

# 具現化する冷戦2.0の世界 ～国際情勢の変化にどう対応すべきか～

2022.6.28

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-ir.co.jp



# 3年目に突入したコロナ禍。ニューノーマルに向けた模索が続く中で……

## コロナ禍からの回復をけん引する3要因

ワクチン

中国経済

米国経済



(出所)ForexLive.com



(出所)The Economist Nov. 13<sup>th</sup> 2021



(出所)Financial Times May 12<sup>th</sup>

変異株  
(COVID Variant)

ゼロコロナ・不動産  
(ZeroCOVID strategy)

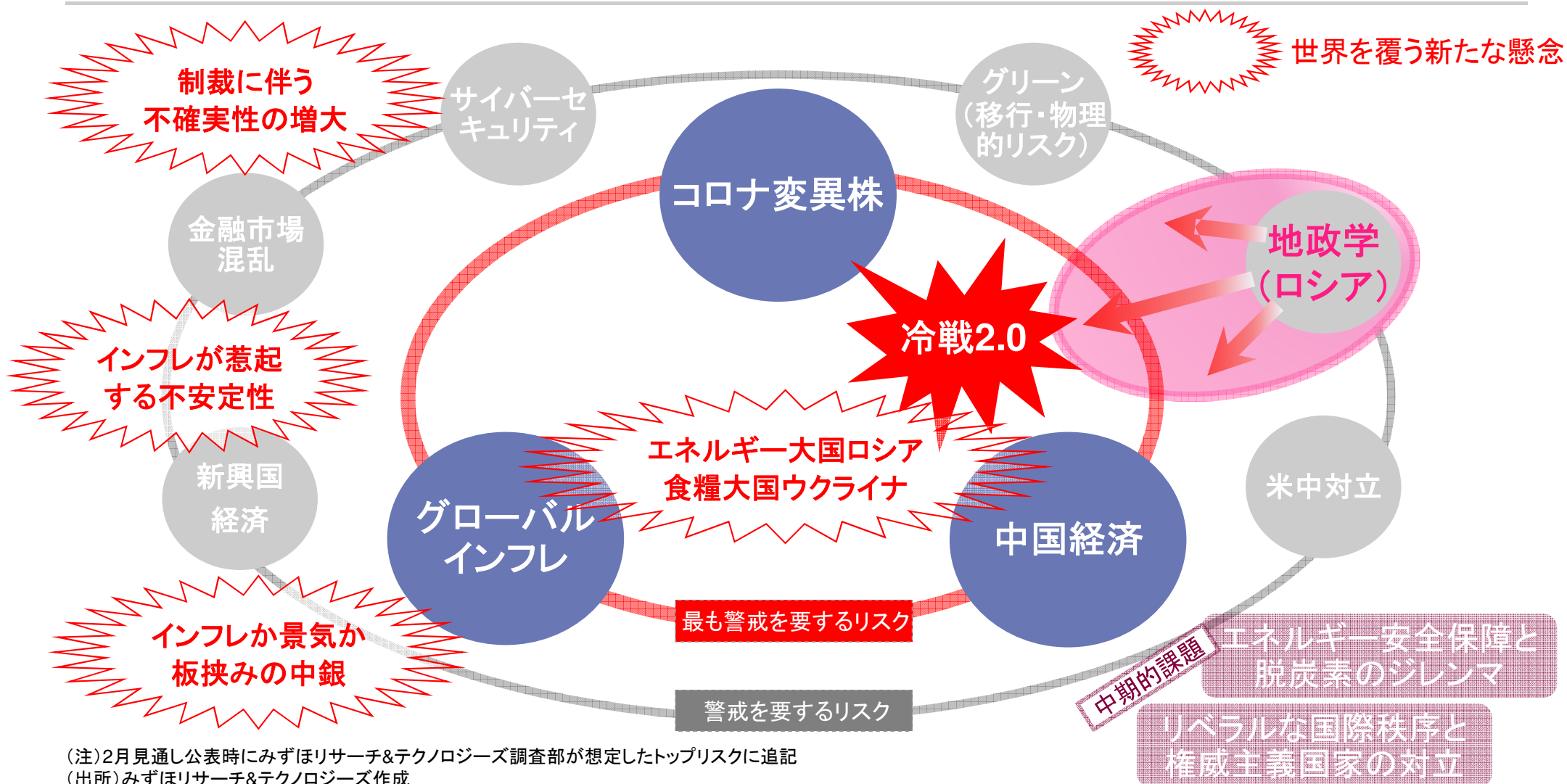
供給制約・インフレ  
(Supply Constraints)

# ロシアのウクライナ侵攻で地政学リスクが一気に具現化。トップリスクの1つに

## ■ ロシアによるウクライナ侵攻はトップリスクの多くに関連・波及

- 中国発と異なるのはロシア・ウクライナが資源・食糧大国であること⇒世界経済に顕著なインフレリスク

## 2022年のトップリスクの概念図 改訂版



(注)2月見通し公表時にみずほリサーチ&テクノロジーズ調査部が想定したトップリスクに追記  
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



(出所) The Economist Feb. 26<sup>th</sup> 2022

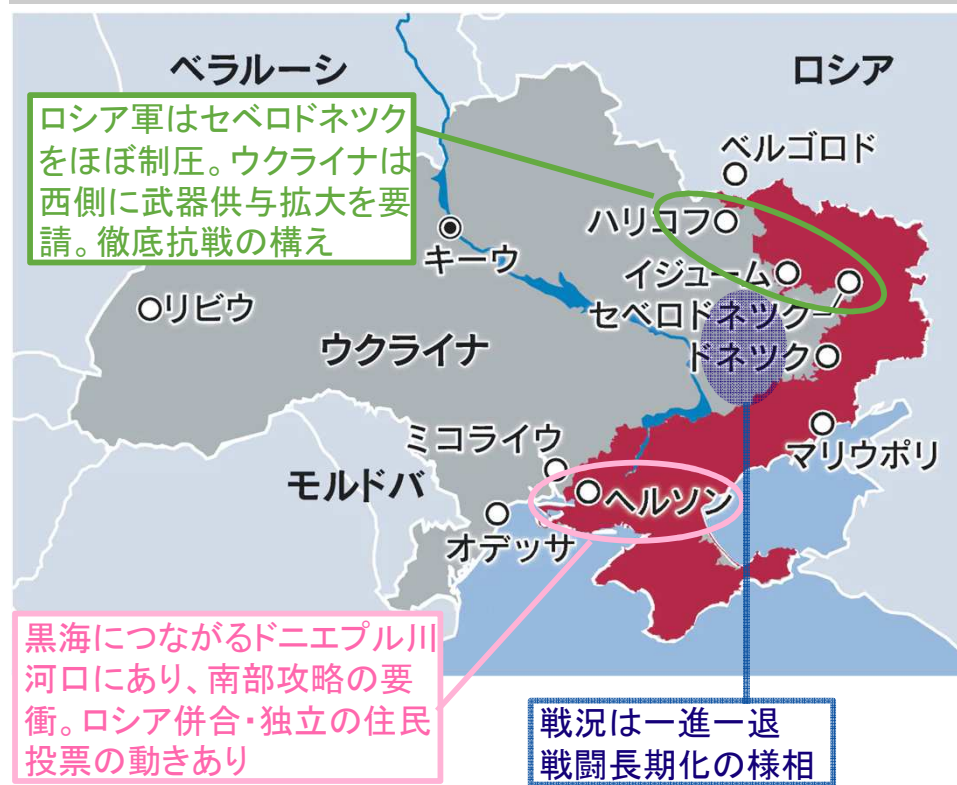
## プーチンのみぞ知る筋書きのないドラマの結末 ～ウクライナ侵攻で試される戦後国際レジームの真価～



# 戦闘は長期化、対ロ制裁も継続。ロシア事業を見直す民間企業相次ぐ

- ロシア軍によるドンバス地方の制圧は難航。特別軍事作戦の戦果は乏しく侵攻終了の目途たたず
  - ロシア軍は東部ルガンスク州の要衝セベロドネツクをほぼ制圧するも、ドネツク州の戦況は膠着状態
  - ウクライナ南部のロシア占領地域でルール流通やロシア編入の住民投票画策などロシア化の動き
- 民間企業でロシア事業撤退やサービス停止の動き
  - 制裁による決済やサプライチェーンの混乱のほか、レピュテーション・リスクへの警戒感から事業撤退の動き拡大

## ロシア軍のウクライナ侵攻状況



(注) 赤色が、ロシア軍侵攻地域。  
(出所) 日本経済新聞より転載

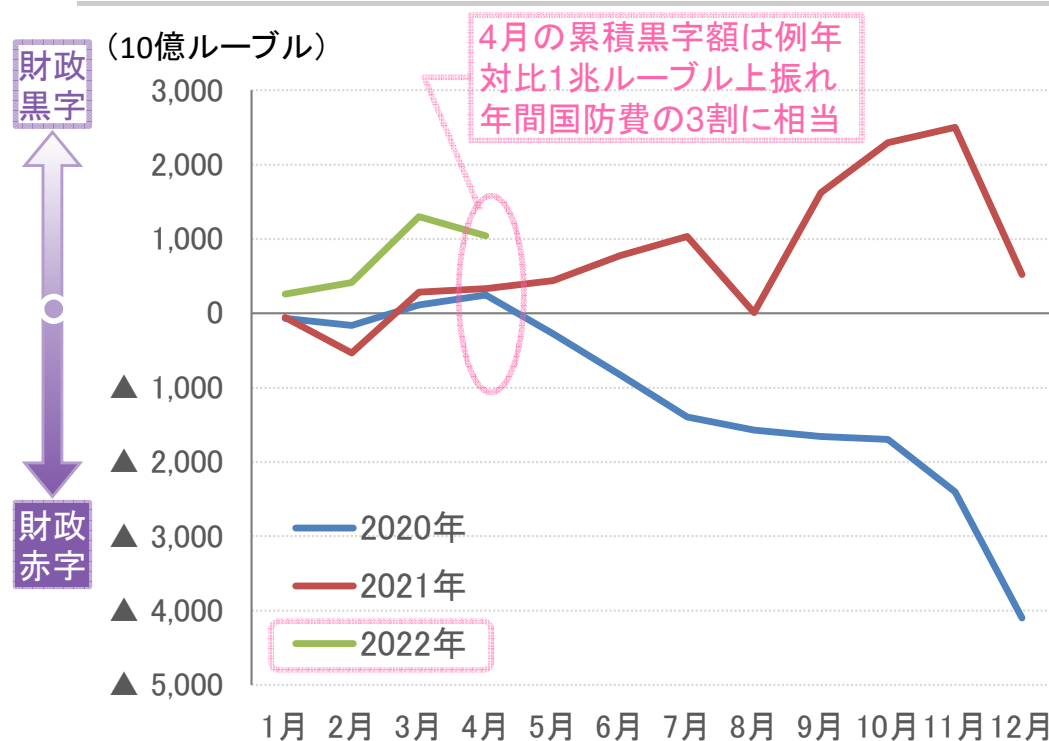
## ロシア事業から撤退もしくは縮小した民間企業



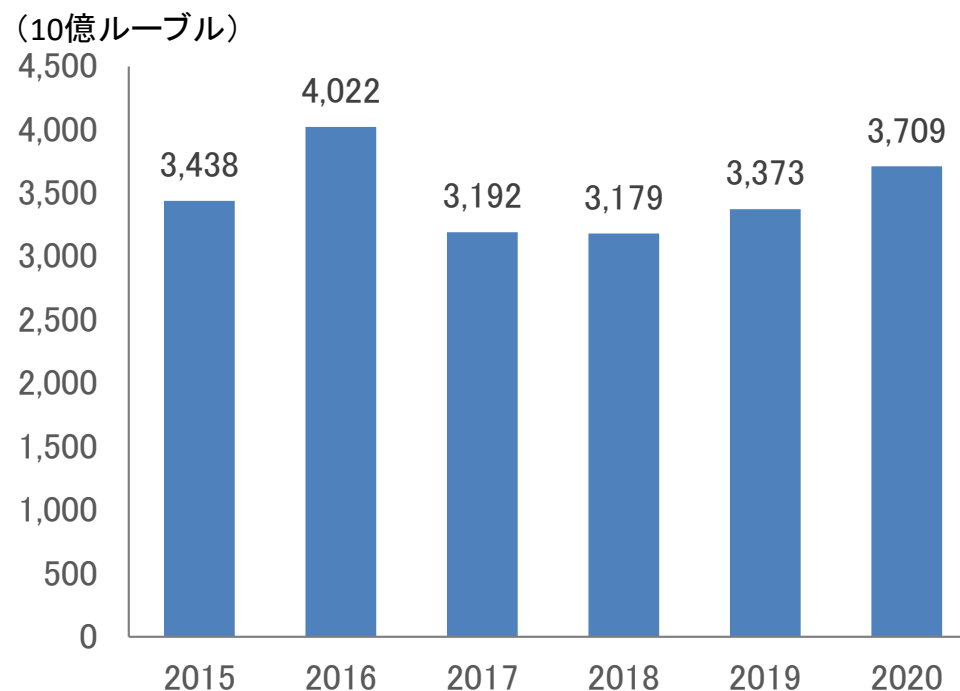
# ロシアは侵攻後も財政黒字をキープ。制裁による政府財政への悪影響は小

- 4月のロシア政府の財政収支は黒字が継続。価格上昇に伴う石油・ガスからの税収増が背景に
  - 石油・ガス価格の上昇を背景に、ロシア財政は2021年3月以降黒字が継続。西側の制裁は、外資撤退による輸出・投資減少など、経済全体への影響が大きいものの、財政への効果は限定的
  - 財政黒字は、国内の経済支援のための準備金積み増し(約3割増額)に使用される見込み
- プーチン大統領は「ロシアのような巨大な国を孤立させることは全く不可能。我々は、協力を望むパートナーたちと協力していく」(4/12 TASS通信)としており、西側諸国以外への輸出先開拓にも前向き

## ロシア政府の財政収支



## ロシアの国防予算(除く年金、補助金)



(注)2020年の内訳は過去5年平均のシェアを用いて算出

(出所)Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# ロシアの消費者物価上昇率は高止まり。経済活動では制裁の影響を確認

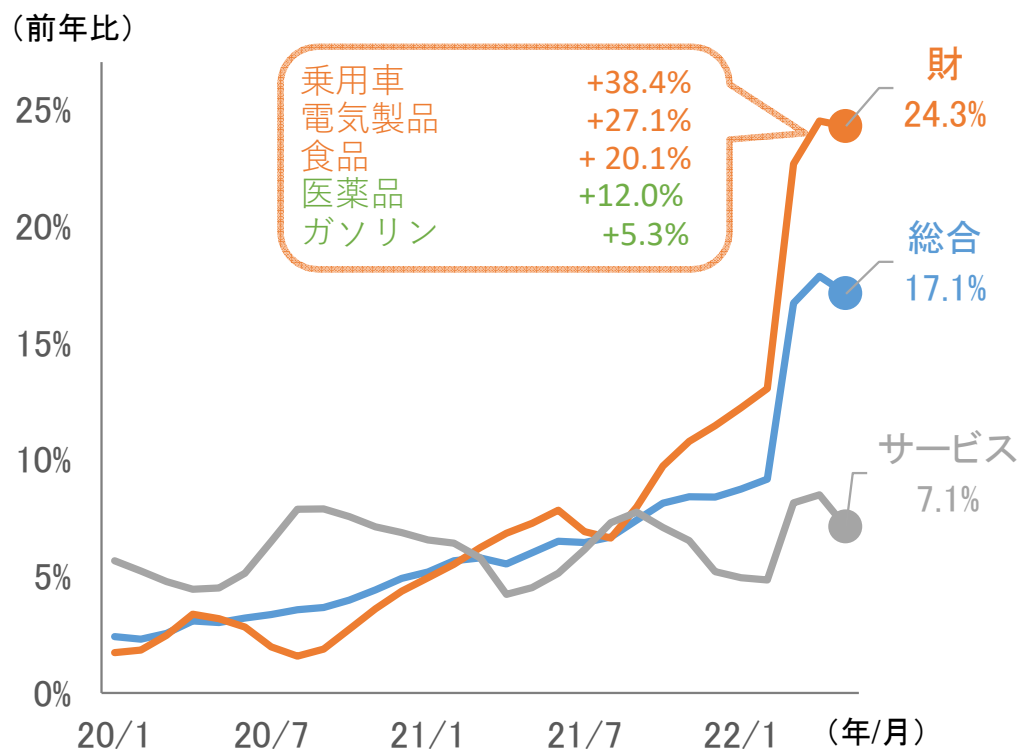
## ■ ロシアの5月消費者物価上昇率は前年比17.1%と高止まり

- 財物価の上昇(同24.3%)が主因。サービス価格は同7.1%と財に比べて上昇幅は限定的
- 財の内訳をみると、自動車や家電製品などが軒並み2割を超える上昇幅を記録

## ■ 主要国の対露輸出は3月以降大幅減。4月は中国の輸出減少幅も拡大

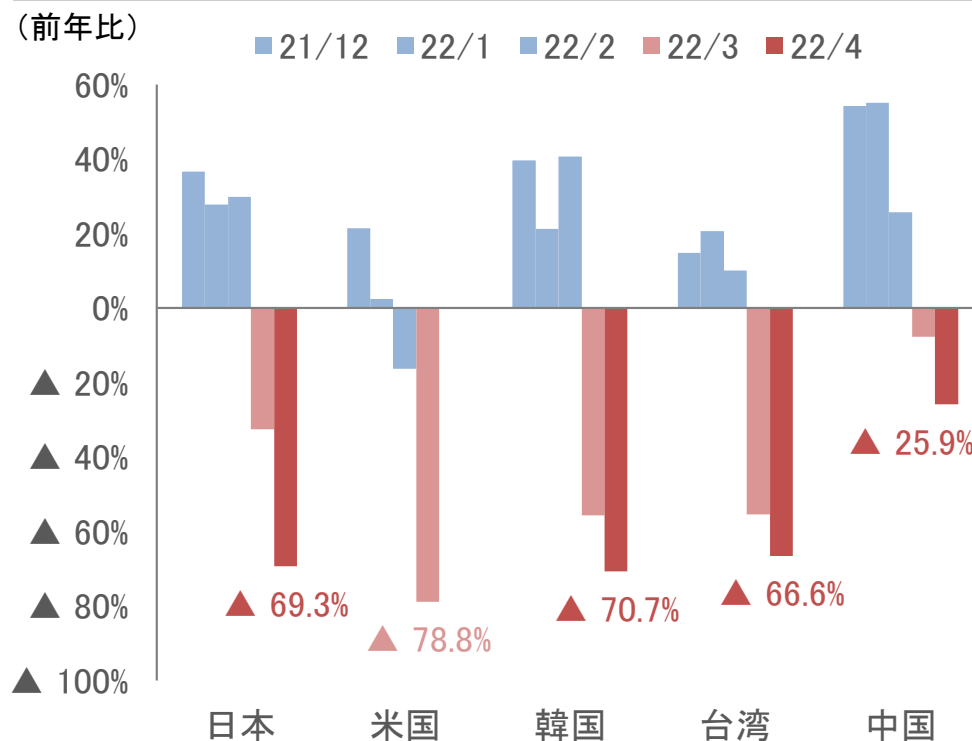
- 最終製品に加え、部材不足でロシア国内の供給も滞っている模様。ルーブル高に転じた後も物価上昇圧力は残存

### ロシアの消費者物価



(出所)CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 主要国のロシア向け輸出



(出所)CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

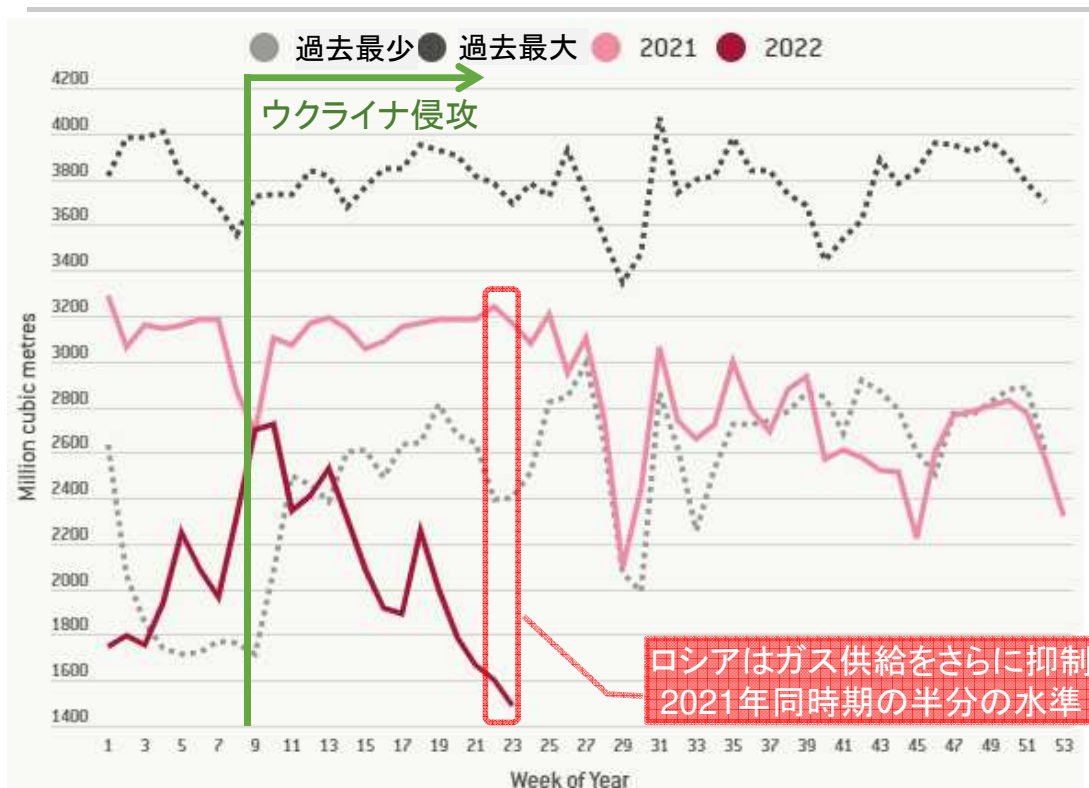


# ロシアは欧州へのガス供給を抑制、前年比ほぼ半減

## ■ ロシアはガス供給を一段と抑制

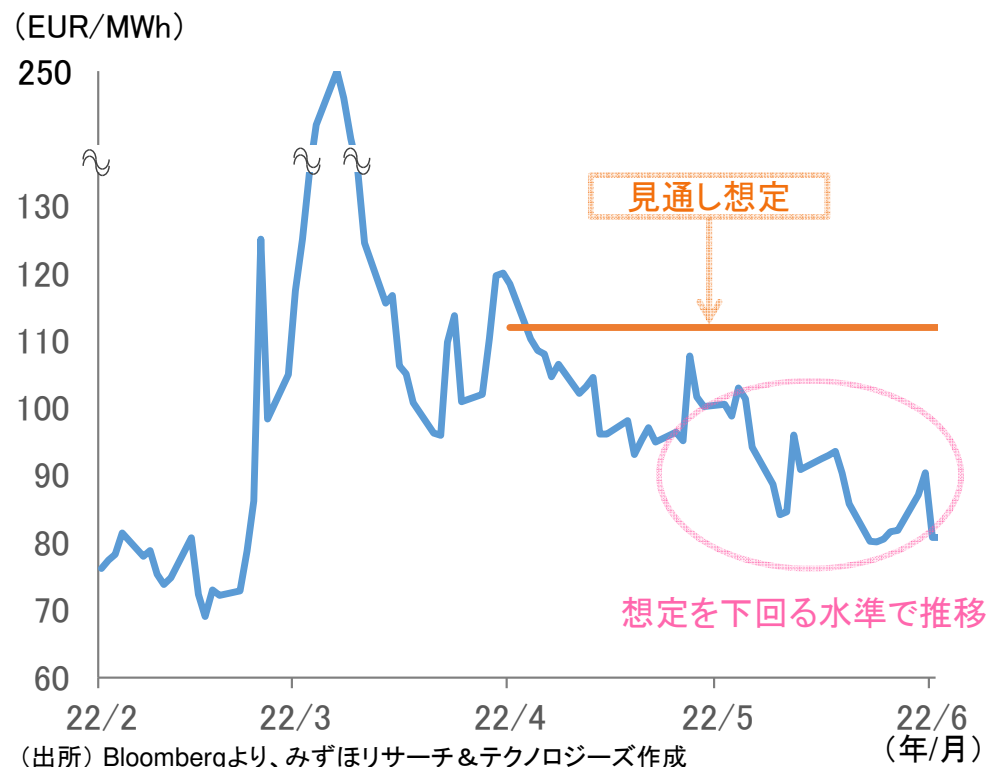
- ポーランド、ブルガリア、フィンランドに続いてオランダ・デンマークへのガス供給を停止。さらにドイツの小規模事業者向けガス供給向けもルール建て支払いの拒否を理由に停止するなど、ガスの武器化をエスカレート。ロシアのEU向けガス輸出はほぼ半減
- ロシアの揺さぶりに対し欧州天然ガス価格の反応は現時点で限定的。想定を下回る90ユーロ／MWh前後で推移

## EUのロシアからの天然ガス輸入(週次ベース)



(出所) Bruegel(6/7)より転載

## 欧州天然ガス価格(日次)

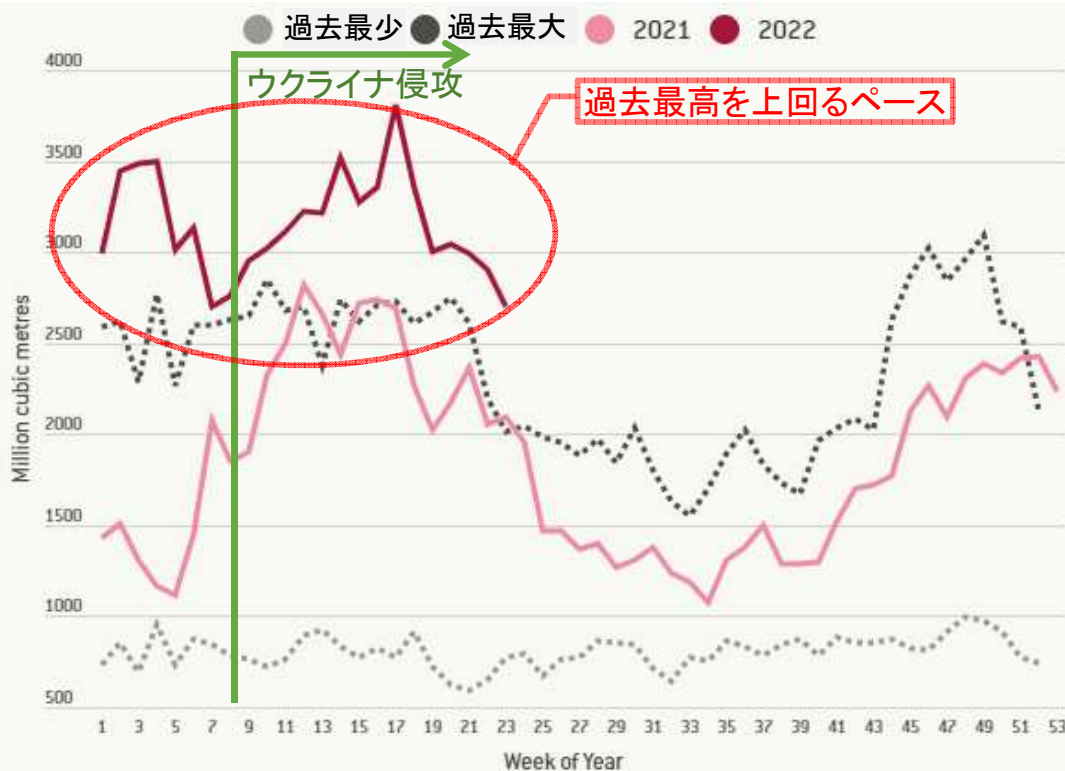




# ガス価格安定の背景に米国などからのLNG輸入拡大

- ロシアからの天然ガス輸入が減少する一方、欧州の液化天然ガス輸入量は高水準を維持
  - EUの液化天然ガス輸入は過去最高を上回るペースで推移。ロシアからの輸入減を補えるだけの量を確保
  - 国別の調達状況を見ると、ロシアの減少分を米国からLNG輸入がカバー。アゼルバイジャン、ナイジェリア、英国からの輸入増も脱ロシアに貢献

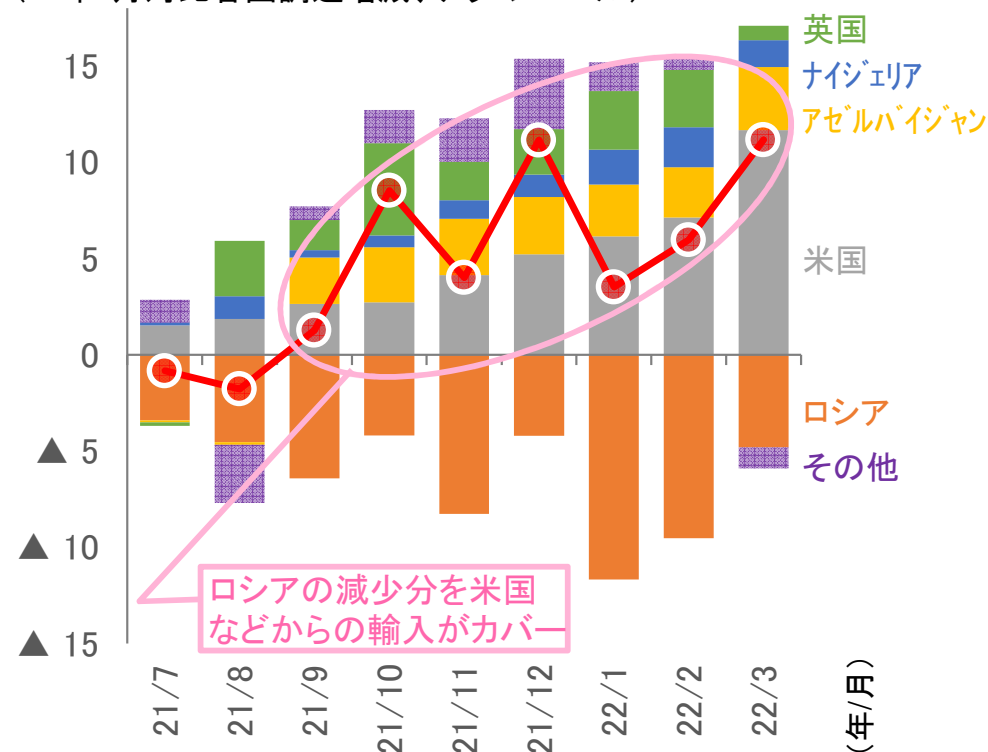
## EUの液化天然ガス輸入(週次ベース)



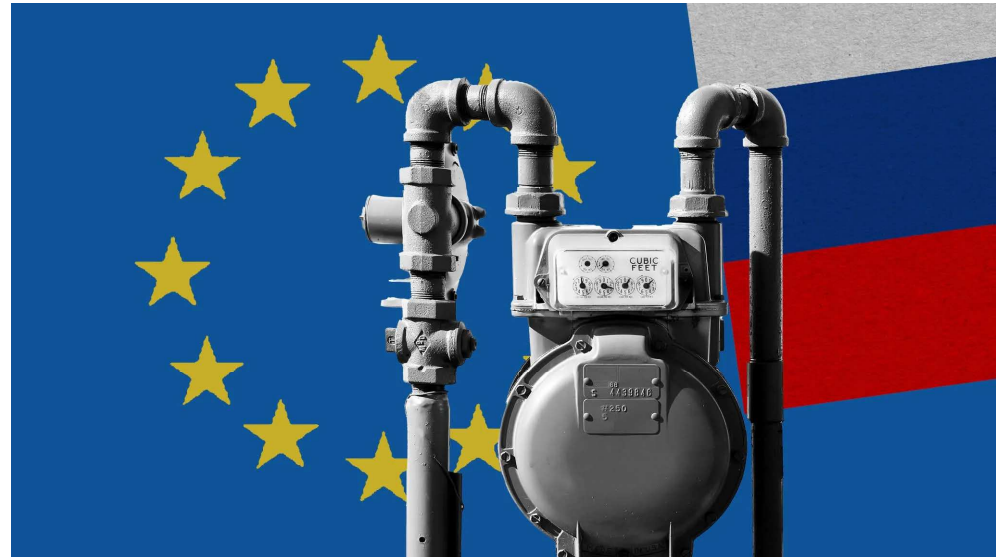
(出所) Bruegel(5/25)より転載

## EU天然ガスの国別調達増減

(21年1月対比各国調達増減、テラ・ジュール)



(出所) IHSより、みずほ銀行産業調査部作成



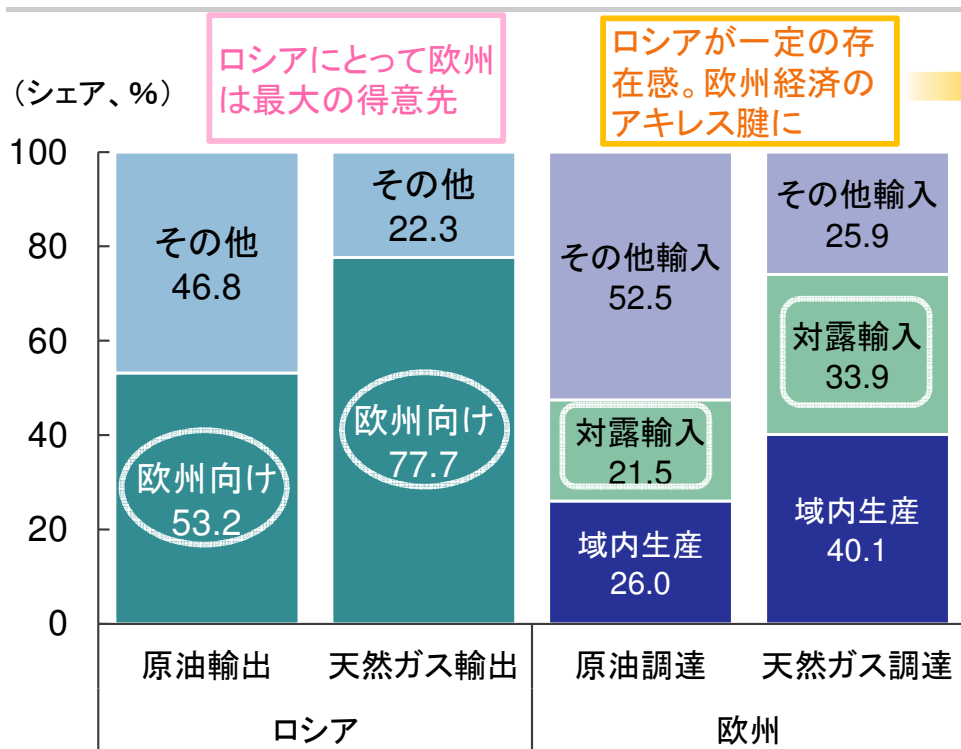
(出所) Financial Times Mar, 21<sup>th</sup> 2022

## 世界経済の先行きを左右するEU脱ロシアの行方 ～資源価格上昇で世界経済減速も不況回避がメインシナリオ～

# EU・ロシア双方にとって厳しいエネルギー制裁の余波

- ウクライナ侵攻が長期化するなか、欧州はロシア依存度を下げるべくロシアからの原油・天然ガスの輸入停止を検討
  - 欧州向けが輸出の8割を占める天然ガスの禁輸はロシアに打撃
- 欧州にとっても対露依存度の高い天然ガスの禁輸措置は大きなダメージ
  - ドイツがガス禁輸に慎重な姿勢を示すなどEU内には温度差があり脱ロシアの実現度が経済の先行きを左右

## ロシアのエネルギー輸出と欧州のエネルギー輸入



(注)域内生産は、ノルウェー、英国など欧州域内の生産を指し、輸入は欧州域外からの調達を指す  
(出所)BPより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## なぜ天然ガスが注目されるのか？

波及経路	影響を左右する要因
価格	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 代替財の有無</li> <li>● 備蓄(在庫)状況</li> <li>● 代替調達の可否</li> <li>● 代替調達コスト</li> </ul>
数量	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 貯蔵適性(貯蔵のしやすさ)</li> <li>● 可搬性(運びやすさ)</li> </ul>

数量が価格の動きを増幅

天然ガス < 原油・穀物

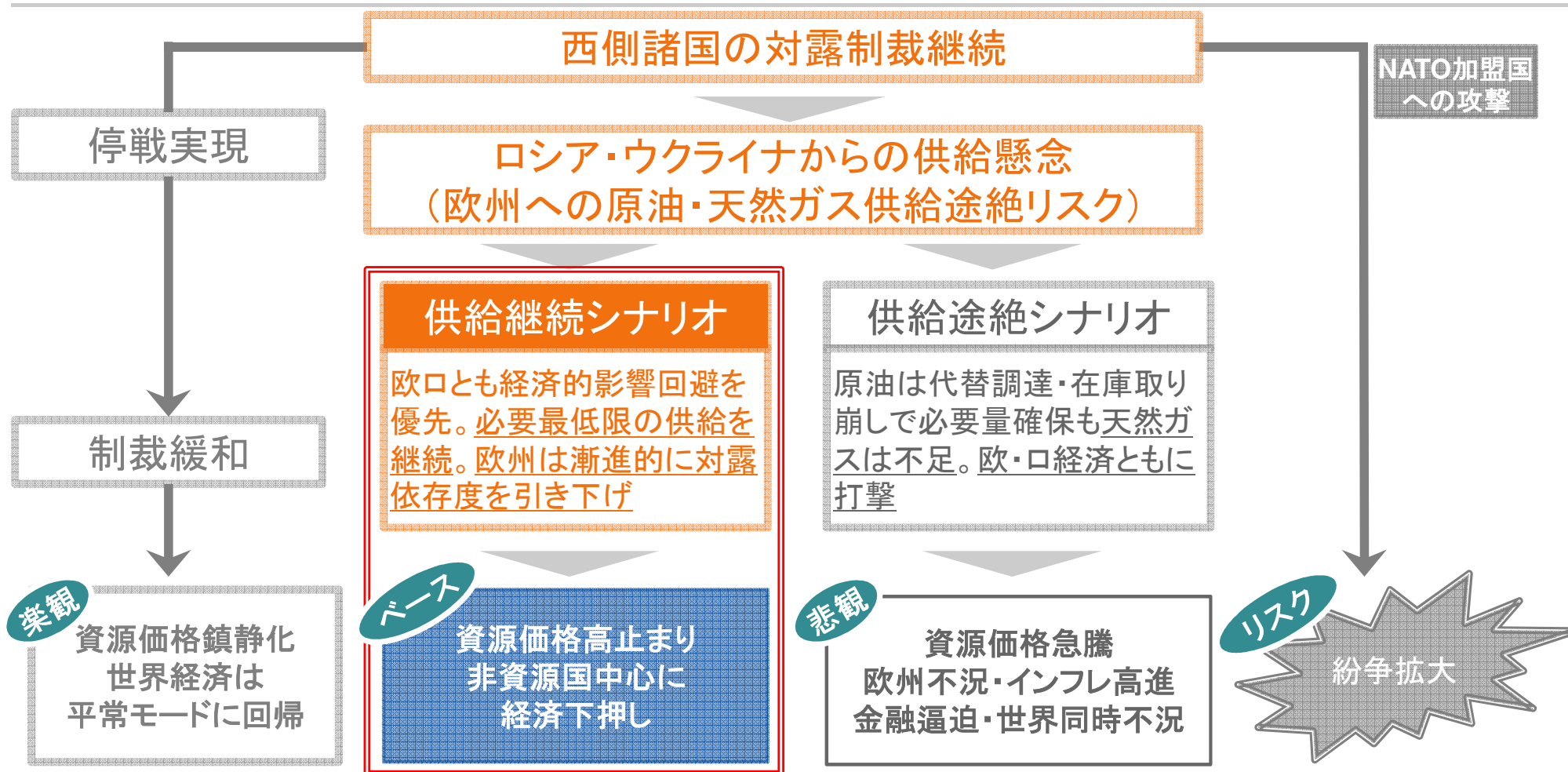
- ◆ 貯蔵に大容量設備もしくは超低温の液体保管が必要
- ◆ 運搬もパイプラインやLNG船など専用設備が必要

- ◆ 天然ガスに比べ貯蔵容易
- ◆ 運搬も常温での輸送が可能(タンカー・トラック)

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# EU加盟国による脱ロシアの進捗ペースがエネルギー価格の先行きを左右

- ベースシナリオでは、ロシアから欧州への資源供給は当面継続。欧州が漸進的に対露依存度を引き下げるとの見方
    - 資源価格は当面高止まり、非資源国の経済を下押し（ガス供給途絶による数量面の下押しはあくまで悲観ケース）
- ウクライナ侵攻のシナリオと影響



⇒欧州の脱ロシアペースがポイントに

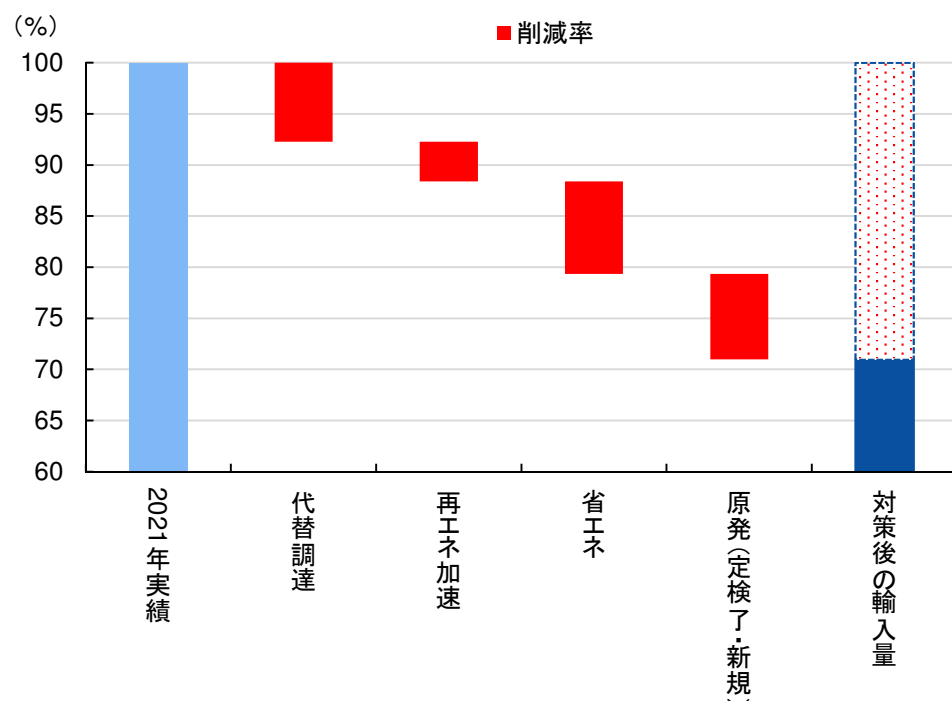
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 対露ガス輸入は年内1/3程度の削減が現実的と判断

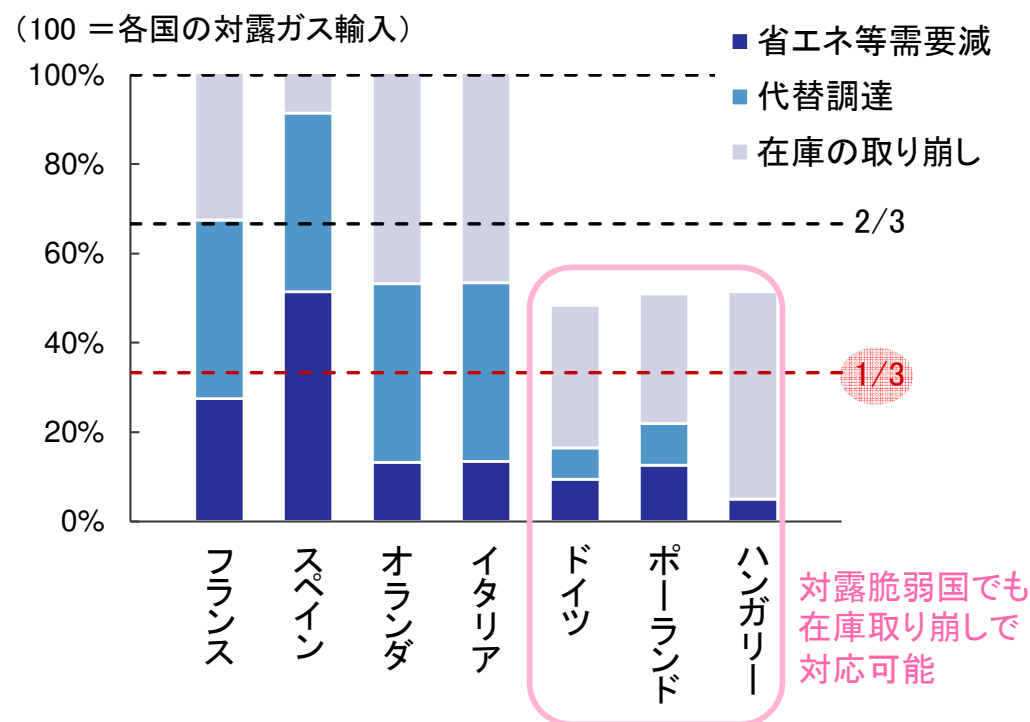
- EUにとって対露ガス輸入の停止の影響は大きく、対露輸入の継続が基本シナリオ
- 欧州委員会は年内に対露ガス輸入の2/3削減目標を掲げ各国で精査中
  - 一方、IEAは、代替調達、再エネ加速などの積み上げによって、年内に対露ガス輸入の1/3の削減が可能と試算
- 対露依存の高いドイツ・東欧の実現可能性を踏まえると、年内1/3程度の対露輸入削減が現実的でEU内合意も可能と判断

## EU対露ガス輸入の削減(IEA試算)



(出所) IEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ロシア産ガス削減への対応力(MHRT試算)

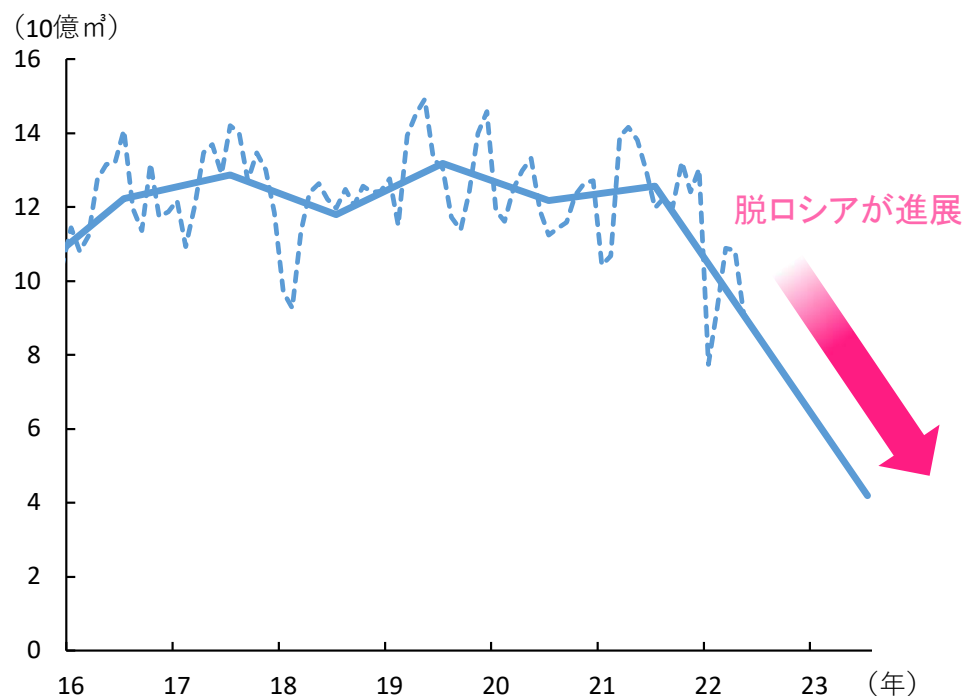


(注) 省エネ・再エネ化等による需要削減および輸入拡大はIEAの想定をもとに試算  
(出所) Eurostat、IEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 年後半にはガス価格の上昇ペース一服も、2023年にかけて高値が継続

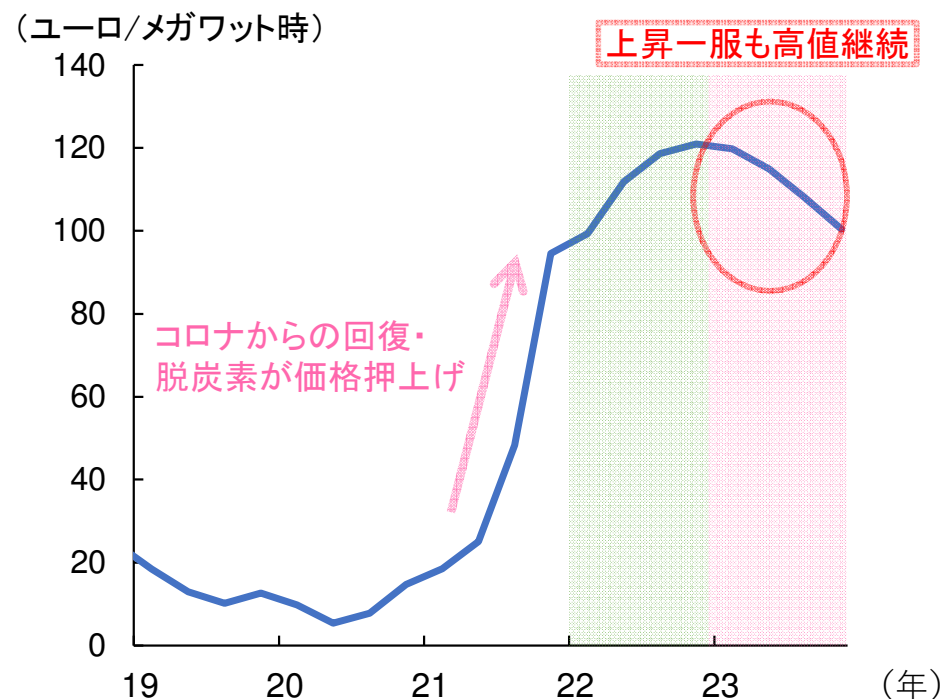
- エネルギー安全保障の観点から脱ロシアの動きを継続 (対露ガス輸入を削減)
  - 2027年のロシア依存ゼロを目指し対露ガス輸入を削減する方針(フォンデアライエン欧州委員長)
  - 代替輸入や省エネ・再エネの加速によって、2023年には欧州委員会が掲げる2021年対比2/3削減を想定
- 欧州ガス価格の上昇テンポはペースダウン
  - 脱ロシア化のペースアップ(代替調達・需要抑制)で2022年の大幅な需給悪化は回避されるため
  - 2023年もロシアからの輸入を削減により需給バランスは改善せず価格は高止まり

## 欧州天然ガス輸入の想定



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

## 欧州天然ガス価格(想定)

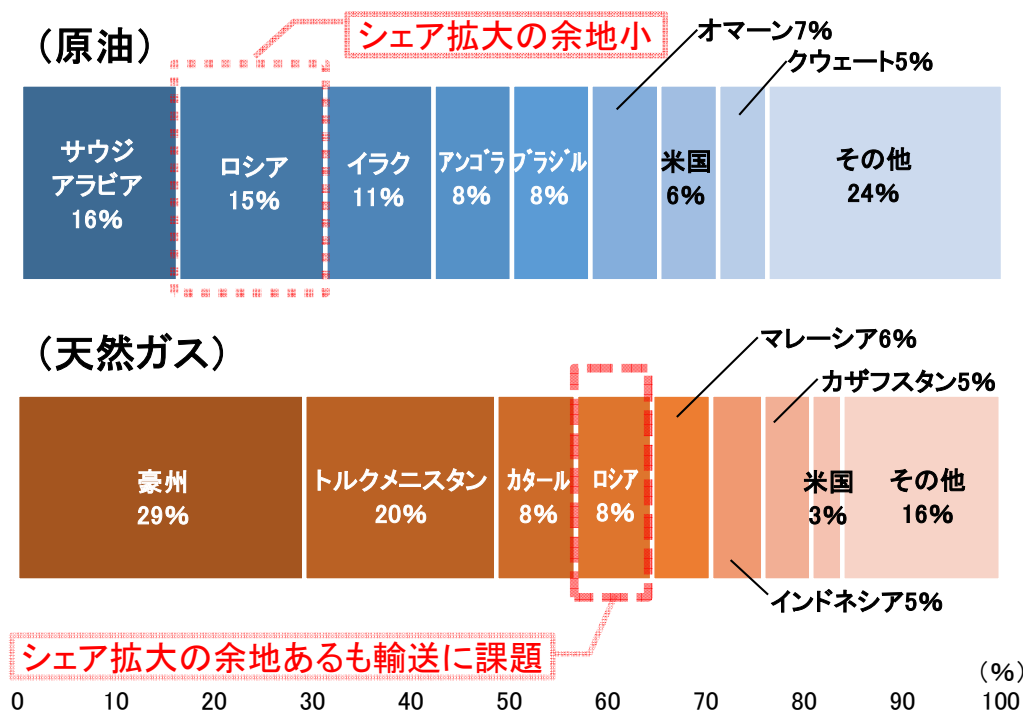


(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

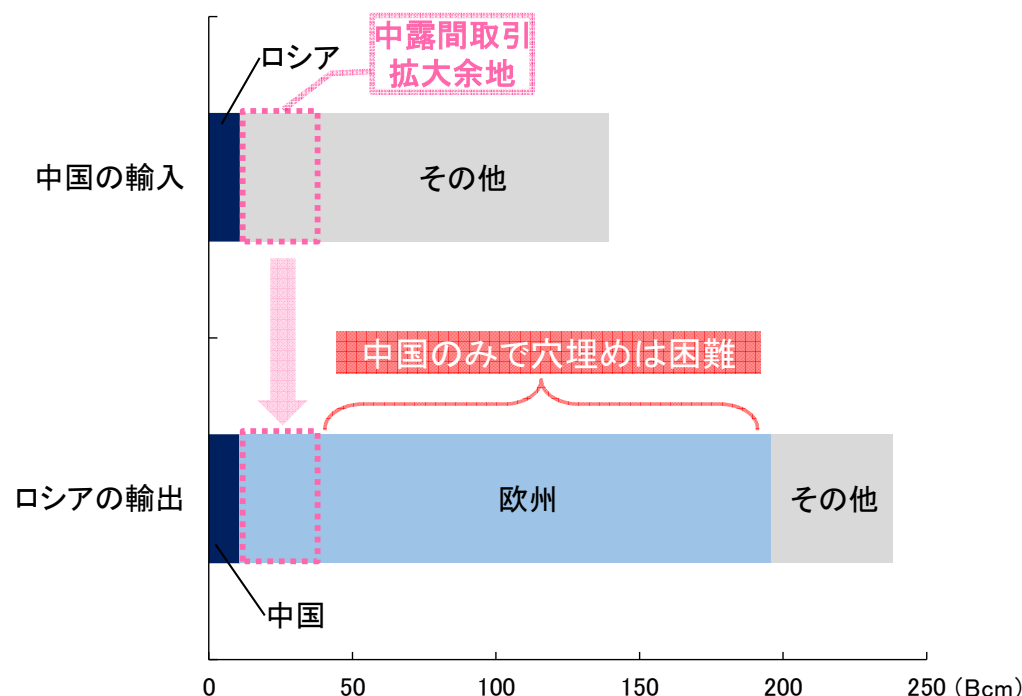
## (参考) 中国は対口資源輸入の拡大余地ありも、欧州向けの代替には不十分

- 西側諸国との対立回避等から、軍事的支援には踏み込まず、貿易拡大等の経済的支援にとどめるとみられる
  - ― エネルギーの対口輸入拡大は国益の観点からも選択肢。今後の需要増をロシア産で賄う公算
- 天然ガスは特定国へのエネルギー依存の偏り回避や輸送・貯蔵能力、既存長期契約等より欧州の穴埋めできず
  - ― 天然ガスは中期的にロシア依存度を最大3割程度(現在の豪州並)まで拡大する可能性はあるが、輸入拡大分はロシアの欧州向け輸出の約18%にとどまり欧州向けの代替役としては不十分

### 中国の原油・天然ガス輸入シェア(数量ベース)



### 天然ガス輸出入(中国・ロシア)



## (参考)ロシアにとり西シベリア産天然ガスの東方シフトには輸送制約という高い壁

- プーチン大統領が掲げた「ロシアのエネルギーを東に振り向ける」方針は、ロシア産ガスに依存する欧州の脅威
  - ― 一方、天然ガスについては輸送制約およびバイヤーである中国の慎重姿勢から短期的には東方シフトは困難。当面は石油・石炭に限られる見込み

### ロシア国内のガスパイプライン



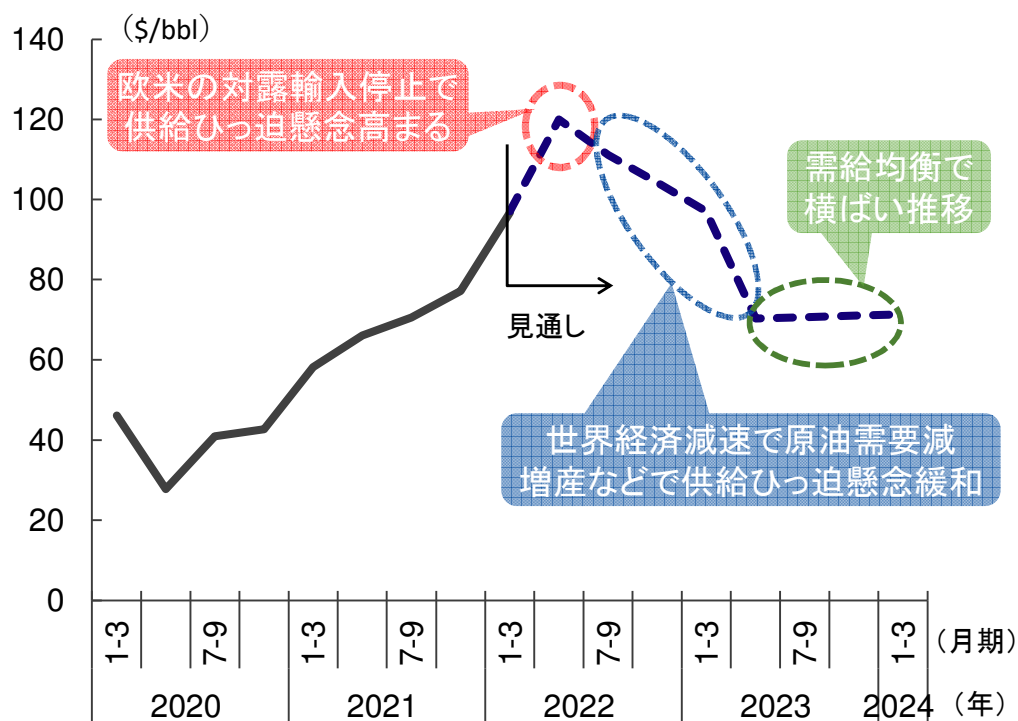
(注) 点線は、建設中パイプライン  
(出所) JOGMECより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 原油価格は供給不安が足元押し上げるも、需給双方の要因で下落基調に

- 短期的には欧米諸国の対露輸入停止措置などロシアへの経済制裁拡大でエネルギー供給のひっ迫懸念高まる  
— ロシア産原油の代替調達需要が増大。ロシア以外の産油国の供給がひっ迫するため
- ただし2022年央には需給双方の要因で下落が進む見通し  
— 世界経済の伸び鈍化を受け、原油のグローバル需要が減速。ロシア以外の産油国による増産もあり、グローバル全体の供給不安も徐々に解消に向かう見込み

## 原油価格(見通し)



(出所) IEA、EIA等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 今後の原油価格見通しに関する主なポイント

### グローバル需要の伸び鈍化

- 世界経済の鈍化を受け、原油のグローバル需要も減速していくと想定
- 今後の需給バランスは、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻開始当初に想定されていた水準対比で改善

### ロシア以外の産油国による増産

- 米国シェールオイルで増産の動き
- サウジアラビアやUAEにも増産余地

### 地政学リスク供給不安の緩和

- 足元では、欧米諸国の対露輸入停止などの動きが、グローバル供給不安の高まりに繋がり、原油価格の押し上げ要因に
- 一方でインドのロシア産原油の輸入継続の動きなど、ロシアから非欧米諸国への供給転換が進むとともに、供給不安は徐々に解消へ

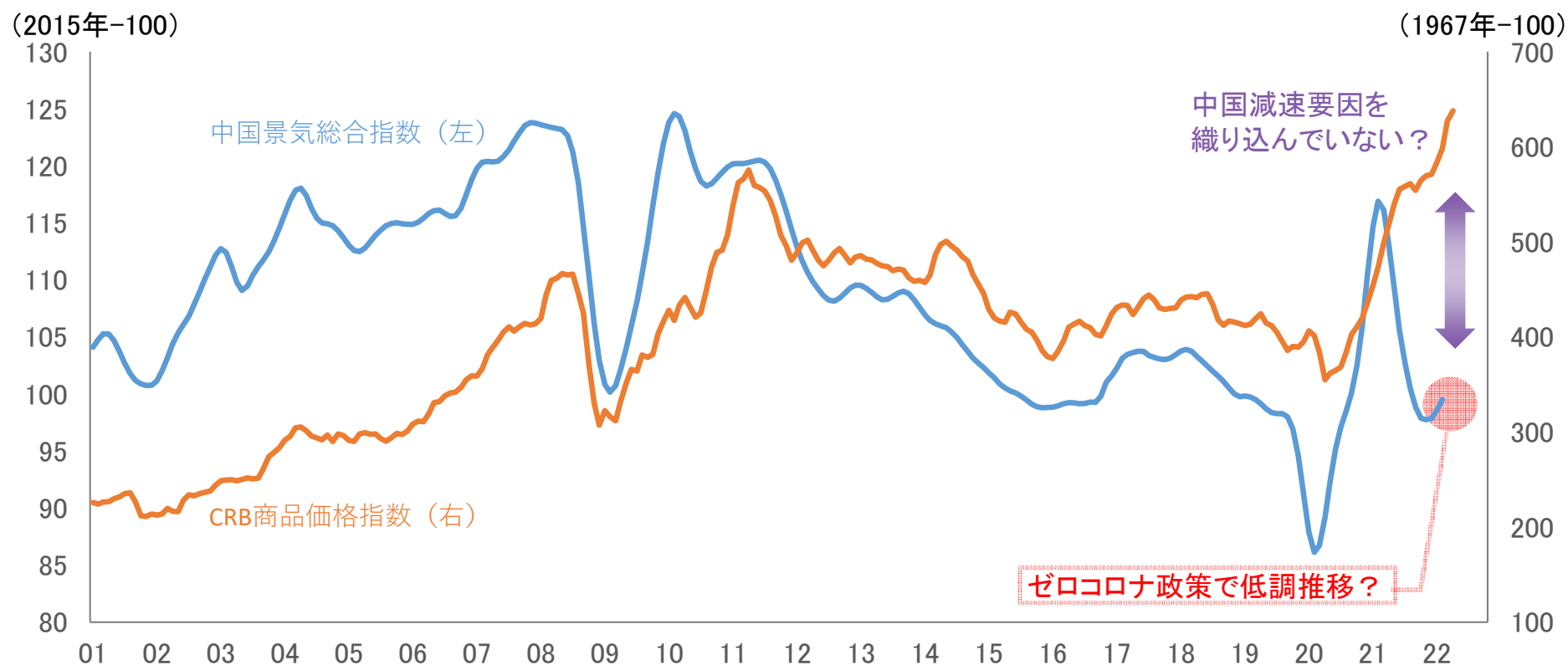
(出所) IEA、各種報道等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考)商品市況と中国景況感に乖離。中国要因は価格下押しに作用

### ■ 中国経済と商品市況には概ね相関

- ただし足元で中国経済が減速(コロナ禍からの急回復も一服)する一方で商品価格は高騰
- ウクライナ要因を考慮してもやや行き過ぎ感。上海ロックダウンの状況に鑑みると、中国経済の下振れ懸念強く、むしろ商品市況の下押し要因か

### 中国景気総合指数と商品価格指数



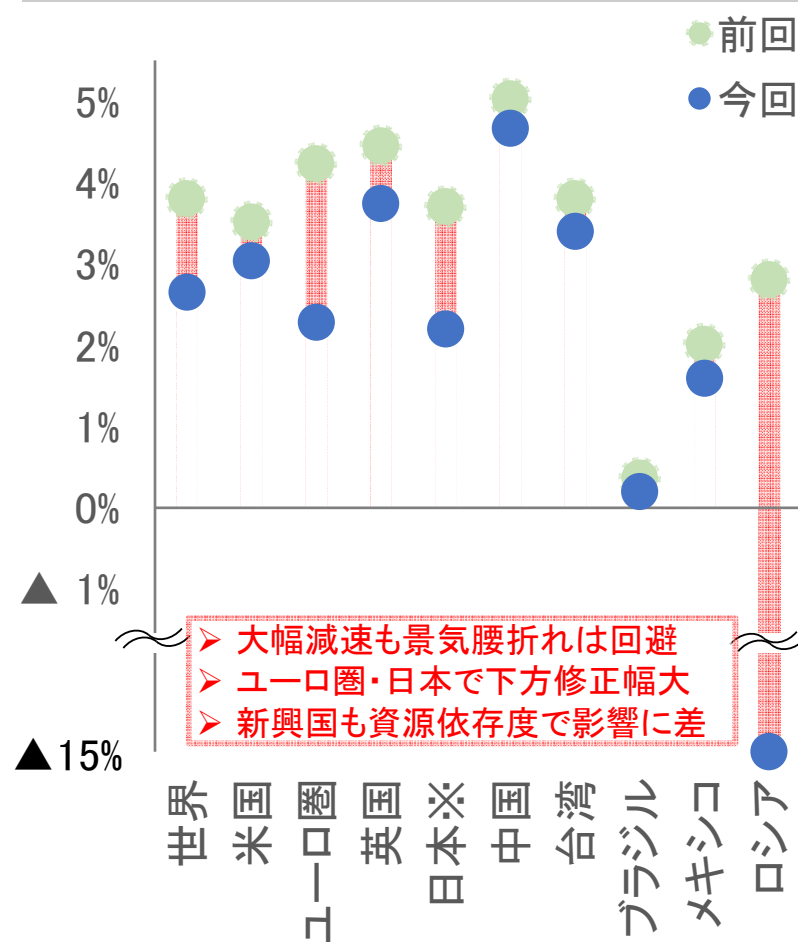
(出所) 中国国家统计局、中国财政部、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 世界経済見通し: ウクライナ情勢を受けた資源価格上昇等を反映し下方修正

## ■ 2022年の世界経済成長率は2.6%と1.2%ポイントの下方修正

- 大幅下方修正もコロナ禍からの正常化局面で個人消費の持ち直しが見込まれることから景気腰折れには至らず
- 震源地のユーロ圏に加え、非資源国である日本の下方修正幅が大。新興国も資源依存度によって影響に濃淡

## 世界経済見通しと修正のポイント



	2022年 成長率 修正状況	見通し修正のポイント	【参考】 2023年 成長率
世界	3.8% ⇒2.6%	ウクライナ情勢を受けて成長率は大きく鈍化。ただしコロナ禍からの経済正常化局面にあることから世界的な景気後退にまでは至らず	3.3%
米国	3.5% ⇒3.0%	ウクライナの影響は限定的もインフレ加速による実質購買力低下と金利上昇で成長率は減速。2023年も影響残存	2.4%
ユーロ圏	4.2% ⇒2.3%	ガス・原油価格上昇が消費を下押し。脱ロシアに向けたエネルギー構造の転換も経済の重石に	2.5%
日本 ※年度	3.7% ⇒2.2%	資源高の影響および欧州経済の失速が下押し要因となる一方、対人サービス消費を中心にコロナ禍からの持ち直しが下支え	1.6%
中国	5.0% ⇒4.7%	ウクライナ情勢の影響は限定的だが、コロナ再拡大が下押し。減税など財政政策で下支えを図るも4%半ばの成長率にとどまる	5.2%
台湾	3.8% ⇒3.4%	物価上昇は個人消費の下押し要因も、コロナ禍からの正常化が影響減殺。企業の堅調な設備投資も経済を下支え	2.6%
ロシア	2.8% ⇒▲13.3%	厳格な資本規制が奏功しルーブルは安定を取り戻すも、西側による輸出規制・対露ビジネス見直しで大幅マイナスは不可避な情勢	▲1.7%

※・・・日本は年度成長率  
(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

# ベースシナリオ：世界経済見通し総括表

	(前年比、%)					(%Pt)		
	2020 暦年	2021	2022	2023 (見通し)	2024	2022 (2月との比較)	2023	
世界実質GDP成長率	▲ 3.1	5.8	2.6	3.3	3.2	▲ 1.2	—	資源高による所得流出の影響大
日米欧	▲ 5.0	5.2	2.6	2.4	1.9	▲ 1.2	0.1	
米国	▲ 3.4	5.7	3.0	2.4	2.2	▲ 0.5	0.1	
ユーロ圏	▲ 6.4	5.2	2.3	2.5	2.0	▲ 1.9	▲ 0.1	
英国	▲ 9.4	7.5	3.7	1.7	1.7	▲ 0.7	0.1	
日本	▲ 4.5	1.6	1.5	2.1	1.1	▲ 1.4	—	コロナ禍からの回復が下支え 好調な半導体投資も下支え
アジア	▲ 0.9	7.1	5.1	5.0	4.9	▲ 0.3	—	
中国	2.2	8.1	4.7	5.2	4.9	▲ 0.3	—	
NIEs	▲ 0.7	5.4	2.6	2.7	2.1	▲ 0.6	0.2	
台湾	3.4	6.4	3.4	2.6	2.1	▲ 0.4	0.1	
ASEAN5	▲ 3.6	3.3	5.2	4.9	4.6	▲ 0.3	0.1	世界経済減速は逆風も、資源高による経常収支改善が下支え
インド	▲ 6.6	8.3	7.4	5.9	6.2	▲ 0.2	0.1	
オーストラリア	▲ 2.2	4.7	2.8	2.6	2.1	▲ 0.1	—	
ブラジル	▲ 3.9	4.6	0.2	2.2	2.3	▲ 0.2	0.2	
メキシコ	▲ 8.2	4.8	1.6	2.3	2.3	▲ 0.4	—	
ロシア	▲ 3.0	4.2	▲ 13.3	▲ 1.7	2.1	▲ 16.1	▲ 3.8	軒並み下方修正も修正幅は国・地域で濃淡

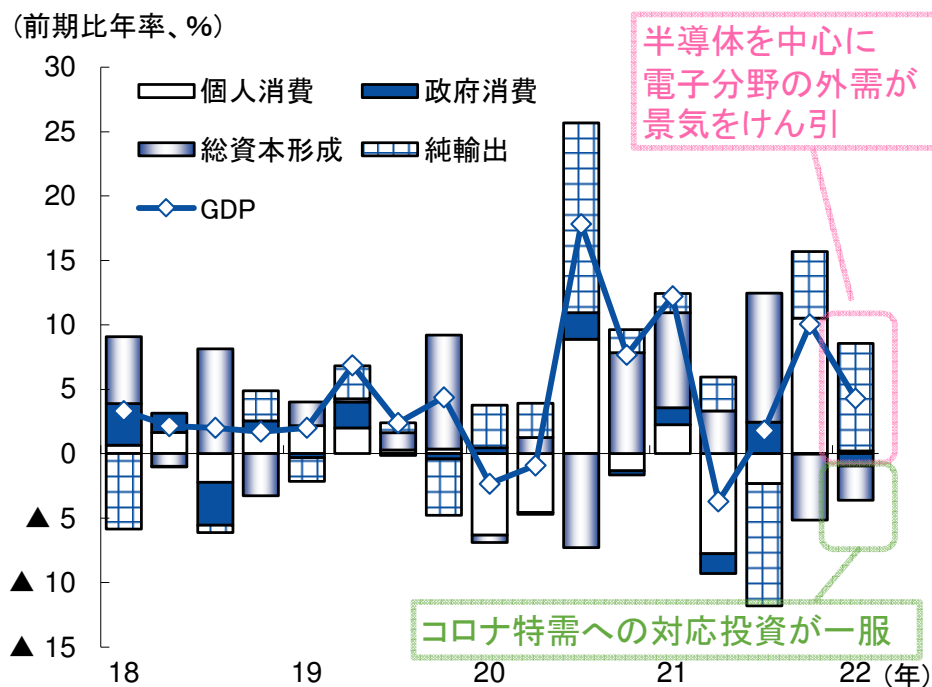
(注) 網掛け部分は予測値。予測対象地域計はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算  
(出所) IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 台湾経済は堅調に拡大してきたが、2022年は減速へ

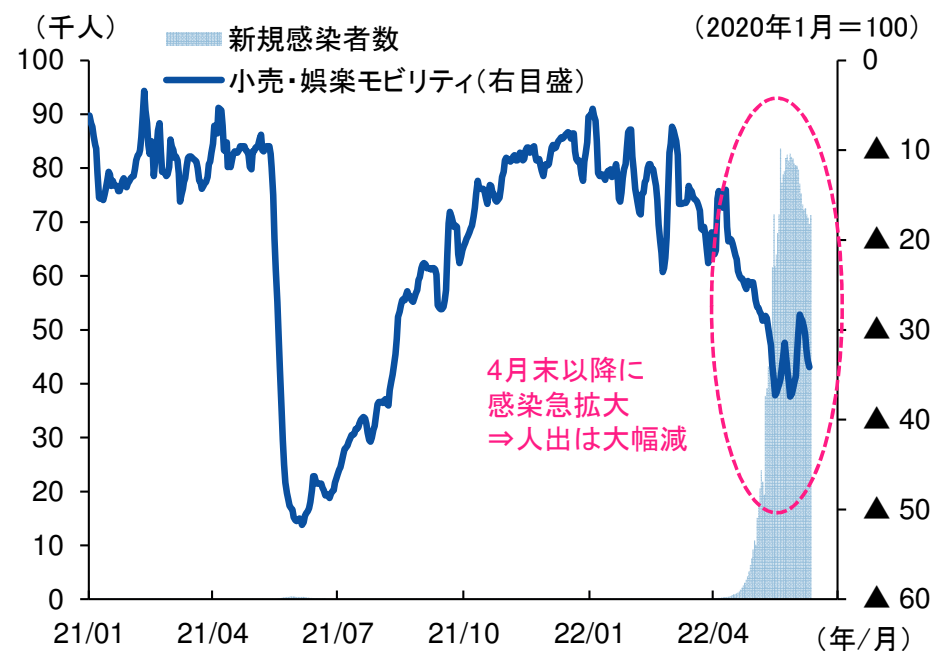
- 2022年1～3月期の台湾経済は、前期比年率+4.3%と拡大基調が継続
  - 半導体を中心に、電子分野の外需がけん引
  - 一方、設備投資は2020年央以降の盛り上がりが一服
- 2022年の成長率は+3.4%と前年(+6.6%)から減速を予想。電子分野の需要鈍化に加え、感染拡大や物価高が足枷
  - 電子分野の需要は、コロナ特需の一服から減速感が強まる見通し
  - 4月末以降の感染拡大により、消費は足元で失速。加えて、資源高によるインフレ加速が回復の重石に

## 実質GDP成長率



(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

## 新規感染者数と小売・娯楽モビリティ



(出所) 米ジョンズホプキンス大、Google Mobility Reportより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考)ウクライナ情勢・利上げ・中国減速を背景に主要機関は見通しを引下げ

- 政府機関対比でみるとみずほRT予想はやや悲観的ながら、**市場予想は足元で当社予想近傍に収れん(+3.5%)**
  - みずほRTは、4月見通し時点で【ロシア・ウクライナ問題】、【米利上げの影響】を織り込み、22年は+3.4%と予想
- ウクライナ情勢・米利上げ・中国経済の減速を受け、足元では政府見通し・中銀も成長率見通しは引下げの方向
  - 5月末に政府見通しが下方修正。2022年の成長率は4月時点の+4.4%→+3.9%まで引き下げ
  - 6月には台湾中銀も3月時点の+4.05%→+3.75%と引下げ。物価見通しは上方修正しインフレ警戒姿勢に

### 台湾経済見通し(2022年)

	発表機関	台湾政府	台湾中銀	IMF	みずほRT
22 年 成 長 率	2月以前	+4.42 (22年2月)	+4.05 (22年3月)	+3.3 (21年10月)	+3.8 (22年2月)
	直近予想	+3.91 (22年5月)	+3.75 (22年6月)	+3.2 (22年4月)	+3.4 (22年4月)
	(変化幅)	▲0.5	▲0.3	▲0.1	▲0.4

(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、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 製造業の景況感は足元で低下。設備投資の拡大には一服感も

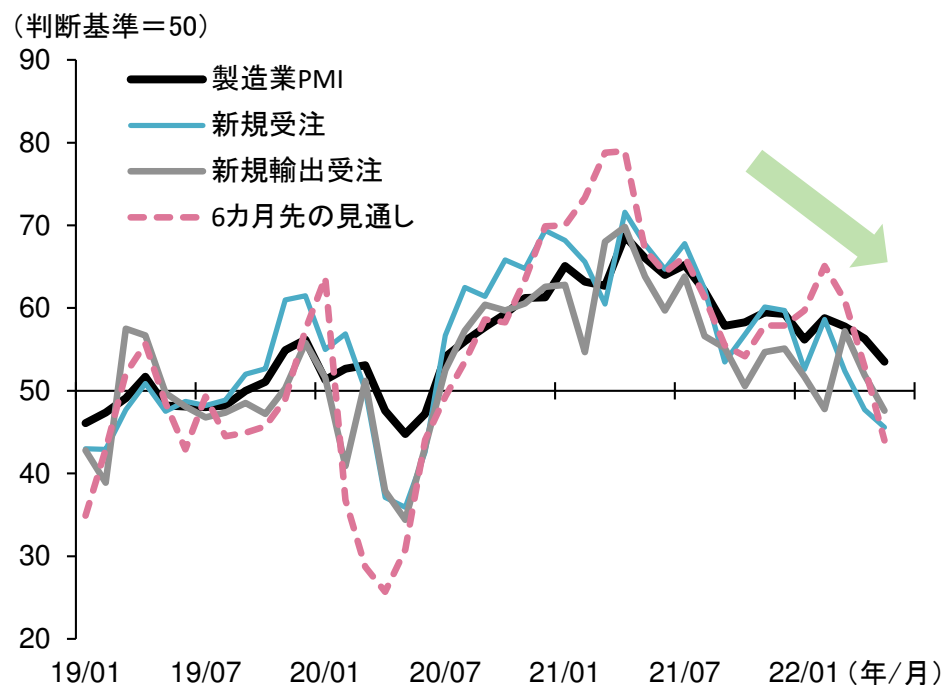
## ■ 製造業の景況感は低下傾向

- PMI指数は業況改善圏を維持も、納入期間指数や在庫指数が押し上げ
- 一方、中国経済の減速などを受け、新規受注や新規輸出受注、6カ月先見通しの項目は足元で悪化局面入り

## ■ 設備投資も足元で拡大に一服感

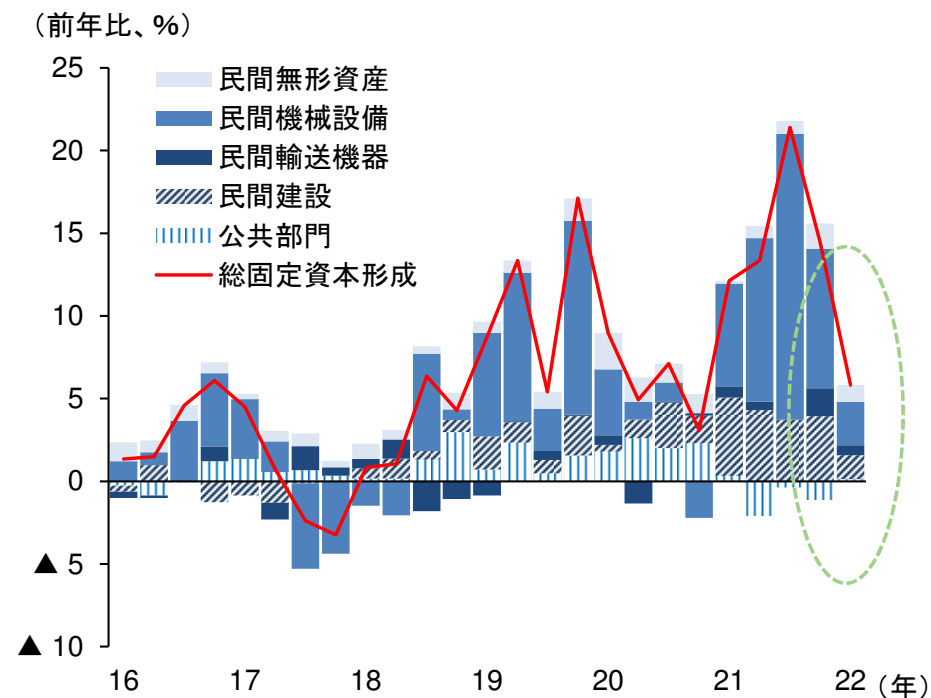
- 主力である電子分野のほか、高めの伸びが続いていた建設部門も減速
- 急増した2021年からの反動に加え、企業の先行きに対する慎重姿勢の強まりが投資拡大の重石

## 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



(注) 寄与度はみずほリサーチ&テクノロジーズ推計値

(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

# コロナ特需が一巡し半導体市場の成長が鈍化。在庫積み増し一服も一因

- 2022年の世界半導体市場は、2021年の高成長から減速
  - 調査機関は2022年の売上高を+10%台と予測。コロナ特需で好調だった2021年からは大幅に減速
- 日本では4月の集積回路・電子デバイスの生産が2桁減に
  - 集積回路の出荷在庫バランスは大きく悪化。2018年のメモリーバブル崩壊時を上回る落ち込みに
  - PC・タブレット、携帯電話など最終製品の需要減に加え、在庫積み増し(仮需)の一服が生産減少の影響か

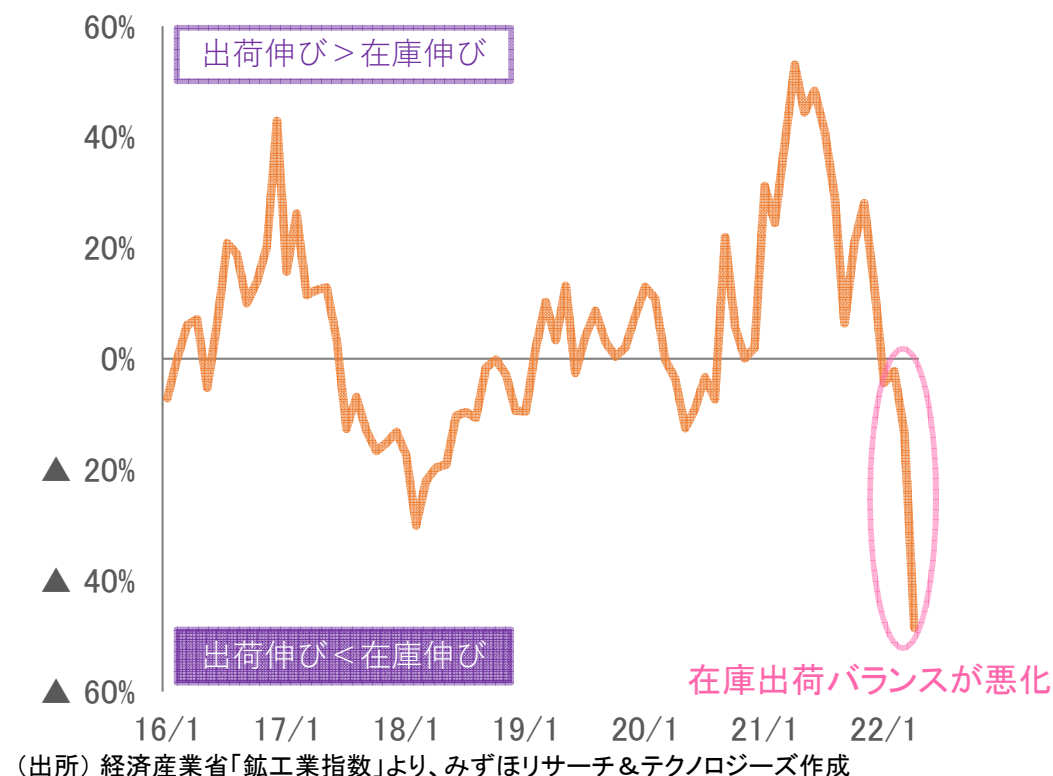
## 世界半導体売上高予測

発表元 (公表時期)	2021年	2022年	2023年
IC Insights (2022年1月)	+25%	+11% (集積回路のみ)	—
WSTS (2022年6月)	+26.2%	+16.3%	+5.1%
Gartner (2022年4月)	+26.3%	+13.6%	+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 & テクノロジーーズ作成

## 日本集積回路の在庫出荷バランス(出荷前年比ー在庫前年比)

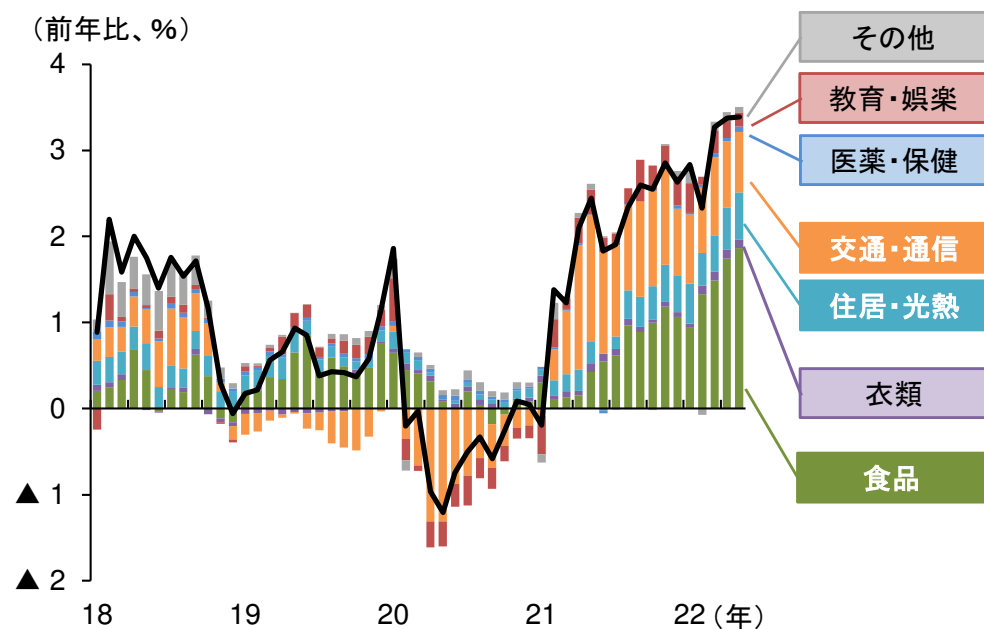




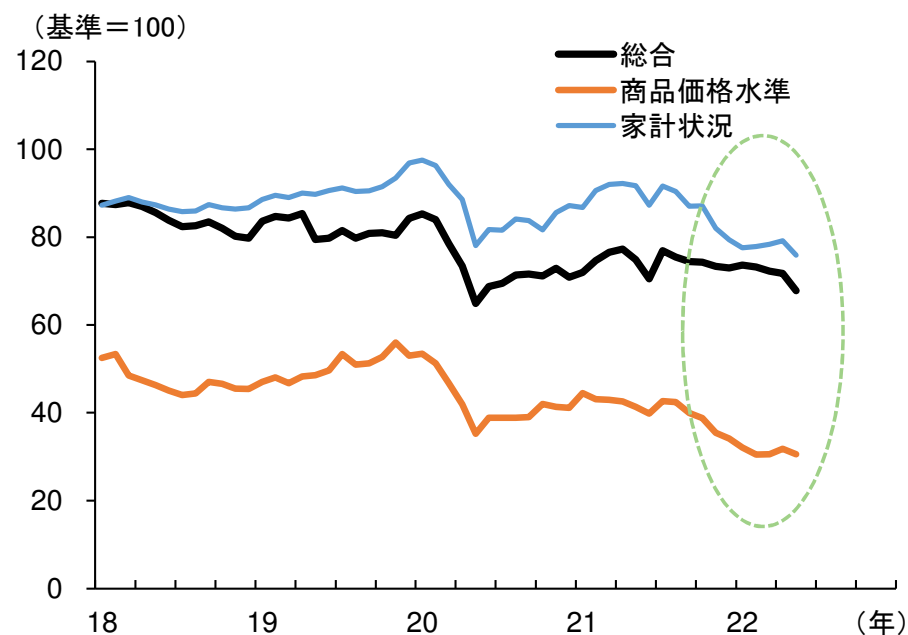
# インフレ加速が消費回復への重石に

- 資源高のもとでインフレ加速が続く
  - 消費者物価指数の内訳をみると、食品、交通・通信費、住居・光熱費などがインフレ率を大きく押し上げ
- インフレ加速を受け、家計のマインドは低下傾向。先行きの消費回復を抑制
  - 消費者マインド指数をみると、2021年末から家計状況や商品価格高騰の先行き予想が悪化。資源高によるインフレ加速が家計の購買意欲を下押し

## 消費者物価指数



## 消費者マインド(6カ月先見通し)



(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

(出所) 国立中央大学台湾経済発展研究中心より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



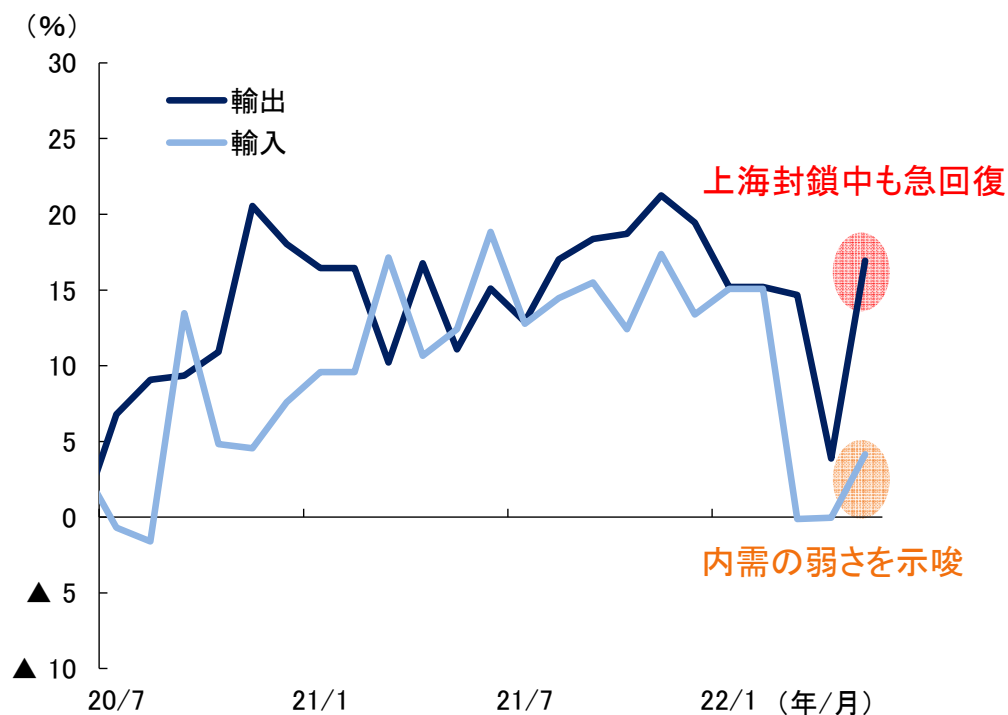
(出所) Financial Times Feb. 25<sup>th</sup> 2022

くすぶるリスク  
～ゼロコロナ政策・米景気減速懸念・食糧危機～

# 上海ロックダウンの影響が懸念された5月輸出は予想を上回る持ち直し

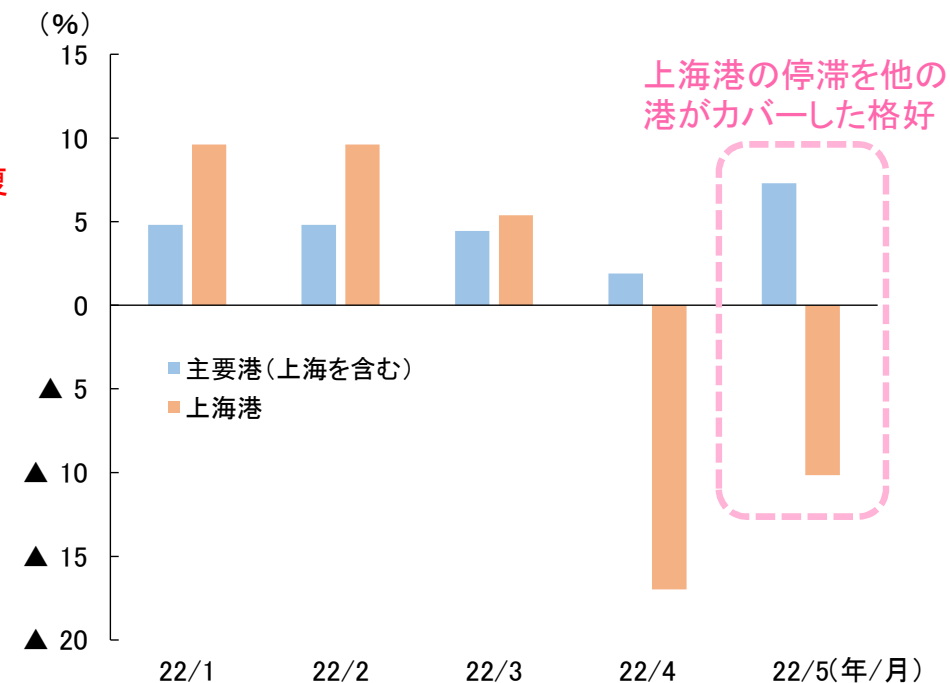
- 5月輸出は前年同期比+16.9% (前月: 同+3.9%)と急回復
  - 品目別では華東地域の生産減の影響が大きい電子部品を除き概ね復調
  - 主要港のコンテナ取扱量も前年同月比+7.3%と着実な持ち直しを確認。上海港は封鎖による物流停滞から前年を下回るも、他の主要港湾が代替的な役割を果たした格好
- 一方で輸入は同+5.1% (前月: 同+0.7%)と持ち直すも力強さ欠く
  - 都市封鎖で生産・消費が下振れた自動車・電子関連が低調。内需の戻りの弱さを示唆

## 輸出金額(米ドルベース、前年比)



(注) 2021年は、2019年対比の成長率(2年平均)、毎年1・2月は合計値の成長率  
(出所) 中国海関総署、CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 主要港のコンテナ取扱量(前年比)



(注) 主要港については、8大ハブ港における対外貿易用コンテナの高頻度データをもとにしたMHRTによる月次換算。主要港、上海港ともに、1・2月は合計値の成長率  
(出所) 上港集団、windより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 上海では封鎖解除後に市中感染が散発的に発生。地方政府の警戒モードは継続

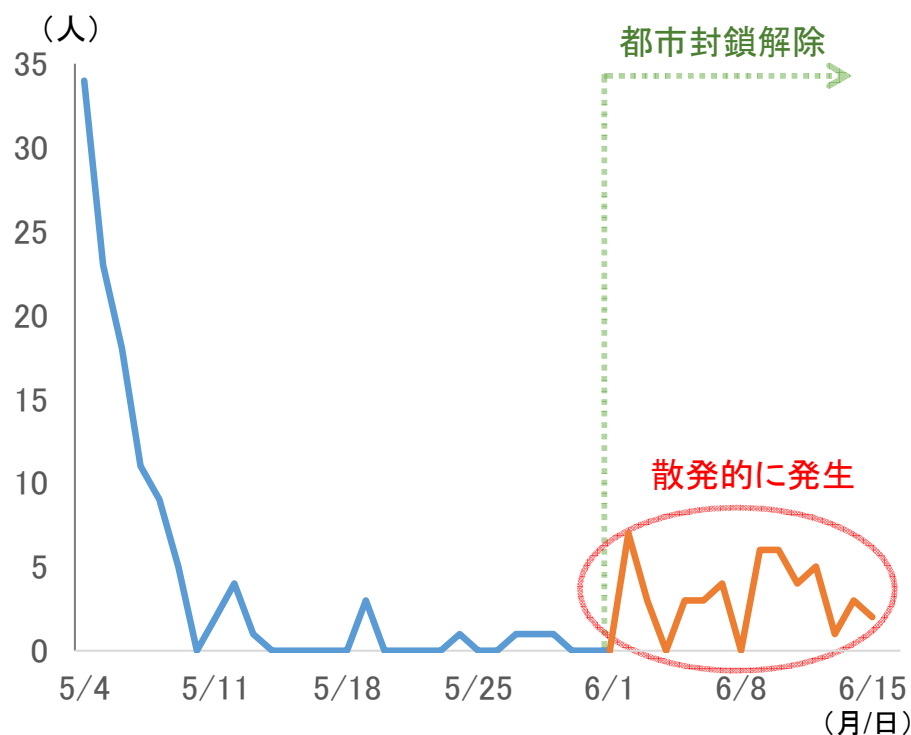
## ■ 上海ではロックダウン解除後に市中感染が散発的に発生

- 上海市当局は感染再拡大を警戒し、6/11～12に市内各区で大規模PCR検査を実施(封鎖措置には至らずも定期検査は継続方針)。再ロックダウンの懸念を惹起⇒企業・家計の行動慎重化

## ■ 全市民PCR検査を行う中核都市数は高止まり

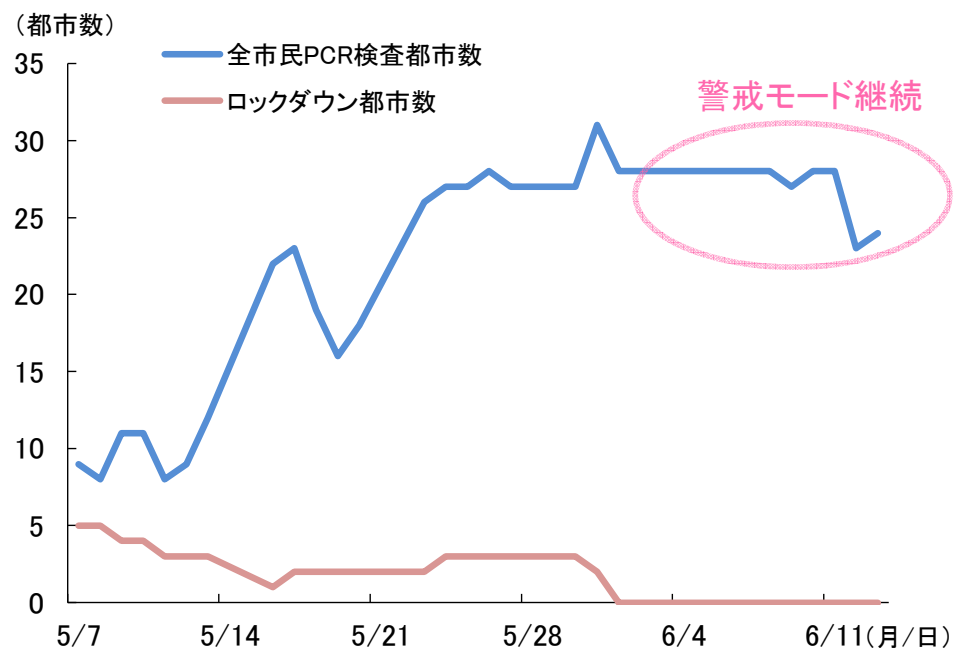
- 感染への警戒モード継続。ゼロコロナ政策の根幹をなす徹底的な検査と感染者の隔離方針揺るがず

### 上海市における市中感染の発生状況



(注) 隔離施設での新規感染者を除くベース。無症状感染者を含む  
(出所) 国家卫生健康委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ロックダウン及び全市民検査都市数



(注) 人口500万人以上の91都市を対象  
(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 保守的な防疫措置が消費回復の足かせに。成長率見通しの下方修正相次ぐ

- 保守的な防疫措置(全市民PCR検査等)に伴う弊害が顕在化
  - 定期的な検査を課す都市では、1カ月間の小売売上高を平均4.4%Pt下押し
  - 従来想定していたロックダウン措置に加え、保守的な防疫措置の影響も考慮する必要あり
- 3月全人代では安定重視の経済運営を標榜も、ゼロコロナに起因する景気への逆風は止まず
  - 主要予測機関の2022年成長率見通しは景気対策を打ち出したにも関わらず下方修正が続く

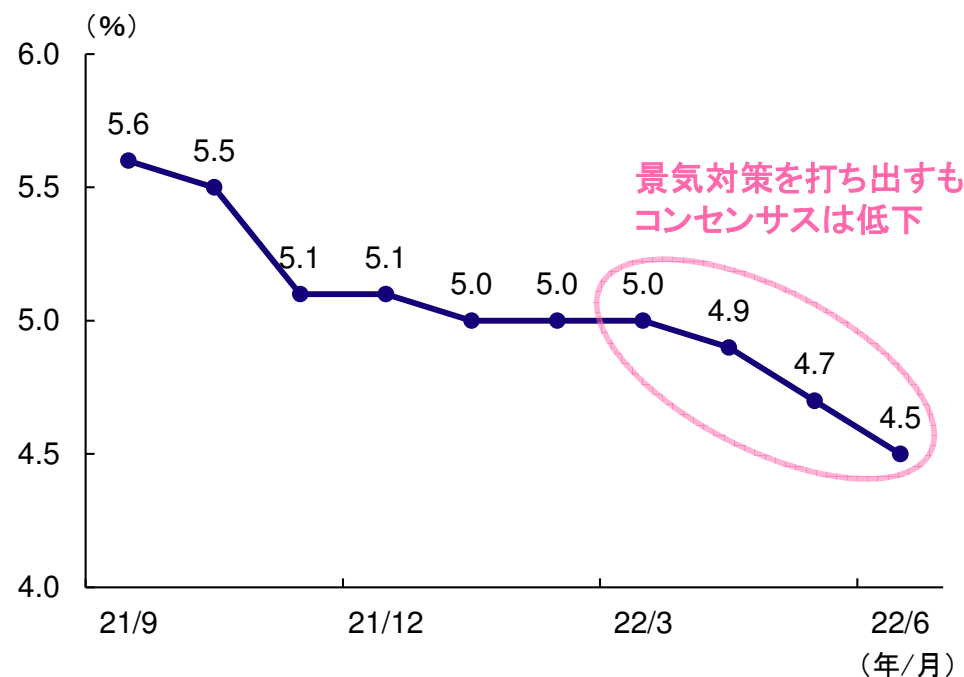
## 防疫措置と経済への影響

種類	長期 ロックダウン	短期 ロックダウン	全市民 PCR検査
期間・状況	1カ月超 (初動失敗)	1週間程度	毎日～1週間毎 検査を実施
行動制限 イメージ	高	中	低
小売売上高 下押し幅 (前年比)	▲48.3%	▲10.2%	▲4.4%
事例都市	上海(3～5月) 長春(3～4月)	深セン(3月) 天津(5月)	広州(4月) 杭州(4月)

新たに要考察

(注)小売売上高下押し幅は、代表的な都市の単月実績を平均  
(出所)中国国家统计局、CEIC、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2022年GDP成長率のコンセンサス



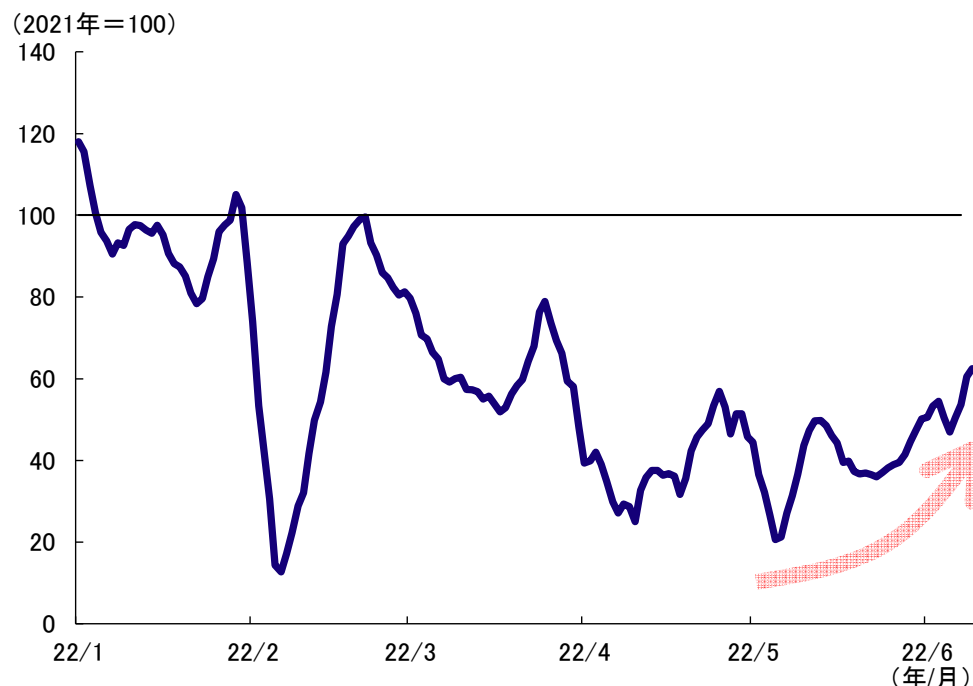
(注)シンクタンクによる中国の実質GDP成長率予測の中央値推移  
(出所)Consensus Forecasts より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 不動産投資の底打ちは後ずれ。その後の回復も緩慢なものに

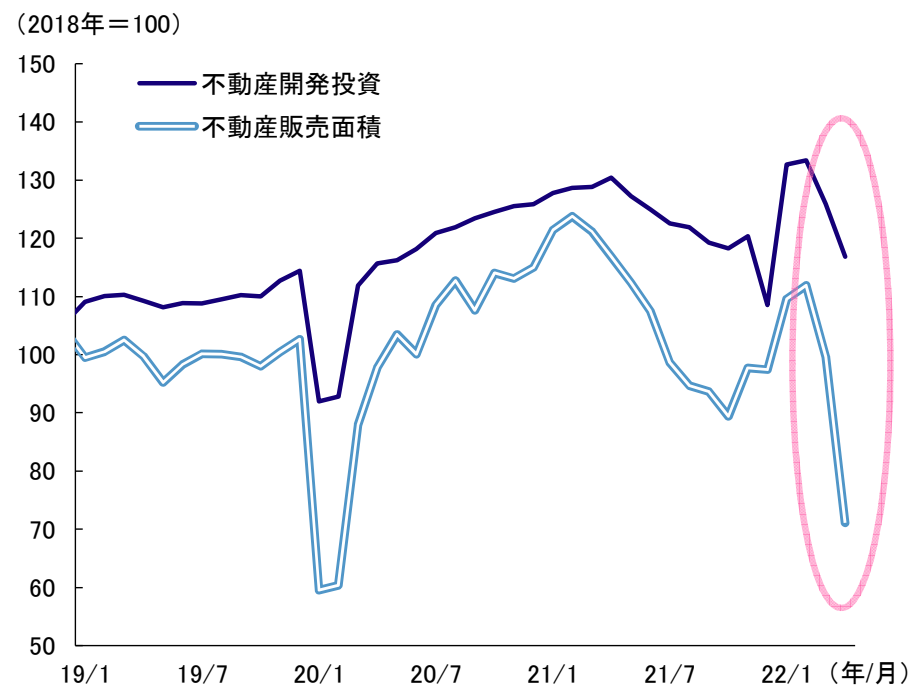
- 主要都市の不動産販売は、3～4月に上海ロックダウン等の影響で大きく落ち込み
  - 当局はローン金利や頭金比率の引き下げ、住宅購入条件の緩和等で実需を喚起
  - 5月初旬より緩やかながら持ち直しており、政策効果は年後半にかけて徐々に顕在化する公算
- 不動産販売の停滞をうけて、不動産投資の底打ち時期も年後半に後ずれ
  - 開発業者向け融資規制は継続しており、底打ち後は緩慢な伸びを予想（経済のけん引役にはなり得ず）

## 不動産売買成約件数(主要都市、日次)



(注) 1級都市の平均  
(出所) 各都市の不動産管理局、Wind 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(月次)

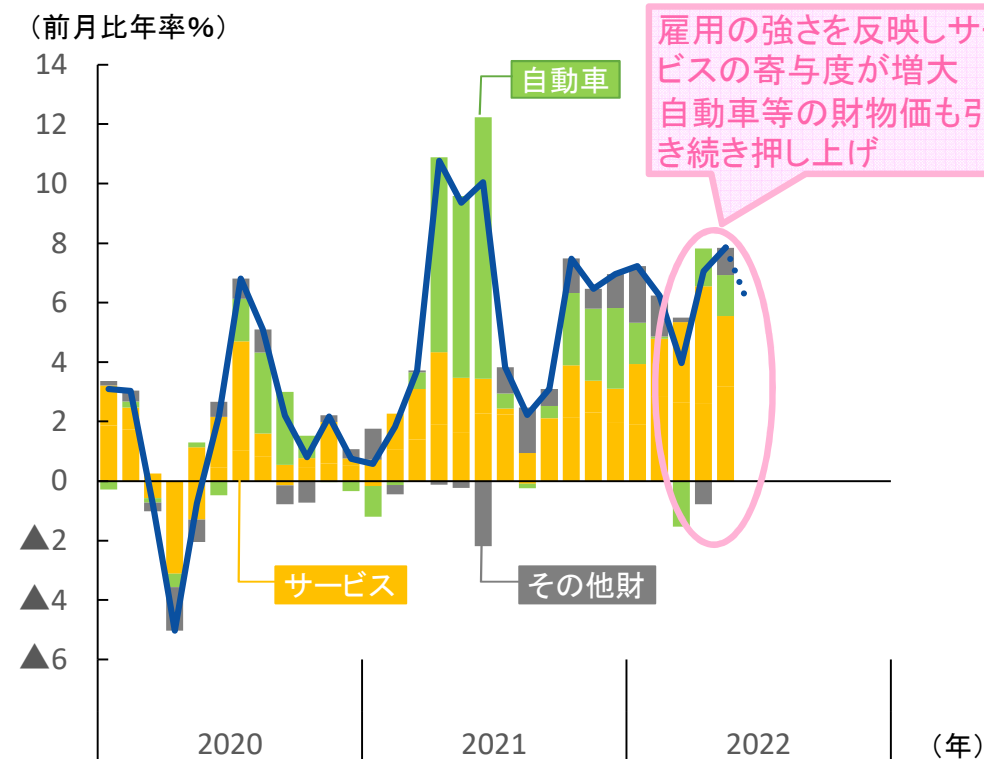


(注) 不動産開発投資と販売面積は、みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値  
(出所) 国家統計局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国では未だインフレ鎮静化の兆しはうかがえず。ピークアウト論は時期尚早

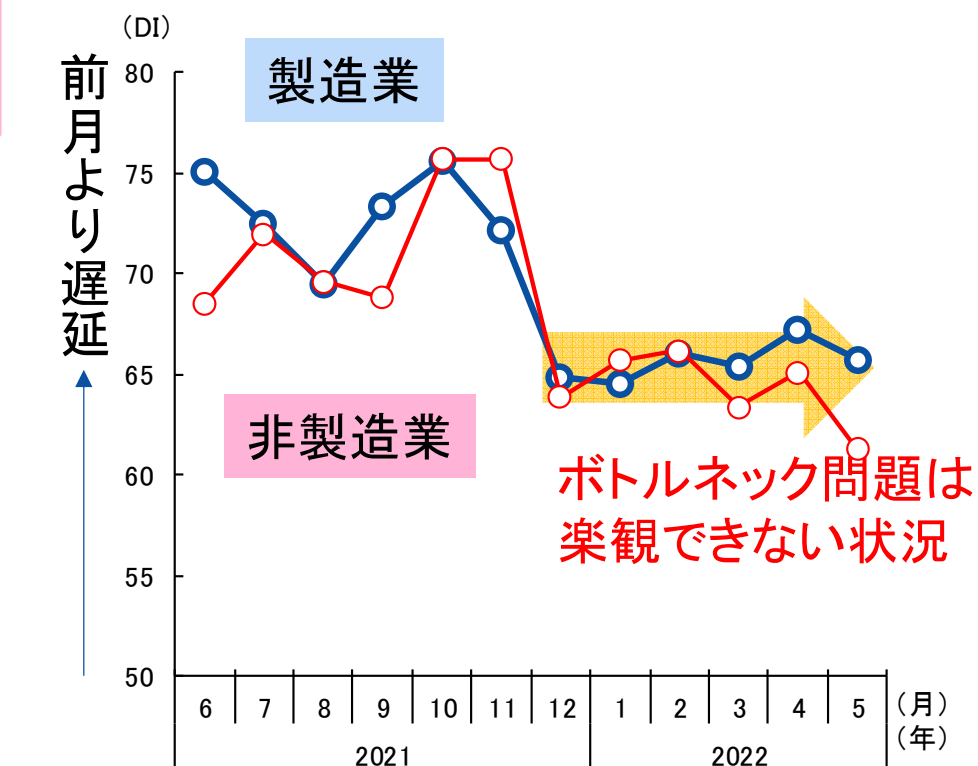
- 5月CPI上昇率は前月比+1.0%、食料・エネルギーを除くコアは+0.6%と高インフレ継続
  - クリーブランド連銀のナウキャスト予測によれば6月+0.5%（6/14時点）とインフレ低下の動きはみられず
  - 消費者のインフレ期待も高止まり。6月ミシガン大学調査では5年先インフレ予想が3.3%に上昇（14年ぶりの水準）
- ISM入荷遅延指数は60台で高止まり。ボトルネック問題は楽観できない状況

## 米コアCPIと住居・サービス価格



(注)6月コアCPI上昇率(破線)はクリーブランド連銀のInflation Nowcasting(6/14時点)  
(出所)米国労働省、クリーブランド連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ISM入荷遅延指数

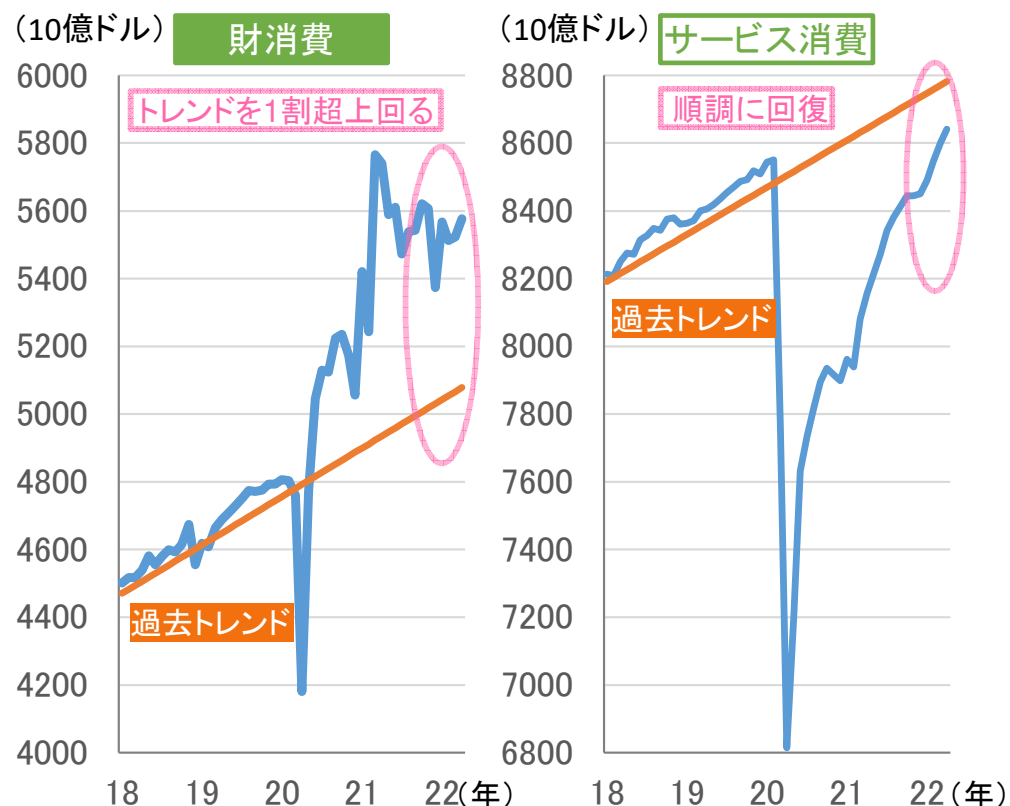


(出所)ISMより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 消費は堅調推移。高インフレによる需要抑制メカニズムは未だ確認できず

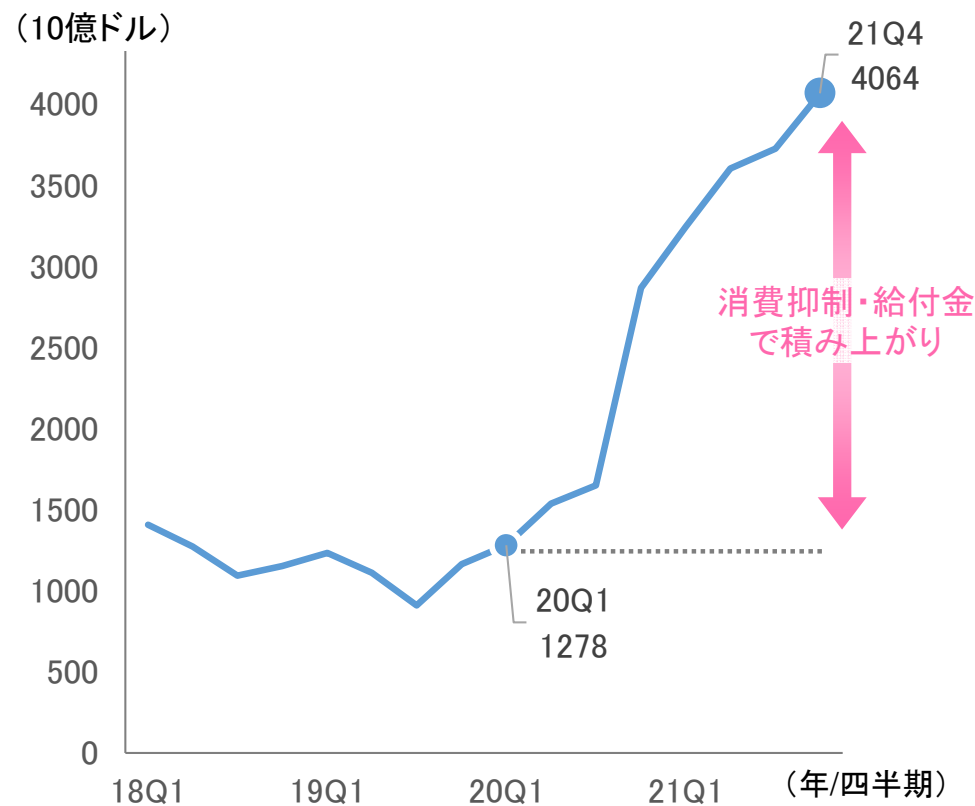
- 高インフレの継続により実質可処分所得が減少する一方で消費は堅調
  - 感染懸念後退でサービス消費は着実に回復。サービスシフトで期待される財消費の明確な減少も確認できず  
⇒サービス物価上昇に加えて財物価も高止まり
- 消費堅調の一因にコロナ禍で積み上がった超過貯蓄の存在
  - コロナ禍による消費抑制や政府給付金で家計が保有する現預金が急増、インフレによる所得の目減りを相殺

## 財消費とサービス消費のトレンドからの乖離状況



(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

## 家計が保有する現預金残高

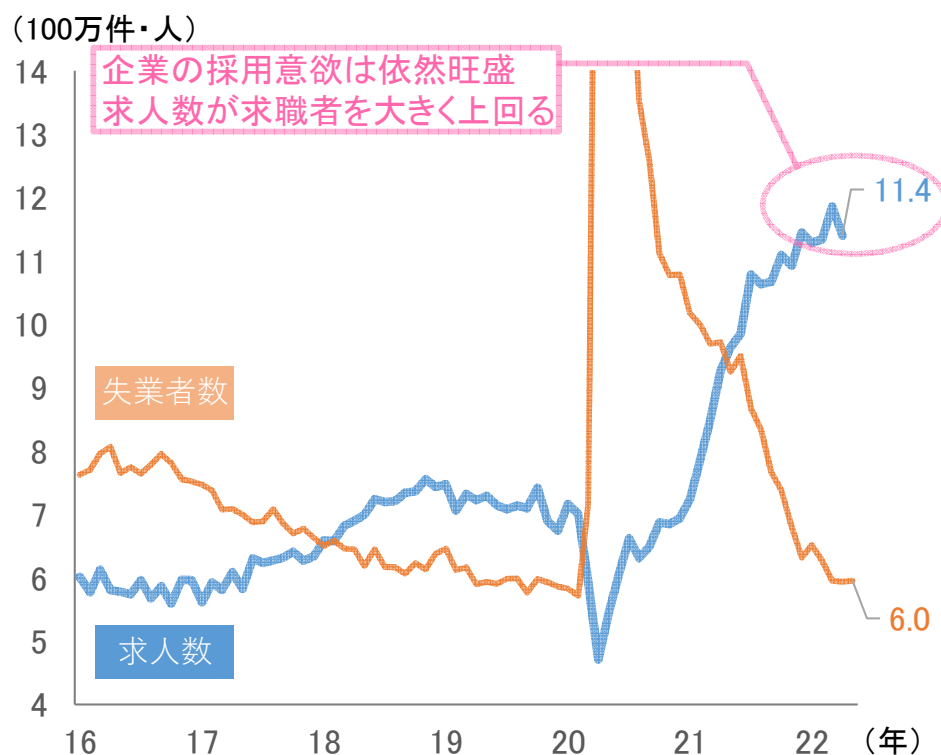


(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 良好な雇用環境がもたらす功罪～景気堅調の一方で高まる賃金インフレのリスク

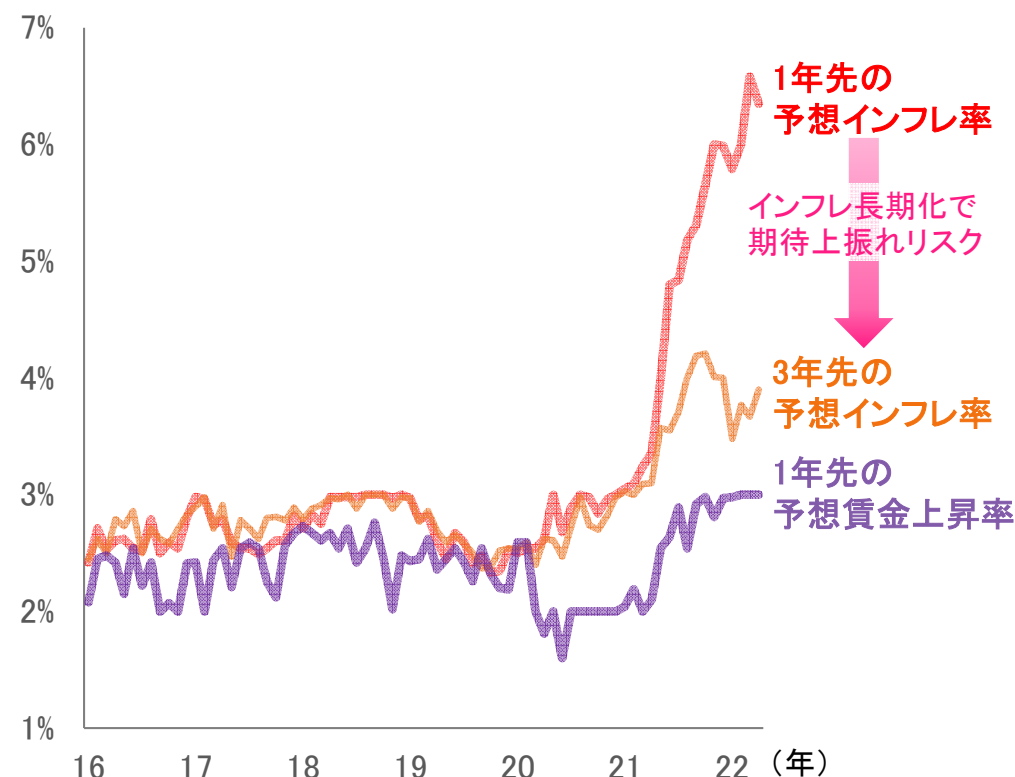
- 米国の労働市場は歴史的な超売り手市場
  - 4月求人数は1,140万人と高水準。失業者数(求職者数)の約2倍
  - デジタル化・脱炭素・地政学リスク等の構造的環境変化への積極的対応が過剰需要の崩れにくい一因に
- 良好な雇用環境が消費を下支えする構図
  - 利上げで金利感応度の高い自動車販売や住宅販売などの調整は不可避も米国経済全体としては底堅く推移
  - 一方でインフレ長期化で賃金インフレが加速するリスクも

## 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

## 消費者のインフレ期待

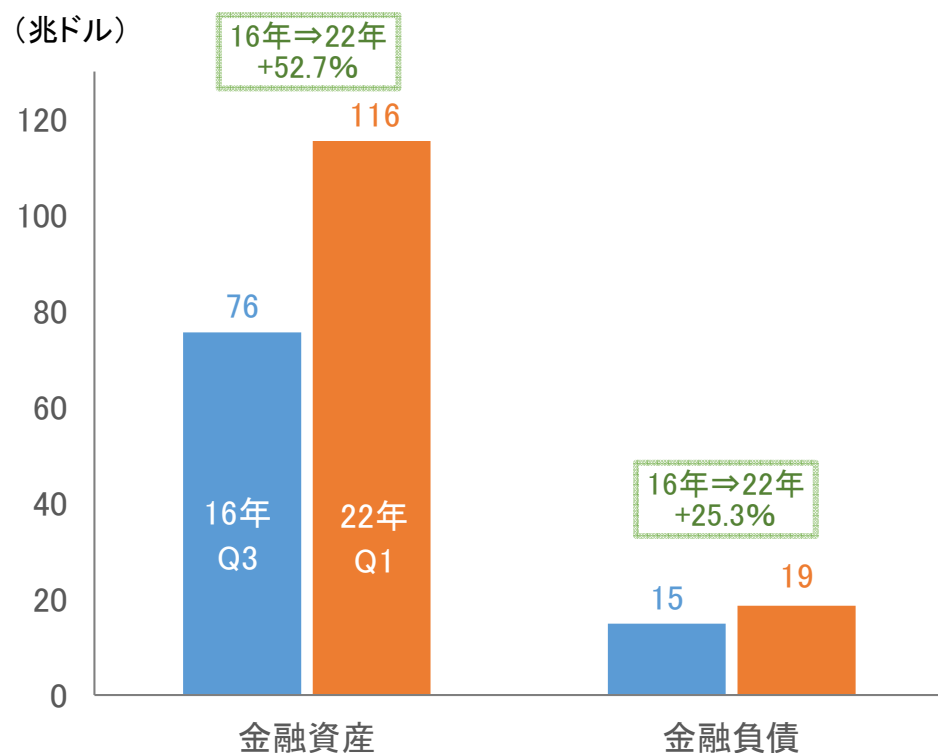


(出所) NY連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 景気腰折れへの懸念高まるも、スタグフレーションよりはスローフレーションか

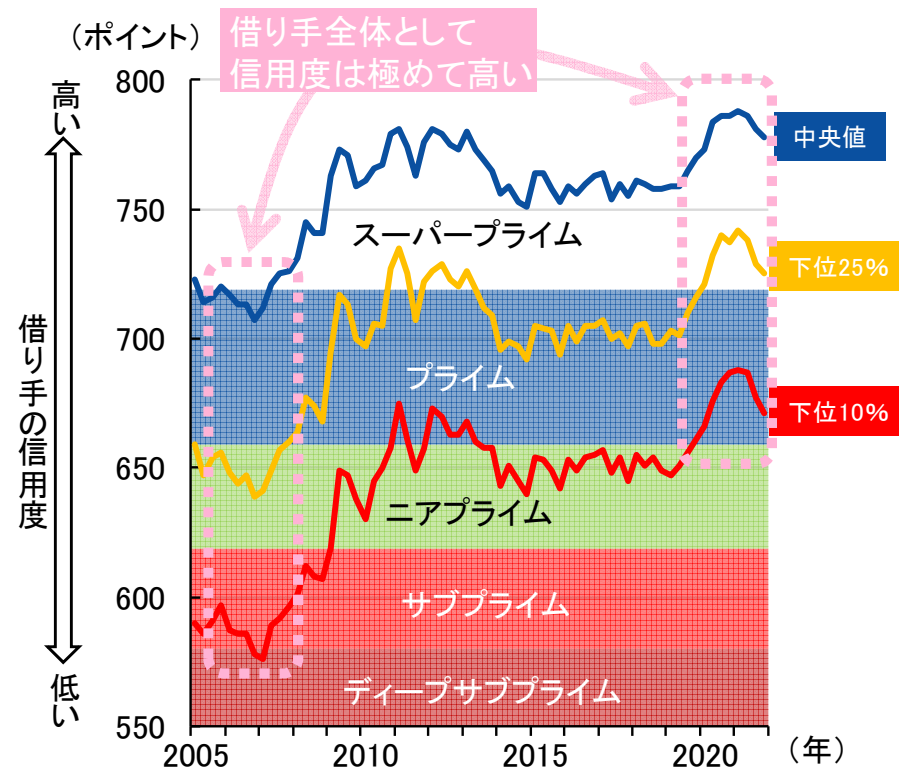
- 利上げ加速を受けて、米国債10年利回りは3%超え。景気後退リスクへの関心が高まる
- 家計のバランスシートは極めて健全
  - 年初来の株価調整も家計の金融資産は16年対比40兆ドル増。対して負債の増加は4兆ドル。また住宅価格の上昇も家計の耐久力を高める要因に
  - 加えて、住宅ローンは大きく増加しているが、利用者の信用力は極めて高い(=無節操な貸出の形跡なし)

## 米家計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

## 住宅ローンの借り手の信用度(クレジットスコア)分布



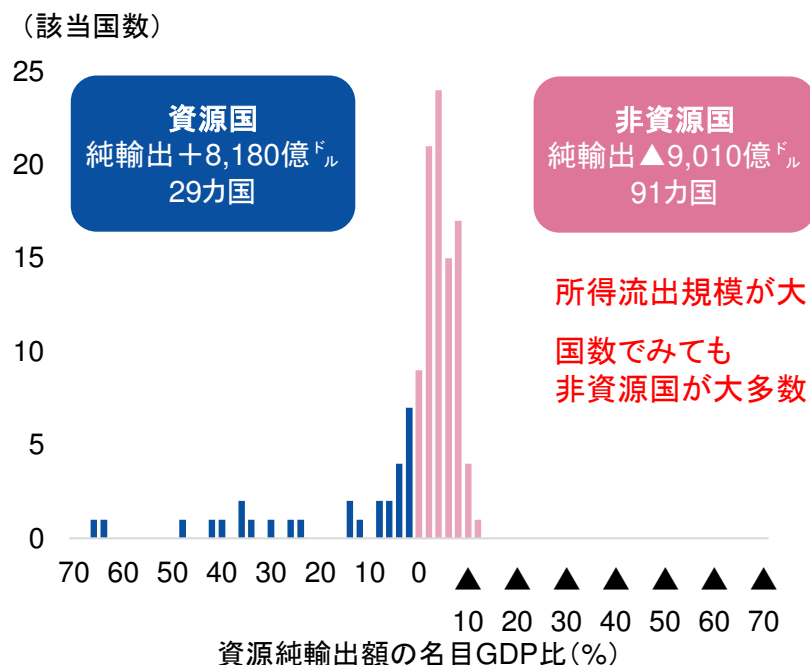
(出所)NY連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 資源高に脆弱な新興非資源国。インフレと貿易収支悪化が内需にダメージ

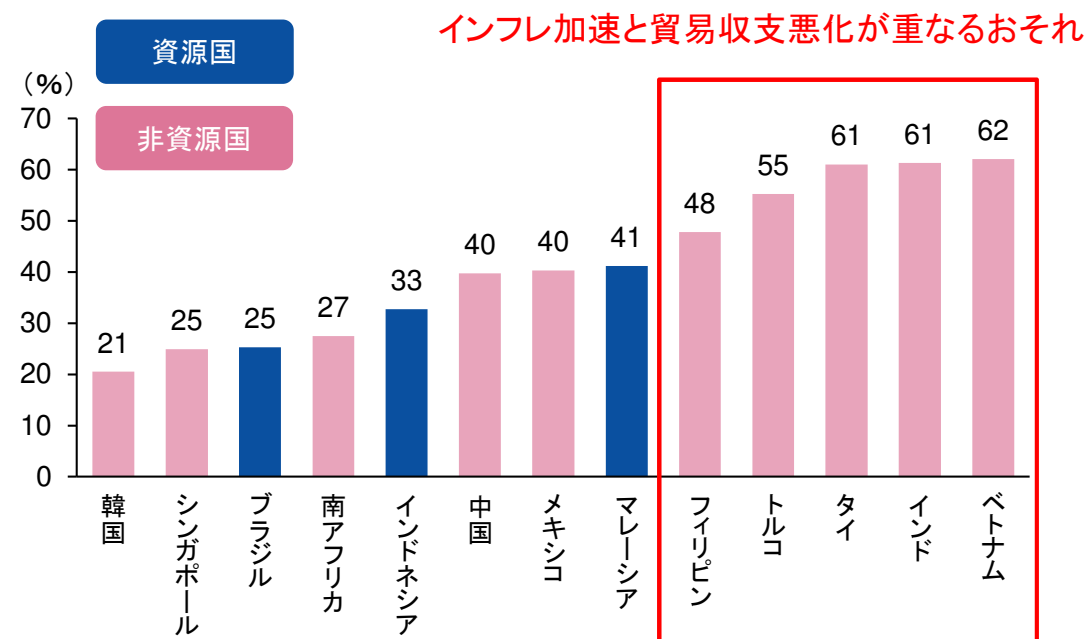
- 新興国全体では非資源国からの所得流出規模が大。資源高の恩恵はごく一部の国に集中
  - 資源国の純輸出総額は8,180億ドル、非資源国は▲9,010億ドル。国の分布をみても非資源国が大多数
- 消費に占める食品・エネルギー比率が高い非資源国ではインフレと貿易収支悪化が重なり内需へのダメージが大
  - ベトナム、インド、タイ、トルコ、フィリピンは消費に占める食品・エネルギー比率が高く、かつ資源の純輸入国
  - 中国も資源の純輸入国ながら、他の新興国対比では海外依存度は低

## 資源国・非資源国の分布数



(注) 新興国はIMFのEMDEに対し、一部新興国(中国、NIEs、ASEAN5)を追加した120カ国。ロシアを除く資源貿易は、穀物(HS10~12類)・エネルギー(HS27類)の純輸出額(名目GDP比、%)。データは2018年時点  
(出所) UN COMTRADE、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 消費者物価に占める食品・エネルギーのウェイト



(注) CPIバスケットのうち、飲食料品、自動車燃料、電気・ガス料金のウェイトを合計したもの(一部のウェイトは大分類によるため、比率が高くなる点に留意)  
(出所) CEIC data、UN COMTRADE、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 穀物価格高騰・調達難による政情不安の高まりが懸念される国

		経済・政治安定度 の変化	「アラブの春」で 起きたこと	2021年		2010年	
				経済状況 悲慘指数	政治安定度	経済状況 悲慘指数	政治安定度
1	イスラエル	-		-	▲ 0.8	-	▲ 1.3
2	アルメニア	△		19.2	▲ 0.6	26.3	0.1
3	ジョージア	○		23.7	▲ 0.4	34.3	▲ 0.7
4	リビア ※	×	政権交代	2.8	▲ 2.5	2.5	0.0
5	レバノン ※	×		84.9	▲ 1.6	4.0	▲ 1.6
6	チュニジア	×	政権交代	23.0	▲ 0.6	17.4	▲ 0.1
7	モーリタニア ※	○		2.3	▲ 0.8	6.3	▲ 1.1
8	モンゴル	○		11.2	0.8	19.9	0.6
9	エジプト	△	政権交代	14.0	▲ 1.2	20.9	▲ 0.9
10	コンゴ共和国 ※	-		1.8	-	0.4	-
11	ヨルダン	×	憲法改正	23.1	▲ 0.3	17.4	▲ 0.3
12	スーダン	▲		190.1	▲ 1.8	26.7	▲ 2.7
13	オマーン ※	△	デモ	▲ 0.9	0.4	3.3	0.6
14	アゼルバイジャン	△		10.0	▲ 0.7	11.3	▲ 0.2
15	アルバニア	○		13.3	0.1	17.6	▲ 0.2
16	キプロス	-		-	0.3	-	0.5
17	サウジアラビア	×	デモ	10.8	▲ 0.7	9.2	▲ 0.2
18	UAE	-		▲ 2.1	-	0.9	-
19	ナミビア	△		2.2	0.6	4.9	0.8
20	ブルンジ ※	▲		7.3	▲ 1.4	6.5	▲ 1.6
21	イエメン ※	×	政権交代	23.1	▲ 2.7	11.2	▲ 2.4
22	ルワンダ ※	▲		7.7	0.0	2.3	▲ 0.3
23	ケニア ※	▲		5.2	▲ 1.0	4.3	▲ 1.2
24	モロッコ ※	▲	憲法改正	12.8	▲ 0.3	10.1	▲ 0.4
25	コンゴ民主共和国 ※	○		11.4	▲ 1.7	23.5	▲ 2.2

高  
穀物調達のロシア・ウクライナ依存度

	「アラブの春」発生時との 比較評価
○	経済・政治いずれも改善
△	経済は改善、政治は悪化
▲	経済は悪化、政治は改善
×	経済・政治いずれも悪化

穀物価格高騰の影響  
が懸念される国

(注) 悲慘指数: インフレ率+失業率。インフレ率、失業率ともにIMF。※印の国についてはデータ欠落のためインフレ率のみを表示  
政治安定度: 世界銀行が発表する政治安定度指数。負の方向に値が大きいほど政情が不安定

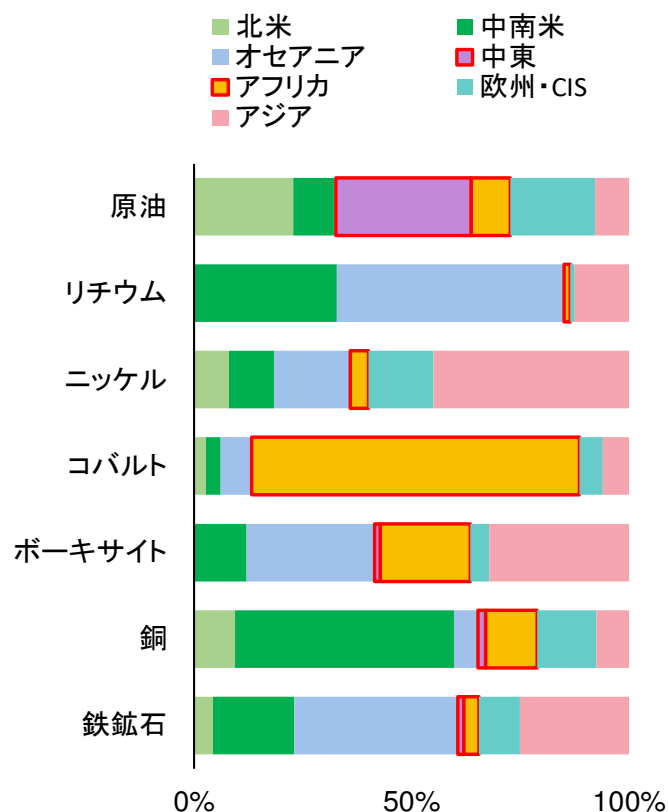
(出所) IMF、世界銀行より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

# 政情不安の高まりが新たな資源価格上昇の引き金となるおそれ

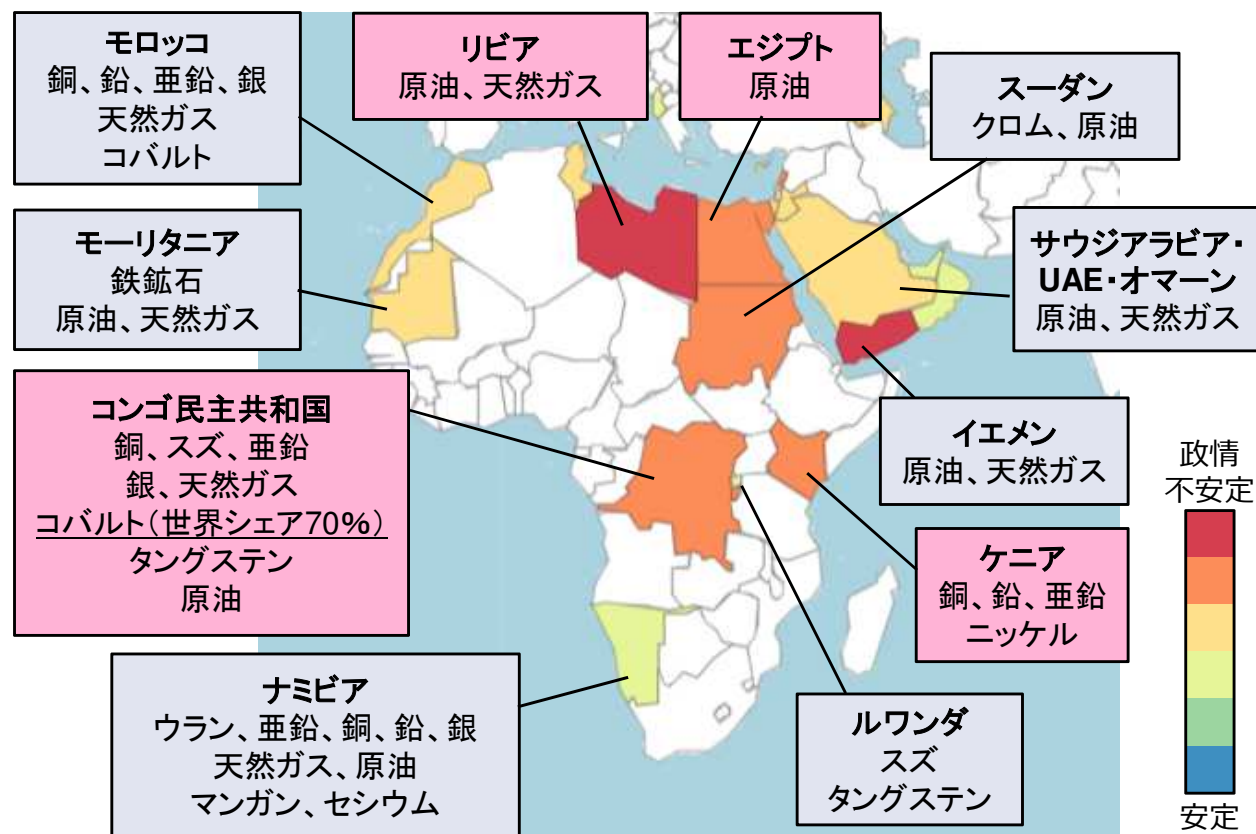
## ■ 中東やアフリカはエネルギーなどの鉱物資源の産出地

- 主要な鉱物資源を地域別にみると、**中東は原油、アフリカはコバルト・ボーキサイト・銅で存在感**
- 中東・アフリカで政情不安が高まった場合、**供給力低下により新たな資源価格上昇の引き金となるおそれ**
- 原油やコバルト、ボーキサイト、銅など鉱物資源価格の需給動向に要注意

## 鉱物資源の産出シェア(地域別)



## 穀物調達難・政情不安定リスク国(※)の鉱物産品



(注) 政治安定度: 世界銀行が発表する政治安定度指数。負の方向に値が大きいほど政情が不安定

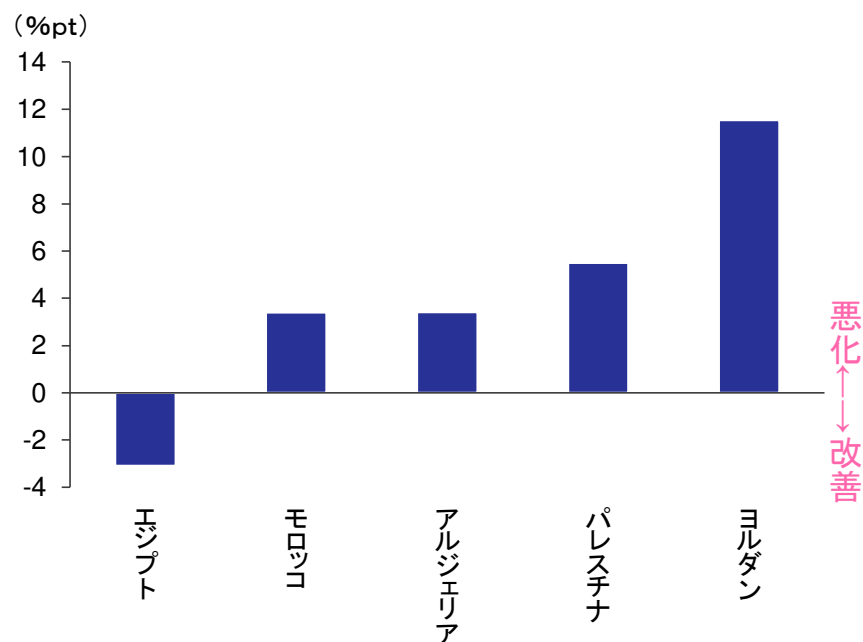
穀物調達難・政情不安定リスク国: 穀物のロシア・ウクライナ依存が10%超の国

(出所) USGS、Enerdata、世界銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 食料危機は欧州難民危機を想起。排他主義のまん延で西側結束に亀裂の恐れ

- 中東・北アフリカの経済情勢はアラブの春(2011～12年)当時より厳しい
  - ― 穀物価格の高騰・食料危機が、誘発する社会不安の高まりに留意が必要
- 同地域の不安定化は2015年に向け深刻化した欧州難民危機を想起
  - ― 中東・北アフリカには現在も約1,500万人の国内避難民が存在(難民予備軍)
  - ― 2023年にはイタリア・スペインで総選挙。難民問題が争点となれば排他主義が蔓延し、欧米の結束に亀裂の恐れ

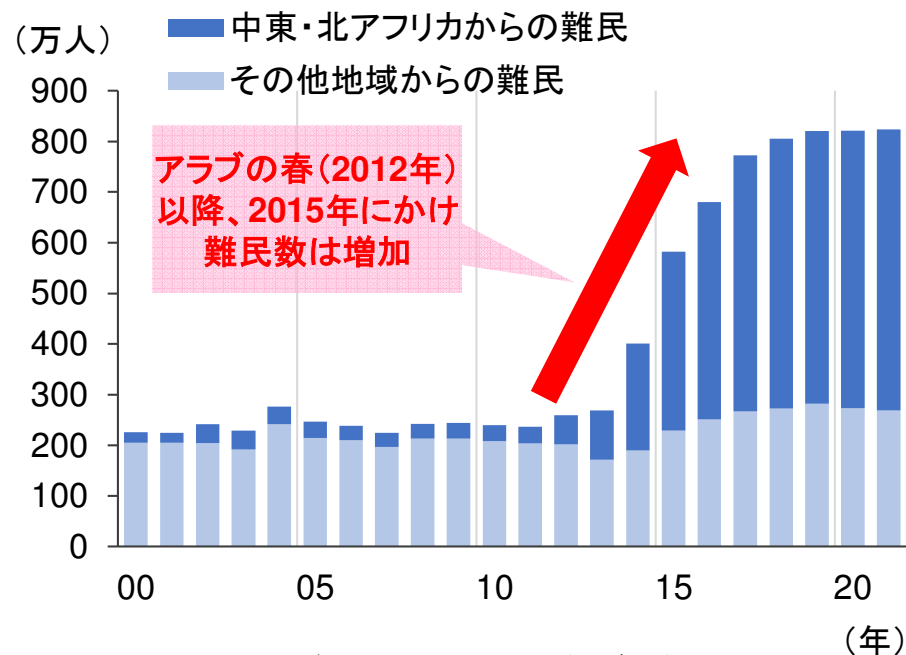
## 中東・北アフリカの失業率(2011年対比の2021年の悪化幅)



(注) 2021年はIMF見込み

(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 欧州に流入した難民



(出所) UNHCRより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



(出所) Financial Times Apr. 28<sup>th</sup> 2022

遅れるコロナ禍からの回復。吹き荒れる資源価格高騰の逆風  
～ウクライナ侵攻が日本に投げかける重い課題～



# 世界のコロナ新規感染者数は一進一退。日本のモビリティは回復もペースは緩慢

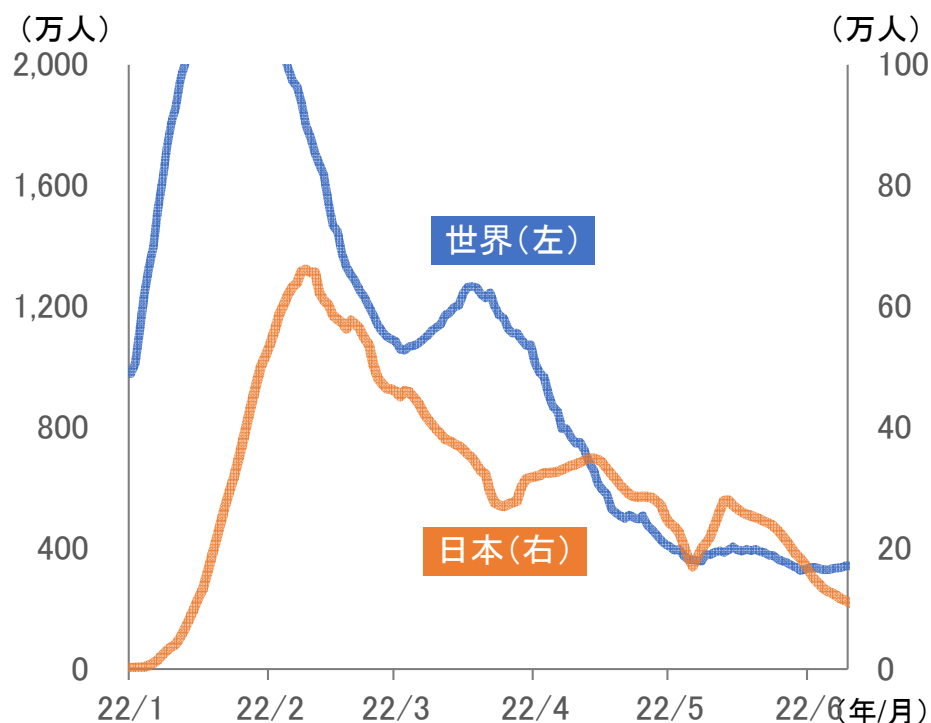
## ■ 世界の週間新規感染者数は一進一退

- ドイツやフランスなど一部の国で感染者数が増加に転じるも加速の兆しはうかがえず
- 日本の新規感染者数は全国的に減少傾向

## ■ 日本全国の小売・娯楽モビリティは6/12時点で▲8.9%と緩やかな回復が継続

- 感染減に伴い人出も回復しつつあるが、小売・娯楽モビリティの持ち直しは緩やか。昨秋の第5波収束後のモビリティと比べて戻りの鈍さが目立つ状況継続

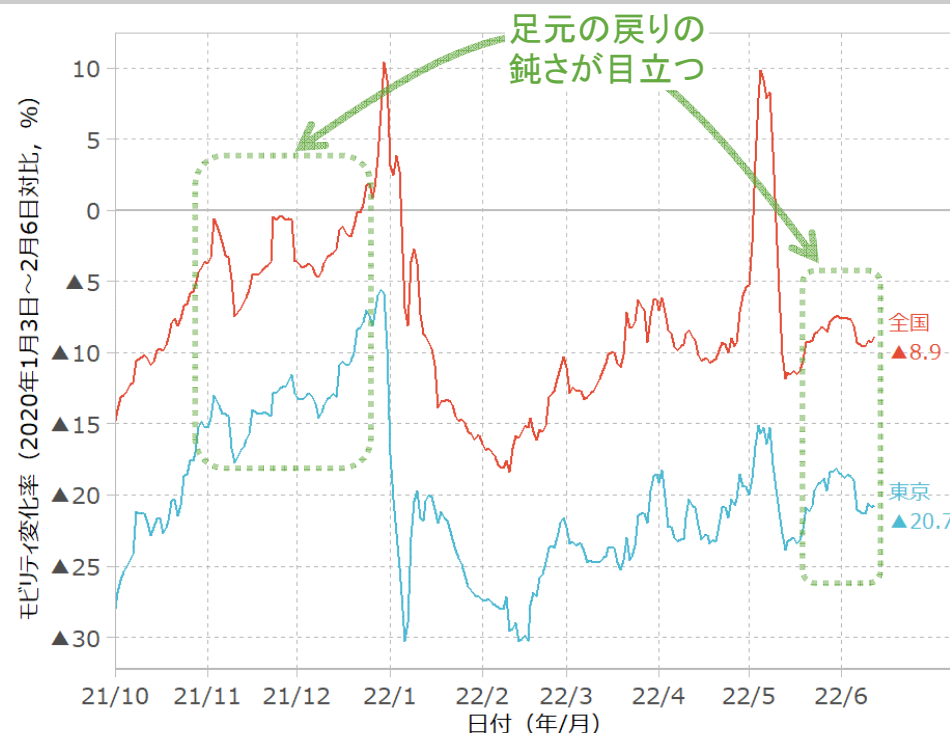
## 世界・日本の新規感染者数



(注)6/17時点集計値(直近データは6/15)

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

## 日本全国と東京の小売・娯楽モビリティ



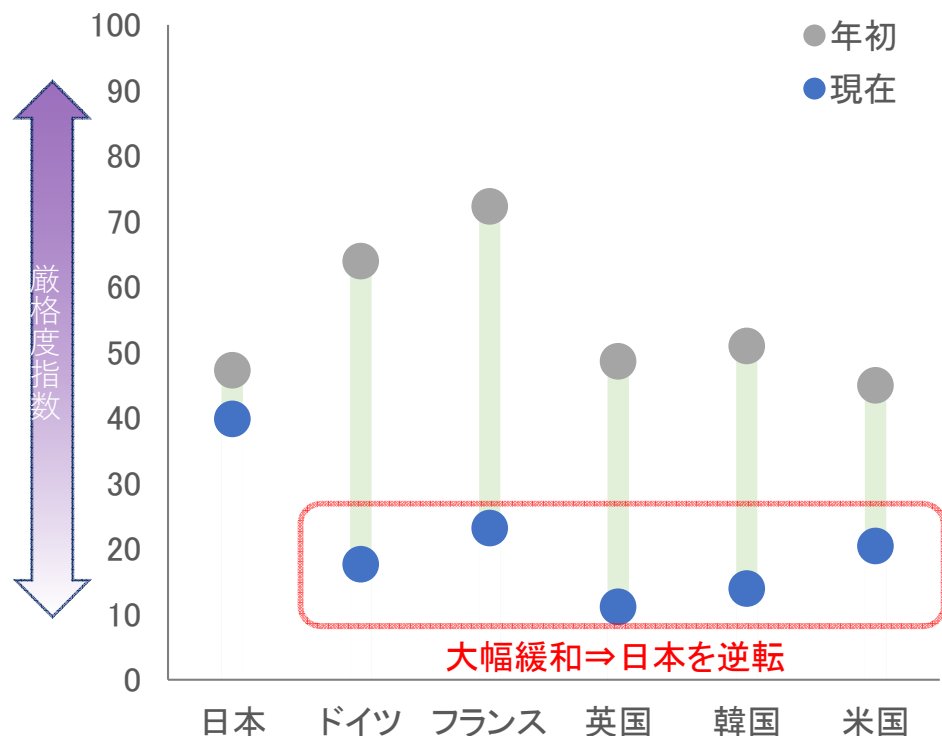
(注)6/12時点版(最新値は5/30)、後方7日移動平均値

(出所) Google LLCより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 背景に行動変容の定着？正常化は進むもリベンジ消費は期待薄か

- 欧米主要国ではウィズコロナのもとでの経済正常化に向け行動制限を緩和(＝感染対策厳格度指数は低下傾向)
  - ー 日本は制限緩和に慎重。7月参議院選挙前の感染拡大を懸念
- アンケート調査は行動変容の定着を示唆。日本の企業や消費者はニューノーマルの生活様式に
  - ー コロナ禍の長期化に連れて「コロナ禍前の生活に戻らない」と考える人が増加(21年7月:75%⇒21年12月:81%)
  - ー 感染収束への懸念は低下も、生活様式への慣れや感染予防行動の常態化を指摘する意見が増加

## 欧米主要国の感染対策厳格度指数(Stringency Index) 生活意識の変化とその理由



(注)6/14集計値。米国はワクチン接種完了者のみ。その他はワクチン未接種者含む。厳格度指数は0～100の範囲をとり、値が大きいほど感染対策が厳格であることを示す  
(出所)Our World in Dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナ禍前の生活に戻らない  
75%⇒81%

コロナ禍前の生活に戻る  
25%⇒19%

完全に収束するとは思えない  
55%⇒26% (▲29%pt)

今の生活になれてしまった  
25%⇒36% (+11%pt)

収束しても感染予防が必要  
6%⇒22% (+16%pt)

コロナ禍で周りが変わった  
5%⇒11% (+6%pt)

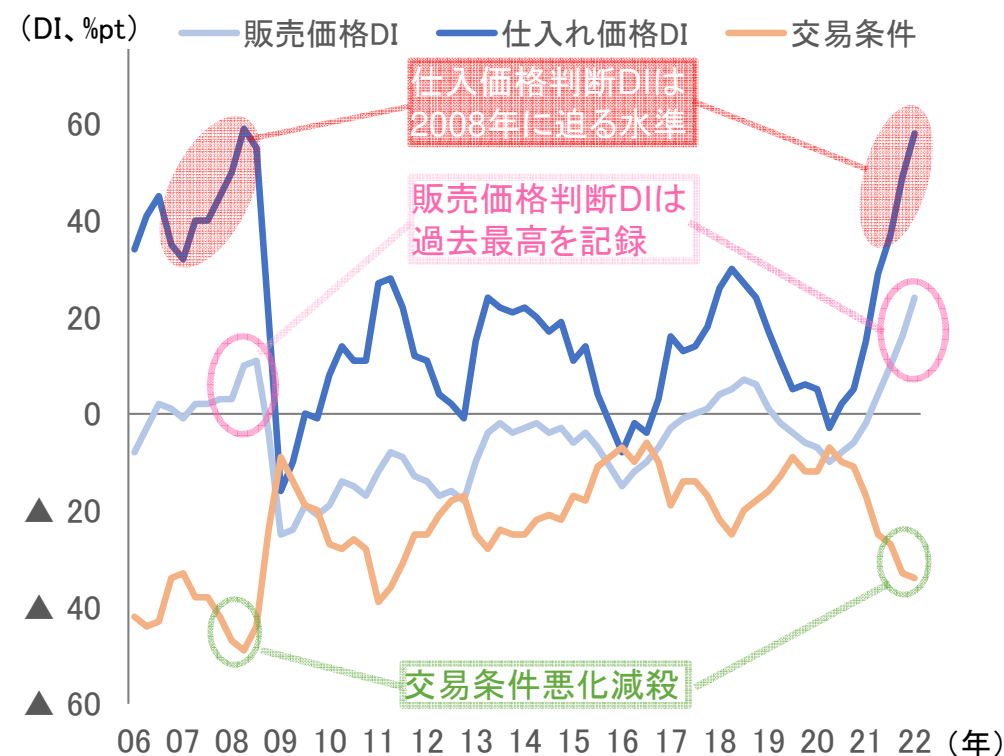
収入が減った・景気が悪い  
9%⇒6% (▲3%pt)

(出所)野村総合研究所「生活者年末ネット調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 急速な原材料価格上昇を受けて価格転嫁の動きもみられるが……

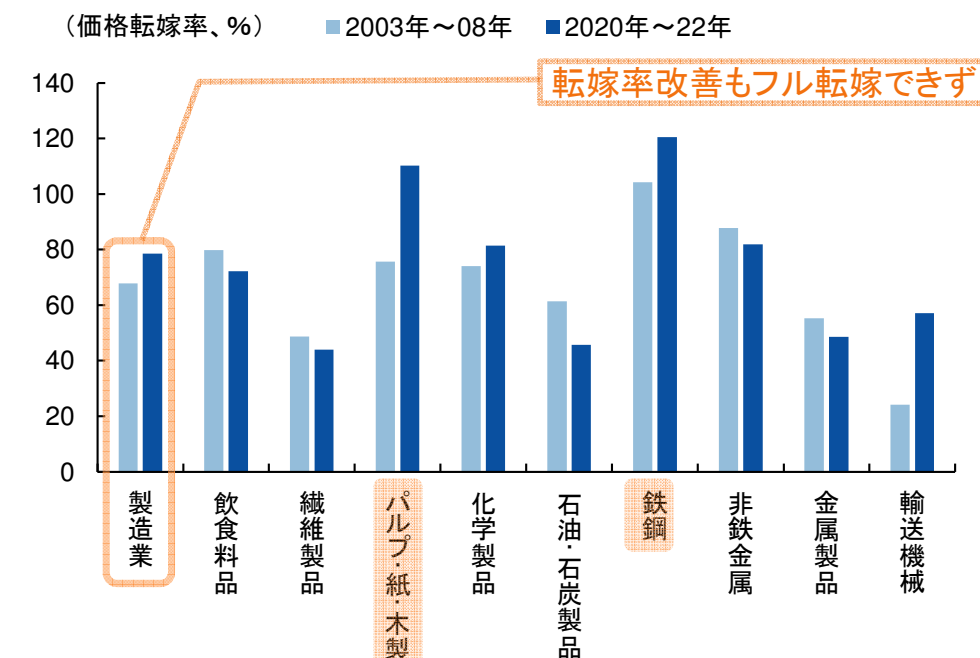
- 短観3月調査では価格転嫁を行う企業が増加していることを確認
  - 仕入価格判断DIは商品市況が高騰した2008年に迫る水準に。他方で、販売価格判断DIも過去20年間の最高水準まで上昇。交易条件の悪化を減殺。急激な資源高を受けて、価格転嫁の裾野が広がっていることを示唆
- 製造業の価格転嫁率を2000年代と直近で比較すると、輸送機械や鉄鋼を中心に改善
  - ただし、物価高騰を全て価格に反映できている企業は一部にとどまるとみられ、企業収益が下押しされる公算大

## 販売価格・仕入価格判断DI(全国・全規模・製造業)



(注) 交易条件は、販売価格判断DI－仕入価格判断DIとして計算  
(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

## 製造業の価格転嫁率

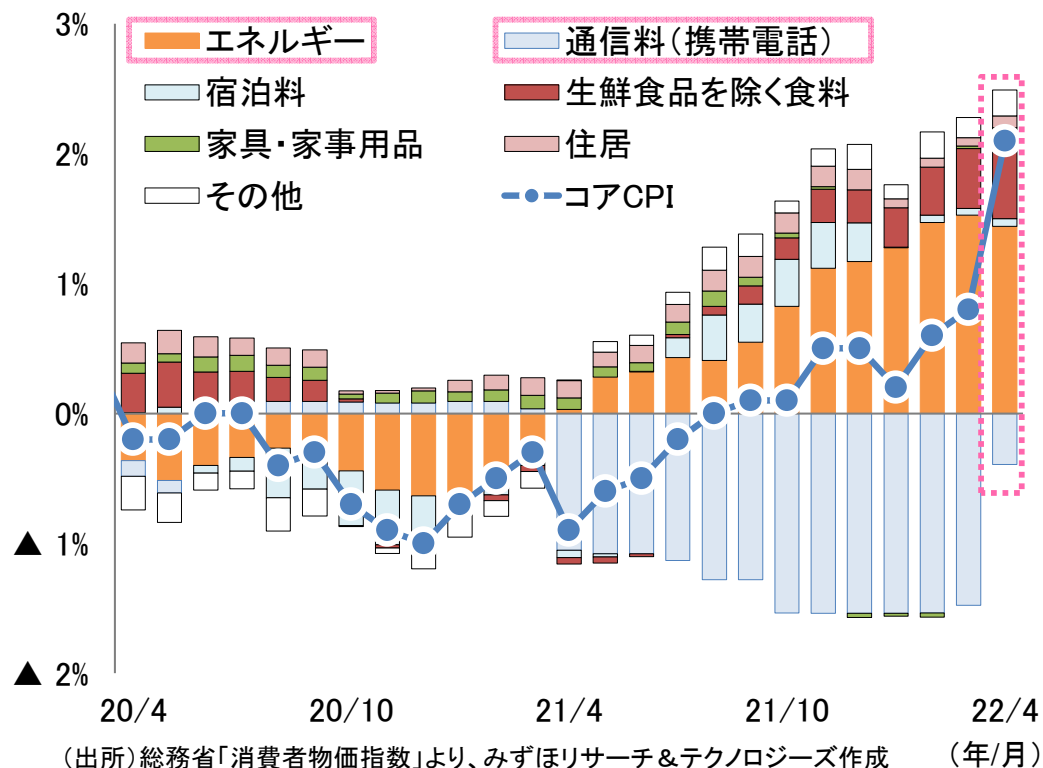


(注) 1. 産出物価伸び率÷(投入物価伸び率×中間投入比率)として計算  
2. それぞれ、2003年10月～08年8月、2020年5月～22年2月の伸び率から試算  
(出所) 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

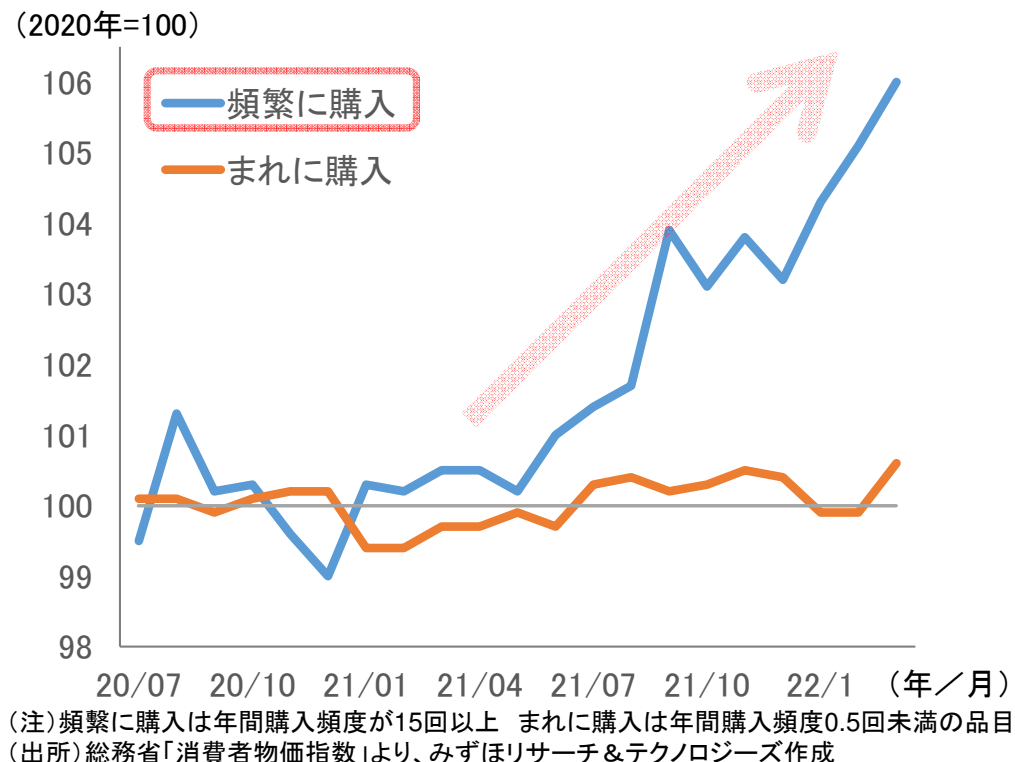
## 4月消費者物価は2%台到達。体感物価は数字以上

- 4月の生鮮食品除くコアCPIは前年比+2.1%と13年7カ月ぶりの2%超え（消費税の影響を除く）
  - エネルギーに加え、食料品価格が物価を押し上げ。なお激変緩和措置はコアCPIを▲0.4%程度押し下げた模様
  - 通信料の下押しは4月に▲0.4%Ptまで低下。8月に▲0.2%Pt、10月に±0.0%Ptと今後も段階的に影響が減衰
- 消費の回復力を削ぐ節約志向の高まり
  - 購入頻度の高い日用品で価格が上昇。物価が上がったと回答した割合は81.2%と消費増税後の2014～15年以來の高水準に

### コアCPIの寄与度分解



### 商品購入頻度別の消費者物価指数



# 日本政府は感染状況の落ち着きを受けて水際対策の緩和を発表

- 連休明けの検査増によるリバウンドが一服。政府は水際対策の緩和を発表
  - 6月1日から入国者数の上限を1日2万人に引き上げるとともに、低リスク国からの入国者はワクチン接種の有無に関係なく入国時検査や待機措置が不要に
  - 観光客受け入れ再開に向けて米国・豪州・タイ・シンガポールから少人数の団体客を受け入れる実証実験を開始
- 現状の緩和ペースが継続された場合、年末の訪日外客数100万人程度にとどまる計算（ピーク時のおよそ1/3）
  - インバウンドの早期回復には入国者数の上限緩和・撤廃に加え、中国・韓国・台湾の団体客受け入れがカギ

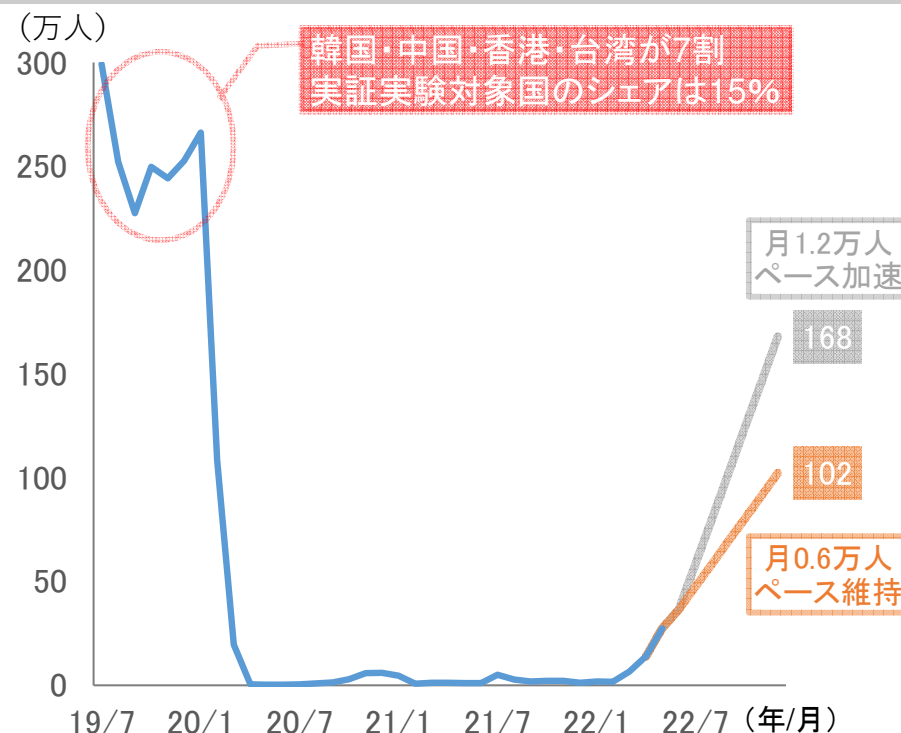
## 水際対策の緩和策

現在			
	感染者	入国時検査	待機措置
指定国	多	必要	必要
非指定国	少	必要	ワクチン3回で不要
6月以降			
	陽性率	入国時検査／待機措置	
赤	高	必要	
黄	中	不要（ワクチンが条件）	
青	低	不要	

入国者ベースで8割が該当との見立て

（注）5/22時点の指定国はロシア、エジプト、パキスタン、ブルガリア、南アフリカ、ラオス  
（出所）日本経済新聞より転載

## 訪日外国人客数



（注）入国者数の日本人と外国人の割合は4月実績（日本人4割：外国人6割）で先延ばし  
（出所）日本政府観光局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成





(出所) Foreign Policy Apr. 7<sup>th</sup> 2022

## ロシア・ウクライナ戦争で揺らぐ戦後の国際秩序 ～新たな国際秩序の枠組みにどう対応するべきか～



# ロシア・ウクライナ戦争が日本ならびに西側諸国に突き付けた課題

## ①自由主義的世界秩序への激震

- ◆ 核を保有する権威主義国による他国侵攻、冷戦後秩序が大きく揺らぐ
- ◆ 国家安全保障や同盟の重要性の再認識、強化へ（軍事費は増大）
- ◆ インド太平洋地域を含む地政学上の懸念が高まる

## ②経済・金融的デカップリングの加速

- ◆ 海外中銀資産の凍結やSWIFTからの排除によって、基軸通貨・国際金融システム（または各種のルール）の主導権を維持することの重要性が鮮明に
- ◆ 「価値」を軸としたデカップリングが進行。人権、カントリーリスク等の観点から、権威主義国家とのビジネスの在り方を再考する必要性が増大

## ③エネルギー安全保障（気候変動対応）

- ◆ 脱炭素とエネルギー安全保障のジレンマに直面、短期的に脱炭素化は停滞
- ◆ エネルギー安全保障と両立する脱炭素の在り方を再考（含む政策支援）
- ◆ 原発政策が各国の政治的争点になる可能性

# 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 (コーゼーション)

目的を達成するため何をすればいいか

ある程度予測可能な領域



最適な手段を選び出す



(目的)  
市場／機会

(手段)  
技術・情報・経験

(出所) Wikipedia、LIBERSHOT等より、  
みずほ総研作成

## 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

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



## これからの時代に求められる人材は桃太郎型か？浦島太郎型か？



おじいさんおばさんから黍団子をもらう

黍団子をエサに犬・猿・キジを雇う

鬼が島の鬼を退治し、財宝を持ち帰る

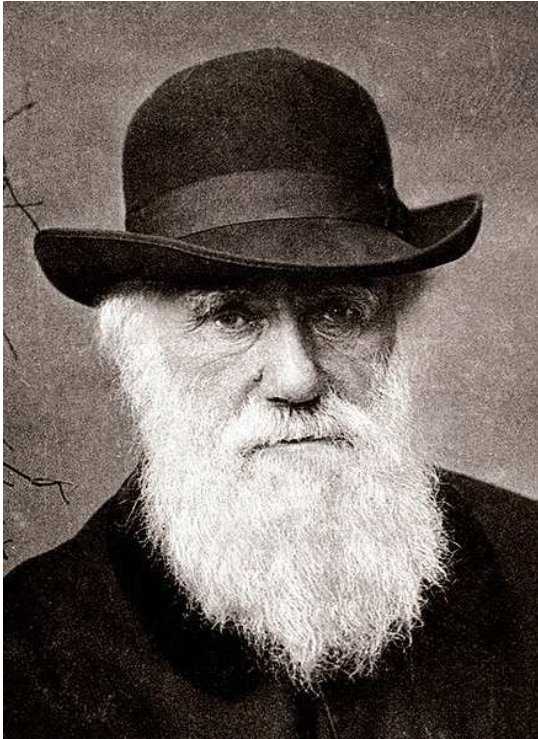


助けた亀に連れられて竜宮城に行く

残した母のことが心配で現世に戻る

玉手箱を開けてしまい老人になる

(出所) <http://kids.wanpug.com/illust121.html>、<https://www.ac-illust.com>等より、みずほサーチ&テクノロジーズ作成



“It is **not the strongest** of the species that survives, **nor the most intelligent** that survives. It is the one that is **the most adaptable** to change.”

— Charles Darwin

生き残る種とは、最も強いものではない。

最も知的なものでもない。

それは**変化に最もよく適応したものである。**

(出所) [https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Charles\\_Darwin\\_1880.jpg](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Charles_Darwin_1880.jpg)

---

# ご清聴ありがとうございました！

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。