

2021 no.27

Oneシンクタンクレポート

2022年新春経済見通し

# MIZUHO Research & Analysis

1. 2022年の経済・産業見通し

2. 2022年のトップリスク

---

1.

2022年の経済・産業見通し

2.

2022年のトップリスク

## 世界経済：活動制限緩和に向かう中、2022年の世界経済は回復が続く見通し

- 米国での供給制約、中南米での利上げなどの景気下押し要因はあるものの、ワクチンの普及とともに経済活動制限の緩和が進み、2022年の世界経済は回復が続く見通し

### 世界経済見通し総括表(12月見通し)

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

ワクチン普及とともに  
活動制限緩和が進み、  
世界経済は回復続く

米国は人手不足や物  
流混乱等の供給制約  
が下押し

中南米では物価上昇を  
受けた想定以上の利上  
げで内需が下振れ

(注) 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

## もっとも警戒を要する3つのリスク(コロナ感染・中国経済・米国インフレ)

- 2022年はコロナ感染再拡大、中国経済の減速、米国インフレの3大リスクに要警戒
  - 世界経済の回復基調は維持される見通しだが、オミクロン株に対する不確実性の高さなど今後の動向に注視要

### 要警戒3リスク(コロナ感染・中国経済・米国インフレ)の現状評価と12月見通し改訂への影響

	現状評価	12月見通し改訂への影響
①コロナ感染 ⇒P6～8	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 感染対策の強化を受けて欧州の感染拡大はひとまずピークアウト</li> <li>➢ 米国はクリスマスに向けた人流増でさらなる拡大が懸念される状況</li> <li>➢ オミクロン株は90以上の国・地域で感染者を確認。英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、入院・重症化抑制効果は有効と報告</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 感染拡大に伴い欧州の一部の国で行動制限を実施するも、大規模なロックダウン回避の方針は変わらず</li> <li>➢ オミクロン株は感染力は強いものの、ワクチン・治療薬は有効で医療体制への負荷は限定的</li> </ul>
②中国経済 ⇒P9～11	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 散発的なコロナ感染発生も局所的封じ込めで感染拡大を回避。ただし、個人消費を下押し</li> <li>➢ 不動産市場の停滞は経済回復の重石に。ソフトランディングに向けて政策当局の関与高まる</li> <li>➢ 電力不足問題はほぼ解消</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 不動産投資の低調を製造業・インフラ投資や輸出がカバーするシナリオを維持</li> <li>➢ 潜在成長率下限の5%を維持の見立て</li> <li>➢ 2022年の成長率目標については5～5.5%前後を軸に調整される模様</li> </ul>
③米国インフレ ⇒P12～18	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 好調な財需要を背景にインフレ率は予想対比上振れ</li> <li>➢ 企業の採用意欲が旺盛な一方、感染懸念等から労働供給に制約。失業率は完全雇用とされる水準まで低下</li> <li>➢ 労働需給ひっ迫から賃金にも上昇圧力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 強い需要の下で、労働力不足が賃金・物価上昇へ波及するリスクを警戒</li> <li>➢ インフレ警戒からFEDはテーパリングを加速、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、2022年は年3回の利上げを見込む</li> </ul>

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ①コロナ感染：人出増加に伴う感染再拡大が消費を一時抑制

- 時期のズレはあるが、大規模な行動制限回避の一方、感染拡大が消費回復を一時抑制(10月見通しから変更なし)

### 各国・地域における足元の感染状況と今後の感染見通し

	足元の感染状況	今後の感染見通し	経済への影響（12月見通しに織り込み済み）
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>新規感染者数は全国的に低位安定しているが、一部の都道府県で局所的なクラスターが発生</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年末にかけて人出が回復するに伴い、都市部を中心に再び感染が拡大。<u>2022年半ばに感染第6波が本格化へ</u></li> <li>重症病床使用率が50%を超え、緊急事態宣言に類する「強い対策」が実施される見込み。ワクチン・検査パッケージは継続</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>感染再拡大に伴い、感染リスクが高い未接種者を中心に行動を抑制。接種者でも高齢世帯や子育て世帯の一部で行動が慎重化</li> <li>これまでの緊急事態宣言ほどの落ち込みとはならないものの、<u>2022年半ばの対人サービス消費は一時的に減少</u></li> </ul>
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>11月後半以降、<u>感染再拡大</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>感謝祭やクリスマス休暇の旅行需要拡大などから、<u>2021年末から2022年にかけて再び感染が拡大へ</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>感染再拡大が一時的に対人サービス消費を抑制するとみられるが、営業規制の変更等は実施されず、<u>回復傾向は維持</u></li> </ul>
欧州	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州の幅広い地域で感染再拡大。一部の国では部分的なロックダウンを実施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>感染対策を強化した国では、<u>次第に感染がピークアウトへ</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><u>感染対策強化と、感染拡大に伴う消費マインド悪化が下押し</u>し、2022年初の消費は小幅減少</li> </ul>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li><u>上海市や広東省などで散発的な感染がみられ、局所的なロックダウンを実施</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年も北京冬季五輪や春節など人の移動を伴うイベントをきっかけに散発的な感染が発生、<u>局所的なロックダウンを実施へ</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>感染が確認されるたびに強制的な人出抑制で感染を封じ込める<u>ゼロコロナ政策が継続、経済の重石に</u></li> <li>生産・輸出拠点となる地域での感染拡大が懸念材料</li> </ul>
アジア	<ul style="list-style-type: none"> <li><u>韓国、ベトナム等で感染が再拡大</u></li> <li>感染拡大から工場操業制限が生じたタイ・マレーシアは制限緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ワクチン普及が遅れる国を中心に、<u>人出の増加にあわせ感染再拡大が発生へ</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>シンガポール・マレーシアはウィズコロナ政策を推進。感染が再拡大する中でも大幅な規制強化を回避するとみられ、経済は回復傾向を維持</li> <li>一方、<u>東南アジアの一部では感染拡大により人出回復が遅れ</u>、消費の下押し要因に</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>ロシアでは11月前半の全国的な休業措置もあり、<u>感染がピークアウト</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ロシアの感染者数は当面<u>減少傾向が続く見込み</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>感染減少に伴い徐々に人出が回復。<u>景気下押しの影響は一時的に</u></li> </ul>

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## オミクロン株にもワクチンの重症化防止効果は有効

- 世界96カ国・地域でオミクロン株の感染者を確認(12/20時点)。英国・デンマークで急速に置き換わり
- 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35%まで低下。オミクロン株の感染力はデルタ株のおよそ3倍。一方、入院・重症化防止効果は引き続き有効で、ブースター接種すれば感染防止効果も71%まで上昇する模様
  - 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。シナリオ大幅変更の可能性は小さいと見料

### 国別のオミクロン株累計感染者数(12/20時点集計値)

国	累計確認数	前日差
英国	37,101	+ 12,133
デンマーク	15,452	+ 3,893
ノルウェー	2,060	-
南アフリカ	1,247	-
米国	984	+ 148
カナダ	799	+ 3
アルゼンチン	454	-
オーストラリア	406	+ 62
フランス	347	-
エストニア	329	+ 87
ドイツ	324	-
ボツワナ	291	+ 207
韓国	178	+ 12

(注) 12/20時点集計値

(出所) BNO News、Newsnodes.com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

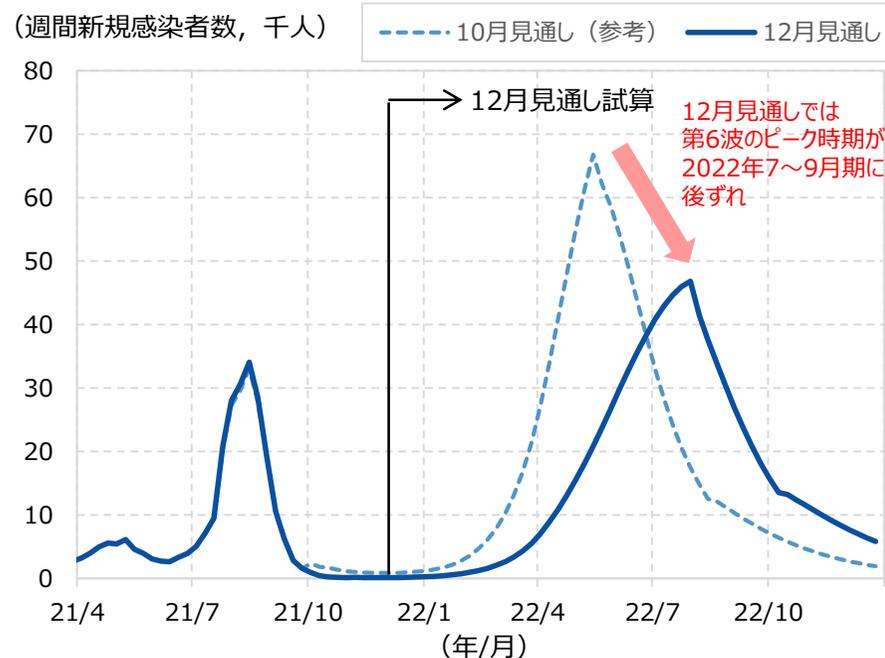
製品・企業	効果	報道・発表等
ワクチン	感染防止 △	<ul style="list-style-type: none"> <li>既存ワクチンの効果は低下する（感染防止か重症化防止かは明言せず。モデルナ社CEO、12/5）</li> <li>既存ワクチンで重症化を防止できる可能性が高い（WHO、12/7）</li> </ul>
	重症防止 ○	<ul style="list-style-type: none"> <li>感染防止効果は2回接種だと低下するが、ブースター接種で従来株と同等水準に再上昇（ファイザー社、12/8）</li> </ul>
中和抗体薬	△	<ul style="list-style-type: 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>新型コロナウイルス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もっている（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

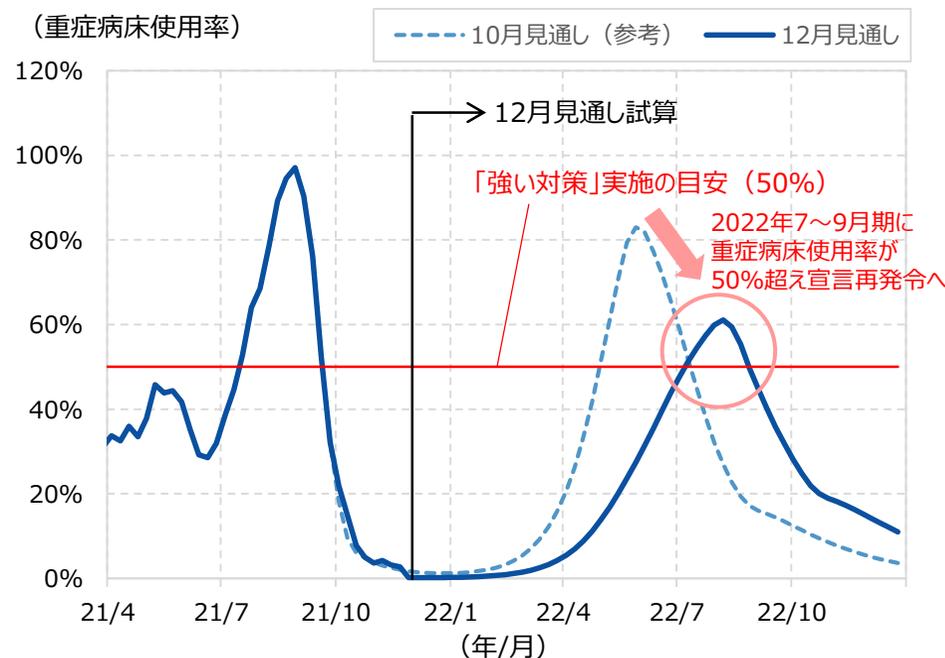
## 日本では2022年夏場にかけて感染第6波の発生を想定

- 日本でも今後の人出増加に伴い、2022年夏場に向け感染第6波が発生する見込み
- 東京の第6波ピークは、感染者の低位安定状態の長期化を受け、10月見通し対比で低下・後ずれ
  - 今後、人出が増加すると、2022年春先以降に感染拡大し、重症病床使用率も上昇。7～9月期には「強い対策」の目安となる50%を超え、緊急事態宣言に類する対策が実施されると予想（ワクチン・検査パッケージは継続）
  - なお、本シミュレーションはデルタ株に基づくもの。より感染性が強いと懸念されるオミクロン株が主流になった場合は2022年2～3月に感染再拡大が前倒しとなる可能性

### 東京の週間新規感染者数のシミュレーション



### 東京の重症病床使用率のシミュレーション

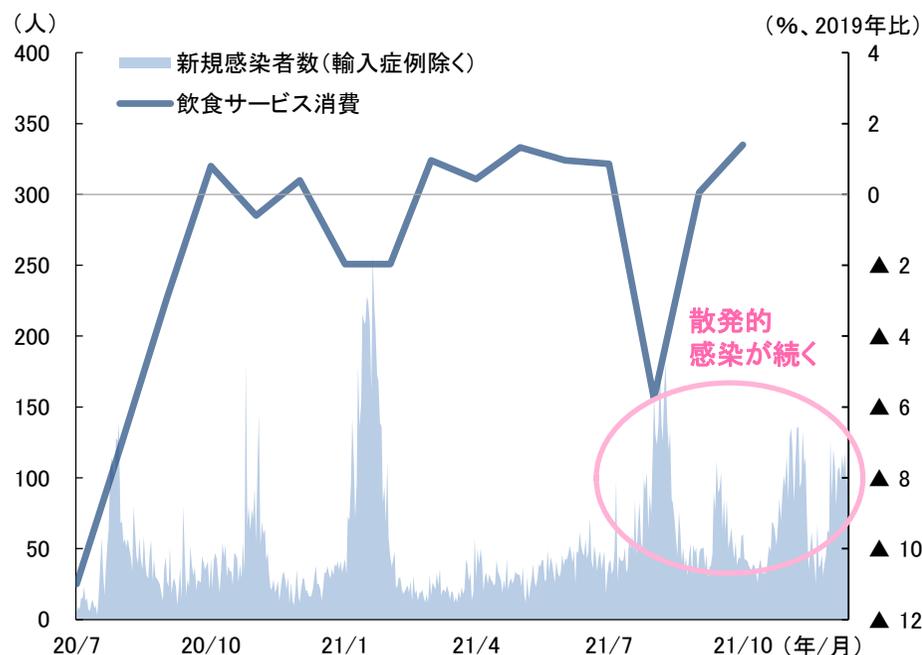


(注)重症病床使用率の実績部分は潜在的な重症者数を考慮していない値  
 (出所) 新型コロナウイルス感染速報、厚生労働省、Google LLCより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ②中国経済:ゼロコロナ政策の副作用が消費回復を抑制

- 散発的なコロナ感染の発生継続。ゼロコロナ政策が個人消費の重石に
  - 変異株への有効性が高いとされるmRNAワクチンや治療薬の一般普及にはなお時間を要するとみられ、少なくとも来秋の党大会まではゼロコロナ政策が続く公算
  - 感染力の強い変異株の出現等により、全国的に感染が拡大するリスクは引き続き残存。消費への影響もさることながら、生産活動や物流など供給面への影響を懸念

### 新規感染者数・飲食サービス消費



(注)感染者数は本土のみ。飲食サービス消費は2019年対比の成長率(年換算)  
(出所)国家統計局、国家衛生健康委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ワクチン・治療薬を巡る動向

対策・有効時期	21年4Q	22年1Q	2Q	3Q	4Q
ゼロコロナ政策	→				
mRNAワクチン	→				
治療薬	→				

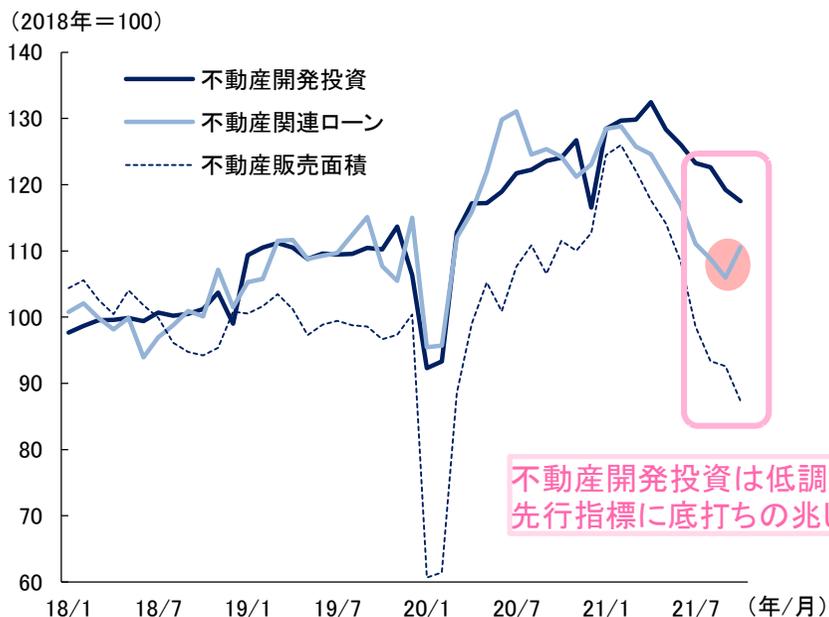
対策	最近の動向
ゼロコロナ	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国外にてオミクロン株を確認後も、政策の変更は無し(ゼロコロナを、来秋の党大会まで継続か)</li> </ul>
mRNAワクチン	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 複数のワクチンは開発の最終段階(臨床試験)</li> <li>• 一部では、量産体制に向けた設備投資の動きも</li> </ul>
治療薬	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2種類の治療薬を緊急承認(12/8)</li> <li>• 一部の中和抗体薬は、承認前の緊急使用を開始</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

## 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

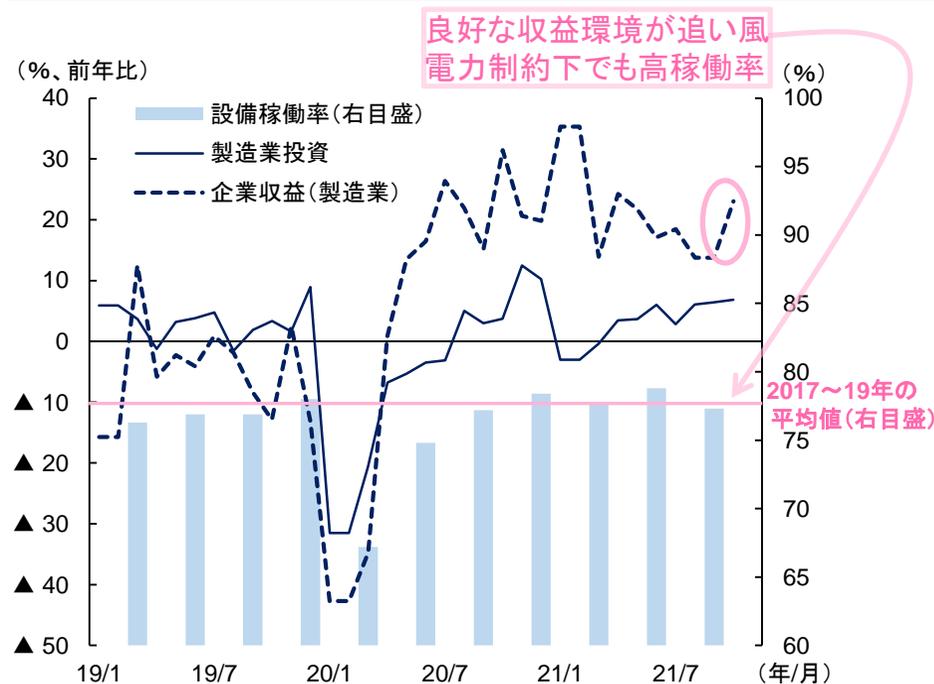
- ディベロッパー向け融資規制を背景に縮小をたどる不動産開発投資は2022年前半にかけて減少基調が続く
  - 販売面積は依然として低調ながら、関連ローンには改善の兆し。2022年央における投資の下げ止まりを想定
  - 中央経済工作会議(後述)における不動産投資へのスタンス(投機を抑制し実需は適切に促進)に変化なし
- ハイテク分野がけん引する製造業投資は堅調な企業収益に支えられ安定的に推移する見通し
  - 足元の電力制約下でも、設備稼働率はコロナ禍前の平均を上回っており、設備投資の底堅さを示唆

### 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第一。成長率目標は5%をやや上回る程度か

- 2022年の経済運営方針を決める中央経済工作会議を開催(12/8～12/10)、経済政策の方向性は変わらない見通し
  - 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

### 中央経済工作会議のポイント・評価・見通しへの影響

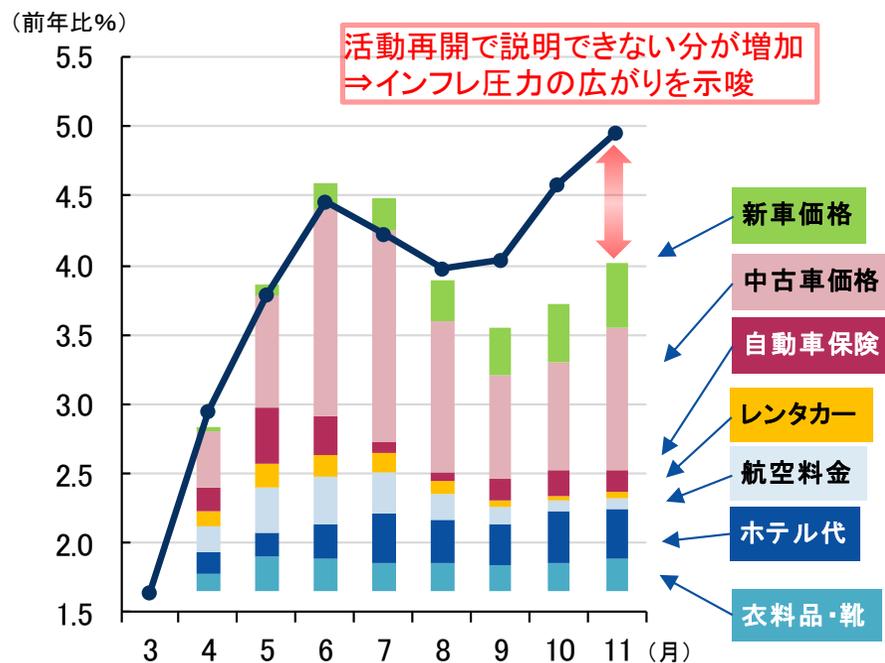
項目	内容
会議のポイント	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2022年の経済運営は安定を第一とし、積極的な財政政策と穏健的な金融政策を継続すること</li> <li>• 独占の禁止と不当競争の防止を強化し、公平な競争を保障して、市場主体の活力を刺激すること</li> <li>• 住宅購入者の合理的なニーズを満たし、不動産業の好循環と健全な発展を促進すること</li> <li>• 「共同富裕」の実現においては、まず「パイ」を大きくし、合理的な制度設計でその分配を図ること</li> <li>• コロナ封じ込めを堅持し、電気・エネルギーの供給を確保し、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を進める構え</b></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、<b>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方不変</b></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、<b>入国時の強制隔離措置も維持される見込み</b></li> <li>• <b>不動産投資へのスタンスに大きな変化はみられず</b>、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、2021年全人代でも言及しており、<b>デレバレッジを意識するなか2021年並みの財政赤字規模が予想される</b></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

### ③米国インフレ:インフレ圧力が広範な品目に波及

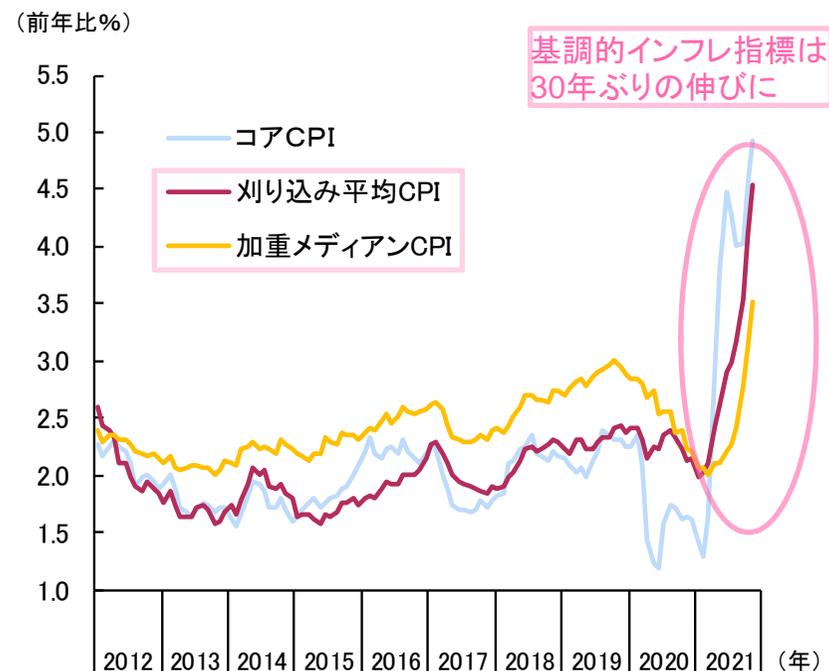
- 11月CPIは前年比+6.8%と1982年6月以来の高さ(コアCPIは+4.9%で1991年6月以来の水準)
  - 食料品は+6.1%、エネルギーは+33.3%の大幅上昇
- 刈り込み平均や加重メディアンでみた基調的インフレ指標の加速止まらず。インフレの広がりが深刻化
  - 4月～8月の間は、少数の一部品目(新車、中古車、自動車保険、レンタカー、航空料金、ホテル代、衣料品・靴)の物価が経済活動再開を受けて上昇、コアインフレ率の加速分をほぼ説明可能
  - しかし9月以降は“残差”が急拡大、インフレ圧力の広がりを示唆

#### コアCPI上昇率の押し上げ要因



(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

#### 基調的インフレ率



(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

## モニタリング指標はインフレ圧力の持続を示唆

- 10月見通し以降、発表された各種指標・情報は、米インフレ圧力の強さ、広がり、持続性が予想以上であることを示唆
  - 需要面では、個人消費の強さ、個人貯蓄率の低下、労働需要の強まり、消費者の楽観論の広がり等を確認
  - 供給面では、西海岸コンテナターミナルの混雑緩和がみられるが、労働供給制約に改善の動きなし
  - 期待面では、インフレ実績及び期待が一段と悪化、賃金上昇率が急加速し、賃金期待が警戒ゾーン入り
- オミクロン株については、景気減速リスク以上に労働供給制約を通じたインフレリスク要因として捉える必要

### 米インフレ圧力のモニタリング状況

	項目	現状判断	インフレ見通しへの示唆
需要 (P14)	足元の個人消費	夏以降、上振れ	↑
	過剰貯蓄	個人貯蓄率が2020年2月実績以下に低下	↑
	労働需要	就業率の上昇加速、NFP堅調	↑
	消費者の雇用判断	一段と楽観的	↑
	消費者の先行き所得期待	楽観的	↑
	消費者の消費計画	年末商戦後の反動減を示唆	↓
供給 (P15)	港湾混雑状況	コンテナ船の滞留がピークアウト	↓
	生産リードタイム	長期化継続	↑
	労働供給	労働参加率は横ばい	↑
期待 (P16)	物価情勢	上振れ、インフレ圧力の広がり	↑
	インフレ期待	上昇	↑
	賃金情勢	上振れ	↑
	賃金期待	コロナ前の天井(閾値)超え	↑

(出所)各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 需要面：個人貯蓄率が大幅低下、先行き不安は消え超過貯蓄取り崩しリスク増大

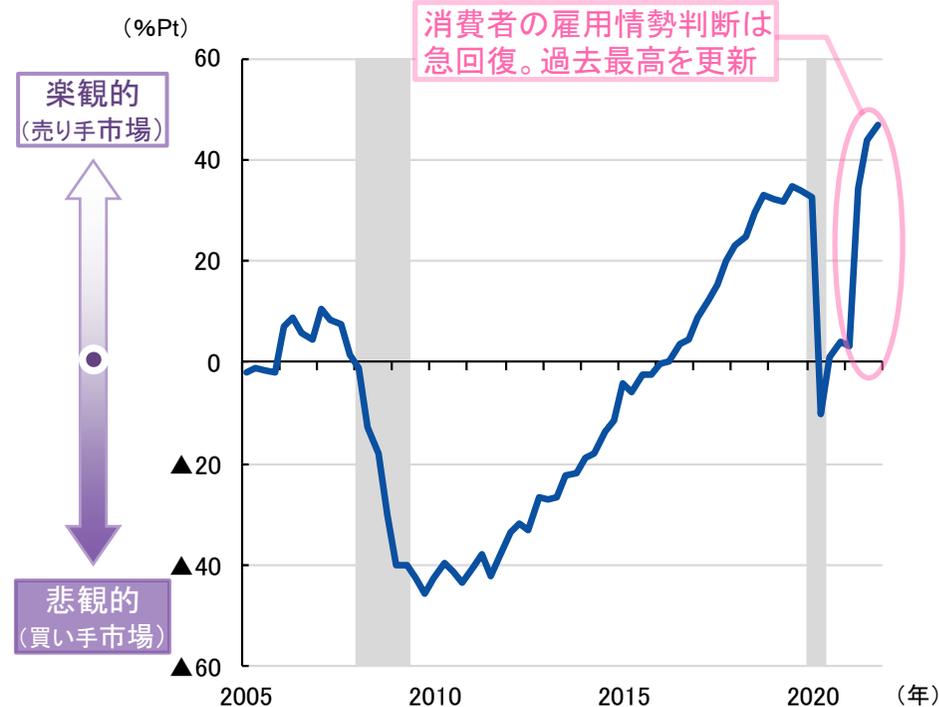
- 10月個人貯蓄率は7.3%とコロナ禍前の2020年2月実績(8.3%)を下回る水準に低下
  - 個人貯蓄率の“正常化”は、米消費者の先行き不安(=予備的貯蓄動機の強まり)が和らいでいることを示唆
- 雇用情勢や所得環境の改善が続くとみられる中、超過貯蓄取り崩し(⇒個人貯蓄率のさらなる低下)の現実味高まる
  - カンファレンスボードによれば米消費者の雇用情勢判断は一段と楽観的に

### 個人貯蓄率



(注) 四半期平均。2021年10～12月期は10月実績を利用  
(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

### 米消費者の雇用情勢判断DI

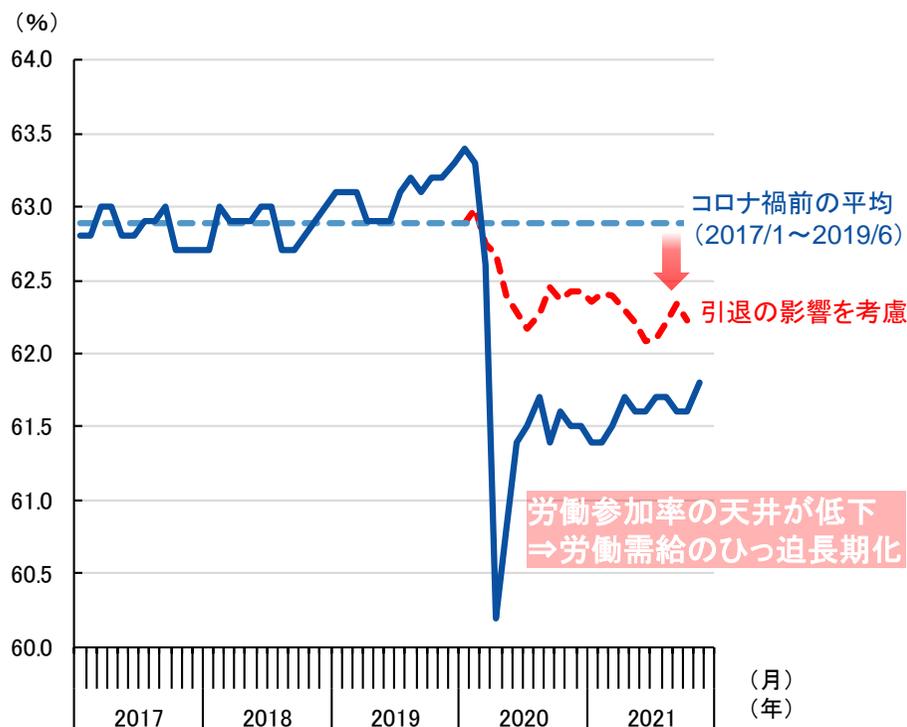


(注) 四半期平均。2021年10～12月期は10月実績を利用  
(出所) カンファレンスボードより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 供給面：労働供給制約が長期化、引退の増加により今後の回復も緩慢

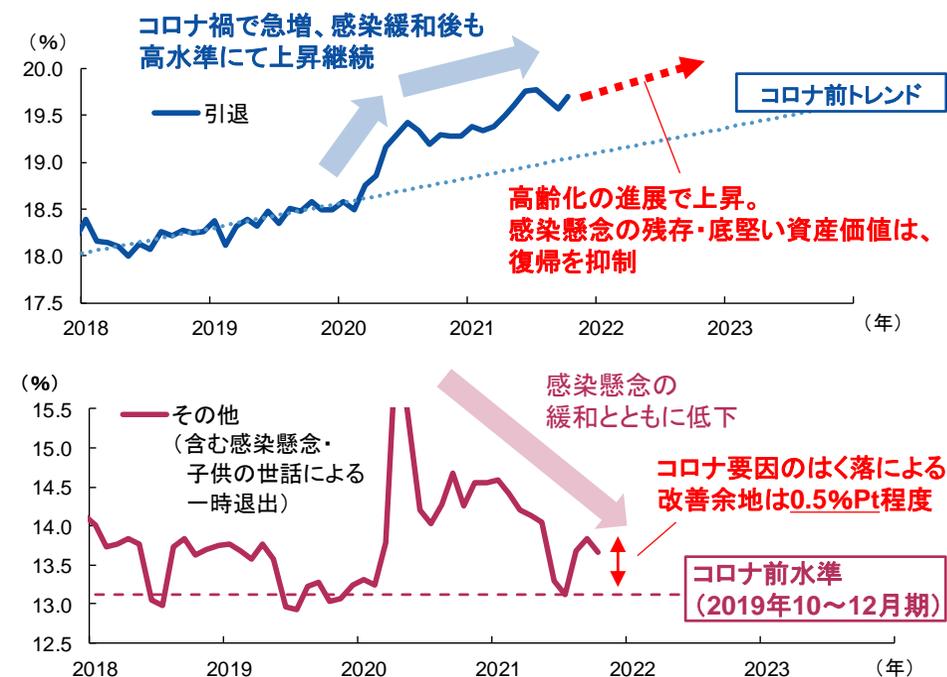
- 学校再開や失業給付の一部失効等でも労働参加率はほとんど回復せず。また引退により労働参加率の天井が低下
  - 労働者の引退により労働参加率は構造的に1%Pt程度低下。またコロナ禍の影響で非労働力化している労働者は0.5%Pt弱に留まり、労働需給のタイト化が起きやすい状況が続く
  - オミクロン株の拡大による感染懸念の強まりは労働供給の回復を一段と遅らせるリスク

### 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) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 理由別の非労働参加率

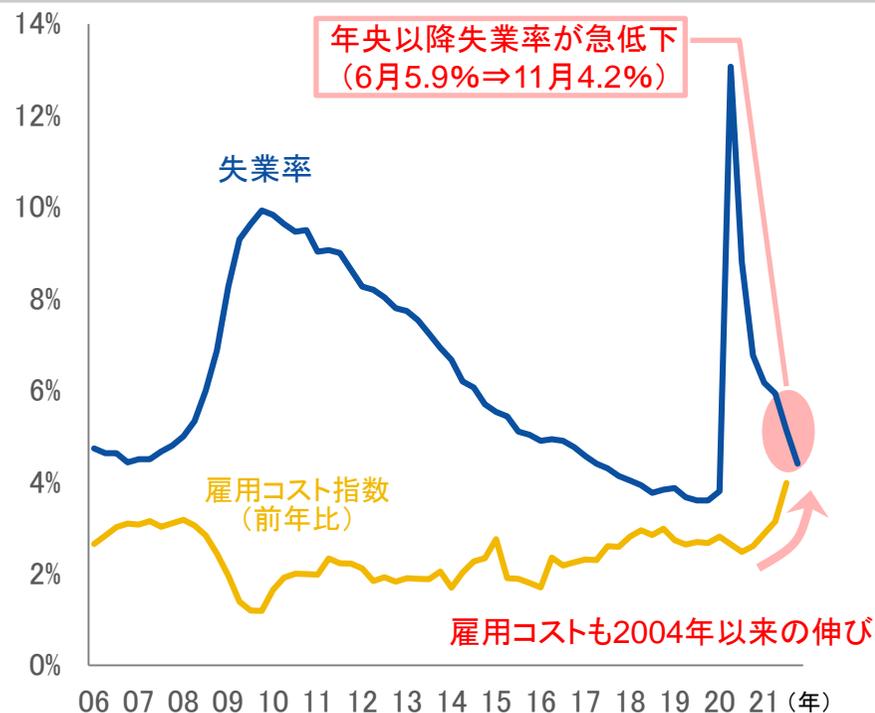


(注) 非労働参加率=100-労働参加率。トレンドは2017~2019年。非労働参加率の「その他」は、「引退」と「障害」による非労働力以外を示す  
(出所) 米労働省、米センサス局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 期待面：人手不足下で賃金は急上昇、賃金上昇期待は警戒ゾーン入り

- 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
  - 転職者の賃金は上昇加速、既存人員に対しても企業は残留ボーナス支給・賃上げ等の処遇改善を迫られる状況
- 足元賃金の急上昇に加えて、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警戒ゾーン入り
  - 企業アンケート調査では、2022年の賃金コストは前年比+3.9%と2008年以来の高い伸びとなる見込み

### 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

### 米消費者の賃金上昇期待



(出所) 米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米金融政策：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月には利上げ開始と予想
  - インフレ圧力の長期化が見込まれる中、2022年は年3回の利上げを見込む

### 米物価情勢判断と米金融政策への示唆

注目点	方向	判断材料	米金融政策への示唆
物流問題	改善	港湾混雑率の劇的改善 政府・民間企業の対応	インフレ抑制材料だが年明け後は依然楽観できず
財偏重の需要構造	長期化	超売り手市場の雇用情勢 家計の潤沢な流動性 (超過貯蓄)	コロナ前の財デフレ基調への回帰は後ずれ⇒財物価下落によるインフレ押し下げ効果は期待薄
人手不足	長期化	感染不安による就労拒否、学校閉鎖・子供の自宅学習による親世代の非労化が継続	⇒ <u>最大雇用の早期達成</u>
	構造的	失業・求人動向が示す深刻な mismatch コロナ疲れと株高を背景にした大規模な引退の発生	⇒ <u>賃金上昇の加速</u> +高インフレの長期化 +インフレ・賃金上昇期待の上昇 ⇒ <u>賃金・物価の上昇スパイラルリスク</u>

### 米コアインフレ率見通し



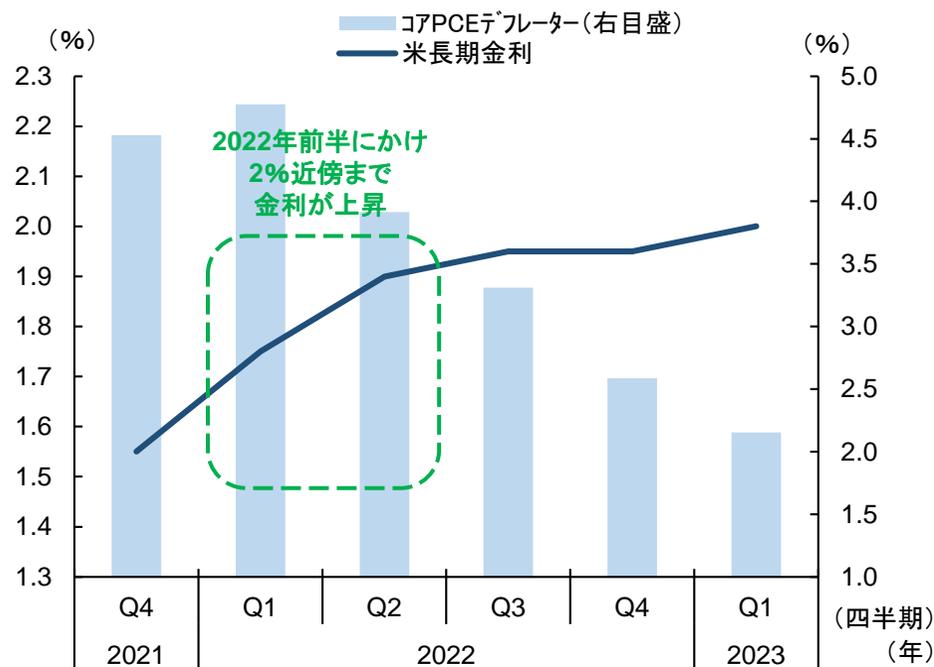
インフレ圧力長期化  
2022年末でも2.5%超え

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考) 米金利・為替: 2022年前半にかけ2%近傍まで米長期金利は上昇

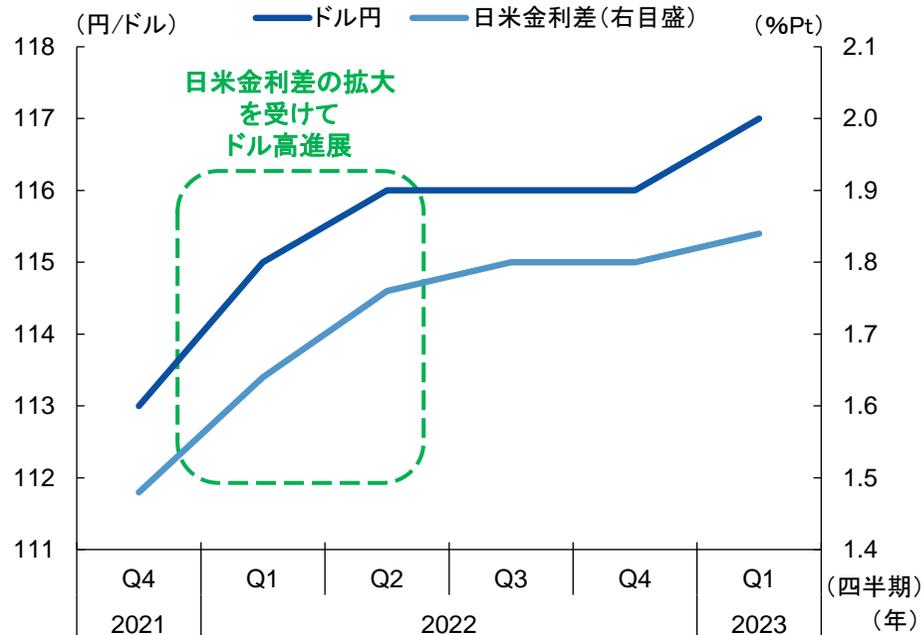
- 2022年前半にかけ米長期金利は2%近傍まで上昇。高インフレによる先行きの利上げ期待を織り込む展開を予想  
— 2022年後半はインフレ率の低下にともなう警戒モードの緩和を受けて長期金利の上昇は一服
- ドル円相場は日米金利差の拡大から2022年前半にかけてドル高が進展

### 米長期金利の予測値



(注) 米長期金利の予測値はレンジの中央値  
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ドル円相場の予測値



(注) 予測値はレンジの中央値  
日米金利差 = 米国10年債利回り - 日本10年債利回り  
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本経済：成長率は2021年度+3.0%、2022年度+2.7%と回復が続く見通し

- 2021年度の日本経済は前年度比+3.0%を予測。7～9月期は巣ごもり需要の一巡やデルタ株の感染拡大、半導体等の供給制約を受けた自動車減産が下押し要因になり、大幅マイナス成長。年度後半は半導体不足の長期化や交易条件悪化が下押しとなるも、制限緩和に伴う人出回復を受けて個人消費を中心に高成長が続く見通し
- 2022年度は前年度比+2.7%を予測。集団免疫の獲得に至らず、人出増加に伴い2022年度前半に感染・重症者数が急増し、緊急事態宣言に類する規制措置が実施されると予想。ワクチン未接種者を中心に消費行動を下押し

### 日本経済見通し総括表

		2020 年度	2021 (見通し)	2022	2021				2022				2023
					1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
実質GDP	前期比、%	▲4.5	3.0	2.7	▲0.7	0.5	▲0.9	1.8	1.7	0.7	▲0.7	1.0	0.5
	前期比年率、%	—	—	—	▲2.9	2.0	▲3.6	7.4	7.1	2.9	▲2.9	4.0	2.2
内需	前期比、%	▲3.9	2.1	2.6	▲0.6	0.7	▲0.9	1.7	1.7	0.6	▲0.8	1.0	0.6
民需	前期比、%	▲6.2	2.6	3.1	▲0.5	1.0	▲1.4	2.3	2.0	0.8	▲1.0	1.2	0.7
個人消費	前期比、%	▲5.5	3.0	3.0	▲1.1	0.6	▲1.3	2.4	2.5	0.3	▲1.5	1.6	0.8
住宅投資	前期比、%	▲7.8	▲0.8	1.0	0.9	1.0	▲1.6	▲0.6	0.7	0.7	0.4	0.2	0.2
設備投資	前期比、%	▲7.5	2.8	3.6	0.4	2.0	▲2.3	2.4	1.6	1.3	0.1	0.4	1.0
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)
公需	前期比、%	3.0	0.9	1.2	▲0.8	0.0	0.4	0.3	1.0	0.2	▲0.3	0.5	0.3
政府消費	前期比、%	2.5	2.3	1.1	▲0.6	0.7	1.0	0.3	1.0	0.3	▲0.6	0.4	0.3
公共投資	前期比、%	5.1	▲4.1	1.8	▲1.5	▲2.6	▲2.0	0.5	1.1	▲0.1	1.0	0.7	0.5
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(0.8)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
輸出	前期比、%	▲10.5	12.1	5.3	2.3	2.5	▲0.9	1.0	2.0	1.9	1.6	0.7	0.2
輸入	前期比、%	▲6.6	7.2	4.2	3.2	3.9	▲1.0	0.6	1.8	1.3	1.1	0.8	0.5
名目GDP	前期比、%	▲3.9	1.9	4.0	▲0.7	0.1	▲1.0	0.7	3.1	1.5	▲0.1	▲0.0	0.6
GDPデフレーター	前年比、%	0.7	▲1.1	1.3	▲0.1	▲1.1	▲1.2	▲1.6	▲0.3	1.0	1.7	1.8	0.5
内需デフレーター	前年比、%	▲0.3	0.9	0.9	▲0.4	0.2	0.5	1.4	1.2	1.4	1.3	0.7	0.4

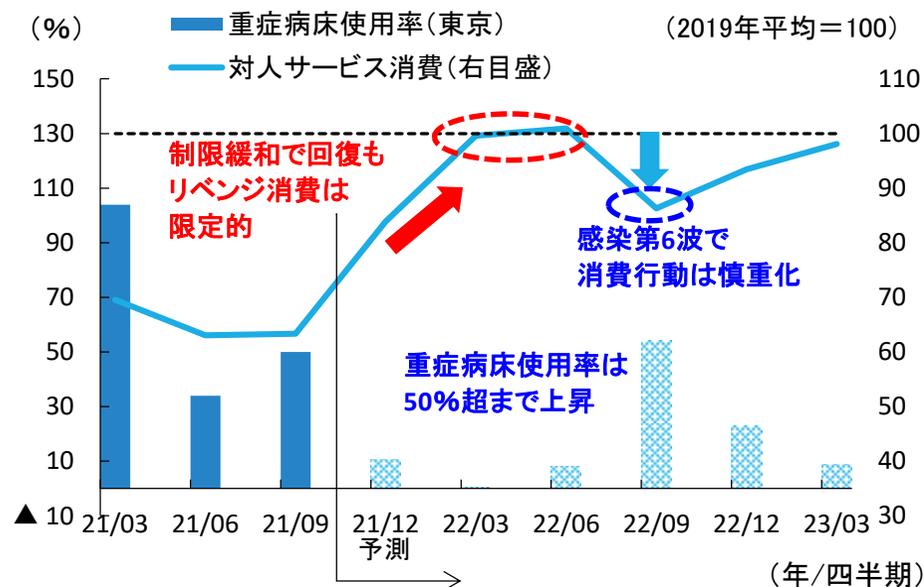
(注) 網掛けは予測値

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

## 日本経済:個人消費は回復に向かうも、感染第6波や物価上昇が下押し要因に

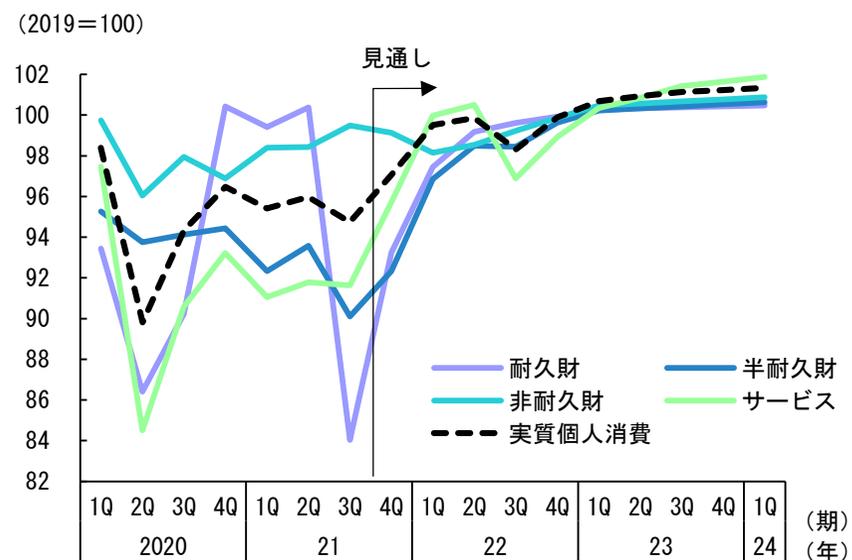
- 10～12月期以降の個人消費は、制限緩和を背景に対人サービス消費(外食・旅行・娯楽等)を中心に回復
  - ただし、ワクチン未接種者や高齢者、子育て世帯は慎重姿勢が残存。コロナ前を上回るリベンジ消費は限定的
  - 2022年度半ばに感染第6波を受けて弱含む見通し(緊急事態宣言に類する規制措置が実施されると予想。ただし、ワクチン接種者には制限が課されず、落ち込み幅は過去の緊急事態宣言発令局面と比べて小さい見込み)
  - 外出機会の増加に伴い、衣料品の販売も持ち直し。自動車は一部で挽回生産の動きが見込まれ、耐久財も回復。ただし、食品物価の高騰が非耐久財を中心とした購買意欲を下押しし、財消費の伸びは鈍化

### 対人サービス消費の見通し



(注) 点線は対人サービス消費のコロナ前水準(2019年平均)を示す  
(出所) JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 財・サービス別消費の見通し

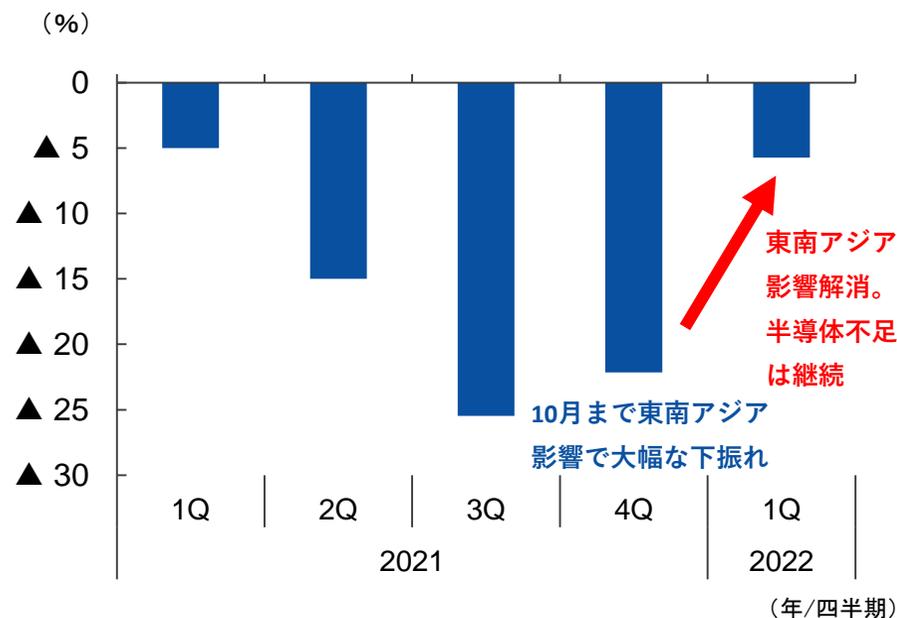


(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本経済: 2022年も半導体不足が継続し、自動車のばん回生産は限定的に

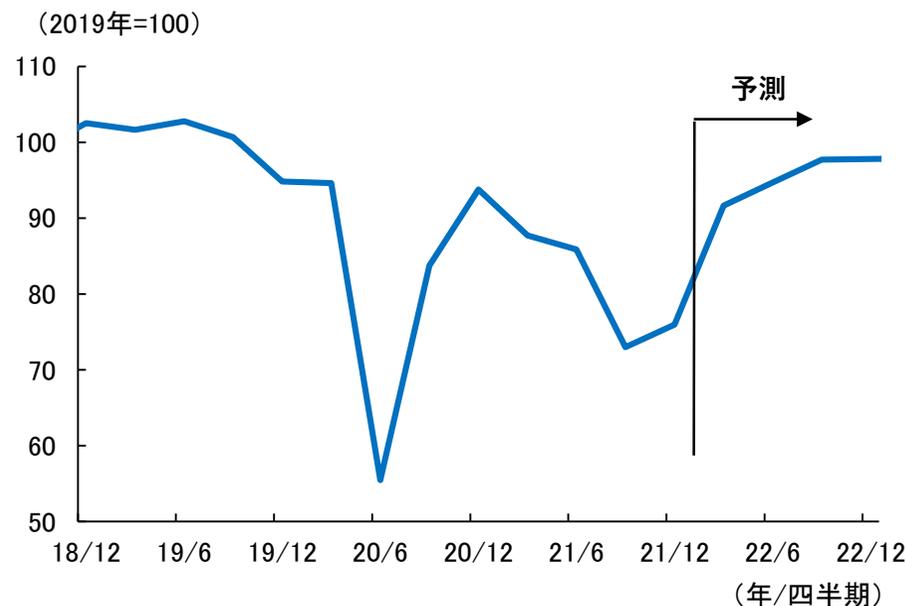
- 東南アジア感染拡大を受けた部品供給の停滞による影響は11月以降緩和し、自動車生産は回復に向かう見通し
  - 輸送機械工業の生産予測指数をみると、12月に2019年平均対比95%の水準まで回復する計算。半導体不足・東南アジア影響による減産幅が縮小し、年度下期の個人消費、輸出を押し上げ
- 一方、2022年内も車載向け半導体の需給ひっ迫が続き、ばん回生産による押し上げは限定的になる見通し
  - 半導体不足は最悪期を脱したものの、半導体工場は既にフル稼働しており供給余力に乏しい状況(増産計画で規模の大きなものは2023年以降に稼働する案件が多い)。ばん回生産は一部のメーカー・車種に限定されると予想

### 半導体不足等による自動車減産率



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

### 輸送機械生産の見通し

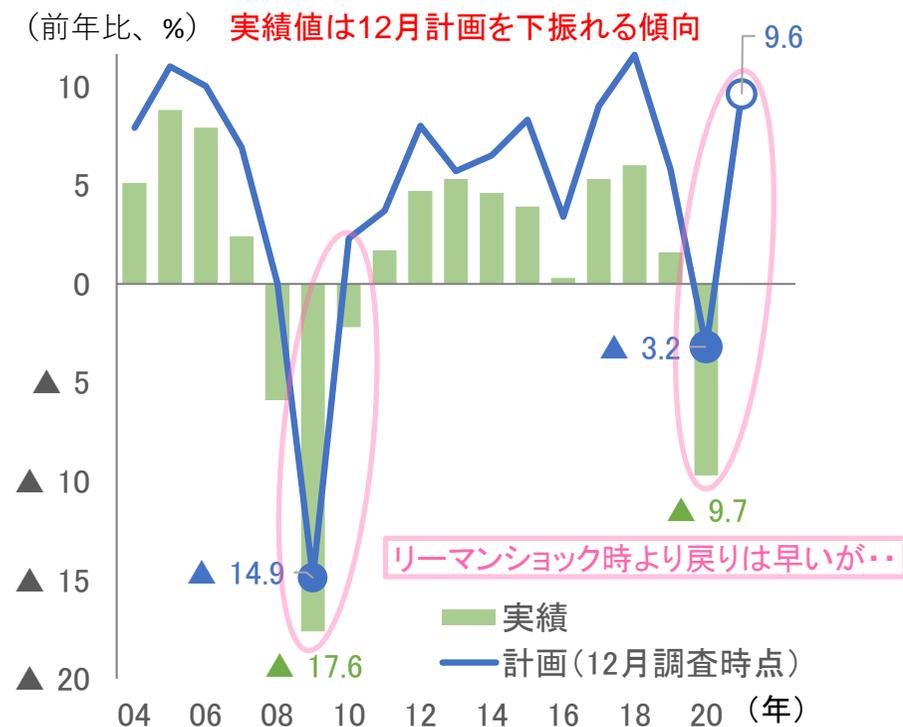


(出所) 経済産業省「鉱工業生産指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

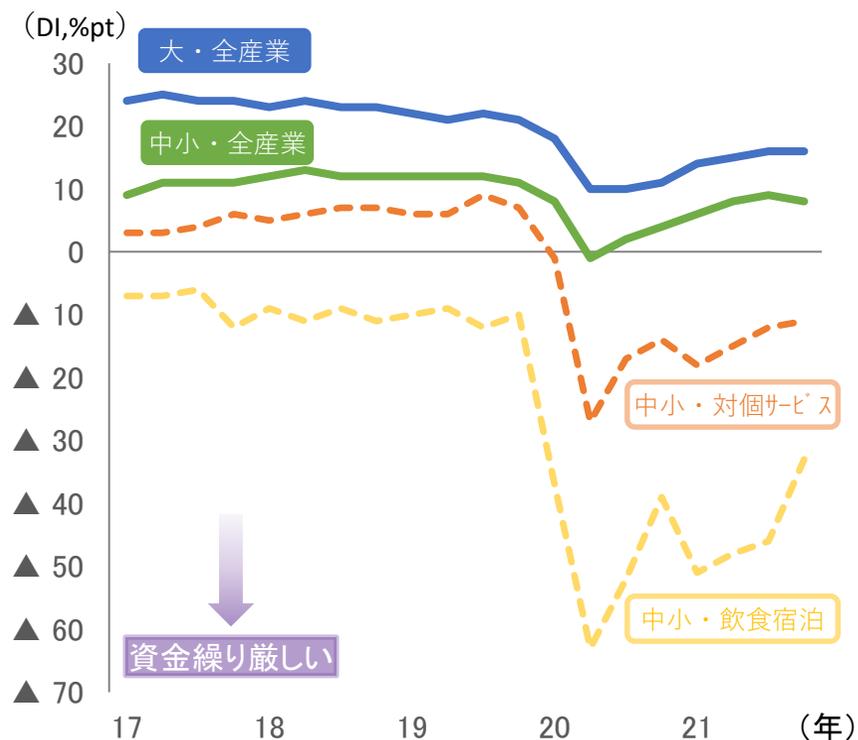
## 日本経済:企業の投資姿勢は引き続き慎重

- 12月調査時点の設備投資計画は前年比+9.6%と高い伸びも前年の落ち込みをカバーした程度
  - これまで実績値は12月調査を下振れる傾向があり、投資は盛り上がり欠けるとの評価
- 対面サービス業の資金繰りは改善基調も未だ厳しい状況変わらず
  - 日銀はCP・社債等の買入れ増額を終了する一方、金融支援特別オペの部分的延長(2022年9月末まで)を決定

### 日銀短観:設備投資計画(12月調査)



### 日銀短観:資金繰り判断(12月調査)



(注)全規模・全産業。ソフトウェアを含み土地除くベース

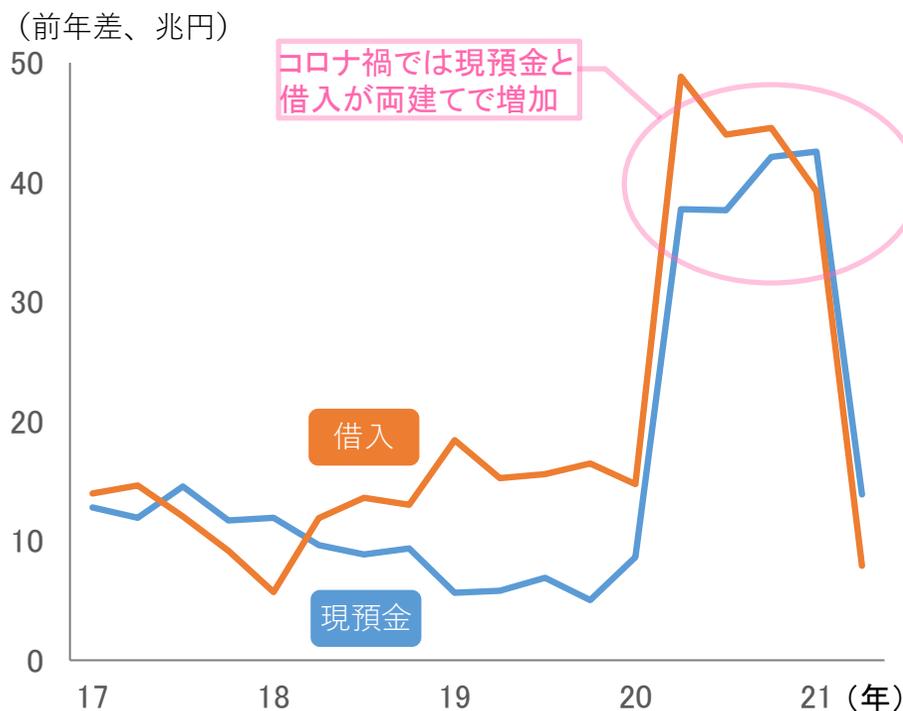
(出所)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(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

## 日本経済：先行き不透明感が残る中、投資水準がコロナ禍前に戻るのは2023年度

- 先行き不透明感が残る中、多くの企業は引き続き手元流動性を厚めに保有（現預金と借入が両建てで増加）。企業行動に慎重さが残り、当面の設備投資回復は緩やかに
- 2021年度の設備投資は前年比+2.8%と増加に転じるが、前年度落ち込み分（同▲7.5%）を取り戻すには至らず。経済活動正常化を受けて企業収益はコロナ禍前に復するものの、設備投資の回復は鈍く、コロナ禍前の水準を取り戻すのは2023年度入り後を予想（2022年度設備投資は同+3.6%）

### 企業部門の現預金残高と借入残高の前年差



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 企業収益と設備投資の見通し

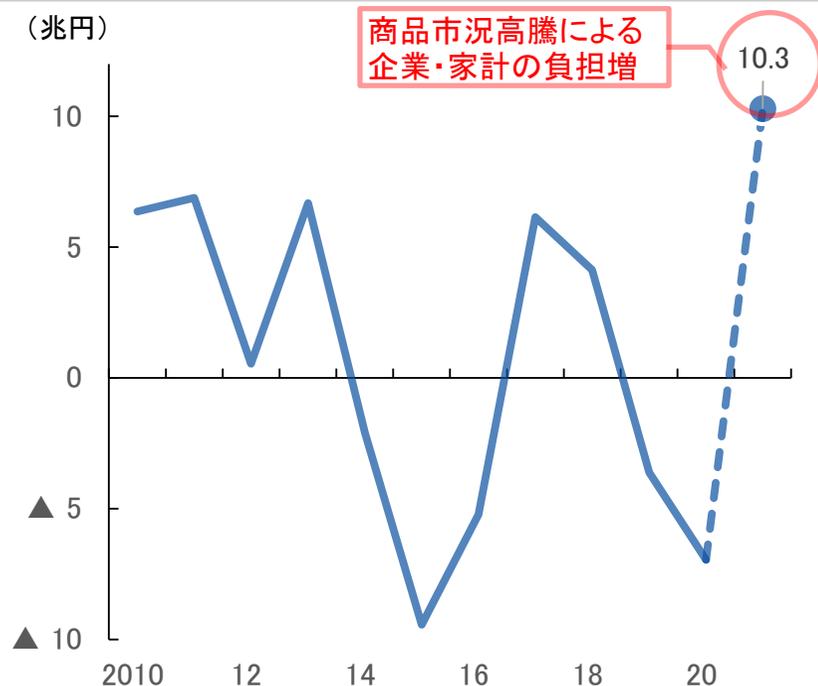


(注) 経常利益は法季ベース、設備投資はSNAベース。21年度以降予測値  
 (出所) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本経済：商品市況高騰を受け、企業・家計負担は10兆円増。投資・消費を下押し

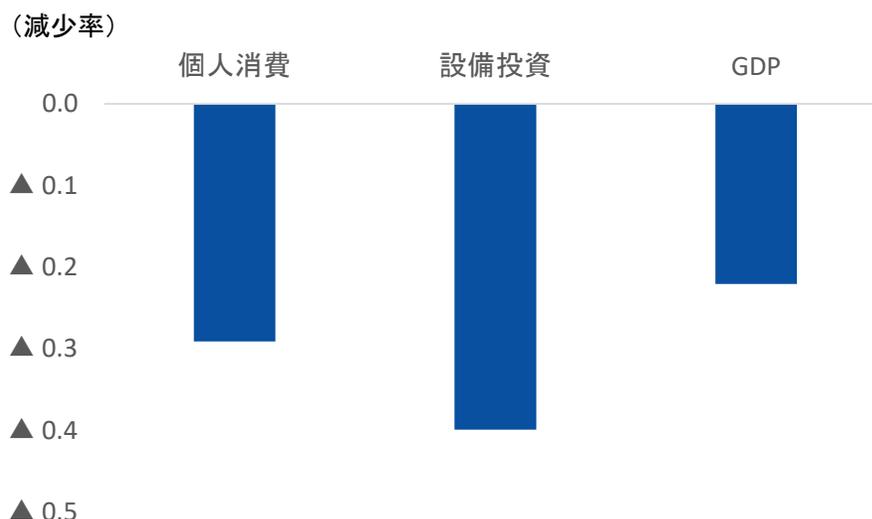
- 商品市況の高騰を受け、原油、天然ガス、石炭を中心に2021年度の原材料輸入額は10兆円程度増加
  - 原材料コスト上昇により素材・エネルギー関連や輸送機械などを中心に企業収益が圧迫されるほか、消費者物価の上昇(商品市況の高騰により1.0%Pt程度上昇)が家計の実質可処分所得を押し下げ
  - 企業負担(企業収益の減少)が7兆円、家計負担(実質可処分所得の減少)が3兆円程度と試算
  - 設備投資を▲0.4%程度、個人消費を▲0.3%程度減少させ、GDPを▲0.2%程度押し下げる計算

### 原材料輸入額(前年差)



(注)2021年度はみずほリサーチ&テクノロジーズの試算値  
(出所)財務省「貿易統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 設備投資・個人消費・GDPへの影響



(注)設備投資への影響は設備投資のキャッシュフロー弾性値の推計値を用いて試算、  
個人消費への影響は限界消費性向(0.25)を用いて試算  
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 金融市場：米長期金利は、2022年前半に2%近傍まで上昇を予想

- 米長期金利は、高インフレの継続を背景に利上げが実施され、2022年前半に2%近傍まで上昇。ドル円相場は、米金利上昇を受けて、ドル高が進展すると予想
- 米国株は、PERの低下を背景に、横ばい圏で推移。日本株は、EPSの成長に合わせ緩やかに上昇すると予想

### 金融市場見通し総括表

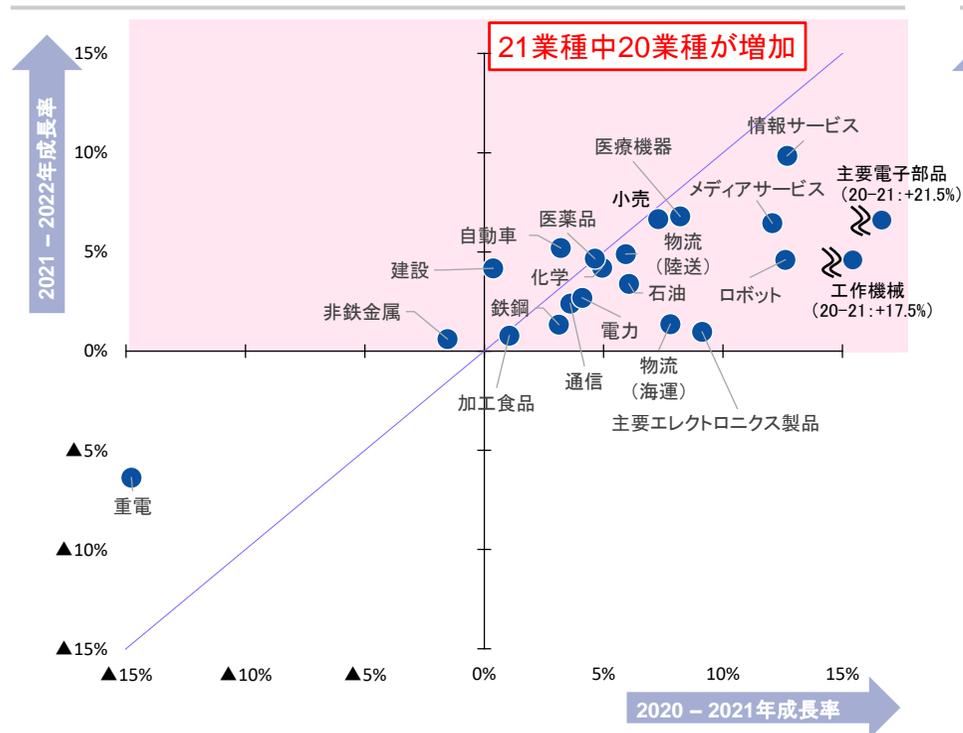
	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2021				2022				2023
				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
日本												
政策金利付利 (末値、%)	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10
新発国債 (10年、%)	0.03	0.00 ~0.10	0.05 ~0.20	0.07	0.07	0.03	0.00 ~0.10	0.00 ~0.10	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15	0.05 ~0.15	0.10 ~0.20
日経平均株価 (円)	24,462	28,500 ~29,900	29,400 ~31,400	28,988	28,962	28,568	28,500 ~29,500	28,900 ~29,900	29,400 ~30,400	29,800 ~30,800	30,100 ~31,100	30,400 ~31,400
米国												
FFレート (末値、%)	0.00 ~0.25	0.25 ~0.50	1.00 ~1.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.00 ~0.25	0.25 ~0.50	0.50 ~0.75	0.75 ~1.00	0.75 ~1.00	1.00 ~1.25
新発国債 (10年、%)	0.87	1.32 ~1.85	1.80 ~2.10	1.30	1.58	1.32	1.45 ~1.65	1.65 ~1.85	1.80 ~2.00	1.85 ~2.05	1.85 ~2.05	1.90 ~2.10
ダウ平均株価 (ドル)	28,110	34,100 ~36,200	34,000 ~36,100	31,493	34,121	34,910	34,400 ~36,200	34,300 ~36,100	34,000 ~35,800	34,100 ~35,900	34,300 ~36,100	34,300 ~36,100
ユーロ圏												
ECB預金ファシリティ金利 (末値、%)	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50
ドイツ国債 (10年、%)	▲ 0.48	▲0.37 ~▲0.15	▲0.25 ~0.10	▲ 0.41	▲ 0.22	▲ 0.37	▲0.35 ~▲0.15	▲0.35 ~▲0.15	▲0.25 ~▲0.05	▲0.15 ~0.05	▲0.15 ~0.05	▲0.10 ~0.10
為替												
ドル・円 (円/ドル)	106	109 ~116	115 ~118	106	109	110	112 ~114	114 ~116	115 ~117	115 ~117	115 ~117	116 ~118
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.17	1.11 ~1.21	1.09 ~1.12	1.21	1.21	1.18	1.12 ~1.14	1.11 ~1.13	1.10 ~1.12	1.09 ~1.11	1.09 ~1.11	1.09 ~1.11

(注) 予測値(レンジ表記)は、期間における平均値が当該レンジに収まるとの見方を示したもの  
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

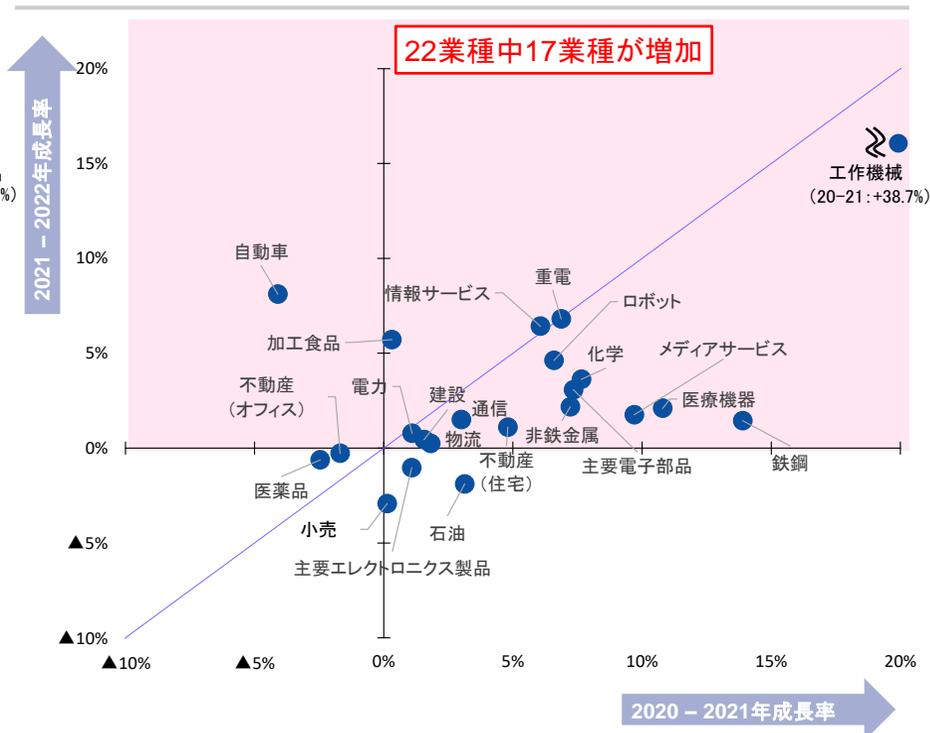
## 日本産業の需給動向：内外需要は、世界経済回復により多くの業種で増加

- 2022年の産業別グローバル需要は、世界経済が回復に向かうことで多くの業種が増加すると予想
  - 情報サービスはグローバルでデジタル化に向けたIT投資が加速し、高成長を維持すると予想
  - 重電は世界的な気候変動リスクへの意識の高まりから、石炭火力発電の市場縮小などにより減少継続を見込む
- 2022年の産業別国内需要は、国内の経済回復の低迷を背景に総じて小幅な増加を予想
  - 工作機械は自動車産業を中心としたユーザー産業の業績回復に伴う投資増により需要大幅拡大の継続を見込む

### 産業別のグローバル需要見通し



### 産業別の国内需要見通し

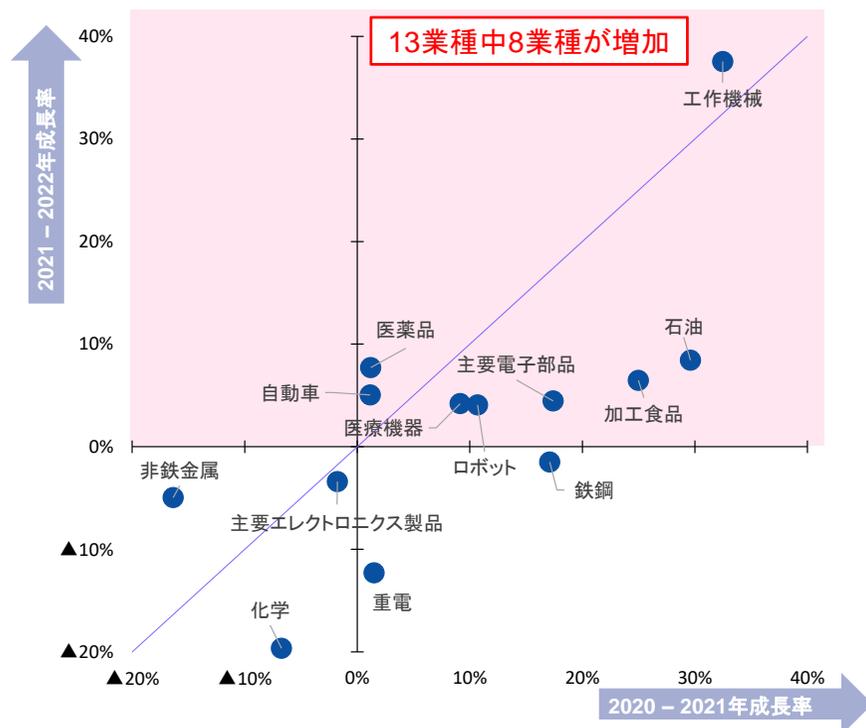


(注)各業種の対象指標については、2021年12月2日付みずほ産業調査68号『日本産業の中期見通し—向こう5年(2022-2026年)の需給動向と求められる事業戦略—』を参照(出所)みずほ銀行産業調査部作成

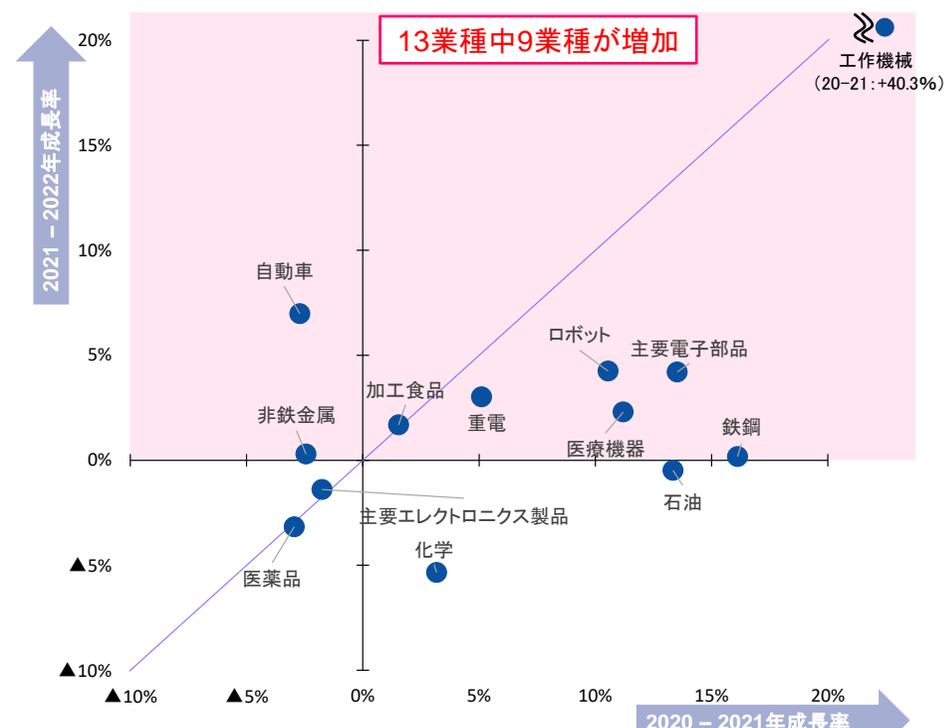
## 輸出は、業種毎に傾向の差異あり。国内生産は、内外需要の回復により総じて増加

- 2022年の産業別輸出は、半数以上の業種でグローバル需要の回復と連動する形で増加を予想
  - 非鉄金属は中国の電気銅内製化進展、化学は中国を中心とした大幅な供給増加によって需給が緩和するなど、中国などの主要輸出先の環境変化に伴って、輸出減少を見込む業種もあり
- 2022年の産業別国内生産は、グローバル需要と内需の回復により、工作機械や自動車など、総じて拡大傾向を予想
  - 化学のように世界的な需給緩和を背景とした輸出の弱含み等により、減少に転じる業種も存在

### 産業別の輸出見通し



### 産業別の国内生産見通し



(注) 各業種の対象指標については、2021年12月2日付みずほ産業調査68号『日本産業の中期見通し—向こう5年(2022-2026年)の需給動向と求められる事業戦略—』を参照  
(出所) みずほ銀行産業調査部作成

## (参考)主要産業の需要見通し数値表(グローバル需要)

業種	指標	単位	2020		2021		2022	
			実績	前年比	見込	前年比	予測	前年比
石油	石油製品需要	千b/d	90,837	▲ 8.8%	96,344	6.1%	99,610	3.4%
鉄鋼	粗鋼換算見掛消費量	百万t	1,883	▲ 0.3%	1,941	3.1%	1,967	1.3%
非鉄金属	銅地金消費量	千t	24,913	4.3%	24,528	▲ 1.5%	24,678	0.6%
化学	エチレン換算需要	千t	160,018	▲ 1.9%	167,913	4.9%	174,969	4.2%
医薬品	医薬品販売金額	十億ドル	1,174	3.8%	1,229	4.6%	1,286	4.7%
医療機器	グローバル市場規模	十億ドル	376	▲ 8.0%	407	8.2%	435	6.8%
加工食品	加工食品販売金額(小売チャネル)	十億ドル	3,658	4.0%	3,697	1.0%	3,726	0.8%
自動車	自動車販売台数	千台	79,564	▲ 13.6%	82,127	3.2%	86,375	5.2%
工作機械	金属加工機械消費額 (主要27カ国、切削と成形の合計)	十億ドル	67	▲ 18.5%	79	17.5%	82	4.6%
ロボット	ロボット出荷額	十億ドル	13	▲ 4.3%	15	12.6%	16	4.6%
エレクトロニクス (主要製品)	主要エレクトロニクス製品世界需要額	十億ドル	972	▲ 1.7%	1,061	9.1%	1,071	1.0%
エレクトロニクス (電子部品)	主要電子部品世界需要額	十億ドル	683	6.2%	829	21.5%	887	6.9
重電	発電設備容量(新規・更新)	GW	110	▲ 14.0%	94	▲ 14.8%	88	▲ 6.4
情報サービス	情報サービス・ソフトウェア投資額	十億ドル	1,331	5.9%	1,500	12.7%	1,648	9.8%
通信	回線数	万件	311,526	▲ 0.5%	322,877	3.6%	330,545	2.4%
メディアサービス	グローバル(米/欧/中/ASEAN)広告費	百万ドル	406,913	▲ 6.8%	455,979	12.1%	485,410	6.5%
物流	海運(主要定期船荷動量:米/欧/ア)	千TEU	92,144	▲ 0.7%	99,322	7.8%	100,667	1.4%
物流	トラック輸送量(米/欧/中)	百万t	61,162	▲ 2.0%	64,788	5.9%	67,956	4.9%
電力	電力需要(グローバル)	TWh	13,154	▲ 0.8%	13,694	4.1%	14,062	2.7%
小売	小売売上高(グローバル)	十億ドル	15,481	0.5%	16,609	7.3%	17,715	6.7%
建設	アメリカ建設投資額	十億ドル	1,469	5.6%	1,368	▲ 6.9%	1,421	3.9%
	欧州建設投資額	十億ユーロ	1,654	▲ 4.5%	1,686	1.9%	1,753	4.0%
	中国建設業付加価値額	十億人民元	7,252	2.3%	7,723	6.5%	8,086	4.7%
	ASEAN建設業付加価値額	十億ドル	189	▲ 3.7%	197	4.4%	207	4.8%

(注) 予測値はみずほ銀行産業調査部予測(2021年12月23日時点)

(出所) 各種資料より、みずほ銀行産業調査部作成

## (参考)主要産業の需要見通し数値表(国内需要)

業種	指標	単位	2020		2021		2022	
			実績	前年比	見込	前年比	予測	前年比
石油	燃料油販売量	千KL	151,290	▲ 8.5%	156,029	3.1%	153,075	▲ 1.9%
鉄鋼	粗鋼換算見掛消費量	百万t	55	▲ 21.4%	63	13.9%	64	1.4%
非鉄金属	銅地金消費量	千t	890	▲ 12.2%	954	7.2%	975	2.2%
化学	エチレン換算需要	千t	4,141	▲ 12.0%	4,458	7.6%	4,620	3.6%
医薬品	国内医薬品出荷額	十億円	10,152	▲ 2.7%	9,903	▲ 2.5%	9,841	▲ 0.6%
医療機器	国内市場規模	十億円	3,727	▲ 6.5%	4,130	10.8%	4,217	2.1%
加工食品	食料支出	兆円	71	▲ 7.8%	71	0.3%	76	5.7%
自動車	自動車販売台数	千台	4,599	▲ 11.5%	4,410	▲ 4.1%	4,768	8.1%
工作機械	工作機械国内受注金額	十億円	324	▲ 34.2%	450	38.7%	520	15.6%
ロボット	ロボット出荷額	十億円	208	▲ 18.1%	222	6.6%	233	4.6%
エレクトロニクス (主要製品)	主要エレクトロニクス製品需要額	十億円	5,592	▲ 1.8%	5,653	1.1%	5,594	▲ 1.0%
エレクトロニクス (電子部品)	主要電子部品需要額	十億円	2,805	▲ 6.9%	3,010	7.3%	3,103	3.1%
重電	原動機(原子力・火力)・発電機・受変電 機器生産高・販売高	十億円	1,873	▲ 9.3%	2,001	6.9%	2,138	6.8%
情報サービス	情報サービス売上高	兆円	13	▲ 1.2%	14	6.1%	15	6.4%
通信	携帯/PHS回線数	万件	15,998	2.6	16,478	3.0%	16,725	1.5%
メディアサービス	国内広告費	億円	61,594	▲ 11.2%	67,565	9.7%	68,749	1.8%
物流	国内トラック輸送量(年度)	百万t	3,787	▲ 8.0%	3,856	1.8%	3,865	0.2%
電力	電力総需要	TWh	927	▲ 3.1%	937	1.1%	945	0.8%
小売	小売業販売額(自動車・燃料小売除く)	十億円	117,972	3.5%	118,128	0.1%	114,676	▲ 2.9%
	インバウンド消費/訪日客の買物代	十億円	208	▲ 87.5%	109	▲ 47.6%	1,035	848.1%
建設	名目建設投資額(年度)	兆円	61	▲ 2.5%	62	1.6%	62	0.5%
不動産	オフィス床需要	千㎡	34,671	▲ 0.9%	34,085	▲ 1.7%	33,992	▲ 0.3%
	新設住宅着工戸数	千戸	815	▲ 9.9%	854	4.8%	864	1.1%

(注) 予測値はみずほ銀行産業調査部予測(2021年12月23日時点)

(出所) 各種資料より、みずほ銀行産業調査部作成

---

1.

2022年の経済・産業見通し

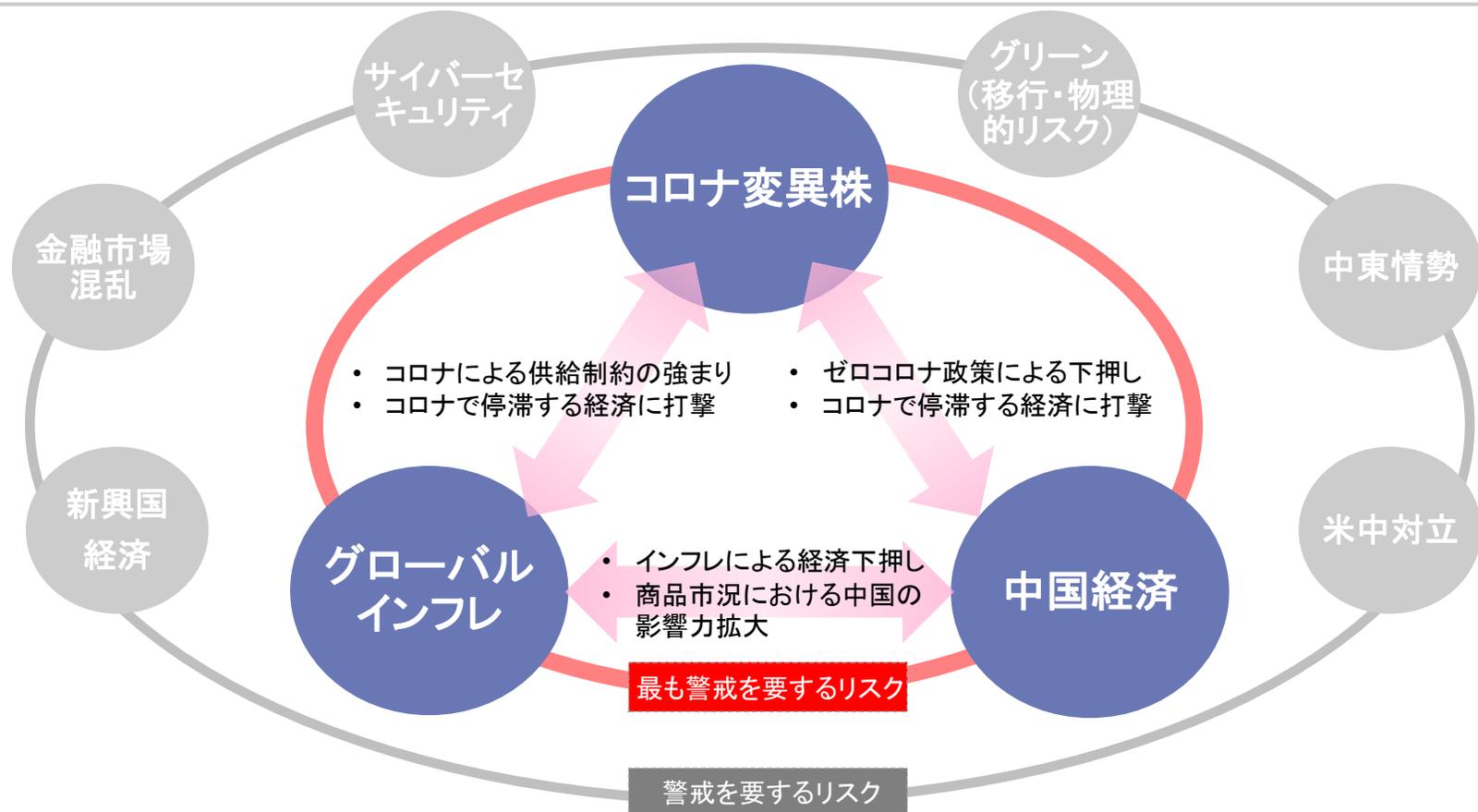
2.

2022年のトップリスク

## 2022年のトップリスク:コロナ・中国経済・インフレが最大のリスク

- 最も警戒を要する3リスク(コロナ、中国経済、インフレ)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、サイバーセキュリティがトップテン入り。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

## 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株を中心に金融資産が急落。逆資産効果により消費低迷し、その後も暫く経済停滞	中	大
	新興国	①高インフレの継続 ②実体経済が下押し、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

## 【コロナ】変異株：新規変異株の出現による世界的ロックダウン

- 重篤度が高く、かつ既存ワクチンの有効性を大幅に低下させる新規変異株が世界で拡大するリスク
  - 医療負担を抑制するために世界的なロックダウンが実施され、経済が停滞
  - 新規変異株に対応するワクチンの開発・製造・普及には半年～1年程度要するとみられ、コロナ禍が長期化へ

### 世界的ロックダウンを引き起こす新規変異株の出現により想定される影響

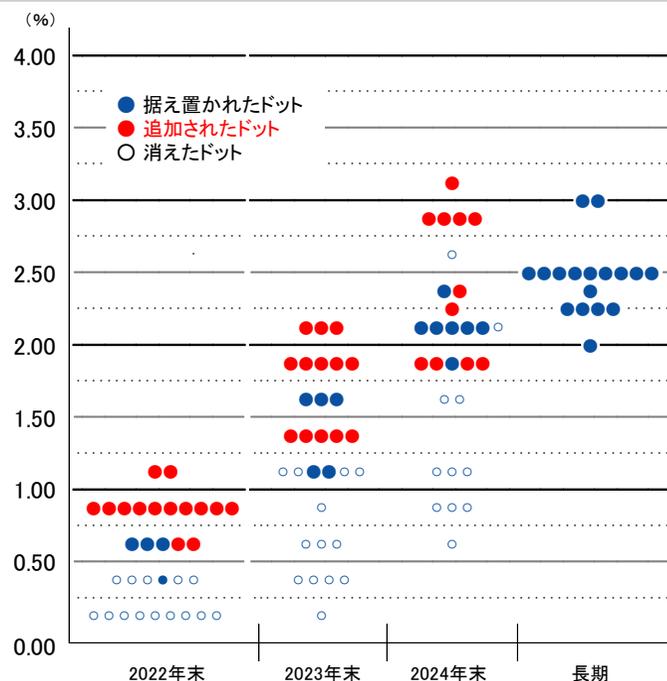
	影響の想定
感染・医療体制	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 感染急拡大と強毒化により医療負担が大幅に増大し、医療崩壊状態に</li> <li>• 新規変異株に対応するワクチン・治療薬が普及するまで、経済回復が後ずれ</li> <li>• 新ワクチンは開発・製造・普及に半年～1年程度を要する見込み</li> </ul>
日本経済	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 東京をはじめ全国的に医療崩壊状態に至り、緊急事態宣言発令に加え、ワクチン・検査パッケージやGo To事業が停止</li> <li>• 自主的な行動抑制も相まって対人サービス消費を中心に個人消費が大幅に減少</li> </ul>
米国経済	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 景気が悪化し、インフレは資源価格や耐久財等の嗜好品を中心に沈静化。一部、衛生用品などの価格は再上昇</li> </ul>
その他経済	<ul style="list-style-type: none"> <li>• アジア・中国：各国のロックダウン（中国は広範なロックダウン）により輸出産業を含む工場稼働・物流が停滞。原材料の供給制約が発生し、日米等の製造業を大幅下押し</li> <li>• 欧州：21年春並の全土ソフトロックダウン。サービス消費停滞</li> </ul>
金融市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 米長期金利が急激に低下</li> <li>• 投資家センチメントが大幅に委縮。主要国株式市場は大幅に下落</li> <li>• ドル円相場は急激な円高ドル安に</li> </ul>

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【インフレ】米国経済：インフレ昂進に利上げ加速、耐久財消費中心に米景気が悪化

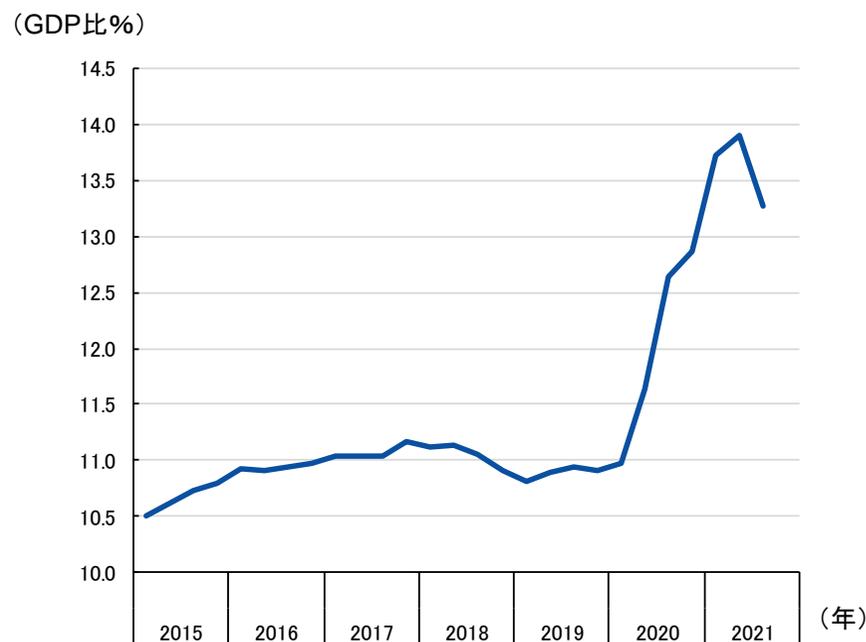
- 2022年入り後もインフレは減速するどころか高止まり。深刻な労働需給のひっ迫が続き、賃金上昇率の加速が止まらず、インフレ圧力は財セクターのみならずサービスセクターにも広がる可能性
  - 労働市場には失業者を400万人も上回る超過求人が存在するほど米国経済は過熱
- FOMCは12月会合で示した漸進的利上げスタンスを放棄、需要を抑えることがインフレ鎮静化に不可欠として連続利上げに転換、2022年後半頃から米景気が悪化するリスク
  - 伝統的に金利感応度が高い耐久財消費や住宅投資が悪化、けん引役を失った米景気は冷え込むことに

### 12月FOMC参加者の政策金利見通し



(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 米国経済に占める耐久財消費と住宅投資の割合

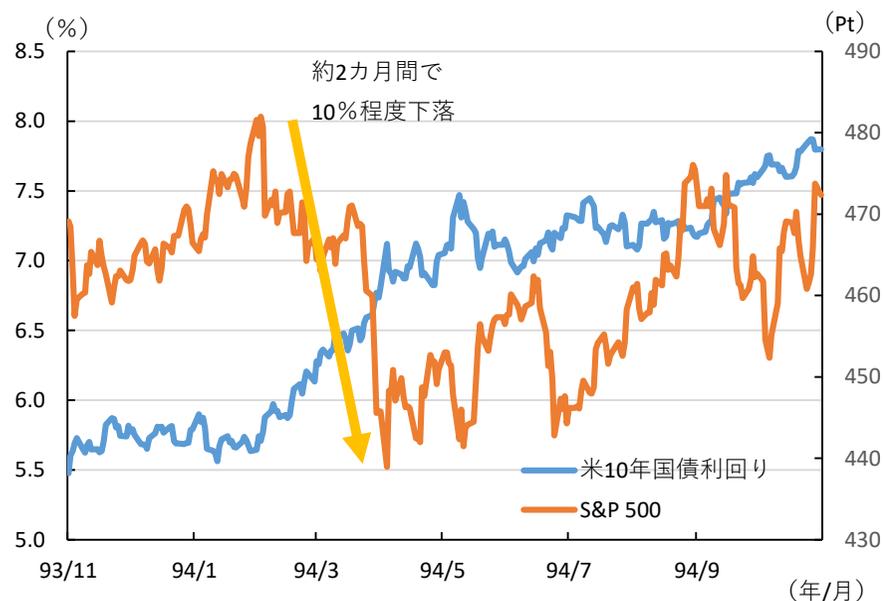


(出所)米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【インフレ】金融市場：急激な金利上昇による金融市場の混乱とその後の経済停滞

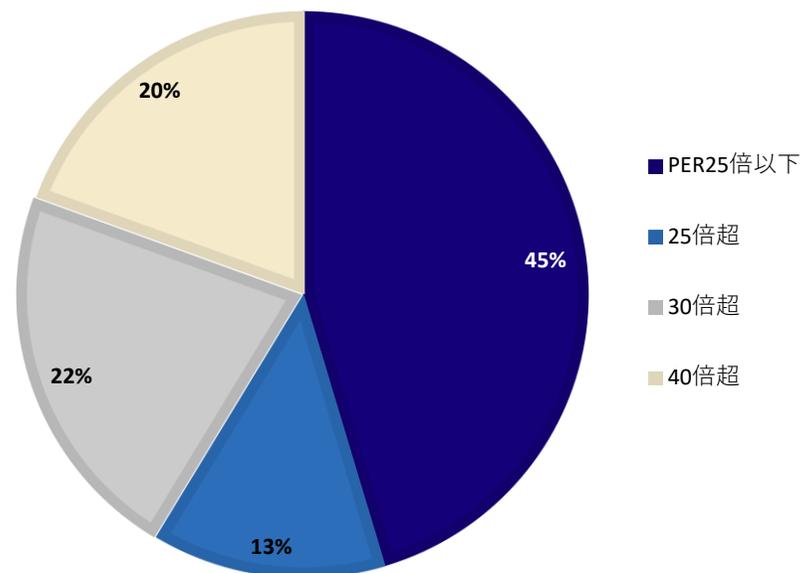
- 高インフレ継続を受けて、急激に金利が上昇。米国株式市場の急落を起点として、グローバルに金融市場が混乱。株価下落等に伴い逆資産効果が発生、消費が冷え込み、その後もしばらく停滞が続く
  - 1990年以降、長期金利が1年間で最大の上昇を記録(2.5%の上昇)したのは、1993年11月～1994年10月
  - 当該期間では、米国株式市場はボラティリティーが高い状況となり、最大で10%弱の下落を記録
- 現在の米国株式市場においては、金利に対する感応度が高いとされる高PER銘柄の割合が高いため、長期金利の急激な上昇に対する脆弱性が相応に存在。グローバルに波及した際には、混乱はさらに増幅する可能性あり

### 米長期金利とS&P500の推移(93年11月～94年10月)



(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### S&P500における高PER銘柄の割合



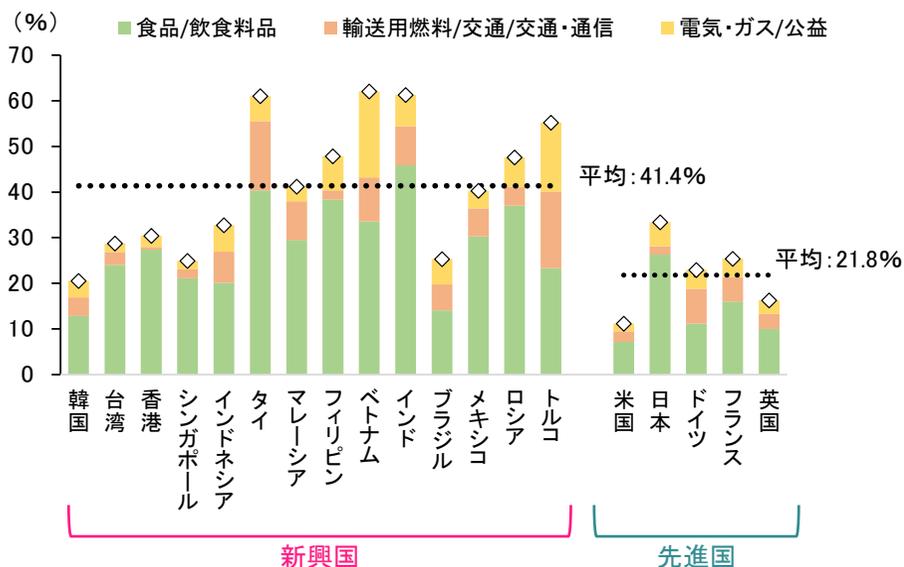
(注) 割合は時価総額ベース

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【インフレ】新興国：スタグフレーションと政情不安定化・左傾化リスク

- 資源高や米利上げ・ドル高加速により、新興国のインフレ高進が継続。同時にコロナが再拡大、スタグフレーションに
  - 消費に占める食品やエネルギーの比率が高く、インフレになりやすい体質。通貨安による輸入インフレの脅威も
  - 加えて、新興国では依然ワクチン接種率が低く、コロナ再拡大・景気下振れリスクが先進国対比で高い状況
- スタグフレーションにより新興国で政治が不安定化。資源国で左傾化が進み、資源ナショナリズムが台頭するリスク
  - 鉱業分野への課税、資源国有化などの政策が、資源価格を押し上げ、新たなグローバルインフレの火種に
  - 実際にメキシコやペルーなどの中南米諸国では、左派政権が資源国有化などを政策として打ち出す実例も

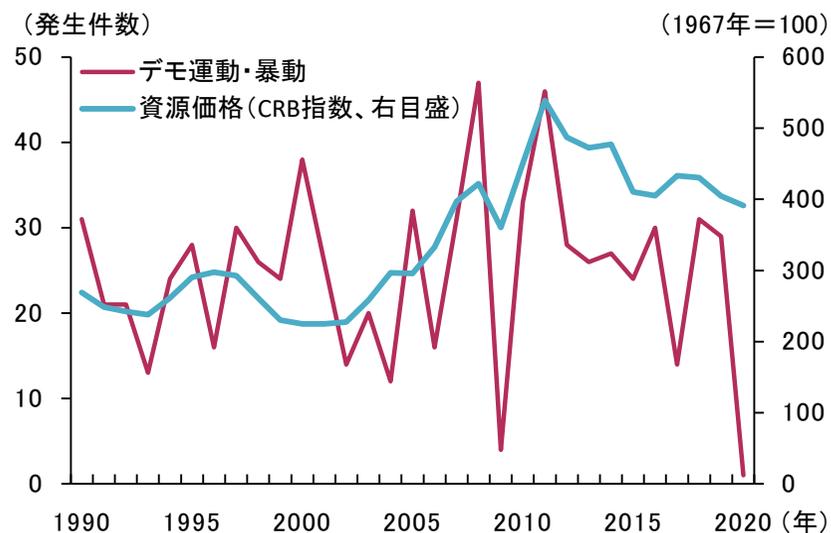
### CPIバスケットに占める食品・エネルギーのウェイト



(注) 一部の新興国については、CPIの大分類・中分類に基づきウェイト値を計上しているため、過大評価の可能性に留意されたい

(出所) CEIC data, Eurostat, 米国商務省、内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 資源価格とインフレ・税制抗議活動の発生件数



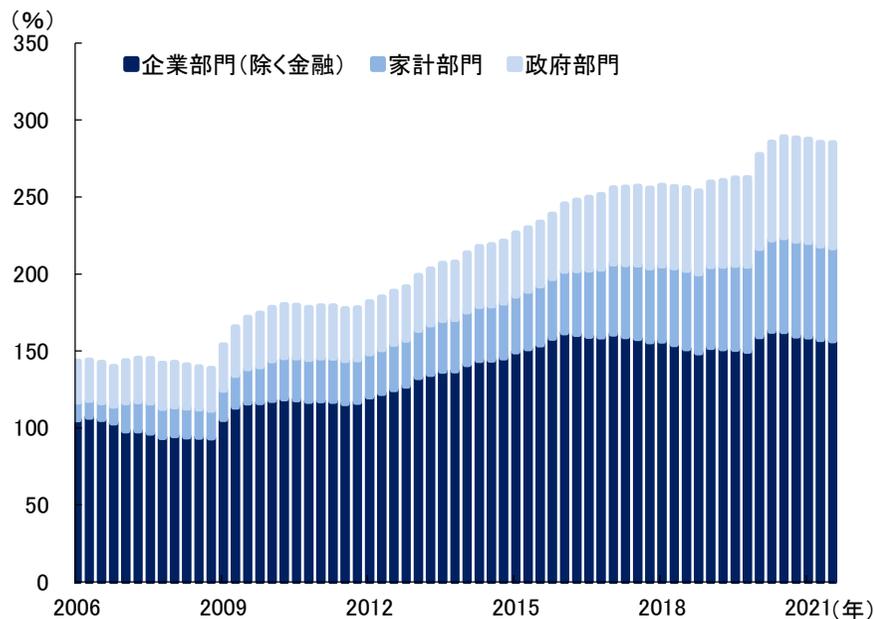
(注) 新興国はIMFのEMDE (“Emerging and Developing Economies”) 区分による。デモ件数は実施期間の長さに関わらず、関連デモ(参加者の要求が“price increases, tax policy”のもの)を1件として計上

(出所) Commodity Research Bureau, Haver Analytics, 米ハーバード大より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【中国】経済急減速：過剰債務問題の顕在化が实体经济を下押し

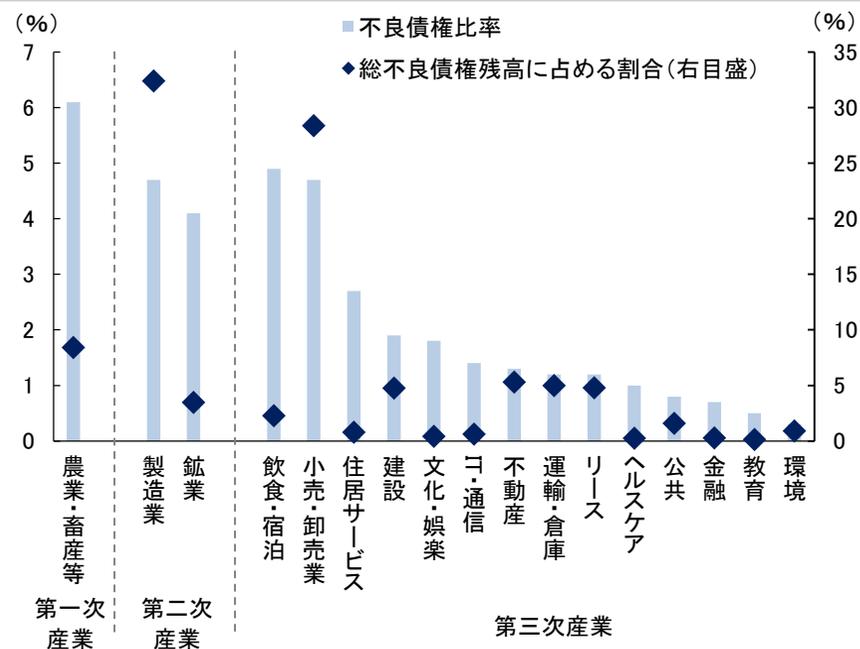
- 上昇傾向にあった中国の債務残高(GDP比285.2%、2021年9月末時点)は、コロナ禍で拡大
  - 債務者別では、企業部門が同156.7%と高ウェイト。なお、地方政府傘下の調達事業体(LGFV)も含まれる
  - 中国における資金調達方法は、銀行借入が全体の2/3を占め、銀行部門へ直接的にリスクが波及しやすい
- 新型コロナウイルスの全国的な蔓延を背景に、金融システムリスクをはじめとする過剰債務問題が顕在化するリスク。急激な信用不安や不動産市況の悪化等による倒産増・民間投資停滞や、雇用環境の悪化を通じた消費低迷を懸念
  - 2019年末時点で、飲食・宿泊業や小売・卸売業の不良債権比率は高く、コロナ禍で健全性は一層低下

### 部門別債務残高(対GDP比)



(出所) BISより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 商業銀行の不良債権



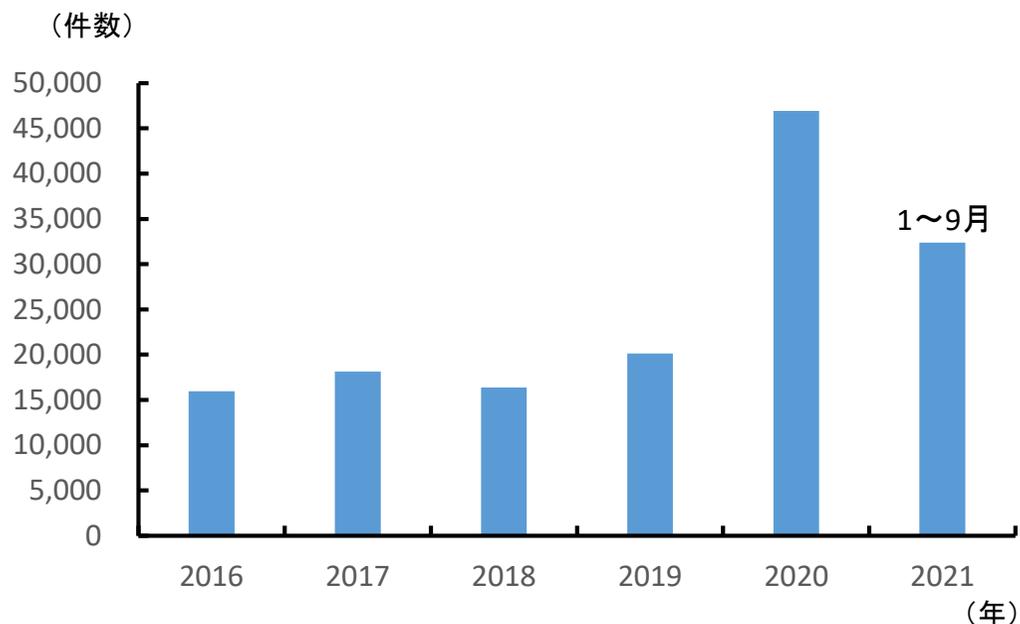
(注) 2019年末時点

(出所) 中国銀行保険監督管理委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【デジタル】サイバーセキュリティ:リスク増加も、国や企業の対策はこれから

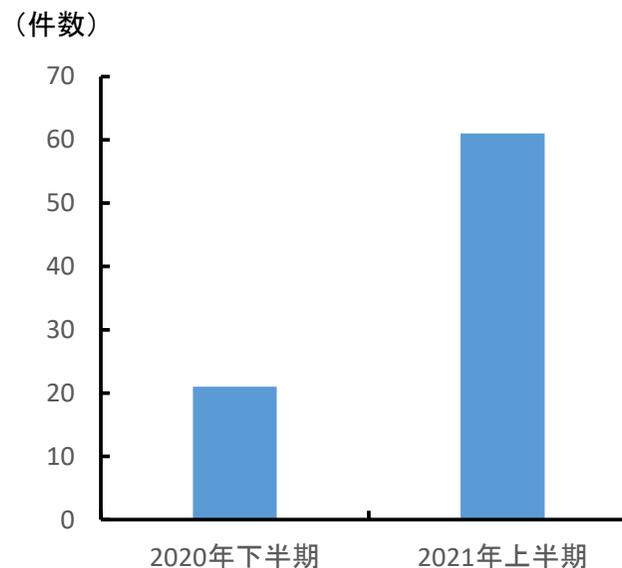
- サイバーテロのリスクは増加傾向。コロナ禍によるデジタル化の進展で影響は拡大
  - 2021年は米国石油パイプライン社(ランサムウェアで営業停止5日+身代金5億円支払い)のような巨大被害発生
  - 2021年のサイバーテロの世界全体の被害額は日本のGDPを上回る660兆円にのぼるという試算も
- サイバーテロの発生により政府・企業等の情報資産漏えいや社会インフラ等の機能停止に発展するリスク
  - 米国では、パイプライン社の巨大被害をきっかけに国や企業はサイバーセキュリティ対策に巨額の投資へ
  - 日本では、海外からのサイバーテロへの対策が経済安全保障の一つとして総裁選で大きな話題に

### 日本におけるセキュリティインシデント報告件数



(出所) 一般社団法人JPCERTコーディネーションセンター「インシデント報告対応レポート」(各期版)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 日本におけるランサムウェア被害の報告件数



(出所) 警察庁「令和3年上半期におけるサイバー空間をめぐる脅威の情勢等について」(2021)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【グリーン】移行リスク: 環境規制強化が排出量の多い資産価値・企業業績を悪化

- COP26では、2022年末までに各国が2030年の削減目標を見直すことが要請されており、2022年11月のCOP27を前に、主要各国が環境規制の強化を発表するかが注目点
- 主要国で想定以上の規制強化方針が発表された場合、CO2排出量の多い設備の資産価値や企業の業績を悪化させ、民間投資を減少させるリスク
  - COP26後、欧州のカーボンプライスは高騰し、IEA現行政策シナリオの2050年見通し水準に。欧州内外の規制強化は、さらにカーボンプライスを上昇させる可能性大

### COP26の主な合意・要請内容

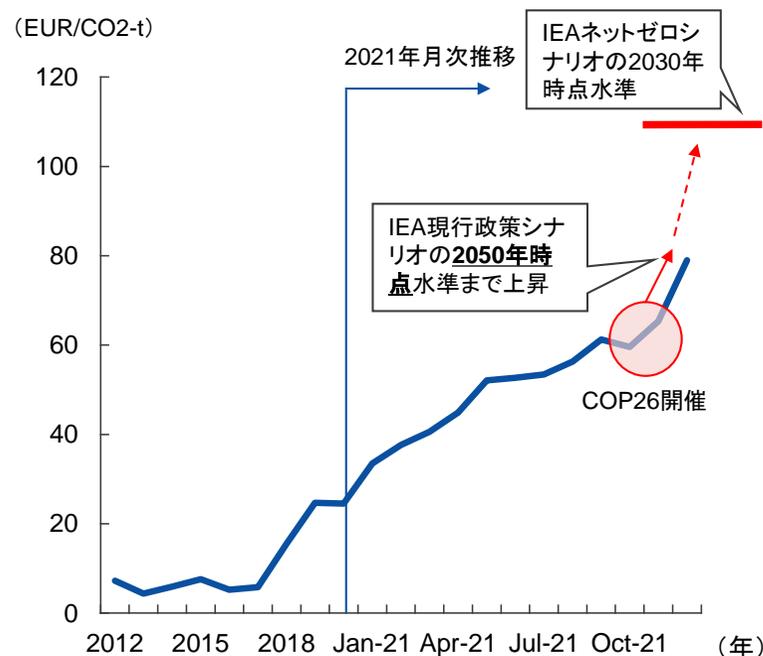
- ✓ **2022年末までに排出削減目標を再度見直し・強化**

✓ 対策を講じていない石炭火力、非効率な化石燃料補助金の段階的削減
- ✓ 先進国による新興国向け支援を、2025年までに2019年比倍増
- ✓ 市場メカニズムのルールに合意

  - ・ 京都議定書で計上された排出権は一部を継続利用可能に。排出削減ホスト国と実施国での削減量二重計上は認めず

(出所) 国連より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 欧州排出量取引市場価格(カーボンプライス)推移

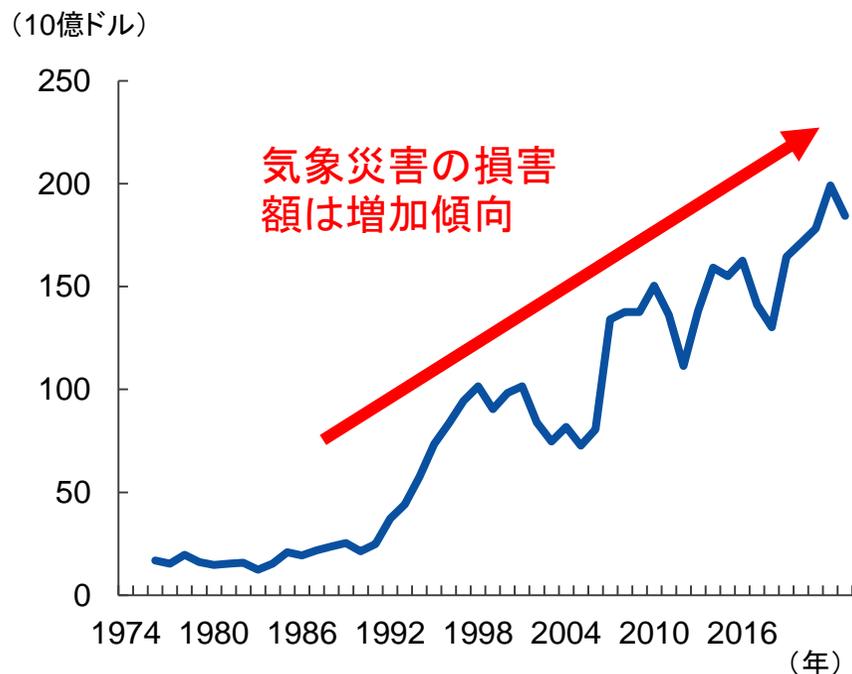


(注) IEA現行政策シナリオは、法制化済み政策のみが実行されるシナリオ。IEAネットゼロシナリオは、2050年までに温室効果ガスの排出量を正味ゼロにするシナリオ  
(出所) EEX、IEAよりみずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【グリーン】物理的リスク: 大規模な気象災害が重要拠点を損傷。国際物流網を寸断

- 世界各国で大規模な気象災害は増加傾向。気象災害がグローバルサプライチェーンの重要拠点を損傷した場合、グローバルな供給制約を引き起こすリスク
  - 2011年の自動車やエレクトロニクス産業等の製造拠点が集中するタイの大洪水では、世界の鉱工業生産を約▲2.5%押し下げたとの試算も(国連国際防災戦略事務局(2012b))

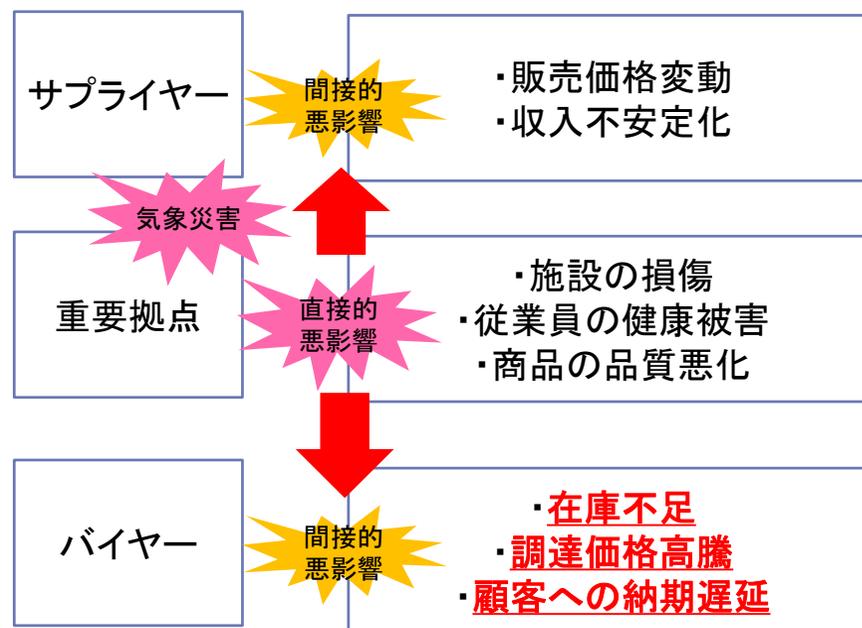
### 世界の気象災害にともなう損害額



(注) 後方5カ年移動平均

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

### サプライチェーンを通じた気象災害の悪影響の波及(例)



(出所) 環境省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【地政学】米中対立:「核心的利益」を巡る対立激化でデカップリングが大幅拡大

- 価値や安全保障を巡る対立を契機に、米中デカップリングが対象製品・対象国の両面で大幅に拡大するリスク
  - 中国による人権・民主主義の侵害(ウイグル、香港等)、現状変更行動(台湾、東・南シナ海)への米の制裁が拡大
  - 欧州連合(EU)や英豪等、米の同盟国等がこれに同調
  - 中国も「核心的利益」については譲歩せず、米国とその同盟諸国等に対して報復措置発動
  - 人権を理由とした対中輸入制限・輸出管理強化によりデカップリングが拡大、主要品目にまで拡大するリスクも
    - データ・資本面でのデカップリングを進行させる動きも

### 「人権」を理由としたデカップリングの拡大

対象分野の拡大(例) <sup>(注)</sup>	対象国の拡大(例)
<p>○農産物・食品 原綿・ハミ瓜・コルラ梨・トマト製品・ニンニク等、ステビア(甘味料)、砂糖、麺、食品加工工場</p> <p>○軽工業品 綿製品、繊維・衣類(寝具・カーペット・ビスコース含む)、髪製品、履物、グローブ、清掃用品、玩具、印刷物</p> <p>○電気・電子 携帯電話、電子部品組立</p> <p>○鉱物・金属等 採掘(石炭・銅・炭化水素・原油・ウラン・亜鉛等)、金属シリコン、再生可能エネルギー(ポリシリコン・インゴット・ウエハー・結晶シリコン太陽電池及び同モジュール)</p> <p>○サービス 建設、ホスピタリティ・サービス</p>	<p>2021年12月10日 民主主義サミット 輸出管理と人権イニシアティブに関する共同声明(概要)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 権威主義国は、深刻な人権侵害に関連して、監視ツールやその他の関連技術をますます利用している</li> <li>■ 我々は、深刻な人権侵害に用いられる技術の拡散防止のための輸出管理ツールの利用のため、同志国が政治的に誓約する自発的な拘束力のない行動規範の確立に取り組むことにコミットする</li> </ul> <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center; margin: 10px 0;"> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> <p>【参加国】 米国、オーストラリア、 デンマーク、ノルウェー</p> </div> <div style="font-size: 2em;">←</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;"> <p>【支持表明国】 カナダ、フランス、 オランダ、英国</p> </div> </div> <p>【日本の対応】(2021年12月14日 萩生田光一経済産業相) 「米国提案の動機には賛同しており、米国含む関係国と積極的に議論を行っていきたい」</p>

(注)米政府が中国新疆ウイグル自治区で強制労働が行われている疑いがあるとして例示した産業・製品

(出所)米政府資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【地政学】中東情勢：イランによるホルムズ海峡封鎖と原油価格の急騰

- 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・強化に反発するイランがホルムズ海峡を封鎖
  - イランで保守強硬派のライシ大統領誕生後、核合意再建協議が再開されたものの、協議は難航
  - 交渉決裂の場合、米国が追加制裁を発動、これに反発したイランがホルムズ海峡を機雷等により封鎖する可能性
- サウジアラビアなど中東産原油の供給が途絶し、原油価格が急騰、グローバル経済を下押しするリスク
  - ホルムズ海峡を通過する中東産原油は、世界の石油消費量の2割に相当

### 世界の石油消費量の2割が通過するホルムズ海峡



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【本資料に関する問い合わせ先】

みずほリサーチ&テクノロジーズ 調査本部 調査部 03-3591-1400

みずほ銀行 産業調査部 ird.info@mizuho-bk.co.jp

みずほフィナンシャルグループ リサーチ&コンサルティング業務部 thinktank.one@mizuhofg.co.jp

MIZUHO Research & Analysis / 27

令和3年12月23日発行

©2021 株式会社みずほフィナンシャルグループ

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、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・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、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。