2021・2022年度　内外経済見通し
～世界経済は回復も、コロナ・中国経済・インフレリスクに要警戒～

2021.12.17

みずほリサーチ&テクノロジーズ

Copyright Mizuho Research & Technologies, Ltd. All Rights Reserved.

見通しのポイント

○ 経済活動制限が緩和に向かうなか、2022年の世界経済成長率は＋4.1%と回復が続く見通し。ただし、コロナ感染再拡大、中国経済減速、米国インフレが想定以上に深刻化するリスクに要警戒

○ コロナ影響については、感染再拡大で一時的にサービス消費が抑制されるものの、ワクチン普及が進むことから、世界経済は回復傾向を維持する見通し。オミクロン株については既存ワクチンでも重症化防止効果があり、現時点では大規模な活動制限は回避されるとの見方。ただし、ワクチン効果や感染力については依然として不確実性が高く、今後の動向に要注視

○ 中国経済については、散発的なコロナ感染発生と局所的な封じ込め（ゼロコロナ政策）が個人消費を抑制。不動産投資は融資規制の明確化などにより減速基調に改善の兆しはみられるものの、底入れは2022年央以降となる見込み。製造業投資やインフラ投資は堅調な推移を見込むも、中国経済をけん引するには至らず。2022年の成長率は＋5.2%となる見通し

○ 米国のインフレについては、既に広範な品目にインフレ圧力が波及。個人貯蓄率の低下から推察される先行き不安の緩和、労働供給の制約長期化、賃金上昇期待の高まりなど、各種指標はインフレの強さと持続性を示唆。インフレ圧力の長期化が見込まれるなか、FEDはテーパリング終了後の3月から利上げ開始。米長期金利上昇とともにドル高が2022年前半にかけて進む見通し

○ 日本経済については、2022年度の成長率は＋2.7%と回復が続く見通し。夏場にかけ感染が再拡大し、緊急事態宣言に類する措置が実施されると予想。ただしその対象はワクチン未接種者に限られ、消費の落ち込み幅は過去の宣言発令時と比べ小さく、均してみれば回復傾向が続く見通し

≪構　成≫

1. 全体概要	P 3
2. 各国経済･金融市場	P21
(1)米国経済	P22
(2)ユーロ圏経済	P26
(3)新興国経済	P31
(4)日本経済	P36
(5)金融市場	P43

1.全体概要

経済活動制限が緩和に向かうなか、2022年の世界経済は回復が続く見通し

■ 米国での供給制約、中南米での利上げなどの景気下押し要因はあるものの、ワクチンの普及とともに経済活動制限の緩和が進み、2022年の世界経済は回復が続く見通し

世界経済見通し総括表（12月改訂）

	2019	2020	2021	2022	2021	2022	2021	2022
	暦年		（前年比、%）（見通し）		（前年比、%）（10月予測）		（%Pt）（前回予測との比較）	
世界実質GDP成長率	2.8	▲ 3.1	5.4	4.1	5.4	4.1	–	–
日米欧	1.7	▲ 5.0	5.0	4.1	5.0	4.2	–	▲ 0.1
米国	2.3	▲ 3.4	5.6	4.1	5.8	4.4	▲ 0.2	▲ 0.3
ユーロ圏	1.6	▲ 6.4	5.0	4.3	4.8	4.5	0.2	▲ 0.2
英国	1.7	▲ 9.7	6.7	4.4	6.7	4.4	–	–
日本	▲ 0.2	▲ 4.5	1.6	3.2	1.9	2.8	▲ 0.3	0.4
アジア	5.1	▲ 1.0	7.0	5.4	7.1	5.3	▲ 0.1	0.1
中国	6.0	2.3	7.9	5.2	7.9	5.2	–	–
NIEs	1.9	▲ 0.9	5.0	3.2	4.9	3.0	0.1	0.2
ASEAN5	4.9	▲ 3.5	3.4	5.5	3.5	5.5	▲ 0.1	–
インド	4.8	▲ 7.0	8.5	7.1	9.0	6.3	▲ 0.5	0.8
オーストラリア	1.9	▲ 2.5	4.1	3.0	4.1	3.1	–	▲ 0.1
ブラジル	1.2	▲ 3.9	4.6	1.1	4.8	1.6	▲ 0.2	▲ 0.5
メキシコ	▲ 0.2	▲ 8.2	5.4	2.4	5.8	2.6	▲ 0.4	▲ 0.2
ロシア	2.0	▲ 3.0	4.0	2.4	4.0	2.6	–	▲ 0.2
日本(年度)	▲ 0.7	▲ 4.5	3.0	2.7	3.0	2.6	–	0.1

ワクチン普及とともに活動制限緩和が進み、世界経済は回復続く

米国は人手不足や物流混乱等の供給制約が下押し

中南米では物価上昇を受けた想定以上の利上げで内需が下振れ

（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

もっとも警戒を要する3つのリスク（コロナ感染・中国経済・米国インフレ）をどうみるか

- 2022年はコロナ感染再拡大、中国経済の減速、米国インフレの3大リスクに要警戒
  - 世界経済の回復基調は維持される見通しだが、オミクロン株に対する不確実性の高さなど今後の動向に注視要

要警戒3リスク（コロナ感染・中国経済・米国インフレ）の現状評価と見通し改訂への影響

	現状評価	見通し改訂への影響
①コロナ感染 ⇒P6～10	➢ 感染対策の強化を受けて欧州の感染拡大はひとまずピークアウト ➢ 米国はクリスマスに向けた人流増でさらなる拡大が懸念される状況 ➢ オミクロン株は80以上の国・地域で感染者を確認。英研究機関はワクチンの感染防止効果は大きく低下するも、入院・重症化抑制効果は有効と報告	➢ 感染拡大に伴い欧州の一部の国で行動制限を実施するも、大規模なロックダウン回避の方針は変わらず ➢ オミクロン株は感染力は強いものの、ワクチン・治療薬は有効で医療体制への負荷は限定的
②中国経済 ⇒P11～13	➢ 散発的なコロナ感染発生も局所的封じ込めで感染拡大を回避。ただし、個人消費を下押し ➢ 不動産市場の停滞は経済回復の重石に。ソフトランディングに向けて政策当局の関与高まる ➢ 電力不足問題はほぼ解消	➢ 不動産投資の低調を製造業・インフラ投資や輸出がカバーするシナリオを維持 ➢ 潜在成長率下限の5%を維持の見立て ➢ 2022年の成長率目標については5～5.5%前後を軸に調整される模様
③米国インフレ ⇒P14～20	➢ 好調な財需要を背景にインフレ率は予想対比上振れ ➢ 企業の採用意欲が旺盛な一方、感染懸念等から労働供給に制約。失業率は完全雇用とされる水準まで低下 ➢ 労働需給ひっ迫から賃金にも上昇圧力	➢ 強い需要の下で、労働力不足が賃金・物価上昇へ波及するリスクを警戒 ➢ インフレ警戒からFEDはテーパリングを加速、3月に利上げ開始へ。インフレ圧力の長期化が見込まれる中、2022年は年3回の利上げを見込む

（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

①コロナ感染：人出増加に伴う感染再拡大が消費を一時抑制

■ 時期のズレはあるが、大規模な行動制限回避の一方、感染拡大が消費回復を一時抑制（10月見通しから変更なし）

各国・地域における足元の感染状況と今後の感染見通し

	足元の感染状況	今後の感染見通し	経済への影響（12月見通しに織り込み済み）
日本	• 新規感染者数は全国的に低位安定しているが、一部の都道府県で局所的なクラスターが発生	• 2021年末にかけて人出が回復するに伴い、都市部を中心に再び感染が拡大。2022年半ばに感染第6波が本格化へ • 重症病床使用率が50%を超え、緊急事態宣言に類する「強い対策」が実施される見込み。ワクチン・検査パッケージは継続	• 感染再拡大に伴い、感染リスクが高い未接種者を中心に行動を抑制。接種者でも高齢世帯や子育て世帯の一部で行動が慎重化 • これまでの緊急事態宣言ほどの落ち込みとはならないものの、2022年半ばの対人サービス消費は一時的に減少
米国	• 11月後半以降、感染再拡大	• 感謝祭やクリスマス休暇の旅行需要拡大などから、2021年末から2022年にかけて再び感染が拡大へ	• 感染再拡大が一時的に対人サービス消費を抑制するとみられるが、営業規制の変更等は実施されず、回復傾向は維持
欧州	• 欧州の幅広い地域で感染再拡大。一部の国では部分的なロックダウンを実施	• 感染対策を強化した国では、次第に感染がピークアウトへ	• 感染対策強化と、感染拡大に伴う消費マインド悪化が下押しし、2022年初の消費は小幅減少
中国	• 上海市や広東省などで散発的な感染がみられ、局所的なロックダウンを実施	• 2022年も北京冬季五輪や春節など人の移動を伴うイベントをきっかけに散発的な感染が発生、局所的なロックダウンを実施へ	• 感染が確認されるたびに強制的な人出抑制で感染を封じ込めるゼロコロナ政策が継続、経済の重石に • 生産・輸出拠点となる地域での感染拡大が懸念材料
アジア	• 韓国、ベトナム等で感染が再拡大 • 感染拡大から工場操業制限が生じたタイ・マレーシアは制限緩和	• ワクチン普及が遅れる国を中心に、人出の増加にあわせ感染再拡大が発生へ	• シンガポール・マレーシアはウィズコロナ政策を推進。感染が再拡大する中でも大幅な規制強化を回避するとみられ、経済は回復傾向を維持 • 一方、東南アジアの一部では感染拡大により人出回復が遅れ、消費の下押し要因に
その他	• ロシアでは11月前半の全国的な休業措置もあり、感染がピークアウト	• ロシアの感染者数は当面減少傾向が続く見込み	• 感染減少に伴い徐々に人出が回復。景気下押しの影響は一時的に

（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

オミクロン株にもワクチンの重症化防止効果は有効

- 世界89カ国・地域でオミクロン株の感染者を確認（12/16時点）。英国・デンマークで急速に置き換わり
- 英国研究機関はワクチンの感染防止効果は大きく低下するものの、入院・重症化抑制効果は引き続き有効と報告
  - 初期段階の研究結果によると感染防止効果は35%まで低下。オミクロン株の感染力はデルタ株のおよそ3倍。一方、入院・重症化防止効果は引き続き有効で、ブースター接種すれば感染防止効果も71%まで上昇する模様
  - 中和抗体薬や経口治療薬等の効果も一部を除き有効性を維持。シナリオ大幅変更の可能性は小さいと思料

国別のオミクロン株累計感染者数（12/16時点集計値）

国	確認数	前日差	オミクロン株疑い
英国	10,017	+4,671	-
デンマーク	6,047	+1,512	-
ノルウェー	1,498	+322	-
南アフリカ	914	+14	77,844
米国	319	+84	985
カナダ	276	+59	-
フランス	240	+70	-
オーストラリア	149	+12	-
韓国	148	+20	-
オランダ	123	-	-
ベルギー	121	+35	-
ドイツ	102	-	-
イスラエル	90	+1	150

（注）12/16時点集計値
（出所）BNO News、Newsnodes.comより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

オミクロン株によるワクチン・治療薬への影響

製品・企業		効果	報道・発表等
ワクチン		感染防止 △ 重症防止 ○	• 既存ワクチンの効果は低下する（感染防止か重症化防止かは明言せず。モデルナ社CEO、12/5） • 既存ワクチンで重症化を防止できる可能性が高い（WHO、12/7） • 感染防止効果は2回接種だと低下するが、ブースター接種で従来株と同等水準に再上昇（ファイザー社、12/8）
中和抗体薬	ロナプリーブ リジェネロン・ロシュ・中外製薬	△	• オミクロン株に対する有効性が低い可能性がある（リジェネロン社CEO、11/30）
中和抗体薬	ゼビュディ GSK	○	• 実験データではオミクロン株でも効果を維持（GSK社、12/2）
経口治療薬	モルヌピラビル メルク	○	• 新型コロナのいかなる変異株に対しても有効である可能性が高い（メルク社、11/30）
経口治療薬	パクスロビド ファイザー	○	• オミクロン株を含む全ての既存の変異株に有効であると自信をもっている（ファイザー社CEO、11/29）

（出所）各種報道より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

医療体制への負荷は当初想定の範囲内に

- オミクロン株の重症度想定別に影響を整理。現時点では「②見通しへの影響は限定的」の蓋然性が大きいとの見方
  - 感染拡大により病床使用率は高まるが、医療崩壊は回避と想定。日本では宣言再発令され、消費が一時慎重化
  - 海外では米国中心に経済活動維持。ゼロコロナ政策をとる中国で生産・物流拠点が封鎖される影響に留意

オミクロン株の重症度想定に応じた世界経済への影響シナリオ

オミクロン株の重症度想定	影響シナリオ				
	感染・医療体制	日本経済	米国経済	その他経済	金融市場
弱毒化	①楽観シナリオ • 新型コロナが「インフルエンザ並み」に近づくケース • 弱毒化により医療負荷が軽減	• ペントアップ需要が拡大し、ウィズコロナ下での景気回復がさらに鮮明に。 • 感染再拡大しても医療体制の負荷が高まらず、緊急事態宣言に類する「強い対策」は回避	• 消費者マインドは崩れず、財を中心とする需要は強いまま • 同時に、労働供給制約も緩和せず、インフレ圧力がメインシナリオ以上に高まる方向	• アジア：ウィズコロナ政策下で景気回復継続。医療負荷の軽減で人流回復がメインシナリオ対比加速 • 中国：局所的封じ込めを継続 • 欧州：行動制限緩和、消費者行動の慎重化も解消。サービス消費加速	• 米長期金利が上昇 • 主要国株式市場は景気敏感株を中心に堅調推移。ただしハイテク株は若干調整 • 為替市場では円安ドル高に
蓋然性大 ワクチン・治療薬の重症化防止効果が維持	②見通しへの影響は限定的 • ワクチン・治療薬の重症化防止効果が維持される場合、病床使用率は管理可能な範囲でピークアウトし、医療崩壊を回避 • 医療負荷は今回見通しから大きく変わらず	• ウィズコロナ状況下で景気回復が進むが、感染再拡大により緊急事態宣言に類する「強い対策」が実施 • ワクチン・検査パッケージやGoTo事業は継続 • 消費がやや慎重化し、ペントアップ需要の発現は限定的	• 感染再拡大が一時的に対人サービス消費を抑制するが、営業規制の変更等は実施されず、景気回復傾向は維持	• アジア：輸出産業は稼働継続。物流遅れや一部工場の操業停止が原材料供給の重石になるが海外への深刻な波及は回避 • 中国：散発的感染の頻度と場所が増加。一部生産・物流拠点の封鎖影響が世界へ波及 • 欧州：局所的ロックダウン	• 米長期金利が緩やかに上昇 • 感染拡大時は一時的に調整するが、主要国株式市場は企業業績の伸びに支えられ底堅く推移。ハイテク株は調整回避 • ドル円相場は緩やかな円安ドル高が進行
強毒化 or ワクチン・治療薬の重症化防止効果が低下	③悲観シナリオ • 医療負荷がメインシナリオ対比で増大し、医療崩壊状態に • オミクロン株対応ワクチン・治療薬が普及するまで、経済回復が後ずれ • 新ワクチンは開発・製造・普及に半年～1年を要する可能性	• 東京をはじめ全国的に医療崩壊状態に至り、緊急事態宣言発令に加え、ワクチン・検査パッケージやGoTo事業が停止 • 自主的な行動抑制も相まって対人サービス消費を中心に個人消費が大幅減少	• 景気悪化し、インフレは資源価格や耐久財等の嗜好品を中心に沈静化。一部、衛生用品などの価格は再上昇	• アジア・中国：各国のロックダウン（中国は広範なロックダウン）により輸出産業を含む工場稼働・物流が停滞。原材料の供給制約が発生し、日米等の製造業を大幅下押し • 欧州：21年春並の全土ソフトロックダウン。サービス消費停滞	• 米長期金利が急激に低下 • 投資家センチメントが大幅に委縮。主要国株式市場は大幅に下落 • ドル円相場は急激な円高ドル安に

（注）重症度の想定は現在主流のデルタ株を基準として比較
（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

（参考）日本の感染シミュレーションの想定

■ 10月見通し以降の実績や政策関連情報を踏まえ、政策想定を中心に微修正

— 不確実性が残る子供のワクチン接種や経口治療薬の影響は12月見通しでは織り込まず

日本の感染シミュレーションの想定（試算対象は東京都）

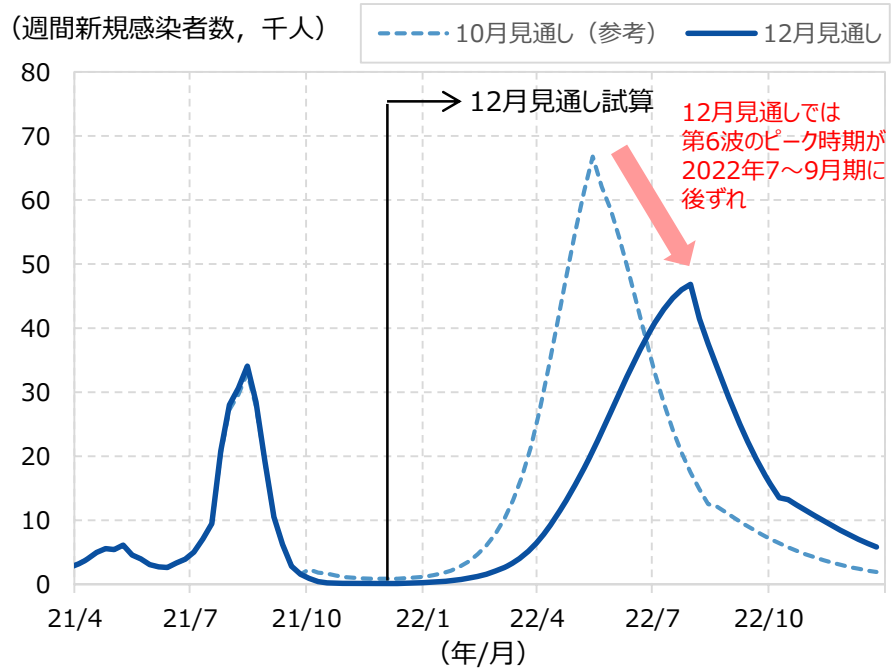
		12月見通し	10月見通し（参考）
モデルの構造		• 3世代型（高齢：65歳以上、現役：15～64歳、子供：14歳以下）	• 3世代型（高齢：65歳以上、現役：15～64歳、子供：14歳以下）
デルタ株の感染力（アルファ株対比）		• 実績から計算（高齢：1.12倍、現役：1.49倍、子供：1.35倍）	• 実績から計算（高齢：1.12倍、現役：1.49倍、子供：1.35倍）
ワクチン想定	最終的な普及率	• 高齢：90%、現役：85% ⇨ 実績を反映し現役の普及率を引き上げ	• 高齢：90%、現役：80%
	感染防止効果	• 1回目：45% • 2回目：82% → 4カ月後60% • 3回目：90% → 4カ月後70%	• 1回目：45% • 2回目：82% → 4カ月後60% • 3回目：90% → 4カ月後70%
	重症化防止効果	• 1回目：85% • 2回目：95%	• 1回目：85% • 2回目：95%
政策想定	検査体制拡充	• 2021年10月から検査拡充	• 2021年10月から検査拡充
	ブースターショット	• 2022年1月から3回目接種開始（2回目接種の8カ月後） • 2回目接種した人の80%が3回目接種を実施 ⇨ 副反応の経験などから一定の忌避層が生じると想定 ⇨ 接種前倒し余地が不明なため、接種間隔は8カ月で維持	• 2022年1月から3回目接種開始（2回目接種の8カ月後） • 2回目接種した人全員が3回目接種を実施
	ワクチンパスポート	• 2022年1月～12月実施。未接種者の行動を20%抑制（緊急事態宣言中は30%抑制） ⇨ 2022年の緊急事態宣言発令の影響を考慮	• 2022年1月～12月実施。未接種者の行動を20%抑制（緊急事態宣言中は30%抑制） ⇨ 2022年の緊急事態宣言発令の影響を考慮
	抗体カクテル療法	• 2022年1月から感染者の40%に投与 ⇨ 確保量（全国で約50万回分と報道）を踏まえ下方修正	• 2022年1月から感染者の50%に投与
	重症病床積み増し	• 2022年1月以降、第5波ピーク時対比で5%増床 ⇨ 人員不足などから増床幅を下方修正	• 2022年1月以降、第5波ピーク時対比で10%増床

（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

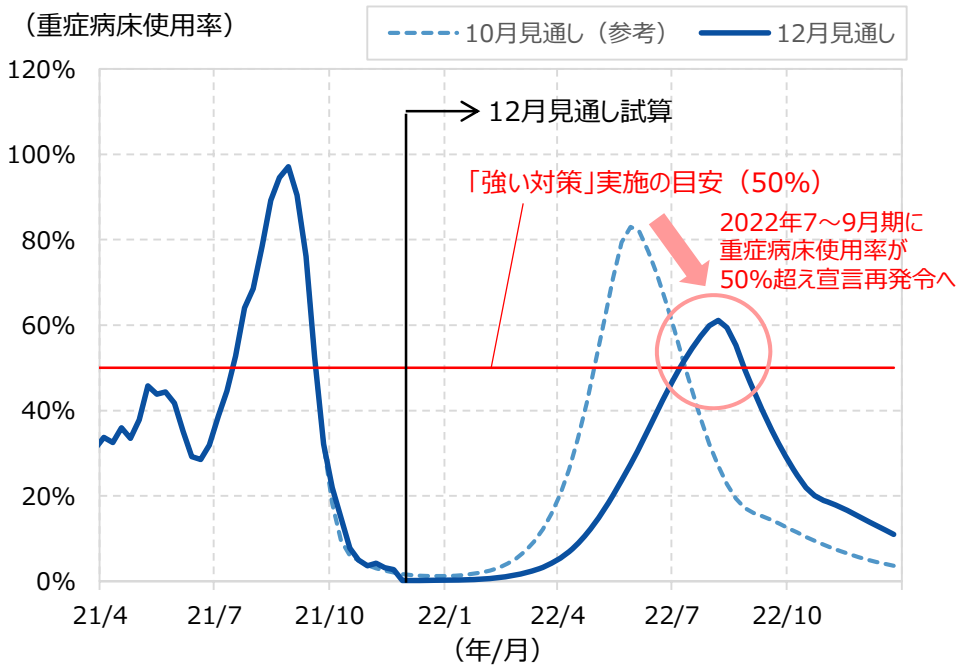
日本では2022年夏場にかけて感染第6波の発生を想定

- 日本でも今後の人出増加に伴い、2022年夏場にかけ感染第6波が発生する見込み
- 東京の第6波ピークは、感染者の低位安定状態の長期化を受け、10月見通し対比で低下・後ずれ
  - 今後、人出が増加すると、2022年春先以降に感染拡大し、重症病床使用率も上昇。7～9月期には「強い対策」の目安となる50%を超え、緊急事態宣言に類する対策が実施されると予想（ワクチン・検査パッケージは継続）
  - なお、本シミュレーションはデルタ株に基づくもの。より感染性が強いと懸念されるオミクロン株が主流になった場合は2022年2～3月に感染再拡大が前倒しとなる可能性

東京の週間新規感染者数のシミュレーション



東京の重症病床使用率のシミュレーション

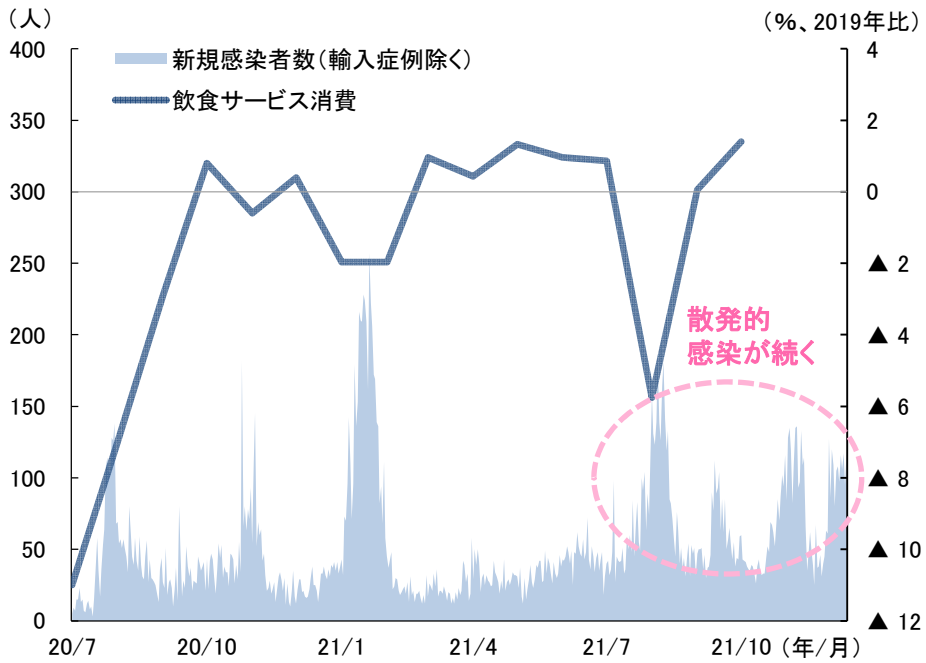


（注）重症病床使用率の実績部分は潜在的な重症者数を考慮していない値
（出所）新型コロナウイルス感染速報、厚生労働省、Google LLCより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

②中国経済：ゼロコロナ政策の副作用が消費回復を抑制

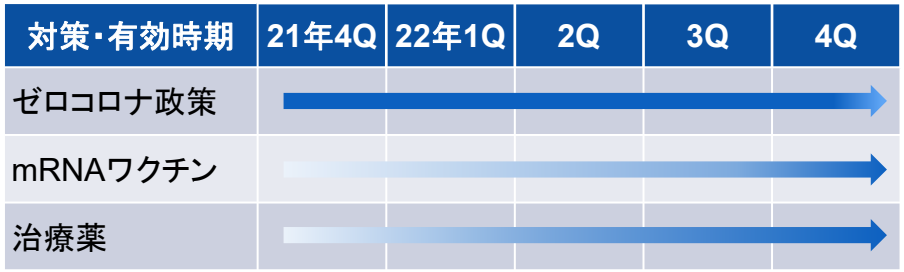
- 散発的なコロナ感染の発生継続。ゼロコロナ政策が個人消費の重石に
  - 変異株への有効性が高いとされるmRNAワクチンや治療薬の一般普及にはなお時間を要するとみられ、少なくとも来秋の党大会まではゼロコロナ政策が続く公算
  - 感染力の強い変異株の出現等により、全国的に感染が拡大するリスクは引き続き残存。消費への影響もさることながら、生産活動や物流など供給面への影響を懸念

新規感染者数・飲食サービス消費



（注）感染者数は本土のみ。飲食サービス消費は2019年対比の成長率（年換算）
（出所）国家統計局、国家衛生健康委員会より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

ワクチン・治療薬を巡る動向



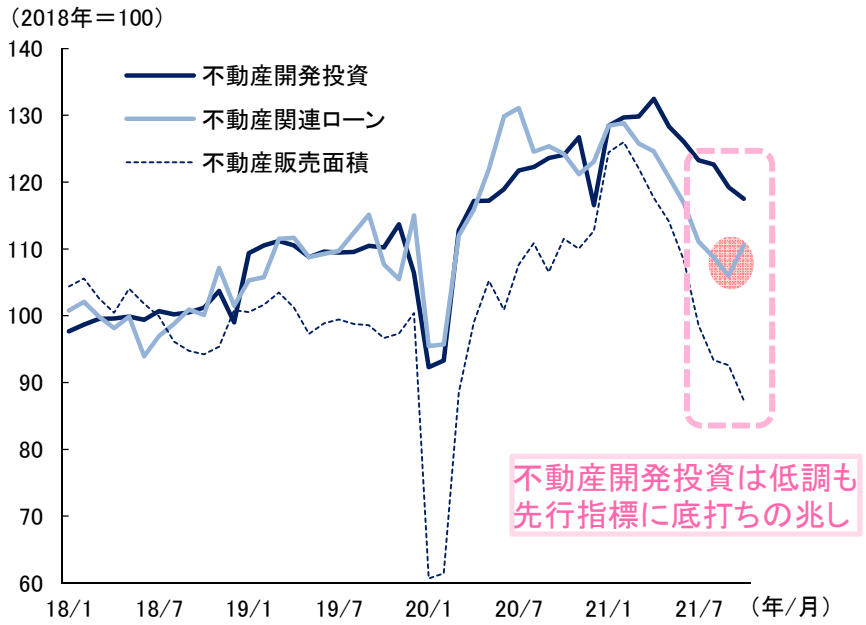
対策	最近の動向
ゼロコロナ	• 国外にてオミクロン株を確認後も、政策の変更は無し（ゼロコロナを、来秋の党大会まで継続か）
mRNAワクチン	• 複数のワクチンは開発の最終段階（臨床試験） • 一部では、量産体制に向けた設備投資の動きも
治療薬	• 2種類の治療薬を緊急承認（12/8） • 一部の中和抗体薬は、承認前の緊急使用を開始

（出所）各種報道より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

不動産投資は低調推移もハイテク分野を中心に製造業投資が下支え

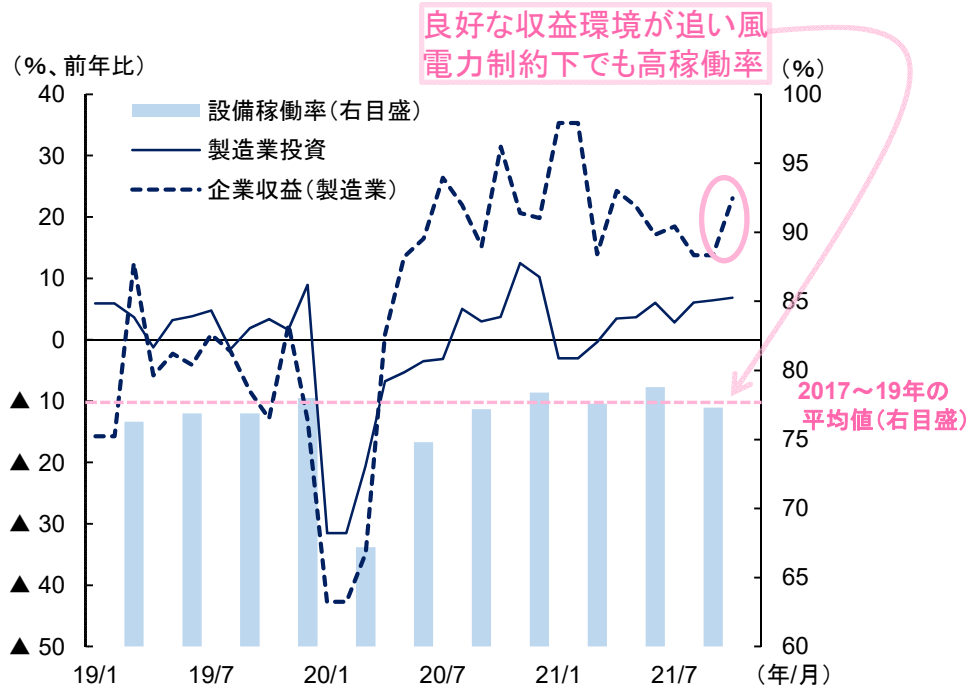
- ディベロッパー向け融資規制を背景に縮小をたどる不動産開発投資は2022年前半にかけて減少基調が続く
  - 販売面積は依然として低調ながら、関連ローンには改善の兆し。2022年央における投資の下げ止まりを想定
  - 中央経済工作会議（後述）における不動産投資へのスタンス（投機を抑制し実需は適切に促進）に変化なし
- ハイテク分野がけん引する製造業投資は堅調な企業収益に支えられ安定的に推移する見通し
  - 足元の電力制約下でも、設備稼働率はコロナ禍前の平均を上回っており、設備投資の底堅さを示唆

不動産投資関連指標



（注）みずほリサーチ＆テクノロジーズによる季節調整値。不動産関連ローンは、不動産開発業者向け国内ローンと住宅ローンの合計
（出所）中国国家統計局、CEIC dataより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

製造業関連指標



（注）2021年は、2019年対比の成長率（年換算）
（出所）国家統計局、CEIC data、windより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

2022年の経済運営は安定第一。成長率目標は5%をやや上回る程度か

■ 2022年の経済運営方針を決める中央経済工作会議を開催（12/8～12/10）、経済政策の方向性は変わらない見通し

— 景気減速や来秋に控える党大会を意識し、安定重視での経済運営を標榜

— 来春の全人代で発表される2022年成長率目標について政府系シンクタンク等は5～5.5%程度を提言

中央経済工作会議のポイント・評価・見通しへの影響

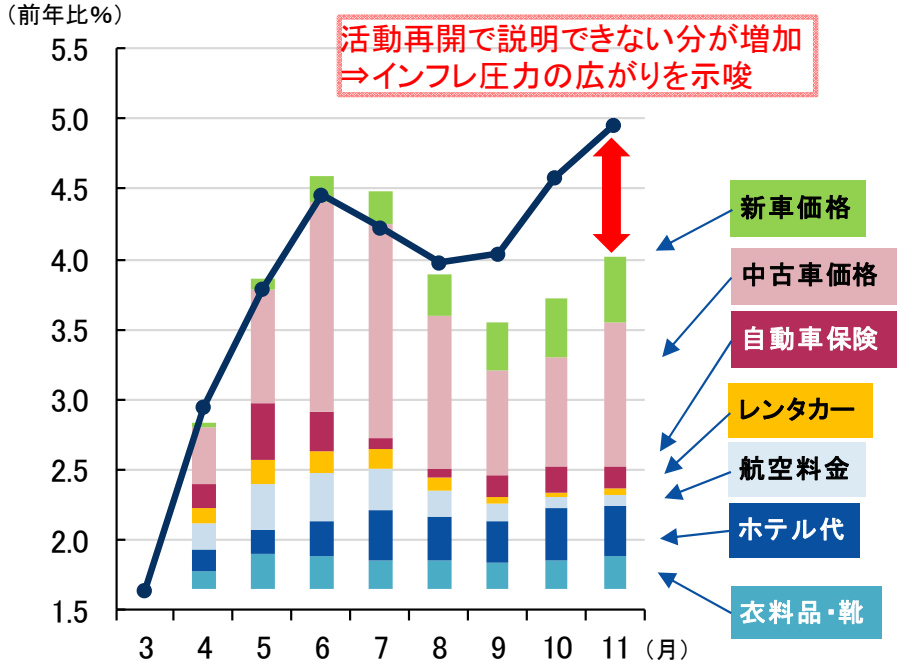
項目	内容
会議のポイント	• 2022年の経済運営は安定を第一とし、積極的な財政政策と穏健的な金融政策を継続すること • 独占の禁止と不当競争の防止を強化し、公平な競争を保障して、市場主体の活力を刺激すること • 住宅購入者の合理的なニーズを満たし、不動産業の好循環と健全な発展を促進すること • 「共同富裕」の実現においては、まず「パイ」を大きくし、合理的な制度設計でその分配を図ること • コロナ封じ込めを堅持し、電気・エネルギーの供給を確保し、食品の価格・供給の安定に努めること
解釈・評価	• 2022年は冬季北京五輪・パラや秋の党大会を控え、例年以上に安定重視で経済運営を進める構え • 不動産市場については必要以上の抑制を回避する考え（「（住宅は）投機するものではない」との従来の立場を確認する一方、「好循環と健全な発展を促進する」ことも明記） • 規制強化や「共同富裕」について市場の懸念に一定の配慮を示す表現がみられる（「資本を効果的に監督管理し、資本の野放図な成長を防止する」一方、「資本の規範的で健全な発展」を図ると明記）
見通しへの影響	• 成長目標は、社会科学院が「5%以上」、国務院発展研究中心が「5.5%前後」を提言した模様。「安定を第一とする」方針も掲げられており、巡航的な成長ペースとされる5%半ばをやや下回るとの見方不変 • ゼロコロナ政策を継続。2022年も散発的な感染発生と局所的なロックダウンが繰り返され、入国時の強制隔離措置も維持される見込み • 不動産投資へのスタンスに大きな変化はみられず、投機の抑制と実需に対する適切な支援が行われる • 「積極的な」財政政策については、2021年全人代でも言及しており、デレバレッジを意識するなか2021年並みの財政赤字規模が予想される

（出所）中国共産党新聞網、各種報道より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

③米国インフレ：インフレ圧力が広範な品目に波及

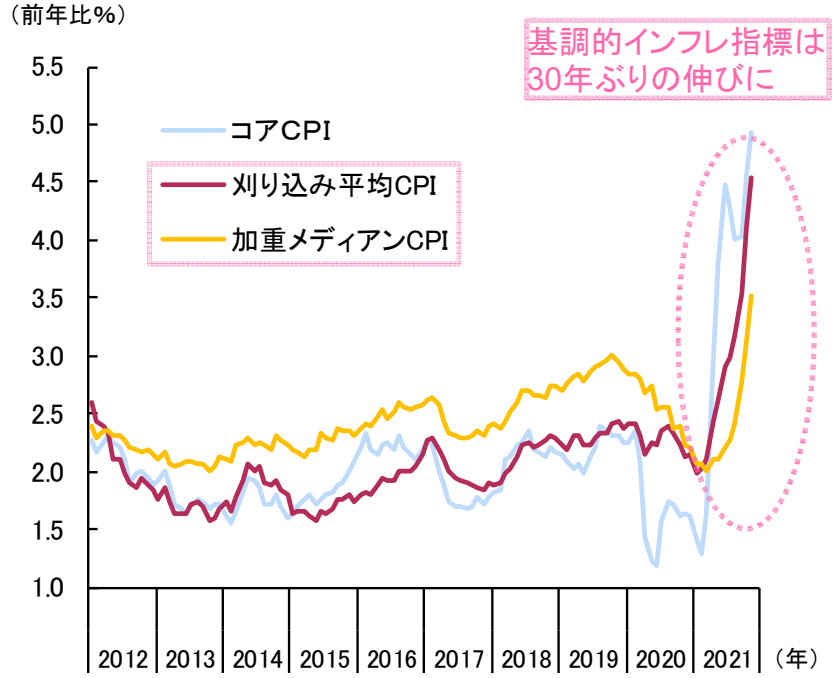
- 11月CPIは前年比＋6.8%と1982年6月以来の高さ（コアCPIは＋4.9%で1991年6月以来の水準）
  - 食料品は＋6.1%、エネルギーは＋33.3%の大幅上昇
- 刈り込み平均や加重メディアンでみた基調的インフレ指標の加速止まらず。インフレの広がりが深刻化
  - 4月～8月の間は、少数の一部品目（新車、中古車、自動車保険、レンタカー、航空料金、ホテル代、衣料品・靴）の物価が経済活動再開を受けて上昇、コアインフレ率の加速分をほぼ説明可能
  - しかし9月以降は“残差”が急拡大、インフレ圧力の広がりを示唆

コアCPI上昇率の押し上げ要因



（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

基調的インフレ率



（出所）米国労働省、クリーブランド連銀より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

モニタリング指標はインフレ圧力の持続を示唆

- 10月見通し以降、発表された各種指標・情報は、米インフレ圧力の強さ、広がり、持続性が予想以上であることを示唆
  - 需要面では、個人消費の強さ、個人貯蓄率の低下、労働需要の強まり、消費者の楽観論の広がり等を確認
  - 供給面では、西海岸コンテナターミナルの混雑緩和がみられるが、労働供給制約に改善の動きなし
  - 期待面では、インフレ実績及び期待が一段と悪化、賃金上昇率が急加速し、賃金期待が警戒ゾーン入り
- オミクロン株については、景気減速リスク以上に労働供給制約を通じたインフレリスク要因として捉える必要

米インフレ圧力のモニタリング状況

	項目	現状判断	インフレ見通しへの示唆
需要 (P16)	足元の個人消費	夏以降、上振れ	↑
	過剰貯蓄	個人貯蓄率が2020年2月実績以下に低下	↑
	労働需要	就業率の上昇加速、NFP堅調	↑
	消費者の雇用判断	一段と楽観的	↑
	消費者の先行き所得期待	楽観的	↑
	消費者の消費計画	年末商戦後の反動減を示唆	↓
供給 (P17)	港湾混雑状況	コンテナ船の滞留がピークアウト	↓
	生産リードタイム	長期化継続	↑
	労働供給	労働参加率は横ばい	↑
期待 (P18)	物価情勢	上振れ、インフレ圧力の広がり	↑
	インフレ期待	上昇	↑
	賃金情勢	上振れ	↑
	賃金期待	コロナ前の天井（閾値）超え	↑

（出所）各種資料より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

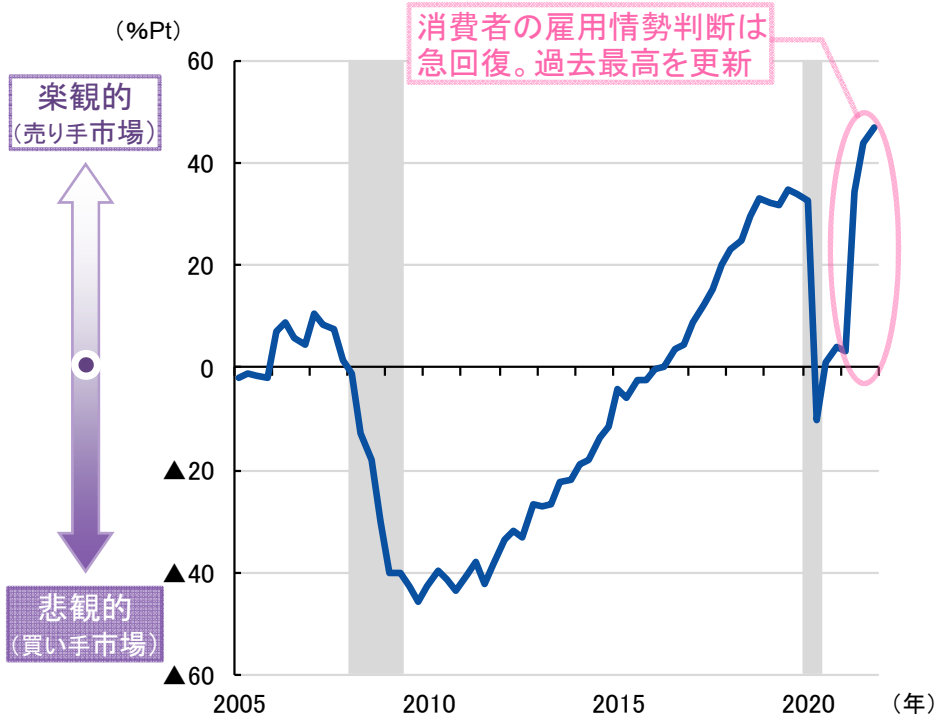
需要面：個人貯蓄率が大幅低下、先行き不安は消え過剰貯蓄取り崩しリスク増大

- 10月個人貯蓄率は7.3%とコロナ禍前の2020年2月実績（8.3%）を下回る水準に低下
  - 個人貯蓄率の“正常化”は、米消費者の先行き不安（＝予備的貯蓄動機の強まり）が和らいでいることを示唆
- 雇用情勢や所得環境の改善が続くとみられる中、過剰貯蓄取り崩し（⇒個人貯蓄率のさらなる低下）の現実味高まる
  - カンファレンスボードによれば米消費者の雇用情勢判断は一段と楽観的に

個人貯蓄率

（注）四半期平均。2021年10～12月期は10月実績を利用
（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

米消費者の雇用情勢判断DI

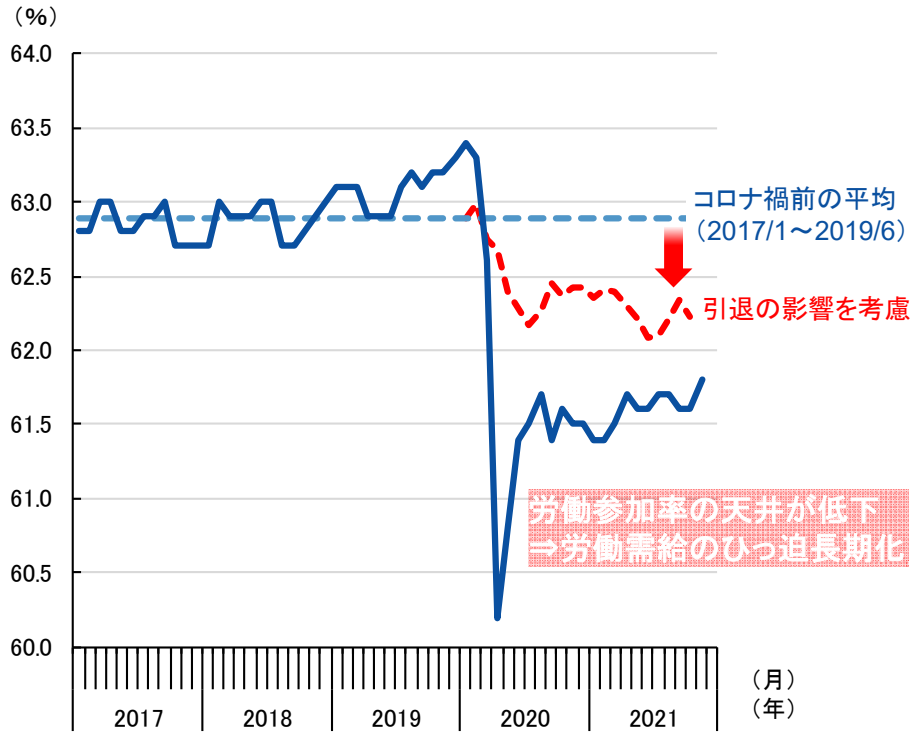


（注）四半期平均。2021年10～12月期は10月実績を利用
（出所）カンファレンスボードより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

供給面：労働供給制約が長期化、引退の増加により今後の回復も緩慢

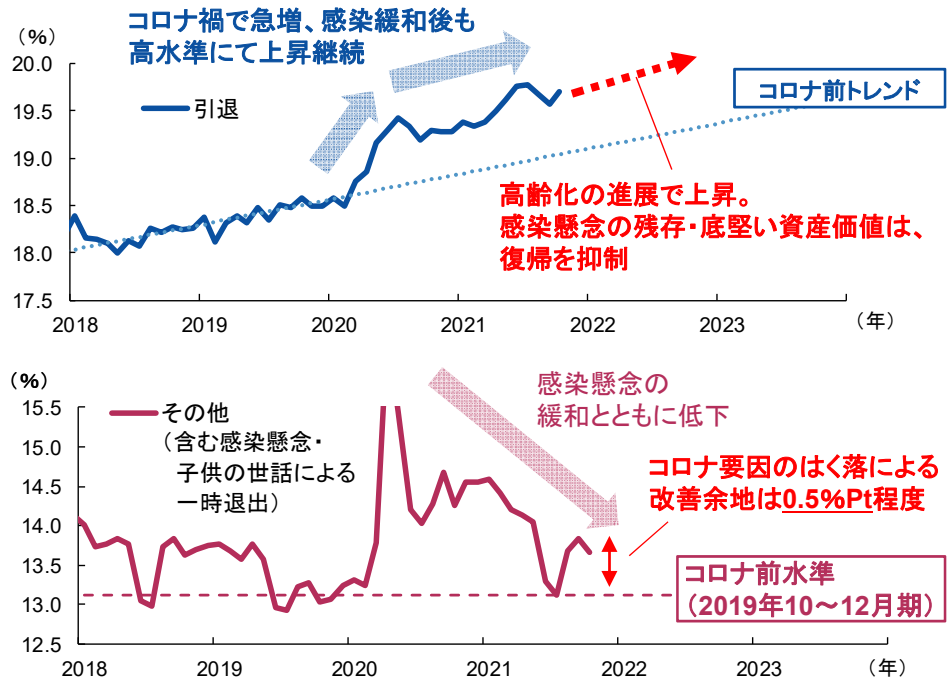
- 学校再開や失業給付の一部失効等でも労働参加率はほとんど回復せず。また引退により労働参加率の天井が低下
  - 労働者の引退により労働参加率は構造的に1%Pt程度低下。またコロナ禍の影響で非労働力化している労働者は0.5%Pt弱に留まり、労働需給のタイト化が起きやすい状況が続く
  - オミクロン株の拡大による感染懸念の強まりは労働供給の回復を一段と遅らせるリスク

労働参加率



（注）引退の影響は2017～2019年の引退率のトレンドと実績との乖離から計算
（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

理由別の非労働参加率

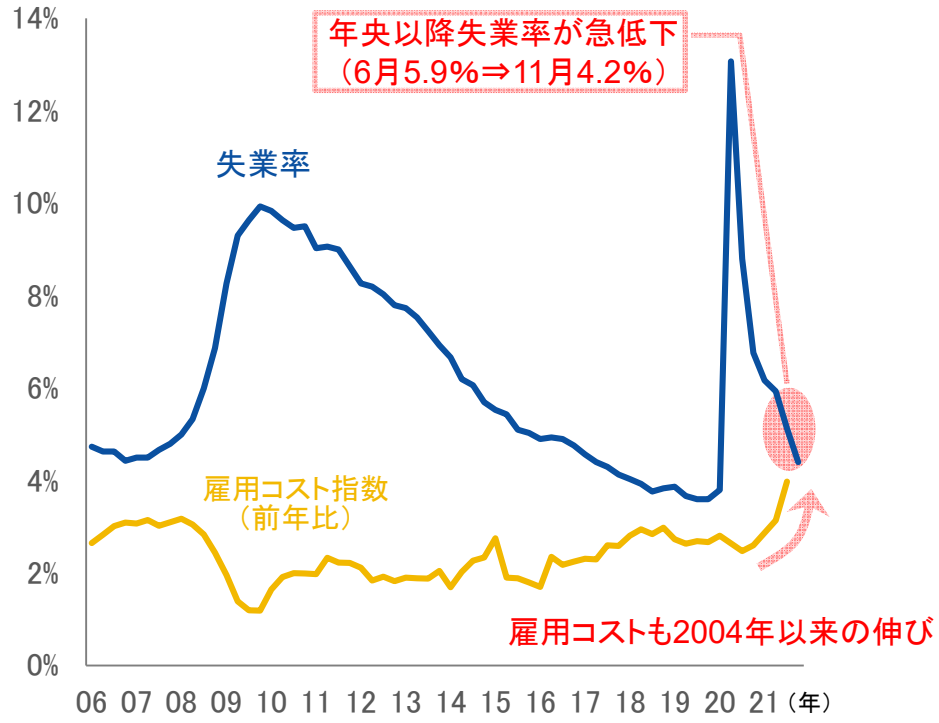


（注）非労働参加率＝100－労働参加率。トレンドは2017～2019年。非労働参加率の「その他」は、「引退」と「障害」による非労働力以外を示す
（出所）米労働省、米センサス局より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

期待面：人手不足下で賃金は急上昇、賃金上昇期待は警戒ゾーン入り

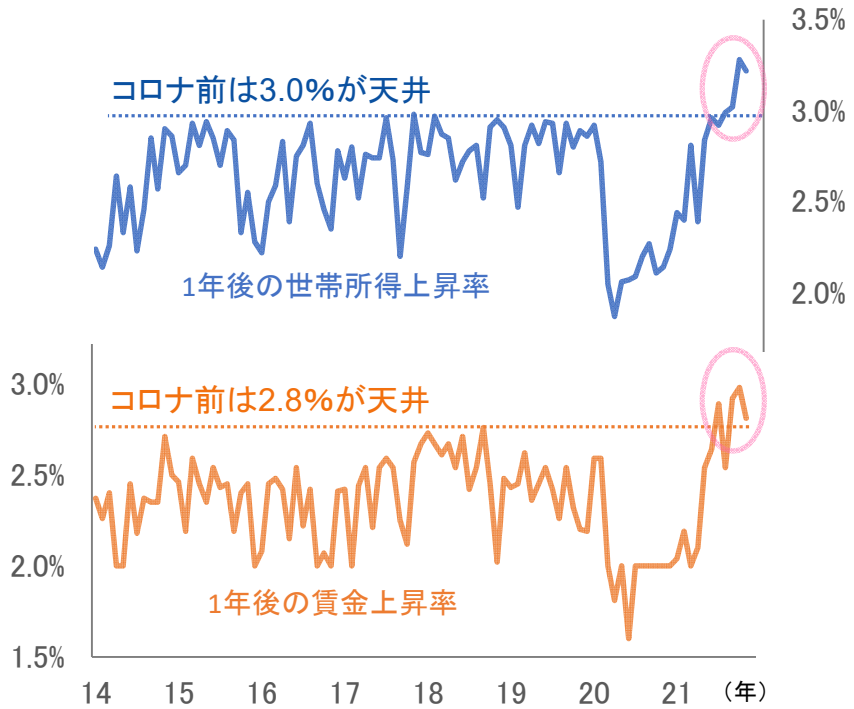
- 労働需給がひっ迫し、人手不足が深刻化する中、人材確保のため賃上げ・福利厚生拡充の動きが相次ぐ
  - 雇用コスト指数（7～9月期）は前年比＋4.0%に急上昇、賃金・給与の急伸に加え、付加給付も緩やかに上昇加速
  - 転職者の賃金は上昇加速、既存人員に対しても企業は残留ボーナス支給・賃上げ等の処遇改善を迫られる状況
- 足元賃金の急上昇に加えて、米消費者の賃金上昇期待がコロナ禍以前には見られなかった警戒ゾーン入り
  - 企業アンケート調査では、2022年の賃金コストは前年比＋3.9%と2008年以来の高い伸びとなる見込み

失業率・雇用コスト指数



（注）福利厚生費などに含めた雇用コストを示した指数。直近の失業率は10～11月平均
（出所）米労働省より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

米消費者の賃金上昇期待



（出所）米労働省より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

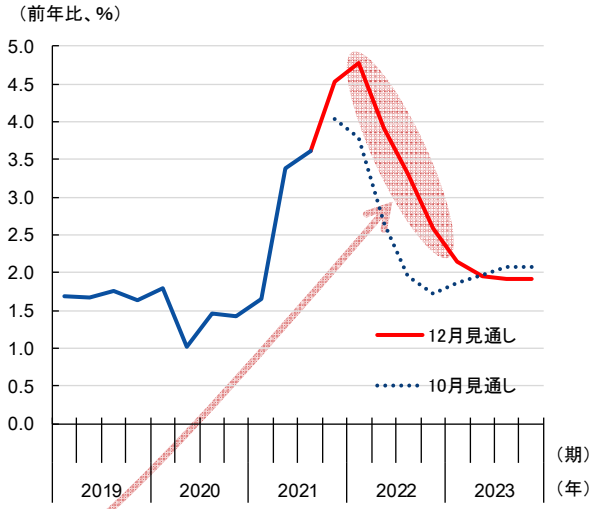
2022年3月テーパリング終了と同時に利上げ開始へ

- FEDはインフレ警戒モードにシフト
  - 12月FOMCではテーパリングの加速を決定するとともに、フォワードガイダンスで利上げに向けた条件がそろいつつあるとの認識示す
  - 足元のインフレ圧力の高まりを懸念し、テーパリング終了後の3月には利上げ開始と予想
  - インフレ圧力の長期化が見込まれる中、2022年は年3回の利上げを見込む

米物価情勢判断と米金融政策への示唆

注目点	方向	判断材料	米金融政策への示唆
物流問題	改善	港湾混雑率の劇的改善 政府・民間企業の対応	インフレ抑制材料だが年明け後は依然楽観できず
財偏重の需要構造	長期化	超売り手市場の雇用情勢 家計の潤沢な流動性 （超過貯蓄）	コロナ前の財デフレ基調への回帰は後ずれ⇒財物価下落によるインフレ押し下げ効果は期待薄
人手不足	長期化	感染不安による就労拒否、学校閉鎖・子供の自宅学習による親世代の非労化が継続	⇒最大雇用の早期達成
	構造的	失業・求人動向が示す深刻なミスマッチ	⇒賃金上昇の加速 ＋高インフレの長期化 ＋インフレ・賃金上昇期待の上昇 ⇒賃金・物価の上昇スパイラルリスク
		コロナ疲れと株高を背景にした大規模な引退の発生	

米コアインフレ率見通し



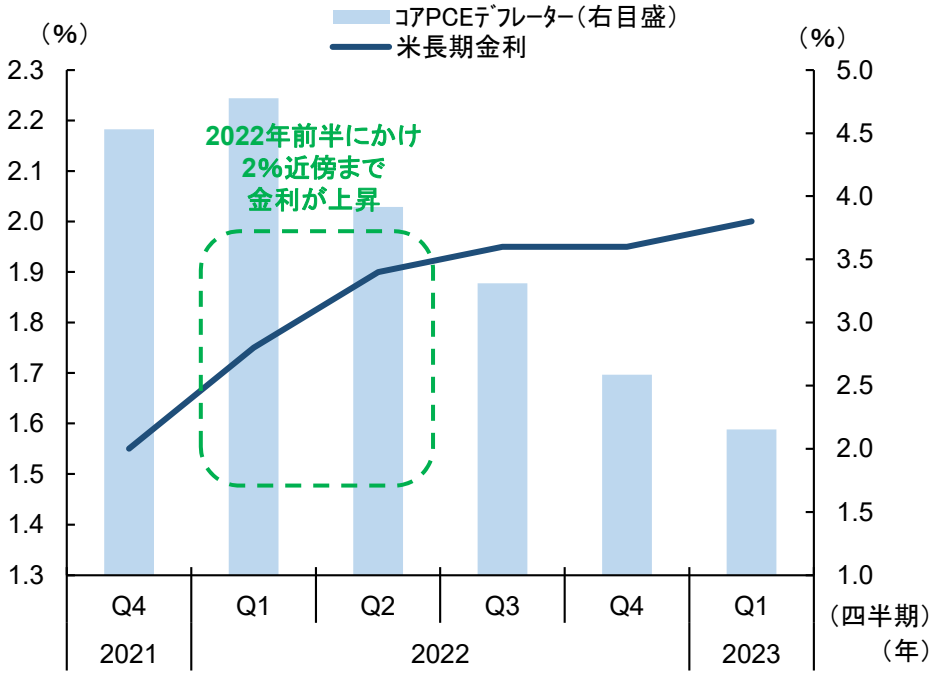
インフレ圧力長期化
2022年末でも2.5%超え

（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

金融市場：2022年前半にかけ2%近傍まで米長期金利は上昇

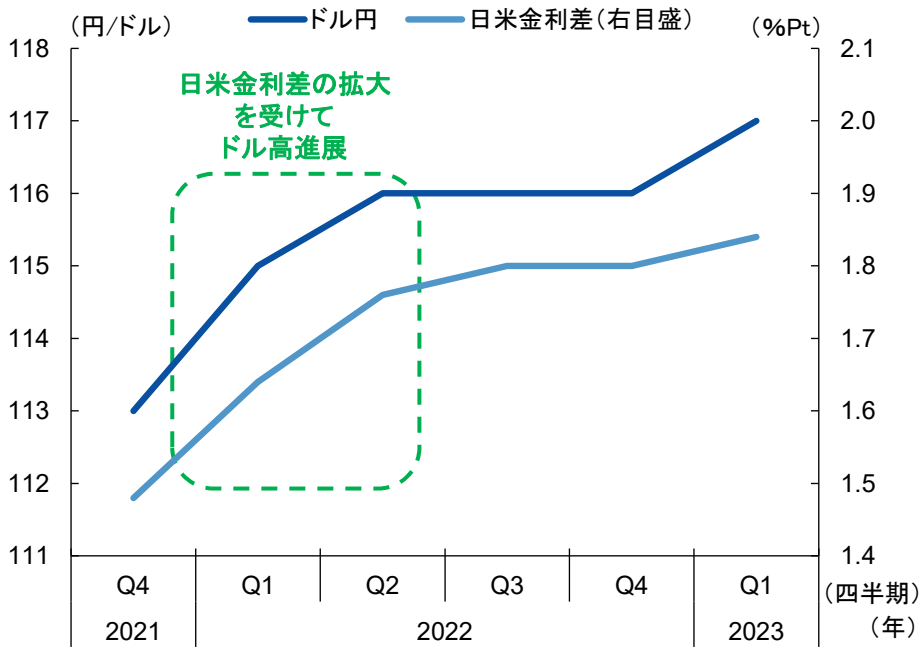
- 2022年前半にかけ米長期金利は2%近傍まで上昇。高インフレによる先行きの利上げ期待を織り込む展開を予想
  - 2022年後半はインフレ率の低下にともなう警戒モードの緩和を受けて長期金利の上昇は一服
- ドル円相場は日米金利差の拡大から2022年前半にかけてドル高が進展

米長期金利の予測値



（注）米長期金利の予測値はレンジの中央値
（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

ドル円相場の予測値



（注）予測値はレンジの中央値
日米金利差＝米国10年債利回り－日本10年債利回り
（出所）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：成長の重石である供給制約は、2022年入り後は徐々に緩和へ

○ 2021年の成長率は＋5.6%と予測。10～12月期は財消費が高水準を維持し、外食・宿泊等を除くサービスも緩やかに回復。需要好調の一方で、部材・人手不足や物流の遅延による供給制約が生産・販売活動の重石となり、在庫復元ペースは緩慢

○ 2022年の成長率は＋4.1%と予測。感染懸念が後退する春先以降、財からサービスへの需要シフトが進むと想定。財需給のひっ迫が緩和し、港湾処理能力の向上等により物流機能が正常化に向かうと共に供給制約は徐々に和らぎ、在庫復元が進展すると予想。バイデン・プランは規模縮小の見込みも、短期的な成長率への影響は限定的

○ 財および労働需給のひっ迫により、広範な品目でインフレ率が加速し、コアインフレ率は2022年入り後も＋4%台で高止まる見込み。4～6月期以降は、供給制約の緩和と共に上昇ペースは鈍化し、年末には＋2%台に低下すると予想。感染懸念を理由とする離職者は徐々に復職も、退職により労働参加率の回復は緩やかなペースに留まるとみられ、失業率はコロナ前の3%台半ばの水準に低下する見込み。オミクロン株については、景気減速リスク以上に、労働供給制約を通じたインフレリスク要因として捉える必要

○ インフレ上振れを背景にFOMCは2022年3月にテーパリングを終了。インフレ警戒から3月には利上げを開始。2022年は年3回の利上げを実施する見込み

米国：堅調な拡大が持続、2021年は＋5.6%、2022年は＋4.1%と予測

- 2021年10～12月期は、財消費が高水準を維持する一方、人手不足・物流混乱等の供給制約が成長の重石に
- 2022年は、実質GDP成長率は低下も、供給制約による下押し圧力が和らぎ、個人消費中心に堅調な拡大が持続
  - 感染懸念が後退する春先以降、財からサービスへの需要シフトが緩やかに進む見込み
  - 財需給のひっ迫緩和や物流機能の正常化等に伴い、供給制約は徐々に緩和し、在庫復元が進展
  - 財・労働需給ひっ迫により、コアインフレ率は2022年入り後も＋4%台で高止まった後、供給制約の緩和とともに上昇ペースは鈍化すると見込む。オミクロン株は、労働供給制約を通じたインフレリスク要因に

短期見通し総括表（米国）

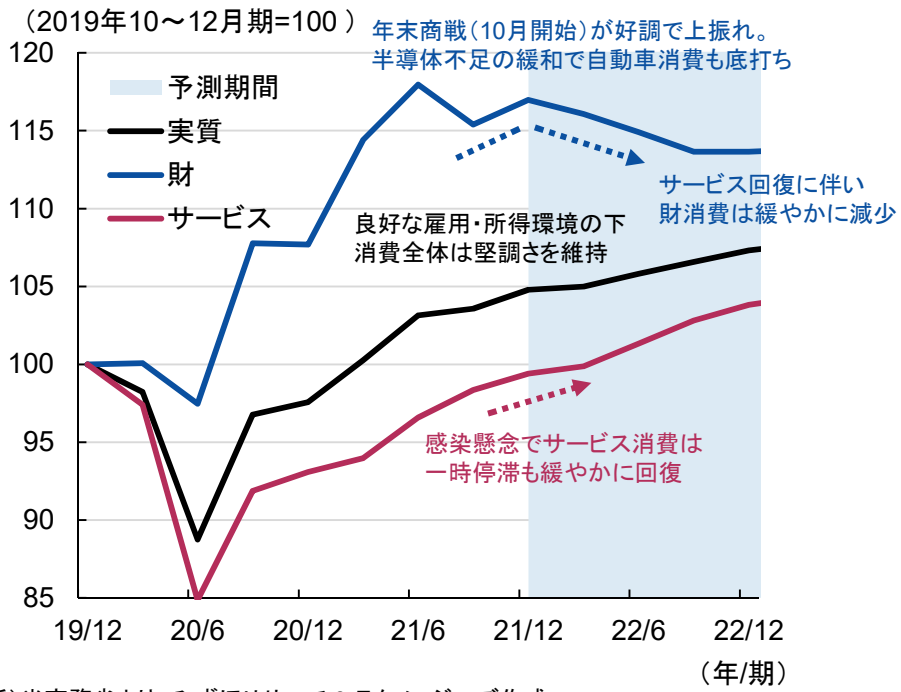
		2019	2020	2021	2022	2020				2021				2022			
		暦年		（見通し）		1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	前期比年率、%	2.3	▲ 3.4	5.6	4.1	▲ 5.1	▲ 31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.1	5.4	3.1	5.0	4.4	3.0
個人消費	前期比年率、%	2.2	▲ 3.8	8.0	3.2	▲ 6.9	▲ 33.4	41.4	3.4	11.4	12.0	1.7	4.8	0.8	3.2	2.9	2.7
住宅投資	前期比年率、%	▲ 0.9	6.8	9.1	1.9	20.4	▲ 30.7	59.9	34.4	13.3	▲ 11.7	▲ 8.3	1.8	4.5	6.1	7.6	4.9
設備投資	前期比年率、%	4.3	▲ 5.3	7.6	4.3	▲ 8.1	▲ 30	18.7	12.5	12.9	9.2	1.5	5.6	4.1	3.9	3.9	4.0
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.1	▲ 0.5	0.0	1.3	▲ 0.5	▲ 4.0	6.8	1.1	▲ 2.6	▲ 1.3	2.1	1.3	1.5	1.9	1.3	0.2
政府支出	前期比年率、%	2.2	2.5	0.7	0.7	3.7	3.9	▲ 2.1	▲ 0.5	4.2	▲ 2.0	0.9	1.4	0.2	0.4	1.5	2.0
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 0.1	▲ 0.1	1.5	▲ 3.3	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 0.2	▲ 1.2	▲ 0.3	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1
輸出	前期比年率、%	▲ 0.1	▲ 14	4.0	7.2	▲ 16.3	▲ 60	54.5	22.5	▲ 2.9	7.6	▲ 3.0	8.0	9.0	9.3	9.3	8.4
輸入	前期比年率、%	1.2	▲ 8.9	13.5	6.4	▲ 13	▲ 53	89.2	31.3	9.3	7.1	5.8	7.9	4.8	6.6	6.9	7.1
失業率	%	3.7	8.1	5.4	3.7	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.9	5.1	4.3	4.0	3.8	3.6	3.5
個人消費支出ﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	前年比、%	1.5	1.2	3.8	3.3	1.7	0.6	1.2	1.2	1.8	3.9	4.3	5.4	5.1	3.9	3.0	2.3
食品・ｴﾈﾙｷﾞｰを除くｺｱ	前年比、%	1.7	1.4	3.3	3.6	1.8	1.0	1.5	1.4	1.7	3.4	3.6	4.5	4.8	3.9	3.3	2.6

（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）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

米国：財からサービスへの需要シフトは緩慢、供給制約緩和と共に在庫復元が進展

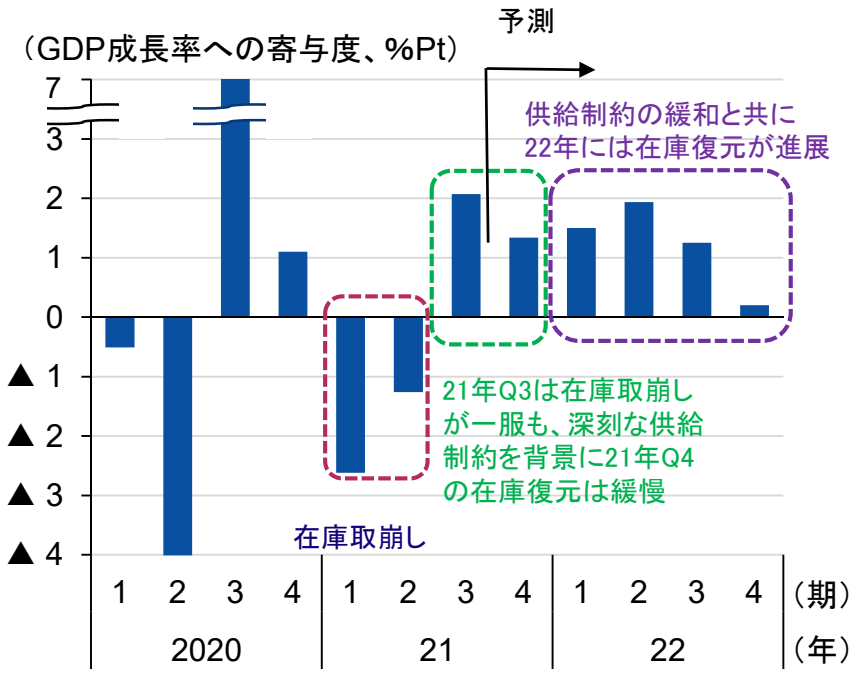
- 良好な雇用・所得環境を背景に消費全体は堅調維持。感染懸念の後退に伴い緩やかに財からサービスへ需要シフト
  - 2021年の年末商戦は好調、財消費は高水準を維持する一方、外食・宿泊等を除くサービスも緩やかに回復
  - 2022年初は感染拡大に伴いサービス消費の回復は一時的に停滞も、春先以降は緩やかな回復が持続
- 財からサービスへの需要シフトや物流混乱の改善により供給制約は徐々に緩和、2022年入り後は在庫復元が進展
  - 陸上輸送を中心とする物流網の混乱解消には時間を要するも、港湾混雑の影響は既にピークアウト
  - 半導体等部材不足の緩和等により自動車減産の影響は減退し、生産回復と共に在庫の積み増しが進む見込み

実質個人消費支出



（出所）米商務省より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

在庫投資の見通し



（出所）米商務省より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

米国：バイデン・プランは大幅縮減見込みも、短期的な成長率への影響は限定的

- 民主党内穏健派の反対により、バイデン・プランの歳出・減税規模は当初想定より大幅に縮減する見込み
  - BBB（Build Back Better）は、当初案3.5兆ドルから2兆ドル程度に縮減見込み、家計向け支援を中心に縮小
  - 財源については、法人税率・個人所得税最高税率の引き上げを見送り、増税規模も縮小
  - 歳出・減税規模は縮減も、増税規模も縮減され後年度に先送りされるため、短期的な成長率への影響は限定的（2022年の経済効果：GDP比＋0.3%Pt程度）
  - BIF（インフラ法）は成立済。BBBの成立は、議会審議の難航により越年するリスクあり

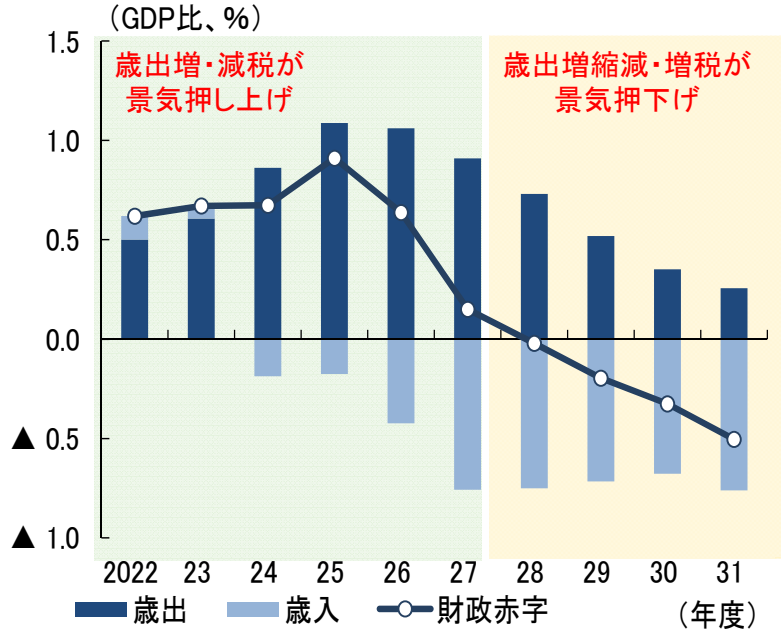
バイデン・プランの概要（10年間）

投資（歳出・減税）	
項目	規模
BBB（気候変動・子育て支援）	1.75兆ドル
気候変動対応	5,550億ドル
幼児教育・育児支援	4,000億ドル
児童税控除・勤労所得税控除	2,000億ドル
在宅・地域医療	1,500億ドル
住宅取得支援	1,500億ドル
BIF（インフラ）	5,500億ドル

財源	
項目	規模
BBB	1.995兆ドル
法人増税 ✓ 大企業課税 ✓ 多国籍企業課税 ✓ 自社株買い課税	8,000億ドル
富裕層増税 ✓ 上位0.02%の富裕層所得課税 ✓ 富裕層課税逃れ対策	6,500億ドル
徴税強化	5,450億ドル
BIF（他歳出振替等）	1,730億ドル

（注）BBB：Build Back Better（ホワイトハウス案）、BIF:Bipartisan Infrastructure Framework
（出所）ホワイトハウス、各種報道より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

バイデン・プランの財政影響



（注）BBBとBIFの合計。歳入のプラスは減税・マイナスは増税
財政赤字のプラスは赤字増、マイナスは赤字減
（出所）議会予算局（CBO）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：2022年春先の感染収束後から景気回復が再開

○ 2021・2022年のユーロ圏実質GDP成長率は、前年比＋5.0%、＋4.3%と予測

○ 2021年夏場以降続いた感染対策緩和後の力強い回復傾向は、冬場に感染が再拡大したことで一時中断する見込み。ワクチン未接種者や地域など対象を限定して感染対策が強化されることで、2022年初旬の消費が減少

○ 2022年春先から、感染収束に伴う消費者マインドの改善や感染対策の緩和により、宿泊・飲食などのサービス消費が回復。加えて、2022年半ば以降、半導体等の供給制約解消による自動車生産の回復を追い風に、輸出が緩やかに増加。これら消費・輸出が成長率の押し上げに寄与することで景気拡大が鮮明に

○ 2022年のコア物価は、原材料価格の高騰や供給制約等による上昇圧力から、2021年に続き＋2%台半ばの高水準にとどまる見込み。もっとも、インフレのピークは2021年10～12月期であり、2022年入り後から伸び率は徐々に鈍化する見込み。インフレの鈍化を受け、ECBの政策金利は、見通し期間中据え置きが続くと予想

ユーロ圏：2022年は4%台の成長を維持。感染拡大が同年春先まで回復の重石に

- 2021・2022年の実質GDP成長率は前年比＋5.0%、＋4.3%と予測
  - 2021年は、夏場以降サービスを中心に消費の力強い回復が続いていたものの、供給制約の長期化と冬場の感染再拡大が重石となり、10～12月期の景気回復ペースは横ばい圏に
  - 2022年春先までは、感染再拡大に伴う消費者心理の悪化や局所的な感染対策強化から一時的に消費が減少。春先以降は、ペントアップ需要の発現や供給制約の解消を背景に景気拡大が鮮明に

ユーロ圏：短期見通し総括表

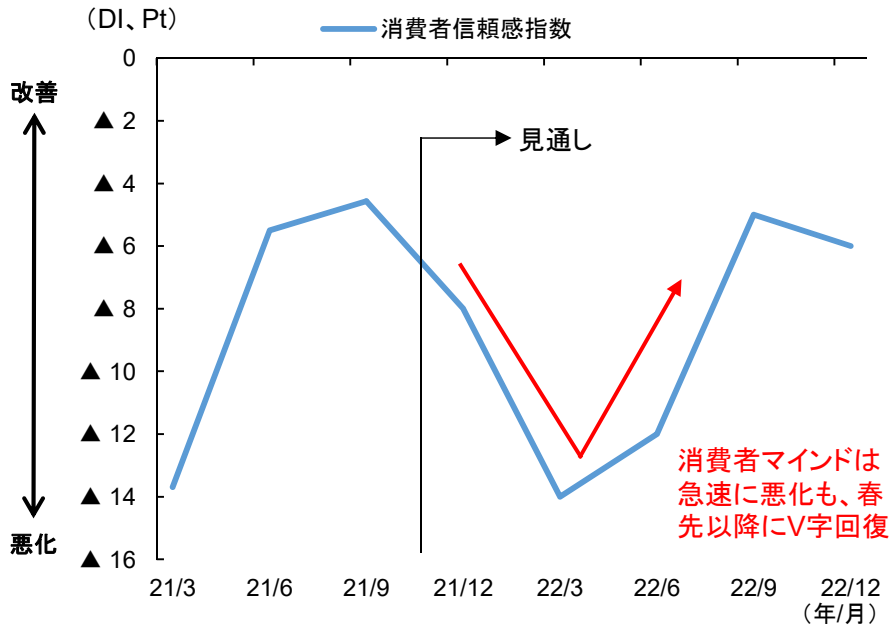
		2019	2020	2021	2022	2020				2021				2022			
		暦年		（見通し）		1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	前期比、%	1.6	▲ 6.4	5.0	4.3	▲ 3.5	▲ 11.7	12.6	▲ 0.4	▲ 0.2	2.2	2.2	0.1	▲ 0.2	1.9	1.9	1.2
内需	前期比、%	2.5	▲ 6.2	3.8	3.5	▲ 3.1	▲ 12.3	10.4	▲ 0.4	▲ 0.3	2.4	2.0	0.3	▲ 0.1	1.3	1.2	0.8
個人消費	前期比、%	1.3	▲ 7.9	3.4	4.5	▲ 4.3	▲ 12.7	14.1	▲ 3.0	▲ 2.3	3.9	4.1	0.1	▲ 0.9	2.1	1.3	0.5
総固定資本形成	前期比、%	6.7	▲ 7.0	3.2	3.7	▲ 4.4	▲ 19.7	14.0	2.7	▲ 0.0	1.3	▲ 0.9	0.6	0.5	1.4	2.3	2.1
政府消費	前期比、%	1.8	1.3	3.7	1.3	▲ 0.2	▲ 2.7	5.5	0.8	▲ 0.6	2.1	0.3	0.1	0.4	0.1	0.3	0.1
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.1	▲ 0.5	0.4	▲ 0.1	0.4	▲ 0.3	▲ 1.6	0.5	1.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.8	▲ 0.3	1.3	0.9	▲ 0.4	0.5	2.4	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.7	0.7	0.5
輸出	前期比、%	2.7	▲ 9.1	9.4	6.7	▲ 3.6	▲ 18.7	16.5	4.3	1.2	2.4	1.2	0.6	0.2	2.3	4.0	4.0
輸入	前期比、%	4.7	▲ 9.1	7.0	5.4	▲ 2.8	▲ 20.2	11.6	4.8	1.0	2.9	0.7	1.0	0.4	1.0	2.9	3.5
消費者物価指数	前年比、%	1.2	0.3	2.6	2.5	1.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	1.1	1.8	2.8	4.9	3.9	3.2	2.1	1.1
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.0	0.7	1.5	1.6	1.1	0.9	0.6	0.2	1.2	0.9	1.4	2.4	2.0	1.9	1.5	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：感染拡大に伴う消費者心理の悪化や感染対策強化が、消費を下押し

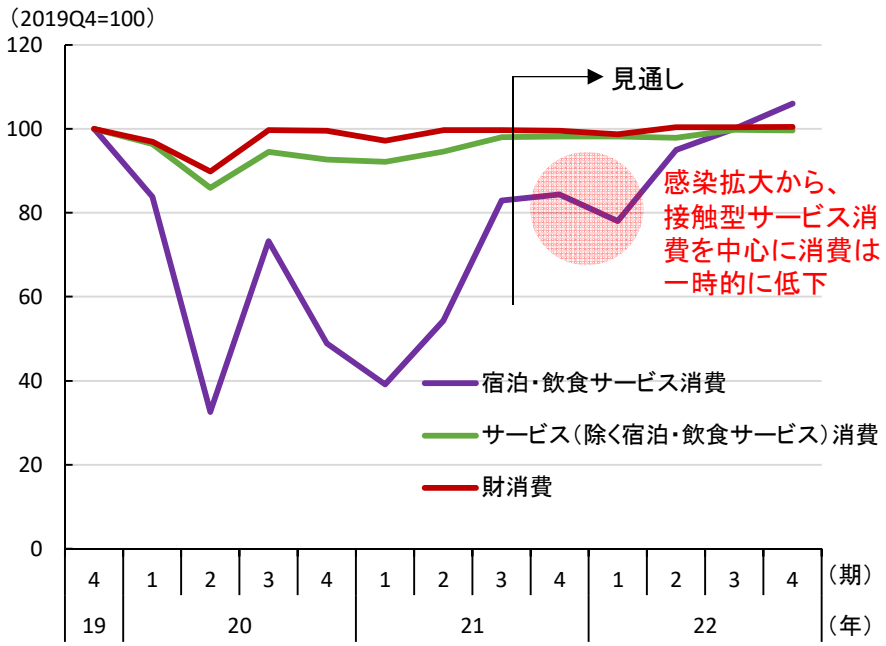
- 2021年10～12月期に、感染再拡大を受けて消費者マインドの改善が一服。消費の重石に
- 加えて、2022年1～3月期には局所的に感染対策を強化する動きが広がり、接触型サービスを中心に、消費が一時的に低下する見込み
  - もっとも、各国政府の対策は、ワクチン未接種者など対象を絞ったものにとどまるため、過去のロックダウン時対比では悪影響（消費の低下）は限定的となる公算

ユーロ圏：消費者信頼感指数



（注）四半期平均
（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：財・サービス消費の見通し

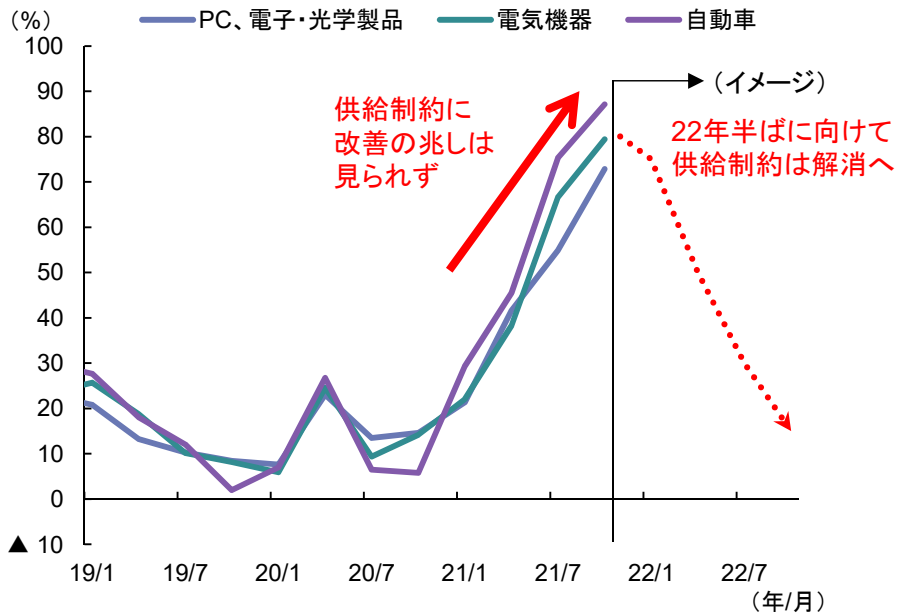


（注）みずほリサーチ＆テクノロジーズによる推計値・予測値
（出所）Eurostatより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

ユーロ圏：供給制約の解消とともに2022年半ば以降、財輸出は回復基調に

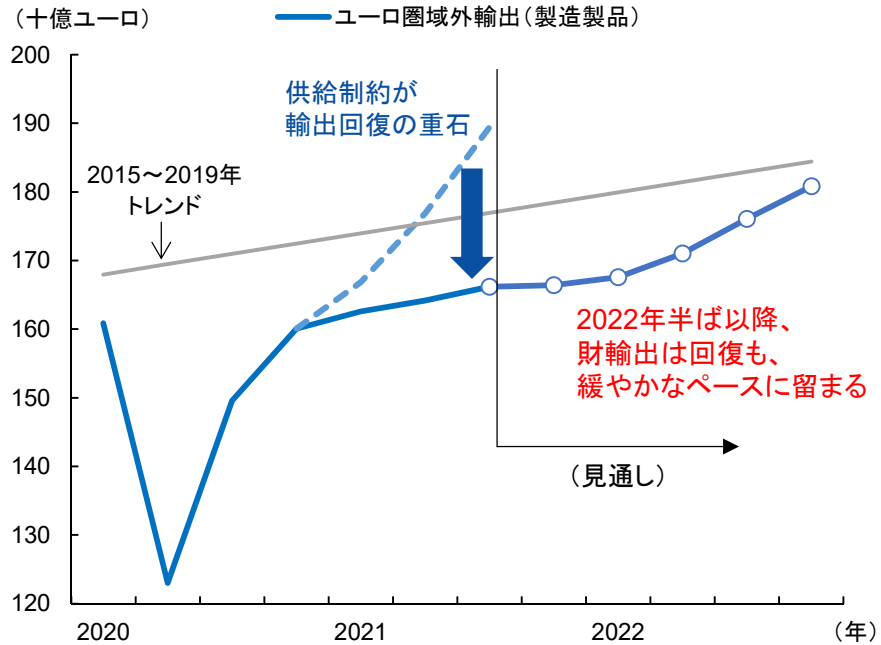
- 域外財輸出は、供給制約による生産の低迷を受けて、伸び悩みが継続
  - 自動車に加えて、PC、電子・光学や電気機器などの加工製造業で材料不足が深刻
  - こうした供給制約によって、ユーロ圏域外財輸出は12%程度下押しされていると試算
- 2022年半ば以降に供給制約の解消に伴い、財輸出は緩やかに回復する見込み
  - 供給制約の悪影響が大きいドイツ企業では、供給制約解消時期は2022年半ばと回答（ifo、10月調査）

ユーロ圏：生産制約要因（「設備・材料」不足）



（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：域外財輸出

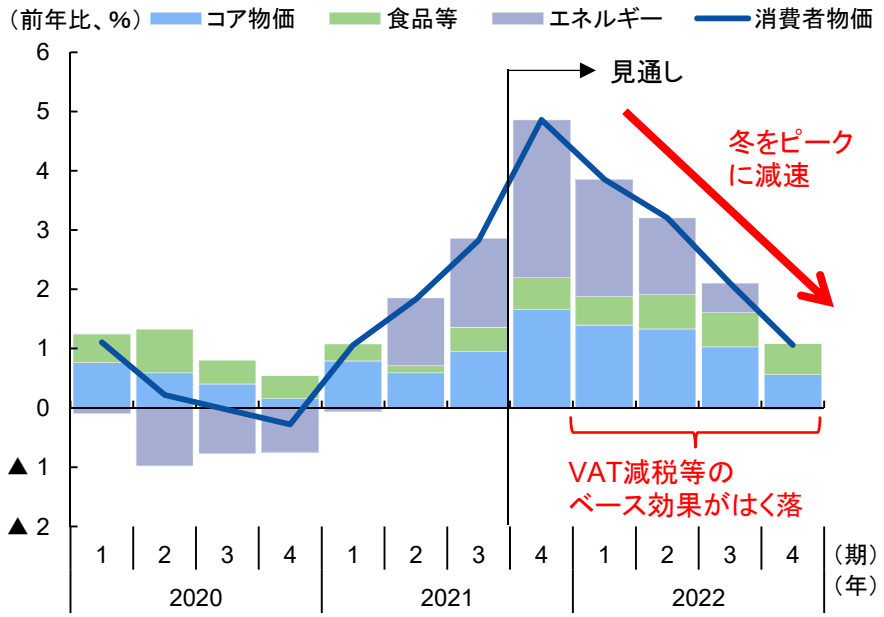


（出所）Eurostat、欧州委員会より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

ユーロ圏：インフレは2022年入り後にピークアウトも、同年半ばまで高水準

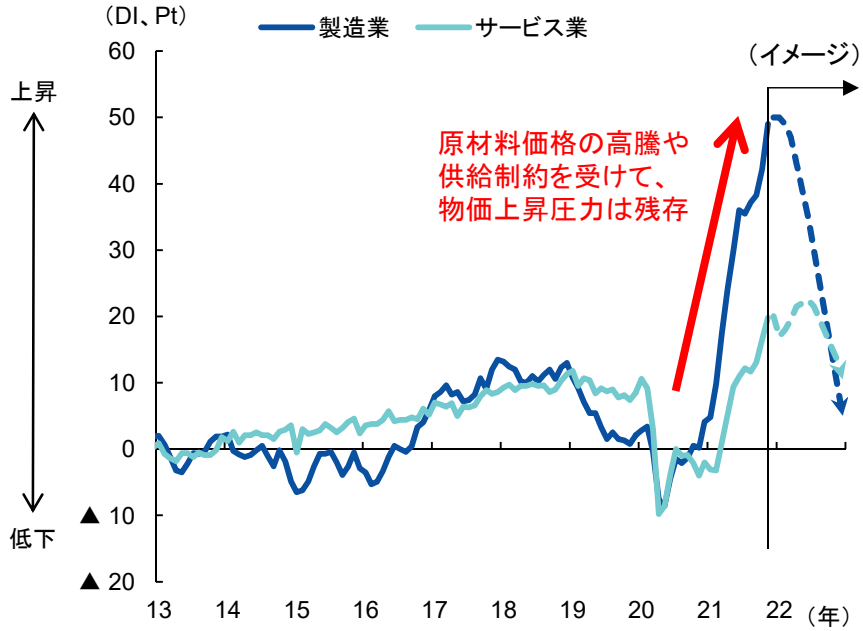
- ユーロ圏消費者物価は、前年比＋4%超と高水準に。エネルギーの高騰や供給制約、サービスの急回復が背景に
- 2022年に物価上昇ペースは、ベース効果がはく落することでピークアウトしていく見込み。ECBの政策金利は、見通し期間中据え置きが続くと予想
  - 2022年入り後には、ドイツVAT減税等のベース効果はく落を受けて、1%Pt程度伸びが鈍化する見込み
  - もっとも、原材料価格の高騰や供給制約を背景に企業の販売価格上昇への期待は高く、供給制約が解消される2022年半ばまでは消費者物価は前年比＋3%程度の高い伸びとなる公算

ユーロ圏：消費者物価指数の見通し



（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：販売価格期待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）新興国経済：経済活動の再開とインフレ対応利上げにより不均一な回復

○ 中国の2021・2022年の成長率見通しは＋7.9%、＋5.2%と予想。2021年後半の感染再拡大による個人消費の抑制や、ディベロッパー向け融資規制を受けた不動産開発投資の減少は、2022年も継続。5～6%とされる潜在成長率の下限近くとなる見通し

○ その他新興国では、ASEAN諸国で行動制限の緩和により消費が回復しているほか、製造業への操業制限の緩和により輸出も持ち直し、景気は上向き。2022年は、経済活動の本格的な再開により、ASEAN諸国の回復が加速する一方、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やブラジル、ロシアの成長ペースは鈍化する見通し

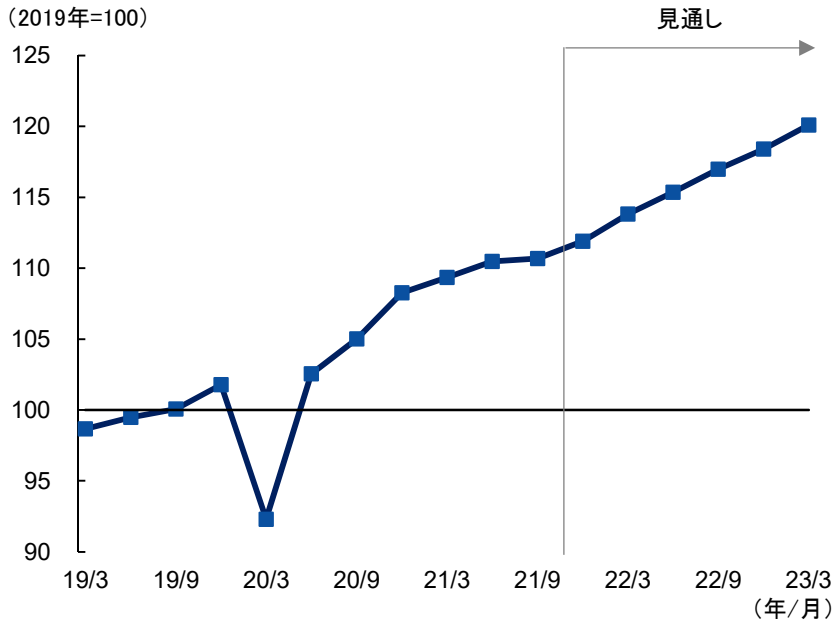
○ 中南米やロシア、NIEsを中心にインフレが高進。グローバルな資源高のほか、天候不順や制限緩和による需要急回復などの一時的要因が寄与。商品市況は2022年頭にピークアウトが見込まれるほか、一時的要因のはく落から、新興国のインフレ高進も2022年後半の鎮静化を見込む。ただし、グローバルな財需要の上振れや米国のインフレ継続・利上げ加速など、今後もインフレ上振れリスクには引き続き警戒要

○ アジア・オセアニア地域の一部では、外国人労働者の減少などにより人手不足の問題が発生。シンガポールやオーストラリアでは、当面、企業活動の妨げになる見込み

中国：2022年は巡航速度内での成長率を維持

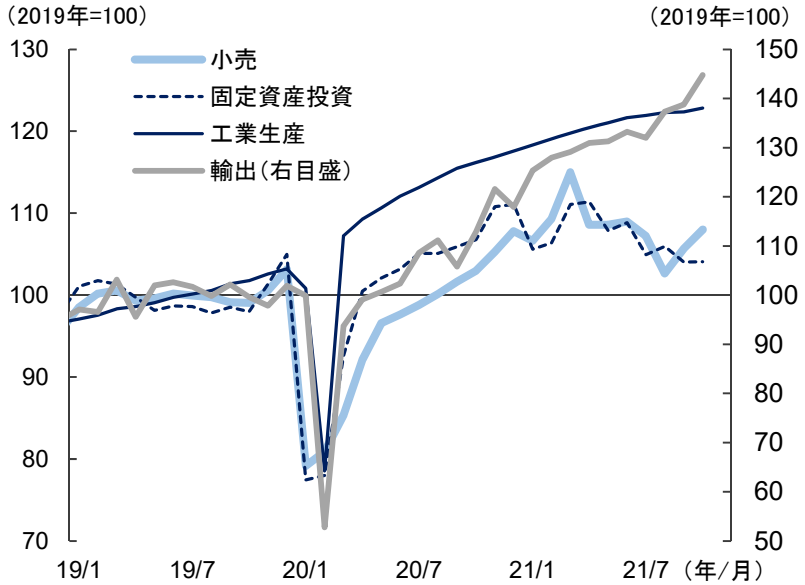
- 2021年の実質GDP成長率は＋7.9%、2022年は＋5.2%と予想。2021年後半に景気を下押しした複数の要因（感染再拡大等）が、2022年にかけても継続し、5～6%とされる潜在成長率の下限近くとなる見通し
  - 電力不足による生産の下押しは緩和に向かう一方、感染発生による個人消費の抑制やディベロッパー向け融資規制をうけた不動産投資減少は、2022年における景気回復の足かせに
  - 想定を上回る伸びが続く輸出は、世界的に高止まりする財需要や感染が拡大するアジアの代替生産が主因。前者についてはピークアウトに向かう傾向にあり、輸出は2022年前半より緩やかな鈍化に向かう

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）中国国家統計局、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）工業生産は国家統計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）中国国家統計局、CEIC dataより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

新興国：成長ペースはASEANで加速、NIEs・資源国で鈍化へ

- 足元、ASEAN諸国では行動制限の緩和により消費が回復、操業制限の緩和により輸出も持ち直し
- 2022年は、経済活動の本格的な再開により、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（ブラジル、ロシア）では成長ペースが鈍化

アジア・新興国見通し総括表

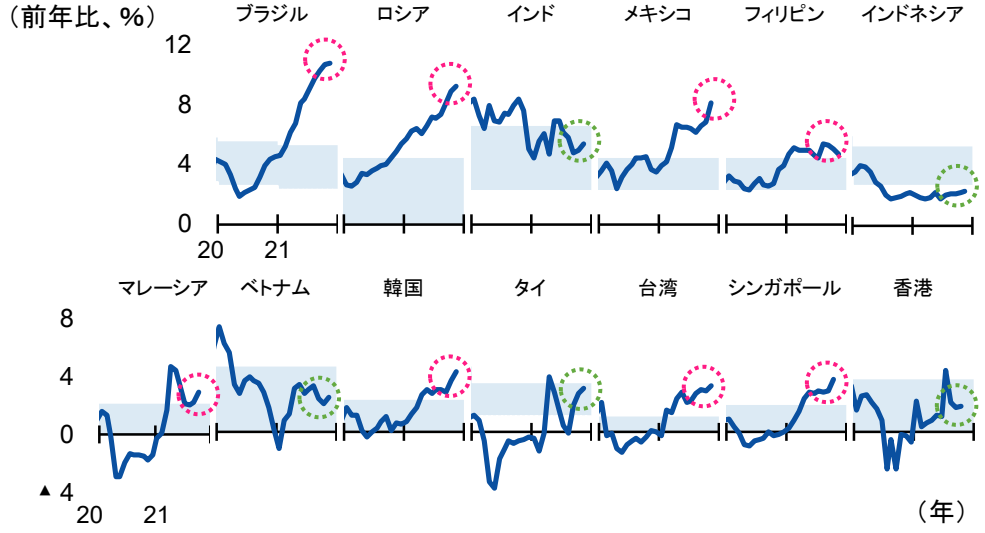
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2020年				2021年		
				（見通し）		1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
アジア	6.2	5.1	▲ 1.0	7.0	5.4	–	–	–	–	–	–	–
中国	6.7	6.0	2.3	7.9	5.2	▲ 6.8	3.2	4.9	6.5	18.3	7.9	4.9
NIEs	2.9	1.9	▲ 0.9	5.0	3.2	–	–	–	–	–	–	–
韓　国	2.9	2.2	▲ 0.9	3.9	3.1	1.5	▲ 2.6	▲ 1.0	▲ 1.1	1.9	6.0	4.0
台　湾	2.8	3.0	3.1	5.9	3.6	3.0	0.6	4.3	5.3	9.2	7.8	3.7
香　港	2.8	▲ 1.7	▲ 6.1	6.2	3.0	▲ 9.1	▲ 9.0	▲ 3.6	▲ 2.8	8.0	7.6	5.4
シンガポール	3.5	1.3	▲ 5.4	6.3	2.8	0.0	▲ 13.3	▲ 5.8	▲ 2.4	1.5	15.2	7.1
ASEAN5	5.3	4.9	▲ 3.5	3.4	5.5	–	–	–	–	–	–	–
インドネシア	5.2	5.0	▲ 2.1	3.6	4.9	3.0	▲ 5.3	▲ 3.5	▲ 2.2	▲ 0.7	7.1	3.5
タ　イ	4.2	2.3	▲ 6.1	1.5	4.1	▲ 2.1	▲ 12.1	▲ 6.4	▲ 4.2	▲ 2.6	7.6	▲ 0.3
マレーシア	4.8	4.4	▲ 5.6	4.4	6.8	0.7	▲ 17.2	▲ 2.7	▲ 3.4	▲ 0.5	16.1	▲ 4.5
フィリピン	6.3	6.1	▲ 9.6	4.9	6.5	▲ 0.7	▲ 17.0	▲ 11.6	▲ 8.3	▲ 3.9	12.0	7.1
ベトナム	7.1	7.0	2.9	2.8	7.0	3.7	0.4	2.7	4.5	4.7	6.6	▲ 6.2
インド	7.3	4.8	▲ 7.0	8.5	7.1	3.0	▲ 24.4	▲ 7.4	0.5	1.6	20.1	8.4
オーストラリア	2.9	1.9	▲ 2.5	4.1	3.0	1.6	▲ 6.0	▲ 3.8	▲ 0.5	1.3	9.5	3.9
ブラジル	1.8	1.2	▲ 3.9	4.6	1.1	▲ 0.1	▲ 10.7	▲ 3.7	▲ 0.9	1.3	12.3	4.0
メキシコ	2.2	▲ 0.2	▲ 8.2	5.4	2.4	▲ 1.0	▲ 18.7	▲ 8.5	▲ 4.4	▲ 3.8	19.9	4.5
ロシア	2.8	2.0	▲ 3.0	4.0	2.4	1.4	▲ 7.8	▲ 3.5	▲ 1.8	▲ 0.7	10.5	4.3

（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：インフレは2022年後半の鎮静化を見込むも、上振れリスクには要注意

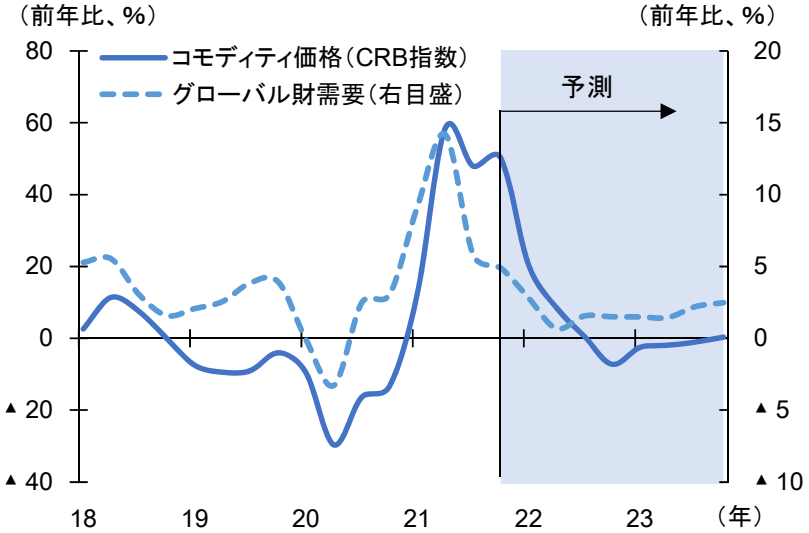
- 一部のインフレ高進が継続。資源高に加え、天候不順や供給制約、活動制限緩和後の需要回復などの要因が寄与
- 足元のインフレ高進は2022年後半にも鎮静化を見込む。商品市況と通貨安の動向が鍵に
  - インフレ高進への寄与が大きい商品市況は、2022年頭にもピークアウトの公算大
  - 米利上げのもと、ドル高・通貨安が年央にかけてインフレ圧力となるものの、年後半には緩和へ向かう見込み
  - ASEAN等は需要回復によるインフレ圧力が高まるも、資源高や供給制約の影響は剥落。インフレ高進は見込まず
- 一方、インフレ上振れリスクは残存。グローバルな財需要の上振れや米国のインフレ継続・利上げ加速に警戒要

主要新興国のインフレ率



（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。マレーシア、台湾、シンガポール、香港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

商品市況と財需要の見通し

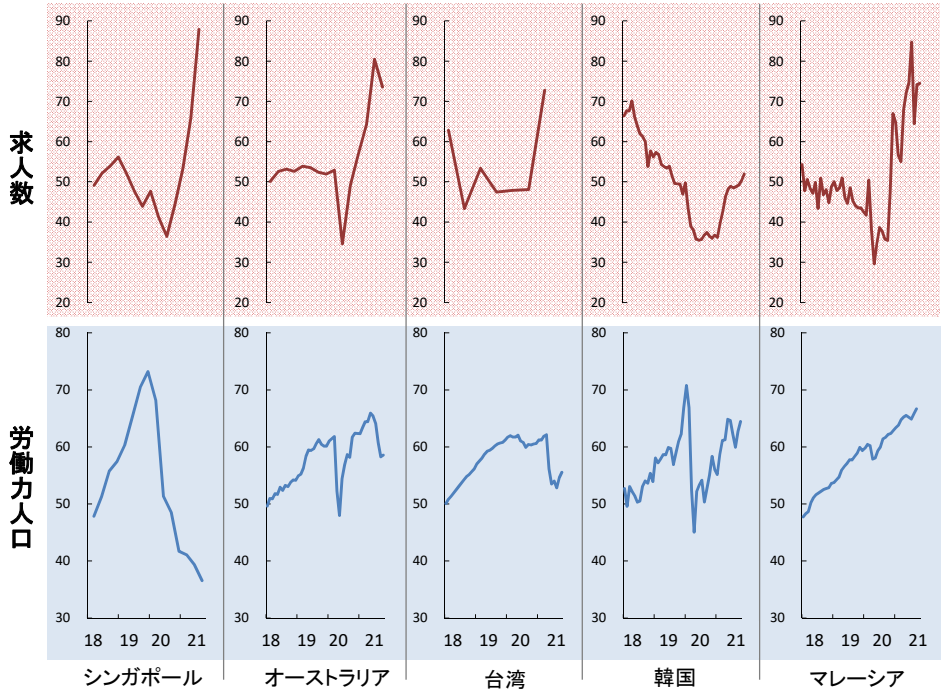


（注）グローバル財需要は、米国、ユーロ圏、日本、中国の実質財消費の合計（PPP、2010年ドルベース）
（出所）Refinitiv、米国商務省、Eurostat、内閣府、中国国家統計局より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

新興国：一部で人手不足が顕在化、コロナ禍からの回復の抑制要因に

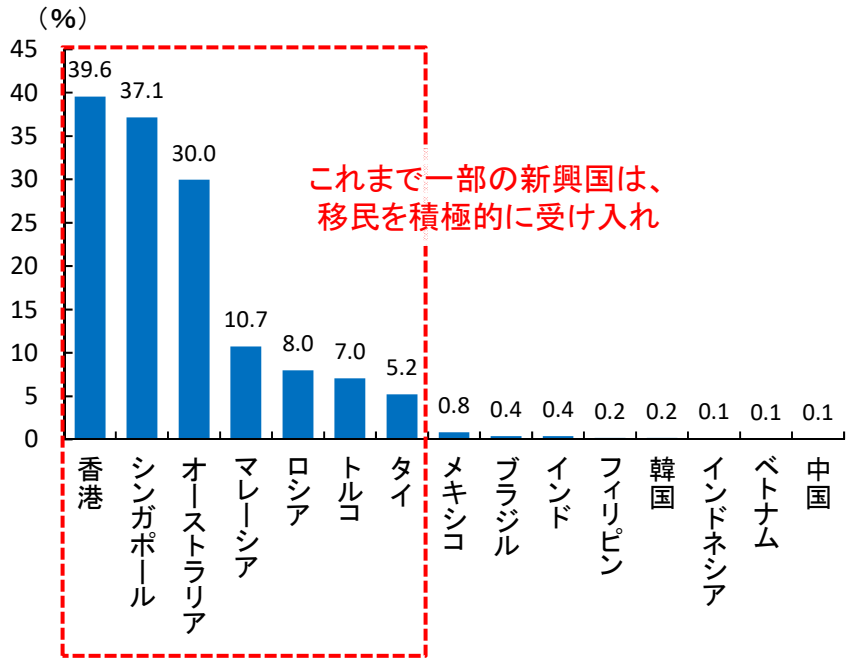
- 経済の再開とともに企業が雇用水準の正常化を進める中、アジア・オセアニア地域の一部では、外国人労働者の減少などにより、人手不足の問題が発生
  - シンガポール、オーストラリア、台湾では、求人数拡大の一方で、入国規制による外国人労働者の減少などにより労働供給が減少し、労働需給がひっ迫
- 人手不足の問題は短期間では解消されず、シンガポールやオーストラリアでは、当面、企業活動の妨げになる見込み

各国・地域の求人数と労働力人口の動向



（注）2015年以降を母集団とする偏差値
（出所）各国統計より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

人口に占める移民の割合



（出所）国際連合より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

（4）日本経済：2021年度下期は高成長が続く。2022年度は感染第6波が下押し

○ 2021年7～9月期のGDP成長率（2次速報値）は前期比▲0.9%（年率▲3.6%）と大幅マイナス。巣ごもり需要の一巡やデルタ株の感染拡大、半導体等の供給制約を受けた自動車減産が下押し要因になり、7～9月期の日本経済は低迷したとの見方

○ 2021年度の成長率は＋3.0%と予測。年度後半は人出回復で個人消費を中心に高成長が続く見通し。東南アジアの感染拡大を受けた部品供給の停滞による影響が緩和され、自動車の減産幅が縮小に向かうことも押し上げ要因に。一方、半導体不足の影響が長期化するほか、交易条件の悪化が下押し要因になり、GDPは2019年平均水準を取り戻せず

○ 2022年度の成長率は＋2.7%と予測。2022年入り後も集団免疫の獲得に至らず、人出増加に伴い夏場に重症病床使用率が50%を超過、緊急事態宣言に類する規制措置が実施されると予想。ワクチン未接種者を中心に消費行動が慎重化し、個人消費の回復を抑制。一方で、経済対策を受けた公共投資の増加などが押し上げ要因に

○ オミクロン株は感染性・重症度について不確実性が高く、経済見通しは上振れ・下振れ双方の可能性。経口治療薬の動向等と合わせ、引き続き注視する必要

日本：成長率は2021年度＋3.0%、2022年度＋2.7%と回復が続く見通し

- 2021年度の日本経済は前年度比＋3.0%を予測。7～9月期は巣ごもり需要の一巡やデルタ株の感染拡大、半導体等の供給制約を受けた自動車減産が下押し要因になり、大幅マイナス成長。年度後半は半導体不足の長期化や交易条件悪化が下押しとなるも、制限緩和に伴う人出回復を受けて個人消費を中心に高成長が続く見通し
- 2022年度は前年度比＋2.7%を予測。集団免疫の獲得に至らず、人出増加に伴い2022年度前半に感染・重症者数が急増し、緊急事態宣言に類する規制措置が実施されると予想。ワクチン未接種者を中心に消費行動を下押し

日本経済見通し総括表

		2020 年度	2021 （見通し）	2022	2021 1～3	4～6	7～9	10～12	2022 1～3	4～6	7～9	10～12	2023 1～3
実質GDP	前期比、%	▲4.5	3.0	2.7	▲0.7	0.5	▲0.9	1.8	1.7	0.7	▲0.7	1.0	0.5
	前期比年率、%	―	―	―	▲2.9	2.0	▲3.6	7.4	7.1	2.9	▲2.9	4.0	2.2
内需	前期比、%	▲3.9	2.1	2.6	▲0.6	0.7	▲0.9	1.7	1.7	0.6	▲0.8	1.0	0.6
民需	前期比、%	▲6.2	2.6	3.1	▲0.5	1.0	▲1.4	2.3	2.0	0.8	▲1.0	1.2	0.7
個人消費	前期比、%	▲5.5	3.0	3.0	▲1.1	0.6	▲1.3	2.4	2.5	0.3	▲1.5	1.6	0.8
住宅投資	前期比、%	▲7.8	▲0.8	1.0	0.9	1.0	▲1.6	▲0.6	0.7	0.7	0.4	0.2	0.2
設備投資	前期比、%	▲7.5	2.8	3.6	0.4	2.0	▲2.3	2.4	1.6	1.3	0.1	0.4	1.0
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)
公需	前期比、%	3.0	0.9	1.2	▲0.8	0.0	0.4	0.3	1.0	0.2	▲0.3	0.5	0.3
政府消費	前期比、%	2.5	2.3	1.1	▲0.6	0.7	1.0	0.3	1.0	0.3	▲0.6	0.4	0.3
公共投資	前期比、%	5.1	▲4.1	1.8	▲1.5	▲2.6	▲2.0	0.5	1.1	▲0.1	1.0	0.7	0.5
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(0.8)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
輸出	前期比、%	▲10.5	12.1	5.3	2.3	2.5	▲0.9	1.0	2.0	1.9	1.6	0.7	0.2
輸入	前期比、%	▲6.6	7.2	4.2	3.2	3.9	▲1.0	0.6	1.8	1.3	1.1	0.8	0.5
名目GDP	前期比、%	▲3.9	1.9	4.0	▲0.7	0.1	▲1.0	0.7	3.1	1.5	▲0.1	▲0.0	0.6
GDPデフレーター	前年比、%	0.7	▲1.1	1.3	▲0.1	▲1.1	▲1.2	▲1.6	▲0.3	1.0	1.7	1.8	0.5
内需デフレーター	前年比、%	▲0.3	0.9	0.9	▲0.4	0.2	0.5	1.4	1.2	1.4	1.3	0.7	0.4

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

日本：雇用・賃金の回復は鈍い。2022年度コアCPIは1%台前半まで伸び拡大

- 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。コロナ影響は長期化も、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
- コアCPI（前年比）は通信料低下やGo To再開による宿泊料低下が下押し要因になるも、商品市況高騰を受けてエネルギーや食料品が押し上げ、2022年度は1%台前半まで伸びが拡大する見通し。実質可処分所得の減少を通じて個人消費を下押し

日本経済見通し総括表（主要経済指標）

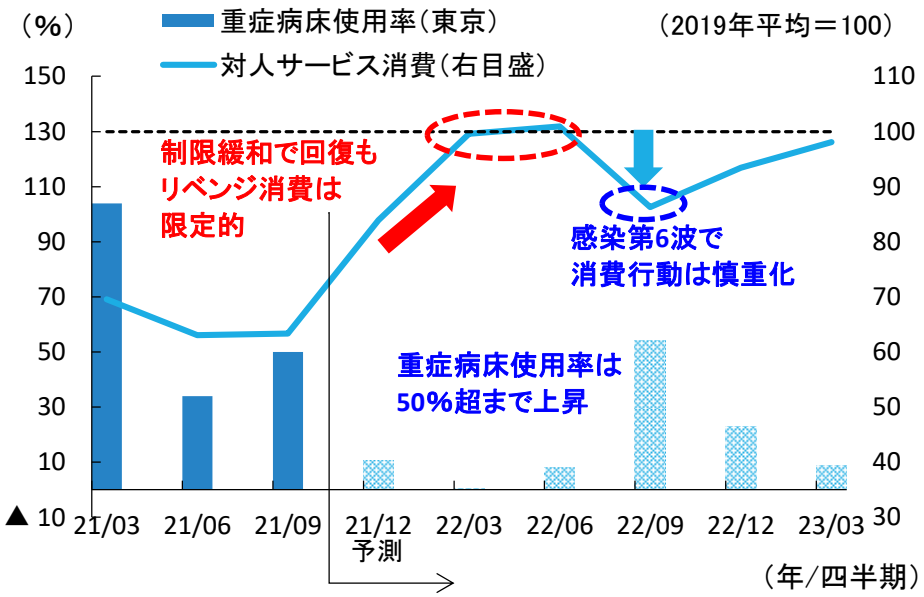
		2020 年度	2021 （見通し）	2022 （見通し）	2021 1～3	2021 4～6	2021 7～9	2021 10～12	2022 1～3	2022 4～6	2022 7～9	2022 10～12	2023 1～3
鉱工業生産	前期比、%	▲ 9.5	5.5	6.1	2.9	1.1	▲ 3.7	▲ 0.4	2.3	2.6	2.3	1.5	1.1
経常利益	前年比、%	▲ 15.6	38.4	14.2	26.0	93.9	35.1	19.8	23.2	20.6	14.2	13.4	8.8
名目雇用者報酬	前年比、%	▲ 1.5	1.1	1.0	0.5	2.9	2.3	▲ 0.0	▲ 0.6	0.5	0.7	1.3	1.5
完全失業率	%	2.9	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.7
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	81.2	86.9	87.2	83.0	87.5	92.0	87.0	86.7	87.0	88.2	87.5	87.3
経常収支	年率換算、兆円	16.3	14.3	18.7	18.5	18.9	11.6	9.0	14.2	16.0	17.9	17.5	17.1
国内企業物価	前年比、%	▲ 1.4	6.0	▲ 0.9	▲ 0.3	4.6	6.1	8.5	4.6	1.1	▲ 1.5	▲ 2.4	▲ 0.8
〃 （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	1.1	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.0	0.5	1.0	1.3	1.2	1.0	1.1
〃 （除く制度要因）	前年比、%	▲ 0.4	0.1	1.2	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	0.1	1.3	1.5	1.3	1.0	0.8
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	0.1	▲ 0.5	0.8	0.0	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	0.5	0.6	0.8	1.1
〃 （除く制度要因）	前年比、%	–	▲ 0.5	0.7	0.1	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.6	0.1	0.7	0.7	0.8	0.8

（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

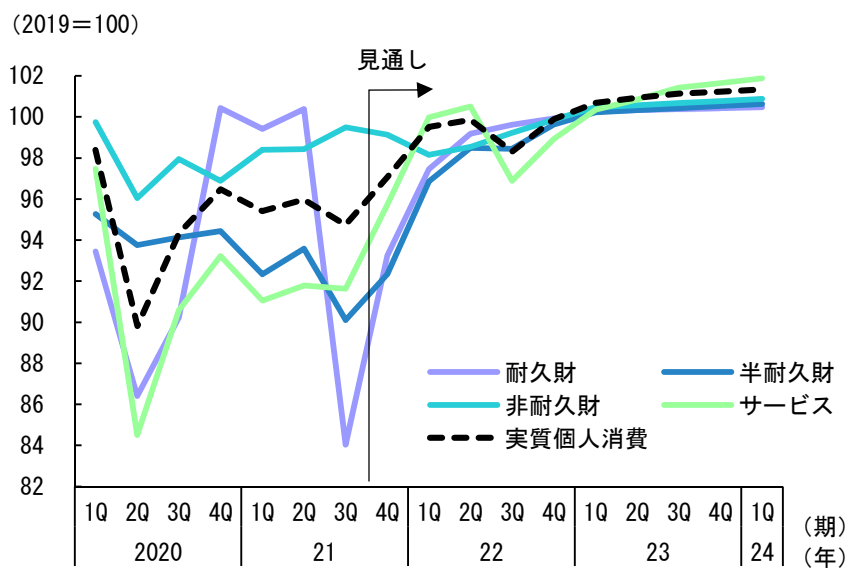
日本：個人消費は回復に向かうも、感染第6波や物価上昇が下押し要因に

- 10～12月期以降の個人消費は、制限緩和を背景に対人サービス消費（外食・旅行・娯楽等）を中心に回復
  - ただし、ワクチン未接種者や高齢者、子育て世帯は慎重姿勢が残存。コロナ前を上回るリベンジ消費は限定的
  - 2022年度半ばに感染第6波を受けて弱含む見通し（緊急事態宣言に類する規制措置が実施されると予想。ただし、ワクチン接種者には制限が課されず、落ち込み幅は過去の緊急事態宣言発令局面と比べて小さい見込み）
  - 外出機会の増加に伴い、衣料品の販売も持ち直し。自動車は一部で挽回生産の動きが見込まれ、耐久財も回復。ただし、食品物価の高騰が非耐久財を中心とした購買意欲を下押しし、財消費の伸びは鈍化

対人サービス消費の見通し



財・サービス別消費の見通し



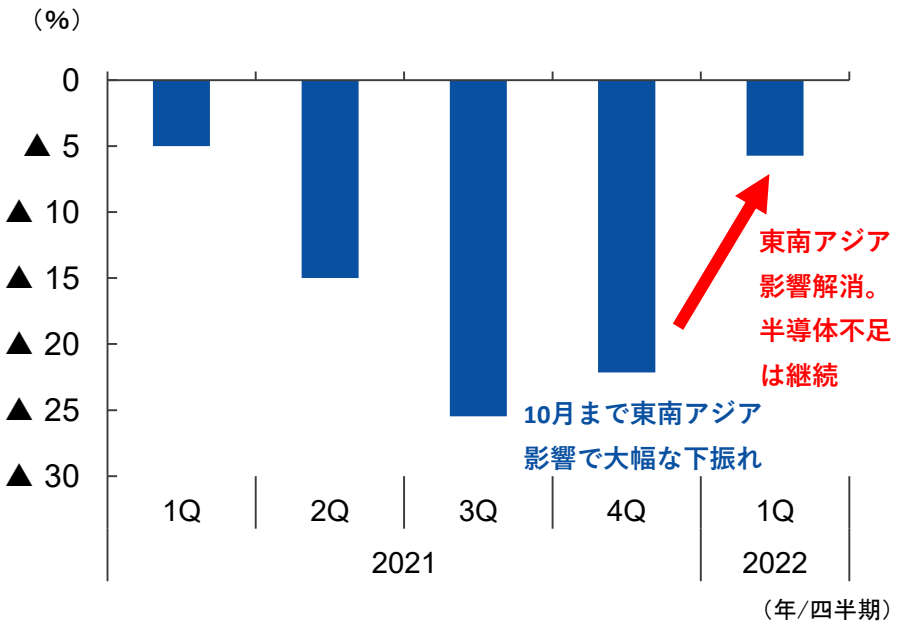
（注）点線は対人サービス消費のコロナ前水準（2019年平均）を示す
（出所）JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」などより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

（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：2022年も半導体不足が継続し、自動車のばん回生産は限定的に

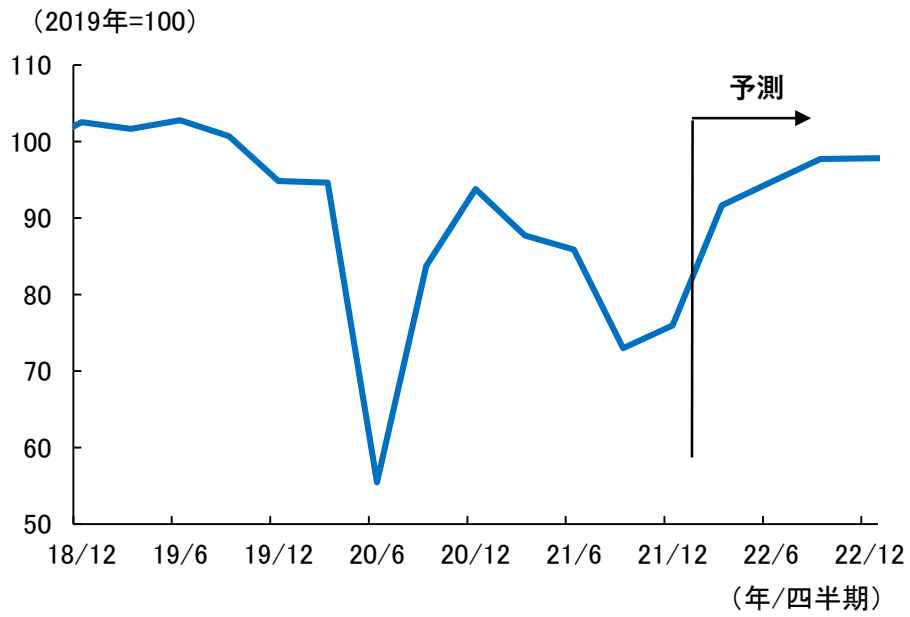
- 東南アジア感染拡大を受けた部品供給の停滞による影響は11月以降緩和し、自動車生産は回復に向かう見通し
  - 輸送機械工業の生産予測指数をみると、12月に2019年平均対比95%の水準まで回復する計算。半導体不足・東南アジア影響による減産幅が縮小し、年度下期の個人消費、輸出を押し上げ
- 一方、2022年内も車載向け半導体の需給ひっ迫が続き、ばん回生産による押し上げは限定的になる見通し
  - 半導体不足は最悪期を脱したものの、半導体工場は既にフル稼働しており供給余力に乏しい状況（増産計画で規模の大きなものは2023年以降に稼働する案件が多い）。ばん回生産は一部のメーカー・車種に限定されると予想

半導体不足等による自動車減産率



（注）減産率は、ベースライン（供給制約発生前）対比の乖離率
（出所）各種報道、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

輸送機械生産の見通し

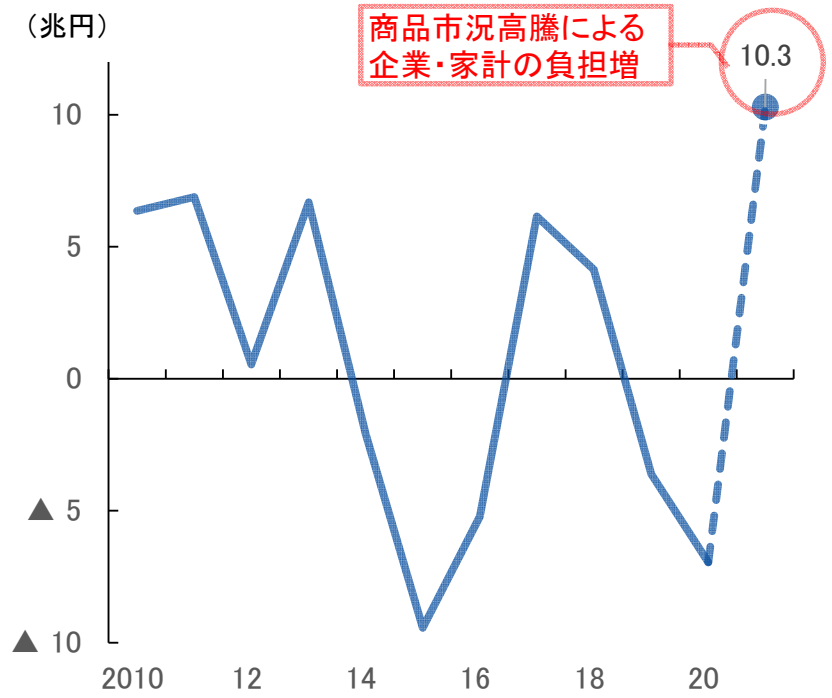


（出所）経済産業省「鉱工業生産指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：交易条件悪化で企業・家計の負担が10兆円増。設備投資や個人消費を下押し

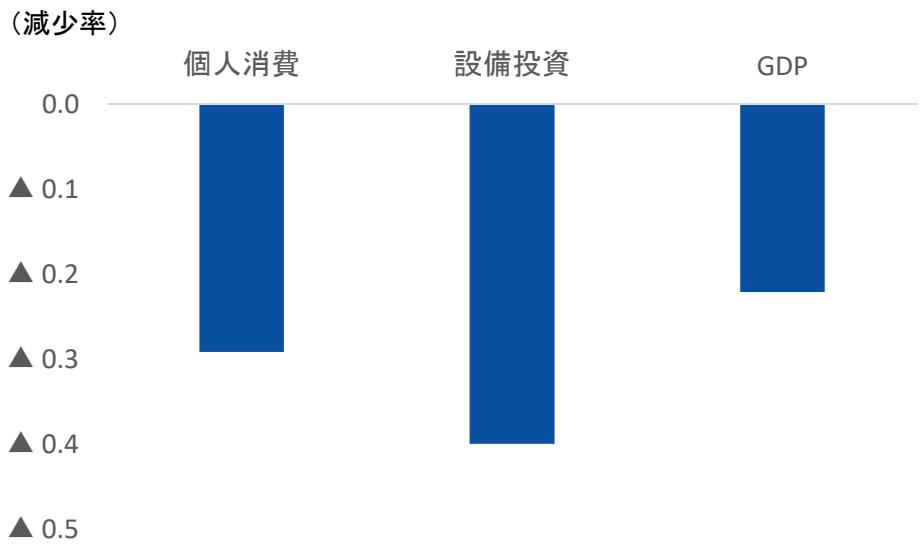
- 商品市況の高騰を受け、原油、天然ガス、石炭を中心に2021年度の原材料輸入額は10兆円程度増加
  - 原材料コスト上昇により素材・エネルギー関連や輸送機械などを中心に企業収益が圧迫されるほか、消費者物価の上昇（商品市況の高騰により1.0%Pt程度上昇）が家計の実質可処分所得を押し下げ
  - 企業負担（企業収益の減少）が7兆円、家計負担（実質可処分所得の減少）が3兆円程度と試算
  - 設備投資を▲0.4%程度、個人消費を▲0.3%程度減少させ、GDPを▲0.2%程度押し下げる計算

原材料輸入額（前年差）



（注）2021年度はみずほリサーチ＆テクノロジーズの試算値
（出所）財務省「貿易統計」より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

設備投資・個人消費・GDPへの影響

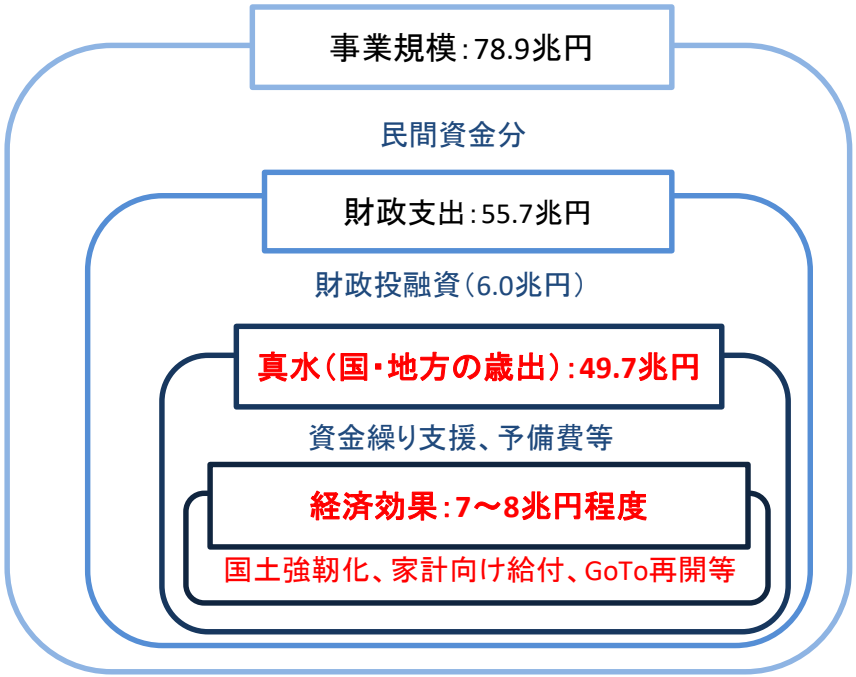


（注）設備投資への影響は設備投資のキャッシュフロー弾性値の推計値を用いて試算、
個人消費への影響は限界消費性向（0.25）を用いて試算
（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

日本：経済対策はGDPを2021年度で＋0.3%、2022年度で＋1.0%押し上げと試算

- 経済対策によるGDP押し上げ効果は、2021年度で＋0.3%、2022年度で＋1.0%と試算
  - 2021年度は家計向け現金給付やGo To キャンペーン事業により、個人消費を押し上げ
  - 2022年度は家計向けクーポン・マイナポイント支給やGo To キャンペーン事業により個人消費、国土強靭化等の事業進捗により公共投資を押し上げ
  - 企業向け給付金等の資金繰り支援は固定費等の支払いに回り、設備投資の押し上げ幅は限定的。予備費は支出の有無等が不透明であるため経済効果に算定せず

経済対策の事業規模・真水



（出所）内閣府より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

経済効果（2021年度・2022年度）

	経済効果（GDP比）	
	2021年度	2022年度
合計	0.3	1.0
個人消費	0.2	0.2
設備投資	0.0	0.2
公共投資	0.0	0.5
政府消費	0.0	0.1

（注）予算額等に基づいて行った概算であり、幅をもってみる必要がある
（出所）内閣府より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

（5）金融市場：米国における利上げを背景に米長期金利上昇・ドル高を予想

- 金融市場は米国でのインフレ長期化を受けて、継続的な利上げが実施されることから、米長期金利の上昇を見込む。また、米長期金利上昇に伴いドル高が進展する見込み

- FRBは2022年3月にテーパリングを終了するとともに、最初の利上げを実施すると想定。米長期金利は、利上げに伴い、2022年前半に2%近傍まで上昇すると予想。2022年後半は米コアインフレ率が低下するなか、上昇一服の見込み

- 円金利は米金利の上昇に伴い緩やかに上昇するも、日銀による現行の金融緩和継続により小動きを想定

- 為替は2022年前半にかけて日米金利差が拡大、円安・ドル高ペースが加速

- 米国株は金利上昇に伴うPERの低下が見込まれること、バリュエーション面で割高感が残存しており、割高感が解消していくことから、横ばいでの推移を想定。日本株は、EPSの伸びにあわせて、緩やかに上昇する見込み

金融市場：米長期金利は、2022年前半に2%近傍まで上昇を予想

- 米長期金利は、高インフレの継続を背景に利上げが実施され、2022年前半に2%近傍まで上昇。ドル円相場は、米金利上昇を受けて、ドル高が進展すると予想
- 米国株は、PERの低下を背景に、横ばい圏で推移。日本株は、EPSの成長にあわせ緩やかに上昇すると予想

金融市場見通し総括表

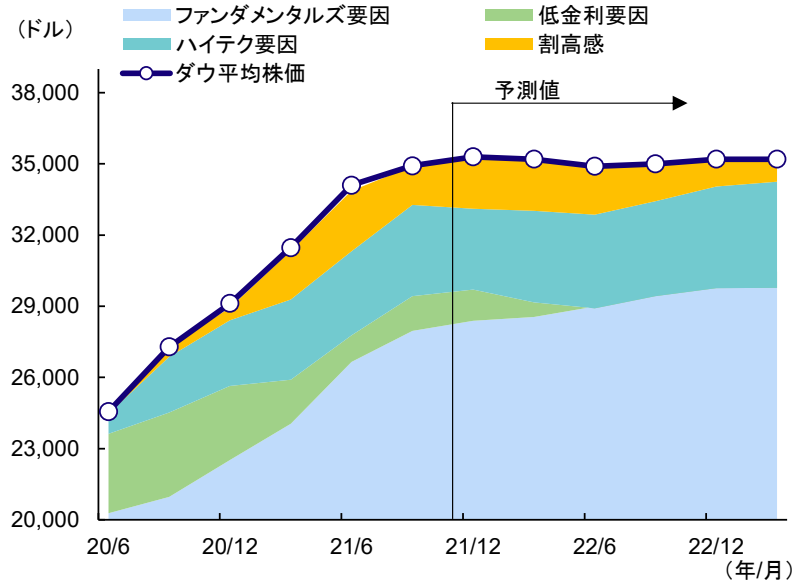
		2020 年度	2021 年度	2022 年度	2021 1～3	2021 4～6	2021 7～9	2021 10～12	2022 1～3	2022 4～6	2022 7～9	2022 10～12	2023 1～3
日本													
政策金利付利	（末値、%）	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10
新発国債	（10年、%）	0.03	0.00 ～0.10	0.05 ～0.20	0.07	0.07	0.03	0.00 ～0.10	0.00 ～0.10	0.05 ～0.15	0.05 ～0.15	0.05 ～0.15	0.10 ～0.20
日経平均株価	（円）	24,462	28,500 ～29,900	29,400 ～31,400	28,988	28,962	28,568	28,500 ～29,500	28,900 ～29,900	29,400 ～30,400	29,800 ～30,800	30,100 ～31,100	30,400 ～31,400
米国													
FFレート	（末値、%）	0.00 ～0.25	0.25 ～0.50	1.00 ～1.25	0.00 ～0.25	0.00 ～0.25	0.00 ～0.25	0.00 ～0.25	0.25 ～0.50	0.50 ～0.75	0.75 ～1.00	0.75 ～1.00	1.00 ～1.25
新発国債	（10年、%）	0.87	1.32 ～1.85	1.80 ～2.10	1.30	1.58	1.32	1.45 ～1.65	1.65 ～1.85	1.80 ～2.00	1.85 ～2.05	1.85 ～2.05	1.90 ～2.10
ダウ平均株価	（ドル）	28,110	34,100 ～36,200	34,000 ～36,100	31,493	34,121	34,910	34,400 ～36,200	34,300 ～36,100	34,000 ～35,800	34,100 ～35,900	34,300 ～36,100	34,300 ～36,100
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	▲0.37 ～▲0.15	▲0.25 ～0.10	▲ 0.41	▲ 0.22	▲ 0.37	▲0.35 ～▲0.15	▲0.35 ～▲0.15	▲0.25 ～▲0.05	▲0.15 ～0.05	▲0.15 ～0.05	▲0.10 ～0.10
為替													
ドル・円	（円/ドル）	106	109 ～116	115 ～118	106	109	110	112 ～114	114 ～116	115 ～117	115 ～117	115 ～117	116 ～118
ユーロ・ドル	（ドル/ユーロ）	1.17	1.11 ～1.21	1.09 ～1.12	1.21	1.21	1.18	1.12 ～1.14	1.11 ～1.13	1.10 ～1.12	1.09 ～1.11	1.09 ～1.11	1.09 ～1.11

（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

内外株式：米国株はEPSが上昇する一方、PERが低下し総じて横ばい圏での推移

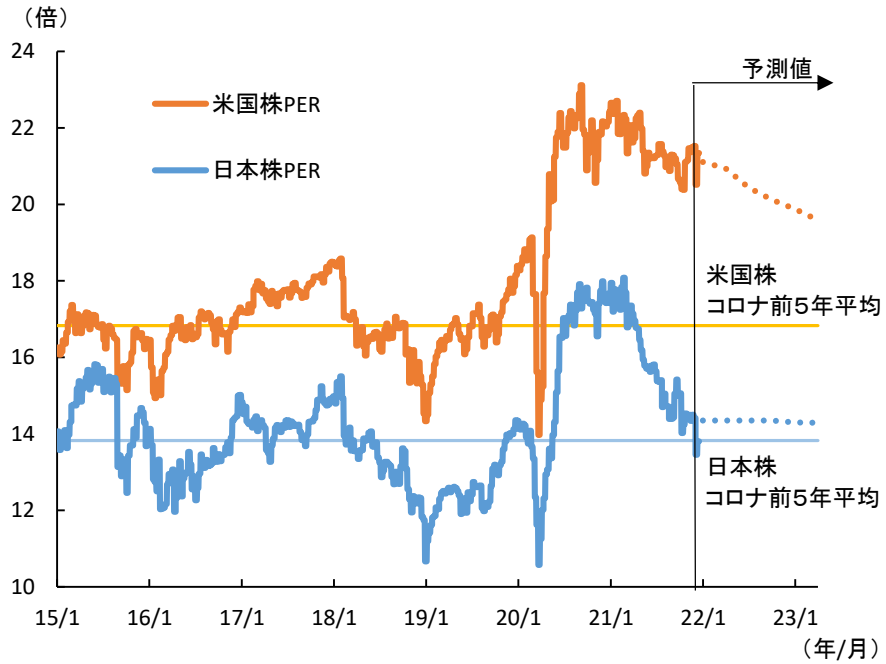
- 米国株は、EPSが上昇も、PERが低下していくことで、総じて横ばい圏での推移を想定
  - 米国企業は堅調な業績を維持。12か月先予想EPSについては、年率6～7%程度のペースでの上昇を見込む
  - 現時点の米国株のPERは21倍台とやや割高感があり、今後はこの割高感が解消の方向へ
- 日本株は、現時点のPERが14.4倍と適正な水準との見方。日本経済の回復が続くなか、日本企業は堅調な業績を維持するとみられ、今後のPERの低下は限定的に。EPSの上昇に合わせ、日本株は堅調に推移していくことを想定

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）のコロナ禍前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
予測値はレンジの中央値
（出所）Refinitivより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

米国株・日本株PER

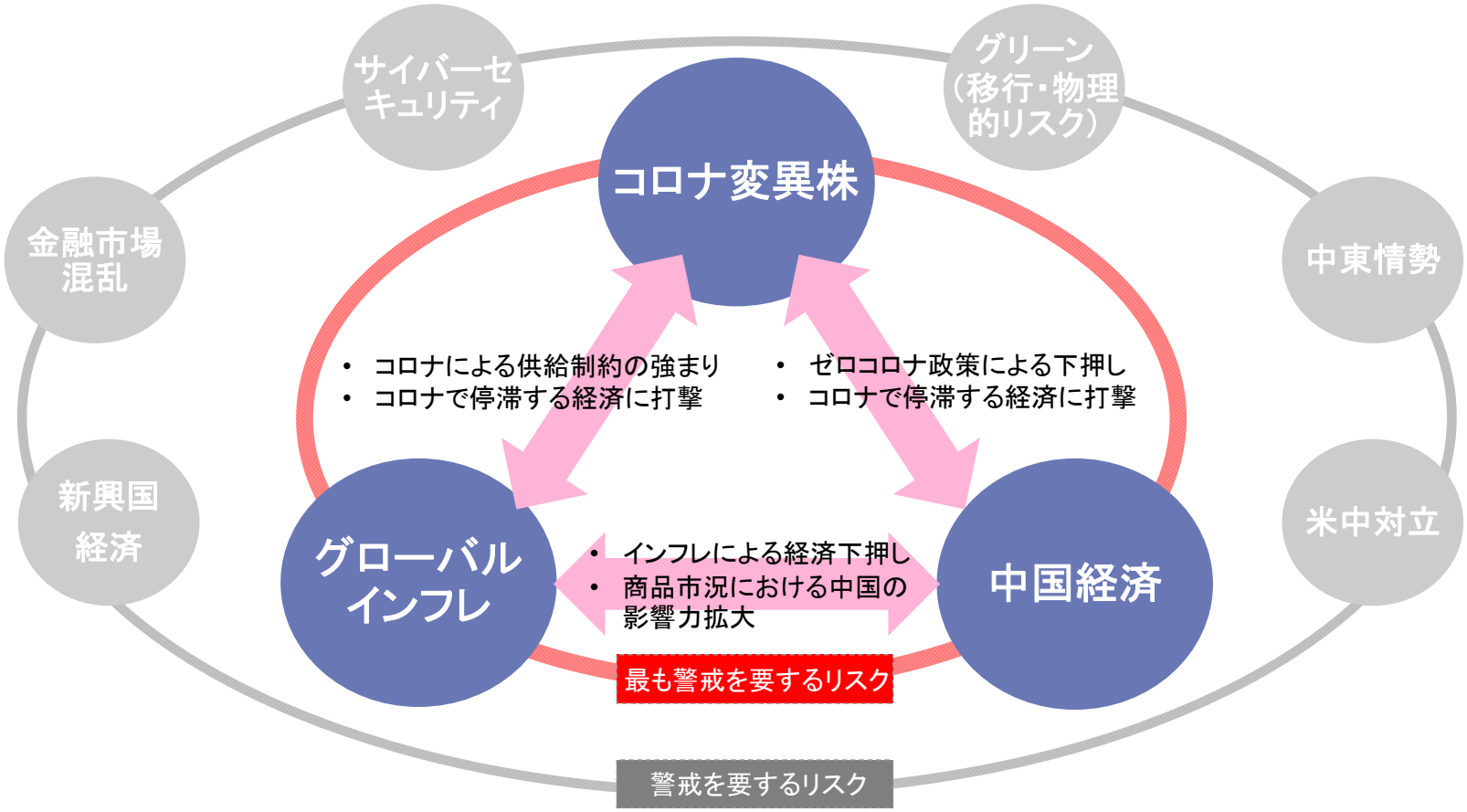


（出所）Refinitivより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

（参考）2022年のトップリスク：コロナ・中国経済・インフレが最大のリスク

- 最も警戒を要する3リスク（コロナ、中国経済、インフレ）は相互にリンクしており負の影響を増幅させる懸念
  - そのほか地政学やグリーン、サイバーがトップテン入り。各リスクのトリガーとなる事象とその影響については次ページ参照

2022年のトップリスクの概念図



（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

（参考）2022年のトップリスク

分類	リスク	①顕在化のトリガーおよび、②その影響	蓋然性	影響度
コロナ	変異株	①新たな変異株の出現、過去にない重篤度の高さやワクチン有効性低下により感染再拡大。世界でロックダウン措置　②経済停滞	中	大
インフレ	米国経済	①米国で高インフレ継続　②中銀が急激な利上げをすることで、耐久財や住宅投資を中心に急減速、米景気が悪化	中	大
	金融市場	①高インフレの継続を受けた急激な金利上昇　②株を中心とする金融資産の下落により金融市場が混乱、その後にコロナ前の長期停滞が再燃	中	大
	新興国	①高インフレの継続　②実体経済が下押しし、スタグフレーションに。政治が不安定化し左傾化、資源ナショナリズムが台頭。新たなインフレの火種に	中	中
中国	経済急減速	①過剰債務問題が顕在化し、不動産価格急落等が発生　②企業の信用不安や民間投資の後退が実体経済を下押し	中	大
デジタル	サイバーセキュリティ	①国家間の対立の高まりでサイバー攻撃の増加　②政府・企業等の情報資産漏えいや社会インフラ等の機能停止。デジタル化の進展で影響拡大	小	中
グリーン	移行リスク	①想定以上に厳しい環境規制案の発表　②移行リスクの高まりで座礁資産の急増、想定以上の投資負担増による企業収益悪化、雇用不安の広がり	小	中
	物理的リスク	①突発的に起こる大規模な気象災害　②グローバルサプライチェーンの混乱	中	中
地政学	米中対立	①ウイグルの人権問題等、中国の核心的利益を巡る米中対立の激化　②米中部分的デカップリングの対象の大幅拡大	中	中
	中東情勢	①イラン核合意再建協議の決裂等をきっかけに、米国の制裁継続に反発するイランがホルムズ海峡を封鎖　②チョークポイント断絶で原油価格の高騰	中	中

（注）蓋然性：リスクとしての相対的な可能性、高さを示す
（出所）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	
米国	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
	11月	中間選挙		
欧州	4月	フランス大統領選挙	上期	イタリア議会選挙
	6月	フランス議会選挙		
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
			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	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	7月迄	マレーシア総選挙
	5月頃	フィリピン大統領・議会選挙	8月迄	ミャンマー総選挙
	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
西川珠子	（米国）	03-3591-1310	tamako.nishikawa@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	（総括）	03-3591-1319	hideki.ito@mizuho-ir.co.jp
月岡直樹	（中国）	03-3591-8834	naoki.tsukioka@mizuho-ir.co.jp
・新興国経済			
金野雄五	（総括）	03-3591-1317	yugo.konno@mizuho-ir.co.jp
松浦大将	（アジア）	+65-6805-3991	hiromasa.matsuura@mizuho-cb.com
稲垣博史	（アジア）	03-3591-1369	hiroshi.inagaki@mizuho-ir.co.jp
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
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			
川本隆雄	（総括・内外株式）	03-3591-8771	takao.kawamoto@mizuho-ir.co.jp
上村未緒	（国内金利）	03-3591-1308	mio.uemura@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。