
グローバルインフレと世界経済の行方 ～2023年の世界経済を見る上での留意点～

2023.1.12

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査本部

チーフエコノミスト

太田智之

tomoyuki.ota@mizuho-rt.co.jp



One
Think
Tank

2022年の世界はどんな年？

2022年TIME誌「今年の人(Person of the Year)」



2021年TIME誌

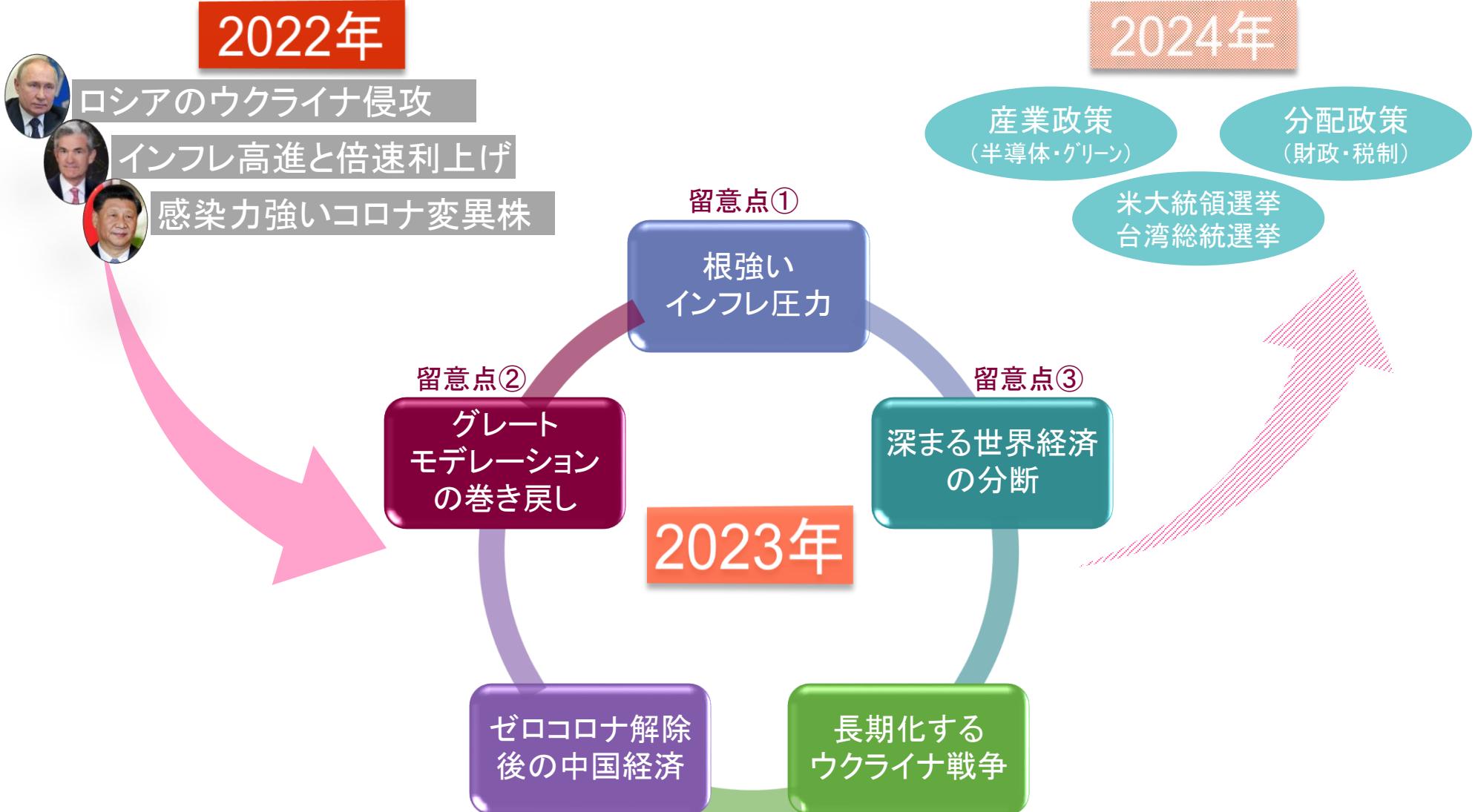


2020年TIME誌



(出所) TIME MAGAZINE twitterより転載

2023年の世界観:世界経済を覆う5つの雲

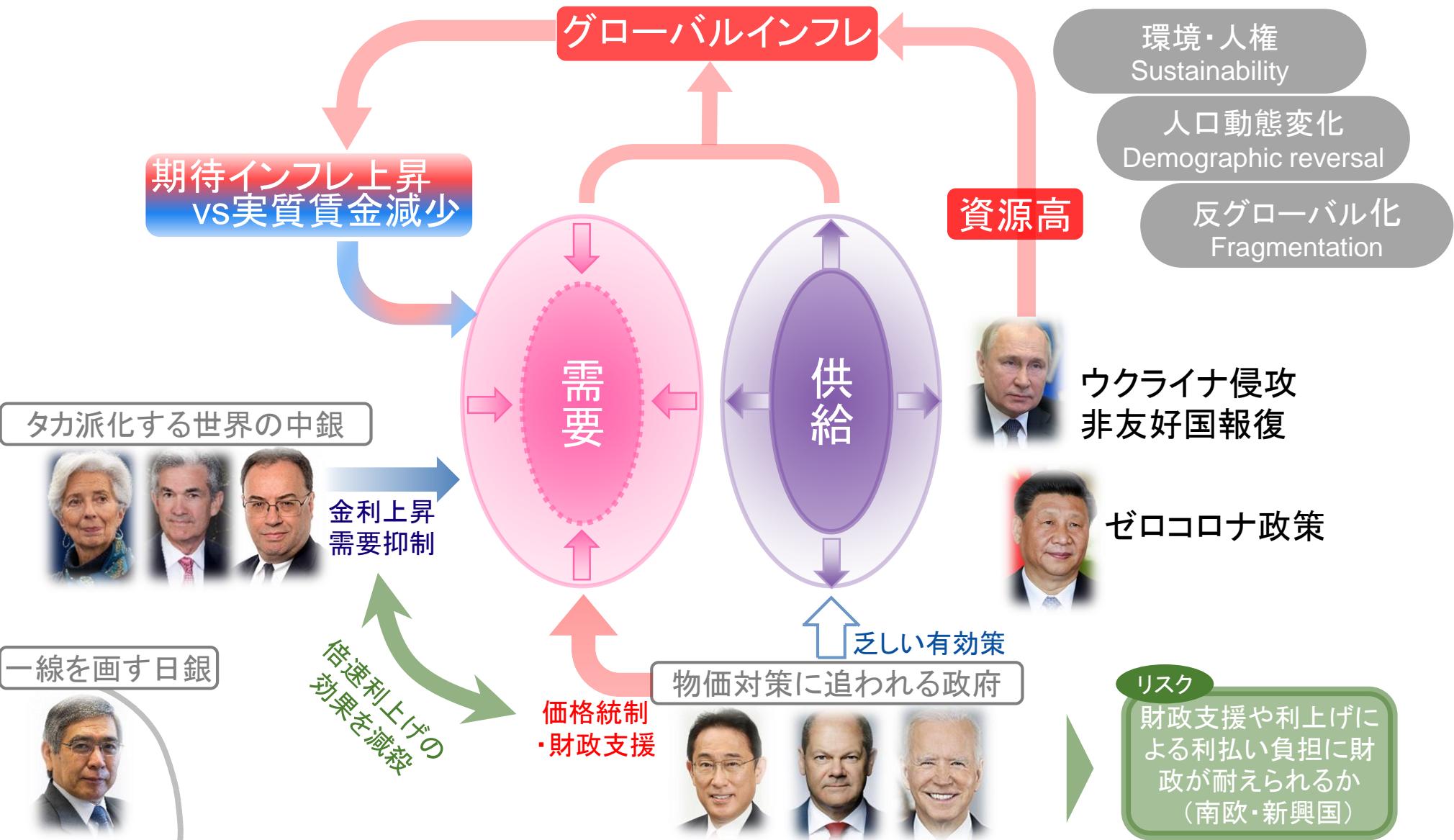


(参考)2023年のトップリスク

分類	リスク	①顕在化のトリガーおよび、②その影響
インフレ	米国	①賃金と物価の上昇スパイラルから高インフレ持続、②FRBの利上げが上振れ、米景気後退深刻化、新興国からの資金流出、金融市場の混乱
	欧州	①労働需給ひっ迫を受けた賃金上昇によりインフレが上振れ、②ECBは政策金利を5%まで引き上げ、欧州景気後退深刻化
	日本	①人手不足による賃金上昇圧力への認識が遅れ、賃金・物価の上昇スパイラルが発生、②長期金利の急騰が景気後退、金融システム不安に波及
中国	ゼロコロナ	①ゼロコロナ政策解除後に過剰貯蓄が追い風となり、②消費を中心に経済が過熱。資源価格を中心に世界的なインフレ圧力が上昇
金融市場	システムリスク	①各国の利上げ・資産圧縮により、②デフォルト増加、高リスク商品からの資金流出、流動性低下が同時に多発的に生じ、金融機関の連鎖破綻に波及
地政学・政策	ウクライナ情勢	①戦争の長期化に伴い、西側諸国の対口制裁、ロシアによるウクライナの穀物サプライチェーンへの攻撃が激化、②世界的に食料、資源価格が上昇
	台湾有事	①米国による台湾への介入に反発して中国が台湾を占領、②戦略物資を中心に対中・台貿易が激減し、世界的な供給制約、景気後退が発生
	米中デカップリング	①国内景気低迷の批判回避から、米中双方で対外強硬姿勢が強まり、②急速にデカップリングが進むことで、サプライチェーンの混乱、インフレ圧力の上昇
	ポピュリズム台頭	①インフレに苦しむ国民の支持回復を狙うポピュリズムが台頭、②財政拡張によるインフレ圧力上昇・金融市場混乱、ウクライナ支援中止によるロシアの勢力拡大等へ波及
	グリーン	①想定以上に厳しい環境規制案の発表 ②移行リスクの高まりで座礁資産の急増、想定以上の投資負担増による企業収益悪化、雇用不安の広がり

(出所)みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

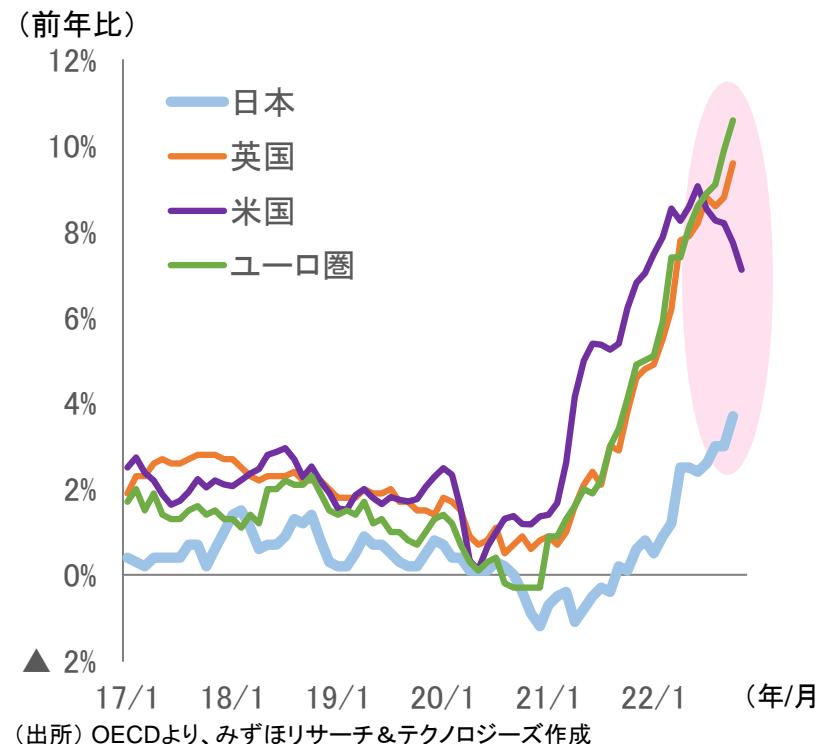
グローバルインフレを巡る相関図: 40年ぶりのインフレはなぜ起きたのか?



高インフレに見舞われる欧米主要先進国。金融政策はインフレ抑制に軸足

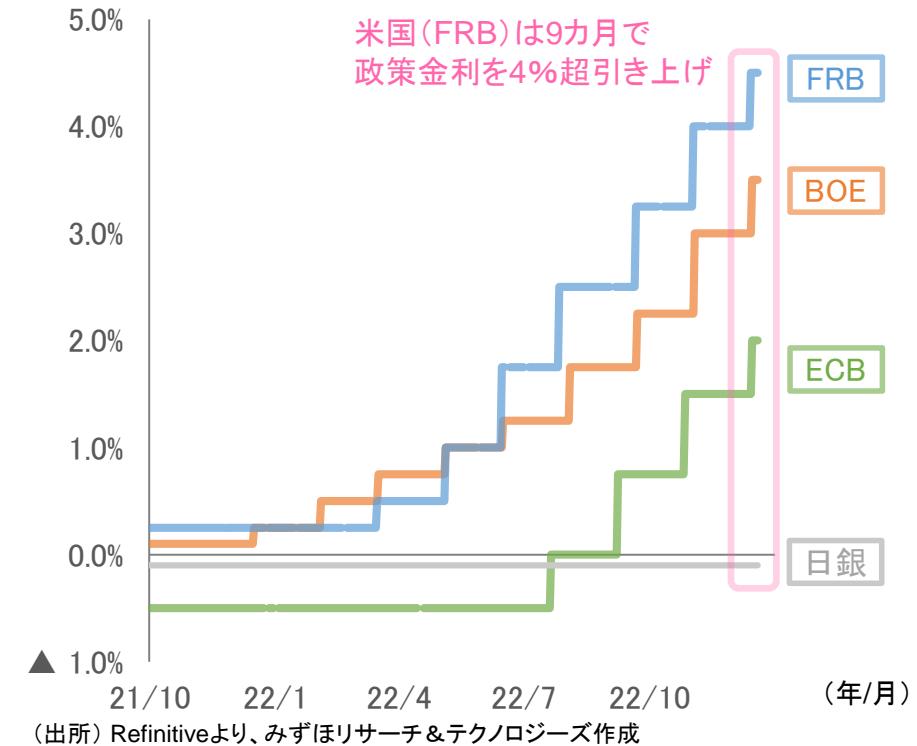
- **40年ぶりの高インフレに見舞われる欧米主要先進国**
 - 米国の消費者物価指数は減速傾向にあるものの、前年比8%超と物価上昇圧力は依然高い状況
 - 英国・ユーロ圏は水準もさることながら未だに上昇幅拡大。ピークアウトの兆しうかがえず
 - 欧米主要先進国に比べて日本の物価上昇圧力は限定的（長期デフレ下にある国民にとっては耐えがたいも…）
- **米・英・ユーロ圏の中央銀行はインフレ抑制に転換**。急ピッチの利上げ継続。倍速利上げが国際標準に

日・米・英・欧の消費者物価指数上昇率



（出所）OECDより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

米・英・欧の政策金利



（出所）Refinitiveより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

世界経済見通し総括表

	(前年比、%)			(%Pt)		
	2021 暦年	2022 (見通し)	2023	2022 (10月予測との比較)	2023	
世界実質GDP成長率	6.0	2.6	1.8	0.3	0.2	世界経済は停滞感の強い状況が継続。2023年は2%を下回り世界同時不況の様相
日米欧	5.3	2.4	▲ 0.6	0.2	0.1	
米国	5.9	1.9	▲ 0.8	0.2	–	
ユーロ圏	5.3	3.1	▲ 0.8	0.3	0.4	足元の欧米経済は予想以上の底堅さ。ユーロ圏はエネルギー不足への懸念緩和が一因。ただしインフレ高進に金融引締めの影響も相まって、2023年にかけ景気後退は避けられず
英国	7.4	4.3	▲ 0.9	0.1	▲ 0.6	
日本	2.1	1.2	1.1	▲ 0.1	–	
アジア	7.1	4.2	4.5	–	–	
中国	8.1	3.1	4.8	▲ 0.1	–	突然のゼロコロナ政策転換に伴う混乱で2022年終盤の中国経済は下振れ。一方で2023年春にはコロナ禍からの回復局面に転じる公算。政策対応による不動産市場の底入れもあり、2023年後半に緩やかに持ち直し
台湾	6.5	3.2	1.6	–	–	
NIEs	5.5	2.3	1.7	▲ 0.1	0.1	
ASEAN5	3.3	5.5	4.2	0.2	–	
インド	8.3	7.1	5.5	–	0.2	コロナ禍からの回復局面は一服。インフレ高止まり、外需悪化の影響で成長率は鈍化を見込む
オーストラリア	4.9	3.5	1.8	0.8	–	
ブラジル	5.0	2.9	0.7	0.4	0.3	
メキシコ	4.7	2.7	▲ 0.6	0.8	0.1	
日本(年度)	2.5	1.4	1.0	▲ 0.1	0.1	外需悪化が下押しするも、サービスを中心にコロナ禍からの回復が落ち込みを緩和。財政も下支えとなりプラス成長維持

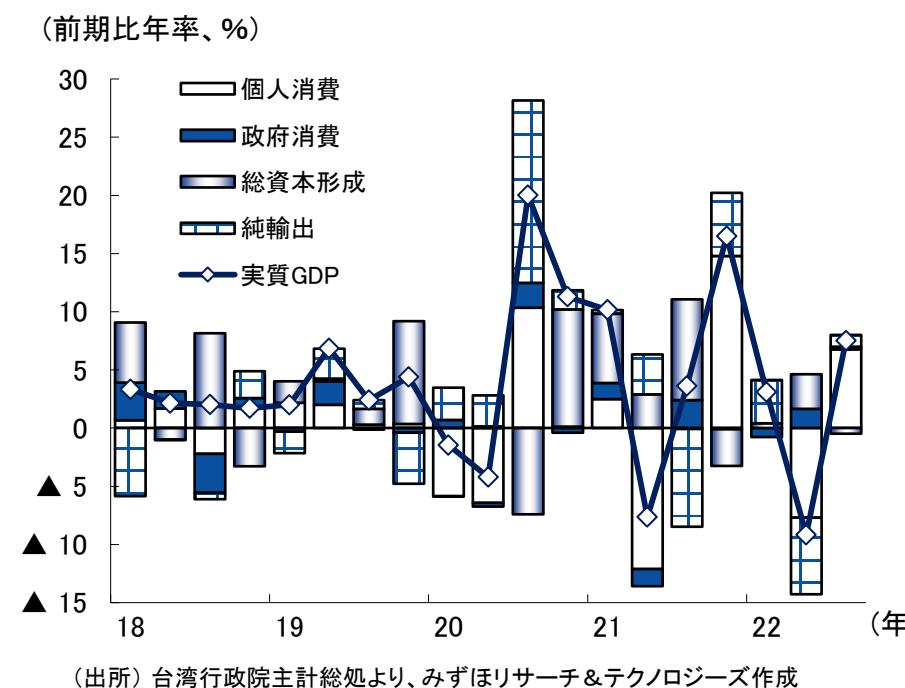
(注)網掛け部分は予測値。世界実質GDP成長率はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算

(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

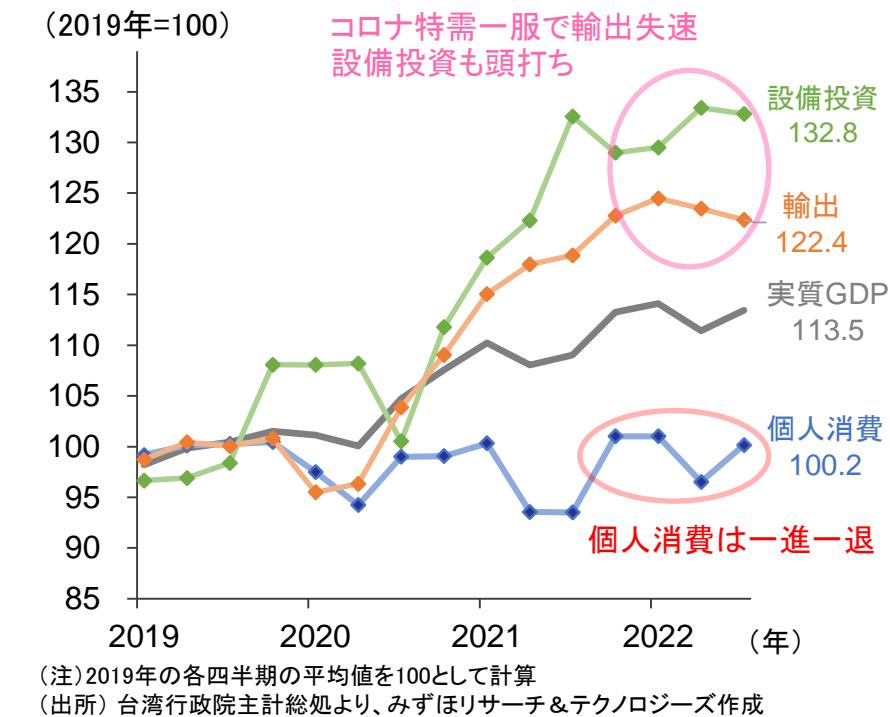
2022年の台湾経済は大きく減速。成長をけん引してきた輸出に陰り

- 2022年7~9月期の実質GDP成長率は前期比年率+7.5%と前期の大幅マイナス成長(同▲9.2%)から反動増
 - 政府による域内旅行振興策が奏功したほか、低調だった前期の反動もあり個人消費が大幅プラス寄与
 - 一方、世界経済の減速やIT市況の悪化を反映し外需が伸び悩んだほか、設備投資が弱含み
- 2022年の通年成長率は+3.2%と前年(+6.5%)から減速した模様
 - 世界的な巣ごもり需要一巡で成長を牽引してきた輸出が失速。設備投資の拡大も頭打ち
 - 個人消費は2022年に一進一退で、コロナ前と同程度の水準にとどまる

実質GDP成長率



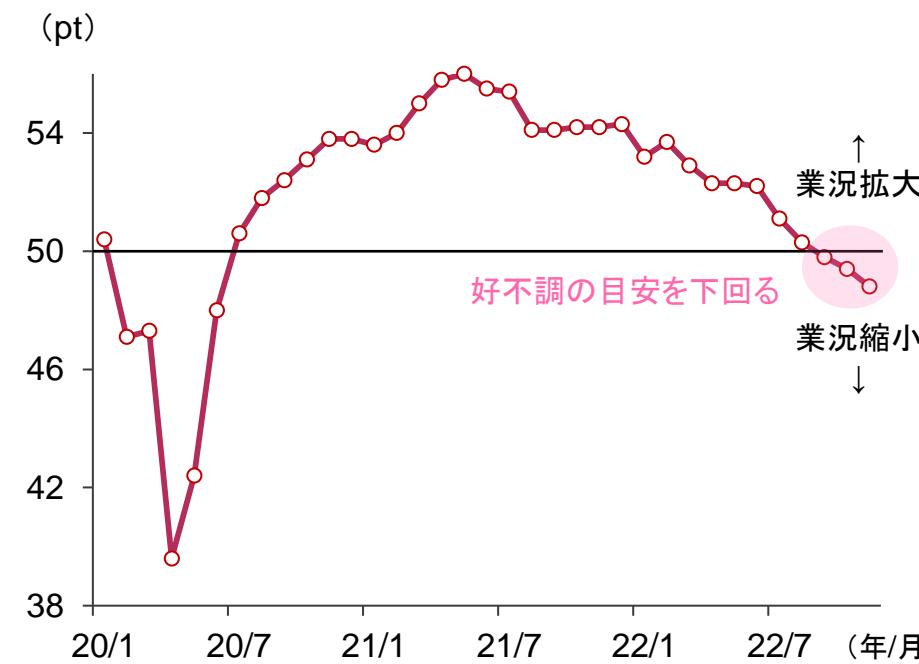
実質GDP(2019年平均=100)



グローバル製造業のサイクル転換が輸出を下押し

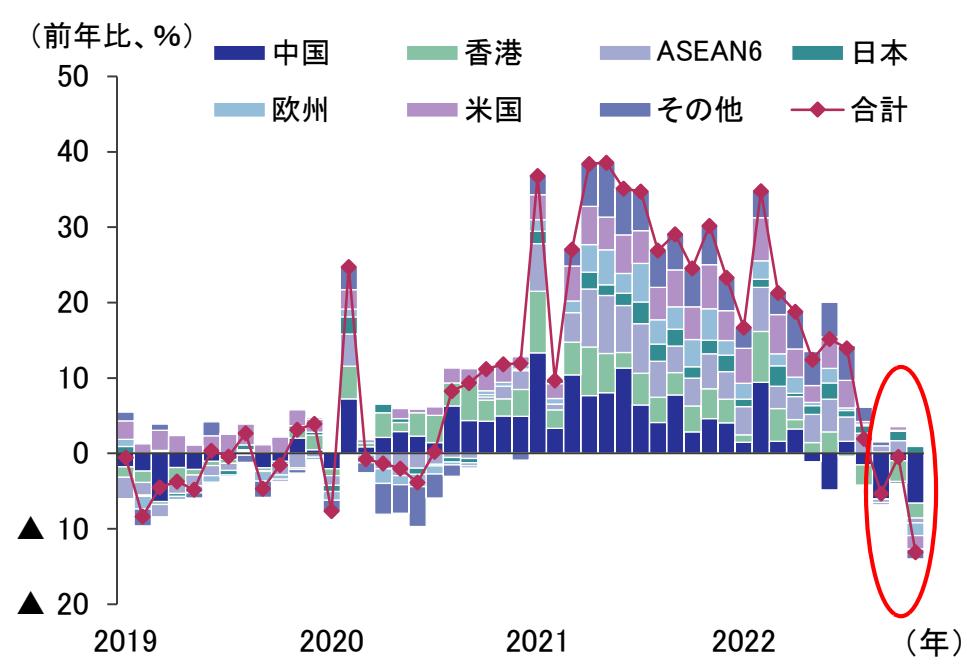
- グローバルの製造業サイクルは2022年秋に中立割れ
 - 業況拡大・縮小の目安となる50を3か月連続で下回る
- コロナ特需の一巡や世界経済の減速を受けて輸出金額の伸びはマイナスに転じる
 - 輸出金額が前年を下回るのは2020年6月以来のこと。11月の輸出は前年比▲13.1%の大幅減に
 - 仕向国別では、新型コロナ感染拡大により厳しい防疫措置が敷かれた中国が最大のマイナス寄与

グローバル製造業PMI



(出所) S&P Globalより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

名目輸出(米ドル建て)

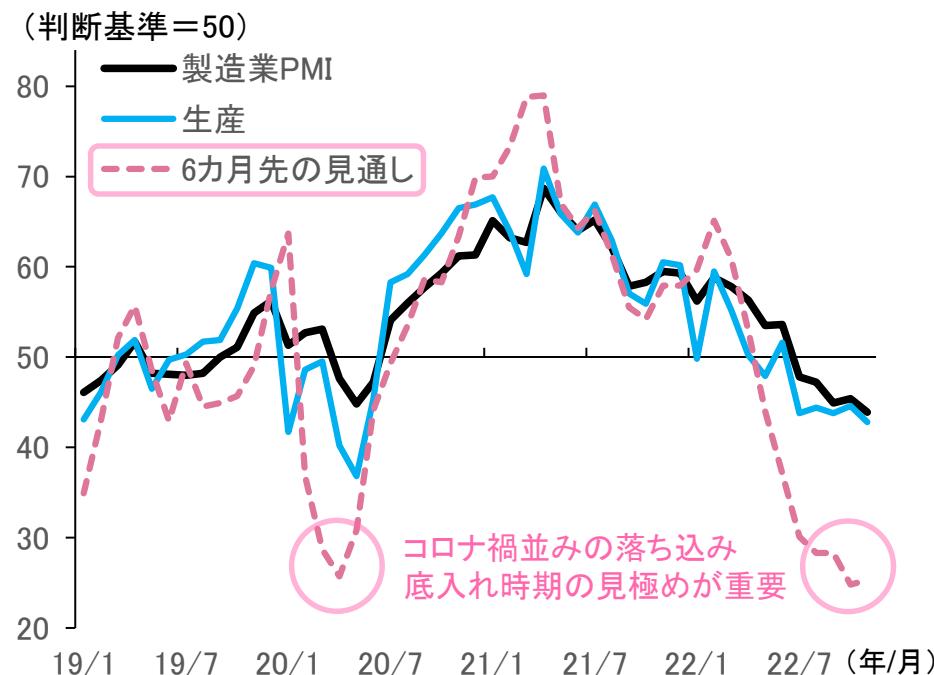


(出所) 台湾財政部より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

台湾製造業の景況感悪化。設備投資も増勢鈍化

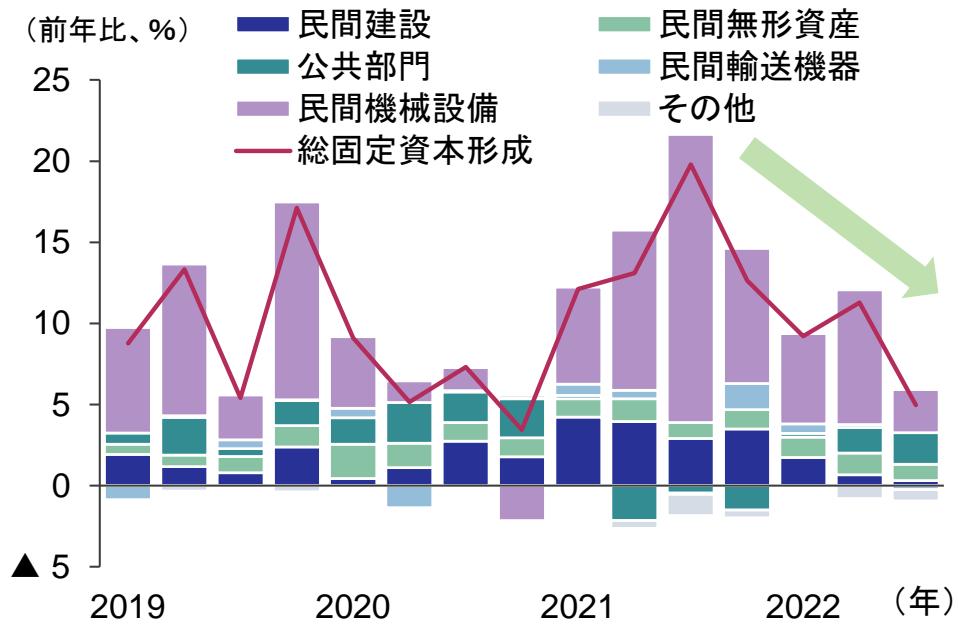
- 製造業の景況感は悪化
 - 11月の製造業PMIは43.9と、生産の低迷が続き5か月連続で好不調の目安となる50を下回る
 - 世界経済の減速懸念等を背景に、企業による6カ月先の景気見通しは下振れ
- 企業の先行き不安を反映し、設備投資も減速傾向
 - 主力である電子分野のほか、高めの伸びが続いていた建設部門も減速
 - 急増した2021年からの反動に加え、企業は先行きに対する不安から投資の増勢は鈍化

台湾製造業PMI



(出所) 中華経済研究院より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

総固定資本形成



(出所) 台湾行政院主計総処より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2023年の半導体市場は縮小へ。半導体在庫の積み上がりは減産圧力に

- 2023年の世界半導体市場は、景気悪化による需要減を反映し縮小に転じる見通し
 - 調査機関は2023年の売上高を▲3%台後半～▲5%と予測
- 半導体在庫の積み上がりは台湾半導体セクターの減産圧力に
 - 出荷在庫バランスは、とくに2022年後半大幅に悪化。需要減から出荷が前年割れとなつたことで悪化が加速

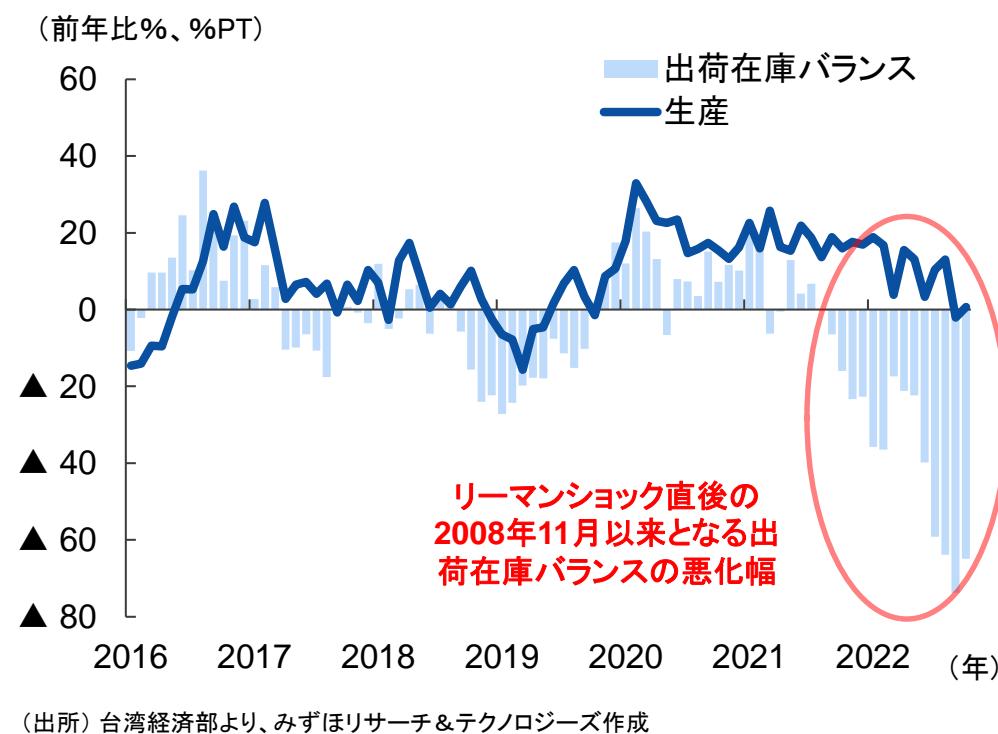
世界半導体売上高予測

発表元 (公表時期)	2021年	2022年	2023年
IC Insights (2022年11月)	+25%	+3%	▲5%
WSTS (2022年11月)	+26.2%	+4.4%	▲4.1%
Gartner (2022年11月)	+26.3%	+4.0%	▲3.6%

(注) 名目ベース

(出所) 世界半導体市場統計(WSTS)、Gartner、IC Insightsより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

台湾半導体生産・出荷在庫バランス(出荷前年比ー在庫前年比)



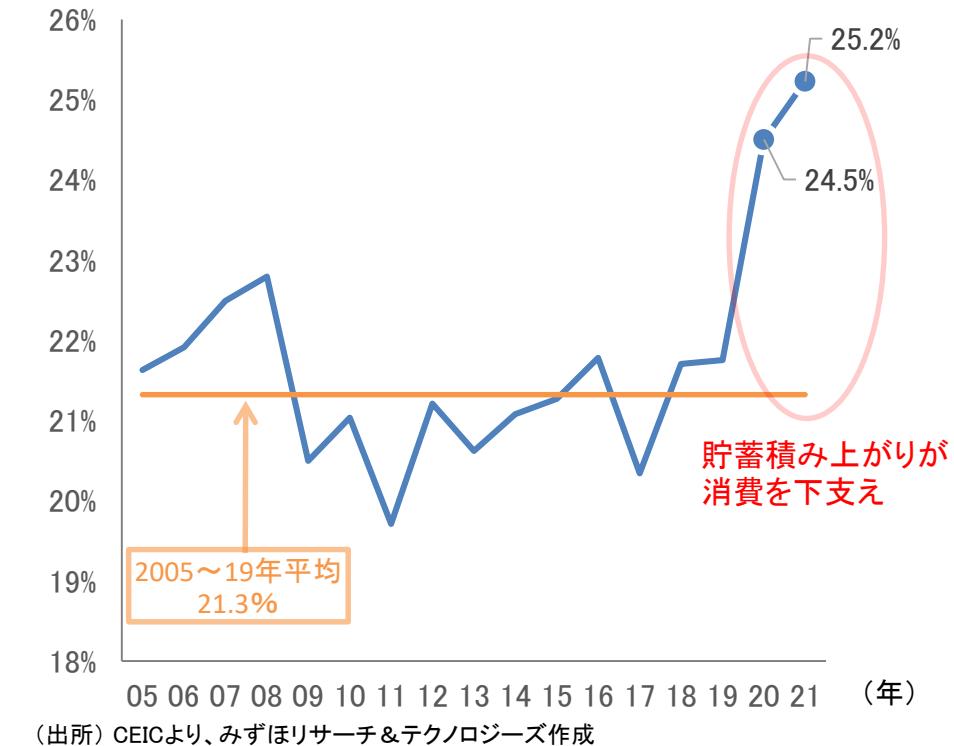
インフレ・金利上昇は消費の足かせ。一方でリベンジ消費に対する期待も

- 資源価格下落を受けCPI上昇率は鈍化傾向にあるものの、コアCPIは依然として高止まり
 - これまでの輸入物価の上昇が国内物価に波及。インフレ上昇を反映して、先行きに対する家計のマインドは悪化。消費の抑制要因に。加えて利上げによる債務返済負担の増加も懸念材料
- 一方でコロナ禍で積み上がった超過貯蓄が消費を下支えする可能性
 - コロナ禍の行動制限が家計の消費支出を下押し。その結果、家計貯蓄率は3~4%上昇(=貯蓄積み上がり)

政策金利(公定歩合)と住宅ローン負担率



家計貯蓄率



外需減速を主因に2023年も成長鈍化がコンセンサス

- 台湾行政院・中銀および民間シンクタンクも2023年は+2%台後半への成長減速を見込む
 - 各機関とも、先行きのリスクとして、(利上げによる)海外経済減速が外需を下押しするとの見方で一致
 - 設備投資は、半導体や再エネ投資が支えるとの見方(政府)の他、企業景況感悪化や在庫状況への懸念(中銀)も
- みずほRTは2023年の成長率を+1.6%と予想。他機関対比では慎重な予測値
 - 2023年の米欧経済と半導体市況を慎重に見ていることを反映し、台湾経済の成長率を低めに予測

台湾経済成長率見通し(2023年)

発表機関	成長率見通し	コメント
台湾行政院	+2.7 (11月)	世界経済の減速が外需の重石となる一方、水際対策の緩和、先端半導体や風力発電関連の設備投資などが成長を下支え
台湾中銀	+2.5 (12月)	世界経済の大幅な減速と貿易の縮小が外需を下押しするほか、企業景況感悪化と在庫の積み上がりが民間投資を抑制する恐れ
中華経済研究院	+2.7 (12月)	ウクライナ戦争や米利上げ、ハイテクを巡る米中の摩擦などが引き続き不確定要素
みずほRT	+1.6 (12月)	金融引き締めによる米欧経済の減速や半導体市況の悪化を反映し、先行き外需は減速する見通し

(注) (カッコ内)は各機関による予測値の発表時点

(出所) 台湾行政院主計総処、台湾中銀、中華経済研究院より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

(参考)水際対策緩和を受けて訪台旅行者数は緩やかに回復

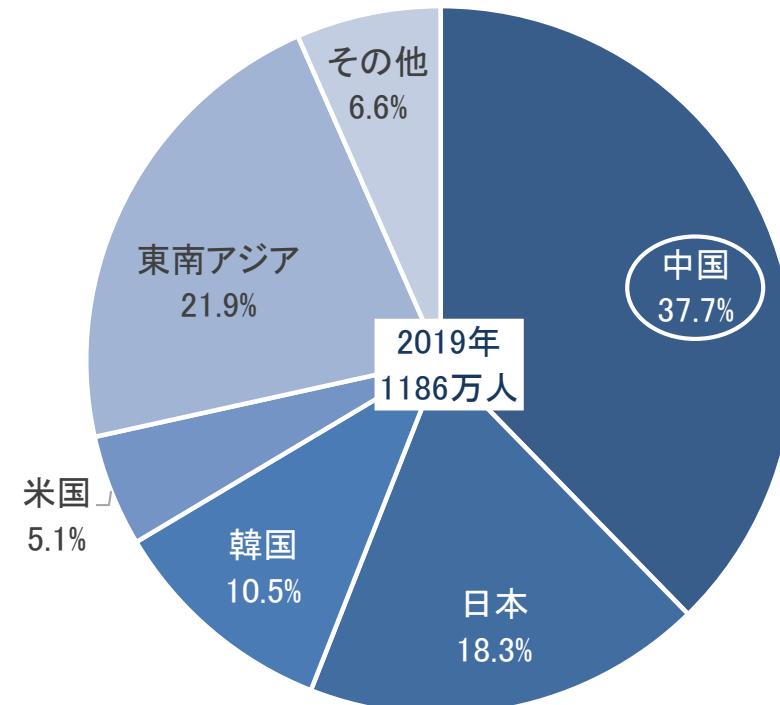
- コロナ感染の抑制徹底から、経済との両立(ウィズコロナ)へ方針転換。22年3月から水際対策を順次緩和
- 12月に入境者の上限を撤廃。訪台旅行者数の回復が見込まれるところ
 - コロナ前に訪台旅行者数の4割近くを占めていた中国で12月からゼロコロナが実質解除。国内需要喚起の観点から当面は国外旅行の規制緩和には慎重とみられるが、緩和に踏み込めば訪台旅行者数の回復にも弾み

政府による入境者規制緩和の経緯

時期	規制緩和の主な内容
22年3月	・非台湾籍ビジネス客の受入を再開 ・入境後在宅検疫期間を14日→10日に短縮
5月	・入境後在宅検疫期間を10日→7日に短縮
6月	・入境後在宅検疫期間を7日→3日に短縮
7月	・入境者数上限を1週間当たり2.5万人→4万人に引上げ(8月5万人、9月6万人に引上げ) ・台湾籍やトランジット客の搭乗前2日以内の陰性証明を免除(8月に全入境者へ拡大)
9月	・日米など一部の国を対象に入境時ビザ免除
10月	・入境後の在宅検疫を廃止 ・海外から台湾、台湾から海外の団体旅行解禁 ・入境者数上限を6万人→15万人に引上げ
12月	・入境者数の上限を撤廃

(出所)各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2019年訪台旅行者数の国・地域別シェア



中央経済工作会议で「ウィズコロナ」を前提とした対策強化を指示

- 中央経済工作会议が12/15～16開催され、2023年の経済運営方針を決定。「ウィズコロナ」を前提とした対策強化を指示。拡張的な財政を維持し、ゼロコロナで傷んだ経済の回復を図る構え
 - 2023年の経済政策は引き続き「安定を第一」とし、積極的な財政政策と稳健な金融政策の継続を確認
 - コロナ対策は「動的ゼロコロナ」への言及なし。不動産政策は資金繰り支援など業界全体の安定に軸足
 - 中国社会科学院は、2023年の成長率を+5.1%と予測。政府目標として「5%以上」を提言した模様

中央経済工作会议が決定した2023年の経済運営方針

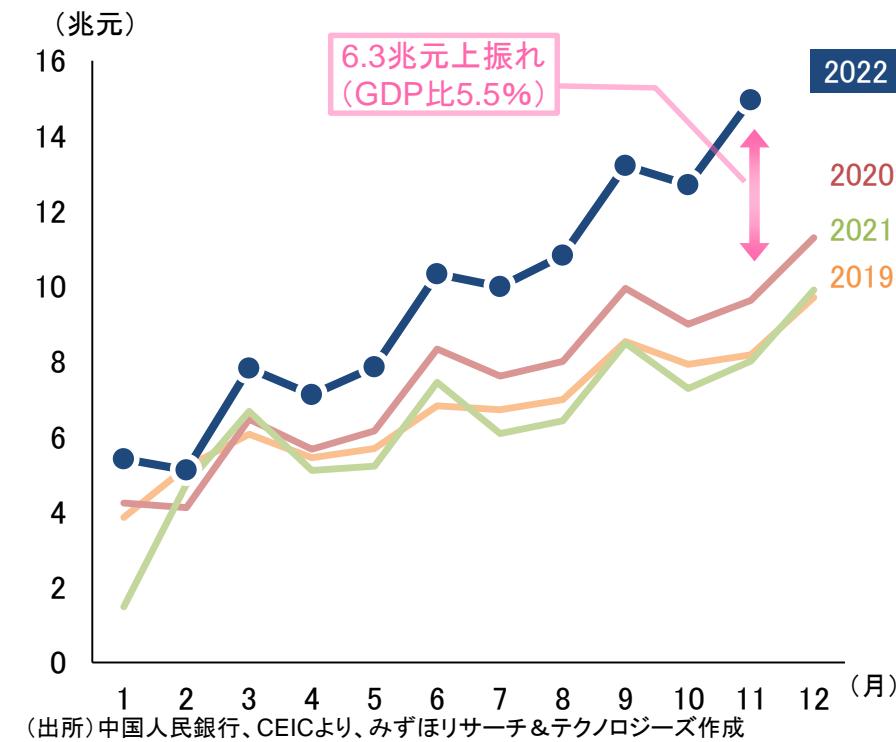
項目	概要
現状認識	(中国経済における)需要縮小、供給ショック、先行き期待低下という「3重の圧力」は依然として大きい
基本方針	質の高い発展を推進し、内需拡大戦略と供給サイド構造改革を有機的に結合させる。 <u>安定を第一</u> とし、 <u>成長安定、雇用安定、物価安定</u> を図り、経済の運行を合理的なレンジに維持する
財政政策	<u>積極的な財政政策</u> 。 <u>財政支出の強度を保持</u> し、 <u>赤字・専項債・利子補給等のツールを組み合わせ</u> 、財政の持続可能性と地方政府債務リスクのコントロールを保障する
金融政策	<u>稳健な金融政策</u> 。 <u>流動性を合理的に充足させ</u> 、マネーサプライと社会融資規模の伸びを名目GDPの伸びと基本的に一致させ、小規模零細企業・ハイテクノベーション・グリーンな発展への支援を強化する
コロナ対策	コロナ防疫と経済社会発展をより良く統一調整をする。状況に合わせて防疫措置を最適化し、新段階における防疫各種措置を実施し、 <u>市民の受診・服薬を保障</u> し、高齢者や基礎疾患有する者の防疫を強化し、重症化を防ぐ。 <u>流行期間をスムーズに乗り切り、平穏な転換と社会秩序の安定を確保</u> する
不動産市場	市場の平穏な発展を確保し、物件引き渡しを保証する。業界の <u>合理的な融資需要を満たし、再編・合併を推進</u> する。買い換えを含む実需を支持する。「 <u>住宅は住むものであり、投機するものではない</u> 」との位置づけを堅持する。産業の新発展モデルへの平穏な転換を推進する。 <u>地域的・システムickな金融リスクを防止</u> する

(出所)新華社より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

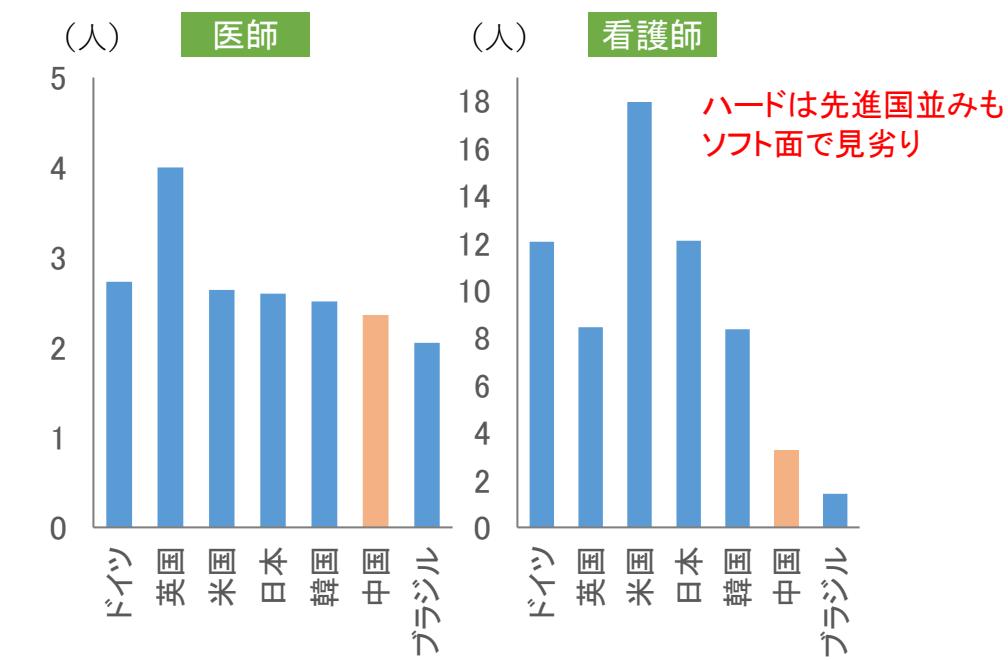
ゼロコロナ解除後は過剰貯蓄が消費を後押し。一方で医療体制の脆弱さは要注意

- 2022年初以降、家計の預金は例年比で上振れ。ゼロコロナ解除後の消費回復を後押し
 - 背景には、ゼロコロナによる先行き不安を受けた貯蓄志向の高まり
- 一方でゼロコロナ解除後も感染拡大で医療体制がひっ迫する懸念は拭えず
 - 人口1000人当たり病床数は主要先進国とそん色ないものの、医師や看護師などソフト面で見劣り
 - 感染拡大時に医療ひっ迫から防疫措置の強化、さらには実質的なゼロコロナ回帰という事態に陥るリスクも

家計貯蓄の新規増加額(年初来累計)



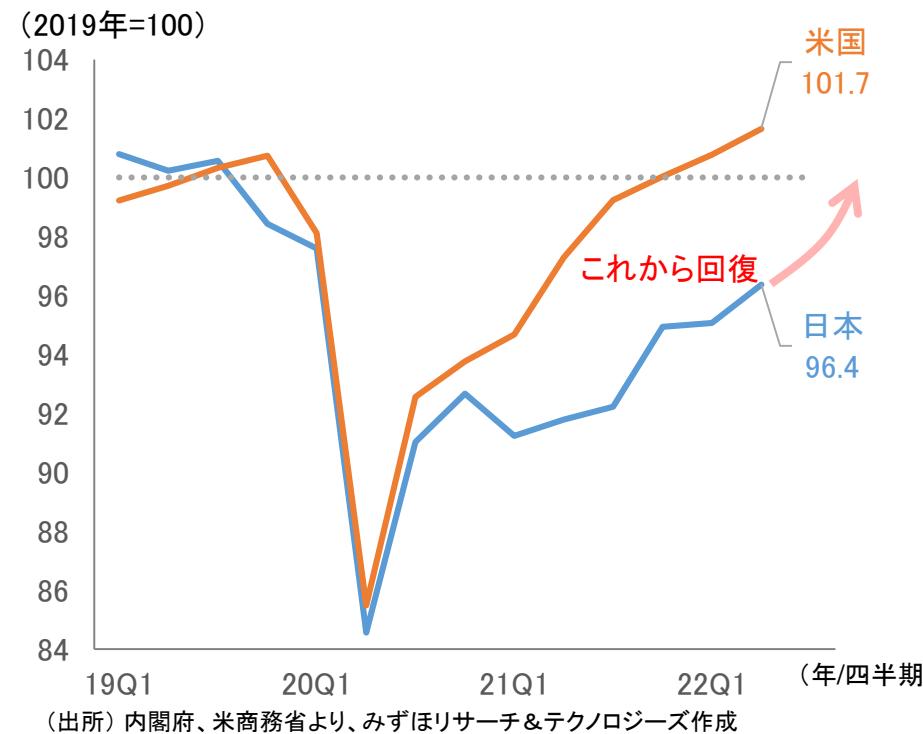
主要国の人団1000人当たり医師数と看護師数



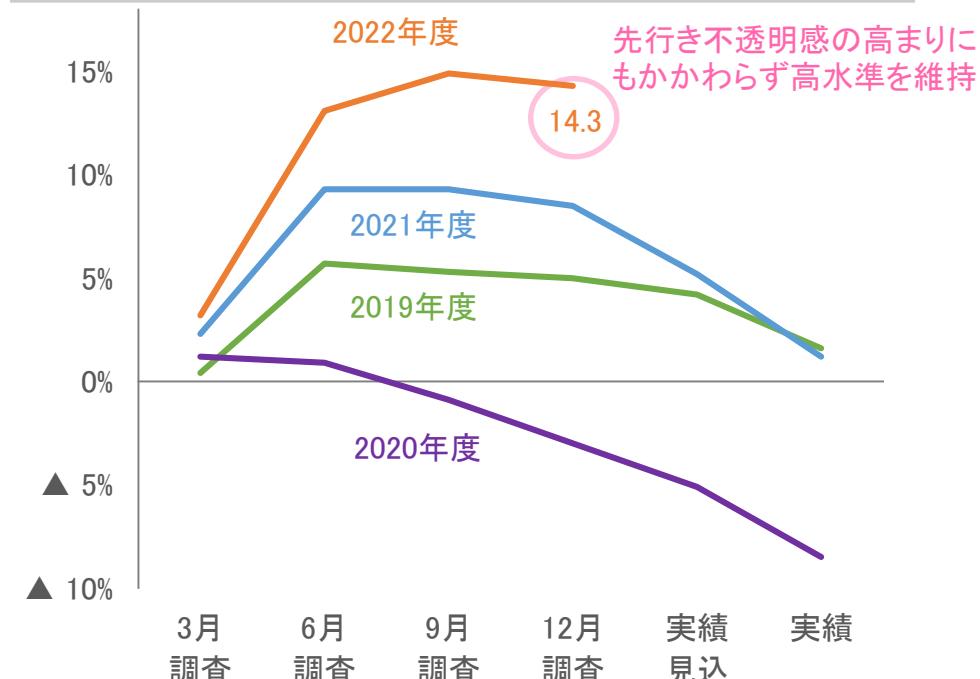
逆風下でも意外と底堅い日本経済。対人サービスの持ち直しが経済を下支え

- **経済活動制限緩和の恩恵が徐々に顕在化**。日本経済を下支え
 - 一足早くウィズコロナに踏み切った米国では飲食や旅行などのサービス消費が経済回復を後押し
- 2022年度の設備投資計画(全規模・全産業)は**前年度比+14.3%と高水準を維持**
 - 製造業が高水準の計画を維持したほか、宿泊・飲食や対個人サービス、運輸・郵便等が上振れ。省力化・デジタル投資がけん引。コロナ禍での投資手控えの反動に加え、需要回復を見据えた動きも

コロナ禍における日米サービス消費の推移



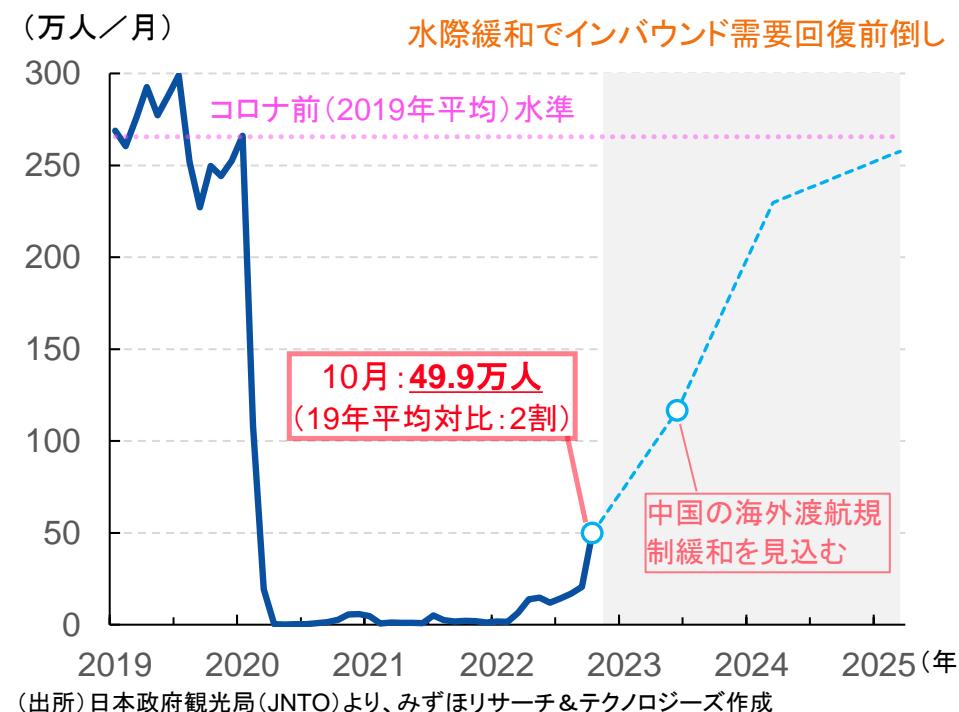
設備投資計画(含むソフトウェア・研究開発、除く土地投資額)



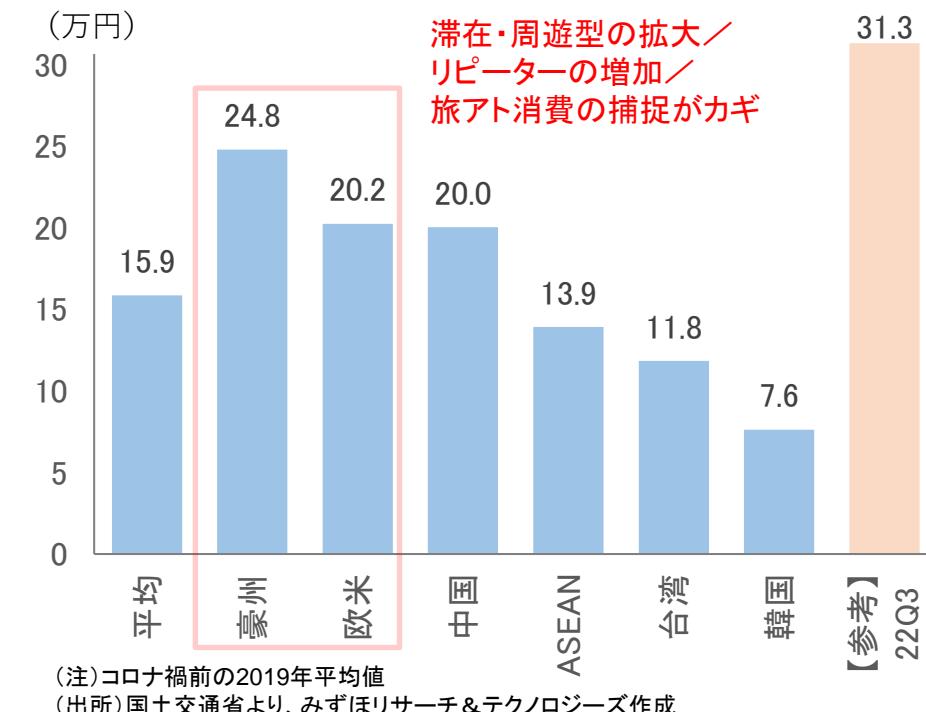
政府は水際対策を緩和。訪日外客の回復前倒しは日本経済の上振れ要因

- 政府は10月に水際対策を大きく緩和。インバウンド需要の回復前倒し
 - 円安に加え、水際緩和当初は欧米を中心に富裕層が多く訪れることが経済の押し上げ要因。訪日客上振れでGDPを2022年度+0.2%、2023年度+0.1%押し上げ
- もっとも欧米の景気後退やビジネス需要の構造変化もあり、コロナ前水準の回復は当面困難
 - 訪日外客の戻りは出張需要減少等から2023年末でコロナ禍前比8割程度。コロナ前に戻るのは2024年末の公算
 - インバウンドによる成長促進に向けて①単価引き上げ(長期滞在)と②旅アト消費拡大(ECビジネス)がカギ

訪日外客数の見通し



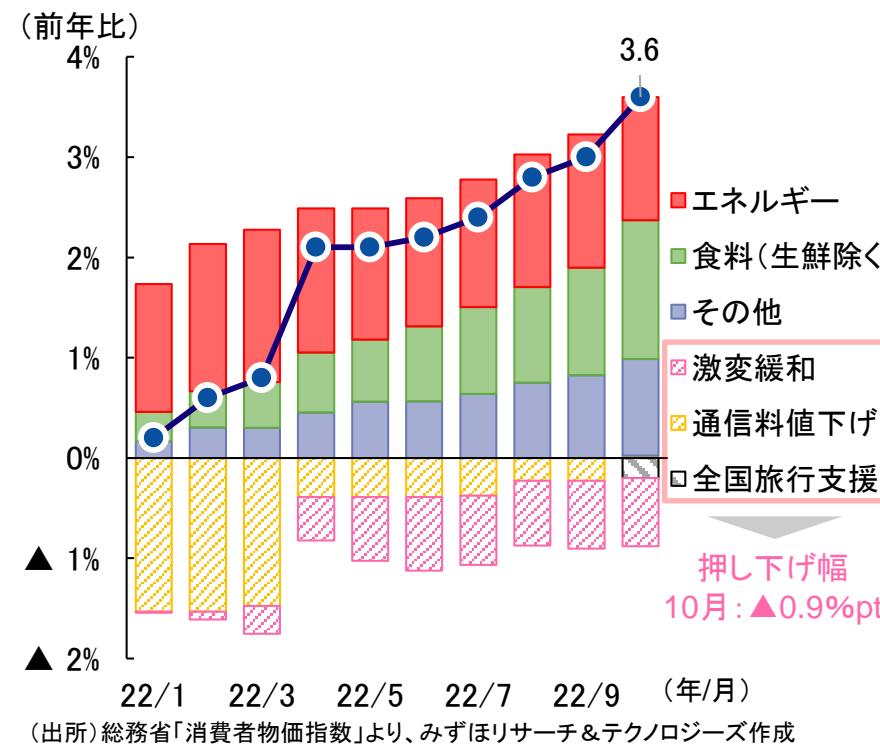
訪日客の国籍別一人当たり支出額



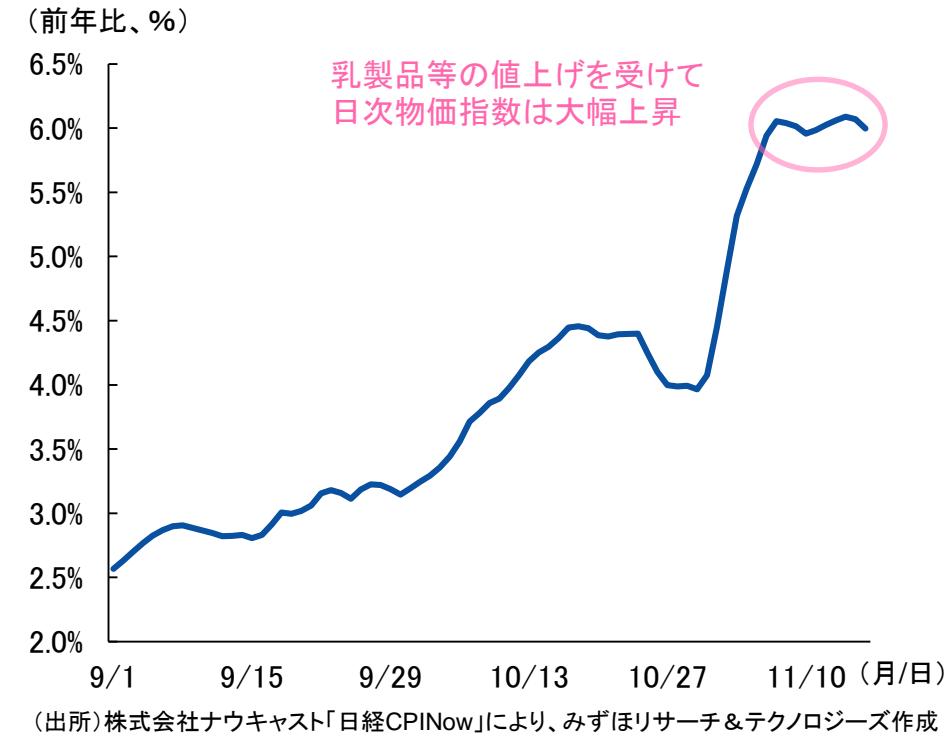
日本でも消費者物価は40年ぶりの水準。年末にかけて4%が視野

- 10月の全国コアCPIは前年比+3.6% (9月同+3.0%)と伸び加速。40年ぶりのインフレ水準に
 - 特殊要因(激変緩和補助金等)除くコアCPIは同+4.5% (9月同+3.9%)と4%台半ばに
- 11月の日次物価指数は前年比+6%台に到達
 - 10月の食料品一斉値上げが徐々に浸透したほか、11月からは乳製品(牛乳、乳飲料、ヨーグルト)の販売価格改定が押し上げ要因に。食料品の伸びが一層高まり年末にかけてCPIの伸び率は4%近傍まで拡大する可能性

コアCPIの寄与度分解



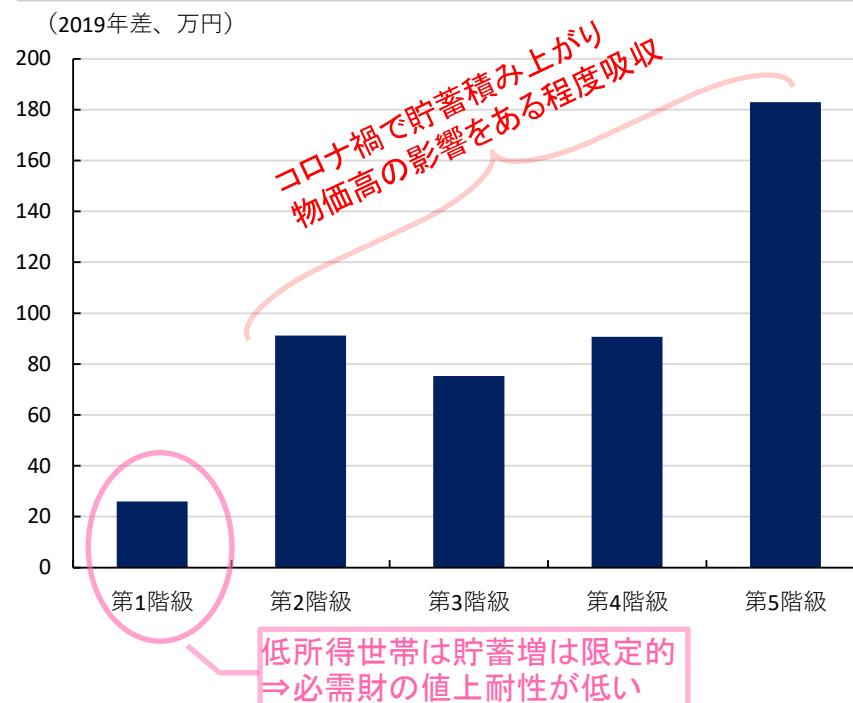
日次物価指数 (前年比、7日間移動平均)



低所得層以外は超過貯蓄が緩衝材に。総合経済対策も物価高の影響を緩和

- コロナ禍で積みあがった貯蓄(コロナ禍前対比で約40兆円の貯蓄増)が消費原資となり物価高の影響を減殺
 - 高所得層(第5階級)を中心に、コロナ禍の消費抑制で預貯金が増加。物価高影響を抑制し個人消費を下支え
- 政府は総合経済対策を策定。財政支出は39.0兆円(うち国費29.6兆円を補正予算で確保)、事業規模は71.6兆円
 - 7兆円程度の経済効果が2022～23年度に発現、2022年度GDPを+0.1%、2023年度GDPを+1.1%押し上げ
 - エネルギー価格抑制効果は1世帯当たり4.5万円の負担減。2023年9月にかけて消費者物価を1.2%Pt抑制

家計の預貯金額(2021年の2019年対比の増分)



(注) 二人以上勤労者世帯。第1階級が低所得、第5階級が高所得世帯
(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

総合経済対策の概要

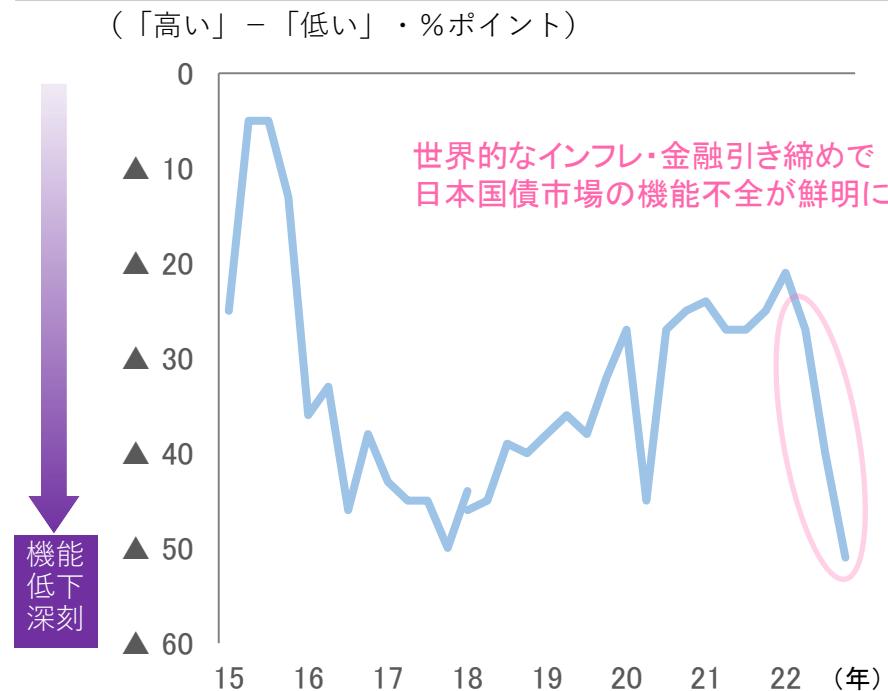
使途	財政支出	事業規模
物価高・賃上げへの取り組み エネルギー価格激変緩和措置 中堅中小企業賃上げ支援	12.2兆円	37.5兆円
円安を活かした「稼ぐ力」の回復・強化 半導体技術開発 中小企業等の輸出拡大	4.8兆円	8.9兆円
「新しい資本主義」の加速 人への投資強化・科学技術/イノベーション促進 スタートアップ支援	6.7兆円	9.8兆円
国民の安全安心の確保 感染症対策強化・国土強靭化・経済安全保障	10.6兆円	10.7兆円
今後の備え	4.7兆円	4.7兆円
合計	39.0兆円	71.6兆円

(出所) 内閣府資料等より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

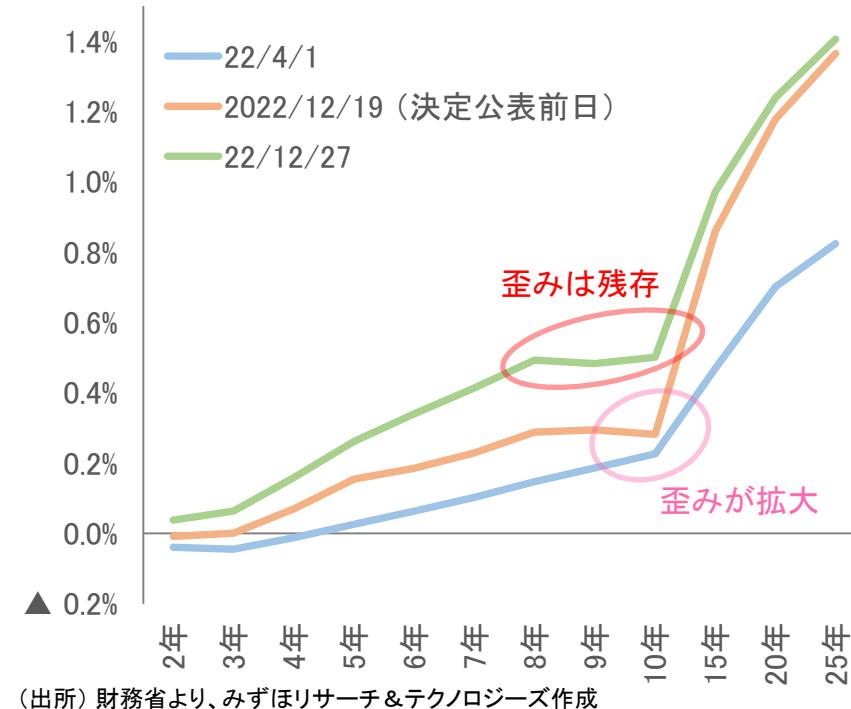
日本銀行は市場予想に反して長期金利の変動幅拡大を決定

- 12月金融政策決定会合(12/19・20)で長期金利の変動幅を従来の±0.25%から±0.5%に拡大
 - 合わせて国債買入れ額の大幅増額(月間7.3兆円から9兆円程度へ)や幅を持たせた柔軟な買入れ計画を公表
 - 10年物国債の毎営業日指値オペや各年限での機動的な買い入れ実施など緩和継続の姿勢を強調
- 意表を突く決定の背景に国債市場における機能不全の深刻化
 - 世界的なインフレ・金融引き締めのもと、日本債券市場の機能不全が鮮明に。変動幅拡大に合わせて短期ゾーンで金利が上昇した結果「歪み」は残存⇒くすぶる更なる修正観測

債券市場の機能に関する現状判断



年限別国債利回り(イールドカーブ)の推移



割れる「日銀次の一手」に対する専門家の見方

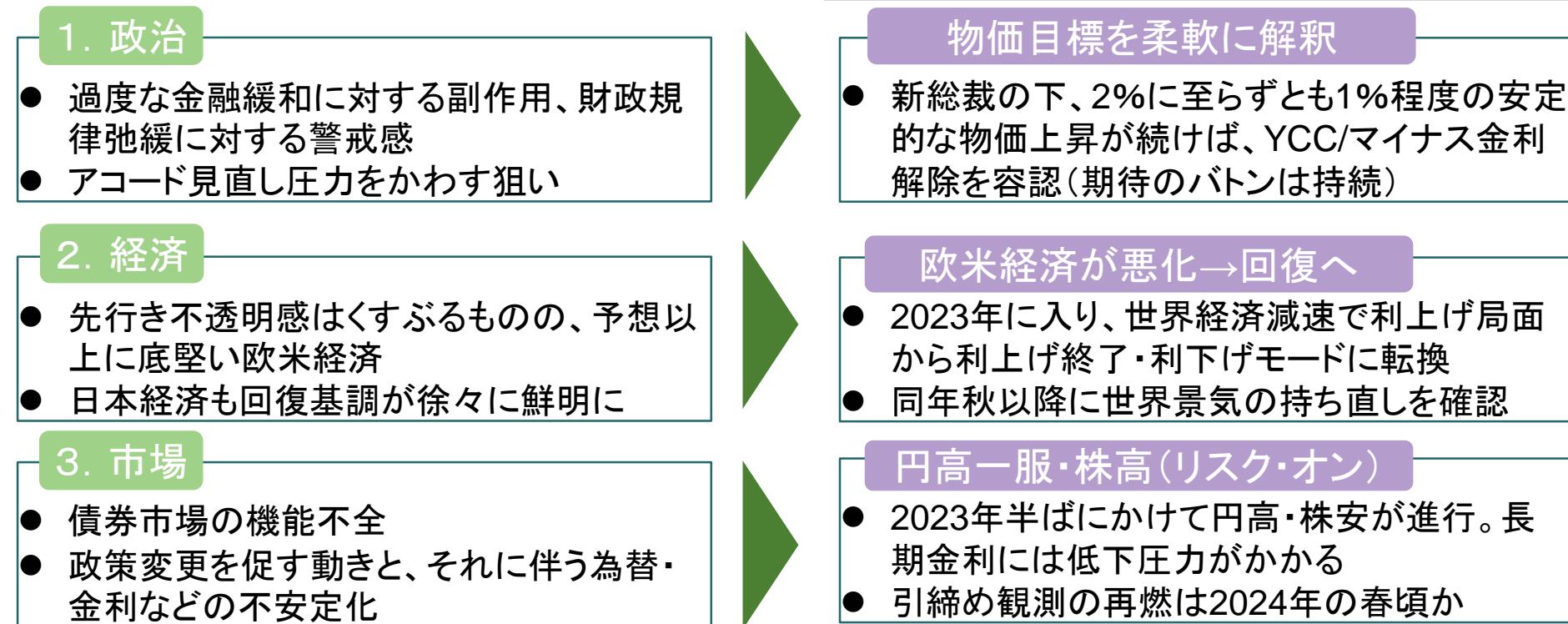
SMBC日興証券・森田長太郎	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2023年7月にマイナス金利撤廃 ➤ 今回の政策修正は政治的に何らかの先ぶれと考えるのが自然
みずほ証券・丹治倫敦	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 総裁交代後の共同声明変更に付隨してマイナス金利を撤廃(2023年6月) ➤マイナス金利解除＆10年金利レンジ維持はパフォーマンスをしつつ金利急上昇を避けるという政府サイドの意向に合致
BNPパリバ・河野龍太郎	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2023年6月頃に10年金利レンジ幅拡大(上下0.75%) ➤ 2023年12月頃に10年金利レンジ幅再拡大で事実上の撤廃に。マイナス金利撤廃のハードルは高い
ドイチュバンク・小山賢太郎	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2023年7-9月期にYCC撤廃がメインシナリオ。賃上げ加速が前提 ➤ YCC撤廃後にマイナス金利撤廃へ
Goldman Sachs・馬場直彦	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 「YCCの持続性強化」の観点でマイナス金利撤廃を実施する可能性高まる ➤ 10年金利のレンジ幅拡大は10年金利目標の形骸化を招くため可能性は低い
Societe Generale・剣崎仁	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 「できるだけ早期に」の文言削除や2%目標に幅を持たせるなど共同声明の微修正を実施 ➤ 共同声明の変更に合わせて声明文の変更を行うもののYCCは維持
Bank of America・デバリエいづみ	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 次の修正はマイナス金利とYCCの同時撤廃 ➤ 時期は景気見通しの不確実性を理由に2024年半ば以降にずれ込む
JPMorgan・藤田亜矢子	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2023年中は日銀が認める形での金融引き締めはない ➤ 新総裁のもと政策レビューやアコード修正を通じて政策正常化の可能性を模索
元財務官・榊原英資	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2023年1月にも日銀は金融引き締めで市場を驚かせるかもしれない

(出所) 各社レポートならびに報道等より、みずほ銀行作成

先行きは政治・経済・市場動向に左右。2024年春のマイナス金利・YCC解除を想定

- 金融政策の枠組み変更は、政治・経済・市場の3条件を深慮して決定(各要素が相互に影響)
- 2023年内は経済と市場がハードルに。3条件をクリアできる「2024年春頃」の解除を見込む
 - 2023年後半は利下げが意識される展開へ。金融政策の枠組み変更は過度な円高を招くリスクあり
 - 2024年春頃のタイミングで安定的な物価・賃金動向を確認できれば、2%未達でもマイナス金利・YCC解除へ
- 現在は「政治」が最も強い。経済・市場の如何によらず、政治的な理由のみで2023年内に解除されるリスクあり

今回(2022年12月決定会合)の政策修正の背景

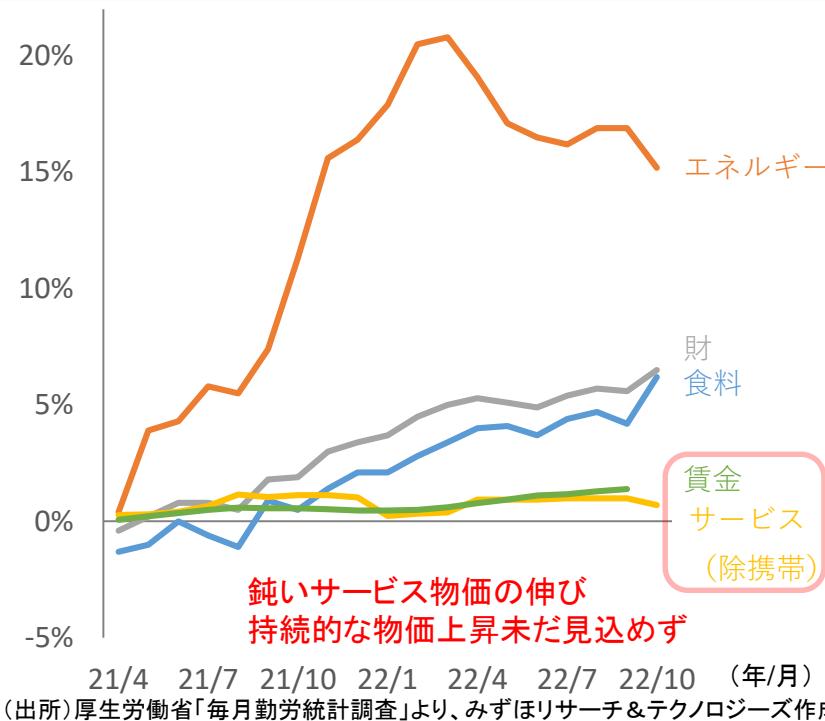


(出所) みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

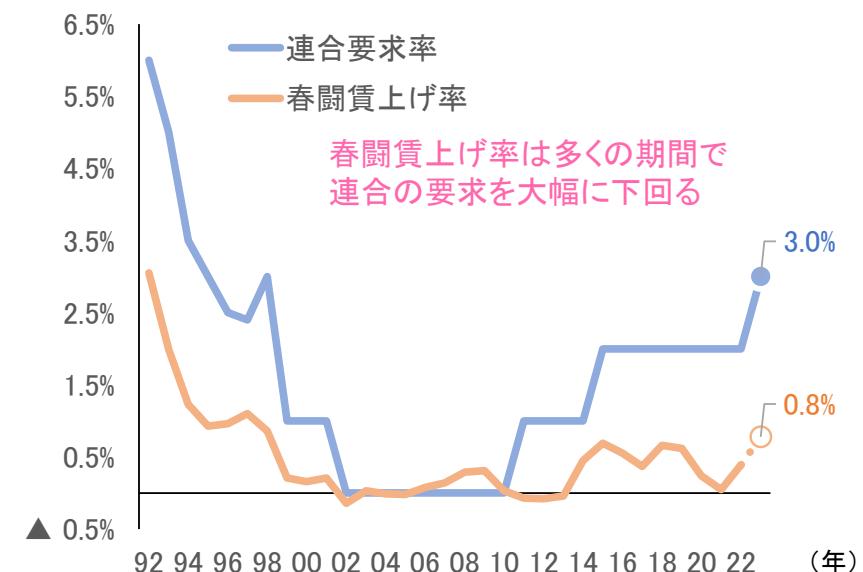
持続的な2%物価目標達成へ力を握る一般労働者の賃上げ

- 日本の消費者物価上昇はエネルギーや食料の上昇が主因
 - サービス価格の伸びは緩やか。背景にある賃金の伸び悩み。持続的な物価上昇には賃上げが不可欠
- 連合は**物価高を背景に来年春闘の要求を5%(ペア分3%)に引き上げ**。経団連は物価高を踏まえたペアを支持
 - 経団連の支持とは裏腹に2023年の春闘賃上げ率は**連合の要求を下回る+2.6%(ペア分0.8%程度)と予測**
 - 交易条件悪化による収益下押しに加え、**海外経済の先行き不透明感が賃上げに対する慎重姿勢を強める**と思料
 - 仮に2.6%が実現すれば1998年(2.66%)以来の高水準となるも、3%のペア要求に対しては依然乖離あり

費目別消費者物価指数の増減率と賃金



連合要求と春闘賃上げ率(ベースアップ相当分)

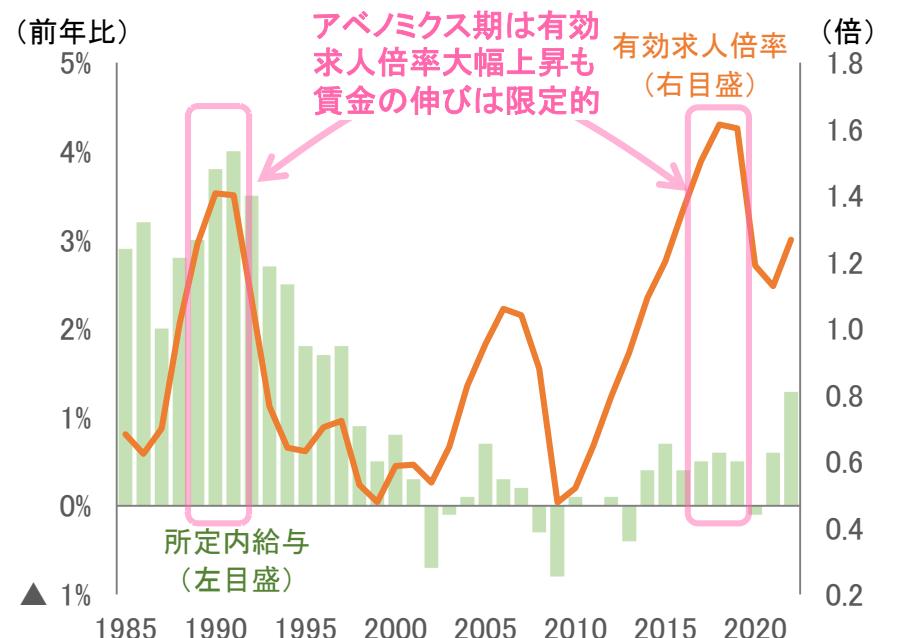


(注)1. 2023年の春闘賃上げ率はみずほリサーチ＆テクノロジーズの予測値
 2. 1991年～1995年の定期昇給分(賃金カーブ維持相当)は1.9%、2022年、2023年は同1.8%と仮定してベースアップ分を試算
 (出所)厚生労働省「賃金事情等総合調査の概要」、「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、各種報道より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

期待成長率が高まらない中で持続的な賃金引き上げのハードルは高い

- 物価高や人手不足への配慮として短期的には賃上げの動きが一定程度広がるとみられる一方、継続的な引き上げにはその原資となる付加価値の増加が不可欠
 - 事実、アベノミクス期は有効求人倍率(=人手不足感)が過去最高を記録する一方で、所定内給与の伸びが0%台半ばにとどまる。将来の成長が見込みづらい中、企業は固定費増に直結する賃上げに慎重だったことが一因
 - 物価高への配慮はあるものの、成長期待の高まりなくして名目賃金の2~3%上昇はハードルが高いと思料
 - 加えて2023年後半には資源価格下落や円高を受けて物価上昇圧力が一服することも2024年春闘の足かせに

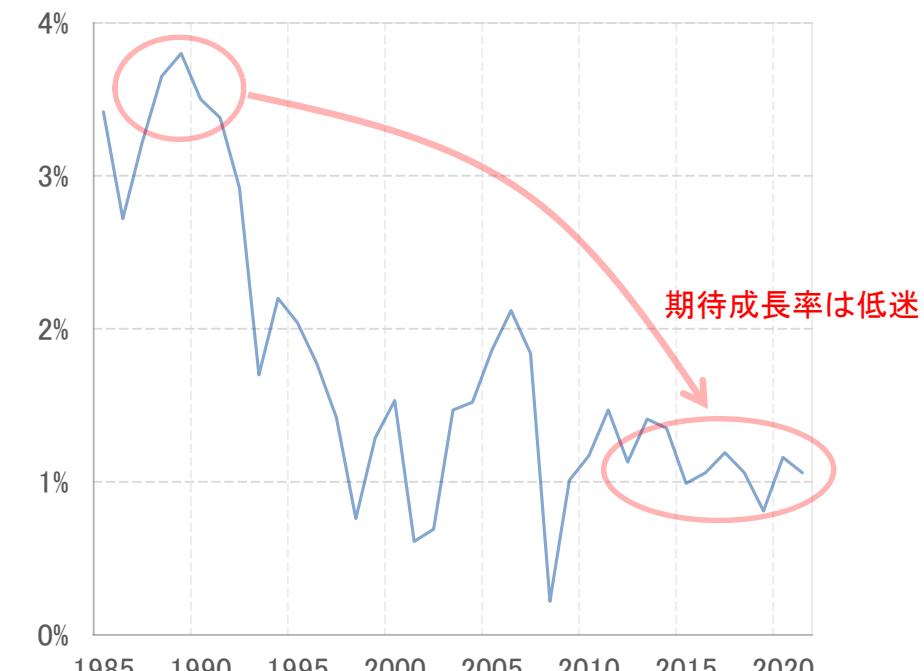
所定内給与増減率と有効求人倍率の長期時系列推移



（注）1993年以前はパート含むベース。従業員30人以上の事業所を対象

（出所）厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「一般職業紹介状況」より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

企業の期待成長率(今後3年間の成長率見通し)



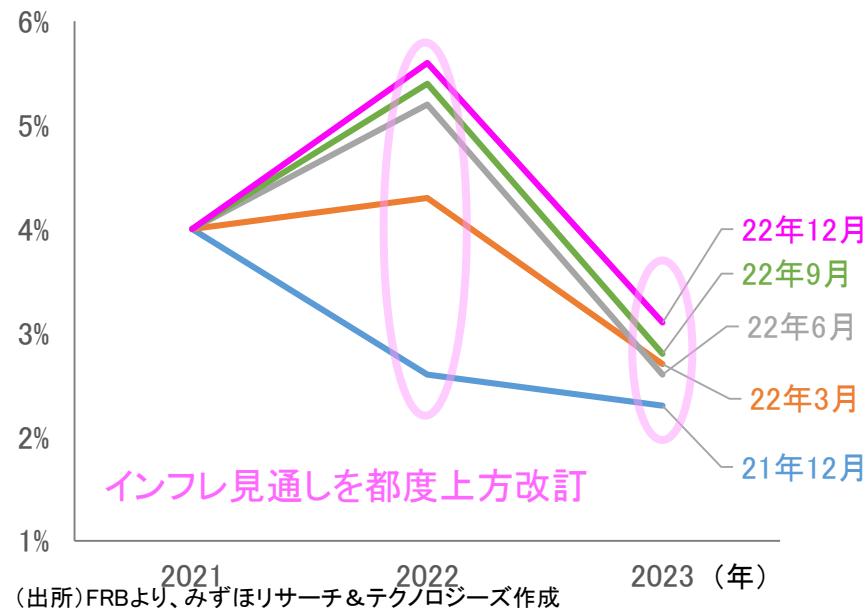
（出所）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

くすぶるインフレ率の高止まり懸念。中央銀行のタカ派姿勢長期化のリスク



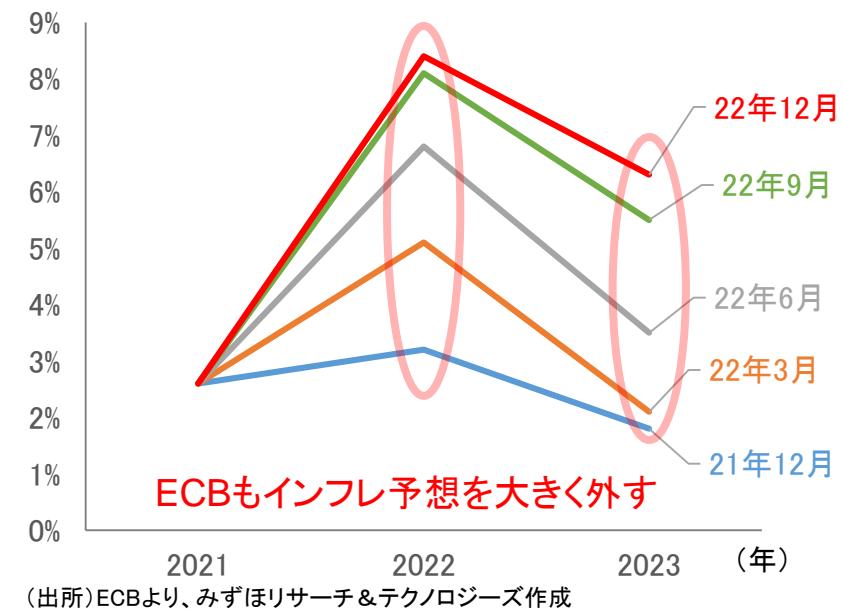
(出所)FRB

FRBの物価見通しの変化



(出所)欧洲議会、欧洲中央銀行

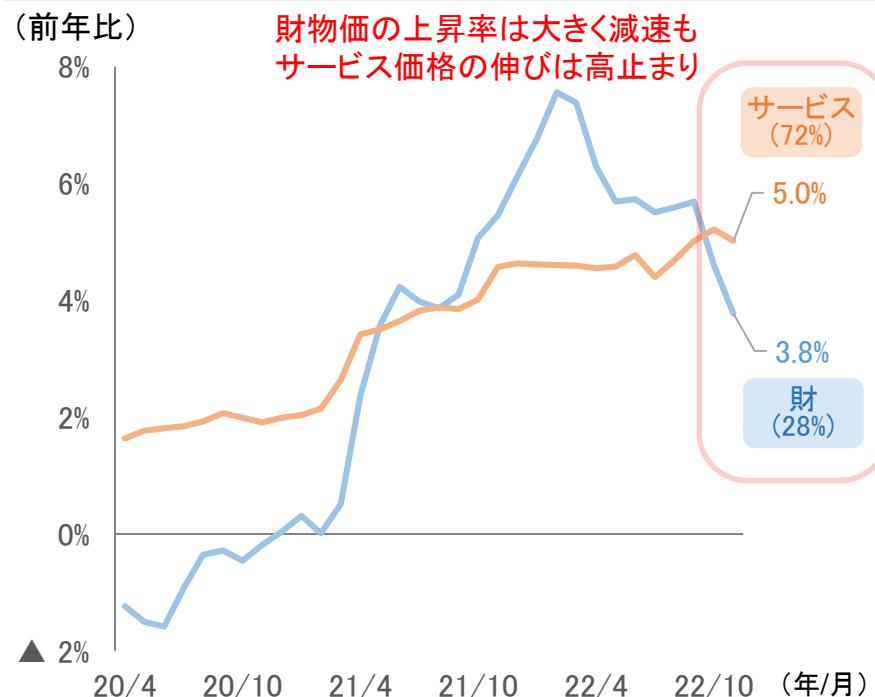
ECBの物価見通しの変化



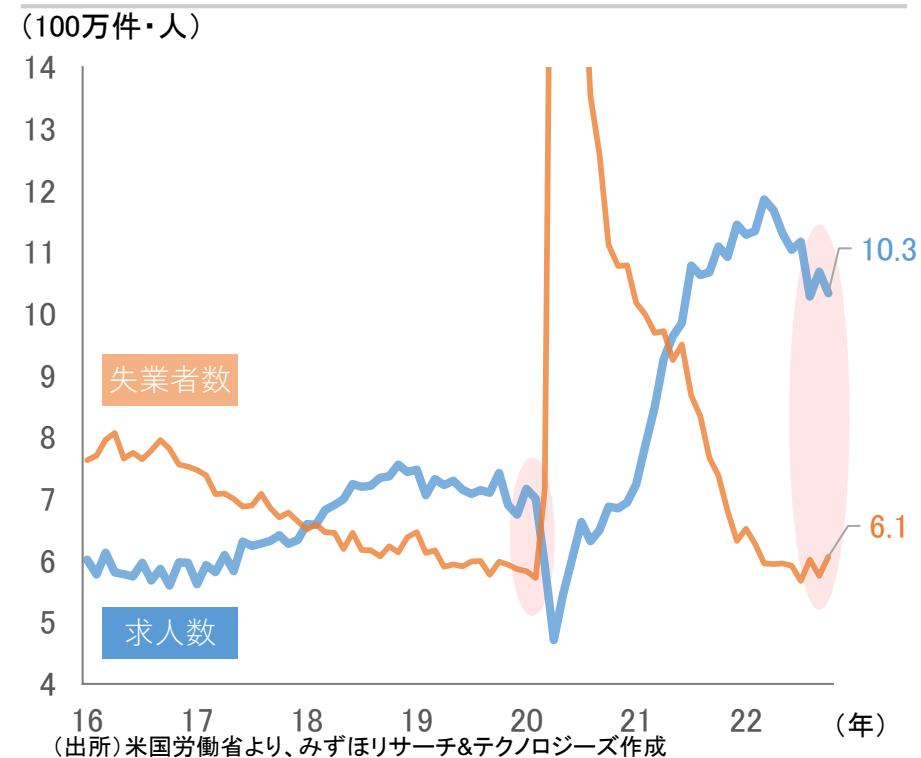
拭えない過熱気味の労働市場に対する警戒感

- FRBが重視する食品・エネルギーを除く10月のコア個人消費支出デフレーターは前年比+4.7%と伸び鈍化が鮮明
 - 財物価の上昇一服が主因。一方でサービス価格の伸びは高止まり。サービスは消費の7割を占めており、物価上昇圧力の根強さを確認
- 労働市場需給ひっ迫による賃金上昇圧力は引き続き残存
 - ピークアウトしたとはいえた未だ求職者数を大幅に上回る1000万件超の求人が存在
 - 労働需給緩和の道のりは遠く、FRBは賃金上昇が企業のさらなる価格転嫁を促すインフレスパイラルを懸念

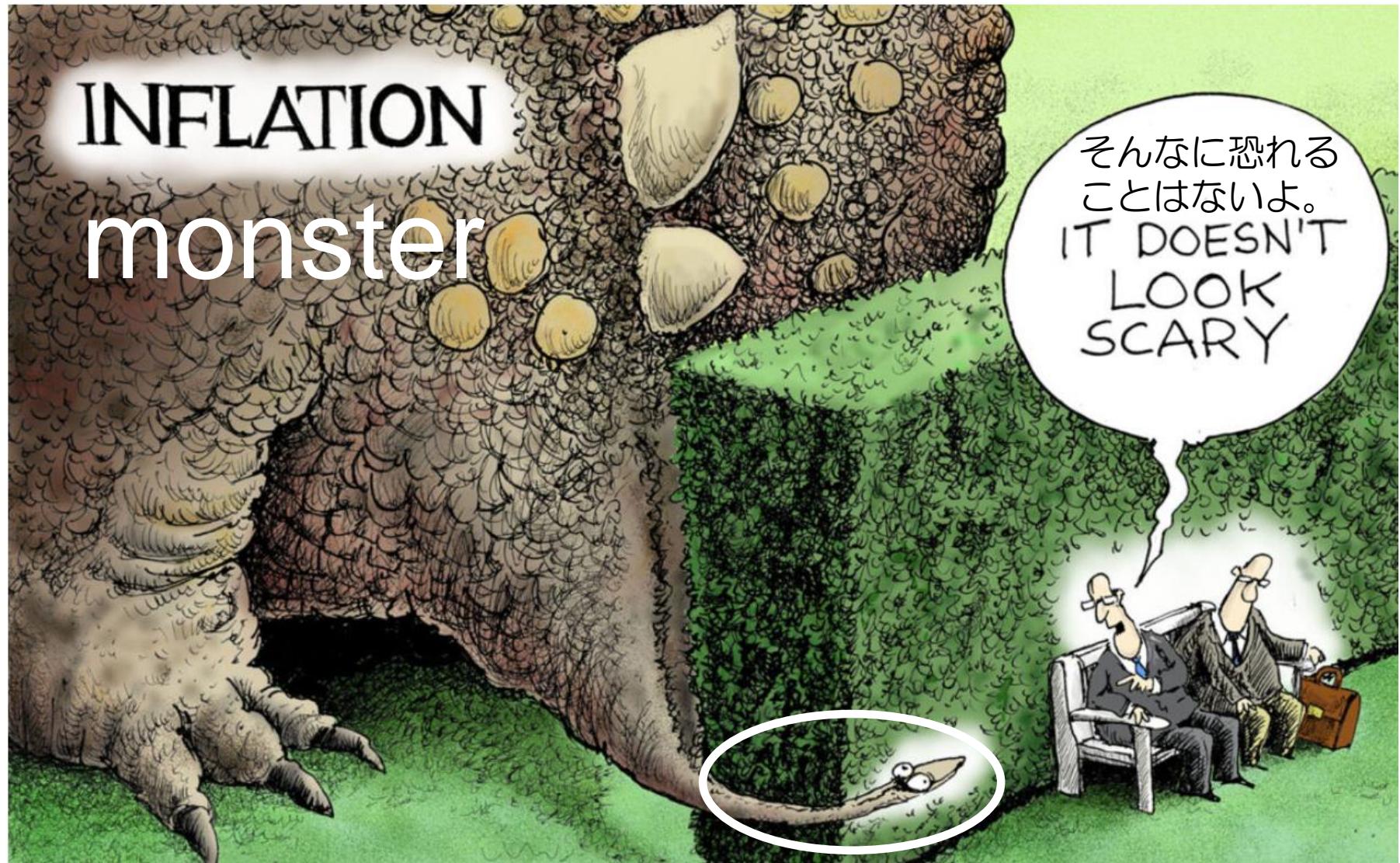
財・サービス別にみたコア個人消費支出デフレーター



求人数と失業者数



よみがえる40年前の苦い記憶。インフレという名の魔物



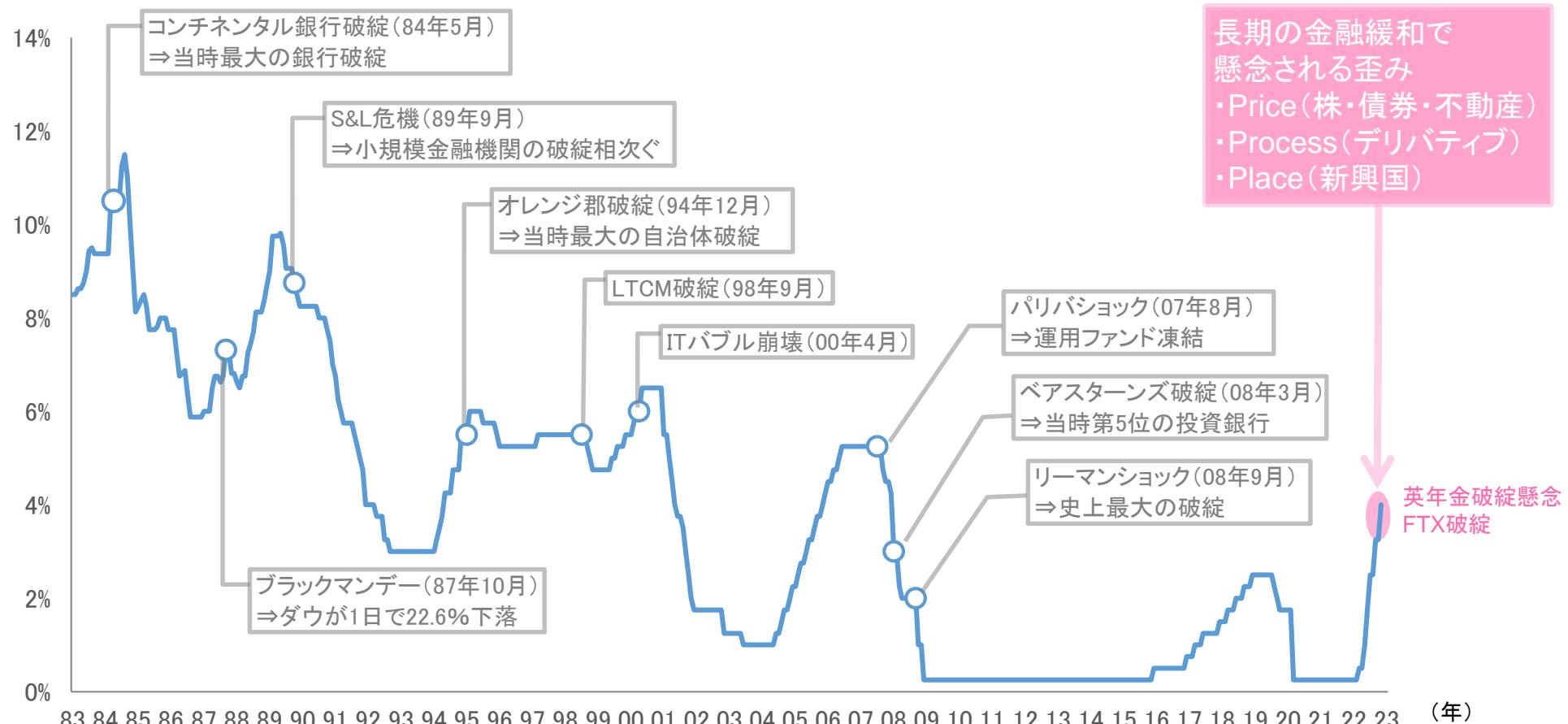
(出所) GIS Report Sep. 25 2021

歴史は繰り返さないが韻を踏む？金融ショックの歴史が示唆する米利上げの影響

■ 過去を振り返ると利上げピークの前後で金融ショックが発生

- リーマンショックを契機とした銀行規制強化でシステムリスクの可能性は低下も、低金利長期化による新たなショックの芽に対する懸念くすぶる

FF金利と過去の金融ショック



(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

懸念の背景にグレートモデレーションで蓄積された経済・金融の歪み

リーマン・ショック後

グレートモデレーション（低インフレ・低金利）

低金利環境を生かした
企業・家計の資金調達容易化

低金利前提の投資行動
(高リスク商品投資、レバレッジ)

2020～
2022年

急速なグローバルインフレ

フラグメンテーション
(米中対立)

グリーンフレーション

コロナ

ロシア・ウクライナ

金融緩和継続
の日本

各主要先進国の倍速利上げ
+追隨せざるを得ない新興国等

景気減速・悪化

深刻化

深刻化

グレートモデレーション下で生じた歪みが、金利
上昇により急速に解消(これまでの行動の逆回転)

※レバレッジド・ローン／CLO
投資適格未満の企業に対する貸出債権
(レバレッジド・ローン)を証券化したもの

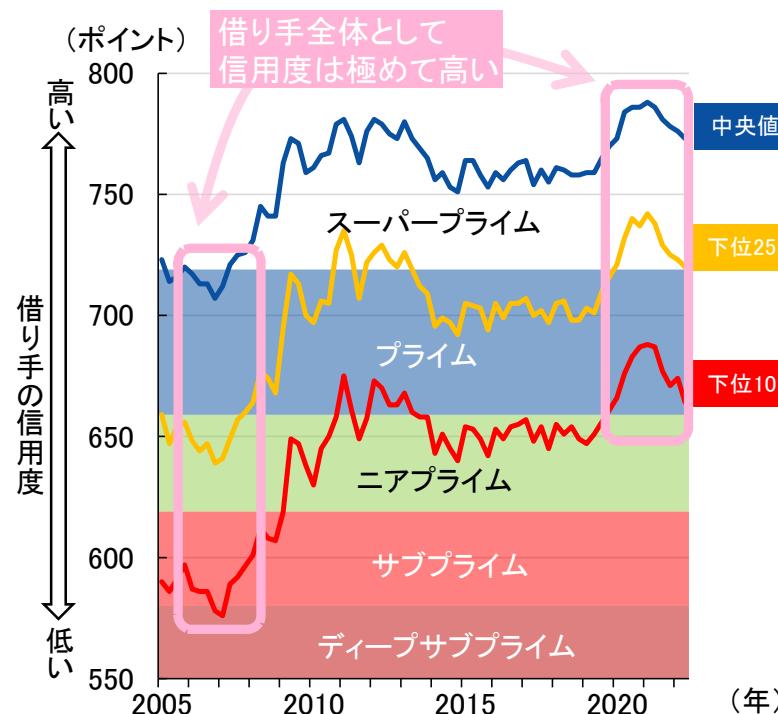
(出所)みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

住宅価格、暗号資産(仮想通貨)、レバレッジド・ローン／CLO

金利上昇による家計のデフォルト増加懸念は小。むしろ火種は欧州か

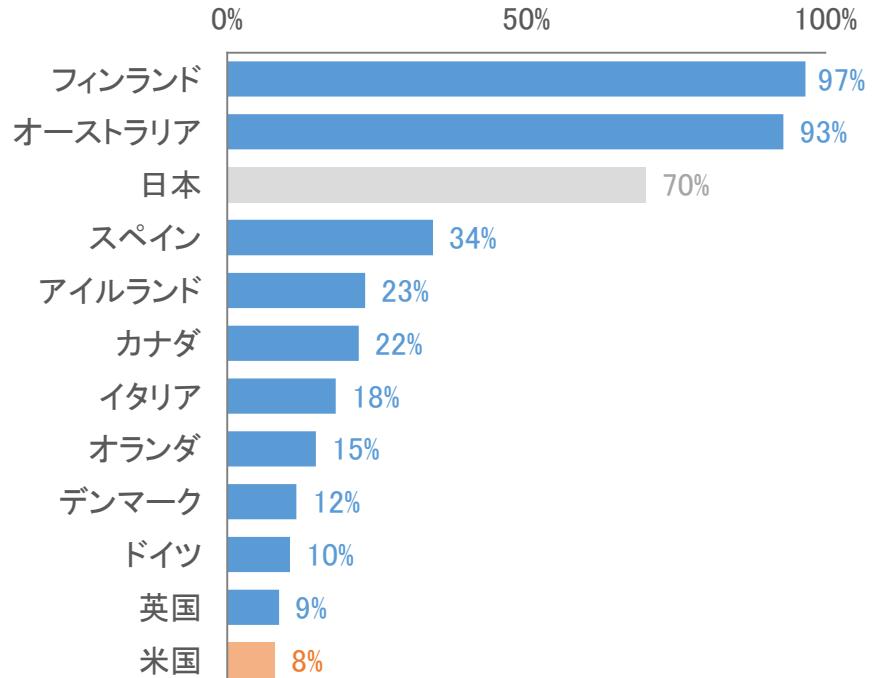
- 低金利と住宅価格上昇を背景に米家計の住宅ローンの借り入れが急増(2019年Q1:0.4兆ドル⇒2021年Q2:1.2兆ドル)
- 借入金額は高水準も住宅ローン利用者の信用力は極めて高い(=無節操な貸出の形跡なし)
 - 住宅ローンの借り手のクレジットスコアは、下位10%でもニアプライムの上限～プライムと健全
 - 良好な労働市場も相まって、キャッシュフローの面から金利上昇による米家計デフォルトの大幅増加リスクは小さい
 - 固定金利中心で既存借入に対する金利上昇の影響も限定的。むしろ変動金利比率の高いオーストラリアや北欧を懸念

住宅ローンの借り手の信用度(クレジットスコア)分布



(出所)NY連銀より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

住宅ローン(新規貸出)に占める変動金利型の割合



(注)米国はARM(当初固定型)ローンの割合

(出所)EMF、Corelogic、ratehub、国土交通省より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

暗号資産業界で連鎖破綻も現時点では金融システム・実体経済への影響は限定的

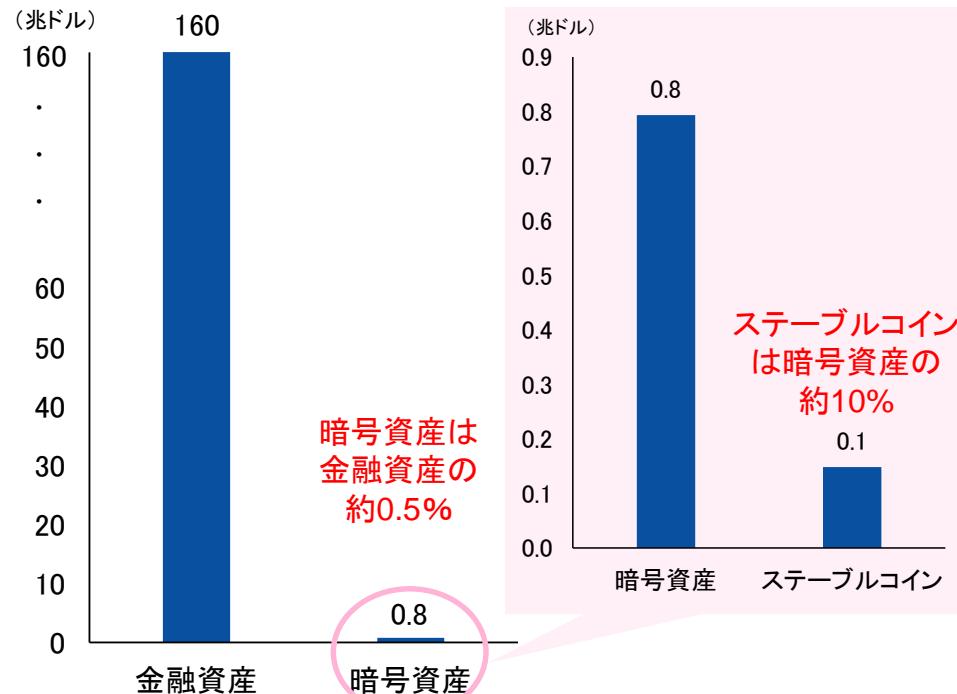
- 運用資産が暗号資産に集中する一部企業で破たんが連鎖しやすい状況
 - FTXに一部VC・年金からの出資はあるが分散投資のごく一部。暗号資産業界外への影響は限定的との見方
- 市場全体の規模としても暗号資産が金融資産に占める割合は0.5%(約0.8兆ドル)。ステーブルコインは0.1兆ドル程度とさらに小。現時点では金融システム・実体経済への影響は限定的

暗号資産業界の破綻事例

	企業名・通貨名	業態
22年5月	テラUSD	ステーブルコイン
7月	スリーアローズキャピタル	暗号資産ファンド
	ボイジャー・デジタル	暗号資産融資
11月	FTXトレーディング	暗号資産取引所

投資
融資
資金支援・顧客資産流用

金融資産に占める暗号資産、ステーブルコイン



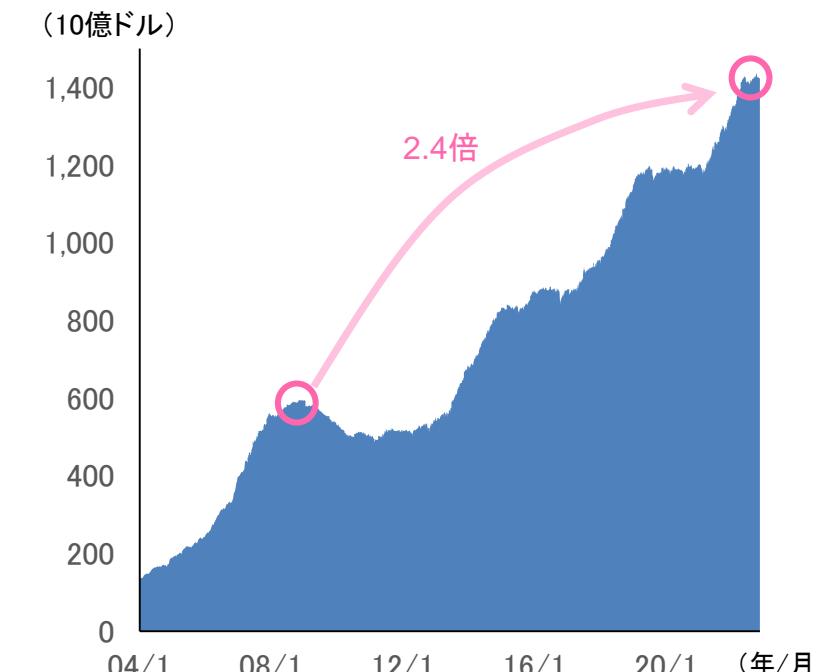
(出所)各社報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) COINMETRIX、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

レバレッジド・ローンは低金利を背景に増加。景気悪化で焦げ付き拡大のリスク

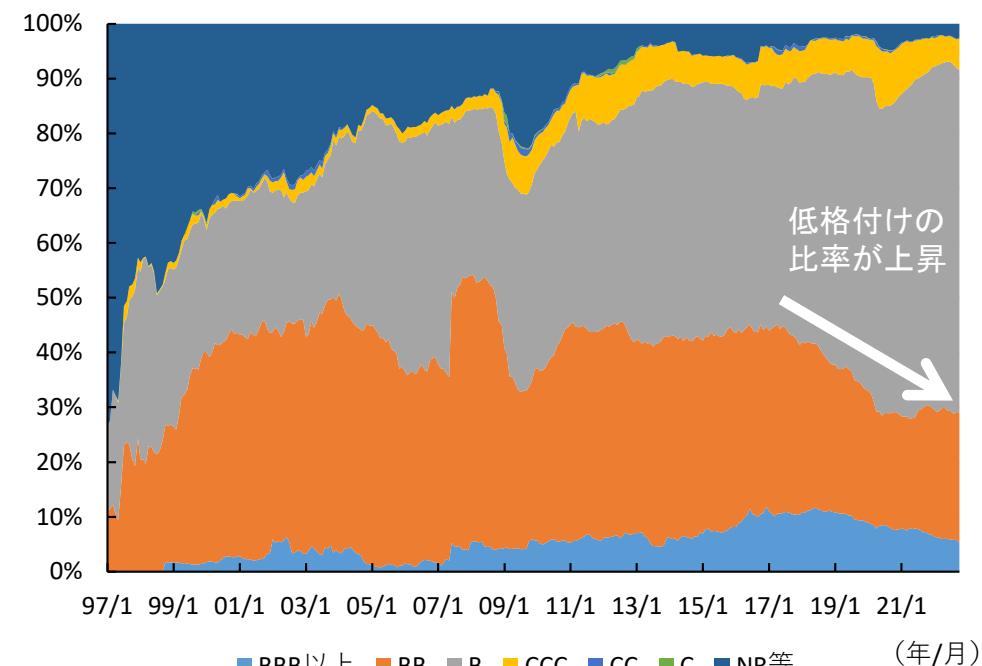
- レバレッジド・ローン残高は1.4兆ドルとコロナ禍以降で2割増加
 - リーマンショック時(2008年9月)と比較すれば、2.4倍の規模に。レバローンの多くが変動金利のため、金利上昇局面で(2015年12月～)投資家の選考が高まったほか、コロナ禍の金融緩和局面では低格付け企業の資金調達需要が押し上げた格好(投資家も運用難から利回りを求めて資金を提供)
- レバローンの格付けは2017年以降にB格以下が増加。足元で7割を超えるシェア

米国レバローン残高の推移



(注) 残高はMorningstar LSTA US Leveraged Loan指数対象ローンの残高
(出所) Pitchbook LCDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国レバローン格付け比率

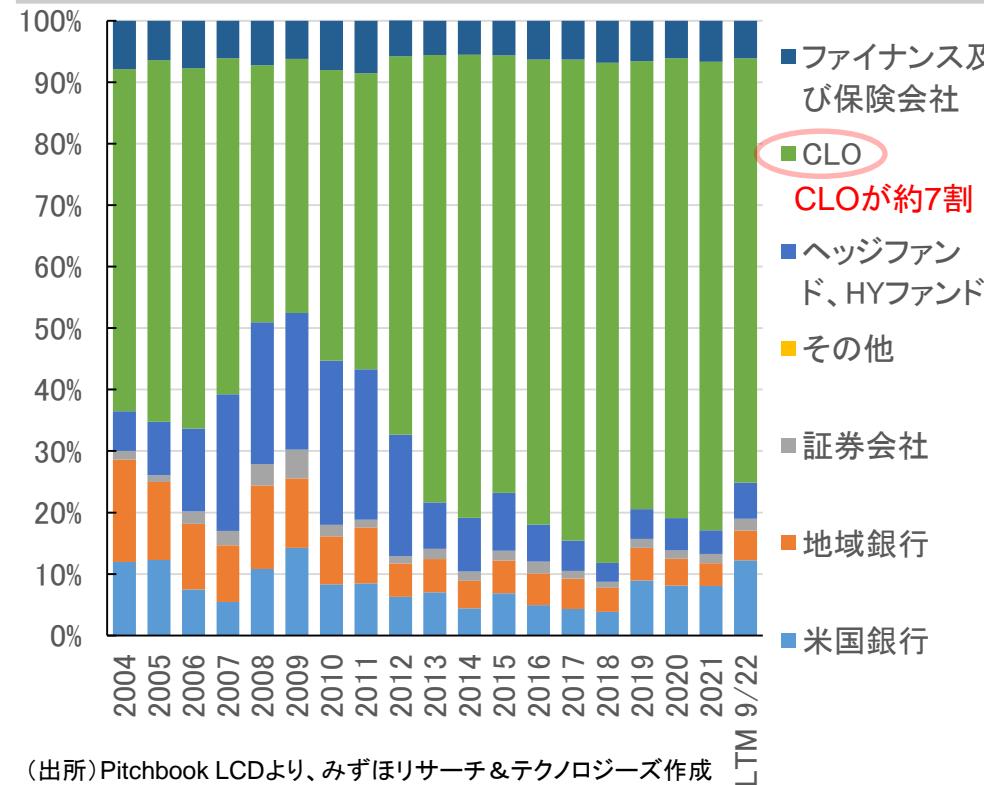


(出所) Pitchbook LCDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

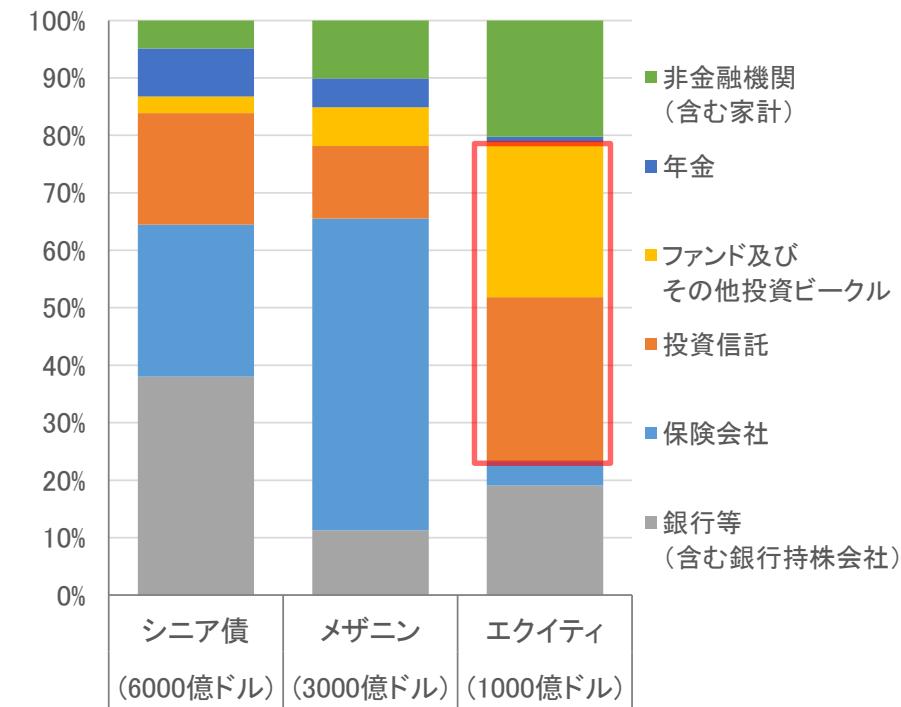
証券化で見えづらくなったリスクの波及経路。サブプライム危機を彷彿

- レバレッジド・ローンの7割は証券化商品として投資家が保有
- 銀行セクターはCLOシニア債を中心。高リスク証券は投信やその他投資ファンド・ビークルが保有
 - CLO残高はおよそ1兆ドル。シニア、メザニン、エクイティはそれぞれ6,000億ドル、3,000億ドル、1,000億ドル程度
 - エクイティの半分を投信やファンドが保有。銀行は2割にとどまるものの、エクイティの損失発生に伴い、コミットメントラインが実行される懸念あり。FRBはレバローン・CLO等のコミットメントラインを最大で2,500億ドルと推定

レバローンプライマリ市場の投資家



米国CLOプライマリ市場の投資家



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

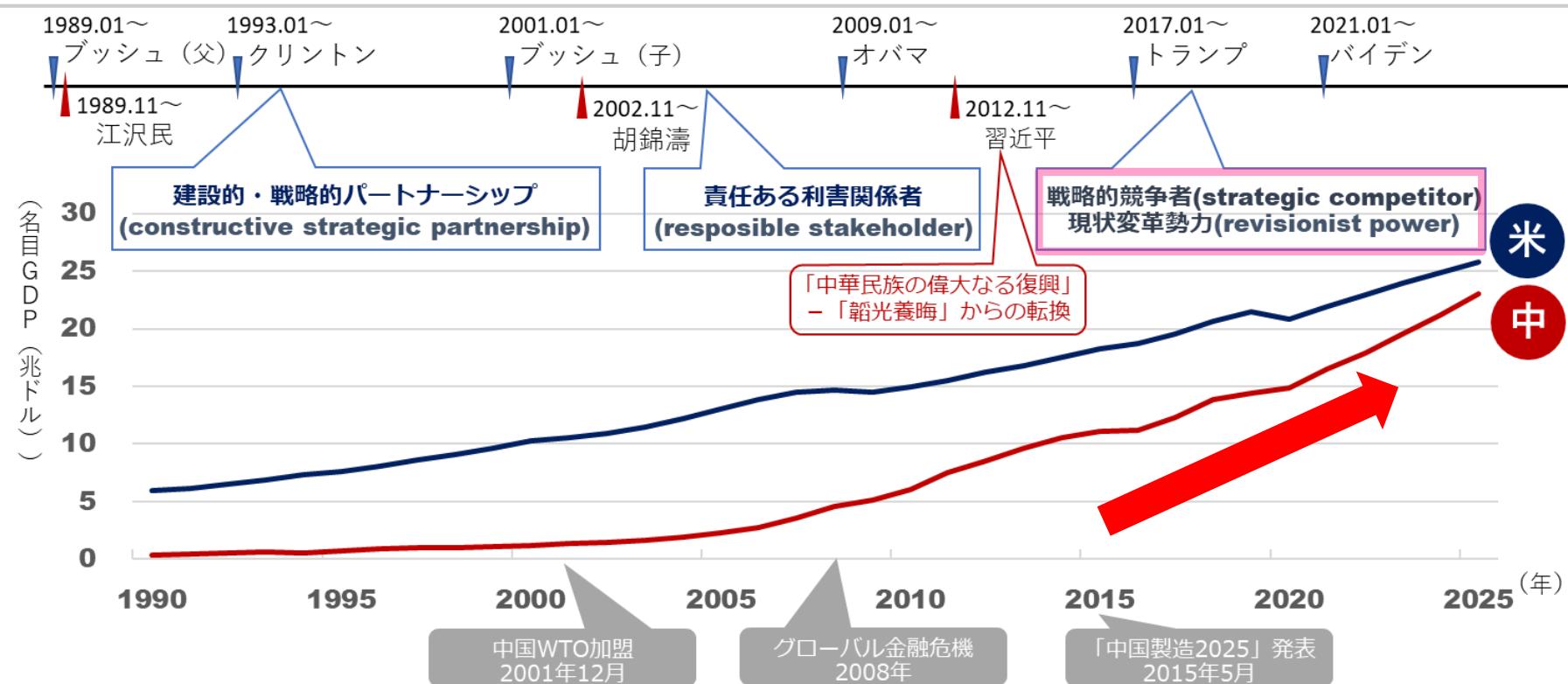
(出所) FRBより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

トランプからバイデンへ引き継がれた「対中脅威認識」

■ バイデン政権は中国を「戦略的競争者」と位置付ける対中脅威認識を踏襲

- 中国は、「21世紀最大の地政学的試練(the biggest geopolitical test)」であり、「安定した開かれた国際システムに深刻に挑戦する経済的、外交的、軍事的、技術的な力を有する唯一の国」(ブリンケン国務長官)
- 「経済安全保障は国家安全保障」との認識はトランプ政権と同様も、トランプ政権の制裁関税(守り)に対して、バイデン政権は米国を強くする「攻め」が必要とし、技術規制・研究開発投資・情報インフラ整備に注力

米国の対中認識



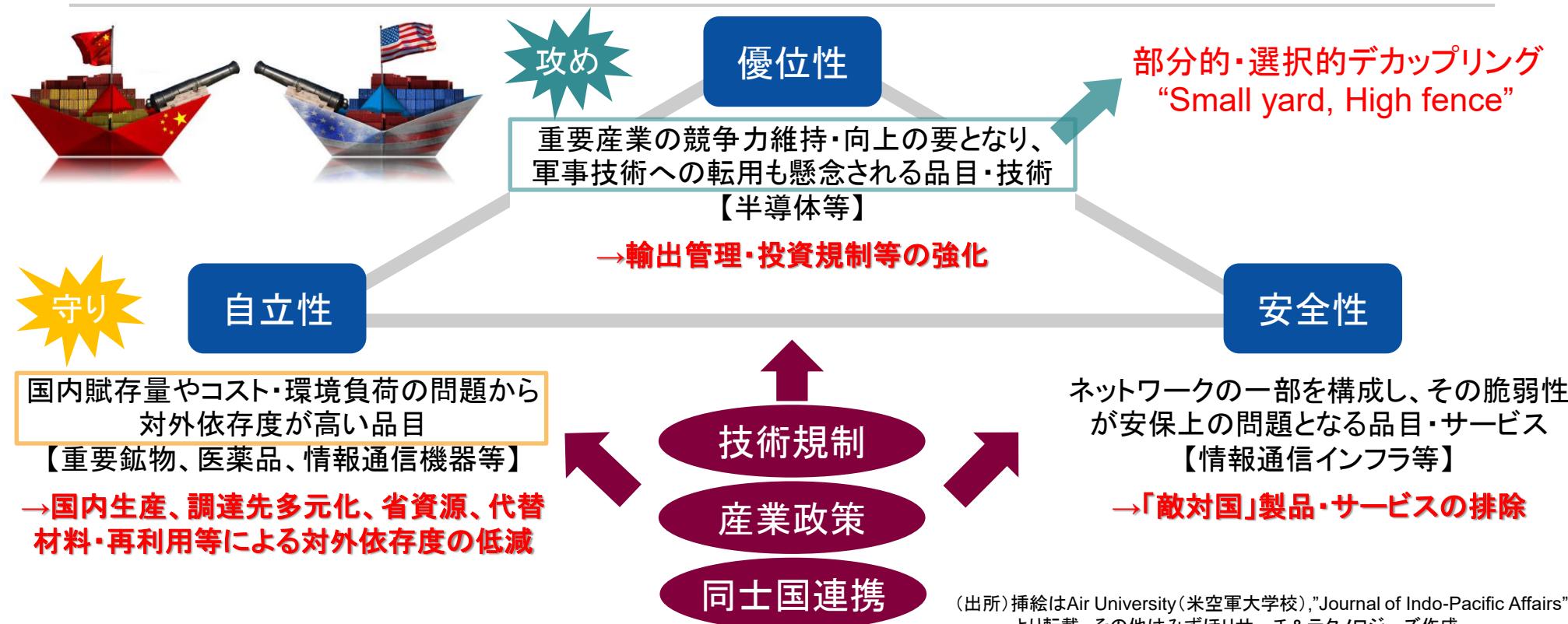
(注)2019年以降はIMFによる予測値。 (出所)IMF "World Economic Outlook Database, October 2020"より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の「優位性」確保に不可欠な台湾半導体製造技術

■ 経済安全保障を構成する3つの柱:「優位性」、「自立性」、「安全性」

- バイデン政権は「優位性」、「自立性」、「安全性」に関する政策を組み合わせ経済安全保障の強化を図る方針
- 中国との競争において短期的に経済的合理性を一定程度犠牲にしても、中長期的な経済安全保障の強化を優先
- 厳格な規制を導入するとともに、国内投資と同盟国・パートナー国との連携により、効果の最大化・コストの最小化、「漁夫の利」防止を図る

バイデン政権の経済安全保障強化の取り組み



強まる台湾有事への警戒感。米国の強い関与がもたらす不確実性

- ロシアのウクライナ侵攻により**権威主義国**の「力による現状変更」は蓋然性に關わらず常に**リスク**であること再認識
 - ウクライナ情勢を通じ紛争による直接的影響だけでなく、**制裁と対抗措置の応酬が影響を拡大**させる点も明らかに
 - 一方で中国・台湾は内政問題。主権侵害ではなく人権弾圧を口実とした介入。軍事作戦の難易度も高い
 - 台湾有事の蓋然性は中国の内政(経済状況、政権基盤の強さ)、台湾の政治状況(独立への動き)、米政権の姿勢(対中戦略、台湾政策、対外関与姿勢)が主な変数。**2027年にかけてこれらを変化させ得る政治イベント**に留意

ロシアのウクライナ侵攻と台湾有事の類似点・相違点

類似点	相違点
<ul style="list-style-type: none"> ◆ ロシアのウクライナ観 <ul style="list-style-type: none"> ウクライナは歴史的にロシアの一部 ウクライナの西側諸国接近に反対 ◆ 中国の台湾観 <ul style="list-style-type: none"> 台湾は中国の領土の不可分の一部 台湾の外交空間の拡大(国交樹立、国際機関参加)に反対 ◆ 中ロとも権威主義国 ◆ (ロ・ウ/中台)軍事的格差が大きい ◆ (ウ・台)西側諸国と同盟関係にない 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 中国から見てウクライナは主権国家、台湾は中国の不可分の一部であり内政問題 ◆ ロシアは域内住民保護を口実にウクライナ侵攻、中国は現状維持志向の強い台湾で同様の手法は取れない。むしろ、米国等によるウイグル、香港、チベット問題介入への波及を懸念 ◆ 軍事作戦の難易度(台湾は島) ◆ 米国にとっての戦略的重要性(関与度=信頼性の問題、半導体)

2024年1月台湾総統選挙

2024年11月米大統領選挙

2027年秋 共産党大会

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米政府は供給網強靭化すべき対象として重要4分野2409品目をリストアップ

- 米商務省は重要4分野で供給途絶が懸念される品目の暫定リストを発表
 - ①重要鉱物:271品目、②エネルギー:644品目、③ICT:387品目、④公衆衛生:1107品目の計2409品目を提示
(HSコード6桁ベースで1059品目が該当)
 - 抗生物質等の医薬品用原材料は100%中国依存も。これらの品目は米国だけでなくG7でも中国依存度が高い

警戒品目で中国依存度の高い上位20品目(米国)

コード	品目名	セクター	中国 依存率
1	290372 ジクロロトリフルオロエタン	公衆衛生	100.0
2	291020 メチルオキシラン (プロピレンオキシド)	公衆衛生	100.0
3	291616 ピナバクリル (ISO)	公衆衛生	100.0
4	293060 2- (N,N-ジエチルアミノ) エタンチオール	公衆衛生	100.0
5	293214 スクラロース	公衆衛生	100.0
6	293080 アルジカルブ (ISO)、カブタホール (ISO) 及びメタミドホス (ISO)	公衆衛生	99.9
7	291462 コエンザイムQ10 (ユビデカレノン (INN))	公衆衛生	99.5
8	292112 2-(N,N-ジメチルアミノ)エチルクロリド塩酸塩	公衆衛生	99.4
9	290377 その他のペルハロゲン化誘導体	公衆衛生	98.7
10	281640 ストロンチウム又はバリウムの酸化物、水酸化物及び過酸化物	重要鉱物	96.3
11	284169 亜マンガン酸塩、マンガン酸塩及び過マンガン酸塩	重要鉱物	95.8
12	293626 ピタミンB12及びその誘導体	公衆衛生	95.4
13	852713 ラジオ放送用受信機 (外部電源によらないもの)	ICT	95.2
14	294140 - クロラムフェニコール及びその誘導体並びにこれらの塩	公衆衛生	93.3
15	852719 ラジオ放送用受信機 (外部電源によらないもの)	ICT	93.3
16	847130 携帯用の自動データ処理機械	ICT	92.7
17	810194 タングステン及びその製品 (くずを含む。)	重要鉱物	92.4
18	293625 ピタミンB6及びその誘導体	公衆衛生	91.0
19	253020 キーゼル石及び瀉利塩 (天然の硫酸マグネシウム)	重要鉱物	90.3
20	294130 テトラサイクリン及びその誘導体並びにこれらの塩	公衆衛生	90.1

(出所)COMTRADEより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

警戒品目で中国依存度の高い上位20品目(G7)

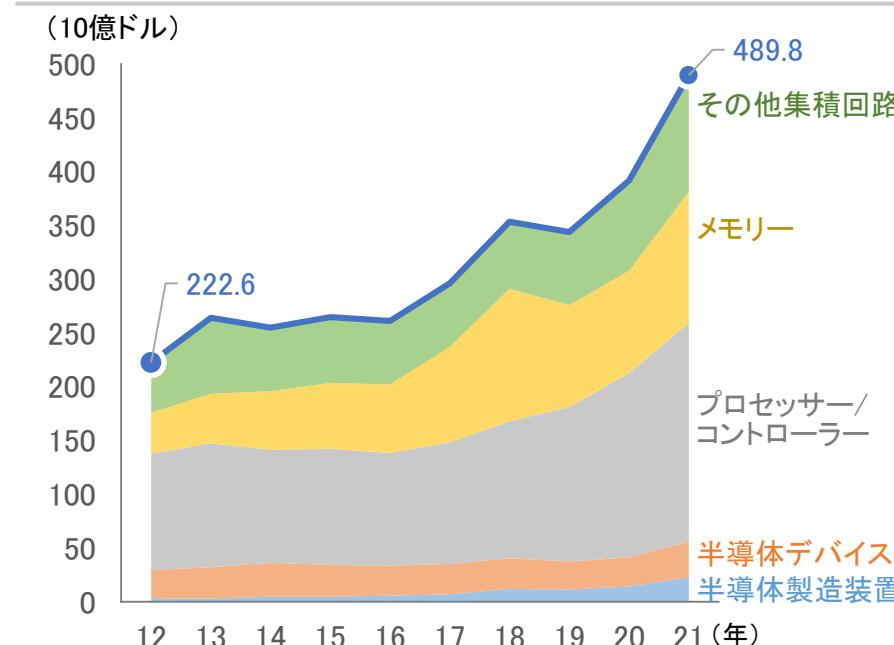
コード	品目名	セクター	中国 依存率
1	300341 アルカロイド又はその誘導体を含有するもの	公衆衛生	97.3
2	290372 ジクロロトリフルオロエタン	公衆衛生	96.6
3	291462 コエンザイムQ10 (ユビデカレノン (INN))	公衆衛生	95.3
4	300342 プソイドエフェドリン (INN) 又はその塩を含有するもの	公衆衛生	93.4
5	293080 アルジカルブ (ISO)、カブタホール (ISO) 及びメタミドホス (ISO)	公衆衛生	92.3
6	281640 ストロンチウム又はバリウムの酸化物、水酸化物及び過酸化物	重要鉱物	89.3
7	290377 その他のペルハロゲン化誘導体	公衆衛生	87.6
8	290435 その他のペルフルオロオクタンスルホン酸塩	公衆衛生	86.7
9	292024 亜りん酸トリエチル	公衆衛生	86.6
10	810194 タングステン及びその製品 (くずを含む。)	重要鉱物	85.2
11	847130 携帯用の自動データ処理機械	ICT	85.1
12	852713 ラジオ放送用受信機 (外部電源によらないもの)	ICT	83.0
13	290433 ペルフルオロオクタンスルホン酸リチウム	公衆衛生	82.0
14	294140 クロラムフェニコール及びその誘導体並びにこれらの塩	公衆衛生	81.8
15	293214 スクラロース	公衆衛生	81.7
16	852719 ラジオ放送用受信機 (外部電源によらないもの)	ICT	81.1
17	810430 マグネシウム及びその製品 (くずを含む。)	重要鉱物	79.8
18	293626 ピタミンB12及びその誘導体	公衆衛生	78.9
19	293354 その他のマロニル尿素 (バルビツル酸) の誘導体	公衆衛生	76.1
20	293625 ピタミンB6及びその誘導体	公衆衛生	75.6

(出所)COMTRADEより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

激化する先端技術を巡る攻防。半導体関連が当面の主戦場

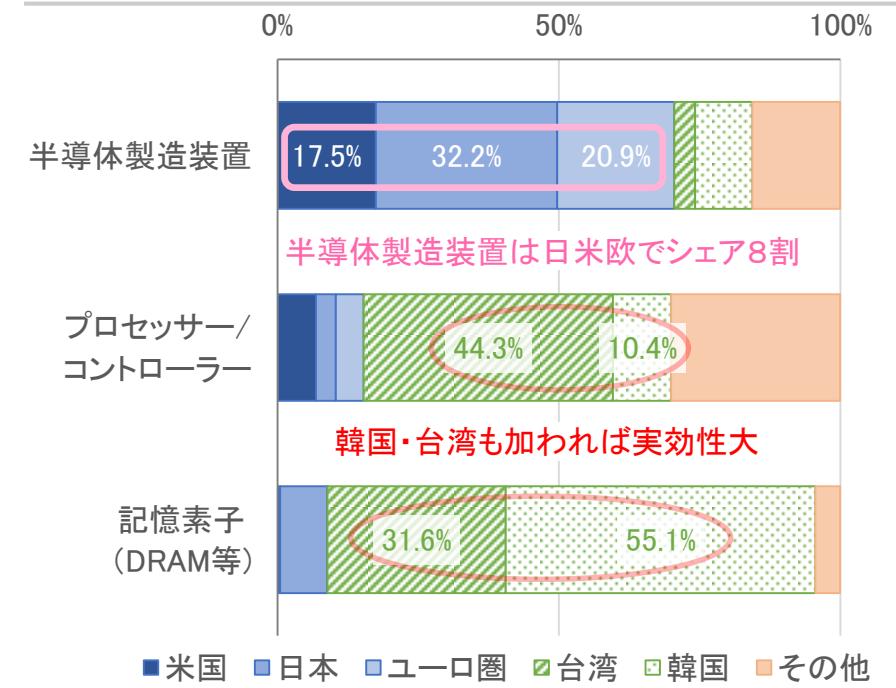
- バイデン政権は半導体技術を巡る対中国輸出規制を強化
 - 先端半導体や半導体製造装置の中国向け輸出に関して許可制を導入。米国外で製造した製品も含め、米国の製造技術を使用したものについては原則輸出を認めない方針
- 2021年の中国半導体関連輸入額は4898億ドルと輸入総額の18%を占める。過去10年で輸入金額は倍増
 - プロセッサー/コントローラーの輸入金額は原油に次ぐ規模。鉄鉱石を挟んで、メモリー、その他集積回路が続く
 - 半導体製造装置は日米欧が8割のシェア。集積回路も韓国・台湾が加われば影響は極めて大

中国半導体関連輸入額の推移と内訳



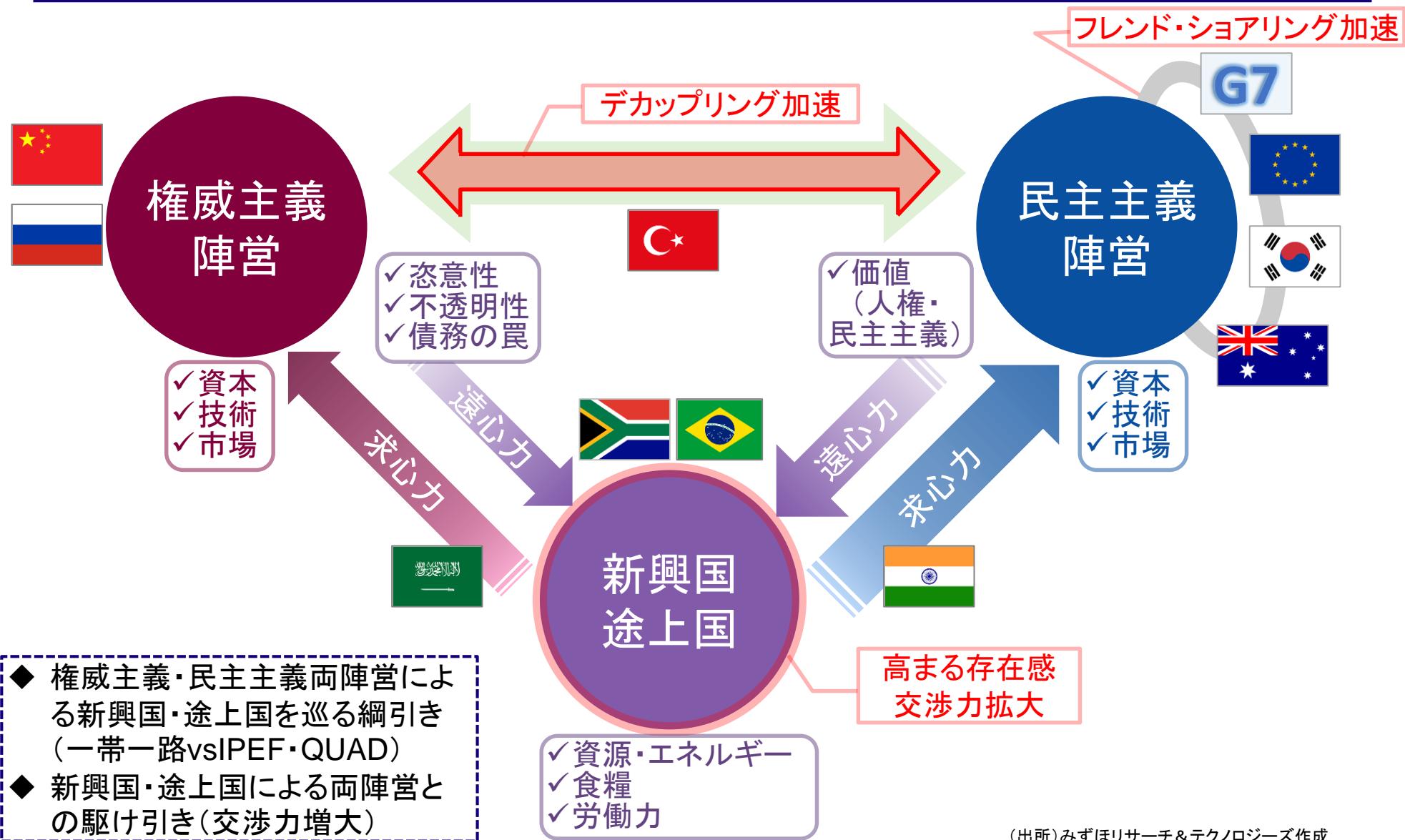
(注)HSコード分類848610、848620、854110、854121、854129、854130、854140、854150、854160、854190、854231、854232、854233、854239、854290を種類別に集計
(出所)Comtradeより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

中国半導体関連輸入先の国・地域別割合

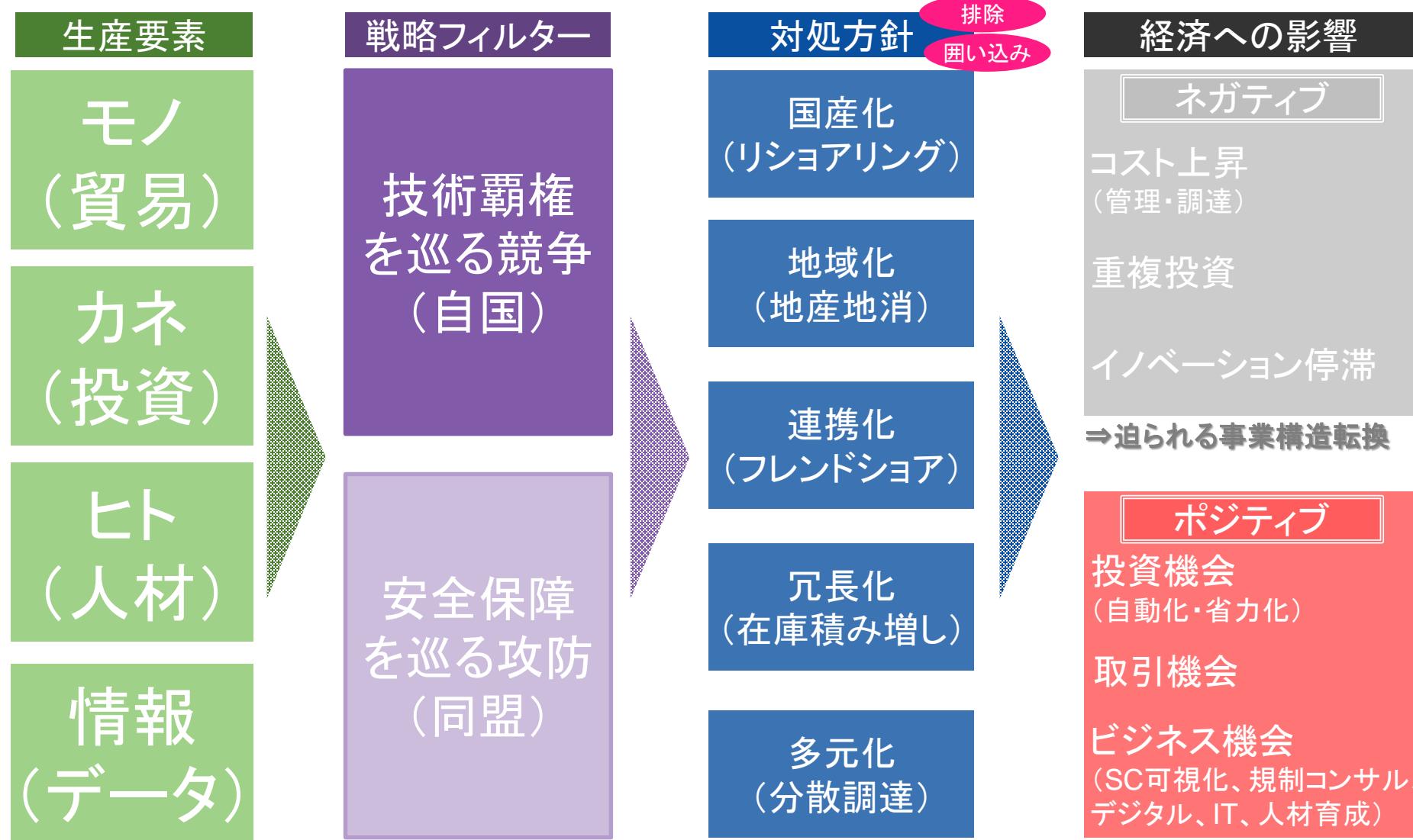


(注)2021年実績
(出所)Comtradeより、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

主導権を巡る「綱引き」と「駆け引き」～状況によって変わる枠組み



米中対立がもたらすリスクとチャンス



(出所)みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

崩れる前提。予測不能な不確実な世界で求められるデザイン思考

目的設定型アプローチ (コーディネーション)

目的を達成するため何をすればいいか

問題解決型アプローチ (エフェクチュエーション)

手段を用いて何ができるか

ある程度予測可能な領域



(目的)
市場／機会



最適な手段を選び出す



予測不能な不確実な領域



手段を用いて結果をデザインする



(手段)
技術・情報・経験

(出所) Wikipedia、LIBERSHOT等より、
みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

無意識のうちに染みついた行動バイアス



極端回避
バイアス

いくつもの選択肢が与えられた場合、極端なものは排除し、真ん中の選択肢を選ぶこと

論理の欠如



現状維持
バイアス

今ある物や自分の置かれた状況に大きな価値を見いだし、新しい行動を躊躇うこと

変化への
対応を躊躇



投影
バイアス

現在の自分の感情や置かれている状況が将来の予測に大きく影響すること

希望的観測
に依拠



確認
バイアス

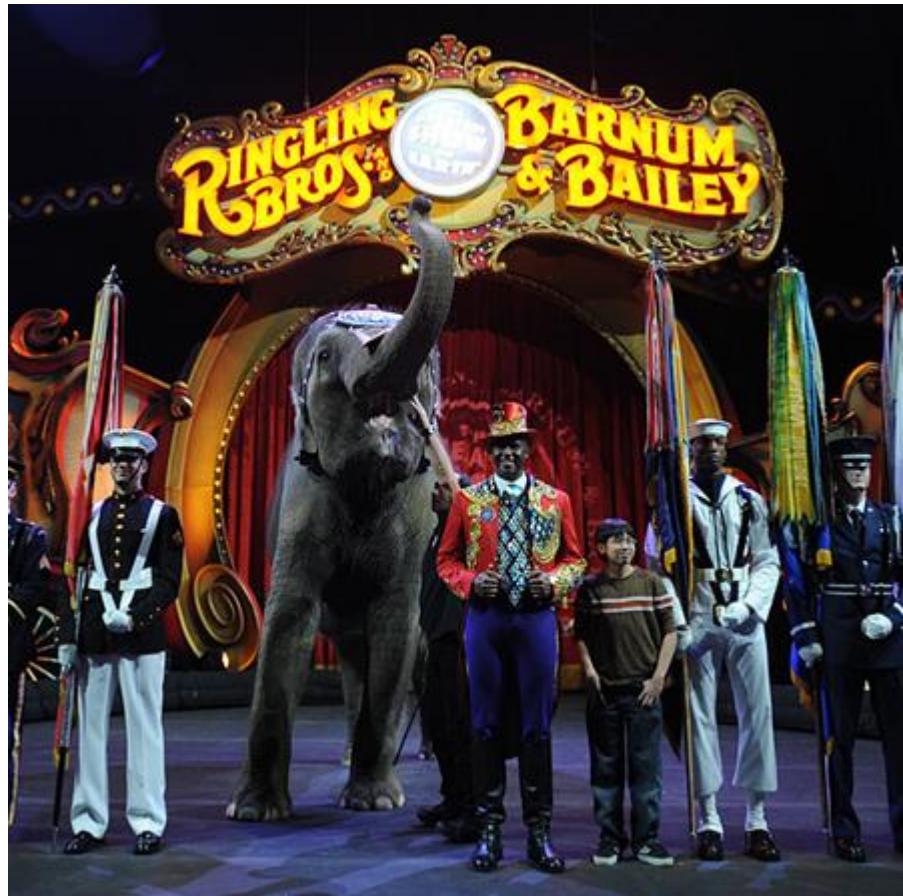
自分の選択の正しさを裏付ける情報ばかり集めたり、不利な情報に目をつぶり、都合のよいように解釈したがること

不安から
目をそらす

(出所)みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

失敗と成功を分けたものは何か？

2017年5月
146年の幕を閉じる



(画像)Wikimedia Commons

U.S. Navy photo by Mass Communication Specialist 2nd Class Todd Frantom

世界300都市以上で
年間1000万人超を動員

CIRQUE DU SOLEIL.®



(画像) whoELSE from Melbourne, Australia – ALS_0974Uploaded by Ekabhishek, CC BY 2.0,

<https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=8762578>

過度な悲観論は禁物。逆風の時こそ思い返したい2つ名言



*When one door of happiness closed, another opens;
but often we look so long at the closed door
that we don't see the one which has been opened for us.*

Helen Keller

一つの幸せのドアが閉じるとき、もう1つのドアが開く。
しかし私たちは閉じたドアばかりに目を奪われ、開いたドアに気づかないものです。

ヘレン・ケラー

(画像)米カリフォルニア州立大学(UCSF)図書館



*"You cannot change others or the past.
You can change yourself and the future."*

Eric Berne

他人と過去は変えられないが、
自分自身と未来は変えられる。

エリック・バーン

(画像)米カリフォルニア州立大学(UCSF)図書館

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。