

みずほマーケット・トピック(2022年1月26日)

IMF 見通し改定について～リスク満載の世界経済～

IMF が世界経済見通しの改定を発表した。2022 年の世界経済の実質 GDP 成長率は米国や中国を中心としてまとまった幅で下方修正されており、リスク評価も大きく下方へ傾いている。新たな変異株の出現、サプライチェーンの混乱、エネルギー価格の乱高下、賃金上昇、先進国利上げに伴う不安定化など、リスクに係る論点は目白押しである。また、ロシアやウクライナといった固有名詞の使用こそ避けられているが、地政学的な緊張にも言及がある。もはや経済・金融・外交といったあらゆるテーマで火の手が上がっている印象。かかる状況下、日本は 22 年、23 年ともに上方修正されているが、これは 21 年の成長率が極端に低かったことの反動に過ぎない。パンデミック下での累積成長率を見れば、やはり日本経済が最低である。また、現在進行中のまん延防止措置を IMF 予想は織り込めておらず、既に 22 年の成長率は下方修正済み。岸田政権はリスクを回避する「参院選のための管理内閣」であることを決め込んでおり、行動制限は慢性化する恐れ。22 年も 21 年と同じ道を辿り、株や為替で日本回避が続くと予想したい。

～リスク要因が満載～

昨日は IMF から世界経済見通しの改定が発表されている。サブタイトルは『Rising Caseloads, A Disrupted Recovery, and Higher Inflation』と銘打たれ、基本的に現状の問題を羅列する格好である。2022 年の実質 GDP 成長率に関し、前回(2021 年 10 月)予測と比較すると、世界全体では

20～23年にかけてのG7および中国の成長率軌道(前年比%)

| | 2020年 | 2021年 | 2022年 | | 2023年 | |
|------|-------|-------|-------|------|-------|------|
| | 実績 | 推計 | 10月時点 | 1月時点 | 10月時点 | 1月時点 |
| 米国 | -3.4 | 5.6 | 5.2 | 4.0 | 2.2 | 2.6 |
| ユーロ圏 | -6.4 | 5.2 | 4.3 | 3.9 | 2.0 | 2.5 |
| ドイツ | -4.6 | 2.7 | 4.6 | 3.8 | 1.6 | 2.5 |
| フランス | -8.0 | 6.7 | 3.9 | 3.5 | 1.8 | 1.8 |
| イタリア | -8.9 | 6.2 | 4.2 | 3.8 | 1.6 | 2.2 |
| 日本 | -4.5 | 1.6 | 3.2 | 3.3 | 1.4 | 1.8 |
| カナダ | -5.2 | 4.7 | 4.9 | 4.1 | 2.6 | 2.8 |
| 英国 | -9.4 | 7.2 | 5.0 | 4.7 | 1.9 | 2.3 |
| 中国 | 2.3 | 8.1 | 5.6 | 4.8 | 5.3 | 5.2 |

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(22年1月)

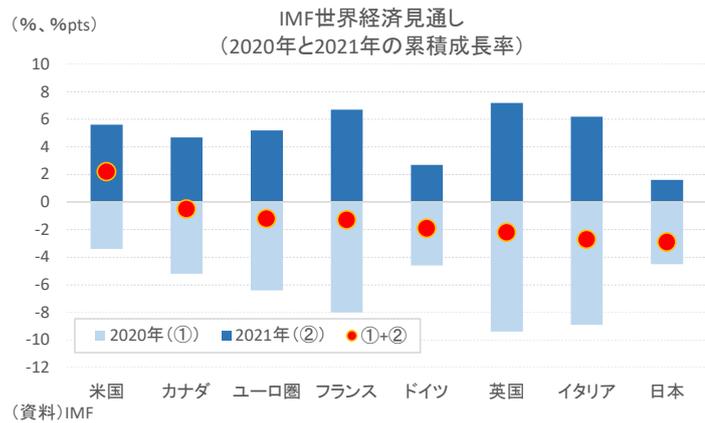
+4.4%と▲0.5%ポイント引き下げられている。この▲0.5%ポイントの殆どがインフレ高進に苦しむ米国(▲1.2%ポイント引き下げ)とゼロコロナ政策に執心する中国(▲0.8%ポイント引き下げ)の動きで説明される。このほか感染再拡大が早期に訪れたドイツ(▲0.8%ポイント引き下げ)の落ち込みも目立つ。こうした下方修正を施した上で、リスクバランスはさらに下方へ広がっており、新たな変異株の出現、サプライチェーンの混乱、エネルギー価格の乱高下、賃金上昇、先進国利上げに伴う不安定化(例えば新興国を巡る資本流出問題)など、論点が目白押しである。さらに、ロシアやウクライナ、台湾といった固有名詞の使用こそ避けられているものの、地政学的な緊張(geopolitical tensions)が続いていることにも言及がある。

もはや経済・金融・外交(安全保障)といったあらゆるテーマで火の手が上がっているのが現在の世界経済と見受けられる。かかる状況下、株式や暗号資産など高リスク資産が投げ売りされている

ことについて違和感はない。問題はそうしてリスクセンチメントが毀損する地合いでは資源価格も需要減退から調整が進むはずだが、そうはなっていない。結局、世界経済が減速しているとはいえ、需給面では「復旧しない供給能力、旺盛な需要動向」という構図が続いているのだと思われる。いずれにせよ、世界経済が落ち着きを取り戻すためにクリアしなければならないリスク要因は数多い。

～日本の上方修正は必然～

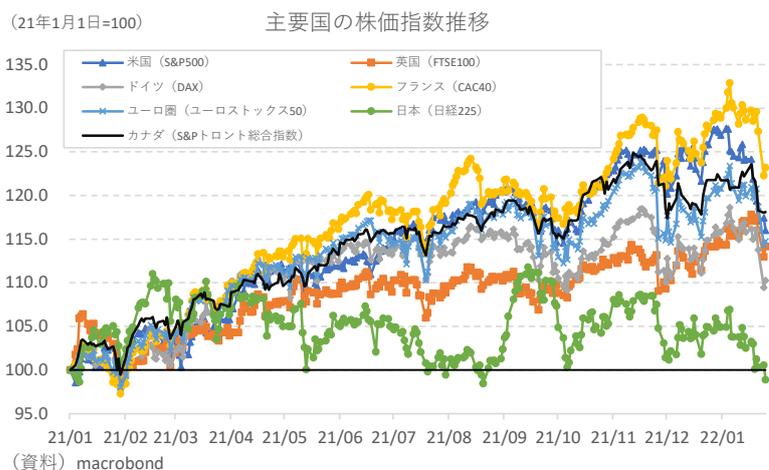
ところで、昨年から下方修正を繰り返してきた日本は 2022 年、2023 年ともに上方修正されている。これは G7 では唯一の前向きな動きではある。しかし、慢性化した行動制限によって 2021 年の成長率が極端に低くなっているのだから、2022 年の変化率が押し上げられるのは必然でもある。比べる対象が低くなっているだけ、という話である。この点、2020 年から 2021 年の成長率(前者は実績



値、後者は推計値)を累積して見れば良く分かる(図)。パンデミック下での成長率の累積(2020 年と 2021 年の成長率の合計)を見れば、やはり日本経済が精彩を欠いていることは間違いない。欧米経済に関して言えば、既にパンデミック以前(2019 年 10～12 月期)の水準を復元しているため、ここまで乱高下してきた成長率が本来の巡航速度に収束していくのは自然な話である。多少のつまづきはあったとしても、未だにパンデミック以前の水準を復元できていない日本経済からすればまだ遠い存在である。それは金融政策の格差を見れば多くの説明を要しないだろう。

～昨年も 1 月までは良かった～

また、昨年の経緯を振り返れば全く予断を許さない。昨年も日本は 1 月時点の世界経済見通しで上方修正を経験しているが、そこから 4 月・7 月・10 月と世界経済の回復に逆行するように下方修正されていった。言うまでもなく緊急事態宣言やまん延防止措置にかかる行動制限の結果である。今回の IMF 見通しは現在、東京都を筆頭とする 34 都道府県で発出されているまん延防止措置の影響は織り込んでいない。



よって、2022 年の+3.3%はもはや下方修正含みであるし、現在期限とされる 2 月 13 日を超えて延長されれば、下方修正幅も大きくなる。2021 年を振り返れば、春先以降で行動制限が順次解除された欧米の成長率が復元する一方、日本は行動制限の解除

を渡り成長率が沈んでいった。これは先進国の主要株価指数の動きを見れば良く分かる(前頁図)。今や最下位が定位置になってしまった日本の株価指数だが、昨年 4 月頃までは他の先進国と比較しても遜色ない動きをしていた。しかし、欧米が行動制限に踏み切り始めた 4 月以降、明らかに乖離が目立つようになっている。現状、各国の株価は激しい調整を強いられているが、1 年前の水準を割り込んでいる国は日本しかない。本欄や『中期為替相場見通し』では「他国の失点があったとしてもそれで日本経済の貧相が隠せるような状況にはない」といった旨を繰り返し強調してきたが、株価はそうした事実を明確に示しているように見える。

現状、岸田政権は行動規制を筆頭とする厳格な措置が支持率に直結すると考えている節があり、とにかくリスクを回避する「参院選のための管理内閣」であることを決め込んでいる。そのような予想は外れて欲しいと思うが、現在の内外経済環境を見る限り、2022 年も 2021 年と全く同じことが起きようとしているように見えてならない。日本株も円も、国際的に見て選ばれる投資先とは考えにくい。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|-------------|--|
| 2022年1月25日 | 孤立感が強まるドイツ～ショルト政権の迷走～ |
| 2022年1月24日 | 夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～ |
| 2022年1月21日 | 週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～) |
| 2022年1月20日 | 米実質金利上昇とドル相場への影響 |
| 2022年1月19日 | 日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～ |
| 2022年1月18日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) |
| | 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～ |
| 2022年1月17日 | 既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～ |
| 2022年1月14日 | 週末版 |
| 2022年1月13日 | 円安と物価高と国民感情の近況について |
| 2022年1月12日 | 「嵐の前の静けさ」を警告するIMF |
| 2022年1月11日 | 信じて貰えないECBのハト派姿勢 |
| 2022年1月7日 | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～) |
| 2022年1月5日 | 欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定 |
| 2022年1月4日 | 2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？ |
| 2021年12月28日 | 2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～ |
| 2021年12月27日 | 2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～ |
| 2021年12月24日 | 週末版 |
| 2021年12月23日 | 円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～ |
| 2021年12月22日 | 無視はできない需給面のドル安リスク |
| 2021年12月20日 | 2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する |
| 2021年12月17日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バスーカ」と利上げ見通し～) |
| 2021年12月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) |
| | FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～ |
| 2021年12月15日 | 「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰郷報道 |
| 2021年12月13日 | 41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～ |
| 2021年12月10日 | 週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～) |
| 2021年12月8日 | 2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～ |
| 2021年12月7日 | 過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか |
| 2021年12月6日 | 弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて |
| 2021年12月3日 | 週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～) |
| 2021年12月2日 | 変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～ |
| 2021年11月29日 | アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～ |
| 2021年11月26日 | 週末版 |
| 2021年11月25日 | 再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～ |
| 2021年11月24日 | ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～ |
| 2021年11月22日 | 欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？ |
| 2021年11月19日 | 週末版 |
| 2021年11月17日 | 10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分) |
| 2021年11月16日 | 不安視される米消費者心理の悪化 |
| 2021年11月15日 | 今年2度目のマイナス成長となった日本 |
| 2021年11月12日 | 週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～) |
| 2021年11月11日 | ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？ |
| 2021年11月10日 | 欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～ |
| 2021年11月9日 | FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～ |
| 2021年11月5日 | 週末版 |
| 2021年10月29日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～) |
| 2021年10月28日 | 2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後 |
| 2021年10月26日 | 供給制約下の利上げは正常化されるのか？ |
| 2021年10月25日 | ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～ |
| 2021年10月22日 | 週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン連運総経裁の辞任報道を受けて～) |
| 2021年10月20日 | 本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～ |
| 2021年10月19日 | ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～ |
| 2021年10月18日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) |
| | 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて |
| 2021年10月15日 | 週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～) |
| 2021年10月13日 | 円安に蝕まれる日本経済の現状 |
| 2021年10月12日 | 現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機 |
| 2021年10月11日 | 米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～ |
| 2021年10月8日 | 週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～) |
| 2021年10月7日 | インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～ |
| 2021年10月5日 | 交易条件の悪化に蝕まれる日本経済 |
| 2021年10月4日 | 岸田政権に求められる「新規感染症主義からの脱却」 |
| 2021年10月1日 | 週末版 |
| 2021年9月30日 | ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待 |
| 2021年9月28日 | 次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～ |
| 2021年9月27日 | 次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～ |
| 2021年9月24日 | 週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～) |
| 2021年9月22日 | 恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～ |
| 2021年9月21日 | ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～ |
| 2021年9月17日 | 週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～) |
| 2021年9月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) |
| | 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～ |
| 2021年9月14日 | 70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味 |
| 2021年9月13日 | 接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」 |
| 2021年9月10日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～) |
| 2021年9月8日 | 米消費者心理と米国の所得・消費環境について |
| 2021年9月7日 | 世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず |
| 2021年9月6日 | 米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～ |
| 2021年9月3日 | 週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～) |
| 2021年9月1日 | ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口ムード～ |
| 2021年8月30日 | ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～ |
| 2021年8月27日 | 週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～) |
| 2021年8月26日 | 混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～ |
| 2021年8月24日 | 銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？ |
| 2021年8月23日 | ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～ |
| 2021年8月20日 | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～) |
| 2021年8月19日 | 迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～ |