

2022年の世界経済見通し

Marubeni
2022年1月6日
丸紅経済研究所

目次

総論

- 1-1. 世界経済見通し
- 1-2. 新型コロナの動向
- 1-3. 中国経済の下振れリスク
- 1-4. インフレの高止まり懸念
- 1-5. 金融政策
- 1-6. 財政政策
- 1-7. 金融リスク
- 1-8. 商品価格見通し
- 1-9. 為替動向
- 1-10. 国際関係・政治状況

目次

主要国・地域動向

2. 米国
3. 欧州
4. 中国
5. 日本
6. ASEAN
7. その他地域：インド、韓国、中東欧、中東、中南米、サブサハラ・アフリカ、新興国景況感

- 2022年の世界経済の実質GDP成長率は前年比+4.4%を予想。2020年の急激な落ち込みからの反動を反映した2021年の高成長（同+5.8%）からは減速するものの、単年で見れば新型コロナ以前の平均的な成長を上回る回復が維持されるというのがメイン・シナリオ。
- 引き続き新型コロナの動向が最大のリスク要因だが、当予測はこれまでの学習効果から感染拡大は抑制され、仮に感染が拡大した場合もワクチン接種の浸透で医療逼迫は防がれ、経済・社会活動の制限は長期化しないことを想定。
- 22年の世界経済を圧迫する二大要因は、①中国経済の下振れ及び②インフレの高止まりとそれに伴う政策正常化の加速：
 - 中国の経済成長は、ゼロ・コロナ政策、電力不足、住宅市場の変調等により、前年比+5.0%（21年：同+8.0%）に低下する見通し。景気下押し圧力の顕在化に対して当局が政策措置発動にこれまで通りの抑制的なスタンスを維持する場合、さらなるダウンサイドも。中国依存度の高い経済や資源産出国に対する負荷は増大。
 - 主要国における物価上昇率は新型コロナ発生後の需要急減の反動で嵩上げされており、22年前半にピークアウトすることがほぼ確実。資源高、サプライチェーン不調に伴う供給制約、需給ミスマッチによる労働力の不足感なども年後半にかけ解消、インフレ圧力は減退する想定だが、それでも欧米ではインフレ率が金融当局の目標値（2%）を上回る状態が長期化する見通し。なお、先進国では新型コロナ対策で積み上がった家計の超過貯蓄が消費のバッファとして存在、需要面からのインフレ圧力は一定規模で残るとみられ、賃金上昇とインフレの連鎖に発展するかが注目点に。
 - インフレへの警戒感が強まる中、イングランド銀行（BoE）は12月に利上げを決定。米連邦準備制度理事会（FRB）は来年3月に量的緩和のもとでの金融資産新規購入を終了、第2四半期（4-6月期）から年末にかけて3回の利上げを想定。主要国では英米が先行する一方、ユーロ圏、日本では2022年中の利上げは想定せず。
- 商品は供給拡大などにより足もとのひっ迫感は解消するものの、価格の低下余地は限定的。

総論

1-1. 世界経済見通し

米中の二大経済大国が減速するものの、コロナ禍からの回復が続く

▽実質経済成長率見通し（前年比、%）

		2019	2020	2021	2022	2023
	構成比	実績	実績	見込み	予想	予想
世界	100.0	2.8	▲ 3.1	5.8	4.4	3.5
先進国	43.0	1.7	▲ 4.5	5.0	3.9	2.1
米国	15.8	2.3	▲ 3.4	5.5	3.5	2.0
ユーロ圏	12.1	1.5	▲ 6.3	5.1	4.3	2.0
英国	2.2	1.4	▲ 9.8	6.8	5.0	1.9
日本（暦年）	4.0	0.0	▲ 4.6	1.7	3.1	1.5
（年度）	-	▲ 0.5	▲ 4.4	2.7	3.0	1.3
新興国	57.0	3.7	▲ 2.1	6.4	4.9	4.5
中国	18.3	6.0	2.3	8.0	5.0	5.3
インド	6.8	4.0	▲ 7.3	9.5	8.5	6.6
ASEAN	5.7	4.9	▲ 3.4	2.9	5.2	6.0
中東欧	7.6	2.5	▲ 2.0	6.0	3.6	2.9
ロシア	3.1	2.0	▲ 3.0	4.7	2.9	2.0
中南米	7.6	0.1	▲ 7.0	6.3	2.5	2.4
中東・北アフリカ	7.2	1.5	▲ 2.8	4.1	4.1	3.8
サブサハラ・アフリカ	3.1	3.1	▲ 1.7	3.7	3.8	4.1

（出所）IMF、丸紅経済研究所

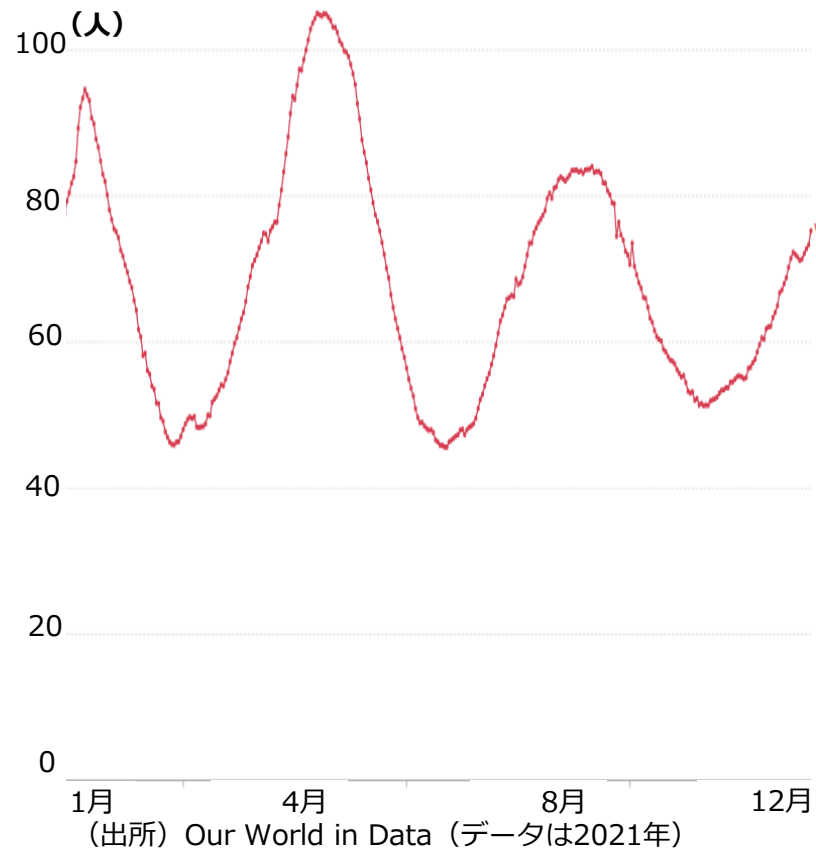
- 世界経済の実質GDP成長率は、2021年+5.8%、22年+4.4%。2020年の新型コロナによる大幅な落ち込みからの回復が続くが、成長率はパンデミック以前と近い水準に向け徐々に低下。
- 米国は、サービス消費が回復し、労働市場の改善が続く一方、インフレの高騰が想定よりも長期化する結果、連銀は3月に金融資産の新規購入を終了、4-6月期には初回の利上げを実施。年内3回の利上げを前提に、22年の成長率は+3.5%の見通し。
- 中国は、ゼロ・コロナ政策、電力不足、住宅市場の低迷などが特に上期の経済活動を抑制し、22年の成長率は+5.0%に鈍化。
- ユーロ圏、英国は経済活動再開後の需要回復が一巡しており、22年の成長率はそれぞれ+4.3%、+5.0%に。金融政策では、英国が政策正常化に着手する中、ユーロ圏は緩和解除に慎重。
- 日本は消費・設備投資の持ち直しにより、22年は+3.1%（年度+3.0%）の成長を予想。

1-2. 新型コロナの動向 (1)

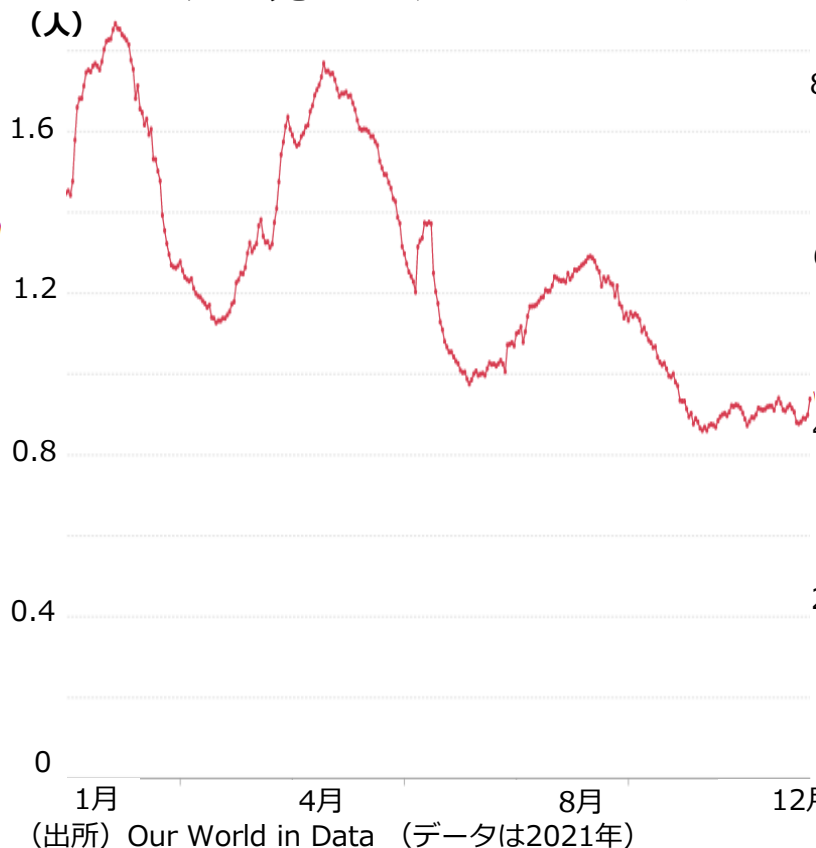
新型コロナの動向が引き続き大きなリスク要因だが、死亡者数は減少

2022年の世界経済にとって新型コロナの動向が引き続き最大のリスク要因。感染者・死亡者数の推移は国・地域ごとにばらつきがある一方、世界全体で少なくとも1回のワクチン接種を終えた人の割合は56%を超えており、ワクチンの普及が新型コロナによる死亡者数の減少及び重症化の抑制に繋がっている。

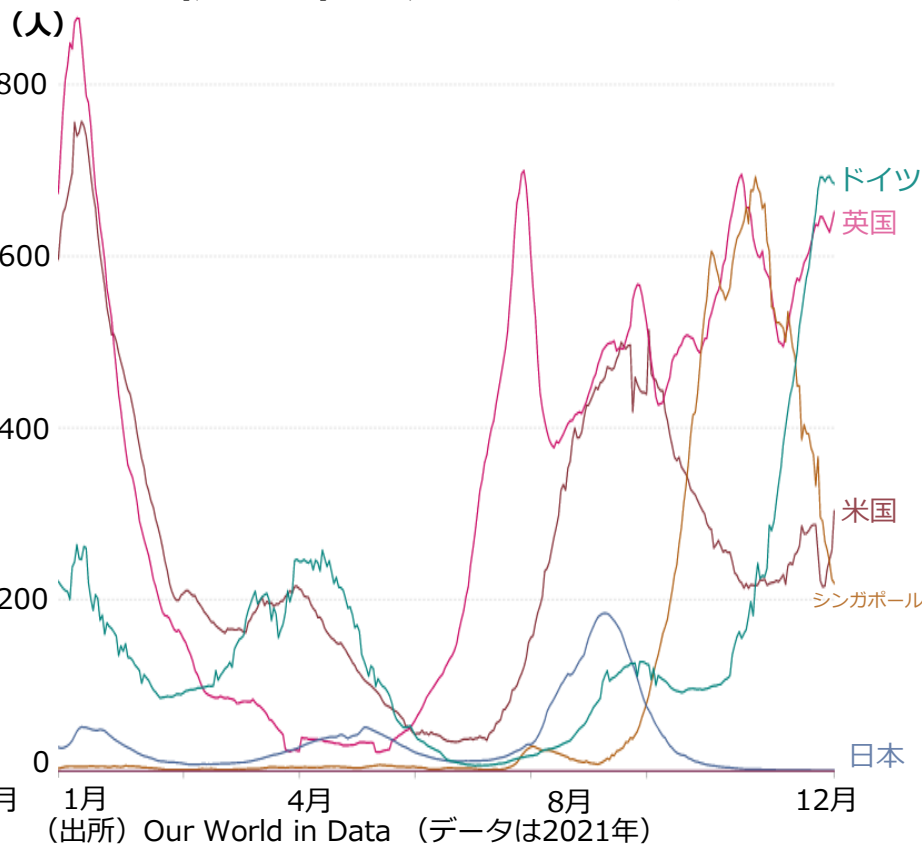
▽世界の新規感染者数 (人口100万人あたり7日平均)



▽世界の死亡者数 (人口100万人あたり7日平均)



▽新規感染者数 (人口100万人あたり7日平均)

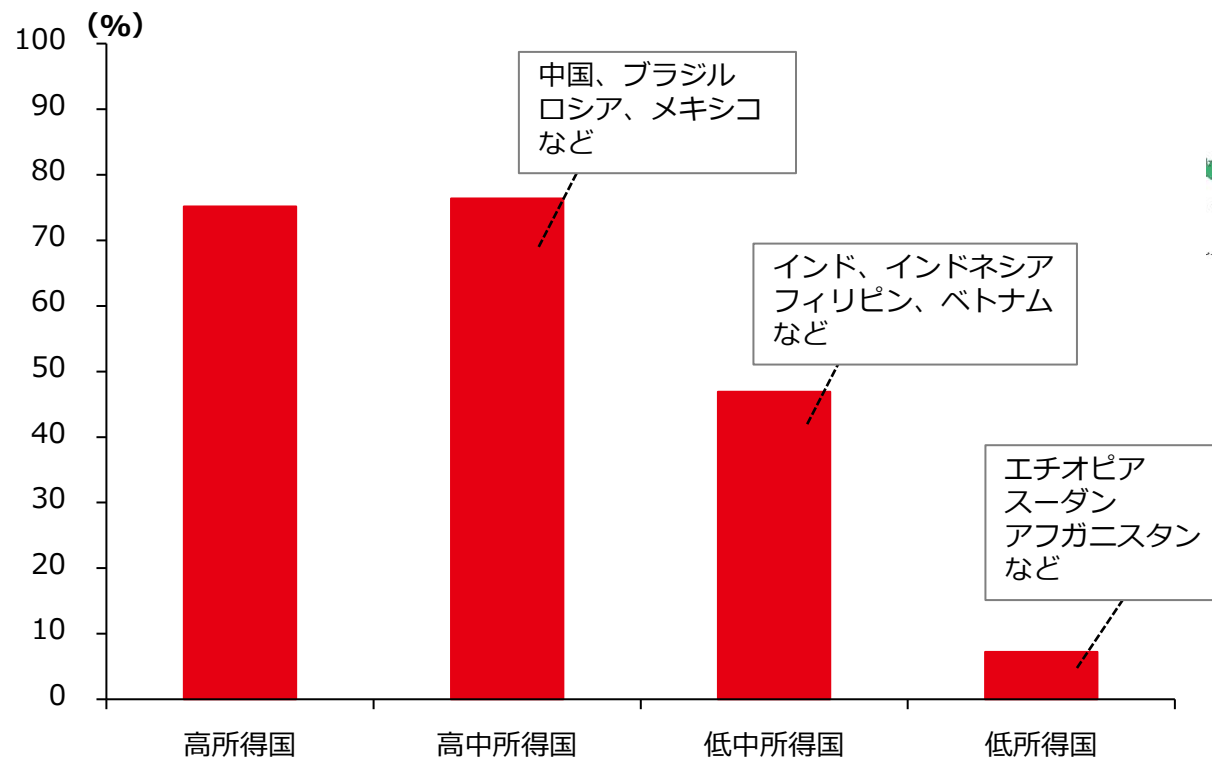


1-2. 新型コロナの動向 (2)

経済・活動制限は限定的に留まる

ワクチン接種率では高所得国と低所得国の間で格差が残存。ワクチン普及が全世界に広がるのが遅れば、オミクロン株のような新たな変異株の出現で感染が拡大する可能性も残る。しかし、段階的なワクチンの普及に加え感染対策におけるこれまでの学習効果もあり、主要国でロックダウンが実施されたとしても、長期化するリスクは小さい。

▽所得水準ごとのワクチン接種率

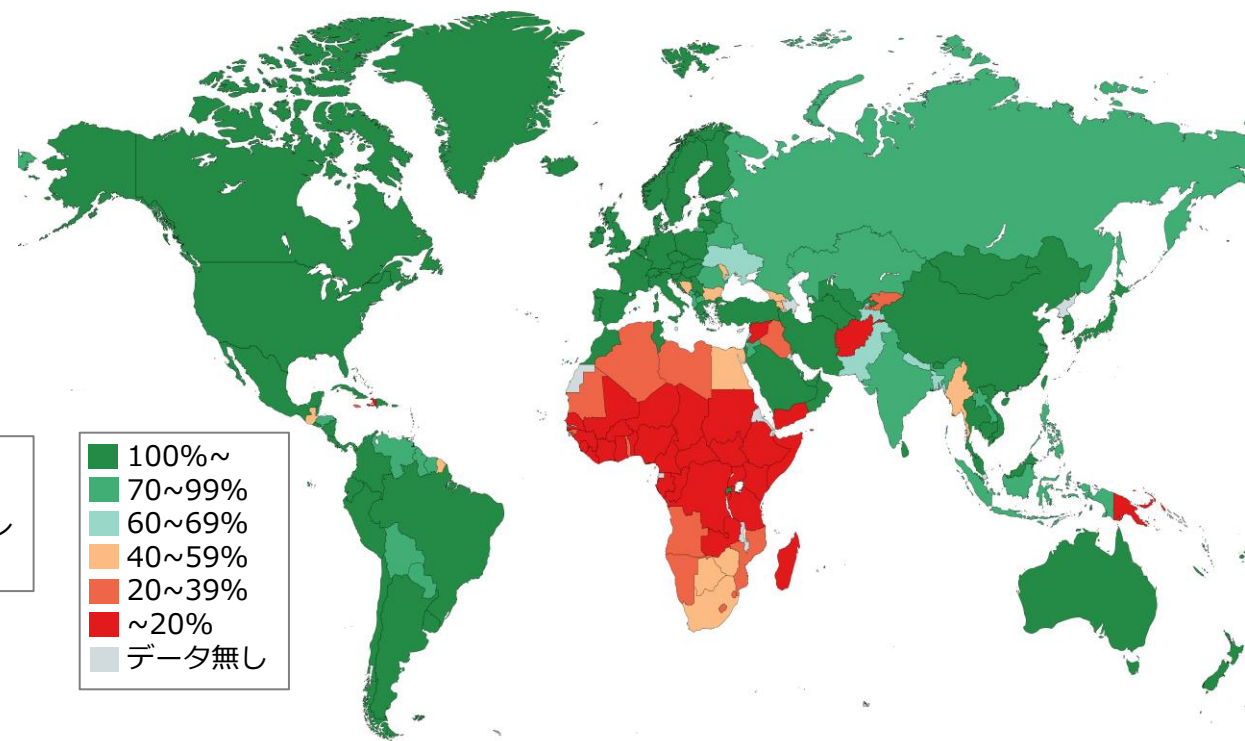


(注) 12月14日時点データ

(注) 1回以上ワクチン接種を終えた人の割合

(出所) Our World in Data

▽ワクチン接種状況



(注) 12月15日時点データ

(注) 人口に対する延べ接種回数の割合

(出所) WHO

ゼロ・コロナ対策、電力不足、住宅市場の低迷が短期的な重しに

- ▽国内旅客輸送 (前々年比、%)**

This chart shows the year-on-year percentage change in domestic passenger transport. The Y-axis is inverted, with 0 at the top and 120 at the bottom. A sharp drop is visible in early 2020, followed by a recovery and subsequent fluctuations. Key annotations include: '20年2月 全土封鎖' (Full country lockdown in Feb 2020), '21年1-2月 全人代前、北京など北部地域封鎖' (Lockdown before the National People's Congress in Jan-Feb 2021, and in northern regions like Beijing), and '21年8月 デルタ株感染封鎖' (Delta virus infection lockdown in Aug 2021). Daily case counts are noted: 2,346/day in early 2020, 48/day in early 2021, and 61/day in late 2021.

▽電力企業の石炭在庫 (2021年) (日分)

This chart displays the coal stock of power companies in days. A dashed line represents the average from 2012 to 2020, and a solid red line shows 2021 data. The 2021 stock levels are generally lower than the historical average, with specific values labeled for each month: 12, 19, 12, 15, 16, 15, 11, 11, 11, and 18 days.

▽70主要都市住宅価格指数 (前年同月比、%)

This chart shows the year-on-year percentage change in the housing price index for 70 major cities. The index shows significant volatility, with a major peak in 2015 and another in 2019, followed by a decline in 2020 and a slight recovery in 2021.

(出所) 中国国家統計局。直近：11月。点線の矢印は推定

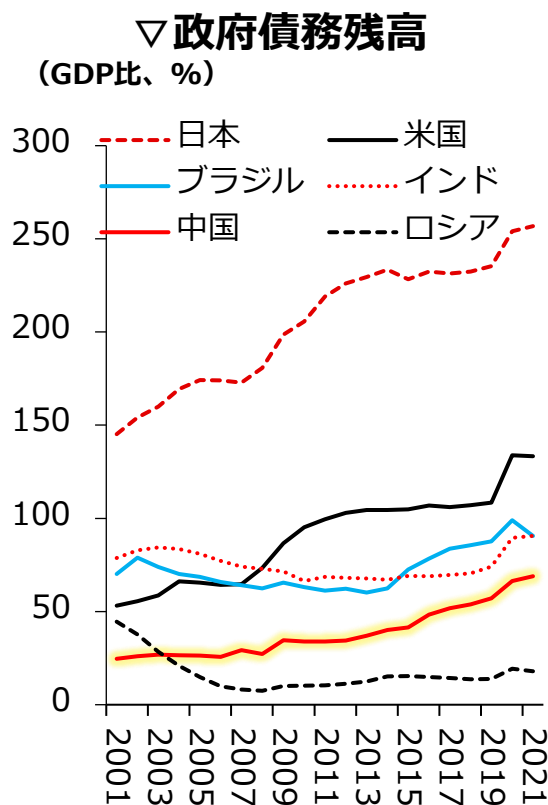
(出所) 中国国家発展改革委員会

(出所) 中国国家統計局

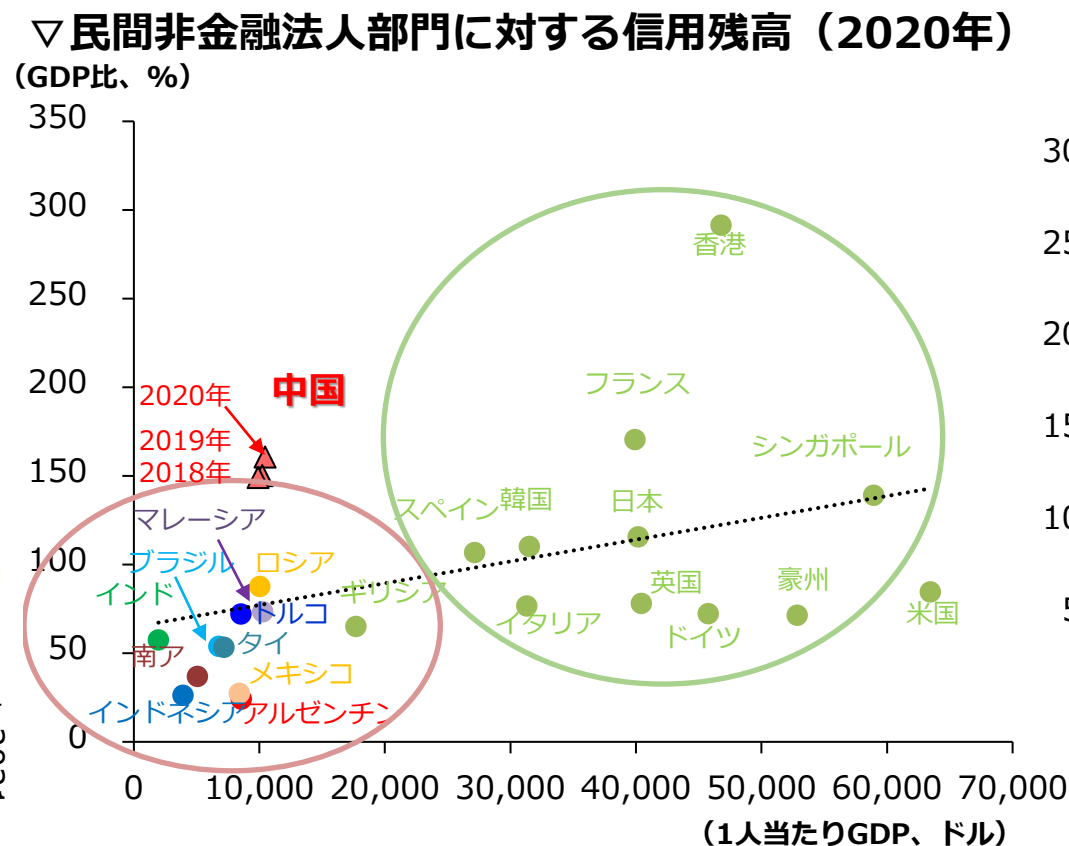
1-3. 中国経済の下振れリスク (2)

既往のスタンスとやや異なり成長の鈍化を静観する構え

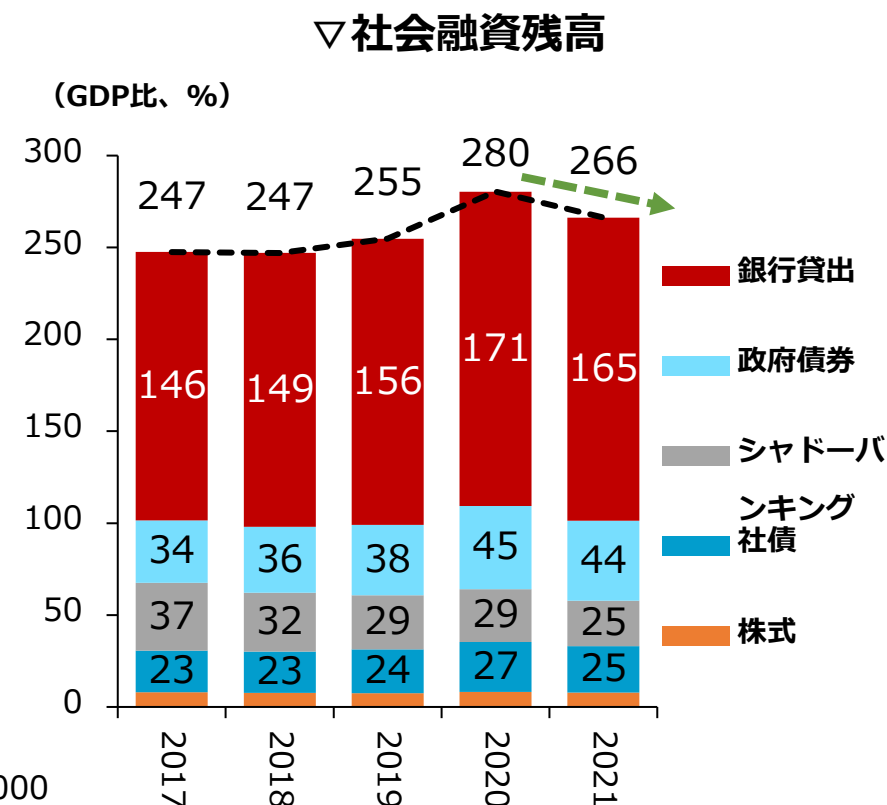
- 当局はこれまでの景気減速に目立った財政・金融措置を取っておらず、過去のスタンスとはやや異なり成長の鈍化を静観。
- 財政余力：財政規律重視で政府債務は比較的低水準。しかし現役世代減少に伴う税収減に加え、団塊退職が財政を圧迫。
- 金融持続性：民間向け信用規模は新興国では突出。政府は債務膨張の抑制に注力。融資残高は一時的な増加を経て減少。



(出所) IMF



(出所) BIS、IMF



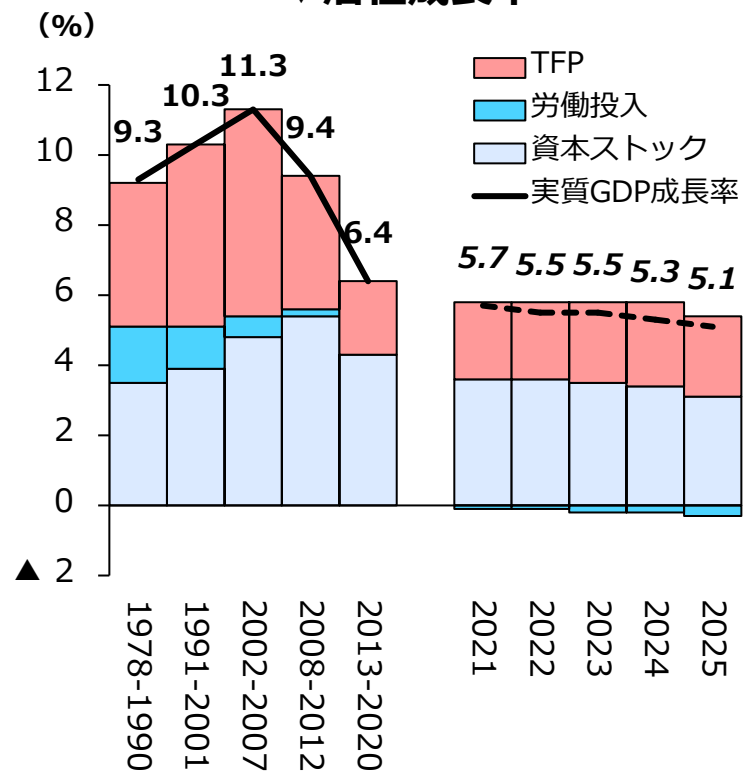
(出所) 中国人民銀行。2021年：1～9月期実績

1-3. 中国経済の下振れリスク (3)

潜在成長率の低下で世界経済のけん引役にはなりにくい

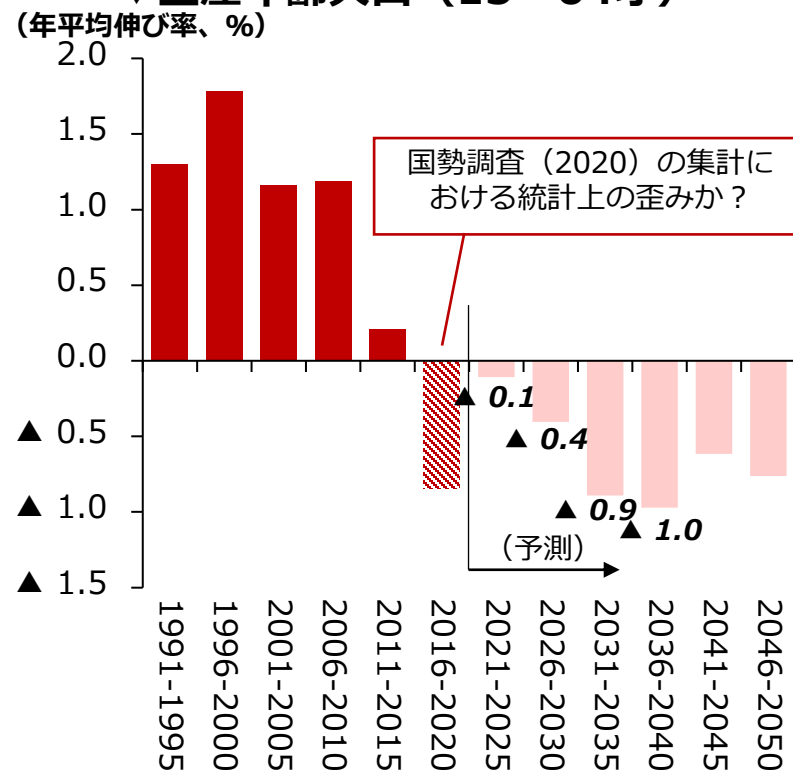
- 中国人民銀行は、中国の潜在成長率が2025年にかけて+5.1%に低下すると試算。
- 全要素生産性（TFP）は横ばいの見通しだが、労働投入の減少とともに資本ストック伸び率も鈍化の見通し。
- 特に、生産年齢人口はすでに減少局面入り、成長率へのマイナス寄与は次第に拡大。農村からの労働者移動の余地も低下。

▽潜在成長率



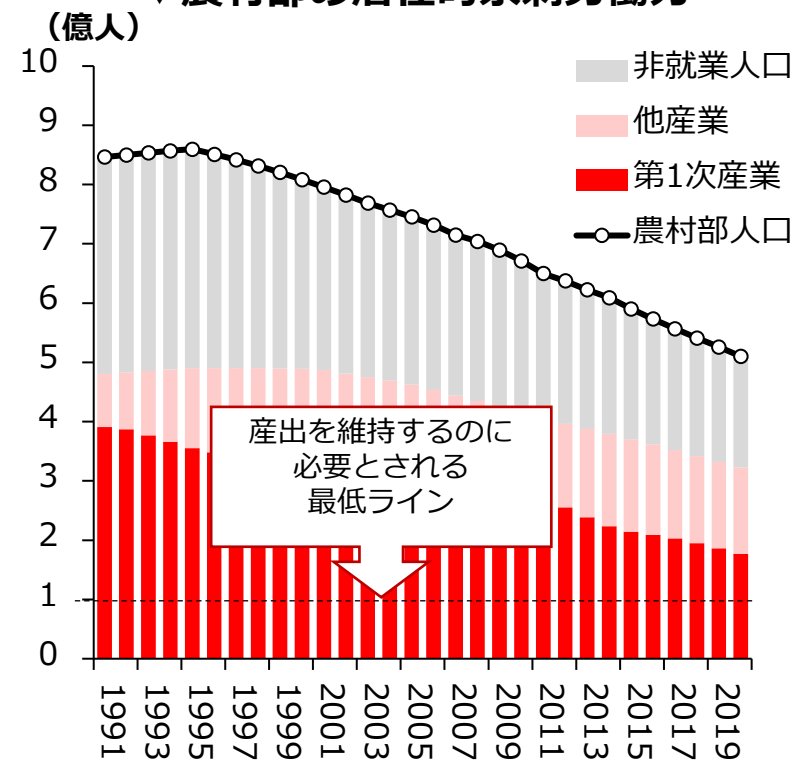
(出所) PBC Working Paper No.202「中国第14次五か年
規画期間中の潜在経済成長率の試算」(2021年3月25日)

▽生産年齢人口 (15~64才)



(出所) 実績：中国国家统计局。予測：国連

▽農村部の潜在的余剰労働力



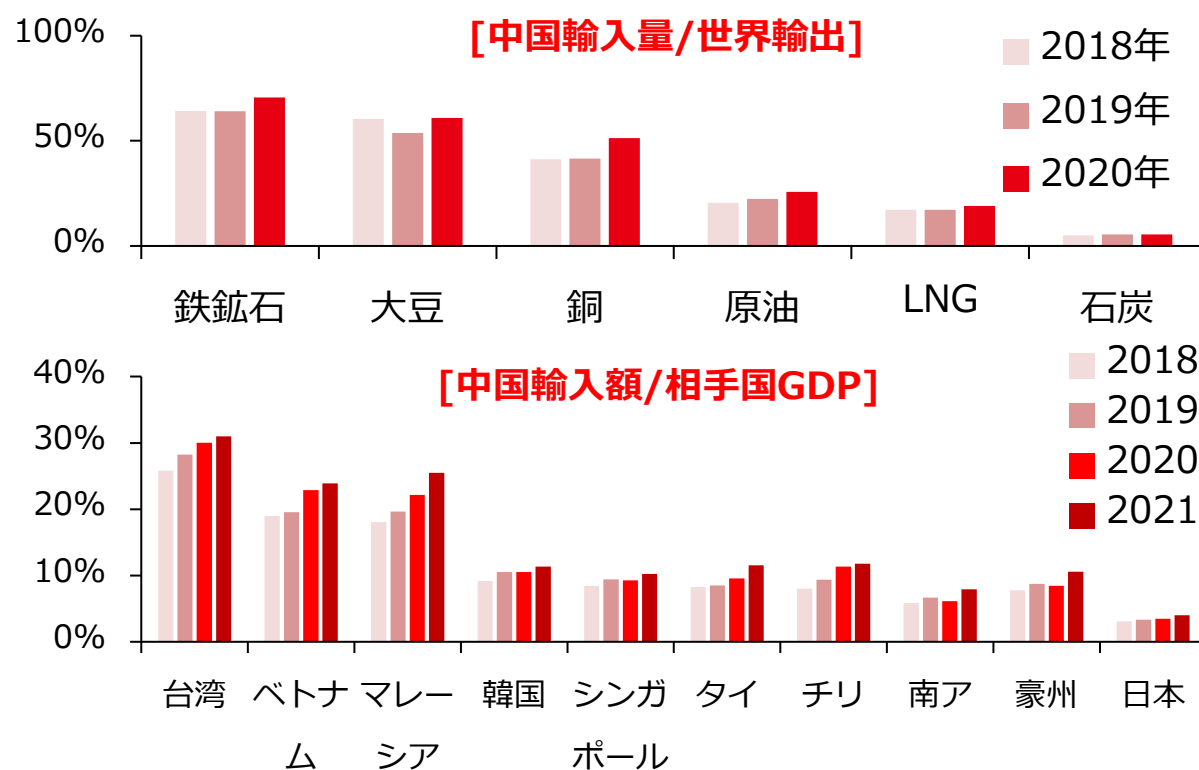
(出所) 中国国家统计局。直近：2020年

1-3. 中国経済の下振れリスク (4)

中国経済への依存度が大きい資源国やアジア諸国への影響が懸念される

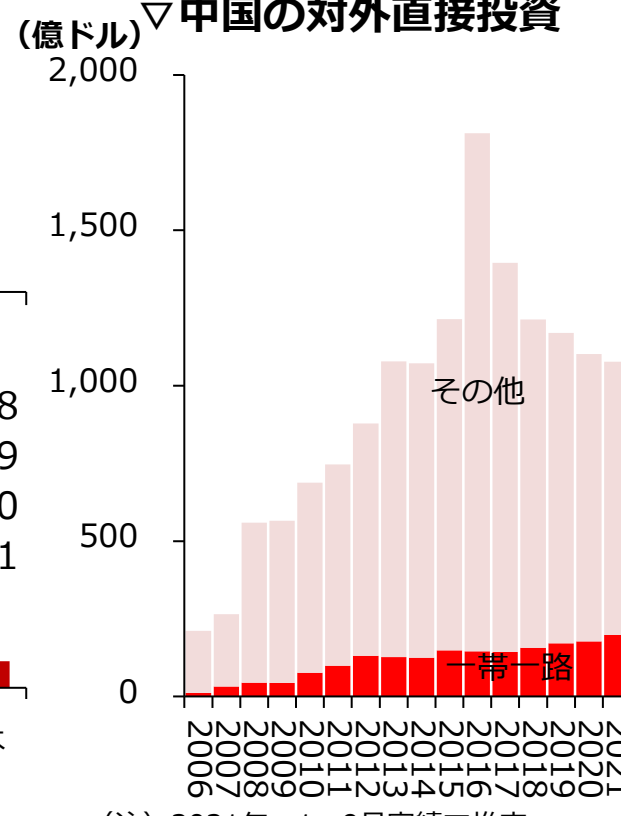
- コロナ禍からの早期の景気回復や輸出拡大を受け、鉄鉱石や銅、原油などの資源や、中間財の輸入が大幅拡大。
- また、近年対外直接投資が減少する中、アジアなど一帯一路向けだけは拡大の傾向。資源国やアジアの対中依存度が上昇。
- 中国の景気が減速する場合、資源国や中国依存度の高いアジア諸国への負荷は増大。

▽対中依存状況



(出所) WIND。2021年：1～9月実績で推定

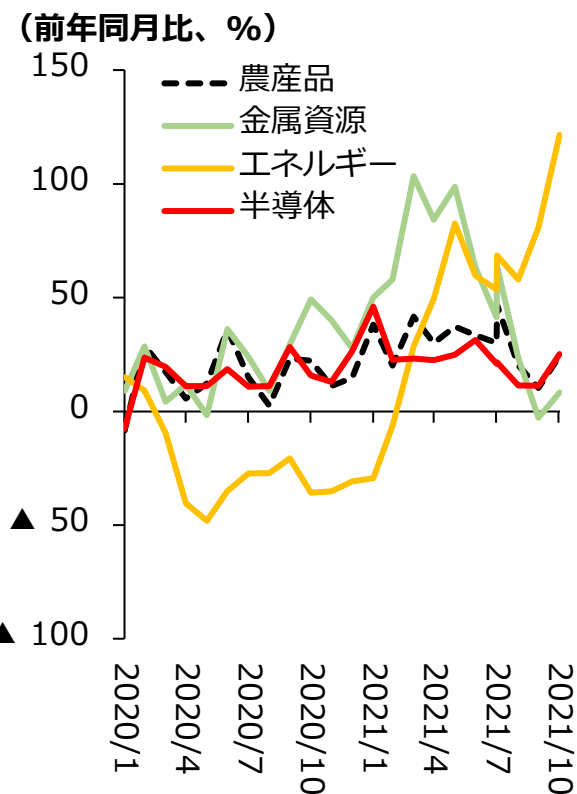
▽中国の対外直接投資



(注) 2021年：1～9月実績で推定

(出所) 中国商務部

▽中国の主な財別輸入額



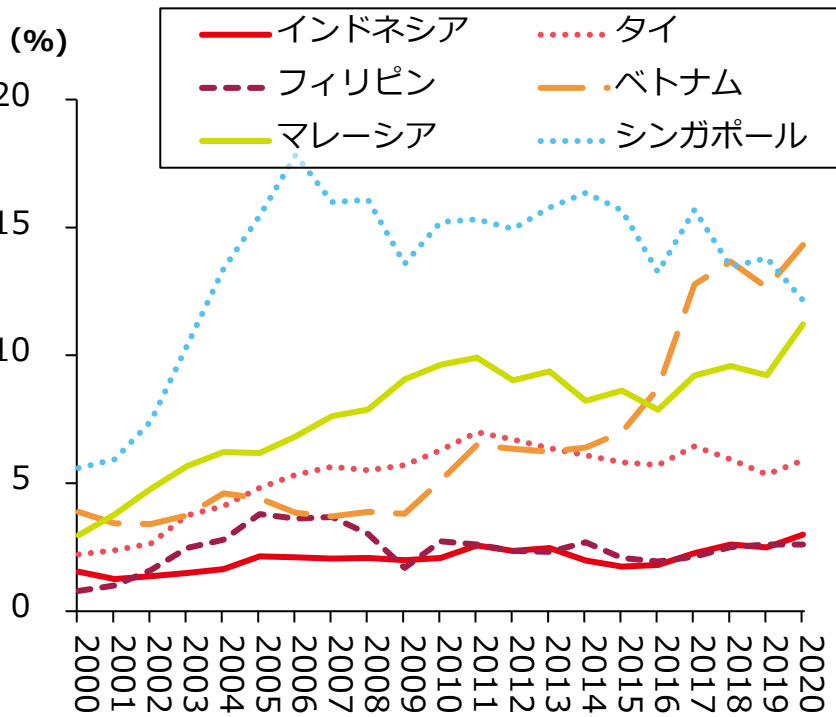
(出所) 中国海関総署。直近：11月

1-3. 中国経済の下振れリスク (5)

ASEANの対中輸出ではベトナム、マレーシアが影響大

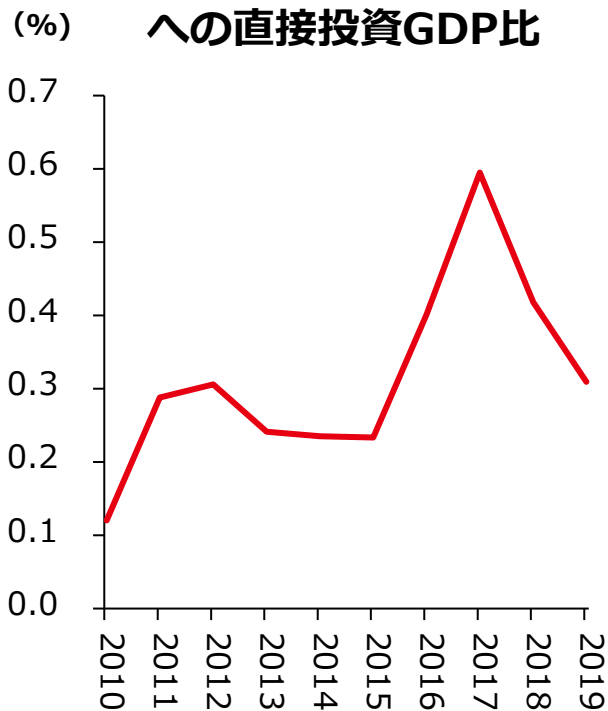
- ▶ 対中輸出GDP比はベトナムで2015年以降上昇。マレーシアも比較的高く、中国経済の影響を受けやすい。
- ▶ 中国からASEAN5+シンガポールへの直接投資GDP比は表面上大きくないが、金融センターの香港や、租税回避地等を経由した資本流入は一定の規模で存在するとみられ、中国における金融環境の変化は潜在的なリスク。

▽対中輸出GDP比



(出所) IMF

▽中国からASEAN5+シンガポール



(注) 中国からASEAN5+シンガポールへの直接投資額 (フロー) を、同6カ国のGDP合計で除して算出。

(出所) International Trade Centre、IMF

▽直接投資残高上位国 (2019年GDP比 : %)

		1		2		3	
インドネシア	対外投資	シンガポール	2.8	フランス	1.7	中国	1.7
	対内投資	シンガポール	4.9	オランダ	3.1	米国	2.6
マレーシア	対外投資	シンガポール	6.4	英国	4.0	インドネシア	3.1
	対内投資	シンガポール	9.4	香港	5.8	日本	5.0
フィリピン	対外投資	ケイマン諸島	0.6	シンガポール	0.5	英領バージン	0.4
	対内投資	日本	2.8	オランダ	2.4	米国	1.1
シンガポール	対外投資	中国	28.8	オランダ	16.8	インドネシア	12.8
	対内投資	米国	83.7	ケイマン諸島	34.9	英領バージン	28.3
タイ	対外投資	香港	4.7	シンガポール	3.1	オランダ	2.1
	対内投資	日本	17.2	シンガポール	8.2	香港	4.3
ベトナム	対外投資	ラオス	1.5	ロシア	0.9	カンボジア	0.8
	対内投資	韓国	20.7	日本	18.0	シンガポール	15.1

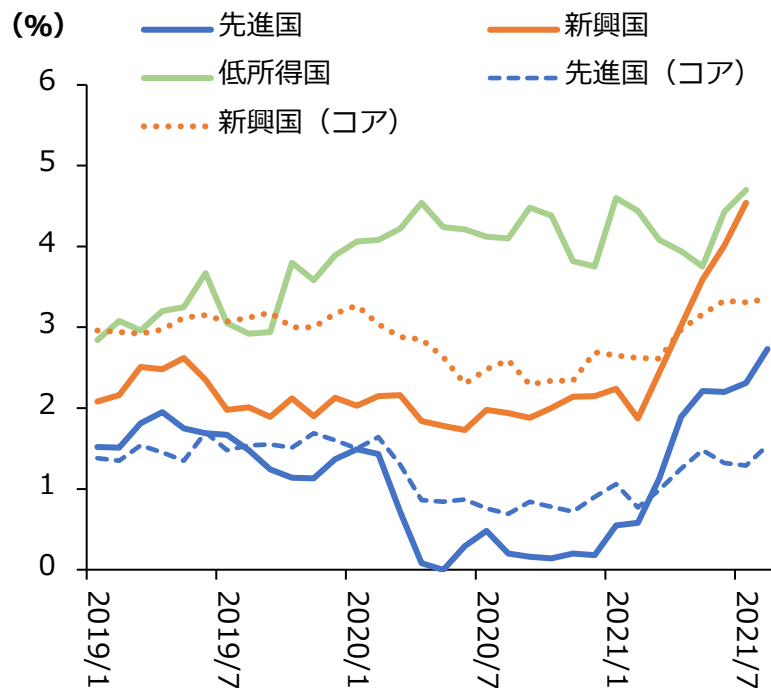
(出所) International Trade Centre、IMF

1-4. インフレの高止まり懸念 (1)

インフレ率は先進国・新興国問わず大幅に上昇、世界経済の圧迫要因に

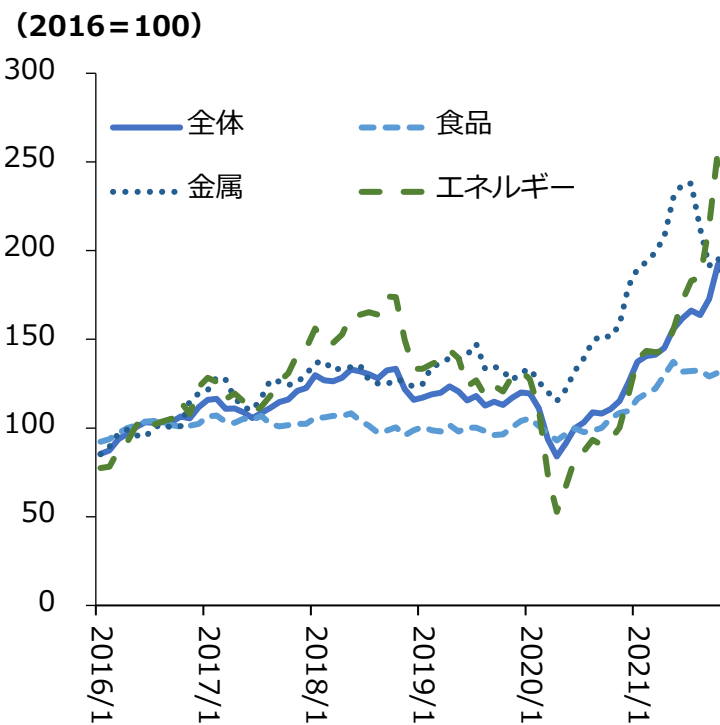
2021年の消費者物価は先進国・新興国の両方において上昇が顕著であり、足もとではコロナ前のトレンドを上回る水準で推移。原油や石炭などのエネルギー価格だけでなく、食品や金属などの原材料価格が上昇しており、経済の幅広い品目に波及し始めている。とくに低所得国では食品が消費者物価指数（CPI）に占める割合が大きく、日常生活への影響が大きい。

▽消費者物価指数の推移



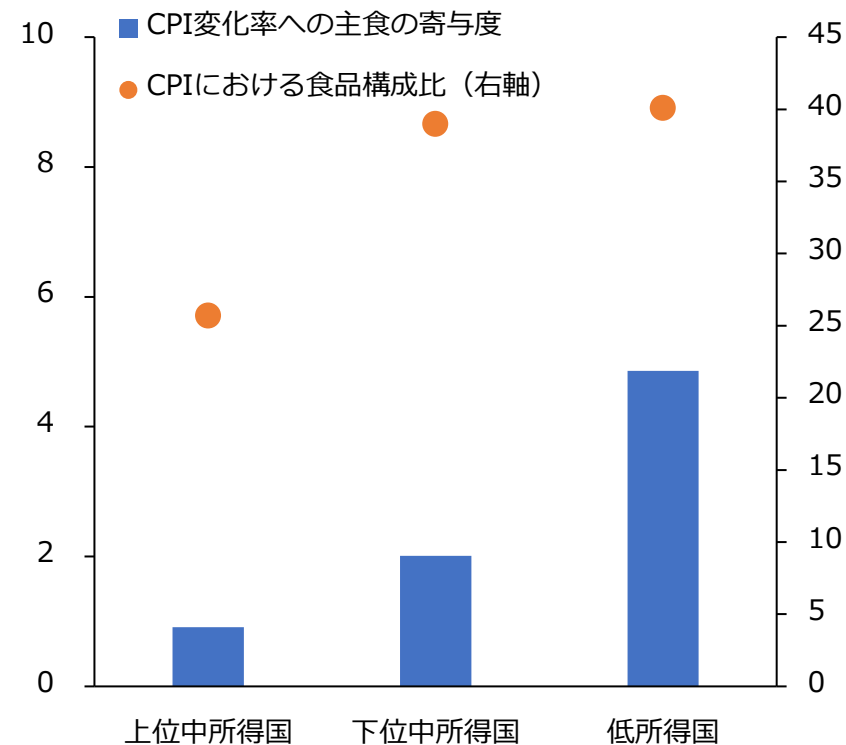
(出所) IMF “WEO Oct 2021” (データは21年8月まで)

▽エネルギー・食品価格の推移



(出所) IMF (データは2021年11月まで)

▽食品のCPI構成比 (%)



(出所) IMFより丸紅経済研究所作成 (データは2020Q1-2021Q1平均)

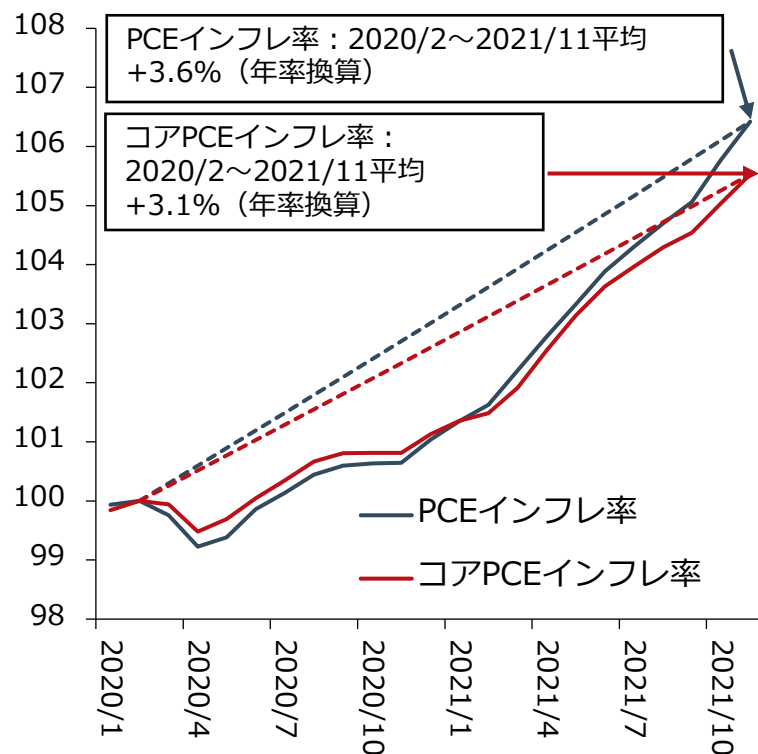
1-4. インフレの高止まり懸念 (2)

インフレは2022年前半にはピークアウトするものの、高止まりする可能性が高まる

高インフレは、新型コロナ感染拡大で消失した需要の急回復に供給制約が複合したことが主因。これらが改善に向かうこと、2020年からの反動要因（ベース効果）の剥落が確実なことから、インフレ率は2022年後半にかけ低下する見通し。ただし足元のインフレ圧力は想定を超えたもので、幅広い財・サービスに及んでいることから、上振れのリスクは高まっている。

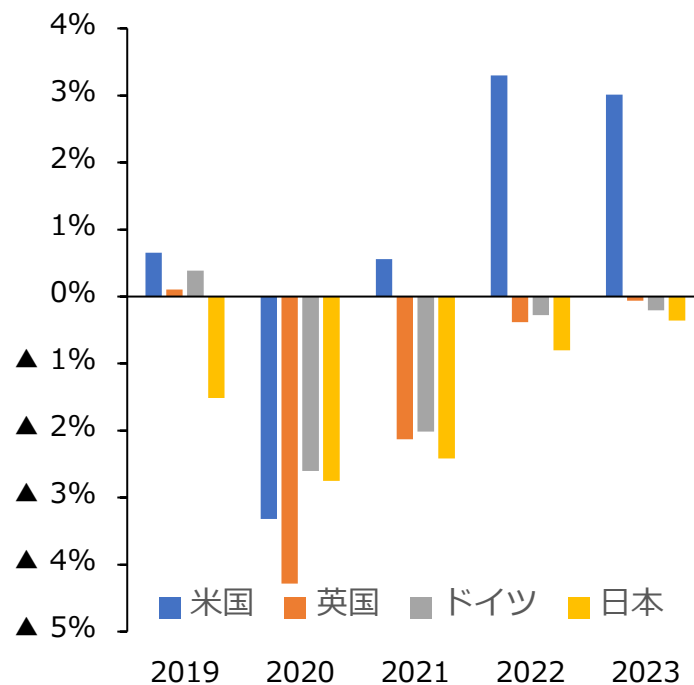
▽個人消費支出（PCE）インフレ率の推移

(20年2月 = 100)



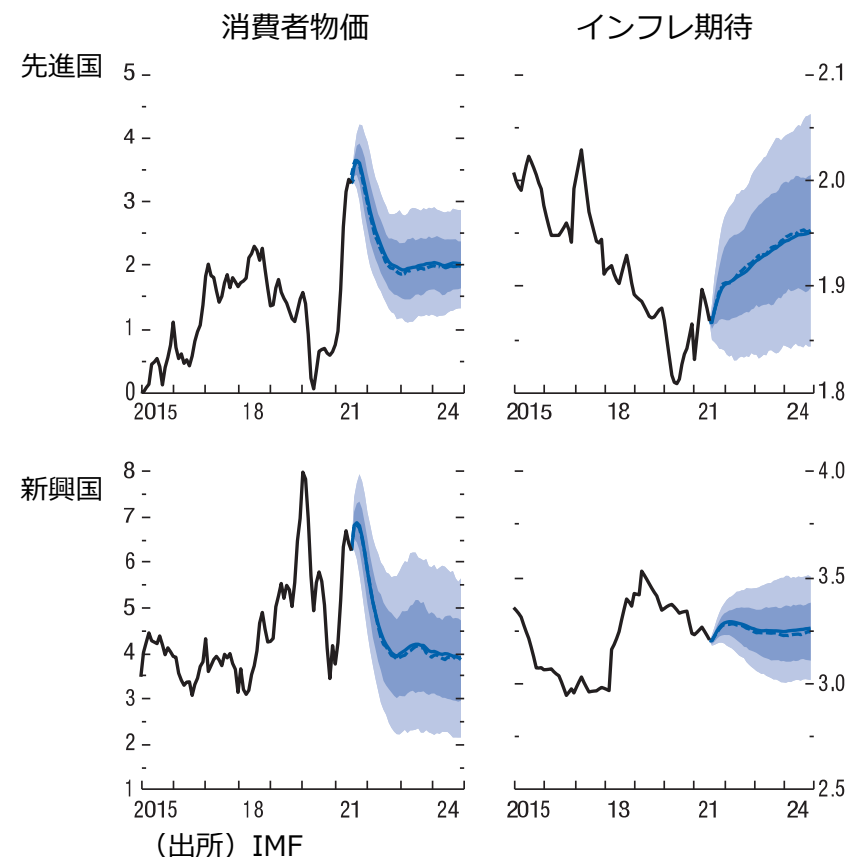
(出所) 米商務省データより丸紅経済研究所作成

▽需給ギャップ（GDP比）



(出所) IMF

▽インフレ見通し

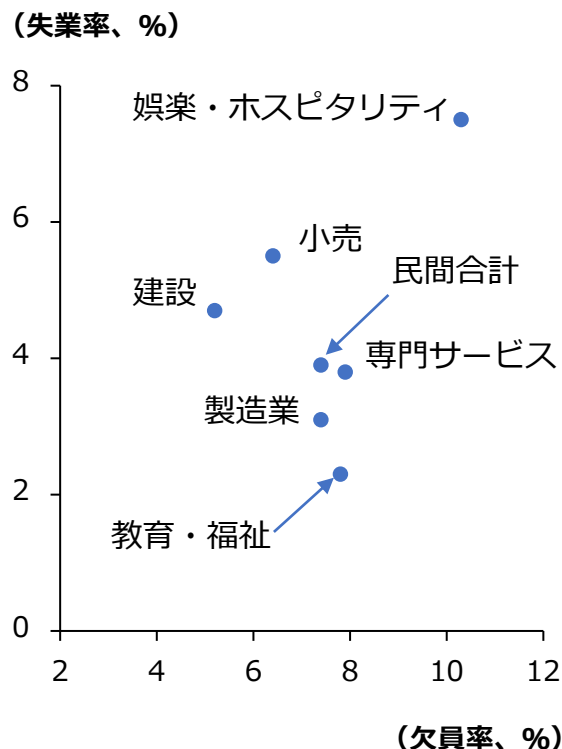


1-4. インフレの高止まり懸念 (3)

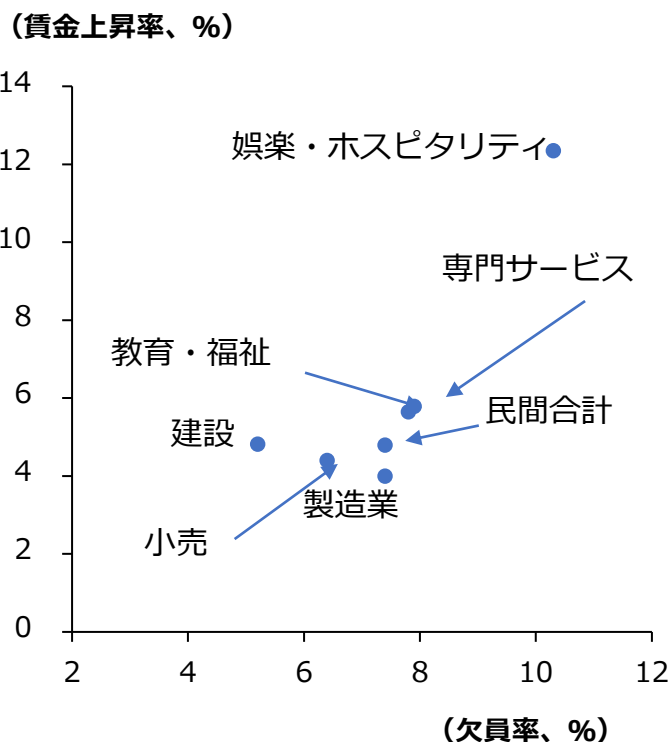
米国では失業率が4.2%に低下、労働者不足及び雇用のミスマッチが賃金上昇要因に

米国の労働市場では失業率が低下する一方、欠員率が上昇（労働の供給制約）。欠員は娯楽・ホスピタリティ業で顕著であり、賃金上昇の一因に。雇用維持よりも失業給付の上乗せを選択した米国では、失職者の労働市場への復帰に伴い雇用のミスマッチが発生。一方、欧州は雇用維持を実施した結果、失業率は大きく変わらず、足もとで欠員率が大幅に上昇。

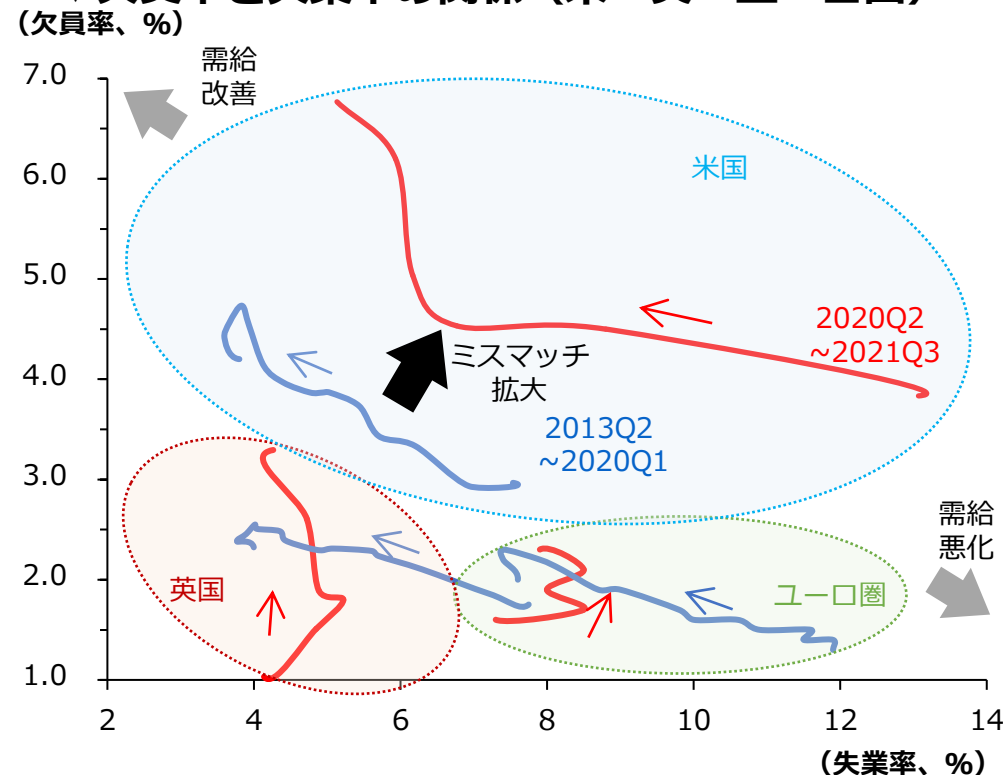
▽業種別欠員率と失業率（米国）



▽業種別欠員率と賃金上昇率（米国）



▽欠員率と失業率の関係（米・英・ユーロ圏）



(注) 青線は2013Q2~2020Q1、赤線は2020Q2~2021Q3まで。

(出所) 米国、英国、EUの統計局より丸紅経済研究所作成

(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成（欠員率は10月、失業率（季調前）及び賃金上昇率は11月）

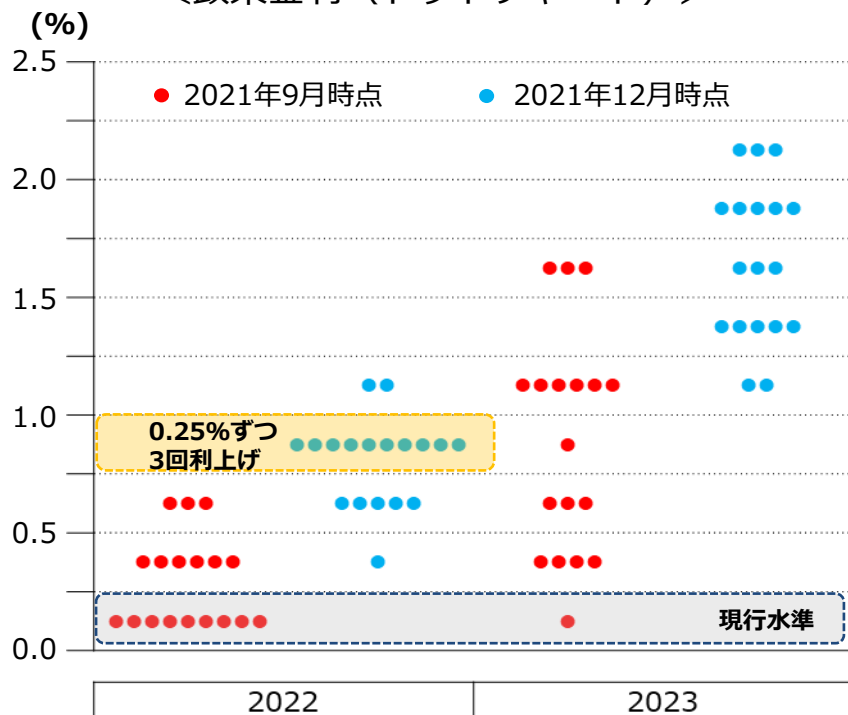
1-5. 金融政策（1）

12月FOMC結果：インフレ対処への強い姿勢に転換。2022年に3回利上げへ

- 連邦公開市場委員会（FOMC）は、12月の会合で政策金利（FF金利）の据え置きと量的緩和縮小（テーパリング）加速を決定。金融資産の新規購入は2022年3月に終了する見込みで、FOMCメンバーによる予測は同年中3回の利上げを示唆した。
- パウエル議長は記者会見で一段の政策正常化の条件となる「最大雇用」につき再三問われたが、その基準は明言せず。現時点で賃金上昇のインフレへの影響は限定的だが、賃料（レント）上昇とともに今後の要注目点だとも述べた。

▽FOMCメンバーの最新の見通し

〔政策金利（ドットチャート）〕



(注) FOMCメンバーによる政策金利見通しは各年の年末時点に対する予想レンジの中間値。

(出所) FRB

〔経済指標〕

(単位:%)

	2021	2022	2023	2024	長期水準
実質GDP 成長率	5.5 (5.9)	4.0 (3.8)	2.2 (2.5)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率	4.3 (4.8)	3.5 (3.8)	3.5 (3.5)	3.5 (3.5)	4.0 (4.0)
PCE 物価上昇率	5.3 (4.2)	2.6 (2.2)	2.3 (2.2)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)
コアPCE 物価上昇率	4.4 (3.7)	2.7 (2.3)	2.3 (2.2)	2.1 (2.1)	— —

(注) 表中の数値はメンバーの予測値の中央値。カッコ内は前回（2021年9月）の見通し。実質GDP成長率と物価上昇率は10-12月期の前年同期比、失業率は同期の平均を示す。

(出所) FRB

▽FOMC声明文および議長会見のポイント

➤ FOMC声明文

- 「ワクチン接種の進展と強力な政策支援により、経済活動と雇用の指標は力強さを増した」。
- 「インフレ率の進展と労働市場の一段の改善を考慮し、1月から資産購入ペースを毎月、米国債200億ドル、MBS100億ドル（各々2倍に）削減する」。
- インフレは「一時的」としたこれまでの文言を削除。

➤ パウエルFRB議長会見

- 「ウイルスの影響や供給制約にかかわらず、FOMC参加者は急速な経済成長が続くと予想している」。
- 最大雇用につき「失業率のみならず労働参加率や賃金の動向など幅広い要素を考慮する」。
- 賃金は「勢いよく上昇しているが、現状では物価上昇の主因ではない」としつつも、賃料とともに今後の要注目点に挙げた。
- 「（テーパリング終了後）利上げまでの期間はそれほど長くない」。
- 「保有資産縮小につき本会合で初めて議論した」。

(出所) FRB、各種報道等より丸紅経済研究所作成

1-5. 金融政策（2）

英国が利上げ開始。2022年4-6月期には米国が初回利上げの可能性。新興国でも利上げ相次ぐ

- 緩和政策解除の経路、およびタイミングは国により異なり、すでに英国では2021年12月に初回利上げを実施。米国では2022年4-6月期から同年末にかけ3回の利上げが想定される。ユーロ圏、日本については2022年中の利上げを想定せず。
- 新興国では新型コロナ感染からの景気回復が遅れたASEAN諸国を除き、多くの新興国で金融政策を引き締める動きが強まっている。ロシア、ブラジルなどは連続で利上げを継続中。トルコは低金利を志向する大統領の介入で世界に逆行し利下げを断行。

▽日米欧の中銀スタンスの違い

最近の動向、要人の発言

- | 中銀 | 最近の動向、要人の発言 |
|-----------|--|
| 米FRB | <ul style="list-style-type: none">11/2-3、資産買い入れの段階的な縮小（テーパリング）を決定。12/14-15、テーパリングのペースを2022年1月から2倍に加速することを決定。FOMCメンバー全員が同年内の利上げ開始を見込み、年末までに3回利上げ（0.25%ずつ）の可能性を示唆。12月の声明文からインフレは「一時的」との表現を削除。 |
| 欧州中銀（ECB） | <ul style="list-style-type: none">12/16、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）による新規資産購入を2022年3月で終了することを決定。4月以降は通常の購入プログラム（APP）の増額により一部引き継ぐものの、実質的なテーパリングであり金融政策正常化を進めた格好。ラガルド総裁は2022年中の利上げは「ありそうにない」とコメント。 |
| 英中銀（BOE） | <ul style="list-style-type: none">12/16、市場の大方の予想に反して利上げを実施（0.10%⇒0.25%）。国債および社債の買い入れ枠は据え置き。 |
| 日銀（BOJ） | <ul style="list-style-type: none">12/17、市場の予想通り、大規模金融緩和策の大枠を維持。現時点では利上げの時期を見通せない状況が続く。 |

（出所）各国中銀、各種報道等

▽その他主要国・地域の金融政策

注目点		注目点	
豪州	台湾	カナダ	2020年3月の利下げ以降、低金利政策を維持。 - インフレ率や主要国の金融政策などの要因に応じて「適切な時期に金利を調整する」として、いまのところ具体的な利上げ時期を言及せず。
			4月、量的緩和の縮小を開始（国債購入額を40億加ドルから30億加ドルに減額。7月から20億加ドルに）。10月、量的緩和の終了を発表、再投資分以外の新規購入を停止。同月、初回利上げの時期の想定を「22年後半」から「22年4~9月」に前倒し。12月会合で同方針を維持。
			12月、7会合連続で利上げを実施。3月以降で計4.25%ポイント（4.25%⇒8.50%）引き上げ。 12月の声明文で「今後数回の会合のいずれかでの追加利上げを排除しない」と説明。
			12月、4会合連続で利下げを実施。9月以降で計5.00%ポイント（19%⇒14%）引き下げ。 - エルドアン大統領が利下げに難色を示す中銀総裁を解任、中銀の独立性に対する疑念が高まったことを受け、9月に格付機関Moody'sが同国の格付を引き下げ。12月に4度の為替介入があったものの通貨リラは対ドル最安値を更新。
ブラジル	ロシア	トルコ	
韓国			
ASEAN			

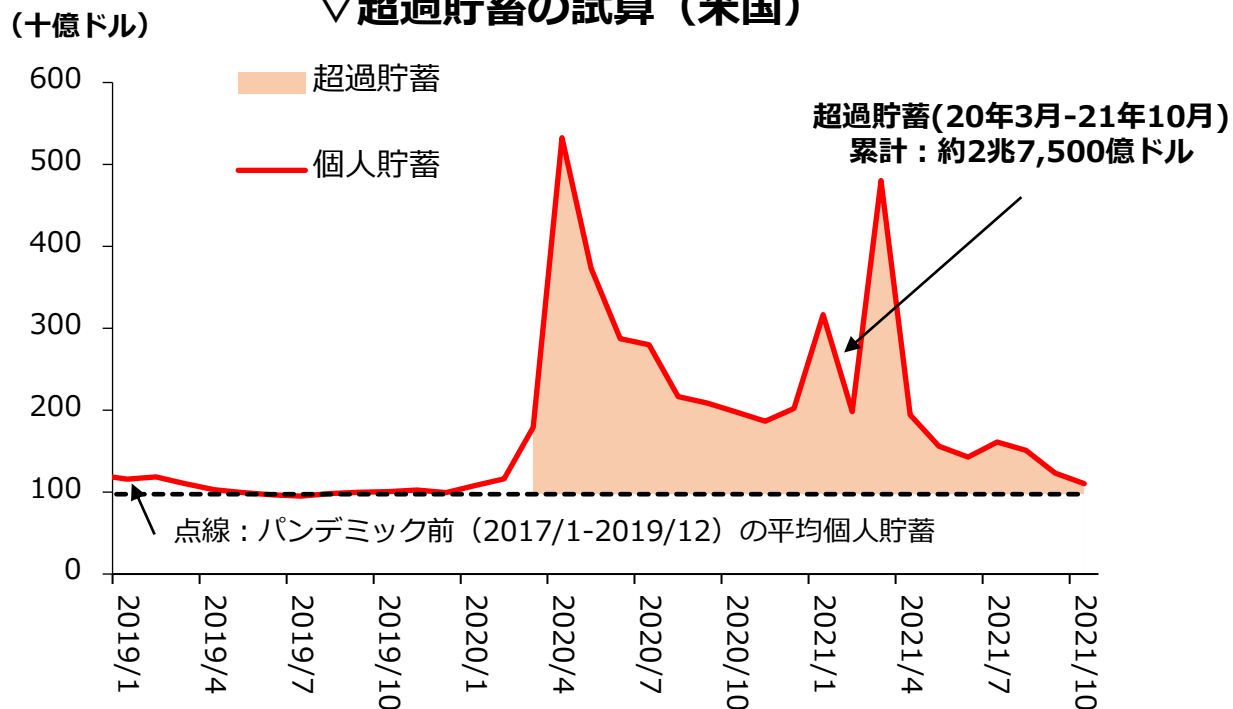
（出所）各国中銀、各種報道等

1-6. 財政政策（1）

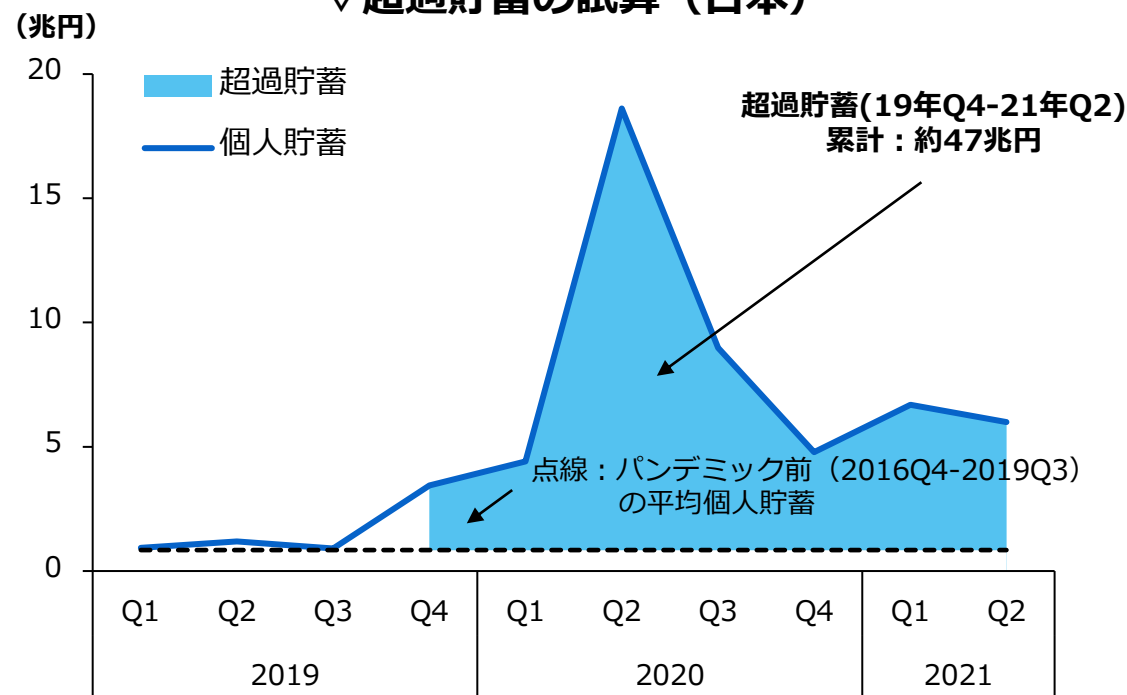
コロナ後に蓄積された超過貯蓄が景気のバッファーに

①消費機会の逸失による強制的な貯蓄増、②将来の不確実性が増したことによる予防的な貯蓄増、③政府の所得移転による所得増、などを要因に超過貯蓄が発生。今後のショック時のバッファーになり得ると同時に、コロナ収束の過程では待機していた（ペントアップ）需要を誘発する可能性も。簡便な試算に基づく超過貯蓄は米国で2.5兆ドル以上、日本で45兆円以上。

▽超過貯蓄の試算（米国）



▽超過貯蓄の試算（日本）



(注) 超過貯蓄は、各期の貯蓄とパンデミック前の平均貯蓄との差分をコロナ禍の全期間にわたって合計したものとして算出した。

(出所) Bureau of Economic Analysisより丸紅経済研究所作成

(出所) 内閣府より丸紅経済研究所作成

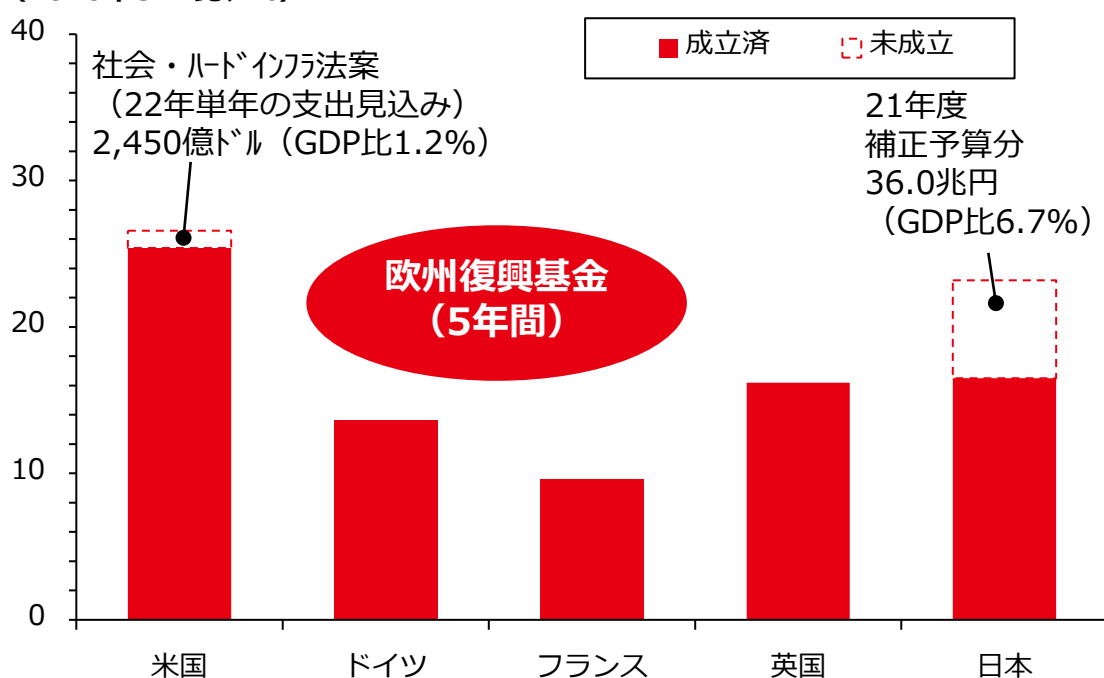
1-6. 財政政策（2）

景気下支え策から成長投資への移行が進むも、コロナ禍懸念の継続が重しに

- （米国）2つのインフラ法案のうちハードインフラ法案は成立済、社会インフラ法案は下院のみ可決。合計支出規模は3兆ドル。複数年に亘る計画であり、22年単年の支出は約2,500億ドル（2法案合計でGDP比1.2%）との試算がある。
- （欧州）環境・デジタル分野の投資を支援する欧州復興基金が21年8月から始動。各国の運用動向にも注目。
- （日本）補正予算により経済対策を編成。経済停滞長期化のため資金繰り支援策延長への財源振分けも大きくなる見込み。

▽主要国・地域のコロナ関連政策規模

（2020年GDP比、%）



※2020年春からのコロナ禍対策の財政支出累計総額。

（出所）IMF Policy Responses to COVID-19

▽新規の経済対策とその概要

	法案・予算	想定支出規模	主な内容
米国	①ハードインフラ法案 成立 ②社会インフラ法案 審議中	①1.2兆ドル （5年間、新規 支出は約5,500 億ドル） ②1.75兆ドル （10年間）	①グリーン初級転換、通信、上水、道路・橋、公共交通等 ②子育て支援（保育園無償化等）、介護サービス、安価な住宅整備 →22年単年での支出は、①270億ドル、②2,180億ドルの計2,450億ドル（GDP比1.2%）との試算(Moody's)。
欧州	欧州復興基金 成立済、8/3～予算執行	最大7,500億1000万ユーロ（5年間）	EU名義共同債権で財源を確保 環境・デジタル分野における投資を支援 コロナ禍の打撃の大きい人・国・地域等に大きな分配
日本	コロナ克服・新時代開拓のための経済対策（21年度補正予算） 21年内編成予定	55.7兆円（事業規模78.9兆円） 内、補正予算分36.0兆円	18歳以下への10万円相当の給付、グリーン初級投資、最大2万円マッチング、半導体生産拠点強化、ワクチン接種促進、事業復活支援金、雇用調整助成金特例延長、Go To事業再開、等

（出所）各種報道などから丸紅経済研究所作成

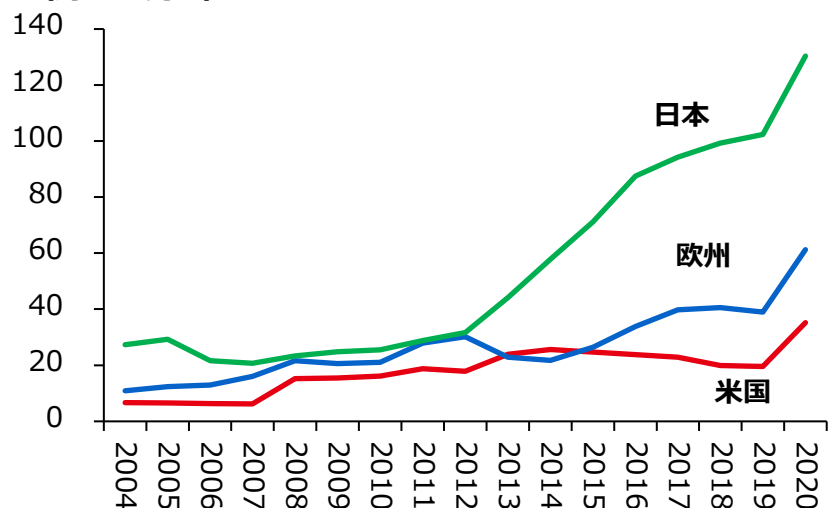
1-7. 金融リスク (1)

中銀のバランスシートの拡大 (市場への資金供給) で資産価格が膨張

- コロナ禍対策の大規模な金融緩和策で日米欧の中銀バランスシートは大幅に拡大。供給された資金は金融資産（株式、債券等）、商品、不動産などに流入。すでに決定済みの米FRBによる金融資産の新規購入終了や、22年中に見込まれる利上げなど、各国における例外的な金融緩和措置の解除が市場に及ぼす影響には注意が必要。

▽中銀バランスシート (資産、推移)

(対GDP比%)

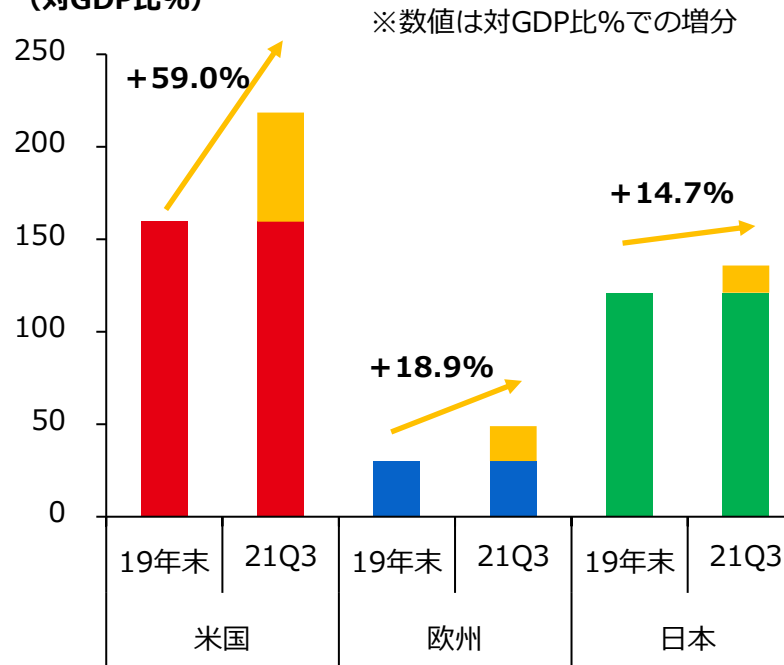


(対GDP比)	19年末	20年末	19年末比
米国(Fed)	19.5%	35.2%	+15.8%pt
欧州(ECBのみ)	39.0%	61.3%	+22.3%pt
日本(日銀)	102.4%	130.4%	+28.1%pt

(出所) FRED、Eurostat、日銀、内閣府から丸紅経済研究所作成

▽株式市場 (時価総額)

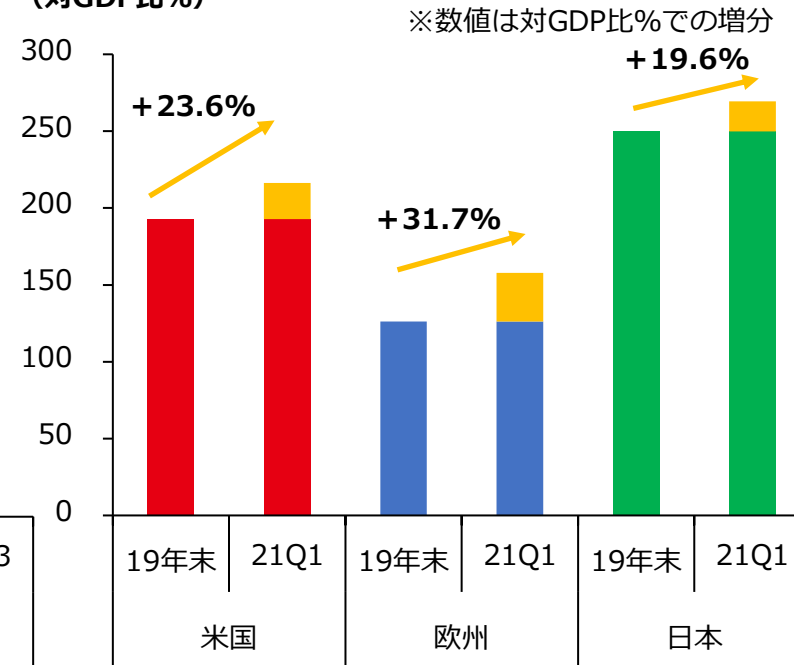
(対GDP比%)



※数値は対GDP比%での増分

▽債務性証券 (発行残高)

(対GDP比%)



※数値は対GDP比%での増分

(注) 株式市場は各国・地域の主要証券所の時価総額で、米国はNYSEとNASDAQ、欧州はEuronext、日本は日本取引所。債券市場はBIS統計のTotal debt securities outstandingを記載。

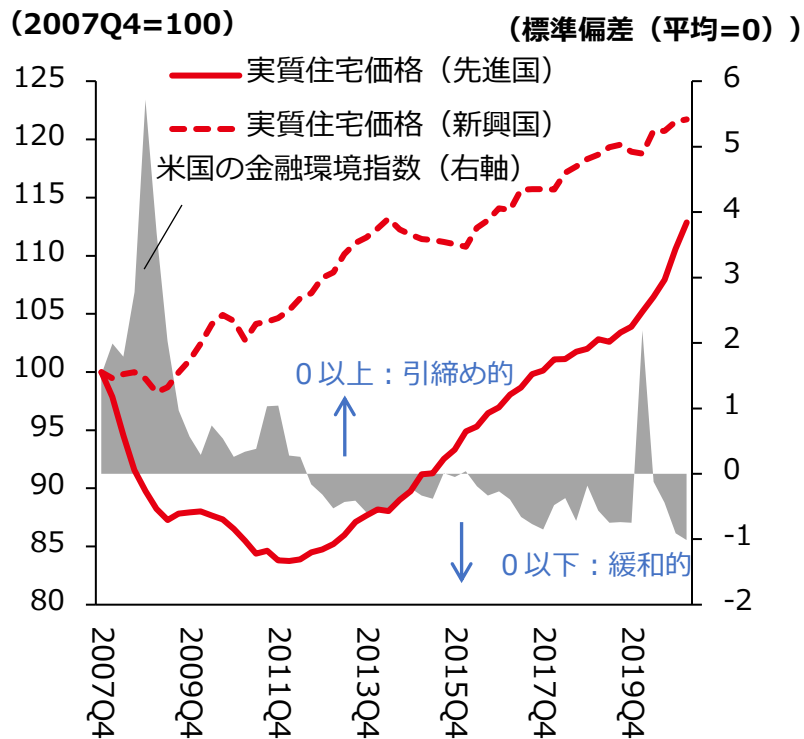
(出所) 国際取引連合 (WFE)、国際決済銀行 (BIS)

1-7. 金融リスク (2)

住宅価格も大幅に上昇

- ▶ 世界金融危機以降、緩和的な金融環境が住宅価格を押し上げ、特に新興国で物価上昇を上回る住宅価格上昇が慢性化。
- ▶ コロナ禍では各種制約に伴って住宅供給が一時的に減少。建築資材などの上昇のほか、在宅ワーカーの増加に伴う住宅需要の拡大が住宅価格の一段の押し上げ要因になった可能性。一部の新興国を除き、コロナ前を上回る価格上昇ペースを記録。

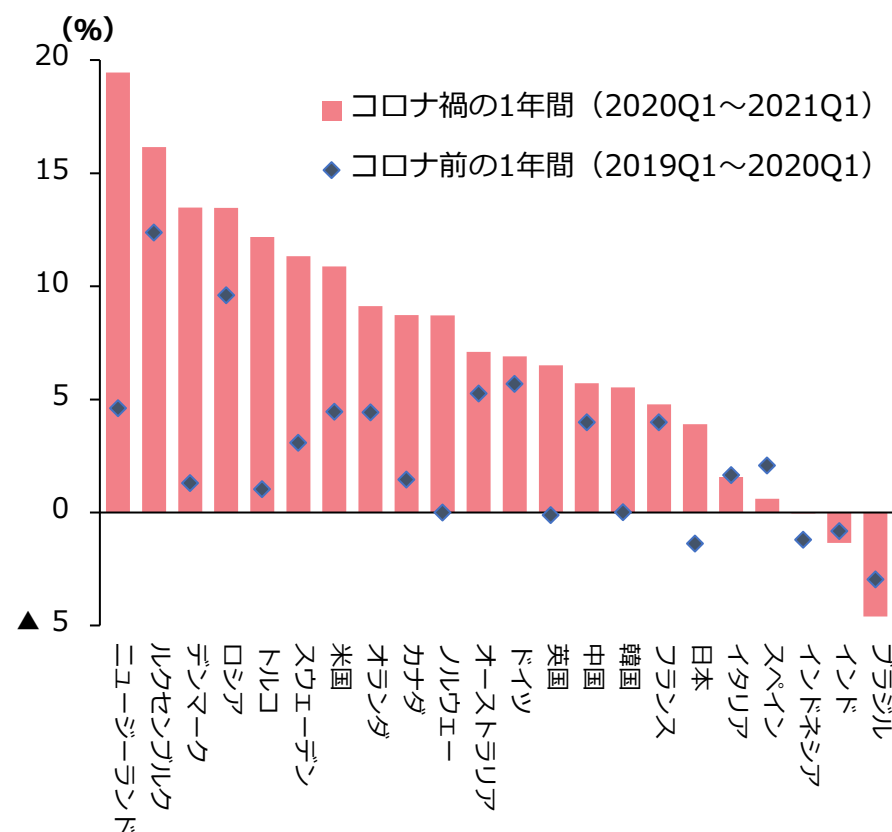
▽実質住宅価格の長期推移



(注) 金融環境指数は市場での資金調達の容易さを示す指標。IMFが各種金利のスプレッドや株価、為替レートなどの指標を統合して作成している。データは2021Q1まで。

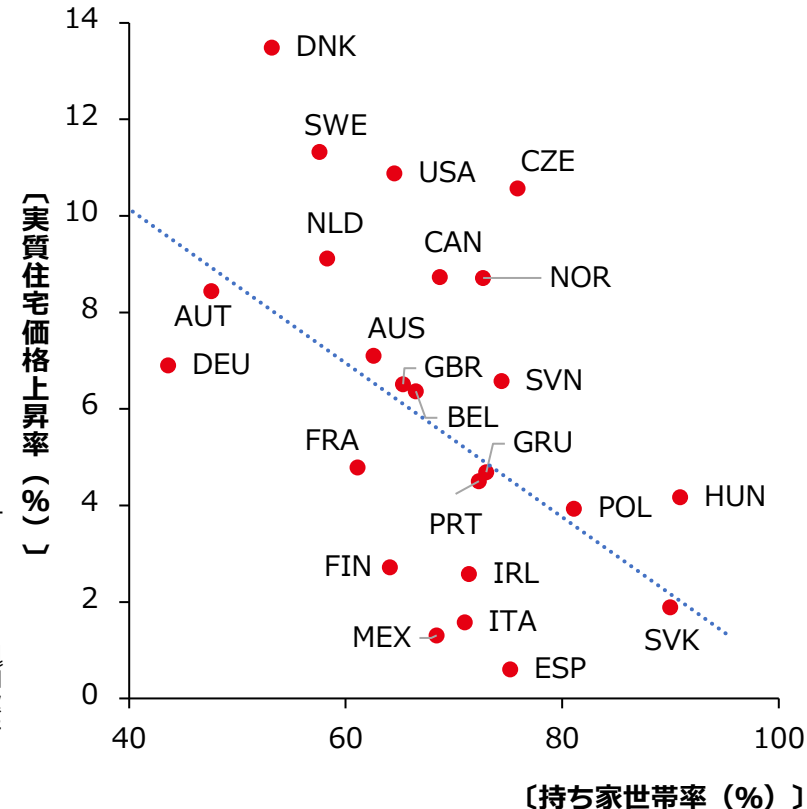
(出所) BIS, IMFより丸紅経済研究所作成

▽実質住宅価格のコロナ禍前後の騰落率の比較



(出所) OECDより丸紅経済研究所作成

▽コロナ禍の住宅価格上昇率と持ち家比率の関係



(注) 持ち家世帯比率は2019年時点。
住宅価格は2020Q1~2021Q1の上昇率。

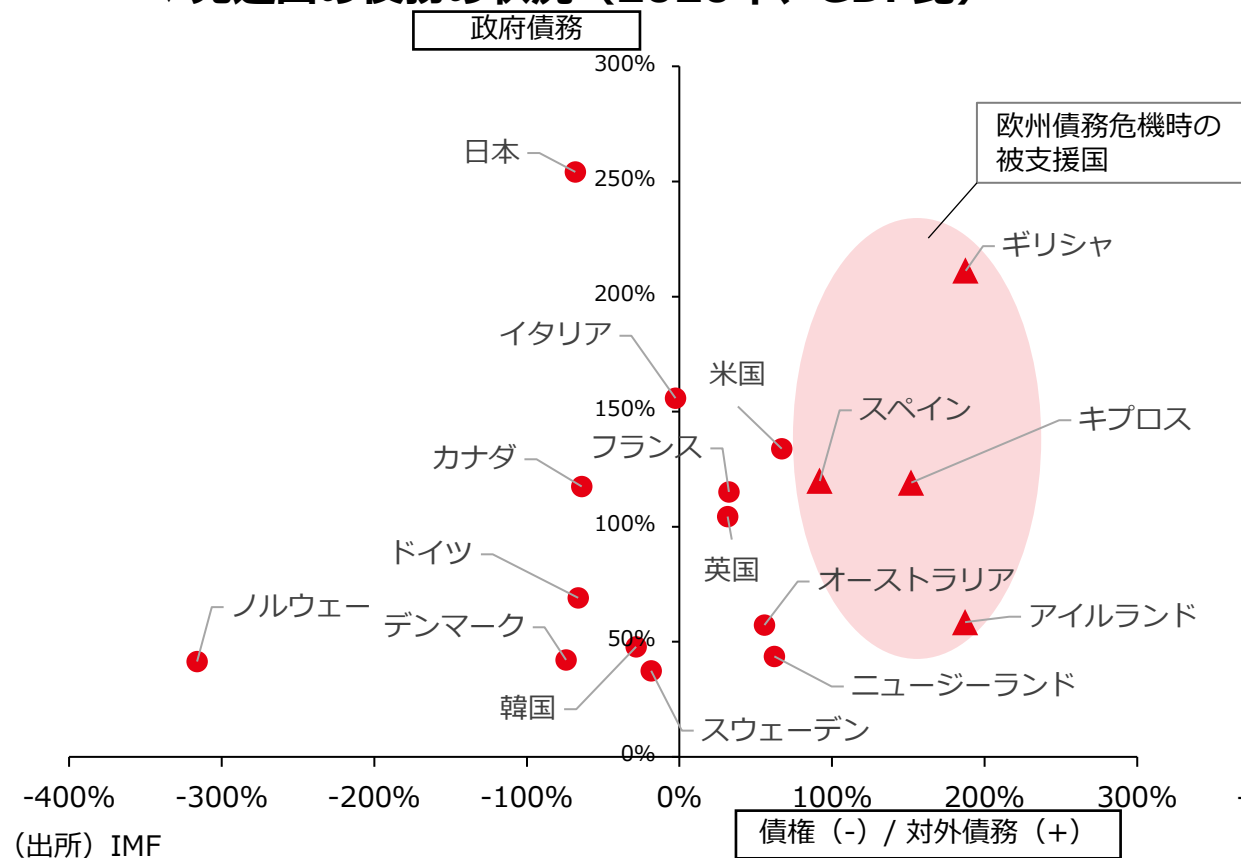
(出所) OECDより丸紅経済研究所作成

1-7. 金融リスク (3)

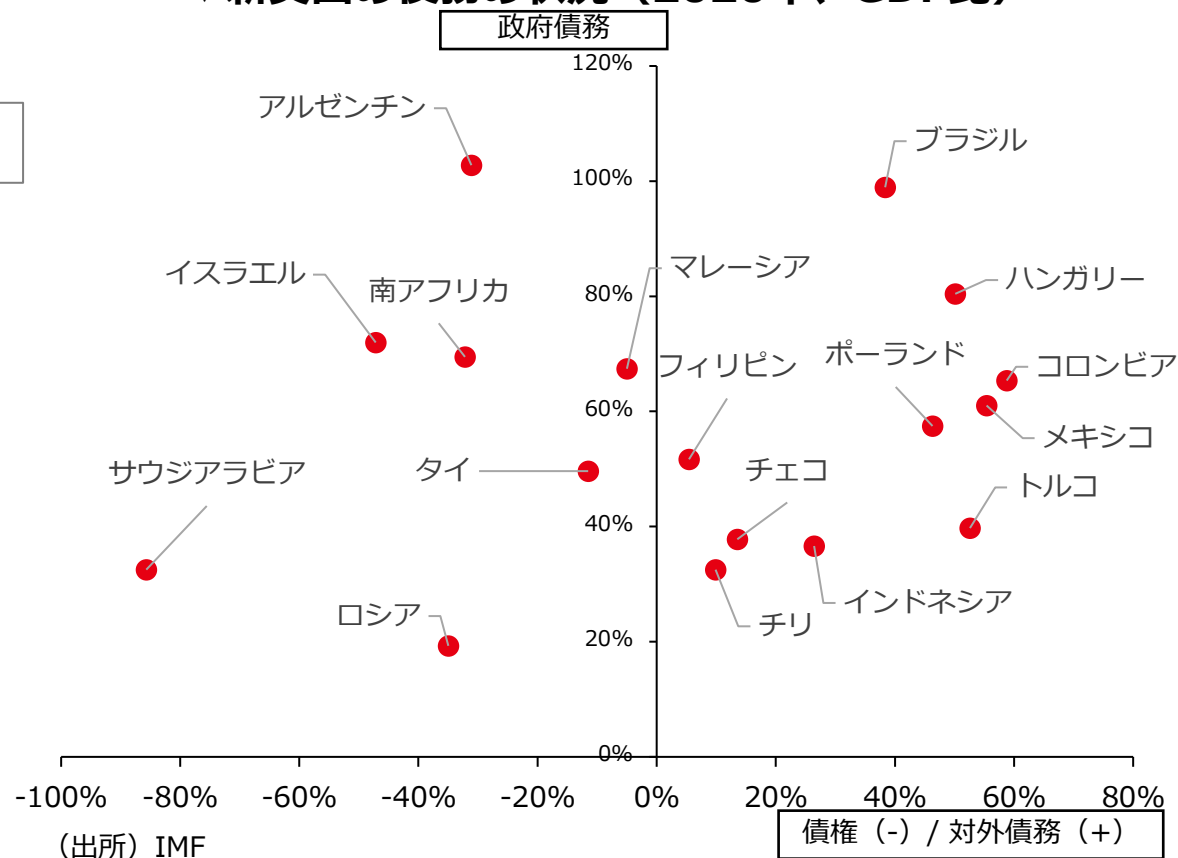
財政状況の悪化に加え対外依存度の変化にも注意が必要

コロナ対策で多くの国の財政は悪化。対策の規模で程度は異なるが脆弱性は全体的に高まっている。過去の債務危機では政府債務の安定性が単に水準の高さだけではなく、債務の対外依存度に左右されることが確認されており、ファイナンスの海外依存度が高い新興国ではリスクが先進国より顕在化しやすいと推測される。危機発生局面では主たる債権国への波及も。

▽先進国の債務の状況 (2020年、GDP比)



▽新興国の債務の状況 (2020年、GDP比)

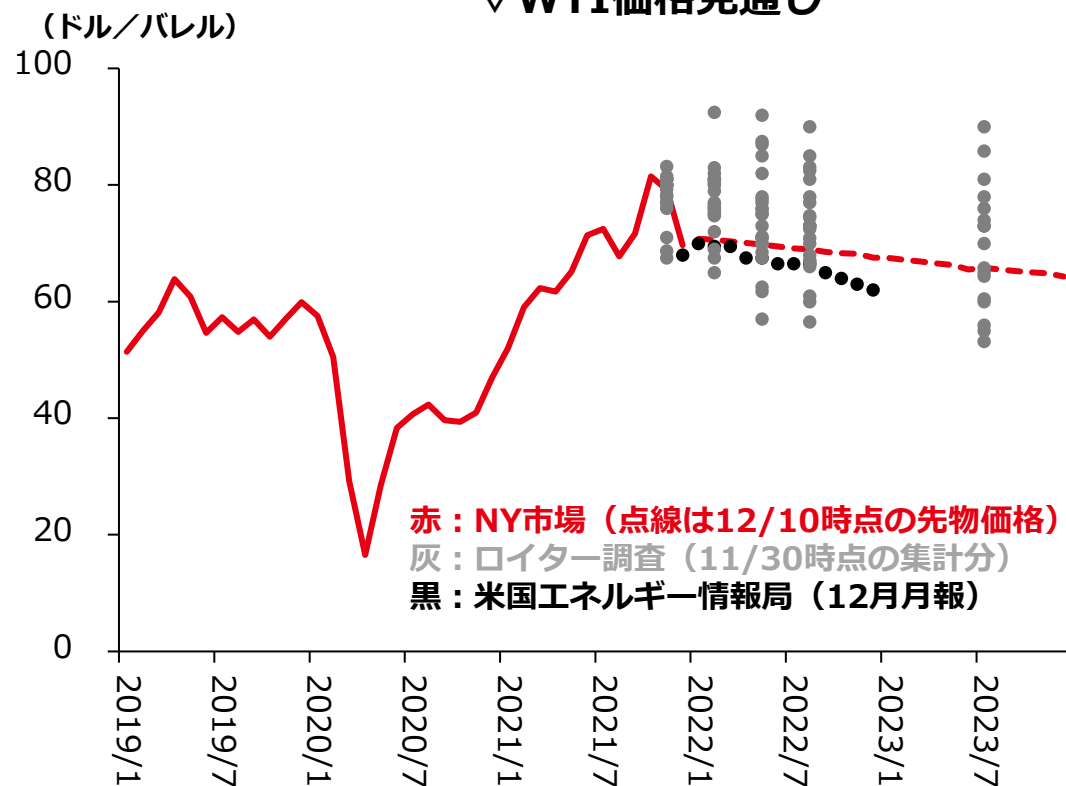


1-8. 商品価格見通し (1)

原油：需給バランスは供給過剰へ、ただし上流投資減速懸念などから下値は堅い

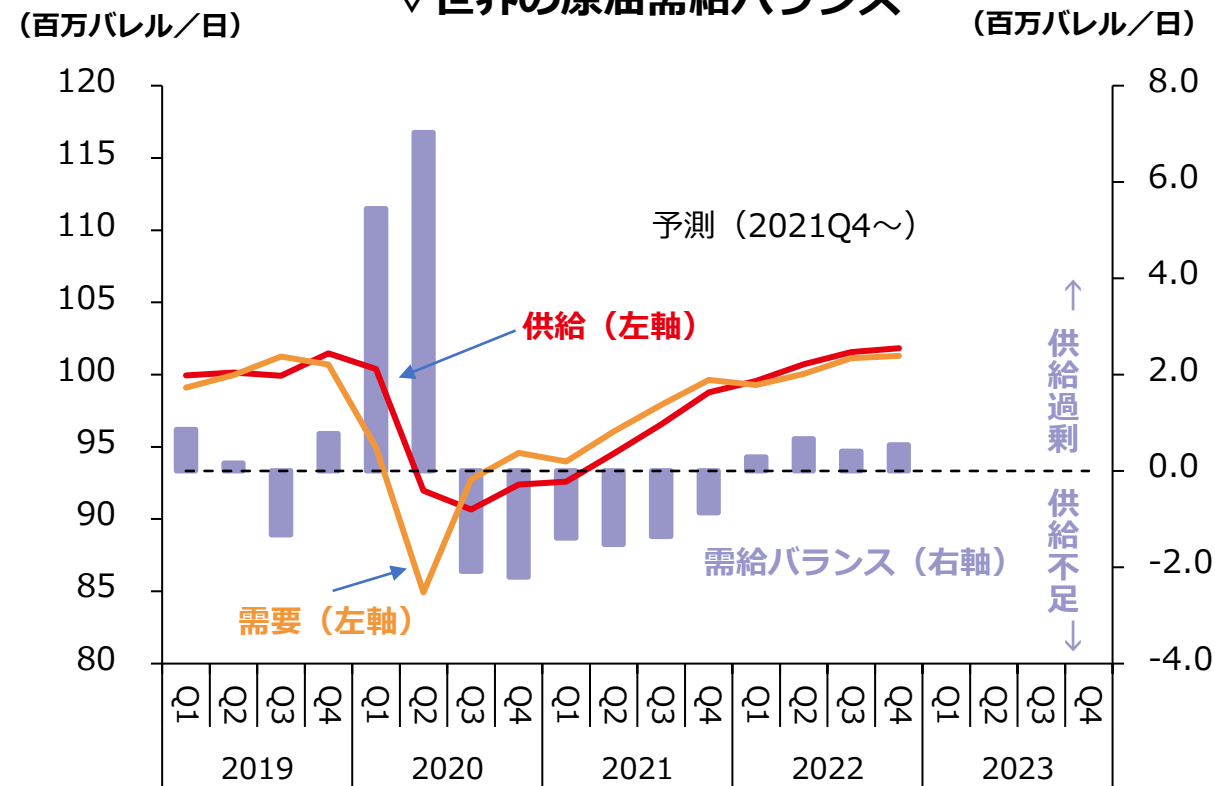
需要はコロナ禍前の水準を回復。供給はOPECプラスの減産終了に加え、米国などの産油国の増産で増加。需給バランスは供給過剰となるが、生産増加ペースが抑制的であることや、脱炭素に向けた上流投資減速懸念から、価格の下落は小幅にとどまる。不確実性が高い変動要因は、新型コロナの感染状況、主要国の金融引き締めペース、イラン産原油の市場復帰時期。

▽WTI価格見通し



(出所) Refinitiv、EIA、丸紅経済研究所

▽世界の原油需給バランス



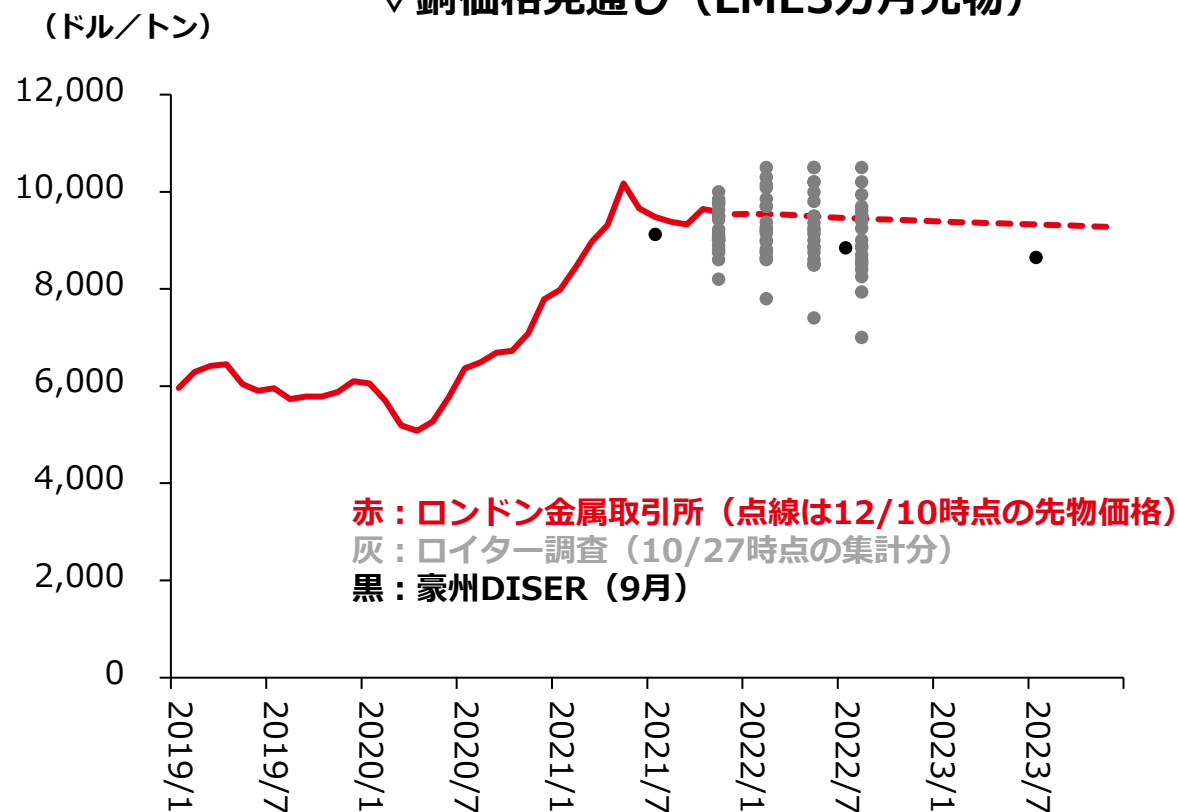
(出所) EIA "Short-Term Outlook December 2021"を参考に丸紅経済研究所作成

1-8. 商品価格見通し (2)

銅：需給タイト感の緩和が見込まれるが、エネルギー転換需要増期待などから下値は限定的

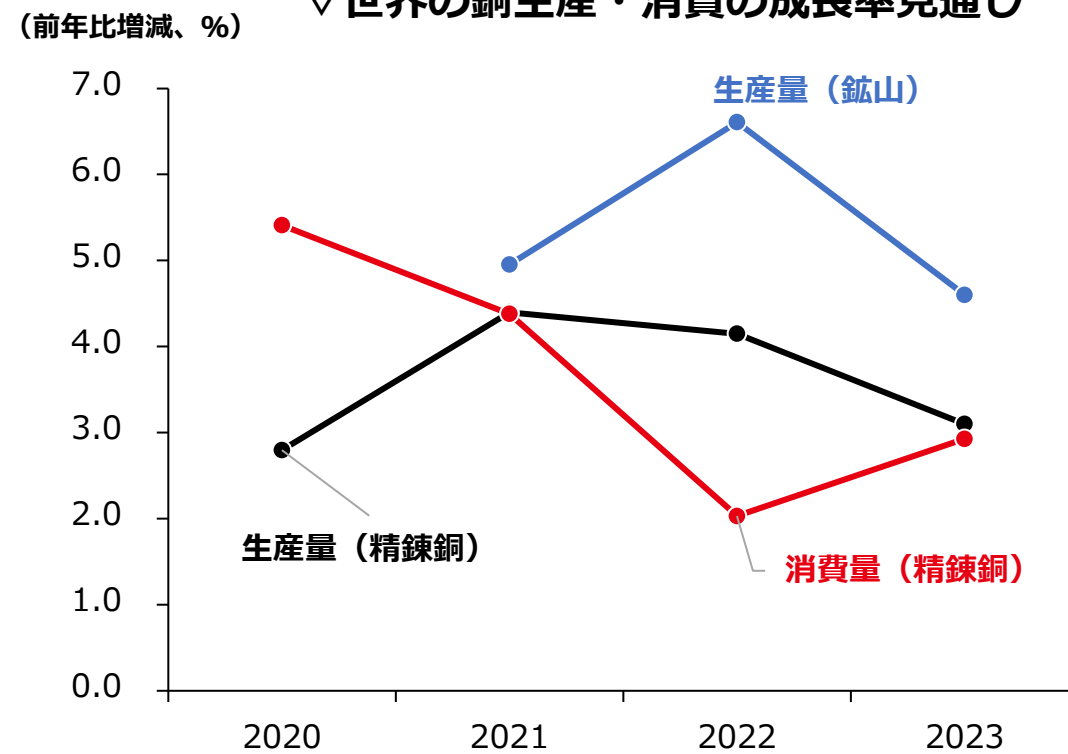
精錬銅需要は金融引き締めや中国経済減速の影響から供給に比べて伸びが鈍化し、需給タイト感が緩和。一方、脱炭素社会に向けたエネルギー転換などに伴う、将来的な需要拡大への期待は高い。また、生産における環境負荷低減圧力や、南米生産国の鉱業ロイヤルティ引き上げの可能性、エネルギーや人件費などのコスト上昇圧力などもあり、下値は限定的。

▽銅価格見通し（LME3カ月先物）



(出所) Refinitiv、丸紅経済研究所

▽世界の銅生産・消費の成長率見通し

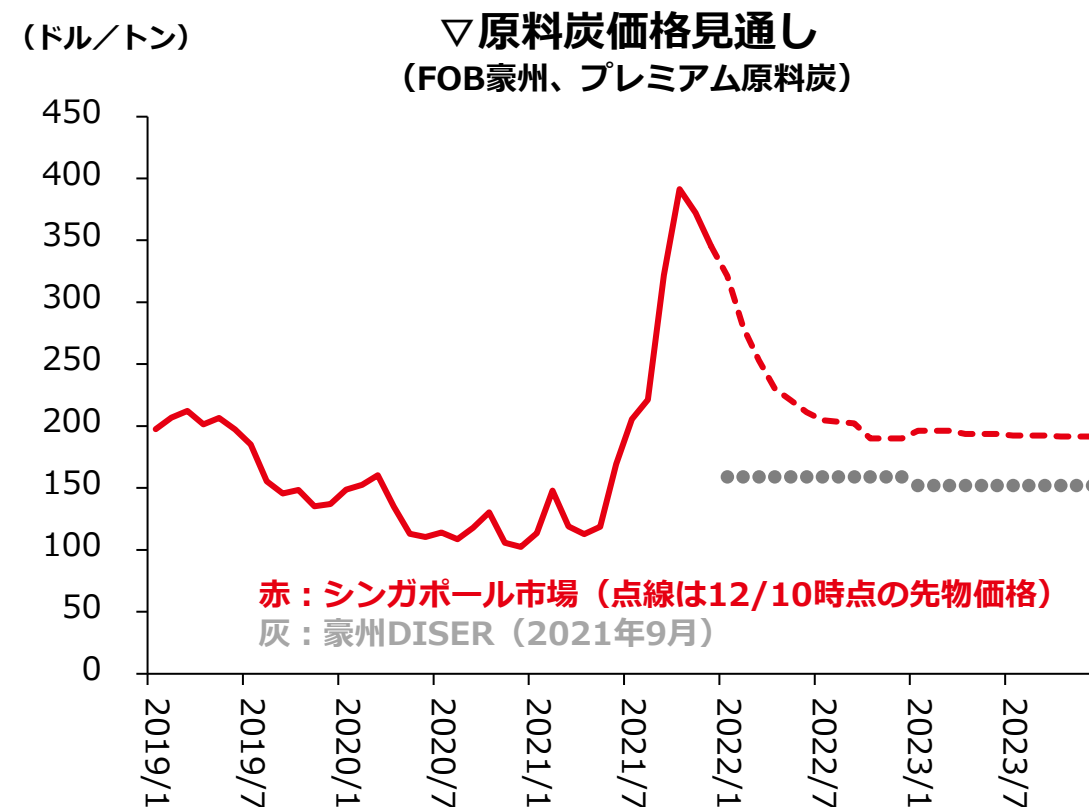
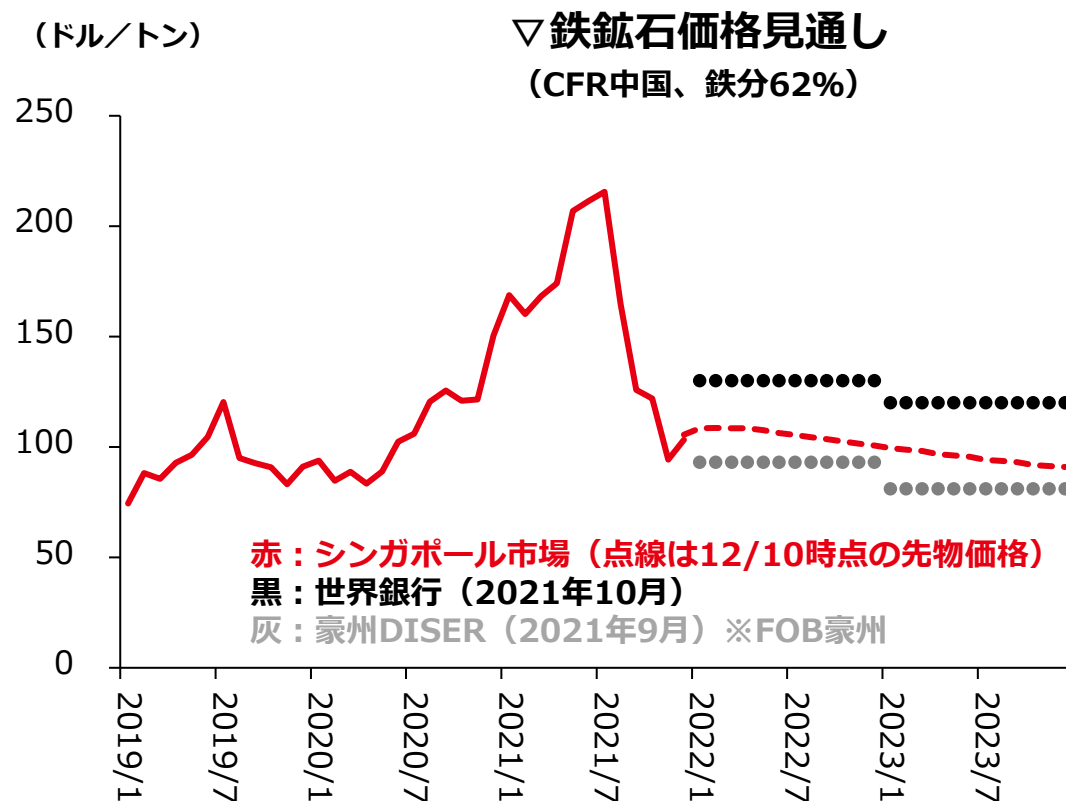


(出所) 豪州産業・科学・エネルギー・資源省 (DISER)
"The Resources and Energy Quarterly September 2021"

1-8. 商品価格見通し (3)

鉄鉱石・原料炭：中国の鉄鋼生産抑制による需要鈍化と供給拡大から軟調

- 鉄鉱石・原料炭とも、需要は中国の鉄鋼生産抑制に伴い伸びが鈍化。新型コロナの生産・流通への影響は不確定要因。
- 鉄鉱石は、ダム事故の影響から復旧しつつあるブラジルの増産および輸出拡大から、供給過剰が見込まれる。
- 原料炭は、高騰の要因となった中国国内炭価格が、政府の価格抑制策や国内炭の生産増加などから下落、それに伴い中国以外の産地価格も軟化。主要な変動要因は、中国による豪州炭の禁輸動向、ラニーニャによる豪州産の出荷障害発生。



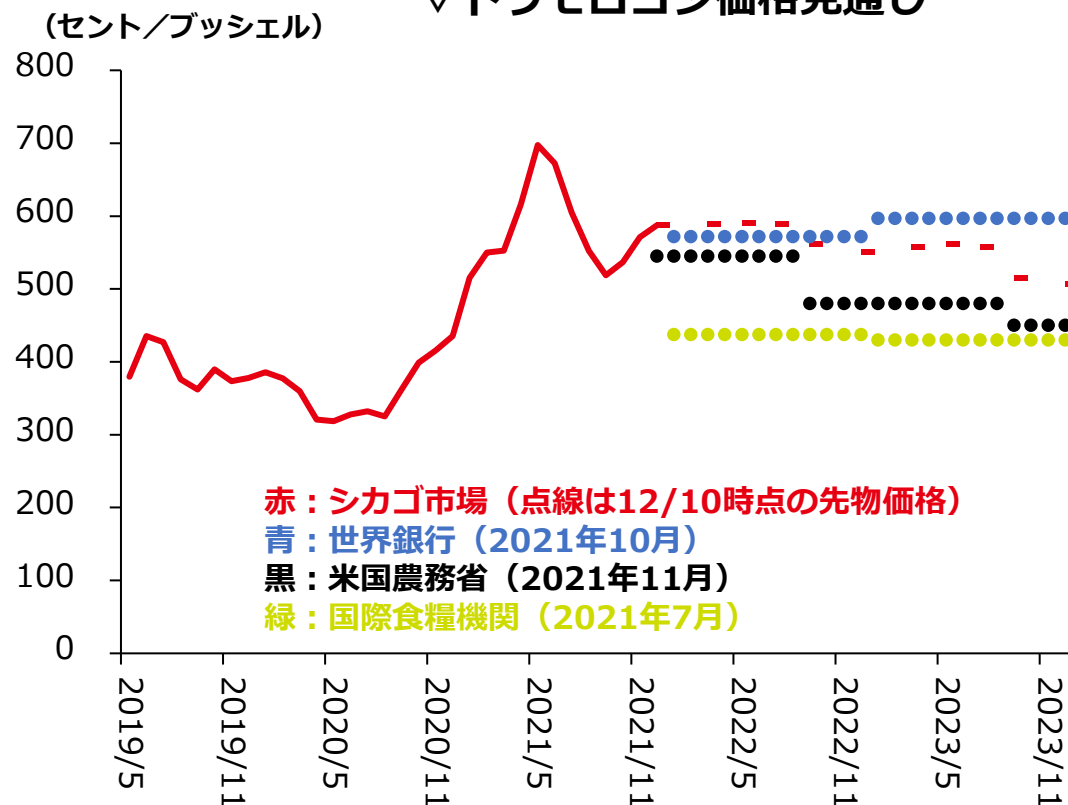
(出所) Refinitiv、World Bank、豪州産業・科学・エネルギー・資源省 (DISER)、丸紅経済研究所

1-8. 商品価格見通し (4)

トウモロコシ・大豆：ひっ迫感緩和からやや軟化、天候と米中関係が変動要因

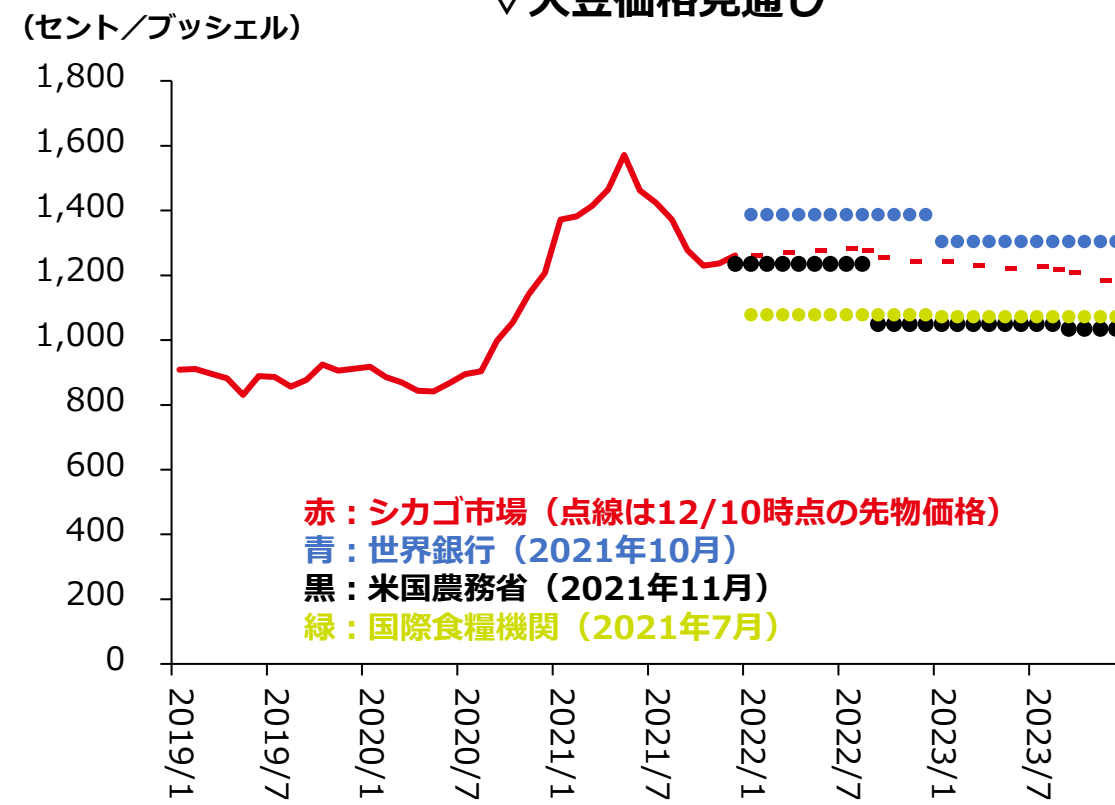
- トウモロコシ・大豆とも、米国の低在庫に起因するひっ迫感が緩和。肥料価格の高騰から、肥料を多用するトウモロコシから大豆への作付けシフトが発生するとみられる。天候、米中関係、米国のバイオ燃料政策は共通する変動要因。
- トウモロコシは、小麦価格の高騰による代替需要が剥落。原油価格の下落はエタノール用需要減少につながる下押し要因。
- 大豆は、中国による米国産の輸入動向が最大の注目点。世界的な作付面積増加により豊作となれば一段安の可能性も。

▽トウモロコシ価格見通し



(出所) Refinitiv、丸紅経済研究所

▽大豆価格見通し



(注) 米国農務省は生産者価格、世界銀行と国際食糧機関の予測値は基準を揃える目的で丸紅経済研究所が加工したもの

1-9. 為替動向 (1)

短期的には日米金利差の拡大が円安圧力、リスク回避が円高圧力に

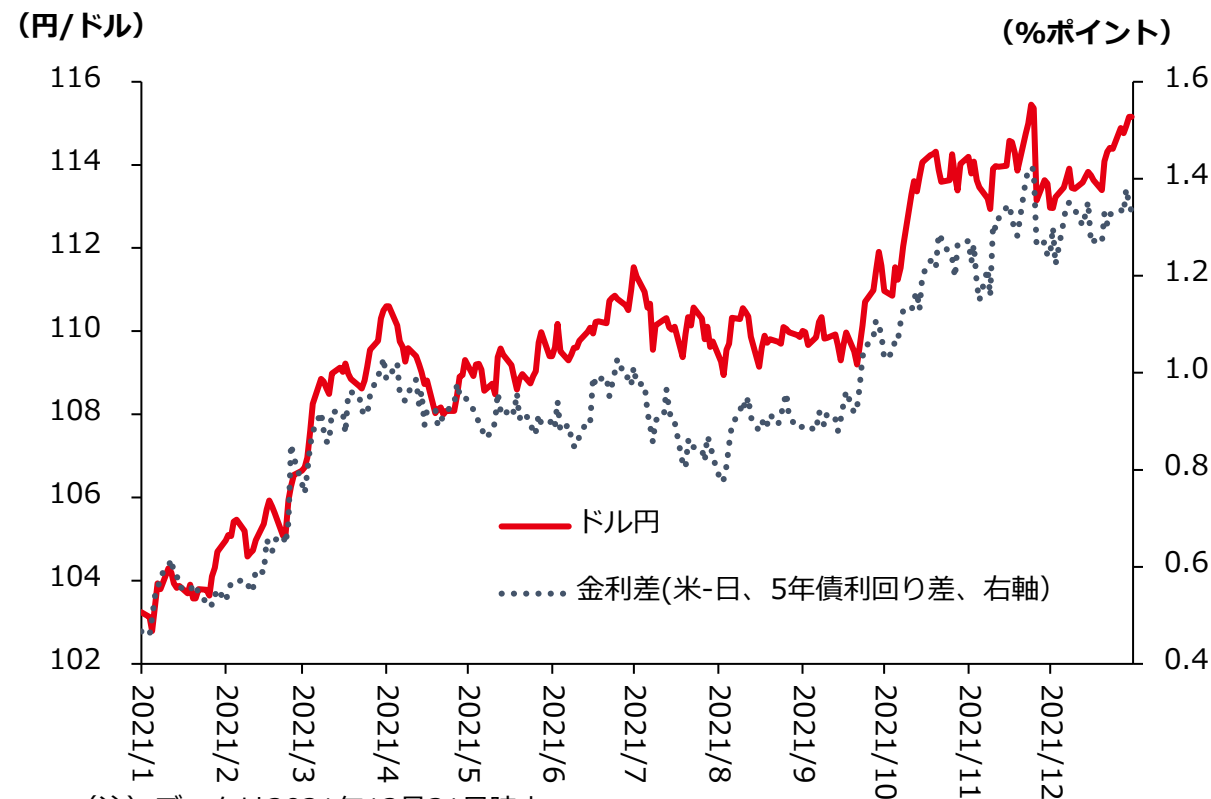
- 米国の大規模金融緩和がドル安圧力になってきた一方、日本の景気回復の遅れにより円も弱含みで推移してきた。
- 短期的には、先行する米国の金融政策正常化の動きに伴う日米金利差拡大が、引き続き円安ドル高の要因になる。ただし、金融市場は来年の米国の複数回の利上げを織り込み済みのため、足元の円安にいったん歯止めがかかる可能性も。

▽ドル円相場を動かす諸要因

	ドル円を動かす諸要因	概要
円高 圧力	日米景況感の方向性の違い (米景気のピークアウト・ 日本景気の本格回復)	米国景気は回復が続くも、2021年2Qをピーク に減速傾向に。一方、日本は9月末に緊急事態 措置が解除され、景気回復が本格化する局面へ。
	米中対立の先鋭化や地政学 リスクの高まり、新型コロナ 感染の再拡大など	米中対立の再燃や中東などでの地政学リスク、 新型コロナ変異株による感染再拡大などが発生 する場合、リスク回避で円が買われる方向へ。
	長期的均衡値から見た 円の割安感	実質実効為替レート（貿易量や物価水準を元に 算出）はコロナ禍で円安方向に進み、長期的な 均衡値からの乖離が一段と拡大。長期的には円 高方向への修正圧力が生じやすい。
円安 圧力	米国の財政・金融政策	米国はコロナ危機への対応策として史上最大規 模の財政・金融政策を実施した結果、日本に先 行して景気回復。一方、2021年11月に金融政 策正常化プロセスが開始、2022年4-6月期から 年末にかけ3回の利上げを想定。市場観測より ペースが早まれば、もう一段の円安の可能性も。

(出所) 丸紅経済研究所作成

▽ドル円と日米金利差



(出所) Refinitiv

1-9. 為替動向 (2)

長期的な視点では円高ドル安方向への調整が進む圧力が継続（割高なドルと割安な円）

- 貿易ウエイトとインフレを加味した為替水準を示す実質実効為替レートは、貿易財の相対価格が名目為替レートの変動で同一水準に収れんする前提の下で、均衡値からの乖離・収束を繰り返すと考えられる。長期平均を均衡値と見なせば、現状の米ドルは割高、日本円は割安の域にあり、ドル円レートは潜在的な円高圧力にさらされていると想定される。

▽実質実効為替レート(日本円)

(2010年平均=100)

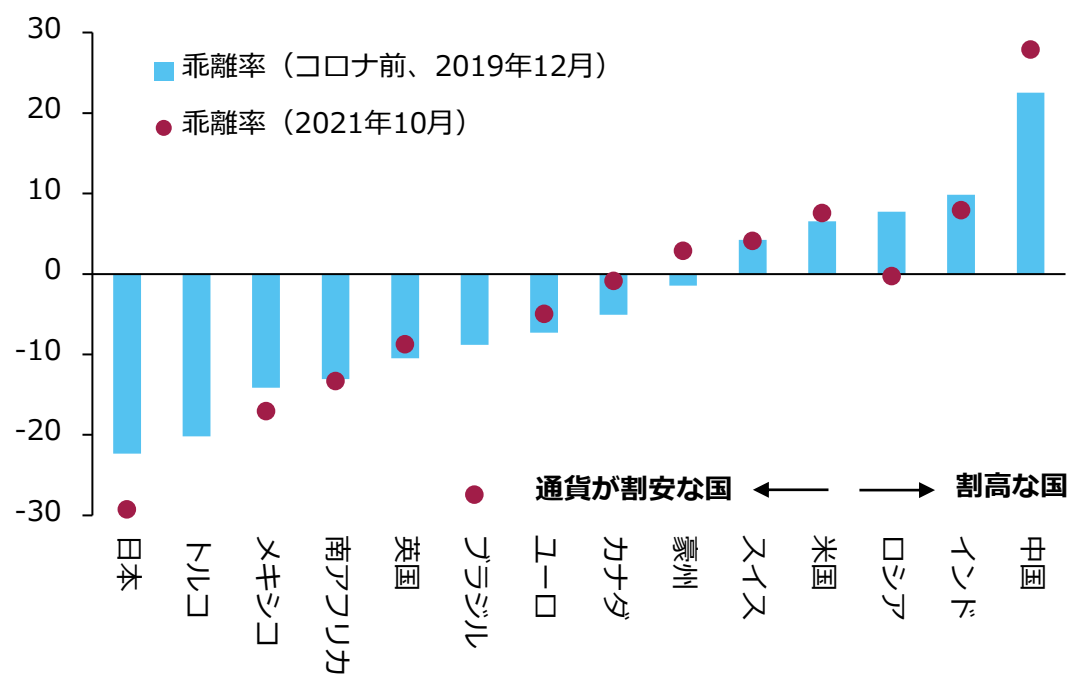


(注) データは2021年10月まで。

(出所) 日本銀行より丸紅経済研究所作成

▽各国通貨の割高/割安の度合い

(実質実効為替レートの長期平均からの乖離率、%)



棒グラフ (青) が伸びている方向と逆方向にマーカー (赤) があると、実質実効為替レートに基づく長期的な均衡値に向かい調整が進んだものと解釈できる。

(出所) BISより丸紅経済研究所作成

1-10. 国際関係・政治動向 (1)

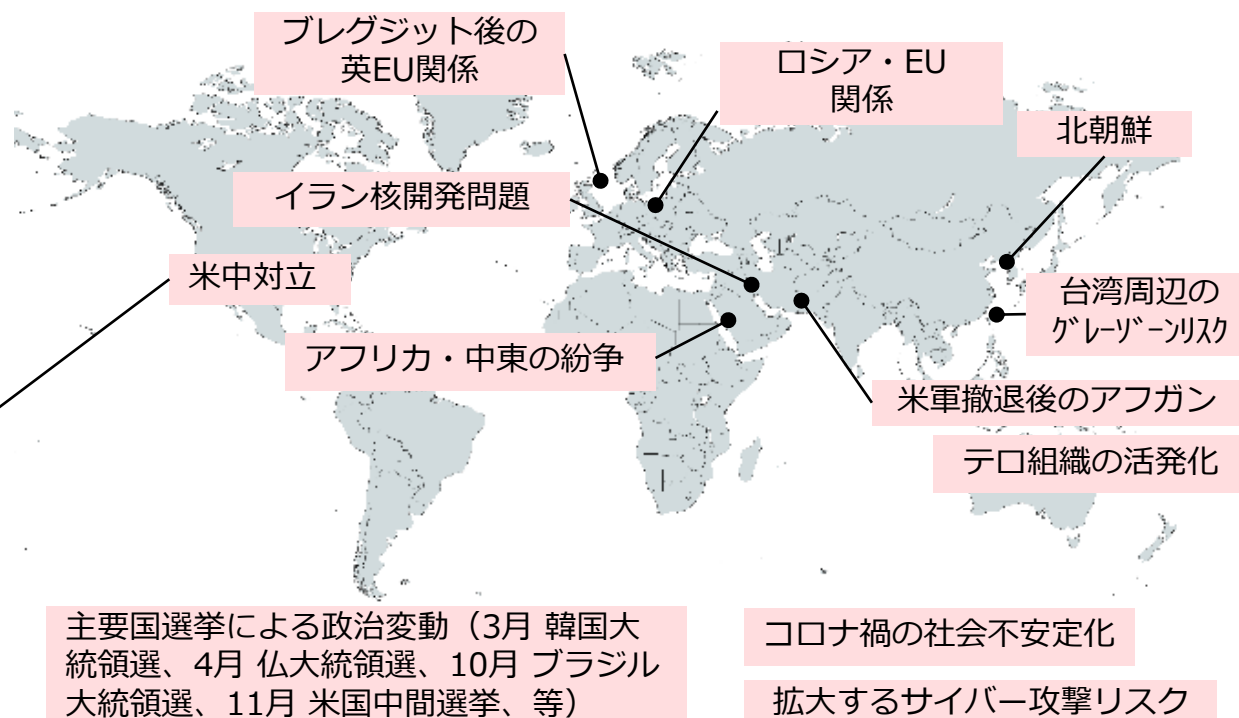
バイデン政権の下でも深まる米中対立／米軍撤退後のアフガン／主要国で相次ぐ選挙

- バイデン新政権の下でも米国は対中強硬姿勢は継続し、人権問題を巡る制裁リスクや台湾周辺の軍事的緊張が深刻化する他、両国の同盟・友好国を巻き込んだ摩擦が拡大。半導体等の分野では米中対立に基づくサプライチェーン再編の動きも。
- 米軍のアフガン撤退による同地域の不安定化とテロリスクの拡大など、地政学リスクの面でも新たな懸念が浮上。

▽複雑化する米中対立

	最近の主な動向
全体	バイデン政権下で米中対立は人権問題等に拡大し複雑化。米国が欧州・日本等の同盟・友好国を対中戦略に引き込む（G7、Quad、AUKUS）一方、中国は上海協力機構等の連携強化を模索、CPTPP加盟申請で一石を投じる。
人権	新疆ウイグル自治区の強制労働による製品輸入を全面的に禁止する「ウイグル強制労働防止法案」が12月に議会で可決。
通商	トランプ前政権と比べ米側の通商問題への関心は相対的に低下。21年10月に閣僚級通商協議を再開し、フェーズ1合意の履行検証等を進める。米中間の追加関税は継続しており、コロナ禍で撤廃を求める声も強まる。
投資	米外国投資委（CFIUS）の権限拡充、同盟国との投資審査情報共有の模索、米証取委（SEC）は米国に上場する中国企業の情報開示要求を強化。
環境	気候変動対策に関する米中協力を模索。COP26では米中共同声明を発表し、メタン排出削減計画の策定、途上国支援への注力などを表明。
安全保障	台湾周辺の軍事的緊張が高まる。台湾支援を強める米国に対し、中国側は防空識別圏への軍用機侵入やグレーゾーン活動等を活発化。核兵器問題に関する二国間の対話枠組みの創設を模索。

▽政治・地政学リスク



（出所）各種報道等から丸紅経済研究所作成

1-10. 国際関係・政治動向 (2)

米国中間選挙をはじめ主要国で国政選挙が相次ぐ／中国では北京オリパラ、党大会に注目

▽各国・地域

日程	地域	イベント
1月1日	アジア	地域的な包括的経済連携（RCEP）協定発効
1月30日	欧州・CIS	ポルトガル総選挙
1月30日～2月6日	アジア	春節（旧正月）休暇（中国他）
2月4～20日、3月4～13日	アジア	北京オリンピック・パラリンピック
2月21日	アジア	ニクソン訪中50周年
3月9日	アジア	韓国大統領選挙
3月27日	アジア	香港行政長官選挙
3月31日	中東	ドバイ国際博覧会、閉幕（UAE）
4月1日	日本	日本の成人年齢が18歳に引き下げ
4月3日	欧州・CIS	セルビア総選挙
4月10～24日	欧州・CIS	フランス大統領選挙
4月	欧州・CIS	ハンガリー議会選挙
5月9日	アジア	フィリピン大統領・議会選挙
5月15日	日本	沖縄返還50周年
5月頃	中南米	コロンビア大統領・議会選挙
5月頃	アジア	豪州議会選挙
6月12～19日	欧州・CIS	フランス議会選挙
6月15日	世界	MS「Internet Explorer」のサポート終了
7月	日本	参議院議員任期満了（日本）
8月9日	アフリカ	ケニア総選挙
9月11日	欧州・CIS	スウェーデン総選挙
9月29日	アジア	日中国交正常化50周年
10月2日	中南米	ブラジル大統領・議会総選挙
11月8日	北米	米国中間選挙
11～12月	中東	FIFAワールドカップ大会開催（カタール）
12月	アジア	中央経済工作会議（中国）
秋頃	アジア	第20期中国共産党大会（中国）
2022年中	欧州・CIS	ドイツ、脱原子力完了

（出所）各種発表および報道より丸紅経済研究所作成

▽国際会議・サミットなど

日程	地域	イベント
未定	世界	BRICS首脳会議（中国）
未定	世界	世界貿易機関（WTO）閣僚会議
未定（年2回）	アジア	東南アジア諸国連合（ASEAN）首脳会談（カンボジア）
未定	アジア	上海協力機構（SCO）首脳会議
1月4～28日※延期	世界	核拡散防止条約（NPT）再検討会議（米国）※5年毎
1月17～21日 ※夏頃に延期	世界	世界経済フォーラム年次総会（スイス・ダボス） ※1月はオンライン会合のみ
2月17～18日	世界	主要20カ国・地域（G20）財務相・中銀総裁会合（インドネシア）
3月17～20日	中南米	米州開発銀行（IDB）年次総会（ウルグアイ）
3月24～25日	欧州・CIS	EU理事会会合（ベルギー）
4月22～24日	世界	IMF・世界銀行春季会合
4月頃	アジア	ボアオ・アジア・フォーラム年次総会（中国）
5月2～5日	アジア	アジア開発銀行（ADB）年次総会（スリランカ）
5月11～12日	欧州・CIS	欧州復興開発銀行（EBRD）第30回年次総会
5月22～28日	世界	世界保健機関（WHO）総会（スイス）
5月30日～6月10日	世界	国際労働機関（ILO）総会
5月	アフリカ	アフリカ開発銀行（AfDB）第57回年次総会（ガーナ）
6月23～24日	欧州・CIS	EU理事会会合（ベルギー）
6月26～28日	世界	主要7カ国首脳会談（G7サミット）（ドイツ）
6月29～30日	世界	NATO首脳会談（スペイン）
9月5～8日	欧州・CIS	東方経済フォーラム（ロシア）
9月	世界	第77回国連総会（米国）
10月	世界	IMF・世界銀行年次総会（モロッコ）※2021年から延期
10月頃	アジア	アジアインフラ投資銀行（AIIB）年次会合（ロシア）
10月30～31日	世界	G20首脳会議（インドネシア）
11月7～18日	世界	COP27（エジプト）
10～11月頃	アジア	アジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議（タイ）

（注1）細字は毎年のイベント、太字はそれ以外

（注2）日程は2021年12月調査時点での暫定。

主要国・地域動向

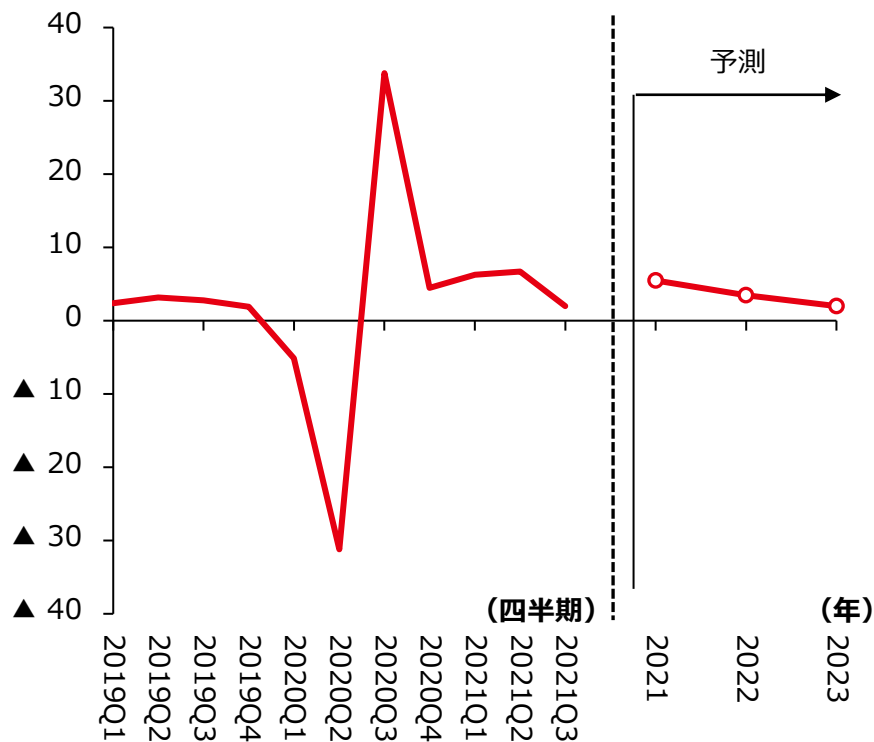
2-1. 米国：主要経済指標

景気回復が続くが、インフレの長期化懸念も

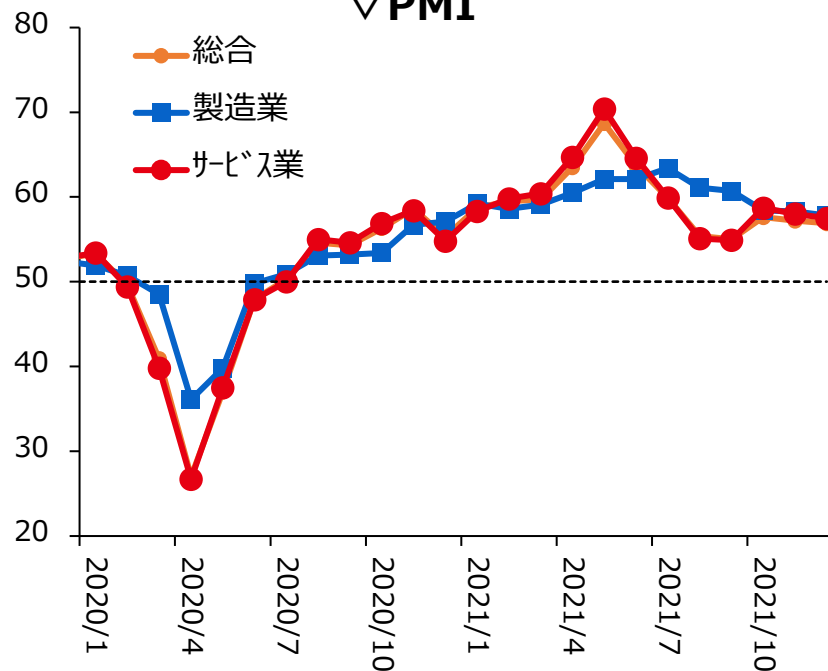
実質GDP成長率は2021年4～6月期をピークに緩やかに減速。夏はデルタ株の影響で景気回復が停滞したが、年末にかけて持ち直しつつある。コロナ禍で蓄積された家計の過剰貯蓄がサポートとなり、2022年も消費主導で3.5%の経済成長を予想。労働市場の急速な改善により、人手不足・賃金上昇が顕在化しており、インフレは従来想定よりも長期化の兆し。

▽実質GDP成長率見通し

(前期比年率、%)



▽PMI

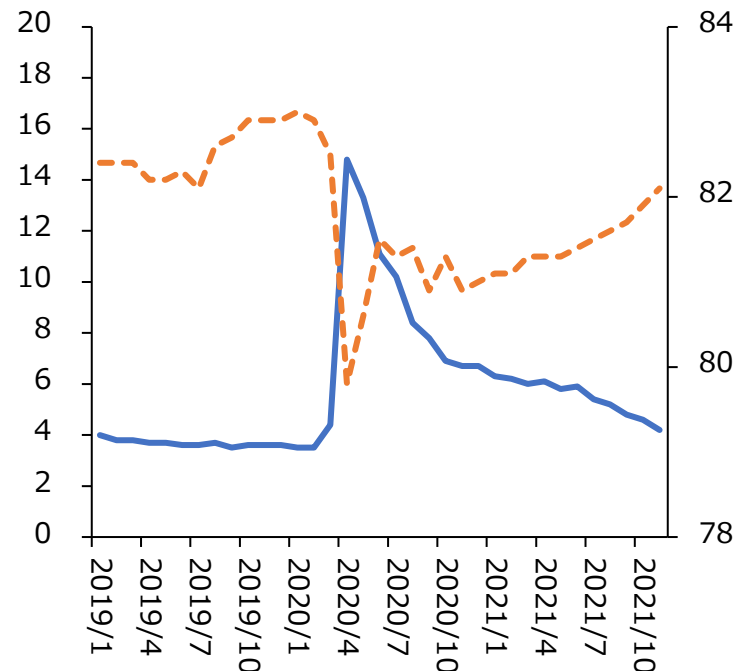


PMI = 購買担当者景気指数 (企業景況感を示す。50を上回ると好況、下回ると不況を示唆するとされる) ※調査期間：12/6～15

(出所) Refinitiv

▽失業率の推移

失業率
25-54歳・労働参加率 (右軸)



(出所) US Census Bureau

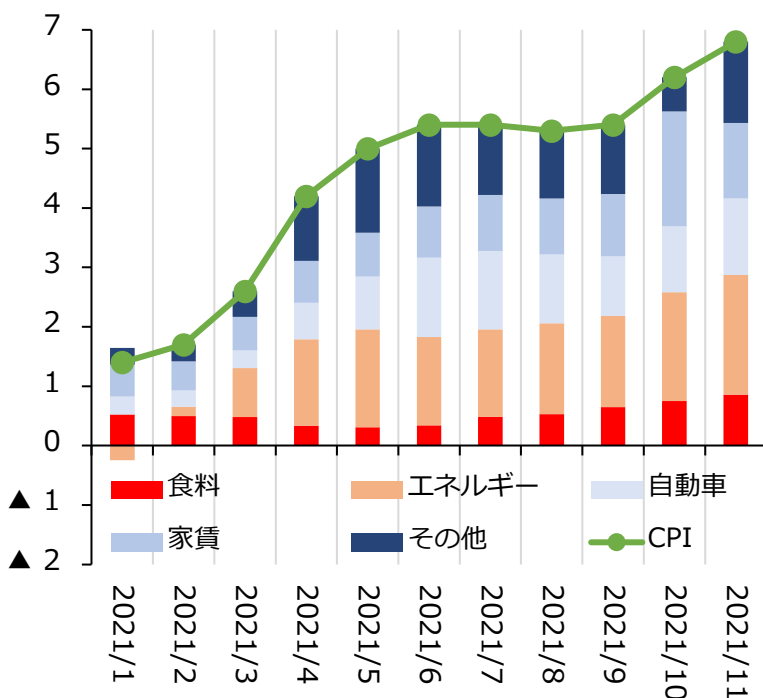
2-2. 米国：インフレ動向・金融政策

需要回復と物価上昇がみられる中、テーパリングを前倒し、22年は利上げ3回へ

連邦準備制度理事会（FRB）は11月より金融資産購入額の縮小（テーパリング）を開始、金融資産の新規購入は22年3月に終了の見込み。労働市場の改善に加え、足もとのインフレがエネルギー以外にも拡大、期待インフレ率も10月以降一段と上昇。インフレの高止まりを受け、金融政策の前倒しの可能性が高まっており、利上げは4-6月期から年末にかけて3回を予想。

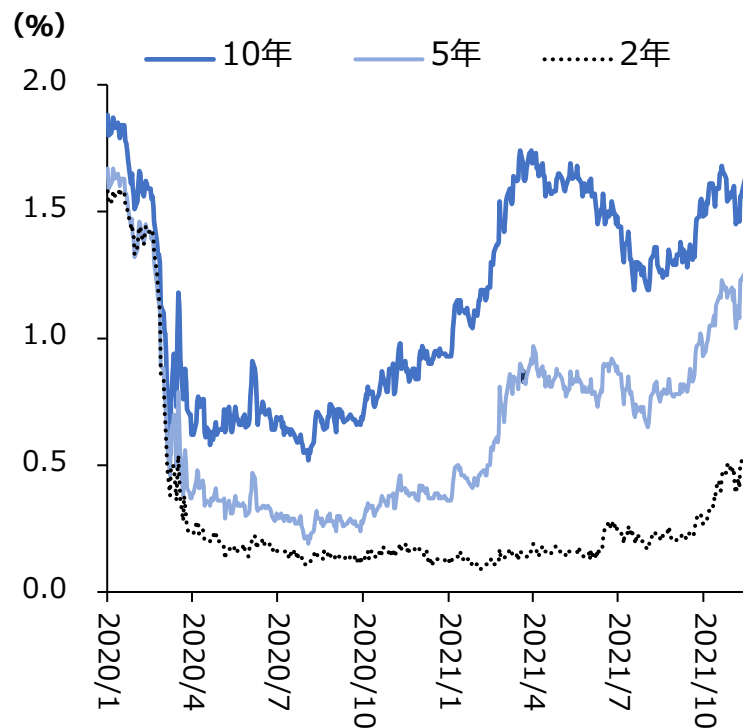
▽消費者物価の寄与度の内訳

(前年比、%)



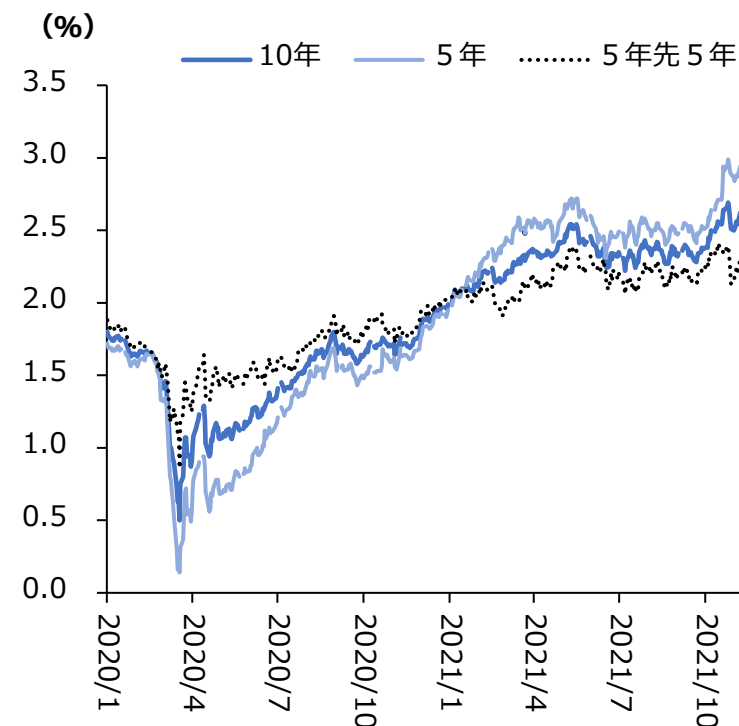
(出所) 米労働省

▽金利の推移



(出所) FRED

▽期待インフレ率



(出所) FRED

2-3. 米国：財政政策

インフラ投資など財政による一定の景気下支えが続く

ハードインフラに総額1兆ドルを投資するインフラ投資法案は11月に成立。気候変動や子育て支援などの社会インフラ分野への投資拡充を目指すビルド・バック・ベター法案は規模が1.75兆ドルに縮小されたものの、議会での交渉が続いている。こうした大型の政府支出が2022年以降の経済成長の一定の下支え要因に。

▽ 議会で審議中のインフラ関連法案の概要

インフラ投資法案

<内容>

- 道路や橋、鉄道、電力、電気自動車など**ハードインフラに総額約1兆ドル、新規支出は5年間で約5,500億ドルを投資**
- 主な内訳：
公益インフラ 2,400億ドル（クリーンエネルギー転換730億、ブロードバンド650億、上水550、インフラ強靱化500億など）
交通インフラ 2,800億ドル（道路・橋1,100億、鉄道660億、公共交通390億、空港250億、EV・充電設備150億、港湾・水路170億、交通安全110億など）
その他 210億ドル（汚染対策など）

<議会での進捗>

- 上院：8月10日に可決**（賛成69、反対30の超党派で可決。民主党議員50人全員、共和党議員19人が賛成。）
- 下院：11月5日に可決**（賛成228、反対206。民主党の大多数の賛成により可決。しかし、民主党の6人が反対する一方、共和党から13人が賛成にまわった。）
- バイデン大統領の署名により、**11月15日に成立**。来年から支出が本格的に始まる見通し。

社会インフラ投資（ビルド・バック・ベター法案）

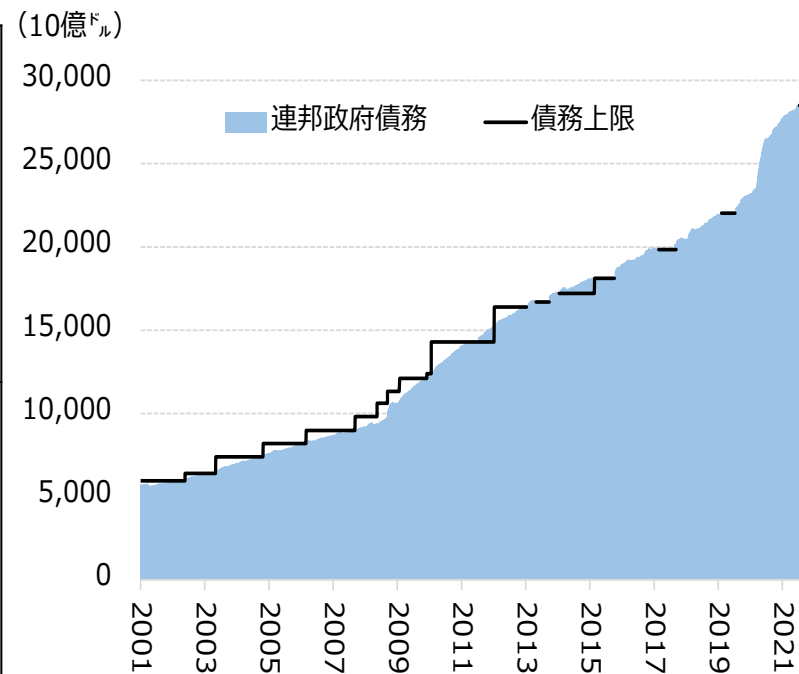
<内容>

- 当初は社会インフラ分野に10年間で3.5兆ドルの支出を計画していたが、バイデン大統領が10月25日提示した新たな枠組み（ビルド・バック・ベター法案）では、**10年間で約1.75兆ドルを投資**する計画に変更
- 主な内訳：
クリーンエネルギーなどに5,550億ドル
保育園の無償化などの子育て支援に4,000億ドル
子育て世帯の税控除に2,000億ドル
介護サービスの拡充、安価な住宅整備に各1,500億ドルなど

<議会での進捗>

- 下院：11月19日に可決**（賛成220、反対213。民主党はほぼ全員が賛成、共和党は全員が反対）。
- 上院では民主党の全議員の賛成がなければ可決できない状況。現状、規模縮小の方向で議論が続いているが、年内の議会日程は限られるため、採決は1月中旬にずれ込む見通し。
- 議会予算局によるコスト推計では、年度毎の財政赤字が増える見通し：1,550億ドル（22年）、1,610億ドル（23年）、1,940億ドル（24年）、2,530億ドル（25年）。

▽ 米国の連邦政府債務の推移



（出所）米議会予算局を元に丸紅経済研究所作成

（出所）丸紅経済研究所

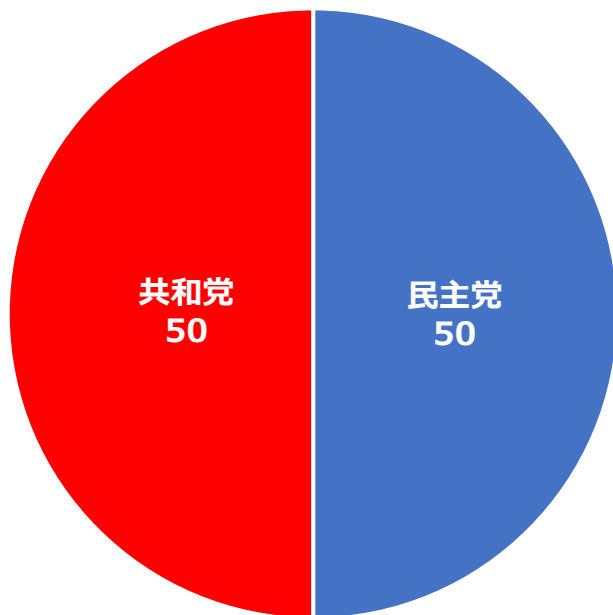
2-4. 米国：注目点

秋の中間選挙までに景気回復とインフレ抑制の両立が可能か

2022年は中間選挙の年であり、民主党が上下院で過半数を維持できるかが焦点。上院では共和党の現有議席での改選が多く、接戦とみられる選挙も共和党が有する選挙区が中心。全議席改選の下院は勢力が拮抗。バイデン大統領の支持率は夏頃から50%割れとなり、足もとでは不支持が支持を8ポイント上回る。中間選挙で敗北すれば、求心力の低下は避けられない。

▽上院の勢力図

定員100、副大統領（民主党）が決裁票

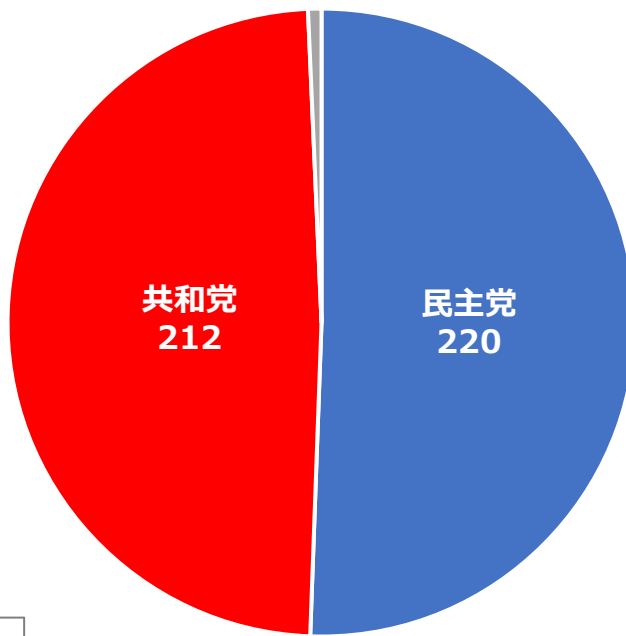


2022年の改選は民主党14議席、共和党20議席。接戦州はNC、PA、WIなど共和党現有議席中心。

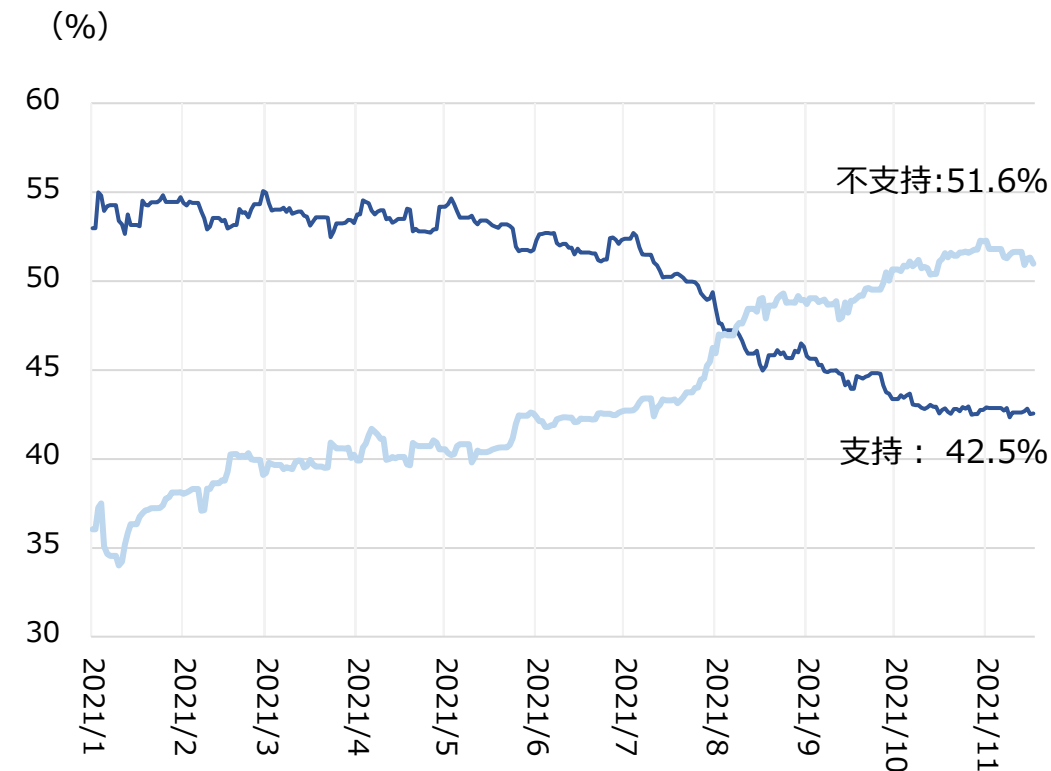
（出所）米連邦議会

▽下院の勢力図

定員435（欠員3名）



▽バイデン大統領の支持率



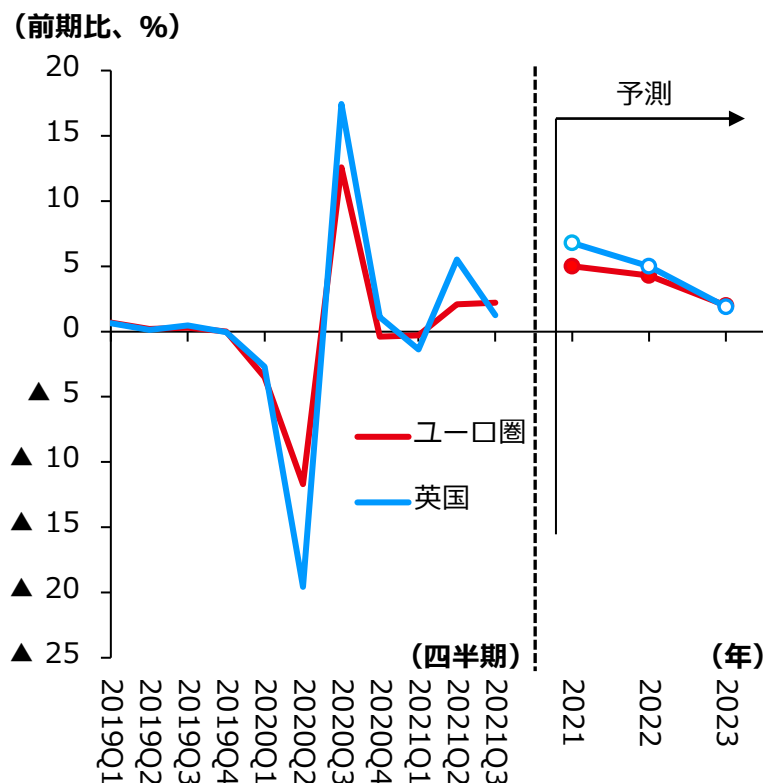
（出所）Five Thirty Eight（12月第2週時点）

3-1. 欧州：主要経済指標

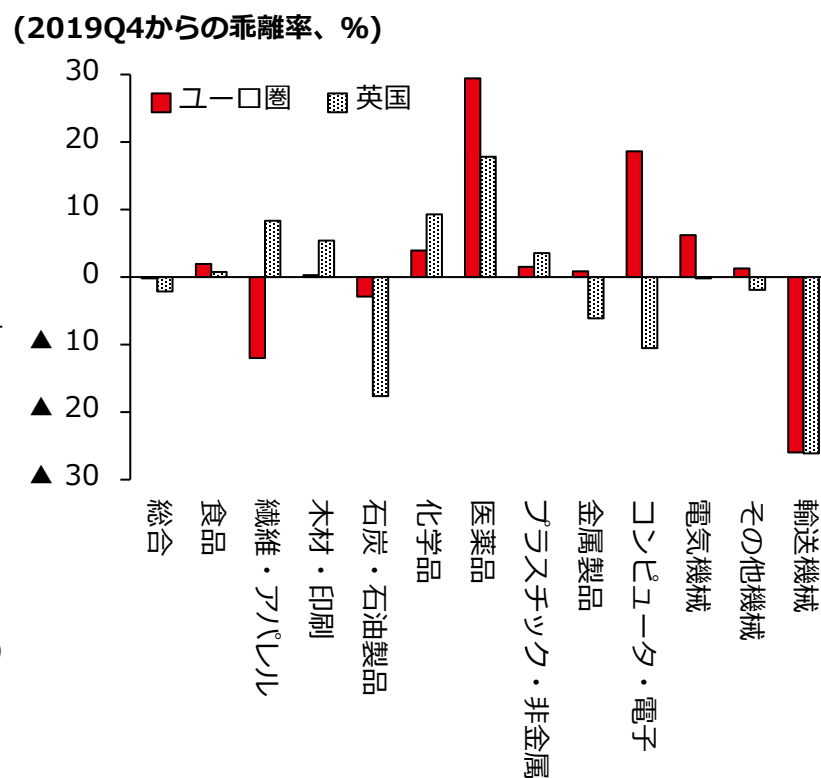
GDPがコロナ前の水準に回復するも、供給制約の長期化が重しに

- ユーロ圏と英国の実質GDPは2021年末までにコロナ前の2019年平均を上回る水準にほぼ回復する見込み。
- 製造業の生産活動はコロナ前の水準に概ね回復したものの、自動車生産は世界的な半導体不足の影響で大幅減がなお継続。
- 供給制約の長期化や経済活動再開後の需要回復の一服で、企業景況感の改善モメンタムは減速。感染者の再増も重しに。

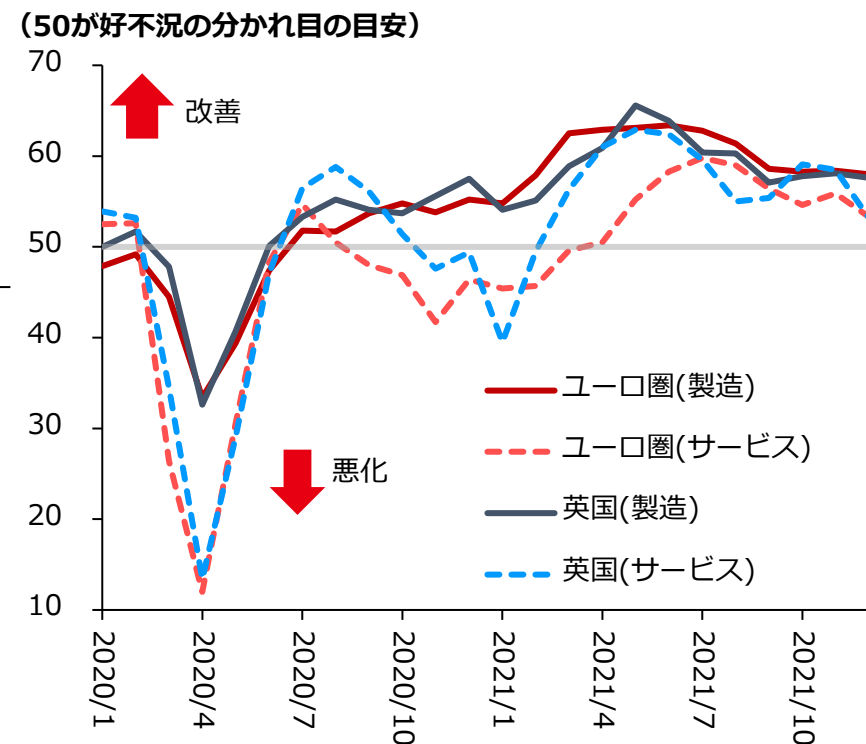
▽実質GDP



▽生産活動の回復度合い (2021Q3)



▽企業景況感 (PMI)



(注) 予測は丸紅経済研究所。

(出所) Eurostat, ONS

(注) 2021年第3四半期時点。鉱工業生産ベース。

(出所) Eurostat, ONSより丸紅経済研究所作成

(注) 企業の購買担当者に当該月の業況を前月と比較して改善・横ばい・悪化の三択で回答してもらい、回答結果を指数化したもの。

(出所) IHS Markit, Refinitiv

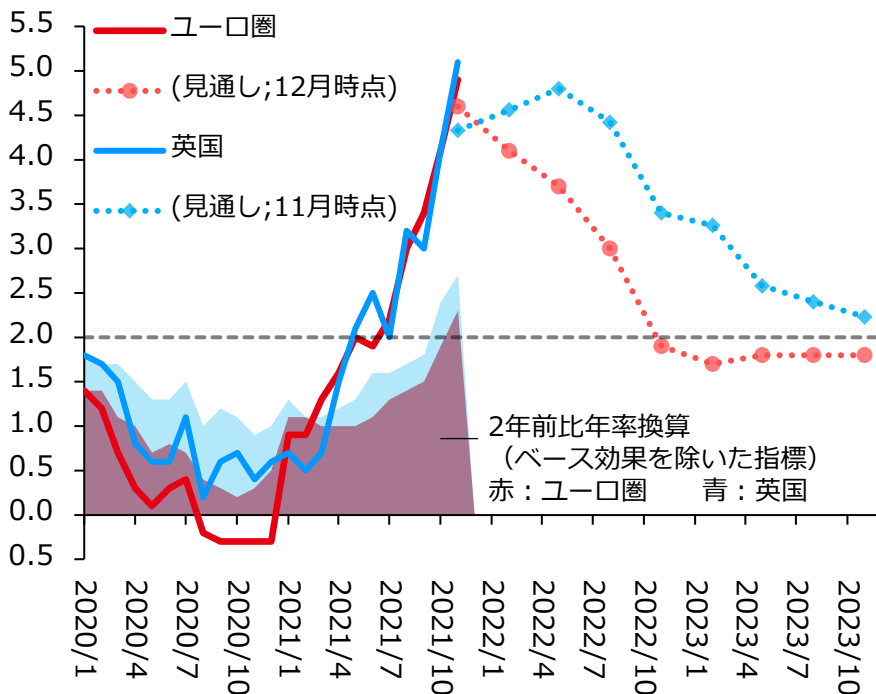
3-2. 欧州：インフレ動向

供給制約とエネルギー価格急騰でインフレが想定以上に長期化

- 供給制約の長期化やエネルギー価格の急騰により、インフレ率が中央銀行の夏前の物価見通しから大きく上振れ。
- 英国では中古車やサービス関連の上昇が顕著。10月以降は英国、ユーロ圏ともに光熱費が急騰し、物価全体を一段と押し上げ。エネルギーの市場価格の急騰は冬場にかけてピークを迎えるとみられ、2022年後半には影響が徐々に剥落か。

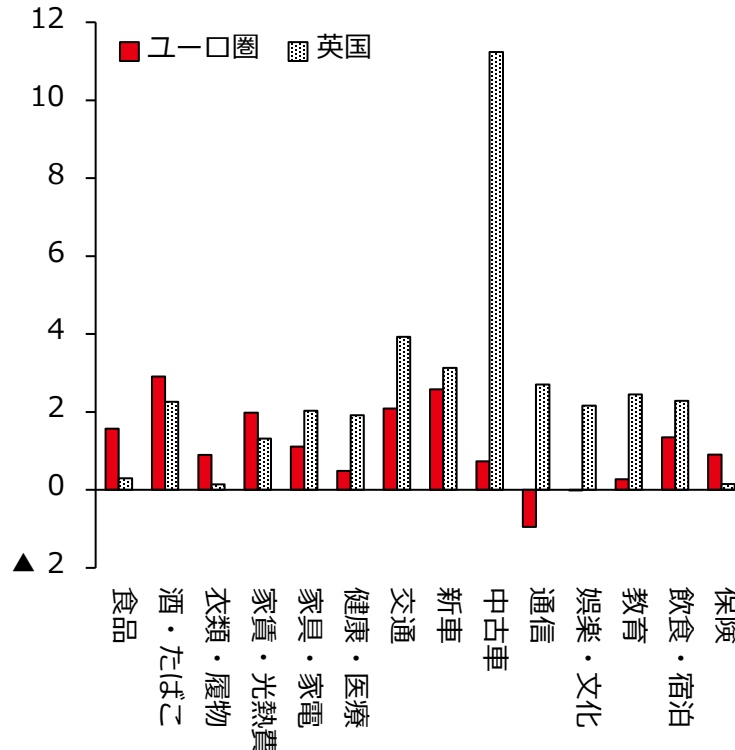
▽消費者物価指数（総合CPI）

（前年比、%）



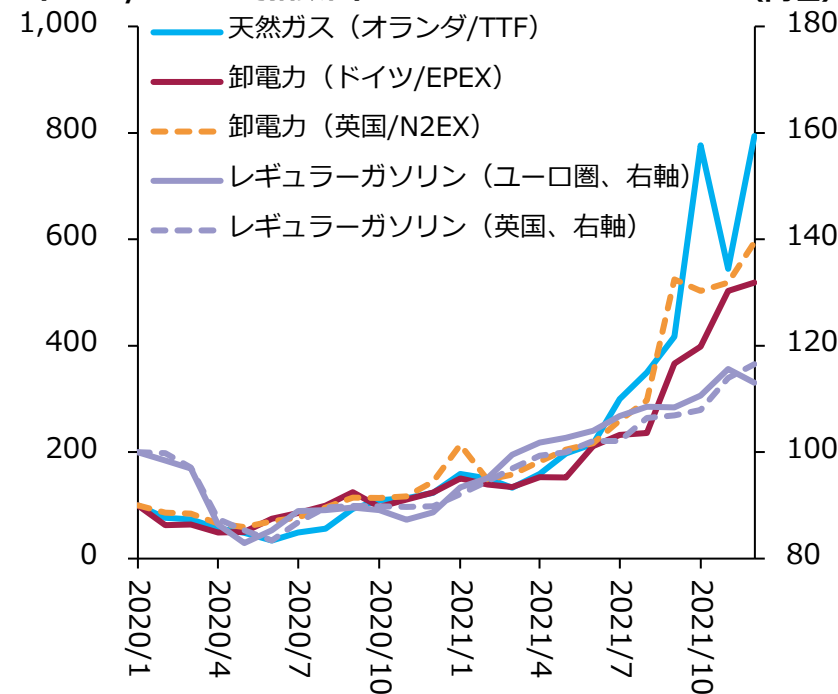
▽CPIの品目ごとの価格上昇率（2021Q3）

（2年前比年率換算、%）



▽エネルギー価格

（2020/1=100で指数化）



（注）2021年第4四半期以降の四半期ごとの物価上昇率の見通しは、各中銀（欧州中銀:ECB、英中銀:BOE）の予測に基づく。

BOEの予測は市場予想の政策金利を前提にしたものを採用。

（出所）Eurostat, ECB, ONS, BOE

（注）2021年第3四半期時点。新車、中古車は交通の内数。

（出所）Eurostat, ONSより丸紅経済研究所作成

（注）卸電力は月初のスポット価格（ベースロード）。ガソリンは各月第1週目の税込価格。元の単位は卸電力と天然ガスがユーロ/MWh、ガソリンは現地通貨建て。

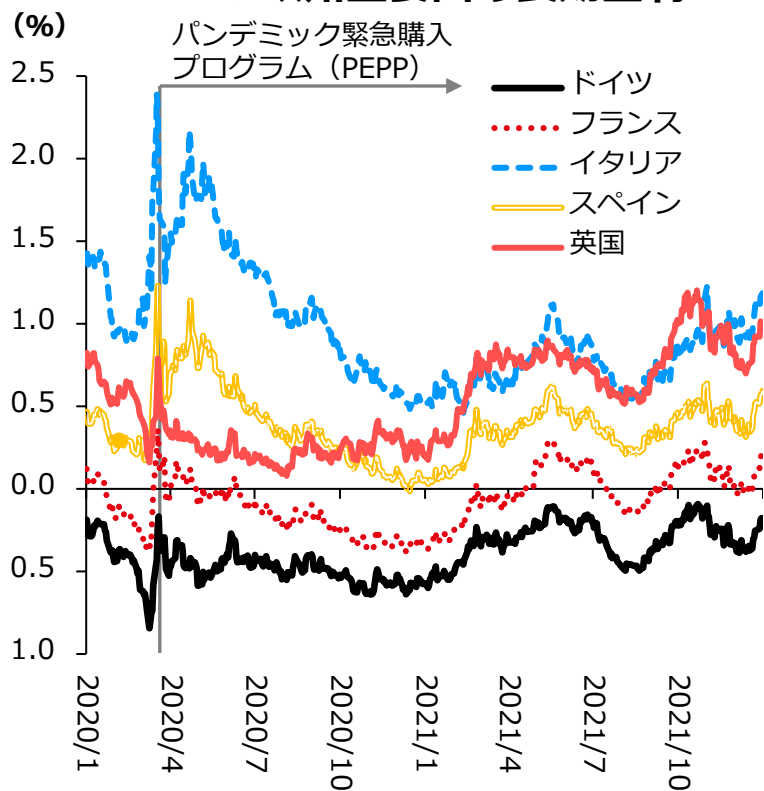
（出所）Refinitiv, CEIC

3-3. 欧州：財政・金融政策

米英に遅れる形でユーロ圏も金融政策正常化へ。復興基金に紐づく投資の本格化も

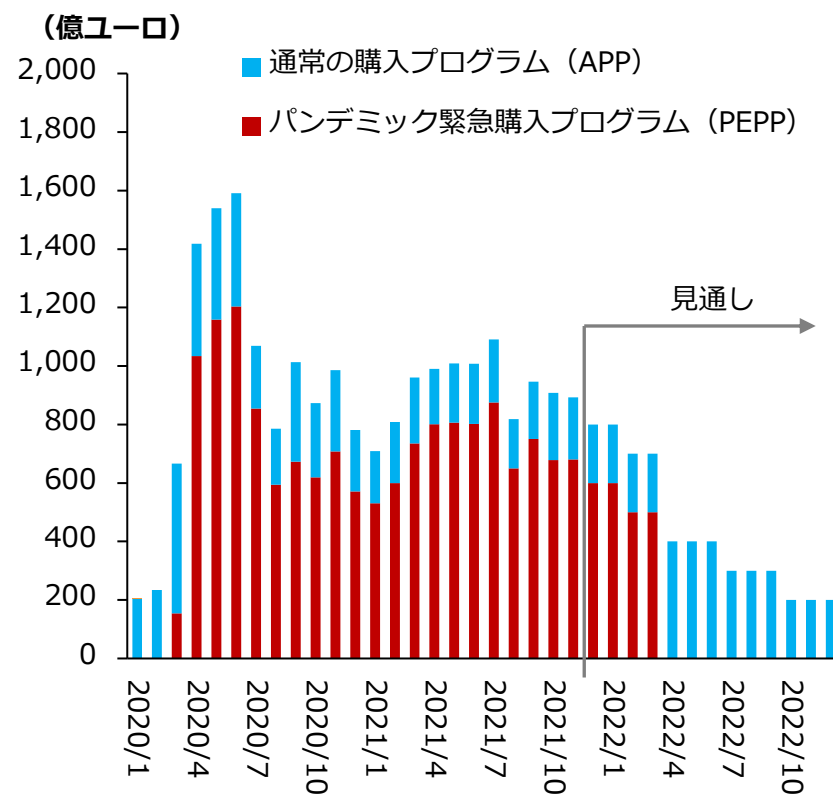
- ユーロ圏の重債務国のソブリンリスク抑制に寄与してきたECBの緊急購入プログラム（PEPP）が2022年3月で終了予定。4月以降は激変緩和措置として通常の購入プログラム（APP）の購入を一時的に拡大するが、3カ月ごとに減額する方針。
- EUの復興基金は予算計画が承認された国から順次資金提供が開始済み。2022年にかけて同基金に紐づく投資が本格化へ。

▽欧州主要国の長期金利



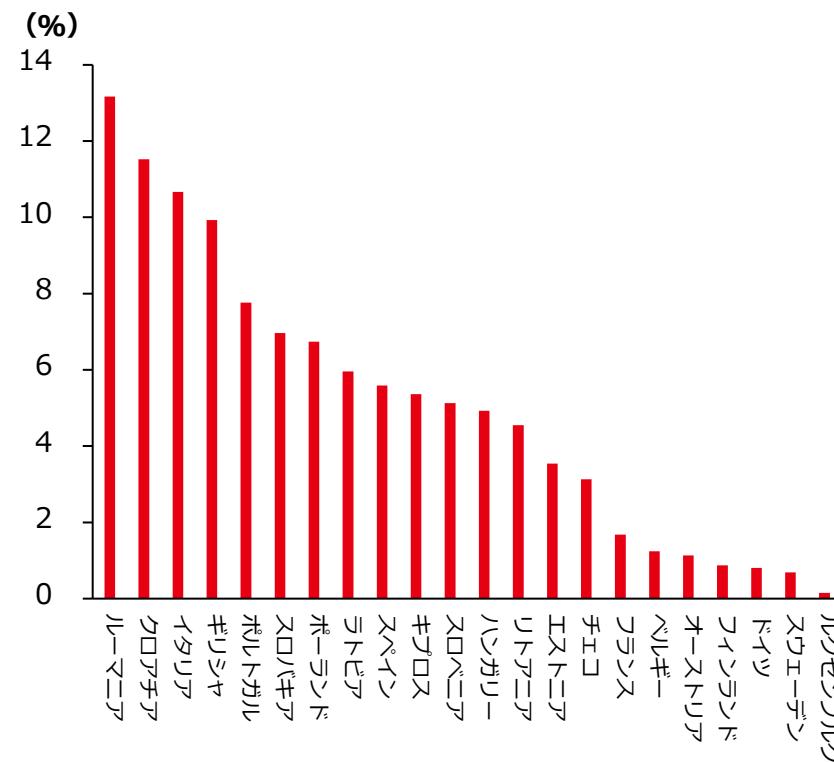
(注) 各国の10年債利回り。データは2021年12月31日時点。
(出所) Refinitiv

▽ECBによるネットの資産購入額



(出所) ECB、各種報道等より丸紅経済研究所作成

▽EUの復興基金の利用申請額のGDP比



(注) 2021年7月時点で復興計画提出済みのEU加盟国の利用申請額の名目GDP（2019年）に対する比率。

(出所) Bruegel, Eurostatより丸紅経済研究所作成

3-4. 欧州：注目点

ドイツ新政権が発足。次の注目点は2022年4月のフランス大統領選

- ドイツでは中道左派の社会民主党（SPD）主導の新政権が12月8日に発足。対中国など外交政策の修正有無に要注目。
- 4月のフランス大統領選が次の注目点。他の欧州諸国でも重要選挙が相次ぎ、安定政権の樹立に苦慮する状態が続くそう。

▽ドイツの新政権の展望

項目	新政権の連立合意文書のポイント
気候変動対策	- 石炭火力廃止は2030年が理想（従来は2038年） 2030年までに電力供給の再エネ比率を80%に - 国土の2%を陸上風力の設置のために利用可に 2030年までにドイツの道路を走るBEVを最低1,500万台に - 炭素価格（EU-ETSの排出枠価格）に60ユーロ/トンの下限価格を設定
労働環境・社会福祉など	- 最低賃金を時給9.6→12ユーロに引き上げ - 家計への再エネ賦課金の負担を廃止 - 年間40万戸の住宅建設（うち10万戸に補助金）
外交・安全保障	- 防衛費などにGDP比2%（NATO目標と一致） - NATOなどと外交・安全保障上の連携強化 - 人権侵害に明確に対処 - EU・中国包括的投資協定の批准は現状不可能 - ロシアとのガスパイプライン計画「ノルドストリーム2」については言及なし
財政運営	- 国内の憲法規定「債務ブレーキ」（財政赤字GDP比0.35%以内）を2023年に再適用。 - EUの財政規律「安定・成長協定」（SGP）の運用柔軟化を支持 - 新型コロナ危機対策の債務返済計画を後ろ倒しに - 気候関連投資基金に2021年補正予算から拠出

（出所）連立合意文書より丸紅経済研究所作成

▽2022年の政治イベント

注目点		注目点	
ポルトガル 総選挙 (1/30)	10月、コスタ首相率いる中道左派の社会党の2022年予算案が、これまで閣外協力してきた左派ブロック、共産党が財政拡張を求めて反対したため否決。1月に総選挙実施へ。 - 世論調査によると社会党が優勢だが、議会で単独過半数を獲得する可能性は低い。政権樹立が難航する懸念も。	ハンガリー 総選挙 (4月中)	10月、野党連合の統一首相候補として親EU・親米路線への転換を主張するマルキザイ氏に決定。 - 同氏は独裁的なオルバン首相への権力集中を是正すべく憲法改正を主張。政権交代が実現すれば親EUへの転換、EUの基本的価値観の「法の支配」に反する動きが解消に向かう可能性も。
イタリア 大統領選 (1月中)	- マッタレッラ大統領の任期（7年）が2月に満了。次期大統領の候補にドラギ首相の名前が挙がっており、同氏が23年6月の任期満了まで首相を続けるか否かに注目が集まる。 高い信認を得てきた同首相が退任すれば議会在再び不安定化する懸念も。	英領・北アイ ルランド 議会選挙 (5/5)	- 英国のEU離脱後の混乱を受けフォスター首相が6月に辞任。同氏所属の、英国との一体性を重視する民主統一党（DUP）の党首が4,5月に立て続けに退任するなど政局が混乱。 - 世論調査では、アイルランドのナショナリズム政党のシン・フェイン党が逆転。同党が第一党となれば、アイルランド再統一（英国からの独立）への警戒が強まる可能性も。
フランス 大統領選 (4/10-24)	- 当初は現職・マクロン大統領と極右・ルペン氏の一騎打ちが予想されたが、最近の世論調査では極右・新党のゼムール氏と共和党のペクレス氏を加えた混戦模様の可能性を示唆。 - これまでEUを実質的に牽引してきたメルケル独首相の引退により、フランスの次期リーダーの指導力発揮が注目される。	スウェーデン 総選挙 (9月)	6月、ロベーン首相（社民党）が不信任案の可決を受けて辞意を表明。11月からアンデション財務相が同党の新党首として政権を率いることに。ただし、議会で過半数の議席を確保しておらず、政局は依然不透明。

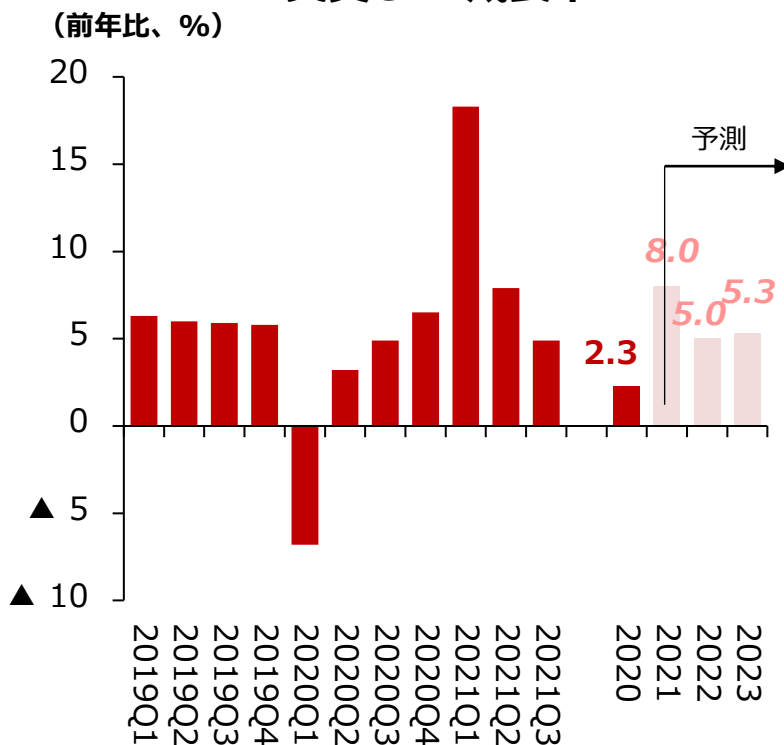
（出所）各種報道等より丸紅経済研究所作成

4-1. 中国：主要経済指標

2022年以降5%程度へと成長鈍化

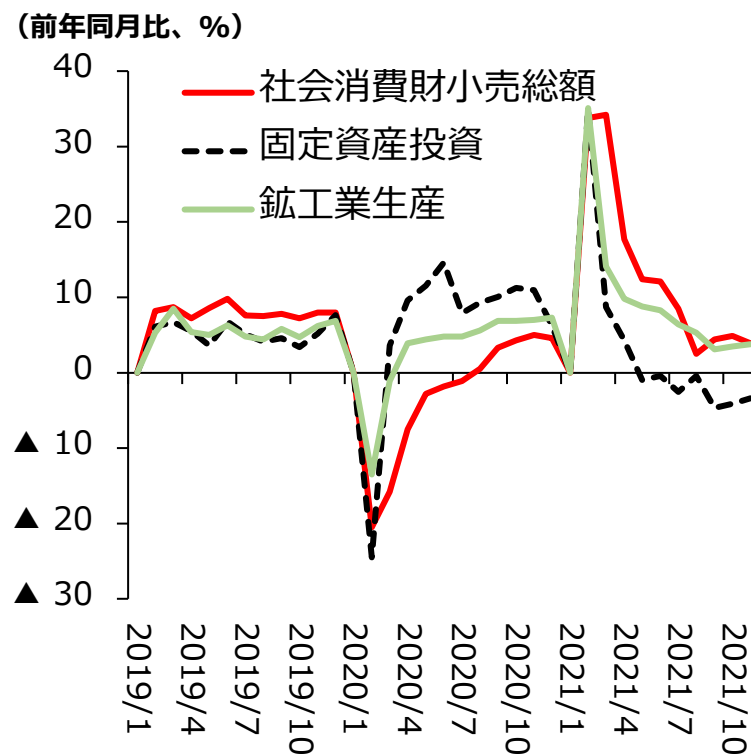
- 電力不足の長期化や、ゼロ・コロナを目指す厳格な新型コロナ対策、不動産市場の低迷などを受け、景気が減速の傾向。足元製造業の景況感は改善したが、来春にかけ環境規制や電力需給の動向に引き続き留意が必要。
- 政府は大規模な財政・金融措置を取る構えがなく、2022年は+5%に減速、2023年は+5.3%へと若干持ち直す予想。

▽実質GDP成長率



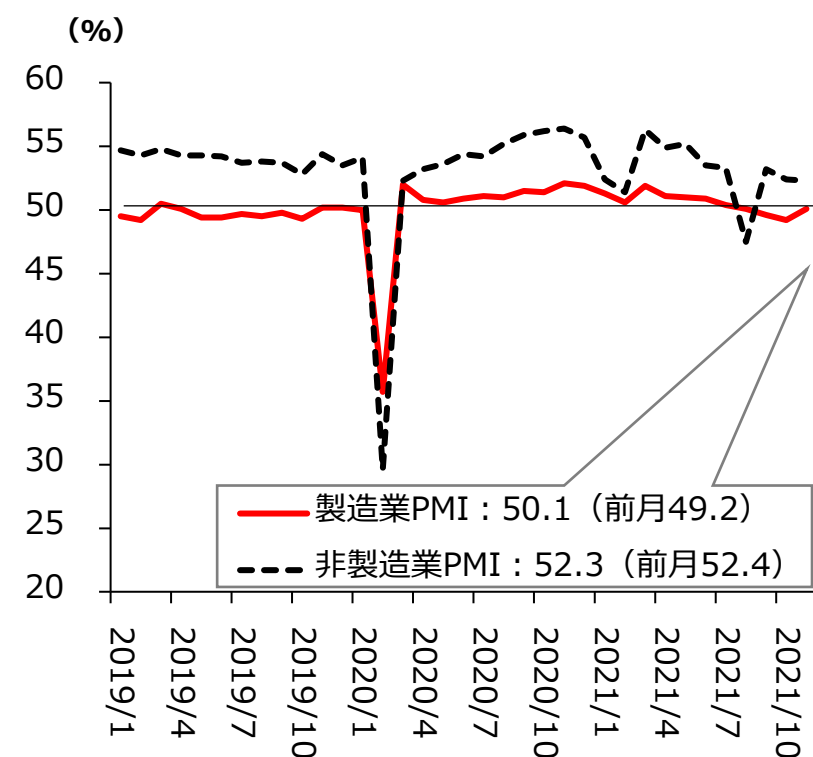
(出所) 中国国家统计局。予測：丸紅経済研究所

▽主要経済指標



(出所) 中国国家统计局。直近：11月

▽購買担当者景気指数 (PMI)



(出所) 中国国家统计局。直近：11月

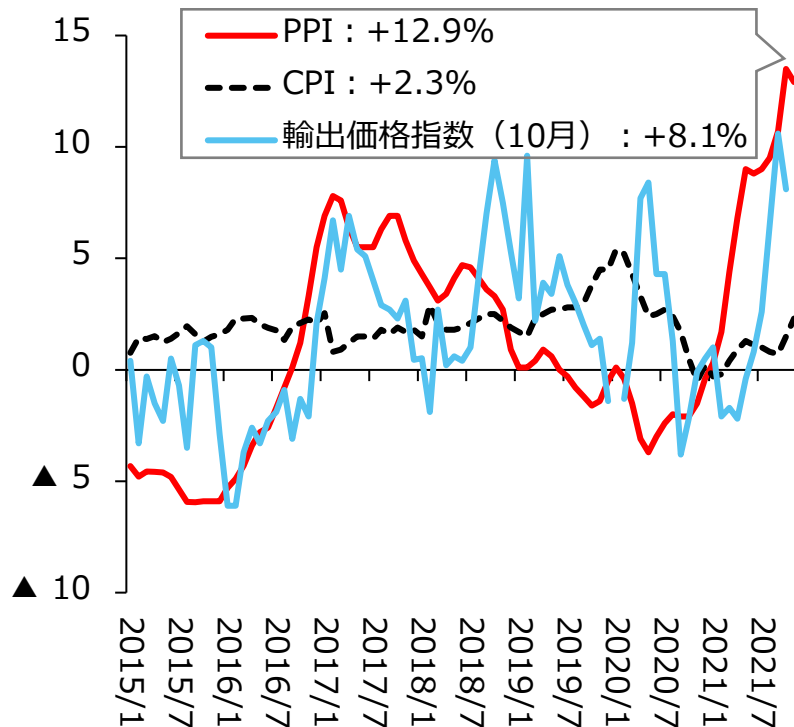
4-2. 中国：インフレ動向

製造コスト高、輸出価格転嫁進む

- PPI：9月以降記録的に上昇。石炭などの資源や素材価格の高騰が主因。電力不足や環境規制による供給減も寄与。
- CPI：上昇が若干加速するも、PPI上昇率との乖離は依然大きい。抑制的なコスト転嫁が最終財企業の収益を圧迫。
- 輸出価格指数：製造コスト高の転嫁が進行。電力不足などの供給制約が、世界輸入価格指数を一段押し上げる可能性も。

▽物価指数

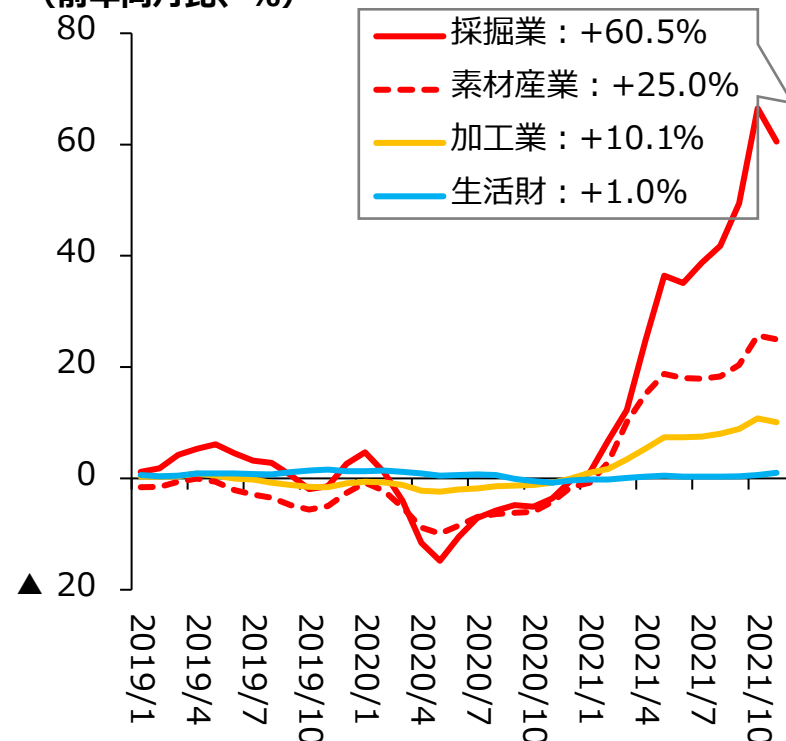
(前年同月比、%)



(出所) 中国国家統計局。直近：11月。輸出価格指数：10月

▽PPI：内訳

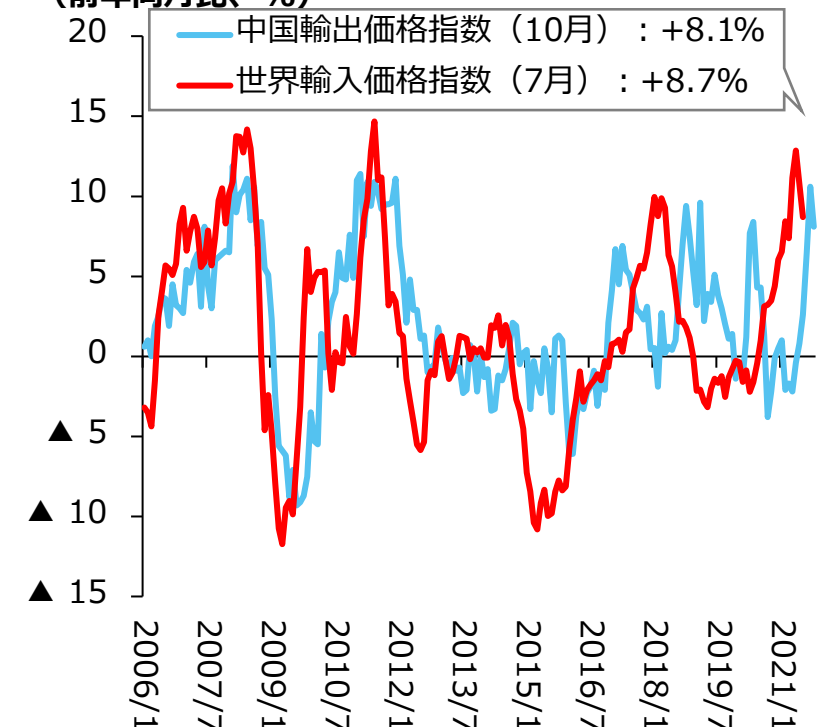
(前年同月比、%)



(出所) 中国国家統計局。直近：11月

▽輸出入価格指数

(前年同月比、%)



(出所) 世界：WTO、中国：中国海関総署

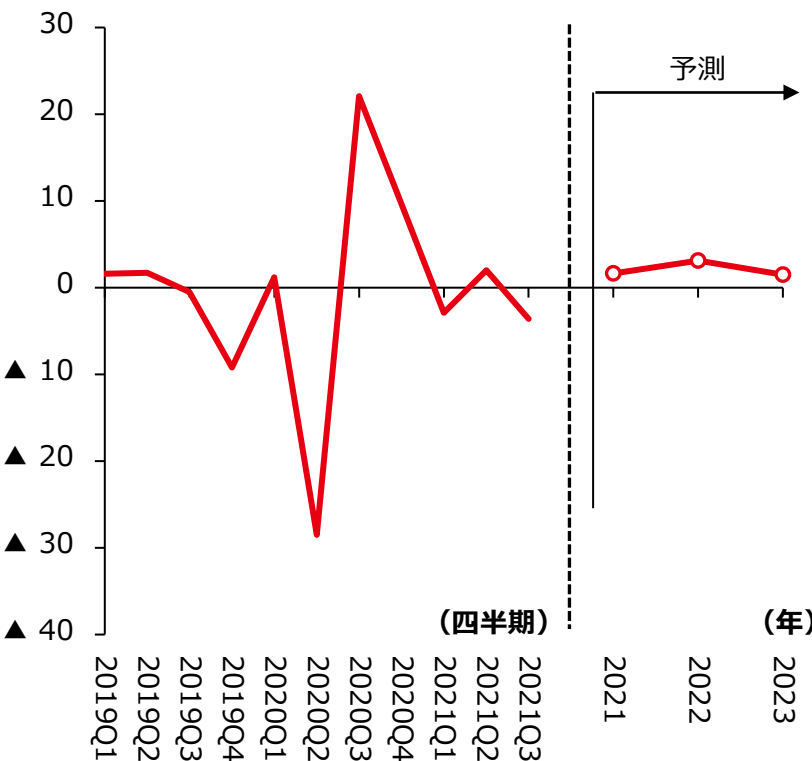
5-1. 日本：主要経済指標

GDP水準がコロナ禍前に戻るのは22年以降

- 実質GDPはコロナ感染再拡大を主因に21年中は足踏みが続き、コロナ禍前の水準に戻るのには22年以降の見通し。
- (製造業) 半導体不足等の供給制約により自動車が減速。22年以降もダウンサイドリスクとして継続する可能性が高い。
- (サービス業) 活動制限緩和を受けて飲食・宿泊業を中心に持ち直しが見込まれるも、企業・消費者共に慎重姿勢が根強い。

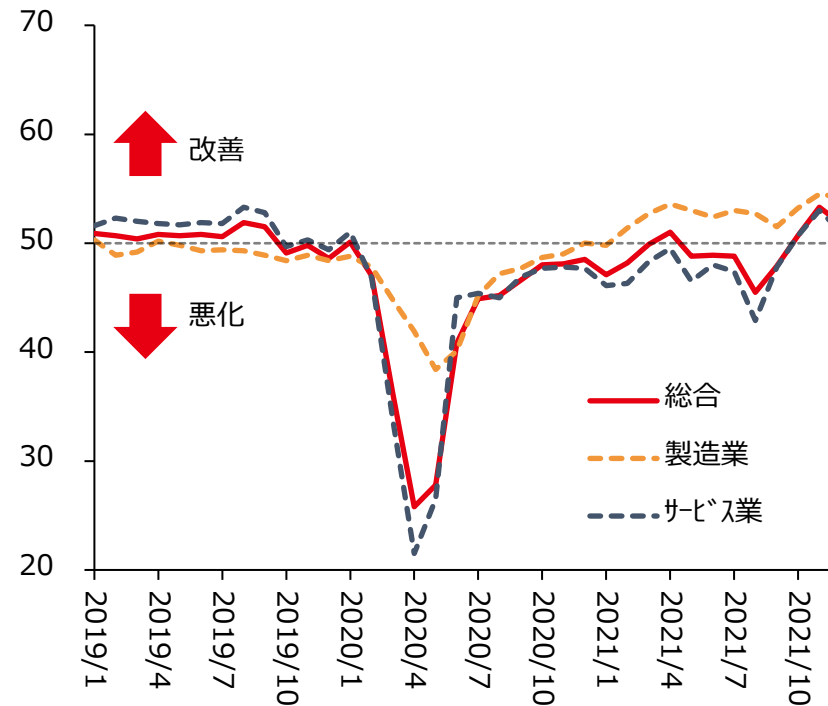
▽実質GDP

(季節調整済、前期比年率%)



▽企業景況感 (PMI)

(50が好不況の分かれ目の目安)

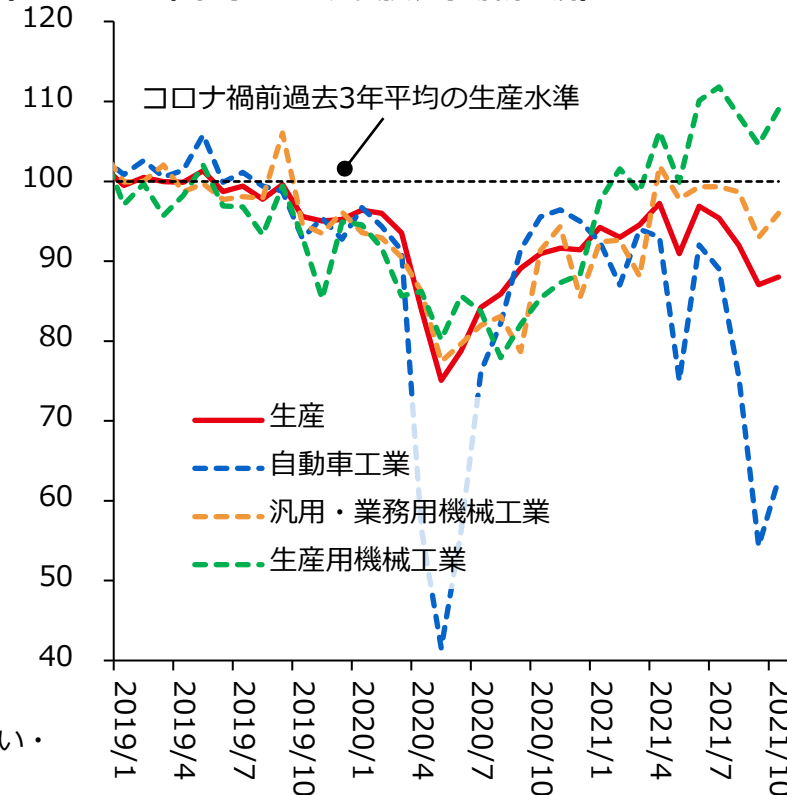


(注) 企業の購買担当者に当該月の業況を前月と比較して改善・横ばい・悪化の三択で回答してもらい、回答結果を指数化したもの。

(出所) IHS Markit、Refinitiv

▽鉱工業生産

(2017~19年平均 = 100に変換、季節調整済)



(出所) 経済産業省

(出所) 内閣府

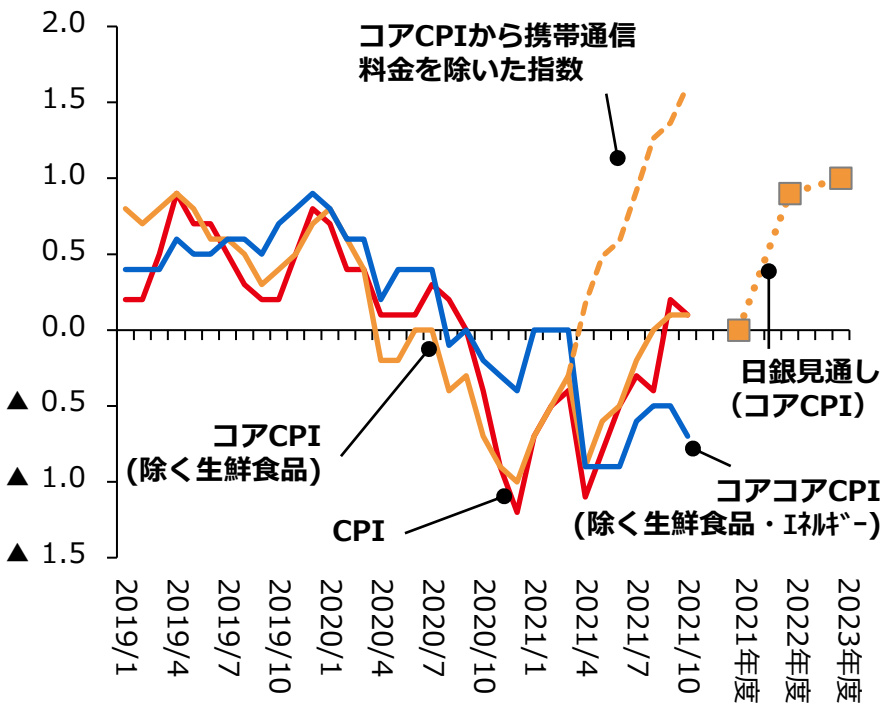
5-2. 日本：インフレ動向

抑制的な消費者物価の背後で上昇する輸入コストが企業の重しに

- 消費者物価上昇率は、欧米等と比べ低率。ただし、特殊要因（携帯通信料金値下げ）を除けば基調は1%台後半まで加速。
- 一方で、コロナ禍による供給制約やエネルギー価格の高騰を背景に生産者物価は輸入関連を中心に急上昇が続く。企業は消費者物価への価格転嫁には抑制的であり、採算悪化が新規雇用の抑制等に波及する懸念もある。

▽消費者物価指数（CPI）

（前年比、%）

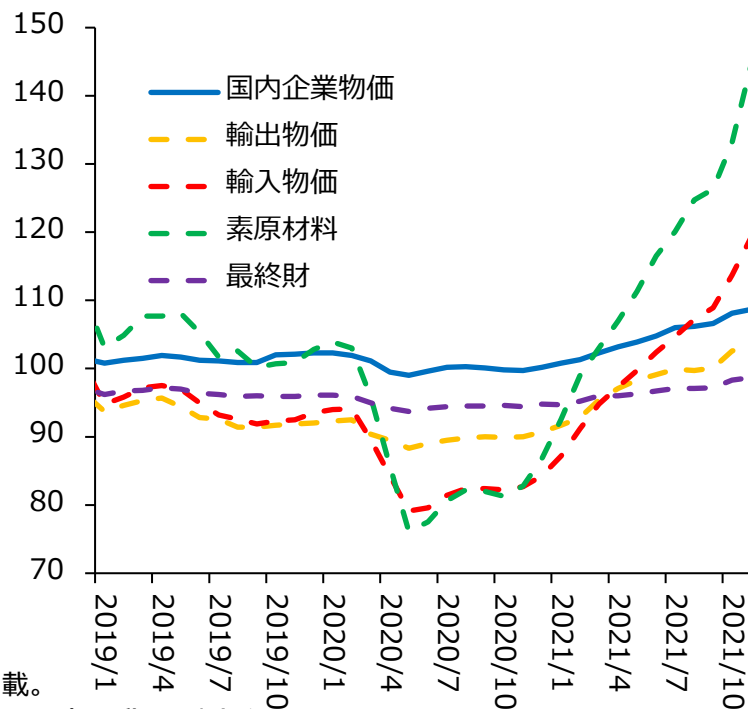


（注）年度見通しは日銀展望レポート（21年10月）のコアCPI予測を掲載。
（出所）総務省、日本銀行

▽生産者物価指数（PPI）

▽企業物価

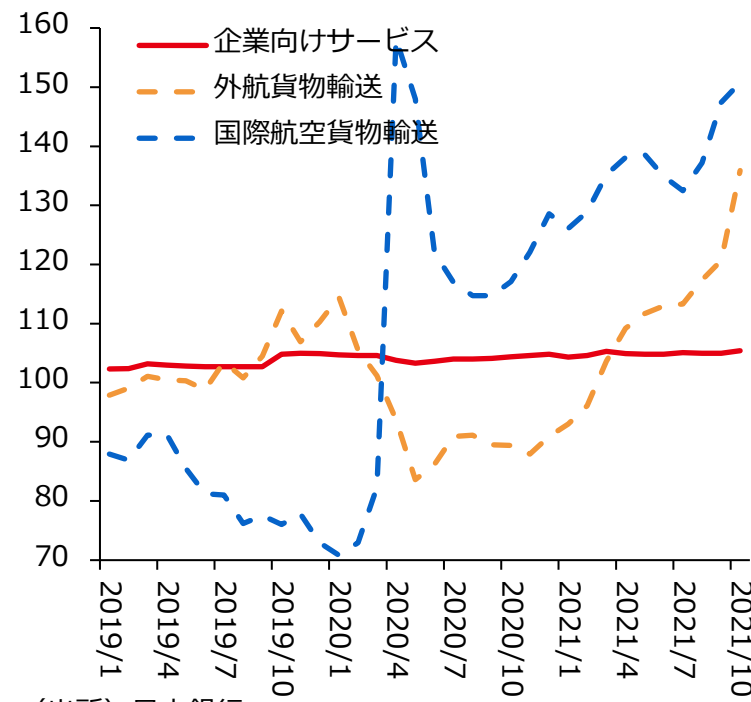
（2015年=100、季節調整済）



（出所）日本銀行

▽企業向けサービス価格

（2015年=100、季節調整済）



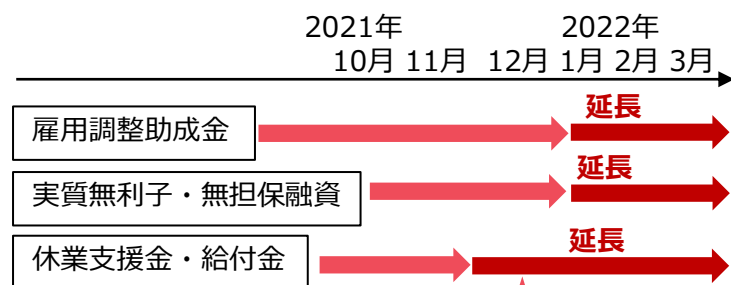
（出所）日本銀行

5-3. 日本：金融・財政政策

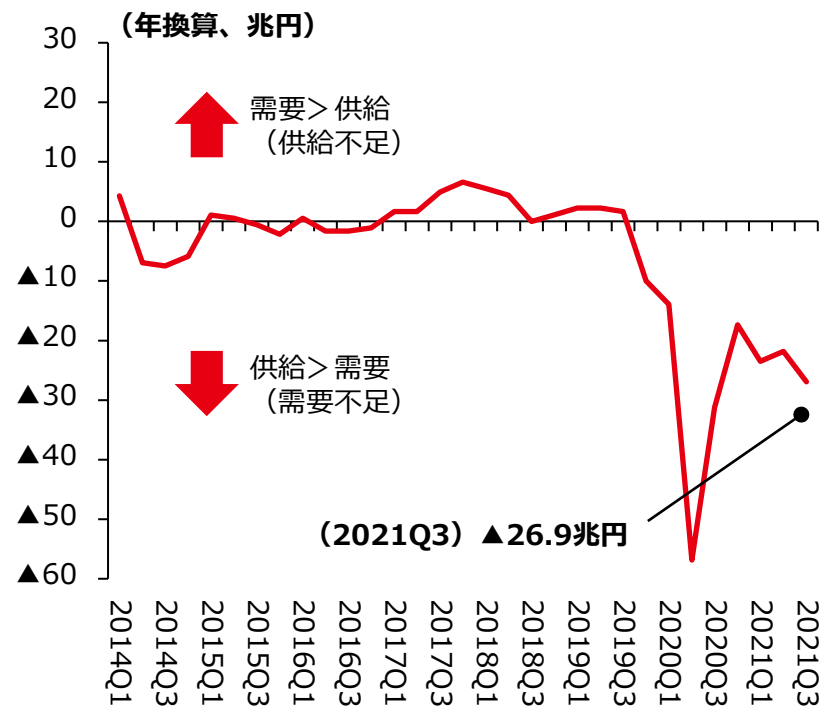
景気回復の遅れにより下支え策から成長支援への転換が足踏み

- 約27兆円の需要不足（内閣府試算）などを背景に、新たな経済対策は21年度補正予算や22年度予算計上分を含めて55.7兆円の財政支出を予定。コロナ禍で実施された主要な資金繰り支援策は景気回復の停滞により21年度末まで概ね延長。
- 日銀はコロナ禍対応の金融緩和策・資金繰り支援を概ね継続。一方でETF、J-REITの実際の購入は21年3月以降に激減。

▽コロナ禍の政府財政政策

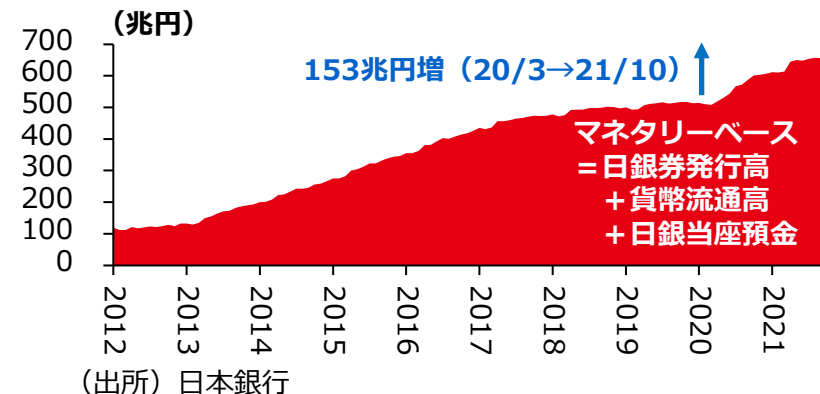


▽需給ギャップ（内閣府発表）



▽コロナ禍の日銀金融政策

	概要
短期金利操作	短期金利（日銀当座預金の政策金利残高▲0.1%のマイナス金利を適用）
量的緩和	①国債買入、米ドル資金供給オペ →20年夏以降、国債保有残高は横ばい ②ETF（約12兆円／年）、J-REIT（約1,800億円／年）買入→21/3～6兆円／年の購入枠を撤廃
資金繰り支援	①CP、社債等買入（合計残高上限約20兆円） →2022年3月末まで延長 ②新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラム →中小企業向けは2022年9月まで概ね延長。



(注) 需給ギャップ = (実際のGDP-潜在GDP) / 潜在GDP
(出所) 内閣府 (2021年12月)

(出所) 日本銀行

コロナ克服・新時代開拓のための経済対策 財政支出額：55.7兆円

新型コロナウイルス感染症の拡大防止 22.1兆円 (ワクチン接種促進、事業復活支援金、雇用調整助成金特例延長、等)	成長・分配戦略 19.8兆円 (18歳以下への10万円相当の給付、 グリーン成長投資、最大2万円マイナポイント、 半導体生産拠点強化、等)	社会経済活動再開と次の危機への備え 9.2兆円 防災・国土強靱化 4.6兆円
---	---	---

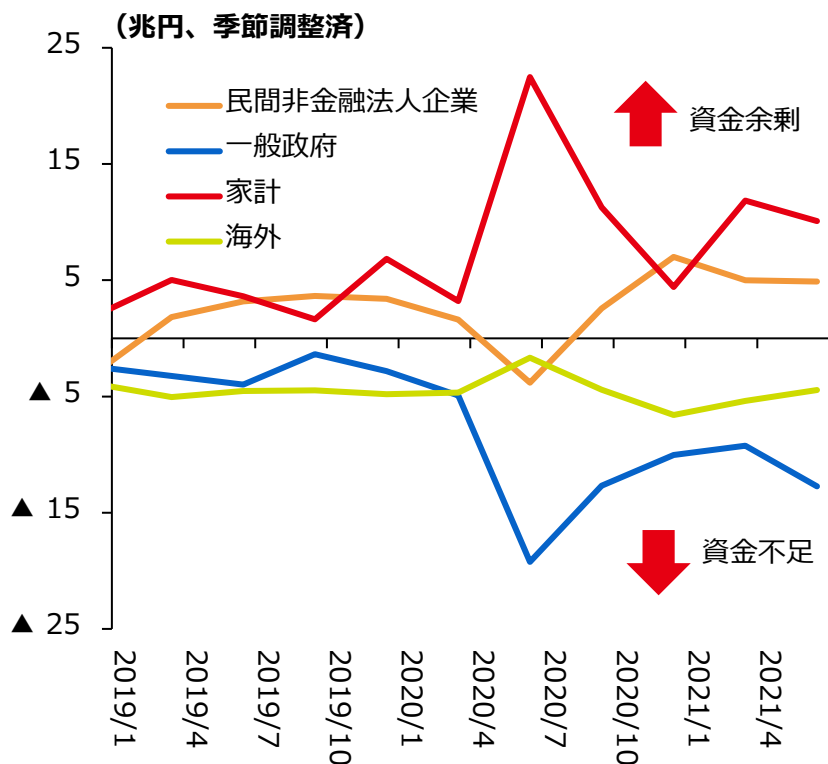
(出所) 各種HP、報道より丸紅経済研究所作成

5-4. 日本：注目点

先行き不透明化の解消に伴う消費・設備投資の持ち直しが景気回復の材料に

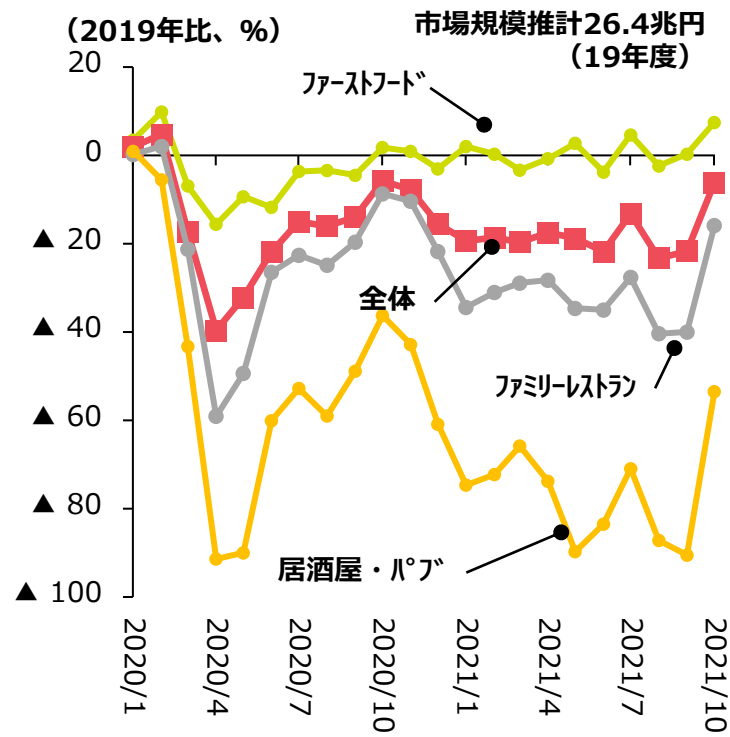
- (資金循環) 政府の資金繰り支援により家計・企業の資金余剰は高水準での推移が続く。
- (外食消費) 活動制限長期化で21年通して足踏み。22年初めにかけて回復が見込まれるも感染再拡大リスクは継続。
- (設備投資) コロナ禍で落ち込んだ経常利益回復が進む中、足元で拡大の兆しが出始めるも本格的な拡大は年明け以降か。

▽資金循環統計 (部門別)



(注) 資金過不足 = 資金調達 - 資金運用 (フロー)
(出所) 日本銀行

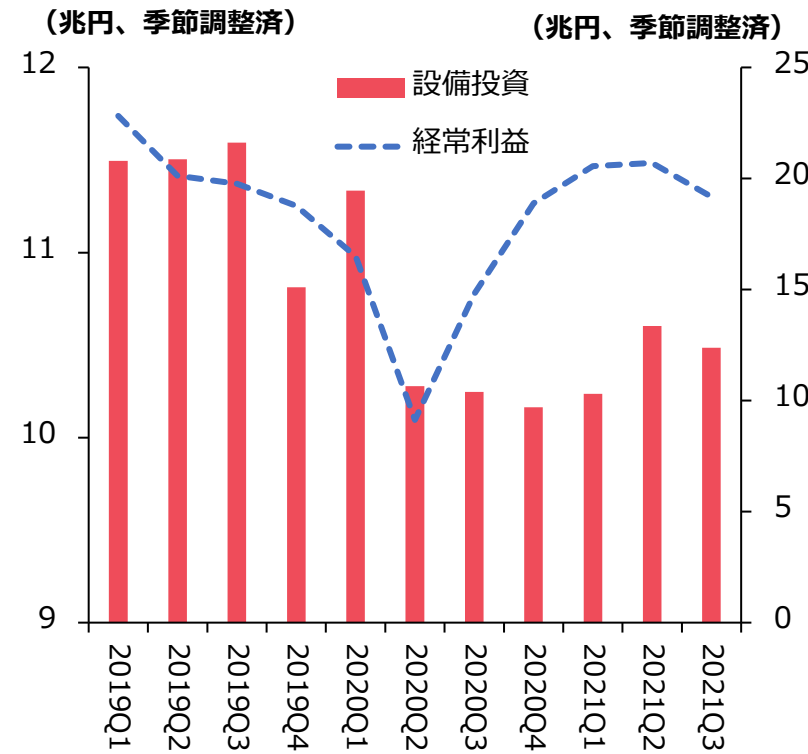
▽外食売上高



※外食売上高は出前、テイクアウト売上なども含む。

(出所) 日本フードサービス協会

▽設備投資



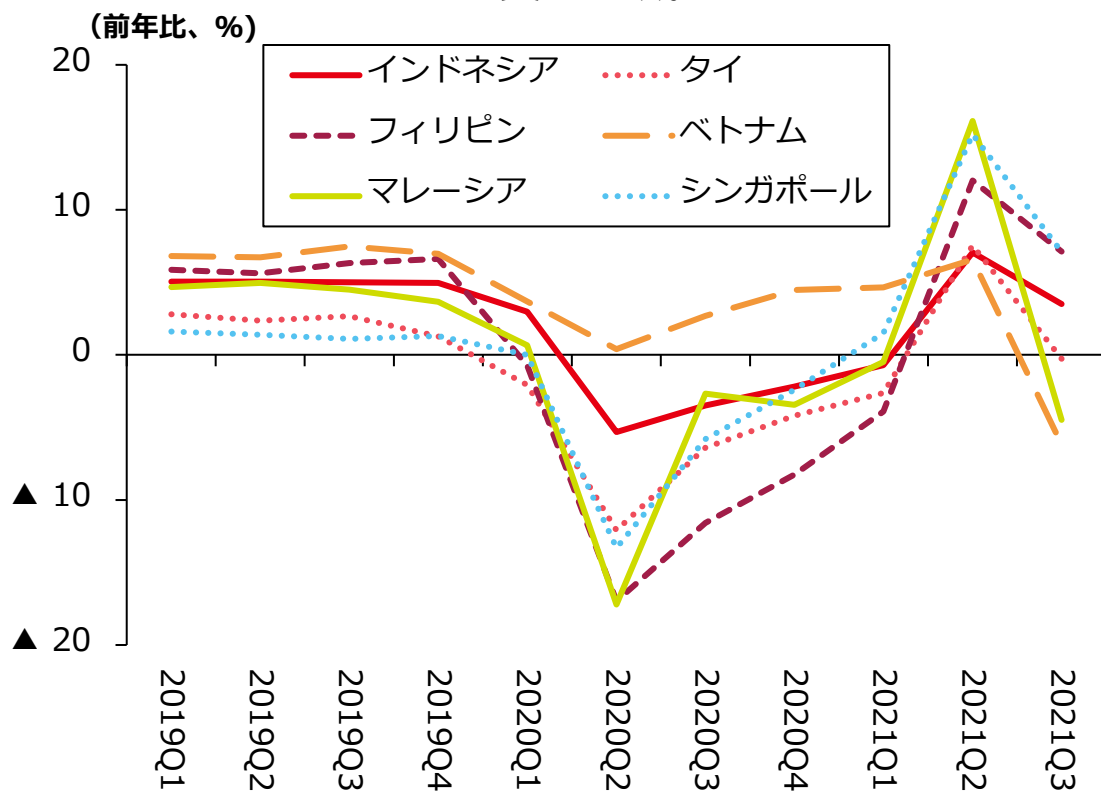
(注) 金融・保険業を除く全産業
(出所) 財務省「法人企業統計調査」

6-1. ASEAN : 主要経済指標

ワクチン普及を受けて、経済回復が続く見込み

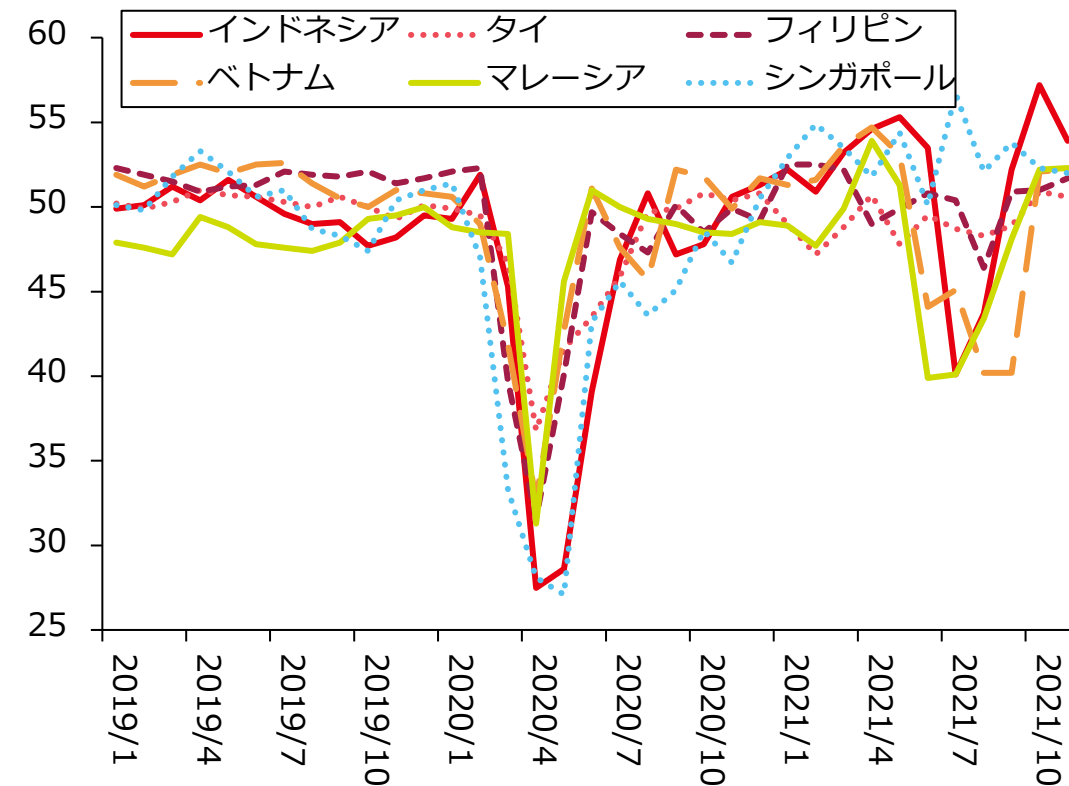
- 7-9月期のASEAN諸国の実質GDP成長率は、新型コロナの感染拡大深刻化を受けてタイ、ベトナム、マレーシアで前年割れ。製造業PMIも6-9月にかけて落ち込み。ただし、先行きはワクチン普及に伴って回復基調が続く見込み。
- リスクは①中国経済の減速、②米国の金融引き締めによる影響、③コロナの感染再拡大の懸念。

▽実質GDP成長率



(出所) CEIC

▽企業景況感（製造業PMI）



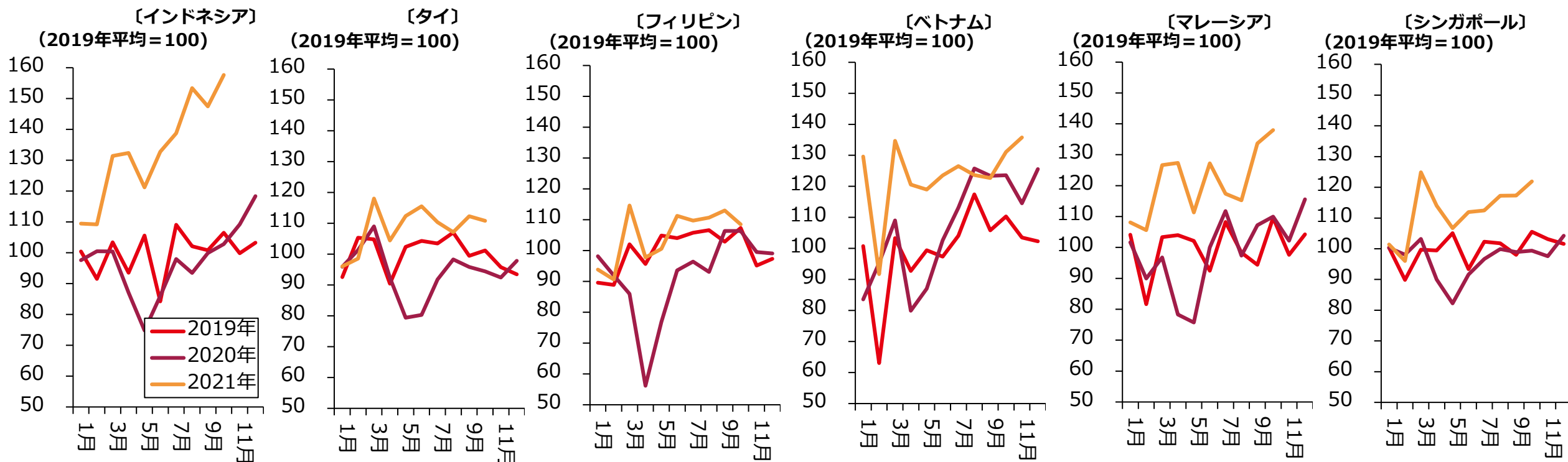
(出所) IHS Markit

6-2. ASEAN : 外需

世界経済の回復を背景に、外需は底堅く推移する見込み

- 足元の外需は、先進国を中心に世界経済の回復が続くなかで底堅く推移。インドネシアやマレーシアは資源高を受けた輸出金額の上振れも見られる。
- この先も世界経済の回復に合わせて外需は底堅く推移することが見込まれるが、中国経済の減速には要留意。

▽輸出



(注) マレーシア、ベトナムは現地通貨建ての輸出額から算出。それ以外はUSD建ての輸出額から算出。

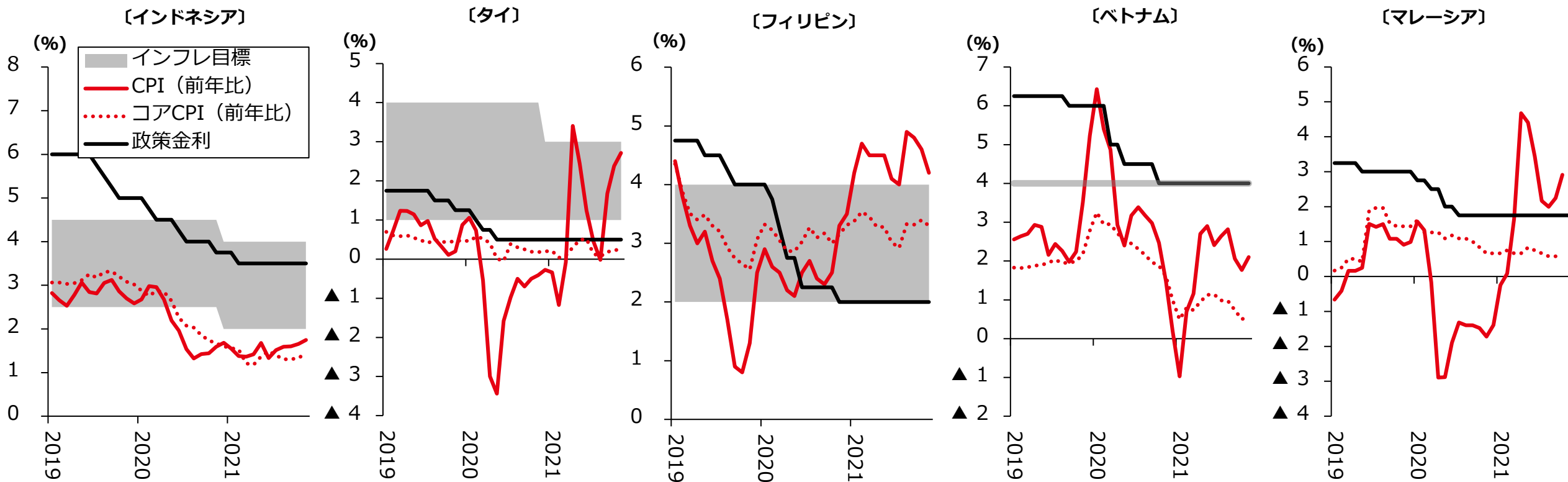
(出所) CEIC

6-3. ASEAN : インフレ動向

フィリピンでインフレが目標を超えて推移するも、コアインフレは総じて比較的安定的に推移

- ▶ フィリピンでは資源高や食料価格の上昇などを背景にインフレが目標を超えて推移しているが、各国ともコアインフレは比較的安定的に推移。インドネシアは2022年末以降の利上げを示唆するも、利上げ時期に言及している中央銀行は限定的。インフレ高進の可能性には注意すべきだが、現時点では早期の金融政策転換の必要性は乏しいとみられる。

▽インフレ率とインフレ目標、政策金利



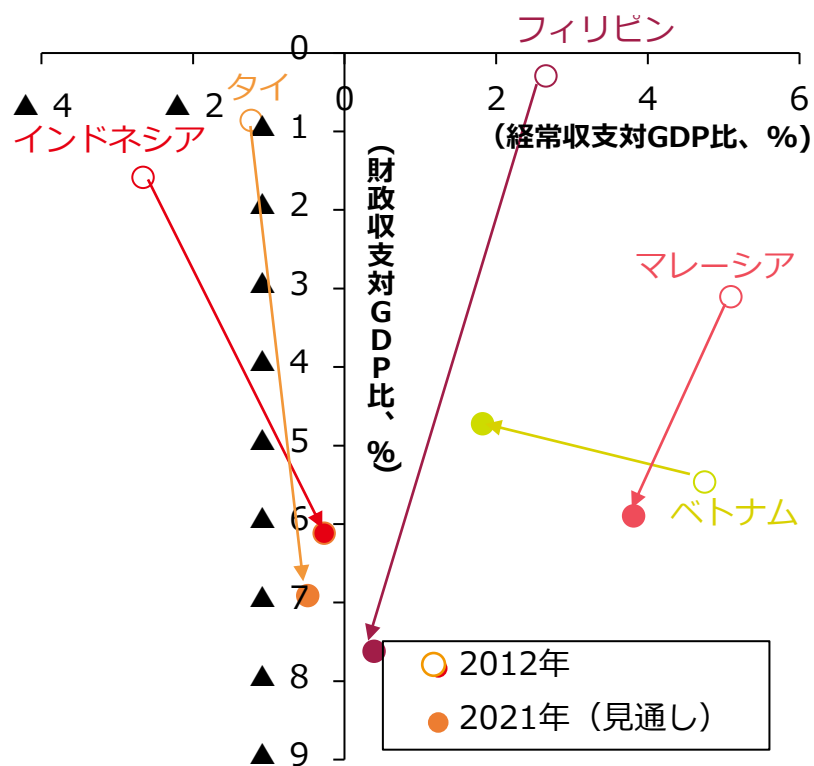
(出所) CEIC

6-4. ASEAN : 注目点

為替は安定推移を見込むも、非資源国の通貨安傾向に要留意

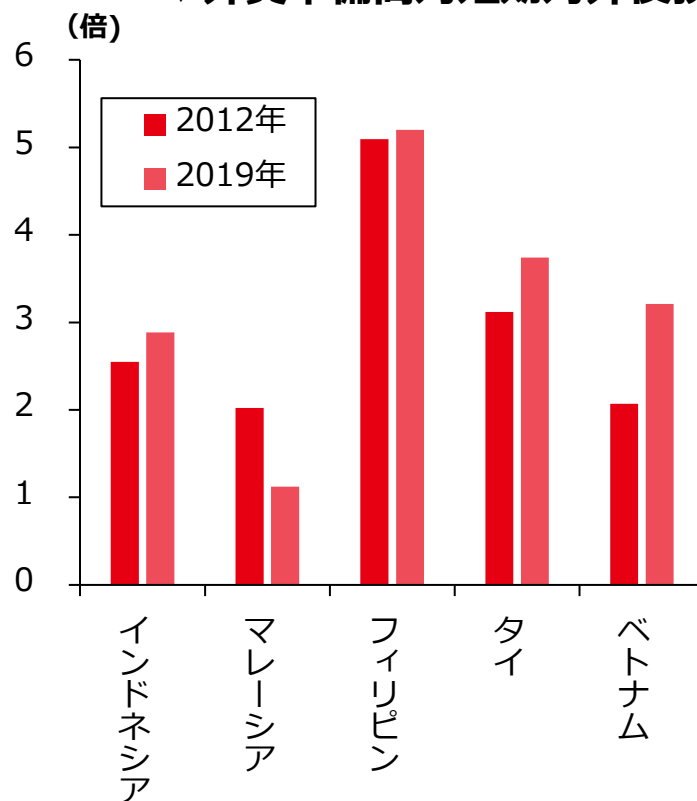
- ▶ 新型コロナ対策を受けて財政赤字は2012年比（テーパー・タントラム前）で拡大するも、政府債務GDP比は依然低水準。經常収支は、赤字国のタイ、インドネシアでGDP比マイナス幅が縮小。外貨準備高は2012年比で蓄積が進んだ国が多く、資本流出への耐性は増した。為替相場は安定推移を見込むも、非資源国のフィリピンやタイで通貨安傾向の点は要留意。

▽財政収支・經常収支



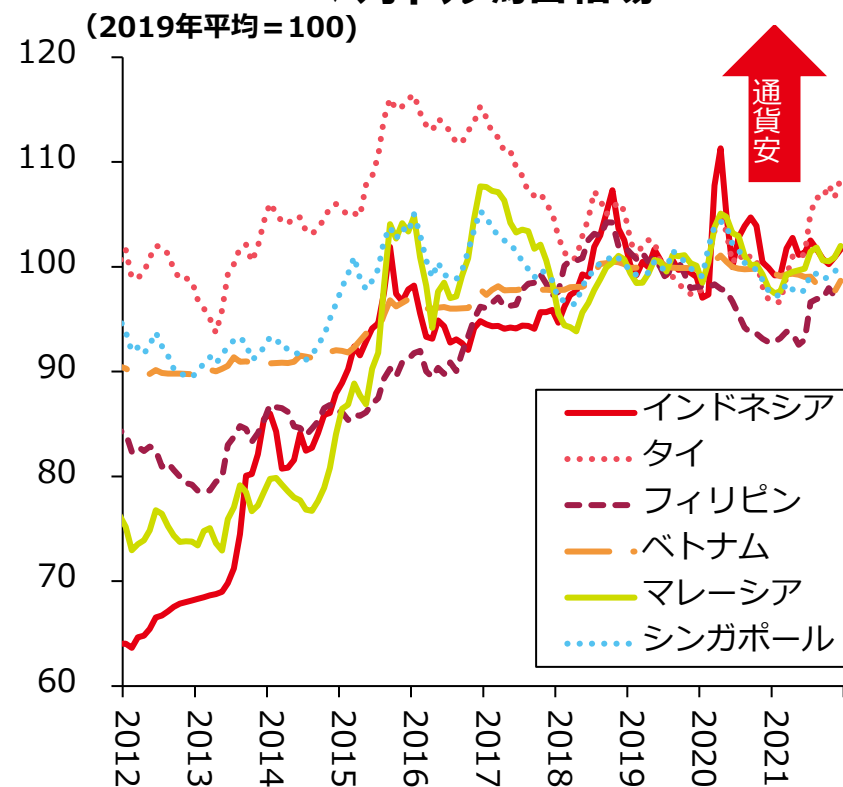
(出所) IMF

▽外貨準備高対短期対外債務



(出所) World Bank

▽対ドル為替相場



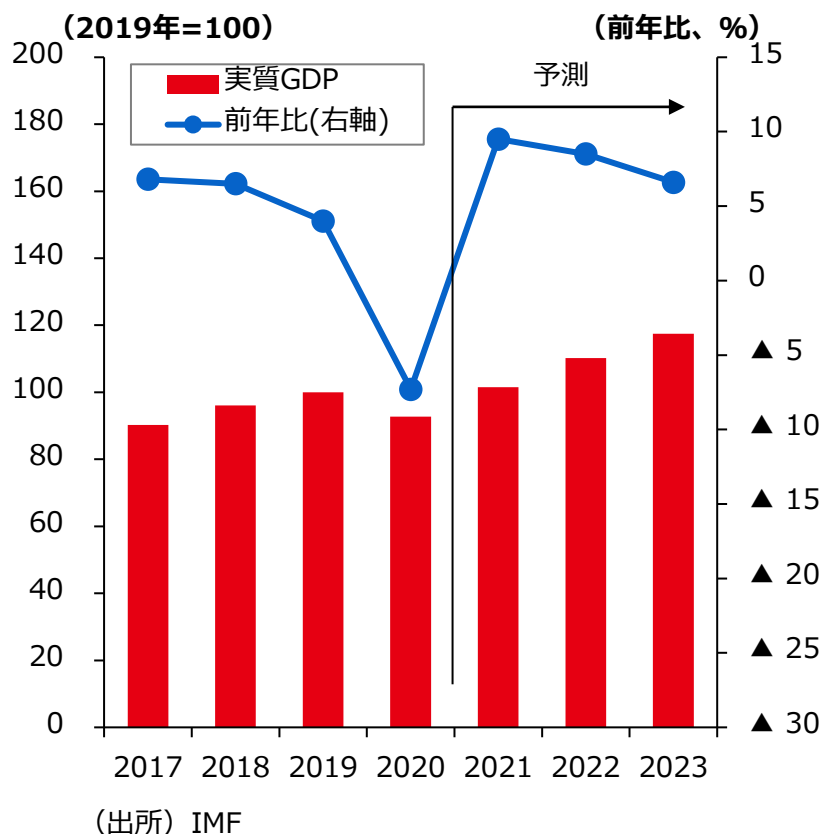
(出所) Refinitiv

7-1. その他地域：インド

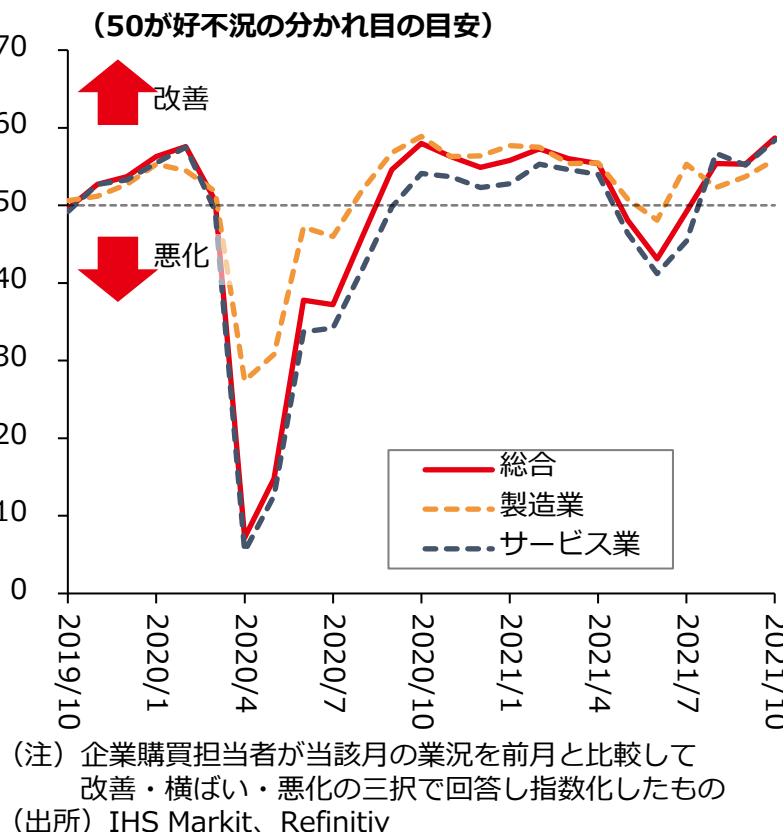
感染収束と財政・金融政策で景気回復へ

2022年の成長率見通しは+8.5%（2021年見込み：+9.5%）と回復が続く見込み。新型コロナは一時感染拡大するも足もとでは低水準で横ばい状態。消費者物価は7月以降インフレ目標圏内で推移。供給制約による自動車産業の持ち直しペースは鈍いものの、企業景況感6月を底に回復基調。政府債務が高止まりする中、財政赤字に関しては徐々に回復する見込み。

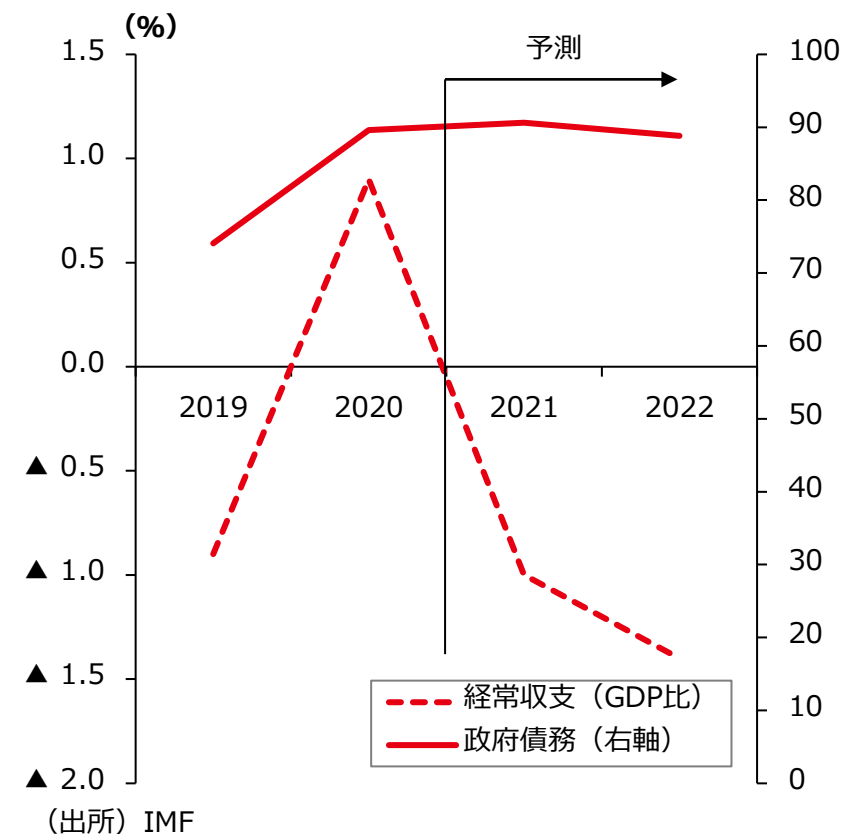
▽実質GDPの推移



▽企業景況感 (PMI)



▽政府債務と経常収支 (GDP比)



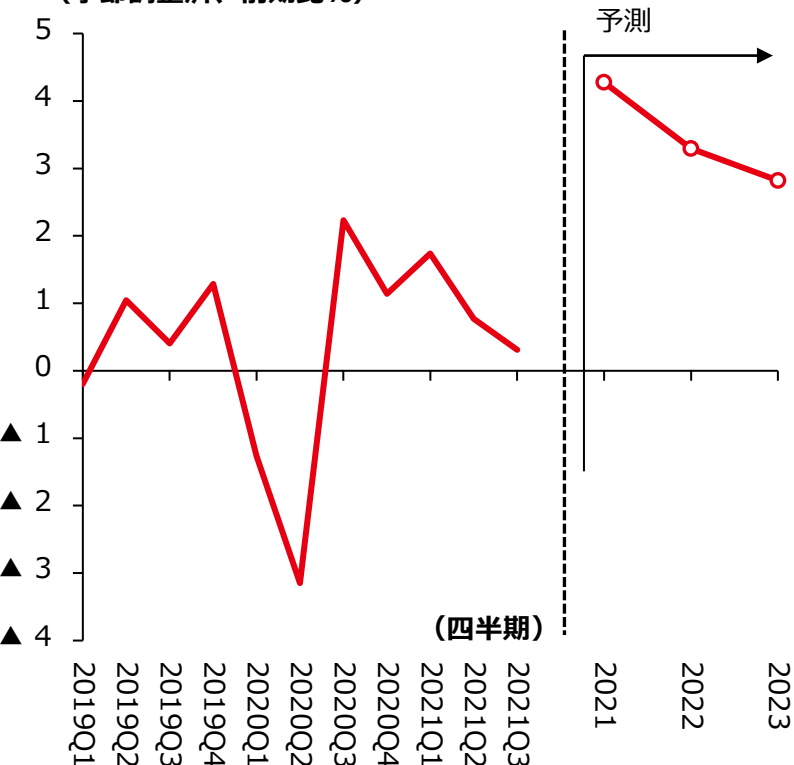
7-2. その他地域：韓国

半導体輸出が好調も足元で新型コロナ感染拡大が重しに

- 20年後半から半導体輸出や設備投資の持ち直しにより早くにコロナ禍前の水準まで回復。一方で、順調なワクチン普及にもかかわらず、新型コロナ感染拡大が続きサービス消費の重しに。製造業は、半導体が好調な一方で、車載向け半導体不足を主因に自動車関連の低迷が続く。来年3、4月には大統領選及びソウル・釜山市長選が控える。

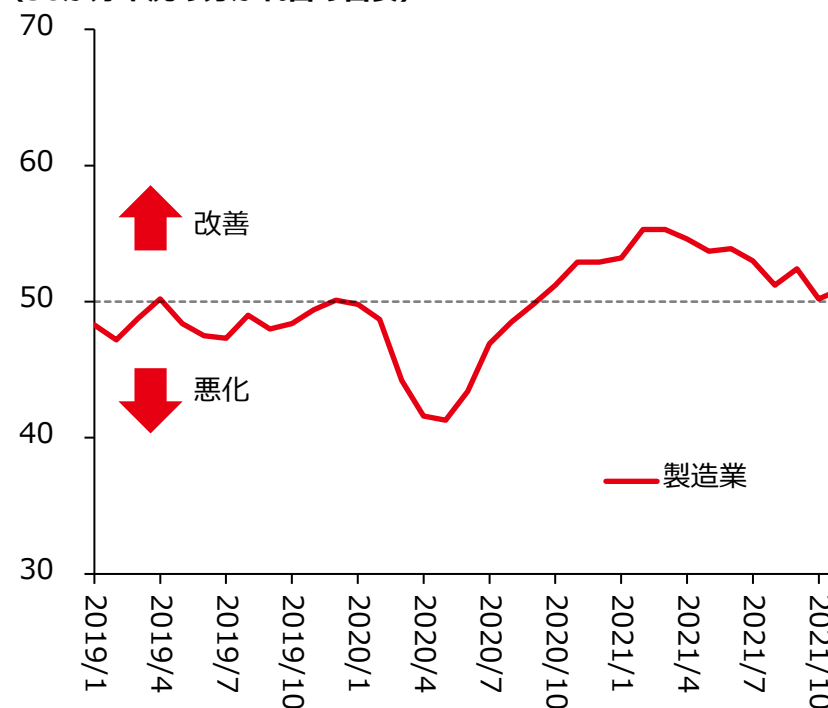
▽実質GDP

(季節調整済、前期比%)



▽企業景況感 (PMI)

(50が好不況の分かれ目の目安)

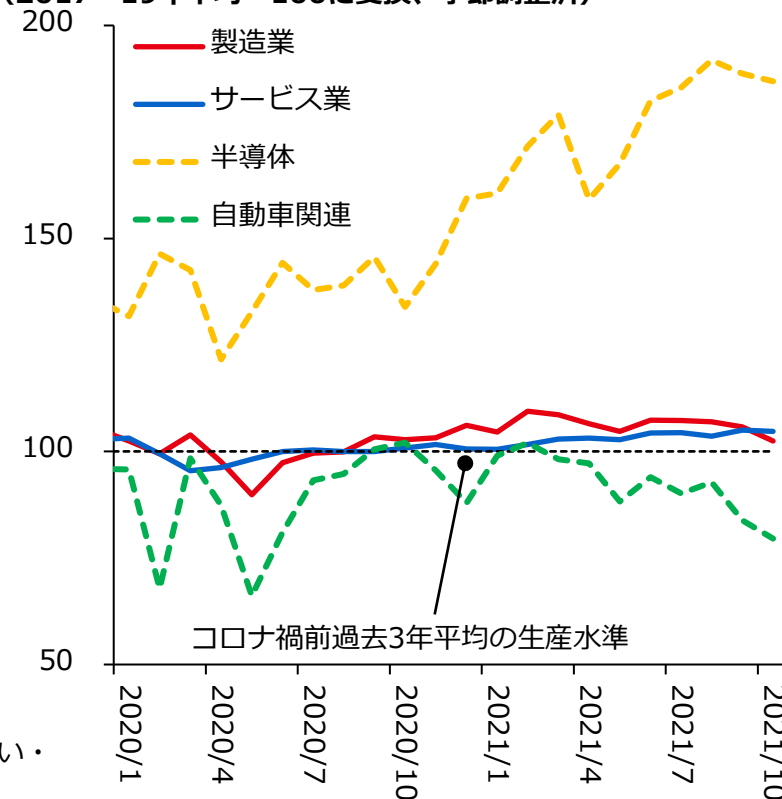


(注) 企業の購買担当者に当該月の業況を前月と比較して改善・横ばい・悪化の三択で回答してもらい、回答結果を指数化したもの。

(出所) IHS Markit、Refinitiv

▽鉱工業生産

(2017～19年平均=100に変換、季節調整済)



(出所) 韓国統計局

(出所) 韓国銀行、IMF等から丸紅経済研究所作成

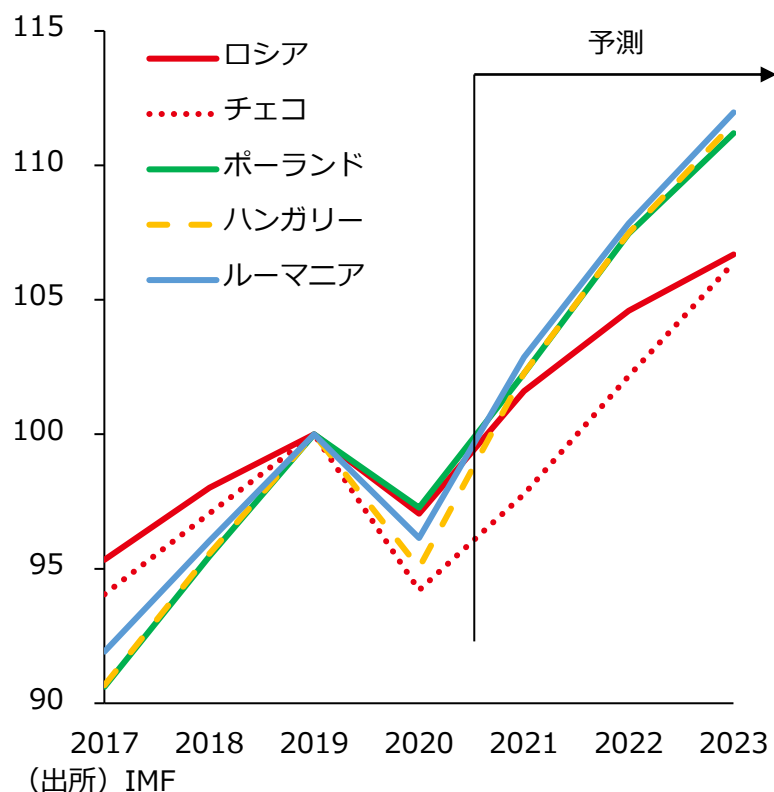
7-3. その他地域：中東欧

経済は概ねコロナ禍前の水準を回復、インフレ抑制が足元の課題

- ロシアおよび東欧諸国（除くチェコ）の実質GDP は2021年中にコロナ禍前の水準まで回復。チェコも2022年中に回復。
- インフレの高止まりは通貨安要因となり、輸入物価の上昇を通じてインフレが一段と加速するという悪循環に陥る懸念も。
- 各国とも政策金利の積極的引き上げで対応しているが足元では原油高の追い風を受けるルーブル以外は軟調な動きが継続。

▽実質GDPの推移

(2019年=100、季節調整済)



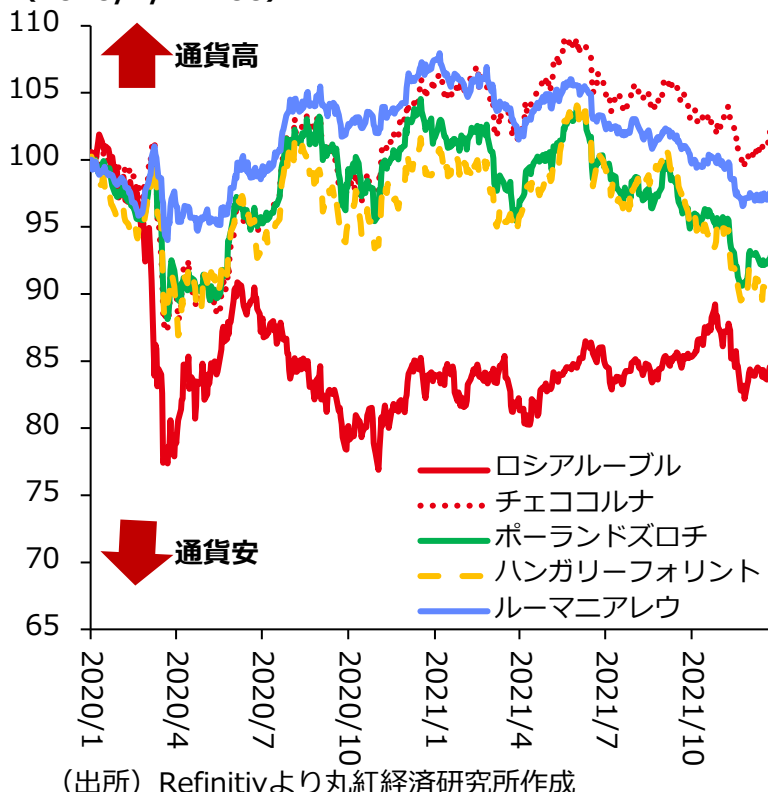
▽通貨不安定化リスクの指標

	公的債務 (GDP比、%)		経常収支 (GDP比、%)		外債建て 対外債務 (GDP比、%)		インフレ率 (前年比、%)	
	2013	2021	2013	2021	2013	2020	2013	2021
ロシア	12.3	17.9↑	1.5	5.7↑	23.7	22.9↓	6.5	5.8↓
チェコ	44.4	45.0↑▲	0.5	1.6↑	32.0	37.4↑	1.4	2.7↑
ポーランド	56.5	55.5↓▲	1.8	2.3↑	47.9	41.3↓	0.7	5.0↑
ハンガリー	77.4	76.6↓	3.5	0.6↓	113.4	141.5↑	0.4	4.8↑
ルーマニア	39.1	51.1↑▲	0.9▲	5.7↓	63.1	51.9↓	1.6	5.3↑

(注) 緑の矢印は改善、赤の矢印は悪化を示す。財政収支と経常収支、インフレ率の数字はIMF見通し（2021年10月時点）に基づく。
(出所) IMF、World Bankより丸紅経済研究所作成

▽各国通貨の対ドルレート推移

(2020/1/1=100)

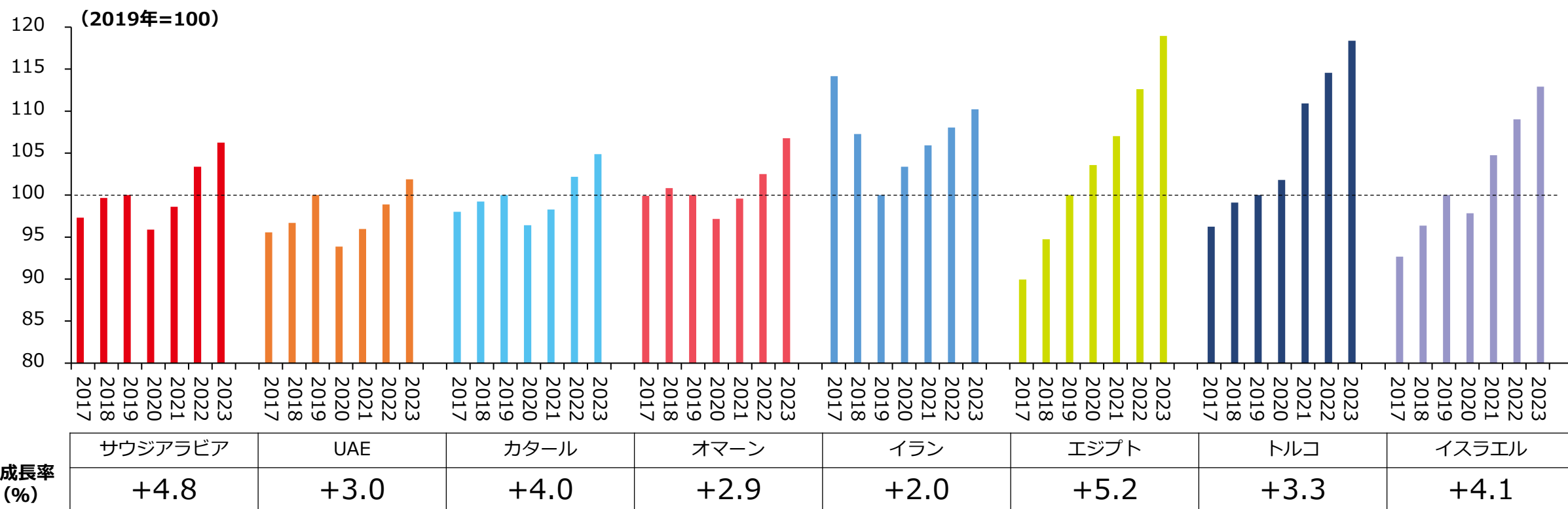


7-4. その他地域：中東

主要国のコロナ禍からの回復は2022年以降の見通し

- コロナ禍による原油相場急落や自国内のコロナ感染拡大が重しとなったが、世界経済回復に伴う原油相場の高騰により、産油国を中心に経済は持ち直し。22年以降は原油相場高騰も落ち着く中、脱石油経済の取り組みが改めて課題に。
- 成長の速度については国ごとにバラつきが存在。国内においても対面型サービス業とそれ以外の業種で格差が拡大。

▽実質GDP（水準）



(出所) IMF等から丸紅経済研究所作成

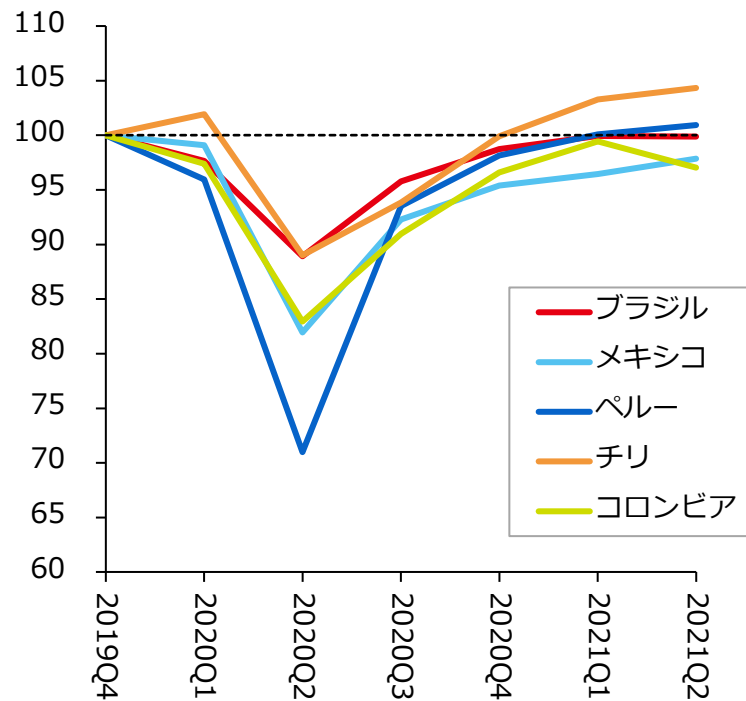
7-5. その他地域：中南米

内需回復、一次産品価格の上昇が経済成長を後押しもリスク多し

2022年の成長率見通しは+2.5%と回復も成長ペースは鈍化する見通し。21年は内需回復に加えて米国をはじめ良好な外部環境と高値圏の一次産品価格が成長を支えた一方、インフレ高進、財政・金融政策の縮小、コロナ感染再拡大が阻害要因に。22年の下振れリスクとして、国内外での金融政策正常化の早まり、ソブリン債の信用リスク、選挙に伴う政情不安等に留意。

▽実質GDP推移

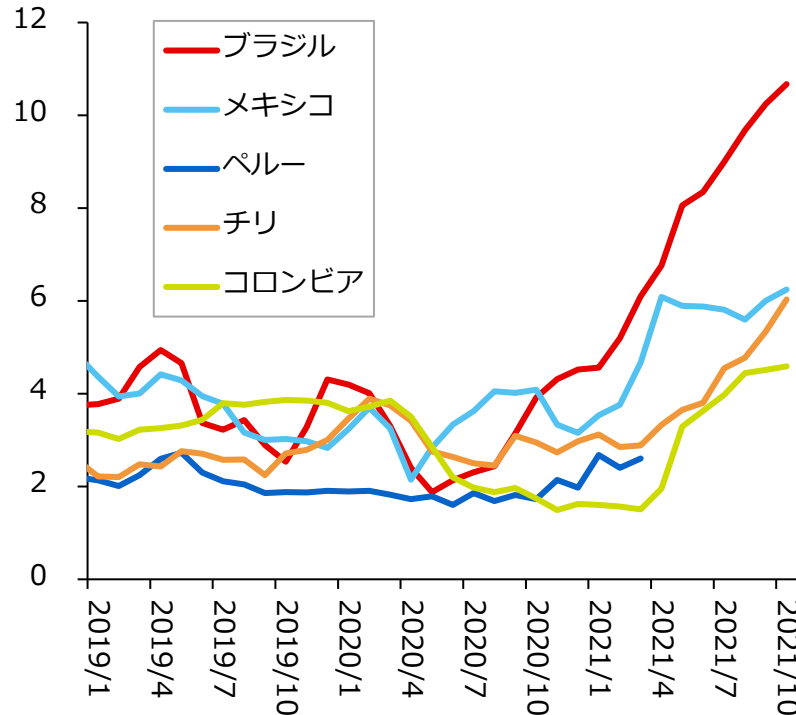
(2019Q4=100)



(出所) IMF

▽消費者物価指数

(前年同月比、%)

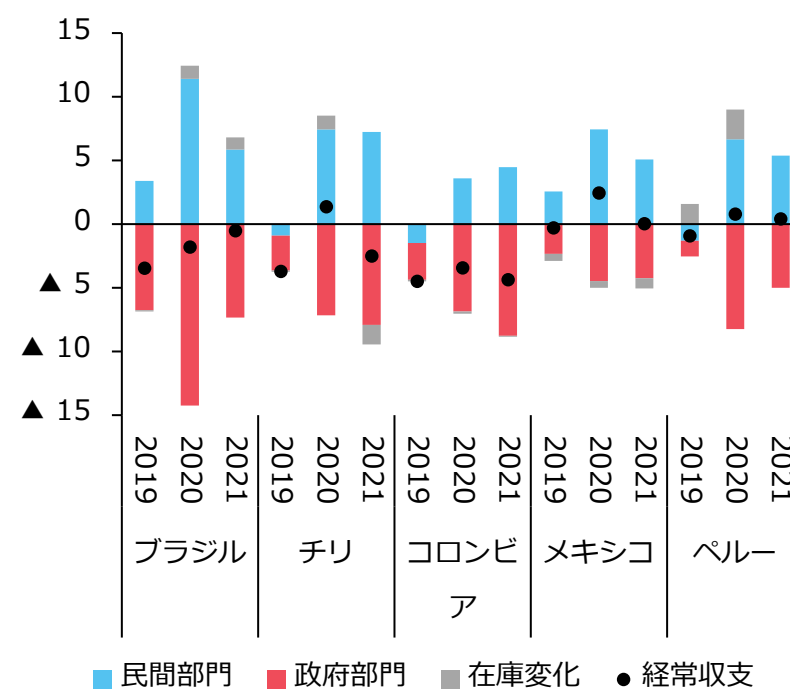


(注) ペルーの最新データ (2021/4~2021/10) は欠損。

(出所) IMF

▽貯蓄投資バランス

(対GDP比、%)



(出所) IMF

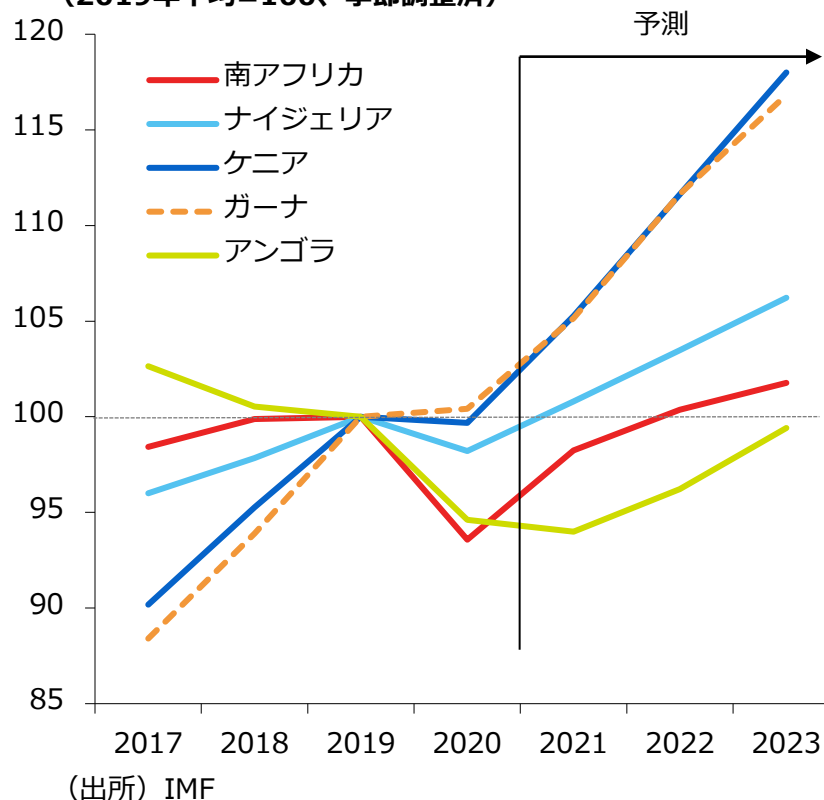
7-6. その他地域：サブサハラ・アフリカ

資金輸出国は資源価格の上昇で短期的に成長加速、非資源国は従来の堅調な成長ペースに回帰

高値圏の資源価格が南アやナイジェリアなどの資源輸出国の短期的な成長を支え、ケニアなどの非資源国は従来の堅調な成長ペースに回帰。懸念された債務問題は資源価格の上昇による歳入増や国際的な債務支援から当面の懸念は回避された。他方、米国の金融引き締め局面が迫る中、ファンダメンタルズの脆弱な国における資金流出リスクが懸念される。

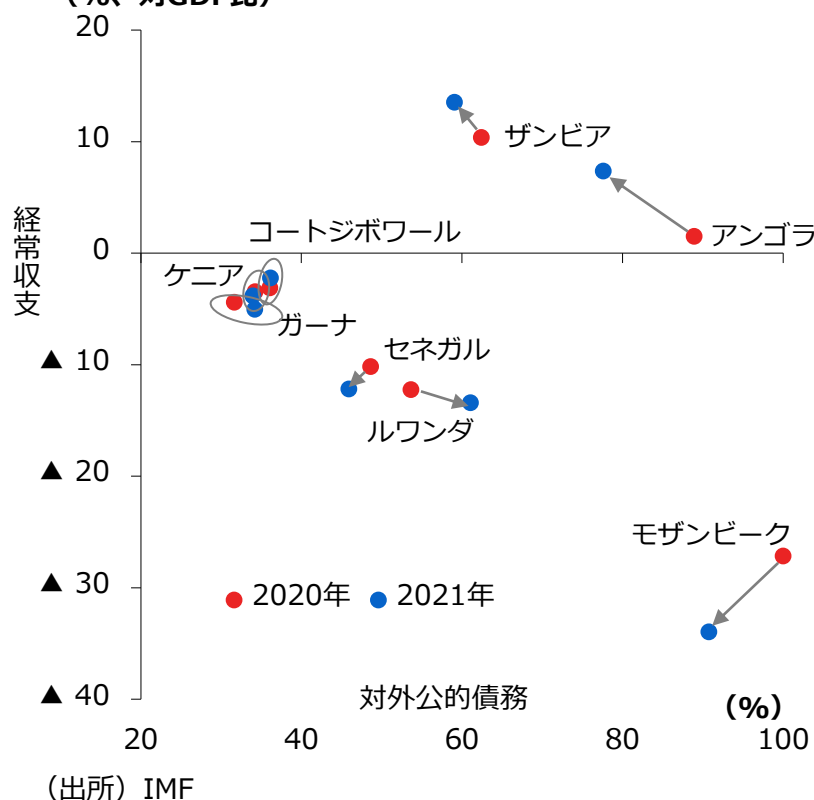
▽サブサハラ5カ国の実質GDP推移

(2019年平均=100、季節調整済)



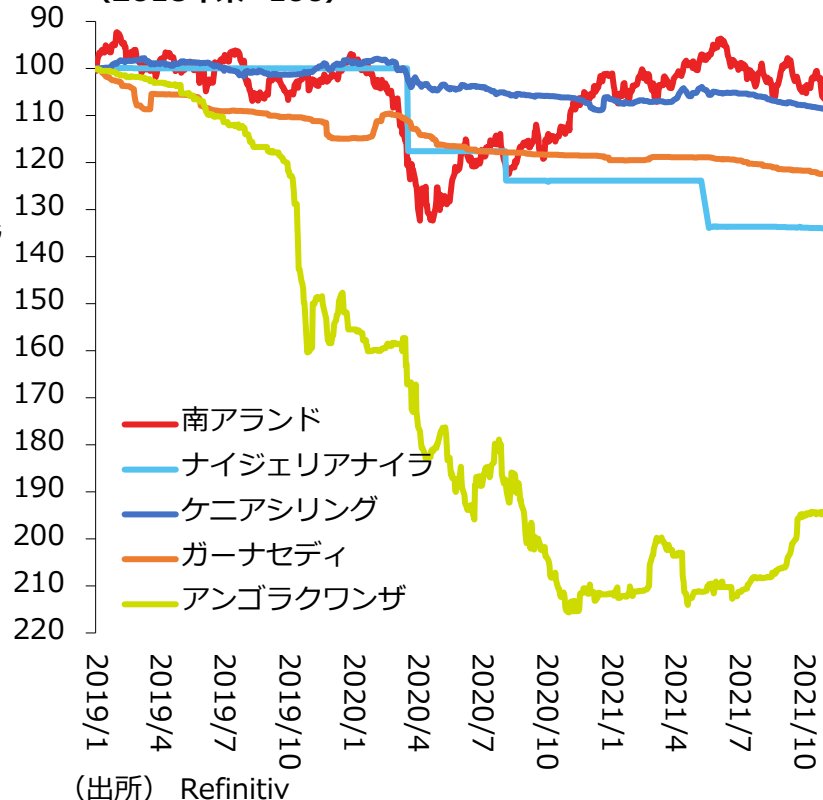
▽対外公的債務と経常収支の変化

(%, 対GDP比)



▽各国通貨の対ドルレート推移

(2018年末=100)



7-7. その他地域：新興国景況感

感染再拡大で悪化したものの、再び回復へ

▶ 新興国ではワクチン普及の遅れと相まった感染再拡大が景気回復の重しとなったが、足もとでは総じて回復傾向

▽企業景況感ヒートマップ

		2021年											
			1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
ASEAN	韓国	製造業	53.2	55.3	55.3	54.6	53.7	53.9	53.0	51.2	52.4	50.2	50.9
	ベトナム	製造業	51.3	51.6	53.6	54.7	53.1	44.1	45.1	40.2	40.2	52.1	52.2
	フィリピン	製造業	52.5	52.5	52.2	49.0	49.9	50.8	50.4	46.4	50.9	51.0	51.7
	タイ	製造業	49.0	47.2	48.8	50.7	47.8	49.5	48.7	48.3	48.9	50.9	50.6
	マレーシア	製造業	48.9	47.7	49.9	53.9	51.3	39.9	40.1	43.4	48.1	52.2	52.3
	シンガポール	製造業	50.7	50.5	50.8	50.9	50.7	50.8	51.0	50.9	50.8	50.8	50.6
	豪州	総合	55.9	53.7	55.5	58.9	58.0	56.7	45.2	43.3	46.5	52.1	55.7
中東	インド	総合	55.8	57.3	56.0	55.4	48.1	43.1	49.2	55.4	55.3	58.7	59.2
	サウジアラビア	総合	57.1	53.9	53.3	55.2	56.4	56.4	55.8	54.1	58.6	57.7	56.9
	UAE	総合	51.2	50.6	52.6	52.7	52.3	52.2	54.0	53.8	53.3	55.7	55.9
	カタール	総合	53.9	53.2	54.9	52.1	51.5	54.6	55.9	58.2	60.6	62.2	63.1
	トルコ	製造業	54.4	51.7	52.6	50.4	49.3	51.3	54.0	54.1	52.5	51.2	52.0
	エジプト	総合	48.7	49.3	48.0	47.7	48.6	49.9	49.1	49.8	48.9	48.7	48.7
	南アフリカ	総合	50.8	50.2	50.3	53.7	53.2	51.0	46.1	49.9	50.7	48.6	51.7
中東欧	チェコ	製造業	57.0	56.5	58.0	58.9	61.8	62.7	62.0	61.0	58.0	55.1	57.1
	ポーランド	製造業	51.9	53.4	54.3	53.7	57.2	59.4	57.6	56.0	53.4	53.8	54.4
	ハンガリー	製造業	54.4	49.5	49.3	51.3	53.3	54.9	55.5	55.5	51.9	52.9	52.2
	ロシア	総合	52.3	52.6	54.6	54.0	56.2	55.0	51.7	48.2	50.5	49.5	48.4
中南米	ブラジル	総合	48.9	49.6	45.1	44.5	49.2	54.6	55.2	54.6	54.7	53.4	52.0
	メキシコ	製造業	43.0	44.2	45.6	48.4	47.6	48.8	49.6	47.1	48.6	49.3	49.4

(出所) IHS Markit、Refinitiv

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号

<http://www.marubeni.com/jp/research/>

(注記)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
 - 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
 - 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
 - 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私物仕様および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。
-