

みずほマーケット・トピック(2022 年 7 月 27 日)

IMF 世界経済見通し(7 月改定)を受けて

IMF から春季世界経済見通しの改定が公表された。米国、ユーロ圏、英国を筆頭として軒並み ▲1.0～▲2.0%ポイント切り下げられている。周知の通り、過去 3 か月で先進国は景気刺激よりもインフレ抑制を至上命題とする姿勢を鮮明化させており、こうした見直し修正はある意味で狙い通りの展開。IMF も成長率の悪化はやむなしと理解している様子。この上で中国のゼロコロナ政策、ウクライナ危機を受けた資源高が重なっており、まさに世界経済は四面楚歌の情勢。当面は差し込む薄日を探す局面と言える。2022 年および 2023 年の成長率に関し、下方修正幅を合計して見ると、最も大きいのはドイツ(▲4.3%ポイント)で、これに米国(▲3.3%ポイント)、英国(▲3.3%ポイント)が続いている。日本の落ち込み(▲1.7%ポイント)は他国に比べれば小さいが、これは従前から脆弱性を抱えているため。過去 2 年の日本は「皆が回復している時に落ち込み、皆が落ち込んでいる時にも落ち込む」という状況を積み重ねてきた。形ばかりの「経済より命」路線を撤回しない限り、この状況は続くだろう。ドイツに比べれば方向転換は可能なはず。

～世界経済は四面楚歌の情勢～

昨日は IMF から 4 月に公表された春季世界経済見通し(WEO)の改定が公表されている。2022 年の実質 GDP 成長率に関し、世界は+3.6%から+3.2%へ引き下げられている。国・地域別に見れば、米国、ユーロ圏、英国を筆頭として過去 3 か月で軒並み ▲1.0～▲2.0%ポイント切り下げられている。周知の通り、過去 3 か月で先進国は景気刺激よりもインフレ抑制を至上命題とする姿勢を鮮明化させており、こうした見直し修正はある意味で狙い通りの展開と言えなくもない。IMF も「物価の上昇によって世界全体で生活水準が圧迫され続けている中、インフレの抑制が政策当局者の最優先事項(the first priority)となるべき」、「金融政策の引き締めが現実の経済コスト(real economic costs)を伴うことは不可避だが、先延ばしにすればコストを増大させるだけ」と成長率の悪化はやむなしと理解しているようにも見受けられる。そうした先進国の金融引き締めが足枷になっているところへ、中国のゼロコロナ政策が継続される中で世界の需要はさらに圧迫されている情勢である。資源純輸入国にとってはウクライナ危機を受けた資源高で実質所得環境が悪化しているという要素も加

20～23年にかけてのG7の成長率軌道(前年比%)

	2020年	2021年	2022年		2023年		修正幅(1月→7月)		
	実績	実績	1月時点	7月時点	1月時点	7月時点	2022年(①)	2023年(②)	①+②
米国	-3.4	5.7	4.0	2.3	2.6	1.0	-1.7	-1.6	-3.3
ユーロ圏	-6.4	5.3	3.9	2.6	2.5	1.2	-1.3	-1.3	-2.6
ドイツ	-4.6	2.8	3.8	1.2	2.5	0.8	-2.6	-1.7	-4.3
フランス	-8.0	7.0	3.5	2.3	1.8	1.0	-1.2	-0.8	-2.0
イタリア	-9.0	6.6	3.8	3.0	2.2	0.7	-0.8	-1.5	-2.3
日本	-4.5	1.6	3.3	1.7	1.8	1.7	-1.6	-0.1	-1.7
カナダ	-5.2	4.6	4.1	3.4	2.8	1.8	-0.7	-1.0	-1.7
英国	-9.3	7.4	4.7	3.2	2.3	0.5	-1.5	-1.8	-3.3

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(22年7月)

わる。まさに世界経済は四面楚歌の情勢であり、当面は差し込む薄日を探す局面と言える。

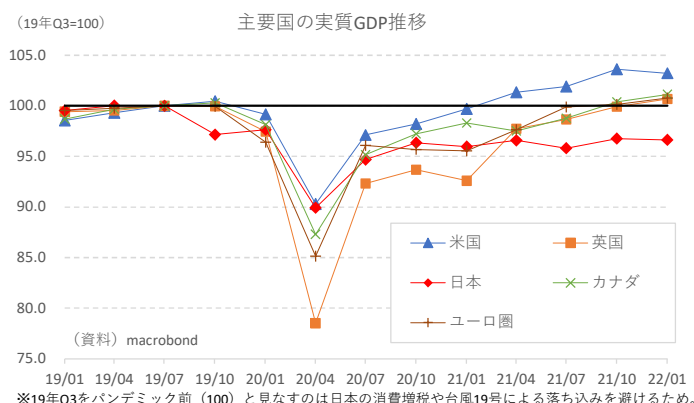
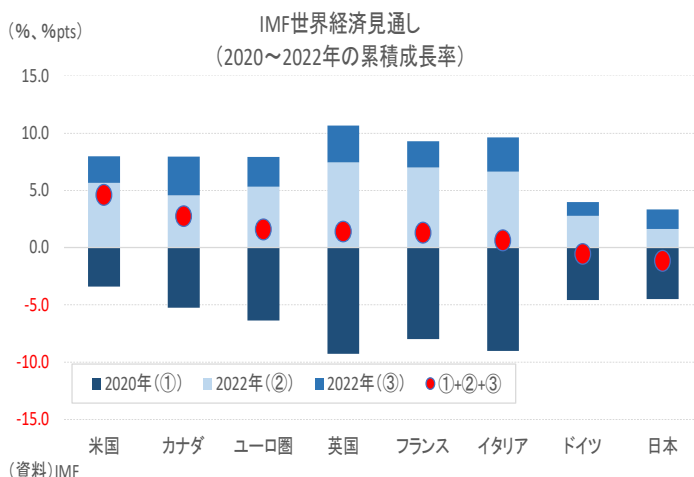
前回発表分からの下方修正幅を比較するのが通例だが、まだウクライナ危機が勃発しておらず、米国を筆頭とする中央銀行の引き締め機運もさほど強くはなかった年初と比較して見ると激変ぶりは分かりやすい。2022 年および 2023 年の成長率に関し、下方修正幅を合計して見ると、最も大きいのはドイツ(▲4.3%ポイント)で、これに米国(▲3.3%ポイント)、英国(▲3.3%ポイント)と続いている。ドイツに至っては 2022 年および 2023 年の成長率がいよいよ最下位の常連だった日本を下回り、G7 最悪となる。ロシアからの天然ガス供給が慢性的に不安を抱え、高価なスポット取引で資源購入を強いられるという状況は資源純輸入国にとって強烈的な痛手となる。元々削減されていたノルドストリーム 1 からの供給がさらに絞られるという報道も見られ始めており、交易条件悪化に伴う実質所得環境の悪化は当面回避できそうにない。その上でドイツにとって最大の貿易相手国である中国はゼロコロナ政策により総需要が抑制されるという環境も重なっており、域外の政治・経済環境からドイツ経済の見通しが圧迫される状況にある。

～パンデミックの傷跡～

片や、日本経済の落ち込み(2022～23 年累計で▲1.7%ポイント)は他国に比べれば小さい部類ではある。しかし、これは従前から脆弱性を抱えているためであり、この期に及んで下方修正を被っていることの深刻さが知られるべきかと思う。2023 年の成長率予想は現時点の瞬間風速に近いものであり、その仕上がりは目先の金融政策やこれに伴う資産価格の動向に関係してくるものの、パンデミック局面における経済の仕上がりはもう少し広めの数字で評価する必要がある。

この点、図は実質 GDP 成長率に関し、2020～2021 年の実績および 2022 年の予想を累積したものである。これがプラスであればパンデミックの傷を克服した上で前進していることになるが、マイナスであればそうではないという話になる。マイナスになっているのはドイツ(▲0.6%ポイント)と日本(▲1.2%ポイント)だけであり、日本の立ち遅れはやはり目立つ。少なくとも欧米はパンデミックを受けた落ち込みを優に取り戻した上で 2022 年の下方修正に直面している。ドイツがマイナスに陥っているのは 2022 年に入ってから想定外が他国に比較して極めて大きいからであり、2021 年に関しては+2.8%と潜在成長率を大きく超えている。

これに対し、日本は過去 2 年以上、際立った回復局面を経験してない。四半期ごとに成長率の符号が入れ替わるという



軌道は世界でも珍しいものであり(前頁図)、その符号はほぼ政府の防疫政策(具体的には緊急事態宣言やまん延防止等重点措置)に伴う行動制限の時期で説明できるものだった。少なくとも過去2年の日本は「皆が回復している時に落ち込み、皆が落ち込んでいる時にも落ち込む」という状況を進んで積み重ねてきた。もちろん、世界の景気循環が均一化している現代において「皆が落ち込んでいる時にも落ち込む」という展開は致し方ない。だが、「皆が回復している時に落ち込む」という構図はやはり当該国に帰責するものだろう。

～ドイツに比べれば方向転換のハードルは低い～

ドイツはウクライナ危機の半ば当事者であり天然ガス輸入の量や価格の面からダメージを負いやすい外交的立場にある。中国に依存し過ぎたツケが回ってきているという面もあり、原発停止に象徴される硬直的なエネルギー政策も明らかに経済の活力を奪っている。これらはいずれも2022年に入ってから本格的に重荷となってきた論点だが、その責任はシュルツ現政権というよりもメルケル前政権の16年間に遡って総括すべき根の深い問題でもある。短期的な解決は難しそうに見える。

これに対し日本は「過剰な防疫政策で支持率に寄与する」という前提が過去2年引きずられている。そこまでやっても今や世界の新規感染者数の3分の1が日本なのだから形ばかりの「経済より命」路線は失うものが大き過ぎることを世界との相対比較の中で認識すべきだが、その兆候は未だ見られない。容易には解決できない根の深い問題を抱えているドイツ経済と比較すれば、岸田政権の決断1つで日本経済の方向転換は実現しやすい状況にも見受けられる。例えばインバウンド解禁などは直ぐに手が付けられる政策課題の1つであり、対立論点も少ないように思える。政権の姿勢が変わったというサインとしても分かりやすく、円の需給環境にも直接的な影響を与えることが出来る一手だろう。この期に及んでも鎖国を貫くことについてデメリットしか見当たらない。

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

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
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～
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	本当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～「三步進んで二歩下がる」～
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	経常赤字は新常态なのか？～「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デ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)