

---

## 2022・2023年度 内外経済見通し ～米国のインフレは長引くも、世界経済は着実な回復基調が続く～

2022.2.18

みずほリサーチ&テクノロジーズ

## 見通しのポイント

- 2022・2023年の世界経済成長率は+3%台の着実な回復基調が続く。治療薬普及などにより医療ひっ迫懸念は後退し、経済活動は正常化へ。米国ではインフレ影響が残存も、良好な雇用環境や資産市場が景気を下支え。中国では新産業育成に向けた投資拡大で景気急減速を回避
- コロナ影響については、オミクロン株の感染拡大は早晚収束に向かう見通し。免疫保持者の拡大やブースター接種の普及などにより、再拡大リスクは限定的と想定。更に重症化を防ぐ治療薬の普及が2022年後半から2023年前半にかけ進展。経済活動は正常化に向かう見通し
- インフレはグローバルに進展も、その持続性は各国で相違あり。日欧は輸入価格こそ上昇したが、国内消費は力強さを欠き、労働需給のひっ迫も米国に比して限定的で、インフレの持続性に欠くとの見方。一方、米国では良好な雇用環境と資産効果を背景にした消費の底堅さ、労働需給のひっ迫、賃金の上昇を確認。高圧的なインフレがしばらく続く見通し。FRBは2022年に5回の利上げ、2022年央に量的引き締め(QT)を実施すると予想。米金利上昇とともにドル高が進展する見通し
- 中国経済については、コロナの局所的な封じ込め(ゼロコロナ政策)が個人消費を抑制。一方で、不動産投資は低調ながらも底入れに向かうと予想。戦略的新興産業の育成に向けた投資も着実に拡大。景気急減速は回避され、2022・2023年は前年比+5%台の成長が続く見通し
- 日本経済については、オミクロン株の収束後の反動で2022年度の成長率は+3.7%の高成長になる見通し。ただし、高生産性分野への労働移動は限定的で賃金の伸びは期待できず、経済活動が正常化した後の消費の基調は弱いと予想され、2023年度の成長率は+1.2%となる見通し

## 《構成》

---

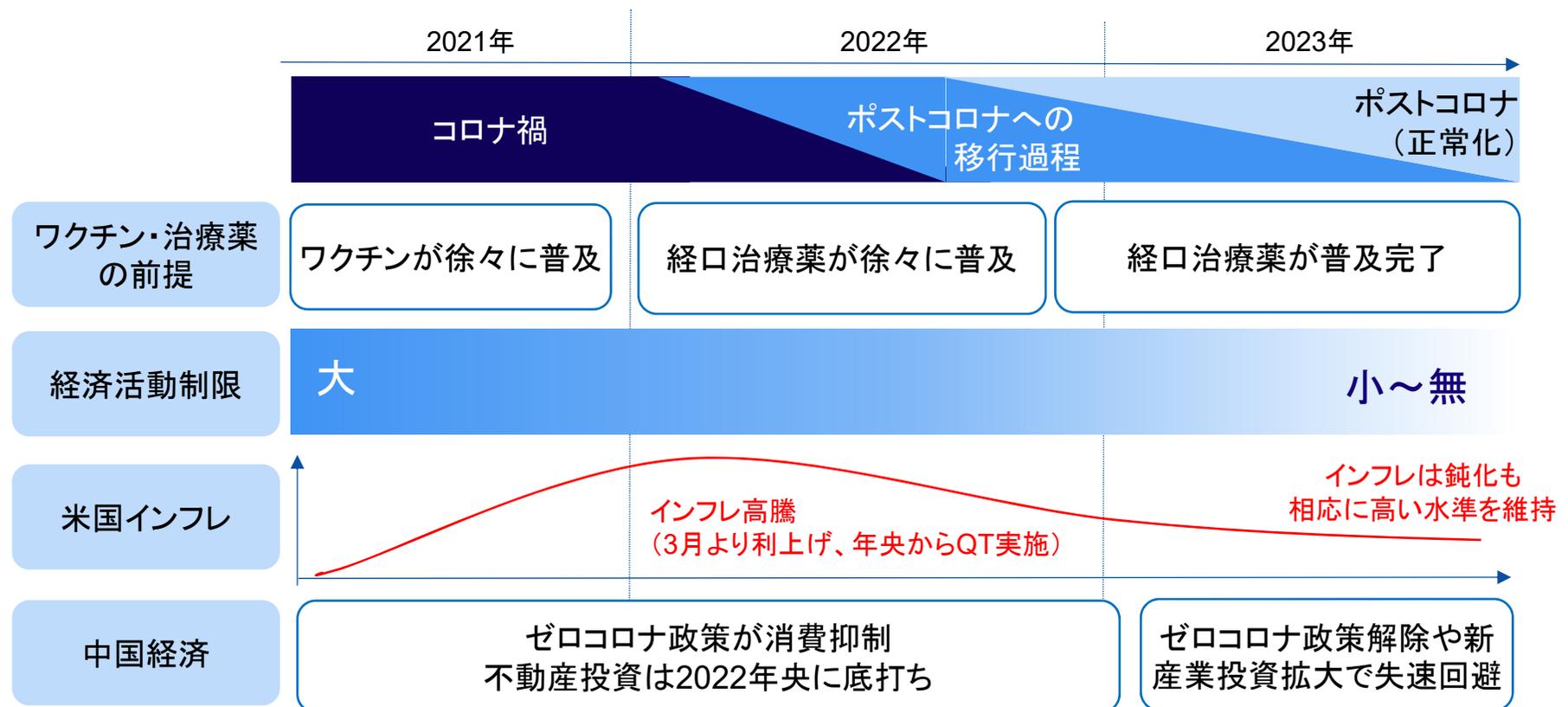
1. 全体概要	P 3
2. 各国経済・金融市場	P23
(1) 米国経済	P24
(2) ユーロ圏経済	P29
(3) 新興国経済	P35
(4) 日本経済	P42
(5) 金融市場	P51

# 1.全体概要

# ベースシナリオの世界観:2023年に向け経済は正常化。インフレ収束までには時間

- 2023年に向け経済活動は正常化へ。経口治療薬の普及で、医療ひっ迫懸念は後退(≒コロナのインフルエンザ化)
- 一方、米国中心に発生したインフレは長期化。FRBはインフレ抑制姿勢をより鮮明に。秋口までに5回の利上げを想定
- 中国はゼロコロナ政策を当面継続(消費抑制)。不動産投資の底打ち、新産業育成の投資拡大で景気急減速は回避

## ベースシナリオの世界観



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 世界経済見通し:オミクロン株・インフレ高進が下押しも着実な回復基調が続く

- オミクロン株の感染拡大で2022年は向かい風でのスタートもコロナ禍からの回復局面持続
  - 米国ではインフレの影響が残るものの、良好な雇用環境や資産市場が景気を下支え。景気腰折れには至らず

## 世界経済見通し総括表(2月改訂)

	(前年比、%)				(前年比、%)		(%Pt)	
	2020 暦年	2021	2022 (見通し)	2023	2022 (12月予測)	2023	2022 (12月予測との比較)	2023
世界実質GDP成長率	▲ 3.1	5.8	3.8	3.3	4.1	3.2	▲ 0.3	0.1
日米欧	▲ 5.0	5.2	3.8	2.3	4.1	2.3	▲ 0.3	-
米国	▲ 3.4	5.7	3.5	2.3	4.1	2.4	▲ 0.6	▲ 0.1
ユーロ圏	▲ 6.4	5.2	4.2	2.6	4.3	2.6	▲ 0.1	-
英国	▲ 9.4	7.5	4.4	1.6	4.4	1.2	-	0.4
日本	▲ 4.5	1.7	2.9	2.1	3.2	1.5	▲ 0.3	0.6
アジア	▲ 1.0	7.1	5.4	5.0	5.4	4.8	-	0.2
中国	2.2	8.1	5.0	5.2	5.2	5.1	▲ 0.2	0.1
NIEs	▲ 0.8	5.3	3.2	2.5	3.2	2.4	-	0.1
ASEAN5	▲ 3.5	3.3	5.5	4.8	5.5	4.5	-	0.3
インド	▲ 7.0	8.5	7.6	5.8	7.1	5.2	0.5	0.6
オーストラリア	▲ 2.2	4.1	2.9	2.6	3.0	2.6	▲ 0.1	-
ブラジル	▲ 3.9	4.4	0.4	2.0	1.1	2.2	▲ 0.7	▲ 0.2
メキシコ	▲ 8.2	4.8	2.0	2.3	2.4	2.3	▲ 0.4	-
日本(年度)	▲ 4.5	2.4	3.7	1.2	2.7	1.3	1.0	▲ 0.1

オミクロン株・インフレ高進が下押しも2022年は3%後半の成長率を維持。2023年以降も世界経済は3%程度の成長が持続

インフレ高進や財政支出縮小が逆風も、良好な雇用環境や資産効果が消費を下支え。米国経済は底堅く推移

ゼロコロナ政策が経済成長の足かせとなるが、金融・財政で下支え。政策主導で新産業投資も拡大し景気の失速は回避

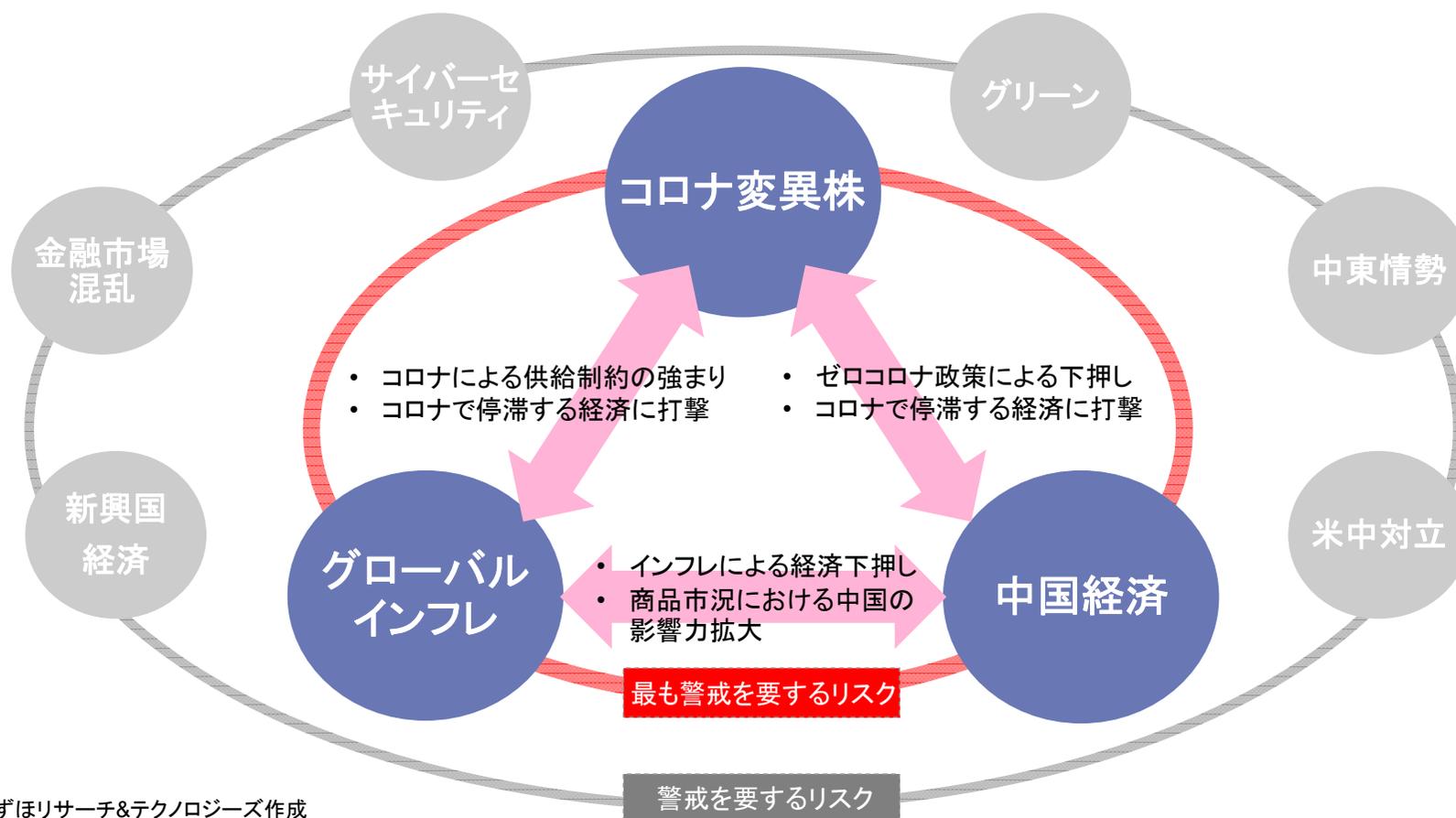
2022年度はオミクロン株の反動で高成長に。その後は実力に見合った成長ペースに減速。欧米に比べ戻りの鈍さは変わらず

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

## 要警戒3リスクの動向が世界経済を大きく左右

- 不確実性が高い中、特に要警戒3リスク(コロナ、インフレ、中国経済)の動向には留意が必要
  - 3リスクが相互に関連する点も要留意

### 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

## オミクロン株は早晚収束。免疫保持者増で正常化に伴う再拡大リスクは小

- オミクロン株の感染拡大は2022年1～3月期のモビリティを下押し。感染収束で4～6月期以降は回復へ
  - 2月にはオミクロン株の感染がピークアウト。**驚異的な感染で免疫保持者も急増、経済活動正常化による再拡大は限定的**
  - ブースター接種や治療薬の利用拡大で重症化リスクが引き続き抑制されるため、**予測期間におけるコロナによる景気下押しリスクは小さい**

### 主要国の感染シナリオ(現時点での見方)

	ピークアウト時期	ブースター接種(2月上旬時点)	行動制限	今後のモビリティの動向	【参考】国民罹患率
日本	2月前半	約6%	まん延防止等重点措置実施 (デルタ株拡大時より緩和)	2022年央に向け回復 (感染再拡大は想定せず)	2.99%
米国	1月後半	約27%	政策的な行動制限は行わず (感染懸念でモビリティは低下)		23.32%
欧州	1～2月	40～60%	一部で行動制限を実施 (デルタ株拡大時より緩和)		22.18% (FRA 31.97%) (UK 26.78%)
中国	散発的感染が継続	約33%	変化なし (2022年内はゼロコロナ政策継続)	感染頻度が高まる分 下振れるリスク	0.01%

先進国のピークアウトは1～2月  
(日本の接種遅れも時期ずれの一因)

入院リスクは低く、欧米の  
政府は行動制限に慎重

欧州では既に一部で規制撤廃  
(日本は3月に規制解除へ)

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 待望の経口治療薬に目途

- 経口治療薬は飲み薬(≒運搬・投与が容易)であり、新たな変異種にも有効性を維持する期待が高い
  - 特に入院・死亡リスクを約90%引き下げるとされるファイザー製経口治療薬(パクスロビド)の早期普及がカギ
  - ファイザーは2022年末までにパクスロビドを1.2億回分生産。新興国ではジェネリック薬のライセンス生産も実施
  - 日本政府はメルク社「ラゲブリオ」に加え、ファイザー社「パクスロビド」を緊急承認
  - また日本発の経口治療薬開発も治験段階に。経口薬の選択肢拡大はポストコロナへの移行を後押しする材料

### 各種治療薬の使用状況とオミクロン株に対する効果

製品・企業		本邦状況	効果	報道・発表等
中和抗体薬 (点滴)	ロナプリーブ リジェネロン・ロ シュ・中外製薬	使用中	△	・オミクロン株に対する有効性が低い可能性が高い(リジェネロン社CEO、11/30)
	ゼビュディ (ソトロピマブ) GSK	使用中	○	・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	ラゲブリオ (モルヌピラビル) MSD・メルク	使用中	○	・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)
	パクスロビド ファイザー	2月承認	◎	・実験データではオミクロン株でも効果を確認 ・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)

投与容易な飲み薬が  
ゲームチェンジャーに

(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

### 経口治療薬の開発状況

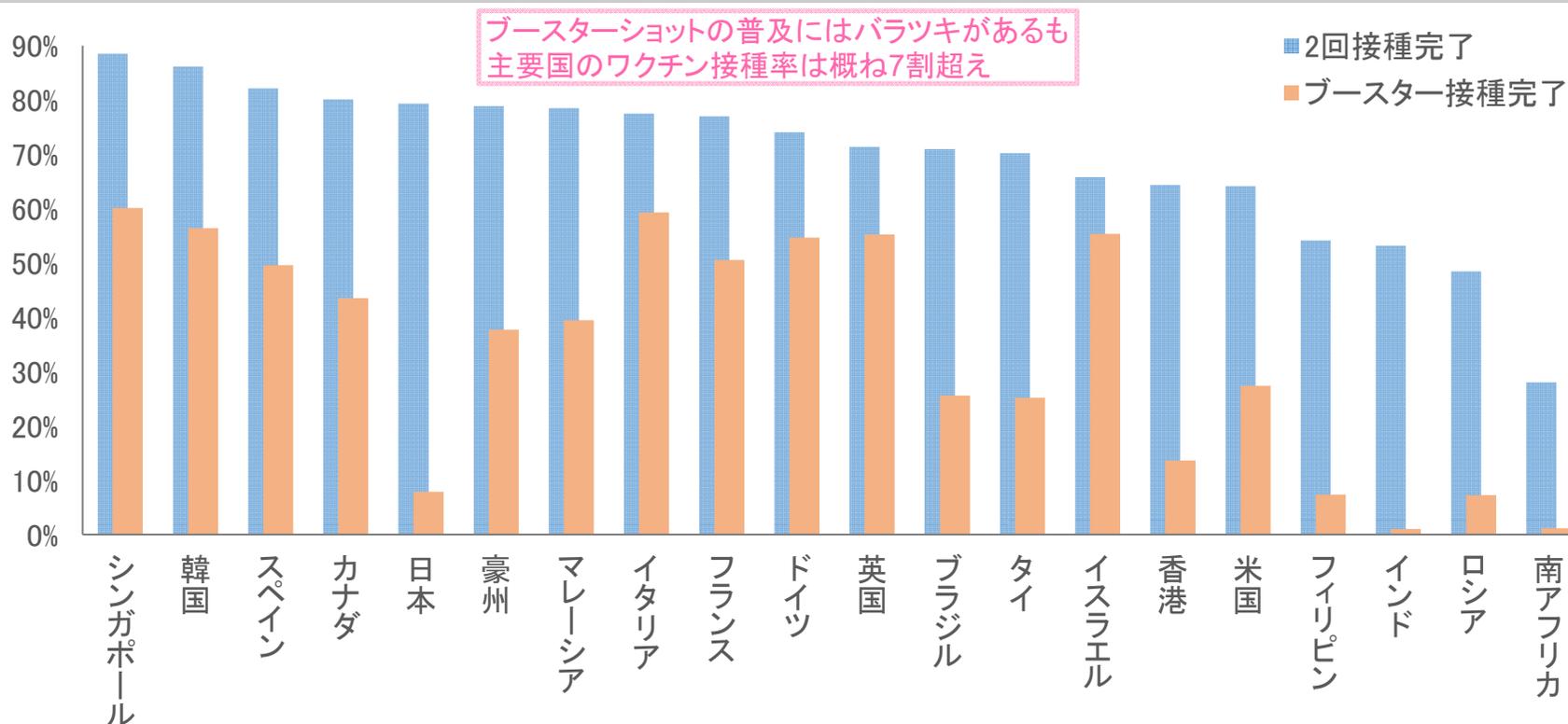
世界	日本	名称(商品名)	開発元	対象者
使用中	承認済	ニルマトレルビル・リトナビル (パクスロビド)	ファイザー	軽症 ～中等症Ⅰ
使用中	承認済	モルヌピラビル (ラゲブリオ)	メルク	軽症 ～中等症Ⅰ
使用中	承認済	パキシチニブ (オルミエント)	イーライリリー	中等症Ⅱ ～重症
使用中	承認済	デキサメタゾン (デカドロン 等)	日医工 等	重症
治験中	承認済※	ファビピラビル (アビガン)	富士フィルム 富山化学	軽症 ～中等症Ⅰ
治験中	承認済※	イベルメクチン	興和	軽症 ～中等症Ⅰ
治験中	未承認	S-217622	塩野義製薬	軽症 ～中等症Ⅰ
治験中	未承認	ネルフィナビル	長崎大学	軽症

(注)「承認済※」は新型コロナ以外の疾患を対象として承認されているもの  
(出所)厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ワクチン普及も正常化を後押し

- オミクロン株に対しても**ワクチンの重症化防止効果は有効**
- ブースター接種によってオミクロン株由来の新たな変異株への**感染防止効果も高めることが可能**
  - ブースター接種は欧州やシンガポール、韓国で先行。今後各国でも接種が進展することで、新たな変異株による感染拡大や医療ひっ迫のリスクを低減

### 主要国のブースター接種普及率

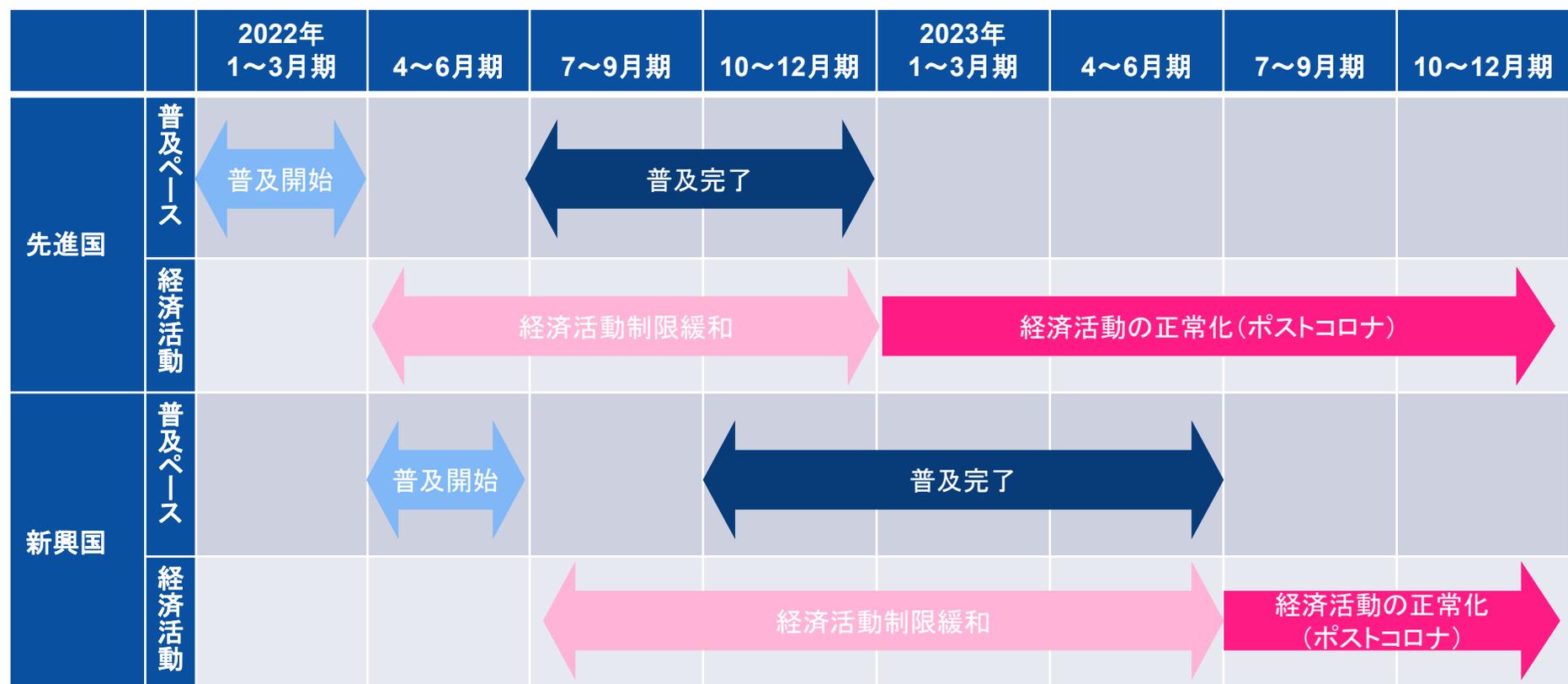


(出所) Our World in Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ワクチンに加え、経口治療薬の開発・普及がコロナ対策の転換点に

- 治療薬の普及にあわせて経済活動制限は緩和・解消に向かい、経済活動は正常化へ
  - ファイザーの2022年中の治療薬の生産見通しは1.2億回分。先進国と一部新興国をカバー可能
  - 2022年央以降、先進国各国で普及が進み、一部新興国では1四半期程度遅れて普及すると想定
  - その他の新興国もジェネリック薬の生産により、2023年前半にかけて普及する見込み

### 経口治療薬の普及ペース



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 強まるグローバルインフレの様相。一方で日米欧でインフレ圧力に相違も

- グローバル各国で物価上昇を確認。ただし、今後のインフレの持続性は、物価上昇の要因により異なる
  - 日欧は輸入価格の上昇こそ進んだが、国内消費の基調は力強さを欠く。労働需給のひっ迫も米国に比して限定的で、賃金は弱い伸び。一時的に物価が上昇しても、**日欧は持続的なインフレ圧力の高まりには至らず**
  - 一方、米国は良好な雇用環境と資産効果を背景にした**消費の底堅さ、労働需給のひっ迫、賃金の上昇を確認**。米国は高圧的なインフレ圧力がしばらく続く公算大

### インフレの動向を左右する4つのプロセス

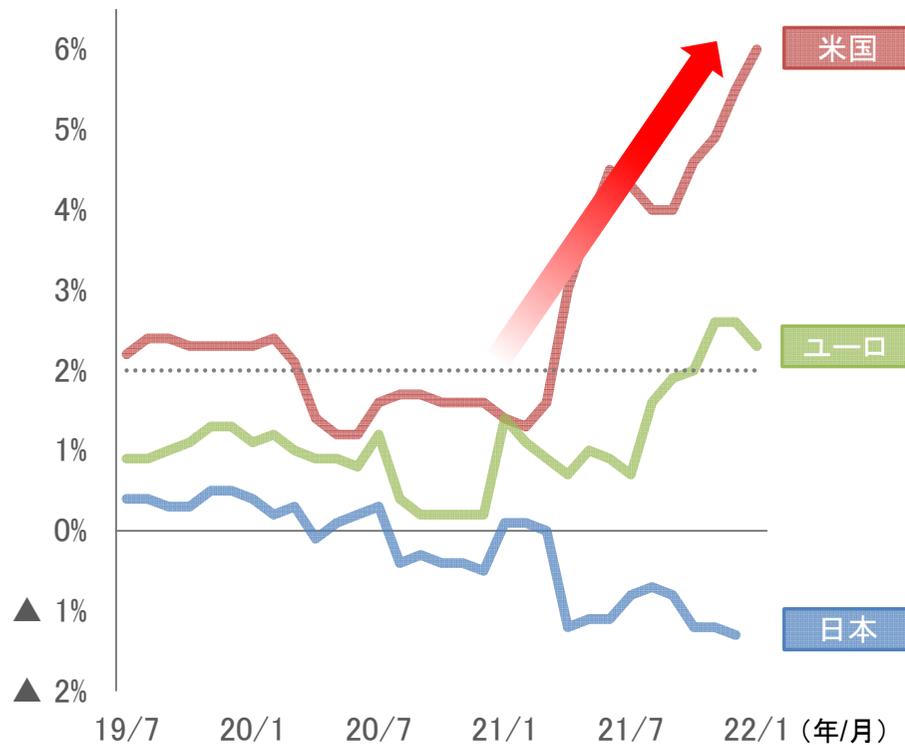
	Step.1 輸入価格の上昇 (海外要因)	Step2 企業物価の上昇 (企業への価格転嫁)	Step3 国内消費の拡大 (需要の増加)	Step4 賃金の上昇 (労働需給のひっ迫)
米国	輸入価格は上昇 (商品価格高騰等が影響)	企業物価は上昇 (価格転嫁が進む)	消費は底堅い (良好な雇用環境、 資産効果)	賃金は既に上昇 (労働需給は既にひっ迫)
欧州	輸入価格は上昇 (商品価格高騰等が影響)	企業物価は上昇 (価格転嫁が進む)	消費は力強さを欠く	賃金は弱い伸び (労働需要の回復は緩やか、 追加的な労働供給の余地 あり)
日本	輸入価格は上昇 (商品価格高騰等が影響)	企業物価は上昇 (価格転嫁が進む)	消費は力強さを欠く	賃金は弱い伸び (労働需要の回復は緩やか、 追加的な労働供給の余地 あり)

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日欧はエネルギー・食料品価格の上昇が主因。米国は物価上昇に広がり

- 1月米コア消費者物価指数は前年比+6.0%と40年ぶりの上昇率に
  - ユーロ圏は2%近傍、日本は携帯料金引き下げの影響などからマイナス圏。**米国との物価上昇圧力の差は歴然**
- 基調的なインフレ率を示すとされる加重中央値も4.2%と1991年6月以来の高い伸び
  - **日本はゼロ近傍での推移。物価上昇の広がりには欠けることを示唆**

日米欧のコア消費者物価指数



(注)コア消費者物価指数はエネルギー・食料品を除く総合指数  
(出所)各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日米加重中央値消費者物価上昇率

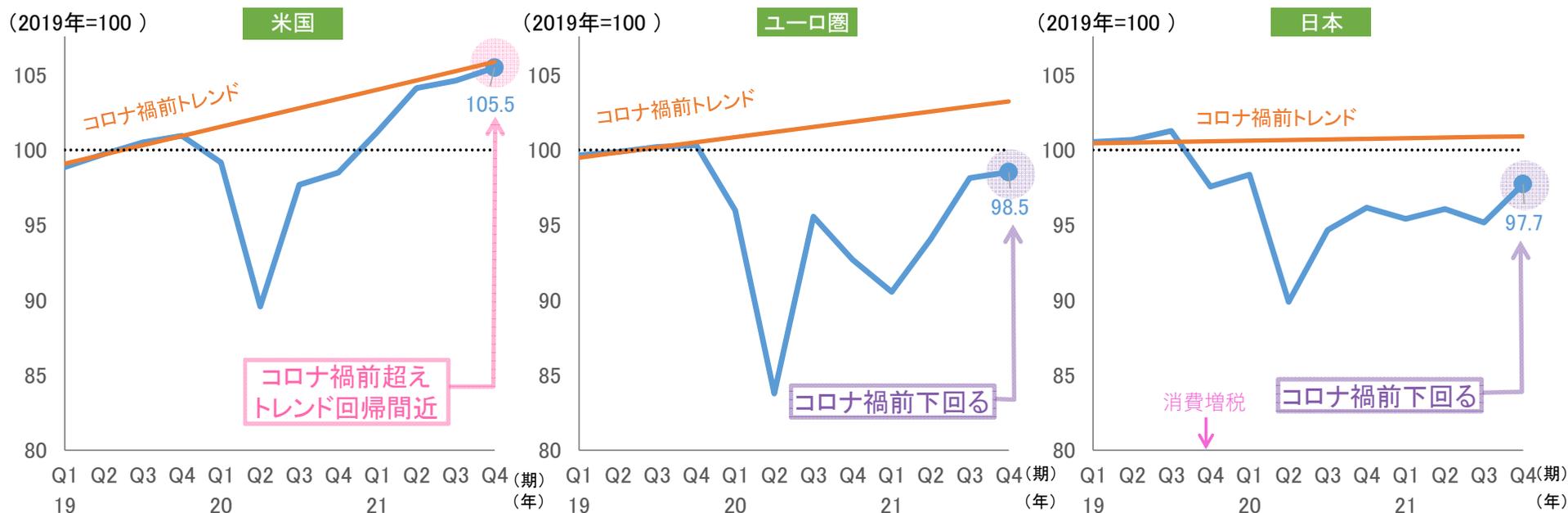


(注)加重中央値は、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値  
(出所)FRB Cleveland, 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米物価上昇広がり背景に堅調な需要

- 米国の消費は良好な雇用環境の下で堅調に推移。**コロナ前の水準を既に回復**
  - 物価高・金利上昇・財政縮小は下押し圧力も、金融資産の増加が消費の下支えに
- **欧州・日本の消費は未だコロナ前水準に戻らず**
  - 欧州はトレンドに回復せず、日本の消費はコロナ前から弱い伸び

### 実質個人消費とコロナ前の消費トレンド

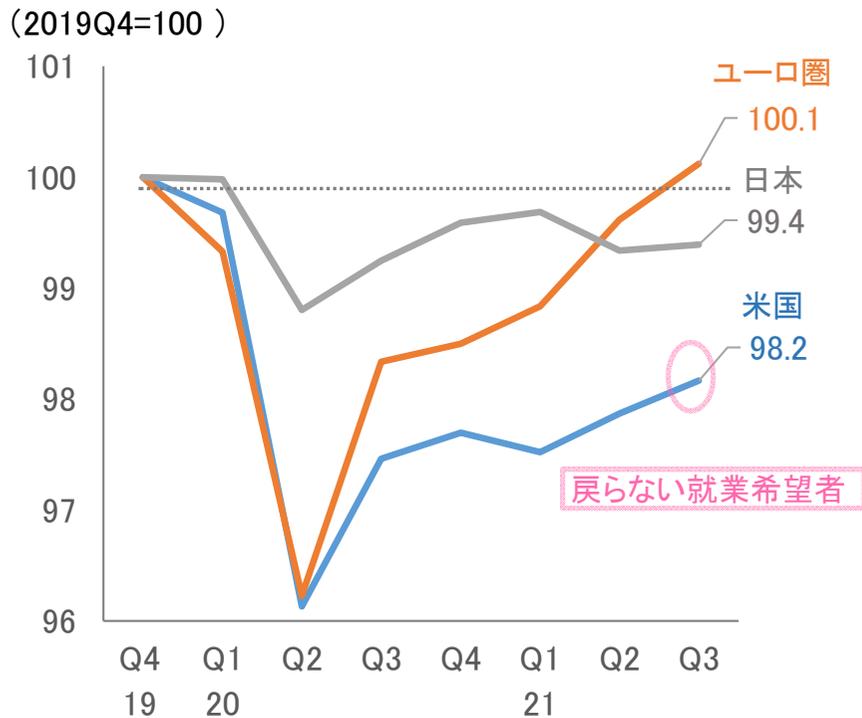


(注)コロナ禍前トレンドは、米国、欧州は2017～2019年、日本は2012～2018年。ユーロ圏の21年Q4はMHRT見込み値  
 (出所)米商務省、Eurostat、内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国では労働力人口が戻らず労働需給のタイト化が鮮明

- 米国に残る労働供給の壁
  - 米国ではコロナ禍で減少した労働力人口が戻らず。コロナ忌避に加え、資産効果による早期退職の増加が背景
  - 1人当たり労働時間で見ても、米がコロナ前を1%強上回るのに対し日欧は2%程度下回る水準(供給余力あり)
- 空前の売り手市場。良い条件を求めて離職者が急増
  - 求人率は6.9%と過去最高を更新。空前の売り手市場を映じて離職率も上昇し、統計開始以来初の3%台に

労働力人口(就業者数+求職者数)の日米欧比較



(注) 米国は16歳以上、日本は15歳以上、ユーロ圏は15~74歳の労働力人口  
(出所) 米労働省、Eurostat、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の求人率と離職率

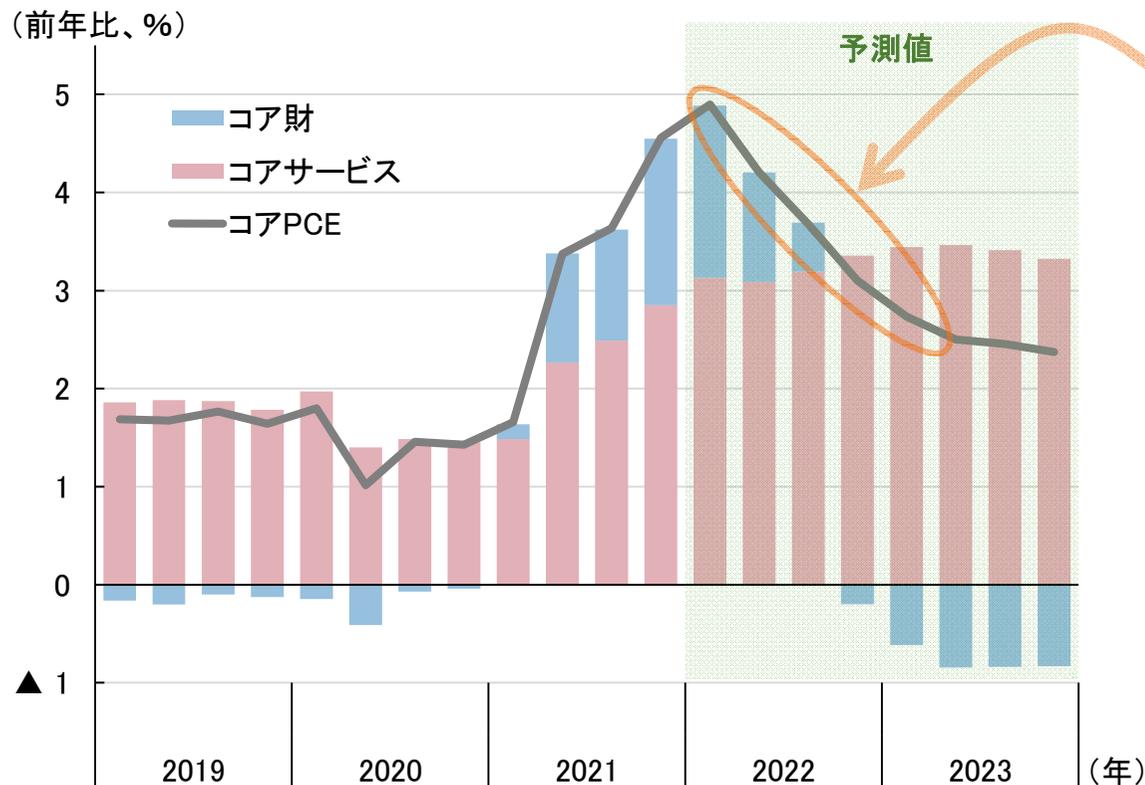


(注) 求人率は雇用者数と求人数の合計、離職率は雇用者数に対するそれぞれの割合  
(出所) 米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## インフレ懸念がくすぶるものの春先にはピークアウトとの見立ては変わらず

- インフレ率は12月見通し対比で上振れながら春先ピークアウトの構図は維持
  - 感染懸念の後退に伴う財からサービスへの需要シフト、部材不足や物流混乱の沈静化などが理由

### 物価見通し：財・サービス寄与度別内訳



感染懸念後退に伴う  
需要のサービスシフト

インフレ高進による実質可処分所得の減少(自律的な調整)

生活必需品価格の上昇を受けた節約志向の高まり

財政的な支援の縮小

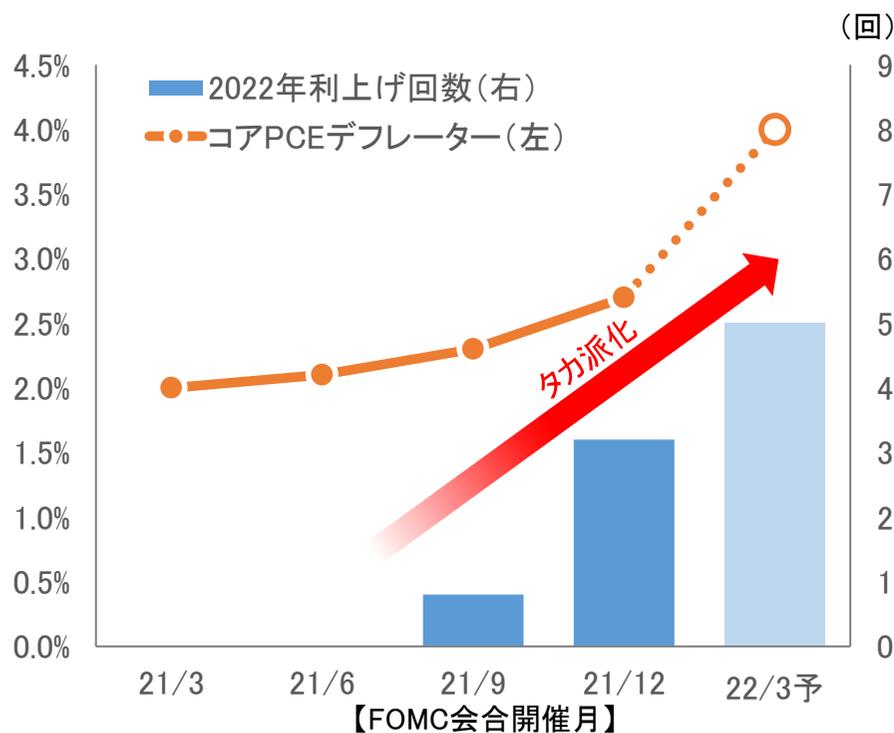
物流混乱・供給制約の鎮静化による物価押し上げ圧力の緩和

(出所)米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## FRBは高インフレ継続を警戒し金融政策の正常化を加速

- FRBタカ派化の背景に労働市場における予想以上の引き締め。高インフレ定着のリスクが増大
  - 労働需要は歴史的強さ。供給制約の解消をゆっくり待っている、賃金・物価がスパイラル的に上昇する恐れ
- インフレリスクの高まりと当局の強い警戒感を踏まえ米金融政策見通しを修正。2022年は連続利上げと量的引き締め
  - 2022年は3月利上げ開始、5-6-7-9月の会合で連続利上げ(0.25%ずつ)。6月会合で量的引き締め(QT)に着手

### FOMCメンバーの物価・FF金利予測(中位値)



(注) 2022年3月会合はMHRT予測

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 米雇用・物価、FRB保有債券に関する局面比較

	直近	前回利上げ時 (2015Q4)
失業率	3.9% (Longer-run=4.0%)	5.0% (Longer-run=4.9%)
超過求人数 (求人数-失業者)	461万人 (求人超)	▲210万人 (失業超)
賃金上昇率	+4.0%	+2.0%
コアインフレ率	+4.9%	+1.1%
インフレ期待	+3.1%	+2.6%
FRB保有債券残高 と平均残存期間	8.2兆ドル 平均7.6年	4.2兆ドル 平均8.7年

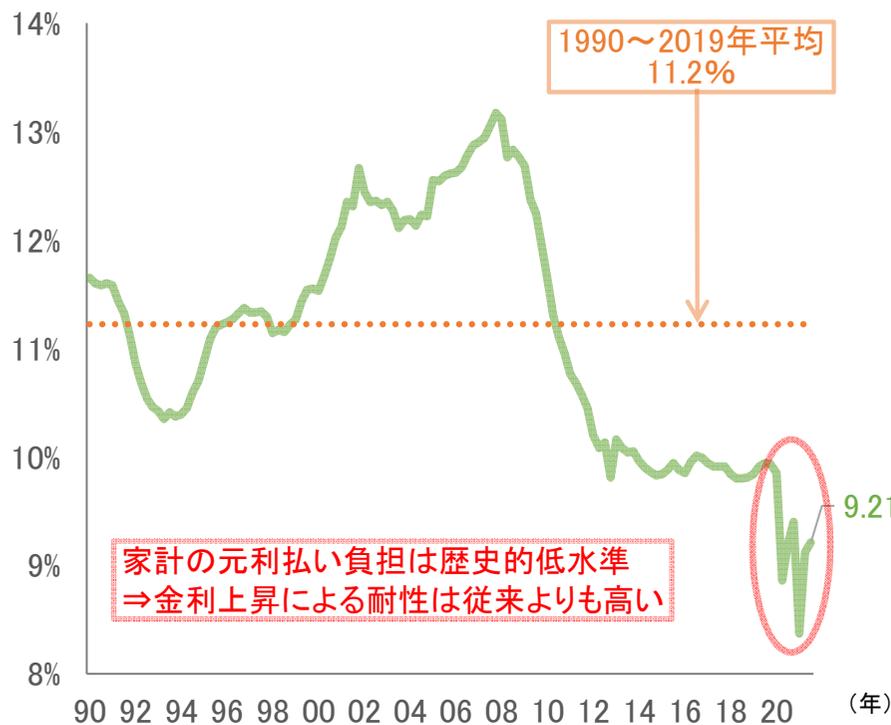
(注) 賃金上昇率は雇用コスト指数の前年比上昇率。コアインフレ率はコア個人消費支出デフレーター上昇率。インフレ期待は今後5年(ミンガン大調査)。FRB保有債券は2021年末と2015年末の比較。年限は米国債

(出所) 米商務省、米労働省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 従前に比べて高い米国経済の利上げ耐性

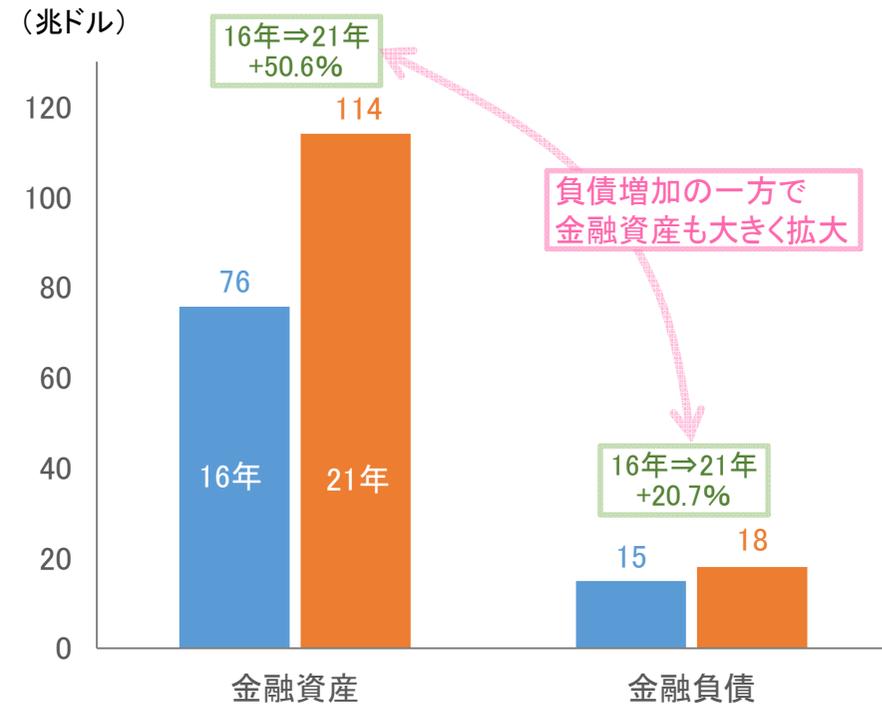
- 家計の元利払い負担は歴史的な低さ
  - 低金利に加え良好な雇用所得環境が背景に。家計の債務負担率は9.2%と長期平均(11.2%)を大きく下回る
- 家計の債務増加と同時に、家計の金融資産も大きく増加。家計の純金融資産はむしろ拡大
  - 資金借り入れ側は利払い負担が増加する一方、資金供給サイドは利上げによって収入が増加する側面も

家計債務負担率(可処分所得に対する元利払いの割合)



(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計の金融資産・負債(バランスシート)



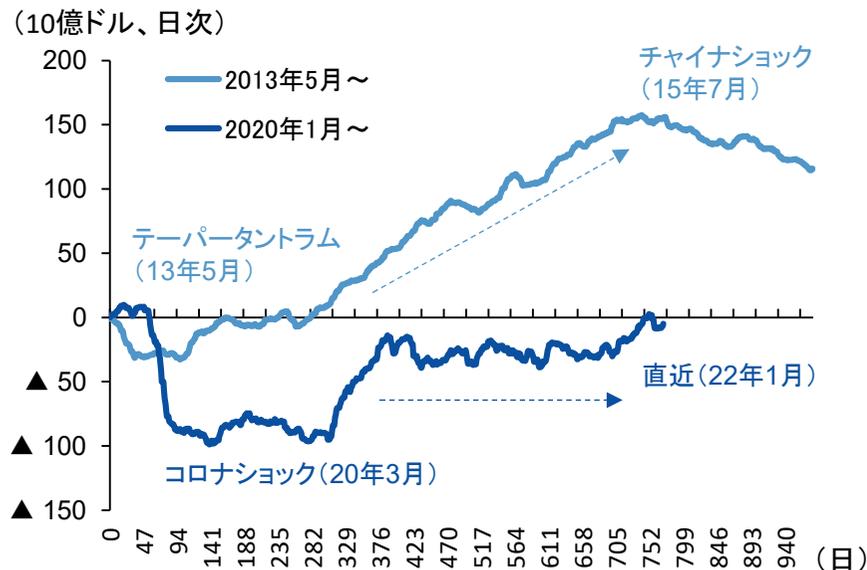
(注)家計には民間非営利団体を含む

(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 新興国からの資金流出は従来より小規模の可能性。デフォルトリスクも過去より低下

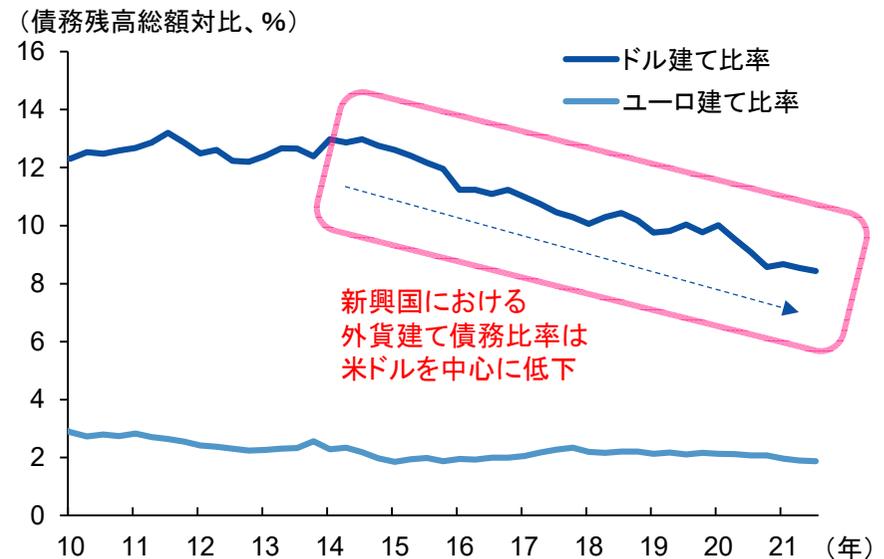
- 現状、新興国への資金流入における過熱感は低い
  - 新興国の景気減速や脆弱性が意識され、資金流出に繋がった過去局面(2015年のチャイナショック)とは相違
- 主要新興国の多くで債務の外貨建て比率は低下。通貨安によるデフォルトリスクは過去より低下
  - テーパータントラム(2013年)やチャイナショック時の混乱を教訓に、新興国は債務の外貨依存体質を改善

### 資本フローの累積的变化



(注) 日次の資本フロー(株式+債券)について、各期初からの累積変化を取ったもの  
(出所) IIF(国際金融協会)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 外貨建て債務比率の変化

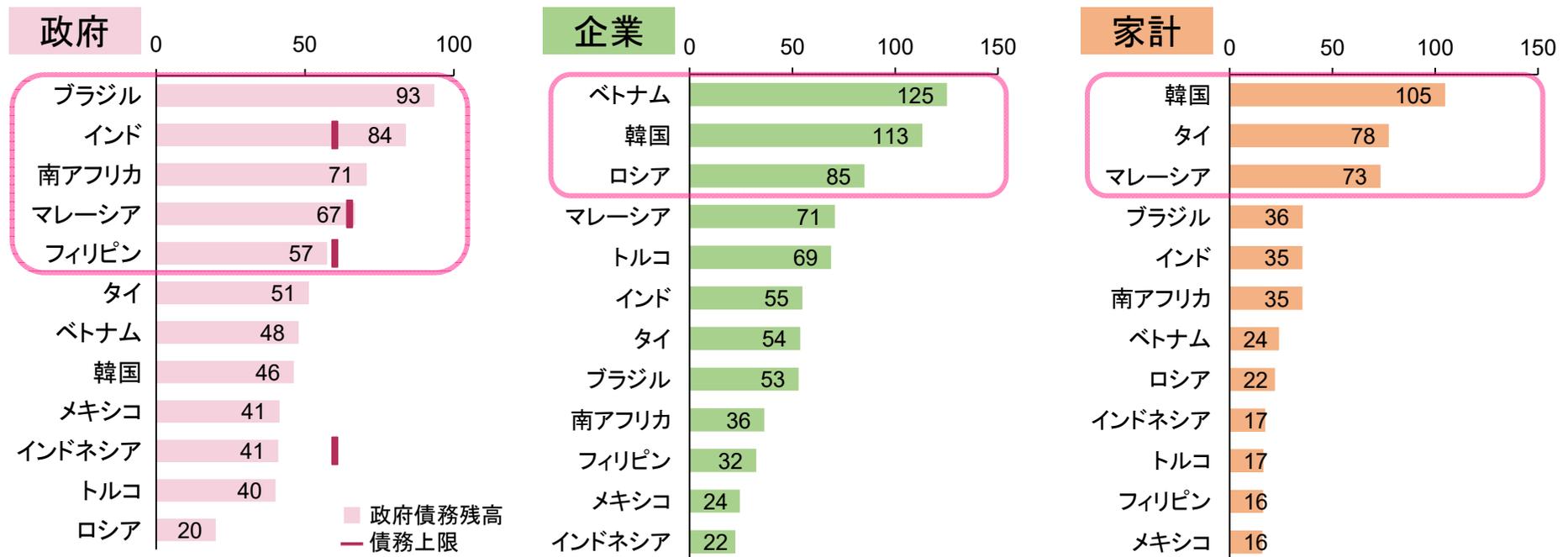


(注) 企業部門(金融を含む)、政府部門の総債務残高に占めるドル建て、ユーロ建て債務残高の比率を取ったもの。対象国はIIFのモニタリング対象である22カ国  
(出所) IIF(国際金融協会)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## デフォルトに至らずとも、債務負担増が経済回復の重石に

- コロナ禍で政府債務は多くの国で増加。**金利上昇による債務負担増**、それを受けて**財政緊縮の動きが加速するリスク**
  - 政府債務残高(対GDP比)はブラジルやインド、南ア等を筆頭に高水準に到達
  - 政府の定める債務上限に匹敵・超過する国では、金利上昇・債務負担の増加が財政緊縮を加速させるおそれ
- 企業債務(非金融)が高水準の**ベトナム、韓国、ロシア**等では、金利上昇が**企業の投資意欲の抑制要因となる可能性**
- 家計債務残高が高水準の韓国、**タイ、マレーシア**では、家計の債務負担の拡大が、**消費拡大の重石**に

### 部門別債務残高(対GDP比、%)



(注)2021年4~6月期時点。企業は民間非金融のみ。家計は個人事業主を含む  
 (出所)IIF(国際金融協会)、各国政府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2022年はゼロコロナ政策を継続。消費の本格回復は2023年以降に

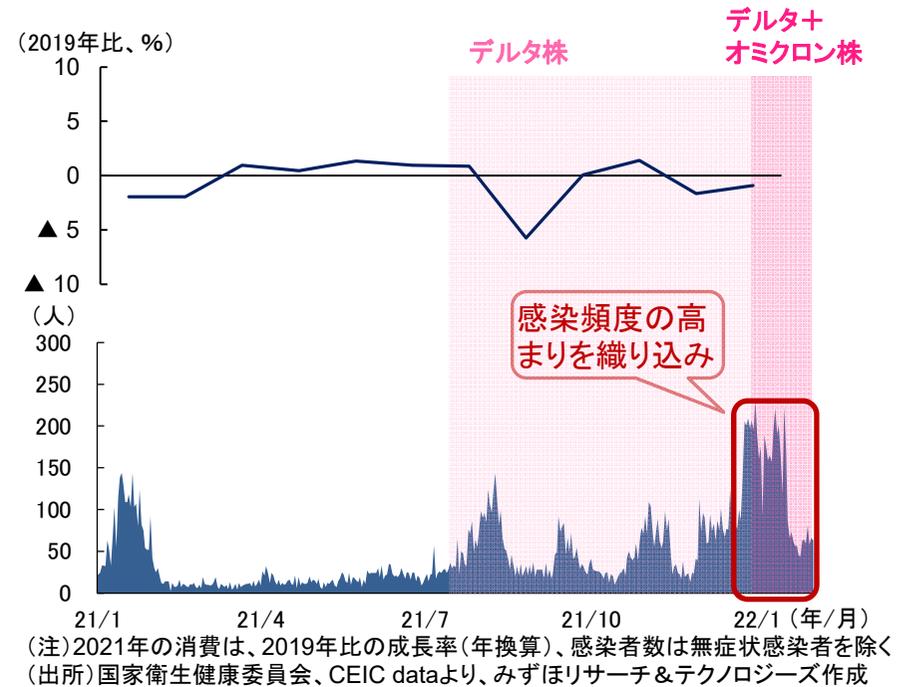
- 中国経済見通しのポイントは①ゼロコロナ政策の影響、②不動産投資の行方、③新規産業の育成の3つ
- **ゼロコロナ政策の解除は国産ワクチンの普及が見込まれる2023年を想定**
  - 中国企業が開発中のmRNAワクチンは治験段階にあり、報道によれば年内にも実用化へ
  - **オミクロン株確認後の感染者数(1日当たり)はデルタ株時と比較して約2倍**。感染力の強いオミクロン株への置き換えでデルタ株によるサービス消費の抑制幅が2倍に拡大する(GDPをおよそ0.3%Pt下押し)と想定

### 見通しのポイント

	評価
Point① ゼロコロナ政策の影響	2022年はゼロコロナ政策が消費を抑制、本格回復は2023年に
Point② 不動産投資の行方	投資の失速は回避し、2023年は持ち直し(成長のけん引役までには至らず)
Point③ 新たな成長のけん引役	トップダウンによる戦略的新興産業育成に向けた投資拡大

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

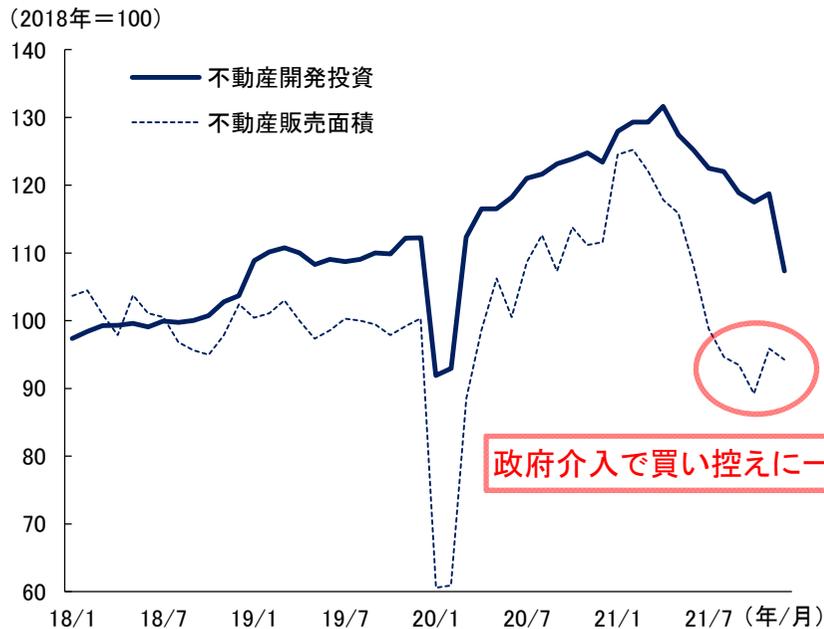
### 飲食サービス消費・新規感染者数



## 不動産投資は低調ながら先行指標に下げ止まり。都市化による実需も下支え

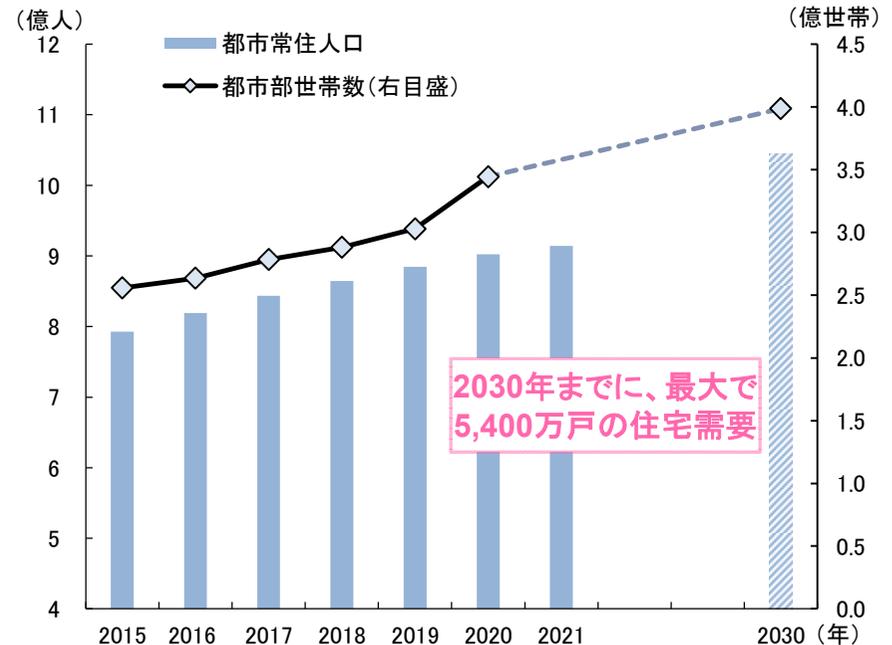
- 不動産開発投資は当面低調な推移を見込むも先行指標は底入れの兆し
  - 財務基盤が健全な不動産企業が不振企業の開発プロジェクトを買収する枠組みを整備するなど**政府主導の調整が始動**。先行指標である販売面積も減少に歯止め
- 投機需要の抑制を受け不動産投資の減速は不可避も実需に基づく投資は継続
  - 中国当局は、食料生産(自給率維持)に配慮しながらも都市化を推進する方針。**都市部常住人口は2030年までに1.4億人程度(住戸換算で5,400万戸)の増加**が見込まれており不動産投資を下支え

### 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  
 (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

### 都市常住人口・世帯数



(注)2030年の人口は国連予測、世帯数は2020年時点の1世帯当たりの人数をもとに試算  
 (出所)中国国家统计局、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 戦略的新興産業育成に向けた投資は着実に拡大

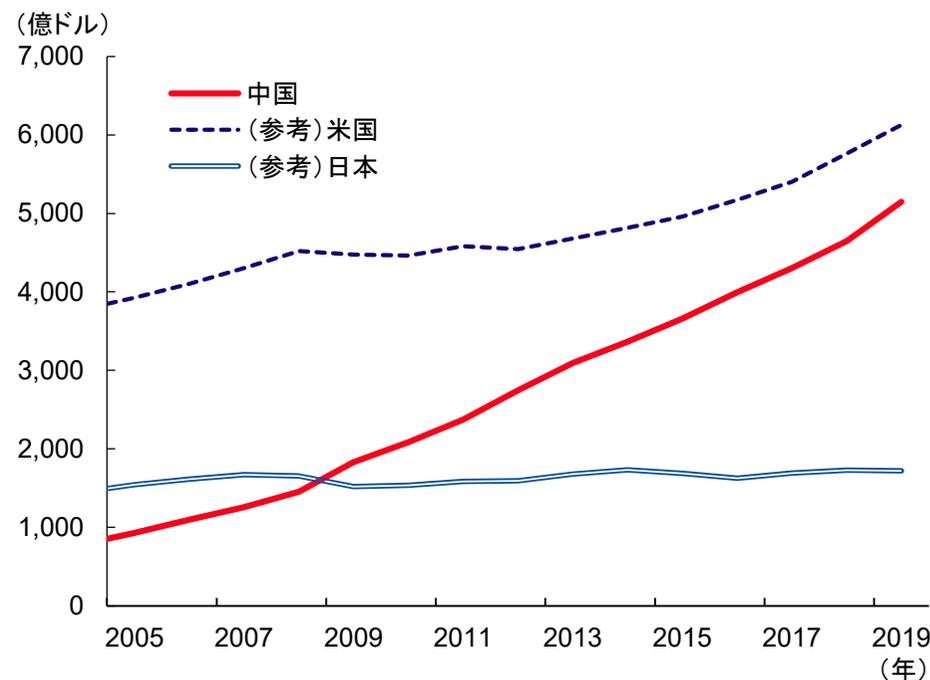
- 第14次五カ年計画では「科学技術の自立自強」を強調
  - ①現在海外への依存度が高いハイテク製造業分野(半導体等)、②中国が優位性を有するデジタル分野(AIやビッグデータ活用等)での競争力を高める方針。研究開発減税や政策性銀行等からの資金支援で産業育成を後押し
  - 政治的決断力・実行力はもとより、豊富な資金や人材、また14億人の各種データは国際競争における強みに

### 第14次五カ年計画の強化分野(≒戦略的新興産業)

<b>製造業の 核心競争力 分野</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ ハイエンド新材料</li> <li>➢ 重大技術設備(鉄道等)</li> <li>➢ スマート製造とロボット技術</li> <li>➢ 航空エンジンとガスタービン</li> <li>➢ 北斗(中国版GPS)の産業化</li> <li>➢ 新エネルギー車とスマートカー</li> <li>➢ ハイエンド医療設備と創薬</li> <li>➢ 農業機械設備</li> </ul>
<b>科学技術 フロンティア 分野</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 次世代人口知能</li> <li>➢ 量子情報</li> <li>➢ 集積回路</li> <li>➢ 脳科学と脳模倣型人工知能研究</li> <li>➢ 遺伝子とバイオ技術</li> <li>➢ 臨床医学とヘルスケア</li> <li>➢ 深宇宙・深部地下・深海と極地探査</li> </ul>
<b>現代化 インフラ分野</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 通信インフラ</li> <li>➢ 交通インフラ</li> <li>➢ エネルギーインフラ</li> </ul>

(出所) 中国政府網より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 研究開発費



(出所) OECD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: 2022年は緩やかに景気減速も、良好な雇用・所得環境が下支え

- 2022年の実質GDP成長率は+3.5%と前年の+5.7%から減速すると予測。①インフレ加速による家計の実質購買力の低下、②金利上昇・株安による金融環境のタイト化、③財政出動の縮小、④変異株拡大による供給制約の長期化、が景気の下押し要因に
- 良好な雇用・所得環境や家計のバランスシートの健全性を踏まえると、個人消費は底堅く推移し、金利上昇による急激な景気失速は回避される見込み
- 2023年の成長率は+2.3%と予測。経口治療薬の普及に伴い経済活動が正常化し、回復が遅れていたサービス消費を中心に、緩やかな景気拡大が持続する見込み
- コアインフレ率は、感染懸念の後退に伴うサービスへの需要シフトを受けた財物価の低下により、2022年春先以降ピークアウトに向かう見込み。しかし人手不足が続く中でのサービス需要回復、賃金上昇の価格転嫁がサービス物価を押し上げるため、インフレ率の鈍化ペースは緩やかとなり、2023年も+2.0%台半ばで推移すると予測
- コアインフレ率の高止まりを受け、FRBは2022年3月以降、9月まで連続利上げ(計5回)を実施し、6月には量的引き締め(QT)を開始する見込み

## 米国：景気は緩やかに減速、成長率予想は2022年+3.5%、2023年+2.3%

- 2022年は、緩やかに成長ペースが減速も、良好な雇用・所得環境が支えとなり個人消費中心に底堅く推移
  - ①インフレ加速による家計の実質購買力の低下、②金利上昇・株安による金融環境のタイト化、③財政出動の縮小、④変異株拡大による供給制約緩和の遅れが景気の下押し要因に
  - インフレ率は労働需給ひっ迫による賃金上昇の価格転嫁が押し上げも、財需給の緩和と共に鈍化に向かう見込み
- 2023年は、経口治療薬普及により経済活動が正常化、サービス消費を中心に緩やかな景気拡大が持続
  - 実質GDP成長率は、四半期ベースでは+2.0%弱と潜在成長率近傍の推移を見込む

### 短期見通し総括表(米国)

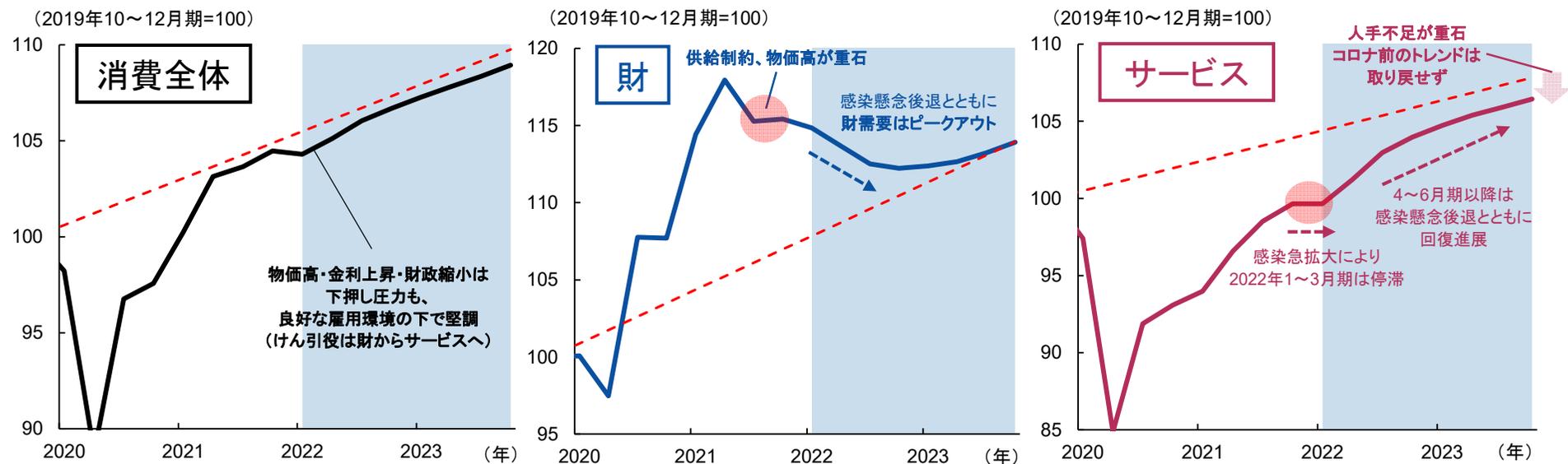
		2020	2021	2022	2023	2021				2022				2023			
		暦年	(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比年率、%	▲ 3.4	5.7	3.5	2.3	6.3	6.7	2.3	6.9	1.5	3.4	3.1	2.4	2.1	1.9	1.9	2.0
個人消費	前期比年率、%	▲ 3.8	7.9	2.6	2.4	11.4	12.0	2.0	3.3	▲ 0.7	3.2	3.6	2.5	2.2	2.0	2.0	2.2
住宅投資	前期比年率、%	6.8	9.0	▲ 0.4	1.7	13.3	▲ 11.7	▲ 7.7	▲ 0.8	2.0	3.5	2.1	1.9	1.8	1.3	1.0	1.0
設備投資	前期比年率、%	▲ 5.3	7.3	3.7	3.2	12.9	9.2	1.7	2.0	4.3	3.9	3.8	3.4	3.0	2.9	3.0	3.0
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.5	0.3	1.4	▲ 0.1	▲ 2.6	▲ 1.3	2.2	4.9	0.9	0.3	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1
政府支出	前期比年率、%	2.5	0.5	▲ 0.0	0.8	4.2	▲ 2.0	0.9	▲ 2.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 0.1	0.1	▲ 1.6	▲ 0.2	▲ 1.3	0.0	0.2	0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
輸出	前期比年率、%	▲ 14	4.6	8.6	6.2	▲ 2.9	7.6	▲ 5.3	24.5	7.7	7.5	6.6	6.3	6.2	6.0	5.9	5.7
輸入	前期比年率、%	▲ 8.9	14.0	7.1	4.3	9.3	7.1	4.7	17.7	4.2	4.8	5.1	4.6	4.1	3.8	3.7	3.9
失業率	%	8.1	5.4	3.5	3.3	6.2	5.9	5.1	4.2	3.9	3.6	3.4	3.3	3.2	3.3	3.3	3.4
個人消費支出デフレーター	前年比、%	1.2	3.9	4.2	2.0	1.8	3.9	4.3	5.5	5.8	5.0	4.0	2.7	2.0	1.9	2.0	2.1
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.4	3.3	4.0	2.5	1.7	3.4	3.6	4.6	4.9	4.2	3.7	3.1	2.7	2.5	2.5	2.4

(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：良好な雇用環境の下、消費は底堅く推移。けん引役はサービス消費へシフト

- 2022年1～3月期の個人消費は、オミクロン株感染急拡大により対人接触型サービスを中心に停滞
  - 感染は既にピークアウトしており、人流の回復と共に3月にかけてサービス消費は緩やかに持ち直す見込み
- 先行きの消費は底堅く推移。物価高や金利上昇、財政縮小は下押し要因も、良好な雇用・所得環境が下支えに
  - 経口治療薬の普及と共に感染懸念は後退、消費のけん引役は財からサービスへシフト
  - 一方で、人手不足の長期化はコロナ後もサービス消費拡大の重石に。コロナ前のトレンドを取り戻すには至らず
  - 金利上昇は耐久財を中心に消費の下押し要因となるも、家計のバランスシートの健全性が失速リスクを緩和

## 実質個人消費(財・サービス)の実績と見通し

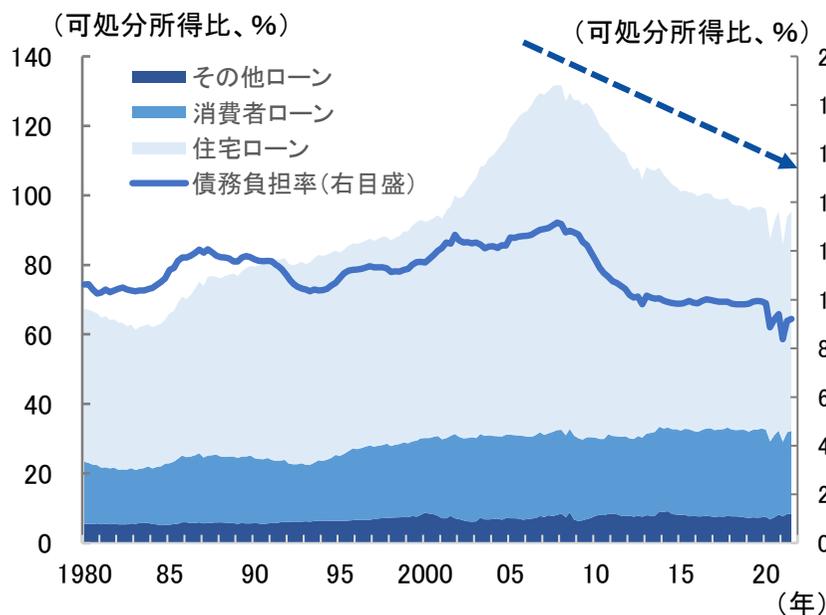


(注) 水色の網掛けは予測期間。赤い点線は各系列のコロナ前トレンド(2017～2019年)  
 (出所) 米商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：家計の債務負担は低水準、健全なバランスシートが消費を下支え

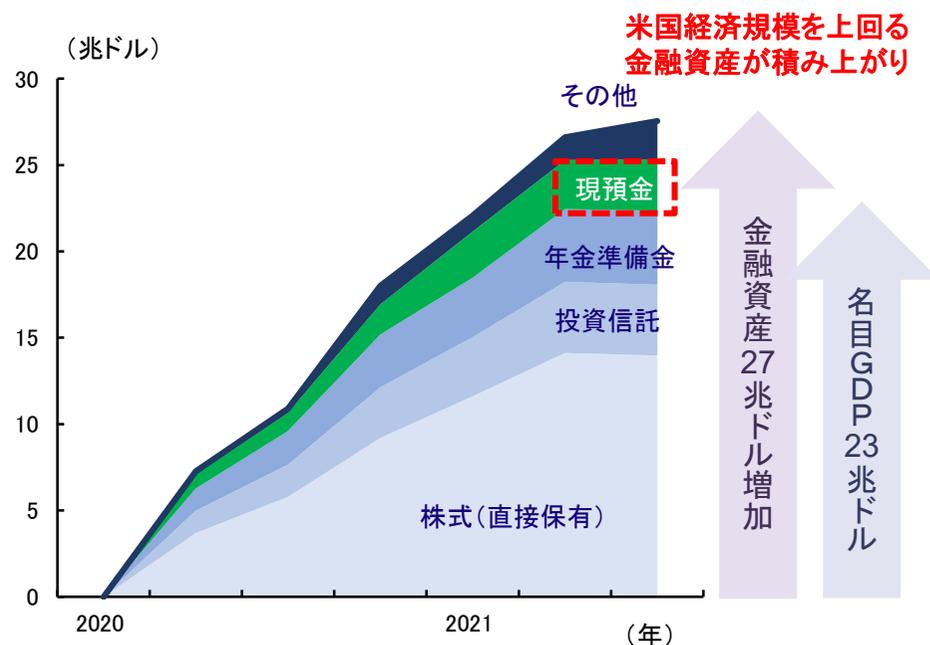
- 家計需要の強さは、借入主導ではなく所得・金融資産拡大によるところが大きく、**家計のバランスシートは健全**
  - 家計債務は増加も、**可処分所得を大きく上回る過剰債務の蓄積は見られず**
  - **住宅・消費者ローンの債務返済負担は歴史的な低水準で推移、金利上昇への耐性は従来より高い**
  - **金融資産はコロナ禍でGDP規模を上回る増加(27兆ドル)**。株式が14兆ドル増と最大だが、現預金も3兆ドル増
  - 株安は逆資産効果を通じて消費の押し下げ要因となるも、**流動性の高い現預金取り崩しによる下支えの余地あり**

### 家計債務(可処分所得比)



(注)債務負担率は、可処分所得に対する債務返済額の比率  
(出所)米商務省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### コロナ禍での金融資産増分の内訳

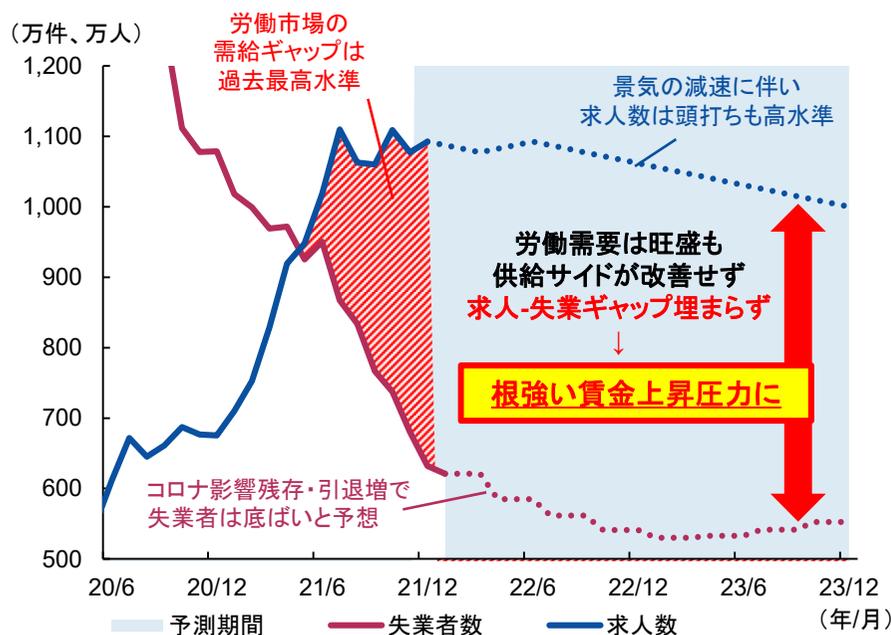


(注)2020年3月末以降、2021年9月末までの増加分の内訳。名目GDPは2021年  
(出所)米商務省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：賃金上昇圧力がインフレ率を押し上げも、財需給の緩和と共にピークアウトへ

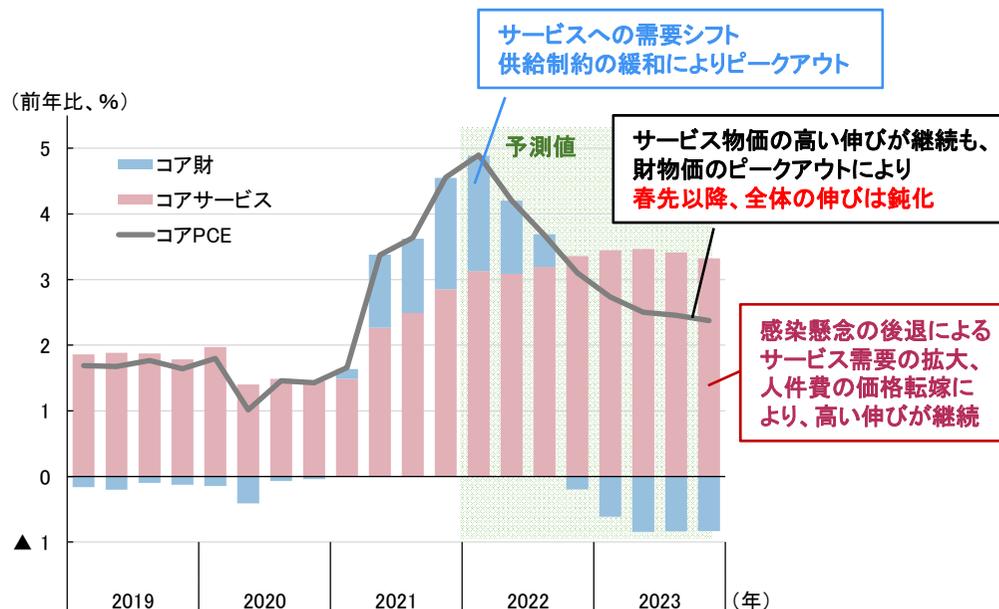
- 旺盛な労働需要の一方、労働供給の低迷は続き、**高水準の労働需給ギャップが賃金上昇圧力に**
  - 感染懸念による離職者の復帰は進むも、引退の影響で労働供給は停滞。サービス中心に労働需要は拡大続く
  - **賃金上昇率**（雇用コスト指数）は、1990年代後半以来となる前年比**+5.0%近傍まで加速する見込み**
- **インフレ率は、根強い賃金上昇圧力がサービス物価を押し上げるも、財需給の緩和と共に春先以降ピークアウトへ**
  - 人手不足が続くサービス部門で賃金上昇の価格転嫁が進み、**サービス物価の上昇率は高止まる見込み**
  - サービスへの需要シフト、部材不足・物流混乱の沈静化を受けて財物価は低下へ

## 求人件数と失業者数



(出所)米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 物価見通し：財・サービス寄与度別内訳



(出所)米商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) ユーロ圏経済：2022年は感染が収束し景気拡大が加速。2023年は巡航速度に

- 2022・2023年のユーロ圏実質GDP成長率は、前年比+4.2%、+2.6%と予測
- 2022年は、年初のオミクロン株拡大が景気回復の重石となるものの、春先以降、感染収束と対策の早期緩和や供給制約の解消に伴い、景気拡大ペースは再び加速する見込み。特に夏場以降は、ワクチン・経口治療薬の普及が進むことで消費マインドが大幅に改善し、サービス消費が一時的に急増(ペントアップ需要が発現)する公算
- 2023年は、景気拡大ペースは巡航速度に落ち着く見込み。ペントアップ需要のはく落と、賃金上昇が緩やかなものにとどまることで、消費は減速すると予想。欧州復興基金が呼び水となり、グリーン・デジタル分野の設備投資が加速し、景気を緩やかに押し上げる見込み
- 2022年の物価は、エネルギー価格の高騰や供給制約等の上昇圧力から、2%を超える水準で高止まりする見込み。一方、2023年の物価は、2%を下回る水準に低下。エネルギー価格低下や供給制約の解消に加え、賃金上昇圧力が過度に高まらないことが背景に。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年はコロナ禍からの反動で高成長。23年はグリーン投資が下支え

- 2022・2023年の実質GDP成長率は+4.2%、+2.6%と予測
  - **2022年は**、年初のオミクロン株拡大が景気の重石となるも、春先以降、供給制約の緩和と感染対策の緩和が進み、輸出や個人消費が増加。**一時的に景気拡大ペースが加速する見込み**
  - **2023年の景気拡大ペースは、コロナ危機前並みの巡航速度に落ち着く見込み**。欧州復興基金を呼び水にグリーン・デジタル分野などの設備投資が景気の押し上げ要因に

### ユーロ圏：短期見通し総括表

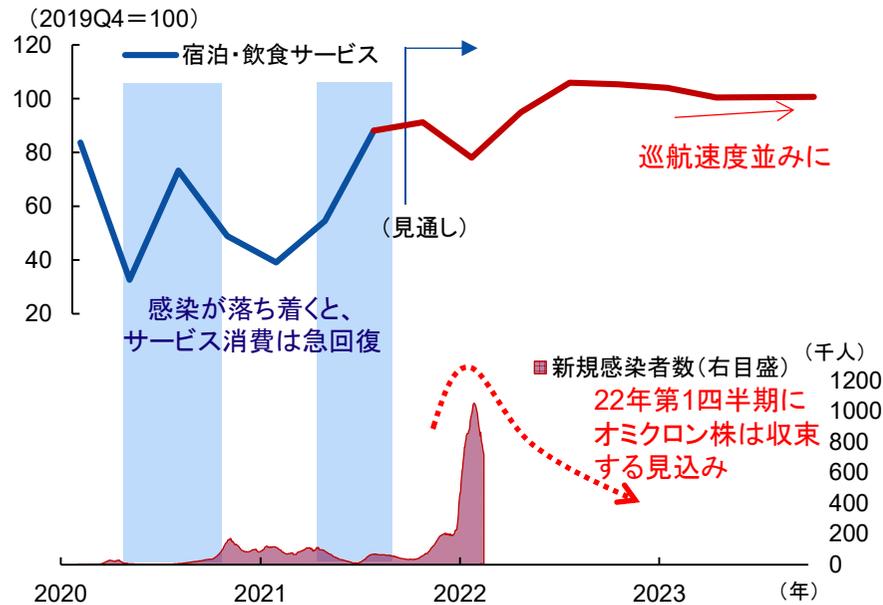
		2020	2021	2022	2023	2021				2022				2023			
		(暦年)	(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比、%	▲ 6.4	5.2	4.2	2.6	▲ 0.2	2.2	2.3	0.3	▲ 0.2	1.5	2.0	1.3	0.0	0.1	0.1	0.2
内需	前期比、%	▲ 6.2	3.9	3.3	2.3	▲ 0.3	2.4	2.1	0.4	▲ 0.1	0.7	1.4	1.0	0.4	0.2	0.1	0.2
個人消費	前期比、%	▲ 7.9	3.6	4.3	2.2	▲ 2.3	3.9	4.3	0.4	▲ 0.9	1.0	1.7	1.0	0.1	0.1	0.2	0.2
総固定資本形成	前期比、%	▲ 7.0	3.1	3.5	4.5	▲ 0.0	1.2	▲ 0.9	0.2	0.8	1.4	2.2	2.0	0.8	0.5	0.3	0.4
政府消費	前期比、%	1.3	3.8	1.2	▲ 0.1	▲ 0.6	2.1	0.5	0.1	0.4	0.1	0.1	▲ 0.4	0.0	0.1	0.0	0.0
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.5	0.4	▲ 0.1	0.1	1.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.3	1.3	1.0	0.4	0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.8	0.7	0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0
輸出	前期比、%	▲ 9.1	9.5	6.9	7.2	1.2	2.5	1.4	0.8	0.1	2.5	4.0	3.5	1.3	0.5	▲ 0.0	0.5
輸入	前期比、%	▲ 9.1	7.2	5.3	7.0	1.0	3.0	1.0	0.9	0.3	1.0	2.9	3.0	2.2	0.7	0.0	0.6
消費者物価指数	前年比、%	0.3	2.6	3.8	1.1	1.1	1.8	2.8	4.6	5.3	4.2	3.3	2.3	1.5	1.0	0.9	1.0
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	0.7	1.5	2.0	1.7	1.2	0.9	1.4	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6

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

# ユーロ圏：2022年夏場にサービス消費が一時急増。2023年以降は巡航速度に

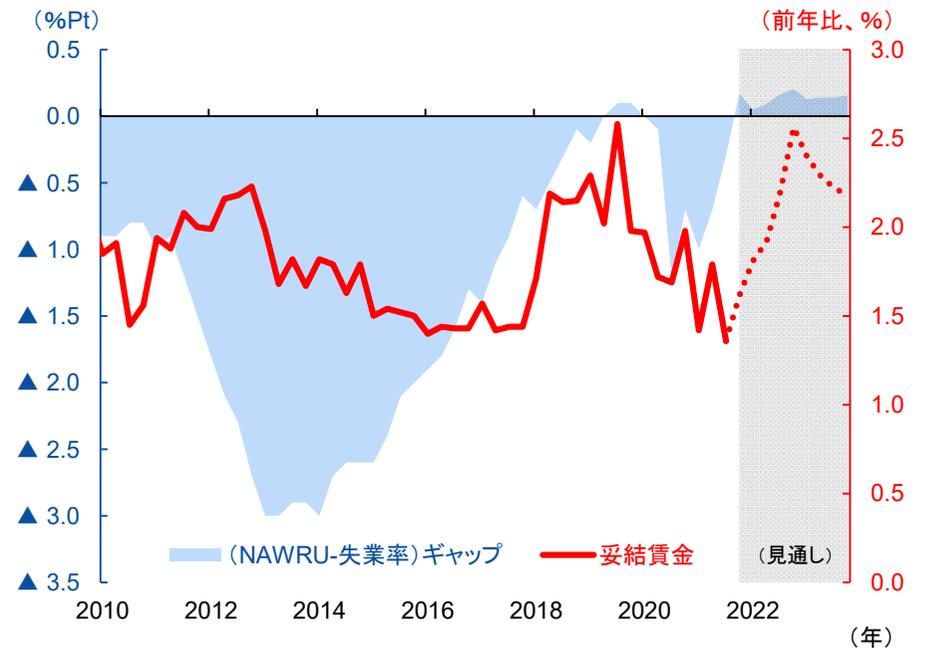
- 2022年夏場以降は、感染収束やコロナ経口治療薬の普及から感染対策が撤廃され、**接触型サービス消費が急増し、ユーロ圏景気をけん引**
  - これまでも、感染者数が減少した際に接触型サービス消費が急増。さらに2022年後半は、コロナ感染の収束を受け消費マインドが大幅改善。コロナ禍での超過貯蓄の一部が取り崩され、接触型サービス消費を後押し
- 2023年入り後の消費は、**賃金の伸びが2018・19年程度にとどまることから、巡航速度並みに落ち着く見込み**
  - 賃金は一部業種で加速するも、労働市場全体で需給のひっ迫度合いは高まらない見込み

## ユーロ圏：宿泊・飲食サービス消費



(注)名目ベース  
(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：妥結賃金

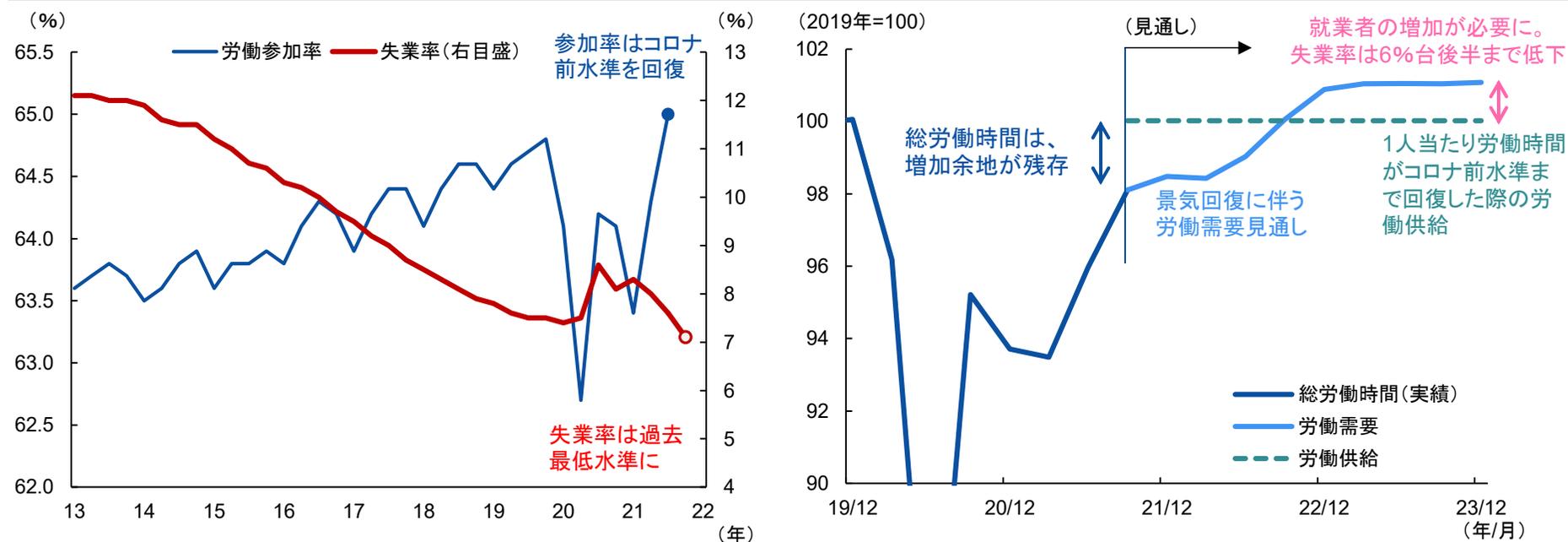


(注)NAWRUは、賃金上昇を加速させない失業率  
(出所)Eurostat, ECB, 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ユーロ圏：労働市場には緩みが残存。労働需給の過度なひっ迫は回避

- 景気拡大に伴い労働需要の拡大が見込まれるものの、時短労働者が復帰(フルタイム労働)することで、**労働需給の過度なひっ迫は回避できる公算**
  - 労働市場にはスラック(緩み)が残存。労働参加率(2021年7~9月期:65.0%)は、コロナ前トレンドにおおむね回復。一方、2021年7~9月期時点では依然として時短労働者が多数存在し、総労働時間は危機前水準を下回る
  - 2022年後半にかけて労働需要が高まり、失業率は6%台後半まで低下するものの、労働需給の過度なひっ迫には至らない見込み

### ユーロ圏：雇用関連指標

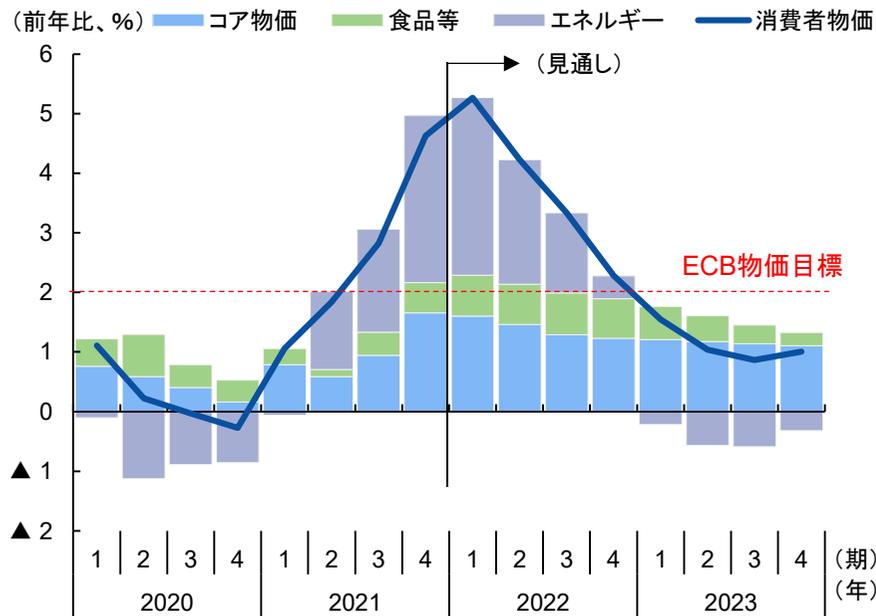


(注)労働参加率、失業率はLFSベース、総労働時間はESAベース  
(出所)Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# ユーロ圏：エネルギー価格が高止まりし、ピークアウト時期は2022年4～6月期に

- 2022年4～6月期以降、エネルギー価格の鈍化や供給制約の解消を受けて、物価上昇ペースはピークアウトの見込み
  - エネルギー価格にとどまらず、供給制約による自動車・家電製品・家具等の品不足などにより、広範な品目で物価が上昇。先行きは、エネルギー価格の鈍化と、供給制約の解消に伴い物価上昇ペースは減速する見込み
  - 各国政府による所得支援や価格規制等の対応により、インフレによる家計消費への悪影響は抑制される見込み。大幅な賃金上昇が見込まれないなか、賃金上昇による物価上昇への影響は限定的となる公算
- 2023年以降の物価が2%を下回ることから、ECB政策金利は見通し期間中据え置かれると予想

## ユーロ圏：消費者物価指数



(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：エネルギー価格への政策対応

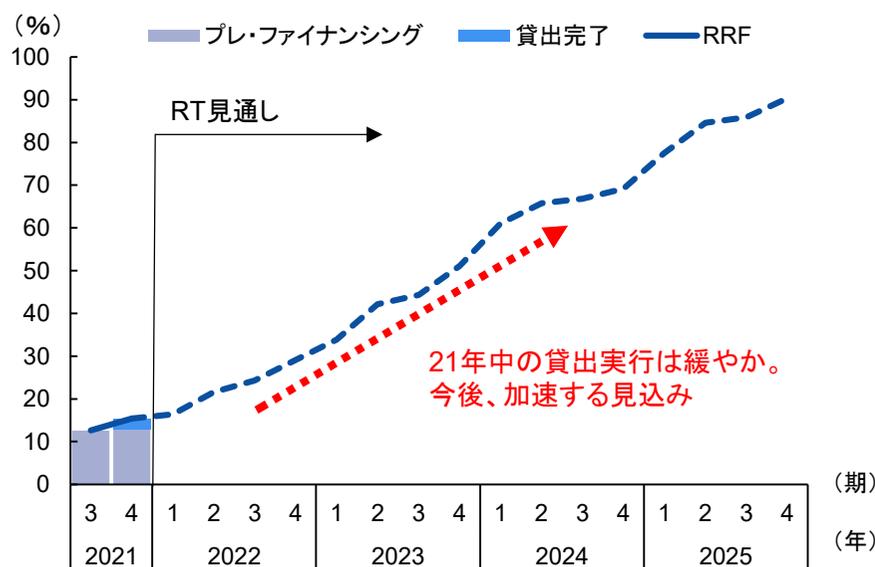
	エネルギー税・VAT軽減	小売価格規制	卸売価格規制	社会的弱者への移転	国有企業への義務化	超過利潤税・規制	その他
ベルギー	✓	✓		✓			✓
ドイツ	✓			✓		✓	✓
エストニア	✓			✓			
アイルランド	✓			✓			✓
ギリシャ				✓	✓		
スペイン	✓	✓	✓	✓		✓	
フランス				✓	✓	✓	✓
イタリア	✓			✓		✓	
キプロス	✓				✓		
ラトビア				✓			
リトアニア		✓		✓			✓
ルクセンブルク							
オランダ	✓						
オーストリア	✓			✓			
ポルトガル	✓		✓		✓		

(注) 提案や議論中のものを含む。赤字は2022年1月以降に追加されたもの  
(出所) Bruegelより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# ユーロ圏：復興基金の本格化でグリーン・デジタル投資が景気を緩やかに押し上げ

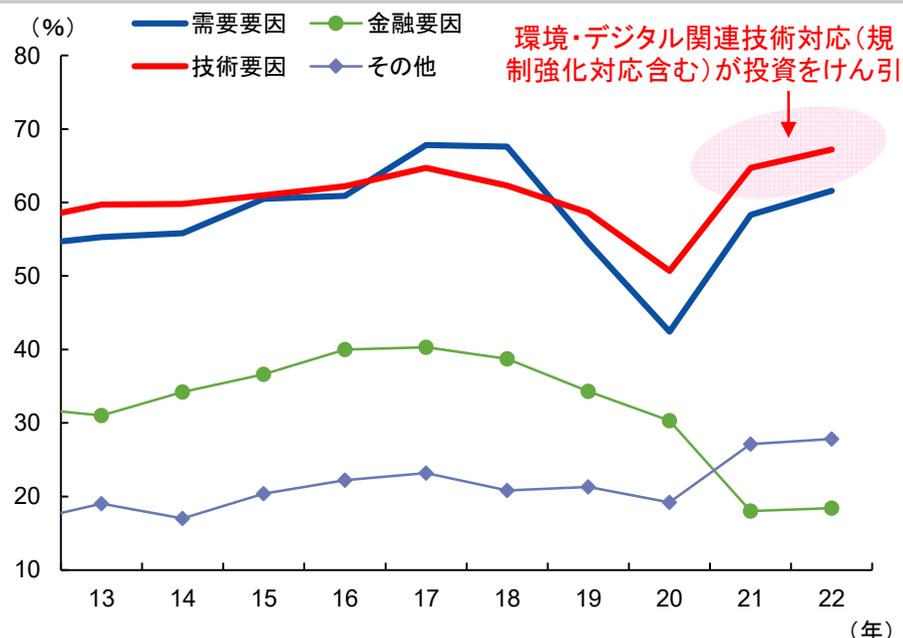
- 2022～2023年に、需要回復に加え、欧州復興レジリエンス・ファシリティ(RRF)の活用が本格化し、設備投資の押し上げに寄与
  - RRFによる投資の内訳は、グリーン投資やデジタル投資が中心
  - 2023年末までにRRF予算(ユーロ圏：約4,000億ユーロ)のうち、6割弱が投資実行される見込み

## ユーロ圏：欧州復興レジリエンス・ファシリティ



(注) 1. プリ・ファイナンス：資金源の組み換え  
 2. RRFの予算のうち、実行に移される割合(累計)。ユーロ圏19カ国を集計  
 (出所) 欧州委員会、Eurostat、Bruegel等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ユーロ圏：製造業の設備投資要因



(注) 当年・翌年の投資計画の動機を尋ねたもの(複数回答可)。22年は21年時点の計画  
 (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：足元で景気は減速も、2023年には回復本格化へ

- 中国の2022・2023年の成長率見通しは+5.0%、+5.2%と予想。感染再拡大による個人消費の抑制や不動産開発投資の減少は、2022年も景気下押し要因。2023年は、国産ワクチンの普及等により段階的なゼロコロナ政策の解除を想定し、消費の本格回復を見込む
- その他新興国では、オミクロン株の拡大に伴い足元の景気は減速。年後半以降は、経口治療薬の普及とともに経済活動が本格的に再開する見込み。ただし、韓国や香港では家計債務の負担増が個人消費の抑制要因となるほか、フィリピン、インドでは急激な緊縮財政を迫られるリスクに直面
- インフレ率は、ブラジルやメキシコで増勢が一服しており、年後半には利上げを停止する見込み。一方、今後ASEANは景気回復とともに徐々にインフレ圧力が醸成されるとみられ、年後半にも利上げ開始。商品市況や米利上げ加速などの外部要因に加え、人手不足など持続的なインフレ圧力により、新興国での利上げが前倒しされるリスクには引き続き注意要

## 新興国:2022年は感染拡大が消費回復の重石。2023年には本格回復へ

- **オミクロン株の感染拡大に伴い、2022年は個人消費の回復が停滞**
  - 中国では2022年もゼロコロナ政策が継続。その他新興国でもオミクロン株の拡大によりモビリティが低下
  - 一方、過去の感染拡大局面より早期に感染はピークアウトするとみられ、経済への影響も抑制的となる見込み
- **2022年10～12月期以降は、中国における国産ワクチン普及、経口治療薬普及により、内外需ともに景気は正常化へ**
  - ただし、家計部門の債務負担増や政府部門の財政再建の動きは今後の成長の抑制要因に

### 新興国見通し総括表

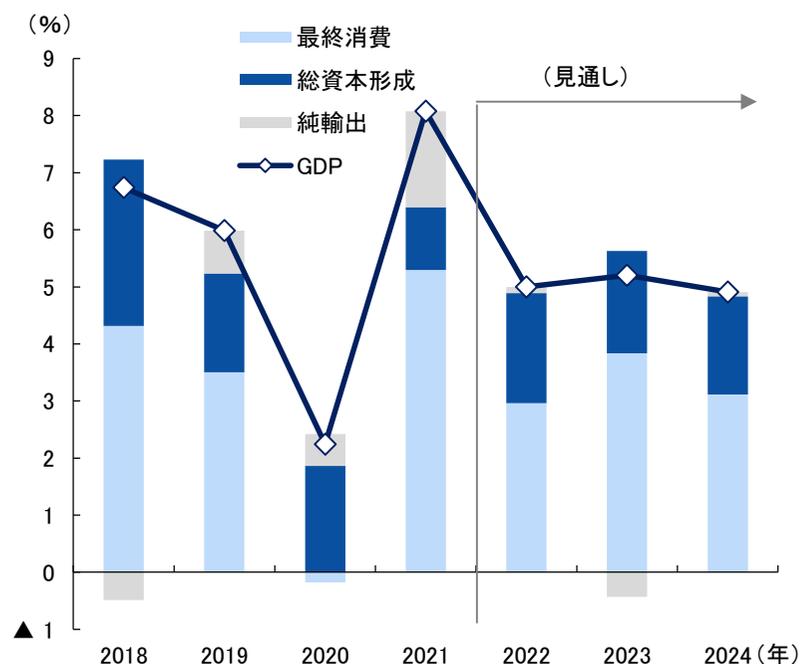
	2020年	2021年	2022年 (見通し)	2023年	2020年				2021年				
					1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	
<b>アジア</b>	▲ 1.0	7.1	5.4	5.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国	2.2	8.1	5.0	5.2	▲ 6.9	3.1	4.8	6.4	18.3	7.9	4.9	4.0	
<b>NIEs</b>	▲ 0.8	5.3	3.2	2.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
韓国	▲ 0.9	4.0	3.1	2.4	1.5	▲ 2.6	▲ 1.0	▲ 1.1	1.9	6.0	4.0	4.1	
台湾	3.4	6.3	3.8	2.5	3.0	0.6	4.3	5.3	9.2	7.8	3.7	4.9	
香港	▲ 6.1	6.4	2.7	3.0	▲ 9.1	▲ 9.0	▲ 3.6	▲ 3.4	8.0	7.6	5.5	4.8	
シンガポール	▲ 5.4	7.2	2.7	2.6	0.0	▲ 13.3	▲ 5.8	▲ 2.4	1.6	15.3	7.1	5.9	
<b>ASEAN5</b>	▲ 3.5	3.3	5.5	4.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
インドネシア	▲ 2.1	3.7	5.0	4.4	3.0	▲ 5.3	▲ 3.5	▲ 2.2	▲ 0.7	7.1	3.5	5.0	
タイ	▲ 6.1	1.5	3.6	3.7	▲ 2.1	▲ 12.1	▲ 6.4	▲ 4.2	▲ 2.6	7.6	▲ 0.3	-	
マレーシア	▲ 5.6	3.1	6.6	4.3	0.7	▲ 17.2	▲ 2.7	▲ 3.4	▲ 0.5	16.1	▲ 4.5	3.6	
フィリピン	▲ 9.6	5.6	6.3	5.7	▲ 0.7	▲ 17.0	▲ 11.6	▲ 8.3	▲ 3.9	12.0	6.9	7.7	
ベトナム	2.9	2.6	7.5	6.7	3.7	0.4	2.7	4.5	4.7	6.7	▲ 6.0	5.2	
インド	▲ 7.0	8.5	7.6	5.8	3.0	▲ 24.4	▲ 7.4	0.5	1.6	20.1	8.4	-	
<b>オーストラリア</b>	▲ 2.2	4.1	2.9	2.6	1.6	▲ 6.0	▲ 3.8	▲ 0.5	1.3	9.5	3.9	-	
<b>ブラジル</b>	▲ 3.9	4.4	0.4	2.0	▲ 0.1	▲ 10.7	▲ 3.7	▲ 0.9	1.3	12.3	4.0	-	
<b>メキシコ</b>	▲ 8.2	4.8	2.0	2.3	▲ 1.0	▲ 18.7	▲ 8.5	▲ 4.4	▲ 3.8	19.9	4.5	1.0	

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

## 中国：「安定を第一」とした経済運営のもと、2022年は5%成長を確保

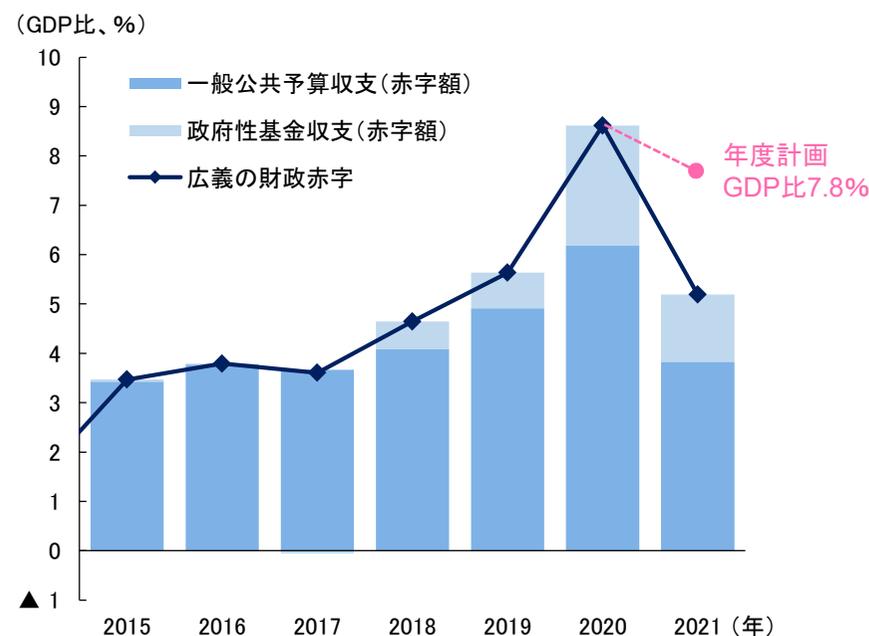
- 2022年の実質GDP成長率は+5.0%、2023年は+5.2%と予想
  - 前年に続き2022年も、新型コロナウイルスに伴うサービス消費の下押しや低調な不動産投資が景気の減速要因
  - 一方、2021年の財政赤字(広義)はGDP比5.2%と計画対比で大幅に抑制しており、2022年は財政政策を打ち出しやすい環境。インフラ投資が、景気への下押し圧力を緩和する見込み
- 2023年は、段階的なゼロコロナ政策の解除を想定し、消費が景気のけん引役に
  - 世界的な経済の正常化を背景とした財需要の鈍化等により、純輸出の寄与度は反動減へ

### 実質GDP見通し



(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

### 広義の財政赤字



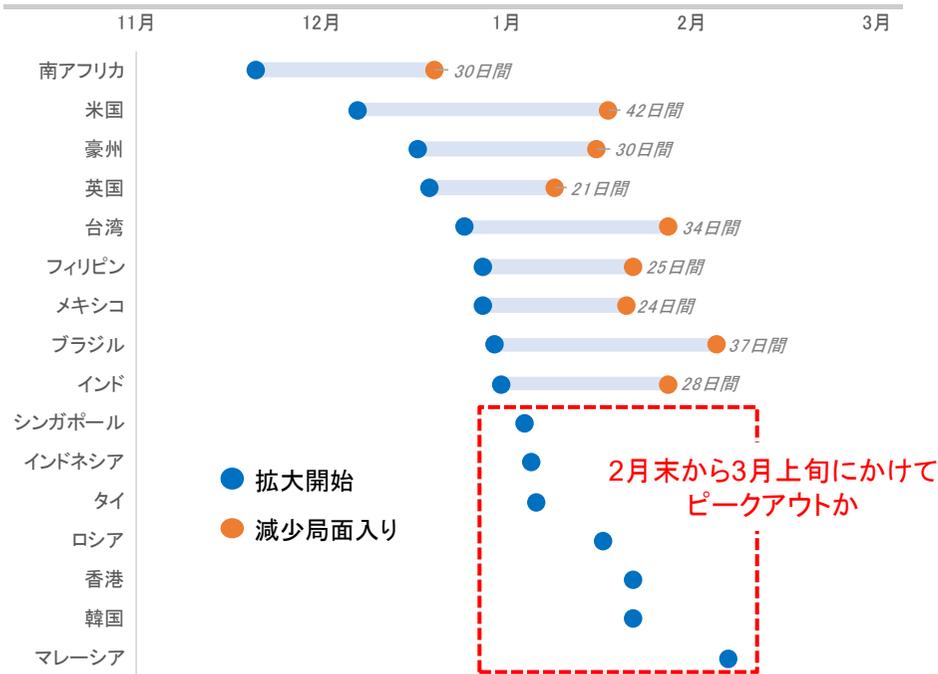
(出所) 中国国家统计局、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 新興国：感染は3月初旬にはピークアウト。消費の落ち込みは限定的

## ■ 新興国でのオミクロン株の感染拡大は2月末から3月上旬にかけてピークアウトの見込み

- 南アフリカ等ではオミクロン株の感染拡大開始から約1カ月でピークアウト。経験的には、2月後半までには多くの新興国で感染は一服へ。ただし、オミクロン株が本格的に増加していないベトナムは今後拡大し始めるリスク
- オミクロン株の感染拡大を受けて足元のモビリティは低下。年初の個人消費停滞により、香港やフィリピンでは年間のGDPが0.3%Pt程度押し下げられる見込み。ただし、昨年個人消費の大幅減に比べれば、今般の落ち込みは抑制的

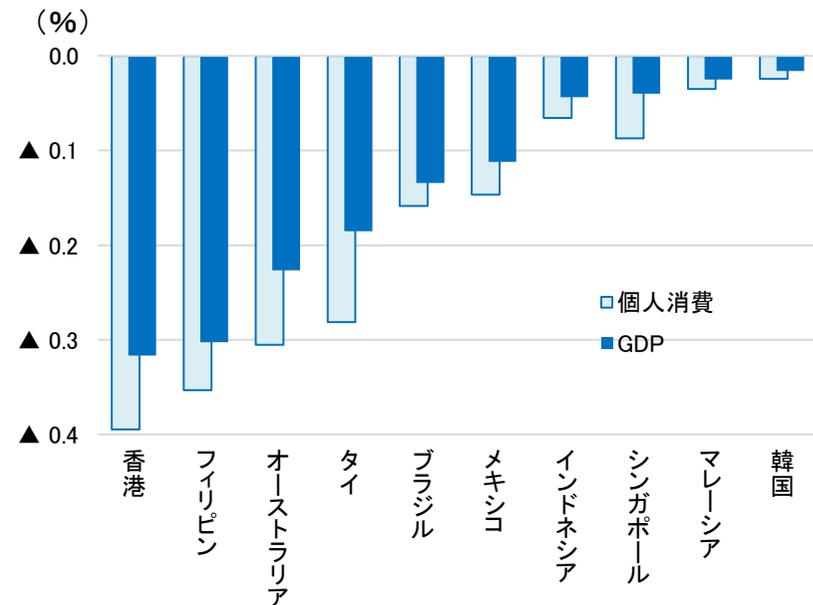
### 足元の各国の感染拡大期間



(注) 拡大局面は、感染者数が前週比50%超の増加が開始した時点、減少局面は前週比で減少が開始した時点

(出所) WHO、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### オミクロン株拡大に伴う経済影響の試算(年ベース)



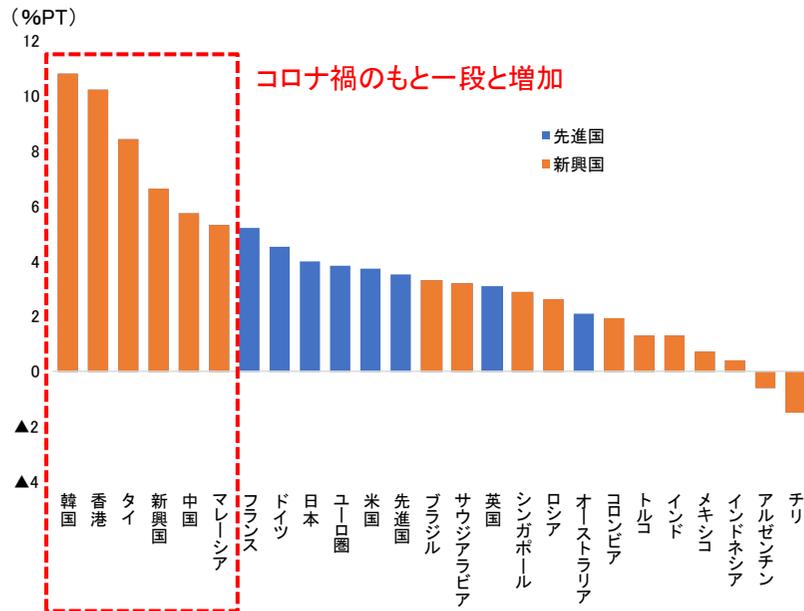
(注) 各国の消費関連指標(小売販売額等、対数、CPI総合により実質化)を被説明変数、モビリティを説明変数とするモデルを推計(推計期間:2020年6月~2021年12月)。直近のモビリティが1カ月継続した場合の影響を試算

(出所) Googleより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 新興国:コロナ禍で積み上がった家計債務は先行きの個人消費の重石に

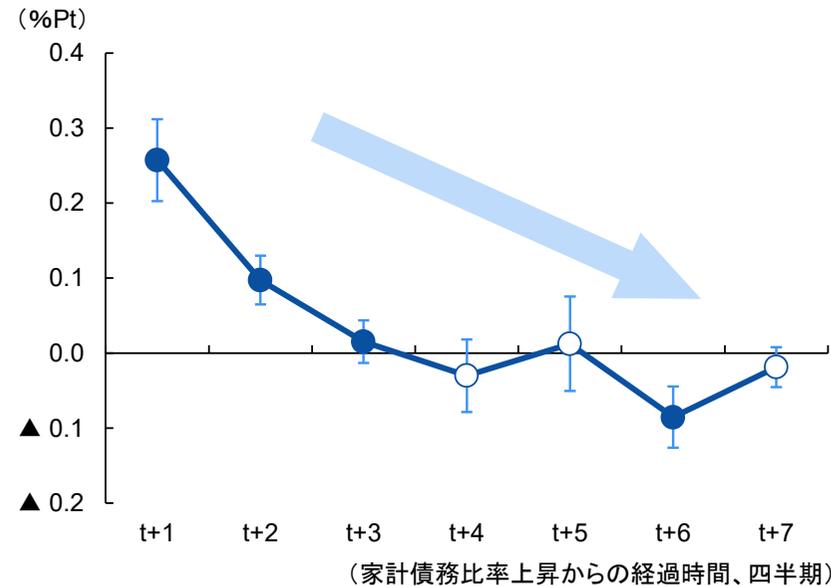
- **コロナ禍の所得減少や金利低下を背景に、新興国を中心とした多くの国で家計債務比率が上昇**
  - 家計債務は住宅ローンを中心に増加。中国や韓国、タイでは消費者信用などの借入拡大も押し上げ要因に
- **積み上がった家計債務は、先行きの個人消費の重石に**
  - 家計債務の増加は足元の需要拡大に寄与も、返済負担の増加が徐々に消費の伸びを抑制する見込み
  - なお、すでに一部の国は債務抑制策に着手。中国・韓国は、住宅ローン金利の引き上げや金融緩和の巻き戻し、融資規制に踏み切っているほか、消費者信用の拡大が顕著なタイでは生活必需品の支出補填を実施

## 家計債務の増加幅(対GDP比、%)



(注)2019年Q4から2021年Q2にかけての変化幅。個人事業向け貸出を含む  
(出所)BIS(国際決済銀行)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 家計債務比率上昇による個人消費成長率への影響



(注)38カ国、1982~2021年のデータを用いて自己回帰分布ラグ(ARDL)モデルにより推定。白抜きは有意でない結果、エラーバーは±1σ(標準偏差)誤差範囲を示す  
(出所)BIS、OECD、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

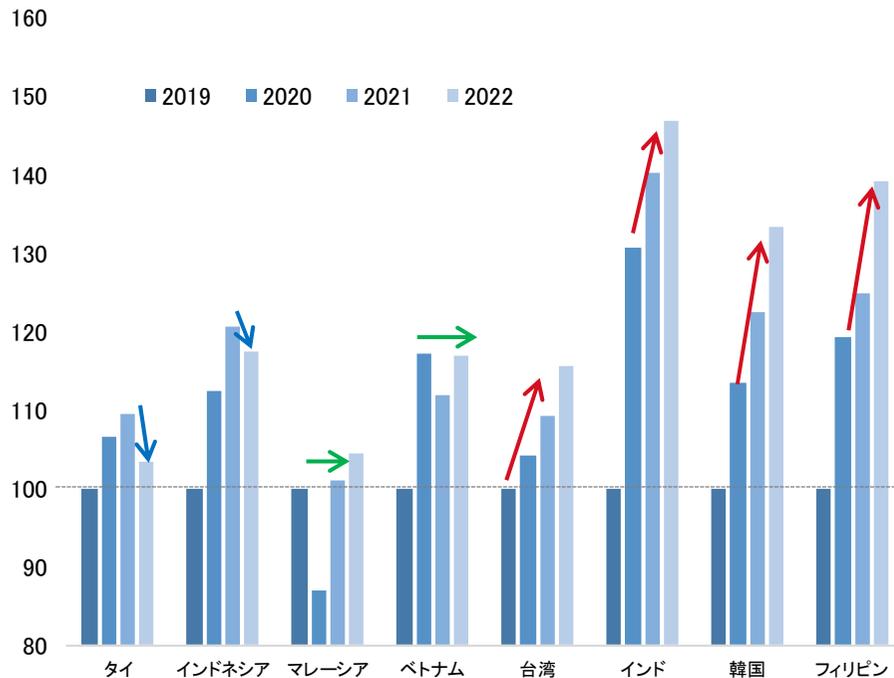
# 新興国:ASEANでは財政抑制に舵。一部の国では財政余力が低下

## ■ コロナ禍で拡張した歳出について、2022年度も多くの新興国で規模を維持する見通し

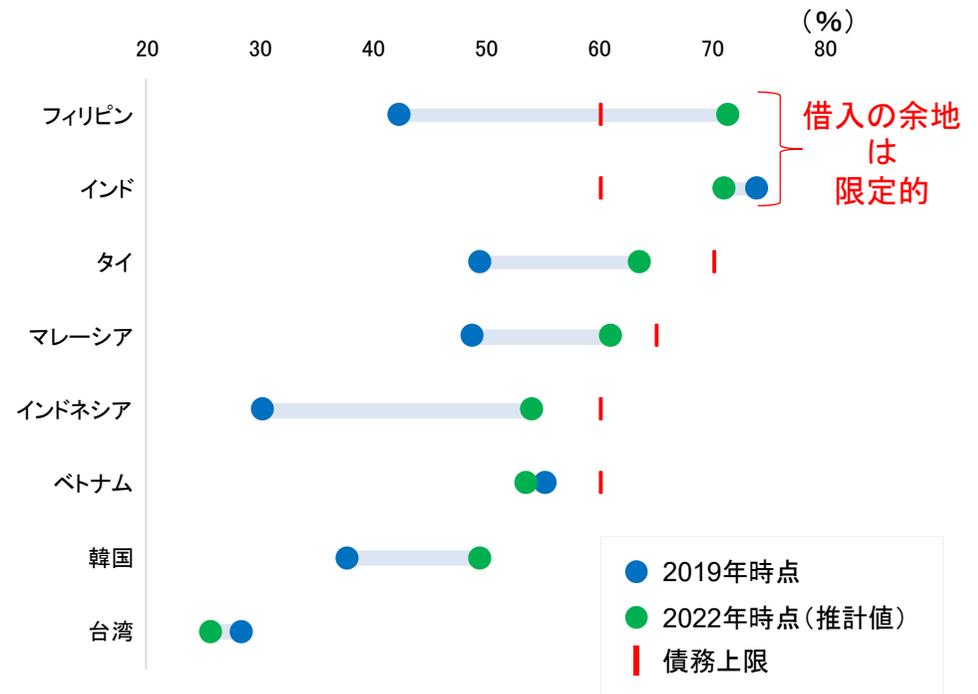
- フィリピン、韓国、インド、台湾は2022年も拡張的な財政政策を継続する方針の一方、タイ、インドネシア、マレーシア、ベトナムでは抑制方向に舵を切っている
- 韓国、台湾も2023年以降は財政抑制に転じるが債務残高対GDP比が低位にとどまっていることを踏まえればそのペースは緩やかになる見込み。一方、フィリピン、インドは既に政府が掲げる債務上限を超過しており、急激な緊縮財政を迫られるリスクに直面

### 歳出の動向

(2019年=100)



### 政府債務残高対GDP比

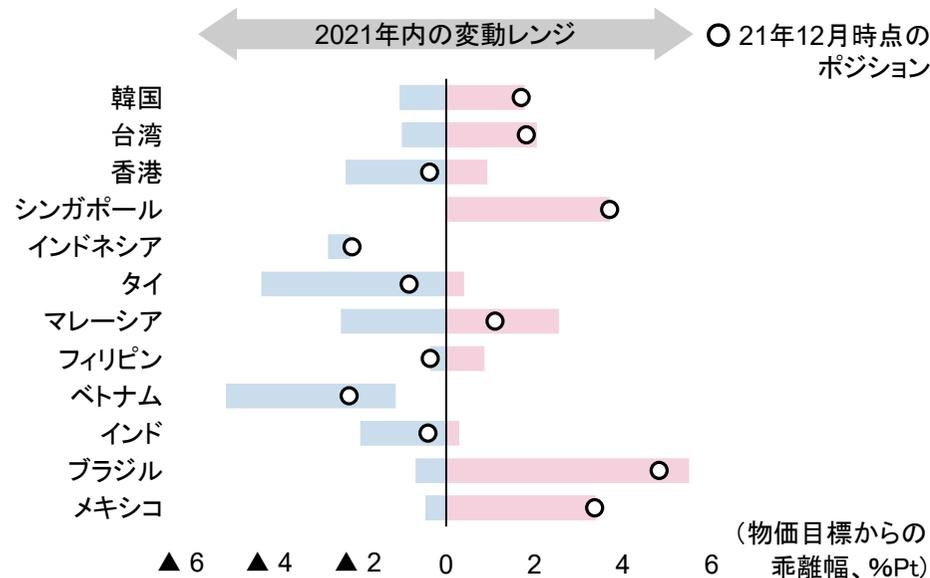


(注) 公的債務対GDPに上限を定めている国(タイ、ベトナム)は公的債務比率を表示  
 (出所) IMF、IIFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 新興国：利上げ先行国は利上げ停止。インド、ASEANは利上げ開始へ

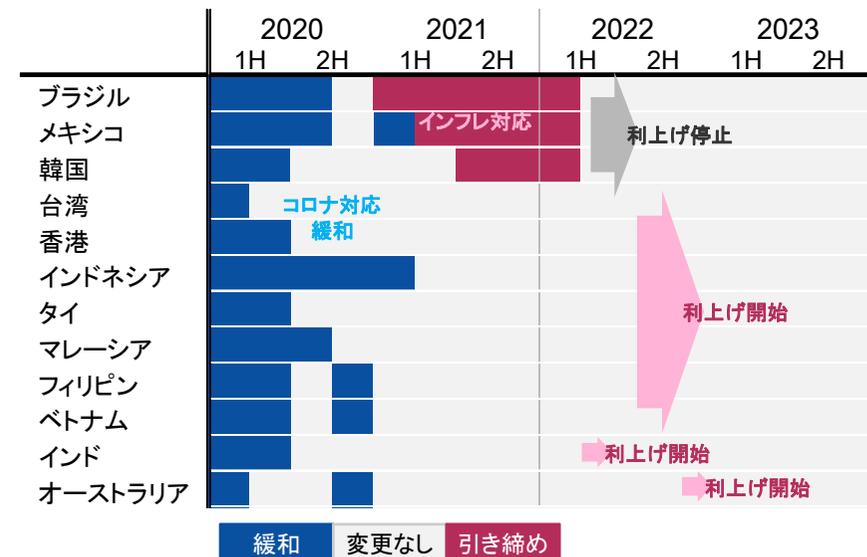
- **インフレは二極化の構図が継続**。ブラジルやメキシコは足元でようやくインフレ加速に一服感、ASEANは抑制続く
- **2022年の金融政策はフェーズが交代**。利上げで先行する国は年後半に停止、アジア諸国は年後半にも利上げ開始
  - 韓国、中南米は足元で利上げ継続。今後はインフレ減速を見極め、2022年後半には利上げを停止
  - インドは2022年前半、ASEAN諸国は2022年後半、オーストラリアは2022年末にも利上げ開始を見込む
- 商品市況や米利上げ加速などの外部要因に加え、**人手不足など新興国でも持続的なインフレ圧力が生じるリスク**
  - 外国人労働者の不足が一部の新興国では賃金上昇圧力に。利上げ加速(延長)・前倒しに引き続き注意要

## 物価目標に対するインフレ率の乖離



(注) 台湾、香港、シンガポール、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(レンジ上限)とした  
 (出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 主要新興国の金融政策フェーズ



(注) 各ボックスの塗分けは前期末対比で見た政策金利水準の変化に基づく  
 (出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

#### (4) 日本経済:オミクロン株が足元の下押し要因。先行きは回復傾向が続く見通し

- 2021年10～12月期のGDP成長率(1次速報値)は前期比+1.3%(年率+5.4%)と高成長。行動制限緩和を受けた個人消費の大幅な回復や、東南アジアからの部品供給の正常化による自動車生産の回復が押し上げ。一方、1～3月期はオミクロン株のまん延により個人消費や生産が下押しされ、小幅マイナス成長に。2021年度成長率は+2.4%を予想
- 2022年度の成長率は+3.7%と、前年度のオミクロン株の影響の反動で高い成長率を予測。オミクロン株の収束に伴い、個人消費や自動車生産の回復が続く見通し。年度後半には消費活動は正常化するも、消費のデジタルシフト等でサービス消費のペントアップ需要は限定的。年度前半は交易条件の悪化が下押し要因になるほか、半導体不足の長期化により自動車の挽回生産は一部に限られる見通し
- 2023年度の成長率は+1.2%と予測。高生産性分野への労働移動は限定的で賃金の伸びは期待出来ず、経済活動は徐々に巡航速度へ回帰。省エネ・再エネ投資やEVの部材投資等のグリーン投資が見込まれるものの、経済を大きく押し上げるほどの牽引力に乏しい
- コアCPI(前年比)は2022年度は+1.2%と予測。通信料低下の影響が落する4～6月期に+1.6%まで上昇の見通し。商品市況高騰の一服に伴い、徐々に伸びは鈍化する公算

## 日本：成長率は2022年度+3.7%、2023年度+1.2%と回復が続く見通し

- 2022年度の日本経済は前年度比+3.7%とオミクロン株の影響の反動で高成長を予測。オミクロン株の収束に伴い、個人消費や自動車生産の回復が続く。消費のデジタルシフト等でサービス消費のペントアップ需要は限定的。年度前半は交易条件悪化が下押し要因になる他、半導体不足の長期化で自動車の挽回生産は一部に限られる見通し
- 2023年度は前年度比+1.2%を予測。期待成長率の低迷で賃金や設備投資の加速は期待できず、成長率は徐々に巡航速度へ回帰。省エネ・再エネ投資等のグリーン投資が見込まれるものの、経済の大幅な押し上げには至らず

### 日本経済見通し総括表

		2020	2021	2022	2023	2021				2022				2023				2024
		年度	(見通し)	(見通し)	(見通し)	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	▲4.5	2.4	3.7	1.2	▲0.5	0.6	▲0.7	1.3	▲0.3	1.9	1.3	1.0	0.1	0.0	0.3	0.2	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	▲2.1	2.4	▲2.7	5.4	▲1.0	7.9	5.2	3.9	0.3	0.1	1.0	0.6	0.7
内需	前期比、%	▲3.9	1.4	3.3	1.0	▲0.4	0.7	▲0.8	1.1	▲0.3	1.8	1.1	0.8	0.1	▲0.0	0.2	0.2	0.2
民需	前期比、%	▲6.2	1.9	3.6	1.1	▲0.3	1.0	▲1.2	1.9	▲0.5	1.9	1.2	0.8	0.1	▲0.0	0.2	0.2	0.2
個人消費	前期比、%	▲5.4	2.5	3.9	1.2	▲0.8	0.7	▲0.9	2.7	▲1.4	2.3	1.3	0.7	0.6	▲0.2	0.1	0.1	0.1
住宅投資	前期比、%	▲7.8	▲1.1	▲1.7	▲0.6	0.9	1.0	▲1.6	▲0.9	0.4	▲0.7	▲1.6	1.6	0.1	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4
設備投資	前期比、%	▲7.5	1.3	3.5	2.2	0.4	2.0	▲2.4	0.4	0.9	1.5	1.4	0.9	0.1	0.6	0.6	0.4	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	3.0	▲0.1	2.4	0.8	▲0.8	▲0.1	0.2	▲0.9	0.3	1.5	1.0	0.6	0.1	▲0.1	0.3	0.3	0.2
政府消費	前期比、%	2.5	1.9	2.7	0.8	▲0.6	0.7	1.1	▲0.3	0.4	1.4	0.7	0.4	0.2	▲0.1	0.2	0.2	0.2
公共投資	前期比、%	5.2	▲7.5	1.3	1.2	▲1.6	▲3.3	▲3.0	▲3.3	▲0.5	1.5	1.9	1.3	▲0.3	▲0.3	0.5	0.5	0.4
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(1.0)	(0.5)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)
輸出	前期比、%	▲10.5	12.6	5.4	3.0	2.2	3.1	▲0.3	1.0	0.8	2.1	1.8	1.3	0.4	0.8	0.7	0.4	0.5
輸入	前期比、%	▲6.7	6.2	2.7	2.0	3.0	3.8	▲0.9	▲0.3	0.5	1.6	1.1	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
名目GDP	前期比、%	▲3.9	1.2	4.6	1.9	▲0.4	0.2	▲1.0	0.5	0.3	2.3	2.2	0.3	0.9	0.4	0.5	▲0.9	0.7
GDPデフレーター	前年比、%	0.7	▲1.1	0.9	0.7	▲0.2	▲1.1	▲1.2	▲1.3	▲0.8	▲0.3	1.1	1.3	1.5	1.7	0.9	0.3	0.1
内需デフレーター	前年比、%	▲0.3	1.0	1.0	0.3	▲0.4	0.2	0.5	1.2	1.9	1.7	1.6	0.8	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3

(注) 網掛けは予測値

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

## 日本：雇用・賃金の回復は鈍い。コアCPIは4～6月期に1%台後半まで伸び拡大

- 経済活動の回復に伴い雇用者報酬は回復に向かうも、2022年度は交易条件悪化による企業収益の減少等が下押し要因になり、本格的な回復は2023年度以降になる見通し。もっとも、**高生産性分野への労働移動は限定的で賃金の伸びは期待できず、コロナ後の個人消費や物価の伸びも緩慢**になる見通し
- コアCPI(前年比)は2022年度は+1.2%と予測。通信料低下の下押し影響がはく落する4～6月期に+1.6%まで上昇する見通し。商品市況高騰の一服に伴い、徐々に伸びは鈍化し、2023年度は+0%台半ばでの推移を見込む

### 日本経済見通し総括表（主要経済指標）

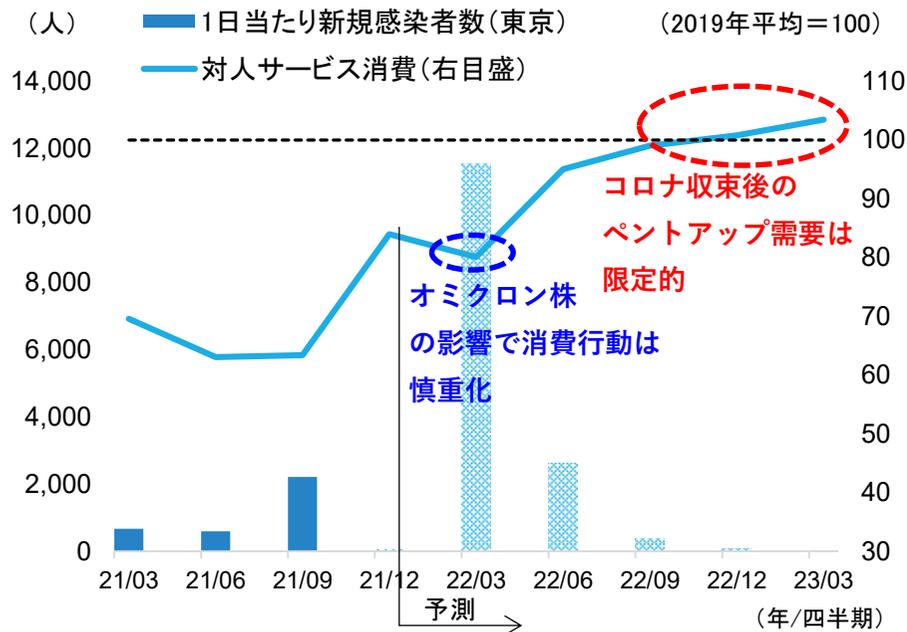
		2020	2021	2022	2023	2021				2022				2023				2024
		年度	(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
鉱工業生産	前期比、%	▲ 9.5	5.9	6.4	3.9	2.9	1.1	▲ 3.7	1.0	0.9	3.2	2.3	1.5	1.0	1.0	0.8	0.4	0.2
経常利益	前年比、%	▲ 15.6	32.5	16.0	7.3	26.0	93.9	35.1	14.1	9.7	21.3	13.4	13.6	14.5	8.2	9.4	6.9	5.2
名目雇用者報酬	前年比、%	▲ 1.5	1.5	0.8	1.3	0.5	2.9	2.3	1.0	▲ 0.6	0.4	0.9	0.9	1.1	1.6	1.3	1.2	0.9
完全失業率	%	2.9	2.8	2.7	2.4	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	81.2	86.1	85.8	85.5	83.5	86.5	86.7	85.5	85.4	82.5	87.5	86.5	86.3	86.0	85.6	85.3	85.0
経常収支	年率換算、兆円	16.3	12.7	12.6	16.3	18.5	18.9	11.3	12.7	6.9	6.7	10.4	13.0	15.2	15.9	15.6	14.0	14.5
国内企業物価	前年比、%	▲ 1.4	6.9	0.4	▲ 0.8	▲ 0.3	4.6	6.1	8.8	8.0	4.5	1.3	▲ 1.5	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 0.1	▲ 0.0
〃 (除く消費税)	前年比、%	▲ 2.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	▲ 0.4	0.1	1.2	0.5	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.0	0.4	0.8	1.6	1.5	1.0	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
〃 (除く制度要因)	前年比、%	▲ 0.4	▲ 0.0	1.4	0.3	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.0	0.8	1.7	1.7	1.2	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	0.1	▲ 0.6	0.7	0.6	▲ 0.0	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.2	0.6	0.7	0.9	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
〃 (除く制度要因)	前年比、%	-	▲ 0.8	0.9	0.4	0.1	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 0.2	0.7	0.9	1.1	0.8	0.6	0.3	0.3	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:2022年1~3月期は感染拡大で高成長予測が一転、ゼロ近傍まで急減速

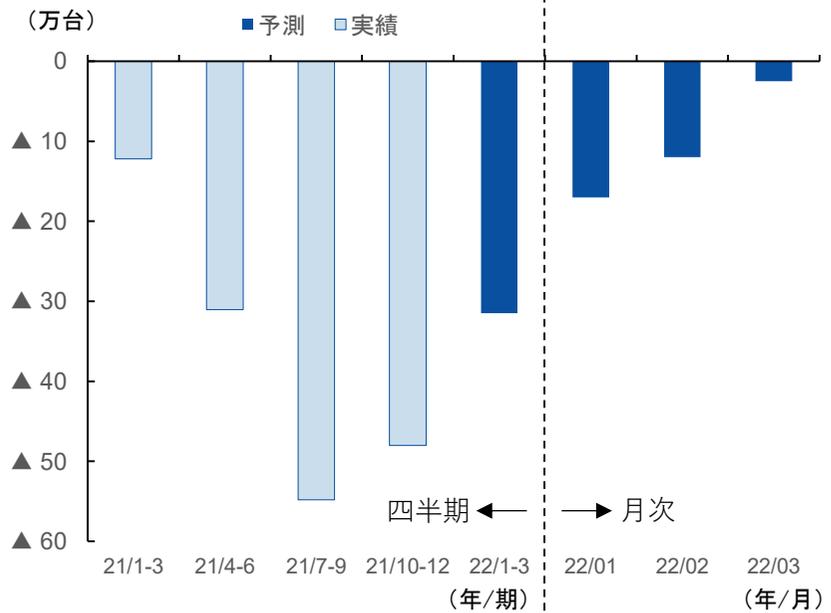
- 対人サービス消費の減少と自動車減産が2022年1~3月期のGDPを2%Pt下押し
  - 対人サービスに加え耐久財消費も自動車減産を受けて低調。オミクロン株の感染拡大などによる生産・物流の混乱で2022年1~3月期の自動車生産は▲30万台超下振れ
- 2022年4~6月期以降は対人サービス・自動車販売(生産)とも持ち直すも回復ペースは緩やか
  - コロナ禍に対する慎重姿勢が継続するほか、生活必需品を中心とした物価上昇が消費の抑制要因に

## 対人サービス消費の見通し



(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

## 1~3月期の自動車減産見通し

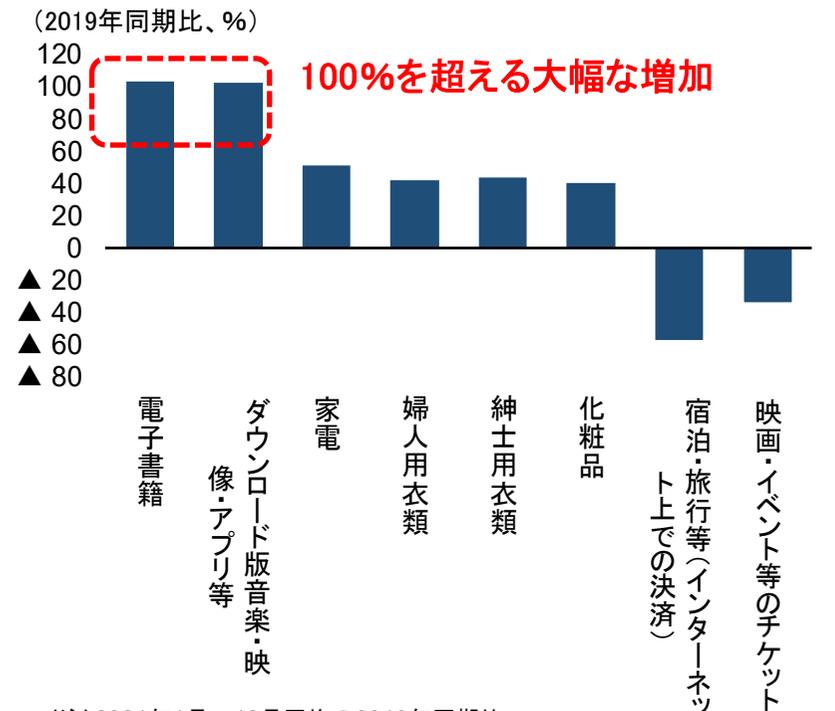


(注)減産幅は、ベースライン(供給制約発生前)対比の台数  
(出所)各種報道、自動車メーカー決算情報等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：外出を伴う消費から自宅で楽しめる消費へ志向がシフト

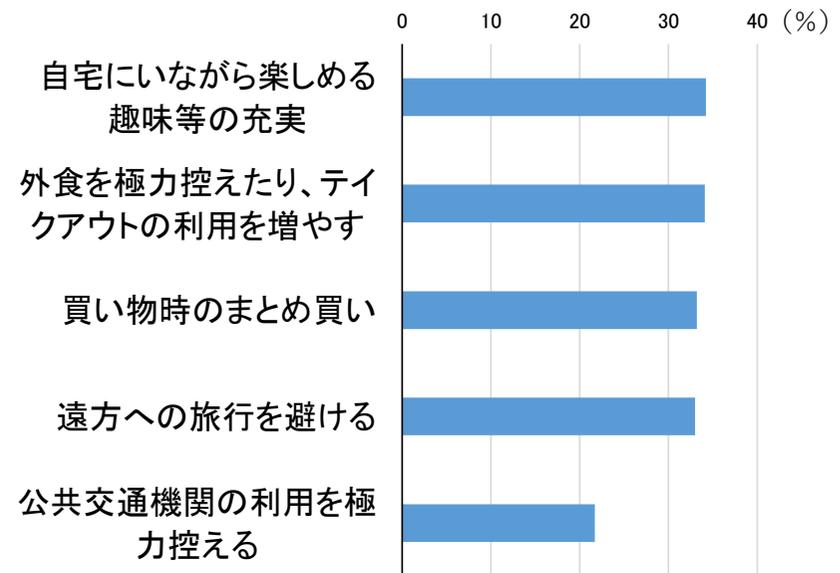
- インターネットを利用した消費支出は、デジタルコンテンツを中心にコロナ前対比で大幅に増加
- 消費行動に関する調査(2021年11月調査)では、在宅での消費行動の継続を示唆する回答が上位に
  - 外出を伴う消費から、自宅で楽しめる消費へ、消費者の志向が変化していることを示唆
  - 旅行等のリベンジ消費は限定的になる可能性が高く、企業にはデジタルシフト等に対応した財・サービスが求められる(高齢者へのVRによる体験型旅行サービスの提供等)

## インターネットを利用した消費支出



(注) 2021年1月～12月平均の2019年同期比  
(出所) 総務省「家計消費状況調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 今後も続けていきたい行動(上位5項目を抜粋)

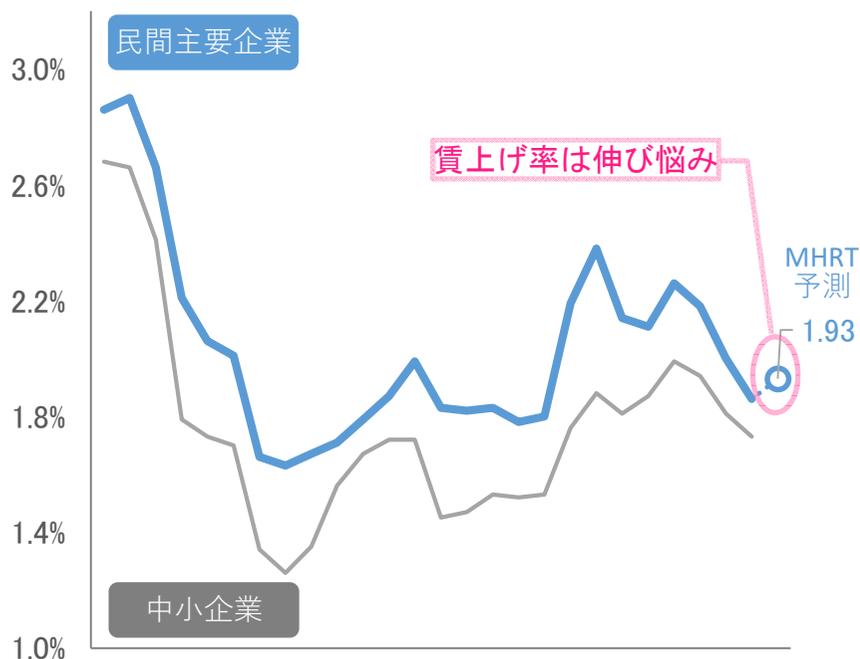


(注) 設問は「昨年1月以降の新型コロナウイルスの感染拡大を受け消費行動等の変容を余儀なくされた時期もあったかと思いますが、今後も引き続き行っていきたいことは何ですか。当てはまるものを全て選んでください」。回答上位5項目のみ抜粋  
(出所) 消費者庁「物価モニター調査 2021年11月(確報)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：賃金は伸び悩み。コロナ禍収束後も個人消費の基調は弱い

- 岸田総理の賃上げ要請も、現時点では企業の対応は鈍い
  - 2022年春闘賃上げ率は2%に届かない見込み。また賃金カーブのフラット化が継続。団塊ジュニア世代を中心としたシニア層の賃金調整が賃金全体の下押し要因に
- 食料・エネルギー価格の上昇がさらなる個人消費の重石に
  - 全体の負担感は消費増税1.6%に相当。日用品の値上げで生活防衛意識も高まり、**不要不急の支出を抑制**

## 2022年春闘の見通し



96 98 00 02 04 06 08 10 12 14 16 18 20 22 (年)

(注) 中小企業は従業員300人未満の企業。MHRT予測値は2月時点  
 (出所) 厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、連合「春季生活闘争回答集計結果」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 食料・エネルギー価格上昇による年収階級別負担額

年間収入	2022年の年間負担増額(円)			負担率の増分(%Pt)
	食料	エネルギー	合計	
300万円未満	22,840	19,499	<b>42,339</b>	+1.8
300~400万円	26,147	21,361	47,508	+1.4
400~500万円	28,484	23,121	51,605	+1.2
500~600万円	29,194	24,004	53,198	+1.0
600~700万円	31,305	24,261	55,566	+0.9
700~800万円	32,205	24,467	56,672	+0.8
800~900万円	33,205	26,167	59,373	+0.7
900~1,000万円	35,939	26,596	62,535	+0.7
1,000万円以上	40,690	27,308	<b>67,998</b>	+0.5
全体平均	30,135	23,517	53,652	+0.9

消費増税1.6%に相当

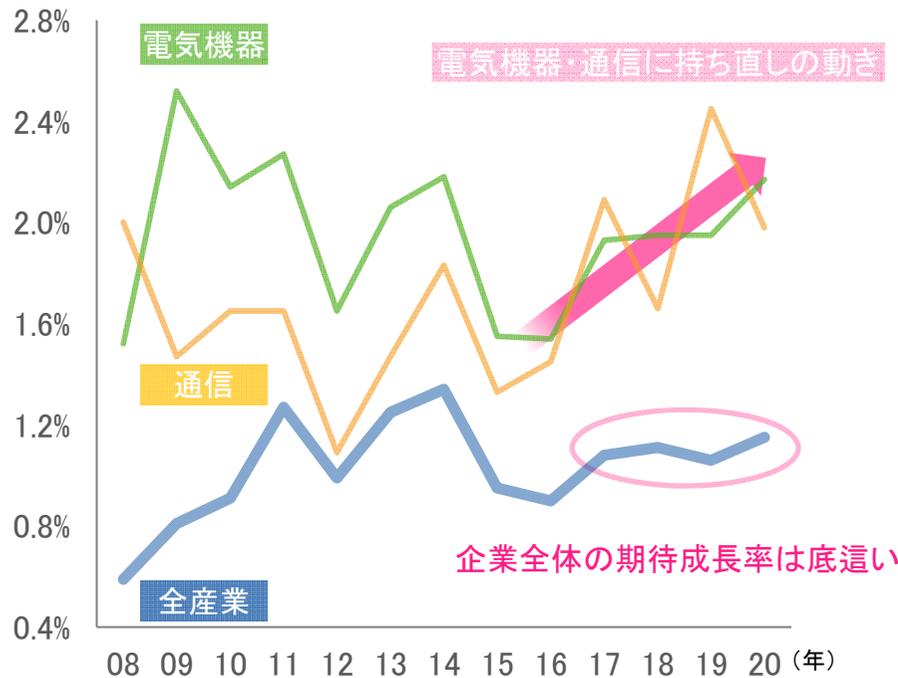
(注) 1. 2022年の2021年に対する負担増額。二人以上世帯。負担率は「食料+エネルギー」の支出が収入に占める割合

2. 消費増税時との比較については、山本(2013)の試算をもとに比較  
 (出所) 総務省「家計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：日本企業の期待成長率は引き続き低位。設備投資の伸びは力強さ欠く

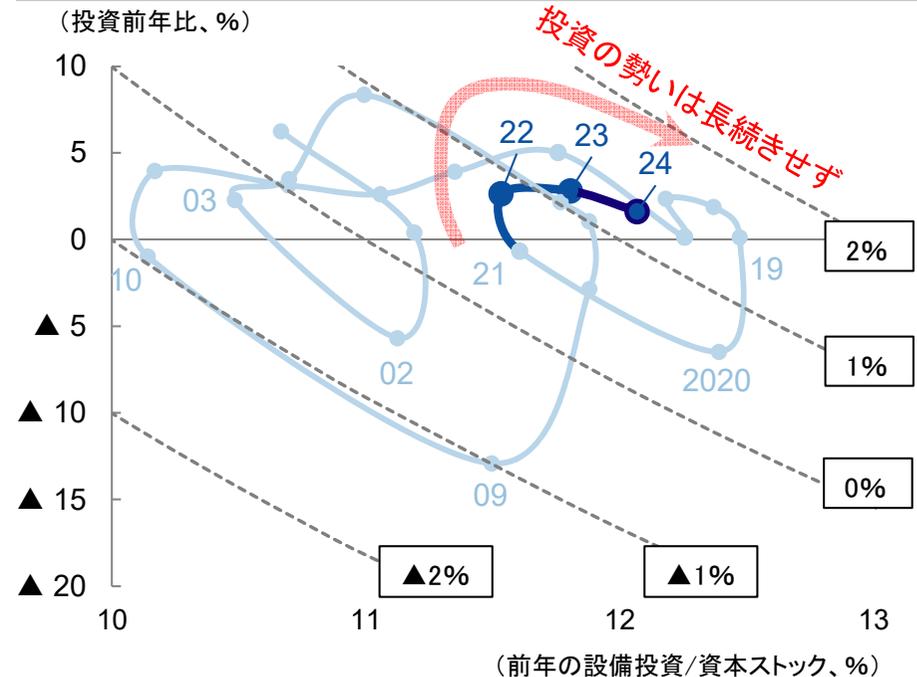
- 企業の期待成長率(業界需要見通し)はコロナ禍前からほぼ横ばい推移
  - 輸送用機器や小売業は人口減少による国内需要の先細りが見込まれ期待成長率が低迷
  - 一方、電気機器や通信等一部の業種は半導体需要やデータ通信量の増加期待から持ち直し傾向
- 設備投資の増加局面は2024年頃まで続くものの、期待成長率が高まらない中で力強さを欠く見込み
  - 1%程度の期待成長率に沿った動きに。資本ストックが次第に積み上がる中、設備投資の伸びは徐々に縮小

## 企業の業界需要見通し(今後5年間)



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

## 民間部門・資本ストック循環図



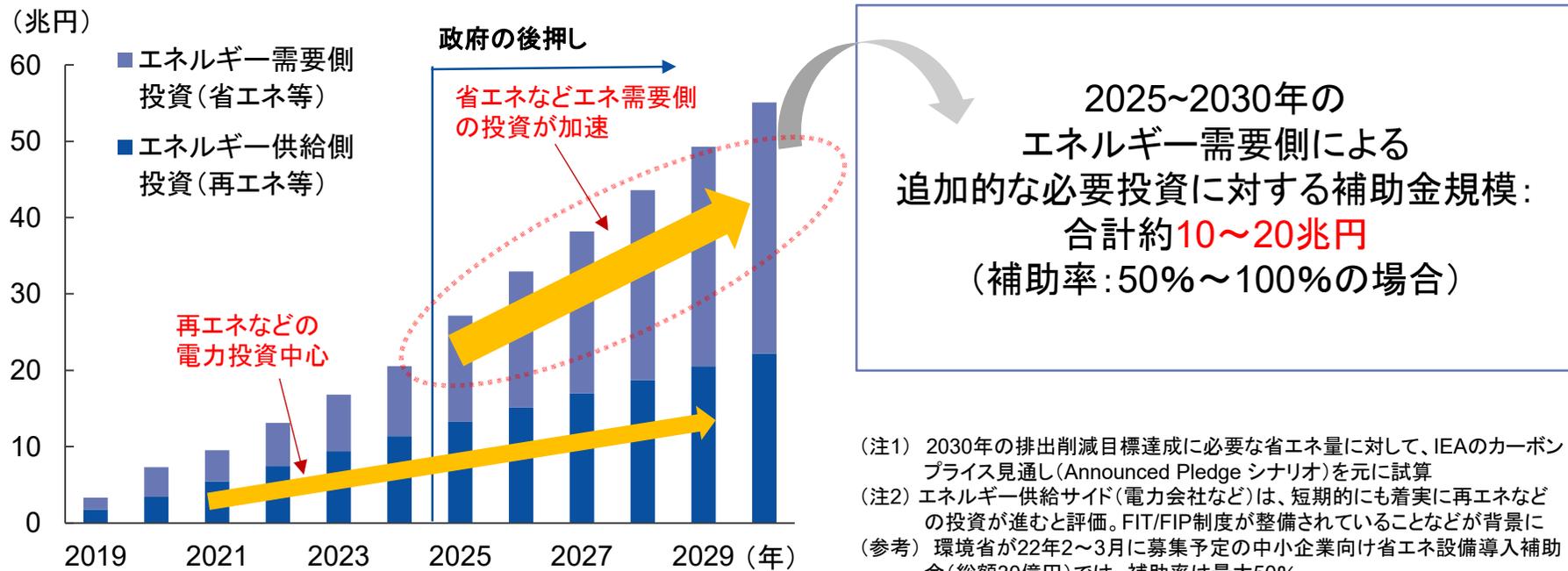
(注) 暦年ベース。点線は期待成長率に対応する設備投資前年比と資本ストック比率の組合せを表す。2022年以降は予測値

(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本: グリーン投資が設備投資をけん引するのは2020年代後半

- グリーン化投資が加速するタイミングは2024~2025年頃と想定
  - 次回エネルギー基本計画改定(2024~25年)の過程で、政府は、排出削減目標(▲46%)の高さと課題を改めて確認。欧州事例などを参考に、補助金(アメ)とカーボンプライシング(ムチ)の双方を活用し投資を促す公算
- 中小企業を中心に負担増への懸念は強く、政府の補助金(アメ)をどこまで充実できるかが成否の鍵
  - 中小企業の負担を軽減するためには2030年までに累計で10~20兆円程度の財政負担が必要。グリーン成長戦略(2020年)で創設されたグリーンイノベーション基金の規模は10年間で2兆円にとどまり力不足

## 日本におけるグリーン化投資額(累積)の見通しと想定される財政負担規模



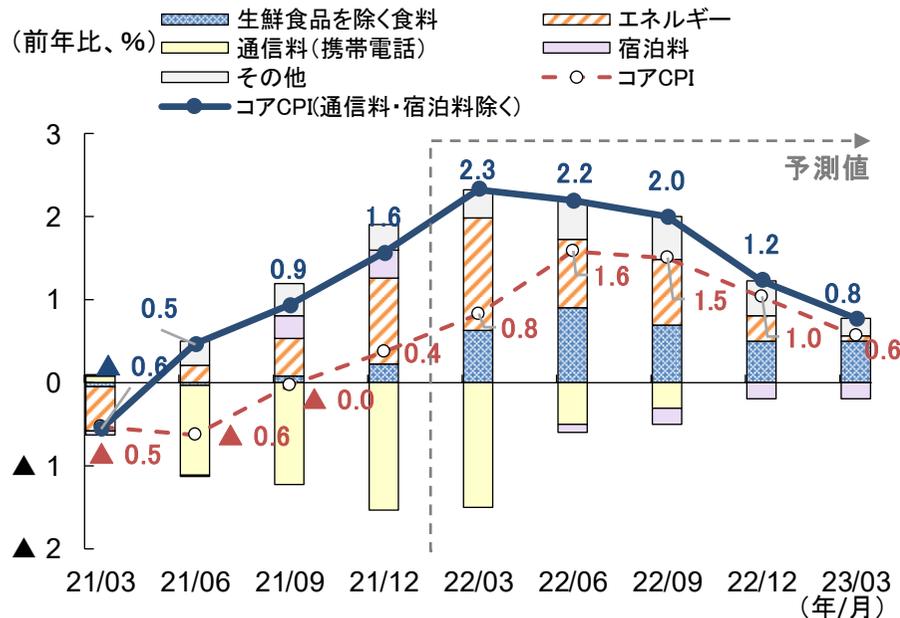
(出所)IEA、資源エネルギー庁などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注1) 2030年の排出削減目標達成に必要な省エネ量に対して、IEAのカーボンプライス見通し(Announced Pledge シナリオ)を元に試算  
 (注2) エネルギー供給サイド(電力会社など)は、短期的にも着実に再エネなどの投資が進むと評価。FIT/FIP制度が整備されていることなどが背景に  
 (参考) 環境省が22年2~3月に募集予定の中小企業向け省エネ設備導入補助金(総額30億円)では、補助率は最大50%  
 (出所)IEAなどより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:2022年のコアCPIは特殊要因を除けば2%台に。2023年は0%台に鈍化

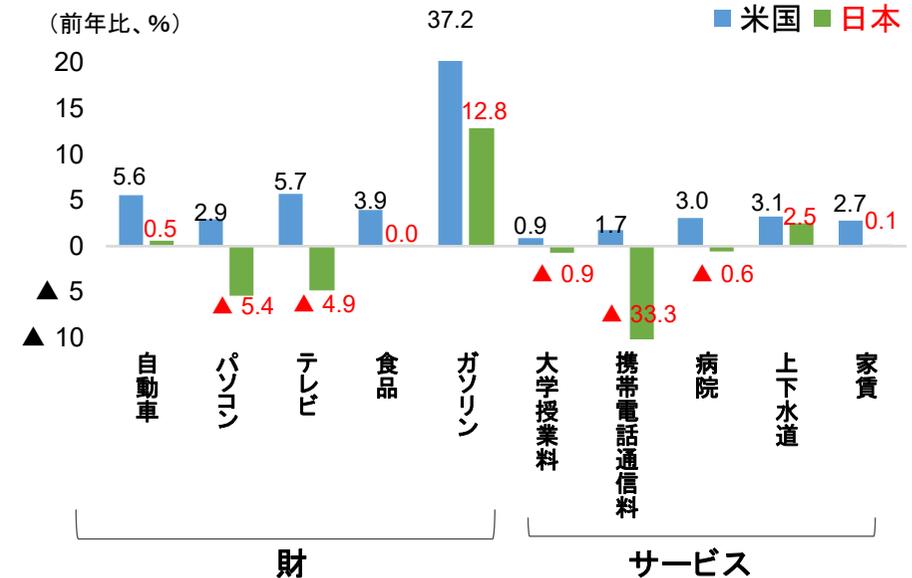
- 2022年4～6月期は、通信料値下げの影響が一部剥落しコアCPIが前年比+1.6%と、消費増税の影響があった2015年3月以来の高い伸び。特殊要因(通信料・Go Toトラベル)を除くコアCPIは2022年半ばにかけて2%台前半で推移
  - 商品市況高騰の一服後、伸びは鈍化。2023年度は賃金の伸び悩み等を背景に0%台半ばでの推移となる見通し
- 米国と比べ賃金・個人消費が弱く、BtoCの価格転嫁が限定的であることが基調としての低インフレの大きな要因
  - プライベートブランドは食料品価格を据え置く戦略。家電等の耐久消費財はEC浸透による価格競争激化が下押し
  - 大学授業料、病院サービスなどサービスCPIが構造的に伸びにくい面も根強い

## コアCPIの寄与度分解



(出所)総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日米の財・サービス別CPI比較(2021年対前年比)



(注)日米とも、2021年1月～12月平均の対前年比伸び率

(出所)米労働省「Consumer Price Index」、総務省「消費者物価指数」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、2023年初にかけて、米株式市場は軟調に推移。為替市場では、ドル高が進展する見込み
- FRBは2022年3月に最初の利上げを実施すると想定。米長期金利は、連続利上げに伴い、2022年半ばに2%台前半まで上昇すると予想。2023年後半には、追加的な利上げやFRBによる量的引き締め(QT)の影響により、2.5%近傍まで上昇する見込み
- 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狭いレンジ内での動きを想定
- 米国株は、米金利上昇に伴うPERの低下が見込まれること、バリュエーション面での割高感が解消していくことから、2023年1~3月期までやや軟調に推移するも、その後は緩やかな回復基調に。日本株は、PERの低下幅は限定的であり、米株に合わせ軟調に推移する場面もあるが、EPSの伸びにあわせて、緩やかに上昇する見込み
- 為替は、2022年から2023年にかけて、対円・対ユーロともにドル高進展を予想

## 金融市場：米長期金利は、2022年後半にかけ2%台前半まで上昇すると予想

- **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年後半にかけ2%台前半まで**上昇**。2023年後半には、**追加利上げとQTの影響**により、2.5%近傍まで上昇すると予想
- **米国株は**、米金利上昇を主因に2023年1～3月期までやや**軟調**に推移するも、**その後は緩やかな上昇**を想定。**日本株は**、EPSの成長に合わせ、**緩やかに上昇**
- **ドル円相場は**、2022年から2023年にかけて、**対円・対ユーロともにドル高進展**を予想

### 金融市場見通し総括表

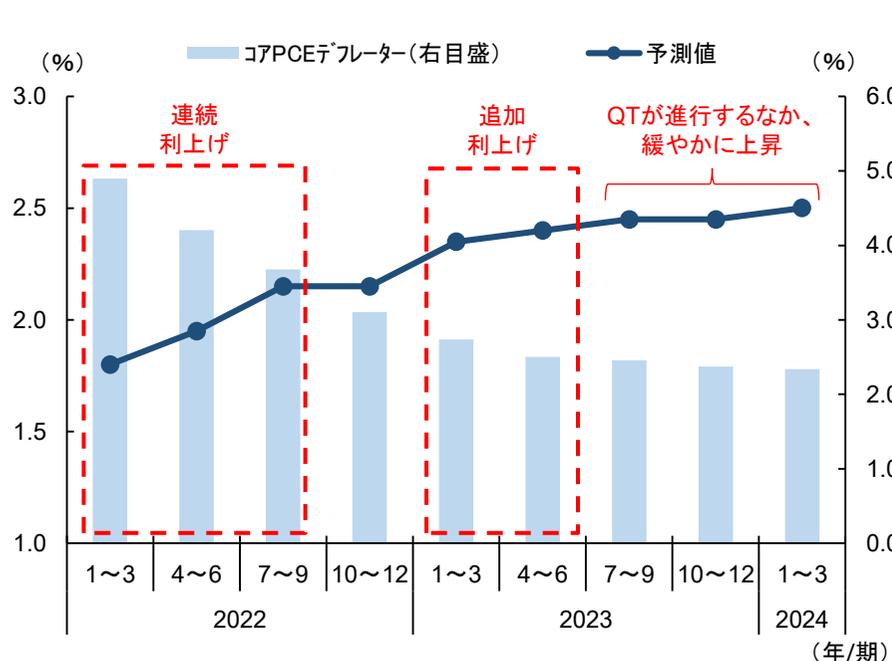
	2020				2021				2022				2023				2024
	年度	年度	年度	年度	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
日本																	
政策金利付利 (末値、%)	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10
新発国債 (10年、%)	0.03	0.03 ～0.20	0.10 ～0.20	0.15 ～0.25	0.07	0.07	0.03	0.07	0.10 ～0.20	0.10 ～0.20	0.10 ～0.20	0.10 ～0.20	0.10 ～0.20	0.15 ～0.25	0.15 ～0.25	0.15 ～0.25	0.15 ～0.25
日経平均株価 (円)	24,462	27,500 ～28,962	27,500 ～28,900	28,800 ～32,050	28,988	28,962	28,568	28,824	27,500 ～28,500	27,500 ～28,500	27,500 ～28,500	27,900 ～28,900	27,900 ～28,900	28,800 ～29,800	29,150 ～30,650	29,850 ～31,350	30,550 ～32,050
米国																	
FFレート (末値、%)	0.00 ～0.25	0.25 ～0.50	1.75 ～2.00	2.00 ～2.25	0.00 ～0.25	0.00 ～0.25	0.00 ～0.25	0.00 ～0.25	0.25 ～0.50	0.75 ～1.00	1.25 ～1.50	1.25 ～1.50	1.75 ～2.00	2.00 ～2.25	2.00 ～2.25	2.00 ～2.25	2.00 ～2.25
新発国債 (10年、%)	0.87	1.32 ～1.90	1.85 ～2.45	2.30 ～2.60	1.30	1.58	1.32	1.53	1.70 ～1.90	1.85 ～2.05	2.05 ～2.25	2.05 ～2.25	2.25 ～2.45	2.30 ～2.50	2.35 ～2.55	2.35 ～2.55	2.40 ～2.60
ダウ平均株価 (ドル)	28,110	33,800 ～35,600	32,800 ～35,300	33,000 ～35,700	31,493	34,121	34,910	35,515	33,800 ～35,600	33,500 ～35,300	33,300 ～35,100	33,300 ～35,100	32,800 ～34,600	33,000 ～34,800	33,300 ～35,100	33,700 ～35,500	33,900 ～35,700
ユーロ圏																	
ECB預金ファンシティ金利 (末値、%)	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50
ドイツ国債 (10年、%)	▲ 0.48	▲ 0.37 ～0.20	0.10 ～0.35	▲ 0.05 ～0.25	▲ 0.41	▲ 0.22	▲ 0.37	▲ 0.24	0.00 ～0.20	0.10 ～0.30	0.15 ～0.35	0.15 ～0.35	0.10 ～0.30	0.05 ～0.25	0.00 ～0.20	▲ 0.05 ～0.15	▲ 0.05 ～0.15
為替																	
ドル・円 (円/ドル)	106	109 ～116	115 ～120	118 ～121	106	109	110	114	114 ～116	115 ～117	116 ～119	116 ～119	118 ～120	118 ～120	118 ～121	118 ～121	119 ～121
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.17	1.12 ～1.21	1.10 ～1.14	1.08 ～1.12	1.21	1.21	1.18	1.14	1.12 ～1.14	1.11 ～1.14	1.11 ～1.13	1.11 ～1.13	1.10 ～1.12	1.09 ～1.12	1.09 ～1.11	1.09 ～1.11	1.08 ～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

## 米長期金利:2023年後半にかけ2.5%近傍まで上昇すると予想

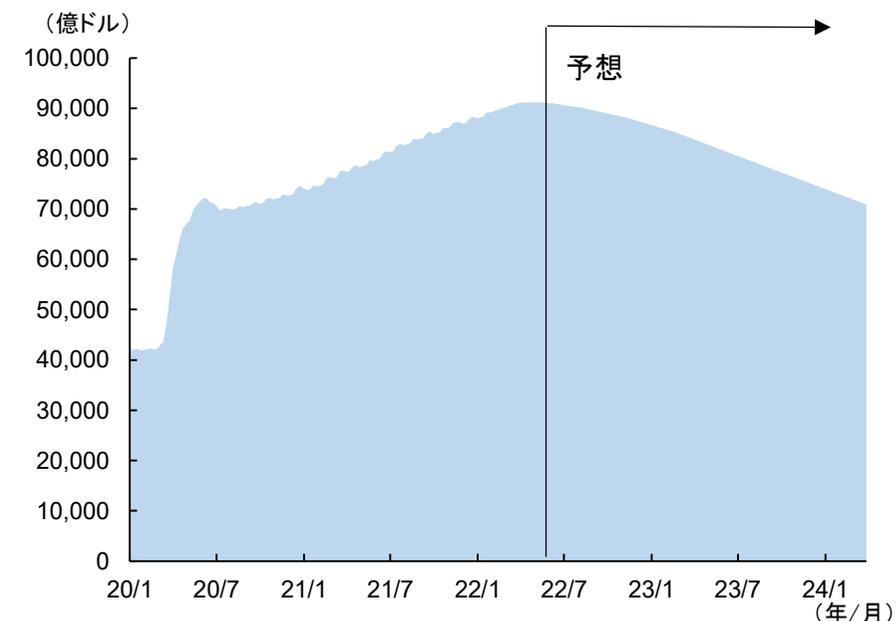
- 米長期金利は、2022年半ばにかけての連続利上げに加え、2023年以降の追加の利上げが一段と織り込まれることにより、2022年後半には2%台前半を推移すると予想
  - 2022年終盤は利上げが見送られるなか上昇一服。2023年に入ると利上げ再開に伴い、2%台半ばに向け上昇
- 2023年半ば以降、積極的に追加利上げを織り込む材料がないなか、米長期金利は緩やかに上昇し、2.5%近傍を推移すると予想
  - QTは長期金利の押し上げ要因となるが、漸進的に進むと考えられるため影響は限定的

### 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

### FRBの資産保有額

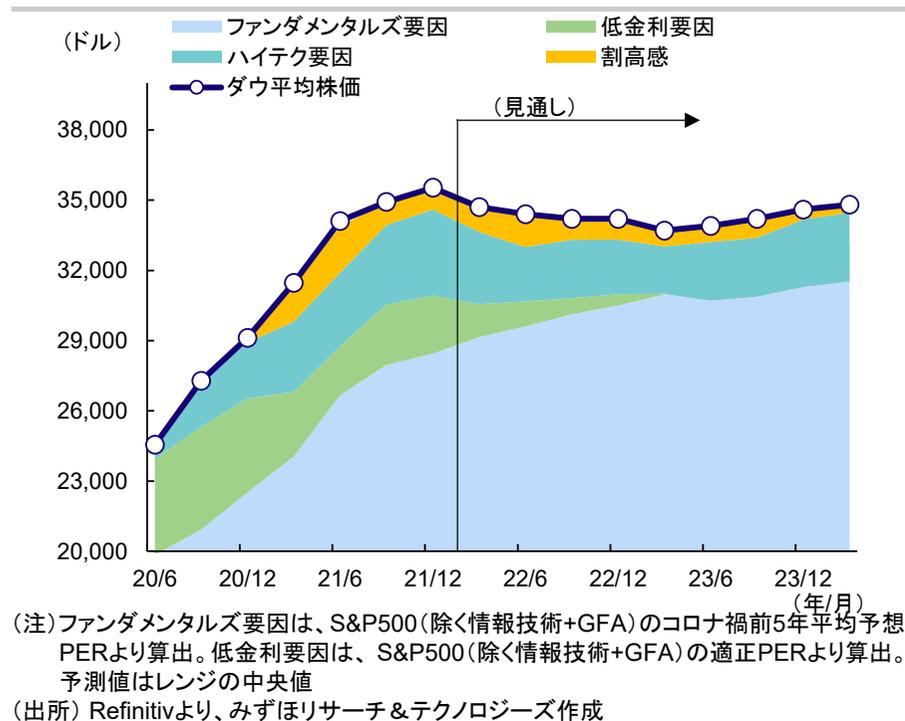


(注) QTについて、償還資産の再投資額が2022年6月から月200億ドル減少、減少幅が徐々に拡大し、最大で月1,000億ドルの減少になると想定  
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

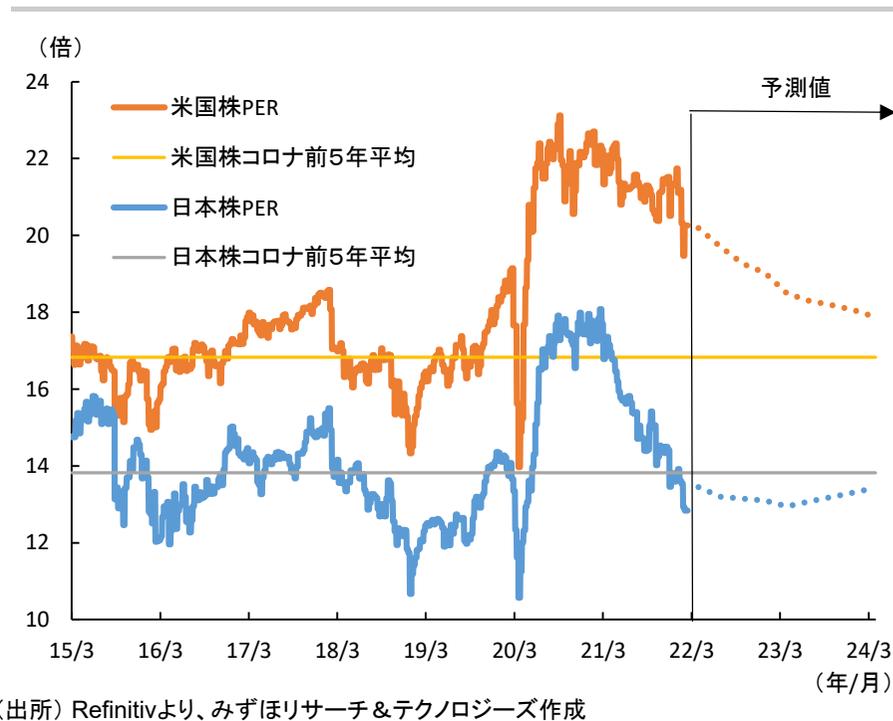
## 内外株式：米国株は2023年前半まではやや軟調に推移も、その後は回復基調に

- 米国株は、2023年1～3月期までやや軟調に推移するも、その後は緩やかな回復基調に
  - 2023年1～3月期までは、米長期金利の上昇を主因にPERが低下
  - その後も、割高感の解消からPERが低下も、低下幅は徐々に緩やかに
  - 米国企業は堅調な業績を維持。12カ月先予想EPSについては、年率6～7%程度のペースでの成長を見込む
- 日本株は、米国株に連動する形で軟調に推移する場面もあるが、その後は、EPSの成長に合わせ、緩やかに上昇
  - 日本企業が堅調な業績を維持することを勘案すれば、今後のPERの低下は限定的

### ダウ平均の割高感



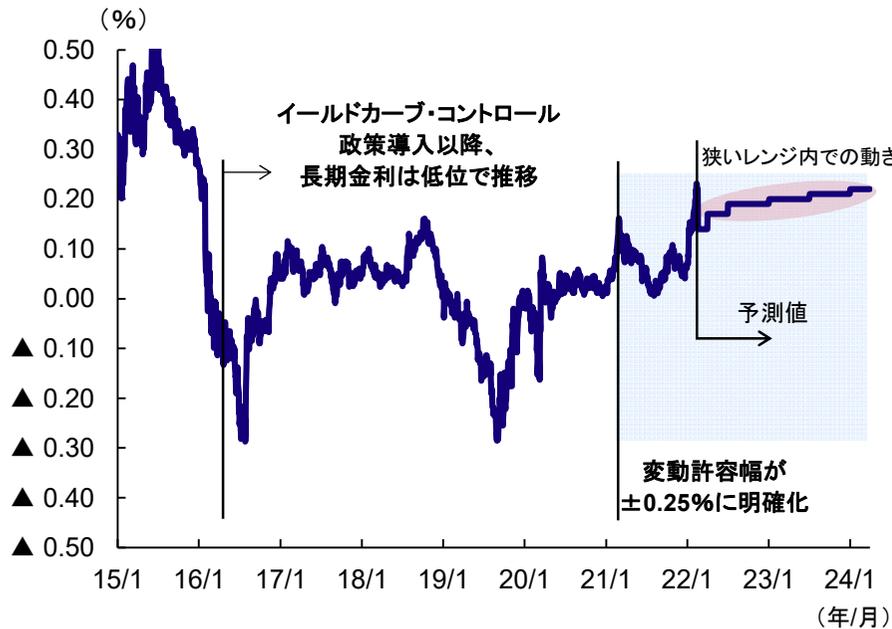
### 米国株PERと日本株PERの推移と先行き予測値



# 為替：2022年から2023年にかけて、対円・対ユーロともにドル高進展を予想

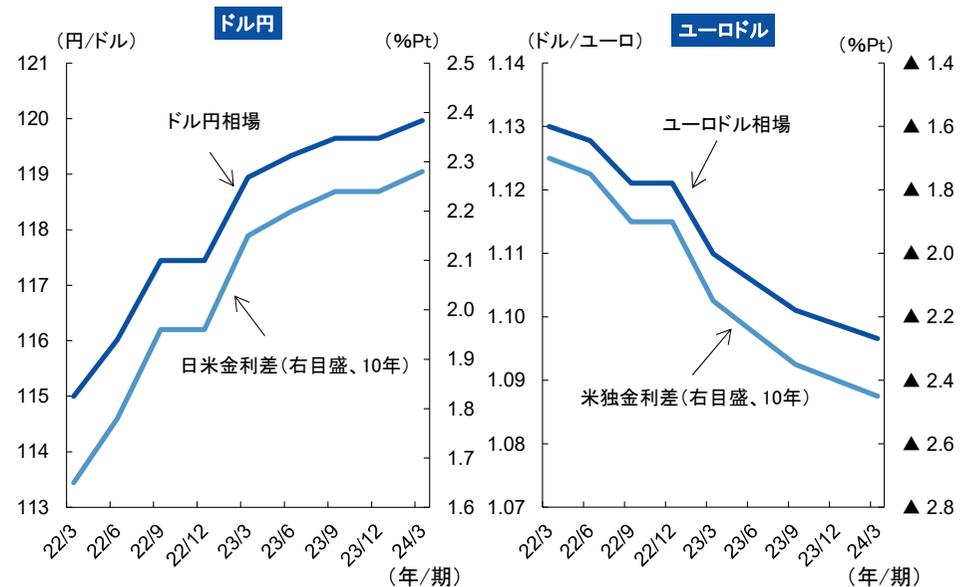
- 2022年から2023年にかけて、**対円・対ユーロともにドル高進展**を予想
  - 日本や欧州では、金融政策正常化に向けての動きはまだ鈍いとみられ、金利上昇は限定的に。一方、米国では、2022年から2023年にかけて利上げが行われるとみられ、米金利は上昇
  - 先行きは、米金利上昇による**対米金利差拡大から、ドル高圧力がかかると予想**

## 日本10年債利回りの推移



(注) 予測値はレンジの中央値  
(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・ユーロドル相場の予測値



(注) 1. 予測値はレンジの中央値  
2. 日米金利差 = 米国債利回り - 日国債利回り  
米独金利差 = 独国債利回り - 米国債利回り  
(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		2024年	
米国	11月	中間選挙	3月	イラク戦争から20年	11月	大統領選挙
欧州	4月 6月	フランス大統領選挙 フランス議会選挙	上期	イタリア議会選挙	5月 5月 7~9月 10月	露プーチン大統領任期満了 英国議会選挙、欧州議会選挙 パリオリンピック・パラリンピック フォン・デア・ライエン欧州委員長任期満了
日本	7月	参議院議員任期満了	4月 4月 4月	黒田日銀総裁任期満了 統一地方選挙 大阪府知事・大阪市長任期満了	7月	東京都知事任期満了
アジア	2~3月 3月 3月 5月頃 秋	北京オリンピック・パラリンピック 韓国大統領選挙 香港行政長官選挙 フィリピン大統領・議会選挙 第20期中国共産党大会	3月迄 7月迄 8月迄 9月迄	タイ下院選挙 カンボジア総選挙 ミャンマー総選挙 マレーシア総選挙	1月 2月 上期 中旬迄	台湾総統選挙 インドネシア大統領・議会選挙 韓国議会選挙 インド総選挙
その他	上期 10月	オーストラリア上院下院選挙 ブラジル大統領・議会選挙	年内	トルコ大統領・議会選挙	6月	メキシコ大統領選挙

(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			
松浦大将	(アジア総括)	+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
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。