

# みずほ経済・金融マンスリー

みずほリサーチ&テクノロジーズ

2025年10月24日

ともに挑む。ともに実る。

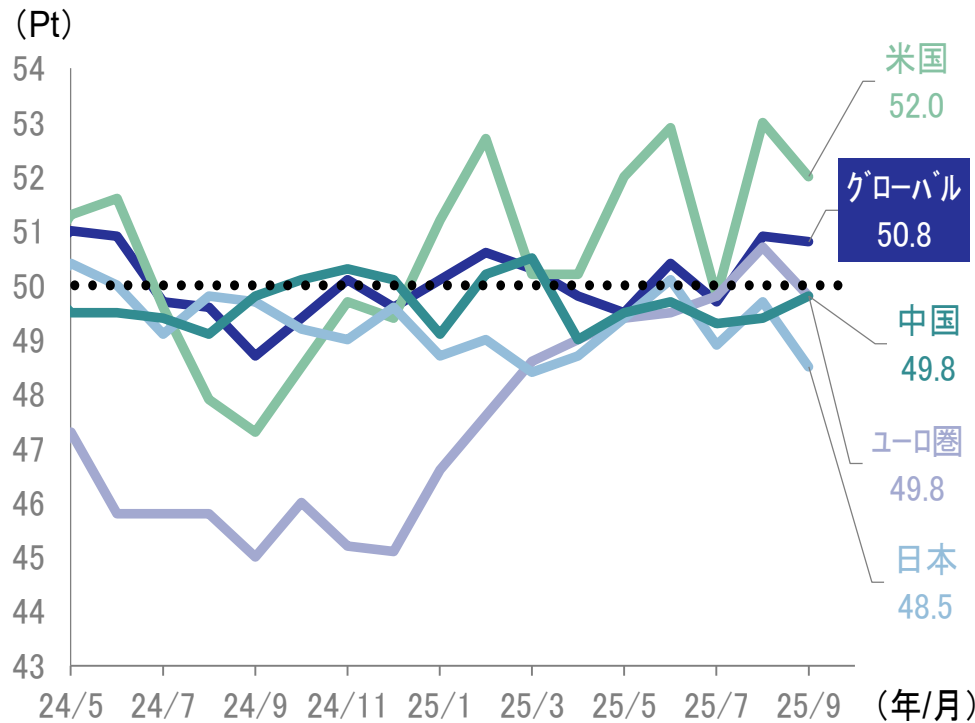
**MIZUHO**



# 世界経済：製造業景況感は前月から概ね横ばい、非製造業景況感は低下

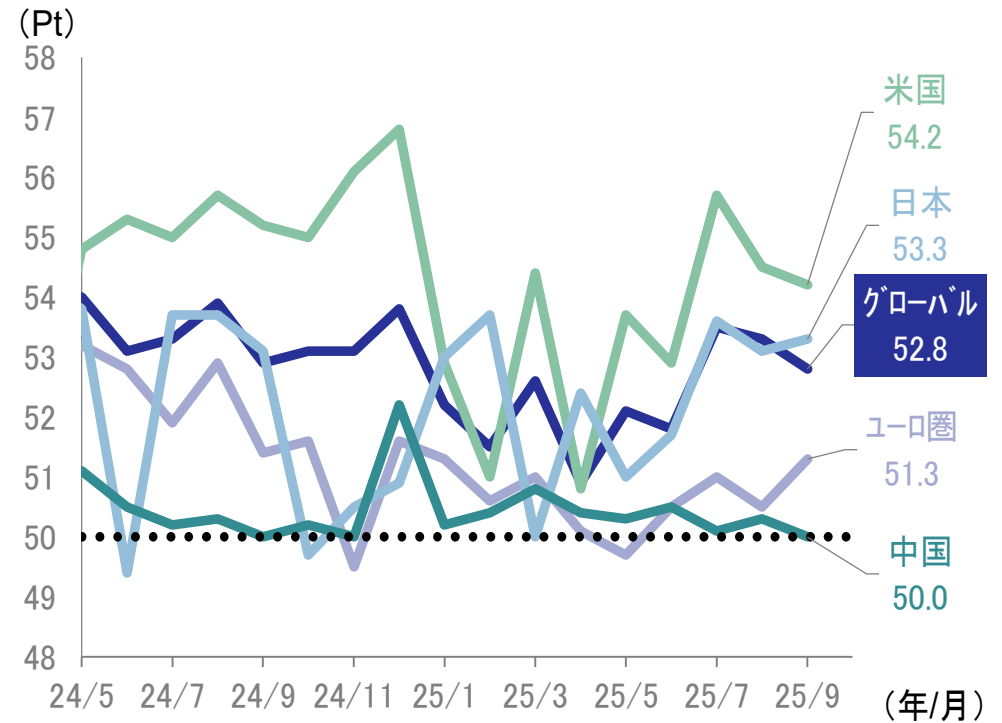
- 9月のグローバル製造業景況感<sup>1)</sup>は50.8(前月:50.9)と前月から概ね横ばいとなり50超を維持
  - 米国は引き続き50超も前月からは低下。需要の伸び鈍化や厳しい競争環境を背景に、企業は値上げを抑制
  - ユーロ圏は海外からの受注を中心に新規受注が減少し、再び50割れに
- グローバル非製造業景況感<sup>2)</sup>は52.8と前月(53.4)から低下。主要地域の動きは区々
  - 米国はコスト上昇分の価格転嫁難を主因に前月比小幅に低下するも、利下げ期待から高水準を維持
  - 日本は堅調な内需に支えられ、前月から小幅に改善。事業活動の拡大を受けて雇用も増加

## 製造業の景況感(購買担当者景気指数)



(注)グローバル日米欧: S&P Global、中: 国家統計局。購買担当者景気指数: 企業に対するアンケート調査結果から作成した指数。新規受注や生産高、雇用、出荷遅延などの指数に一定のウェイトを掛けて算出。50が景気拡大・縮小の分岐点  
(出所) S&P Global、中国国家統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 非製造業の景況感(購買担当者景気指数)

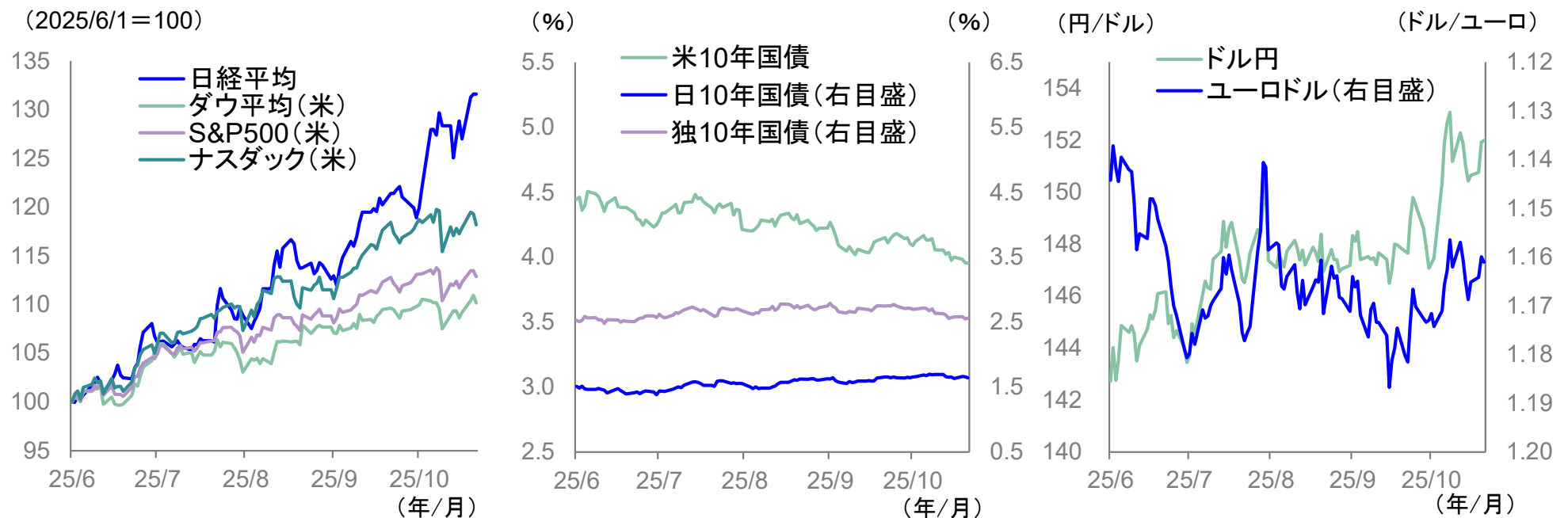


(注)グローバル日米欧: S&P Global、中: 国家統計局。購買担当者景気指数(非製造業): 企業に対するアンケート調査結果から作成した指数。50が景気拡大・縮小の分岐点  
(出所) S&P Global、中国国家統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 金融市場の概況：米中摩擦や政府閉鎖長期化観測で米金利低下。株価は堅調、為替は円安進行

- 米中摩擦への警戒感や政府閉鎖の長期化観測等を背景に、米金利は低下基調が継続。一方、高市氏の自民党総裁就任で10月利上げ観測が後退したため、一時153円台まで円安が進行
- 日米株価は堅調。米国株は、米金利低下などを背景に底堅い展開が継続。日経平均株価は、米株高や円安、高市政権への期待感も相まって、50,000円手前まで上昇
- **日米株は底堅い動きが続く見込みも、米国株は本格化する決算動向、日本株は政治動向をにらむ展開へ。ドル円は1ドル=140円台後半～150円台前半の円安水準が継続へ**

## 主要マーケット指標の推移



(注) いずれの指数・数値も10/22までの実績、国債利回りは気配値(取引不成立を含む)、為替レートはNY時間17時時点  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国: 政府閉鎖に突入。共和・民主双方から閉鎖解除に向けた歩み寄りは見られず

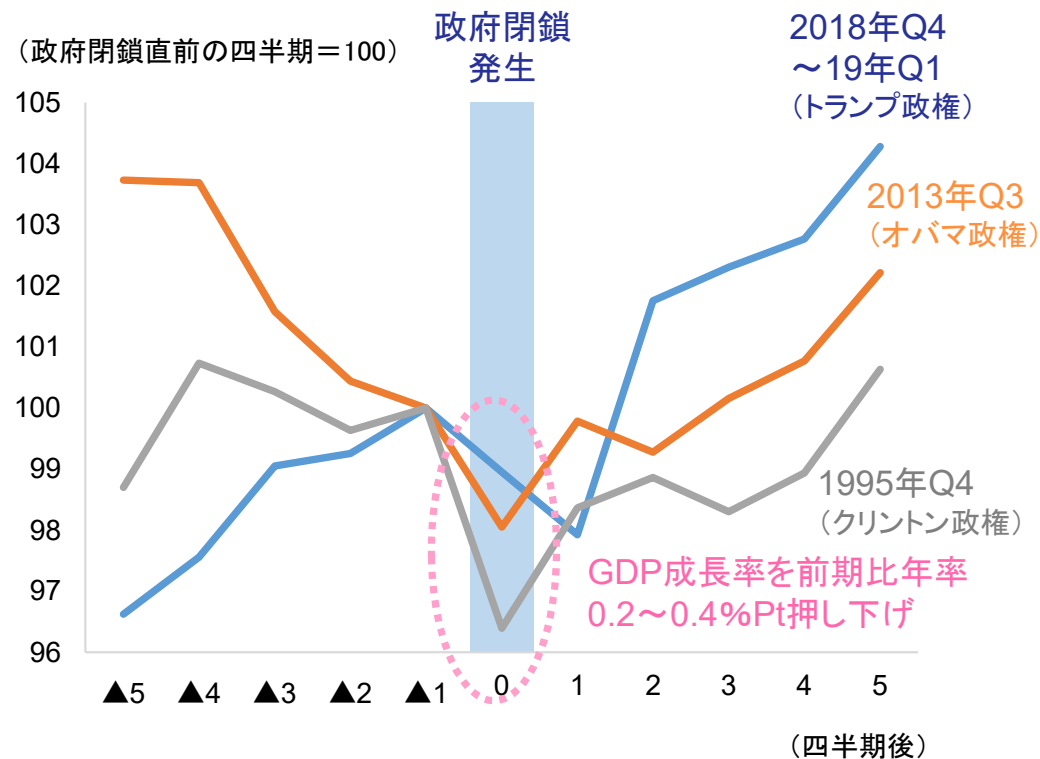
## ■ 米議会はつなぎ予算の合意に至らず、10/1より政府閉鎖に突入

- 政権が責任を民主党に転嫁する一方、党勢挽回を狙い民主党も強硬姿勢を維持しており、妥協の糸口は未だつかめず
- 政府閉鎖による一部公務員の給与支払いや国立公園・博物館といった公的サービスの停止が経済を下押し。過去に長期間の政府閉鎖が発生した際のGDPは前期比年率で0.2~0.4%Pt程度低下
- 政府閉鎖に合わせて予算管理局(OMB)は各省庁に連邦職員の解雇計画を示すよう指示。トランプ政権は「民主党寄り」とみる政府機関への圧力を強めており、解雇の動きが広まるか要注意

## 過去に起きた政府閉鎖

会計年度	予算失効日	政府閉鎖の期間(日)
1977	1976/9/30	10
1978	1977/9/30	12
	1977/10/31	8
	1977/11/30	8
1978	1978/9/30	17
1980	1979/9/30	11
1982	1981/11/20	2
1983	1982/9/30	1
	1982/12/17	3
1984	1983/11/10	3
1985	1984/9/30	2
	1984/10/3	1
1987	1986/10/16	1
1988	1987/12/18	1
1991	1990/10/5	3
1996	1995/11/13	5
	1995/12/15	21
2014	2013/9/30	16
2018	2018/1/19	2
2019	2018/12/21	35

## 政府閉鎖前後の政府支出(非国防費)の動向



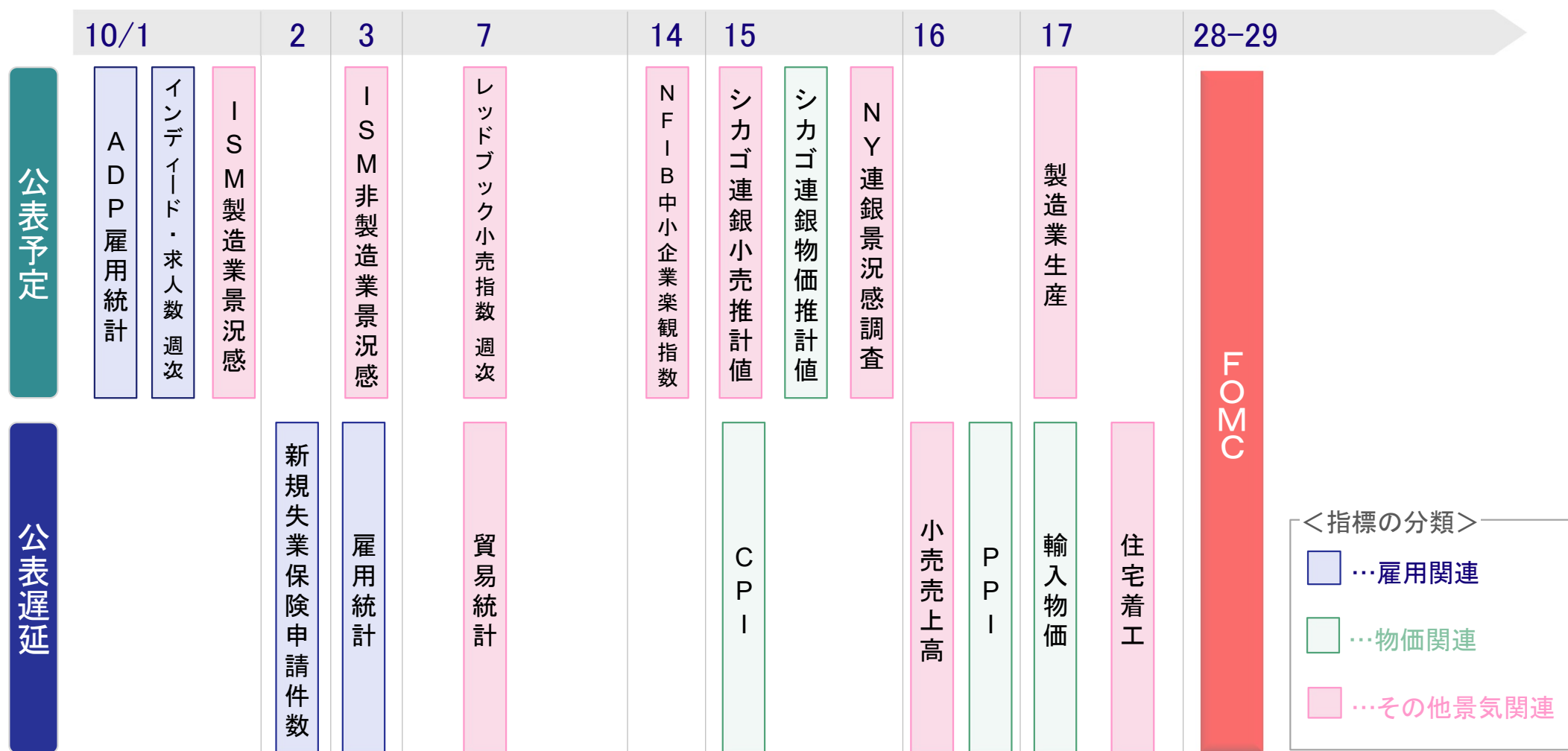
(出所)各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(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: 政府閉鎖で主要統計の公表は遅延。10月FOMCでは限られたデータでの判断に

- 政府閉鎖により各省庁から公表される経済指標の公表が遅延
  - 10月FOMCは雇用統計やCPIなどの重要指標を確認できないまま意思決定せざるを得ない可能性大
  - 現時点(10/17)で市場参加者のほぼ100%が10月会合での25bpの利下げを織り込み

## 10月FOMCまでの主な経済統計の公表有無

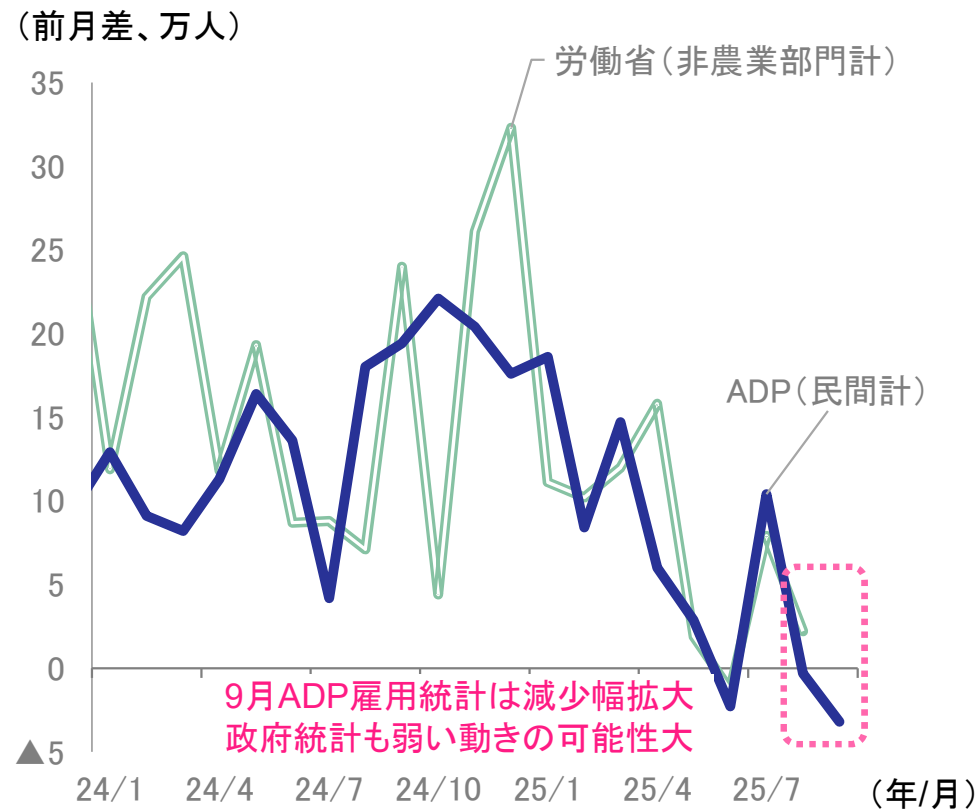


(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国:雇用の減速が一段と鮮明に。ただし今のところ急速な悪化には至らず

- ADP雇用統計(9月)の民間雇用者数は前月差▲3.2万人と減少幅拡大。春先以降、雇用の増勢鈍化が鮮明
  - 企業の求人数は横ばい圏の推移が続いており、移民減による労働供給の伸び鈍化も一因
  - なお、高頻度データでみた求人件数は足元でやや弱含み。現時点で解雇等の動きに広がりは見られず、求人件数の急激な減少を懸念する状況ではないが、企業の採用意欲の動向には引き続き留意
  - 9月のペースで雇用減が続いた場合、年末の失業率は4.5%とFOMC参加者の見通しと同水準になる計算

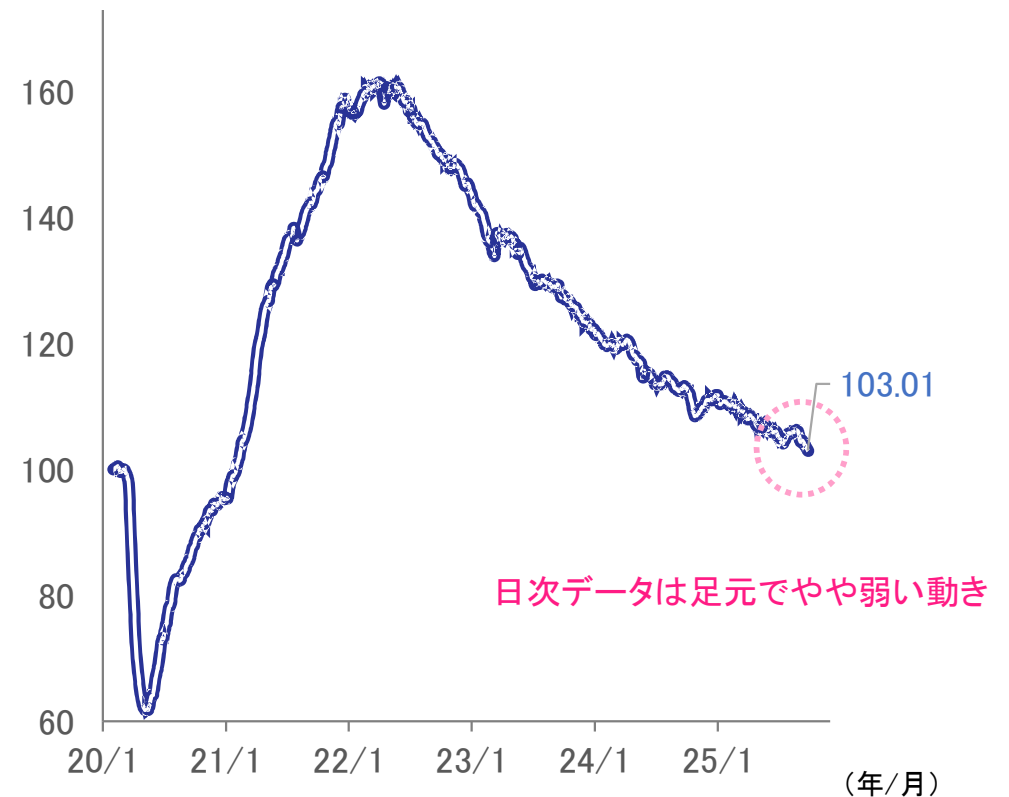
## 雇用統計の雇用者数(労働省・ADP)



(出所) 米国労働省、ADPより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## Indeed求人件数

(2020年2月1日=100)



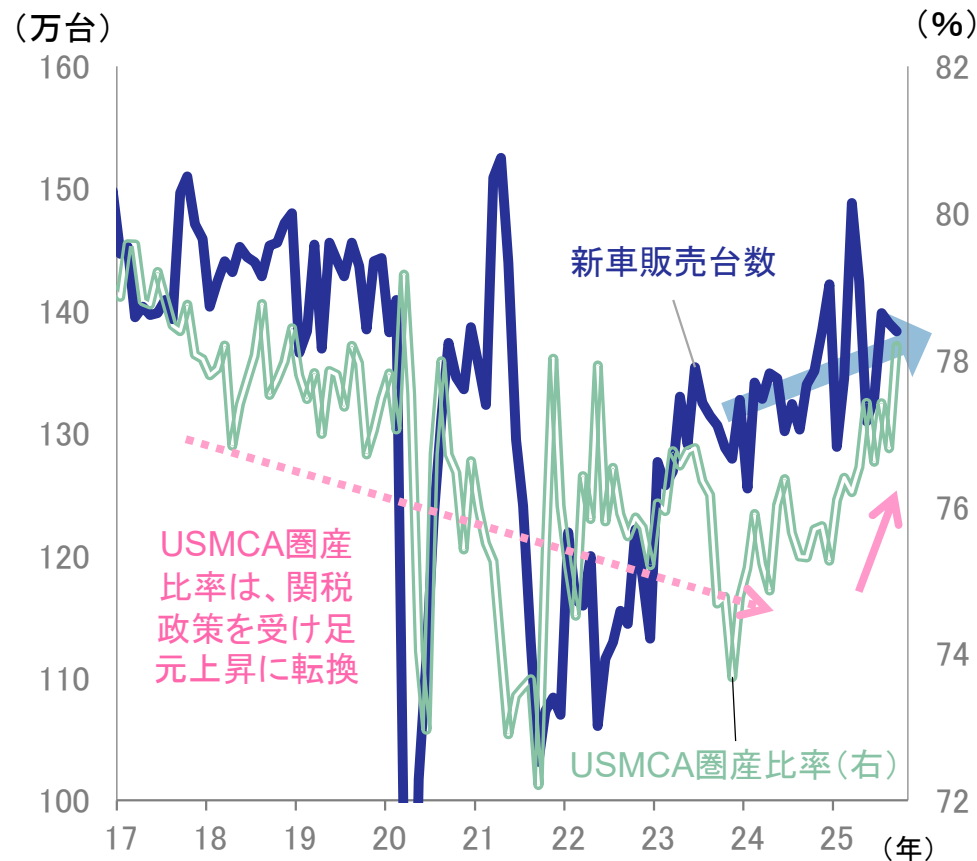
(出所) Indeedより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：新車販売は底堅い動き。関税政策を受けた販売・生産の米国回帰が下支え

## ■ 新車販売は底堅い動きを維持。USMCA圏産の販売比率引き上げによる価格上昇抑制が奏功

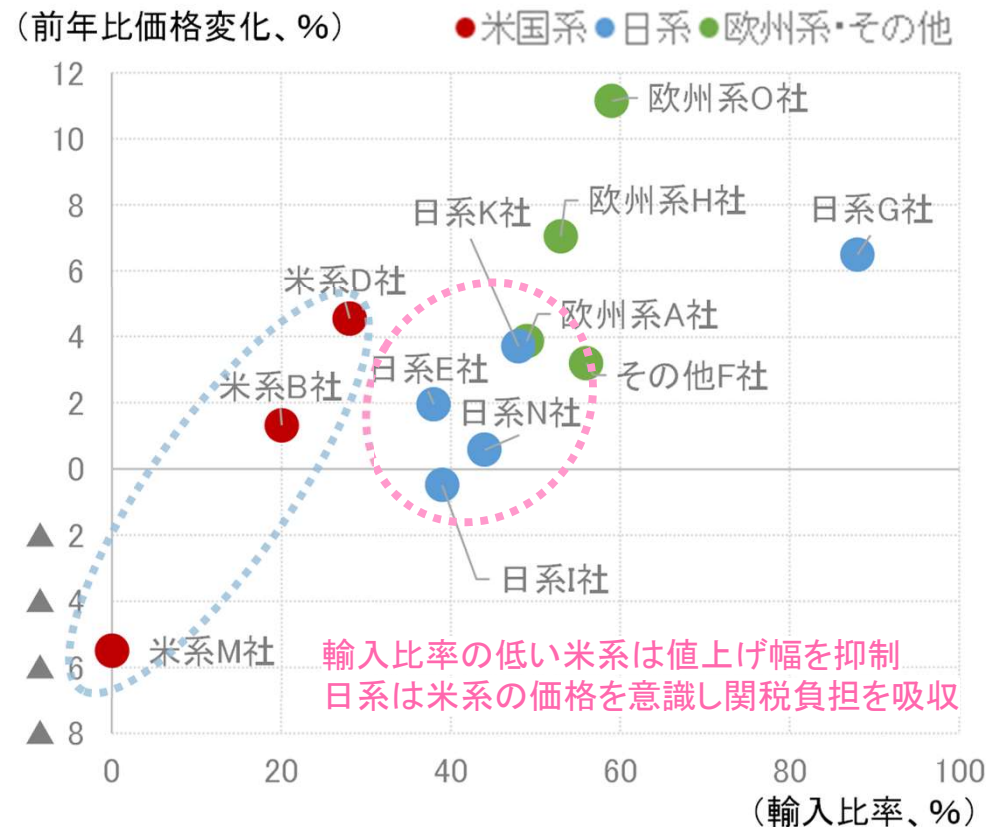
- 7～9月の新車販売台数は140万台程度と2024年平均(134万台)を上回る推移が継続。新車販売に占めるUSMCA圏産の比率は上昇。関税による生産・販売の米国回帰が進展している模様
- 輸入比率と販売価格の上昇率の関係をみると、輸入比率の低い米国メーカーは値上げ幅を抑制。競合関係にある日系メーカーを中心に価格を抑制すべく関税負担を吸収
- 底堅い販売の一方で、サブプライム層を中心に自動車ローンの延滞率は過去最高を更新。所得階層で販売に明暗

### 新車販売台数とUSMCA圏産の販売比率



(出所) Autodataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 自動車メーカー別の輸入比率と販売価格の関係性



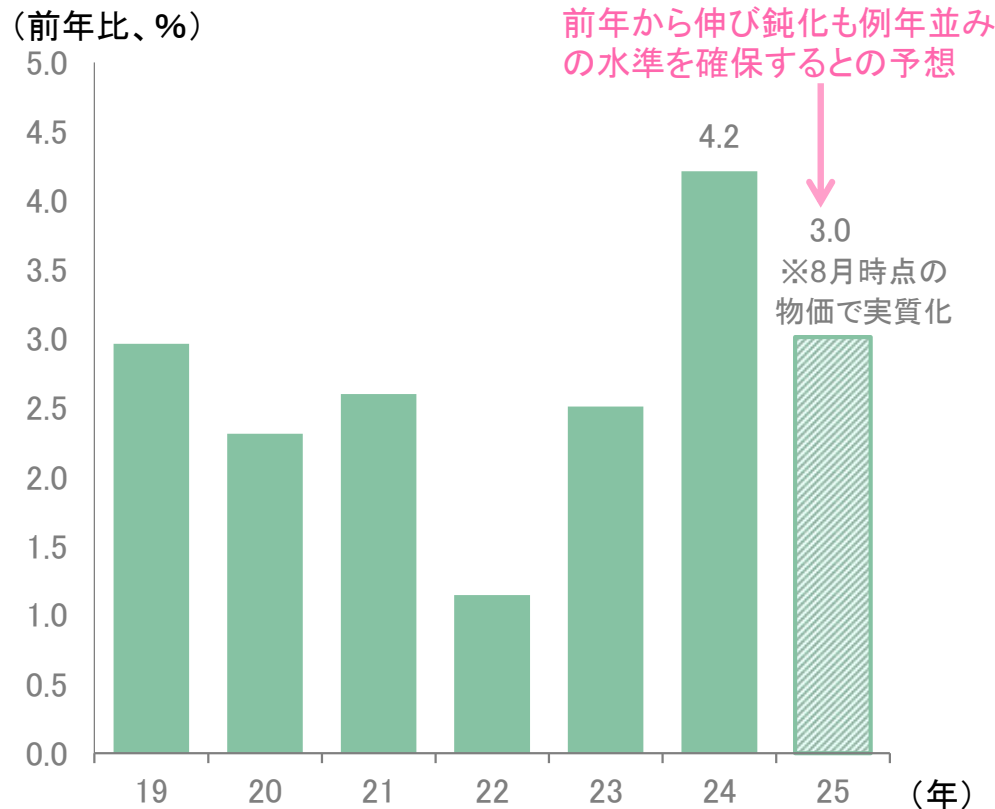
(注) 輸入比率は2023年の値

(出所) CoxAutomotive、各社資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：年末商戦も堅調予測。一方で強まる富裕層消費への依存

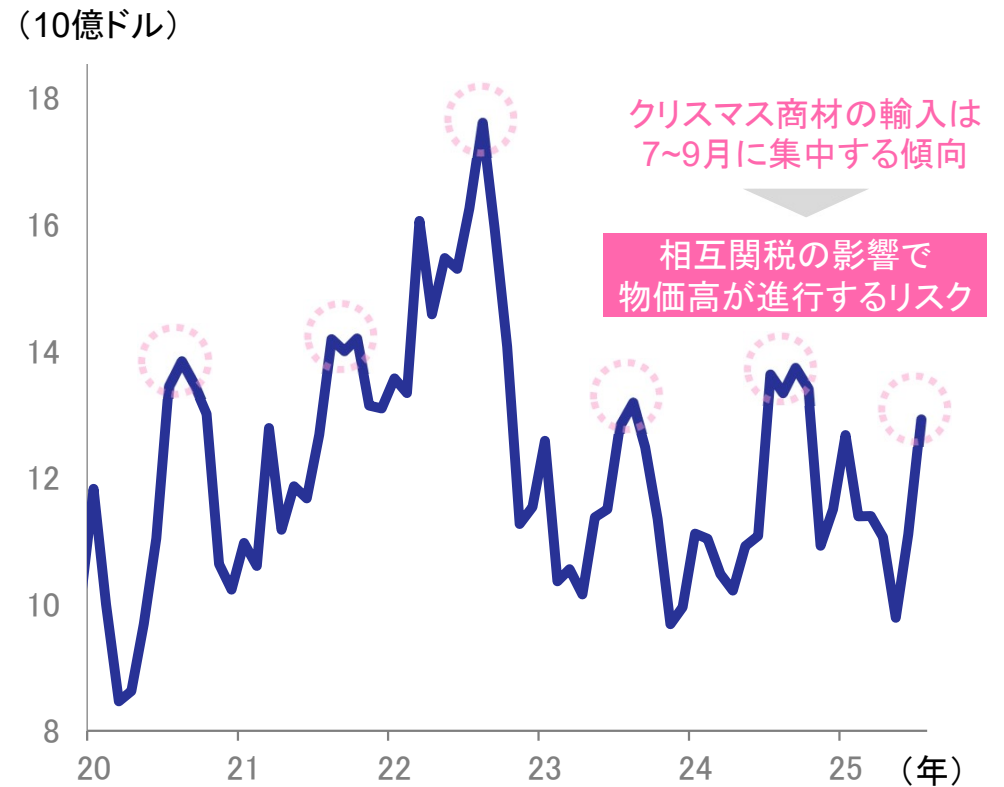
- 米マスターカードは**2025年の年末商戦の小売販売額(除く自動車)**を前年比**+3.6%**と予想
  - 実質ベースでは同+3.0%と昨年(同+4.2%)から減速するとはいえ、例年並みの伸びを確保。株高を背景とした高所得者の消費が支えとなり、ネット通販(予想:同+7.9%)を中心に財消費は堅調を維持するとの見立て
- ただし冬物衣料やクリスマス用品など季節商材の価格動向には要注意
  - **クリスマスに向けた季節商材の輸入は夏場(7~9月)がピーク**。相互関税の影響をフルに受けるほか、在庫による影響緩和も難しく、物価高が進行するリスク。**価格転嫁が進めば、低所得層を中心に影響大**。消費の二局化がさらに進展

## 年末商戦の小売売上高予測(実質ベース)



(注) 各年11/1~12/24の自動車を除く小売売上高  
 (出所) マスターカード、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 衣料品・履物・家庭用品のクリスマス商材の輸入動向



(注) 原数値ベース  
 (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

# 欧州：失業率は歴史的低水準。企業の雇用保蔵等に加え、一部の国では労働市場改革が進展

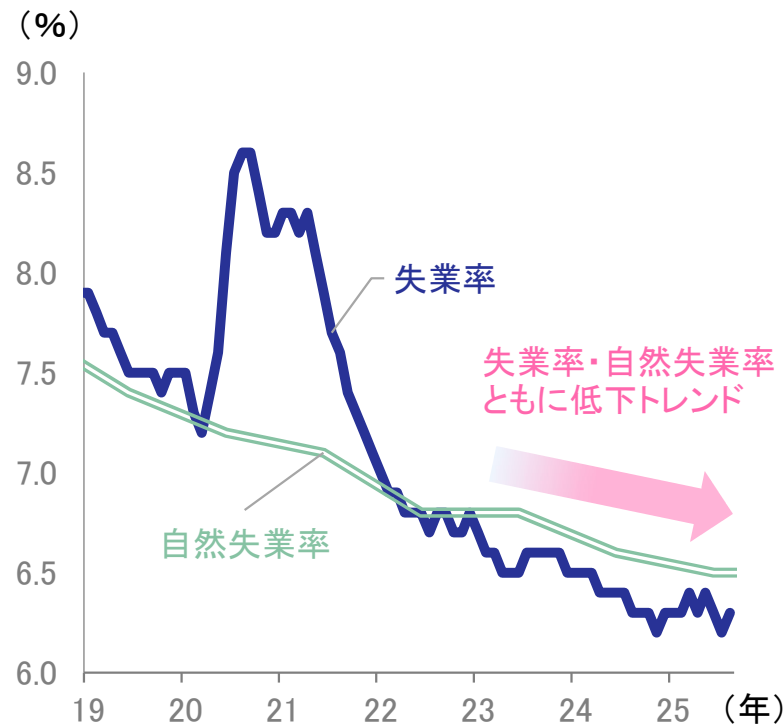
## ■ 労働者・企業の行動変容、労働市場改革といった構造変化が失業率低下の背景

— 8月のユーロ圏失業率は6.3%と、自然失業率(6.5%)を若干下回る水準で推移。労働者の短時間労働志向や将来の人手不足を見越した雇用保蔵に加え、スペイン等の労働市場改革(非正規雇用への規制強化)が失業率を押し下げ

## ■ 労働市場の堅調は当面の消費を下支え

— ただし短時間労働志向や雇用保蔵はミスマッチ拡大や雇用流動性低下をもたらすリスク。労働市場改革の更なる進展や、サービス業・高スキル分野での移民受け入れによるミスマッチ縮小がカギ

### ユーロ圏：失業率・自然失業率



### 失業率・自然失業率に影響を与える要因

	短期	中長期 (自然失業率)	備考
製造業不振	↑	—	産業構造転換が生じた場合は自然失業率上昇
短時間労働志向	↓	↑	景気下振れ等により労働者の交渉力が低下すれば、短期でも押し上げ要因
企業の雇用保蔵	↓	↑	労働者のスキル維持により失業長期化・固定化を回避し、自然失業率押し下げの可能性も
労働市場改革	↓	↓	スペイン等は有期雇用規制強化。雇用安定化の一方、不況時の雇用悪化増幅のリスクも
移民 (高スキル)	↓	↓	人手不足セクターへの流入はミスマッチを縮小
移民 (低スキル)	↑	↑	単純労働者の増加は労働需給緩和要因に

(注) 自然失業率は、欧州委員会による賃金を加速・減速させない失業率 (NAWRU) の推計値。年次データを線形補間

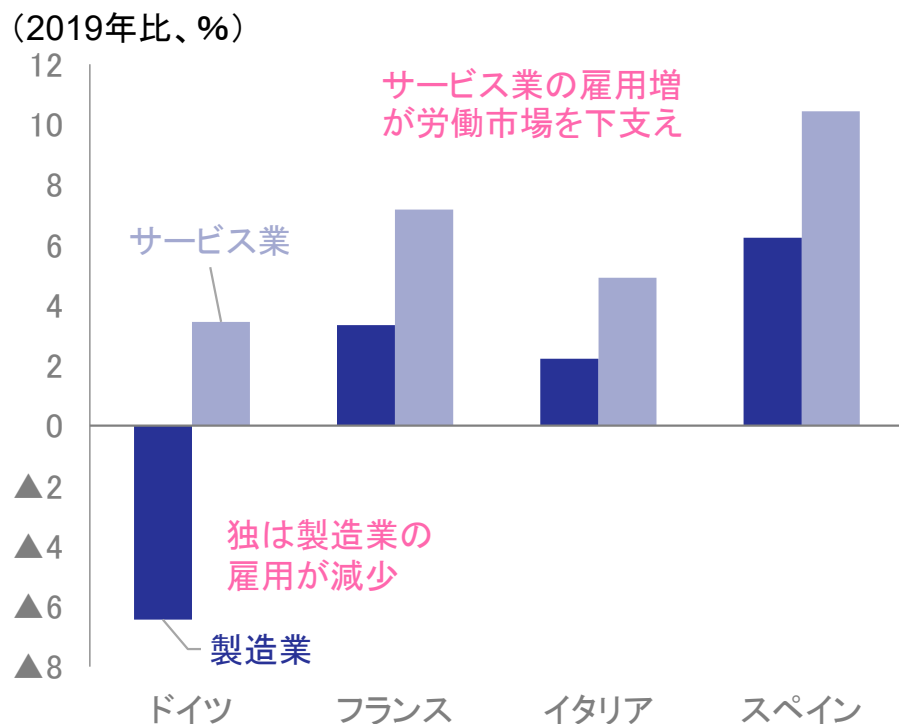
(出所) Eurostat、欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

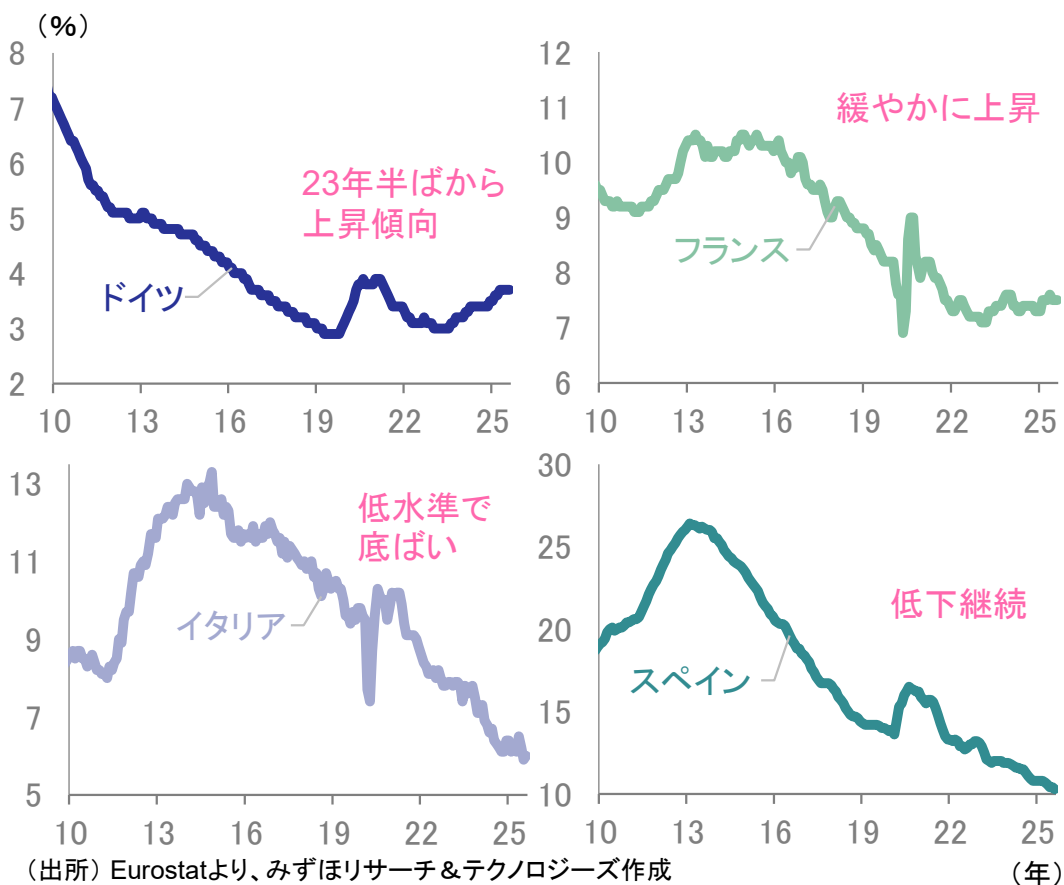
# 欧州：国別の労働市場はドイツ・フランスが軟調の一方、イタリア・スペインは好調

- 足元の労働市場は国ごとにバラつき。ドイツは製造業で雇用削減が進む一方、サービス業が下支え
  - **ドイツの失業者数は2015年以來の300万人超**。製造業で大規模リストラ進行。一方、サービス業の就業者数は増加
  - フランスの失業率は緩やかに上昇。生産年齢人口が増加する中、政治的不確実性等で景気が下振れ、需給が緩和
  - **一方、イタリア・スペインの失業率はコロナ前から大幅に低下**。両国は欧州復興基金を活用して労働市場改革を推進。例えば、スペイン政府は非正規雇用の規制を強化。正規雇用比率が高まり、雇用安定性向上に寄与

## 主要4カ国業種別就業者数(2025年4~6月期)



## 主要4カ国の失業率



(出所) Eurostat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

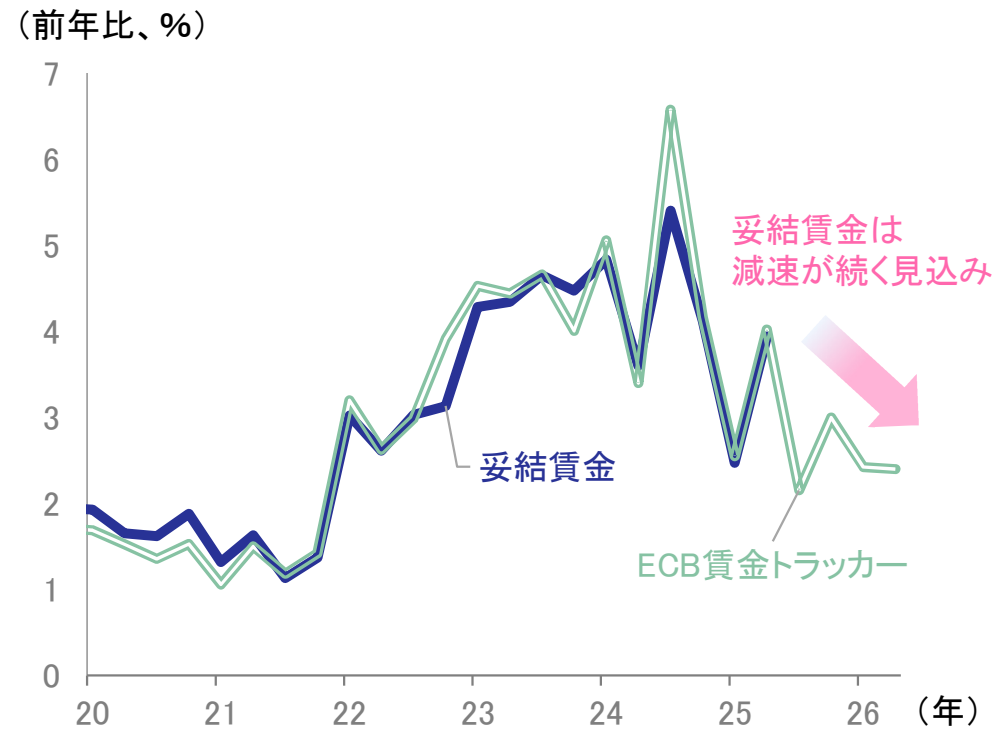
# 欧州：ECBは9月理事会で政策金利を据え置き。当面は政策変更なしの公算大

- ECBは、9月理事会で預金ファシリティ金利を2.00%に据え置き。ユーロ圏経済の回復力が強まっているとの認識
  - ラガルド総裁は、**今年前半の高成長は「内需の底堅さ」が要因の一つ**と評価。また、**経済のリスク評価を「下振れ方向」から「よりバランスしている」と変更**。ECBスタッフ見通しも微修正にとどまる
  - また、ECB賃金トラッカーは先行きの賃金インフレ減速継続を示唆。**政策金利は2%での据え置きが当面続く見通し**
  - ただし、インフレを巡る不透明感は残存。ラガルド総裁は「インフレリスクは上下いずれにも決め打ちしない」と発言。ECB理事会内でも、インフレリスクの評価に隔たり

## 9月理事会のポイント

ポイント	内容
景気	<p>サーベイ指標は経済の前向きな基調を示唆。今年前半の高成長の一部は消費と投資によるもの。最近の貿易協定は不確実性を減少させた。経済成長に対するリスクは、よりバランスが取れている</p> <p>【上振れ要因】 防衛費やインフラ支出の増加、貿易摩擦の早期解決</p> <p>【下振れ要因】 貿易摩擦、金融市場のセンチメント悪化、地政学リスク</p>
物価	<p>基調的インフレ率は物価目標と整合的。我々は引き続き「良い位置」にいる。2027年の予測値下振れは為替のラグ効果</p> <p>【上振れ要因】 サプライチェーンの分断、防衛費やインフラ支出の増加。異常気象による食料価格上昇</p> <p>【下振れ要因】 ユーロ高、輸出需要の減少、過剰生産能力を持つ国からのユーロ圏への輸出増</p>
政策金利	<p><b>全会一致で金利据え置きを決定</b>。データ次第、会合ごとのアプローチを維持</p>

## ECB賃金トラッカーと妥結賃金



(注) ECB賃金トラッカーは、一時金支払を平準化していない系列  
 (出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

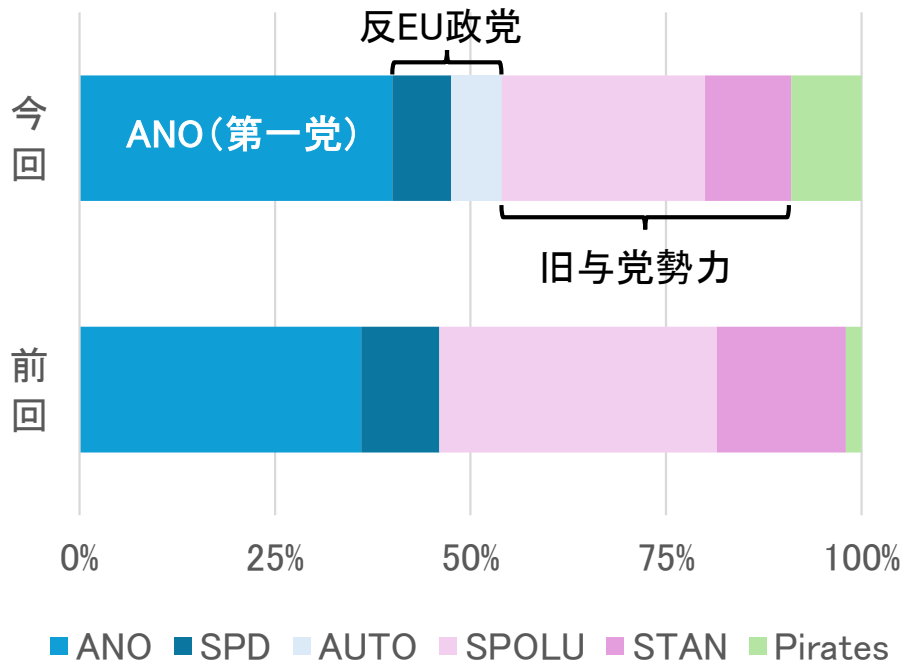
(出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 欧州：チェコ総選挙（10/4・10/5）では、「チェコのトランプ」率いるポピュリズム政党が第一党に

- バビシュ前首相（2017～2021年在任）が党首を務めるANO2011（右派ポピュリズム）が第一党に返り咲き
  - バビシュ氏は実業家で「チェコのトランプ」と呼ばれる人物。今回の選挙ではEU・NATOに協調する姿勢を示す一方、**不法移民対策、気候変動対策見直し、ウクライナ支援の削減**を主張
  - **反EU2政党（自由と直接民主主義、AUTO=Motorists for Themselves）との連立を模索**。連立交渉には時間を要する見通しだが、連立が成立すれば、反EU政党の影響力が強まるおそれ
  - 東欧では物価高への不満などからポピュリズム勢力が台頭。**EUの対ウクライナ・対ロ政策等への抵抗が強まるリスク**

## チェコ議会（下院）の構成

ANOが80議席（総議席200）を獲得したものの、過半数に満たず。バビシュ党首（前首相）は、反EUの右翼政党2党との連立を模索。



## 東欧諸国の政治情勢

東欧各国ではポピュリズム勢力が拡大。対ロ政策やウクライナ支援などを巡って、EUとの摩擦が増加

チェコ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・前首相のアンドレイ・バビシュ氏率いる第一党 ANOは<b>ウクライナ支援に否定的</b></li> <li>・<b>反EU政党と連立の可能性も</b></li> </ul>
スロバキア	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>フィツォ首相（スメル・社会民主主義）は親ロ</b>。ウクライナへの軍事支援を停止し、対ロ制裁に反対</li> </ul>
ハンガリー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>オルバン首相率いるフィデス（親ロ、EU懐疑）が議会の過半数を確保</b></li> <li>・ウクライナ支援や対ロ制裁に反対し、移民・難民政策でもEUと対立</li> </ul>
ポーランド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<b>法と正義（右派ポピュリズム・EU懐疑）の支援を受けたナブロツキ氏（親ロシアではないもの）のNATO加盟に反対）が大統領に就任</b></li> <li>・親EU路線のトゥスク首相（市民プラットフォーム）と対立</li> </ul>

（出所）各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

（注）前回は2021年総選挙

（出所）チェコ議会、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国:7~9月期成長率は減速。政策効果はく落で、先行きはさらなる伸び鈍化の懸念

## ■ 7~9月期の実質GDP成長率は前年比+4.8%(4~6月期:同+5.2%)と減速

— 設備投資の伸び鈍化が主因。最終消費は概ね前期並みの伸びを維持。財消費は失速もサービス消費の拡大が下支え

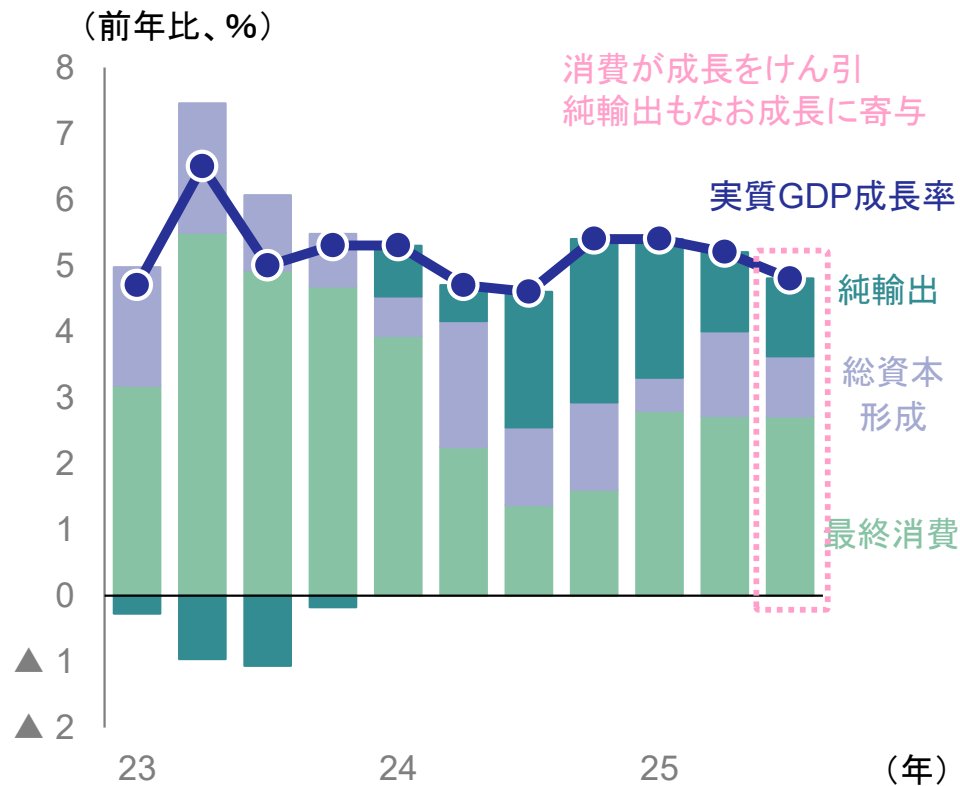
## ■ 9月の小売・投資は補助金効果の息切れを受け低調。内需喚起策の予算は既に尽きており、今後は一段の失速が懸念

— 小売は前年比+3.0%と前月から減速。補助金の恩恵を受けてきた家電が急減速(8月:同+14.3%⇒9月:同+3.3%)

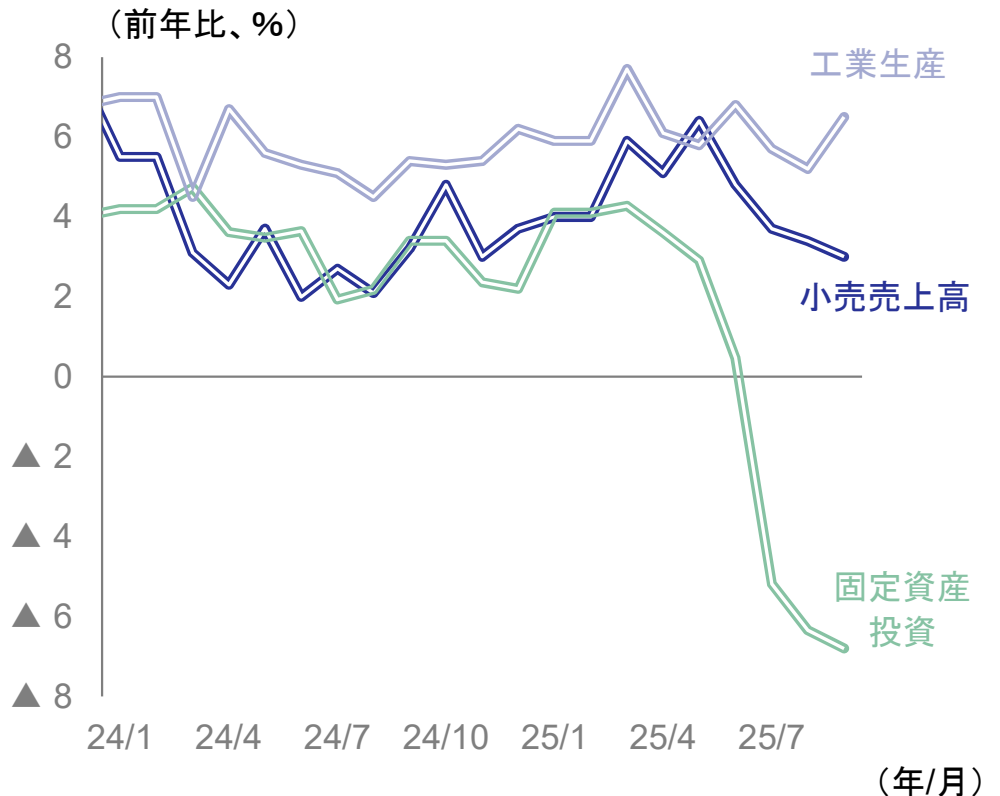
— 投資は大幅マイナスが継続。設備更新支援策の息切れによる設備購入鈍化に加え、不動産不況の長期化も重石

— 一方、生産は前年比+6.5%(8月同+5.2%)と好調。自動車、通信機器、一般機械、化学など幅広い業種で加速

### 実質GDP成長率



### 主要経済指標



(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

(注) 固定資産投資はみずほリサーチ&テクノロジーズによる累計前年比からの推計値  
(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

# 中国: 人民元は米金利低下を受け1ドル7.1元台前半で推移も、米中通商摩擦の再燃がリスク要因

## ■ 人民元は1ドル=7.1元台前半で概ね安定的に推移

- 米利下げ観測の高まりを受けた米金利低下を主因に米中金利差が縮小。対ドルでの人民元高要因に
- 一方、米中通商摩擦再燃への懸念から足元では株安・元安の動き。米中関係の不透明感が一段の元安を招くリスク

## ■ 実体経済への資金供給量を表す社会融資総額は残高の増加ペース加速が一服

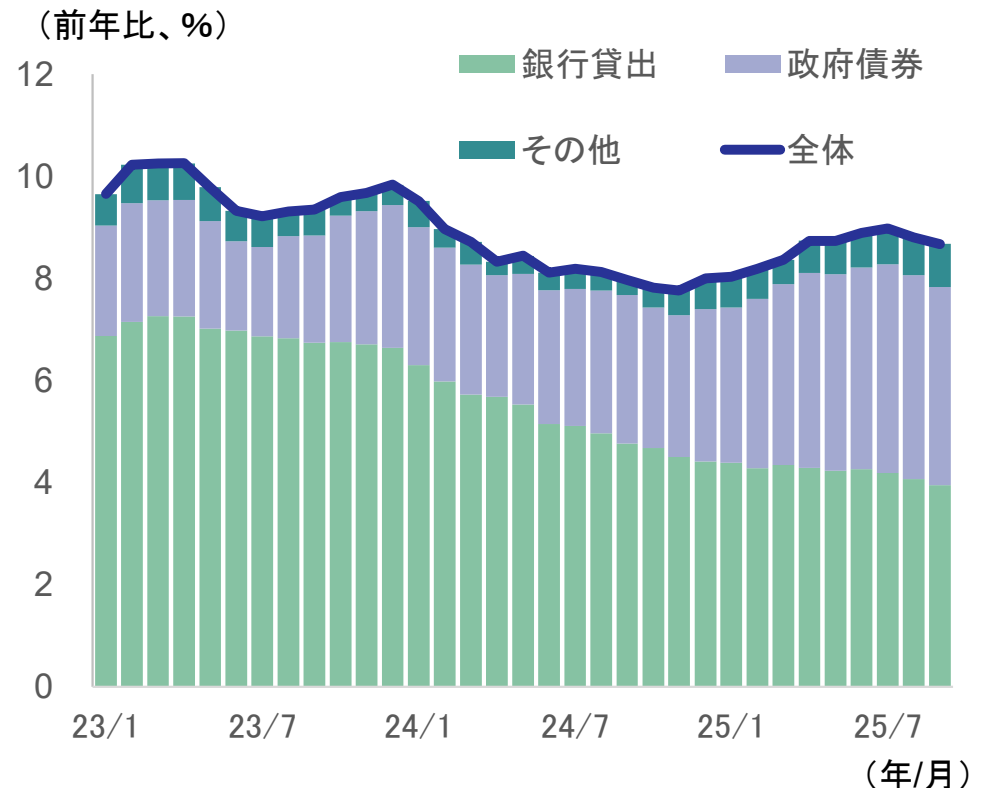
- 銀行貸出は景気減速を受け鈍化が継続。政府債券の発行も補助金予算の払底を受け減速

### 米中金利差、人民元対米ドルレート



(注) 米中金利差は、米10年国債利回りー中10年国債利回り。7日間移動平均  
(出所) CFETS、FRB、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 社会融資総額残高

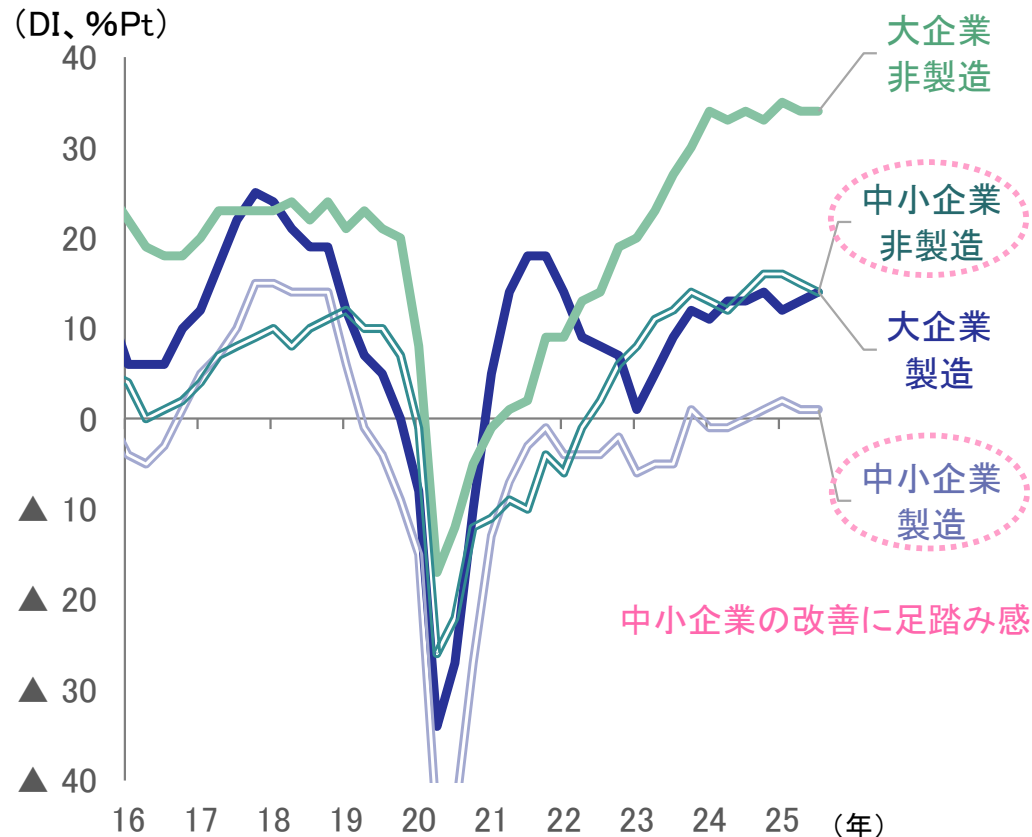


(注) 社会融資総額には、銀行貸出(人民币建て・外貨建て貸出)のほか、株式・債券の発行やシャドーバンキング(委託貸付、信託、引受手形)による資金調達も含まれる  
(出所) 中国人民銀行、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：大企業・製造業は小幅改善、非製造業も高水準を維持。トランプ関税影響への懸念は緩和

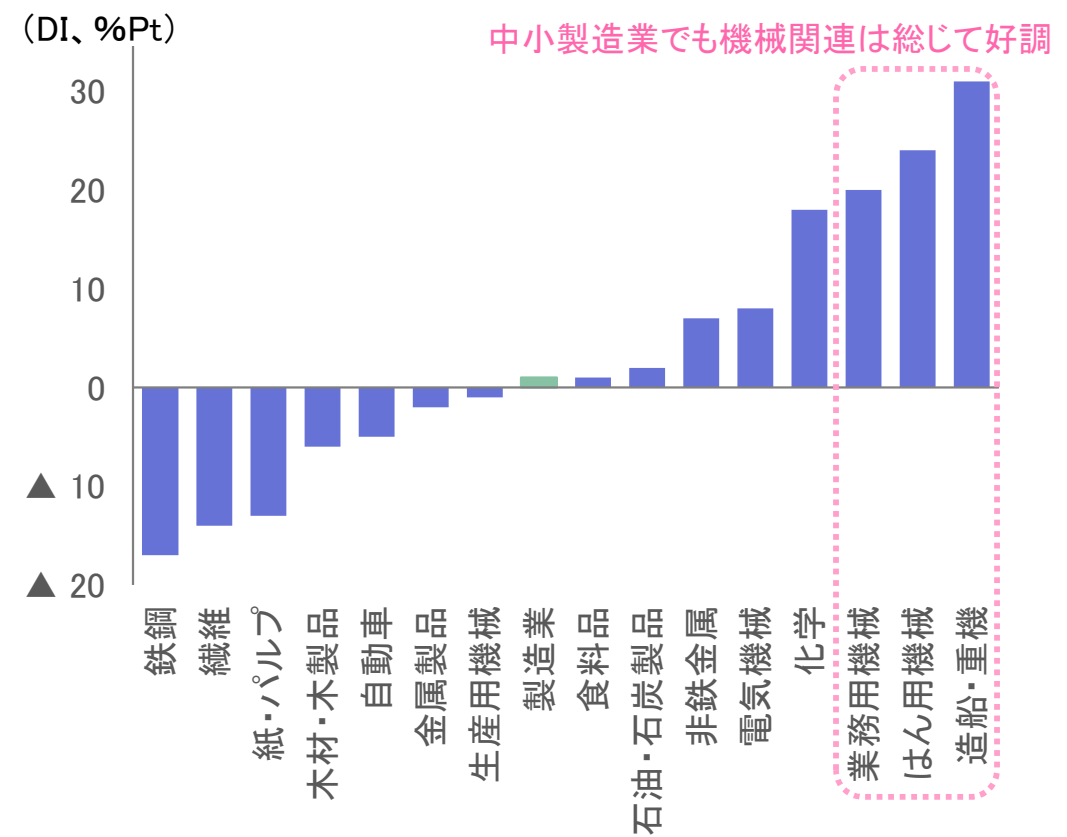
- **大企業・製造業の業況判断DIはトランプ関税の不確実性後退で小幅改善。非製造業も高水準が継続**
  - 製造業では、高関税や市況悪化等を受けて鉄鋼が悪化した一方、自動車は関税引き下げ合意等を受けて改善したほか、機械関連は堅調な設備投資需要のもとで高水準で推移
  - 非製造業は、堅調な投資需要・引き合いを受けて建設や物品賃貸が改善、不動産価格上昇で不動産も高水準を維持
- **中小企業・製造業は低位で横ばい、非製造業は小幅ながらも2四半期連続の悪化。改善の足踏み感がより鮮明に**
  - 製造業は業種により濃淡。自動車が3四半期連続で悪化した一方で、造船や機械関連は高水準を維持

## 業種別・規模別業況判断DI



(出所) 日本銀行「日銀短観(9月調査)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 中小・製造業の業況判断DI内訳



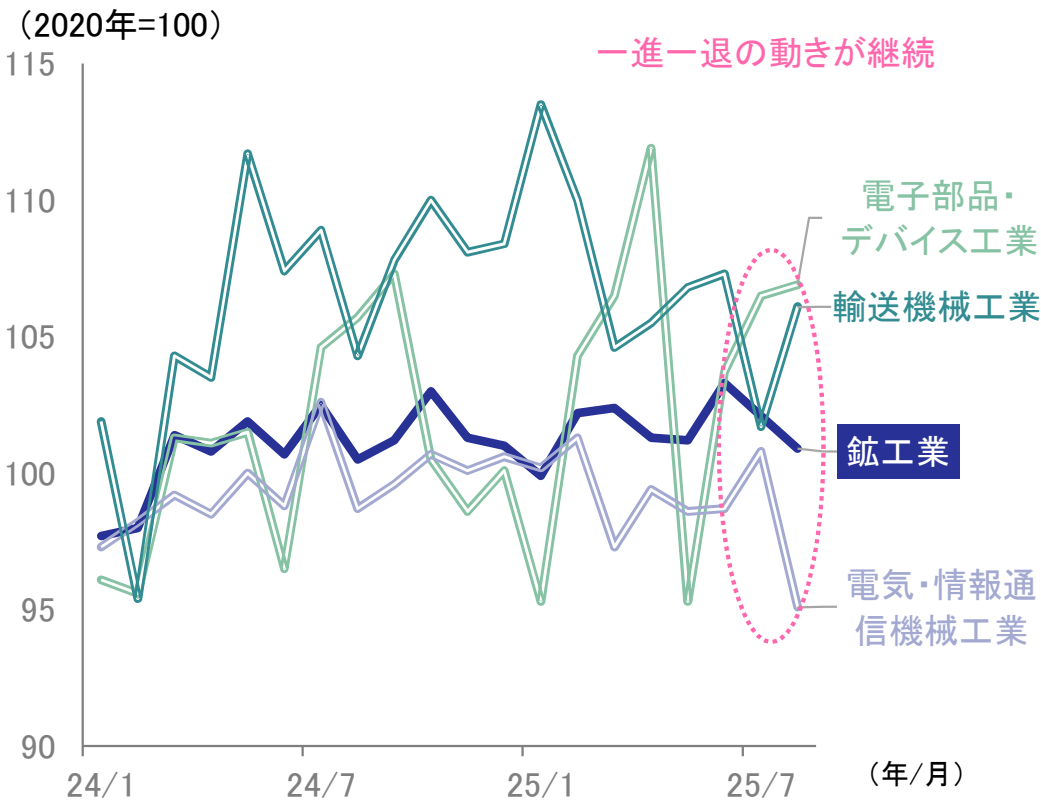
(出所) 日本銀行「日銀短観(9月調査)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:8月の鉱工業生産は幅広い品目で減産。一進一退の動きが継続

■ 8月の鉱工業生産は前月比▲1.2%と2カ月連続の低下。均してみれば一進一退の推移が継続

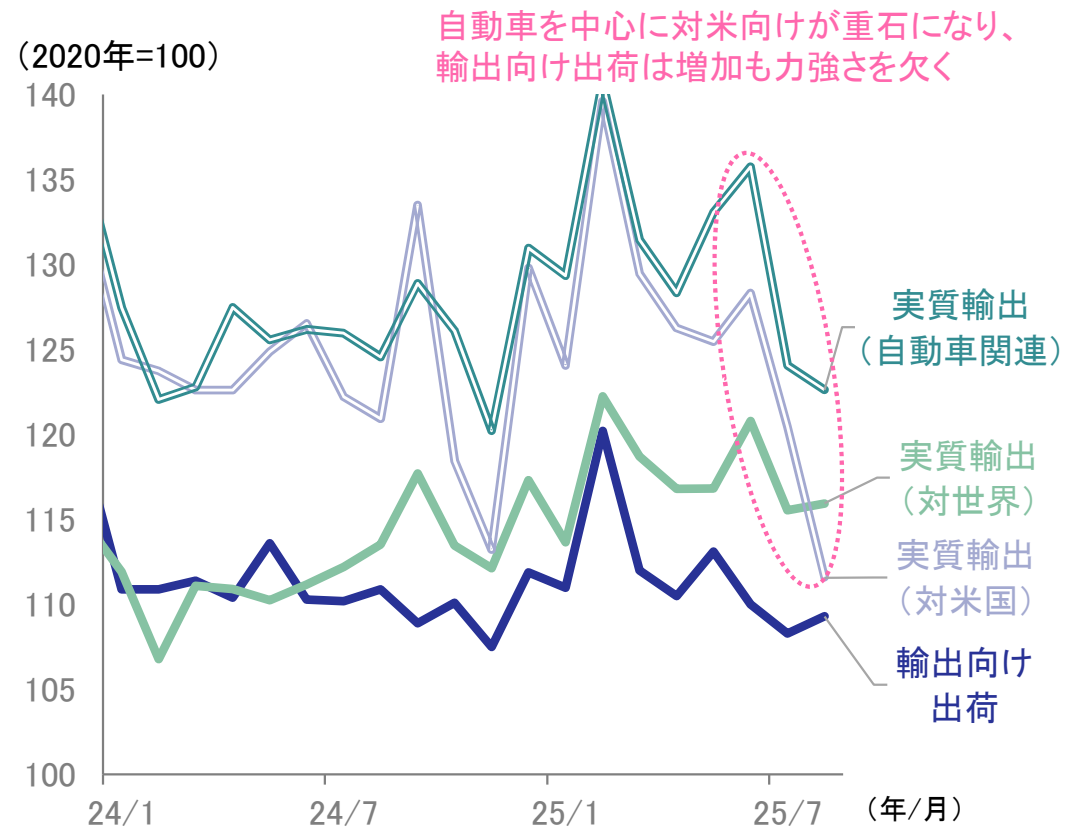
- 輸送機械工業や電子部品・デバイス工業が増産の一方、電気・情報通信機械工業をはじめ幅広い業種で減産
- 電気・情報通信機械工業はPC関連の減産が顕著。10月のOSサポート終了に向けた増産一巡が影響した模様
- 輸送機械工業は増産に転じたものの、7月末のカムチャッカ半島地震で一部自動車工場が閉鎖していた反動が出た可能性。関税影響等から輸出向け出荷が力強さを欠いていることもあり、生産の実勢は割り引いてみる必要

## 鉱工業生産



(出所) 経済産業省「鉱工業生産」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 輸出向け出荷と実質輸出



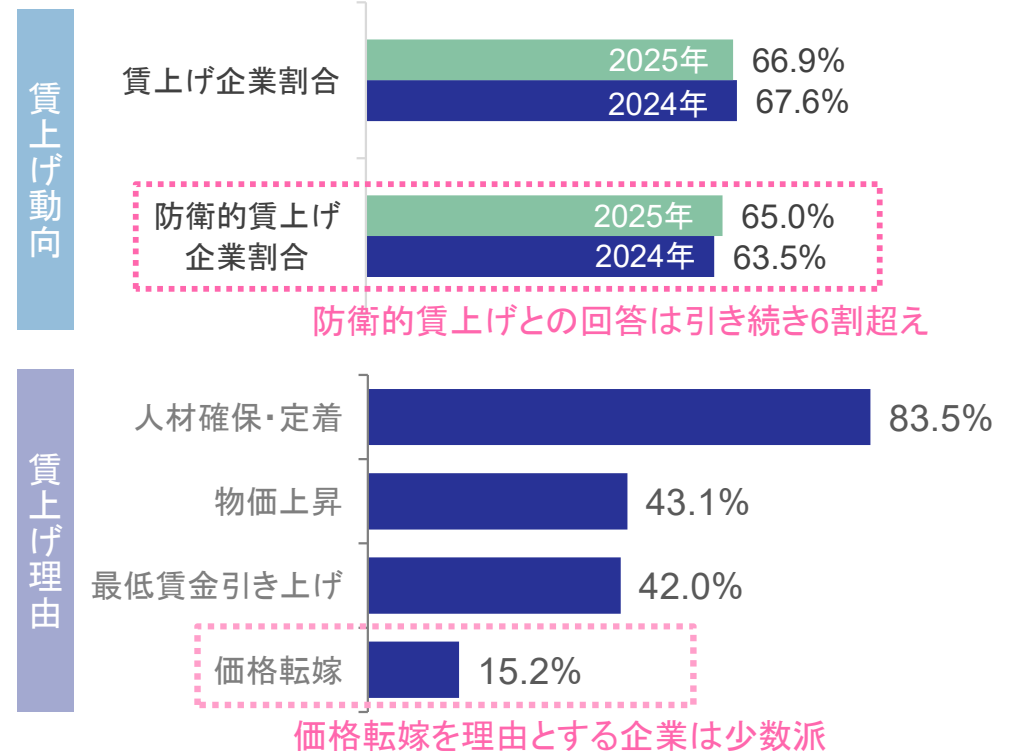
(出所) 経済産業省「鉱工業生産」、日本銀行「実質輸出入」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本: 所定内給与の伸び一服。中小企業では防衛的賃上げが増加、賃上げの持続性に暗雲

- **8月の所定内給与(共通事業所ベース)は前年比+2.4%と7月から横ばい。加速感を欠く推移が継続**
  - 先行きは最低賃金引き上げが押し上げ要因になる可能性があるものの、春闘の反映による押し上げは概ね一巡
  - 実質賃金(共通事業所ベース)は前年比▲1.2%と8カ月連続で前年比マイナス。個人消費の回復の鈍さの要因に
- **日本商工会議所の9月調査(中小企業が中心)によれば、2025年の賃上げ実施企業割合は前年から小幅低下**
  - **賃上げ実施企業の65%が防衛的賃上げ(業績が改善しない中での賃上げ)**と回答。中小企業の賃上げ疲れに懸念あり
  - 「人材確保・定着」「物価上昇」「最低賃金引き上げ」が主な賃上げ理由。「価格転嫁」を挙げている割合は低水準

## 一般労働者所定内給与の推移(共通事業所ベース)

## 中小企業の賃上げに関する調査



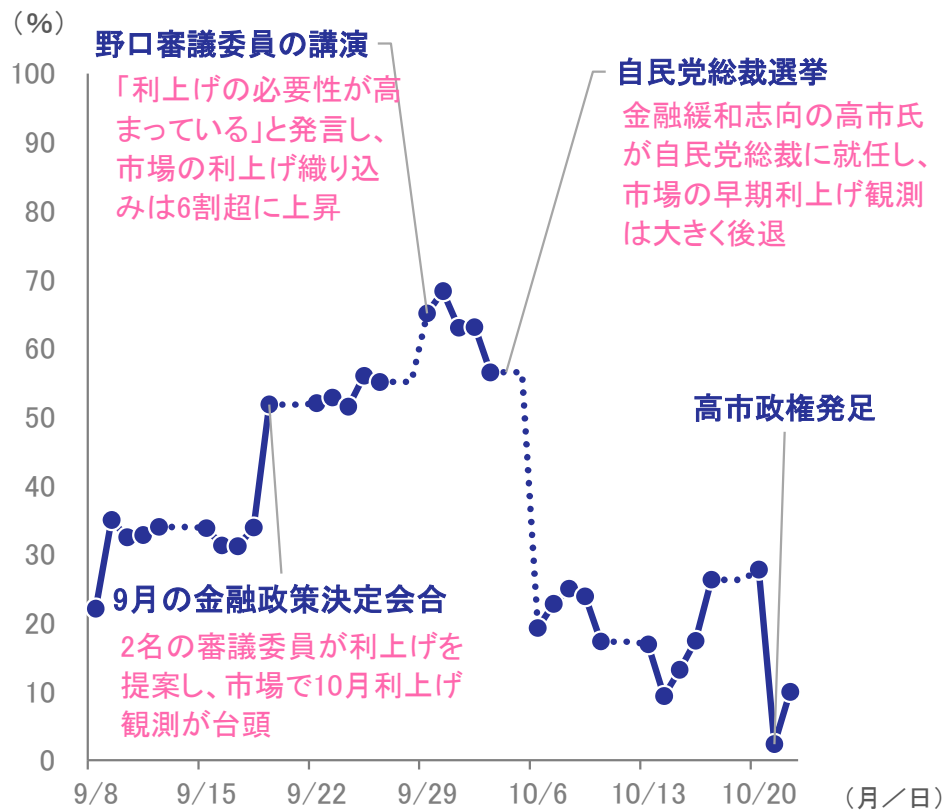
(注)防衛的賃上げの割合は、賃上げを行う企業のうち防衛的賃上げを行う企業の割合。  
賃上げ理由については複数回答

(出所)日本商工会議所より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本: 自民新総裁就任で市場の10月利上げ観測は後退。日銀は経済・物価を慎重に見極め

- 金融緩和を志向する高市氏の自民党総裁就任を受け、市場では10月利上げ観測が大きく後退
  - 9月の金融政策決定会合後に早期利上げ観測が台頭するも、自民党総裁選後に10月利上げ確率は大きく低下
- 10月の日銀支店長会議では、一部に経済・物価の下振れの可能性がみられる点を確認
  - 支店長会議では、賃上げ継続の動きが報告されるも、一部で消費の弱含みや投資の先送りの動きがみられる点にも言及
  - 日銀はトランプ関税の影響により経済・物価が下振れリスクを警戒しており、支店長会議の報告はその兆候が出始めた可能性を示唆。日銀は利上げを慎重に判断する見通し

## 市場の利上げ織り込み(10月利上げ確率)



(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日銀支店長会議での報告(2025年10月)

### 景気関連・トランプ関税の影響

1. 米国の関税引き上げに伴う駆け込みの反動減がみられる
2. 各国の通商政策の影響を巡る不確実性や建設コスト上昇を受け、投資の先送りや見直し、縮小等の動きがみられる
3. 日常消費はスーパー等での購入点数の減少が続いている。値上げの抑制や低価格商品の品揃え強化等の動きもみられる
4. その一方で、AI関連の受注は堅調。IT関連の能力増強投資、人手不足・生産性向上のための省力化・デジタル化投資には積極的。消費もハレの日消費や国内富裕層の需要は堅調

### 賃金・企業の価格設定

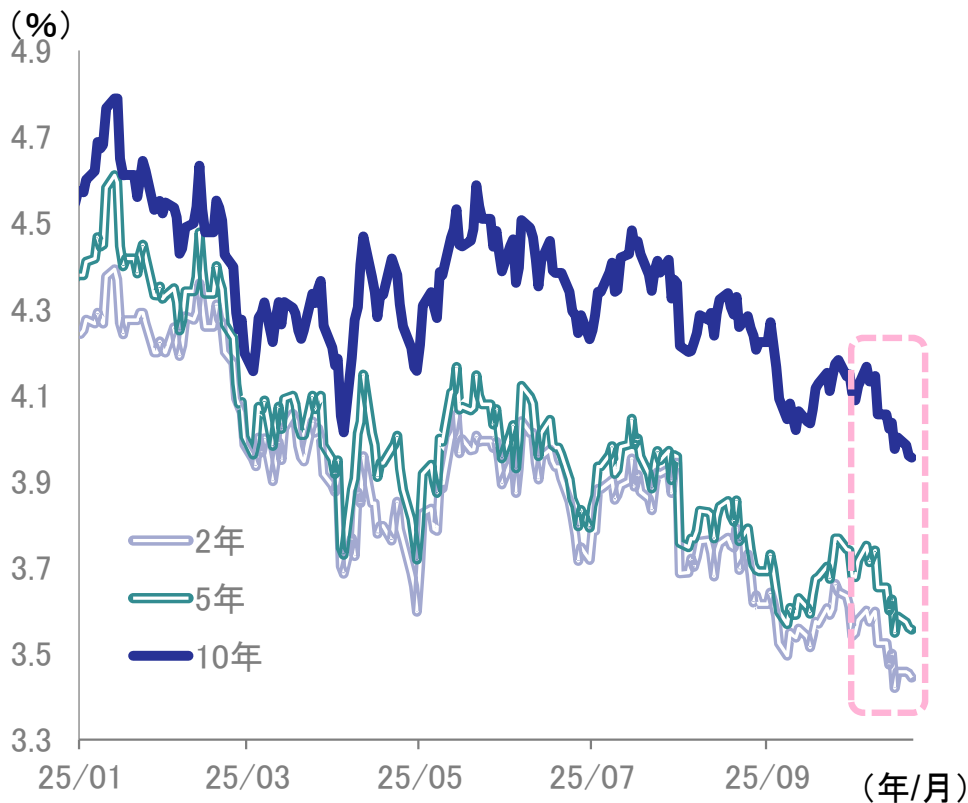
1. 各国の通商政策の影響や海外経済の減速等により企業収益が大きく下振れた場合には、賃上げを抑制せざるを得ない
2. 人手不足感の強さや最低賃金の引き上げ、最近の食料品を中心とする物価上昇等を受けて、引き続き高めの賃上げが必要
3. 仕入コストや人件費、物流費等の上昇を転嫁する動きが持続

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国債券市場：米中摩擦と政府閉鎖を背景に米債利回りは低下

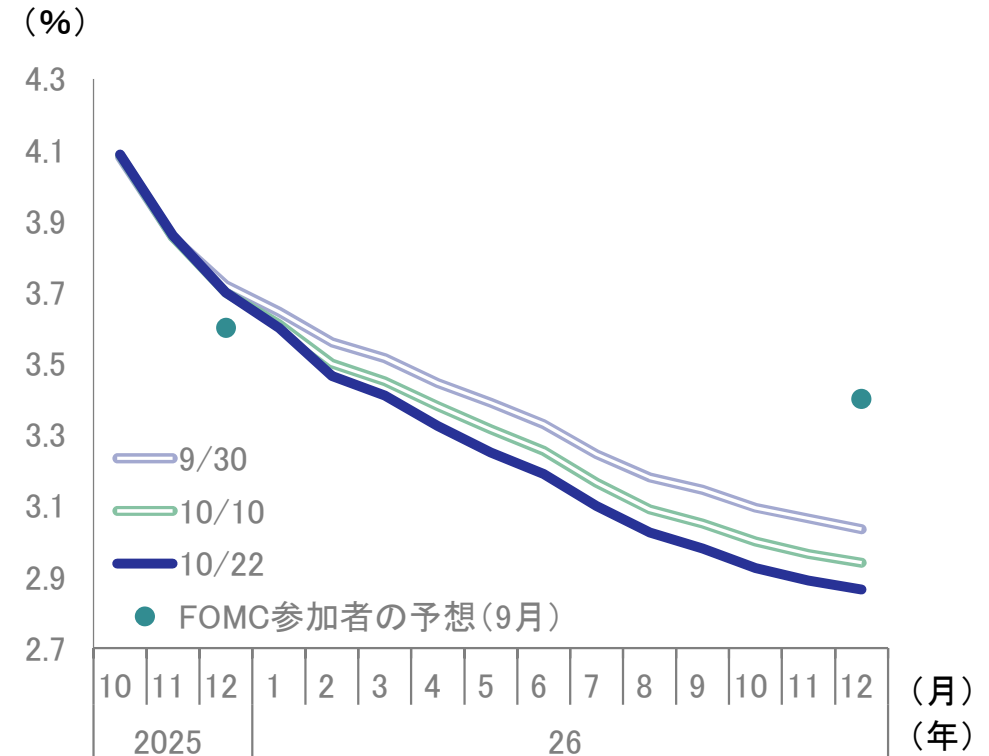
- 10月の米10年国債利回りは、対中関税懸念や政府機関閉鎖を背景に3.9%台半ばまで低下
  - 月初は、米連邦政府機関の一部閉鎖が始まり、景気不透明感から金利は4.1%前後で推移
  - 中旬は、対中関税の大幅引き上げ懸念を受け、長期金利は一時4.0%を割り込む水準まで低下
  - 月後半は、中国との会談再開の報道を受け一時反発も、政府閉鎖の長期化観測が重石となり、3.9%台半ばで推移
- 先行きについて、FRBはインフレの動向を睨みつつ、雇用悪化を回避するため利下げを継続すると予想。その結果、長期金利は緩やかながらも低下する見込み

## 名目金利の推移(米国)



(注) 2・5・22年は米国債利回り。10/22時点  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 市場が予想するFFレートのパス



(注) 市場予想はFF金利先物をベースにしたもの。FOMC参加者の予想はドットチャートの中央値(各年末時点)  
(出所) FRB、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 欧州債券市場：独金利は米金利要因で上昇一服。超長期ゾーンは引き続き高水準

## ■ 10月の独長期金利はやや低下。ただし超長期は高水準継続

— 米中貿易摩擦への懸念や米銀行不安を受けた米金利低下に連動する形で独長期金利は低下。ただし、拡張財政への警戒感を背景に30年金利は高水準が継続。米独10年金利差も年初対比で縮小

## ■ 少なくとも2025年内は政策金利据え置きが見込まれ、年末にかけて長期金利は横ばい圏で推移する見通し

— 9月のECB理事会では、ラガルド総裁は景気・物価のいずれも良好な状態であると評価。当面は政策変更なしと予想

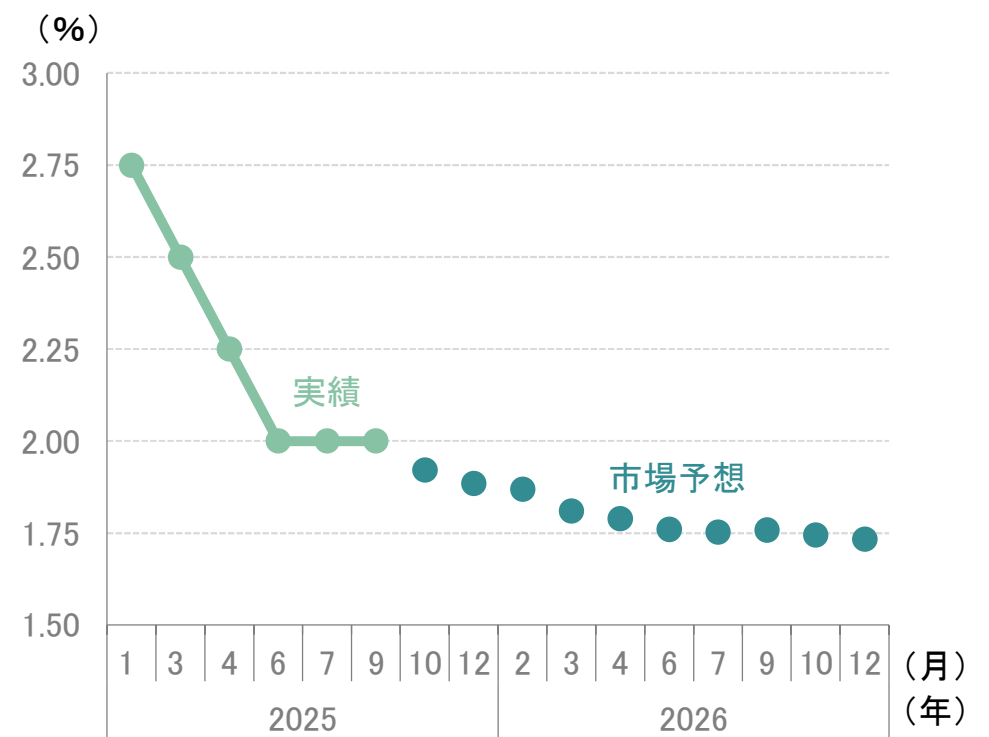
— 先行きは、ユーロ高等を受けて物価が下振れれば、追加利下げの可能性も。市場は来年1回の利下げを織り込み

### 名目金利の推移(ドイツ)



(注) 2年・5年・10年・30年は独国債利回り。10/22時点  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 市場が予想する欧州政策金利のパス

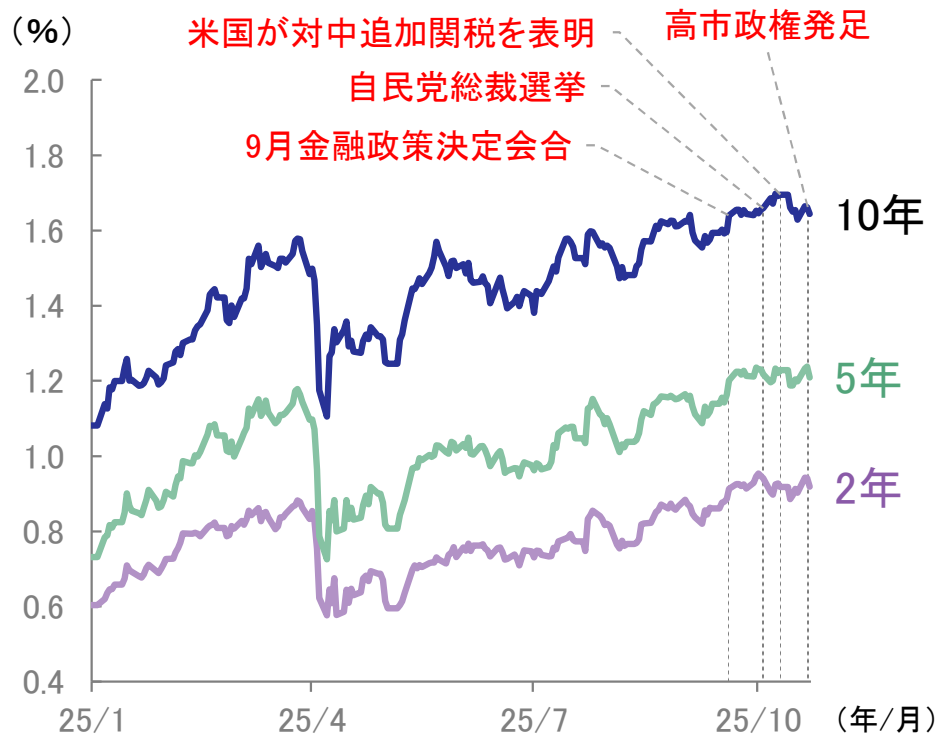


(注) 市場予想はOISをベースとしたもの。実績はECB預金ファシリティ金利。10/22時点  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 国内債券・為替：米中摩擦を受け長期金利は上昇一服、ドル円は円安水準継続へ

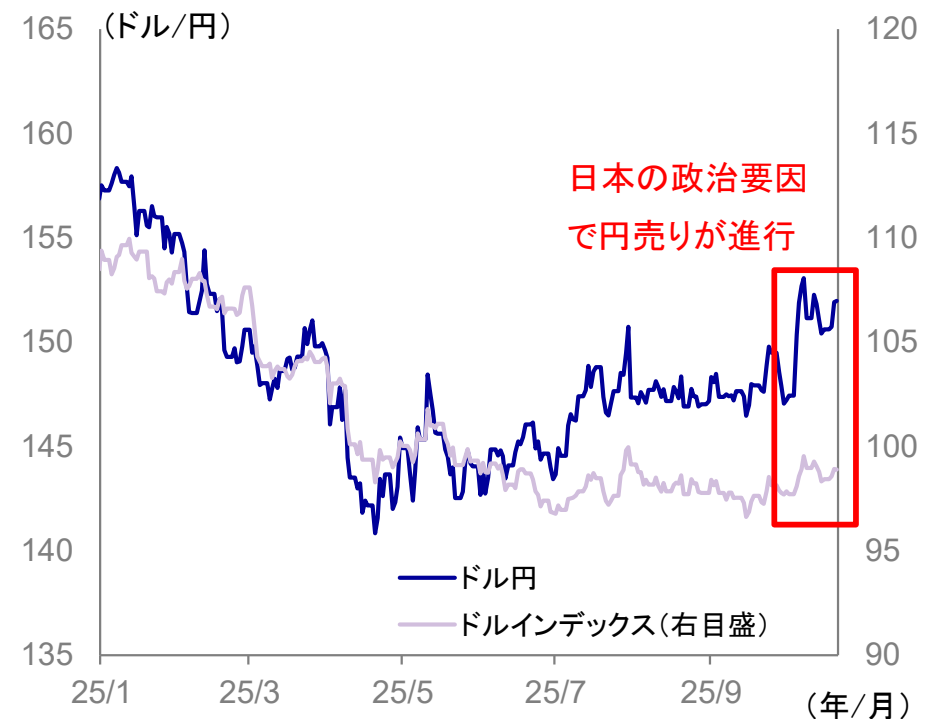
- **長期金利(10年国債利回り)は上昇一服。米国の対中追加関税への警戒感等から、当面は1.6%前後での推移を予想**
  - 9月日銀会合(9/18・19)での審議委員2名による利上げ提案や、積極財政を目指す高市氏の自民党総裁就任(10/4)を受け長期金利は一時1.7%に上昇。その後は米国の対中追加関税への警戒感が高まり、金利上昇は一服
- **ドル円は当面、1ドル=140円台後半～150円台前半の円安水準が継続へ**
  - 高市氏の自民党総裁就任で10月利上げ観測が後退し円安進行。一時1ドル=153円台と約8ヵ月ぶりの円安水準に
  - 先行き、米利下げ・日本利上げが見込まれるも、金融市場では織り込み済。円高余地は限定的で、円安水準が継続へ

## 日本国債利回り



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ドル円とドルインデックス



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 内外株式：日本株は新政権への期待を受けて上昇。今後は企業決算、政治・外交イベントに注目

- **株価は日米ともに上昇。高市政権発足後に、日経平均株価は終値ベースで最高値を更新(10/21)**
  - 米国株は、政府閉鎖を受け一時は売りに押されるも、FRBの利下げ期待を背景にハイテク株の上昇基調が継続
  - 日本株は、新政権への積極財政期待が高まるなか、上昇ペースが加速
- **本格化する企業決算が米国株のドライバーに。日本株は高水準維持を予想も、政治イベント後の相場急変に注意**
  - 米国株は、月内に控える大手テック企業の決算発表に注目。対中関税動向も短期的にボラティリティを高める可能性
  - 日本株は、新政権下での外交イベントや経済対策策定・予算編成の過程で財政拡張が意識されるリスクに留意

## 日経平均株価、S&P500



(注) 10/23時点  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 主な政治日程と予想される日本株への影響

日程	政治イベント	注目点・株価への影響
10/28	日米首脳会談	防衛費増・対米投融資について踏み込んだ議論がなされるかに注目。 米国からの要求が強まれば、財政懸念から株価が下落するリスク
10/31 ～11/1	APEC首脳会談 (米中首脳会談)	米中貿易摩擦が緩和されるかに注目。 仮に100%の追加関税が発動すれば、米国株の動揺が日本にも波及
11月～	経済対策・補正予算案編成方針～閣議決定	給付付き税額控除など、目玉政策の成立時期と規模に注目。 消費減税が現実味を帯びれば財政悪化懸念惹起の恐れ

(注) 10/23時点の報道ベース。日程・内容は変更の可能性がある  
(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本経済予測総括表(25年9月30日時点)

		2024 年度	2025 (見通し)	2026	2024				2025				2026				2027
					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、%	0.7	0.8	0.6	▲0.2	0.5	0.6	0.5	0.1	0.5	▲0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	▲0.9	1.9	2.3	2.1	0.3	2.2	▲1.7	0.5	1.1	0.7	0.7	0.7	0.6
内需	前期比、%	1.1	0.7	0.6	▲0.4	0.9	0.7	▲0.3	0.8	0.2	▲0.4	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1
民需	前期比、%	1.1	1.0	0.6	▲0.5	0.8	1.0	▲0.3	1.2	0.4	▲0.7	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.1
個人消費	前期比、%	0.7	0.9	0.6	▲0.6	0.8	0.7	0.1	0.0	0.4	0.0	0.3	0.4	▲0.1	0.1	0.1	0.1
住宅投資	前期比、%	▲0.4	▲4.3	1.2	▲3.0	1.6	0.8	▲0.1	1.4	0.8	▲11.2	4.5	3.0	0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.2
設備投資	前期比、%	2.1	1.4	1.0	▲1.2	1.6	▲0.1	0.6	0.7	0.6	▲0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.1	0.2 (▲0.1)		(0.2)	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.4)	(0.7)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	1.2	▲0.1	0.7	0.0	1.3	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.3	0.5	0.1	▲0.0	0.2	0.2	0.3	0.2
政府消費	前期比、%	1.3	0.2	1.0	0.4	1.0	0.0	0.2	▲0.5	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公共投資	前期比、%	0.8	▲0.5	▲0.4	▲1.2	2.6	0.1	▲0.8	0.2	▲0.6	0.9	▲0.5	▲1.0	0.0	0.2	0.6	▲0.2
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.4)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.5)	(▲0.2)	(0.8)	(▲0.8)	(0.3)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)
輸出	前期比、%	1.7	3.0	2.1	▲3.5	1.1	1.3	1.9	▲0.3	2.0	▲0.2	0.2	0.4	1.0	0.6	0.4	0.5
輸入	前期比、%	3.4	2.7	2.0	▲3.8	3.1	2.0	▲1.5	2.9	0.6	▲0.2	0.4	0.5	0.7	0.6	0.4	0.5
名目GDP	前期比、%	3.7	3.5	2.4	0.0	2.0	0.9	1.2	0.9	1.6	▲0.2	0.4	1.3	0.5	0.4	0.4	1.1
GDPデフレーター	前年比、%	2.9	2.7	1.8	3.1	3.2	2.4	2.9	3.3	3.0	2.9	2.4	2.6	1.9	1.9	1.6	1.6
内需デフレーター	前年比、%	2.5	1.6	1.3	2.0	2.7	2.2	2.3	2.8	2.2	1.9	1.2	1.1	1.0	1.2	1.6	1.6

(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&amp;テクノロジーズ作成

## 米国経済予測総括表(25年9月30日時点)

		2024	2025	2026	2024				2025				2026			
		(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、%	2.8	1.8	2.0	1.6	3.0	3.1	2.4	▲ 0.5	3.3	1.4	1.4	2.0	2.3	2.2	2.1
個人消費	前期比年率、%	2.8	2.0	1.7	1.9	2.8	3.7	4.0	0.5	1.6	1.2	1.2	1.7	2.3	2.1	2.1
住宅投資	前期比年率、%	4.2	▲ 1.7	▲ 0.3	13.7	▲ 2.8	▲ 4.3	5.5	▲ 1.3	▲ 4.7	▲ 5.5	▲ 1.1	1.2	1.8	1.9	1.9
設備投資	前期比年率、%	3.6	3.8	1.5	4.5	3.9	4.0	▲ 3.0	10.3	5.7	▲ 0.0	0.3	1.3	1.7	2.1	2.1
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.1	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.5	1.1	▲ 0.2	▲ 0.8	2.6	▲ 3.3	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.7	0.1	0.1
政府支出	前期比年率、%	3.4	1.4	1.5	1.8	3.1	5.1	3.1	▲ 0.6	▲ 0.2	0.5	1.9	1.9	1.9	1.9	1.4
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.4	▲ 0.1	1.0	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.4	0.3	▲ 4.6	5.0	1.3	0.9	0.8	0.8	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	前期比年率、%	3.3	1.2	0.9	1.9	1.0	9.6	▲ 0.2	0.4	▲ 1.3	0.8	0.8	0.9	1.1	1.3	1.4
輸入	前期比年率、%	5.3	1.6	▲ 6.1	6.1	7.6	10.7	▲ 1.9	37.9	▲ 29.8	▲ 7.8	▲ 5.1	▲ 5.0	▲ 4.9	1.6	1.5
失業率	%	4.0	4.3	4.4	3.8	4.0	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3
個人消費支出デフレーター	前年比、%	2.5	2.6	2.5	2.7	2.6	2.3	2.5	2.5	2.4	2.7	2.8	2.7	2.7	2.4	2.3
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	2.8	2.8	2.6	3.0	2.7	2.7	2.8	2.8	2.7	2.8	3.0	2.9	2.8	2.5	2.3

(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

# 巻末資料 日本 四半期スケジュール(10~1月)

	10月	11月	12月	1月
日本	1 新車販売台数(9月)	4 新車販売台数(10月)	1 新車販売台数(11月)	5 新車販売台数(12月)
	1 日銀短観(9月調査)	5 日銀金融政策決定会合議事要旨	1 法人企業統計調査(7~9月期)	8 毎月勤労統計(11月速報)
	2 消費動向調査(9月)	6 毎月勤労統計(9月速報)	2 消費動向調査(11月)	8 消費動向調査(12月)
	3 労働力調査(8月)	7 家計調査(9月)	5 家計調査(10月)	9 家計調査(11月)
	3 一般職業紹介(8月)	10 景気動向指数(9月)	5 景気動向指数(10月)	13 景気ウォッチャー調査(12月)
	7 家計調査(8月)	11 景気ウォッチャー調査(10月)	8 毎月勤労統計(10月速報)	13 国際収支(11月速報)
	7 景気動向指数(8月)	11 国際収支(9月速報)	8 GDP(7~9月期2次速報)	14 マネーストック(12月速報)
	8 毎月勤労統計(8月速報)	12 マネーストック(10月速報)	8 景気ウォッチャー調査(11月)	15 企業物価指数(12月)
	8 景気ウォッチャー調査(9月)	13 企業物価指数(10月)	8 国際収支(10月速報)	19 設備稼働率(11月)
	8 国際収支(8月速報)	14 第3次産業活動指数(9月)	9 マネーストック(11月速報)	19 機械受注統計(11月)
	10 企業物価指数(9月)	17 設備稼働率(9月)	10 企業物価指数(11月)	19 第3次産業活動指数(11月)
	14 マネーストック(9月速報)	17 GDP(7~9月期1次速報)	11 法人企業景気予測調査(10~12月期)	22 貿易統計(12月)
	15 設備稼働率(8月)	19 貿易統計(10月)	12 設備稼働率(10月)	22 日銀金融政策決定会合(22・23日)
	16 機械受注統計(9月)	19 機械受注統計(9月)	15 日銀短観(12月調査)	23 消費者物価(12月全国)
	16 第3次産業活動指数(8月)	21 消費者物価(10月全国)	15 第3次産業活動指数(10月)	23 日銀「経済・物価情勢の展望」(基本的見解)
	22 貿易統計(9月)	28 労働力調査(10月)	17 貿易統計(11月)	23 日銀総裁定例記者会見
	24 消費者物価(9月全国)	28 消費者物価(11月都区部)	17 資金循環統計(7~9月期速報)	28 日銀金融政策決定会合議事要旨
	29 日銀金融政策決定会合(29・30日)	28 商業動態統計(10月速報)	17 機械受注統計(10月)	30 労働力調査(12月)
	29 消費動向調査(10月)	28 鉱工業生産(10月速報)	18 日銀金融政策決定会合(18・19日)	30 消費者物価(1月都区部)
	30 日銀総裁定例記者会見	28 一般職業紹介(10月)	19 日銀総裁定例記者会見	30 商業動態統計(12月速報)
	30 日銀「経済・物価情勢の展望」(基本的見解)	28 住宅着工統計(10月)	19 消費者物価(11月全国)	30 鉱工業生産(12月速報)
	31 労働力調査(9月)		24 日銀金融政策決定会合議事要旨	30 一般職業紹介(12月)
	31 消費者物価(10月都区部)		25 住宅着工統計(11月)	30 住宅着工統計(12月)
	31 商業動態統計(9月速報)		26 労働力調査(11月)	
	31 鉱工業生産(9月速報)		26 消費者物価(12月都区部)	
	31 一般職業紹介(9月)		26 商業動態統計(11月速報)	
	31 住宅着工統計(9月)		26 鉱工業生産(11月速報)	
			26 一般職業紹介(11月)	

(注) 予定は変更の可能性があります

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 巻末資料 米国・欧州 四半期スケジュール(10~1月)

	10月	11月	12月	1月
米 国	1 製造業ISM指数(9月)	3 製造業ISM指数(10月)	1 製造業ISM指数(11月)	9 ミシガン大学消費者信頼感指数(1月速報)
	2 製造業新規受注(8月)	4 貿易収支(9月)	3 非製造業ISM指数(11月)	12 米3年国債入札
	3 雇用統計(9月)	4 製造業新規受注(9月)	4 貿易収支(10月)	12 米10年国債入札
	3 非製造業ISM指数(9月)	5 非製造業ISM指数(10月)	5 雇用統計(11月)	13 米30年国債入札
	7 貿易収支(8月)	6 労働生産性(7~9月期暫定)	5 製造業新規受注(10月)	20 キング牧師誕生日(米国休場)
	7 FOMC議事録(9/16・17分)	7 雇用統計(10月)	5 ミシガン大学消費者信頼感指数(12月速報)	21 米20年国債入札
	7 米3年国債入札	7 ミシガン大学消費者信頼感指数(11月速報)	8 米3年国債入札	23 ミシガン大学消費者信頼感指数(1月確報)
	8 米10年国債入札	10 米3年国債入札	9 労働生産性(7~9月期改定)	26 米2年国債入札
	9 米30年国債入札	12 米10年国債入札	9 FOMC(9・10日)	27 米5年国債入札
	10 ミシガン大学消費者信頼感指数(10月速報)	13 CPI(10月)	9 米10年国債入札	27 FOMC(27・28日)
	15 CPI(9月)	13 米30年国債入札	10 CPI(11月)	29 米7年国債入札
	15 ニューヨーク連銀製造業業況指数(10月)	14 PPI(10月)	11 PPI(11月)	
	15 ページブック(地区連銀経済報告)	17 ニューヨーク連銀製造業業況指数(11月)	11 米30年国債入札	
	15 G20財務大臣・中央銀行総裁会議(7/15・16)	18 ネット対米証券投資(9月)	15 ニューヨーク連銀製造業業況指数(12月)	
	16 PPI(9月)	18 鉱工業生産・設備稼働率(10月)	16 住宅着工・許可件数(11月)	
	16 フィラデルフィア連銀製造業業況指数(10月)	18 FOMC議事録(10/28・29分)	16 鉱工業生産・設備稼働率(11月)	
	17 住宅着工・許可件数(9月)	19 住宅着工・許可件数(10月)	17 米20年国債入札	
	17 ネット対米証券投資(8月)	19 米20年国債入札	18 経常収支(7~9月期)	
	17 鉱工業生産・設備稼働率(9月)	20 中古住宅販売件数(10月)	18 ネット対米証券投資(10月)	
	20 景気先行指数(10月)	20 フィラデルフィア連銀製造業業況指数(11月)	18 フィラデルフィア連銀製造業業況指数(12月)	
	22 米20年国債入札	21 ミシガン大学消費者信頼感指数(11月確報)	19 個人所得・消費支出(11月)	
	23 中古住宅販売件数(9月)	21 景気先行指数(11月)	19 GDP(7~9月期確定)	
	24 新築住宅販売件数(9月)	24 米2年国債入札	19 企業収益(7~9月期改定)	
	24 ミシガン大学消費者信頼感指数(10月確報)	25 中古住宅販売仮契約指数(10月)	19 ミシガン大学消費者信頼感指数(12月確報)	
	27 耐久財受注(9月)	25 米5年国債入札	19 中古住宅販売件数(11月)	
	27 米2年国債入札	26 個人所得・消費支出(10月)	19 景気先行指数(12月)	
	27 米5年国債入札	26 GDP(7~9月期暫定)	22 米2年国債入札	
	28 カンファレンスボード消費者信頼感指数(10月)	26 企業収益(7~9月期暫定)	23 新築住宅販売件数(11月)	
	28 FOMC(28・29日)	26 新築住宅販売件数(10月)	23 米5年国債入札	
	28 米7年国債入札	26 耐久財受注(10月)	24 耐久財受注(11月)	
	29 中古住宅販売仮契約指数(9月)	26 ページブック(地区連銀経済報告)	24 カンファレンスボード消費者信頼感指数(10月)	
30 GDP(7~9月期速報)	26 カンファレンスボード消費者信頼感指数(11月)	24 米7年国債入札		
31 個人所得・消費支出(9月)	26 米7年国債入札	29 中古住宅販売仮契約指数(11月)		
31 雇用コスト指数(7~9月期)	28 シカゴPMI指数(11月)	30 シカゴPMI指数(12月)		
31 シカゴPMI指数(10月)		30 FOMC議事録(12/9・10分)		
欧 州	29 ECB政策理事会(29・30日)	6 英中銀金融政策委員会(6日)	17 ECB政策理事会(17・18日)	
			18 英中銀金融政策委員会(18日)	

(注) 予定は変更の可能性があります

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ★来月の発刊は、11月25日夕刻頃を予定しております

※発刊日・発刊時間帯は前後する場合がございます

お問い合わせ先;[chousa-info@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-info@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、确实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。