

---

## 2021・2022年度 内外経済見通し ～回復ペースは地域間で二極化、二極化していた財・サは揺り戻し～

2021.8.17

みずほリサーチ&テクノロジーズ

## 見通しのポイント

- ワクチン接種進展とそれを受けた活動制限緩和で2022年にかけて世界経済は回復、ポストコロナへの移行が進むも、その回復ペースは地域間で二極化。ワクチンが普及する先進国は持続的な回復を見込む一方、足元で感染が再拡大し、今後のワクチン普及ペースも緩慢なASEAN・インドは回復に遅れ。デルタ株の感染力の不確実性の高さ、ワクチン接種忌避リスク、新たな変異株拡大懸念など、先進国においても経済下振れのリスクは相応にあり要留意
- ポストコロナの移行過程で起きるのは、二極化していた財・サービス消費の揺り戻し。活動制限の影響を強く受けてきたサービス消費が回復に向かう一方、巣ごもり需要で増えた財消費は今後伸びが一服。また、コロナ禍で活動制限が厳しかった国では、制限解除後にサービス消費中心にペントアップ需要が発生し、一時的に消費を押し上げる見通し
- 米国経済は制限緩和・解除に伴うサービス需要回復に加え、バイデンプラン実現も追い風になり、高成長を想定。インフレ率は足元では財需給ひっ迫を背景に3%超で推移も、財需要のピークアウトとともに2022年後半にかけ1%台に低下。金融市場は制限解除を受けて米金利上昇やドル高が進んだ後、インフレ率低下に伴い米金利上昇・ドル高は一服する見通し
- 日本経済は、デルタ株の感染拡大を受けた個人消費の低迷、半導体の供給制約の影響が下押しも、2021年度後半以降はワクチン普及とともにサービス消費を中心に回復すると予想。2022年度は世界経済の回復を受けて、設備投資・輸出が堅調に推移する見通し

## 《構成》

---

1. 全体概要	P 3
2. 各国経済・金融市場	P25
(1) 米国経済	P26
(2) ユーロ圏経済	P37
(3) 中国経済	P41
(4) 新興国経済	P45
(5) 日本経済	P50
(6) 金融市場	P60

# 1.全体概要

# 世界経済見通し総括表：回復が持続する先進国、回復が遅れるアジア

- ワクチン普及が進む先進国では持続的な回復を見込む
- 一方アジア地域は足元の感染再拡大に加え、ワクチン普及の遅れが成長を下押し

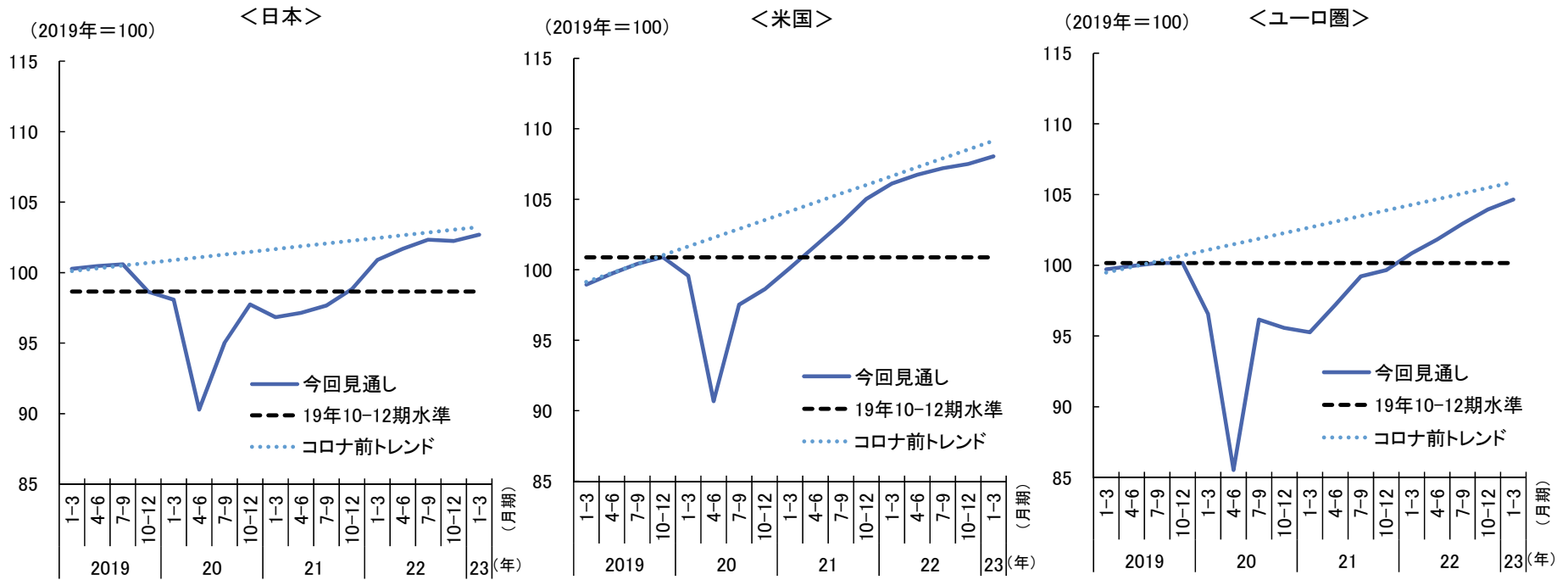
## 世界経済見通し総括表

	(前年比、%)				(前年比、%)		(Pt)		
	2019 暦年	2020	2021 (見通し)	2022	2021 (5月時点予測)	2022	2021 (前回予測との比較)	2022	
世界実質GDP成長率	2.8	▲ 3.2	5.9	4.2	5.7	4.1	0.2	0.1	米国： 財需要の強さを踏まえ上方修正
日米欧	1.6	▲ 5.2	5.1	4.4	4.7	4.3	0.4	0.1	欧州： 供給制約の影響はあるものの、ワクチン 普及の進展を踏まえ上方修正
米国	2.2	▲ 3.5	6.2	4.2	6.0	4.0	0.2	0.2	
ユーロ圏	1.3	▲ 6.5	4.6	4.7	4.3	4.7	0.3	-	
英国	1.4	▲ 9.8	5.9	5.0	3.9	4.2	2.0	0.8	
日本	0.0	▲ 4.6	2.3	4.2	1.4	4.2	0.9	-	日本： 足元で感染拡大の影響はあるが、ワクチン 普及ペースの加速がプラス寄与
アジア	5.2	▲ 0.9	7.6	5.2	7.7	4.9	▲ 0.1	0.3	
中国	6.0	2.3	8.4	5.4	8.4	5.4	-	-	
NIEs	1.9	▲ 0.8	4.5	2.9	3.6	2.6	0.9	0.3	NIES： 世界の堅調な財輸出が生産押上げ。能力 増強など旺盛な設備投資意欲も考慮
ASEAN5	4.8	▲ 3.5	4.1	5.4	5.0	4.7	▲ 0.9	0.7	
インド	4.8	▲ 7.0	9.6	5.5	9.8	4.9	▲ 0.2	0.6	ASEAN・インド： 足元の感染再拡大の影響に加え、ワクチン 普及の遅れが成長率を下押し
オーストラリア	1.9	▲ 2.5	4.3	3.1	3.0	2.6	1.3	0.5	
ブラジル	1.4	▲ 4.1	4.8	2.2	2.8	2.7	2.0	▲ 0.5	
メキシコ	▲ 0.2	▲ 8.3	5.6	2.6	4.8	3.0	0.8	▲ 0.4	
ロシア	2.0	▲ 3.0	3.1	3.3	2.7	3.5	0.4	▲ 0.2	
日本(年度)	▲ 0.5	▲ 4.5	3.8	3.7	2.7	4.0	1.1	▲ 0.3	

(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

## 日米ユーロ圏のGDP(四半期パス)



(参考)  
コロナ前水準  
への回復時期

2021年10~12月期

2021年4~6月期

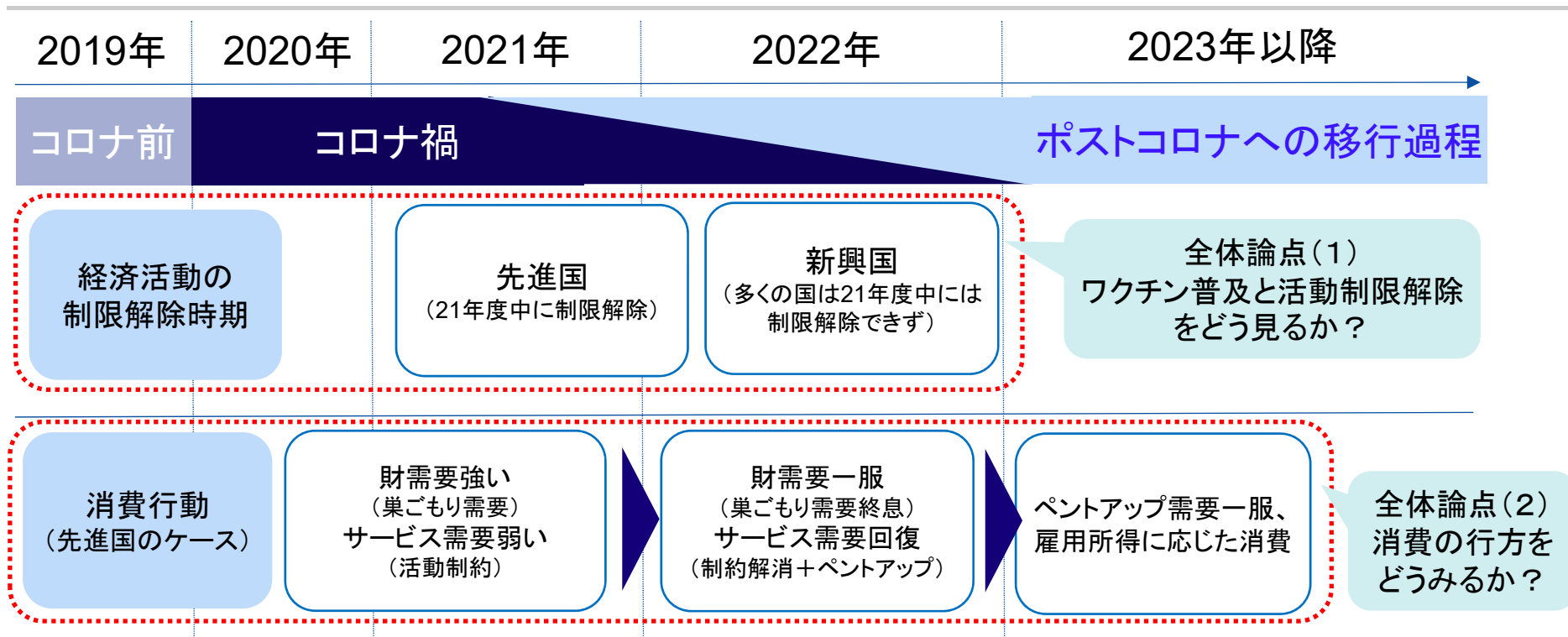
2022年1~3月期

(注) コロナ前水準は2019年10~12月期の経済水準と想定  
(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 全体感: ポストコロナ移行過程で起きる地域間の二極化、二極化していた財・サの揺り戻し

- ポストコロナへの移行過程で起きる地域間の二極化
  - 先進国は21年度中に経済活動制限の緩和・解除が進む。一方、新興国の多くは21年度中の解除は困難
- 二極化していた財・サービス需要は急速に揺り戻し
  - 制限の緩和・解消を受けて、飲食や宿泊などのサービス需要は持ち直し。巣ごもり需要で増えた財需要は一服

### メインシナリオの世界観



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 論点(1) ワクチン普及と経済活動制限解除時期をどうみるか(考え方の整理)

## ■ 各国で異なる3つの要素

① **ワクチン普及想定** ⇒ 目標とするワクチン普及率や接種体制が実現時期を左右

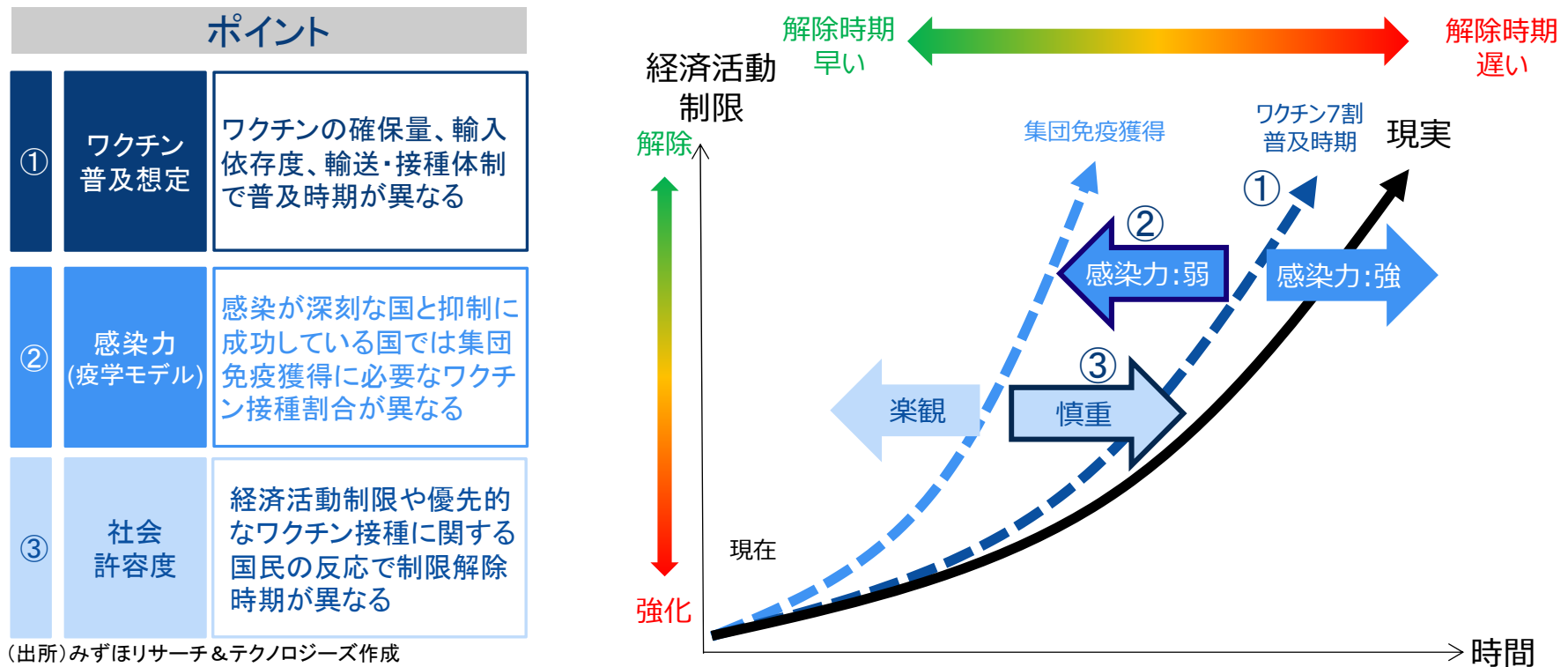
- ・ ワクチン確保量、輸入依存度、輸送体制、接種体制などをもとに接種ペースを想定

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

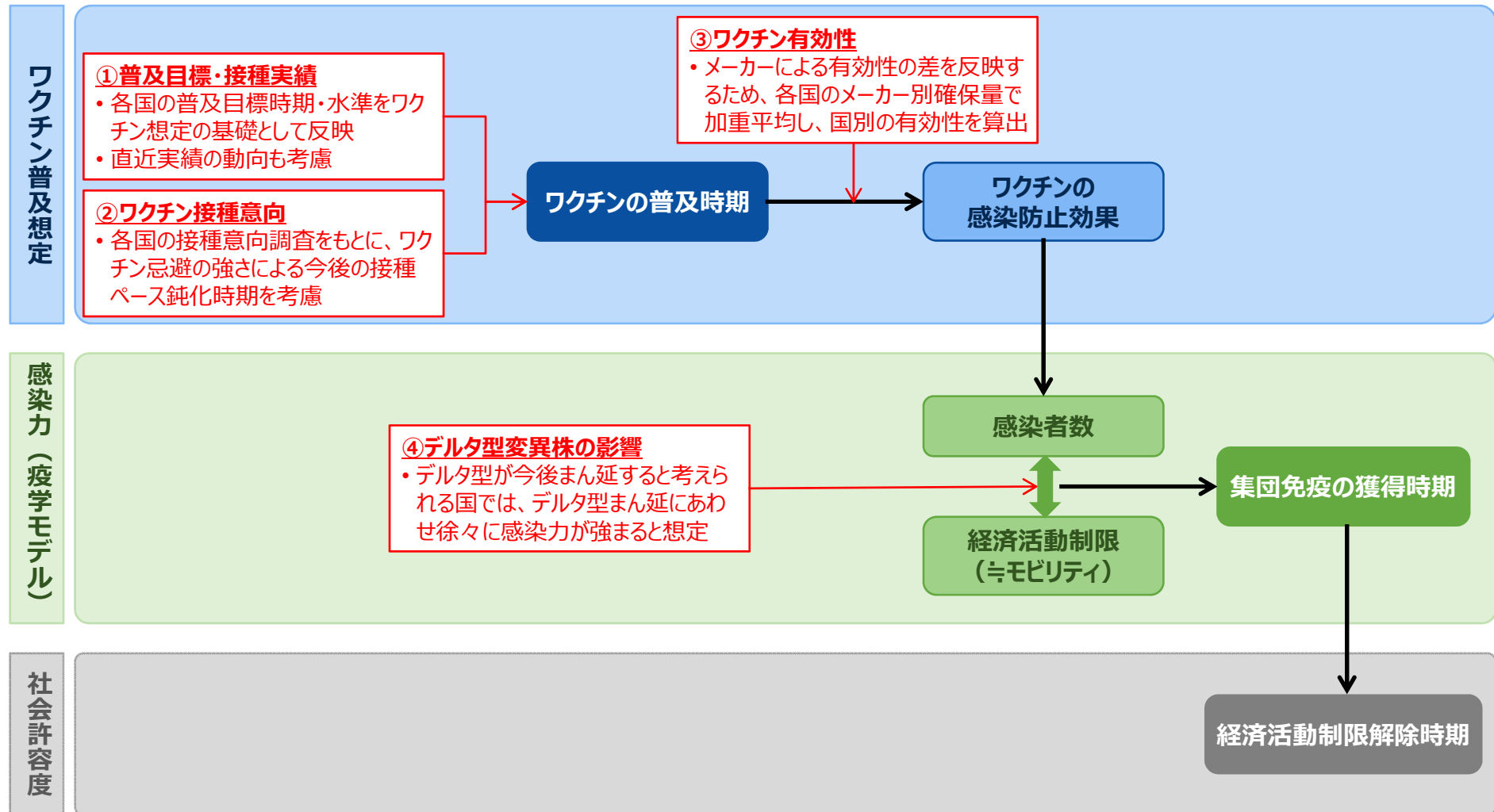
## 経済活動の制限を解除する時期に関する整理





# 各国の普及目標や接種実績、接種意向等を反映。ワクチン有効性の違いも考慮

## 活動制限解除時期の評価プロセスと今回新たに考慮した情報



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# ワクチン想定：①予測対象国の多くは2021年末までの接種完了を掲げる

- 先進国は2021年後半、新興国は2021年末～2022年前半にかけて、人口の大半にワクチンを普及させる目標
  - 国別の目標普及時期・水準を踏まえ、今後の普及ペースのベースラインを設定

## 見通し対象国のワクチン普及目標

		8月14日時点		人口100人当たり接種回数/週(直近)	2021年						2022年						目標水準・対象
		接種割合	うち2回接種		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
先進国	米国	59.1%	50.3%	1.5	黄	黄											18歳以上の70%
	ユーロ	66.3%	56.4%	4.0	黄	黄											成人の70%
	英国	69.6%	59.5%	2.1	黄	黄											成人全員
	日本	48.8%	36.7%	4.5					緑								希望者全員
東アジア	中国	0.0%	54.0%	6.8						緑							全国民
	韓国	43.6%	19.0%	5.1			緑										国民の70%
	台湾	38.2%	2.7%	3.2				黄									人口の60%
	シンガポール	76.7%	69.6%	8.7		緑											人口の3分の2
ASEAN	インドネシア	19.6%	10.2%	2.8									緑				人口の3分の2
	マレーシア	52.1%	32.2%	9.9						緑							人口の80%
	フィリピン	12.9%	11.0%	3.4						緑							人口の半分～3分の2
	タイ	25.4%	7.2%	4.3						緑							人口の70%
	ベトナム	12.8%	1.3%	4.5							緑						18歳以上の70%
その他	インド	30.6%	8.8%	2.6						緑							18歳以上全員
	オーストラリア	38.3%	20.6%	5.6						緑							全国民
	ブラジル	54.6%	23.2%	5.2						緑							18歳以上全員
	メキシコ	41.8%	22.5%	3.3									緑				16歳以上全員
	ロシア	27.9%	22.1%	3.3													目標を撤廃

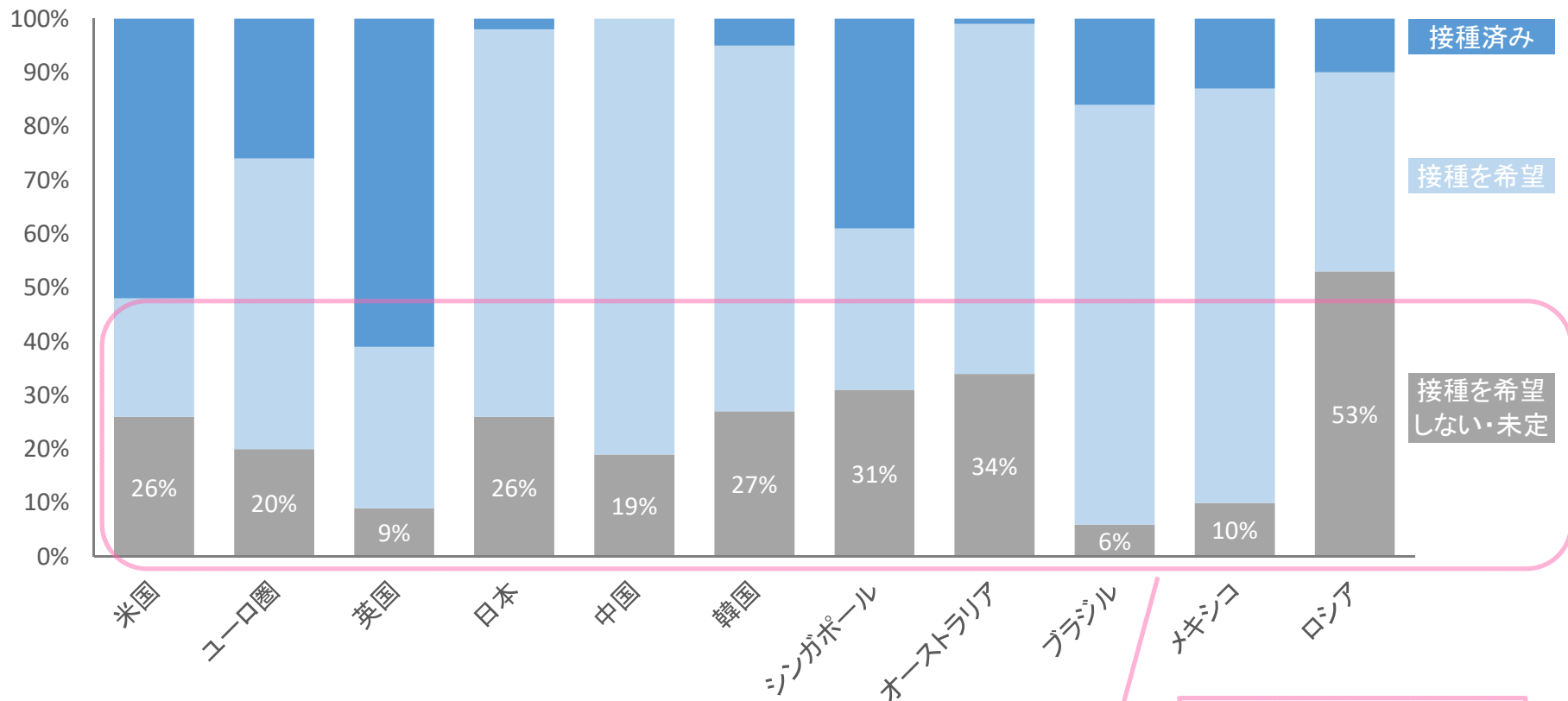
目標下回る⇒接種忌避対策がカギ

(注) 1回接種目標を黄色、2回接種目標を緑で表示。黒は撤廃された目標。複数目標がある場合は、より対象人口が広範な目標時期を採用  
 (出所) 各種報道などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ワクチン想定：②接種意向の強さで今後の接種ペース鈍化タイミングが異なる

- ワクチン接種意向には国により大きな差あり。今後の接種ペース鈍化のタイミングに影響すると想定
  - 接種意向は欧州や南米で相対的に高い一方、ロシアは極端に低く、ワクチン普及に難あり

### 主要国のワクチン接種意向



今後の接種ペースに影響  
⇒目標達成まで時間を要する

(注)シンガポールのみOur World in Data調査。台湾、ASEAN、インドは調査無し  
(出所) Ipsos、Our World in Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ワクチン想定：③確保メーカーにより国別の有効性に大きな差

### ■ ファイザー、モデルナ、ガマレヤを中心に確保する先進国、ロシアで高い有効性

— 一方、アストラゼネカ、シノバックの確保量が多い新興国では有効性が相対的に低いと試算  
メーカー別確保量を考慮した各国のワクチン有効性

		ファイザー ビオンテック	モデルナ	J&J	アストラ ゼネカ	シノバック	シノファーム	カンシノ	ガマレヤ	バーラト	有効性の 加重平均値
有効性		95%	94%	67%	64%	51%	79%	65%	92%	81%	
各国の ワクチン 確保量 の比率	米国	38%	38%	25%							88%
	ユーロ圏	61%	12%	16%	12%						87%
	英国	36%	6%	22%	36%						78%
	日本	80%	20%								95%
	中国	7%				25%	64%	4%			73%
	韓国	48%	29%	9%	14%						88%
	台湾				100%						64%
	シンガポール	98%				2%					94%
	インドネシア				23%	57%	7%	14%			58%
	マレーシア	35%			9%	38%		10%	9%		72%
	フィリピン	33%	11%	8%	14%	20%			8%	7%	78%
	タイ	19%			63%	17%					68%
	ベトナム				38%				62%		81%
	インド				55%				12%	33%	73%
	オーストラリア	34%	21%		45%						81%
ブラジル	41%		16%	21%	20%			2%		75%	
メキシコ	14%			34%	8%	5%	29%	10%		71%	
ロシア								100%		92%	

(注)6月末時点の確保量データに基づいており、その後の追加確保・寄付などにより確保量が増えている可能性がある。

日本はアストラゼネカ製を確保しているが使用しないため、0%とした。

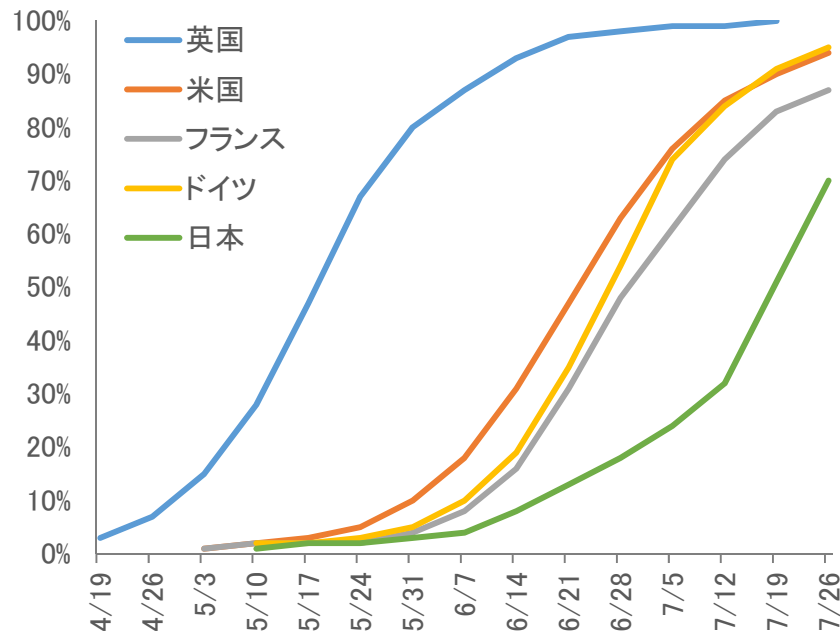
有効性は承認時の治験結果をもとにしており、新規変異株による有効性低下は考慮していない

(出所)WHO、Duke大学、各種報道などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 感染力:④デルタ型変異株のまん延状況

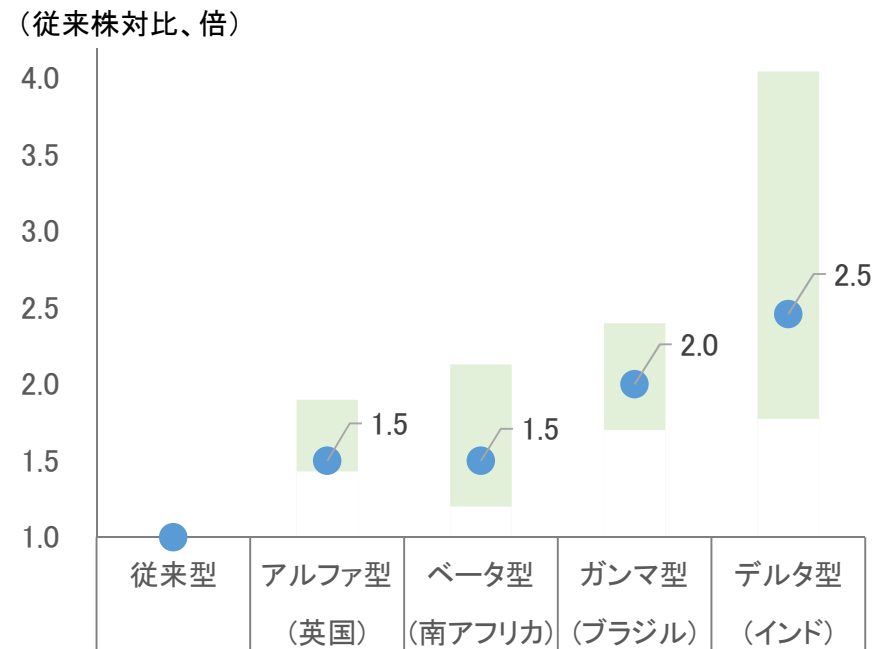
- 主要国では急速にデルタ型変異株(以下、デルタ株)への置き換わりが進展
  - 欧州はデルタ株にほぼ置き換わり。**日本も新規感染者の7割がデルタ株に**
- デルタ株がまん延する国では感染力が強まると想定
  - 英国の調査によると、デルタ株の感染力は従来株対比2.5倍(95%信頼区間は広く幅をもってみる必要)
  - **疫学モデルでは従来株対比2.1倍と想定し試算**

### 主要国におけるデルタ型(インド型)変異株比率の推移



(注)ゲノム解析及び変異株スクリーニング検査数に占めるデルタ株の比率。ランダムサンプリングではないため結果に偏りがある可能性に留意(特に直近値)  
 (出所)CoVariants.orgより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 変異株の感染力比較(従来株対比倍率)

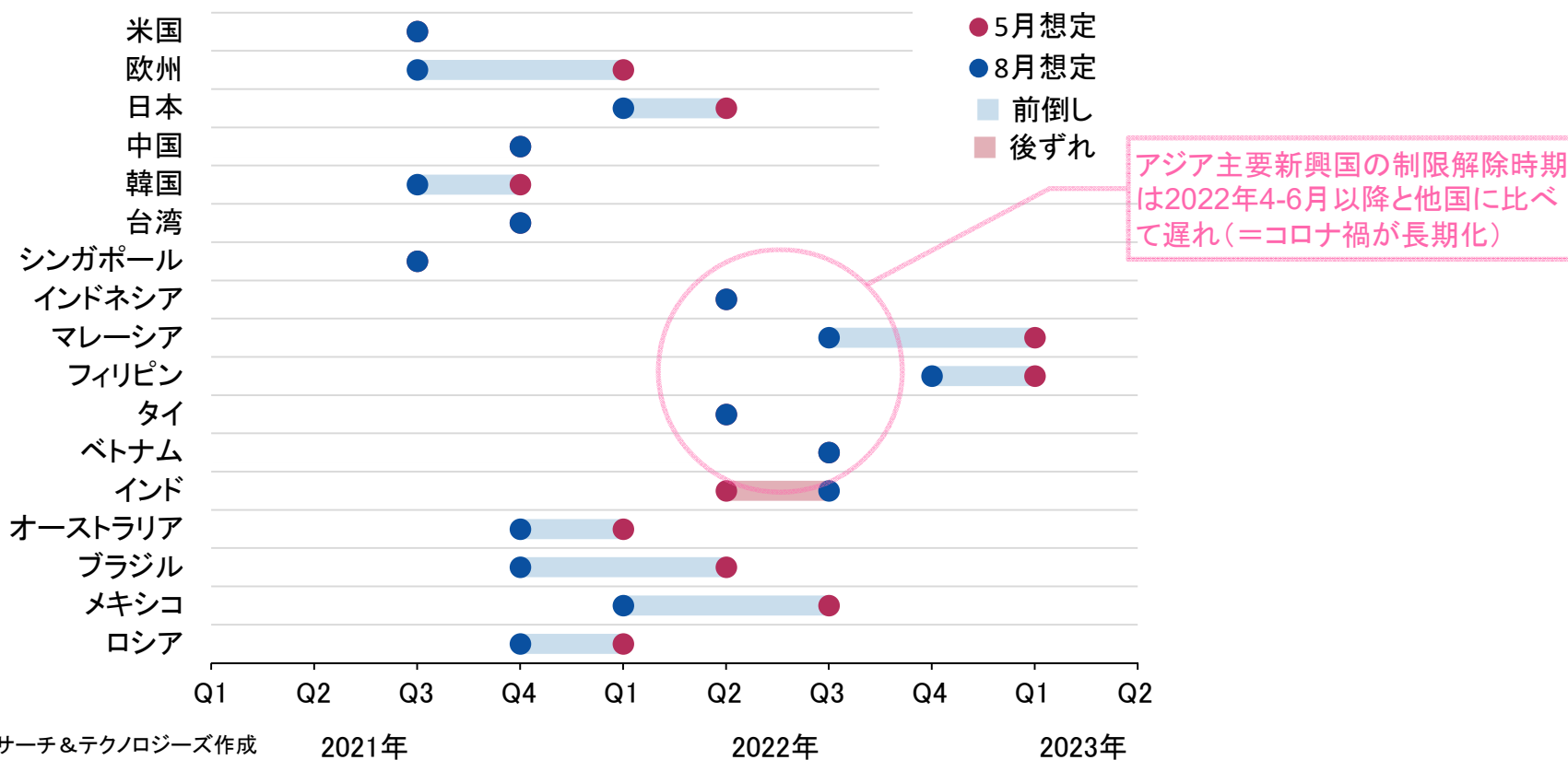


(注)帯グラフは95%信頼区間の上限・下限を示す  
 (出所)Public Health England, Davies et al. (2021), Pearson et al. (2021), Faria et al. (2021)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ワクチン接種ペース加速を受けて経済活動制限解除時期は多くの国で前倒し

- ワクチン接種ペースの加速により、多くの国で経済活動制限解除時期が1～2四半期前倒しになると想定
  - 先進国や一部新興国は2021年度(2021年内～2022年初め)に経済活動制限解除を見込む
  - 一方、インドは感染力の前提が悪化したことで1四半期後ずれ。ベトナム・インドネシアも感染状況の悪化がワクチン接種の進展効果を相殺。アジア主要新興国の制限解除時期に遅れ

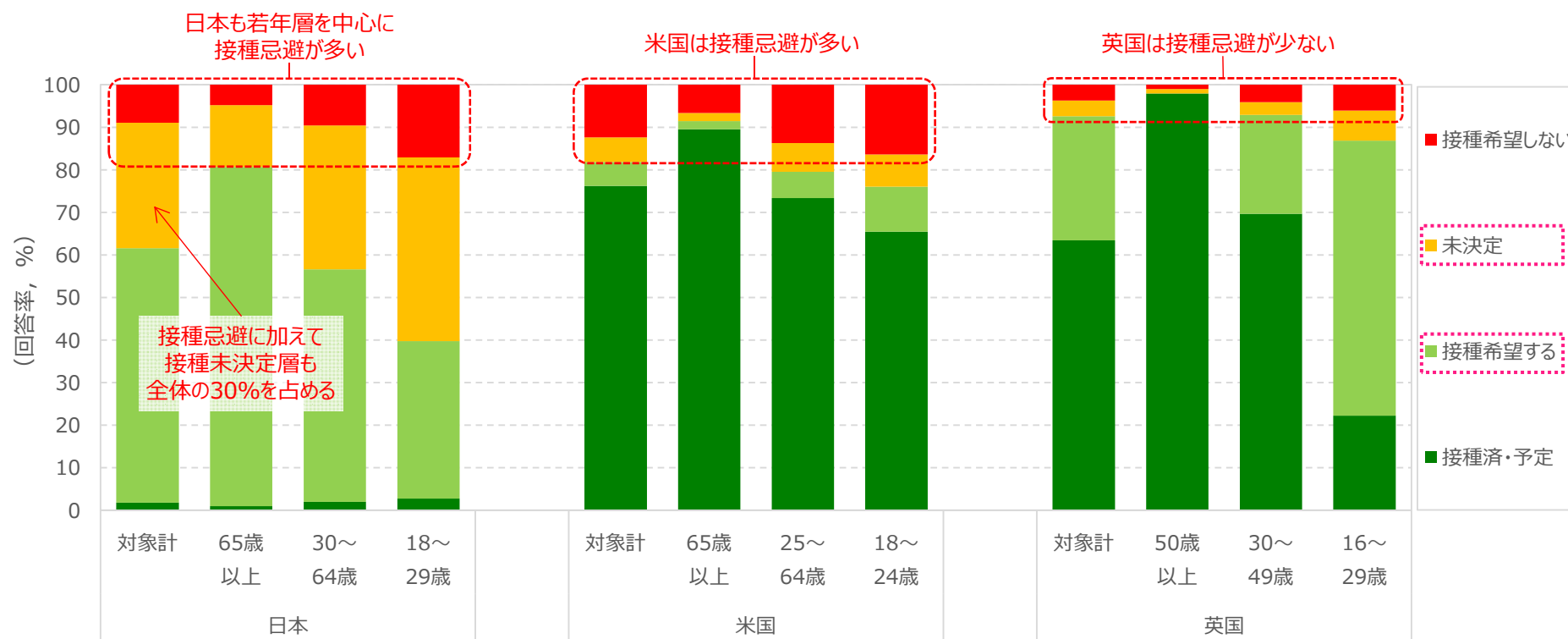
### 見通し対象国の経済活動制限解除時期



## くすぶるリスク①: ワクチン接種進展で浮かび上がる接種忌避問題

- 接種が先行する米国では、接種率が4割を超えた段階で普及ペースが鈍化
  - 日本も接種忌避や未決定層が多く、秋口には新たな接種希望者の減少に直面する可能性
  - ワクチン普及の遅れは経済正常化を阻む要因に

### 日米英のワクチン接種意向



(注) 調査時点は日本が4/23~5/6、米国が5/12~24、英国が4/28~5/23

(出所) 関沢他(2021)、米国商務省センサス局、英国国家統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## くすぶるリスク②: 新たな変異株の出現によるワクチン有効性の低下

- デルタ型に続くイプシロン・ゼータ・イータ・シータ・イオタなどの変異株が既に出現
  - 既存ワクチンの効果に影響を与える可能性がある変異株も。**未知の変異株も含めて不確実性が残存**

### これまでに確認されている主な変異株とその性質

WHO分類	WHO名称	初検出国	初検出時期	感染性	重篤度	ワクチン有効性
VOC	アルファ (alpha)	英国	2020年9月	従来型対比：1.5～1.7倍 (国内では1.3倍と推定)	従来株対比：1.4倍	ファイザー製：97.0% アストラゼネカ製：70.4% ノババックス製：85.6%
	ベータ (Beta)	南アフリカ	2020年5月	従来株対比：1.5倍程度	入院時死亡リスクが高い可能性	ファイザー製：75.0% アストラゼネカ製：有効性示さず ノババックス製：51.0% J&J製：52.0%
	ガンマ (Gamma)	ブラジル	2020年11月	非ガンマ型対比：1.4～2.2倍	入院リスクが高い可能性	ファイザー製：1回接種後61.0% シノバック製：41.6% (暫定)
	デルタ (Delta)	インド	2020年10月	従来型対比：1.8～2.2倍 アルファ型対比：1.4～1.6倍	入院リスクが高い可能性	ファイザー製：87.9% アストラゼネカ製：59.8%
VOI	イータ (Eta)	複数国	2020年12月			
	イオタ (Iota)	米国	2020年11月			
	カッパ (Kappa)	インド	2020年10月			
	ラムダ (Lambda)	ペルー	2020年12月	デルタ型と同程度		ファイザー製、モデルナ製は有効
VOI解除	イプシロン (Epsilon)	米国	2020年3月	従来株対比：1.2倍		
	ゼータ (Zeta)	ブラジル	2020年4月			
	シータ (Theta)	フィリピン	2021年1月			

(注) VOC (Variants of Concern) は感染性や重篤度の強まり、ワクチン効果の弱まりなど性質が変化した可能性がある変異株。

VOI (Variants of Interest) は感染性、重篤度、ワクチン効果などに影響を与える可能性が示唆される変異株

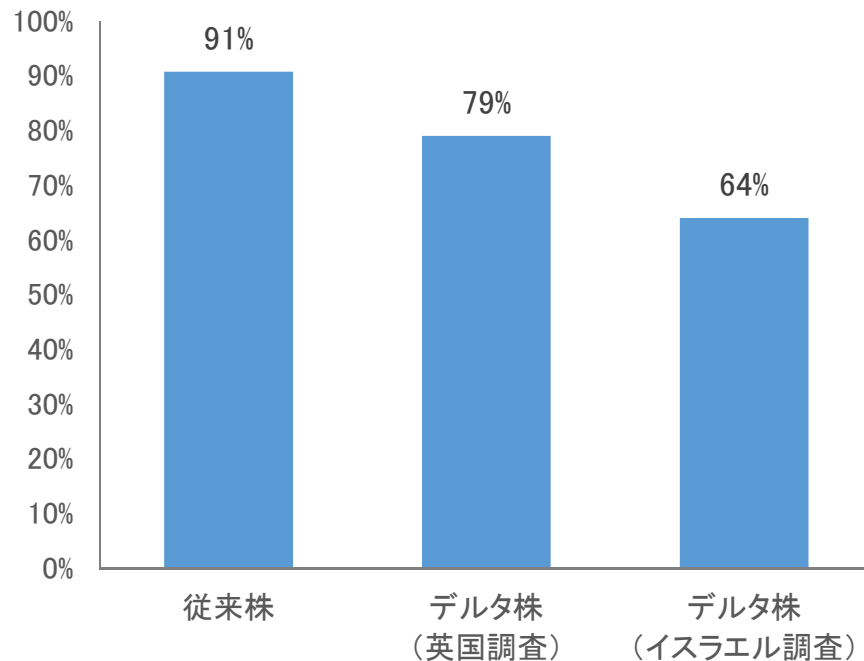
(出所) 国立感染症研究所、WHOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## (参考) デルタ株ではワクチンの感染防止効果が低下するとの調査結果も

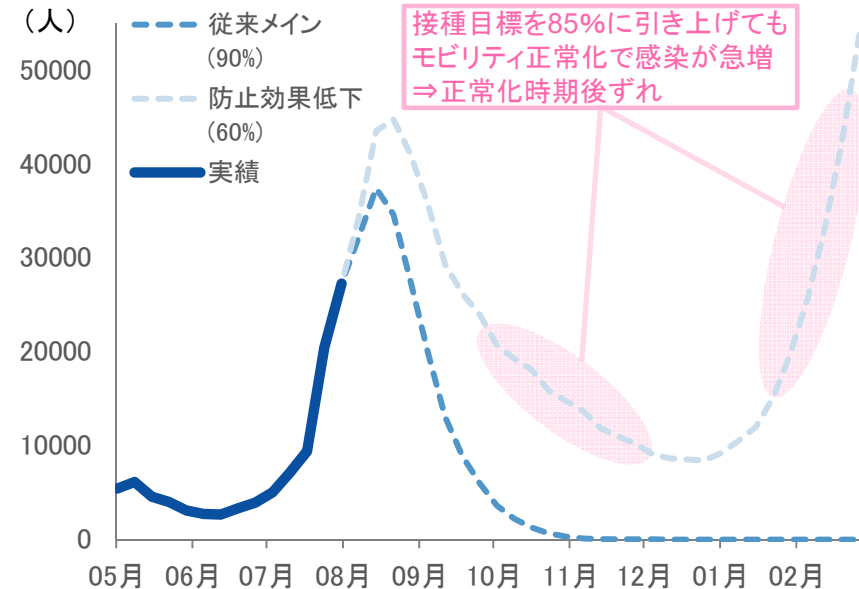
- Break through感染が広がる英国やイスラエルでワクチンによる感染防止効果の低下を示唆する調査結果
  - 発症ならびに重篤化防止効果は引き続き高いものの、感染防止効果が従来株の9割超から英国で79%、イスラエルで64%に低下。感染防止効果の低下は、目標とするワクチン普及率や行動制限の解除時期に影響
  - 仮に感染抑制効果が60%に低下した場合、ワクチン普及率を85% (従来70%) まで引き上げたとしても、現在想定しているモビリティの回復パスでは感染増加圧力がワクチン効果を上回る状態
  - 重篤化防止効果を加味しても入院・重症者数が増加するため、経済正常化時期の後ずれが不可避に

### mRNAワクチンのデルタ株に対する感染防止効果



(注) 従来株は米国・英国・イスラエルにおける各調査結果の平均値  
(出所) CDCより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 東京の感染シミュレーション(8/13時点試算)

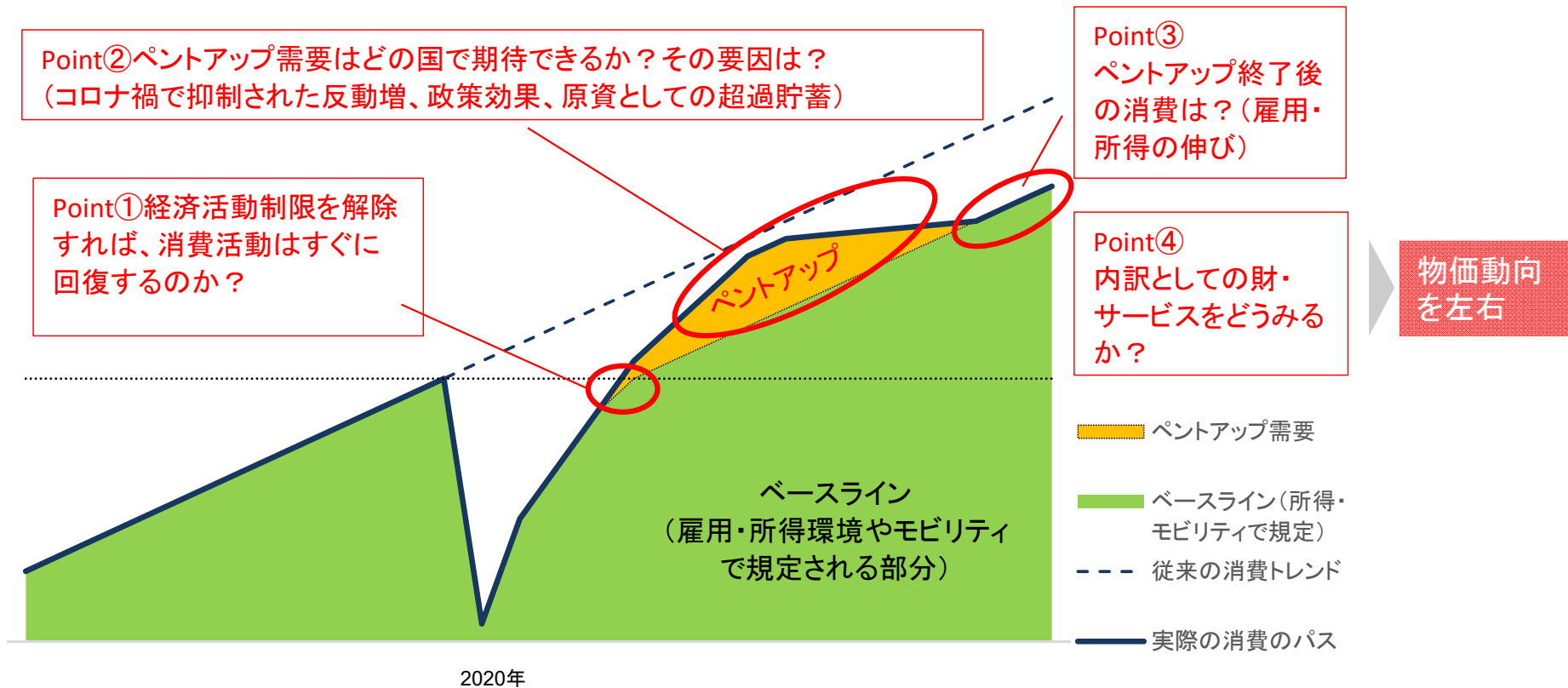


(注) 実績は8/1週まで。デルタ株の感染力はアルファ株対比1.4倍と想定  
(出所) <https://covid-2019.live>、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 論点(2)消費の行方をどうみるか？(評価が必要な4つのポイント)

- ワクチン普及が進みポストコロナに移行する中で、今後の消費を見る上でのポイントは①消費活動回復時期の評価(経済活動制限解除時期とのタイムラグ)、②ペントアップ需要の有無、③ペントアップ終了後の消費の伸び、④財・サービス消費の内訳の4点

今後の個人消費を考える上での4つのポイント(図表は個人消費のパスイメージ)

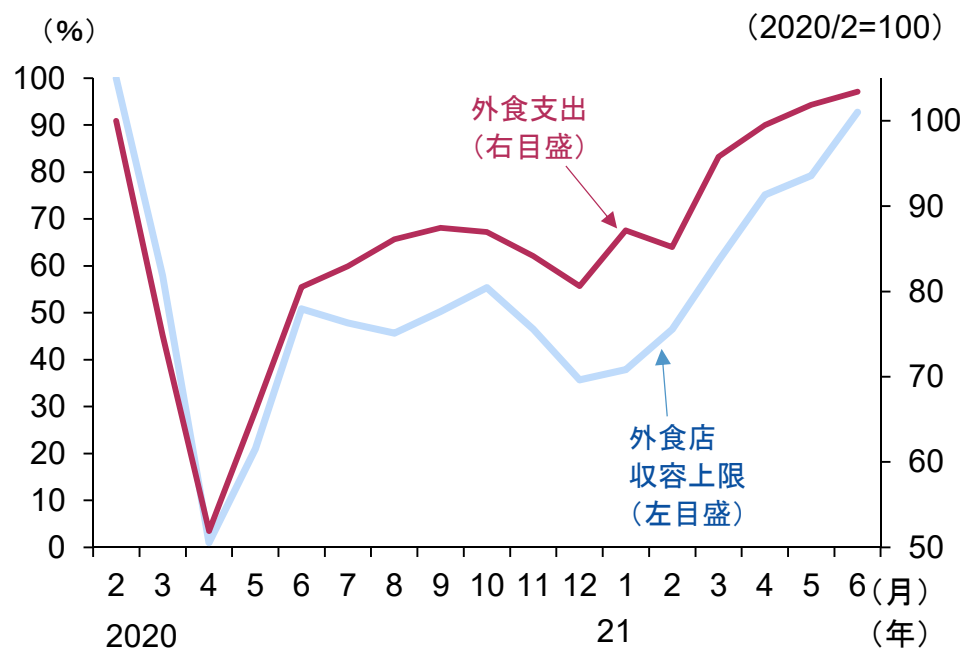


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ①消費活動回復時期：経済活動制限解除を受けて消費も時間を置かず回復へ

- 米国では、外食関連の制限がほぼ撤廃され、**既に外食支出はコロナ危機前の水準を回復**
- 米国と比べ相対的に慎重な消費行動が懸念される日本でも制限解除を見越した動き
  - 7月の緊急事態宣言発令前時点では、ワクチン接種を終えた高齢者を中心に夏の旅行予約好調との報道相次ぐ
    - 日本といえども制限解除時期と消費活動の回復時期に大きなタイムラグは生じないとの見方

### 米国の外食店の収容上限と外食支出



(出所) 米国各州政府、商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 日本：夏の旅行予約状況(6月下旬時点)

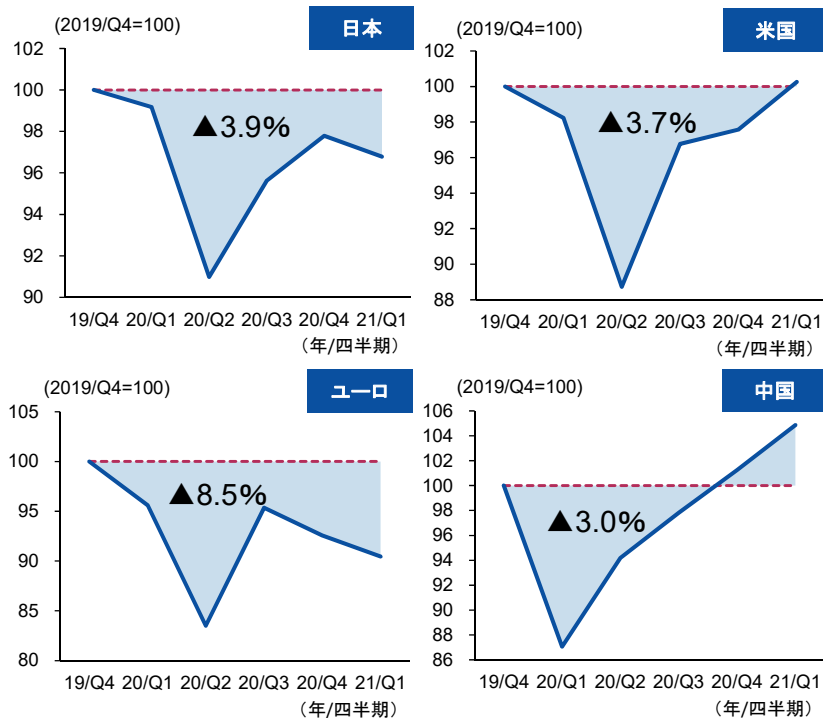
	夏の旅行予約状況、動向等
ANA	7月4連休の国内線利用者は前年比2倍、8月のお盆休みは同2~3倍、ワクチン接種を終えた高齢者を中心に予約が伸びる
JR東日本	これまで見合わせていた7/1~15の臨時列車の指定席販売の内、一部運航を決める
HIS	高齢者を中心に海外旅行の問合せが増加
プリンスホテル	軽井沢の一部ホテルの8月の予約率はコロナ前とほぼ同水準
JTB	6月20日時点での7月の旅行予約者数は前年比+45%
クラブツーリズム	高齢者だけが参加できるツアー旅行を販売。直近1カ月(6月頃)の予約者の内65歳以上の割合がコロナ前対比で約+10%Pt

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ②ペントアップ有無：先進国は期待大（日本は政策が後押し）、中国は期待薄

- 先進国では行動制限や感染懸念による外出控えを背景にサービス中心に消費抑制が長期化
  - 抑制された消費は年率換算で4%程度。厳しい行動制限が課されたユーロ圏の落ち込みはとりわけ大
  - 日本では、経済活動制限解除とともにGoToキャンペーンが再開されると予想。その場合、ペントアップ需要は3兆円程度を予想
  - 中国では行動制限が短期で終了。既に一部ペントアップ需要が顕在化していることもあり押し上げ効果は限定的

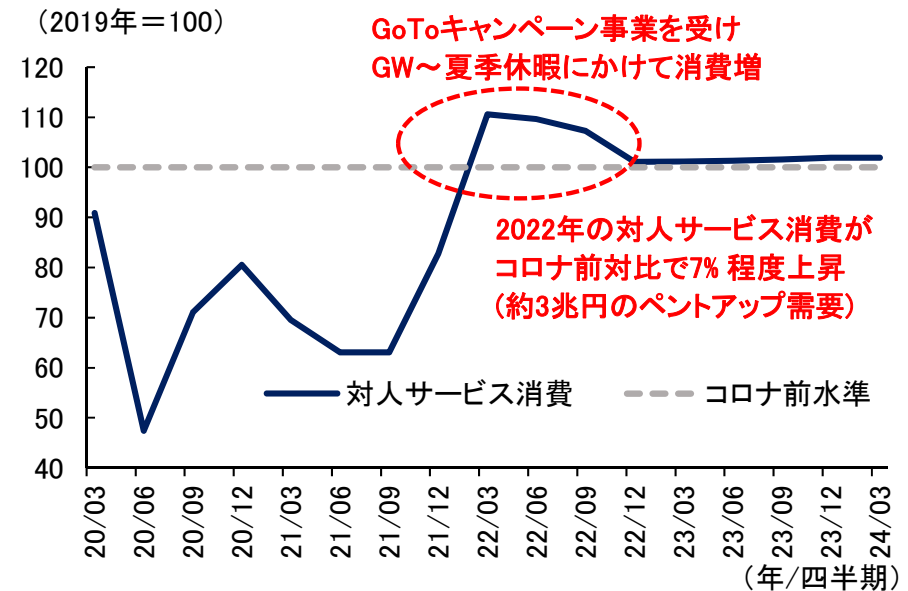
消費の四半期パス（日米欧中の減少幅）



(注) 減少幅は、各期(2020年1~3月期から21年1~3月期)の19年10~12月期対比での減少幅の平均値

(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本の対人サービス消費



(出所) 内閣府「国民経済計算」、JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 主要国のペントアップ需要の有無・規模などに関する評価

- ペントアップ需要の顕在化が期待出来るのは、行動制限の長引いた先進国（日米では政策的な後押しも見込める）
  - 当該需要は日米欧のGDPを1%弱押し上げ。一方、中国については当該需要が限定的と評価

### 主要国のペントアップ需要の有無などに関する評価

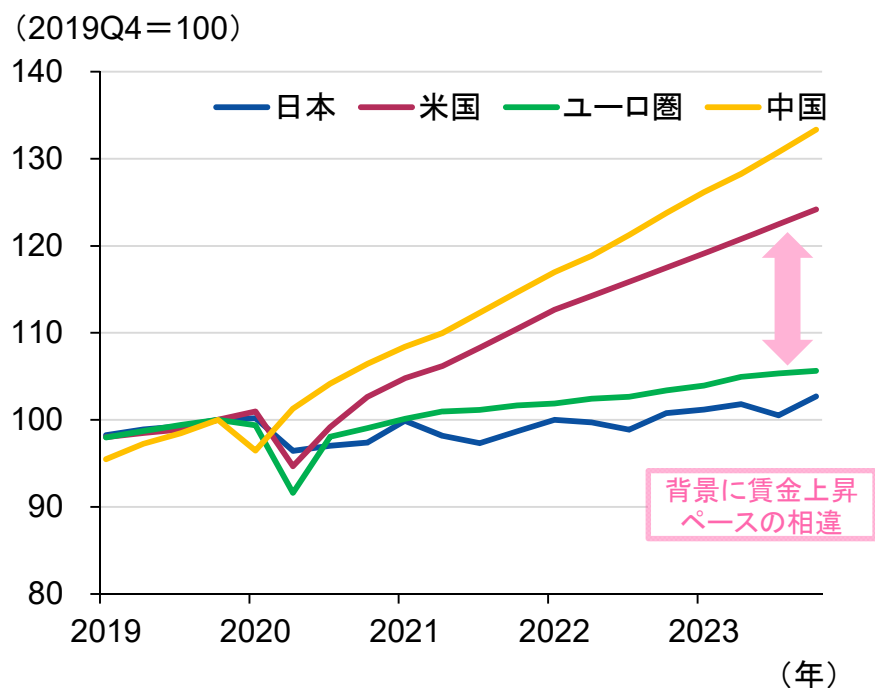
	米国	ユーロ圏	中国	日本
ペントアップの有無	有り	有り	限定的	有り
時期	2021年Q4～22年Q2	2022年Q1～Q3	—	2022年Q1～Q3
規模 (GDP比)	0.2兆ドル (0.9%)	708億ユーロ (0.6%)	—	約3兆円 (0.6%)
コロナ下の抑制 (20Q1-21Q1 消費低下幅)	▲3.7%	▲8.5% (相対的に大)	▲3.0% (相対的に小)	▲3.9%
消費促進政策効果 (21Q2以降)	現金給付(3回)、 失業給付上乘せ	— (限定的)	—	GoTo再開 (22Q1以降)
(参考) 原資としての超過貯蓄 (可処分所得比)	2.4兆ドル (14.5%)	5,837億ユーロ (7.1%)	— (限定的)	34.3兆円 (11.4%)

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ③ペントアップ後：労働所得の伸びに合わせたペースに回帰

- 正常化、ペントアップ需要剥落後の消費の基調は労働所得に依存
  - 主要国はいずれも雇用回復が続くが、賃金上昇ペースの差を映じて雇用者報酬の回復度は米中で強め、日欧で弱めの動きとなる見込み
  - 結果として、消費拡大ペースも米中で強め、日欧で弱めとなる公算大

雇用者報酬のパス(日米欧中、19Q4=100)



(注) 中国は可処分所得のパスを示す  
 (出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

今後の雇用・賃金の見方(ポイント)

国	今後の雇用・賃金の見方(ポイント)
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>着実に進展する雇用回復に加え、人手不足を背景に賃金上昇が進み、雇用者報酬は改善を続ける公算</li> </ul>
ユーロ圏	<ul style="list-style-type: none"> <li>コロナ危機中の雇用保蔵により、人手不足の発生は部分的なものにとどまる。一方、賃金調整スピードが遅く、コロナ危機を反映した賃金の低迷が、2022年後半まで続く公算</li> </ul>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>足元、すでに賃金の伸びは、コロナ前のトレンドに近づく。今後の雇用・賃金も堅調な推移を見込む</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用は緩やかに増加も雇用保蔵により賃金上昇圧力は限定的(従来から賃金は伸び悩み)。雇用者報酬の伸びは非常に緩やか</li> </ul>

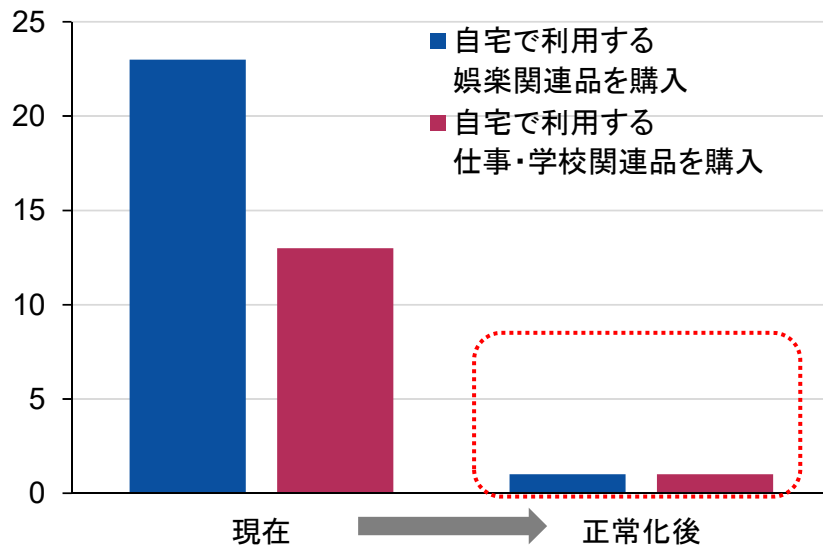
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ④巣ごもり需要は一服。一方で抑制されてきたサービス消費がけん引

- 物販が堅調な米国だが、消費者は巣ごもり・在宅関連の支出を縮小していく方針
  - 外出機会の増加、オフィス勤務・対面授業の再開と共に、関連需要が鈍化していくことを示唆
- 米国はもとより日本やドイツでも制限解除後はサービス支出を増やすとの回答が多数
  - パンデミック後にやりたいことの上位は外食・旅行・イベント関連

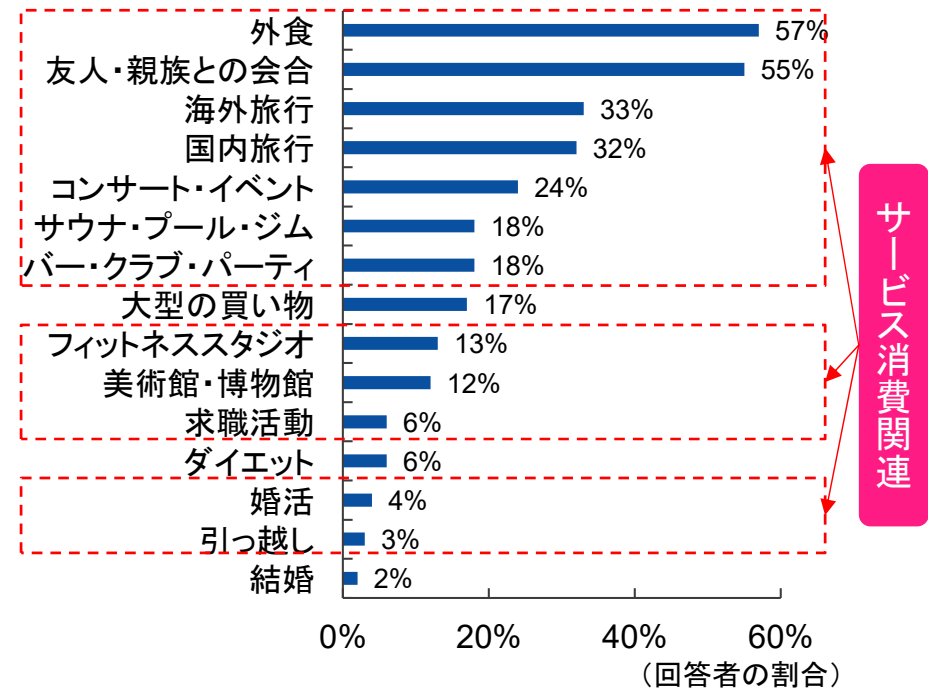
### 在宅関連の製品への購買意向(米国)

(「増加」-「減少」、%Pt)



(注)「現在」、「正常化後」ともコロナ前と比べて「増加」、「減少」したかを聞いたもの  
(出所) Numeratorより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 消費者がパンデミック後にまずやりたいこと(ドイツ)

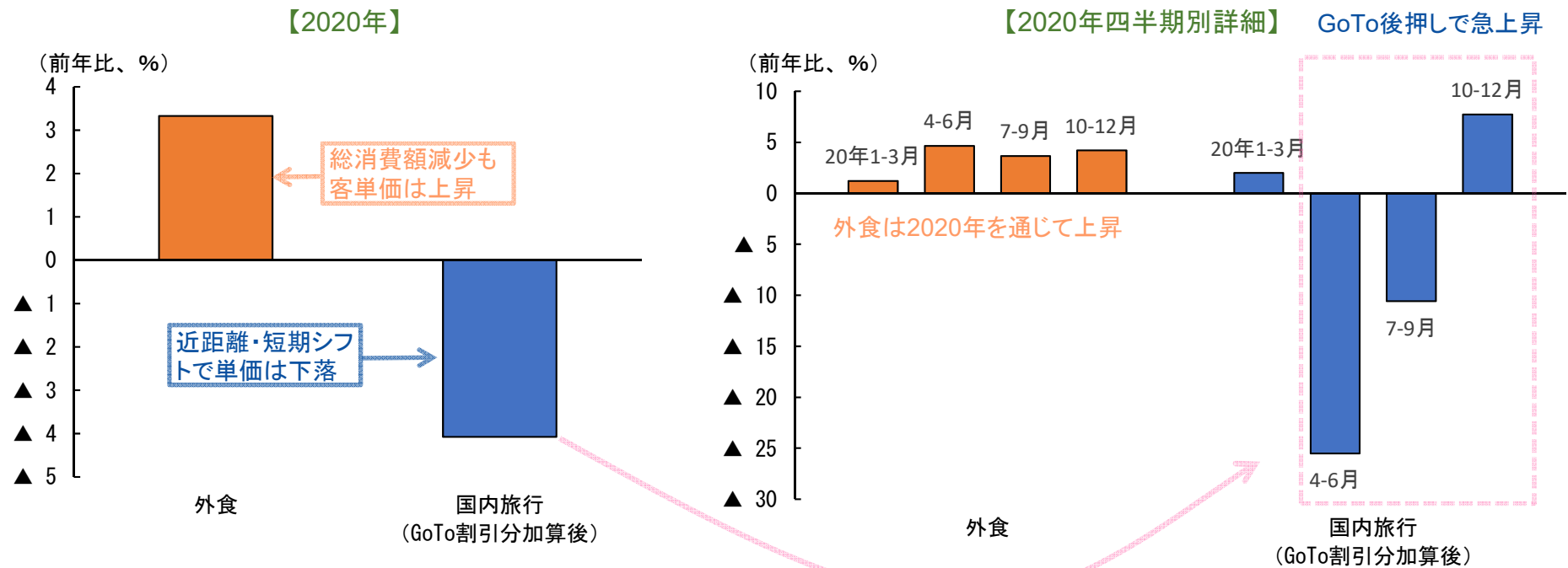


(注) パンデミック後にまずやりたいことを尋ねたもの。ドイツの18歳以上(2,036人)に対するアンケート。複数回答可。2021年1月25~27日実施  
(出所) YouGovより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本でもペントアップ時は高価格帯のサービス消費がけん引する見込み

- コロナ禍(2020年)の **外食は消費総額・回数が大幅減も客単価は上昇**
  - デイナーレストラン等でも上昇しており、機会が限られる中でプチ贅沢を志向
- 一方で国内旅行の単価は下落。行動制限による近距離・短期へのシフトで交通費等を中心に押し下げ圧力
  - しかし **東京都がGoToの適用対象となった20年10~12月の単価は上昇**。GoToキャンペーン再開などの財政支援が前提も、制限解除をきっかけに高価格帯消費が押し上げる可能性は大

## コロナ禍の外食・国内旅行の客単価



(注) 旅行については、観光庁のGoToトラベル実績から、割引分を加算した単価を算出  
 (出所) 日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」、観光庁「旅行・観光消費動向調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

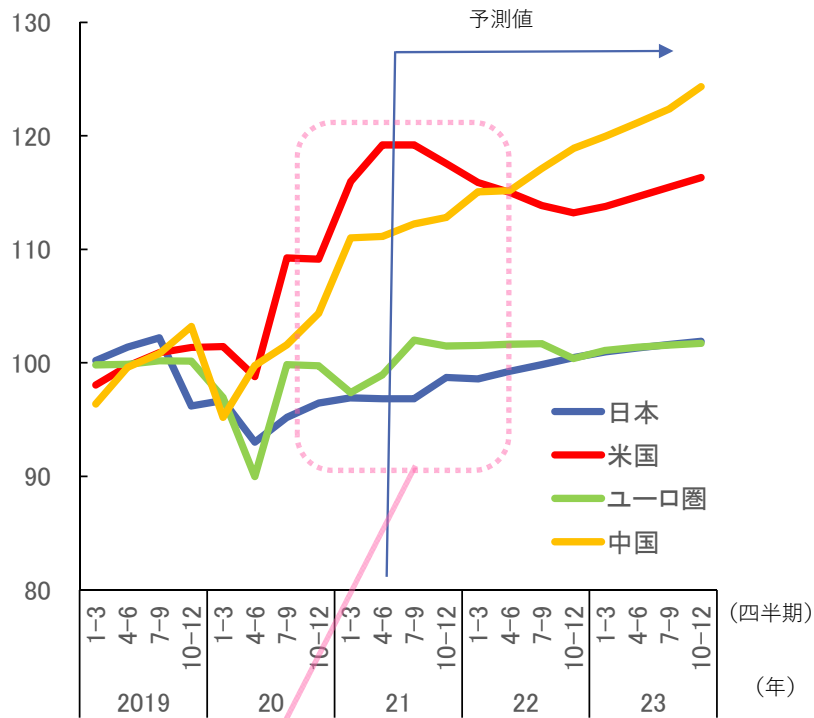


# (参考)主要国の財・サービス別消費パス比較

## 主要国の財・サービス別消費パス(2019年=100)

### 財

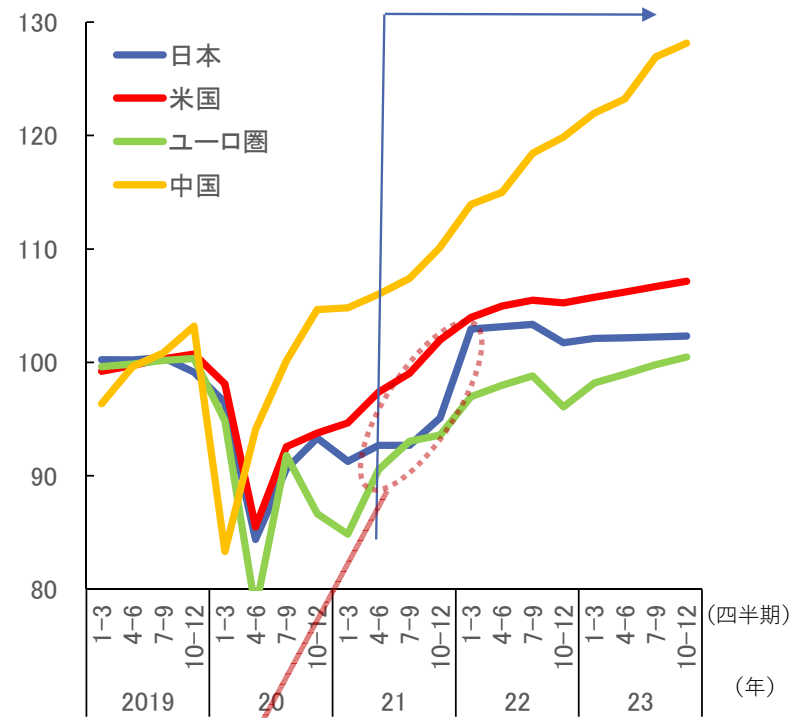
(2019年 = 100)



### サービス

(2019年 = 100)

予測値



(注) 日本と米国は2021年4~6月期まで実績値、ユーロ圏は同年1~3月期まで実績値  
中国は期間を通じて、みずほリサーチ&テクノロジーズの試算値  
(出所) 各国資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2. 各国経済・金融市場

## (1) 米国経済: コロナ危機からの正常化を追い風に高成長が継続する見込み

- 2021年の成長率は+6.2%と予測。営業制限の緩和・撤廃が進むのに伴い、接客関連を中心にサービス消費・雇用が急回復。同時に、リモート普及を背景に在宅時間がコロナ禍前より長いままとなる中、在宅関連の財消費は好調。部材・人手不足が在庫復元や住宅投資の重石となるも、消費が牽引役となり2021年はおよそ40年ぶりの高成長となる見通し
- 2022年の成長率は+4.2%と予測。正常化に伴うサービス消費への押し上げ効果が減衰するほか、オフィス勤務再開に伴う財消費のピークアウトもあり、消費回復ペースは鈍化へ。一方、部材・人手不足の緩和を受け、遅れていた在庫復元や住宅投資が進み、成長率の押し上げに寄与。バイデンプランについては、従前ほどの経済効果が見込まれないほか、成立時期・規模を巡る不確実性が残存しているが、その実現も成長の追い風となる公算
- インフレ率は、正常化の影響等から2021年末にかけて3%超で推移も、基調的インフレ率は2%目標近傍で推移。失業率改善が続くことも踏まえ、FRBは「最大雇用と物価安定に向けて大幅な進展がみられた」として、22年1~3月期にはテーパリング開始と想定。その後、インフレ率は1%台に低下するが、23年末には再び2%を回復する見通し。FRBはフォワードガイダンスが満たされたとして、24年1~3月期に利上げに踏み切ると予想

## 米国：2021年は+6.2%、2022年は+4.2%と予測

- GDP成長率は2021年を+6.2%、2022年を+4.2%と予測(5月対比で21年は+0.2%Pt、22年は+0.2%Pt修正)
- 2021年は、財消費の想定以上の強さ等が上方改定要因、生産活動・住宅建設の遅れが下方改定要因
- 2022年は、生産活動等の挽回等が上方改定要因、バイデンプランの見直しが下方改定要因
  - バイデンプランについては、①総額が従前想定よりも小さくなる公算、②2022年に見込まれる経済効果が従前想定を下回る公算が共に大きく、今回の見通しに反映

### 短期見通し総括表(米国)

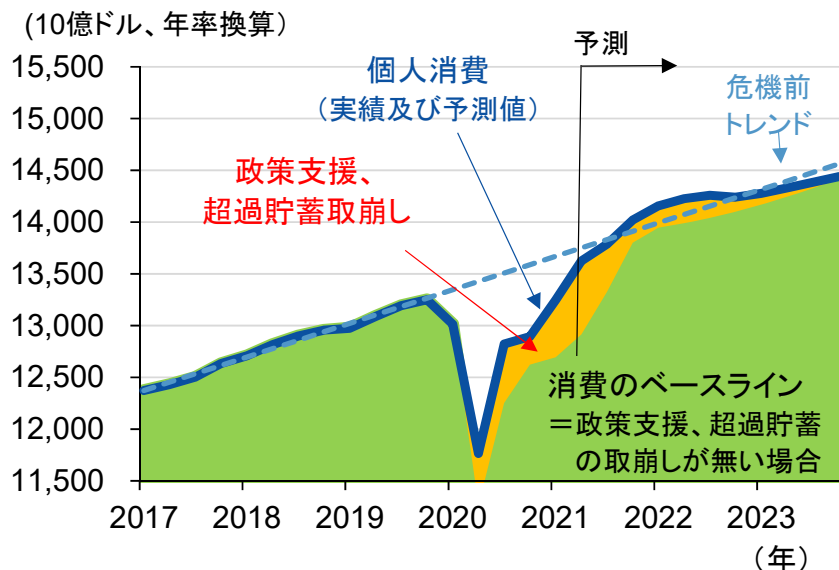
		2019	2020	2021	2022	2020				2021				2022			
		暦年		(見通し)		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比年率、%	2.3	▲ 3.4	6.2	4.2	▲ 5.1	▲ 31.2	33.8	4.5	6.3	6.5	6.3	7.0	4.2	2.4	1.8	1.1
個人消費	前期比年率、%	2.2	▲ 3.8	8.5	4.1	▲ 6.9	▲ 33	41.4	3.4	11.4	11.8	4.9	7.0	4.0	2.0	1.0	▲ 0.4
住宅投資	前期比年率、%	▲ 0.9	6.8	10.9	3.7	20.4	▲ 31	59.9	34.4	13.3	▲ 9.8	0.9	3.1	5.3	7.3	6.2	3.3
設備投資	前期比年率、%	4.3	▲ 5.3	7.8	4.6	▲ 8.1	▲ 30	18.7	12.5	12.9	8.0	5.8	4.8	5.2	3.4	3.3	2.7
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.1	▲ 0.5	0.1	0.9	▲ 0.5	▲ 4.0	6.8	1.1	▲ 2.6	▲ 1.1	2.1	1.6	1.2	0.3	0.2	0.2
政府支出	前期比年率、%	2.2	2.5	0.9	0.8	3.7	3.9	▲ 2.1	▲ 0.5	4.2	▲ 1.5	1.6	1.9	0.0	0.5	1.0	2.5
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 0.3	▲ 0.1	1.5	▲ 3.3	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.0	0.3
輸出	前期比年率、%	▲ 0.1	▲ 14	5.3	9.0	▲ 16.3	▲ 60	54.5	22.5	▲ 2.9	6.0	9.3	8.8	9.0	9.6	9.6	8.3
輸入	前期比年率、%	1.2	▲ 9	14.3	9.3	▲ 13	▲ 53	89.2	31.3	9.3	7.8	8.6	11.2	11.4	8.7	7.0	4.1
失業率	%	3.7	8.1	5.4	4.0	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.9	5.1	4.4	4.1	4.0	3.9	3.9
個人消費支出デフレーター	前年比、%	1.5	1.2	3.0	1.7	1.7	0.6	1.2	1.2	1.8	3.6	3.4	3.5	2.8	1.7	1.2	1.2
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.7	1.4	2.9	1.9	1.8	1.0	1.4	1.4	1.6	3.4	3.3	3.4	3.2	1.9	1.4	1.4

(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：政策支援、奮発消費による押し上げ効果が剥落した後、消費は巡航速度に

- 足元の個人消費は好調。労働所得の改善に加え、制限緩和やリモート普及が消費の追い風だが、政策効果も大
- 今後の個人消費は、奮発消費(=貯蓄取り崩し)もあって危機前トレンドを回復。しかし、奮発消費による押し上げ効果が剥落した後は危機前トレンドを割り込み、再びトレンドに回帰するのは2024年以降に
  - 内訳では、財消費がピークアウト、サービス消費は回復継続という構図(消費牽引役は財→サービスへシフト)
    - 在宅時間が長い中、足元・目先の財消費の強さは想定以上。ピークアウトは10~12月期以降
    - サービス消費は10~12月期に危機前水準に。但し、消費者の選好等を反映して項目毎に回復率には差異

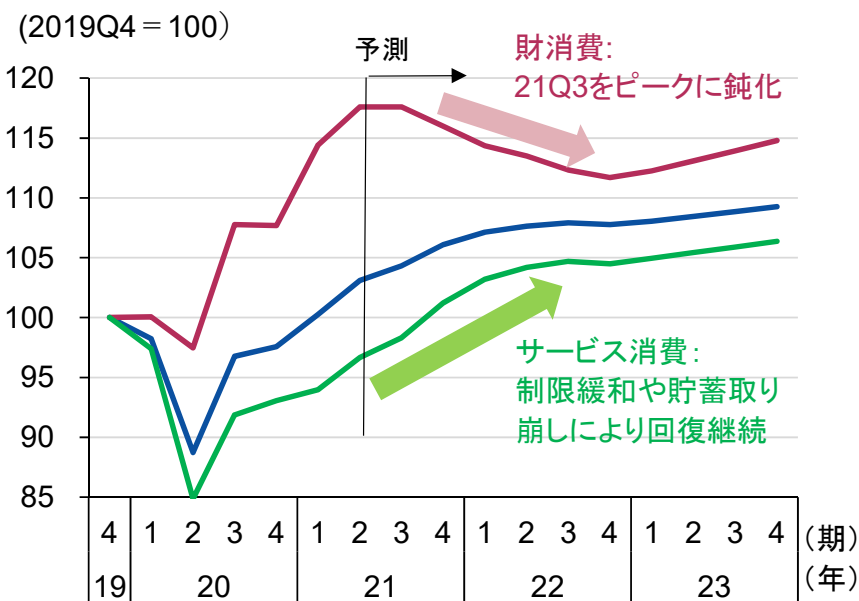
### 個人消費の見通しとベースライン



(注) 消費のベースラインは、可処分所得、金融資産残高、商業施設モビリティから成る消費関数に基づく推計値。2021年7~9月期以降に関しては、所得や資産残高が足元並みのペースで増加を続け、商業施設モビリティが当社想定通りに正常化するという想定の下で求めたもの

(出所) 米国商務省、Googleより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 財・サービス別にみた個人消費の見通し



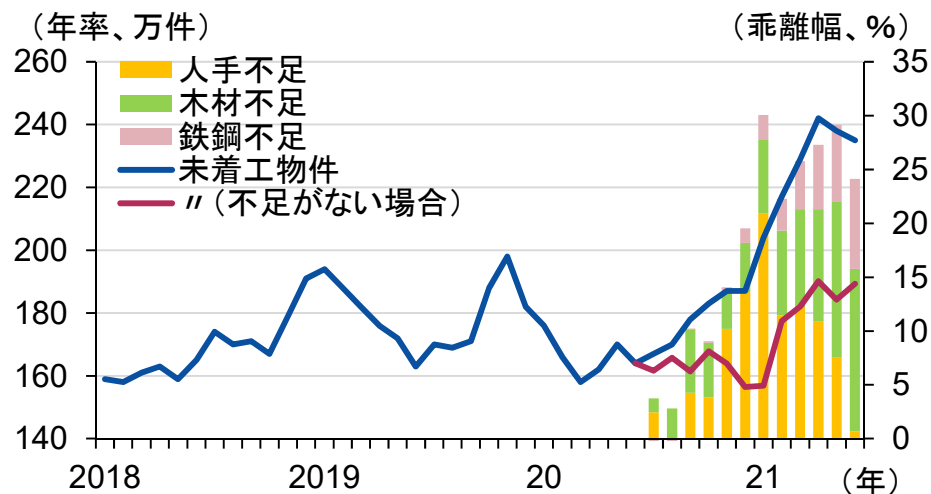
(注) 2021年7~9月期以降は予測値

(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

# 米国：供給制約による受注残の積み上がりは、秋以降の生産・建設活動への追い風

- 部材・人手不足を背景に、製造業では受注に生産が追い付かず。建設業では住宅着工の開始が遅れている状況
  - 製造業の受注残指数(7月:65.0)は高水準、顧客在庫指数(同25.0)は過去最低。企業からは部材(半導体等の電子部品、鉄鋼等の素材、化学製品)や人手不足の影響が聞かれ、これらが緩和する兆候はみられず
  - 住宅の未着工物件は、部材・人手不足が無かった場合と比べて3割上振れ
- 受注残や未着工物件の積み上がりは、秋口から供給制約が和らぐのに伴い、生産・住宅建設が勢いを増すことを示唆するもの

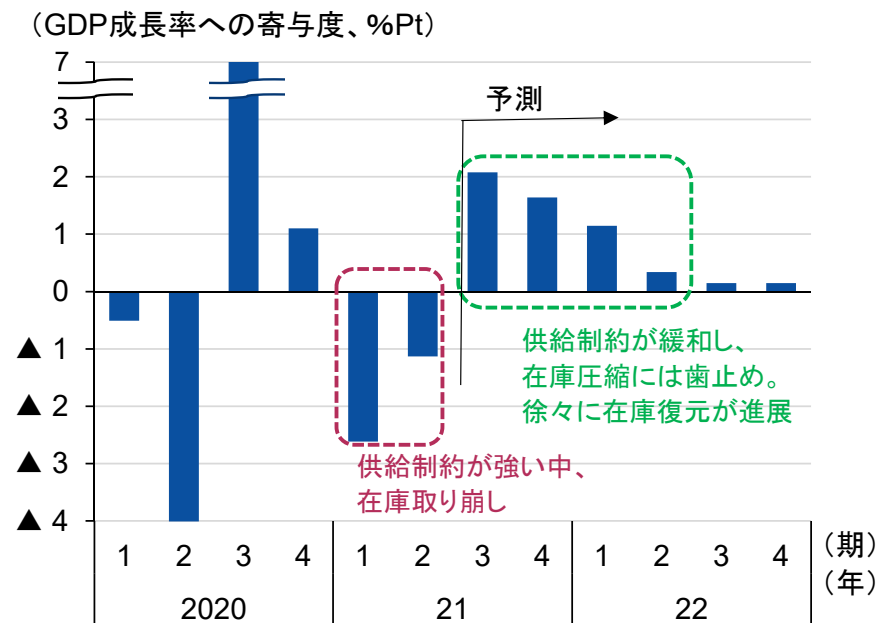
## 建設許可を取得したものの着工が開始されていない物件



(注)未着工物件を、木材不足(PPI木材価格を代理変数)、鉄鋼不足(PPI鉄鋼価格を代理変数)、人手不足(着工件数あたりの住宅建設関連雇用者数を代理変数)に回帰。推計期間は2013年以降、月次。説明変数は、コロナ危機前トレンドからの乖離幅。「不足がない場合」は、不足の程度が2020年1月から不変だった場合の推計値

(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

## GDP成長率に対する在庫投資の寄与度(実績・予測値)



(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

# 米国：財政調整措置が活用され、バイデンプランは年内成立へ

- 上院では、超党派でインフラ投資法を可決、インフラ「以外」の施策を通す上で必須の財政調整法の準備も進展
  - 超党派合意の難しいインフラ「以外」は民主党単独で成立を目指す。夏期休会後の9月以降、下院も両法に対応
- 時間的ハードルを踏まえると、バイデンプラン成立は10～12月期に。政権が当初掲げた規模よりも小さくなると想定
  - インフラ投資に関しては、政権発表よりも小さい規模で上院通過。他方、政権が目指すほどの法人増税は困難
  - 予算教書を踏まえると、2022年に発現する経済効果はあまり大きくない

## バイデンプランの全体規模と見通し上の想定

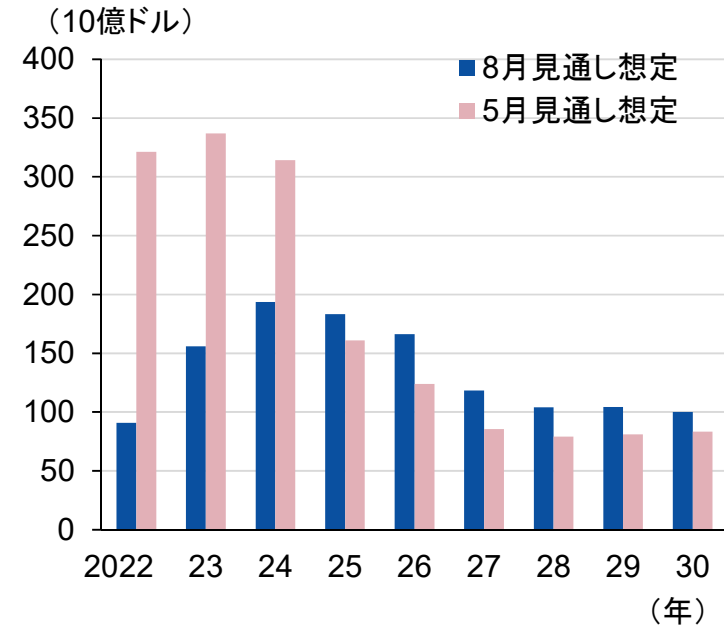
インフラ投資についての超党派合意  
: 予算教書で想定された規模より▲0.6兆ドル

超党派合意を反映

分野		概要	政権発表規模	RT想定
投資	AFP	最低4年間の公教育無償化 チャイルド・プログラム創設 有給家族・疾病休暇の提供 米国救済プラン内の支援策の恒久化 等	1.7兆ドル	1.7兆ドル
	AJP	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) 等	2.6兆ドル	2.0兆ドル
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等) 徴税強化	▲1.5兆ドル	▲1.5兆ドル
	法人増税	法人税(21%→28%) 海外収益課税・大企業課税 等	▲2.0兆ドル	▲0.8兆ドル

政権が目指すほどの増税は困難

## AJP・AFPの経済効果

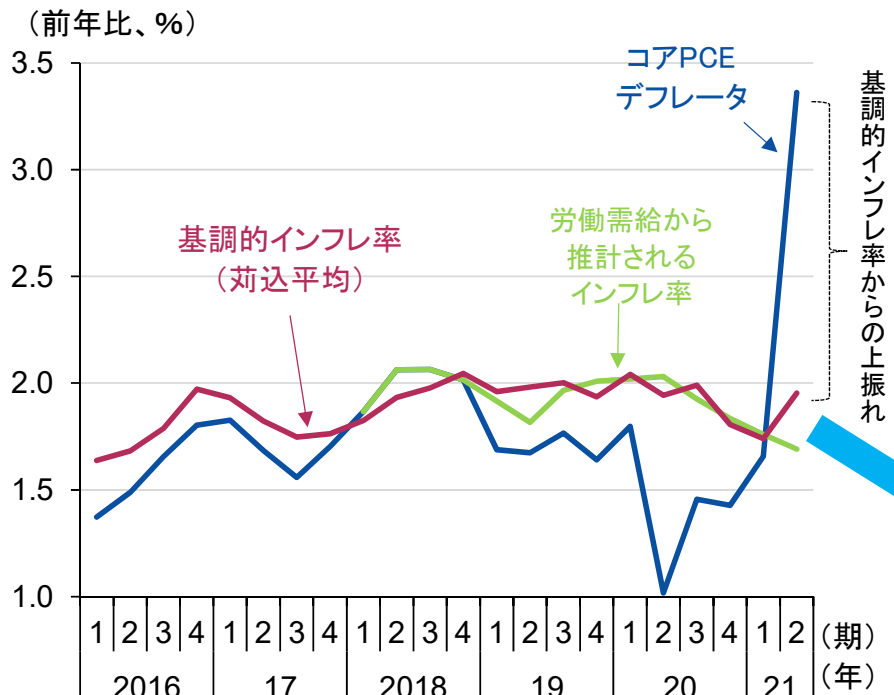


(注)発表規模は予算教書時点  
(出所)米国行政管理予算局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)米国行政管理予算局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：足元のインフレ加速は労働需給ではなく特殊要因に依る。今後のポイントは3つ

- 足元のインフレ率は急加速し、労働需給から決まる基調的インフレ率との乖離は大幅に拡大
    - 6月の前年比は、コアPCEデフレーターが+3.5%であるのに対し、基調的インフレ率(=苺込平均)は+2.0%
    - 基調的インフレ率は労働需給で説明可能。足元のコアPCEデフレータの急加速はコロナ禍での特殊要因の影響
  - 今後のポイントは、①特殊要因の影響、②労働需給を踏まえた基調的インフレ率、③川上・川中物価の3つの行方
- ## 足元のインフレ率と今後を考える上での3つのポイント



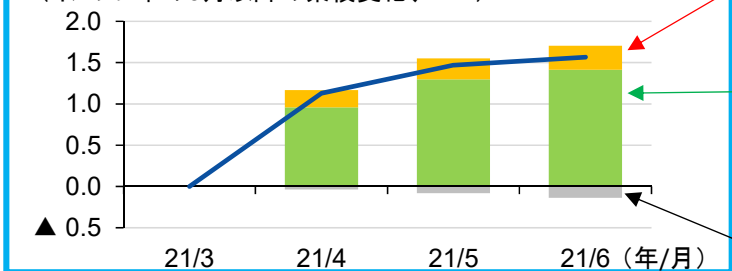
(注)「労働需給から推計されるインフレ率」は、過去の自己ラグ、雇用ギャップを用いて推計したもの(いわゆるフィリップス曲線)

(出所)米国商務省、ダラス連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ポイント①: コロナ禍での特殊要因の影響

・足元のインフレ急加速をほぼ説明。今後の行方は？

(インフレ率の3月以降の累積変化、%Pt)



コロナ当初の下振れの反動(価格正常化)

複合的な要因による財需給のひっ迫  
・在庫不足  
・在宅時間増

その他

### ポイント②: 労働需給を踏まえた基調的インフレ率

・人手不足感が強まる中、どこまで上がるのか？

### ポイント③: 川上・川中物価上昇の影響

・商品市況は上昇。持続性と川下波及をどうみるか？

■ ①～③を踏まえたインフレ率の見通し

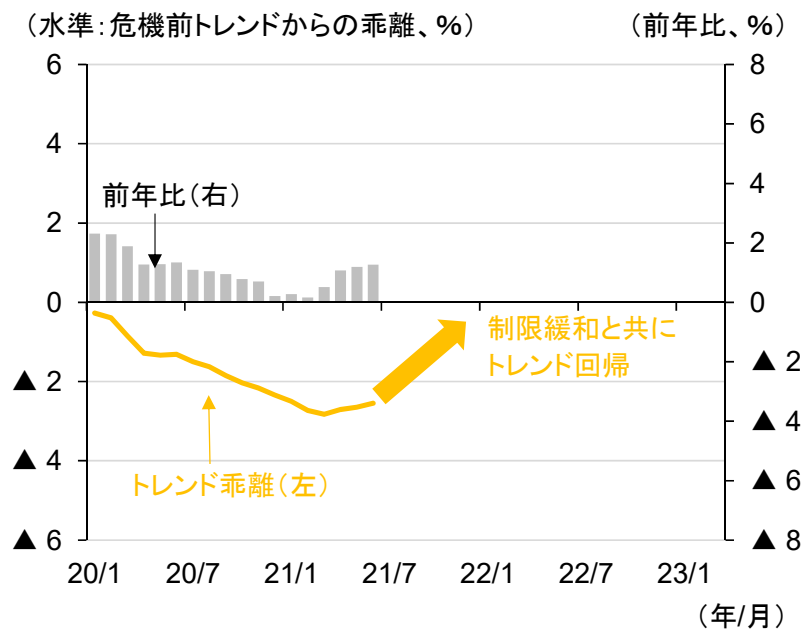


## 米国:コロナ禍での2つの特殊要因が足元にかけてのインフレ急加速の背景に

- 第1に、危機当初のロックダウン時に下振れていたことの反動(=制限緩和を背景に価格の正常化が進展中)
  - 正常化が終了する今秋以降、この要因によるインフレ率への押し上げ圧力は緩和していくことに
- 第2に、在宅時間増等による需要増、在庫不足等による供給減を背景とした財需給のひっ迫
  - 財消費の予測パスを踏まえると、この要因によるインフレ率への押し上げ圧力は目先は高止まりし、財消費が鈍化して供給制約が和らぐ今秋以降に緩やかに緩和していくことに

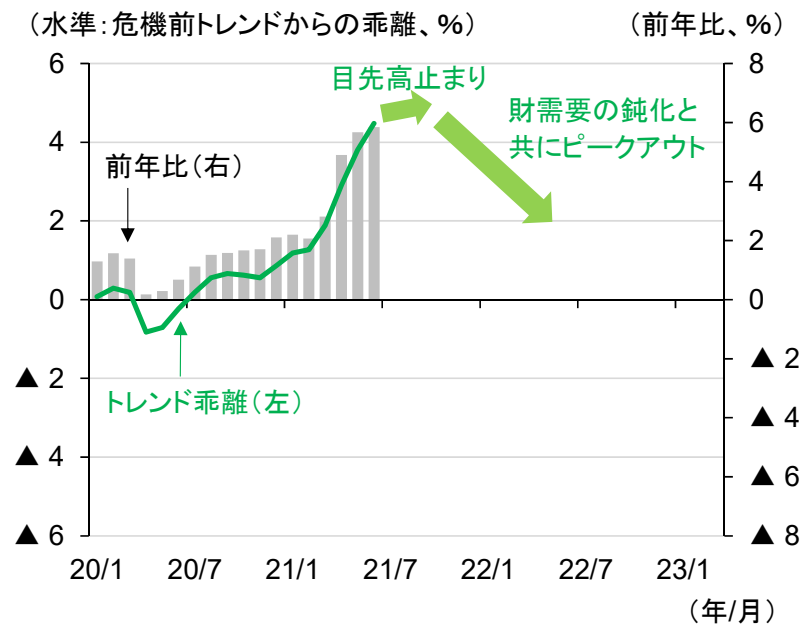
### インフレ急加速の背景にある2つのコロナ禍での特殊要因

#### コロナ危機当初の下振れの反動=価格が正常化の途上 (航空運賃、宿泊費、衣料品等)



(注) 危機前トレンドは、2017~2019年におけるトレンド  
(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

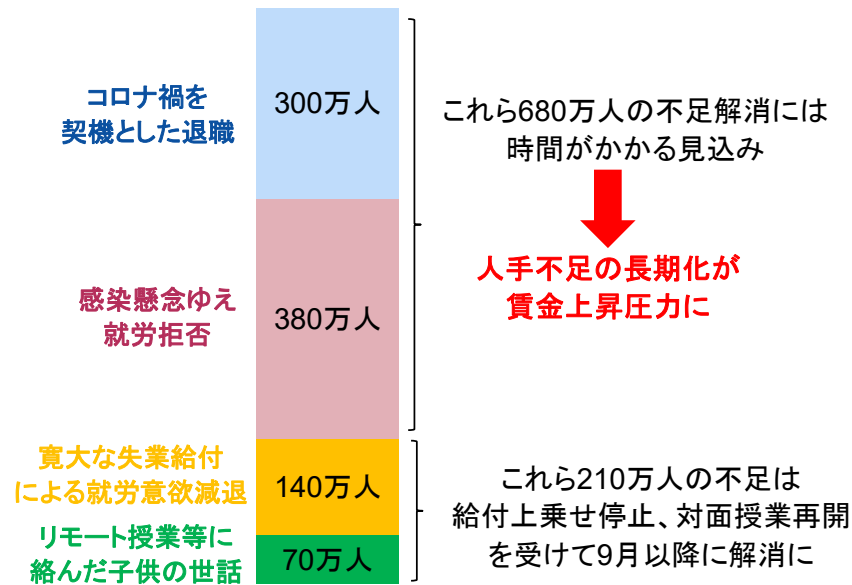
#### 複合的な要因による財需給のひっ迫 (自動車、家具、家電等)



# 米国：今秋以降、人手不足は緩和するが解消に至らず。賃金上昇圧力は増大へ

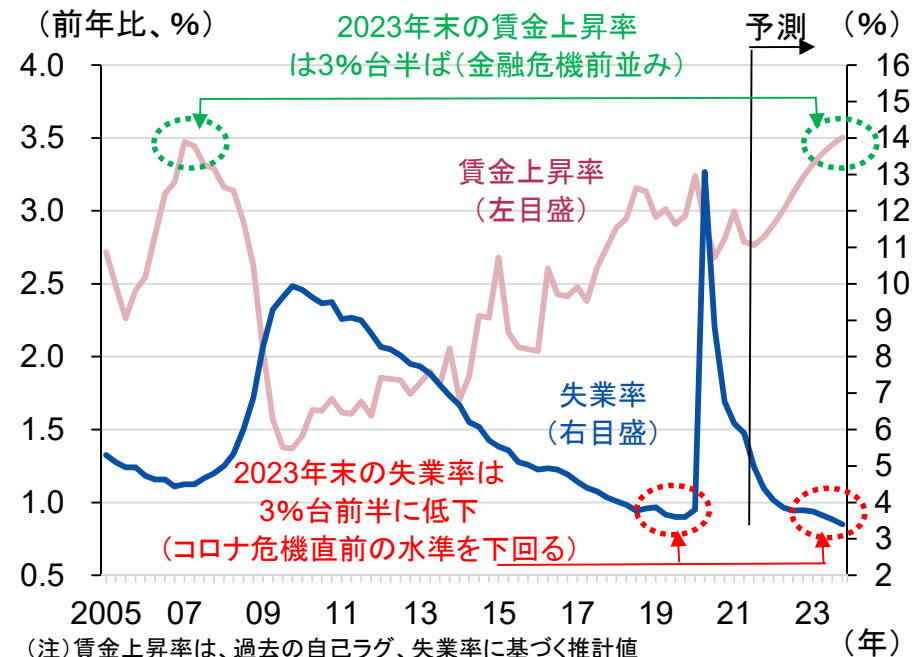
- 足元で自発的に働かない人の内、労働市場への早期復帰を期待出来るのは一部にとどまる
  - 寛大な失業給付、子供のリモート授業等を背景に働かない210万人は、9月以降に労働市場へと復帰する公算大
  - 一方、早期退職やコロナ感染懸念で働かない680万に関しては、労働市場復帰に時間がかかるとみられる
- 人手不足の長期化を受け、賃金上昇率は3%台半ばに加速(金融危機前にインフレ率が2%超だった時期の水準)
  - 失業率は低下傾向となり、2023年末には3%台前半に(コロナ前の景気拡大期で付けた最低水準を下回る)
  - 基調的なインフレ率は上昇パスを辿り、23年後半には2%に到達、24年入り後は小幅に2%を上回る見込み

## 人手不足理由の整理と今後の想定



(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

## 失業率と賃金上昇率(実績値と予測値)

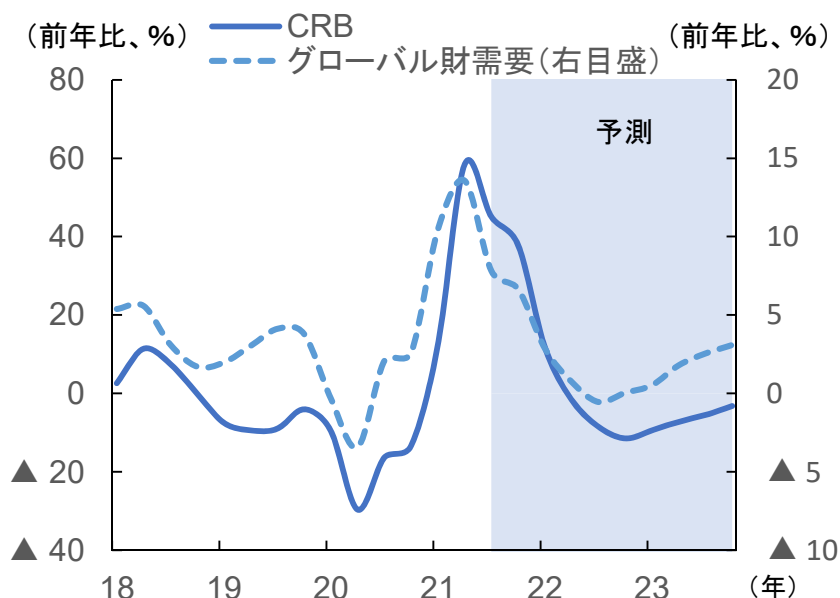


(注) 賃金上昇率は、過去の自己ラグ、失業率に基づく推計値  
(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：財需要のピークアウトを受けて商品市況の上昇は一服へ

- 今後は、消費需要のサービスシフトが見込まれることから、商品市況の上昇ペースは鈍化へ
  - 新型コロナに起因した供給制約が徐々に鎮静化に向かうことも価格上昇圧力の緩和に寄与
- 米国の原材料PPIは今夏にも上昇が一服。転嫁のラグがあるため、原材料PPI上昇による消費者物価への押し上げ圧力は2022年初にかけて強まるが、その後は和らぎ、2023年には下押し要因に転じる見込み
  - 転嫁率が低いため、インフレ率への押し上げは最大で0.2%Pt程度

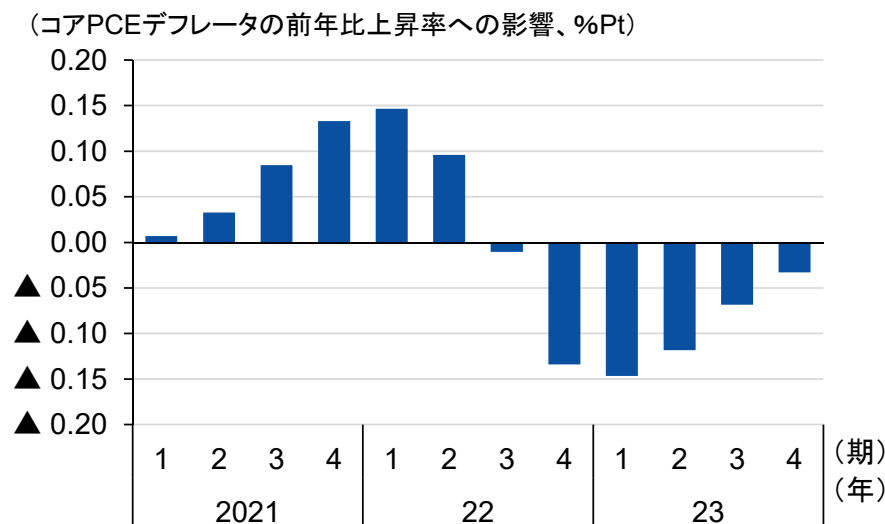
### グローバルな財需要と商品市況



(注) グローバル財需要は、米国、ユーロ圏、日本の実質財消費の合計 (PPP、2010年ドルベース)

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

### 原材料PPI上昇による消費者物価へのパススルー



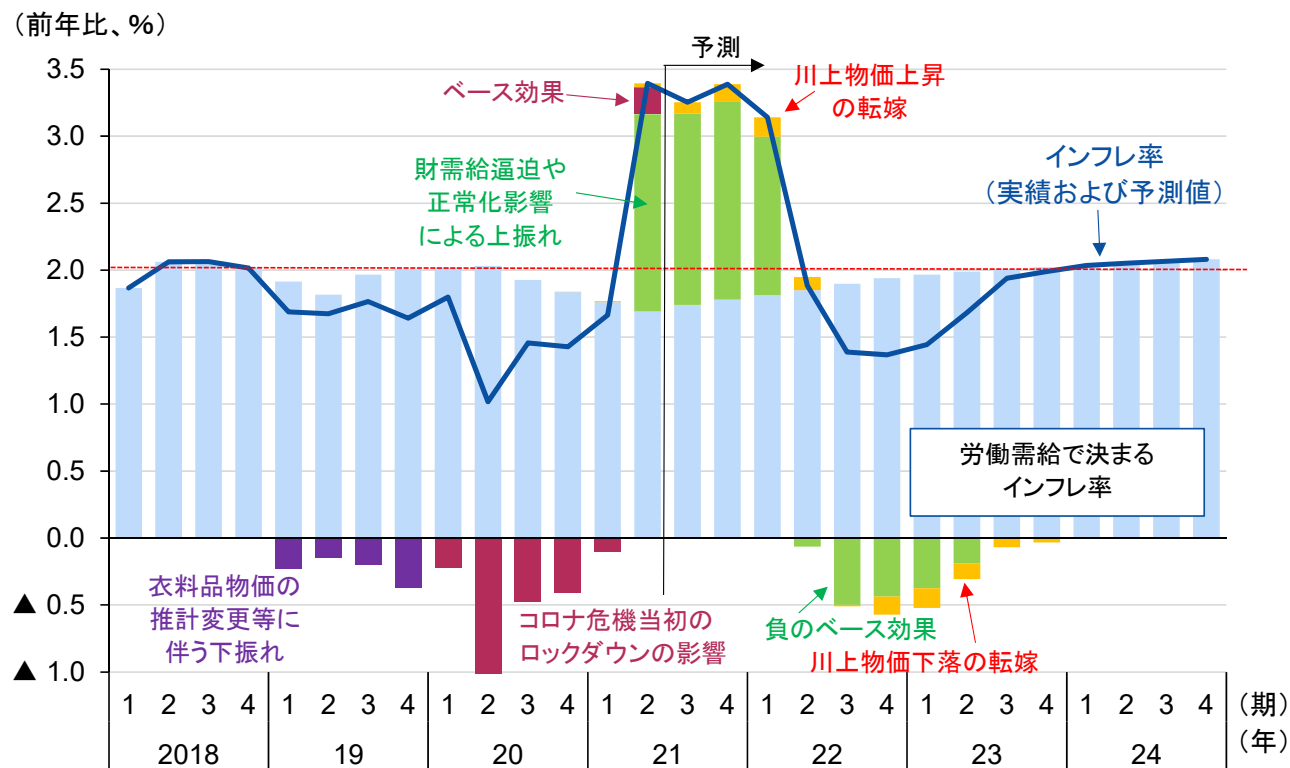
(注) 原材料PPI、中間財PPI、最終消費財PPI、消費者物価(財)からなるVARモデルに基づき、原材料PPIの変化が消費者物価(財)におよぼす影響を試算。その結果に、消費者物価に占める財のウェイトを乗じて消費者物価全体への影響を求めた

(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：インフレ率は2021・22年に振れるが、23年末に2%回復、24年には2%を小幅超

- 2021年のインフレ率は、コロナ禍の特殊要因と川上物価上昇の影響で3%超。一方、22年には1%台半ばに低下
  - ベース効果の剥落によって21年7～9月にはインフレ率がピークアウトするも、財需給のひっ迫等を背景に高止まり
  - 22年には負のベース効果、川上物価下落の影響により、インフレ率は大幅に低下
- 2023年末にはインフレ率は2%を回復。労働需給のひっ迫を背景として、24年入り後は小幅に2%を上回って推移

### インフレ率の見通し

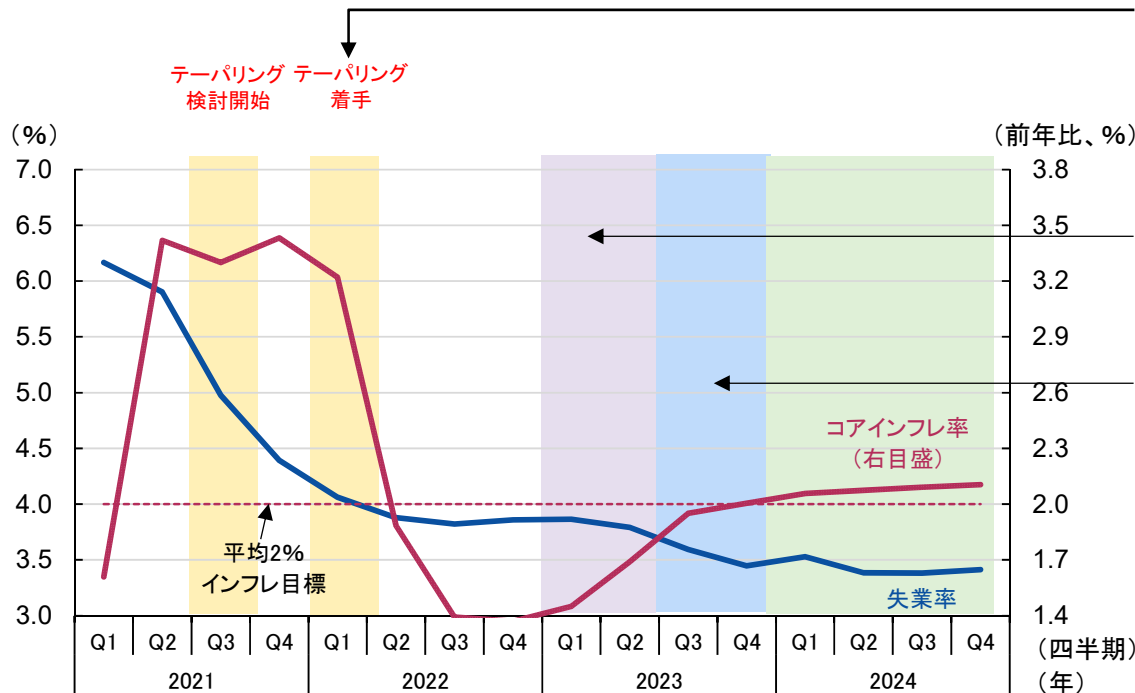


(出所)米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：2022年1～3月期にテーパリング開始、2024年1～3月期に最初の利上げ

- 持続的雇用拡大や高水準の求人、インフレ大幅上振れ、FOMC内の議論を踏まえ、テーパリング着手時期を前倒し
  - 2022年入り後にテーパリング開始。前倒しの可能性も大
  - 米国債は毎月80億ドル、MBSは同40億ドルずつ減額され、10カ月で新規購入を終了、以後は再投資で残高維持
- 2023年終盤からコアインフレ率が2%近傍に回帰するのを確認したうえで、2024年初めに最初の利上げと予想

## 失業率とコアインフレ率の見通しと金融政策との関係



・ コアインフレ率は2%を大きく上回るものの、刈込平均等の基調的なインフレ率は2%近傍を維持  
 ・ **失業率は4%台前半まで改善**  
 ⇒「最大雇用と物価安定に向けて更なる大幅な進展」(2020年12月対比)を満たす経済環境に  
 ⇒テーパリングに着手

・ 2023年前半はコアインフレ率が1%台半ばからの上昇過程にあり、FOMCは2%近傍への回帰が着実に進むことを忍耐強く待つ姿勢

・ 2023年終盤にはコアインフレ率が2%近傍に回復することが明確になり、FOMCは利上げ用意  
 ⇒2023年7～9月期に利上げが近いことを表明

⇒2024年には「**最大限の雇用、インフレ率が2%に到達、インフレ率がしばらくの間緩やかに2%を上回る軌道に乗る**」というフォワードガイダンスを満たす局面入り  
 2024年1～3月期に最初の利上げに着手

(注)2021年4～6月期の失業率は実績値。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

## (2) ユーロ圏経済：経済正常化による消費回復が追い風。外需押し上げは22年後半に

- 2021・2022年のユーロ圏実質GDP成長率は、前年比+4.6%、+4.7%となる見通し。2021年4～6月期のGDP成長率は前期比+2.0%（速報値）と、3四半期ぶりのプラス成長に。行動制限の緩和を受けて、家計消費が力強い回復を示したことが背景に
- 2021年後半は、行動制限緩和に伴う宿泊・飲食などのサービス消費が回復のけん引役。一方、世界的な半導体等の部材不足（供給制約）から自動車を中心に生産が伸び悩み、外需・投資の回復ペースは緩慢となる見込み
- 2022年は、ワクチン接種の進展による感染対策解除（2021年10～12月期）を受け、これまでのロックダウン中に増加した家計貯蓄の一部取り崩しがサービス消費を押し上げ。2022年上半に、GDPは危機前水準に戻ると予想
- 外需・投資は、供給制約が解消される2022年後半に加速する公算。積み上がった受注が追い風に
- コア物価は、2021年後半に前年の反動で上昇するものの、2022年入り後、前年比+1%近傍の緩慢な推移に戻る見込み

## ユーロ圏:21年はワクチン普及で消費がけん引。供給制約は22年半ばに解消へ

- 2021・22年のユーロ圏実質GDP成長率は前年比+4.6%、+4.7%と予測。GDPがコロナ危機前水準に戻る時期は、2022年1～3月期と予想
  - 2021年は、ワクチン普及の進展を受けて、サービス業の回復が景気回復をけん引。一方、供給制約が、製造業の回復ペースを鈍化させ、景気回復の重石に
  - 2022年は、ロックダウン中に増加した貯蓄活用による消費増や供給制約解消に伴う輸出増等がGDPを押し上げ

### ユーロ圏:短期見通し総括表

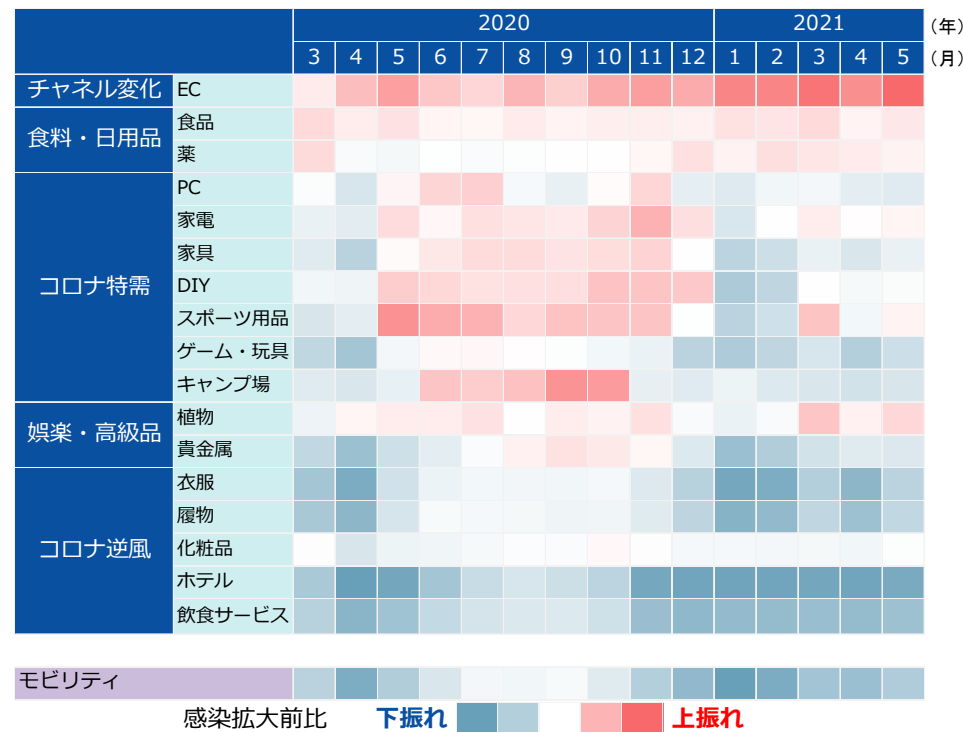
		2019	2020	2021	2022	2020				2021				2022			
		暦年		(見通し)		1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	前期比、%	1.4	▲ 6.4	4.6	4.7	▲ 3.6	▲ 11.4	12.4	▲ 0.6	▲ 0.3	2.0	2.1	0.4	1.2	1.0	1.1	1.0
内需	前期比、%	2.2	▲ 6.3	3.5	3.9	▲ 3.3	▲ 12.0	10.2	▲ 0.4	▲ 0.6	2.4	2.0	0.3	1.1	0.7	0.9	▲ 0.3
個人消費	前期比、%	1.3	▲ 7.9	3.2	4.6	▲ 4.4	▲ 12.6	14.1	▲ 2.9	▲ 2.2	4.1	2.9	0.1	1.9	0.6	0.5	▲ 2.1
総固定資本形成	前期比、%	6.7	▲ 7.4	3.8	3.7	▲ 4.6	▲ 19.3	13.0	2.6	0.1	1.4	0.3	1.0	0.2	1.2	1.7	1.7
政府消費	前期比、%	1.7	1.4	3.4	1.8	▲ 0.0	▲ 2.6	5.3	0.5	▲ 0.2	0.8	1.2	0.2	0.4	0.4	0.2	0.0
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.3	▲ 0.5	0.1	0.1	0.3	▲ 0.2	▲ 1.5	0.5	0.6	▲ 0.3	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.2	0.4
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.8	▲ 0.3	1.2	0.9	▲ 0.4	0.5	2.5	▲ 0.3	0.3	▲ 0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	1.3
輸出	前期比、%	2.4	▲ 9.0	8.2	9.1	▲ 3.6	▲ 18.5	16.6	3.9	0.6	1.2	1.8	1.5	2.1	2.6	3.3	3.1
輸入	前期比、%	4.4	▲ 8.9	6.0	7.9	▲ 2.9	▲ 20.0	11.6	4.9	0.1	1.9	1.6	1.3	2.0	2.1	3.1	0.8
消費者物価指数	前年比、%	1.2	0.3	1.8	1.2	1.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	1.1	1.8	2.1	2.3	1.3	1.3	1.0	1.2
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.0	0.7	1.3	1.0	1.1	0.9	0.6	0.2	1.1	0.9	1.5	1.7	1.1	1.2	0.9	0.8

(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

# ユーロ圏：財消費は特需が一巡。経済活動再開に伴いサービス消費がけん引役に

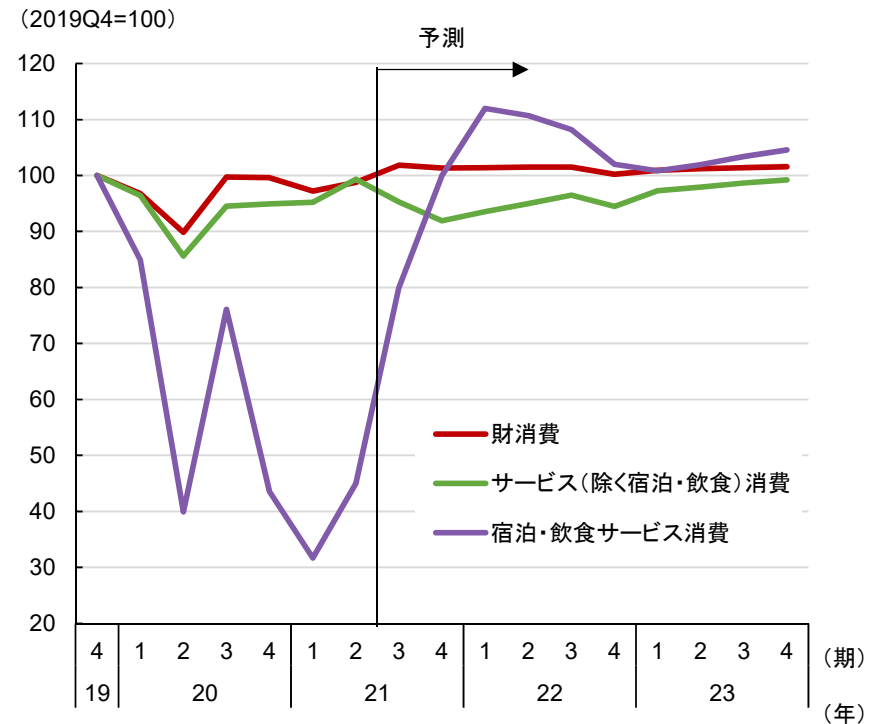
- PCや家電製品などのコロナ特需は概ね一巡。2021年後半以降、財消費はコロナ前水準近傍で横ばいに
- 感染対策解除(2021年10~12月期)後は、宿泊や飲食などのサービス消費が消費回復のけん引役になる公算
  - これまでの消費機会喪失等から貯蓄が増加。貯蓄取り崩しを追い風に、2022年にペントアップ需要が発現
  - 一方、コロナ危機以降、賃金が低迷。先行きも賃金が伸び悩むことで消費回復の重石に

## ドイツ：小売業・サービス業売上高



(注)2020年1月対比、下振れ・上振れを判断  
(出所)ドイツ連邦統計局、Google LLCより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ユーロ圏：財・サービス消費の見通し



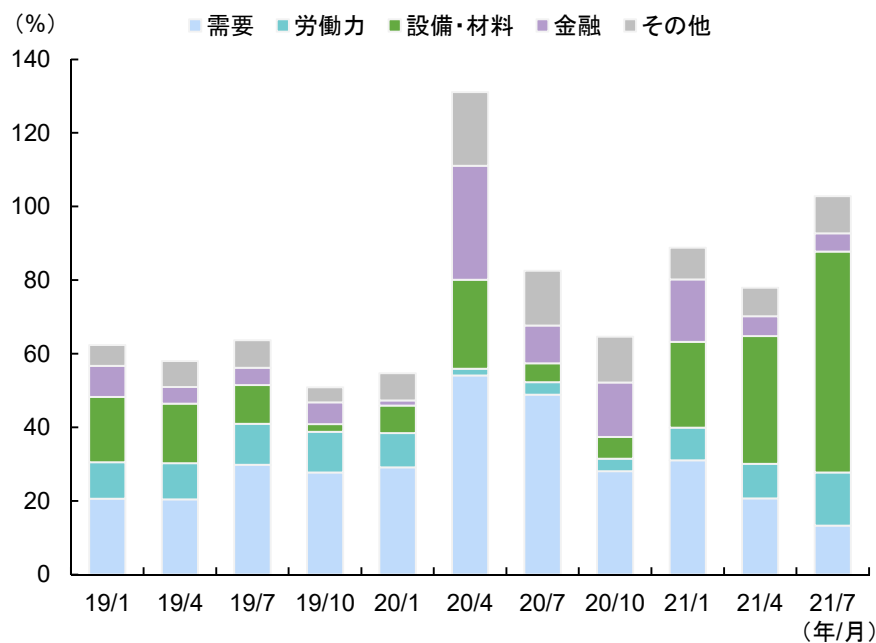
(注)みずほリサーチ&テクノロジーズによる推計値・予測値  
(出所)Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## ユーロ圏：2021年は供給制約が残存。輸出・投資の押し上げは2022年後半に

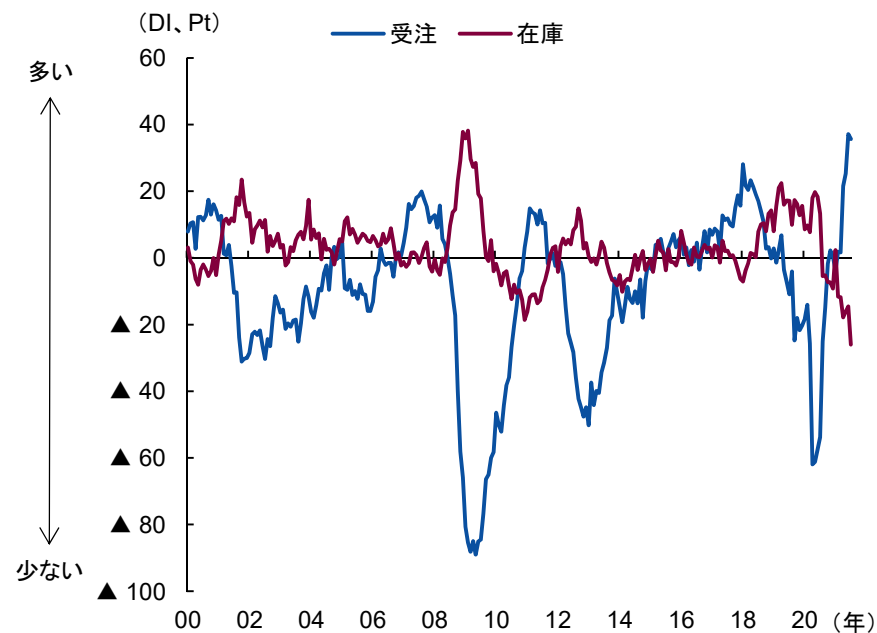
- 世界的な半導体不足の影響を受けて、自動車を中心とする生産は低迷。供給制約が残存することで、2021年内のユーロ圏生産は横ばい圏での推移にとどまる見込み
  - 欧州委員会のアンケートによると、自動車業の生産制約要因として、「需要」要因が縮小する一方で、「設備・材料」要因が拡大
- 半導体等の供給制約が解消される2022年半ば以降、生産・輸出がGDPの押し上げに寄与
  - 積み上がった受注が、供給制約解消後の自動車を中心とする生産回復の追い風になる公算

### ユーロ圏：自動車業の生産制約要因



(注) 各要因を挙げた回答者数の、回答者数全体に占める割合。複数回答可  
(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：自動車業の受注判断DIと在庫判断DI



(注) 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

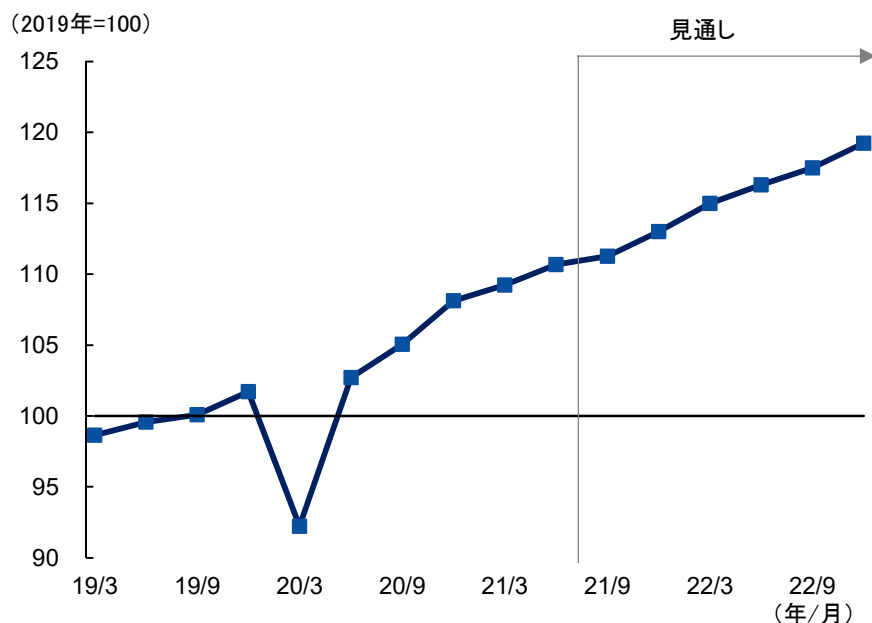
### (3) 中国経済: 輸出の伸び鈍化も、堅調な投資や消費持ち直しで回復基調が継続

- 2021年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.9%（前期比+1.3%）と改善が継続。景気回復をけん引してきた輸出の伸びは鈍化も、高水準を保った格好。投資は製造業を中心に堅調に推移。個人消費も、緩やかながら回復が続く
- 2021・2022年の成長率見通しは+8.4%、+5.4%と回復基調が継続すると予想。今後、グローバルな財消費の伸びが一服することを受け、中国の輸出の伸びは鈍化。設備投資は堅調な回復を見込む。バブル抑制策により不動産投資は減速も、産業育成上、重要視されるハイテク分野を中心に製造業投資がけん引。消費は、雇用・所得環境の改善やワクチン普及を背景に、緩やかな回復が続く見通し。なお、コロナ禍による行動制約が短期的かつ局所的であったことから、ペントアップ需要による押し上げ効果は限定的
- 2021年7月下旬以降の国内での感染再拡大はリスク要因。早期封じ込めに向け、既に政府は対策を講じているが、沈静化に時間を要する場合は、回復基調にある個人消費を中心に景気を下押し。また生産停止などの措置の長期化はグローバルなサプライチェーンに影響をおよぼす懸念あり、留意要

## 中国：景気のけん引役は輸出から製造業投資・消費へ

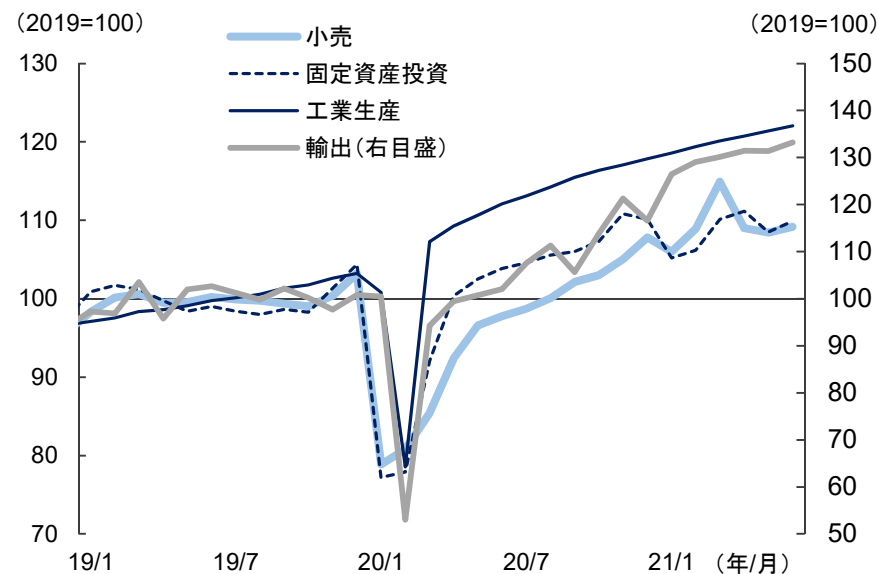
- 2021年の実質GDP成長率は+8.4%、2022年は+5.4%と予想
  - コロナ関連特需等に支えられた輸出は、世界的な財需要のピークアウトを背景に、伸びは鈍化する見込み
  - 足元の輸出増や生産回復をうけ、製造業投資をはじめとする投資は改善基調。企業利益は順調に推移しており、今後の製造業投資の拡大を示唆。ただし、原材料高や2020年終盤より続く人民元高は、投資下振れ要因に
  - 消費は雇用環境やワクチン普及により緩やかな回復が続く見込み。ただし、7月下旬以降の国内での感染再拡大に起因する移動制限が長期化すれば、消費を下押しする要因に

### 実質GDP見通し



(注) 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、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 主要指標の月次推移

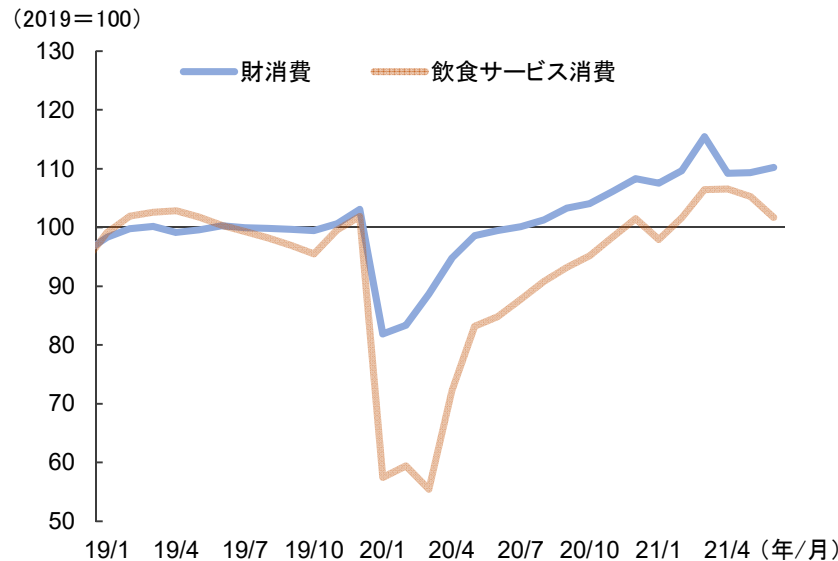


(注) 工業生産は国家统计局発表の季節調整済前月比から試算。小売・投資・輸出はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値  
 (出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 中国：消費は緩やかな回復が続く

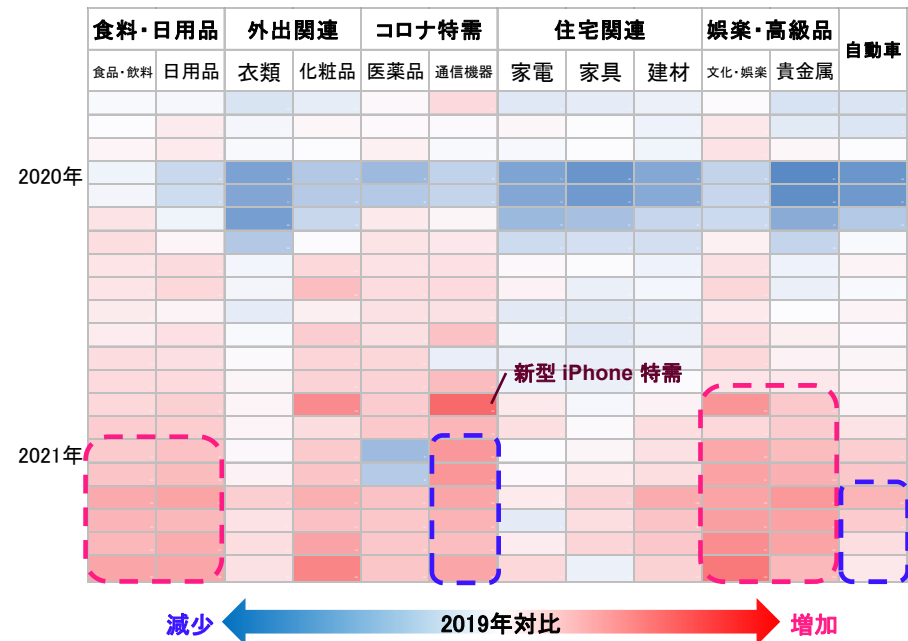
- 2020年後半より回復ペースが加速していた財消費は、足元で、コロナ禍前の成長トレンドに回帰する傾向
  - 通信機器などのコロナ関連をはじめとする耐久財需要は一巡も、日用品などの非耐久財は堅調に推移しており、財消費の底堅さを示す。海外旅行の代替とみられる高級品や娯楽関連の拡大も、財消費の追い風に
- 飲食サービス消費も、財消費と比べれば緩慢ながら回復基調。2021年末のワクチン普及に向け、サービス消費も緩やかな回復をたどる見込み
  - 足元での感染状況は、今後沈静化に向かうとみられ、消費への影響は限定的と想定

### 財・飲食サービス消費



(注)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、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 小売売上高(2019年対比)

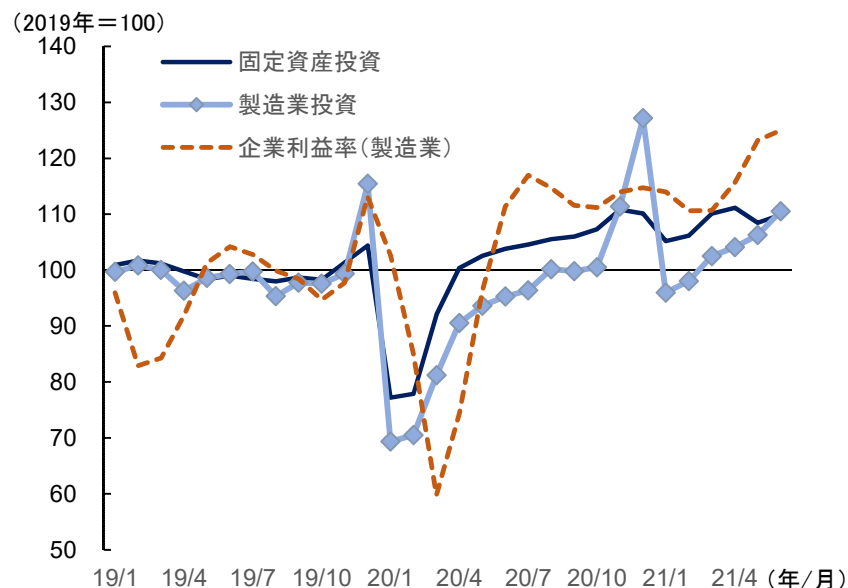


(注)みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値  
 (出所)中国国家统计局、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 中国：製造業の企業利益は改善が続き、今後の投資拡大を示唆

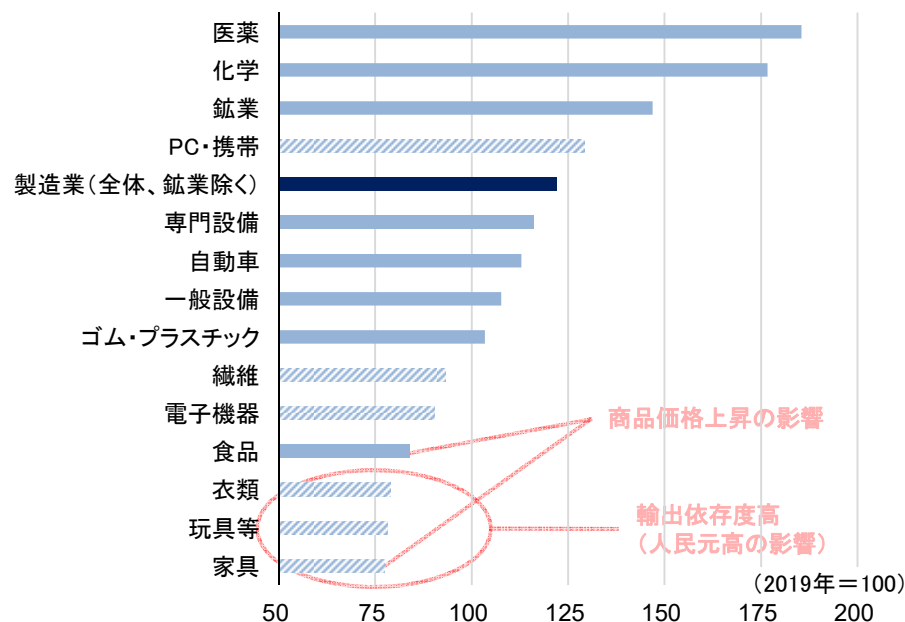
- 投資の軸足は、コロナ禍後の回復をけん引した不動産やインフラ投資から、製造業投資へ
  - 足元の企業利益は、医薬や専門設備等のハイテク分野が全体をけん引し、改善が続く。製造業投資の追い風に
- ワクチン等のコロナ関連需要の継続や、製造業向け税制優遇などの政策対応（投資促進策）を背景に、ハイテク分野を中心とした製造業投資は拡大基調で推移する見通し
  - ただし、2020年終盤以降の人民元高の継続や、足元での商品価格の上昇により、川下産業や輸出依存度の高い産業の一部で利益率は低下。今後の投資抑制要因となりうることには留意

### 固定資産投資と製造業利益率



(注)各投資は、みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値  
 製造業利益率は、工業部門企業のうち一定規模以上(売上2,000万元以上)の製造業における利益額/売上高(3カ月移動平均)にて算出  
 (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

### 企業利益率(業種別、2021年4~6月期)



(注)企業利益率の2019年平均との変化幅を示す。利益率は、左図と同様の算出方法。  
 網掛けの業種は、輸出依存度が相対的に高い(35%超)ことを示す  
 (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

## (4) 新興国経済: ワクチン接種・制限解除の遅れが回復阻害要因に

- 新興国経済は、デルタ株のまん延により一部の国で深刻な感染再拡大に直面。新興国の中でも、ワクチン普及・経済活動制限レベルは二分化する傾向。ワクチン普及が遅れるASEAN・インドでは、制限解除の遅れが2021年中の内需回復を抑制する見込み。制限解除が相対的に早いNIEsや資源国では、米中景気回復や資源高に伴う外需の追い風も2021年の景気回復を後押しすると予想
- ASEANでは人流抑制の強化や一部工場の操業規制等により、製造業景況感が悲観圏に後退。人流抑制措置の継続は、生産・供給網の停滞により、ASEAN域内に対しては相応の下押し圧力となり、長期化による景気下振れリスクは要注意。自動車とその裾野産業が集積するタイや、厳しい活動制限を敷くベトナム、出社制限を適用しているマレーシアなどで影響大
- 金融政策は、インフレ抑制にむけ引き締めを実施する国と、コロナ対応のため緩和を継続する国で二分化。インフレ目標を超過する中南米・ロシアは利上げ継続の一方、アジア圏では政策金利据え置きが続く見込み。米金融政策転換が意識される局面では、通貨安対応のため利上げペースの加速や前倒しのリスクも残存

## 新興国：感染再拡大で活動制限が長期化するアジア諸国の回復に遅れ

- 2021年は、ワクチン普及が遅れるASEAN諸国では活動制限の長期化が内需の回復を抑制
  - 相対的に活動制限が緩く、米景気回復や資源高による外需の恩恵が大きいNIEsや資源国は回復軌道を維持
- 2022年は、ワクチン普及とともに経済活動が本格的に再開、ASEAN諸国の成長ペースは加速
  - サービスへの需要シフトによる財輸出の減速や利上げの影響により、NIEsや資源国では成長ペースが鈍化

### アジア・新興国見通し総括表

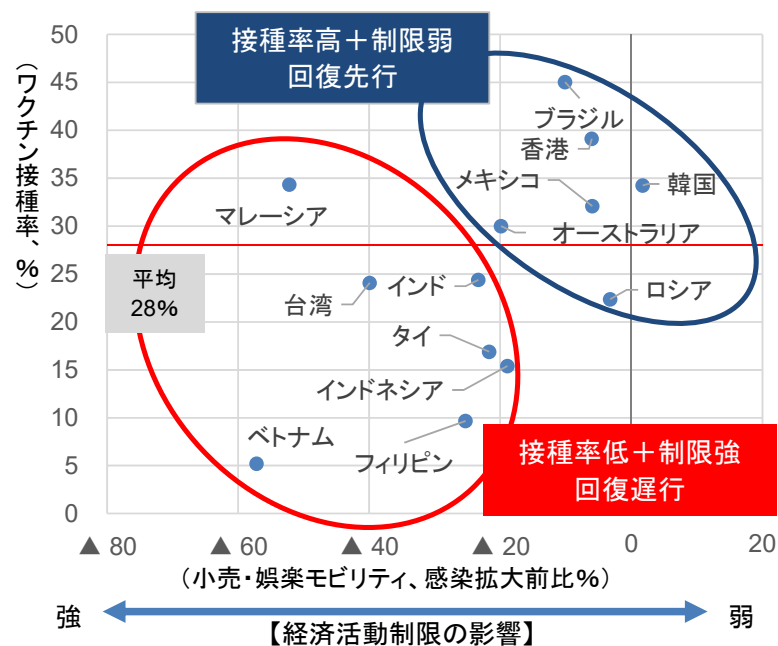
	2018年	2019年	2020年	2021年 2022年 (見通し)		2020年				2021年	
				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6		
<b>アジア</b>	6.3	5.2	▲ 0.9	7.6	5.2	-	-	-	-	-	-
<b>中国</b>	6.7	6.0	2.3	8.4	5.4	▲ 6.8	3.2	4.9	6.5	18.3	7.9
<b>NIEs</b>	2.9	1.9	▲ 0.8	4.5	2.9	-	-	-	-	-	-
韓国	2.9	2.2	▲ 0.9	3.9	2.9	1.5	▲ 2.6	▲ 1.0	▲ 1.1	1.9	5.9
台湾	2.8	3.0	3.1	4.9	2.7	2.5	0.3	4.3	5.1	8.9	7.5
香港	2.8	▲ 1.7	▲ 6.1	5.0	3.3	▲ 9.1	▲ 9.0	▲ 3.6	▲ 2.8	8.0	7.5
シンガポール	3.5	1.3	▲ 5.4	5.5	3.0	0.0	▲ 13.3	▲ 5.8	▲ 2.4	1.5	14.7
<b>ASEAN5</b>	5.3	4.8	▲ 3.5	4.1	5.4	-	-	-	-	-	-
インドネシア	5.2	5.0	▲ 2.1	4.2	4.7	3.0	▲ 5.3	▲ 3.5	▲ 2.2	▲ 0.7	7.1
タイ	4.2	2.3	▲ 6.1	1.9	4.1	▲ 2.1	▲ 12.1	▲ 6.4	▲ 4.2	▲ 2.6	-
マレーシア	4.8	4.4	▲ 5.6	4.3	6.5	0.7	▲ 17.2	▲ 2.7	▲ 3.4	▲ 0.5	-
フィリピン	6.3	6.1	▲ 9.6	5.2	6.3	▲ 0.7	▲ 17.0	▲ 11.6	▲ 8.3	▲ 3.9	11.8
ベトナム	7.1	7.0	2.9	5.3	7.4	3.7	0.4	2.7	4.5	4.7	6.6
<b>インド</b>	7.3	4.8	▲ 7.0	9.6	5.5	3.0	▲ 24.4	▲ 7.4	0.5	1.6	-
<b>オーストラリア</b>	2.9	1.9	▲ 2.5	4.3	3.1	1.4	▲ 6.4	▲ 3.9	▲ 0.8	1.1	-
<b>ブラジル</b>	1.8	1.4	▲ 4.1	4.8	2.2	▲ 0.3	▲ 10.9	▲ 3.9	▲ 1.1	1.0	-
<b>メキシコ</b>	2.2	▲ 0.2	▲ 8.3	5.6	2.6	▲ 1.3	▲ 18.7	▲ 8.7	▲ 4.5	▲ 3.6	19.7
<b>ロシア</b>	2.8	2.0	▲ 3.0	3.1	3.3	1.4	▲ 7.8	▲ 3.5	▲ 1.8	▲ 0.7	-

(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

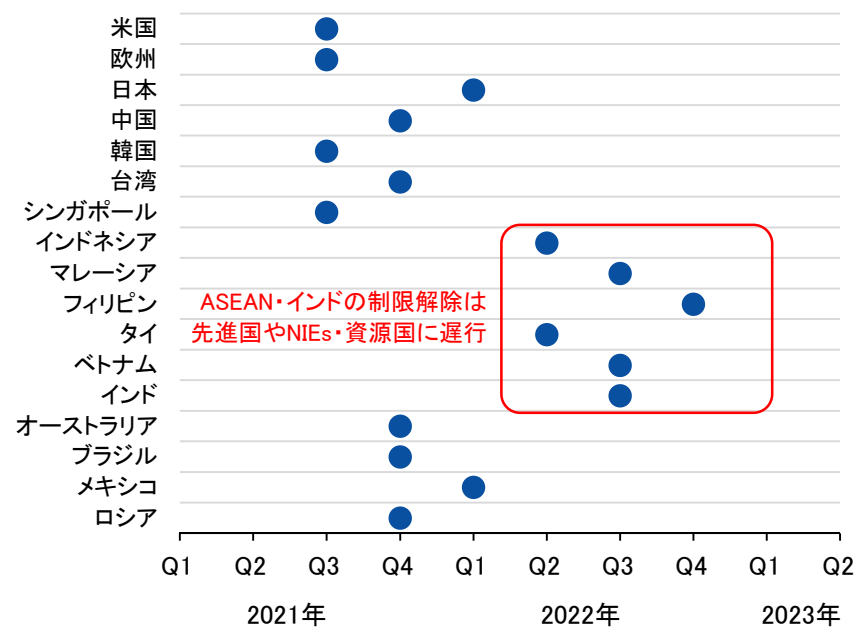
# 新興国：ワクチン普及・活動制限レベルは二分化、ASEAN諸国の回復阻害要因

- 新興国の中でも、ワクチン接種ペースと経済活動制限の強さは、ASEAN・インドと韓国・中南米等で二分化する傾向
  - ワクチン接種率が低く、活動制限が厳しいASEAN・インドは、モビリティが下振れし、2021年の回復を抑制
  - 韓国、中南米等は相対的にワクチン接種率が高く、活動制限も緩やかで、回復軌道を維持
- 2021年後半のワクチン接種加速が見込まれるが、ASEAN・インドの活動制限解除は2022年半ば以降にずれこみ
  - 先進国・中国に加え、NIEsや資源国は概ね2021年内～2022年初めの活動制限解除を見込む

## ワクチン接種率とモビリティ



## 見通し対象国の経済活動制限解除時期



(注) ワクチン接種率(1回目)、モビリティは2021年7月以降の平均値  
 (出所) Google、Our World in Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

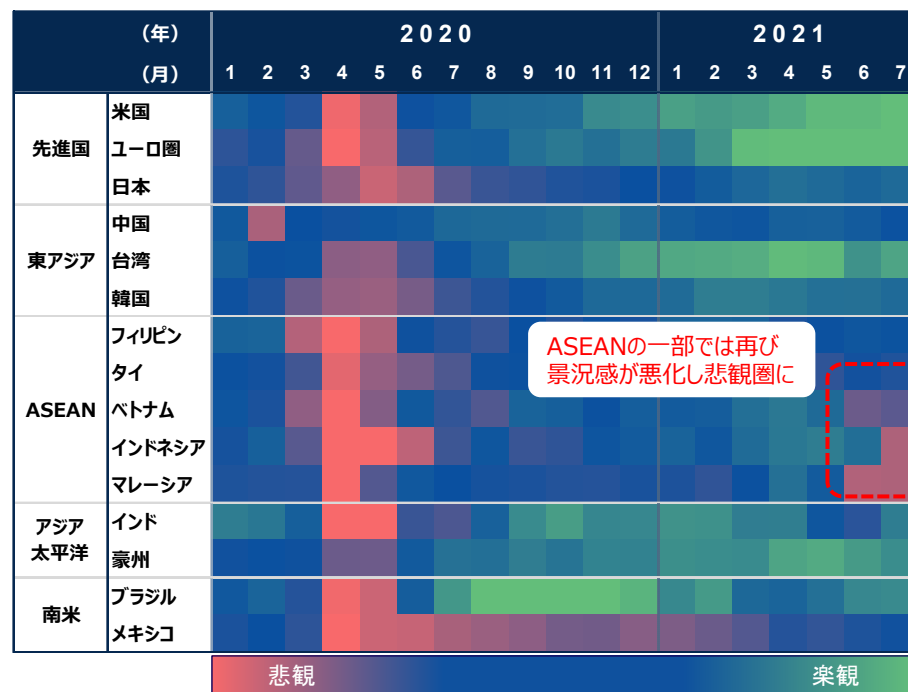
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 新興国:ASEANでは人流抑制や操業規制による供給網停滞が下押し圧力に

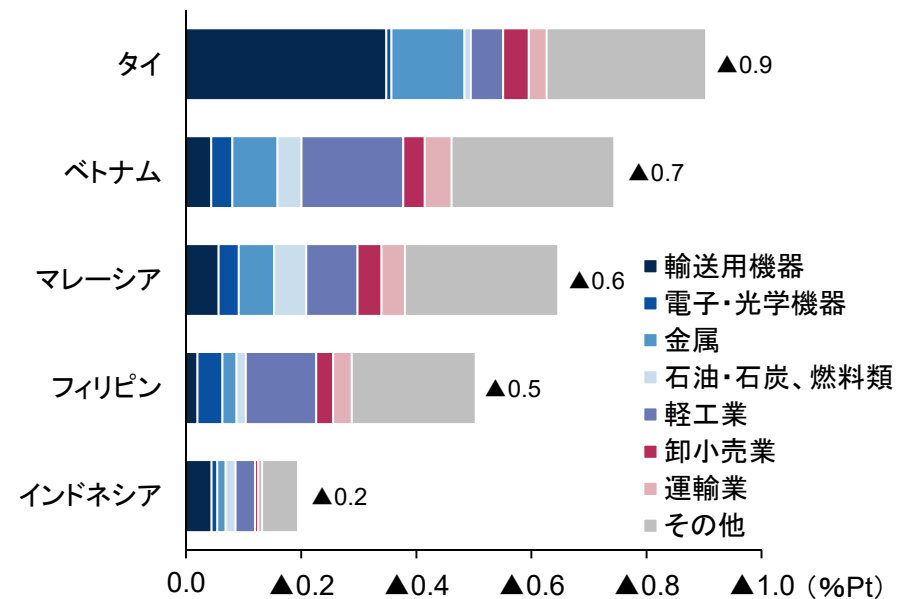
- 感染拡大を受けてASEANでは人流抑制が強化されたほか、一部の国は工場の操業規制を実施。主要国・地域の製造業PMIを比較すると、ほとんどが悲観圏を脱した一方、ASEANでは操業規制下の国が悲観圏に逆戻り
- ASEAN主要5カ国について、人流抑制措置を背景とした生産およびサプライチェーン停滞の潜在的影響を試算。域外への波及は限定的であるものの、域内に対しては相応の下押し圧力が生じ、長期化による下振れリスクは要注意
  - 自動車産業や裾野産業が集積するタイや、企業に労働者隔離を求めるなど厳しい活動制限を敷くベトナム、全国的に出社制限を適用しているマレーシアなどで影響大

## 主要国・地域の製造業PMI



(出所) IHS Markitより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 生産停滞による潜在的下押し効果(GDP比)



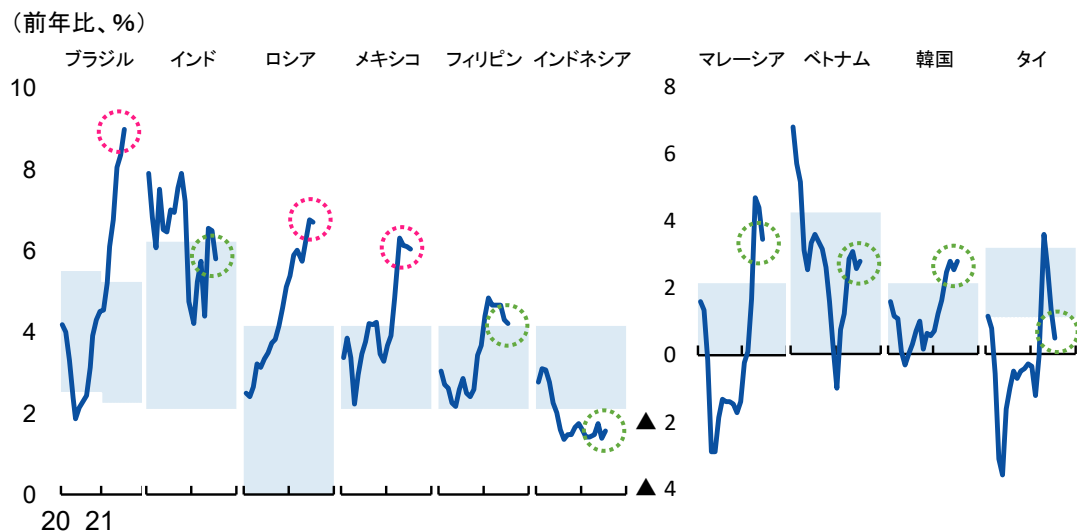
(注) 人流抑制措置にともなう生産減少が3カ月続く場合の影響。人流の減少幅は、直近の感染規模に応じて適宜設定。なお、サプライチェーン上の重要企業が完全に生産停止する場合など、不均一な障害の影響は織り込んでいない

(出所) ADB、Google LLC、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：金融政策はインフレ対応の引き締め、コロナ対応の緩和継続で二分化

- 新興国の物価圧力はまちまち。中南米、ロシアでは物価目標を超えて高止まりも、東南アジアでは騰勢に一服感
- 中南米・ロシアは年内利上げ継続の公算大。アジア、その他は年内据え置きを見込む
  - ブラジル・ロシアはコロナ緩和前の金利水準まで回帰。持続的なインフレ圧力が懸念され、引き締めにより対応
  - 感染拡大が続くアジア圏を中心に、新興国の多くでコロナ対応の緩和局面が継続
- 利上げペースの加速・前倒しのリスクも残存
  - 市場で米金融政策転換が意識される局面では、通貨安への対応に迫られる可能性

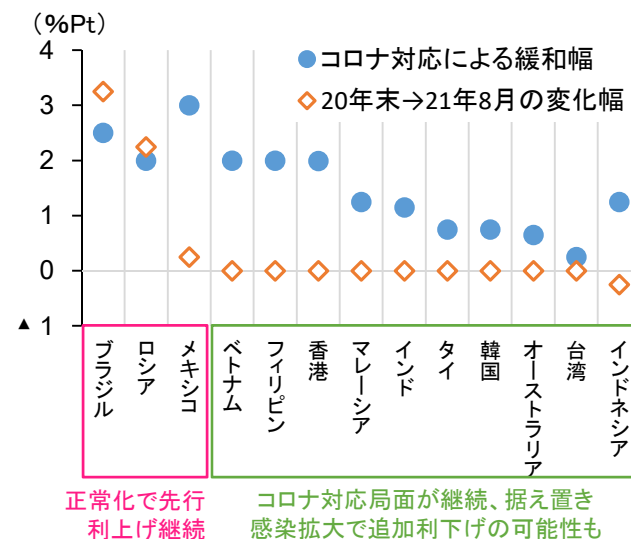
### 主要新興国のインフレ率と物価目標



(注) 網掛けは物価目標レンジ。物価目標がレンジで示されていない場合は、0%を下限として設定。なお、マレーシアは物価目標が公表されていないため、便宜的に2010～2019年までの平均的なインフレ率を目標レンジとして示した

(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 主要新興国の政策金利



(注) コロナ対応の緩和幅は、2020年末と2019年末時点の政策金利の差として示した

(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (5) 日本経済: ワクチン普及が2021年度後半以降の景気を押し上げ

- 2021年4～6月期(1次速報)のGDP成長率は前期比年率+1.3%と2四半期ぶりのプラス。米国・中国を中心に海外経済が堅調に推移したほか、好調な半導体市場が押し上げ要因となり、輸出や設備投資は増加。4月に発令された3回目の緊急事態宣言後の個人消費は弱含むも、制限の緩和・解除を受けて6月に持ち直し、四半期ベースの個人消費はプラス
- 2021年度の成長率は+3.8%と予測。7～9月期はデルタ株の感染拡大や4回目の緊急事態宣言の発令・延長を受けて個人消費が低迷するほか、車載向け半導体の供給不足を受けた自動車の減産が引き続き下押し要因となることで、弱い伸びになると予測。一方、年度後半はワクチンが現役世代まで普及し、超過貯蓄を原資としてサービス消費が大幅に回復
- 2022年度の成長率は+3.7%と予測。前年度からのゲタが高いことに加え、高額なサービス消費を中心としたpent-up需要がGW、夏季休暇に分散して発現し、年度前半の経済を押し上げる見通し。海外経済の回復を背景に、輸出・設備投資も堅調に推移すると予測
- デルタ株でワクチンの感染抑制効果が低下するリスク、先行きのワクチン普及率が伸び悩むリスクには留意が必要。行動制限の解除時期に影響する可能性も

## 日本：成長率は2021年度+3.8%、2022年度+3.7%と回復が続く見通し

- 2021年度の日本経済は前年度比+3.8%を予測。7～9月期は変異株の感染拡大や4回目の緊急事態宣言の発令・延長、車載向け半導体の供給不足を受けた自動車の減産が引き続き下押し要因になることで、弱い伸びを予測。一方、年度後半はワクチンが現役世代まで普及し、対人接触型サービス消費を中心に回復ペースが加速
- 2022年度は前年度比+3.7%を予測。高額サービス消費を中心としたペントアップ需要がGW、夏季休暇に分散して発現し、年度前半の経済を押し上げ。海外経済の回復を背景に、輸出・設備投資も堅調に推移

### 日本経済見通し総括表

		2020	2021	2022	2021				2022				2023
		年度	(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、%	▲4.5	3.8	3.7	▲0.9	0.3	0.5	1.2	2.1	0.8	0.6	▲0.1	0.4
	前期比年率、%	—	—	—	▲3.7	1.3	2.2	4.8	8.6	3.2	2.6	▲0.4	1.7
内需	前期比、%	▲3.9	3.2	3.4	▲0.7	0.6	0.5	1.2	2.3	0.6	0.4	▲0.2	0.3
民需	前期比、%	▲6.3	4.0	4.0	▲0.4	0.9	0.5	1.5	2.6	0.8	0.4	▲0.2	0.3
個人消費	前期比、%	▲5.9	4.3	3.7	▲1.0	0.8	0.0	1.8	3.8	0.1	0.1	▲0.7	0.2
住宅投資	前期比、%	▲7.2	3.2	2.7	0.9	2.1	2.5	▲0.5	0.7	1.2	0.5	0.5	0.2
設備投資	前期比、%	▲6.8	4.1	3.9	▲1.3	1.7	1.2	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(0.4)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	3.5	1.2	1.7	▲1.5	0.1	0.6	0.5	1.2	0.1	0.5	▲0.2	0.4
政府消費	前期比、%	3.3	1.6	2.0	▲1.7	0.5	0.5	0.3	1.4	0.4	0.4	▲0.5	0.4
公共投資	前期比、%	4.2	▲0.3	0.9	▲1.0	▲1.5	1.0	1.0	0.3	▲1.0	0.8	0.6	0.3
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(0.6)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
輸出	前期比、%	▲10.4	15.1	6.1	2.4	2.9	1.8	1.6	1.7	1.8	1.6	0.7	0.7
輸入	前期比、%	▲6.8	11.4	4.6	4.0	5.1	1.7	1.6	2.5	1.0	0.5	0.0	0.2
名目GDP	前期比、%	▲3.9	3.0	5.0	▲1.0	0.1	0.3	0.9	2.4	2.6	0.0	▲0.2	0.6
GDPデフレーター	前年比、%	0.7	▲0.8	1.3	▲0.1	▲0.8	▲1.1	▲0.9	▲0.4	1.6	1.2	1.3	1.1
内需デフレーター	前年比、%	▲0.2	1.0	1.2	▲0.4	0.7	1.1	1.2	1.2	1.6	0.8	1.2	1.0

(注) 網掛けは予測値。デフレーターについては消費者物価の基準改定は反映していない  
(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

- 企業行動に慎重さが残存する中、2021年度の雇用者報酬は回復に向かうも、プラス幅は2020年度の落ち込みに比して小さい。雇用調整助成金の特例措置の再延長により、失業率は急激な上昇を回避する公算
- コアCPIは2020年基準適用で▲0.7%Pt程度の下方改定。エネルギーが押し上げ要因になるも通信料低下などが下押し要因になり、2021年度中のコアCPIは0%近傍の推移が継続、日銀版コアCPI(前年比)はマイナスで推移

### 日本経済見通し総括表（主要経済指標）

		2020 年度	2021 (見通し)			2021				2022				2023
			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	10.2	4.7	2.9	1.0	1.7	0.8	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0	
経常利益	前年比、%	▲ 15.6	28.0	14.0	26.0	62.7	30.8	12.9	18.8	24.7	17.2	10.0	6.4	
名目雇用者報酬	前年比、%	▲ 2.0	1.0	1.6	▲ 0.4	1.9	0.4	1.0	0.4	1.6	1.6	2.1	1.2	
完全失業率	%	2.9	2.9	2.6	2.8	2.9	3.0	2.9	2.8	2.8	2.6	2.6	2.6	
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	81.2	86.5	87.2	83.0	83.0	85.1	87.1	87.1	87.6	87.6	87.4	87.2	
経常収支	年率換算、兆円	18.3	13.4	9.5	20.5	20.8	12.2	12.0	9.1	7.4	9.0	9.8	10.0	
国内企業物価	前年比、%	▲ 1.4	3.3	0.2	▲ 0.3	4.6	3.4	2.9	2.0	0.2	0.6	0.5	▲ 0.4	
〃（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	▲ 0.2	0.6	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.0	0.2	▲ 0.2	0.2	0.1	0.8	1.1	
〃（除く制度要因）	前年比、%	▲ 0.4	▲ 0.2	0.7	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	0.2	0.6	0.5	0.8	0.7	
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	0.0	▲ 0.6	0.3	0.0	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.7	0.2	0.1	0.4	0.7	
〃（除く制度要因）	前年比、%	0.2	▲ 0.7	0.4	0.1	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.3	0.6	0.5	0.4	0.3	

(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. 消費者物価指数は2020年基準改定を反映。「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：緊急事態宣言は対象地域拡大。医療ひっ迫で9月下旬まで延長の公算

- 今後、緊急事態宣言が最終的に9月下旬まで延長されると想定
  - 8月以降、東京を中心に医療体制のひっ迫が続き、政府は緊急事態宣言を9月12日まで延長決定。加えて、首都圏や大阪以外でも感染状況が悪化していることを踏まえ、宣言対象地域も拡大
  - また、大型商業施設の入場制限や休業要請など、規制内容も強化
  - 緊急事態宣言の効果や、感染急増・医療体制によるアナウンスメント効果により、今後は人出が減少する見込み。病床使用率は8月後半以降徐々に改善し、最終的に9月下旬に緊急事態宣言が解除されると想定

## これまでの緊急事態宣言の内容

		第3次		第4次
		4月25日～5月11日	5月12日～6月20日	7月12日～
住民		日中も含めた不要不急の外出・移動の自粛要請	日中も含めた不要不急の外出・移動の自粛要請	日中も含めた不要不急の外出・移動の自粛要請
商業施設 娯楽施設	1,000㎡超	休業要請	休業要請	時短要請 (5～20時)
	1,000㎡以下	休業協力依頼	休業協力依頼	時短協力依頼 (5～20時)
飲食店	酒類・カラオケ提供する	休業要請	休業要請	休業要請
	酒類・カラオケ提供しない	時短要請 (5～20時)	時短要請 (5～20時)	時短要請 (5～20時)
大規模イベント	収容定員 10,000人以下	原則無観客	収容定員の50%まで	収容定員の50%まで
	収容定員 10,000人超		5,000人	5,000人

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 今後の政府の対応等の想定

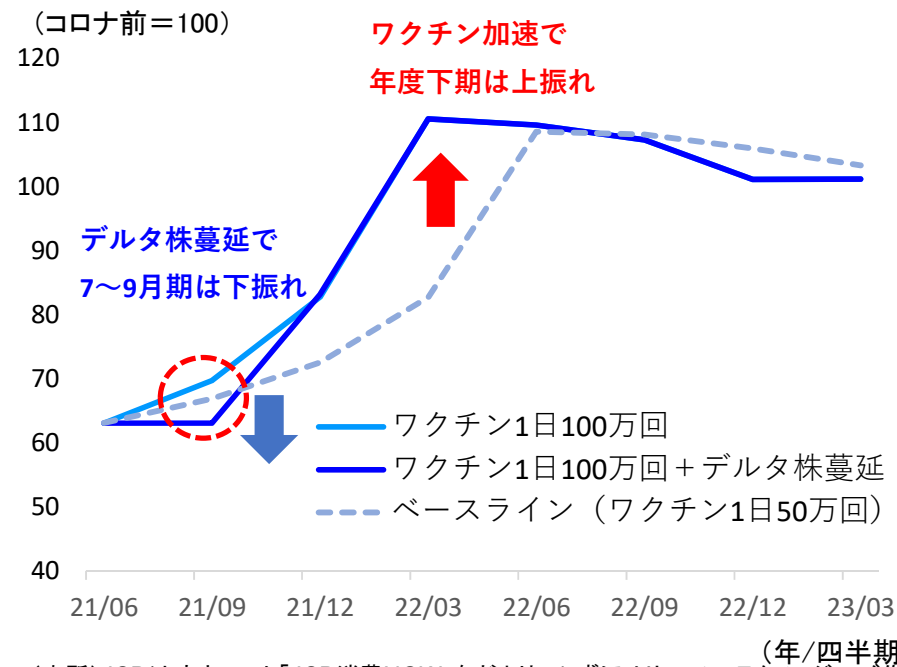
		日付	政府の対応等
実績	7月12日		・東京へ緊急事態宣言を発令（～8月22日） ・沖縄の緊急事態宣言を延長（～8月22日） ・埼玉、千葉、神奈川、大阪のまん延防止措置を延長（～8月22日）
	7月23日		・オリンピック開幕（～8月8日）。首都圏1都3県は無観客開催
	7月30日		・埼玉、千葉、神奈川、大阪に緊急事態宣言を追加発令 ・緊急事態宣言を延長（～8月31日）
	8月上旬		・東京で医療ひっ迫状態に（入院者数や重症者数が急増） →感染急増・医療ひっ迫のアナウンスメント効果により、人出が減少
	8月17日		・茨城、栃木、群馬、静岡、京都、兵庫、福岡に緊急事態宣言を追加発令 ・緊急事態宣言を延長（～9月12日） ・規制強化（大型商業施設の入場制限や休業要請など）
想定	8月後半～		・感染者数、病床使用率は徐々に改善へ
	8月24日		・パラリンピック開幕（～9月5日）。原則無観客開催
	9月中旬		・緊急事態宣言を9月下旬まで延長
	9月下旬		・重症者数がステージIV脱却 ・緊急事態宣言を解除

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

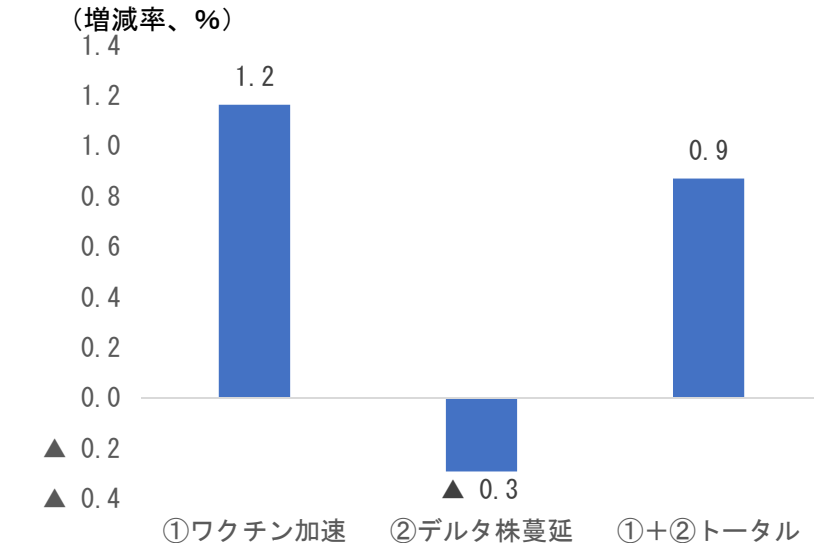
# 日本: デルタ株が短期的に下押しも、ワクチン普及が年度後半の消費を押し上げ

- デルタ株の感染拡大、4回目の緊急事態宣言の発令・延長を受け、7~9月期の個人消費は低迷を予想
  - 医療ひっ迫のアナウンスメント効果も相まって、7~9月期のモビリティが4~6月期並に抑制されると想定。対人接触型サービスを中心に個人消費が下押しされ、2021年度GDPを▲0.3%程度下押しと試算
- 年度後半はワクチン普及の加速により、対人接触型サービス消費が大幅に回復
  - ①サービス消費がコロナ前水準に戻る効果と②ペントアップ需要の双方の発現が前倒しされ、2021年度GDPを1.2%押し上げ。デルタ株の影響を勘案しても通年ではサービス消費が上振れ、2021年度GDPを+0.9%押し上げ

## 対人接触型サービス消費のパス



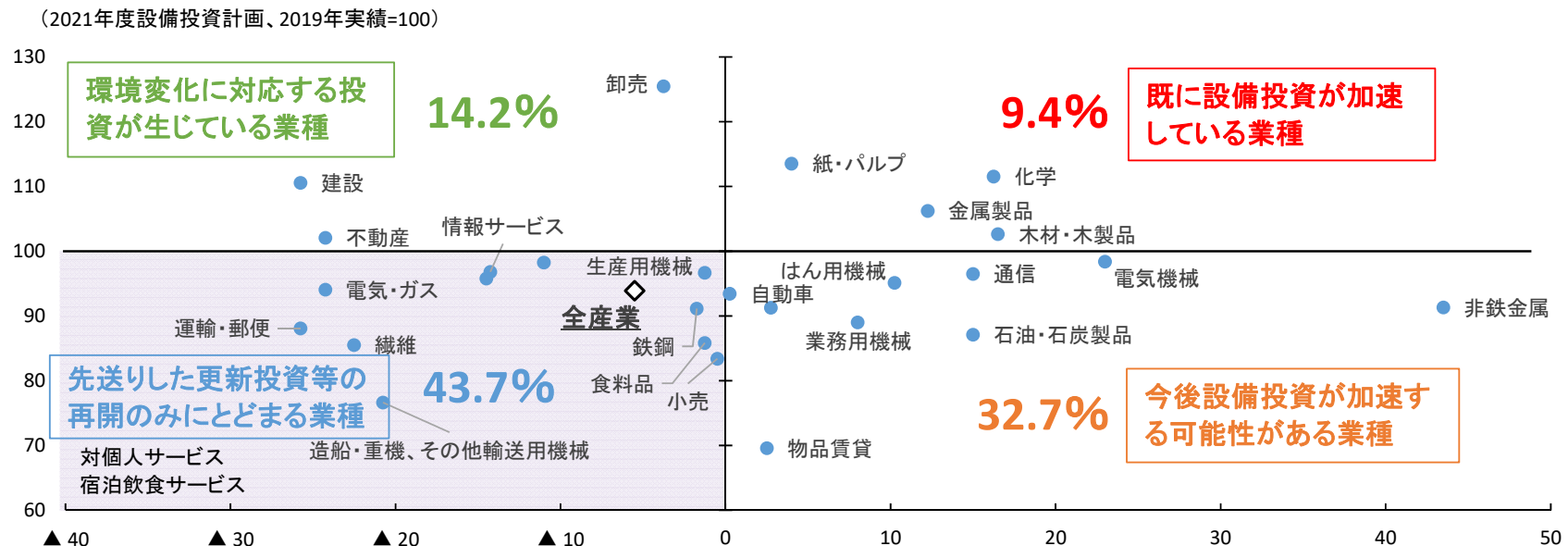
## 2021年度GDPへの影響(ベースライン対比)



## 日本:投資が加速しやすい水準まで景況感が回復している業種は限定的

- 2021年度の設備投資は前年の反動で増加するが更新投資の再開が主因
  - 2021年度の設備投資計画(日銀短観6月調査、大企業)は前年比+12.3%も、例年の修正率を考慮すると、大半の業種の投資水準はコロナ禍前(2019年度)を下回る可能性
  - コロナ禍前比で景況感が改善し、投資水準が上回る業種は、化学等わずか(全体の9.4%)。電気機械・通信等は今後、能力増強投資が増える可能性(同32.7%)
  - 建設・卸売等は環境変化に対応するためのソフトウェア投資等が加速(同14.2%)

### 日銀短観(6月調査):業況判断DIと2021年度設備投資計画の比較



(注) 1.大企業、投資計画はソフトウェア含む・土地投資額除く  
 2.投資計画は6月調査から実績値までの修正率(過去5年平均)を掛けた値  
 (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

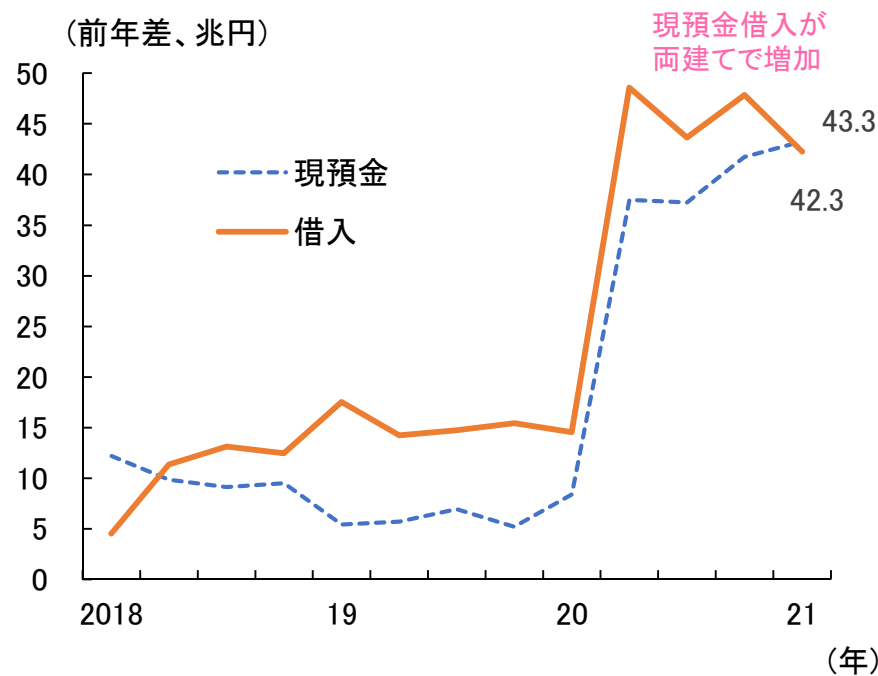
(業況判断DI、6月調査-2019年平均)



# 日本：先行き不透明感はまだ強く、投資水準がコロナ前に戻るのは2022年度

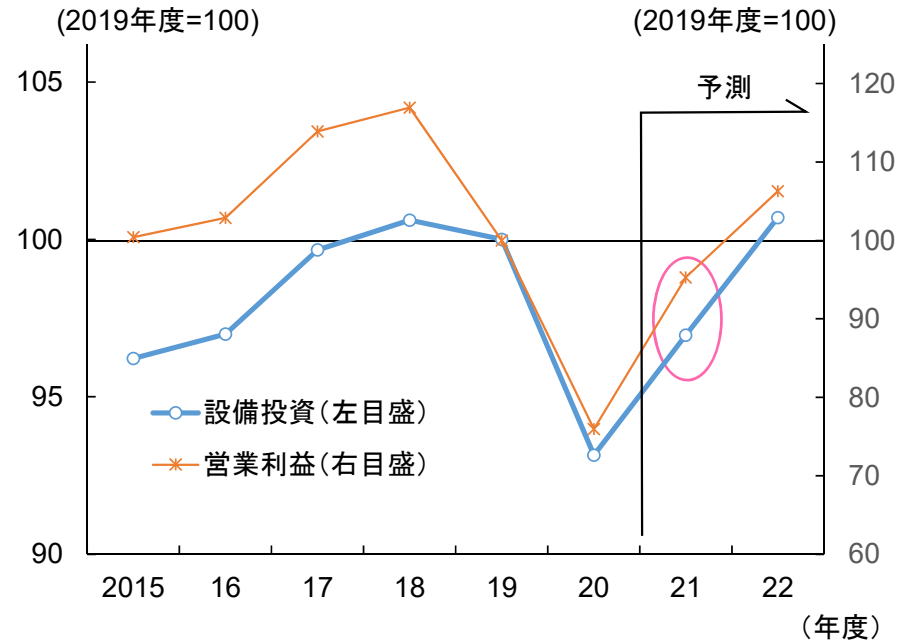
- 2021年度中は企業行動に慎重さが残存し、設備投資はコロナ前の水準を取り戻せず
  - 先行き不透明感が残る中、多くの企業は引き続き手元流動性を厚めに保有（現預金と借入が両建てで増加）。企業行動に慎重さが残り、当面の設備投資回復は緩やかに
  - 設備投資は2021年度前年比+4.1%と増加に転じるが、前年度落ち込み分（同▲6.8%）を取り戻すには至らず
  - コロナ前（2019年度）の水準を取り戻すのは、経済活動正常化・ペントアップ需要の発現を受けて企業収益がコロナ前に戻る2022年度入り後を予想（2022年度設備投資は前年比+3.9%）

## 企業部門の現預金残高と借入残高



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 企業収益と設備投資の見通し



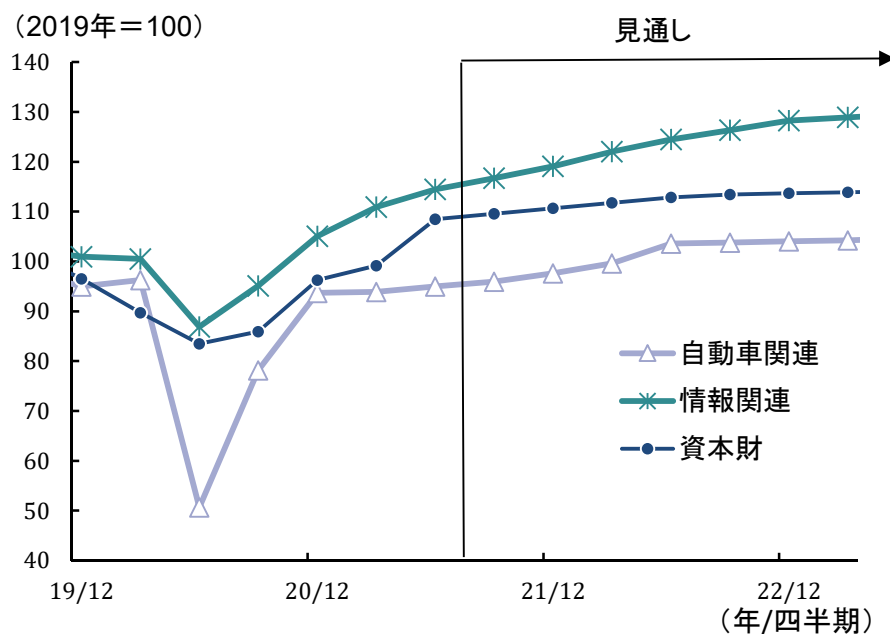
(注) 営業利益は法季ベース、設備投資はSNAベース

(出所) 財務省「法人企業統計季報」、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：財輸出は堅調に推移。インバウンドはコロナ前の水準を取り戻せず

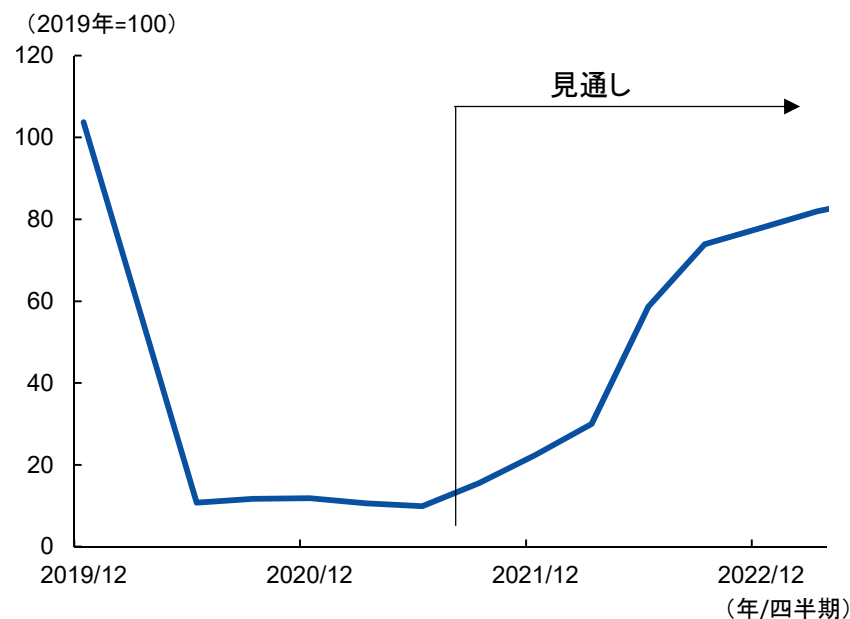
- 財輸出は増加基調で推移。半導体不足の影響長期化が自動車輸出を下押しする一方、旺盛なオンライン関連需要を背景とした情報関連材、米中向けを中心とした資本財の輸出増加が全体をけん引する構図が継続
- インバウンドは緩やかに増加するものの、予測期間中はコロナ前の水準を取り戻すには至らず
  - 東南アジアなどにおけるワクチン普及の遅れや、オンライン会議の浸透に伴うビジネス客(出張需要)の減少、リストラ策を断行した海外キャリアにおける供給制約(人出不足)などを背景に、インバウンドの回復は遅れる見通し

### 主要財別の輸出見通し



(出所) 日本銀行「実質輸出入の動向」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### インバウンド見通し

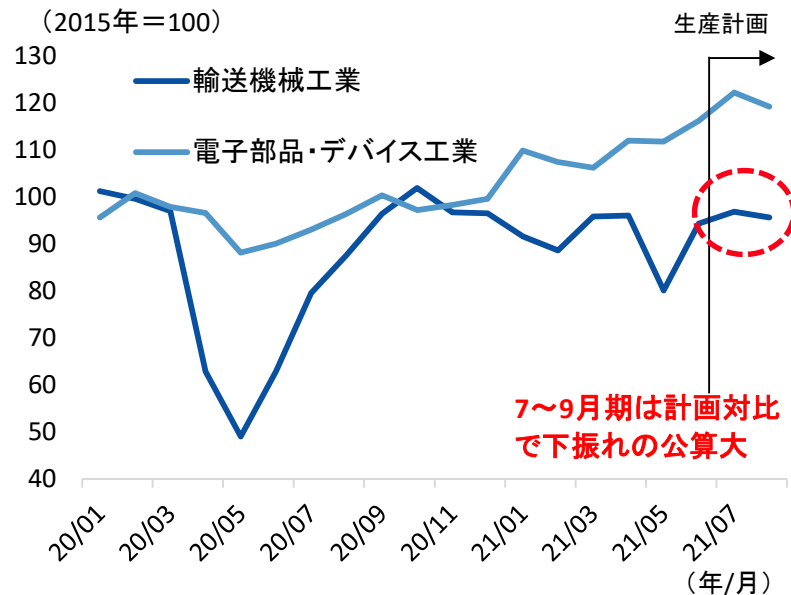


(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本：半導体不足の影響長期化により、自動車減産は2022年前半まで継続

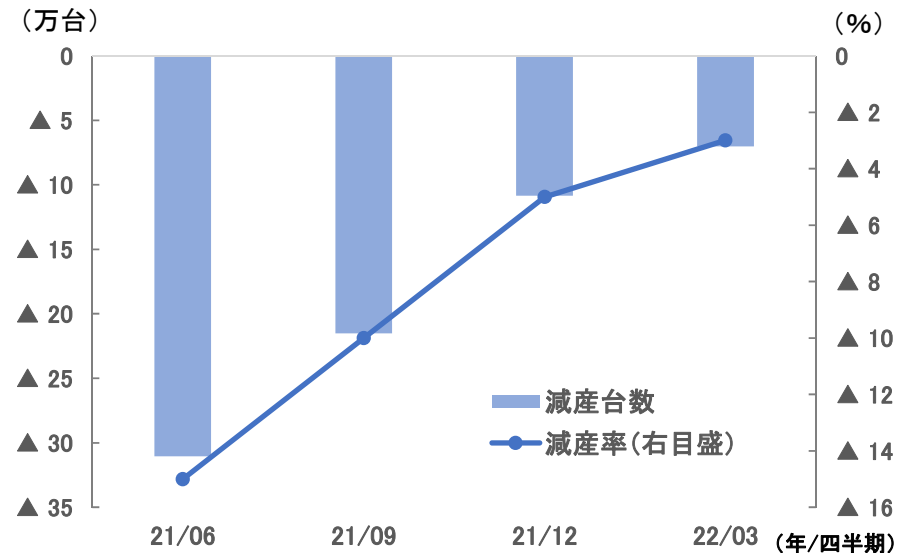
- 半導体の供給不足は長期化。自動車メーカーの生産計画が下方修正されることで2022年年央に不足解消を予想
  - 自動車減産は4～6月期(▲30万台強)をボトムに、2022年前半まで長期化。7～9月期は半導体不足に加え、東南アジアの感染拡大に伴う部品不足が下押し要因になり、▲20万台強の減産を見込む
  - 半導体不足による自動車減産は2021年度通年で▲70万台程度を予想。自動車の輸出や国内販売が下押しされる公算。他産業への波及効果を勘案し、2021年度のGDPを▲0.6%程度下押しと試算

### 輸送機械、電子部品・デバイスの生産実績・予測指数



(注)実績は鉱工業生産指数、計画は製造工業生産予測指数  
(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

### 半導体不足等による自動車減産の影響



(注)減産台数および減産率は、ベースラインからの乖離台数および乖離率を表す  
(出所)自動車メーカー決算情報等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本：2021年度補正予算は20～30兆円規模となる公算。執行の迅速化が重要

- 選挙を見据え政治的な歳出増加圧力の高まりを受け、2021年度補正予算は20～30兆円規模まで膨らむ見通し
  - 予備費残額(現時点で約4兆円)など既存経費を減額補正して2021年度補正予算に組み替える可能性があるほか、  
 税収の上振れ等による2020年度剰余金(4.5兆円)の一部が財源に回る見込み
  - 企業の資金繰り支援は直接的なGDP押し上げにつながらないほか、骨太方針・成長戦略の施策(グリーン、経済安全保障等)については短期的なGDP押し上げ効果は限定的と思慮
  - 2020年度決算は、飲食店への協力金支給が遅れたこと等により多額の繰越が発生。予算執行の迅速化が重要

### 2020年度決算における繰越額(一般会計)

繰越額の主な内訳	金額(兆円)
実質無利子無担保融資 (公庫への出資金等)	6.4
公共事業関係費	4.7
地方創生臨時交付金 (飲食店への時短・休業要請の協力金)	3.3
地方創生臨時交付金 (協力金以外)	2.0
Go Toトラベル	1.3
緊急包括支援交付金(医療)	1.5
<b>繰越額計</b>	<b>30.8</b>

### 経済対策(補正予算)の想定されるメニュー

分野	施策
コロナ対策	・医療機関支援(減収補填、慰労金等)
	・低所得者等への現金給付
	・企業の資金繰り支援
	・地方創生臨時交付金
骨太・成長戦略	・官民挙げたデジタル化の加速
	・グリーン社会の実現
	・地方創生の展開
	・子育て支援
	・経済安全保障(半導体生産支援等)
規模：(既存経費の組み換え含め) 20～30兆円程度?	

(出所)財務省、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (6) 金融市場：経済活動正常化の進展を背景に緩やかな金利上昇・株高を予想

- 金融市場は、先進国を中心にグローバルに経済活動の正常化が進む下で、緩やかな金利上昇・株高を見込む
- FRBは2022年1～3月期にテーパリングを開始し、2024年1～3月期に最初の利上げを実施すると想定。米10年債利回りは、経済活動の正常化が進む下で、2021年末にかけて1%台後半へ上昇すると予想。2022年半ばにかけて、米コアインフレの伸び鈍化を背景に上昇基調が一服するものの、2022年終盤以降は、米コアインフレの底打ちとともに将来の利上げを見越して上昇基調に回帰し、再び1%台後半に達する見込み
- 株式は、グローバル経済の回復による企業業績の改善を背景に、日米株ともに上昇すると予想。ただし、米国株を中心にバリュエーション面ではやや割高感が残存しており、上昇ペースは緩やかなものに留まる見込み
- 為替は、金融緩和の縮小に向かう米国に対し、日・欧は現状程度の金融緩和政策を維持する見通しであり、金融政策スタンスの相違が意識され、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：米長期金利は2021年末に1%台後半に達すると予想

- 米長期金利は、経済活動正常化の進展とともに上昇し、2021年末には1%台後半に達すると予想
- 日米株は、グローバル経済の回復を背景に、緩やかに上昇すると予想
- ドル円は、金融政策の方向感の違いを反映した金利差の拡大を背景に、緩やかな円安ドル高を予想

### 金融市場見通し総括表

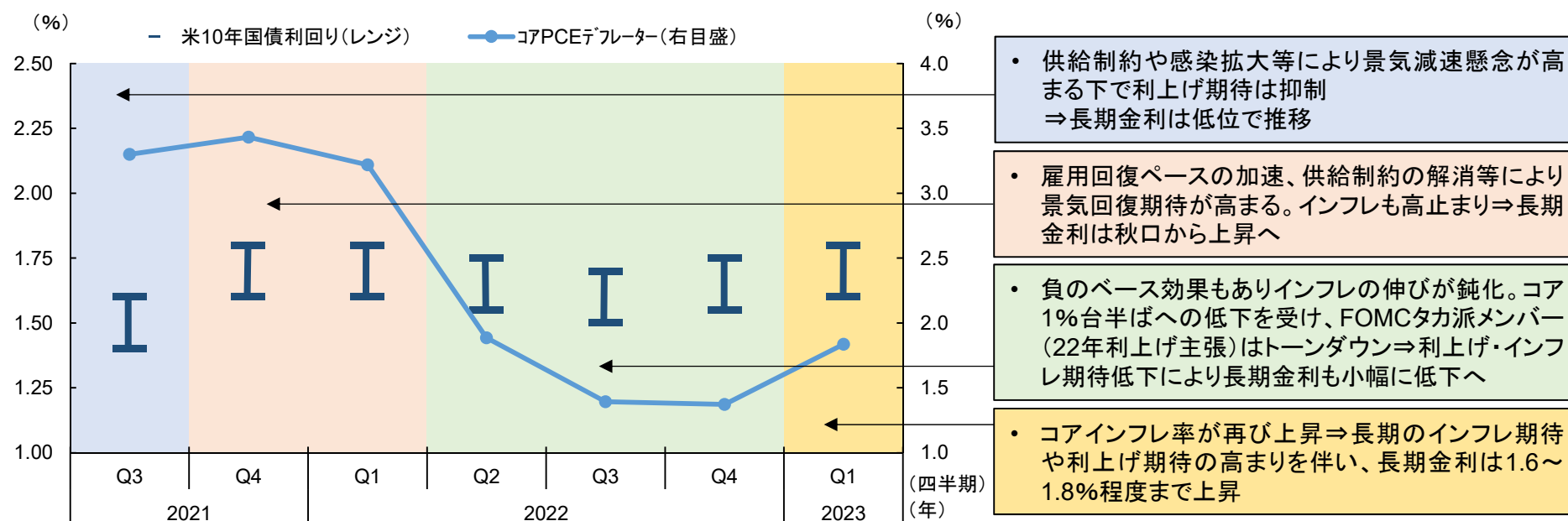
	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2021				2022				2023
				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
日本												
政策金利付利 (％)	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10
新発国債 (10年、％)	0.03	0.00 ~0.15	0.05 ~0.20	0.07	0.07	0.00 ~0.10	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15
日経平均株価 (円)	24,462	28,500 ~31,300	30,150 ~31,650	28,988	28,962	28,500 ~29,500	29,500 ~30,500	30,000 ~31,000	30,300 ~31,300	30,300 ~31,300	30,300 ~31,300	30,150 ~31,650
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	1.40 ~1.80	1.50 ~2.00	1.30	1.58	1.40 ~1.60	1.60 ~1.80	1.60 ~1.80	1.55 ~1.75	1.50 ~1.70	1.55 ~1.75	1.60 ~1.80
ダウ平均株価 (ドル)	28,110	34,100 ~35,600	34,550 ~36,250	31,493	34,121	34,100 ~35,100	34,500 ~35,500	34,500 ~35,500	34,600 ~35,600	34,550 ~36,050	34,550 ~36,050	34,650 ~36,150
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	▲ 0.35 ~▲ 0.10	▲ 0.30 ~▲ 0.05	▲ 0.41	▲ 0.22	▲ 0.35 ~▲ 0.15	▲ 0.30 ~▲ 0.10	▲ 0.30 ~▲ 0.10	▲ 0.30 ~▲ 0.10	▲ 0.30 ~▲ 0.10	▲ 0.30 ~▲ 0.10	▲ 0.30 ~▲ 0.10
為替												
ドル・円 (円/ドル)	106	109 ~112	109 ~112	106	109	109 ~111	110 ~112	110 ~112	110 ~112	109 ~112	109 ~112	109 ~112
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.17	1.15 ~1.19	1.16 ~1.19	1.21	1.21	1.17 ~1.19	1.16 ~1.18	1.15 ~1.17	1.16 ~1.18	1.17 ~1.19	1.17 ~1.19	1.16 ~1.18

(注) 予測値(レンジ表記)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

## 米金利: 長期金利は2023年初まで1%台後半で推移すると予想

- 米長期金利は2021年終盤まで上昇も、2022年央にかけ低下に転じると予想
  - 供給制約や感染拡大等による景気下押し懸念を背景に、2021年7-9月期まで長期金利は低位で推移。2021年終盤にかけては供給制約の解消等を背景に、長期のインフレ期待や利上げ期待が高まり長期金利上昇へ
  - 2022年央にかけたインフレ低下に伴い、利上げ期待やインフレ期待がやや低下し、長期金利も小幅低下を予想
- 2022年終盤以降、良好な雇用環境とコアインフレ率上昇を背景に長期金利は1.6~1.8%程度まで上昇へ
  - FOMCのフォワードガイダンス充足が意識されるなか、長期のインフレ期待や利上げ期待が高まる展開を予想

### 米10年債利回りとコアインフレ率の予測値

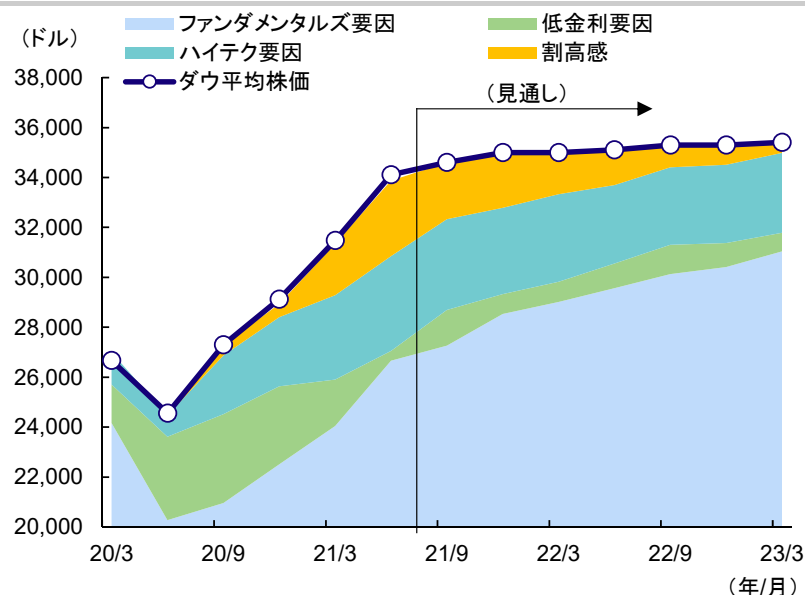


(注)Q1(1-3月期)、Q2(4-6月期)、Q3(7-9月期)、Q4(10-12月期)を示す。2021年Q3以降のコアインフレ率、米10年債利回りはともにみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値  
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 内外株式:グローバル経済の回復を背景に株式市場は緩やかに上昇

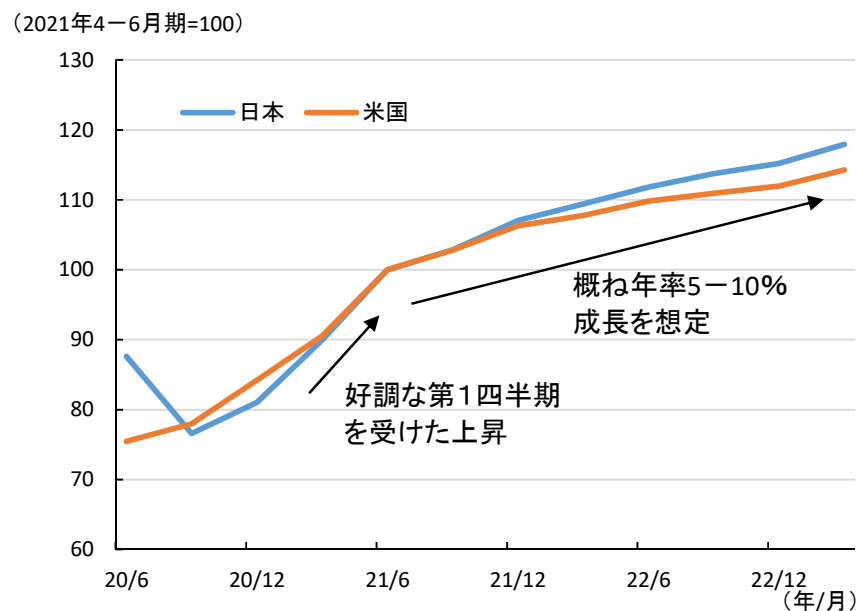
- 日米株ともに、EPSの成長を背景に堅調に推移。伸びは緩やかに
  - 急激な米長期金利の上昇は起こらず、PERの急激な低下は回避
- ハイテク要因を背景として米国株のPERは、21倍台と高い水準で推移
  - とりわけ、直近の株価上昇によって米国株についてはやや割高感が残存
- しかしながら、米国を中心としたグローバル経済の回復により、12か月先予想EPSは、おおむね年率5~10%成長が見込まれる。結果として、PERについては、緩やかに低下し、米国株の割高感は縮小していくことを想定

### ダウ平均の割高感



(注)ファンダメンタルズ要因は、S&P500(除く情報技術+GFA)の過去5年平均予想PERより算出。低金利要因は、S&P500(除く情報技術+GFA)の適正PERより算出。見通し期間のダウ平均株価予測値は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

### 日米12か月先予想EPSの推移



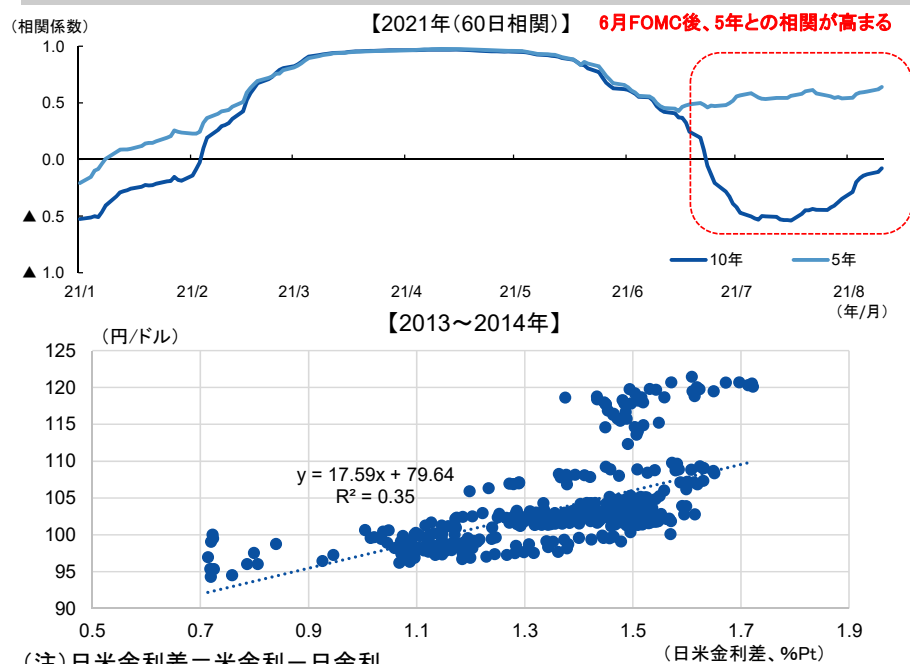
(出所)Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## 為替:ドル円相場は2022年初にかけ緩やかな円安・ドル高後、年央にかけ一服

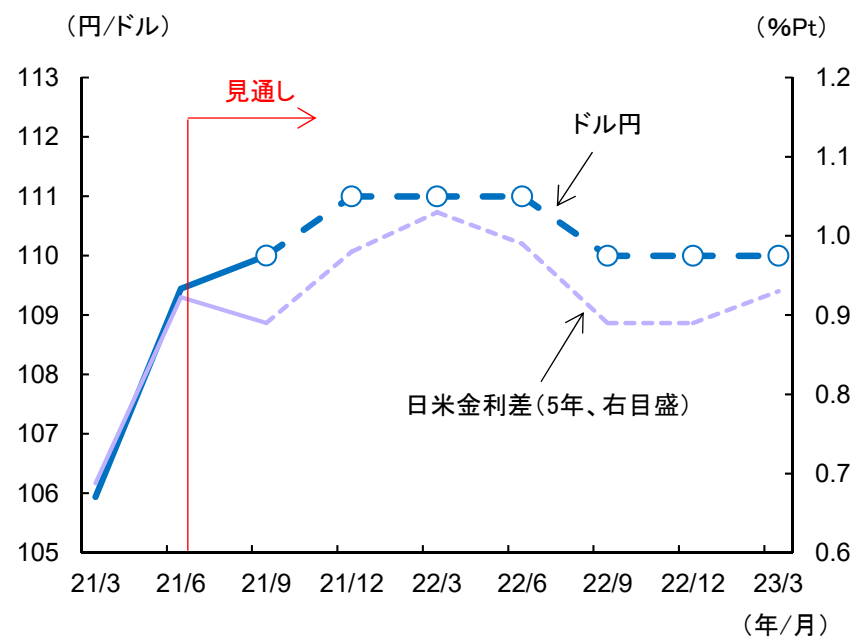
- 景気回復と金融政策の方向感の違いを反映した金利差の拡大を背景に、ドル円相場は2022年初にかけ緩やかなドル高を予想。ただし、2022年央にかけて、ドル円相場のドル高は一服
  - 6月FOMC(6/15・16)以降、ドル円相場と日米金利差は、金融政策の影響を受ける中期債との相関が高まる
  - 2014年のテーパリング実施前後も、中期債とは正の相関
  - ドル円相場は、米中期金利に連動する形で、2022年初にかけ円安・ドル高後、年央にかけて一服すると予想

### 日米金利差とドル円相場の相関・散布図



散布図の日米金利差は5年。期間は2013年6月~2014年末  
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ドル円相場の予測



## ご参考:主要国の政治日程

	2021年		2022年		2023年	
米国	9月	同時多発テロ発生から20年	1月	クラリダFRB副議長任期満了	3月	イラク戦争から20年
	10月	クウォールズFRB副議長(銀行監督担当)任期満了	2月	パウエルFRB議長任期満了		
			11月	中間選挙		
欧州	9月	ロシア議会選挙	4月	フランス大統領選挙	上期	イタリア議会選挙
	9月	ドイツ議会選挙	6月	フランス議会選挙		
	秋	メルケル独首相引退予定				
日本	9月	自民党総裁任期満了	7月	参議院議員任期満了	4月	黒田日銀総裁任期満了
	10月	衆議院議員任期満了			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	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月迄	タイ下院選挙
			3月	韓国大統領選挙	7月迄	カンボジア総選挙
			3月	香港行政長官選挙	8月迄	ミャンマー総選挙
			5月頃	フィリピン大統領・議会選挙	9月迄	マレーシア総選挙
			秋	第20期中国共産党大会		
その他			上期	オーストラリア上院下院選挙	年内	トルコ大統領・議会選挙
			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
	川田速人	(全体総括)	03-3591-1296	hayato.kawada@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
	小野寺莉乃	(米国)	03-3591-1386	rino.onodera@mizuho-ir.co.jp
	山本武人	(欧州)	03-3591-1199	takehito.yamamoto@mizuho-ir.co.jp
	矢澤広崇	(欧州)	03-3591-1242	hirotaka.yazawa@mizuho-ir.co.jp
・中国経済				
	伊藤秀樹	(中国)	03-3591-1378	hideki.ito@mizuho-ir.co.jp
・新興国経済				
	西川珠子	(総括)	03-3591-1310	tamako.nishikawa@mizuho-ir.co.jp
	松浦大将	(アジア)	+65-6805-3991	hiromasa.matsuura@mizuho-cb.com
	越山祐資	(アジア)	03-3591-1412	yusuke.koshiyama@mizuho-ir.co.jp
	田村優衣	(アジア以外)	03-3591-1418	yui.tamura@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	(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
	中信達彦	(家計)	03-3591-8761	tatsuhiko.nakanobu@mizuho-ir.co.jp
	南陸斗	(家計・物価)	03-3591-1306	rikuto.minami@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	(内外株式)	03-3591-8771	takao.kawamoto@mizuho-ir.co.jp
	坂中弥生	(国内金利)	03-3591-8962	yayoi.sakanaka@mizuho-ir.co.jp
	坂本明日香	(為替)	03-3591-1432	asuka.sakamoto@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。