による落ち込みから、回復している

- 2021年10～12月期の実質GDPは前年比5.2%増加した。行動規制が緩和されたことから、過去最大の落ち込みとなった7～9月期から回復した。
- 昨年10月にこれまでの厳格なコロナ政策を見直し、いかなる感染状況でも物流や生産の停止を行わないなど、ゼロコロナからウィズコロナへ政策を転換した。そのため、今年に入りオミクロン株の拡大もあり、新規感染者数が急増しているものの、生産や小売は回復基調が続いている。自動車・同部品を含む鉱工業生産の回復により、世界的なサプライチェーンの安定に寄与することが期待される。

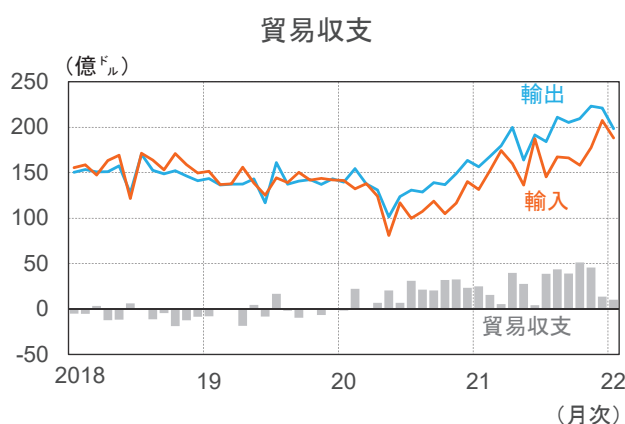


## インドネシア: 感染縮小により、回復している

- 2021年10～12月期の実質GDPは前年比5.0%増となり、コロナ前の水準を回復した。感染縮小に伴う活動制限の緩和により、消費を中心に伸びが拡大した。22年に入り再び感染が拡大したものの、重症化率の低さから厳格な活動制限には至らなかったほか、2月末には感染がピークアウトしており、今後も回復が続く見込み。
- 21年以降、輸出入は需要持ち直しや国際市況の高騰によりコロナ前を上回り増加している。1月の輸出は、石炭採掘企業が国内供給義務を順守せず、備蓄が減少したことを受け、石炭輸出が停止されたため減少した。今後は、ウクライナ情勢の悪化による国際市況の高騰から、輸出は天然ガスやパーム油、輸入は原油の価格押し上げが見込まれる。一方、家計への燃料費補助もあり、原油価格上昇による消費下押しは限られる見込み。



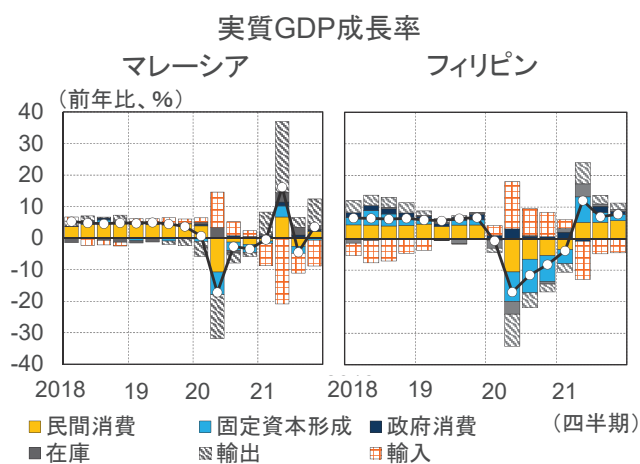
(備考) インドネシア中央統計庁



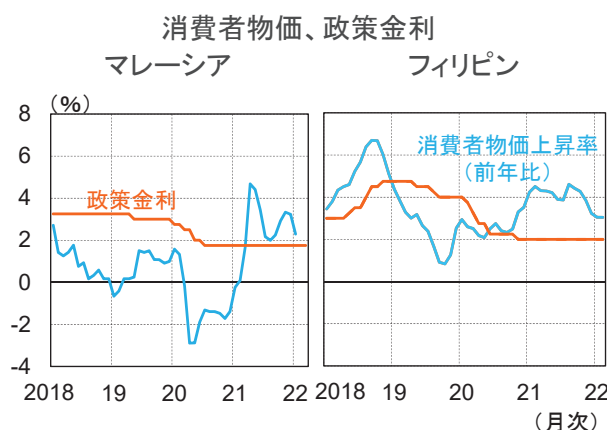
(備考) 1.インドネシア中央統計庁 2.季節調整はDBJによる

## マレーシア、フィリピン: 感染縮小により、持ち直している

- 2021年10～12月期の実質GDPは、マレーシアは前年比3.6%増、フィリピンは同7.7%増となった。いずれも感染縮小を受けた活動制限の緩和により、消費を中心に持ち直した。22年に入り、オミクロン株による感染が拡大したものの、重症化率が低く厳格な活動制限には至らなかったことから、持ち直しの動きが続くとみられる。
- 両国の消費者物価は、21年は需要の持ち直しや国際市況の高騰に加え、アフリカ豚熱の流行や悪天候などにより上昇したものの、22年に入り一時的要因が解消され、伸びが鈍化している。今後は、両国ともにエネルギー・食料品が消費の約4割を占めるため、ウクライナ情勢悪化による国際市況の高騰によりインフレ率の上昇が見込まれるものの、為替レートが安定していることなどから、政策金利は当面据え置かれるとみられる。



(備考) マレーシア統計局、フィリピン統計機構

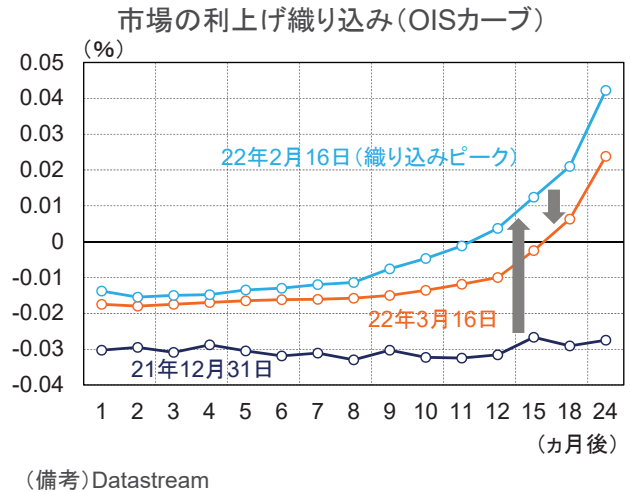


(備考) 各国中央銀行、Datastream



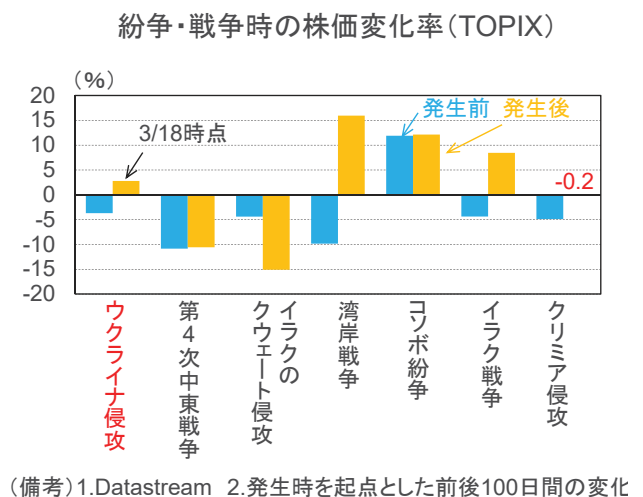
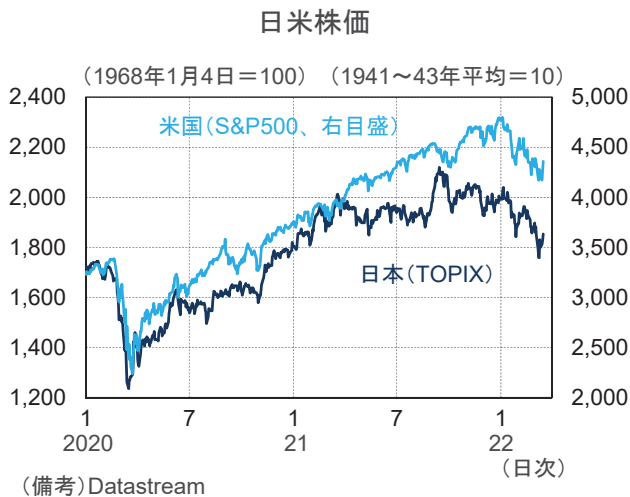
長期金利: ウクライナ情勢や米金融正常化への思惑から日米ともに大きく変動

- 日米の長期金利は、ウクライナ情勢が緊迫化する中、リスク回避姿勢が強まるとともに、景気に配慮して米国の金融正常化が鈍るとの見方が広がり、2月下旬から低下した。一方3月第2週以降は、インフレ懸念が改めて強まったことに加え、3/15、16の米FOMCは、市場の想定を上回る利上げ見通しが示されるなど、タカ派色の強い内容となり、米金利は一時2.2%を上回った。
- 日銀の利上げに関する市場見通しを反映するOISカーブをみると、欧米で金融政策の正常化加速が議論される中、国内でも政策修正の観測が強まり、22年2月中旬に23年中の利上げを織り込んだ。その後、ウクライナ情勢の緊迫化によって利上げ観測はやや後退したものの、2年後は依然プラス圏内にあり、黒田総裁退任(23年4月)後に日銀がマイナス金利解除に動くシナリオが引き続き意識されている。



株価: 日米ともに下落

- 米国株は、2月下旬のロシアによるウクライナ侵攻を受けて下落した。3月に入っても不安定な動きが続く中、3/17のFOMCがタカ派な結果と受け取られ株価は一時下落したものの、その後はウクライナとロシアの停戦合意期待もあり下げ幅を縮小した。日本株は、米国につれて上下したが、米国と比較して下げ幅が大きくなった。
- 過去の紛争・戦争発生時の株価は、発生前はリスクオフとなるものの、その後は悪材料の出尽くしから上昇する傾向がみられる。ただし、湾岸戦争に繋がるイラクのクウェート侵攻や第4次中東戦争時は、先行きの不透明感や油価高騰による高インフレ・米利上げ局面下で軟調な展開となった。足元では、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて不安定な動きとなっているが、長期戦となった場合、当面は上昇しづらい相場になるとみられる。



### 為替:ドル円レートは118円に円安が進む

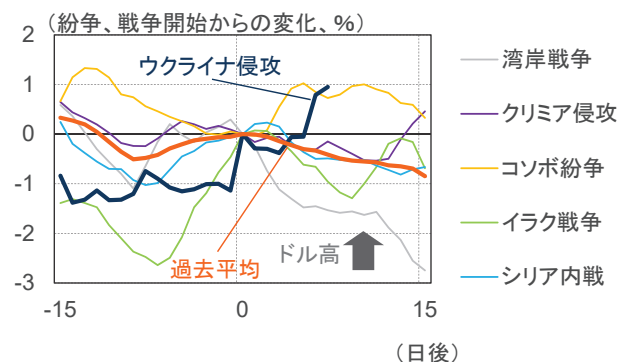
- ドル円レートは、2/24のロシアによるウクライナ侵攻後、当初はドル、円ともに買われて膠着したが、米金利上昇による日米金利差拡大や、ウクライナ情勢悪化により有事のドル買いが優勢となり、経常収支悪化も材料に118円まで円安が進行した。ユーロ円レートは、侵攻開始後、欧州金利低下やリスク回避から124円までユーロ安となったが、足元では、停戦交渉進展への期待などから130円前後に戻した。
- 紛争、戦争開始前後のドルの実効為替レートは、開始前に「有事のドル買い」によりドル高となるが、開始が現実になるとともに、悪材料出尽くしによりドル安となる傾向がみられる。ただし、ロシアによるウクライナ侵攻では、開始後にドル高が進んだ。この背景には、市場が当初想定した以上に戦況が悪化、長期化したことがあるとみられる。

外国為替の動向



(備考) 1. 日本銀行  
2. 17:00現在の銀行間取引レート

ドルの名目実効為替レート



(備考) 1. BIS 2. ウクライナ侵攻以外は3日移動平均

### 原油価格:ウクライナ情勢の悪化により高騰

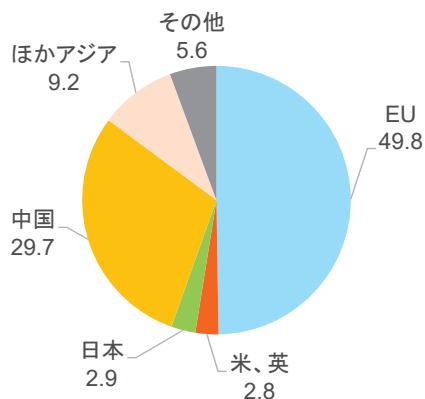
- 3月からロシアに対する厳しい金融制裁により、露産原油の取引が減少する中、米国は3月上旬に露産原油の輸入禁止の検討を発表した。これを受けてWTI価格は一時130ドルに上昇し、リーマンショック前の過去最高値(147ドル)に近づいた。その後、OPEC増産拡大検討の報道、停戦交渉への期待、中国のロックダウンによる需要減懸念を受けて、97ドル前後へ下落した。
- 米、英は露産原油の輸入禁止を決定したが、ロシア原油輸出全体の3%弱にすぎない。EUは中長期的にエネルギーのロシア依存度を下げる方針を示したものの、今回の禁輸措置に加わっていない。また、ロシア原油輸出の約3割を占める中国はロシアとの貿易関係を強化しており、ロシアの原油は維持されるとみられる。

WTI原油価格



(備考) 1. CMEグループ(NYMEX)  
2. 22年3月は15日までの平均値

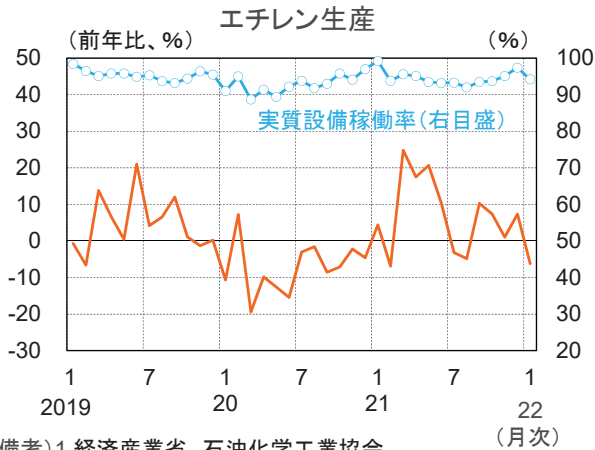
ロシア原油の輸出先構造(2020年、%)



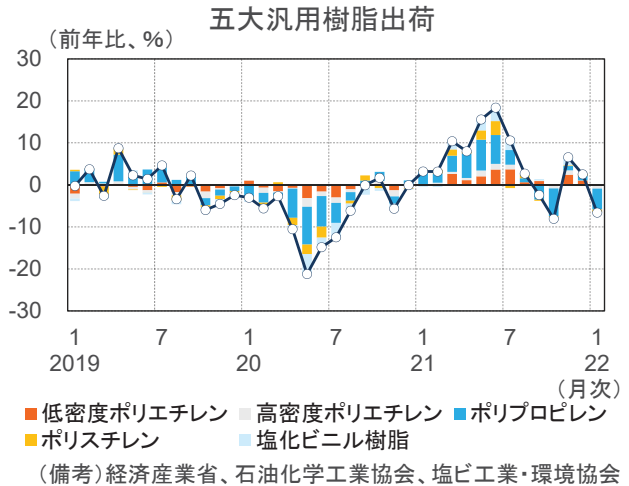
(備考) UNCTAD、金額ベース

石油化学:エチレンプラントの定修入りや、感染再拡大により生産、出荷ともに減少

- 2022年1月のエチレン生産は、前年比6.1%減少し、5か月ぶりの減産となった。昨年末にかけて包装フィルムや自動車向けなどの国内需要が回復し増産基調が続いていたが、オミクロン株による感染再拡大や、エチレンプラントの定修入りを受けてマイナスとなった。実質稼働率は94.2%と前月から3.2pt低下したが、高稼働を維持している。
- 1月の五大汎用樹脂の出荷は、前年比6.6%減少し、3か月ぶりのマイナスとなった。自動車向けポリプロピレンを中心に、感染再拡大に伴う需要制約の影響がみられた。



(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) 経済産業省、石油化学工業協会、塩ビ工業・環境協会

鉄鋼: 自動車の減産などを受けて減少

- 2022年1月の国内粗鋼生産は、前年比2.1%減少し、11か月ぶりのマイナスとなった。自動車の減産などによる鋼材需要の停滞が続く見込みであり、当面は、低調な動きが続くものとみられる。
- 世界粗鋼生産は、中国が21年秋の電力不足の影響を脱する中で前年比マイナス幅が徐々に減少しており、2021年12月は4か月ぶりに1.5億トン台を回復した。21暦年では、中国が6年ぶりの減少となったが、多くの主要国で増加し、前年比3.7%増加と6年連続で増加し、5年連続で過去最高を更新した。



(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：新型コロナの感染再拡大により減少

- 2022年1月の国内生産は、前年比20.5%減となった。半導体不足のほか、新型コロナの感染再拡大により国内外からの部品供給制約や国内操業に制約が生じており、減産幅は拡大した。2月以降も生産調整が続いているほか、ロシアのウクライナ侵攻によるパラジウムなどの調達懸念もあり、前年比でマイナスが続く見通し。
- 1月の主要国・地域別販売は、米国、欧州で減少幅が縮小したほか、中国では増加に転じたが、国内では10%を超える減少が続いた。2月の国内販売もマイナス幅は18.0%に拡大しており、完成車の供給制約の影響は当面続くとみられる。



(備考) 経済産業省

### 主要国・地域別新車販売台数

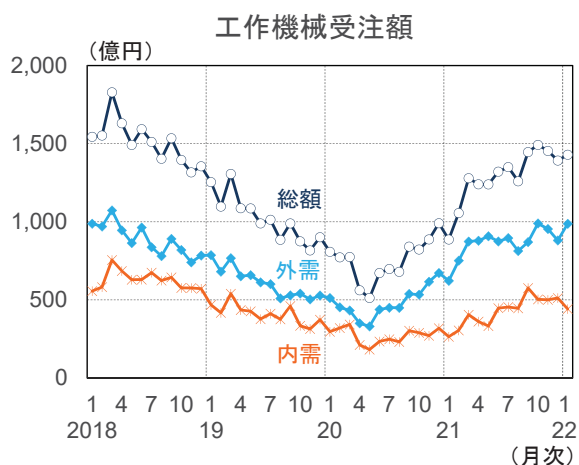
(上段:万台 / 下段:前年同月比、%)

国	2021年				2022年	
	9月	10月	11月	12月	1月	2月
日本	31.8 ▲32.2	27.9 ▲31.3	35.2 ▲14.4	33.6 ▲11.4	33.0 ▲14.2	35.5 ▲18.0
米国	100.7 ▲26.1	105.5 ▲22.5	102.3 ▲16.0	122.2 ▲24.6	100.3 ▲9.8	105.9 ▲12.5
中国	206.7 ▲19.6	233.3 ▲9.4	252.2 ▲9.1	278.6 ▲1.6	253.1 0.9	173.7 18.7
欧州	115.7 ▲24.2	98.0 ▲27.0	104.8 ▲16.5	114.6 ▲19.5	97.3 ▲4.3	

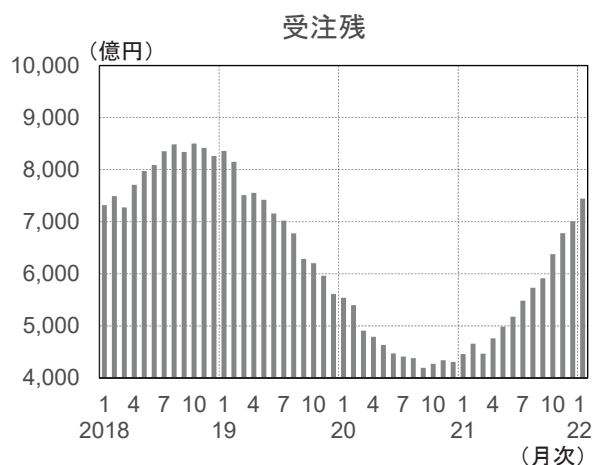
(備考) 1. 各国自動車工業会 2. 乗用車・商用車合計  
3. 黄色:前年比<▲10%、赤色:同<▲30%  
4. 米国は乗用車および小型トラックのみ

### 工作機械：20年半ばからの増加基調が継続

- 2022年1月の受注額は1,429億円(前年比61.3%増)となり、20年半ばからの増加基調が外需を中心に続いた。なお、前年比は15カ月連続の増加となった。今後も高水準の受注が続くとみられている。
- 外需は、987億円(同12.2%増)に増加し、単月としては過去6番目の受注額となった。中国のスマートフォンや台湾の半導体など、アジアの電気・精密機械向け受注が増加したことに加え、北米で航空機関連の大型受注があったとされる。好調な受注に対し、部品不足や部材価格の高騰によって増産は進んでおらず、受注残は大きく増加している。



(備考) 日本工作機械工業会



(備考) 日本工作機械工業会



電機・半導体：増加基調が継続

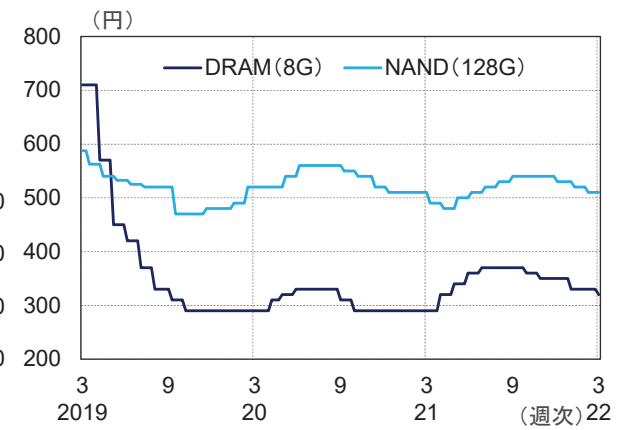
- 電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額は、2022年1月に前年比11.6%増加した。コロナ禍のIT特需がみられた前年対比では伸びが鈍化したものの、PC、スマートフォン、データセンター向けの需要は依然堅調であり、引き続き増加基調にある。
- メモリ価格は2022年6月まで下落が見込まれていたが、2月にNANDの生産不具合が生じ、6月までに価格上昇へ転じる可能性がある。また、ロシア、ウクライナが生産の大半を占める半導体材料であるネオンガスについては、当面在庫不足は見込まれないものの、パニック買いによる価格高騰が懸念されている。

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

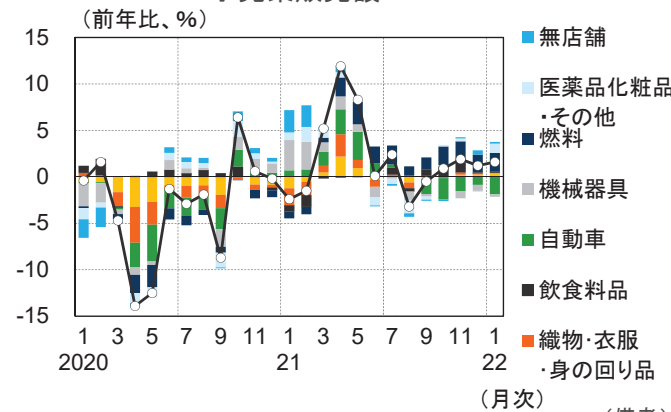


(備考) 産業タイムズ社

小売：感染拡大の影響により、回復が足踏み

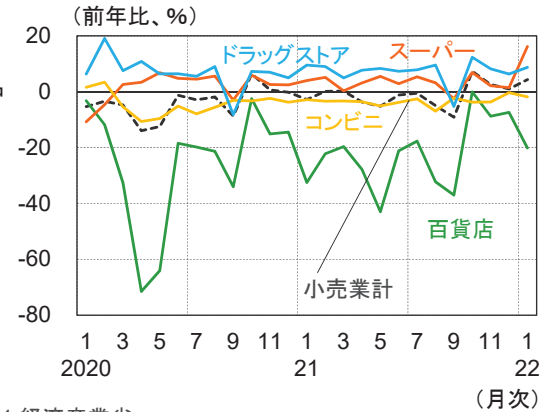
- 2022年1月の小売業販売額は、前年比1.6%増加した。業種別では供給制約の影響を受けた自動車が増減したものの、ガソリンの値上げにより燃料が伸長した。コロナ前の2020年1月の水準対比では4.3%の増加となった。2月は、感染拡大の影響により、伸び率は横ばいとなると見込まれる。
- 業態別では、内食需要があるスーパーがコロナ前の19年同月比16.2%増と好調となっているものの、百貨店は同20.1%減少してマイナス幅が拡大し、回復傾向が鈍化した。

小売業販売額



(備考) 経済産業省

業種別小売業販売額

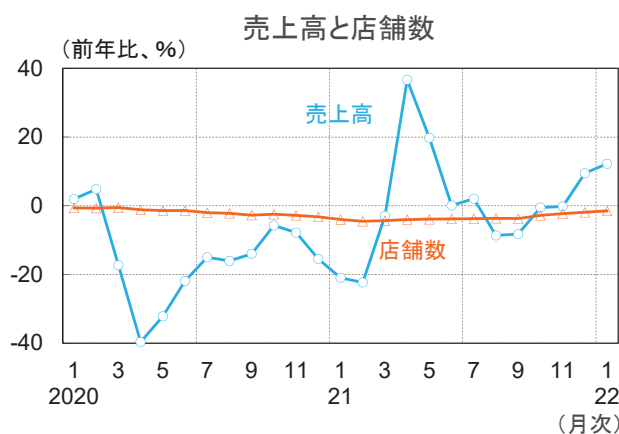


(備考) 1. 経済産業省

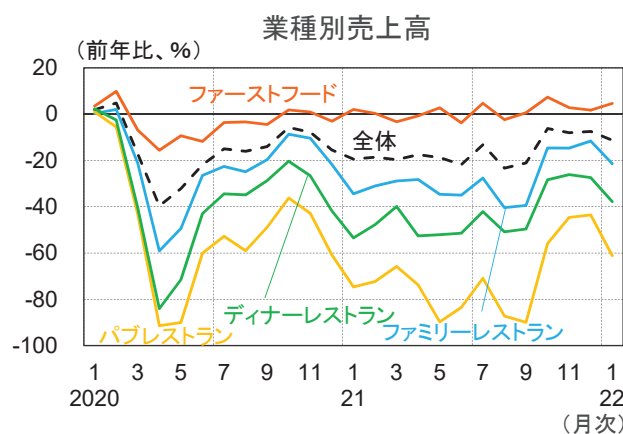
2. 21年、22年はCOVID-19の影響を避けるため、19年と比較

## 外食:個人や家族客を中心とした持ち直しが鈍化

- 2022年1月の外食産業売上高は、前年に緊急事態宣言を受けて外食需要が落ち込んでいたこともあり、2ヵ月連続の増加となった。ただし、コロナ前の2020年1月の水準を11.5%下回っており、オミクロン株の感染拡大によるまん延防止等重点措置適用の営業制限に伴い、個人や家族客を中心とした持ち直しが鈍化した。なお、店舗数のマイナス幅は21年春を底に縮小傾向にある。
- 業態別では、テイクアウトやデリバリーが好調なファーストフードがコロナ前の水準を上回ったものの、居酒屋・パブレストラン、ディナーレストラン、ファミリーレストランなどは減少した。



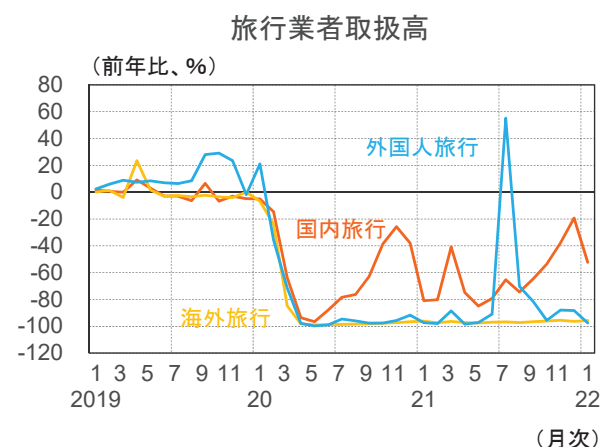
(備考)一般社団法人日本フードサービス協会



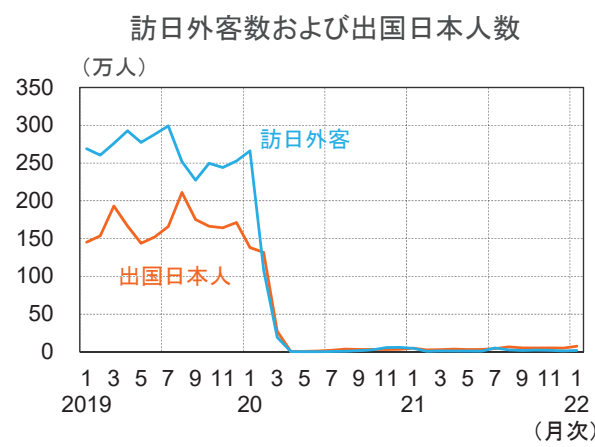
(備考) 1.一般社団法人日本フードサービス協会  
2.21年、22年はCOVID-19の影響を避けるため、19年と比較

## 旅行・ホテル:オミクロン株の感染拡大により減速

- 2022年1月の旅行業者取扱高は、オミクロン株の感染拡大により旅行を控える動きが広がり減速したが、緊急事態宣言下にあった前年水準には及ばず。世界的には旅行客の受け入れ再開の動きが加速しており、海外旅行の持ち直しが期待される。
- 1月の訪日外客数は、国境をまたぐ往来が制限されていることから、依然として低水準であった。3/1以降、オミクロン株の感染拡大に伴い強化されていた水際措置が段階的に緩和されることとなったが、観光目的の入国は未だ認められていない。



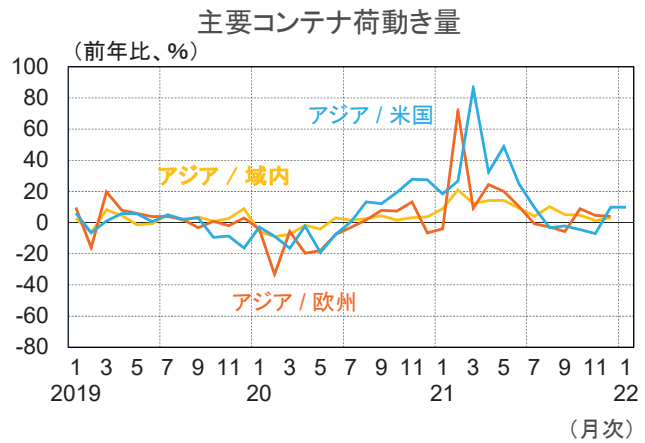
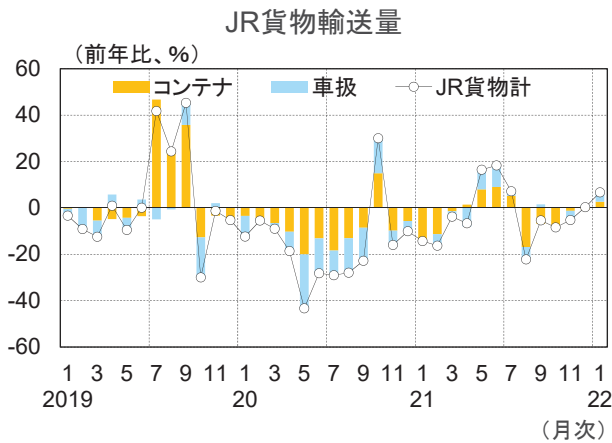
(備考) 1.観光庁  
2.21年はCOVID-19の影響を避けるため、19年と比較



(備考) 1.観光庁  
2.21年はCOVID-19の影響を避けるため、19年と比較

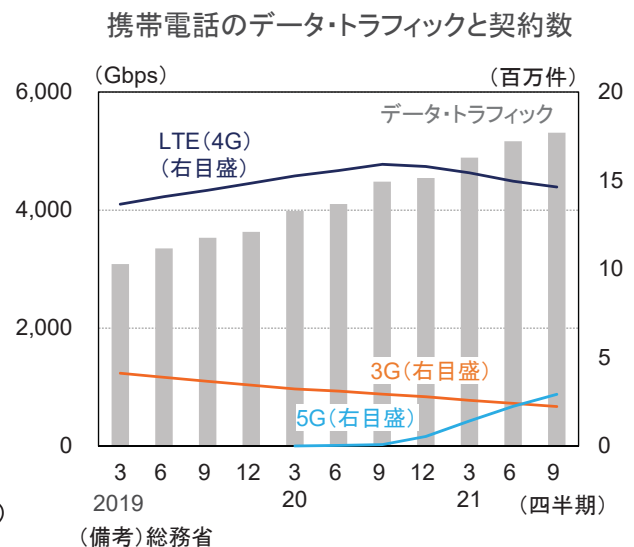
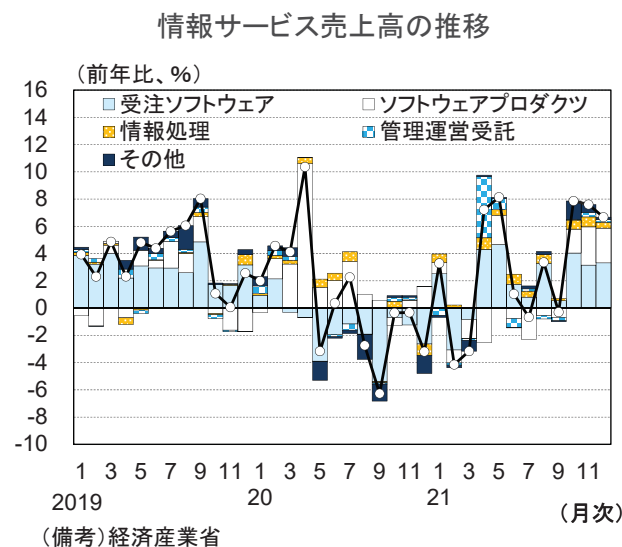
貨物輸送：自動車関連の持ち直しが継続し、2ヵ月連続で増加

- 2022年1月のJR貨物輸送量は、部品不足が緩和した自動車関連を中心に持ち直しが継続したほか、ブロックレイン(同一区間を輸送する貨物専用列車)が増加し、前年比の伸びが高まった(3.2%増)。2月は、オミクロン株の感染拡大により輸送需要の伸びが鈍化しており、一時マイナスとなる可能性がある。
- 1月のアジア発米国向けのコンテナ荷動き量は、米国内の消費意欲が衰えず、好調を維持し、2ヵ月連続で前年を上回った(9.9%増)。巣ごもり需要が継続しており、当面は高水準で推移する見込み。



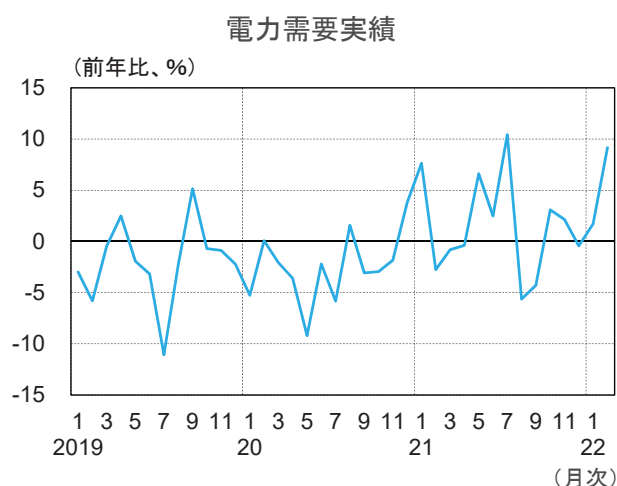
情報サービス：3ヵ月連続で増加、通信：テレワークや5Gの普及により増加基調

- 2021年12月の情報サービス売上高は、マイナンバー関連の需要増を受けた受注ソフトウェアおよびゲーム機の新型発売を受けて前年より好調なソフトウェアプロダクトが牽引し、3ヵ月連続の増加(前年比6.7%増)となり、21年は増加基調が続いた。
- 21年9月の携帯電話のデータ・トラフィックは、コロナ禍を契機としたテレワークの普及や動画配信サービスの利用増、通信事業者の5G対応の進展などにより増加基調が継続し、前年比18.5%増となった。

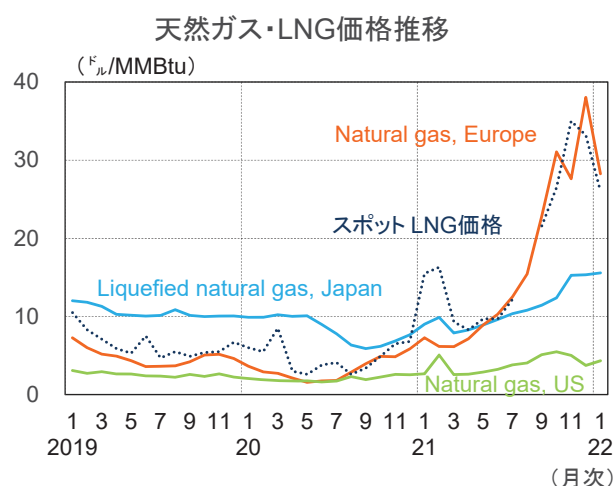


## 電力：寒さが厳しく需要増加

- 2022年2月の電力需要は暖冬の昨冬と比して寒さも厳しく、前年比9.2%増加した。足元では、厳冬による需給ひっ迫やウクライナの情勢不安などもあって資源高が進み、電力価格は一段と上昇する見込み。電力価格が燃料調整制度価格の上限を超える地域も増加している。
- ウクライナ情勢による世界的な天然ガス・LNG供給懸念が発生し、燃料価格は全体的に高止まりしている。特に欧州ガスはロシアへの経済制裁の一環でロシア産ガスの購入を控える動きもあり注視が必要。



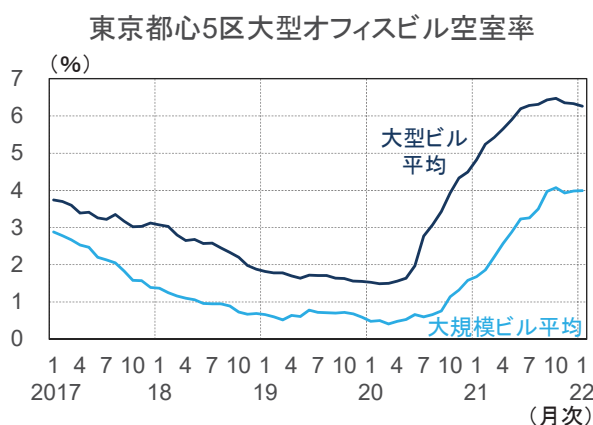
(備考) 電力広域的運営推進機関(グラフ加工済)



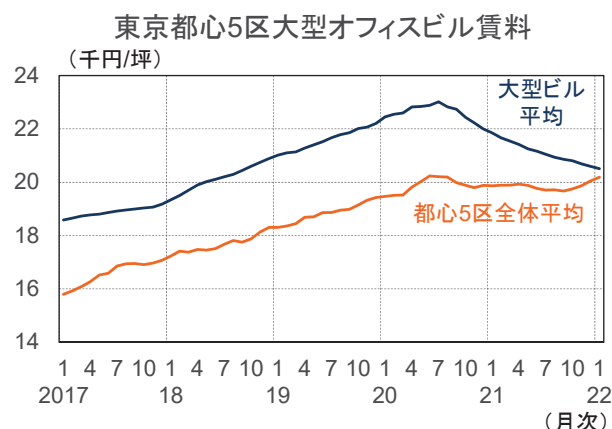
(備考) THE WORLD BANK、経済産業省、JOGMEC

## 不動産：平均空室率、3カ月連続で低下

- 2022年1月の東京都心5区の平均空室率は6.26%となり、3カ月連続で低下した。昨年の緊急事態宣言解除以降、テナント契約の動きがみられ始めたこともあり、改善している。解約の動きもあるが、22年前半は供給が少ないことから、空室率は緩やかな低下基調が続く見込み。
- 平均賃料は、18カ月連続で下落しているが、下落ペースの鈍化が続いている。賃料は、空室率の改善と比較して遅効性があるため、今後も下落ペースは一層鈍るものとみられる。



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





世界経済見通し

(%)

[2020年構成比]	IMF予測										OECD予測				
	実質GDP成長率					消費者物価上昇率					実質GDP成長率				
	2021 22/1	2022 21/10 22/1		2023 21/10 22/1		2021 22/1	2022 21/10 22/1		2023 21/10 22/1		2021 21/9	2022 21/9 21/12		2023 21/12	
世界計	5.9	4.9	4.4	3.6	3.8	-	3.8	-	3.3	-	5.7	5.6	4.5	4.5	3.2
先進国・地域 [42.5]	5.0	4.5	3.9	2.2	2.6	3.1	2.3	3.9	1.9	2.1	-	-	-	-	-
日本 [4.0]	1.6	3.2	3.3	1.4	1.8	-	0.5	-	0.7	-	2.5	1.8	2.1	3.4	1.1
米国 [15.9]	5.6	5.2	4.0	2.2	2.6	-	3.5	-	2.7	-	6.0	5.6	3.9	3.7	2.4
カナダ [1.4]	4.7	4.9	4.1	2.6	2.8	-	2.6	-	2.0	-	5.4	4.8	4.1	3.9	2.8
イギリス [2.2]	7.2	5.0	4.7	1.9	2.3	-	2.6	-	2.0	-	6.7	6.9	5.2	4.7	2.1
EU [15.0]	5.2	4.4	4.0	2.3	2.8	-	1.9	-	1.6	-	-	-	-	-	-
ドイツ [3.4]	2.7	4.6	3.8	1.6	2.5	-	1.5	-	1.3	-	2.9	2.9	4.6	4.1	2.4
フランス [2.3]	6.7	3.9	3.5	1.8	1.8	-	1.6	-	1.2	-	6.3	6.8	4.0	4.2	2.1
イタリア [1.9]	6.2	4.2	3.8	1.6	2.2	-	1.8	-	1.2	-	5.9	6.3	4.1	4.6	2.6
オーストラリア [1.0]	4.2	4.1	4.1	2.6	2.5	-	2.1	-	2.2	-	4.0	3.8	3.3	4.1	3.0
ニュージーランド [0.2]	-	3.3	-	1.7	-	-	2.2	-	2.0	-	-	4.7	-	3.9	2.5
香港 [0.3]	-	3.5	-	3.1	-	-	2.1	-	2.3	-	-	-	-	-	-
シンガポール [0.4]	-	3.2	-	2.7	-	-	1.5	-	1.5	-	-	-	-	-	-
台湾 [1.0]	-	3.3	-	2.6	-	-	1.5	-	1.4	-	-	-	-	-	-
韓国 [1.8]	4.0	3.3	3.0	2.8	2.9	-	1.6	-	1.6	-	4.0	4.0	2.9	3.0	2.7
新興市場国と発展途上国 [57.5]	6.5	5.1	4.8	4.6	4.7	5.7	4.9	5.9	4.3	4.7	-	-	-	-	-
アジア [32.2]	7.2	6.3	5.9	5.7	5.8	-	2.7	-	2.7	-	-	-	-	-	-
中国 [18.3]	8.1	5.6	4.8	5.3	5.2	-	1.8	-	1.9	-	8.5	8.1	5.8	5.1	5.1
マレーシア [0.7]	3.5	6.0	5.7	5.7	5.7	-	2.0	-	2.0	-	-	-	-	-	-
タイ [1.0]	1.3	4.5	4.1	4.0	4.7	-	1.3	-	1.1	-	-	-	-	-	-
フィリピン [0.7]	4.6	6.3	6.3	7.0	6.9	-	3.0	-	3.0	-	-	-	-	-	-
インドネシア [2.5]	3.3	5.9	5.6	6.4	6.0	-	2.8	-	3.2	-	3.7	3.3	4.9	5.2	5.1
ベトナム [0.8]	-	6.6	-	6.8	-	-	2.3	-	3.2	-	-	-	-	-	-
ブルネイ [0.0]	-	2.6	-	2.4	-	-	1.5	-	1.0	-	-	-	-	-	-
カンボジア [0.1]	-	5.7	-	6.4	-	-	3.2	-	3.0	-	-	-	-	-	-
ラオス [0.0]	-	4.2	-	4.5	-	-	3.7	-	3.1	-	-	-	-	-	-
ミャンマー [0.2]	-	▲0.1	-	2.5	-	-	6.5	-	6.8	-	-	-	-	-	-
インド [6.8]	9.0	8.5	9.0	6.6	7.1	-	4.9	-	4.3	-	9.7	9.4	7.9	8.1	5.5
バングラデシュ [0.7]	-	6.5	-	7.2	-	-	5.7	-	5.8	-	-	-	-	-	-
中東・中央アジア [7.2]	4.2	4.1	4.3	3.8	3.6	-	8.5	-	7.1	-	-	-	-	-	-
パキスタン [0.8]	3.9	4.0	4.0	4.5	4.5	-	8.5	-	7.6	-	-	-	-	-	-
サウジアラビア [1.2]	2.9	4.8	4.8	2.8	2.8	-	2.2	-	2.0	-	2.3	2.9	4.8	5.0	3.0
イラン [0.8]	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0	-	27.5	-	25.0	-	-	-	-	-	-
エジプト [1.0]	3.3	5.2	5.6	5.6	5.6	-	6.3	-	7.1	-	-	-	-	-	-
ヨーロッパ [7.7]	6.5	3.6	3.5	2.9	2.9	-	7.1	-	6.2	-	-	-	-	-	-
トルコ [1.9]	11.0	3.3	3.3	3.3	3.3	-	15.4	-	12.8	-	8.4	9.0	3.1	3.3	3.9
ロシア [3.1]	4.5	2.9	2.8	2.0	2.1	-	4.8	-	4.5	-	2.7	4.3	3.4	2.7	1.3
ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.3]	6.8	3.0	2.4	2.5	2.6	-	7.8	-	6.0	-	-	-	-	-	-
メキシコ [1.9]	5.3	4.0	2.8	2.2	2.7	-	3.8	-	3.0	-	6.3	5.9	3.4	3.3	2.5
アルゼンチン [0.7]	10.0	2.5	3.0	2.0	2.5	-	-	-	-	-	7.6	8.0	1.9	2.5	2.3
ブラジル [2.4]	4.7	1.5	0.3	2.0	1.6	-	5.3	-	3.5	-	5.2	5.0	2.3	1.4	2.1
サハラ以南アフリカ [3.1]	4.0	3.8	3.7	4.1	4.0	-	8.6	-	7.1	-	-	-	-	-	-
南アフリカ [0.5]	4.6	2.2	1.9	1.4	1.4	-	4.5	-	4.5	-	4.6	5.2	2.5	1.9	1.6
ナイジェリア [0.8]	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7	-	13.3	-	11.8	-	-	-	-	-	-

(備考) 1. IMF“World Economic Outlook”、OECD“Economic Outlook”  
2. 構成比はIMF資料に基づく

政府経済見通し/ESPフォーキャスト調査

(%)

	政府経済見通し			日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査		
	2021年度	2022年度		2021年度	2022年度	2023年度
	2021/7	2022/1		2022/3		
国内総生産・実質	3.7	2.6	3.2	2.34	2.56	1.55
民間最終消費支出	2.8	2.5	4.0	2.44	3.11	1.44
民間住宅	0.8	▲ 0.5	0.9	▲ 1.24	▲ 0.34	0.51
民間企業設備	3.8	2.5	5.1	1.36	2.92	3.04
政府支出	1.5	0.9	0.1	1.97	1.11	0.46
財貨・サービスの輸出	14.9	11.4	5.5	12.61	3.63	3.39
財貨・サービスの輸入	6.9	7.4	4.1	6.21	2.83	3.07
内需寄与度	2.5	2.0	3.0	-	-	-
外需寄与度	1.2	0.6	0.2	-	-	-
国内総生産・名目	3.1	1.7	3.6	1.16	2.52	2.27
完全失業率	2.7	2.8	2.4	2.79	2.63	2.50
雇用者数	0.3	0.3	0.4	-	-	-
鉱工業生産指数	13.4	5.7	5.0	6.03	3.99	2.41
国内企業物価指数	3.6	6.5	2.0	-	-	-
消費者物価指数(総合)	0.1	▲ 0.1	0.9	-	-	-
同上 (除く生鮮食品)	-	-	-	0.05	1.51	0.78
GDPデフレーター	▲ 0.6	▲ 0.8	0.4	-	-	-

(備考)内閣府「令和4年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(2022年1月17日閣議決定)、「令和3年度 内閣府年央試算」(2021年7月6日)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2022年3月16日)

日銀 経済・物価情勢の展望(2021/10)

(%)

	2021年度	2022年度	2023年度
国内総生産・実質	3.0~3.6(3.5~4.0)	2.7~3.0(2.6~2.9)	1.2~1.4(1.2~1.4)
消費者物価指数(除く生鮮食品)	0.0~0.2(0.3~0.6)	0.8~1.0(0.8~1.0)	0.9~1.2(0.9~1.1)

(備考)1.日本銀行「経済・物価情勢の展望」 2.( )は前回

日銀短観(全国企業)

(%pt)

		2021/9調査		2021/12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	▲ 2	▲ 5	2	4	0	▲ 2
生産・営業用設備(過剰-不足)	全産業	1	▲ 1	0	▲ 1	▲ 2	▲ 2
雇用人員判断(過剰-不足)	全産業	▲ 17	▲ 20	▲ 21	▲ 4	▲ 24	▲ 3
資金繰り(楽である-苦しい)	全産業	11		12	1		
金融機関貸出態度(緩い-厳しい)	全産業	18		18	0		
借入金利水準(上昇-低下)	全産業	0	4	0	0	5	5

(前年度比、%)

		2021/12調査					
		2020年度			2021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	▲ 7.8	-	3.8	0.6	
	経常利益	全産業	▲ 20.1	-	28.0	11.3	
	売上高経常利益率 (%、%ポイント)	全産業	4.53		-	5.59	

(備考)日本銀行「第191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 (対象企業等)	
				2020年度	2021年度	2022年度		
大企業	日本政策投資銀行	全産業	1,823	▲10.2	12.6	▲13.4	資本金10億円以上	
		製造業	882	▲11.6	18.6	▲6.0		
		非製造業	941	▲9.5	9.7	▲17.5		
	日本銀行	2021/12	全産業	1,866	▲8.3	9.3	—	資本金10億円以上
		製造業	982	▲8.8	12.4	—	[短観]	
		非製造業	884	▲8.1	7.5	—		
	日本経済新聞社	2021/10	全産業	951	▲9.3	11.0	—	上場企業と資本金1億円
			製造業	526	▲12.6	16.3	—	以上の有力企業
			非製造業	425	▲4.6	4.1	—	
	内閣府財務省	2021/11	全産業	3,834	(未公表)	6.2	—	資本金10億円以上
			製造業	1,332		13.3	—	[法人企業景気予測調査]
			非製造業	2,502		2.7	—	
中堅企業	日本政策投資銀行	全産業	3,795	▲14.1	▲0.2	▲15.4	資本金1億円以上10億円未満	
		製造業	1,324	▲17.5	5.4	▲18.9		
		非製造業	2,471	▲11.5	▲4.2	▲12.7		
	日本銀行	2021/12	全産業	2,617	▲8.9	5.1	—	資本金1億円以上10億円未満
		製造業	1,005	▲12.5	9.8	—	[短観]	
		非製造業	1,612	▲6.8	2.6	—		
	内閣府財務省	2021/11	全産業	3,022	(未公表)	3.1	—	資本金1億円以上10億円未満
			製造業	877		8.5	—	[法人企業景気予測調査]
			非製造業	2,145		0.5	—	
中小企業	日本銀行	2021/12	全産業	4,845	▲8.5	5.1	—	資本金2千万円以上1億円未満
		製造業	1,872	▲12.4	10.3	—	[短観]	
		非製造業	2,973	▲6.3	2.3	—		
	内閣府財務省	2021/11	全産業	4,426	(未公表)	▲8.2	—	資本金1千万円以上1億円未満
			製造業	1,388		▲12.9	—	[法人企業景気予測調査]
			非製造業	3,038		▲6.4	—	
金融	日本銀行	2021/12	(上記の外数)	203	▲2.0	▲6.6	—	[短観]
		内閣府財務省	2021/11	(上記の内数)	—	(未公表)	▲14.2	—

地域別動向(日本政策投資銀行)

(%)

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

- 1.設備投資額前年度比は、国内、工事ベース(日本公庫は支払ベース)、土地を含み、ソフトウェアは含まず、単体決算ベースで集計(日本経済新聞社は連結決算ベース)
- 2.回答会社数は主業基準分類で、日本銀行については調査対象社数を記載

次号「DBJ Monthly Overview2022年5月号」は、2022年5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（2021年10月号掲載分～）

2022年3月号	企業との対話にみるカーボンニュートラルに向けた課題 米国CES2022にみるテクノロジートレンド 日米欧にみるコロナ禍の人手不足
2022年2月号	カーボンニュートラルに向けたメタノールへの期待 ～有力拠点としての新潟の強み～ 高齢化社会における低速モビリティの活用 原燃料高を受けた産業別の価格転嫁状況
2022年1月号	コロナ禍の地域経済活性化に関する論点
2021年12月号	コストプッシュ型のインフレをどうみるか 「先富論」から「共同富裕」へ、中国経済政策の転換 AR/VRを巡るプラットフォーム競争における日本企業の挑戦
2021年11月号	電力レジリエンスを担保し、脱炭素社会を支える需給調整機能 多様化する社会課題と「大きな政府」に向かう世界 アベノミクス以降のガバナンス改革の成果と課題 中国恒大集団の信用不安と今後のシナリオ
2021年10月号	コロナ禍で人口移動はどう変わったか 消費回復のカギを握る高齢者とワクチン FRBが目指す「ハト的な金融緩和縮小」

## DBJ Monthly Overview

編集 株式会社日本政策投資銀行  
産業調査部長 宮永 径

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

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

©Development Bank of Japan Inc. 2022

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等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。