
2022・2023年度 内外経済見通し ～ウクライナ侵攻に伴う資源価格の高騰で世界経済は減速～

2022.4.26

みずほリサーチ&テクノロジーズ

見通しのポイント

- 2022年の世界経済は前年比+2.6%と、ウクライナ侵攻に伴う資源価格高騰の影響を受けて減速する見通し。ただし、コロナ禍からの正常化局面で個人消費の持ち直しが見込まれることから、景気腰折れには至らず。2023年の世界経済は前年比+3%台の成長に回帰。見直し改訂のポイントは以下の5点
- ウクライナ侵攻に伴う供給懸念から、資源価格は高騰。欧州が漸進的に対口依存度を引き下げるなか、ガス価格は当面高止まりの見通し。なお、ガス供給途絶はロシア・欧州共に影響が甚大であり、あくまでリスク。原油価格は、世界経済減速に伴う需要鈍化や他の産油国の増産もあり、供給不安緩和とともに2023年に向け下落
- FRBは物価抑制に向け利上げペースを加速し、資産縮小(QT)に早期着手。金融引き締めにより2023年には物価安定圏に収束と予想。迅速な利上げを進めても、高インフレ下で実質金利はマイナス(=緩和的)であり、労働需要・所得の高い伸びも景気を下支えすることから、米国は景気減速しても後退には至らない見通し
- 資源高によるインフレや、海外景気減速による外需悪化は新興国景気の下押し圧力に。特に輸出主導型のフィリピン・タイなどは貿易面を通じた影響大。インフレ圧力の高まりや米利上げによる新興国通貨安は金利上昇圧力を高め財政悪化要因に。但し、支払余力・対外債務水準に鑑みると、主要国の短期的デフォルトリスクは限定的
- 米金利上昇や日本の経常収支悪化、投機筋の円売りも加わり、円安ドル高が進展。2022年後半以降は米物価のピークアウト、原油価格下落に伴う経常収支の悪化一服などが確認され、過度な円安は回避へ。円安は本来日本経済にプラスだが、海外経済減速やコロナによるインバウンド需要低迷もあり円安メリットが享受しにくい状況。特に2022年前半は円安に加え資源高による所得流出のデメリット(「悪い円安」)が意識されやすい環境に
- ワクチンのブースター接種・治療薬の普及により、先進国各国ではコロナ感染が再拡大しても、医療ひっ迫には至らず、経済影響は限定的との見方。一方、ゼロコロナ政策を続ける中国では、経済活動制限が消費を下押し。減税策などで下押し影響は緩和も、2022年の中国経済の成長率は+4.7%に鈍化する見通し

ベースシナリオ：世界経済見通し総括表

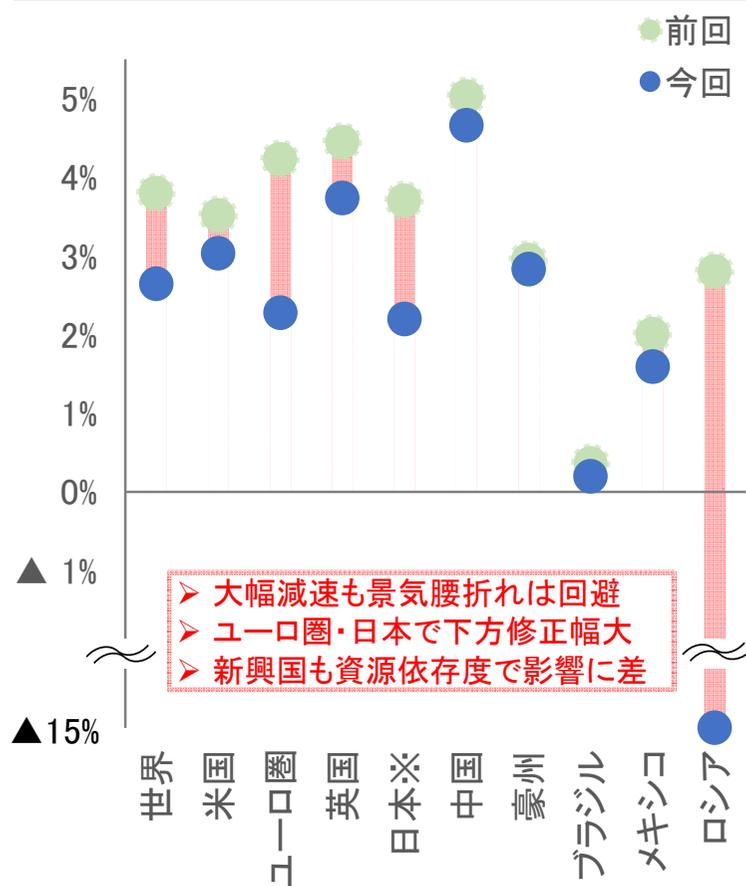
	(前年比、%)				(%Pt)		
	2020 暦年	2021	2022 (見通し)	2023	2022 (2月予測との比較)	2023	
世界実質GDP成長率	▲ 3.1	5.8	2.6	3.3	▲ 1.2	-	資源高による所得流出の影響大
日米欧	▲ 5.0	5.2	2.6	2.4	▲ 1.2	0.1	
米国	▲ 3.4	5.7	3.0	2.4	▲ 0.5	0.1	
ユーロ圏	▲ 6.4	5.2	2.3	2.5	▲ 1.9	▲ 0.1	
英国	▲ 9.4	7.5	3.7	1.7	▲ 0.7	0.1	
日本	▲ 4.5	1.6	1.5	2.1	▲ 1.4	-	
アジア	▲ 0.9	7.1	5.1	5.0	▲ 0.3	-	コロナ禍からの回復が下支え 補助金等で資源高の影響を減殺
中国	2.2	8.1	4.7	5.2	▲ 0.3	-	
NIEs	▲ 0.7	5.4	2.6	2.7	▲ 0.6	0.2	
ASEAN5	▲ 3.6	3.3	5.2	4.9	▲ 0.3	0.1	
インド	▲ 6.6	8.3	7.4	5.9	▲ 0.2	0.1	世界経済減速は逆風も、資源高 による経常収支改善が下支え
オーストラリア	▲ 2.2	4.7	2.8	2.6	▲ 0.1	-	
ブラジル	▲ 3.9	4.6	0.2	2.2	▲ 0.2	0.2	
メキシコ	▲ 8.2	4.8	1.6	2.3	▲ 0.4	-	
ロシア	▲ 2.7	4.7	▲ 13.3	▲ 1.7	▲ 16.1	▲ 3.8	
日本(年度)	▲ 4.5	2.2	2.2	1.6	▲ 1.5	0.4	軒並み下方修正も修正幅は国・地域で濃淡

(注) 網掛け部分は予測値。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

世界経済見通し: ウクライナ情勢を受けた資源価格上昇等を反映し下方修正

- 2022年の世界経済成長率は2.6%と1.2%Ptの下方修正
 - 大幅下方修正もコロナ禍からの正常化局面で個人消費の持ち直しが見込まれることから景気腰折れには至らず
 - 震源地のユーロ圏に加え、非資源国である日本の下方修正幅が大。新興国も資源依存度によって影響に濃淡

世界経済見通しと修正のポイント



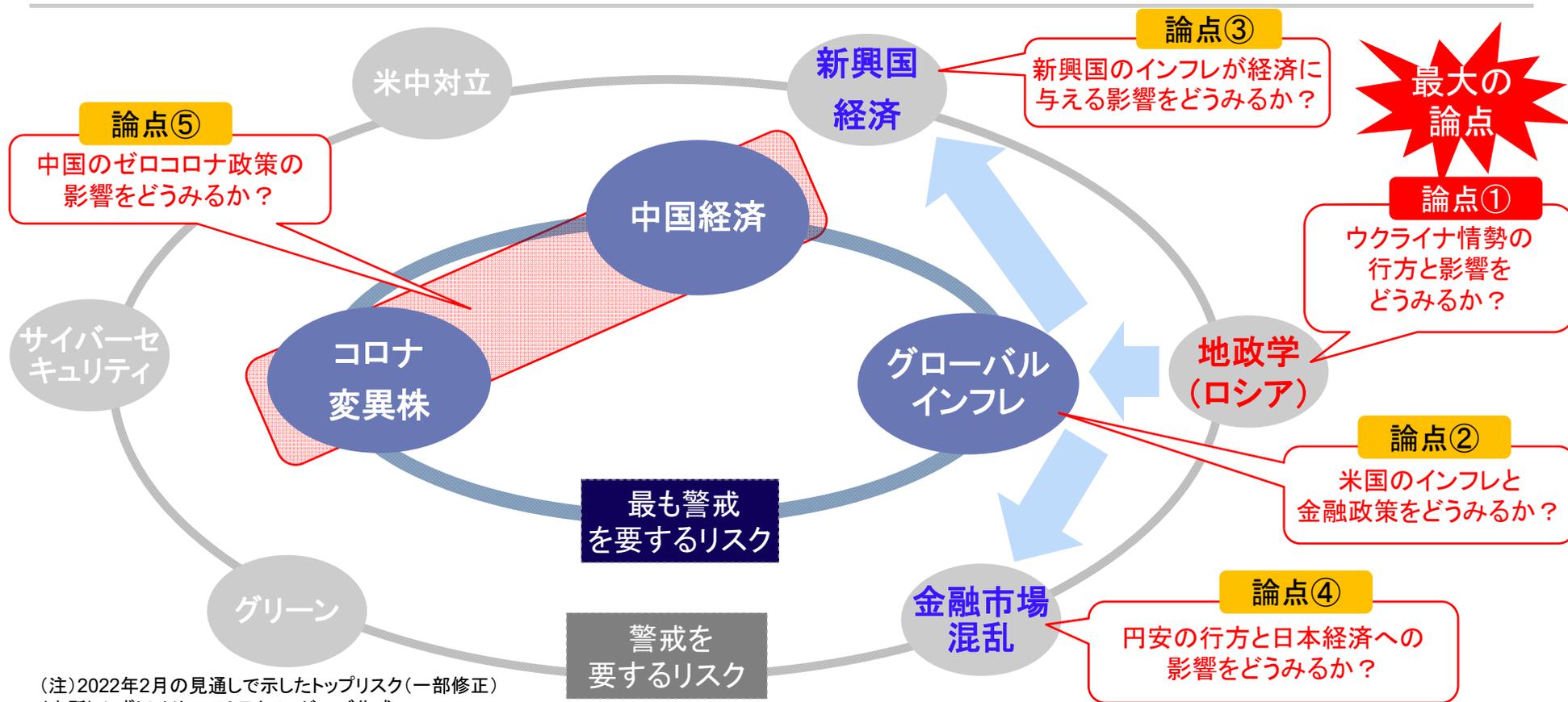
※・・・日本は年度成長率
 (出所)IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

	2022年 成長率 修正状況	見通し修正のポイント	【参考】 2023年 成長率
世界	3.8% ⇒2.6%	ウクライナ情勢を受けて成長率は大きく鈍化。ただしコロナ禍からの経済正常化局面にあることから世界的な景気後退にまでは至らず	3.3%
米国	3.5% ⇒3.0%	ウクライナの影響は限定的も、インフレ加速による実質購買力低下と金利上昇で成長率は減速。2023年も影響残存	2.4%
ユーロ圏	4.2% ⇒2.3%	ガス・原油価格上昇が消費を下押し。脱ロシアに向けたエネルギー構造の転換も経済の重石に	2.5%
日本 ※年度	3.7% ⇒2.2%	資源高の影響および欧州経済の失速が下押し要因となる一方、対人サービス消費を中心にコロナ禍からの持ち直しが下支え	1.6%
中国	5.0% ⇒4.7%	ウクライナ情勢の影響は限定的だが、コロナ再拡大が下押し。減税など財政政策で下支えを図るも4%後半の成長率にとどまる	5.2%
豪州	2.9% ⇒2.8%	物価上昇は個人消費の下押し要因も、資源高を追い風に経常黒字が大幅に増加、悪影響を減殺	2.6%
ロシア	2.8% ⇒▲13.3%	厳格な資本規制が奏功しルーブルは安定を取り戻すも、西側による輸出規制・対露ビジネス見直しで大幅マイナスは避けられない情勢	▲1.7%

ウクライナ侵攻の影響とその波及にかかる評価が今般見通しの主要論点

- 今般見直し改訂の**最大の論点**は①ウクライナ情勢の行方とその影響。資源価格の行方がポイント
 - 資源価格上昇はグローバルインフレに直結。その波及も含めた②米国のインフレと金融政策の見方、③新興国経済の影響や④円安ドル高の行方と日本経済へのインパクトも大事な論点
 - その他、⑤ゼロコロナ政策が中国経済にもたらす影響もグローバル経済を考える上で重要

2022年の世界経済のトップリスクと今回注目すべき論点



主要論点と評価軸

論点①ウクライナ情勢の行方と影響をどうみるか？ガス・石油価格の影響は？

⇒天然ガス・原油価格の行方(P6～12)

論点②米国のインフレと金融政策をどうみるか？

⇒利上げ加速による米景気後退リスク(P13～22)

論点③新興国のインフレが経済に与える影響とリスクをどうみるか？

⇒インフレリスクや外需減速、債務負担の評価(P23～24)

論点④円安の行方と日本経済への影響をどうみるか？

⇒「悪い円安」論の背景とその持続性(P25～32)

論点⑤中国のゼロコロナ政策の影響をどうみるか？

⇒消費減速と財政支援の綱引き(P33～36)

ロシアのウクライナ侵攻で、EUはエネルギーを巡るジレンマに直面

- 経済的視点でみると、ロシアは資源大国。製造・金融大国ではない(経済規模も大きくない)⇒**留意すべきは資源を通じた影響**
- 西側諸国はロシアへの経済制裁を行っているが、エネルギー禁輸を早々に決めた米英に比べ、EUは慎重
— EUはロシアへのエネルギー依存が強いいため、エネルギー輸入を止めようにも、直ちにできないというジレンマ

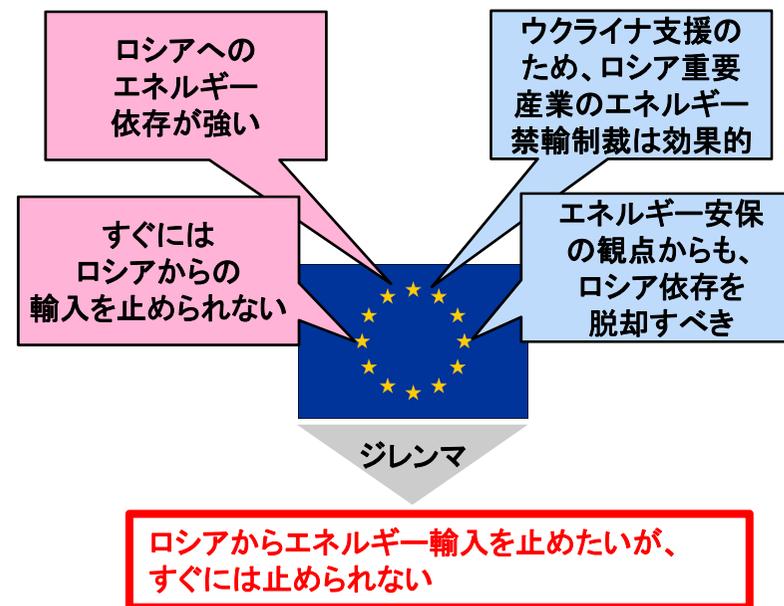
経済的視点でみたロシアの位置づけ

	ロシアの位置づけ
資源	<ul style="list-style-type: none"> • 原油 3位(シェア12%) • 天然ガス2位(同17%) • 小麦2位(同18%) • パラジウム1位(同43%)
製造	<ul style="list-style-type: none"> • 製造業競争力指数32位
金融	<ul style="list-style-type: none"> • 通貨取引高17位(RUB) (シェア0.5%)
経済規模	<ul style="list-style-type: none"> • 名目GDP 11位(シェア1.7%) • 一人当たり名目GDP 64位

(注)シェアは世界シェア

(出所)BP、Deloitte、BIS、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ロシア産エネルギーを巡るEUのジレンマ

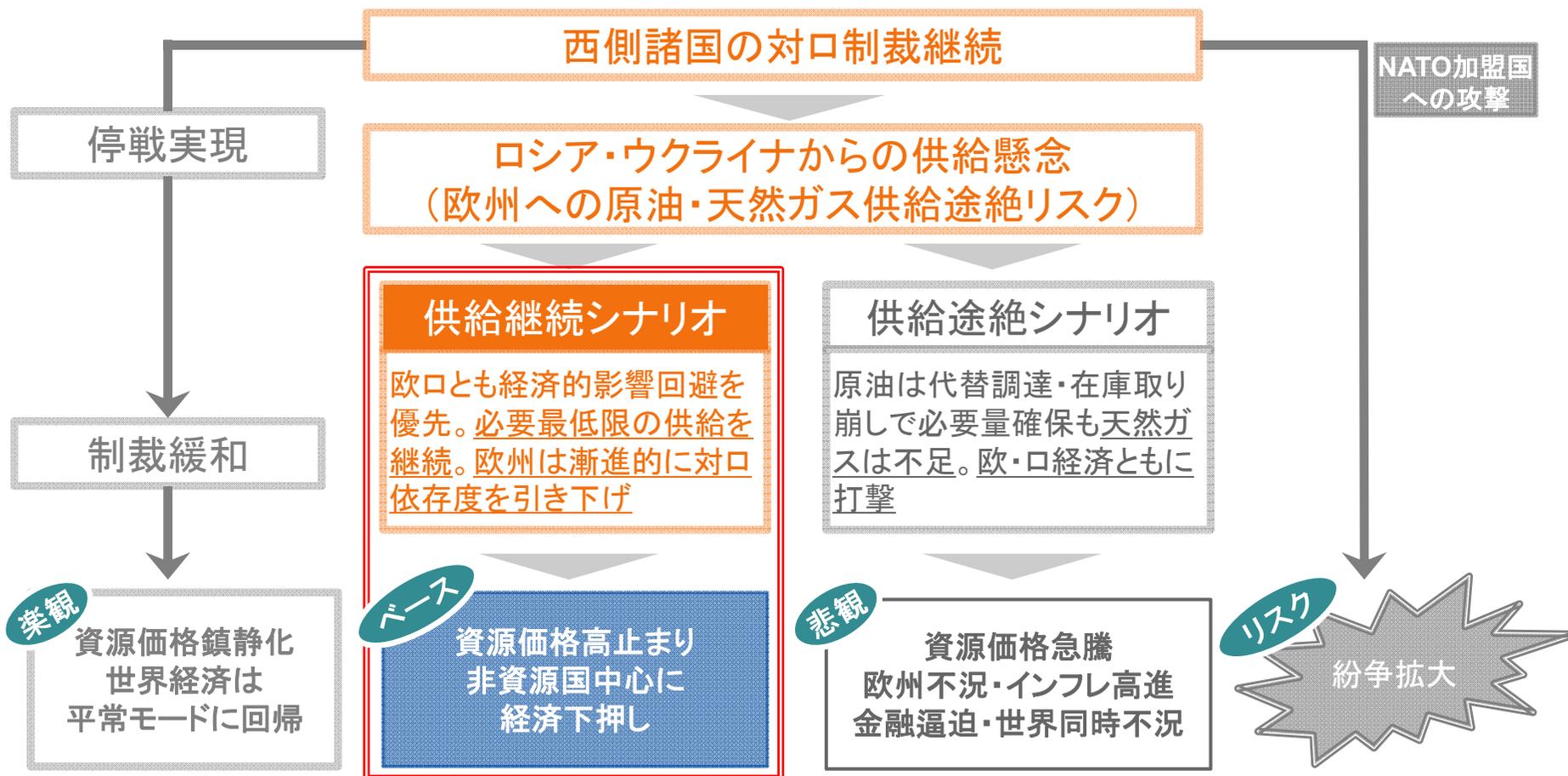


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ベースシナリオではウクライナ侵攻による資源価格上昇の影響を考慮

- ベースシナリオでは、ロシアから欧州への資源供給は当面継続。欧州が漸進的に対口依存度を引き下げるとの見方
 - **資源価格は当面高止まり、非資源国の経済を下押し** (ガス供給途絶による数量面の下押しはあくまで悲観ケース)

ウクライナ侵攻のシナリオと影響

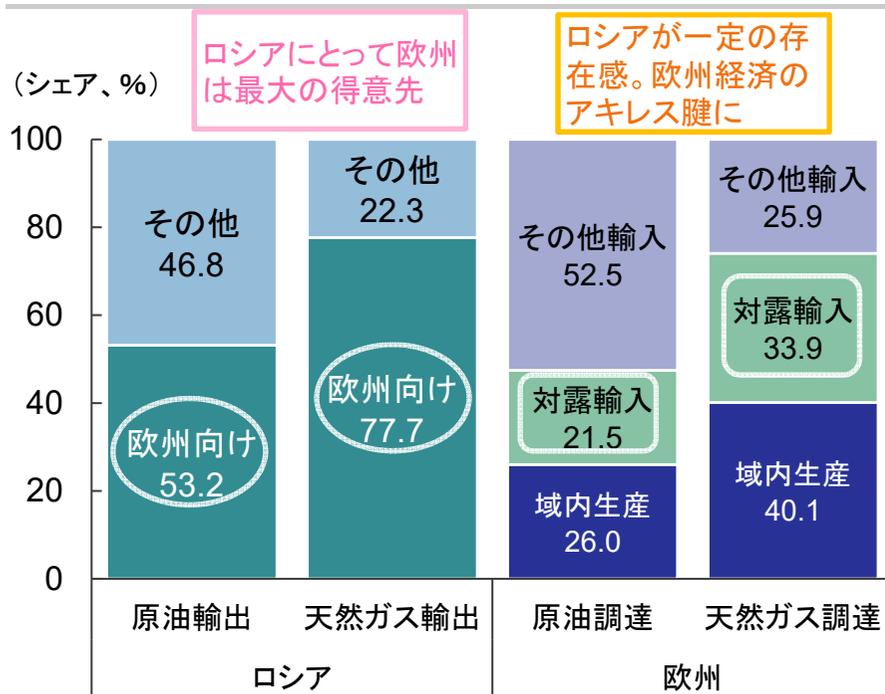


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

EU加盟国による脱ロシアの実現度がエネルギー価格の先行きを左右

- ウクライナ侵攻が長期化するなか、欧州はロシア依存度を下げようとしてロシアからの原油・天然ガスの輸入停止を検討
 - 欧州向けが輸出の8割を占める**天然ガスの禁輸はロシアに打撃**
- 欧州にとっても対ロ依存度の高い天然ガスの禁輸措置は大きなダメージ
 - ドイツがガス禁輸に慎重な姿勢を示すなど**EU内には温度差があり脱ロシアの実現度が経済の先行きを左右**

ロシアのエネルギー輸出と欧州のエネルギー輸入



(注)域内生産は、ノルウェー、英国など欧州域内の生産を指し、輸入は欧州域外からの調達を指す

(出所)BPより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ガス禁輸に慎重な主なEU首脳

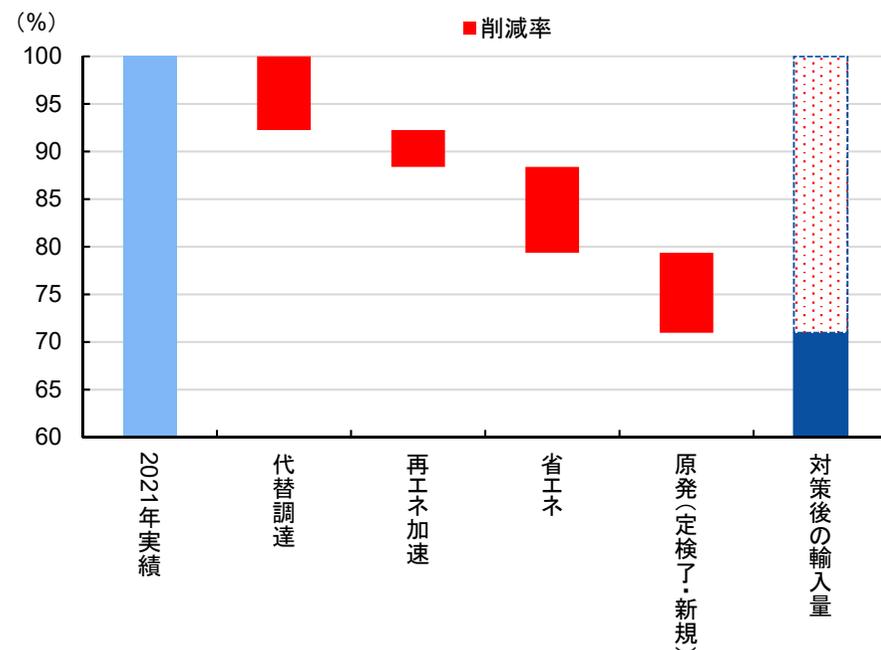
ドイツ	シュルツ首相 「(ロシア産ガスへの)依存をなくすには、より長期の時間が必要になる」(4/8)
ハンガリー	ロシア産ガス禁輸に反対のオルバン首相が、総選挙で再選(4/7)
オーストリア	ネハンマー首相 「ガスが供給されなければ(オーストリアの)産業界と家庭が深刻な打撃を受ける」(4/14)
イタリア	ドラギ首相、「(ロシア産ガスの供給停止を)予想せず」(3/31)

(出所)報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

対露ガス輸入は年内1/3程度の削減が現実的と判断

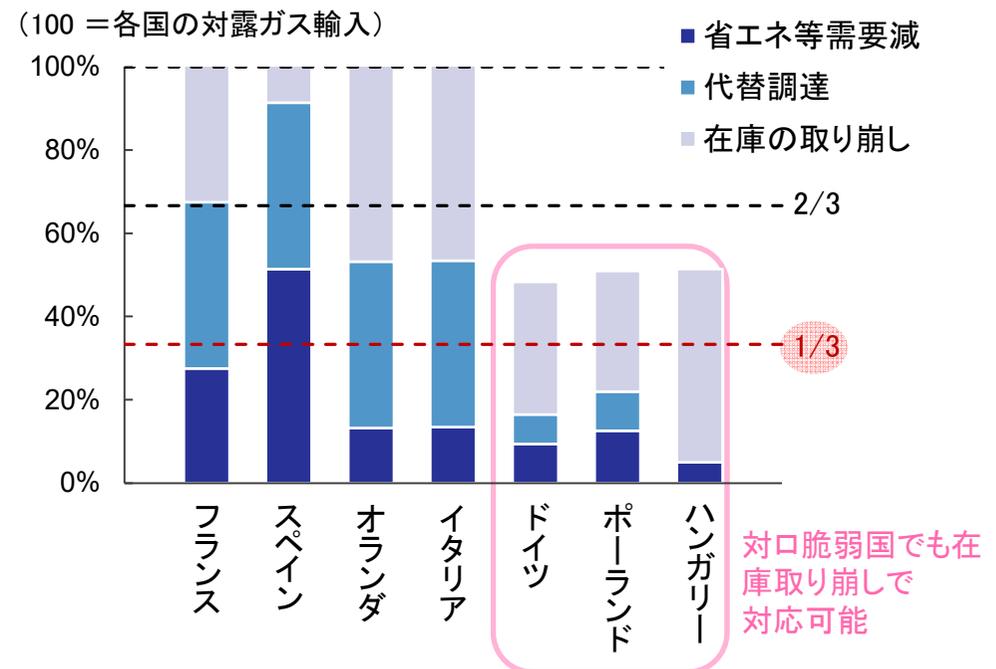
- EUにとって対露ガス輸入の停止の影響は大きく、**対露輸入の継続が基本シナリオ**
- **欧州委員会は年内に対露ガス輸入の2/3削減目標**を掲げ各国で精査中
 - 一方、IEAは、代替調達、再エネ加速などの積み上げによって、年内に対露ガス輸入の1/3の削減が可能と試算
- 対露依存の高いドイツ・東欧の実現可能性を踏まえると、**年内1/3程度の対露輸入削減が現実的でEU内合意も可能と判断**

EU対露ガス輸入の削減(IEA試算)



(出所) IEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ロシア産ガス削減への対応力(MHRT試算)

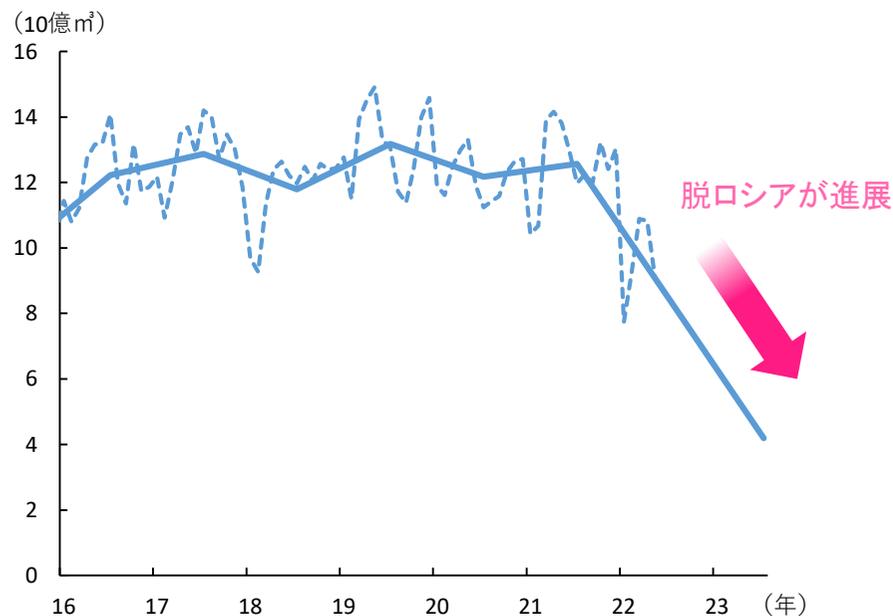


(注) 省エネ・再エネ化等による需要削減および輸入拡大はIEAの想定をもとに試算
(出所) Eurostat、IEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

EUは脱ロシアを粛々と進める方針

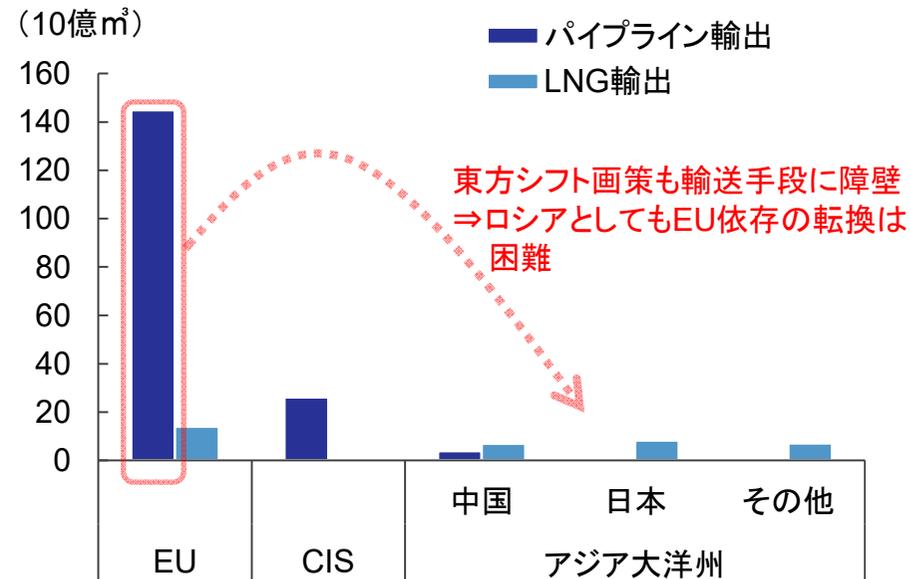
- エネルギー安全保障の観点から脱ロシアの動きを継続(対露ガス輸入を削減)
 - 2027年のロシア依存ゼロを目指し対露ガス輸入を削減する方針(フォンデアライエン欧州委員長)
 - 代替輸入や省エネ・再エネの加速によって、EUの対ロ輸入は2022年に1/3削減、**2023年には欧州委員会が掲げる2021年対比2/3削減を想定**
 - なおロシアはEU向け輸出減少を補うべく、中国やインドなどアジア向け輸出の拡大(東方シフト)を模索するも輸送手段の確立が課題

欧州天然ガス輸入の想定



(出所) Eurostat, BRUEGEL, IEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ロシアの地域別天然ガス輸出

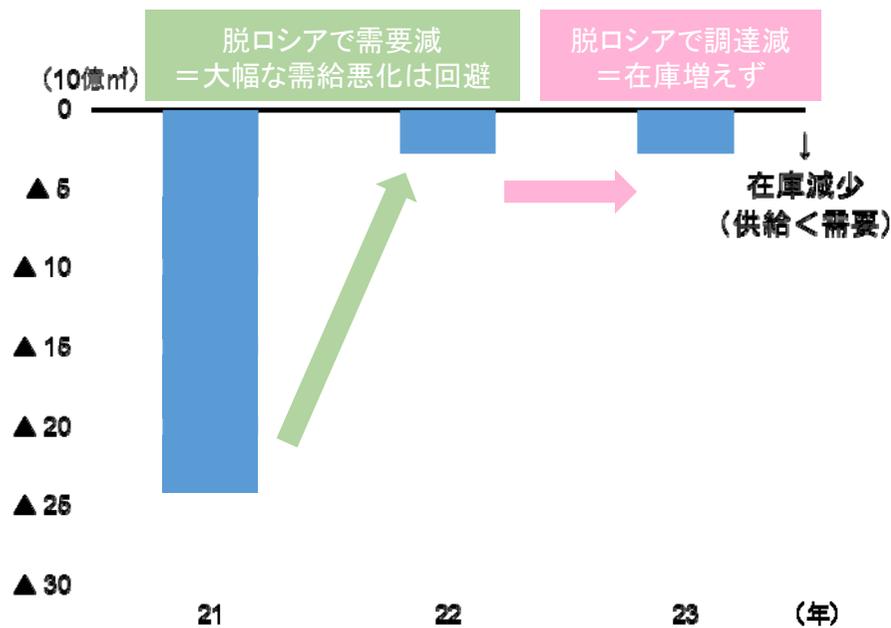


(出所) BPより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ガス価格の上昇はペースダウンするも、高値が継続

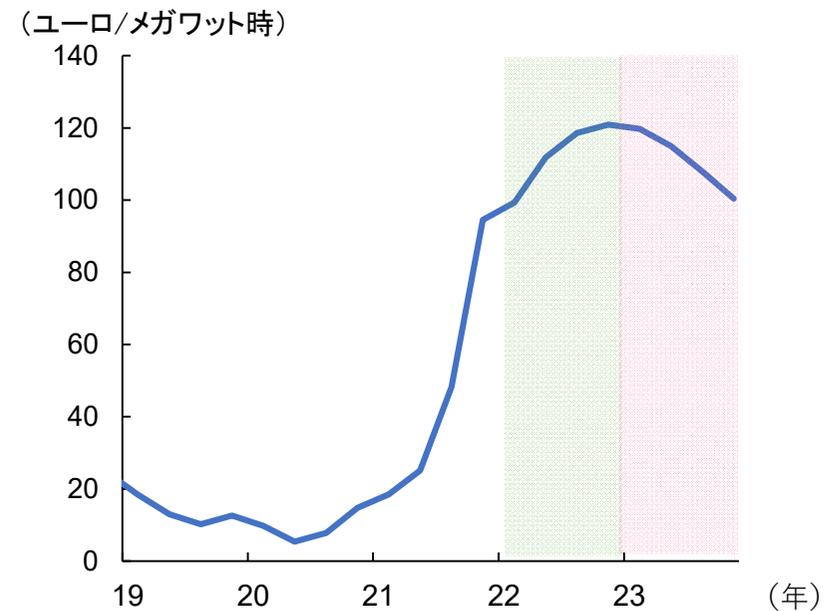
- 欧州ガス価格の上昇テンポはペースダウン
 - 脱ロシア化のペースアップ(代替調達・需要抑制)で2022年の大幅な需給悪化は回避されるため
- ただし、2023年も高値が継続
 - 2023年も引き続きロシアからの輸入を削減するため、需給バランスは改善せず。需給面からの価格下押し圧力は限定的なことが理由

EUの天然ガス需給バランス



(出所) Eurostat、AGSI+、BRUEGEL、IEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

欧州天然ガス価格(想定)

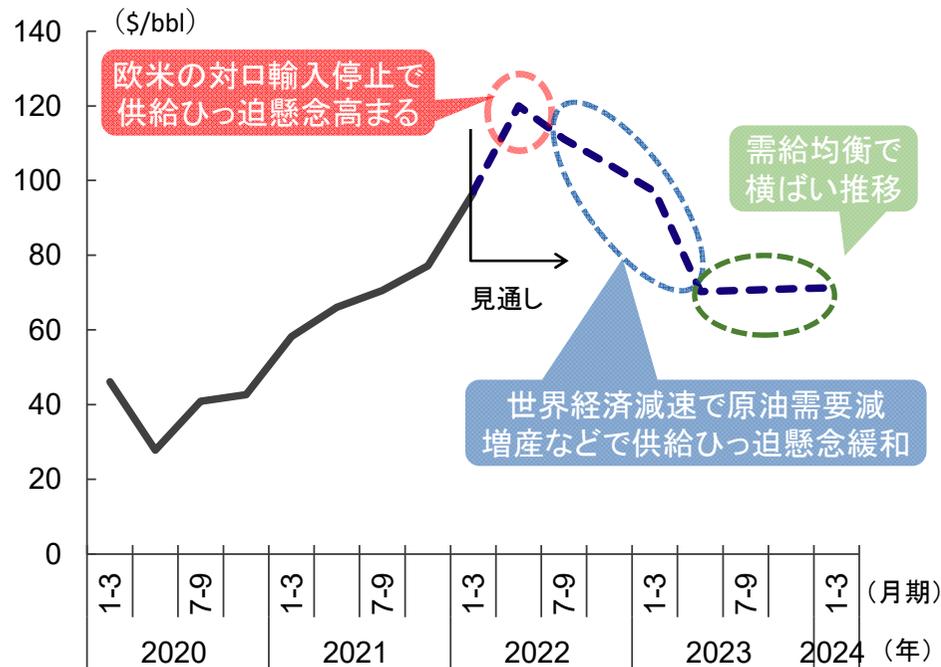


(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

原油価格は供給不安が足元押し上げるも、需給双方の要因で今後下落基調に

- 短期的には欧米諸国の対口輸入停止措置などロシアへの経済制裁拡大でエネルギー供給のひっ迫懸念高まる
 - ロシア産原油の代替調達需要が増大。ロシア以外の産油国の供給がひっ迫するため
- ただし2022年央には需給双方の要因で下落が進む見通し
 - 世界経済の伸び鈍化を受け、原油のグローバル需要が減速。ロシア以外の産油国による増産もあり、グローバル全体の供給不安も徐々に解消に向かう見込み

原油価格(見通し)



(出所) IEA、EIA等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

今後の原油価格見通しに関する主なポイント

グローバル需要の伸び鈍化

- 世界経済の鈍化を受け、原油のグローバル需要も減速していくと想定
- 今後の需給バランスは、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻開始当初に想定されていた水準対比で改善

ロシア以外の産油国による増産

- 米国シェールオイルで増産の動き
- サウジアラビアやUAEにも増産余地

地政学リスク供給不安の緩和

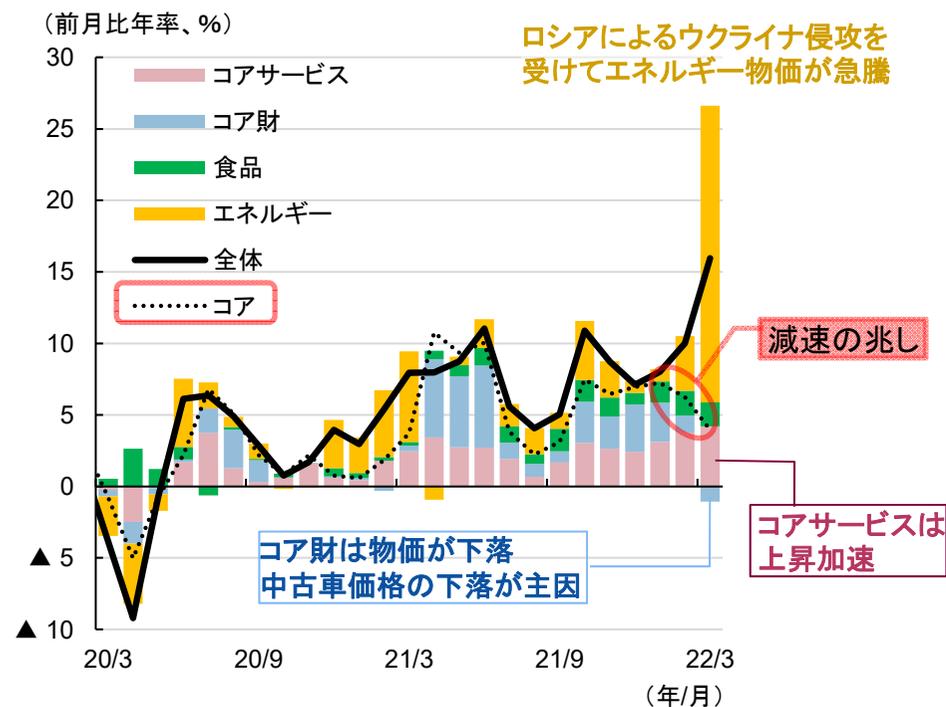
- 足元では、欧米諸国の対口輸入停止などの動きが、グローバル供給不安の高まりに繋がり、原油価格の押し上げ要因に
- 一方でインドのロシア産原油の輸入継続の動きなど、ロシアから非欧米諸国への供給転換が進むとともに、供給不安は徐々に解消へ

(出所) IEA、各種報道等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

減速の兆候はあるが、引き続き高いインフレ圧力が残存

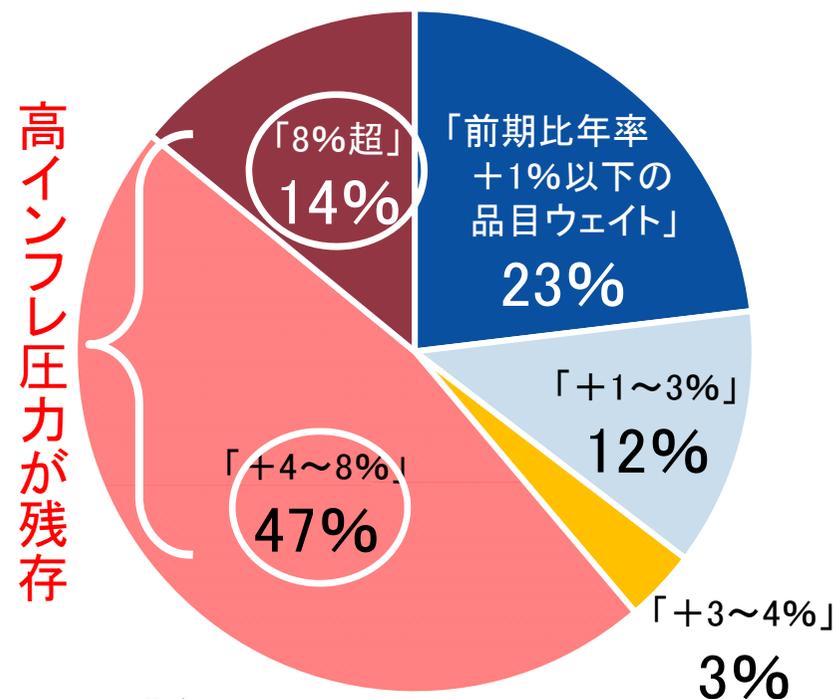
- **3月のエネルギー・食品除くコアCPIは前月比減速**。金融市場ではインフレ・ピークアウトへの期待高まる
- 一方で減速の主因は中古車価格の下落。**サービス価格は上昇加速するなど先行き予断許さず**
 - 年率4~8%の高インフレ品目がほぼ半数、8%超が1割以上を占めるなど**インフレのすそ野の広がりも懸念材料**
 - 3月最終需要PPIは前月比+1.4%、コアが同+1.0%と、共に高い上昇。企業部門のインフレ圧力はむしろ悪化方向

消費者物価上昇率と変動要因



(出所)米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3月コアCPI構成項目のインフレ圧力分布



(注)ウェイトに基づくシェア

(出所)米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

強いインフレ圧力は実質所得減少などを通じて先行きインフレ抑制要因に

- インフレ圧力は依然強いが減速を示唆する動きも確認
- より引き締め的なスタンスに変化する金融政策を受けて金利が上昇するなど既に金融コンディションがタイト化

米インフレ圧力を低下させる要因と現状評価（インフレ抑制的なら○、インフレ加速的なら×）

物流混乱・供給制約の鎮静化による物価押し上げ圧力の緩和



- ロシアによるウクライナ侵攻、中国のゼロコロナ政策（ロックダウン）

感染懸念後退に伴う需要のサービスシフト



- 経済正常化で2-3月は外食サービスや旅行サービスが持ち直した模様（人手不足による価格上昇は引き続き要警戒）

インフレ高進による実質可処分所得の減少（自律的な調整）



- 実質可処分所得は2022年2月までの7カ月連続で前月比減少
- 消費者センチメントは昨年終盤以降の悪化基調が継続

生活必需品価格の上昇を受けた節約志向の高まり



- 過去半年間でインフレを理由に外食（53%）、ドライブ（39%）、サブスク（35%）、ブランド品（32%）の支出を控えたと消費者が回答（CNBC調査、3月下旬実施）

財政的な支援の縮小



- 米国の財政赤字はコロナ前の例年並みまで縮小（＝コロナ支援縮小が背景）

金融政策



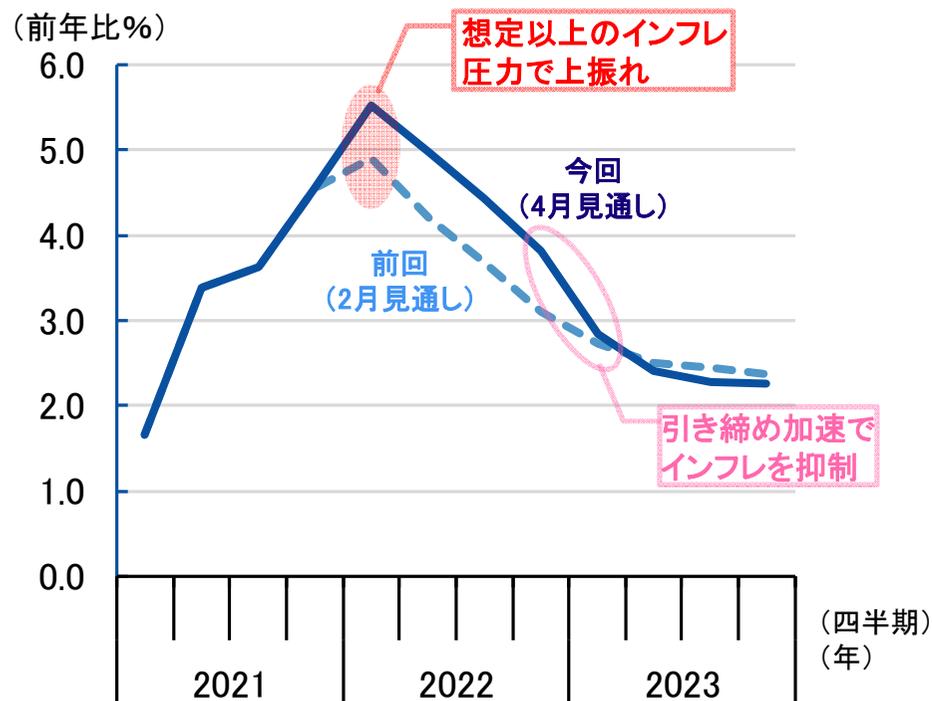
- FRBは利上げペースを加速させると共に、5月の資産縮小（QT）着手により、金融政策の中立化を急ぐ。さらに、必要なら引き締めも辞さない姿勢

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

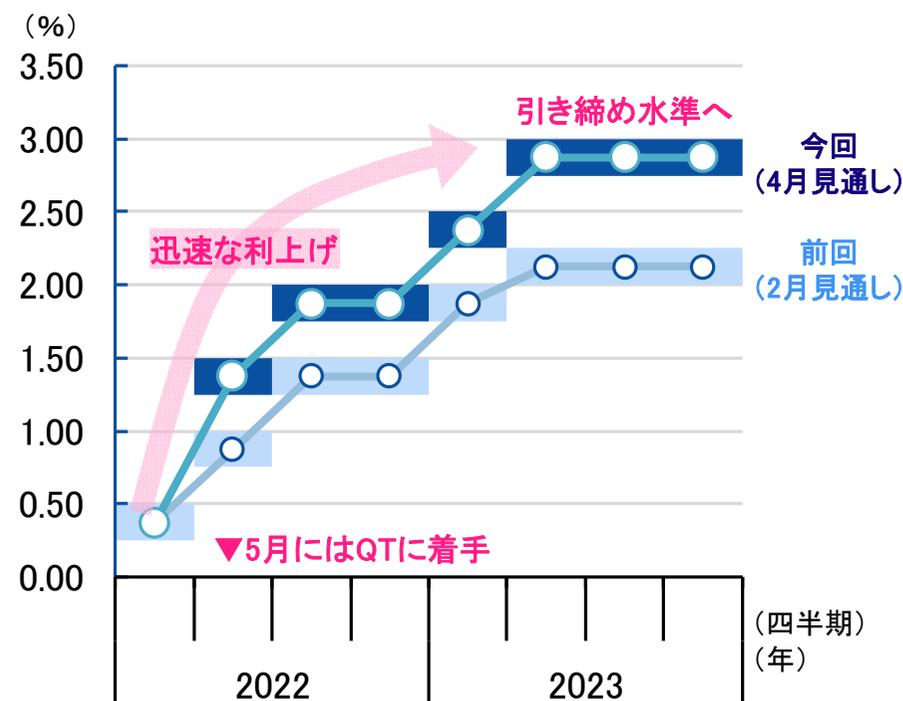
インフレ上振れを従来想定以上の金融引き締めで抑え込み

- 3月下旬時点でのインフレ圧力の高まりを踏まえて、**2022年のコアインフレ率が前回見通し対比で上振れ**ると予想
 - コアインフレ率は2022年前半にピークアウトするものの、インフレの減速が緩慢に
- コアインフレ率の下げ渋りを受けてFRBはインフレ抑制モードを強める公算
 - **利上げペースを加速するとともに、資産縮小(QT)にも早期着手**
 - より引き締め的な金融政策をとることで、**2023年にはコアインフレ率が物価安定圏に収束**すると予想

コアインフレ率の見通し



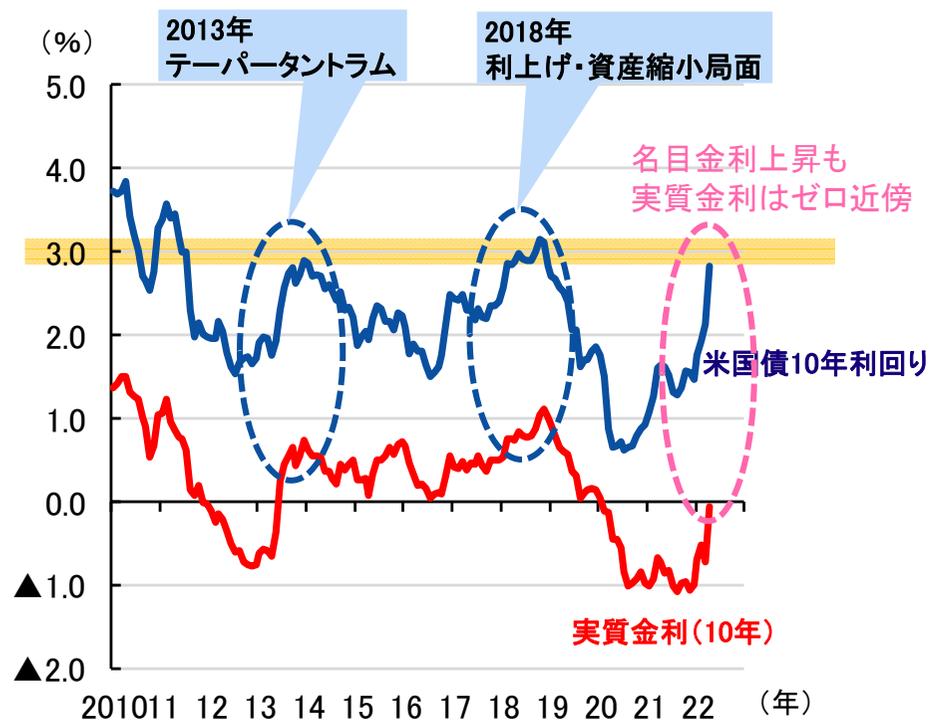
政策金利見通し



10年債金利は3%近傍まで上昇も実質金利はゼロ近傍にとどまる(=緩和的)

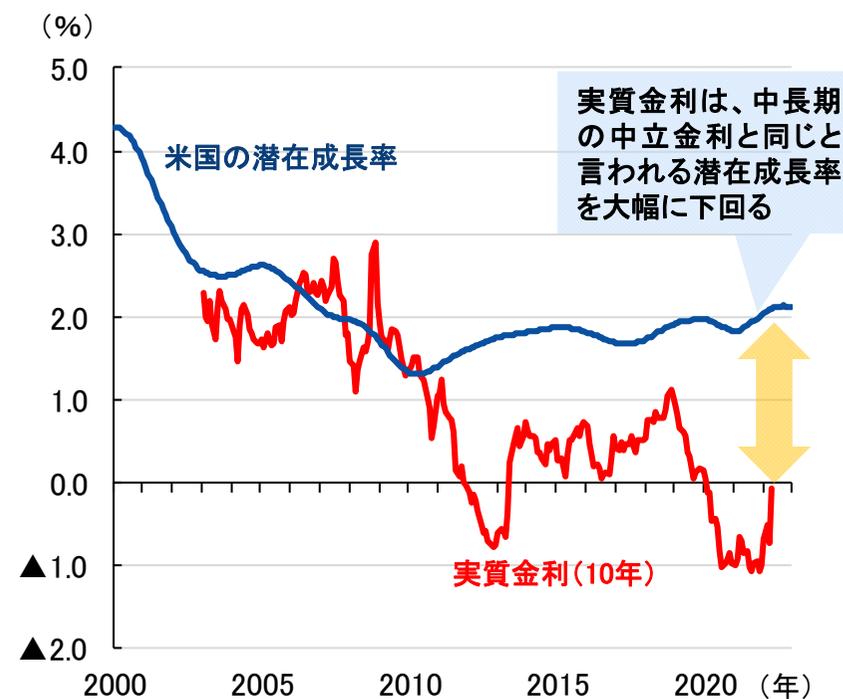
- 米国債10年利回りが3%近傍となり景気後退リスクへの関心が高まっている状況
- 類似する局面としては、①2013年のテーパータントラム(バーナンキショック)、②2018年の利上げ・資産縮小局面の2つ。いずれも景気後退は起きていない
 - 名目金利から物価上昇率を差し引いた実質金利は①、②がプラス圏だったのに対し足元はようやくゼロ近傍
 - 米国経済の実力(=実質的な潜在成長率)と比較しても大幅に緩和的な状況

米国債利回りと実質金利(ともに10年)



(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の潜在成長率と実質金利

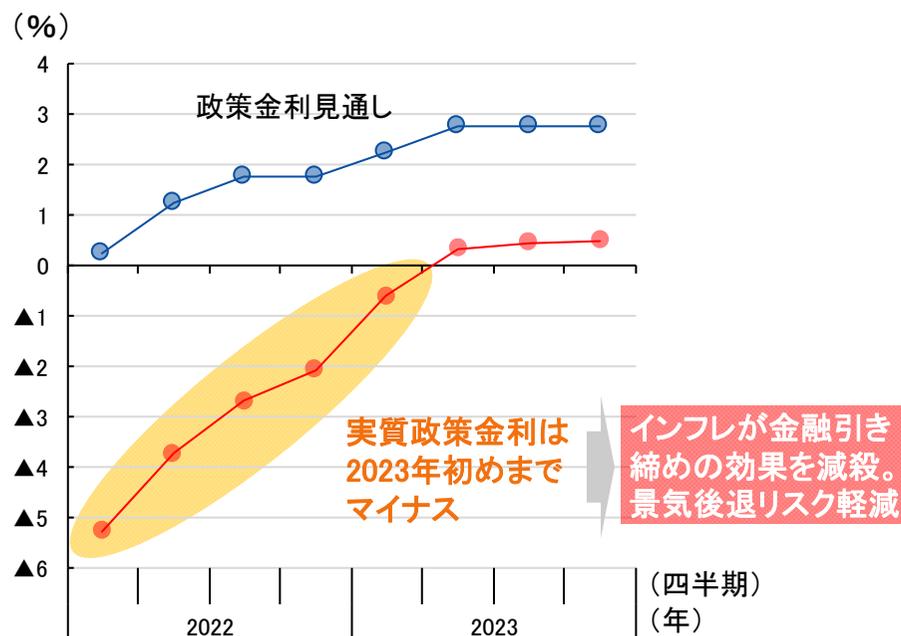


(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

FOMCが利上げを急いでも、実質政策金利は当面マイナス

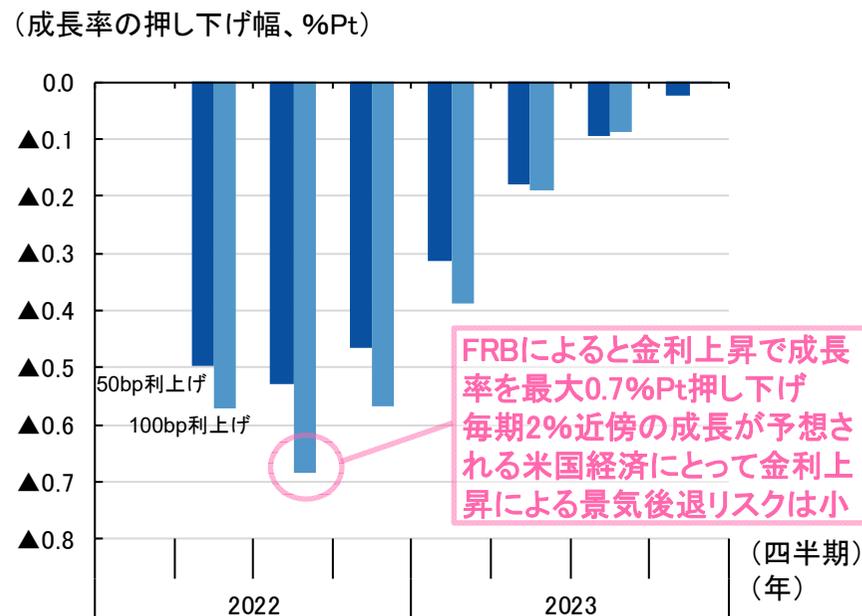
- FOMCが迅速な利上げを進めても、歴史的な高インフレによって2023年初めまでは実質金利はマイナス＝“緩和的”
 - ― 利上げでは不足する引き締めを、大規模なQTの早期着手によって補填する格好
- FRBのマクロモデルによれば、2月末以降の金利上昇は実質GDP成長率を最大0.7%Pt押し下げる程度(2022年)
 - ― 金利感応度の高い住宅・自動車販売等の悪化は不可避だが、米国経済が景気後退に陥る蓋然性は低いことを示唆

予想政策金利と実質政策金利



(注)コアインフレ率(MHRT予測値)を用いて実質化
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

金利上昇による実質GDP成長率の押し下げ幅

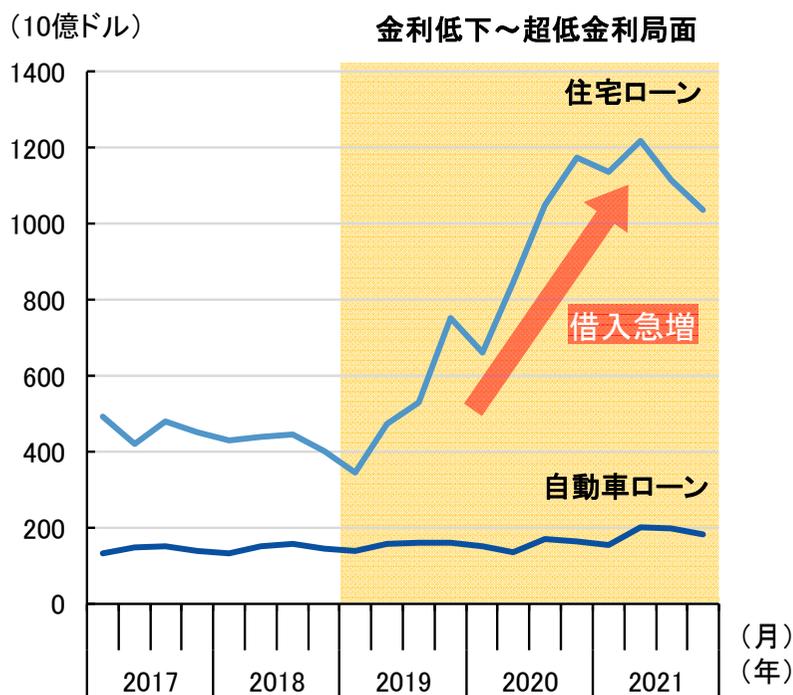


(注)2月末から4月11日までのタームプレミアム上昇(～40bp)と、2022年4～6月期に50bp分または100bpの想定外利上げ(累積)を織り込んだ複合的效果
FRBのマクロ経済モデルによりシミュレーション
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国家計の健全性は高く、金利上昇によるバランスシート調整リスクは小さい

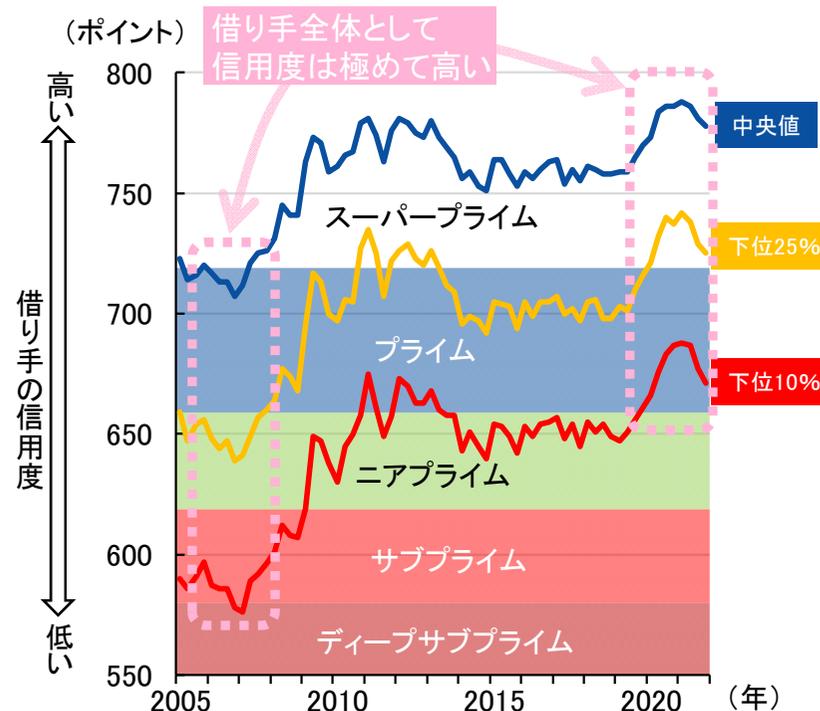
- 米国家計は2019年以降の低金利環境を背景に住宅ローンの借入を急増
 - なお、自動車ローンやクレジットカードローンの借入は相対的に小さく、バランスシート調整リスク要因とはならず
- 借入急増も住宅ローン利用者の信用力は極めて高い(=無節操な貸出の形跡なし)
 - 住宅ローンの借手のクレジットスコアは、下位10%でもニアプライムの上限~プライムと健全
 - 固定金利での借入が中心であることも含め、金利上昇による米家計のバランスシート調整リスクは極めて小

米家計の新規ローン借入れ



(出所)NY連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

住宅ローンの借手の信用度(クレジットスコア)分布

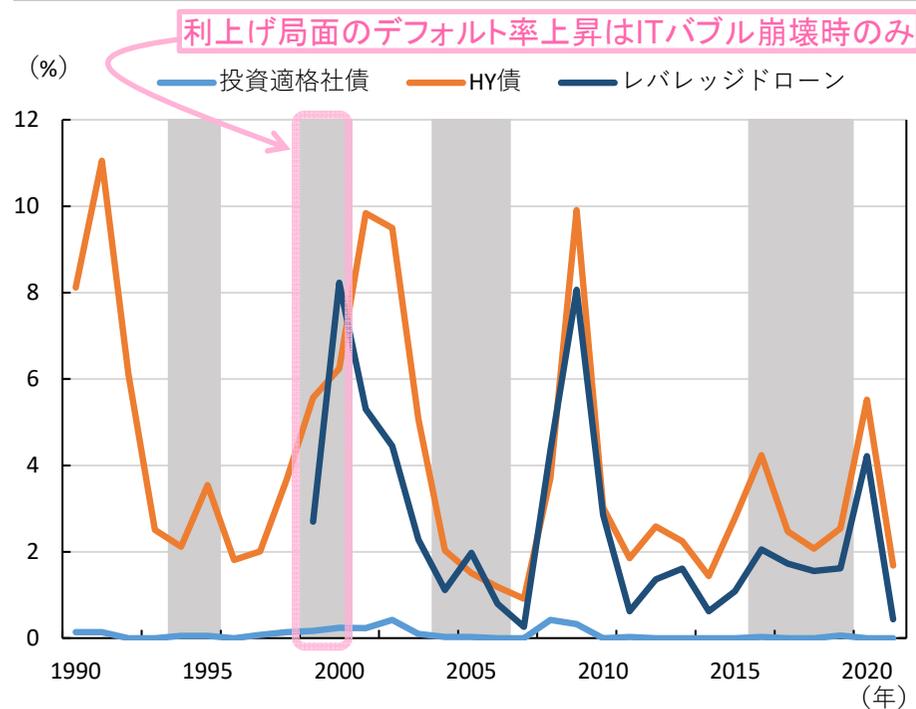


(出所)NY連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

LL市場、HY債市場から生じる損失は管理可能な範囲。金融ショックのリスク小

- 金利上昇を背景としたレバレッジドローン(LL)、ハイールド(HY)債のデフォルト率上昇は限定的
 - ITバブル期を除けば、利上げ局面において、デフォルト率は大きく上昇せず
 - ITバブル時並みにデフォルト率が上昇(LL:8.2%、HY債:9.8%)、回収率が低下(LL:60%、HY債:20%)した場合でも、**総損失額はLL及びHY債券市場全体でおよそ1,700億ドル**
 - この損失額は、**米株価が▲0.36%、米国債価格が▲0.81%の下落をしたのと同程度**のインパクト

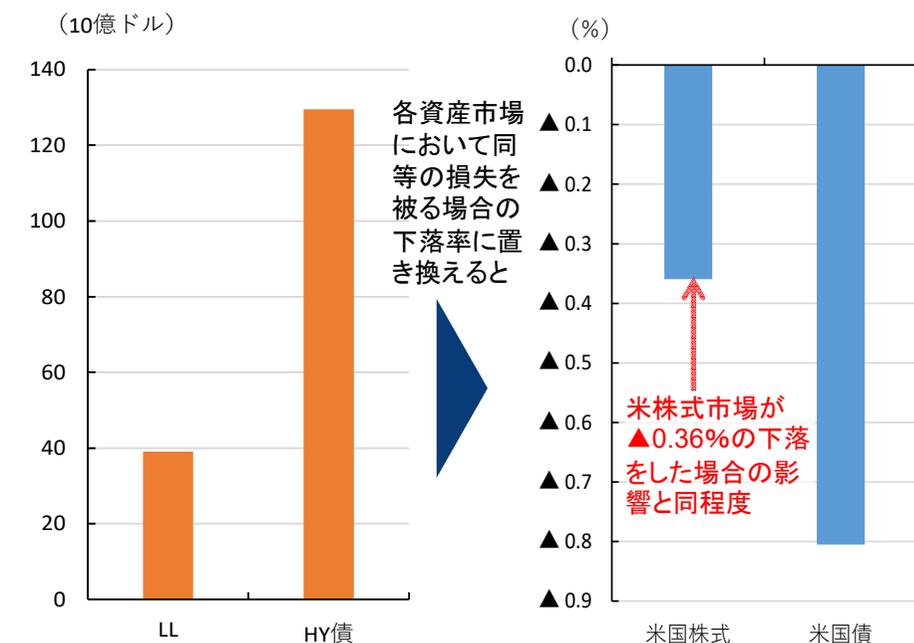
LL、HY債、投資適格債のデフォルト率の推移



(注) 灰色箇所はFRBによる利上げ局面

(出所) S&P Global Ratings、S&P LCDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

LL・HY債損失額 同額の損失を被る各資産の下落率



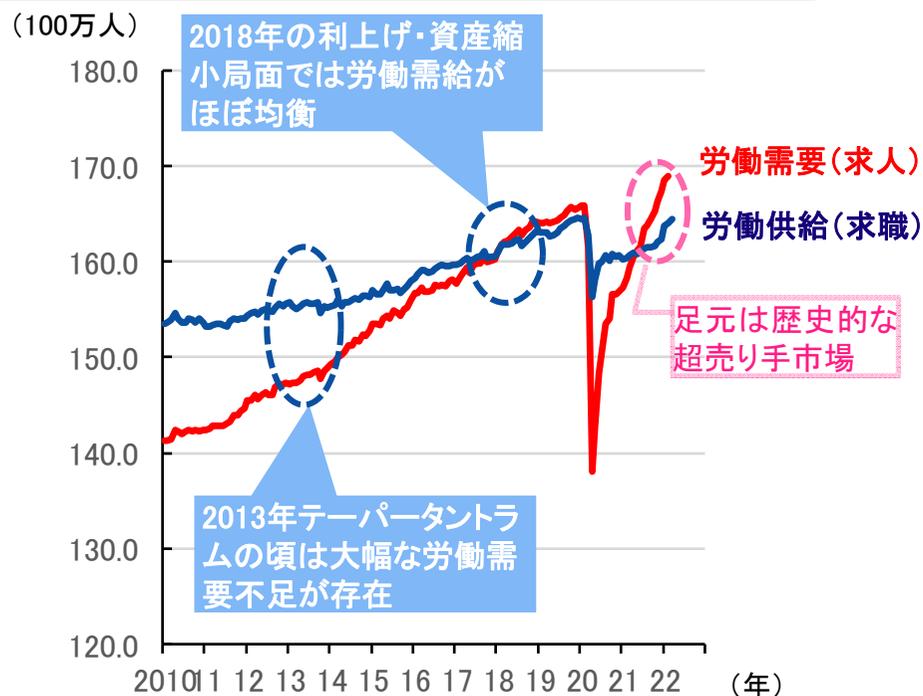
(注) LL、HY債から生じる損失額は、デフォルト率をそれぞれ8.2%、9.8%、回収率をそれぞれ60%、20%と仮定し計算

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

労働需要・所得の高い伸びも、景気後退回避に貢献

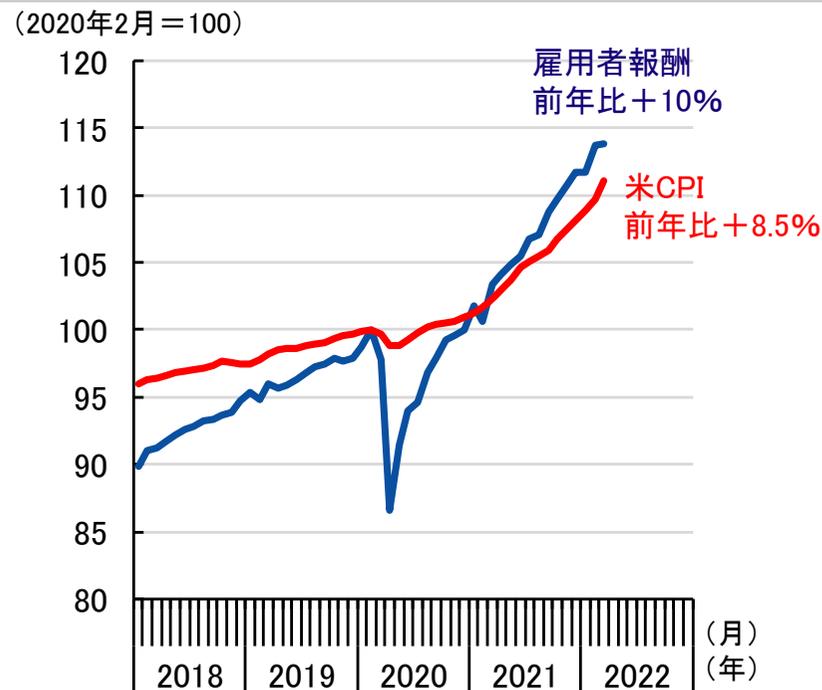
- 米国の労働市場は歴史的な超売り手市場
 - 家計の雇用者報酬は前年比+10%の高い伸びで拡大しており、インフレも追い付いていない状況
- 所得⇒消費⇒設備投資⇒企業収益⇒雇用⇒所得という好循環が大きく崩れるリスクは小さい
 - 金利感応度の高い自動車販売や住宅販売などの調整は不可避だが、米国経済全体としては底堅く推移
- ただし、こうした米国経済の強さはインフレの上振れリスク(ビハインド・ザ・カーブ)もはらむ点に要警戒⇒次ページ

米国の労働需要と労働供給



(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

雇用者報酬とインフレ

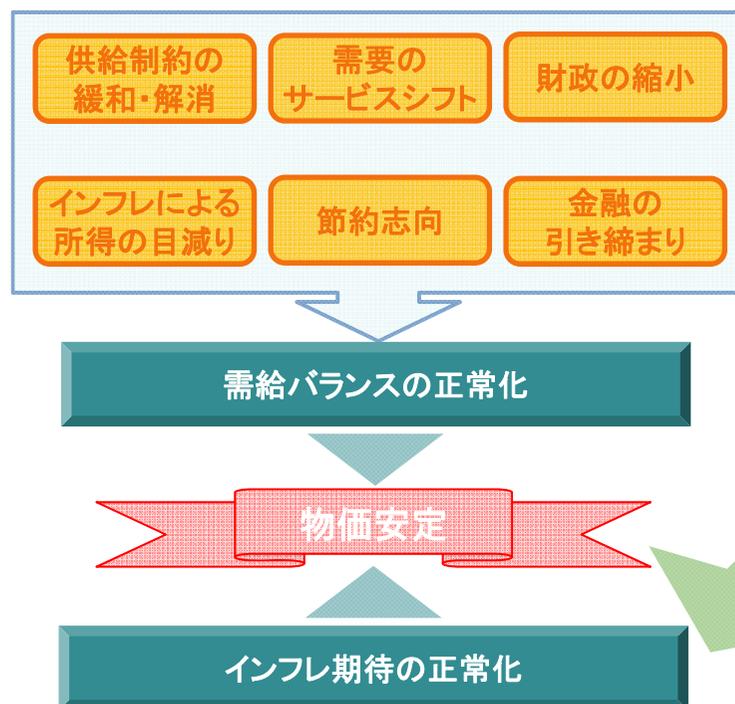


(注)雇用者報酬は週当たり賃金と総労働投入時間から計算
(出所)米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

リスクは高インフレの経験によって生まれる「インフレ期待の上振れ」

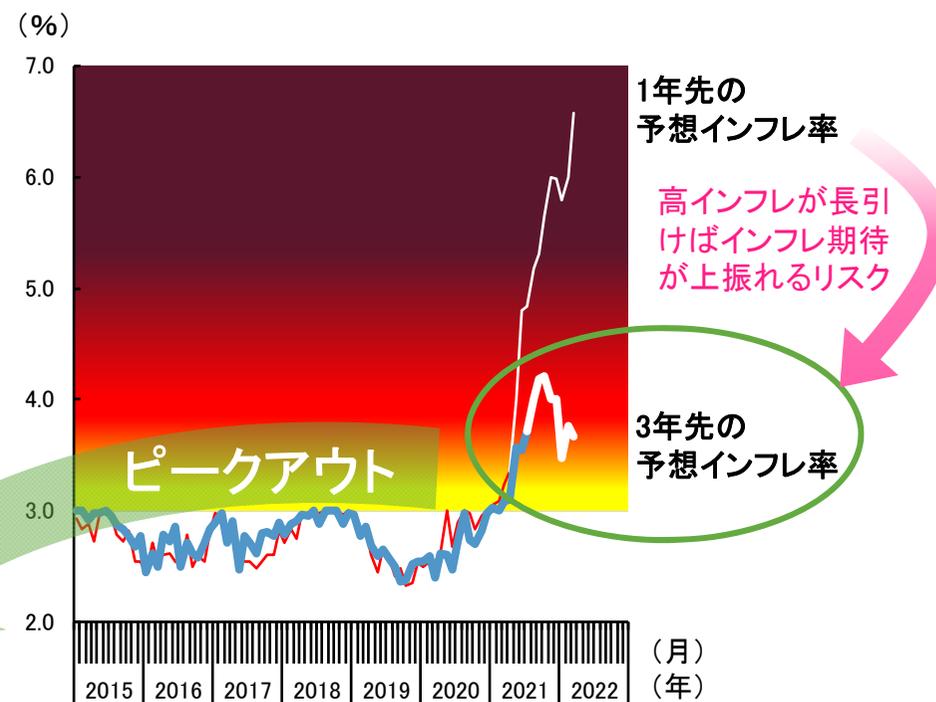
- 物価安定には①需給バランスの正常化(景気過熱感の一服)と②インフレ期待の安定が不可欠
 - ①については前述の通り、インフレのピークアウトを支援する動き
 - ②についても、消費者の**中期インフレ期待が足元ピークアウトの動き**⇒インフレ抑制と成長持続の軟着陸シナリオ
- しかし、長い間にわたる**高インフレの経験(企業、消費者)によってインフレ期待が上振れるリスク**が残存

物価安定の考え方



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

消費者のインフレ期待

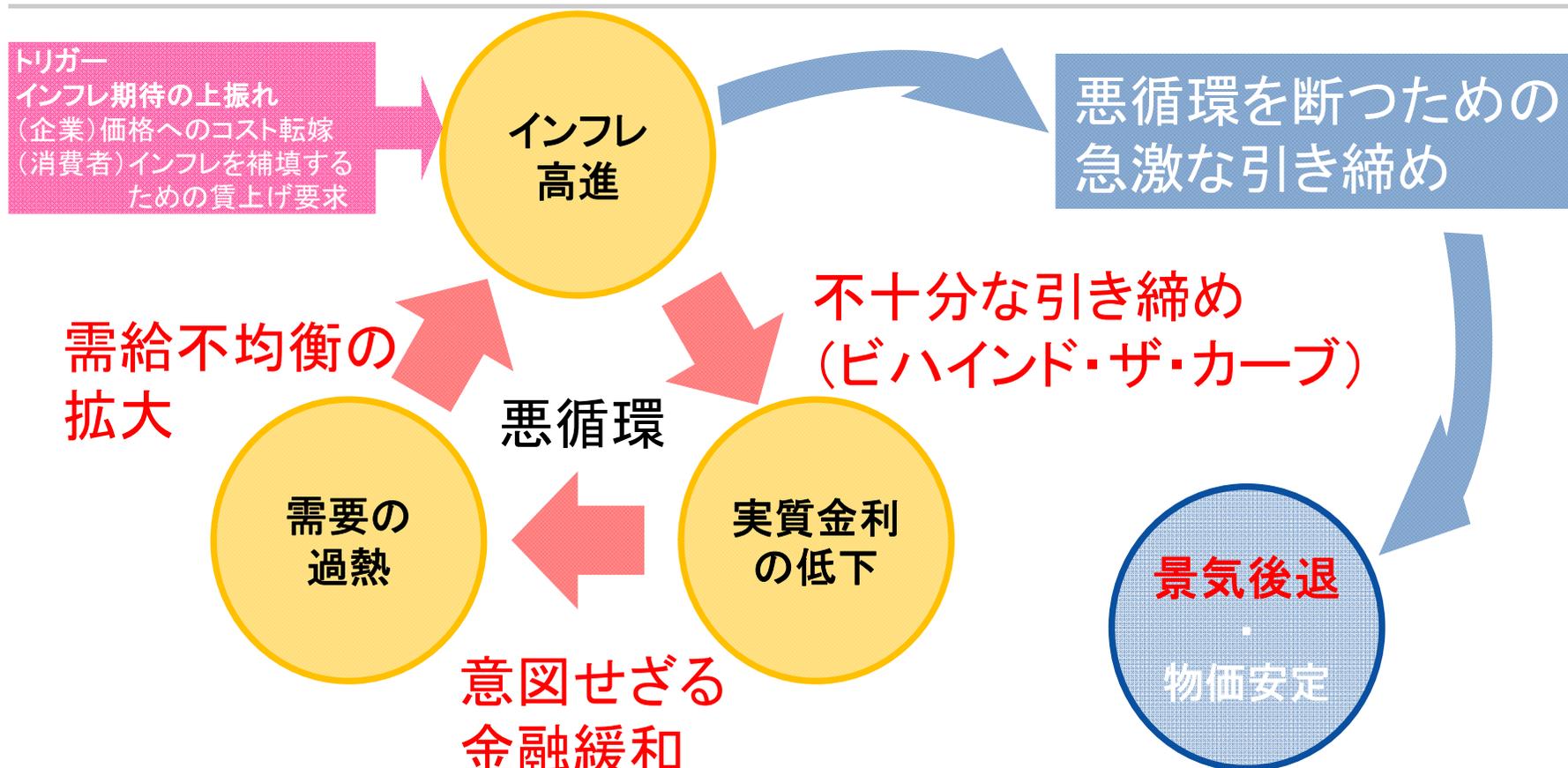


(出所)NY連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インフレ期待が上振れた場合はさらなる急激な引き締めが必要に

- 米国経済の金利耐性が強い(経済減速・インフレ圧力緩和速度が鈍い)ほど「ビハインド・ザ・カーブ」の蓋然性高まる
 - インフレが上振れ⇒実質金利が低下(意図せざる金融緩和)⇒インフレ上振れ(インフレ期待の上振れ)の悪循環が生じるリスクが増大

「ビハインド・ザ・カーブ」シナリオの世界観



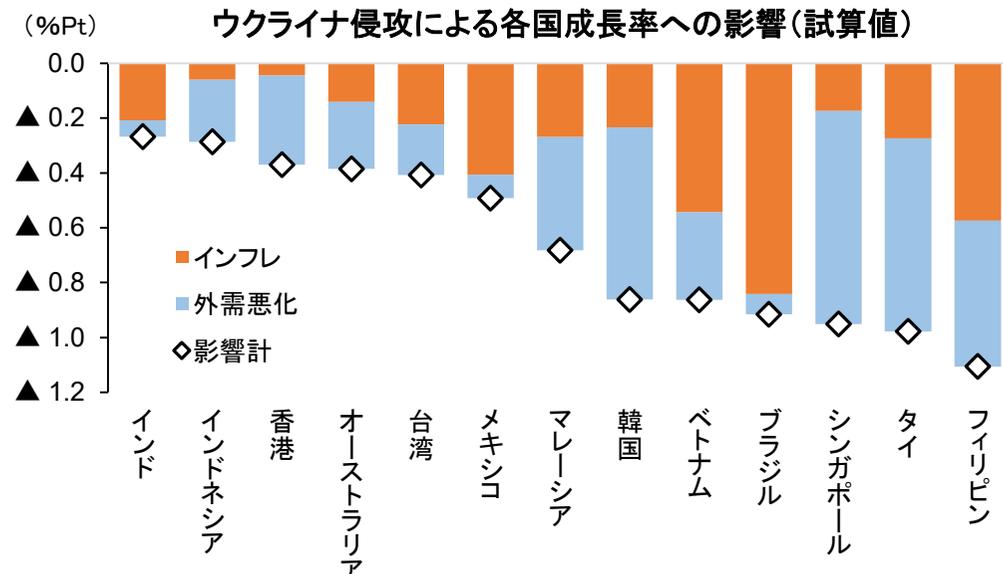
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インフレ圧力、外需悪化が景気への下方圧力に

- **①資源高によるインフレ、②供給制約と海外景気減速による外需悪化**は、新興国景気への下方圧力に
 - 食品やエネルギー価格の高騰がインフレ圧力を高め、消費回復の抑制要因に
 - 対ロ制裁が供給制約要因となるほか、欧州を中心に海外需要が減速。外需を下押し
- 成長率へのマイナスのインパクトは、**輸出主導型の国を中心に大**
 - フィリピンやタイ、シンガポール、韓国等は**貿易チャネルを通じた下押し影響が大**
 - 産油国や農業国では代替的な輸出拡大が外需を下支えも、**インフレ影響による内需下振れは避けられず**

新興国経済に対するウクライナ侵攻の影響

チャネル	影響
インフレ ↓	<ul style="list-style-type: none"> 食品やエネルギー価格の上昇が各国のインフレを押し上げ ➢ インフレ加速が家計を圧迫、消費回復の抑制要因に
外需悪化 ↓	<ul style="list-style-type: none"> 対ロ制裁によりロシア向け輸出が停滞するほか、ロシア製品の調達停止が供給制約に ➢ 欧州などの海外需要が減速し、新興国の外需を下押し 産油国や農業国では代替的な輸出拡大が外需の下支えに



(注) インフレによる影響は、原油や食糧価格に対する各国CPIの反応をもとに内需への影響を試算。外需悪化の影響は、国際産業連関表をもとに各国供給制約の影響、および海外経済の減速による波及的効果を試算

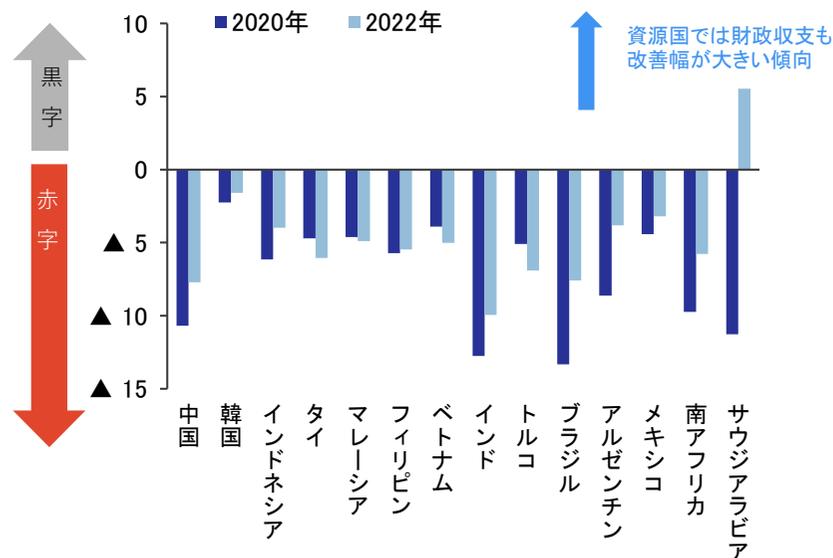
(出所) ADB、CEIC data、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インフレや米国利上げにより債務負担増の懸念も、波及リスクは限定的

- コロナの影響により、新興国各国の財政収支はすでに大幅に悪化しており、今後、非資源国を中心に、**インフレ加速や、米利上げに伴う、新興国の通貨安は、金利上昇圧力を高め、財政悪化要因**となる
- 今後一段の**インフレ圧力や通貨安圧力を想定すると、新興国での利上げの蓋然性が高い**
 - **財政負担の増加や、対外債務負担の増加などが懸念材料**。ただし、支払い余力である経常収支＋外貨準備と、短期対外債務の水準を比較すると、トルコ、アルゼンチンを除けば、短期的なデフォルトリスクは限定的、先進国への波及リスクは小さい

財政収支見込みの変化幅

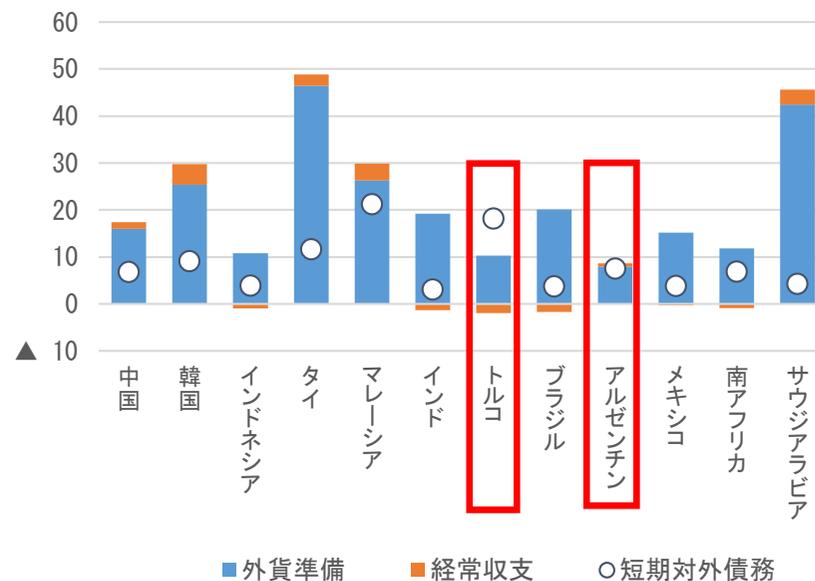
(対GDP比%)



(注)2020年予測差分は、2019年時点(コロナ前)のIMF予測と、最新予測の差分
(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

対外債務と外貨準備＋経常収支の比較

(対GDP比、%)

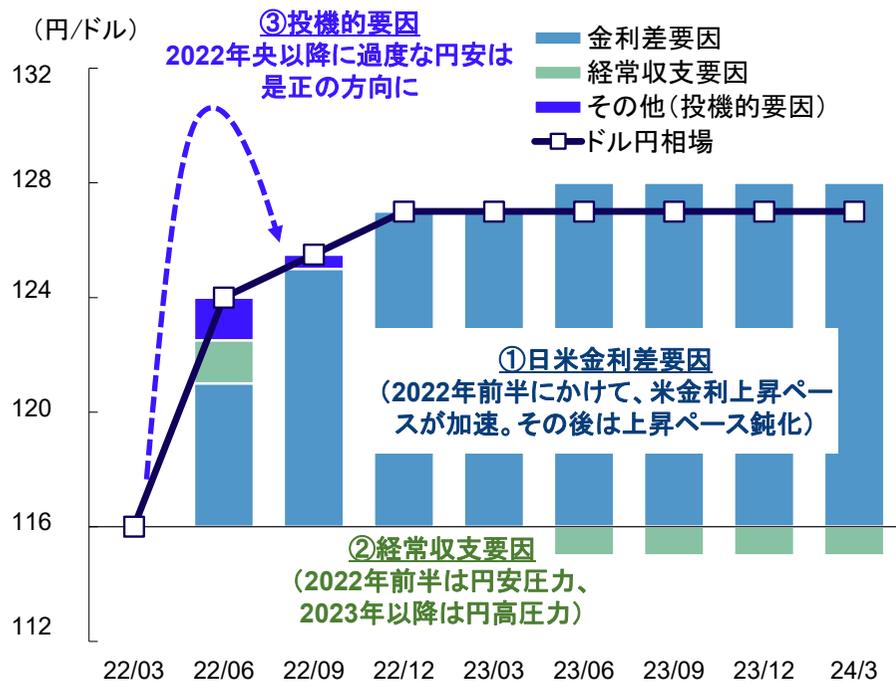


(出所) IMF、世界銀行、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ドル円相場は2022年前半にかけ円安進展。2022年後半以降は120円台後半に

- 2022年前半にかけ円安・ドル高が進展。2022年後半以降は120円台後半での推移を見込む
 - 2022年前半に円安が進展する要因としては、①米国の利上げによる日米金利差拡大、②原油価格高騰に伴う経常収支悪化による資金流出懸念、③投機筋による①②や日銀の金融政策維持を意識した円売りの仕掛けが背景
 - 2022年前半にかけては、反転材料に乏しく、1ドル=130円台半ばまで円安・ドル高が進む可能性もあり要留意
 - ただし2022年後半以降は、3要因による過度な円安圧力が収まり、120円台後半での推移を予想

ドル円相場の見通し(四半期)



(注) 見通しの数値はレンジの平均値を示す
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(年/月)

ドル円相場に影響を与える3要因と先行き

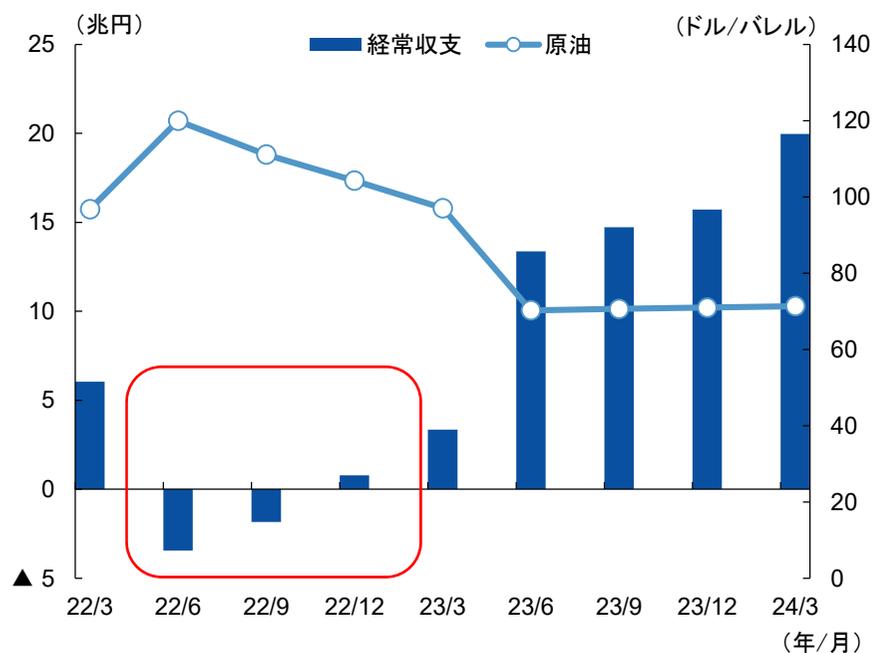
要因	2022年前半	2022年後半以降
① 日米金利差	米国の利上げにより米金利上昇ペースは加速。一方円金利は低位で推移し、日米金利差拡大。円安圧力に ↑	米国でインフレ指標などが落ち着けば、米金利上昇ペースは鈍化。円安圧力は小幅に ↑
② 経常収支	原油価格の高騰により、経常収支赤字、資金流出懸念が円安圧力に ↑	原油価格の低下から、経常収支も黒字に改善。円高圧力に ↓
③ 投機筋の仕掛け	①金利差拡大観測や、②資金流出懸念などを意識した過度な円売り ↑	①金利差拡大一服や②経常収支の改善等から、過度な円売りも解消 ↓

(注) 赤字は円安、青字は円高を表している。矢印の大きさは影響度を示す
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の物価・需要の減速、日本の経常収支悪化の歯止めが、円安一服の起点に

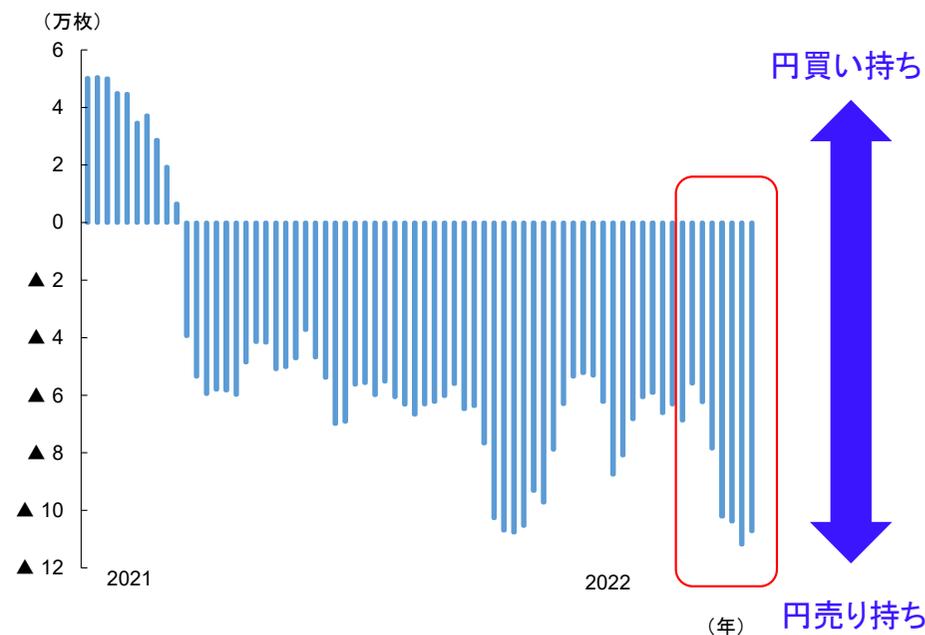
- 2022年後半以降、毎月の米経済指標で、物価のピークアウトや、耐久財消費・住宅投資など金利上昇の影響を受けやすい需要項目の減速が確認されれば、米利上げへの市場の過度な織り込みははく落し、米金利上昇ペースも鈍化
- 日本の経常収支は2022年前半にかけ悪化とみるが、原油価格のピークアウトと共に年後半からは悪化に歯止め
- 投機筋は2022年3月に入ってから、円売り持ち高を拡大
 - 過度な米利上げ期待のはく落、経常収支悪化に歯止めがかかれば、投機筋のポジションも徐々に解消へ

原油・経常収支の見通し



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

投機筋のポジション



(出所)Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

円安の影響とその持続性～ メリットが低下、「悪い円安」が意識されやすい環境

- 本来、円安は景気にプラスだが、メリットが薄れていることに加え、足元はデメリットが意識されやすい局面
 - なお経済的影響の観点では資源高による所得流出(デメリット①)の影響が大

円安メリットと阻害要因

円安のメリット	阻害要因	GDPへの影響
輸出数量の増加	<趨勢的・構造的要因> ① 海外生産比率の上昇、輸出競争力低下	▲0.3%
	<一時的要因> ② (資源高・金利上昇に伴う)海外経済の減速	▲0.3%
インバウンド需要の増加	<一時的要因> ③ 水際対策の継続によるインバウンド旅行者の低迷	▲0.8%

デメリットが意識されやすい理由

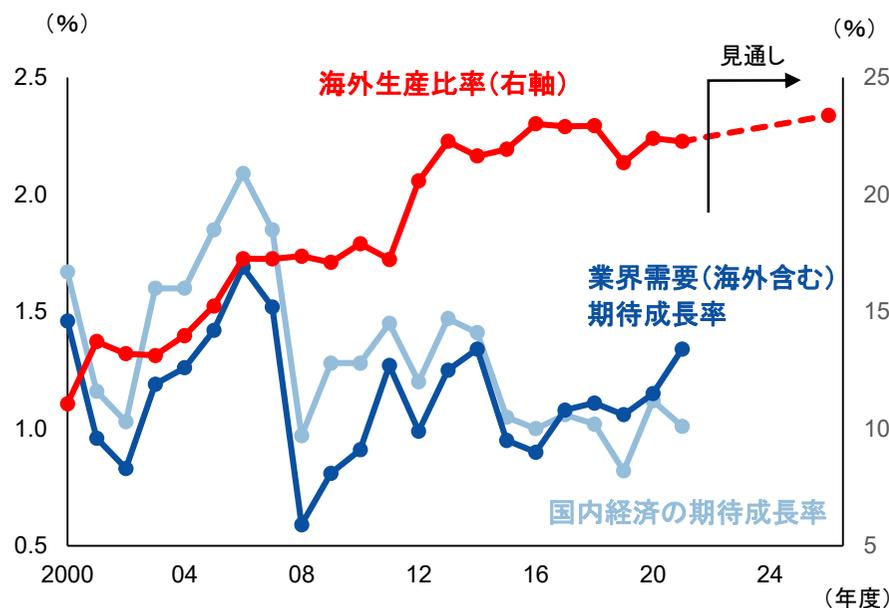
円安のデメリット	意識されやすい理由	GDPへの影響
輸入コスト上昇	<一時的要因> ① 資源高との同時進行が輸入物価上昇を増幅	▲1.8%
	<構造的要因> ② 影響の偏在(輸出企業に恩恵もコスト負担は広範)	—

(注)内閣府ならびにMHRTマクロモデルから計算したインパクトの理論値
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

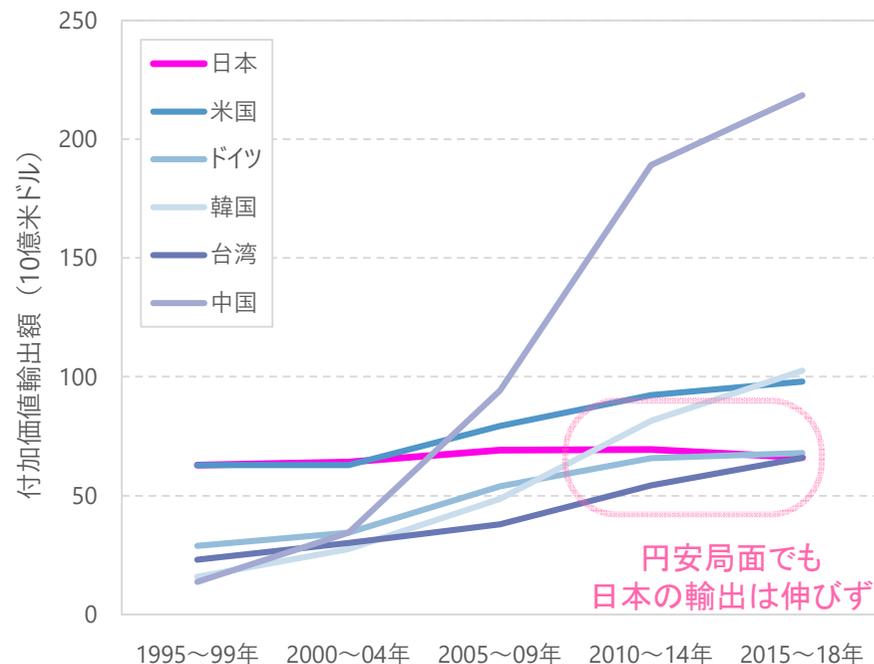
円安メリットの阻害要因①: 海外生産シフト、輸出競争力の低下

- 海外生産比率の趨勢的な上昇、産業競争力の低下により、円安が輸出数量を増やす効果は縮小
 - 海外生産比率は過去20年で約2倍に上昇。円安でも輸出数量は増えにくい体質に
 - 国内経済の期待成長率は低く、円安持続でも国内回帰にはつながらない見通し
 - 日本のエレクトロニクス分野は競争力が伸び悩み、円安のハンディキャップがあっても輸出増は期待薄
 - 短期的には、車載半導体の供給制約も生産・輸出の回復を抑制

海外生産比率と期待成長率



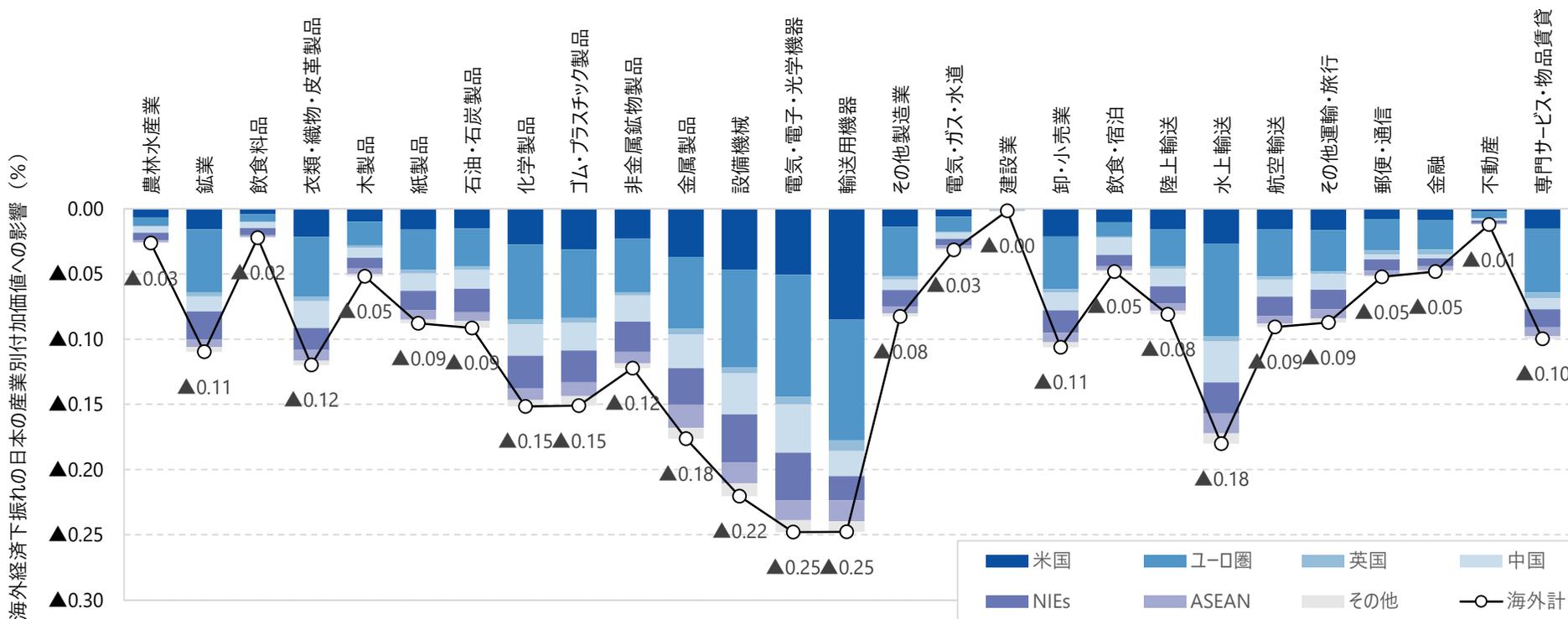
電気・電子・光学機器の付加価値ベース輸出額



円安メリットの阻害要因②：海外経済の減速

- **資源高・金利上昇の影響で今後の世界経済は減速**し、輸出は増えにくい環境に
 - 2022年の世界経済成長率は、ロシアのウクライナ侵攻前と比べて1%前後下振れ
 - ユーロ圏向けを中心に、輸送用機械や電気・電子機器などの外需が下振れる格好

海外経済の下振れによる日本の産業への影響(付加価値減少率)



(注)欧州はユーロ圏19カ国

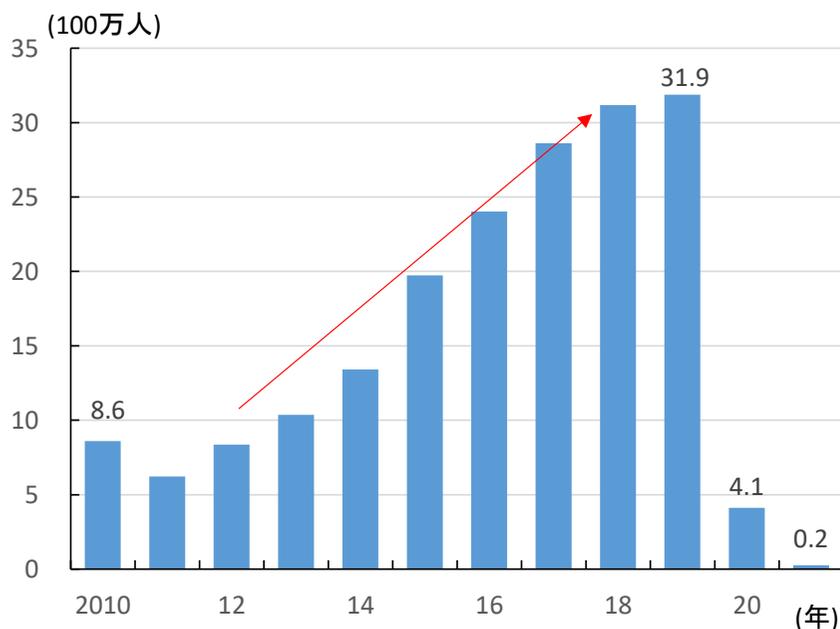
(出所)OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

円安メリットの阻害要因③: 政府のコロナ水際対策継続によるインバウンド低迷

■ 円安によるインバウンド増加も当面は期待できず

- アベノミクスの円安局面では、政府の観光振興策と相まって、インバウンド観光客数が急増
- しかし、**政府のコロナ水際対策が継続している現状では、円安でもインバウンド誘発は期待できず**。インバウンドの本格回復は、新興国までワクチン・経口治療薬が行きわたる2023年後半以降にずれ込むと予想

インバウンド観光客数の推移



(出所) 日本政府観光局「訪日外国人旅行者統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インバウンド消費見通し

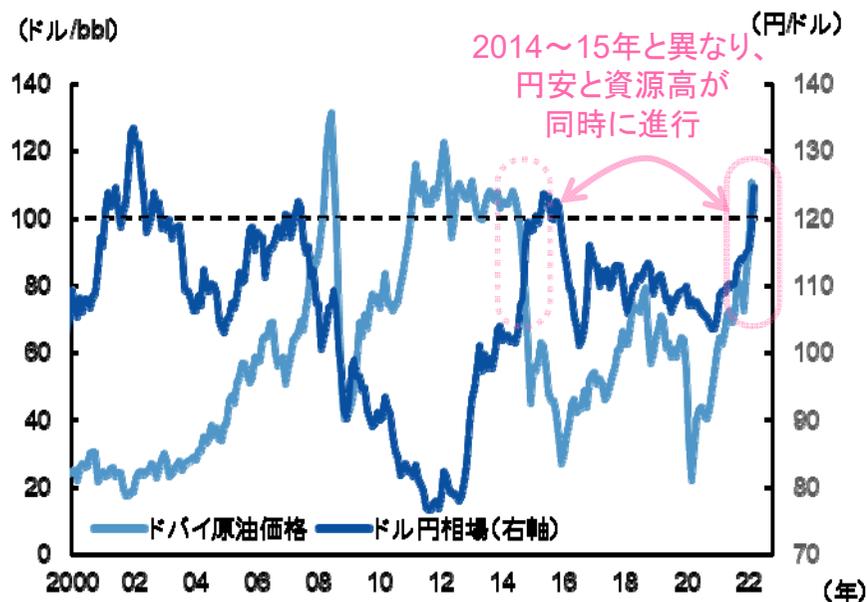


(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

デメリットが意識される理由①: 資源高との同時進行が輸入コスト上昇を増幅

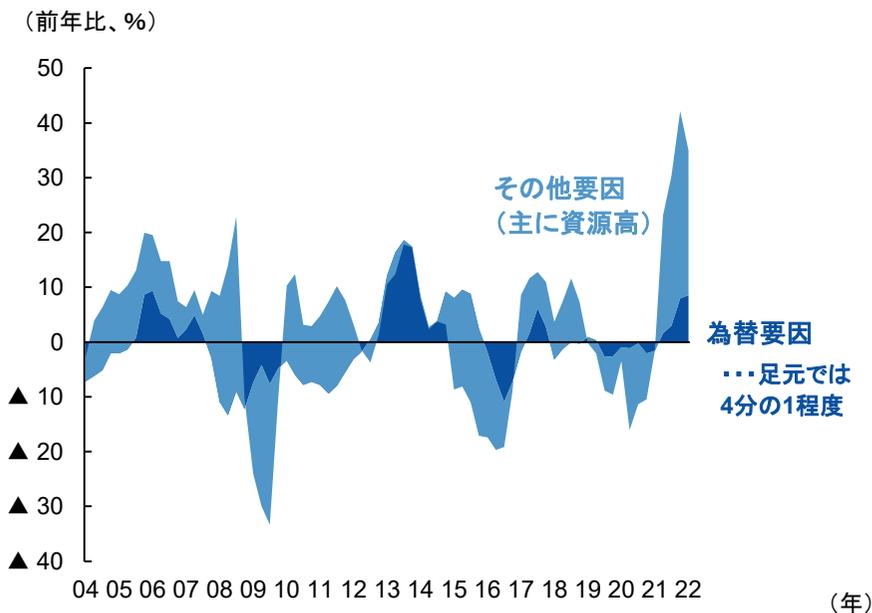
- 足元は円安が資源高と同時進行することで、輸入物価の上昇を増幅させる構図
 - 2022年1~3月期時点で円安の影響は輸入物価上昇率の4分の1程度。交易条件悪化(=海外への所得流出)の主因は資源高であるが、輸入物価の上昇を増幅する形になるため、円安のデメリットが意識されやすい状況に
 - ※ 円安は輸出物価も上昇させるため、実際は交易条件悪化への影響は限定的。主因はあくまでも資源高

ドバイ原油価格とドル円相場



(注) 月間平均値
(出所) 日本銀行、日本経済新聞社より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸入物価指数・要因分解

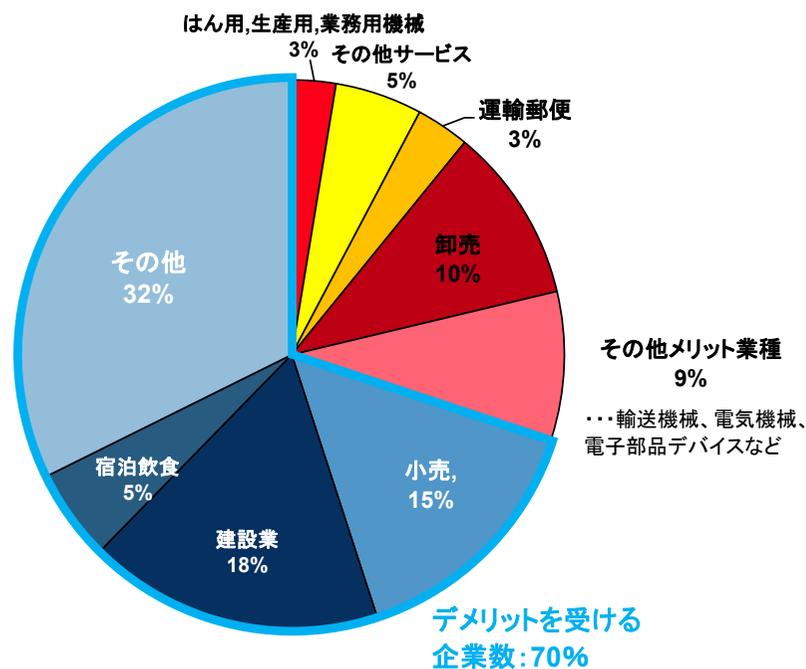


(注) 為替要因は、円ベースと契約通貨ベースの差分
(出所) 日本銀行「企業物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

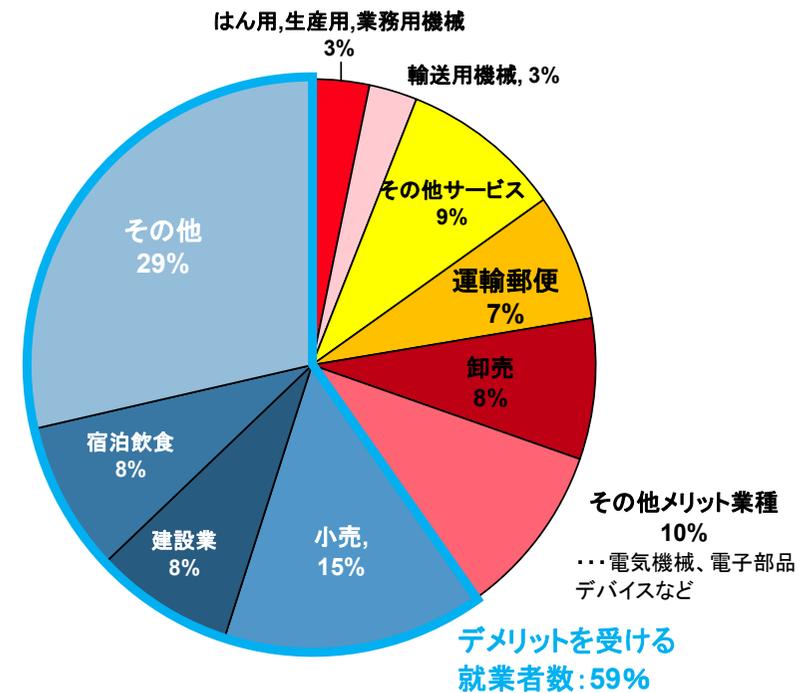
デメリットが意識される理由②:円安メリットは一部の業種に限定

- 円安メリット(為替差益)は、グローバル展開している業種・企業(輸送用機械、電気機械、卸売など)に集中
- 素材系業種など輸入依存度の高い業種のほか、食料品、対人サービスなど内需型業種を中心に輸入物価の上昇(交易条件の悪化)が企業収益を下押し
 - マイナス影響を受ける業種に属する企業数は全体の7割、就業者数は6割に上る。円安メリットは一部業種に集中し、輸入コスト増は広く薄く負担する構図

プラス・マイナス影響業種のシェア(企業数)



プラス・マイナス影響業種のシェア(就業者数)



(注)2020年のSNA連関表を基に作成。輸入価格上昇による国産品の価格上昇が他産業に100%波及する場合の試算
(出所)内閣府「国民経済計算」、日本銀行「輸出入物価指数の契約通貨別構成比」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナ:再拡大しても主要先進国の経済影響は限定的。中国はゼロコロナ政策堅持

- 重症度が低いオミクロン株のもと、主要先進国はウィズコロナ状況でモビリティが回復へ
 - 欧米ではオミクロン株の感染がピークアウト。日本では足元で再拡大の動きがみられるが、ブースター接種や治療薬の利用拡大で重症化リスクが引き続き抑制。日米欧では予測期間においてコロナの景気下押しリスクは小さい
- 一方、ゼロコロナ政策を維持する中国は、今後も散発的感染の度に行動制限を強化するリスク

主要国の感染シナリオ(現時点での見方)

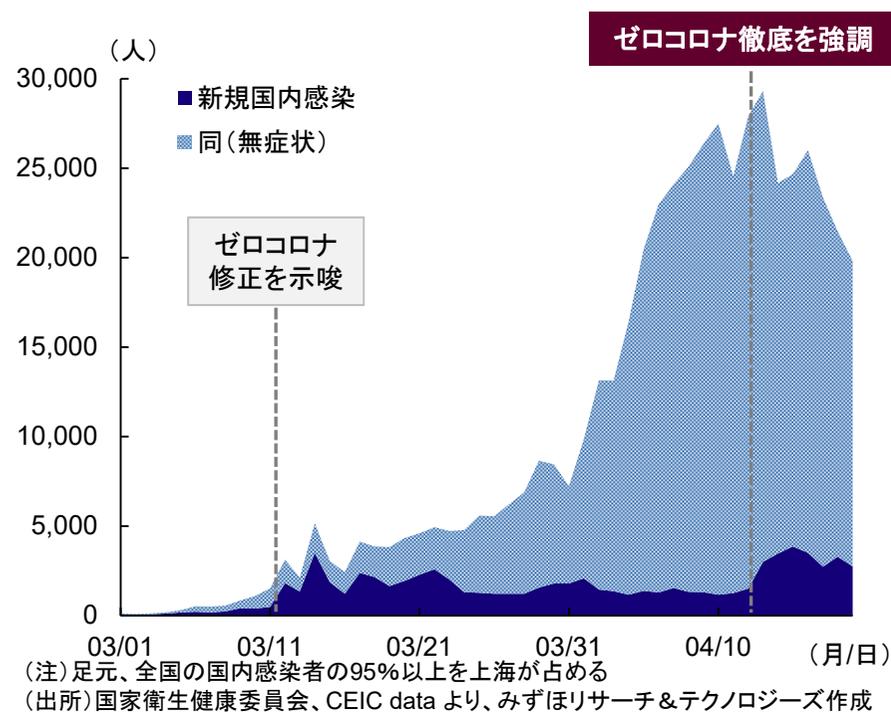
	今後の感染見通し	行動制限の状況	今後のモビリティの動向	3回目接種 (4月中旬時点)
日本	● オミクロン株亜種の拡大により感染が再拡大するも、医療体制の負荷は第6波に比べ限定的に	● まん延防止等重点措置を3月21日で全面解除		約47%
米国	● 新規感染者数が緩やかな減少傾向を維持	● 政策的な行動制限は行わず	● ウィズコロナ状態のなか、モビリティが徐々にコロナ禍前水準に向け回復	約30%
欧州	● 域内主要国の新規感染者数は総じて緩やかな減少傾向が継続	● 各国で行動制限を段階的に緩和		50~70%
中国	● 2022年内は各地での散発的感染が続く	● 一部都市で大規模ロックダウン	● 散発的感染の度に短期ロックダウンを実施し、経済活動を抑制	約50%

(出所) viz.covid19forecasthub.org、covid19forecasthub.eu、covid19.healthdata.org、Our World in Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

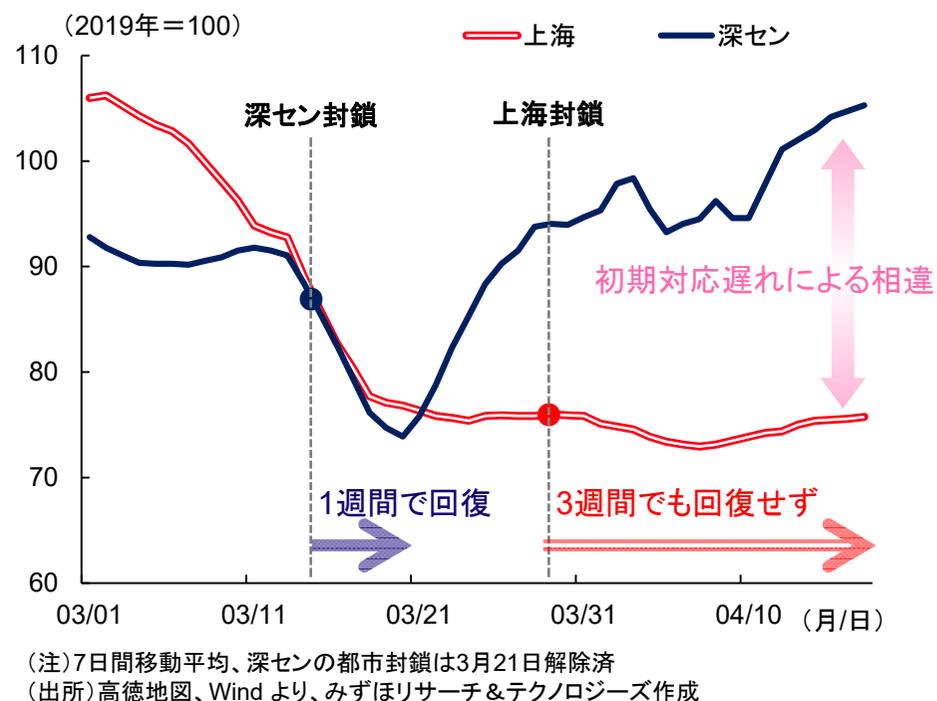
上海でのまん延を受けて「ゼロコロナ」を再徹底

- 習近平政権は上海での感染拡大を受けて、ゼロコロナ政策の貫徹方針を再徹底
 - 3月全人代で李克強首相が示唆したゼロコロナの微修正(感染抑制と経済活動の両立)を撤回
 - 習総書記は4/13、視察先の海南省で「堅持こそ勝利」と強調し、あらためてコロナ封じ込めの徹底を指示
- 今後は深センのような早期封鎖(短期収束)で大規模な感染拡大を回避
 - 広州市、蘇州市、西安市といった感染者の少ない大都市でも、移動制限やPCR検査等の措置で早期介入の動き

中国本土の新規感染者数



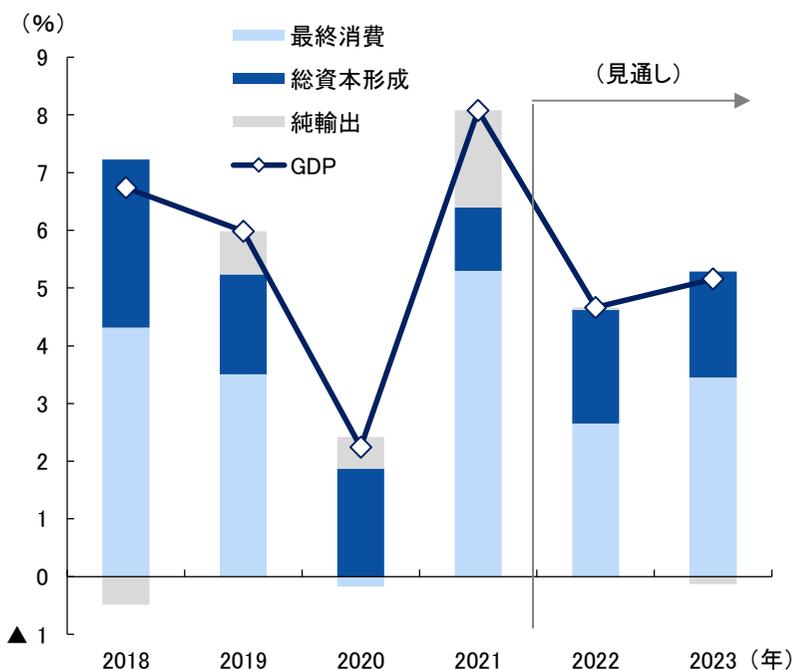
道路混雑状況と都市封鎖開始時期(上海・深セン)



2022年内は厳格なゼロコロナ政策が継続。政策対応で副作用を緩和

- 国産ワクチン開発の遅れや政治イベントから2022年内は「ゼロコロナ」を継続
 - 感染防止のため消費活動を抑制しつつ、生産・物流の安定化を目指す方針
 - 主要都市（沿岸の省都級都市）で毎月2～3回の短期ロックダウンが発生すると通年でGDP0.4%Pt下押し
- ゼロコロナによる景気減速懸念が強まるなか、中国政府は政策対応をスピードアップ
 - 2022年は前年を大きく上回る財政出動を計画。減税等の景気対策の早期実現に動いており、インフラ投資とともに下押し圧力を緩和

実質GDP見通し



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

足元の景気対策

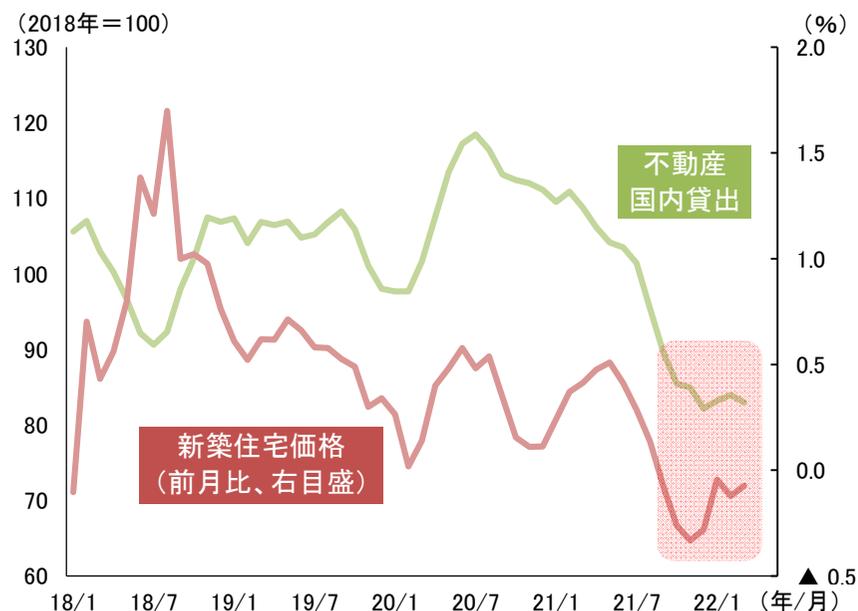
項目	内容	規模
減税・税還付	・製造業、中小零細企業への減税・増値税還付（4月より順次開始）	2.5兆円
インフラ投資	・地方専項債発行枠の前倒し付与と早期投資着手の推進	3.65兆円
金融緩和	・預金準備率引下げ（4月）	0.25～0.5bps (5300億元の放出に相当)
サプライチェーン安定化	・通行証の統一等、コロナ禍の国内輸送の円滑化 ・安定化に向けた資金支援（4月公表、今後実現へ）	3000億元 (資金支援部分)

(出所)各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

低迷続く不動産市況が地方財政に波及。都市封鎖が持ち直しの足かせとなる懸念

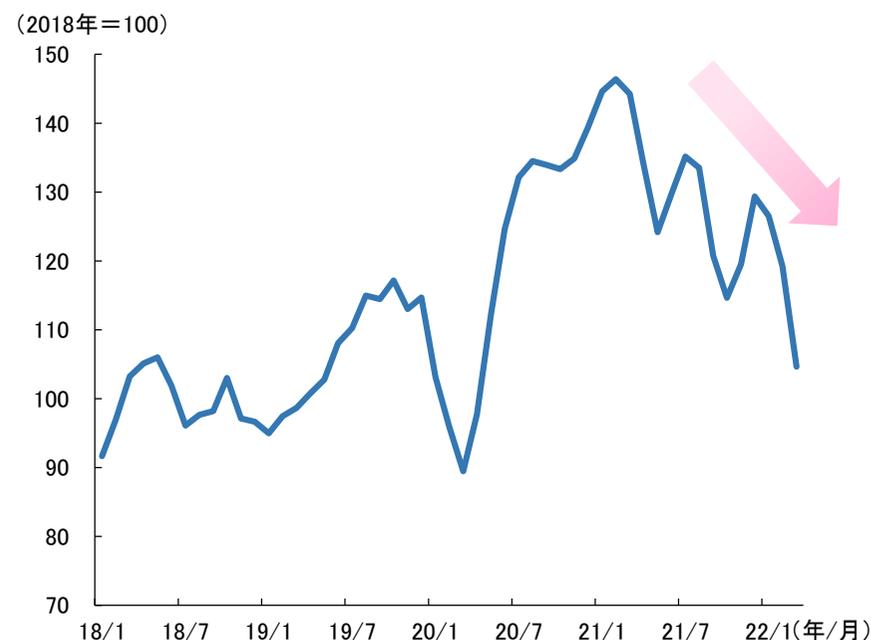
- 融資規制により落ち込んだ不動産市場は、足元でも低調な推移
 - **ディベロッパー向け融資や不動産価格は底這い**が続く
 - 都市封鎖の頻度増加が持ち直しの足かせとなり、不動産投資の失速が長期化するリスクも
- 低迷する不動産市況をうけ、**地方政府の主要財源である土地譲渡収入は減少傾向**
 - 1月には鶴崗市(黒龍江省)が事実上の財政破綻に追い込まれる等、地方財政悪化の懸念が高まりつつある

不動産関連指標



(注) 新築住宅価格は70都市平均、不動産国内貸出はディベロッパー向け国内貸出
貸出は、3カ月移動平均かつみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(出所) 中国国家统计局、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

土地使用権譲渡収入



(注) 3カ月移動平均、みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(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

米国：景気は緩やかに減速、成長率予想は2022年+3.0%、2023年+2.4%

- 2022年はインフレと金利上昇の影響で減速、**雇用・所得環境の堅調さが支えとなり景気後退を回避**
 - ①家計の実質購買力低下、②金融環境のタイト化、③財政出動の縮小、④供給制約が景気の下押し要因に
 - コアインフレ率は年内高止まり、米金融政策は引き締め姿勢続く
- 2023年は**個人消費の持ち直しにより米景気が再加速**
 - 住宅投資等、金利感応度の高いセクターは低調ながら、米景気全体としては消費をけん引役として再加速
 - 2022年の景気減速の影響を受けて、コアインフレ率は物価安定圏に向けて低下

米国：短期見通し総括表

		2021	2022	2023	2021				2022				2023			
		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
実質GDP	前期比年率、%	5.7	3.0	2.4	6.3	6.7	2.3	6.9	1.5	1.5	1.8	2.0	3.0	2.6	2.6	2.4
個人消費	前期比年率、%	7.9	2.4	2.2	11.4	12.0	2.0	2.5	2.6	0.7	1.1	1.4	3.1	2.7	2.7	2.3
住宅投資	前期比年率、%	9.2	▲ 1.7	▲ 0.2	13.3	▲ 11.7	▲ 7.7	2.2	0.5	▲ 0.6	▲ 2.0	▲ 1.8	0.6	0.6	1.0	1.0
設備投資	前期比年率、%	7.4	4.1	3.3	12.9	9.2	1.7	2.9	5.4	3.9	3.7	3.6	3.3	2.9	3.1	3.1
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.4	1.0	0.1	▲ 2.6	▲ 1.3	2.2	5.3	▲ 0.8	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
政府支出	前期比年率、%	0.5	0.0	0.8	4.2	▲ 2.0	0.9	▲ 2.6	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 1.4	▲ 0.1	0.3	▲ 1.6	▲ 0.2	▲ 1.3	▲ 0.2	▲ 0.3	0.3	0.5	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
輸出	前期比年率、%	4.5	7.9	6.2	▲ 2.9	7.6	▲ 5.3	22.4	5.8	7.6	7.2	6.9	6.2	5.5	5.2	4.8
輸入	前期比年率、%	14.0	6.9	2.8	9.3	7.1	4.7	17.9	6.5	3.3	2.2	1.9	3.1	3.2	3.3	3.0
失業率	%	5.4	3.6	3.5	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.5	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6
個人消費支出デフレーター	前年比、%	3.9	5.6	2.0	1.8	3.9	4.3	5.5	6.8	6.1	5.3	4.2	2.3	1.9	1.9	1.9
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	3.3	4.7	2.5	1.7	3.4	3.6	4.6	5.5	5.0	4.4	3.8	2.8	2.4	2.3	2.3

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値
(出所) 米商務省、米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏:2022年はプラス成長も、物価上昇により消費を中心に下押し

- 2022・2023年の実質GDP成長率は+2.3%、+2.5%と予測
 - 2022年はプラス成長も、ロシアのウクライナ侵攻を受けたエネルギー価格の上昇や不確実性の高まりを背景に、**年前半にかけて個人消費や設備投資、輸出を中心に減少**
 - 2023年は、前年の落ち込みの反動やエネルギー価格のピークアウトに伴うインフレ率の低下から、**下押しが一服**

ユーロ圏:短期見通し総括表

		2020 (暦年)	2021	2022 (見通し)		2021				2022				2023			
				2023	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、%	▲ 6.4	5.4	2.3	2.5	▲ 0.1	2.2	2.3	0.3	0.3	▲ 0.2	0.5	0.6	0.8	0.6	0.8	0.7
内需	前期比、%	▲ 6.2	4.2	2.4	2.1	▲ 0.2	2.3	2.1	0.9	0.3	▲ 0.6	0.5	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5
個人消費	前期比、%	▲ 7.9	3.5	1.9	3.3	▲ 2.3	3.9	4.5	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 1.2	1.2	1.2	1.1	0.7	0.6	0.6
総固定資本形成	前期比、%	▲ 7.0	4.3	3.4	2.0	0.1	1.3	▲ 0.9	3.5	1.3	▲ 0.4	0.1	0.3	0.5	0.7	1.1	0.9
政府消費	前期比、%	1.1	3.8	1.4	▲ 0.1	▲ 0.5	2.3	0.3	0.5	0.4	0.1	0.1	▲ 0.4	0.0	0.1	0.0	0.0
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.5	0.4	0.3	▲ 0.1	1.1	▲ 0.5	▲ 0.1	0.4	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.3	1.3	▲ 0.0	0.4	0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.7	0.1	0.4	0.0	0.0	▲ 0.0	0.1	0.3	0.3
輸出	前期比、%	▲ 9.1	10.9	5.4	4.7	1.3	2.8	1.7	2.9	0.8	▲ 0.2	1.4	1.3	1.3	1.1	1.3	1.0
輸入	前期比、%	▲ 9.0	8.7	5.8	4.2	1.2	3.1	1.4	4.6	0.6	▲ 1.0	1.5	1.3	1.4	0.9	0.9	0.6
消費者物価指数	前年比、%	0.3	2.6	8.0	4.2	1.1	1.8	2.8	4.6	6.5	8.6	8.7	8.4	6.8	4.5	3.3	2.5
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	0.7	1.5	2.4	1.8	1.2	0.9	1.4	2.4	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

新興国：中国はゼロコロナ政策、新興国はインフレ加速が足かせ

- ロシア・ウクライナ問題の激化・長期化を背景とした資源高と外需減速が、非資源国を中心に景気回復の足かせに
 - 資源高によるインフレと供給制約・海外需要減速による外需悪化により、2022年は回復ペースが鈍化。米利上げを受けた通貨安圧力もインフレを助長し、一部の新興国では利上げ前倒しの可能性も
 - 2023年以降は、コロナ感染状況の改善を受け、緩やかに回復パスに回帰すると予想
- 中国では、ゼロコロナ政策が景気を下押しするも、財政支援により、急激な景気落ち込みは回避されると想定

新興国見通し総括表

	2020年	2021年	2022年 (見通し)	2023年	2020年				2021年				2022年
					1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
アジア	▲ 0.9	7.1	5.1	5.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国	2.2	8.1	4.7	5.2	▲ 6.9	3.1	4.8	6.4	18.3	7.9	4.9	4.0	4.8
NIEs	▲ 0.7	5.4	2.6	2.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
韓国	▲ 0.9	4.0	2.5	2.6	1.5	▲ 2.6	▲ 1.0	▲ 1.1	1.9	6.0	4.0	4.2	-
台湾	3.4	6.4	3.4	2.6	3.0	0.6	4.3	5.3	9.2	7.8	4.4	4.9	-
香港	▲ 6.5	6.4	1.0	3.8	▲ 9.3	▲ 9.4	▲ 4.1	▲ 3.4	8.0	7.6	5.5	4.8	-
シンガポール	▲ 4.1	7.6	2.5	2.7	1.2	▲ 12.2	▲ 4.6	▲ 0.9	2.0	15.8	7.5	6.1	3.4
ASEAN5	▲ 3.5	3.4	5.2	4.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
インドネシア	▲ 2.1	3.7	4.9	4.4	3.0	▲ 5.3	▲ 3.5	▲ 2.2	▲ 0.7	7.1	3.5	5.0	-
タイ	▲ 6.2	1.6	3.0	4.1	▲ 2.2	▲ 12.3	▲ 6.4	▲ 4.2	▲ 2.4	7.7	▲ 0.2	1.9	-
マレーシア	▲ 5.6	3.1	6.4	4.5	0.7	▲ 17.2	▲ 2.7	▲ 3.4	▲ 0.5	16.1	▲ 4.5	3.6	-
フィリピン	▲ 9.5	5.7	5.8	5.8	▲ 0.7	▲ 16.9	▲ 11.6	▲ 8.2	▲ 3.8	12.1	7.0	7.8	-
ベトナム	2.9	2.6	6.9	6.9	3.7	0.4	2.7	4.5	4.7	6.7	▲ 6.0	5.2	5.0
インド	▲ 6.6	8.3	7.4	5.9	2.8	▲ 23.8	▲ 6.6	0.7	2.5	20.3	8.5	5.4	-
オーストラリア	▲ 2.2	4.7	2.8	2.6	1.6	▲ 6.0	▲ 3.8	▲ 0.6	1.3	9.6	3.9	4.2	-
ブラジル	▲ 3.9	4.6	0.2	2.2	▲ 0.1	▲ 10.7	▲ 3.7	▲ 0.9	1.3	12.3	4.0	1.6	-
メキシコ	▲ 8.2	4.8	1.6	2.3	▲ 1.0	▲ 18.7	▲ 8.5	▲ 4.4	▲ 3.8	19.9	4.5	1.1	-

(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

日本：成長率は2022年度+2.2%、2023年度+1.6%と回復が続く見通し

- 2022年度の日本経済は前年度比+2.2%を予測。資源高を主因とした交易条件の悪化、欧州を中心とした海外経済の減速が下押し要因になる一方、オミクロン株の感染収束に伴い個人消費を中心に回復基調を維持する見通し
- 2023年度は前年度比+1.6%を予測。物価高の影響は緩和されるも、期待成長率の低迷で賃金や設備投資の加速は期待できず、成長率は徐々に巡航速度へ回帰。グリーン投資も大幅な押し上げには至らず

日本経済見通し総括表

		2020年度	2021 (見通し)				2022				2023				2024
						1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	
実質GDP	前期比、%	▲4.5	2.2	2.2	1.6	▲0.5	0.6	▲0.7	1.1	▲0.5	1.3	0.6	0.5	0.2	
	前期比年率、%	—	—	—	—	▲2.2	2.4	▲2.8	4.6	▲2.1	5.3	2.6	2.2	1.4	
内需	前期比、%	▲3.9	1.2	2.1	1.3	▲0.4	0.7	▲0.8	0.9	▲0.3	1.3	0.6	0.5	0.3	
民需	前期比、%	▲6.2	1.7	2.3	1.4	▲0.3	1.0	▲1.2	1.6	▲0.5	1.4	0.5	0.5	0.2	
個人消費	前期比、%	▲5.4	2.4	2.7	1.1	▲0.8	0.7	▲1.0	2.4	▲1.1	1.8	0.5	0.5	0.1	
住宅投資	前期比、%	▲7.8	▲1.1	▲1.4	▲0.5	0.9	1.0	▲1.6	▲1.0	0.4	▲1.1	0.1	0.2	▲0.1	
設備投資	前期比、%	▲7.5	1.1	1.2	2.3	0.4	2.0	▲2.4	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5	
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.1)	
公需	前期比、%	3.0	▲0.1	1.7	0.9	▲0.8	▲0.1	0.2	▲1.0	0.3	0.9	0.9	0.5	0.4	
政府消費	前期比、%	2.5	2.0	2.2	0.9	▲0.6	0.7	1.1	▲0.4	0.5	0.9	0.7	0.4	0.3	
公共投資	前期比、%	5.2	▲8.0	▲0.6	1.3	▲1.7	▲3.4	▲3.0	▲3.8	▲0.8	0.7	1.4	1.0	0.5	
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(0.9)	(0.1)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	
輸出	前期比、%	▲10.5	12.4	2.3	2.5	2.2	3.1	▲0.3	0.9	0.2	0.8	0.7	0.6	0.6	
輸入	前期比、%	▲6.7	6.4	1.8	0.8	3.0	3.8	▲1.0	▲0.4	1.4	0.6	0.4	0.3	0.2	
名目GDP	前期比、%	▲3.9	1.0	1.3	3.9	▲0.5	0.2	▲1.1	0.3	▲0.3	0.0	1.0	0.8	0.4	
GDPデフレーター	前年比、%	0.7	▲1.2	▲0.9	2.2	▲0.2	▲1.1	▲1.2	▲1.3	▲1.0	▲2.3	▲1.5	▲0.4	2.0	
内需デフレーター	前年比、%	▲0.3	0.8	1.6	0.1	▲0.4	0.2	0.5	1.2	1.3	1.5	1.7	1.6	0.1	

(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。コアCPIは4～6月期以降に2%台まで伸び拡大

- 感染収束を受けてサービス業を中心に雇用者報酬は回復に向かうも、2022年度は**交易条件悪化や海外経済減速により製造業を中心に企業収益が下押し**され、**本格的な回復は2023年度以降**になる見通し。高生産性分野への労働移動は限定的で賃金の伸びは期待できず、コロナ後の個人消費や物価の伸びも緩慢になる見通し
- コアCPI(前年比)は2022年度は+2.0%と予測。通信料低下の下押し影響がはく落する**4～6月期以降に伸びを高め、+2%台まで上昇**。燃料油の激変緩和措置の拡充・延長が年度平均で**▲0.4%下押し**するも、資源高・円安を受けた**エネルギー・食料品を中心とした日用品の価格上昇が続き、家計の実質所得を下押し**

日本経済見通し総括表（主要経済指標）

		2020	2021	2022	2023	2021				2022				2023				2024
		年度	(見通し)	(見通し)	(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	1～3
鉱工業生産	前期比、%	▲ 9.6	5.9	4.2	4.4	2.6	0.2	▲ 1.9	0.2	0.9	1.7	1.5	1.4	1.1	1.0	1.1	0.8	0.7
経常利益	前年比、%	▲ 15.6	35.9	10.9	10.7	26.0	93.9	35.1	24.7	10.6	12.7	10.7	10.1	9.9	13.0	11.6	9.3	8.9
名目雇用者報酬	前年比、%	▲ 1.5	1.4	0.2	1.4	0.5	2.9	2.3	1.0	▲ 0.8	▲ 0.1	0.2	▲ 0.0	1.0	1.5	1.6	1.6	1.1
完全失業率	%	2.9	2.8	2.8	2.4	2.9	2.9	2.8	2.7	2.8	2.8	2.9	2.9	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	81.2	86.0	85.0	84.6	83.5	86.5	86.7	85.5	85.0	84.3	85.3	85.1	85.1	84.8	84.5	84.5	84.4
経常収支	年率換算、兆円	16.3	11.4	▲ 0.3	16.1	20.4	17.9	11.7	11.8	6.0	▲ 3.4	▲ 1.8	0.8	3.4	13.4	14.7	15.7	20.0
国内企業物価	前年比、%	▲ 1.4	7.3	5.2	▲ 2.9	▲ 0.3	4.6	6.1	8.8	9.5	9.8	7.1	3.6	0.6	▲ 3.5	▲ 3.1	▲ 2.5	▲ 2.4
〃 (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、%	▲ 0.4	0.1	2.0	0.9	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.0	0.4	0.6	2.0	2.3	1.9	1.6	1.3	1.0	0.8	0.6
〃 (除く制度要因)	前年比、%	▲ 0.4	▲ 0.0	2.5	0.3	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.0	0.7	2.7	3.0	2.5	2.0	0.6	0.3	0.2	0.1
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	0.1	▲ 0.8	1.0	0.5	0.0	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.9	0.5	1.0	1.5	1.0	0.7	0.6	0.4	0.2
〃 (除く制度要因)	前年比、%	-	▲ 0.9	1.2	0.3	0.1	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 0.9	0.6	1.2	1.7	1.2	0.6	0.4	0.2	▲ 0.0

- (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. 「除く制度要因」は、消費税増税、教育無償化、GoToトラベル事業、燃料油の激変緩和措置の影響を除く
 (出所)各種統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

金融市場：米長期金利は3%近傍で推移、ドル円相場は2022年前半にかけ円安が進展

- **米長期金利は**、高インフレの継続を背景とした利上げ実施を受けて**3%近傍の推移**を想定
- **米国株は**、米金利上昇を受け、**2022年末にかけ軟調に推移**。その後は業績の持ち直しに伴い**緩やかに上昇**。**日本株は**、**米国株に連動し軟調に推移する場面もあるものの**、その後は、EPSの成長に合わせ**緩やかに上昇**
- **ドル円相場は**、2022年前半にかけ、日米金利差の拡大、経常収支赤字による資金流出懸念、投機筋による円売りを背景に、**円安・ドル高が進展**。**2022年後半以降は120円台後半を中心としたレンジ**推移を予想

金融市場見通し総括表

	2020	2021	2022	2023	2021				2022				2023				2024
	年度	年度	年度	年度	1~3	4~6	7~9	10~12	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	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10
新発国債 (10年、%)	0.03	0.09	0.15 ~0.25	0.20 ~0.25	0.07	0.07	0.03	0.07	0.18	0.15 ~0.25	0.15 ~0.25	0.15 ~0.25	0.15 ~0.25	0.20 ~0.25	0.20 ~0.25	0.20 ~0.25	0.20 ~0.25
日経平均株価 (円)	24,462	28,377	24,000 ~29,800	26,000 ~32,600	28,988	28,962	28,568	28,824	27,154	24,500 ~28,700	24,000 ~28,200	24,700 ~28,900	25,400 ~29,800	26,000 ~30,600	26,600 ~31,200	27,200 ~32,000	27,800 ~32,600
米国																	
FFレート(下限) (末値、%)	0.00	0.25	2.25	2.75	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	1.25	1.75	1.75	2.25	2.75	2.75	2.75	2.75
新発国債 (10年、%)	0.87	1.59	2.40 ~3.30	2.75 ~3.35	1.30	1.58	1.32	1.53	1.95	2.40 ~3.10	2.55 ~3.20	2.65 ~3.30	2.70 ~3.30	2.75 ~3.35	2.75 ~3.35	2.75 ~3.35	2.75 ~3.35
ダウ平均株価 (ドル)	28,110	34,804	30,100 ~36,500	30,600 ~36,800	31,493	34,121	34,910	35,515	34,671	31,100 ~36,500	30,100 ~35,300	30,100 ~35,300	30,300 ~35,500	30,600 ~36,000	30,800 ~36,200	31,400 ~36,800	31,400 ~36,800
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	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50
ドイツ国債 (10年、%)	▲ 0.48	▲ 0.16	0.20 ~1.05	▲0.25 ~0.50	▲ 0.41	▲ 0.22	▲ 0.37	▲ 0.24	0.17	0.45 ~1.00	0.45 ~1.00	0.50 ~1.05	0.20 ~0.60	0.10 ~0.50	▲0.05 ~0.35	▲0.15 ~0.25	▲0.25 ~0.15
為替																	
ドル・円 (円/ドル)	106	112	117 ~134	122 ~132	106	109	110	114	116	117 ~134	122 ~134	122 ~132	122 ~132	122 ~132	122 ~132	122 ~132	122 ~132
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.17	1.16	1.01 ~1.14	1.00 ~1.12	1.21	1.21	1.18	1.14	1.12	1.04 ~1.14	1.03 ~1.13	1.03 ~1.13	1.01 ~1.13	1.00 ~1.12	1.00 ~1.12	1.00 ~1.12	1.00 ~1.12

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)主要国の政治日程

	2022年		2023年		2024年	
米国	11月	中間選挙	3月	イラク戦争から20年	11月	大統領選挙
欧州	6月	フランス議会選挙	上期	イタリア議会選挙	5月	露プーチン大統領任期満了
					5月	英国議会選挙、欧州議会選挙
					7~9月	パリオリンピック・パラリンピック
					10月	フォン・デア・ライエン欧州委員長任期満了
日本	7月	参議院議員任期満了	4月	黒田日銀総裁任期満了	7月	東京都知事任期満了
			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	5月	香港行政長官選挙	春	中国全国人民代表大会	1月	台湾総統選挙
	5月	フィリピン大統領・議会選挙	3月迄	タイ下院選挙	2月	インドネシア大統領・議会選挙
	秋	第20期中国共産党大会	7月迄	カンボジア総選挙	上期	韓国議会選挙
			8月迄	ミャンマー総選挙	中旬迄	インド総選挙
			9月迄	マレーシア総選挙		
その他	5月	オーストラリア上院下院選挙	10月	アルゼンチン大統領・議会選挙	6月	メキシコ大統領選挙
	10月	ブラジル大統領・議会選挙	年内	トルコ大統領・議会選挙		

(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)	080-1069-4556	kentaro.arita@mizuho-rt.co.jp
白井斗京	(全体総括)	080-1069-5062	tokio.shirai@mizuho-rt.co.jp
・米国/欧州経済			
小野亮	(総括・米国)	080-1069-4672	makoto.ono@mizuho-rt.co.jp
小野寺莉乃	(米国)	080-1069-4504	rino.onodera@mizuho-rt.co.jp
小林公司	(欧州)	080-1069-4746	koji8.kobayashi@mizuho-rt.co.jp
川畑大地	(欧州)	080-1069-4550	daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp
・中国経済			
伊藤秀樹	(総括)	080-1069-4774	hideki.ito@mizuho-rt.co.jp
月岡直樹	(中国)	080-1069-6684	naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp
・新興国経済			
対木さおり	(総括・新興国)	080-1069-4778	saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp
松浦大将	(アジア総括)	+65-6805-3991	hiromasa.matsuura@mizuho-cb.com
越山祐資	(アジア)	080-1069-4835	yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp
田村優衣	(アジア)	080-1069-4752	yui.tamura@mizuho-rt.co.jp
・日本経済			
酒井才介	(総括・公需)	080-1069-4626	saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp
服部直樹	(総括補佐)	080-1069-4667	naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp
諏訪健太	(企業・外需)	080-1069-5060	kenta.suwa@mizuho-rt.co.jp
中信達彦	(家計)	080-9534-5897	tatsuhiko.nakanobu@mizuho-rt.co.jp
南陸斗	(家計・物価)	080-1069-5058	rikuto.minami@mizuho-rt.co.jp
・金融市場			
川本隆雄	(総括・内外株式)	080-9534-5902	takao.kawamoto@mizuho-rt.co.jp
上村未緒	(国内金利)	080-1069-4899	mio.uemura@mizuho-rt.co.jp
坂本明日香	(為替)	080-1069-5064	asuka.sakamoto@mizuho-rt.co.jp
嶋中由理子	(海外金利)	080-1069-4638	yuriko.shimanaka@mizuho-rt.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。