

---

# 2021・2022年度 内外経済見通し

## ～世界経済は米中がけん引。コロナ対応力による差が鮮明に～

2021.5.20

みずほリサーチ&テクノロジーズ

## 見通しのポイント

---

- 2021・2022年の世界経済は、従来よりコロナ感染抑制に成功してきた中国と、ワクチン普及が急速に進む米国がけん引する形で回復。米中以外の国の経済回復ペースはコロナへの対応力によって差が鮮明に
- 各国の経済活動制限が解除される時期は、ワクチン普及の度合い、各国における感染力、社会の許容度などの要素で決まる。特に影響が大きいワクチン普及については、自国生産による安定供給と接種体制の下、米英は2021年内に完了する公算大。輸入に依存する日本等の先進国は2022年前半、接種体制の課題もある新興国は2022年後半に
- コロナ禍で積み上がった家計貯蓄は今後一部が消費に回り、ペントアップ需要(ばん回消費)が発生する見通し。さらに米国ではバイデンプランによる大規模な財政支出が実施される可能性が高く、2022年のGDPを1.4%Pt押し上げ
- ワクチン普及による制限措置の早期解除と巨額な財政政策を受け、米国の雇用・物価情勢は改善。FRBは2022年4～6月期にテーパリングに着手する公算大。市場はほぼ織り込み済で、今後は緩やかな米金利上昇とドル高を想定。業績回復を背景に米株も堅調に推移
- 日本経済は、足元の感染拡大、ワクチン接種ペースの遅れ、半導体供給制約が2021年の成長を下押し。本格回復はワクチンが普及する2022年以降に

## 《構成》

---

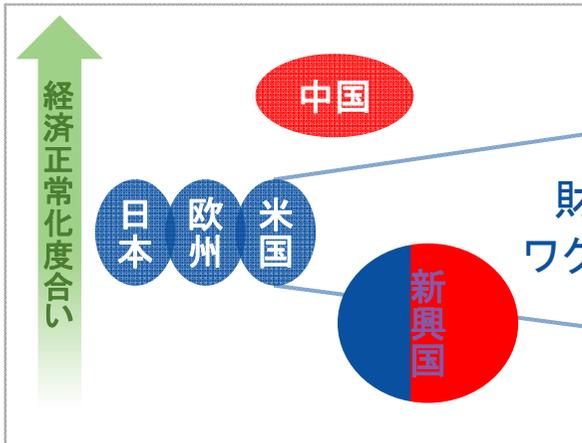
1. 全体概要	P 3
2. 各国経済	P21
(1) 米国経済	P22
(2) ユーロ圏経済	P27
(3) 中国経済	P32
(4) 新興国経済	P36
(5) 日本経済	P41
3. 金融市場	P49

# 1.全体概要

# メインシナリオの世界観～米中がけん引する世界。回復に伴う「歪み」も拡大

2020年末頃

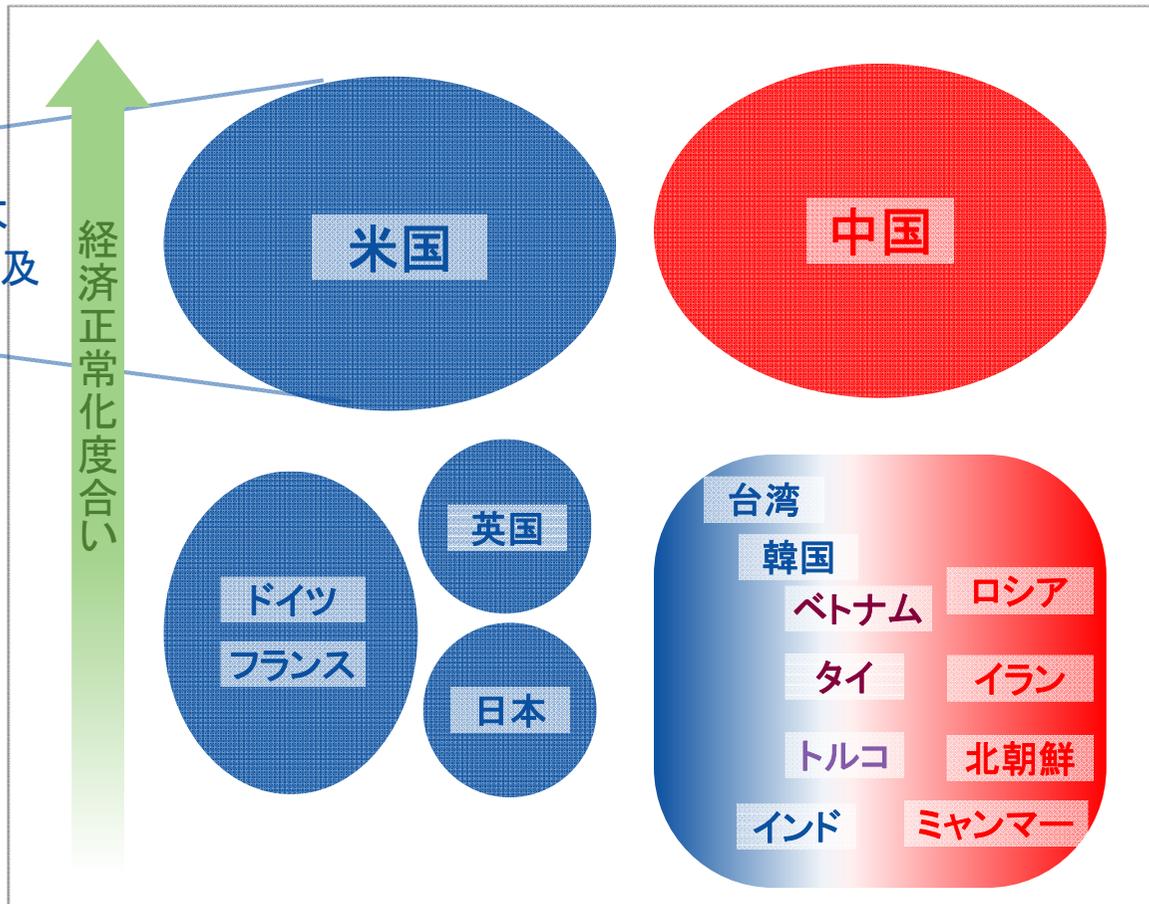
中国一人勝ちの世界  
感染収束の不確実性大



財政拡大  
ワクチン普及

今回見通し

米中がけん引する世界  
コロナ対応力による差が鮮明に



- くすぶるリスク
- コロナ感染再拡大 (変異種)
  - インフレ・金利上昇
  - 新興国
  - 高リスク資産／規制回避的な金融取引の増加

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 世界経済見通し総括表:2021年の世界経済は米中を中心に回復

## 世界経済見通し総括表

	(前年比、%)					(前年比、%)		(Pt)	
	2018 暦年	2019	2020	2021 (見通し)	2022	2021 (2月時点予測)	2022	2021 (前回予測との比較)	2022
世界実質GDP成長率	3.6	2.8	▲ 3.2	5.7	4.1	4.9	3.8	0.8	0.3
日米欧	2.2	1.6	▲ 5.2	4.7	4.3	4.0	3.8	0.7	0.5
米国	3.0	2.2	▲ 3.5	6.0	4.0	4.5	3.3	1.5	0.7
ユーロ圏	1.9	1.3	▲ 6.6	4.3	4.7	4.3	4.7	-	-
英国	1.3	1.4	▲ 9.8	3.9	4.2	3.5	4.2	0.4	-
日本	0.6	0.0	▲ 4.7	1.4	4.2	1.4	2.3	-	1.9
アジア	6.3	5.2	▲ 0.9	7.7	4.9	7.3	4.8	0.4	0.1
中国	6.7	6.0	2.3	8.4	5.4	8.1	5.2	0.3	0.2
NIEs	2.9	1.9	▲ 0.9	3.6	2.6	3.3	2.3	0.3	0.3
ASEAN5	5.3	4.8	▲ 3.5	5.0	4.7	5.2	4.6	▲ 0.2	0.1
インド	7.3	4.8	▲ 6.9	9.8	4.9	8.5	4.9	1.3	-
オーストラリア	2.9	1.9	▲ 2.5	3.0	2.6	2.8	2.3	0.2	0.3
ブラジル	1.8	1.4	▲ 4.1	2.8	2.7	3.0	2.6	▲ 0.2	0.1
メキシコ	2.2	▲ 0.1	▲ 8.2	4.8	3.0	3.5	2.6	1.3	0.4
ロシア	2.8	2.0	▲ 3.0	2.7	3.5	2.7	3.7	-	▲ 0.2
日本(年度)	0.2	▲ 0.5	▲ 4.6	2.7	4.0	3.0	2.2	▲ 0.3	1.8

米国:  
2021年は約40年ぶりの  
高い成長率。2022年も  
高成長が続く

日本:  
足元の感染拡大、ワクチン  
接種の遅れ、半導体供給  
制約が2021年の重石に。  
本格回復は2022年

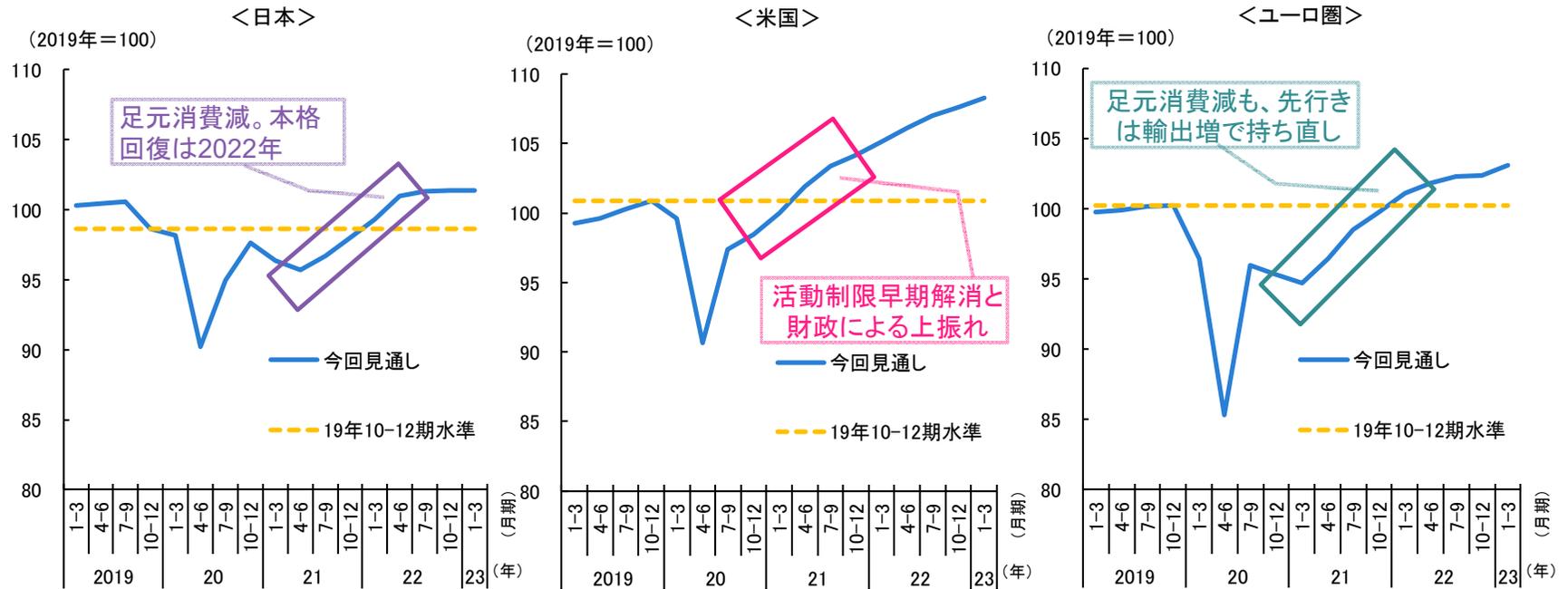
中国:  
2020年に唯一のプラス  
成長であった中国は、  
2021・2022年も堅調に  
推移

(注) 予測対象地域計はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算  
(出所) IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# (参考) 日米欧の四半期パス

- コロナ前(2019年10~12月期)に戻るタイミングは、米国が最も早く2021年4~6月期。欧日は2022年に入って以降

## 日米欧の実質GDP(四半期パス)



コロナ前水準  
(2019年10~  
12月期)  
への回復時期

2022年1~3月期

2021年4~6月期

2022年1~3月期

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 主な論点：各国の経済正常化時期と米財政支出拡大のインパクト

## 見直し改訂における論点と評価のポイント

論点	ポイント	評価
各国事情を反映した経済活動制限解除時期と経済正常化（サービス消費拡大）のインパクト		
(1) ワクチン普及ペースと普及（国民7割接種達成）時期	● 各国の <u>ワクチン確保量、輸入依存度、輸送体制、医療体制、接種体制</u> から評価	◆ 米国は2021年10～12月期 ◆ 欧州は2021年10～12月期 ◆ 日本は2022年4～6月期
(2) ウイルスの感染力などを考慮した制限解除時期	● (1)に加え、 <u>感染力の強さの度合い、活動再開に対する各国の政策スタンス</u> の違い（経済活動重視か慎重姿勢か）などを考慮	◆ 米国は2021年7～9月期 ◆ 欧州は2022年1～3月期 ◆ 日本は2022年4～6月期
経済正常化（サービス消費拡大）のインパクト		
(3) 正常化による消費押し上げ効果（超過貯蓄と繰延需要）	● 消費の源泉となる超過貯蓄を計測（米＞日＞欧） ● <u>経済活動制約の解消時に発生するペントアップ需要を織り込み</u>	◆ 活動制約解消時（米国は2021年後半から2022年前半、日欧は2022年）に <u>ペントアップ需要</u> がサービス消費を押し上げ
米財政支出拡大のインパクト		
(4) バイデン政権の財政政策の前提	● <u>バイデン政権のコロナ対応や追加景気対策に対して世論に相応の支持</u> ● <u>財政調整法の解釈変更</u> （年度内に複数回可能に）	◆ 米は <u>バイデンプラン</u> が相応に実現 ◆ 日欧の財政政策は従来想定通り（変更なし）
(5) 米金融政策と米金利・米株の行方	● 経済制限措置の早期解除、財政政策措置を受けて雇用・物価情勢は大きく改善 ● <u>テーパリングの土壌が2022年前半に整う</u> との見方	◆ FRBは2021年10～12月期に <u>テーパリング検討開始</u> 、2022年4～6月期に着手。利上げは2024年 ◆ 米金利は緩やかに上昇。株価の調整は限定的

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 各国事情を反映した経済活動制限解除時期の考え方

## ■ 各国で異なる3つの要素

① **ワクチン普及体制** ⇒ ワクチンが普及する時期を左右

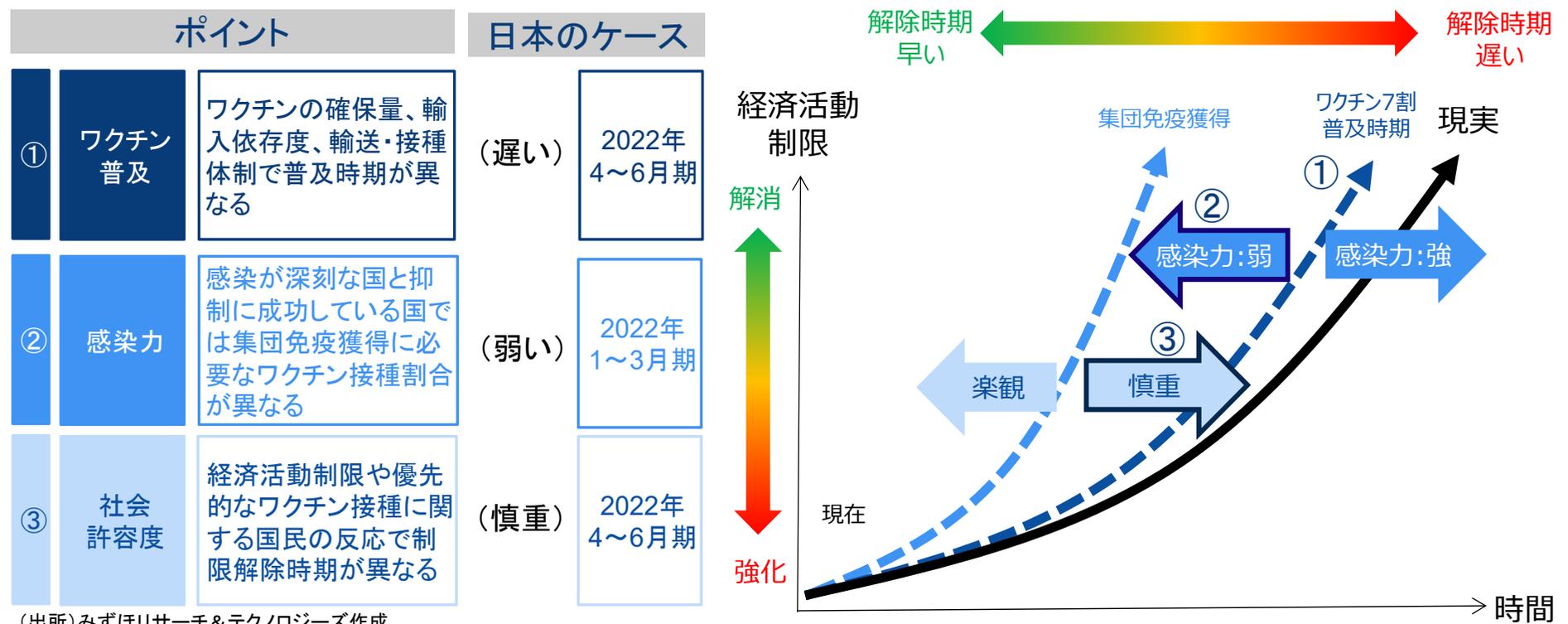
- ・ ワクチン確保量、輸入依存度、輸送体制、接種体制などをもとに接種ペースを想定

② **ウイルスの感染力** ⇒ 集団免疫獲得(≒感染拡大を防止しつつ経済活動を解除できる)時期を左右

- ・ 疫学モデルのシミュレーションで理論的に計算

③ **社会許容度**(経済と感染のバランス、国民感情) ⇒ 実際の制限解除時期を左右

## 経済活動の制限を解除する時期に関する整理(日本の場合のイメージ)

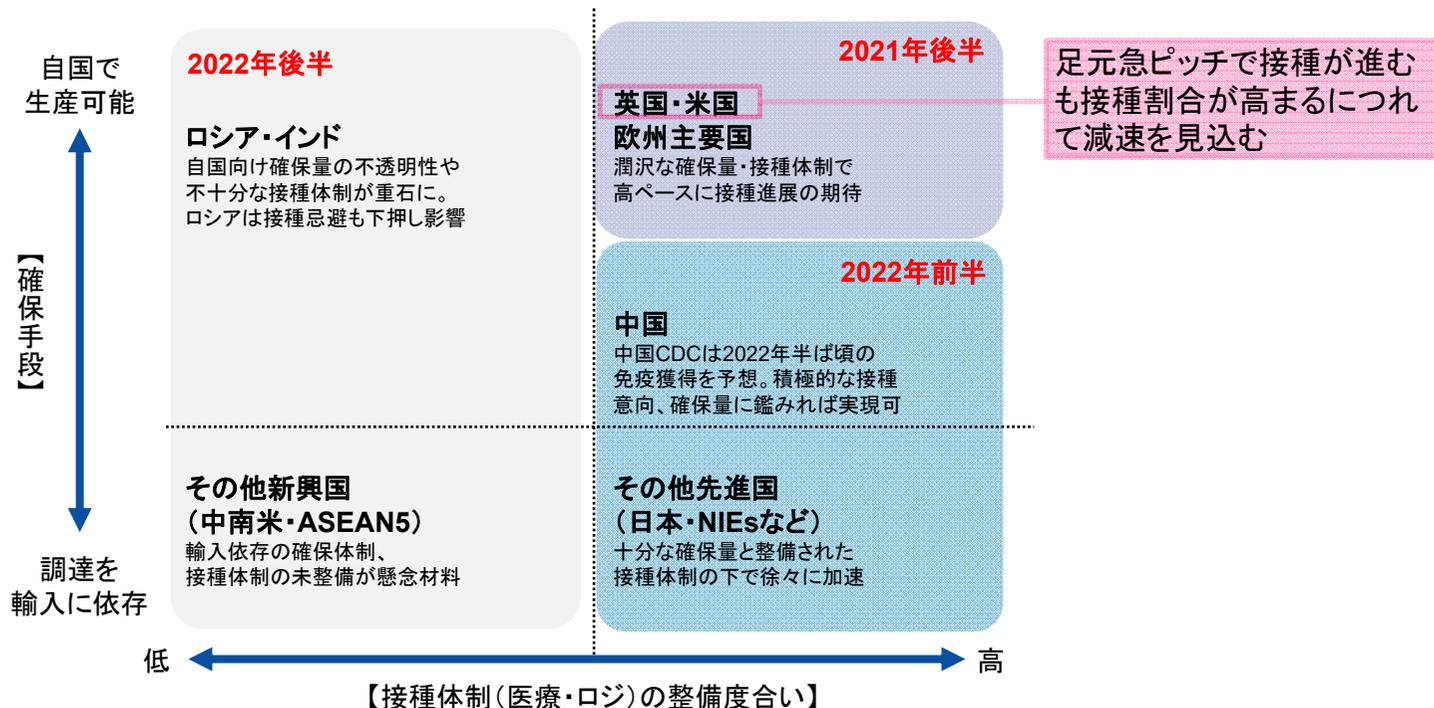


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (1) ワクチン普及体制：確保状況・接種体制によって普及時期にばらつき

- 確保・接種体制で優位な一部地域の普及は前倒し。残りは2022年入り後と想定
  - 安定した供給と接種体制の下、米英は2021年内完了の公算大。遅れる欧州も、潤沢な確保量を背景に今後加速へ
  - 日本含む他の先進国も徐々にペースアップを見込むが輸入依存が足かせ。自国内生産で人口分を確保可能と見込まれる中国も人口の多さから2022年前半までかかる公算
  - 一方、接種体制や確保量に課題の残る新興国は、先進国・中国対比で遅れを取り、普及時期は2022年後半に

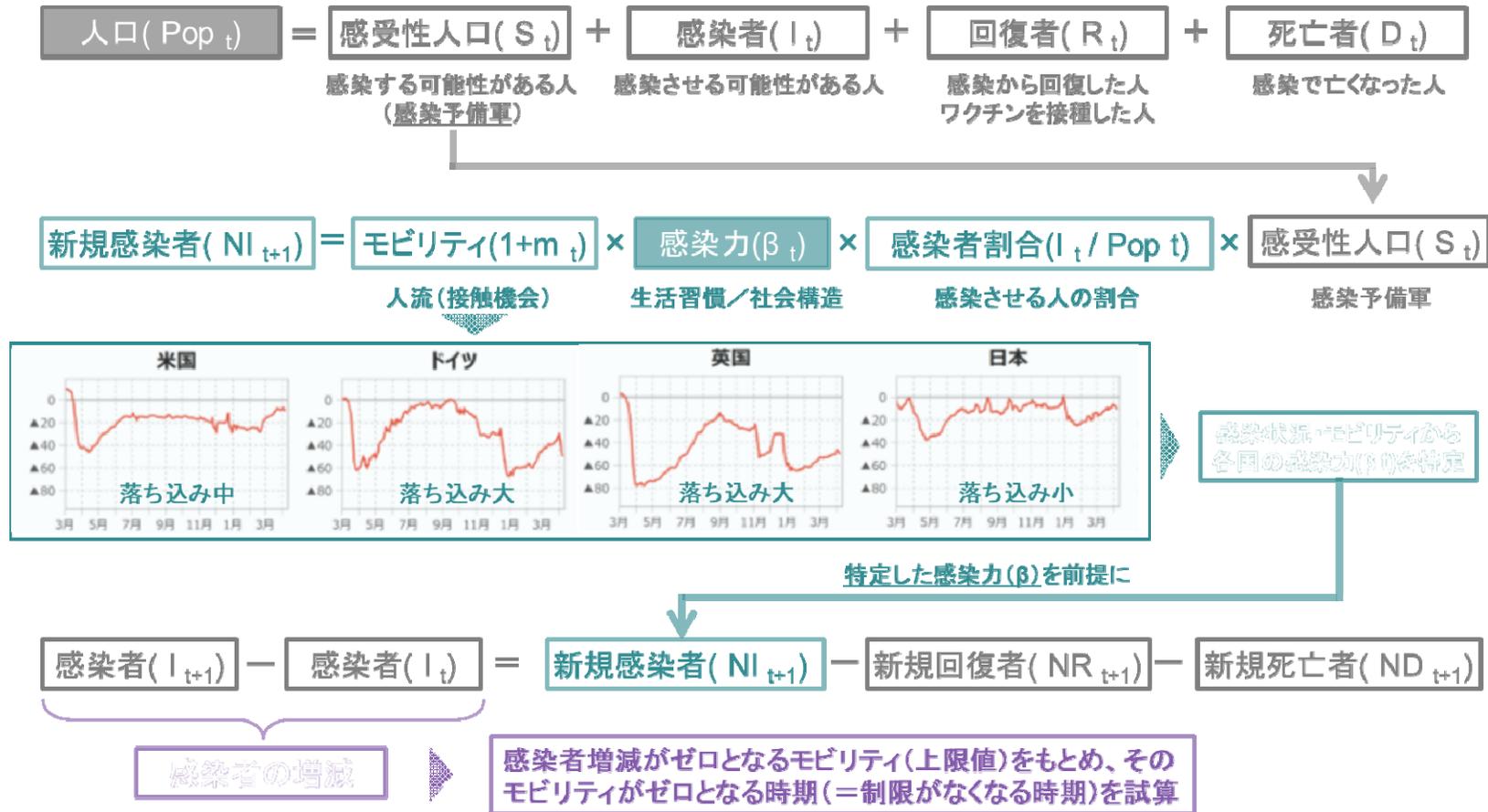
### ワクチン普及時期の見通しとその背景



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) 各国個別要因: ①ウイルス感染力～感染状況とモビリティから感染力を特定

### 各国のウイルス感染力に関する推計方法



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) 各国個別要因：②社会許容度～経済優先の米国・ブラジル、慎重な日本・欧州

### 制限解除に関する政策スタンスの評価と制限解除時期

欧州は感染力が強く集団免疫(8割以上)まで制限継続

		(1)ワクチン普及体制 普及時期	(2)-①感染力の強さを 踏まえた感染抑制時期	(2)-②社会許容度 制限解除に関する政府のスタンス	制限解除時期
先進国	米国	2021年10～12月期	2021年7～9月期	共和党系の州政府をはじめとして経済活動を重視	2021年7～9月期
	ユーロ圏	2021年10～12月期	2022年1～3月期	ワクチン普及も感染収束確認を待って制限を解除	2022年1～3月期
	英国	2021年7～9月期	2021年10～12月期	ワクチン普及も感染収束確認を待って制限を解除	2021年10～12月期
	日本	2022年4～6月期	2022年1～3月期	政府が慎重姿勢をとり、ワクチン普及を待って制限を解除	2022年4～6月期
東アジア	中国	2022年4～6月期	2022年1～3月期	感染抑制に成功しており、必要以上の制限は実施しない	2021年10～12月期
	韓国	2022年1～3月期	2021年10～12月期	制限レベルの細分化を実施済。感染状況に合わせた機動的な対応	2021年10～12月期
	台湾	2022年1～3月期	2021年7～9月期	感染抑制に成功しており、必要以上の制限は実施しない	2021年7～9月期
ASEAN	インドネシア	2022年7～9月期	2022年1～3月期	感染抑制が不十分であった経緯や制限解除に慎重な姿勢を考慮	2022年4～6月期
	マレーシア	2022年7～9月期	2023年1～3月期	これまで制限の期限を比較的短く区切っており、機動的な対応	2023年1～3月期
	フィリピン	2022年7～9月期	2022年10～12月期	従来より制限解除に慎重姿勢であることを考慮	2023年1～3月期
	タイ	2022年7～9月期	2022年4～6月期	比較的感染抑制ができており、必要以上の制限は実施しない	2022年4～6月期
	ベトナム	2023年1～3月期	2022年7～9月期	感染発生時は徹底的な封じ込めを実施する等、機動的な対応	2022年7～9月期
その他	インド	2022年7～9月期	2022年4～6月期	所得補償のための財源がなく、なるべく早く制限を解除したいはず	2022年4～6月期
	オーストラリア	2022年1～3月期	2022年1～3月期	比較的感染抑制できていることに加え、経済活動を重視	2022年1～3月期
	ブラジル	2022年7～9月期	2022年7～9月期	大統領選挙を控え経済活動優先、ワクチン普及に先行して解除	2022年4～6月期

日本はワクチン普及を優先

感染抑制に成功しているアジアは感染状況に合わせた正常化

経済優先。普及を待たずに解除

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### (3) 超過貯蓄：家計の超過貯蓄は、日米欧の合計で約2.5兆ドル(約263兆円)

- コロナ禍で積み上がった家計の超過貯蓄は、約2.5兆ドル(日米ユーロ圏GDPの約6%)
  - 家計可処分所得比で見ると、日米が10%弱。一方、ユーロ圏は6.9%とやや小さめ。日米に比べて現金給付による所得補填が小規模にとどまったことが主因
  - なお、ロックダウンが厳しかった分、個人消費の落ち込み幅はユーロ圏が大きく、超過貯蓄を押し上げる要因に

#### 家計の超過貯蓄の比較

	米国	ユーロ圏	日本
家計の超過貯蓄	1.6兆ドル	0.6兆ドル (5,066億ユーロ)	0.3兆ドル (28.9兆円)
家計可処分所得比	9.9%	6.9%	9.5%
GDP比	7.5%	4.2%	5.1%

(注) 超過貯蓄は2020年の家計貯蓄の前年差

(出所) 米商務省、Eurostat、内閣府等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 危機前水準への回復とペントアップ需要によるGDP押し上げは3%Pt程度

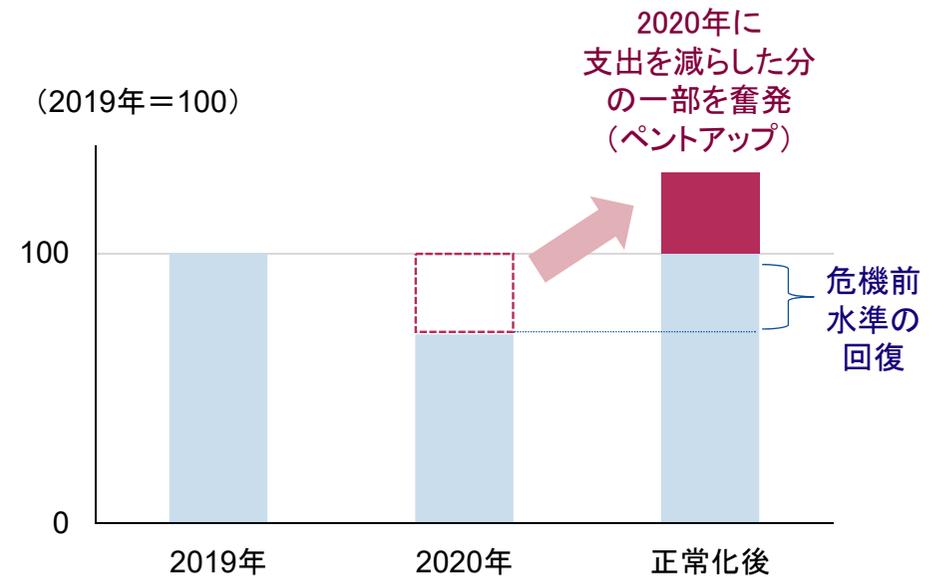
- ワクチン普及後は、外食・旅行・娯楽等の消費が正常化するとともに、ペントアップ需要(ばん回消費)が発生
  - 主要国・地域でペントアップ需要が顕在化する時期は①米国、②ユーロ圏、③日本の順に
  - 対人接触型サービスの危機前水準の回復とペントアップ需要の合計で、その間のGDPを約3%Pt押し上げ
  - 2020年に発生した超過貯蓄の1割強が消費に回り、残りは預金や株式投資に。超過貯蓄の大半が高所得者層(消費性向が低い)で発生しており、外食・旅行等のペントアップに限界(回数・キャパ)があることから、大幅な貯蓄取り崩しは見込まず

## 危機前水準の回復とペントアップ需要の織り込み

	米国	ユーロ圏	日本
ペントアップ需要の発現時期	2021年後半～2022年前半	2022年	2022年度
危機前水準の回復	4,521億ドル	2,858億ユーロ (3,258億ドル)	12.7兆円 (1,190億ドル)
ペントアップ需要	1,769億ドル	432億ユーロ (492億ドル)	3.0兆円 (281億ドル)
超過貯蓄額比(%)	10.9	10.9	10.3
<b>GDP押し上げ(%Pt)</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>
危機前水準の回復	2.1	2.4	2.4
ペントアップ需要	0.8	0.4	0.6

(出所)米商務省、Eurostat、内閣府等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 高所得層の「奮発消費」のイメージ

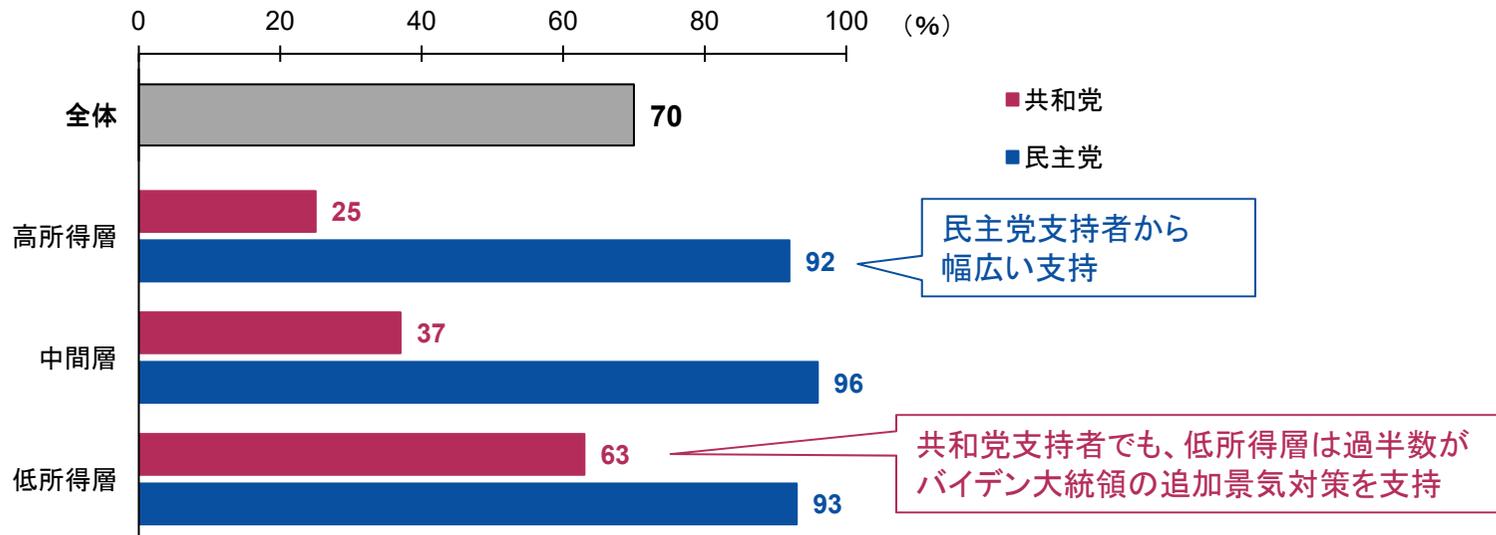


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (4) 財政政策：米国のバイデンプランは大規模での成立に道筋

- 米国民は党派を超えて追加景気対策を好感。大規模財政に対して政治的な追い風が吹く状況
  - 有権者の7割が追加景気対策第6弾を支持。共和党支持者でも、低所得層に限れば過半が評価
  - 追加景気対策では財政調整法による強行突破に成功。バイデンプランにも同手段が利用され、今年度中(9月末まで)に成立と予想

### 追加景気対策第6弾を支持する人の割合



(注) 1.9兆ドル(調査時点における予算通過規模)の追加景気対策を「支持する」と答えた人の割合(調査期間:3/1~7、調査対象:12,055人)  
(出所)Pew Research Centerより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：バイデンプランは2022年成長率を1.4%Pt押し上げ

- 米国家族プラン(AFP)は、勤労世帯の教育・生活環境の整備、税控除による所得改善を企図。米国雇用プラン(AJP)は、輸送網等のインフラに加え、国内産業強化や生活基盤向上に重点。財源は法人増税と富裕層増税等
- AFPとAJP、富裕層増税に関しては発表規模とほぼ同額での成立を想定。他方、党内穏健派への配慮から、法人増税の規模は4割程度にとどまる想定。GDP成長率への影響が最大となるのは2022年(+1.4%Pt)
  - ー 財政調整法が活用される場合でも党内調整は必要。民主党内からも「高すぎる」との指摘がある法人税率については、25%で着地する見込み

## バイデンプランの内容

分野		概要	発表規模
投資	AFP (米国家族プラン)	教育投資(幼稚園前保育の全入化、学費支援) 生活・子育て支援(低所得者向け食糧支援等) 家計所得支援(家計向け税控除の拡充)	1.8兆ドル
	AJP (米国雇用プラン)	インフラ投資(輸送網、上水道網の整備) 国内産業強化(R&D、製造業支援) 生活基盤向上(医療・教育施設整備)	2.3兆ドル
財源	富裕層増税	所得税(最高税率引き上げ:37%→39.6%) 資産課税(キャピタルゲイン課税率・配当課税率引き上げ等) 課税強化(所得・資産捕捉による徴税強化) その他(高所得者向けメディケア追加税率の適用強化)	▲1.5兆ドル
	法人税増税	法人税(21%→28%) 海外収益課税・大企業課税(海外収益優遇税制廃止、グローバルミニマム税導入等) その他企業向け課税強化(オフショア懲罰・オンショア促進等)	▲1.6兆ドル

【見通し上の想定】  
投資総額と  
富裕層増税は、  
発表規模と  
ほぼ同額で成立

法人増税は、  
発表規模の  
4割程度に縮小  
(法人税率は25%に)

(注) 財政規模は、10年間の合計。財政拡張的ならプラス、財政緊縮的ならマイナスで表示。歳入措置はTax Policy Center(2020/10/15)に基づく  
(出所)各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日欧の2021年の財政に対する見方は前回想定を維持

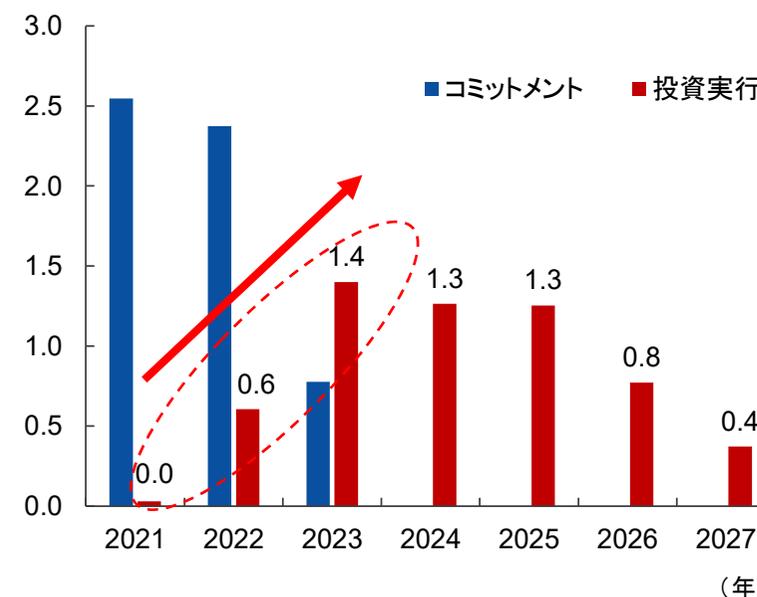
- 日本は2021年度前半まで企業向け資金繰り支援を継続との見方。追加の家計向け現金給付は現時点で織り込まず
  - 感染が深刻化した場合は、低所得者向け給付や企業向けの支援(持続化給付金や雇用調整助成金特例措置の再延長)が実施される可能性。財政支出の規模は予備費(残額4兆円程度)がひとまずの目安
- 欧州におけるEU復興基金を活用した投資は、当初想定通り、2022年以降本格化する見通し
  - 2021年は、各国の雇用調整助成金・運転資金支援などにとどまり、景気浮揚効果は2022年以降に

### 日本:実施可能性のある財政政策メニュー

	分野	施策	見通し反映
2021年度	医療支援	・医療機関支援(減収の一部補填等)	○
		・ワクチン接種体制強化	○
		・医療従事者等への慰労金	○
	家計支援	・低所得者等への現金給付	×
		・雇用調整助成金特例措置の延長	○
	事業支援	・自粛要請に応じた事業者への支援	○
		・持続化給付金の再開	×
・雇用調整助成金特例措置の延長(再掲)		○	
	地方自治体支援	・地方創生臨時交付金の増額	○
2022年度	家計支援	・GoTo全面再開など需要喚起策	○

### ユーロ圏:欧州復興基金のコミットメント、実行

(2020年GDP比、%)



(注)コミットメントは、多年度財政枠組み予算上のコミットメント。  
投資実行は、見通し上の想定

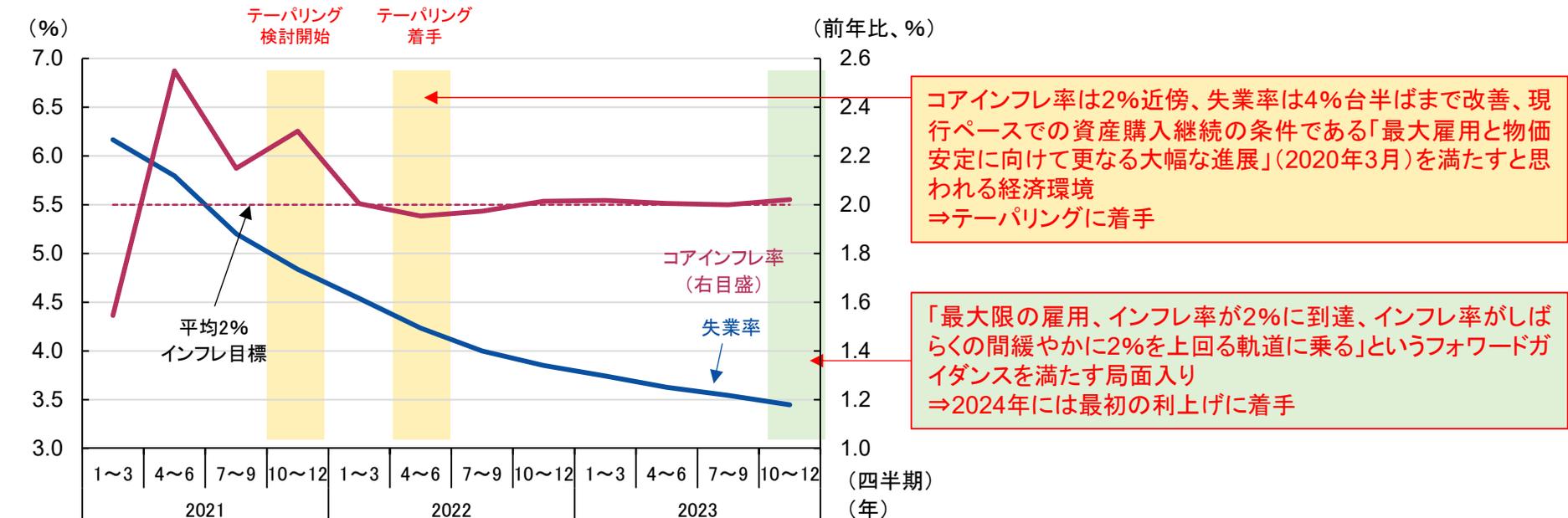
(出所)欧州委員会、Eurostat、各種報道より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

## (5) 米金融政策：2022年前半にテーパリング開始、利上げは2024年

- ワクチン普及による各種制限措置の早期解除と巨額財政政策が相まって、雇用・物価情勢が大きく改善
- 最大雇用と物価安定に向け大幅な改善がみられたとして、FRBは2022年4～6月期にテーパリングに着手と予想
  - 2017年の再投資政策縮小ケースでは検討状況の公表からテーパリング開始まで6カ月。その経験則にならうと、2021年10～12月期にテーパリングの検討開始を表明する見込み
- 2024年には最初の利上げに着手できる経済環境に
  - 2023年後半にはコアインフレ率が2%超、失業率がコロナ前の最低水準並みに低下すると予想

### 失業率とコアインフレ率の見通しと金融政策との関係

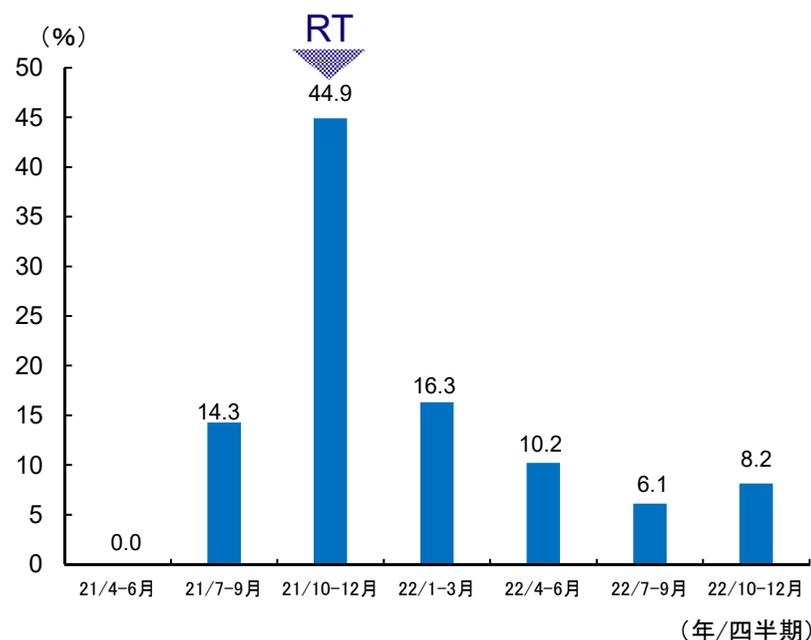


(注)2021年1～3月期までは実績値。以降は失業率、コアインフレ率ともにみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値  
(出所)米国労働省、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

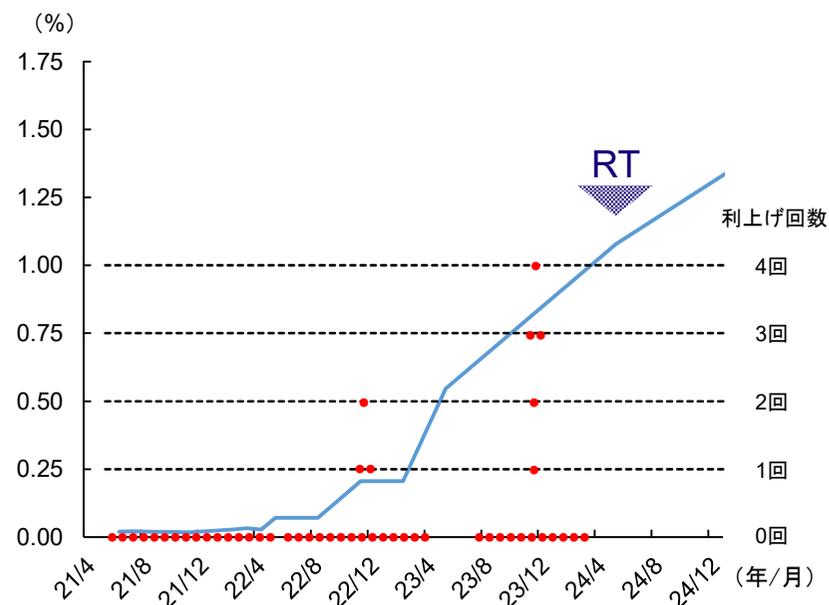
## 米金利:市場は既にテーパリングと利上げを織り込み済み

- ブルームバーグの4月調査によると、テーパリング開始予告時期の予想中央値は2021年10～12月期
  - 2021年7～9月期の開始予告を予想するのは1割強にとどまる一方、2021年10～12月期の開始予告は全体の4割強が予想しており、年内の予告開始予想が多数(約6割)を占める状況
- OISフォワードレートでは2022年末までに1回程度、2023年末までに3回程度の利上げを織り込み
  - FRBは2023年末までの政策金利据え置きを示唆しており、市場はかなり早期の利上げを織り込み

### 市場のテーパリング予告開始予想時期



### 市場の利上げ織り込み



(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

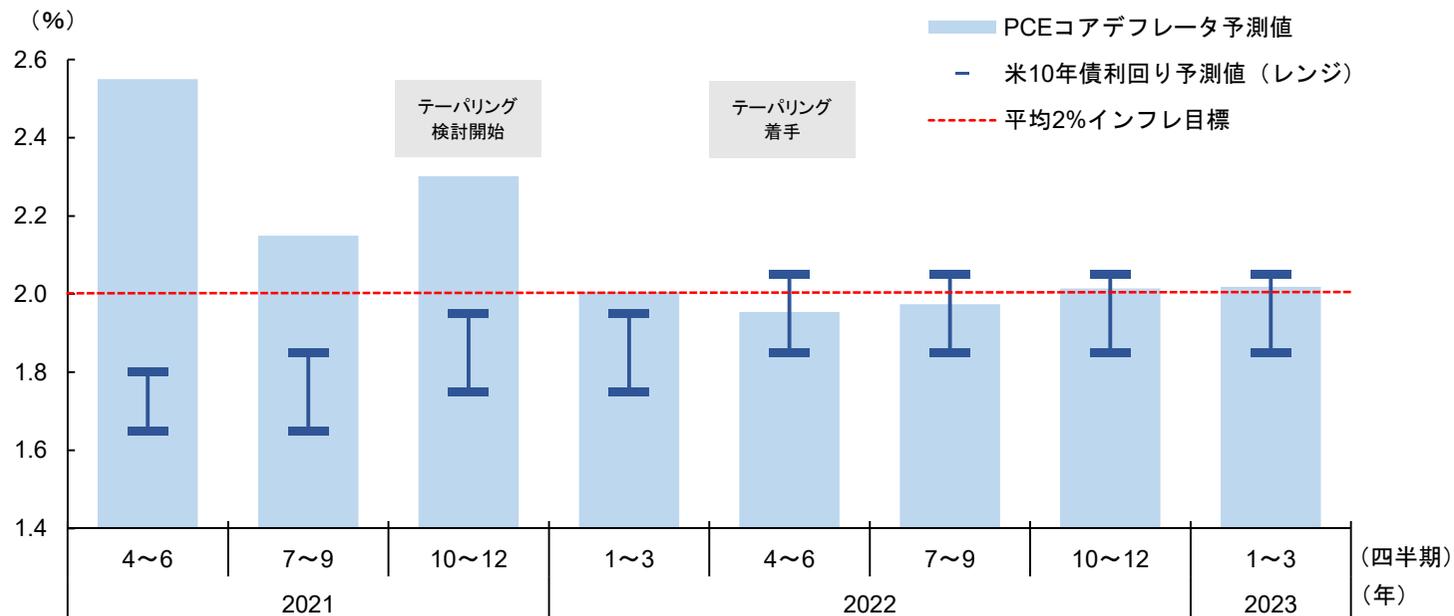
(注) 織り込みは1カ月～4年先1カ月OISフォワードレートからFF金利を引いたもの。  
赤点は3月FOMCでのドットチャートにおける政策金利見通し(21年末・22年末・23年末)の分布を示したものを、利上げ回数は1回あたりの利上げ幅を0.25%として計算  
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米金利: 米長期金利は物価が2%近傍で推移する下で緩やかな上昇を続けると予想

- テーパリングやPCEコアデフレーター\*が2%近傍で推移する下で、見通し期間を通じて緩やかな金利上昇を予想
  - テーパリング検討開始・着手に沿ってタームプレミアムの上昇を想定。市場は織り込み済みであり上昇幅は限定的
  - PCEコアデフレーターが2%近傍で推移する下で、予想インフレ率やインフレリスクプレミアムの上昇を想定

※PCEデフレーターとは消費段階での物価上昇圧力を測る尺度で、名目個人消費支出を実質個人消費支出で割ったもの。  
消費者物価に比べ調査対象範囲が広いとされ、実際の物価動向をより反映しているとされる。FRBが最も重視している指数

### 米長期金利・PCEコアデフレータの予測値パス

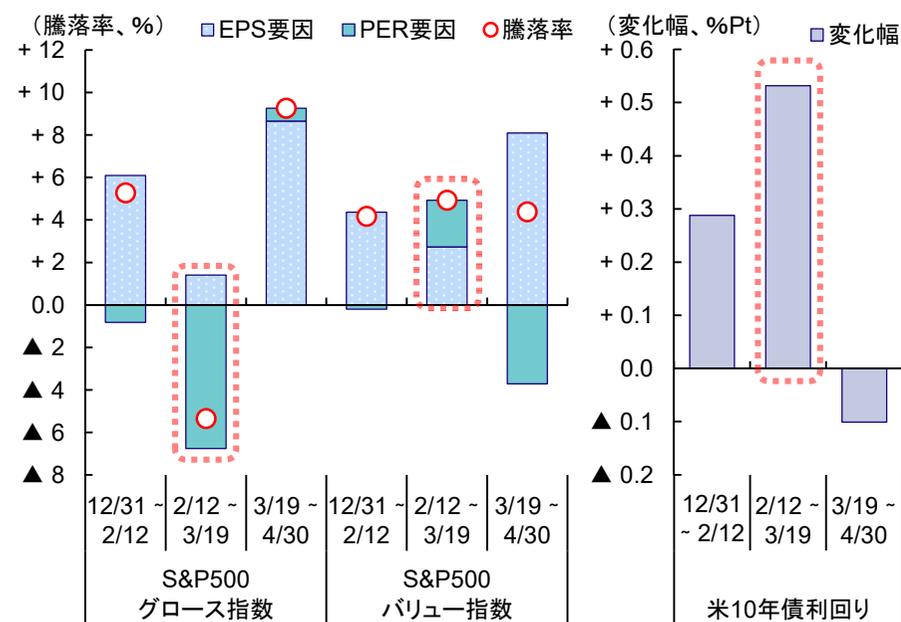


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米株：景気拡大に基づく米長期金利上昇のもと、株価は緩やかに上昇

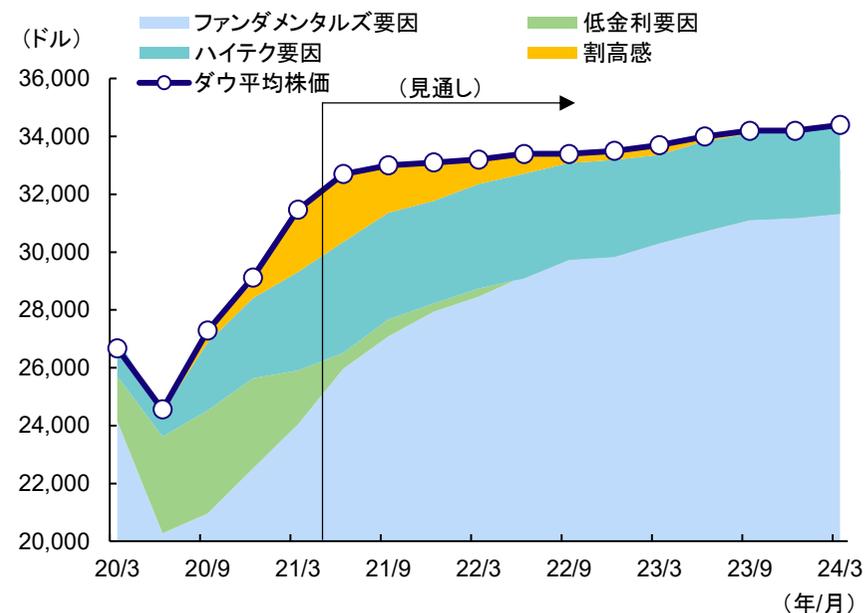
- 長期金利上昇も景気回復期待を背景にバリュー株は底堅い展開
  - 2月中旬以降の米長期金利上昇加速局面で、バリュエーション的に割高感のあったグロース株は下落に転じるも、バリュー株は底堅く推移
  - また金利上昇ペースが一服した足元ではグロース株も持ち直し
- 緩やかな金利上昇ペースのもと、グロース株の大幅なバリュエーション調整は回避される公算大
  - 低金利要因やハイテク銘柄による押し上げは徐々に縮小するも、バイデンプランによる企業業績拡大が追い風に

## S&P500指数 グロース指数・バリュー指数と米長期金利



(注)PERおよびEPS要因は12カ月先予想ベース  
(出所)Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ダウ平均株価の見通し



(注)ダウ平均株価の四半期平均値であり、予測値は予測レンジの中央値。ファンダメンタルズ要因は予想EPS×(2015-19年平均予想PER)  
(出所)Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2. 各国経済

## (1) 米国経済: コロナ危機からの正常化、バイデンプラン実現が景気回復の追い風

- 2021・2022年の成長率見通しは+6.0%、+4.0%と予測。コロナ危機からの正常化、バイデンプランの実現が各年の成長率を押し上げ
- 米国では順調にワクチン接種が進展。一部の州は既にコロナ関連制限の撤廃に踏み切っており、米国全体でも今夏には制限撤廃が実現する公算大。これまで制限の影響で下振れていた接客サービス等の消費・雇用の本格回復が早まると共に、楽観ムードの中で高所得層が一部貯蓄を消費に回し、2021年の成長率を押し上げる見込み
- 政治的な追い風が吹く中、インフラ投資を含むバイデン大統領の選挙公約(いわゆるバイデンプラン)の実現が、2022年の成長率を押し上げる見込み。ただし、各種プログラムの実施時期や年毎の財政規模等については、今後の議会審議等に左右され流動的であるため、景気押し上げ効果には不確実性が伴う
- 米金融政策については、まず資産購入継続の条件が2022年前半には満たされると予想され、FRBがテーパリングに着手すると予想。半年前にテーパリングの検討開始を表明する見込み。次に、金利政策については、2023年終盤にフォワードガイダンスの条件が満たされ、2024年には利上げが始まると予想

## 米国：2021年は+6.0%、2022年は+4.0%と予測

- 2021年の実質GDP成長率は+6.0%と予測。コロナ危機からの正常化が景気回復をけん引
  - ワクチン接種が順調に進展する中、今夏にも経済活動の制限は撤廃されると想定。接客サービスを中心に消費・雇用が盛り上がりと共に、制限を理由に消費を抑制してきた高所得層が「奮発消費」を活発化させると予想
- 2022年の実質GDP成長率は+4.0%と予測。政治的な追い風が吹く中、バイデンプランの大規模実現が視野に
  - バイデン政権は、「米国雇用プラン」と「米国家族プラン」を発表。財政調整法の活用によって民主党単独で今夏の成立が目指され、2022年の成長率を押し上げる見込み

### 短期見通し総括表(米国)

		2019	2020	2021	2022	2020				2021				2022			
		暦年		(見通し)		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比年率、%	2.2	▲ 3.5	6.0	4.0	▲ 5.0	▲ 3.1	33.4	4.3	6.4	7.9	5.8	3.2	3.7	3.9	3.2	2.4
個人消費	前期比年率、%	2.4	▲ 3.9	7.6	3.7	▲ 6.9	▲ 3.3	41.0	2.3	10.7	9.5	6.2	3.2	3.1	3.1	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲ 1.7	6.1	14.6	3.7	19.0	▲ 3.6	63.0	36.6	10.8	6.7	5.2	4.3	3.1	2.9	2.8	2.9
設備投資	前期比年率、%	2.9	▲ 4.0	7.0	3.6	▲ 6.7	▲ 2.7	22.9	13.1	9.9	3.8	5.1	4.1	3.1	2.8	3.4	3.3
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.0	▲ 0.6	0.3	0.2	▲ 1.3	▲ 3.5	6.6	1.4	▲ 2.6	0.9	0.9	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
政府支出	前期比年率、%	2.3	1.1	1.6	5.2	1.3	2.5	▲ 4.8	▲ 0.8	6.3	2.6	1.4	0.8	7.5	8.5	8.0	5.0
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 1.3	▲ 0.3	1.1	0.6	▲ 3.2	▲ 1.5	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.5
輸出	前期比年率、%	▲ 0.1	▲ 1.3	6.4	8.7	▲ 9.5	▲ 6.4	59.6	22.3	▲ 1.1	10.5	11.3	7.9	8.6	8.8	8.6	5.0
輸入	前期比年率、%	1.1	▲ 9.0	14.4	8.9	▲ 1.5	▲ 5.4	93.1	29.8	5.7	12.9	11.9	7.1	8.9	8.6	7.7	7.1
失業率	%	3.7	8.1	5.5	4.1	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	6.0	5.2	4.8	4.5	4.2	4.0	3.9
個人消費支出デフレーター	前年比、%	1.5	1.2	2.4	1.7	1.7	0.6	1.2	1.2	1.8	2.9	2.5	2.6	1.9	1.8	1.7	1.7
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.7	1.4	2.1	2.0	1.8	1.0	1.4	1.4	1.5	2.5	2.1	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0

(注) 網掛けは予測値

(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：ワクチン接種ペースが加速する中、コロナ関連制限は今夏に撤廃へ

- ワクチン接種の進展を背景に幅広い州で制限緩和の動きが拡大。今回の見通しでは、2021年7～9月期には米国全体でも外食店等の収容上限が事実上撤廃されると想定
  - － 4月まで、収容上限の撤廃は、テキサス州を除けば経済規模の小さい州が中心。しかし、ニューヨーク州やカリフォルニア州が加わり、6月末までに上限撤廃の州は米国の5割程度に拡大(消費ウェイトベース)
  - － 7～9月期以降も、公共の場でマスク着用等の措置は残る可能性があるものの、事業活動への影響は限定的

### 商業施設への収容上限を撤廃済の州、撤廃予定の州

実施時期	州名	
実施済み (3月・4月・ 5月前半)	アーカンソー	マサチューセッツ
	アリゾナ	メリーランド
	コネチカット	ノースダコタ
	ジョージア	テキサス
	ルイジアナ	ワイオミング
実施予定 (5月後半・6月)	カリフォルニア	
	デラウェア	
	ニュージャージー	
	ニューヨーク	
	ネバダ	
	ペンシルベニア	
		全米の 51%

### 外食店の収容上限(実績と今後の想定パス)



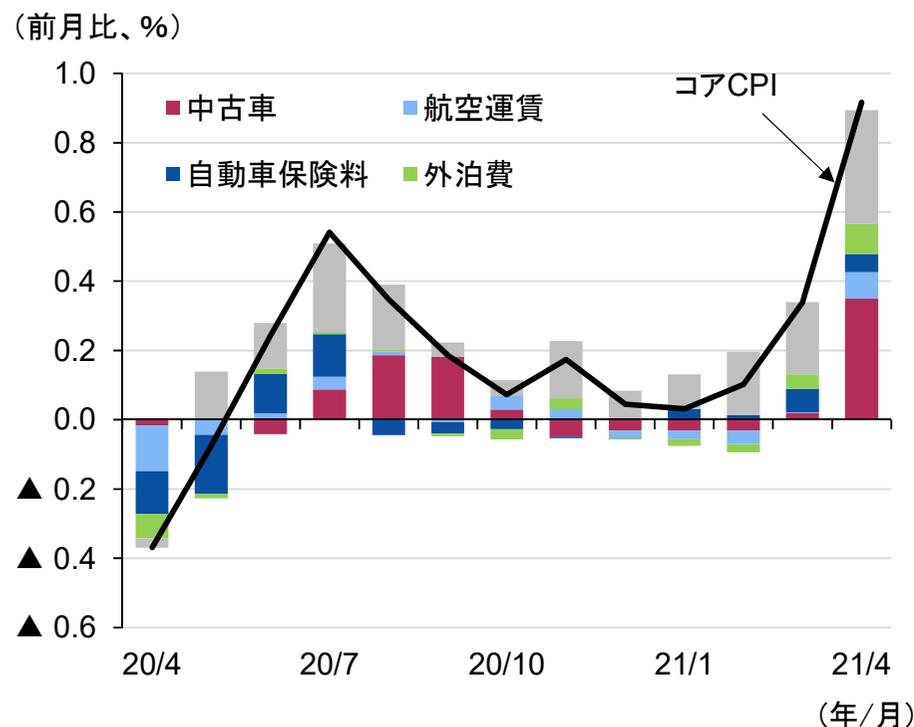
(注) 消費ウェイトは2019年の実績値  
(出所) 各州政府、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 各州における外食店の収容上限を加重平均したもの。実線は実績、破線は見通し上の想定  
(出所) 各州政府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：制限緩和と共に、供給制約が強まり4月のインフレ率は急加速

- 一部項目に偏ったものだが、4月のコアインフレ率(CPIベース)は前月比+0.9%へ急加速
  - 制限緩和に伴う需要増を背景に、航空運賃や自動車保険料、外泊費が大幅に上昇し、コア全体を押し上げ
  - 中古車価格も急上昇。自動車生産の下振れ(半導体不足)による新車在庫不足が、中古車市場に波及した格好
    - 半導体以外でも、部材や人手の不足、物流の混乱が継続しており、素材を中心に川上・川中物価は上昇中。消費者への価格転嫁も進みつつある状況

## コアCPIの項目別寄与度



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 川上・川中の生産者物価(PPI)

価格下振れ ← (Blue) / → (Red) 価格上振れ  
 (危機前水準(2019年平均)からの乖離、%)

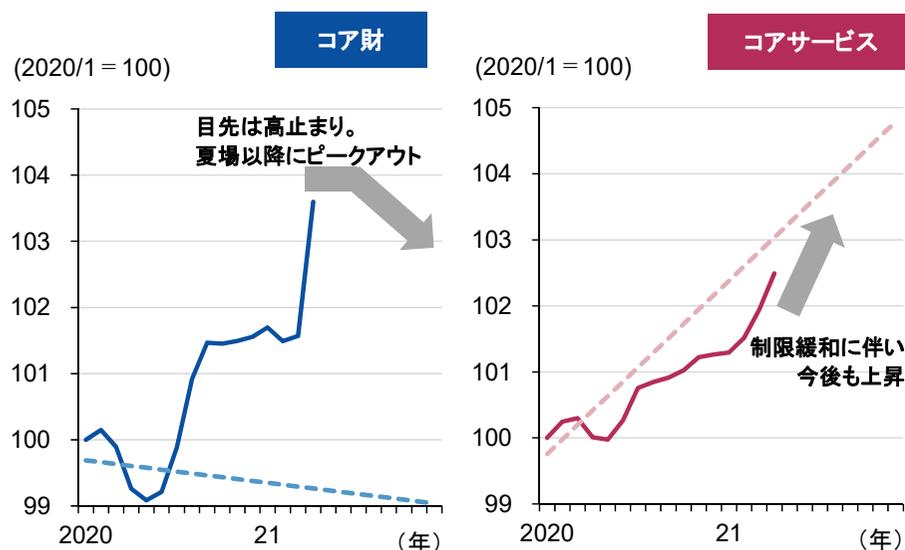
	2020				2021			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Jan	Feb	Mar	Apr
<b>原材料</b>	▲ 5.0	▲ 18.6	▲ 10.3	▲ 0.1	8.6	13.4	24.4	18.9
<b>中間財</b>	▲ 1.3	▲ 5.0	▲ 1.7	0.1	2.8	5.4	9.8	11.6
木材								
針葉樹材	5.5	3.8	50.5	53.2	75.1	88.9	101.8	114.8
合板	2.0	4.6	30.4	34.3	35.7	45.5	60.8	76.9
広葉樹材	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.4	5.5	12.9	15.7	26.2	30.6
紙								
段ボール箱	6.9	6.8	41.3	61.5	62.8	66.1	83.6	100.4
板紙	▲ 1.7	▲ 2.5	▲ 2.2	▲ 1.4	3.3	4.6	5.2	7.1
紙箱	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	1.3	2.4	3.3	3.9
金属								
鉄鋼製品	▲ 1.6	▲ 3.6	▲ 6.3	▲ 1.7	5.4	17.8	38.5	64.1
銅・真鍮製品	▲ 1.2	▲ 5.0	7.6	17.1	23.9	28.3	39.3	39.6
一次非鉄金属	0.7	▲ 1.8	7.6	11.4	16.4	23.0	27.8	28.9
化学								
業務用油脂	3.6	▲ 3.4	1.9	11.0	26.8	33.4	47.5	62.1
リン酸エステル	▲ 0.3	5.3	5.8	17.4	24.2	24.2	53.4	55.3
合成樹脂	▲ 0.9	▲ 7.8	▲ 4.7	2.1	7.0	13.2	24.9	33.5

(注) 中間財については、各素材において、上振れ度の大きい上位3品目を列挙  
 (出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：当面のインフレ率は2%目標から上振れ。目標への収れんは2022年入り後

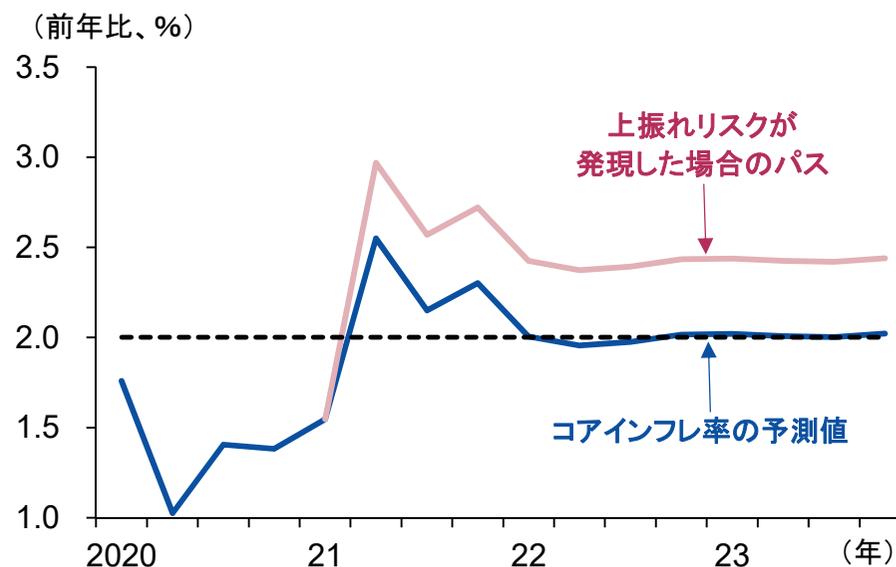
- 2021年内のコアインフレ率は目標からの上振れが続く見込み。川上価格上昇の転嫁、制限緩和が背景
  - 目先の財物価は高止まり。夏場以降、制限緩和に伴う消費シフト(財→サービス)による財需要の鈍化、人手不足の緩和(学校での対面授業が再開、手厚い失業給付が終了)により、財物価はピークアウトへ
- 2022年にはコアインフレ率は目標に収れんする見通しだが、上振れリスクが残存
  - 価格転嫁の進展、制限緩和によるサービス需要の増加が想定以上となれば、コアインフレ率は2022年入り後も2%台半ばで推移

### 財物価、サービス物価の水準



(注) 破線は、コロナ危機前のトレンド(2015年1月~2019年12月)  
 (出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### コアインフレ率(見通し値と上振れリスク)



(注) 2021年4~6月期以降は予測値。上振れリスク発現時のパスは、予測値の70%信頼区間の上限値(予測値に、予測誤差の1標準偏差を上乗せ)  
 (出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) ユーロ圏経済：景気回復のけん引役は、ワクチン普及による消費回復と外需

- 2021・2022年のユーロ圏実質GDP成長率は、前年比+4.3%、+4.7%となる見通し。2021年1～3月期のGDP成長率は前期比▲0.6%（速報値）と、厳格な感染防止策の適用が長引いたことで、2四半期連続のマイナス成長
- 2021年春先以降、ワクチン接種の進展に伴う消費の持ち直しと、外需回復により、景気は本格的に回復する見込み。2022年上期に、感染防止策は撤廃され、GDPは危機前水準に戻ると予測
- ワクチン接種の進展により、2021年後半に感染防止策緩和が進み、サービス業の回復が加速する見込み。感染防止策撤廃後、ロックダウン中に増加した家計貯蓄の一部が取り崩され、サービス消費は一時的にコロナ危機前水準を超えると予想
- 外需回復は、製造業の本格的な生産回復に寄与する見込み。さらに2022年には、欧州復興基金が、生産拡大の追い風に
- コア物価は、2021年後半に前年の反動で上昇するものの、2022年は、前年比+1%台の低位に戻る見込み

## ユーロ圏：個人消費と外需の回復により、GDPは2022年上期に危機前水準に

- 2021・2022年のユーロ圏実質GDP成長率は前年比+4.3%、+4.7%となる見通し。GDPがコロナ危機前水準に戻る時期は、2022年上期と予想
  - 2021年における景気回復のけん引役は、ワクチン普及に伴う個人消費の持ち直しと、米国や中国の景気回復に伴う輸出の増加
  - 2022年は、欧州復興基金の活用が、GDPの押し上げに寄与

### ユーロ圏経済見通し総括表

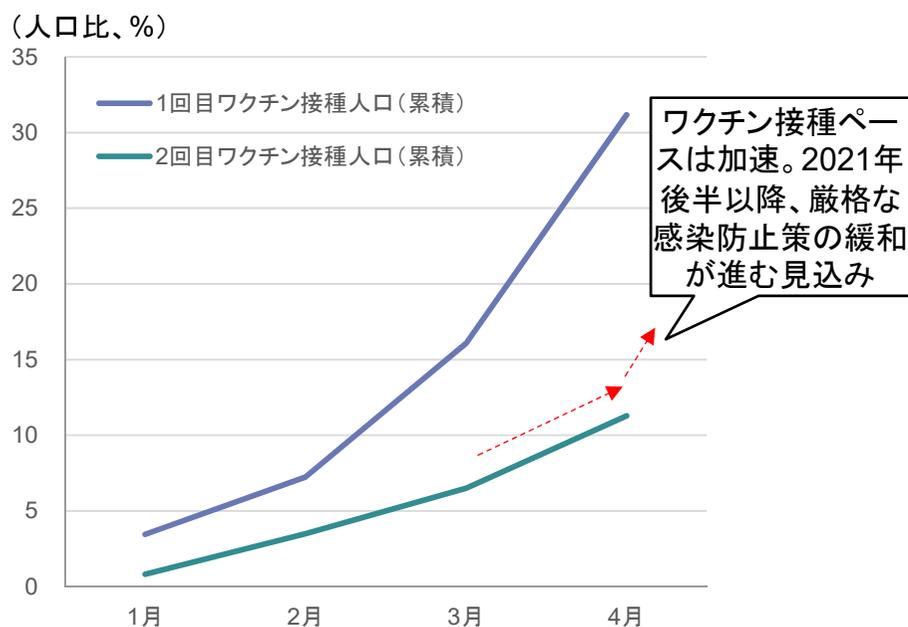
		2019	2020	2021	2022	2020				2021				2022			
		暦年		(見通し)		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比、%	1.3	▲ 6.6	4.3	4.7	▲ 3.8	▲ 11.6	12.5	▲ 0.7	▲ 0.6	1.8	2.1	1.3	1.3	0.7	0.5	0.1
内需	前期比、%	1.9	▲ 6.3	2.4	5.4	▲ 3.4	▲ 11.1	10.3	▲ 0.7	▲ 0.6	1.0	1.4	1.0	2.5	1.3	0.3	▲ 0.0
個人消費	前期比、%	1.3	▲ 8.0	▲ 1.3	8.7	▲ 4.4	▲ 12.6	14.2	▲ 3.3	▲ 3.8	0.1	2.3	3.0	3.9	2.1	0.1	▲ 2.0
総固定資本形成	前期比、%	5.7	▲ 8.2	7.4	3.0	▲ 5.9	▲ 16.1	13.8	1.9	1.5	3.1	0.7	0.1	0.9	0.6	0.6	0.5
政府消費	前期比、%	1.8	1.2	4.6	0.8	▲ 0.2	▲ 2.2	4.7	0.3	1.8	0.8	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.5	▲ 0.3	0.4	▲ 0.0	0.5	▲ 0.1	▲ 1.5	0.7	0.6	0.1	▲ 0.0	▲ 0.7	0.1	0.0	0.1	0.9
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.5	▲ 0.4	2.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.7	2.5	▲ 0.1	0.0	0.8	0.7	0.4	▲ 1.0	▲ 0.5	0.2	0.1
輸出	前期比、%	2.5	▲ 9.3	12.3	8.6	▲ 3.8	▲ 18.7	16.7	4.0	2.1	3.4	2.9	2.1	2.0	1.8	1.5	1.4
輸入	前期比、%	3.9	▲ 9.0	8.7	10.4	▲ 2.9	▲ 18.1	11.8	4.5	2.2	1.9	1.6	1.4	4.4	3.1	1.3	1.3
消費者物価指数	前年比、%	1.2	0.3	2.1	1.4	1.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	1.1	2.3	2.4	2.5	1.5	1.4	1.4	1.3
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.0	0.7	1.4	1.3	1.1	0.9	0.6	0.2	1.1	1.1	1.6	1.7	1.3	1.3	1.3	1.3

(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ユーロ圏：ワクチン普及により、消費回復が本格化。ロックダウン中の貯蓄も追い風

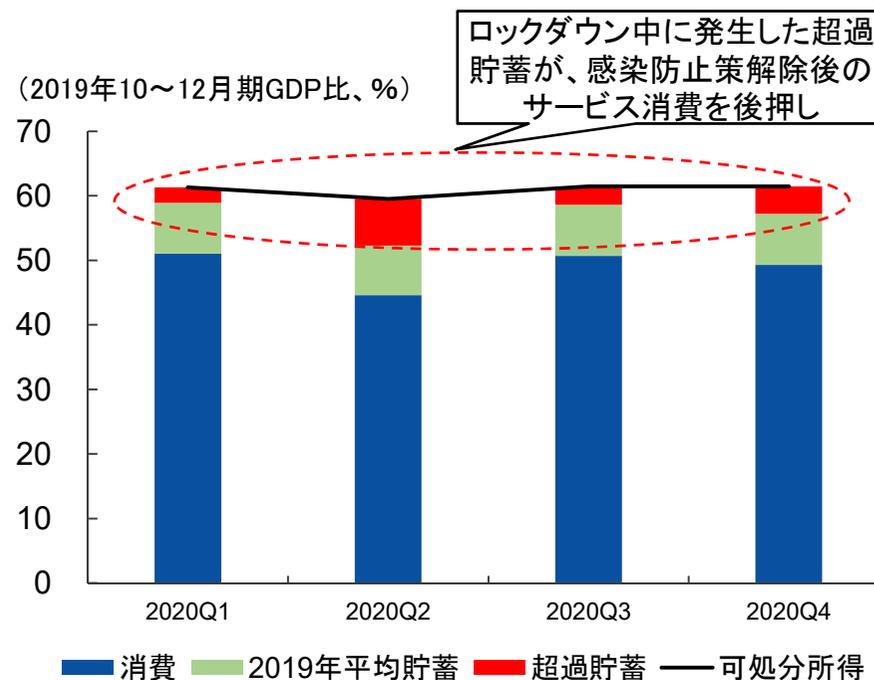
- ワクチン接種の進展を背景に、2021年後半以降、感染防止策の緩和が進み、個人消費の回復が本格化する見込み
  - ユーロ圏では、2022年1～3月期に集団免疫を獲得し、感染防止策が全面的に撤廃されると予想
- 感染防止策解除後の2022年上期には、一時的にサービス消費の水準がコロナ危機前を超える見通し
  - ロックダウン中、消費機会が失われたことなどから、家計に超過貯蓄が発生。超過貯蓄は主に現預金として滞留しており、感染防止策撤廃後、一部はサービス消費の原資になる見込み
  - もっとも賃金低迷により所得環境は厳しく、サービス消費の増加は一時的なものにとどまる見込み

### ユーロ圏：ワクチン接種済み人口



(出所) ECDCより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ユーロ圏：個人の可処分所得、消費、貯蓄

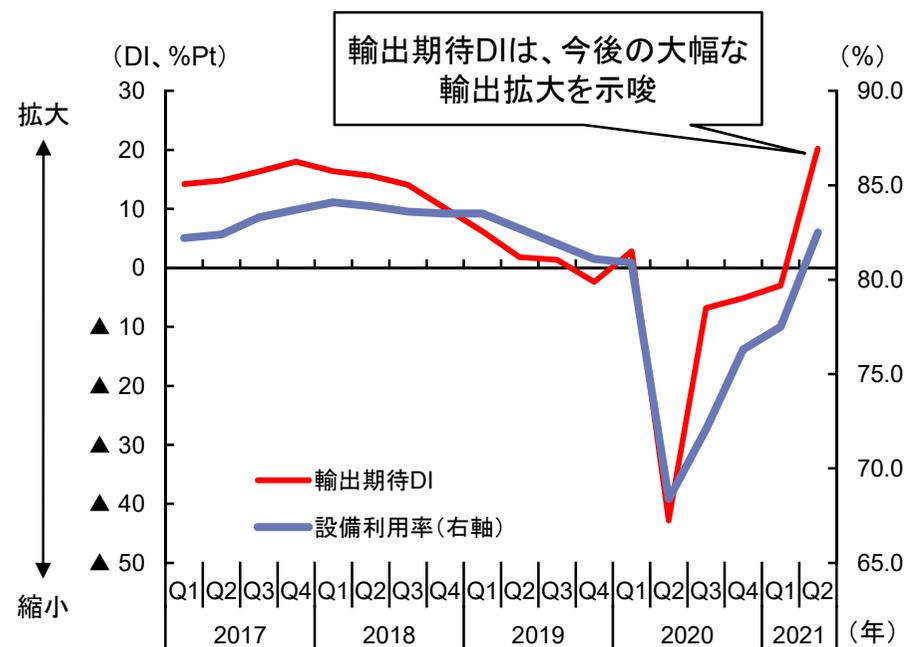


(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

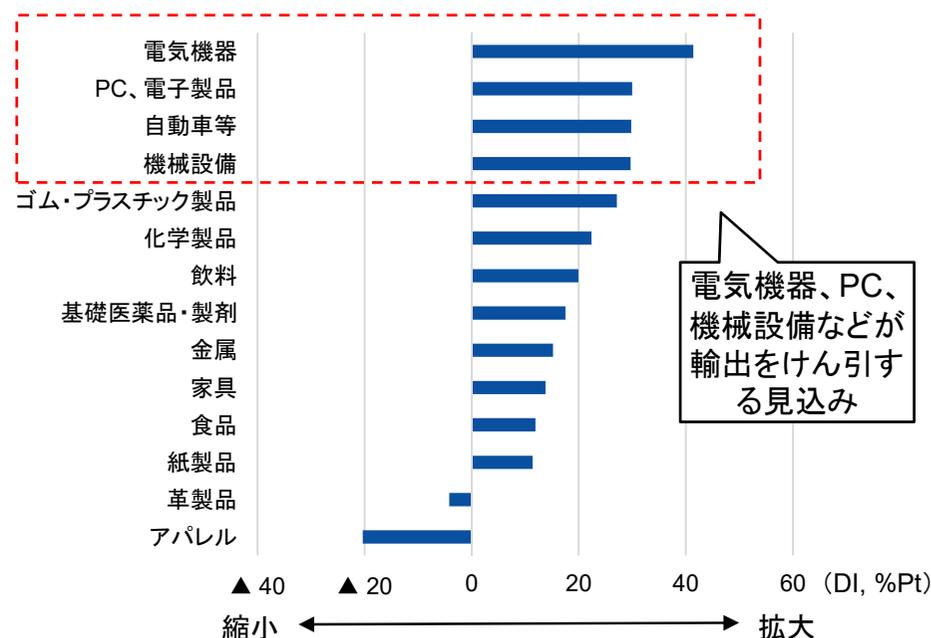
## ユーロ圏：外需が製造業の回復をけん引。電気機器やPC、機械設備などが中心

- 米国や中国などの主要な輸出先における景気回復を受け、ユーロ圏輸出が増加する見込み
  - 輸出の増加は、製造業の本格的な生産回復に寄与
- 業種別には、電気機器やPC、機械設備などがけん引役
  - 半導体不足などの供給制約が、製造業回復のリスク要因

### ユーロ圏：輸出期待DI、設備利用率



### ユーロ圏：業種別輸出期待DI(2021年4月調査)



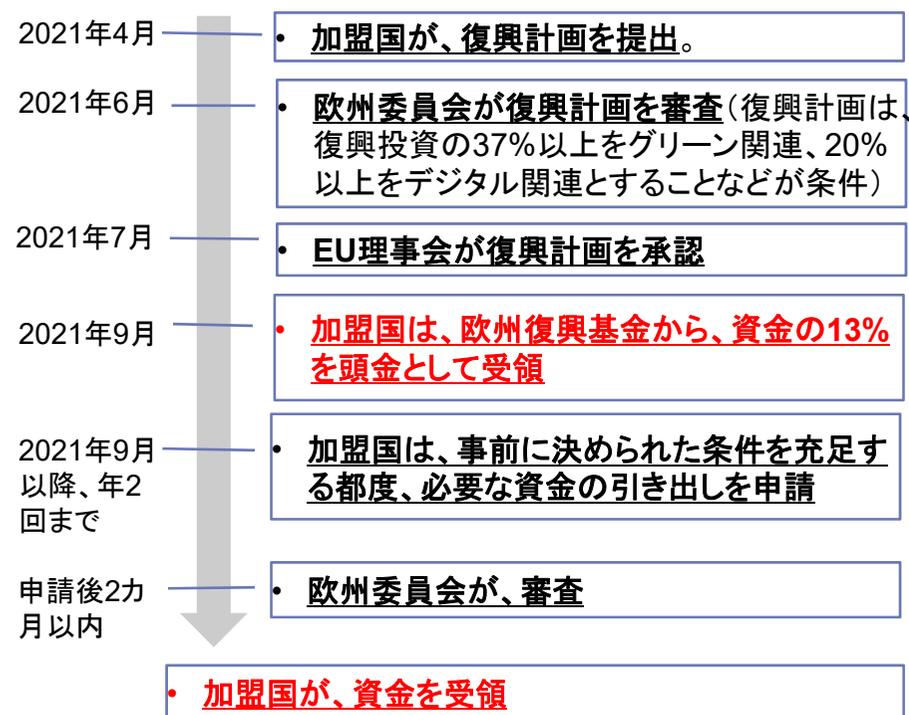
(注) 輸出期待DIは、今後3カ月間の輸出期待を尋ねたもの。ゼロが判断の節目  
(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 輸出期待DIは、今後3カ月間の輸出期待を尋ねたもの。ゼロが判断の節目  
(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ユーロ圏：2022年は、欧州復興基金がGDP押し上げに寄与

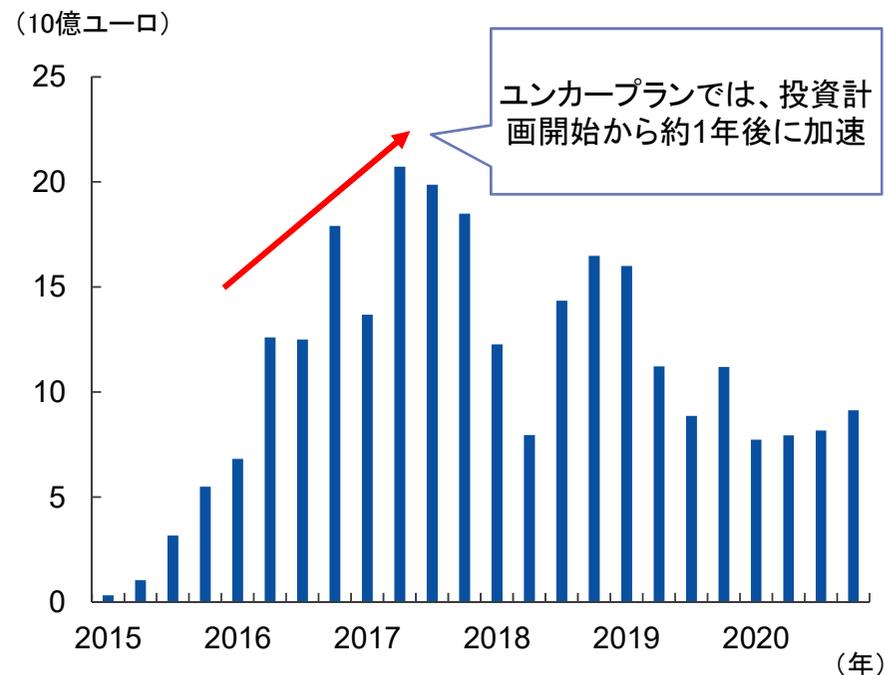
- 7,500億ユーロの欧州復興基金は、2022年に活用が進み、景気押し上げに寄与
  - 加盟国が基金を利用するためには、欧州委員会とEU理事会による復興計画の承認に加え、事前に合意された資金の引き出し条件充足などが必要であり、2021年中の利用は限定的
  - 2015～2020年に欧州委員会が主導し、官民合計5,000億ユーロ超の域内投資を促進した欧州投資計画(ユンカープラン)では、資金の引き出しは計画開始から約1年後に本格化

### EU:各国による復興基金アクセスまでのステップ



(出所)欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### EU:ユンカープラン(2015～2020年)における投資



(注) ユンカープランで調印されたプロジェクトのうち、投資総額が公表されているプロジェクト(ユンカープラン全体の49.6%)についての、四半期ごとの調印金額推移。後方3四半期平均

(出所)ESFIより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

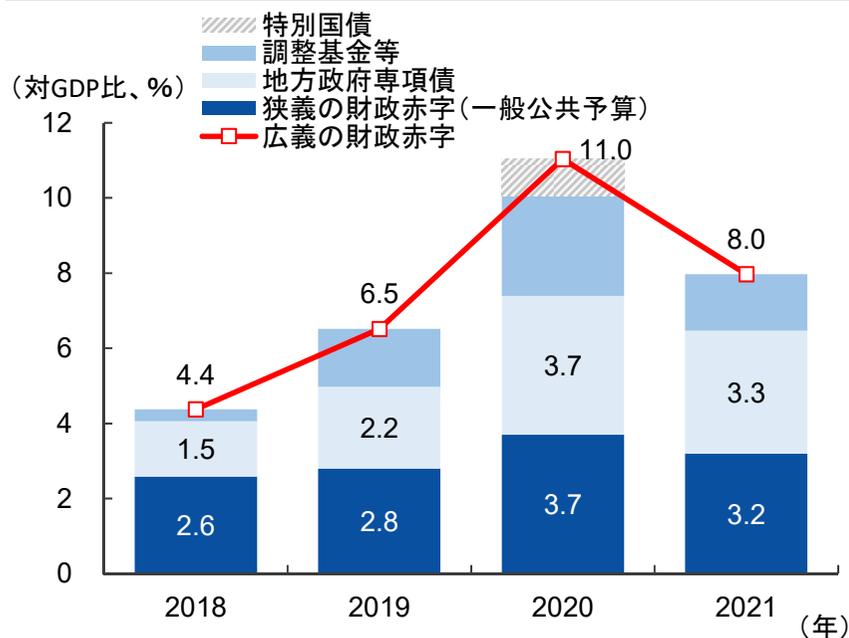
### (3) 中国経済:ハイテク製造業投資と個人消費を中心に回復が続く見通し

- 2021年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+18.3%(前期比+0.6%)と、前年要因を考慮しても回復継続。2021年初に感染再拡大も、一部地域のロックダウンや春節休暇中の移動制限により抑制。移動制限で労働者が都市部にとどまり、春節後の生産再開時期が早まったことが輸出・生産を押し上げ。消費への悪影響も限定的
- 全人代で示された2021年の成長率目標は「前年比+6%以上」。財政・金融政策は、危機対応からの脱却を図りつつ、急転換は行わない方針
- 2021・2022年の成長率見通しは+8.4%、+5.4%と予想。製造業投資と個人消費を中心に回復が続く見通し。過剰投資抑制のため、不動産やインフラ投資によるテコ入れが継続できない中、製造業投資がけん引役に。政府による税制・金融面の支援を背景に、半導体等ハイテク分野の投資が加速する見込み
- ワクチン普及に伴うサービス消費の回復や雇用・所得環境の着実な改善が個人消費の支えに。ただし、高所得者層と低所得者層間の二極化が課題

## 中国：成長率目標は「前年比+6%以上」に。財政・金融政策ともに急転換は行わず

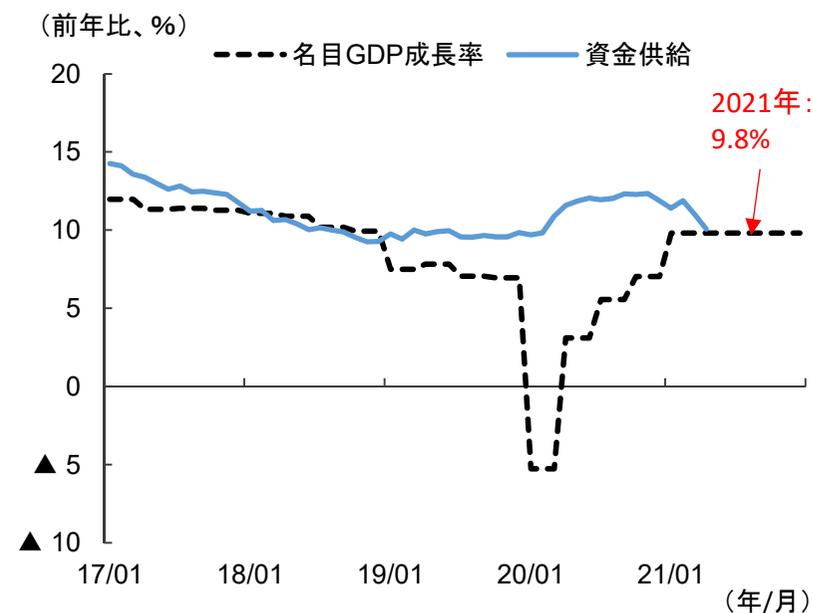
- 政府は2021年の成長率目標を「前年比+6%以上」に設定。感染動向に配慮し景気安定に必要な最低ラインを提示
- 財政・金融政策ともに、危機対応からの脱却を図りつつ、急転換は行わない方針
  - 財政赤字対GDP比目標は3.2%とコロナ前より高く、景気安定のための支出や減税等を継続・強化する方針
    - 地方政府専項債や予算安定調整基金等を含む広義の財政赤字規模も、コロナ前を上回る
  - 金融政策は慎重なペースで正常化が図られる模様。不動産バブルに対処しつつ、急激な引き締めは回避
    - 資金供給の伸びは、名目GDP成長率並みの前年比+10%程度とコロナ前の水準に戻る見込み

### 財政赤字



(出所) 中国財政部、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 資金供給(M2・社会融資総量残高)と名目GDP



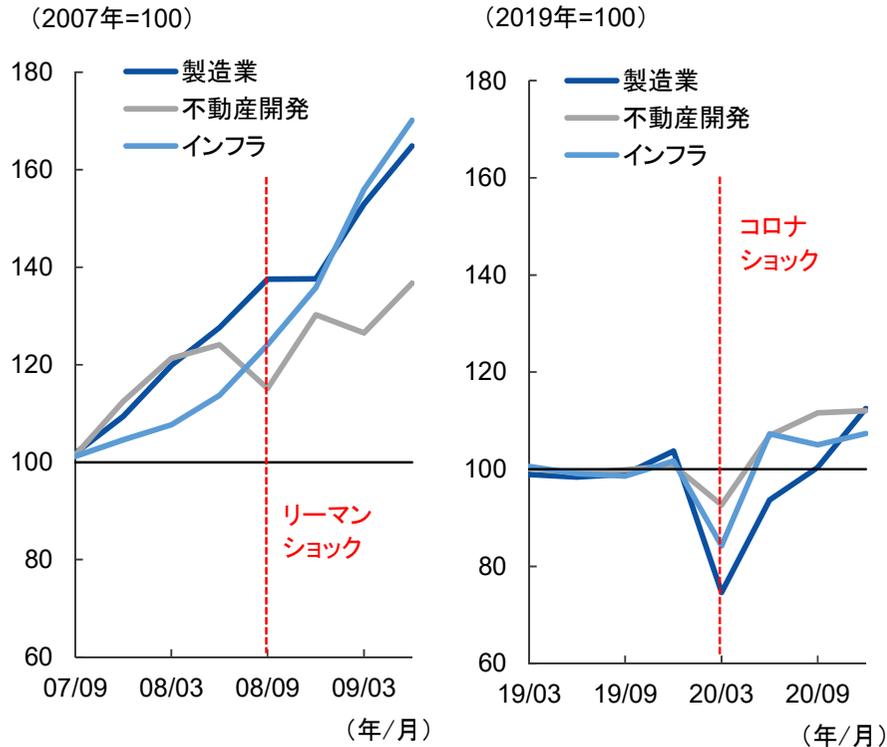
(注) 1. 資金供給は、マネーサプライ(M2)と社会融資総量残高の合計  
2. 2021年の名目GDP成長率は財政予算案から推計した値

(出所) 中国人民銀行、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国：不動産・インフラ投資に依存できない中、ハイテク製造業がけん引役に

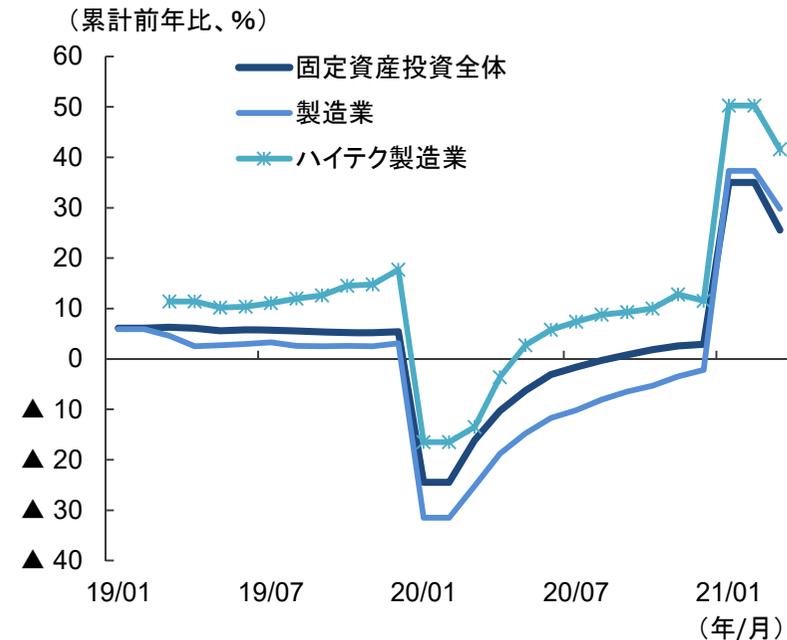
- 過剰投資抑制のため、以前ほど不動産やインフラ投資によるテコ入れが継続できない中、製造業投資がけん引役に
- 米国との対立を見据えた「科学技術の自立自強」のための政策を背景に、ハイテク分野の投資が加速する見込み
  - 研究開発費の追加控除率引き上げ(実質的な企業所得税減税)、半導体関連の原材料・設備にかかる関税の一部免税(～2030年末)、国家開発銀行による先端製造業への貸出拡大など、税制・金融面の支援を総動員

## リーマンショック時・コロナショック時の投資動向



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

## 固定資産投資・製造業投資・ハイテク製造業投資



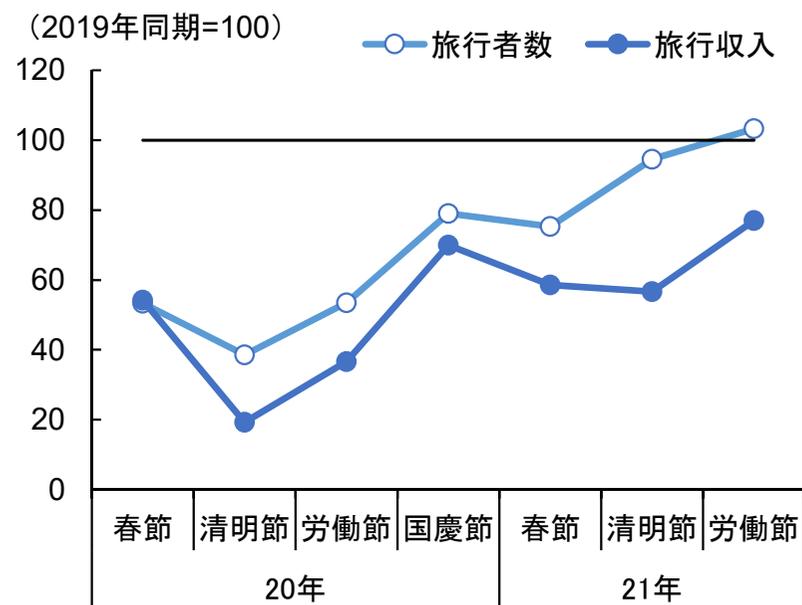
(注) ハイテク製造業は、医薬、航空・宇宙機械、通信・電子機器、PC・オフィス機械、医療器具・計器、情報化学品(感光材など)

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

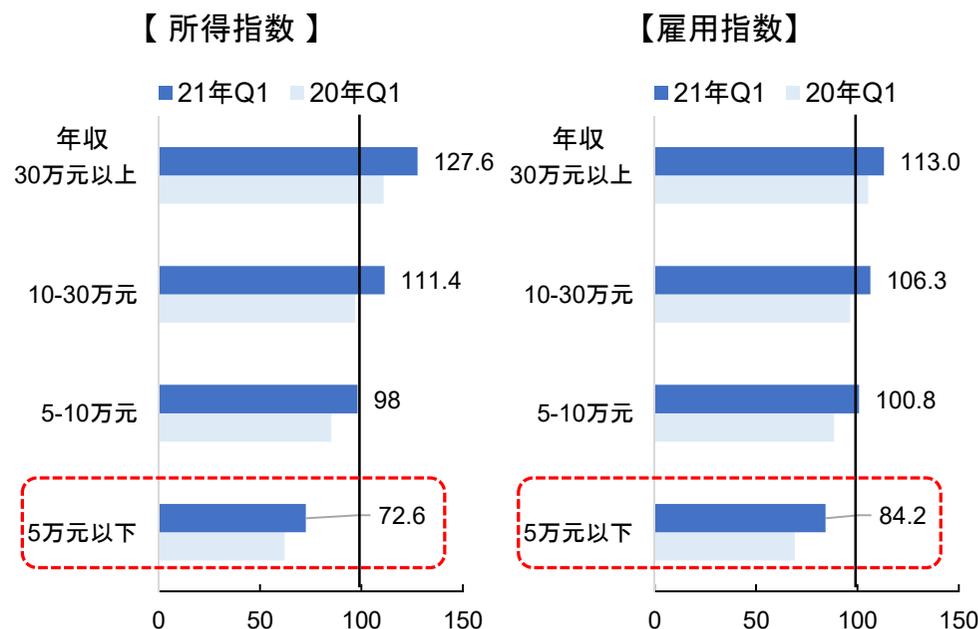
## 中国：個人消費は回復に向かうも、二極化が課題に

- ワクチン普及に伴うサービス消費の回復や雇用・所得環境の着実な改善が、個人消費の回復を支える見通し
  - 労働節休暇(5/1～5)の旅行者数はコロナ前を上回る水準に。ワクチン接種拡大を背景に、国内旅行が回復
  - 都市部調査失業率・週平均労働時間ともにコロナ前の水準を回復。実質可処分所得の伸びも加速
- 消費全体は回復に向かうも、高所得者層と低所得者層間の二極化が課題
  - 低所得者層の雇用・所得環境の改善ペースは緩慢
  - 政府は非正規雇用者の社会保険拡充や雇用を維持した企業への支援延長(～2021年末)等により下支えを図る

### 連休時の国内旅行者数と観光収入



### 所得階層別の雇用・所得指数



(注)雇用・所得指数はアンケート調査による。100以上で改善、100以下で悪化を示す  
 (出所)中国国家统计局、西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心・蚂蚁集团研究院  
 「中国家庭财富指数调研报告(2021Q1)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)中国文化旅行部、CEIC Data、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (4) 新興国経済：感染再拡大による制限解除の遅れが回復ペースを抑制

- 新興国経済は、感染拡大に伴う経済活動制限による記録的な落ち込みから持ち直し傾向にあるが、変異株のまん延等により一部の国では感染が再拡大し回復が足踏み。ワクチン普及・集団免疫獲得の遅れにより経済活動制限の解除は2022年にずれ込む国が多く、サービス需要を中心に内需の本格回復を阻害すると予想
- 米景気回復の加速は、米国需要への依存度の高いメキシコ・ベトナム等に恩恵が大きいほか、資源高も資源輸出国の追い風に。ただし、米景気回復のけん引役が財からサービスへシフトし、財輸出増の恩恵は徐々に弱まる見込み。活動制限の解除が遅れる国では、インバウンド等のサービス需要回復の恩恵を十分に享受できない恐れ
- 資源高や通貨安により、一部の国ではインフレが加速。インフレ目標を超過したブラジル・ロシア等は政策金利引き上げに転換し、内需回復の抑制要因に。アジア諸国でも、足元物価上昇の兆候があり、景気に関わらず金融政策の転換を迫られるリスク
- 市場は米国の量的緩和縮小を織り込んでいるが、現実には実施される局面で新興国からの資金流出が進むリスクは残存。債務拡大に伴い金利上昇による返済負担も増大しやすくなっており、双子の赤字等の脆弱な経済構造を抱える国は警戒が必要

## 新興国：プラス成長に転じるも、制限解除の遅れが内需の本格回復を阻害

- 2021年は、感染状況に応じた経済活動制限の緩和度合いや、対米輸出依存度の高さが景気回復ペースを左右
  - 変異株まん延による感染再拡大が内需回復の阻害要因、対米依存度の高いNIEs・メキシコ等は外需がけん引役
- 2022年は、ワクチン普及・集団免疫獲得の遅れにより活動制限の制約が残る国が多く、回復ペースは総じて鈍化
  - 相対的に感染抑制に成功しているNIEs、オーストラリア、ロシア以外の制限解除は、2022年春以降の見込み

### アジア・新興国見通し総括表

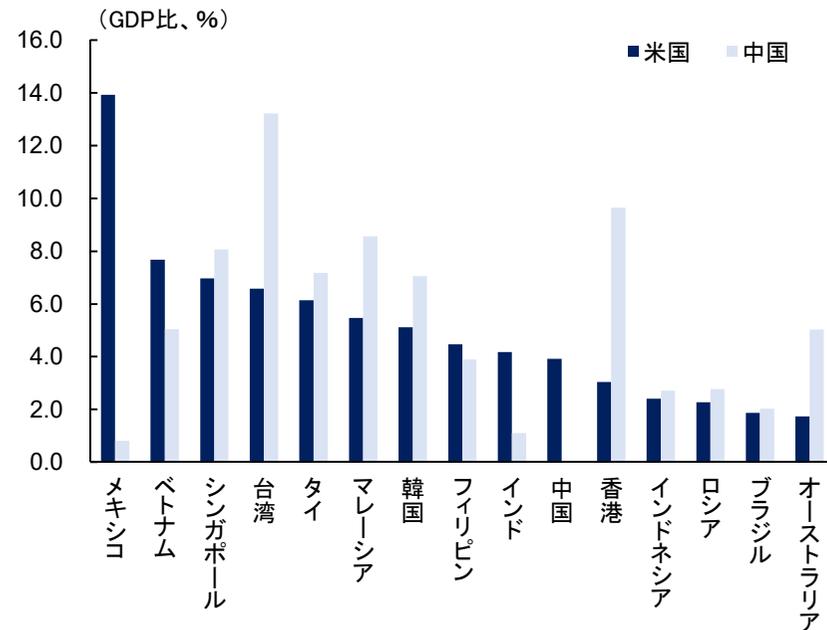
	2019年	2020年	2021年	2022年	2020年				2021年
					1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
アジア	5.2	▲ 0.9	7.7	4.9	-	-	-	-	-
中国	6.0	2.3	8.4	5.4	▲ 6.8	3.2	4.9	6.5	18.3
NIEs	1.8	▲ 0.9	3.6	2.6	-	-	-	-	-
韓国	2.0	▲ 1.0	3.0	2.5	1.4	▲ 2.7	▲ 1.1	▲ 1.2	1.8
台湾	3.0	3.1	4.4	2.7	2.5	0.3	4.3	5.1	8.2
香港	▲ 1.7	▲ 6.1	3.5	2.4	▲ 9.1	▲ 9.0	▲ 3.6	▲ 2.8	7.9
シンガポール	1.3	▲ 5.4	4.3	2.6	0.0	▲ 13.3	▲ 5.8	▲ 2.4	0.2
ASEAN5	4.8	▲ 3.5	5.0	4.7	-	-	-	-	-
インドネシア	5.0	▲ 2.1	4.5	4.5	3.0	▲ 5.3	▲ 3.5	▲ 2.2	▲ 0.7
タイ	2.3	▲ 6.1	2.8	2.8	▲ 2.1	▲ 12.1	▲ 6.4	▲ 4.2	▲ 2.6
マレーシア	4.3	▲ 5.6	5.7	4.2	0.7	▲ 17.2	▲ 2.7	▲ 3.4	▲ 0.5
フィリピン	6.0	▲ 9.5	6.7	6.2	▲ 0.7	▲ 17.0	▲ 11.6	▲ 8.3	▲ 4.2
ベトナム	7.0	2.9	7.1	6.8	3.7	0.4	2.7	4.5	4.5
インド	4.8	▲ 6.9	9.8	4.9	3.0	▲ 24.4	▲ 7.3	0.4	-
オーストラリア	1.9	▲ 2.5	3.0	2.6	1.4	▲ 6.4	▲ 3.9	▲ 0.9	-
ブラジル	1.4	▲ 4.1	2.8	2.7	▲ 0.3	▲ 10.9	▲ 3.9	▲ 1.1	-
メキシコ	▲ 0.1	▲ 8.2	4.8	3.0	▲ 1.4	▲ 18.7	▲ 8.6	▲ 4.3	▲ 3.8
ロシア	2.0	▲ 3.0	2.7	3.5	1.4	▲ 7.8	▲ 3.5	▲ 1.8	▲ 1.0

(注)実質GDP成長率(前年比、%)、網掛けは予測値。平均値はIMFによるGDPシェア(購買力平価ベース)により計算  
(出所)各国統計、IMF等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 新興国：対米依存度の高い国を中心に、外需が景気回復をけん引

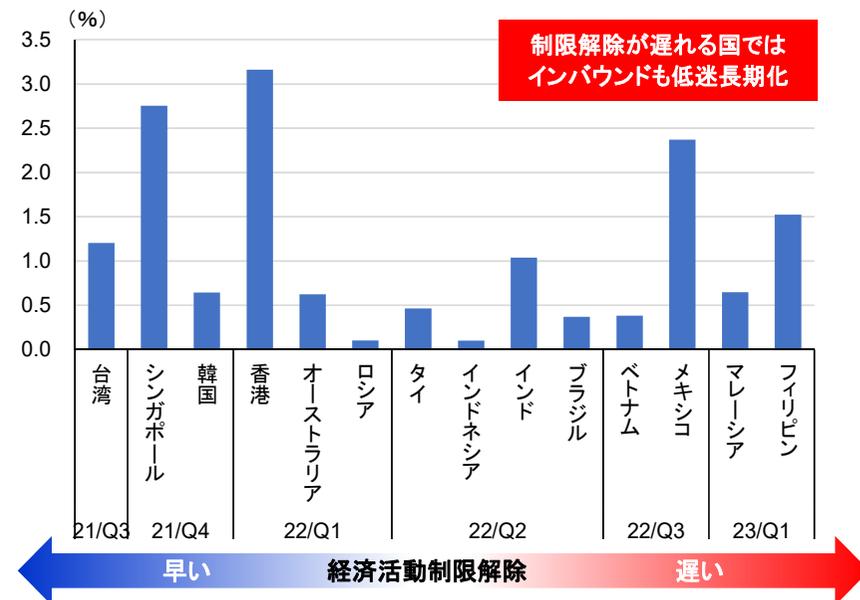
- 景気対策により米景気回復は加速、米国需要への依存度の高い国を中心に外需が景気回復のけん引役に
  - 対米依存度の高いメキシコ・ベトナムでは恩恵大。資源輸出国では資源高が外需を押し上げ
  - 世界的な半導体需要の高まりは、製造拠点である台湾にとって当面の追い風に。米中摩擦下での生産拠点移転もASEANの電子電機輸出を下支え
  - 米景気回復のけん引役は今後、財からサービスにシフト、財輸出を通じた恩恵は2021年後半以降弱まる方向
    - 経済活動制限の解除が遅れる国では、インバウンド等のサービス需要回復の恩恵を十分に享受できない恐れ

主要国の最終需要地別付加価値(対GDP比)



(注) 米国・中国を最終需要地とする各国付加価値額の対GDP比。データは2015年時点(出所)OECD TiVAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

主要新興国の対米サービス輸出(対GDP比)

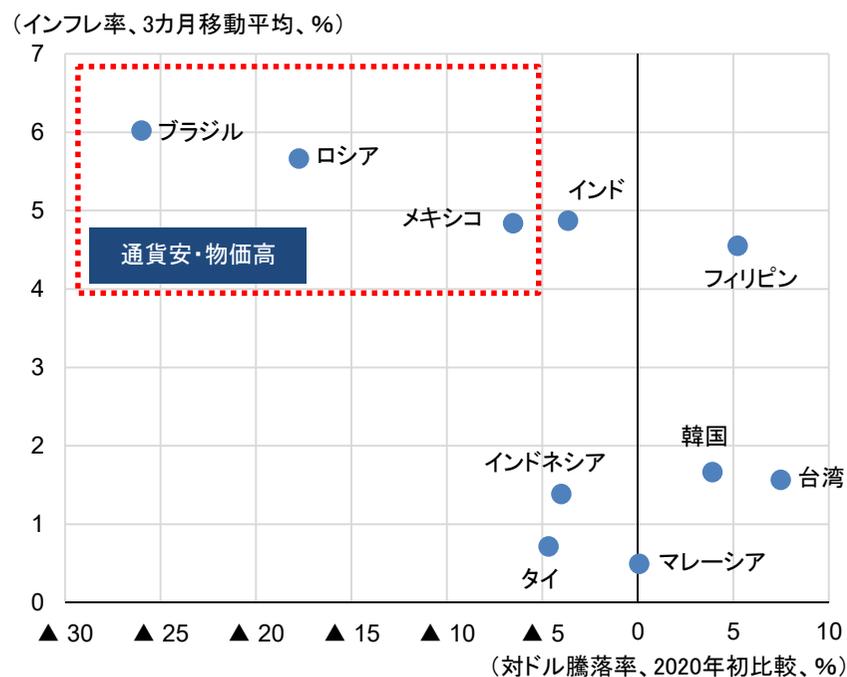


(注) 1. データは米国の国別サービス輸入を使用  
 2. 国名の下の日付(年/四半期)は経済活動制限解除時期の想定  
 (出所)OECD、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 新興国：一部では物価上昇を背景に、政策金利引き上げを迫られる展開に

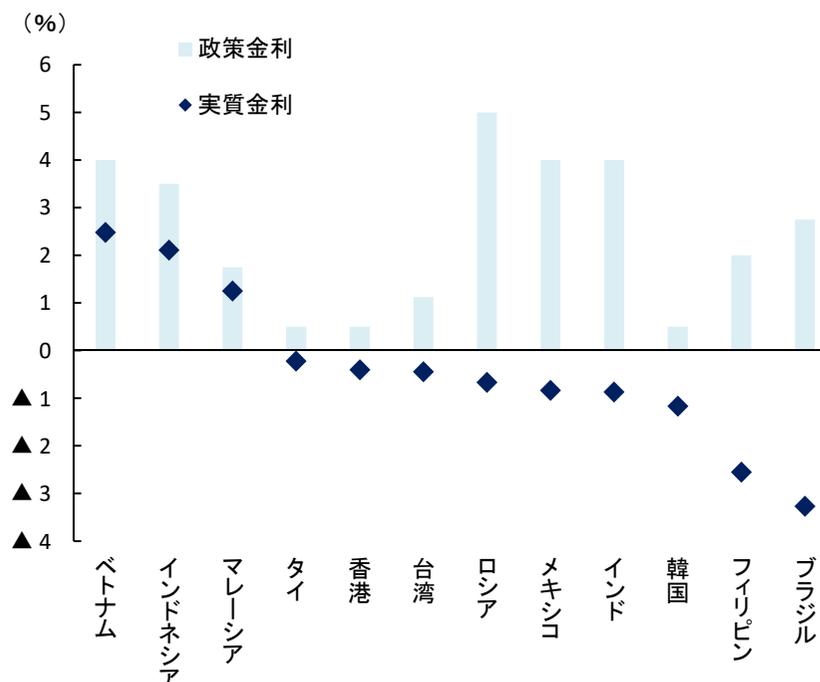
- 商品価格の上昇や通貨安に伴う輸入インフレにより、一部の新興国でインフレ率の上昇傾向が続く
  - 対応策として、ブラジル、ロシア等では利上げを実施も、コロナ禍からの回復が鈍い国内消費を下押しする要因に
- 相対的に落ち着いていたアジアのインフレ率も、足元で上昇。タイ、韓国等ではガソリン価格や食品が上昇を主導
  - 一部で実質金利はマイナスも、現時点で、アジアの金融政策は緩和スタンスの維持(据え置き)が主流。しかし、商品価格が高止まりをみせるなか、景気の回復状況に関わらず金融引き締めを迫られる懸念がくすぶる

### インフレ率・対ドル騰落率



(注) 対ドル騰落率は、2021年4月末時点  
 (出所) 各国統計、Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 政策金利・実質金利

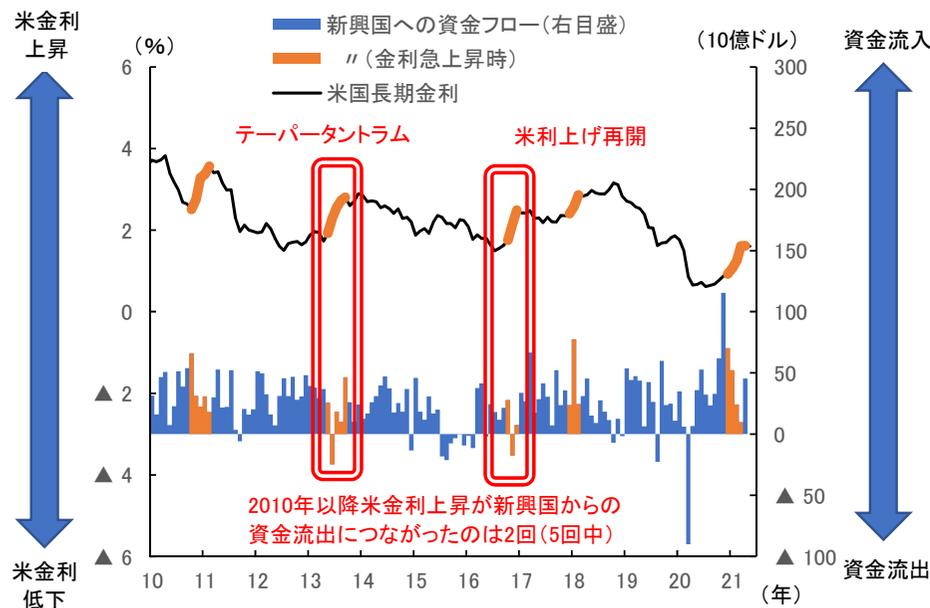


(注) 実質金利は、政策金利－インフレ率(3カ月平均)にて算出  
 (出所) 各国中央銀行、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 新興国：米金融政策引き締めによる新興国からの資金流出リスクは残存

- 市場は米国の量的緩和縮小を織り込んでいるが、実施される局面で新興国からの資金流出が進むリスクは残存
  - 過去の動きをみると、米金利上昇は必ずしも資金流出につながらず。過去10年で米金利が急上昇した5回のうち、資金流出圧力が強まったのはテーパータントラム(2013年)と米利上げ再開(2016年後半)の2回
  - テーパータントラムの際に注目された脆弱国(インド・インドネシア・ブラジル・トルコ・南ア)は依然として双子の赤字等脆弱な経済構造を抱える。債務拡大に伴い金利上昇による返済負担も増大しやすくなっており、警戒が必要

## 米金利と新興国の資金フロー



## 双子の赤字でみた主要新興国の脆弱度ランキング

	テーパータントラム前(2010-2012)		現在(2018-2020)	
	経常収支	財政収支	経常収支	財政収支
サウジアラビア	19.5	9.3	台湾	10.6 ▲ 2.8
韓国	2.5	1.5	ロシア	4.0 ▲ 0.2
ロシア	4.0	▲ 0.5	韓国	3.8 ▲ 0.1
マレーシア	8.6	▲ 3.7	タイ	5.6 ▲ 2.0
中国	2.8	▲ 0.3	ベトナム	2.2 ▲ 3.4
フィリピン	2.8	▲ 1.0	マレーシア	2.2 ▲ 4.5
台湾	8.3	▲ 4.5	サウジアラビア	4.2 ▲ 7.0
タイ	1.6	▲ 0.6	メキシコ	▲ 0.4 ▲ 3.4
チリ	▲ 1.9	0.6	フィリピン	▲ 0.3 ▲ 3.8
インドネシア	▲ 0.6	▲ 1.2	オーストラリア	0.1 ▲ 5.1
ベトナム	0.6	▲ 2.9	インドネシア	▲ 2.3 ▲ 3.4
アルゼンチン	▲ 0.6	▲ 2.4	チリ	▲ 3.0 ▲ 4.3
メキシコ	▲ 1.0	▲ 3.7	中国	0.8 ▲ 7.6
ブラジル	▲ 3.3	▲ 2.9	トルコ	▲ 1.7 ▲ 5.7
トルコ	▲ 6.7	▲ 2.0	アルゼンチン	▲ 1.8 ▲ 7.1
南アフリカ	▲ 3.0	▲ 4.5	インド	▲ 0.9 ▲ 9.2
オーストラリア	▲ 3.7	▲ 4.4	南アフリカ	▲ 2.7 ▲ 8.1
インド	▲ 4.0	▲ 8.2	ブラジル	▲ 2.6 ▲ 10.0

(出所) 国際金融協会(IIF)等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 経常収支・財政収支(3年平均)の偏差値平均をランキング(上位ほど良好)した比較  
(出所) IMF、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (5) 日本経済:2021年度の回復ペースは緩慢。2022年度は高成長に

- 2021年1～3月期(1次速報)のGDP成長率は前期比年率▲5.1%と3期ぶりのマイナス。米国・中国を中心とした海外の設備投資の回復、オンライン需要の増加を背景に、資本財・情報関連財など輸出は増加基調で推移。一方、感染再拡大に伴う緊急事態宣言の再発出を受け、対人接触型のサービス消費を中心に個人消費が大幅なマイナス
- 2021年度の成長率は+2.7%と予測。変異株の感染拡大を受け、政府は3回目の緊急事態宣言を発出。車載向け半導体の供給不足による自動車減産も下押し要因となり、4～6月期は2期連続のマイナス成長(前期比年率▲2.8%)を見込む。緊急事態宣言解除後も経済活動の制限が継続され、回復ペースは緩慢なものに
- 2022年度の成長率は+4.0%と予測。ワクチンの普及や政府による需要喚起策を受け、高額なサービス消費を中心としたpent-up需要が経済を大きく押し上げる見通し。好調な海外経済を背景に、輸出・設備投資も堅調に推移すると予測
- リスクとして、変異株の感染拡大による影響の長期化に留意が必要。検査体制の拡充による感染者の早期隔離、ワクチンの高齢世代・現役世代の並行接種などの対応が必要

## 日本：成長率は2021年度+2.7%、2022年度+4.0%と予測

- 2021年度の日本経済は、前年度比+2.7%を予想。4～6月期は3回目の緊急事態宣言の発出や半導体不足による自動車減産を受けて2期連続のマイナス成長を見込む。先行きも経済活動の制限が続き、回復ペースは緩慢に
- 2022年度は前年度比+4.0%を予想。ワクチンの普及や政府による需要喚起策を受け、サービス消費を中心としたペントアップ需要が経済を大きく押し上げるとの見方

### 日本経済見通し総括表

		2020	2021	2022	2021				2022				2023
		(見通し)			1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
実質GDP	前期比、%	▲4.6	2.7	4.0	▲1.3	▲0.7	1.1	1.3	1.4	1.7	0.4	0.0	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	▲5.1	▲2.8	4.3	5.2	5.6	6.9	1.6	0.0	0.3
内需	前期比、%	▲4.0	1.8	4.2	▲1.1	▲0.6	1.0	1.2	1.3	2.0	0.4	▲0.0	0.0
民需	前期比、%	▲6.5	2.1	5.3	▲0.9	▲0.9	1.2	1.5	1.7	2.7	0.4	▲0.1	▲0.0
個人消費	前期比、%	▲6.0	2.2	6.3	▲1.4	▲1.3	1.6	1.2	2.2	3.9	0.0	▲0.4	▲0.2
住宅投資	前期比、%	▲7.1	▲0.4	4.0	1.1	▲0.5	0.2	0.6	1.0	1.8	0.7	0.7	0.7
設備投資	前期比、%	▲6.9	3.4	3.6	▲1.4	0.5	1.5	1.7	1.2	0.8	0.7	0.4	0.4
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.3)	(0.0)	(▲0.2)	(0.2)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.2)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	3.2	1.0	1.0	▲1.6	0.2	0.4	0.4	0.4	▲0.0	0.4	0.3	0.2
政府消費	前期比、%	3.1	0.7	1.2	▲1.8	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
公共投資	前期比、%	4.0	2.1	0.4	▲1.1	0.8	1.0	1.0	0.3	▲1.4	0.8	0.6	0.3
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(0.9)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)
輸出	前期比、%	▲10.4	11.4	5.3	2.3	▲1.4	2.8	2.0	2.6	0.5	1.0	0.8	0.6
輸入	前期比、%	▲6.8	5.6	6.4	4.0	▲0.8	2.3	1.6	2.2	2.1	1.0	0.4	0.4
名目GDP	前期比、%	▲4.0	2.1	4.2	▲1.6	▲2.2	2.7	1.4	1.5	▲0.2	2.2	0.3	0.6
GDPデフレーター	前年比、%	0.7	▲0.6	0.2	▲0.2	▲2.0	▲0.6	▲0.2	0.3	▲0.1	0.1	0.2	0.7
内需デフレーター	前年比、%	▲0.2	1.1	0.4	▲0.5	1.2	0.9	1.3	1.0	0.4	0.4	0.3	0.4

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本：雇用・賃金の回復は鈍い。2021年度の日銀版コアCPI前年比はマイナス推移

- 2021年度の雇用・賃金の回復は鈍く、雇用者報酬のプラス幅は2020年度の落ち込みに比して小さい。現金給付の効果はく落することで、2021年度の可処分所得はマイナスとなり、消費の回復を阻害。雇用調整助成金の特例措置の延長等により、急激な失業率の上昇は回避されるも、求人意欲が弱い中で失業率は3%台での推移が続く見通し
- 需給ギャップのマイナスや通信料低下が下押し要因となり、制度要因を除いた日銀版コアCPI(前年比)は2021年度はマイナスでの推移が継続。コアCPI(前年比)も0%台前半での推移にとどまると予想

### 日本経済見通し総括表（主要経済指標）

		2020			2021				2022				2023
		(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
鉱工業生産	前期比、%	▲ 9.5	8.2	8.3	3.0	▲ 2.0	2.3	1.5	2.1	3.1	1.7	1.5	0.3
経常利益	前年比、%	▲ 23.8	13.9	18.4	▲ 12.5	27.4	14.8	7.2	9.9	27.2	19.7	15.5	11.9
名目雇用者報酬	前年比、%	▲ 2.0	0.3	1.7	▲ 0.5	0.2	0.2	0.3	0.2	1.8	1.8	1.8	1.2
完全失業率	%	2.9	3.3	2.7	2.8	3.2	3.4	3.3	3.1	2.8	2.7	2.6	2.6
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	81.2	81.1	83.0	83.0	80.9	81.0	81.4	81.9	82.5	83.2	83.2	84.0
経常収支	年率換算、兆円	18.2	9.8	9.2	20.2	7.5	9.8	11.5	9.8	8.3	9.4	9.4	9.3
国内企業物価	前年比、%	▲ 1.4	1.6	▲ 0.9	▲ 0.3	3.8	1.1	1.6	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 1.1
〃（除く消費税）	前年比、%	▲ 2.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	▲ 0.5	0.3	0.0	▲ 0.4	0.5	0.3	0.6	▲ 0.3	▲ 0.0	0.0	0.1	▲ 0.1
〃（除く制度要因）	前年比、%	▲ 0.6	0.1	0.0	0.2	0.5	0.1	0.2	▲ 0.3	▲ 0.0	0.0	0.1	▲ 0.1
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	0.1	▲ 0.3	0.1	0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0	▲ 0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
〃（除く制度要因）	前年比、%	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.1	0.1	0.1

- (注)1. 網掛けは予測値。実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある  
 2. 経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース(金融・保険を除く)  
 3. 消費者物価指数の「除く制度要因」は、消費税増税、教育無償化、GoToトラベル事業の影響を除く  
 (出所)各種統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：第3次緊急事態宣言の全面解除は6月下旬に

- 政府は緊急事態宣言を5月末まで延長。対象に愛知・福岡、北海道・岡山・広島が順次追加され、全9都道府県（GDPの5割程度）に拡大。5月下旬には岐阜・沖縄が追加される可能性が高い
  - 経済活動の制限内容は、商業施設の休業要請を時短要請に緩和する一方、酒類提供する飲食店・カラオケの休業要請を維持。なお、東京、大阪は独自に商業施設の休業要請を継続
  - 医療体制のひっ迫に鑑み、5月下旬に再延長が決定されると想定。全面解除は6月下旬となる見込み

## 緊急事態宣言の内容比較

	第1次	第2次	第3次		
			(発令当初)	(現在)	
期間	2020/4/7～5/25 (7週間)	2021/1/8～3/21 (10週間)	2021/4/25～5/11 (17日間)	2021/4/25～5/31 (5週間)	
対象地域	全国	11都府県 栃木 埼玉 千葉 東京 神奈川 岐阜 愛知 京都 大阪 兵庫 福岡	4都府県 東京 京都 大阪 兵庫	9都道府県 愛知 福岡 (5/12～) 北海道 岡山 広島 (5/16～) を追加	
内容	休校要請	○	×	×	
	休業要請	遊興施設、運動・遊戯施設、劇場、商業施設など	×	遊興施設、運動・遊戯施設、劇場、商業施設など 酒類を提供する飲食店	
	時短要請	飲食店 (～夜20時) (酒類提供～19時)	飲食店 (～夜20時) (酒類提供～19時)	酒類提供しない飲食店 (～夜20時)	商業施設は時短要請に緩和(東京・大阪は休業要請継続) 酒類を提供する飲食店(含む酒類持込) 酒類提供しない飲食店 大型商業施設(～夜20時)
	時短働きかけ	×	遊興施設、運動・遊戯施設、劇場、商業施設	×	×
	イベント開催自粛	○	×	×	×
			(開催要件厳格化)	(原則無観客開催)	(収容上限制に緩和)

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 今回の緊急事態宣言の実績と今後の想定スケジュール

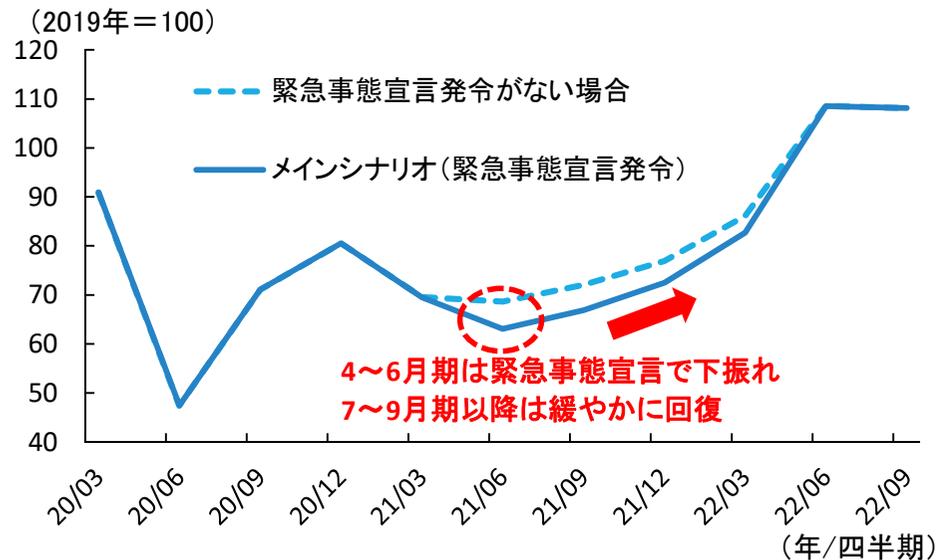
日付	政府の対応等
4月23日	4都府県(東京・大阪・京都・兵庫)への緊急事態宣言発出(4/25～5/11)を決定
4月25日～	従来より厳しい内容(大型商業施設や飲食店等に休業要請)の緊急事態宣言を実施
5月12日～	緊急事態宣言を5月末まで延長、対象に愛知・福岡を追加。GDPの4割超を占める地域が対象に経済活動の制限内容は緩和(商業施設の休業要請を時短要請に緩和、酒類提供する飲食店への休業要請は継続)
5月16日～	緊急事態宣言の対象に北海道・岡山・広島を追加。GDPの5割を占める地域が対象に
5月下旬	緊急事態宣言を6月末まで再延長、対象に岐阜・沖縄を追加
6月上中旬	緊急事態宣言を段階的に解除
6月下旬	緊急事態宣言の全面解除を決定
7月4日	東京都議会議員選挙
9月30日	自民党総裁任期満了
10月21日	衆議院議員任期満了

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：緊急事態宣言の発出で2021年度成長率は0.4%Pt下振れ

- 今般の緊急事態宣言発出により、2021年度成長率は0.4%Pt下押し
  - 4～6月期の対人サービス消費が▲6%（宣言適用地域は▲15%）、個人消費は▲1%、GDPは▲0.5%の下振れ
  - 7～9月期もまん延防止等重点措置や都道府県独自の対策が継続されるため回復ペースは鈍いものの、検査体制の拡充による感染者の早期隔離等が奏功し、年度後半にかけて緩やかに回復する見通し
  - 2021年度の対人サービス消費は▲6.1%、個人消費は▲0.9%（金額換算で約▲3兆円）、GDPは▲0.4%下振れ

## 対人サービス消費のパスへの影響



(出所)内閣府等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 対人サービス消費減少の影響(2021年度)

	日本全体 (%)	
		うち宣言地域
外食	▲ 2.8	▲ 4.9
宿泊	▲ 11.5	▲ 21.0
旅行・交通	▲ 10.5	▲ 19.4
娯楽	▲ 6.2	▲ 12.4
対人サービス計	▲ 6.1	▲ 11.4

(注)緊急事態宣言を織り込む前の見通し対比で減少率を計算  
(出所)内閣府等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:コロナ収束後は、高額なサービス消費などペントアップ需要が顕在化

- 2020年の家計の貯蓄(≡可処分所得－消費支出)は35.8兆円。前年差では+28.9兆円(＝超過貯蓄)
  - － 貯蓄の源泉は経常移転所得(特別定額給付金等)の増加(+13.9兆円)、サービス消費減(▲15.5兆円)
  - － 超過貯蓄の多く(60%強)は高所得者層で発生。大半が預金として滞留
- コロナ収束後(ワクチンが普及する2022年度以降)は、高額なサービス消費を中心にペントアップ需要が顕在化
  - － コロナ収束後には政府がGoTo事業の全面再開など需要喚起策を打ち出すと予想
  - － 2022年度に対人サービス消費がコロナ前対比で7%程度(3兆円、個人消費全体の1.0%程度)上振れると想定

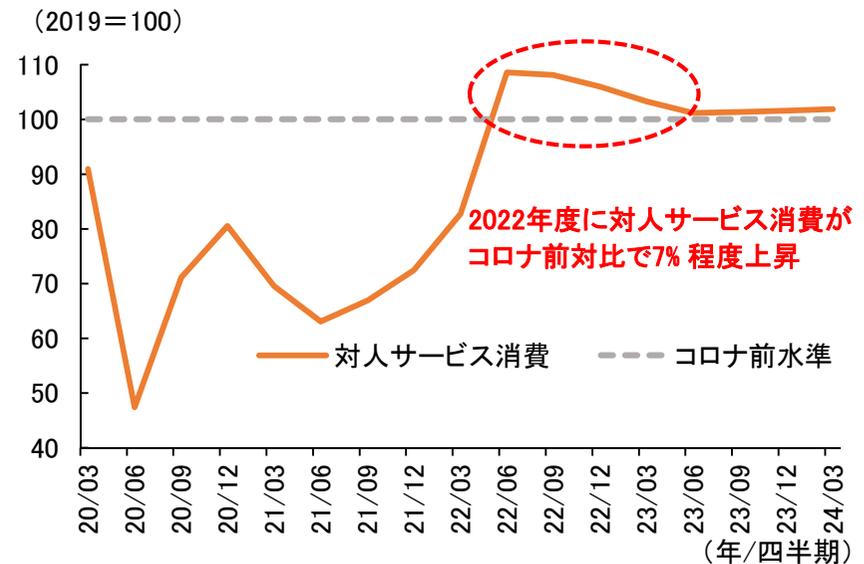
## 家計の貯蓄状況(SNAベース)

(兆円)

	2019	2020	前年差
可処分所得	305.4	316.2	10.8
雇用者報酬	286.9	282.5	▲ 4.4
その他経常移転 (特別定額給付金を含む)	▲ 1.9	12.0	13.9
その他 (混合所得・経常税など)	20.4	21.7	1.3
家計消費支出	298.4	280.3	▲ 18.1
耐久財	23.2	21.8	▲ 1.4
半耐久財	16.7	15.8	▲ 0.9
非耐久財	83.4	80.9	▲ 2.4
サービス	177.7	162.2	▲ 15.5
貯蓄	6.9	35.8	28.9

(注)原数値  
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 対人サービス消費のペントアップ需要

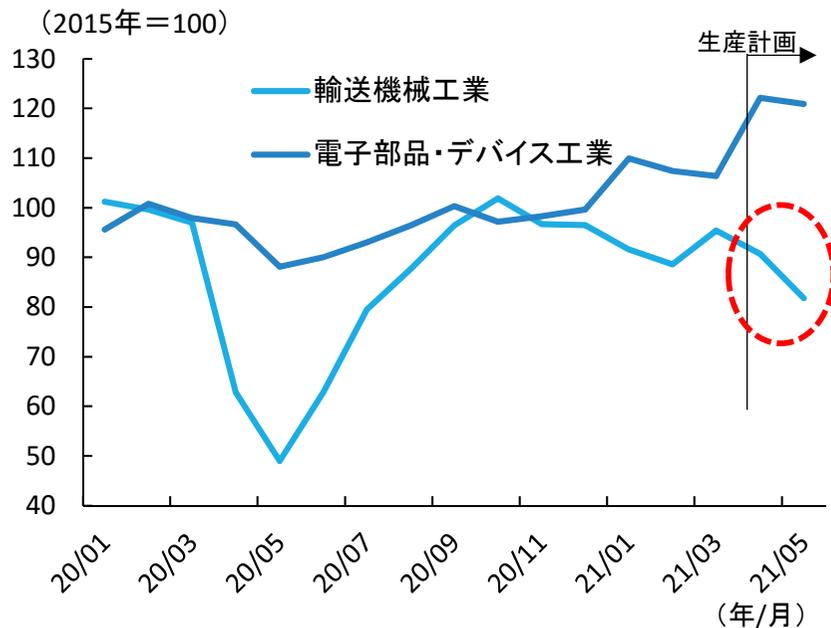


(出所)内閣府「国民経済計算」などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：半導体不足による自動車減産は4～6月期GDPを1.5%Pt下押しと想定

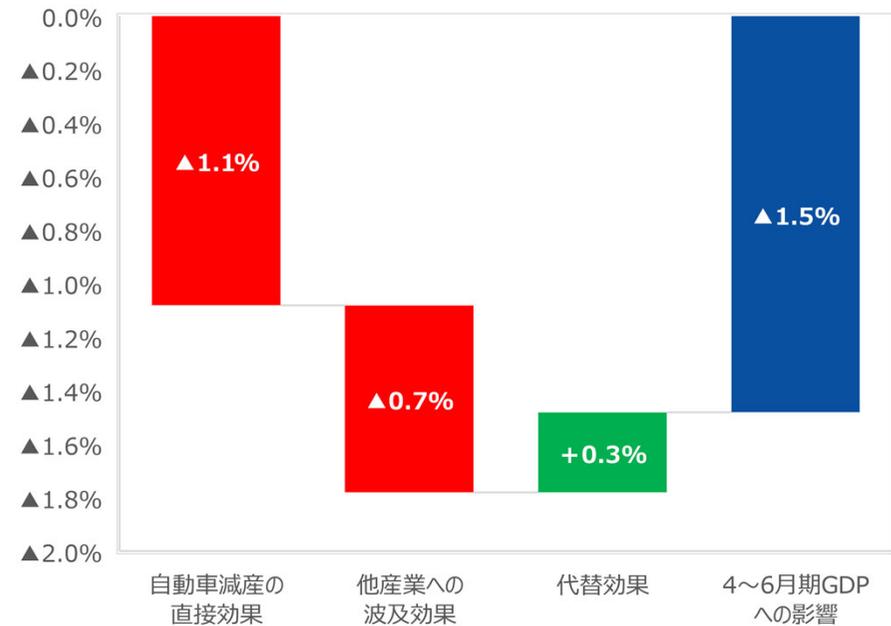
- 世界的な車載向け半導体不足、国内半導体メーカーの工場火災が4～6月期以降の下押し要因に
  - 経済産業省の製造工業生産予測指数をみると、半導体等の電子部品・デバイス工業は4月が前月比+14.8%、5月が同▲1.0%と好調な計画に対し、輸送機械工業は4月は先月比▲4.9%、5月は同▲9.9%と減産計画
    - 半導体メーカーの工場火災の影響は十分に織り込まれていないと思慮。自動車生産は更なる下振れの公算大
  - 半導体不足の影響で4～6月期の国内自動車生産が50万台超の減少と想定。他産業への波及効果、他財への需要移転など代替効果を考慮し、4～6月期GDPの押し下げ幅を▲1.5%Ptと試算

## 業種別の生産実績・計画



(出所) 経済産業省「鉱工業生産指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 自動車減産による日本の4～6月期GDPへの影響

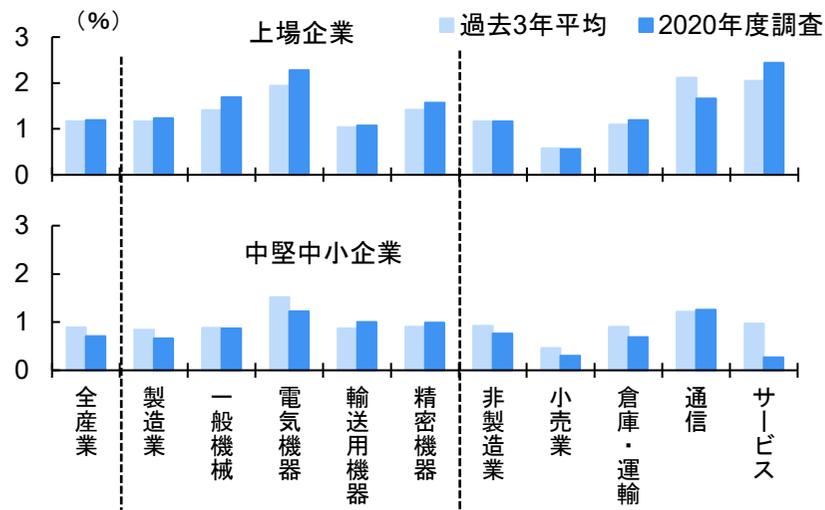


(出所) ADB国際産業連関表より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

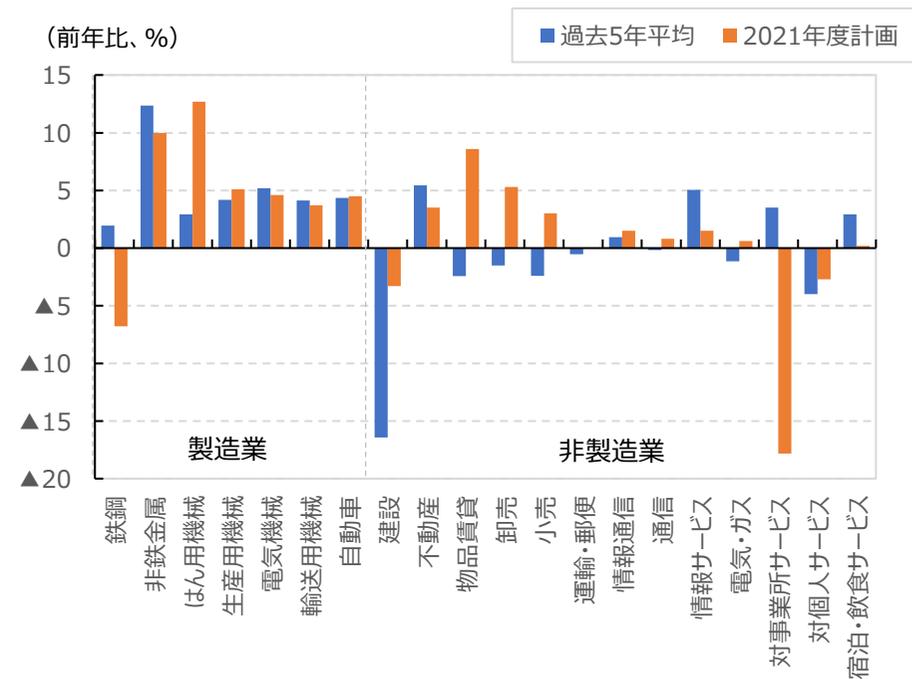
# 日本：期待成長率は底堅い。製造業の回復やコロナ対応需要で設備投資は回復

- 大企業の業界需要見通しはコロナ前からほぼ変化なし。2021年度の設備投資は製造業を中心に増加が確実に  
 — リーマン・ショック時と異なり、コロナ前後で成長期待の下振れは生じておらず、設備投資の調整は短期間で済む見通し。中堅・中小企業のサービス業で弱さがみられるものの、全体としては底堅いとの見方
- 2021年度の設備投資計画も製造業を中心に強めの計画。世界的な製造業の回復や半導体市場の上振れが押し上げ要因に。テレワーク対応やEC拡大、非接触対応需要を受けソフトウェア投資の伸びも顕著

## 今後3年間の業界需要見通し(規模別・業種別)



## 設備投資計画(業種別)



(注) 中堅・中小企業は2016年度より調査開始

(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 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

## 3. 金融市場

## 金融市場：景気回復を背景に緩やかな金利上昇・株高が継続する見通し

- 金融市場は、大規模な経済対策により高成長が見込まれる米国を中心とした世界経済の回復を背景に緩やかな金利上昇・株高が継続する見通し
- FRBは2022年4～6月期にテーパリングを開始すると予想。量的緩和政策の縮小や米国経済の高成長が見込まれる下で、米10年債利回りは緩やかな上昇を続ける見込み。FRBが金融政策の正常化に踏み出す一方、日銀、ECBは現状程度の金融緩和政策を維持すると予想。日独の長期金利は米国対比小幅な上昇にとどまる見込み
- 株式は、米長期金利の上昇が昨年以降の株高のけん引役であったハイテク株を中心に重石となるものの、実体経済の回復による企業業績の改善が継続することで、日米株ともに緩やかな上昇が続くと予想。債券対比での割安感は後退しており、金利上昇をきっかけとした調整リスクに要留意
- 為替は、米国の高成長や、米金利主導での金利差拡大が見込まれる下で、ドルは対円、対ユーロで緩やかな上昇を続けると予想

## 金融市場：景気回復とともに緩やかな株高・金利上昇を予想

- 大規模な経済対策により高成長が見込まれる米国を中心とした世界経済の回復を背景に、米長期金利は緩やかな上昇を続けると予想
- 実体経済の回復による企業業績の改善が継続することで、日米株ともに緩やかな上昇が続くと予想

### 金融市場見通し総括表

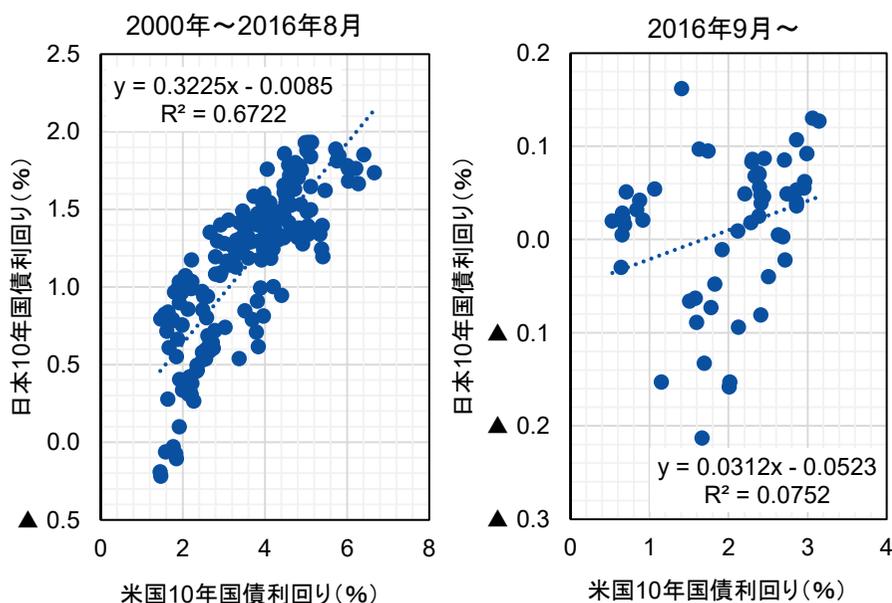
	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2021				2022				2023
				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
日本												
政策金利付利 (末値、%)	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10
新発国債 (10年、%)	0.03	0.05 ~0.15	0.10 ~0.20	0.07	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15	0.10 ~0.20	0.10 ~0.20	0.10 ~0.20	0.10 ~0.20
日経平均株価 (円)	24,462	28,400 ~30,800	29,800 ~31,500	28,988	28,400 ~29,400	28,900 ~29,900	29,700 ~30,700	29,800 ~30,800	29,800 ~31,300	29,800 ~31,300	29,900 ~31,400	30,000 ~31,500
米国												
FFレート (末値、%)	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25
新発国債 (10年、%)	0.87	1.65 ~1.95	1.85 ~2.05	1.30	1.65 ~1.80	1.65 ~1.85	1.75 ~1.95	1.75 ~1.95	1.85 ~2.05	1.85 ~2.05	1.85 ~2.05	1.85 ~2.05
ダウ平均株価 (ドル)	28,110	32,200 ~33,700	32,700 ~34,500	31,493	32,200 ~33,200	32,500 ~33,500	32,600 ~33,600	32,700 ~33,700	32,700 ~34,200	32,700 ~34,200	32,800 ~34,300	33,000 ~34,500
ユーロ圏												
ECB預金ファシリティ金利 (末値、%)	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50
ドイツ国債 (10年、%)	▲ 0.48	▲ 0.45 ~▲ 0.20	▲ 0.40 ~▲ 0.15	▲ 0.41	▲ 0.45 ~▲ 0.30	▲ 0.45 ~▲ 0.25	▲ 0.40 ~▲ 0.20	▲ 0.40 ~▲ 0.20	▲ 0.40 ~▲ 0.15	▲ 0.40 ~▲ 0.15	▲ 0.40 ~▲ 0.15	▲ 0.40 ~▲ 0.15
為替												
ドル・円 (円/ドル)	106	107 ~111	108 ~112	106	107 ~109	107 ~109	108 ~111	108 ~111	108 ~112	108 ~112	108 ~112	108 ~112
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.17	1.15 ~1.22	1.14 ~1.18	1.21	1.19 ~1.22	1.18 ~1.21	1.15 ~1.19	1.15 ~1.19	1.14 ~1.18	1.14 ~1.18	1.14 ~1.18	1.14 ~1.18

(注) 政策金利の予測値は期間における末値、政策金利以外の予測値は、期間における平均値が当該レンジに収まるとの見方を示したもの  
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

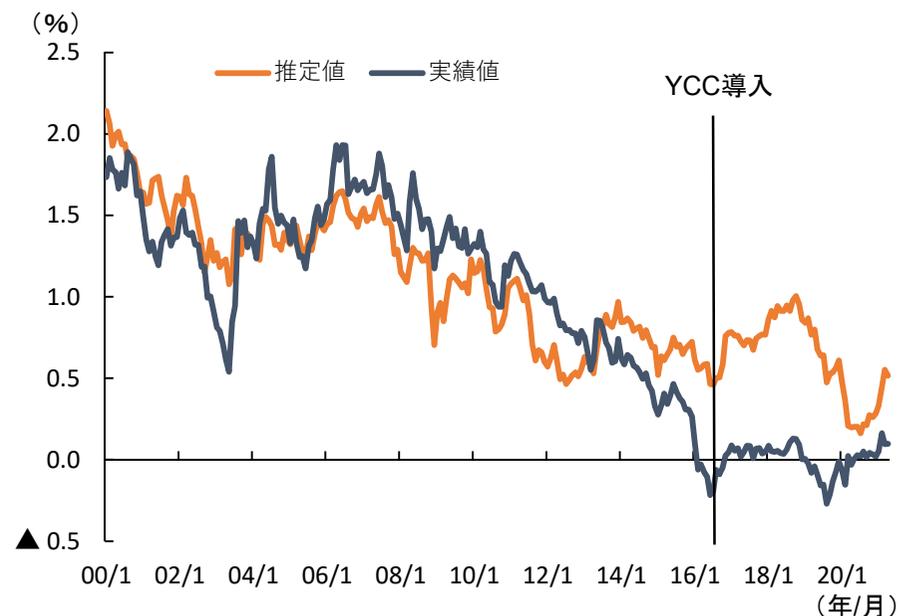
## 円金利:米10年債が2%に上昇しても、日本の10年債は0.10~0.20%で推移と予想

- イールド・カーブ・コントロール(YCC)導入(2016年9月)後、日米の10年債利回りの相関は大きく低下
  - 2000年からYCC導入前(2016年8月)までの決定係数が0.67に対して、2016年9月以降は0.07とほぼ相関なし
- 米10年債利回りが2%程度に上昇しても、日本の10年債利回りは0.10~0.20%で推移すると予想
  - 米金利上昇により、円金利に上昇圧力がかかると想定されるものの、YCC効果に加え、3月の政策点検により10年金利の変動許容幅が±0.25%と明確化されているため、日本の10年債利回りの上昇余地は限定的と予想

### 日本国債利回りと米国債利回りの関係



### 日本の10年国債利回りの実績値と推定値の推移



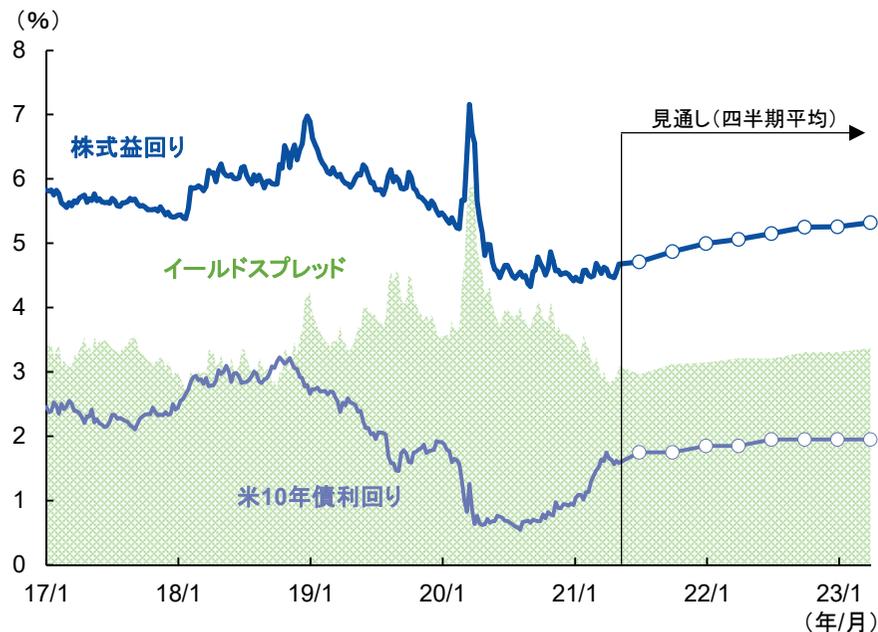
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 推定値は左表(2000年から2016年8月まで)の回帰式に基づき算出したもの  
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日米株: 企業業績の拡大を背景に株価は緩やかに上昇と予想

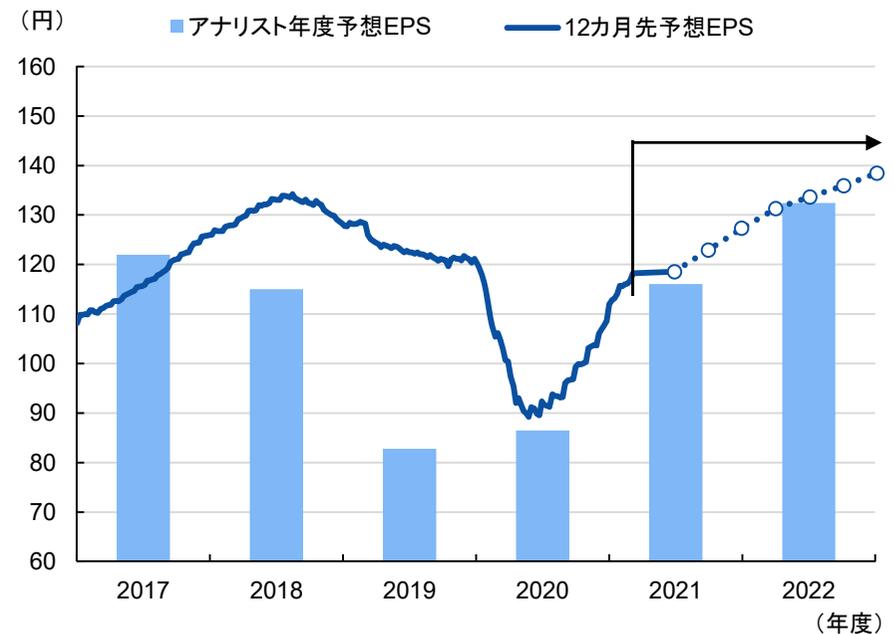
- 日米株は、企業業績の拡大を背景に緩やかな上昇を維持すると予想
  - 米国株は、米長期金利の上昇により債券対比でみた割安感が後退
    - 米長期金利の上昇が重石となるも、景気回復を背景とした企業業績の拡大からバリュエーション面での割高感は徐々に解消され、緩やかな上昇基調を維持する公算
  - 日本株は、12カ月先予想EPSは依然2019年末の水準を下回るものの、2021・2022年度のアナリスト予想EPSは急回復
    - 目先は国内での新型コロナ感染再拡大が株価の重石となるが、年末にかけて緩やかに上昇すると予想

### S&P500指数のイールドスプレッド



(注) イールドスプレッド＝株式益回り－米10年債利回り。株式益回りは予想PERの逆数。  
 予測値は米10年債利回り、予想PERともに予測レンジの中央値  
 (出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### TOPIXの予想EPS

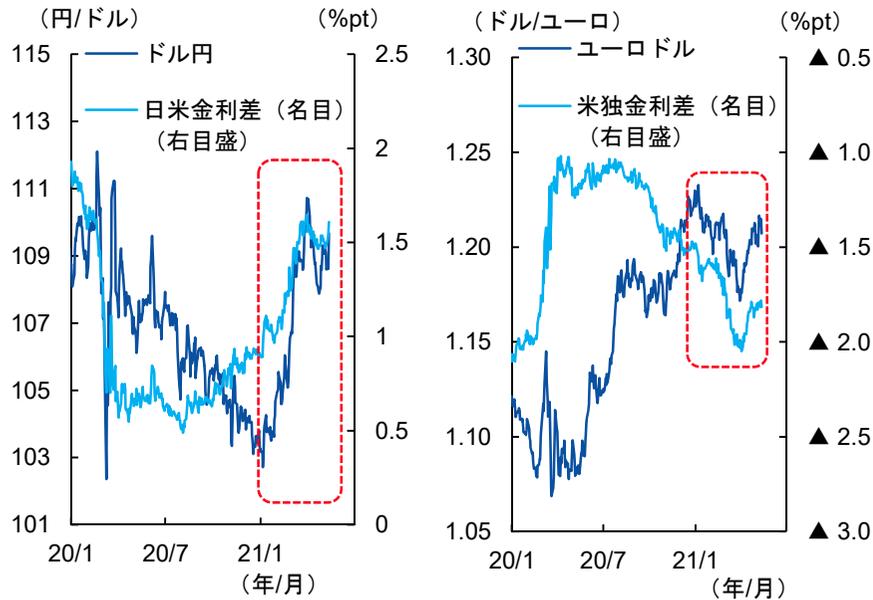


(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 為替：対円・ユーロでドル高基調は継続も、そのペースは緩やかとなる見込み

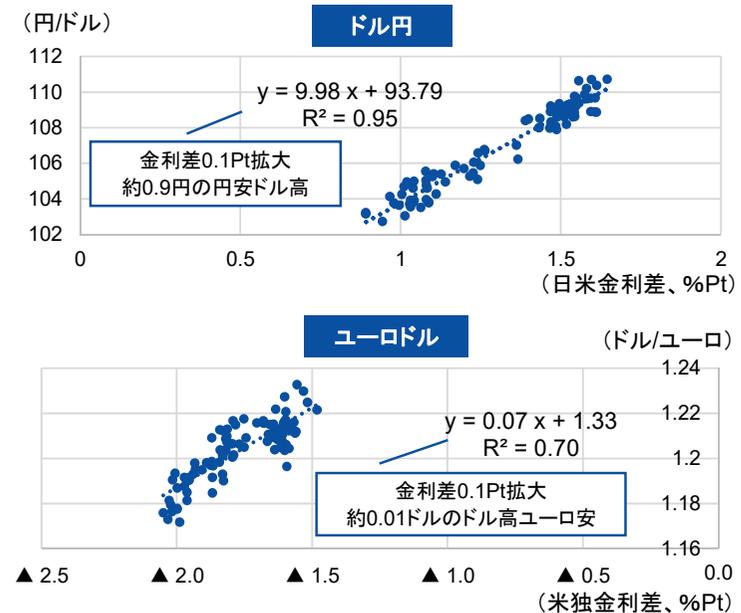
- 景気回復、それに伴う金融政策の方向感の違いを反映した金利差の拡大が、引き続き対円・ユーロのドル高圧力に
  - 景気の上振れと共にテーパリング・利上げ開始時期を伺う米国、一方で回復遅れる日欧は緩和姿勢を維持
  - こうした方向感の違いから、日米・米独長期金利差は拡大傾向で推移する見込み
- ただし、米金利は既に緩和縮小を織り込み済みで、上昇余地は限定的。金利差拡大によるドル高進展も緩やかに
  - ドル高が急速に進んだ年初来の金利差感応度に照らすと、米長期金利が2%程度となる局面で上値目途は、およそ112円(ドル円)・1.14ドル(ユーロドル)近辺

### ドル円・ユーロドル相場と対米金利差



(注) 金利差は10年債利回り  
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

### 対米金利差に対する感応度



(注) 金利差は10年債利回り。推計期間は2021年初～5月12日  
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

## ご参考:主要国の政治日程

	2021年	2022年	2023年
米国	7月 連邦債務上限停止の終了 9月 同時多発テロ発生から20年 10月 クォールズFRB副議長(銀行監督担当)任期満了	1月 クラリダFRB副議長任期満了 2月 パウエルFRB議長任期満了 11月 中間選挙	3月 イラク戦争から20年
欧州	9月 ロシア議会選挙 9月 ドイツ議会選挙 秋 メルケル独首相引退予定	4月 フランス大統領選挙 6月 フランス議会選挙	上期 イタリア議会選挙
日本	7月 東京都議会選挙 7~9月 東京オリンピック・パラリンピック 9月 自民党総裁任期満了 10月 衆議院議員任期満了	7月 参議院議員任期満了	4月 黒田日銀総裁任期満了 4月 統一地方選挙 4月 大阪府知事・大阪市長任期満了
アジア	7月 中国共産党建党100周年 12月 香港立法会(議会)選挙	2~3月 北京オリンピック・パラリンピック 3月 韓国大統領選挙 3月 香港行政長官選挙 5月頃 フィリピン大統領・議会選挙 秋 第20期中国共産党大会	年内 トルコ大統領・議会選挙
その他	6月 メキシコ議会中間選挙(下院)	上期 オーストラリア上院下院選挙 10月 ブラジル大統領選挙	

(出所)各種報道等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

---

**【経済予測チーム】**

有田賢太郎 (全体総括)	03-3591-1419	kentaro.arita@mizuho-ir.co.jp
・米国/欧州経済		
小野 亮 (総括・米国)	03-3591-1219	makoto.ono@mizuho-ir.co.jp
松本惇 (米国)	03-3591-1425	atsushi.matsumoto@mizuho-ir.co.jp
田村優衣 (米国)	03-3591-1418	yui.tamura@mizuho-ir.co.jp
山本武人 (欧州)	03-3591-1199	takehito.yamamoto@mizuho-ir.co.jp
・中国経済		
玉井芳野 (中国)	03-3591-1378	yoshino.tamai@mizuho-ir.co.jp
・新興国経済		
西川珠子 (総括)	03-3591-1310	tamako.nishikawa@mizuho-ir.co.jp
伊藤秀樹 (アジア)	03-3591-1319	hideki.ito@mizuho-ir.co.jp
・日本経済		
酒井才介 (総括・公需)	03-3591-1241	saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp
服部直樹 (物価)	03-3591-1298	naoki.hattori@mizuho-ir.co.jp
川畑大地 (企業・外需)	03-3591-1414	daichi.kawabata@mizuho-ir.co.jp
揚原由子 (企業)	03-3591-1436	yuko.agehara@mizuho-ir.co.jp
諏訪健太 (企業)	03-3591-1416	kenta.suwa@mizuho-ir.co.jp
嶋中由理子 (家計)	03-3591-1184	yuriko.shimanaka@mizuho-ir.co.jp
・金融市場		
長谷川直也 (総括)	03-3591-1248	naoya.hasegawa@mizuho-ir.co.jp
川本隆雄 (国内金利)	03-3591-8771	takao.kawamoto@mizuho-ir.co.jp
矢澤広崇 (内外株式)	03-3591-1242	hirotaka.yazawa@mizuho-ir.co.jp
小野寺莉乃 (為替)	03-3591-1386	rino.onodera@mizuho-ir.co.jp
武田英子 (海外金利)	03-3591-1182	eiko.takeda@mizuho-ir.co.jp

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。