

---

# 2023・2024年度 内外経済見通し ～高インフレ・高金利下で、世界経済は緩慢な成長に～

2023.6.22

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査本部

## 見通しのポイント

- 世界経済は、高金利・高インフレの下で2023年後半に向けて停滞感が強まり、通年では+2.6%に減速する見通し。金融引き締めの影響で欧米は景気後退へ。中国も投資意欲低迷や不動産市場の調整長期化が景気の重石に。2024年の世界経済は、欧米の景気回復の遅れや中国経済の減速継続により、+2.7%成長に留まる見通し
- 米国は、これまでの急速な政策金利引き上げの影響が経済全般に広がり、2023年後半から景気後退に陥る見通し。他方、労働需給の引き締めからインフレも粘り強く、政策金利引き下げは、インフレ圧力が緩和する2024年入り後となる見込み。高金利政策継続の影響により2024年の景気持ち直しは緩やかなペースに
- 欧州では、既に軽微な景気後退となっている中、インフレ圧力の根強さからECBは引き締め政策を維持へ。賃金インフレへの懸念から高金利政策が継続、利下げが来春以降と見込まれることから、2023・2024年は共にゼロ%台前半の低成長にとどまる見通し
- 中国では、経済再開に伴う需要急回復局面が既に息切れ。民間企業の投資・採用意欲の弱さや不動産市場の調整長期化から、2024年にかけて景気の減速感が続く見込み。NIEs・ASEANは米欧の低調さや半導体サイクルの調整長期化により、輸出中心に景気は総じて減速傾向
- 2023年度の日本経済は、サービス中心の消費復調が続くも、米国の景気後退や半導体サイクルの調整長期化に下押しされ、緩やかな回復となる見通し。2024年度も景気回復局面は続くものの、賃上げ効果がインフレにより減殺されるため、緩やかな持ち直しテンポにとどまると予想
- 金融市場では、米国の景気後退・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年にかけて1ドル=130円前後へと緩やかな円高基調に転じる見通し。日銀は、多角的レビューを踏まえ2024年7~9月期にYCC撤廃・マイナス金利解除を実施。持続的な金融緩和政策に移行すると予想

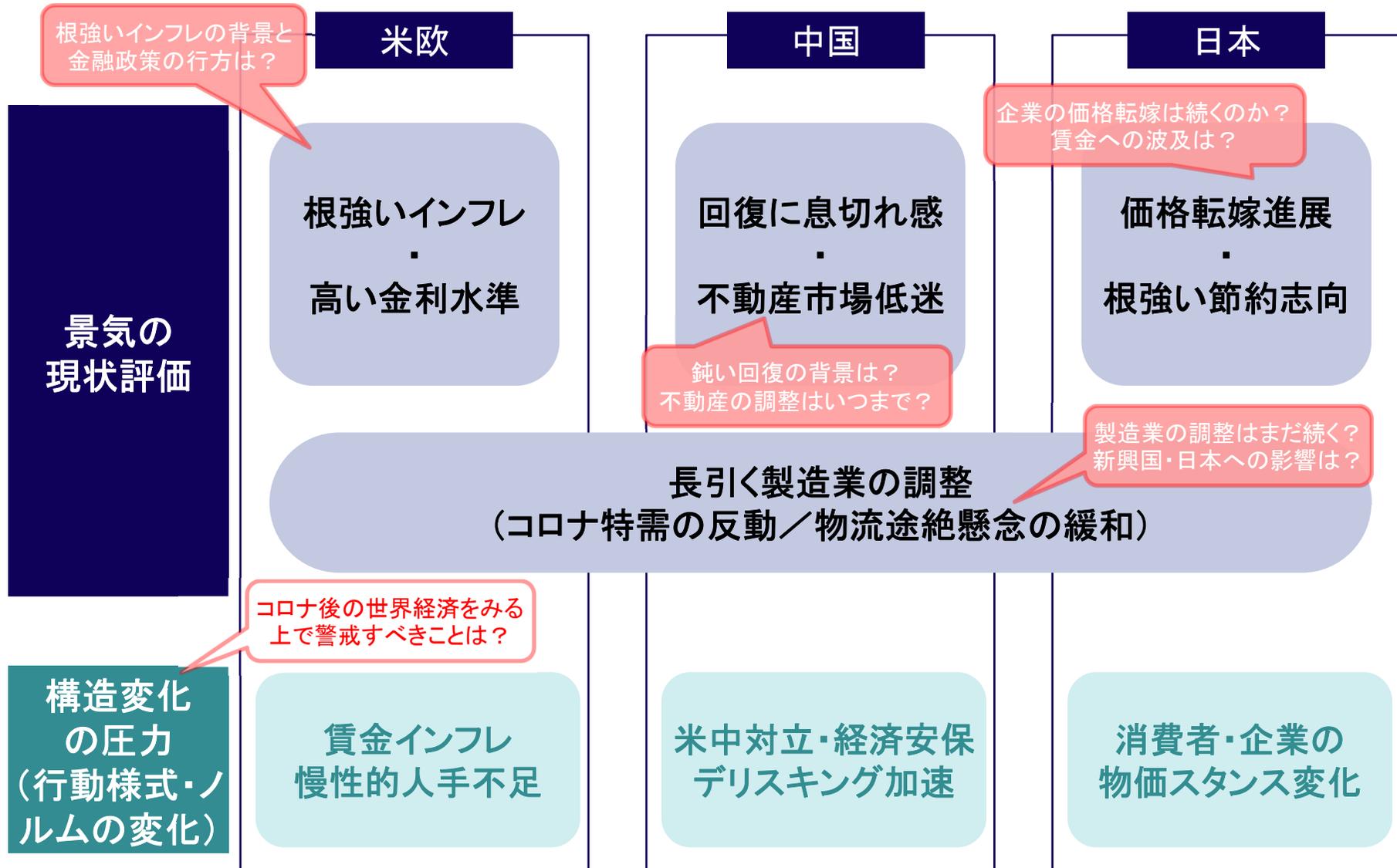
## 《構成》

---

1. 全体概要	P 4
2. 各国経済・金融市場	P 8
(1) 米国経済	P 9
(2) ユーロ圏経済	P 17
(3) 新興国経済	P 22
(4) 日本経済	P 30
(5) 金融市場	P 42

# 1.全体概要

# 見通し改訂にあたっての問題意識(論点)



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 世界経済見通し総括表：2023年後半～2024年初にかけ停滞感の強い展開に

## 世界経済見通し総括表（6月改訂）

	（前年比、%）			（%Pt）	
	2022	2023 （見通し）	2024	2023 （2月との比較）	2024
世界実質GDP成長率	3.3	2.6	2.7	0.3	▲ 0.2
日米欧	2.6	0.5	0.3	0.6	▲ 0.3
米国	2.1	0.5	0.1	0.8	▲ 0.4
ユーロ圏	3.5	0.2	0.3	0.3	▲ 0.3
英国	4.1	0.0	0.6	0.7	▲ 0.3
日本	1.0	1.3	0.8	0.2	▲ 0.4
アジア	4.1	4.9	4.7	▲ 0.1	▲ 0.1
中国	3.0	5.3	4.6	-	▲ 0.3
NIEs	2.1	1.7	1.9	▲ 0.2	▲ 0.1
ASEAN5	5.9	4.6	4.4	▲ 0.1	▲ 0.1
インド	6.7	5.7	6.2	-	▲ 0.1
オーストラリア	3.7	1.8	1.8	▲ 0.1	▲ 0.2
日本(年度)	1.4	1.1	0.9	▲ 0.1	-

高金利・高インフレの下で2023年後半～2024年初にかけ停滞感の強い展開

急速な利上げの影響が表れ、2023年3Q～2024年1Qにかけて景気後退へ。高金利継続で2024年の回復は緩慢

労働需給ひっ迫からコアインフレは下げ渋り、2023年4Q～2024年1Qにマイナス成長。その後の回復も緩慢

2023年はゼロコロナ政策の反動が出るも、企業と家計の慎重姿勢や不動産業界の回復の遅れなどから2024年は減速

グローバルな製造業の在庫調整で外需が弱含むも、サービス消費や投資需要が下支えし、プラス成長が継続

（注）網掛け部分は予測値。予測対象地域計は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

## 主要国の論点と評価

米国	足元の景気の底堅さの背景は何か。今後の景気の方をどうみるか	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 労働需給のひっ迫と家計の財務健全性が2023年前半の景気を下支え</li> <li>◆ 貸出態度厳格化に加え、<u>超過貯蓄も消滅し、2023年後半～2024年1Qに景気後退へ</u></li> <li>◆ <u>景気後退の深度は2月想定よりやや浅く、緩慢なインフレ鈍化に留まり</u>、雇用悪化幅も緩やか。FRBは2023年は高金利水準を維持、利下げは2024年に入って以降</li> </ul>
欧州	物価・賃金の行方とECBの金融政策の先行きをどうみるか	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 労働需給ひっ迫の中、足元の物価上昇に追随する形で<u>2023年夏にかけ賃金上昇は加速</u></li> <li>◆ エネルギー価格下落は物価下振れ要因も、賃金上昇のコスト転嫁でコアインフレ率は上昇圧力が残る公算。<u>コアインフレ2%台への回帰は2024年春</u></li> <li>◆ <u>ECBは2023年7月まで利上げ。その後は高金利を維持し、利下げは2024年春以降</u></li> </ul>
新興国	中国景気の方、世界経済から新興国の輸出への影響をどうみるか	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 中国はゼロコロナ解除後の急回復が足元で息切れ。<u>政策不透明感の強まりが経済を下押し、不動産市場の過剰在庫調整も続き、2024年にかけて減速</u></li> <li>◆ NIEs・ASEANは、既に下振れている半導体サイクルの底打ちの後ずれや、2023年後半からの米欧の景気後退・在庫調整の影響で、輸出を中心に総じて景気減速</li> </ul>
日本	物価・賃金の行方、今後の景気の方をどうみるか	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ コアCPI前年比はコストプッシュ圧力で夏場は高止まりも、その後は徐々に鈍化し<u>1%台へ。基調的インフレ2%定着までには至らず</u>。家計の節約志向が根強いこと、賃金は高水準も徐々に鈍化を見込むこと、企業は人件費の価格転嫁には慎重であること等がその背景</li> <li>◆ <u>海外経済減速で外需が弱含むも、サービス消費や投資需要が下支えし、プラス成長継続</u></li> </ul>
金融市場	金融政策の想定の変更で、金利・為替・株価は？	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 日銀は金融緩和の持続性の観点で、<u>2024年7～9月期にYCC撤廃・マイナス金利を解除へ</u></li> <li>◆ 日本の長期金利は日銀の政策修正を受け1%弱に。<u>米国長期金利は概ね3%台</u></li> <li>◆ 日米金利差の縮小を背景に、<u>ドル円相場は円高・ドル安方向</u>。日銀政策修正で円高加速</li> <li>◆ 米国株は2024年初にかけて低下した後、持ち直す。<u>日本株は2023年夏場に一段と上昇</u></li> </ul>

(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: 金融引き締めの影響で2023年後半より景気後退入り

- 2023・2024年の成長率は、前年比+0.5%、同+0.1%と小幅なプラス
  - 2023年は金融引き締めの影響が経済全体に広がり、7~9月期以降マイナス成長に転じ、景気後退へ。個人消費は、雇用の悪化や超過貯蓄の消滅により徐々に減速に向かう見通し
  - ただし、家計の良好な財務状況を踏まえれば、景気の悪化幅は浅くなる見込み
    - GDPのピークからボトムの悪化幅は、2月見通し▲2.0%Ptに対し、6月見通し▲1.6%Pt

### 米国経済見通し総括表

		2022	2023	2024	2022				2023				2024			
		(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、%	2.1	0.5	0.1	▲ 1.6	▲ 0.6	3.2	2.6	1.3	0.0	▲ 3.5	▲ 2.9	▲ 0.1	2.7	3.5	3.5
個人消費	前期比年率、%	2.7	1.7	0.7	1.3	2.0	2.3	1.0	3.8	1.6	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.2	2.1	2.7	2.9
住宅投資	前期比年率、%	▲ 10.6	▲ 13	4.4	▲ 3.1	▲ 17.8	▲ 27.1	▲ 25.1	▲ 5.4	▲ 2.4	▲ 8.1	▲ 5.9	6.2	12.3	18.8	13.0
設備投資	前期比年率、%	3.9	▲ 0.0	▲ 0.1	7.9	0.1	6.2	4.0	1.4	▲ 2.7	▲ 7.6	▲ 5.8	1.1	5.2	5.1	5.3
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.0	▲ 1.2	0.5	0.2	▲ 1.9	▲ 1.2	1.5	▲ 2.1	▲ 0.1	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.1	0.6	0.8	0.8
政府支出	前期比年率、%	▲ 0.6	2.3	▲ 0.8	▲ 2.3	▲ 1.6	3.7	3.8	5.2	0.0	0.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.3
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.0	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 3.1	1.2	2.9	0.4	0.0	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	前期比年率、%	7.1	2.7	▲ 0.1	▲ 4.6	13.8	14.6	▲ 3.7	5.2	2.7	▲ 4.6	▲ 4.3	0.1	2.7	3.3	3.6
輸入	前期比年率、%	8.1	▲ 0.5	1.4	18.4	2.2	▲ 7.3	▲ 5.5	4.0	4.9	▲ 2.8	▲ 2.5	0.3	4.4	5.6	5.7
失業率	%	3.6	3.9	4.3	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	4.0	4.5	4.7	4.4	4.1	4.1
個人消費支出デフレーター	前年比、%	6.3	4.0	2.8	6.4	6.6	6.3	5.7	4.9	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8	2.7	2.7
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	5.0	4.2	2.7	5.3	5.0	4.9	4.8	4.7	4.5	4.1	3.5	3.0	2.7	2.6	2.6

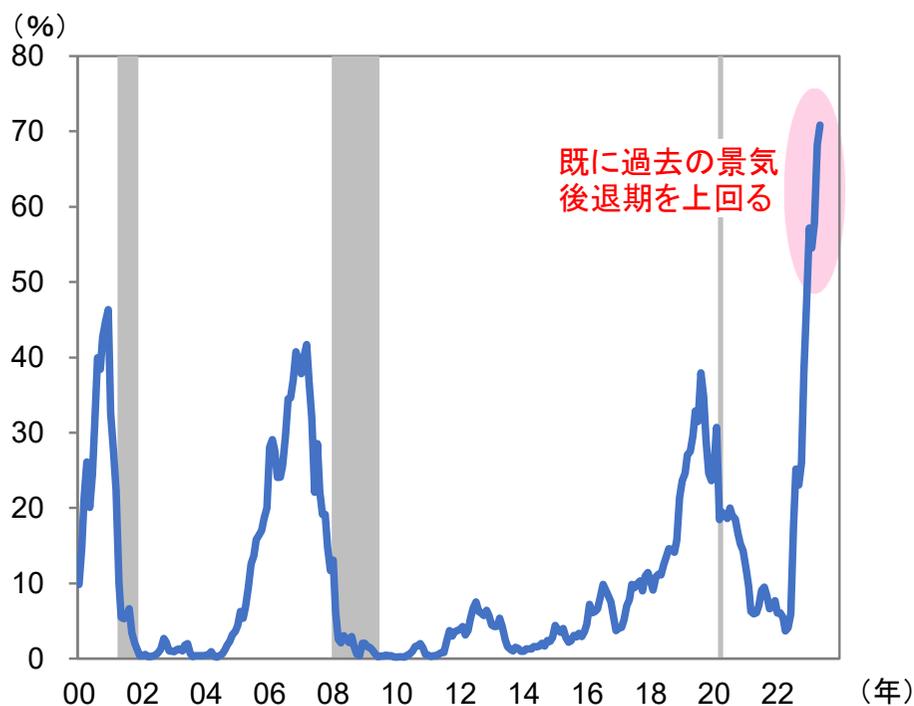
(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値

(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：景気悪化の予兆は徐々に増加。まもなく景気後退に入ると予想

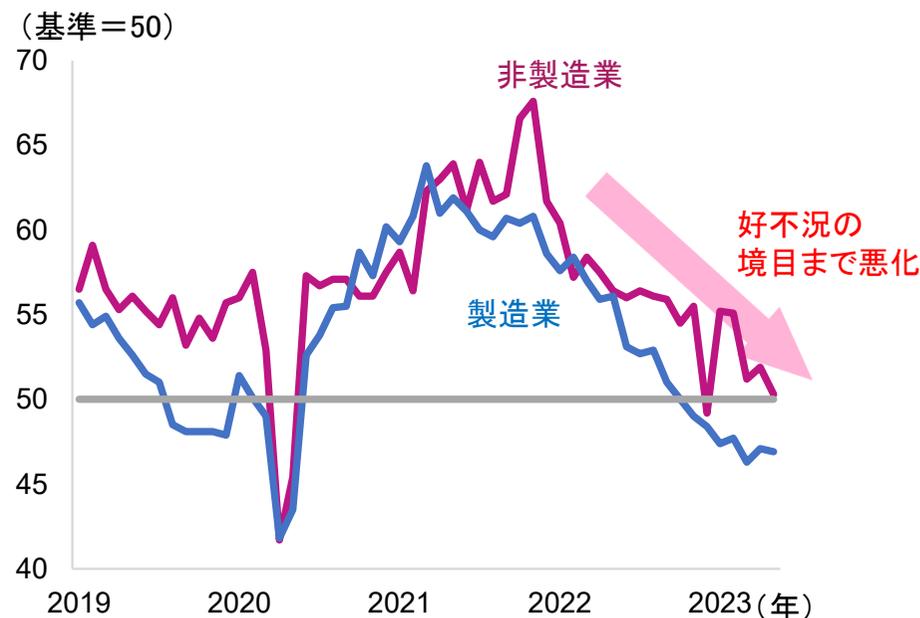
- 景気後退確率(ニューヨーク連銀試算)は70.9%まで上昇
  - 過去の景気後退局面の最高値(リーマンショック:41.7%、ITバブル崩壊:46.3%)を既に大幅に超過
- 企業業況感は景気後退ラインの目前まで低下
  - 製造業と比べると相対的に良好だった非製造業ISM指数は、2023年3月以後、大幅に低下。5月時点で業況判断の分かれ目である50近傍

### 景気後退確率



(出所) ニューヨーク連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ISM指数

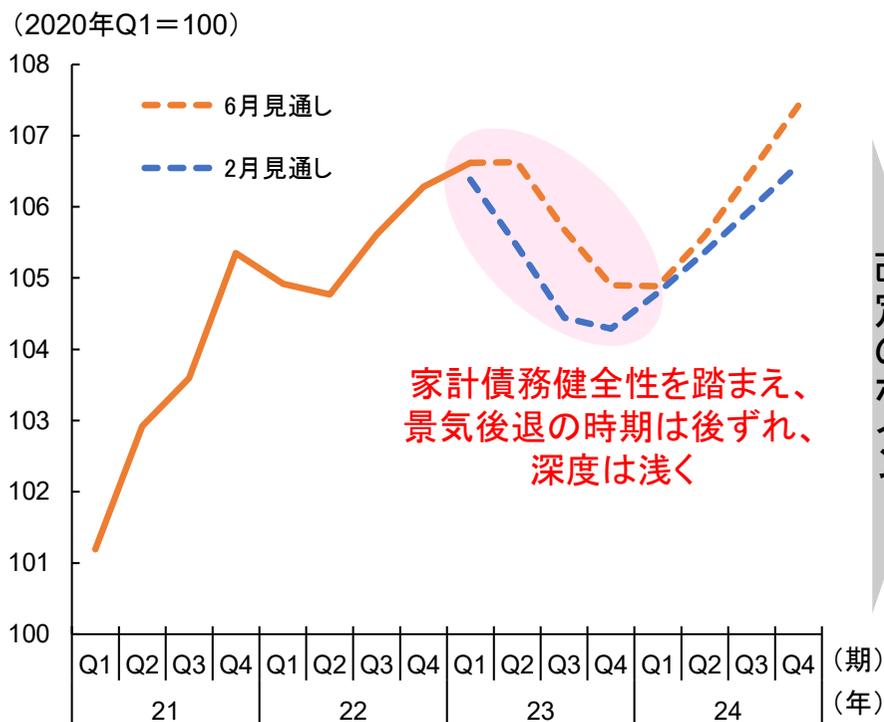


(出所) ISMより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：景気後退は避けられないが、深度はやや浅くなる見通し

- 労働需給のひっ迫と家計の財務健全性が2023年前半の景気を下支え
- 貸出態度厳格化に加え、超過貯蓄も消滅し、2023年後半～2024年1Qに景気後退へ
- 景気後退の深度は従来想定よりやや浅く、緩慢なインフレ鈍化に留まり、雇用悪化幅も緩やか。FRBは2023年は高金利水準を維持、利下げは2024年に入って以降

### 米GDP成長率見通しと改定のポイント



(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

#### ポイント①:なぜ米経済は堅調なのか？

A. リーマン・ショック以降、家計の財務体質は大きく向上。米経済は従来に比べ、金融引き締めの影響が効きづらい経済構造に

#### ポイント②:景気後退は起こるのか？

A. 貸出態度の厳格化、超過貯蓄の消滅などにより景気後退は避けられず(金利耐性の強化によりその傷はやや浅くなると予想)

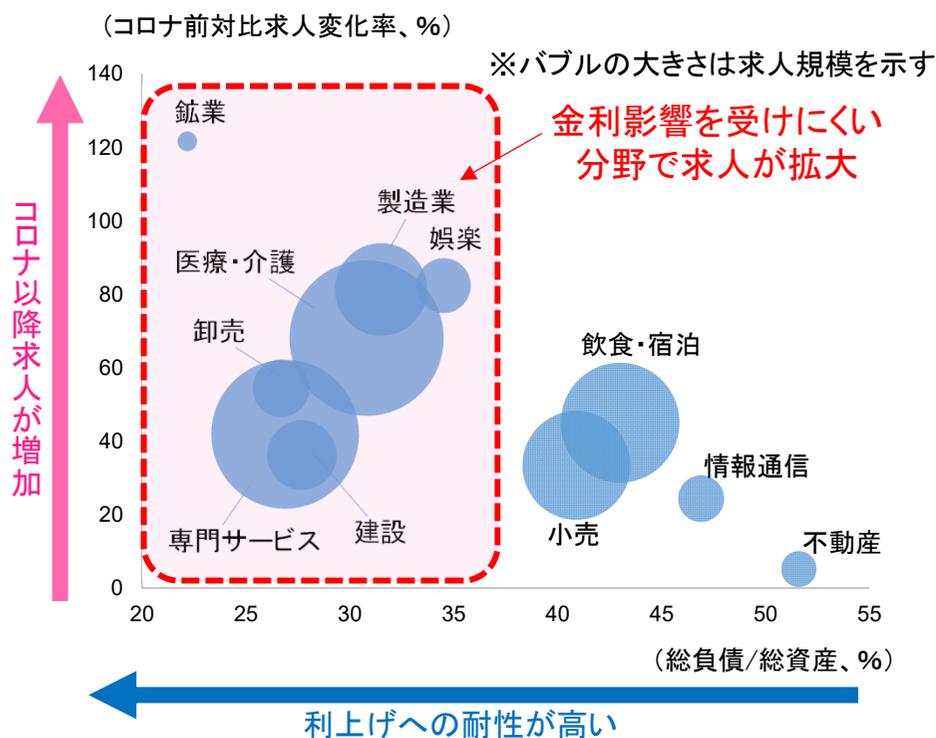
#### ポイント③:インフレ率と金融政策の先行きは？

A. マイルドな景気後退に留まることでインフレは高止まり、FRBは年内金融政策を据え置きへ

## 米国: Point①底堅さの背景: 高まる利上げ耐性。家計の債務負担は歴史的低水準

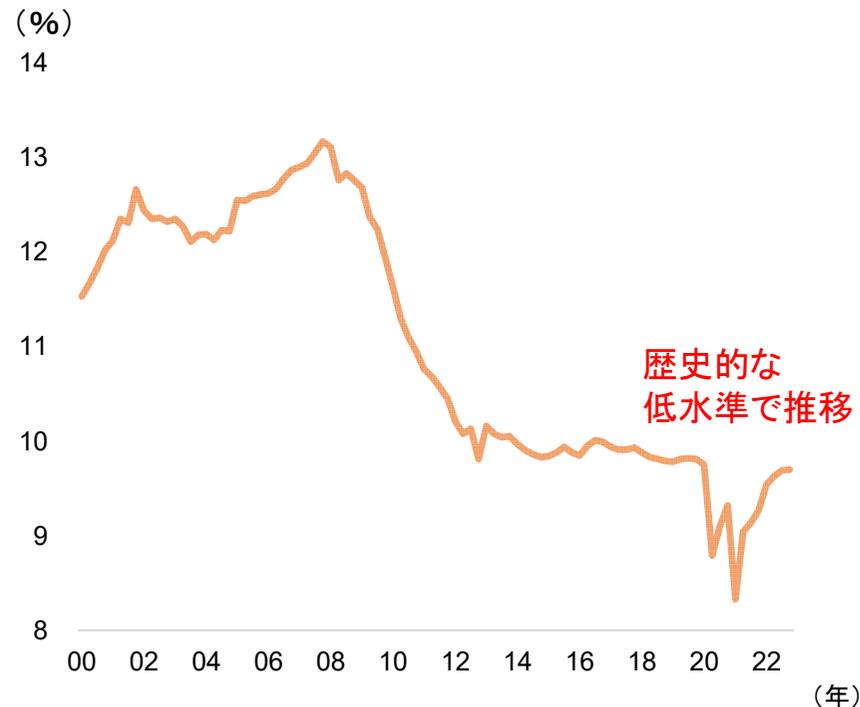
- 4月の求人倍率(求人数÷失業者数)は1.8倍と労働市場のひっ迫は継続
  - 医療・介護、専門サービス、製造等(左図赤枠内)の企業は財務が健全で金融引き締めの影響を受けにくい特徴。  
利上げ耐性が高い業種が求人全体に占める割合は約6割と雇用に金融引き締めが効きにくい原因に
- 家計の債務返済負担率は歴史的低水準
  - 雇用所得環境が良好であることや、ローンの返済期間を長期固定化してきたことで負担を軽減している可能性

産業別求人数の変化率と利上げへの耐性



(注) 総負債/総資産は、米国の上場企業データより試算  
(出所) 米国労働省、Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計の債務返済負担率

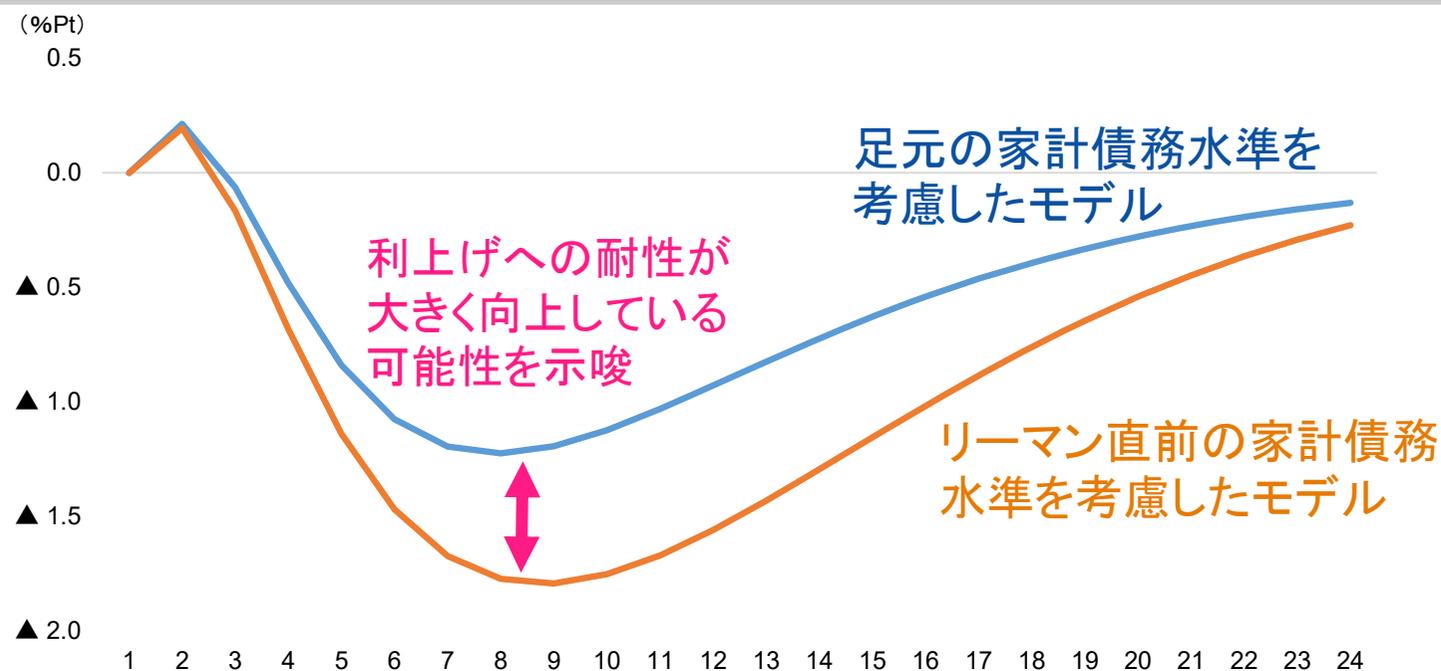


(注) 債務元利払いの可処分所得に対する比率  
(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：家計の健全な財務環境により金融引き締めの効果は低減

- 健全な財務環境が金融引き締めに対する家計の耐性を強化
  - 家計債務の水準を考慮した定量モデルでリーマン時に比べて足元は利上げへの耐性が大きく向上していることを確認。**従来想定対比で景気後退の深度は浅くなることを示唆**

### 家計債務水準を考慮した足元とリーマン時のGDP金利感応度の比較(5%Ptの利上げによる影響)



(四半期後)

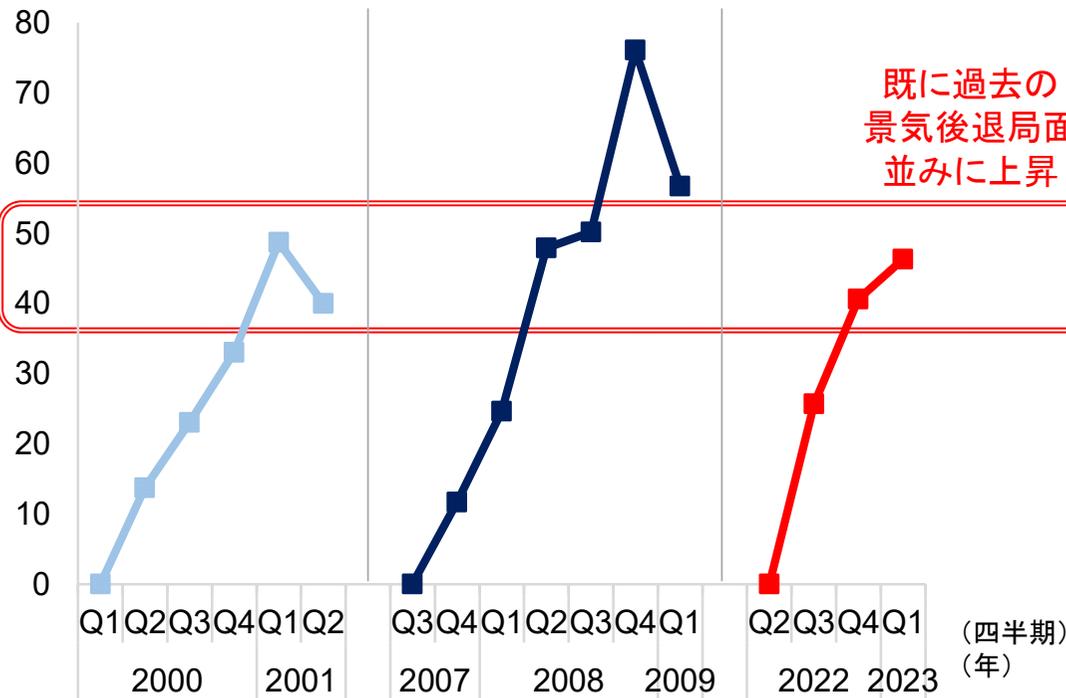
(注) 州別データを用いて試算。債務・所得比率の上位10州(推計期間平均の債務・所得比率: 130%)と下位10州(同: 81%)にサンプルを分け、それぞれについて、需給ギャップ(GDPのトレンド乖離率)、シャドー政策金利から成るVARモデルを推計(期間: 2005年Q1~2019年Q4、ラグ: 1年)。このモデルから得られる結果に、足元とリーマン直前の債務・所得比率を考慮し、政策金利が5%Pt上昇した際のインパルス応答を試算した  
(出所) ニューヨーク連銀、サンフランシスコ連銀、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国: Point②貸出態度は過去の景気後退局面並みに厳格化。景気後退は避けられず

- FRBによる金融引き締めや金融不安の拡大を背景に金融機関の貸出態度は急速なペースで悪化
  - 既に景気後退局面並みに貸出態度は厳格化。経済を下支えしていた超過貯蓄の消滅や財政緊縮の影響もあり、景気後退局面入りとの見方は変わらず

### 金融機関の貸出態度

(貸出態度変化幅、厳格化開始=0)



貸出態度厳格化以外  
の下押し要因

超過貯蓄の消滅

+

財政緊縮の影響

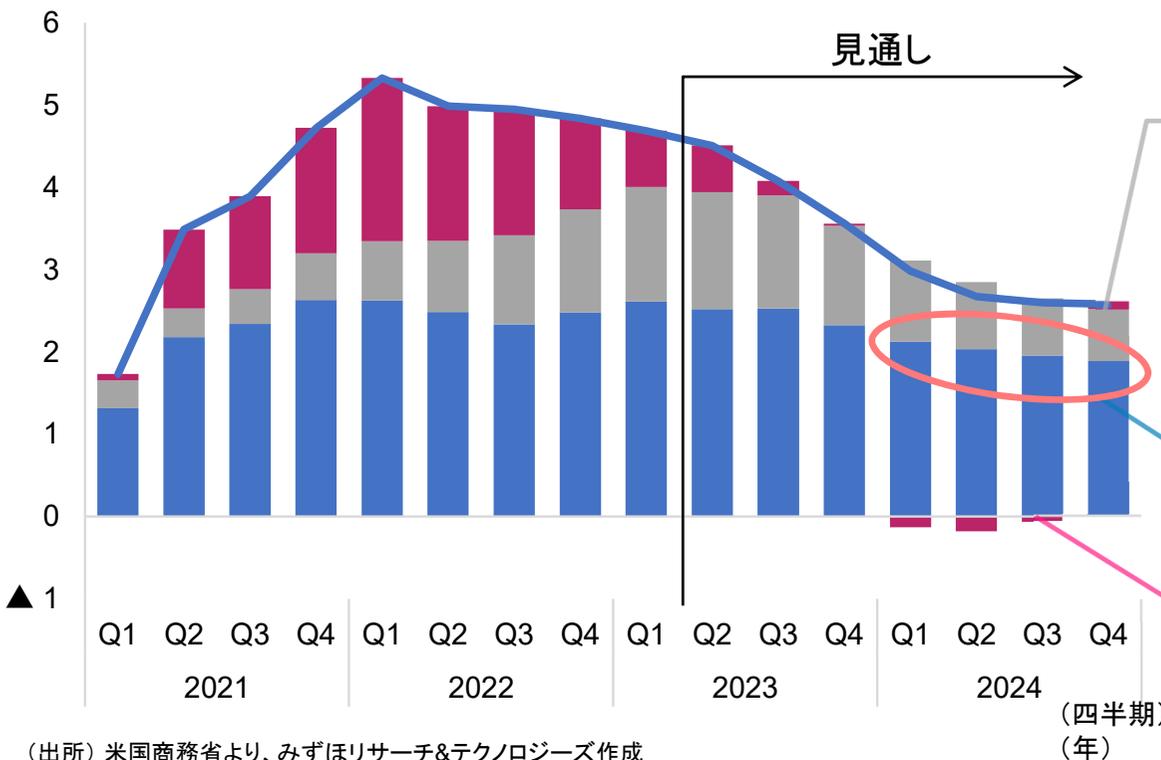
(注) 大企業向けC&Iローンに対する貸出態度を厳格化した銀行の割合  
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国: Point③物価: 雇用情勢の粘り強さからインフレ率の減速は極めて緩やかに

- **粘り強い雇用情勢を背景に、2024年末でも2%物価目標の達成は困難**
  - コアインフレ率は住居費の寄与縮小により減速基調に入る公算大
  - もっとも、**賃金との連動性が高い住居費除くコアサービスは一部業種に金融引き締め効果が出づらいことを考慮し、減速ペースが極めて緩やかにとどまると予想**

## コアPCEデフレーター上昇率の見通し

(前年比、%)



**住居費**

- 先行指標の新規賃貸の家賃は減速を継続
- PCEDベースの住居費の伸びも足元でピークアウト、今後は減速基調へ

**住居費を除くコアサービス**

- 景気後退に伴う雇用の悪化(=賃上げのピークアウト)により減速方向へ
- **ただし、一部業種に金融引き締め効果が出づらいことを考慮し、減速ペースは極めて緩やかと想定**

**コア財**

- 財需要の悪化によりマイナス寄与に転化。景気後退の幅が浅くとどまることから、大幅な押し下げには至らず

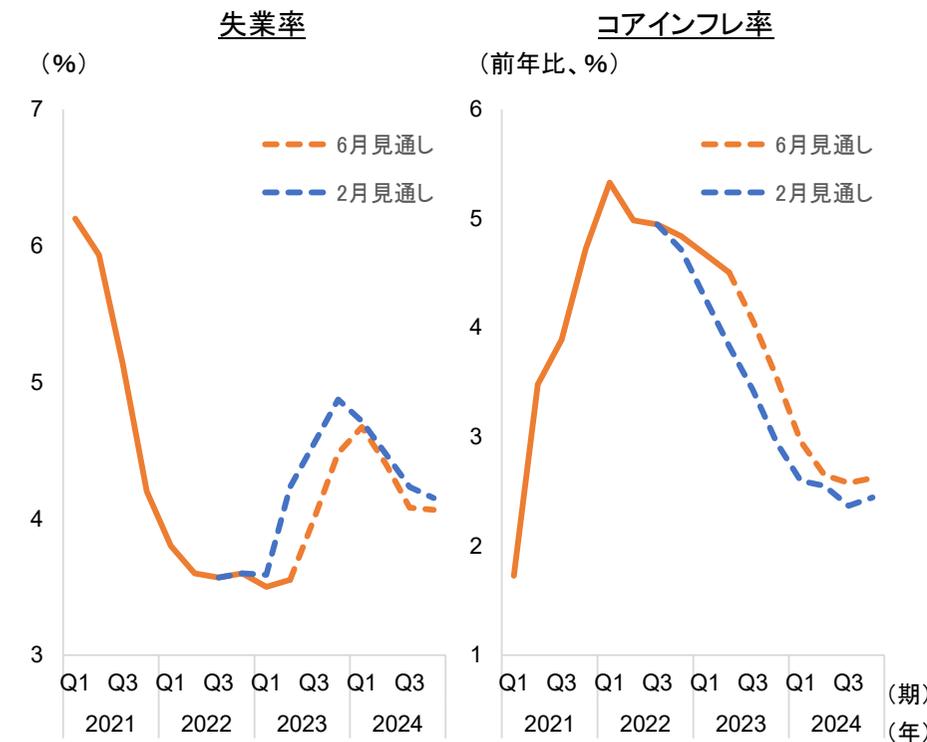
(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：FRBは年内政策金利を据え置きへ

## ■ FRBは年内は政策金利を据え置く見通し(従来想定対比で利下げ時期を先送り)

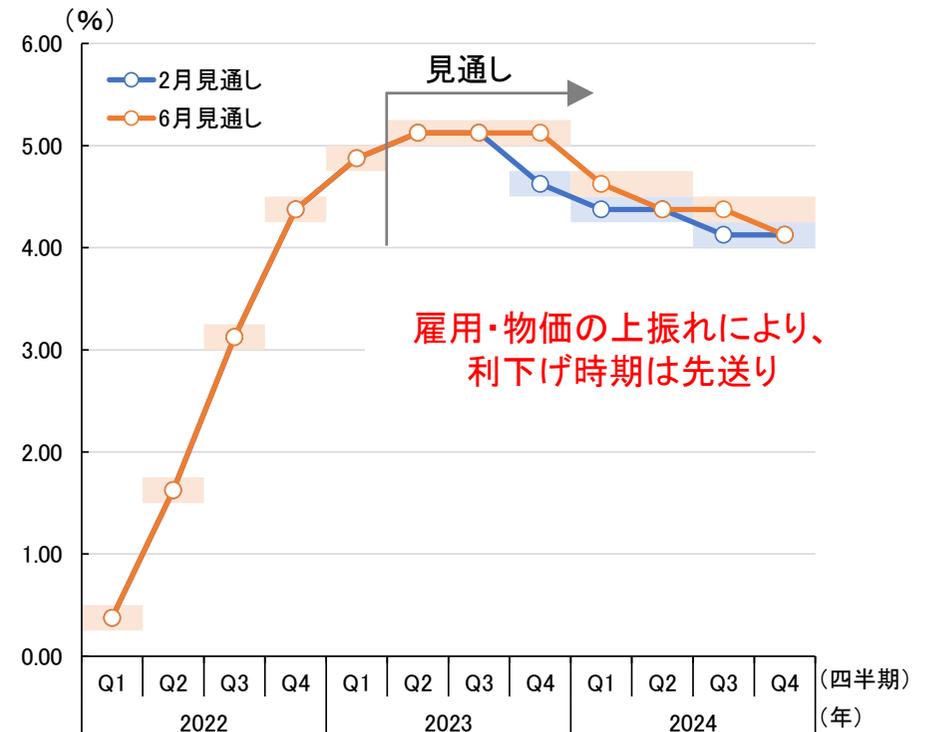
- 家計の良好なバランスシートに支えられ景気悪化が抑制されることで、雇用やインフレ率の見通しを2月想定対比上方修正
- 雇用・インフレの粘り強さを踏まえ、FRBは政策金利を年内据え置き

### 失業率・インフレ率の見通し



(注)コアインフレ率はPCEデフレーターベース  
 (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

### 金融政策見通し



(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: インフレや利上げの影響から2023・2024年とも景気は低調な推移に

- 2023・2024年の実質GDP成長率は+0.2%、+0.3%と予測
  - 2023年は、高インフレを受けた消費の低迷、利上げによる設備投資・住宅投資の減少、米国経済の悪化に伴う輸出の減速が下押し要因に
  - 2024年は、インフレ鎮静化による実質所得の改善が消費の押し上げ要因となるも、利上げの影響が年央頃まで残ることから、引き続き景気は力強さを欠く見通し

### ユーロ圏: 短期見通し総括表

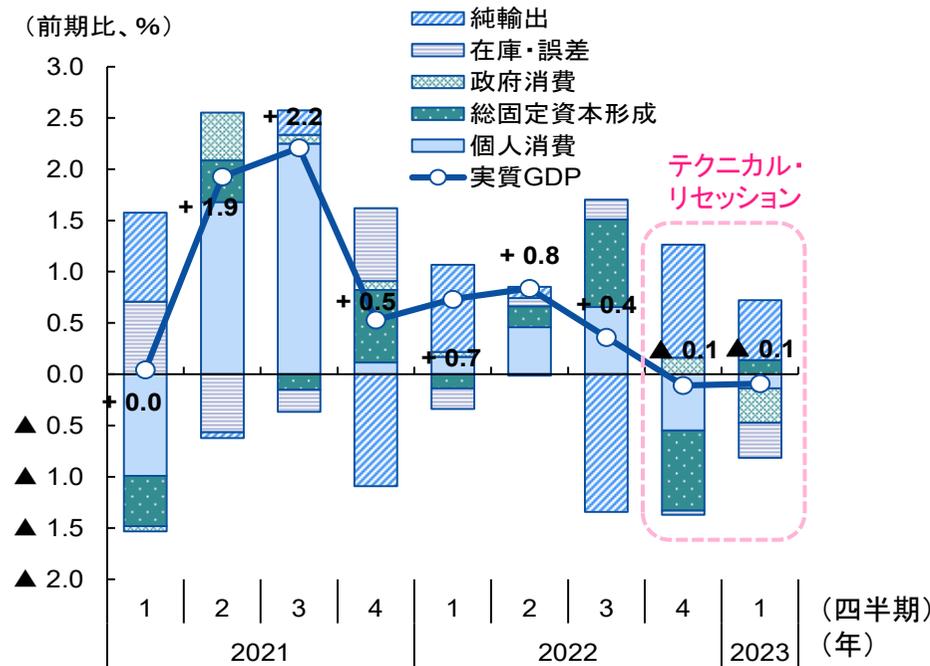
		2021	2022	2023	2024	2022				2023				2024			
				(見通し)		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比、%	5.3	3.5	0.2	0.3	0.7	0.8	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.3	0.4	0.5
内需	前期比、%	4.1	3.8	▲ 0.6	0.4	▲ 0.1	0.8	1.8	▲ 1.2	▲ 0.8	0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	0.3	0.4
個人消費	前期比、%	3.7	4.5	0.4	1.0	0.3	0.9	1.3	▲ 1.0	▲ 0.3	0.5	0.4	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4
総固定資本形成	前期比、%	3.9	3.7	▲ 2.1	▲ 2.4	▲ 0.6	1.0	4.0	▲ 3.5	0.6	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.2	0.1	0.3
政府消費	前期比、%	4.3	1.4	▲ 0.4	0.6	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.8	▲ 1.6	0.6	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.2	0.2	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	0.1	0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.0	0.1
外需	前期比寄与度、%Pt	1.3	▲ 0.2	0.7	0.0	0.9	0.1	▲ 1.3	1.1	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
輸出	前期比、%	10.7	7.2	0.7	0.1	1.7	1.8	1.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.5	▲ 0.3	0.1	0.2	0.4	0.6
輸入	前期比、%	8.4	8.3	▲ 0.6	0.1	0.1	1.8	4.1	▲ 2.5	▲ 1.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	0.5
消費者物価指数	前年比、%	2.6	8.4	4.9	2.0	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	5.6	3.7	2.6	2.3	2.0	1.9	1.9
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.5	3.9	4.4	2.5	2.7	3.7	4.4	5.1	5.5	4.8	3.9	3.5	3.0	2.6	2.3	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：暖冬や政策効果が一定の下支えも小幅なりセッション入り

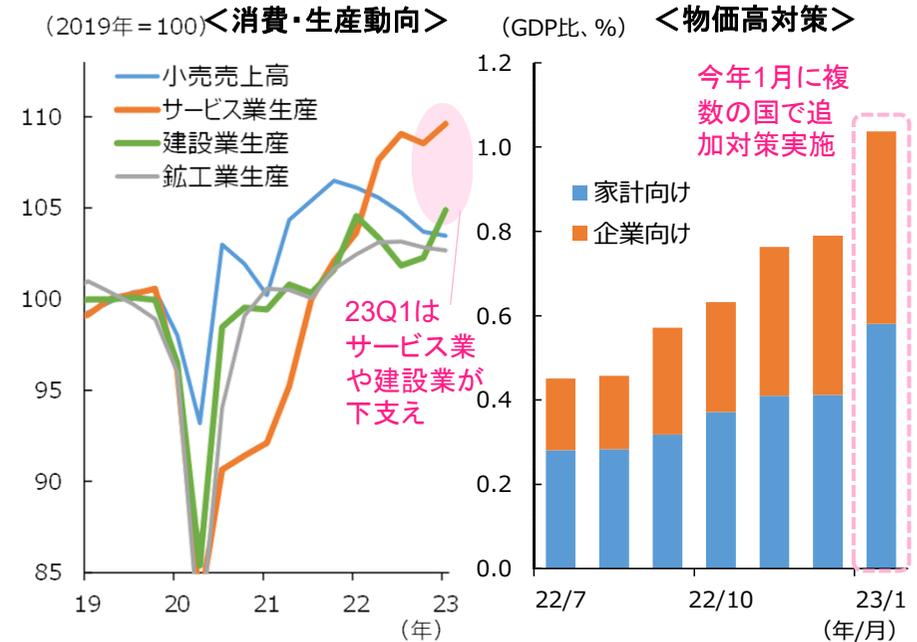
- ユーロ圏の2023年1~3月期GDP(改定値)は前期比▲0.1%(10~12月期:同▲0.1%)と2四半期連続のマイナス成長となり、「テクニカル・リセッション」入り
  - もっとも、大幅なマイナス成長は回避。暖冬で建設投資が進捗したほか、ガス価格下落や政府の物価高対策(家計給付金等)がサービス消費を一定程度下支えた模様
- 2023年の成長率は前年比+0.2%とプラス成長を維持も低迷の見込み
  - 先行きも高インフレが消費回復の重石に。また、利上げの影響顕在化で投資需要も減少に向かう見込み

## ユーロ圏：実質GDP成長率



(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：消費・生産動向と政府の物価高対策

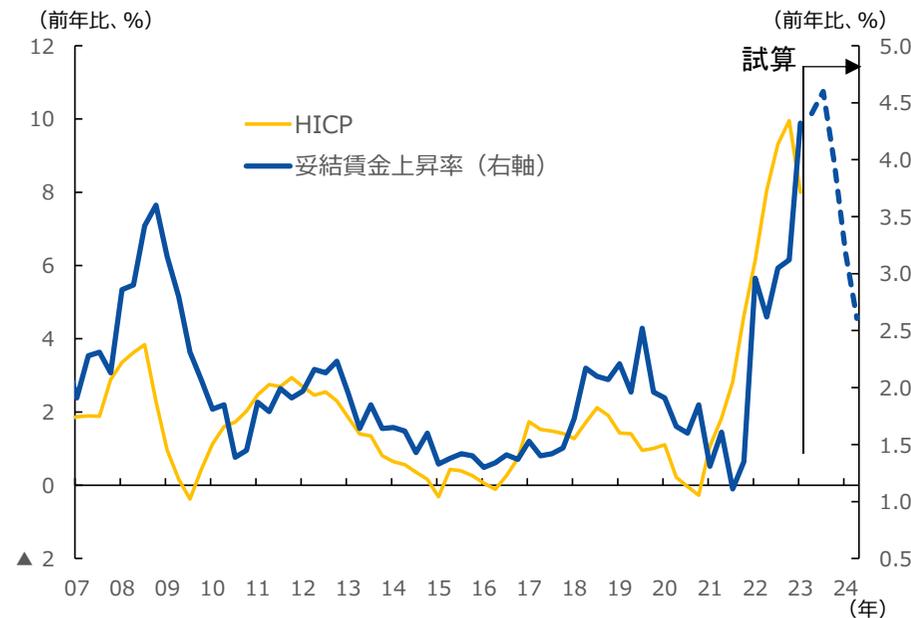


(注)物価高対策は2022年1月以降の累計  
(出所)Eurostat、Bruegelより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ユーロ圏：物価に追従し賃金上昇が加速。サービス分野での賃金インフレ懸念高まる

- 高インフレと労働需給のひっ迫が続く中、賃金上昇率は2023年1～3月期に前年比+4.3%に加速(前期:同+3.1%)
  - 欧州の賃金はインフレ率に遅行する傾向にあり、今夏にかけ一段と加速する可能性大
- コアインフレ率は依然として高止まり。供給制約要因やエネルギーコスト転嫁による押し上げは今後はく落にむかう一方で、賃金コストの転嫁によりサービス価格には当面上昇圧力が残る

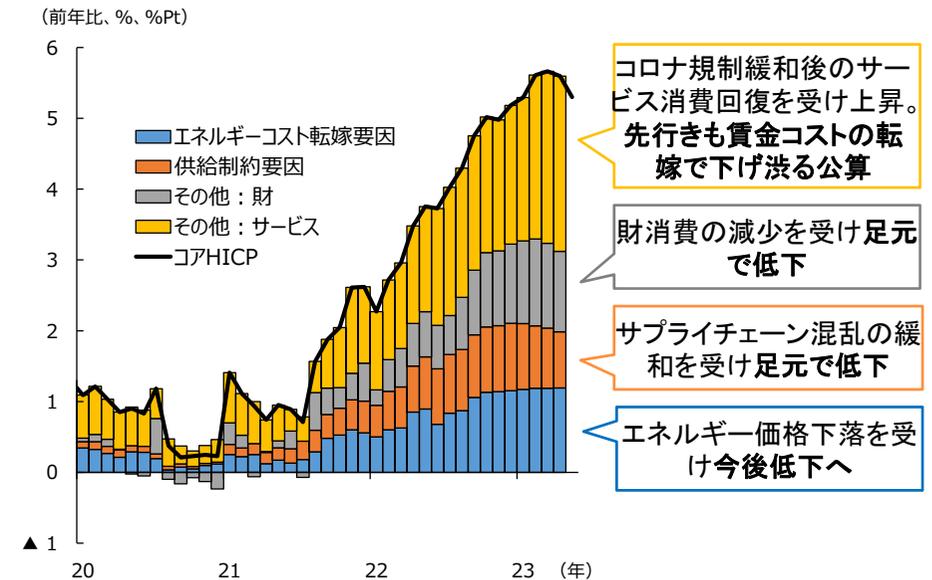
### ユーロ圏：消費者物価(HICP)と賃金上昇率



(注) 2023年2Q以降の賃金上昇率は、インフレ率(3期ラグ)と需給ギャップ(3期ラグ)による推計式を基に試算

(出所) ECB、Eurostat、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：コアインフレ率の要因分解



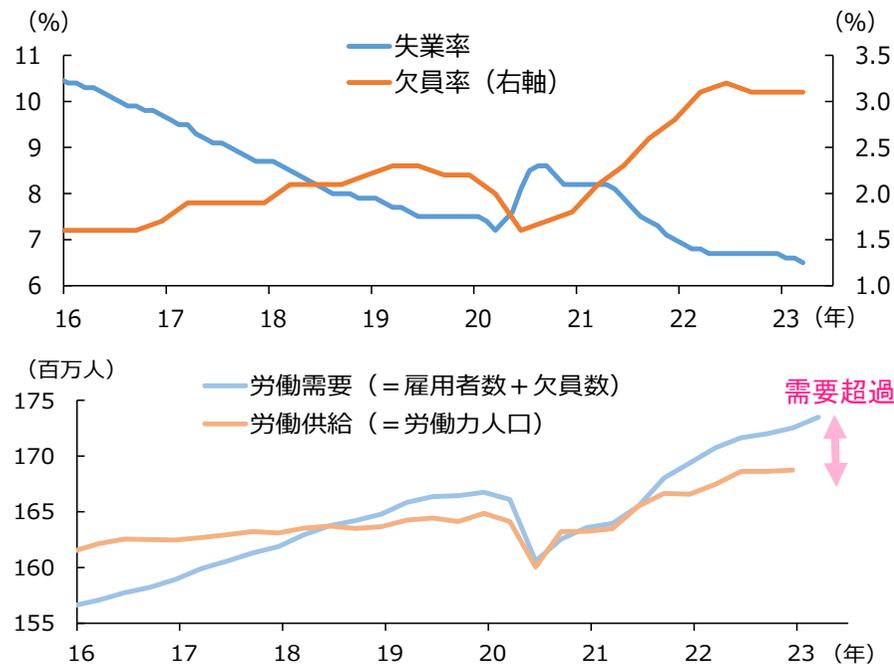
(注)「エネルギーコスト転嫁要因」は、エネルギー価格とのグレンジャー因果性が有意な品目の寄与度(非耐久消費財や輸送サービス、雑貨などが含まれる)。「供給制約要因」は、自動車(含む中古)、家具、家電などの寄与度

(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：労働需給はひっ迫継続。グリーン・デジタル分野の労働需要増加が一因

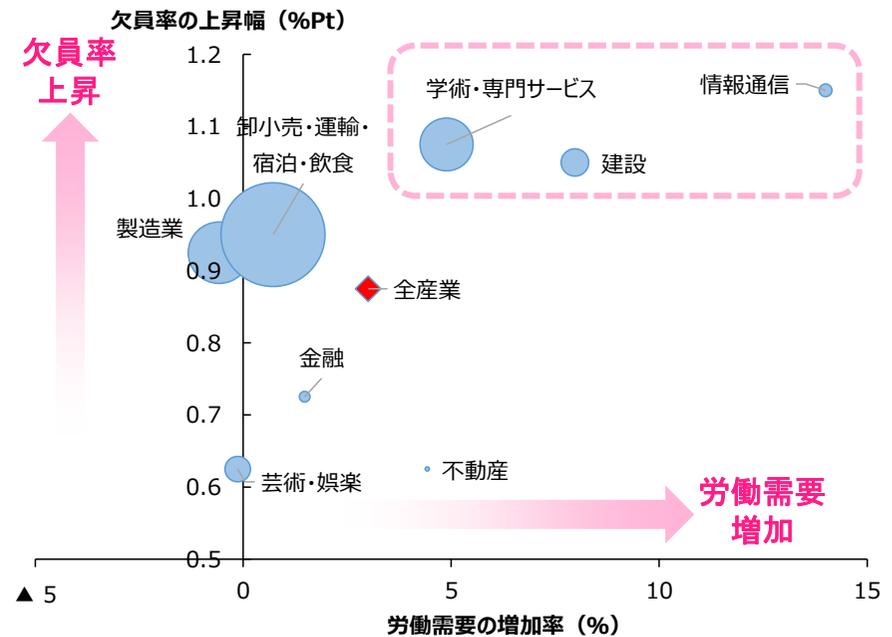
- 失業率は4月に6.5%と過去最低を更新。欠員率も高止まりするなど、景気悪化の一方で労働需給は依然ひっ迫
  - 労働需要は2023年1~3月期に一段と増加し、労働供給を400万人程度上回る需要超過の状態
- 業種別では特に、「情報通信」、「学術・専門サービス」、「建設」などで労働需要や欠員率の上昇が顕著
  - **グリーン化(GX)・デジタル化(DX)分野の構造的な労働需要増**により、景気悪化の中でも労働需給のひっ迫継続

## ユーロ圏：労働市場の動向



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

## ユーロ圏：労働需要と欠員率の変化(コロナ禍前比)

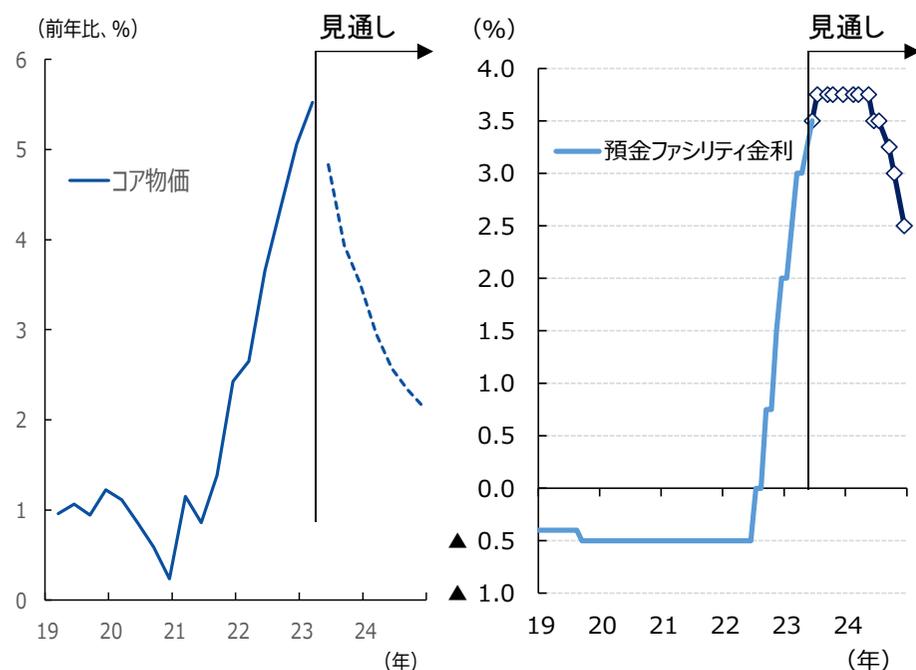


(注) 2019年平均と2022年平均の比較。円の大きさは雇用者数シェアを表す  
 (出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ユーロ圏: ECBは7月まで利上げ継続。今年終盤以降の景気に下押し圧力

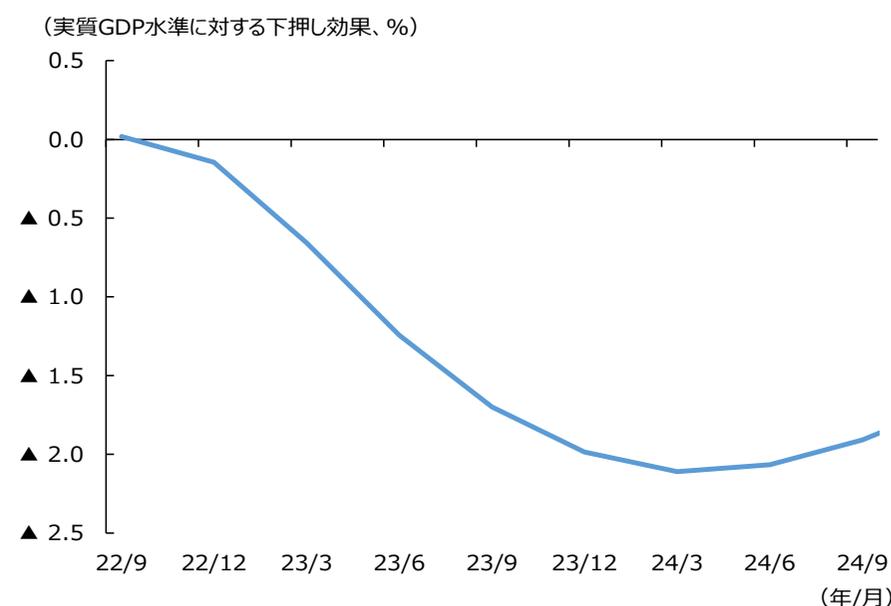
- ECBは6月政策理事会で+25bpの利上げを実施
  - 賃金インフレへの警戒から7月にも+25bpの追加利上げを行い、預金ファシリティ金利を3.75%に引き上げると予想。その後は金利は据え置き、これまでの金融引締め効果を見極めへ
  - 利下げへの転換は2%インフレへの回帰が見込まれる2024年春以降となる見込み
- 利上げによる投資需要の落ち込みを背景に、2024年の成長率は+0.3%と緩慢な回復にとどまると予想
  - 利上げの影響が実体経済に出始めるまで半年程度のラグ。今後の追加利上げは今年終盤以降の景気を下押し

### ユーロ圏: コアインフレ率と政策金利の見通し



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

### ユーロ圏: 利上げのGDPへの影響(試算)



(注) 約100個のマクロ・金融変数から成るFAVARモデルにより試算。2022年7~9月期から各時点までの平均的な下押し効果

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

### (3) 新興国：中国は回復息切れ、NIEs・ASEANは輸出減速、インドの内需は底堅い

- 中国は、ゼロコロナ後のリベンジ需要が息切れ、**企業・家計の慎重姿勢や不動産の在庫調整で2024年にかけて減速**
- **NIEsとASEANでは、輸出減少で景気は総じて減速**
  - NIEsは半導体サイクルを反映して2023年に減速、ASEANは今後の米欧景気後退の影響で2024年にかけて減速
  - 輸出減少は、関連産業の雇用減少を通じて内需へ波及。とりわけ、外需依存国ほど波及度合いが大きい見込み
- インドは、既往の利上げや物価高を受け2023年に成長ペースが鈍化も、**底堅い内需を背景に2024年は持ち直しへ**

#### 新興国見通し総括表

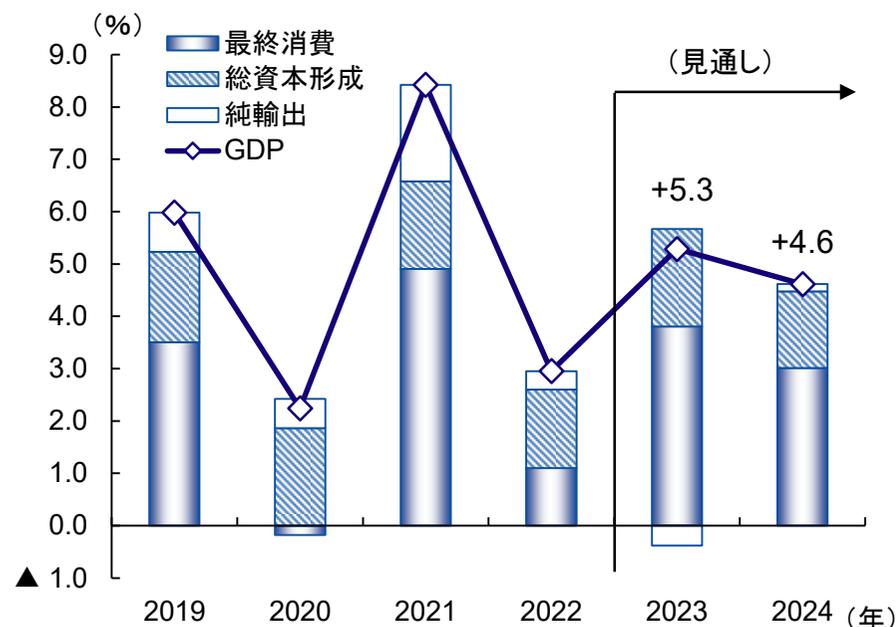
	2020年	2021年	2022年	2023年 (見通し)	2024年	2021年				2022年				2023年				
						4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	
<b>アジア</b>	▲ 0.8	7.4	4.1	4.9	4.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国	2.2	8.4	3.0	5.3	4.6	8.3	5.2	4.3	4.8	0.4	3.9	2.9	4.5					
<b>NIEs</b>	▲ 0.6	5.7	2.1	1.7	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
韓国	▲ 0.7	4.3	2.6	1.4	1.8	6.4	4.1	4.3	3.1	2.9	3.2	1.4	0.9					
台湾	3.4	6.5	2.4	1.5	2.0	7.8	4.1	5.2	3.9	3.0	3.6	▲ 0.8	▲ 2.9					
香港	▲ 6.5	6.4	▲ 3.5	3.6	2.7	7.6	5.5	4.7	▲ 3.9	▲ 1.2	▲ 4.6	▲ 4.1	2.7					
シンガポール	▲ 3.9	8.9	3.6	2.0	1.8	17.3	8.7	6.6	4.0	4.5	4.0	2.1	0.4					
<b>ASEAN5</b>	▲ 3.5	3.4	5.9	4.6	4.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
インドネシア	▲ 2.1	3.7	5.3	4.4	4.4	7.1	3.5	5.0	5.0	5.5	5.7	5.0	5.0					
タイ	▲ 6.1	1.5	2.6	3.8	2.8	7.7	▲ 0.2	1.9	2.2	2.5	4.6	1.4	2.7					
マレーシア	▲ 5.5	3.3	8.7	3.9	3.6	16.2	▲ 4.2	3.6	4.8	8.8	14.1	7.1	5.6					
フィリピン	▲ 9.5	5.7	7.6	5.4	5.4	12.0	7.0	7.9	8.0	7.5	7.7	7.1	6.4					
ベトナム	2.9	2.6	8.0	5.6	6.3	6.6	▲ 6.0	5.2	5.1	7.8	13.7	5.9	3.3					
<b>インド</b>	▲ 6.0	8.9	6.7	5.7	6.2	21.6	9.1	5.2	4.0	13.1	6.2	4.5	6.1					
<b>オーストラリア</b>	▲ 1.8	5.2	3.7	1.8	1.8	10.4	3.9	4.5	2.9	3.3	5.8	2.7	2.5					
<b>(参考) NIEs+ASEAN5</b>	▲ 2.4	4.3	4.4	3.5	3.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>(参考) 中国を除くアジア</b>	▲ 4.0	6.3	5.4	4.5	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：政策不透明感の強まりが経済を下押し。2024年に向け景気減速へ

- 2023年1～3月期はゼロコロナ政策解除にともなう経済再開で景気上振れも早々に息切れ
  - 4～6月期以降は民間企業を中心に政策不透明感が投資・採用意欲を下押し。民需回復の鈍さが景気上振れ分を相殺
- 2024年はリベンジ需要が一巡する中、企業・家計の慎重姿勢が継続。成長率は4.6%に減速
  - 不動産市場は販売低迷から在庫調整が長期化。2024年いっぱい不動産販売・新規投資とも回復を見込まず

### 実質GDP成長率(需要項目別寄与度)



(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

### 中国景気の概要(2023～2024年)

	押し下げ要因	下支え要因
消費	● 雇用回復の遅れ ⇒ 財中心に消費節約	2023年はサービス中心にリベンジ消費
不動産	● 需要刺激策の見送り ● 販売低迷で調整長期化	開発業者への資金繰り支援等で底割れ回避
投資採用	● 政策不透明感の強まり ⇒ 民間企業を中心に慎重化	インフラ投資

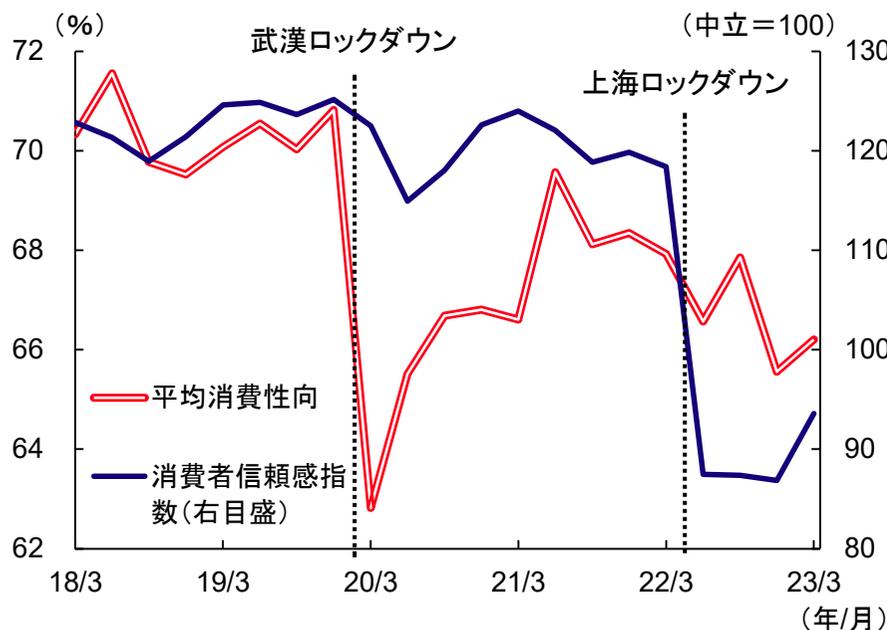
経済再開で年初上振れも早々に息切れ。民需回復の鈍さが景気上振れ分を相殺。2024年も減速基調継続

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 中国：消費マインドの改善は限定的。高額な財や住宅の需要は停滞

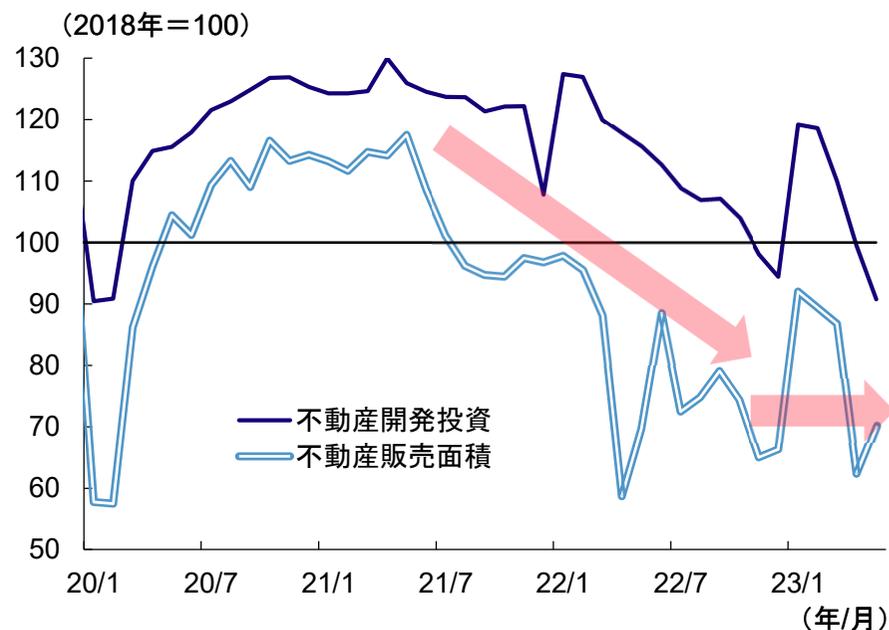
- 消費者信頼感指数は上海ロックダウンで急落したまま戻らず。雇用改善の鈍さから節約志向が強まっている模様
  - 2024年に向けてリベンジ需要が一巡する一方、雇用回復と消費マインドは低調なままで消費は力強さに欠ける見込み
- 不動産販売も底這い推移。ディベロッパーは在庫調整のため投資抑制
  - 販売低迷で在庫調整局面が後ずれ。2024年いっぱい不動産投資の抑制は続く見通し

### 消費者信頼感指数・平均消費性向



(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

### 不動産販売面積・開発投資



(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) 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：政策に対する予見可能性の低下で民間企業の投資が慎重化

- 習政権では経済政策の突然の変更や、「国家安全」の重視により、**民間企業にとって政策の不透明感が強まる**
  - 民間企業従業員拘束や反スパイ法改正ではルールに抵触する明確なガイドラインが示されず
- **政策不透明感を受けて民間企業のマインドは慎重化**。コロナ禍で収益悪化の影響も残る中で企業は投資を抑制
  - 国有投資は景気対策で高い伸び。対して民間投資は上海ロックダウンを境に低調推移。両者の差は拡大の一途

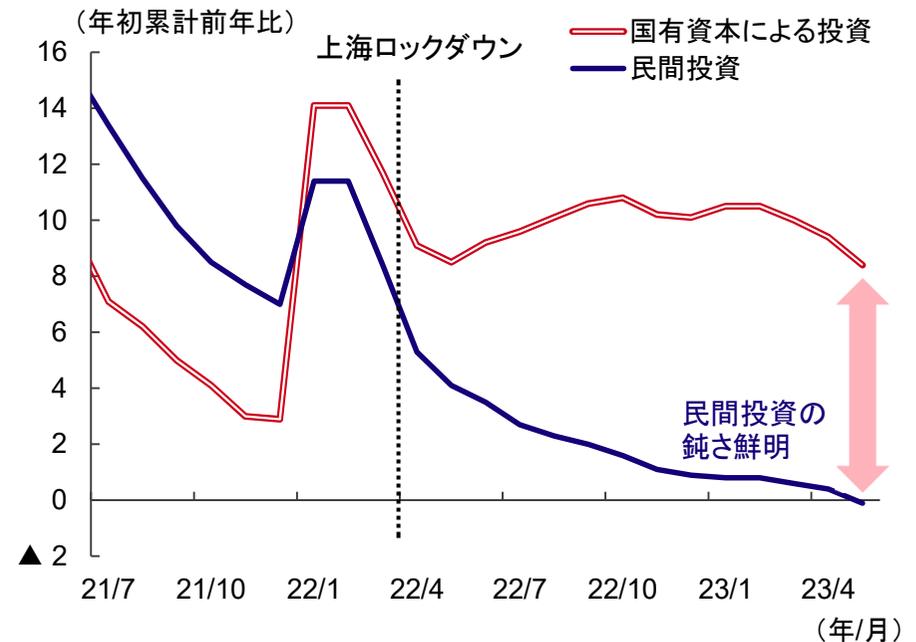
### 政策の不透明感を高める事例

項目	事例
突然の政策転換	<ul style="list-style-type: none"> <li>● プラットフォーマー規制(2020年12月)</li> <li>● 学習塾サービス規制(2021年7月)</li> <li>● ゼロコロナ政策の解除(2022年12月)</li> </ul>
「国家安全」の重視	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 当局が米企業を家宅搜索、中国人従業員を拘束(2023年3月)</li> <li>● 反スパイ法改正。摘発対象は「国家の安全と利益」に関わる情報と定義(2023年4月)</li> </ul>

政策の不透明感が、経済活動を萎縮させる方向に作用。対中直接投資にも影響

(出所)各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 固定資産投資(国有資本、民間)

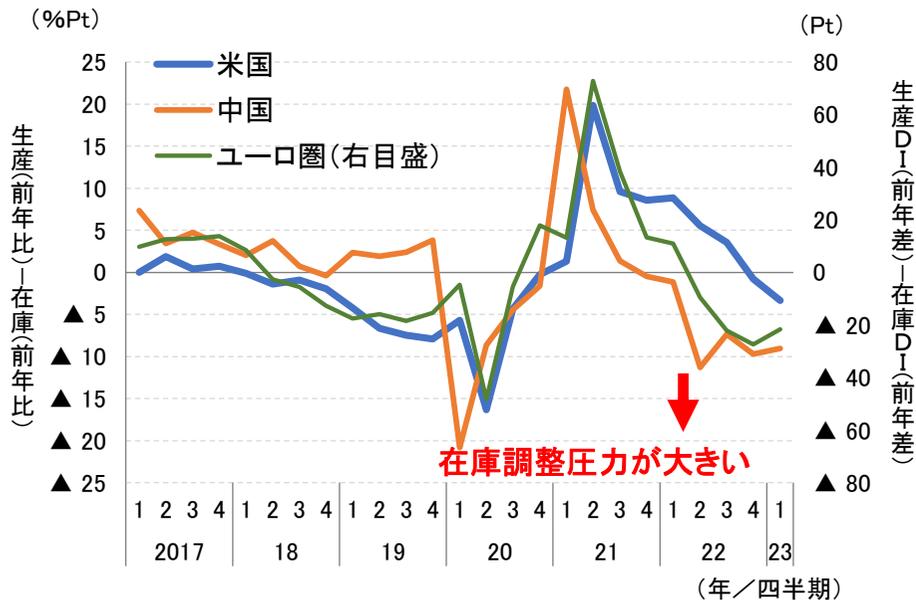


(出所)中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# アジア：輸出減少で景気は総じて減速の見通し

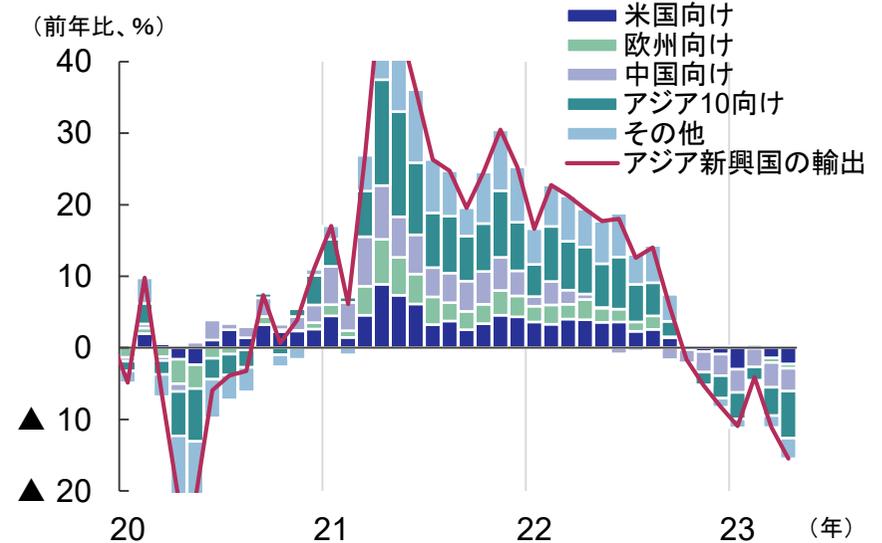
- アジア新興国では、米欧中の在庫調整を背景に、既に輸出が下振れ
  - コロナ禍の物流混乱で在庫を増やした反動などにより、製造業は世界的な在庫調整局面
- 今後、米欧の景気後退や中国減速により、新興国の輸出はさらに減少へ
  - 韓国・台湾は既に景気減速。半導体サイクルの底打ちは後ずれし、両国の景気は2024年に底入れの見込み
  - ASEANでは、目下の景気を内需が下支え。しかし、2023年後半からの米欧景気後退の影響で、2024年にかけて減速

## 主要国(米・欧・中)の生産・在庫バランス



(出所) FRB、米国商務省、欧州委員会、中国国家統計局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 新興国の輸出(金額ベース)

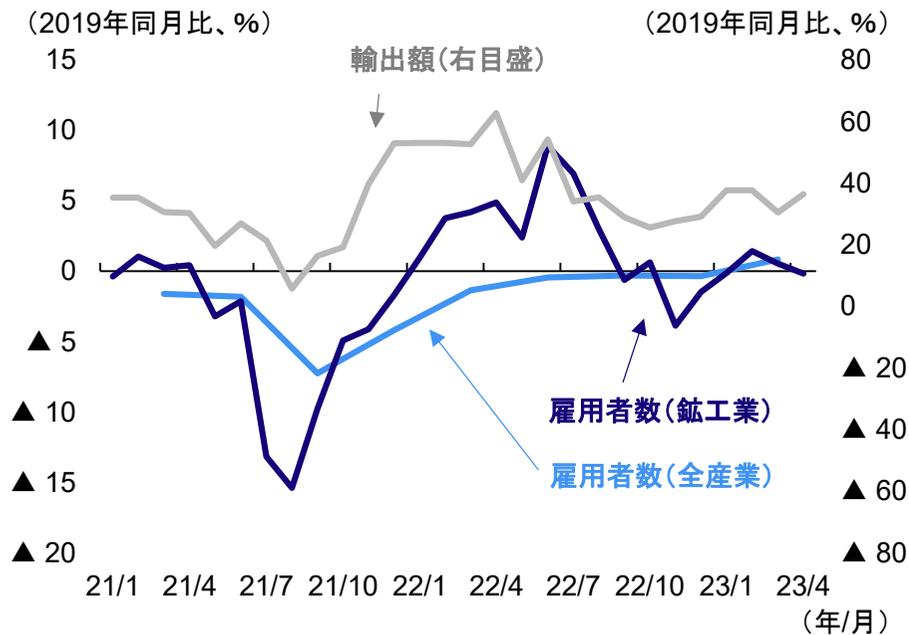


(注) アジア新興国の輸出は、インド、インドネシア、マレーシア、シンガポール、韓国、台湾、タイ、ベトナムの輸出額の合計。アジア10は、インド、インドネシア、マレーシア、シンガポール、韓国、台湾、タイ、ベトナム、フィリピン、香港。直近値の内訳は見込み値 (出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# アジア:輸出減少は内需へ波及するが、その度合いは各国でバラつき

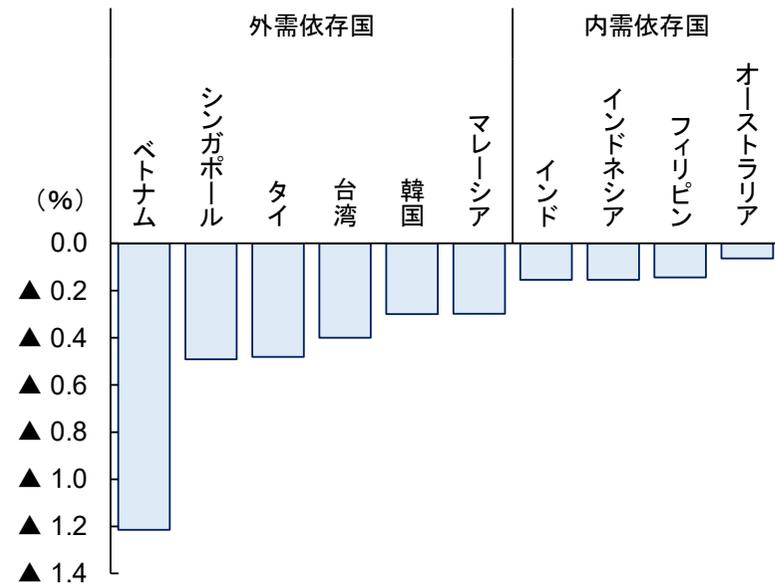
- 足元では、各国の雇用者数は底堅く推移。ただし、先行きは、輸出の不振を受けて徐々に悪化する公算
  - たとえばベトナムでは、輸出の減速が顕著になった昨年秋頃から、鉱工業を中心に雇用者数の回復が停止
- **今後に予想される輸出減少で、「雇用悪化⇒所得・消費抑制」の波及が生じる見通し**
  - **産業構造を反映し、外需依存国では波及度合いが大きい試算**
  - **特に、労働集約産業の比率が大きいベトナムや、輸出セクターの賃金が高いNIEsを中心に、所得抑制の影響は大**

## ベトナムの輸出と雇用者数



(出所) ベトナム統計総局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 財輸出下振れの名目雇用者所得への影響



- (注) 1. 財輸出が10%下振れるケースを仮定。産業別に付加価値の減少率を推計したうえで、付加価値減少率を雇用者報酬シェアで加重平均
2. 輸出減の効果のみを織り込んだ値であり、2次波及効果を含まない
3. 輸出対GDP比が30%を超える国を外需依存国と定義

(出所) OECD、ADB、世界銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# アジア:景気の温度差を背景に、各国の金融政策にも濃淡が生じると予想

- **アジア新興国では、2023年1~3月期まで利上げする国が多かったが、4~6月期に金融政策を据え置く国が増加**
  - 米国の利上げペース一服に加え、国内のインフレが峠を越えたことで利上げ圧力が緩和
  - 一方、タイ・オーストラリア・マレーシアはインフレ警戒を解除せず、景気の底堅さもあって追加利上げを実施
- **先行きは、米欧の景気後退や中国の回復の弱さを受け、外需依存国は2024年に利下げの公算**
  - 外需主導で景気減速が鮮明なベトナムはすでに利下げ転換。今後、台湾、韓国なども利下げの公算
  - 一方、オーストラリアはインフレ高止まりの懸念が強く、タイの景気も底堅いことから、利下げへのハードルは高い

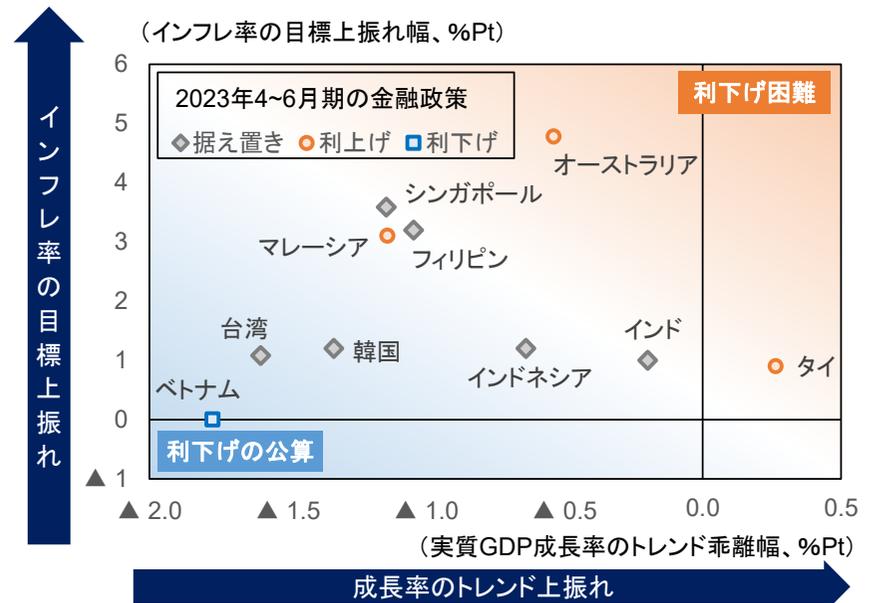
## 各国の政策金利

	2022年				2023年			
	3月末	6月末	9月末	12月末	3月末	4月末	5月末	6/18
韓国	1.25	1.75	2.50	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
台湾	1.375	1.500	1.625	1.750	1.875	1.875	1.875	1.875
インドネシア	3.50	3.50	4.25	5.50	5.75	5.75	5.75	5.75
タイ	0.50	0.50	1.00	1.25	1.75	1.75	2.00	2.00
マレーシア	1.75	2.00	2.50	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00
フィリピン	2.00	2.50	4.25	5.50	6.25	6.25	6.25	6.25
ベトナム	4.00	4.00	5.00	6.00	6.00	5.50	5.00	4.50
インド	4.00	4.90	5.90	6.25	6.50	6.50	6.50	6.50
オーストラリア	0.10	0.85	2.35	3.10	3.60	3.60	3.85	4.10

利上げ
据え置き
利下げ

(出所) CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## アジア新興国の景気温度差(2023年の予測値ベース)



(注) 横軸は、実質GDP成長率(当社予測値)の2017~19年平均成長率からの乖離幅。縦軸は、インフレ率(ADB予測値)のインフレ目標からの乖離幅。インフレ目標がない台湾、マレーシアは、2017~19年平均を参照値とした

(出所) ADB、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# アジア: 利上げによる住宅市場の調整圧力は継続する見通し

- **これまでの利上げやインフレによる実質所得の下押しで、香港、韓国、オーストラリアで住宅価格が下落**
  - 3カ国とも、これまでの住宅価格上昇ペースが速く、潜在的な調整圧力は大きかった様子
  - なお、利上げをしていない中国では、家計マインド慎重化で住宅販売が振るわず、過剰在庫調整を背景に価格が下落
- **オーストラリアと香港では、当面の利下げ転換が困難なため、住宅市場の調整圧力は続く見通し**
  - オーストラリアではインフレ懸念が根強く、香港の金融政策は米金融政策に連動しているため

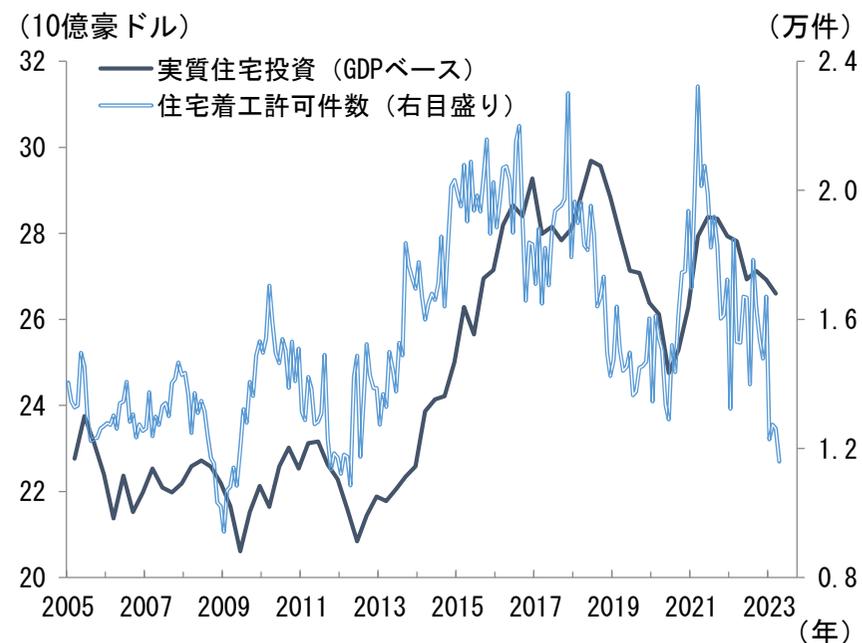
## 住宅価格の推移

	(前年比、%)											
	2021				2022				2023			
中国	4.3	4.8	4.2	3.0	1.9	0.0	▲ 1.2	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 0.1		
香港	1.5	3.7	5.8	5.0	2.2	▲ 1.9	▲ 7.5	▲ 13.8	▲ 10.4			
韓国	10.3	13.0	15.1	15.8	12.6	9.4	5.3	▲ 0.1	▲ 4.3	▲ 6.6		
台湾	10.8	10.5	10.2	14.6	14.1	14.8	15.6	7.6	5.0			
シンガポール	8.1	11.0	12.5	12.7	12.2	12.0	11.6	10.4	8.8			
フィリピン	▲ 17.5	▲ 15.6	▲ 13.2	▲ 6.5	▲ 4.4	0.1	2.5	3.1	4.4			
マレーシア	0.7	1.0	1.1	1.9	2.4	2.6	5.1	3.9	2.0			
タイ	1.4	2.1	2.7	3.2	3.8	3.7	4.2	3.6	4.3	4.2		
インドネシア	1.0	1.0	1.0	1.2	1.6	1.7	1.9	2.0	1.8			
インド	▲ 3.7	▲ 0.9	5.0	▲ 0.9	3.8	3.8	3.8	3.8	1.8			
オーストラリア	2.8	9.1	17.1	20.9	18.7	11.4	2.0	▲ 5.3	▲ 8.9	▲ 7.2		

前年比マイナス
前年比プラス

(注) 各国の住宅価格もしくは住宅用不動産価格  
 (出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## オーストラリアの住宅投資



(出所) 豪州統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (4) 日本：海外経済減速が逆風も、内需が牽引してプラス成長を維持

- 2023年度の日本経済は前年度比+1.1%と予測。サービス消費やインバウンド需要、設備投資の回復が続き、年度前半は年率+1%台の成長を見込むも、年度後半は海外経済の減速・半導体市場の低迷が下押しし、回復ペースは同0%台と緩慢に
- 2024年度は前年度比+0.9%と予測。海外経済や半導体市場が回復に向かうもそのペースは緩やかにとどまるほか、物価高が賃上げの効果を減殺することで個人消費も鈍化し、緩やかな成長継続との見方

### 日本経済見通し総括表

		2021	2022	2023	2024	2022				2023				2024				2025
		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	1~3
実質GDP	前期比、%	2.6	1.4	1.1	0.9	▲0.7	1.4	▲0.4	0.1	0.7	0.4	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	▲2.7	5.6	▲1.5	0.4	2.7	1.5	1.2	0.4	0.4	0.9	1.3	1.2	0.9
内需	前期比、%	1.8	1.9	1.2	0.8	▲0.2	1.3	0.3	▲0.3	1.0	0.1	0.4	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2
民需	前期比、%	2.0	2.5	1.3	0.8	▲0.2	1.5	0.3	▲0.5	1.2	0.1	0.4	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
個人消費	前期比、%	1.5	2.4	1.2	0.8	▲1.1	1.7	0.1	0.2	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
住宅投資	前期比、%	▲1.1	▲4.4	0.2	▲0.8	▲1.8	▲1.8	▲0.5	0.1	▲0.1	0.2	0.3	0.0	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2
設備投資	前期比、%	2.1	3.1	1.9	1.7	▲0.3	2.2	1.5	▲0.6	1.4	0.6	0.4	0.0	▲0.0	0.7	0.7	0.5	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(0.3)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.4)	(0.4)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	1.3	0.2	1.0	0.8	▲0.2	0.7	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	0.3	0.2
政府消費	前期比、%	3.4	1.1	0.6	1.0	0.7	0.7	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3
公共投資	前期比、%	▲6.4	▲3.0	3.2	0.3	▲3.8	0.7	0.9	0.0	1.5	1.1	0.8	0.3	0.0	▲1.0	0.8	0.6	0.1
外需	前期比寄与度、%Pt	(0.8)	(▲0.6)	(▲0.2)	(0.0)	(▲0.5)	(0.1)	(▲0.6)	(0.4)	(▲0.3)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
輸出	前期比、%	12.4	4.4	▲0.6	2.1	1.2	1.5	2.5	2.0	▲4.2	1.3	▲0.1	▲0.4	0.0	0.9	0.9	0.9	0.8
輸入	前期比、%	7.1	7.2	0.1	1.7	3.7	1.0	5.6	▲0.0	▲2.3	0.3	0.3	0.2	0.0	0.5	0.8	0.6	0.6
名目GDP	前期比、%	2.4	2.0	3.6	1.8	0.1	1.2	▲0.9	1.2	2.0	0.7	1.1	0.0	0.7	0.5	0.4	▲0.0	0.6
GDPデフレーター	前年比、%	▲0.1	0.6	2.5	0.9	0.3	▲0.3	▲0.4	1.2	2.0	2.3	3.8	2.4	1.7	1.6	0.9	0.7	0.4
内需デフレーター	前年比、%	1.8	3.0	1.5	0.9	2.6	2.7	3.2	3.3	2.8	2.0	1.8	1.0	1.1	1.4	1.0	1.0	0.7

(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:コアCPI前年比は2023年度は2.6%と高い伸び。2024年度は1%台まで鈍化

- 経済活動再開や人手不足を受けてサービス業を中心に雇用者報酬は回復に向かう見通し
- 企業収益は緩やかに増加。交易条件の改善が好材料も、人件費の増加や海外経済減速が下押し要因に
- コアCPI(前年比)は2023年度が+2.6%と予測。政府の物価高対策等が下押しに寄与する一方、想定を上回る価格転嫁の広がり、円安の進展、賃金の上昇等が押し上げ要因となり、2022年度に続いて高い伸びを予測。輸入物価の低下等を受けて23年度後半に徐々に鈍化し、2024年度には1%台まで鈍化との見方は維持

## 日本経済見通し総括表（主要経済指標）

		2021	2022		2023				2024				2025					
		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	1~3
鉱工業生産	前期比、%	5.8	▲ 0.2	▲ 1.0	2.1	0.8	▲ 2.7	5.8	▲ 3.0	▲ 1.8	1.5	0.1	▲ 1.6	▲ 0.9	2.1	1.2	0.6	0.5
経常利益	前年比、%	36.8	8.8	3.2	3.1	13.7	17.6	18.3	▲ 2.8	4.3	▲ 0.9	7.3	6.4	1.5	3.1	2.0	4.5	2.8
名目雇用者報酬	前年比、%	2.1	2.0	3.0	2.1	1.2	2.1	1.9	2.5	1.4	2.3	3.0	4.0	2.8	2.3	2.1	2.2	1.9
完全失業率	%	2.8	2.6	2.6	2.4	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	86.6	86.1	85.5	84.1	87.1	85.3	86.3	85.1	87.6	86.0	85.7	85.3	84.9	84.6	84.2	83.9	83.3
経常収支	年率換算、兆円	20.2	9.3	14.7	13.5	16.5	12.8	4.1	9.9	10.2	13.4	16.4	14.8	14.3	14.1	13.5	13.1	13.5
国内企業物価	前年比、%	7.1	9.4	1.0	▲ 0.1	9.3	9.6	9.7	10.0	8.4	5.4	1.9	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.0	0.2	0.2
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	0.1	3.0	2.6	1.8	0.6	2.1	2.7	3.7	3.5	3.3	3.0	2.1	2.2	2.5	1.9	1.6	1.2
〃 (除く制度要因)	前年比、%	▲ 0.1	3.8	2.9	0.9	0.7	2.7	3.4	4.5	4.5	4.2	3.7	2.0	1.6	1.3	0.7	0.9	0.7
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	▲ 0.8	2.2	3.4	1.3	▲ 0.9	0.9	1.5	2.8	3.5	4.3	3.8	2.9	2.6	1.9	1.2	1.2	0.9
〃 (除く制度要因)	前年比、%	▲ 0.9	2.3	3.3	1.3	▲ 0.9	0.9	1.5	3.0	3.6	4.3	3.8	2.7	2.5	1.9	1.2	1.2	0.9

- (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(電気代・ガス代抑制策等)が2023年10月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  
 2023年度から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

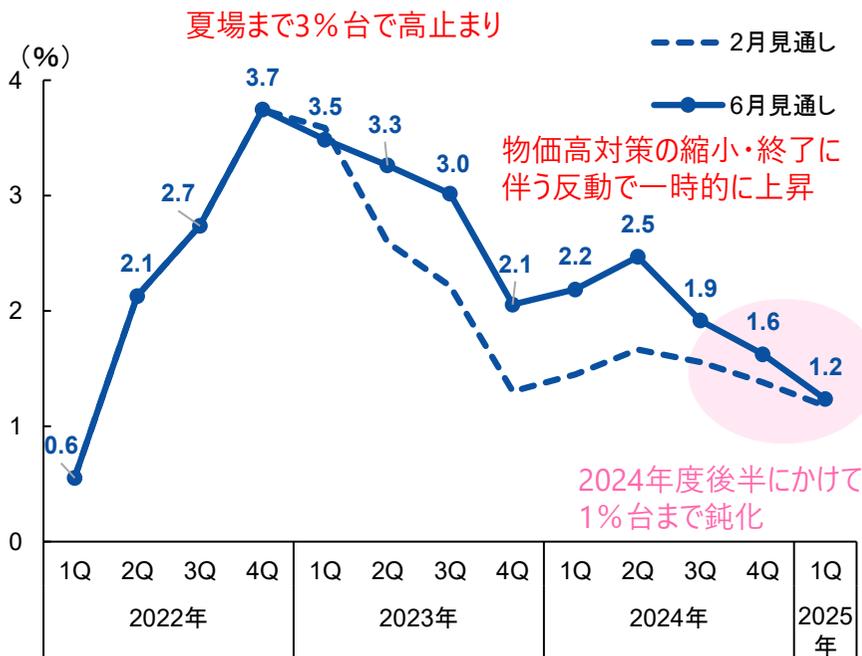
(出所)各種統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本: 基調的なインフレ率は2024年度も2%に達せず

## ■ 日本の物価は1%程度のインフレ定着にメドも、基調的インフレ2%までには至らず

- コストプッシュ圧力による価格転嫁でコアCPIは夏場まで高止まるが、その後は徐々に鈍化。家計の節約志向が根強いこと、賃金の伸びが徐々に鈍化し、かつ人件費の価格転嫁に企業が慎重であることから、2024年度後半にかけてコアCPIは+1%台まで伸び鈍化

## コアCPI上昇率の見通しと改訂のポイント



### Point①コストプッシュインフレの先行きをどうみるか

- ◆ 仕入価格上昇の価格転嫁が進展し今夏までコアCPIは高止まり。ただし、仕入価格低下に伴い物価も今後徐々に鈍化へ

### Point②企業の価格転嫁力をどうみるか

- ◆ 家計の節約志向は根強い。既に「値上げ疲れ」の兆候あり
- ◆ 必需品以外の品目では企業は価格転嫁に慎重。原材料費と比べ、人件費の価格転嫁を企業は避ける傾向

### Point③賃上げ定着でノルムの変化が生じるか

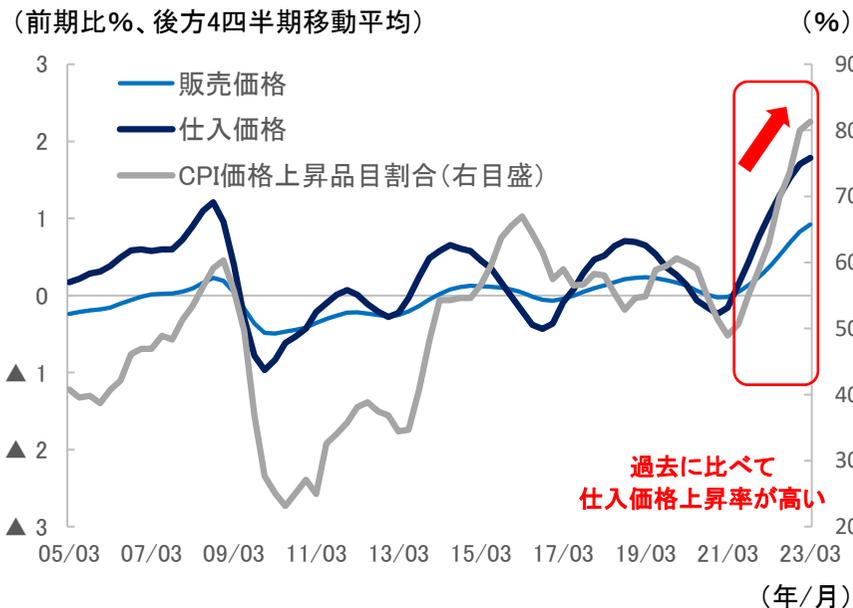
- ◆ 物価高に配慮した賃上げ気運は徐々に後退。賃金の伸びは高水準も徐々に鈍化。実質的な購買力押し上げは力不足
- ◆ 家計の賃金上昇期待は未だ高まらず。家計の節約志向緩和には時間

(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: Point①仕入価格上昇による価格転嫁圧力は徐々に後退

- 過去対比で企業の仕入価格上昇圧力が大幅に高まったことを受け、企業の価格転嫁は進展
  - **2021年以降の仕入価格上昇幅は過去に比べて大きく、従来以上に値上げに動く企業が増加**
- 先行きは**輸入物価の低下**を受け、**コストプッシュ要因による価格転嫁圧力は今後徐々に後退**

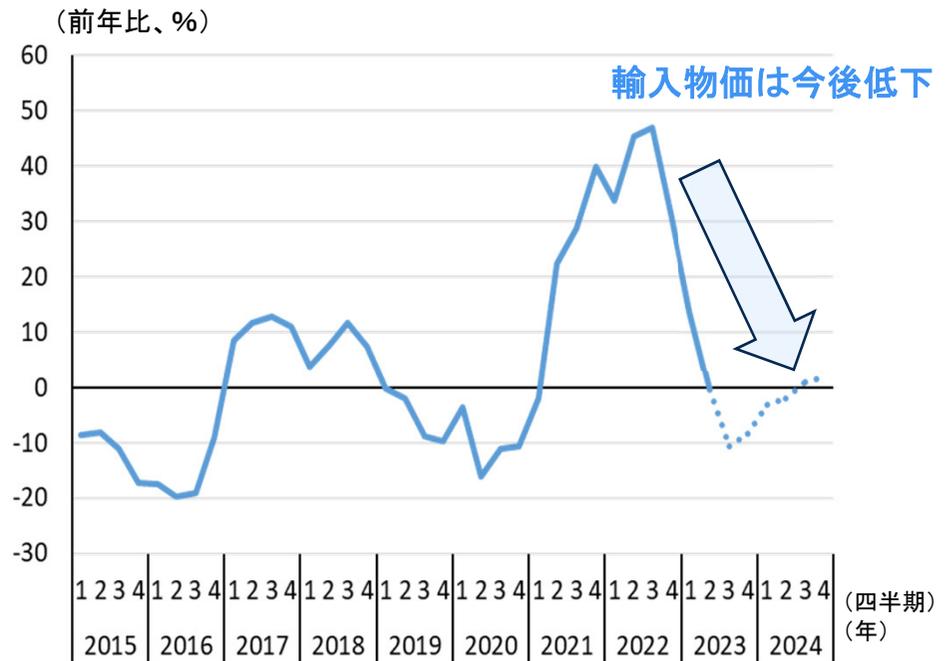
## 販売価格・仕入価格と価格上昇改訂頻度



(注) 販売価格と仕入価格は生産者価格ベース。鎌田・吉村(2010)等に基づき、日銀短観で公表されている販売価格DIと仕入価格DIの「上昇」・「下落」の回答割合から統計学的に推計を行うことにより算出したもの

(出所) 日本銀行「短観」「企業物価指数」「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 輸入物価見通し

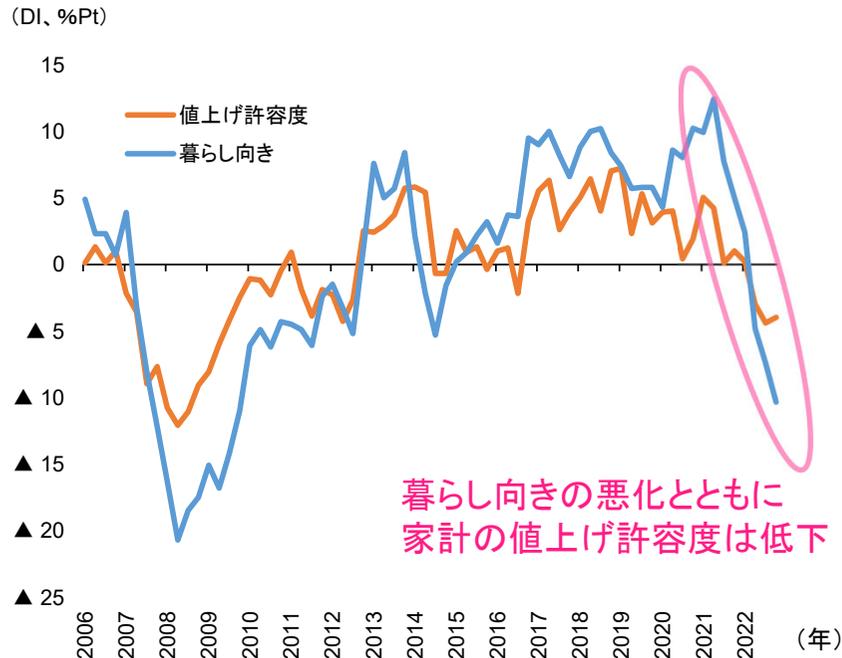


(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本: Point②根強い家計の節約志向。企業も家計の「値上げ疲れ」を警戒

- 40年ぶりの物価高を受けて家計はすでに「値上げ疲れ」の様相。家計の節約志向の高まりを示唆
- 企業としても、物価高による個人消費の下押し影響に対する懸念は依然として強い
  - 物価上昇に伴う消費者の節約意識を警戒するコメント多数。追加値上げに対する企業の懸念がにじむ結果

### 家計の値上げ許容度、現在の暮らし向き



(注) 値上げ許容度DIは、値上げが「どちらかと言えば、好ましいことだ」と回答した割合から「どちらかと言えば、困ったことだ」と回答した割合を差し引いてDIを算出。暮らし向きは、1年前と比べて、ゆとりが「出てきた」から「なくなってきた」の回答率を差し引いた値。いずれもサンプル期間の平均からの乖離(2006年6月から2023年3月)

(出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 消費者の節約意識を示す現状判断コメント(2023年5月)

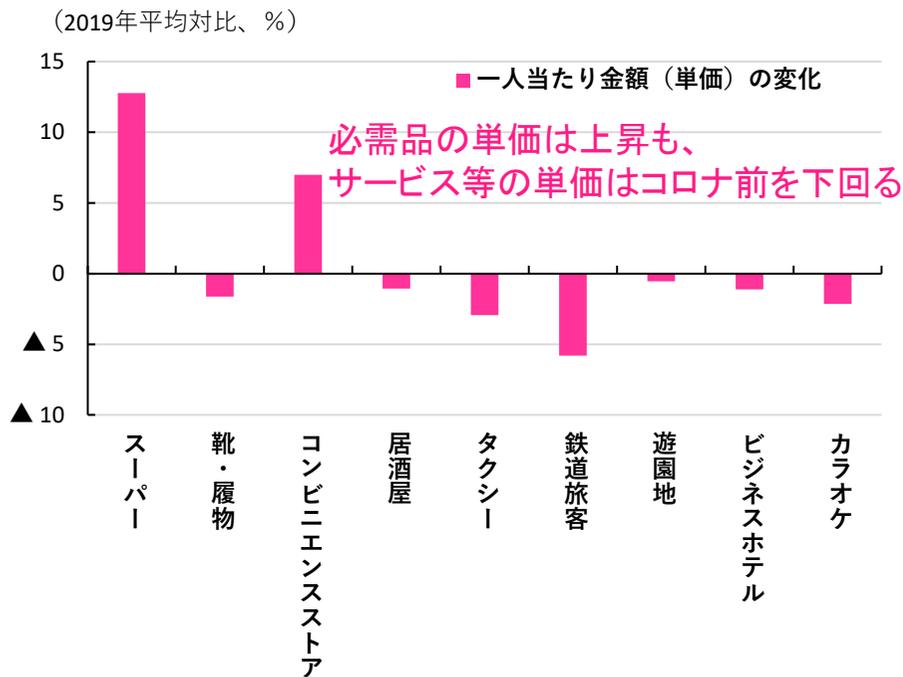
業種	評価	コメント
衣料品	▲	物価上昇などにより客が財布のひもを締めているようで、 <u>購入点数や来店頻度が減っている</u>
百貨店	▲	電気料金の値上げが確定した報道後はより <u>慎重な購買行動</u> となっている
一般レストラン	▲	物価上昇などで客の <u>財布のひもは思いの外固くなっている</u>
靴	▲	生活必需品の値上げにより、 <u>財布のひもが固くなっている</u>

(注) コメントは一部抜粋。評価「▲」は景気判断の「やや悪くなっている」を示している  
(出所) 内閣府「景気ウォッチャー調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：業種で見た企業の価格設定力に差。人件費は原材料費と比べ転嫁しにくい

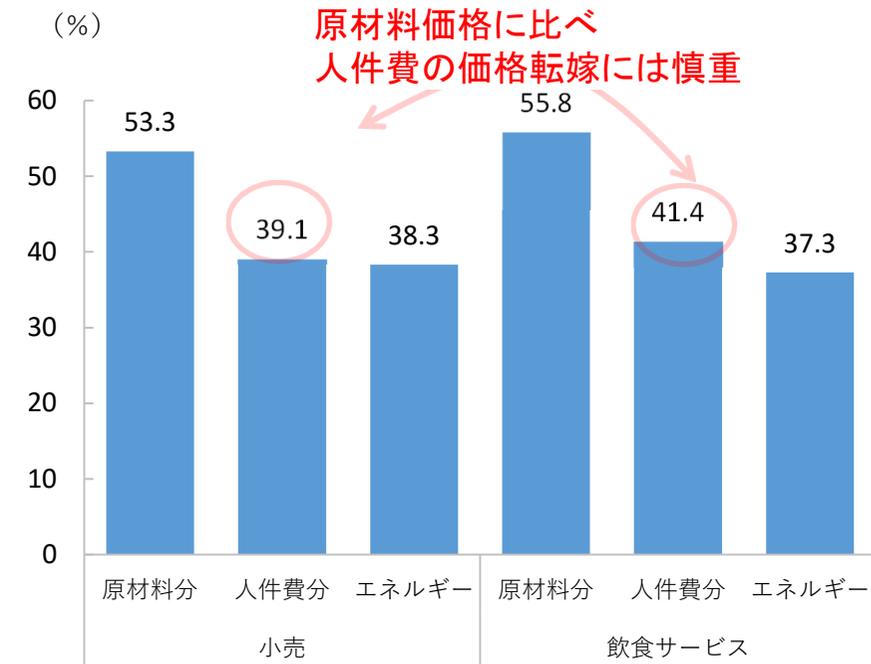
- 需要が底堅い生活必需品以外の品目では値上げの動きは低調
  - 生活必需品を販売する業種の単価はコロナ前対比で上昇も、それ以外の産業では依然コロナ前を下回る状況
- 企業は原材料費と比して人件費の転嫁にはやや慎重姿勢が残る状況（転嫁率は原材料費より1割強低い）
  - 資源高や円安による原料費高騰の転嫁は受け入れられやすい一方、自社の人件費上昇に対しては経営努力での吸収を求められる傾向

## 業種別単価の変化（2023年1～4月）



(注) みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値ベース  
 (出所) JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## コスト要素別にみた企業の価格転嫁の状況

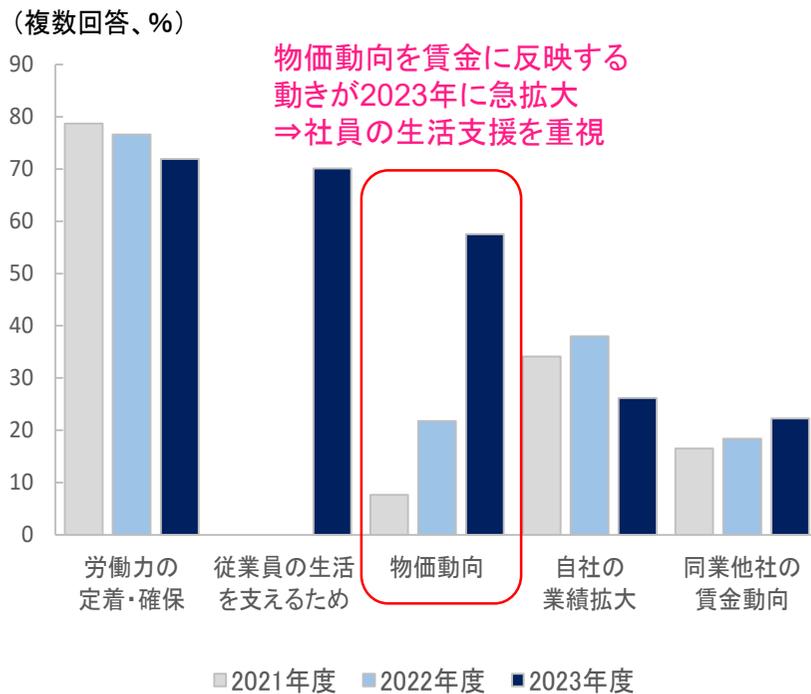


(出所) 中小企業庁「価格交渉促進月間(2023年3月)フォローアップ調査の結果について」(2023年6月)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本: Point③2024年の春闘賃上げ率は高水準も、2023年対比では鈍化

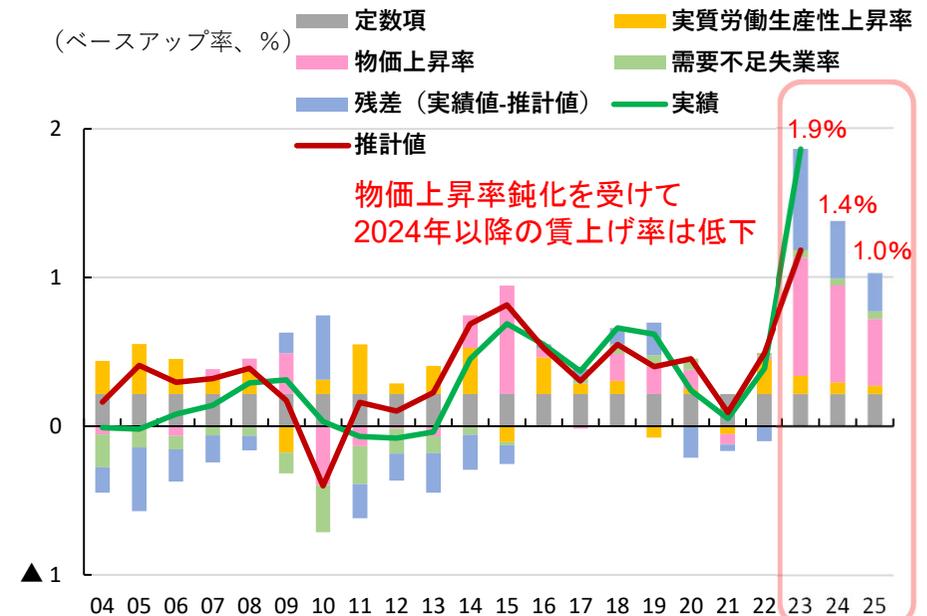
- 2023年に高水準のベースアップが実現した大きな要因は、**記録的な物価高を受けた企業の賃金改定行動の変化**
  - 2023年は大幅な物価上昇から、これまで以上に物価上昇分を賃上げに反映する傾向が強まった可能性大。アンケートでも2023年は物価動向を意識して賃上げを行う企業が顕著に増加
- もっとも、2024年の春闘賃上げ率は、**2023年度中の物価上昇率の鈍化を受けて、物価上昇分を賃上げに反映させる動きはやや弱まる見通し**

## 賃金を改善する理由



(注)「従業員の生活を支えるため」は2023年度の新設項目  
 (出所)帝国データバンク「2023年度の賃金動向に関する企業の意識調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 春闘賃上げ率(ベースアップ分)の推計

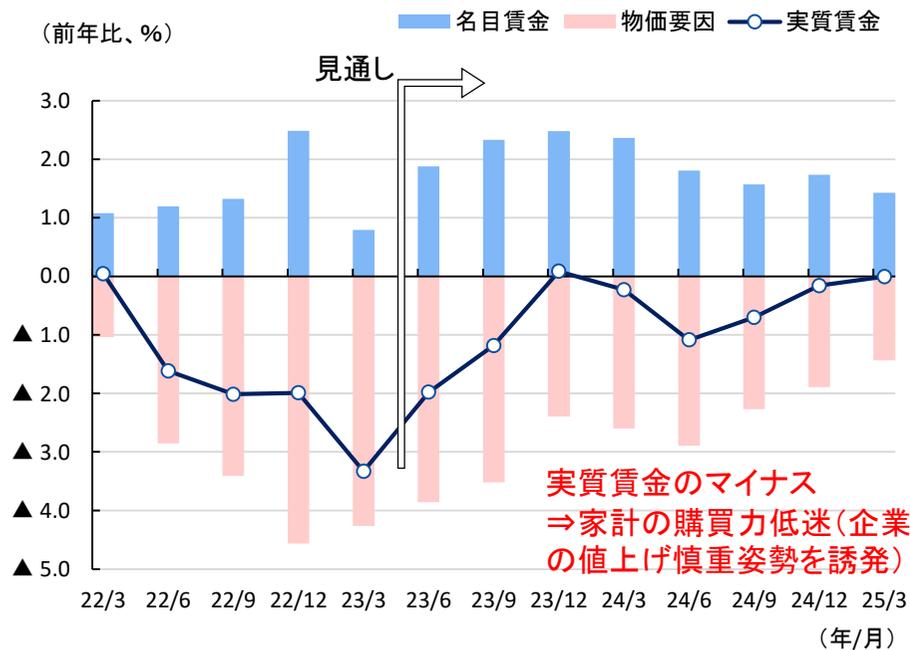


(注)①実質労働生産性上昇率、②CPI(総合)上昇率、③需要不足失業率から推計(いずれも1期ラグ、推計期間:1995~2022年)。①は5%水準、②は1%水準、③は10%水準で有意。先行きの残差は、年度後半のCPIの変化率から計算  
 (出所)厚生労働省、総務省、労働政策研究・研修機構より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:個人消費はサービス中心に回復継続も、実質賃金マイナス継続が下押し

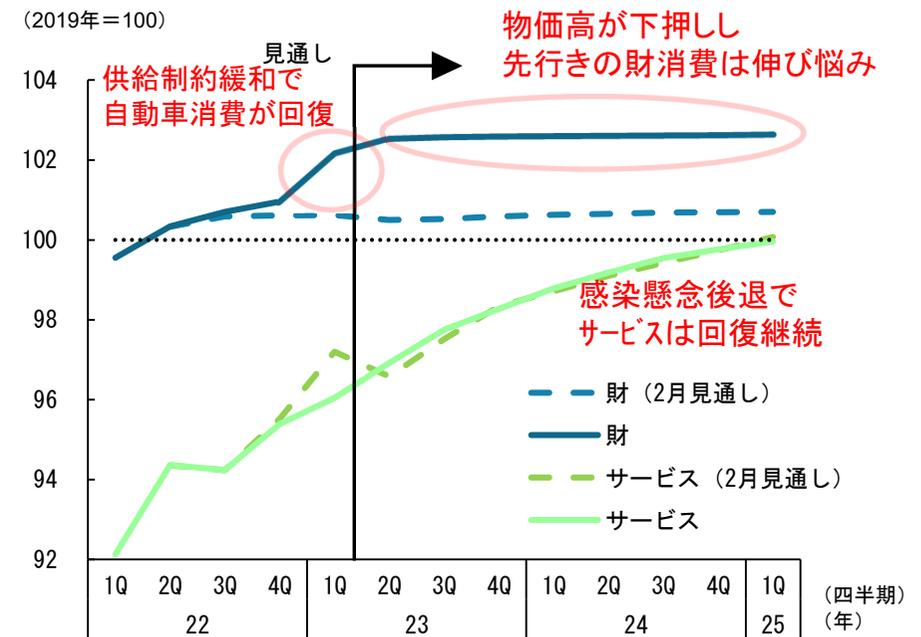
- 消費者物価の伸びが名目賃金を上回り、**実質賃金は2024年度まで前年比マイナスが継続。家計の実質購買力は低下し、企業の値上げ慎重姿勢を誘発**
  - 2023年度後半は物価高が下押し要因となり財消費は伸び悩み見通し。なお、コロナの感染分類変更や全国旅行支援の延長を背景に、サービス消費は堅調な回復を維持するとの見方

## 実質賃金の推移



(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

## 財サービス消費の見通し

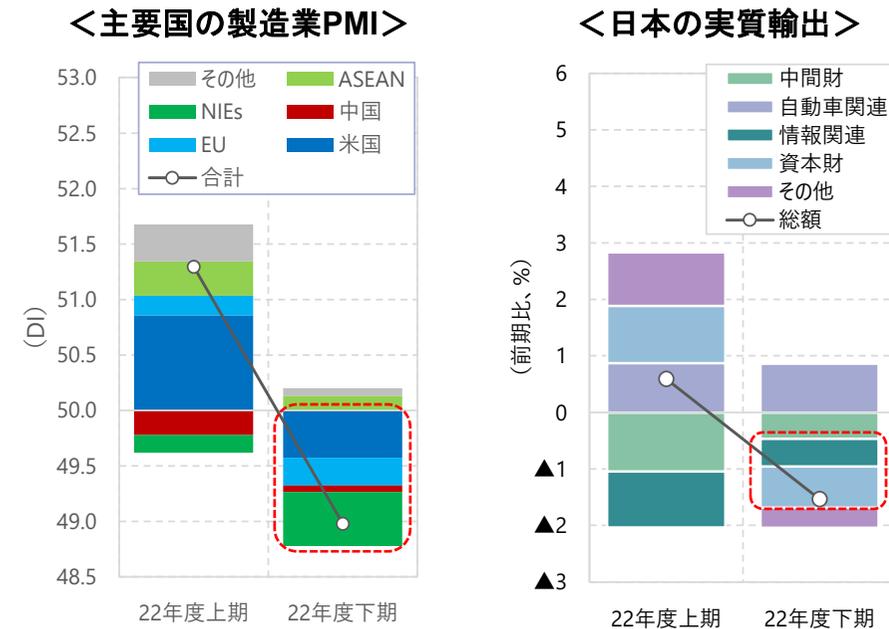


(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：世界の製造業サイクル調整長期化を受け財輸出は2022年後半以降下振れ

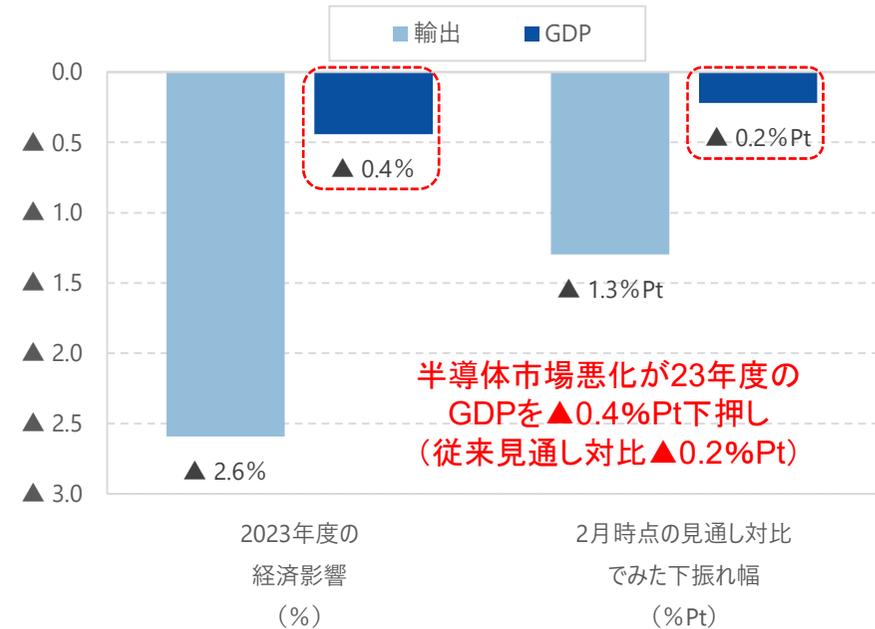
- 日本の主要輸出先国・地域の製造業PMIは、アジアNIEsや米欧を中心に低下
  - 米欧の景気減速や半導体市場の調整が背景。日本の2022年度下期の実質輸出は、資本財や情報関連財の減少が下押しし前期比マイナス。2023年度も半導体など製造業サイクルの調整長期化で弱い動きが続く
  - 半導体市場の調整により、2023年度の日本の輸出が▲2.6%Pt、GDPが▲0.4%Pt程度下押しされると想定。従来の想定に比べマイナス幅が拡大する見込み

## 主要国の製造業PMIと日本の実質輸出



(注) 季節調整値。左図の合計は2022年の輸出額で加重平均した値。NIEsは韓国、台湾、香港、シンガポール。その他はオーストラリア、カナダ、インド、ブラジル (出所)Refinitiv、財務省「貿易統計」、日本銀行「実質輸出入の動向」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 半導体市場の調整長期化に伴う日本経済への影響度

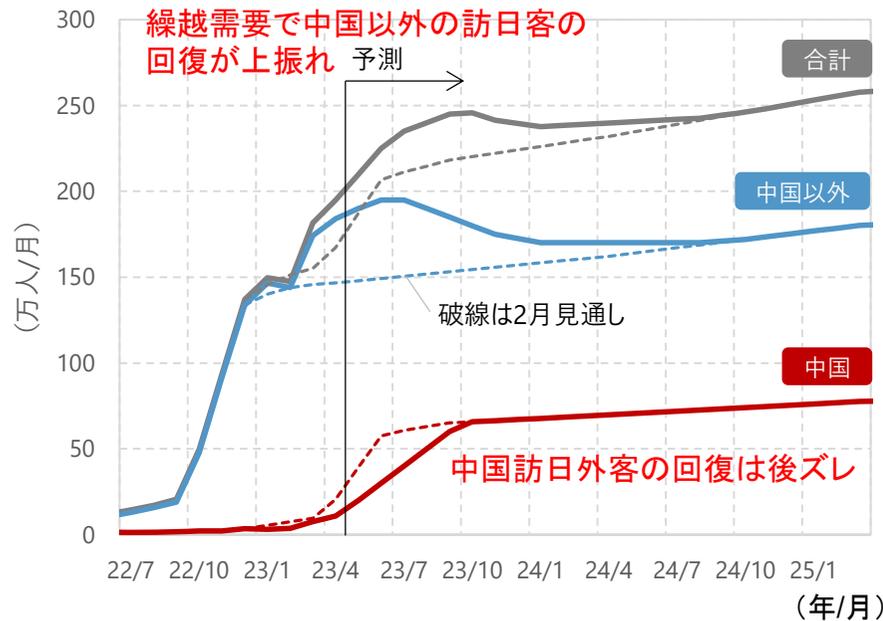


(注) 時系列でみた世界半導体売上高と日本の輸出・GDPの関係を基に試算 (出所)CEIC等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：インバウンド需要は中国以外の訪日客増や旅行単価の上振れが回復を牽引

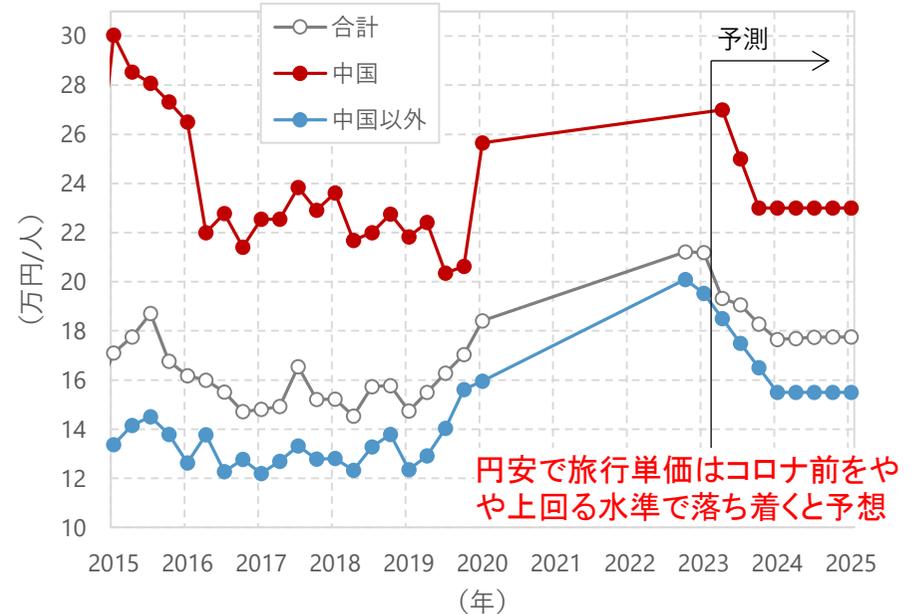
- 訪日外客数は中国以外を中心に順調に回復。2月見通し対比で上振れ
  - 中国以外の訪日外客数が3~4月に大幅増（4月時点でコロナ禍前比99%の水準）。今後はコロナ禍の繰延需要の一服により、夏場以降に中国以外の訪日外客数が一旦減少し、その後緩やかな回復パスに収束すると予想
  - 一方、中国の訪日外客数は下振れ。団体旅行解禁の遅れや感染懸念の残存により、回復ペースを後ろ倒し
- 一人当たり旅行支出は、円安を背景に、中国・中国以外どちらもコロナ禍前をやや上回る水準に落ち着くと想定
  - 訪日客・支出単価の増加によりインバウンド需要が2023年度GDPを0.6%押し上げ

## 訪日外客数の見通し



(出所) 日本政府観光局「訪日外客数・出国日本人数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 訪日外国人の一人当たり旅行支出



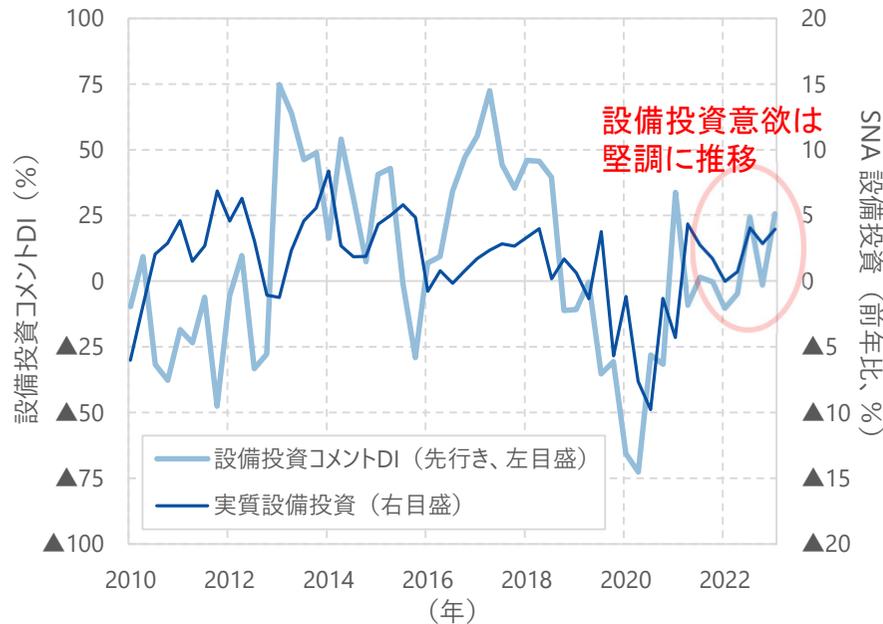
(注) 2020年4~6月期から2023年1~3月期のデータはコロナ禍で非公表もしくは外れ値のため表示していない

(出所) 観光庁「訪日外国人消費動向調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:DX・GX等の構造的な投資需要を背景に設備投資は底堅く推移

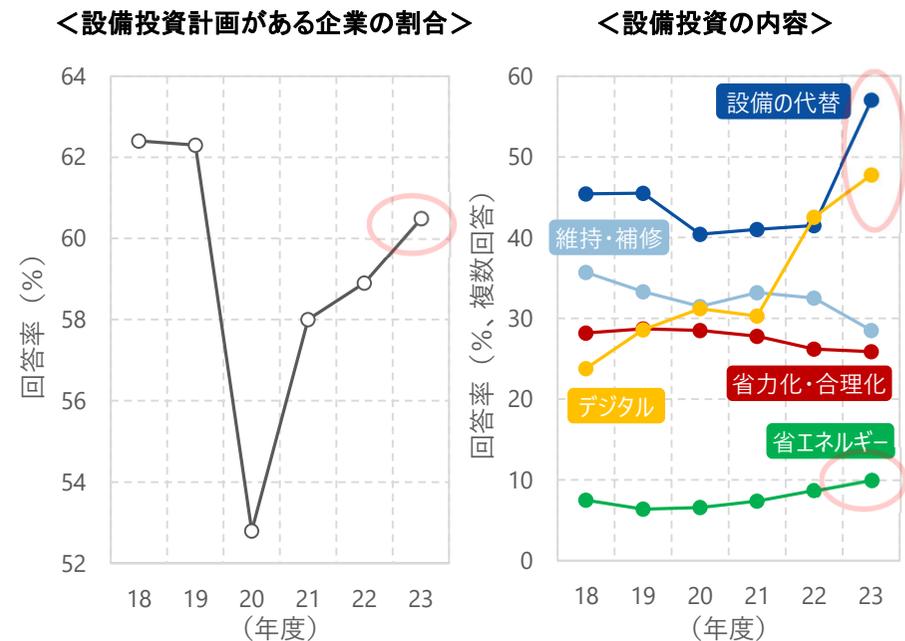
- 欧米経済の減速が製造業を中心に業況の下押し要因となる一方、設備投資は底堅く推移する見込み
  - 企業のコメントから作成した**設備投資DIは再びプラス圏**に。**先行きの設備投資が底堅く推移することを示唆**
- アンケート調査では、設備投資計画がある企業の割合がコロナ禍前の2018～2019年の水準に肉薄
  - 投資目的では、**更新投資に加え、デジタル(IT、DX)投資や省エネルギー(脱炭素化、GX)投資の回答率が上昇**

## 設備投資コメントDIと実質設備投資



(注) 設備投資関連コメントDIは、景気ウォッチャー調査の企業関連動向でコメントに設備投資関連語(設備、投資、建設、工事、稼働、生産能力)が含まれる回答について、判断がポジティブ(良い、やや良い)な回答数からネガティブ(悪い、やや悪い)な回答数を減じ、ポジティブ・ネガティブ回答数の合計で除した値  
 (出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」、「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

## 設備投資アンケート調査

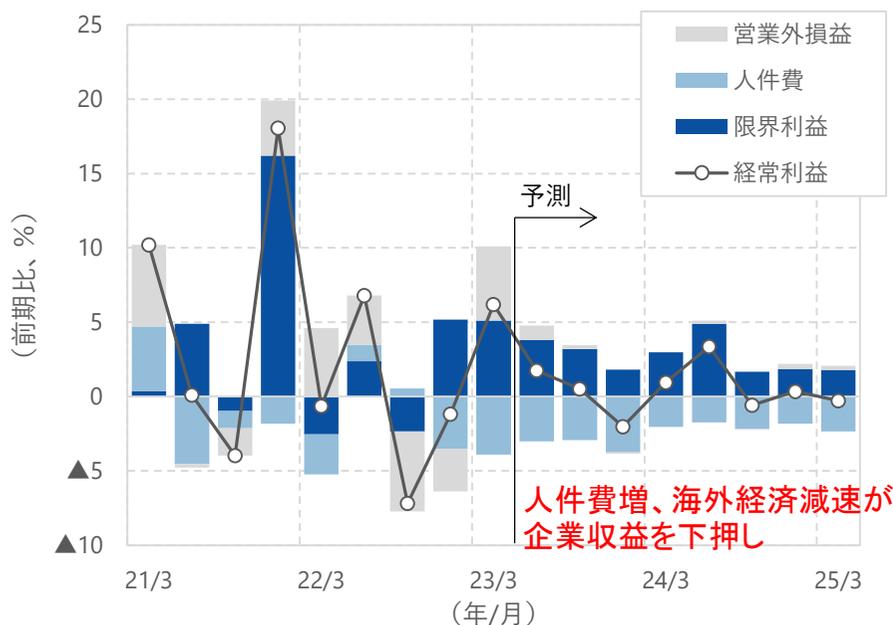


(注) 調査時期は毎年度4月、回答数は大企業・中小企業を含む全国約1万社。デジタル投資は2021年以前が「情報化関連投資」、2022年以降が「情報化関連投資」と「DX」の合計  
 (出所)帝国データバンク「設備投資に関する企業の意識調査」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

# 日本：企業収益は緩やかに改善。一部業種では人件費増が重荷に

- 企業収益は2024年にかけて緩やかな改善にとどまる見込み
  - 輸入コスト低下に伴い限界利益率が改善する一方、欧米経済の減速や賃上げによる人件費増が先行きの増益幅を抑制する要因に
- ベア等により人件費が2%増加した場合、企業の経常利益は約4%減少すると試算
  - 人件費率が高い中小企業やサービス業を中心に利益圧迫度合いが強い傾向。とりわけ、宿泊・飲食サービスでは大企業でも利益が2桁減、中小企業は赤字転落する計算

## 経常利益の実績と見通し



(注) 限界利益＝売上高－変動費。変動費は売上原価＋販管費－人件費として計算  
 (出所)財務省「法人企業統計季報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 人件費が2%増加した場合の経常利益の減少幅

		資本金規模別			
		全規模計	10億円以上	1億円～10億円	1千万円～1億円
産業別	全産業（除く金融・保険）	▲3.8	▲1.9	▲5.0	▲7.9
	食料品	▲4.9	▲2.9	▲6.7	▲8.1
	化学	▲1.9	▲1.5	▲3.6	▲4.1
	鉄鋼・非鉄金属・金属製品	▲3.3	▲2.1	▲4.3	▲5.2
	はん用・生産用・業務用機械	▲2.6	▲1.5	▲3.7	▲7.4
	電気機械	▲2.7	▲1.9	▲6.8	▲5.1
	情報通信機械	▲3.1	▲2.3	▲4.4	▲8.7
	輸送用機械	▲2.4	▲1.9	▲7.4	▲10.4
	建設	▲5.2	▲3.9	▲3.8	▲6.3
	電気・ガス	赤字	赤字	▲2.9	▲2.1
非製造業	情報通信	▲3.4	▲1.3	▲6.2	▲14.4
	運輸・郵便	▲5.9	▲2.9	▲10.2	▲11.1
	卸・小売	▲3.6	▲1.6	▲3.6	▲6.3
	不動産・物品賃貸	▲1.7	▲0.9	▲2.2	▲2.4
	宿泊・飲食サービス	▲39.9	▲13.1	▲26.4	赤字
	生活関連サービス・娯楽	▲8.0	▲2.8	▲5.0	▲13.6
	専門・技術サービス・学術研究	▲2.4	▲0.5	▲3.9	▲18.1

(注) 2022年度の経常利益と人件費をもとに、人件費以外の条件が一定として試算。主要産業を抜粋して表示

(出所)財務省「法人企業統計季報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (5) 金融市場：長期金利は日米とも2024年から上昇、為替レートは円高・ドル安へ

- 日本の長期金利は、日銀によるYCC撤廃およびマイナス金利の解除に伴い、**2024年7～9月期に0.8%に上昇**する見通し。米長期金利は2023年末にかけて低下も、**総じて3%台を維持**する見込み
- 米国株は、米景気後退の影響から、**2024年初にかけて低下**すると予想。日本株は**2023年夏場に一段と上昇**し、2024年半ばには一時的に下落するとみられるものの、2025年以降には再び上昇へ
- ドル円相場は**2023年の夏場以降、円高・ドル安に転じる**見込み。2024年の春頃には円高が一服するとみられるものの、2024年7～9月期に想定される**日銀の金融政策の修正が、再び円高・ドル安圧力を強める**と予想

### 金融市場見通し総括表

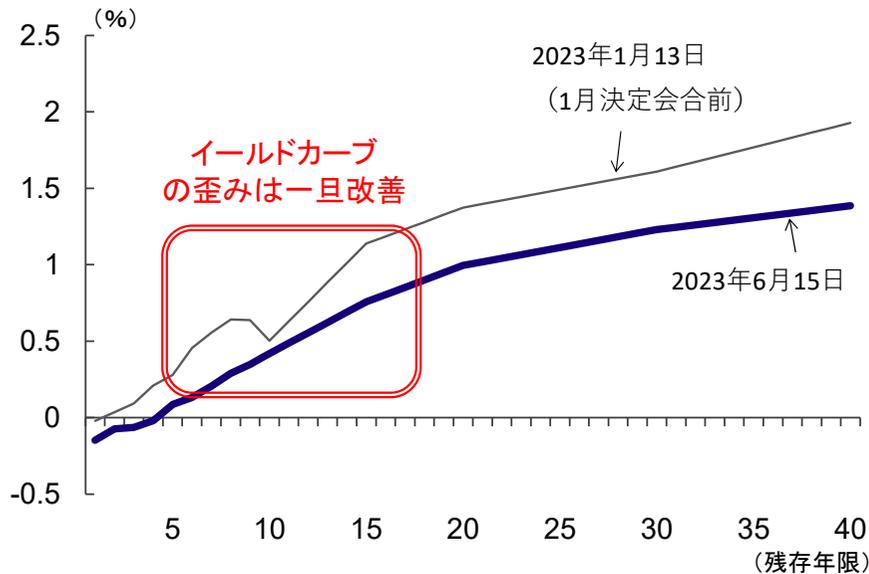
	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2022				2023				2024				2025
					1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
日本																	
政策金利付利 (末値、%)	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	0.00	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	0.00	0.00	0.00
新発国債 (10年、%)	0.09	0.29	0.15 ～0.50	0.25 ～1.05	0.18	0.24	0.22	0.27	0.44	0.35～0.50	0.15～0.50	0.15～0.50	0.15～0.50	0.25～0.50	0.55～1.05	0.70～1.00	0.70～1.00
日経平均株価 (円)	28,387	27,272	26,800 ～37,000	26,400 ～35,200	27,156	26,891	27,611	27,362	27,291	27,400～ 34,500	28,800～ 37,000	27,400～ 34,800	26,800～ 34,000	26,600～ 33,800	26,400～ 33,600	27,100～ 34,500	27,600～ 35,200
米国																	
FFレート(下限) (末値、%)	0.25	4.75	4.50	4.00	0.25	1.50	3.00	4.25	4.75	5.00	5.00	5.00	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00
新発国債 (10年、%)	1.59	3.37	2.95 ～3.95	3.10 ～4.00	1.95	2.92	3.10	3.82	3.65	3.15～3.95	3.00～3.70	2.95～3.65	3.00～3.70	3.10～3.80	3.15～3.85	3.25～3.95	3.30～4.00
ダウ平均株価 (ドル)	34,812	32,549	27,200 ～37,000	27,500 ～33,800	34,679	32,688	31,774	32,490	33,219	32,700～ 35,500	29,300～ 37,000	27,500～ 32,500	27,200～ 32,200	27,500～ 32,500	27,800～ 33,000	28,200～ 33,400	28,600～ 33,800
ユーロ圏																	
ECB預金ファンクティ金利 (末値、%)	▲ 0.50	3.00	3.75	2.00	▲ 0.50	▲ 0.50	0.75	2.00	3.00	3.50	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25	2.50	2.00
ドイツ国債 (10年、%)	▲ 0.17	1.73	2.00 ～2.75	2.05 ～2.80	0.17	1.10	1.36	2.14	2.34	2.05～2.75	2.00～2.70	2.00～2.70	2.05～2.75	2.05～2.75	2.05～2.75	2.10～2.80	2.10～2.80
為替																	
ドル・円 (円/ドル)	112	135	127 ～146	121 ～140	116	130	138	141	132	131～144	130～146	130～144	127～141	126～140	121～135	121～135	121～135
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.16	1.04	1.01 ～1.14	1.02 ～1.14	1.12	1.06	1.01	1.02	1.07	1.06～1.13	1.04～1.14	1.03～1.13	1.01～1.11	1.01～1.11	1.02～1.12	1.03～1.13	1.04～1.14

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日銀：金融政策におけるYCC早期撤廃の蓋然性はやや低下

- 市場機能低下や物価の上振れリスクを理由としたYCC早期撤廃の可能性は低下
  - イールドカーブの歪み、市場機能低下は改善。早急な追加の対処は一旦不要な状況
  - 植田総裁は物価の上振れ・下振れ双方のリスクを警戒、基調的物価の見極めに慎重なスタンス

### 日本の金利のイールドカーブ



市場機能低下への早急な追加対処は一旦不要な状況(長い目での課題は残る)

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 基調的な物価の評価に関する植田総裁コメント(6月会合)



「データ、情報の更なる収集・分析で持続性への認識を深めていきたい」  
「目標達成せずにインフレ率が下がった場合のほうが対応が難しいと判断している」(6月決定会合後の植田総裁記者会見より)

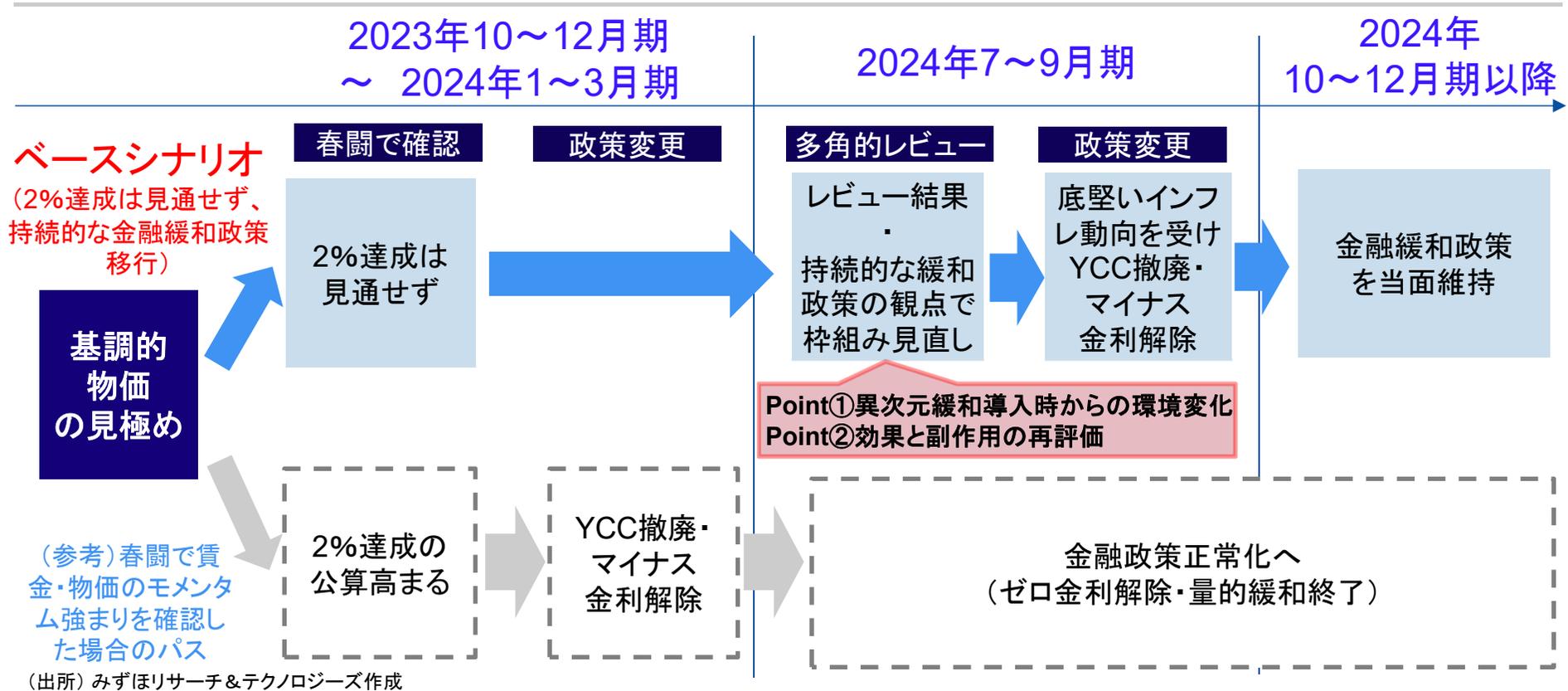
植田総裁は見極めに慎重なスタンス

(出所) 日本銀行、Wikipedia Commonsより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日銀：2%物価目標達成に至らず。レビュー後に持続的な緩和政策への移行を予想

- 日本銀行は基調的物価を慎重に見極め。その後、多角的レビューを踏まえ持続的な金融緩和へ移行するものと予想
  - 日銀は2024年春闘などで賃金・物価のモメンタムを確認。2%物価目標の達成に至らずと判断
  - 多角的レビューでこれまでのマクロ経済環境を踏まえた効果と副作用を評価。持続的な金融緩和政策へ移行
    - なお、春闘で2%目標達成の公算が高まれば、異次元緩和政策を見直し金融政策正常化へ踏み出す可能性も

## 日銀金融政策のシナリオ予想



# 日銀：レビューではマクロ経済環境を踏まえた金融政策の効果と副作用を検証

- レビューでは、①異次元緩和導入時からの環境変化(デフレ環境からインフレ環境にシフト)②効果と副作用(副作用として為替のボラティリティ・金融機関へのマイナス影響)、が検証されるものと想定。**インフレ環境にシフトしたこと、異次元緩和を長期間続けることによる副作用の影響に留意し、YCC撤廃・マイナス金利解除が適切と判断するとの見方**

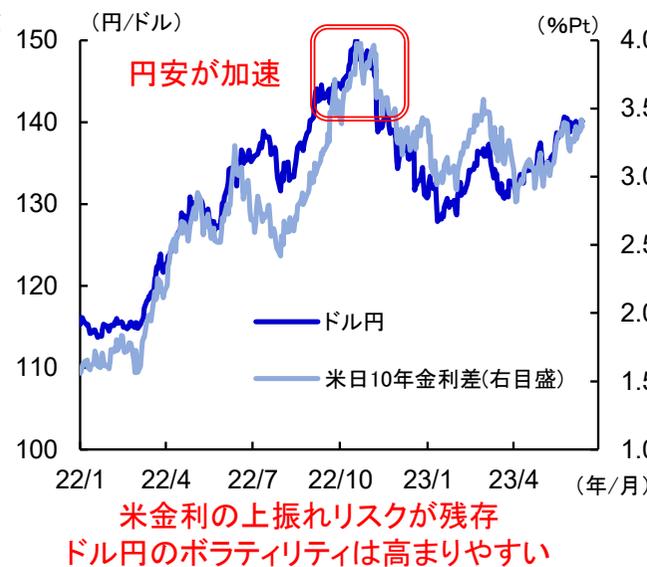
## Point①異次元緩和導入時からの環境変化

### コアCPI(消費税調整後)

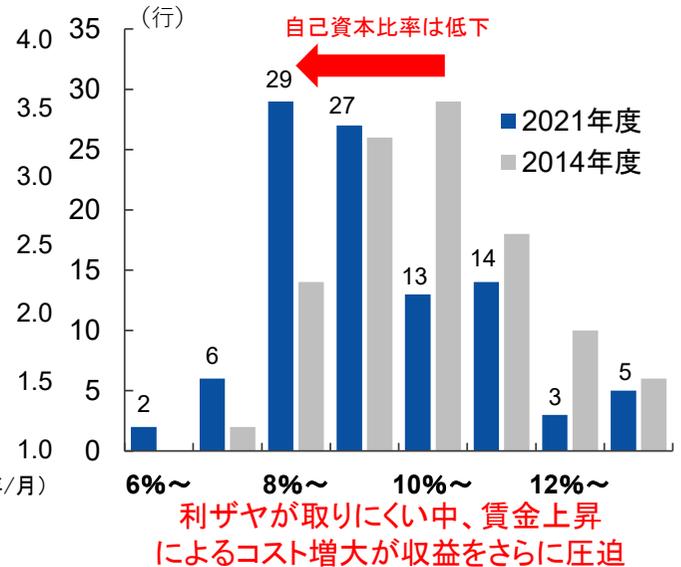


## Point②副作用の評価

### ドル円



### 地域銀行の自己資本比率



異次元緩和導入時と異なりインフレ環境にシフトしたこと、副作用が従来よりも大きくなっていることなどを再評価。持続的な金融緩和政策シフトの観点から、YCC撤廃・マイナス金利解除へあわせて、急激な金利上昇を抑えるべくフォワードガイダンスを強化

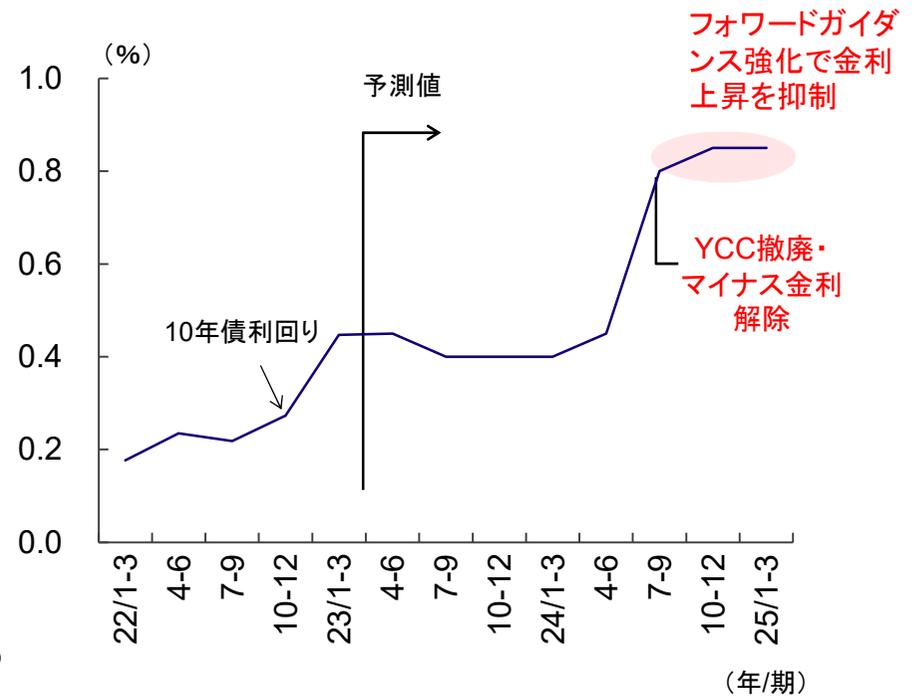
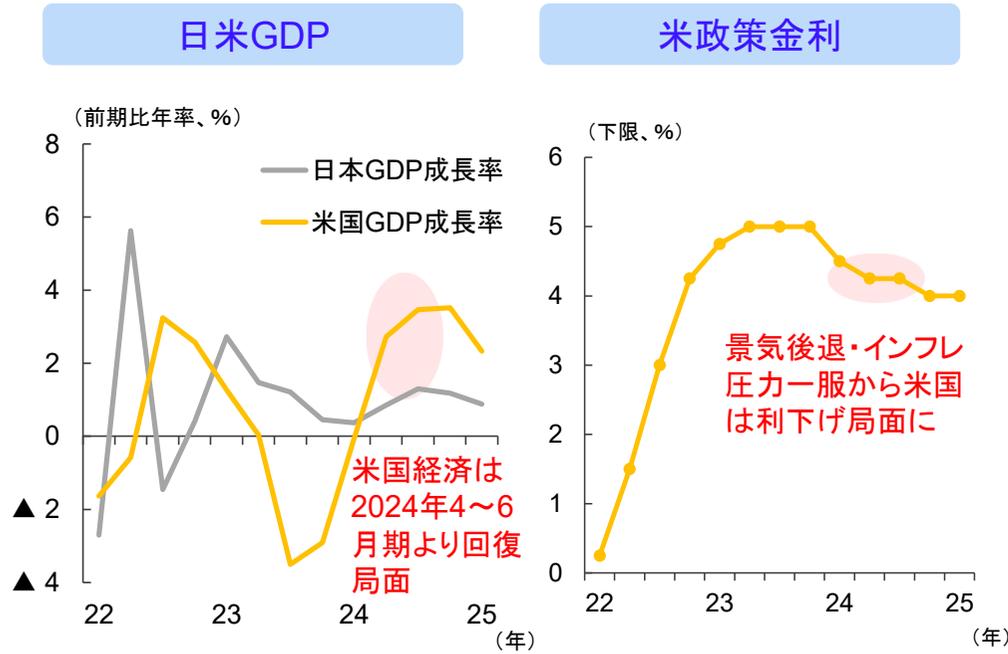
(出所) 総務省、Refinitiv、全国銀行協会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日銀：政策変更時期は外部環境に鑑み2024年7～9月期。長期金利は0.8%に上昇

- **日銀の金融政策変更は、外部環境を考慮し2024年7～9月期を予想**
  - 日米経済が回復局面にあり金利上昇に景気が耐えうること、米金利が利下げ局面にあり過度な円金利上昇リスクが小さいことが要件に
- 日本の長期金利は、YCC撤廃・マイナス金利解除に伴い**2024年7～9月期に0.8%**に上昇する見通し
  - ただし、緩和的な金融政策は継続となるため、フォワードガイダンスの強化等で過度な金利上昇を抑制

## 日銀金融政策を巡る外部環境

## 長期金利見通し



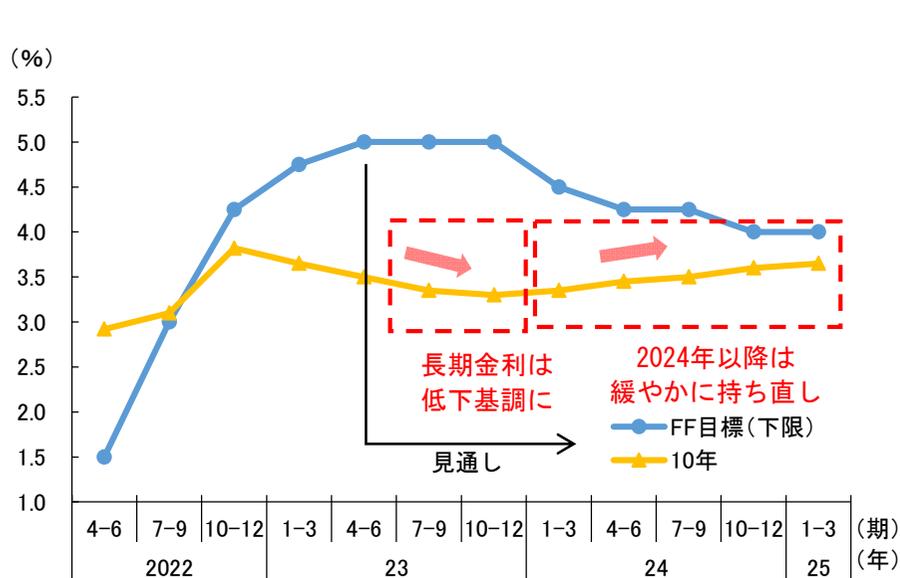
(出所) 内閣府、FRB、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米金利: 長期金利は2023年末にかけ低下局面も、予測期間を通じて3%台を維持

- **米長期金利は景気後退の影響で低下するも、金融引き締め長期化の見方は変わらず、3%台での推移が継続**
  - 2023年末にかけ景気後退を織り込む形で低調となるも、FRBの金融引き締め長期化姿勢が金利水準全体を押し上げ、3%台を維持。2024年以降は景気回復に伴い緩やかに持ち直し、3%台後半を見込む
  - なお、米国債務上限問題は財政責任法が成立も、財政悪化は依然として続いている状況。財政の持続性に対するリスクが意識されれば、米国債のタームプレミアム上昇を通じて、金利水準を押し上げる可能性

## 米国金利の見通し

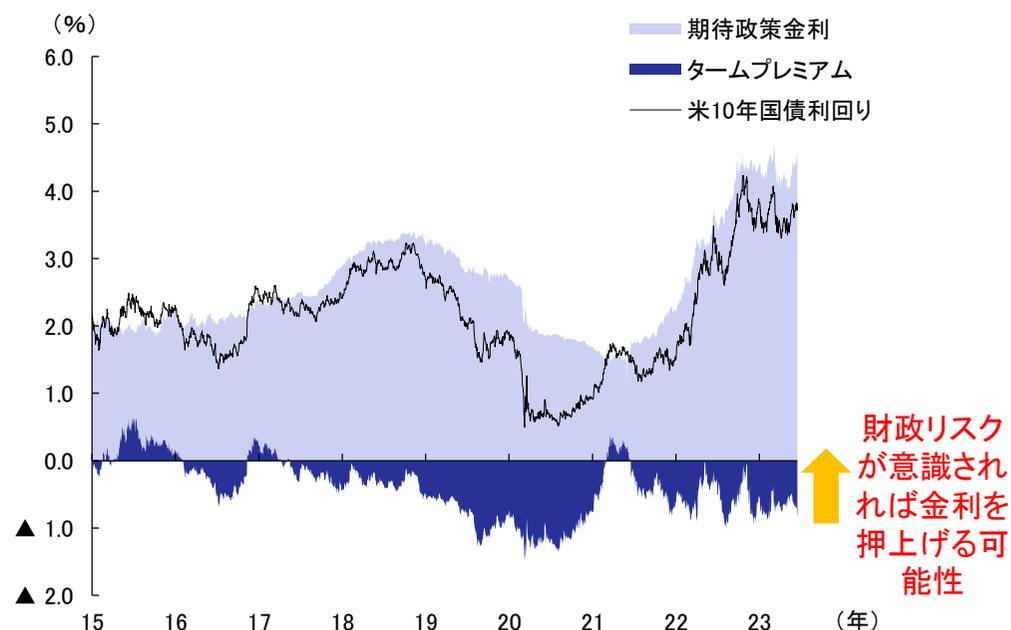


(注)10年は米国債利回り(四半期平均)。長期金利見通しは予測レンジの中央値を示す。

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

## 期待政策金利と米国債のタームプレミアム



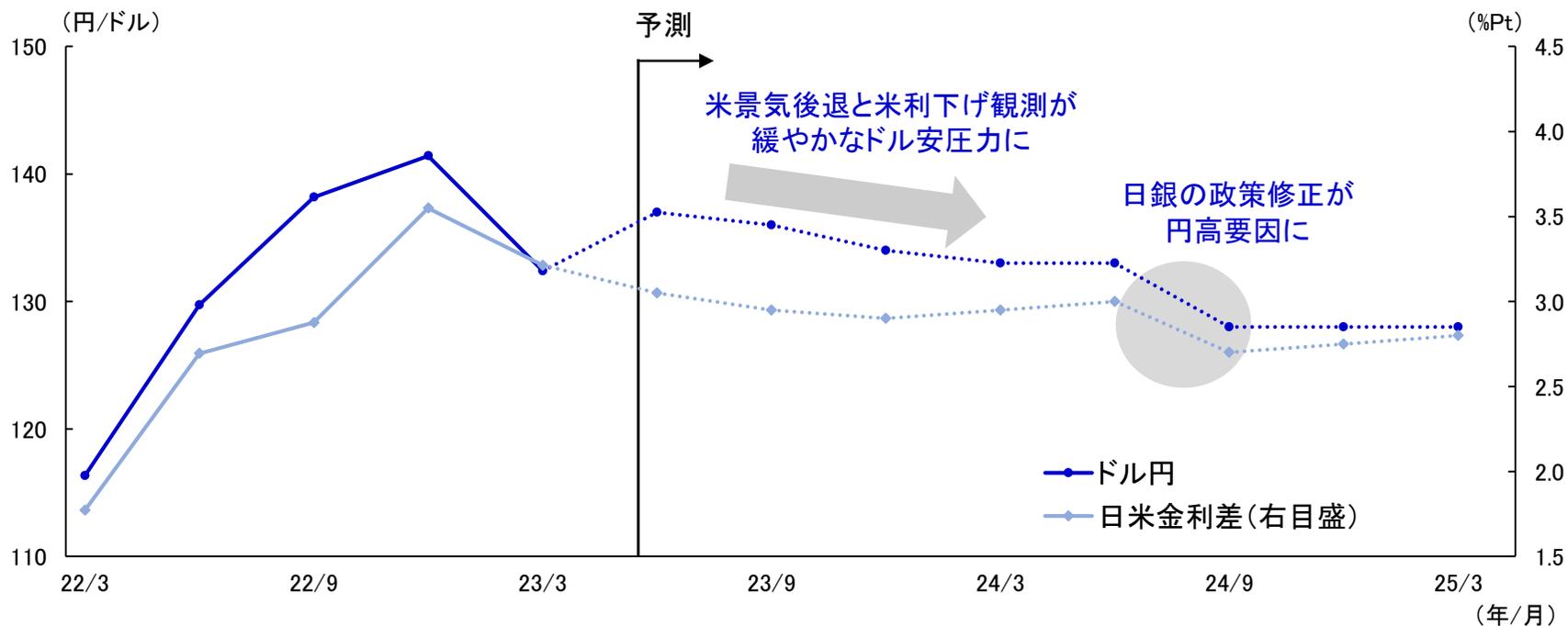
(注)NY連銀公表のACMモデルに基づく。6/16時点

(出所) Refinitiv、NY連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 為替:ドル円相場は緩やかな円高・ドル安基調に転じると予想

- 米景気後退懸念に伴う米利下げ観測の高まりから、**2023年の夏場以降、円高・ドル安に転じる見込み**  
 — もっとも、**米利下げペースは緩やかにとどまる**とみられ、急速な円高・ドル安は回避できる見通し
- 2024年の春頃には、米金利の上昇から円高が一服するとみられるものの、**2024年7~9月期に想定される日銀の金融緩和の修正**が、再び円高・ドル安圧力を強めると予想

### ドル円相場と日米金利差の現状と先行き

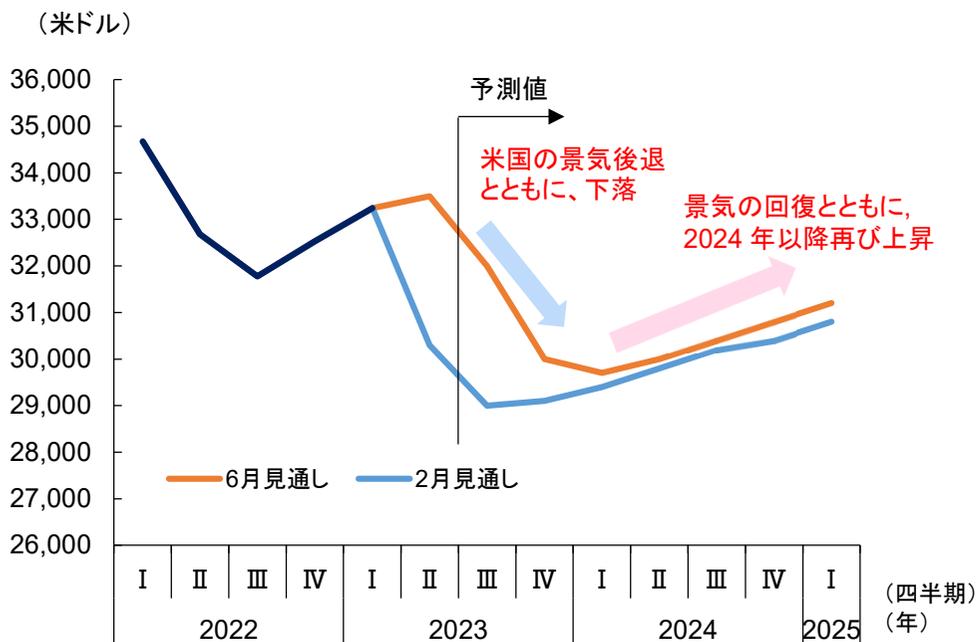


(注) 日米金利差 = 米10年国債利回り - 日本10年国債利回り  
 実線は実績値、点線は予測値、実績値・予測値とも期中平均  
 (出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 内外株式：米国株は2024年初にかけ低下。日本株は2023年夏場に一段の上昇

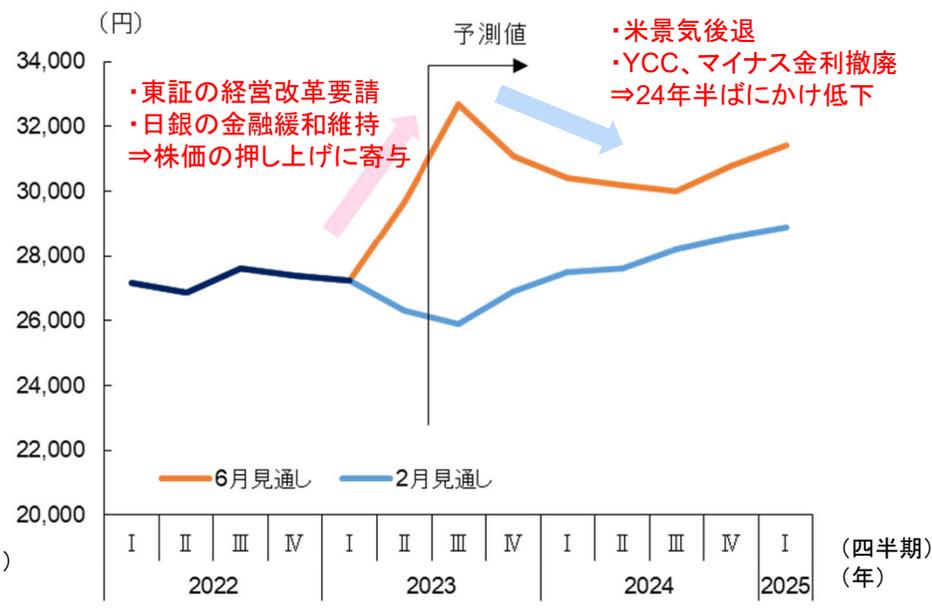
- **米国株は、米景気後退の影響から2024年初にかけ低下。回復は2024年以降を見込む**
  - 2023年は、景気後退からEPSは年末にかけ低下。また割高感も急速に解消され、PERも低下
  - 2024年以降は、景気回復を見込む。EPSは上昇し、米国株は再び上昇
- **日本株は、2023年夏場に一段の上昇。2024年半ばにかけ一時下落も、2025年以降再び上昇**
  - 東証の経営改革要請を受けた改善期待や、日銀の金融緩和維持が好感され、2023年夏場に一段の上昇
  - 2024年半ばにかけては、米景気後退やYCC・マイナス金利の撤廃から一時下落に転じると予想

## 米国株(ダウ平均)の見通し



(出所)Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本株(日経平均)の見通し



(出所)Refinitiv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

	2023年		2024年		2025年	
米国			11月	大統領選挙		
欧州	6月	ギリシャ議会選挙(再選挙)	5月	露プーチン大統領任期満了	1月迄	英国議会選挙
	7月	スペイン議会選挙	5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	東京都知事任期満了	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	7月	カンボジア総選挙	1月	台湾総統選挙		
	秋	中国共産党3中全会	2月	インドネシア大統領・議会選挙		
			3月	中国全国人民代表大会		
			4月	韓国議会選挙		
			2月迄	ミャンマー総選挙		
			春頃	インド総選挙		
その他	9月	G20サミット(インド)	6月	メキシコ大統領・議会選挙		
	10月	アルゼンチン大統領・議会選挙	年内	G20サミット(ブラジル)		
	11月	COP28(UAE)	年内	COP29		

(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5年連続増の食糧価格上昇(2022年)

消費税込	2022年の年間食糧増価率(%)	収入に対する負担率(%)	負担率の増分(%)			
300万円未満	22.840	18.899	43.338	26.7	40.8	+17.1
300~400万円	26.147	21.261	47.306	24.8	30.9	+13.4
400~500万円	26.484	23.121	51.805	24.9	26.1	+11.2
500~600万円	26.184	24.004	53.186	20.9	21.9	+11.0
600~700万円	31.305	24.261	55.566	19.7	18.8	+8.9
700~800万円	32.205	24.467	56.672	18.7	17.4	+8.0
800~900万円	32.205	26.147	58.272	15.2	16.0	+8.7
900~1,000万円	35.928	26.346	62.535	14.5	15.2	+8.7
1,000万円以上	40.890	27.308	67.228	11.0	11.8	+10.0
全世帯平均	30.135	23.517	53.632	18.7	18.8	+8.9

日本のGHG多排出産業は、電力・運輸・鉄鋼・化学

日本の部門別CO2排出量(2019年)

電力・熱供給、39%  
製造業・建設業、18%  
運輸業、12%  
化学工業、8%  
鉄鋼業、5%  
非鉄金属、6%  
その他、3%

太陽光・風力等の再生エネルギー  
排出削減の取り組み  
LNG燃料船、EV

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)

コンテンツ拡大中！&gt;&gt;&gt;&gt;

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-rt.co.jp/publication/eyes/index.html>

(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)

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](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)>

【経済予測チーム】

	有田賢太郎 (全体総括)	080-1069-4556	kentaro.arita@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
・新興国経済			
	対木さおり (総括・新興国)	080-1069-4778	saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp
	井上淳 (新興国)	080-1069-4827	jun.inoue@mizuho-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
	坂中弥生 (企業・外需)	080-2158-4174	yayoi.sakanaka@mizuho-rt.co.jp
	風間春香 (家計・物価)	080-1069-4642	haruka.kazama@mizuho-rt.co.jp
	中信達彦 (家計)	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 (家計・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。