



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

# DBJ Monthly Overview

# 2022 06

DBJ Monthly Overview  
2022/6  
日本政策投資銀行  
産業・地域調査本部



## 今月のトピックス

**経済安全保障を見据えた在庫戦略**  
～半導体サプライチェーンのチョークポイント分析～

**歴史的な円安をどうみるか**

**濃淡がみられる新興国の資源インフレ**

\* 本資料は原則として5月23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

経済安全保障を見据えた在庫戦略 ～半導体サプライチェーンのチョークポイント分析～	2
歴史的な円安をどうみるか	8
濃淡がみられる新興国の資源インフレ	12

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

# 経済安全保障を見据えた在庫戦略 ～半導体サプライチェーンのチョークポイント分析～

産業調査ソリューション室 蛭間 芳樹、佐無田 啓、山崎 真子

### 要旨

- 近年の経済安全保障の議論において重要な戦略財と位置付けられる半導体を対象に、1980年代から現在に至る、主要国間の地政学的な構図とその変遷を可視化した。
- 半導体サプライチェーンの構造化と可視化を行い、市場における競争環境を確認するとともに、日系企業の強み・弱みを整理した。あわせて、戦略財の特定(チョークポイント分析)を行った。
- 経済安全保障リスクがもたらすグローバルサプライチェーンの変化に能動的に対応し、日本の競争力強化や信頼の維持・向上を得るべく、複数の事業者が協調して戦略在庫を保有することを考察した。

近年、世界的に注目を集める経済安全保障の議論において重要な戦略財と位置付けられるものが半導体である。2021年11月19日、内閣官房に経済安全保障法制準備室が立ち上げられ、22年5月11日には経済安全保障推進法が成立した。本稿では、半導体業界を対象に、サプライチェーンの構造化と可視化をし、チョークポイント分析(「サプライチェーンにおける要衝の解明」と定義)を行う。さらに、当業界のサプライチェーン全体から見た日系企業の強み・弱みを整理する。これらを踏まえ、競争力強化に向けて、複数の事業者が協調して戦略在庫を保有することを考察した。

## 1. 経済安全保障上の戦略財としての半導体

現在の経済安全保障に関する議論において、最も多く取り上げられる財は半導体とあってよいだろう。8インチ換算でのファウンドリの年間ウエハ出荷枚数は、2005年時点で18,579千枚だったが、2025年には約5倍になる見込みである。性能ベースでは、集積度の向上によって成長が加速しており、半導体の重要性はますます高まることが予想される。

しかしながら、半導体は莫大な投資金額とそれによる長い回収期間という特性を有する。1社単独で対応できる民間企業は限られることから、経済安全保障を目的とするサプライチェーンの強化には公的支援なども必要となる。

日本を含む関連国は、半導体産業を成長産業としての側面だけではなく経済安全保障の観点からも重要性を認識し、自国技術開発、自国内での生産能力・基盤の確保、同盟国との関係構築など、兆円規模の予算を措置して、政策支援を実施している。

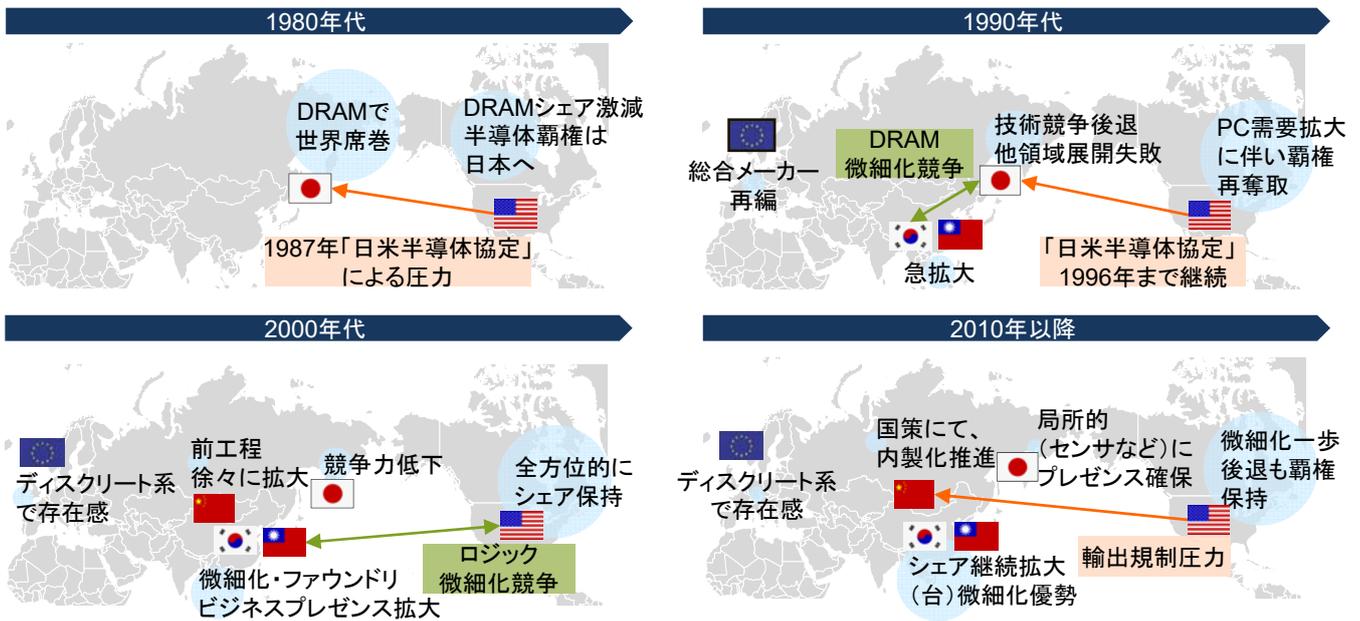
## 2. 半導体産業を巡る地政学的な構図

### 2-1. 地政学的な構図の可視化

図表2-1・2-2は、現在に至る半導体産業のグローバルな分業関係を示した。新たな技術開発や各国の産業政策によってグローバルサプライチェーンが変化してきており、国家間の競争の観点から地政学的な理解ができる(図表2-1)。現在の構図は、日本が半導体業界をリードし、米国が半導体協定を求めてきた1980年代とは大きく異なる。TSMC(台)を要する台湾はもとより、米国との協調関係を示す線を多数確認することができる。欧州の強みは、露光装置の製造メーカーASML(蘭)だ。世界のEUV(極端紫外線)技術開発競争に勝利し、いまや一強となっている。先端技術を有する台湾との関係構築を巡って、米中間でのデカップリングが進展している(図表2-2)。

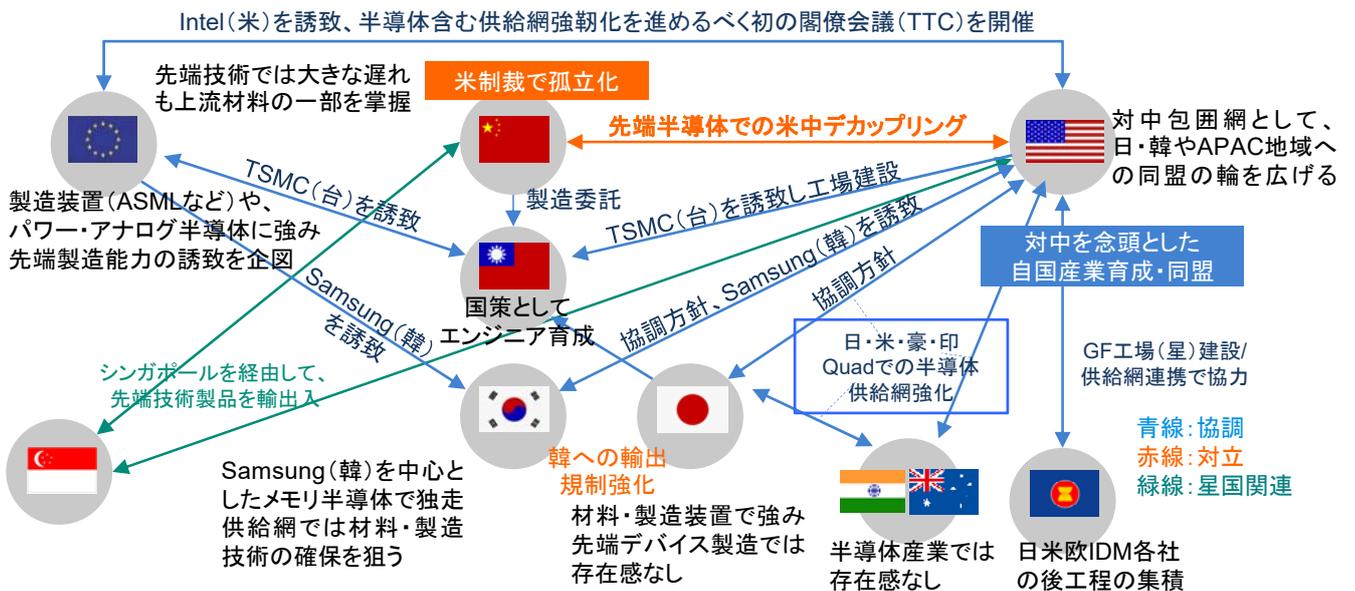
このように、各国の政策、新技術の開発、市場動向、さらに国際関係によって、半導体産業を巡る地政学は変化してきた。今後は、中国の台頭などを踏まえた、各国単位あるいは同盟国単位での経

図表2-1 半導体産業を担う主要国の政策、技術開発などの沿革



(備考) 1. ADLIにより日本政策投資銀行作成 2. ● はシェア規模、■ は米国圧力、■ は競争環境

図表2-2 半導体産業を巡る構図(先端技術関連)



(備考) ADLIにより日本政策投資銀行作成

済安全保障を確保するべく、新たな変化が生じることが見込まれる。

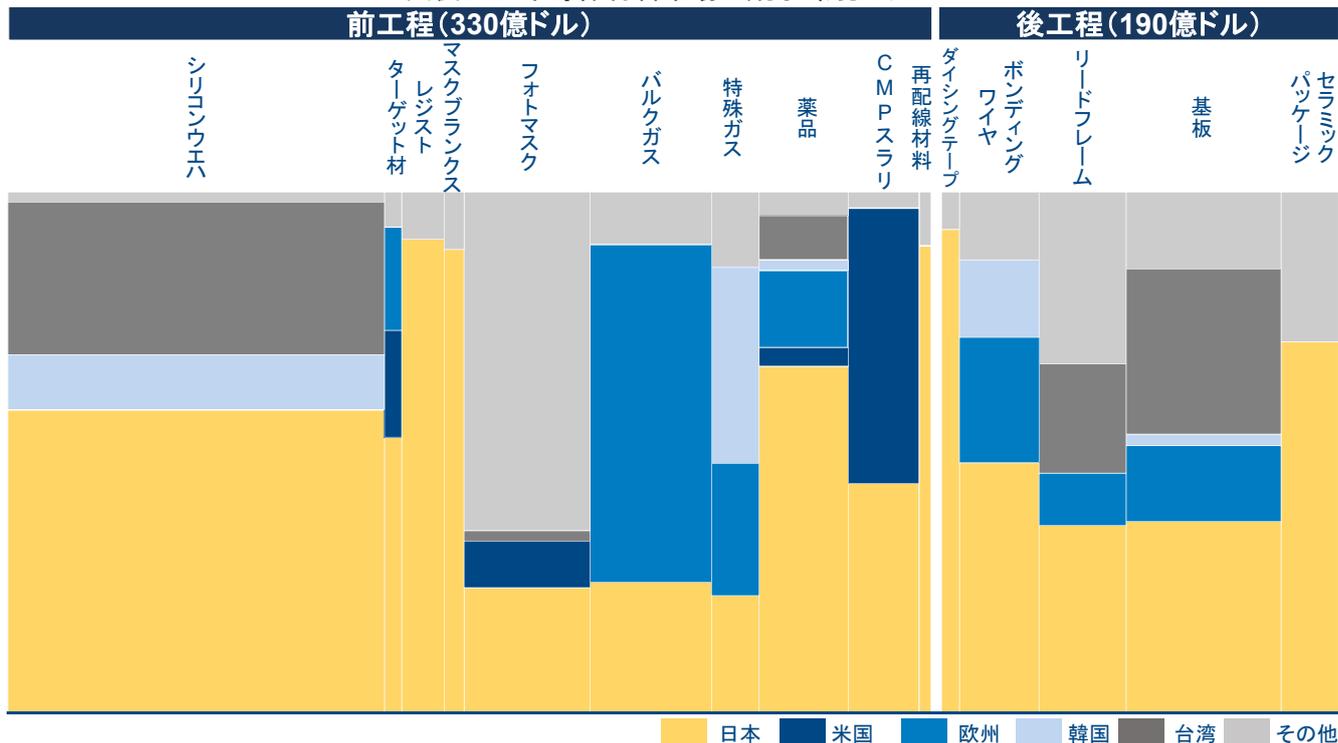
2-2.Trustの価値観で再構築される分業体制

2021年9月24日、日米豪印の4カ国は域内の安全保障確保を目的としたQuad首脳会議を開き、併せて先端技術分野での協力を合意した。戦略財である半導体はサプライチェーンでつながる各国が

連携すること自体、地政学的な戦略となる。世界経済フォーラムなどの国際会議で、最近よく登場する言葉に「Trust」がある。Trusted Foundryは、工場を予め指定する考え方で、その工場生産される財、製品であれば信頼できるという、サプライチェーンの信頼を高める考え方だ。一方、Zero Trustは、共同でインフラを使用する場合などにおいて、リスクがあることを前提とした考え方を示す。このTrustの



図表3-2 半導体材料市場の競争環境マップ



(備考) 1.ADLにより日本政策投資銀行作成  
 2.市場規模(横軸、2018年、樹脂・その他は除く)、シェア(縦軸)は概略

価値観は、経済安全保障に係る側面だけでなく、ESGや気候変動リスクへの対応においても重要な概念となった。過去30年で構築された経済合理的な半導体の国際垂直分業の体制が、前述の新しい価値観を切り口として水平的に緊密化する動きが見られる。

### 3.半導体サプライチェーン全体像の把握

半導体の製造工程はウエハの製造から回路の描画までの前工程と、パッケージングなどの後工程に大別できる(図表3-1)。5節以降で論じる戦略在庫の選定・管理に際して、デバイスや用途ごとのリードタイムと技術革新のスピードの違いによって、製品ライフサイクルが異なる点を考慮する必要がある。

ウエハの生産は、信越化学工業とSUMCOの日本の2社が世界シェアの約半分を占める。また、レジストでは、JSR、東京応化工業、東洋合成工業らで世界市場の約9割を占めるなど日本の材料メーカーは高い国際競争力を有する(図表3-2)。業界アナリストは、「競争力の源泉は、1980年代から培った品質であり、今後も容易には模倣、キャッ

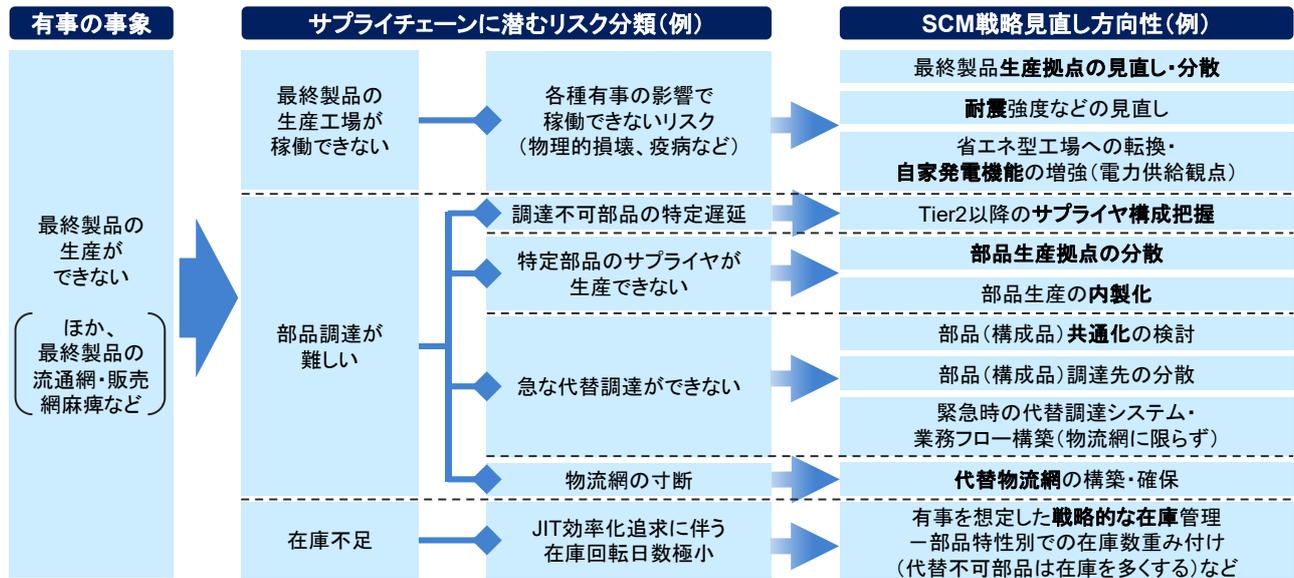
チアップされないと見込むが、継続的な技術開発投資が必要」との見解を示している。

日本の半導体サプライチェーン強化に当たっては、図表3-1の通り市場シェアが低いIDM(垂直統合型デバイスメーカー)やファウンドリの再興を図るより、製造装置や材料産業など、すでに国際競争力が高い分野に注力すべきである。その上で、サプライチェーンの強じん性を保つ戦略が求められる。

### 4.「サプライチェーンの交差点」もチョークポイント

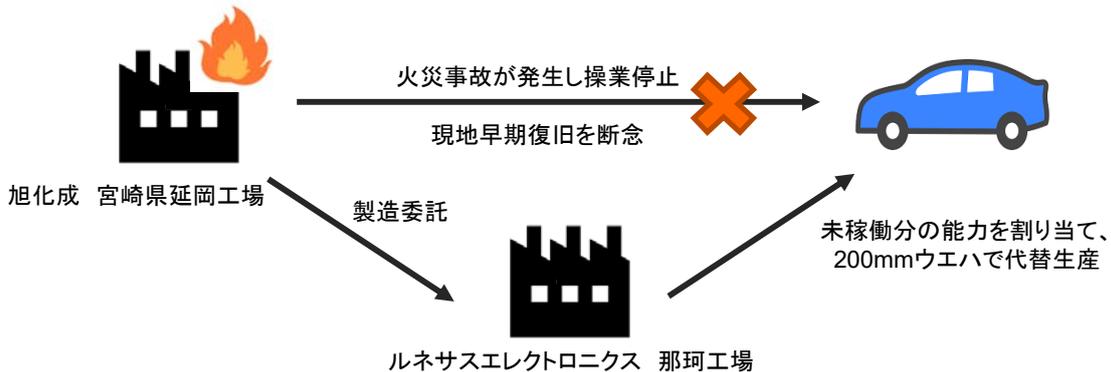
国内におけるサプライチェーンの危機管理への取り組みは、2007年新潟県中越沖地震時において、自動車部品メーカーのリケンが被災による自動車生産停止の経験を機に、その後の2011年東日本大震災やタイ洪水などの被災経験などを経て、都度進化してきた。図表4-1は、BCP/BCM(事業継続計画、同マネジメント)におけるサプライチェーンの事業継続戦略の一覧だ。ダイヤモンド型(上流側で特定企業に集約)となっていた構造を、代替性、冗長性、機動性を高めるレジリエントなサプライチェーンへと変革させる動きは未だに途上にある。

図表4-1 サプライチェーンの危機管理戦略(有事の事象に対する戦略オプション)



(備考)各種資料により日本政策投資銀行作成

図表4-2 2020年10月 半導体工場の火災における代替生産事例(ジャスト・イン・ケース)



(備考)日本政策投資銀行作成

高いシェアは高い供給責任を負うことも意味し、供給停止は信頼毀損に直結する。一方で、シリコンサイクルと呼ばれる当業界特有の景気循環は在庫管理を困難にする。

ジャスト・イン・タイムを前提としながら、危機事象への対応を念頭においたジャスト・イン・ケース(有事対応)の必要性も叫ばれている。自然災害や事故あるいは人為災害に対応することは、供給責任を果たす上で重要である(図表4-2)。足元の半導体不足は、コロナ禍からの財需要、特にIT分野を中心とした需要の急回復が原因だが、IT需要の拡大は不可逆的であり、半導体を巡るグローバルな需給ひっ迫は長期化するとの見方が大勢となっている。この変化を前提に、取引先などからの信頼を

得るべく、安定供給体制に向けて、事故防止などによって脆弱性を低減し、自給率の向上によって自律度を高めることが求められる。この観点からは、例えば、半導体と自動車それぞれのサプライチェーンが交差する箇所もチョークポイントとして認識し、事前に戦略財を特定し、図表4-1右のような対策を講じることが肝要である(戦略的自律性の強化)。

### 5. 安全保障対策の先行事例:食糧、エネルギー

安定供給を確保するための取り組みは、収益競争にさらされる民間ベースでは限界があると考えられる。社会的な影響に鑑み、公が介入することでリスク回避、分散を行い、市場や社会の安定性を確

図表5 国家備蓄の先行事例

財	政府	民間	日数換算
石油 (万kl)	4,782	3,283	190
液化石油ガス (t)	300	150	100
レアメタル (日)	42	18	60
米 (万t)	100	280	190
小麦 (万t)	2010年 廃止	93	70

(備考)各種資料により日本政策投資銀行作成

保することができる。例えば、輸入依存の高い国では、生活必需財について安全保障の観点から国家備蓄をしている。日本の場合には、エネルギーであれば、1973年のオイルショックを機に石油備蓄を、1993年の凶作を機に米の備蓄を開始した。日本の国家備蓄に関する法整備は、食糧安全保障に関しては食糧法や国民生活安定緊急措置法など個別具体的であり、かつ有事利用を目的としている(図表5)。

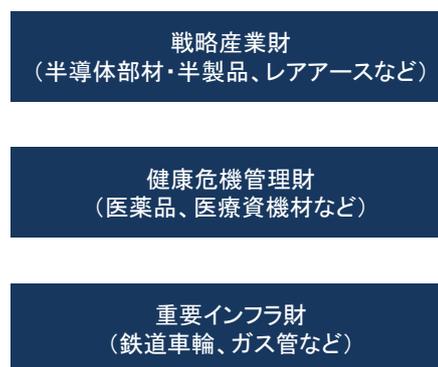
一方、例えばスイスでは主な管理責任を民間に委託し、国は運営費を拠出する方式を採用している。例えば、Roche(瑞)との契約により、製造ラインにあるタミフルを、スイス国内向けの備蓄の一部として確保するなど、有事への備えを日常化している。このように、国の安全保障に関する方針と戦略に応じて、国主導あるいは官民協調でのリスクシェアの枠組みが構築されている。

食糧やエネルギーと異なり、半導体などの産業財は生活必需品では無いが、半導体関連の製造装置や材料産業の戦略的自律性を高め国際競争力を維持・向上するために、備えを検討することは、日本の経済安全保障対策に寄与すると考える。

## 6. 戦略在庫保有に係る検討

本稿に関連する顧客ヒアリングにおいては、「半導体製品を扱う個社の企業努力では、市況追従は経営体力を削がれるだけ」との意見を得た。経済安全保障を踏まえたサプライチェーンの危機管理の

図表6 戦略在庫保有の対象となりうる財



(備考)日本政策投資銀行作成

具体的な方策の一つとして、在庫の保有が考えられる。半導体のようなサプライチェーン上での戦略財を、災害・危機対応や経済安全保障対策の観点から、戦略在庫として保有するものだ。しかしながら、在庫コストを一事業者で負担するには限界があるため、複数の関係者が協調して負担することが検討に値しよう。在庫保有する財の陳腐化の速度を踏まえ、スイスの事例と同様に、平時は先入れ先出しで参加する企業に財を提供し、有事には、優先的に供給を行うような仕組みも想定されよう。また、商流を管理する商社機能や物流機能を共有するほか、秘匿性の高い戦略財であれば系列内や業界団体内での管理を行うなど、財の特性を踏まえた設計も考えられる。

なお、本稿では半導体を対象としたが、レアアースのような経済・産業分野の戦略財のほか、医療資機材などの健康危機管理財や、鉄道車輪など choke point の財のみならず標準化された重要インフラに関わる財なども検討対象となるだろう(図表6)。

今後はESGや気候危機リスクに適応する過程で、強制労働などの人権問題、生物多様性、自然資本への影響を踏まえ、グローバルサプライチェーンの再編を迫られる可能性もある。こうした環境変化に能動的に対応し、民間の自助、業界共助を前提としつつも、場合によっては経済安全保障の観点からも公的な支援も活用しながら、日本の競争力強化や信頼の維持・向上を図ることが求められる。

## 歴史的な円安をどうみるか

経済調査室

### 要旨

- ドル円レートは2022年4月末に1ドル=130円を突破し、歴史的な円安が進行している。経常収支の悪化なども材料と指摘されるが、円安進行の主因は日米金利差の拡大である。
- 円安は輸出や海外資産収益を通じて日本経済にメリットとなるが、その効果は縮小している。また、円安が長期化すれば、生産性の低い企業が延命され、長期の成長力を損ねるほか、為替の急変動は不確実性により投資などを阻害する。
- 円安阻止のための為替介入の可能性は高くないとみられるほか、日銀は5月会合で緩和継続の姿勢を改めて示し、政策修正観測は遠のいた。市場では、円安の早期収束は難しいとの見方が多くなっている。

ドル円レートは、3月以降、円安が急速に進行した。本稿は、その原因や日本経済への影響、今後の見通しについてまとめた。

### 1. 足元の円安は歴史的

ドル円レートは4/28に一時1ドル=131.25円を記録した。為替の長期均衡値とされる購買力平価（PPP）は日米インフレ格差を反映して円高方向に動いたが、実勢レートは逆に円安が進み、両者の乖離は1ドル=125円に達した15年を大幅に上回って過去最大となり、歴史的な円安となっている（図表1-1）。

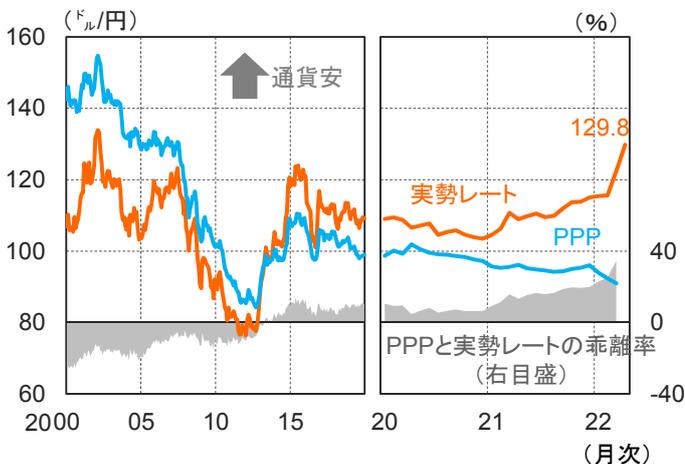
ドル以外の通貨を含めて加重平均し（実効）、イ

ンフレ格差を加味（実質）した実質実効レートでも、円は15年より安くなっており、ニクソンショック（1971年）以来の約50年ぶりの円安となっている（図表1-2）。また、欧州通貨はおおむね横ばいだが、米ドルは13年以降、円と対照的に上昇している。

### 2. 主因は日米金利差の拡大も日銀は緩和継続

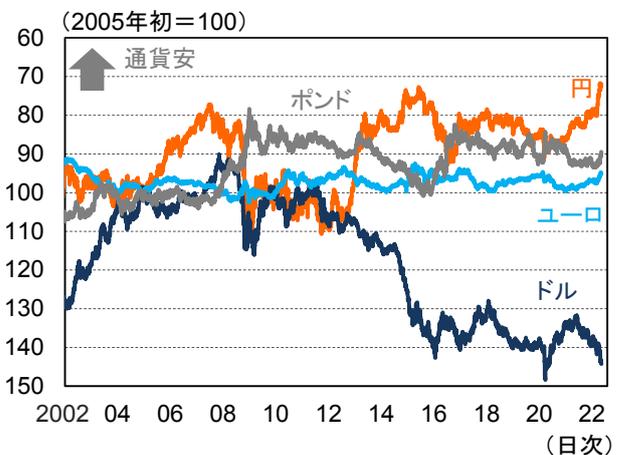
ドル円レートは長期的にはPPPに沿って動くが、短中期には日米金利差によって変動する（図表2-1）。コロナ禍で米国が一時ゼロ金利政策を採ったことで、金利差は一時消滅したが、景気回復とともにインフレが進行した米国で利上げ加速が見込まれており、緩和を維持する日本との金利差拡大に

図表1-1 ドル/円実勢レートとPPP（購買力平価）



（備考）1.日本銀行、世界銀行 2.PPPは17年末の世銀国際調査を基準に日米の輸物価差により日本政策投資銀行試算

図表1-2 実質実効レート



（備考）1.RIETI 2.ユーロは独仏伊西の実質GDPによる加重平均

よって円安が進んだ。

4月以降、コアCPIの前年比上昇率は、携帯料金値下げの影響が抜けて2%に近づくが、日銀は、上昇の背景にある資源高は一時的との見方を示し、賃金上昇などを伴う持続的な物価上昇が必要との考えを示す。5月の金融政策会合では、政策を維持するだけでなく、指値オペを毎営業日実施するなど、緩和は揺るぎないとの姿勢を示し、これによって1ドル = 130円を超えて一段と円安が進んだ(図表2-2)。

国内では、経常収支の悪化も円安の材料と指摘されるが、日本より燃料輸入負担の大きいアジアでも、通貨の落ち込みは限られている(図表2-3)。多

くの国ではインフレや米国の金融緩和縮小に対応して利上げに着手し始めており、日本の円安については経常収支の悪化ではなく、金利差の違いが現れたと考えられる。

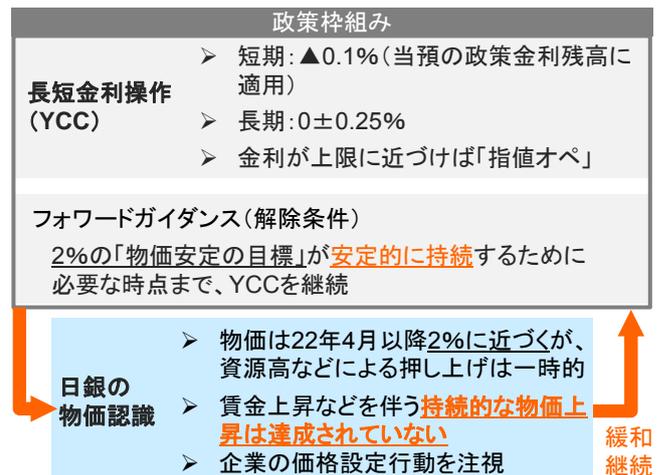
また為替取引は、ヘッジ、投機目的のスワップ、先物が大半を占め、経常取引の決済目的とみられる直物の割合は小さく、この傾向は円に限らず、世界的にも共通となっている(図表2-4)。このため、為替相場は投資家の期待、思惑などの影響を受けやすく、急変動やオーバーシュート(PPPなどのトレンドからの乖離)が生じる余地が大きい。その意味では、経常収支の悪化などが材料に加わり円安観測が強まれば、その動きが加速する可能性がある。

図表2-1 ドル/円レートと日米2年物金利差



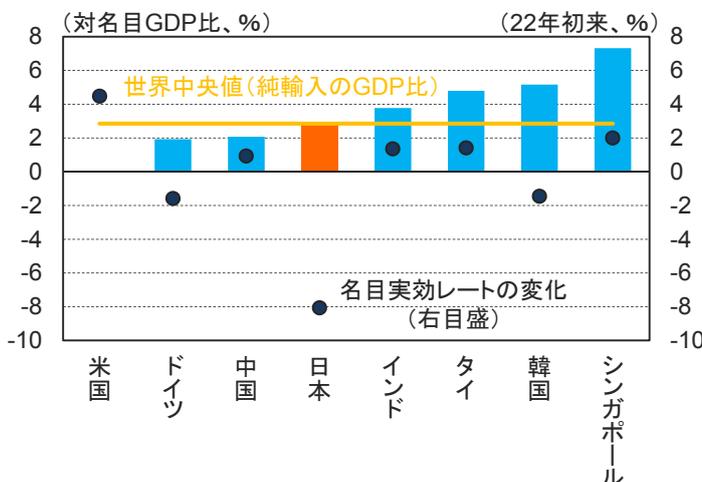
(備考)日本銀行

図表2-2 日銀の政策枠組みと物価認識



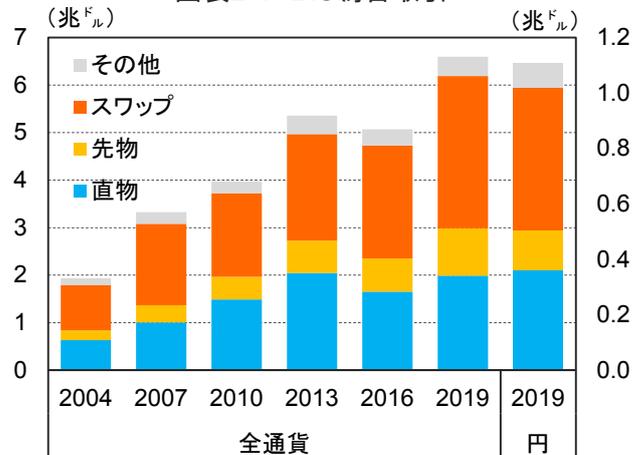
(備考)日本政策投資銀行作成

図表2-3 燃料純輸入・GDP比率と為替変化



(備考)1.日本政策投資銀行 DBJ Research No.367『原油高、円安は経常収支の赤字をもたらすか』(2022年5月)  
2.IMF、UN comtrade、BIS

図表2-4 BIS為替取引



(備考)BIS

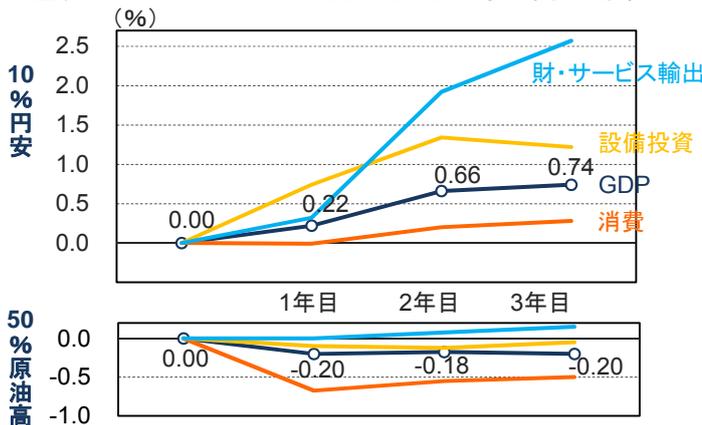
### 3. 日本経済の円安メリットは縮小

円安が経済に与える影響を内閣府マクロモデルでみると、輸出を中心にGDPの押し上げ効果が確認できる(図表3-1)。同様に、原油高による景気への悪影響もモデルから示されるが、円安メリットはこれを上回る可能性がある。ただし、製造拠点の海外移転、高付加価値化などで円安メリットはかつてに比べて縮小しており、輸入や海外資産取得などにおける購買力低下というデメリットが相対的に大きくなっている(図表3-2)。また、円安が長期化すれば、生産性が低い企業が延命し、長期の成長力が損なわれるほか、為替の急変動は不確実性により投資などを阻害する。

日銀短観によると、企業の想定為替レートは22年度に111.9円となっており、足元の実勢レートはこれより大幅な円安となっている(図表3-3)。同様に円安が進行した13~15年も、製造業を中心に企業収益が改善した。収益計画は保守的となる傾向があるが、22年度も財輸出が好調だった21年並みの高水準を維持する計画となっている。

しかし産業ごとの格差は大きい。国内生産額に対する輸出入率をみると、輸送機械、電子部品などは輸出が大きく、円安のメリットが上回ると考えられる一方、非鉄金属や石油製品などは輸入が輸出を上回り、円安によって輸入超過額が拡大し、デメリットが大きくなる(図表3-4)。

図表3-1 マクロモデルにおける円安・原油高の効果



(備考)内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル」により日本政策投資銀行作成

図表3-2 円安の日本経済への影響

短期	企業	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外資産収益が円建てで増加</li> <li>輸出収益の増加(現地価格維持)</li> <li>輸出数量の増加(現地価格引き下げ)</li> </ul>
	家計	<ul style="list-style-type: none"> <li>輸入コスト増加(転嫁できず収益圧迫)</li> <li>輸入数量の減少(コスト高で需要減)</li> <li>海外資産の取得時に不利</li> </ul>
+		
長期化		<ul style="list-style-type: none"> <li>生産性の低い輸出企業延命</li> </ul>
急変動		<ul style="list-style-type: none"> <li>不確実性により投資など抑制</li> </ul>

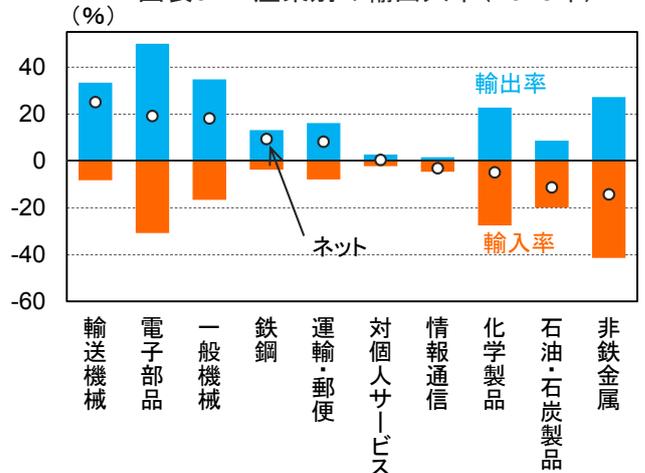
(備考)1.日本政策投資銀行作成 2. 〇はメリット、■はデメリット

図表3-3 為替と経常利益



(備考)1.日本銀行、Datastream  
2. 想定為替レートは全規模全産業、前年度3月調査  
3. 経常利益の21、22年度は22年3月時点の計画

図表3-4 産業別の輸出入率(2015年)



(備考)1.総務省 2.国内生産額(中間投入含む)に対する割合

#### 4. 政府の単独介入の効果は限定的、日銀の政策修正も容易でない

為替の急変動に歯止めをかける方法の1つに為替介入がある。過去の日本では、主に円高に歯止めをかけるために円売り介入が行われてきたが、長期的な方向転換にはつながらなかった(図表4-1)。市場では、98年以來の円買い介入も意識される。ただし、介入成功には協調介入が必要とされ、インフレ抑制につながるドル高を望む米国をはじめとする主要先進国の賛同は得がたいとの指摘は少なくない。

また、円安の主因が金利差にあることから、日銀が政策修正を行えば、円安に歯止めがかかる可能性がある。黒田総裁は4月に急速な円安のデメリットに言及する形で口先介入を行ったが円安は止まらなかった。今後は政策枠組みを維持しつつ、長期金利の変動許容幅拡大などで金利差を埋める可能性も指摘される(図表4-2)。ただし、金融政策は本来為替を目的としないほか、デフレ脱却を掲げる日銀の信頼性を損ねる可能性もある。日銀は、5月会合で緩和を続ける方針を改めて示し、為替は1ドル=130円を超えて円安が進行した。現在は、早期に政策修正を行う可能性は低下したとみられている。

#### 5. 円安の早期収束は見込みづらい

今後のドル円レートは、米国金利の上昇余地の有無が焦点となる。米国において、インフレのピークアウトや市場での利上げの織り込み完了により中長期金利の上昇が一服すれば、円安に歯止めがかかるとの見方は多い。ただし、4~6月期には、米国の利上げが市場に十分に織り込まれてピークを付けるとの見方がある一方、23年以降のFRBの利上げ完了まで収束しないとの指摘もある。いずれにせよ、識者の間では、円安が早期に収束するという見方は多くない。

円安進行が止まったとしても、金利差に基づく円安圧力は残り、120円台以上の円安が続く予想が多くなっている。また、長期的には、90円前後のPPPに回帰する形で円高に転じることが考えられるが、そのタイミングや、そもそも従来通りにPPPとの相関が維持されるか、金利差以外の為替変動要因の台頭を含めて論点となる可能性も考えられよう。

図表4-1 為替介入実績



図表4-2 日銀の政策修正の選択肢

選択肢	内容
口先介入 (実施済)	「急激な変動は望ましくない」鈴木財相(3/22) 「円安のマイナス面も考慮」黒田総裁(4/18)
フォワード ガイダンス 修正	「現在の長短金利の水準、またはそれを下回る 水準で推移」 → 「下回る」を削除
金利変動 許容幅拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>0±0.25%の幅を±0.5%などに拡大</li> <li>操作対象を10年から5年へ変更</li> </ul> <b>ただし、「変動幅拡大は設備投資に悪影響」</b>
マイナス 金利解除	約6年間にわたるマイナス金利政策の終了 (許容幅拡大より明確な利上げ路線)

(備考)日本政策投資銀行作成

## 濃淡がみられる新興国の資源インフレ

経済調査室

### 要旨

- 国際商品市況は、世界経済がコロナ禍から回復する中で2021年に大きく上昇し、ウクライナ危機を経てさらに高騰した。
- 先進国同様に、新興国の多くも物価高に直面しているが、内需回復、対外資源依存あるいはマクロ経済運営などによって、インフレには大きなばらつきがみられる。
- ただし、比較的インフレ圧力の弱い東アジア、東南アジアにおいても、資源価格の上昇を受けて、足元では物価上昇が顕在化しており、米国の金融緩和縮小の加速もあり、利上げの動きが広がっている。

ウクライナ侵攻に伴う対ロシアの経済制裁により、資源価格が一層上昇し、食料不足や国内物価高騰など新興国経済に大きな影響をもたらしている。本稿では、地域別に新興国の物価状況を考察し、その共通点と違いを分析し、資源インフレのもたらす新興国への影響及び今後の展望をまとめた。

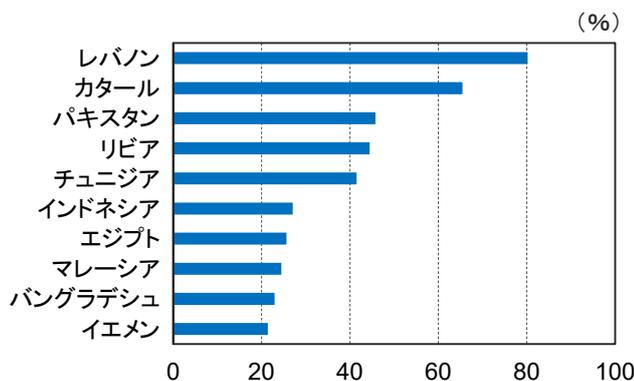
### 1. ウクライナの穀物輸出減少により中東、北アフリカなどの影響大

国際商品市況は、世界経済がコロナ禍から回復する中で21年に大きく上昇し、ウクライナ危機を経てさらに高騰した。原油価格は、ロシアへの経済制裁により、22年3月上旬に一時130ドルに上昇し、リーマン危機前の最高値(147ドル)に近づいた。その後は、中国のロックダウンや主要国による備蓄放出などにより上昇は一服したが、依然100～110

ドルで高止まりしている。食品価格は、ウクライナ、ロシアからの供給が滞り、穀物や食用油を中心に高騰し、3月に最高値を更新した。

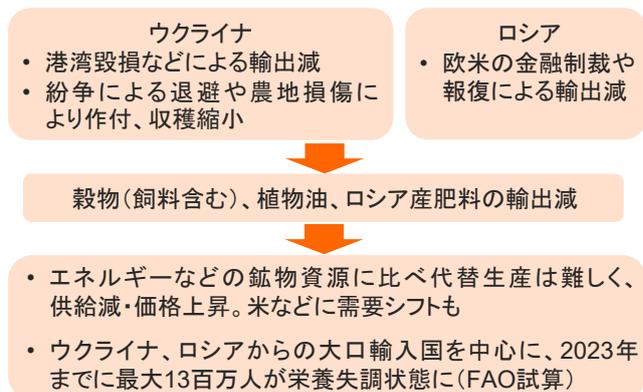
食料に関しては、穀物の一大生産国であるウクライナは小麦の世界生産の2.8%、輸出の7.9%を占め、ウクライナからの輸入依存度が高い中東や北アフリカでの影響が懸念される。世銀では、ウクライナの穀物輸出は22～23年シーズンに2～3割減少する可能性を指摘し、国際連合食糧農業機関(FAO)では23年までに最大13百万人が栄養失調状態になると試算している。紛争により作付や収穫が見送られた場合、翌年度以降もウクライナからの穀物輸入に依存する国は大きな影響を受ける。また、肥料の一大生産地であるロシアの輸出やトウモロコシなど家畜飼料が減少すると、世界の農業や畜産業の停滞が懸念される(図表1-1、1-2)。

図表1-1 ウクライナからの小麦輸入比率上位10カ国



(備考)FAO

図表1-2 ウクライナ情勢悪化の食料供給への影響



(備考)日本政策投資銀行作成

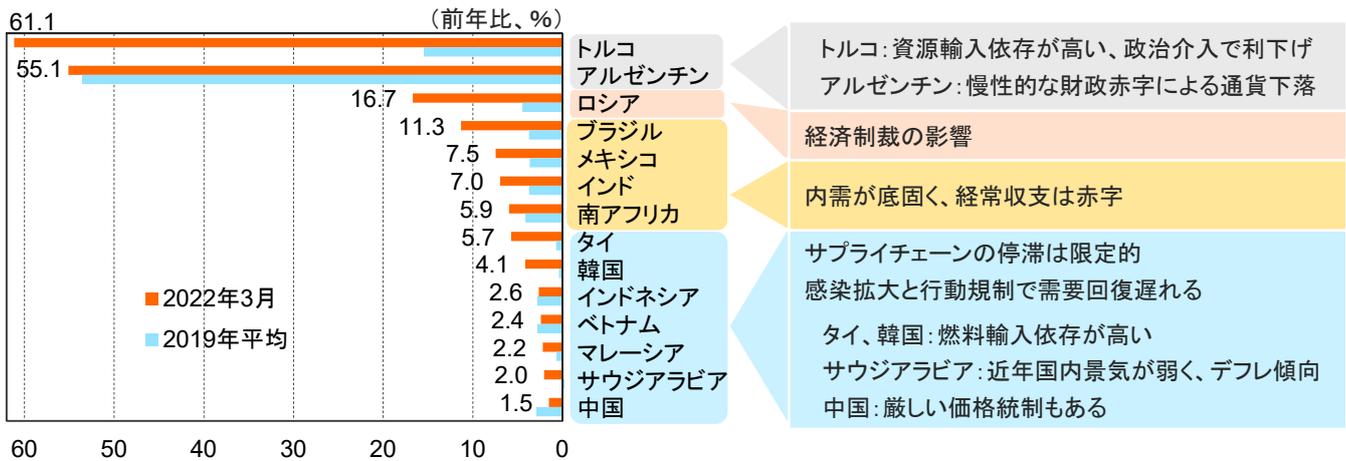
## 2.新興国のインフレにはばらつき、燃料の輸入のほか、国内需要や供給網も影響

国際商品市況の高騰を受けて、欧米のインフレ率は7~8%に上昇したが、多くの新興国も物価高に直面している。ただし、新興国の中でも、内需回復、対外資源依存あるいはマクロ経済運営などによって、インフレには大きなばらつきがみられる。トルコやアルゼンチンのインフレ率は50%を超える。資源の輸入依存、弱い財政基盤などの事情を抱え、通貨下落もインフレに拍車をかける。経常赤字国のブラジル、インドなどでもインフレ率が上昇している。他方、東アジア・東南アジアでは、燃料価格は上昇するものの、感染再拡大により内需の回復がもたついたこともあり、インフレは比較的抑えられている(図表2-1)。

国際商品市況の上昇は輸入インフレの要因となる。食料については、アルゼンチンやタイが大きな輸出超過となるほか、新興国の多くは純輸出国となっている。他方で、燃料は韓国、タイ、トルコ、インドがGDP比5%近く輸入に依存し、物価への直接の影響に加えて、経常収支の悪化による通貨安もインフレ圧力となる。他方、アルゼンチンやロシア、ブラジルなどの輸入依存度は高くないが、経済運営の不味さや国際金融面での脆弱さがインフレ要因となる。資源の国内供給が可能でも、国際市況と乖離して安価な国内出荷価格を設定できるとは限らず、資源の輸入依存がインフレに直結するわけではない(図表2-2)。

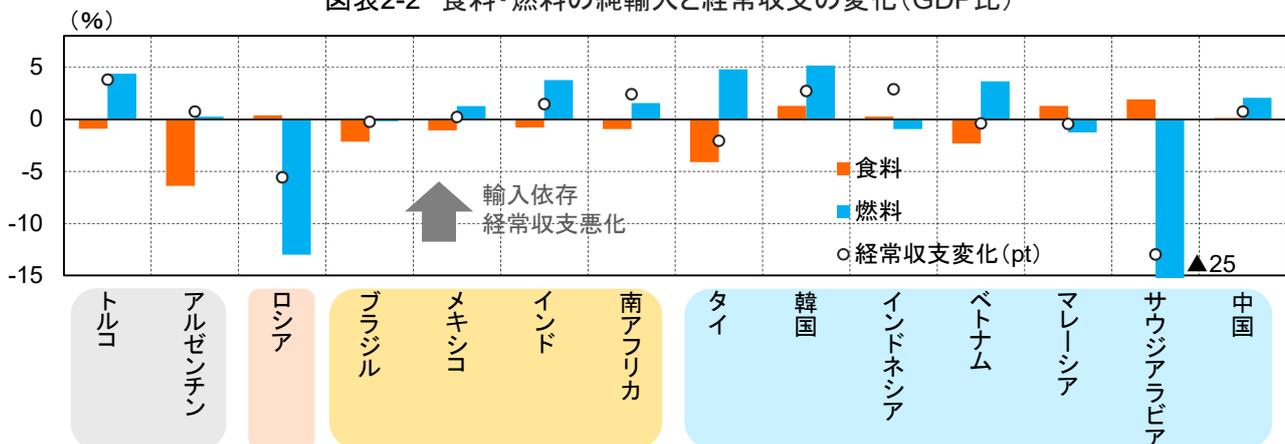
資源依存のほか、アジア新興国のインフレ率が低い要因は2つ考えられる。第一に、需要の弱さが挙げられる。感染拡大抑制のため、厳格な活動

図表2-1 主な新興国の物価上昇率とその背景



(備考) 1.各国統計機関により日本政策投資銀行作成 2.サウジアラビアの19年平均は2.1%減

図表2-2 食料・燃料の純輸入と経常収支の変化(GDP比)



(備考) 1.Comtrade、IMF 2.経常収支は21年から22年(IMF予測)の変化 3.食料・燃料の純輸入は19年

## 今月のトピックス

制限が繰り返し敷かれたことや、財政支援が米欧などと比べ小さいこともあり、21年末時点でも大幅な需要不足状態となっているところが多い。第二に、アジア新興国では供給網がひっ迫しておらず、比較的安定していることがインフレ圧力を抑えている。需要の弱さもこの一因だが、アジア開発銀行（ADB）は、アジア新興国はバリューチェーンの上流に位置する部品製造業のウエートが高く、欧米や中南米などほかの新興国地域に比べて上流のボトルネックの影響を受けにくいことが原因と指摘する（図表2-3、2-4）。

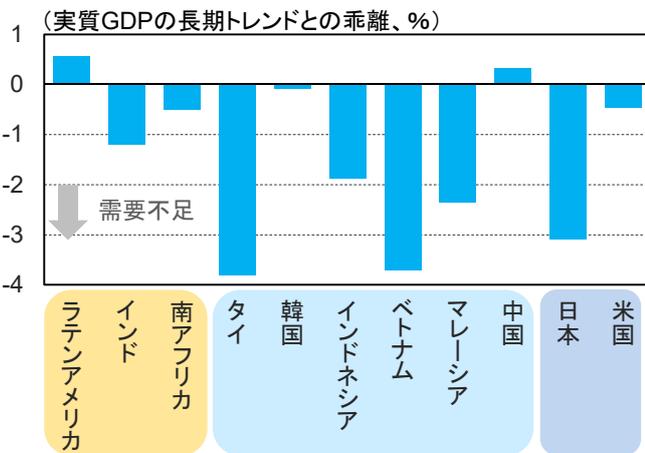
### 3. インフレ退治と通貨防衛のために利上げ、スタグフレーションのリスク

足元では、資源価格の一段の高騰に加えて、米国の金融緩和縮小の加速もあり、政治介入により

異例の利下げを行ったトルコは例外として、比較的インフレ圧力の弱いアジアにおいても、韓国、インドなどが政策金利を引き上げ、今後も利上げの動きが広がる可能性がある。

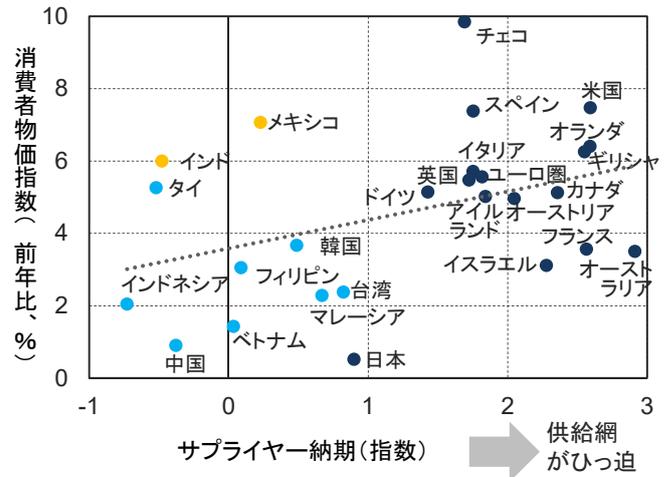
利上げは通貨防衛によるインフレや債務返済の悪循環を防止する効果があるが、政府や企業債務の利払い負担が増すほか、経済の下押し圧力となる。産業や財政基盤が弱い新興国では通貨安に歯止めがかからない可能性があり、輸入インフレを抑えきれず、経済運営の失敗と相まって景気悪化とインフレが併存する「スタグフレーション」のリスクがあると考えられる（図表3）。

図表2-3 需給ギャップ(21年10-12月期)



(備考) 1. 内閣府、米商務省、Datastream  
2. 日米以外は日本政策投資銀行試算

図表2-4 供給網のひっ迫とインフレ率



(備考) ADB, "Asian Development Outlook April 2022"

図表3 政策金利と為替の変動



(備考) 各国外銀、Datastream

	2022年5月	2022年6月
日本	感染縮小により回復の動き	感染縮小により回復
設備投資	持ち直し	持ち直し
公共投資	下げ止まりの兆し	下げ止まりの兆し
住宅	弱い動き	大型案件により増加
消費	感染縮小により回復の動き	感染縮小により回復
輸出	回復している	当面弱い動き
輸入	横ばい	横ばい
生産	持ち直し	持ち直しも当面弱い動き
雇用	弱さが残る	弱さが残る
消費者物価	小幅上昇	伸びが徐々に高まる
米国	感染も減少し消費中心に回復している	消費中心に回復が続く
欧州	行動制限の緩和を受けて回復継続	ウクライナ危機により回復が弱まる
中国	感染拡大により成長は鈍化	感染拡大により一段と成長が鈍化

(備考) 上方修正の場合は赤字、下方修正の場合は青字で表記

今月の論点

感染縮小により回復

2022年1~3月期の日本経済は、前期比年率1.0%減少した。オミクロン株の感染拡大により消費が横ばいとどまったほか、供給制約もあって設備投資や輸出は回復力が乏しく、ワクチンなどの輸入増加も響いた。ただし、3月以降は感染縮小とともに消費が上向いている。実質GDPの水準は、21年末にコロナ前の19年末の水準におおむね達しており、4~6月期は改めて回復が進むとみられる。

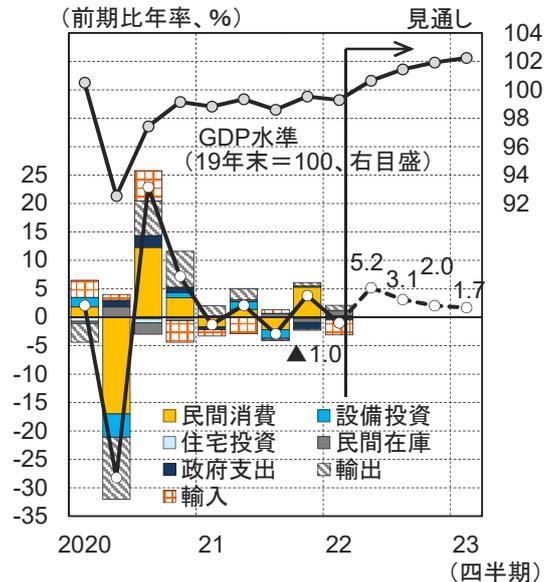
重症者数は明確に減少し  
感染懸念は低下

新規感染者数は2月上旬をピークに半減し、全国でまん延防止措置が解除された3/21以降、地方圏で減少が遅れたが、緩やかに減少している。また、重症者数はより明確に減少しており、感染懸念は低下した。コロナ禍になって初めて制限が解除されたGWの客足は大きく増加し、4~6月期は消費を中心に回復の動きが強まることが期待される。

輸入価格の上昇で  
国民総所得は減少

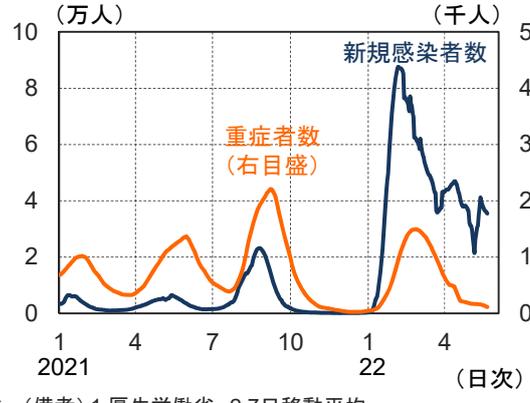
他方、原油などの国際商品市況の上昇は、海外への所得移転を通じて日本経済を下押ししている。輸入価格の上昇は、数量ベースの実質GDPには影響しないが、交易損失に表れ、海外からの純所得とともに国民総所得(GNI)とGDPの違いに影響する。GNIの減少は、これを原資とする企業投資や家計消費を押し下げ、需要面からGDPに影響を与える。交易損失は1~3月期にはGDP比2%近い11兆円に膨らんだ。これは直接には企業部門が負担するが、末端への価格転嫁はガソリン、電力・ガス料金だけでなく、食品価格などに広がっており、雇用・所得を経ずに、家計に影響が及んできている。

実質GDP水準と予想



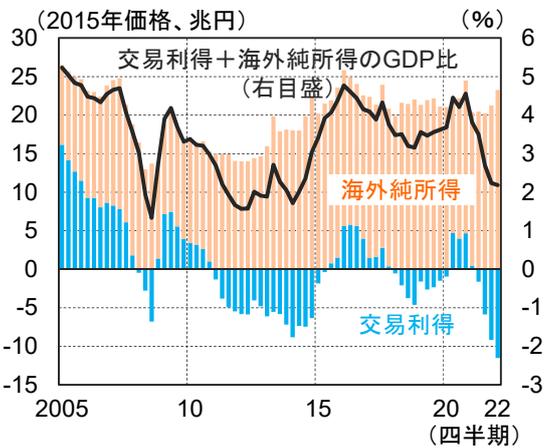
(備考) 1.内閣府、見通しは日本経済研究センター「ESPフォーキャスト」 2.見通しの破線は高低8機関(約1/4)の予測で延長

新規感染者数



(備考) 1.厚生労働省 2.7日移動平均

交易利得と海外純所得



(備考) 内閣府

日本のインフレ率は徐々に高まる

国内のインフレ率は、欧米の8%前後に比べて限られるが、徐々に高まっている。今後は、エネルギー価格は前年水準の上昇によつての伸びが鈍る一方、消費者に身近な食品や日用品から値上げが広がる可能性がある。消費者物価（総合）の上昇率は、携帯料金値下げの影響が抜けたこともあり、4月に日銀の政策目標である2%に達した。消費増税なしに物価上昇率が2%に達するのは資源価格が上昇した2008年以來、14年ぶりとなる。

物価上昇を受けて消費者は慎重化

消費者はこれを受けて慎重化している。3月の調査では、消費者の3割近くが、物価上昇により暮らし向きが悪化したと回答した。これは、資源インフレの08年や、増税・円安が重なった14年に次ぐ高さとなった。08年にはリーマン危機による給与・事業収入の悪化が重なり、消費は減少した。他方、14年は好況下にあり、消費増税や円安による物価上昇も一過性だったが、消費は停滞した。家電や自動車の購入支援策や13年の株高下での高額品消費ブーム、消費増税前の駆け込みなどの反動も一因だが、物価上昇による生活防衛との指摘が少なからずみられた。

家計が過度に委縮せず消費が回復するかが焦点

今回は、14年と同様に経済は回復局面にあるほか、回復余地を示すGDPギャップは14年よりも大きい。

ガソリン価格は政策支援もあつて歴史的な高値にはなっておらず、先行きのインフレも2%を大きく超えず、購買力の目減りは限定的とみられる。コロナ禍で消費活動が制限されたことで家計貯蓄はGDP比10%ほど積み上がっており、インフレ分を補うだけでなく、サービス分野を中心に潜在的な繰越需要も大きい。家計が過度に萎縮せず消費が回復するかが、経済正常化やデフレ脱却に向けた課題となっている。

日米欧の消費者物価（総合）上昇率



(備考)総務省、米労働省、欧州連合統計局

過去のインフレ率のピークとガソリン価格

時期	インフレ率	ガソリン価格(1ℓ)
1974年2月 第一次石油危機	24.9%	83円
1980年9月 第二次石油危機	8.7	153
1990年11月 平成景気	4.2	142
1997年10月 消費増税	2.5	105
2008年7月 資源インフレ	2.3	181
2014年5月 消費増税・円安	3.7	165
2022年4月 資源インフレ・円安	2.0	173

(備考)1.総務省 2.インフレ率は消費者物価総合、ガソリン価格は東京都

理由別の暮らし向き悪化割合



(備考)1.日本銀行によりDBJ作成 2.暮らし向きが悪化したと回答した割合に、理由別の(複数)回答割合を乗じた

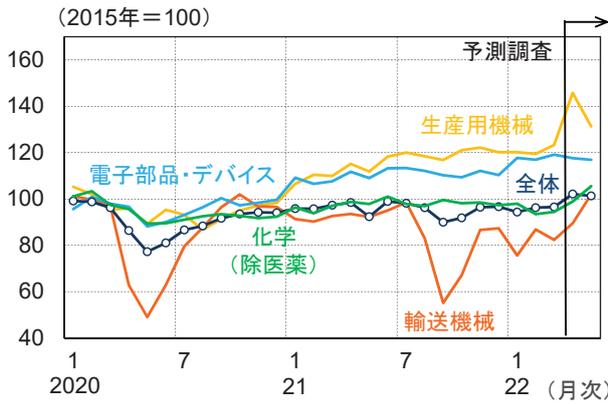
【産業調査部長 宮永 径】

主要指標

生産は持ち直しているものの、当面は弱い動き

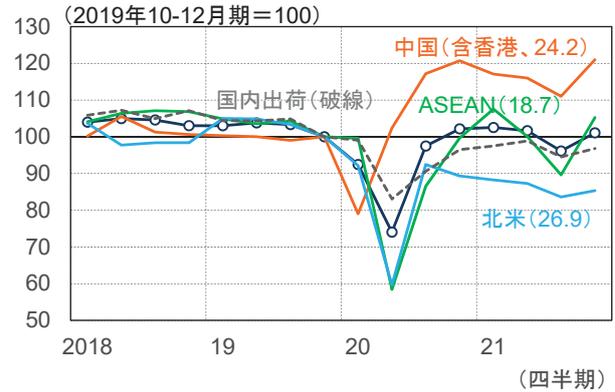
- 3月生産は、前月比0.3%増となり、持ち直している。輸送用機械は、福島県沖地震の影響で計画に反し減少したものの、半導体製造装置などの生産用機械は好調な需要により増加した。ただし、予測集計後に中国の都市封鎖などから輸送用機械などの減産拡大が報じられており、当面は供給制約が下押し圧力となり弱い動きになるとみられる。
- 日本企業の海外現地法人の出荷は、20年末にコロナ前を回復した後は横ばいとなっている。地域別では、感染封じ込めにより生産への悪影響を抑えた中国がコロナ前の水準を大きく上回る一方、部品不足などで輸送用機械の生産低迷が響いた北米は弱い動きとなった。22年は、ウクライナ危機や中国のロックダウンなどによる供給制約が海外出荷を下押しすることが懸念される。

鉱工業生産



(備考)経済産業省

海外出荷指数



(備考)1.経済産業省 2.( )内は2015年のウエート、%

設備投資は持ち直している

- 1~3月期の実質設備投資(GDPベース)は、前期比年率1.9%の増加となった。機械投資の一致指数である資本財総供給も、21年後半の供給制約を脱し、緩やかに増加しており、設備投資は持ち直している。
- 設備投資の先行指標をみると、建築着工は、都心オフィスの大型案件や倉庫、工場の増加により総じて回復基調にある。一方、機械受注(船舶・電力を除く民需)は、3月は増加したものの、4~6月期はウクライナ危機や物価上昇などによる先行きの不透明感が下押し圧力となり、非製造業を中心に大きく減少する見通し。

設備投資の一致指標



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

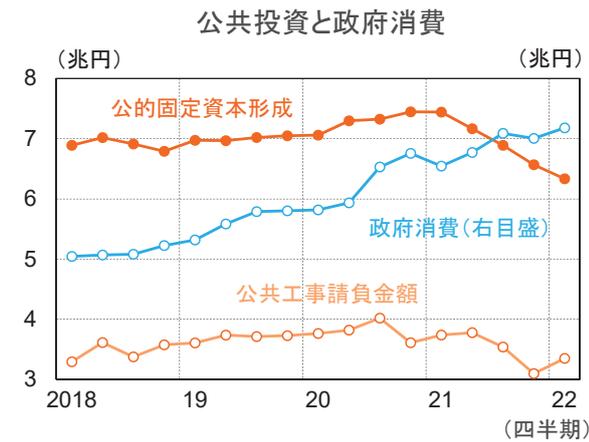
設備投資の先行指標



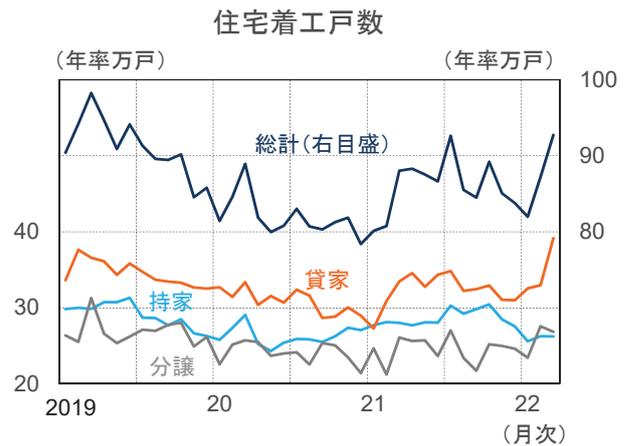
(備考)1.内閣府、国土交通省  
2.非住宅建築着工床面積の季節調整はDBJによる

### 公共投資は下げ止まりの兆し、住宅着工は大型案件により増加

- 公共投資は、東日本大震災の復興費減少に加えて資材高騰や人手不足もあり、弱い動きが続いたが、先行指標の公共工事請負金額は今年に入って増加し、下げ止まりの兆しがみられる。一方、政府消費は、社会保障関係費やコロナ関連支出により、増勢が続いた。また、5/17に「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」において、燃料油価格の激変緩和などに充てられる2.7兆円の補正予算案が閣議決定された。
- 1～3月期の実質住宅投資(GDPベース)は、前期比年率4.3%減少した。先行指標の住宅着工は、貸家が首都圏を中心とした大規模案件により急増し、3月に2カ月連続で増加したことから、今後の住宅投資は下げ止まるものとみられる。



(備考) 1.内閣府、北東西三保証事業会社  
2.公的固定資本形成と政府消費は実質GDPベース



(備考) 国土交通省

### 雇用は弱さが残る

- 3月の失業率は2.6%となり、2カ月連続で低下した。オミクロン株の感染縮小により労働参加率が上昇したが、労働需要の強さもあって新規求職者を吸収し、失業率は改善した。有効求人倍率も緩やかに上昇したものの、いずれもコロナ前の水準までは回復しておらず、雇用は弱さが残る。
- 3月の賃金は、前年比1.3%増となり、3カ月連続で増加した。所定内給与が増加基調にあるほか、感染縮小により残業時間が増加し、所定外給与も増加した。22年夏季賞与は、好調な企業業績などから増加し、コロナ前の水準を回復するとみられる。



(備考) 総務省、厚生労働省



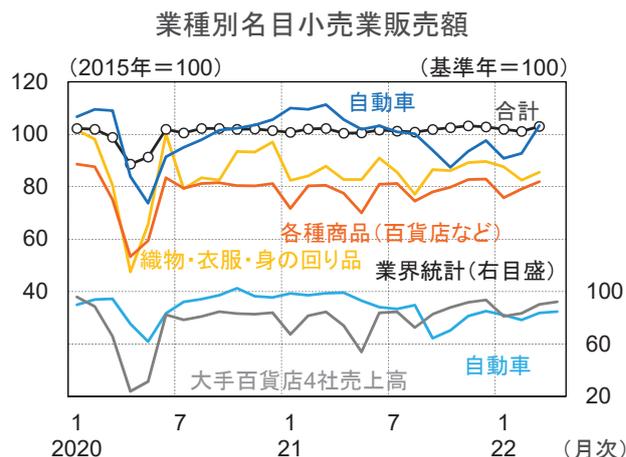
(備考) 1.財務省、厚生労働省 2.22年夏季賞与はDBJ試算

### 消費は、感染縮小により回復

- 1～3月期の実質民間消費(GDPベース)は、前期比年率0.1%減少した。年初のオミクロン株感染拡大により、サービス消費を中心に回復が足踏みした。ただし、感染が縮小した3月以降は人出が増加しており、改めて回復が進むとみられる。
- 3月小売業販売額は、前月比2.0%増加した。人出の増加により各種商品(百貨店など)や織物・衣類・身の回り品などが増加したほか、供給制約の緩和で自動車も増加した。中国のロックダウンなどによる供給制約の影響はあるものの、4月の財消費に関する百貨店などの業界統計は増加しており、今後も回復が続く見込み。



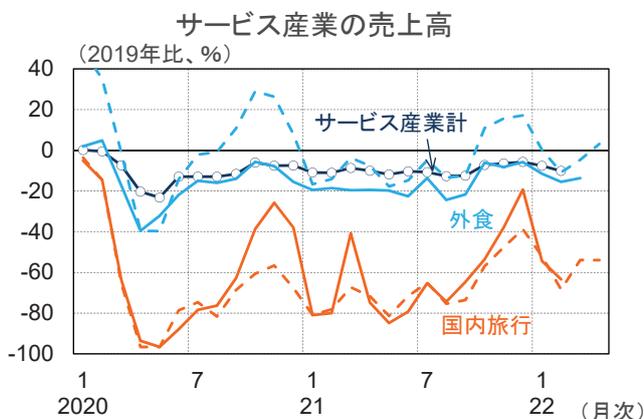
(備考) 1.内閣府、総務省、Google COVID-19 Mobility Reports  
2.小売・娯楽の人出は7日移動平均



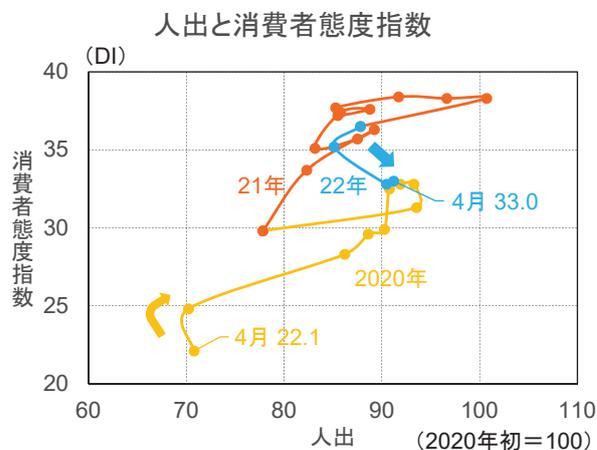
(備考) 1.経済産業省、自販連、全軽自協  
2.自動車は2015年=100、百貨店は2018年=100

### サービス消費は、感染縮小により持ち直し

- サービス消費は、22年に入り感染拡大により弱含んだものの、感染が縮小した3月以降は、関連指標である新幹線の利用者数や飲食店の来店人数が増加し、持ち直している。コロナ禍で初めて行動制限がなかったGWは、新幹線や国内線の旅客数が19年比8割前後まで持ち直したほか、国際線の利用者も年末年始と比較して増加した。
- 4月消費者態度指数は、前月からほぼ横ばいとなった。コロナ禍での消費者態度指数は人出と強い相関関係がみられたが、22年3月以降は感染縮小により人出が増加したにも関わらず、改善の動きは弱い。内訳からは雇用環境の改善への期待がみられるものの、物価上昇などがマインドに悪影響を与えている可能性がある。



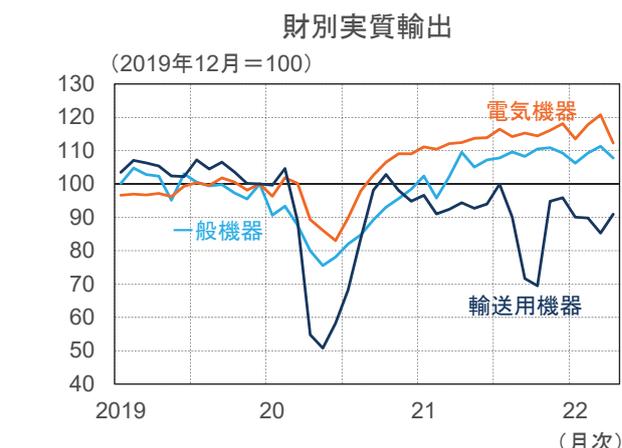
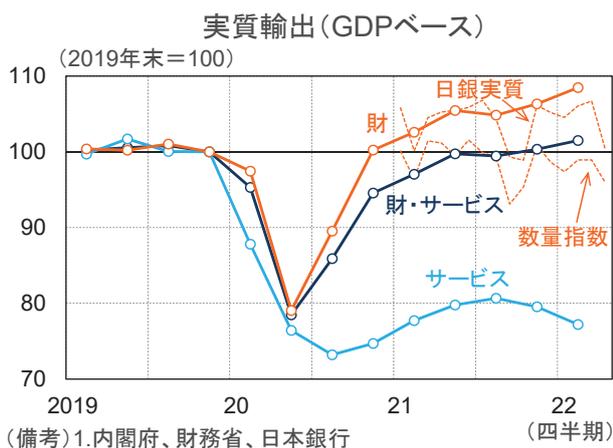
(備考) 1.観光庁、総務省、日本フードサービス協会、TableCheck、JR東海 2.破線は関連指標で、20年春の落ち込みが実績と一致するようDBJ作成



(備考) 内閣府、Google COVID-19 Mobility Reports

### 輸出は当面弱い動き

- 1～3月期実質輸出(GDPベース)は前期比年率4.7%増加した。サービスは、金融や研究開発などで減少したが、財は、供給制約の影響の大きかった輸送用機器のほか、電気機器が増加した。
- 4月の輸出数量指数は前月比3.0%減少、日銀実質輸出は同6.0%減少となった。22年初以降供給制約により減少していた輸送用機器は増加したが、電気機器、一般機器が減少した。中国のロックダウンによる景気悪化などが見込まれており、輸出は当面弱い動きが続く見込み。



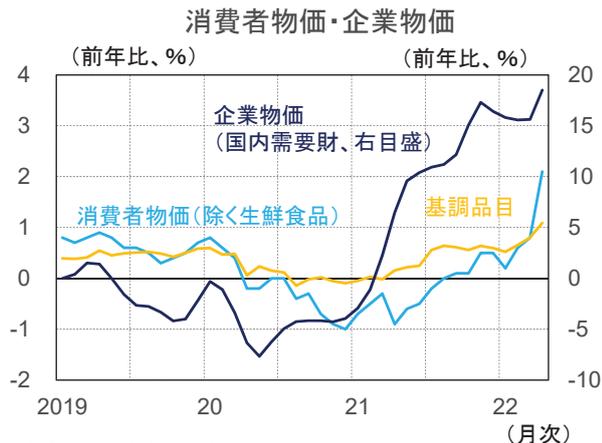
### 貿易赤字は拡大している

- 中国からの輸入は、新型コロナの感染拡大で20年2月に大きく落ち込んだ後、増加基調が続いていたが、4月は上海の都市封鎖によるサプライチェーンの混乱により、15%減少した。財別では、一般機械、化学製品などで減少したほか、一進一退が続く輸送用機械も部品調達滞り、国内自動車工場の生産停止などの影響が出ている。
- 1～3月期の実質輸入(実質GDPベース)は、ワクチンなどが増加し前期比年率14.1%増加した。4月貿易収支は原料燃料高による輸入金額の増加で19.4兆円の赤字となり、消費増税前の駆け込み輸入のあった14年3月以来の赤字幅となった。



### 消費者物価は、伸びが徐々に高まる

- 4月の全国消費者物価(除く生鮮食品)は、携帯料金値下げの影響(1.1%)がなくなったほか、エネルギーや食料の上昇が続く、前年比プラス2.1%に上昇した。エネルギー・政策要因を除いた基調品目は同プラス1.1%となり、食料を中心にこのところ伸びが徐々に高まっている。また、4月企業物価(国内需要財)は、国際市況の高騰や円安で輸入物価が上昇したことにより、前年比プラス18.5%と再び伸びが高まった。
- 4月の家計の期待インフレ率は、14年、19年の増税時を上回り上昇した。家計の期待インフレは、購入頻度の高い品目につれて変動する傾向があり、足下は食料品などの値上げを反映して伸びているとみられる。また、企業の物価見通しも14年の水準を超えて上昇しており、今後も家計の期待インフレの上昇が続けば、企業の価格転嫁が徐々に進む可能性がある。



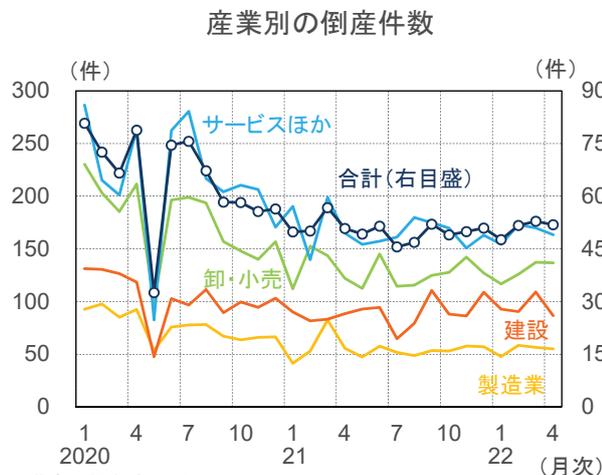
(備考)1.総務省、日本銀行  
2.企業物価は消費税の影響除く



(備考)1.内閣府、日本銀行 2.家計の期待インフレ率は、内閣府「消費動向調査」の総世帯の数値を基にDBJ試算

### 倒産はおおむね横ばい、金融の過熱感は限定的

- 企業の倒産件数は、21年にかけて政策支援もあり減少したが、22年入りおおむね横ばいとなっている。宿泊・飲食業を含むサービス業や卸・小売業などではオミクロン株の感染拡大や資材価格高騰により、やや増加した産業もあるほか、22年から多くの事業者で実質無利子・無担保融資の返済が始まるが、申込期限の延長などにより当面はコロナ前を下回る水準が続く見込み。
- 日銀が4月に公表した金融システムレポートでは、金融の過熱感を示すヒートマップが更新され、21年上期に「赤」点灯していた5指標のうち、M2成長率がトレンドに復した。またその他4指標も、コロナ禍におけるGDPの減少や積極的な資金繰り支援によりトレンドから上方乖離しており、必ずしも過熱を示さないと評価した。ただし、不動産向け貸出は19年から過熱感がみられ、コロナ禍で脆弱性が高まった可能性が指摘された。



(備考)東京商工リサーチ

### ヒートマップによる金融の点検

		19	20	21
金融機関	金融機関の貸出態度判断DI			
	M2成長率			
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率			
	株式信用買残の対信用売残比率			
民間全体	民間実物投資*			
	総与信*			
家計	家計投資の対可処分所得比率			
	家計向け貸出*			
企業	企業設備投資*			
	企業向け与信*			
不動産	不動産実物投資*			
	不動産向け貸出*			
資産価格	株価			
	地価*			

(備考)1.日本銀行 2.トレンドから一定程度以上の上方乖離は赤、下方乖離は青、どちらでもない場合は黄、3.\*はGDP比

今月の論点

消費中心に回復が続く

2022年1~3月期の実質GDP(速報値)は、前期比年率1.4%減少し、20年4~6月期以来のマイナス成長となった。設備投資の伸びが加速したほか、個人消費の増加が続いたものの、輸入の増加が下押しした。4~6月期以降は、感染減少もあり、消費を中心に回復が続くとみられる。

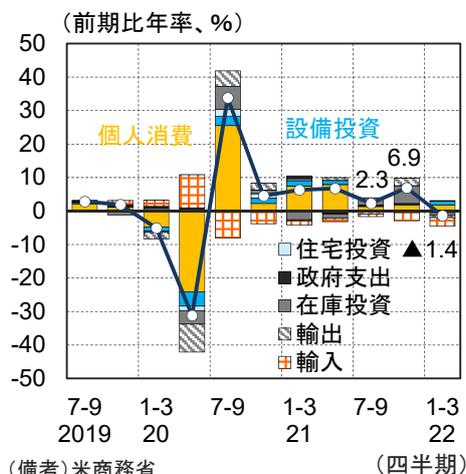
消費はサービス中心に回復が進む

景気回復を牽引した実質個人消費をみると、22年1~3月期は前期比年率2.7%増加(前期は2.5%増)し、消費の回復が続いた。燃料高によるガソリンの販売減から財消費は一服したものの、オミクロン株の感染拡大が1月にピークアウトしたこともあり、サービス消費が増加した。先行きの消費は、供給制約の緩和に伴い自動車など一部の財が増加するとみられるが、持ち直しの遅れる娯楽や宿泊、飲食などの外出関連を含むサービス消費が牽引役となり、回復が進むものと考えられる。

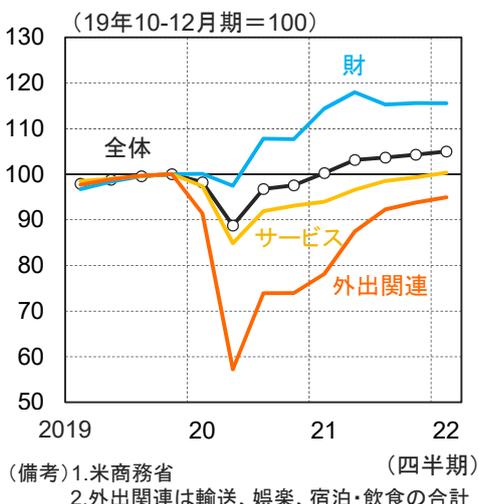
コロナ禍の資産増が支えとなる

家計の純資産をみると、20年半ば以降、政府の現金給付策により現預金が増加したほか、大規模金融緩和を受けた価格上昇により株式、不動産などの資産が増加しており、これまでの消費の回復は超過貯蓄の取り崩しや資産効果が支えた側面があるとみられる。1~3月期の貯蓄率がコロナ前(7.4%)を下回る6.6%に低下したことも、貯蓄を消費に回した裏付けとなる。足元では、株式を中心とする資産価格の下落により逆資産効果が生じるとの指摘があるほか、高インフレが継続すれば実質購買力低下により消費を下押しする可能性はあるものの、コロナ禍で増加した純資産は残っており、当面の消費を支えるものとみられる。

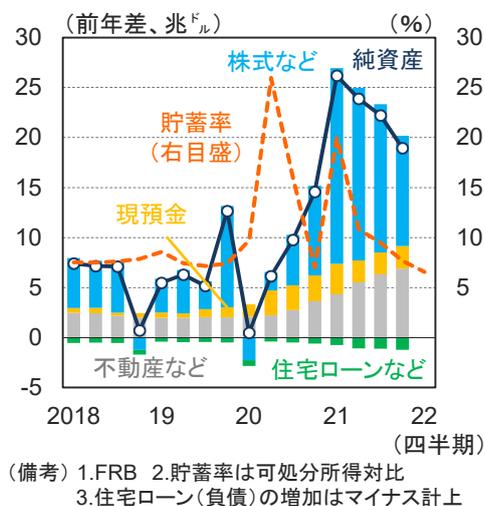
実質GDP成長率



実質個人消費



家計の純資産と貯蓄率

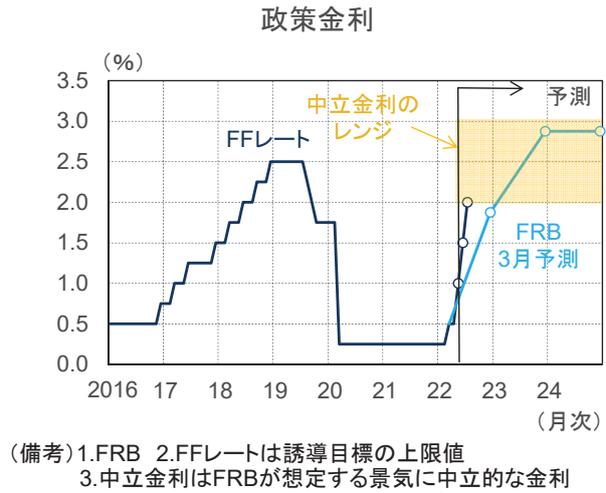
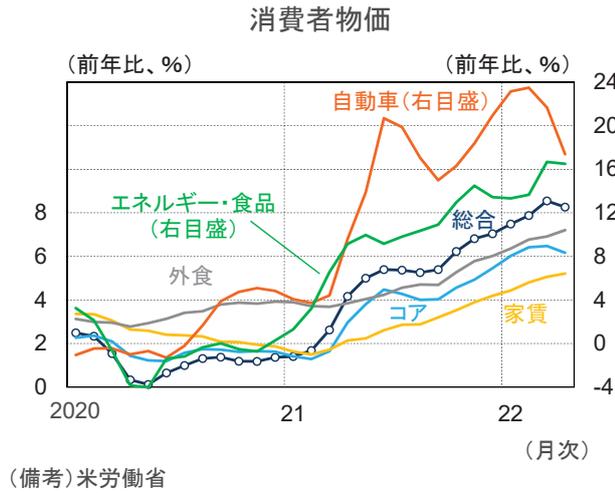


[経済調査室エコノミスト 品田 裕太]

主要指標

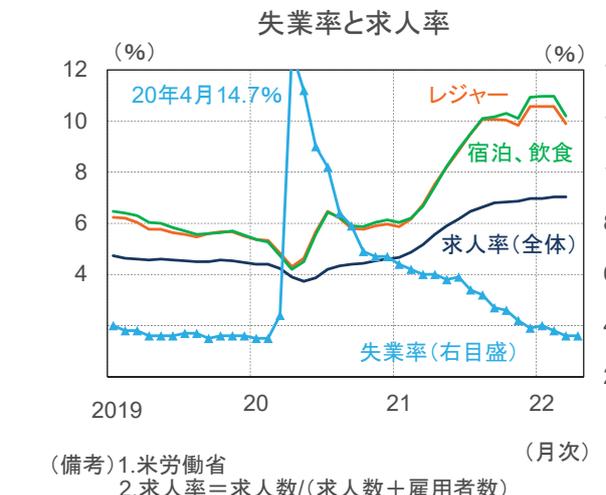
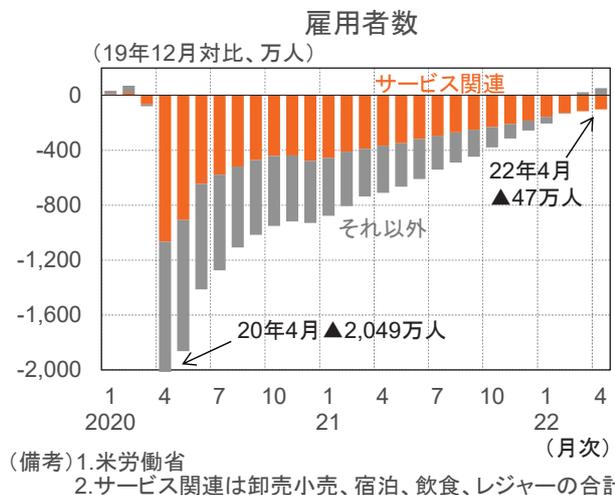
消費者物価の伸びは鈍化、FRBは利上げと資産圧縮開始を決定

- 4月消費者物価は前年比8.3%上昇となり、前月から伸びは鈍化した。家賃のほか、人出の増加に伴い外食や航空運賃などの伸びが高まったが、中古車やガソリンなどが前月を下回った。先行きは、エネルギー価格上昇の影響が縮小することにより伸び率は鈍化するとみられるものの、中国のロックダウンによる供給制約から財価格に上昇圧力がかかり、高止まる可能性がある。
- 5月FOMCは、0.5%の利上げのほか、6月からの資産圧縮(QT)開始を決定した。パウエル議長はインフレ圧力の高まりに警戒感を示しており、今後2会合で0.5%ずつの利上げを検討するとしている。政策金利は夏にもFRBが想定する中立金利のレンジ(2~3%)に達するとみられており、利上げペースは3月時点の予測から加速している。



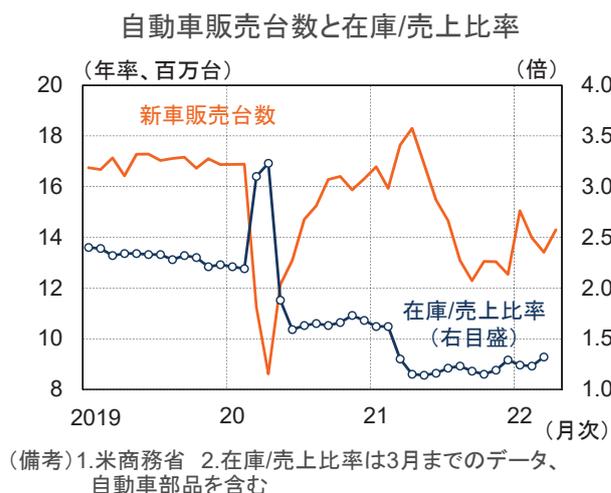
雇用は持ち直し基調が続く、労働需給はひっ迫している

- 雇用者数は、コロナ禍で2,000万人以上減少したものの、景気回復に伴い改善している。足元では、宿泊、飲食やレジャーなどサービス関連の伸びは幾分鈍化したものの、サービス関連以外の産業ではコロナ前の水準を回復しており、総じてみれば持ち直し基調が続いている。
- 4月失業率は前月から横ばいの3.6%となり、コロナ前(19年平均3.7%)を引き続き下回った。他方、企業の求人数と雇用者数より算出する求人率はコロナ前を上回っており、労働需給はひっ迫している。感染減少によるサービス消費の増加が期待される中、宿泊、飲食やレジャーの求人率は足元でやや低下するものの、高水準を維持している。



### 鉱工業生産は増加、自動車は供給制約により販売抑制

- 4月鉱工業生産は、前月比1.1%増加した。自動車・同部品をはじめとする製造業のほか、エネルギー価格の上昇により鉱業など幅広い業種で増加した。
- 4月新車販売台数は、3ヵ月ぶりの増加となり、均してみれば昨年後半以降の持ち直しが続いている。一方、半導体不足の影響が残るほか、年初の感染拡大やカナダとの国境閉鎖による部品不足の影響により在庫は低水準が続き、供給制約により販売が抑制されているとみられる。



### 金融安定報告書は資産価格変動を指摘、金融ストレス指数は再び上昇

- FRBが半期に一度公表する金融安定報告書では、オミクロン株の感染拡大やインフレ圧力の高まり、ウクライナ情勢悪化といった変化が、資産価格の大きな変動につながったと強調した。プレイナー副議長は、エネルギー、資源価格の大幅な変動が大手金融機関に影響をもたらす可能性を指摘した。
- 金融市場の緊張度を示す金融ストレス指数は、年末以降、FRBのタカ派姿勢への転換やロシアによるウクライナ侵攻を受けた株価の下落やボラティリティの高まりにより上昇した。3月FOMC後は材料の出尽くし感から一時的に緩和したものの、足元ではFRBによる利上げペースが加速するとの見方から再び緊張が高まっている。

#### 金融安定報告書の要旨

資産価格	➢ 先行きの不透明感により資産価格は大きく変動 ➢ 資産価格は依然として下落しやすい状況
企業と家計債務	➢ 企業と家計債務の脆弱性は限定
金融セクターのレバレッジ	➢ 生保やヘッジファンドは依然として高い
資金調達	➢ MMFや債券ファンド、仮想通貨における構造的な脆弱性が継続
潜在的なリスク	➢ 今後12-18ヵ月の上位リスク①ウクライナ侵攻 ②インフレ継続、金融引き締め③資産価格下落

(備考)1.FRB 2.調査期間は1月後半から4月中旬

#### 金融ストレス指数



今月の論点

ウクライナ危機により回復が弱まる

英国では物価高騰によりマイナス成長の恐れ

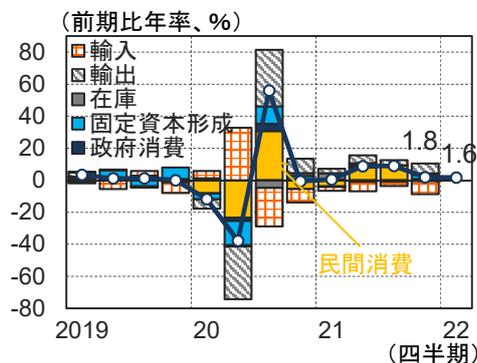
スタグフレーションのリスクに留意

EUの2022年1~3月期の実質GDP(速報値)は、前期比年率1.6%増加し、2期連続で減速した。2月からの行動制限緩和が成長に寄与したものの、3月以降、ウクライナ危機に伴う物価高騰や供給制約により、景気への下押し圧力が強まり、回復ペースが弱まっている。

英国の1~3月期GDPは、前期比年率3.2%増となり、伸びが鈍化した。一方、3月消費者物価は前年比7%上昇し、中銀(BOE)は、5/5の会合で4回連続となる利上げを実施した(0.75→1.00%)。また、先行きについて、消費者物価は電気・ガス料金の改定により、22年秋に10%まで高まる予測を示した。物価高騰により企業収益や家計所得が圧迫されることから、10~12月期はマイナス成長に陥り、利上げによる下押しも踏まえると、23年通年もマイナス成長となる可能性を指摘した。

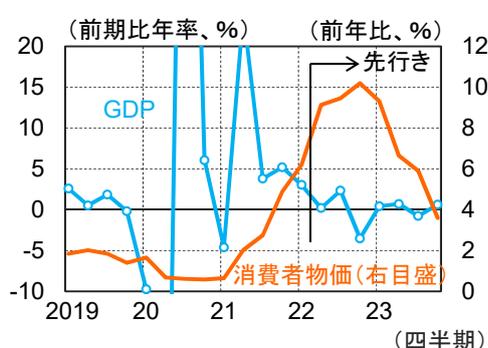
IMFが4月に改訂した経済見通しでは、昨年10月時点の予測に比べてEUは総じて成長率が下方修正され、物価上昇率は上方修正された。とくに資源のロシア依存が強いバルト三国をはじめとする東欧の一部では、大幅な物価上昇と景気減速が予想されている。ドイツやイタリアなどの主要国でも景気回復が弱い中、物価上昇率が3%pt以上高くなると見込まれており、内需拡大でインフレが進んだ米国と異なり、コストプッシュ型インフレの性格が強い。欧州経済は、コロナ禍からの回復基調が続くとみられるが、ウクライナ危機によるエネルギー、食品、レアメタルなどの供給制約が長期化すれば、高インフレが定着し、景気停滞が併存するスタグフレーションに陥るリスクが強まってこよう。

EU実質GDP成長率



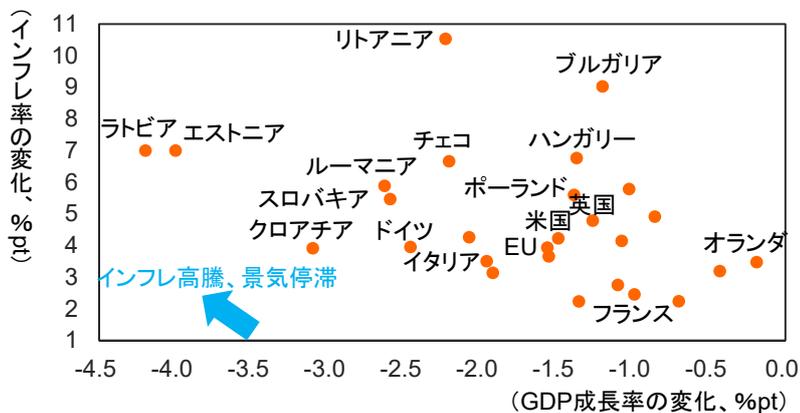
(備考)Eurostat、22年1~3月期の内訳は未公表

英国実質GDPと消費者物価



(備考)英国統計局、先行きはBOE予測

2022年のインフレとGDP予測の変化(IMF21年10月→22年4月)



(備考)IMFによりDBJ作成

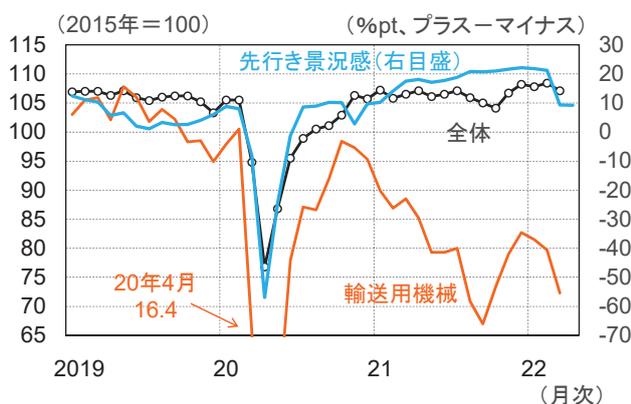
[経済調査室エコノミスト 岳 梁]

## 主要指標

### 生産、小売売上高とも減少

- 3月のEU鉱工業生産は、前月から1.8%減少して2ヵ月ぶりのマイナスとなった。ウクライナ危機によりエネルギーやレアメタルなどの供給制約が生じる中、自動車をはじめ主要品目で減少した。また、先行きの景況感も3月から大きく低下しており、生産の持ち直しが遅れる可能性がある。
- 3月EU実質小売売上高(除く自動車)は、インフレ加速による実質所得の減少などにより、前月比0.2%減少して3ヵ月ぶりのマイナスとなった。また、3月の自動車販売台数は、ウクライナ危機による供給制約などにより、大きく減少した。

EUの鉱工業生産と先行き景況感



(備考) 1.Eurostat 2.先行き景況感は今後3ヵ月

EU実質小売売上高

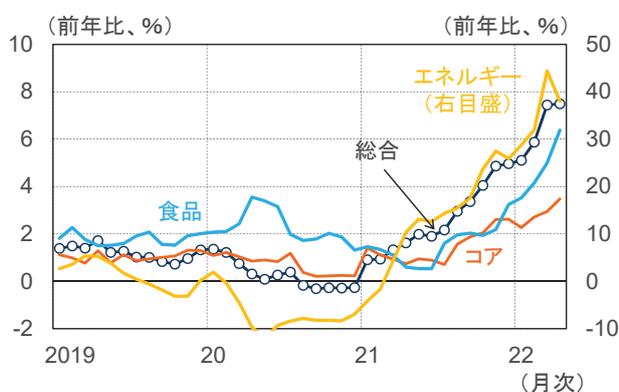


(備考) 1.Eurostat, Datastream  
2.自動車販売は新車登録数、季節調整はDBJによる

### コストプッシュ型のインフレ圧力が続く

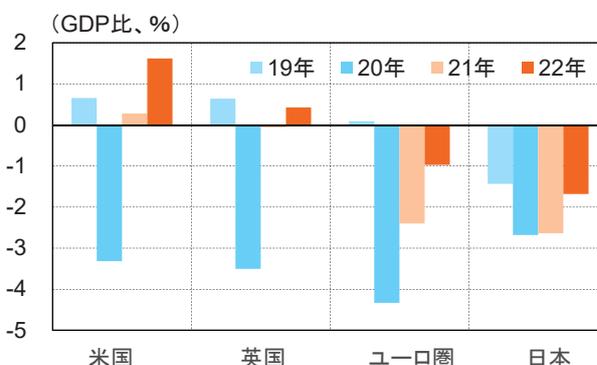
- 4月のユーロ圏消費者物価は前年比7.5%上昇し、高い伸びが続いた。エネルギーの伸びがやや鈍化したものの、食品やコア物価の伸びが拡大している。一方、コロナ禍からの回復の遅れやウクライナ危機の下押しもあり、21年に続き22年もGDPギャップはマイナスが予想されている。
- ユーロ圏は、英米と比較して内需が弱いにもかかわらず物価は同等の水準で伸びており、コストプッシュ型インフレの性格が強いとみられる。利上げによるインフレ抑制効果が限られるほか、景気への配慮もあり、米英より利上げの開始が遅れている。

ユーロ圏消費者物価



(備考) Eurostat

GDPギャップ



(備考) 1.IMF 2.米国は22年、ほかは21年以降予測

## 今月の論点

感染拡大により一段と成長が鈍化

上海の消費は3月時点で2割近く減少

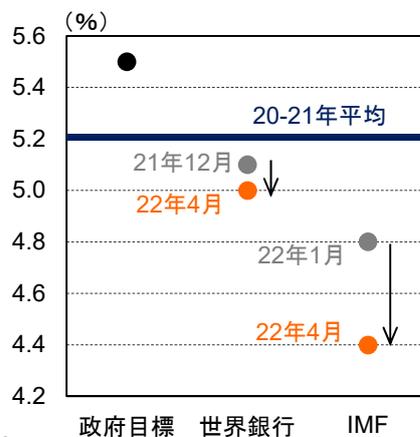
強力な金融緩和には踏み込まない可能性

2022年1～3月期の実質GDP成長率は、前期よりやや高い前年比4.8%となったが、前期比年率では5.3%となり、前期の6.1%から伸びが鈍化した。4月以降は、ゼロコロナ政策に基づく上海のロックダウンなどによる一段の成長鈍化が見込まれており、国際機関の予測では特にIMFが22年度の見通しを大きく引き下げた。民間の平均的な見通しも5%を割り込んだとみられ、政府目標の5.5%のみならず、20～21年平均の成長率5.2%にも届かないとの見方が強まっている。

GDPの約4%を占める上海経済は、厳格なロックダウンにより急速に悪化している。3月時点で消費が前年比約19%減少したほか、サプライチェーンの混乱により生産も2桁減となり、行動制限が本格化した4、5月はさらなる悪化が見込まれる。主要な物流拠点でもある上海経済の混乱の影響は国内のほか日本の自動車産業を含む国外にも波及しており、政府は6月中の封鎖全面解除の見通しを示したが、ゼロコロナ政策を堅持する方針は崩していない。また、上海に次ぐ経済規模を有する北京でも行動制限や自粛モードが強まり、消費などへの影響が懸念される。

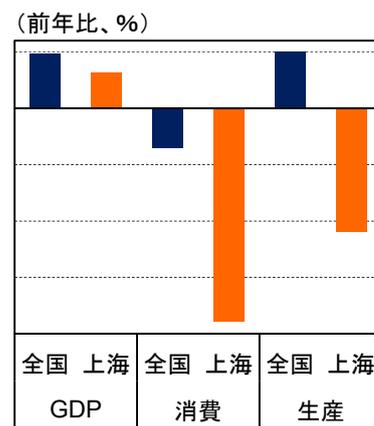
インフレ抑制のため主要国が利上げを加速する中、中国は21年以降景気刺激のために金融緩和を進めてきた。しかし、4月には、米国とのスタンスのかい離による資本流出や通貨安、輸入インフレへの懸念から、市場予想に反して政策金利の1つである中期貸出ファシリティ(MLF)金利を据え置いたほか、預金準備率の引き下げ幅も前回21年12月の半分の0.25%ptにとどめた。資本流出が3月に過去最高を記録したほか足元では元安が進んでおり、今後も厳しい業況にある不動産業や中小企業への支援を視野に緩和的な姿勢を維持するとみられるが、強力な緩和には踏み込まない可能性がある。

22年の実質GDP成長率見通し



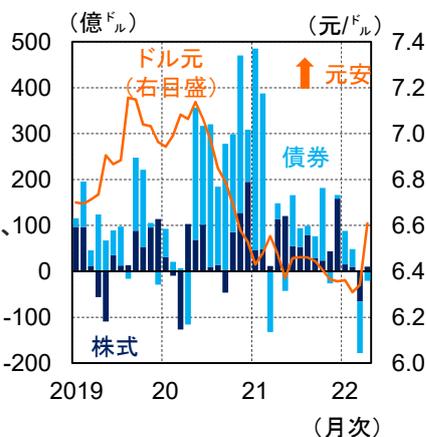
(備考) IMF、世界銀行によりDBJ作成

全国と上海市の主要指標



(備考) 1. 中国国家統計局、上海市統計局  
2. GDPは1-3月期、消費と生産は3月

証券投資純流入額とドル元レート

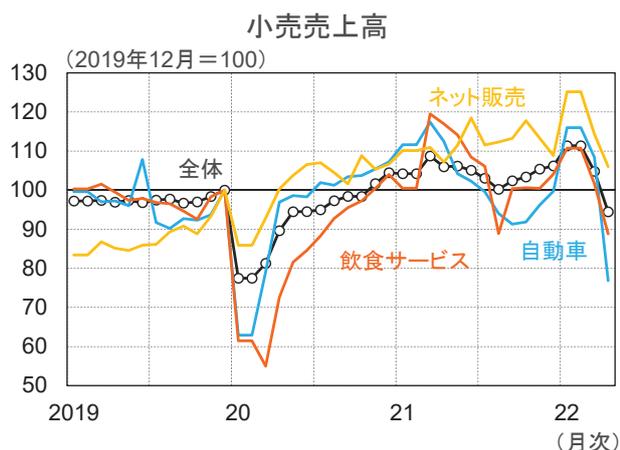


(備考) IIF、Datastream

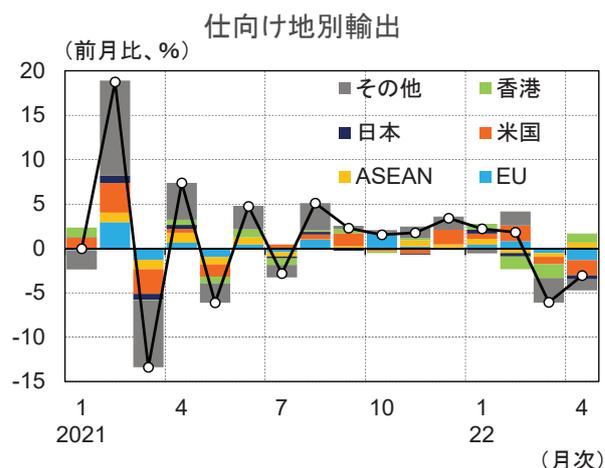
## 主要指標

### 小売は大幅に減少、輸出は2ヵ月連続で減少

- ▶ 4月小売売上高は、上海のロックダウンなどゼロコロナ政策の影響を受け、大幅に減少した。自動車は工場閉鎖による生産減や販売店への入場規制などから前月比で30%近く減少したほか、飲食サービスも人出の減少を受けて落ち込んだ。また、人出減少の影響を受けにくいネット販売も、配送遅延などが指摘されており、2ヵ月連続で減少した。
- ▶ 4月輸出は、上海のロックダウンによる物流の混乱を主因に、3月に続き前月から減少した。また、仕向け地別にみると、再輸出拠点である香港は感染収束を受け持ち直したが、欧米向けは昨年増加した反動もあり、2ヵ月連続で減少した。



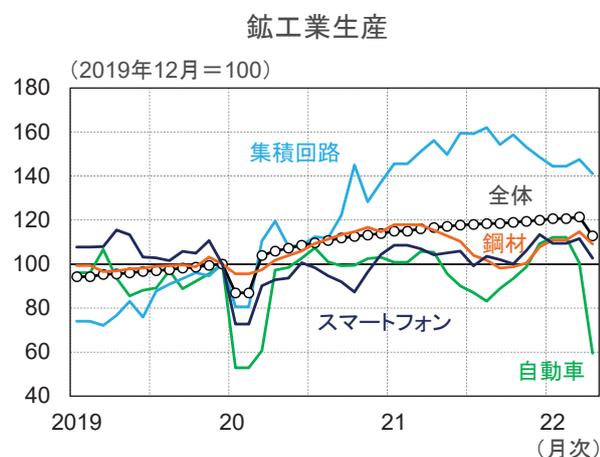
(備考) 1. 中国国家统计局 2. 季節調整はDBJによる



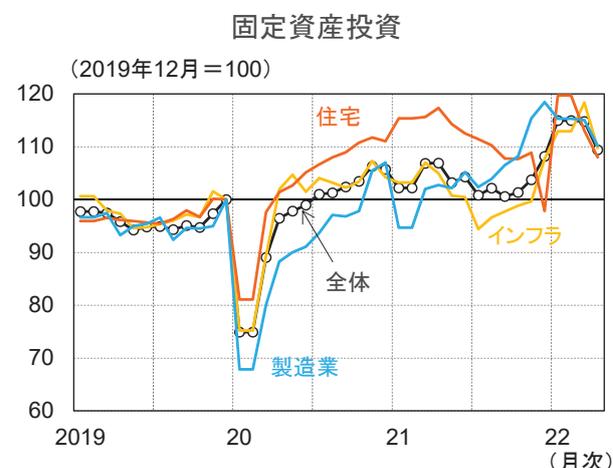
(備考) 1. 中国海関総署 2. 季節調整はDBJによる

### 生産、固定資産投資は大幅に減少

- ▶ 4月の鉱工業生産は、前月比で20年初以来の大幅減となった。上海のロックダウンにより、部品や労働力の不足を受けて工場の操業停止が広がり、自動車大幅減産となったほか、集積回路やスマートフォンといったハイテク関連なども減少した。また、鋼材など建設関連も、小幅に減少した。
- ▶ 4月の固定資産投資は、前月比で大幅に減少した。製造業は上海のロックダウンの影響を強く受けたほか、政府の財政支援や需要喚起策が押し上げてきたインフラや住宅投資も減少しており、感染拡大による活動制限が建設業などの足かせとなった可能性がある。



(備考) 1. 中国国家统计局 2. 季節調整はDBJによる

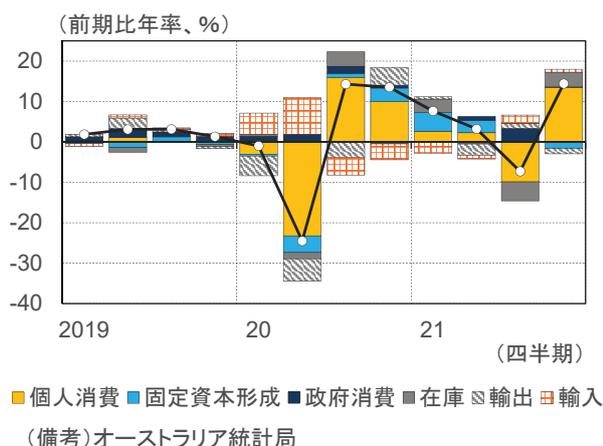


(備考) 1. 中国国家统计局 2. 季節調整はDBJによる

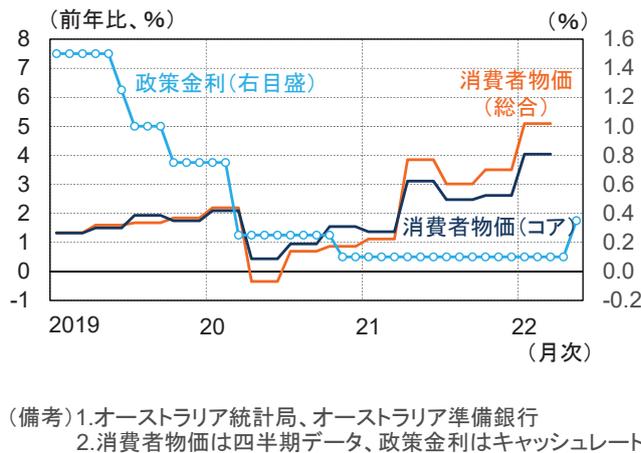
### オーストラリア:回復している

- 2021年10～12月期実質GDPは前期比年率14.4%増となり、感染拡大による足踏みから回復した。人手や建築資材の不足により住宅投資を含む固定資本形成は一服したものの、活動制限の緩和により消費が大きく増加した。22年に入り感染は急増したものの、政府は若年層を中心に反発の強い行動制限を緩和しており、今後も回復が続く見込み。
- 消費者物価は、行動制限の緩和などによる需要回復や原燃料価格の高騰により、中銀目標の2～3%を上回りに上昇している。中銀は、「経済の回復や、長期化した国際市況高騰によるインフレの進行」を背景に5月に利上げし、今後についてもインフレ率を目標レンジまで低下させるため、追加利上げを行う姿勢を示した。

実質GDP成長率



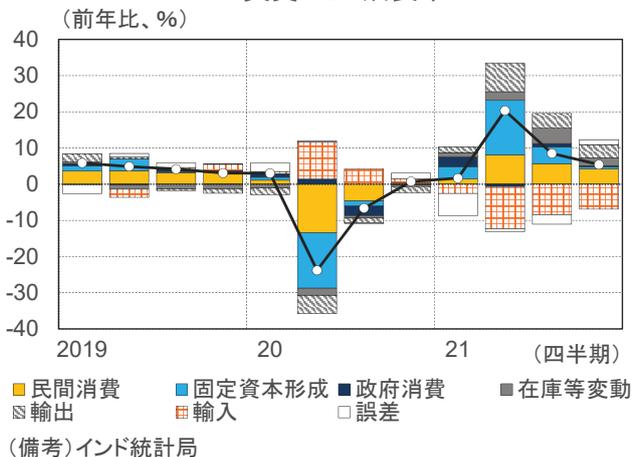
消費者物価、政策金利



### インド:感染縮小により、回復している

- 2021年10～12月期実質GDPは、前年比5.4%増加し、コロナ前の水準を回復している。固定資本形成の伸びが鈍化したものの、感染縮小により消費の持ち直しが続き、輸出も堅調を維持した。今年に入り、オミクロン株の感染が拡大したが、感染者数は1月下旬をピークに減少しており、今後も消費を中心に回復が続くとみられる。
- 消費者物価の上昇率は、国際市況高騰に伴う輸入インフレにより1月に中銀目標の上限である前年比6%を超えた後、ウクライナ危機で伸びが高まり、4月は7.8%の上昇となった。インフレ抑制のほか、通貨安が続いたこともあり、中銀は5/4に緊急会合を開き、約4年ぶりの利上げを行った。今後も高インフレが続く見込まれていることから、景気を下押しする可能性がある。

実質GDP成長率



消費者物価、政策金利



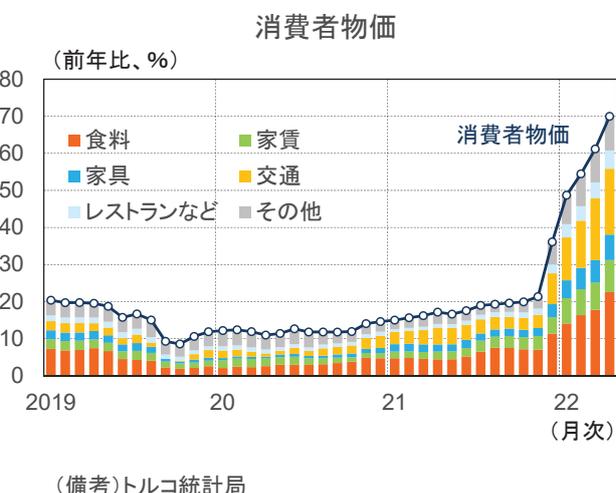
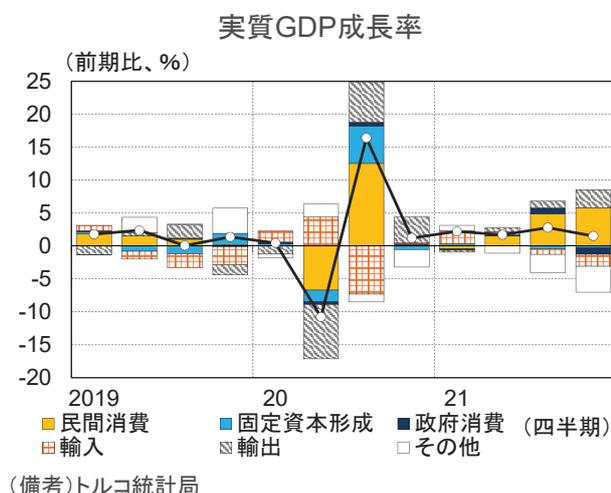
### ロシア：ウクライナ侵攻に伴う経済制裁により、景気は急速に悪化

- 2021年10～12月期実質GDPは、前年比5.0%増となった。在庫投資の増加により前期から加速したものの、感染拡大により消費が減速したほか、固定資本形成、輸出も伸びが縮小した。
- ルーブルは、ウクライナ侵攻直後に急落した後、企業の外貨収入のルーブルへの換金義務化などの資本規制により侵攻前の水準に回復した。ルーブルは指標上持ち直しているものの、消費者物価は、経済制裁に伴う輸入制約や経済混乱により、4月に約20年ぶりとなる前年比プラス17.8%となり、伸びがさらに高まった。今後は、高インフレや欧米諸国を中心とする経済制裁により消費や投資が停滞し、景気は急速に悪化する見込み。



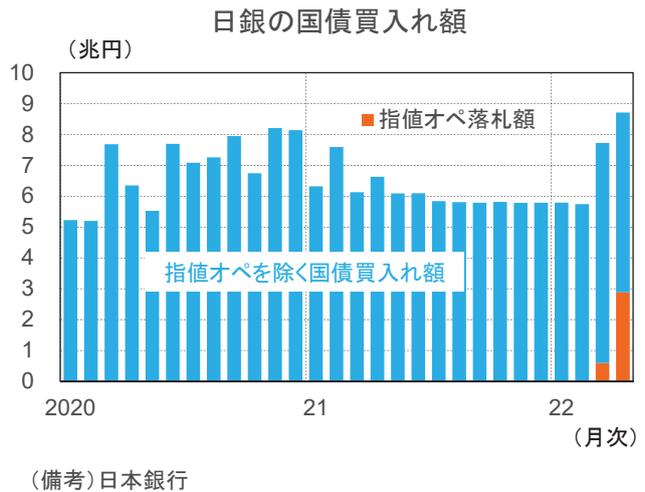
### トルコ：インフレ高進により、今後は悪化

- 2021年10～12月期の実質GDPは前期比1.5%増加し、回復が続いた。行動制限の緩和による人出の増加やインフレ懸念による駆け込み需要などで消費が増加したほか、通貨安により輸出も増加した。
- 4月の消費者物価は前年比70%上昇した。国際市況高騰により、ガソリンなどを含む交通や食料が上昇しているのに加えて、昨年末に中銀が利下げを行ったことによる通貨安もあって、インフレ率は急騰している。家賃などの基調的な物価上昇に影響する項目への波及もみられるが、中銀は低金利政策を維持する姿勢を示しており、インフレは長期化するとみられる。今後は、高インフレによる消費の下押しなど、景気の悪化が懸念される。



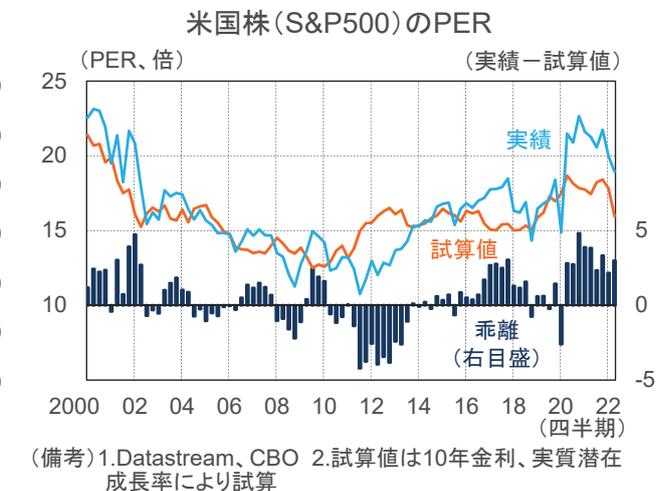
## 長期金利: 米金利は金融引き締め観測から上昇、日本は緩和維持で横ばい

- 米金利は、5月のFOMCで0.5%の利上げが決定され、今後の金融引き締め観測もあって上昇している。日本の金利は、4月の日銀会合で緩和政策が維持され、許容変動幅の上限となる0.25%付近での推移が続いている。
- 4月の日銀会合では、「長期金利の上限をしっかりと画する」として、3月から行われている指値オペの毎営業日実施を決定し、緩和継続の姿勢を明確にした。イールドカーブコントロールなどの政策修正の思惑による金利上昇圧力を払拭し切れない中、今後も指し値オペによる国債買入れ額が増加しやすい状況が続く。



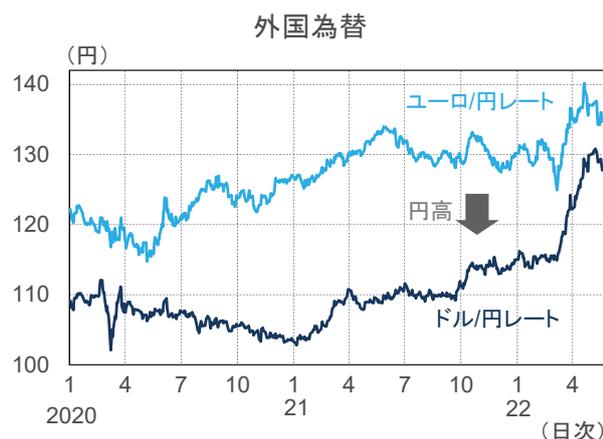
## 株価: 米国株を中心に金利上昇により下落

- 米国の株価は、4月以降、米国の長期金利の上昇や、中国のロックダウンによる景気減速懸念により下落した。日本株も米国株につられて下落したものの、円安により自動車など輸出関連株が上昇したことで、下落幅は米国株と比べて小幅にとどまった。
- 株価は、投資家の期待を反映するPER(株価収益率)と景気の影響を受けやすいEPS(一株利益)に分解される。米国株のPERは、金融緩和により大きく上昇して株価上昇の主因となったが、22年4月以降は金利急上昇を受けて急低下している。ただし、過去の金利や成長率などから得られる試算値との比較では依然割高とみられ、市場は先行きの見通しを下方修正している。



### 為替:ドル円レートは一時131円まで円安が進む

- ドル円レートは、4/28の日銀会合で緩和継続姿勢が明確化したことで131円まで円安が進んだ。その後、中国のロックダウンが長期化する観測のほか、米利上げによる景気減速懸念により127円台に戻した。ユーロ円レートは、日欧の金融政策の違いが意識されて140円まで円安が進んだが、ウクライナ危機に伴う欧州の景気減速懸念もあり135円台まで戻した。
- 貿易額で加重平均してインフレ格差を加味した実質実効レートを、国際決済銀行(BIS)などが算出する消費者物価ベースで見ると、1970年代以来の水準まで円安が進行している。また、一物一価が貿易財で成り立つとの考え方から、生産者物価ベースで実質化した実質実効レートについては、物価上昇の内外差が小さいために円安の動きはやや鈍いが、やはり歴史的な円安となっている。



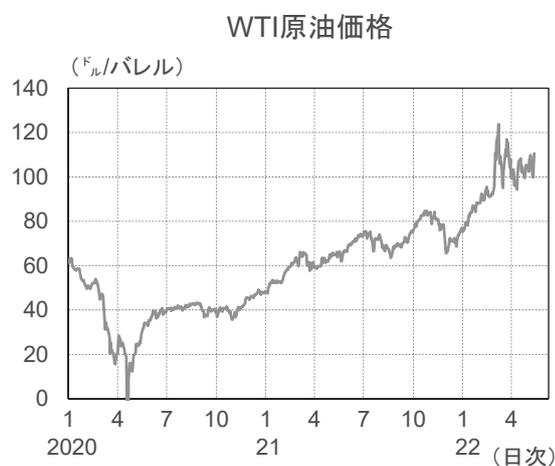
(備考)1.日本銀行  
2.17:00現在の銀行間取引レート



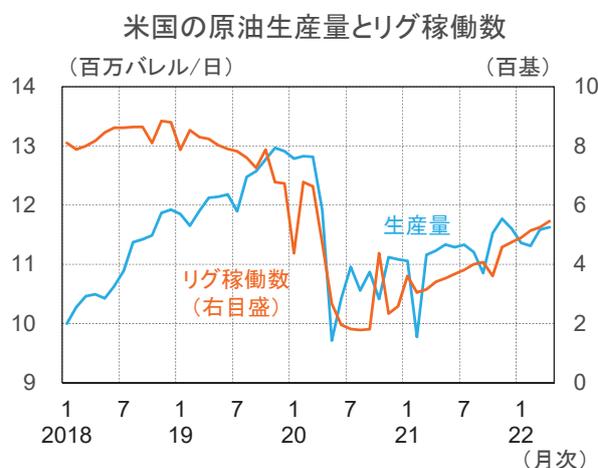
(備考)RIETI、BIS

### 原油価格:100ドル前後で一進一退

- WTI原油価格は、100ドル前後で一進一退となった。4月中旬以降、EUによるロシア産原油の禁輸のほか、反政府デモ隊の操業妨害によるリビア最大の油田閉鎖などが上昇要因となる一方、IMFが世界経済の成長見通しを引き下げたことや、中国のロックダウンにより原油需要が減少するとの観測が価格を押し下げる要因となった。
- コロナ禍に減少した米国のリグ稼働数は、景気が回復する中で増加している。今後も先進国を中心とするロシア産原油の禁輸により米国の原油生産量は増加するとみられるものの、人手不足や資材不足のほか、価格の先行き不透明感から生産者が新規投資を抑制しているとの指摘もあり、緩やかな増加ペースに留まる可能性もある。



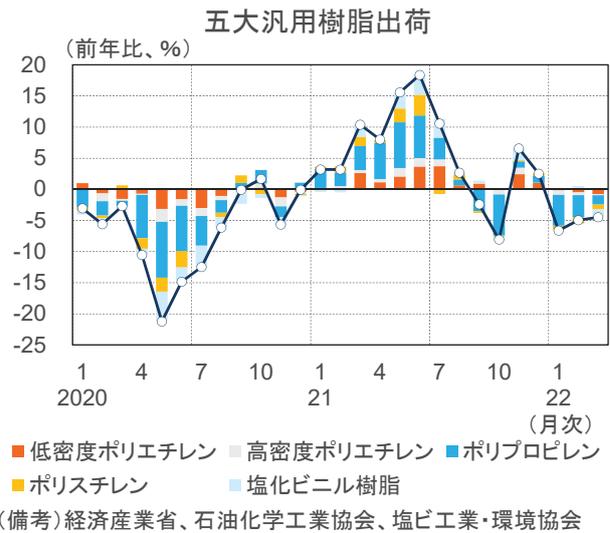
(備考)Datastream



(備考)EIA(米エネルギー情報局)、Datastream

石油化学: 定修や自動車減産を受けて減少

- 2022年3月のエチレン生産は、前年比33.6%減少し、約34年ぶりの大幅マイナスとなった。国内に12基ある生産設備のうち4基が定期修繕で生産を止めたことが要因で、操業を続ける残り3分の2のプラント稼働率は、96.1%と前月から3.8pt上昇した。また、3月の国内向け五大汎用樹脂出荷は、自動車減産などを受け減少基調が続いた。
- なお、3月の国内合成樹脂価格は、ナフサ価格の急騰を受け、一段と上昇しているが、十分に価格転嫁が追いついておらず、マージンは縮小傾向にある。



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

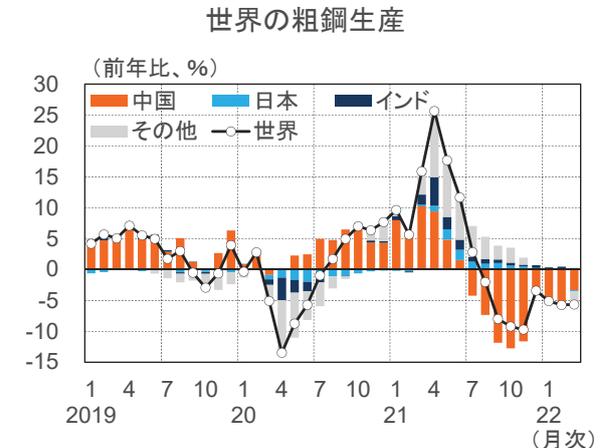
(備考) 経済産業省、石油化学工業協会、塩ビ工業・環境協会

鉄鋼: 自動車の減産などをを受けて減少基調が継続

- 2022年3月の国内粗鋼生産は、最大用途である自動車の減産継続などを背景として、前年比4.3%減少し、3か月連続のマイナスとなった。今後も、半導体などの自動車部品不足長期化により、需要環境の急回復は見込まれないうえ、20年末以降積み上がった在庫も高水準が続いていることから、当面の生産は減少基調が続くとみられる。
- 世界の粗鋼生産は前年比5.7%減となり、8か月連続でマイナスとなった。最大生産国である中国において、住宅投資の減少などを受けた落ち込みが続くうえ、半導体不足やウクライナ情勢不安などに起因する需要減退を背景として、中国を除く地域でも減少に転じた。今後も、需要環境の不透明感が続くうえ、4/19には中国政府が鉄鋼業の減産継続の方針を発表したこともあり、粗鋼生産は現状程度のマイナスが続く見込み。



(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：供給制約により減産幅拡大

- 2022年3月の国内生産は、前年比17.4%減となった。半導体不足などの影響に加え、3/16に発生した福島県沖地震の影響もあり、供給制約により減産幅は再び拡大した。4月以降も、地震の影響が落ちつく一方で、中国の感染再拡大に伴うロックダウンにより部品供給に制約が生じており、前年比で減産が続く見通し。
- 主要国・地域別の販売台数は、新型コロナによる都市封鎖が行われた中国が4月に半減したほか、供給制約の影響から各市場で二桁減となった。欧州ではロシアのウクライナ侵攻によりサプライチェーンの混乱が強まった。

国内自動車生産台数



(備考) 経済産業省

主要国・地域別新車販売台数

(上段:万台 / 下段:前年同月比、%)

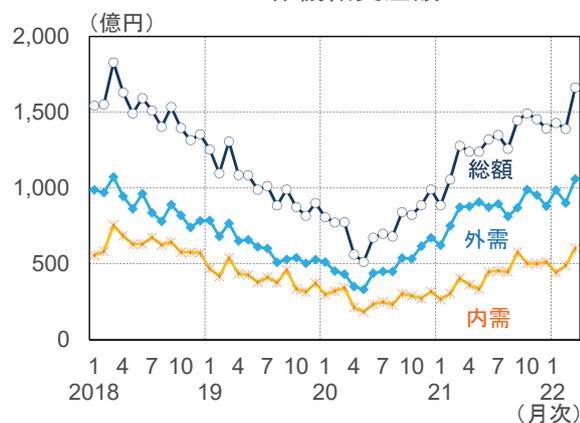
国	2021年		2022年			
	11月	12月	1月	2月	3月	4月
日本	35.2 ▲14.4	33.6 ▲11.4	33.0 ▲14.2	35.5 ▲18.0	51.3 ▲16.3	30.0 ▲14.4
米国	102.3 ▲16.0	122.2 ▲24.6	100.3 ▲9.8	105.9 ▲12.5	125.0 ▲22.2	125.6 ▲18.0
中国	252.2 ▲9.1	278.6 ▲1.6	253.1 0.9	173.7 18.7	223.4 ▲11.7	118.1 ▲47.6
欧州	104.8 ▲16.5	114.6 ▲19.5	97.3 ▲4.3	96.0 ▲7.1	133.3 ▲19.8	

(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一服しつつある

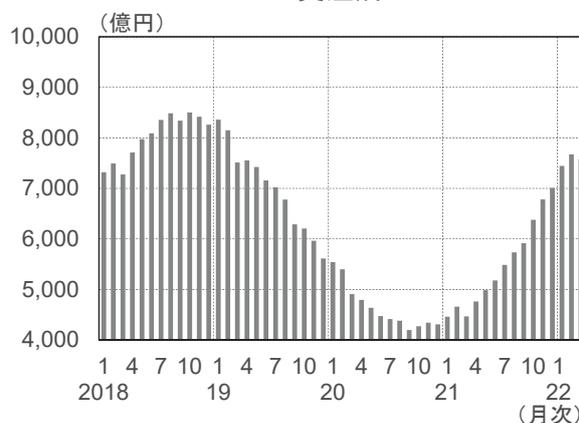
- 2022年3月の受注額は1,663億円となり、前年比は30.0%増加し17ヵ月連続のプラスとなった。内需は602億円(前年比48.8%増)となり、半導体関連を中心に電気・精密機械向けが堅調だったほか、外需は1,060億円(同21.3%増)となり、アジア・北米における半導体やEV関連で増加基調が続いた。3月は期末効果により増加したが、20年半ばからの増加基調は一服しつつある。
- 21年以降、部品の不足や価格高騰によって増産が進まず、受注残が大きく積み上がったが、3月は1年ぶりに減少に転じた。新規受注に比して増産が進みつつあるが、部品不足や中国のロックダウンなどのリスク要因の影響に注視する必要がある。

工作機械受注額



(備考) 日本工作機械工業会

受注残



(備考) 日本工作機械工業会

電機・半導体：増加基調が継続

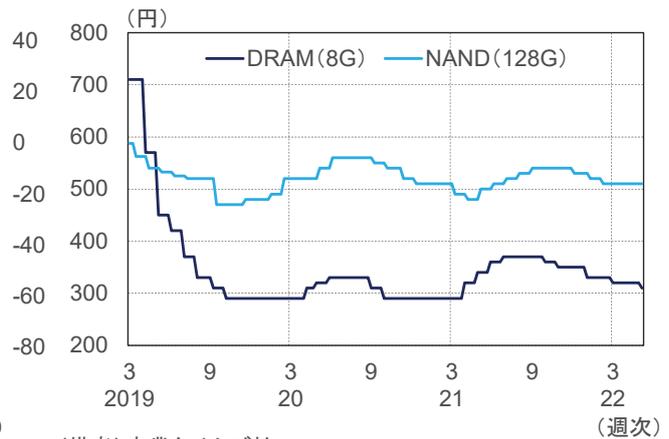
- 電子部品・集積回路・半導体素子の国内生産額は、2022年3月に前年比14.1%増加し、好調だった。コロナ特需後の個人向けのPC・スマートフォンの需要減が下押し要因となっているものの、データセンター投資に伴うサーバー需要は強く、引き続き市場を牽引する見込み。
- 22年5月のNAND価格は横ばいとなったが、キオクシア工場の生産不具合に伴う供給量の減少により、一部指標では上昇がみられた。DRAMは電源IC不足が生産の足かせとなり、当面は需要超過が続く見込みだが、PC・スマートフォン需要の弱含みにより、一時的に価格が低下する懸念が出ている。

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

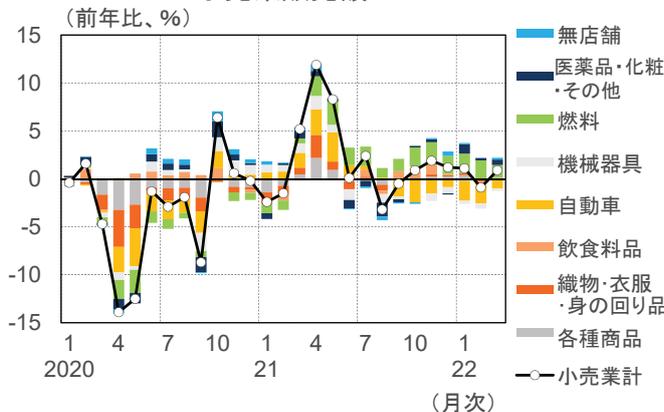


(備考)産業タイムズ社

小売：感染縮小により緩やかに回復

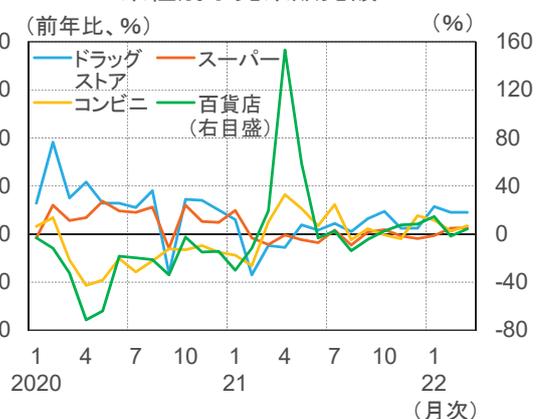
- 2022年3月の小売業販売額は、前年比0.9%増とまん延防止等重点措置の解除などにより、2ヵ月ぶりに増加した。業種別では、ガソリン価格の上昇が続く燃料やドラッグストアでの食品販売が好調な医薬品・化粧品が伸長した。コロナ前の水準は21年中におおむね回復しているが、4月以降感染状況の改善により、緩やかな回復が続く見込み。
- 業態別では、身の回り品や衣料品などが伸びた百貨店が前年比4.2%増加したほか、食料品が好調なドラッグストアが同11ヵ月連続の増加し、堅調を維持した。なお、仕入価格の上昇を受けた販売価格への転嫁も進むが、感染縮小もあり、主要なスーパー、コンビニでは4月は客単価、客数ともに堅調となった。先行き客足などへの影響を懸念する声もあるが、その後も値上げの動きが広がっている。

小売業販売額



(備考)経済産業省

業種別小売業販売額



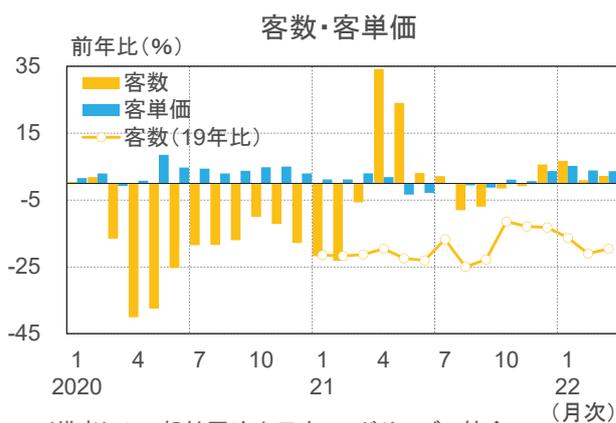
(備考)経済産業省

### 外食: 感染縮小を受け緩やかな回復傾向

- 2022年3月の外食産業売上高は、まん延防止等重点措置の解除により通常営業に戻ったことから、前年比5.9%増となった。コロナ前の2019年対比をみると13.7%減と低調ではあるものの、3月はやや持ち直した。業態別では、ファーストフードが前年比6.6%増と12か月連続の増加となった。
- 客数と客単価は、前年比4か月連続で増加し、コロナ前の2019年対比でも客数が5か月ぶりに上向いたことから、4月以降も感染状況の改善により、緩やかな回復が見込まれる。一方、客数が戻りつつある中、原材料費の高騰などによる値上げが今後の客数を圧迫する可能性も考えられる中で、外食企業は高価格帯のみならず低価格帯メニューを拡充し、客数増への取り組みを進めている。



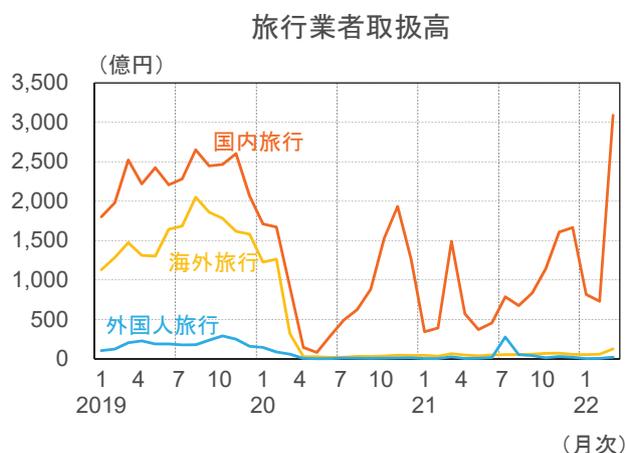
(備考)一般社団法人日本フードサービス協会



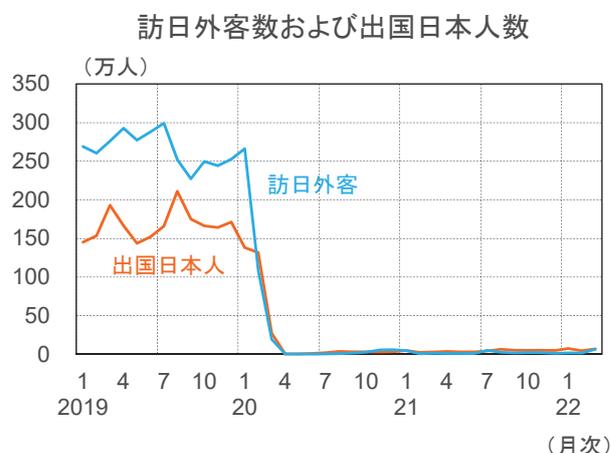
(備考) 1.一般社団法人日本フードサービス協会  
2.客数(19年比)は、フードサービス協会の数値を基にDBJ推計

### 旅行・ホテル: まん延防止措置解除・外国人の新規入国制限緩和により増加

- 2022年3月の旅行業者取扱高は、国内旅行では同月21日でまん延防止措置が全国的に解除されたことなどにより、コロナ前の19年を上回る増加となった。海外旅行と外国人旅行はコロナ前の水準には戻っていないものの、海外旅行ツアーの一部再開、外国人観光客受け入れ再開の検討など好材料が続くことから、今後のさらなる増加が期待できる。
- 3月の訪日外客数は、外国人の新規入国制限が緩和され、商用・就労目的などの外国人を受け入れたことにより、前月比で約4倍に増加した。コロナ前と比較すると依然として低水準であるが、観光目的の外国人についても政府が受け入れ再開を検討していることから、今後はさらなる回復が見込まれる。



(備考)観光庁



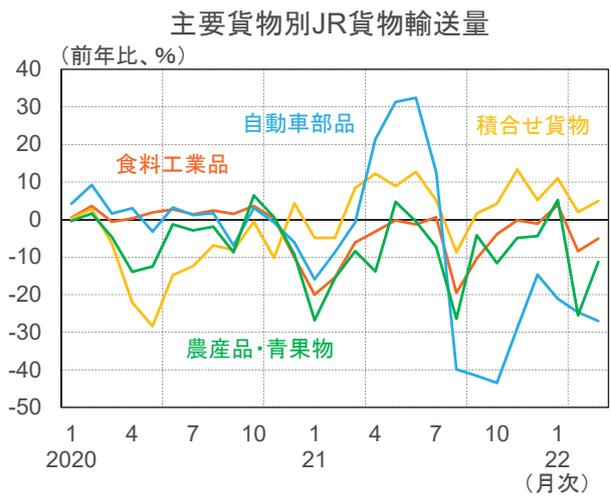
(備考)出入国在留管理庁、JNTO

貨物輸送: 感染縮小により持ち直し

- 2022年3月のJR貨物輸送量は前年比3.5%減少し、2カ月連続のマイナスとなった。福島県沖地震の影響による一時的な押し下げ要因はあったものの、新型コロナウイルスの感染縮小により、減少幅は縮小し、持ち直しの動きがみられた。
- 主要貨物別では、時短営業の解除を受け主に外食向けの食料工業品や農産品、青果物に持ち直しの動きがみられたものの、供給制約が続く自動車部品は減少幅が拡大した。



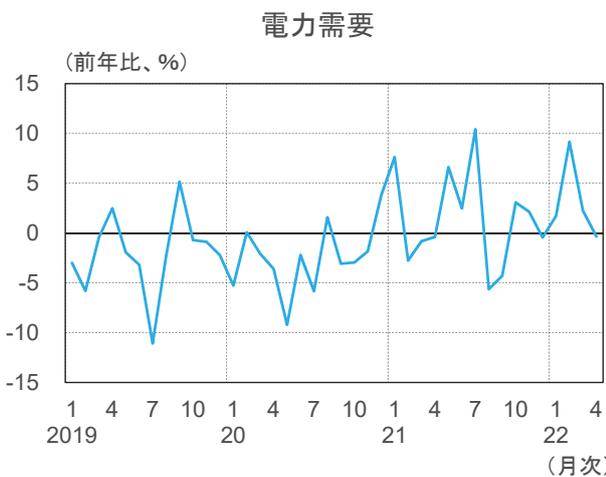
(備考)国土交通省



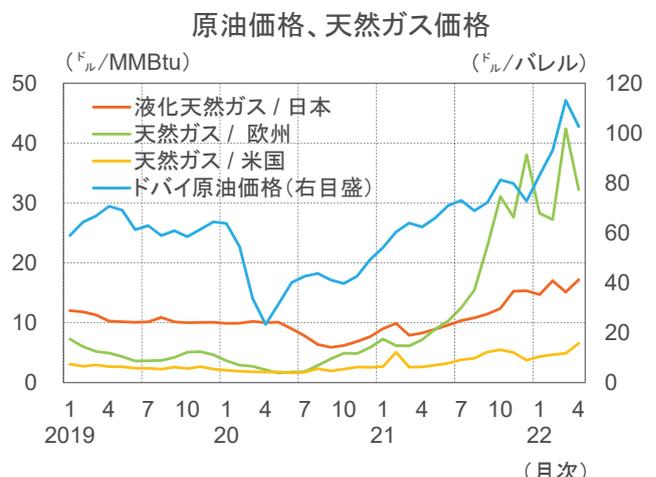
(備考)国土交通省

電力: 需要は前年並で推移

- 電力需要は2022年2月は寒波により増加したものの、4月は前年比0.3%減少し、ほぼ前年並となった。長期予想によれば、今年の夏は酷暑が予想されており、電力需要は増加する見込み。
- 原油価格は、EUのロシアからの禁輸方針や、中国のロックダウンによる需要減少観測などにより上下したが、おおむね110ドル前後で高止まりしている。天然ガス価格はウクライナ危機を受けて欧州で大きく上昇したが、日本では2カ月前までの3カ月間の原油の平均価格に連動することから、6月頃にかけて上昇する見込み。



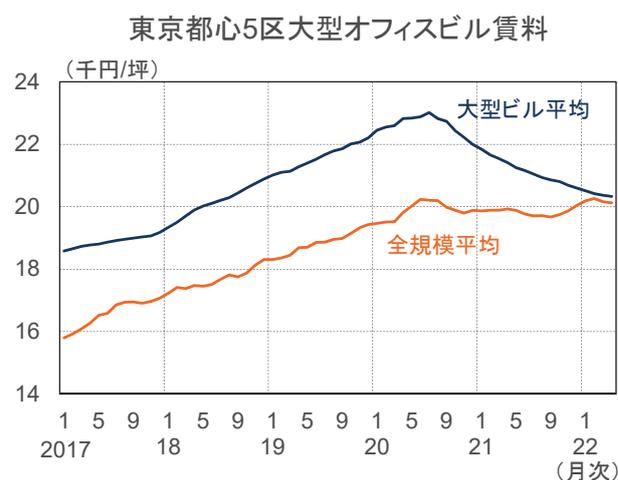
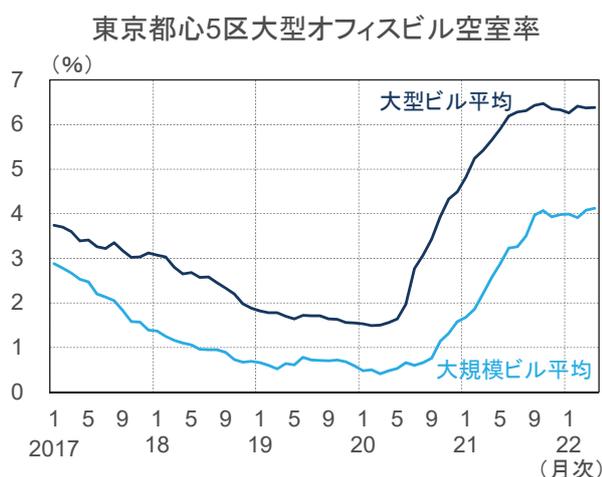
(備考)電力広域的運営推進機関により日本政策投資銀行作成



(備考)世界銀行、  
独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構

## 不動産: 空室率は高水準横ばい

- 2022年4月の東京都心5区の平均空室率は6.38%となり、わずかに上昇し、高い水準で横ばいとなった。既存ビルを中心に成約が進んだ一方、集約などに伴う大型解約が出たことが要因とみられる。22年前半は需給ともに大きな変化はなく、空室率は横ばい圏で推移する見込み。
- 平均賃料は、4月まで21ヵ月連続で下落したが、下落ペースは一層鈍化している。賃料は、空室率の動きに遅効するため、今後も下落ペースは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 22/4	2022 22/1 22/4		2023 22/1 22/4		2021 22/4	2022 22/1 22/4		2023 22/1 22/4		2021 21/9	2022 21/9 21/12		2023 21/12	
世界計	6.1	4.4	3.6	3.8	3.6	4.7	-	7.4	-	4.8	5.7	5.6	4.5	4.5	3.2
先進国・地域 [42.5]	5.2	3.9	3.3	2.6	2.4	3.1	3.9	5.7	2.1	2.5	-	-	-	-	-
日本 [4.0]	1.6	3.3	2.4	1.8	2.3	▲0.3	-	1.0	-	0.8	2.5	1.8	2.1	3.4	1.1
米国 [15.9]	5.7	4.0	3.7	2.6	2.3	4.7	-	7.7	-	2.9	6.0	5.6	3.9	3.7	2.4
カナダ [1.4]	4.6	4.1	3.9	2.8	2.8	3.4	-	5.6	-	2.4	5.4	4.8	4.1	3.9	2.8
イギリス [2.2]	7.4	4.7	3.7	2.3	1.2	2.6	-	7.4	-	5.3	6.7	6.9	5.2	4.7	2.1
EU [15.0]	5.4	4.0	2.9	2.8	2.5	2.9	-	5.8	-	2.9	-	-	-	-	-
ドイツ [3.4]	2.8	3.8	2.1	2.5	2.7	3.2	-	5.5	-	2.9	2.9	2.9	4.6	4.1	2.4
フランス [2.3]	7.0	3.5	2.9	1.8	1.4	2.1	-	4.1	-	1.8	6.3	6.8	4.0	4.2	2.1
イタリア [1.9]	6.6	3.8	2.3	2.2	1.7	1.9	-	5.3	-	2.5	5.9	6.3	4.1	4.6	2.6
オーストラリア [1.0]	4.7	4.1	4.2	2.5	2.5	2.8	-	3.9	-	2.7	4.0	3.8	3.3	4.1	3.0
ニュージーランド [0.2]	5.6	-	2.7	-	2.6	3.9	-	5.9	-	3.5	-	4.7	-	3.9	2.5
香港 [0.3]	6.4	-	0.5	-	4.9	1.6	-	1.9	-	2.1	-	-	-	-	-
シンガポール [0.4]	7.6	-	4.0	-	2.9	2.3	-	3.5	-	2.0	-	-	-	-	-
台湾 [1.0]	6.3	-	3.2	-	2.9	1.8	-	2.3	-	2.2	-	-	-	-	-
韓国 [1.8]	4.0	3.0	2.5	2.9	2.9	2.5	-	4.0	-	2.4	4.0	4.0	2.9	3.0	2.7
新興市場国と発展途上国 [57.5]	6.8	4.8	3.8	4.7	4.4	5.9	5.9	8.7	4.7	6.5	-	-	-	-	-
アジア [32.2]	7.3	5.9	5.4	5.8	5.6	2.2	-	3.5	-	2.9	-	-	-	-	-
中国 [18.3]	8.1	4.8	4.4	5.2	5.1	0.9	-	2.1	-	1.8	8.5	8.1	5.8	5.1	5.1
マレーシア [0.7]	3.1	5.7	5.6	5.7	5.5	2.5	-	3.0	-	2.4	-	-	-	-	-
タイ [1.0]	1.6	4.1	3.3	4.7	4.3	1.2	-	3.5	-	2.8	-	-	-	-	-
フィリピン [0.7]	5.6	6.3	6.5	6.9	6.3	3.9	-	4.3	-	3.7	-	-	-	-	-
インドネシア [2.5]	3.7	5.6	5.4	6.0	6.0	1.6	-	3.3	-	3.3	3.7	3.3	4.9	5.2	5.1
ベトナム [0.8]	2.6	-	6.0	-	7.2	1.9	-	3.8	-	3.2	-	-	-	-	-
ブルネイ [0.0]	▲0.7	-	5.8	-	2.6	1.5	-	2.0	-	1.5	-	-	-	-	-
カンボジア [0.1]	2.2	-	5.1	-	5.9	3.0	-	3.0	-	3.0	-	-	-	-	-
ラオス [0.0]	2.1	-	3.2	-	3.5	3.8	-	6.2	-	5.0	-	-	-	-	-
ミャンマー [0.2]	▲17.9	-	1.6	-	3.0	3.6	-	14.1	-	8.2	-	-	-	-	-
インド [6.8]	8.9	9.0	8.2	7.1	6.9	5.5	-	6.1	-	4.8	9.7	9.4	7.9	8.1	5.5
バングラデシュ [0.7]	5.0	-	6.4	-	6.7	5.6	-	6.0	-	6.2	-	-	-	-	-
中東・中央アジア [7.2]	5.7	4.3	4.6	3.6	3.7	13.2	-	12.8	-	10.5	-	-	-	-	-
パキスタン [0.8]	5.6	4.0	4.0	4.5	4.2	8.9	-	11.2	-	10.5	-	-	-	-	-
サウジアラビア [1.2]	3.2	4.8	7.6	2.8	3.6	3.1	-	2.5	-	2.0	2.3	2.9	4.8	5.0	3.0
イラン [0.8]	4.0	2.0	3.0	2.0	2.0	40.1	-	32.3	-	27.5	-	-	-	-	-
エジプト [1.0]	3.3	5.6	5.9	5.6	5.0	4.5	-	7.5	-	11.0	-	-	-	-	-
ヨーロッパ [7.7]	6.7	3.5	▲2.9	2.9	1.3	9.5	-	27.1	-	18.1	-	-	-	-	-
トルコ [1.9]	11.0	3.3	2.7	3.3	3.0	19.6	-	60.5	-	37.2	8.4	9.0	3.1	3.3	3.9
ロシア [3.1]	4.7	2.8	▲8.5	2.1	▲2.3	6.7	-	21.3	-	14.3	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	2.4	2.5	2.6	2.5	9.8	-	11.2	-	8.0	-	-	-	-	-
メキシコ [1.9]	4.8	2.8	2.0	2.7	2.5	5.7	-	6.8	-	3.9	6.3	5.9	3.4	3.3	2.5
アルゼンチン [0.7]	10.2	3.0	4.0	2.5	3.0	48.4	-	51.7	-	43.5	7.6	8.0	1.9	2.5	2.3
ブラジル [2.4]	4.6	0.3	0.8	1.6	1.4	8.3	-	8.2	-	5.1	5.2	5.0	2.3	1.4	2.1
サハラ以南アフリカ [3.1]	4.5	3.7	3.8	4.0	4.0	11.0	-	12.2	-	9.6	-	-	-	-	-
南アフリカ [0.5]	4.9	1.9	1.9	1.4	1.4	4.5	-	5.7	-	4.6	4.6	5.2	2.5	1.9	1.6
ナイジェリア [0.8]	3.6	2.7	3.4	2.7	3.1	17.0	-	16.1	-	13.1	-	-	-	-	-

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

政府経済見通し/ESPフォーキャスト調査

(%)

	政府経済見通し			日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査		
	2021年度		2022年度	2021年度	2022年度	2023年度
	2021/7	2022/1		2022/5		
国内総生産・実質	3.7	2.6	3.2	2.27	2.37	1.55
民間最終消費支出	2.8	2.5	4.0	2.47	3.20	1.41
民間住宅	0.8	▲ 0.5	0.9	▲ 1.34	▲ 0.68	0.63
民間企業設備	3.8	2.5	5.1	1.24	2.64	3.04
政府支出	1.5	0.9	0.1	1.99	1.09	0.49
財貨・サービスの輸出	14.9	11.4	5.5	12.78	3.84	3.24
財貨・サービスの輸入	6.9	7.4	4.1	6.70	3.79	2.97
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	1.09	2.32	2.43
完全失業率	2.7	2.8	2.4	2.80	2.62	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	5.80	3.78	2.48
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)	-	-	-	0.10	1.83	0.91
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5月16日)

日銀 経済・物価情勢の展望(2022/4)

(%)

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

(備考)1.日本銀行「経済・物価情勢の展望」 2.( )は前回

日銀短観(全国企業)

(%pt)

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

(前年度比、%)

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

(備考)日本銀行「第192回 全国企業短期経済観測調査」

設備投資計画調査

(%)

	調査時点	業種	回答会社数	設備投資額前年度比			備考 (対象企業など)	
				2020年度	2021年度	2022年度		
大企業	日本政策投資銀行	全産業	1,823	▲10.2	12.6	▲13.4	資本金10億円以上	
		製造業	882	▲11.6	18.6	▲6.0		
		非製造業	941	▲9.5	9.7	▲17.5		
	日本銀行	2022/3	全産業	1,828	—	5.9	2.2	資本金10億円以上
		製造業	964	—	7.9	8.4	[短観]	
		非製造業	864	—	4.7	▲1.6		
	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	2022/2	全産業	3,751	(未公表)	2.1	10.2	資本金10億円以上	
		製造業	1,311		7.9	19.4	[法人企業景気予測調査]	
		非製造業	2,440		▲0.8	4.4		
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	2022/3	全産業	2,621	—	▲0.3	8.2	資本金1億円以上10億円未満
			製造業	1,026	—	6.9	21.6	[短観]
			非製造業	1,595	—	▲4.1	0.4	
内閣府財務省	2022/2	全産業	2,982	(未公表)	1.3	3.4	資本金1億円以上10億円未満	
		製造業	873		2.9	9.4	[法人企業景気予測調査]	
		非製造業	2,109		0.5	0.2		
中小企業	日本銀行	全産業	4,913	—	4.3	▲11.4	資本金2千万円以上1億円未満	
		製造業	1,847	—	7.0	▲1.0		
		非製造業	3,066	—	3.0	▲16.9		
	内閣府財務省	2022/2	全産業	4,326	(未公表)	▲1.9	▲7.2	資本金1千万円以上1億円未満
製造業			1,383	▲7.5		13.6	[法人企業景気予測調査]	
非製造業	2,943	▲0.1	▲14.3					
金融	日本政策金融公庫	2021/9	製造業	7,107	▲11.5	6.4	—	従業員20人以上300人未満
	日本銀行	2022/3	(上記の外数)	257	—	▲8.4	17.3	[短観]
	内閣府財務省	2022/2	(上記の内数)	—	(未公表)	▲17.5	1.0	[法人企業景気予測調査]

地域別動向(日本政策投資銀行)

(%)

	北海道	東北	北関東甲信	首都圏	北陸	東海	関西	中国	四国	九州
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7・8月号」は、2022年7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12月号掲載分～）

- |           |                                                                                                  |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2022年5月号  | 原油高、円安は経常収支の赤字をもたらすか<br>水道事業における広域連携の実現に向けて                                                      |
| 2022年4月号  | ウクライナ侵攻に伴う対ロシア経済制裁の影響<br>特許分析からみる自動運転技術の将来展望<br>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<br>米利上げは金融市場に波乱をもたらすか？ |
| 2022年3月号  | 企業との対話にみるカーボンニュートラルに向けた課題<br>米国CES2022にみるテクノロジートレンド<br>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<br>～有力拠点としての新潟の強み～<br>高齢化社会における低速モビリティの活用<br>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<br>「先富論」から「共同富裕」へ、中国経済政策の転換<br>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                 |

## DBJ Monthly Overview

編集 株式会社日本政策投資銀行  
産業調査部長 宮永 径

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

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

©Development Bank of Japan Inc. 2022

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、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。