

2024・2025年度 内外経済見通し ～世界経済はソフトランディングも その後の回復ペースは緩慢でリスクは残存～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査本部

2024年2月27日

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO

見通しのポイント

- 2024年の世界経済は、中国の景気減速と欧米の高金利の影響により年央にかけて減速感を強める。2025年は、中国の不動産部門の調整長期化が景気の重石となるものの、欧米景気は継続的な利下げを背景に次第に持ち直すほか、ASEAN等が先進国向け外需に支えられて回復するため、世界経済は緩やかに回復する見通し
- 米国では、労働市場のヒト不足とサプライチェーンのモノ不足(供給制約)が緩和し、経済活動の正常化とインフレの鈍化が同時進行。過度な金融引き締めとそれに伴う景気下押しの必要性は低下。これまでの金融引き締めの影響から、2024年は年央にかけて景気減速するもソフトランディング。2025年は緩やかに回復基調へ
- 欧州では、金融引き締め効果が顕在化し、2024年半ばにかけて景気は低迷。ECBは2024年6月から利下げを開始、その後の利下げペースは賃金インフレへの懸念から緩やかなものにとどまる見通し。2024年はゼロ%台半ばの低成長。2025年はインフレ低下と継続的な利下げに伴い回復する見通し
- 中国では、不動産部門の調整長期化や人口減・米中対立といった構造的な下押し要因が続く中で2024・2025年と成長率鈍化が続く展開。デスインフレ圧力も継続。半導体サイクルの持ち直しによりNIEsは2024年に、ASEANは政策金利引き下げと外需回復により2025年に回復へ。インドは投資主導で堅調さが持続
- 日本では、2024年度は、高水準の企業収益が賃金・設備投資に回ることで経済活動は回復基調を維持するも、実質雇用者報酬の伸び悩みやサービス消費・インバウンド需要回復の一服等で回復ペースは緩やかに。2025年度は、個人消費が力強さを欠くもとで、成長率は潜在成長率に向けて鈍化する見通し
- 金融市場では、米国の利下げと日銀の政策修正により内外金利差が縮小方向となり、ドル円相場は2024年末にかけて1ドル=130円台半ばへと緩やかな円高基調に転じる見通し。日銀は2024年4~6月期にマイナス金利解除・YCC撤廃を実施。その後、賃金・物価の上昇モメンタムが次第に鈍化するもとで、ゼロ金利を継続する見通し

《構成》

1. 全体概要	P 4
2. 各国経済・金融市場	P 11
(1) 米国経済	P 12
(2) ユーロ圏経済	P 23
(3) 新興国経済	P 28
(4) 日本経済	P 38
(5) 金融市場	P 50

1.全体概要

世界経済見通し: 世界経済はソフトランディングも、その後の回復ペースは緩慢

世界経済見通し総括表

	(前年比、%)			(%Pt)	
	2023 (着地見込)	2024 (見通し)	2025 (見通し)	2024 (12月見通しとの比較)	2025
世界実質GDP成長率	3.0	2.9	2.9	0.1	-
日米欧	1.6	1.2	1.5	0.3	-
米国	2.5	1.9	1.5	0.7	-
ユーロ圏	0.5	0.5	1.5	0.1	-
英国	0.3	0.8	1.8	0.1	-
日本	1.9	0.7	1.2	▲ 0.3	0.2
アジア	5.1	4.7	4.4	-	-
中国	5.2	4.6	4.2	-	-
NIEs	1.5	2.4	1.8	0.3	0.1
ASEAN5	4.4	4.6	4.7	0.1	0.1
インド	6.7	6.1	6.0	-	-
オーストラリア	1.9	1.8	1.7	-	-
日本(年度)	1.2	1.2	0.8	0.1	0.1

米欧の高金利と中国減速の下で2024年半ばにかけて減速。その後は米欧ASEANがけん引役となり緩やかに回復

供給制約緩和によりインフレ鈍化。2024年前半は金融引き締め効果から減速するも、雇用所得環境は底堅さを維持。その後は徐々に成長率を高める

高金利が総需要を下押し。2024年前半はマイナス成長。2025年にかけて緩やかな回復基調へ

2024年まではインフラ投資が下支えも、不動産部門調整と民間投資・消費マインド低迷が継続。先行き成長率鈍化が続く

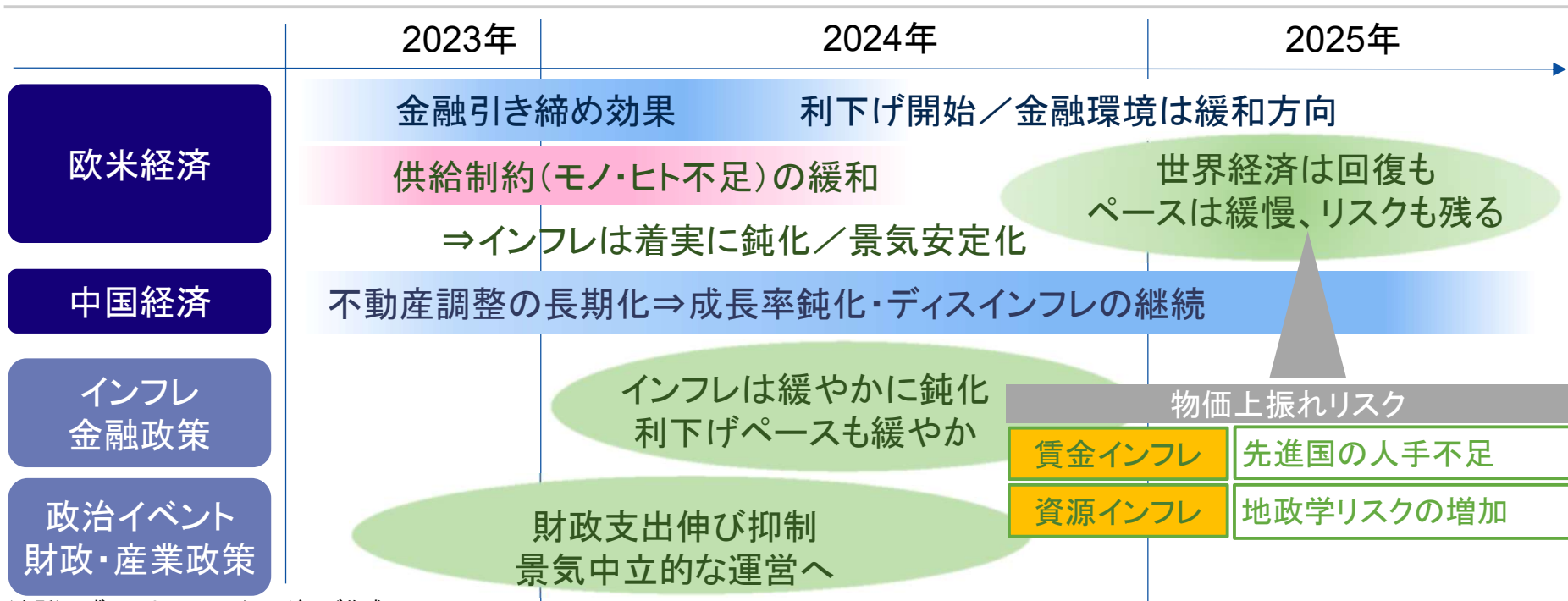
消費の伸びは緩慢。グローバル製造業の持ち直しも緩慢で、緩やかな成長にとどまる

(注) 網掛け部分は予測値。世界成長率はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算
(出所) IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界経済は2024年半ばにかけて景気減速へ。その後の回復パス実現にはリスクも

- **2024年**半ばにかけて**世界景気は減速局面**へ
 - 欧米中心に金融引締め効果が顕在化、景気減速感強まる。中国は不動産部門の調整長期化で成長率鈍化が続く
- **2025年**にかけて、欧米主導で**景気回復に向かうもペースは緩慢**。**インフレ圧力残存**や選挙を巡るリスクも残り、回復パスの実現には不確実性が伴う
 - 先進国の人手不足で賃金上昇率の鈍化ペースは緩やか。財政による押し上げも期待薄で、回復ペースは緩慢に
 - 中東情勢悪化による資源インフレに加え、米大統領選や欧州議会選の結果による政策不透明感上昇の可能性も

2023年～2025年の世界観

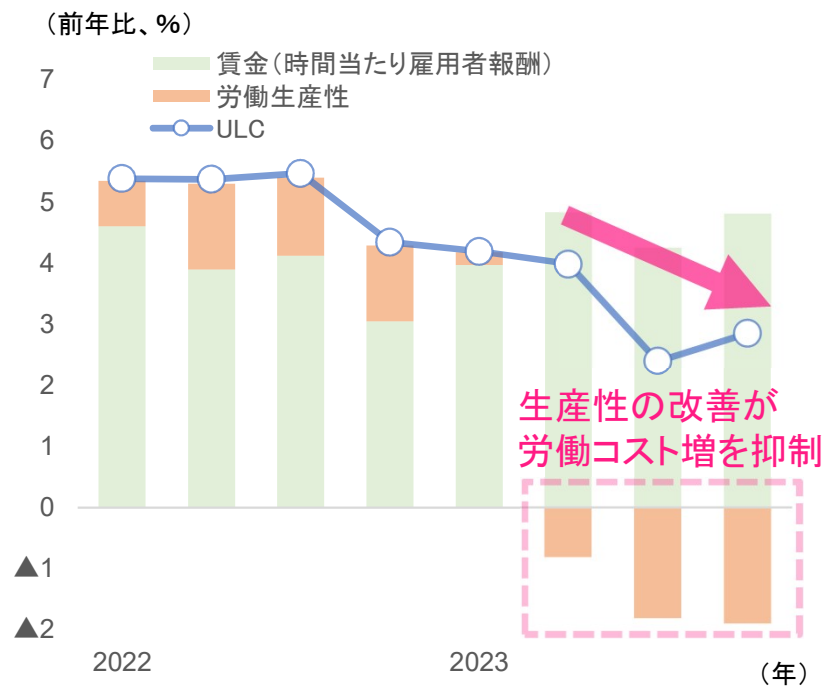


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

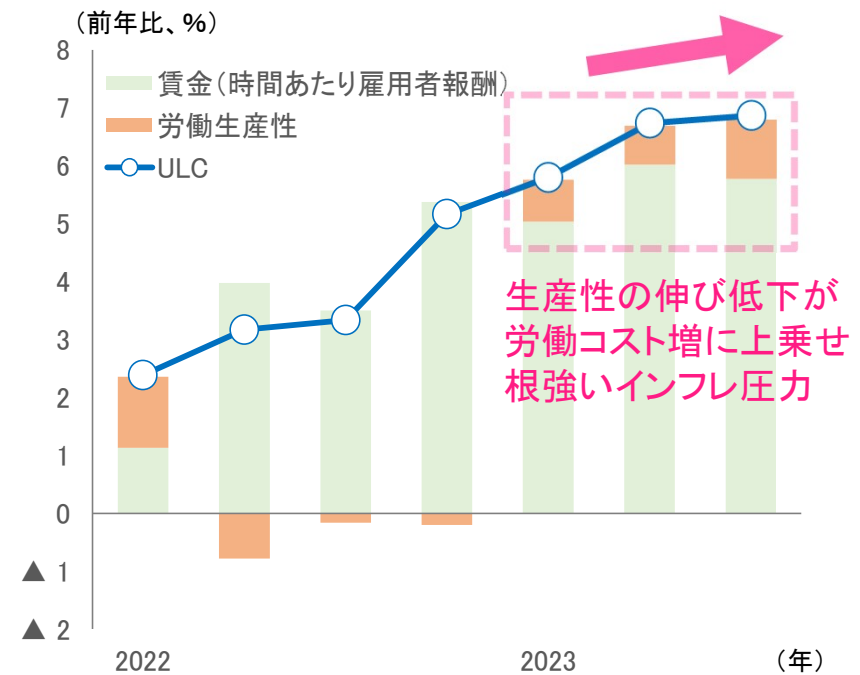
賃金インフレ: 欧米は構造的な人手不足を背景にインフレ再燃リスクが残る

- 米国では、供給能力の拡大に伴い労働生産性の伸びが回復し、**単位労働コスト(ULC: ユニット・レーバー・コスト)を抑制**
 - ただし、**生産性の伸び回復が一時的**にとどまると、人件費を価格転嫁する動きからインフレ鈍化ペースが弱まるリスク
- 欧州では、**賃金上昇率と労働生産性の低下**がともにULC上昇に寄与しており、足もとの**インフレ圧力の根強さ**を示唆
 - 先行きは、内需低迷や企業業績悪化から**賃金低下やレイオフを通じた人件費圧縮**の動きが次第に強まり、インフレ率は鈍化する見通し。ただし、人件費の価格転嫁(**賃金物価スパイラル**)が強まると、インフレ鈍化ペースが弱まるリスク

単位労働コスト(ULC)の伸び(左: 米国、右: ユーロ圏)



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

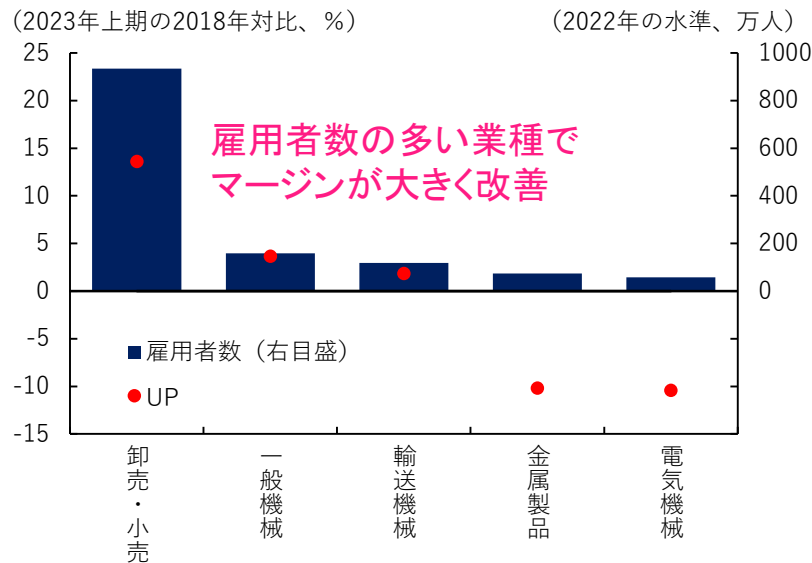


(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

賃金インフレ：日本は収益性改善が労働者に徐々に還元も、インフレは勢いを欠く

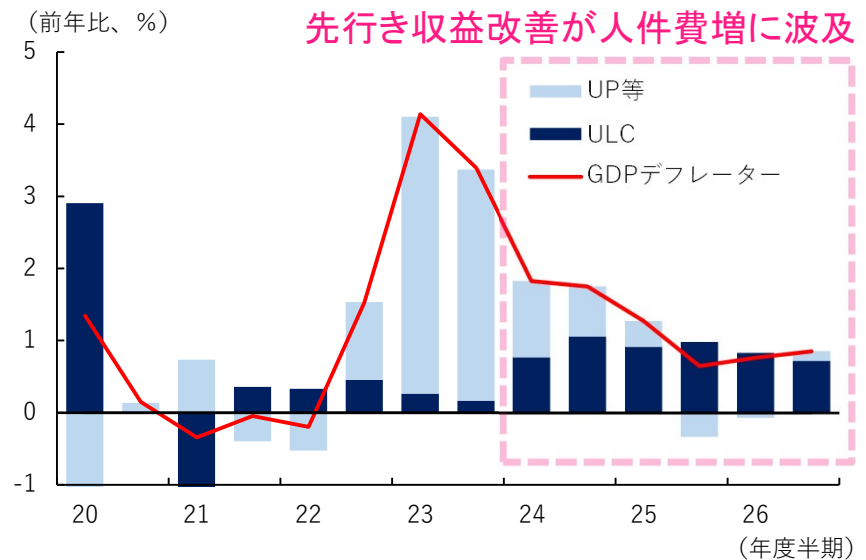
- 日本の業種別の単位利潤(UP:ユニット・プロフィット)をみると、「卸売・小売」、「一般機械」、「輸送機械」といった雇用者数の多い業種で大きく改善。マクロで見れば賃上げ率を高めるための原資は足もと確保されている状況
- GDPデフレーターUP・ULC分解の先行きは、マージンに相当するUPによる押し上げ中心から徐々にULCの寄与度が高まっていくと想定。マクロでは上記の業種を中心に、収益改善の果実が労働者にも徐々に分配されていく姿
 - ただし、ULCの伸び率は、中小企業が大企業と比較して賃上げ余力が限られることなどから、物価目標2%の実現に見合う水準までには到達しない見通し

業種別にみた単位利潤の伸びと雇用者数



(注)2023年上期の計数は法人企業統計のデータを用いて推計。雇用者数はSNAベース主要業種を抜粋
 (出所)内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

GDPデフレーター(UP・ULC分解)の見通し

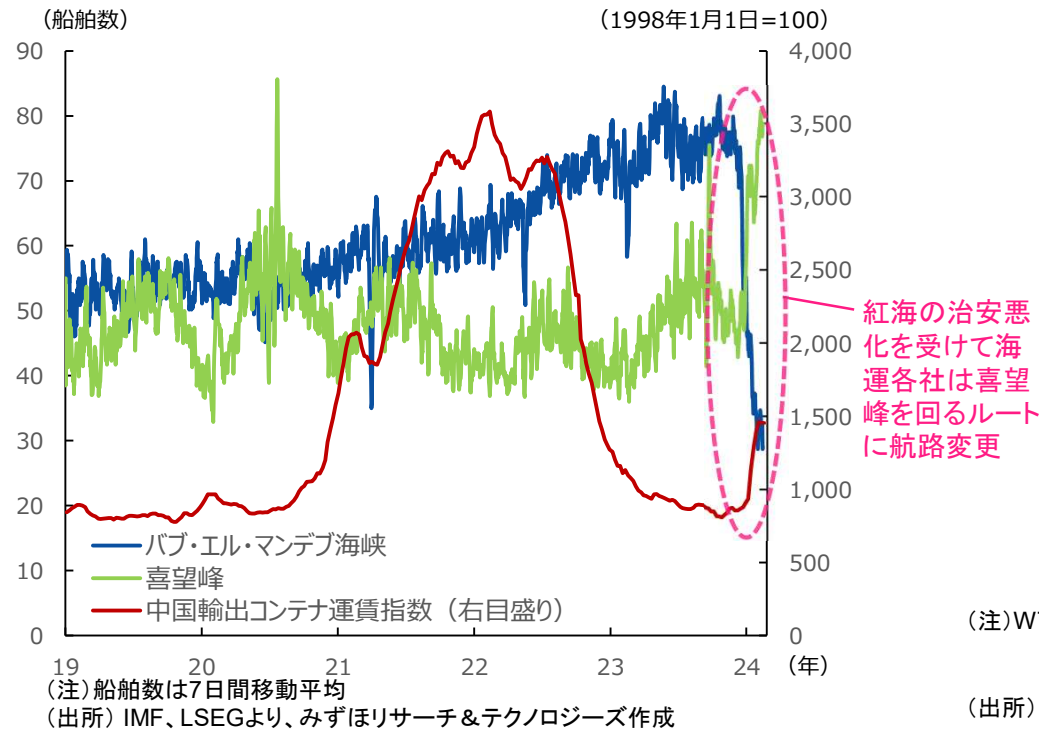


(出所)内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

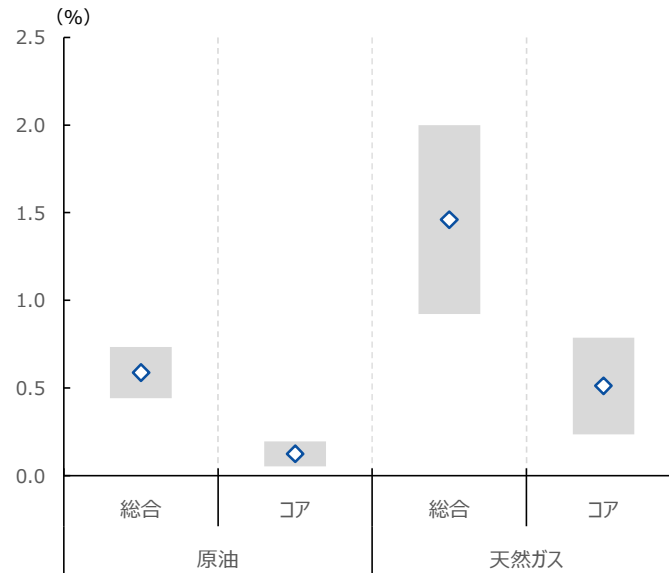
資源インフレ: 商品需給バランスは緩和方向も、地政学リスクは引き続き要警戒

- 先行き、商品市況(原油、銅、鉄鉱石など)の上値は抑制される見通し
 - コモディティ価格は、不動産部門の調整長期化に伴う中国景気減速を主因に、需給バランスは緩和方向へ
- 他方、中東情勢悪化(ホルムズ海峡の閉鎖等)を起点とした原油・天然ガス上昇など、地政学リスクの影響は要警戒
 - 現状は、紅海の事実上封鎖により紅海経由の物流が激減しているものの、代替ルートでの輸送によりカバーできていることや、コンテナ輸送費増加のインフレへの直接的波及が小さいことから、インフレへの影響は限定的
 - ただし、天然ガス価格上昇は特にユーロ圏のインフレ率に波及しやすい。一段の中東情勢悪化はインフレ再燃リスク

各航路を通過したコンテナ数及び運賃指数



ユーロ圏インフレ率に対する原油・天然ガス価格上昇の影響



(注) WTI/TTTF、ユーロ圏生産者物価、ユーロ圏消費者物価の3変数VARモデル。原油価格15%、天然ガス価格90%上昇時の1年先のユーロ圏消費者物価上昇率。上昇率はガザでの戦闘開始直後の価格動向を参考に想定。シャドローは1標準偏差バンド
(出所) Eurostat、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

主要国の論点と評価

米国	ソフトランディングの背景は何か。インフレ再燃リスクはあるか	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 金融引き締め効果は企業部門を中心に次第に顕在化していくものの、<u>インフレ鈍化により過度な金融引き締め・景気下押しの必要性は低下</u> ◆ 足もと金融環境は緩和方向。資産効果によって家計・企業の支出行動を下支え ◆ 供給能力(設備投資)の回復による<u>生産性の伸び率回復もインフレ圧力抑制</u>に寄与
欧州	物価・賃金および金融政策の行方をどうみるか	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 賃金はインフレへのキャッチアップが一巡。内需低迷や企業業績悪化を受けて、先行き賃金上昇率はピークアウト感を徐々に強めていく展開に。<u>2024年半ば頃に2%へ回帰</u>する見通し ◆ ECBは、<u>2024年6月に利下げ開始</u>。企業・家計の借入需要や製造業の在庫循環は足元底入れから持ち直し。2024年後半以降は成長率を緩やかに高める見通し
新興国	中国不動産調整の経済への波及、ディスインフレ圧力に対する評価	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 中国は、不動産部門の調整長期化や構造的な下押し要因を受け、<u>2025年に向けて成長率鈍化が継続</u>。内需低迷を主因とした<u>ディスインフレ圧力も継続</u>する見込み ◆ <u>NIEsとASEANでは、ITサイクルの回復を背景に外需依存度の高いNIEs先行で回復</u>。インドは、<u>投資好調と底堅い消費</u>を背景に、2024年にかけてコロナ前平均並みの堅調な推移
日本	個人消費の基調・実質賃金の影響をどうみるか	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 春闘は前年以上の伸びとなるものの、消費の伸び悩みから需要面の物価押し上げは期待薄。<u>生産性上昇を伴った実質賃金の持続的上昇へのハードルは高く</u>、企業の価格設定行動にも慎重さが残る。<u>持続的・安定的な物価目標2%は実現せず(ベースシナリオ)</u> ◆ ただし、<u>人手不足の深刻化をトリガーに、2%の物価目標達成に至る可能性も(サブシナリオ)</u>
金融市場	日銀の政策変更時期と市場の反応をどうみるか	<ul style="list-style-type: none"> ◆ ベースシナリオでは、<u>日銀は2024年4~6月期にマイナス金利・YCC・マネタリーベース拡大方針をトリプル解除</u>し、その後ゼロ金利継続へ。サブシナリオは短期政策金利1%まで引き上げ。 ◆ 日本の<u>長期金利は1%前半まで上昇</u>へ。日米金利差縮小から<u>円高・ドル安</u>が進み、円高で株式相場は一時弱含むも<u>上昇基調を維持</u>する見通し

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2. 各国経済・金融市場

(1) 米国: 既に金融コンディションは緩和、米経済はソフトランディングへ

- **2024・2025年の実質GDP成長率**は、前年比**+1.9%、+1.5%**と予想。**米経済はソフトランディングへ**
 - インフレ減速により過度な金融引き締めが必要性が低下。家計の実質所得改善に加えて、住宅価格・株価の上昇に伴う資産効果もあって、**個人消費は堅調に推移**。企業部門を中心に利上げ影響が顕在化するものの、金融環境の緩和や企業業績の回復から**企業の利払い負担増は幾分抑制**され、**設備投資も底堅く推移**
 - FRBは、**2024年4～6月期以降**、インフレ圧力のはっきりとした低下を確認しつつ**慎重に利下げを続ける**と予想

米国経済見通し総括表

		2023	2024	2025	2023				2024				2025			
		(見通し)	(見通し)	(見通し)	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	前期比年率、%	2.5	1.9	1.5	2.2	2.1	4.9	3.3	1.5	0.5	0.6	1.4	1.8	1.9	1.8	1.7
個人消費	前期比年率、%	2.2	1.9	1.7	3.8	0.8	3.1	2.8	2.1	1.0	1.0	1.8	1.7	2.0	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲ 10.7	1.4	4.8	▲ 5.3	▲ 2.2	6.7	1.1	0.8	0.3	0.1	4.3	6.1	6.5	6.5	5.8
設備投資	前期比年率、%	4.4	1.3	1.5	5.7	7.4	1.4	1.9	0.9	0.0	0.1	1.7	1.7	1.7	1.7	2.8
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.3	0.1	0.4	▲ 2.2	0.0	1.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.5	0.5	0.4	0.2
政府支出	前期比年率、%	4.0	2.3	0.9	4.8	3.3	5.8	3.3	1.3	1.1	1.1	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.6	▲ 0.5	▲ 0.6	0.6	0.0	0.0	0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6
輸出	前期比年率、%	3	1.8	0.7	6.8	▲ 9.3	5.4	6.3	1.8	0.4	0.4	0.4	0.9	0.9	0.9	1.2
輸入	前期比年率、%	▲ 1.7	2.5	4.1	1.3	▲ 7.6	4.2	1.9	4.2	2.8	2.6	4.4	4.1	4.7	4.7	5.0
失業率	%	3.6	4.1	4.0	3.5	3.6	3.7	3.7	3.9	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0
個人消費支出デフレーター	前年比、%	3.7	2.5	2.2	5.0	3.9	3.3	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2	2.2	2.2
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	4.1	2.5	2.2	4.8	4.6	3.8	3.2	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値
(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：見通しのポイント

「景気堅調」と「インフレ鈍化」が両立しているのはなぜか？

- ◆ コロナ禍で毀損した製造業の生産能力やロジスティックスが回復。経済活動(供給能力)の正常化により「モノ不足」が解消し、小売段階の財インフレが鈍化
- ◆ 移民やプライム層の労働参加が増加して「ヒト不足」が緩和。労働需給の緩和から企業の賃上げ意欲が後退し、賃金・サービス価格も鈍化へ。インフレ鈍化は家計の購買力・消費増を下支え

景気堅調とインフレ鈍化の両立をこのまま維持できるのか？

- ◆ 金融引き締め効果は企業部門を中心に次第に顕在化していくものの、インフレ鈍化により過度な金融引き締め・景気下押しの必要性は低下
- ◆ 実際、金融コンディションは足もと緩和方向。企業収益改善による利払い負担緩和や、堅調な住宅価格や株価に支えられた資産効果も、企業・家計の支出行動を下支え
- ◆ さらに、堅調な企業業績と労働需給を受けて賃金上昇圧力がかかる一方、供給能力(設備投資)の回復による生産性の伸び率上昇が、人件費増加によるインフレ圧力を抑制

金融政策の先行きとリスクは？

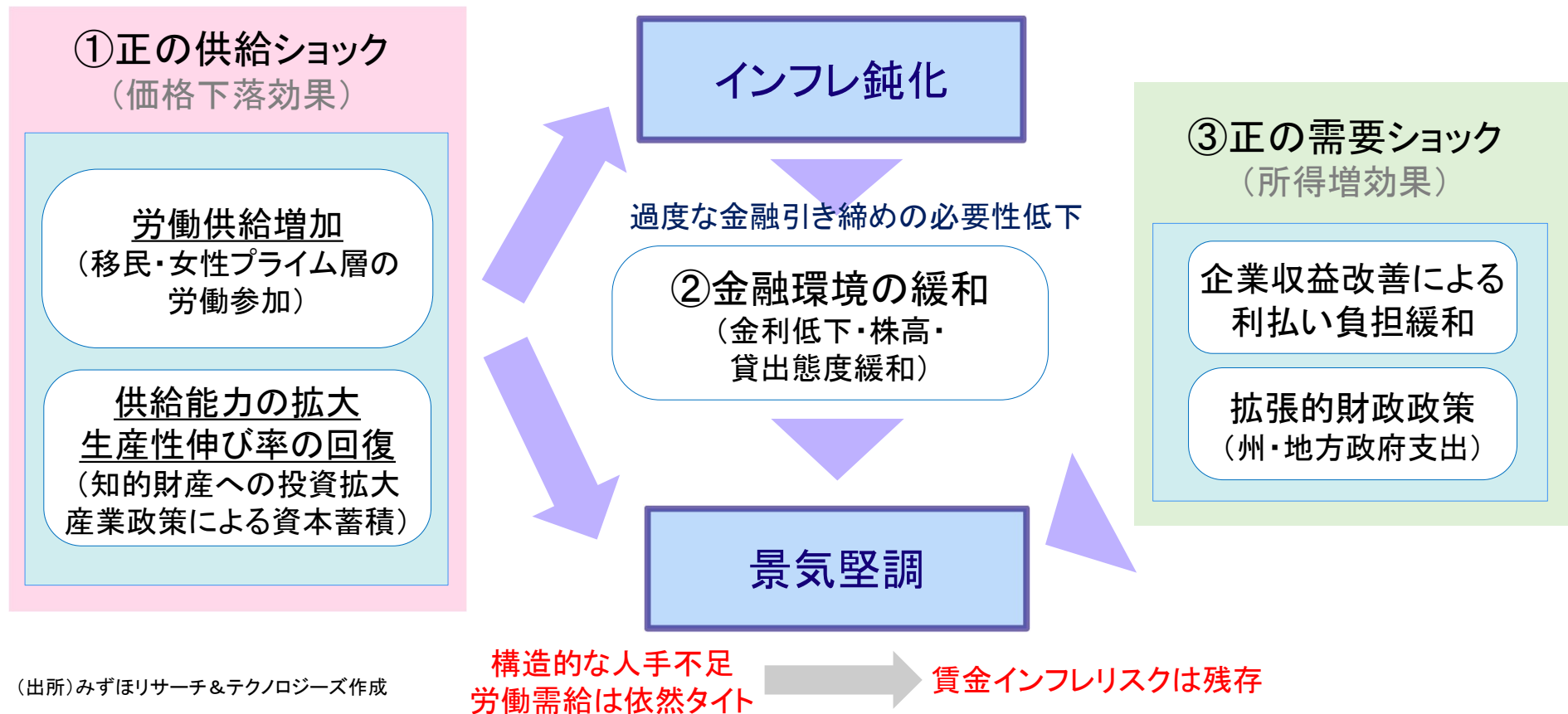
- ◆ FRBは、景気とインフレの着実な減速を確認した上で2024年4～6月期より利下げを開始
- ◆ ただし、潜在成長率を上回る成長を続け、労働市場の構造的な人手不足が残る中、賃金インフレ圧力は残存。FRBはインフレ警戒バイアスを残しつつ、小幅かつ緩やかなペースで利下げを実施

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：ソフトランディング見通しを理解する上でのポイント

- 米国経済は、「**堅調な景気**」と「**インフレ鈍化**」の両立する姿が継続し、**ソフトランディング**する見通し
 - ソフトランディングを可能にする背景には、①正の供給ショック(労働供給増加・供給能力の拡大・生産性伸び率の回復)、②金融環境の緩和、③正の需要ショック(企業収益改善による利払い負担緩和・拡張的財政政策)の3つの要素が存在。ただし、構造的な人手不足で労働需給は依然タイト。**賃金インフレリスクは残存**

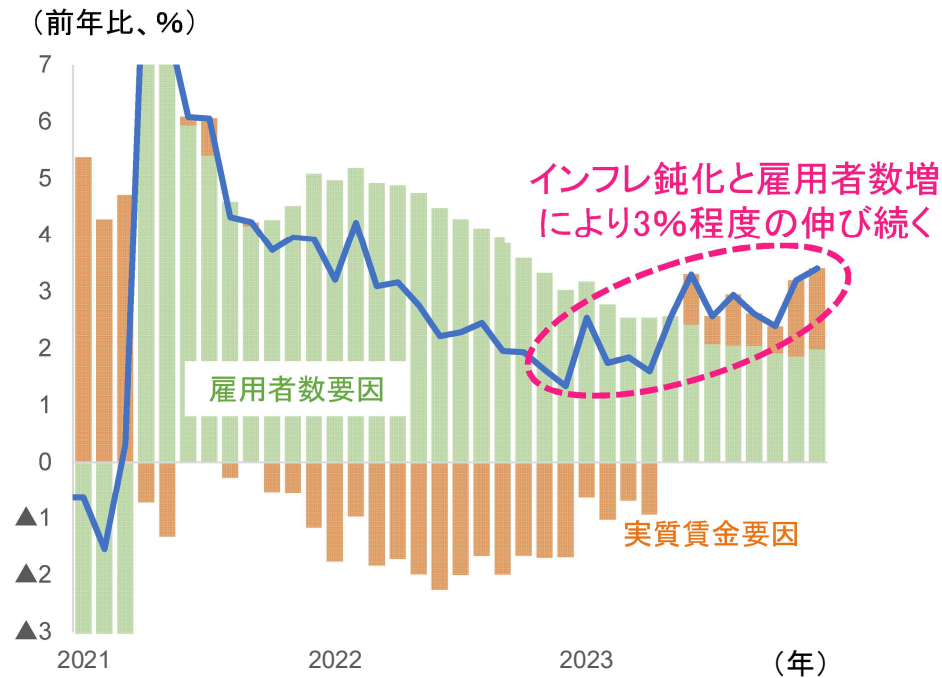
「堅調な景気」と「インフレ鈍化」が両立する背景



米国：良好な所得環境と消費者マインド回復が家計支出を後押し

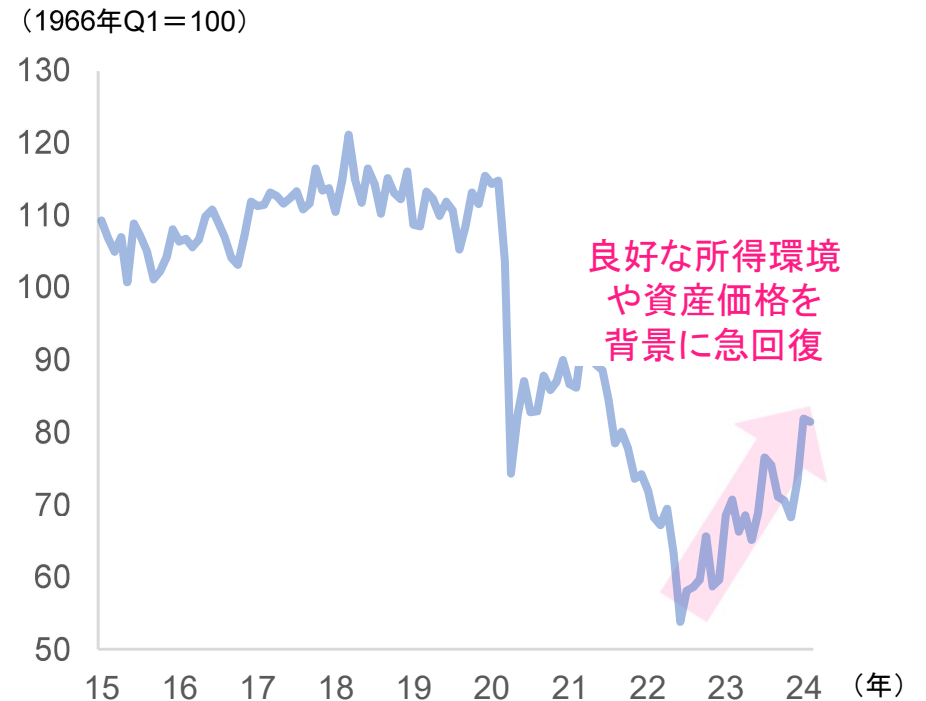
- 供給制約の解消に伴う雇用者数の増加と実質賃金の上昇が、雇用者所得と個人消費を下支え
 - 雇用者数が増加したのは、コロナ後に高齢者の早期退職で深刻化した人手不足をプライム層と移民の労働供給増が穴埋めして「ヒト不足が緩和」したため。実質賃金は、サプライチェーンの正常化により「モノ不足が解消」に向かい、財価格を中心にインフレ率が着実に鈍化したことにより上昇
 - 良好な所得環境や資産価格を背景に、消費者マインドは足もと急回復。家計の前向きな支出を下支え

実質雇用者所得



(出所)米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

消費者信頼感指数

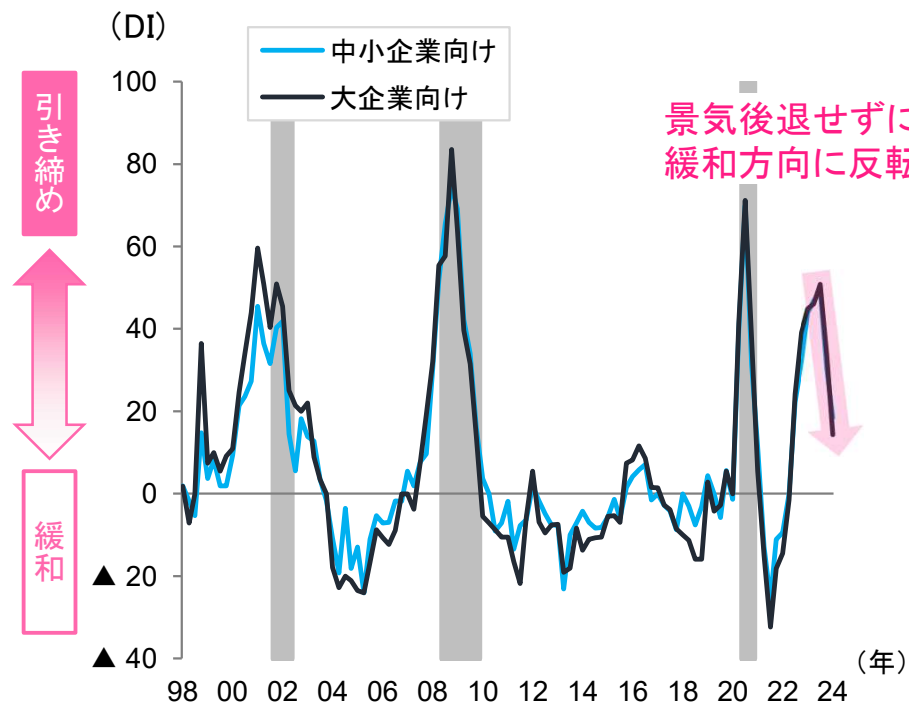


(出所)ミシガン大学より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：金融環境は緩和方向へ大きく転化。利上げによる景気下押しの影響はやや減退

- 政策金利が高水準で維持されているものの、インフレが着実に鈍化するもとで金利先安観が定着。長期金利低下や株高などを背景に、**金融環境は緩和方向へ**
 - 米銀の貸出態度は、景気後退局面入りせずに緩和方向へと反転。**家計・企業の資金調達環境は全体として緩和的な状況が継続し、貸出態度との連動性が高い貸出金は大幅減少を回避する見込み**
- 金融環境の過度な引締めが回避される下で住宅価格・株価は堅調を維持。**家計の金利負担増を資産効果が上回る**

米銀の貸出態度



(注)シャドーは景気後退局面

(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計の純資産残高(対可処分所得)



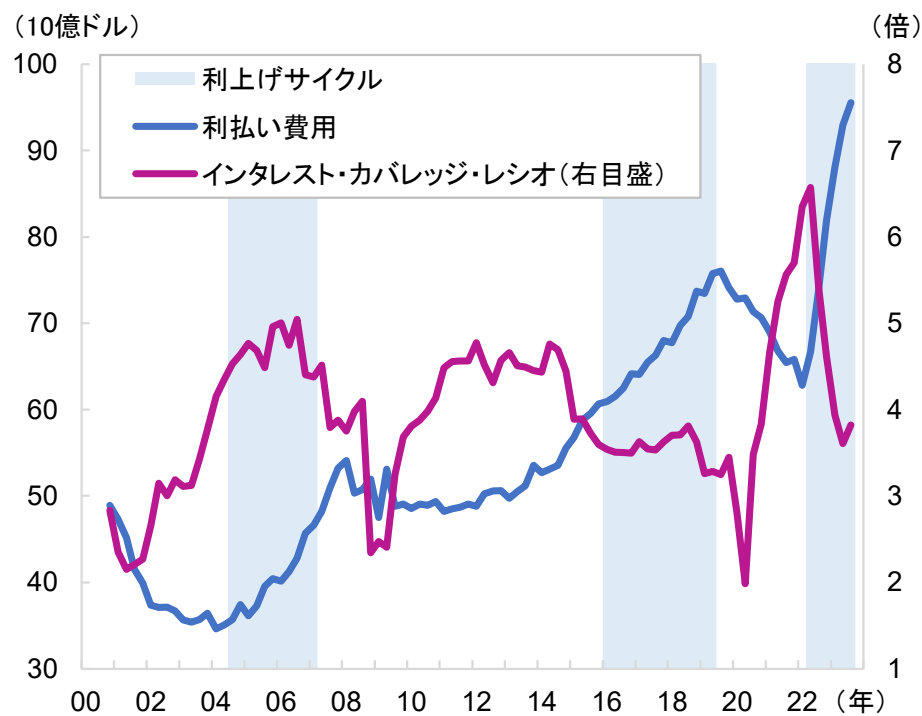
(注)23年Q4は、株価、住宅価格、借入額の月次データを用いて延伸

(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：企業収益改善が利払い負担増のクッションに

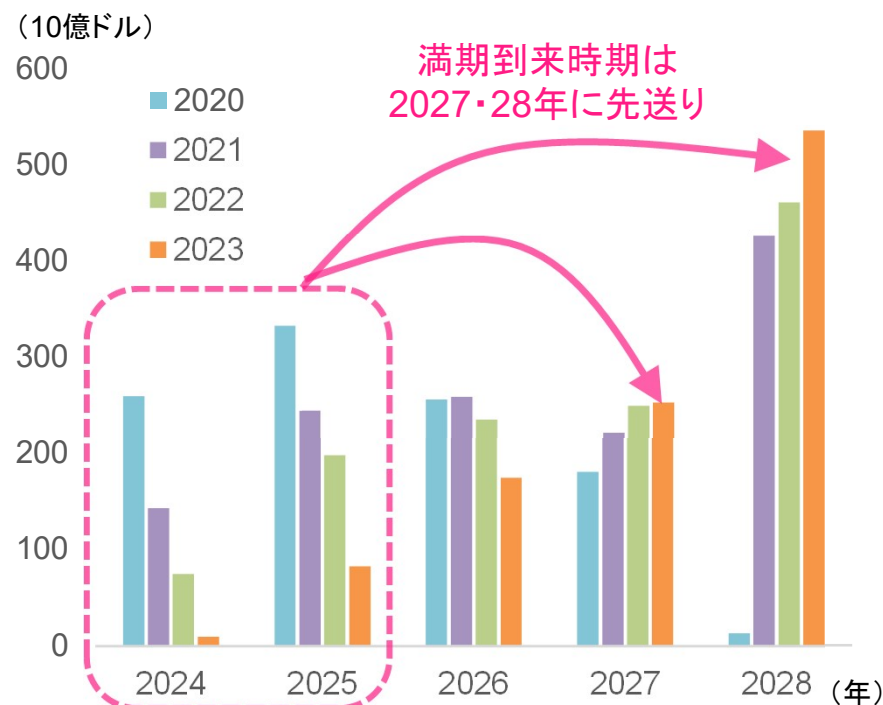
- 利上げの影響により企業の利払い額は増加したが、企業収益改善が利払い負担増のクッションに
 - 2023年7～9月期の利払い費用は過去最高水準。一方、企業収益改善で利払い負担(ICR)は大きく高まらず
- レバレッジドローン市場では、貸し手側が契約修正の手数料などを見返りに返済時期の先送りを許容する動きもあって、2024年に満期到来予定のレバローンほぼ消滅
 - 借換に伴うデフォルトリスクは軽減。ただし、2027・2028年の返済額が急増。先行きのデフォルト増の懸念は残る

企業の利払い負担



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

満期日別レバローンの借入残高

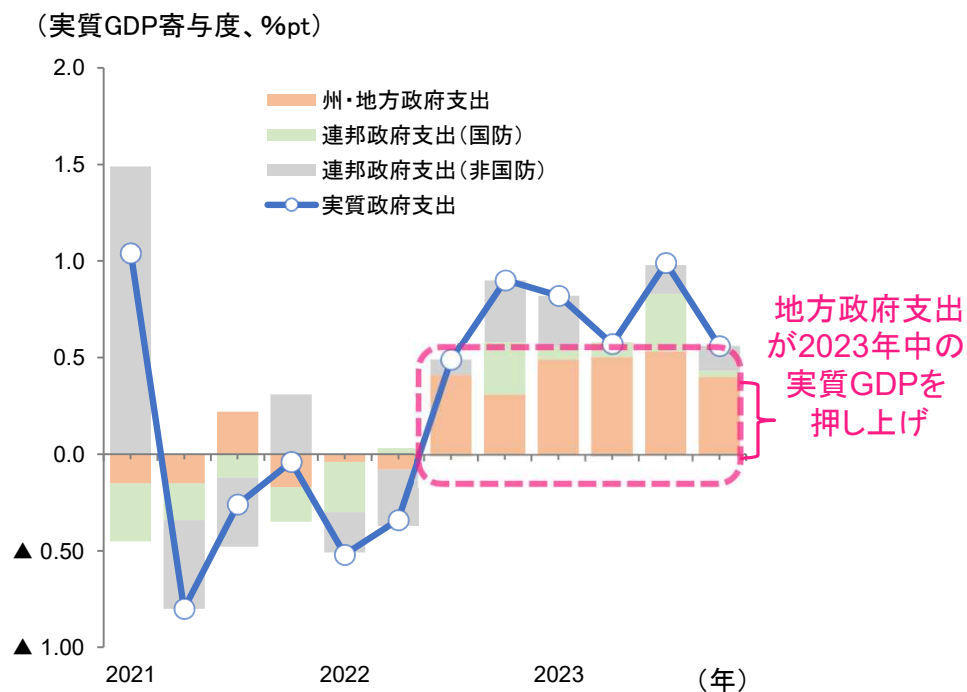


(注) 凡例は観察される満期プロフィールの時点を表示(各年末)。右軸は満期到来時期を表示
(出所) PitchBookより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：州・地方政府の手元資金は潤沢。当面は財政支出の拡大余地あり

- 政府支出の内訳をみると、2023年中は、連邦政府支出が景気中立的な水準に抑制される一方で、**州・地方政府の支出増加**が実質GDP成長率の押し上げに寄与。この内訳をみると**建設投資・公務員給与**が太宗
- 州政府はコロナ以降に予期せぬ財政悪化への対策として**予備基金(Rainy-day Fund)を積み立て**。2022年にピークを付けた後は低下に転じているが、2024年も2,890億ドル(支出対比23.2%)の高水準を保つ見込み
 - これを財源とすれば、**州政府は2024年中も財政支出を拡大させて景気を下支え**することが可能

政府支出の実質GDP寄与度



(出所)米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

州政府の手元資金



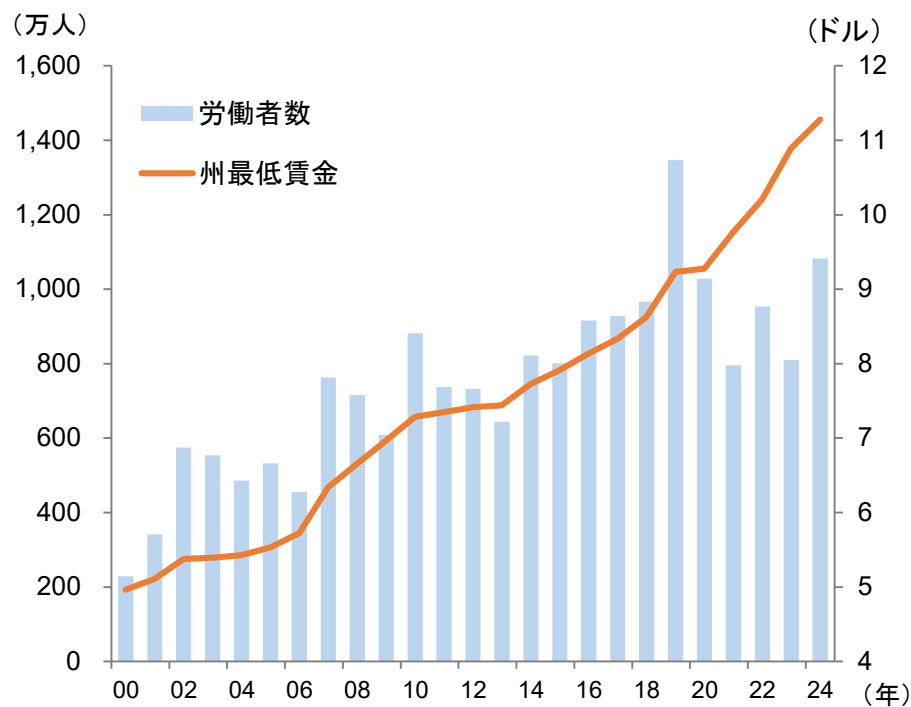
(注)一般期末残高と予備的基金の合計。2024年はNASBOによる推計値

(出所)NASBOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：最低賃金と公的年金給付額の引き上げは個人所得を押し上げ

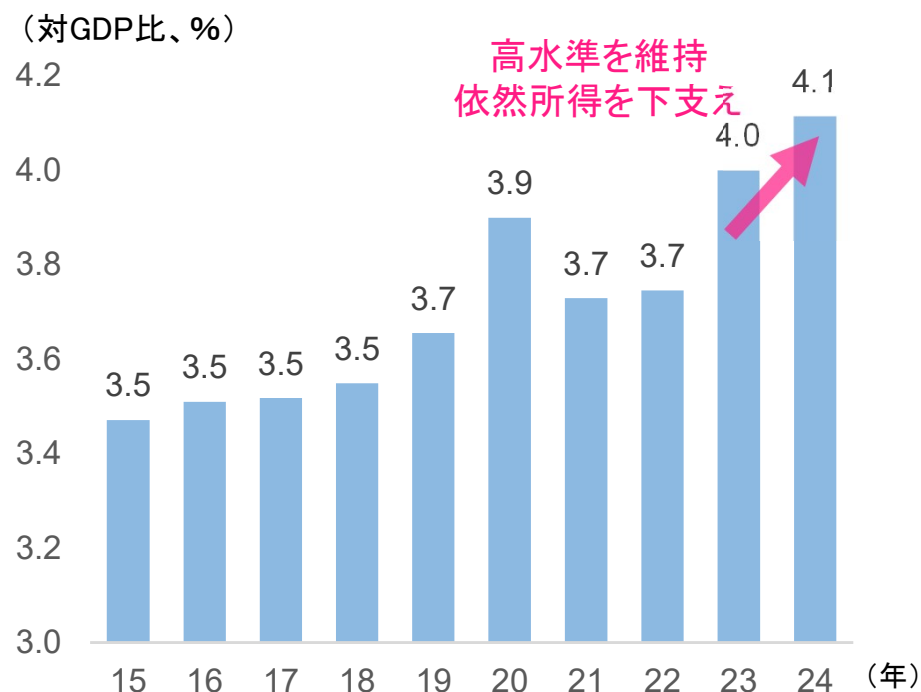
- **最低賃金と年金給付引き上げにより、GDPが+0.2%Pt程度押し上げられる見込み**
 - **2024年1月に22州が最低賃金を引き上げ**(平均+6.3%。全米加重平均の最低賃金額は11.28ドル(2023年：10.89ドル)。賃金分布に基づく推計では**労働者の約7%(1,065万人)が賃上げの対象**に(2023年：同810万人)
 - 物価スライドによる年金給付額の引き上げ率は前年比+3.2%と昨年(同+8.7%)からは縮小する一方、引き続き家計の所得を下支え。**年金生活者の消費性向は高いため引き上げ分はほぼ貯蓄されず消費に充てられる傾向**

最低賃金引き上げの影響を受ける労働者数



(注)最低賃金以下の労働者数。州最低賃金は全米の就業者数を用いた加重平均値
(出所)米国労働者より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

年金受取額対GDP比

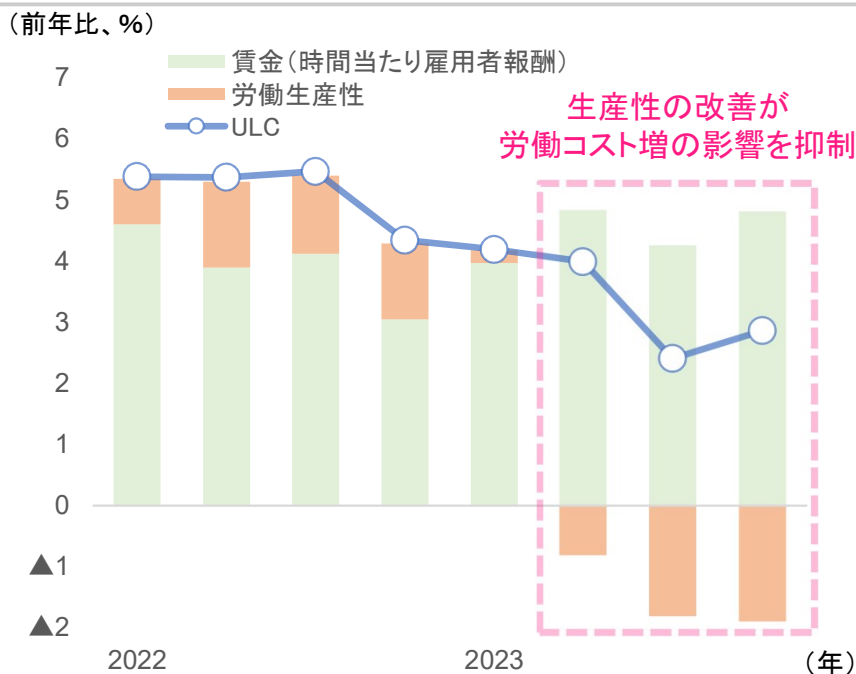


(出所)米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：生産性に伸び回復の兆し。今後継続すれば賃金インフレ圧力抑制に貢献

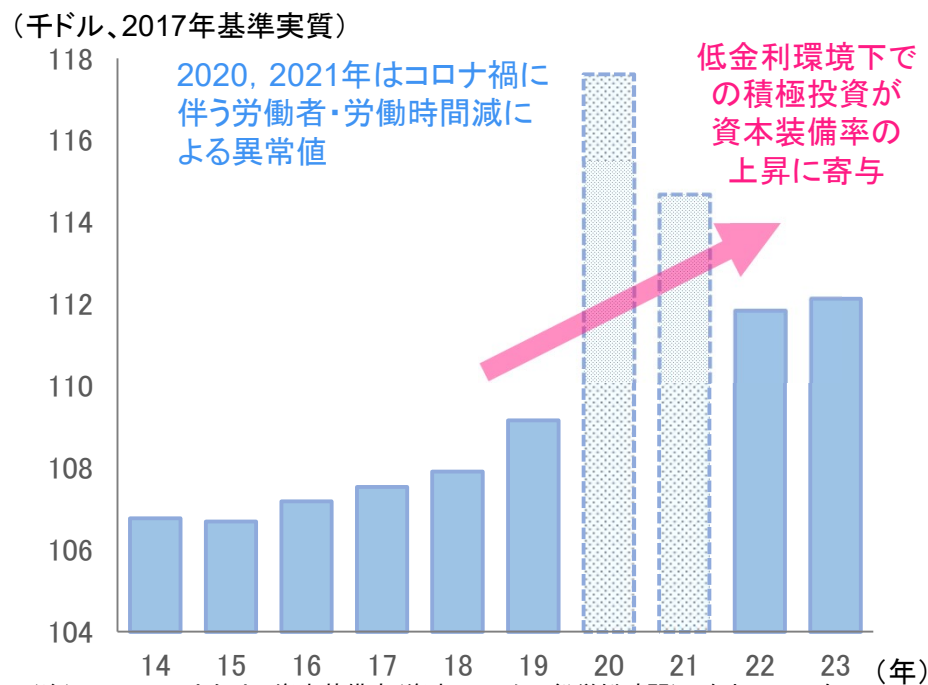
- **労働生産性の伸びの回復が賃金上昇によるコスト増を吸収**
 - 2023年10～12月期は前年比+1.9%（7～9月期：同+1.8%）と改善継続。これにより、2023年の単位労働コスト（ULC）の伸びは鈍化
- 生産性の伸び改善の主因は**資本ストックの回復に伴う資本装備率の上昇**
 - 経営環境の変化対応としてソフトウェアやR&D等の知的財産への投資が拡大を続ける中、バイデン政権下で行われた産業政策（IRA/CHIPS法）も資本蓄積を促進

単位労働コスト(ULC)の伸び



(注)雇用者報酬には、現金給与のほかに、ストックオプションの行使、現物給与、雇主の社会負担などを含み、賃金の動きとは必ずしも一致しない
 (出所)米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

マンアワーあたり資本装備率の推移

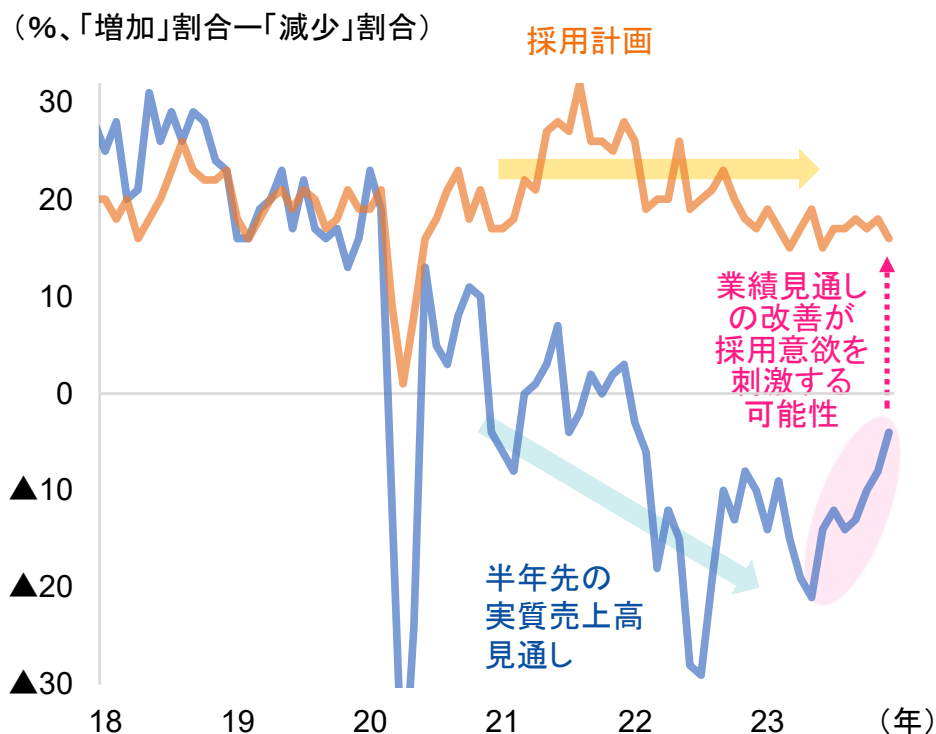


(注)マンアワー当たりの資本装備率(資本ストック÷総労働時間)。なお、2023年の資本ストックは未公表のため、設備投資と前年の資本減耗率をもとに推計
 (出所)米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：中小企業を含む業績改善は賃金インフレ再燃リスクを高める

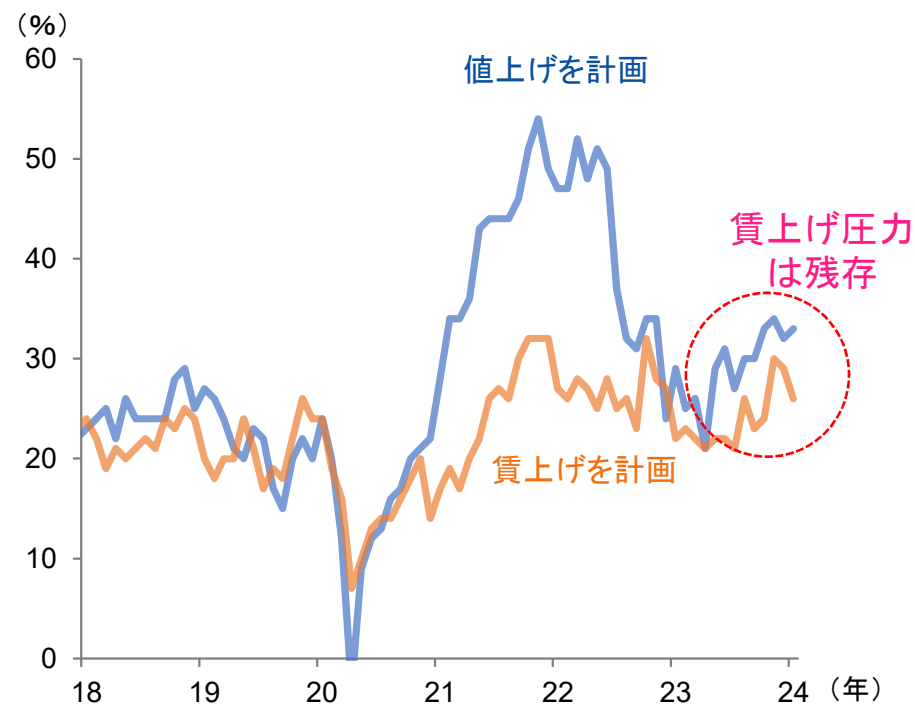
- 業績見通しと採用計画の乖離が継続。業績悪化でも採用増を計画する中小企業が相応に存在
 — 景気の強さから足元で業績見通しが底打ちしており、採用意欲を再び刺激する可能性も
- 値上げ・賃上げを計画する中小企業の割合は2023年央に底打ちした後、直近数カ月でやや上昇

中小企業の採用計画と半年先の実質売上高見通し



(出所) NFIBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

値上げ・賃上げを計画する中小企業の割合



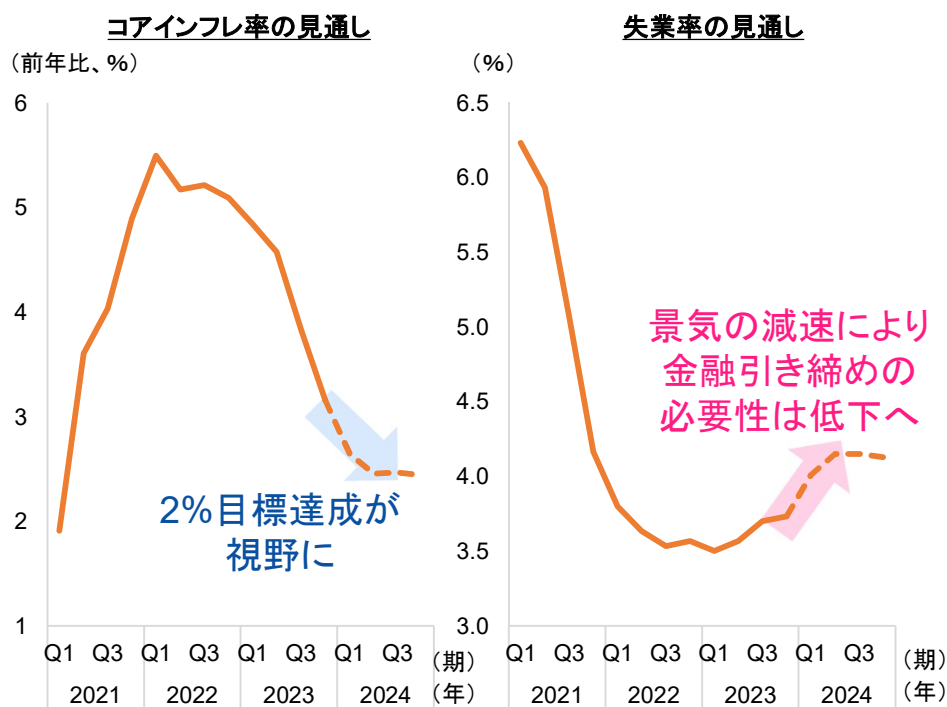
(注) 割合(%)はネット。3カ月先

(出所) NFIBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

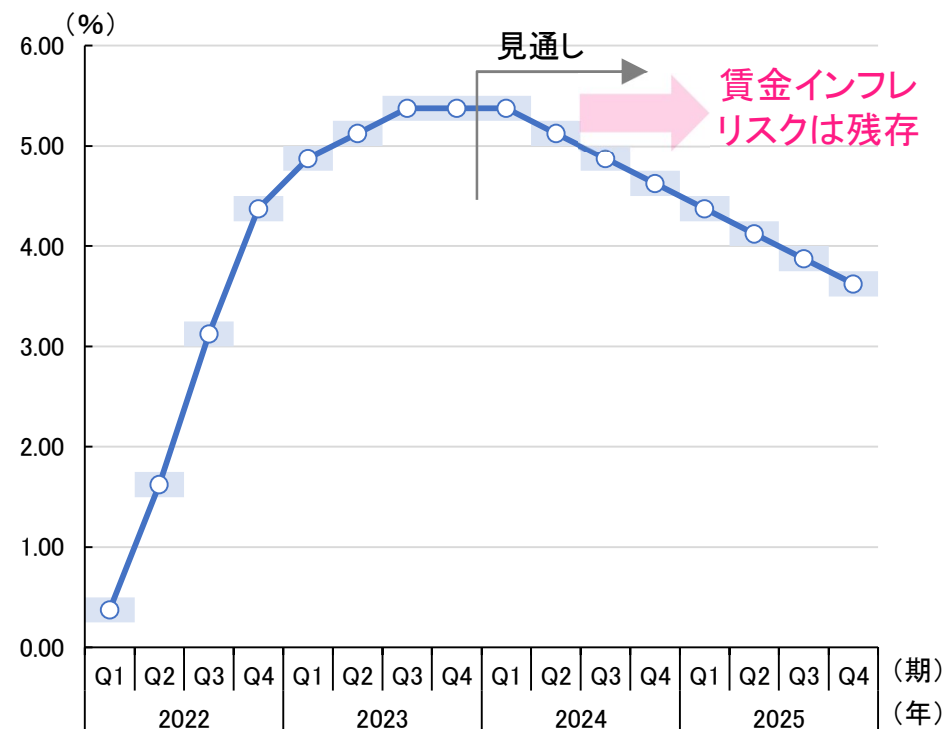
米国：FRB利下げ開始時期は2024年4～6月期を予想

- **インフレ率は着実に鈍化**する見通し
 - コアPCEデフレーターは、2024年末に2.4%、2025年末に2.2%と次第に鈍化
 - 2024年の年央にかけ、金融引き締めの影響顕在化で景気減速するとみており、追加的な金融引き締めの必要性は低下へ。ただし、構造的な人手不足や景気上振れが起これば**賃金インフレの可能性**は残る
- **FRBは2024年4～6月期にも利下げ開始**。その後は、**小幅かつ緩やかなペースで利下げを継続**すると予想

コアPCEデフレーターと失業率の見通し



金融政策見通し



(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(2) ユーロ圏: 2024年初にかけて景気停滞。持ち直しは2024年後半以降

- **2023・2024年の実質GDP成長率**は、前年比 **+0.5%**、**+0.5%**と予測
 - ユーロ圏経済は、利上げによる内需抑制や海外経済減速の影響から、**2024年初にかけて停滞**が続く見通し
- **2025年の実質GDP成長率**は同 **+1.5%**と予測
 - インフレ鎮静化と欧州中央銀行(ECB)の利下げが見込まれる**2024年後半以降は景気持ち直し**へ

ユーロ圏: 短期見通し総括表

		2022				2023				2024				2025							
		2022	2023	2024	2025	(見通し)				(見通し)				(見通し)							
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12				
実質GDP	前期比、%	3.4	0.5	0.5	1.5	0.7	0.8	0.5	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
内需	前期比、%	3.5	0.2	0.5	1.3	▲ 0.0	0.7	1.0	▲ 0.5	▲ 0.6	0.8	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
個人消費	前期比、%	4.2	0.5	0.8	1.2	▲ 0.0	0.8	1.3	▲ 0.8	0.1	0.0	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
総固定資本形成	前期比、%	2.6	0.7	▲ 0.3	1.3	▲ 0.5	0.5	1.3	▲ 0.4	0.4	▲ 0.1	0.0	▲ 0.4	▲ 0.2	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
政府消費	前期比、%	1.6	0.2	0.1	0.4	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	▲ 0.5	0.2	0.4	0.2	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.3	▲ 0.2	0.1	0.2	▲ 0.1	0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.5	0.7	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.0	0.2	0.0	0.3	0.8	0.2	▲ 0.5	0.4	0.6	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	▲ 0.0
輸出	前期比、%	7.2	▲ 1.0	▲ 0.0	1.3	1.6	2.0	1.3	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
輸入	前期比、%	7.9	▲ 1.5	▲ 0.1	0.9	0.1	1.8	2.5	▲ 1.1	▲ 1.7	▲ 0.0	▲ 1.2	▲ 0.1	0.1	0.4	0.3	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2
消費者物価指数	前年比、%	8.4	5.4	2.1	2.0	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	2.7	2.3	2.1	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9	2.0
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	3.9	4.9	2.5	2.1	2.7	3.7	4.4	5.1	5.5	5.5	5.1	3.7	3.0	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：見通しのポイント

賃金・物価の見通しは？

- ◆賃金はインフレへのキャッチアップが一巡。内需低迷や企業業績悪化を受けて、先行き賃金上昇率はピークアウト感を徐々に強めていく展開に。2024年半ば頃に2%へ回帰する見通し
- ◆ただし、構造的な人手不足や企業の雇用保蔵による労働需給ひっ迫は、賃金上昇リスクとして要警戒

利下げ開始と景気持ち直しのタイミングは？

- ◆ECBは、インフレ鈍化の持続と賃金のピークアウトを確認した後、2024年6月に利下げに転じると予想
- ◆既往の利上げによる内需抑制効果をはっきりと顕現化する中、企業や家計の借入需要や製造業の在庫循環は足もと底入れから持ち直しに向けた動き
- ◆欧州経済は、2024年後半以降にプラス成長をごく緩やかではあるが徐々に高めていく見通し

住宅価格下落の経済全体への影響は？

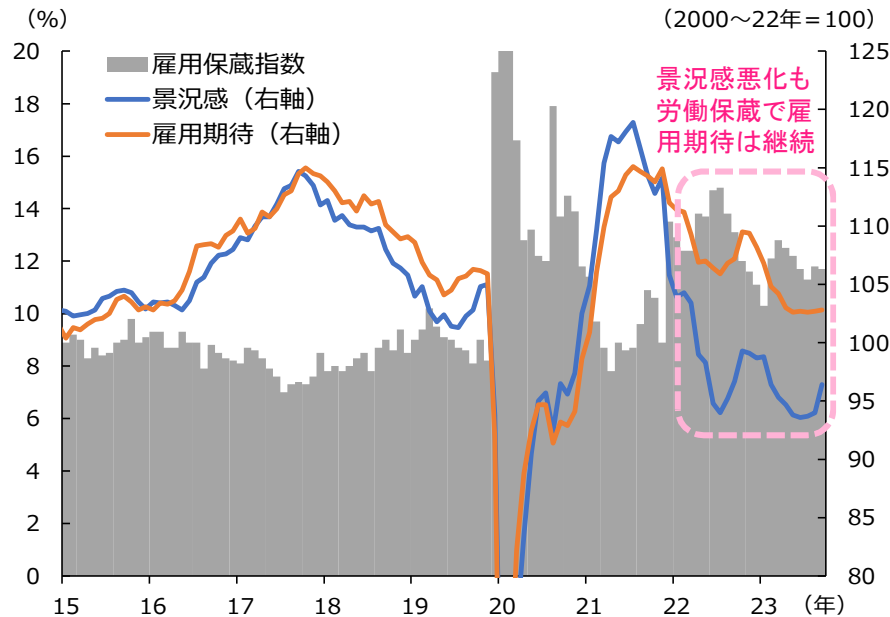
- ◆住宅価格は鈍化傾向が続いているが、先行指標である住宅着工は足もと底を探る展開
- ◆先行き、継続的な利下げによる金融環境の緩和と景気回復により、不動産価格は底割れを回避する公算
- ◆2010年代以降に負債を増やしたのは主に高所得層。住宅価格下落によるマクロ経済への影響は限定的

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：労働需給のひっ迫は続くものの、賃金は企業業績悪化から次第に鈍化へ

- 失業率は6.4%と過去最低水準。労働需給の引き締まりが継続し、賃金上昇率の低下ペースは足もと鈍化
 - 景況感が悪化する中でも企業の雇用スタンスは底堅く推移。将来の人手不足を見据えた企業が雇用保蔵姿勢を継続している可能性を示唆
- ただし先行きは、マイナスの経済成長が続き、企業が業績悪化に伴い人件費圧縮を進めざるを得ない経済環境となる中、今春の妥結賃金交渉は前年比大幅に低下する見通し

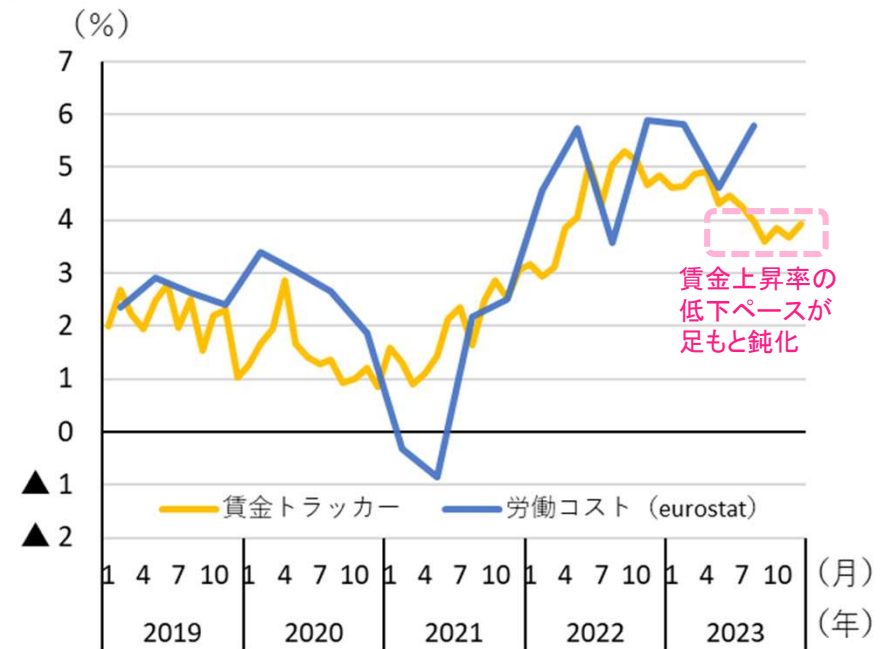
ユーロ圏：企業の景況感と雇用期待



(注)雇用保蔵指数は、生産期待を「減少」と回答した企業のうち、雇用期待を「増加」又は「不変」と回答した企業の割合

(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：賃金上昇率

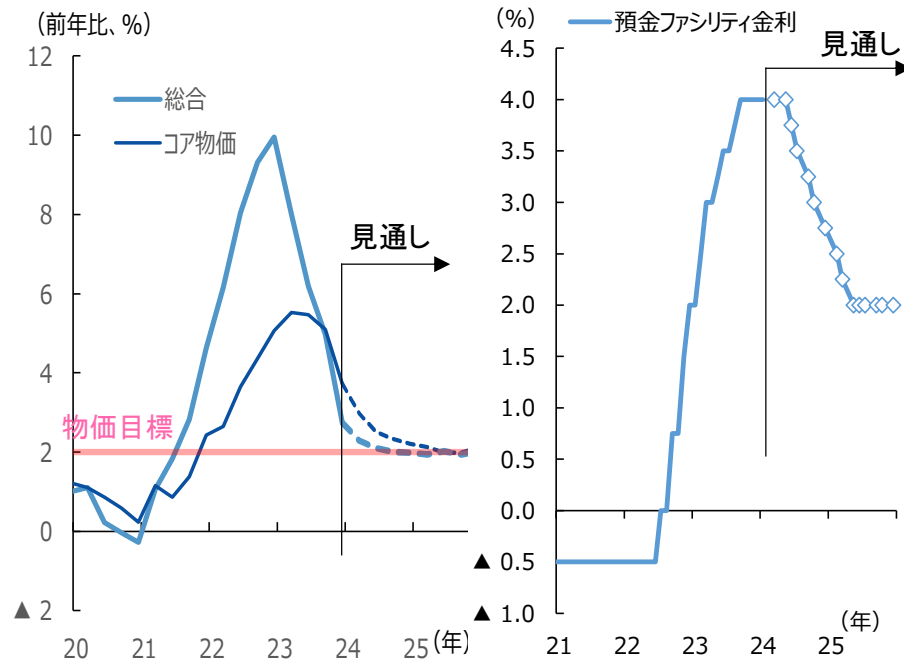


(出所) Eurostat、MacroMicroより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：ECBは6月に利下げ開始と予想。企業活動には持ち直しの兆候も

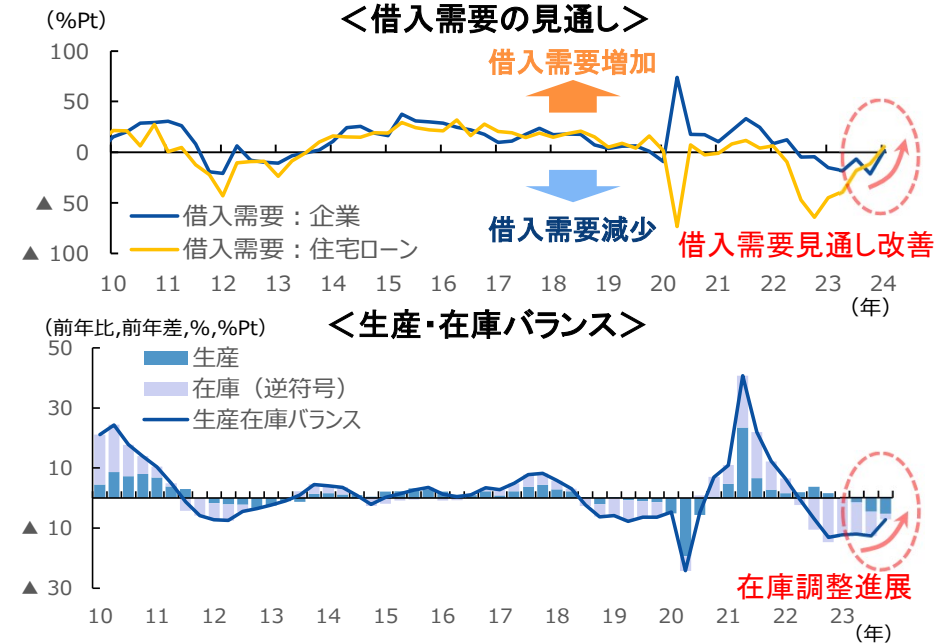
- 賃金上昇率の鈍化を確認した後、**ECBは2024年6月に利下げ**に踏み切ると予想
- 金融引き締め需要抑制効果が発揮される中、一部に**家計・企業の支出モメンタムは底打ちから持ち直しの兆候**
 - 企業向け・住宅ローン向けともに借入需要の増加を見込む銀行が増加。インフレ服や利上げ停止などを受けて企業や家計の経済活動が最悪期を脱しつつあることを示唆。加えて、低迷が続く製造業では、在庫調整が進展
 - ユーロ圏経済は2024年4～6月期以降、緩やかに持ち直す見通し

ユーロ圏：インフレ率と政策金利の見通し



(出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：借入需要見通しと生産・在庫バランス



(注) 生産在庫バランス=生産の前年比-在庫判断DIの前年差。統計の制約から、在庫は在庫水準DIを使用

(出所) Eurostat、欧州委員会、ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(3) 新興国：中国は減速、NIEs・ASEAN回復は2024年半ば以降、インドは堅調

- **中国は消費低迷と不動産不況の影響により成長鈍化。2025年以降も構造要因が成長を下押し**
 - 2024年はインフラ投資が下支えとなるが成長率の低下は避けられず。2025年以降も人口減や米中対立が重石に
- **NIEsは半導体サイクルに沿って景気回復へ。ASEANも2024年半ばから景気持ち直しの見通し**
 - ただし、NIEs・ASEANとも、2024年前半はインフレ・高金利継続で内需の弱含みが続き、成長率を一時下押し
- **インドは投資にけん引され高成長を維持**
 - 成長ドライバーは内需が中心だが、足元は着実に輸出力を強化していることも成長を後押し

新興国見通し総括表

	2022年	2023年	2024年	2025年	2021年			2022年			2023年			
					7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	4~7	10~12
アジア	4.1	5.1	4.7	4.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国	3.0	5.2	4.6	4.2	5.2	4.3	4.8	0.4	3.9	2.9	4.5	6.3	4.9	5.2
NIEs	2.2	1.5	2.4	1.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
韓国	2.6	1.4	2.1	1.7	4.1	4.3	3.1	2.9	3.2	1.4	0.9	0.9	1.4	2.2
台湾	2.6	1.4	3.2	1.7	4.2	5.1	3.8	3.5	4.0	▲0.7	▲3.5	1.4	2.3	5.1
香港	▲3.5	3.2	1.6	2.1	5.5	4.7	▲3.9	▲1.2	▲4.6	▲4.1	2.9	1.5	4.1	4.3
シンガポール	3.8	1.1	2.1	2.0	9.5	7.9	4.2	4.6	4.2	2.4	0.5	0.5	1.0	2.2
ASEAN5	6.0	4.4	4.6	4.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
インドネシア	5.3	5.0	5.0	4.7	3.5	5.0	5.0	5.5	5.7	5.0	5.0	5.2	4.9	5.0
タイ	2.5	1.9	2.3	2.8	▲0.1	1.9	1.9	2.4	4.4	1.3	2.6	1.8	1.4	1.7
マレーシア	8.7	3.7	2.7	3.9	▲4.2	3.6	4.8	8.8	14.1	7.1	5.6	2.9	3.3	3.0
フィリピン	7.6	5.6	5.7	5.3	7.0	7.9	8.0	7.5	7.7	7.1	6.4	4.3	6.0	5.6
ベトナム	8.0	5.0	6.4	6.8	▲6.0	5.2	5.1	7.8	13.7	5.9	3.3	4.1	5.5	6.7
インド	6.7	6.7	6.1	6.0	9.1	5.2	4.0	13.1	6.2	4.5	6.1	7.8	7.6	-
オーストラリア	3.8	1.9	1.8	1.7	4.6	5.0	3.6	3.9	5.7	2.7	2.3	1.8	2.5	-
(参考) NIEs+ASEAN5	4.5	3.3	3.8	3.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(参考) 中国を除くアジア	5.5	4.9	4.8	4.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(注) 実質GDP成長率(前年比、%)、網掛けは予測値。平均値はIMFによるGDPシェア(購買力平価ベース)により計算
(出所) 各国統計、IMF等により、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：2024年は消費と不動産が低迷、2025年以降も構造要因が成長下押しへ

- **2024年の実質GDP成長率は+4.6%**と予測
 - 消費の低迷と不動産の不振が続くも、**インフラ投資が景気の下支え**となる構図
- **2025年の実質GDP成長率は+4.2%**と予測
 - 不動産の在庫調整は一巡に向かうも、人口減、国内統治強化、米中対立など**構造的な成長下押し圧力は継続**

見通しのポイント

中国経済はデフレに陥っているのか？

- コアCPIはプラスのため、**現状はディスインフレ**と評価
- 景気低迷による**内需不足から強いデフレ圧力が存在**

今後のデフレ圧力をどうみるか？





- 過剰在庫はようやく解消、**デフレ圧力は後退局面に**
- 需要不足で**価格下落が続けばデフレに陥るリスクも**

中国からの「デフレ輸出」のおそれは？

- 足元は**輸入価格の低下が輸出価格下落の一因**
- 輸入価格回復を受け**輸出価格の下落圧力は緩和へ**

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2024年の中国経済見通し概要

分野	方向感	見通しのポイント
消費		<ul style="list-style-type: none"> ● サービス消費のリベンジ需要は一巡 ● 財消費は消費マインドの低迷が継続 ● 不動産関連消費の減速も下押し
不動産		<ul style="list-style-type: none"> ● 在庫調整が長期化し、新規投資を抑制 ● 銀行貸出も伸び悩み、「保交楼」完了になお時間
製造業		<ul style="list-style-type: none"> ● 過剰在庫は概ね解消。生産は底堅い伸び ● 新規受注が弱く、需要不足と競争激化で厳しい収益環境続く
インフラ		<ul style="list-style-type: none"> ● 国債1兆元増発による投資が景気下支え ● 2024年は財政支出を「適度に」拡大方針 ● 年後半に特別国債発行との観測も

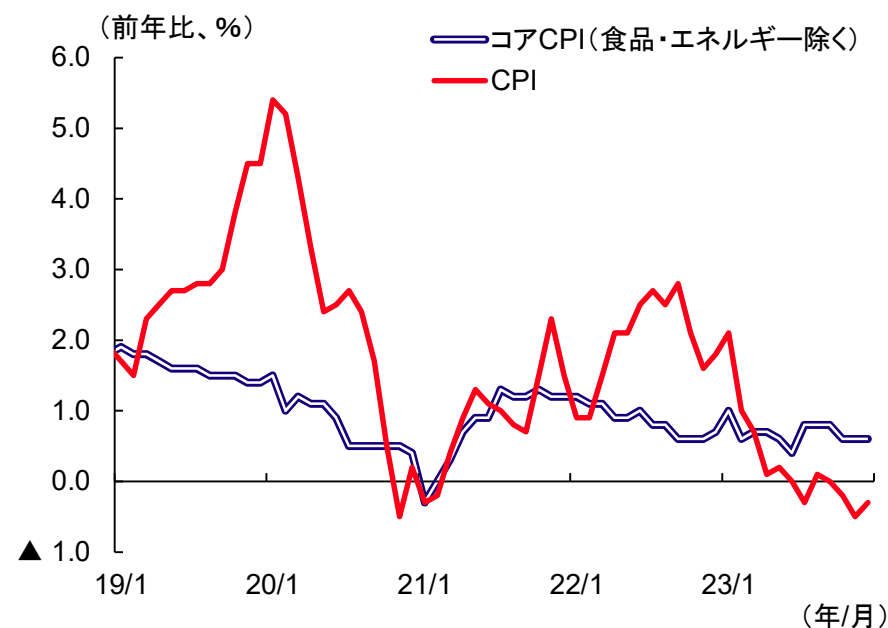
(注)「保交楼」は未完成物件の完成・引き渡しを進める政策

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：足元はデフレでなくディスインフレ、輸入価格の下落と国内需給の緩みが背景

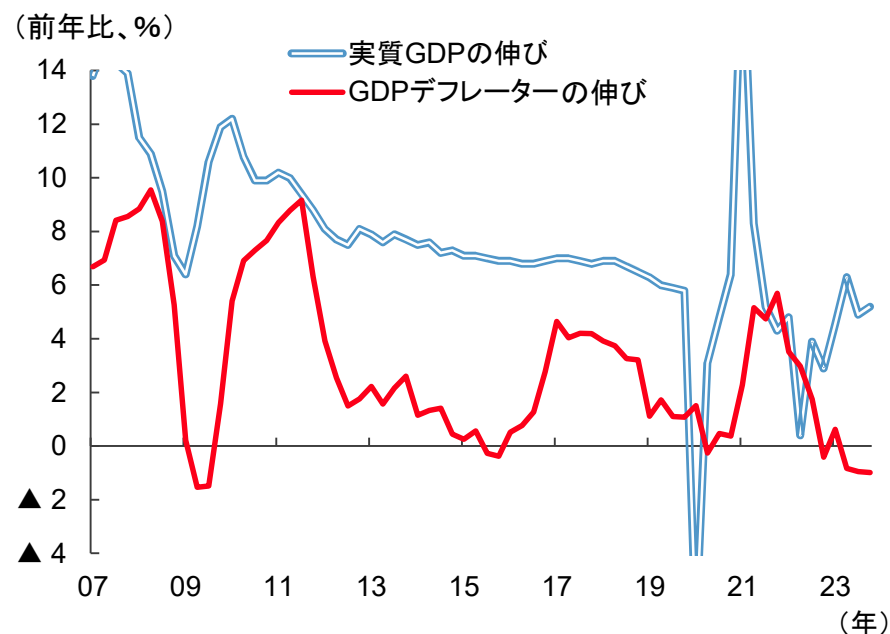
- 消費者物価指数(CPI)は3カ月連続マイナスも、食料・エネルギー除くコアCPIは低いながらプラス圏を維持。デフレというよりは、ディスインフレの状況
- 国内需給緩和と輸入価格下落がディスインフレ圧力の背景
 - 国内の物価動向を示すGDPデフレーターは、2023年10～12月期まで3四半期連続のマイナス。エネルギーなど輸入品の価格下落だけでなく、内需不足からのディスインフレ圧力を示唆

消費者物価指数(CPI)



(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

GDPデフレーター(四半期ベース)

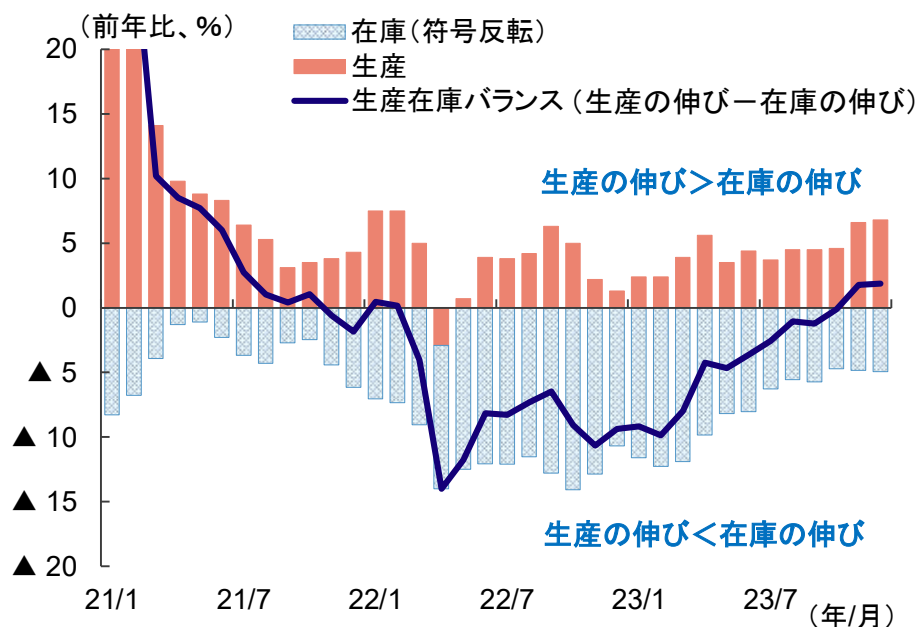


(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：製造業の過剰在庫は解消。不動産調整の製造業全体への波及は足もと一服

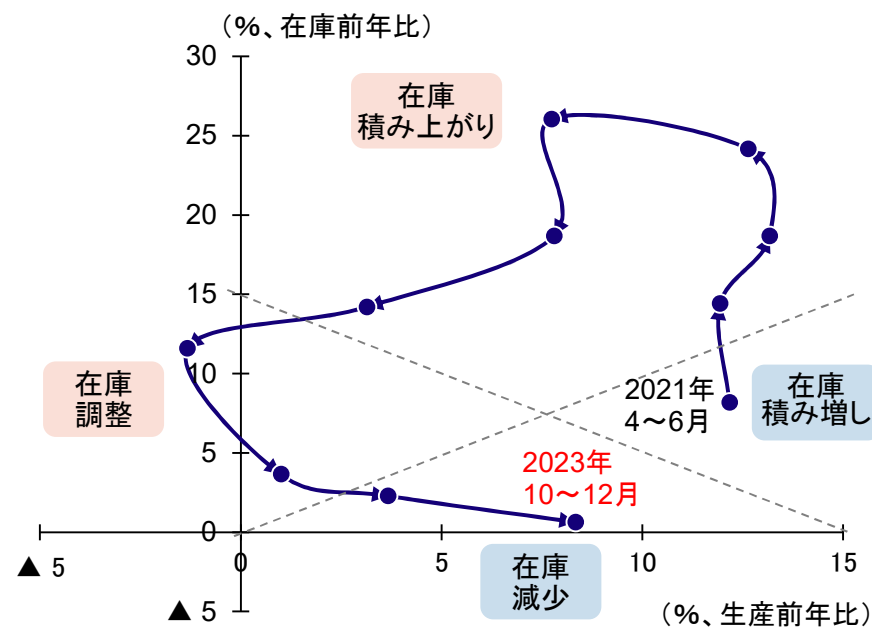
- **製造業の過剰在庫はようやく解消、生産も足元で底堅い伸び**をみせており、**デフレ圧力の弱まりを示唆**
 - 在庫の前年比が鈍化する一方、生産の前年比が高まっており、在庫を抑制するための生産調整は和らいだ様子
 - とりわけ、**通信・電子機器が在庫積み増し局面**に向かいつつあることは好材料
- ただ、購買担当者景気指数(PMI)新規受注は弱く(1月49.0)、需要不足と競争激化で厳しい収益環境続く
 - デフレ圧力は和らいでいるものの、**需要の戻りが鈍いことから、国内でのデスインフレ状況は続く見通し**

生産在庫バランス(生産の伸びー在庫の伸び)



(注)在庫はPPIで実質化
(出所)中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

在庫循環図(通信・電子)

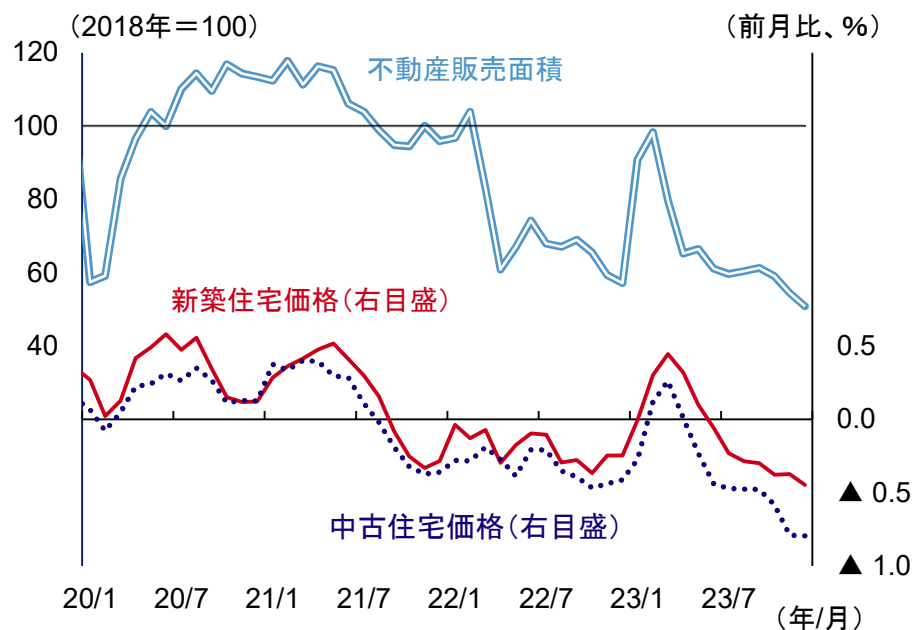


(注)在庫はPPIで実質化
(出所)中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：資源価格の回復を受け、輸出価格の押し下げ圧力は緩和へ

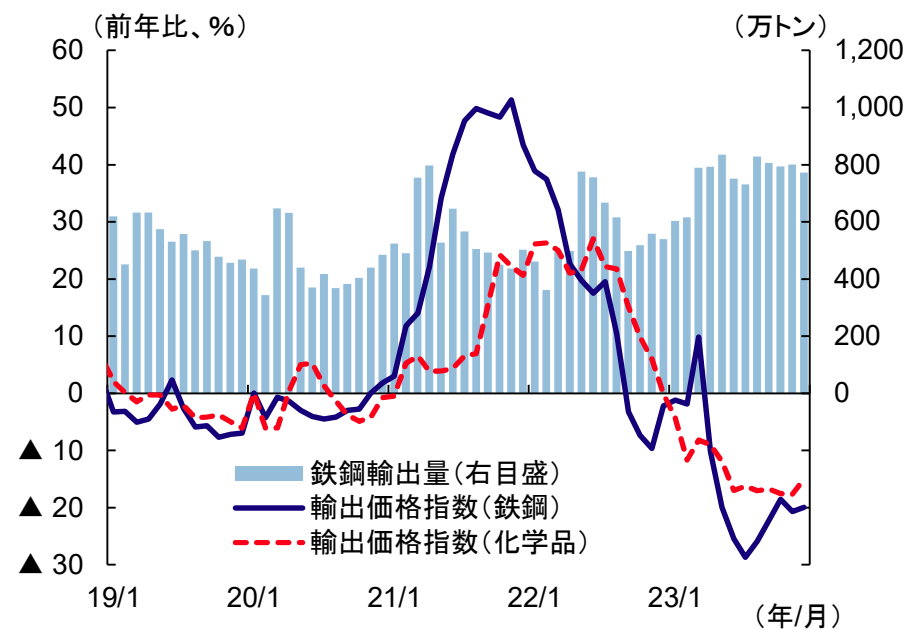
- 不動産ディベロッパーの資金繰り悪化が続く中、過剰在庫の調整完了時期は2025年以降にずれ込む見通し
 - 新築住宅価格は消費者の住宅購入意欲の低迷を映じて下落傾向。中古住宅価格も一級都市の下げ幅大
 - 先安観と在庫調整が重石となり、2024年の不動産販売・投資は小幅なマイナス成長となる可能性が高い
- 不動産部門調整が長期化する中、鉄鋼・化学品など一部品目では輸出価格の下落が続く
 - 12月の輸出価格指数は前年比▲8.4%。先行きは、資源価格の回復基調を受けて、原材料等の輸入価格は目先は横ばい圏での推移が見込まれるため、製品等の輸出価格の押し下げ圧力は当面は和らぐ見通し

不動産販売面積・住宅価格(70都市平均)



(注) 販売面積はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
 (出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸出価格指数(鉄鋼・化学製品)・鉄鋼輸出量



(出所) 税関総署、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：見通しのポイント

半導体サイクル回復の影響は？

- ◆半導体サイクルの回復に沿って、アジアのエレクトロニクス輸出は徐々に増加基調を強める見通し。エレクトロニクス輸出依存国(韓国、台湾、シンガポール)では製造業生産も回復。2024年の景気の持ち直し要因に
- ◆ただし、上記3カ国以外の外需依存国(タイ、マレーシア、ベトナム)では、米欧中の減速を受けて回復は遅れ、輸出の本格回復は2024年半ば以降。下振れの続く製造業生産の持ち直しも、2024年後半に

内需主導の回復パスは描けるか？

- ◆エネルギー・食料品価格の再上昇は既に一服し、足元でインフレ率は再び低下の動き
- ◆インフレ率が鎮静化する上に、米国の利下げ局面入りでアジアにも利下げ余地が生じ、2024年半ば以降は金融緩和が始まると予想。2024年後半には高金利による下押しが和らぎ、内需はようやく持ち直しへ
- ◆インドでは、目標上限近傍に張り付くインフレ率や、それに対応した高金利で消費は減速気味も、投資に支えられて景気は好調。引き続き、インドでは投資が景気をけん引する見通し

2024年にアジア経済が抱えるリスクファクターは？

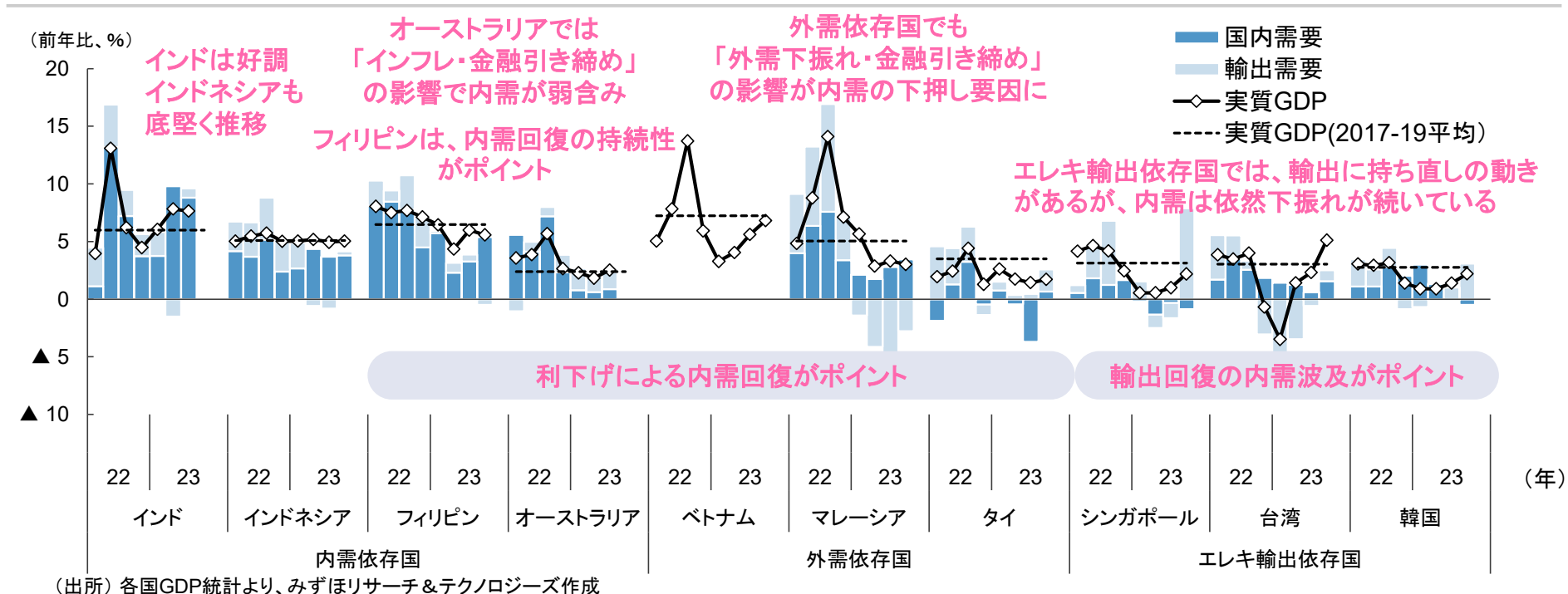
- ◆インフレ鎮静化の遅れにより金融政策が高金利維持を続けざるを得ないリスクは残る
- ◆各国とも財政健全性の確保に苦慮しており、韓国・タイでは過剰な民間債務もリスク要因

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア:回復の道筋を探る2024年のアジア経済

- エレキ依存国(韓国、台湾、シンガポール)が先行する形で輸出は持ち直しへ(p.35)
 - エレキ輸出依存国は、半導体サイクルの回復で輸出持ち直し。企業収益や雇用の拡大を通じて内需にも波及へ
 - 回復の遅れる上記以外の外需依存国(泰、馬、越)も、米欧の回復が見込まれる2024年半ばから持ち直す見込み
- 各国で金融引き締めが解除され、内需下押しは緩和。既に内需が堅調なインドも、好調を維持する見通し(p.36)
 - 足元インフレ率は再び低下の動き。また、米国の利下げでアジアにも利下げ余地が生じると想定され、2024年半ば以降は金融引き締めが解除されると予想。高金利下でも内需が堅調なインドでは、投資主導の成長が続く見込み

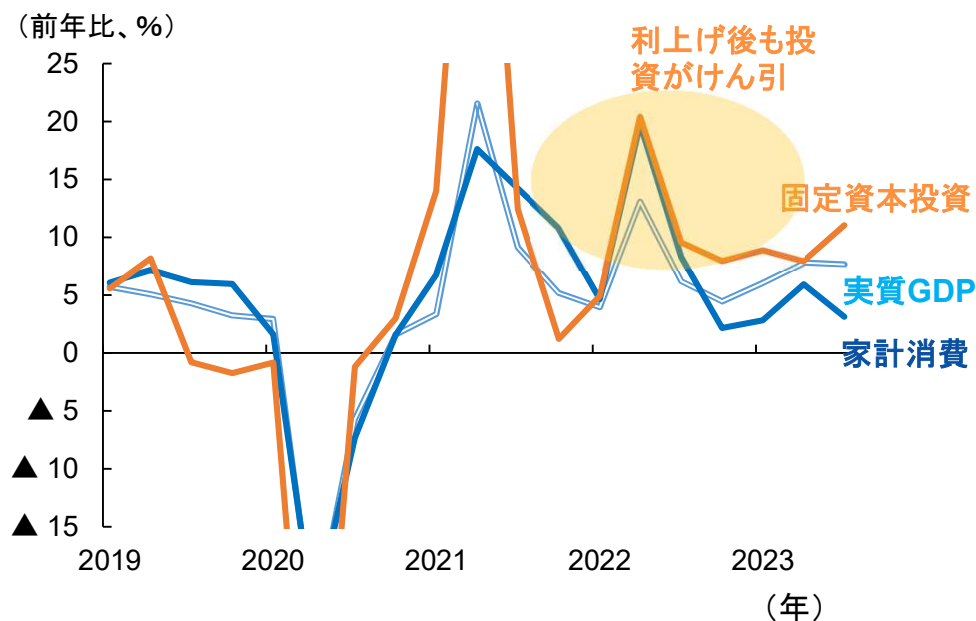
アジア各国・地域の実質GDP成長率



アジア：景気が堅調なインドは、投資主導の高成長維持

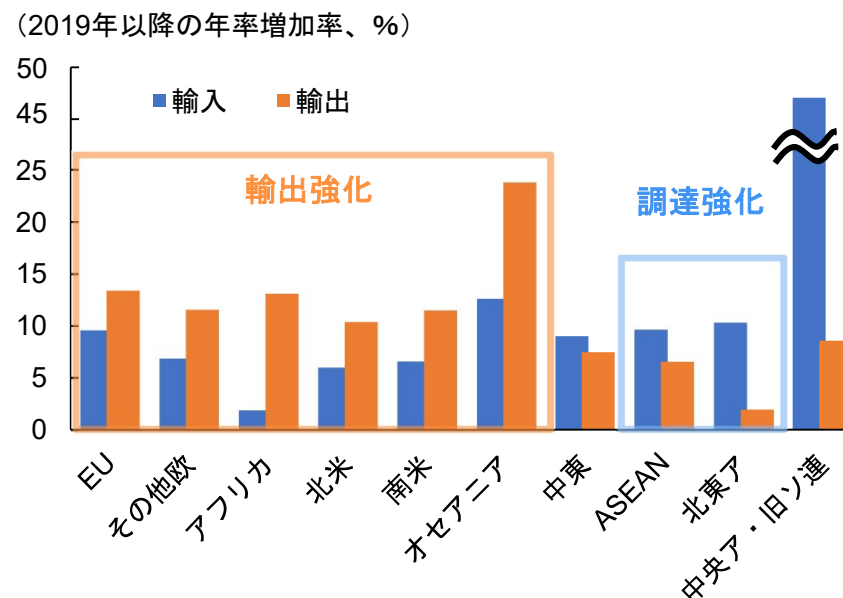
- インドの直近の成長率は前年比+6~7%台と、潜在成長率(6%半ば)近傍の動き。中国(2023年+5.2%)を凌駕
 - 強い需要を反映し、食料を中心に目標上限近傍に張り付くインフレ率や、それに対応した高金利で消費は減速気味だが、投資に支えられて景気は好調
- インドの成長ドライバーは投資だが、グローバルなサプライチェーンに食い込むことで輸出力も着実に強化
 - ASEANや中国をはじめとするアジアから部材を輸入し、それを国内の製造業が加工・組立した上で、欧米・アフリカ、オセアニア向けに輸出するサプライチェーンが拡大

インドの実質GDP成長率



(出所) インド統計計画実行省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インドの地域別輸出入



(出所) インド商工省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：インフレ・高金利の残存リスクに留意。財政や民間債務負担の面で不安

- **インフレ率は低下傾向**だが、中東情勢の悪化による原油高リスク、米国の利下げ後ずれによる**高金利リスクは残存**
 - 2022年以降は政府が燃料補助金を支出することでインフレ率を抑えているが、それゆえに各国は財政の健全性確保に苦慮。高金利が続くことになれば、国債の利払いが膨らみ財政を圧迫
 - また、韓国・タイでは民間債務の過剰感も強く、金利の高止まりが続いた場合に家計・企業への影響に注意

主要新興国の脆弱ポイント：総合評価

頑健 脆弱

財政指標は引き続き厳しい

リスク	耐性指標	中国	韓国	台湾	インドネシア	タイ	マレーシア	フィリピン	ベトナム	インド	ブラジル	メキシコ	アルゼンチン	南アフリカ	トルコ
インフレ	インフレの過熱感(*) %Pt	0.0	3.0	1.9	1.4	2.5	2.0	4.2	0.1	0.1	1.3	4.0	91.7	1.4	63.8
財政	政府債務(GDP比) %	83.0	54.3	26.6	39.0	61.4	66.9	57.6	34.0	81.9	88.1	52.7	89.5	73.7	34.4
	財政赤字(GDP比) %	▲7.1	▲1.2	0.3	▲2.2	▲2.9	▲4.7	▲4.8	▲1.3	▲8.8	▲7.1	▲3.9	▲4.0	▲6.4	▲5.4
対外資金繰り	外貨建て債務比率 %	2.3	11.4	-	23.8	8.0	13.8	-	-	6.2	11.4	25.2	54.3	17.9	49.3
	対外支払い余力(*) 10億ドル	64.2	228.8	402.6	83.5	131.7	▲2.1	68.1	61.6	434.0	250.0	145.2	▲52.3	24.8	▲45.3
民間債務	民間債務(GDP比) %	229.6	226.3	-	39.3	176.6	154.7	41.2	131.3	96.2	84.5	37.7	20.6	67.7	65.3
	民間債務の過剰感(*) %	▲6.0	16.2	-	▲0.2	13.3	▲8.7	-	-	▲12.3	2.3	▲2.2	▲1.2	▲7.5	▲21.3

(注) 1. 表に掲載の国を対象にリスクの高低を赤色の濃淡で塗り分けたもの
 2. インフレの過熱感：中央銀行の物価目標(非公表の国は2013年以降の平均的インフレ率)に対する足元の物価上昇率の乖離幅(%Pt)
 3. 対外支払い余力：対外支払い余力 = 対外支払い原資(外貨準備+経常黒字) - 対外支払い必要額(短期対外債務残高+経常赤字)
 4. 民間債務の過剰感：BISが発表しているCredit to GDP Gap(2023年Q3時点)

(出所) IMF、BIS(国際決済銀行)、IIF(国際金融協会)、各国統計、世界銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

金利高止まりによる民間債務負担増に注意が必要

(4) 日本: サービス分野の需要一服や供給制約等を受けて回復ペースは緩やかに

- **2023年度の実質GDP成長率**は前年度比**+1.2%**を予測。年度後半は物価高で**個人消費が伸び悩む**ほか、欧米を中心とした**海外経済減速が輸出の逆風**に。災害・自動車減産等の一時的要因も重なり2024年1~3月期はゼロ成長に
- **2024年度**は同**+1.2%**を予測。高水準の企業収益が賃金・設備投資に回ることで経済活動は回復基調を維持するも、サービス消費・インバウンド需要回復の一服等で回復ペースは緩やかに。**人手不足による供給制約が懸念材料**に
- **2025年度**は同**+0.8%**を予測。実質雇用者報酬が伸び悩み**個人消費は力強さを欠く**。潜在成長率に向けて減速へ

日本経済見通し総括表

		2022 年度	2023 (見通し)	2024	2025	2023				2024				2025				2026
						1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	1.5	1.2	1.2	0.8	1.1	1.0	▲0.8	▲0.1	0.0	0.6	0.7	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	4.4	4.0	▲3.3	▲0.4	0.1	2.3	2.6	1.8	1.2	0.4	0.3	0.2	0.8
内需	前期比、%	2.0	▲0.3	1.0	0.8	1.4	▲0.7	▲0.8	▲0.3	0.1	0.5	0.6	0.4	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
民需	前期比、%	2.7	▲0.7	1.0	0.7	1.8	▲1.0	▲1.1	▲0.3	0.0	0.6	0.7	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1
個人消費	前期比、%	2.7	▲0.4	0.7	0.5	0.8	▲0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.0	0.4	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
住宅投資	前期比、%	▲3.4	1.5	▲0.0	▲0.3	0.3	1.8	▲0.6	▲1.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	▲0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.2
設備投資	前期比、%	3.4	▲0.7	1.8	2.1	1.6	▲1.4	▲0.6	▲0.1	0.1	0.7	0.7	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(0.1)	▲0.3	0.0	(▲0.1)	(0.6)	(▲0.2)	(▲0.5)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	▲0.1	0.9	1.0	1.0	0.4	0.2	0.0	▲0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
政府消費	前期比、%	1.4	0.6	1.0	1.1	0.1	▲0.1	0.3	▲0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公共投資	前期比、%	▲6.1	2.8	0.7	0.2	2.0	2.2	▲1.0	▲0.7	0.3	0.0	0.7	0.6	0.5	▲0.7	0.1	0.1	0.1
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.5)	(1.6)	(0.2)	(0.1)	(▲0.4)	(1.7)	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)
輸出	前期比、%	4.7	3.7	1.4	2.8	▲3.5	3.8	0.9	2.6	▲2.5	0.6	0.7	0.9	1.0	0.6	0.7	0.3	0.6
輸入	前期比、%	6.9	▲3.0	0.5	2.5	▲1.6	▲3.6	1.0	1.7	▲2.1	0.2	0.5	0.5	0.6	0.5	0.8	0.8	0.5
名目GDP	前期比、%	2.3	5.1	2.9	1.8	2.3	2.5	▲0.1	0.3	0.1	1.0	1.6	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1	0.4
GDPデフレーター	前年比、%	0.8	3.9	1.7	1.0	2.3	3.7	5.2	3.8	2.8	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	0.8	0.6	0.6
内需デフレーター	前年比、%	3.2	2.3	1.1	0.8	3.1	2.7	2.6	2.0	1.9	1.2	1.1	0.8	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：賃上げ率は上振れも、消費者物価は2%目標達成に至らずとの見方を維持

- **2023年度のコアCPI(前年比)は+2.8%**と予測。政府の物価高対策延長が下押しに寄与するも、円安等を受けた**価格転嫁の継続**に加え、全国旅行支援終了・インバウンド需要回復を受けた**宿泊料等サービス物価上昇**が押し上げ
- **2024年度は+2.2%、2025年度は+1.5%**と予測。**輸入物価上昇の影響がはく落**するほか、消費需要の鈍さを受けた**価格転嫁の慎重姿勢**を受けて2025年度に+1%台に鈍化。**2%物価目標達成に至らず**
 - **2024年春闘賃上げ率は+4.0%**と2023年対比上昇するも、労働分配率上昇に伴う中小企業の賃上げ余力枯渇や物価上昇率低下に伴う賃上げ機運の後退により**2025年以降は鈍化**

日本経済見通し総括表(主要経済指標)

		2022	2023	2024	2025	2023				2024				2025				2026
		年度	(見通し)				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
鉱工業生産	前期比、%	▲ 0.3	▲ 1.1	1.6	2.2	▲ 1.8	1.4	▲ 1.2	1.4	▲ 2.9	1.9	1.3	0.9	0.6	0.4	0.5	0.2	0.2
経常利益	前年比、%	8.8	12.5	2.0	1.6	4.3	11.6	20.1	14.5	5.4	▲ 1.3	▲ 0.1	4.3	6.0	3.3	1.1	0.9	0.9
名目雇用者報酬	前年比、%	2.4	2.0	3.1	2.7	1.6	2.6	1.5	1.4	2.5	2.5	2.8	3.4	3.6	3.2	2.7	2.4	2.3
完全失業率	%	2.6	2.5	2.4	2.2	2.6	2.6	2.7	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	86.1	80.8	81.8	81.4	86.4	81.8	80.0	80.3	80.9	81.5	81.8	81.9	81.8	81.6	81.5	81.3	81.0
経常収支	年率換算、兆円	8.3	23.9	25.2	26.0	9.7	23.5	25.7	25.3	21.2	22.2	25.4	26.9	26.4	27.2	26.5	25.7	24.7
国内企業物価	前年比、%	9.5	1.9	0.3	1.4	8.3	5.0	3.0	0.4	▲ 0.8	▲ 0.3	0.4	0.3	0.8	1.2	1.2	1.4	1.7
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	3.0	2.8	2.2	1.5	3.5	3.3	3.0	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.5	1.2	1.1
〃 (除く制度要因)	前年比、%	3.8	3.2	1.3	1.2	4.5	4.0	3.6	2.8	2.3	1.8	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	2.2	3.8	1.6	1.3	3.5	4.2	4.3	3.8	3.1	2.2	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
〃 (除く制度要因)	前年比、%	2.3	3.8	1.6	1.3	3.6	4.3	4.3	3.6	3.0	2.2	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3

(注)1. 網掛けは予測値。実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある

2. 経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース(金融・保険を除く)

3. 消費者物価は、政府の物価高対策(ガソリン代・電気代・ガス代抑制策等)が2024年以降も補助額を段階的に縮小させる形で2024年9月まで延長されると想定

2024年度にかけて物価高対策の縮小・終了の反動が前年比の押し上げ要因になる点に留意。「除く制度要因」は政府による物価高対策及び、全国旅行支援の影響を除く

(出所)各種統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：見通しのポイント

賃上げの展望は？

- ◆ 2024年春闘賃上げ率は+4.0%予想。足元の労働側・経営側の動向を踏まえ前回見通し(+3.8%)対比上方修正
- ◆ もっとも実質賃金は2024年度前半まで前年比マイナス継続。個人消費の力強い回復は期待しにくい
- ◆ インフレ率鈍化と中小企業を中心とした賃上げ余力の縮小を背景に2025年以降の賃上げ率は鈍化

労働生産性は上昇するか？

- ◆ 労働生産性の引き上げには①省力化投資の増加、②高生産性業種への労働移動促進、③リスキリングによるスキルミスマッチ縮小が課題
- ◆ 現状では労働生産性の大幅な上昇は見込みにくく、実質賃金の持続的上昇のハードルは高いとの見方

物価上昇の持続性は？

- ◆ **【ベースシナリオ】**個人消費が力強さを欠く中で企業の価格設定行動に慎重姿勢が残存。サービス物価の「岩盤」打破のハードルは高く、持続的・安定的な2%物価目標実現には至らずとの見方
- ◆ **【サブシナリオ】**人手不足深刻化をトリガーに賃上げ率加速と価格転嫁が大幅に進展すれば、2%物価目標実現

株価上昇の資産効果は？

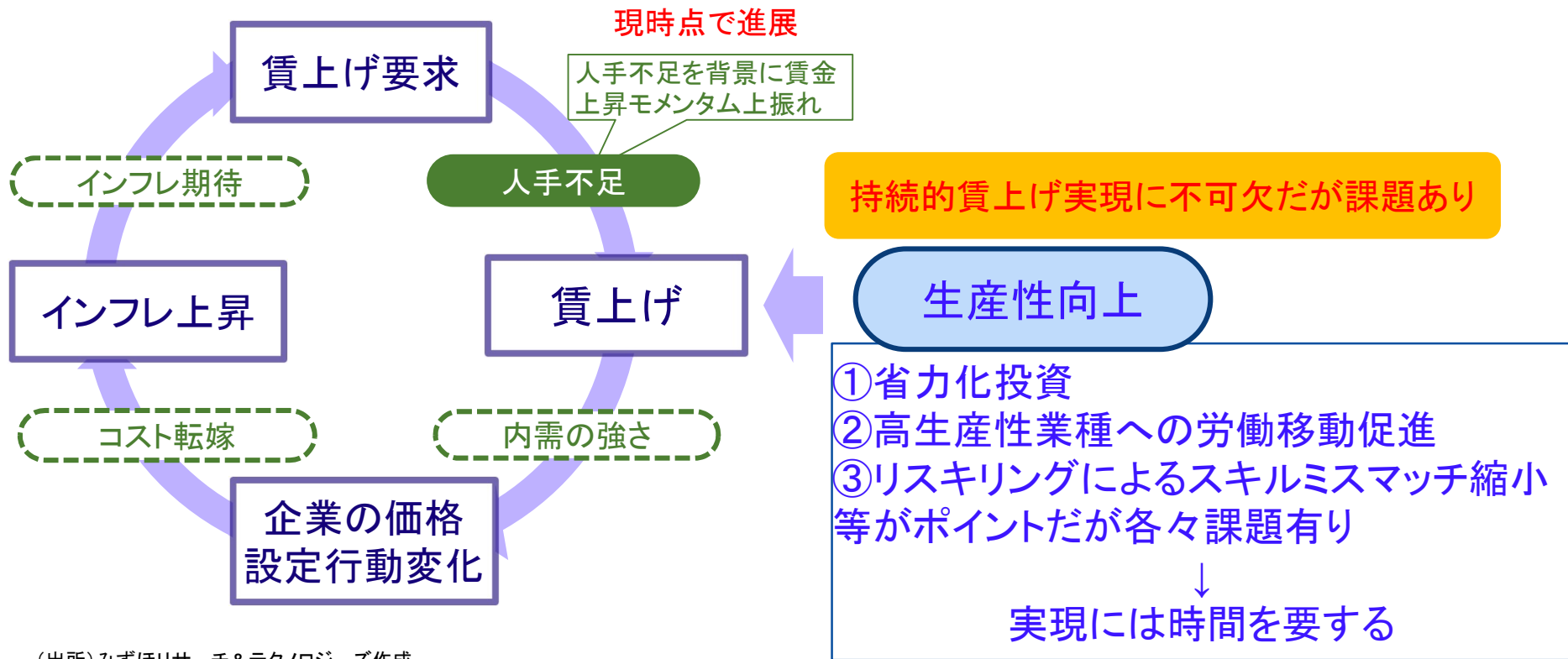
- ◆ 株高が消費者マインド改善につながれば、高所得層を中心に資産効果が消費を下支えする可能性も
- ◆ ただし、株式・投信保有が少ない日本では、株高による直接的な資産効果は限定的

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：好循環を伴った「持続的」なインフレ実現には生産性向上が不可欠

- **賃上げ持続には、「生産性向上」による賃上げ原資の継続的確保**が必要だが、生産性向上には時間を要す
 - 賃金と物価上昇の好循環メカニズムは、力強い賃上げが内需の強さに繋がり、企業の価格設定行動が変わり、サービス価格上昇のモメンタムが強まり、結果インフレ期待も高まるというもの
 - 好循環メカニズム実現のポイントは賃上げの持続性。足元、人手不足を背景に賃金モメンタムは上振れ。ただし、持続的賃上げには、**生産性向上が不可欠だが課題あり。賃金上昇の持続性に欠け、CPIは2%を割り込む見込み**

賃金と物価の好循環メカニズムと実現にむけた課題

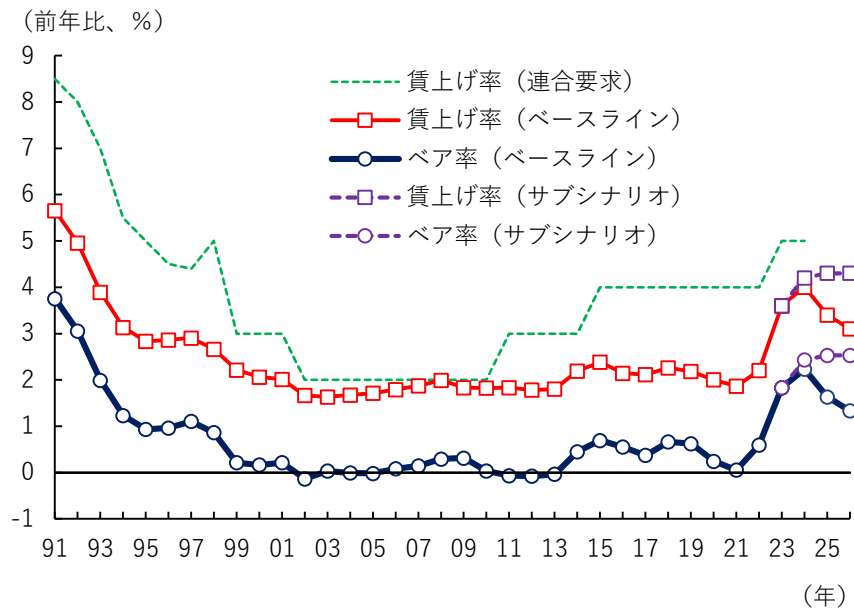


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：2024年春闘賃上げ率は前年超えへ。ベースシナリオでは2025年以降鈍化へ

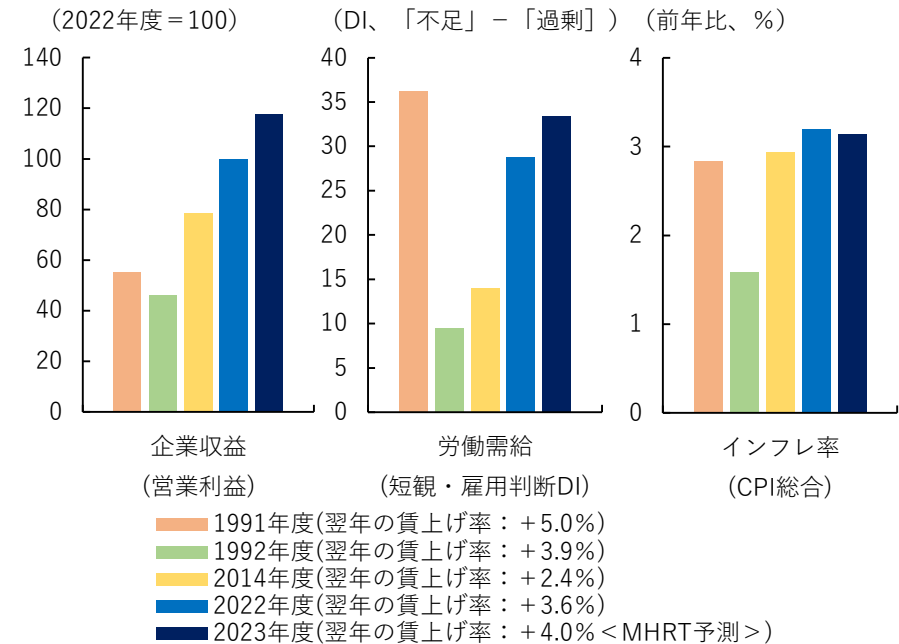
- **2024年の賃上げ率**は、①前年を上回る過去最高水準の企業収益、②前年よりも強まった人手不足感、③前年度と概ね同水準の高インフレを背景に、**前年比+4.0%と前年を上回る高水準となる見通し**
 - 産業別・企業別労組の要求水準は前年よりも明確に高くなっているほか、大企業トップから高水準の賃上げ表明が相次いでいることも踏まえ、2023年12月時点の想定(+3.8%)より小幅に上方修正
 - **【ベースシナリオ】**2025年以降は、インフレ鈍化と賃上げ余力の縮小を背景に伸び率が縮小するとの想定を維持
 - **【サブシナリオ】**人手不足深刻化をトリガーとして2025年以降の賃上げ率が加速すると想定

2024年以降の春闘賃上げ率の見通し



(注)ベア率の予測は定昇分について仮定を置いた上での試算値
(出所)厚生労働省、中央労働委員会、連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業収益・労働需給・インフレ率の局面比較



(注)2023年度の計数は現時点でデータ入手可能な期間のラップ値
(出所)財務省、総務省、厚生労働省、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：実質賃金の改善が鈍い中、個人消費の回復ペースは緩やかに

■ 実質賃金の前年比プラス転化は2024年度後半となる見込み

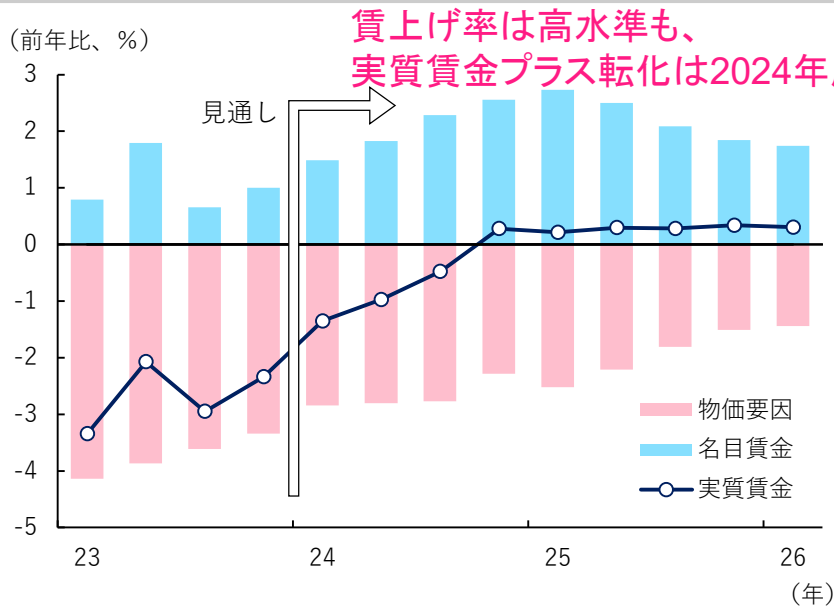
— 高水準の賃上げが実現も、インフレ率の高止まりを背景に、実質賃金前年比マイナスは当面継続

■ 実質雇用者報酬の伸び悩みを受けて2024～2025年度にかけての個人消費の回復ペースは緩やかに

— アベノミクス期に雇用者数の増加をもたらした女性・高齢者の追加的な労働参加が今後は限定的になることで雇用者数が伸び悩み、2024～2025年度にかけての実質雇用者報酬の回復は緩やかとなる見通し

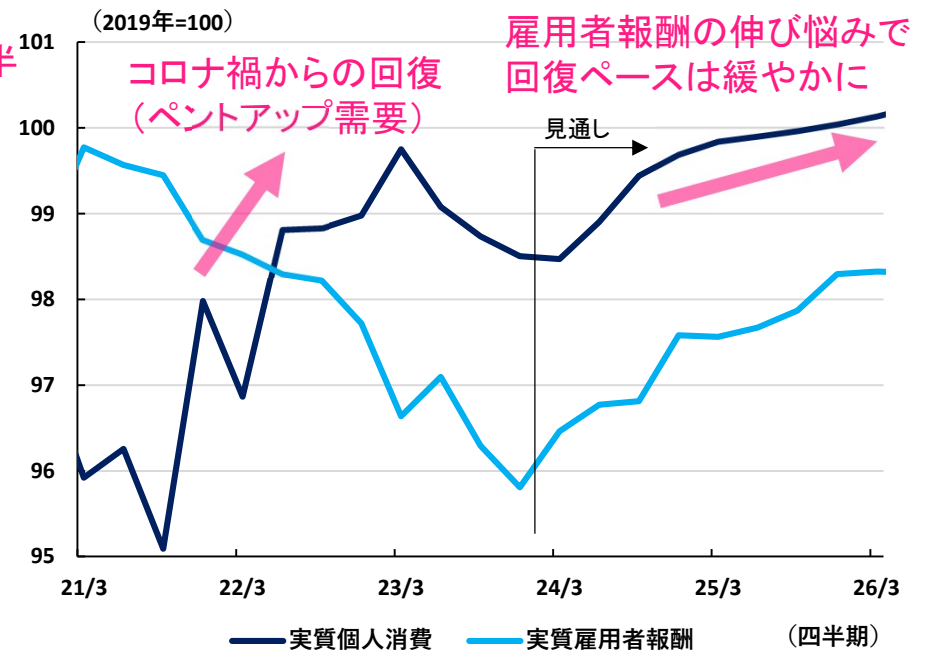
— **個人消費の力強い回復を実現させるためには、労働生産性の上昇を通じた実質賃金の持続的上昇が不可欠**

実質賃金



(注) 断層調整値。持家の帰属家賃を除く総合の消費者物価指数にて実質化
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

実質雇用者報酬と個人消費

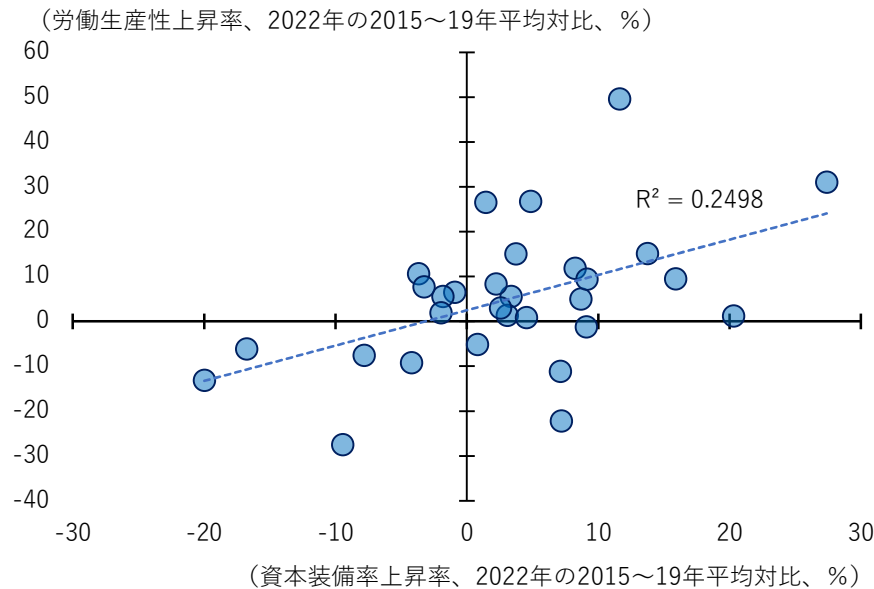


(注) みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(出所) 内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本:労働生産性向上のポイント①:人手不足業種で省力化投資の広がりは緩慢

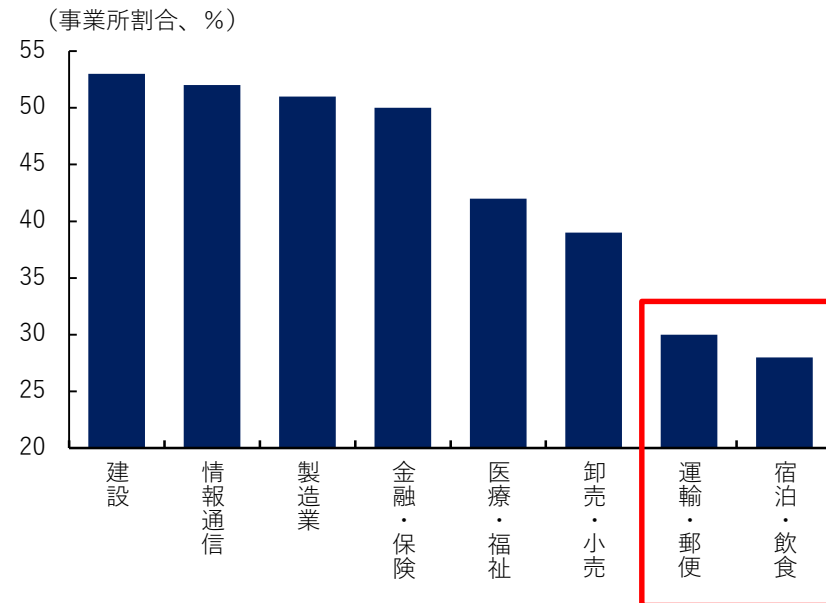
- 労働生産性変動の相応部分は、資本装備率(労働投入量1単位あたりの資本ストック金額)で説明可能
 - Δ 労働生産性 = Δ 資本装備率 × 資本分配率 + Δ 全要素生産性
- **人手不足感が特に強い業種(宿泊・飲食、運輸・郵便)で、省力化投資に取り組んでいる企業の割合が相対的に高まっている様子は窺われない。**中小企業を中心に資金面等の制約から**設備投資が不十分**となっていることも、**人手不足感が解消されない(人手不足かつ設備不足が併存する)要因**になっているとみられる
 - 医療・福祉は販売価格が政府に統制され、省力化投資の原資を捻出するのが困難という面も

業種別にみた資本装備率と労働生産性



(出所)内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

省力化投資に取り組んでいる事業所の割合

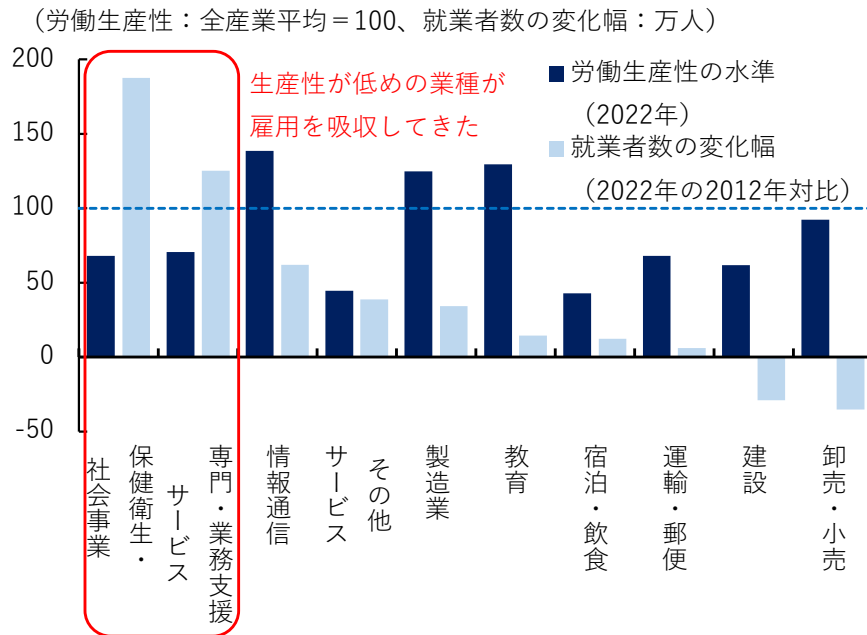


(出所)厚生労働省「労働経済動向調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本:労働生産性向上のポイント②:高生産性業種への労働移動促進は道半ば

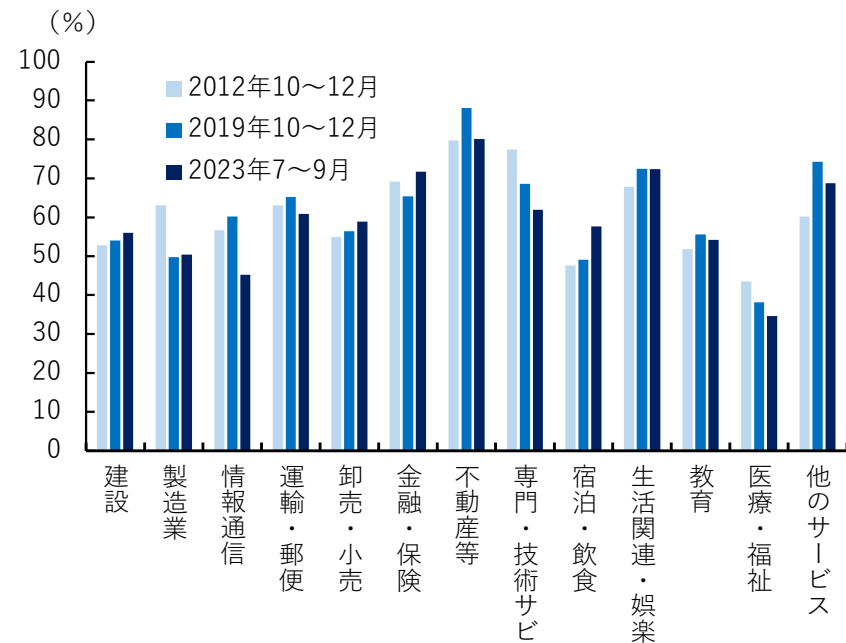
- マクロの労働生産性を引き上げるためには、**高生産性かつ労働需要が強い業種(情報通信業など)への労働移動が進むことも重要**
 - 直近10年間においては、増大する介護需要に応えるために介護産業の就業者数が大きく増加してきた
- コロナ禍以降、転職市場の活性化を指摘する声は増えているものの、**業種をまたぐ労働移動は特に増加していない**。労働移動に伴うコンポジション効果によりマクロの労働生産性が押し上げられるという状況には、現状至っていない

労働生産性と就業者数増減



(出所)内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

他業種からの転職者の割合



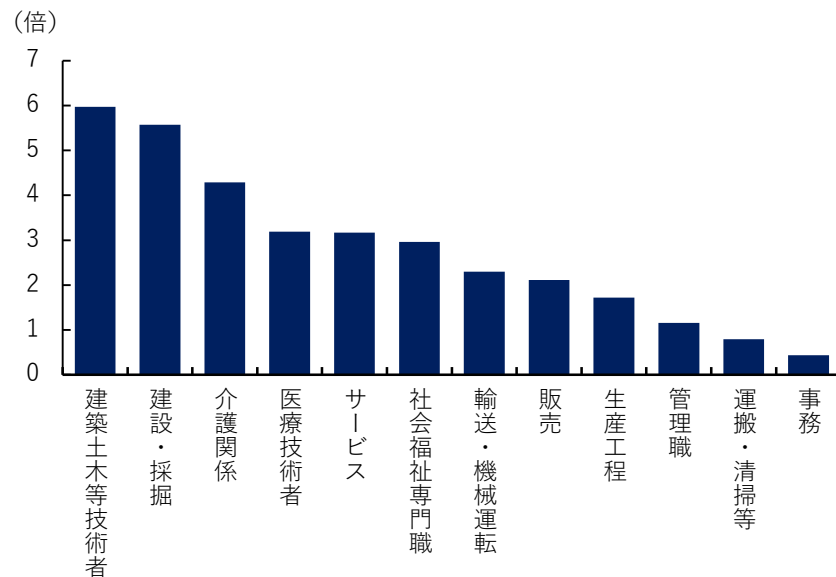
(注)各時点の後方4半期移動平均

(出所)総務省「労働力調査(詳細集計)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本:労働生産性向上のポイント③:リスクリングによるミスマッチ解消も課題

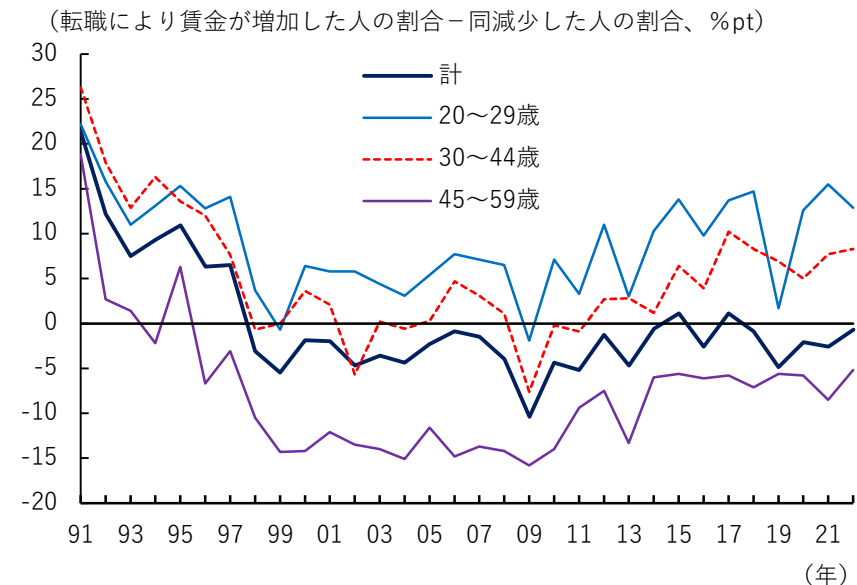
- 業種をまたぐ労働移動が低調な背景の1つは、スキルミスマッチが大きいこと。業種・職種間で労働需給は大きく異なるが、各業種・職種で要求スキルが大きく異なるため、他業種・職種から人手不足業種・職種に移動するのは困難
- こうしたスキルミスマッチを埋めるためにも、リスクリングを強力に促進することが重要。また、リスクリングの結果として身につけられたスキルに適切な対価が支払われることも重要
 - 転職者の賃金動向をみると、若年層(～44歳)は転職により賃金が増加する割合が高まっているが、中年層(45～59歳)では逆に賃金が減少することがなお多い。中年層のリスクリングが不十分であることも影響している模様

職業別の有効求人倍率



(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

転職者の賃金動向



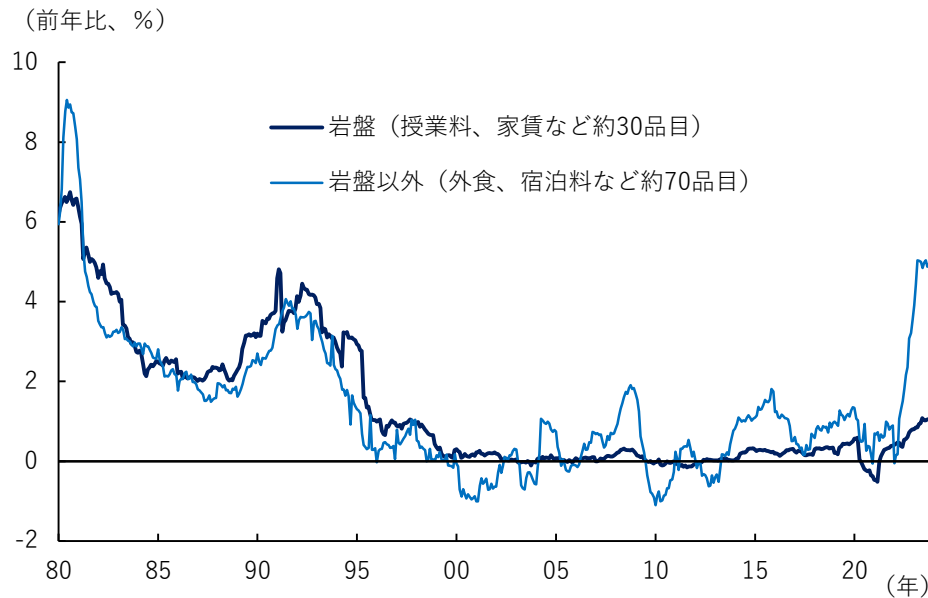
(注)1割以上の増減を「増加」「減少」と認識

(出所)厚生労働省「雇用動向調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本: 企業の価格設定行動は徐々に変化するも、「岩盤」打破のハードルは高い

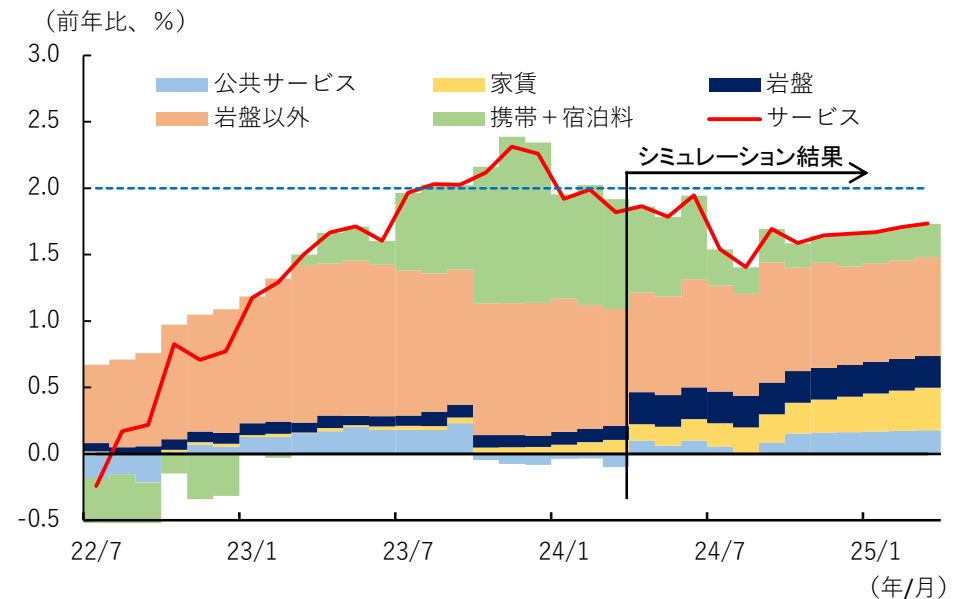
- 個人消費の力強い回復が見込みにくい中、企業の価格設定行動のノルム変化のハードルは高い
 - 足もとのCPI一般サービス上昇の大部分は、「外食」「宿泊料」によるもの。賃金との連動性が高い「岩盤」品目(授業料や家賃など)の上昇は限定的で、岩盤品目が2%を超えていくためには賃金の持続的上昇が必要
 - 2年連続の高水準の賃上げが企業の価格設定スタンスを非連続的に変化させ、4月に家賃を除く「岩盤」の伸び率が大幅に高まることを「仮定」しても、外食や宿泊料の伸び鈍化が鮮明となり、家賃や公共料金の伸びは引き続き低迷するため、CPIサービスは遠からず2%を割り込み、1%台半ば程度でいったん落ち着く見込み

CPI一般サービスの中の「岩盤」



(注) 品目別前年比の単純平均(2020年基準存続品目ベース、携帯電話通信料を除く)
(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

CPIサービスのシミュレーション

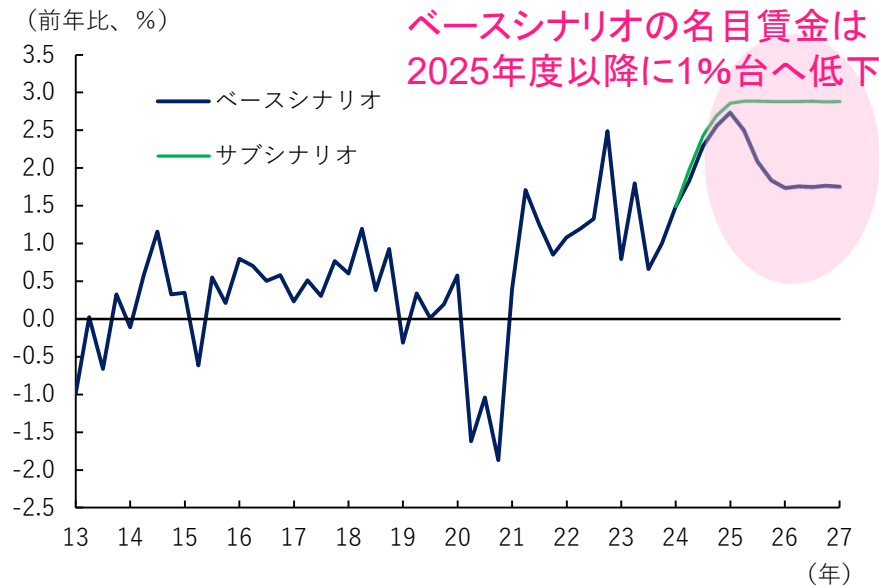


(注) シミュレーションの想定は次のとおり。家賃を除く「岩盤」は、2024年4月に前年比+2.5%まで上昇。外食などの「岩盤以外」は前月比+0.25%程度(→前年比+3%)、「携帯+宿泊料」は前月比+1%程度(→前年比+10%強)で推移。家賃は2024年度末に前年比+1%程度まで伸びを高めると仮定。
(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本:2025年度にコアCPI2%割れ。物価基調2%のモメンタムは次第にはく落

- 輸入物価下落の影響などにより、**CPI上昇率は2024年度から2025年度にかけて鈍化傾向**が鮮明に
 - 前年実施された電気・ガス等の激変緩和措置の押し下げ効果がはく落する一方、**食料品を中心に財価格が低下**
 - 2024年度にCPI上昇率が2%台前半まで鈍化すれば、**2025年春闘のモメンタムを低下**させる要因に
- **【ベースシナリオ】**輸入物価の影響がはく落する**2025年度以降、名目賃金とコアCPIは前年比1%台**に低下
 - **【サブシナリオ】**他方、輸入物価下落に伴うインフレ鈍化にも関わらず、人手不足をトリガーとして企業のノルムが変化し、持続的賃上げと価格転嫁力が加速すれば、**名目賃金とCPIコアは前年比2%台**を維持

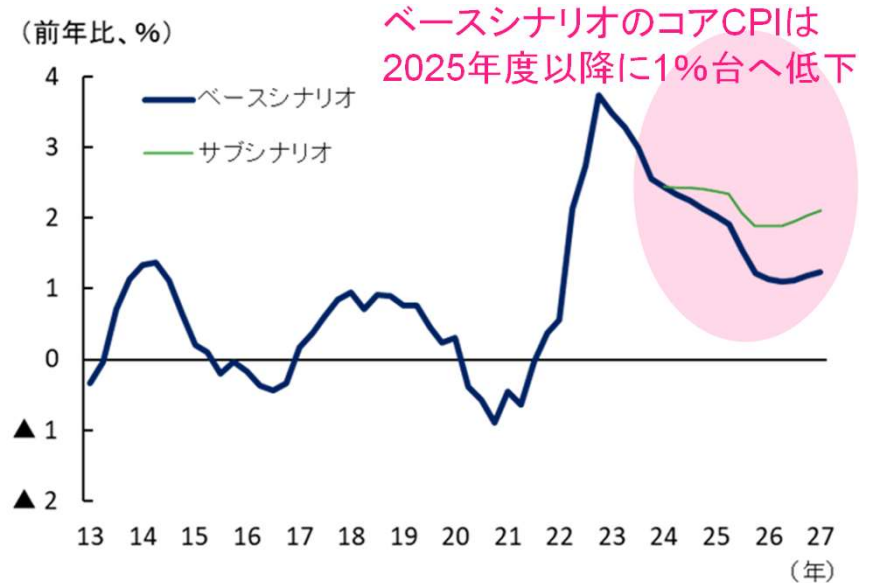
賃金(名目賃金前年比)の先行き



(注) ベースシナリオでは春闘賃上げ率を2024年度:4.0%、2025年度:3.4%、2026年度:3.1%、サブシナリオでは2024年度:4.2%、2025年度:4.3%、2026年度:4.3%と想定

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

物価(コアCPI前年比)の先行き



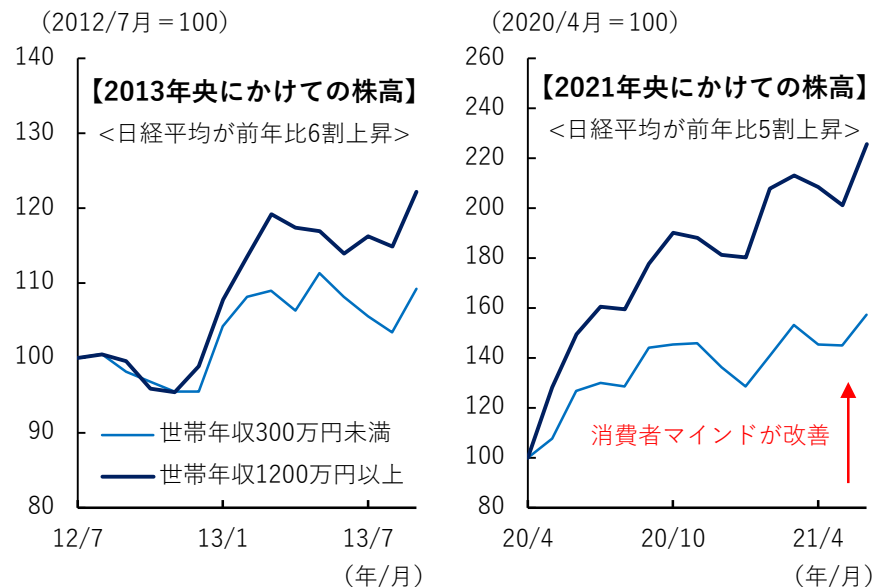
(注) サブシナリオは、春闘賃上げ率の上昇(2024年度:4.2%、2025年度:4.3%、2026年度:4.3%)を受けて、所定内給与の伸びが2%台後半で推移するほか、人件費の価格転嫁率が一段と上昇(サービス物価前年比の所定内給与前年比に対する弾性値が過去平均の2.5倍程度まで上昇)することを考慮した試算値

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

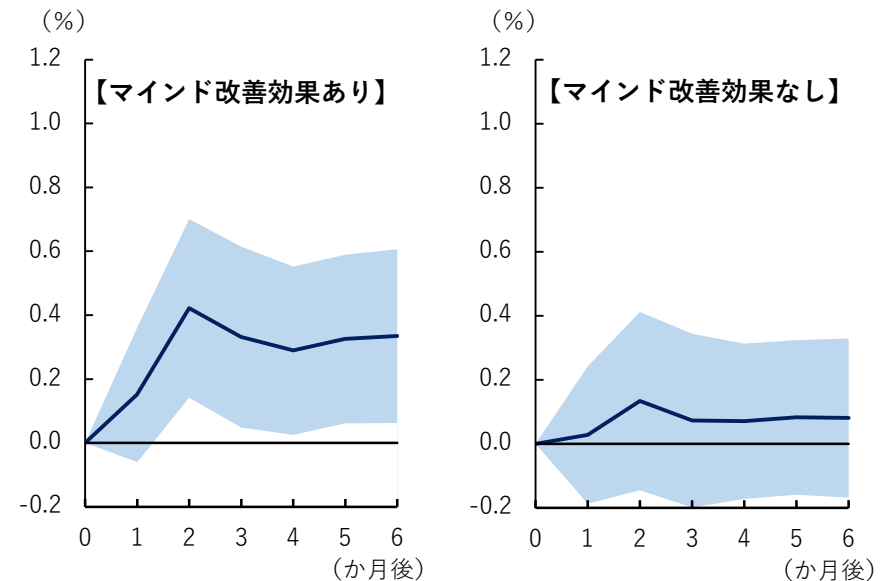
日本:株高は高所得層を中心に消費マインドを下支えも、マクロ資産効果は限定的

- 株高局面では消費者マインドが改善する傾向
 - 所得階級別にみると、**株式・投信保有割合の高い高所得層のほうがマインド改善は鮮明**
- 株高が個人消費に与える影響を推計すると、消費者マインドの改善を伴う場合には有意な影響を持つとの結果
 - **株高局面におけるマインド改善は高所得層中心のため、消費への影響も高所得層において出やすいとみられる**
 - ただし、全体としてみれば家計金融資産に占める株式・投信の構成比は低く、**マクロでみた資産効果は限定的**

株高局面における消費者態度指数



株高の個人消費への影響



(注)4変数VAR(実質賃金、実質消費、株価、消費者マインド)に基づく、株価+1σショックに対する実質消費の累積インパルス応答。右図は、株価が消費者マインドに直接影響する経路につき係数ゼロ制約を課したVARを別途推計して作成。シャドローは90%信頼区間
 (出所)内閣府、日本銀行、厚生労働省、INDBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)内閣府「消費動向調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(5) 金融市場：日銀の引き締め転換による円高・株安は一時的。円金利は上昇へ

- 日銀は、2024年4～6月期に「マイナス金利・イールドカーブ・コントロール(YCC)・マネタリーベース拡大方針」のトリプル解除を実施へ。日本の長期金利はマイナス金利解除後に1%台前半で推移する見通し
- 米長期金利は、景気減速の影響で低下するも、その後は3%台後半へ。ドル円相場は、日米金利差の縮小を背景に、1ドル=130円台半ばまで円高・ドル安が進む見込み
- 米国株は、2024年半ばにかけやや弱含むも、全体的に上昇が続くと予想。日本株は、円高を背景に2024年半ばにかけ軟調も、その後は上昇傾向を辿る見込み

金融市場見通し総括表

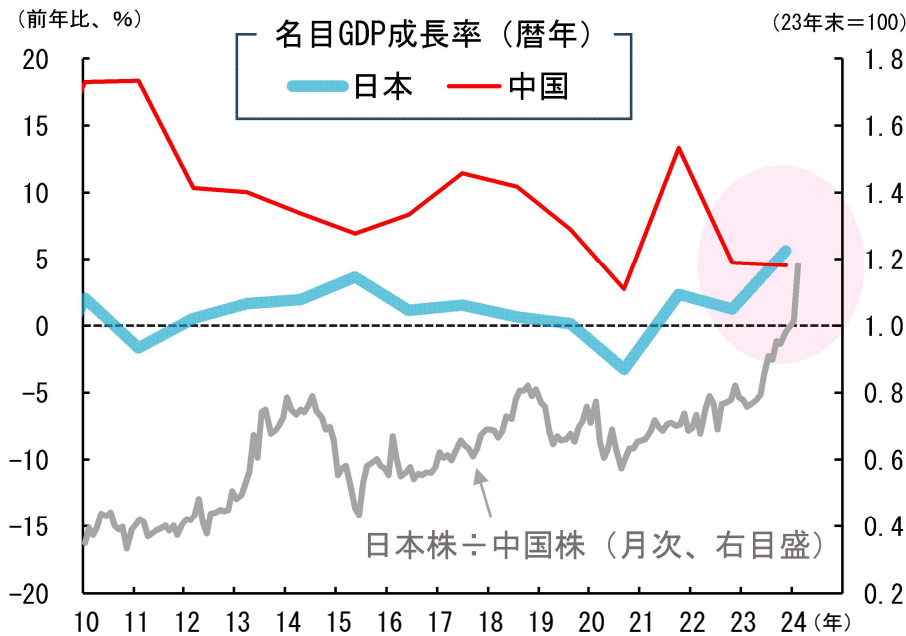
	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2023				2024				2025				2026
					1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
日本																	
政策金利付利 (末値、%)	▲ 0.10	▲ 0.10	0.00	0.00	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新発国債 (10年、%)	0.29	0.35 ～1.00	0.80 ～1.50	0.65 ～1.30	0.44	0.42	0.60	0.76	0.50～1.00	0.80～1.50	0.90～1.50	0.90～1.40	0.90～1.40	0.80～1.30	0.70～1.20	0.65～1.15	0.65～1.15
日経平均株価 (円)	27,272	27,427 ～41,000	32,800 ～40,300	34,800 ～42,900	27,291	30,469	32,517	32,479	32,600～ 41,000	33,500～ 39,500	32,800～ 38,500	33,800～ 39,200	34,200～ 40,300	34,800～ 41,100	35,100～ 41,900	35,500～ 42,300	36,000～ 42,900
米国																	
FFレート(下限) (末値、%)	4.75	5.25	4.25	3.25	4.75	5.00	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25
新発国債 (10年、%)	3.37	3.31 ～4.99	3.35 ～4.40	3.45 ～4.35	3.65	3.59	4.14	4.44	3.50～4.60	3.40～4.40	3.35～4.25	3.45～4.25	3.50～4.30	3.55～4.35	3.50～4.30	3.45～4.20	3.45～4.15
ダウ平均株価 (ドル)	32,549	30,800 ～40,200	35,500 ～41,700	37,800 ～45,500	33,219	33,643	34,669	34,933	37,100～ 40,200	35,500～ 39,700	35,000～ 39,200	36,400～ 40,800	37,300～ 41,700	37,800～ 42,200	38,900～ 43,500	39,800～ 44,600	40,700～ 45,500
ユーロ圏																	
ECB預金ファシリティ金利 (末値、%)	3.00	4.00	2.25	2.00	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	3.75	3.25	2.75	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00
ドイツ国債 (10年、%)	1.73	1.80 ～2.90	1.80～ 2.85	2.15～ 2.90	2.34	2.37	2.59	2.54	1.80～2.90	1.80～2.80	1.95～2.80	2.10～2.80	2.15～2.85	2.15～2.85	2.15～2.85	2.20～2.90	2.20～2.90
為替																	
ドル・円 (円/ドル)	135	130 ～152	128 ～155	128 ～141	132	138	145	148	140～152	136～155	130～145	128～140	128～140	129～141	129～141	128～140	128～140
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.04	1.04 ～1.13	0.99 ～1.14	1.04 ～1.21	1.07	1.09	1.09	1.08	1.04～1.13	1.00～1.12	0.99～1.11	1.00～1.12	1.02～1.14	1.04～1.16	1.06～1.18	1.08～1.20	1.09～1.21

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

内外株式：日本株が想定以上に強い背景にグローバルマネーシフトと収益性改善

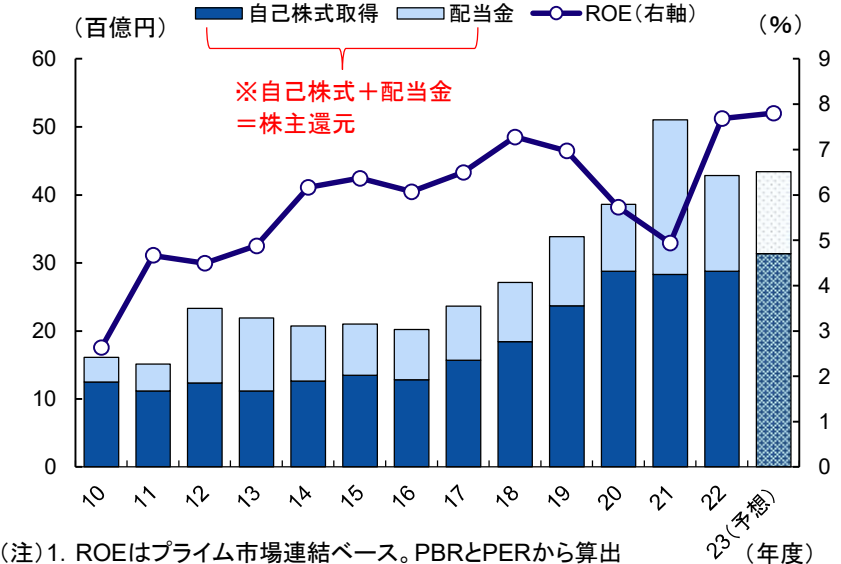
- 中国景気の先行き不透明感が強まる中、グローバルマネーの投資先が中国から日本にシフト
 - 2023年の中国の名目GDP成長率は4.6%、日本の同成長率は5.7%。1977年以来46年ぶりに日中が逆転
 - 株価の動きも日中で明暗。日本株が2023年から騰勢を強めた半面、中国株は軟調な推移に
- 東証による経営改革要請も、日本株押し上げの要因に。日本の上場企業の変革に期待が高まっている模様
 - 投資家は、ROEの改善や株主還元の強化等、企業による資本効率向上に向けた取組みに注目
 - 2023年度は過去と比べても、高水準のROE及び株主還元が見込まれる

日本と中国の名目GDP成長率と日中相对株価



(注) 日本株は東証株価指数、中国株は上海総合指数
 (出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本の上場企業のROEと株主還元の推移



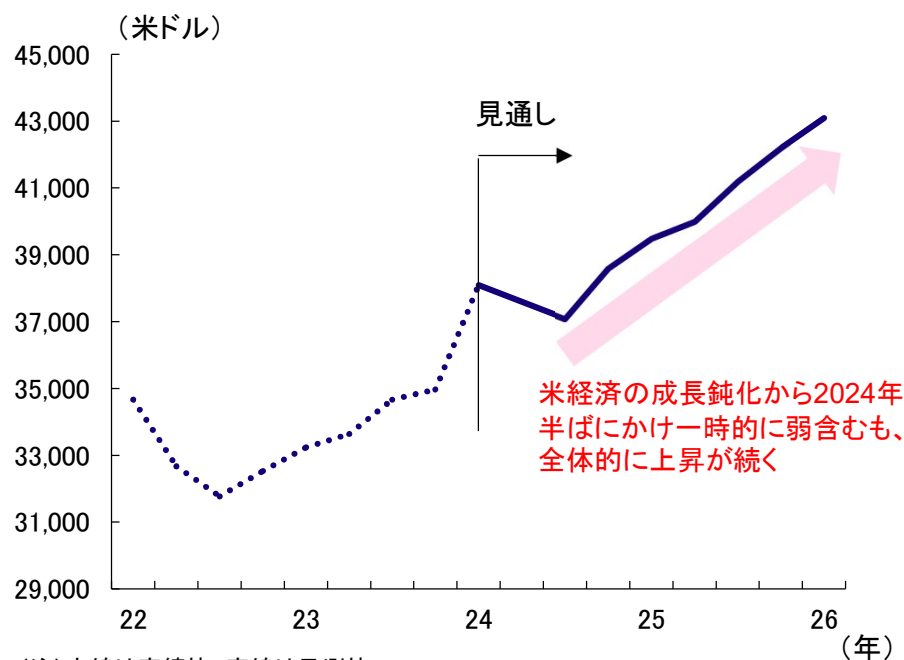
(注) 1. ROEはプライム市場連結ベース。PBRとPERから算出
 2. 株主還元はTOPIX採用銘柄のうちデータが取得できたもの。各社のデータを時価総額をウェイトに加重平均化
 3. 2023年度について、ROEは直近までの公表値を平均。自己株式は各種報道を基に昨年度の数値から試算。配当金は、会社予想のあるものは予想値、ないものは昨年度値を使用

(出所) NEEDS-FinancialQUEST、INDB、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

内外株式：日米ともに、見通し期間中は上昇基調が続くと予想

- **米国株は、2024年半ばにかけやや弱含むも、全体的に上昇が続くと予想**
 - 2024年半ばにかけて、米経済の成長率鈍化を背景に、割高感が解消されやや弱含む場面も
 - もっとも見通し期間中、米経済は堅調に推移することが予想され、株価も上昇が続く見込み
- **日本株は、円高を背景に2024年半ばにかけ軟調も、2026年にかけて上昇が続くと予想**
 - 2024年半ばにかけては、米国の利下げや日銀の政策変更による円高・ドル安がマイナス材料に。円高スピード次第で大きく下落するリスクには注意。もっとも、米株高や日本経済のプラス成長を背景に、その後は上昇を予想

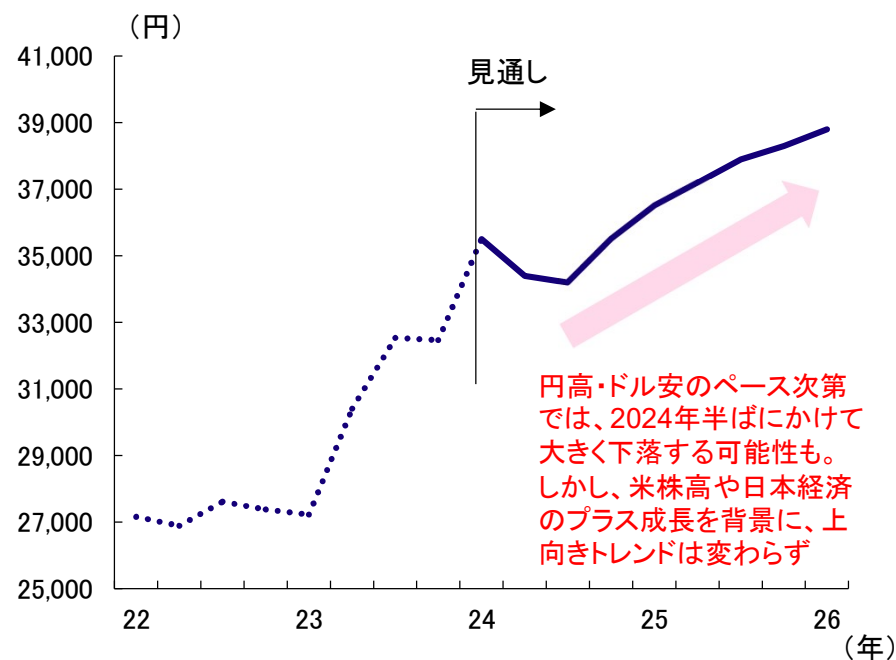
米国株の見通し



(注) 点線は実績値、実線は予測値

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本株の見通し



(注) 点線は実績値、実線は予測値

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日銀・円金利: マイナス金利解除後は追加利上げなしがベースシナリオ

- **【ベースシナリオ】**春闘が前年を上回り、日銀が物価基調2%実現のモメンタムありと判断。2024年4~6月期にマイナス金利・イールドカーブ・コントロール(YCC)・マネタリーベース拡大方針を「トリプル解除」
 - 長期金利は1%台前半まで上昇。2024年後半以降、物価の上昇モメンタムが徐々に鈍化。ゼロ金利継続へ
- **【サブシナリオ】**物価の力強い伸びを確認し、2024年4~6月期にトリプル解除。その後、段階的な利上げに踏み切るも、金利上昇の①家計・企業の金利負担増に伴う景気減速、②金利追従率と銀行収益、③財政の国債費増、④日銀財務への影響などを見極めるスタンスを強め、2025年4~6月期に政策金利1%で利上げ打ち止め

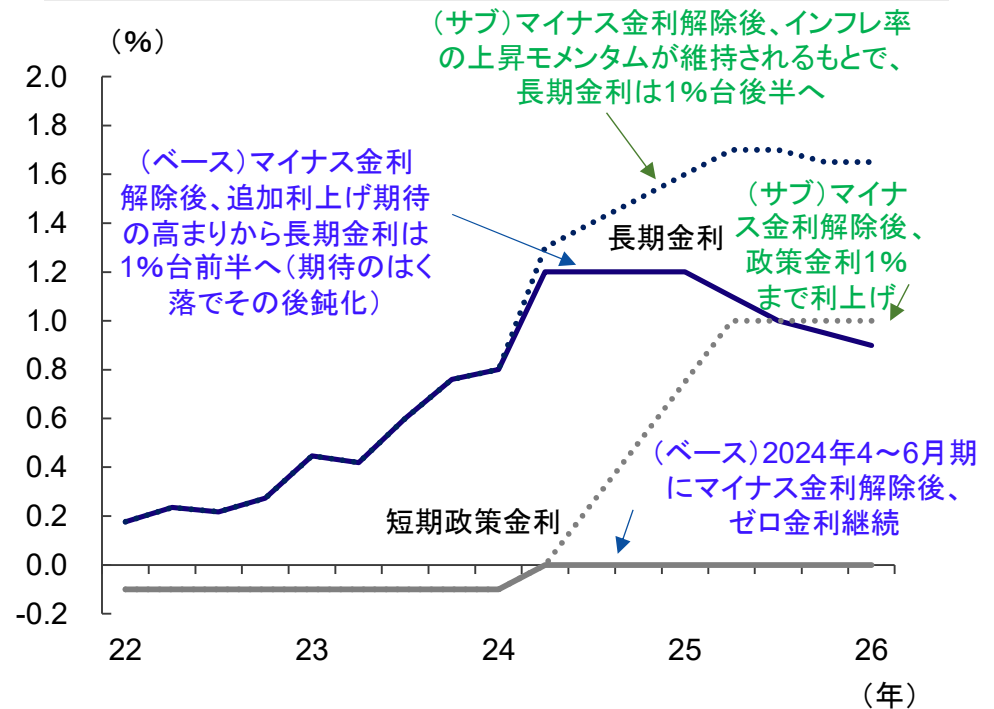
日銀金融政策のベースシナリオ予想

2024年 3月	物価基調2%を春闘確認まで判断できず
2024年 4~6月期	物価基調2%実現のモメンタムあり
	マイナス金利解除・YCC撤廃 ・マネタリーベース拡大撤廃
2024年 7~9月期 以降	賃金・物価の上昇モメンタムが徐々に鈍化
	追加利上げはせず、ゼロ金利継続 (バランスシート規模は当面維持)

緩和的な金融環境が当面継続

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

短期政策金利と長期金利

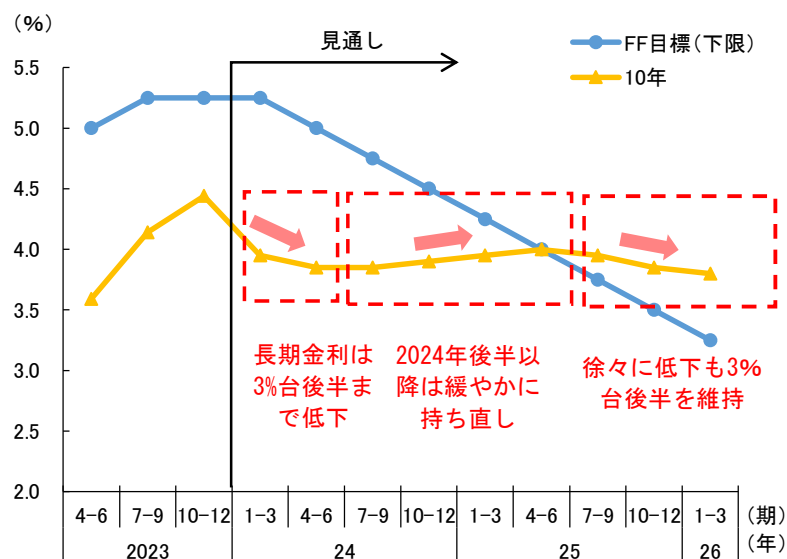


(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米金利・ドル円：長期金利は3%台後半で高止まり、金利差縮小から円高進行へ

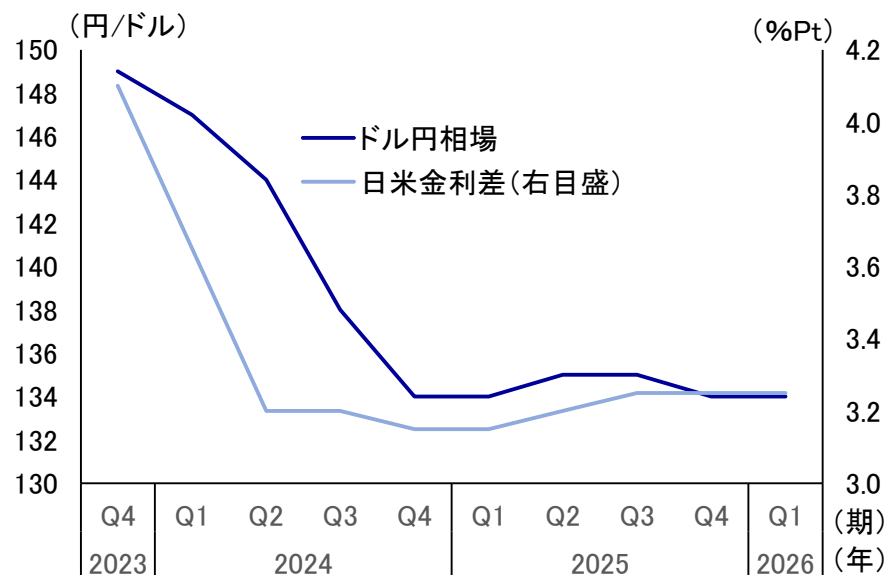
- 米長期金利は景気減速の影響で低下するも、サービス物価の底堅さから、3%台後半の水準で推移する見込み
 - 2024年前半にかけ景気減速を織り込む形で低下も、サービス物価の底堅さなどから3%台後半で高止まり。2024年後半以降は景気回復に伴い4%近傍まで上昇。その後は巡航速度まで低下も3%台後半を維持
- ドル円相場は、日米金利差縮小を背景に円高が進行し、2024年末に1ドル=130円台半ばを予想
 - 日米の金融政策の方向感の違い(米利下げと日銀のマイナス金利政策撤廃)が意識され、日米金利差は縮小へ
 - 投機筋の円売りポジションは高水準。徐々に円売りポジションの解消が進むことで、緩やかな円高圧力に

米国金利の見通し



(注) 10年は米国債利回り(四半期平均)。長期金利見通しは予測レンジの中央値を示す。
 FF目標は四半期末値
 (出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ドル円相場



(注) 日米金利差=米5年国債利回り-日本5年国債利回り
 (出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)主要国の政治日程

	2024年		2025年		2026年	
米国	11月	大統領選挙			11月	中間選挙
欧州	5月	露プーチン大統領任期満了	1月迄	英国議会選挙		
	6月	欧州議会選挙	10月迄	ドイツ議会選挙		
	7~9月	パリオリンピック・パラリンピック				
	10月	フォン・デア・ライエン欧州委員長任期満了				
日本	7月	東京都知事選挙	4~10月	大阪・関西万博		
	9月	自由民主党総裁任期満了	7月	参議院議員任期満了		
			10月	衆議院議員任期満了		
アジア	3月	中国全国人民代表大会	3月	中国全国人民代表大会	3月	中国全国人民代表大会
	4月	韓国議会選挙				
	4~5月	インド総選挙	11月	シンガポール総選挙		
	年内	中国共産党3中全会	年内	中国共産党4中全会	年内	中国共産党5中全会
その他	6月	メキシコ大統領・議会選挙	11~12月	COP29(アゼルバイジャン)	年内	COP30(ブラジル)
	11月	G20サミット(ブラジル)				
	11月	COP29(UAE)				

(出所)各種報道等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

旬なテーマを動画でお届け。YouTube®動画「MHRT Eyes」配信中！

エコノミスト・コンサルタントによる速報性の高い分析を、
5分程度の動画でクイックかつ分かりやすく解説

MHRT Eyes

複雑さ、変化の激しさを増す経済・金融動向…
旬なマクロ情報を、いち早く動画でお届け

多数のエコノミストが国内外の注目トピックスを網羅
YouTube動画で手軽に素早くインプット

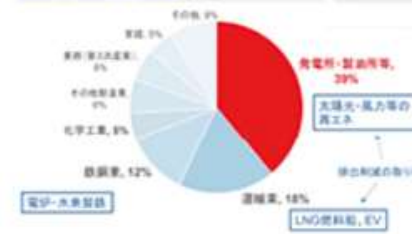
食料・エネルギー価格上昇の影響は、低所得層ほど負担が大きい

食料・エネルギー価格上昇に伴う年々増加傾向の食料価格上昇率(2022年)

品目	2022年10月		2021年10月		増減率(%)
	前年同月比	前月比	前年同月比	前月比	
食料	22.840	18.899	42.532	26.7	+48.8
エネルギー	26.187	21.281	47.308	23.8	+29.8
食料・エネルギー	26.484	23.121	51.805	24.9	+21.2
食料	25.154	24.204	53.088	23.9	+13.0
エネルギー	21.309	24.251	55.546	18.7	+18.8
食料・エネルギー	22.235	24.447	54.812	18.7	+14.2
食料	22.205	24.747	54.213	13.9	+16.7
エネルギー	26.328	26.386	42.535	14.6	+15.2
食料・エネルギー	40.899	27.304	47.322	11.0	+11.8
食料	36.135	23.511	51.812	18.7	+18.8

日本のGHG多量産産業は、電力・運輸・鉄鋼・化学

日本の部門別CO2排出量(2019年)



コンテンツ拡大中！>>>>

ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！



みずほリサーチ&テクノロジーズ
公式YouTube®にて配信中

(「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)



[https://www.mizuho-](https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/eyes/index.html)

[rt.co.jp/publication/eyes/index.html](https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/eyes/index.html)

(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)



エコノミスト・研究員

30名以上で幅広い分野を網羅



PCの方は

<https://www.mizuho-rt.co.jp/solution/analysis/economist/index.html>



調査レポート (無料)

経済・金融動向を解説



<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/index.html>



メールマガジン (登録無料)

レポート・動画配信をいち早くお知らせ！



ご登録はQRコード®をスキャンして頂くか、
ブラウザから下記URLを入力してください。

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>

お問い合わせ：

みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社

調査部 メールマガジン事務局

<03-6808-9022>

<chousa-mag@mizuho-rt.co.jp>

【経済予測チーム】

太田智之	(チーフ)	080-7799-2815	tomoyuki.ota@mizuho-rt.co.jp
福田善之	(全体総括)	080-3391-3682	yoshiyuki.fukuda@mizuho-rt.co.jp
白井斗京	(全体総括)	080-1069-5062	tokio.shirai@mizuho-rt.co.jp
・米国/欧州経済			
小野亮	(総括・米国)	080-1069-4672	makoto.ono@mizuho-rt.co.jp
松浦大将	(米国総括)	080-1069-4902	hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp
菅井郁	(米国)	080-1069-4582	kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp
江頭勇太	(欧州総括)	080-1069-4757	yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp
川畑大地	(欧州)	080-1069-4550	daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp
・中国経済			
小林公司	(総括)	080-1069-4746	koji8.kobayashi@mizuho-rt.co.jp
月岡直樹	(中国)	080-1069-6684	naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp
鎌田晃輔	(中国)	080-1069-4594	kosuke.kamata@mizuho-rt.co.jp
・アジア経済			
対木さおり	(総括)	080-1069-4778	saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp
井上淳	(アジア・新興国)	080-1069-4827	jun.inoue@mizho-rt.co.jp
越山祐資	(アジア)	080-1069-4835	yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp
永野督和	(アジア)	080-1069-4752	masakazu.nagano@mizuho-rt.co.jp
・日本経済			
酒井才介	(総括・公需)	080-1069-4626	saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp
服部直樹	(企業・外需)	080-1069-4667	naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp
河田皓史	(家計・物価)	080-2074-8973	hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp
坂中弥生	(外需)	080-2158-4174	yayoi.sakanaka@mizuho-rt.co.jp
中信達彦	(企業)	080-9534-5897	tatsuhiko.nakanobu@mizuho-rt.co.jp
西野洋平	(家計)	080-1069-4774	yohei.nishino@mizuho-rt.co.jp
安川亮太	(物価)	080-1069-5058	ryota.yasukawa@mizuho-rt.co.jp
・金融市場			
宮寄浩	(総括)	080-1069-4681	hiroshi.miyazaki@mizuho-rt.co.jp
上村未緒	(国内金利)	080-1069-4899	mio.uemura@mizuho-rt.co.jp
坂本明日香	(内外株式)	080-1069-5064	asuka.sakamoto@mizuho-rt.co.jp
嶋中由理子	(海外金利)	080-1069-4638	yuriko.shimanaka@mizuho-rt.co.jp
東深澤武史	(為替)	080-1069-4919	takeshi.higashifukasawa@mizuho-rt.co.jp

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。