
2022・2023年度 内外経済見通し ～グローバルインフレと世界経済の行方～

2022.7.26

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査本部

見通しのポイント

- 2022・2023年の世界経済は3%を下回る低成長になる見通し。欧米中心にインフレは深刻化しており、インフレ抑制のために利上げを実施。インフレ・金利上昇により欧米は2023年にかけて景気後退に。アジア圏は今後コロナ禍からの回復に向かうものの、欧米経済の低迷を補うには至らず、世界経済は2023年にかけて減速
- インフレの賃金への波及が発生している米国では、物価抑制の観点からFRBは2022年内に政策金利を4%近傍まで引き上げる見通し。インフレ・米金利上昇を受けて、米国経済は2023年に景気後退入り。ただし、家計・企業のバランスシートは健全で、経済の落ち込みを緩和。米国の景気後退の期間は短く、深度も浅くなる見通し
- ウクライナ紛争が長期化するなか、ロシアは欧州へのガス供給を前年比1/3程度まで減らすと想定。ガス需給のひっ迫とそれに伴う価格高騰を受け、欧州は2022年末から景気後退入り。インフレの賃金への波及は現時点ではみられないものの、輸入インフレの深刻化を受けてECBは1%近傍まで政策金利を引き上げる見通し
- 欧米と比べコロナ禍からの回復が遅れていたアジアは、コロナ関連規制の緩和により今後消費中心に持ち直し。中国のゼロコロナ政策解除時期は2023年4～6月期になる見通し。ただし、資源高や欧米経済の低迷が輸出を下押し。アジアは総じてみれば景気後退を回避も、世界経済をけん引するには力不足
- 日本は、足元のコロナ拡大の影響が一服する2022年末頃から消費が持ち直し、インバウンド需要も回復へ。一方で、交易条件の悪化や海外経済減速が企業収益を下押しし、賃金の回復ペースは緩やかに。需給ギャップはマイナス圏で推移し、日本のインフレ率は、商品市況高騰が一服する2023年後半には再び0%台になる見通し
- 金融市場は、FRBの利上げを受けて2022年末にかけて米長期金利の上昇を見込む。一方で賃金の伸びが緩慢な中、日銀は金融緩和スタンスを維持。日米金利差拡大などを受け、ドル円相場は1ドル=140円台前半まで円安が進展する見通し。米金利上昇を受けて、米株価は2022年末にかけて下落後、底値圏で推移する見通し

《構成》

| | |
|--------------|-----|
| 1. 全体概要 | P 4 |
| 2. 各国経済・金融市場 | P11 |
| (1) 米国経済 | P12 |
| (2) ユーロ圏経済 | P21 |
| (3) 新興国経済 | P30 |
| (4) 日本経済 | P41 |
| (5) 金融市場 | P50 |

1.全体概要

2023年に向け世界経済は減速。高インフレの米欧は景気後退の一方、日中は後退を回避

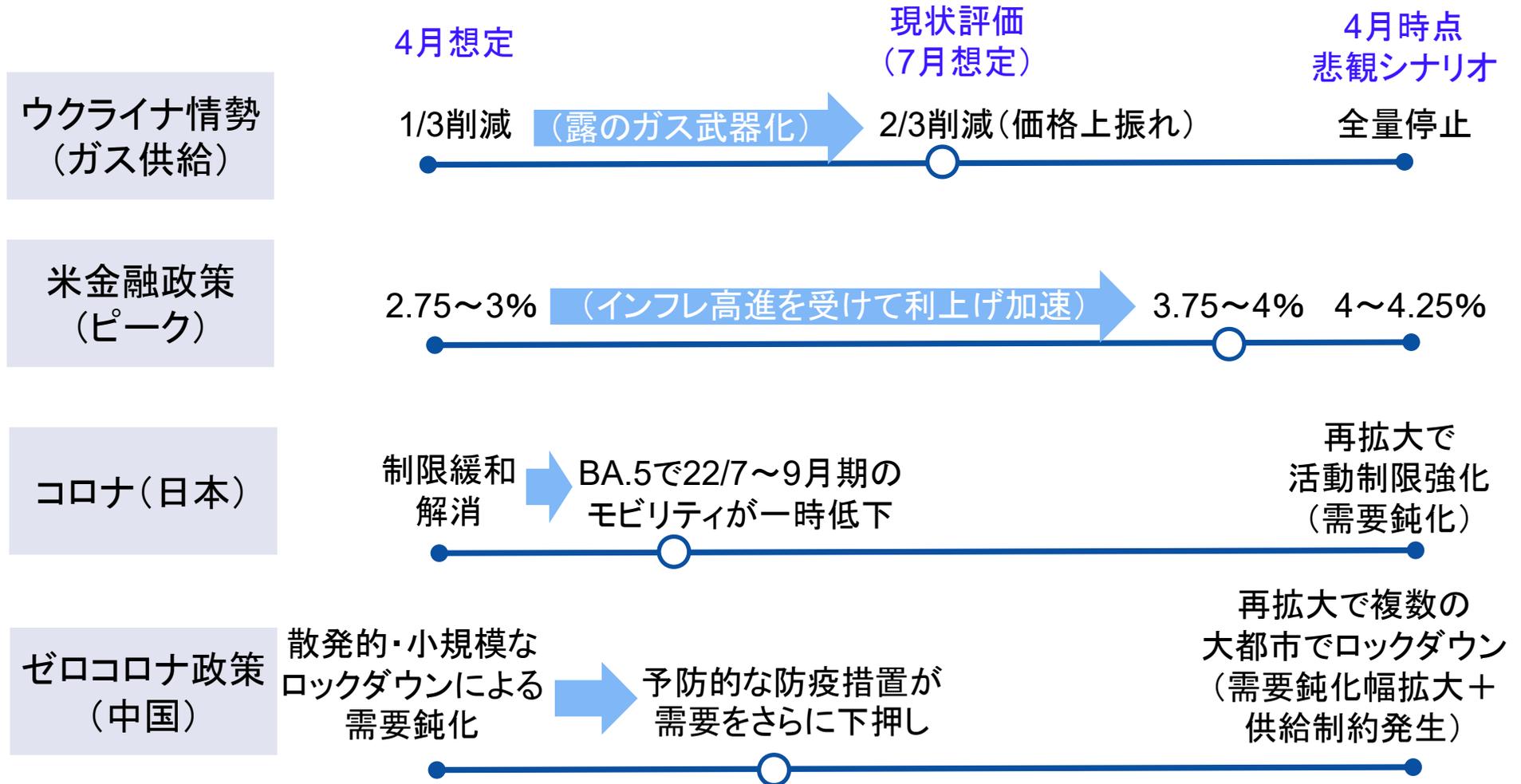
| | (前年比、%) | | | (%Pt) | | |
|------------|------------|---------------|-------|--------------------|-------|--|
| | 2021 暦年 | 2022 (見通し) | 2023 | 2022 (4月予測との比較) | 2023 | |
| 世界実質GDP成長率 | 6.1 | 2.4 | 2.0 | ▲ 0.3 | ▲ 1.3 | 軒並み下方修正。修正幅は国・地域で濃淡 |
| 日米欧 | 5.2 | 2.3 | 0.1 | ▲ 0.3 | ▲ 2.3 | インフレや金融引き締め政策が欧米経済を下押し(2023年に向け景気後退) |
| 米国 | 5.7 | 2.2 | 0.3 | ▲ 0.8 | ▲ 2.1 | |
| ユーロ圏 | 5.3 | 2.5 | ▲ 0.7 | 0.2 | ▲ 3.2 | |
| 英国 | 7.4 | 3.4 | 0.5 | ▲ 0.3 | ▲ 1.2 | 資源高や世界経済減速を受けて下方修正。2023年に向けコロナ禍からの回復が落ち込みを緩和 |
| 日本 | 1.7 | 1.3 | 1.8 | ▲ 0.2 | ▲ 0.3 | |
| アジア | 7.1 | 4.7 | 4.7 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 | |
| 中国 | 8.1 | 4.0 | 5.0 | ▲ 0.7 | ▲ 0.2 | 2022年は予防的な防疫措置実施が下押し(2023年Q2にゼロコロナ政策解除、景気後退は回避へ) |
| NIEs | 5.5 | 2.6 | 1.9 | - | ▲ 0.8 | |
| ASEAN5 | 3.3 | 5.2 | 4.5 | - | ▲ 0.4 | |
| インド | 8.3 | 7.2 | 5.5 | ▲ 0.2 | ▲ 0.4 | 2023年に向けコロナ禍から回復。中国回復の恩恵も相対的に大 |
| オーストラリア | 4.8 | 2.8 | 2.0 | - | ▲ 0.6 | |
| ブラジル | 4.6 | 1.5 | 0.7 | 1.3 | ▲ 1.5 | |
| メキシコ | 4.8 | 1.6 | 0.3 | - | ▲ 2.0 | 中南米は金融引き締めと米経済の下押しが影響。0%台の成長率に |
| ロシア | 4.7 | ▲ 7.5 | ▲ 4.9 | 5.8 | ▲ 3.2 | |
| 日本(年度) | 2.2 | 1.8 | 1.2 | ▲ 0.4 | ▲ 0.4 | |

(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

2022~2023年に向け2%台の低成長
(2022年は中国、2023年は欧米が低迷)

崩れる前提：現実世界は4月時点の悲観シナリオに近い動き

4月想定と現状評価(7月想定)



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

グローバルインフレと世界経済に対する現状評価・今後のシナリオ

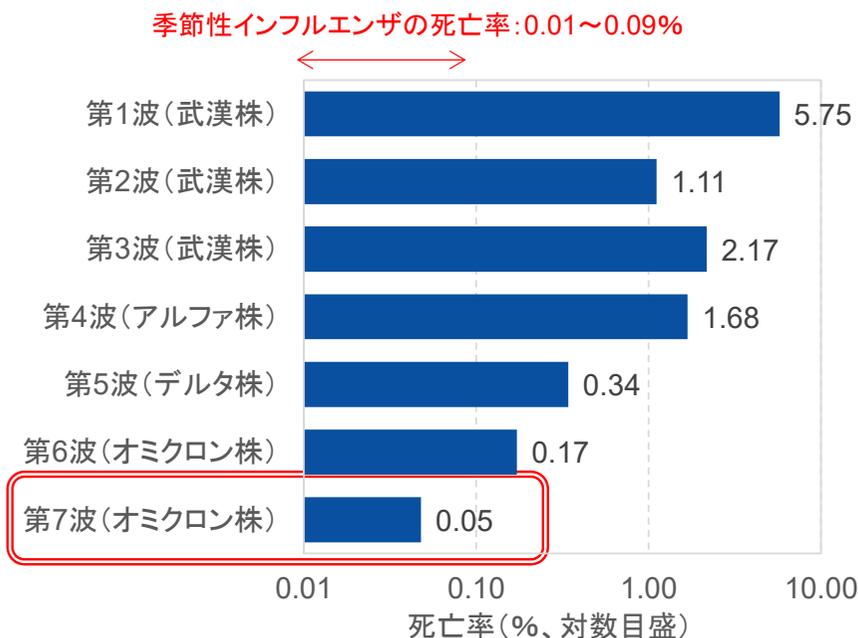
| 現状評価 | | グローバルインフレの発生 | | |
|---------|-----------------|--|---|---|
| | | 地域により相違あり | | |
| | | インフレ高進(実質金利は大幅マイナス) | 相対的にインフレ圧力は小 | |
| | | 米国 | 欧州 | 中国・日本 |
| 今後のシナリオ | 当面の物価・金融政策 | 賃金への波及がみられるなかFRBは2022年内に 中立金利(2.5~3.0%)を上回る水準(3.75~4.0%) まで政策金利を引き上げ | 景気後退懸念が強く、賃金への波及はみられないが、輸入インフレ深刻化を受けて マイナス金利の脱却、中立金利(1%程度)への回帰 を急ぐ | 国内問題(日本:低賃金、中国:ゼロコロナ政策、不動産)を抱え、 相対的にインフレ圧力は弱く、金融政策は緩和を維持 |
| | 景気の先行きとその後の金融政策 | 2023年に短期かつ浅めの景気後退入り。インフレ率は徐々に低下するが、供給制約からそのペースは緩やかで、FRBは 政策金利を2023年内は維持 | ガス価格高騰で今冬に景気後退入り。脱ロシアの進捗過程でインフレ率は高止まり。景気後退もECBは 政策金利を中立水準(1.0%)まで引き上げ&維持 | 世界経済減速・資源高による購買力低下は下押しも、 コロナ禍からの回復が経済を下支え(景気後退を回避) 。日本の物価は2023年末には再び0%台に |
| | 市場見通し | 利上げ加速を受けて米長期金利は 2022年末に3.7%まで上昇 。米株は 2021年末対比、▲22%下落 | 欧長期金利は中立金利までの利上げを既に相応に織り込み済(今後上昇はするが小幅)。ユーロドルは米欧金利差拡大で、 当面パリティ割れが継続 | 日銀が金融緩和政策を維持するなか、円金利は低水準で推移。ドル円は米長期金利が上昇する 2022年末にかけ1ドル=140円台前半に |

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナによる経済活動下押しは一時的・限定的。アジア圏は個人消費が下支え

- コロナBA.5の感染力は強いが、死亡率は相対的に低い。今後もコロナウィルスの感染は収束しないが、経済活動下押しは一時的・限定的
- アジアではこれまで遅れていた水際対策などの制限緩和が徐々に進むことで、今後の経済回復要因に。また、中国のゼロコロナ政策解除は2023年Q2と想定しており、消費は回復に向かう見通し

日本の新型コロナ死亡率



各国の旅客数

低迷 堅調

| | (2019年=100) | 2021 | | | | | | | | | | | | 2022 | | | | |
|------------------|-------------|------|----|----|----|----|----|----|-----|----|----|----|----|------|----|-----|----|----|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 欧州 | スペイン | 12 | 8 | 12 | 12 | 26 | 37 | 67 | 82 | 67 | 71 | 51 | 48 | 40 | 50 | 58 | 82 | 92 |
| | イタリア | 16 | 16 | 16 | 15 | 24 | 37 | 59 | 89 | 88 | 68 | 45 | 38 | 40 | 44 | 50 | - | - |
| | オランダ | 8 | 7 | 8 | 9 | 16 | 23 | 43 | 47 | 49 | 62 | 49 | 18 | 15 | 34 | 58 | 86 | 88 |
| | フランス | 7 | 7 | 9 | 8 | 11 | - | 93 | 100 | 72 | 49 | 34 | 37 | 28 | 33 | 45 | - | - |
| | ドイツ | 5 | 6 | 7 | 7 | 9 | 20 | 56 | 62 | 54 | 57 | 41 | 29 | 21 | 31 | 39 | 60 | - |
| 米州 | 米国 | 16 | 11 | 16 | 21 | 27 | 26 | 30 | 33 | 28 | 32 | 43 | 52 | 38 | 34 | 49 | 65 | - |
| | メキシコ | 43 | 40 | 57 | 60 | 68 | 73 | 78 | 68 | 59 | 77 | 93 | 98 | 81 | 84 | 101 | 95 | 94 |
| | カナダ | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 | 6 | 10 | 22 | 25 | 24 | 21 | 28 | 11 | 16 | 23 | 37 | - |
| | アルゼンチン | 4 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 | 12 | 19 | 29 | 24 | 34 | 49 | 45 |
| | コスタリカ | 24 | 21 | 34 | 34 | 37 | 48 | 59 | 47 | 33 | 38 | 58 | 83 | 72 | 77 | - | - | - |
| アジア オセア ニア | シンガポール | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 6 | 4 | 4 | 8 | 19 | 26 |
| | タイ | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 3 | 7 | 4 | 5 | 6 | 9 | 16 |
| | ベトナム | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 7 | 12 |
| | カンボジア | 4 | 4 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 6 | 8 | 9 | 12 | 15 | 19 |
| | インド | 9 | 11 | 14 | 9 | 1 | 3 | 7 | 9 | 12 | 20 | 28 | 33 | 22 | 26 | 38 | 43 | - |
| 東アジア | オーストラリア | 1 | 1 | 1 | 3 | 5 | 5 | 2 | 1 | 1 | 1 | 3 | 9 | 8 | 11 | 22 | 30 | 29 |
| | 日本 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 2 | 5 | 6 |
| | 韓国 | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 7 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 7 | 7 | 9 | 12 |
| | 台湾 | 2 | 2 | 3 | 3 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 3 | 4 | 5 |

水際対策措置の緩和や撤廃により、日本・アジア地域の旅客数は持ち直し

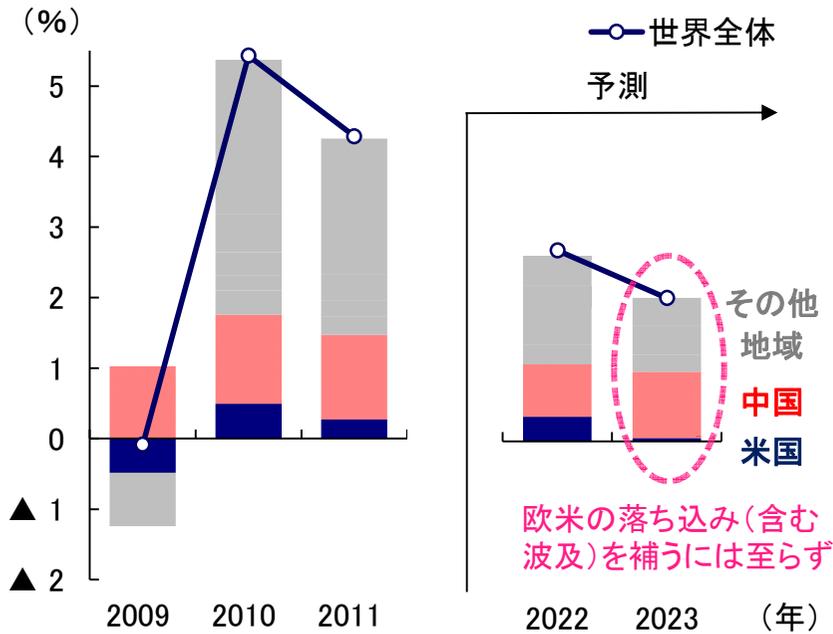
(注) 死亡率は感染報告数に対する死者の割合。感染→死亡にはラグがあるため、第7波の死亡率は今後上昇する可能性がある
 (出所) covid-2019.live、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国回復も欧米低迷を補うには至らず。2023年の世界経済は減速感強まる見込み

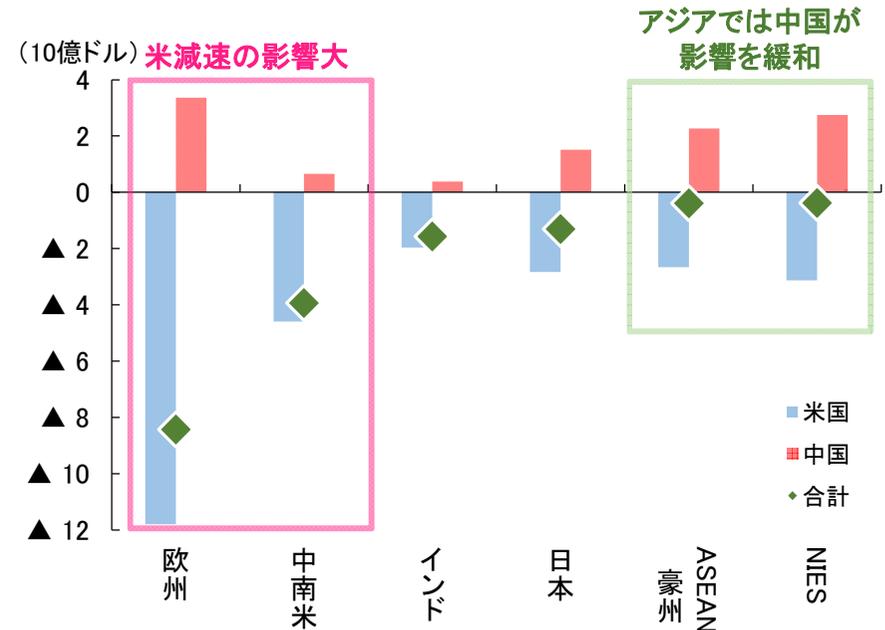
- 米国の景気減速下、相対的に高い成長率を維持する **中国が世界経済における存在感を高める見込み**
 - 2022～2023年における中国の世界経済成長への寄与度は、1%程度とリーマンショック直後(2009年)並みに
- ただし、2023年にかけての米減速による世界への影響大。 **復調する中国を考慮しても世界経済の下押し不可避**
 - ゼロコロナ明けの中国経済は、V字回復程の勢いはなく、巡航速度に戻る程度
 - 中国との経済的結びつきの強い一部アジア地域でさえ、米影響を相殺しきれず(ネットではマイナス影響が残存)

世界実質GDP成長率(地域別寄与度)



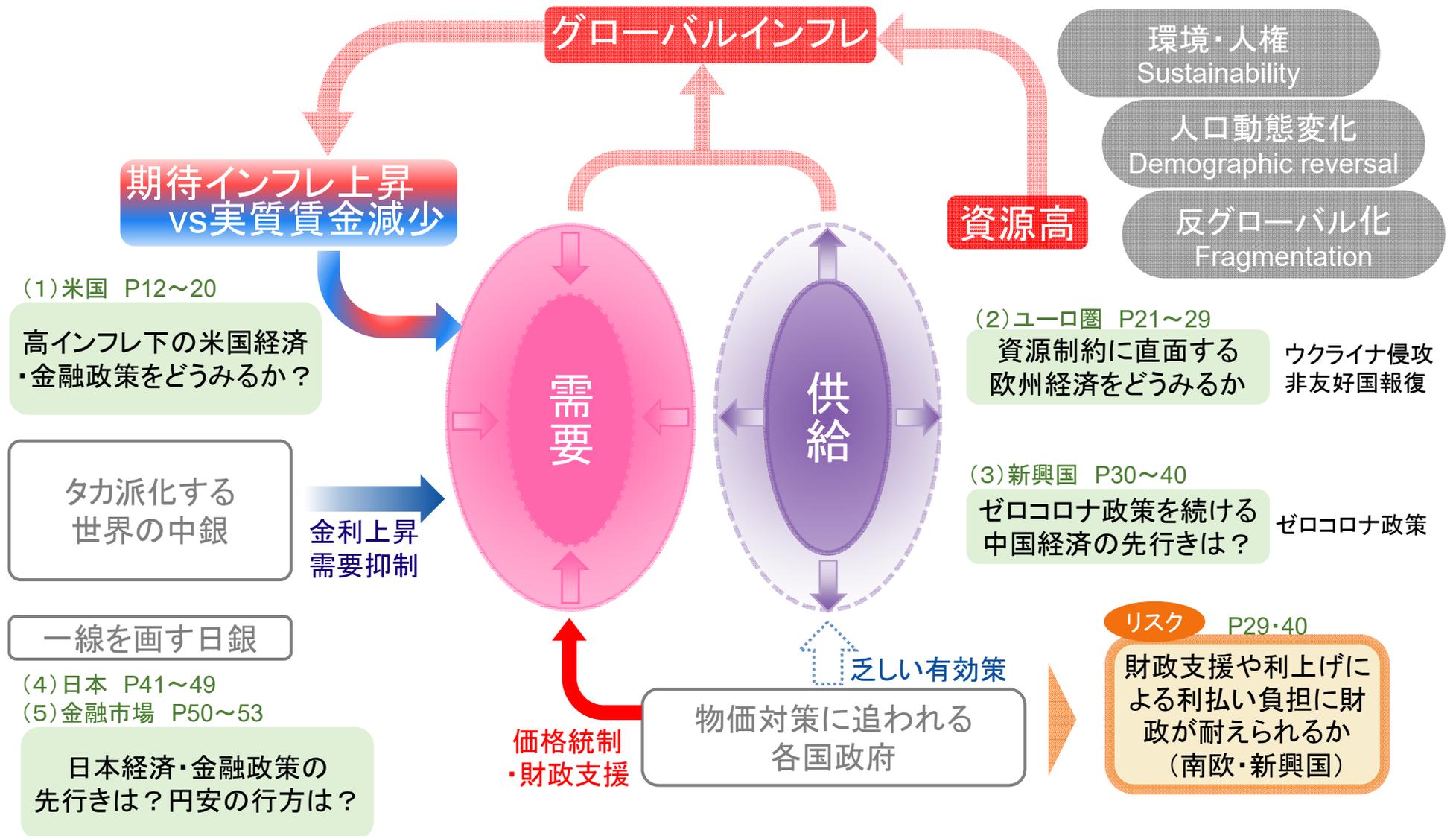
(注)2022年以降はMHRT予測値。寄与度はIMFのGDPシェア(PPPベース)より計算(出所)IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米・中成長率変化(22⇒23年)による世界経済への波及



(注)欧州は28カ国、ASEANは5カ国(インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナム、マレーシア)、中南米はメキシコ・ブラジルの合計(出所)OECD「TiVA」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2023年にかけての世界観と論点



(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: 高インフレ・金融引き締めで2022年は減速、2023年には景気後退入り

- 2022年、2023年は前年比+2.2%、同+0.3%と大幅減速。2023年は年央にかけて景気後退
 - 2022年は高インフレと金融引き締めで大きく減速、住宅市場は調整局面入り。しかし、堅調な雇用・所得環境と健全なバランスシート・潤沢な手元資金による個人消費が景気を下支え
 - 2023年は金融引き締めの影響が経済全体に広がり、4~6月期と7~9月期は2期連続マイナス成長、失業率は上昇。しかし、米国経済は金融的不均衡を抱えておらず、景気後退は浅く・短期で終了

米国経済見通し総括表

| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | | | | 2022 | | | | 2023 | | | |
|---------------|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| | | 暦年 | (見通し) | | | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 |
| 実質GDP | 前期比年率、% | 5.7 | 2.2 | 0.3 | 6.3 | 6.7 | 2.3 | 6.9 | ▲ 1.6 | 2.2 | 1.3 | 1.2 | 0.4 | ▲ 2.0 | ▲ 0.4 | 1.7 |
| 個人消費 | 前期比年率、% | 7.9 | 2.6 | 1.3 | 11.4 | 12.0 | 2.0 | 2.5 | 1.8 | 1.3 | 2.9 | 1.7 | 1.2 | ▲ 0.7 | 1.4 | 2.7 |
| 住宅投資 | 前期比年率、% | 9.2 | ▲ 2.7 | ▲ 7.3 | 13.3 | ▲ 11.7 | ▲ 7.7 | 2.2 | 0.4 | ▲ 1.2 | ▲ 9.1 | ▲ 0.7 | ▲ 10.8 | ▲ 13.7 | ▲ 4.7 | ▲ 0.2 |
| 設備投資 | 前期比年率、% | 7.4 | 5.5 | 0.8 | 12.9 | 9.2 | 1.7 | 2.9 | 10.0 | 5.3 | 4.0 | 3.9 | 1.4 | ▲ 4.1 | ▲ 5.8 | 7.3 |
| 在庫投資 | 前期比年率寄与度、%Pt | 0.4 | ▲ 0.2 | ▲ 0.5 | ▲ 2.6 | ▲ 1.3 | 2.2 | 5.3 | ▲ 0.4 | ▲ 0.5 | 0.0 | 0.0 | ▲ 0.3 | ▲ 1.0 | ▲ 0.5 | ▲ 0.2 |
| 政府支出 | 前期比年率、% | 0.5 | ▲ 1.7 | ▲ 0.1 | 4.2 | ▲ 2.0 | 0.9 | ▲ 2.6 | ▲ 2.9 | ▲ 1.2 | ▲ 1.2 | ▲ 1.2 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 純輸出 | 前期比年率寄与度、%Pt | ▲ 1.4 | ▲ 0.6 | ▲ 0.0 | ▲ 1.6 | ▲ 0.2 | ▲ 1.3 | ▲ 0.2 | ▲ 3.2 | 1.4 | ▲ 0.5 | ▲ 0.2 | 0.1 | 0.6 | 0.1 | ▲ 0.9 |
| 輸出 | 前期比年率、% | 4.5 | 5.5 | 2.5 | ▲ 2.9 | 7.6 | ▲ 5.3 | 22.4 | ▲ 4.8 | 15.5 | 1.4 | 2.9 | 2.9 | 0.0 | 1.2 | 1.2 |
| 輸入 | 前期比年率、% | 14.0 | 9.8 | 1.2 | 9.3 | 7.1 | 4.7 | 17.9 | 18.9 | 1.4 | 4.2 | 3.3 | 1.3 | ▲ 3.7 | 0.0 | 6.7 |
| 失業率 | % | 5.4 | 3.6 | 4.2 | 6.2 | 5.9 | 5.1 | 4.2 | 3.8 | 3.6 | 3.6 | 3.4 | 3.5 | 4.2 | 4.5 | 4.7 |
| 個人消費支出デフレーター | 前年比、% | 3.9 | 6.0 | 3.6 | 1.8 | 3.9 | 4.3 | 5.5 | 6.3 | 6.3 | 6.0 | 5.4 | 4.5 | 3.6 | 3.2 | 2.9 |
| 食品・エネルギーを除くコア | 前年比、% | 3.3 | 4.8 | 3.6 | 1.7 | 3.4 | 3.6 | 4.6 | 5.2 | 4.7 | 4.7 | 4.4 | 4.1 | 3.8 | 3.4 | 3.0 |

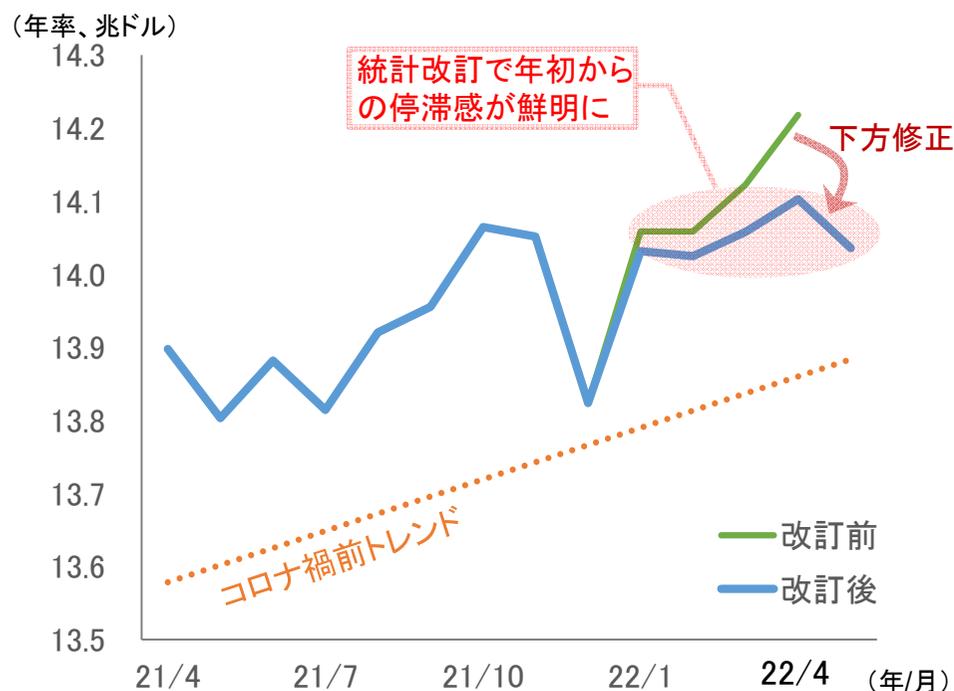
(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値(2022年7月15日時点)

(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の経済指標は強弱入り混じる状況も需要変調の兆しジワリ

- 5月個人消費は前月比減少。2022年1~4月も下方修正。物価高による年初からの消費停滞が鮮明に
 - インフレが激しい食料品やガソリン支出の減少継続。経済活動再開で期待された余暇サービス支出や外食・宿泊サービス支出の回復の勢いが弱い(節約志向)。株安による金融サービス支出の悪化も消費を下押し
 - 同時に発表された食料・エネルギー除くコア消費デフレーターは依然高止まり。インフレの先行きは楽観できず
- 6月ISM製造業景況指数は急低下。新規受注指数は2年ぶりに節目の50を下回り需要減速を示唆
 - 企業サイドからも需要面の変調が確認された格好。入荷遅延指数も低下しており物流混乱にも緩和の兆し

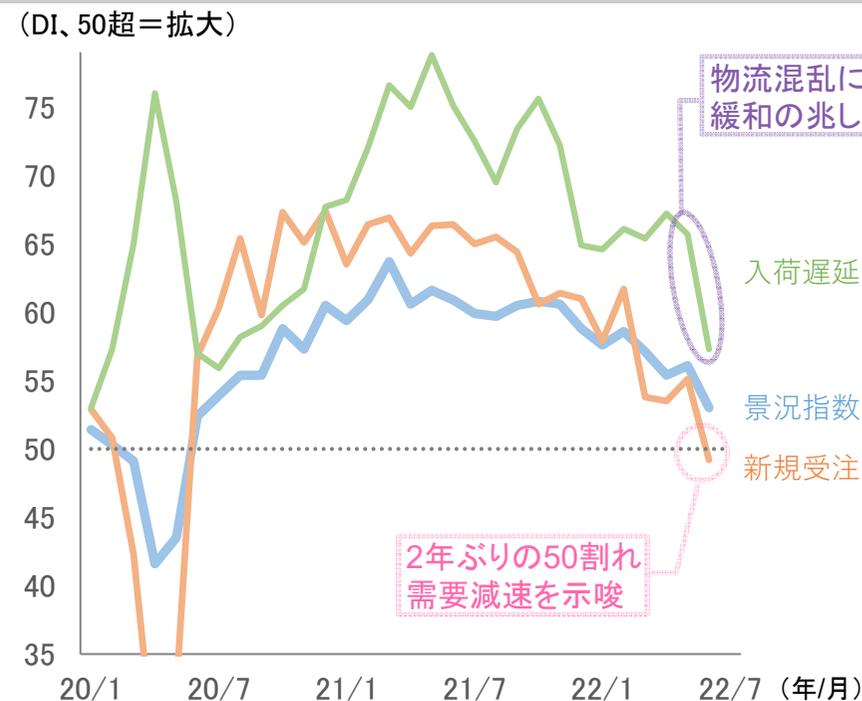
米個人消費



(注)破線は過去トレンド(2010-2019年)

(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

ISM製造業景況指数

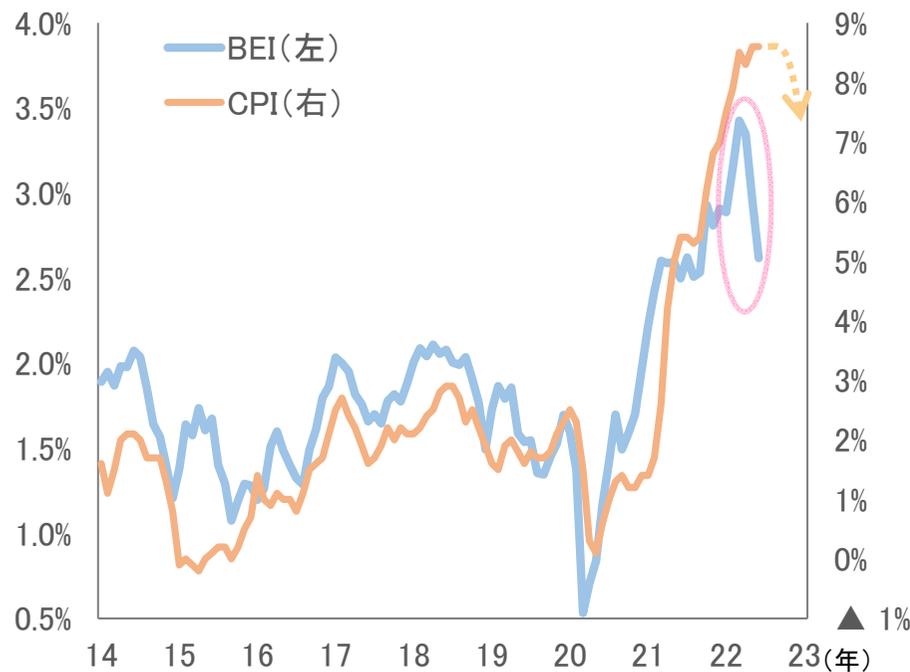


(出所)ISMより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

減速懸念から市場のインフレ期待は後退。消費者の先行き物価見通しも一先ず安定

- 市場の期待インフレ率を示すとされる**ブレイクイーブンインフレ率は2%半ばに急低下**
 - 景気減速・インフレピークアウトを示唆する経済指標を織り込む動き。消費者物価に先行するとされるものの、振れの大きさには要注意。ピークアウト時期もさることながら、注目は物価の減速ペース
- **消費者の物価見通しも一先ず安定推移**
 - 6月75bp利上げの一因とされるミシガン大学物価見通しは確報で下方改訂。期待インフレ不安定化の懸念は後退
 - 一方で1年先のインフレ見通しは高止まり。物価動向次第も中期的なインフレ期待が上昇するリスクは残存

市場の期待インフレ率(BEI)と消費者物価上昇率



(注)ブレイクイーブンインフレ率は米5年債と米5年物価連動債の利回り差
(出所)米国労働省、Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

消費者のインフレ期待(ミシガン大学)

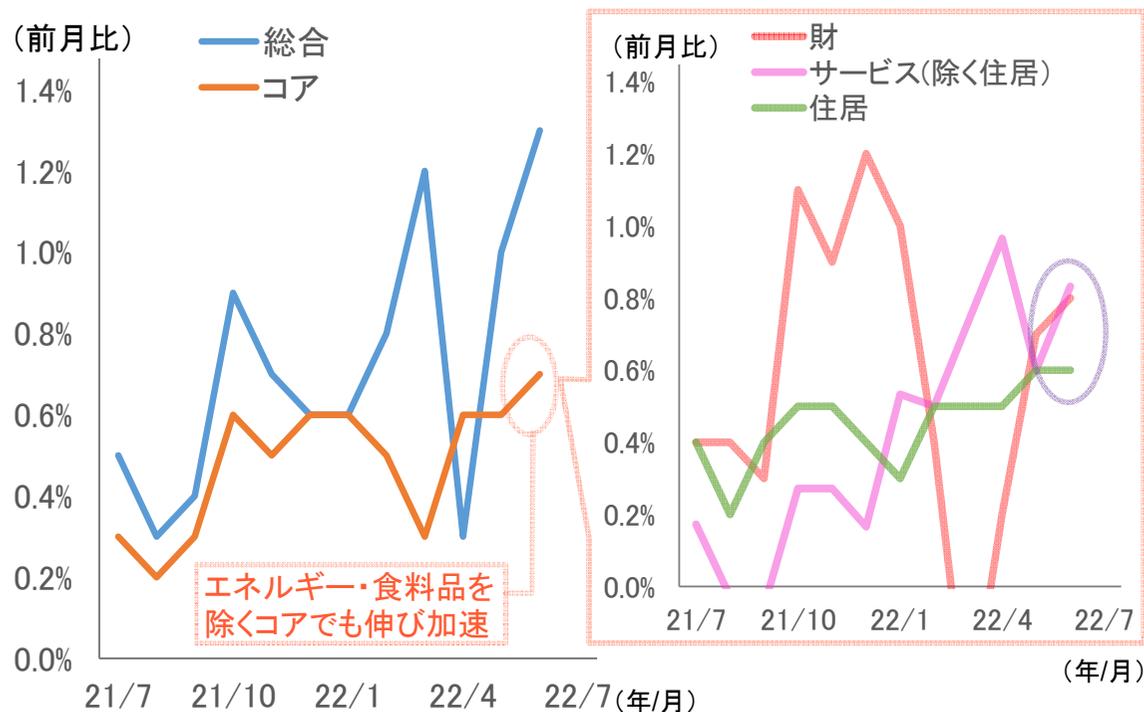


(出所)ミシガン大学より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

一方で未だインフレ鎮静化の兆しはうかがえず

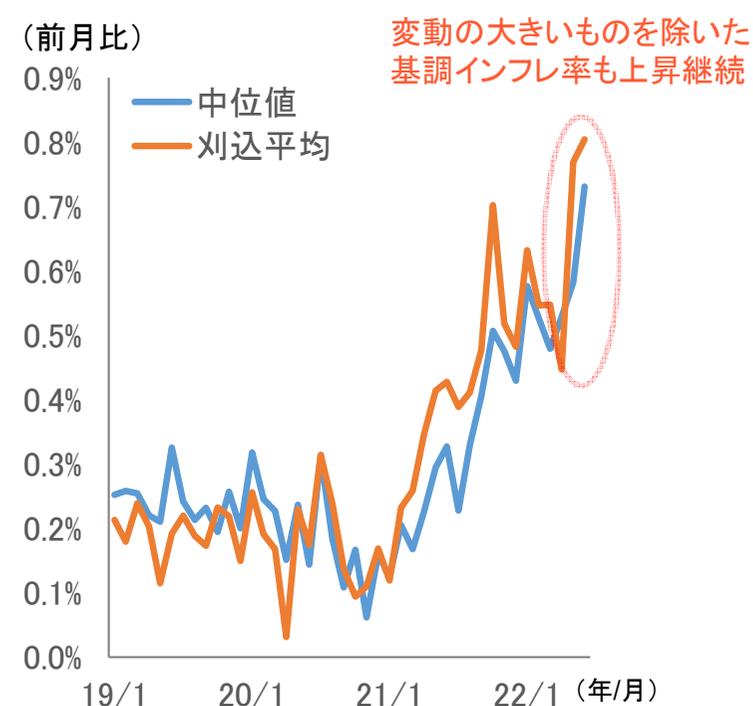
- 6月消費者物価指数は前月比+1.3%(5月同+1.0%)と伸び加速。前年比では1981年11月以来の高い伸び
 - エネルギー・食料品を除くコアCPIも同+0.7%(5月同+0.6%)と伸びが高まる
 - コアCPIの内訳をみると、財では自動車の上昇が続いたほか、アパレル、家具・家電、娯楽用品と広範に上昇。サービスでは慣性力があるとされる住居費に加え、賃金上昇が反映されやすいサービス価格でも上昇継続
 - 基調的なインフレ率も軒並み上昇しておりインフレ圧力の強さを示唆する結果

米消費者物価



(出所)米労働省より、みずほサーチ&テクノロジーズ作成

米基調インフレ率



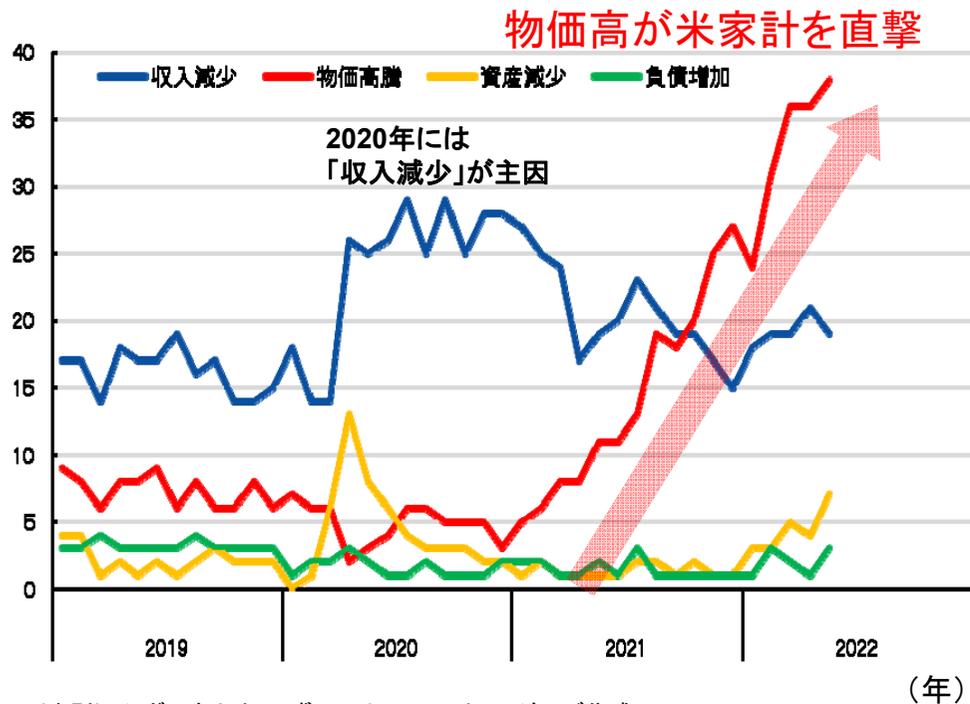
(注)刈込平均は変動率の上下8%を除いた上昇率

(出所)クレーブランド連銀より、みずほサーチ&テクノロジーズ作成

バイデン政権の物価高対策は力不足。金融政策での対処が主に

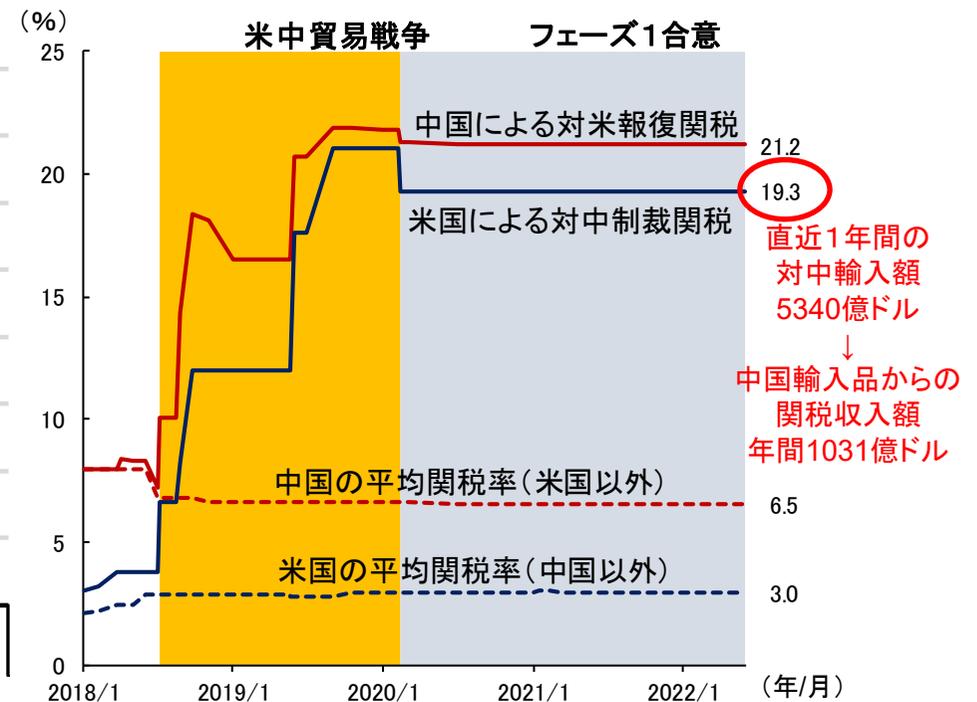
- 物価高に悲鳴を上げる米消費者。11月の中間選挙を控えて、物価高は政治問題化
 - ミシガン大調査によれば、**資金繰り悪化の要因として「物価高」を指摘する米消費者の割合は急増**
- バイデン政権は①連邦燃料税の一時停止(7~9月)を議会に要請(6/22)、②対中制裁関税の戦略的見直しも(7/5)
 - ②では、自動車等の消費財100億ドル分について関税撤廃を検討している模様(報道ベース)
 - 年間・総額ベースでみると連邦燃料税は個人消費の0.3%、対中制裁関税は同0.6%⇒仮に**減税分がそのまま物価の引き下げにつながるとしても、高インフレ対策としては力不足(部分停止であれば、なおさら)**

ミシガン大学調査: 家計の資金繰りが悪化した要因



(出所)ミシガン大より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米中の関税率

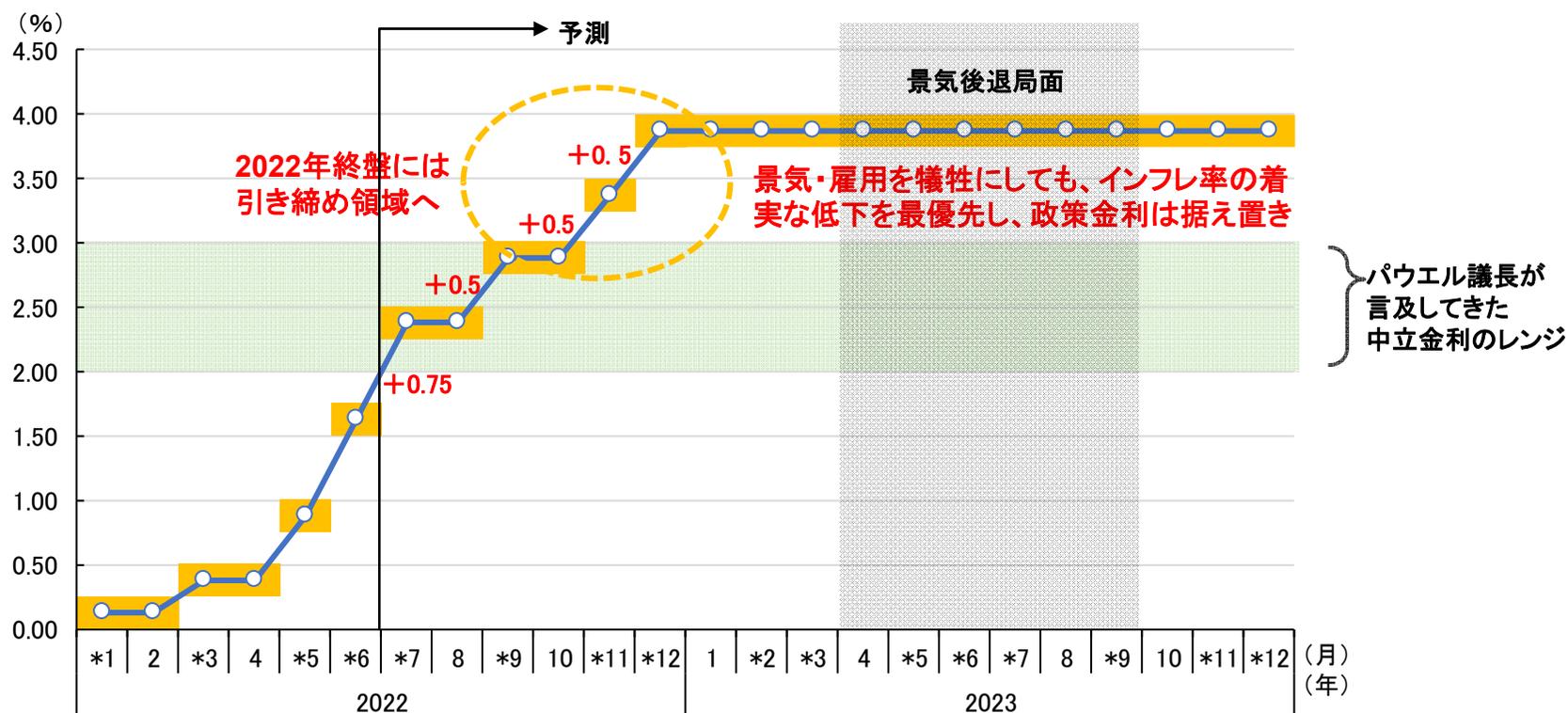


(出所)PIIEより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

FRBはインフレ抑制姿勢を鮮明に。景気後退でも政策金利は据え置き

- FRBはインフレ抑制姿勢を鮮明にしており、景気後退下でも利下げはせず
 - 2022年末にかけ3.75~4%まで政策金利を引き上げ。その後2023年中は政策金利を据え置き

米政策金利(FF金利)誘導レンジ

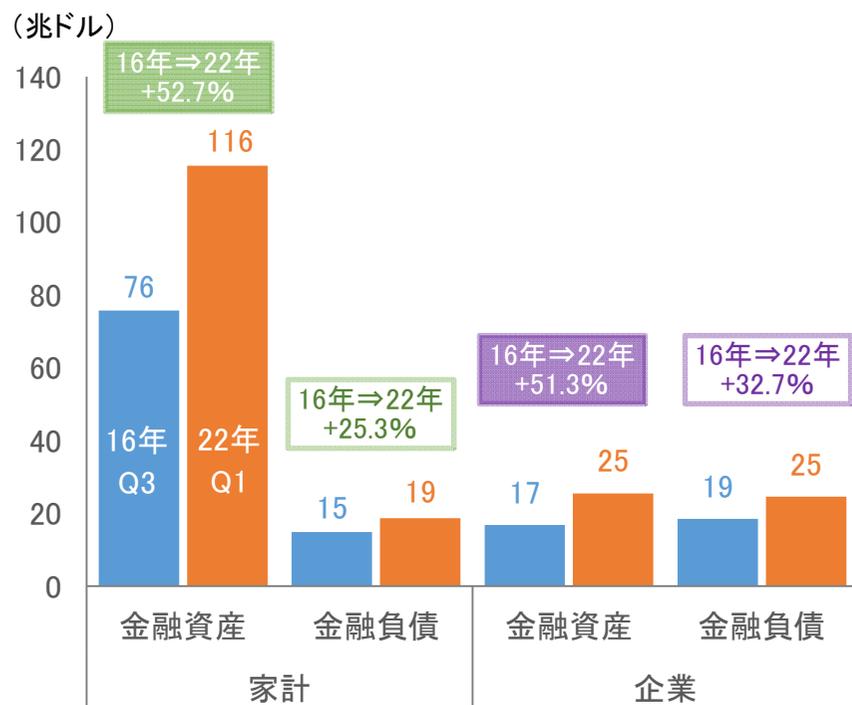


(注) * はFOMC開催月
 (出所)FRB、Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

健全なバランスシートと良好な雇用環境が経済の落ち込みを緩和

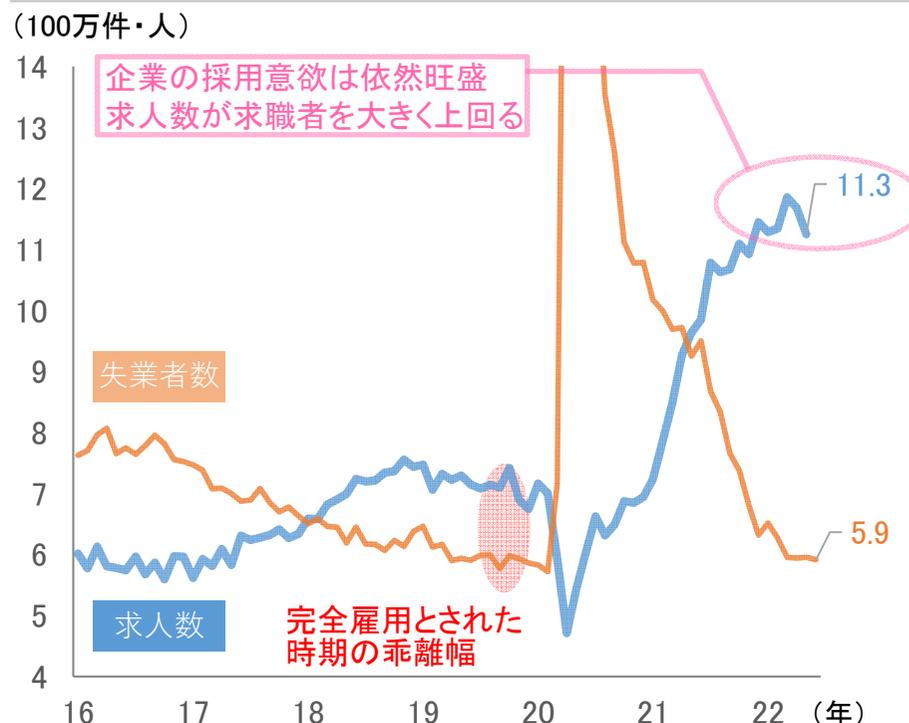
- 企業・家計のバランスシートは極めて健全
 - 年初来の株価調整も家計の金融資産は16年対比40兆ドル増。対して負債の増加は4兆ドル。また住宅価格の上昇も家計の耐久力を高める要因に。加えて、住宅ローンは大きく増加しているが、利用者の信用力は極めて高い（＝無節操な貸出の形跡なし）
- 米国の労働市場は歴史的な超売り手市場。良好な雇用環境が消費を下支えする構図
 - デジタル化・脱炭素・地政学リスク等の構造的環境変化への積極的対応が過剰需要の崩れにくい一因に

米家計・企業の金融資産と金融負債



(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の求人数と失業者数

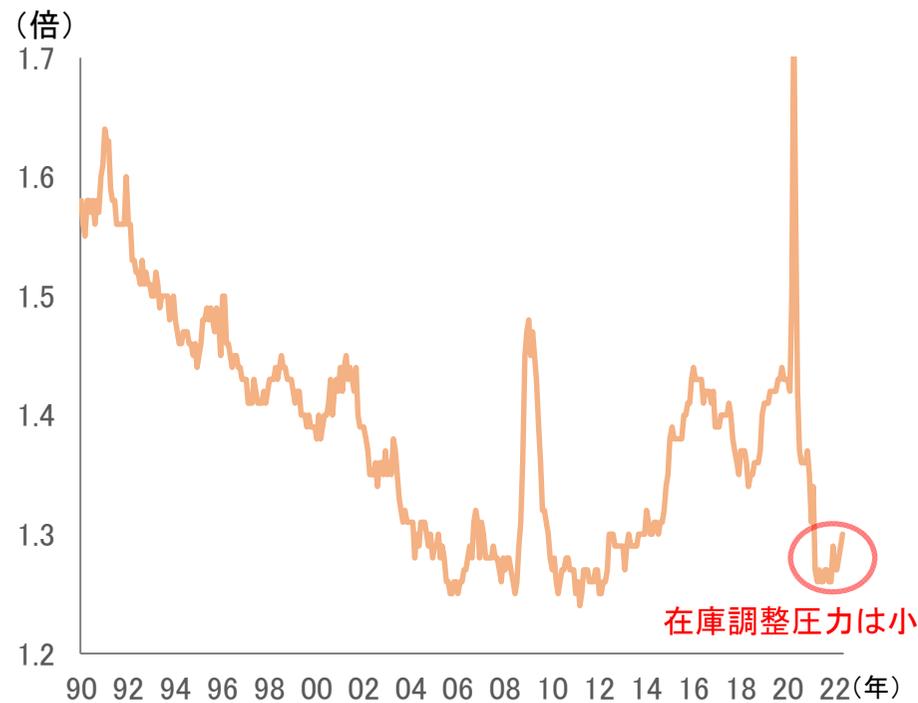


(出所)米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

過剰在庫や過剰設備の懸念(循環要因)も相対的に小

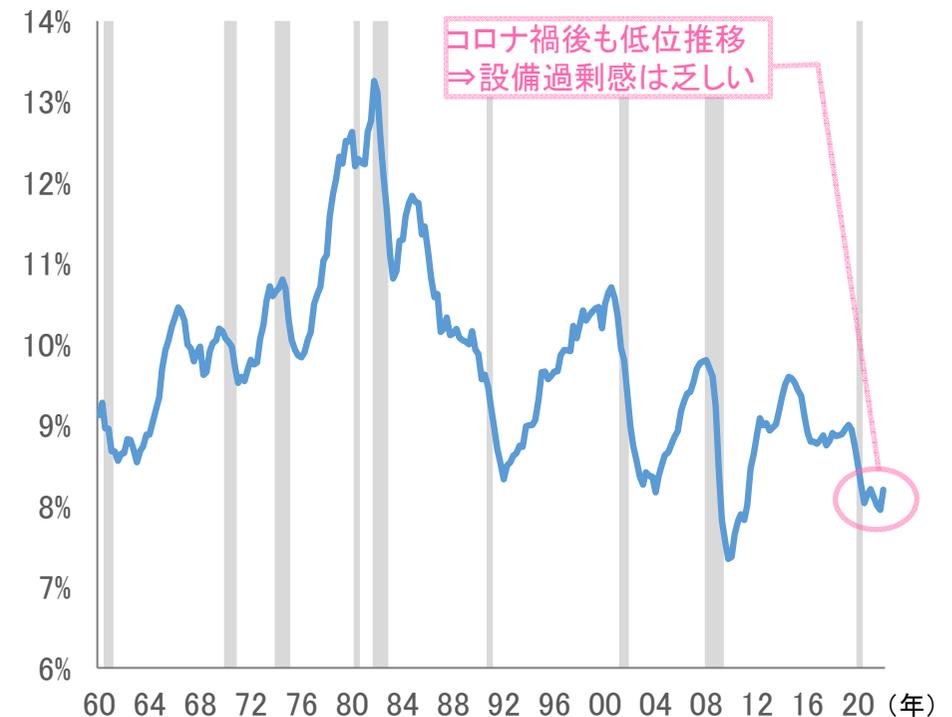
- サプライチェーン強靱化の一環で在庫の積み増しが続く中、産業全体の在庫率は依然として低位
 - 一部業種(百貨店や衣料品)で在庫調整圧力はあるものの、大幅な在庫調整となるリスクは小
 - 設備投資もコロナ禍で大きく落ち込んだ後はほぼ底這い状況。景気悪化に伴う投資削減の余地も限定的
- 2023年には景気後退局面入りも比較的短期・軽微な調整を見込む
 - 軽微な調整にとどまることからインフレ減速ペースは緩やか(2023年末に2%台後半)。FF金利は高止まりを予想

在庫率(在庫÷売上高)



(注)名目ベース
(出所)米商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

設備投資(構造物・設備機器)対GDP比率

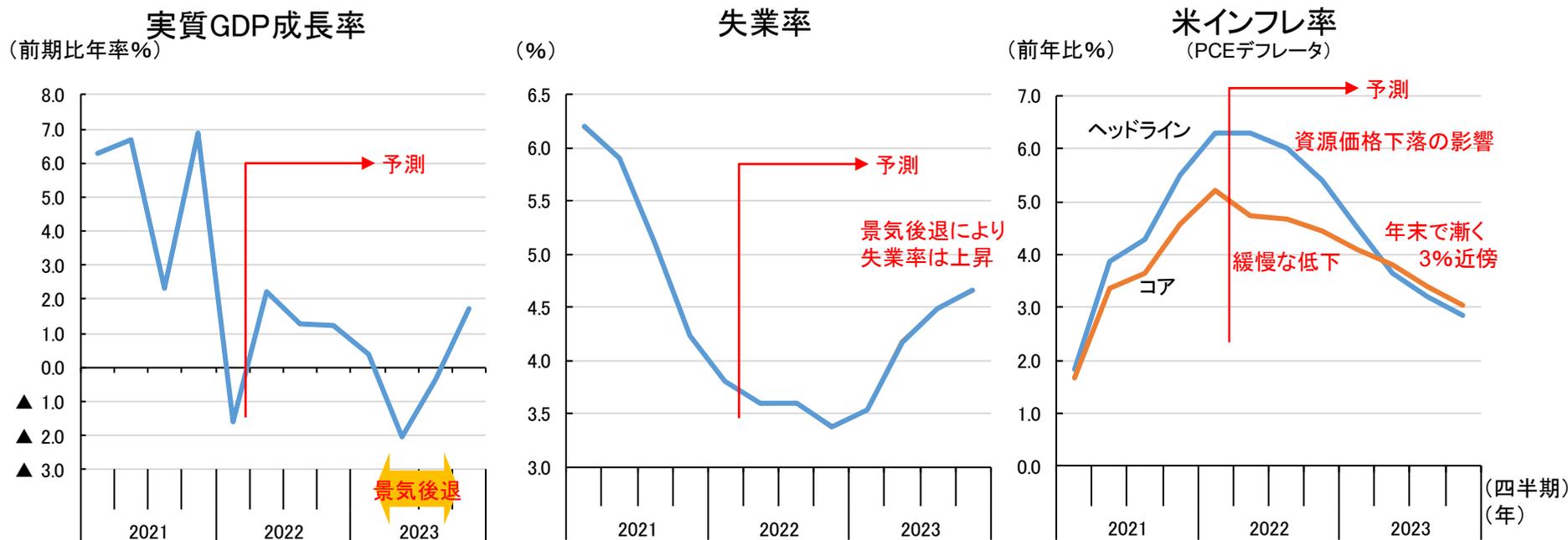


(注)ソフトウェアや研究開発などの知的財産は除く。網掛け部分は景気後退局面
(出所)米商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2023年に短期の景気後退入り。インフレ率は2023年末でようやく3%近傍

- 2022年内は高いインフレ圧力が継続。FOMCは大幅利上げを断行し政策金利は3.75~4.00%へ
 - ヘッドラインインフレ率は資源価格の下落を受けて低下するが、コアインフレ率が高止まり
- 2023年入り後もインフレ率の低下は緩慢、引き締めスタンス継続
 - 金融引き締めで米国経済は景気後退入り。経済・金融面での不均衡がないことから景気後退は2四半期で終了、2023年終盤には回復
 - コアインフレ率の着実な低下を見極めるため、2023年を通じて政策金利は据え置き

米経済見通し



(注) インフレ率は個人消費支出デフレーターベース
 (出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(2) ユーロ圏: 物価上昇が消費を中心に経済を下押し

- 2022・2023年の実質GDP成長率は+2.5%、▲0.7%と予測
 - 2022年はプラス成長も、冬場の暖房需要増加によるエネルギー価格の一段の上昇と、それに伴う実質可処分所得の減少が消費を中心に経済を下押し
 - 2023年は、前年に実施された利上げによる借り入れコスト増加を背景に設備投資が減少。このほか、急速な利上げを背景とした米国の景気後退もユーロ圏輸出の下押し要因に

ユーロ圏: 短期見通し総括表

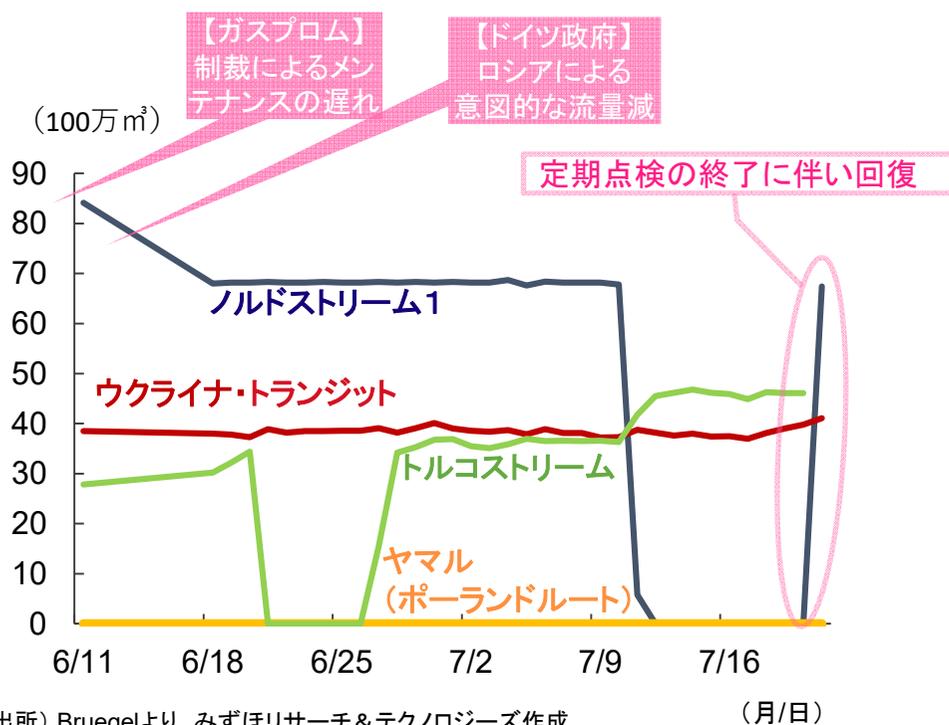
| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | | | | 2022 | | | | 2023 | | | |
|---------------|------------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | | 暦年 | (見通し) | | | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 |
| 実質GDP | 前期比、% | 5.3 | 2.5 | ▲0.7 | ▲0.1 | 2.1 | 2.3 | 0.4 | 0.5 | 0.2 | 0.0 | ▲0.4 | ▲0.7 | 0.1 | 0.1 | 0.6 |
| 内需 | 前期比、% | 4.2 | 2.5 | ▲0.8 | ▲0.6 | 2.2 | 2.1 | 1.2 | 0.1 | ▲0.0 | 0.2 | ▲0.8 | ▲1.0 | 0.5 | 0.6 | 0.1 |
| 個人消費 | 前期比、% | 3.6 | 2.5 | ▲1.2 | ▲2.3 | 3.8 | 4.6 | ▲0.2 | ▲0.4 | 0.4 | 0.1 | ▲1.0 | ▲1.0 | 0.2 | 0.4 | 0.2 |
| 総固定資本形成 | 前期比、% | 3.9 | 2.4 | ▲1.1 | ▲1.8 | 1.5 | ▲0.7 | 3.6 | ▲0.5 | 0.4 | 0.3 | ▲0.1 | ▲0.9 | ▲0.3 | ▲0.3 | 0.2 |
| 政府消費 | 前期比、% | 3.9 | 0.9 | 1.0 | 0.0 | 1.8 | 0.2 | 0.3 | ▲0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.1 |
| 在庫投資 | 前期比寄与度、%Pt | 0.4 | 0.3 | ▲0.1 | 1.0 | ▲0.5 | ▲0.3 | 0.5 | 0.4 | ▲0.4 | 0.0 | ▲0.3 | ▲0.3 | 0.4 | 0.4 | ▲0.1 |
| 外需 | 前期比寄与度、%Pt | 1.3 | 0.2 | 0.1 | 0.5 | ▲0.1 | 0.4 | ▲0.8 | 0.4 | 0.3 | ▲0.1 | 0.3 | 0.3 | ▲0.5 | ▲0.4 | 0.5 |
| 輸出 | 前期比、% | 10.5 | 4.8 | 0.5 | 0.3 | 3.0 | 2.1 | 2.7 | 0.4 | 0.7 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | ▲0.7 | ▲0.7 | 1.5 |
| 輸入 | 前期比、% | 8.2 | 4.8 | 0.4 | ▲0.8 | 3.4 | 1.5 | 4.8 | ▲0.5 | 0.2 | 0.7 | ▲0.3 | ▲0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.5 |
| 消費者物価指数 | 前年比、% | 2.6 | 8.6 | 6.3 | 1.1 | 1.8 | 2.8 | 4.6 | 7.0 | 8.0 | 9.2 | 9.9 | 9.8 | 6.9 | 4.7 | 4.0 |
| 食品・エネルギーを除くコア | 前年比、% | 1.5 | 3.6 | 2.8 | 1.2 | 0.9 | 1.4 | 2.4 | 2.7 | 3.7 | 3.8 | 4.2 | 4.2 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |

(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

ロシアはガス供給継続方針を示唆するも供給途絶懸念は残存

- ノルドストリーム1のガス流量は定期点検の終了に伴い回復したが、市場では先行きに対する警戒感が残存
 - ロシアからはガス供給継続を示唆する情報がある一方、プーチン大統領が7月末以降に再びガスの流量が減少する可能性について言及するなど、先行きは不透明
 - LNG輸入の拡大やノルウェーからのガス流量増で例年並みの調達を確保するも、ロシア産ガスの供給途絶懸念から欧州ガス価格は160ユーロ/MWh近傍で高止まり

ロシアからのガスパイプライン流量



欧州ガス価格指標

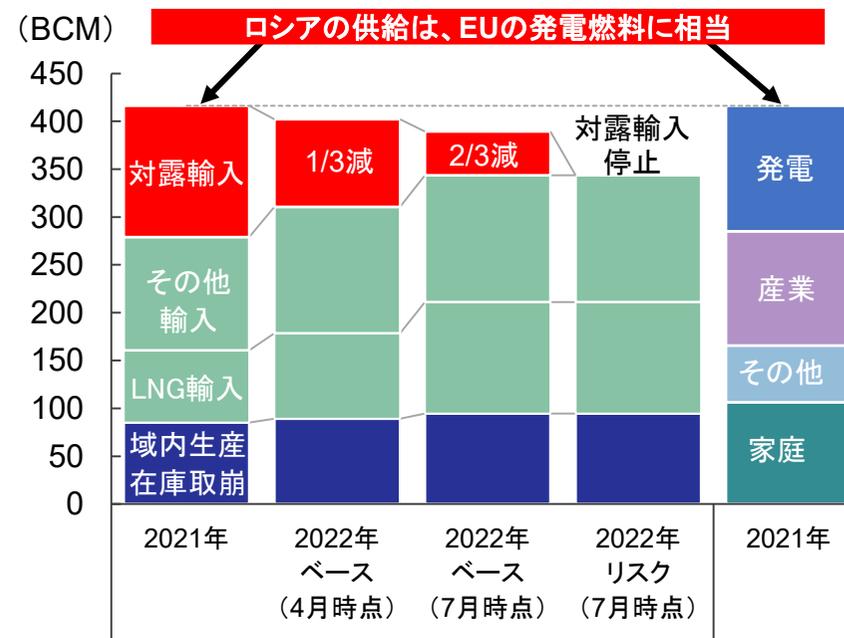


供給途絶のリスクに対して石炭火力の余力は十分だが、不確実性は残る

- EUの対露ガス輸入は前回4月予測の想定(1/3減)以上に減少。今回見通しでは年後半の対露輸入2/3減を想定
- ガスプロムは、欧州向けガス供給について「不可抗力で保証できない」としており(7/14)、供給途絶リスクにも警戒
 - 対露輸入が完全停止したリスクケースの場合は、発電向け天然ガス需要の半分程度を石炭火力に代替する必要
- リスクに対し、石炭火力の発電余力は十分だが、石炭の調達には不確実性
 - このため、EUは原子力の利用も強調しており、ドイツも年内の原発廃止計画を見直す方向転換を検討(7/18)
 - 石炭発電への代替やガス需要の抑制がスムーズに行われない場合、エネルギーは冬場に不足

EUの天然ガス需給に関する想定

| 供給 | 従来想定 (4月時点) | ベースシナリオ (7月時点) | リスクシナリオ (7月時点) |
|----------------|--------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 露の供給 | 2022年は 前年比1/3減少 | 2022年後半は 前年比2/3減少 | 完全停止 |
| その他地域 からの代替 | 露供給の2割 相当分の増加 | 現状を踏まえ、露 供給の3割 相当分の増加 | 同左 |
| 省エネ・ 再エネ活用 | 露供給の1割 相当分の削減 | 現状を踏まえ 露供給の15%相 当分の削減 | 同左 |
| 石炭火力へ の代替 | 無 | ガス在庫の積み 増しなどのために 石炭火力を拡大 | ガス火力発電の 半分程度を石炭 火力に代替 |
| エネルギー 不足の有無 | 無 | 無 | (石炭への代替 が進めば)無 |

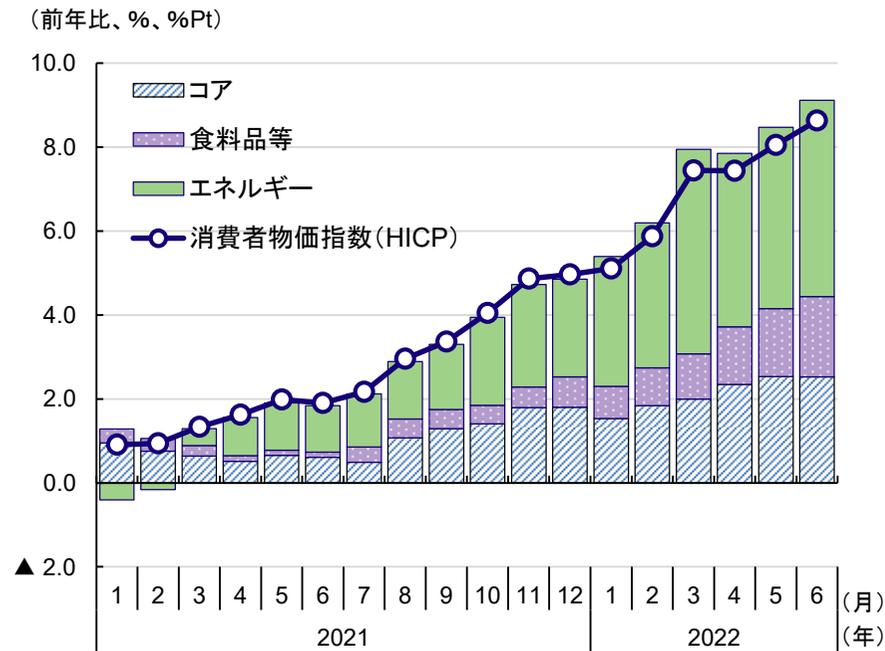


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インフレが加速する中、財消費は低迷。サービス消費にもピークアウトの徴候

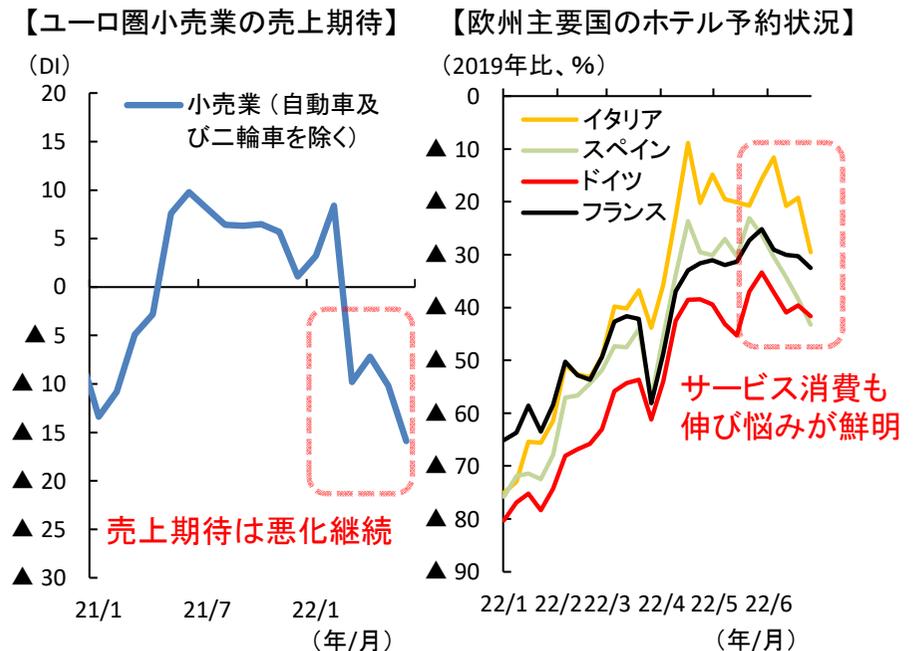
- 6月のインフレ率は前年比+8.6%と過去最高を記録
 - ガスをはじめとするエネルギー価格の高騰が主因だが、価格転嫁を通じてコア物価も上昇
- インフレの影響で財消費はすでに減少しているほか、サービス消費の回復にも頭打ち感
 - 実質所得の悪化を受けて財消費はすでに減少。小売業の3カ月先売上期待はさらに低下
 - ホテル予約は足元で伸び悩み。モビリティとともに回復してきたサービス消費も7~9月期にピークアウトへ

ユーロ圏：消費者物価



(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

小売業の売上期待とホテル予約状況



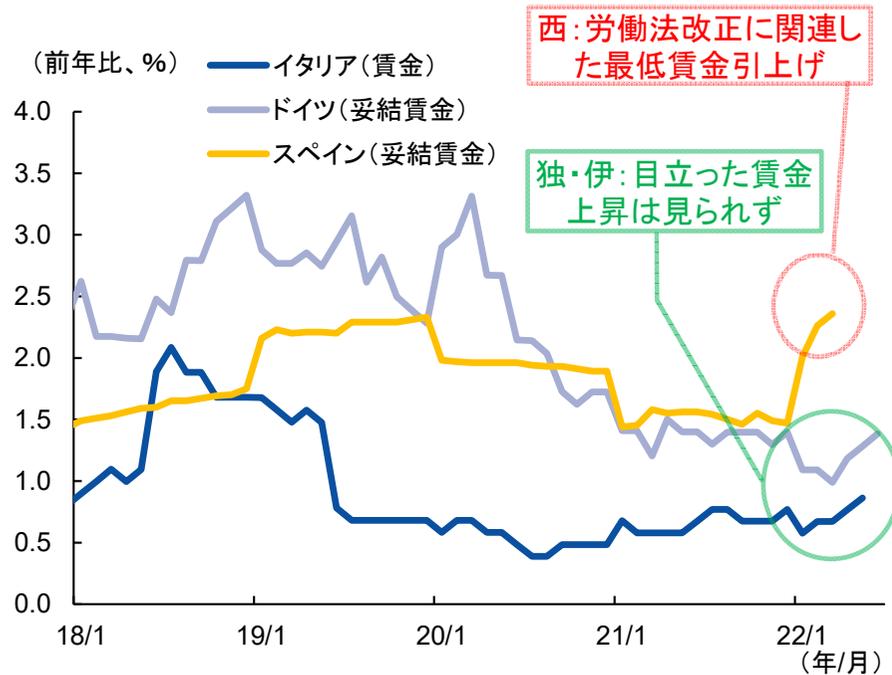
(注) 左図は先行き3カ月の小売業の売上期待、0が判断の節目。右図はコロナ前(2019年)対比の各国のホテル予約状況

(出所) 欧州委員会、SOJERNより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

足元の賃金上昇率は安定。労働需給が緩和する中、賃金インフレには至らず

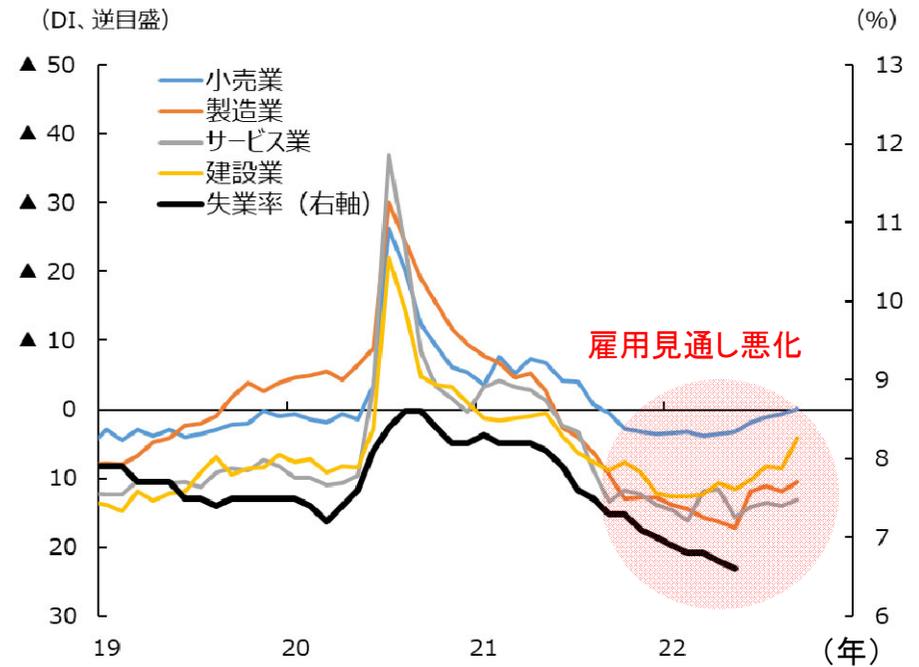
- インフレの高止まりが予想される中でも、賃金動向は一部の国を除き緩慢な動き
 - 政府が労働改革の一環として年初に最低賃金引き上げを実施したスペインの妥結賃金が上昇しているものの、イタリアやドイツの賃金伸び率は低位。物価上昇が賃金上昇につながるホームメイドインフレの兆候はみられず
- 失業率は歴史的低水準にあるが、景気先行き懸念を受けて企業の雇用見通しは足元で悪化
 - 労働需給は今後緩和に向かい、先行きも賃金上昇率は加速しない見込み

各国賃金の動向



(出所) イタリア国家統計局、ドイツ連邦統計局、スペイン社会経済労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業の雇用見通しDIと失業率



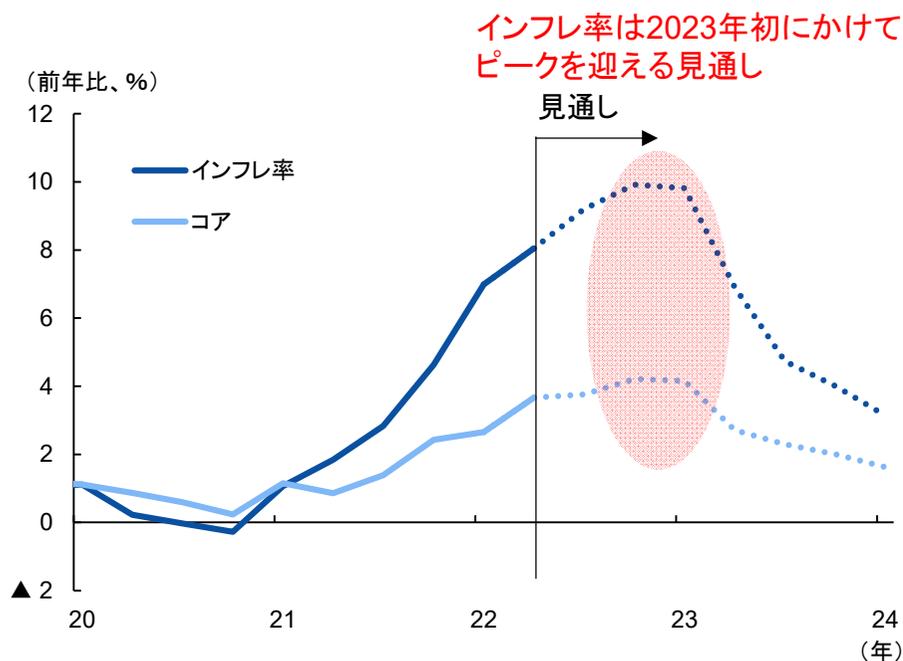
(注) 雇用見通しDIを3カ月先行させている

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

実質所得の悪化を受けて、今冬の個人消費は大幅減が不可避

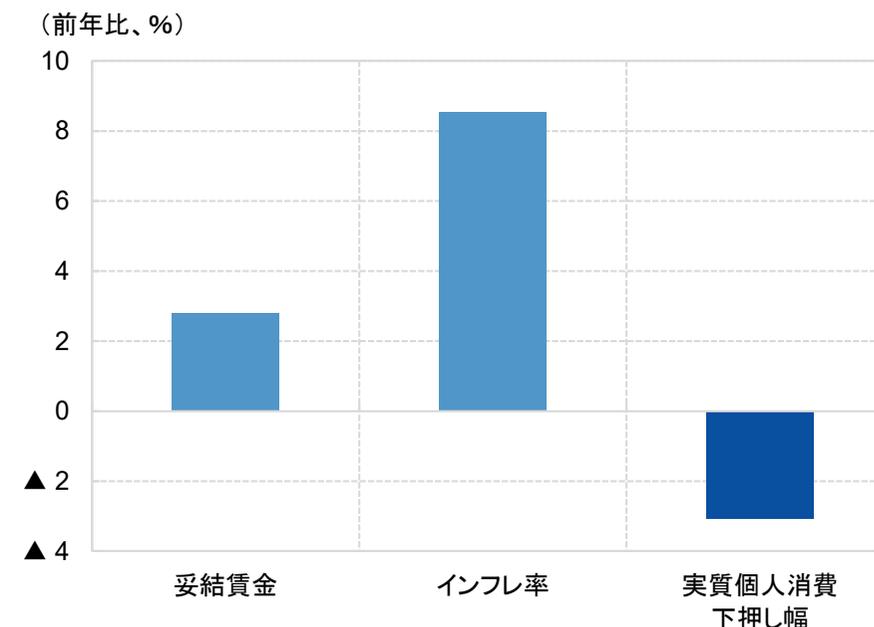
- 天然ガス価格高騰を主因に、インフレ率は今冬にかけて前年比10%近傍まで上昇する見通し(エネルギーの不需要期に当たる2023年春以降はピークアウト)
- 今冬(2022/4Q~2023/1Q)の個人消費は大幅減が不可避に
 - みずほリサーチ&テクノロジーズの2022年インフレ率予測(年平均で前年比+8.6%)と足元のユーロ圏妥結賃金(2.8%)を踏まえると、実質所得は6%程度減少し、個人消費には3%程度の下押し圧力がかかる計算。特に、暖房需要が増えてエネルギー価格上昇の影響が重くのしかかる今冬の個人消費は大幅減

ユーロ圏: 消費者物価



(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

賃金とインフレ率を踏まえた実質個人消費下押し幅



(注) 妥結賃金は2022年1~3月期、インフレ率は2022年のみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値を使用。実質個人消費の減少率は、簡易的な消費関数を用いて試算

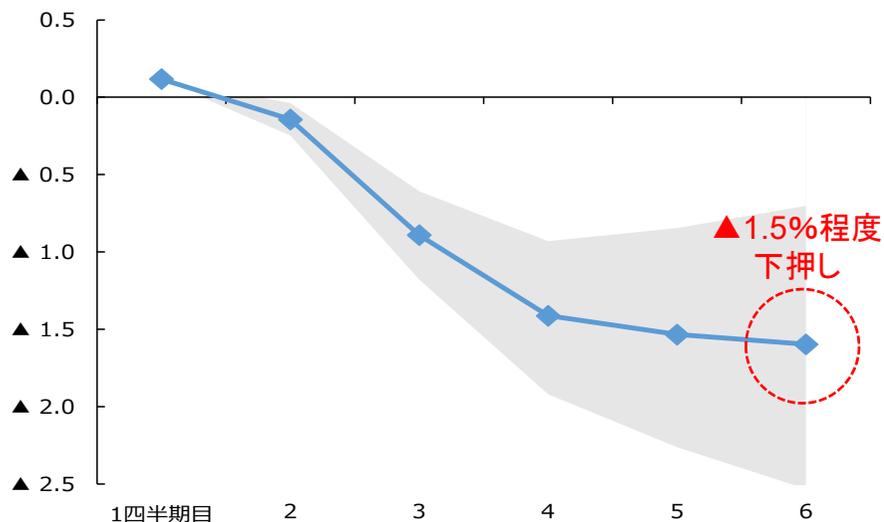
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ECBは今年末まで利上げを継続。投資を中心に2023年の景気を下押し

- **企業業績の悪化と先行き不透明感の高まりに利上げの影響が加わり設備投資も弱含み**
 - 利上げの実体経済への影響は3四半期目(2023/1Q)くらいから顕在化し、最大で1.5%程度GDPを下押し
- ECBは12月にかけて累計150bpの利上げを実施すると予想
 - **景気後退の一方でインフレへの懸念からECBは利上げ継続**(ECBの政策目標は物価のみ)
 - 7月利上げ(+0.5%)を皮切りに、9月も+0.5%の追加利上げに踏み切り、その後は12月まで+0.25%×2回の利上げを実施。**政策金利(預金ファシリティ金利)は1%に**

利上げのGDPへの影響(試算)

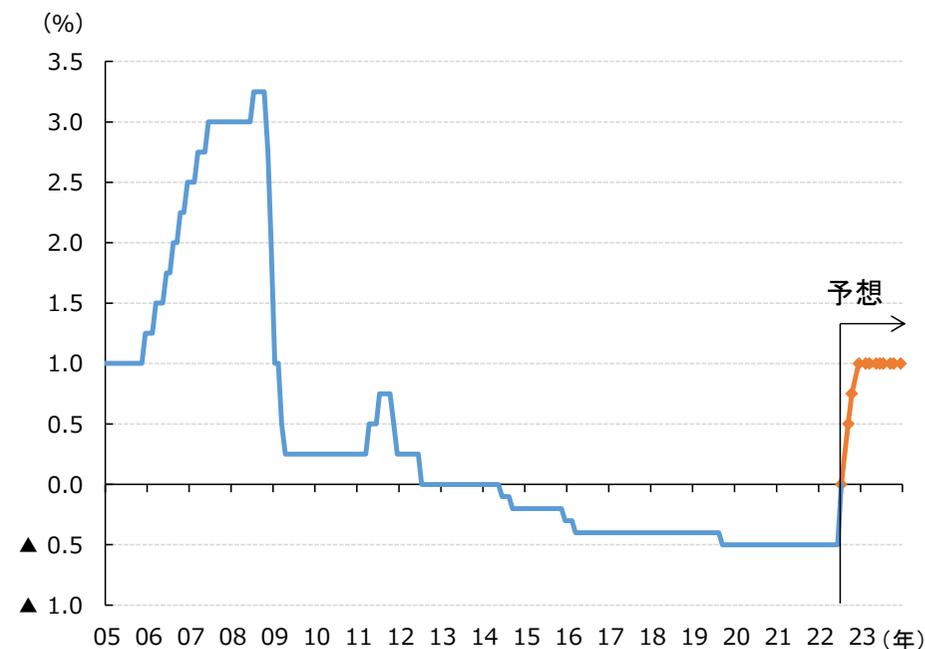
(ベースライン水準からの乖離、%)



(注)約80個のマクロ変数・金融変数を含む時系列モデル(FAVAR)を用いて試算。モデル上で預金ファシリティ金利に対し、1期目+1%、2期目+0.5%のショックを与えた場合の、ユーロ圏の実質GDPのインパルス応答。シャドローは1標準偏差バンド。1期目を2022年3Qとすると、6期目は2023年4Qに当たる

(出所) ECB、Eurostatなどより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

預金ファシリティ金利の推移

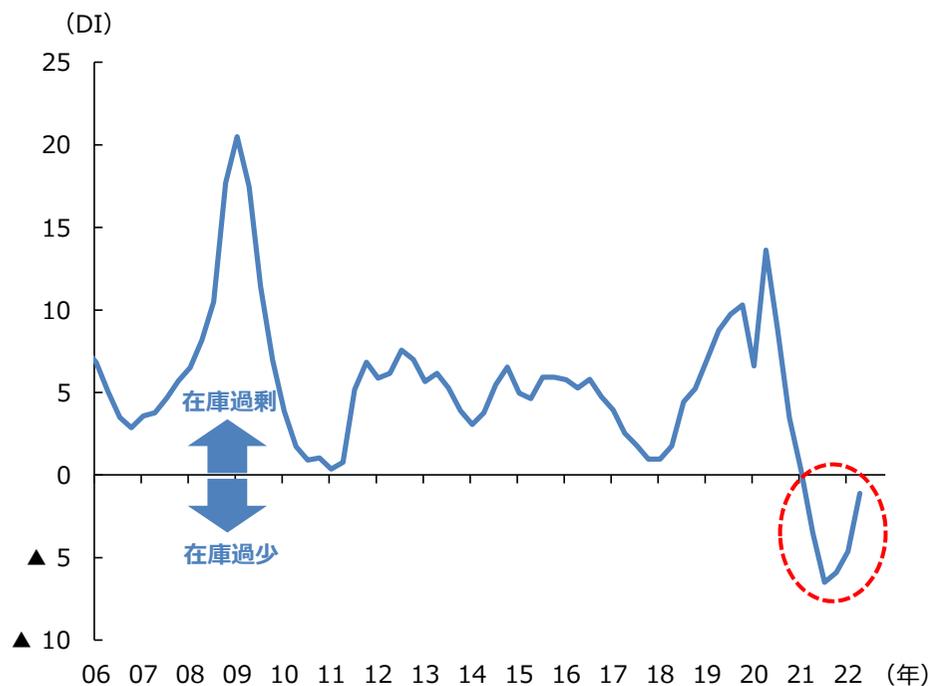


(出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

過去の景気後退局面と比べて落ち込みを緩和する要因も

- 冬場をしのぐと物価上昇圧力は緩和。脱ロシア進展(代替調達・代替電源確保)も物価上昇圧力の緩和要因に
- 加えて折からの供給制約も相まって**在庫調整圧力は小**
 - 事実、製造業全体では在庫不足の状態。在庫が景気(生産)の調整を増幅するリスクは限定的
 - 今冬(2022/4Q~2023/1Q)は個人消費を中心に景気後退(2四半期連続マイナス成長)が避けられないものの、**リーマン・ショックや欧州債務危機時と比べると、短期かつ軽微な景気後退を予測**

製造業の在庫DI



(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

過去のテクニカル・リセッションとの比較

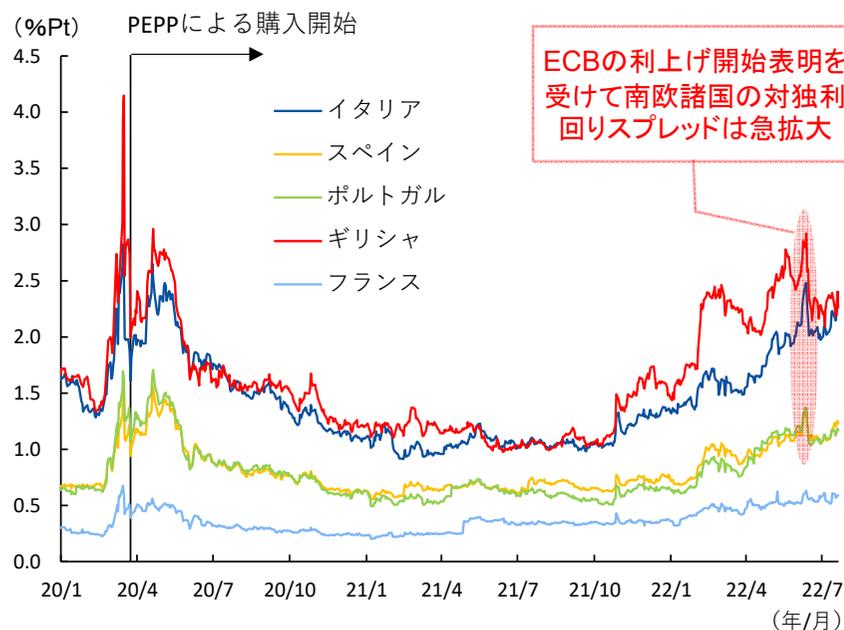
| 時期 | 期間 | GDP減少幅 |
|-----------------------------------|-------------|--------------|
| 2008/2Q~2009/1Q (リーマン・ショック) | 4四半期 | ▲ 5.7 |
| 2011/4Q~2013/1Q (欧州債務危機) | 6四半期 | ▲ 1.8 |
| 2019/4Q~2020/2Q (コロナ・ショック) | 3四半期 | ▲ 14.8 |
| 2022/4Q~2023/1Q (今回予測) | 2四半期 | ▲ 1.1 |

(注)テクニカル・リセッションは、2四半期以上連続でマイナス成長となった期間
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

南欧リスクはくすぶるものの、欧州債務危機の再来は避けられる見通し

- ECBの7月利上げ開始表明を受けて、イタリアやギリシャを中心に南欧諸国の10年債利回り対独スプレッドは急拡大
 - イタリアの対独スプレッドは、一時、2020年初のPEPPによる資産購入開始直前期に迫る水準に
- 南欧リスクはくすぶるものの、欧州債務危機の再来は避けられる見込み
 - ①景気後退は浅く、欧州経済は底割れしないとみられることに加え、②ECBがPEPP再投資の柔軟化に加え、**伝達保護措置(TPI)を導入したことが背景**。TPIはECBの裁量が大きく、機動的に発動可能。ただし、各国固有の政治リスクやファンダメンタルズに基づくスプレッド拡大には使えないため、イタリア政治の動向等には要注意

10年債利回り対独スプレッド



(出所)Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ECB:TPIの概要

TPI

(Transmission Protection Instrument)

| | |
|------|---|
| 目的 | 金融政策の伝達経路の保護 |
| 購入金額 | 上限なし |
| 購入対象 | 1~10年の公債(民間証券も検討可) |
| 条件 | EUの財政枠組みの遵守、マクロ経済的不均衡がないこと、財政の持続可能性、健全なマクロ政策。 ただし、基準はリスクに応じて調整 |

(出所)ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(3) 新興国：インフレ・利上げと外需減速で成長鈍化、中国もゼロコロナで低成長

- 新興国では、コロナ関連規制の緩和が、内需を中心に景気を下支え
- しかし、インフレと利上げ、および欧米を中心とする外需減速の影響を受け、2023年にかけて成長ペースは鈍化へ
— 国ごとに濃淡はあるものの、総じて鈍化傾向が強まる見込み
- 中国では、2022年はゼロコロナ徹底による副作用を財政で下支え。2023年の成長率は巡航速度の下限に近い5.0%
にとどまると予想。ゼロコロナ解除は2023年4～6月の見込み

新興国見通し総括表

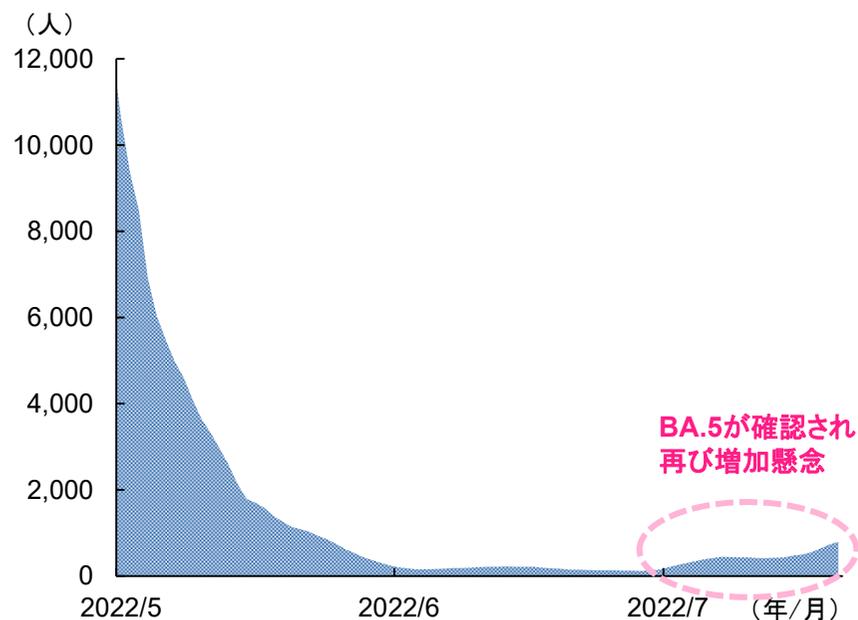
| | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2020年 | | | | 2021年 | | | | 2022年 | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-----|-------|-------|-----|-----|
| | | | | (見通し) | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 |
| アジア | ▲ 0.9 | 7.1 | 4.7 | 4.7 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 中国 | 2.2 | 8.1 | 4.0 | 5.0 | 4.8 | 6.4 | 18.3 | 7.9 | 4.9 | 4.0 | 4.8 | 0.4 | - | - | - | - |
| NIEs | ▲ 0.6 | 5.5 | 2.6 | 1.9 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 韓国 | ▲ 0.7 | 4.1 | 2.4 | 1.9 | ▲ 0.9 | ▲ 0.9 | 2.2 | 6.2 | 4.0 | 4.2 | 3.0 | - | - | - | - | - |
| 台湾 | 3.4 | 6.6 | 3.2 | 1.7 | 4.3 | 5.3 | 9.2 | 7.8 | 4.4 | 5.3 | 3.1 | - | - | - | - | - |
| 香港 | ▲ 6.5 | 6.3 | 0.7 | 3.0 | ▲ 4.1 | ▲ 3.6 | 8.0 | 7.6 | 5.4 | 4.7 | ▲ 4.0 | - | - | - | - | - |
| シンガポール | ▲ 4.1 | 7.6 | 3.1 | 1.9 | ▲ 4.6 | ▲ 0.9 | 2.0 | 15.8 | 7.5 | 6.1 | 4.0 | 4.8 | - | - | - | - |
| ASEAN5 | ▲ 3.5 | 3.3 | 5.2 | 4.5 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| インドネシア | ▲ 2.1 | 3.7 | 4.7 | 4.2 | ▲ 3.5 | ▲ 2.2 | ▲ 0.7 | 7.1 | 3.5 | 5.0 | 5.0 | - | - | - | - | - |
| タイ | ▲ 6.2 | 1.5 | 3.2 | 3.5 | ▲ 6.4 | ▲ 4.2 | ▲ 2.4 | 7.7 | ▲ 0.2 | 1.8 | 2.2 | - | - | - | - | - |
| マレーシア | ▲ 5.5 | 3.1 | 6.9 | 4.1 | ▲ 2.5 | ▲ 3.3 | ▲ 0.5 | 15.9 | ▲ 4.5 | 3.6 | 5.0 | - | - | - | - | - |
| フィリピン | ▲ 9.5 | 5.7 | 6.2 | 5.2 | ▲ 11.6 | ▲ 8.2 | ▲ 3.8 | 12.1 | 7.0 | 7.8 | 8.3 | - | - | - | - | - |
| ベトナム | 2.9 | 2.6 | 6.9 | 6.1 | 2.7 | 4.6 | 4.7 | 6.7 | ▲ 6.0 | 5.2 | 5.1 | 7.7 | - | - | - | - |
| インド | ▲ 6.6 | 8.3 | 7.2 | 5.5 | ▲ 6.6 | 0.7 | 2.5 | 20.1 | 8.4 | 5.4 | 4.1 | - | - | - | - | - |
| オーストラリア | ▲ 2.2 | 4.8 | 2.8 | 2.0 | ▲ 3.8 | ▲ 0.5 | 1.4 | 9.8 | 3.9 | 4.4 | 3.1 | - | - | - | - | - |
| ブラジル | ▲ 3.9 | 4.6 | 1.5 | 0.7 | ▲ 3.7 | ▲ 0.9 | 1.3 | 12.3 | 4.0 | 1.6 | 1.7 | - | - | - | - | - |
| メキシコ | ▲ 8.1 | 4.8 | 1.6 | 0.3 | ▲ 8.4 | ▲ 4.3 | ▲ 3.9 | 19.9 | 4.5 | 1.1 | 1.8 | - | - | - | - | - |

(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：各地でBA.5を確認。ゼロコロナ政策の解除は2023年4～6月期と想定

- 散発的な感染発生が継続。北京、天津、上海、西安、大連などでオミクロン株亜種BA.5系統の市中感染者を確認
 - 上海は7/12以降も一斉PCR検査を継続。蘭州は7/11より市内で短期ロックダウン等厳格な防疫措置を実施
 - 長期的な都市封鎖は回避も、各地での短期封鎖や全市民検査はサービス業の営業規制を伴い消費機会を喪失
- 国産mRNAワクチンの開発状況や今後の政治イベントを踏まえ、ゼロコロナ政策の解除は2023年4～6月期を想定
 - 開発中の国産ワクチンに加え、海外製ワクチンも並行して承認プロセスの途上に

中国本土新規感染者数



(注) 感染者数は無症状を含む
 (出所) 中国国家衛生健康委員会、CEIC、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

ゼロコロナ政策の見通し

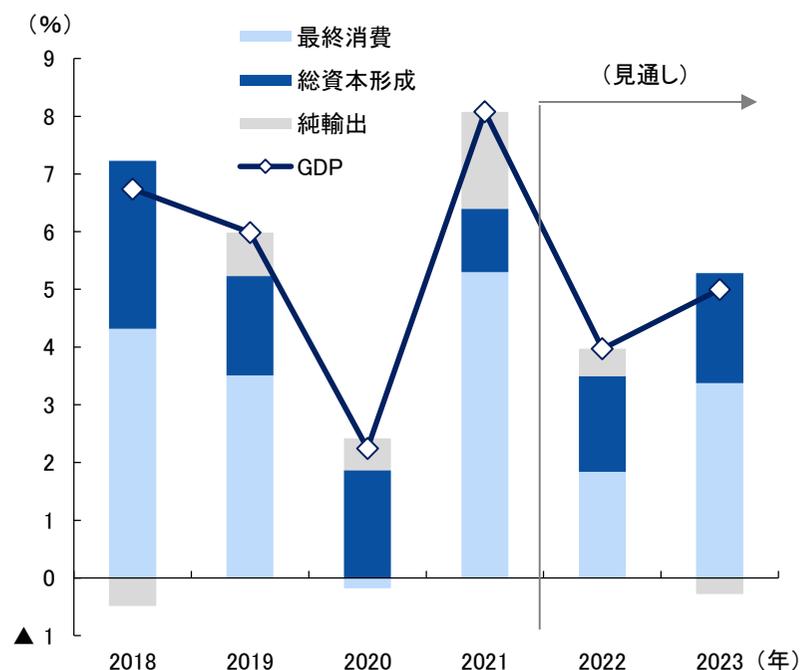
| | 7～9月 | 10～12月 | 1～3月 | 4～6月 |
|--------------|---------------------------------------|--------|------|-------|
| コロナ対策 | ゼロコロナ徹底 | | | 段階的緩和 |
| 政治日程 | 安定最優先 | | | |
| | | 党大会 | 全人代 | |
| 国産mRNAワクチン開発 | 臨床試験 | | 実用化 | 普及 |
| | 雲南沃森生物技術(ワルバックス) 第Ⅲ相臨床試験中、生産体制を確保済 | | | |
| | 康希諾生物(カンシノ) 臨床試験開始、22年内生産開始見込み | | | |

(注) ワクチン開発は代表例のみ。スケジュールは各種報道等より
 (出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

2023年に向け経済は回復も、成長率は巡航速度の下限

- **2022年はゼロコロナ徹底**。消費・不動産投資の低迷を財政政策でしのぐ構図は変わらず
 - ゼロコロナによるサービス消費機会の喪失や雇用環境の悪化が消費を下押し
 - 追加財政措置を講じると想定するも、地方政府の土地収入減(歳入減)が響き、成長率の大幅押し上げとはならず
- **2023年の成長率は巡航速度の下限に近い5.0%**にとどまると予想
 - 防疫措置の緩和・解除により消費活動は持ち直しも、回復のテンポは力強さを欠く
 - 世界経済の減速により純輸出はマイナス成長。2022年に拡大したインフラ投資は、2023年に入り抑制的に

実質GDP成長率(需要項目別)



(出所) 中国国家统计局より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

足元までの財政政策(2020年との比較)

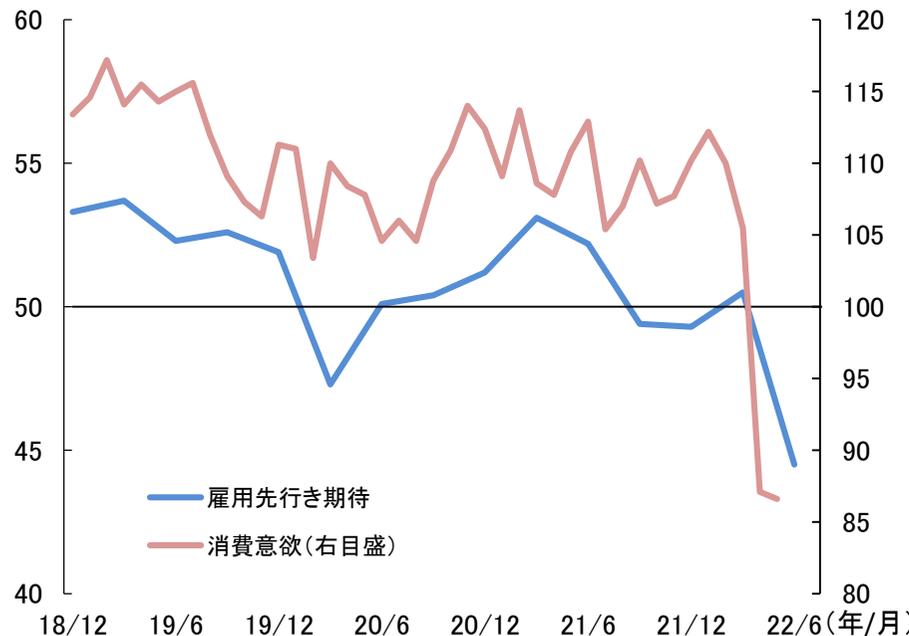
| 項目 (単位:兆元) | 2020年 | 2022年(6月末時点) |
|-------------------|-------|----------------------|
| 減税・税還付 | 2.6 | 2.5⇒2.7(5月に追加) |
| 社会保険料減免 | 1.7 | 納付猶予等の対応 |
| 中央予算内 インフラ投資 | 0.6 | 0.64 |
| 地方専項債 (インフラ投資) | 3.75 | 3.65 (投資実行の前倒し指示) |
| 特別国債発行 (防疫措置等) | 1.0 | (1.5兆元程度の発行を 検討か) |

(注) 地方専項債は、計画の3.65兆元に加え、前年繰り越しの1兆元超が見込まれる
(出所) 中国財政部、各種報道より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

消費は持ち直すものの、先行きへの不安から回復力は緩慢

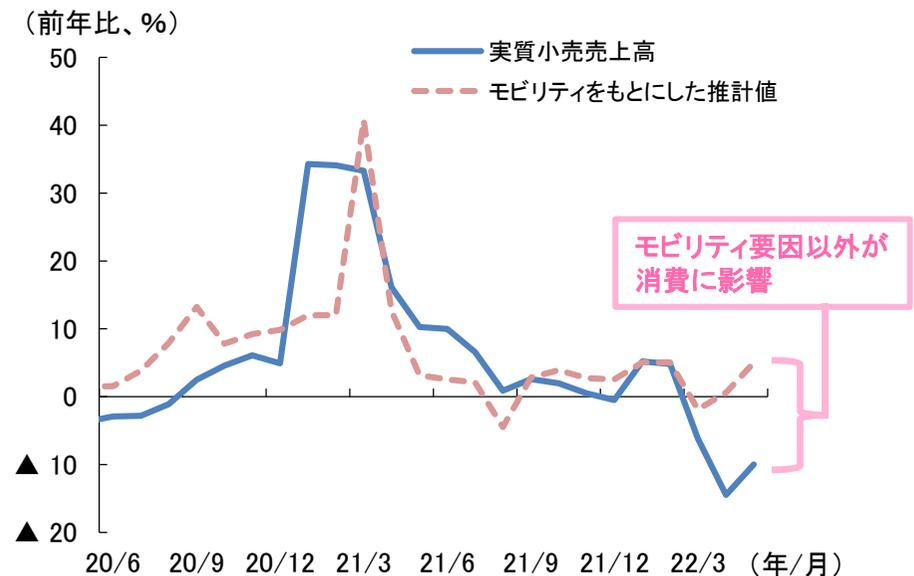
- ゼロコロナによる行動制約や雇用に対する先行きへの不安が消費の下押し要因に
 - 企業は感染再拡大リスクを意識し、採用姿勢を慎重化
 - 失業率が政府目標の5.5%を上回った3月以降、モビリティの低下に比べ小売は低迷。雇用不安が下押し
- ゼロコロナ解除後に個人消費の持ち直しが期待されるが、回復の勢いは割り引いて考える必要
 - 行動制限等は段階的に撤廃されるが、コロナ禍で弱含む雇用・所得環境が消費回復の足かせに

消費者・預金者向けアンケート調査



(注)雇用は50、消費は100を節目とし、節目を上回るほど期待・意欲が高いことを示す
(出所)中国国家统计局、中国人民銀行、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

小売売上高(実質)

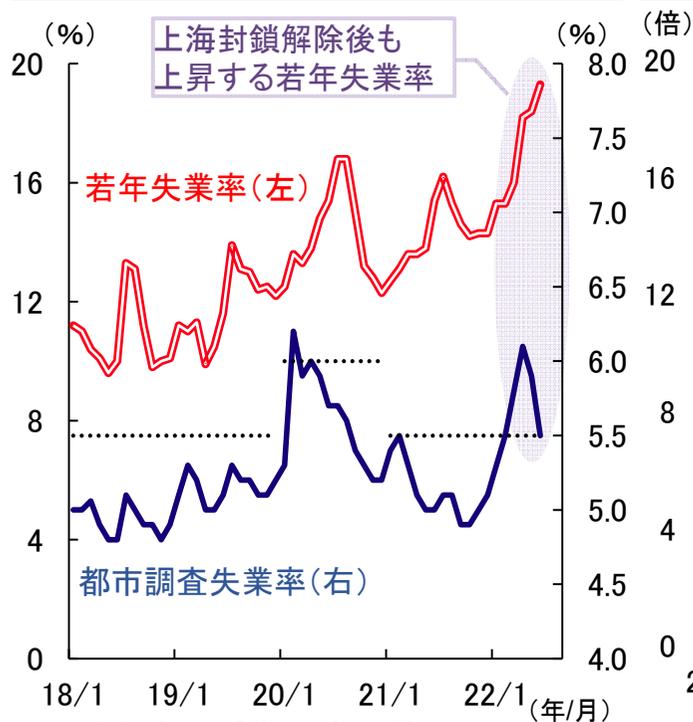


(注)2020~2021年までの道路混雑指数(100都市平均)と実質小売売上高の前年比より、2022年の実質小売売上高を推計。小売売上高は小売物価指数にて実質化
(出所)中国国家统计局、高德地図、CIEC、windより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

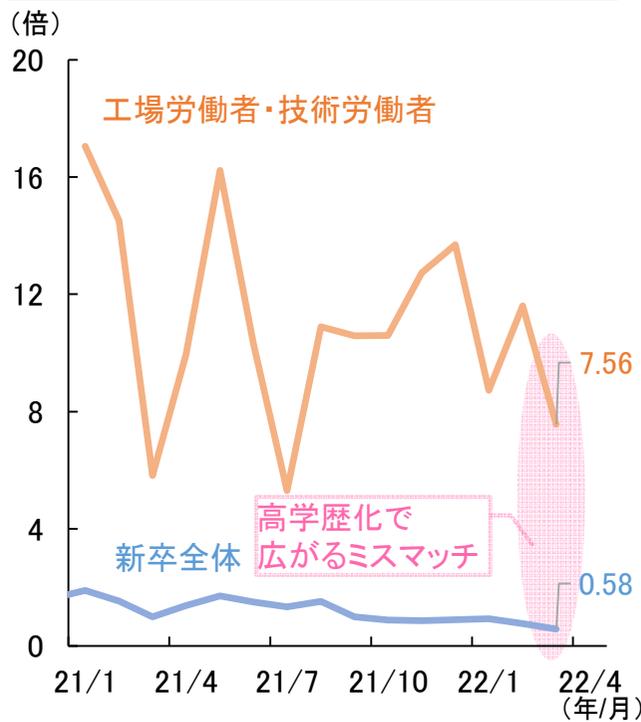
雇用環境は若年層で深刻化。中期的な潜在成長率を下押し

- 都市封鎖解除で都市失業率は急低下
 - 政府目標水準になるも、出稼ぎ労働者の帰郷で求職者が減少したことが一因
- 若年失業率の上昇続く。背景にある構造要因と政策要因⇒中期的な潜在成長率を下押し
 - 高学歴化で拡大するミスマッチ。学歴に見合わない職場(製造現場)の雇用は逼迫
 - 一方で高学歴雇用の吸収先だった教育・ネット関連企業の求人は、規制強化のあおりを受けて減少傾向

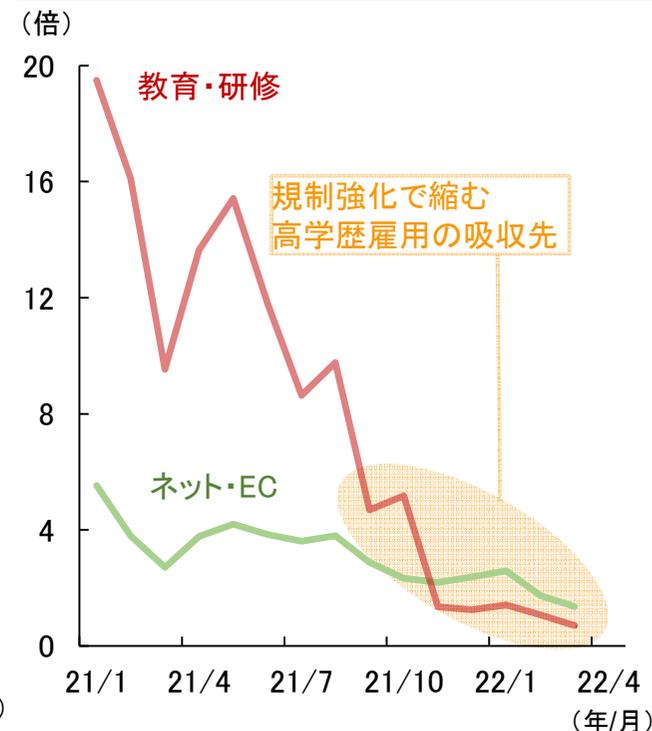
都市失業率と若年失業率



工場／技術労働者の新卒求人倍率



教育・研修とネット・ECの新卒求人倍率

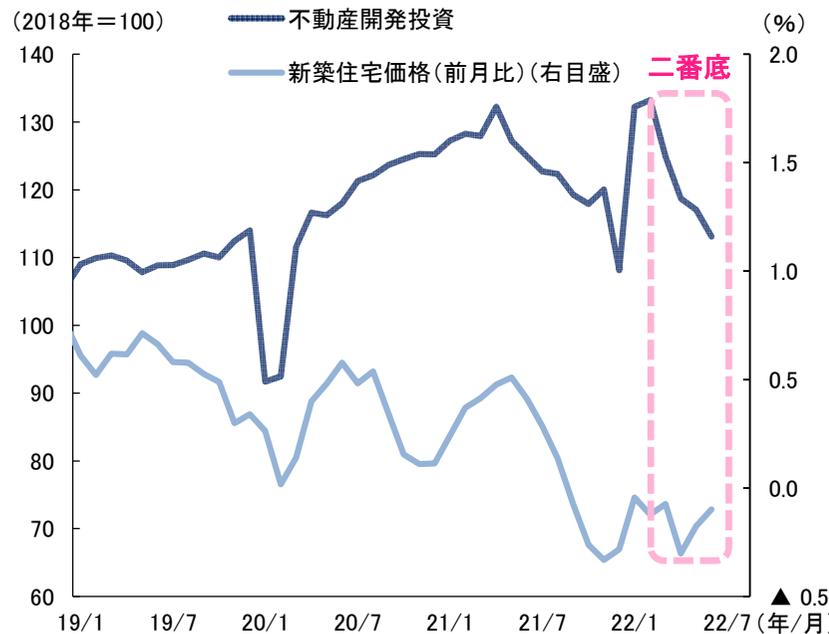


(注)破線は都市失業率の政府目標値
(出所)中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

不動産市場は二番底。政策支援がなされるも、底入れは2023年入り後に

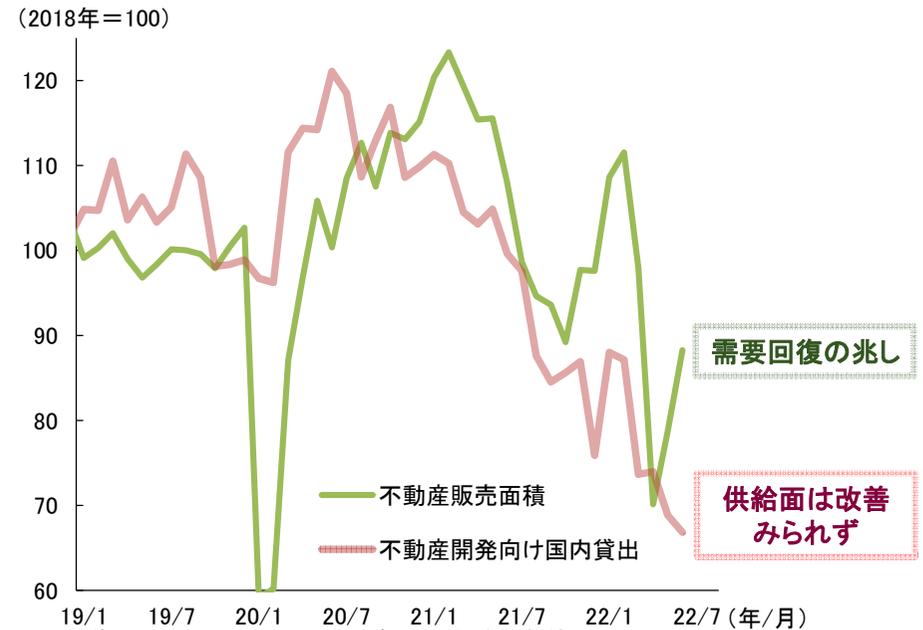
- 年初に改善の兆しがみられた不動産市場は、春先の上海等での感染拡大が需要を冷やし二番底へ
 - **ディベロッパーによる新規投資は急減。不動産開発投資は再び減少傾向へ**
- 実需喚起を図る政策支援により需要は回復の兆しも、開発業者向け貸出や在庫といった供給面では改善みられず
 - 過去の回復局面では、まず開発業者向け貸出が底打ちし、およそ半年後に不動産開発投資が追随するパターン
 - 現局面で同貸出は未だ減少傾向にあるため、**同投資の底入れは2023年入り後を想定**

不動産開発投資・新築住宅価格



(注) 新築住宅価格は70都市平均、投資はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
 (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

不動産関連指標

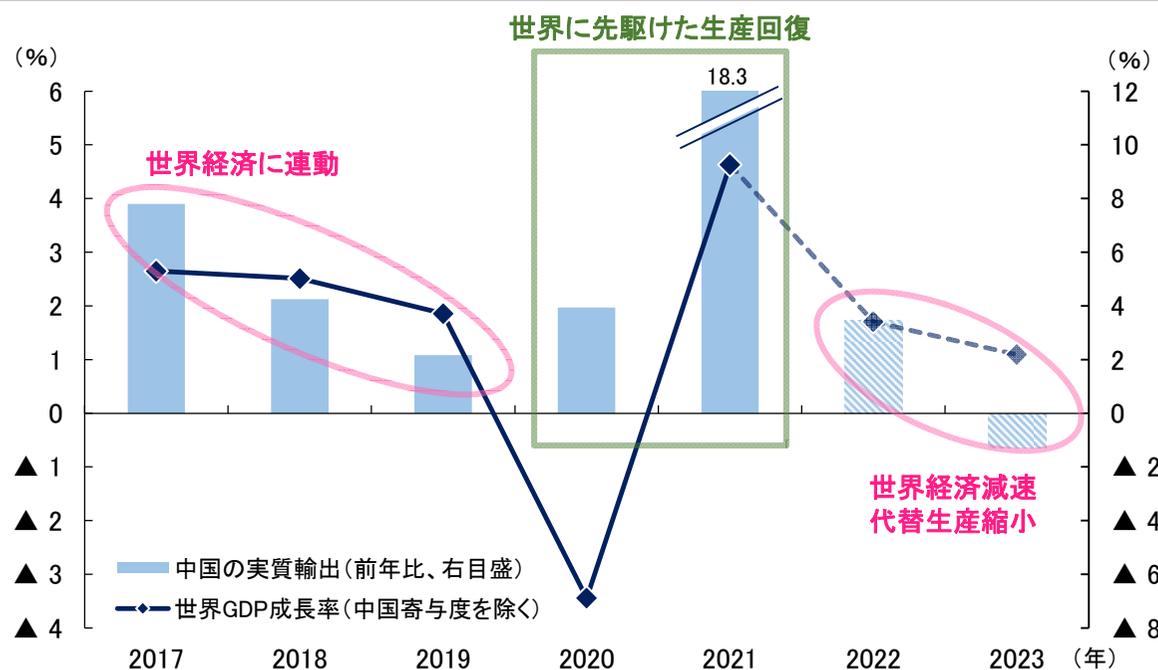


(注) みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
 (出所) 中国国家统计局、中国財政部、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナ特需はく落に加え、米欧経済の減速が輸出の逆風に

- 世界経済の減速に伴い、コロナ禍以降に経済回復のドライバーであった輸出の勢いは鈍化へ
 - 世界の工場としての位置付けゆえ、過去より中国の貿易取引はグローバルの景気動向に連動
 - 世界における段階的な行動制限の緩和・撤廃により、中国の代替生産縮小も輸出を下押し
 - 2021年までは感染状況が比較的抑制できていた中国が、感染抑制に苦戦していたアジアを中心とする減産分を代替生産した経緯あり

世界経済と中国輸出の推移

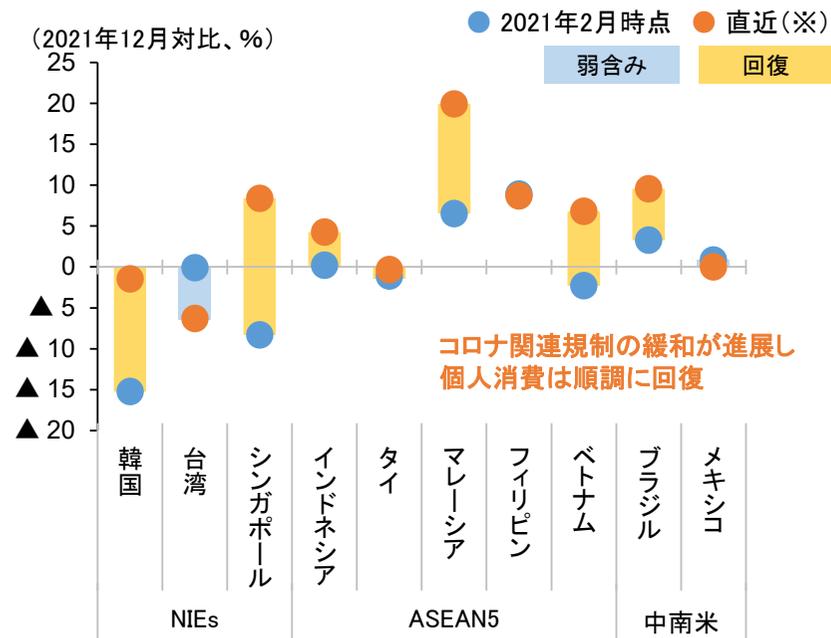


(注) 2022年以降はみずほリサーチ&テクノロジーズ予測値。GDP成長率の寄与度はIMFのGDPシェア(PPPベース)より計算。中国輸出はみずほリサーチ&テクノロジーズによる実質値(出所)IMF、各国・地域統計、中国税関より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

新興国:コロナ関連規制の緩和が景気の下支えに

- コロナ関連規制の緩和が進展する中、個人消費は多くの国で順調に回復
 - 年初来の実質個人消費は、主要新興国の多くで回復基調が継続
- 新興国での回復が遅れていた旅客数も、水際対策措置の緩和や撤廃により、足元で持ち直しの動き
 - 観光収入への依存が大きいアジア圏を中心に、景気下支え効果が見込まれる

実質個人消費



(注) 直近は2022年4~6月
(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

各国の旅客数(再掲)

低迷 堅調

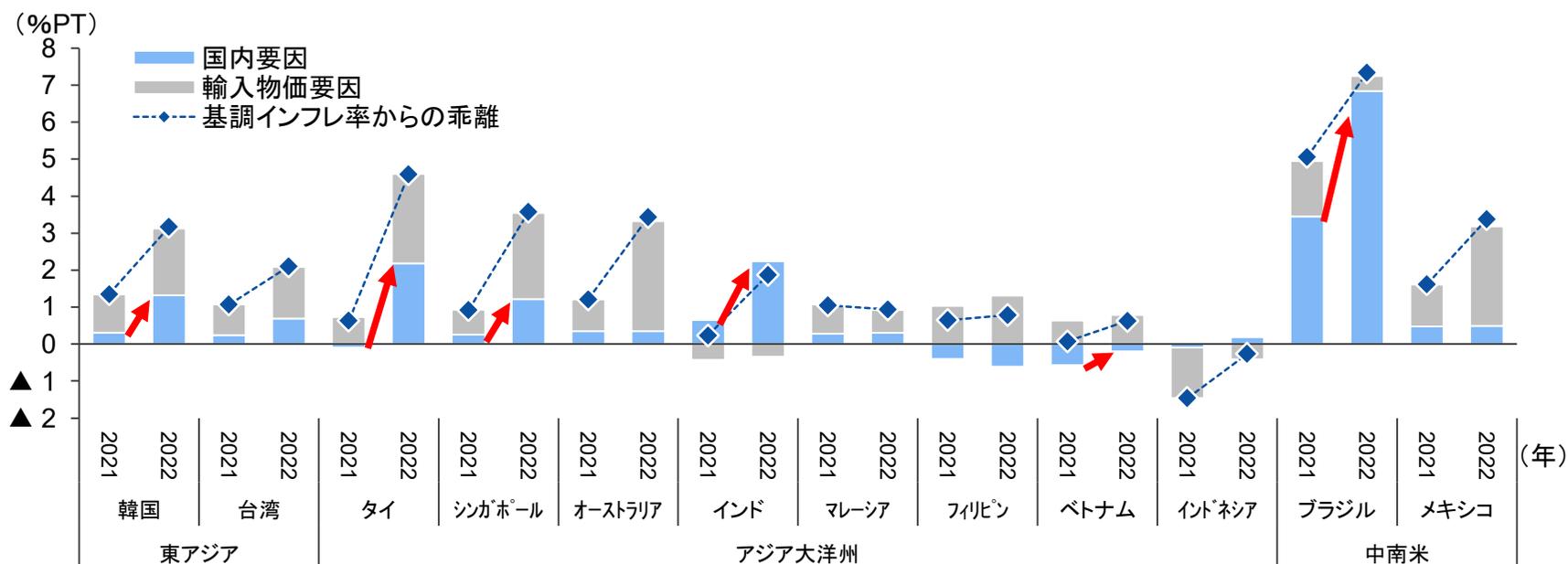
| | | (2019年=100) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|------|---------|-------------|----|----|----|----|----|----|----|-----|----|----|----|------|----|-----|----|----|----|---|
| | | 2021 | | | | | | | | | | | | 2022 | | | | | | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | |
| 米 | 米国 | 16 | 11 | 16 | 21 | 27 | 26 | 30 | 33 | 28 | 32 | 43 | 52 | 38 | 34 | 49 | 65 | - | - | |
| | 欧 | ドイツ | 5 | 6 | 7 | 7 | 9 | 20 | 56 | 62 | 54 | 57 | 41 | 29 | 21 | 31 | 39 | 60 | - | - |
| | | フランス | 7 | 7 | 9 | 8 | 11 | - | 93 | 100 | 72 | 49 | 34 | 37 | 28 | 33 | 45 | - | - | - |
| イタリア | | 16 | 16 | 16 | 15 | 24 | 37 | 59 | 89 | 88 | 68 | 45 | 38 | 40 | 44 | 50 | - | - | - | |
| アジア | 韓国 | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 7 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 7 | 7 | 9 | 12 | - | |
| | 台湾 | 2 | 2 | 3 | 3 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 3 | 4 | 5 | - | |
| | シンガポール | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 6 | 4 | 4 | 8 | 19 | 26 | - | |
| | タイ | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 3 | 7 | 4 | 5 | 6 | 9 | 16 | - | |
| | ベトナム | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 7 | 12 | 16 | |
| | インド | 9 | 11 | 14 | 9 | 1 | 3 | 7 | 9 | 12 | 20 | 28 | 33 | 22 | 26 | 38 | 43 | - | - | |
| その他 | オーストラリア | 1 | 1 | 1 | 3 | 5 | 5 | 2 | 1 | 1 | 1 | 3 | 9 | 8 | 11 | 22 | 30 | 29 | - | |
| | メキシコ | 43 | 40 | 57 | 60 | 68 | 73 | 78 | 68 | 59 | 77 | 93 | 98 | 81 | 84 | 101 | 95 | 94 | - | |

(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

足元では、商品価格高騰や供給回復の遅れを背景にインフレが加速

- 主要新興国はほぼ一様にインフレ加速。特に、中南米やアジア非資源国では基調インフレ率からの上振れが大きい
 - 商品価格高騰や通貨安などで、輸入物価に起因するインフレが進行
 - 加えて、多くの新興国では2022年以降、国内要因による物価押し上げ幅が拡大
 - 行動規制緩和を受け、個人消費を中心に需要回復が加速。一方、物流停滞や人手不足などを背景に供給サイドの回復が遅れていることで、モノやサービスの価格が押し上げられている模様

基調インフレ率からの上振れ(オーバーシュート)



(注) 1. 2022年は1~5月の平均値

2. 基調インフレ率は、コアインフレ率の2017~2019年平均値とした

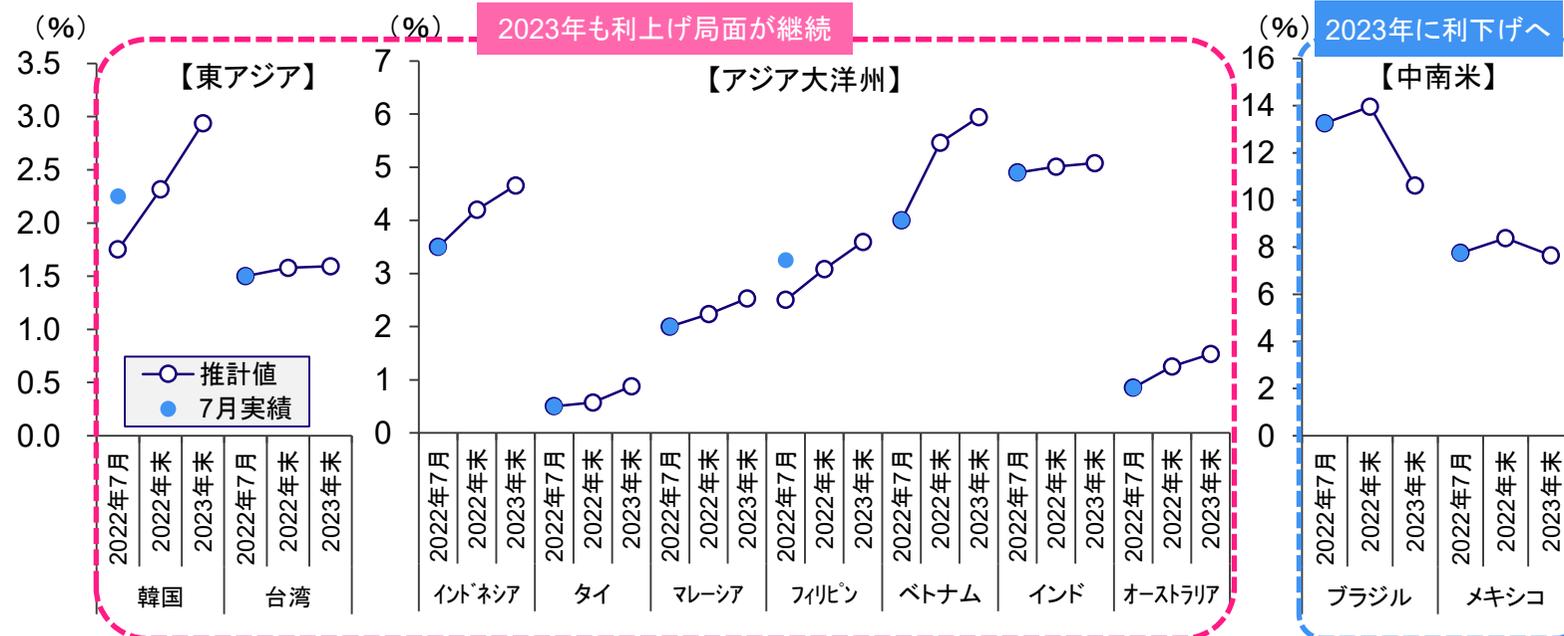
3. 国内要因は、各国の消費者物価上昇率の基調からの乖離を輸入物価指数(ラグ項含む)に回帰し、輸入物価要因を取り除いたもの

(出所) 各国統計、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジアでは利上げ局面が継続、景気下押しが長期化

- **テイラールールによるとアジア新興国では2023年も利上げが継続。**世界経済が減速する中、中銀の舵取りは困難化
 - 高インフレの継続が見込まれる韓国やベトナム、インドネシア、フィリピンでは、2023年も相応の利上げ
 - インフレが比較的穏やかな台湾、インド、マレーシアは、緩やかな利上げを継続
 - 一足早く利上げを進めたブラジルとメキシコは、利上げによる景気減速・インフレ鈍化を受け、2023年は利下げへ
- 金利の上昇は、**コロナ禍で積み上がった債務の返済負担を増幅させ、個人消費や民間投資の抑制要因に**
 - 特に韓国やタイ、ベトナムは民間債務残高対GDP比が高く、下押し影響が表れやすい

テイラールールが示唆する政策金利

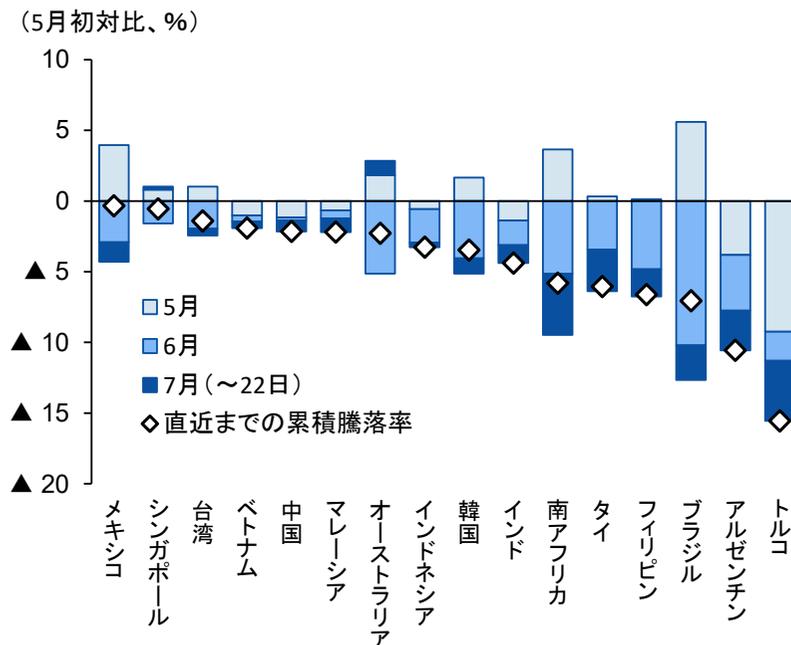


(注) 6月末までのデータを用いて、需給ギャップ、インフレ率、実質為替レート(いずれも当社試算値)を考慮する小国開放型テイラールールをCarvalho et al.(2021)に基づきOLS推定。
 オーストラリアは需給ギャップ、インフレ率のみを用いた。名目為替レートの予測値はロイターのコンセンサス(2022年7月8日時点)による
 (出所) 各国統計、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

通貨安は進展も、主要新興国でのデフォルトリスクは限定的

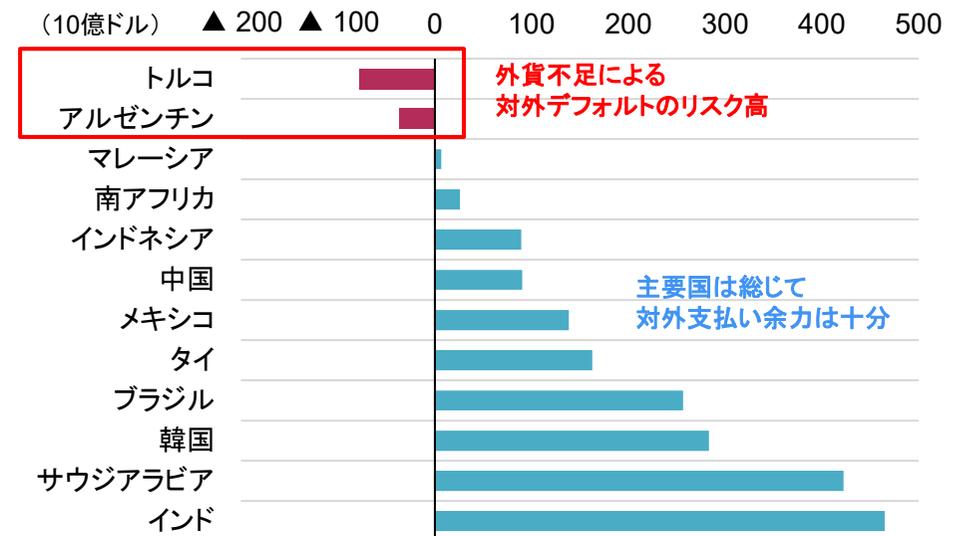
- リスクオフの動きが強まる中、**主要新興国での資金流出圧力が高まる**
 - 台湾や韓国などは世界的な半導体需要の減速懸念が下押し
 - 加えて足元では、資源を持たず、輸入依存度が高い経常赤字国で資金流出が進展
- 一方、**主要新興国の多くは対外債務に対する外貨支払い余力を有しており、デフォルトの可能性は低い**
 - トルコやアルゼンチンなど、慢性的な外貨不足の国は依然として予断を許さず

通貨騰落率(対ドル)



(注) 直近は2022年7月22日
 (出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

対外支払い余力(2022年1～3月期)



対外支払い余力 = 対外支払い原資(外貨準備+経常黒字)
 - 対外支払い必要額(短期対外債務残高+経常赤字)

(注) 短期対外債務残高はIIFによる見込み値(2022年)。外貨準備、経常収支は実績
 (出所) IIF(国際金融協会)、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(4) 日本:成長率は2022年度+1.8%、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+1.8%を予測。感染第7波や交易条件悪化、海外経済減速などが下押し要因になる一方、第7波収束後の感染懸念後退や政府の観光支援策を受けて個人消費を中心に回復基調を維持
- 2023年度は前年度比+1.2%を予測。米国の景気後退など海外経済減速が下押し要因になる一方、商品市況高騰・円安一服に伴う物価高影響の緩和や、インバウンド受入拡大が押し上げ要因になり、プラス成長を維持

日本経済見通し総括表

| | | 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 |
| 実質GDP | 前期比、% | 2.2 | 1.8 | 1.2 | ▲0.4 | 0.6 | ▲0.8 | 1.0 | ▲0.1 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 0.6 | ▲0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| | 前期比年率、% | — | — | — | ▲1.6 | 2.6 | ▲3.2 | 4.0 | ▲0.5 | 2.5 | 2.3 | 3.3 | 2.5 | ▲0.5 | 0.8 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| 内需 | 前期比、% | 1.4 | 2.2 | 1.2 | ▲0.5 | 0.9 | ▲0.9 | 0.9 | 0.3 | 0.9 | 0.4 | 0.8 | 0.6 | ▲0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 民需 | 前期比、% | 2.1 | 2.7 | 1.2 | ▲0.5 | 1.3 | ▲1.2 | 1.6 | 0.5 | 0.9 | 0.3 | 0.8 | 0.7 | ▲0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 個人消費 | 前期比、% | 2.6 | 2.1 | 1.3 | ▲0.8 | 0.7 | ▲1.0 | 2.4 | 0.1 | 0.7 | ▲0.1 | 0.7 | 0.5 | ▲0.2 | 0.6 | 0.4 | 0.1 | 0.1 |
| 住宅投資 | 前期比、% | ▲1.6 | ▲1.0 | ▲0.3 | 1.0 | 1.0 | ▲1.7 | ▲1.1 | ▲1.2 | 0.8 | ▲0.0 | 0.2 | 0.0 | ▲0.1 | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.3 | ▲0.3 |
| 設備投資 | 前期比、% | 0.8 | 3.9 | 1.2 | 0.5 | 2.0 | ▲2.4 | 0.1 | ▲0.7 | 1.9 | 2.1 | 1.8 | 1.2 | ▲0.7 | ▲0.6 | 0.1 | 0.5 | 0.5 |
| 在庫投資 | 前期比寄与度、%Pt | (0.1) | (0.3) | (0.0) | (▲0.1) | (0.2) | (0.1) | (▲0.1) | (0.5) | (▲0.0) | (▲0.1) | (▲0.1) | (0.1) | (0.2) | (▲0.1) | (▲0.1) | (▲0.0) | (▲0.0) |
| 公需 | 前期比、% | ▲0.4 | 0.8 | 1.1 | ▲0.5 | ▲0.1 | 0.0 | ▲1.1 | ▲0.4 | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 0.2 | ▲0.0 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 政府消費 | 前期比、% | 2.0 | 1.4 | 1.0 | ▲0.7 | 0.8 | 1.1 | ▲0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | 0.3 | ▲0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 公共投資 | 前期比、% | ▲9.4 | ▲1.1 | 2.1 | ▲0.0 | ▲3.7 | ▲3.9 | ▲4.7 | ▲3.9 | 2.5 | 2.1 | 1.3 | ▲0.3 | 0.0 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 外需 | 前期比寄与度、%Pt | (0.8) | (▲0.4) | (0.0) | (0.1) | (▲0.2) | (0.1) | (0.1) | (▲0.4) | (▲0.3) | (0.2) | (0.0) | (0.0) | (▲0.0) | (▲0.1) | (0.0) | (0.1) | (0.1) |
| 輸出 | 前期比、% | 12.5 | 1.1 | 0.3 | 2.6 | 2.8 | ▲0.3 | 0.9 | 1.1 | ▲1.4 | 1.3 | 0.4 | 0.2 | ▲0.9 | ▲0.3 | 0.7 | 0.9 | 0.9 |
| 輸入 | 前期比、% | 7.2 | 2.9 | 0.2 | 1.8 | 4.3 | ▲0.8 | 0.3 | 3.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | ▲0.5 | 0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 名目GDP | 前期比、% | 1.2 | 1.6 | 2.5 | ▲0.7 | 0.4 | ▲1.1 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 1.5 | 2.1 | ▲0.3 | ▲0.1 | 0.4 | 1.0 | 1.0 |
| GDPデフレーター | 前年比、% | ▲1.1 | ▲0.2 | 1.3 | ▲0.2 | ▲1.1 | ▲1.2 | ▲1.4 | ▲0.5 | ▲1.2 | ▲1.2 | 0.1 | 1.4 | 1.8 | 1.8 | 1.2 | 0.4 | 0.4 |
| 内需デフレーター | 前年比、% | 1.0 | 1.5 | 0.3 | ▲0.4 | 0.3 | 0.5 | 1.2 | 1.7 | 1.5 | 1.9 | 1.5 | 1.2 | 0.7 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |

(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

雇用・賃金の回復は鈍い。コアCPI前年比は年内2%台推移も2023年に鈍化

- 感染収束後の経済活動再開を受けてサービス業を中心に雇用者報酬は回復に向かうも、**交易条件悪化や海外経済減速により製造業を中心に企業収益が下押し**され、**回復ペースは緩やかに**
- コアCPI(前年比)は2022年度は+2.2%と予測。燃料油価格の激変緩和措置等が押し下げ要因になるも、通信料低下の下押し影響のはく落や食料品等の値上げを受けて**2022年内は2%台での推移が継続**。商品市況高騰の一服に伴い、**2023年後半には0%台まで鈍化**する見通し

日本経済見通し総括表（主要経済指標）

| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | | | | 2022 | | | | 2023 | | | | 2024 |
|--------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| | | 年度 | (見通し) | (見通し) | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 |
| 鉱工業生産 | 前期比、% | 5.8 | 1.2 | 3.4 | 2.6 | 0.2 | ▲ 1.9 | 0.2 | 0.8 | ▲ 3.0 | 3.3 | 2.2 | 1.5 | ▲ 1.2 | 0.2 | 2.2 | 1.1 |
| 経常利益 | 前年比、% | 36.8 | 6.5 | 6.9 | 26.0 | 93.9 | 35.1 | 24.7 | 13.7 | 7.8 | 7.3 | 5.5 | 5.5 | 8.9 | 7.1 | 6.0 | 5.5 |
| 名目雇用者報酬 | 前年比、% | 1.8 | 1.1 | 1.1 | 0.5 | 2.9 | 2.3 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.2 |
| 完全失業率 | % | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.4 | 2.3 |
| 新設住宅着工戸数 | 年率換算、万戸 | 86.6 | 85.7 | 85.1 | 83.5 | 86.5 | 86.7 | 85.5 | 87.3 | 85.4 | 85.5 | 85.7 | 85.5 | 85.4 | 85.1 | 85.0 | 84.3 |
| 経常収支 | 年率換算、兆円 | 12.6 | 7.7 | 13.5 | 20.5 | 17.9 | 11.9 | 11.4 | 9.0 | 4.5 | 4.6 | 9.4 | 11.3 | 11.8 | 12.2 | 13.3 | 14.0 |
| 国内企業物価 | 前年比、% | 7.0 | 5.8 | ▲ 1.9 | ▲ 0.6 | 4.4 | 5.8 | 8.4 | 9.2 | 9.5 | 7.3 | 4.6 | 2.0 | ▲ 1.8 | ▲ 2.6 | ▲ 2.3 | ▲ 0.9 |
| 生鮮食品を除く消費者物価 | 前年比、% | 0.1 | 2.2 | 0.7 | ▲ 0.5 | ▲ 0.6 | ▲ 0.0 | 0.4 | 0.6 | 2.1 | 2.4 | 2.5 | 1.7 | 1.2 | 0.6 | 0.6 | 0.4 |
| 〃 (除く制度要因) | 前年比、% | ▲ 0.1 | 2.8 | 0.7 | ▲ 0.4 | ▲ 0.6 | ▲ 0.2 | ▲ 0.0 | 0.7 | 2.7 | 3.0 | 3.2 | 2.2 | 1.4 | 0.7 | 0.4 | 0.2 |
| 生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価 | 前年比、% | ▲ 0.8 | 1.2 | 0.8 | 0.0 | ▲ 0.9 | ▲ 0.5 | ▲ 0.7 | ▲ 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.6 |
| 〃 (除く制度要因) | 前年比、% | ▲ 0.9 | 1.3 | 0.7 | 0.1 | ▲ 0.9 | ▲ 0.7 | ▲ 1.1 | ▲ 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.6 | 1.4 | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 0.4 |

(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)

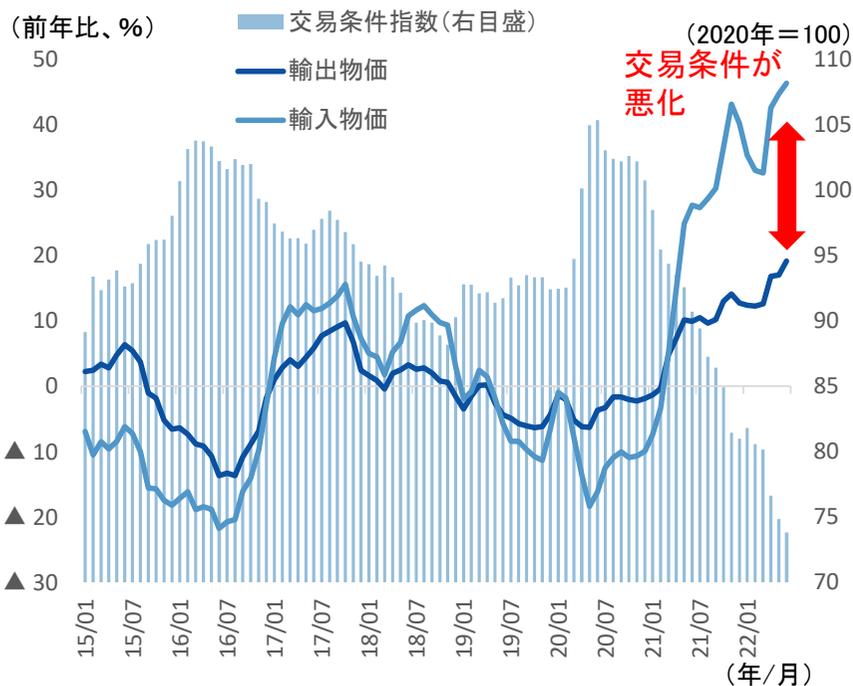
3. 消費者物価は2022年10~12月期~2023年1~3月期の期間に政府の全国旅行支援が反映されると想定。物価高対策として燃料油価格の激変緩和措置が2022年10月以降も延長(基準価格が2週間に1円ずつ引き上げ)され、2023年10~12月期まで実施されると想定。「除く制度要因」は、GoToトラベル事業・全国旅行支援、燃料油の激変緩和措置の影響を除く

(出所)各種統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資源高・円安に伴う輸入物価の高騰で交易条件は大幅に悪化

- 資源高、円安を受けて6月の輸入物価は前年比+46.3%まで伸び幅拡大。日本の交易条件は大幅に悪化
 - 4～6月期の輸入物価高騰のうち円安要因は4割程度と、円安進展による為替要因も相応に寄与
 - 2021年度は前年差▲10.5兆円の交易損失(所得の海外流出)が発生。2022年度もさらに▲7.2兆円の交易損失が発生すると試算
 - 交易損失は企業か家計いずれかの負担に帰着。投入産出構造を踏まえると企業:家計の負担割合は7:3であり、2022年度に企業に約5兆円、家計に約2兆円の追加負担が帰着する計算

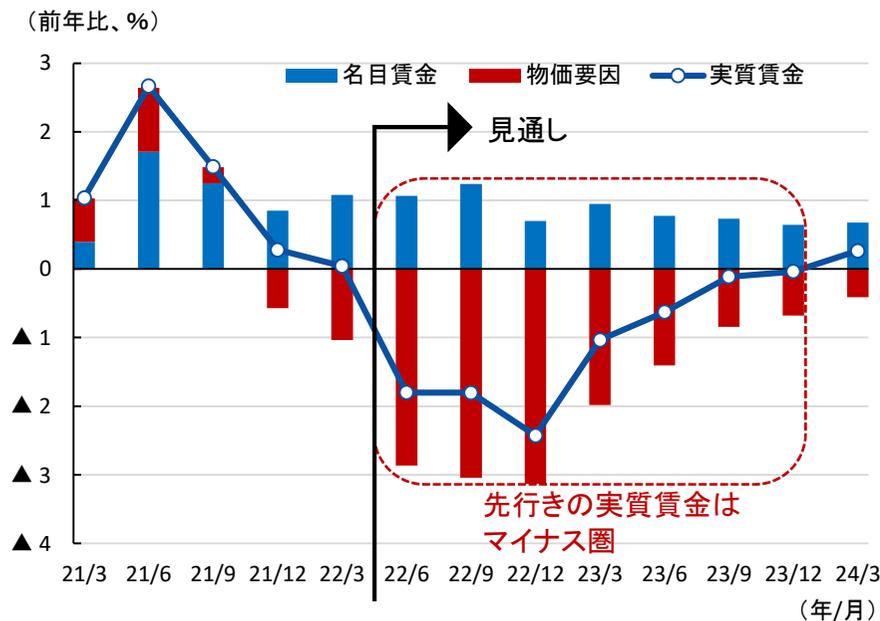
輸出入物価の推移



実質賃金はマイナス圏に。体感物価の高まりが消費を下押し

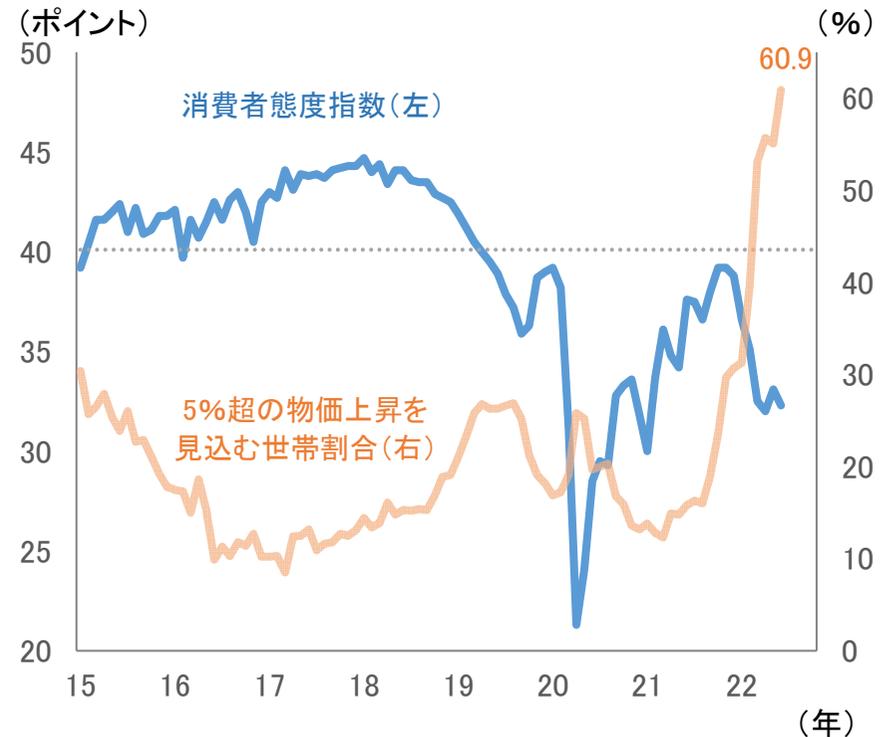
- 2023年にかけて実質賃金はマイナス圏で推移
 - 名目賃金の伸びが弱いなか、**物価高が下押し要因となり実質賃金はマイナスへ。消費者の所得環境は悪化**
- 家計の体感物価は上昇。**家計の節約志向を高める要因**に
 - 5%超の物価上昇を見込む世帯が急増。歩調を合わせるよう消費者態度指数が悪化、消費への影響を示唆

実質賃金の寄与度分解



(注)断層調整値。持家の帰属家賃を除く総合の消費者物価指数にて実質化
(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

消費者態度指数と5%超の物価上昇を見込む世帯割合



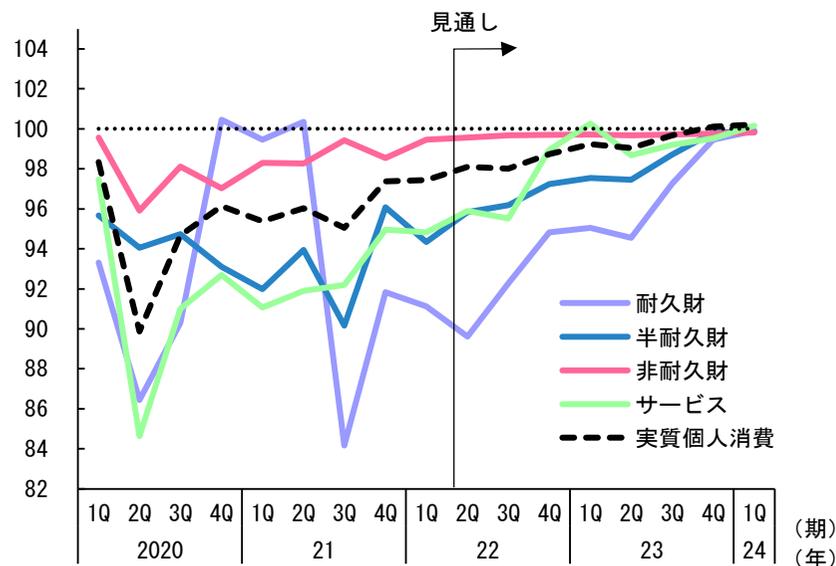
(注)点線は、消費者態度指数(左目盛)の過去平均
(出所)内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナの鎮静化、超過貯蓄を背景に10~12月期以降のサービス消費は回復へ

- 7~9月期は感染第7波や物価高が下押し要因になるも、10~12月期以降はサービス消費を中心に回復基調を維持
 - 感染再拡大で消費行動の慎重姿勢が強まることで7~9月期は足踏みも、10~12月期以降は政府の観光支援策が押し上げ要因に。対人サービス消費の回復で2022年度GDPを2%以上押し上げ
 - 中高所得者層を中心とした貯蓄増(コロナ前対比+50兆円)は、サービス消費回復の原資に。一方、低所得者層は貯蓄が増えておらず、価格高騰を和らげるバッファーが小さいため、選択的支出の抑制につながる公算

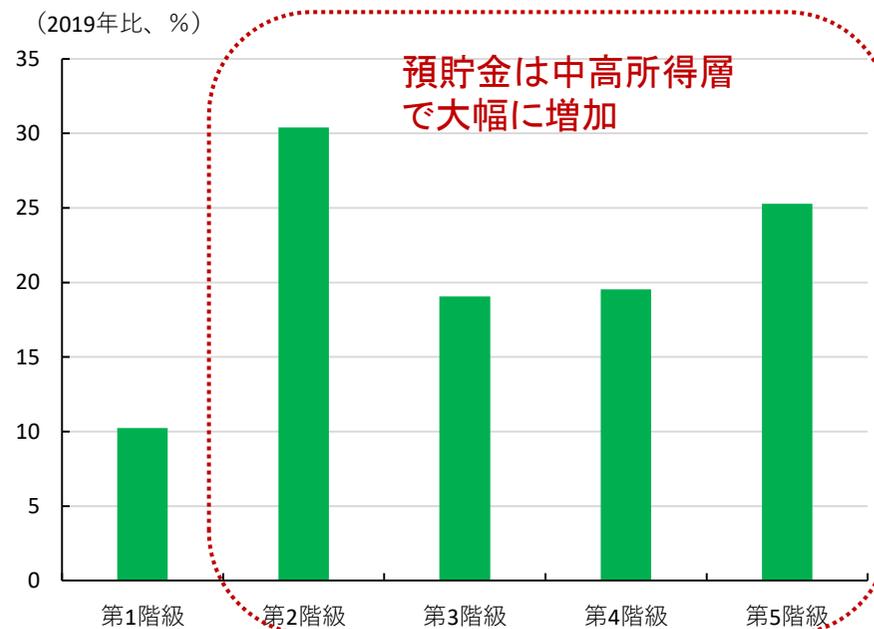
個人消費の見通し

(2019年平均=100)



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

年収階級別の預貯金額増加率(2019年~2021年)

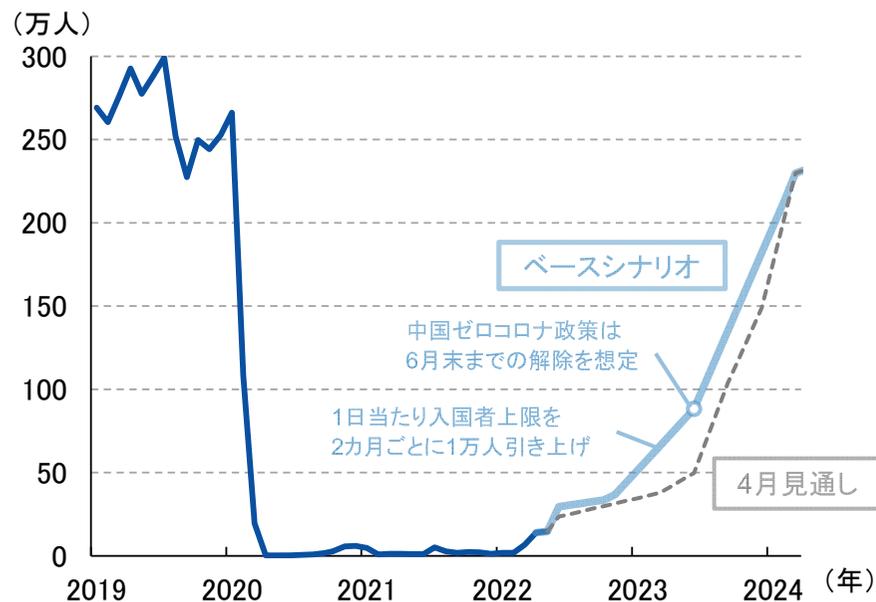


(注)二人以上勤労者世帯
(出所)総務省「家計調査」より、みずほリサーチ & テクノロジーズ作成

インバウンドは10~12月期以降に受入緩和、2023年後半に回復加速

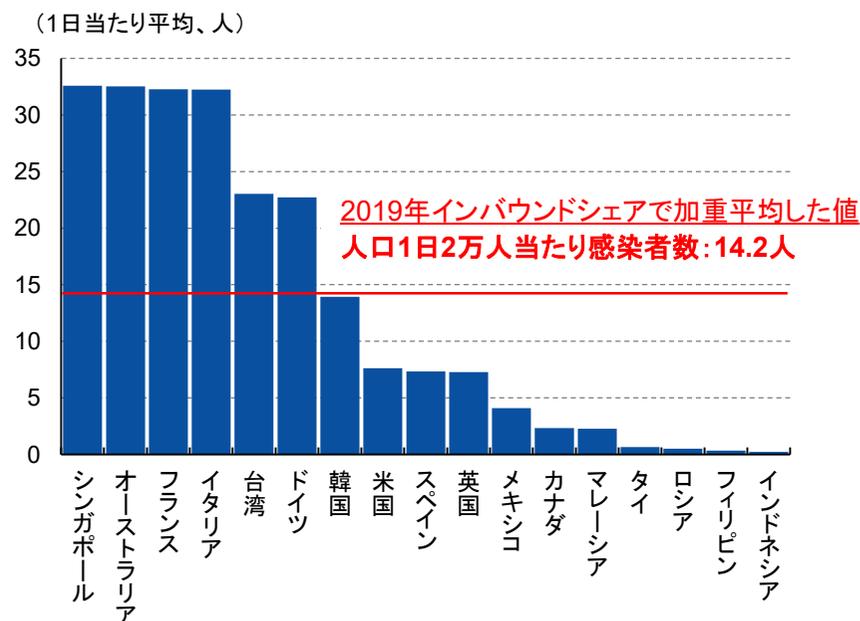
- 水際対策変更・円安進展を受けて、**感染収束が予想される10~12月期以降にインバウンド受入増加が進むと予想**
 - 中国ゼロコロナ政策は、2023年6月末までに解除される想定。2023年前半までは、主に中国・香港以外のインバウンド(訪日客のうち6割程度)が緩やかに回復する見通し
 - インバウンドの受け入れ拡大は、**2023年度のGDPを+0.8%押し上げ**
- インバウンド受け入れによる感染への影響は限定的との見方
 - 2万人の入国者(2019年:14万人/日)に含まれる感染者は10~20人程度。国内感染者数(10万人/日)対比で些少

インバウンド客数の見通し



(注)入国者のうち日本人と外国人の比率は4:6
 (出所)日本政府観光局(JNTO)「訪日外客数・出国日本人数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

主要なインバウンド受入国の2万人当たり新規感染者数

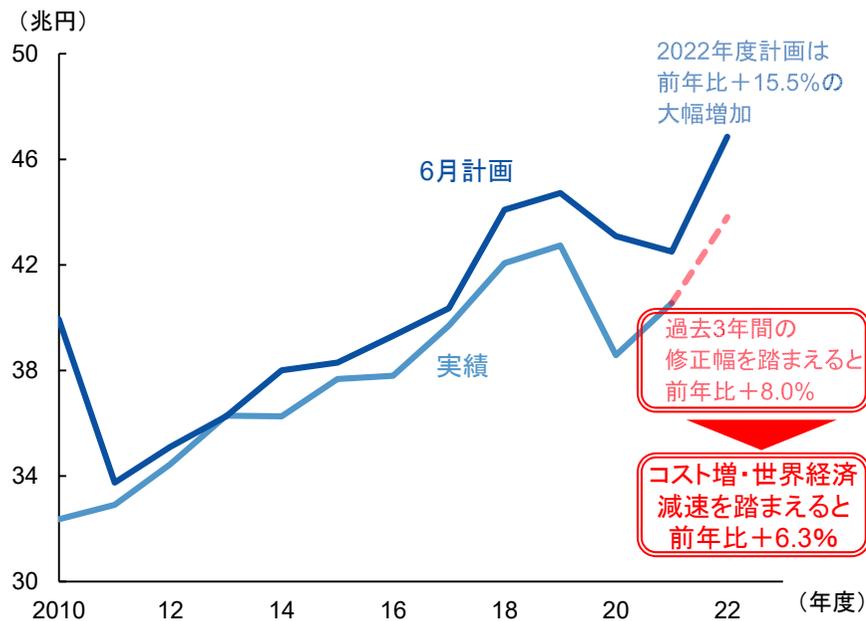


(注)7/6~7/19の平均値、無症状感染は含まない。中国、香港を除く
 (出所)Johns Hopkins Universityより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

設備投資計画は大幅増も、マインドは力強さに向け下方修正の見通し

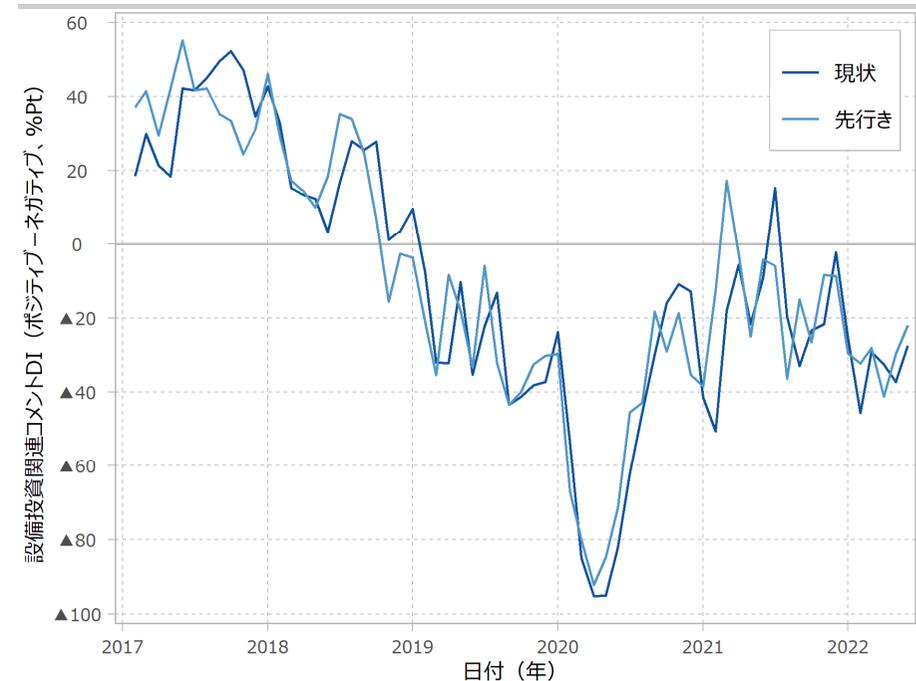
- 日銀短観(6月調査)の2022年度設備投資計画(ソフト含む土地除く)は、前年度比+15.5%と大幅増
 - 過去の平均的な計画⇒実績への修正パターンに基づく機械的試算では、実績ベース(名目値)で+8.0%
 - 景気ウォッチャー調査の企業コメントから作成した**設備投資関連コメントDIは、依然「ネガティブ」超のマイナス圏。**コスト増や海外経済減速などを受けて投資計画は下方修正される見通し(2022年度名目値は+6.3%を予測)

日銀短観:設備投資(6月計画ベース)と実績



(注) 設備投資はソフトウェア含む土地投資額除く。全規模・全産業ベース
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業の設備投資関連コメントDI

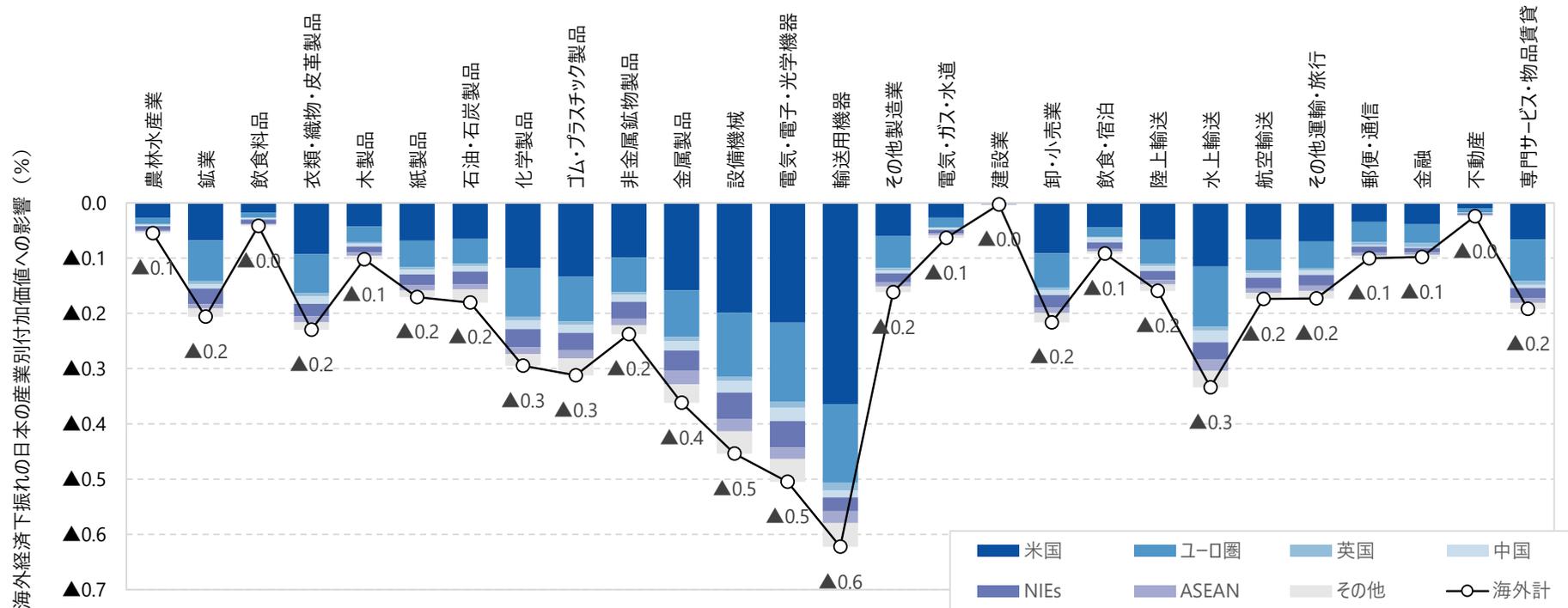


(注) 後方3カ月移動平均。設備投資関連コメントDIは、企業関連動向でコメントに設備投資関連語(投資、工事、利益、稼働)が含まれる回答について、判断がポジティブ(良い、やや良い)な回答数からネガティブ(悪い、やや悪い)な回答数を減じ、ポジティブ・ネガティブ回答数の合計で除した値
 (出所) 内閣府「景気ウォッチャー調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

海外経済の減速が輸出を下押し

- 欧米経済のリセッションを受けた海外経済の減速で、輸送用機械、電気・電子、設備機器などの輸出が下振れ。輸出・設備投資を通じた影響は2023年度GDPを▲0.6%下押し
 - OECD「Trade in Value Added (TiVA)」を用いた試算では、外需下振れにより輸送用機械の付加価値は▲0.6%、電気・電子機器は▲0.5%の下振れとなる計算

海外経済減速に伴う外需下振れによる日本の産業への影響(2023年、付加価値減少率)

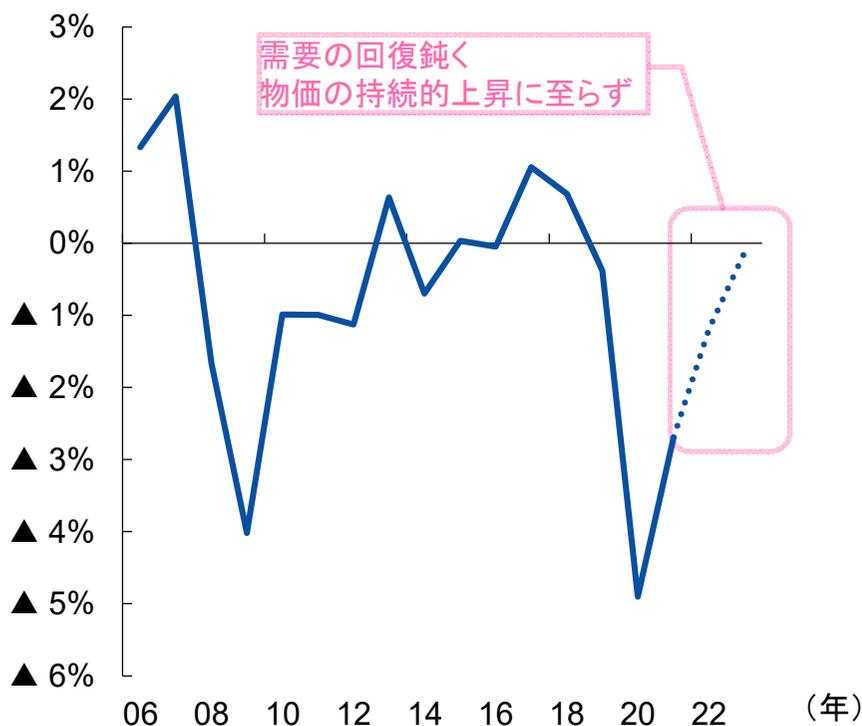


(注) 欧州はユーロ圏19カ国。2023年の世界各国・地域の成長率予測値の下振れ幅をショック幅として使用
 (出所) OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

需給ギャップはマイナス圏で推移。資源価格要因はく落後の物価は再びゼロ%台に

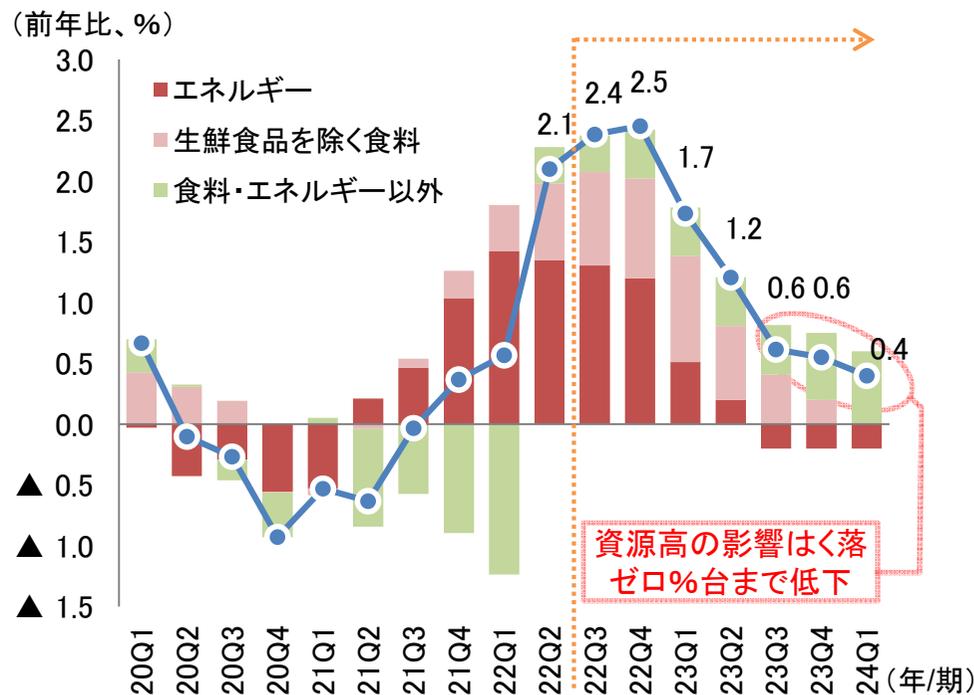
- 賃金伸び悩みや海外経済減速の影響から、需給ギャップはマイナス圏で推移
 - 経済活動における需給の引き締まりが不十分な中、物価の基調は力強さを欠く見込み
 - コストプッシュ型のインフレに持続性はなく、商品市況の高騰や円安が一服することで2023年度にコアCPI前年比は0%台に鈍化

日本の需給ギャップ



(注) 破線は予測値
(出所) 内閣府などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

生鮮食品を除くコアCPIの見通し



(注) 燃料油価格の激変緩和事業について10月以降も延長を想定。全国旅行支援については2022年10~12月期から2023年1~3月期までの実施を想定
(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

(5) 金融市場：2022年末にかけて米長期金利は上昇、円安・ドル高が進展へ

- **米長期金利は、2022年末にかけて3.7%まで上昇後、2024年1～3月にかけて3.5%前後で推移すると予想。**景気底入れ期待から長期金利は2023年夏場に持ち直すも、**引き締め気味の金融政策が、長期金利の上昇を抑制**する見通し
- **米国株は、米金利上昇や先行きの景気後退を織り込み2022年末にかけて下落し、2023年7～9月期まで底値圏で推移すると予想。****日本株は、米国株に連動して軟調に推移する局面が見込まれるものの、2023年度以降は底堅く推移**する見通し
- **ドル円相場は、2022年末にかけ円安が進展**する見通し。日米長期金利差拡大、経常収支の黒字幅縮小、日米金融政策の違いを意識した投機筋の円売りが円安圧力に。**2023年以降は各円安要因がはく落し、緩やかな円高・ドル安が進む**と予想

金融市場見通し総括表

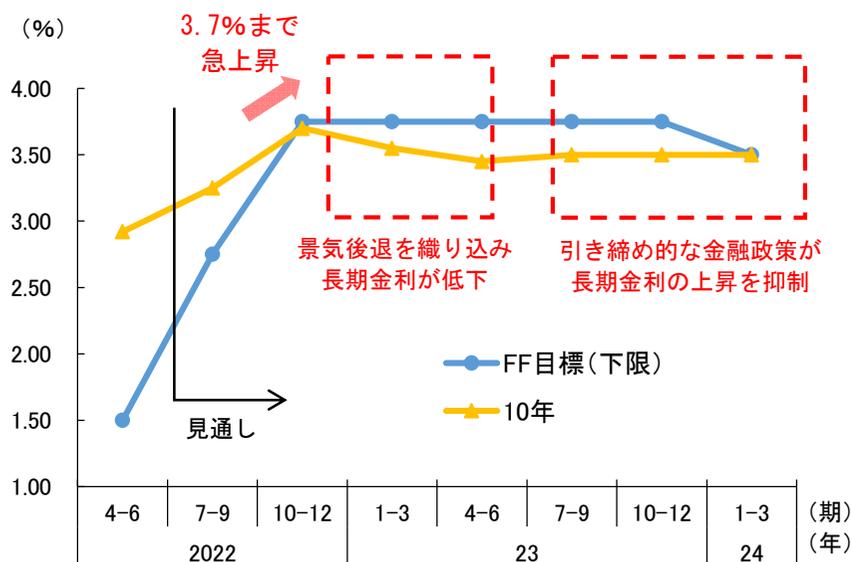
| | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 | 2021 | | | | 2022 | | | | 2023 | | | | 2024 |
|----------------------|------------|-------------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | | | | 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 |
| 新発国債 (10年、%) | 0.09 | 0.15 ～0.26 | 0.15 ～0.25 | 0.07 | 0.07 | 0.03 | 0.07 | 0.18 | 0.23 | 0.15 ～0.25 | 0.15 ～0.25 | 0.15 ～0.25 | 0.15 ～0.25 | 0.20 ～0.25 | 0.20 ～0.25 | 0.20 ～0.25 |
| 日経平均株価 (円) | 28,385 | 22,400 ～29,000 | 22,300 ～31,600 | 28,988 | 28,962 | 28,568 | 28,824 | 27,185 | 26,885 | 22,800 ～29,000 | 22,400 ～28,600 | 22,800 ～29,000 | 22,300 ～30,300 | 22,600 ～30,600 | 23,200 ～31,200 | 23,600 ～31,600 |
| 米国 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| FFレート(下限) (末値、%) | 0.25 | 3.75 | 3.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.25 | 1.25 | 2.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.50 |
| 新発国債 (10年、%) | 1.59 | 2.38 ～4.05 | 3.10 ～3.85 | 1.30 | 1.58 | 1.32 | 1.53 | 1.94 | 2.92 | 2.70 ～3.60 | 3.35 ～4.05 | 3.20 ～3.90 | 3.10 ～3.80 | 3.15 ～3.85 | 3.15 ～3.85 | 3.15 ～3.85 |
| ダウ平均株価 (ドル) | 34,815 | 24,600 ～35,161 | 23,900 ～33,100 | 31,493 | 34,121 | 34,910 | 35,515 | 34,711 | 32,714 | 26,000 ～33,000 | 24,700 ～31,700 | 24,600 ～31,600 | 23,900 ～31,900 | 24,200 ～32,200 | 24,500 ～32,500 | 25,100 ～33,100 |
| ユーロ圏 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ECB預金ファシリティ金利 (末値、%) | ▲ 0.50 | 1.00 | 1.00 | ▲ 0.50 | ▲ 0.50 | ▲ 0.50 | ▲ 0.50 | ▲ 0.50 | ▲ 0.50 | 0.50 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| ドイツ国債 (10年、%) | ▲ 0.17 | 0.51 ～1.77 | 1.00 ～1.85 | ▲ 0.41 | ▲ 0.22 | ▲ 0.37 | ▲ 0.24 | 0.16 | 1.10 | 0.95 ～1.75 | 1.05 ～1.75 | 0.95 ～1.65 | 1.00 ～1.70 | 1.05 ～1.75 | 1.10 ～1.80 | 1.15 ～1.85 |
| 為替 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ドル・円 (円/ドル) | 112 | 122 ～149 | 126 ～143 | 106 | 109 | 110 | 114 | 116 | 130 | 133 ～147 | 136 ～149 | 130 ～146 | 127 ～143 | 127 ～143 | 127 ～143 | 126 ～142 |
| ユーロ・ドル (ドル/ユーロ) | 1.16 | 0.90 ～1.10 | 0.95 ～1.09 | 1.21 | 1.21 | 1.18 | 1.14 | 1.12 | 1.06 | 0.91 ～1.05 | 0.90 ～1.00 | 0.92 ～1.00 | 0.95 ～1.03 | 0.96 ～1.04 | 0.99 ～1.06 | 1.01 ～1.09 |

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2022年末にかけて米長期金利は3%後半まで上昇

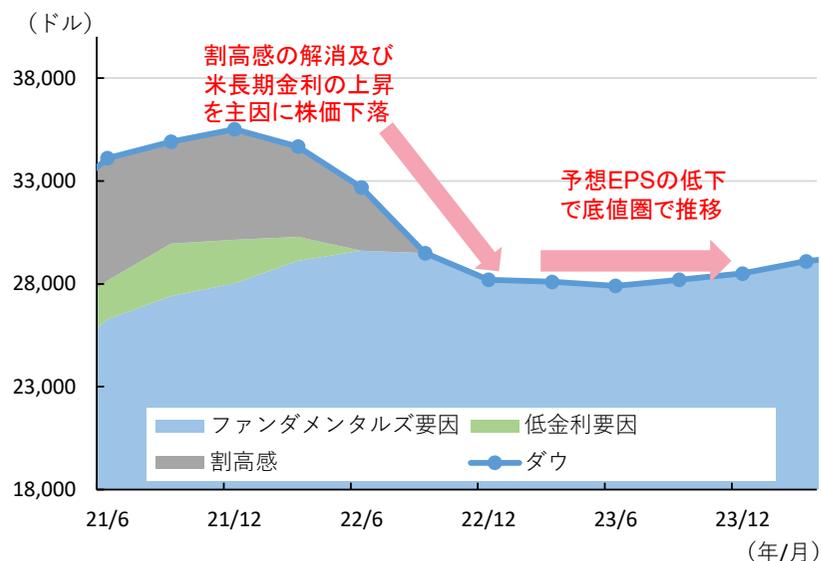
- **米長期金利は、2022年末にかけて3.7%まで上昇後、2024年1~3月にかけて3.5%前後で推移**
 - 2022年末にかけて、市場予想対比強めの利上げを織り込む形で急上昇
 - 2023年に入ると、景気後退懸念の強まりから長期金利は低下に転じる見込み
 - 景気底入れ期待から長期金利は2023年夏場に持ち直すも、引き締め気味の金融政策が、長期金利の上昇を抑制する見通し
- **米国株は、米金利上昇や先行きの景気後退を織り込み22年末にかけて下落。2023年7~9月期まで底値圏で推移**

米国金利の見通し



(注) 10年は米国債利回り(四半期平均)。FF目標は四半期末値
 (出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ダウ平均の推移と割高感、低金利要因の剥落



(注) 割高感は、各時点での金利水準を勘案した理論PERで計算される株価を実際の株価が上回った部分。低金利要因は長期金利が過去10年平均と同水準と仮定して計算した理論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

2%物価目標達成は困難。日銀の金融政策は不変

■ 2%物価目標の達成は困難、YCC見直しにも至らず

- 日銀は現行の金融緩和スタンスを変更しないと予想。日本のインフレ圧力は弱く、2%物価目標の安定的な達成は実現しない見込み。物価目標未達なら、日銀はマイナス金利およびYCCを継続せざるを得ない
- 副作用対策としてYCCを解除する場合でも、日本の長期金利が「自然体で」0.25%を下回る局面を待つ必要あり
 - 2018年、米長期金利が3%を割り込んで低下する局面で、円OIS10年(≒自然体の10年債利回り)が0.25%を下回った。一方、米長期金利は予測期間中に3%を下回らない見込み。YCCの解除は困難

長期金利の実績および見通し



(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日米長期金利の連動性からYCC解除の条件を探る

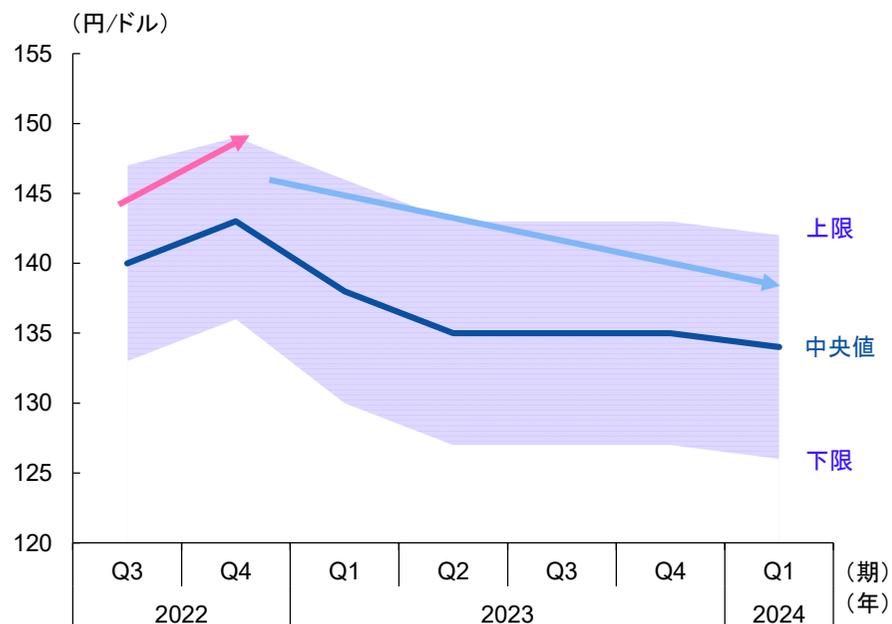


(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ドル円相場は、2022年末にかけ円安進展。その後緩やかな円高・ドル安に

- ドル円相場は、2022年末にかけ円安が進展する見通し
 - 2022年末にかけ日米長期金利差拡大、経常収支の黒字幅縮小、日米金融政策の違いを意識した投機筋の円売りが円安圧力に。ドル円相場は2022年末に1ドル=140円台前半まで円安・ドル高が進展
 - 2023年以降は、各円安要因がはく落し、1ドル=130円台半ばまで緩やかな円高・ドル安が進むと予想

ドル円相場の見通し



足元～2022年末

- ①金利要因：米利上げに伴う日米金利差拡大
 - ②実需要因：経常収支の黒字幅が縮小
 - ③投機要因：日米金融政策などの違いが意識された過度な円売り
- ①～③ともに円安要因となり、2022年末にかけて1ドル=140円台前半まで円安・ドル高に

2023年以降

- ①米国景気後退入り、それに伴う米金利低下から日米金利差縮小
 - ②経常収支の黒字幅拡大(原油価格下落・インバウンド回復)
 - ③過度な円売りも徐々にはく落
- ①～③ともに円高要因となり、1ドル=130円台半ばまで緩やかな円高・ドル安に

(注)青の実線は四半期の中央値。紫のシャドウはレンジを示す
(出所)Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)主要国の政治日程

| | 2022年 | | 2023年 | | 2024年 | |
|-----|-------|-----------------|-------|----------------|-------|----------------------|
| 米国 | 11月 | 中間選挙 | 3月 | イラク戦争から20年 | 11月 | 大統領選挙 |
| 欧州 | 9月 | 英国新首相決定 | 年内 | スペイン議会選挙 | 5月 | 露プーチン大統領任期満了 |
| | 9月 | イタリア議会選挙 | | | 5月 | 英国議会選挙、欧州議会選挙 |
| | | | | | 7~9月 | パリオリンピック・パラリンピック |
| | | | | | 10月 | フォン・デア・ライエン欧州委員長任期満了 |
| 日本 | | | 4月 | 黒田日銀総裁任期満了 | 7月 | 東京都知事任期満了 |
| | | | 4月 | 統一地方選挙 | | |
| | | | 5月 | G7サミット(広島) | | |
| アジア | 秋 | 第20期中国共産党大会 | 春 | 中国全国人民代表大会 | 1月 | 台湾総統選挙 |
| | | | 3月迄 | タイ下院選挙 | 2月 | インドネシア大統領・議会選挙 |
| | | | 7月迄 | カンボジア総選挙 | 上期 | 韓国議会選挙 |
| | | | 8月迄 | ミャンマー総選挙 | 中旬迄 | インド総選挙 |
| | | | 9月迄 | マレーシア総選挙 | | |
| その他 | 10月 | ブラジル大統領・議会選挙 | 10月 | アルゼンチン大統領・議会選挙 | 6月 | メキシコ大統領選挙 |
| | 10月 | G20サミット(インドネシア) | 11月 | COP28(UAE) | 年内 | G20サミット(ブラジル) |
| | 11月 | COP27(エジプト) | 年内 | G20サミット(インド) | 年内 | COP29 |
| | | | 年内 | トルコ大統領・議会選挙 | | |

(出所)各種報道等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

旬なテーマを動画でお届け。YouTube動画「MHRT Eyes」配信中！

エコノミスト・コンサルタントによる**速報性の高い分析**を、
5分程度の動画で**クイックかつ分かりやすく解説**

MHRT Eyes

円安、物価高、人手不足、ロシア・ウクライナ問題…
複雑で変化の激しい経済・金融動向を動画でお届け
多数のエコノミストが国内外の注目トピックスを網羅
YouTube動画で手軽に素早くインプット

コンテンツ拡大中！旬なマクロ情報をいち早くご提供！>>>>
ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！



エコノミスト・研究員
30名以上で幅広い分野を網羅



PCの方は

<https://www.mizuho-rt.co.jp/solution/analysis/economist/index.html>



調査レポート（無料）
経済・金融動向を解説



<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/index.html>



メールマガジン（登録無料）
レポート・動画配信をいち早くお知らせ！



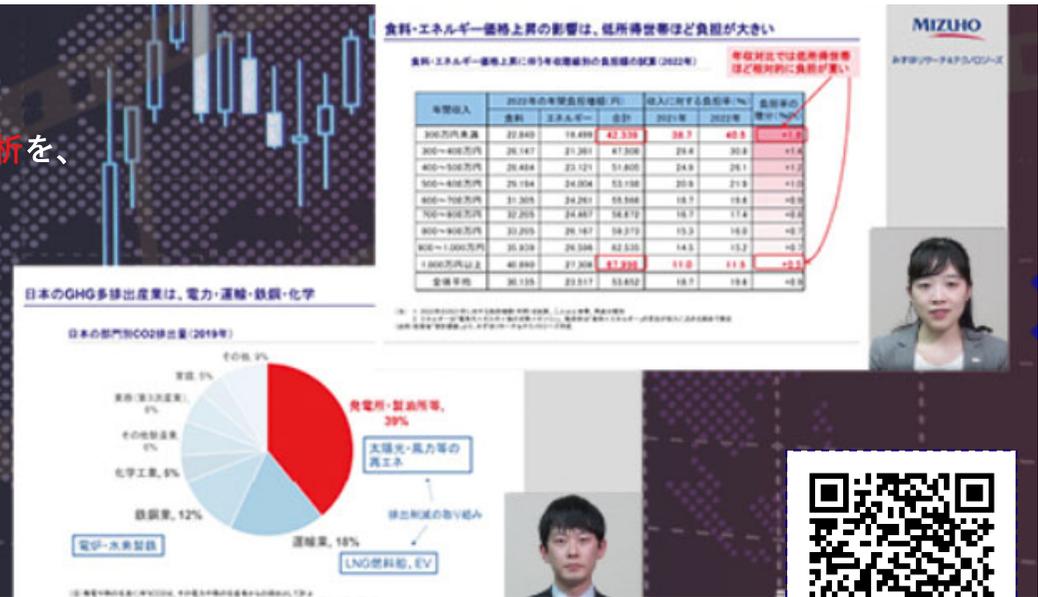
ご登録はQRまたは下記から
<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/index.html>

お問い合わせ：
調査部 メールマガジン事務局

<03-6808-9022>

<chousa-mag@mizuho-rt.co.jp>

(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)



【経済予測チーム】

| | | | |
|----------|----------------|---------------|------------------------------------|
| | 有田賢太郎 (全体総括) | 080-1069-4556 | kentaro.arita@mizuho-rt.co.jp |
| | 白井斗京 (全体総括) | 080-1069-5062 | tokio.shirai@mizuho-rt.co.jp |
| ・米国/欧州経済 | | | |
| | 小野亮 (総括・米国) | 080-1069-4672 | makoto.ono@mizuho-rt.co.jp |
| | 小野寺莉乃 (米国) | 080-1069-4504 | rino.onodera@mizuho-rt.co.jp |
| | 江頭勇太 (欧州) | 080-1069-4757 | yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp |
| | 川畑大地 (欧州) | 080-1069-4550 | daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp |
| ・中国経済 | | | |
| | 伊藤秀樹 (総括) | 080-1069-4774 | hideki.ito@mizuho-rt.co.jp |
| | 月岡直樹 (中国) | 080-1069-6684 | naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp |
| ・新興国経済 | | | |
| | 対木さおり (総括・新興国) | 080-1069-4778 | saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp |
| | 松浦大将 (アジア総括) | +65-6805-3991 | hiromasa.matsuura@mizuho-cb.com |
| | 越山祐資 (アジア) | 080-1069-4835 | yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp |
| | 田村優衣 (アジア) | 080-1069-4752 | yui.tamura@mizuho-rt.co.jp |
| ・日本経済 | | | |
| | 酒井才介 (総括・公需) | 080-1069-4626 | saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp |
| | 服部直樹 (総括補佐) | 080-1069-4667 | naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp |
| | 諏訪健太 (企業・外需) | 080-1069-5060 | kenta.suwa@mizuho-rt.co.jp |
| | 風間春香 (家計) | 080-1069-4642 | haruka.kazama@mizuho-rt.co.jp |
| | 中信達彦 (家計) | 080-9534-5897 | tatsuhiko.nakanobu@mizuho-rt.co.jp |
| | 南陸斗 (家計・物価) | 080-1069-5058 | rikuto.minami@mizuho-rt.co.jp |
| ・金融市場 | | | |
| | 宮寄浩 (総括) | 080-1069-4681 | hiroshi.miyazaki@mizuho-rt.co.jp |
| | 川本隆雄 (内外株式) | 080-9534-5902 | takao.kawamoto@mizuho-rt.co.jp |
| | 井上淳 (商品市況) | 080-1069-4827 | jun.inoue@mizuho-rt.co.jp |
| | 上村未緒 (国内金利) | 080-1069-4899 | mio.uemura@mizuho-rt.co.jp |
| | 坂本明日香 (為替) | 080-1069-5064 | asuka.sakamoto@mizuho-rt.co.jp |
| | 嶋中由理子 (海外金利) | 080-1069-4638 | yuriko.shimanaka@mizuho-rt.co.jp |

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。