

みずほマーケット・トピック(2022 年 4 月 20 日)

## IMF 春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～

IMF から春季世界経済見通し(WEO)が公表されている。想定通り、ほぼ全ての国・地域において 2022 年の成長率見通しが切り下げられている。サブタイトル『War Sets Back the Global Recovery』はまさに現状をこの上なく言い当てている。国別に見るとやはり地政学リスクの震源地でもある欧州の下方修正幅が相対的に大きい一方、地理的にロシア・ウクライナから遠く、資源国の顔も持つ米国とカナダの落ち込みは限定的。なお、WEO 内でも示されるように、過去 1 年におけるエネルギーの物価上昇への寄与率は米国で 46%と 50%を割っているが、欧州では 73%、その他先進国では 68%と明らかに違いがある。ここにきて欧米の経済・金融情勢には相当な格差が可視化されている。日本は相変わらず劣後している。2020 年以降の累積成長率を見ると日本の立ち位置はかなり悲惨。「欧米は 2020 年の落ち込みが大きかったから 2021 年の戻しも大きかった」との見方はその通りだが、「2020 年の落ち込みを復元しきれていないのは日本くらい」も客観的事実である。現下の円安は日本の政治・経済への警鐘と考えたい。

### ～戦争が変えるメインシナリオ～

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		修正幅(1月→4月)	
	実績	実績	1月時点	4月時点	1月時点	4月時点	2022年(①)	2023年(②)
米国	-3.4	5.7	4.0	3.7	2.6	2.3	-0.3	-0.3
ユーロ圏	-6.4	5.3	3.9	2.8	2.5	2.3	-1.1	-0.2
ドイツ	-4.6	2.8	3.8	2.1	2.5	2.7	-1.7	0.2
フランス	-8.0	7.0	3.5	2.9	1.8	1.4	-0.6	-0.4
イタリア	-8.9	6.6	3.8	2.3	2.2	1.7	-1.5	-0.5
日本	-4.5	1.6	3.3	2.4	1.8	2.3	-0.9	0.5
カナダ	-5.2	4.6	4.1	3.9	2.8	2.8	-0.2	0.0
英国	-9.4	7.4	4.7	3.7	2.3	1.2	-1.0	-1.1

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(22年4月)

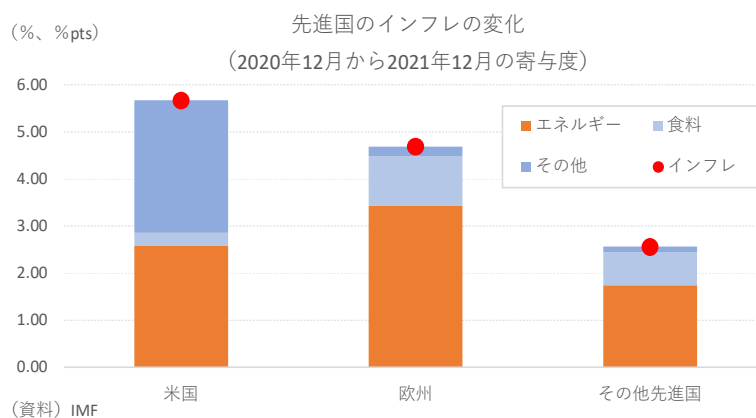
昨日は IMF から春季世界経済見通し(WEO)が公表されている。想定通り、ほぼ全ての国・地域において 2022 年の成長率見通しが切り下げられており、世界全体の実質 GDP 成長率は+3.6%と 1 月予測から▲0.8%ポイントも下方修正されている。元より存在した資源高を背景とするインフレ懸念は世界経済の重しと見られてきたが、1 月予測からはウクライナ危機と各国中銀のタカ派姿勢という 2 つの下押し材料が加わっている。2020 年のパンデミックによる大幅減速、2021 年の急回復を経て 2022 年も 2021 年から引き継ぐ旺盛な需要を如何に制御し、インフレを安定させるかが課題と見られていた。しかし、ウクライナ危機により資源高の終息に目途が立たなくなり、資源以外の生産要素に関しても供給制約が滞っている。その結果、インフレ終息の目途は立たず、各国中銀は経済の縮小均衡覚悟で利上げを強いられている。今回見通しのサブタイトル『War Sets Back the Global Recovery』はまさに現状をこの上なく言い当てている。

本来、資源やその他生産要素の供給制約は 2022 年後半には緩和され、中央銀行は「インフレは一時的」のスタンスの下、緩やかな正常化プロセスにとどまるはずだった。確かに、FRB は 11 月末からタカ派へ傾斜していたが、それでも「年 7 回利上げ+上半期中のバランスシート縮小」という急旋回まではしていなかった。ウクライナ危機が従前のメインシナリオに修正を強いている。

### ～明示された欧米の差異～

国別に見るとやはり地政学リスクの震源地でもある欧州の下方修正幅が相対的に大きい。2022 年見通しに関し、ユーロ圏全体では+3.9%から+2.8%へ▲1.1%ポイントも切り下げられている。また、英国も+4.7%から+3.7%へ▲1.0%ポイントも引き下げられている。2022 年の成長率に関し、▲1.0%ポイント以上の引き下げが行われたのは主要な先進国ではユーロ圏と英国だけである。ユーロ圏を国別に見ても、西側陣営において最もウクライナ危機の当事者に近いと言えるドイツが+3.8%から+2.1%へ▲1.7%ポイントと実に半減しているほか、元々地力に乏しいイタリアも+3.8%から+2.3%へ▲1.5%ポイントへ大幅に引き下げられている。対照的に米国は+4.0%から+3.7%へ▲0.3%ポイント、カナダは+4.1%から+3.9%と▲0.2%ポイントと落ち込みは軽微である。地理的にロシア・ウクライナから遠く、資源国の顔も持つ米国とカナダの強みがはっきり出ていると言える。

なお、こうした米国と欧州との経済・金融情勢の違いに関してはラガルド ECB 総裁が折に触れて再三強調している点だが、これは過去 1 年のインフレの中身を見てもはっきりしている。右図は 2020 年 12 月から 2021 年 12 月までの米国、欧州、その他先進国におけるインフレの変化を見たものである。総じて「エネルギー主導」という直感的な理解は正



しいものの、既に米国ではインフレの半分以上がエネルギー以外の項目になっている。賃金上昇を背景とするサービス物価の上昇や住宅価格上昇を背景とする帰属家賃の高止まりを反映しているものだろう。エネルギーの物価上昇への寄与率は米国で 46%と 50%を割っているが、欧州では 73%、その他先進国では 68%と明らかに違いがある。一見すると性急に見える現在の FRB のタカ派姿勢だが、こうして他国との成長率・物価と比較すると納得できる。

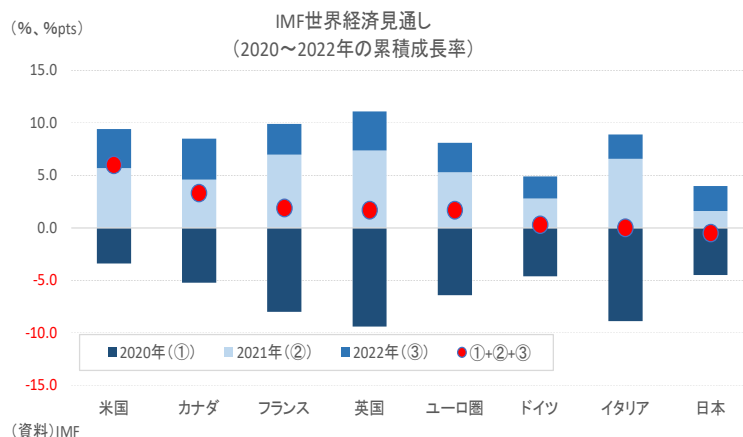
### ～パンデミックの傷を引きずる日本～

ところで日本はどうなっているのか。日本も+3.3%から+2.4%へ▲0.9%ポイント引き下げられているので、米国やカナダと比べれば欧州に近いダメージを被っている。海外からの資源輸入に依存するがゆえにダメージが大きくなるという構造上の弱みは欧州と同じであり、これも予想された通りの展開である。その上で 3 月以降は円相場が急落しているため、今回の WEO で示されたよりもさらに資源高のダメージは上乗せされることが予想される。

ちなみに、今回は殆どの国・地域で成長率が引き下げられたわけだが、日本はもはや 2020 年のパンデミック発生以降、下方修正が常態化している。欧米が揃って上方修正に踏み切ってきた 2021 年も行動規制を頻発させたことで下方修正が相次ぎ、世界経済の上昇気流に乗れず孤立した。その意味では今回の WEO の数字に拘らず、過去 2 年の実績と今回の予測を合わせ見て評価した方がフェアな評価になりやすいだろう。

欧米は減速しても 2021 年に稼いだ糊代があり、だからこそ金融政策正常化の議論・実行といった状況に及んでいる。そこで実質 GDP 成長率に関し、2020～2021 年の実績と 2022 年の予測を累積した成長率を可視化したものが図である。最も高いのが米国で+6.0%ポイント、最も低いのが日本で▲0.5%ポイントで、マイナスは日本だけだ。「欧米は 2020 年の落ち込みが大きかったから 2021 年の戻しも大きかった」との見方はその通りだが、「2020 年の落ち込みを復元しきれていないのは日本くらい」も客観的事実である。欧州でもドイツやイタリアなど原発稼働を忌避し、資源価格上昇の影響を被弾しやすい国がやはり冴えない。原発大国として知られるフランスが域内で高い成長率を維持できていることも無関係ではないだろう。

本来、通貨価値の減価が著しく、成長率も抑圧されている日本では原発再稼働を含めたエネルギー政策の在り方、引き締めがタブー視される金融緩和の在り方を見直すべきだろう。そうした政策により海外への所得流出を極力押さえることが、今求められる経済政策ではないかと考えるが、周知の通り、「検討・注視しつつ対立論点を避ける」という状況が慢性化している。少なくとも成長率に関し、「パンデミックの傷」を引きずったままなのは日本くらいという状況を踏まえれば、本来は即断即決で必要な措置が打たれるべきだが、その危機感は今のところ感じられない。今の円安はそうした日本の政治・経済情勢に対する警鐘を含んでいるというのが筆者の基本認識である。



市場営業部  
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](mailto: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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本邦に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常態なのか? ～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMC を終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
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・バズーカ」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報報道
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～本邦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