

漸趨現實的冷戰2.0世界 ～如何因應國際局勢之變化～

2022.6.28

Mizuho Research & Technologies

調査本部

首席經濟分析師

太田智之

tomoyuki.ota@mizuho-ir.co.jp



新冠疫情邁入第3年。持續摸索新常態的當下.....

帶動景氣自新冠疫情回溫之3大要因

疫苗

中國經濟

美國經濟



(出處)ForexLive.com



(出處)《經濟學人》Nov.2021.11.13



(出處)《金融時報》2021.05.12

變異株
(COVID Variant)

清零政策·不動產
(ZeroCOVID strategy)

供給約束·通貨膨脹
(Supply Constraints)

俄羅斯侵略烏克蘭，突顯地緣政治風險。成為最高風險之一

■ 俄羅斯侵略烏克蘭影響、波及到多項最高風險

— 與源自中國的風險不同之處在於俄羅斯、烏克蘭為資源、糧食大國⇒對世界經濟帶來顯著通貨膨脹風險

2022年最高風險概念圖 改訂版





The Economist/Depositphotos

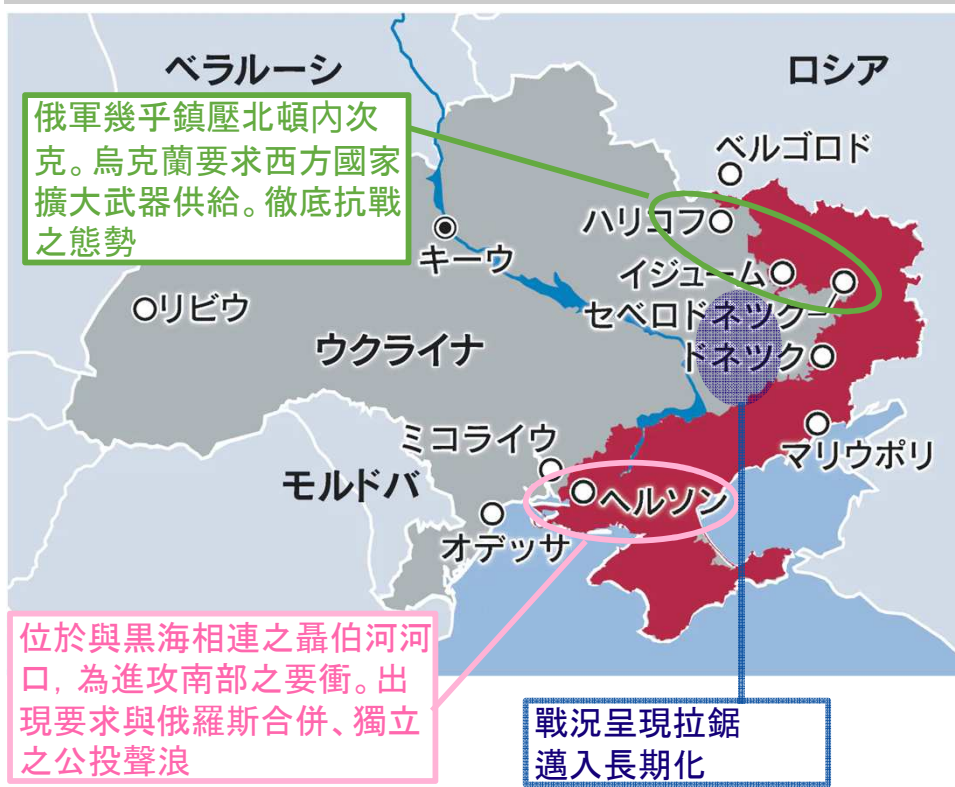
(出處)《經濟學人》2022.02.26

唯有普丁知曉？劇本走向難料
～俄國侵烏下備受考驗之二戰後國際體制之價值～

戰爭長期化、對俄制裁持續。民間企業陸續重新檢視俄羅斯境內事業

- **俄軍對頓巴斯地區之攻勢推進不如預期。**特別軍事行動未見顯著戰果，入侵行動結束時間難以預期
 - 雖然俄軍幾已鎮壓東部盧干斯克州之要衝北頓內次克，但頓內次克州戰況依然陷入膠著狀態
 - 烏克蘭南部俄羅斯占領地區已開始有盧布流通、策畫加入俄羅斯聯邦之公投等俄羅斯化的動向
- 民間企業出現撤出俄羅斯、停止提供服務等動向
 - 制裁所帶來結算及供應鏈的混亂之外，許多企業也出於對聲譽影響、風險之警戒，有明顯之撤出趨勢

俄軍入侵烏克蘭之狀況



(注) 紅色為俄軍入侵地區。
(出處) 轉載自日本經濟新聞

從俄羅斯裁撤或縮小規模之民間企業

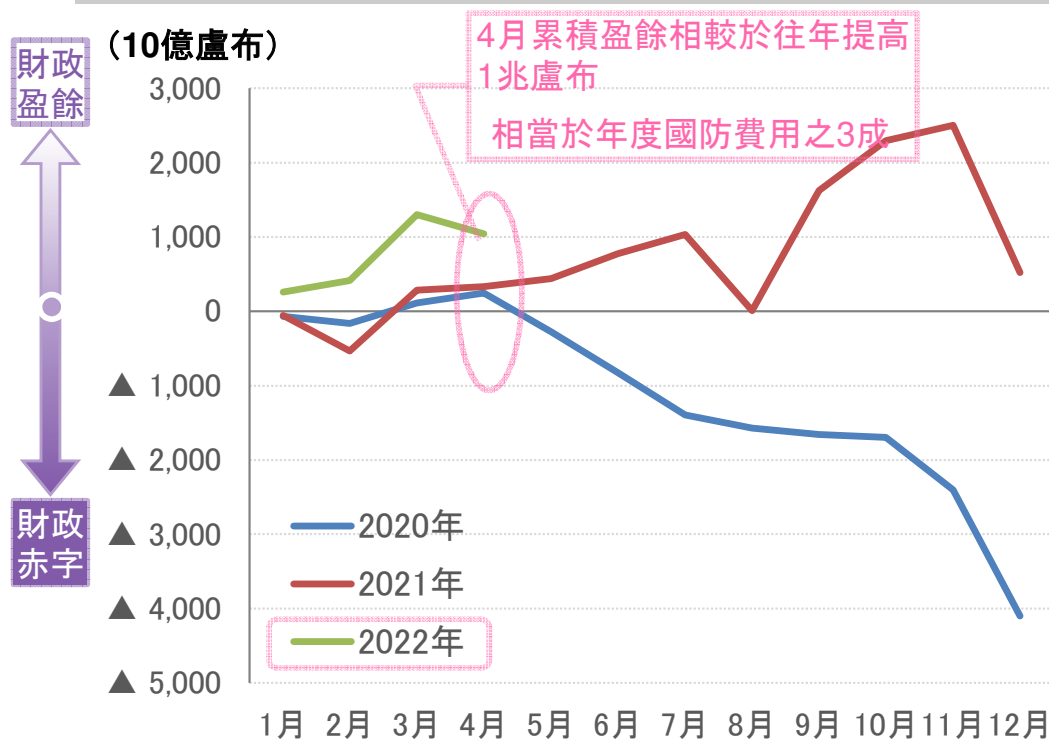


(出處) 轉載自Yale University HP (<https://som.yale.edu/story/2022/>)

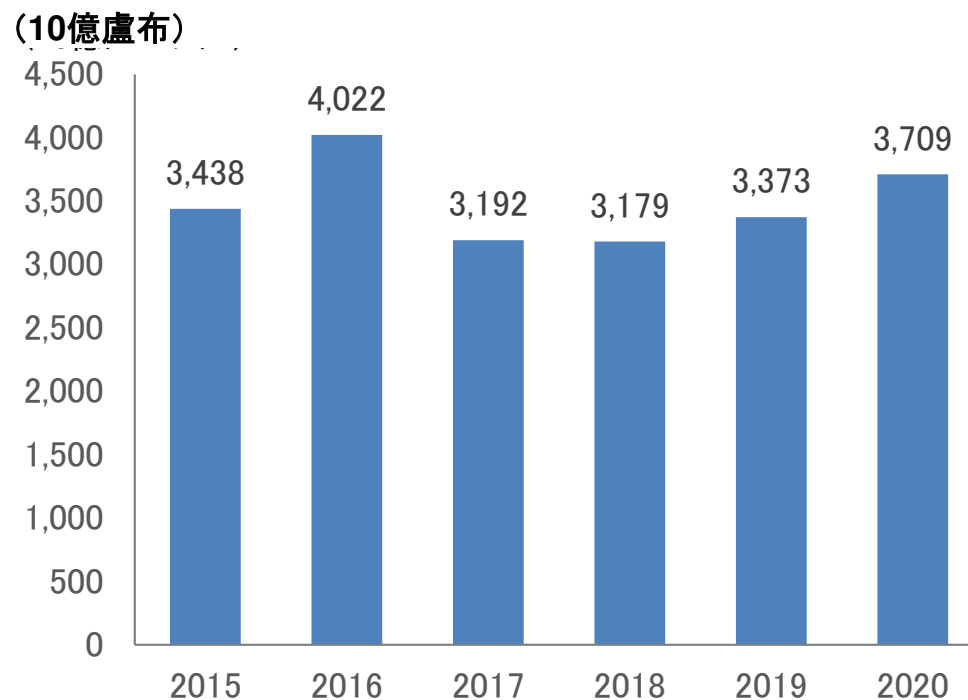
俄羅斯入侵後依然維持財政盈餘。制裁對政府財政帶來之負面影響不大

- 4月俄羅斯政府的財政收支維持黑字。原因為石油及天然氣價格上昇帶來的稅收增加
 - 由於石油及天然氣價格上昇，俄羅斯財政在2021年3月之後持續出現盈餘。西方國家的制裁包括外資撤退導致出口、投資減少等，對整體經濟影響雖大，但對政府財政之影響有限
 - 預計政府之財政盈餘將用於提高準備金(約增加3成)以振興國內經濟
- 普丁總統表示「要孤立俄羅斯這麼龐大的國家是絕對不可能的。我們將和願意合作的夥伴們攜手合作」(4/12 塔斯社)，積極開拓西方國家以外的出口國

俄羅斯政府的財政收支



俄羅斯的國防預算(不含年金、補助金)



(注)2020年明細係根據過去5年平均占比算出

(出處)根據Bloomberg資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據Bloomberg資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

俄羅斯消費者物價上昇率居高不下。經濟活動出現制裁之影響

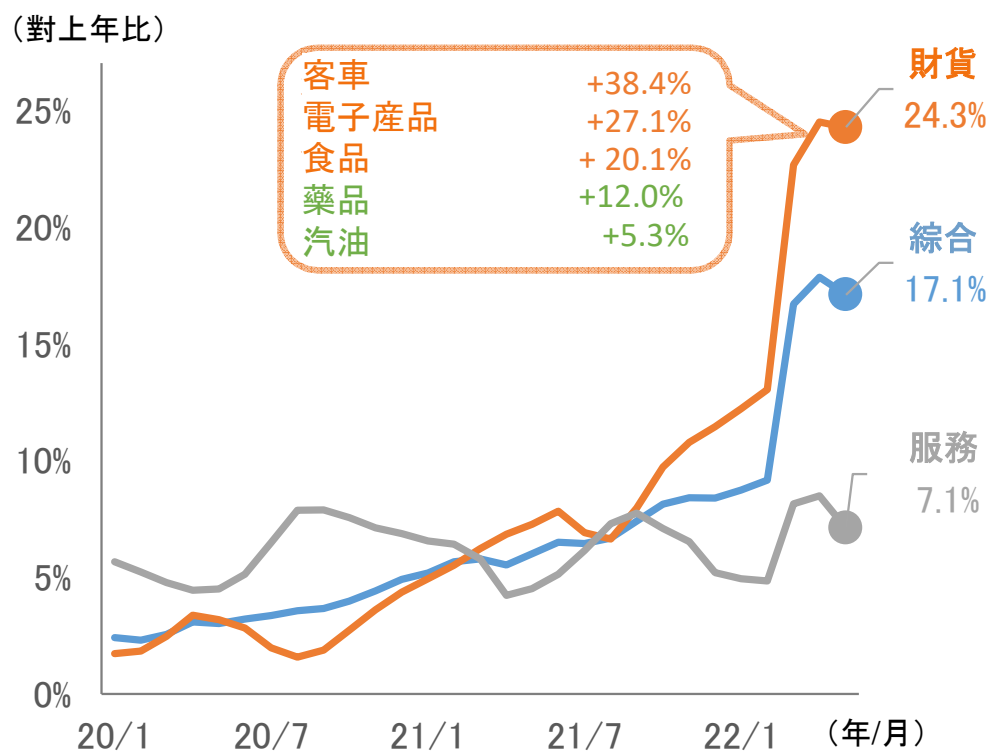
■ 俄羅斯5月消費者物價上昇率對上年比17.1%，居高不下

- 主因為財貨物價之上昇(同24.3%)。服務價格上升7.1%，相較於財貨上昇幅度有限定
- 其中汽車、家電製品等皆創下超過2成之上昇幅度

■ 主要國家對俄出口自3月以後大幅減少。4月對中國之出口減少幅度也擴大

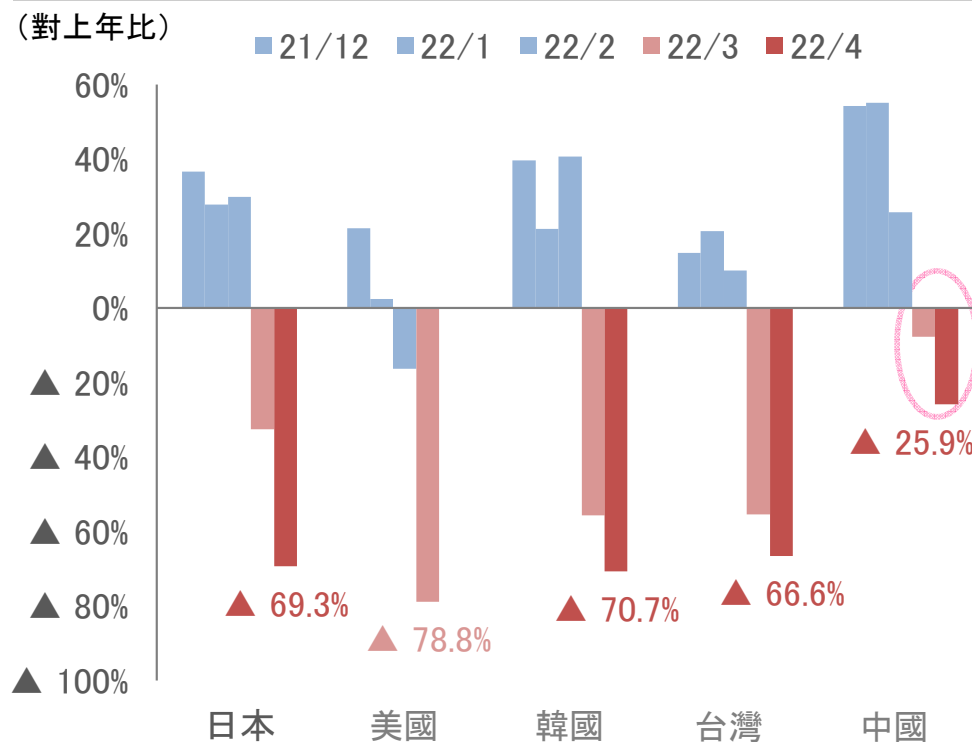
- 除了最終產品，部件不足導致俄羅斯國內亦出現供給停滯現象。盧布止跌回升後物價上昇壓力依然存在

俄羅斯的消費者物價



(出處)根據CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

主要國家對俄羅斯之出口



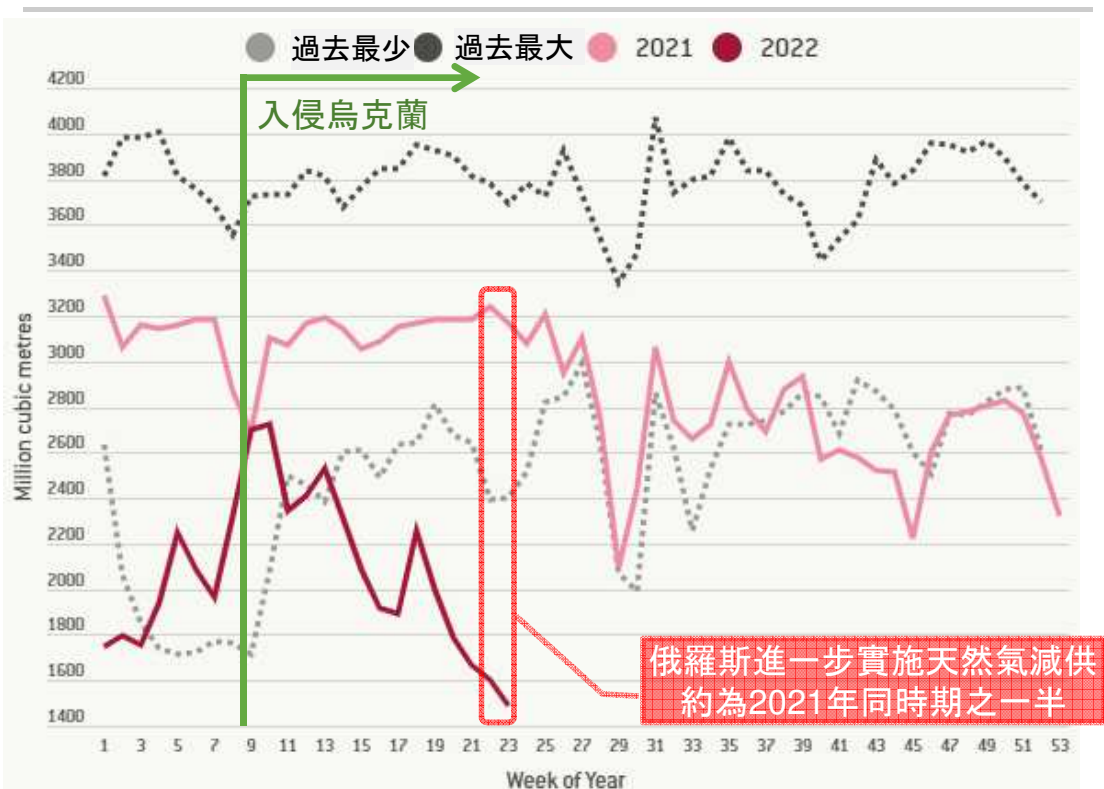
(出處)根據CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

俄羅斯實施對歐洲之天然氣減供，對上年比幾乎減半

■ 俄羅斯強化天然氣減供

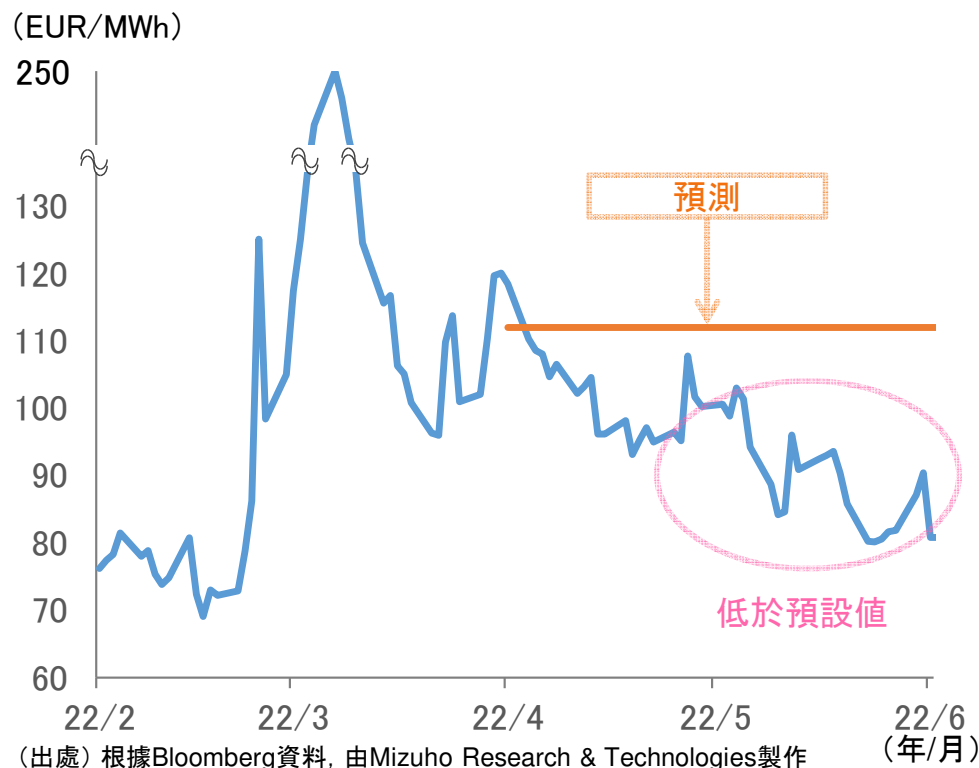
- 繼波蘭、保加利亞、芬蘭之後，宣布停止供應荷蘭、丹麥天然氣。並以對方拒絕以盧布交易為由，停止對德國小規模業者供給天然氣，以天然氣為武器之意圖日漸攀升。俄羅斯對EU之天然氣出口幾乎減半
- 面對來自俄羅斯之動搖，歐洲天然氣價格之反應目前還很有限。約為低於預設之90歐元/MWh左右

EU自俄羅斯進口之天然氣(以週計)



(出處) 轉載自Bruegel (6/7)

歐洲天然氣價格(以日計)

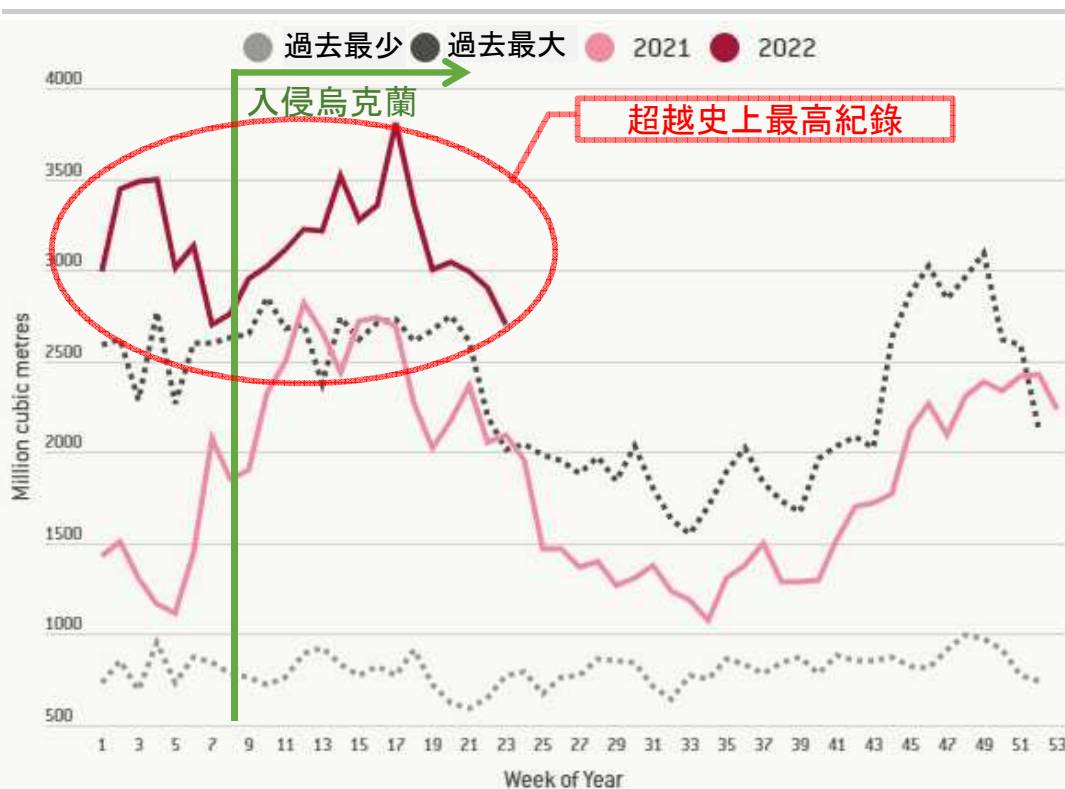


(出處) 根據Bloomberg資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

天然氣價格穩定，原因為擴大大自美國等其他國家之LNG進口

- 來自俄羅斯之天然氣進口減少的同時，歐洲之液化天然氣進口量依然維持高水準
 - EU的**液化天然氣進口超越史上最高紀錄**。確保可彌補自俄羅斯的進口減少
 - 觀察不同國別之調度狀況，可發現**俄羅斯減少部分由美國進口之LNG補足**。自亞塞拜然、奈及利亞、英國之進口增加也有助於擺脫俄羅斯影響

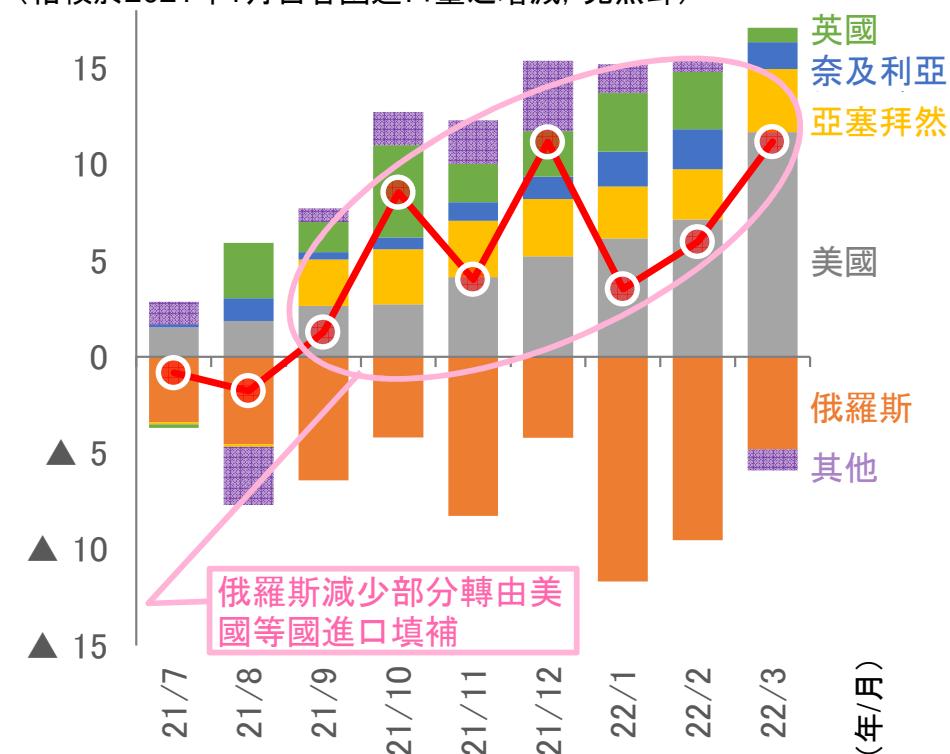
EU之液化天然氣進口(以週計)



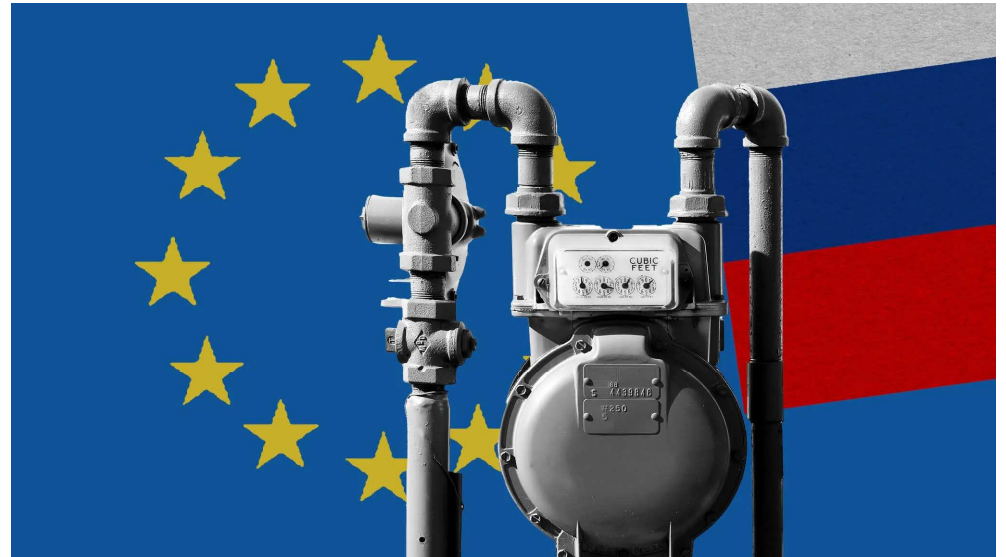
(出處) 轉載自Bruegel(5/25)

EU天然氣進口量之出口國別增減

(相較於2021年1月自各國進口量之增減, 兆焦耳)



(出處) 根據IHS資料, 由瑞穗銀行產業調查部製作



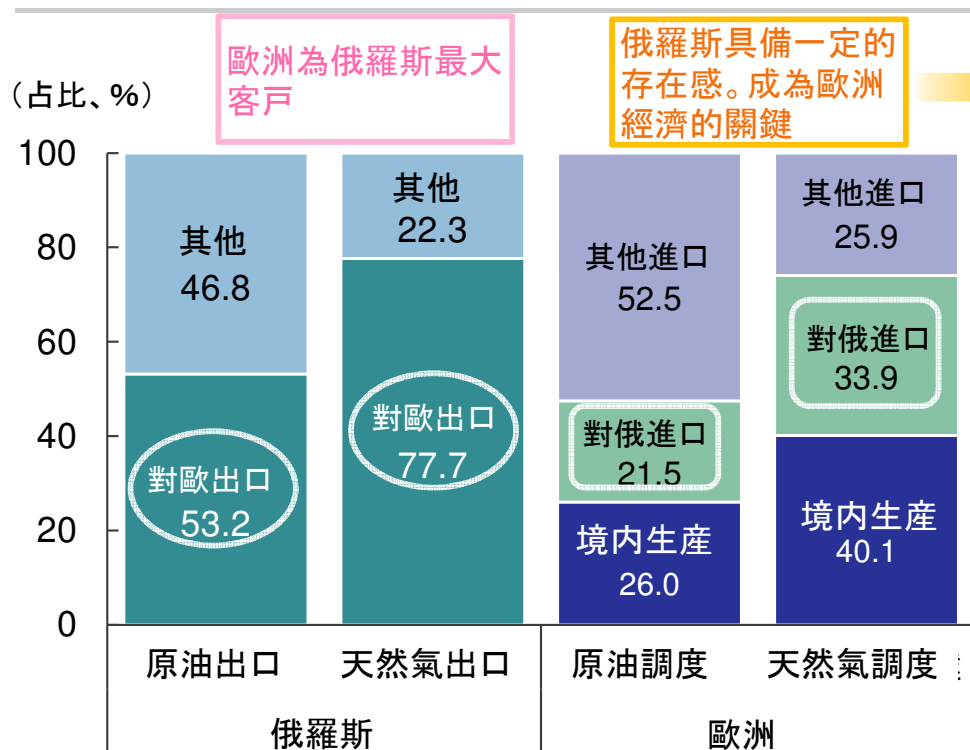
(出處)《金融時報》2022.05.21

影響世界經濟走向的EU脫俄之路
～資源價格上昇導致世界經濟減速，仍以避免經濟衰退為主要預測～

能源制裁餘波盪漾，為EU、俄羅斯雙方帶來嚴重影響

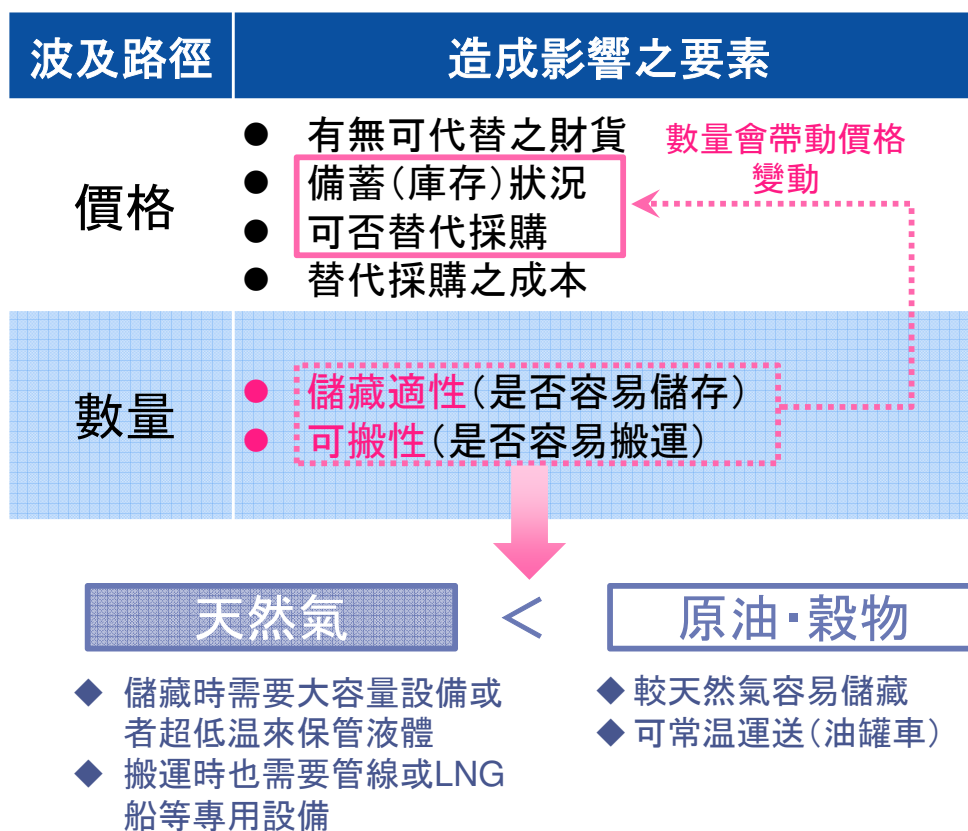
- 隨著對烏克蘭的長期入侵，歐洲為降低對俄依存度，正在研擬停止自俄羅斯進口原油·天然氣
 - 八成出口至歐洲的天然氣禁運，對俄羅斯造成衝擊
- 對歐洲來說，實施對俄依存度高的天然氣禁運也同樣造成重創
 - 德國對天然氣禁運態度審慎等EU內部意見呈現分歧，脫俄之實踐程度將左右經濟的未來發展

俄羅斯之能源出口與歐洲的能源進口



(注) 境內生產係指挪威、英國等歐洲境內的生產，進口係指自歐洲境外的調度
(出處) 根據BP資料，由Mizuho Research & Technologies製作

天然氣何以受到關注？

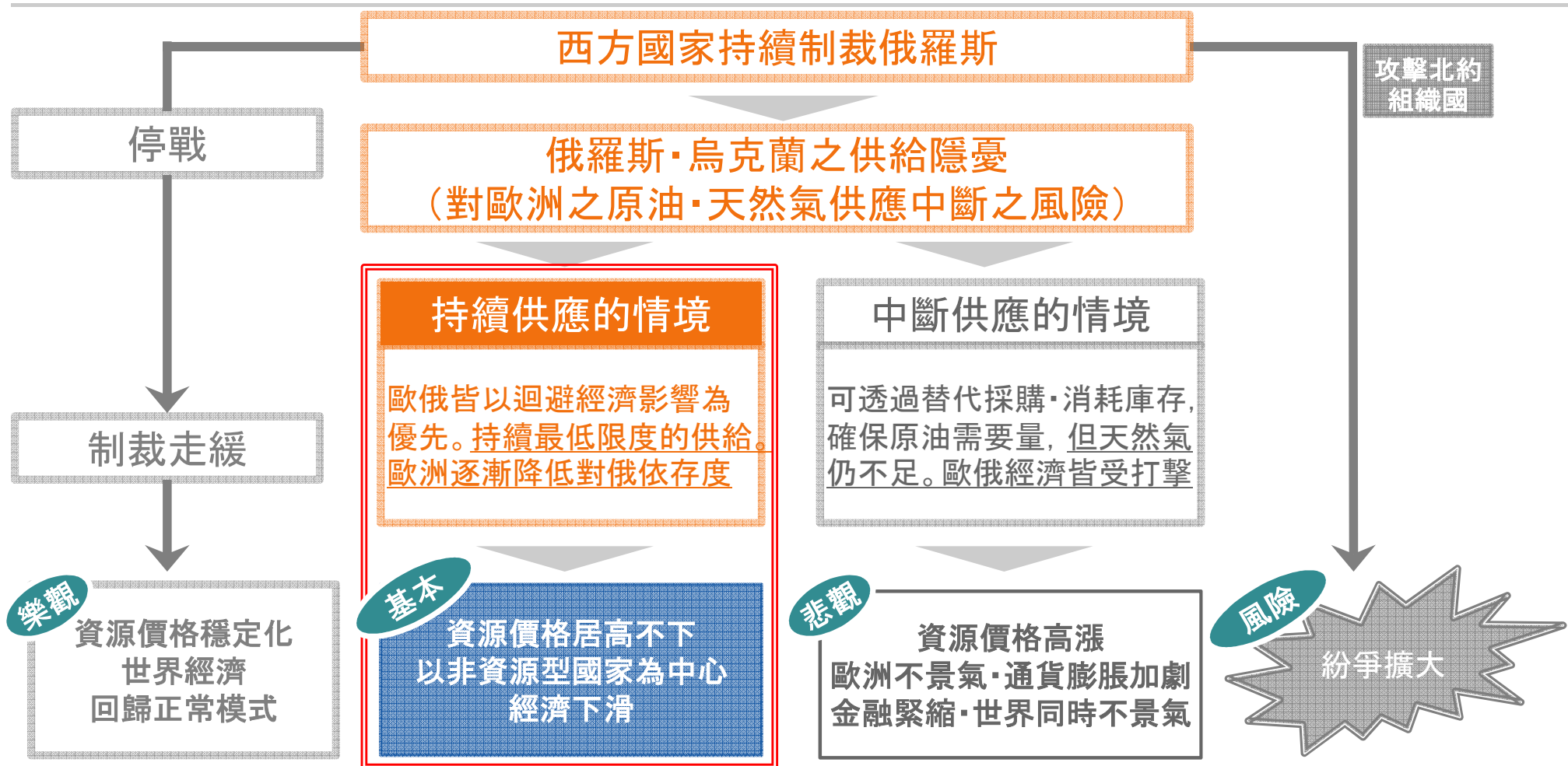


(出處) 由Mizuho Research & Technologies製作

EU成員國的脫俄腳步將左右能源價格的未來

- 基本情境下，俄羅斯暫時持續對歐洲供應資源。歐洲則會逐漸降低對俄依存度
 - 資源價格目前處於高位，使得非資源型國家的經濟下滑（由於天然氣供應中斷導致數量不足屬於悲觀的預測）

侵烏戰爭的預測情境及影響



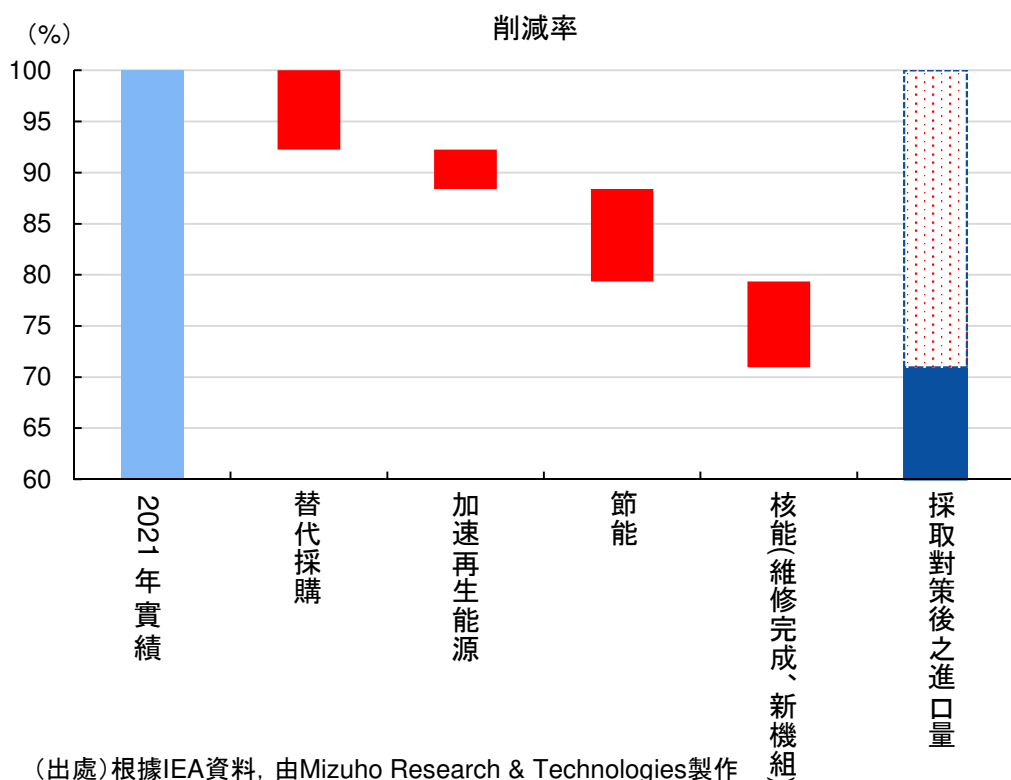
⇒重點在於歐洲脫俄之步調

(出處)由Mizuho Research & Technologies製作

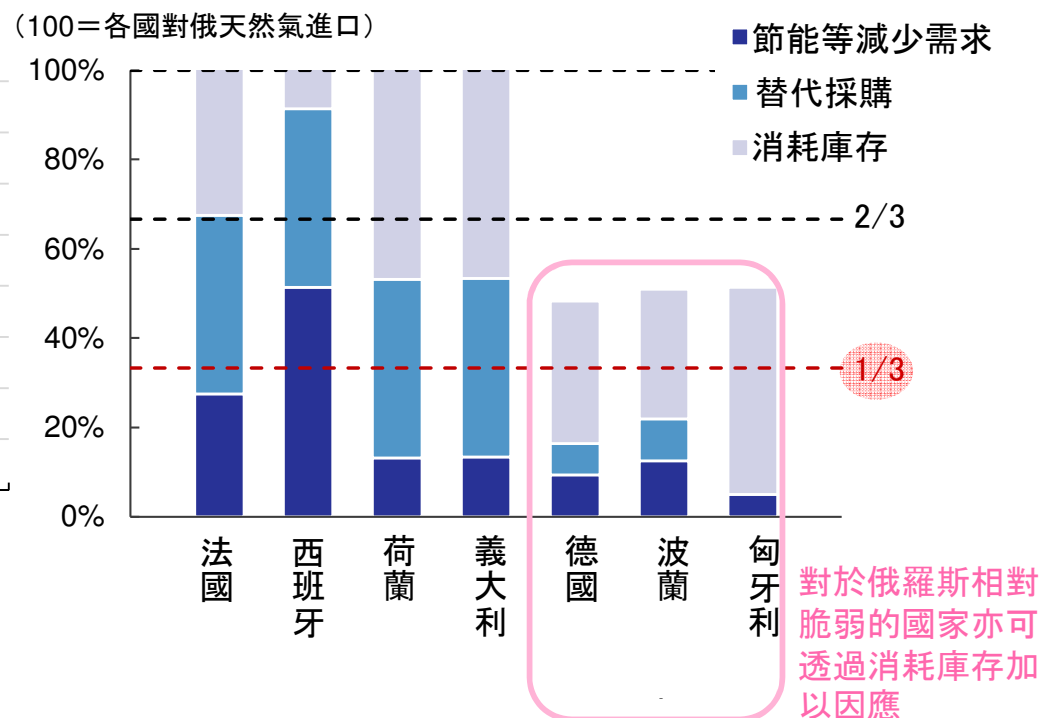
對俄天然氣進口今年內減少1/3左右，為較務實的判斷

- 停止進口俄羅斯天然氣對EU影響甚大，基本情境下仍會持續對俄進口
- 歐盟執委會提出今年內對俄天然氣進口減少2/3之目標，各國正在精算中
 - 另一方面，經過國際能源總署(IEA)的試算，透過替代採購、加速再生能源等努力，可望在今年內減少對俄天然氣進口之1/3
- 鑒於對俄依存度高的德國·東歐的實現可行性，今年內減少1/3左右對俄進口為務實判斷，EU內部也可能達成共識

EU減少對俄天然氣進口(IEA試算)



俄羅斯產天然氣削減之因應能力(MHRT試算)

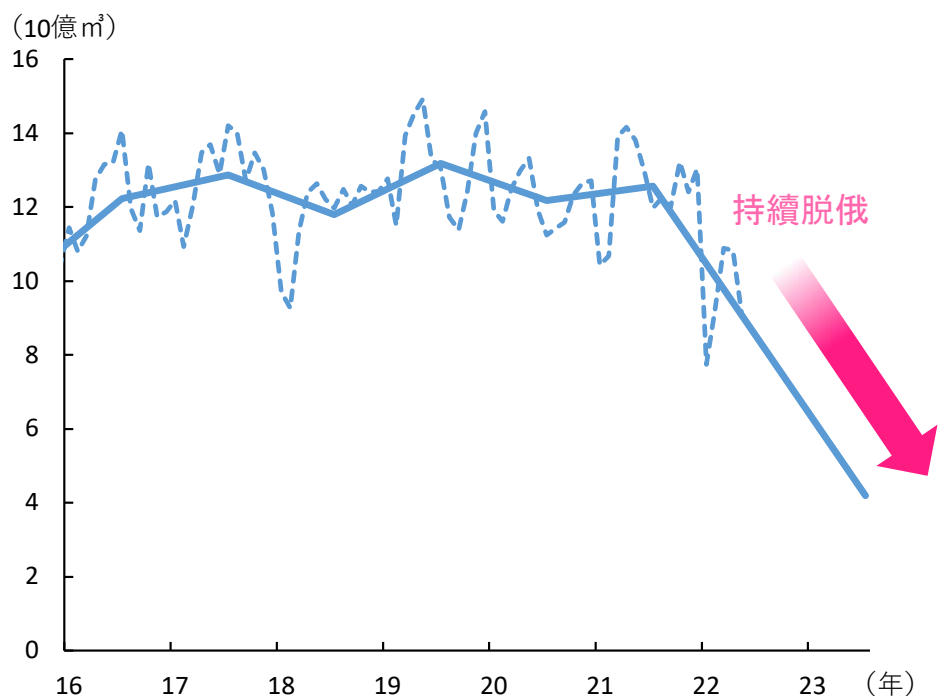


(注)依據IEA透過節能·推動再生能源等減少需求, 以及擴大進口之預估進行試算
(出處)根據Eurostat、IEA資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

今年下半年，天然氣價格上揚走勢將趨緩，但直至2023年依然將維持高水準

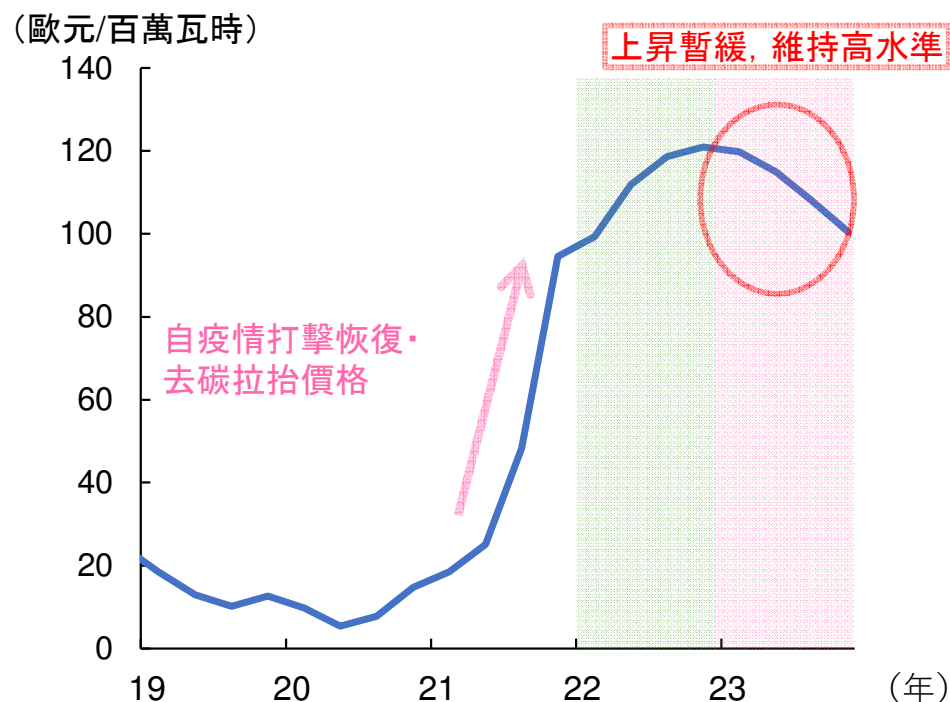
- 站在確保能源安全之觀點，脫俄情形持續進行 (減少對俄天然氣之進口)
 - 以2027年對俄羅斯零依存為目標，逐步減少對俄天然氣進口之方針 (歐盟委員會主席馮德萊恩)
 - 代替進口、加速發展節能·再生能源，預計2023年歐盟執委會的目標將會比2021年減少2/3
- 歐洲天然氣價格上昇步調已漸趨緩
 - 脫俄腳步加速 (替代採購·抑制需求) 使得2022年免於嚴重供需惡化的局面
 - 2023年預計仍將減少自俄羅斯之進口，供需平衡並未改善，價格依然居高不下

歐洲天然氣進口之預測



(出處) 根據Eurostat、BRUEGEL、IEA，由Mizuho Research & Technologies製作

歐洲天然氣價格(預測)

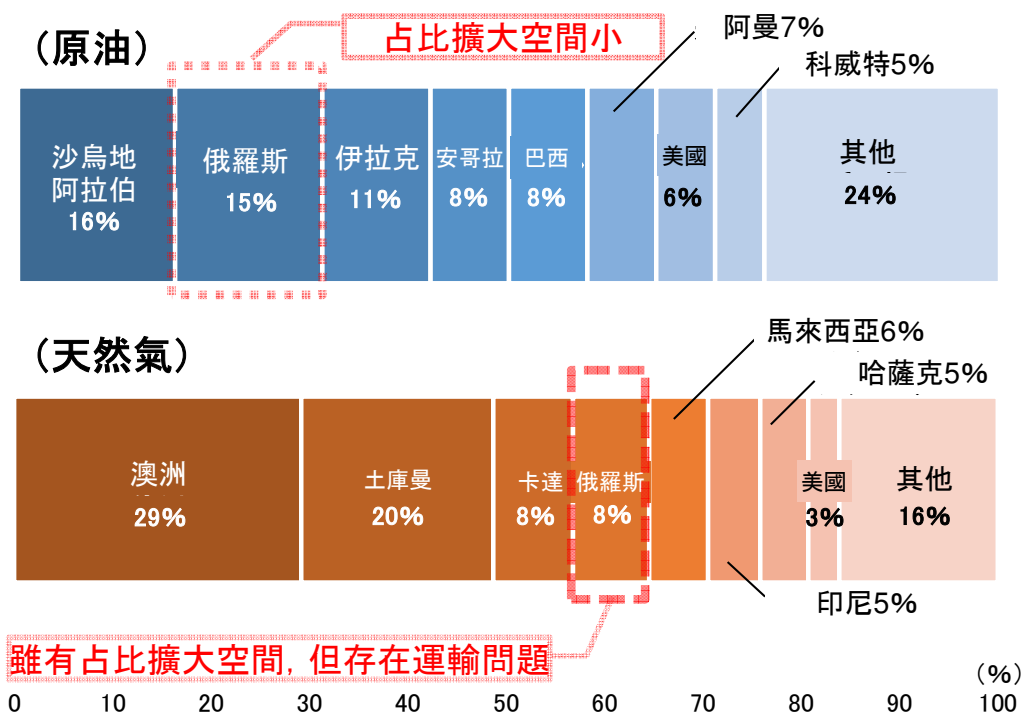


(出處) 根據路孚特資料，由Mizuho Research & Technologies製作

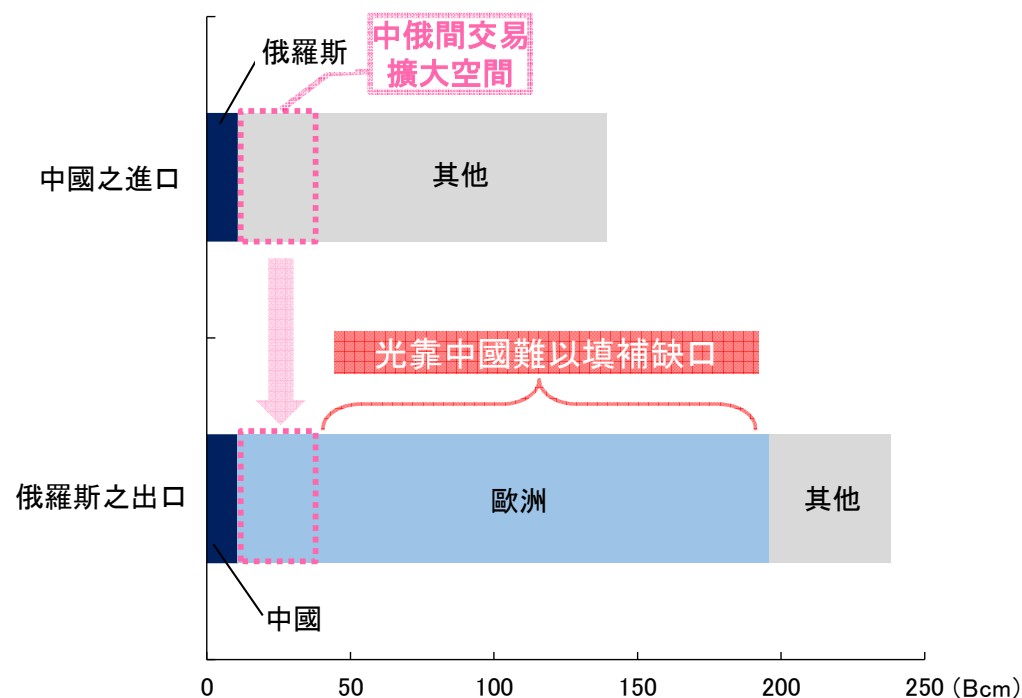
(參考) 中國有擴大對俄進口資源的空間，但仍不足以填補歐洲進口的缺口

- 基於避免與西方國家對立等因素，中國並未提供軍事援助，僅透過貿易擴大等進行經濟援助
 - 擴大對俄進口能源，從國家利益觀點來看不失為一種選項。未來需求增長可能會向俄羅斯採購
- 基於能源供給應避免依賴特定國家，並考慮運送・儲藏能力、既有長約等因素，中國採購之天然氣無法填補歐洲缺口
 - 中期看來，天然氣對俄羅斯之依存度最高可擴大達3成左右(約相當於目前的澳洲)，但進口擴大部分僅為俄羅斯對歐洲出口的約18%，尚不足以代替歐洲

中國原油・天然氣進口占比(以數量計)



天然氣進出口(中國・俄羅斯)



(注)2020年實績，天然氣為管線及LNG之合計

(出處)根據BP，由Mizuho Research & Technologies製作

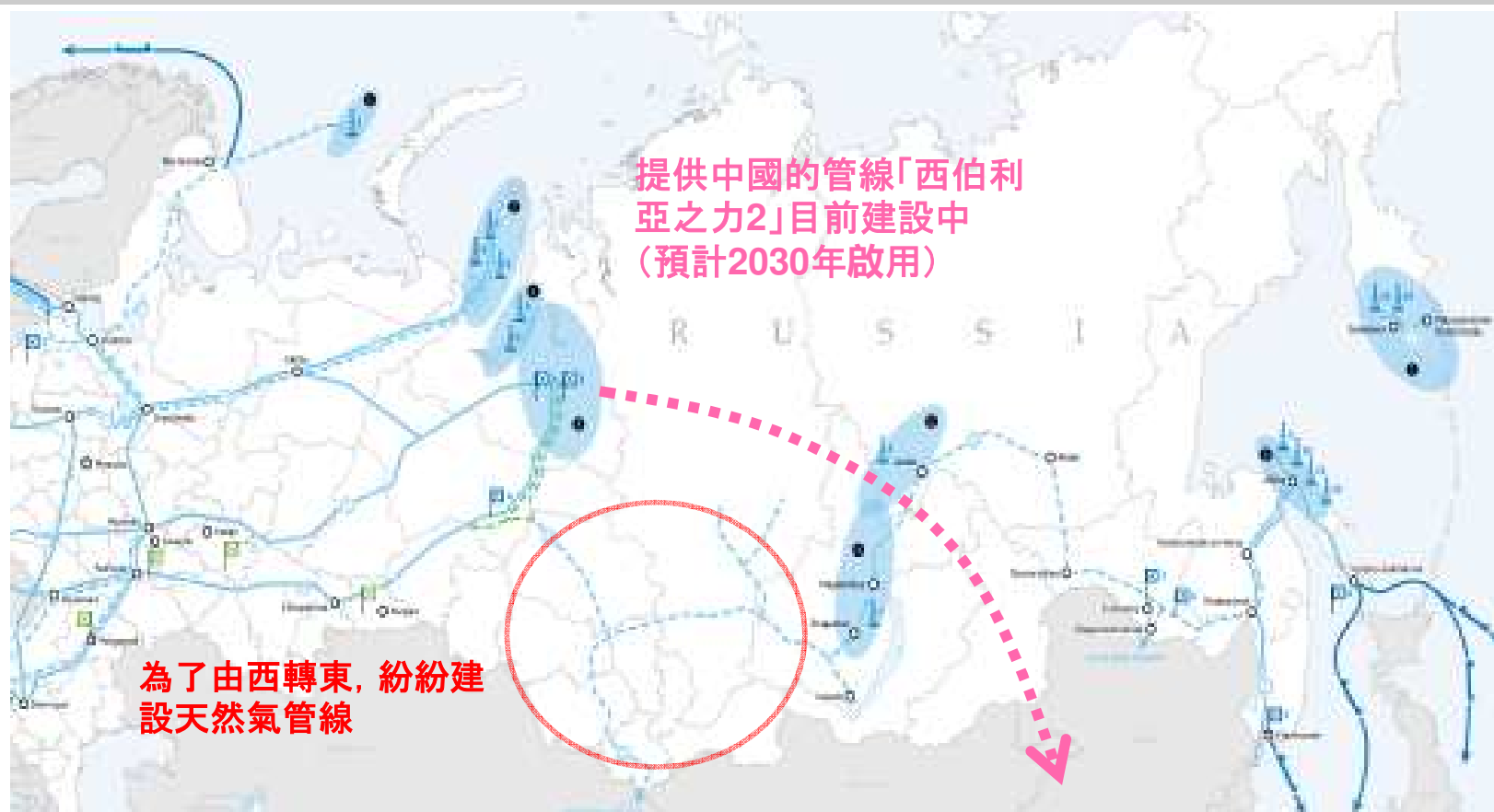
(注)2020年實績、管線及LNG之合計

(出處)根據BP，由Mizuho Research & Technologies製作

(參考)對俄羅斯來說，西西伯利亞天然氣東送，受到運輸限制這堵高牆的阻礙

- 普丁總統揭舉「俄羅斯能源東送」方針，對依賴俄羅斯天然氣的歐洲造成威脅
 - 但由於天然氣的運輸限制，以及買家中國的保守態度，短期內要東送依然困難。目前僅限於石油・煤炭

俄羅斯國內的天然氣管線



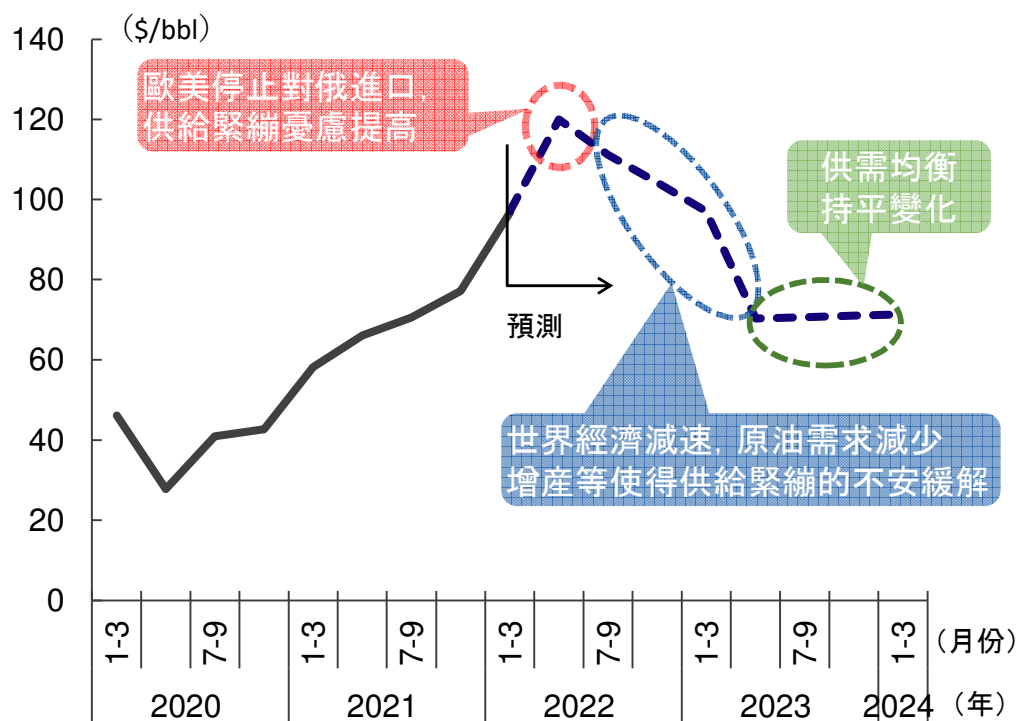
(注) 虛線為建設中的管線

(出處) 根據JOGMEC, 由Mizuho Research & Technologies製作

雖然供應不穩定導致原油漲價，但由於供給增加、需求減少，價格上揚呈現趨緩

- 短期看來，歐美各國停止對俄進口之措施，擴大對俄羅斯之經濟制裁，提高了能源供給緊繃之隱憂
 - 因俄羅斯原油之替代採購需求增大，使得俄羅斯以外之產油國的供給受到壓迫
- 但2022年中，考慮到供需面的因素，預計將呈現下滑趨勢
 - 受到世界經濟趨緩的影響，全球原油需求減速。再加上俄羅斯以外的產油國增產，全球整體的供給不安漸漸排除

原油價格(預測)



(出處)根據IEA、EIA等，由Mizuho Research & Technologies製作

未來關於原油價格預測的重點

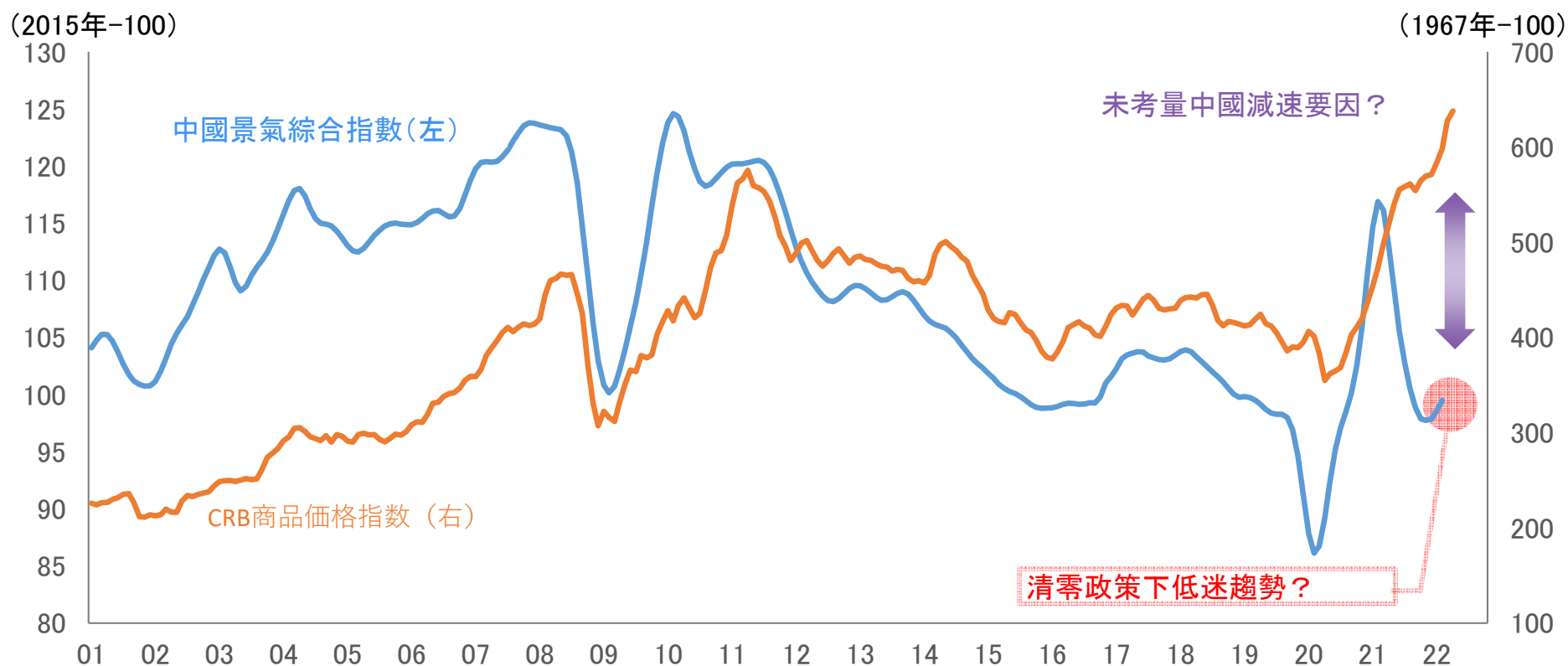
全球需求成長趨緩	<ul style="list-style-type: none">• 受到世界經濟衰退影響，全球原油需求預計也即將減速• 今後的供需平衡與俄羅斯開始出兵侵略烏克蘭時期所預想的水準，應可有所改善
俄羅斯以外產油國增產	<ul style="list-style-type: none">• 美國頁岩油的增產動向• 沙烏地阿拉伯和UAE亦都有增產空間
地緣政治風險供給隱憂舒緩	<ul style="list-style-type: none">• 目前歐美各國停止對俄進口等舉動提高了全球供給不穩定的隱憂，成為拉高原油價格之主因• 另一方面，印度持續進口俄羅斯原油，隨著俄羅斯逐步轉換供給至非歐美國家，供給不安亦將漸漸緩解

(出處)根據IEA、各種報導等，由Mizuho Research & Technologies製作

(參考) 商品市場狀況與中國景氣感出現悖離。中國因素影響價格下行

- 中國經濟與商品市況大致相關
 - 但最近中國經濟減速(新冠疫情後迅速回升的局面也暫緩), 商品價格卻高漲
 - 即使考慮烏克蘭因素, 漲幅亦顯過度。鑒於上海封城的狀況, 中國經濟可能面臨回落隱憂, 反而是商品市況下行的主要因素

中國景氣綜合指數與商品價格指數



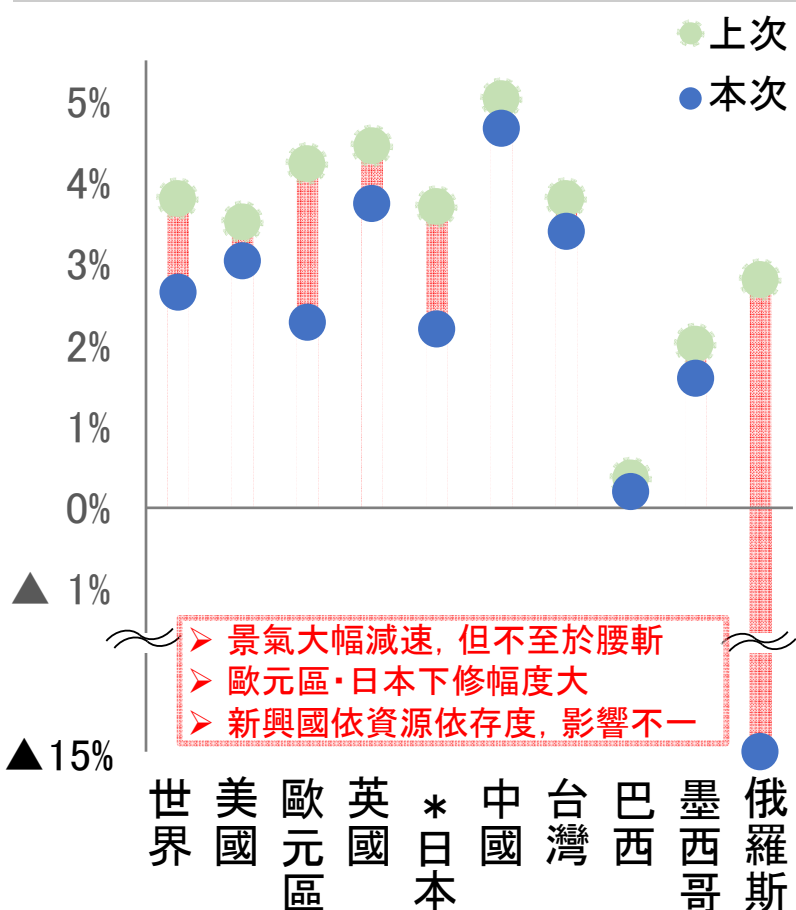
(出處)根據中國國家統計局、中國財政部、CEIC data, 由Mizuho Research & Technologies製作

世界經濟展望：受到烏克蘭局勢影響資源價格上昇等影響，進行下修

■ 2022年世界經濟成長率2.6%，下修1.2個百分點

- 雖然大幅下修，但在新冠疫情後漸趨正常的局面下，預計個人消費可望回升，因此**景氣不至於腰斬**
- 除了震源**歐元區**之外，**非資源型國家-日本的下修幅度也極大**。新興國家依其資源依存度，影響程度不一

世界經濟展望及修正重點



	2022年 成長率 修正狀況	展望修正重點	【參考】 2023年 成長率
世界	3.8% ⇒2.6%	受烏克蘭局勢影響， 成長率大幅衰退 。但全世界正從新冠疫情慢慢走向經濟正常化局面， 並未到達景氣收縮地步	3.3%
美國	3.5% ⇒3.0%	烏克蘭的影響有限，但因通貨膨脹加速導致 實質購買力降低以及利率上昇 ，因此 成長率減速 。2023年依然有殘存影響	2.4%
歐元區	4.2% ⇒2.3%	天然氣·原油價格上昇 為影響消費的因素。為了脫俄而進行 能源結構轉換 ，也成為 經濟沉重負擔	2.5%
日本 ※年度	3.7% ⇒2.2%	能源價格高漲 的影響以及歐洲經濟失速成為 下行因素 ，不過新冠疫情邁向正常化，對 人服務消費逐漸回溫 ，成為支撐景氣的因素	1.6%
中國	5.0% ⇒4.7%	烏克蘭情勢影響有限，但 疫情再度擴大 成為 下行因素 。政府透過減稅等財政政策來支撐，但成長率僅有4.5左右%	5.2%
台灣	3.8% ⇒3.4%	物價上昇為個人消費下壓因素， 不過 因新冠疫情邁向正常化， 抵銷下行影響 。企業穩健的設備投資也成為支撐經濟的因素	2.6%
俄羅斯	2.8% ⇒▲13.3%	嚴格資本限制奏效，盧布回穩，但 西方國家的出口限制、重新檢視對俄事業 ，使得 大幅負成長勢不可免	▲1.7%

※...日本為年度成長率

(出處)根據IMF、各國·地區統計，由Mizuho Research & Technologies製作

主要預測：世界經濟展望一覽表

	(對上年比、%)					(%Pt)	
	2020 日曆年	2021	2022	2023 (預測)	2024	2022 (與2月比較)	2023
世界實質GDP成長率	▲ 3.1	5.8	2.6	3.3	3.2	▲ 1.2	-
日美歐	▲ 5.0	5.2	2.6	2.4	1.9	▲ 1.2	0.1
美國	▲ 3.4	5.7	3.0	2.4	2.2	▲ 0.5	0.1
歐元區	▲ 6.4	5.2	2.3	2.5	2.0	▲ 1.9	▲ 0.1
英國	▲ 9.4	7.5	3.7	1.7	1.7	▲ 0.7	0.1
日本	▲ 4.5	1.6	1.5	2.1	1.1	▲ 1.4	-
亞洲	▲ 0.9	7.1	5.1	5.0	4.9	▲ 0.3	-
中國	2.2	8.1	4.7	5.2	4.9	▲ 0.3	-
NIEs	▲ 0.7	5.4	2.6	2.7	2.1	▲ 0.6	0.2
台灣	3.4	6.4	3.4	2.6	2.1	▲ 0.4	0.1
ASEAN5	▲ 3.6	3.3	5.2	4.9	4.6	▲ 0.3	0.1
印度	▲ 6.6	8.3	7.4	5.9	6.2	▲ 0.2	0.1
澳洲	▲ 2.2	4.7	2.8	2.6	2.1	▲ 0.1	-
巴西	▲ 3.9	4.6	0.2	2.2	2.3	▲ 0.2	0.2
墨西哥	▲ 8.2	4.8	1.6	2.3	2.3	▲ 0.4	-
俄羅斯	▲ 3.0	4.2	▲ 13.3	▲ 1.7	2.1	▲ 16.1	▲ 3.8

能源價格提高對所得減少之影響大

共存政策成為經濟支撐因素
暢旺的半導體投資亦為支撐因素

雖受到世界經濟減速之逆風影響，但能源價格提高，獲得改善的經常收支亦成為支撐因素

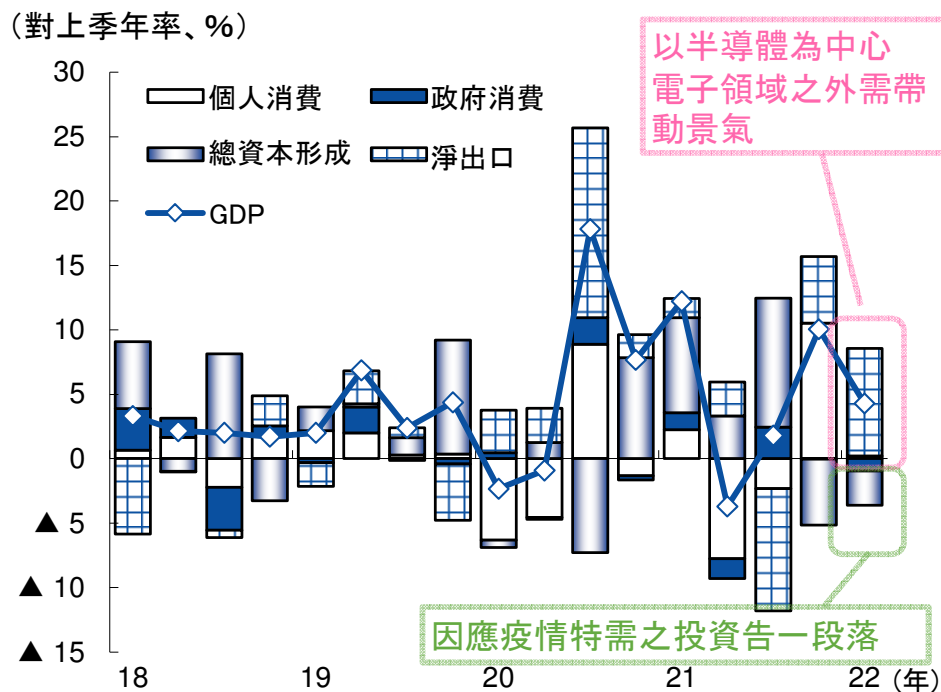
所有國家皆下修，但各國·地區修正幅度不一

(注)深底色部分為預測值。預測對象地區係根據IMF的GDP占比(PPP)而計算
(出處)根據IMF、各國·地區統計，由Mizuho Research & Technologies製作

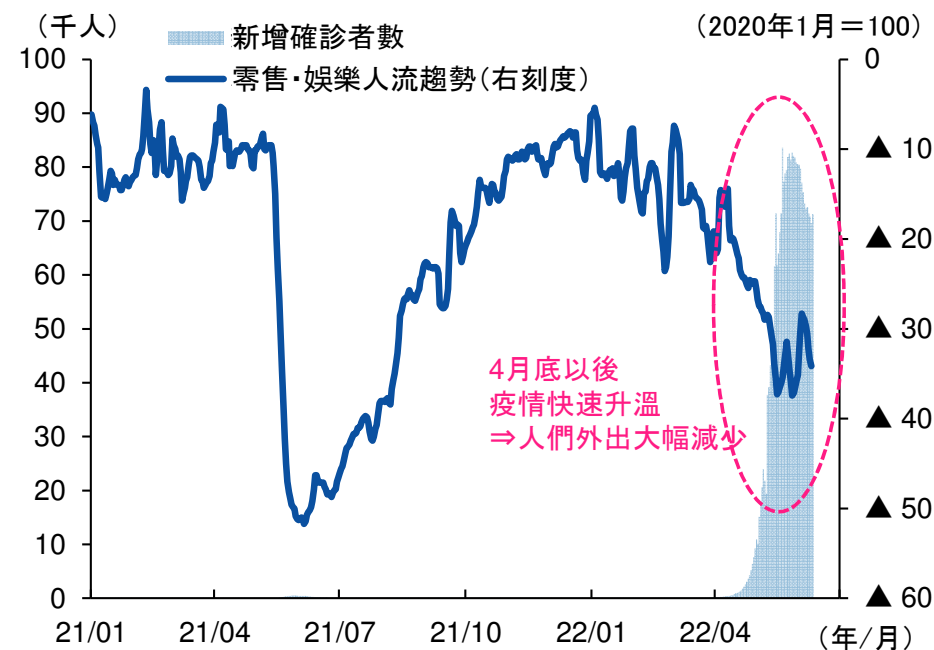
台灣經濟穩步增長，但2022年將放緩

- 2022年第一季台灣經濟對上季年率+4.3%，景氣持續擴張
 - 以半導體為中心，電子領域之外需為主要帶動因素
 - 另一方面，設備投資在2020年年中以後預計高峰暫歇
- 預計2022年全年**成長率為+3.4%，較上年(+6.6%)趨緩**。電子領域需求趨緩，加上疫情及物價高漲，皆為拖緩要因
 - 預計疫情在電子領域帶來的特殊需求將降低，放緩愈趨明顯
 - 由於4月底以後本土疫情擴大，目前消費停滯不前。此外，能源價格高漲使得通貨膨脹加速，皆是經濟回溫的阻力

實質GDP成長率



新增確診人數與零售·娛樂人流趨勢(mobility)



(出處)根據台灣行政院主計總處資料，由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據美國John Hopkins University、Google Mobility Report資料，由Mizuho Research & Technologies製作

(參考)受烏克蘭情勢·升息·中國經濟趨緩影響，主要機構皆下修預測

- 對比政府機構的預測，Mizuho Research & Technologies的預測略顯悲觀，不過目前市場預測接近敝公司之預測值(+3.5%)
 - Mizuho Research & Technologies在4月預測時已考慮【俄烏問題】、【美國升息影響】，預測22年為+3.4%
- 受到烏克蘭局勢·美國升息·中國經濟趨緩的影響，目前政府·央行的成長率預測都將朝下調整
 - 5月底時政府預測下修。2022年成長率由4月時之+4.4%，下修至+3.9%
 - 6月時台灣央行也從3月的+4.05%下修為+3.75%。物價成長率預測上修，對通膨現象維持警戒

台灣經濟預測(2022年)

	發表機構	台灣政府	台灣央行	IMF	Mizuho Research & Technologies
22年成長率	2月以前	+4.42 (22年2月)	+4.05 (22年3月)	+3.3 (21年10月)	+3.8 (22年2月)
	最近預測	+3.91 (22年5月)	+3.75 (22年6月)	+3.2 (22年4月)	+3.4 (22年4月)
	(變化幅度)	▲0.5	▲0.3	▲0.1	▲0.4

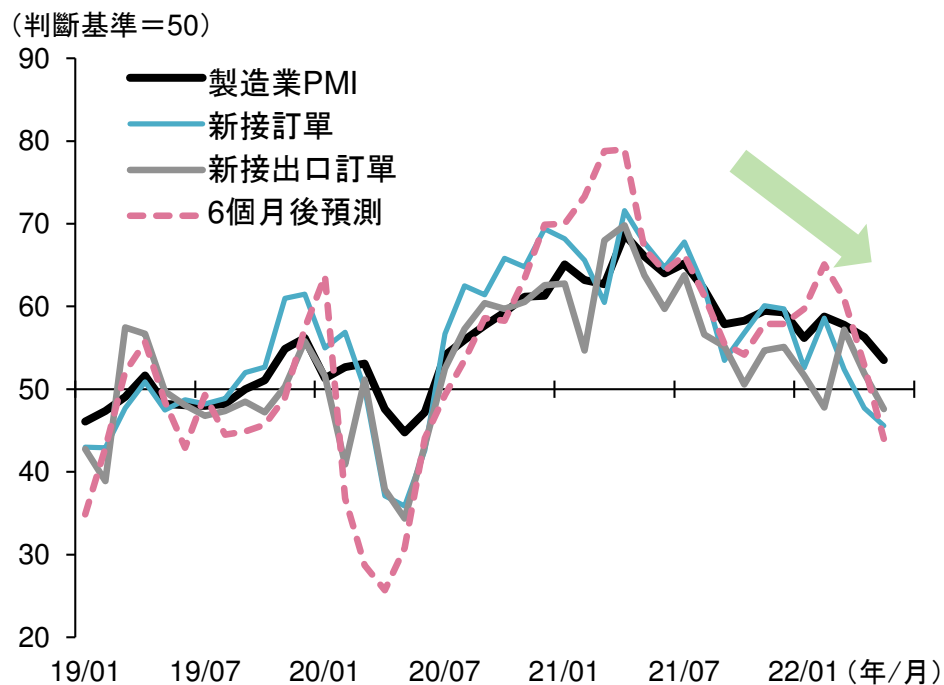
(注) (括號內)為各機構預測值之發表時間

(出處)根據台灣行政院主計總處、台灣央行、IMF資料，由Mizuho Research & Technologies製作

目前製造業商業信心下降低迷。擴大設備投資的趨勢也暫告一段落

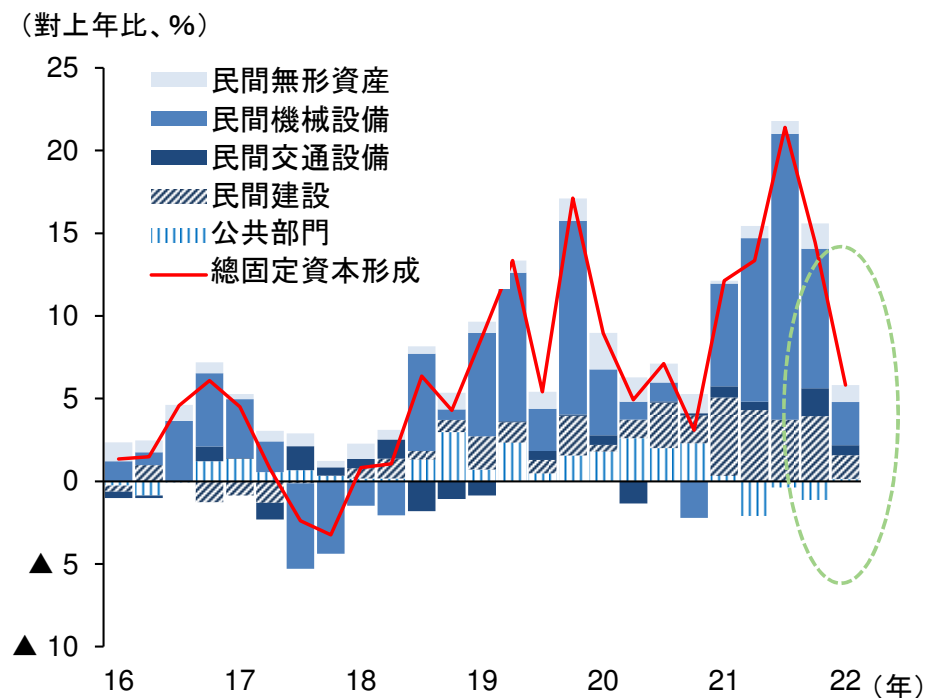
- 製造業商業信心趨於低迷
 - PMI指數維持在擴張期，受交貨期間指數和庫存指數推升
 - 另外受到中國經濟趨緩等影響，目前新接訂單、新接出口訂單、6個月後的預測指標惡化
- 擴大設備投資的趨勢也暫時告一段落
 - 除了主力的電子領域外，維持較高成長的建設部門也有趨緩跡象
 - 除了相較於2021年激增的反彈，企業強化對未來的審慎態度，也拖緩了投資擴大的腳步

製造業PMI



(出處)根據中華經濟研究院資料，由Mizuho Research & Technologies製作

總固定資本形成



(注) 貢獻度為Mizuho Research & Technologies推估值

(出處)根據台灣行政院主計總處，由Mizuho Research & Technologies製作

疫情帶來的特別需求飽和，半導體市場成長趨緩。累積庫存告一段落亦為原因

- 2022年世界半導體市場相較於2021年的高成長呈現減速
 - 調查機構預測2022年營業額為+10%~20%之間。相較於因疫情特需而呈現好景的2021年，開始大幅減速
- 日本4月的積體電路·電子裝置生產減少兩位數
 - **積體電路出貨庫存平衡嚴重惡化。**衰退程度超過2018年記憶體泡沫瓦解時
 - PC·平板、行動電話等最終產品需求減少，再加上**庫存累積(假性需求)暫歇**，**或對減產帶來影響**

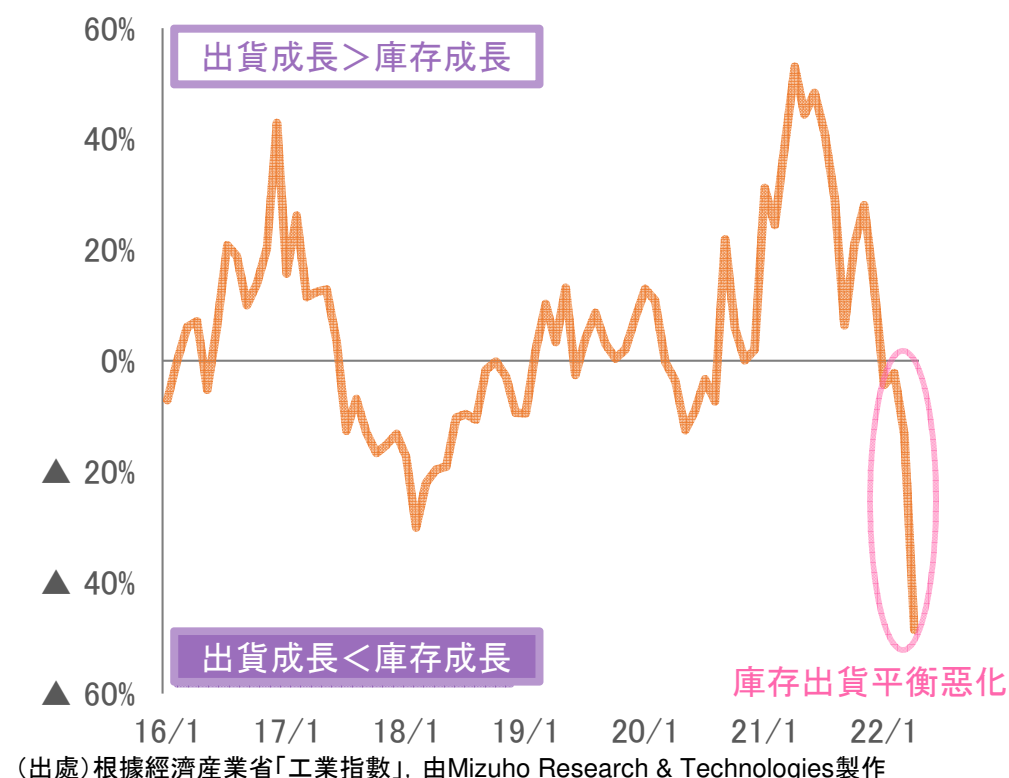
世界半導體營業額預測

發表來源 (發表時期)	2021年	2022年	2023年
IC Insights (2022年1月)	+25%	+11% (僅積體電路)	—
WSTS (2022年6月)	+26.2%	+16.3%	+5.1%
Gartner (2022年4月)	+26.3%	+13.6%	+3.6%

(注) 名目GDP

(出處) 根據世界半導體貿易統計協會(WSTS)、Gartner、IC Insights, 由Mizuho Research & Technologies製作

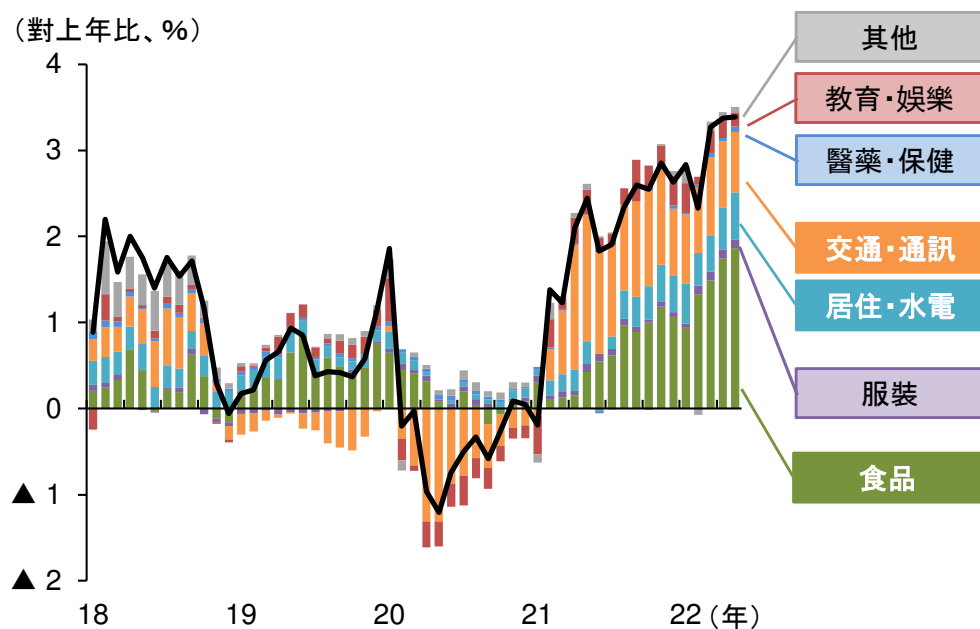
日本積體電路之庫存出貨平衡(出貨對上年比-庫存對上年比)



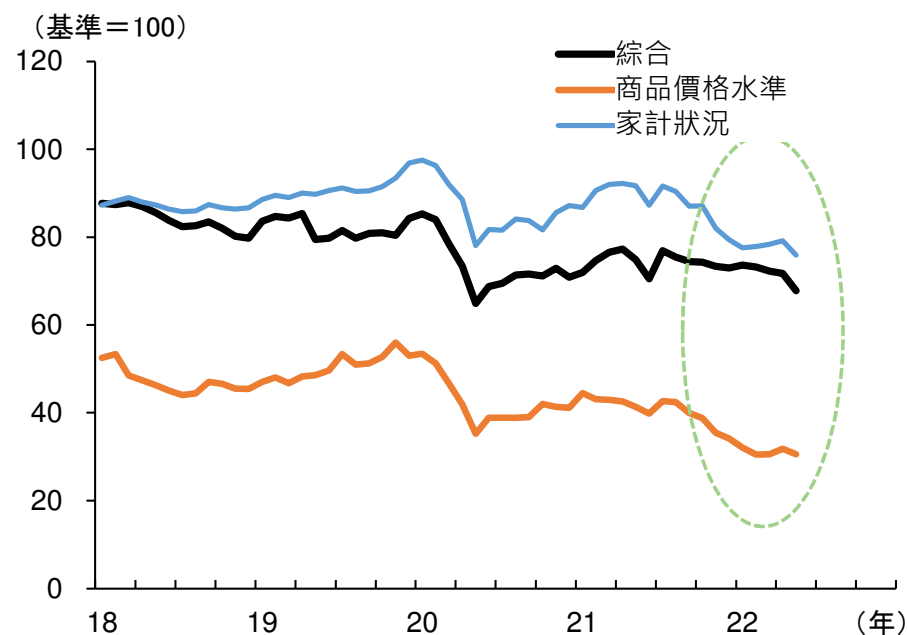
通膨加速成為消費回溫之阻力

- 能源價格高漲下**通貨膨脹**持續加速
 - 消費者物價指數中，食品、交通·通訊費、居住·水電費等大幅推升了通膨率
- 受到通貨膨脹加速影響，**家計消費信心**呈現低迷。**抑制未來消費復甦**
 - 觀察消費信心指數，自2021年底起對於家戶狀況和商品價格高漲的預測即已出現惡化情形。能源價格高漲帶來的通膨加速，降低了家戶的購買意願

消費者物價指數



消費者心理(6個月後預測)



(出處)根據台灣行政院主計總處，由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據國立中央大學台灣經濟發展研究中心資料，由Mizuho Research & Technologies製作



(出處)《金融時報》2022.02.25

潛在風險

～清零政策・美國景氣趨緩隱憂・糧食危機～

原先擔心5月出口景氣受到上海封城影響，卻出現高於預測的回升

■ 5月出口對上年同期+16.9%(上月:+3.9%)，迅速回升

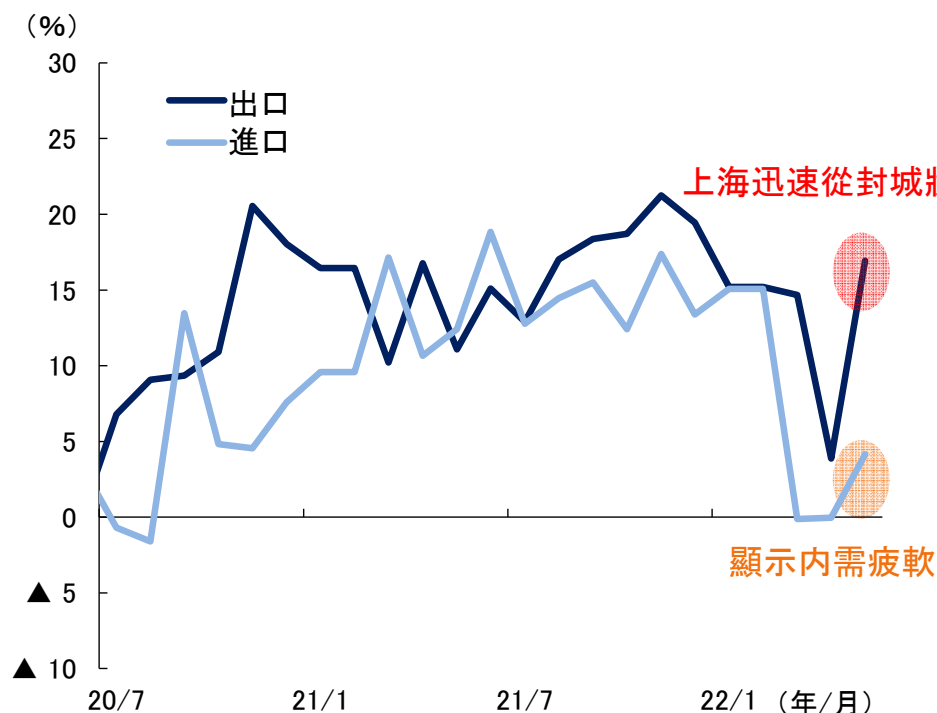
— 品項方面，除了受華東地區減產影響較大的電子零件以外，皆已恢復正常

— 主要港口之貨櫃吞吐量對上年同月比+7.3%，可確認已確實回升。上海港封鎖導致的物流停滯雖使出口低於上年，但其他主要港灣扮演了替代角色

■ 另一方面進口則為+5.1%(上月:+0.7%)，欠缺強勁回升力道

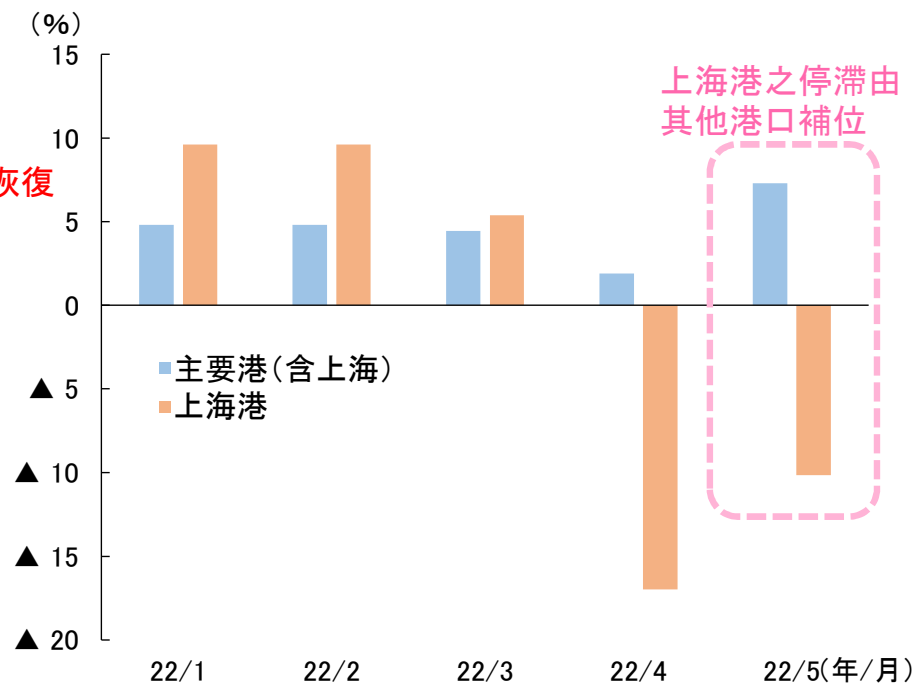
— 封城帶來生產·消費之萎縮，汽車·電子相關類別尤為低迷。內需回溫力道疲軟

出口金額(美元計價、對上年比)



(注)相較於2021年、2019年之成長率(兩年平均)、每年1、2月為合計值之成長率
(出處)根據中國海關總署、CEIC data, 由Mizuho Research & Technologies製作

主要港口貨櫃吞吐量(對上年比)



(注)主要港口數據係根據8大樞紐港之對外貿易用貨櫃的高頻率數據為基礎, 由Mizuho Research & Technologies換算為每月數量。主要港口、上海港1、2月皆為合計值之成長率
(出處)根據上港集團、wind資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

上海解除封城後依然零星出現社區感染。地方政府持續警戒

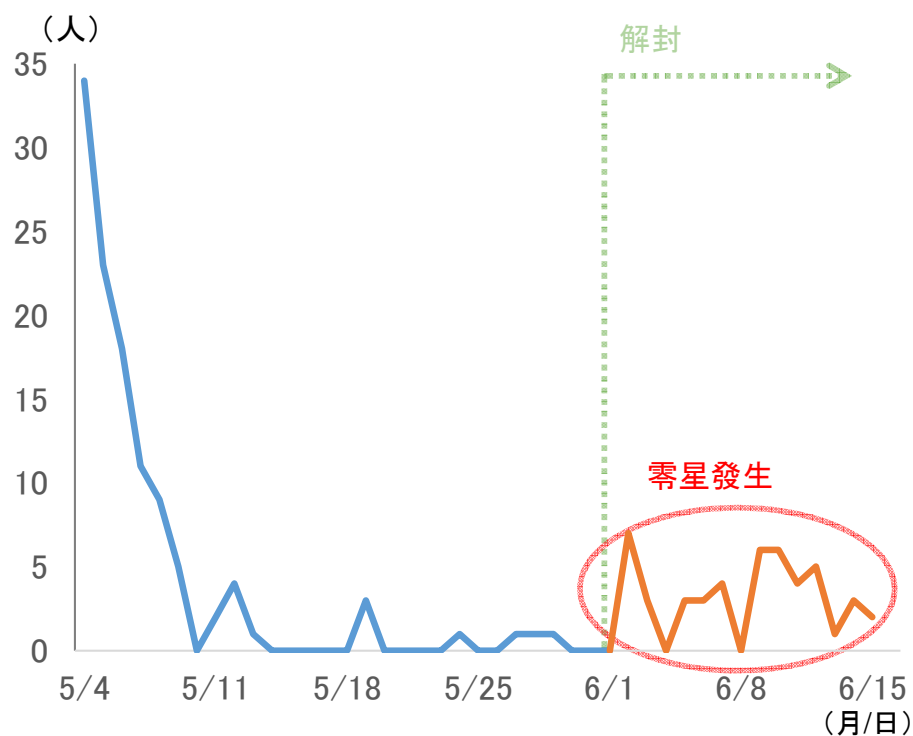
■ 上海解封後依然零星出現社區感染

- 上海市當局對於感染再度擴大提高警戒，6/11~12於市內各區實施大規模PCR檢查(雖未封城，依然計畫持續定期檢查)。引發再度封城之隱憂⇒企業·家庭行動趨向保守審慎

■ 實施全民PCR檢查之中核都市數仍高

- 持續對感染之警戒。不改清零政策基準，實施徹底檢查和確診者之隔離方針

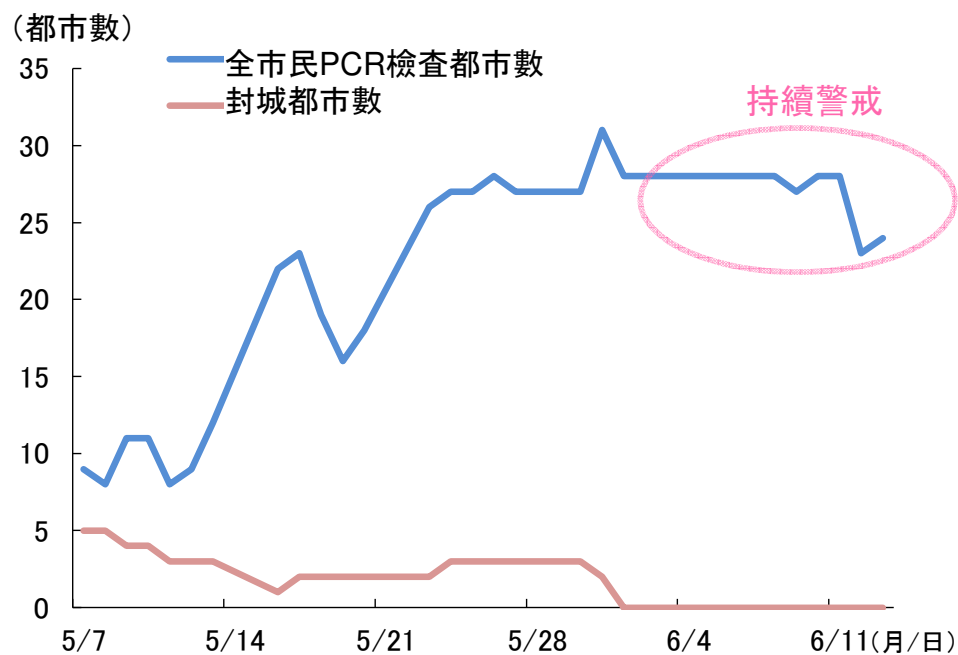
上海市社區感染狀況



(注) 不含隔離設施內之新增確診者。含無症狀感染者

(出處) 根據國家衛生健康委員會資料，由Mizuho Research & Technologies製作

封城及全市民實施PCR檢查之都市總數



(注) 以人口500萬人以上、91都市為對象

(出處) 根據各種報導，由Mizuho Research & Technologies製作

保守的防疫措施抑制消費復甦腳步。接連下修成長率預測

- 保守防疫措施(全市民PCR檢查等)帶來之弊害逐漸外顯
 - 實施定期檢查的都市, 1個月的零售營業額平均下降4.4%
 - 除了過往想像的封城措施, 亦須考量保守防疫措施之影響
- 3月全人代標榜重視穩定之經濟營運, 但源自清零政策之景氣逆風仍未停歇
 - 雖已祭出景氣復甦對策, 但主要預測機關對2022年成長率預測依然持續下修

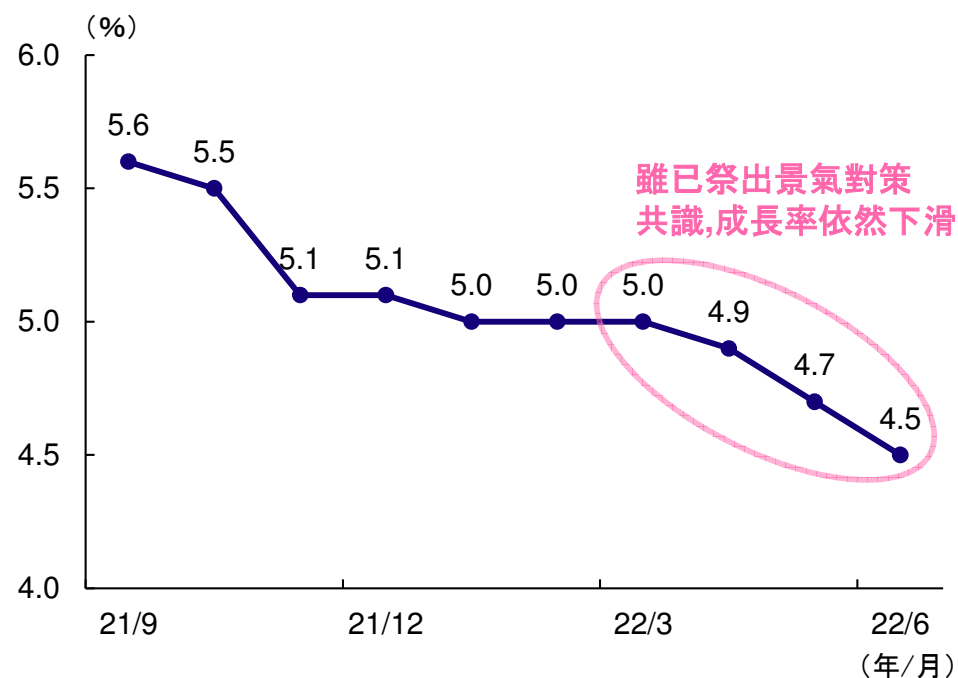
防疫措施對經濟之影響

種類	長期封城	短期封城	全市民PCR檢查
實施期間與狀況	超過1個月 (初期措施失敗)	1週左右	每日~每週 實施檢查
行動限制等級	高	中	低
零售營業額 下滑幅度 (對上年 比)	▲48.3%	▲10.2%	▲4.4%
代表都市	上海(3~5月) 長春(3~4月)	深圳(3月) 天津(5月)	廣州(4月) 杭州(4月)

須進一步觀察

(注)零售營業額下滑幅度為代表性都市之單月實績平均值
(出處)根據中國國家統計局、CEIC、各種報導, 由Mizuho Research & Technologies 製作

2022年GDP成長率之共識

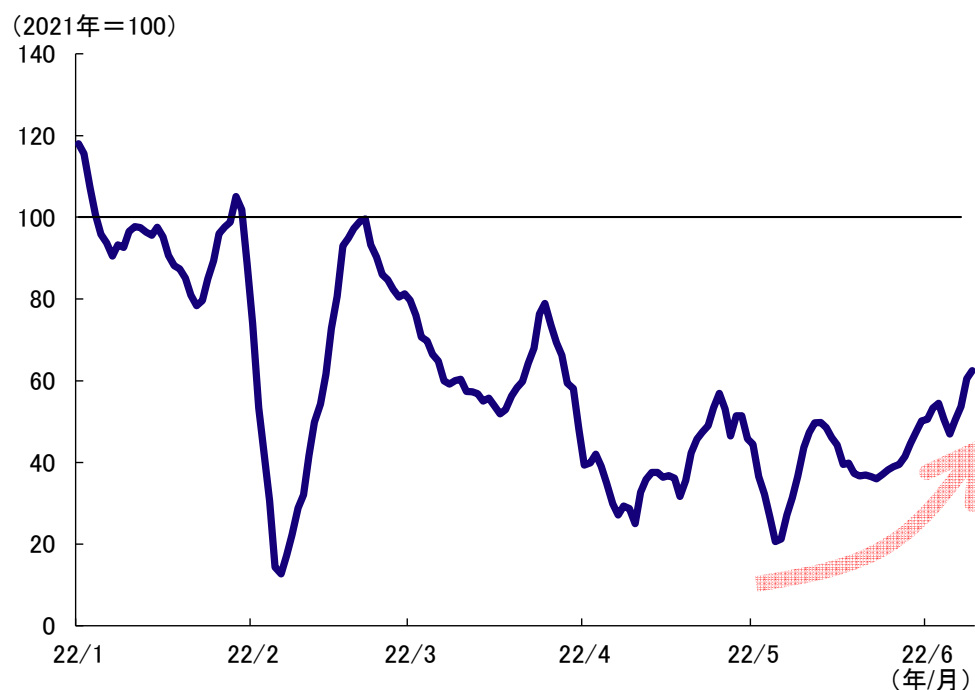


(注)智庫對中國實質GDP成長率預測之中位數變化
(出處)根據Consensus Forecasts資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

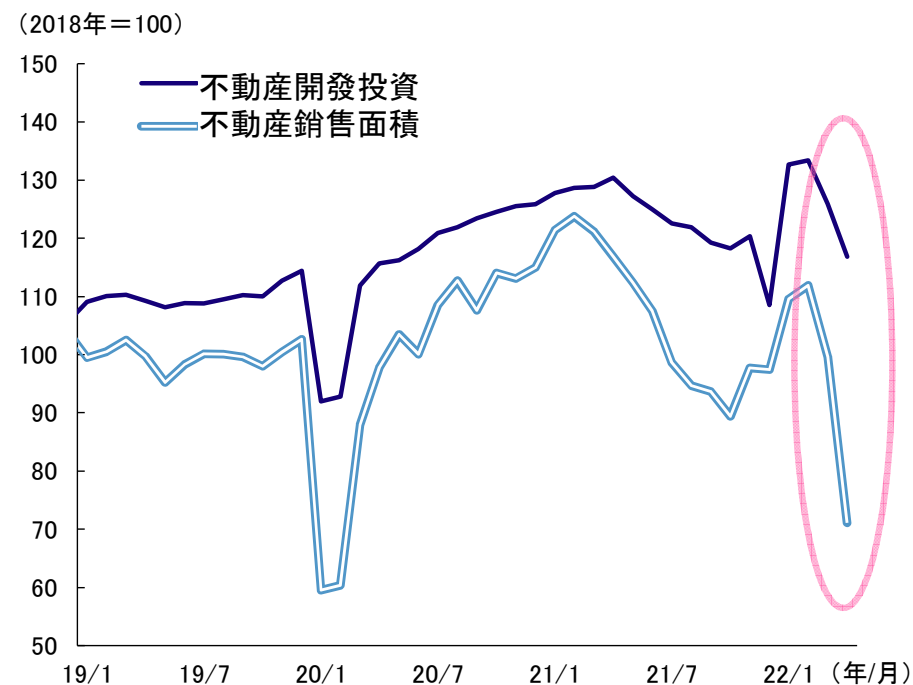
不動產投資觸底時間延後。之後的回升腳步亦緩慢

- 主要都市之不動產銷售在3~4月受到上海封城等影響，大幅下滑
 - 當局降低貸款利率及頭期款比率，放寬住宅購買條件等試圖喚起剛需
 - 5月初旬出現緩步回升，政策效果預計在今年後半逐漸顯化
- 受到不動產銷售停滯影響，不動產投資觸底時期亦延後至今年下半年
 - 針對開發業者持續實施融資限制，觸底後預計出現緩慢成長(無法成為帶動經濟之引擎)

不動產買賣成交件數(主要都市、每日)



不動產相關指標(每月)



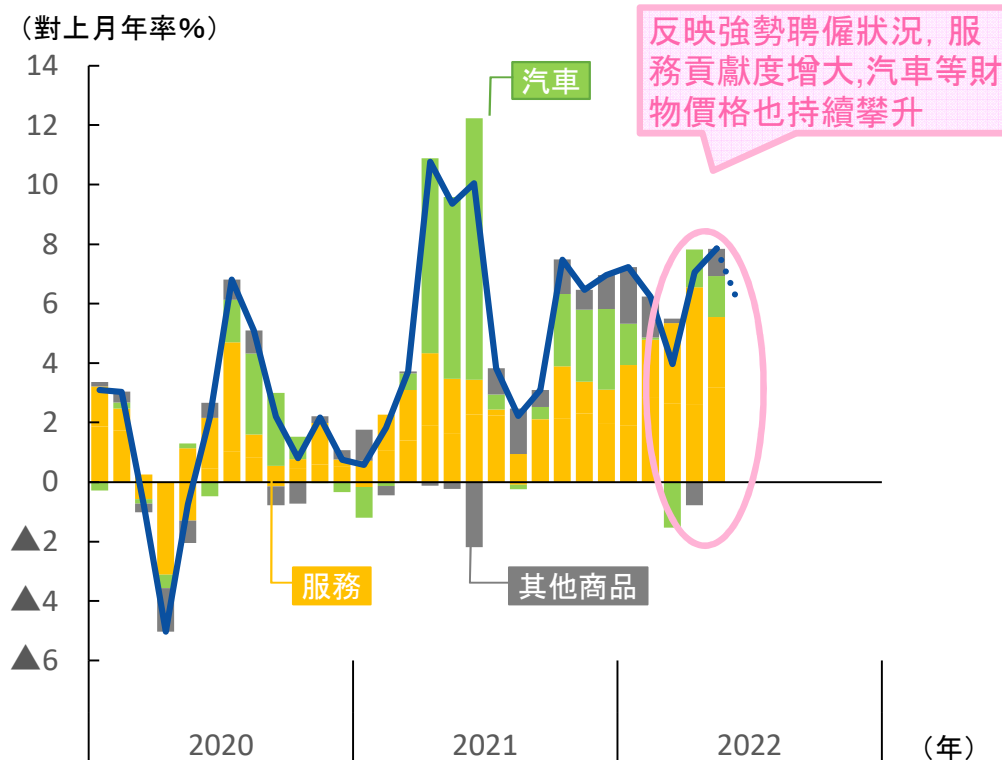
(注) 1級都市之平均
(出處) 根據各都市不動產管理局、Wind資料，由Mizuho Research & Technologies製作

(注) 不動產開發投資與銷售面積為Mizuho Research & Technologies進行季節調整後之數值
(出處) 根據國家統計局、CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

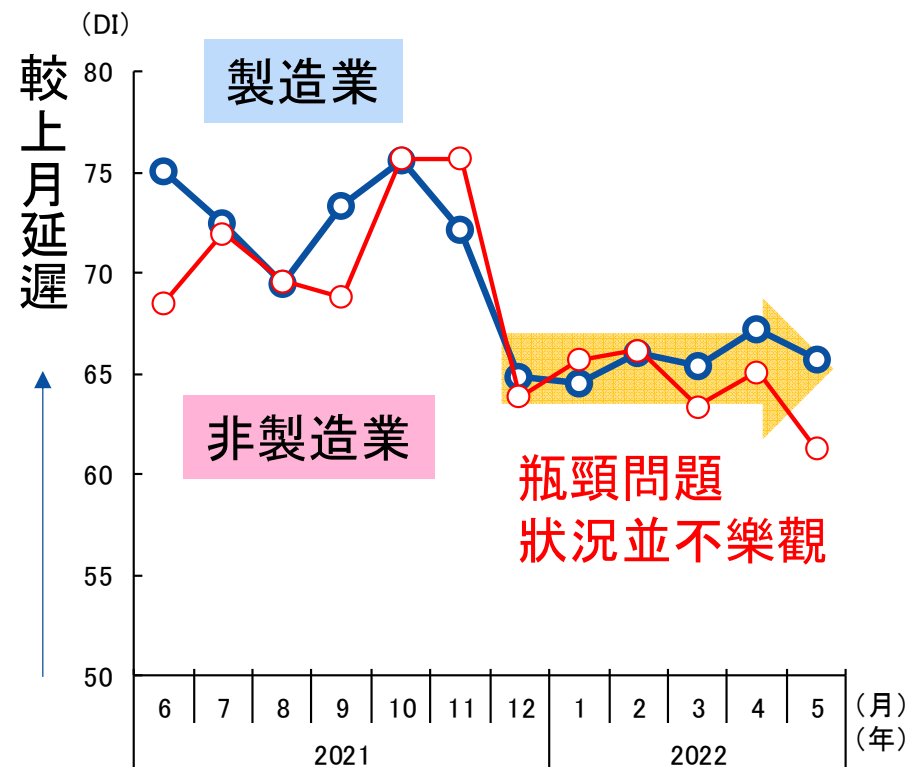
美國通膨現象仍未見平息徵兆。討論何時趨緩為時尚早

- **5月CPI上昇率對上月+1.0%、不含糧食·能源之核心CPI為+0.6%，持續高通膨現象**
 - 根據克里夫蘭聯邦儲備銀行的Nowcast預測，6月為+0.5% (6/14)，未見通膨趨緩現象
 - 消費者之通膨期待亦維持高水準。根據6月密西根大學的調查，未來5年預測通貨膨脹上升為3.3% (相隔14年之水準)
- 美國供應管理協會 (ISM) 進貨延遲指數維持在60左右之高水準。**瓶頸問題狀況並不樂觀**

美國核心CPI與居住·服務價格



ISM進貨延遲指數



(注)6月核心CPI上昇率(折線)係根據克里夫蘭聯邦儲備銀行之Inflation Nowcasting(6/14)

(出處)根據美國勞動部、克里夫蘭聯邦儲備銀行資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據ISM, 由Mizuho Research & Technologies製作

消費穩健成長。尚未發現高通膨抑制需求之機制

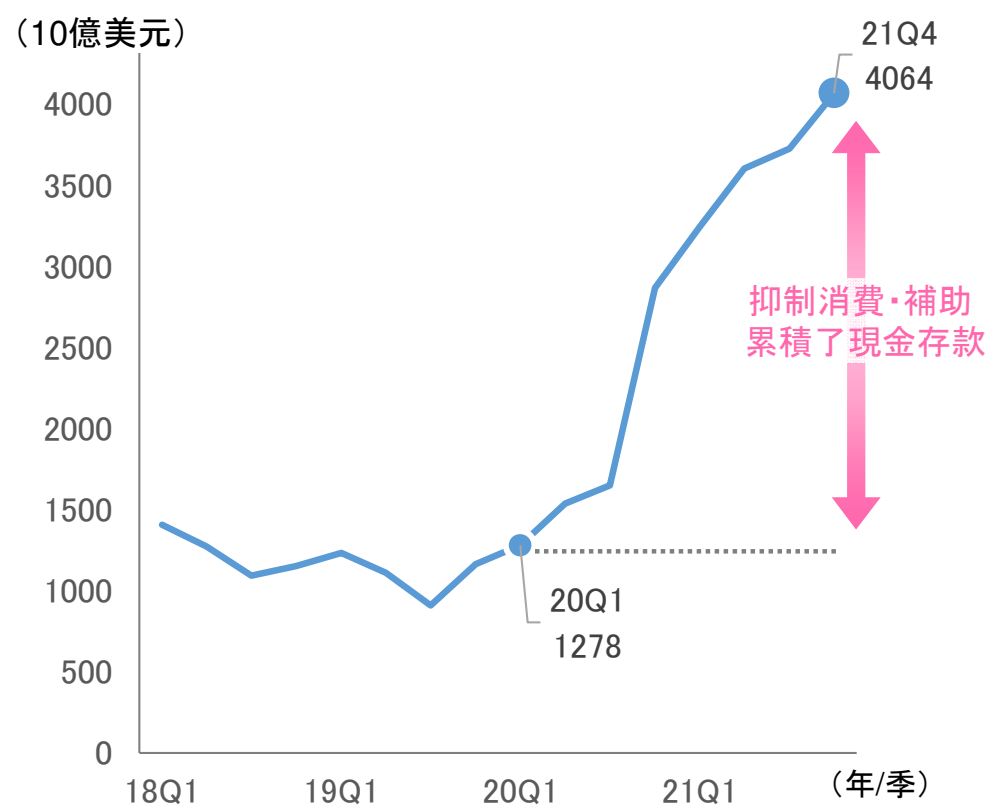
- 持續高通膨雖導致實質可支配收入減少，但消費卻表現強勁
 - 感染疑慮減少，服務消費穩定回升。發現商品消費並未因轉移至服務消費而出現明顯減少
 - ⇒ 服務物價上昇、商品物價也居高不下
- 消費穩定原因之一，為新冠疫情累積之超額儲蓄
 - 新冠疫情抑制消費以及政府的補助，使得家計持有之現金存款激增，抵銷了通貨膨脹導致的實質所得減少

商品消費和服務消費悖離趨勢之狀況



(出處) 根據美國商務部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

家計持有之現金存款餘額

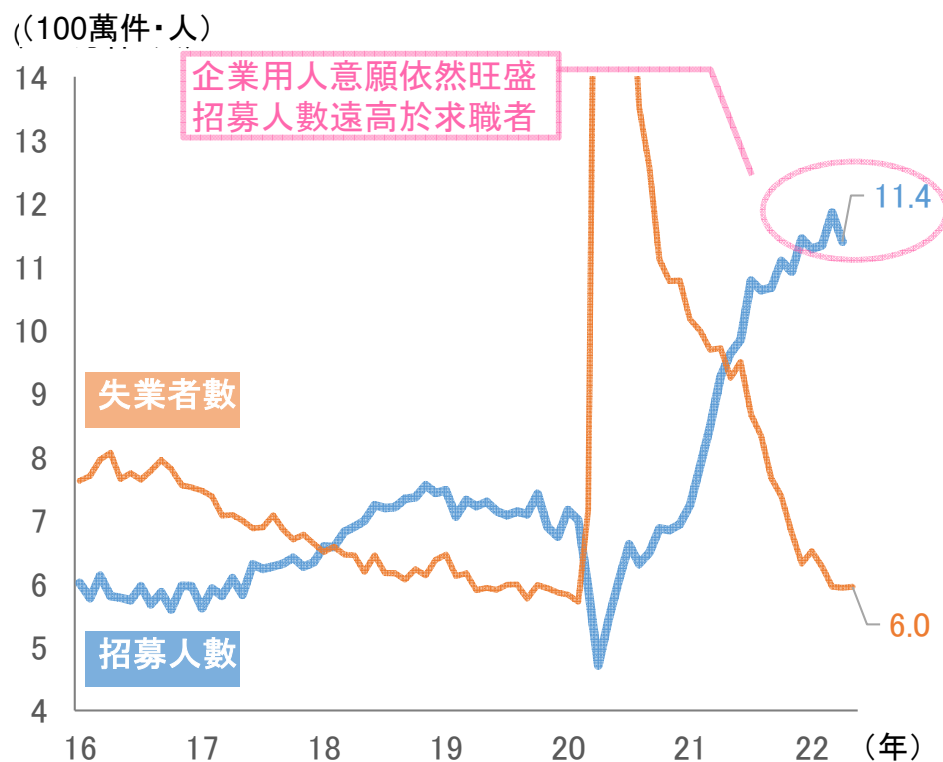


(出處) 根據FRB資料，由Mizuho Research & Technologies製作

良好雇用環境之功過～景氣雖穩定，卻隱藏薪資通膨提高之風險

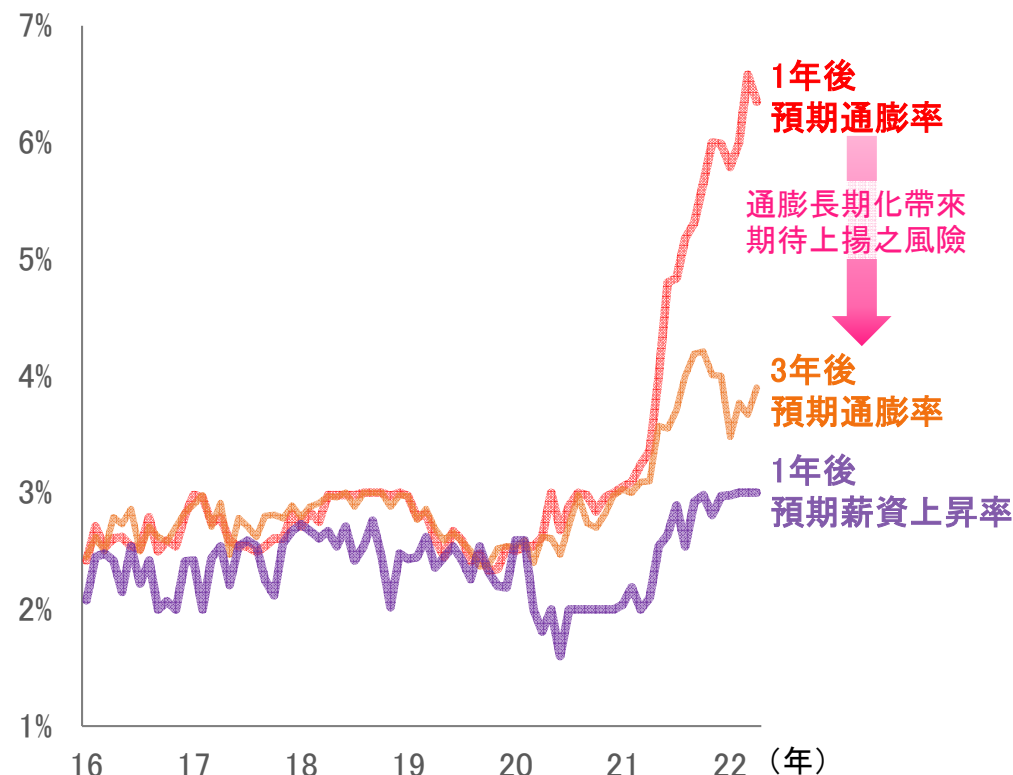
- 美國勞動市場出現招募人數遠超於失業者數(求職者數)的史上罕見狀況
 - 4月招募人數有1,140萬人之高，為失業者數的約2倍
 - 積極因應數位化、脫碳、地緣政治風險等結構性環境變化，為需求過剩暫不會改變的原因之一
- 良好雇用環境形成支撐消費的構圖
 - 升息後對利率較敏感的汽車或住宅銷售等勢必面臨調整，但美國經濟整體依然走勢穩健
 - 另一方面通膨若長期化，亦可能帶來加速薪資通膨的風險

美國招募人數和失業者數



(出處)根據美國勞動部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

消費者對通膨預期

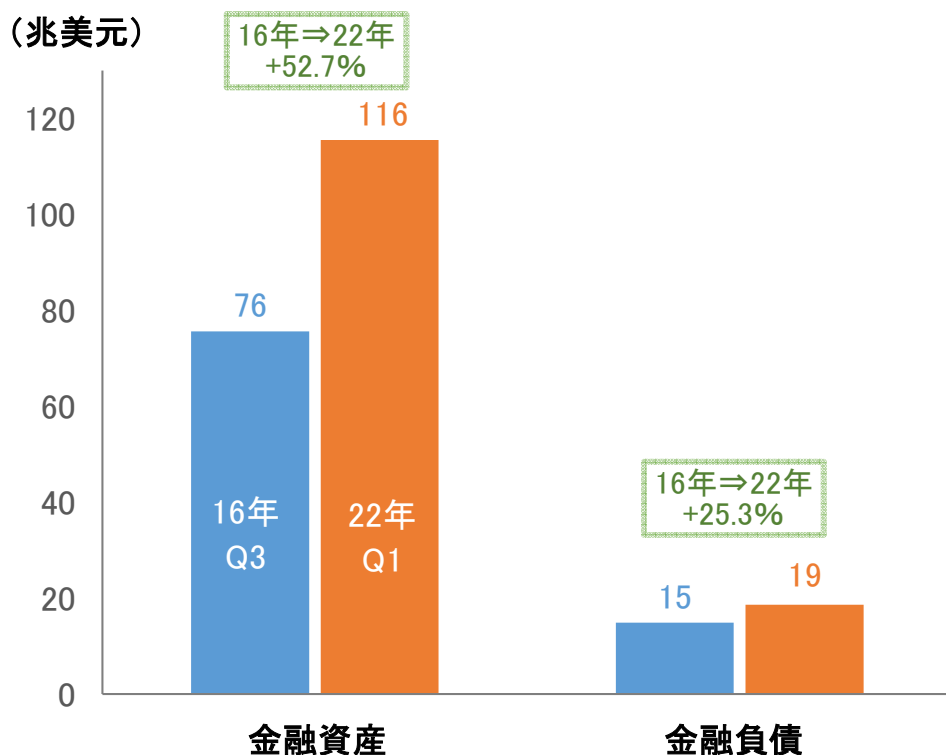


(出處)根據紐約聯邦儲備銀行資料，由Mizuho Research & Technologies製作

對景氣腰折隱憂升高，非停滯性通貨膨脹，而是慢通膨？

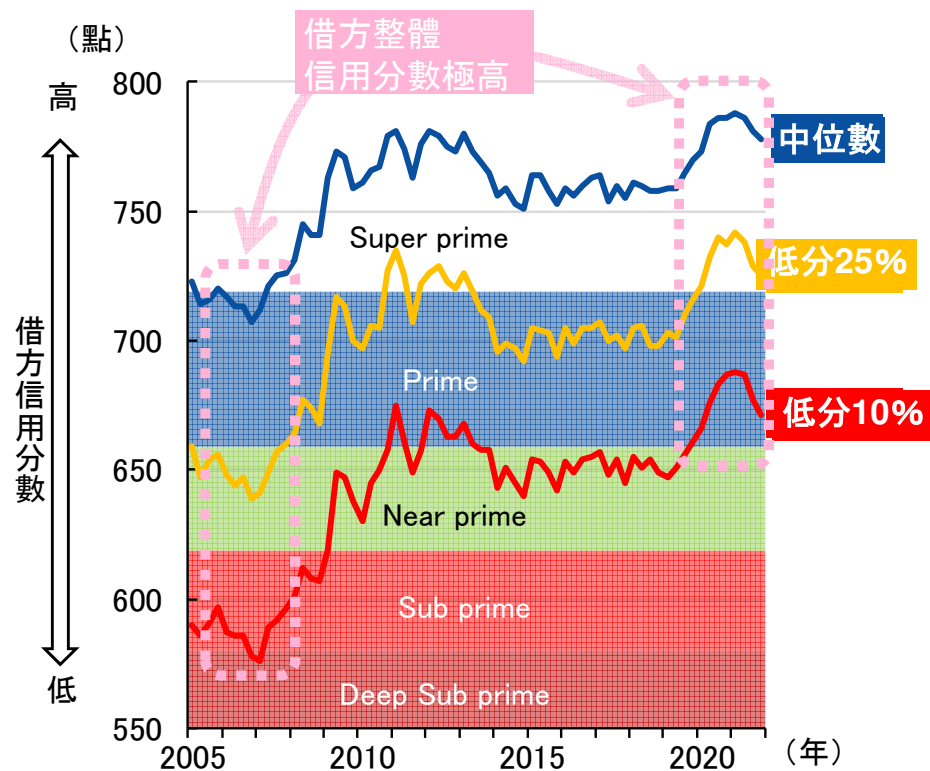
- 由於升息加速，美國國債10年利率已超過3%。景氣後退風險逐漸受到關注
- 家計的資產負債表現極為健全
 - 年初以來股價調整中，家計的金融資產相較於2016年增加了40兆美元。相對之負債增加為4兆美元。住宅價格上昇也是提高家計承受力的主要因素
 - 再加上自用住宅房貸雖大幅增加，貸款人之信用力也極高（=未見浮濫放款跡象）

美國家計之金融資產與金融負債



(出處)根據FRB資料，由Mizuho Research & Technologies製作

自用住宅房貸借方之信用度(信用分數)分布

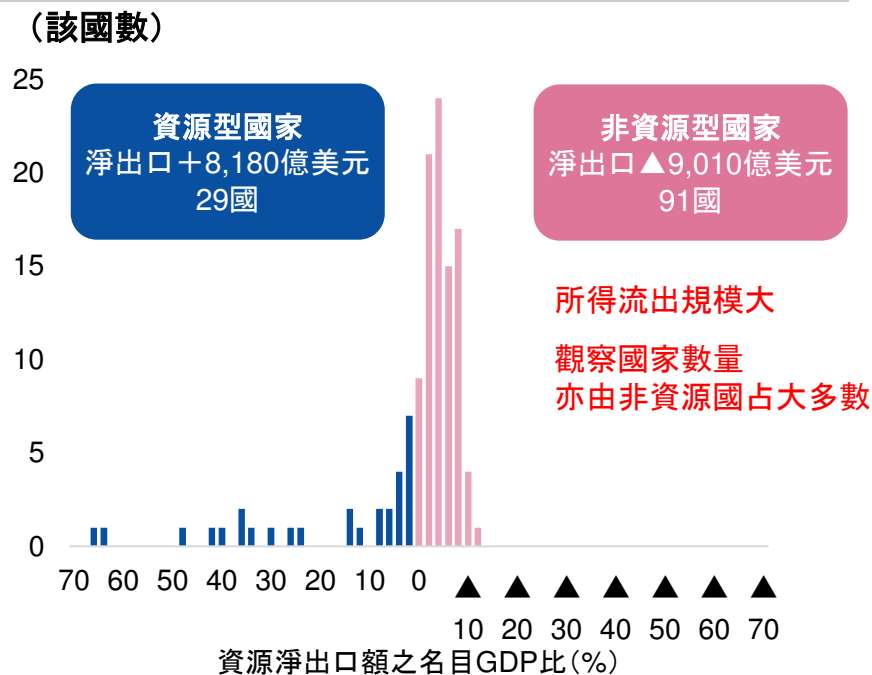


(出處)根據紐約聯邦儲備銀行資料，由Mizuho Research & Technologies製作

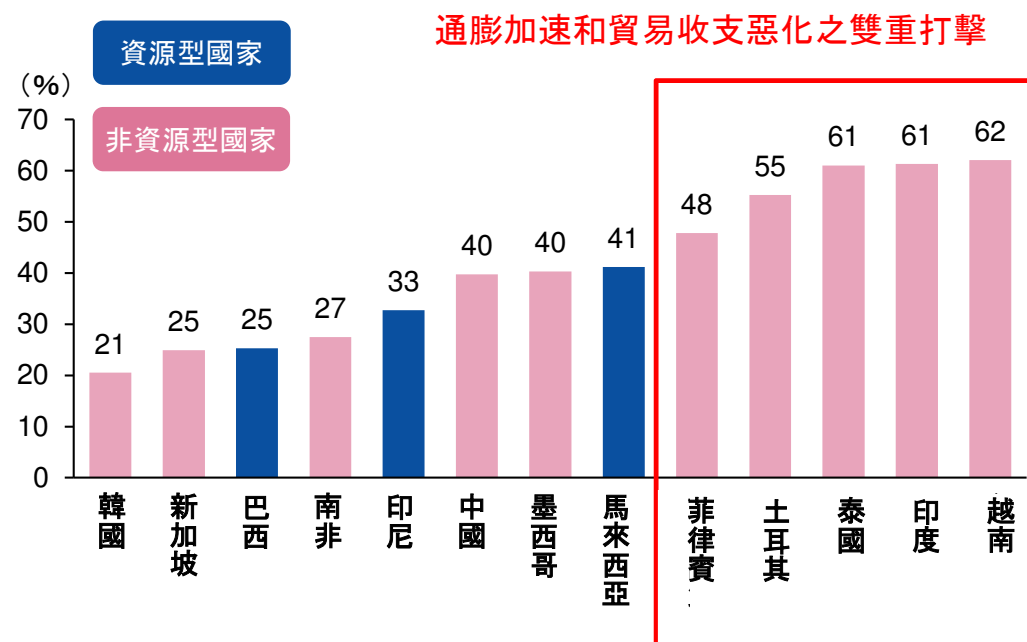
對能源價格高漲較脆弱之新興非資源型國家。通貨膨脹及貿易收支惡化打擊內需

- 整體新興國家所得流出以非資源型國家的規模大。僅少數國家受惠於能源價格高漲
 - 資源型國家之淨出口總額為8,180億美元、非資源型為▲9,010億美元。觀察國家分布，亦以非資源型占大多數
- 消費中食品·能源占比高的非資源型國家受到通貨膨脹和貿易收支惡化的雙重打擊，嚴重影響內需
 - 越南、印度、泰國、土耳其、菲律賓的消費中，食品·能源比率占比高，且為資源淨進口國
 - 中國也是資源之純進口國，但跟其他新興國家相比，海外依存度較低

資源型國家·非資源型國家之分布



消費者物價中食品·能源之權重



(注)新興國家為IMF中之EMDE，再追加部分新興國家(中國、NIEs、ASEAN5)，共120國。除俄羅斯以外，資源貿易為穀物(HS10~12類)·能源(HS27類)之淨出口額(名目GDP比、%)。數據為2018年
(出處)根據UN COMTRADE、IMF資料，由Mizuho Research & Technologies製作

(注)CPI固定項目中，飲料食品、汽車燃料、電氣·天然氣費用之權重的合計(由於部分權重依照大分類計算，比率會變高，還請留意)
(出處)根據CEIC data、UN COMTRADE、IMF資料，由Mizuho Research & Technologies製作

穀物價格高漲、調度困難，導致出現政局不安隱憂之國家

對於穀物供應之俄羅斯與烏克蘭的依存度

高

	經濟·政治穩定度之變化	「阿拉伯之春」之改變	2021年		2010年	
			經濟狀況 痛苦指數	政治穩定度	經濟狀況 痛苦指數	政治穩定度
1 以色列	-		-	▲ 0.8	-	▲ 1.3
2 亞美尼亞	△		19.2	▲ 0.6	26.3	0.1
3 喬治亞共和國	○		23.7	▲ 0.4	34.3	▲ 0.7
4 利比亞 ※	×	政權輪替	2.8	▲ 2.5	2.5	0.0
5 黎巴嫩 ※	×		84.9	▲ 1.6	4.0	▲ 1.6
6 突尼西亞	×	政權輪替	23.0	▲ 0.6	17.4	▲ 0.1
7 茅利塔尼亞 ※	○		2.3	▲ 0.8	6.3	▲ 1.1
8 蒙古	○		11.2	0.8	19.9	0.6
9 埃及	△	政權輪替	14.0	▲ 1.2	20.9	▲ 0.9
10 剛果共和國 ※	-		1.8	-	0.4	-
11 約旦	×	修憲	23.1	▲ 0.3	17.4	▲ 0.3
12 蘇丹	▲		190.1	▲ 1.8	26.7	▲ 2.7
13 阿曼	△	示威抗議	▲ 0.9	0.4	3.3	0.6
14 亞塞拜然	△		10.0	▲ 0.7	11.3	▲ 0.2
15 阿爾巴尼亞	○		13.3	0.1	17.6	▲ 0.2
16 賽普勒斯	-		-	0.3	-	0.5
17 沙烏地阿拉伯	×	示威抗議	10.8	▲ 0.7	9.2	▲ 0.2
18 UAE	-		▲ 2.1	-	0.9	-
19 納米比亞	△		2.2	0.6	4.9	0.8
20 蒲隆地	▲		7.3	▲ 1.4	6.5	▲ 1.6
21 葉門 ※	×	政權輪替	23.1	▲ 2.7	11.2	▲ 2.4
22 盧安達 ※	▲		7.7	0.0	2.3	▲ 0.3
23 肯亞 ※	▲		5.2	▲ 1.0	4.3	▲ 1.2
24 摩洛哥 ※	▲	修憲	12.8	▲ 0.3	10.1	▲ 0.4
25 剛果民主共和國	○		11.4	▲ 1.7	23.5	▲ 2.2

	與發生「阿拉伯之春」時之比較評估
○	經濟·政治皆改善
△	經濟改善、政治惡化
▲	經濟惡化、政治改善
×	經濟·政治皆惡化

憂心穀物價格高漲
影響之國家

(注) 痛苦指數: 通膨率+失業率。通膨率、失業率皆來自IMF。標註※號國家因數據缺漏, 僅顯示通膨率
政治穩定度: 世界銀行所發表之政治穩定度指數。往負方向值愈大表示政局愈不穩定

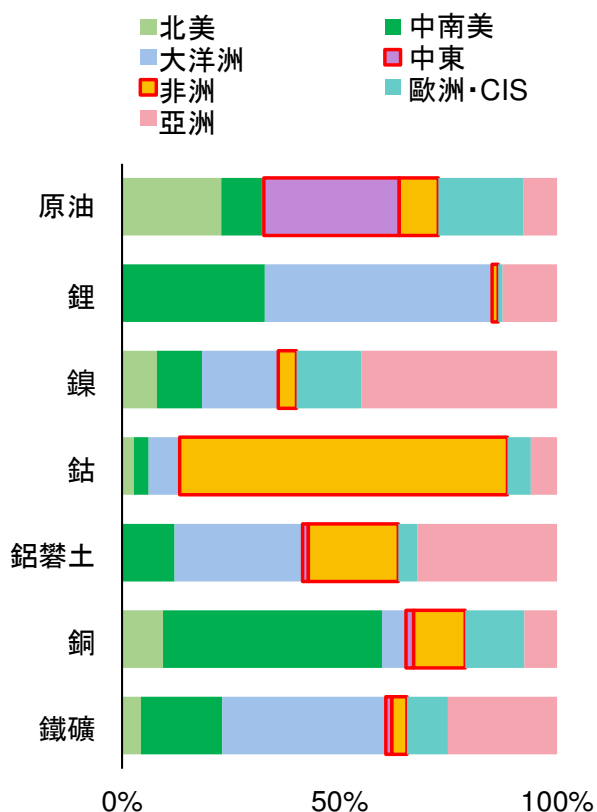
(出處) 根據IMF、世界銀行資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

政局不安有可能成為資源價格上昇之新導火線

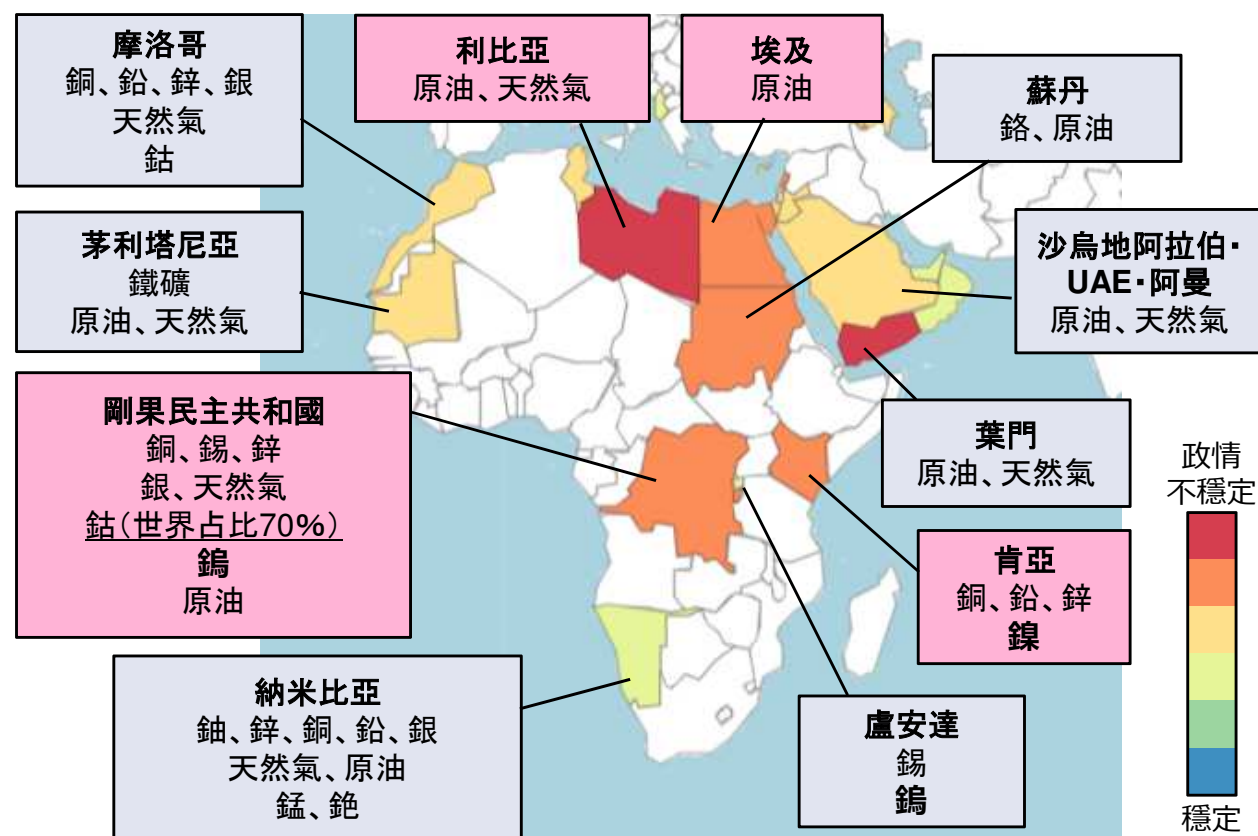
■ 中東和非洲為能源等礦物資源之產地

- 各地區之主要礦物資源, **中東為原油, 非洲為鈷、鋁礬土、銅**
- 當中東、非洲政局不穩, **有可能因供應力下滑成為資源價格上昇的新導火線**
- 必須注意原油、鈷、鋁礬土、銅等礦物資源之價格供需動向

礦物資源產出占比(地區別)



穀物調度難·政情不穩定之風險國家(※)的礦物產品

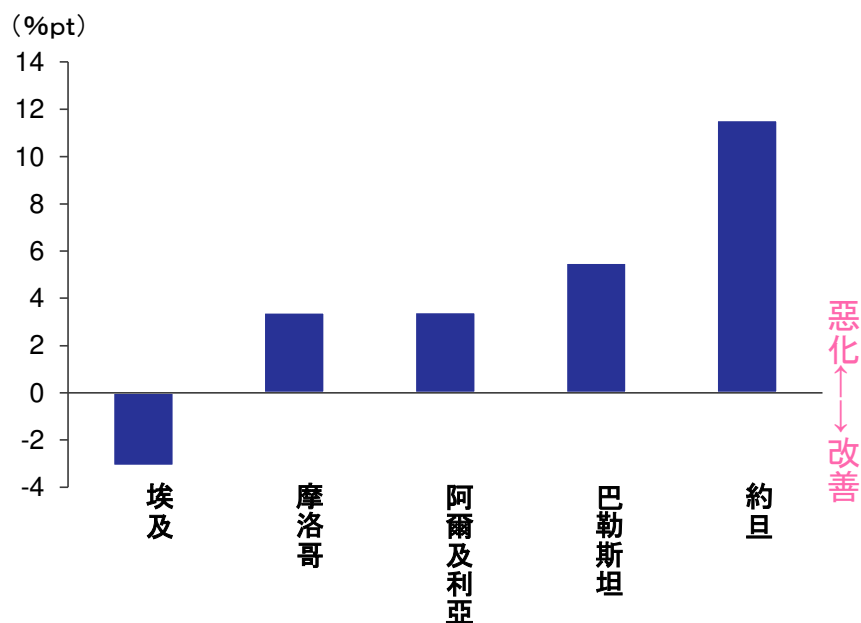


(注) 政治穩定度: 世界銀行所發表之政治穩定度指數。往負方向值愈大表示政局愈不穩定
 穀物調度困難·政局不穩定之風險國: 穀物對俄烏依存超過10%的國家
 (出處) 根據USGS、Enerdata、世界銀行資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

糧食危機令人聯想到歐洲難民危機。排他主義的蔓延可能導致西方國家出現分裂

- 中東、北非的經濟局勢比阿拉伯之春(2011~2012年)當時更為嚴峻
 - 必須留意穀物價格高漲、糧食危機所誘發之社會不安
- **該地區之不穩定令人聯想到延續至2015年的嚴重歐洲難民危機**
 - 中東、北非目前仍有約1,500萬人之國內難民存在(難民後備軍)
 - 2023年義大利、西班牙將舉辦選舉。**假如難民問題成為爭議, 將可能導致排他主義蔓延、歐美團結出現裂痕**

中東、北非的失業率(相對於2011年, 2021年之惡化幅度) 流入歐洲之難民



(注) 2021年為IMF預測

(出處) 根據IMF資料, 由Mizuho Research & Technologies製作



(出處) 根據UNHCR資料, 由Mizuho Research & Technologies製作



(出處)《金融時報》2022.04.28

從疫情邁向正常化脚步緩慢。能源價格高漲之逆風襲來
～俄國侵烏拋向日本的沉重課題～

全球新冠新增確診人數忽增忽減。日本的人流趨勢恢復步調緩慢

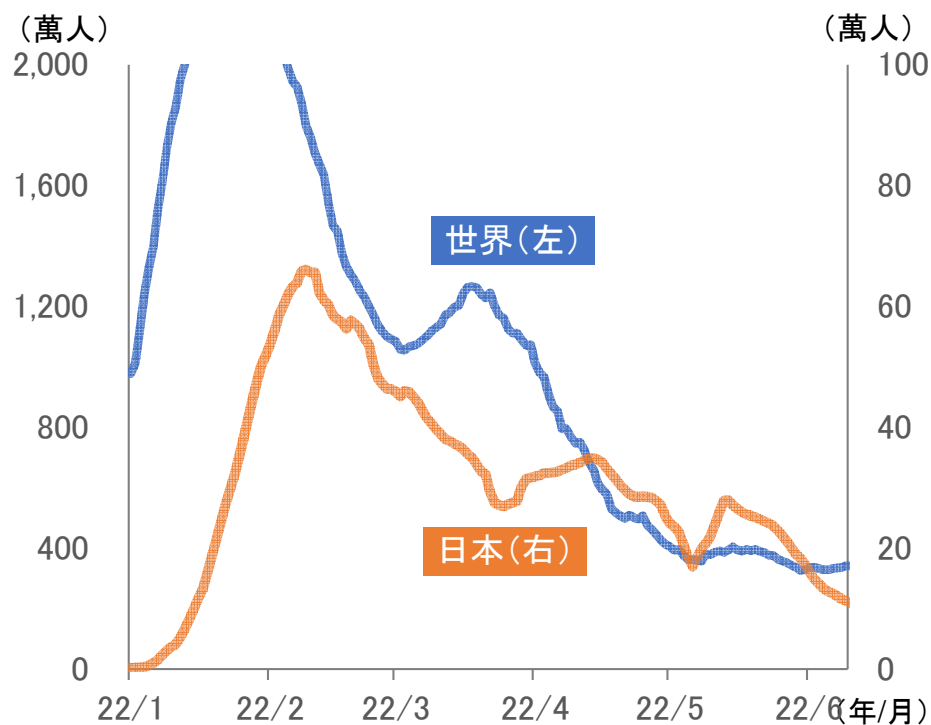
■ 世界週間新確診人數忽增忽減

- 德國、法國等部分國家的確診人數反增，但未見加速徵兆
- 日本新確診人數全國來看呈現減少趨勢

■ 日本全國零售、娛樂人流趨勢(mobility)在6/12時為▲8.9%，持續呈現徐緩復甦

- 感染減少後人流也有恢復傾向，但零售、娛樂人流趨勢的回溫速度緩慢。與去年秋天第5波收束後的活動情況相比，回升呈現明顯遲緩狀況

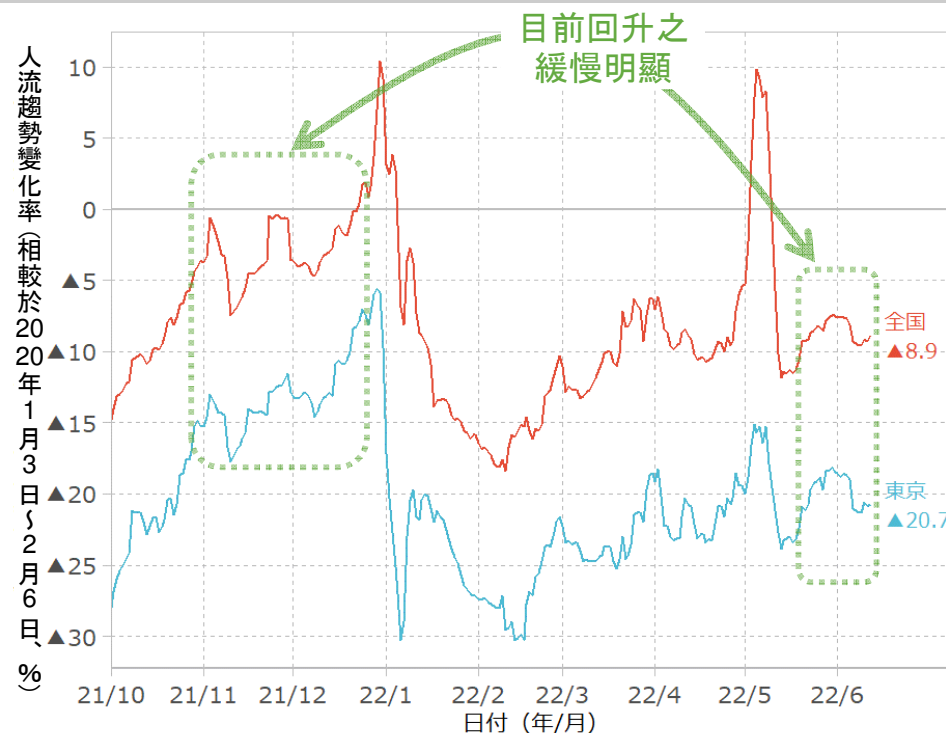
世界·日本新增確診人數



(注)6/17統計值(最新數據為6/15)

(出處)根據John Hopkins University資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

日本全國與東京之零售、娛樂人流趨勢



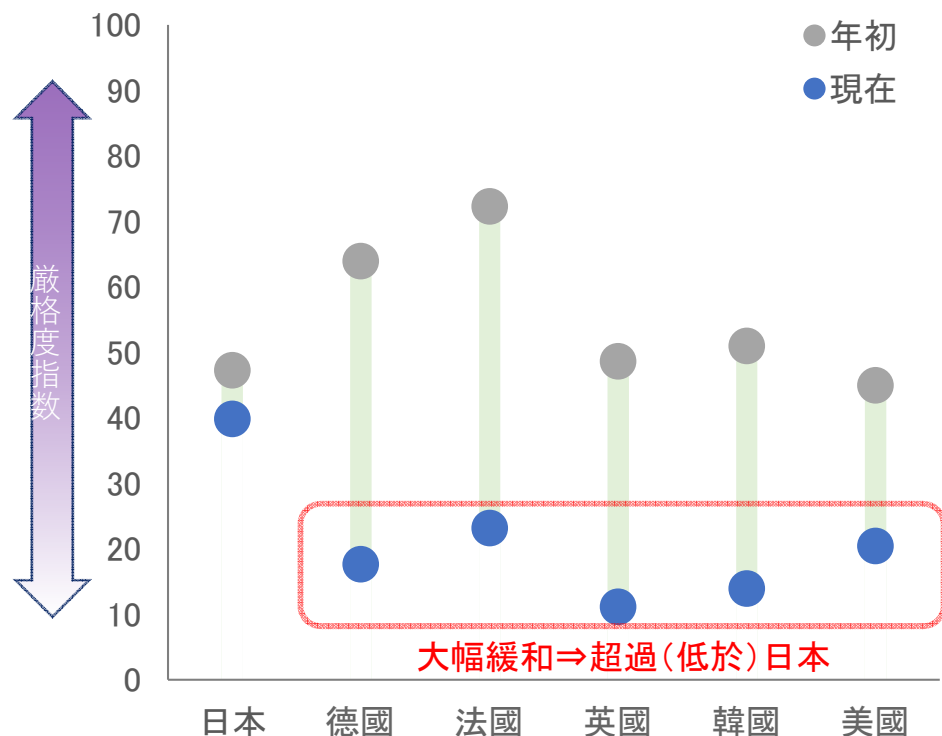
(注)6/12版本(最新值為5/30)、後7日移動平均值

(出處)根據Google LLC, 由Mizuho Research & Technologies製作

背景為行動模式改變的定型？雖邁向正常化，但或許無法期待報復性消費

- 歐美主要國家與疫情共存，為了邁向經濟正常化緩和了行動限制(=防疫政策嚴格度指數有降低趨勢)
 - 日本對於緩和限制的態度慎重。擔心7月參議院選舉前感染會擴大
- 問卷調查也顯示大家的行動改變已經定型。**日本企業和消費者走入新常態的生活型態**
 - 隨著新冠疫情長期化，認為「無法回到新冠疫情前的生活」的人增加(21年7月:75%⇒21年12月:81%)
 - 雖然對於感染何時平息的憂慮降低，但許多人認為目前的生活型態及預防感染的行動已經常態化

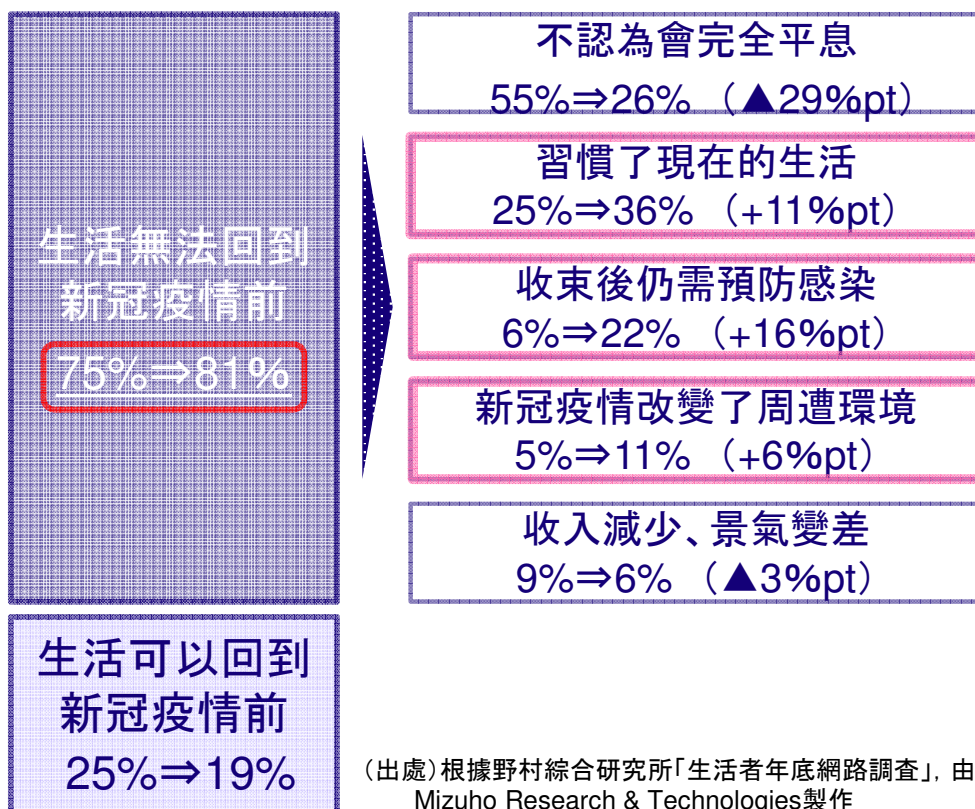
歐美主要國家防疫政策嚴格指數(Stringency Index)



(注)6/14統計值。美國僅列完成疫苗接種者。其他包含未接種疫苗者。嚴格指數範圍為0~100, 值愈大表示防疫政策愈嚴格

(出處)根據Our World in Data, 由Mizuho Research & Technologies製作

生活意識變化及其理由

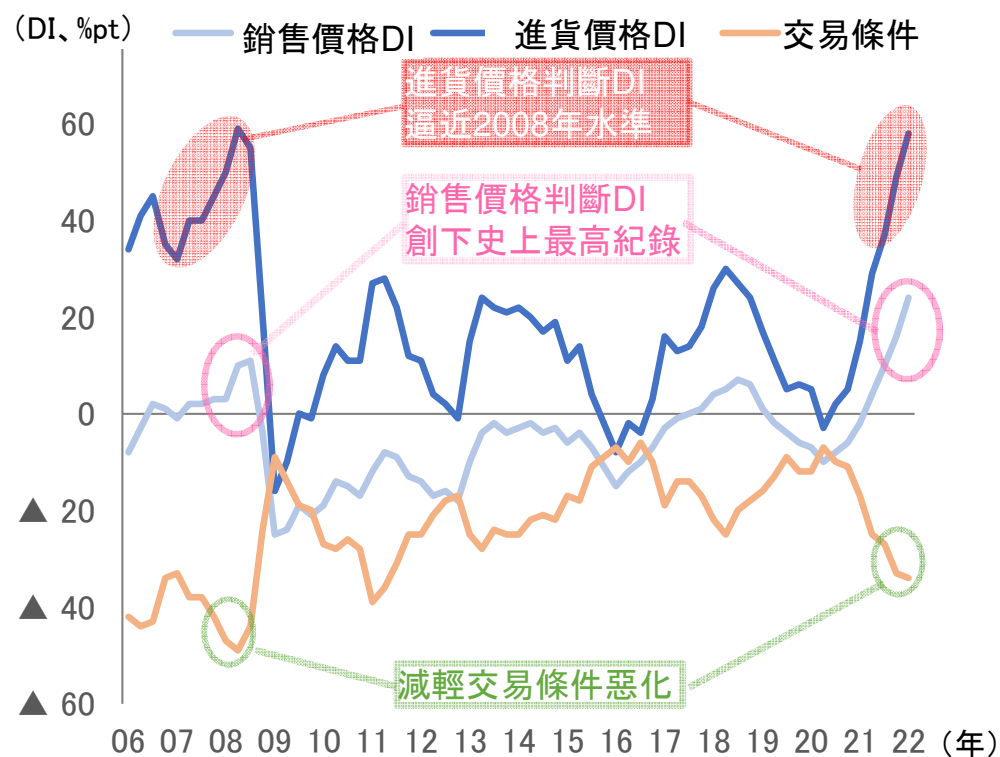


(出處)根據野村綜合研究所「生活者年底網路調查」, 由Mizuho Research & Technologies製作

由於原物料價格急速上漲，也出現價格轉嫁的動向...

- 今年3月的日本全國企業短期經濟觀測調查中顯示進行價格轉嫁的企業確有增加
 - 進貨價格判斷DI已經逼近商品市況暢旺的2008年水準。另外，銷售價格判斷DI也上升至過去20年來的最高水準。減輕了交易條件的惡化。受到能源價格急遽高漲的影響，價格轉嫁的範圍正在擴大
- 比較最近跟2000年代製造業的價格轉嫁率，發現運輸機械、鋼鐵等產業有所改善
 - 但可能僅有部分企業方能將高漲物價完全反映於價格上，預計企業收益將會降低

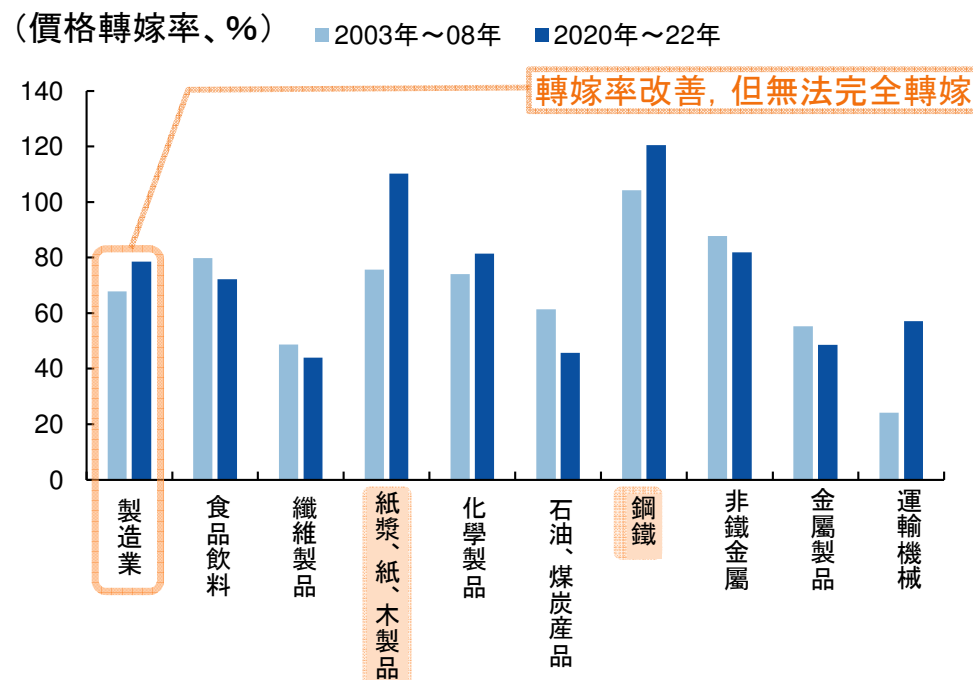
銷售價格・進貨價格判斷DI(全國・全規模・製造業)



(注) 交易條件為銷售價格判斷DI－進貨價格判斷DI

(出處) 根據日本銀行「全國企業短期經濟觀測調查」，由Mizuho Research & Technologies製作

製造業之價格轉嫁率



(注) 1. 以產出物價成長率÷(投入物價成長率×中間投入比率)來計算

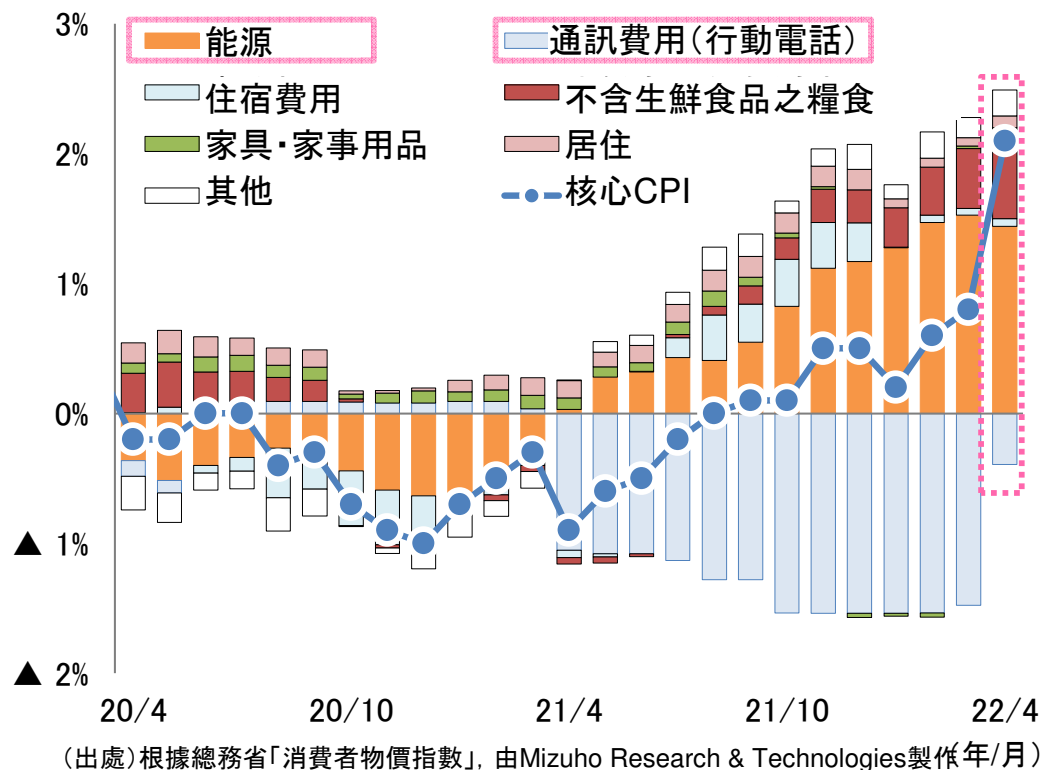
2. 各以2003年10月~08年8月、2020年5月~22年2月之成長率來試算

(出處) 根據日本銀行「製造業部門別投入・產出物價指數」資料，由Mizuho Research & Technologies製作

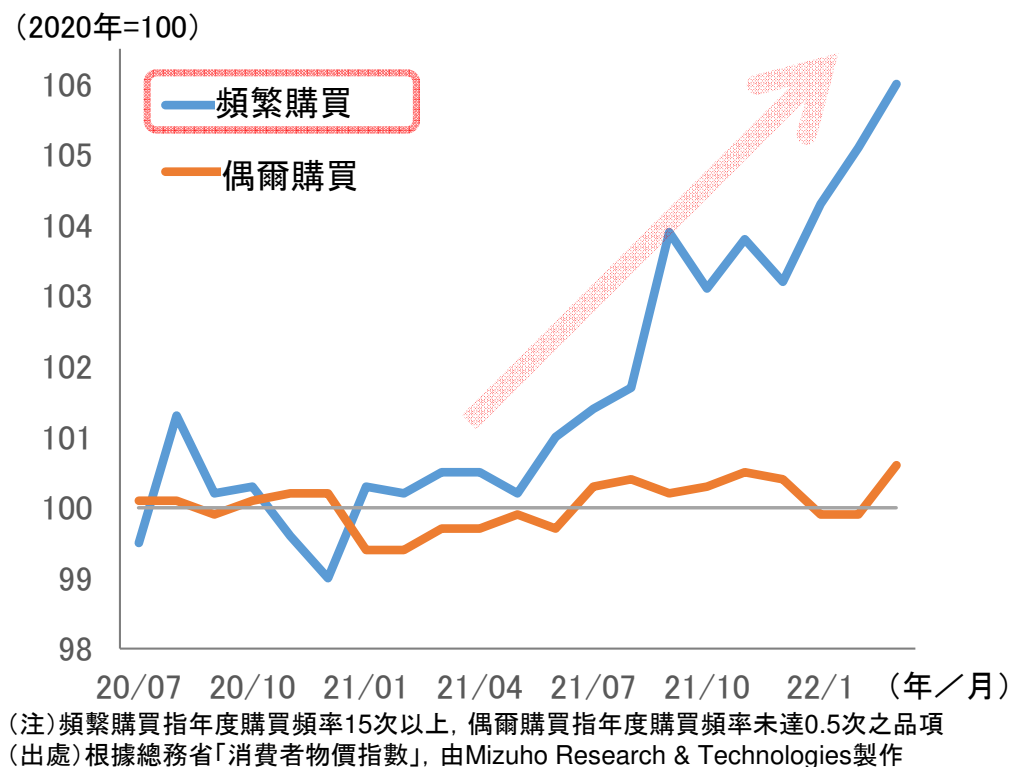
4月消費者物價來到2%以上。體感物價高於數字

- 4月不含生鮮食品的核心CPI對上年比為+2.1%，相隔13年7個月高於2%（去除消費稅影響）
 - 除了能源之外，**糧食價格也推升了物價**。緩和劇變之措施將核心CPI下降了約▲0.4%
 - 通訊費用所帶來的CPI下降效果在4月縮小到▲0.4%Pt。預計影響會逐步衰減，如在8月將為▲0.2%Pt、10月則為±0.0%Pt
- 抑制消費恢復力的節約心態高漲
 - 購買頻率高的日用品價格上昇。**回答物價上升的比例為81.2%，為消費增稅後2014~15年以來的高水準**

核心CPI貢獻度分解



商品購買頻率別之消費者物價指數



由於感染狀況穩定，日本政府宣佈放寬邊境管制

- 連假收假後因檢查數量增加而出現的反彈現象也暫告一段落。政府宣布放寬邊境管制
 - 6月1日起**入境人數上限提高為1天2萬人**，**自低風險國家入境者無論有無接種疫苗，皆不需要入境時之篩檢或隔離**
 - 重啟觀光方面先針對美國、澳洲、泰國、新加坡等少人數團體遊客，開始實證試驗
- 假如持續目前的放寬政策，**年底的訪日外國旅客數將達100萬人左右**（約為尖峰時期之1/3）
 - 要盡早恢復訪日旅客，除了放寬、撤除入境人數上限之外，**是否接納來自中國、韓國、台灣團體旅客將為一大關鍵**

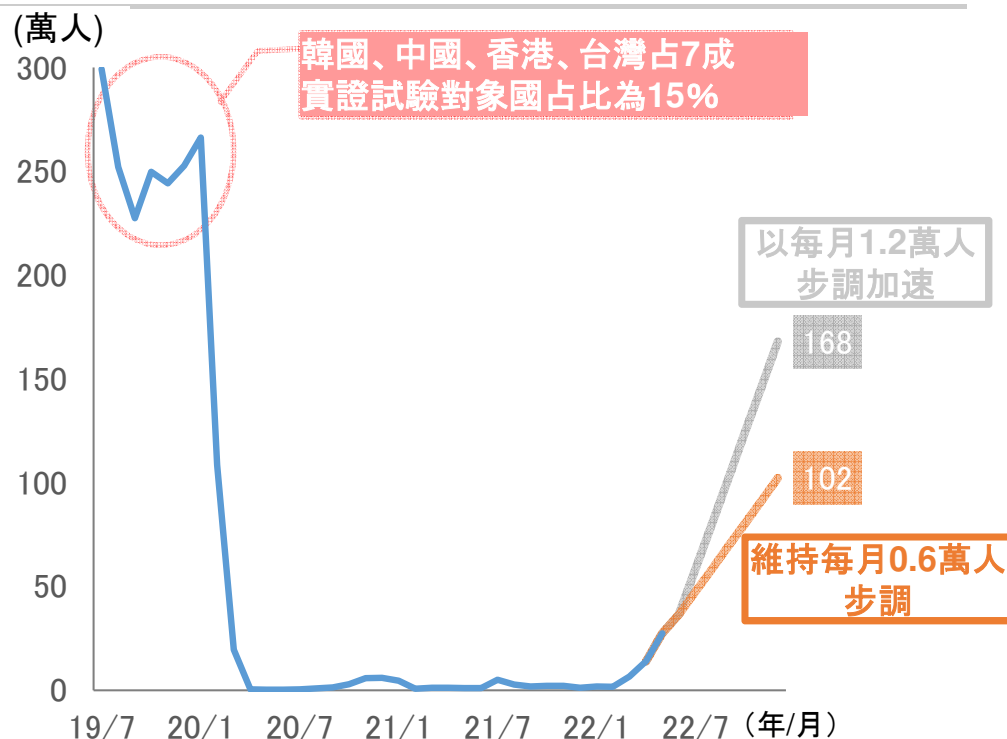
放寬邊境管制

		現在	現在
		入境篩檢	隔離措施
指定國	↑ 多	需要	需要
非指定國	↓ 少		3次接種疫苗不需要
↓			
		6月以後	6月以後
		入境篩檢/隔離措施	入境篩檢/隔離措施
紅	↑ 高	需要	需要
黃	↓ 低	不需要(疫苗為必要條件)	不需要
藍	↓ 低	不需要	不需要

預計占入境人數之8成

(注)截至5/22之指定國家為俄羅斯、埃及、巴基斯坦、保加利亞、南非、寮國
(出處)轉載自日本經濟新聞

訪日外國旅客人數



(注)入境人數中日本人與外國人的比例係根據4月實際數字(日本人4成:外國人6成)延伸
(出處)根據日本政府觀光局資料，由Mizuho Research & Technologies製作



(出處)《外交政策》2022.04.07

俄烏戰爭下搖擺不定的戰後國際秩序 ～如何因應新國際秩序框架？～

①對自由主義的世界秩序之激震

- ◆ 擁核威權主義國家侵略他國，嚴重撼動冷戰後的國際秩序
- ◆ 重新認識、強化國家安全保障和同盟之重要性(提高軍事預算)
- ◆ 包含印太地區在內，地緣政治風險提高

②加速經濟、金融脫鉤

- ◆ 透過凍結海外央行資產以及排除於SWIFT之外，更清楚看出維持關鍵貨幣、國際金融系統(或者各種規則)主導權之重要性
- ◆ 持續以「價值」為主軸，推動脫鉤。基於人權、國家風險等觀點，必須重新思考與威權主義國家之商業往來

③能源安全保障(因應氣候變遷)

- ◆ 面臨去碳與能源安全保障之兩難局面，短期看來去碳化將暫時停擺
- ◆ 重新思考如何在兼顧能源安全保障下推動去碳(包含政策層面)
- ◆ 核電政策可能成為各國政治爭議

前提分崩瓦解。無法預測的不確定世界，必須具備的設計思考

設定目的型手法
(重視因果)

要達到目的應該怎麼做？

某程度可預測的範圍



(目的)
市場／機會

挑選最適合的方法



(手段)
技術、資訊、經驗

(出處) 根據Wikipedia、LIBERSHOT等資料，
由瑞穗總研製作

問題解決型手法
(講求實效)

運用方法可以獲得什麼效果？

無法預測的不確定範圍



運用方法來設計結果



今後的時代需要的是桃太郎型人材？還是浦島太郎型？



從爺爺奶奶手中獲得黍米糰子

用黍米糰子來雇用狗、猴子、雉雞

擊敗鬼島上的惡鬼，帶回財寶

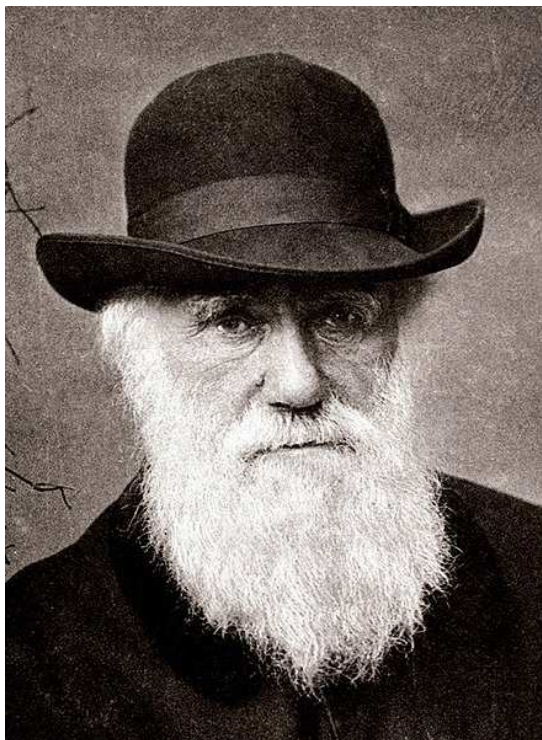


拯救烏龜，一起前往龍宮城

擔心母親，又回到現實世界

打開寶盒，變成老人

(出處) 根據<http://kids.wanpug.com/illust121.html>、<https://www.ac-illust.com>等資料，由Mizuho Research & Technologies製作



“It is **not the strongest** of the species that survives, **nor the most intelligent** that survives. It is the one that is **the most adaptable** to change.”

– Charles Darwin

最終能生存下來的物種，不是最強的、
也不是最聰明的，
而是**最能適應改變**的物種。

查爾斯·達爾文

(出處)https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Charles_Darwin_1880.jpg

感謝各位的聆聽！

本資料僅以提供資訊為目的，非用以招募投資。本資料基於敝公司判斷足以信賴且正確之各方數據而製作，但敝公司並不保證其正確性及可信度。運用本資料時還請貴公司自行判斷。此外，本資料所載之內容有可能在無預告之下進行變更。