

# 2022年の世界経済展望 ～3年目に突入したコロナ禍。続くニューノーマルに向けた模索～

2022.1.14

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

# 世界経済に忍び寄る3つの暗雲

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) South China Morning Post Sep. 3rd 2021



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

変異株  
(CCOVID Variant)

共同富裕  
(Common prosperity)

供給制約・インフレ  
(Supply Constraints)

# 懸念くすぶるも2021・2022年の世界経済成長率への影響は限定的

- 2023年も減速するが3%を超える成長を維持する公算。米国は堅調な消費に加え政府支出が下支え。不動産市場の減速懸念がくすぶる中国経済も5%成長を確保

## 世界経済見通し総括表(12月改訂)

ちなみに2023年も3%超の成長率を見込む

	(前年比、%)					(前年比、%)		(%Pt)	
	2019 暦年	2020	2021	2022 (見通し)	2023	2021 (10月予測)	2022	2021 (前回予測との比較)	2022
世界実質GDP成長率	2.8	▲ 3.1	5.4	4.1	3.2	5.4	4.1	-	-
日米欧	1.7	▲ 5.0	5.0	4.1	2.3	5.0	4.2	-	▲ 0.1
米国	2.3	▲ 3.4	5.6	4.1	2.4	5.8	4.4	▲ 0.2	▲ 0.3
ユーロ圏	1.6	▲ 6.4	5.0	4.3	2.6	4.8	4.5	0.2	▲ 0.2
英国	1.7	▲ 9.7	6.7	4.4	1.2	6.7	4.4	-	-
日本	▲ 0.2	▲ 4.5	1.6	3.2	1.5	1.9	2.8	▲ 0.3	0.4
アジア	5.1	▲ 1.0	7.0	5.4	4.8	7.1	5.3	▲ 0.1	0.1
中国	6.0	2.3	7.9	5.2	5.1	7.9	5.2	-	-
NIEs	1.9	▲ 0.9	5.0	3.2	2.4	4.9	3.0	0.1	0.2
うち台湾	3.0	3.4	5.9	3.6	2.5	5.4	3.2	0.5	0.4
ASEAN5	4.9	▲ 3.5	3.4	5.5	4.5	3.5	5.5	▲ 0.1	-
インド	4.8	▲ 7.0	8.5	7.1	5.2	9.0	6.3	▲ 0.5	0.8
オーストラリア	1.9	▲ 2.5	4.1	3.0	2.6	4.1	3.1	-	▲ 0.1
ブラジル	1.2	▲ 3.9	4.6	1.1	2.2	4.8	1.6	▲ 0.2	▲ 0.5
メキシコ	▲ 0.2	▲ 8.2	5.4	2.4	2.3	5.8	2.6	▲ 0.4	▲ 0.2
ロシア	2.0	▲ 3.0	4.0	2.4	2.4	4.0	2.6	-	▲ 0.2
日本(年度)	▲ 0.7	▲ 4.5	3.0	2.7	1.3	3.0	2.6	-	0.1

活動制限緩和で回復持続とのシナリオ変わらず

米国は人手不足や物流混乱等の供給制約が下押し

半導体を中心に好調な製造がけん引。脱炭素関連の投資も追い風に

中南米では物価上昇を受けた想定以上の利上げで内需が下ぶれ

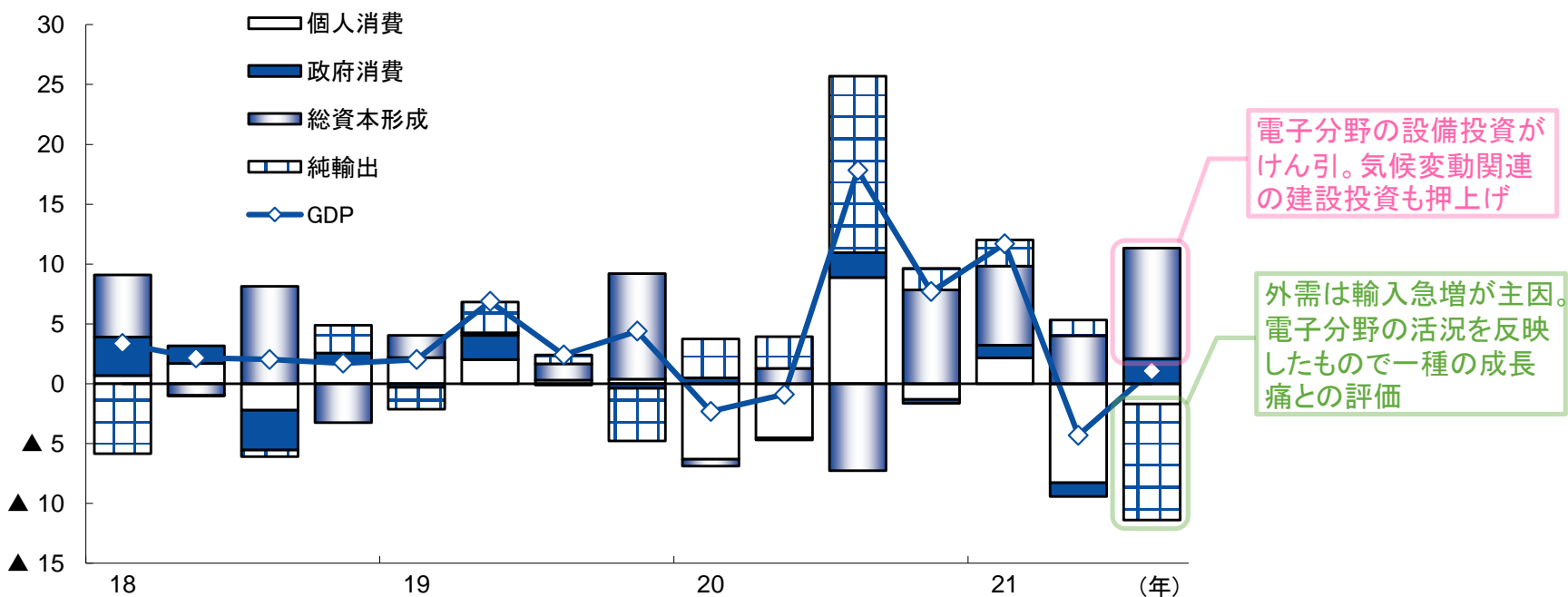
(注) 網掛け部分は予測値。予測対象地域計はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算(出所) IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

# 台湾経済は11年ぶりの高成長へ

- 2021年7～9月期の台湾経済は小幅ながらもプラス成長に転化
  - 電子分野を中心とする活発な設備投資(総資本形成)が景気をけん引
  - 行動制限により落ち込む個人消費は下げ止まりの兆候。10月以降の消費喚起策をうけ、今後は緩やかな回復へ
  - 輸入急増が成長率を押し下げた格好だが、半導体関連機器・設備の輸入増が主因。電子分野の活況を反映
- 2021年は+5.9%と11年ぶりの高成長となる見込み。2022年(+3.6%)も安定的な成長を予想

## 実質GDP成長率の寄与度分解

(前期比年率、%)

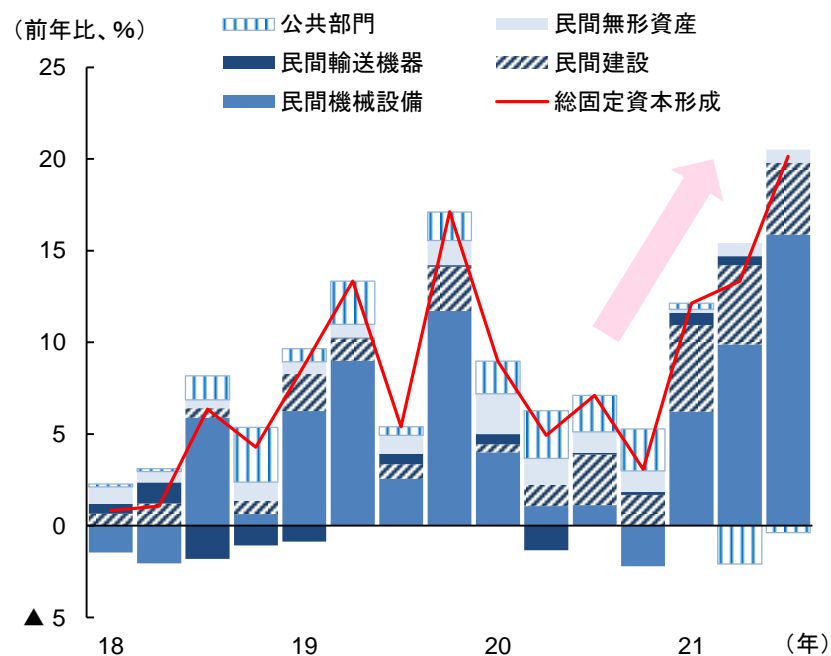


(出所) 台湾行政院主計総処より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 半導体関連の設備投資に加え、グリーン分野の建設投資が伸長

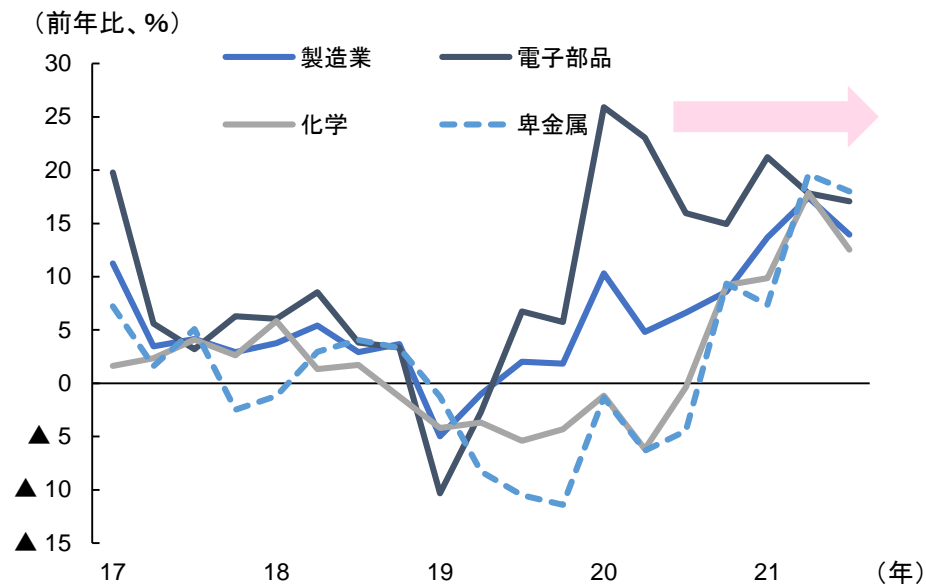
- 総固定資本形成は民間機械設備を中心に加速が続く
  - 主力である電子分野の寄与が顕著。5Gネットワーク構築に向けた投資が拡大
  - 洋上風力発電等の域内におけるグリーン投資の進展をうけ、**建築投資も機械設備投資に次ぐ伸び**を確保
- 製造業生産も**前年同期比15%超と高水準を維持**。電子分野に加え準主力の**卑金属や化学も堅調**推移

## 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

## 製造業生産



(出所) 台湾經濟部より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 増勢が続く半導体市場は設備投資の追い風に

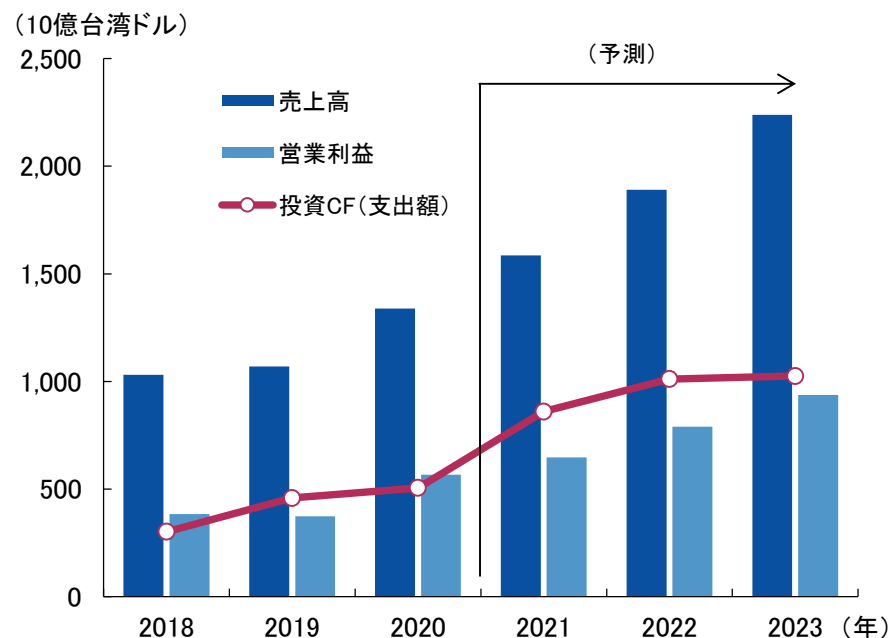
- 世界の半導体市場は2022年にかけても安定的な成長が続く見通し
  - 調査機関は2022年の売上高を+10%前後(2022年)とコロナ禍前の平均成長率+4.2%(2015～2019年)を上回る伸びを見込む
  - 市場の拡大を背景に、半導体製造大手TSMCやUMCは強気の業績予想。設備投資も積極姿勢

## 世界半導体売上高予測

業界団体・調査会社	公表時期	2021年	2022年
IC Insights	2021年12月	+26% (集積回路のみ)	+11%
WSTS	2021年11月	+25.6%	+8.8%
Gartner	2021年10月	+26.9%	—

(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

## 半導体企業(TSMC・UMC合算)の業績予想



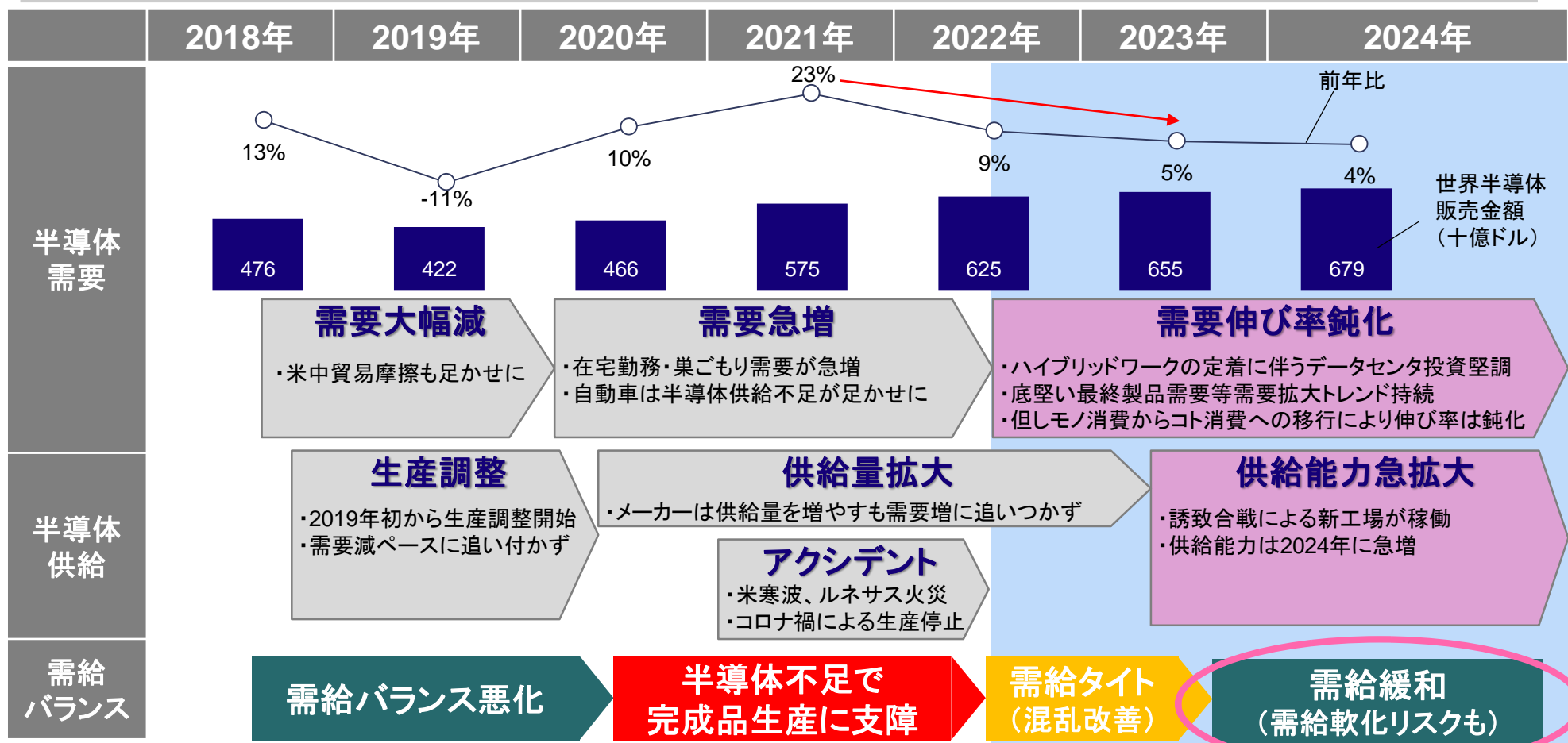
# 23年以降は調達混乱の一服に加え供給能力拡大で需給緩和局面に

- 半導体在庫を積み上げる動きの沈静化や半導体メーカー各社の供給量拡大、コト消費への移行による需要の伸び率鈍化で、2022年半ばには調達の混乱は落ち着き、半導体が完成品生産のボトルネックとなる状態は改善へ

- その後も需給のタイトな状況は続き、需給が緩和するのは2023年以降。2024年には能力急増で需給軟化リスクも

Before／With／Afterコロナにおける半導体の需給構造と世界需要見通し

(出所)みずほ銀行産業調査部作成

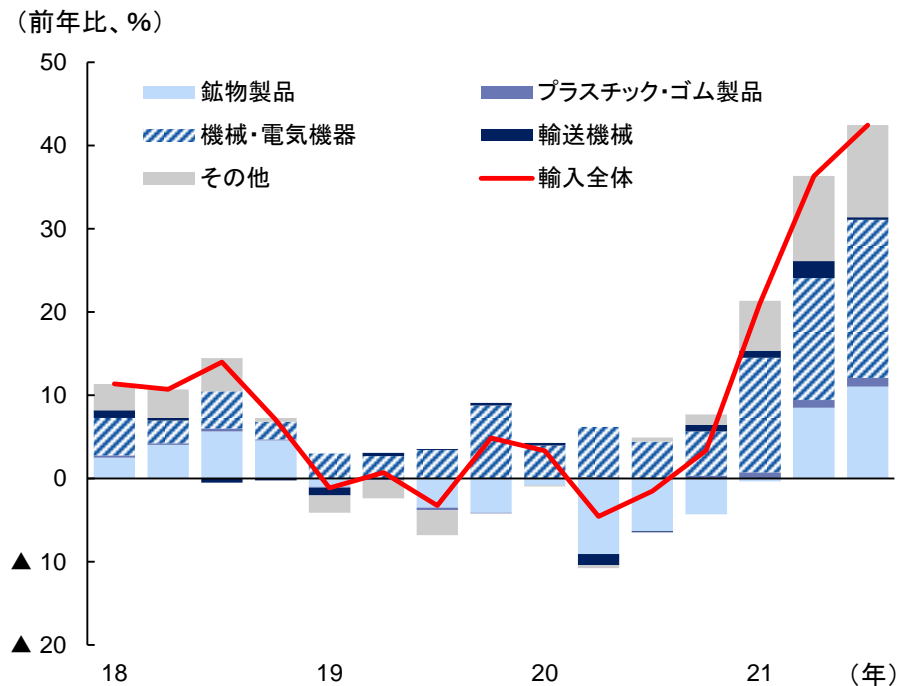




# 輸入急増は経済活動好調の裏返し。価格転嫁も相まって輸出の伸びも高水準維持

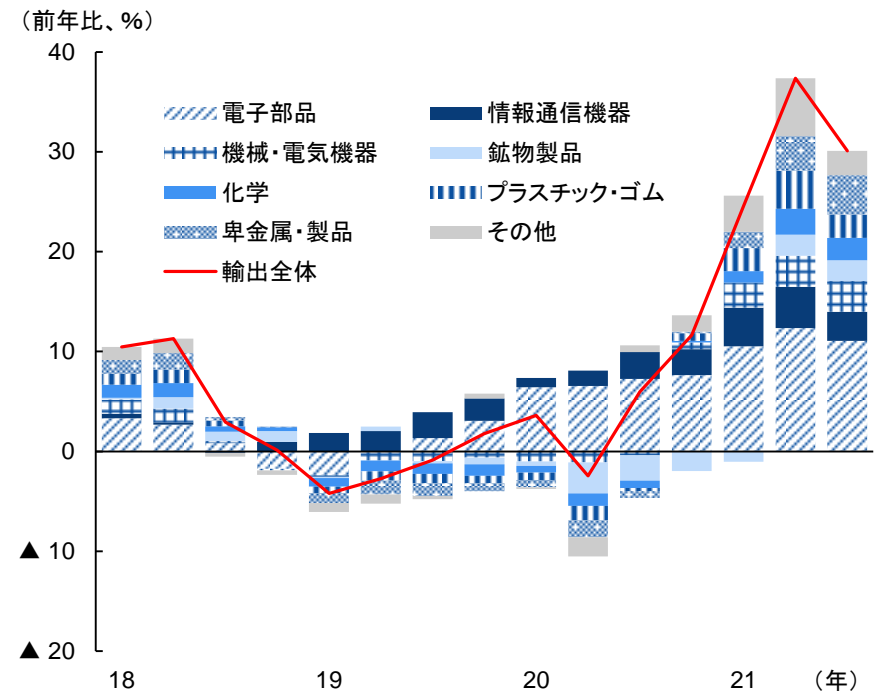
- 2021年に入り、機械・電気機器が輸入が急拡大
  - 半導体関連機器・設備の輸入が大きく増加しており電子分野の活況を反映
- 輸出も、電子部品や情報通信機器を中心に高い伸び率を維持
  - 輸出価格指数も足元で15%程度上昇しており価格転嫁の進展も伸びに寄与

## 輸入(品目別、名目ドルベース)



(出所) 台湾財政部統計処より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 輸出(品目別、名目ドルベース)



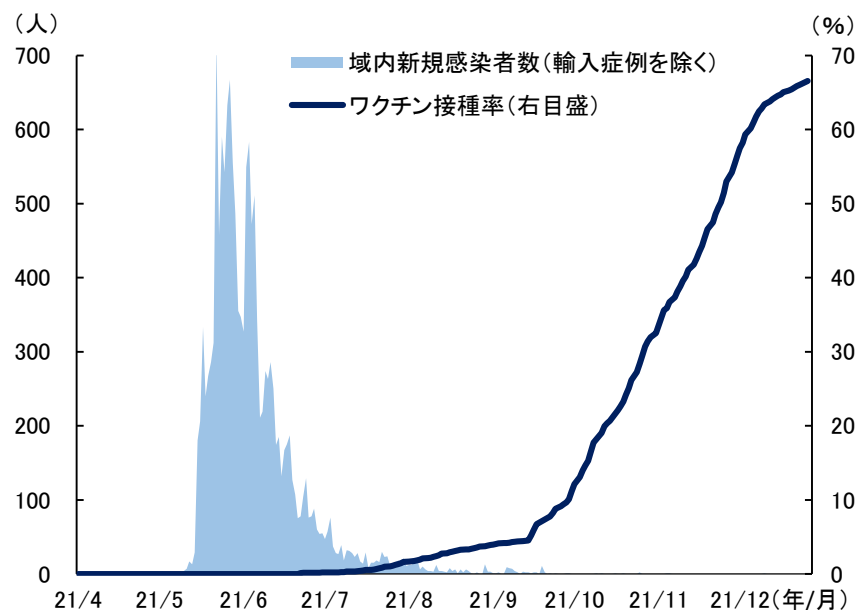
(出所) 台湾財政部統計処より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 感染抑制をうけ個人消費は持ち直し

- 10月以降の新規感染者数(輸入症例を除く)は0~1桁台にとどまっております。ひとまず感染抑制に成功
  - ワクチン接種は、域内総人口比で65%超と順調に推移。新たな変異株に備え、12月より3回目接種を開始
  - 感染動向やワクチン接種状況を反映し、足元の小売・飲食業売上は前年並みまで回復
- 一方で世界ではオミクロン株が急速に拡大しており先行き不透明感は残存

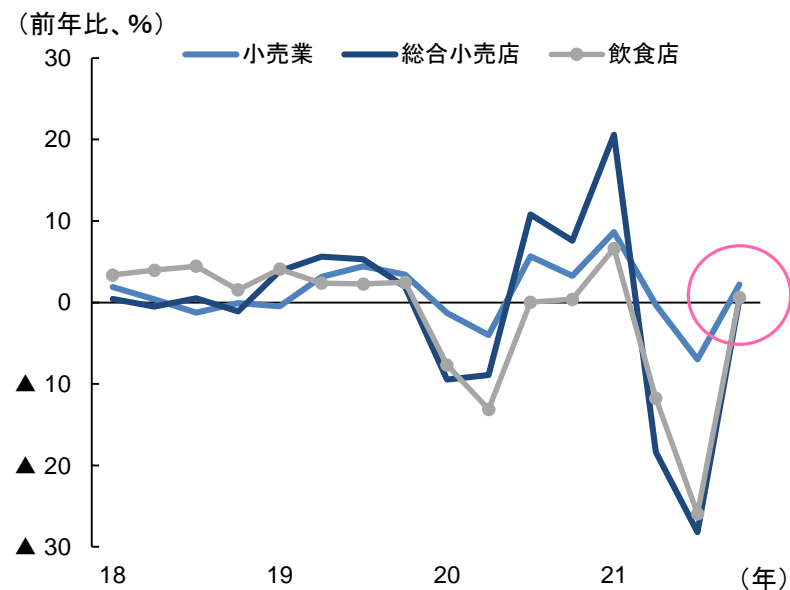
## 感染動向・ワクチン接種状況



(注)接種率は、2回目接種回数÷域内総人口

(出所)台湾衛生福利部より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

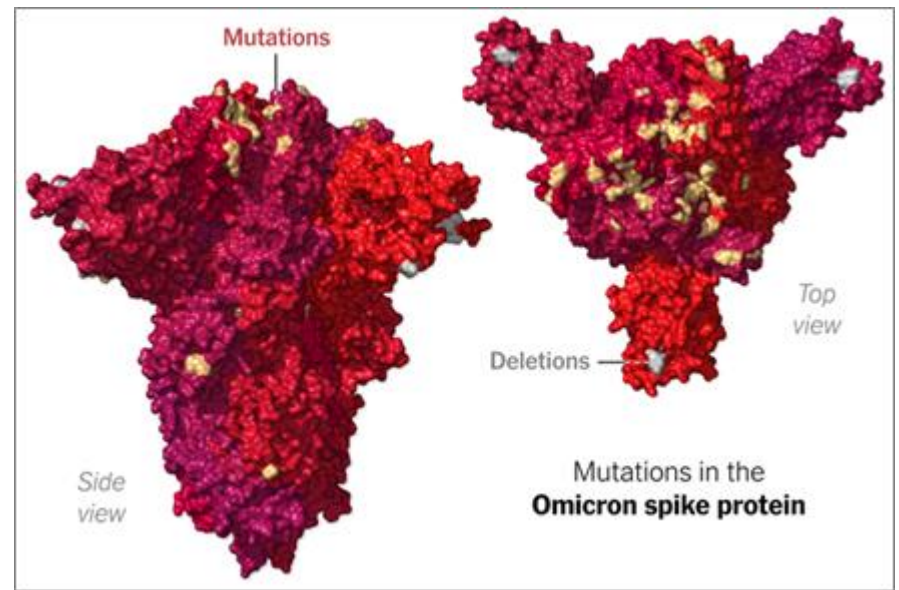
## 小売売上高・飲食業売上高



(注)直近値は、2021年10・11月の平均値

総合小売店:百貨店、スーパー、コンビニ、アウトレットなど

(出所)台湾経済部より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



(出所) New York Times Covid-19 Update

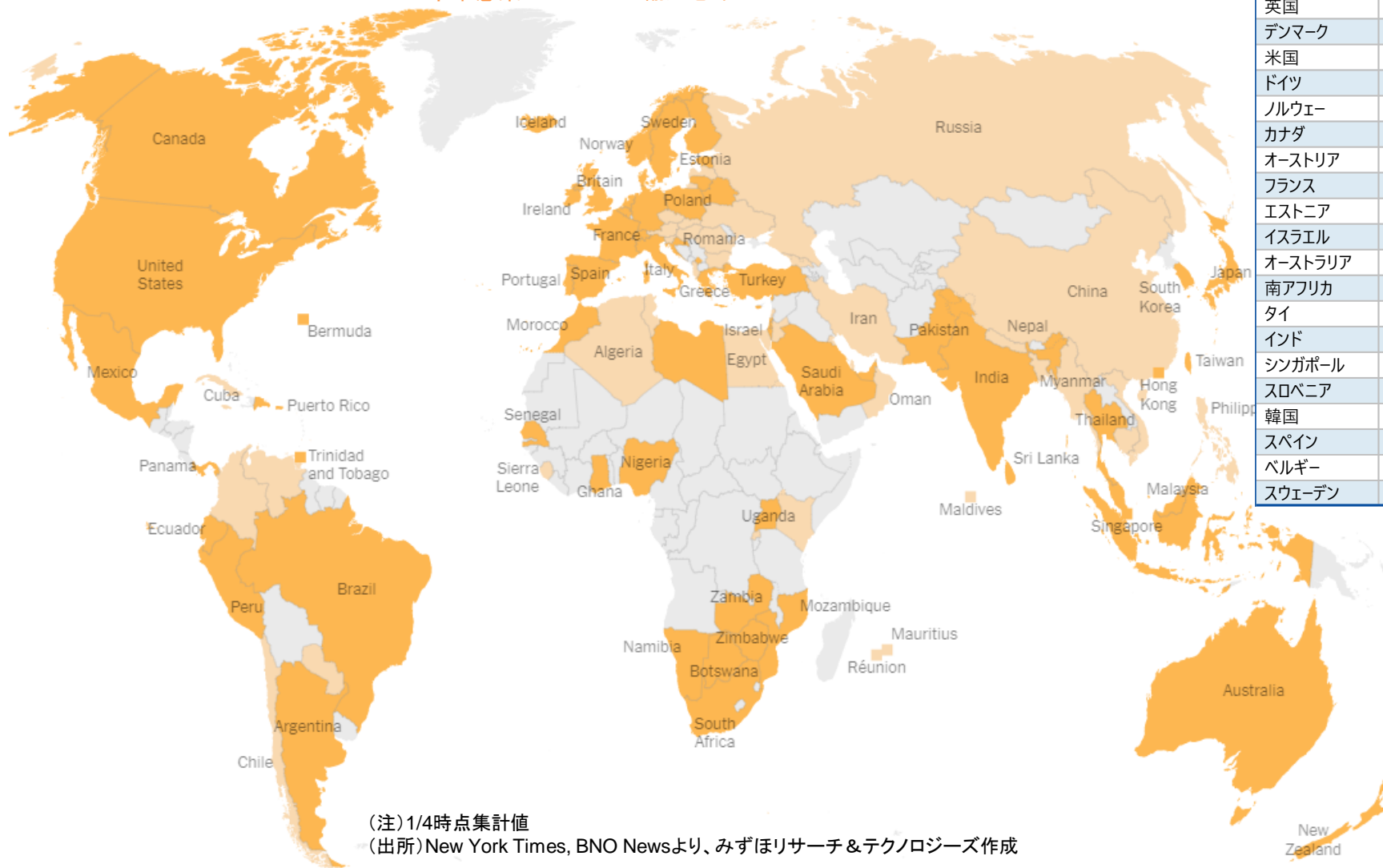
油断したところにやってくる「灰色のサイ(Grey Rhino)」  
～オミクロンは再びゲームチェンジャーになるのか？～

\* オミクロンの感染状況については、最新の状況とは異なる場合がございます。  
その旨、御了承ください。

# 132か国・地域でオミクロン株感染者を確認(1/4時点)

## ■ 欧米を中心に世界各国で市中感染広がる

■ 市中感染 ■ 輸入感染



国	累計確認数	累計死者数
英国	246,780	75
デンマーク	57,125	18
米国	33,120	1
ドイツ	30,325	6
ノルウェー	16,312	-
カナダ	14,139	-
オーストラリア	7,144	-
フランス	5,591	-
エストニア	2,497	-
イスラエル	2,090	-
オーストラリア	1,946	1
南アフリカ	1,894	-
タイ	1,780	-
インド	1,744	1
シンガポール	1,626	-
スロベニア	1,418	-
韓国	1,318	2
スペイン	882	-
ベルギー	828	-
スウェーデン	817	-

# オミクロン株にもワクチンの重症化防止効果は有効

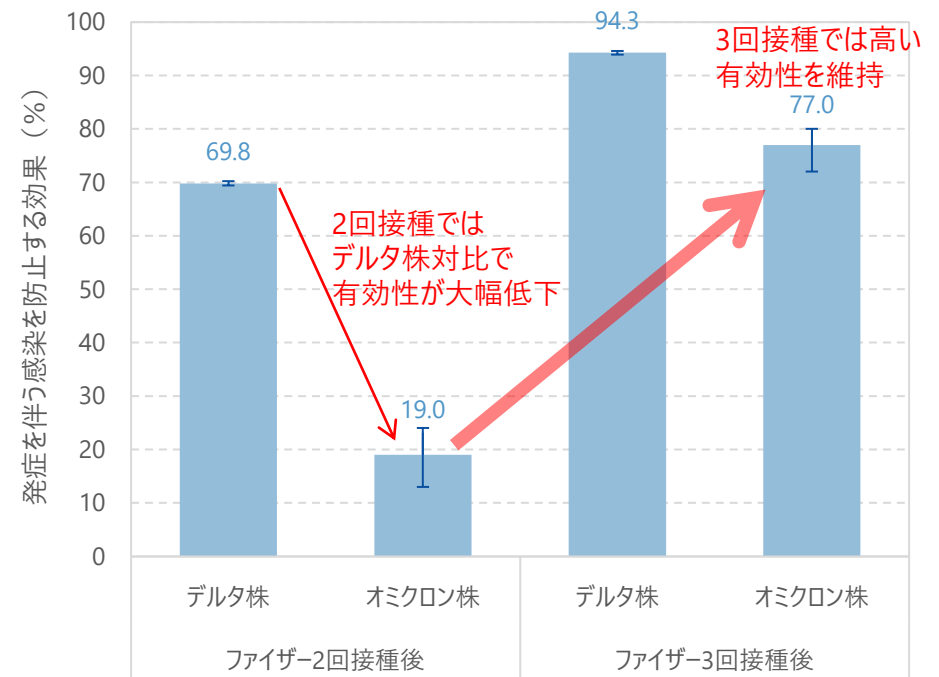
- 英国研究機関はワクチンの感染防止効果は大きく低下するものの、入院・重症化抑制効果は引き続き有効と報告
  - 初期段階の研究結果によると感染防止効果は2割弱まで低下。一方、入院・重症化防止効果は引き続き有効。ブースター接種すれば感染防止効果も77%まで上昇するとの結果
  - 中和抗体薬や経口治療薬等の効果も一部を除き有効性を維持しており、現時点でシナリオ変更の必要性は低いと思料

## オミクロン株によるワクチン・治療薬への影響

製品・企業	効果	報道・発表等
ワクチン	感染防止 △	<ul style="list-style-type: none"> <li>既存ワクチンの効果は低下する（感染防止が重症化防止かは明言せず。モデルナ社CEO、12/5）</li> <li>既存ワクチンで重症化を防止できる可能性が高い（WHO、12/7）</li> </ul>
	重症防止 ○	<ul style="list-style-type: none"> <li>感染防止効果は2回接種だと低下するが、ブースター接種で従来株と同等水準に再上昇（ファイザー社、12/8）</li> </ul>
中和抗体薬	△	<ul style="list-style-type: none"> <li>オミクロン株に対する有効性が低い可能性がある（リジェネロン社CEO、11/30）</li> </ul>
	○	<ul style="list-style-type: none"> <li>実験データではオミクロン株でも効果を維持（GSK社、12/2）</li> </ul>
経口治療薬	○	<ul style="list-style-type: none"> <li>新型コロナのいかなる変異株に対しても有効である可能性が高い（メルク社、11/30）</li> </ul>
	○	<ul style="list-style-type: none"> <li>オミクロン株を含む全ての既存の変異株に有効であると自信を持っている（ファイザー社CEO、11/29）</li> </ul>

（出所）各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## オミクロン株に対する感染予防効果の変化



（注）接種後14日以降の効果。エラーバーは95%信頼区間を表す  
（出所）Ferguson, et al. (2021)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本でもオミクロン株の市中感染が拡大

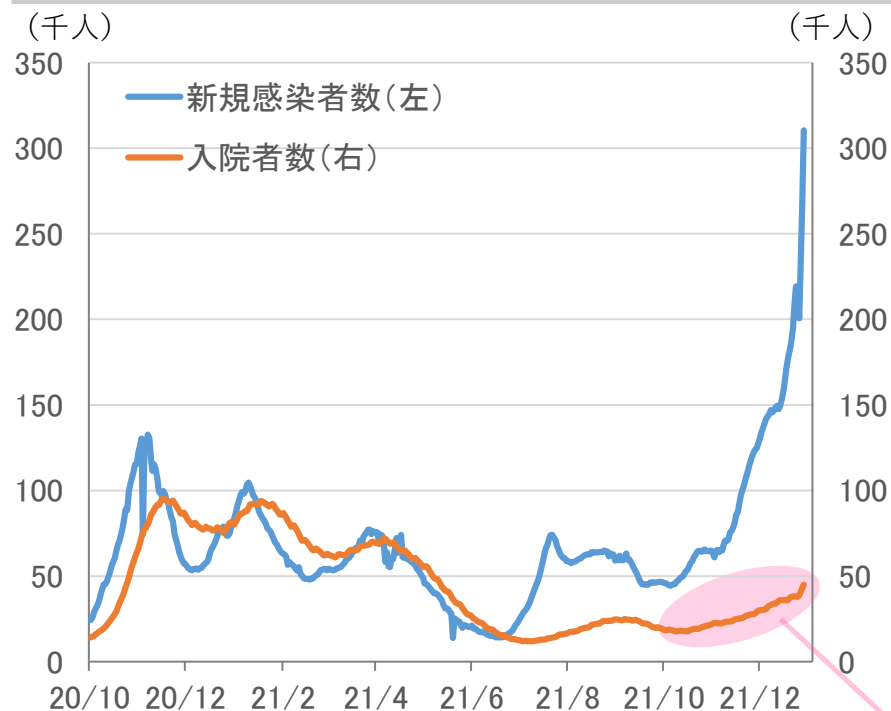
- 国内のオミクロン株の累計確認数は1/4時点で750人(うち感染経路不明223人)に増加
- 東京や大阪、京都、愛知などで市中感染が発生。国内でも既にオミクロン株の拡大局面に移行
  - アルファ株やデルタ株では市中感染疑い確認からまん延まで2~3カ月を要したが、オミクロン株が急拡大した英米の状況を踏まえると、年明け1~2月にも国内で主流となる可能性
  - オミクロンの感染力はデルタ株のおよそ3倍といわれており、感染爆発が起こればシナリオ見直しの可能性も

## 日本の主要変異株の確認・拡大状況

変異株	国内初確認 (空港検疫)	市中感染疑いの初確認	変異株比率 50%超
アルファ株 (英国)	2020年 12月25日	2021年 1月18日	2021年 3月中旬
デルタ株 (インド)	2021年 3月28日	2021年 4月20日	2021年 7月上旬
オミクロン株 (南アフリカ)	2021年 11月30日	2021年 12月22日	2022年 2月?

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

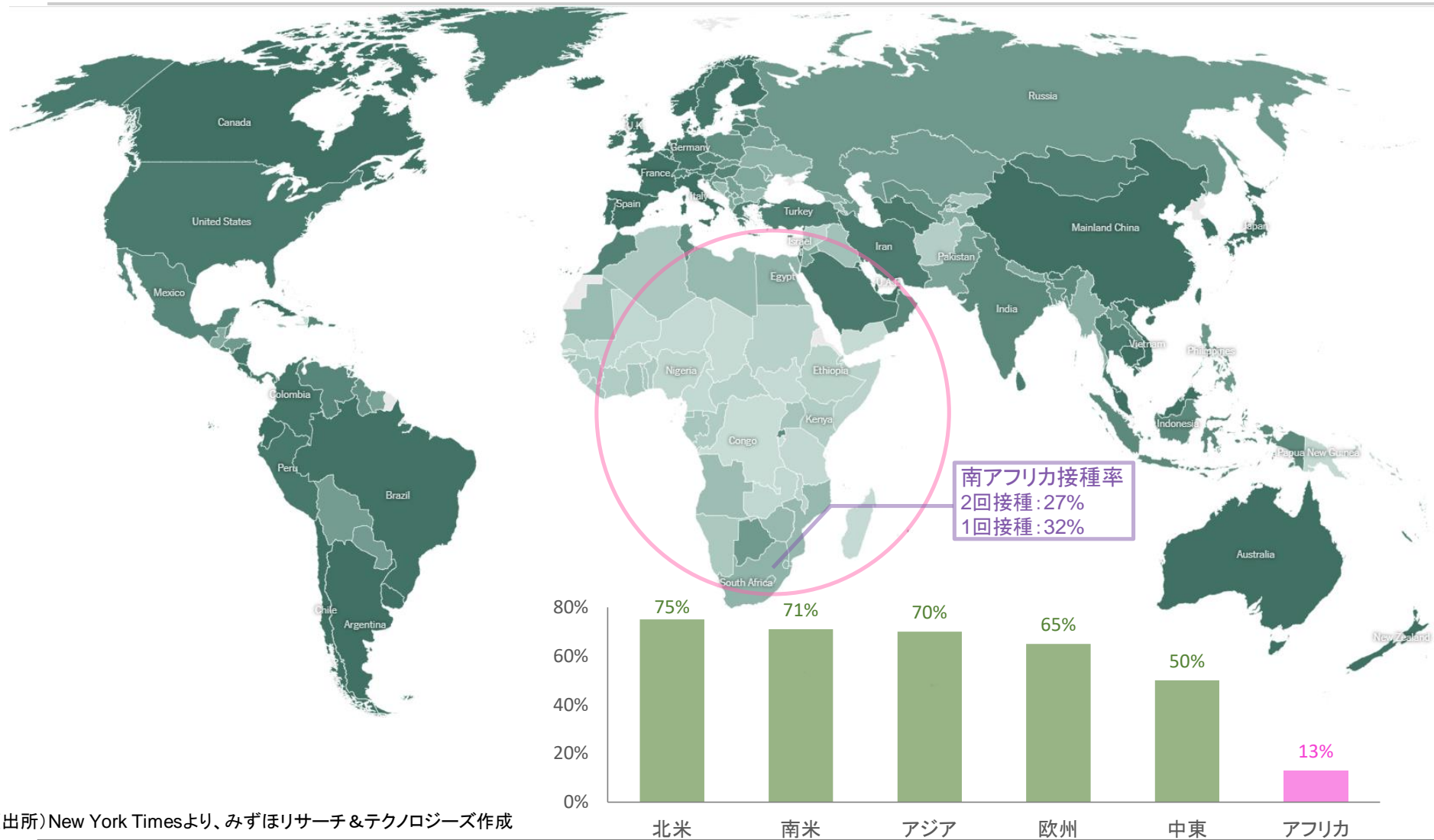
## 英・仏・伊・阿・白5か国の新規感染者数と入院者数



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

# ワクチン接種率の低さに対するリスクを再認識～ $\Pi$ ・ $P$ ・ $\Sigma$ 株は出現する？

世界のワクチン接種率(少なくとも1回接種した割合)







(出所) The Economist Oct. 2nd 2021

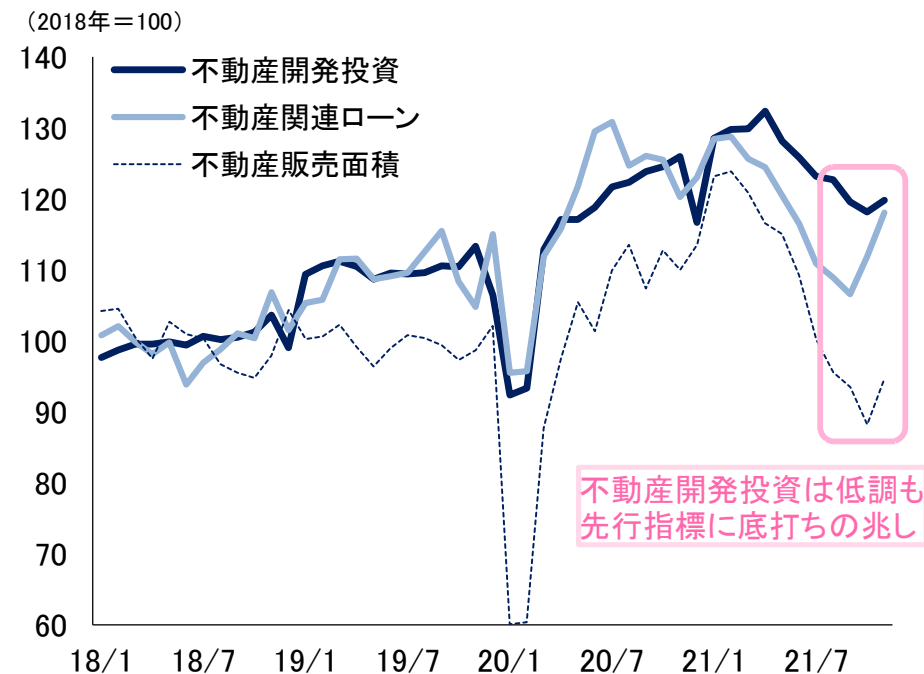
盤石な権力基盤の一方で拭えない不安  
～揺らぐ？中国の成長神話～



# 不動産投資は低調推移もハイテク分野を中心に製造業投資が下支え

- ディベロッパー向け融資規制を背景に縮小をたどる**不動産開発投資は2022年前半にかけて減少基調**が続く
  - 販売面積は依然として低調ながら、関連ローンには持ち直し。2022年初をボトムに緩やかな持ち直しへ
  - 中央経済工作会议(後述)における不動産投資へのスタンスは変わらず(投機を抑制しながら実需は適切に促進)
- ハイテク分野がけん引する**製造業投資は堅調な企業収益に支えられ安定的に推移**する見通し
  - 足元の電力制約下でも、設備稼働率はコロナ禍前の平均を上回っており、設備投資の底堅さを示唆

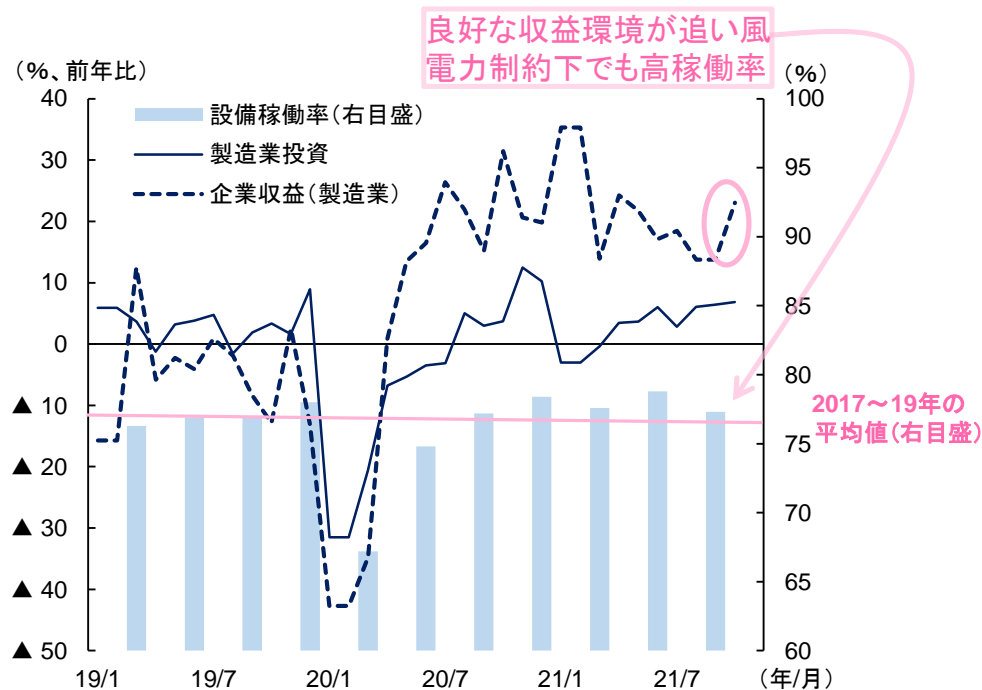
## 不動産投資関連指標



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

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

## 製造業関連指標



(注) 2021年は、2019年対比の成長率(年換算)

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

# 2022年の経済運営は安定を最優先。成長率目標は5%半ば程度か

- 2022年の経済運営方針を決める中央経済工作会议を開催(12/8～12/10)
  - 景気減速や来秋に控える党大会を意識し、**安定重視での経済運営を標榜**
  - 来春の全人代で発表される2022年成長率目標について**政府系シンクタンク等は5～5.5%程度を提言**

## 中央経済工作会议のポイント・評価・見通しへの影響

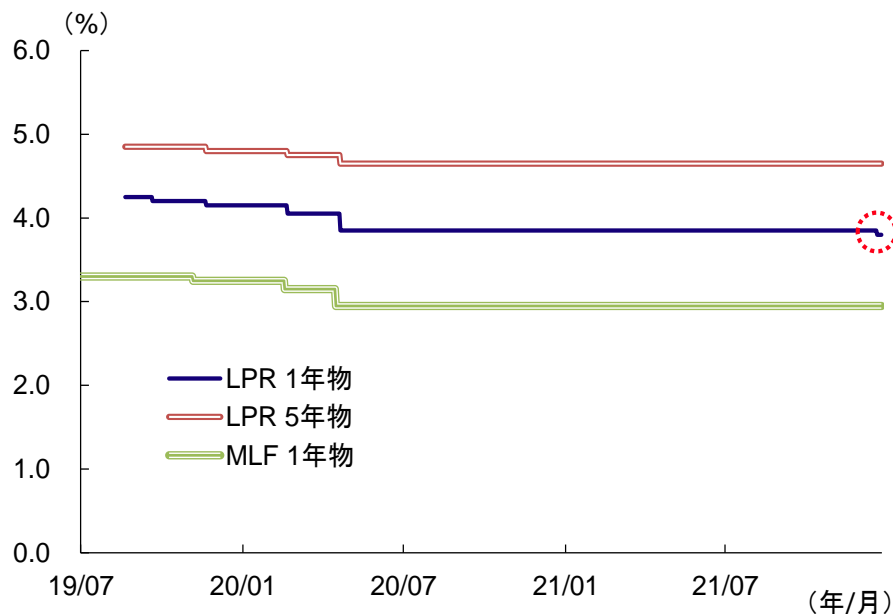
項目	内容
会議のポイント	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2022年の<b>経済運営は安定を第一</b>とし、積極的な財政政策と穏健的な金融政策を継続すること</li><li>• 独占の禁止と不当競争の防止を強化し、公平な競争を保障して、市場主体の活力を刺激すること</li><li>• 住宅購入者の合理的なニーズを満たし、<b>不動産業の好循環と健全な発展</b>を促進すること</li><li>• 「共同富裕」の実現においては、まず「パイ」を大きくし、合理的な制度設計でその分配を図ること</li><li>• <b>コロナ封じ込めを堅持</b>し、電気・エネルギーの供給を確保し、食品の価格・供給の安定に努めること</li></ul>
解釈・評価	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2022年は冬季北京五輪・パラや秋の党大会を控え、<b>例年以上に安定重視で経済運営</b>を進める構え</li><li>• <b>不動産市場については必要以上の抑制を回避する考え</b>(「(住宅は)投機するものではない」との従来の立場を確認する一方、「好循環と健全な発展を促進する」ことも明記)</li><li>• <b>規制強化や「共同富裕」について市場の懸念に一定の配慮</b>を示す表現がみられる(「資本を効果的に監督管理し、資本の野放図な成長を防止する」一方、「資本の規範的で健全な発展」を図ると明記)</li></ul>
見通しへの影響	<ul style="list-style-type: none"><li>• 成長目標は、社会科学院が「5%以上」、国務院発展研究中心が「5.5%前後」を提言した模様。「安定を第一とする」方針も掲げられており、<u>巡航的な成長ペースとされる5%半ばをやや下回るとの見立て</u></li><li>• ゼロコロナ政策を継続。2022年も散発的な感染発生と局所的なロックダウンが繰り返され、入国時の強制隔離措置も維持される見込み</li><li>• <u>不動産投資へのスタンスに大きな変化はみられず</u>、投機の抑制と実需に対する適切な支援が行われる</li><li>• 「積極的な」財政政策については、<u>デレバレッジを意識するなか2021年並みの財政赤字規を予想</u></li></ul>

(出所) 中国共産党新聞網、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2022年は金融緩和に軸足を置いた運営へ

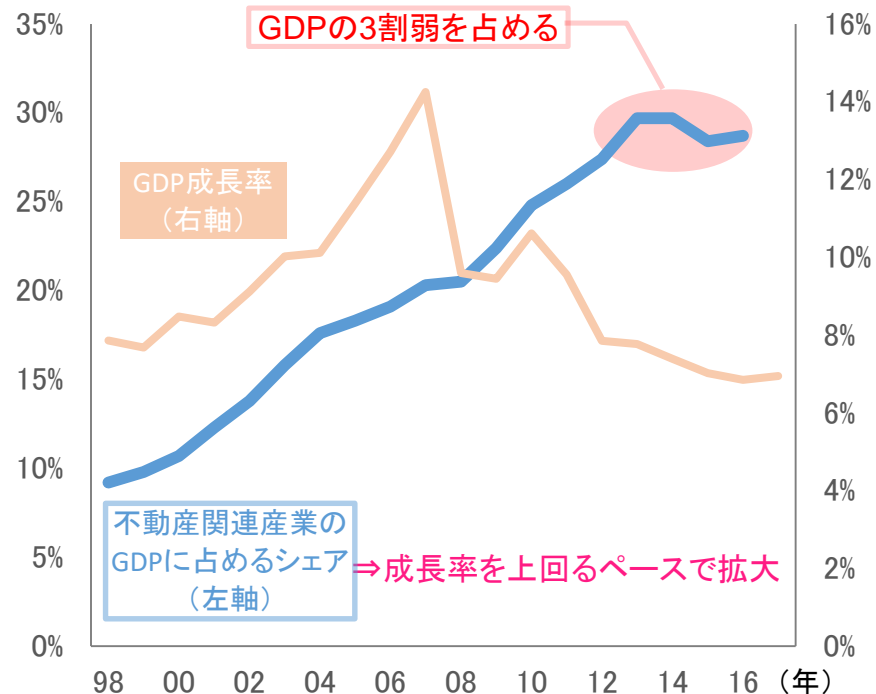
- 準備預金率に続き最優遇貸出金利(LPR)1年物を3.80%と前月より0.05%引き下げ
  - LPRの引き下げは2020年4月以来の1年8カ月ぶり。小幅(=象徴的意味合い)とはいえ市場にとってはサプライズ
- 中央経済工作会議では、2022年も「穏健な金融政策」を継続することを確認
  - 経済全体のほぼ3割占める不動産関連産業は拡大が止まるだけで2%近い経済の下押しに
  - 2022年前半にかけて追加の利下げ・預金準備率引き下げの可能性大

### 指標金利(LPR、MLF)



(出所) 中国人民銀行、全国銀行間同業拆借中心、CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

### 不動産関連産業のGDPに占めるシェア

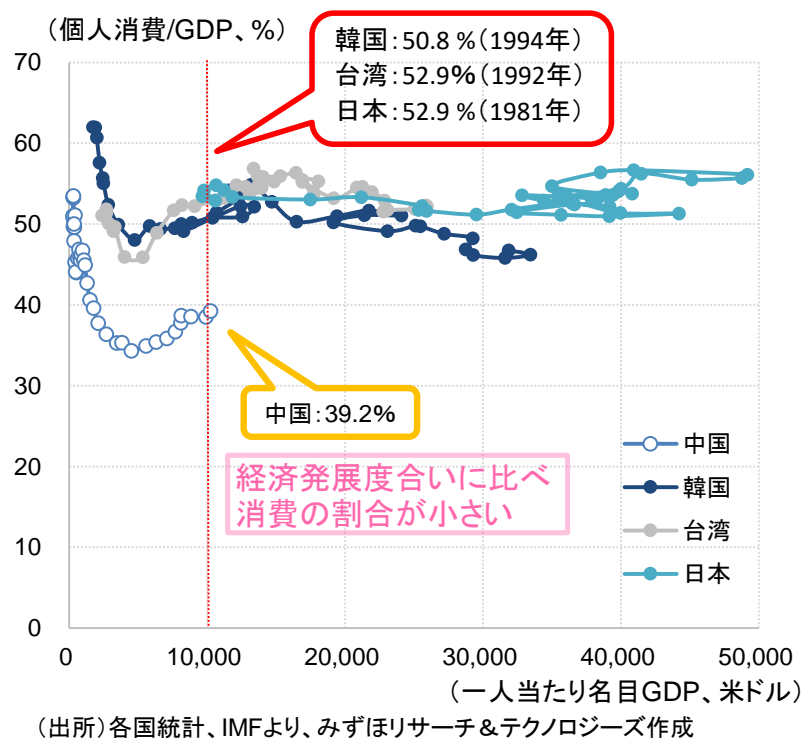


(出所) Rogoff, Kenneth, and Yuanchen Yang (2021)より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

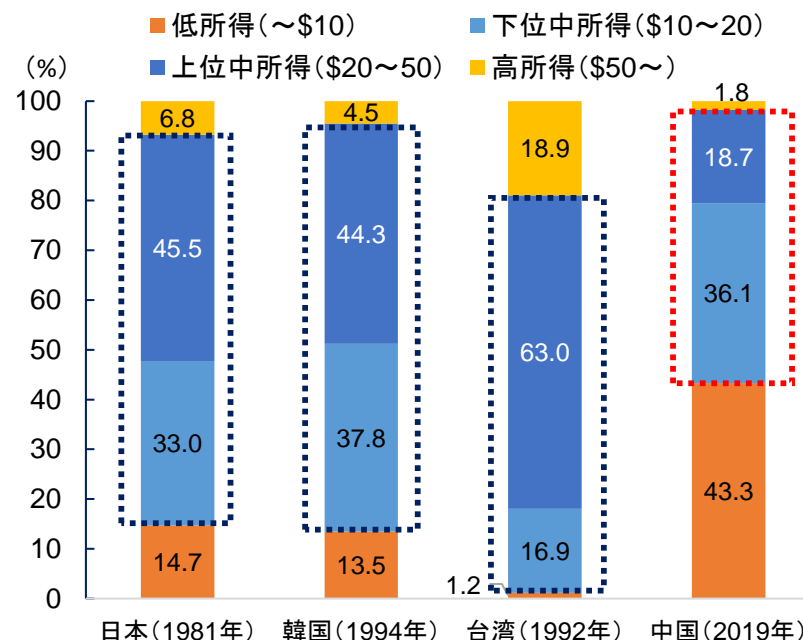
# 中所得層増加による消費拡大が中長期的な成長のカギに

- 中国の個人消費/GDP比率は4割弱(2019年)と、アジア主要国・地域対比で消費主導経済への転換に遅れ  
 — 一人当たりGDPが2019年の中国と同水準時点で、日本・韓国・台湾の個人消費シェアは約5割
- 消費拡大の担い手となる中所得者層の割合もアジア主要国・地域に比べて小さい  
 — 中所得者層の拡大を通じた消費のボリュームアップが中長期的な成長のカギを握る

## 個人消費シェアと一人当たりGDP(1980～2019年)



## 一人1日あたり支出額による階層別人口分布の国際比較



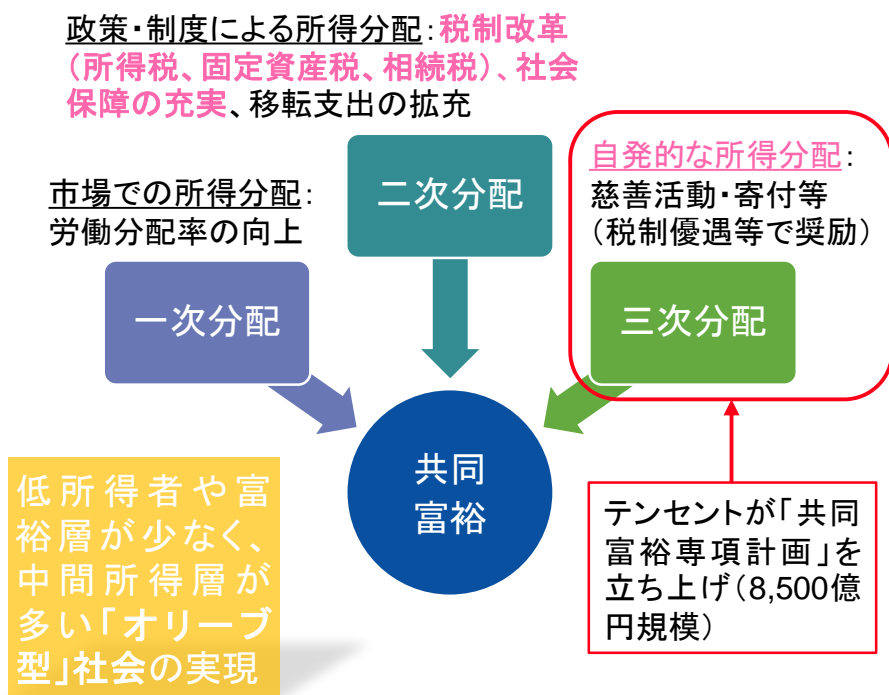
(注) 一人1日あたり支出額は、2011年基準PPPベース  
 (出所) World Bank PovcalNet より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 共同富裕の狙いは「高すぎる収入の合理的な調整」

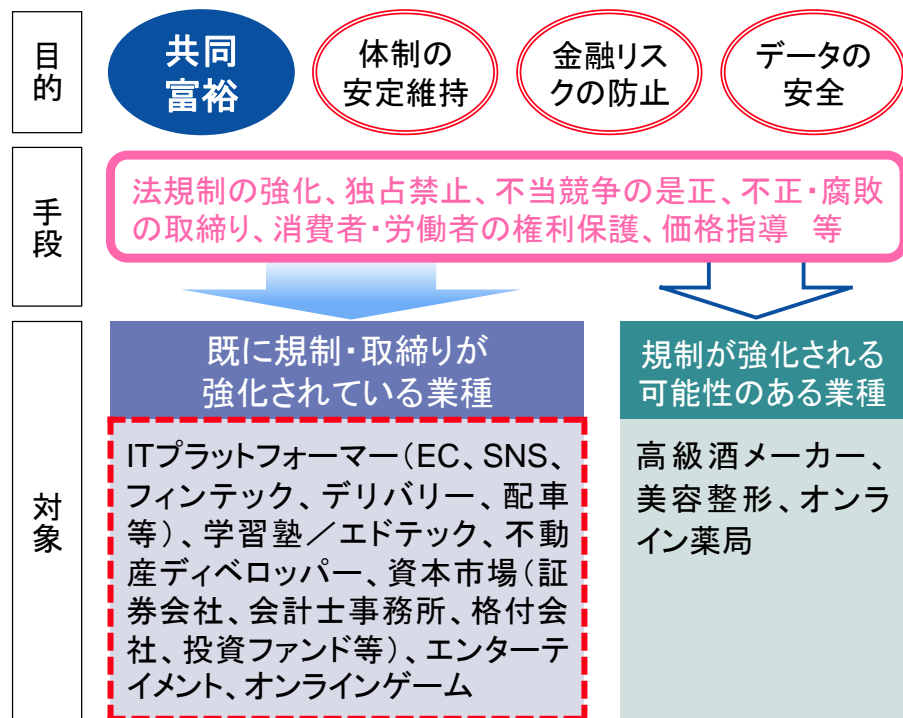
## ■ 政府は資本の「二面性」を意識した管理監督を強化

- 「収入分配秩序を整頓し、違法収入を断固として取締る」として、特に民営企業の影響力が大きい業界において市場行為に対する監督指導や不正・腐敗の摘発が一段と強まるものとみられる
- また格差是正に向けて税制や社会保障による「調節の強化」に加え、「高すぎる収入の合理的な調整」を図るため「高収入層・企業がより多く社会に還元することを奨励」(三次分配の強化)する考えを示す

## 所得分配による「共同富裕」実現のイメージ



## 当局による「高すぎる収益の合理的な調整」のイメージ



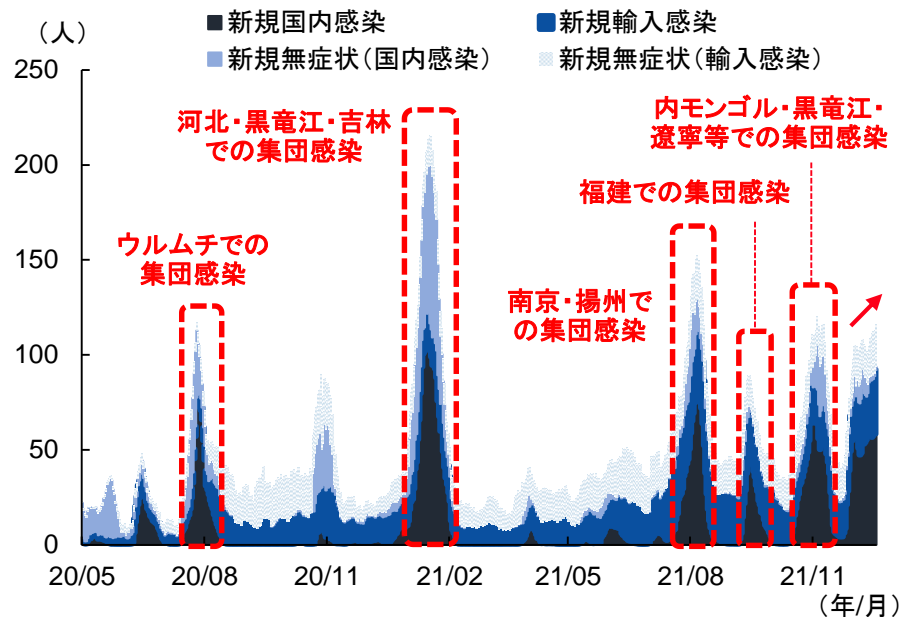
(出所) 中国共産党新聞網、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 中国共産党新聞網、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 最大の不確定要素はコロナ。懸念された浙江省の新規感染は一先ず収束

- 感染拡大による局地的なロックダウンが頻発
  - ゼロコロナ政策で早期収束を図る一方で消費を下押し。感染拡大がみられた浙江省や上海市等では春節(旧正月)期間の帰省自粛を呼びかけ
- 消費の重石となるも生産や物流に与える影響は今のところ限定的
  - 製造・物流拠点である臨海部への広がりを注視

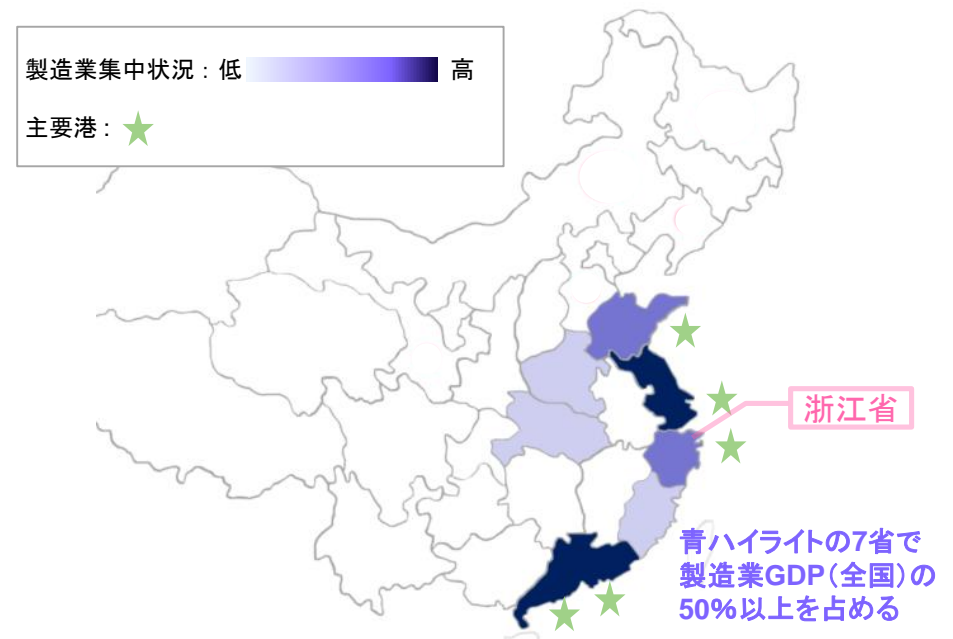
## 中国全土の新規感染者数



(注) 後方7日間移動平均値。直近は2021年12月22日

(出所) 国家衛生健康委員会、CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

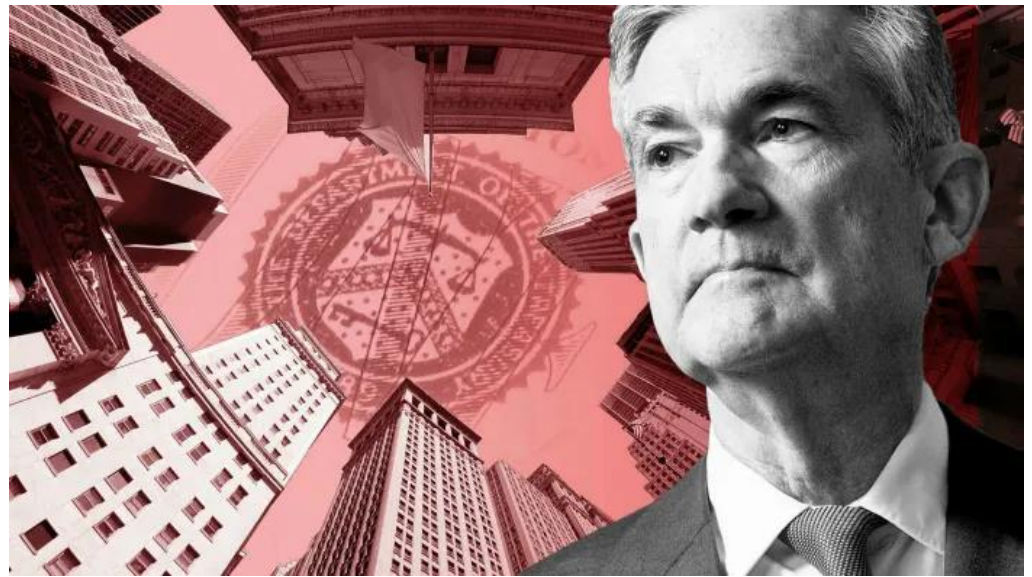
## 中国本土における製造業集中状況と



(注) 感染者数は、直近2週間のうち人数が多い方を示す

(出所) 国家衛生健康委員会、CEIC data より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成





(出所) The Economist Nov. 23<sup>rd</sup> 2021

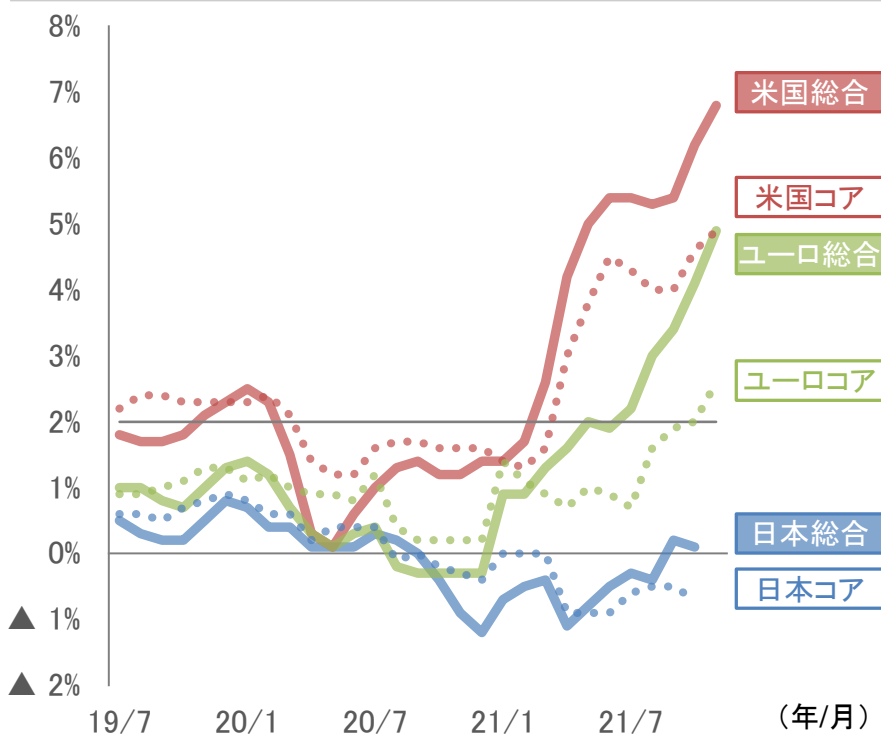
## 米インフレの行方と金融政策 ～インフレファイターとしての力量問われるFRB～



# 米国では供給制約に起因するインフレ懸念が台頭

- 日欧と比較して際立つ米国のインフレ圧力
  - 変動の大きい食料品・エネルギーを除く消費者物価指数は、米国(前年比4.6%)がユーロ圏(同2.6%)を大きく上回る。日本はマイナス圏の推移
- 「インフレ」のGoogle検索数は9月以降に急増。足元で過去最高を記録⇒インフレに対する世間の関心の高さを示唆

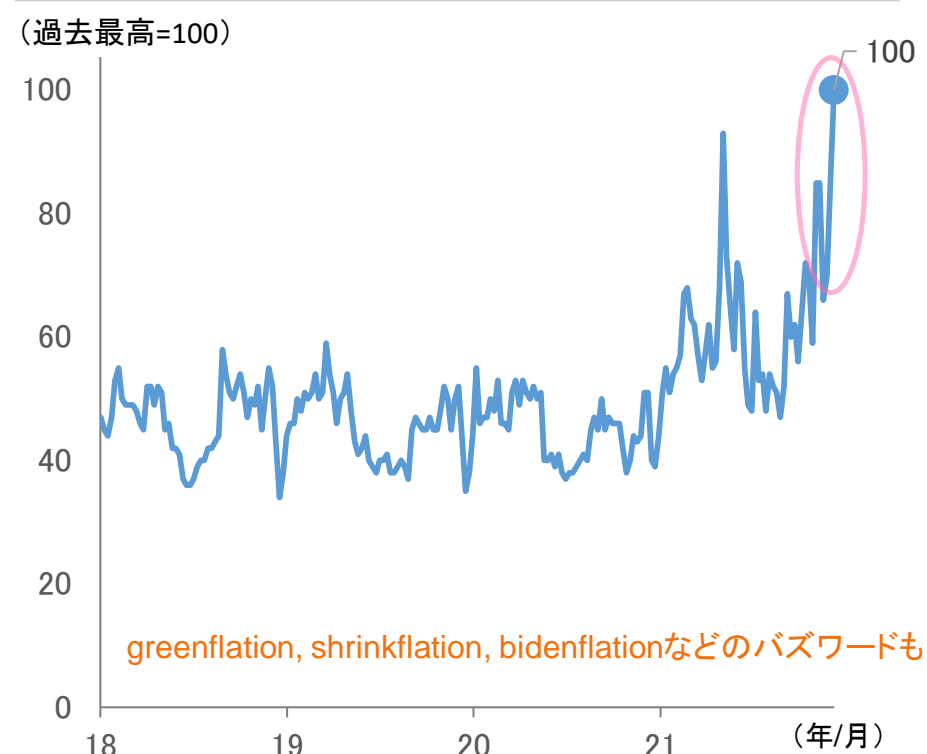
## 消費者物価の日米欧比較



(注) コアは食料品・エネルギー除くベース

(出所) 米国商務省、EuroStat、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 「インフレ(inflation)」のGoogle検索数

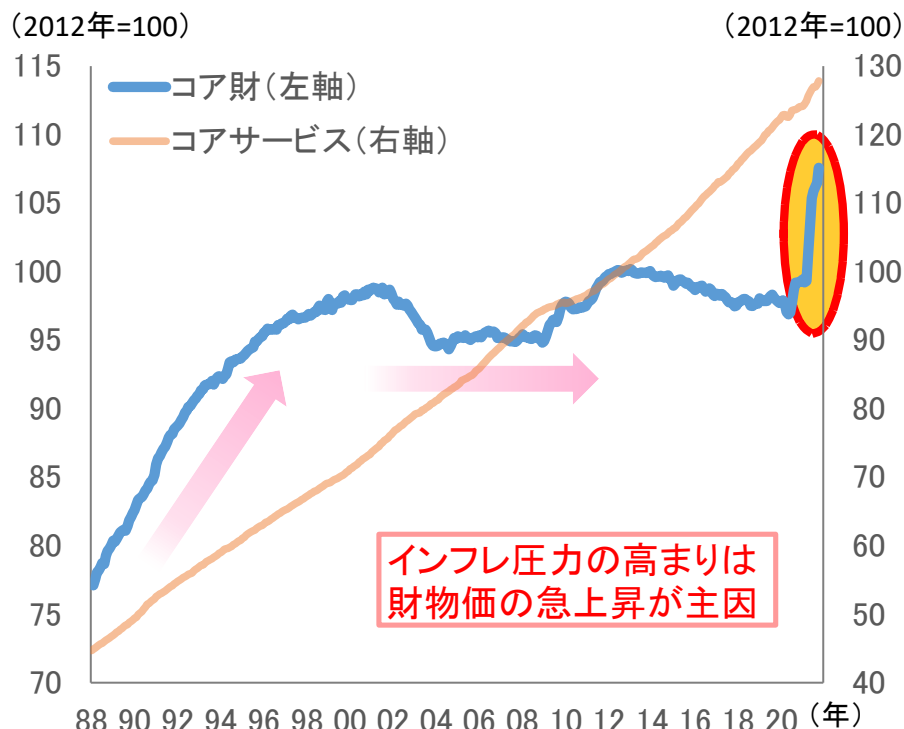


(出所) Google trendsより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# インフレ圧力増大の主因は財物価の急上昇

- インフレ圧力の高まりは財物価の急上昇によるもの
  - コロナ禍以前のコア財物価は長期デスインフレの時代。新興国経済(特に中国)のグローバルマーケットへの統合が、供給力を大きく高め、需要拡大下のデスインフレにつながったがコロナ禍で状況が一変
- 背景に財消費とサービス消費のゆがんだ回復
  - 感染懸念からサービス消費の回復が遅れる一方、財消費はトレンドを大きく上回る状況が継続

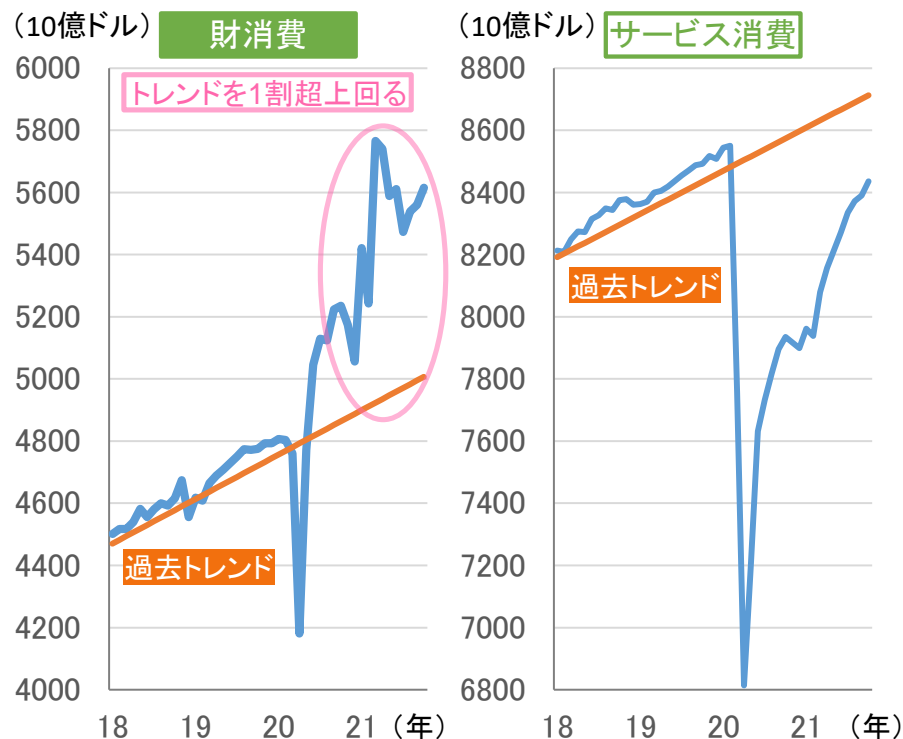
## 財物価とサービス物価の長期推移



(注) 食品・エネルギーを除くコア

(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

## 財消費とサービス消費のトレンドからの乖離状況

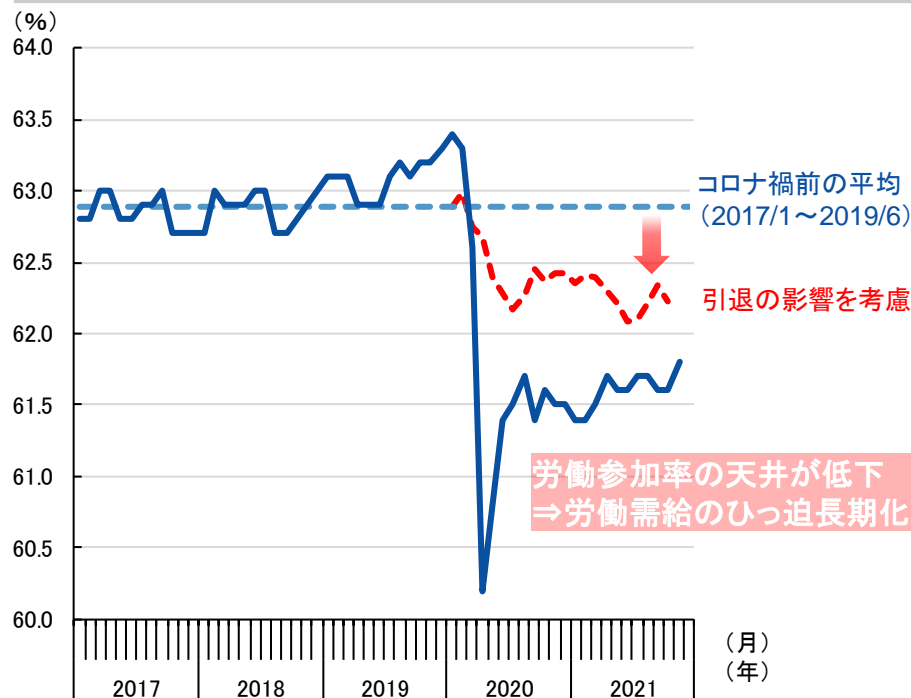


(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 引退の増加で労働供給制約が長期化。人手不足下で賃金は急上昇

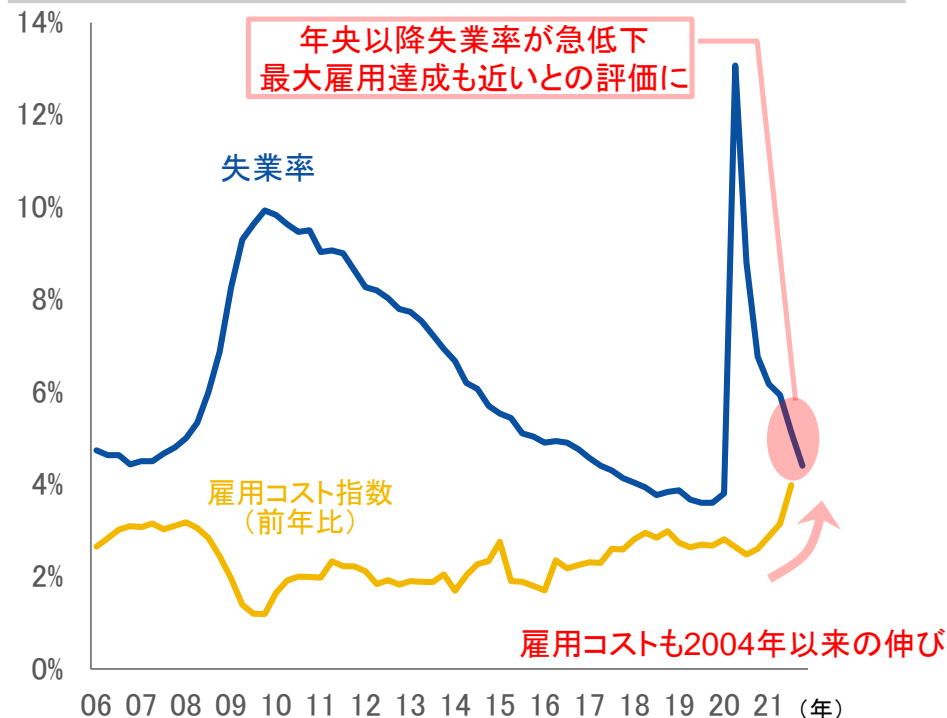
- 学校再開や失業給付の一部失効等でも労働参加率はほとんど回復せず。また引退により労働参加率の天井が低下
  - オミクロン株の拡大による感染懸念の強まりは労働供給の回復を一段と遅らせるリスク
- 労働需給がひっ迫し、人手不足が深刻化する中、人材確保のため賃上げ・福利厚生拡充の動きが相次ぐ
  - 雇用コスト指数(7～9月期)は前年比+4.0%に急上昇、賃金・給与の急伸に加え、付加給付も緩やかに上昇加速
  - 賃金上昇を受けて、米消費者の賃金上昇期待がコロナ禍以前には見られなかった3%超に

## 労働参加率



(注) 引退の影響は2017~2019年の引退率のトレンドと実績との乖離から計算  
(出所) 米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 失業率・雇用コスト指数



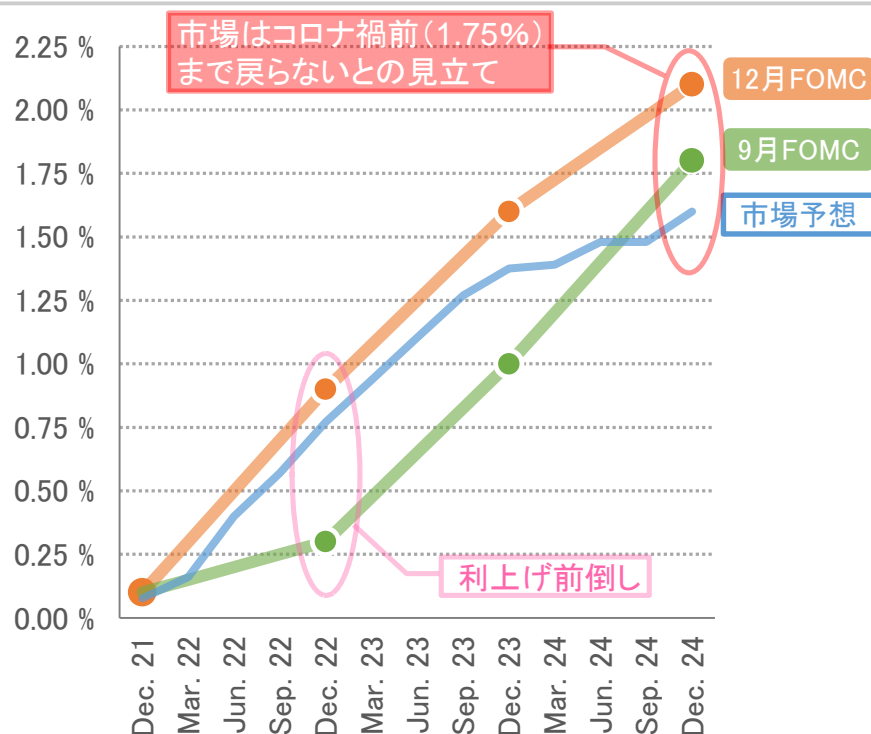
(注) 福利厚生費などに含めた雇用コストを示した指数。直近の失業率は10~11月平均  
(出所) 米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 2022年3月テーパリング終了と同時に利上げ開始へ

## ■ FEDはインフレ警戒モードにシフト

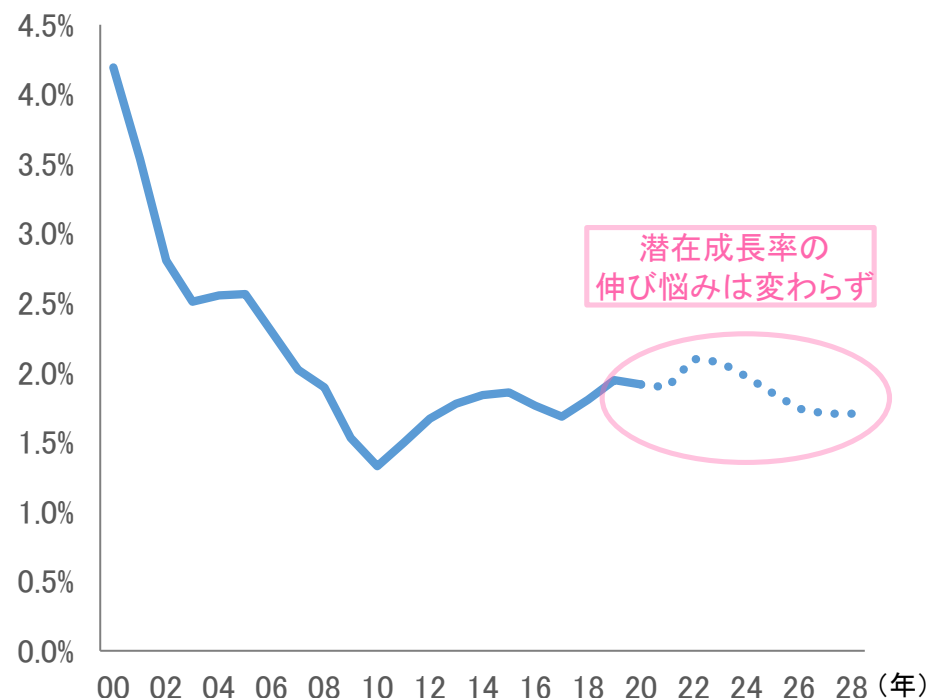
- 12月FOMCではテーパリングの加速を決定するとともに、フォワードガイダンスで利上げに向けた条件がそろいつつあるとの認識を示す。足元のインフレ圧力の高まりを懸念し、テーパリング終了後の3月に利上げ開始へ
- インフレ圧力の長期化が見込まれる中、市場は2022年に3回の利上げを見込む。一方、市場は継続的な利上げのハードルは高いとみており、2024年末でも政策金利はコロナ禍前の水準を下回るとの見立て。背景に米国経済の実力(=潜在成長率)に対する懸念

## FOMCと市場の政策金利見通し



(出所)FRB、Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国の潜在成長率



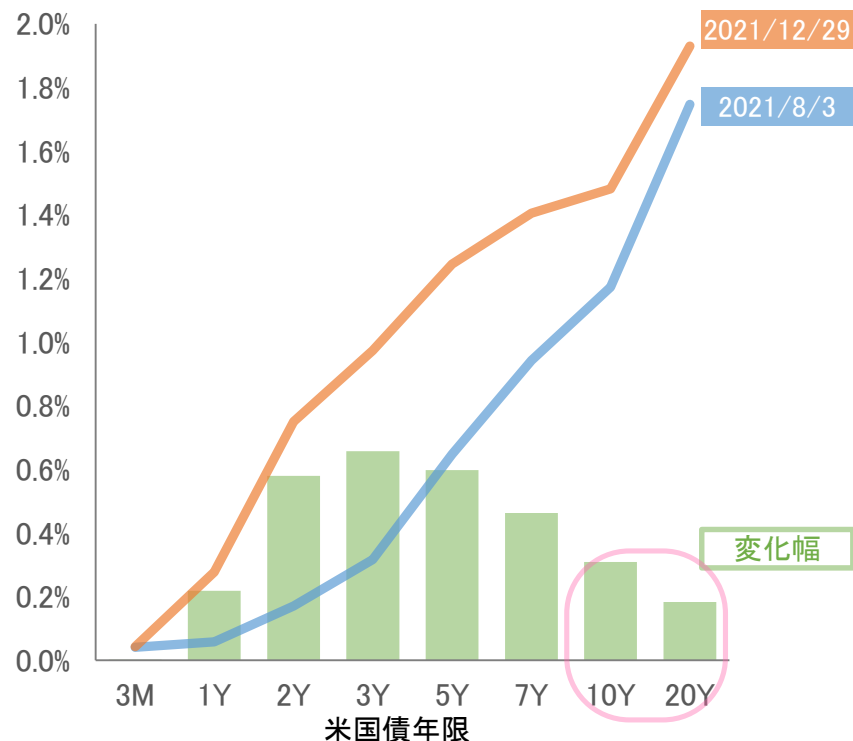
(注)破線は2021年以降の試算値

(出所)CBOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 早期利上げの一方で金融市場に潤沢なマネーがある状況は変わらず

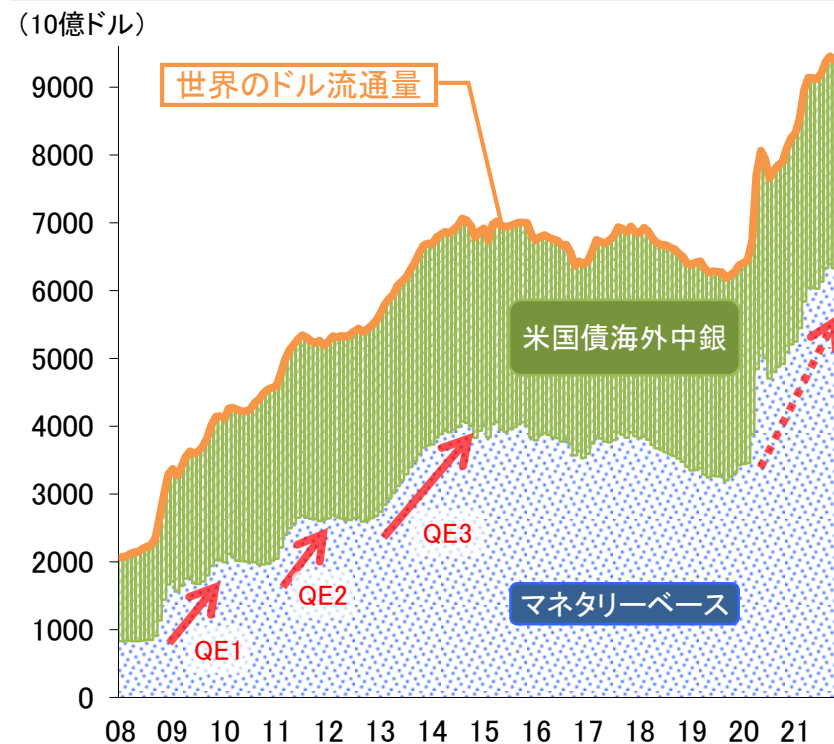
- 早期利上げ観測が高まる一方で米債券利回りの変化は限定的
  - オミクロン株の感染拡大懸念によるリスク回避の強まりが一因
- 利上げ織り込みが進むことで先行き長期金利は上昇に転じるも2022年末で2%近傍にとどまる公算
  - 3月にテーパリング終了を見込むが、その間も中央銀行の資金供給は拡大。既に世界のドル供給量は9兆ドルを超えており潤沢なマネーが金利上昇を抑制

## 米国債年限別利回りの変化



(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 世界のドル供給量



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 内向き志向強める米国 ～米中対立の常態化にどう備えるべきか？～

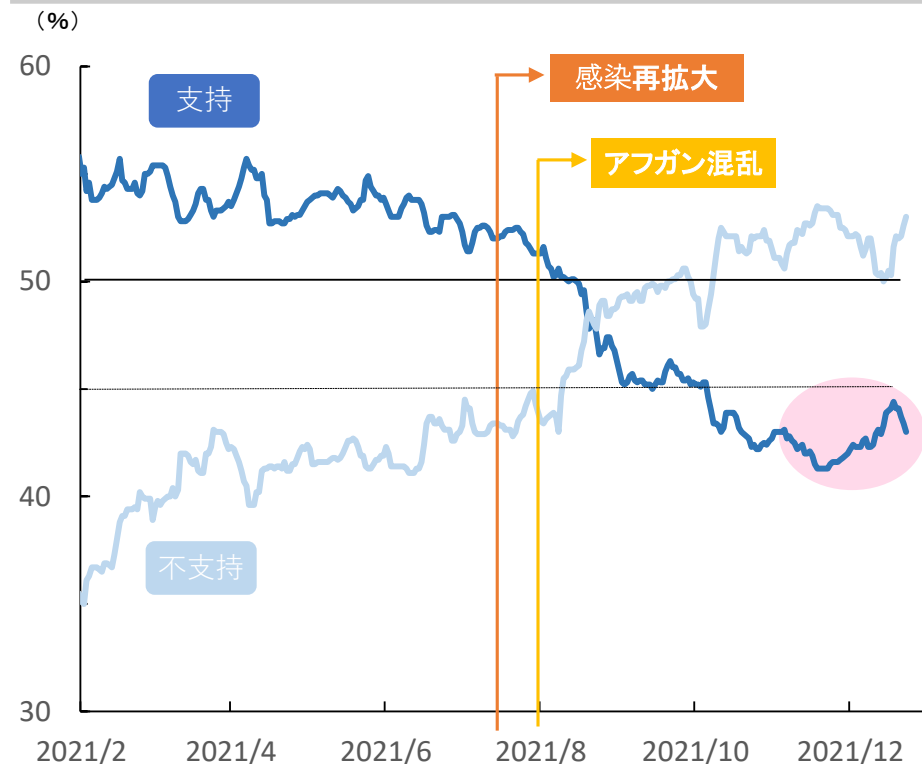


(出所) The Economist Nov. 6<sup>th</sup> 2021

# 内政: 支持率低下、議会運営に苦心、中間選挙の前哨戦で苦戦

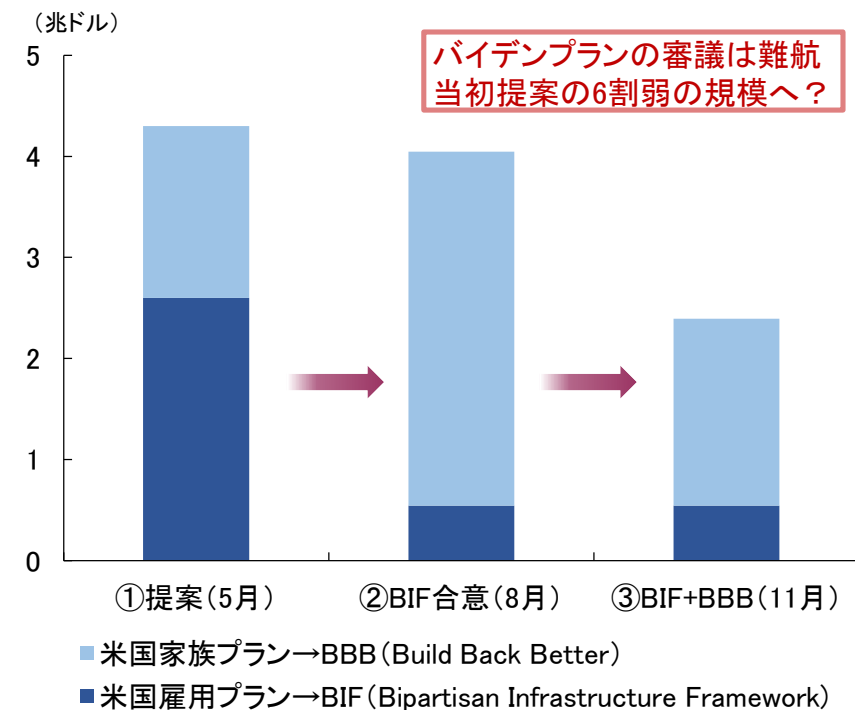
- バイデン氏の 支持率は40%台前半まで低下
  - コロナ感染再拡大、アフガン撤退の混乱等が重なり、バイデン氏の政権運営能力に対する期待がはく落
  - 足元はインフレや移民問題を中心にバイデン政権に対する不満が高まる
- 目玉のバイデンプランは議会審議の過程で大幅縮小。それでも審議が難航し越年

## バイデン大統領の支持率



(出所) Real Clear Politics集計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## バイデンプランの変遷



(注)③におけるBBBはバイデン政権案

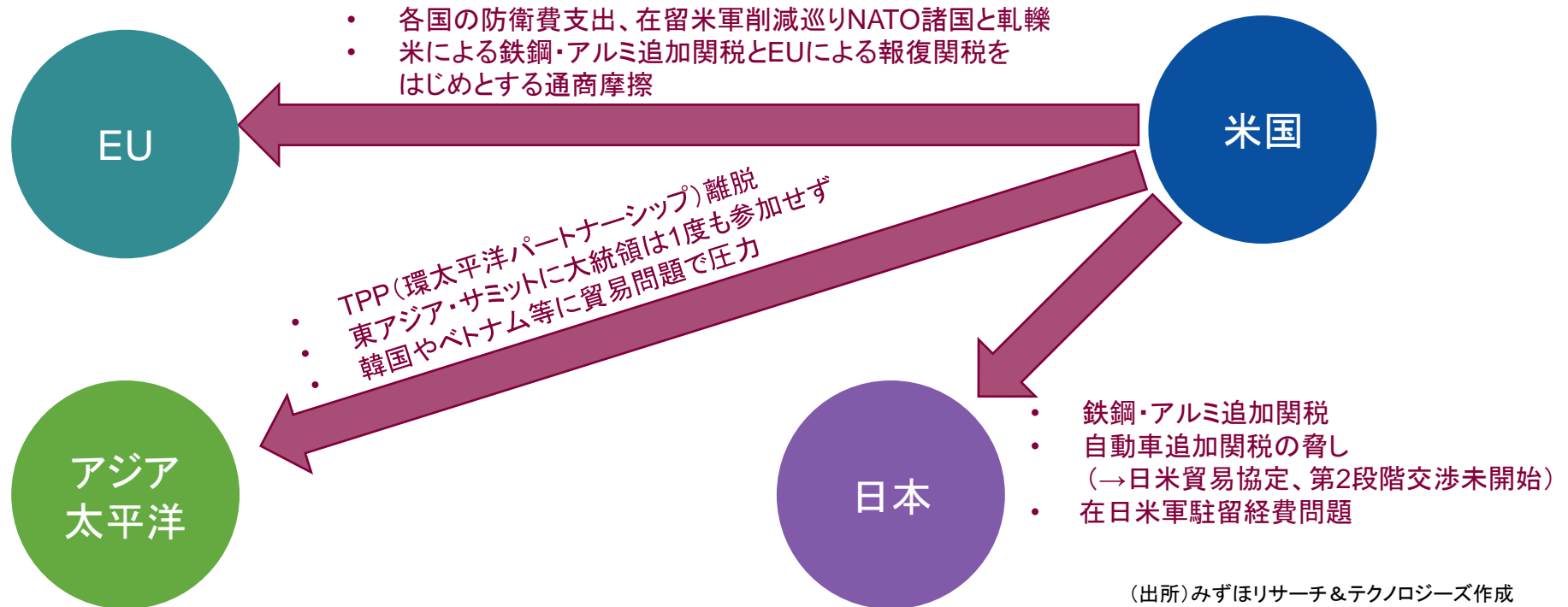
(出所) OMB、CBO等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## 外交：米国への信頼を取り戻すことに腐心

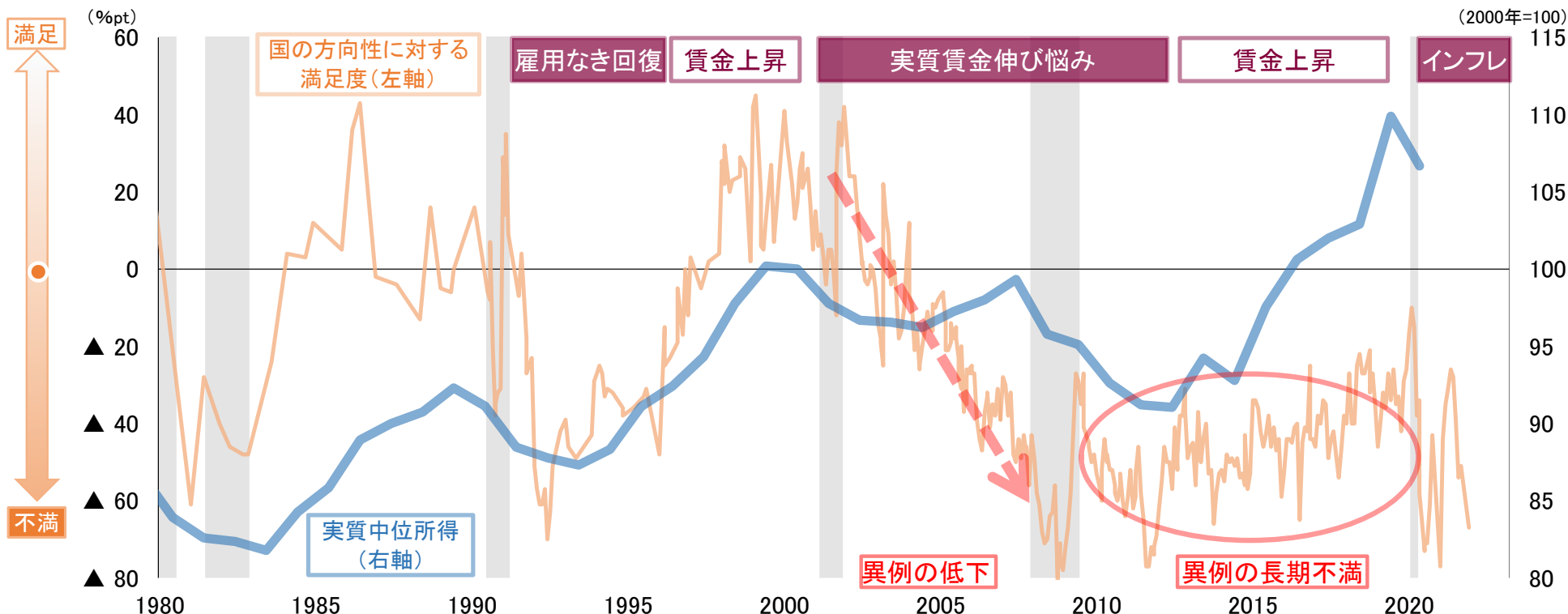
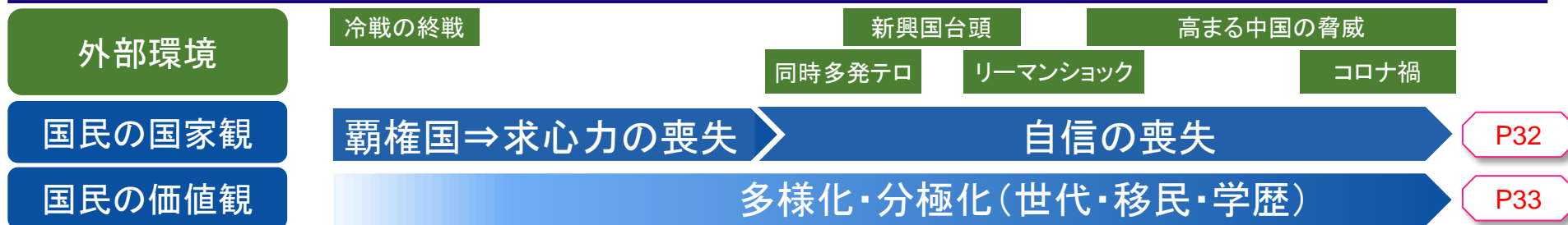
- バイデン外交は「マイナス」からの出発。トランプ政権下で傷ついた同盟関係の再構築
  - NATO(北大西洋条約機構)への「回帰」、鉄鋼・アルミ追加関税での合意等、EU(欧州連合)との関係修復図る
  - トランプ政権のアジア軽視から転換するも、アジア(インド太平洋)戦略は形成途上
  - 国内産業競争力強化を柱とした「攻め」の対中戦略も、議会で法案や予算が通らず一部停滞
  - アフガニスタン撤退での失点は、同盟国・パートナー国の米国に対する信頼性への疑念につながる

### トランプ外交の「負の遺産」



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国政治をとりまく抗えない潮流～溶解する既存の政治観～



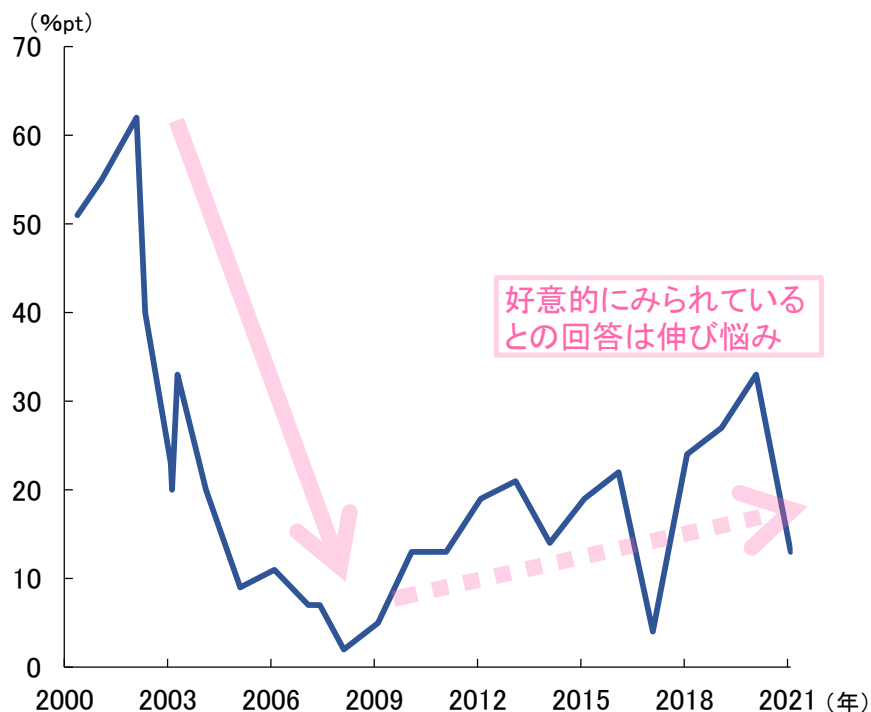
(注) 満足度は「満足している」-「満足していない」。網掛け部分は景気後退局面  
(出所) 商務省、Gallup調査より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

⇒既存の政治への不満

# 米国の世界における位置づけや、将来に対する自信を喪失

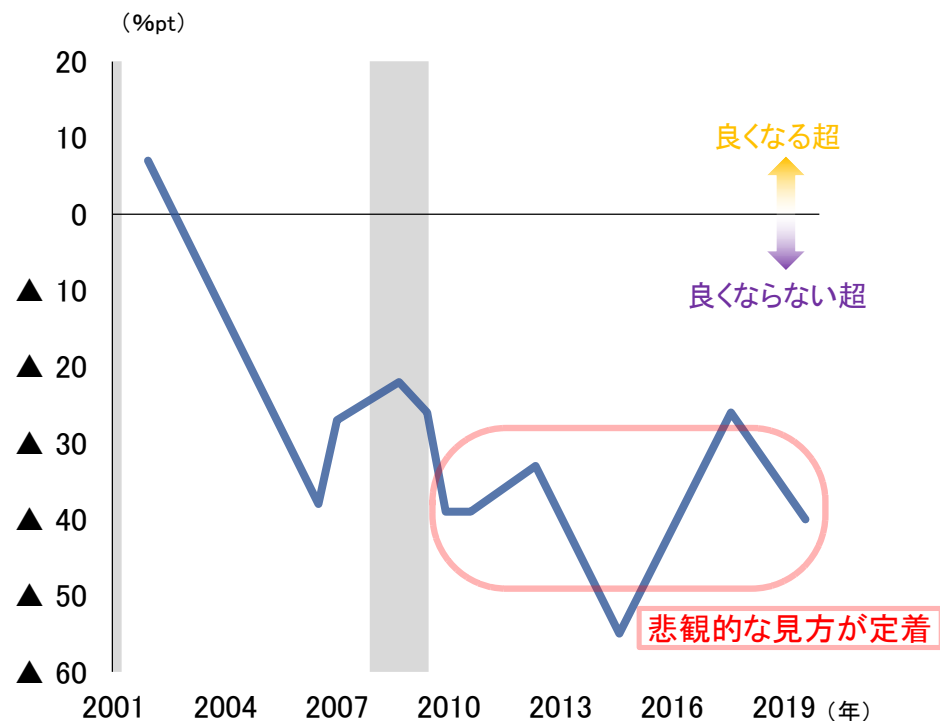
- 世界の超大国の裏付けとなる海外からの信頼に自信が持てず
  - 同時多発テロ後に、海外から「好意的にみられている」という自信が急低下、その後も本格的には復元せず
- 次世代の暮らしに関しても、悲観的な見方が定着
  - 子世代は親世代を超えられない(＝アメリカン・ドリームの実現)との意見が過半数に

## 米国は海外から好意的にみられているか



(注)「好意的にみられている」－「好意的にみられていない」  
(出所) Gallup調査より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 子世代の暮らしは親世代よりも良くなるか

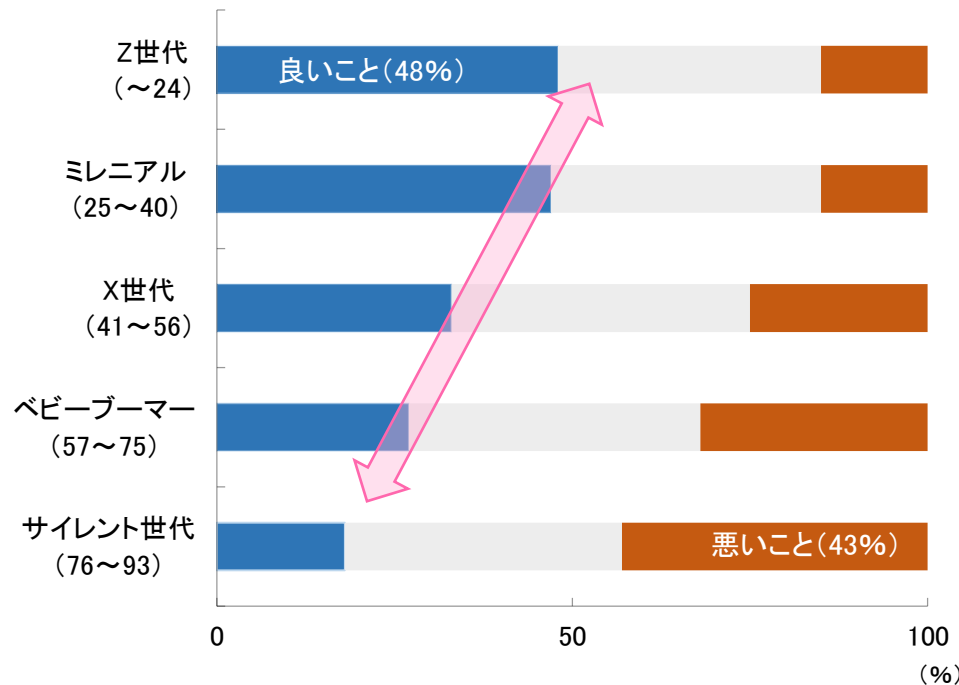


(注)「良くなる」－「良くならない」  
(出所) NBER、NBC/Wall Street Journal調査より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

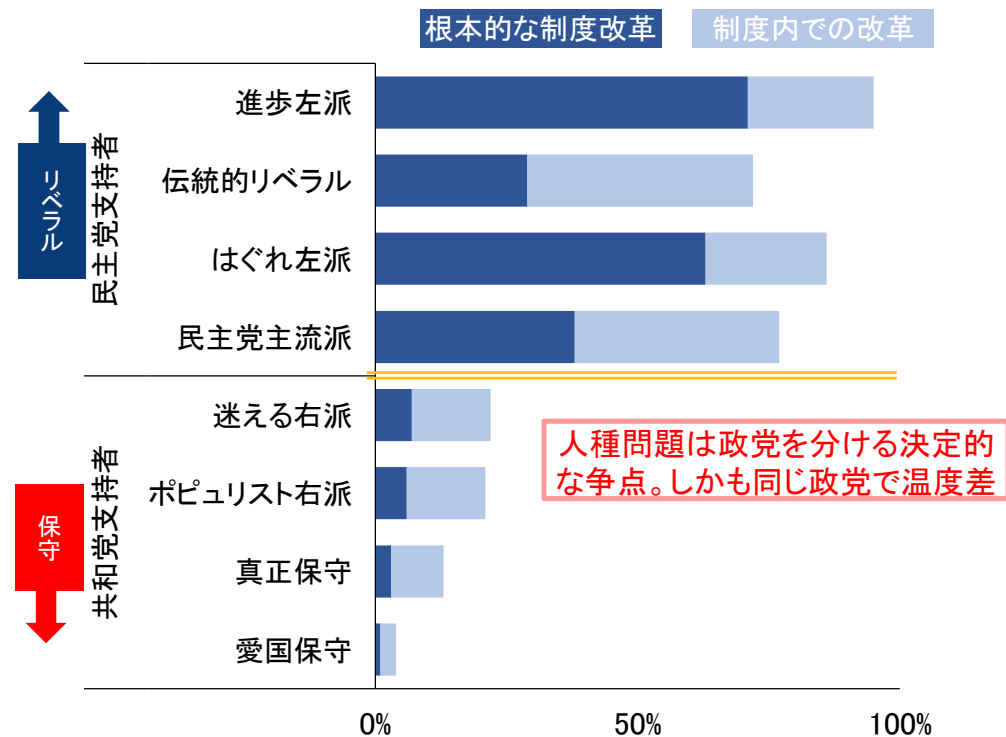
# 多様化や世代交代が、党派対立と重なりながら、社会の分断を加速

- 若い世代は民主党的な考え方との親和性が強い傾向
  - 若い世代は「大きな政府」に好意的であり、多様化にも寛容
- とくに人種問題は民主党支持者と共和党支持者の見解を分ける決定的な争点に

## 同性婚に対する評価



## 人種差別を解消する改革は必要か



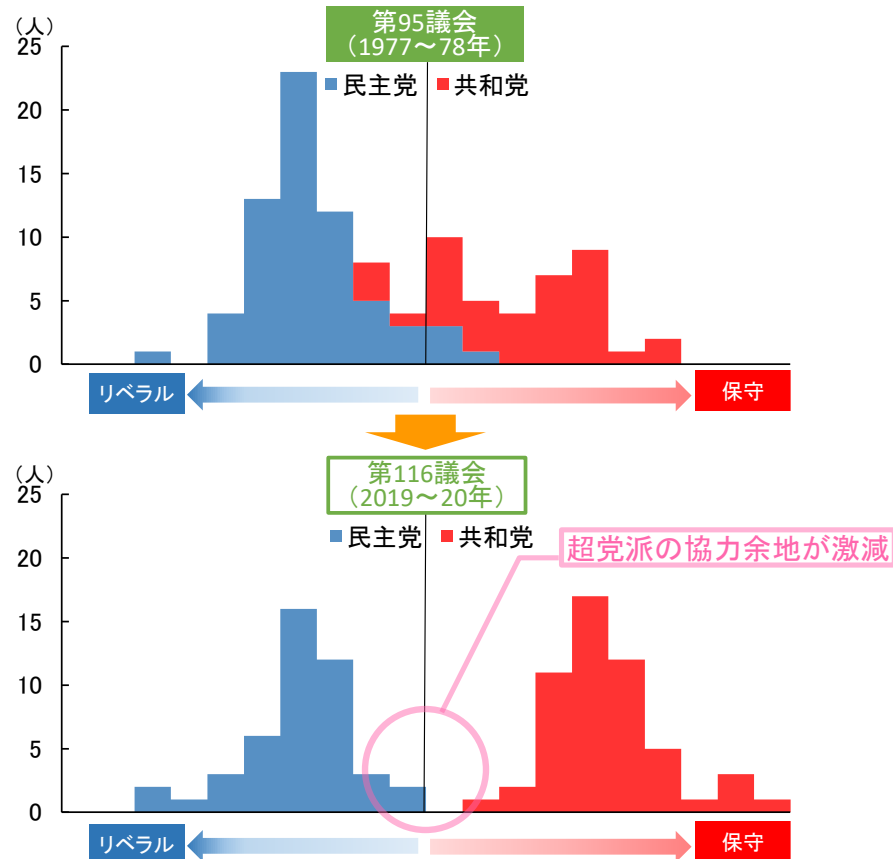
(注)カッコ内は2021年時点の年齢。2018年9月～11月調査  
(出所)Pew Research Center調査より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注)個別政策への立場等に基づく支持者の分類(順番は自称リベラル/保守の度合い)  
(出所)Pew Research Center調査より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# オーソドックスな政治への回帰は当面見込みがたい

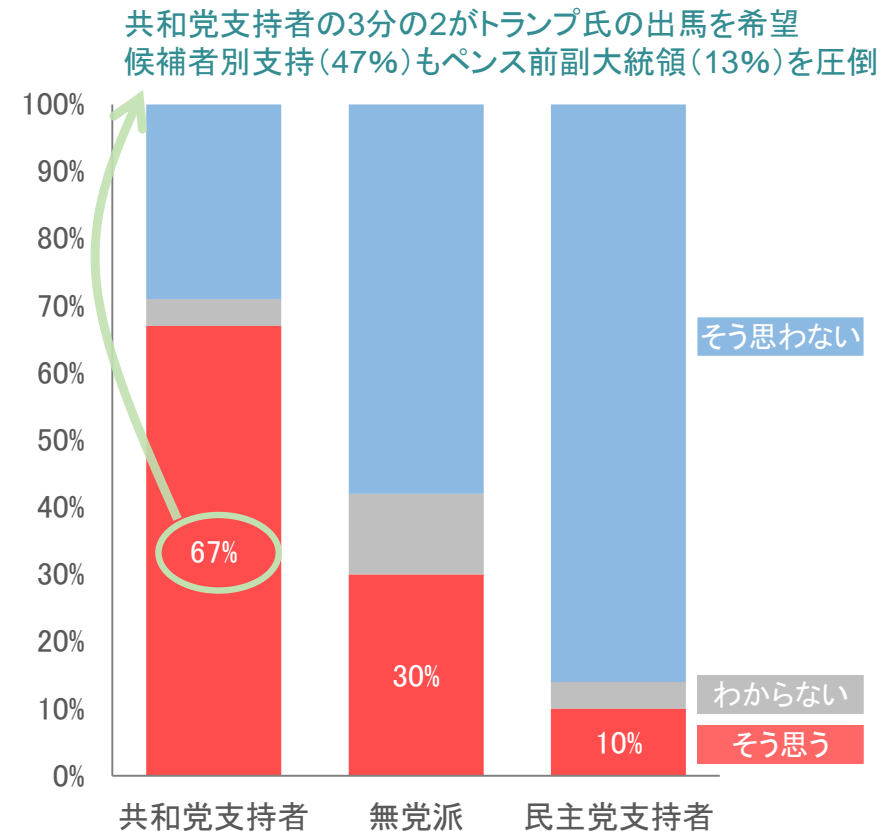
- 共和党と民主党の双方から、イデオロギー的に重なり合う議員が消滅  
 — 加えて同じ政党内でも意見対立が顕著に(民主党:進歩派v.s.穏健派、共和党:トランプ派v.s.反トランプ派)
- 強い政治不信と相まって、従来の枠をはみ出した過激な政治家が支持されやすい環境

## 投票行動からみた議員のイデオロギー(上院)



(出所) Voteview.comより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2024年の大統領選にトランプ氏は出馬すべきと思うか



(注) 2021年10月8日~11日調査

(出所) Morning Consult/POLITICO調査より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 政権浮揚のカギ握る3条件：足掛かりはあるが、いずれも前途多難

- バイデン政権の支持率回復に向けては、①公約の前進、②生活実感の改善、③非力な共和党が足掛かり
- 党派対立の厳しさを考えれば、40%を割り込む水準で支持率が定着する可能性は考えにくい
  - 一方で、同様の理由を背景に、支持率が回復した場合でも、50%前半までが限界か

### バイデン政権復活の3条件

条件	期待できる理由	懸念材料
①公約の前進	・インフラ法案(BIF)成立 ・後続法案(BBB)も最終調整	➤ 公約の売り込みが必須も <u>低い認知度</u> ➤ 必ずしも政権浮揚の <u>必要十分条件に</u> <u>ならず</u>
②生活実感の改善	・景気拡大持続、雇用改善 ・コロナ禍の落ち着きに期待	➤ インフレが <u>景気拡大の実感を損なう</u> ➤ 感染者減だけでは支持率回復に力不足。むしろ政府の役割縮小で「 <u>大きな政府</u> 」批判の糸口になりかねず
③非力な共和党	・共和党は明確な対案を示せず ・トランプ氏再登場に伴う論争(懸念)が再燃	➤ <u>トランプ支持者の盛り上がり</u> ➤ トランプ批判を急げば「過去にこだわる政党」とみられかねず

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 対中強硬策は最後の手段。強硬策にでるとすれば人権問題が入り口に

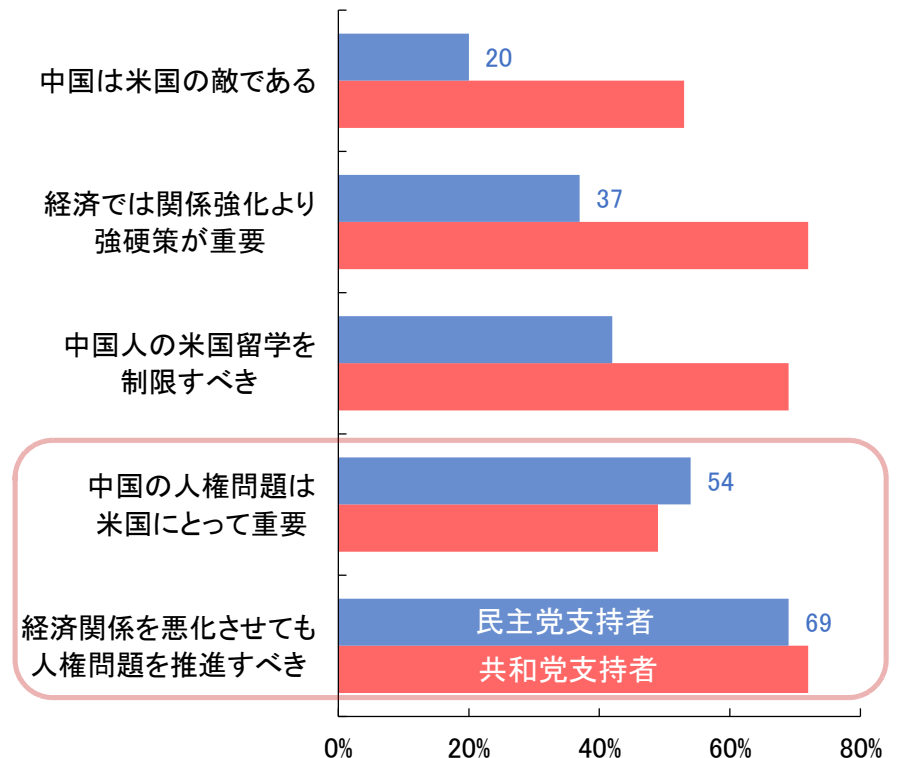
- 中国だけを取り出せば警戒感の高まりは超党派だが、優先順位では支持政党による違いが明白
  - 共和党支持者は中国を脅威ととらえる傾向が強い一方で、**民主党支持者の関心は国内や気候変動に**
- 経済関係については、民主党支持者は強硬派が主流とはいえず、インフレ等での副作用も懸念材料
  - 対中政策で強硬に出るとすれば、**民主党支持者でも関心が高い人権問題が入り口に**

## 米国にとっての脅威

	共和党支持者	民主党支持者
①	<b>中国の台頭(67%)</b>	コロナ・疫病(87%)
②	国際的なテロ(62%)	気候変動(75%)
③	移民・難民流入(61%)	国内の人種格差(73%)
④	国内の暴力過激派(60%)	海外からの選挙介入(69%)
⑤	イランの核開発(54%)	国内の経済格差(67%)
⑥	世界的な経済減速(53%)	世界的な経済減速(61%)
⑦	北朝鮮の核開発(53%)	国内の政治的分裂(59%)

(注) 2020年7月2日～19日調査  
(出所) The Chicago Council on Global Affairs調査より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 対中政策に関する考え方



(注) 2021年2月1日～7日調査  
(出所) Pew Research Center調査より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 中国は「弱い米国」に対して安易な譲歩は不要とのスタンス

- 習近平政権は、「中国の特色ある社会主義制度の優位性」に自信を深める
  - 統制強化により社会・経済の安定を実現できていることや、新型コロナの封じ込めに成功した経験が大きく影響
  - 金融危機以降の民主主義世界の動揺、とりわけ米国のコロナ対応や大統領選をめぐる混乱がその自信を裏打ち
- 中国の自信は対米外交姿勢にも反映。決定的な対立は避けたいが、安易な譲歩も必要ないとの認識を強める
  - 11/15米中オンライン首脳会談では、競争を軍事的対決にエスカレーションさせないよう「管理」するとの認識を共有

## 中国の対米外交における主な対抗措置と思惑

テーマ	主な対抗措置	中国の思惑
貿易(制裁関税、輸出規制)	● 報復関税措置 ● 『輸出管理法』の制定	交渉等により追加関税や輸出制限の解除を目指す
投資／市場参入	● 市場開放の拡大、知財保護の強化	交渉等により対中投資制限の解除を目指す
産業政策	● 国有企業改革 ● 科学技術の自立自強	国内改革は進んでいるとして米国の要求を退ける一方、外圧をテコに構造転換を推し進める狙いも
サイバー／データ管理	● 『サイバーセキュリティ法』『データ安全法』『個人情報保護法』の制定	国家安全上の懸念からデータの囲い込みを強化。CPTPP加入交渉で対外開放の余地探る
人権(ウイグル・香港等)	● 『香港国家安全維持法』の制定 ● 『反外国制裁法』の制定(報復制裁)	「核心的利益」であり、妥協の余地なし
台湾	● 台湾と外交関係を有する国の切り崩し ● 国際的な組織からの台湾の排除	「核心的利益」であり、妥協の余地なし
南シナ海／東シナ海	● 中国による統治管理の既成事実化 ● 『海警法』の制定	「核心的利益」を含むが、決定的な衝突は回避
気候変動	● カーボンニュートラル目標(2060年)	過度なコミットを回避しつつ、グリーン投資を先導
新型コロナ	● 新興国へのワクチン供給	中国責任論を回避しつつ、国際協力を拡大

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 欧州は米国との関与を保ちつつ、安全保障・経済面で自立を目指す

- 安全保障面では米国の軍事力への依存度を下げるため欧州軍を創設する構え
  - 米国主導のアフغانستان撤退が混乱したことが、米国の軍事力に頼りすぎるべきではないとの危機感を高める
  - 一方、NATO独自の強みもあるとし、連携強化のため、2021年末までにEU・NATO共同宣言を提示する予定
- 経済面では戦略的自立を目指す。対中戦略では、米国と価値・安保で共同歩調をとる半面、経済では独自路線も
  - EU利益の擁護などを柱とする新通商戦略や、対外脆弱性軽減のための産業政策を打ち出す
  - インド太平洋地域との関係強化推進。対中関係は、人権や台湾を重視しつつも、経済面では利益確保を狙う

## 欧州軍創設に関連する要人発言

フォン・デア・ライエン  
欧州委員会委員長



「我々には欧州防衛連合が必要」(2021年10月)

ミシェル  
EU大統領



「2022年は欧州防衛の年」(2021年10月)

マクロン  
仏大統領



「われわれが今経験しているのはNATOの脳死」(2019年11月)

## EU: 新通商戦略のポイント(2021年2月)

「開かれた戦略的自立性」関連のポイント

環境

EU国境炭素税導入を念頭に、**EUへの輸入品に特定の生産工程の要件を課す**ことを正当とする

デジタル

デジタル規格やデータ保護などのルールについて**EUは主導権を握る**

EU規制

**EUの規制アプローチを積極的に世界に広める**

第三国

近隣諸国やアフリカとの関係を強化  
(**米中依存度の低下**)

公平な競争条件の確保

通商協定の規定が守られているか、積極的に監督。**EU企業を不当な貿易慣行から守るための法的手段を提案**

(出所) 欧州委員会、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 欧州委員会、ジェトロより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本も、欧州同様、「関与と自立」により対応

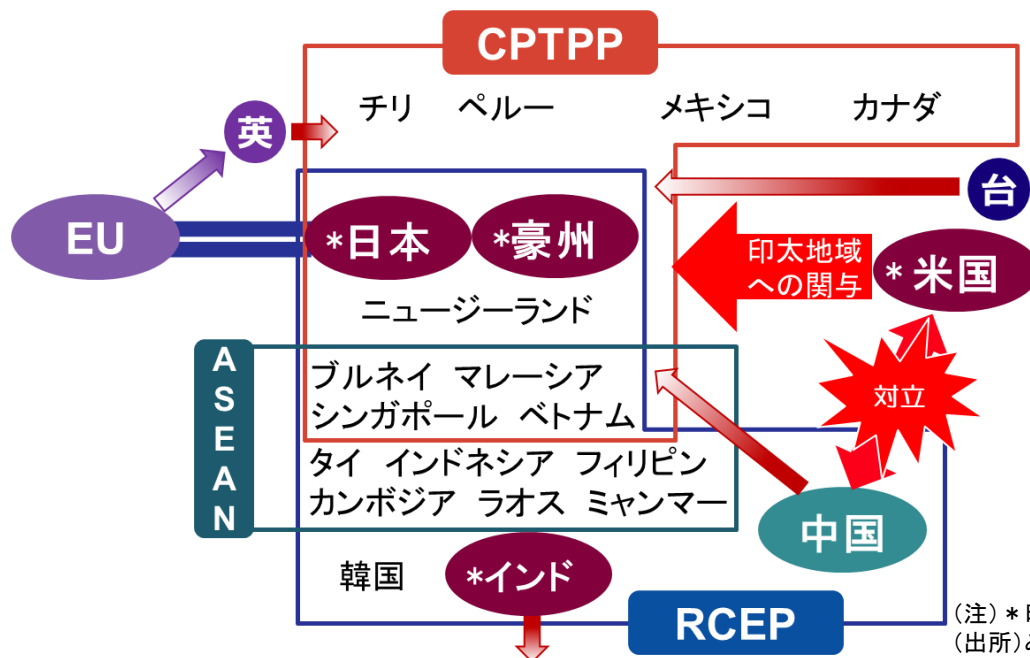
## ■ 米国のインド太平洋地域への関与を確保する枠組みの構築・活用

- 日米同盟機軸、「自由で開かれたインド太平洋(FOIP)」推進は日米共通の利益であり、日本外交の柱
- Quad等を活用し、日米共同でインド太平洋地域のルール形成やASEAN等の第三国支援を進める

## ■ 「頼れない米国」や「米国第一」に備え、自立性を高める政策も同時に進める必要

- EUや英国、豪州等の「ミドルパワー」との連携を強化し、米中への発言力確保
- 防衛力とともに経済安全保障の強化を図り、「必要とされる日本」に
- 中国とは、米国と共同歩調をとりつつも、「建設的かつ安定的な関係」の構築を図る

## インド太平洋地域の日本を中心とした主な連携



## 経済安全保障推進法案(仮)の4本柱

サプライチェーン 強靱化	重要物資の国内生産支援(国内供給優先)
基幹インフラの 安全確保	安保上脅威となる外国製品の導入防止、政府による事前審査
特許の 非公開化	軍事転用可能な機微な技術の特許を非公開に
先端技術の 開発支援	先端技術の研究開発への資金提供、情報漏洩防止

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) \* 印は4カ国戦略対話(Quad)参加国  
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



The fears about Japan's debt are overblown

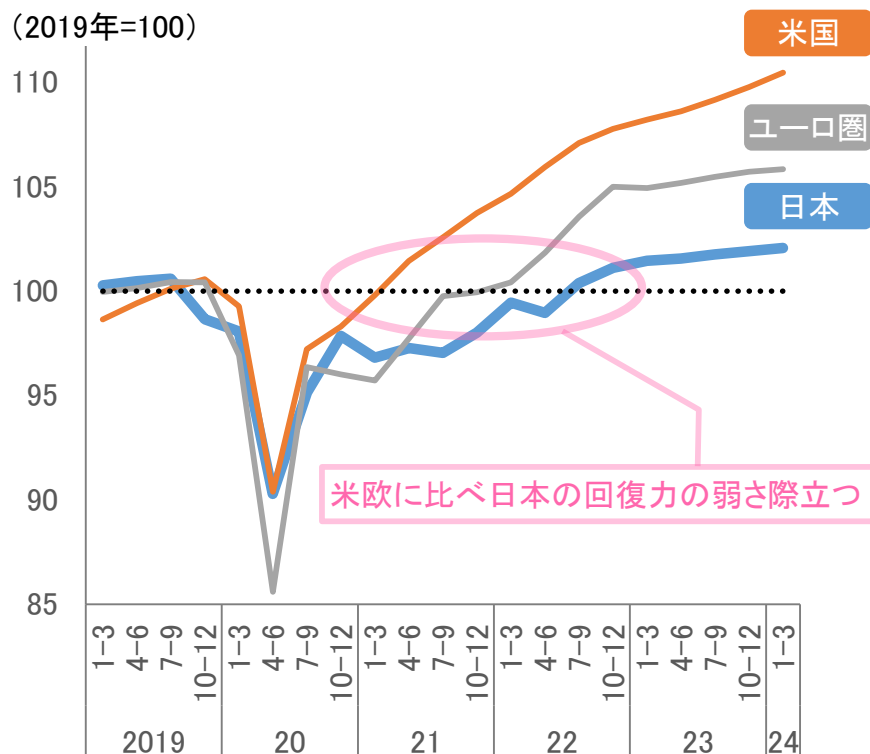
(出所) Financial Times Sep. 5<sup>th</sup> 2017, OPINION Robin Harding

見劣りする日本経済の回復力  
～キシダノミクスが挑む「成長と分配の好循環」～

# 際立つ日本経済の回復力の弱さ

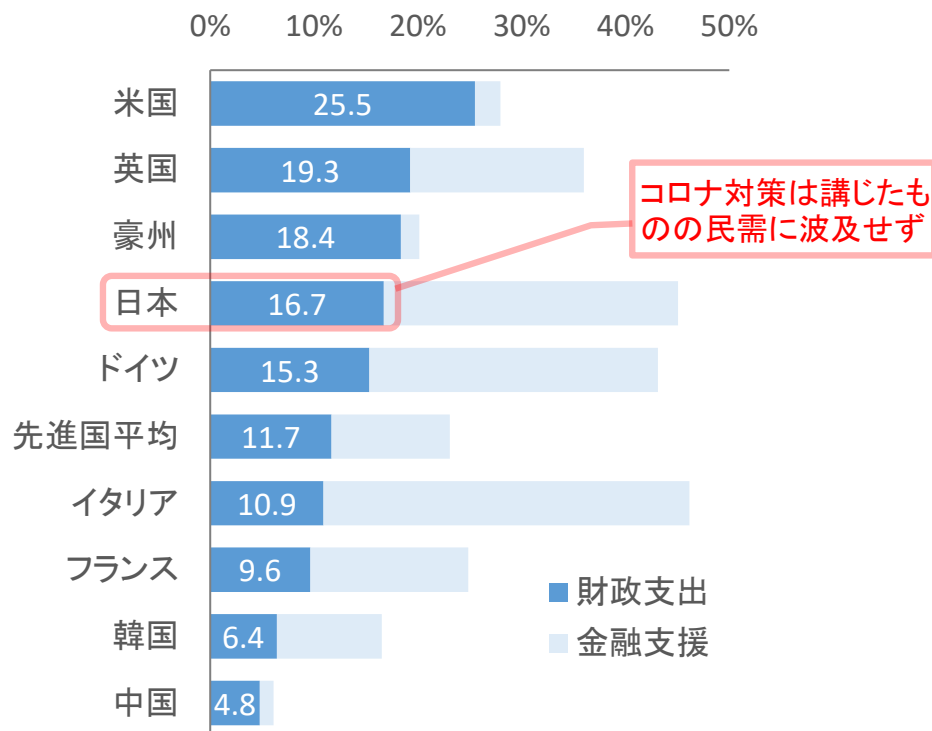
- 米国は21年4-6月期時点で既にコロナ禍前(2019年平均)の水準を上回る
  - ユーロ圏も年内にはコロナ前水準に復する見込み。一方、日本は欧米に比べて緩慢な回復にとどまる
- 米国は経済規模の25%に相当する巨額の財政支出が経済を押し上げ
  - 日本も先進国平均を上回る財政支出を講じたものの回復加速にはつながらず。民需の弱さ際立つ

## コロナ禍からの回復状況(日米欧比較)



(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

## 政府によるコロナ対策の規模(対GDP比)

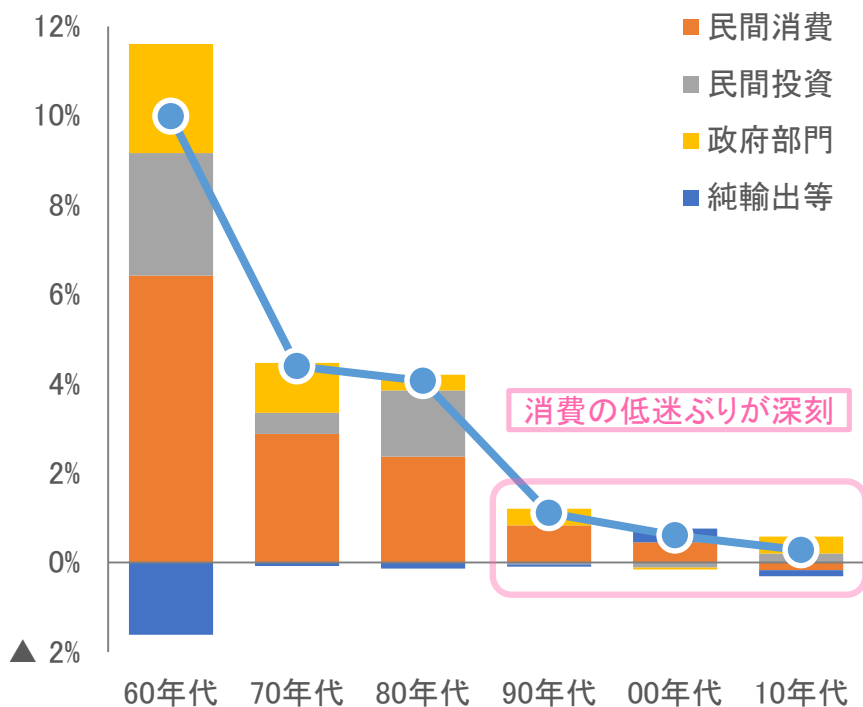


(出所)IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 回復力見劣りの一因に染み付いたデフレマインド(増えない賃金)

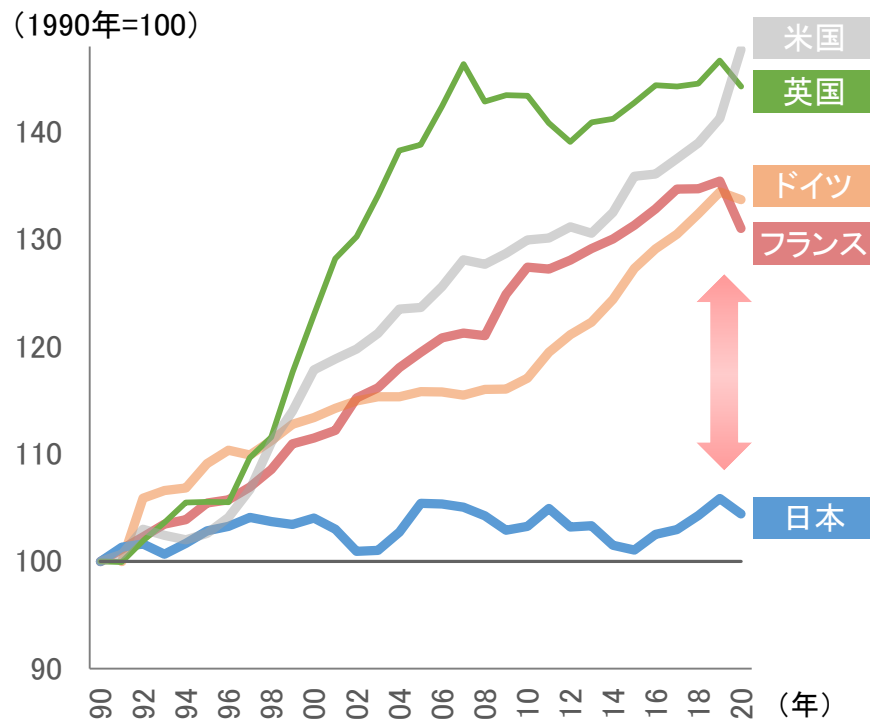
- 60年代の高度経済成長をけん引した個人消費だが90年代に入り急減速
  - 2010年代の寄与はほぼゼロ
- 背景には賃金の伸び悩み
  - 実質平均年収は1990年以降もほぼ横ばい推移。30年で1.3～1.5倍になった欧米諸国との差は歴然

## 実質GDP成長率の寄与度分解(長期系列)



(出所)内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 主要国の実質平均年収の推移



(出所)OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# キシダノミクスは日本経済を再起動できるか

- 「新しい資本主義実現会議」の提言は成長と分配の双方に配慮した内容ながら、具体策は分配に軸足
  - 公共部門を活用した分配戦略が目立つ一方、**科学技術立国関連や人への投資などの成長戦略の評価は未知数**
  - 「新たな全世代型社会保障構築会議」「デジタル田園都市国家構想実現会議」「デジタル臨時行政調査会」の検討結果と統合し、**2022年春にグランドデザインとその具体化の方策を取りまとめる方針**

## 「新しい資本主義実現会議」緊急提言の主な内容

項目	主な内容
科学技術立国の推進	10兆円規模の大学ファンド設立。博士後期課程学生の継続的支援。デジタル、グリーン、人工知能、量子、バイオ、宇宙など先端科学技術の研究開発・実証。健康・医療・介護、教育等の分野におけるデータ利活用の推進。利用料の透明化によるキャッシュレス利用環境の整備。クリーンエネルギー技術への投資。「デジタル田園都市国家構想」の起動。地域の中小企業のDX推進。教育のICT環境の整備
経済安全保障	戦略技術・物資の特定、技術の育成。技術流出の防止等に向けた取り組みの推進。半導体工場の立地支援
人への投資	労働移動の円滑化と人的資本への投資の強化。新たなフリーランス保護法制の立法。同一労働同一賃金の徹底。奨学金の所得連動返還方式の見直し。子育て世代の教育費、住宅費の支援。
企業の賃上げ促進	賃上げした企業に対する税の軽減措置の拡充。公共事業を含む年間約3兆円「政府調達」で賃上げに応じた企業から優先的に物品やサービスを購入。看護師、保育士、介護士の給与引き上げに向けた公的価格の抜本的見直し
その他	中小企業の事業継続・事業再構築・生産性向上の支援。取引適正化のための監督強化。GoToなどの経済再開などによる観光業支援。財政の単年度主義の弊害是正。スタートアップの徹底支援。

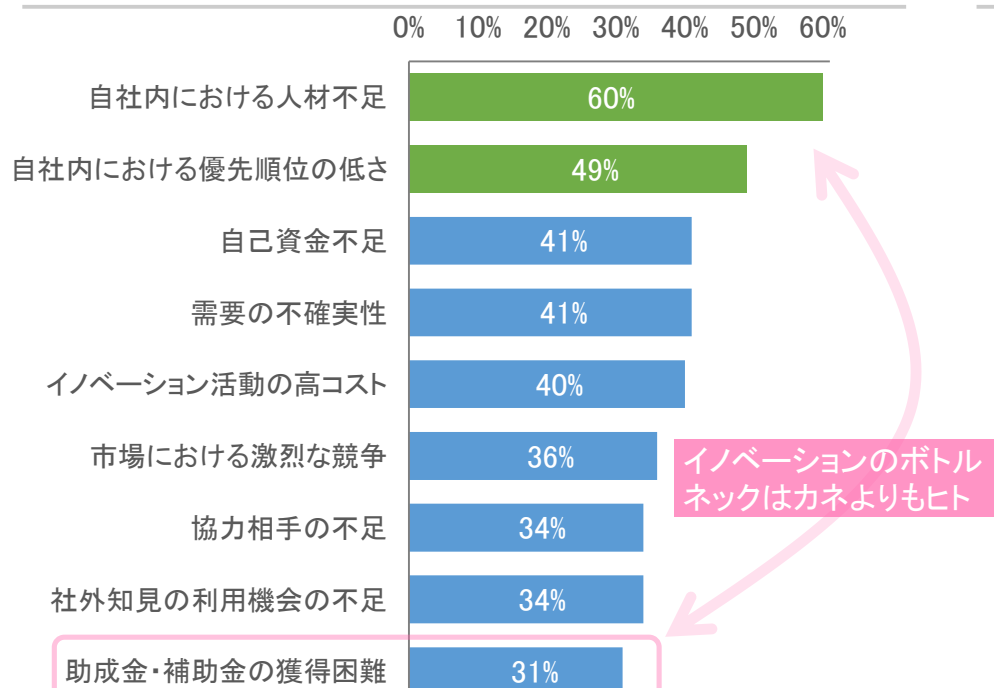
(出所) 各種報道・資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 言うは易く行うは難しい「イノベーション」と「人への投資」

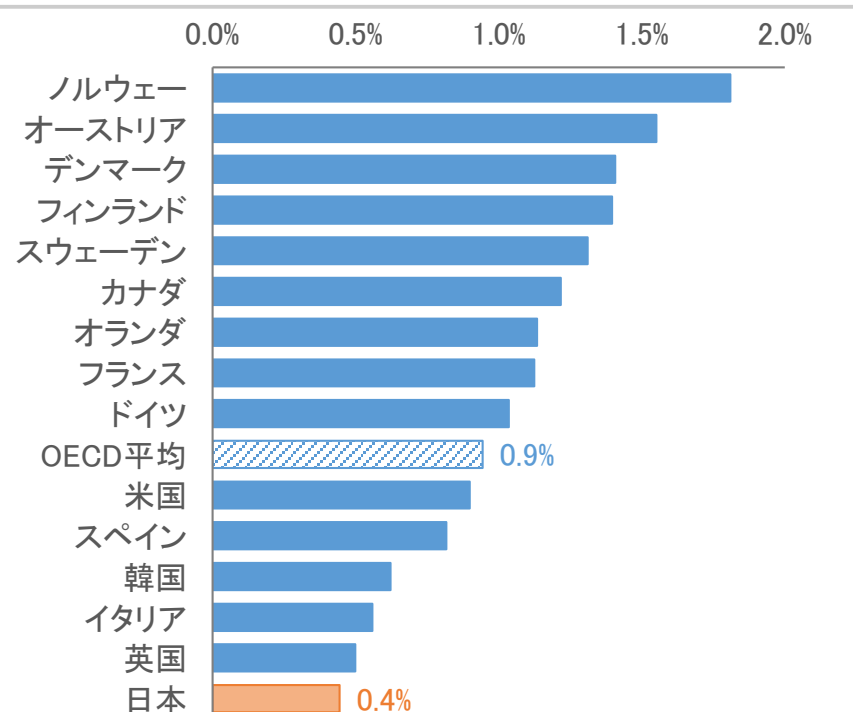
- イノベーションの阻害要因は **人材不足と社内の理解不足**
  - 49%の企業がイノベーション活動を実行したと回答。うち成果を実感しているのは27%にとどまる
  - イノベーションの阻害要因として6割の企業が人材不足をあげる。社内での優先順位の低さもほぼ半数が指摘
- 一方で人的投資に対する政府の関与は小
  - **高等教育に対する政府支援はGDPの0.4%**とOECD加盟国平均の半分以下

## イノベーション活動の阻害要因



(注) 2017～2019年にイノベーション活動を実行した企業を対象  
(出所) 科学技術・学術政策研究所より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## OECD加盟国の高等教育に対する政府支出(対GDP比)



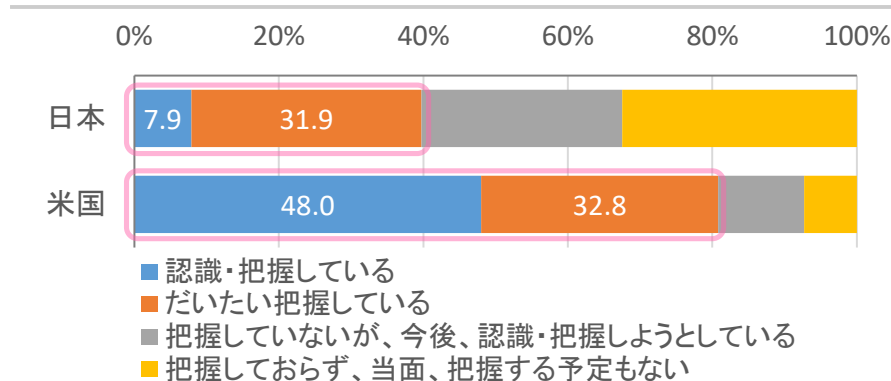
(出所) OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# DX(＝見える化)がもたらす新たな「気づき」

## ■ 人・組織・意思に改善の余地

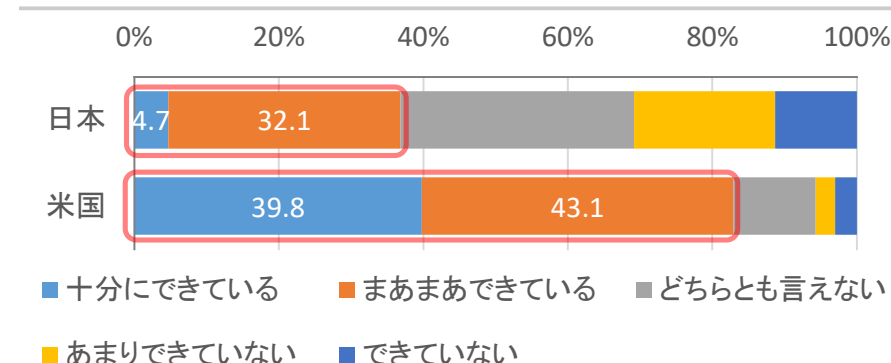
— 味方を知る、仲間を作る、柔軟な発想を維持する(固定観念を捨てる)ことが大事

## 従業員のITリテラシーレベルの把握・認識



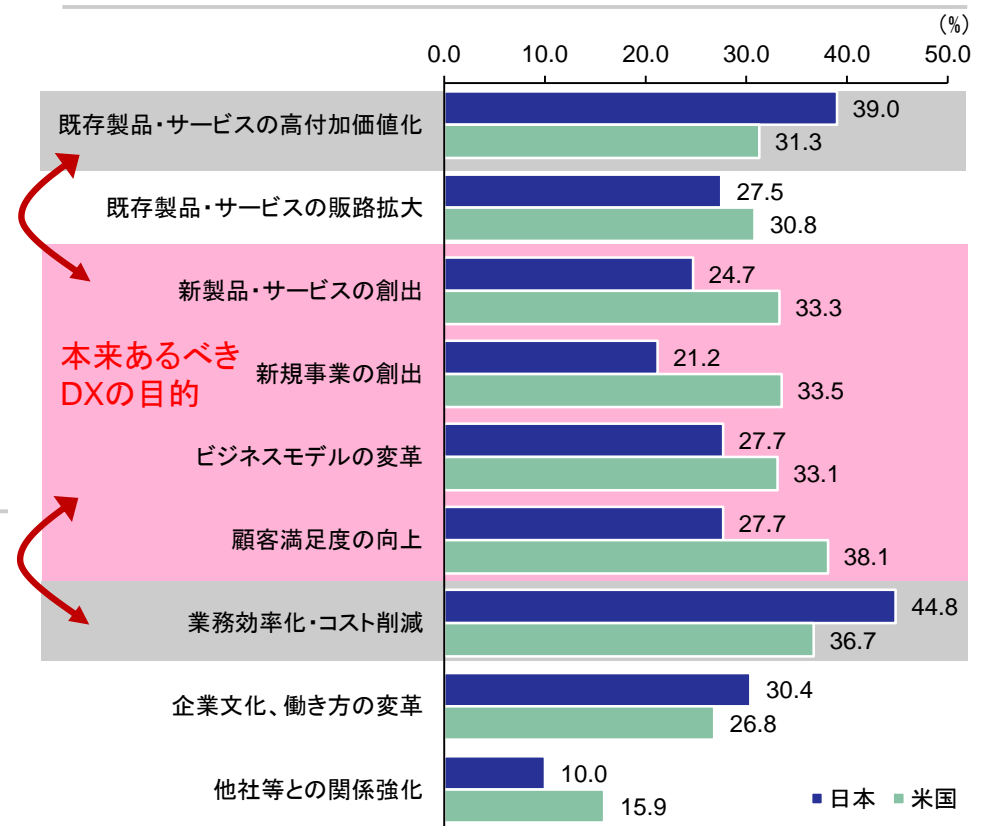
(出所)情報処理推進機構「DX白書2021」より、みずほ銀行産業調査部作成

## 組織の壁を越えた協力・協業



(出所)情報処理推進機構「DX白書2021」より、みずほ銀行産業調査部作成

## DXの目的(2020年度)

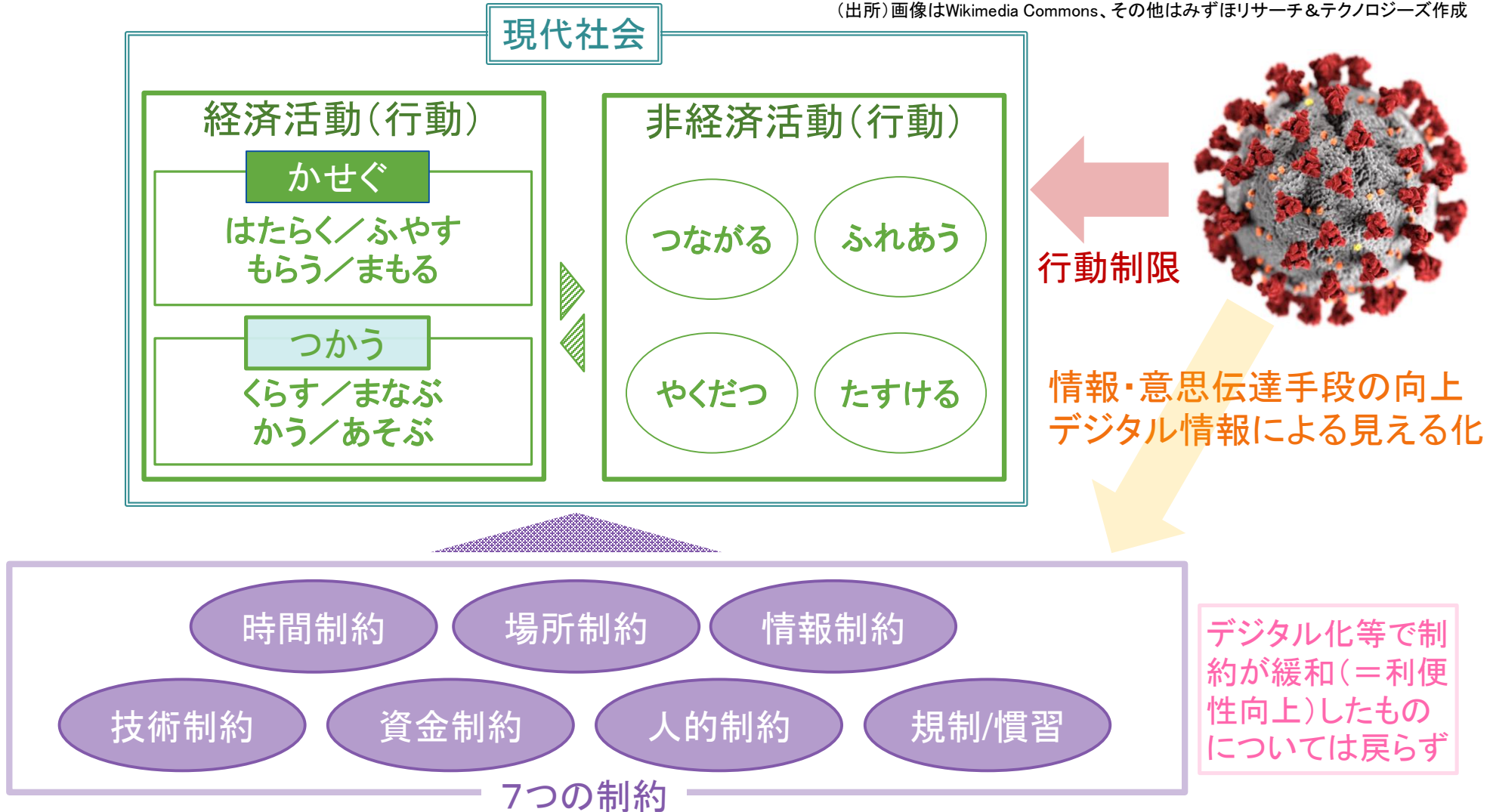


(出所)総務省「デジタル・トランスフォーメーションによる経済へのインパクトに関する調査研究」より、みずほ銀行産業調査部作成

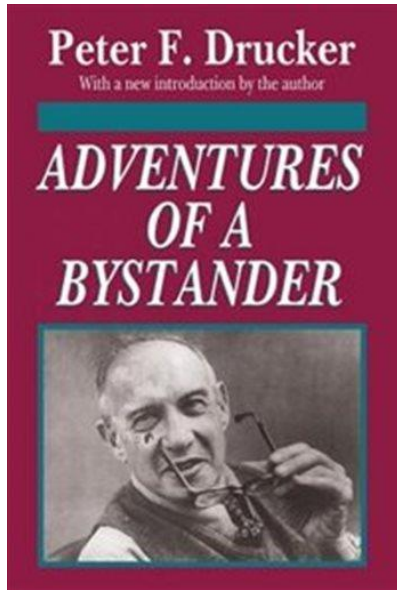
# 行動制限の一方で情報伝達手段の飛躍的发展とデジタル化による制約の開放も

## 現代社会の活動と制約要因

(出所) 画像はWikimedia Commons、その他はみずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## 顧客はなぜ我々の商品・サービスを購入するのか？



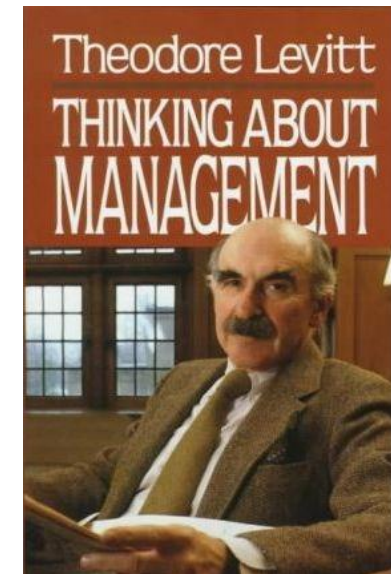
(引用)amazon.comより

「企業が売っていると考えているものを顧客が買っていることは希である。(略)顧客は、満足を買っている。しかし誰も、顧客満足そのものを生産したり供給したりはできない。満足を得るための手段を作って引き渡せるにすぎない」

ピーター・ドラッカー著「想像する経営者」(1964年)

「昨年、4分の1インチ・ドリルが100万個売れたが、これは人びとが4分の1インチ・ドリルを欲したからでなく、4分の1インチの穴を欲したからだ。」

セオドア・レビット著「マーケティング発想法」(1968年)



(引用)amazon.comより



*Change your thought  
and you change your world*

*Norman Vincent Peale*

自分の考え方を試してみなさい

そうすればあなたの世界が変わります

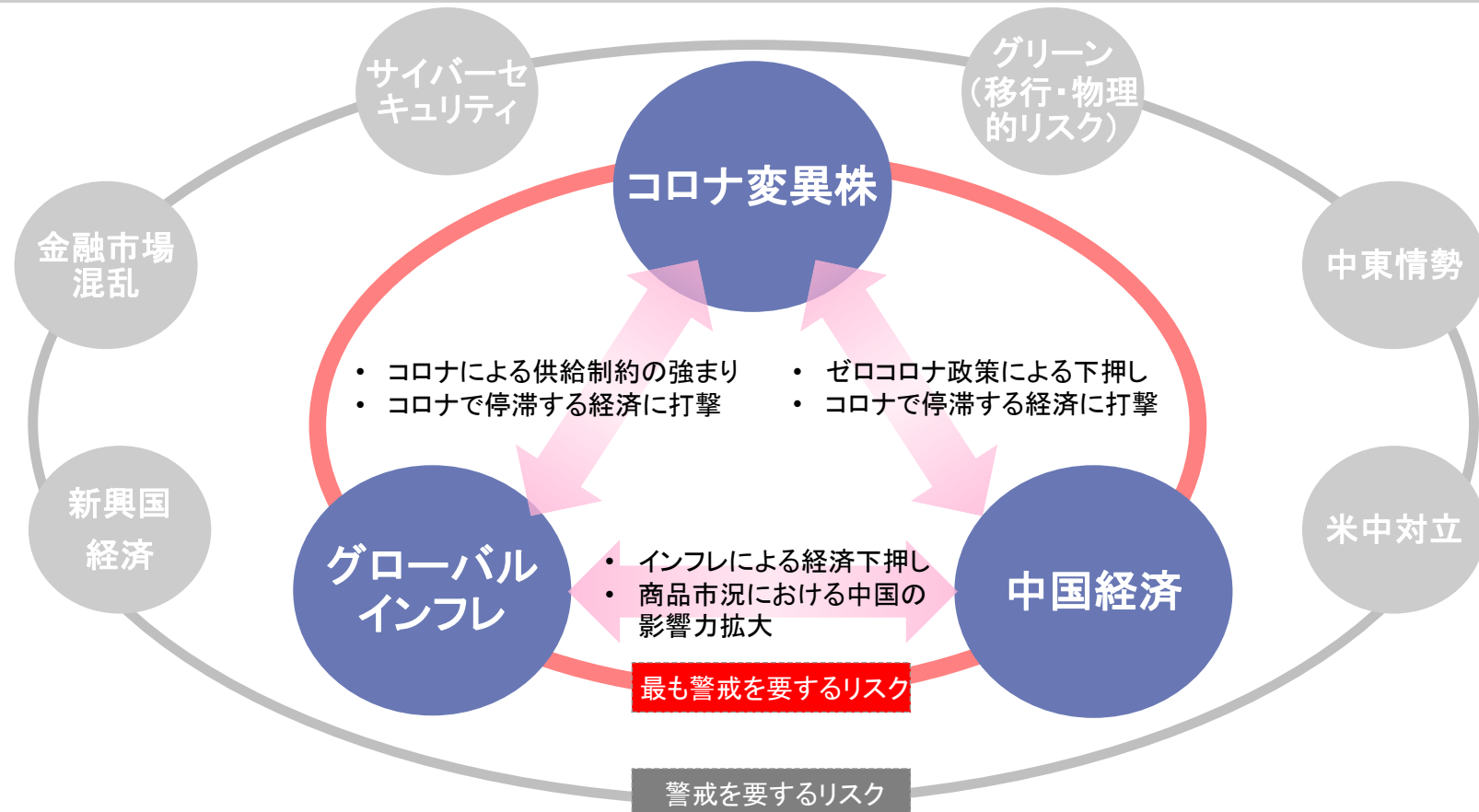
ノーマン・ビンセント・ピール

(出所) 画像はWikimedia Commonsより転載

# 2022年のトップリスク:コロナ変異株・インフレ・中国経済が引き続き最大のリスク

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

## 2022年のトップリスクの概念図



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考)2022年のトップリスク

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

(注) 蓋然性: リスクとしての相対的な可能性、高さを示す

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



---

# 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。