



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

DBJ Monthly Overview

2023 09

今月のトピックス

2023年度設備投資計画調査の概要
水電解装置における日本企業の競争力強化に向けて
中国不動産市場の構造的課題と調整の行方
財消費の減速と生産・物流への影響

* 本資料は原則として8月22日までに発表された
経済指標に基づいて作成しています。

Contents

今月のトピックス

2023年度設備投資計画調査の概要	2
水電解装置における日本企業の競争力強化に向けて	11
中国不動産市場の構造的課題と調整の行方	18
財消費の減速と生産・物流への影響	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

2023年度設備投資計画調査の概要

産業・地域調査本部

要旨

- 大企業(資本金10億円以上)の2022年度国内設備投資は、コロナ禍で見送った投資の再開に加え、EVや半導体、同材料の開発・増産、都心再開発もあり、3年ぶりに増加した(10.7%増)。23年度は、前年比20.7%の大幅増の計画となっている。昨年度から先送りされた投資に加え、デジタル化の加速を受けて、半導体の製造能力増強が、素材型産業におけるシリコンウエハなどの材料を含めて拡大するほか、EV投資も増加する。また、人流拡大を受けて、鉄道の安全対策、航空機導入が再開することに加え、都心再開発も継続し、製造業、非製造業ともに2年連続で増加する。
- サプライチェーンは、原材料費や人件費の高騰に加え、米中対立のリスクを踏まえて、海外の調達先分散のほか、需要地での事業拡大を図る。また、国内の生産拠点を強化する方針がみられる。
- 脱炭素投資は、今年も再エネ、省エネ、EVが中心となり、設備投資に占める脱炭素割合は大きく高まらず。脱炭素を進める上での課題は、開発コストとの回答が減少し、調達面を挙げる企業が増加した。
- デジタル化投資は、脱炭素関連や鉄道の利便性向上などで増加する。生成系を含むAIの活用や関心は高まったが、デジタル化の取り組みは既存システムの更新が大半だった。また、新型コロナ5類移行もあり出社回帰の方針がみられ、中長期的なオフィス面積見通しは改善した。
- 研究開発は、電動化やIoT関連のほか脱炭素関連もあり増加する。イノベーションに向けて人材不足が最大の課題となる中、人材育成に積極的に取り組むが、スタートアップとの連携は1割程度。スタートアップとの連携拡大には、共同研究支援のほか情報整備支援が求められる。
- 人材の獲得が必要とされる中、採用強化のほか賃金引き上げに積極的な姿勢がみられる。人材獲得の代替策については大半の企業が自動化投資を挙げた。
- 地域別には、自動車のほか半導体関連のある北海道や北陸、九州などが大幅増となる。中堅企業にも製品・サービス価格の値上げや賃上げの動きがみられる。

日本政策投資銀行では、わが国主要産業の設備投資動向を把握するため、設備投資計画調査を毎年実施している。本稿では、6月に実施した2023年度調査の概要を紹介する。なお、詳細な調査結果については、当行ホームページにて公表している(<https://www.dbj.jp/investigate/equip/>)。

1.国内設備投資の概況

2022年度の大企業国内設備投資は、コロナ禍

で見送った投資の再開に加え、EVや半導体、同材料の開発・増産、都心再開発もあり、3年ぶりに増加した(10.7%増)。製造業(11.2%増)では、半導体やEV関連、自動化ニーズを受け化学や一般機械が大幅に増加した。非製造業(10.4%増)では運輸の先送りなどで下方修正されたが、都心の大型ビジネス拠点開発などがあり、大幅に増加した。

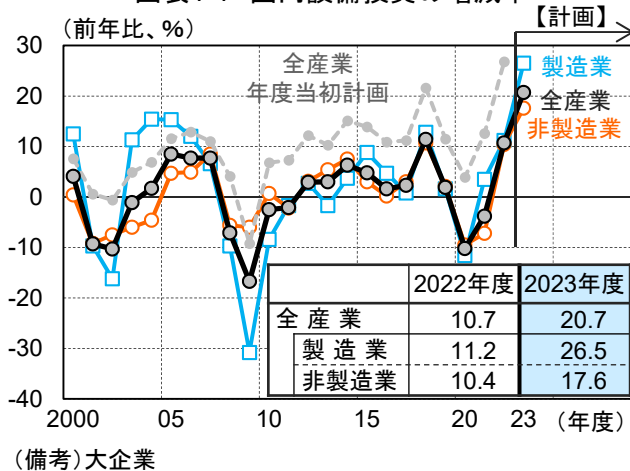
23年度の設備投資計画は全産業で20.7%の大

幅増の計画となる。昨年度から先送りされた投資に加え、デジタル化の加速を受けて、半導体の製造能力増強が、素材型におけるシリコンウエハなどの材料を含めて拡大し、EV投資も増加する。また、人流拡大を受けて、鉄道の安全対策、航空機導入が再開するほか、都心再開発も継続し、製造業、非製造業ともに2年連続で増加することが見込まれる。

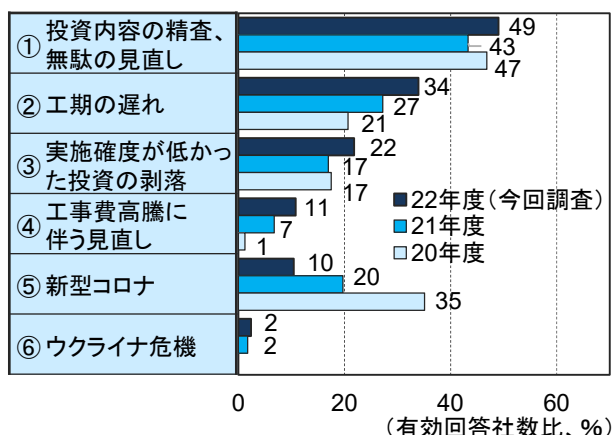
業種別にみると、製造業(26.5%増)では、非鉄金属が半導体やEV向けに大幅増となる。輸送用機械は半導体の供給制約が緩和する中、電池を含むEV投資が増加する。化学は半導体材料や医薬品、脱炭素および資源循環関連分野を中心に堅調な計画となった。非製造業(17.6%増)では、安全対策投資や輸送力増強投資がある運輸のほか、大型開発が続く不動産、既存店のリニューアルなどがある小売などで大幅増となる。

時系列でみると、23年度の計画(20.7%増)は、

図表1-1 国内設備投資の増減率



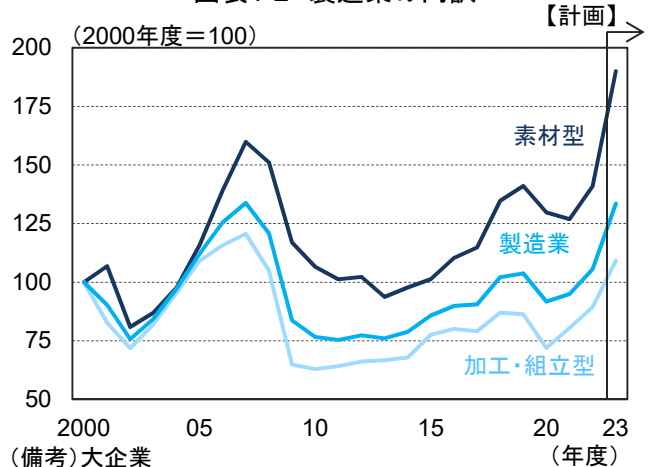
図表1-3 実績が当初計画を下回った理由



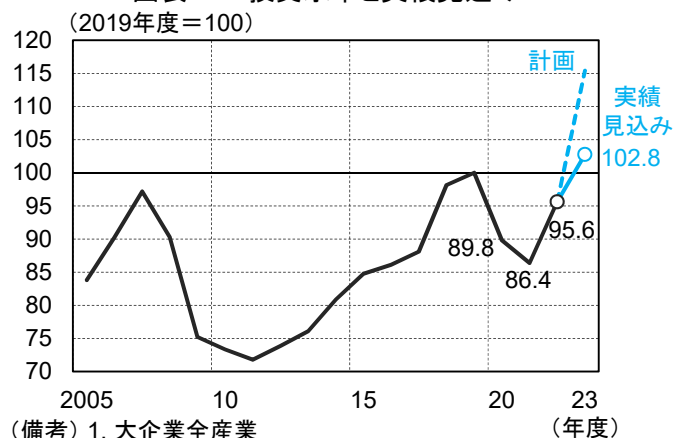
1980年代以降では、昨年度(26.8%増)や東京オリパラ前の18年度(21.6%増)に続く3番目に高い伸びとなった(図表1-1)。また、昨年度同様、半導体関連投資が幅広い業種で見られる製造業が非製造業より高い計画である。製造業の中でも、リーマン危機後急速に海外展開を進めた加工・組立型と比較して、素材型の国内投資が堅調である。23年度も半導体材料の能力増強投資などにより旺盛な計画となっている(図表1-2)。

ただし、当年度中の計画値は、実績にかけて下方修正される傾向がある。22年度は、人手不足などによる工期の遅れや工事費高騰などにより投資を見直した企業が2年連続で増加した(図表1-3)。23年度もこの影響は続くと考えられ、最終的に7%程度の伸びになると見込まれる。これを勘案した投資水準は、コロナ前の19年度を回復して一段と拡大するとみられる(図表1-4)。

図表1-2 製造業の内訳



図表1-4 投資水準と実績見込み



2. サプライチェーンと海外投資

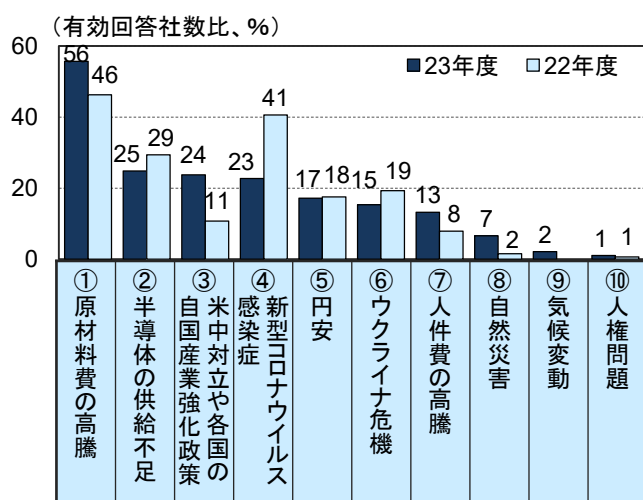
サプライチェーンについては、見直しの契機として、新型コロナやウクライナ危機の割合は減少したが、原材料費や人件費の高騰、米中対立が増加した(図表2-1)。見直しの内容としては、昨年同様、「海外調達先の分散、多様化」や「製品・部品の標準化・規格化」が特に製造業で多く挙げられたほか、「需要地での事業拡大」を図る企業も多くみられた。一方、「海外拠点の国内回帰」の割合は過去3年と同様5%前後にとどまった(図表2-2)。

ただし、製造業の中期的な国内生産拠点の見通しは、向こう3年程度で強化するとの回答が2年前より10%pt上昇し、10年先についても、12%ptの大幅上昇となった。需要地での事業拡大を図る中、海外拠点の機能を国内に戻すのではなく、海外とともに、国

内も重視する傾向がみられる(図表2-3)。

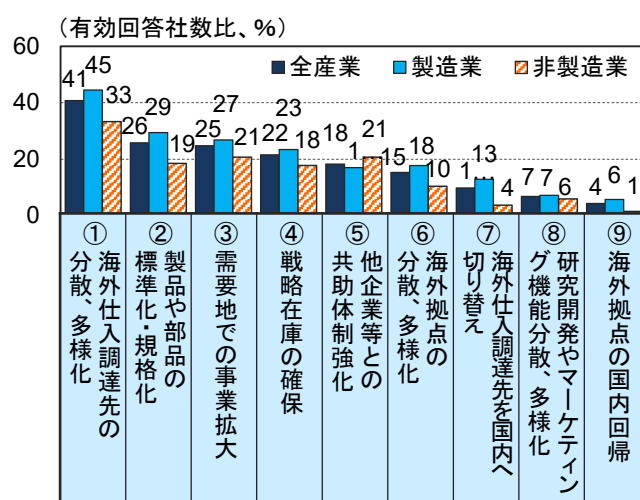
海外設備投資をみると、22年度実績は、35.9%と計画を上回り大きく増加した。国別では、中国は電気機械の減少により低い伸びとなったが、北米では自動車、化学、不動産、中国を除くアジアでは自動車、電気機械、その他では鉱業、電気機械を中心に増加した。23年度計画は21%の高い伸びとなる。中国ではEV向け大型投資の一服や地政学リスクへの考慮などにより、電気機械、精密機械などが伸び悩むが、内需の取り込みに向けて不動産、化学などで伸びが拡大する。北米ではIRA(インフレ抑制法)もあり、自動車の電池、化学の半導体材料などで二桁増が続く。中国を除くアジアでは内需拡大やサプライチェーン構築への期待から多くの産業で引き続き高い伸びとなるほか、その他地域においてエネルギー確保の投資が継続する(図表2-4)。

図表2-1 サプライチェーン見直しの契機



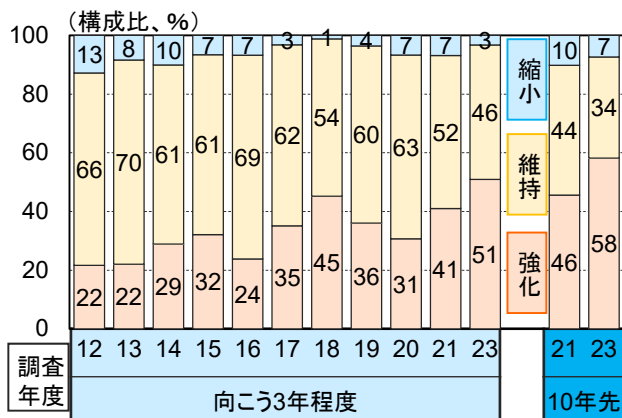
(備考) 1. 大企業全産業 2. 最大3つの複数回答

図表2-2 サプライチェーン見直しの内容



(備考) 1. 大企業 2. 最大3つの複数回答

図表2-3 国内生産拠点の中長期的な見通し



(備考) 大企業製造業

図表2-4 22、23年度の海外設備投資増減率

(前年比、%)	2022年度		2023年度
	計画 (21-22共通 655社)	実績 (21-22共通 510社)	計画 (22-23共通 611社)
全地域	29.3	35.9	21.0
北米	19.4	34.5	16.6
欧州	18.4	25.2	19.8
中国	12.1	4.8	23.7
中国除くアジア	45.0	48.8	23.6
その他	56.7	63.3	26.1

(備考) 大企業全産業

3. 脱炭素

国際的にカーボンニュートラルの取り組みが加速すると、日本企業にとっても設備入れ替えの契機となり、設備投資の喚起が期待される。しかし、カーボンニュートラル達成時期は、「不明」とする企業が昨年度より減ったものの、大半が2050年としており、足元での投資を促す変化はこの1年ではみられなかった(図表3-1)。

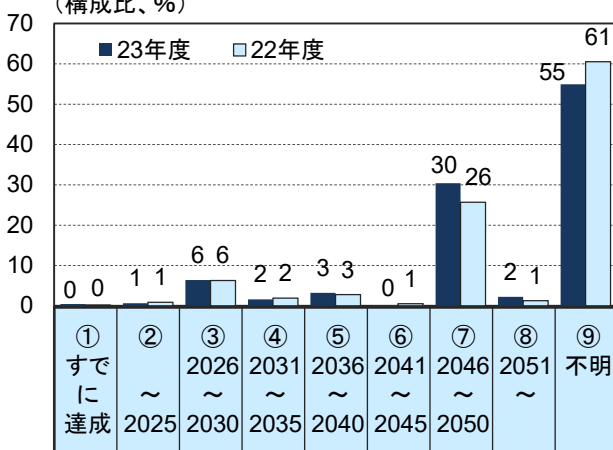
23年度の設備投資に占める脱炭素関連投資の割合は、「なし」とする企業が減少し、1割未満の企業がやや増加したが、金額ベースに引き直すと13%となり、高まらなかった。脱炭素投資は国内設備投資を相応に下支えしているものの、今年度の

増加のけん引役とはいえない(図表3-2)。

脱炭素関連投資の内容としては、省エネ、再エネが多く、2割の企業がEV関連を計画しているが、要素技術ごとの割合もこの1年で大きな変化はみられなかった(図表3-3)。

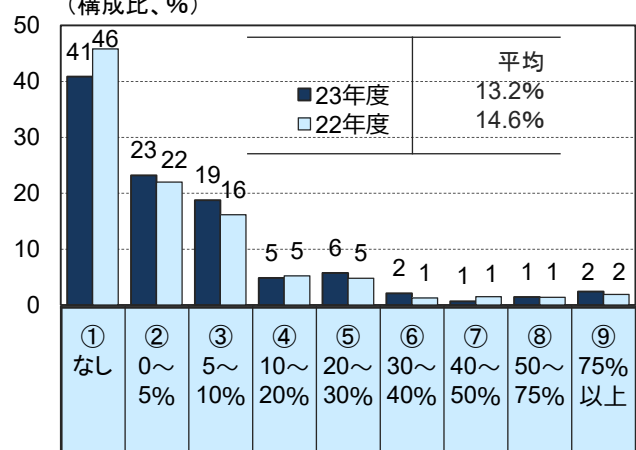
脱炭素の取り組みを進める上での課題としては、「技術的な問題」が最多となっており、脱炭素の要素技術は依然として実装まで遠い段階にある。ただし、「開発コスト」は低下しており、約20兆円の支援を含むGX推進法が成立したことが一因となった可能性がある。一方、「調達先の制約」の割合が上昇しており、実装に向けた課題認識が高まった(図表3-4)。

図表3-1 カーボンニュートラル達成時期の目安
(構成比、%)



(備考) 大企業全産業

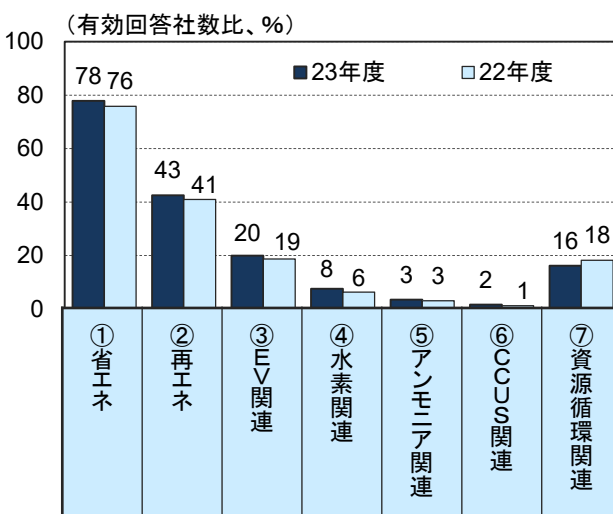
図表3-2 設備投資に占める脱炭素関連の割合
(構成比、%)



(備考) 1. 大企業全産業

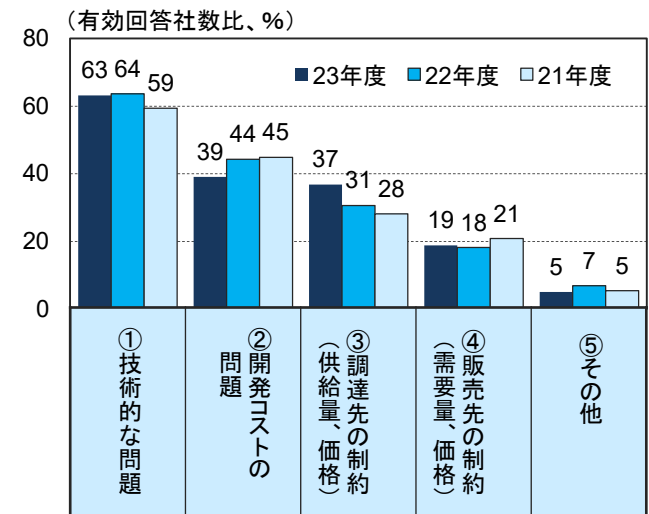
2. 平均は、22・23年度の共通回答企業の投資金額で加重

図表3-3 脱炭素関連投資の内容
(有効回答社数比、%)



(備考) 1. 大企業全産業 2. 最大3つの複数回答

図表3-4 脱炭素の取り組みを進める上での課題
(有効回答社数比、%)



(備考) 1. 大企業全産業 2. 最大2つの複数回答

4. デジタル化

22年度のデジタル化投資は、例年同様計画から下方修正されたが、8.4%増と2年連続で増加した。

23年度は33.8%増の計画となっている。製造業では、一般機械でCO₂管理、輸送用機械でエネルギーマネジメントなど脱炭素関連もあり32.3%増、非製造業では鉄道のMaaSアプリなど利便性向上の投資や電力・ガスの遠隔保守管理などにより35.3%増加する(図表4-1)。設備投資に占めるデジタル化投資の比率は、有形固定資産への投資が堅調な製造業が低下する(22年度:15.6%→23年度:14.4%)ものの、省人化やインバウンドへの対応などがみられる非製造業が高まる(22年度:9.3%→23年度:12.9%)。

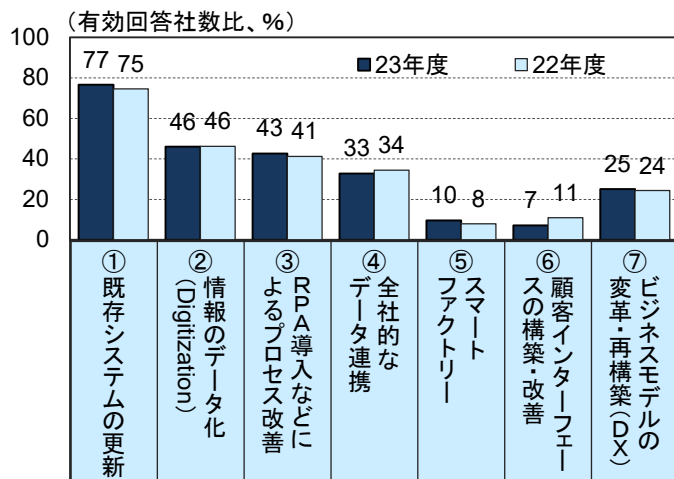
AI、IoTについて、生成AIを含めて「活用している」、「活用を検討」、「関心が上昇」とした割合は前

図表4-1 22、23年度のデジタル化投資増減率

(前年比、%)	22年度		23年度
	計画 (21-22共通 714社)	実績 (21-22共通 583社)	計画 (22-23共通 682社)
全産業	27.9	8.4	33.8
製造業	20.6	1.1	32.3
一般機械	48.5	17.9	59.3
輸送用機械	32.5	3.8	33.1
非製造業	37.2	14.5	35.3
運輸	33.5	38.5	54.2
電力・ガス	110.3	▲1.9	39.3

(備考)大企業

図表4-3 デジタル化の取り組み



(備考) 1. 大企業全産業 2. 最大3つの複数回答

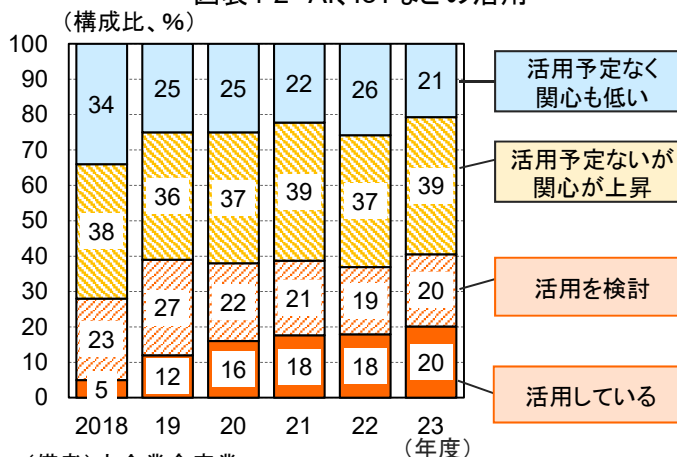
年から高まり、18年以降で最多となった(図表4-2)。

一方で、デジタル化の内容は、前年から進捗がみられなかった。既存システムの更新が大半を占めるほか、情報のデータ化、全社的なデータ連携などDXの準備段階の企業が4割程度となったが、ビジネスモデルの変革・再構築であるDXに至る企業は2割程度だった(図表4-3)。

テレワークに関連して、理想的な出勤率を聞くと、新型コロナの5類移行もあり上昇した。7割以下とする企業が減少し、8~10割とした企業が増加した(図表4-4)。

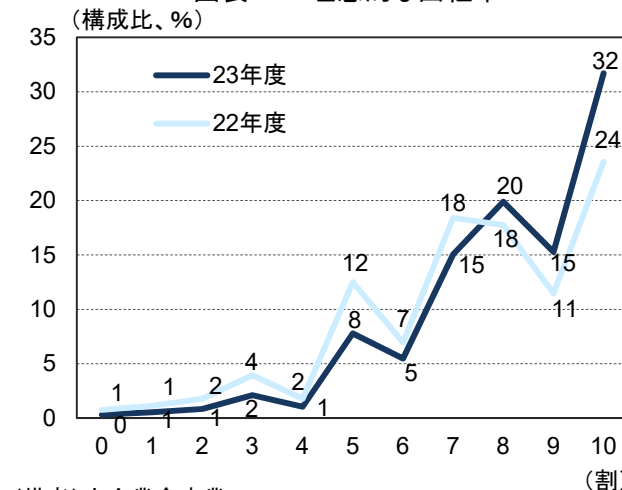
出社回帰の動きがみられる中、オフィス面積の中長期的な見通しは、1割超減少を見込む企業が17%から13%に減少し、不変とする企業が75%から79%に増加したため、単純平均すると、オフィス面積の減少率は、昨年の約3%から約2%に低下する。

図表4-2 AI、IoTなどの活用



(備考)大企業全産業

図表4-4 理想的な出勤率



(備考)大企業全産業

5.イノベーション

22年度の研究開発は、輸送用機械で新モデル開発やCASE・脱炭素関連、化学で新薬や電子材料、一般機械で脱炭素関連などの開発が行われた。研究開発費は、売上高の回復もあって9.6%増加し、計画を上回る伸びとなった。

23年度の計画は前年比5.1%増となり、例年並みの増加ペースとなる。脱炭素関連などが継続するほか、輸送用機械では電動化、一般機械や電気機械ではIoT関連がみられる(図表5-1)。

イノベーション推進に向けた取り組みとしては、社内人材育成、推進部署の設置、予算拡大などの社内体制の整備のほか、製造業を中心に、研究機

関との連携を進めている。また、スタートアップとの連携やスタートアップへの投資を実施している企業はそれぞれ約1割だった(図表5-2)。

研究開発における課題については、「人材不足」を指摘する企業が最多となり、「研究成果の製品化、事業化の遅れ」、「市場ニーズの把握不足」との回答が続く。昨年と比べると、人材不足とIT環境などの設備不足を指摘する企業が増えた(図表5-3)。

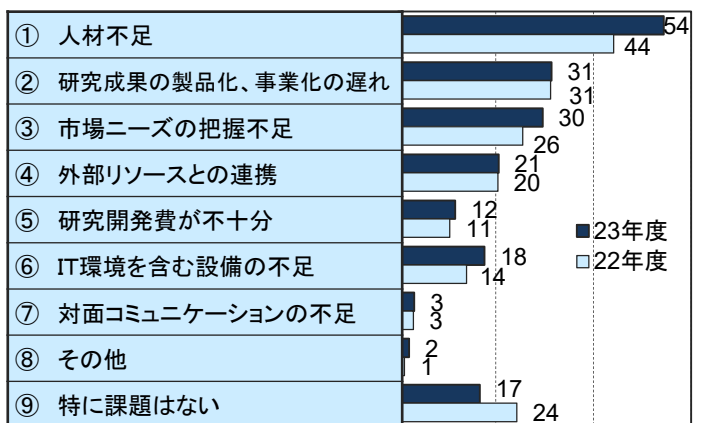
人材や設備不足への対応策として、スタートアップを含めた外部との連携や投資が期待されるが、スタートアップ連携のための有効策としては、製造業を中心に共同研究や協働支援が最多となったほか、スタートアップに関する情報整備が求められている(図表5-4)。

図表5-1 22、23年度の研究開発費増減率

(前年比、%)	22年度		23年度
	計画 (21-22共通 657社)	実績 (21-22共通 557社)	計画 (22-23共通 608社)
全産業	7.9	9.6	5.1
製造業	7.9	9.6	4.9
輸送用機械	6.1	9.3	4.1
化学	8.6	10.9	3.2
電気機械	12.3	9.9	1.7
一般機械	7.7	11.8	12.8
非製造業	9.2	9.4	11.1

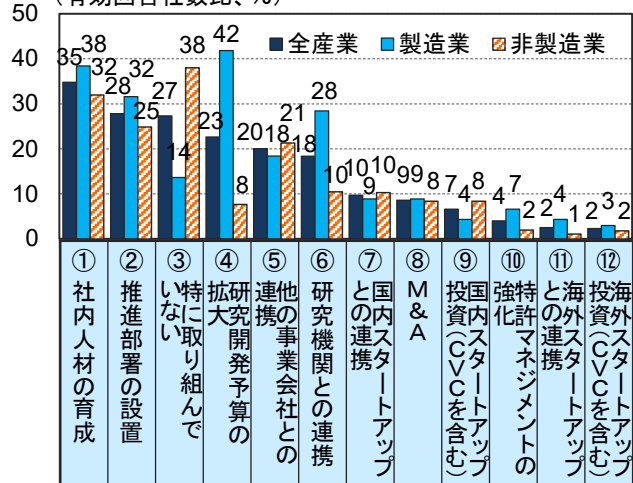
(備考) 1. 大企業
2. 本調査における研究開発費(連結ベース)とは、研究開発に関わる人件費、原材料費、減価償却費、間接費の配賦額などすべての費用

図表5-3 研究開発の課題



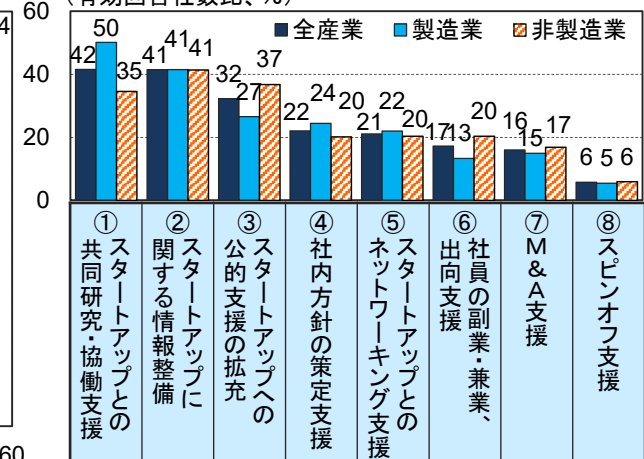
(備考) 1. 大企業全産業
2. 最大3つの複数回答

図表5-2 イノベーション推進に向けた取り組み
(有効回答社数比、%)



(備考) 1. 大企業 2. 最大3つの複数回答

図表5-4 スタートアップ連携に有効と思われる国の政策
(有効回答社数比、%)



(備考) 1. 大企業 2. 最大3つの複数回答

6. 人的投資

人的投資は、有形固定資産以外も含む広義の投資において、優先度が国内設備投資に次いで高いが、昨年度に比べても高まった(図表6-1)。

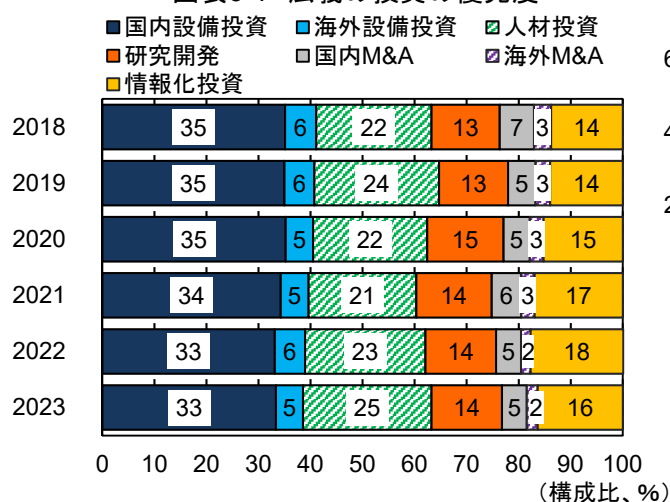
人的投資の内容をみると、人材の獲得が最多となり、研修などOFF-JTの強化にも取り組む。また、昨年度は「生産性向上のための就労環境整備」より劣後になっていた賃金引き上げに取り組む割合が大きく高まった。一方で、社内起業の支援やジョブ型雇用の導入は少数にとどまった(図表6-2)。

人材獲得は企業にとって喫緊の課題となってい

るが、獲得するための施策としては、新卒や中途採用の強化のほか、約4割が賃金引き上げと回答した。また約2割は、オフィス・工場などの執務環境の整備も有効と認識しているほか、リモートワークの拡充やフレックス制の導入・拡充など、働き方の柔軟化に取り組む企業もみられる(図表6-3)。

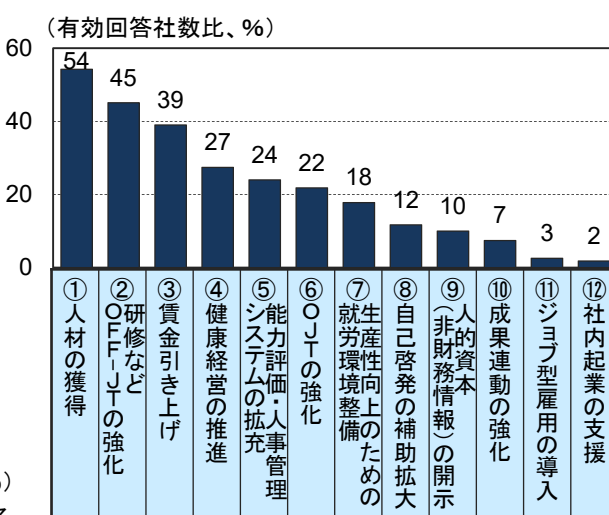
しかし、少子高齢化が進む中で、人材獲得は容易ではない。人材を獲得できなかった場合の対策を聞くと、「営業・稼働時間の削減」や「海外移転」は少数となり、製造業を中心に「自動化投資」が最多だったほか、3割は従業員のリスクリングに取り組む方針がみられた(図表6-4)。

図表6-1 広義の投資の優先度



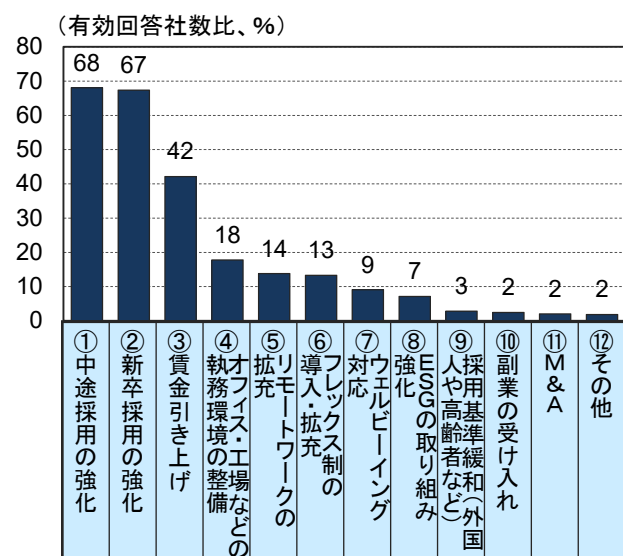
(備考) 1. 大企業全産業 2. 優先度1位を3、2位を2、3位を1とするスコアにより、合計を100%とする数値を作成

図表6-2 人的投資の内容



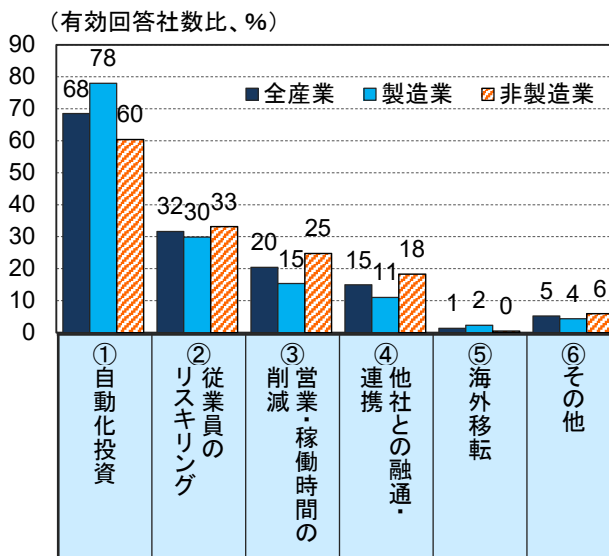
(備考) 1. 大企業全産業 2. 最大3つの複数回答

図表6-3 人材獲得の取り組み



(備考) 1. 大企業全産業 2. 最大3つの複数回答

図表6-4 人材獲得以外の人手不足対応策



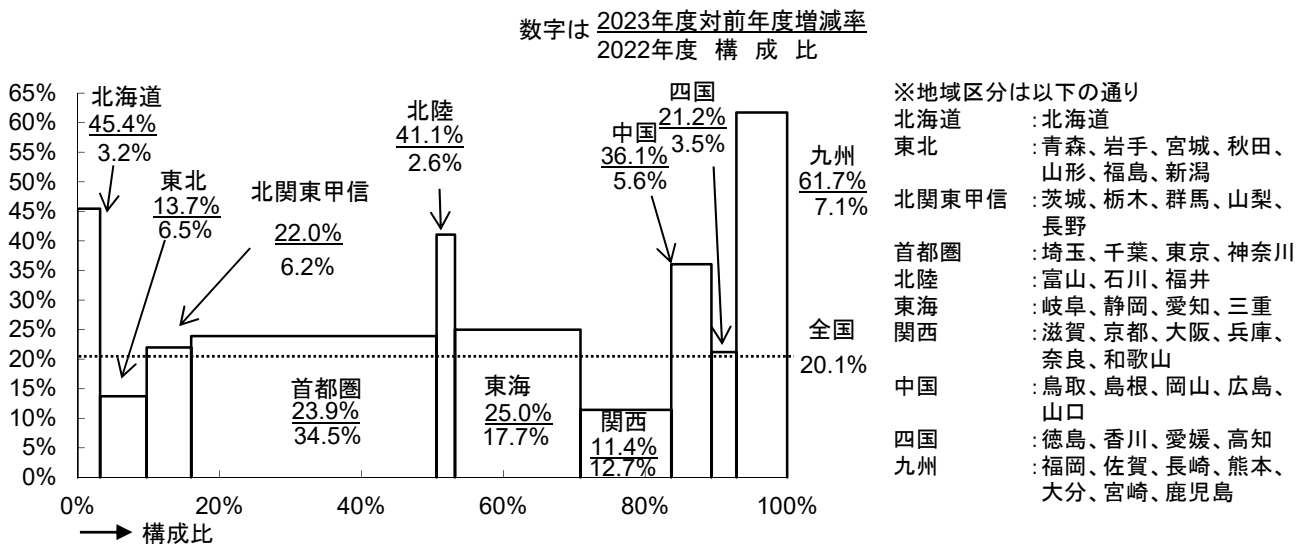
(備考) 1. 大企業 2. 最大2つの複数回答

7.地域別、中堅企業の特徴

中堅企業を含む設備投資は、23年度に全国で20.1%の大幅増加を見込む。全ての地域で増加の計画だが、特に北海道、北陸、九州の伸びが高い。北海道は、製造製品切り替えに伴う生産能力増強を行う輸送用機械、設備更新を行う電力などが増加する。最も伸びが高い九州では、半導体関連産業を中心に、工場の新增設を予定する非鉄金属、精密機械、電気機械などがけん引役となるほか、北陸では半導体製造装置向け部品工場の新設がみられる(図表7-1)。

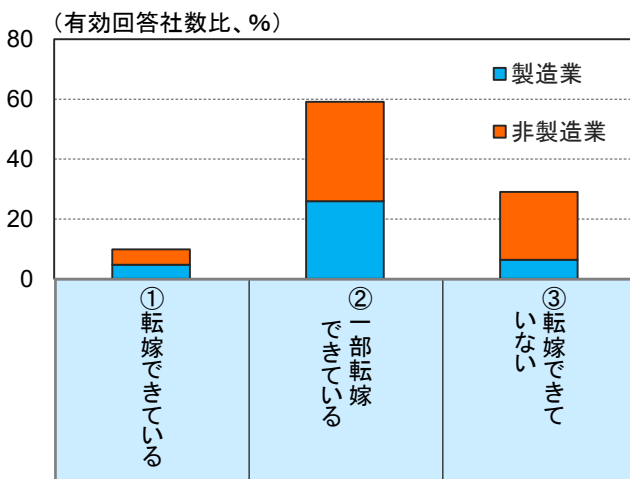
また、中堅企業は、大企業に比べて価格転嫁力が弱く物価上昇のリスクが顕在化しやすいが、製品・サービス価格への転嫁状況を見ると、「転嫁できている」、もしくは「一部転嫁できている」との回答が合計で約7割となった(図表7-2)。同時に、物価上昇および人手不足への対応策として賃金の引き上げを「既に実施」もしくは「今後実施を検討」している中堅企業も8割近くに上る(図表7-3)。設備投資に加えて、価格転嫁や賃金引き上げを伴う生産性の向上が今後期待される。

図表7-1 地域別のスカイライングラフ



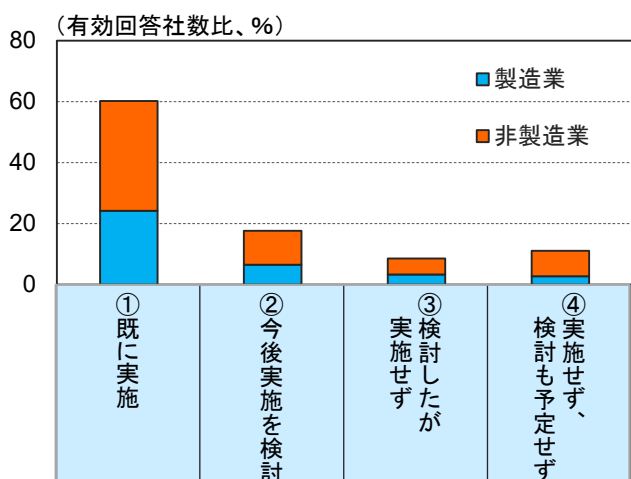
- (備考) 1. 全国の前年度増減率は、都道府県別投資額未回答会社の計数と沖縄県の計数を含む
 2. 各地域の構成比は、都道府県別投資額回答会社の対合計比。なお各地域の構成比合計は、四捨五入の関係で100%とまらない
 3. スカイライングラフにおける面積は、全体増減に対する寄与度の大きさを表している

図表7-2 物価上昇への対応
(製品・サービス価格への転嫁)



(備考) 中堅企業

図表7-3 賃金の引き上げ



(備考) 中堅企業

調査要領

I. 調査内容

(1) 設備投資計画調査

1956年より開始。国内単体および国内外連結の設備投資（業種別動向、投資動機など）を分析し、わが国産業の設備投資の基本的動向を把握することを目的とする。

(2) 企業行動に関する意識調査

足元の重要テーマについて、各企業の意識や見通しなどを調査。

今年度は、インフレや地政学リスクの影響や脱炭素、DX、イノベーション、人的投資などについて調査した。

II. 調査の対象企業

原則資本金10億円以上の民間法人企業が対象（ただし、金融保険業を除く）。

（なお、地域別設備投資動向のみ原則資本金1億～10億円未満の企業も調査対象に追加）

III. 調査時期

2023年6月23日（金）を期日として実施。

IV. 回答状況

	対象会社数	有効回答会社数	有効回答率
設備投資計画調査	2,915社	1,706社	58.5%
企業行動に関する意識調査	2,915社	1,151社	39.5%

V. 調査時期と調査対象年度

■ 年1回実施。各年度について計画から実績化するまで合計3回の調査を行う。

調査時点 \ 対象年	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
2020年6月	当年度計画	翌年度計画			
2021年6月	実績	当年度計画	翌年度計画		
2022年6月		実績	当年度計画	翌年度計画	
2023年6月			実績	当年度計画	翌年度計画

■ 共通会社数について

2022年度・2023年度の共通会社数は、今回6月調査において、2022年度実績・2023年度当年度計画ともに回答のあった社数。2023度・2024年度の共通会社数は、2023年度当年度計画・2024年度翌年度計画ともに回答があった社数。

水電解装置における日本企業の競争力強化に向けて

産業調査ソリューション室 福井 美悠、梅津 譜

要旨

- カーボンニュートラルの実現に向けて、水素の利用拡大、さらには水素の製造に用いられるキーコンポーネントとして水電解装置に対する期待が高まっている。
- 水電解装置市場では、欧州・米国・日本企業が先行してきたが、足元では巨大な自国市場をよりどころにして中国企業が規模を拡大するなど、各国企業が実証・実装においてしのぎを削る。
- 日本企業がグローバルシェアを獲得するには、性能面の継続的な改善に加え、コスト低減や大容量化にも一層取り組む必要がある。その上で、国内外の顧客へ積極的にアプローチし、オペレーション・メンテナンスまでを含めた顧客ニーズに能動的に対応するビジネスモデルの強化が求められる。さらには、日本企業の思い切った事業判断および健全な収益確保を支えるべく、事業の予見性向上につながる値差支援などの適切な制度設計や、量産技術開発に向けた資金支援の充実など、政策支援も欠かせない。

昨今、カーボンニュートラルの実現に向けて、水素の利用拡大、さらには水素の製造に用いられるキーコンポーネントとして水電解装置に対する期待が高まっている。水電解装置は、産業競争力の観点でも、日本にとって非常に重要な製品であり、2023年6月に改訂された水素基本戦略においても、2030年時点で日本関連企業の導入目標を15GW（世界シェア10%程度）に設定するなど、グローバルシェアの獲得がうたわれた。本稿は、国内外の政策および企業の取り組み動向を整理するとともに、日本の水電解装置メーカーの戦略の方向性について考察する。

1. 水電解装置の市場環境

水電解装置とは、その名の通り、水を電気分解することで水素を製造する装置である。水素の製造方法には、工業プロセスからの副次的な発生、化石燃料の改質、そして水の電気分解などがあるが、ライフサイクル全体でのCO₂排出を抑える観点では、再生可能エネルギーを用いた電気分解が最も望ましい。国際エネルギー機関（IEA）も、2050年に世界全体の排出量正味ゼロを実現するNet-Zero Emissions（以下、NZE）シナリオでは、2050年に世界で使用される水素のうち約60%は水電解にて製造される必要があると試算している。

水電解装置システムは、電解質、膜、電極、触媒などからなる「セル」を複数積層した「スタック」と、整流器や水素気液分離器などの「補器」によって構成される。スタックには主に4つの技術タイプがあり、アルカリ形と固体高分子形（以下、PEM形）は現在商用段階に、固体酸化物形（以下、SOEC形）とアニオン交換膜形（以下、AEM形）は技術開発段階にある（図表1-1）。従来は、コスト、設備容量、負荷追従性などの特徴に応じて、大規模プロジェクトにはアルカリ形、中小規模で余剰再生可能エネルギーへの負荷追従が求められる地産地消プロジェクトにはPEM形といった緩やかなすみ分けが想定されてきた。足元から今後にかけては、其他方式も含めた技術開発や量産化の進展に伴い、こうしたすみ分けの想定が変化する可能性があるが、いずれにせよ、当面はアルカリ形、PEM形が中心となって市場を形成していく見込みであることから、本稿では、両タイプを中心に扱う。

水電解装置の導入拡大に向けては、各国政府が2030年をめどとした自地域内外への導入目標を設定しており、その規模は世界全体で約145～190GW程度に達する。また、IEAの集計によれば、2022年10月時点で、欧州やオーストラリアを中心に合計134GW規模（2030年断面）の水電解装置の導入計画が公表されている上、今後は米国や中

国などでも一層増加すると想定される。ただし、IEAのNZEシナリオの達成をゴールとすれば、2030年時点では720GW程度の水電解装置の導入が必要と試算されることから、依然としてさらなる積み上げが必要な状況にある(図表1-2)。

こうした需要の顕在化を見込んで、各国の水電解装置メーカーが生産能力の増強計画を発表しており、2030年の製造能力は年間65GW程度に達する可能性がある(図表1-3)。仮に全ての計画が実現し、工場稼働率が9割程度となれば、2030年までの水電解装置の累積生産量は約270GWとなる見込みだが、NZEシナリオの達成に必要な720GW分の水電解装置を確保するには、一層の生産能力拡張が求められる。

2. 国内外の政策動向

足元、欧米を中心として、水素の供給・利用拡大および水電解装置の技術開発・商用化に向け、支援政策・産業政策の発表や強化が相次いでいる。

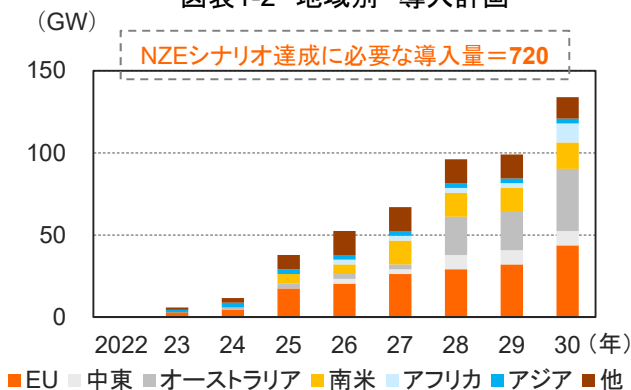
米国では、2021年11月に成立したインフラ投資雇用法や、2022年8月に成立したインフレ抑制法を通じて、自国内の水素製造や関連産業育成を強力に後押ししている。具体的には、クリーン水素(注1)の加工・輸送・貯蔵・利用を一体的に実証する「水素地域ハブ」構築に向けて80億^{ドル}の援助を行う上、大規模な税額控除によって、世界的にみても極めて安価な水素製造が可能となる公算が高い。水電解装置メーカーからみると、大規模な需要の立ち上がりが見込まれ、非常に有望な市場となる。

図表1-1 水電解装置の技術方式別の特徴

技術方式	ALK(アルカリ形)	PEM(固体高分子形)	SOEC(固体酸化物形)	AEM(固体高分子形)
電解質	水酸化カリウム/ 水酸化ナトリウム	固体高分子の イオン交換膜	固体酸化物の イオン交換膜	固体高分子の イオン交換膜
特徴	大規模製造可・低コスト - 装置コストが比較的安価 - 大規模・安定運用 - ただし、再エネの出力変動が苦手	出力変動対応可 - ALKより高効率 - 再エネの出力変動を吸収 - 製造水素の純度が高い - ただし、高コスト	高効率・排熱利用可 - 高効率 - 排熱の有効活用が可能で 原子力と親和性が高い - ただし、耐久性に難	低コスト・出力変動対応 - 安価な部材を利用可能 - 貴金属利用量が少ない - 高効率 - ただし、大型化に難
成熟度	社会実装	社会実装	技術開発	技術開発

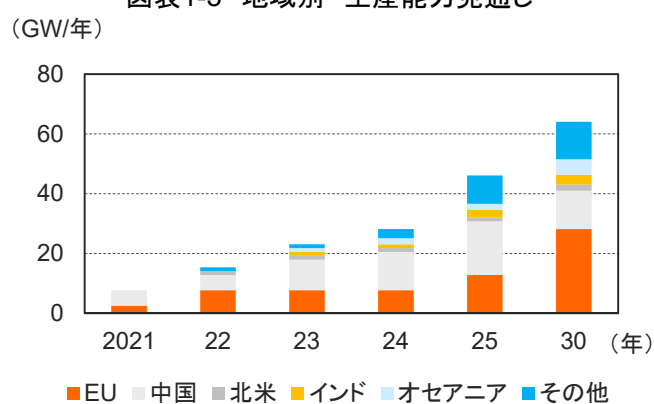
(備考)各種資料により日本政策投資銀行作成

図表1-2 地域別 導入計画



(備考)IEA “Global Hydrogen Review 2022”

図表1-3 地域別 生産能力見通し



(備考)IEA “Global Hydrogen Review 2022”

注1: 二酸化炭素の排出量を基準とする「炭素集約度」に基づき定義されるものであり、米国では生産量1kg当たり、生産地で発生する二酸化炭素換算で2kg以下の水素のこと

ただし、水素ハブ構築においては、支援の要件として、鉄鋼・建材・工業製品に関して米国内での生産を一定比率求める条項が含まれ、工業製品については使用される部材コスト55%以上が米国内で採掘・生産される必要がある点は、水電解装置メーカーとしても留意が必要である。

また、水素の利用拡大において世界をリードしてきた欧州においても、米国の動きに対抗する格好で、2023年3月に「ネットゼロ産業法案」を発表した。同規則案では、域内における水素関連産業や雇用の育成・拡大を強化していく姿勢を示し、水電解を含むネットゼロ関連技術について、40%を域内で製造する努力目標を掲げている。現在EU並びに各国で検討されている水素調達に関する支援においても、こうした関連機器について、域内企業製品の採用が実態的な要件となる可能性を指摘する声もある。

日本では、2023年6月に、水素基本戦略が約6年ぶりに改定された。本改定においては、新たに2040年時点の水素導入目標量が設定され、その実現に向けた値差支援・拠点整備支援などの方向性が記されたことに加えて、関連する機器・サービスの国際競争力向上を狙った産業戦略も新たに書き加えられた（基本戦略の概要はAppendix1参照）。特に、水電解装置については、2030年時点で日本

関連企業の導入目標を15GW（世界シェア10%程度）に設定するなど、日本企業が部素材を含めて競争力を発揮し得る分野として高い期待が示された。

3.国内外の水電解装置メーカーの取り組み動向

水電解装置市場では、欧州・米国・日本企業が先行してきたが、足元では巨大な自国市場をよりどころにして中国企業が規模を拡大するなど、各国企業が実証・実装においてしのぎを削る（図表3-1）。日本企業では、膜・触媒などの要素部材を主業とする化学メーカーや、産業機械メーカーなどが、一部の要素部材もしくはシステム全体を手掛けている。

水電解装置における主な競争力評価のポイントは、①性能（水素生産効率、耐久性）、②コスト（補器なども含めたシステム全体コスト、メンテナンスコスト）、③設備容量であり、これら要素の強化に向けて、膜・触媒などの要素技術開発や、装置のモジュール化、大型化、量産化などの製造技術開発が求められる。また、装置の実用化フェーズにおいては、要素技術および製造技術などの性能改善に加え、④設置時のプラントマネジメントや、オペレーション支援、メンテナンスなどのアフターサービスも含めた、顧客ニーズへの総合的な対応力が必要となる（図表3-2）。

図表3-1 主要な水電解装置メーカー

企業	国籍	種類	技術方式			企業	国籍	種類	技術方式		
			ALK	PEM	SOEC				ALK	PEM	SOEC
Thyssenkrupp nucera	ドイツ	システム				旭化成	日本	システム			
Siemens Energy		システム				トクヤマ		システム			
Sunfire		システム				AGC		膜			
ITM Power	英国	システム				パナソニック		電極			
De Nora	イタリア	電極				日本触媒		膜			
Nel	ノルウェー	システム				トヨタ		システム			
Topsoe	デンマーク	システム				日立造船		システム			
Plug Power	米国	システム				神鋼環境ソリューション		システム			
Chemours		膜				東レ		膜			
LONGi	中国	システム				東芝		システム			
PERIC		システム				三菱重工業		システム			

（備考）各種報道

図表3-2 水電解装置の競争力強化のポイント

①性能 水素生産効率、耐久性など	②コスト スタック・BOP・メンテナンスコスト	③設備容量	④顧客ニーズへの対応力 O&M含む
---------------------	----------------------------	-------	----------------------

（備考）日本政策投資銀行作成

今月のトピックス

この中で、日本企業は、膜・触媒などの要素部材の強みを武器に、①性能面で優位性を誇る。例えば、旭化成は、食塩電解で培った技術を転用してアルカリ形の水電解装置を開発し、2020年より、FH2R(注2)において10MW級の大型システムを3年間にわたって安定稼働させている。相応規模の水電解システムの安定稼働は世界的にも事例が限られている中、同社は当該システムからみえてきた課題をさらなる開発につなげることで競争力を高めている。東レは、従来のフッ素系膜と比較して高効率、高耐熱性・高耐圧性、低コストを実現する炭化水素系電解質膜を開発し、Siemens Energy(独)をはじめとして海外企業にも多く採用されている。足元では、2023年1月にEU化学品庁に提出された有機フッ素化合物(PFAS)の製造・上市・使用(輸入を含む)を全廃する規制案の影響が各業界において注目されるが、同社製品にとっては追い風となる可能性が高い。また、三菱重工業は、兵庫県の高砂製作所内の「高砂水素パーク」において、AEM・SOECなど幅広いタイプの技術開発・実証を行うほか、トクヤマ、AGC、パナソニック、日本触媒、トヨタ、日立造船、神鋼環境ソリューション、東芝など、多くの企業の取り組みが注目される。

図表3-3は、LexisNexis PatentSightを用いて水電解技術の特許の競争力(Patent Asset Index(注3))を示したものである。特許庁が「グリーン・トランスフォーメーション技術区分表(注4)」にて公開す

る「水素の製造」にかかる検索式を基に分析したところ、上位10位までに日本企業が4社登場するなど、欧州企業と並んで高い技術力を有することがわかる(図表3-3、3-4)。

一方で、②コスト低減および③大容量化に向けては、海外企業による積極的な対外アピールが目立つ。例えば、Nel Hydrogen(ノルウェー)は、KUKA(独)などの産業用ロボットを用いた量産化によって、生産拡大と効率化を進めることでシステムコストを4割以上削減する計画を発表している。また、Thyssenkrupp Nucera(独)は、標準化された複数のスタックから構成されるモジュールを組み合わせ、数百MWの大型システムを開発するとともに、補器を簡略化しシステム全体のコスト削減を図っている。そのほか、Siemens Energyも、17.5MWの水電解装置を基本単位としたモジュール設計により、最大GW容量までの大型プラントの設計を可能としている。同社は、エネルギー関連産業における実績を生かして、プラントのエンジニアリング技術やアフターサービスまでを含めた包括的なサービス提供を強みとしている。

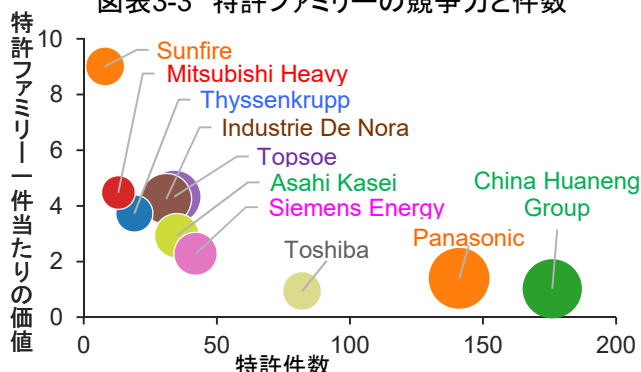
ただし、海外企業のこうした取り組みも、まだ端緒についたばかりであり、日本企業でも旭化成が工場の自動化や10MWモジュールベースの大容量化を検討するなど、依然として競争フェーズにある。今後は、大型化・モジュール化・量産化に対応した製造技術開発が問われることとなろう。

注2: 福島水素エネルギー研究フィールドのことであり、NEDO(新エネルギー・産業技術総合開発機構)、東芝エネルギーシステムズ、東北電力、東北電力ネットワーク、岩谷産業、旭化成を主体に建設された実証施設

注3: LexisNexis PatentSightは、各国特許庁のデータベースで公開される情報から特許ファミリー1件当たりの価値(Competitive Impact)を算出し、各特許価値の総和をPatent Asset Indexと定義して技術力を定量化している。詳細はAppendix2を参照

注4: 2022年6月に特許庁が作成した技術区分表で、各技術区分に含まれる特許文献を検索するための特許検索式も併せて公開

図表3-3 特許ファミリーの競争力と件数



図表3-4 水電解技術の特許価値の上位10社

企業名		備考
日本	Panasonic	アルカリ、AEM
	Asahi Kasei	アルカリ
	Toshiba	SOEC、アルカリ、PEM
	Mitsubishi Heavy	SOEC、AEM
独	Siemens Energy	PEM
	Thyssenkrupp Nucera	アルカリ
	Sunfire	アルカリ、SOEC
伊	Industrie De Nora	アルカリ
デンマーク	Topsoe	SOEC
中国	China Huaneng Group	国営エネルギー会社

(備考3-3、3-4) LexisNexis PatentSight資料により日本政策投資銀行作成

4. グローバルシェア獲得に向けた今後の方向性

前節までの議論を踏まえ、今後、日本企業が水電解装置市場におけるグローバルシェアを獲得する道筋として、大きく二つの方向が考えられる(図表4)。

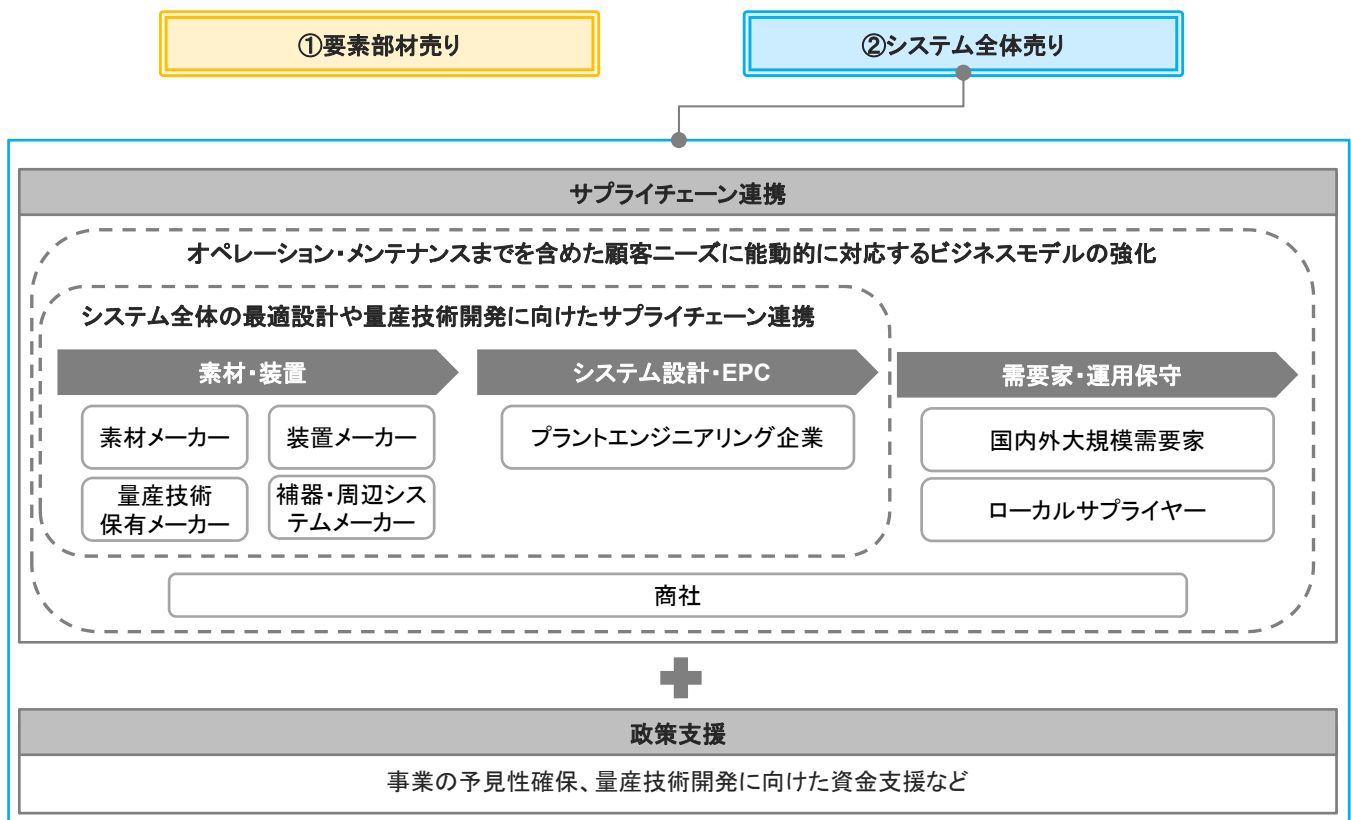
一つは、既存の強みを生かして膜や触媒などの外販を一層拡大していくことである。前述した東レの事例のように、競争力のある要素部材は海外企業からのニーズも強く、水電解装置の需要拡大につれて日本企業のプレゼンスが一層向上すると期待される。東レは顧客の要望にあわせて、膜単体のみならず触媒を付けた状態での外販を行っており、こうした取り組みは顧客基盤の拡大において有効であろう。

一方で、産業競争力強化やエネルギー安全保障の観点から踏まれば、部材のシェア拡大のみならず、水電解装置のシステム全体でシェアを獲得していくことも意義が大きい。前述の通り、水素基本戦略においても、水電解装置は産業戦略の重要

分野として特に具体的に記載されており、日本の強みを生かし得る製品としての期待は非常に高い。また、カーボンニュートラルの実現に向けて、日本企業が国内外でグリーン水素製造プロジェクトを進める上で、仮にキーコンポーネントである水電解装置を海外企業に依存することになれば、プロジェクト推進上のネックになり得る。現在、すでに水電解装置の供給不足が世界的に指摘されており、短期・中長期の両視点において、日本企業が安定的なサプライチェーンを築くことは極めて重要となっている。

そのためには、性能面の継続的な改善に加え、コスト低減や大容量化にも一層取り組む必要がある。具体的には、補器も含めたシステム全体の最適設計や、量産技術の開発のため、素材メーカー、システムメーカー、補器メーカー、量産技術を有するメーカーなどが、サプライチェーン全体で課題を共有し、その解決に向けた取り組みを深めていくことが肝要となる。

図表4 グローバルシェア拡大に向けた戦略の方向性



(備考) 日本政策投資銀行作成

さらに、国内外の顧客(ユーザー)へ積極的にアプローチし、機器の販売のみにとどまらず、オペレーション・メンテナンスまでを含めた顧客ニーズに能動的に対応するビジネスモデルの強化が求められる。その際には、各メーカーのみならず、国内外のエネルギー関連プロジェクトに豊富な実績を有するプラントエンジニアリング企業や商社のケイパビリティを生かすべく、連携を強化することも重要な打ち手と考えられる。

こうした連携を強力に推し進め、実証から商用化にスムーズにつなげていく上では、技術研究組合の枠組みの活用や、各社の関連事業部門の切り出し・統合など、単なる連携から一步踏み込んだ実体をもった組織体の構築も選択肢と考えられる。

さらには、日本企業の思い切った事業判断や、健全な収益確保を支える政策支援の整備も欠かせない。足元では、国内における水素の本格導入に向けて、値差支援や拠点整備支援の議論が進んでいるが、こうした中で、直接の支援対象のみならずその背後にあるサプライチェーン全体に確実に支援が行き渡るよう、適切な制度設計とする必要がある。また、水電解装置メーカーに対する直接的な支援として、従来のGI基金による技術開発フェー

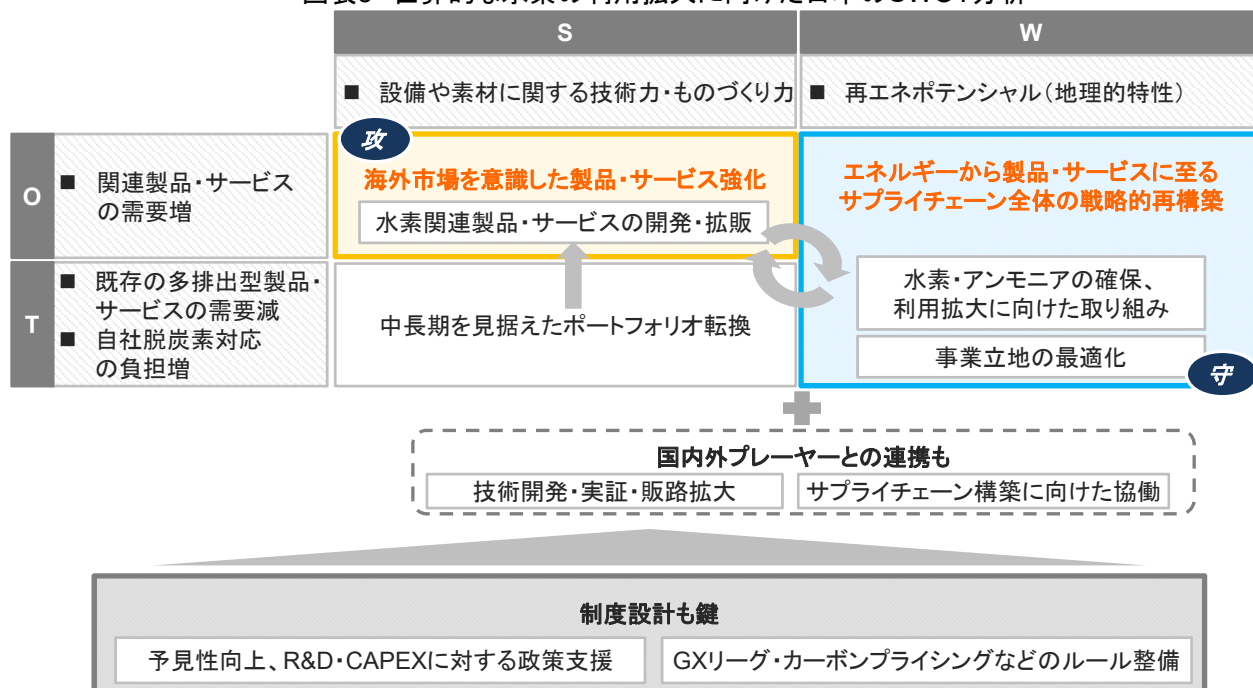
ズの支援に加えて、今後は製造能力拡大に対する支援を充実させるとともにインセンティブ設計が肝要となろう。

欧米と比べ、自国での再エネを活用したグリーン水素製造に限界がある日本の電解装置メーカーが市場シェアを拡大するには、海外市場の開拓が必要となる。それだけに、企業・政府ともに海外に見劣りしない上記のような対応が必要であるほか、積極的な対外アピールも重要となろう。

5.おわりに

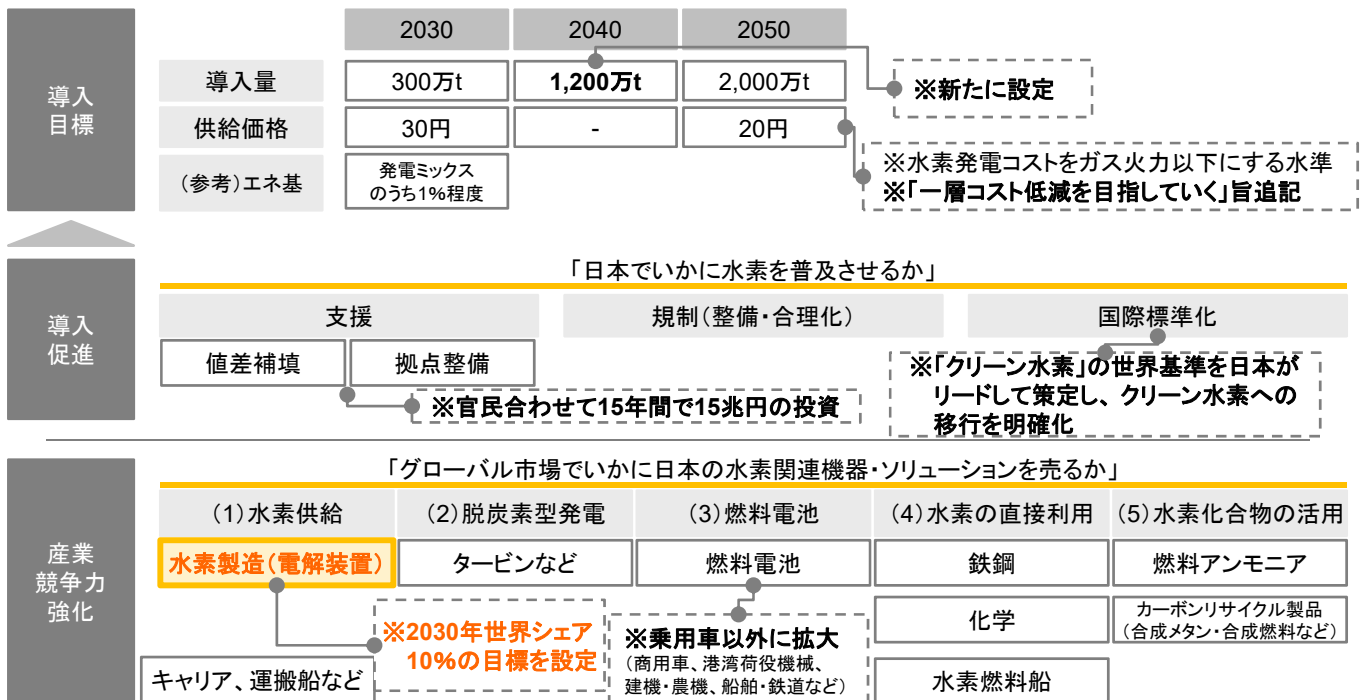
弊行は、DBJ Research No.379『水素の利用拡大に向けて～カーボンニュートラル対応を成長の好機に～』(2022年9月)において、世界的な水素の利用拡大を成長の機会と捉え、強みを生かした攻めの取り組みを他国に遅れることなく強化すべきと論じた(図表5)。水電解装置においては各社競争フェーズにあり日本企業が競争力を発揮しうる分野である。今回、水素基本戦略に書き込まれた「技術で勝ってビジネスでも勝つ」を実現できるよう、官民が一体となって、踏み込んだ取り組みを進めていくことに期待したい。

図表5 世界的な水素の利用拡大に向けた日本のSWOT分析



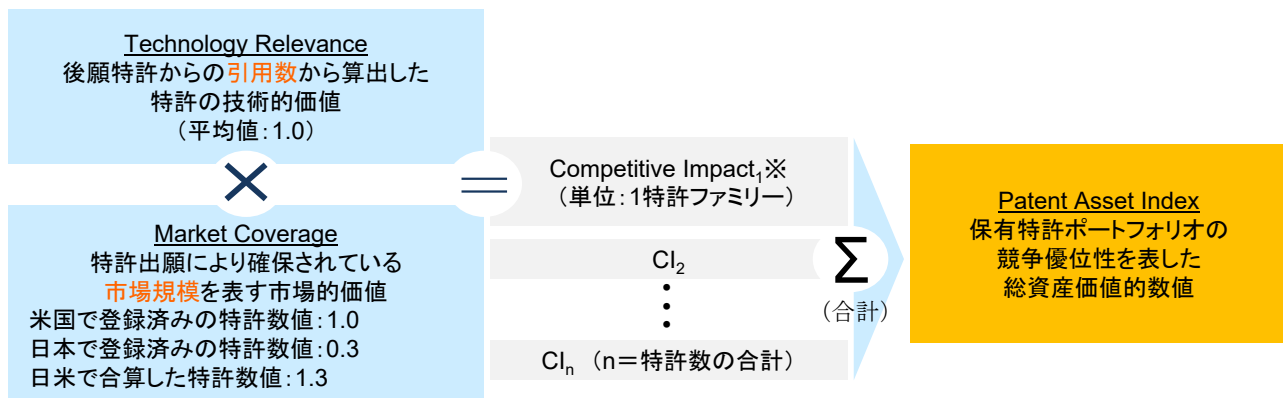
(備考)日本政策投資銀行作成

Appendix1.水素基本戦略の概要



(備考)日本政策投資銀行作成

Appendix2. Patent Asset Index



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

※Competitive Impact(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指数、(2)対象特許の出願国の市場規模を示す指数の二つを基に、平均値を1として正規化された数値である。詳細については以下を参照
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

中国不動産市場の構造的課題と調整の行方

経済調査室 米谷 友利*

要旨

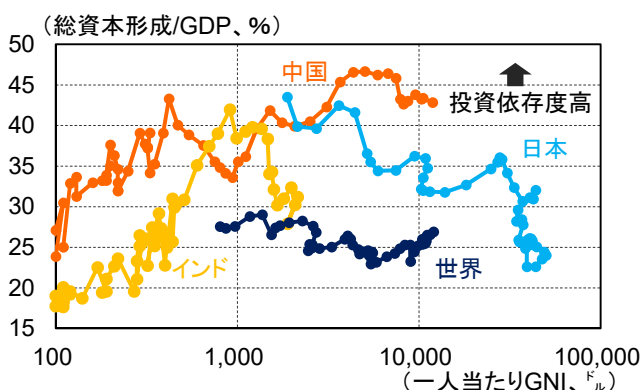
- 2000年代初頭に住宅の私有化によって成立した中国不動産市場は、潤沢な家計貯蓄を原資とする投資主導の経済成長モデルの中で大きく発展し、今日では、中国経済に強い影響力を有している。
- 不動産市場は特にリーマン危機以降、都市部を中心にバブルの懸念が指摘されてきた。その特徴をみると、土地が公有であるほか、「暗黙の政府保証」への信頼、大規模開発に適した商習慣、制度や文化面などにも市場の過熱を助長する構造的要因がみられる。
- ゼロコロナ政策撤廃後も中国不動産市場の持ち直しは鈍く、23年中の回復は不透明である。中長期的にみても、主な住宅購入年齢の人口が急減するとみられ、習政権が投機需要を抑え込む前提に立てば、大幅な調整局面は見込まれないものの、投資拡大路線の維持は厳しいとみられる。

コロナ禍において、中国では「共同富裕」の理念のもと、バブルが懸念される不動産市場に対して総量規制「三道紅線」などの政策が打ち出され、厳格な活動制限もあって市場の調整が続いた。特に21年の中国恒大集団の経営不安や22年の住宅ローン返済拒否騒動は日本国内でも大きく取り上げられ、中国経済への過度な悲観論や「バブル崩壊」もけん伝された。一方、土地公有制などの制度や商習慣、文化面に至る構造が市場の過熱を生み出すに至った特殊な経緯は、一般に十分理解されているとは言い難い。本稿では、中国不動産市場の状況に関する現地の声も盛り込みつつ、構造的な論点を中心に市場動向の要点を整理する。

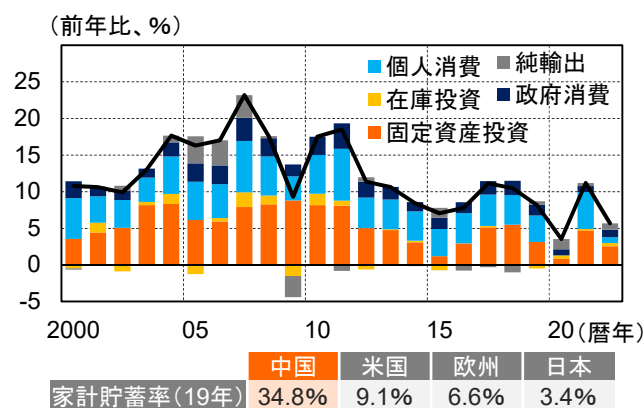
1. 中国経済は投資依存の成長が続く

中国経済は、高所得国（一人当たりGNIが約1.3万ドル以上）入りが目前に迫る。経済発展と投資依存度の経路をみると、日本はバブル崩壊後に、インドでは所得水準が千ドルを超えた後に投資依存度が低下したが、中国は上昇には歯止めがなかったものの、依然として投資依存が続いている（図表1-1）。また、中国の家計貯蓄率は、かつての一人っ子政策や社会保障のぜい弱さを背景とする貯蓄志向や遺産動機の強さなどもあり、高齢化が進む中でも主要先進国と比較して高水準にある。家計の潤沢な貯蓄は、経済成長をけん引した固定資産投資の原資となっており（図表1-2）、そのうち不

図表1-1 経済発展における投資依存度



図表1-2 名目GDP成長率と家計貯蓄率



（備考）1. 世界銀行 2. 横軸は対数目盛 3. 1962年～2021年

（備考）1. 中国国家統計局、OECD 2. 家計貯蓄率は対可処分所得

*所属は執筆時のもの

動産投資は4分の1程度をも占める。

2.リーマン危機後はキャピタルゲイン期待が投資を底上げも、投資効率は低下

高水準の貯蓄が企業の投資に向かうメカニズムは、リーマン危機頃を境とする農民工の賃金上昇による労働分配率上昇（投資収益率低下）や家計貯蓄率の頭打ちなどにより変容するかに思われたが、実際には投資拡大は継続した。これは、金融緩和や政府の景気対策（インフラ、マンション建設への大胆投資）により、キャピタルゲイン期待が膨らんだためとみられる（図表2-1）。

こうして投機的資金が流入したこともあり、特にリーマン危機後は実需に見合わない開発が進んだ。マクロの投資効率を示す限界資本係数は、リーマン危機後に大規模な4兆元の景気刺激策が実施されてから、大きく上昇している（図表2-2）。投機需

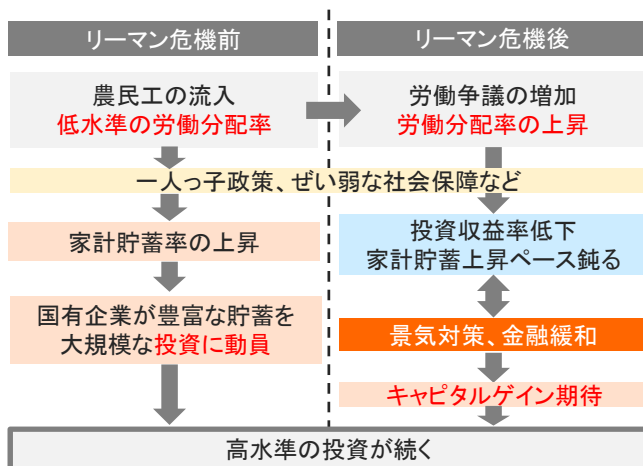
要への対応や景気対策を名目とした非効率なプロジェクトが数多く実施されたことが示唆される。

3.住宅市場の歴史：公有から私有へ

こうした投資依存の成長の中で、不動産市場も急成長を遂げた。足元では、不動産投資は固定資産投資の2～3割を占め、製造業の設備投資、インフラ投資と並ぶ主要セクターの一つとなっている。なお、不動産投資の中では住宅が約7割を占め、商業不動産と比べて存在感が大きい（図表3-1）。

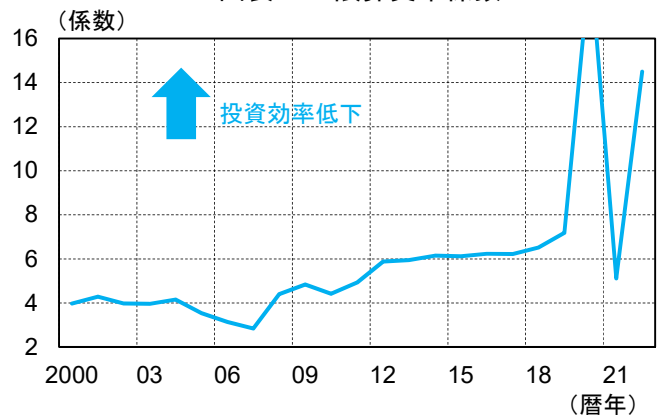
この住宅市場は、土地・建物などが全て公有であったところ、80年代の鄧小平の改革開放後に始まった私有化によって約20年かけて形成された。98年には公有住宅の払い下げが完了するなど個人による商品としての住宅の売買環境整備が進み、02年には住宅販売のほとんどが個人購入となった（図表3-2）。

図表2-1 投資依存経済の2局面



（備考）各種資料により日本政策投資銀行作成

図表2-2 限界資本係数



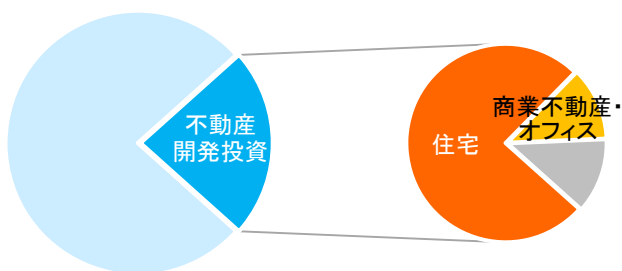
（備考）1. 中国国家统计局

2. 三浦(2013)により日本政策投資銀行試算

3. 名目GDPに占める総固定資本形成÷実質GDP成長率

図表3-1 固定資産投資における不動産投資の規模

【固定資産投資の内訳】 【不動産開発投資の内訳】



（備考）1. 中国国家统计局 2. 2022年における比率

図表3-2 住宅市場形成の歴史

改革開放前	- 土地・建物など全て公有（住宅市場は存在せず） - 開発は国の統一計画のもと実施 - 個人は低家賃で公有住宅に居住
1980年	鄧小平講和 住宅の「私有化」へ移行開始
1994年	実物住宅配分制度停止、取得補助金制度へ
1998年	大都市では 公有住宅の払下げ完了 、 ほぼ全ての住宅が私有に
2002年	所得増により商品住宅の個人購入が増加、 住宅市場の形成進む（住宅の商品化） ほぼ 全ての住宅販売が個人購入 に（94年は約55%）※土地は現在も公有、使用権譲渡が定着

（備考）日本政策投資銀行作成

4. 中国不動産市場は急速に発展、政府はバブルを「灰色のサイ」と明言

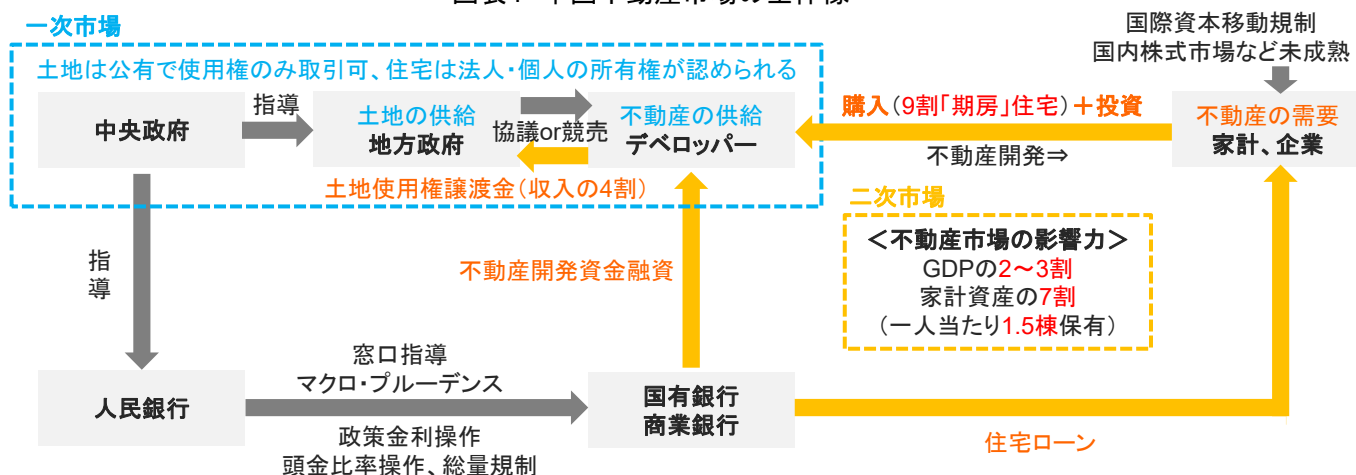
ここからは、中国の不動産市場が、先述した固定資産投資に占める割合以上に、中国経済に強い影響力を有していることを確認したい。

中国不動産市場の全体像をみると、その最大の特徴は、土地公有制のもと地方政府が裁量的に土地の供給を供給できることである。さらに、金融規制や人民銀行から銀行への指導などでも市場に影響力を行使できる。また、「暗黙の政府保証」への信頼や急速な開発に適した商習慣、制度や文化面も市場の拡大を促している。不動産は、GDPの2～3割、家計資産の7割、地方政府収入の4割を占めるに至り、政府は20年夏に、不動産バブルは「軽視されがちな潜在リスク」を意味する「灰色のサイ」とであると明言して総量規制に踏み込んだ(図表4)。

5. 暗黙の政府保証への信頼感が残る

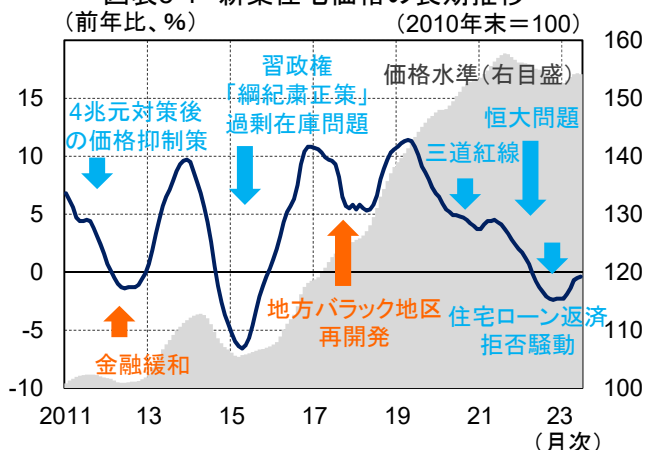
住宅価格を長期でみると、政策による変動はあったものの、上昇基調が続いた(図表5-1)。ただし、地方のバラック地区の再開発もあり大きく上昇した15～19年以降は伸びが鈍化し、中国版総量規制の三道紅線や恒大問題、住宅ローン返済拒否騒動を経て、現在はリーマン危機以降で3度目の下落局面となっている。こうした政策による市場のコントロールは、いびつな価格予想を根付かせてきた。人民銀行による住宅価格の先行き調査によれば、過去20年間、価格は不変と予想する人が一貫して約半数を占めたほか、数年を除いて上昇期待が下落予想を上回った(図表5-2)。住宅神話と呼ぶほどの高揚感はないが、典型的なモラルハザードである「長期的に下落しない・させないだろう」という暗黙の政府保証への信頼を読み取ることはできる。

図表4 中国不動産市場の全体像



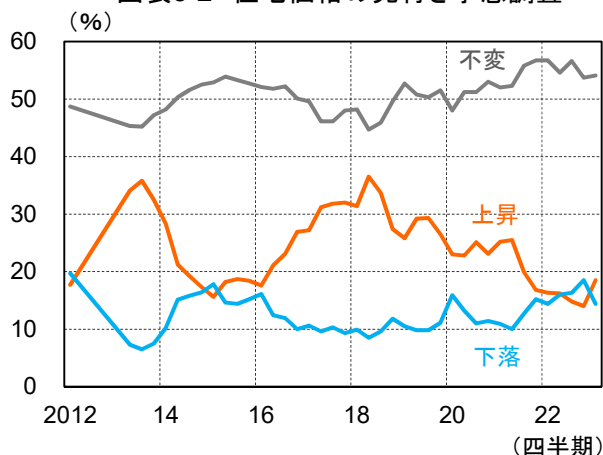
(備考) 1. 各種資料により日本政策投資銀行作成 2. 黄色の線は資金の流れを示す

図表5-1 新築住宅価格の長期推移



(備考) 中国国家統計局

図表5-2 住宅価格の先行き予想調査



(備考) 中国人民銀行

6. 地方政府による土地の独占供給や「選択的金融緩和」も価格高騰を助長した可能性

地方政府は土地(使用权)を独占し、企業誘致を狙い工業用地を低廉な価格で供給する一方、需要の旺盛な住宅・商業用地の価格は継続的に引き上げられた(図表6-1)。地方政府にとって、土地使用权譲渡収入は貴重な自主財源であるほか、経済成長は中央の評価に直結する。国家・中長期単位で見れば市場の過熱は適切でないものの、地方政府にとっては望ましいものになり得た。

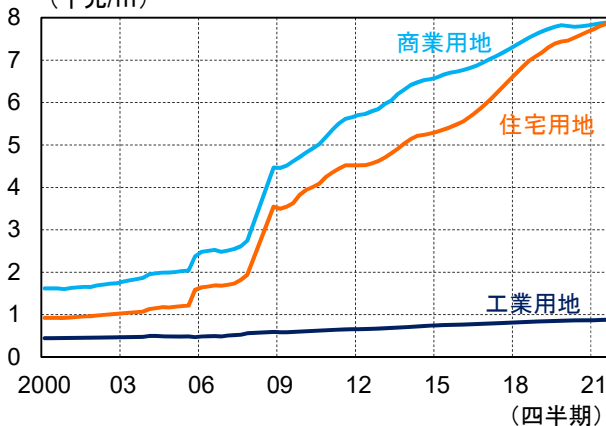
また、当局は窓口指導も活用し、低金利で発生した超過資金需要を特定の産業に割り当ててきた。不動産向けには、課題であった過剰在庫処理の意図もあって、14年にバラック地区の改造などに対象を絞るPSL(Pledged Supplementary Lending)を開始した(図表6-2)。バラック地区の住民は戸籍を与

えられれば社会保障を受けられるため積極的に移住を希望し、補償金を得た人々の購買意欲は地方都市の住宅価格の大幅上昇をもたらした。こうした「選択的金融緩和」は特定産業の成長を加速する一方、直接的な政策・指導が行き過ぎ、市場の過熱につながるケースは少なくない。

7. 急速な開発を促す商習慣「期房」制度

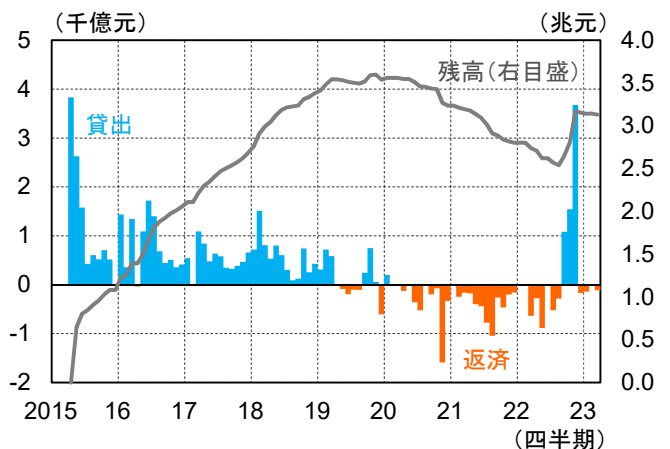
また、商習慣も価格高騰を助長した。中国では、マンションの完工前に販売される「期房」が販売面積の9割に達し、デベロッパーが購入者から早期に受け取る頭金や住宅ローンの一部が次のプロジェクトに充当されることで、急速な開発に伴う建設資金不足が緩和されている(図表7-1)。実際、デベロッパーの資金調達内訳をみると、頭金などが銀行借入を上回る規模となっている(図表7-2)。

図表6-1 土地使用权の用途別払下げ平均単価
(千円/㎡)



(備考)中国国土資源部

図表6-2 PSLの貸出金額と残高



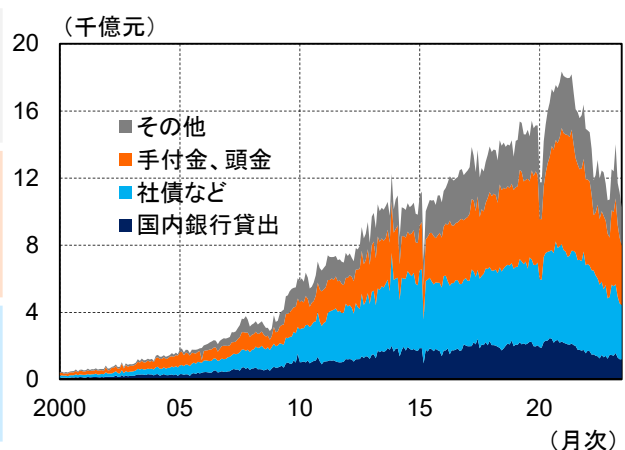
(備考)中国人民銀行

図表7-1 「期房」制度の概要

制度概要	「期房」の購入フロー	
	① 頭金を支払う	④ 完工(受け渡し)
	② 不動産登記	⑤ 抵当権の設定
市況改善時	③ 住宅ローン契約締結(無担保、デベロッパーの保証付)	
	- デベロッパーは、完工前に受け取った頭金や住宅ローンの一部を原資に、次なる建設プロジェクトを開始(資金回転、レバレッジを加速)し、業容を拡大可能 ※本来、資金はエスクローで管理されるが、流用が常態化 - 住宅購入者は完工時点で値上がり益を享受	
市況悪化時	- 資金フローが止まり、自転車操業に走ったデベロッパーの資金繰りが急速に悪化、保証したローンも不良債権化 ⇒22年6月には工事ストップ多発、住宅ローン返済拒否騒動 ⇒政府は「保交楼」を重要課題として提起、事態鎮静化	

(備考)日本政策投資銀行作成

図表7-2 不動産デベロッパーの資金調達規模



(備考)中国人民銀行

8. 政府の多様な調節手段から、市場の軟着陸は可能とみられている

さらに、結婚前の新居購入が当然とされる文化のほか、税制や賃貸市場の整備の遅れ、住宅に代わる運用先の少なさなど、制度や政策面も住宅市場の過熱につながっている。こうした中、政府は投機を許容しない基本方針を打ち出すほか、土地供給の管理に加え、貸出金利や頭金比率、仲介手数料水準への指導など多様な手段で市場を調節している(図表8-1)。

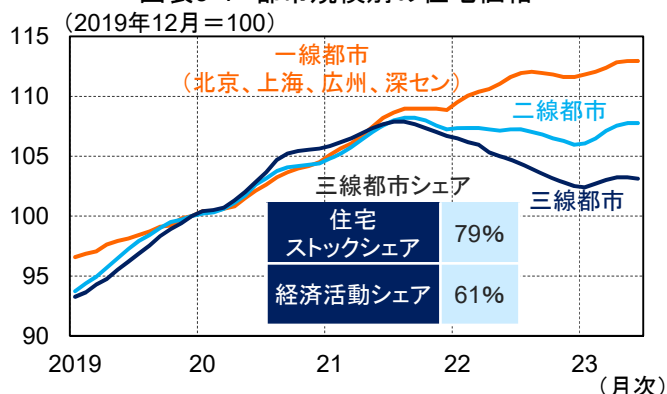
なお、23年5月に実施した日系現地法人へのヒアリングでは、23年中は市場低迷を見込む一方、政府の市場調節能力は高いとのコメントが多く、大幅な調整局面を懸念する声は聞かれなかった(図表8-2)。不動産市場に依存した成長は限界を迎えているが、価格の変動を抑えつつ所得水準の向上を待つことで軟着陸は可能とみられている。

図表8-1 特徴的な制度と政策、文化

新築住宅購入を促す制度構造 - 固定資産税なし(導入は当面困難) - 長期間移住しない場合、社会保険制度の優遇措置 - 賃貸は、借り手の権利保護にかかる法整備が不十分 - 株式市場が発達途上、国際資本移動の規制	
政策の基本方針 「住宅は住むものであって、投機のためのものではない」	「結婚前に新居購入」の文化
当局の多様な市場調節手段 - 土地公有制による供給調整 - 頭金比率操作、金利操作(+貸出に対する窓口指導) - 仲介手数料水準の指導 - 複数購入の制限(在住期間によって制限緩和なども)	

(備考) 日本政策投資銀行作成

図表9-1 都市規模別の住宅価格



(備考) 1. 中国国家統計局、Rogoff, S. Kennethほか(2023)
2. 全国70都市の新築住宅価格

9. 一線都市の価格はコロナ禍で下落せず、省・都市ごとに市場の実態は異なる

ここまで中国の不動産市場全体の構造的な特徴をみてきたが、よりミクロの視点で分析しなければ実態が理解できない面もある。まず都市規模別でみれば、一線都市の住宅価格はコロナ禍で下落していない。二線都市も足元で21年のピークまで持ち直しており、住宅ストックの約8割を占める三線都市の下落が目立つ(図表9-1)。さらに省・都市別では、北京や上海は世界有数の住宅バブルが生じているとされるが、新築住宅の供給が少なく、比較的安価な賃貸や中古市場の活用も広がる。また、例えば黒竜江省は人口の減少率が特に大きく住宅購入も不調である一方、湖南省は人口減の中でも年収倍率が抑えられており、住宅購入は全国平均を大きく上回る(図表9-2)。こうした地域は相応にあり、市況の急速な悪化を和らげているとみられる。

図表8-2 日系現地法人の見方

A社	・ 中小デベロッパーの倒産が加速、国有企業が買収
B社	・ 当局は市場の強力な管理能力有する、軟着陸は可能 ・ 一人っ子政策が終わり、広い家への住み替え需要有
C社	・ 習主席が「経済成長」を口にすることは少なくなっている ・ 政府は投機を許容せず、価格上昇が続く局面は終わる ・ 「共同富裕」は教育、住宅費を抑え出生率を保つ意図
D社	・ 不動産市場が急減速すると景気は立ち行かないので、 政府は市場管理を強め、賃金上昇をじっくり待つ戦略 ・ 地方では省都への人口流入が顕著
E社	・ 北京、上海や20程度ある地方の二線都市は学研金融都市としての機能もあり、若い世代の流入が続く見込み

(備考) 各社へのヒアリングにより日本政策投資銀行作成

図表9-2 省・都市毎の人口、年収倍率、住宅購入面積

	常住人口増加率 (22年、%)	年収倍率 (倍)	住宅購入面積 (22年、㎡/人)
全国	▲0.06	7.3	0.81
北京	▲0.21	14.5	0.34
上海	▲0.53	14.0	0.63
広東	▲0.21	9.4	0.68
重慶	0.04	6.3	1.54*
湖南	▲0.27	4.8	1.26*
黒竜江	▲0.83	6.9	0.39*

(備考) 1. 国家統計局、易居研究院 2. 全国より良(悪)の場合、橙(青)
3. 全国の年収倍率は30省都平均、*は21年実績

10.23年内の市場回復は不透明、中長期的にも住宅需要は弱いと予測される

最後に、足元の市況と中長期的な見通しを確認する。コロナ禍の市況は、「三道紅線」に代表される引き締め策に加え、厳格な活動制限もあって悪化が続き、政府は22年に優良デベロッパーの支援強化に転じた。しかし、22年末のゼロコロナ政策撤廃後の住宅販売は23年初の楽観的な見方に反して息切れしており、足元ではコロナ前や22年の水準を下回る(図表10-1)。住宅価格に3～9ヵ月程度先行する販売面積も前年割れが続いており、23年中の市場回復は不透明となっている(図表10-2)。

また中長期的には、想定より早い人口減が実需を下押しするとみられる。国連は3年ごとに改定する人口推計を、コロナ禍での出生率低下を受けて大幅に下方修正した(図表10-3)。さらに、一軒目の住宅を購入する人のうち4割を占める25～34歳人口の減少ペースは総人口に比べて速く、30年にかけて5千万人近く急減する(図表10-4)。習政権が投機を抑え込む前提に立てば住宅需要は弱く、投資拡大路線の維持は厳しいとみられる。

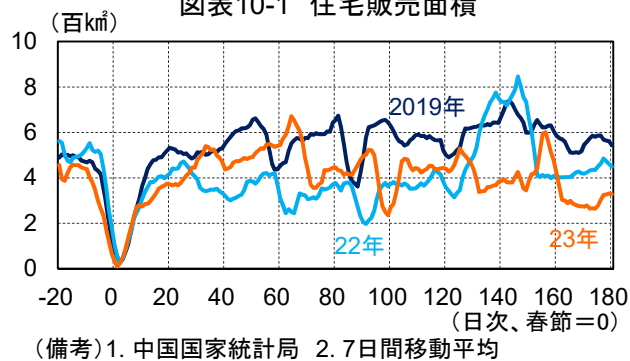
これまでみたように、中国不動産市場には過熱を

生む特有の構造的課題があり、実需が縮小する今後は、こうした課題により真剣に向き合わざるを得ない。ただし、当局の市場調節手段は多様であり、市況が堅調な省・都市も多く残る。過度な悲観論を排し、中国ならではの事情を踏まえて市場動向を追う姿勢がますます求められよう。

参考文献

- 宋涛(2010)「中国における不動産バブルの形成メカニズム」金沢星稜大学論集 第43巻 第3号
- 三浦有史(2013)「投資効率の低下が続く中国経済」日本総合研究所 Research Focus No.2012-19
- 朱寧(2017)『中国バブルはなぜつぶれないのか』日本経済新聞出版
- 梶谷懐(2018)『中国経済講義』中公新書
- 福本智之(2022)『中国減速の深層「共同富裕」時代のリスクとチャンス』日本経済新聞出版
- Rogoff, S. Kenneth and Yuanchen Yang (2023) “A Tale of Tier 3 Cities,” Harvard University Academic Papers

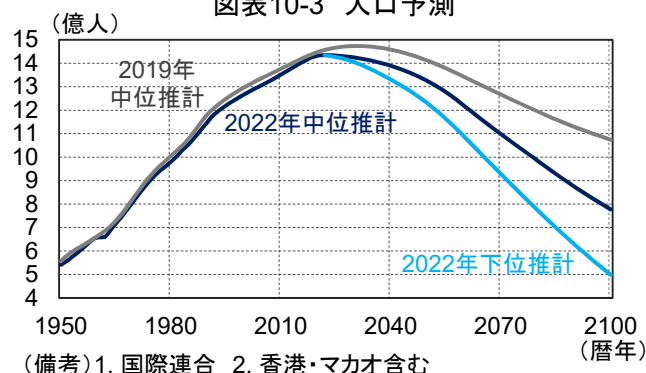
図表10-1 住宅販売面積



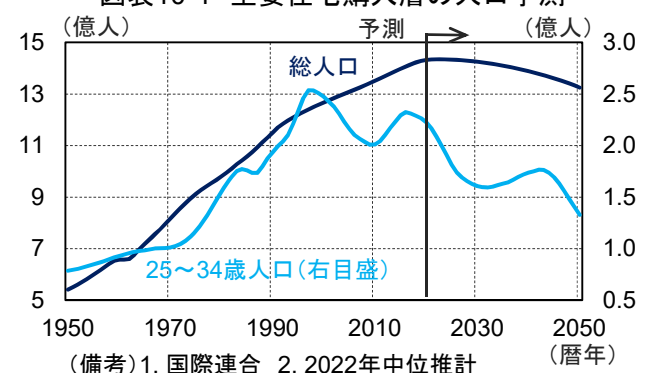
図表10-2 住宅価格と販売面積



図表10-3 人口予測



図表10-4 主要住宅購入層の人口予測



財消費の減速と生産・物流への影響

経済調査室 石川 亮

要旨

- このところの個人消費をみると、コロナ禍からの回復が遅れたサービス消費は堅調である一方、数量ベースでみた財消費は減速している。
- 財消費の減速の背景には、食料や家具・家事用品、教養娯楽用品などでコロナ禍での巣ごもり需要の反動がみられるほか、食料においては、インフレの影響も示唆される。
- これらの品目の減速により、消費関連財の出荷や物流は弱い動きとなっている。また、コロナ禍で発生した繰越需要の消化も進んでいるため、持ち直しの余地は限られるとみられる。

インフレが続く中、国内の財消費には減速がみられ、一部の産業では影響を指摘する声も聞かれる。本稿では、このところの財消費の減速の状況とその背景を整理した上で、生産や物流への影響を確認し、消費の先行きへの含意を考察する。

1. インフレ率は財中心に高く、財消費の逆風に

国内のインフレ率は、23年初に前年比4%の高い伸びとなった後、政府の物価高対策によりこのところ3%程度に低下している。エネルギーの伸びは22年初をピークに縮小に転じ、足元では物価高対策もあって下落に転じたが、電気料金などのエネルギーを除く財は7%程度に上昇している。また、サービスと比べて財のインフレが目立っている(図

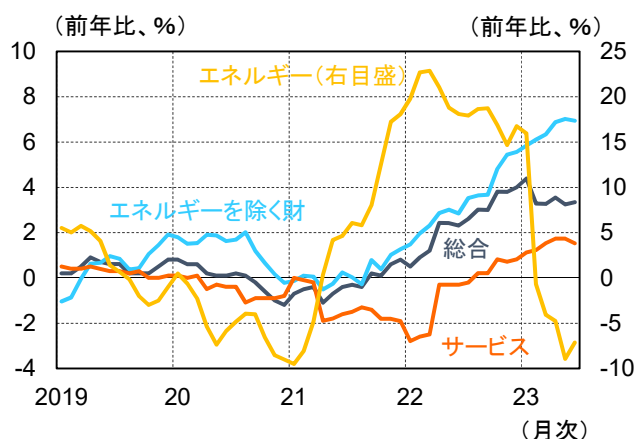
表1-1)。

上昇率の大きい品目をみると、冷凍食品やチーズ、調味料といった食料が並ぶほか、空気清浄機やタブレット端末などの耐久財も高い伸びとなっている(図表1-2)。

2. サービス消費は回復続く、財は実質(数量)では弱い動き

個人消費を財とサービスに分けてみると、サービス消費は、コロナ禍で大きく減少し、宿泊や飲食の売上高はコロナ前の2~4割程度に落ち込んだが、22年以降持ち直した。今年に入ると感染影響が縮小する中で、宿泊業はコロナ前を回復し、飲食も8割程度に持ち直した(図表2-1)。

図表1-1 消費者物価上昇率



図表1-2 前年比上昇率上位20品目(6月、生鮮食品除く)

順位	品目	上昇率	順位	品目	上昇率
1	空気清浄機	35.3	11	マヨネーズ	22.4
2	冷凍調理コロッケ	33.5	12	電気洗濯機(全自動)	22.4
3	しらす干し	30.2	13	ラップ	22.4
4	チーズ(国産品)	29.6	14	魚介缶詰	22.2
5	ペットフード(猫用)	28.5	15	照明器具	21.8
6	電子レンジ	27.0	16	ティッシュペーパー	21.1
7	タブレット端末	23.7	17	ガステーブル	21.0
8	冷凍米飯	22.7	18	殺虫剤	20.3
9	カレールウ	22.5	19	ゼリー	20.2
10	魚介漬物	22.4	20	野菜缶詰	19.9

(備考)1. 総務省 2. エネルギーは石油製品、電気・都市ガス

(備考)1. 総務省 2. ■は食料

他方、財消費をみると、名目の小売売上高は、22年以降インフレ率が急上昇したことなどにより大きく増加し、23年に入ると、供給制約が緩和した自動車販売が好調となり、コロナ前を上回る水準を維持する。一方、物価高が進んだことから、インフレの影響を除いた数量ベースの実質値では弱い動きとなっている(図表2-2)。

3.食料や家具・家事用品は巣ごもり需要の反動減

数量ベースの実質財消費を用途別にみると、食料(外食除く)や家具・家事用品、教養娯楽用品は、巣ごもり需要で増加した後に減少に転じた。一方、保健医療は、健康意識の高まりなどから引き続きコロナ前を上回る。

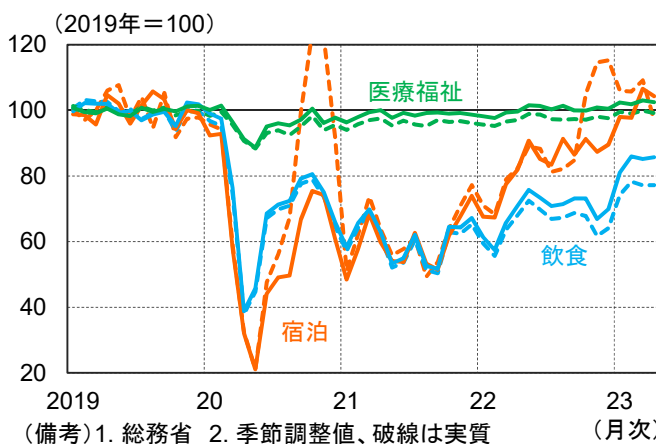
自動車はコロナ禍での半導体不足により減少したが、22年以降は供給制約が緩和する中で持ち直している。一方、被服および履物は、外出機会は増加するものの、生活スタイルの変化などから緩慢な持ち直しにとどまる(図表3)。

4.インフレは食料の消費量に影響

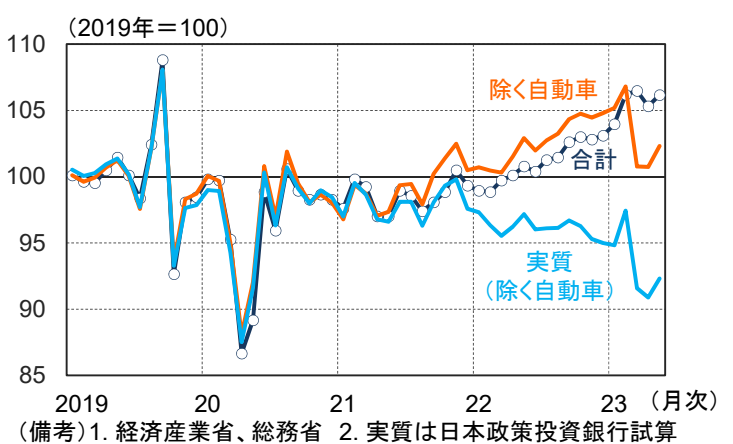
食料の消費量は19年と比較して減少したが、巣ごもり需要の反動に加えてインフレの影響も考えられる。食料について、価格と数量の関係を品目ごとにみると、コロナ前と比較して価格が急上昇した食用油(19年比63%上昇)やマヨネーズ(同42%)、小麦(同25%)などは購入数量が減少する一方、値上げが比較的緩やかであったカップ麺や鶏肉、もちなどでは購入数量が増加した。全体で見ても、価格の上昇率が大きい品目ほど数量を減らす傾向があり、価格上昇が顕著な商品避けて比較的値上がりが穏やかなものを買入しているとみられる(図表4-1)。

消費マインドを企業のコメントを用いて分析すると、百貨店でインバウンドや感染法上の5類移行、商店街では観光客などの前向きなコメントがみられる一方、スーパーなどでは値上げの影響、買上点数の減少といった財消費の減速に関連するコメントがみられる(図表4-2)。

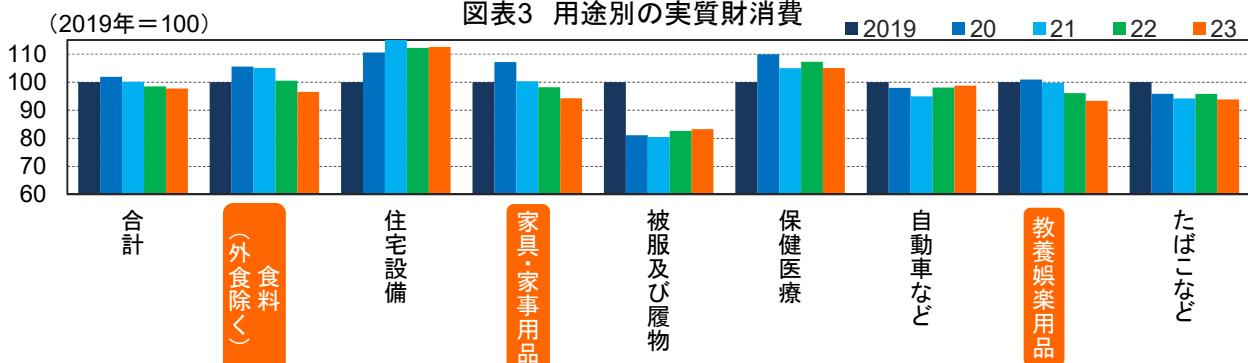
図表2-1 サービス産業売上高



図表2-2 小売業販売額



図表3 用途別の実質財消費



[illegible]

非耐久財の弱さの背景には、衣料品需要が一貫して弱いことのほか、巣ごもり需要の衣服、一部の財や食料品では輸入品比率の高まりなども考えられる。今後はワクチンなどの輸入は減少するとみられるが、食料などはインフレが続く中で安価な輸入品への需要が定着する懸念がある(図表5-2)。

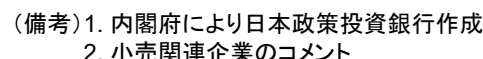
CONCLUSIONS AND RECOMMENDATIONS

輸送量の9割を占めるトラック輸送の内訳を確認すると、持ち直しが遅れる輸送用機械や素材関連などがコロナ前に戻っていないほか、食料関連は、外食需要は持ち直すものの、家庭用の巣ごもり需要の一服などでコロナ前を下回る(図表6-2)。

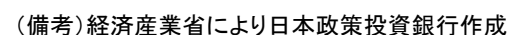
二、次子：二子二女，次子次女。



圖表 1-2 消費、生產、GDP (六分分析, 2019年9月)



133)



1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. 8. 9. 10. 11. 12. 13. 14. 15. 16. 17. 18. 19. 20. 21. 22. 23. 24. 25. 26. 27. 28. 29. 30. 31. 32. 33. 34. 35. 36. 37. 38. 39. 40. 41. 42. 43. 44. 45. 46. 47. 48. 49. 50. 51. 52. 53. 54. 55. 56. 57. 58. 59. 60. 61. 62. 63. 64. 65. 66. 67. 68. 69. 70. 71. 72. 73. 74. 75. 76. 77. 78. 79. 80. 81. 82. 83. 84. 85. 86. 87. 88. 89. 90. 91. 92. 93. 94. 95. 96. 97. 98. 99. 100. 101. 102. 103. 104. 105. 106. 107. 108. 109. 110. 111. 112. 113. 114. 115. 116. 117. 118. 119. 120. 121. 122. 123. 124. 125. 126. 127. 128. 129. 130. 131. 132. 133. 134. 135. 136. 137. 138. 139. 140. 141. 142. 143. 144. 145. 146. 147. 148. 149. 150. 151. 152. 153. 154. 155. 156. 157. 158. 159. 160. 161. 162. 163. 164. 165. 166. 167. 168. 169. 170. 171. 172. 173. 174. 175. 176. 177. 178. 179. 180. 181. 182. 183. 184. 185. 186. 187. 188. 189. 190. 191. 192. 193. 194. 195. 196. 197. 198. 199. 200. 201. 202. 203. 204. 205. 206. 207. 208. 209. 210. 211. 212. 213. 214. 215. 216. 217. 218. 219. 220. 221. 222. 223. 224. 225. 226. 227. 228. 229. 230. 231. 232. 233. 234. 235. 236. 237. 238. 239. 240. 241. 242. 243. 244. 245. 246. 247. 248. 249. 250. 251. 252. 253. 254. 255. 256. 257. 258. 259. 260. 261. 262. 263. 264. 265. 266. 267. 268. 269. 270. 271. 272. 273. 274. 275. 276. 277. 278. 279. 280. 281. 282. 283. 284. 285. 286. 287. 288. 289. 290. 291. 292. 293. 294. 295. 296. 297. 298. 299. 300. 301. 302. 303. 304. 305. 306. 307. 308. 309. 310. 311. 312. 313. 314. 315. 316. 317. 318. 319. 320. 321. 322. 323. 324. 325. 326. 327. 328. 329. 330. 331. 332. 333. 334. 335. 336. 337. 338. 339. 340. 341. 342. 343. 344. 345. 346. 347. 348. 349. 350. 351. 352. 353. 354. 355. 356. 357. 358. 359. 360. 361. 362. 363. 364. 365. 366. 367. 368. 369. 370. 371. 372. 373. 374. 375. 376. 377. 378. 379. 380. 381. 382. 383. 384. 385. 386. 387. 388. 389. 390. 391. 392. 393. 394. 395. 396. 397. 398. 399. 400. 401. 402. 403. 404. 405. 406. 407. 408. 409. 410. 411. 412. 413. 414. 415. 416. 417. 418. 419. 420. 421. 422. 423. 424. 425. 426. 427. 428. 429. 430. 431. 432. 433. 434. 435. 436. 437. 438. 439. 440. 441. 442. 443. 444. 445. 446. 447. 448. 449. 450. 451. 452. 453. 454. 455. 456. 457. 458. 459. 460. 461. 462. 463. 464. 465. 466. 467. 468. 469. 470. 471. 472. 473. 474. 475. 476. 477. 478. 479. 480. 481. 482. 483. 484. 485. 486. 487. 488. 489. 490. 491. 492. 493. 494. 495. 496. 497. 498. 499. 500. 501. 502. 503. 504. 505. 506. 507. 508. 509. 510. 511. 512. 513. 514. 515. 516. 517. 518. 519. 520. 521. 522. 523. 524. 525. 526. 527. 528. 529. 530. 531. 532. 533. 534. 535. 536. 537. 538. 539. 540. 541. 542. 543. 544. 545. 546. 547. 548. 549. 550. 551. 552. 553. 554. 555. 556. 557. 558. 559. 560. 561. 562. 563. 564. 565. 566. 567. 568. 569. 570. 571. 572. 573. 574. 575. 576. 577. 578. 579. 580. 581. 582. 583. 584. 585. 586. 587. 588. 589. 590. 591. 592. 593. 594. 595. 596. 597. 598. 599. 600. 601. 602. 603. 604. 605. 606. 607. 608. 609. 610. 611. 612. 613. 614. 615. 616. 617. 618. 619. 620. 621. 622. 623. 624. 625. 626. 627. 628. 629. 630. 631. 632. 633. 634. 635. 636. 637. 638. 639. 640. 641. 642. 643. 644. 645. 646. 647. 648. 649. 650. 651. 652. 653. 654. 655. 656. 657. 658. 659. 660. 661. 662. 663. 664. 665. 666. 667. 668. 669. 670. 671. 672. 673. 674. 675. 676. 677. 678. 679. 680. 681. 682. 683. 684. 685. 686. 687. 688. 689. 690. 691. 692. 693. 694. 695. 696. 697. 698. 699. 700. 701. 702. 703. 704. 705. 706. 707. 708. 709. 710. 711. 712. 713. 714. 715. 716. 717. 718. 719. 720. 721. 722. 723. 724. 725. 726. 727. 728. 729. 730. 731. 732. 733. 734. 735. 736. 737. 738. 739. 740. 741. 742. 743. 744. 745. 746. 747. 748. 749. 750. 751. 752. 753. 754. 755. 756. 757. 758. 759. 760. 761. 762. 763. 764. 765. 766. 767. 768. 769. 770. 771. 772. 773. 774. 775. 776. 777. 778. 779. 780. 781. 782. 783. 784. 785. 786. 787. 788. 789. 790. 791. 792. 793. 794. 795. 796. 797. 798. 799. 800. 801. 802. 803. 804. 805. 806. 807. 808. 809. 810. 811. 812. 813. 814. 815. 816. 817. 818. 819. 820. 821. 822. 823. 824. 825. 826. 827. 828. 829. 830. 831. 832. 833. 834. 835. 836. 837. 838. 839. 840. 84

(備考) 1. 日本政策投資銀行作成 2. 暖色は増加要因、寒色は減少要因

7. サービス消費は繰越需要が残るが、財消費の増加余地は限られる

このところのGDPベースの消費水準を確認すると、サービス消費は、所得見合の水準(消費性向を一定としたときに期待される消費額)に持ち直した。物価高を受けて実質所得が減少したことで所得見合の水準は低下しているものの、コロナ禍で発生した繰越需要(所得見合の消費と実際の消費支出の差を累積したもの)が大きく残っており、これを取り崩す形でサービス消費は堅調に増加するとみられる(図表7-1)。

一方、財消費はすでに所得見合の水準を上回り、繰越需要の消化も進んでいるため、増加余地は限られる。財別には、自動車は供給制約が緩和する中で持ち直しが続くが、家電などでは巣ごもり需要が一服するほか、食料ではインフレによる節約志向の高まりにより弱い動きが続く。こうした財では、生

産や物流の持ち直しも限られるものとみられる(図表7-2)。

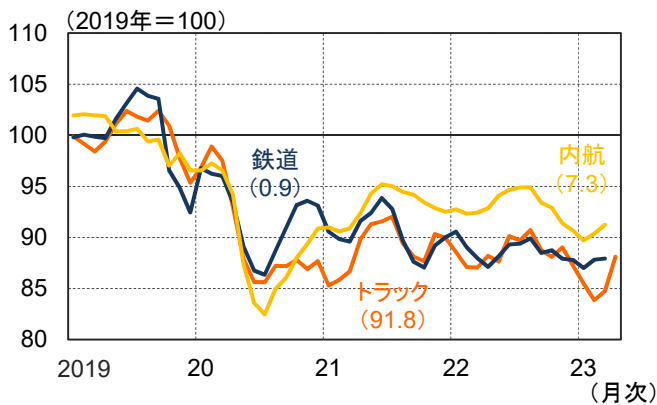
(付注) 図表4-2消費マインドのテキスト分析について

消費マインドのテキスト分析では、内閣府「景気ウォッチャー調査」の景気判断理由集(現状)のデータを用いて、小売関連業種の回答コメントを抽出し、回答コメントの出現語と業種の共起関係(出現パターンが類似度合い)を示す共起ネットワーク図を作成した。なお、分析に当たっては、樋口(2020)を参考に、「KH Coder」のソフトウェアを使用した。

参考文献

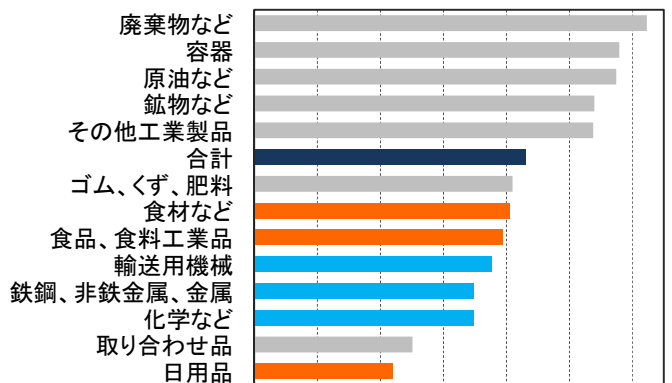
樋口耕一(2020)『社会調査のための計量テキスト分析 ―内容分析の継承と発展を目指して― 第2版』ナカニシヤ出版

図表6-1 貨物輸送量(トンベース)



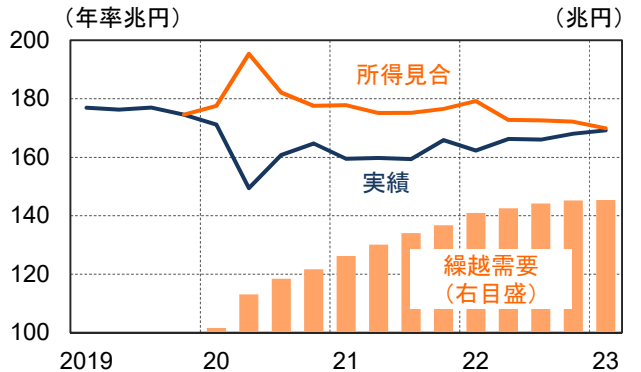
(備考) 1. 国土交通省 2. 季節調整は日本政策投資銀行、3ヵ月移動平均 3. ()内は全体に占めるウエート

図表6-2 トラック輸送量(23年1-3月期)



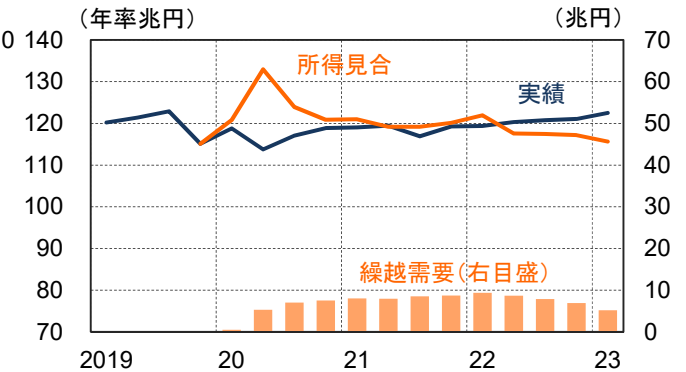
(備考) 1. 国土交通省 2. 季節調整は日本政策投資銀行 (2019年=100)

図表7-1 サービス消費(実質GDPベース)



(備考) 内閣府により日本政策投資銀行試算

図表7-2 財消費(実質GDPベース)



(備考) 内閣府により日本政策投資銀行試算

| | 2023年7月 | 2023年9月 |
|-------|-----------------------|------------------------|
| 日本 | 消費などの内需中心に回復 | 回復 |
| 設備投資 | 持ち直し | 持ち直し |
| 公共投資 | 持ち直し | 持ち直し |
| 住宅 | 横ばい | 横ばい |
| 消費 | 回復 | 回復 |
| 輸出 | 弱含み | 横ばい |
| 輸入 | 弱含み | 弱含み |
| 生産 | 緩やかに持ち直し | 緩やかに持ち直し |
| 雇用 | 改善 | 改善 |
| 消費者物価 | 伸びが拡大 | 高い伸びが続く |
| 米国 | インフレや利上げにより減速 | 減速懸念がある中、堅調が続く |
| 欧州 | 緩やかに回復 | 緩やかに回復 |
| 中国 | 感染急拡大後の混乱が一服し
持ち直し | ゼロコロナ政策撤廃後の
持ち直しが鈍化 |

(備考)

1. 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記
2. 8月は休刊月のため、景気判断を実施していない

今月の論点

回復している

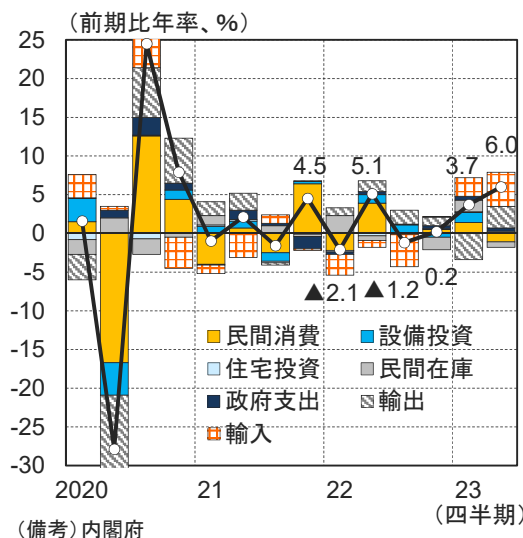
日本経済は、回復している。2023年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率6.0%増と前四半期の同3.7%増を上回る高い伸びとなった。この結果、23年上半期(1～6月期)では、日米欧の中で日本が最も高い成長率を遂げたことになる。

日米欧の実質GDP成長率

| | 1～3月期 | 4～6月期 | 1～6月期 |
|----|-------|-------|-------------|
| 日本 | 3.7% | 6.0% | 4.8% |
| 米国 | 2.0% | 2.4% | 2.2% |
| EU | 0.8% | 0.1% | 0.4% |

(備考) 1. 内閣府、米商務省、Eurostat
2. 前期比年率

実質GDP成長率



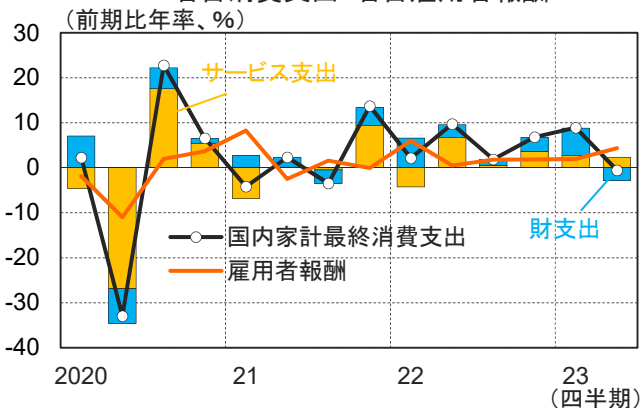
民間消費支出は名目値でも前期比マイナスに

23年4～6月期の高い成長率は外需(輸入の減少および輸出の持ち直し)の貢献が大きい。一方、消費・投資に代表される内需は弱い結果となり、実質民間消費は前期比年率2.1%減と3四半期ぶりのマイナスに転じた。特に今回は、物価上昇による支出増も含めた名目ベースでも消費支出はマイナスになったことが特徴的である。これは、サービスへの支出は引き続き堅調である一方、財への支出が落ち込んだことが要因である。賃上げが進むなか雇用者報酬は伸びており消費を取り巻く環境は悪化しているわけではないが、今月のトピックス「財消費の減速と生産・物流への影響」でも取り上げたように、財需要の弱さは今後の懸念材料である。

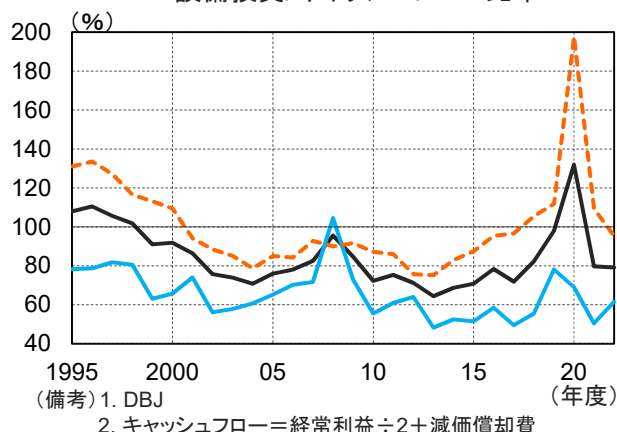
設備投資の増加期待は健在

投資に関しても、今回は前期比年率0.0%と弱い動きににとどまったが、これも一過性と考えられ、引き続き設備投資は持ち直し傾向にあると考えられる。日本政策投資銀行が今般実施した設備投資計画調査では、今年度は前年比増となる予想である(詳細は、今月のトピックス「2023年度設備投資計画調査の概要」を参照)。国内大企業の設備投資/キャッシュフロー比率は引き続き100%を下回っており、キャッシュフロー超過、つまり資金余裕面からの投資余力はあると判断され、設備投資は今後の成長のけん引役として引き続き期待される。

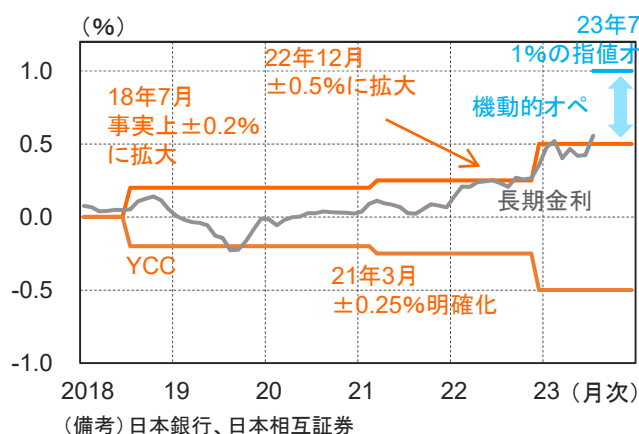
名目消費支出・名目雇用者報酬



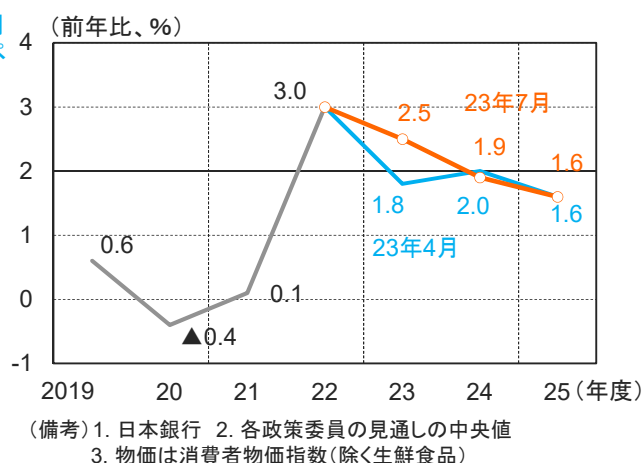
設備投資/キャッシュフロー比率



YCCの長期レンジと長期金利



展望レポートにおける物価見通し



日銀7月会合では長期金利 上限を引き上げ

7月に開かれた日銀金融政策決定会合では、YCC(長短金利操作)について運用を柔軟化する方針へと舵を切った。具体的には、長期金利変動幅を±0.5%に据え置く一方で、指値オペ利回りを1.0%に引き上げた。0.5～1.0%の間については機動的なオペで対応し厳格な抑制方針を採らないことから、事実上の長期金利上限の引き上げと捉えられている。

金融緩和継続方針は維持

今回の政策修正は一見すると金融引き締めのと受け止められる。日銀は消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率が持続的・安定的に2%を達成することを金融政策の目標としているが、足元で当該物価指数は16ヵ月連続で2%を超えていることから、既に目標は達成しこれ以上の金融緩和は必要ないようにみえることも、こうした見方を裏付ける。しかし、日銀では今回の運用柔軟化は「金融緩和の持続性を高めるための措置」と位置付けており、「粘り強く金融緩和を継続」という方針を崩していない。また植田日銀総裁も会合後の記者会見で「現時点では2%の物価安定の目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていない」として金融緩和を継続すると発言している。この背景にあるのが、今後の物価見通しである。7月の金融政策決定会合とあわせて発表された「経済・物価情勢の展望」(「展望レポート」)における各政策委員の物価見通し(中央値)をみると、23年度は2.5%と前回(4月)の見通しを大きく上方修正し2%を上回るものの、今後価格転嫁の影響が減衰していくことなどから24年度は1.9%、25年度は1.6%と、2%を割っている。これが「持続的・安定的な」2%目標の実現が成り立っていないとする理由である。

金融政策の追加修正は 当面不要

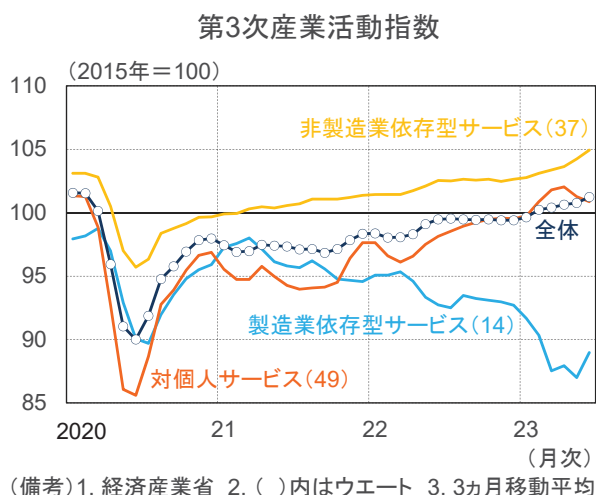
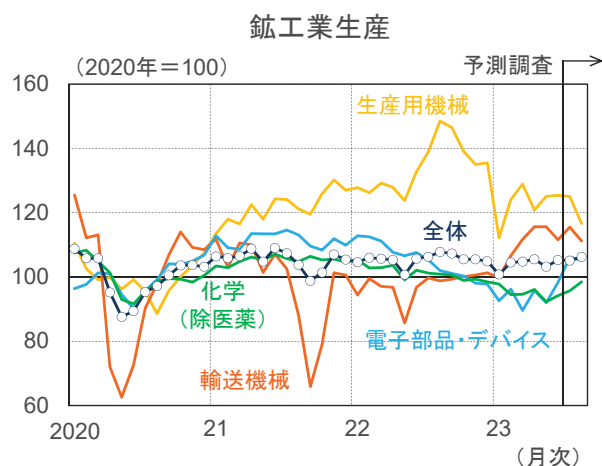
今回の修正を受け長期金利は0.5%を超えて上昇したが、直ちに1%のキャップに到達するような動きは見られておらず、日銀としては金融政策の追加修正は当面不要とみられる。植田総裁の会見では、将来の政策は経済・物価情勢をみて考えると述べるにとどまったが、来年の春闘賃上げなどで物価・賃金の好循環を確認し、目標実現が見通せると判断されれば、YCC撤廃、短期金利のマイナス解除、量的緩和縮小など、緩和からの転換が本格化すると考えられる。

【経済調査室長 蜂谷 義昭】

主要指標

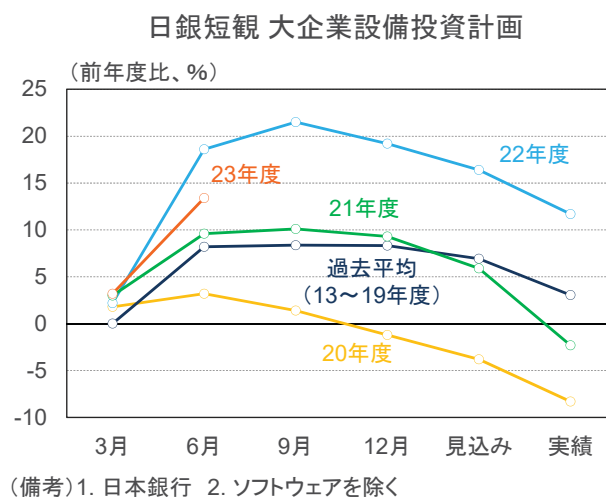
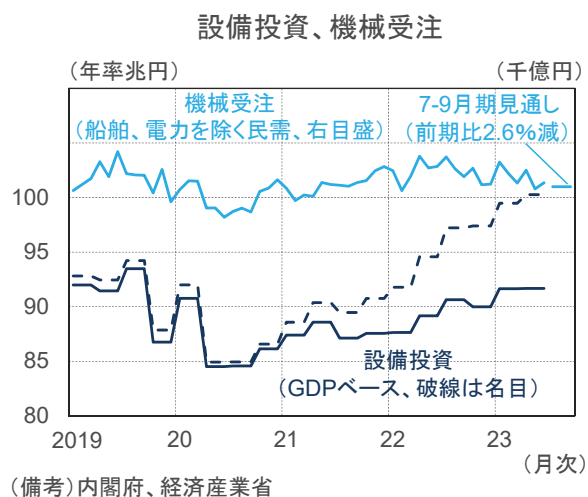
鉱工業生産は緩やかに持ち直している、サービス業は持ち直している

- 6月の鉱工業生産は、電子部品・デバイスなどが増加し、緩やかに持ち直している。先行きは、米欧の景気減速や中国経済の持ち直し鈍化は懸念されるが、供給制約の緩和などにより、当面緩やかな持ち直しが続くと思われる。
- サービス業の活動を示す第3次産業活動指数は、コロナ禍での落ち込みを経て持ち直している。5月にコロナが感染法上の5類へ移行するなど人流が回復し、対個人サービスや非製造業依存型サービスが上昇基調にある。先行きも、インバウンドの回復などにより持ち直しが続くと思われる。



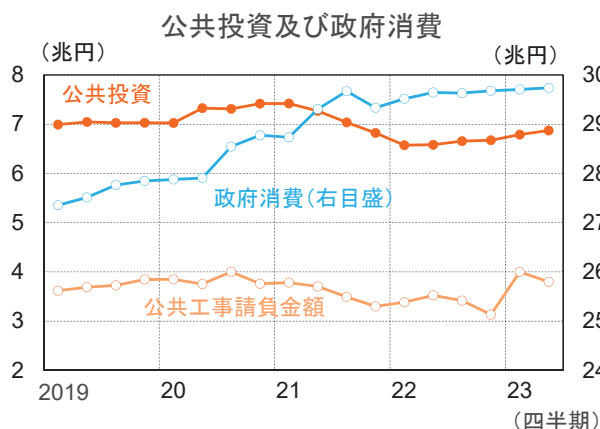
設備投資は持ち直している

- 4～6月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比横ばいとなった。先行指標である機械受注は、6月は非製造業を中心に持ち直し、底堅い動きとなった。外需減速による下振れは懸念されるが、企業の投資意欲は強く、設備投資は持ち直しが続くと思われる。
- 6月日銀短観の22年度大企業設備投資実績は、例年どおり下方修正されたものの、前年度比14.0%増とコロナ前を上回る高い伸びとなった。23年度計画も、前年6月調査には及ばないものの、コロナ前を上回る強めの計画となった。昨年度から先送りされた投資に加え脱炭素やIT投資などもあり、設備投資は堅調に推移するとみられる。

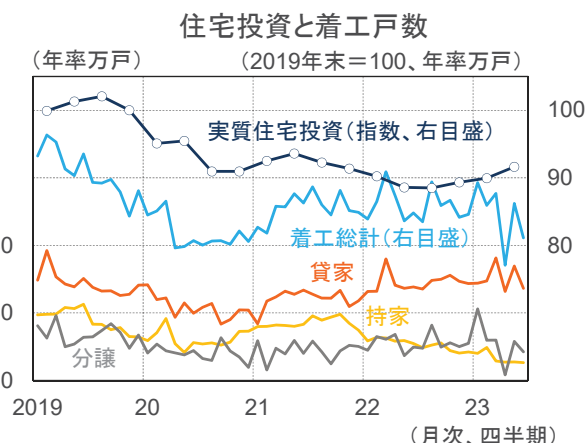


公共投資は持ち直している、住宅投資はおおむね横ばい

- 4～6月期の実質公共投資(GDPベース)は前期比年率5.0%増加し、持ち直している。先行指標の公共工事請負金額は、大型案件のあった前期からやや減少したものの、コロナ前並みの高水準を維持している。4～6月期の政府消費は同0.4%増となった。
- 4～6月期の実質住宅投資(GDPベース)は、前期比年率7.7%増加した。建築費高騰や資材・人手不足による工事の遅れなどにより21年後半から減少した後は緩やかに持ち直し、均すとおおむね横ばいとなっている。住宅着工は23年春以降、貸家がおおむね横ばいとなっているが、持ち家は22年以降の減少基調が続いたほか、分譲もマンションの供給減などで減少し、総じて弱い動きとなっている。



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

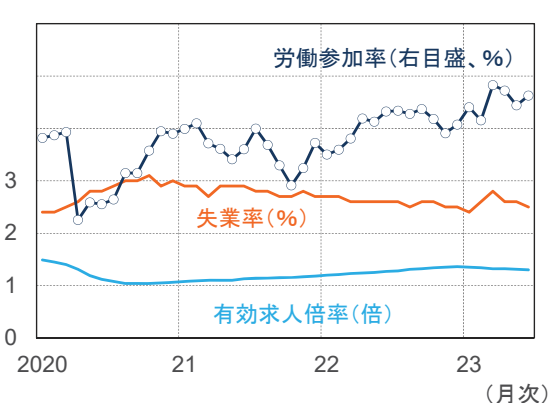


(備考) 1. 国土交通省、内閣府 2. 実質住宅投資は四半期

雇用は改善している

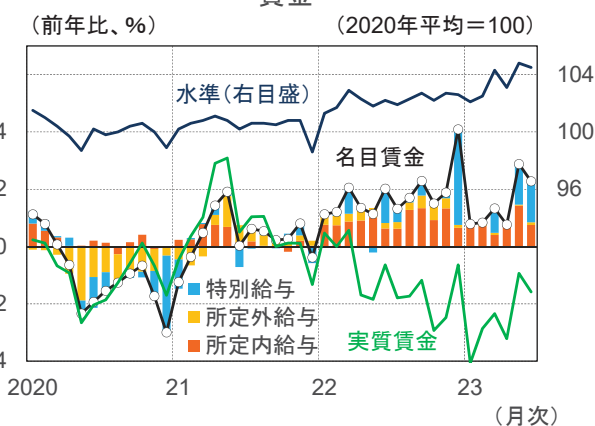
- 有効求人倍率は製造業や宿泊飲食サービス業などの求人数の減少により、1.30倍に小幅に低下した。ただし、失業率は2.5%と小幅に低下したほか、労働参加率は2ヵ月ぶりに上昇しており、雇用は改善している。
- 6月の賃金は、春闘賃上げの反映（連合集計3.58%）で所定内給与が伸びたほか、企業業績の回復などにより夏季賞与などの特別給与が増加し、前年比2.3%増となった。ただし、賃金の伸びは物価上昇に及ばず、実質賃金はマイナスが続いている。

失業率、労働参加率、有効求人倍率



(備考) 総務省、厚生労働省

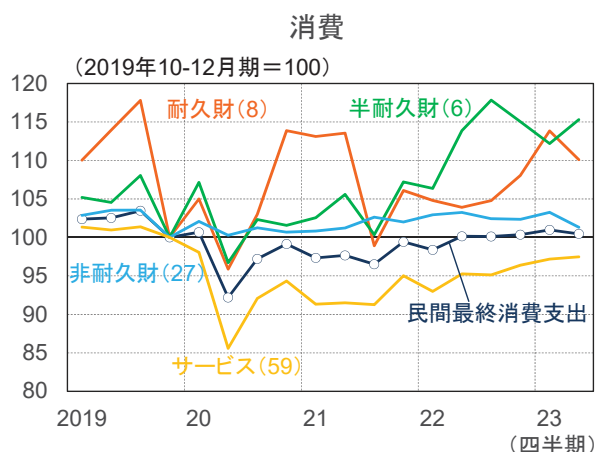
賃金



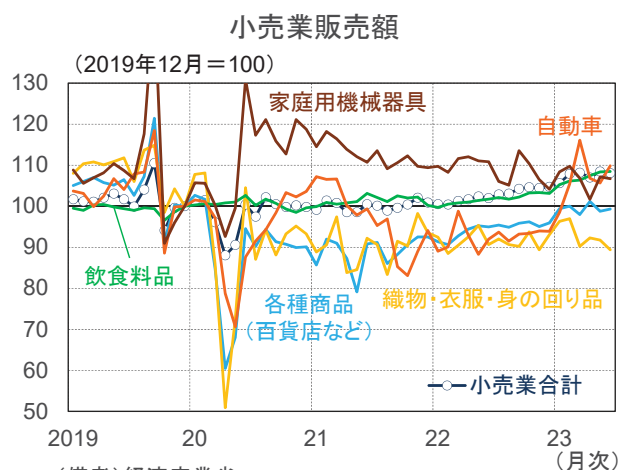
(備考) 厚生労働省

消費は回復している

- 4～6月期の消費(GDPベース)は前期比年率2.1%減少した。コロナの感染法上の5類移行などを受けてサービス消費の増加が続いたが、家電などの耐久財が減少したほか、物価高を受けて食料品などの非耐久財も減少した。今後は、人流の回復などによりサービス消費は緩やかな回復が続くと見込まれる。ただし、財消費は自動車の供給制約の緩和はあるものの、インフレによる減速が懸念される。
- 6月の小売業販売額は前月比0.4%減少したが均してみると回復している。供給制約が緩和した自動車のほか、インバウンドの回復もあり百貨店は増加したが、インフレによる節約志向の高まりで織物・衣服・身の回り品が減少したほか、大雨や巣ごもり需要の一服により家庭用機械器具が減少した。



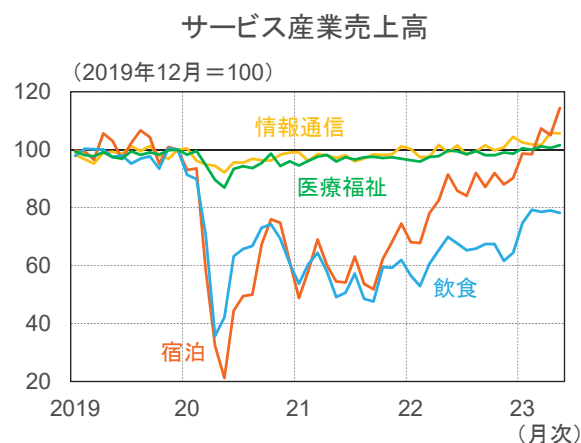
(備考) 1. 内閣府 2. ()内は23年4-6月期の家計最終消費に対するウエート(%)



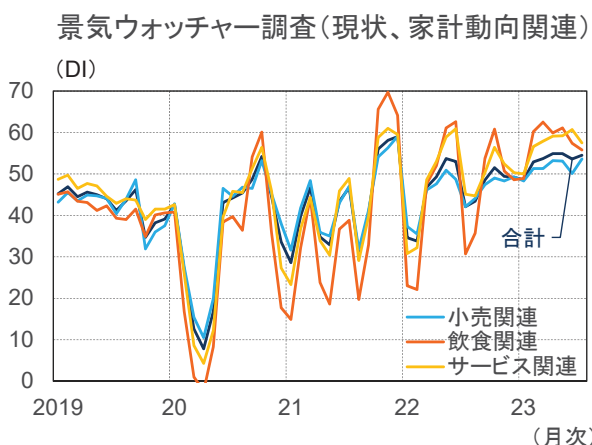
(備考) 経済産業省

サービス消費は持ち直し、消費マインドは改善

- 5月のサービス消費は前月から小幅に増加した。飲食はほぼ横ばいだったものの、宿泊が訪日外客数の増加などにより回復が続いた。今後も感染影響の縮小による人流の回復に加え、インバウンド客の増加により、飲食・宿泊を中心にサービス消費は持ち直しが続く見込み。
- 7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54.5となり、前月から改善した。猛暑の影響で外出が減少し飲食やサービス関連は低下した一方で、エアコンなどの季節商材の売上増加などにより小売関連が上昇した。



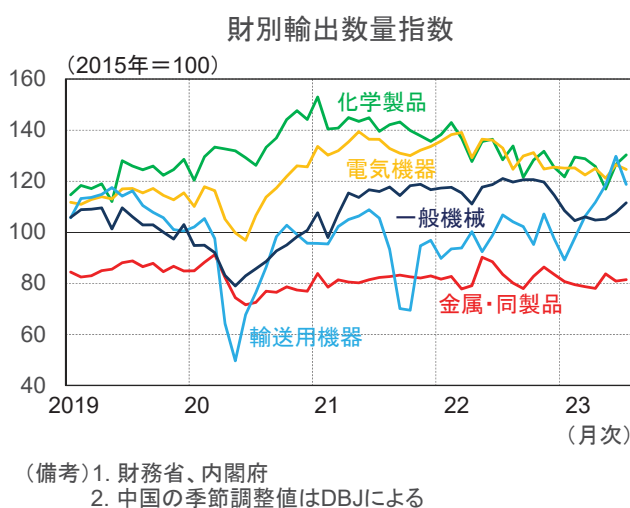
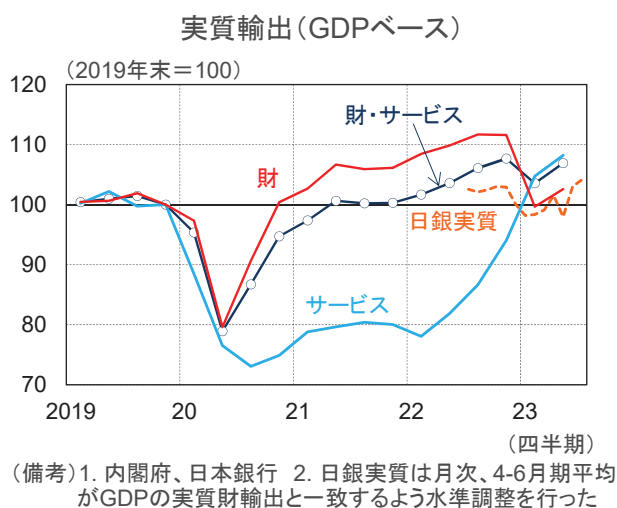
(備考) 総務省



(備考) 内閣府

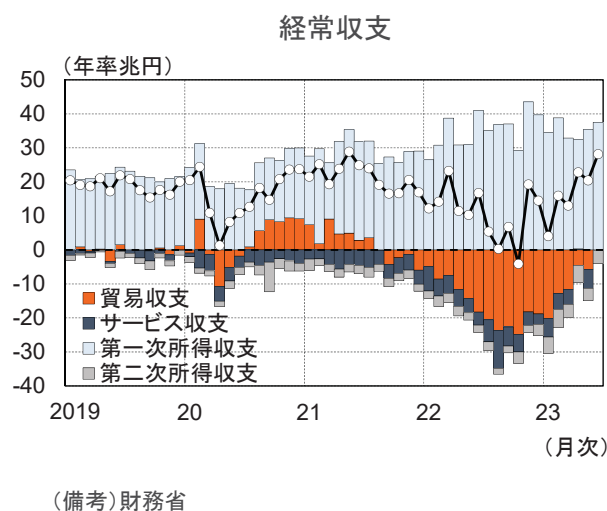
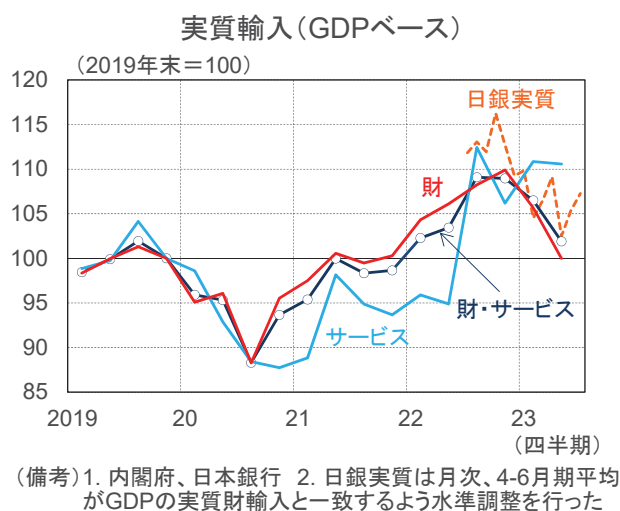
輸出は横ばい

- 4～6月期実質輸出（GDPベース）は前期比年率13.4%増加した。財が供給不足の緩和により自動車などで増加したことに加えて、サービスもインバウンドの持ち直しにより増加した。米欧の景気減速などにより財を中心に弱い動きが続いていたが、足元ではやや持ち直し、22年後半以降でみると横ばいとなっている。
- 7月の日銀実質輸出は前月比1.1%増、輸出数量指数は同3.4%増加した。財別では、年初から回復が続いた自動車が減少したが、一般機械や化学製品などで増加した。先行きは、部品の供給制約緩和により輸送用機器を中心に増加が続くとみられる。



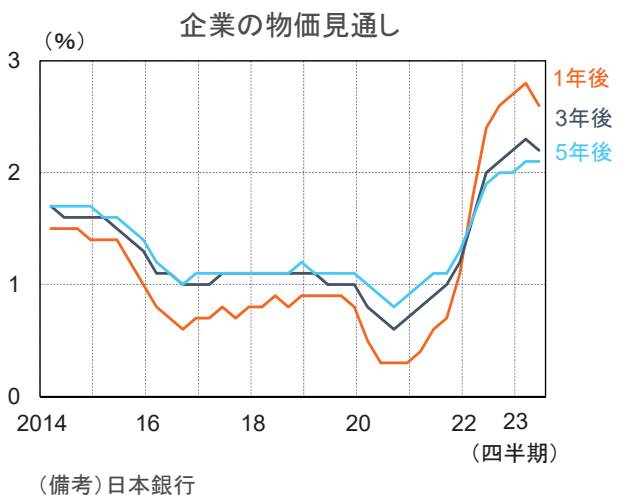
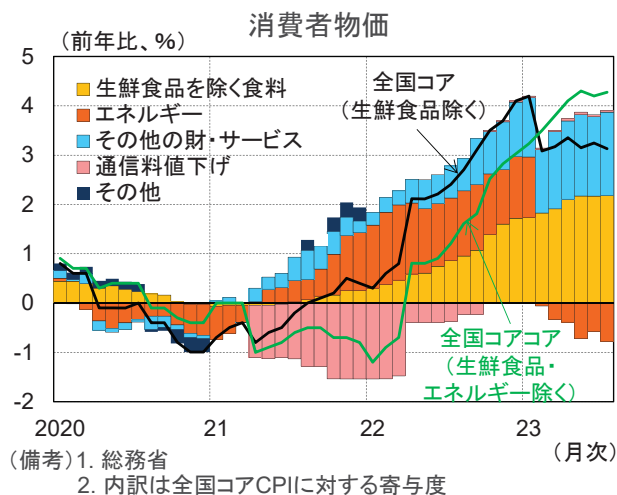
輸入は弱含み、経常黒字は拡大

- 4～6月期実質輸入（GDPベース）は、財は化学製品や電気機器などが減少したほか、サービスも知的財産権の支払いが減少し、前期比年率16.1%減少した。
- 6月経常黒字は拡大した。輸入は燃料価格の下落が一服したが、輸出が自動車の回復により増加したことで貿易収支が改善した。今後は、輸出が引き続き自動車を中心に増加する一方、輸入は財中心に伸び悩み、貿易収支の改善などで経常黒字の拡大が続く見込み。



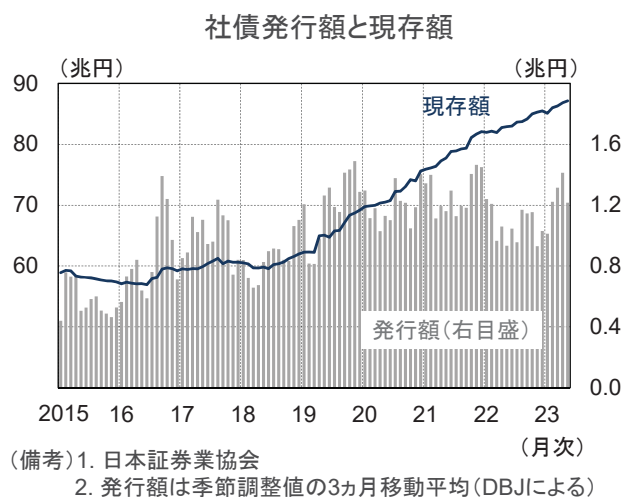
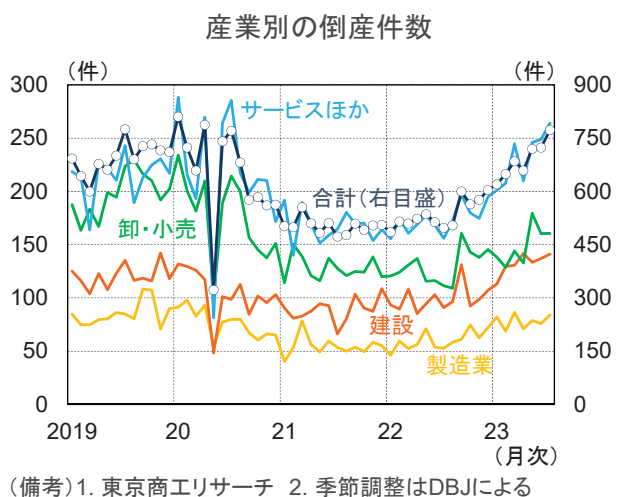
消費者物価は高い伸びが続く

- 7月の消費者物価(除く生鮮食品)は、ガソリン代が補助金の縮小により6ヵ月ぶりに上昇したが、国際商品市況の下落により電気・ガス代は引き続き低下し伸びは縮小したが、高い伸びが続いている。生鮮食品およびエネルギーを除く総合(コアコア)は、一部地域における全国旅行支援終了などにより宿泊料中心に伸びが拡大した。
- 企業の物価見通しは、上昇ペースが鈍化した。1年、3年後の物価見通しは、資源価格の下落などにより低下したが、5年後の物価見通しは、今後の賃上げや値上げなどの想定のもと、23年以降横ばいにとどまっているとみられる。



倒産は増加している、社債発行額は持ち直している

- 企業の倒産件数は、コロナ禍の資金繰り支援により21年にかけて減少したが、22年夏以降は増加し足元ではコロナ前の水準に達した。製造業や建設業、サービス業の一部では、原材料高や人手不足により資金繰りが難航しており、先行きも倒産の増加が続くとみられる。
- 社債の発行額は、22年に日銀の政策修正観測に伴う金利の先高観により低調となったが、23年以降は、日銀の政策維持強調などで金利上昇圧力が緩和し、持ち直している。7月の日銀会合の政策修正を受けて長期金利は上昇しているが、市場では急激な上昇は見込まれておらず、社債発行への影響は限定的とみられている。



今月の論点

減速懸念がある中、堅調が続く

銀行の貸出態度は一層厳格化

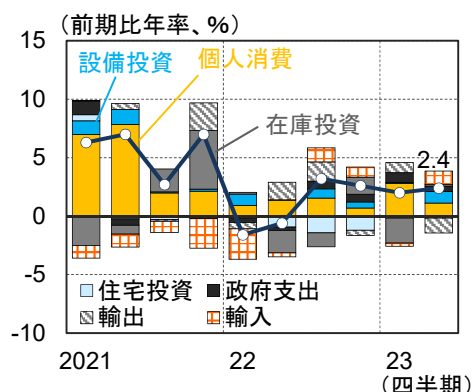
利上げの影響は今後徐々に強まる

2023年4～6月期の実質GDP(速報値)は、前期比年率2.4%増加となり、堅調な動きが続いている。内訳をみると、消費は前期の大幅増から減速したもの、底堅く増加した(前期比年率1.6%増)ほか、このところ減速がみられた設備投資も伸びが高まった(同7.7%増)。IMFの世界経済見通しの改定では、1-3月期の堅調な成長などを背景に成長率が上方修正されたものの、今年の成長率は1.8%と予想されている。今後は利上げの影響が強まる中、景気は減速するとみられる。

7月のFOMCでは、2会合ぶりに利上げを行い、政策金利は5.25～5.50%となった。パウエル議長は、追加利上げは今後のデータ次第として具体的な言及を避けたが、22年からの大幅利上げの影響は徐々に顕在化している。銀行の貸出態度をみると、過去の利上げ局面と同様に厳格化しており、7月公表の最新の調査結果でも一層厳しくなった。年内の利下げはほぼ見込まれず、貸出態度の厳格化も続く中、景気は減速するとみられる。地銀の格付けの引き下げもあり、貸出制約が強まる中、地区連銀による設備投資見通しの調査では減速感がみられ、一部の地区ではコロナ禍並みの弱い見通しとなっている。

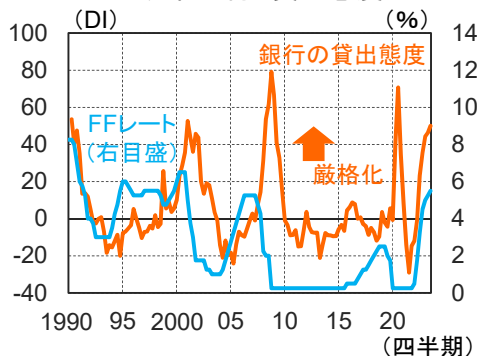
一方、現状では、企業損益に対する利上げの影響は過去よりも小さくなっている。企業の支払利息は、昨年来の急速な利上げで大きく増加したものの、営業利益に占める比率はコロナ前を下回っており、フロー面からみた利払いの影響は限られる。この背景には、景気が堅調な中、営業利益の拡大により支払利息の増加の影響が相殺されたほか、低金利下の局面で長期調達を増加させたことで利払いを抑制できたことなどが考えられる。ただし、今後は高金利環境下での借り換えが進む中で利払い負担が高まるほか、銀行の貸出態度の厳格化も続くため、利上げの景気への影響は徐々に強まると考えられる。

実質GDP成長率



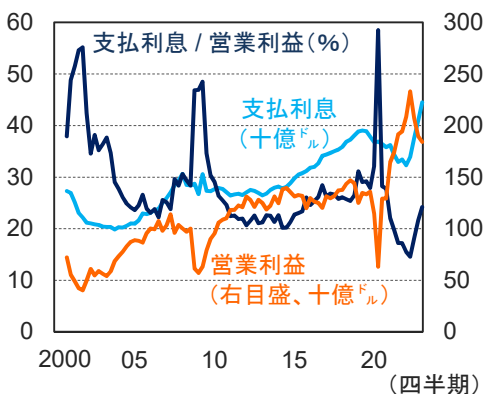
(備考)米商務省

政策金利と貸出態度



(備考)FRB

企業収益、支払利息

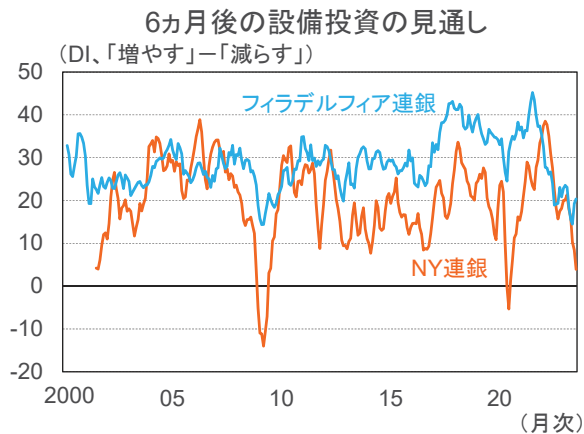


(備考) 1. 米商務省 2. 製造業 3. 季節調整はDBJ

主 要 指 標

設備投資の見通しは弱い動き

- 企業の設備投資の見通しをみると、地区によって若干の差はあるものの、利上げの影響などを受けて減速する見通しとなっている。振れはあるものの、NY連銀の調査では設備投資見通しDIはコロナ禍初期の水準に低下するほか、フィラデルフィア連銀の調査ではコロナ禍を下回る弱い動きとなっている。
- 有利子負債に占める長期債務(1年以上)の比率をみると、コロナ禍初期に上昇し、コロナ禍初期の低金利下で調達できたことで、足元の利払い負担は抑制できていると考えられる。ただし、今後は高金利環境下で借り換えが進むため、徐々に利払い負担は増加するとみられる。



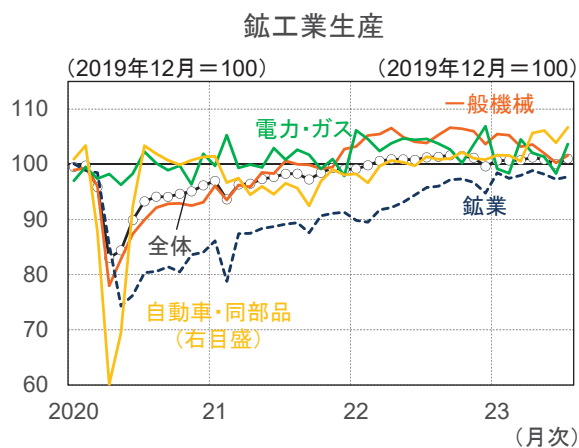
(備考) 1. NY連銀、フィラデルフィア連銀 2. 3ヵ月移動平均



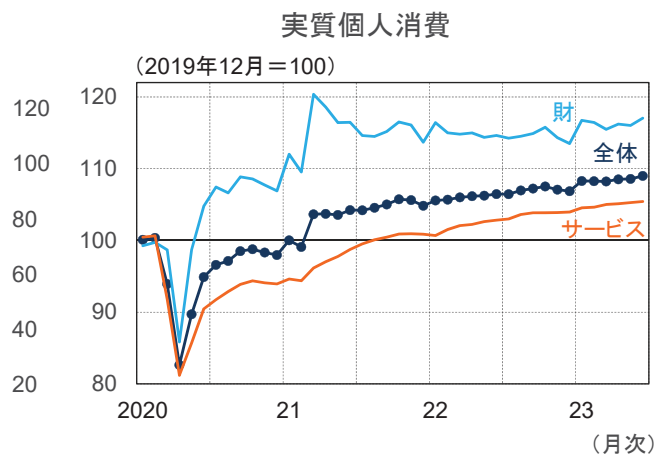
(備考) 1. 米商務省 2. 製造業 3. 季節調整はDBJ

鉱工業生産は均せば横ばい、個人消費は底堅い

- 7月鉱工業生産は前月比1.0%増となり、3ヵ月ぶりに増加した。供給制約の緩和により自動車为好調だったほか、猛暑により需要の高まった電力・ガスが増加した。ただし、4、5月の生産は下方修正されており、均してみれば横ばいとなっている。
- 6月の実質個人消費は、前月比0.4%増加した。サービスの増加が続いたほか、供給制約が緩和する自動車や一時的に価格が下落したガソリンなどを中心に財も増加し、底堅い動きとなっている。7月の小売売上高(名目)は総じて好調であり、前月比0.7%増加した。



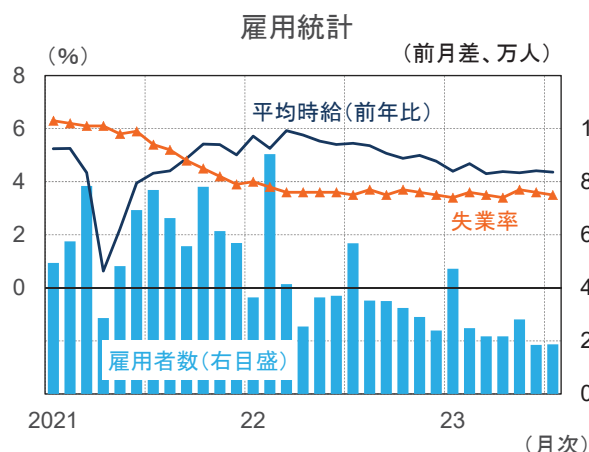
(備考) FRB



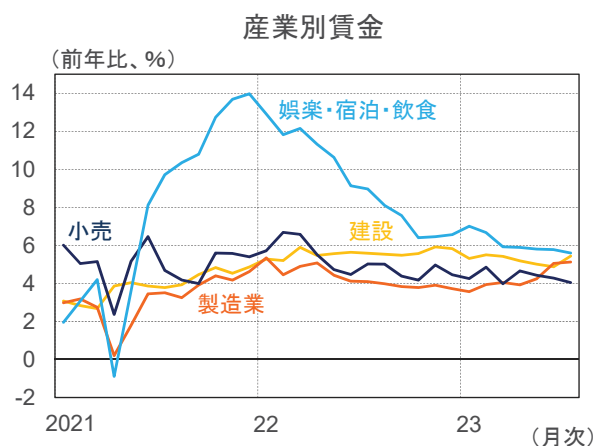
(備考) 米商務省

雇用は堅調

- 7月の雇用統計は、雇用者数の増加が2ヵ月連続で20万人を割り込んだものの、18.7万人増と堅調となった。平均時給の伸びは前年比4.4%となり高止まりが続いたほか、失業率も2ヵ月連続で低下し、3.5%となった。コロナ禍で引き締まった雇用市場の緩和は続くが、依然として堅調な情勢が続いている。
- 産業別の賃金をみると、コロナ禍からの景気回復で人手不足が強まった教養娯楽や小売業の賃金上昇が22年以降落ち着き、全体の伸び鈍化につながった。ただし、23年に入って、これらの産業の賃金の伸びが下げ止まったほか、製造業は上昇に転じ、全体として4~6%程度の伸びが続いている。



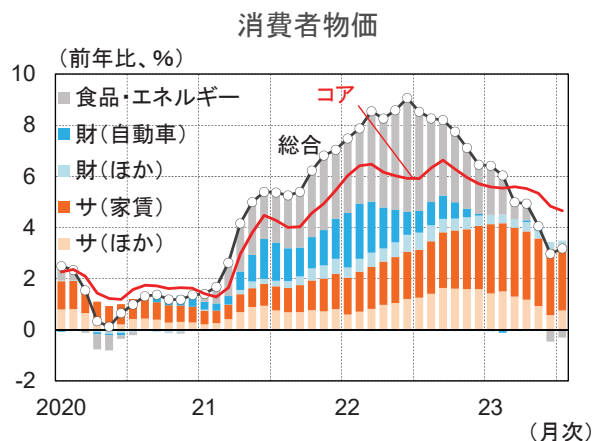
(備考) 米労働省



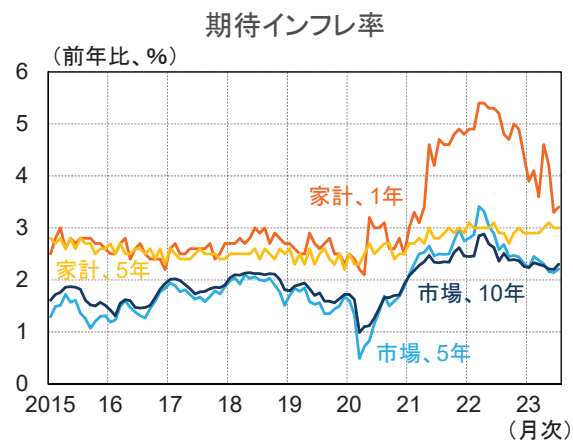
(備考) 米労働省

消費者物価の伸びは鈍化

- 7月の消費者物価の伸びは、エネルギーのマイナス幅縮小により前年比3.2%となり、前月からやや拡大したが、エネルギーと食料を除くコア物価は4ヵ月連続で鈍化した。今後は家賃の伸びも鈍化するとみられるが、賃金に連動するとされる家賃を除くサービス物価は小幅に伸びが高まっており、インフレ鈍化のために賃金上昇の落ち着きも必要となる。
- 期待インフレ率をみると、家計では短期の見通しが低下する一方、5年後は3%程度とコロナ前をやや上回る。市場では、22年初をピークにFRBの目標である2%をやや上回る水準に低下している。全体的にインフレ期待は落ち着く傾向にあるが、一部では高止まっており賃金上昇などによるインフレの長期化に留意が必要である。



(備考) 1. 米労働省 2. 内訳は総合の寄与度



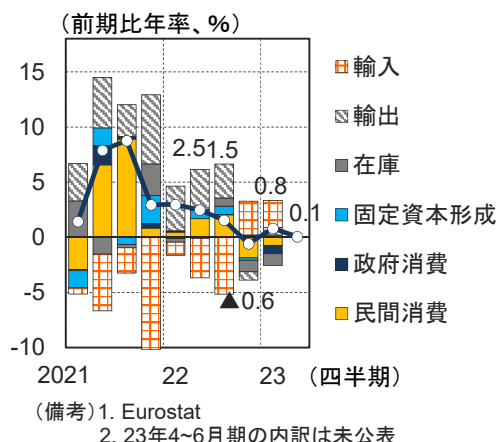
(備考) セントルイス連銀、Refinitiv Datastream

今月の論点

緩やかに回復している

EUの2023年4～6月期実質GDP(速報値)は、前期比年率0.1%上昇し、緩やかな回復が続いた。インフレ率が7%弱と高いドイツは3期連続のマイナス成長を回避するも、横ばいにとどまった。一方、インフレ率の低いフランスやスペインは年率2%程度の成長となった。今後はインフレ率が緩やかに低下し、実質家計所得への下押し圧力が緩和する中、1%程度の成長に持ち直すと見込まれ、24年以降の回復ペースは潜在成長率とされる1%台半ばに高まるとみられる。

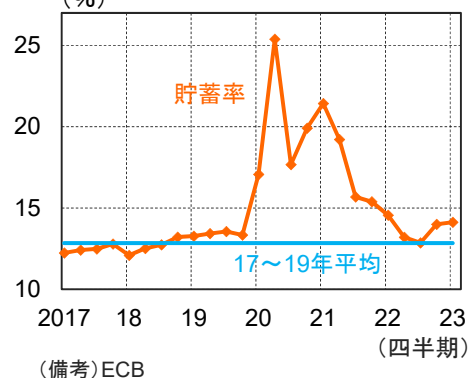
EU実質GDP成長率



コロナ禍で高まった貯蓄率が徐々に低下

欧州では、コロナの感染が拡大した20年に、外出制限などで消費が抑制されたほか、政府支援策で所得が下支えされたことにより、家計の貯蓄率は大きく上昇した。21年以降、消費の持ち直しに伴い、貯蓄率は徐々に低下し、コロナ前の水準に戻ったが、22年後半から巣ごもり需要の縮小、高インフレによる実質所得減などにより、消費が低迷し、貯蓄率はやや上昇した。

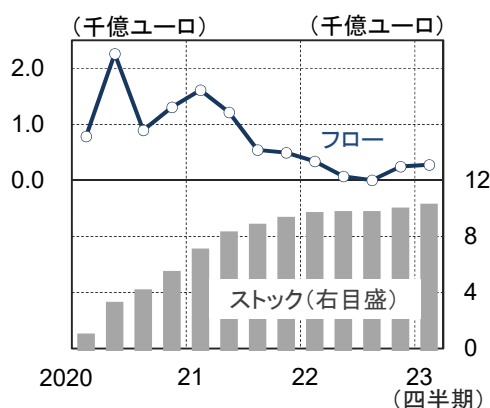
家計貯蓄率(ユーロ圏)



過剰貯蓄は依然として積み上がっている

貯蓄率はコロナ前の水準に戻ったものの、コロナ禍の高貯蓄率時に蓄積した過剰貯蓄は残る。17～19年の平均貯蓄率で試算したフローの過剰貯蓄は20年4～6月期に2千億ユーロ超となった後、貯蓄率の低下に伴い徐々に縮小したが、ストックの過剰貯蓄は積み上がっており、23年1～3月期において約1兆ユーロ、対GDP比で7.5%の水準まで拡大した。

2020年以降の家計の過剰貯蓄(ユーロ圏)



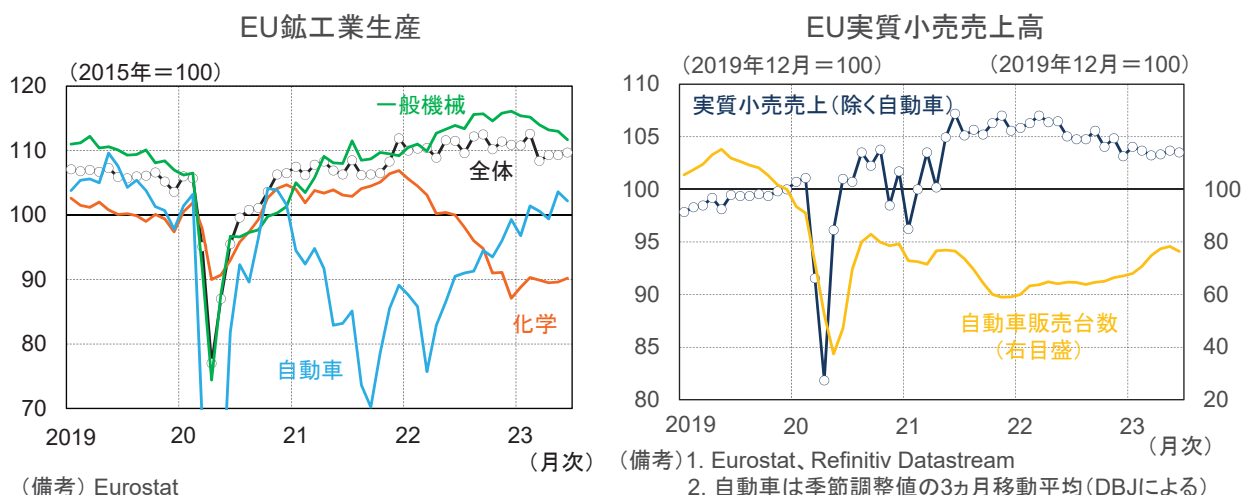
消費持ち直しの支えとなることが期待される

米国では堅調な消費に伴い22年からすでに過剰貯蓄の取り崩しが始まった。一方、欧州の過剰貯蓄の活用余地は米国と比較すると残されている。高インフレの長期化や消費マインド改善の遅れなどのリスクはあるが、今後消費持ち直しの支えの一部となることが期待される。

主要指標

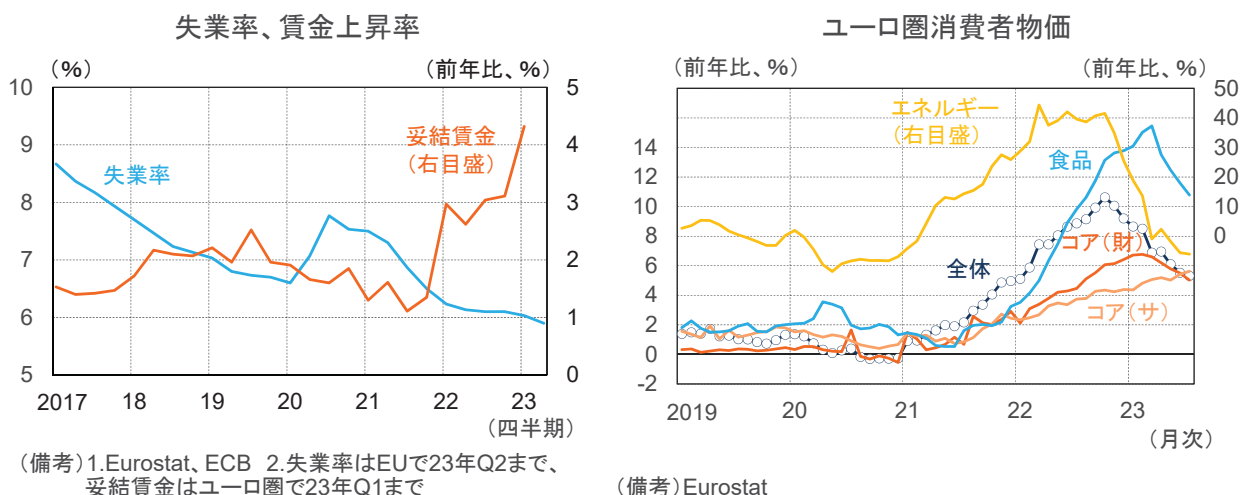
生産は持ち直しに足踏み、小売は横ばいの動き

- 6月のEU鉱工業生産は前月から0.5%増加したが、依然として年初の水準を下回っている。22年から部品不足の緩和に伴う受注残の消化や、外需の拡大などにより、生産は緩やかに持ち直してきたが、春以降は内外需が弱い中、足踏みの動きとなっている。
- EUの実質小売売上高(除く自動車)は、巣ごもり需要の縮小や高インフレにより22年春以降減少したが、今年に入りインフレ率の緩やかな低下に伴い下げ止まっている。6月は前月比0.2%減少したが、均してみると横ばいとなっている。一方、自動車販売台数は、部品不足の緩和もあり、緩やかな持ち直し基調が続いている。



労働市場はひっ迫が続いている、コア物価は下げ渋る

- EUの労働市場は、景気回復や感染拡大を背景とする人手不足により、21年後半からひっ迫した。22年後半以降景気の回復ペースは鈍化したが、一人当たり労働時間の減少により労働供給が伸び悩み、失業率がコロナ前を下回って低下するほか、賃金も高い伸びとなっている。
- 7月のユーロ圏消費者物価は前年比5.3%上昇し、昨年10月をピークとする緩やかな伸び鈍化が続いた。コア物価は賃金の高止まりなどを受けたサービス価格の伸び拡大により下げ渋った。7月のECB理事会は、9会合連続の利上げを行った(預金ファシリティ金利3.5%→3.75%)。ラガルド総裁は次回9月会合での利上げを明言せず、市場では景気の持ち直しが弱い中で利上げはあと1回と予想されている。



今月の論点

ゼロコロナ政策撤廃後の
持ち直しが鈍化

2023年4～6月期の実質GDP成長率は、上海ロックダウンがあった前年比で6.3%増と高まったが、季節調整済み前期比は1～3月期の2.2%増から0.8%増に減速し、ゼロコロナ政策撤廃後の持ち直しが鈍化した。前期比で消費の伸びが鈍化するなど内需の持ち直しが弱いほか、輸出が減少して外需が低迷した。7月の経済指標でも、小売売上高が前月比で減少したほか、物価もデスインフレ基調を示すなど、消費の持ち直しの弱さが示された。また、足元の輸出も欧米向けを中心に減少しており、内外需双方でさえない傾向が続いている。

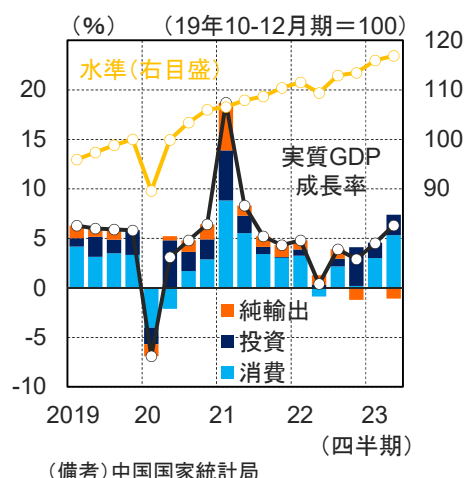
高まる若年層の失業率

都市部の失業率は、ゼロコロナ政策撤廃後に5%台前半まで低下したが、年齢階層別にみると、16～24歳の失業率は20%台に高まった。大卒者数は、大学進学率の上昇により年々増加しており、政府の試算では23年は1,158万人に達し、過去最高を更新する見込みである。政府は若年層失業率の公表を7月分より停止したが、雇用情勢が悪化する中、求職者が増加することで若年層失業率は今後も上昇するとみられる。消費意欲の旺盛な若者を中心に雇用や所得などへの将来不安が高まれば、消費を減退させコロナ禍からの中国経済の持ち直しを一段と弱めかねず、留意が必要である。

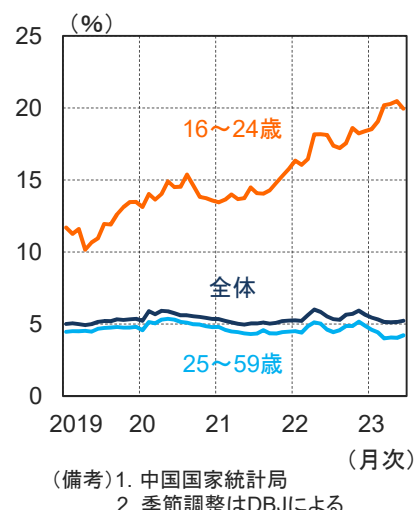
大規模な経済対策には
踏み込まず

中国共産党は7月の中央政治局会議で、足元では内需不足などのために新たな困難に直面していると指摘し、自動車や電化製品、旅行を中心とした消費拡大方針を表明した。加えて不動産分野では、住宅は投機対象ではないとする文言が削除され、政策の適時調整・最適化が打ち出されたことは、不動産への追加の規制緩和や支援の可能性を示唆したものと見て注目に値する。ただし、近年政府は「質の高い発展」を重視していることなどから大規模な経済対策までは踏み込まないとみられており、景気回復は下半期にかけて幾分持ち直すものの、当面緩やかなペースにとどまるとみられる。

実質GDP



都市部失業率



7月中央政治局会議

| | |
|------|---|
| 景気認識 | ➤ 内需の不足、一部企業の経営難、複雑で厳しい外部環境のために、新たな困難や課題に直面 |
| 消費拡大 | ➤ 自動車、電化製品などやサービス消費を促進 |
| 不動産 | ➤ 不動産政策を適時調整・最適化する(投機対象ではないとの文言消える) |
| 雇用 | ➤ 安定雇用を全体考慮の戦略的水準に引き上げ |

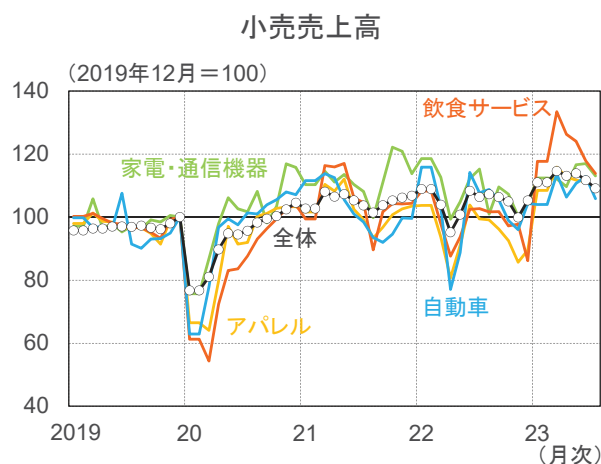
(備考) 中国中央人民政府

[経済調査室エコノミスト 合津 智裕]

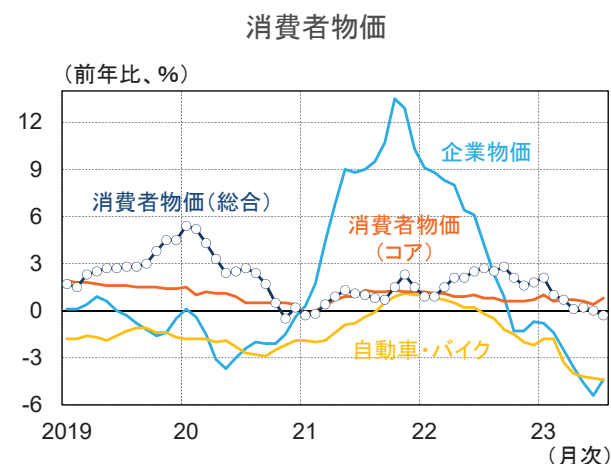
主要指標

小売売上高は持ち直しが一服、物価は下落

- 7月の小売売上高は、前月比で2ヵ月連続減少し（前年比2.5%減）、ゼロコロナ政策撤廃後の持ち直しが一服している。飲食サービスの急増が落ち着いたほか、自動車や家電など耐久財が減少した。
- 7月の消費者物価（総合）は、前年比0.3%下落した。21年11月以降低下基調にある自動車・バイクなどの耐久財が下落したほか、豚肉などの食品が大きく落ち込んだ。コア物価は、夏休みで需要が拡大した旅行がけん引し、上昇した。また、企業物価は、弱い消費や在庫調整、資源価格の下落などにより前年割れが続いた。



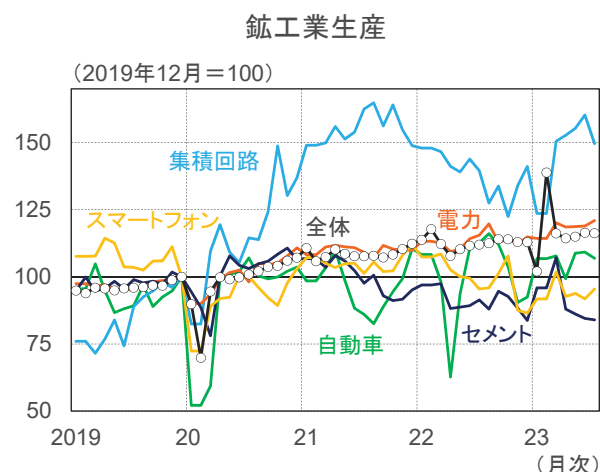
(備考) 1. 中国国家統計局 2. 季節調整はDBJによる



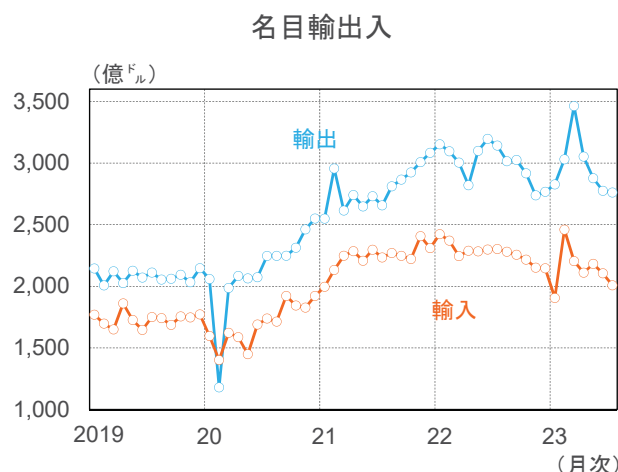
(備考) 1. 中国国家統計局 2. コアは食品・エネルギーを除く指数

生産は持ち直しが一服、輸出は減少

- 7月の生産は、前月比横ばいとなり（前年比3.7%増）、ゼロコロナ政策撤廃後の持ち直しが一服している。スマートフォンなどが増加したものの、このところ増加基調にあった集積回路のほか、不動産市場の調整の影響を受けるセメントも減少した。
- 7月の輸出は、前月比で4ヵ月連続減少し、ゼロコロナ政策撤廃後の新規受注が集中した3月以降、息切れがみられる。国別では、景気減速や過度な対中依存を避けるデリスキングの動きなどもあり、欧米向けを中心に減少傾向にある。7月の輸入も前月比減少し、国内財消費の持ち直しの鈍さが改めて裏付けられた。



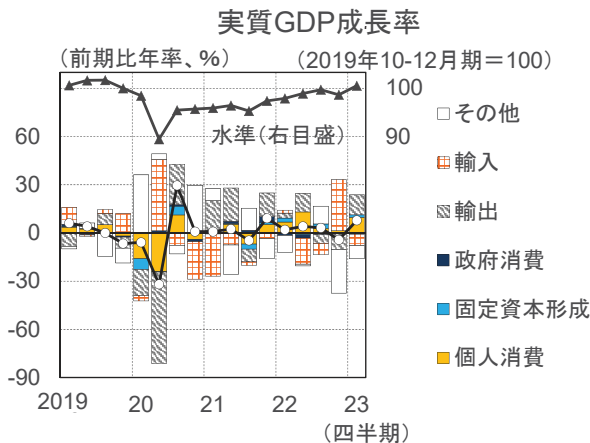
(備考) 1. 中国国家統計局 2. 季節調整はDBJによる



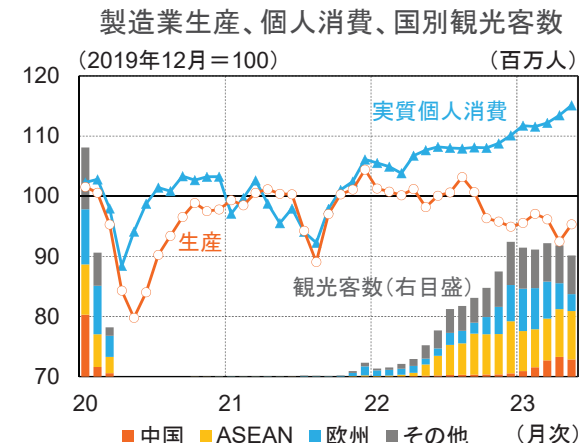
(備考) 1. 中国海関総署 2. 季節調整はDBJによる

タイ:回復している

- 2023年1～3月期の実質GDPは、前期比年率7.8%増加し、回復している。外国人観光客数の持ち直しによりサービス輸出が増加した。また、観光業を中心とした雇用の改善やインフレ率の伸び鈍化により、消費者マインドの改善が続き、個人消費も自動車など耐久消費財を中心に増加した。
- 外国人観光客数は、22年に入りASEAN諸国を中心に増加して観光需要をけん引したが、22年12月以降は中国や欧州の回復が弱く、コロナ前の7割弱の水準で足踏み状態にある。また、生産はコンピューター部品などの輸出減少で22年後半以降弱い動きが続き、先行きも海外経済の減速などで持ち直しが遅れる可能性がある。



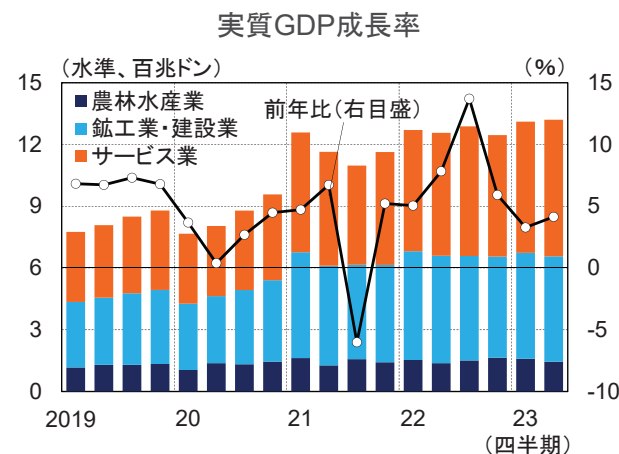
(備考)タイ国家経済社会開発委員会



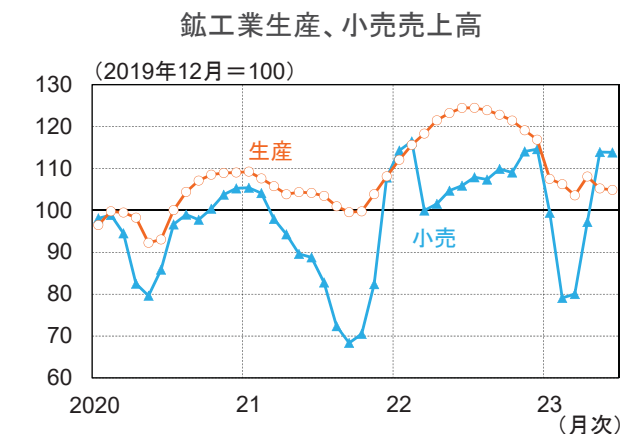
(備考)タイ国家経済社会開発委員会、タイ観光庁

ベトナム:緩やかに回復している

- 2023年4～6月期の実質GDPは前年比4.1%増加し、23年に入り伸びは鈍化したものの回復が続いた。製造業は海外経済の減速や北部地域での電力不足などから伸び悩んだものの、サービス業が観光客の増加などにより堅調だった。
- 小売は、観光客の増加などを受けて、緩やかに持ち直している。他方で生産は、輸出が海外経済の減速や輸出ウエートの大きいPC・スマートフォンなどの世界的な調整などで減少基調にあり、22年半ば以降弱い動きが続いている。ベトナム中銀は製造業を中心とした経済活動を下支えするため6/16に今年4回目となる利下げを行ったが、今後も輸出の低迷により経済の回復ペースは緩やかにとどまるとみられる。



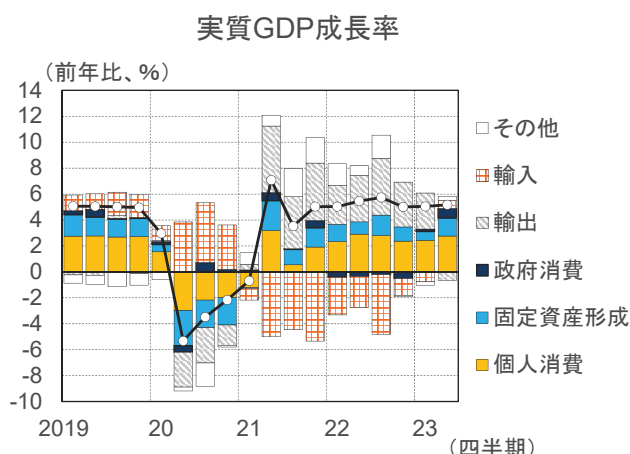
(備考)1. ベトナム統計総局 2. 季節調整はDBJによる



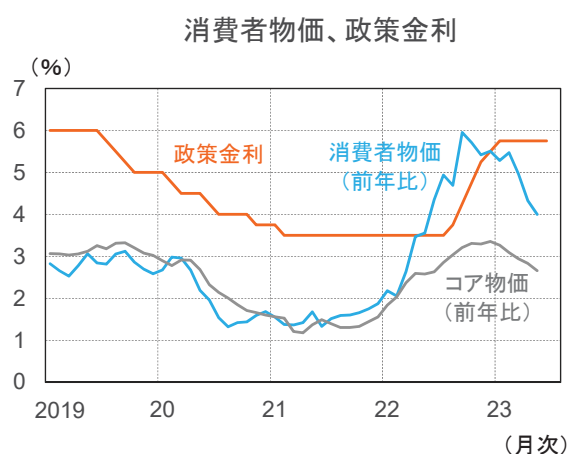
(備考)1. ベトナム統計総局 2. 季節調整値の3ヵ月移動平均
3. 季節調整はDBJによる

インドネシア:回復している

- 2023年4～6月期の実質GDPは、前年比5.2%増加し回復が続いた。石炭やパーム油などの資源を中心とした輸出が一服したが、コロナ禍からの回復が続く個人消費が堅調に増加した。先行きは海外減速などの懸念材料はあるが、堅調な個人消費のほか、24年2月の大統領選に向けた選挙関連支出や24年からの首都移転に向けたインフラ投資、インバウンドの持ち直しもあり回復が続くとみられる。
- インフレ率は22年に入り、資源高や通貨ルピアの下落などにより中銀目標(2～4%)を上回ったが、同年9月にピークを付けた後、足元では目標レンジ内に収まるまで鈍化した。中銀は22年8月から6回連続で利上げを行ったが、インフレの鈍化を受けて2月会合で利上げを停止し、その後据え置いている。



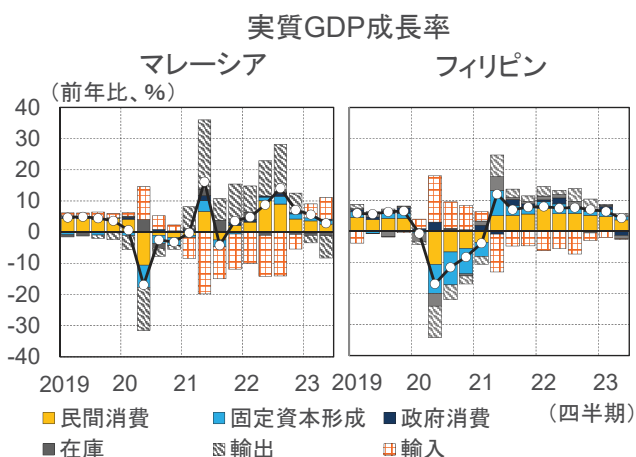
(備考) インドネシア中央統計庁



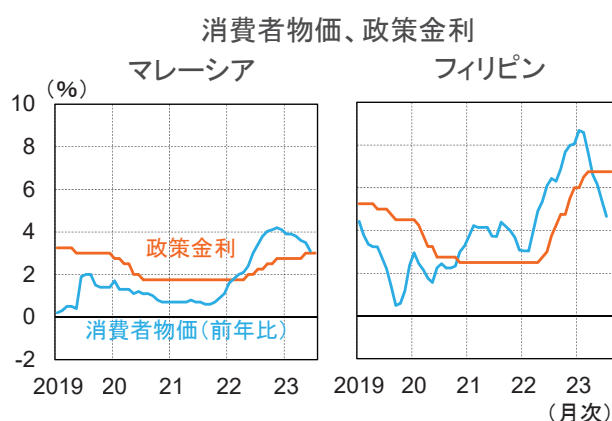
(備考) インドネシア中銀、インドネシア中央統計庁

マレーシア、フィリピン:緩やかに回復している

- マレーシアの2023年4～6月期実質GDPは前年比2.9%増となり、個人消費の減速や輸出減により22年の高成長からの伸び鈍化が続いた。フィリピンは同4.3%増となり、物価高による個人消費の減速や、昨年5月の選挙関連の政府支出の縮小などで伸びが鈍化した。先行きは、両国とも海外減速や高金利などの懸念材料はあるが、内需を中心に緩やかな回復が続くと見込まれる。
- マレーシア中銀は5月会合でインフレ率が下げ渋る中で3会合ぶりの利上げを行ったが、7月会合ではコア物価の伸びが低下したことで再び据え置いた。フィリピン中銀は昨年5月から9会合連続で利上げを実施したが、インフレ率は鈍化しており目標レンジ(2～4%)に近づきつつあるほか景気減速もあり、5月から据え置いている。



(備考) マレーシア統計局、フィリピン統計機構



(備考) 1.各国統計機関、中央銀行
2.マレーシアの消費者物価はコア物価

長期金利：日米で上昇

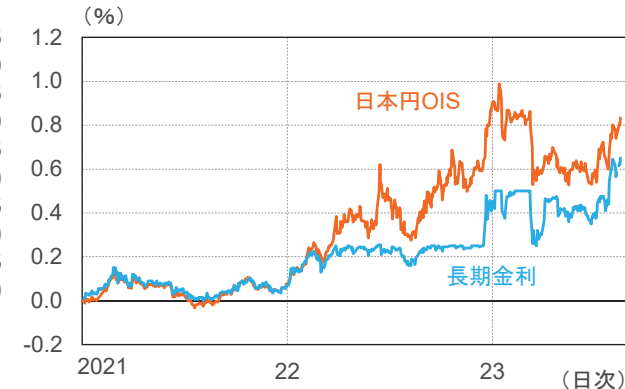
- 米国の長期金利は、6月以降追加利上げ観測に伴い上昇基調となる中、8月初旬のフィッチによる国債格下げなどを受けて4.2%に上昇した。日本の金利は4月末の植田日銀の初会合以降、0.4%前後で推移した。その後、7月会合におけるYCC修正により長期金利の上限が事実上1%に引き上げられたことや米金利上昇により一時0.655%に上昇した。その後、日銀の臨時オペなどで一服したものの、8月中旬に0.6%台半ばに上昇している。
- 長期金利と連動する10年物の日本円OISは22年春以降、米利上げや円安に伴う日銀の緩和修正観測により上昇した。昨年12月のYCCのレンジ拡大を受けて年初にかけて1%に上昇したが、その後、日銀の緩和維持強調や欧米銀行不安により低下した。7月日銀会合におけるYCC修正を受けてOISは再び上昇しているが0.8%台にとどまり、長期金利の上昇圧力は年初ほど強くないとみられている。

日米10年物長期金利



(備考) 日本相互証券、米財務省

日本円OIS、長期金利（10年物）



(備考) 1. 日本相互証券、Refinitiv Datastream
2. OIS: Overnight Index Swap

株価：米国株は上昇、日本株は横ばい

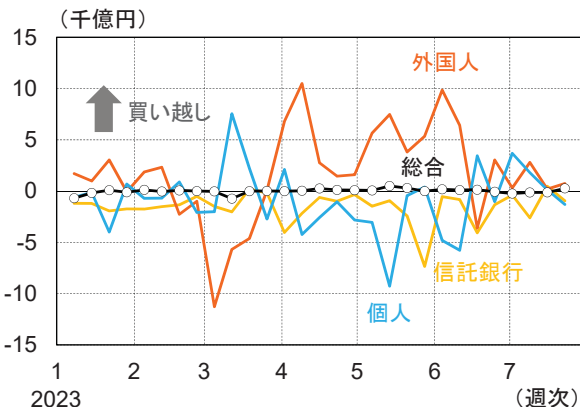
- 7月の米国の株価は、上昇した。6月の雇用の伸びは引き続き堅調であったが消費者物価の伸びが予想より鈍化して利上げ観測が後退し、米国の景気後退懸念が和らぎ、月後半にかけて買い優勢となった。日本株は、月前半は円高を嫌気した売りや半導体関連株の下落などがあったが、後半は円安や米国株の上昇などにより、おおむね横ばいとなった。
- 投資部門別に日本株の売買をみると、6月前半にかけて外国人は東証のPBR改善要請や日銀の緩和継続姿勢などにより大きく買い越したが、6月中盤以降はポジション調整により落ち着いた動きとなっている。個人も利益確定などから7月後半以降売越に転じており、当面は上値が重いとみられる。

日米株価



(備考) Refinitiv Datastream

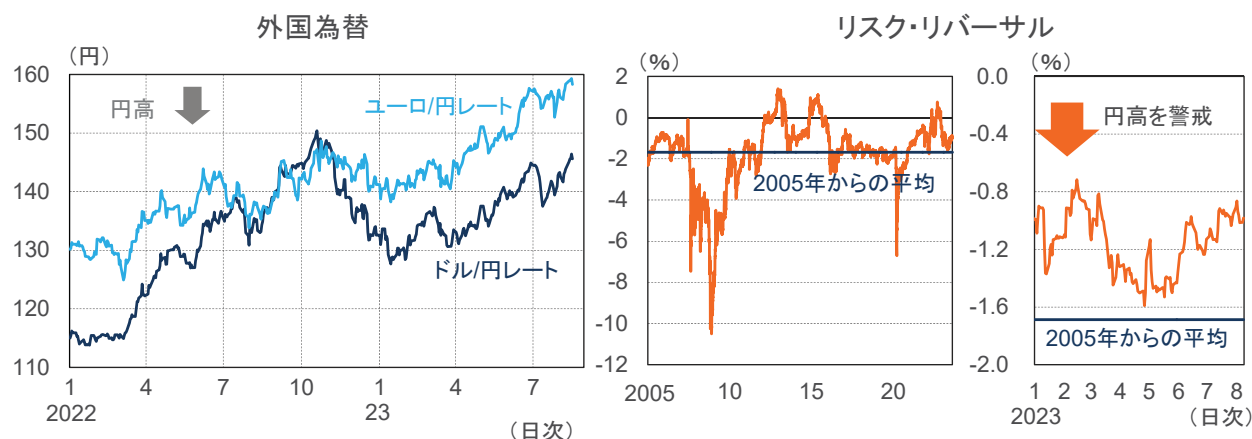
投資部門別国内株式売買



(備考) 日本取引所グループ

為替:ドル円レートは145円に円安が進む

- ドル円レートは、7月日銀会合前の政策修正観測を受けて136円台に円高が進んだが、その後植田総裁の「YCCを続けていく」との発言により140円台に戻した。7/27~28の日銀会合後では政策が修正されたものの、大規模緩和は維持されたほか米金利の上昇などもあり、昨年11月以来となる145円に円安が進んだ。
- 先行きの為替相場に対する市場参加者のリスク認識の偏りを示すリスク・リバーサルをみると、コロナ後の円安懸念は落ち着き、円高を懸念する見方が優勢であるものの、過去平均並みにとどまっている。米国の利上げが終盤であることなどから今後は円高との見方が優勢ではあるものの、米経済が想定以上に底堅いことに加え、日銀の利上げも当面先とみられていることもあり、円安懸念も根強いとみられる。

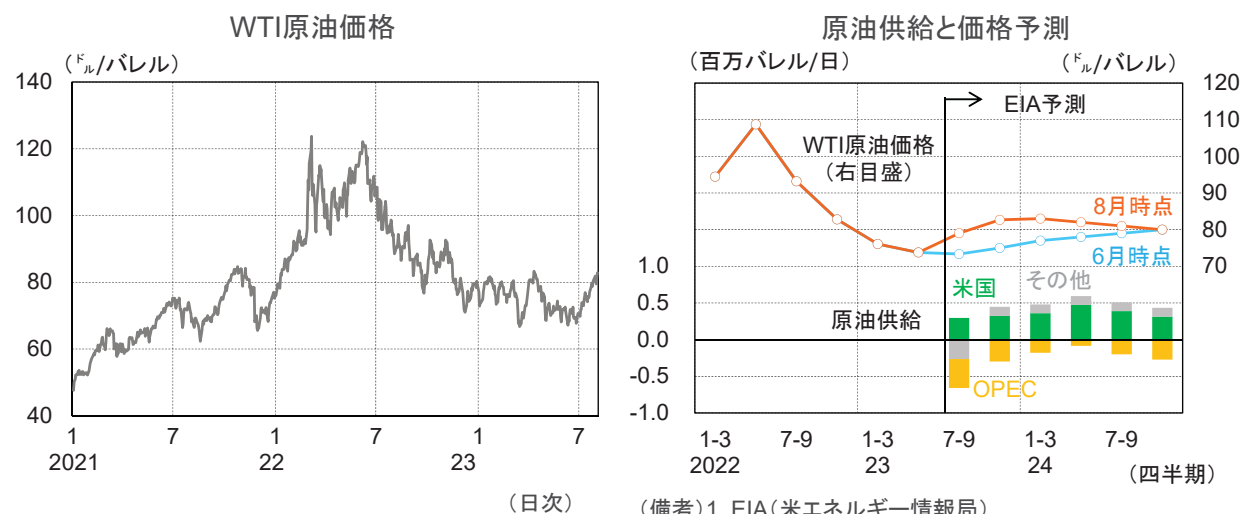


(備考) 1. 日本銀行 2. 17:00現在の銀行間取引レート

(備考) 1. Bloomberg 2. 1ヵ月物

原油価格:OPECプラスの減産継続により上昇

- WTI原油価格は、一時80ドルを上回って上昇した。中国のGDPが予測を下回ったことが下落要因となったが、サウジアラビアが自主的な追加減産を9月も続けると発表したことに加え、ロシアも9月の原油輸出量を削減することを表明したことなどが上昇要因となった。
- EIAの8月予測では、23年の原油の供給見通しを6月予測から下方修正した。米国が増産する一方で、サウジアラビアやロシアの動きを反映し、OPECプラスの供給見通しを引き下げた。原油価格は、24年1~3月期をピークに上昇するが、その後は、供給が需要を上回ることにより低下する予測となっている。

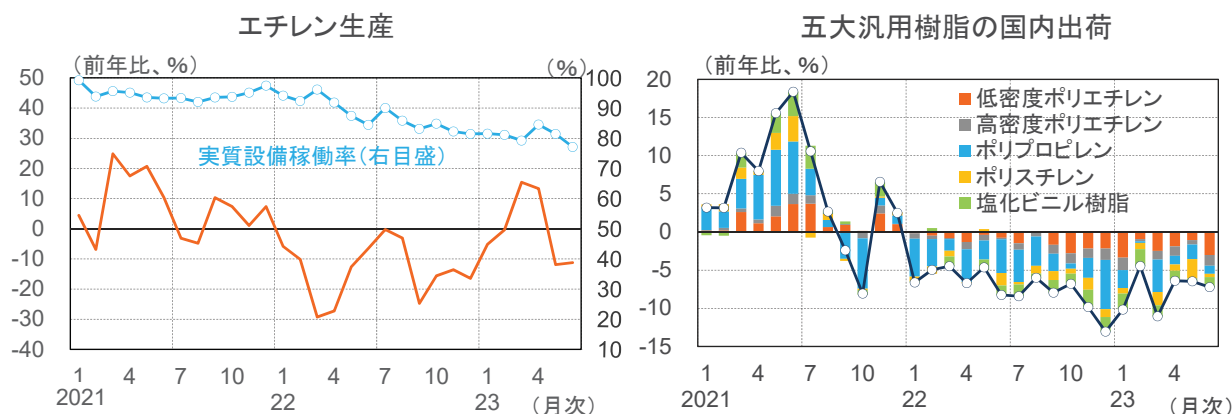


(備考) Refinitiv Datastream

(備考) 1. EIA(米エネルギー情報局)
2. 原油供給予測は6月と8月時点との差

石油化学:内外需の下振れにより減少

- 2023年6月のエチレン生産は前年比11.2%減少した。前年の定期修繕プラントの増減による振れはあるものの、国内財消費が弱含むほか、中国の需要低迷により外需の減少基調が続いている。今後は、中国におけるエチレン生産能力の増強により供給過剰による市況悪化が懸念されている。定修要因を除いた稼働率は77.1%で約14年ぶりの低水準となり、好不況の目安となる90%を11ヵ月連続で下回った。
- 6月の五大汎用樹脂の国内出荷は前年比7.2%減少し、18ヵ月連続のマイナスとなった。ポリエチレンを中心に全ての樹脂において減少が続く。

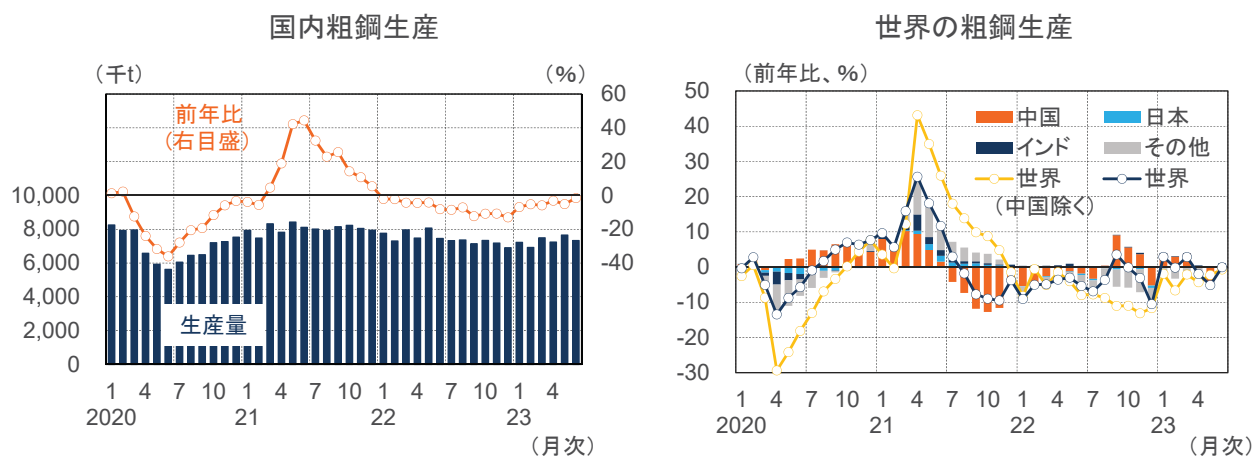


(備考) 1. 経済産業省、石油化学工業協会
2. 実質設備稼働率は定修要因を除いた稼働率

(備考) 石油化学工業協会、塩ビ工業・環境協会

鉄鋼:緩やかに持ち直し

- 2023年6月の国内粗鋼生産は、前年比1.6%減少し、18ヵ月連続のマイナスとなったが、マイナス幅は前月より縮小した。5月の受注は14ヵ月ぶりに前年比プラスに転じるなど、緩やかな持ち直しが続いており、経済産業省では7～9月期に前年比で7四半期ぶりの増加を見込む。
- 世界の粗鋼生産は6月は前年比ほぼ横ばい(0.1%減)となった。地域別には、全体の1割弱を占めるEUが、インフレや金利上昇などにより同11.1%減となったものの、最大生産国である中国やインドが底支えした。ただし、中国政府が鉄鋼メーカーに減産を要請したとの報道もあり、世界全体でも当面マイナスが続くとみられる。



(備考) 一般社団法人日本鉄鋼連盟、経済産業省

(備考) 一般社団法人日本鉄鋼連盟

自動車: 部品不足の緩和により持ち直し

- 2023年6月の国内自動車生産は、前年比12.7%増加した。半導体不足が解消に向かい、米国向けを中心に輸出が好調だった。7月以降も供給制約の緩和が続き、緩やかなペースの持ち直しが続く見通し。
- 6月の主要国・地域別販売台数は、全ての主要国・地域で増加した。中国の回復に鈍さがみられるものの、その他の国・地域では供給制約の緩和と旺盛な繰越需要を受けて販売の回復が続いた。

国内自動車生産台数



(備考) 1. 経済産業省
2. 6月速報値にはバスが含まれていない

主要国・地域別新車販売台数

(上段: 万台 / 下段: 前年同月比、%)

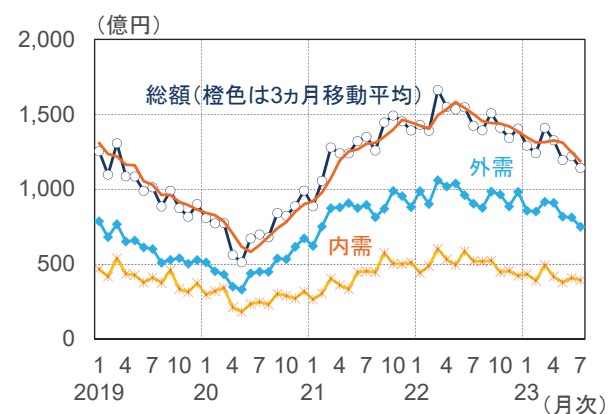
| | 2023年 | | | | | |
|----|---------------------------|----------------------------|---------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------|
| | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 |
| 日本 | 42.7
20.3 | 57.2
11.6 | 35.0
16.7 | 32.7
25.0 | 39.3
19.8 | 37.9
8.5 |
| 米国 | 116.1
9.1 | 138.5
9.4 | 135.7
7.7 | 137.5
22.8 | 138.5
20.8 | 131.4
14.7 |
| 中国 | 197.6
13.5 | 245.1
9.7 | 215.9
82.7 | 238.2
27.9 | 262.2
4.8 | |
| 欧州 | 90.3 ³
12.3 | 142.2 ³
26.2 | 96.5 ³
16.2 | 112.2 ³
18.3 | 126.6 ³
18.7 | |

(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. 23年の欧州は乗用車のみ
4. ■: 10%以上

工作機械: 受注額は緩やかに減少

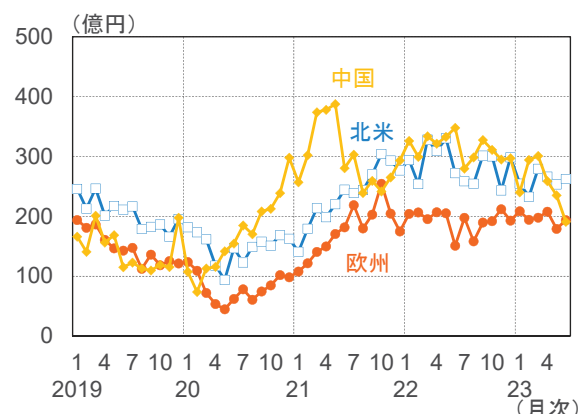
- 2023年7月の工作機械受注額は1,143億円となった。好不調の目安となる1,000億円を上回ったものの、前年比は7ヵ月連続でマイナス(19.8%減)となり、22年央をピークとする緩やかな減少が続いた。内需は自動車関連の受注がやや水準を落とすほか、半導体市場の調整が続く中で弱含んでいる。外需は緩やかな減少傾向が継続した。
- 6月の地域別外需受注額は、欧州は横ばい、北米は微減となったが、利上げの影響が懸念される。一方、中国ではスマートフォンや自動車向けなどで減少が強まった。

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

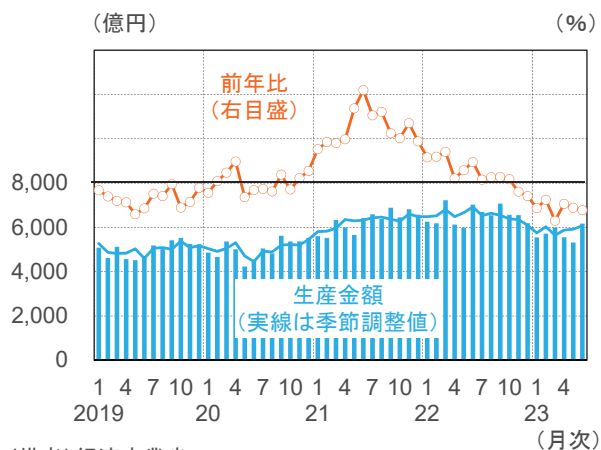


(備考) 1. 日本工作機械工業会 2. 6月が最新値

電機・半導体：メモリ需要は弱く、生産調整により減少

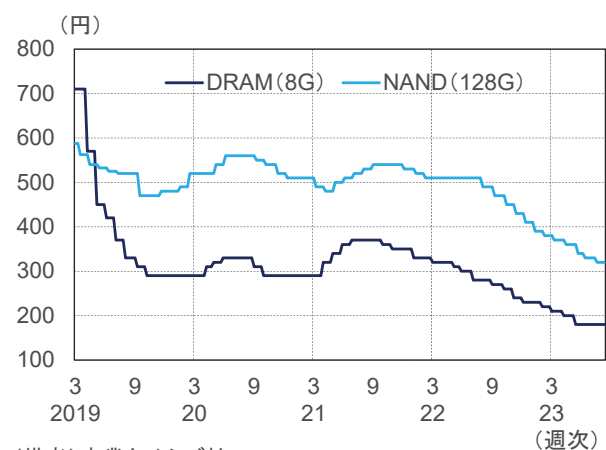
- 電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額は、2023年6月に前年比12.2%減少した。季節調整値は今年に入り下げ止まっており、底入れが期待されるが、ハイパースケーラー（大規模クラウド事業者）のメモリ投資には明確な回復の動きはまだみられていない。
- 2023年8月のメモリ価格は、DRAMは7月より下げ止まりがみられるが、依然として需要が弱く、来年にかけて調整が続くとみられている。NANDは各社が減産対応を行うものの、22年半ばから価格下落が続いている。

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

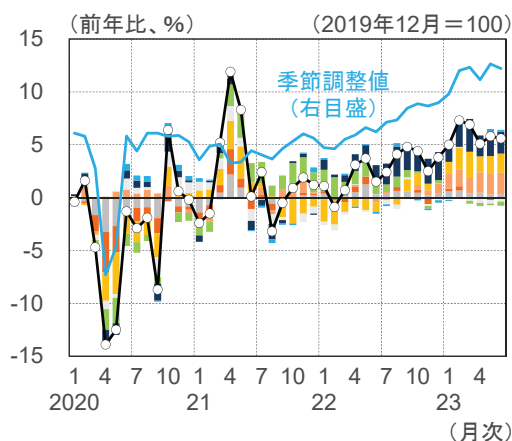


(備考) 産業タイムズ社

小売：外出の増加や値上げにより増加

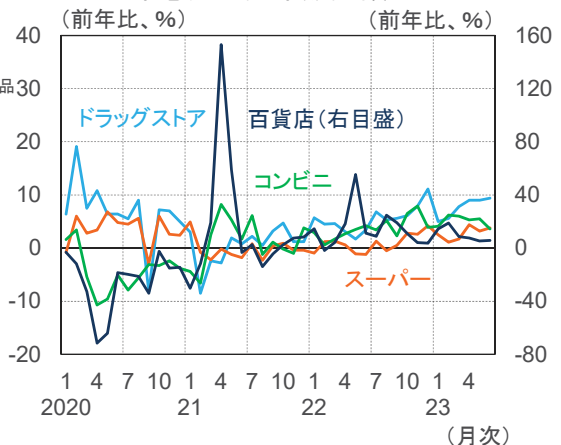
- 2023年6月の小売業販売額は、前年比5.9%増加し、16ヵ月連続のプラスとなった。部品不足が緩和した自動車や値上げが進む飲食料品が増加したほか、医薬品・化粧品の好調が続いた。今後も外出の増加や値上げ継続により増加基調が続く見込み。
- 業態別では、主要な業態全てで前年比プラスとなった。百貨店はインバウンド需要に加え、気温の上昇などにより夏物商材が好調だった。コンビニは飲料やアイスなどの販売が好調となり、ドラッグストアは食品や化粧品などが増加した。スーパーは食品の値上げによる節約志向があるものの、価格上昇により増加が続いた。

小売業販売額



(備考) 経済産業省

業態別小売業販売額

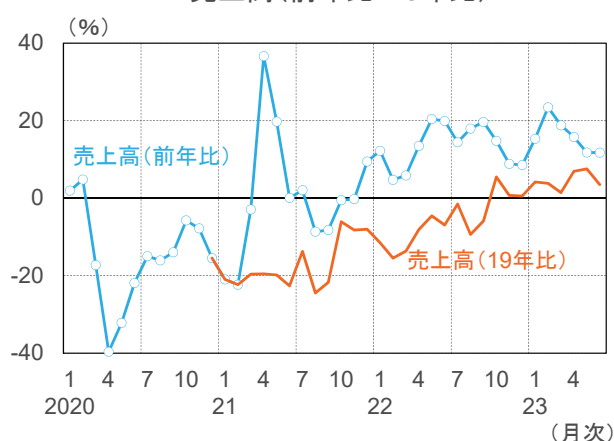


(備考) 経済産業省

外食：外出の増加により緩やかに回復

- 2023年6月の外食産業売上高は、前年比11.8%増加した。5月のコロナ5類移行に伴い外出の機会が増えたことやインバウンド需要の増加を受け、19ヵ月連続のプラスとなり、コロナ前の2019年の水準も9ヵ月連続で上回った。コロナ禍からの回復の勢いは鈍化しているものの、今後はコロナ後の需要回復による外食需要の高まりや値上げも加わり緩やかな増加が続くと見込まれる。
- 業態別では、期間限定の新商品が好調だったファーストフード、閉店時間を延長したファミリーレストランなど、全てで前年を上回った。パブレストラン・居酒屋はグループでの宴会が戻りつつあるものの、業績回復の二極化による店舗数の減少も続いており、2019年同月比は33.9%減と厳しい状況が続いている。

売上高（前年比・19年比）



(備考)一般社団法人日本フードサービス協会

2023年6月の業態別売上高・店舗数

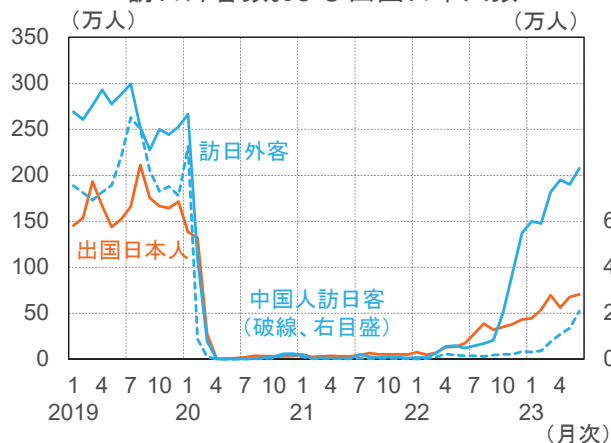
| | 売上高 | | 店舗数 | |
|-------------|------|--------|-------|--------|
| | | 19年比 | | 19年比 |
| 全体 | 11.8 | 3.5 | ▲ 0.5 | ▲ 7.2 |
| ファーストフード | 11.2 | 15.6 | ▲ 0.5 | ▲ 3.4 |
| ファミリーレストラン | 11.8 | ▲ 6.1 | ▲ 1.8 | ▲ 8.9 |
| パブレストラン・居酒屋 | 14.7 | ▲ 33.9 | ▲ 9.5 | ▲ 31.4 |
| ディナーレストラン | 13.0 | ▲ 8.5 | ▲ 6.2 | ▲ 14.0 |
| 喫茶 | 16.0 | ▲ 3.3 | 0.6 | ▲ 5.3 |
| その他 | 16.4 | 18.5 | ▲ 1.8 | 12.6 |

(備考)一般社団法人日本フードサービス協会

旅行・ホテル：インバウンドは持ち直し、出国日本人数は出遅れ

- 2023年6月の訪日外客数（インバウンド）は207万人となり、19年同月比72%に持ち直した。8/10に中国政府が日本への団体旅行を解禁し、今後一段の増加が見込まれる。出国日本人数は19年比46%にとどまり、訪日客に比べて出遅れており、こうした中で国際線定期便数（旅客便）は、23年夏ダイヤ時点で19年比約6割にとどまった。
- JTBによると、夏休みの国内旅行者数は7,250万人となり、19年と同水準まで回復する。国内旅行平均費用は、サービス業の人手不足も背景に物価上昇の影響もあり、コロナ前を1割上回る。一方、海外旅行者数は19年比の約4割の120万人にとどまる。物価高や円安などから短期化傾向がみられ、韓国・台湾・ハワイ方面から回復する。

訪日外客数および出国日本人数



(備考)出入国在留管理庁、日本政府観光局(JNTO)

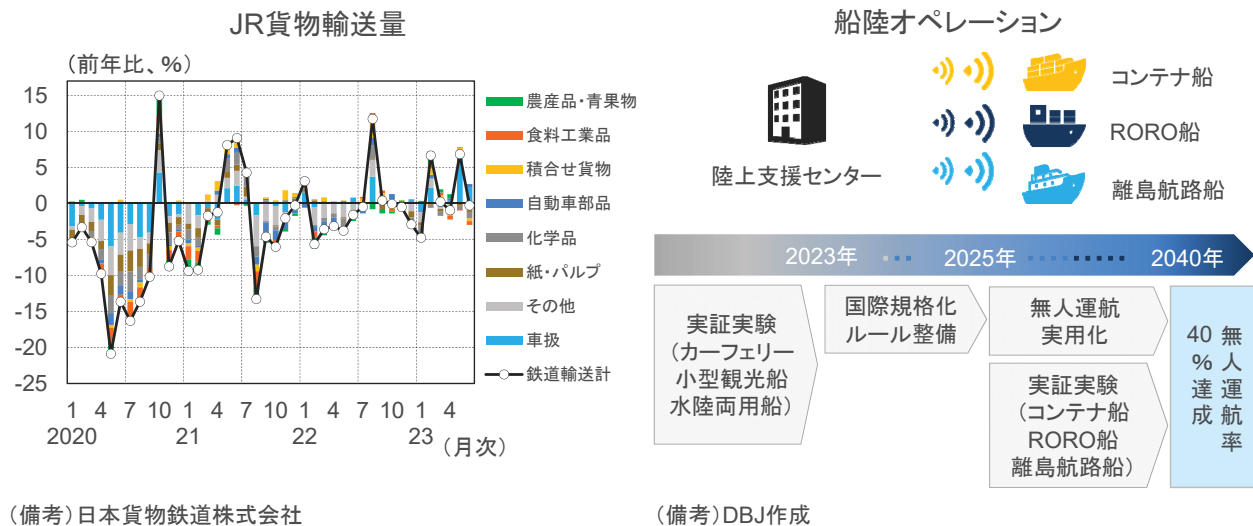
夏休み(7/15～8/31)の旅行動向

| | 2023年推計値 | 2022年比 | 2019年比 |
|-----------|-----------|--------|--------|
| 総旅行人数(延べ) | 7,370万人 | 117.8% | 97.7% |
| 国内旅行人数 | 7,250万人 | 116.9% | 100.1% |
| 海外旅行人数 | 120万人 | 214.3% | 39.6% |
| 国内旅行平均費用 | 40,000円 | 108.1% | 109.6% |
| 海外旅行平均費用 | 231,000円 | - | 99.6% |
| 総旅行消費額 | 3兆1,772億円 | - | 95.0% |
| 国内旅行消費額 | 2兆9,000億円 | 126.4% | 109.7% |
| 海外旅行消費額 | 2,772億円 | - | 39.4% |

(備考)1. JTB 2. 推計値

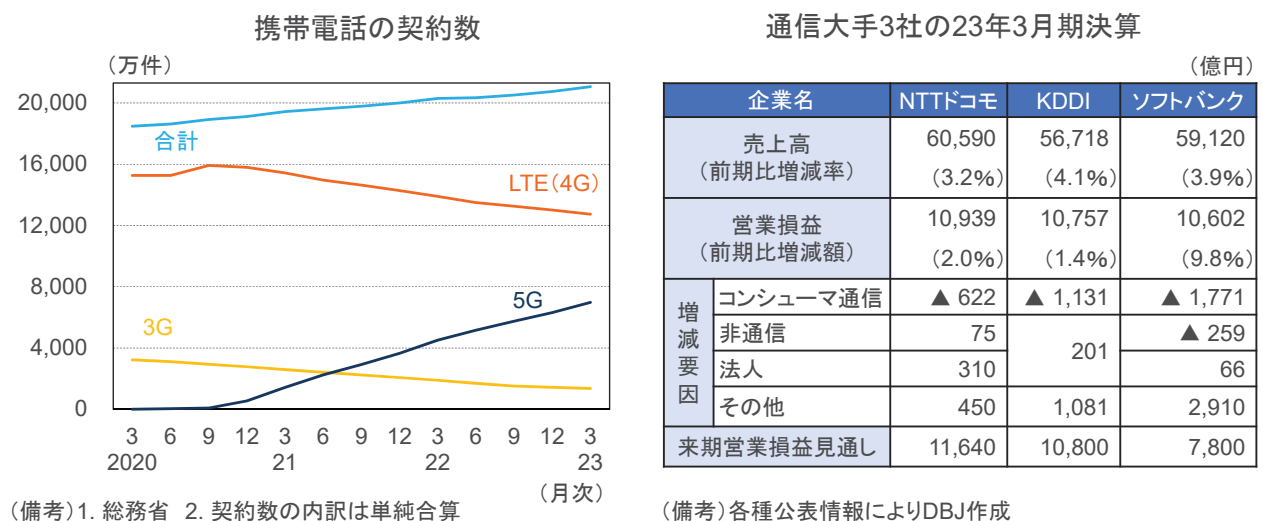
貨物輸送：食料工業品の値上げにより足踏みが継続

- 2023年6月のJR貨物輸送量は前年比0.3%減少した。自動車部品は5ヵ月連続で大幅増となったが、値上げを受けた食料の弱含みにより全体では持ち直しの足踏みが続いた。サービス需要を中心に景気回復が続くものの、先行回復した財需要は頭打ちとなっており、貨物輸送は当面横ばいの動きが続く見込み。
- 7月に日本財団は無人運航船プロジェクト「MEGURI2040」において実証実験を開始すると公表した。2025年の本格的な実用化を目指し、無人運航や陸上からの遠隔操船技術の国際規格化やルール整備を進めていく。内航輸送の重要性が高まるなか、長期的な労働力不足の改善に資すると期待される。



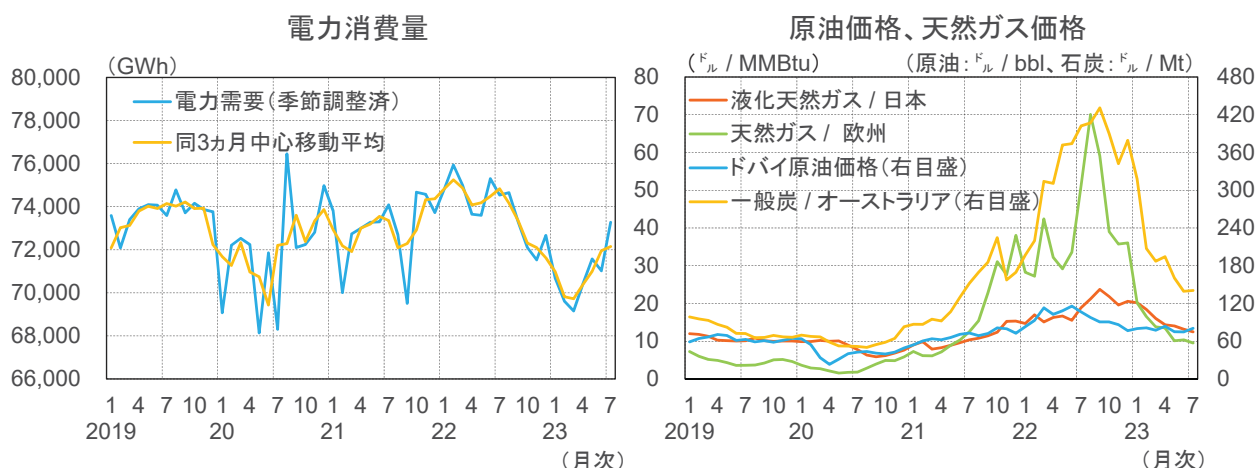
通信：携帯電話契約数は5Gを中心に増加、通信大手3社の23年3月期決算は増収増益

- 2023年3月の携帯電話契約数は2億1,063万件と22年12月比で1.5%の増加となった。3Gと4Gの契約数が緩やかに減少する中、5G契約数は10.5%増加しており、全体の伸びをけん引している。
- 通信大手3社の23年3月期決算は、通信料金値下げがあったものの、法人事業や金融・電力などの非通信事業が好調だったことから、増収となった。損益面でも、コスト削減もあり、3社とも増益を達成した。24年3月期については、5G普及に伴う通信量の増加などによりモバイル通信事業の反転増益を見込み、PayPayの子会社化に伴う利益が剥落するソフトバンクを除き増益予想となっている。



電力：記録的猛暑ながら、節電により需要増加は限定的

- 2023年7月は、全国各地で観測史上最高の気温となり、電力需要は前月比3.2%増加した。ただし、電気料金の値上げに伴う節電の影響により前年同月を下回り（前年比1.0%減）、増加は限定的となった。
- 原油価格は、サウジアラビアとロシアの自主減産による供給減少と、米国経済の堅調を受けた需要期待により、7月末には80ドル台を回復した。8月以降も、需給の緩和要因は見込まれず、原油価格は80ドル付近を底値とする推移が予想される。

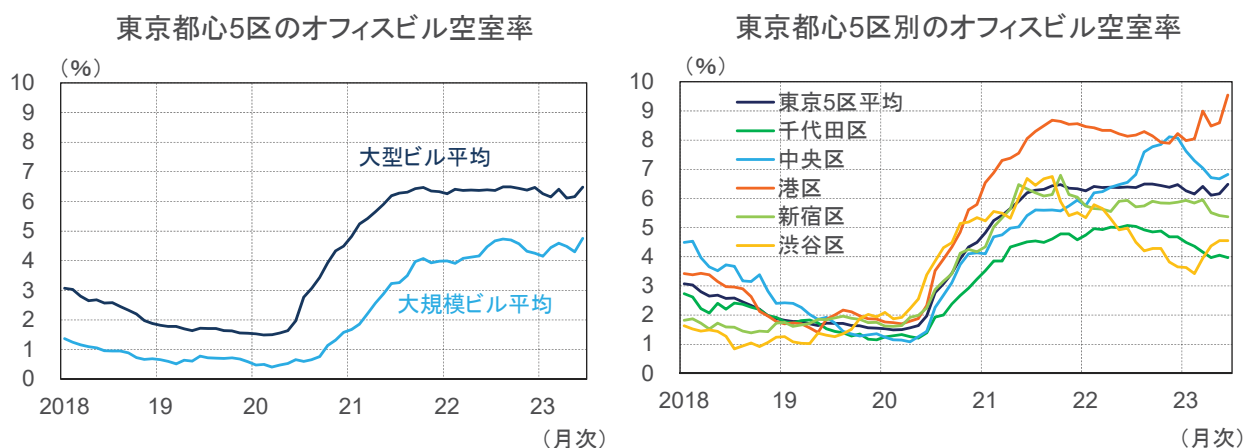


(備考) 1. 電力広域的運営推進機関「広域機関システム」[需要実績データ] (2019～2023年) 2. 季節調整はDBJによる

(備考) 世界銀行、独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構

不動産：空室率は大規模ビル竣工により上昇

- 2023年6月の東京都心5区の大型ビル平均空室率は6.48%となり、前月比0.32%上昇した。港区で大規模ビルが竣工したことなどから、空室面積は2万9千坪増加した。平均賃料は、前月より39円低い19,838円となり、35ヵ月連続で下落した。
- 区別の空室率は差が広がっている。新規供給が集中する港区は、2013年9月以来の9%台に上昇した。新規供給のピークは越えたとみられるものの、当面は新規供給が続き、空室率は上昇が見込まれる。



(備考) 1. 三鬼商事、三幸エステート
2. 都心5区は千代田、中央、港、新宿、渋谷
3. 大型は基準階面積100坪、大規模は200坪以上の賃貸オフィスビル

(備考) 1. 三鬼商事
2. 大型は基準階面積100坪以上の賃貸オフィスビル

世界経済見通し

(%)

| [2021年構成比] | | IMF予測 | | | | | | | | | | OECD予測 | | | | | |
|---------------------|--|-------------------|------|-------------------|------|-------------------|-----|-------------------|------|-------------------|------|-------------------|------|---------------------|------|---------------------|------|
| | | 実質GDP成長率 | | | | | | 消費者物価上昇率 | | | | 実質GDP成長率 | | | | | |
| | | 2022
23/4 23/7 | | 2023
23/4 23/7 | | 2024
23/4 23/7 | | 2022
23/4 23/7 | | 2023
23/4 23/7 | | 2024
23/4 23/7 | | 2022
22/11 23/06 | | 2023
22/11 23/06 | |
| 世界計 | | 3.4 | 3.5 | 2.8 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 8.7 | 7.0 | 6.8 | 4.9 | 5.2 | 3.1 | 3.3 | 2.2 | 2.7 | 2.9 |
| 先進国・地域 [42.0] | | 2.7 | 2.7 | 1.3 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 7.3 | 4.7 | 4.7 | 2.6 | 2.8 | 2.8 | 3.0 | 0.8 | 1.4 | 1.4 |
| 日本 [3.8] | | 1.1 | 1.0 | 1.3 | 1.4 | 1.0 | 1.0 | 2.5 | 2.7 | - | 2.2 | - | 1.6 | 1.0 | 1.8 | 1.3 | 1.1 |
| 米国 [15.7] | | 2.1 | 2.1 | 1.6 | 1.8 | 1.1 | 1.0 | 8.0 | 4.5 | - | 2.3 | - | 1.8 | 2.1 | 0.5 | 1.6 | 1.0 |
| カナダ [1.4] | | 3.4 | 3.4 | 1.5 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 6.8 | 3.9 | - | 2.4 | - | 3.2 | 3.4 | 1.0 | 1.4 | 1.4 |
| 英国 [2.3] | | 4.0 | 4.1 | ▲0.3 | 0.4 | 1.0 | 1.0 | 9.1 | 6.8 | - | 3.0 | - | 4.4 | 4.1 | ▲0.4 | 0.3 | 1.0 |
| EU [14.8] | | 3.7 | 3.7 | 0.7 | 1.0 | 1.6 | 1.7 | 9.3 | 6.3 | - | 3.3 | - | - | - | - | - | - |
| ドイツ [3.3] | | 1.8 | 1.8 | ▲0.1 | ▲0.3 | 1.1 | 1.3 | 8.7 | 6.2 | - | 3.1 | - | 1.8 | 1.9 | ▲0.3 | ▲0.0 | 1.3 |
| フランス [2.3] | | 2.6 | 2.5 | 0.7 | 0.8 | 1.3 | 1.3 | 5.9 | 5.0 | - | 2.5 | - | 2.6 | 2.5 | 0.6 | 0.8 | 1.3 |
| イタリア [1.9] | | 3.7 | 3.7 | 0.7 | 1.1 | 0.8 | 0.9 | 8.7 | 4.5 | - | 2.6 | - | 3.7 | 3.8 | 0.2 | 1.2 | 1.0 |
| オーストラリア [1.0] | | 3.7 | 3.7 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.5 | 6.6 | 5.3 | - | 3.2 | - | 4.0 | 3.6 | 1.9 | 1.8 | 1.4 |
| ニュージーランド [0.2] | | 2.4 | - | 1.1 | - | 0.8 | - | 7.2 | 5.5 | - | 2.6 | - | 2.1 | 2.2 | 1.0 | 1.0 | 1.2 |
| 香港 [0.3] | | ▲3.5 | - | 3.5 | - | 3.1 | - | 1.9 | 2.3 | - | 2.4 | - | - | - | - | - | - |
| シンガポール [0.4] | | 3.6 | - | 1.5 | - | 2.1 | - | 6.1 | 5.8 | - | 3.5 | - | - | - | - | - | - |
| 台湾 [1.0] | | 2.5 | - | 2.1 | - | 2.6 | - | 2.9 | 1.9 | - | 1.7 | - | - | - | - | - | - |
| 韓国 [1.7] | | 2.6 | 2.6 | 1.5 | 1.4 | 2.4 | 2.4 | 5.1 | 3.5 | - | 2.3 | - | 2.7 | 2.6 | 1.8 | 1.5 | 2.1 |
| 新興市場国と発展途上国 [58.0] | | 4.0 | 4.0 | 3.9 | 4.0 | 4.2 | 4.1 | 9.8 | 8.6 | 8.3 | 6.5 | 6.8 | - | - | - | - | - |
| アジア [32.5] | | 4.4 | 4.5 | 5.3 | 5.3 | 5.1 | 5.0 | 3.8 | 3.4 | - | 3.0 | - | - | - | - | - | - |
| 中国 [18.6] | | 3.0 | 3.0 | 5.2 | 5.2 | 4.5 | 4.5 | 1.9 | 2.0 | - | 2.2 | - | 3.3 | 3.0 | 4.6 | 5.4 | 5.1 |
| マレーシア [0.7] | | 8.7 | 8.7 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 3.4 | 2.9 | - | 3.1 | - | - | - | - | - | - |
| タイ [0.9] | | 2.6 | 2.6 | 3.4 | 3.4 | 3.6 | 3.6 | 6.1 | 2.8 | - | 2.0 | - | - | - | - | - | - |
| フィリピン [0.7] | | 7.6 | 7.6 | 6.0 | 6.2 | 5.8 | 5.5 | 5.8 | 6.3 | - | 3.2 | - | - | - | - | - | - |
| インドネシア [2.4] | | 5.3 | 5.3 | 5.0 | 5.0 | 5.1 | 5.0 | 4.2 | 4.4 | - | 3.0 | - | 5.3 | 5.3 | 4.7 | 4.7 | 5.1 |
| ベトナム [0.8] | | 8.0 | - | 5.8 | - | 6.9 | - | 3.2 | 5.0 | - | 4.3 | - | - | - | - | - | - |
| ブルネイ [0.0] | | ▲1.5 | - | 3.3 | - | 3.5 | - | 3.7 | 2.0 | - | 1.5 | - | - | - | - | - | - |
| カンボジア [0.1] | | 5.0 | - | 5.8 | - | 6.2 | - | 5.3 | 3.0 | - | 3.0 | - | - | - | - | - | - |
| ラオス [0.0] | | 2.3 | - | 4.0 | - | 4.0 | - | 23.0 | 15.1 | - | 3.5 | - | - | - | - | - | - |
| ミャンマー [0.2] | | 2.0 | - | 2.6 | - | 2.6 | - | 16.2 | 14.2 | - | 7.8 | - | - | - | - | - | - |
| インド [7.0] | | 6.8 | 7.2 | 5.9 | 6.1 | 6.3 | 6.3 | 6.7 | 4.9 | - | 4.4 | - | 6.6 | 7.2 | 5.7 | 6.0 | 7.0 |
| バングラデシュ [0.8] | | 7.1 | - | 5.5 | - | 6.5 | - | 6.1 | 8.6 | - | 6.5 | - | - | - | - | - | - |
| 中東・中央アジア [7.4] | | 5.3 | 5.4 | 2.9 | 2.5 | 3.5 | 3.2 | 14.3 | 15.9 | - | 12.0 | - | - | - | - | - | - |
| パキスタン [0.9] | | 6.0 | 6.1 | 0.5 | ▲0.5 | 3.5 | 2.5 | 12.1 | 27.1 | - | 21.9 | - | - | - | - | - | - |
| サウジアラビア [1.2] | | 8.7 | 8.7 | 3.1 | 1.9 | 3.1 | 2.8 | 2.5 | 2.8 | - | 2.3 | - | - | - | - | - | - |
| イラン [1.0] | | 2.5 | 3.5 | 2.0 | 2.5 | 2.0 | 2.0 | 49.0 | 42.5 | - | 30.0 | - | - | - | - | - | - |
| エジプト [1.0] | | 6.6 | 6.7 | 3.7 | 3.7 | 5.0 | 4.1 | 8.5 | 21.6 | - | 18.0 | - | - | - | - | - | - |
| ヨーロッパ [7.8] | | 0.8 | 0.8 | 1.2 | 1.8 | 2.5 | 2.2 | 27.9 | 19.7 | - | 13.2 | - | - | - | - | - | - |
| トルコ [2.0] | | 5.6 | 5.6 | 2.7 | 3.0 | 3.6 | 2.8 | 72.3 | 50.6 | - | 35.2 | - | 5.3 | 5.6 | 3.0 | 3.6 | 3.7 |
| ロシア [3.1] | | ▲2.1 | ▲2.1 | 0.7 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 13.8 | 7.0 | - | 4.6 | - | ▲3.9 | ▲2.0 | ▲5.6 | ▲1.5 | ▲0.4 |
| ラテンアメリカ・カリブ諸国 [7.3] | | 4.0 | 3.9 | 1.6 | 1.9 | 2.2 | 2.2 | 14.0 | 13.3 | - | 9.0 | - | - | - | - | - | - |
| メキシコ [1.8] | | 3.1 | 3.0 | 1.8 | 2.6 | 1.6 | 1.5 | 7.9 | 6.3 | - | 3.9 | - | 2.5 | 3.1 | 1.6 | 2.6 | 2.1 |
| アルゼンチン [0.7] | | 5.2 | 5.0 | 0.2 | ▲2.5 | 2.0 | 2.8 | 72.4 | 98.6 | - | 60.1 | - | 4.4 | 5.2 | 0.5 | ▲1.6 | 1.1 |
| ブラジル [2.3] | | 2.9 | 2.9 | 0.9 | 2.1 | 1.5 | 1.2 | 9.3 | 5.0 | - | 4.8 | - | 2.8 | 3.0 | 1.2 | 1.7 | 1.2 |
| サハラ以南アフリカ [3.1] | | 3.9 | 3.9 | 3.6 | 3.5 | 4.2 | 4.1 | 14.5 | 14.0 | - | 10.5 | - | - | - | - | - | - |
| 南アフリカ [0.6] | | 2.0 | 1.9 | 0.1 | 0.3 | 1.8 | 1.7 | 6.9 | 5.8 | - | 4.8 | - | 1.7 | 2.0 | 1.1 | 0.3 | 1.0 |
| ナイジェリア [0.8] | | 3.3 | 3.3 | 3.2 | 3.2 | 3.0 | 3.0 | 18.8 | 20.1 | - | 15.8 | - | - | - | - | - | - |

(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 | | |
|-------------|---------|--------|----------------------------|--------|--------|
| | 2023年度 | | 2023年度 | 2024年度 | 2025年度 |
| | 2023/1 | 2023/7 | 2023/8 | | |
| 国内総生産・実質 | 1.5 | 1.3 | 1.33 | 1.03 | 0.89 |
| 民間最終消費支出 | 2.2 | 1.6 | 1.17 | 1.02 | - |
| 民間住宅 | 1.1 | 0.3 | 0.15 | 0.50 | - |
| 民間企業設備 | 5.0 | 3.0 | 2.26 | 2.04 | - |
| 政府支出 | ▲ 1.9 | 0.9 | 0.35 | 0.48 | - |
| 財貨・サービスの輸出 | 2.4 | 0.8 | 0.98 | 2.15 | - |
| 財貨・サービスの輸入 | 2.5 | 1.8 | ▲ 0.05 | 2.08 | - |
| 内需寄与度 | 1.6 | 1.6 | - | - | - |
| 外需寄与度 | ▲ 0.1 | ▲ 0.3 | - | - | - |
| 国内総生産・名目 | 2.1 | 4.4 | 4.16 | 2.17 | - |
| 完全失業率 | 2.4 | 2.5 | 2.52 | 2.42 | - |
| 雇用者数 | 0.2 | 0.5 | - | - | - |
| 鉱工業生産指数 | 2.3 | 0.9 | 0.48 | 1.78 | - |
| 国内企業物価指数 | 1.4 | 2.6 | - | - | - |
| 消費者物価指数(総合) | 1.7 | 2.6 | - | - | - |
| 同上 (除く生鮮食品) | - | - | 2.67 | 1.71 | 1.42 |
| GDPデフレーター | 0.6 | 3.0 | - | - | - |

(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5年度 内閣府年央試算」(2023年7月20日)、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2023年8月9日)

日銀 経済・物価情勢の展望(2023/7)

(%)

| | 2023年度 | 2024年度 | 2025年度 |
|-----------------|-------------------|-------------------|------------------|
| 国内総生産・実質 | 1.2~1.5 (1.1~1.5) | 1.0~1.3 (1.0~1.3) | 1.0~1.2(1.0~1.1) |
| 消費者物価指数(除く生鮮食品) | 2.4~2.7 (1.7~2.0) | 1.8~2.2 (1.8~2.1) | 1.6~2.0(1.6~1.9) |

(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)

| | | 2023/3調査 | | 2023/6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 | 5 | 2 | 8 | 3 | 7 | ▲ 1 |
| 生産・営業用設備(過剰-不足) | 全産業 | ▲ 1 | ▲ 4 | ▲ 1 | 0 | ▲ 4 | ▲ 3 |
| 雇用人員判断(過剰-不足) | 全産業 | ▲ 32 | ▲ 34 | ▲ 32 | 0 | ▲ 35 | ▲ 3 |
| 資金繰り(楽である-苦しい) | 全産業 | 9 | | 11 | 2 | | |
| 金融機関貸出態度(緩い-厳しい) | 全産業 | 16 | | 16 | 0 | | |
| 借入金利水準(上昇-低下) | 全産業 | 14 | 24 | 10 | ▲ 4 | 19 | 9 |

(前年度比、%)

| | | 2023/6調査 | | | | | |
|-------|-----------------------|----------|------|------|------------|-------|-----|
| | | 2022年度 | | | 2023年度(計画) | | |
| | | 伸び率 | 修正率 | 修正幅 | 伸び率 | 修正率 | 修正幅 |
| 売上・収益 | 売上高 | 全産業 | 8.7 | 0.5 | | 1.8 | 1.2 |
| | 経常利益 | 全産業 | 16.2 | 7.6 | | ▲ 5.8 | 4.2 |
| | 売上高経常利益率
(%、%ポイント) | 全産業 | 6.64 | 0.43 | | 6.15 | 0.2 |

(備考) 日本銀行「第197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) |
|------------------|--------------|------------|---------|------------|-----------|--------|--------|--------------------------------|
| | | | | | 2022年度 | 2023年度 | 2024年度 | |
| 大
企
業 | 日本政策
投資銀行 | 2023/6 | 全 産 業 | 1,706 | 10.7 | 20.7 | ▲ 0.3 | 資本金10億円以上 |
| | | | 製 造 業 | 797 | 11.2 | 26.5 | ▲ 0.0 | |
| | | | 非製造業 | 909 | 10.4 | 17.6 | ▲ 0.5 | |
| | 日本銀行 | 2023/6 | 全 産 業 | 1,814 | 11.7 | 13.4 | — | 資本金10億円以上
[短 観] |
| | | | 製 造 業 | 958 | 6.5 | 19.3 | — | |
| | | | 非製造業 | 856 | 14.8 | 10.1 | — | |
| | 日本経済
新聞社 | 2023/4 | 全 産 業 | 857 | 15.6 | 16.9 | — | 上場企業と資本金1億円
以上の有力企業 |
| | | | 製 造 業 | 475 | 19.6 | 20.7 | — | |
| | | | 非製造業 | 382 | 9.9 | 10.9 | — | |
| | 内閣府
財務省 | 2023/5 | 全 産 業 | 3,813 | — | 12.7 | — | 資本金10億円以上
[法人企業景気予測調査] |
| | | | 製 造 業 | 1,294 | — | 21.7 | — | |
| | | | 非製造業 | 2,519 | — | 8.4 | — | |
| 中
堅
企
業 | 日本政策
投資銀行 | 2023/6 | 全 産 業 | 3,726 | 1.5 | 14.8 | ▲ 11.7 | 資本金1億円以上10億円未満 |
| | | | 製 造 業 | 1,449 | 6.4 | 31.5 | ▲ 19.5 | |
| | | | 非製造業 | 2,277 | ▲ 1.8 | 3.1 | ▲ 5.3 | |
| | 日本銀行 | 2023/6 | 全 産 業 | 2,551 | 5.2 | 16.0 | — | 資本金1億円以上10億円未満
[短 観] |
| | | | 製 造 業 | 1,000 | 10.2 | 19.4 | — | |
| | | | 非製造業 | 1,551 | 2.3 | 13.8 | — | |
| | 内閣府
財務省 | 2023/5 | 全 産 業 | 2,993 | — | 11.3 | — | 資本金1億円以上10億円未満
[法人企業景気予測調査] |
| | | | 製 造 業 | 857 | — | 13.4 | — | |
| | | | 非製造業 | 2,136 | — | 10.5 | — | |
| 中
小
企
業 | 日本銀行 | 2023/6 | 全 産 業 | 4,782 | 3.9 | 2.4 | — | 資本金2千万円以上1億円未満
[短 観] |
| | | | 製 造 業 | 1,808 | 17.2 | ▲ 3.1 | — | |
| | | | 非製造業 | 2,974 | ▲ 3.0 | 5.8 | — | |
| | 内閣府
財務省 | 2023/5 | 全 産 業 | 4,236 | — | ▲ 21.5 | — | 資本金1千万円以上1億円未満
[法人企業景気予測調査] |
| | | | 製 造 業 | 1,374 | — | 7.0 | — | |
| | | | 非製造業 | 2,862 | — | ▲ 29.8 | — | |
| 金
融 | 日本政策
金融公庫 | 2023/4 | 製 造 業 | 8,336 | 16.9 | ▲ 4.9 | — | 従業員20人以上300人未満 |
| | 日本銀行 | 2023/6 | (上記の外数) | 257 | ▲ 1.5 | 31.8 | — | [短 観] |
| | 内閣府
財務省 | 2023/5 | (上記の内数) | — | — | 36.6 | — | [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 |
|--------|-------|------|-----------|------|-------|------|------|-------|------|------|
| 2022年度 | ▲ 6.8 | 23.0 | 22.4 | 32.0 | ▲ 1.6 | 3.7 | 8.2 | ▲ 6.2 | 1.5 | 3.0 |
| 2023年度 | 45.4 | 13.7 | 22.0 | 23.9 | 41.1 | 25.0 | 11.4 | 36.1 | 21.2 | 61.7 |

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10月号」は、2023年10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（2023年2月号掲載分～）

- | | |
|------------|--|
| 2023年7・8月号 | 地域別にみるコロナ禍からの回復状況 |
| 2023年6月号 | エネルギー危機が脱炭素先進国ドイツの製造業に及ぼす影響
初会合から読み取る植田日銀の政策運営 |
| 2023年5月号 | 人的投資はどのように効果をもたらすか
コロナ禍で米国の労働力はどこに消えたのか
次世代の生活・産業基盤となる都市のデジタルツイン
自動運転時代を見据えたサプライヤーの生き残り戦略
脱炭素社会に求められる低炭素型コンクリートの普及に向けて |
| 2023年4月号 | 企業との対話にみる日本企業の課題 2023
～カーボンニュートラル・サプライチェーン強化・DX・人への投資～
サステナビリティを通じた金属産業の競争力強化 |
| 2023年3月号 | 2023年春闘は持続的な賃金上昇につながるか
コロナ禍で高まった輸入浸透度をどうみるか
暖冬で景気後退リスクが和らぐ欧州経済 |
| 2023年2月号 | 日銀サプライズ修正の背景と今後のシナリオ
40年ぶりの日本のインフレはどうなるか |

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。