

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

2024年12月20日

ともに挑む。ともに実る。



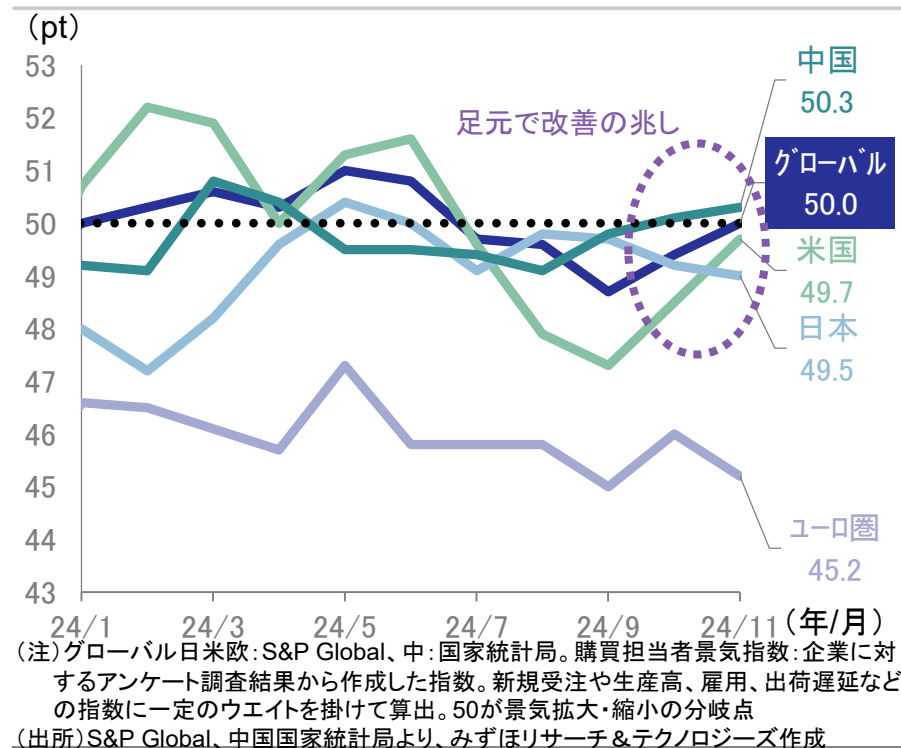
《照会先》

	担当者	メールアドレス	電話番号
米国経済	松浦大将	hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4902
	菅井郁	kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4582
欧州経済	川畑大地	daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4550
	諏訪健太	kenta.suwa@mizuho-rt.co.jp	080-1069-5060
中国経済	月岡直樹	naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp	080-1069-6684
	鎌田晃輔	kosuke.kamata@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4594
アジア経済	江頭勇太	yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4757
	西野洋平	yohei.nishino@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4774
日本経済	酒井才介	saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4626
	服部直樹	naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4667
金融市場	井上淳	jun.inoue@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4827
	坂本明日香	asuka.sakamoto@mizuho-rt.co.jp	080-1069-5064

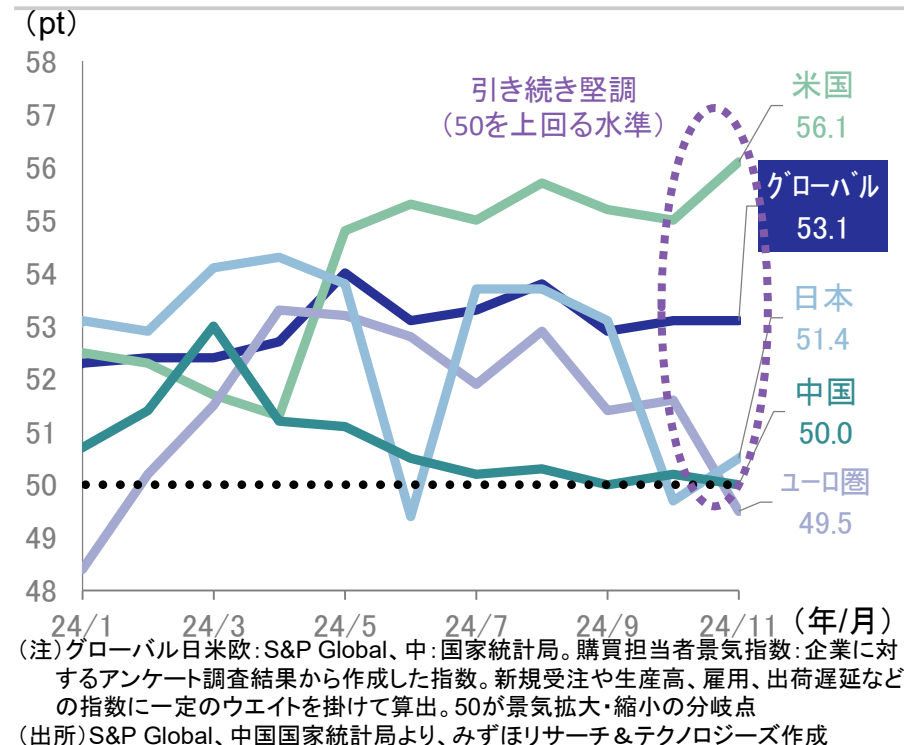
世界経済：景況感は総じてみれば製造業・非製造業ともに改善基調も、欧州には弱さ

- グローバルの製造業景況感は5カ月ぶりに節目の50を回復。一先ず業況悪化に歯止め
 - 米国は未だ50を下回るものの、新規受注が改善するなど良化の兆候。中国は政策効果が顕現しつつある模様
 - 一方、ユーロ圏はドイツ、フランス、イタリアなどが低調。新規受注や雇用が悪化しており底入れの兆しうかがえず
- 非製造業は引き続き節目となる50を上回り堅調
 - 米国は事業活動、新規受注が増加。今後、政策不透明感が景況感の悪化に繋がらないか要警戒
 - ユーロ圏はドイツ、フランス、イタリアが下押し。製造業の弱さが物流など一部サービス業に波及している模様

製造業の景況感(購買担当者景気指数)



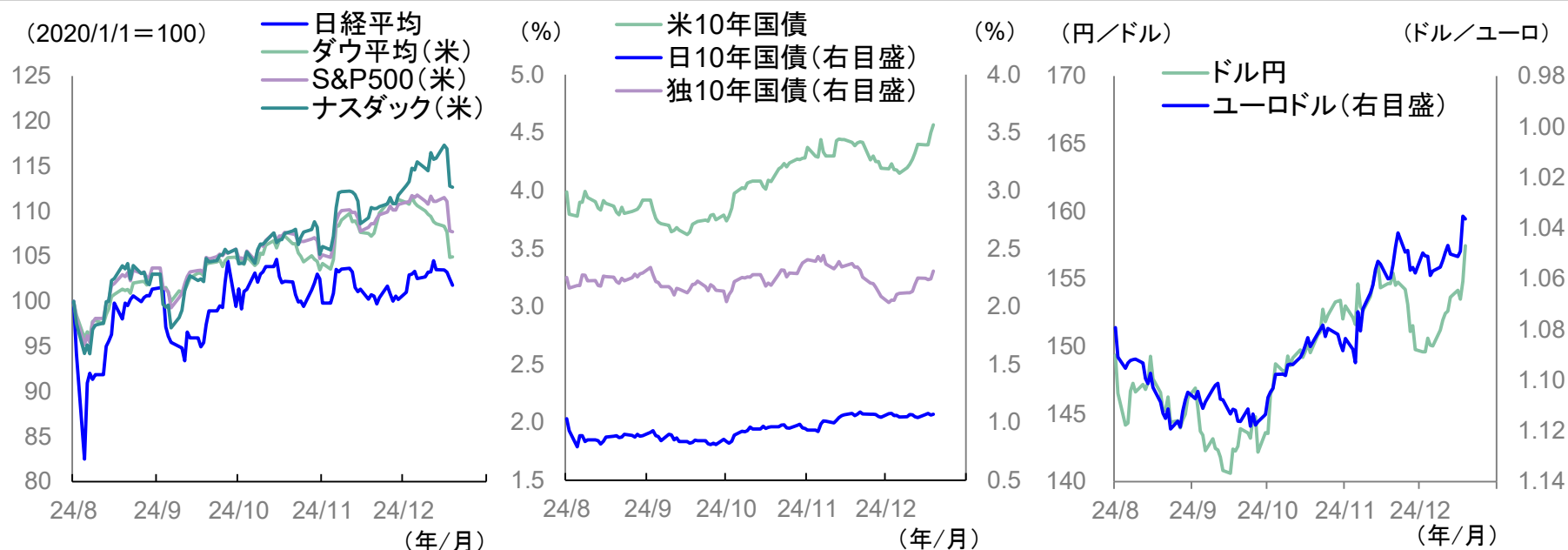
非製造業の景況感(購買担当者景気指数)



金融市場の概況：米国の想定利下げ回数低下を受け、米金利上昇・株安・ドル高

- タカ派的な米FOMC(12/17・18)を受け、米金利が上昇
 - 米FOMCでドットチャートに示めされた2025年の想定利下げ回数が、これまでの4回から2回に半減
 - 米国のインフレ率が下げ止まったこともあり、市場では米金利の高止まり観測が一段と台頭
- 米金利上昇の影響を受け、再び株安・ドル高の展開
 - 米国株は12月FOMC後に急落。一時40,000円を回復していた日本株も米株安の影響から38,000円台に
 - 一時150円程度まで円高方向に戻っていた円相場も、足元の米金利上昇により、再び150円台半ばまで円安が進行

主要マーケット指標の推移



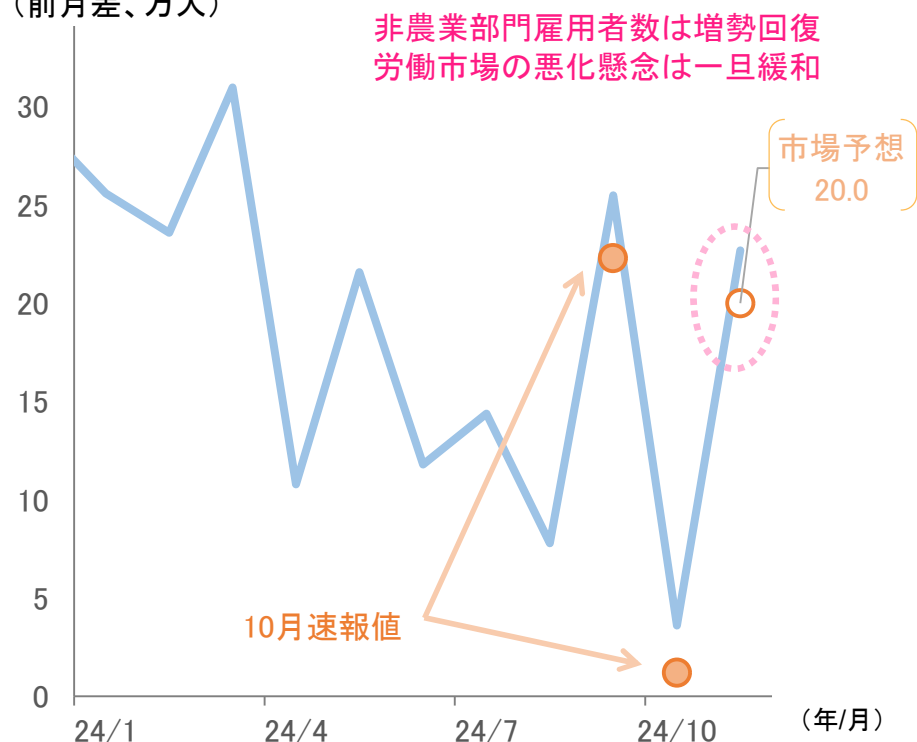
(注)いずれの指数・数値も12/19までの実績、国債利回りは気配値(取引不成立を含む)、為替レートはNY時間17時時点
(出所)LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：非農業部門雇用者数は増勢回復。労働市場の悪化懸念は一先ず緩和

- 11月の非農業部門雇用者数は前月差+22.7万人と増勢回復。ほぼ事前予想(同+20.0万人)通りの結果
 - ハリケーンやストライキのマイナス影響はく落が一因(労働争議や悪天候で職場に行かなかった就業者数は急減)。
 - 9月、10月の雇用者数も速報値から計5.6万人上方修正となっており、労働市場の悪化懸念は一先ず緩和
 - 求人件数からみた労働需要は底堅く、新規失業保険申請件数も低位で推移しており、雇用悪化の兆候みられず

非農業部門雇用者数

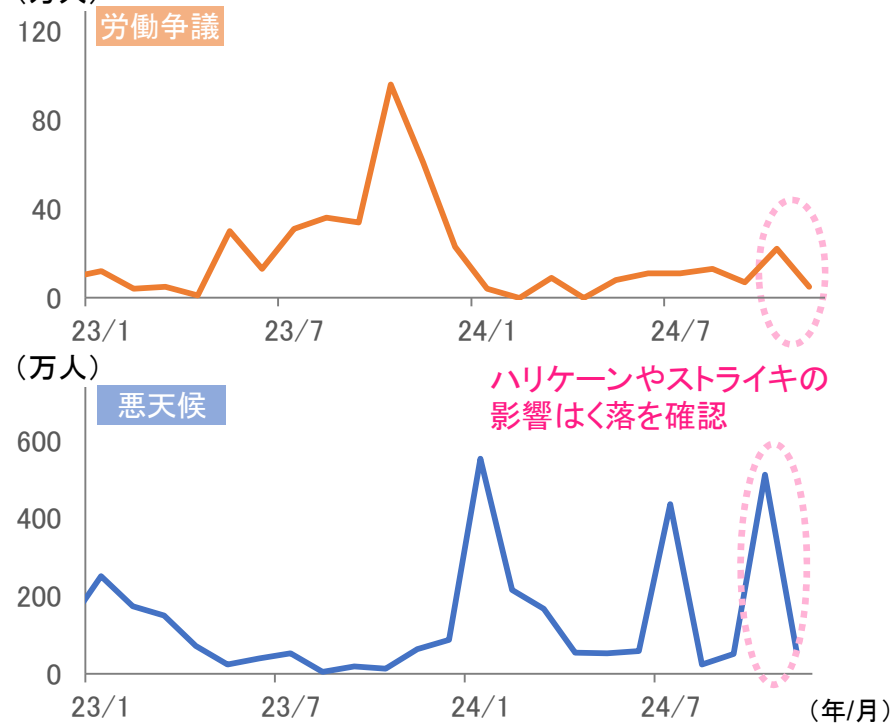
(前月差、万人)



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

労働争議・悪天候で職場に行かなかった就業者数

(万人)

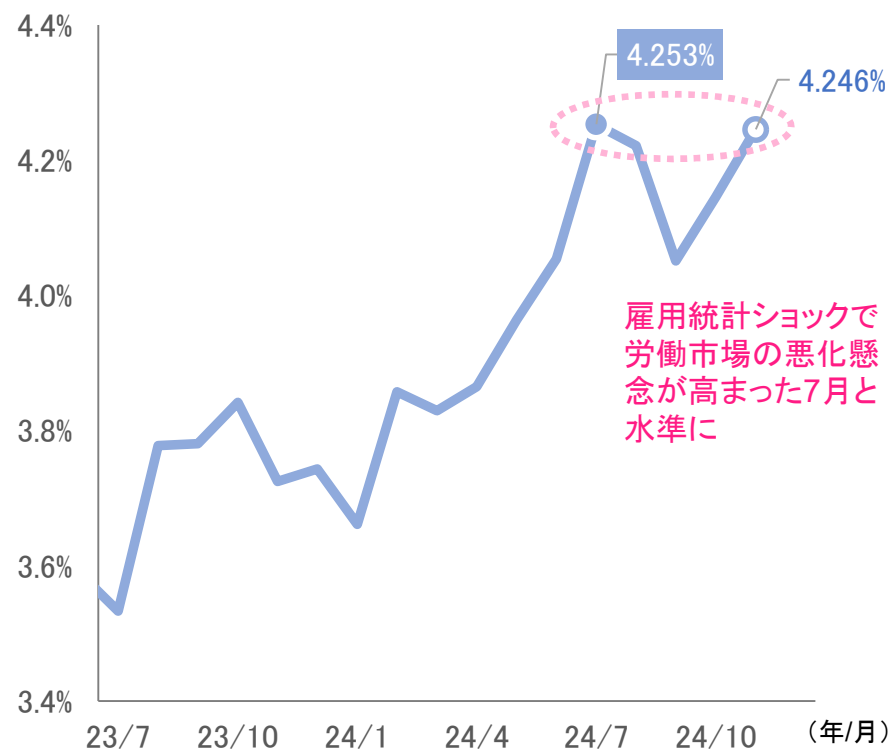


(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：失業率は上昇。既存社員解雇の動きや長期失業者の増加など気になる点も

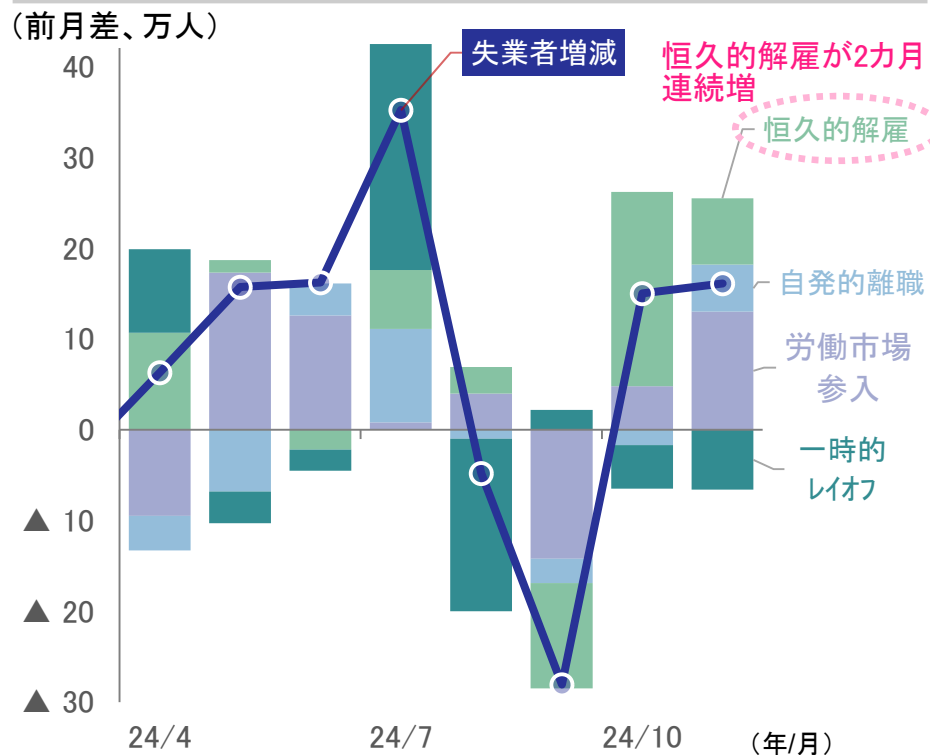
- 失業率は4.2%と2カ月連続で上昇。雇用統計ショックで労働市場悪化への懸念が高まった7月とほぼ同水準に
- 失業者増(前月差+16.1万人)の内訳をみると、一時的解雇(レイオフ)が減少する一方、恒久的解雇が2カ月連続で増加。堅調な求人一方で、既存社員解雇の動きには要警戒
 - ー 長期失業者が7カ月連続で増加するなど、職探しが難しくなりつつあることを示唆

失業率



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

失業者の変動要因



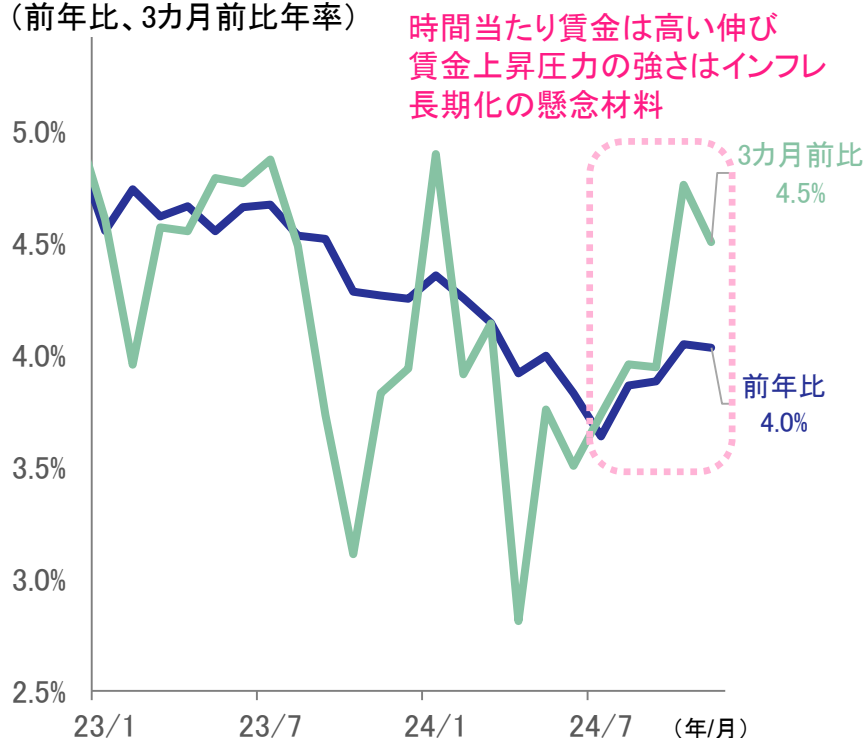
(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：時間当たり賃金は高い伸び。消費下支えの一方でくすぶるインフレ懸念

- 時間当たり賃金は前月比+0.4%と事前予想(同+0.3%)を上回る伸び
 - 悪天候の影響はく落後も年率4%台の高い伸びとなり、賃金上昇圧力の根強さをあらためて認識する結果。賃金上昇は個人消費を後押しする一方、サービス物価を中心にインフレが長引くリスク
- 従業員報酬の引き上げを計画している中小企業は増加基調。コスト増を販売価格に転嫁する動きにつながるか見極め

時間当たり賃金増減率

(前年比、3カ月前比年率)



(出所)米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

今後3カ月の販売価格・従業員報酬の見通し

(ネット%: 引き上げ—引き下げ)



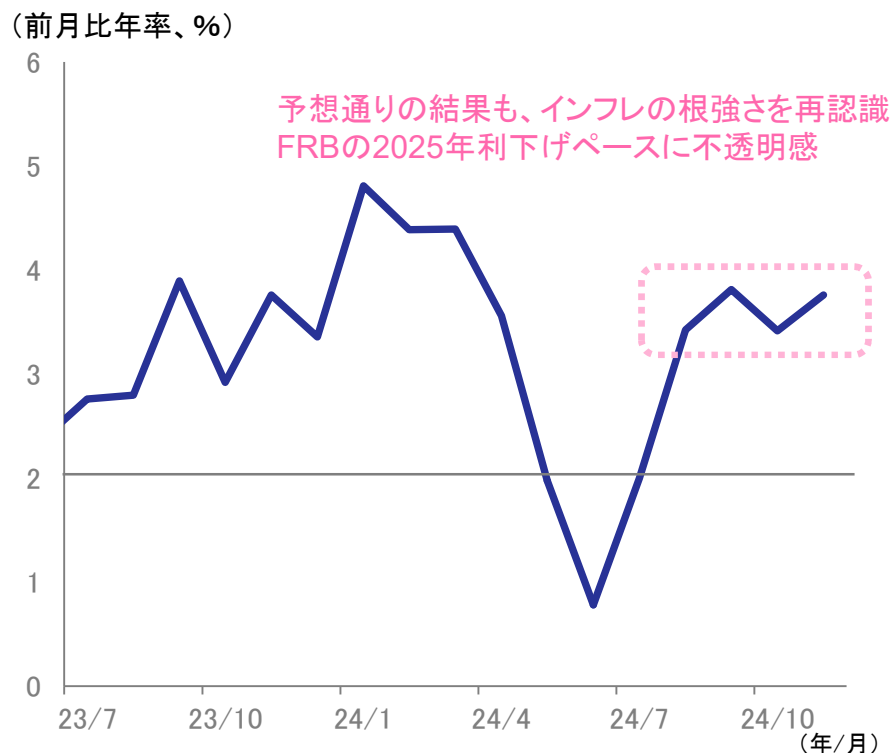
(注) 販売価格、従業員報酬とも「引き上げ」を計画している企業割合から「引き下げ」を計画している企業割合を引いたもの

(出所) NFIBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：11月コアCPIは事前予想通りの結果。市場は12月利下げをほぼ織り込み

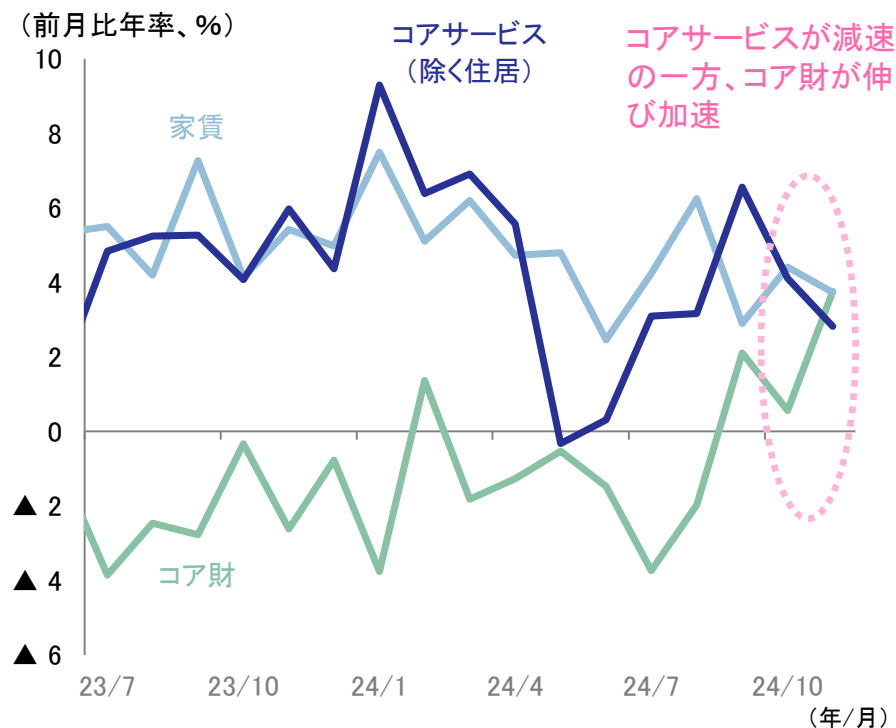
- 食料・エネルギーを除く11月コア消費者物価指数(CPI)は前月比+0.3%(10月:同+0.3%)と、事前予想通りの結果
 - 原油価格上昇を受けた航空運賃の押し上げ効果はく落等から、住居除くコアサービスが2カ月連続で減速。一方、コア財は自動車価格の上昇を背景に伸びを加速
 - 市場は12月FOMCで25bpの利下げをほぼ織り込み。ただし、2%目標を前に下げ渋りが鮮明となっているほか、港湾ストや関税引き上げへの懸念がくすぶる中、年明け以降の利下げペースには不透明感

コアCPIの推移



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コアCPIの内訳

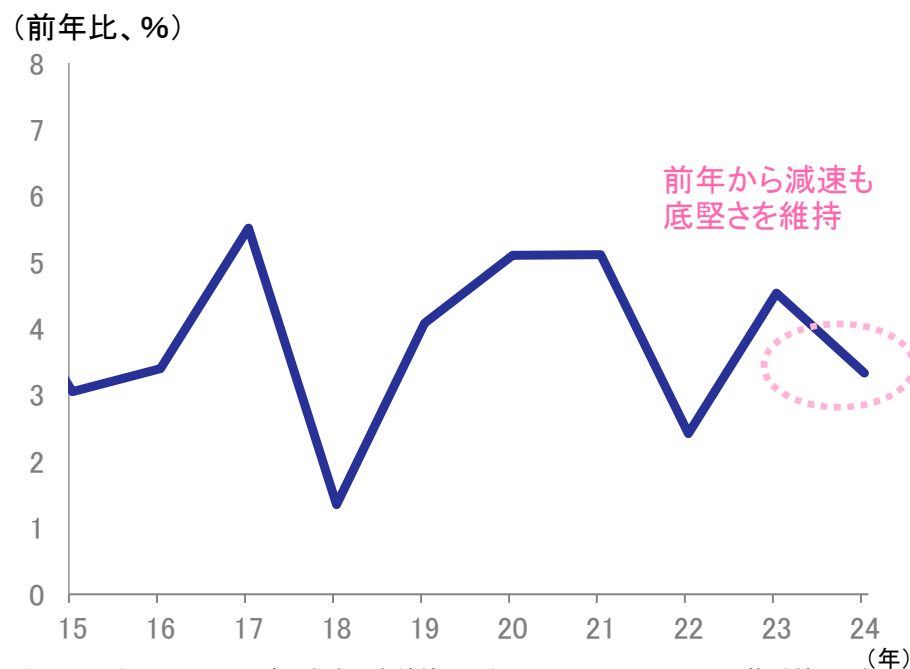


(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：慎重な見方が多かった年末商戦はオンライン売上高が下支え

- 年末商戦ではオンライン売上高の伸びが拡大。慎重な予想に反してまずまずの結果に
 - 実質ベースでは前年から減速も、底堅さを維持。小売各社による値下げ強化が奏功し、購入数量を押し上げ
- Adobeによれば11～12月の年末商戦オンライン売上高は前年比+8.6%と前年から伸び拡大
 - 価格志向の高まりを反映し、値引き幅が大きくなるシーズン後半ほど売上高が伸長
 - なお、米国経済の瞬間風速を示すGDP Nowは消費がけん引する形で前期比年率+3.3%と高成長に

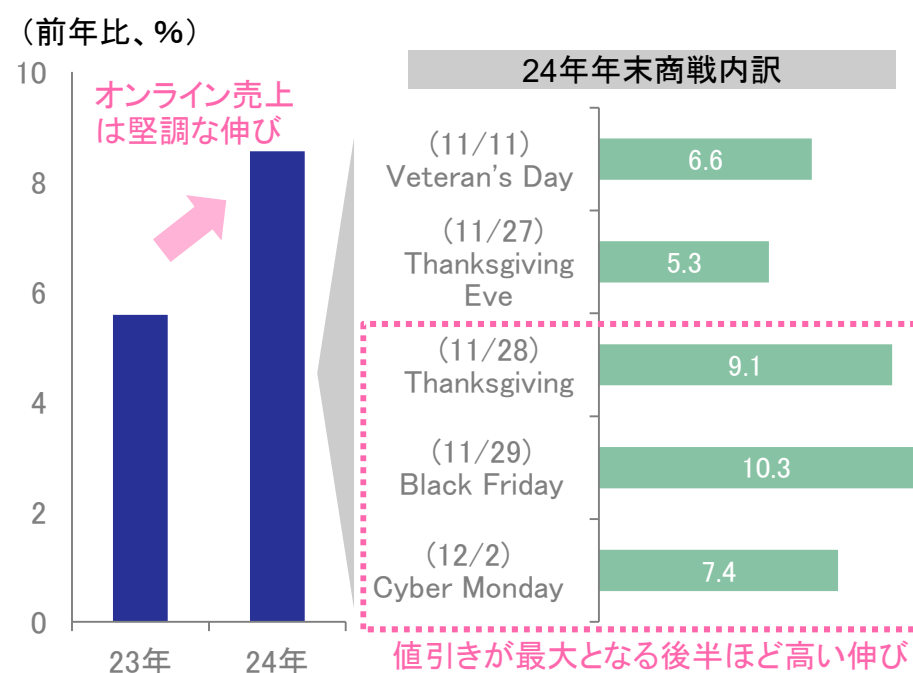
年末商戦売上高(実質ベース)



(注) 2023年まではNRFが公表する実績値。24年はNRFとMastercardの推計値(中央値)。コア財CPI(除く自動車)を用いて実質化

(出所) 全米小売業協会(NRF)、Mastercardより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

年末商戦オンライン売上高(実質ベース)



(注) コア財CPI(除く自動車)を用いて実質化

(出所) Adobeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：関税引き上げを意識させた販促が奏功した面も

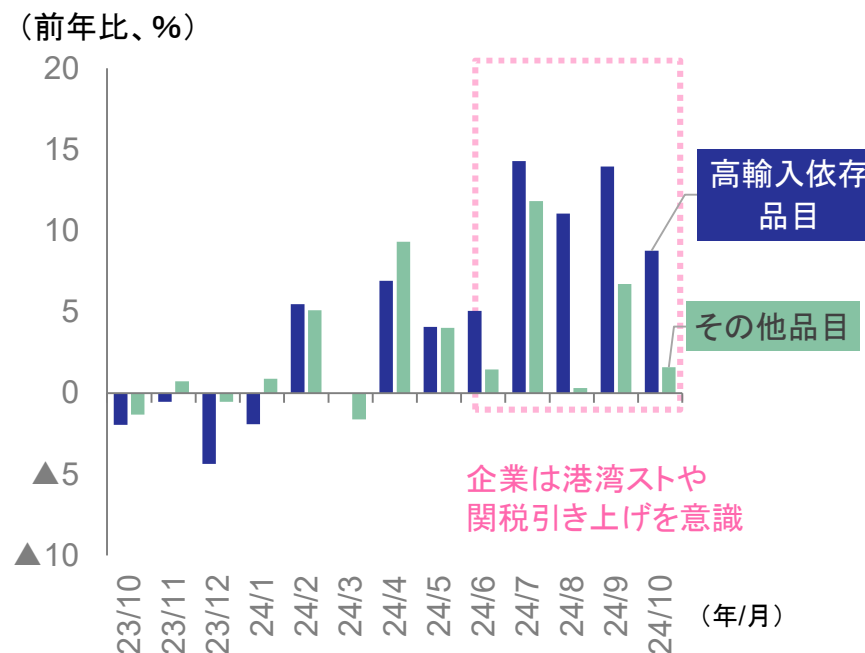
- 一部の小売業者は「関税前セール」と称して年末商戦の販促を実施。こうした動きを受けた「駆け込み」購入が底堅い年末商戦の一因となった可能性
 - 年末商戦で需要が高まりやすい衣料品やコンピューターなどは輸入依存度が高く、関税引き上げの影響を訴求しやすかった模様。年末商戦後にどの程度の反動減が生じるか見極め
- 財の輸入額をみると、輸入依存度が高い品目ほど高い伸び。企業も関税引き上げに備えて前倒しで調達

輸入依存度

年末商戦品目		36.2%
飲食料品	年末商戦品目は衣料品やコンピューターをはじめ相対的に輸入依存度が高い	10.7%
衣料品		81.5%
コンピュータ・電子		56.8%
家電		52.4%
家具		33.7%
その他(玩具・スポーツ用品・宝飾品など)		43.3%
年末商戦品目以外		4.0%

(注) 輸入依存度＝輸入額÷(輸入額＋総生産額)
 (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

財の輸入額の伸び率

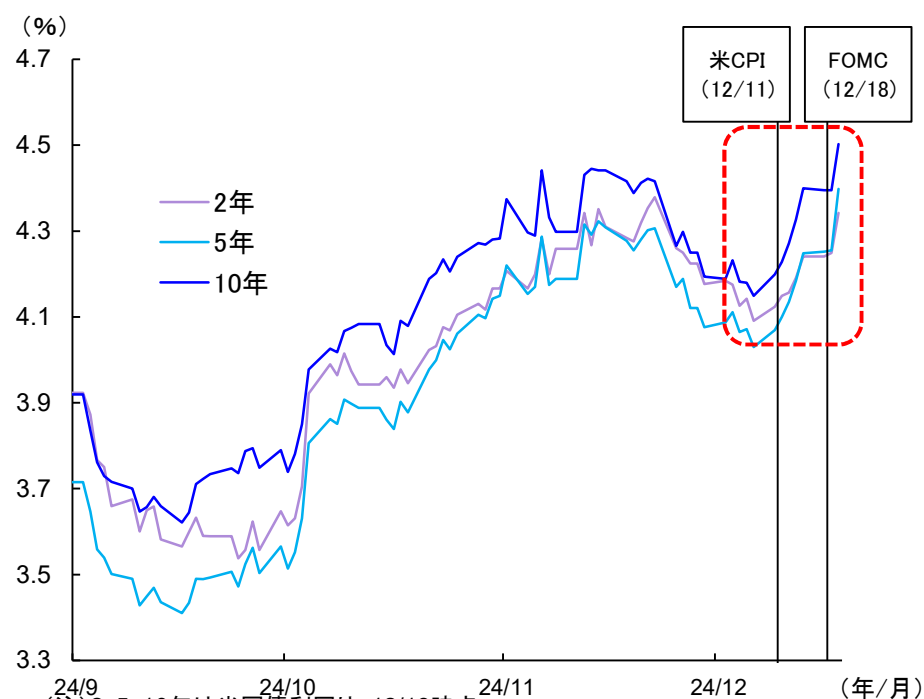


(注) 製造業のうち輸入依存度が平均より高い品目
 (出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

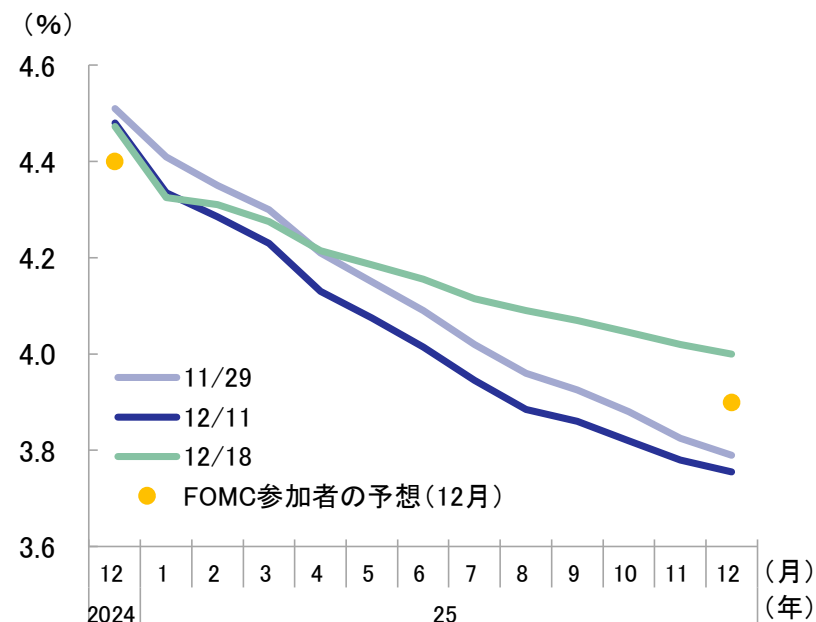
FRB: 米国債券市場「タカ派的利下げ」を受けて金利は上昇

- 米長期金利は、来年以降の利下げが緩やかに留まるとの見立てから、一時4.5%台まで上昇
 - 7月の米CPIは前月比+0.3%とインフレ圧力の根強さが改めて確認され、その後の金利は上昇基調で推移
 - 中旬のFOMCにおいて、FRBは市場の予想通り25bpの利下げを実施したが、来年以降の緩和ペースが鈍化する見通しを示したことで、長期金利は一段と上昇
- 先行きについて、利下げペースが緩やかに留まるなか、次期政権の政策に対する不透明感が残存することで、長期金利は高めのレンジでの推移が続くと予想

名目金利の推移(米国)



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)

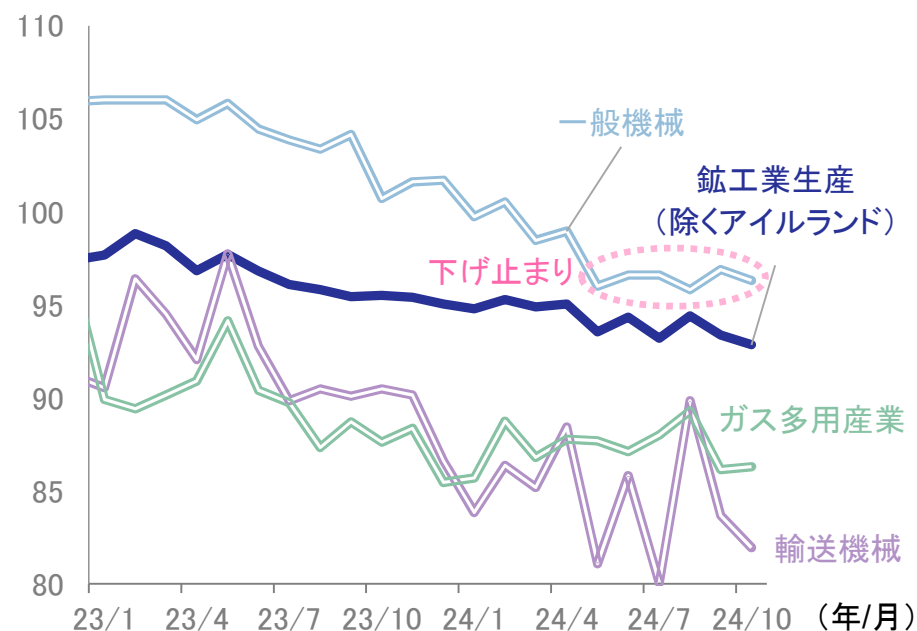
(出所) FRB、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

欧州：生産に下げ止まりの兆候。一方、ドイツは深刻な低迷続く

- 10月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比+0.0%と横ばい
 - ― 振れの大きいアイルランドを除いても同▲0.2%と小幅減にとどまる。金利引き上げの影響を受けやすい一般機械が足元で下げ止まるなど底入れの兆し。一方、ドイツは同▲1.1%と低下
- 在庫過剰感はドイツを除いて緩和傾向。緩やかながらも生産持ち直しに向けた環境が整いつつあることを示唆
 - ― 一方、ドイツは在庫過剰感拡大継続。設備投資を中心とした内需の弱さや輸出シェア縮小が背景

ユーロ圏：鉱工業生産指数

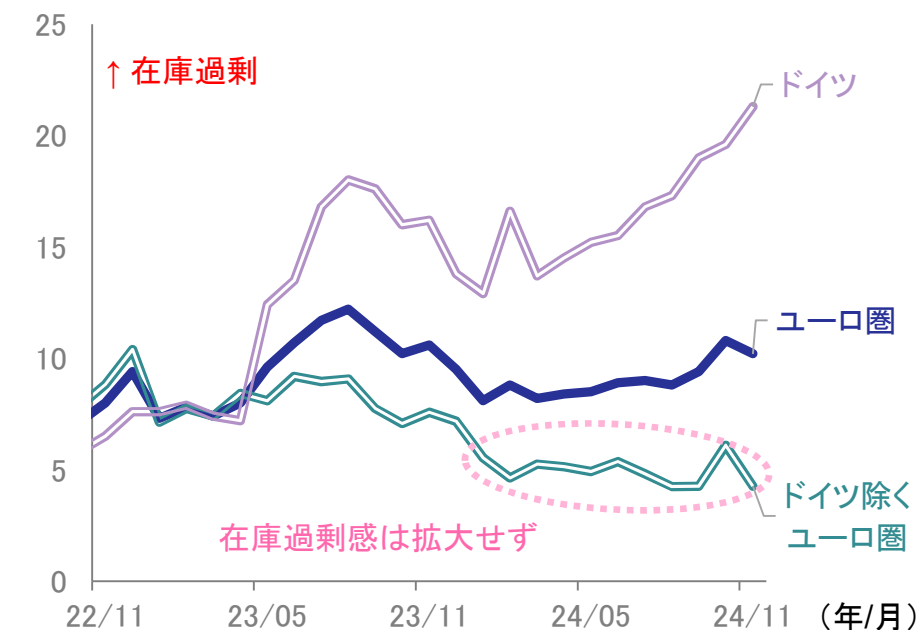
(2019年=100)



(注) アイルランド除く鉱工業生産はみずほRTが計算
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

製造業在庫判断DI

(DI)



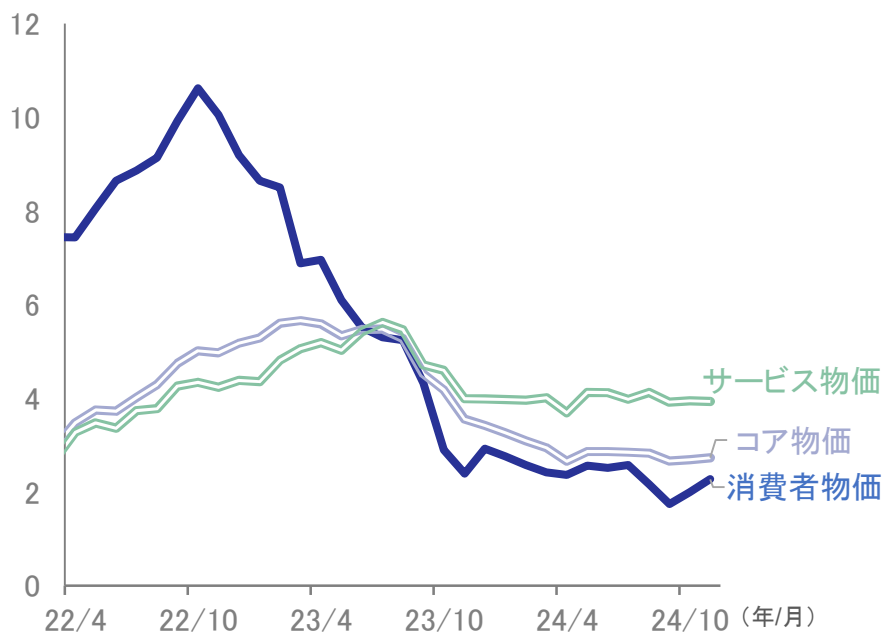
(注) アイルランドは23年2月以降のDIが未公表
(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

景気の停滞感強まる一方で物価は下げ渋り

- 11月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+2.3%(10月:同+2.0%)と加速
 - サービス物価は高止まり。背景に賃金インフレ圧力
 - 賃金の影響を受けやすい品目のインフレ率(中央値)は、減速傾向も2%物価目標対比高めで推移。ドイツやフランスを中心に、労働需給ひっ迫が賃金コストの価格転嫁を促している模様

ユーロ圏: 消費者物価指数

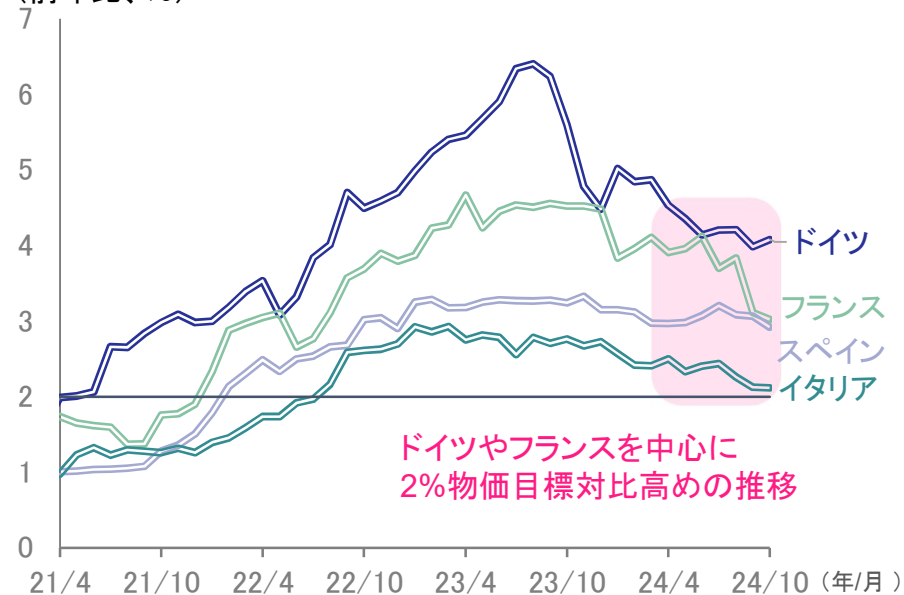
(前年比、%)



(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

賃金の影響を受けやすい品目のインフレ率(中央値)

(前年比、%)



ドイツやフランスを中心に
2%物価目標対比高めの推移

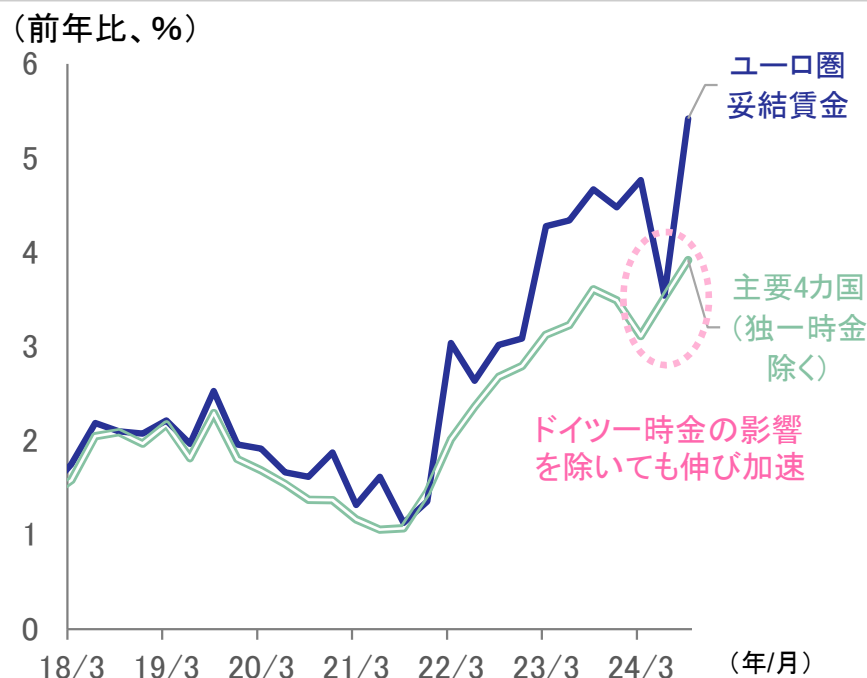
(注) 賃金に敏感なサービスは、投入コストに占める賃金の割合が平均(38%)より高い品目。消費者物価に占めるウェイトは15%程度。直近は24年10月

(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

妥結賃金は再加速。来年の利下げペースは鈍化へ

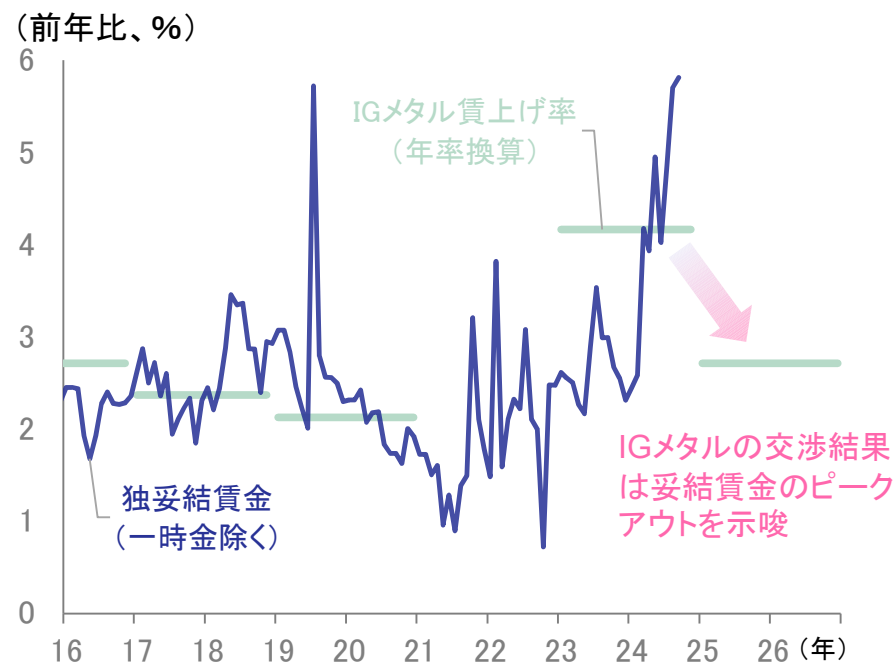
- 2024年7～9月期の妥結賃金は前年比+5.4%(4～6月期:同+3.5%)と大幅に上昇
 - ドイツ一時金を除いても加速。2年ごとに労使交渉を行う組合が多く、2022年の高インフレが遅れて影響した格好
 - ドイツ最大の労働組合IGメタルは25カ月間で+5.5%、年率+2.7%(前回: +8.5%、同+4.2%)の賃上げに合意。先行きのドイツ妥結賃金はピークアウトするとみられ、ECBの12月利下げの障害にはならず
 - ただし、来年1月以降は利下げペースが鈍化する見通し。サービス価格の減速ペースが緩慢な上に、政策金利が2%台とされている中立金利に接近していくため

ユーロ圏: 妥結賃金



(注) 主要4カ国は独仏伊西を雇用者数で加重平均。伊は24年7,8月の平均
(出所) ECB、Eurostat、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ドイツ: 妥結賃金とIGメタル賃上げ率



(注) IGメタルでは、約2年ごとに賃上げ率の交渉が行われる。グラフは年率換算した値を労使交渉の翌2年間に表示。2020年は賃上げ無しで合意
(出所) Bundesbank、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ECB: ECBは3会合連続利下げ。先行きは慎重に利下げを進めると予想

- ECBは12月政策理事会で25bpの利下げを決定。預金ファシリティ金利を3.0%に引き下げ
 - 物価は順調に減速していると評価した一方、域内インフレ圧力の残存も指摘する等、慎重姿勢は維持
 - 同時に公表された経済見通しでは、物価はエネルギー物価を中心に総合が下方修正されるも、サービス物価の下げ渋りを受けてコア物価は前回見通しからほぼ不変。競争力低下による輸出減少等を反映し成長率を下方修正
- 景気の停滞を受け、1月会合(1/30)も25bp利下げを継続する見通し。サービス物価は下げ渋っており、3月以降は利下げペースが鈍化する可能性も

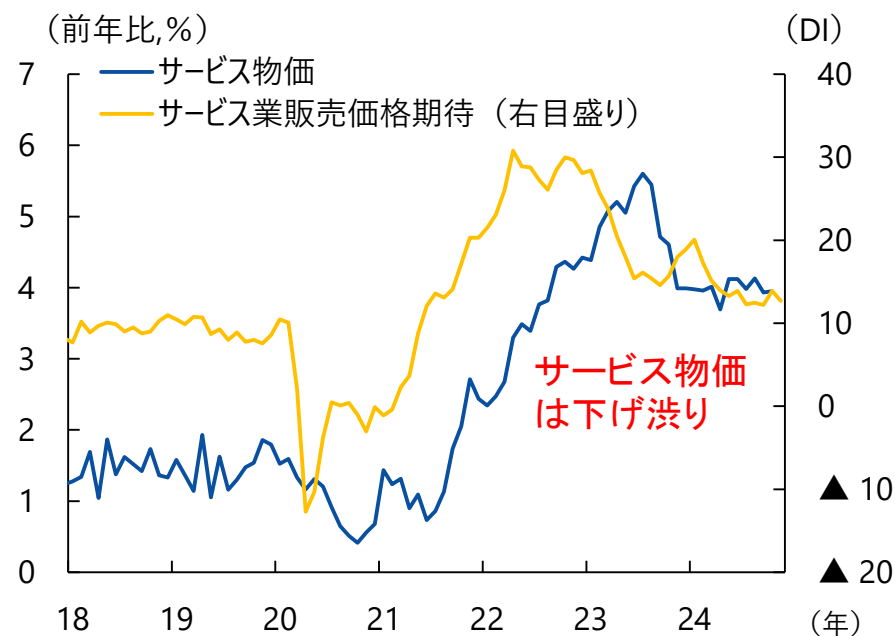
ユーロ圏: ECBスタッフ経済見通し

	2024年	2025年	2026年	2027年
GDP	0.7 (0.8)	1.1 (1.3)	1.4 (1.5)	1.3
インフレ率	2.4 (2.5)	2.1 (2.2)	1.9 (1.9)	2.1
コア	2.9 (2.9)	2.3 (2.3)	1.9 (2.0)	1.9
単位労働コスト	4.7 (4.5)	2.6 (2.6)	2.0 (2.1)	2.0
失業率	6.4 (6.5)	6.5 (6.5)	6.3 (6.5)	6.1

(注)カッコ内は9月時点のECB見通し(2027年は12月に初公表)。赤字は9月見通しから上方修正、青字は下方修正、黒字は不変。失業率は%、その他は前年比(%)

(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: サービス物価とサービス業の販売価格期待

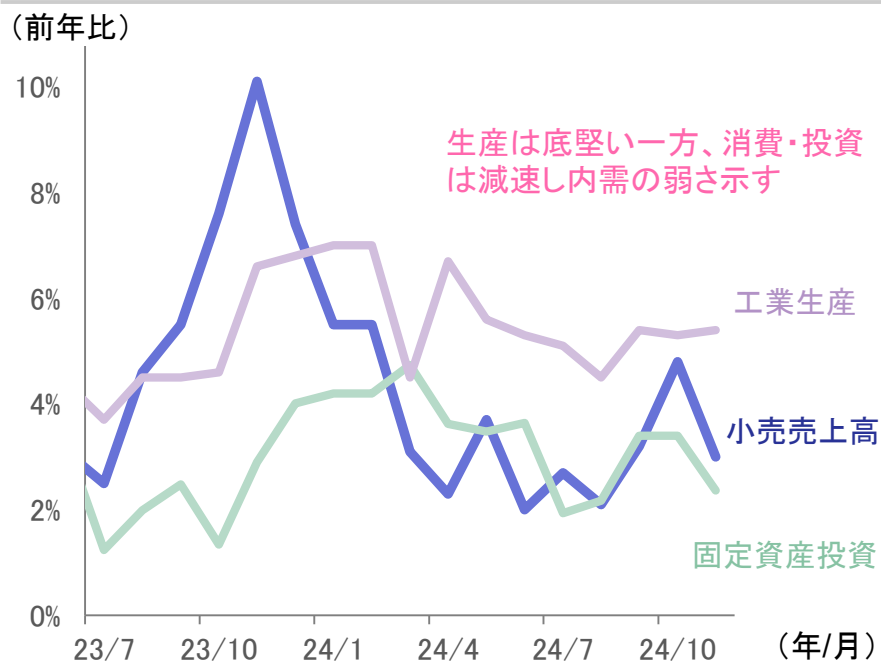


(出所) Eurostat、欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国:11月は消費・投資が減速。不動産開発投資は低調の一方、販売は増加

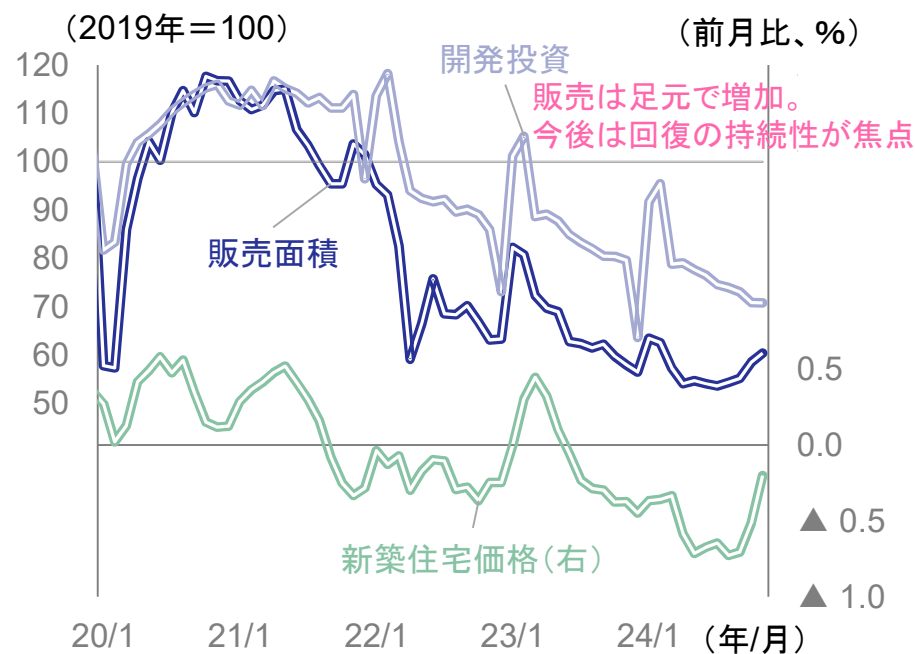
- 11月の消費・投資は前月から減速。政策が下支えしているものの、内需は総じて勢いを欠く状況
 - 小売売上高は前年比+3.0%と前月(+4.8%)から減速。耐久財買い替え促進策を背景に家電の売上が好調の一方、通信機器、化粧品、衣類などが低調
 - 投資も前月から減速。地方債発行は10月に年度上限に到達したものの、インフラ投資に目立った増加はみられず
- 不動産開発投資は引き続き低調の一方、販売面積は足元で増加
 - 新築住宅価格もマイナス幅が縮小。今後は販売回復の持続性が焦点に

主要経済指標(小売・生産・投資)



(注)固定資産投資は年初来累計実額から計算した推計値
(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

不動産関連指標(開発投資、販売面積、新築住宅価格)

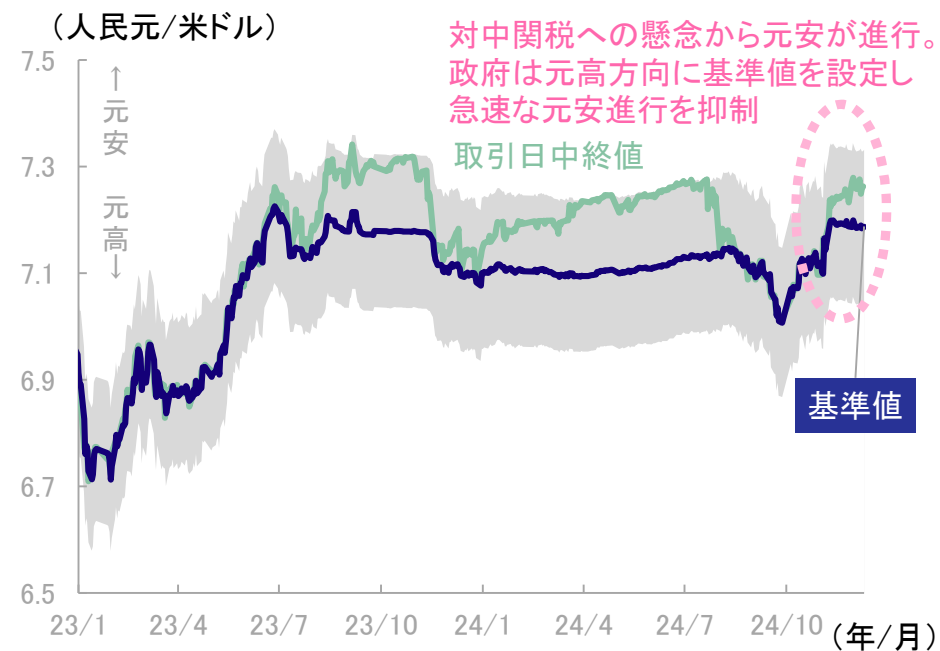


(注)みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(出所)中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：対中関税への懸念から人民元安が進行。株価は政策期待が下支え

- 米新政権の関税政策への懸念から人民元は対ドルで下落基調。足元では1ドル＝7.2元台後半で推移
 - ― 中国当局は基準値を市場実勢対比で元高に設定し、急速な元安を抑制
 - ― 中央経済工作会议（12/11～12）では従来以上に緩和的な金融政策方針が決定。対中関税に加え緩和的な金融政策も下押し圧力となり、当面は緩やかな元安基調での推移を見込む
- 株価は足元で再び上昇。政府が翌年の財政・金融政策を積極化させる姿勢を示したことを好感
 - ― 対中関税への懸念や国内の景気減速が重石となるなか、政府による財政出動への期待感が相場を支える展開

人民元対米ドルレート



(注) 灰色網掛けは相場の許容変動幅(基準値の上下2.0%以内)
(出所) CFETS、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

上海総合指数

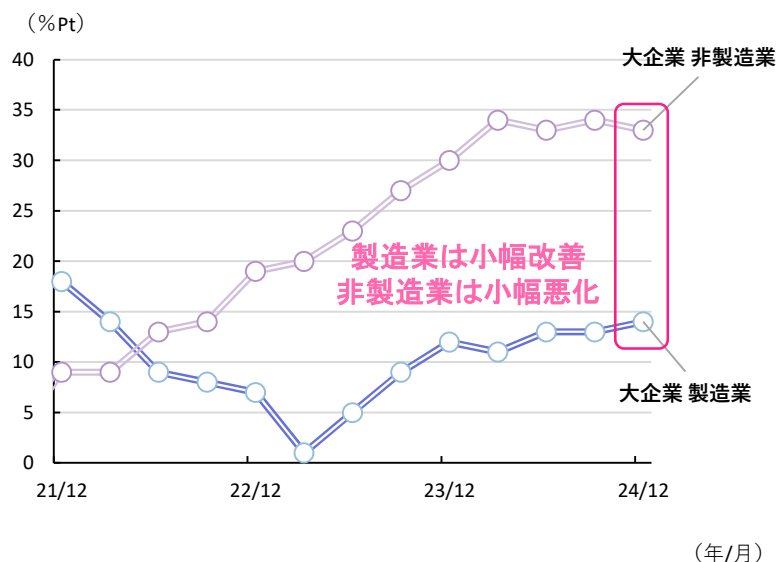


(注) 直近は2024年12月12日
(出所) 上海証券取引所、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：大企業・製造業の業況は小幅に改善

- 日銀短観(12月調査)では、大企業・製造業の業況判断DIは小幅改善、非製造業は小幅悪化
 - 製造業は+14Pt(前回調査+13Pt)と+1Ptの上昇。半導体製造装置等の生産用機械、自動車等で改善。なお、先行きは+13Ptと▲1Ptの低下にとどまり、米国の政策不確実性に対する懸念は現時点では限定的
 - 非製造業は、+33Pt(前回調査+34Pt)と▲1Ptの低下。天候要因や米価高騰により、小売等が大幅悪化
- 2024年度の設備投資計画は底堅い結果。12月調査は前年比+10.0%と、前回9月調査からほぼ横ばい
 - コロナ禍後の反動増のはく落や、建設業等の人手不足・コスト増を受け、2022・23年度を下回る構図は変わらず

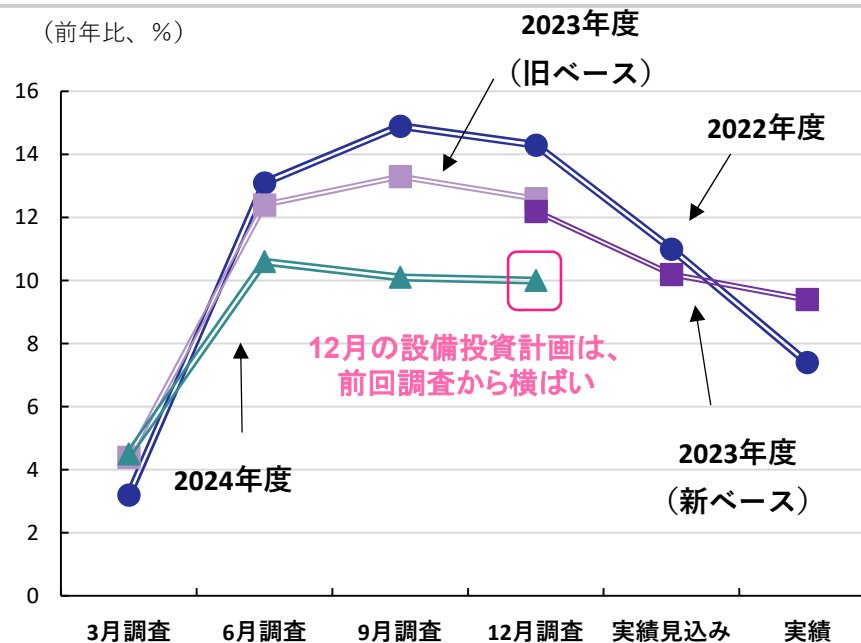
大企業の業況判断DI



(注) 業況が「良い」と回答した割合－「悪い」と回答した割合。2024年3月調査以降は新基準ベース

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

設備投資計画の調査時点別推移



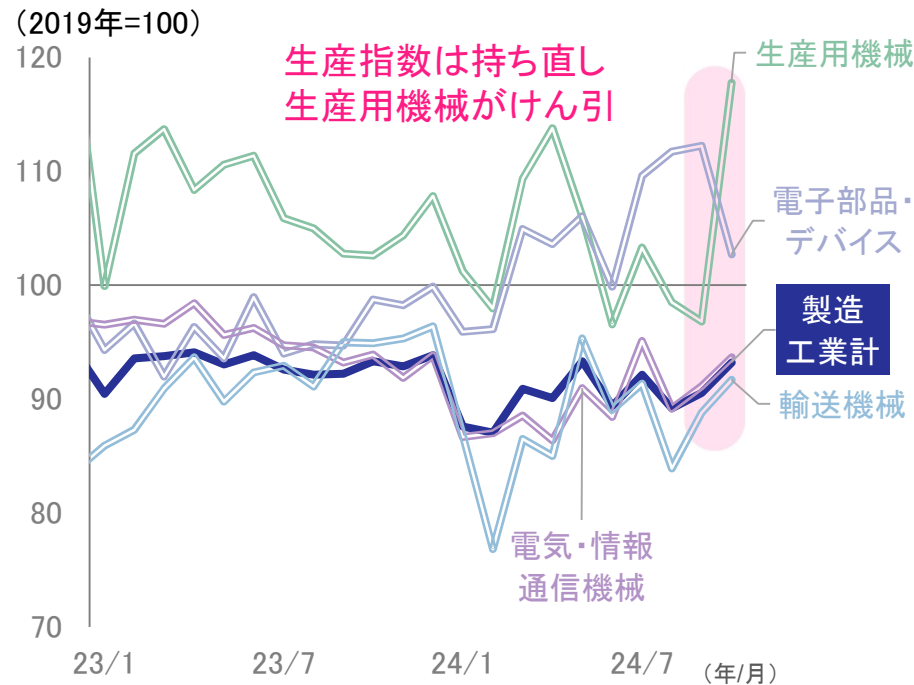
(注) 全規模、全産業。ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資除く

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本:10月生産は生産用機械が牽引。10~12月期の設備投資は好調な滑り出し

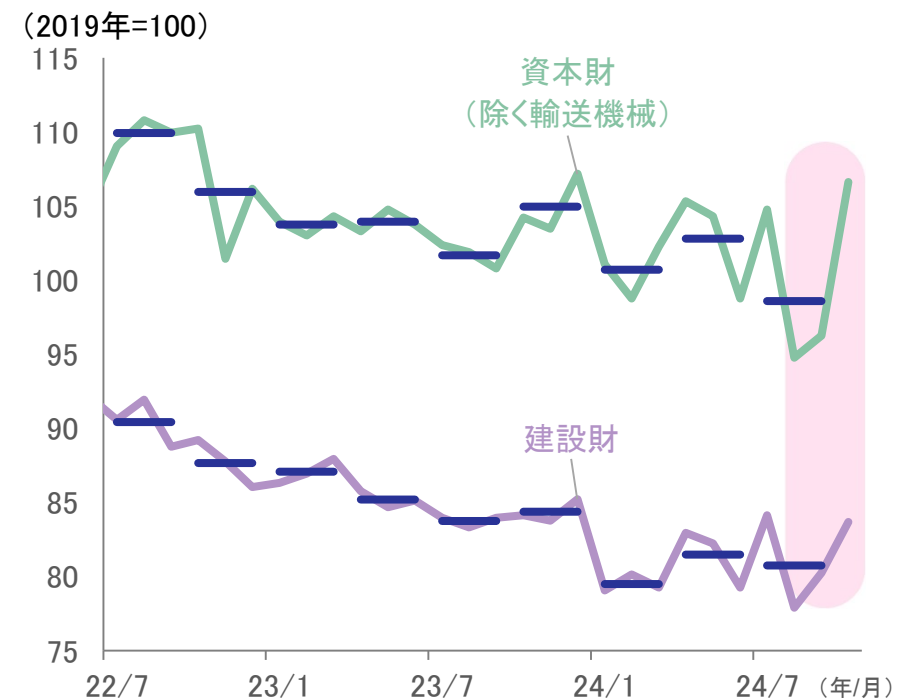
- 10月の生産は前月比+3.0%の増加。生産用機械が全体をけん引、輸送用機械も回復継続
 - ― 業種別にみると、電子部品・デバイスは減少した一方で、生産用機械が同+21.7%と大幅に増加。輸送機械等も増加傾向で推移しており、半導体製造装置の需要増や、自動車の生産正常化が背景とみられる
- 生産の改善を受けて資本財・建設財総供給は増加。10月の資本財総供給は7~9月期平均対比で+8.1%、建設財総供給は+3.6%増加。10~12月期の設備投資は好調な滑り出し

主要業種の生産指数



(注) 製造工業計は鉱工業全体から鉱業を除いたもの。季節調整値
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資本財・建設財総供給の推移

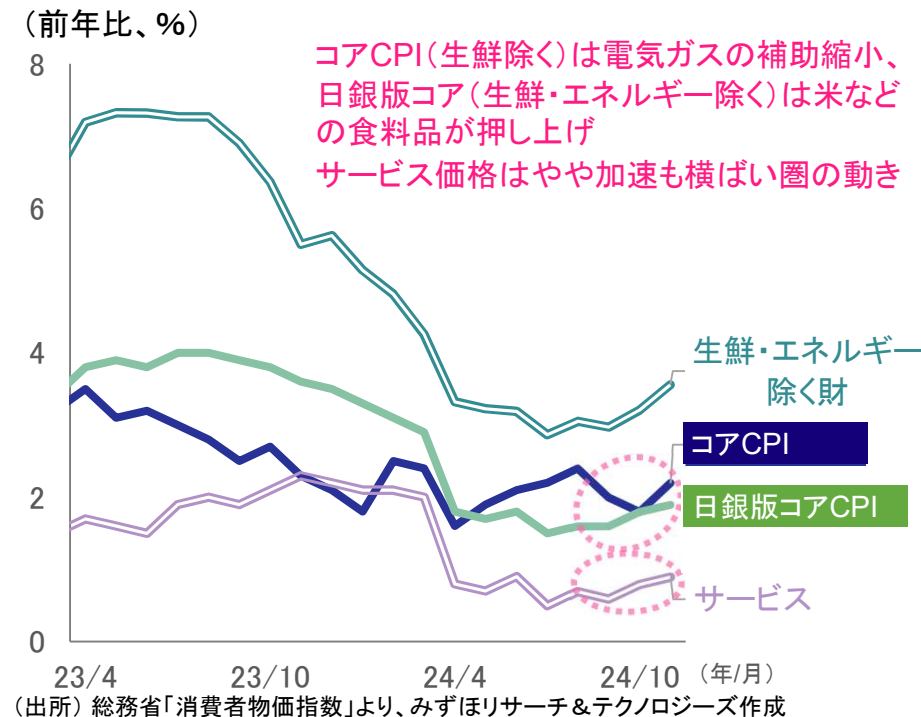


(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：サービス物価の加速感うかがえず。一方で春闘に向けて高まる賃上げ機運

- 11月の生鮮除く都区部コアCPIは前年比+2.2%（10月同+1.8%）と加速。酷暑乗り切り緊急支援の補助が縮小されたことで電気・都市ガス代が押し上げられたことが主因
 - 生鮮・エネルギー除く日銀版コアCPIは前年比+1.9%（10月同+1.8%）と加速。米などの食料品が押し上げ
- サービス物価は前年比+0.9%（10月同+0.8%）とほぼ横ばい圏。ただし今後は人件費上昇圧力が押し上げ要因に
 - 現時点では、人件費は他のコストに比べ価格転嫁に遅れ。ただし、足元の労使交渉等の動きを踏まえると、2025年春闘に向け賃上げ機運が高まりつつあり、今年並みの強い人件費上昇圧力が継続する公算大

都区部のコアCPI・日銀版コアCPI



2025年春闘に向けた労使交渉等の動き

労組等	内容
連合	2025年春闘の要求方針を正式決定（11/28）。大手含む全体で定昇込み「 5%以上 」、中小企業は格差是正のため同「 6%以上 」
金属労協	ベア約4% に相当する1.2万円以上を要求する方針（11/27）。物価高を受け過去最高額
UAゼンセン	組合全体の要求を定昇込み「 6%を基準 」、非正規雇用は「 7%を目安 」とする方針（11/6）
流通・飲食等	一部企業が賃上げを前倒しで実施。深刻な人手不足を受けた離職防止・人材採用が目的
政府	政労使会議で石破首相が 来年の春闘に向け大幅な賃上げの協力を求める （11/26）

（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

日銀：賃上げの持続性やトランプ政策の不確実性を理由に12月利上げを見送り

- 日銀は12月金融政策決定会合(12/18・19)で政策金利を据え置き、12月の利上げを見送り
 - 賃金と物価の好循環を背景に26年度後半のコアインフレは概ね2%との予測を維持。緩やかな利上げと整合的
 - その一方で、為替は物価に影響を及ぼしやすくなっていると指摘。引き続き急速な円安リスクに警戒感
- 利上げ見送りの理由は賃上げやトランプ政策の不確実性。市場の1月利上げ織り込みは低下
 - 植田総裁は25年賃上げやトランプ政策の情報が少なく、見極めが必要と説明。市場は見極めには一定の時間を要するととらえ、1月の利上げ織り込みはやや低下

12月金融政策決定会合・総裁会見のポイント

12月金融政策決定会合

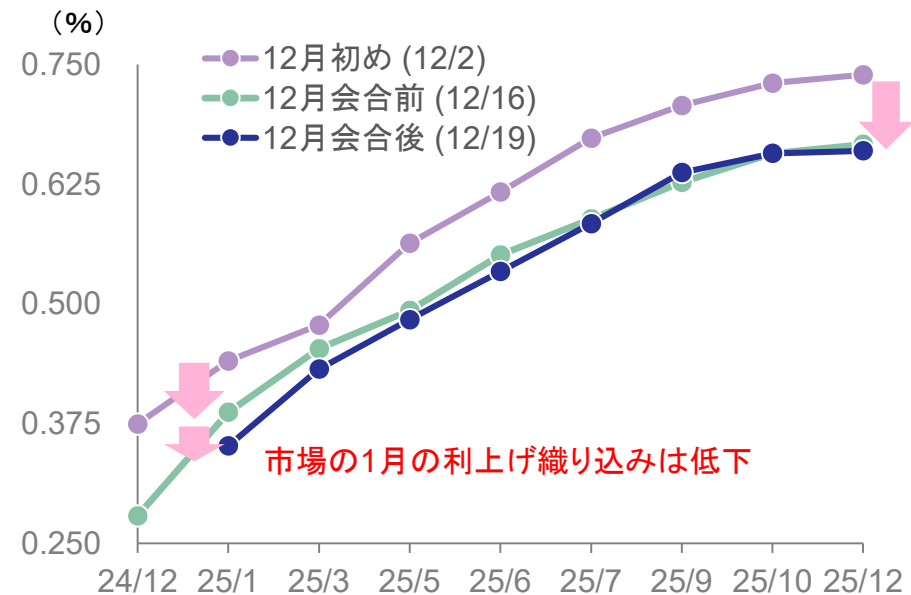
1. 政策金利を据え置き(賛成8名、反対[利上げ]1名)
2. 26年度後半に概ね2%のコアインフレ実現との予測維持
3. 為替は物価に影響を及ぼしやすくなっており円安を警戒
4. 「企業の賃金・価格設定行動に積極的な動き」が出てきたと分析。多角的レビューでは「可能な限りゼロ金利制約を避け、景気悪化時に実質金利を引き下げられるように、小幅プラスの物価上昇率を維持することが重要」と結論

総裁会見のポイント

1. 利上げ見送りは、①25年春闘を巡る動き、②米国の政策運営を見極めるため。円安も警戒しているが、輸入物価は落ち着いており、見送りの判断材料となった
2. 利上げが緩慢なのはインフレ率の上昇が緩やかなため
3. 各時点の情報を総合的に判断して利上げ時期を決める

(出所) 日本銀行、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

市場の利上げ織り込み



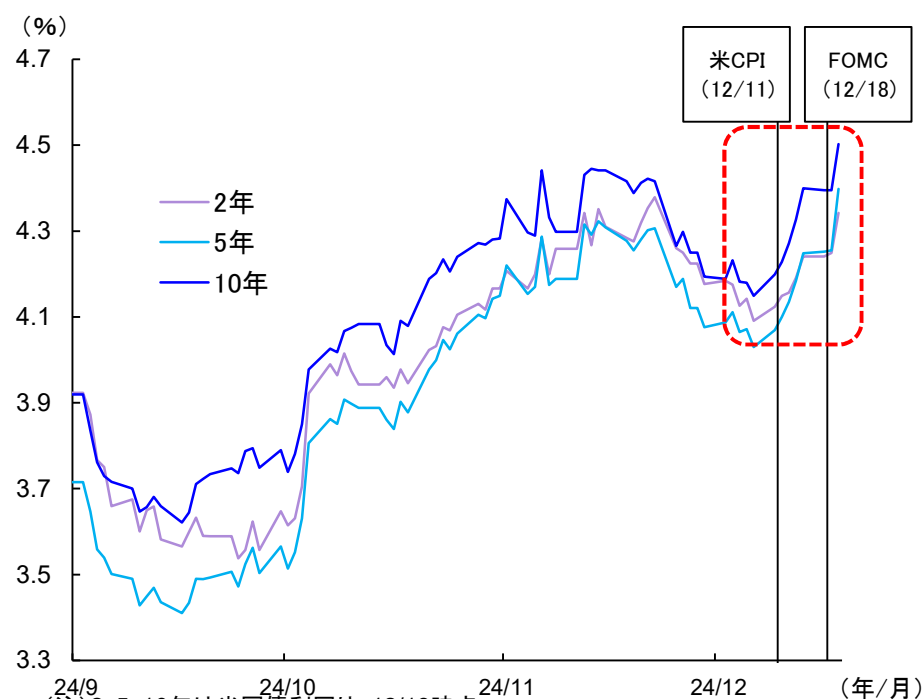
日銀金融政策決定会合 (年/月)

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

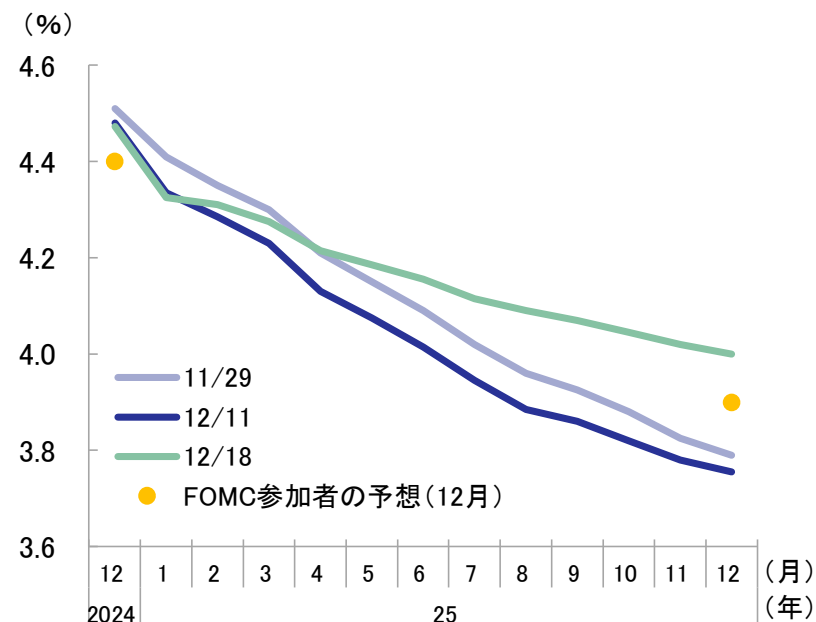
米国債券市場:FRBの「タカ派的利下げ」を受けて金利は上昇

- 米長期金利は、来年以降の利下げが緩やかに留まるとの見立てから、一時4.5%台まで上昇
 - 7月の米CPIは前月比+0.3%とインフレ圧力の根強さが改めて確認され、その後の金利は上昇基調で推移
 - 中旬のFOMCにおいて、FRBは市場の予想通り25bpの利下げを実施したが、来年以降の緩和ペースが鈍化する見通しを示したことで、長期金利は一段と上昇
- 先行きについて、利下げペースが緩やかに留まるなか、次期政権の政策に対する不透明感が残存することで、長期金利は高めのレンジでの推移が続くと予想

名目金利の推移(米国)



市場が予想するFFレートのパス



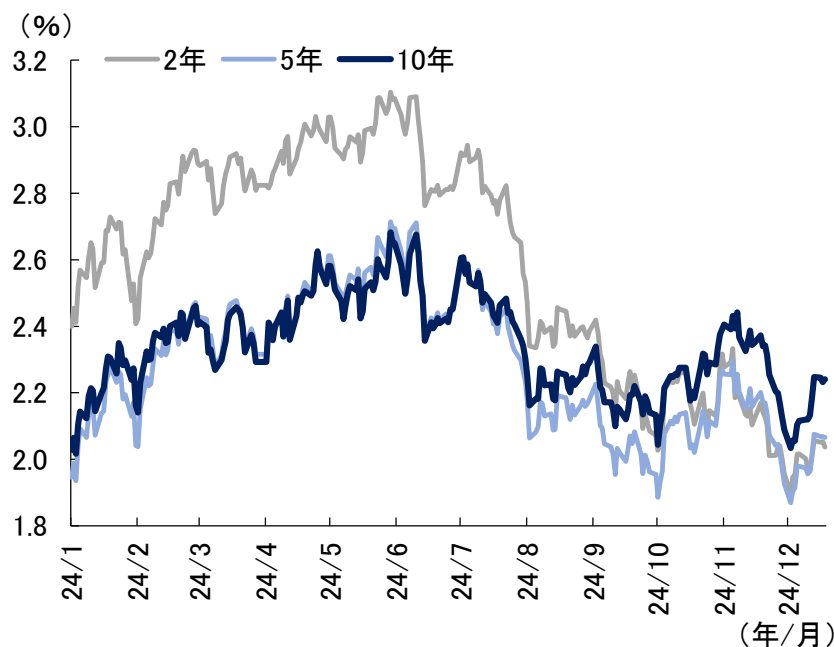
(注) 市場予想はFF金利先物をベースにしたもの。FOMC参加者の予想はドットチャートの中央値(各年末時点)

(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：先行きの独長期金利は横ばい圏での推移を見込む

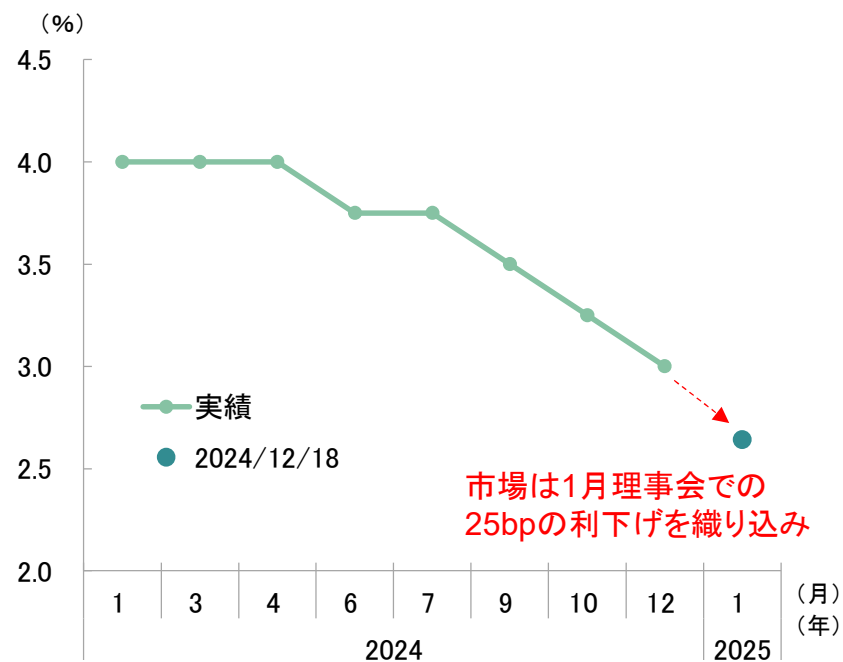
- 独長期金利は、2.2%台まで上昇し高止まり
 - 米金利に連動する形で独金利も上昇。ECBは、12月理事会で25bpの利下げを決定し、来年も利下げを続ける方針を示唆したものの、残存するインフレ圧力への警戒姿勢を維持したことから理事会後も独金利は高止まり
- ECBは1月も25bp利下げする可能性大だが、インフレ圧力の残存を背景に大幅利下げの可能性が後退する中、不安定な内外政治動向も相まって長期金利は横ばい圏で推移する見込み

名目金利の推移(ドイツ)



(注) 2年・5年・10年は独国債利回り。12/18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

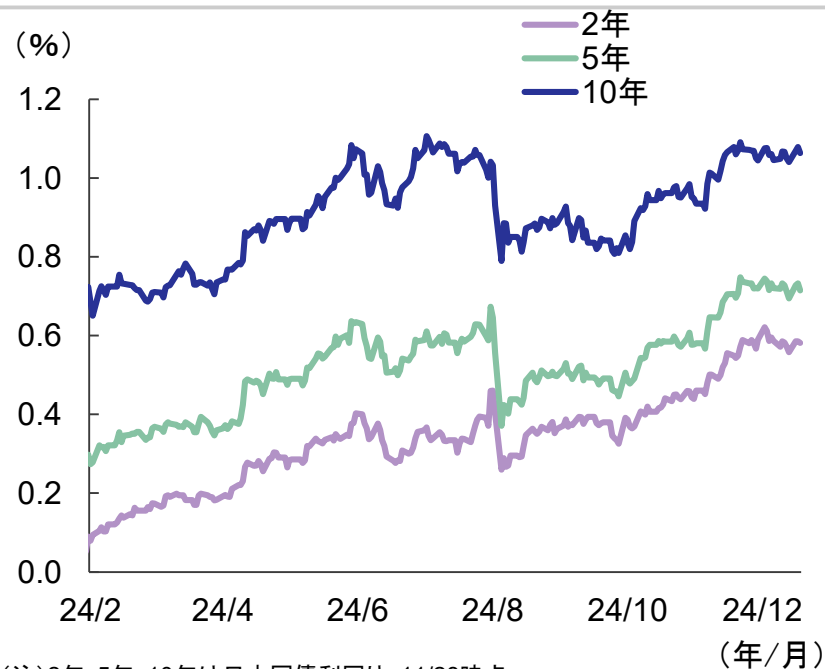


(注) 市場予想はOISをベースとしたもの。実績はECB預金ファシリティ金利。12/18時点
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

国内債券・為替：円金利は横ばい。ドル円は日米金融政策を受け157円まで円安に

- 日本の長期金利（10年国債利回り）は、米大統領選挙後、1%超を維持。当面1.0～1.1%での横ばい推移を見込む
 - 12月に入ると日銀が12月の利上げ見送るとの観測が台頭。円金利は横ばい圏での推移が続いていた
 - 金利据え置きを決めた12月金融政策決定会合後も、市場の利上げ織り込みは高まらず。横ばい推移が続く見通し
- ドル円相場は、対照的な日米金融政策の動きに、1ドル＝157円台まで上昇。今後もドル高圧力がかかりやすい予想
 - 12月FOMCでは、2025年の政策金利見通しで利下げ回数を減らすなど、タカ派的な内容に。一方、12月日銀金融政策決定会合では、政策金利を据え置いたほか、植田総裁の記者会見ではハト派的な内容から円安・ドル高に

名目金利の推移（日本）



(注) 2年・5年・10年は日本国債利回り。11/28時点
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日米金利差とドル円相場

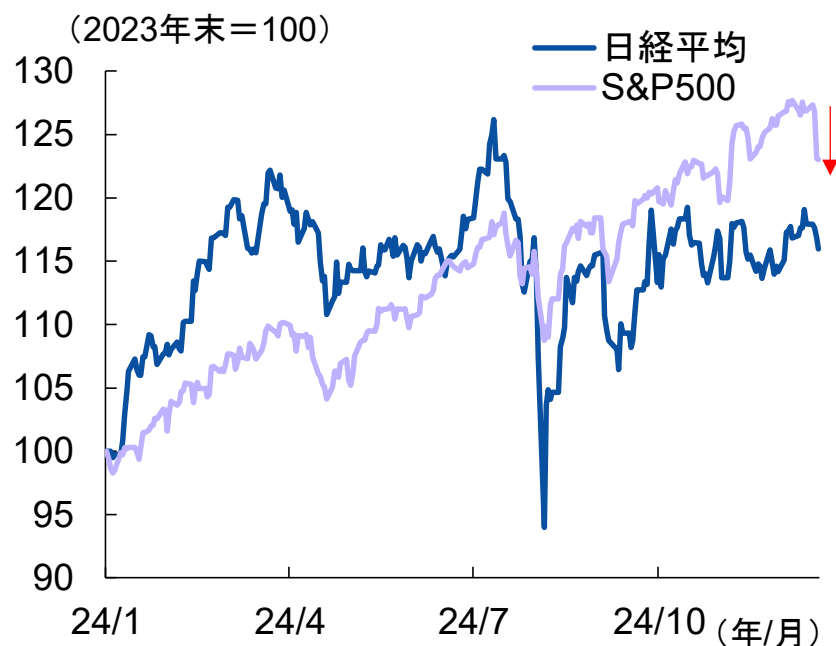


(注) 12/19時点
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

内外株式：タカ派的な12月FOMCを受け、米国株の上昇の勢いは弱まると予想

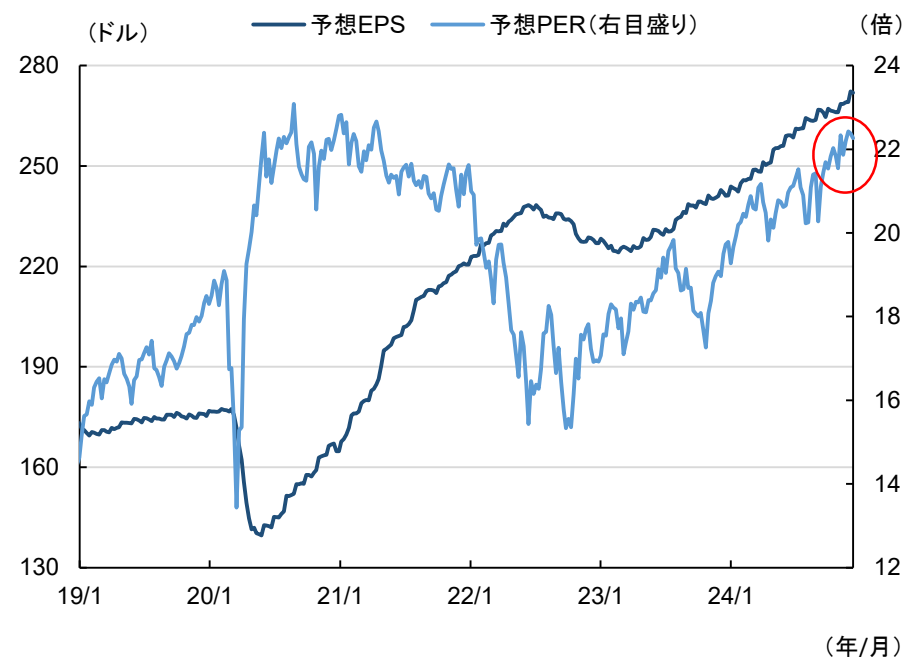
- タカ派的な12月FOMCの結果を受け、米国株は足元急落。日本株は一時上昇も、米国株の影響を受け一服
 - 12月の利下げ観測の高まりから、S&P500は一時史上最高値の6,000Pt台に。しかし12月FOMC(12/18・19)で、25年の政策金利見通しで利下げ回数が減るなどタカ派的な内容となり、足元急落
 - 日本株は米ハイテク株高の影響などで一時40,000円を回復も、米国株の急落を受け38,000円台に
- 今後の米国株は利下げ観測の後退からこれまでの上昇の勢いは弱まると予想。日本株は横ばい圏の推移を予想
 - 特に米国株の株価収益率(PER)は足元22倍台とかなり割高感があり、高水準のPERが今後調整される可能性も

日米株価指数の推移



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

S&P500の12か月先予想EPSとPERの推移



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資料1－1

日本経済予測総括表（24年10月24日時点）

		2023 年度	2024 (見通し)	2025	2023 1～3	4～6	7～9	10～12	2024 1～3	4～6	7～9	10～12	2025 1～3	4～6	7～9	10～12	2026 1～3
実質GDP	前期比、%	0.8	0.4	1.0	1.3	0.7	▲1.1	0.1	▲0.6	0.7	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	5.2	2.8	▲4.3	0.2	▲2.4	2.9	0.5	1.3	1.2	1.1	1.0	1.2	0.5
内需	前期比、%	▲0.5	0.8	1.0	1.3	▲1.0	▲0.8	▲0.1	▲0.1	0.8	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1
民需	前期比、%	▲0.6	0.7	0.9	1.6	▲1.0	▲1.1	0.0	▲0.2	0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1
個人消費	前期比、%	▲0.6	0.6	0.9	0.7	▲0.8	▲0.3	▲0.3	▲0.6	0.9	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
住宅投資	前期比、%	0.3	▲1.5	▲0.8	0.9	1.4	▲1.2	▲1.1	▲2.6	1.7	▲0.1	▲0.5	▲0.1	0.1	▲0.4	▲0.4	▲0.4
設備投資	前期比、%	0.3	1.9	1.8	2.3	▲2.0	▲0.2	2.1	▲0.5	0.8	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	▲0.1	▲0.1	(0.4)	(▲0.0)	(▲0.6)	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.1)
公需	前期比、%	▲0.3	1.2	1.1	0.4	▲0.9	0.1	▲0.4	0.1	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
政府消費	前期比、%	▲0.5	0.9	1.3	0.0	▲1.2	0.6	▲0.1	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公共投資	前期比、%	0.7	2.3	0.4	2.6	1.0	▲1.9	▲1.7	▲1.1	4.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
外需	前期比寄与度、%Pt	(1.4)	(▲0.4)	(0.0)	(▲0.1)	(1.7)	(▲0.3)	(0.2)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)
輸出	前期比、%	2.8	0.6	3.2	▲2.2	3.2	0.1	3.0	▲4.6	1.5	0.9	0.8	1.0	1.0	0.6	0.5	0.7
輸入	前期比、%	▲3.2	2.5	2.9	▲1.6	▲4.1	1.3	2.0	▲2.5	1.7	1.1	0.7	0.9	0.8	0.7	0.4	0.6
名目GDP	前期比、%	4.9	3.1	2.7	2.3	2.0	▲0.0	0.7	▲0.3	1.8	0.7	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6	0.3
GDPデフレーター	前年比、%	4.1	2.7	1.6	2.4	3.7	5.2	3.9	3.4	3.2	2.7	2.6	2.7	2.2	1.9	1.5	1.2
内需デフレーター	前年比、%	2.3	2.3	1.2	3.2	2.7	2.6	2.1	2.3	2.6	2.4	2.2	2.1	1.3	1.0	1.1	0.9

（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

資料1－2

米国経済予測総括表（24年10月23日時点）

		2023	2024	2025	2023				2024				2025			
		(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、%	2.9	2.7	1.9	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	2.8	1.8	1.6	1.8	1.9	2.0
個人消費	前期比年率、%	2.5	2.6	2.2	4.9	1.0	2.5	3.5	1.9	2.8	3.7	2.0	1.8	1.9	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲ 8.3	3.4	2.6	▲ 4.3	4.5	7.7	2.5	13.7	▲ 2.8	▲ 8.3	1.2	5.1	6.5	6.5	5.8
設備投資	前期比年率、%	6.0	4.2	2.6	5.3	9.9	1.1	3.8	4.5	3.9	6.0	2.9	1.0	1.9	2.2	2.8
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.4	0.2	0.2	▲ 2.2	▲ 0.1	1.3	▲ 0.5	▲ 0.5	1.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
政府支出	前期比年率、%	3.9	2.8	0.3	5.1	2.9	5.7	3.6	1.8	3.1	1.8	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.5	▲ 0.6	▲ 0.3	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4
輸出	前期比年率、%	2.8	3.0	3.5	2.0	▲ 4.8	4.9	6.2	1.9	1.0	5.4	4.1	3.1	3.3	3.3	3.3
輸入	前期比年率、%	▲ 1.2	5.3	4.8	▲ 0.8	▲ 3.1	4.7	4.2	6.1	7.6	7.5	4.1	3.7	4.3	4.5	4.8
失業率	%	3.6	4.1	4.3	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	4.0	4.2	4.2	4.4	4.3	4.3	4.3
個人消費支出デフレーター	前年比、%	3.8	2.6	2.1	5.0	3.9	3.4	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5	2.2	2.1	2.1	2.1
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	4.1	2.7	2.1	4.9	4.6	3.9	3.2	3.0	2.7	2.6	2.6	2.2	2.1	2.1	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) 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(12～3月)

	12月	1月	2月	3月
	2 法人企業統計調査(7～9月期)	6 新車販売台数(12月)	5 毎月勤労統計(12月速報)	4 法人企業統計調査(10～12月期)
	2 新車販売台数(11月)	8 消費動向調査(12月)	7 家計調査(12月)	4 労働力調査(1月)
	6 毎月勤労統計(10月速報)	9 毎月勤労統計(11月速報)	7 景気動向指数(12月速報)	4 一般職業紹介(1月)
	6 景気動向指数(10月速報)	10 家計調査(11月)	10 景気ウォッチャー調査(1月)	4 消費動向調査(2月)
	6 家計調査(10月)	10 景気動向指数(11月速報)	10 国際収支(12月速報)	10 景気ウォッチャー調査(2月)
	7 10年利付国債入札	14 景気ウォッチャー調査(12月)	12 マネーストック(1月速報)	10 国際収支(1月速報)
	9 GDP(7～9月期2次速報)	14 国際収支(11月速報)	13 企業物価指数(1月)	10 景気動向指数(1月速報)
	9 景気ウォッチャー調査(11月)	15 マネーストック(12月速報)	17 設備稼働率(12月)	11 GDP(10～12月期2次速報)
	9 国際収支(10月速報)	16 企業物価指数(12月)	17 GDP(10～12月期1次速報)	11 マネーストック(2月速報)
	10 マネーストック(11月速報)	20 設備稼働率(11月)	17 第3次産業活動指数(12月)	11 家計調査(1月)
	11 企業物価指数(11月)	20 機械受注統計(11月)	19 貿易統計(1月)	12 法人企業景気予測調査(1～3月期)
	11 法人企業景気予測調査(10～12月期)	20 第3次産業活動指数(11月)	19 機械受注統計(12月)	12 企業物価指数(2月)
	13 30年利付国債入札	23 貿易統計(12月)	21 消費者物価(1月全国)	18 第3次産業活動指数(1月)
	13 設備稼働率(10月)	24 消費者物価(12月全国)	28 鉱工業生産(1月速報)	19 機械受注統計(1月)
	13 日銀短観(12月調査)	24 日銀金融政策決定会合(23・24日)	28 商業動態統計(1月速報)	19 設備稼働率(1月)
	15 5年利付国債入札	29 消費動向調査(1月)	28 消費者物価(2月都区部)	19 資金循環統計(10～12月期速報)
	16 機械受注統計(10月)	31 鉱工業生産(12月速報)	28 住宅着工統計(1月)	19 日銀金融政策決定会合(18・19日)
	16 第3次産業活動指数(10月)	31 商業動態統計(12月速報)		19 貿易統計(2月)
	18 貿易統計(11月)	31 消費者物価(1月都区部)		21 消費者物価(2月全国)
	18 資金循環統計(7～9月期速報)	31 労働力調査(12月)		28 消費者物価(3月都区部)
	19 日銀金融政策決定会合(18・19日)	31 一般職業紹介(12月)		31 鉱工業生産(2月速報)
	20 消費者物価(11月全国)	31 住宅着工統計(12月)		31 商業動態統計(2月速報)
	21 20年利付国債入札			31 住宅着工統計(2月)
	26 住宅着工統計(11月)			
	27 鉱工業生産(11月速報)			
	27 商業動態統計(11月速報)			
	27 消費者物価(12月都区部)			
	27 労働力調査(11月)			
	27 一般職業紹介(11月)			
	29 2年利付国債入札			

(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(12～3月)

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

(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

YouTube®動画「MHRT Eyes」を、より分かりやすくリニューアル！

複雑さ、変化の激しさを増す経済・金融動向…
エコノミスト・コンサルタントが旬な情報を
5分程度の動画でクイックに解説

MHRT Eyes

リニューアルして配信中！！

より分かりやすく、クイックに。毎週金曜日定期配信(週次版)でお届け

(定期配信に加え、タイムリーな情報も随時配信)

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

MHRT Eyes

週次版

日本経済をどうみるか

—2024年は緩やかな回復基調の見通し—

MIZUHO

みずほリサーチ&テクノロジーズ

MHRT Eyes

週次版

金利・為替見通し(4月)

—日米のインフレ動向・金融政策に注目—

MIZUHO

みずほリサーチ&テクノロジーズ

(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)



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)



エコノミスト・研究員

幅広い分野を網羅する専門家



PCの方は

<https://www.mizuho-rt.co.jp/business/research/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/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/others/0015.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>

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/others/0008.html>

★来月の発刊は、1月28日(金)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

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。