

みずほリサーチ

2022 January

みずほ銀行

みずほリサーチ&テクノロジーズ

●緊急事態宣言解除後の企業マインド…………… 1	●中国経済の成長ペースは巡航速度の下限近くへ…………… 3
— 業況判断はサービス業中心に改善。製造業は横ばい —	— コロナ変異株と低調な不動産投資が頭痛の種 —
●円安・ドル高はさらに進むのか? …………… 2	●シンガポールで深刻化する人手不足…………… 4
— 金利、マネーフロー両面からの検証 —	●2022年 …………… 4

日本経済

緊急事態宣言解除後の企業マインド

— 業況判断はサービス業中心に改善。製造業は横ばい —

2021年10月に緊急事態宣言が解除され、経済活動は本格的に回復し始めた。特に、長らく業績が低迷していたサービス業は大きな恩恵を受けている。日銀短観・業況判断DI(12月調査、大企業)は、非製造業が前回調査から7ポイント改善した。感染が落ち着く中で10月以降、人出が戻ってきたことを受けて、宿泊・飲食サービスや対個人サービスといった対人接触型サービスが復調したためである(図表)。ただし、業況判断DIの水準は大幅なマイナス(「悪い」超)のままだ。景気ウォッチャー調査(11月)では夜間の来客や団体客が少ないとの声が上がっており、忘年会を控えるなど消費者の行動に一部慎重さが残っている。これらの業種がコロナ禍前の業績を取り戻すには、まだ時間がかかりそうだ。

一方、大企業・製造業の業況判断は9月調査から横ばいにとどまった。主に鉄鋼、非鉄金属など素材業種の景況感が悪化した(図表)。原油などの商品市況が上昇する中、原材料価格の上昇を十分に価格転嫁できていない。こうした採算の悪化は、販売価格DIと仕入価格DIの差として確認できる。素材業種に加えて、はん用、生産用機械など加工業種でも採算が悪化しており、原材料価格上昇が幅広い業種に悪影響を与えていることがわかる。

また、中小企業の資金繰り判断DIは小幅に悪化し

た。特に、対人接触サービスの資金繰り判断は大幅マイナスのままであり、資金繰りのひっ迫が続いている。政府系金融機関による実質無利子・無担保融資は2021年度末までの期限延長が経済対策に盛り込まれたが、さらに延長される可能性が高い。

感染状況が落ち着いたことで非製造業を中心に足元の業況は改善したが、先行きへの不安は強い。業況判断DIの先行きは、製造業・非製造業ともに悪化した。2022年初にかけては、今回調査に織り込まれていないオミクロン株の動向も注視する必要がある。■

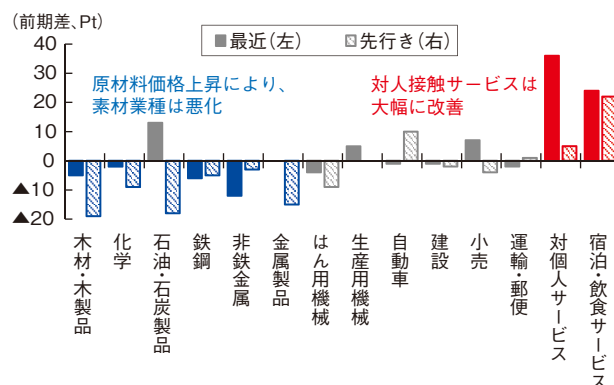
みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査部 経済調査チーム

エコノミスト 諏訪健太

kenta.suwa@mizuho-ir.co.jp

●日銀短観・業況判断DI(12月調査、大企業)



(注)業況判断DIは、業況が「良い」「悪い」と回答した割合の差として計算される
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

円安・ドル高はさらに進むのか？

— 金利、マネーフロー両面からの検証 —

2021年のドル円相場は、米国の景気回復期待や日米金融政策の違いを背景に、円安・ドル高が進展した(図表)。2021年初、米国でバイデン政権による大規模な経済対策法案が可決され、ワクチン接種が加速したことを背景に、米国の景気回復期待が高まり、3月にかけて円安・ドル高が進んだ。その後、春先から夏場にかけては、デルタ株の感染拡大による主要国の景気回復ペースの鈍化懸念から、リスクオフによる円買いがみられ、円安は一服した。

9月に入ると、日米金利差の拡大を受けて、再び円安・ドル高が進展した。9月FOMC(連邦公開市場委員会)で参加者が先行きの政策金利見通しを引き上げたこと、また、財需給のひっ迫によりインフレ懸念が高まったことから、米国で利上げ観測が高まり、米金利が急上昇した。一方、日本では、日銀が金融緩和を維持する姿勢を示しており、円金利の上昇幅は限定的であった。

その後も円安・ドル高が進み、11月には、2017年1月以来の1ドル=115円台になる場面もみられた。本稿執筆時点では、新型コロナの変異種であるオミクロン株への警戒から、円安基調が一服している。

では、2022年以降のドル円相場をどうみるべきだろうか。金利要因とマネーフロー要因の2つの視点でドル円相場の先行きを考えてみよう。

金利要因としては日米金利差が広がるかどうかのポイントだ。日本では、日銀の金融緩和姿勢に変化はないとみられ、円金利の上昇は限定的だろう。一方、米国では労働需給のひっ迫などから、物価上昇率が高水準で推移し、FRB(連邦準備制度理事会)は2022年に利上げに踏み切る可能性が高い。米金利もそれに伴い上昇する結果、日米金利差は拡大し、円安・ドル高圧力として働こう。

マネーフロー要因としては、貿易収支の動きが注目される。貿易収支が黒字ならば、輸出金額が輸入金

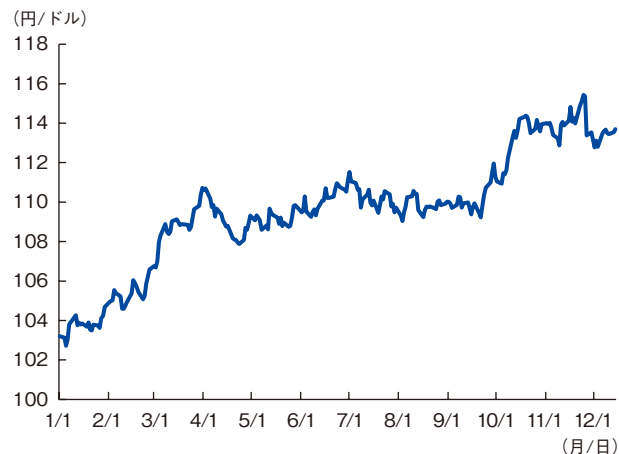
額を上回っていることを意味する。マネーフローの面では海外から日本に資金流入していることになり、円高圧力として働く。日本は基本的に貿易黒字国なので、マネーフロー要因は円高圧力として働いてきた。ただし、黒字幅は時期によって変動し、黒字幅が縮小する局面では円高圧力が低下する。

その点で2022年は円高圧力が低下する時期にあたりそうだ。その理由の一つに資源価格の高騰がある。原油をはじめとする資源価格の上昇により、資源輸入国である日本の輸入金額は増加傾向にある。2022年の貿易収支は黒字を維持するものの、小幅に留まりそうだ。

以上を踏まえると、金利差拡大によるドル高圧力の高まりと、貿易収支黒字縮小による円高圧力の縮小から、2022年のドル円相場は緩やかな円安・ドル高が予想される。もちろんオミクロン株の動向など不透明な要因は多く、米金融政策や資源価格以外の要因が相場を左右する可能性にも注意を払う必要がある。■

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 市場調査チーム
エコノミスト 坂本明日香
asuka.sakamoto@mizuho-ir.co.jp

●ドル円相場の推移(2021年)



(注) 2021年12月14日時点のデータ
(資料) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国経済の成長ペースは巡航速度の下限近くへ

— コロナ変異株と低調な不動産投資が頭痛の種 —

2021年後半より減速がみられる中国経済について、先行きを懸念する声は少なくない。景気減速の要因が複数に及んだことに加え、大手不動産企業の経営難やIT業界を巡る規制が大々的に報じられたことも、景気への懸念を増幅させた可能性がある。ここでは、関心の高まる2022年の中国経済を展望してみたい。

今後の景気を語る前に、2021年後半にみられた減速の要因を整理する必要がある。主要な要因は、①コロナ変異株による散発的な感染の発生と局所的ロックダウン（都市閉鎖）に伴う消費の抑制、②不動産ディベロッパー向け融資規制を背景とした不動産開発投資の減少、③電力供給制限を受けた製造業への下押しだ。事態が改善しつつある③電力不足を除き、①コロナ、②不動産開発投資の減少は、2022年も中国経済にとって頭痛の種となりそうだ。

まず、コロナについては、中国では「ゼロコロナ」と称する対策を講じている。徹底的な検査と隔離により感染の発生や拡大を防ぐ方法だが、局所的とはいえロックダウンを敷くことからサービス分野を中心に消費を抑制するという代償を生む。少なくとも来秋の党大会（中国共产党全国代表大会）までは「ゼロコロナ」を継続するとみられ、2022年も散発的な感染発生による個人消費への下押しが予想される。もちろん、中国においても治療薬や変異株への予防効果が高いワクチン開発が進められているが、一般への普及にはなお時間を要するものと考えられる。

もう一つの減速要因である不動産開発投資については、2021年初より本格開始したディベロッパー向け融資規制がトリガーとなったが、想定以上の投資減速を招いたことから当局による政策の微修正が図られた。規制内容を明確化することで、金融機関に対して適切な資金融通を促し、足元の不動産関連ローンの指標には改善の兆候がみられた。しかし、不動産

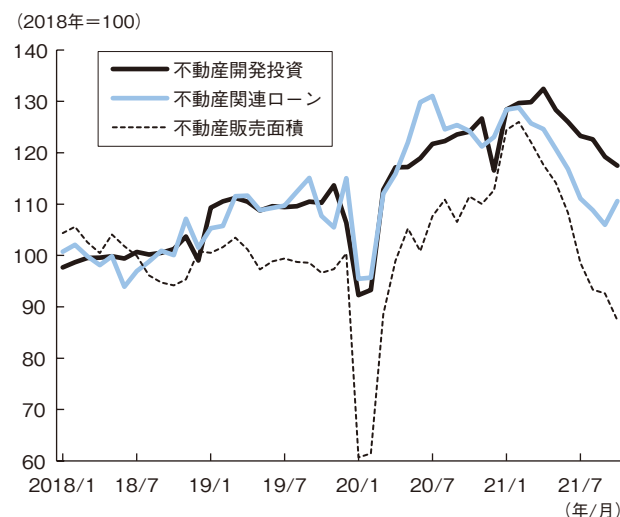
開発投資に半年以上先行する不動産販売面積は依然として減少傾向にある（図表）。そのため、不動産開発投資の底入れにはなお時間を要し、早くても2022年央以降と予想される。

2つの下押し要因を勘案し、2022年の実質GDP成長率は5.2%と予想する。これは、中国経済にとって巡航速度とされる5～6%の下限近くであり、コロナ禍前に維持していた年6%以上の成長率からみればやや物足りなさを感じるかもしれない。

こうしたメインシナリオに対し、感染力の高い変異株等によって全国的に感染が拡大したり、製造業の集中する地域、港湾でロックダウンが発生したりする可能性もゼロではない。コンテナ取扱量の世界上位10港のうち、6港を中国が占める（2019年時点）など、供給網における中国の役割は大きい。中国での感染拡大は中国経済のみならず、世界経済を混乱へ導く懸念があるため、そうしたリスクシナリオについても認識しておく必要がある。■

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 アジア調査チーム
上席主任エコノミスト 伊藤秀樹
hideki.ito@mizuho-ir.co.jp

●不動産関連指標



(資料) 中国国家统计局、CEICdataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

シンガポールで深刻化する人手不足

「We're hiring(社員募集中)」。最近、当地シンガポールの飲食店や小売店などでは、このような貼り紙をよく目にするようになった。足元の求人数は過去最高水準に達しており、コロナ禍から抜け出す中で企業の採用活動も活発化している様子がうかがえる。一方、働き手となる労働力人口は減少しており、人手不足が懸念される状況となっている。

このような労働市場のタイト化にはいくつかの要因がある。第一に挙げられるのが、外国人労働者の減少だ。人口が少ないシンガポールは、古くから外国人労働者を積極的に受け入れることで、高い経済成長率を実現してきた。その結果、人口に占める外国人居住者の割合は約4割に上る。しかし、昨今の厳しい出入国規制の影響もあり、外国人の人口は激減、これが働き手の減少に直結しているのだ。

また、コロナ禍を通じて産業構造が歪んでしまったこともその一因と言える。これまで飲食店等のサービス業では、需要の著しい悪化に伴い人員の整理を進めてきた。一方、足元では、感染一服とともにサービス業の需要は急回復しており、働き手が必要となっている。このような急激な産業構造の巻き戻しにより、労働市場がタイト化しているのだ。

人手不足が深刻化すれば、企業にとってはオペレーションを回しづらくなるうえに、労働コスト増の原因にもなりうる。当地に進出する日系企業は、事態が深刻化する前に、人員の確保を行うなど、ポスト・コロナに向けた準備を進める必要があるだろう。◆

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 アジア調査チーム(シンガポール在留)
主任エコノミスト 松浦大将
hiromasa.matsuura@mizuho-cb.com

🔑 今月のキーワード

Q: 注目のイベントは何ですか

A: 日本国内では、7月に参議院選挙があります。2021年の衆議院選挙で国民の信任を得た岸田政権が、高い支持を維持できるかどうか注目点です。

海外では、11月に米国で中間選挙が行われます。バイデン大統領の支持率が伸び悩む中で、民主党が大きく議席を減らした場合、ねじれ議会のもとで、その後の政策が停滞する懸念が強まります。

隣国の韓国では、3月に大統領選挙が行われます。世論調査では与党候補の李在明氏と、野党候補の尹錫悦氏の支持率が拮抗しており、接戦が予想されています。

2022年

スポーツ関連のイベントでは、2～3月にかけて中国で北京冬季オリンピック・パラリンピックが、11～12月には中東地域で初となるサッカーのワールドカップがカタールで開催されます。

Q: 他に注目すべきことを教えてください

A: 新型コロナウイルスの感染動向が2022年も最大の注目点であることは

変わりないでしょう。ワクチンが新興国にも徐々に普及する一方、足元ではオミクロン株への警戒感が高まっています。パンデミック収束の目処が立てば景気回復に弾みがつくことが期待できますが、海外旅行の正常化などにはまだ時間がかかりそうです。◆

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
中信達彦
tatsuhiko.nakanobu@mizuho-ir.co.jp

● 2022年の主なスケジュール

1月	ダボス会議(17～21)	5月	フィリピン大統領選(9)
2月	北京冬季オリンピック(4～20)	7月	参議院選挙
3月	北京冬季パラリンピック(4～13) 韓国大統領選挙(9)	11月	米国中間選挙(8) FIFAワールドカップ大会(21～12/18)
4月	東証の新市場区分開始(4) フランス大統領(10)・(24)		

(注) カッコ内の数字は日付
(資料) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、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ては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。