

内外経済の中期見通し ～ポストコロナのメガトレンド、日本の賃金は緩やかに上昇～

2022.12.23

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2023年に欧米の景気後退から減速するものの、その後は**3%程度の緩やかな成長**が続く見込み。今後10年で**米中逆転はないも経済規模は接近**。他方、世界経済成長率の寄与度の過半を占めるなど**アジアが相対的に存在感を増す**見通し
- 中期的には、**少子高齢化、グリーン化、分断化**といった**供給制約要因**によって**インフレ圧力**が掛かりやすい世界を想定。一方、**省力化投資**に加え、**脱炭素やサプライチェーン再編**のための**投資が総需要を押し上げ**
- **米国経済**は、個人消費の拡大に加え、気候変動対応やサプライチェーン再編の加速による設備投資の増加から**成長率は1%台半ば**で推移。**欧州経済**は労働人口減少が成長率を下押しするも、気候変動対策が民間・公共投資を押し上げ、**1%台前半**での成長を見込む
- アジアでは、**中国**は高齢化に直面、資本投入と生産性の低減もあり、**成長率は4%台で緩やかに鈍化**。**インド**は人口ボーナス期が続き、**約6%の成長率**が続く。NIEsは高齢化が進行し、成長率が鈍化。**ASEANは国毎に濃淡あり**、人口動態や投資とイノベーションが成長を左右
- **日本経済**は、**デジタル・グリーン投資**増加で資本投入がプラス推移も、**労働投入が制約要因**になり、先行きの**成長率は0%台前半まで鈍化**。**人手不足による賃金上昇圧力**から**物価上昇率は1%台前半まで拡大見通し**も、日銀の**2%物価目標達成は中期的にも困難**

《構成》

1. ポストコロナのメガトレンド	P 4
2. 海外経済	P19
①グローバル	P20
②米国経済	P25
③ユーロ圏経済	P34
④新興国経済	P38
3. 日本経済	P48

1.ポストコロナのメガトレンド

ポストコロナの3つのメガトレンド:「少子高齢化」「グリーン化」「分断化」

少子高齢化 (人口動態)

- 人口の重心が中国からアフリカ、インド、東南アジアへシフト
- 世界的にみれば、生産年齢人口の伸び鈍化で、労働供給に制約

グリーン化 (気候変動対応)

- グローバルな脱炭素化には、巨額の投資が必要に
- 脱炭素化に伴うコスト増は、インフレ押し上げ・成長抑制要因に

分断化 (フラグメンテーション)

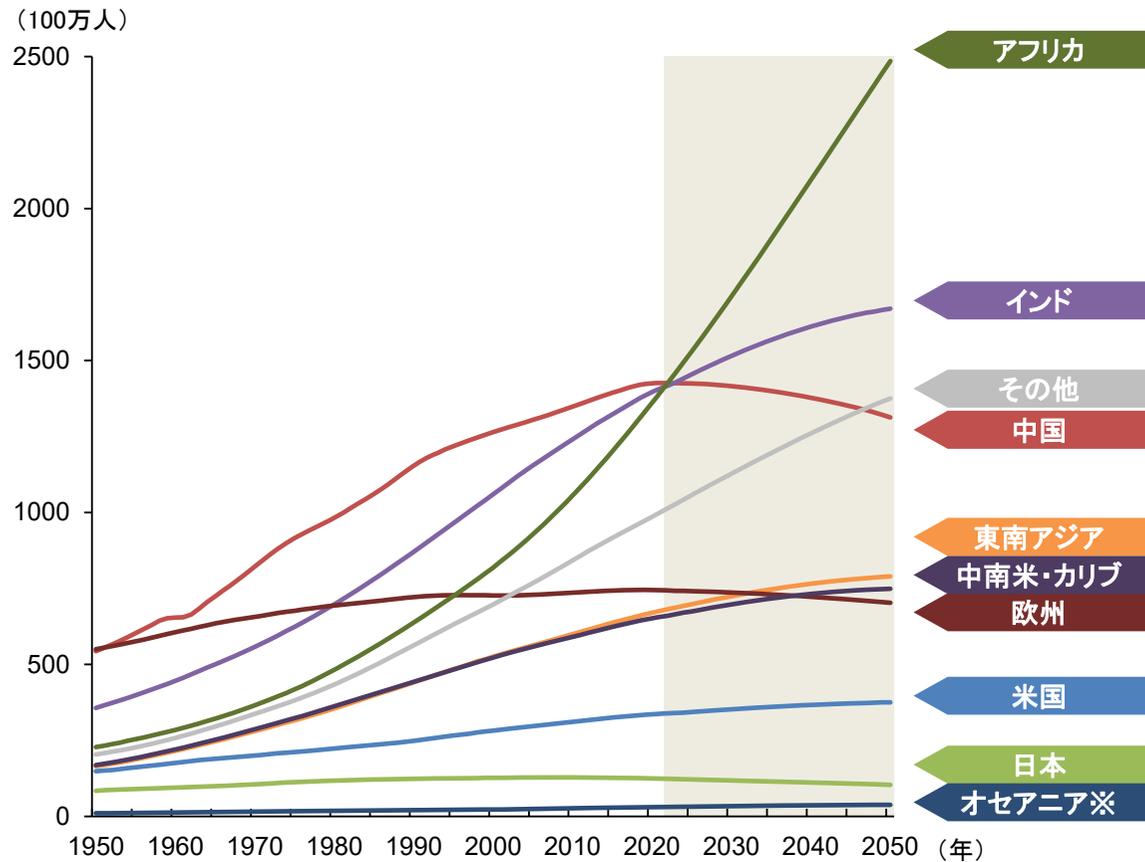
- 米国で対中脅威認識が高まる⇒米国は経済安全保障を強化
- 生産拠点移転、増設によりグローバルに見ればコスト増の一方、移転・増設先である新興国・途上国等には恩恵

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

人口の重心が中国からアフリカ、インド、東南アジアへシフト

- 2022年7月発表の国連人口推計によると、中国はすでに減少。アフリカが中国に並び、インドも中国超え(2023年)
 - 東南アジアも人口増加が継続し、中国に次ぐ規模へ
 - 人口増加は基本的に経済にプラスだが、年齢構成や人的資本(教育水準、スキルなど)も重要な要素

国連の人口見通し(2022年推計)



	(%)	各地域の人口シェア			
		2000	2020	2030	2050
米国		4.6	4.3	4.1	3.9
中国		20.6	18.2	16.6	13.5
日本		2.1	1.6	1.4	1.1
インド		17.2	17.8	17.7	17.2
東アジア		1.7	1.4	1.3	1.1
東南アジア		8.5	8.5	8.5	8.1
オセアニア※		0.4	0.4	0.4	0.4
欧州		11.8	9.5	8.6	7.2
アフリカ		13.3	17.4	20.0	25.6
中南米・カリブ		8.5	8.3	8.2	7.7
その他		11.3	12.6	13.2	14.2

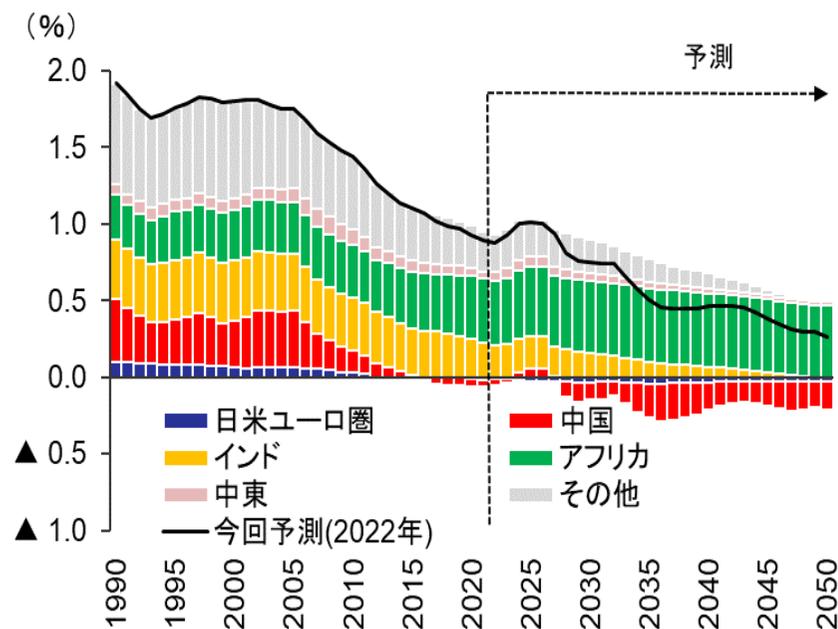
人口シェア →高

(注) 見通し期間は国際連合の中位予測値に基づく
 オセアニアはオーストラリア、ニュージーランドの合計
 (出所) 国際連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界的にみれば、生産年齢人口の伸び鈍化で、労働供給に制約

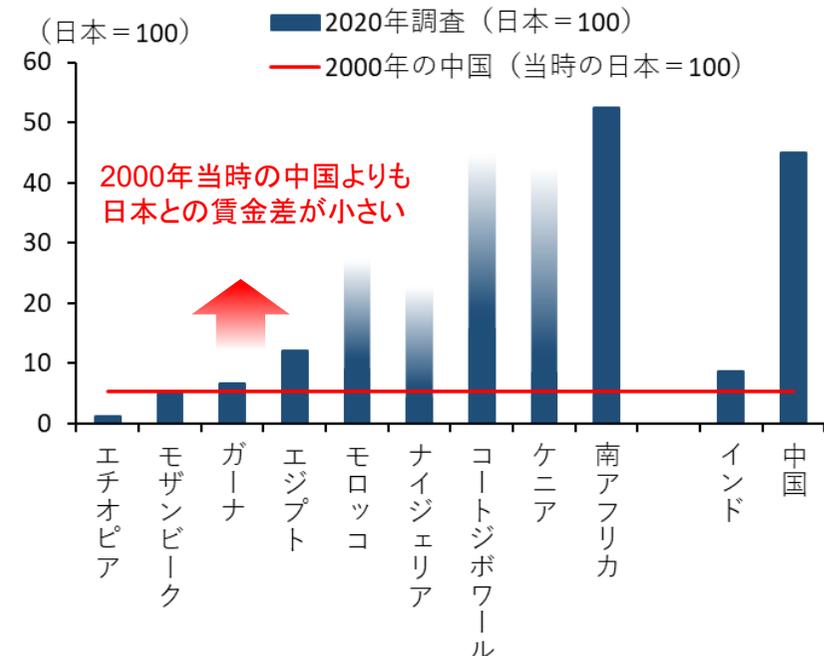
- グローバルにみれば、生産年齢人口(15~64歳)は過去10年の年率1%台前半から、今後10年は1%割れ
 - 中国は、改革開放でグローバル経済とつながり、安価な労働力を世界に供給してきたが、約5年後には減少鮮明化
 - アフリカとインドの生産年齢人口は増加を続けるものの、中国の減少を埋め合わせきれず
- アフリカとインドの生産人口は増え続けるとはいえ、かつての中国に比べて賃金は「割高」
 - 教育水準を考慮すると、人口が示すほどワーカー人材は豊富とは言えないことが、「割高」な賃金の背景
 - 特にアフリカでは、面積が広く、国ごとに制度も異なるため、労働力の集約的活用はかつての中国ほど容易でない

生産年齢人口(15~64歳)の増加率



(出所)国際連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ワーカーの相対賃金(日本=100)

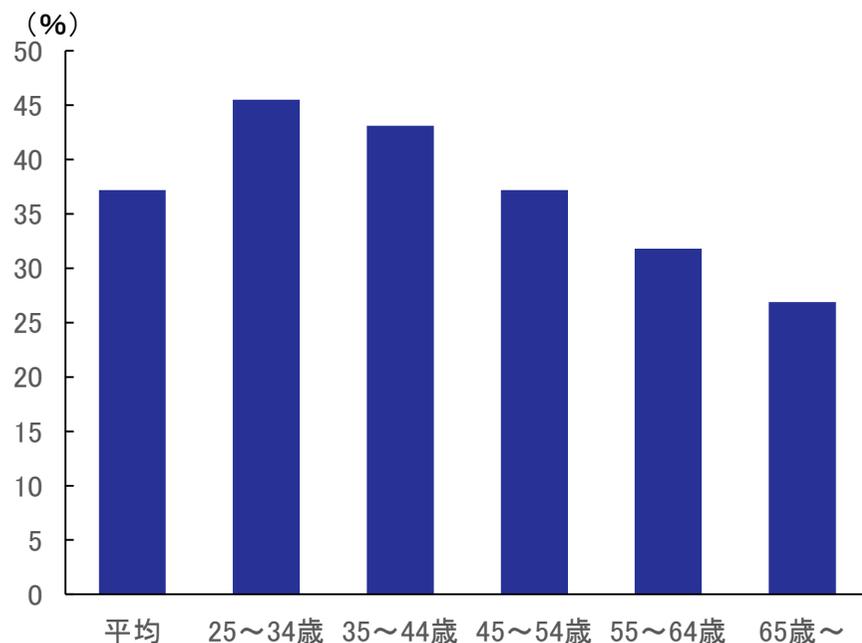


(出所)JETROより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

高齢化によって貯蓄率は低下傾向へ

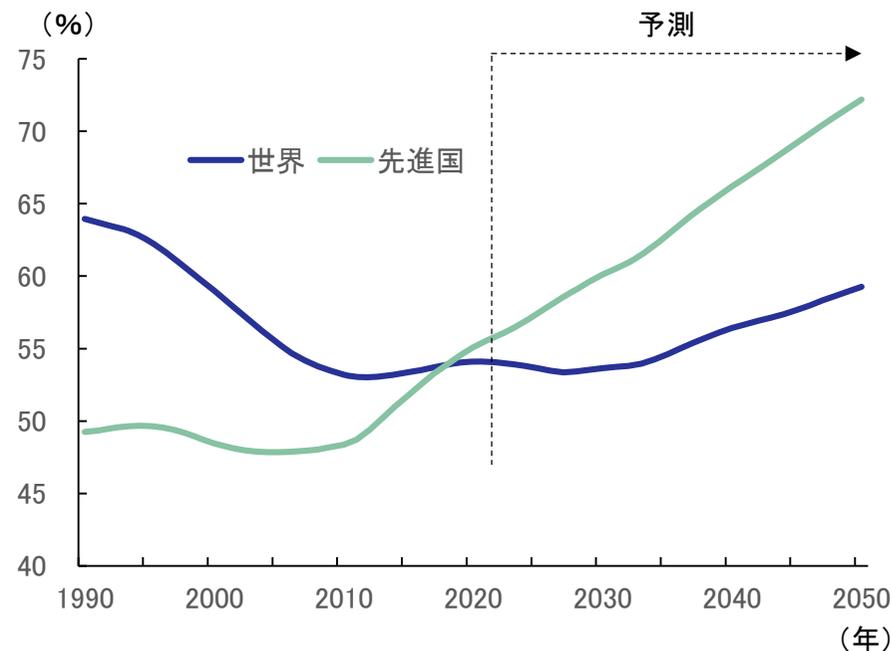
- 貯蓄率には、税制や社会保障制度など様々な条件が影響するが、人口動態も一因
 - 高齢化は、貯蓄率の低い高齢者のウエイトが上昇することに加え、現役世代も高齢者の扶養負担増が貯蓄を抑制することから、貯蓄率の低下要因に
- 2010年代にかけて低下していた先進国の依存人口比率は上昇に転じ、今後は右肩上がりの予想
 - 人口動態を踏まえれば、貯蓄率は低下傾向となる可能性

年齢階層別貯蓄率(日本)



(注)貯蓄率は家計調査の黒字率(黒字/可処分所得×100)
(出所)総務省『家計調査』より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界・先進国の依存人口比率



(注)依存人口比率=(65歳以上+14歳以下)/15~64歳
(出所)国際連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

グローバルな脱炭素化には、巨額の投資が必要に

- **必要投資額(IEA他による推計値)は、年間3~6兆ドル(GDP比3~6%)**。2050年までの累計で100~200兆ドル
 - IRENAの2020年推計(左図)では2.7兆ドルだが、最近のインフレで投資コストはさらに増大
 - 再エネ・省エネ投資で約70%。地域別ではアジアが約50%
 - **日本では年間17兆円の投資が必要**との試算(エネ庁)

カーボンニュートラルに必要な投資額(年間)

(10億ドル)

	再エネ	省エネ	暖房・運輸の電化	送電網	その他	合計
北米	119	221	74	65	8	487
欧州	107	241	63	62	15	488
アジア	406	442	204	179	49	1,280
その他	105	193	34	60	13	405
世界計	737	1,097	375	366	85	2,660

(出所)国際再生可能エネルギー機関(IRENA,2020)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本の年間必要投資額

2030年時点必要投資額	年間約17兆円
電源脱炭素化 ／燃料転換	約5兆円
製造工程の 脱炭素化等	約2兆円
エンドユース (建物・電動車等)	約4兆円
インフラ整備	約4兆円
研究開発等	約2兆円

(出所)資源エネルギー庁より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

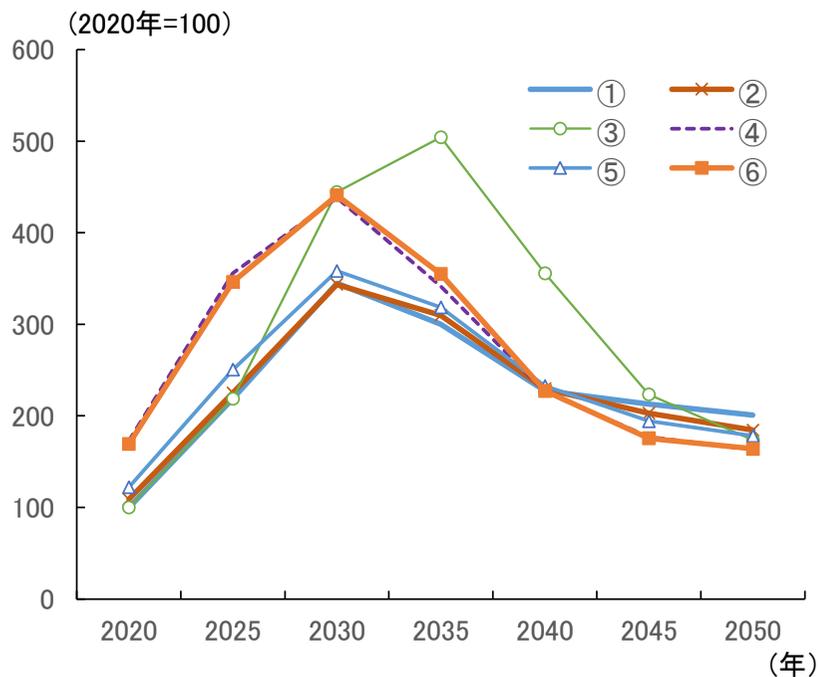
一方で脱炭素化に伴うコスト増は、インフレ押し上げ・成長抑制要因に

■ グローバルな脱炭素化は巨額の投資需要を生む一方、コスト増を通じてインフレ率・金利を押し上げ

- カーボンプライシング(炭素税・排出権取引)や再エネ・EV導入はコスト増を通じて、インフレ率を押し上げ、成長を抑制。また、グリーン化の資金需要増は、金利上昇を通じて他の需要を押し下げ
- NGFS*のモデルシミュレーションによれば、カーボンプライス導入によるコスト増などから、脱炭素化の進展はすべてのシナリオにおいて成長率に若干マイナス(2030年ごろまでは、シナリオ② or ③の可能性大、次ページ参照)

* Network for Greening the Financial System

NGFSで想定されている日本の電力価格



(出所)NGFS Scenarios, September 2022より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

NGFSシナリオ別世界GDP成長率

(年平均成長率、%)

	2022-30	2031-40	2041-50
ベースライン	3.0	2.6	2.1
① 現行政策	2.9	2.4	1.9
② 各国削減目標	2.8	2.4	2.0
③ 移行遅延	2.9	2.3	2.1
④ 高コスト移行	2.7	2.5	2.1
⑤ 2°C未満達成	2.9	2.5	2.1
⑥ 2050年ネットゼロ	2.8	2.5	2.1

(出所)NGFS Scenarios, September 2022より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考) NGFSシナリオの概要

■ NGFSは、6つのシナリオで経済活動への影響をシミュレーション

- COP27においてUNEP(国際連合環境計画)は、現状の各国・地域の政策ではパリ協定で定めた目標(産業革命前と比較した気温上昇を2°C以内に抑制)達成には不十分と指摘
- コロナ禍、グローバルインフレの影響で各国・地域の対応は遅れ気味。今後10年間は、NGFSシナリオの②または③に近くなる可能性大(脱炭素化投資は必要額を下回る一方、大きな移行コストは生じない)

NGFSが想定する6つのシナリオ

		気温 上昇	物理 リスク	移行 リスク	シナリオ概要
① 現行政策 (Current Policies)	温暖化 進行	3°C+	大	小	現在導入済みの政策のみ実行
② 各国削減目標 (NDCs)		2.6°C	大	小	現在の各国削減目標に則した政策のみ導入
③ 移行遅延 (Delayed Transition)	無秩序な 移行	1.6°C	中	小→大	2030年まで排出量減少せず。その後2°C未満目標を達成するために より厳しい政策が導入される
④ 高コスト移行 (Divergent Net Zero)		1.4°C	小	大	2050年前後にネットゼロ達成するが、産業セクターごとに整合性のない 政策が導入される結果、コスト高に
⑤ 2°C未満達成 (Below 2°C)	秩序ある 移行	1.6°C	中	中	気候変動政策が徐々に進展し、67%の確率で2°C未満を達成
⑥ 2050年ネットゼロ (Net Zero 2050)		1.4°C	小	中	適切な政策と技術革新で円滑に移行。米、EU、英、カナダ、オーストラリア、 日本は2050年にネットゼロ達成

(出所) NGFS Scenarios, September 2022より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

バラつきが大きい各国・地域の気候変動対策への取り組み

■ 欧州で着実な政策進展が見込まれる一方、その他は遅れ気味

- 米国はバイデン政権下で予算措置が進んでいるが、共和党政権になっても継続されるかは不明。中国はEV・再エネ導入を緩やかに進める見通し。足元で遅れている日本の気候変動対応は、2020年代後半に加速する可能性大

主要国・地域の気候変動政策の現状と見通し

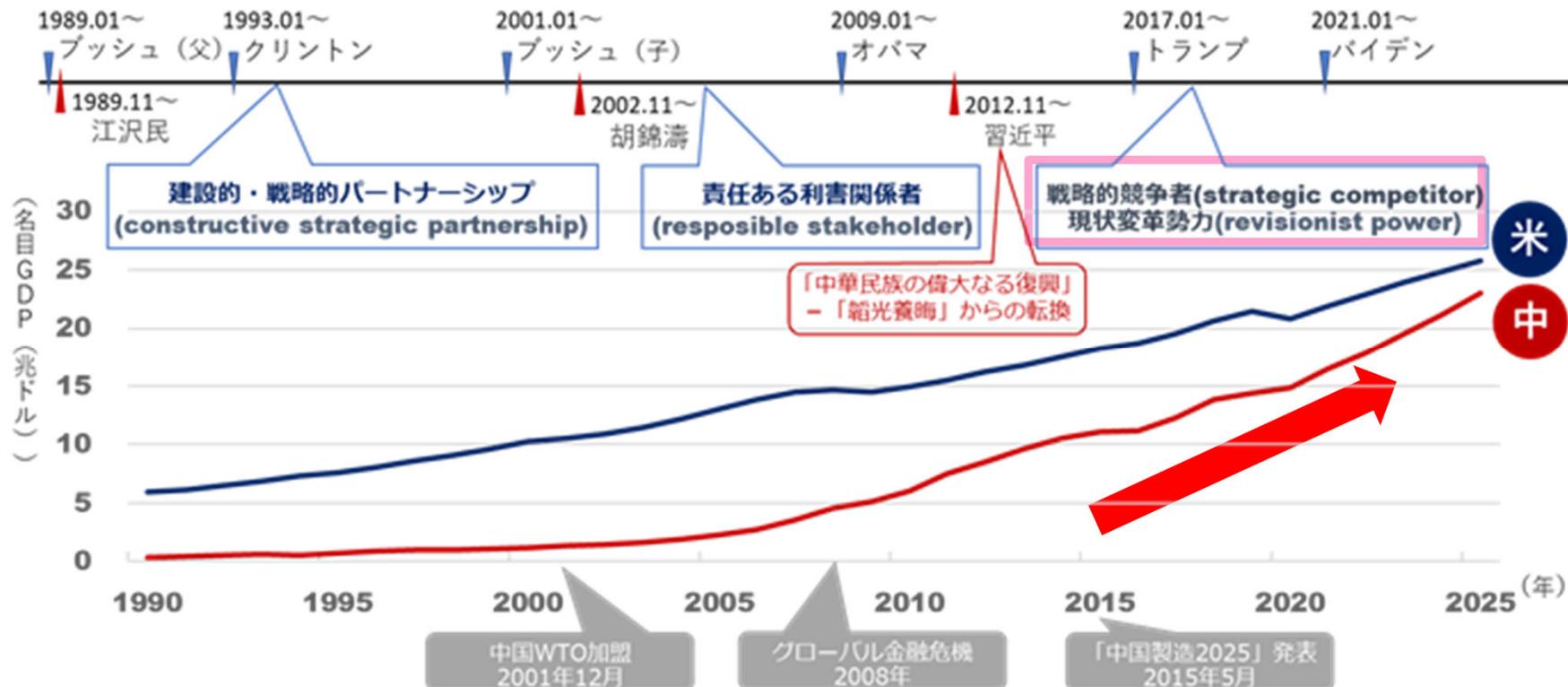
	投資促進	カーボンプライシング
米国	<p><足元で予算措置が進展。政権交代後の継続性に疑問> インフラ投資・雇用法 ~電力インフラに730億ドル、EV関連150億ドル インフレ抑制法 ~気候変動対策に5年で3,910億ドル。クリーンエネルギー導入時の税額控除、EV購入時の税額補助など</p>	<p><極めて限定的> 州レベルでのETS(排出量取引制度)導入 連邦レベルでは、炭素税・ETSとも未導入 国境炭素税は、民主党政権内で議論あり</p>
EU	<p><欧州委員会の計画に基づき、着実に進行> 欧州グリーンディール ~10年間に官民で1兆ユーロを投資 うち2021-2027年のEU予算で5,500億ユーロをグリーンリカバリーに</p>	<p><本格的に導入> EU-ETS (欧州連合域内排出量取引制度) ~ 順次、対象が拡大される予定 国境炭素税 ~ 2026年導入予定 炭素税 ~ 各国レベルで導入</p>
中国	<p><2030年カーボンピークアウトに向けて緩やかに進行> 再生可能エネルギー設備導入、EV補助金等 目標達成には、2050年までに127~174兆元の投資が必要と試算されている</p>	<p><徐々に導入> ETSは2021年夏に一部の省で導入後、全国に</p>
日本	<p><足元は遅れ気味。2020年代後半以降に加速> クリーンエネルギー戦略中間整理で2030年度までに150兆円の投資(官民計)が必要と試算 研究開発のための「グリーンイノベーション基金(2兆円)」を創設。その他の予算措置はこれから</p>	<p><遅れて導入が進む見込み> ETSは東京都・埼玉県で導入 炭素税(温暖化対策税)は少額 2023年度よりGXリーグ稼働予定 炭素税の本格導入は2024年度以降に先送り</p>

(出所)各種資料・報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国ならびに西側諸国で高まる対中脅威認識

- 中国を「**戦略的競争者**」と位置付ける対中脅威認識は**不変**だが、競争手法は変化
 - 中国は、「21世紀最大の地政学的試練(the biggest geopolitical test)」であり、「安定した開かれた国際システムに深刻に挑戦する経済的、外交的、軍事的、技術的な力を有する唯一の国」(ブリンケン国務長官)
 - 「経済安全保障は国家安全保障」との認識はトランプ政権と同様だが、トランプ政権の制裁関税は「守り」であり、米国を強くする「攻め」が必要とし、研究開発・インフラ・教育投資を増大

米国の対中認識

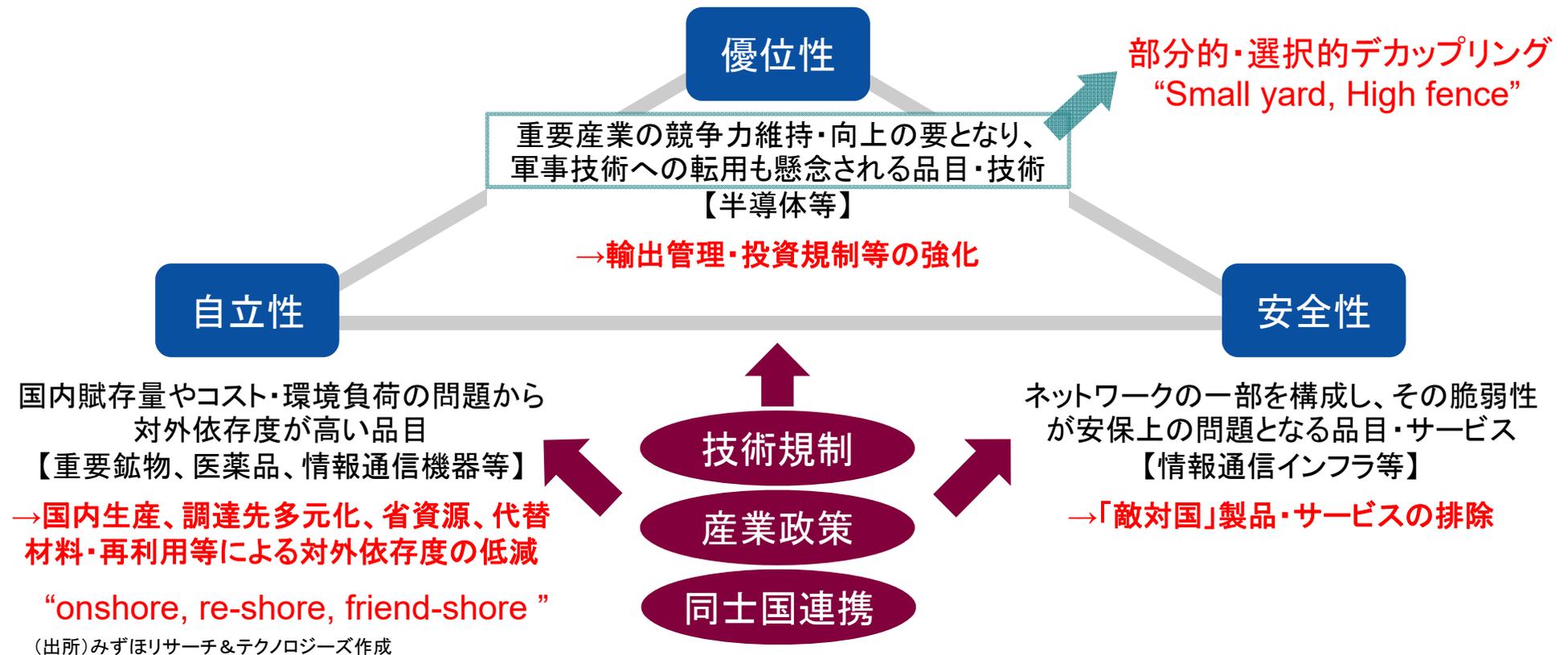


(注)2019年以降はIMFによる予測値。(出所)IMF "World Economic Outlook Database, October 2020"より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

米国の対中戦略～経済安全保障強化の取り組み

- 経済安全保障を構成する3つの柱:「優位性」、「自立性」、「安全性」
 - バイデン政権は「優位性」、「自立性」、「安全性」に関する政策を組み合わせ経済安全保障の強化を図る方針
 - 中国との競争において短期的に経済的合理性を一定程度犠牲にしても、中長期的な経済安全保障の強化を優先
 - 厳格な規制を導入するとともに、国内投資と同盟国・パートナー国との連携により、効果の最大化・コストの最小化、「漁夫の利」防止を図る

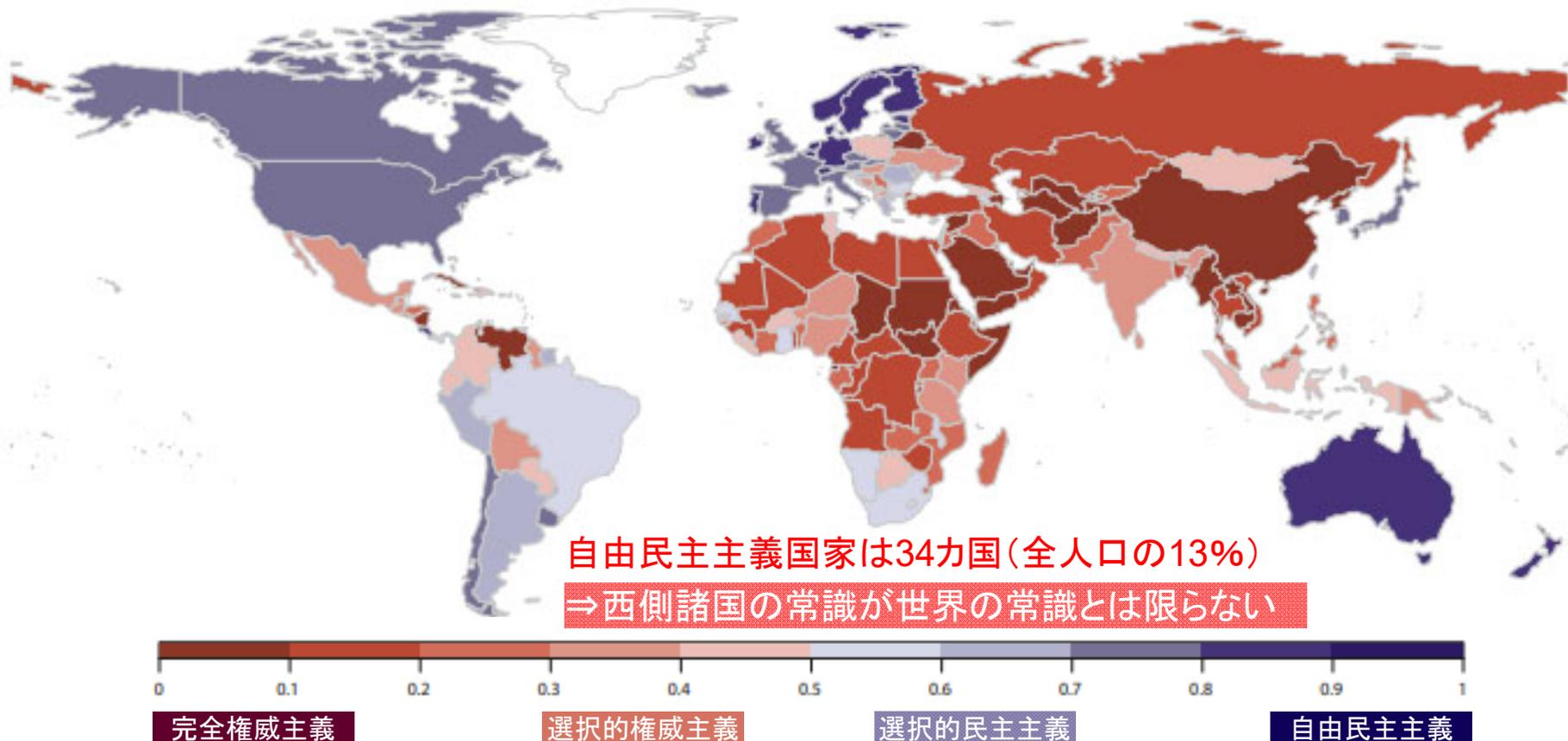
バイデン政権の経済安全保障強化の取り組み



勢力増す権威主義陣営。世界で見れば民主主義陣営は少数派

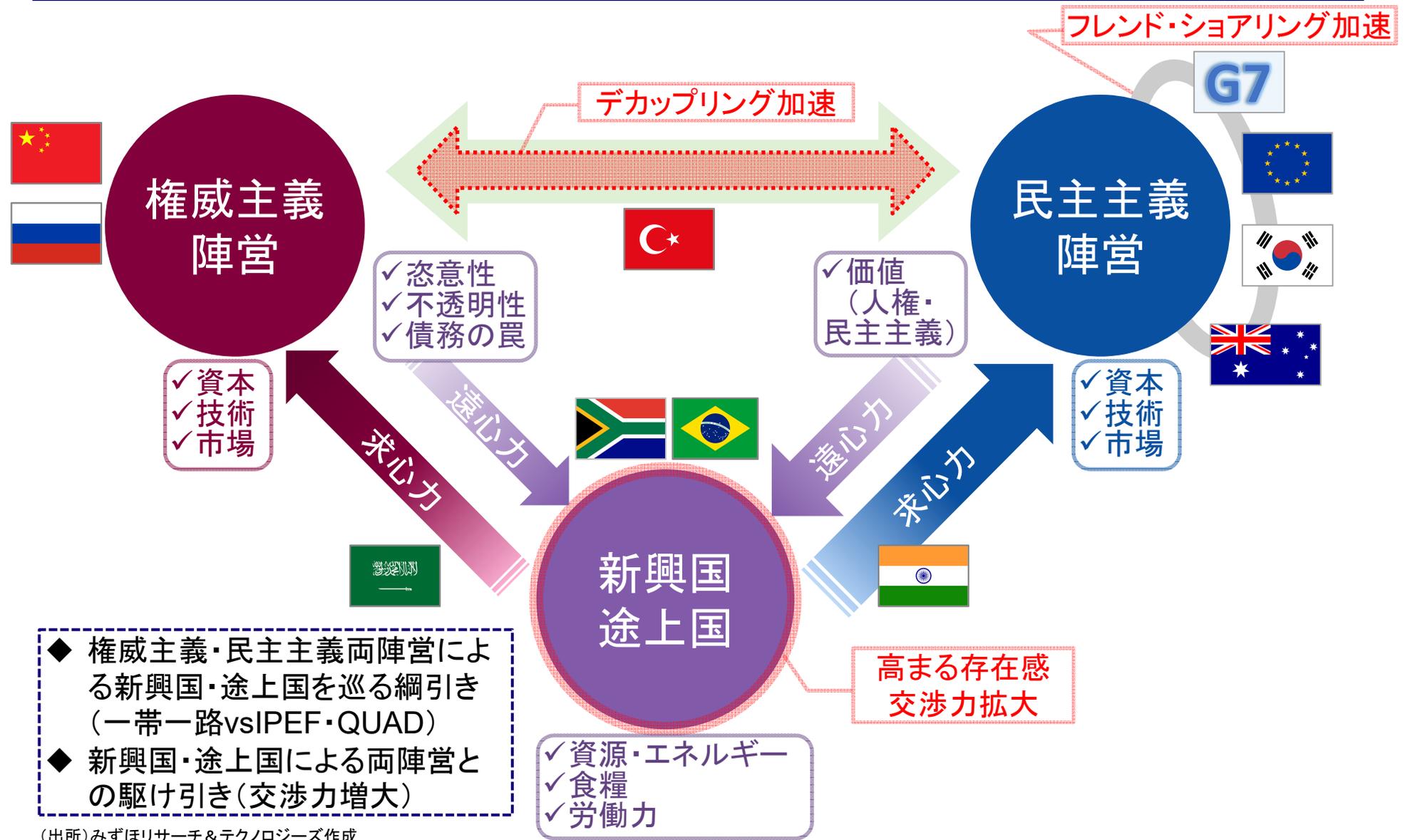
- 世界179カ国のうち自由民主主義国は34カ国(全人口の13%)
 - 過去10年、自由民主主義陣営が減少する一方、完全権威主義陣営は増加(20カ国⇒30カ国)。選択的権威主義(60カ国)も含めた権威主義国陣営で世界人口の7割を占める

世界における民主主義の状況



(出所)V-Dem Institute "Democracy Report 2022"より転載

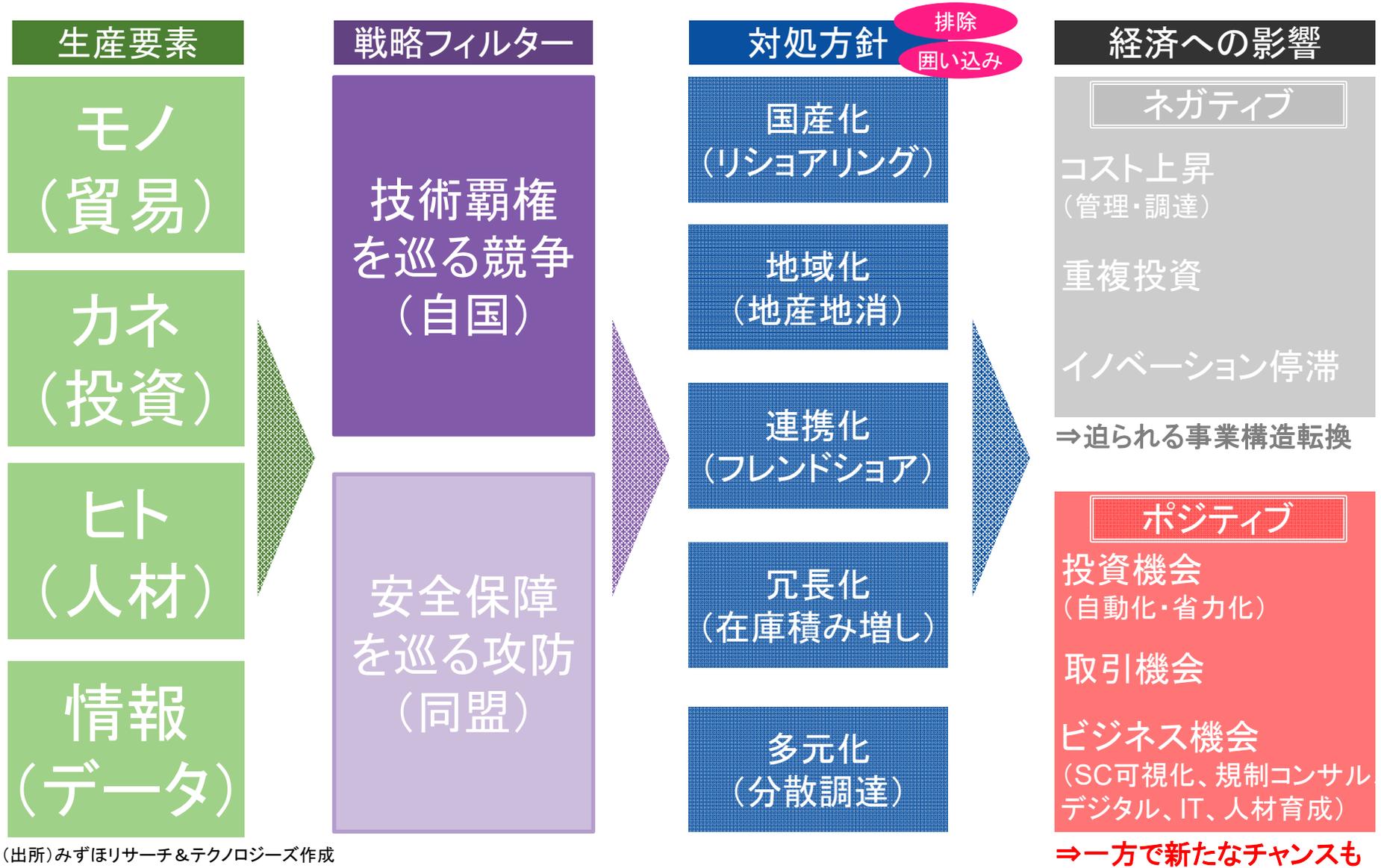
状況によって変わる枠組み～主導権を巡る「綱引き」と「駆け引き」



- ◆ 権威主義・民主主義両陣営による新興国・途上国を巡る綱引き (一帯一路vsIPEF・QUAD)
- ◆ 新興国・途上国による両陣営との駆け引き(交渉力増大)

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米中対立がもたらすリスクとチャンス

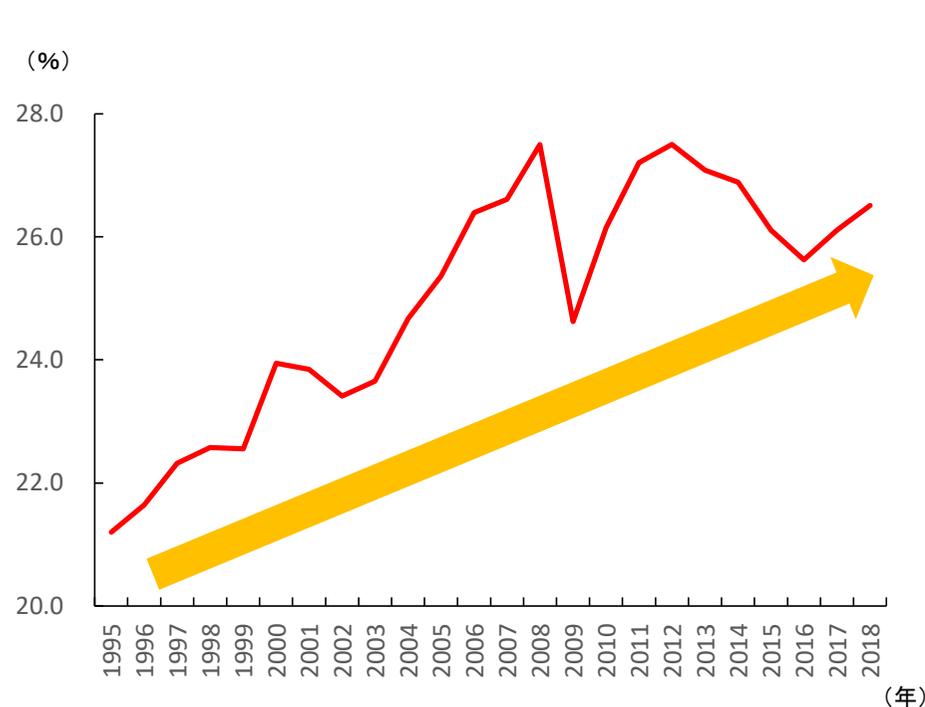


フラグメンテーションは生産コスト増を通じ物価を押し上げる懸念

■ フラグメンテーションによるGVC(グローバルバリューチェーン)の衰退は、コスト増を通じ物価を押し上げる懸念

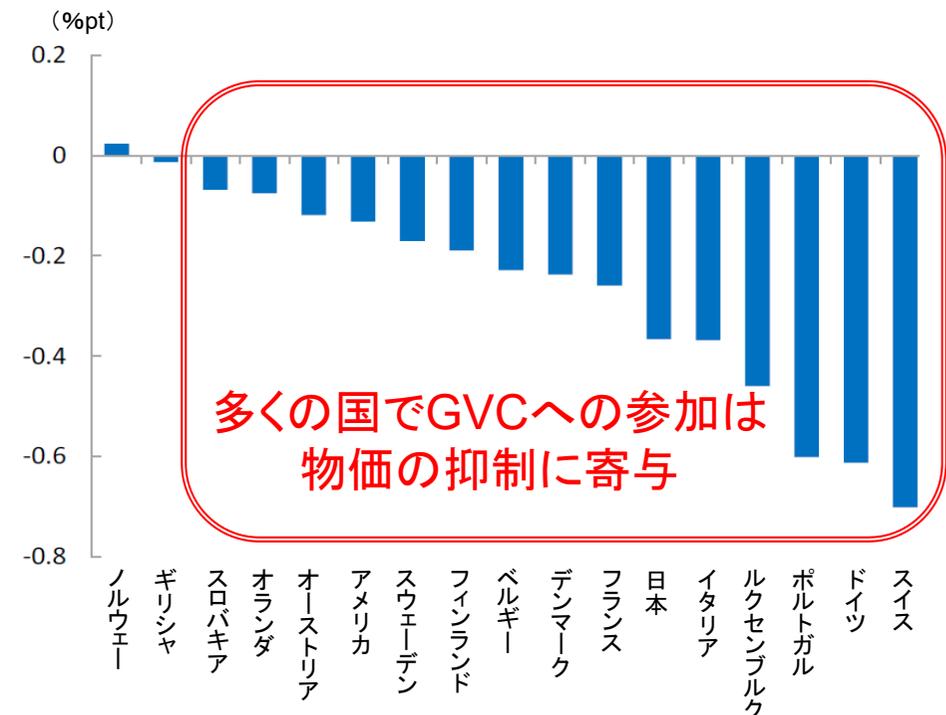
- 長期トレンドでは各国のGVCへの参加が進展。OECD推計ではGVCへの参加が各国の生産者物価を押し下げ。日本もその恩恵を享受
- 今後フラグメンテーションによりGVCが衰退すれば、生産コスト増を通じてインフレ率を押し上げる懸念大

GVC(グローバルバリューチェーン)参加率の推移



(注1) GVC参加率は、自国の輸出に占める、他国の輸出財に投入される財の比率を表す
 (注2) GVC参加率は、データが取得可能な67カ国の単純平均
 (出所) OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

GVC参加率上昇が主要国の生産者物価に与えた影響



(注) 1996年から2014年までの各国のGVC参加率上昇が、2014年の生産者物価上昇率に与える影響を表す
 (出所) OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2.海外經濟

世界経済は3%程度での成長が続く

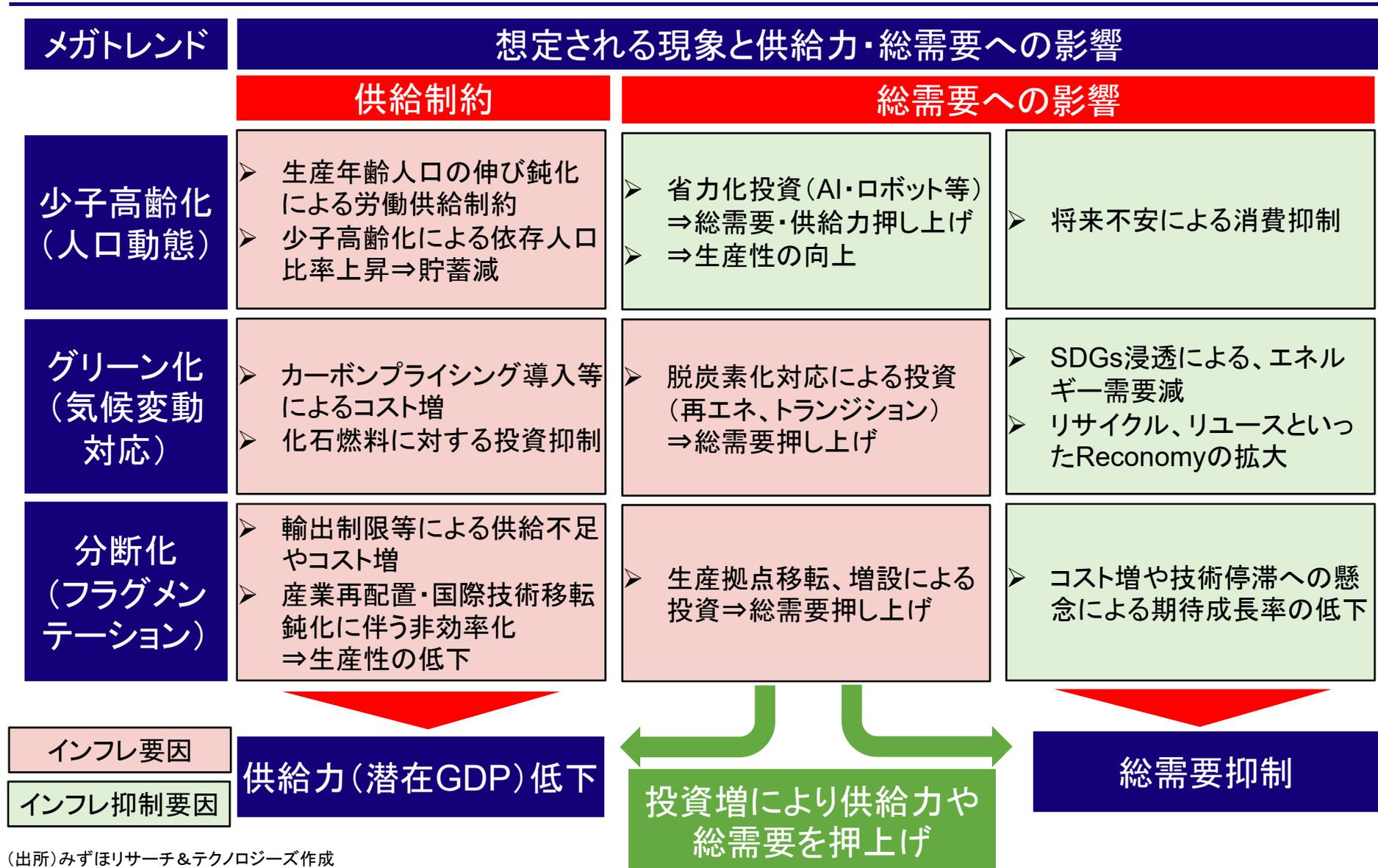
- **2023年**は金融引き締めの影響を背景とした米欧の景気後退に伴い、**世界経済成長率は2%割れ**
- **2024年以降**は米欧を中心としてグローバルに回復に転じ、**世界経済は3%程度での成長が続く見通し**
 — **2032年にかけて米欧は1%台の緩やかな成長、日本は0%台に鈍化**

世界経済総括表

	(前年比、%)									
	2019 暦年	2020	2021	2022 (見通し)	2023	2024	2025	2026	2027	2028~32年 期間平均
世界実質GDP成長率	2.8	▲ 3.0	6.0	2.6	1.8	3.0	3.1	3.1	3.1	2.9
日米欧	1.7	▲ 4.6	5.3	2.4	▲ 0.6	1.1	1.5	1.6	1.4	1.3
米国	2.3	▲ 2.8	5.9	1.9	▲ 0.8	1.1	2.1	2.0	1.7	1.5
ユーロ圏	1.6	▲ 6.1	5.3	3.1	▲ 0.8	1.0	1.0	1.5	1.4	1.4
英国	1.7	▲ 9.4	7.4	4.3	▲ 0.9	1.2	1.6	1.6	1.6	1.5
日本	▲ 0.4	▲ 4.3	2.1	1.2	1.1	1.2	0.6	0.5	0.5	0.5
アジア	5.0	▲ 0.9	7.1	4.2	4.5	4.8	4.7	4.6	4.6	4.1
中国	6.0	2.2	8.1	3.1	4.8	4.9	4.9	4.4	4.4	3.7
NIEs	1.9	▲ 0.6	5.5	2.3	1.7	2.0	1.7	1.8	1.8	1.6
ASEAN5	4.9	▲ 3.5	3.3	5.5	4.2	4.5	4.6	4.7	4.5	4.3
インド	4.5	▲ 6.6	8.3	7.1	5.5	6.3	5.9	6.1	6.2	5.9
オーストラリア	2.0	▲ 2.2	4.9	3.5	1.8	2.0	1.7	1.8	1.7	1.6
ブラジル	1.2	▲ 3.3	5.0	2.9	0.7	1.7	2.2	2.1	2.0	1.9
メキシコ	▲ 0.2	▲ 8.0	4.7	2.7	▲ 0.6	1.3	2.0	2.1	2.0	1.9
日本(年度)	▲ 0.8	▲ 4.1	2.5	1.4	1.0	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5

(注) 網掛けは予測値。予測対象地域計はIMFによるGDPシェア(購買力平価ベース)により計算
 (出所) IMF、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

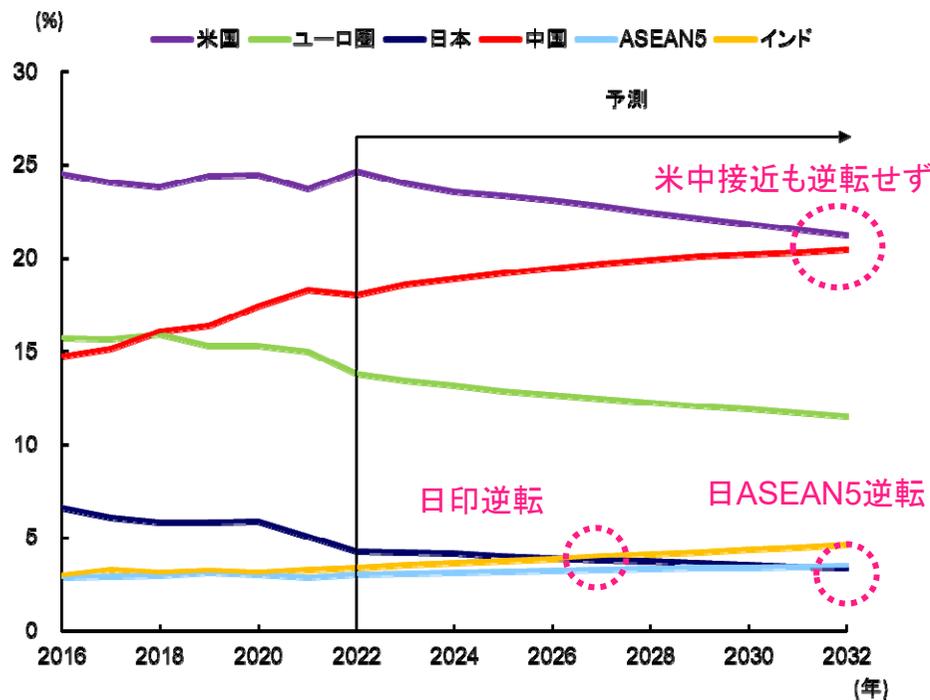
3つのメガトレンドは供給制約となる一方、投資増が総需要を押し上げ



米国が経済規模第1位を維持。アジアは存在感を高める

- 経済規模において、中国は米国に接近するも、今後10年では逆転せず
 - 中国は経済統制の強化や、過剰債務が成長を下押しする公算
- 今後10年という時間軸では、相対的にアジアの存在感が増す世界観が見込まれる
 - 経済シェアでは、2027年にインドが、2032年にはASEAN5が日本を逆転、成長寄与も過半がアジア

主要国・地域の名目GDPシェア予測

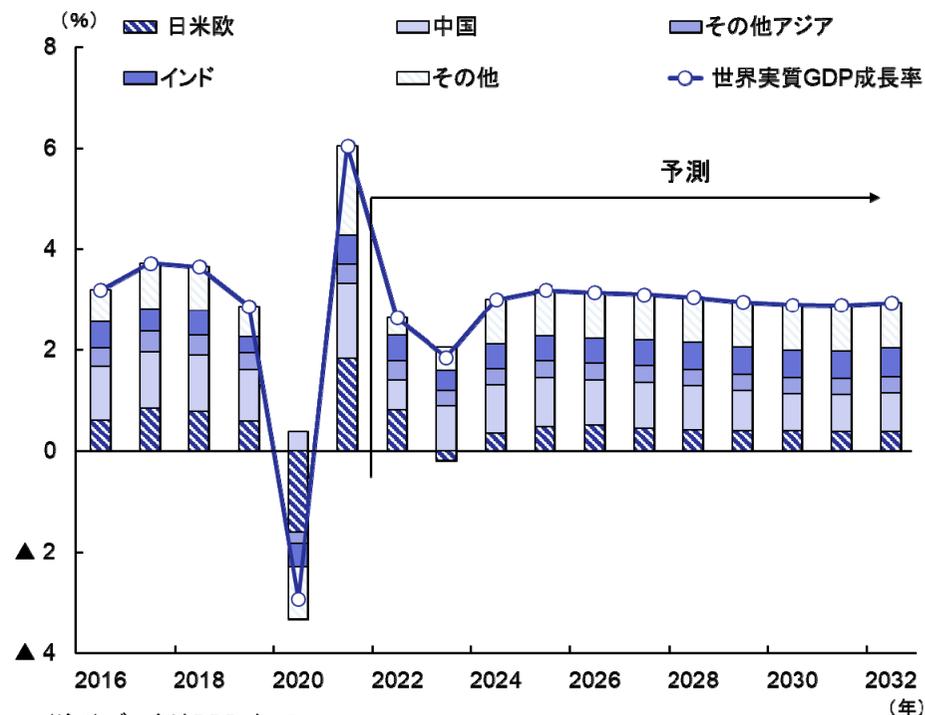


(注1) データはドルベースのシェア

(注2) 2022年以降はみずほリサーチ&テクノロジーズの予測値

(出所) IMF、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界経済成長率の寄与度



(注1) データはPPPベース

(注2) その他アジアはASEAN5+NIEs

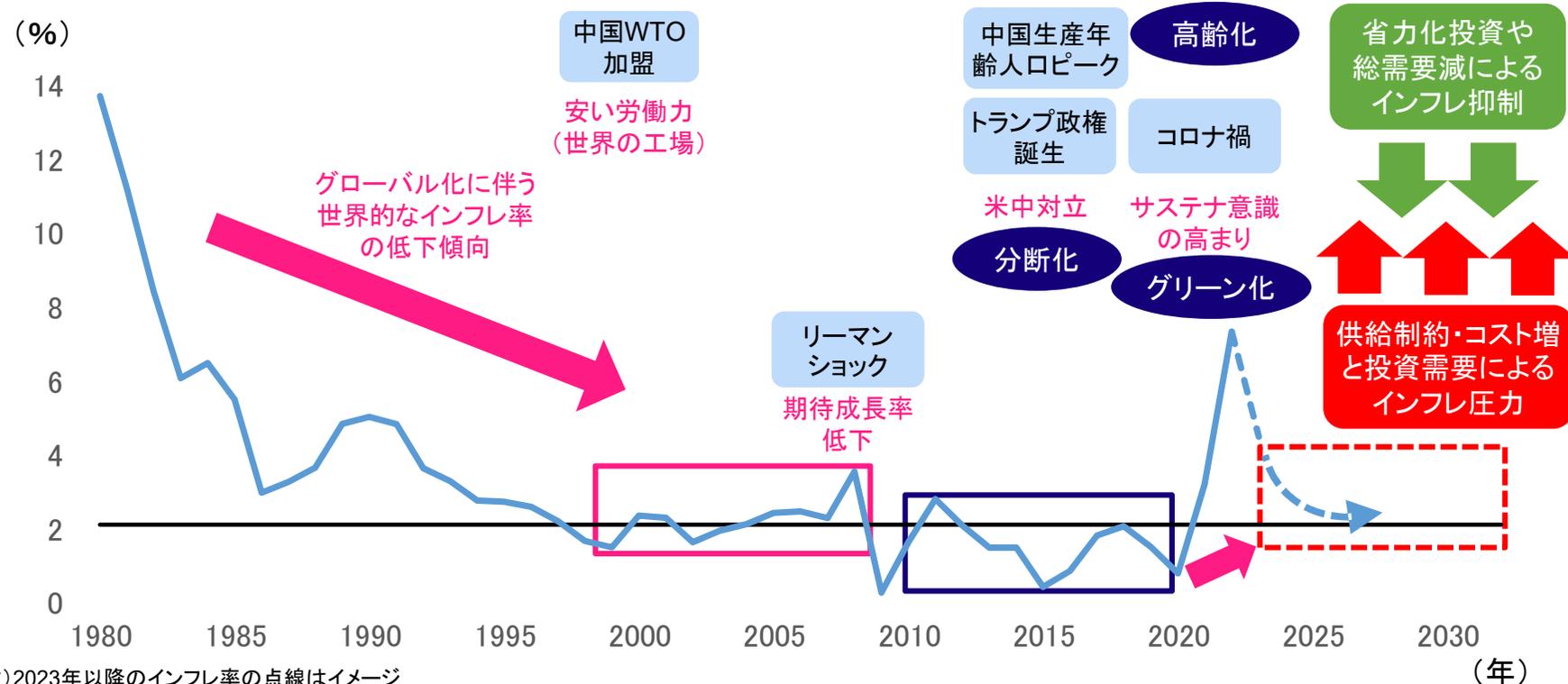
(注2) 2022年以降はみずほリサーチ&テクノロジーズの予測値

(出所) IMF、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

グローバルインフレ鎮静後も2010年代のような極端な低インフレには戻らず

- コロナ禍やロシア・ウクライナ危機による高インフレが鎮静化した後も、インフレ圧力は残存
 - 2010年代はグローバル化や金融危機後の期待成長率の低下等を背景に過度な低インフレの時代を享受
- 今後は、少子高齢化、グリーン化、分断化といった供給制約要因によってインフレ圧力が掛かりやすい世界を想定
 - ただし、省力化投資や需要減などインフレ抑制要因もあり、1980年代のような高インフレに戻るとは想定しにくい
 - 水準としては2000年代程度を想定も、当時よりインフレ圧力は掛かりやすいと思料

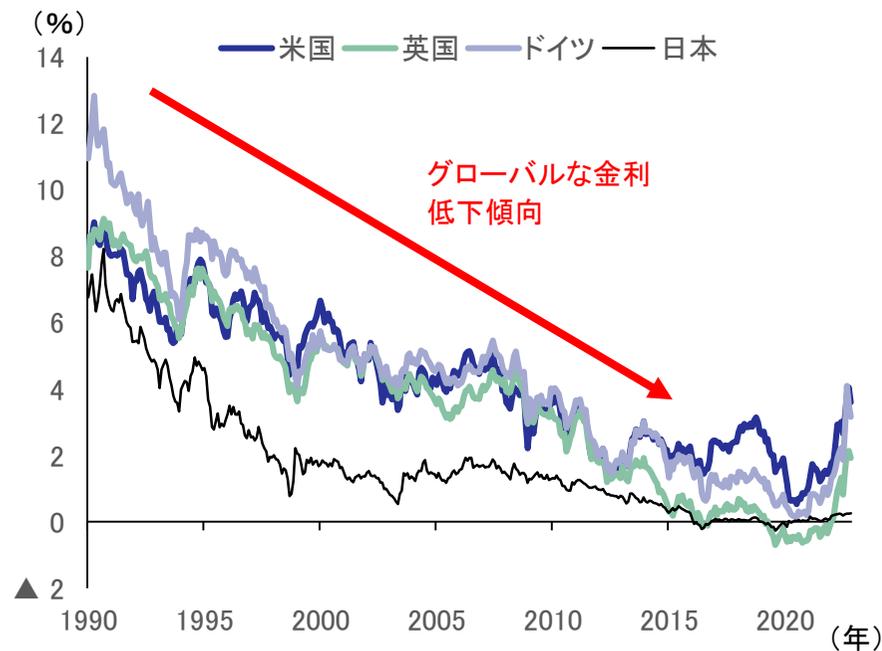
先進国のインフレ率の推移



金利低下の背景にある貯蓄超過や過剰流動性の緩和により長期金利に上昇圧力

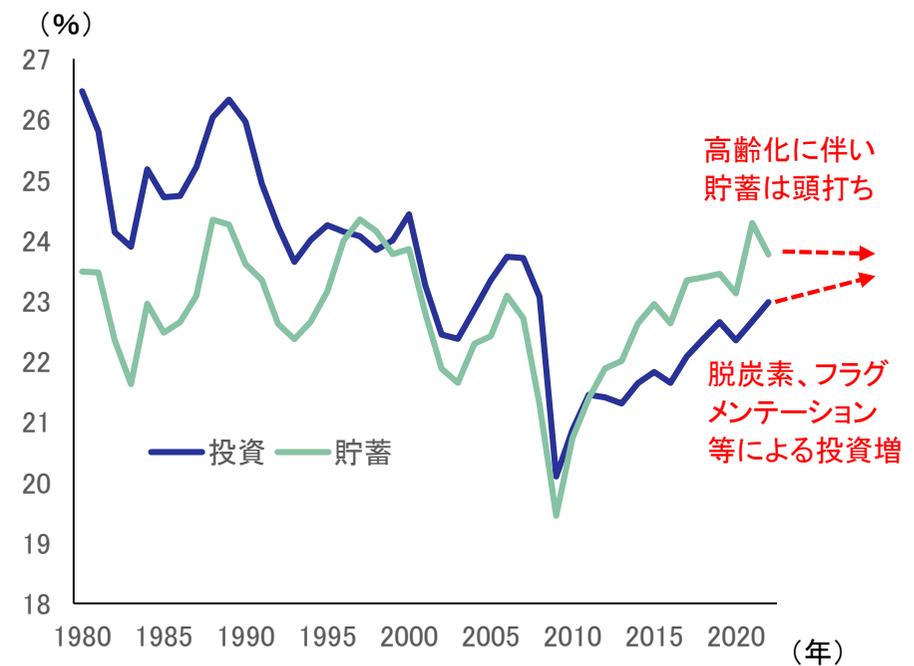
- 長期金利は世界的に1990年代から2010年代にかけて低下傾向。低金利の背景には世界的な貯蓄超過(または投資不足)や金融危機後の世界的な金融緩和による過剰流動性
- 今後は貯蓄超過や過剰流動性の緩和が見込まれ、コロナ禍以前のような低金利時代には戻らず
 - インフレ圧力の高まりを背景に金融政策は中立またはやや引き締め気味で推移
 - 高齢化に伴う貯蓄の頭打ち、脱炭素やフラグメンテーションに伴う投資需要を背景に貯蓄超過は緩和方向

各国長期金利の推移



(注) 長期金利は各国10年国債利回り
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

先進国の貯蓄・投資(対GDP比)の推移



(注) 矢印は今後のイメージ
(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

内需の堅調な回復により中期成長率は1%台半ばで推移

■ 成長率は、中期にかけて1%台半ばで推移

— 良好な雇用・所得環境が続くことで、個人消費は拡大するほか、設備投資は気候変動対応やサプライチェーン再編の加速により増加を続ける見込み

■ 高スキル人材に対する労働需要の高まりや、力強い投資の回復により、長期間に渡りインフレ圧力は残存

— FRBはインフレ抑制のため、コロナ前と比べて高めの政策金利を維持すると予想

米国経済見通し総括表

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028~32年 期間平均
		(見通し)									
実質GDP	前期比年率、%	2.3	▲ 2.8	5.9	1.9	▲ 0.8	1.1	2.1	2.0	1.7	1.5
個人消費	前期比年率、%	2.0	▲ 3.0	8.3	2.7	0.0	1.6	2.5	2.1	1.5	1.6
住宅投資	前期比年率、%	▲ 1.0	7.2	10.7	▲ 10.0	▲ 2.2	4.2	7.3	4.9	2.1	1.0
設備投資	前期比年率、%	3.6	▲ 4.9	6.4	3.8	▲ 1.6	3.8	4.3	3.1	3.5	3.3
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.1	▲ 0.6	0.2	▲ 0.7	▲ 0.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
政府支出	前期比年率、%	3.3	2.6	0.6	▲ 0.9	0.7	0.6	0.9	1.7	1.5	0.3
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 1.3	0.3	0.7	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	前期比年率、%	0.5	▲ 1.3	6.1	7.6	4.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
輸入	前期比年率、%	1.1	▲ 9.0	14.1	8.6	▲ 3.8	4.5	7.3	6.8	4.1	1.8
失業率	%	3.7	8.1	5.4	3.7	4.5	4.5	4.1	3.7	3.5	3.5
個人消費支出デフレーター	前年比、%	1.5	1.1	4.0	6.2	3.6	2.5	2.3	2.0	2.0	2.0
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.7	1.3	3.5	4.9	3.5	2.5	2.3	2.0	2.0	2.0

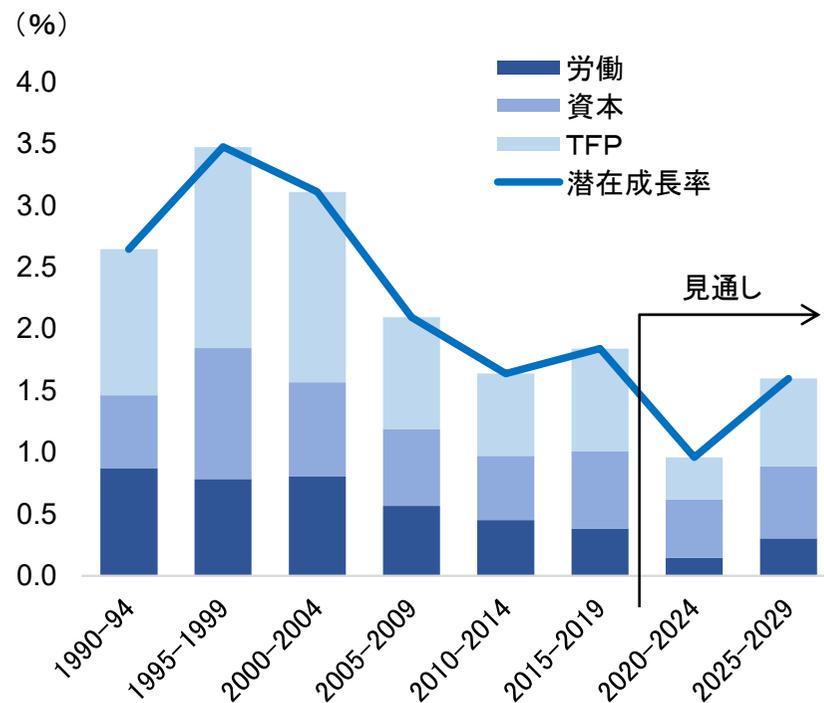
(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値

(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

国内回帰や気候変動対応に伴う投資需要が潜在成長率を下支え

- 産業の高度化や国内回帰に伴う投資需要の拡大が潜在成長率の支えとなる見込み
 - フラグメンテーションやスキルを持った労働者の退出は生産性の押し下げ要因に。ただし、2020年代後半からは、これらを前提とした社会(新常态)に徐々に移り変わることで、生産性への下押し圧力は緩和
 - また、気候変動対応やサプライチェーン再編に伴う新規投資は資本装備率の向上に寄与する見込み
 - コロナ禍で早期退職者が増加したことで労働参加率は低下、当面は高齢化の影響で人口面の押し上げは鈍化

米国の潜在成長率



(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

各生産要素の見通し

生産要素	見通し
生産性	<ul style="list-style-type: none"> ■ 世界的なフラグメンテーションや、高齢化に伴う熟練労働者の退出は押し下げ要因 ■ 2020年代後半には、上記を前提とした社会(新常态)に徐々に移り変わることで、上記の下押し圧力は緩和
投資	<ul style="list-style-type: none"> ■ 産業高度化、気候変動対応、サプライチェーン再編の進展は投資需要を生み出す要因に
労働	<ul style="list-style-type: none"> ■ 移民の増加により人口はプラス成長を維持 ■ コロナ禍で早期退職者が増加したことで労働参加率は低下 ■ 先行きについても高齢化の影響で労働参加率は低下、人口面の押し上げは鈍化

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

産業の高度化の進展が投資需要を底上げ

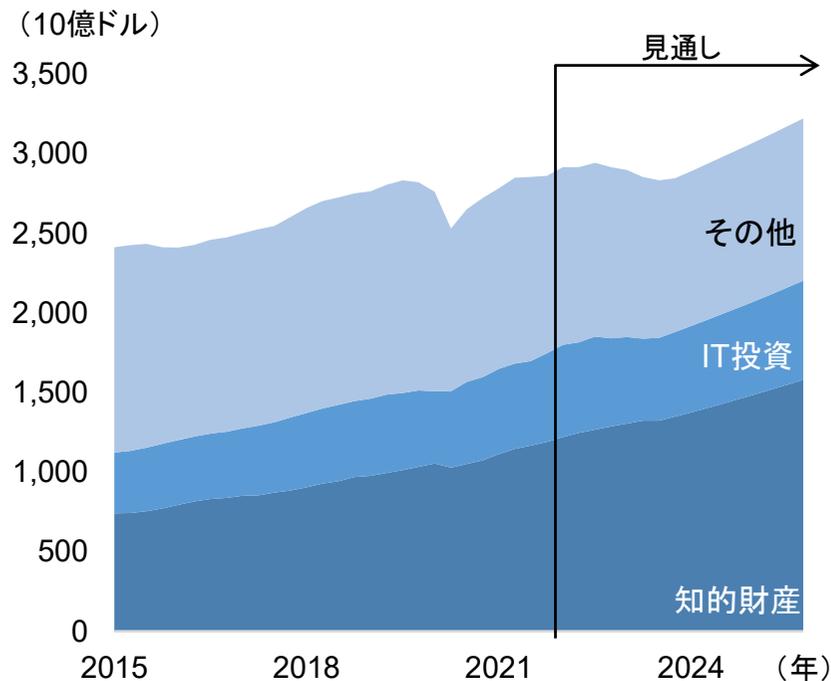
■ 知的資産やITなど産業の高度化に資する投資は増加を継続

— 知的資産は、製薬、情報通信、電子機器等の分野で研究開発(R&D)の増加が続き、テック企業のソフトウェア投資も堅調。コロナ禍を通じた行動様式変化により、PCや通信機器等のハードウェア投資(IT投資)の需要も成長

■ 知的資産やITなど比較的に償却が早い分野で投資が進んでいることから、設備の更新需要は高まる見込み

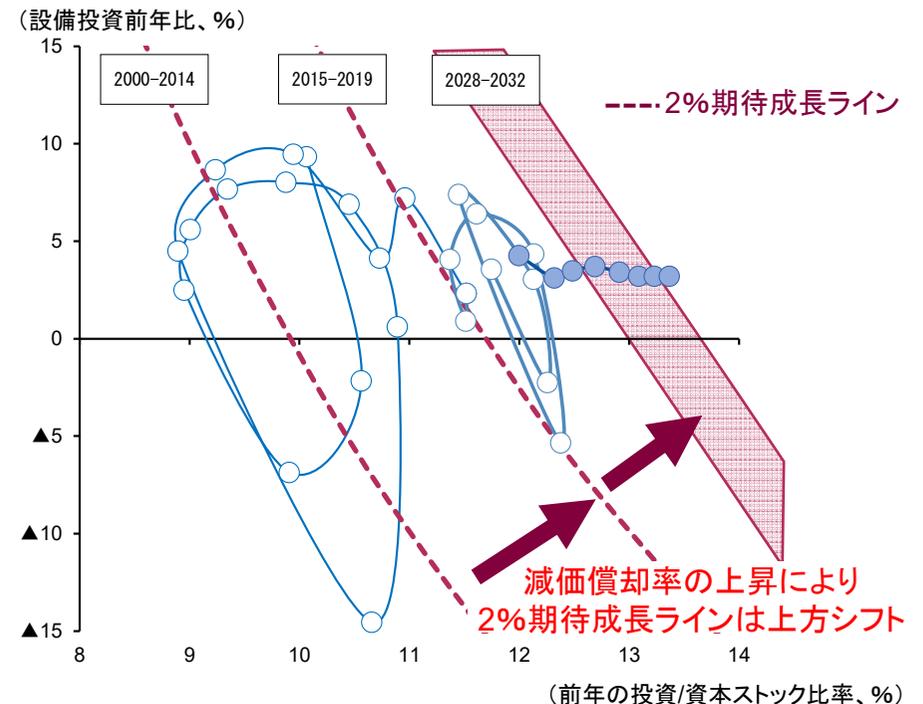
— 減価償却率上昇によりストック循環図上の期待成長ラインは上方にシフト。これを勘案すれば、投資は当面2%の期待成長に見合った拡大が続く見込み

米国の設備投資の内訳



(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

ストック循環図



(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

生産性は悪化も、国内回帰に伴う投資は拡大

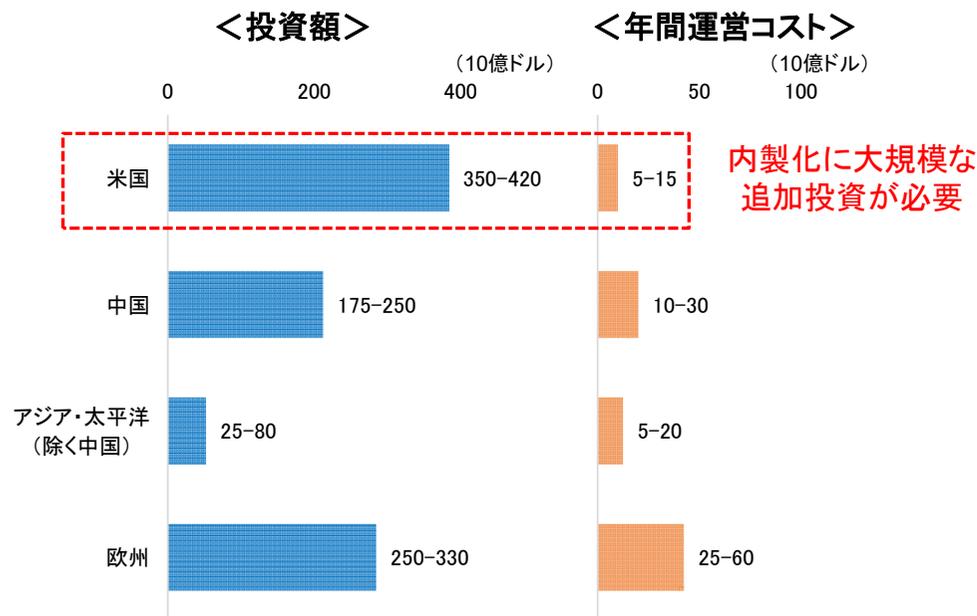
■ フラグメンテーションに伴う国内回帰により、米国内の投資は活性化

- 米国半導体工業会(SIA)は、半導体を内製化するために3,500~4,200億ドルの追加投資が必要と試算。ただし、当試算は、半導体製造の全ての工程を内製化する極端な仮定を置いていることには留意が必要
- 生産移管に伴うコスト増は投資効率の低下を招く一方で、国内回帰の促進により米国内投資を押し上げ

■ 米中貿易摩擦やコロナ禍を経て海外企業の米国に対する投資意欲は急上昇

- JETROによる日系企業へのアンケート調査では、事業拡大を図る地域として首位に米国を挙げている

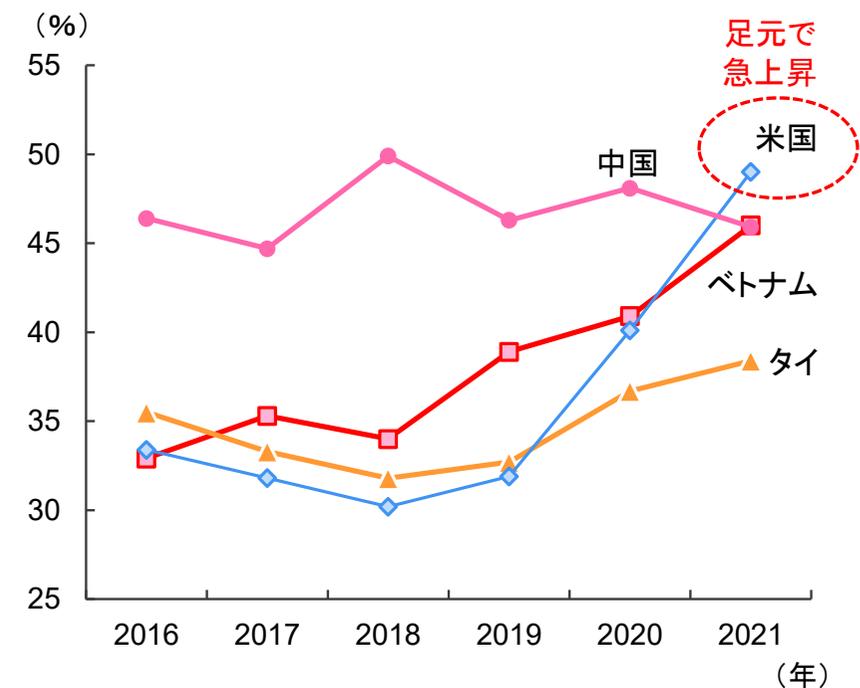
半導体の内製化に伴う投資必要額



(注) 地域別に半導体のデザイン・製造を自給自足する場合に必要な投資額。SIAが各国の半導体需要をもとに試算

(出所) 米国半導体工業会(SIA)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日系企業が海外で事業拡大を図る国・地域

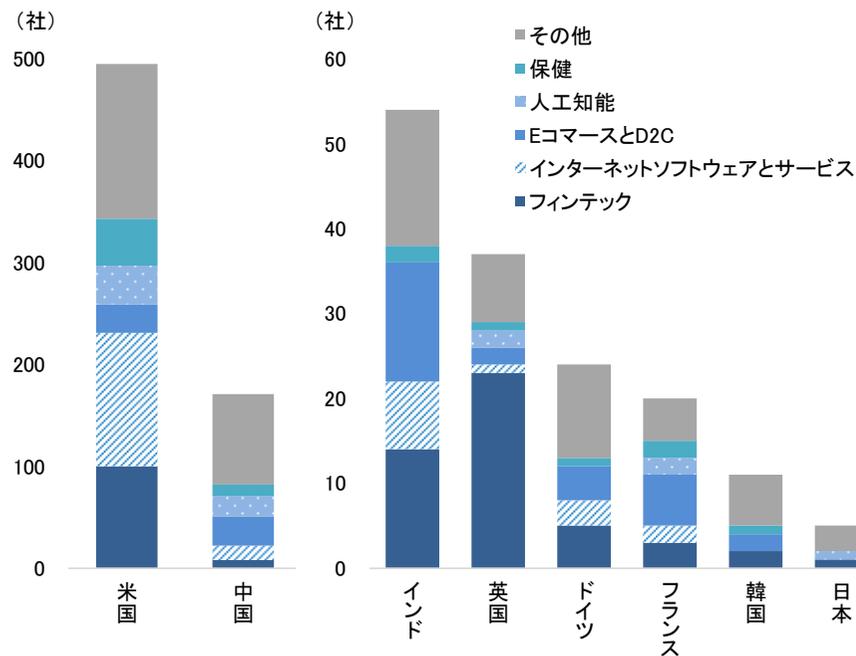


(出所) JETROより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

スタートアップの増加が投資や生産性の改善に寄与

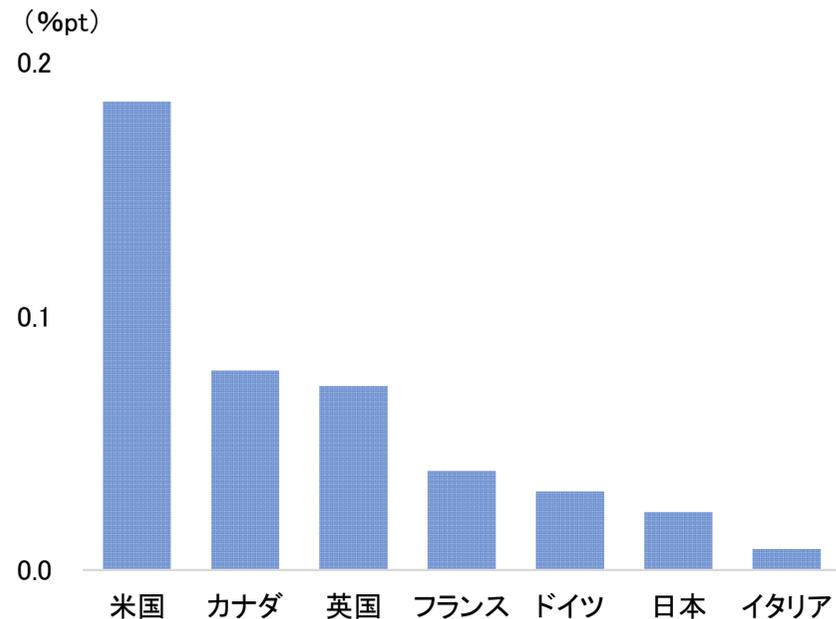
- 2019年時点の米ベンチャーキャピタル(VC)による資金調達額は1,356億ドル(GDP対比では0.6%に相当)まで増加
 - **2007~2021年で誕生したユニコーン**(創業10年以内の評価額10億ドル以上の未上場企業)はフィンテックやソフトウェアを中心に約500社に上り、**世界で最多**となっている
 - **ベンチャーキャピタルへの投資増により米国の生産性(TFP)は0.2%pt程度押し上げられている**と試算
- 金融コンディションのタイト化により、2023年頃にかけてスタートアップ投資は一旦落ち着くが、中長期的にスタートアップの重要性は変わらず、それ以降は再び増加傾向に回帰する見込み

世界のユニコーン企業数(2007~2021年の合計)



(出所)文部科学省 科学技術・学術政策研究所、科学技術指標2022、調査資料-318、2022年8月より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

VC投資による生産性(TFP)押し上げ効果(2015~19年平均)

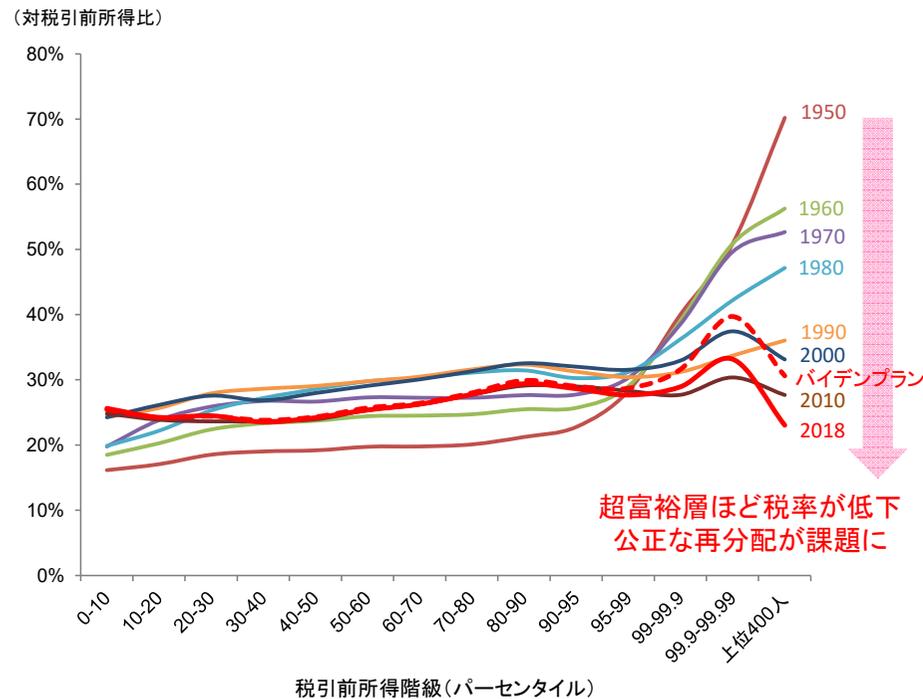


(注)OECD加盟国のうちデータが存在する22カ国を対象に2015~19年の期間のパネルデータを作成。被説明変数をTFP、説明変数をVC投資対GDP比、TFP(1期前)とする固定効果モデルを推計(国・年個別の効果を固定したモデル)
(出所)OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

格差拡大は中長期的な成長の阻害要因に

- 上位1%の資産家が保有する資産は増加を続け、2021年時点で国家全体の資産の36%を占める(1980年:同23%)
 - 一方で、下位50%の資産はほとんど増えておらず、資産格差は拡大
 - 歴代政権の減税政策や税回避によって、米国の超富裕層に対する平均税率は低下。2018年時点で、超富裕層に適用されている平均税率は低所得層を下回る状況となっており、公正な再分配による格差の是正が課題に
- 格差問題が深刻な地域ほど経済成長率は低い傾向

米国の平均税率(税引前所得階級別)

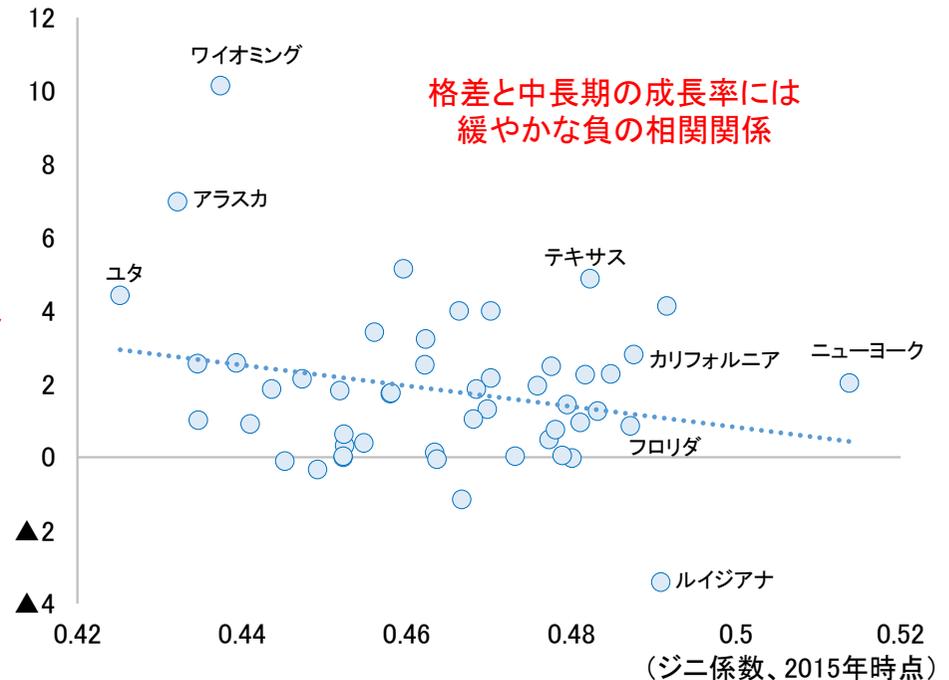


(注)税引前所得には資産所得を含む

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

格差と経済成長の関係(州別データ)

(2017~19年一人当たり実質GDP年平均成長率、%)

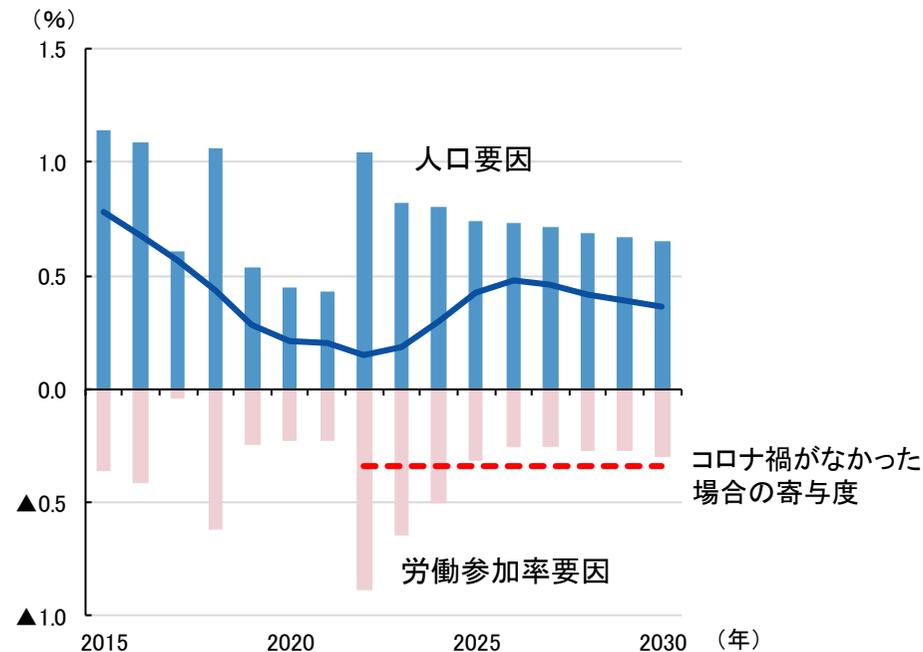


(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

労働需給はコロナ影響残存とミスマッチからインフレ圧力に

- **米労働供給は、生産年齢人口の伸びが緩やかに低下**することに加え、2020年代前半はコロナ禍の影響による**労働参加率の下振れ(高齢者の早期退職等)**が制約要因として残存
- 労働需要にも構造変化、中期的に**医療・介護やSTEM(科学・技術・工学・数学)人材に対する需要が強まる**方向
 - 米国労働省は、STEM人材の雇用は非STEM人材の2倍のペースで拡大すると予想(2021-2030)
 - 気候変動対応や先端・重要技術分野の国内回帰による産業構造の変化がSTEM人材需要増の背景に
- 労働需要の偏り・強まりは、労働需給のミスマッチを伴いながら賃金インフレ圧力を高める要因

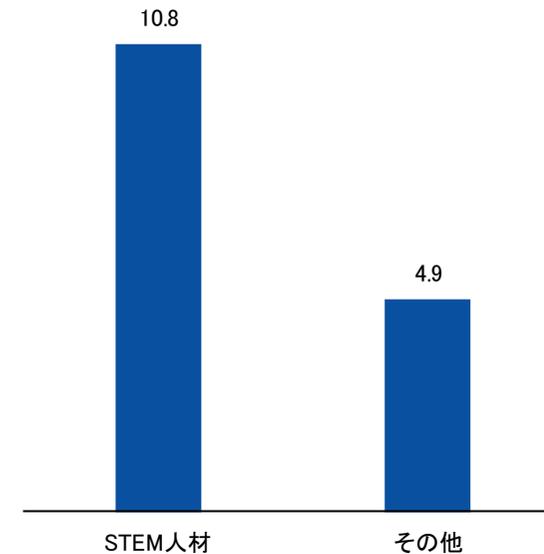
米潜在的労働力人口の伸びと要因別寄与度



(出所)米国労働省、CBOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国労働省による労働需要予測

2021-2030年の雇用の伸び(%)



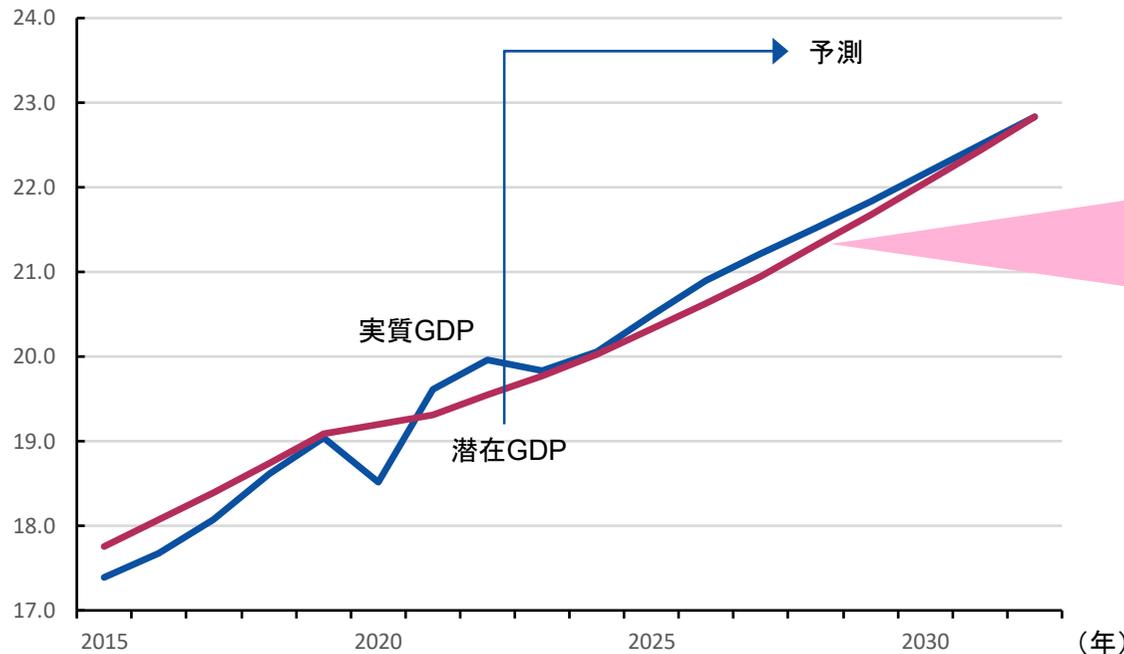
(出所)米国労働省(2022/9/22)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

潜在GDPは下方屈折、需要超過・インフレ圧力の高い経済体質に

- 高齢化による労働力人口の伸び鈍化や、気候変動対応、地政学・フラグメンテーション対応等に伴う産業構造の変化（生産性の低下）により、**潜在GDPはコロナ前のトレンド対比で下方屈折**
- 2023年の景気後退により、需給ギャップはいったん解消されるものの、高スキル人材に対する**労働需要の強まり**や、**気候変動・フラグメンテーション対応の投資需要の強まり**が続き、**インフレギャップが再燃・継続**すると予想
 - FRBは持続的なインフレギャップに直面し、政策金利はコロナ前と比べて高めで推移（中立金利が上振れ）

米国の実質GDPと潜在GDP

(2012年基準実質値、兆ドル)



潜在GDPは下方屈折

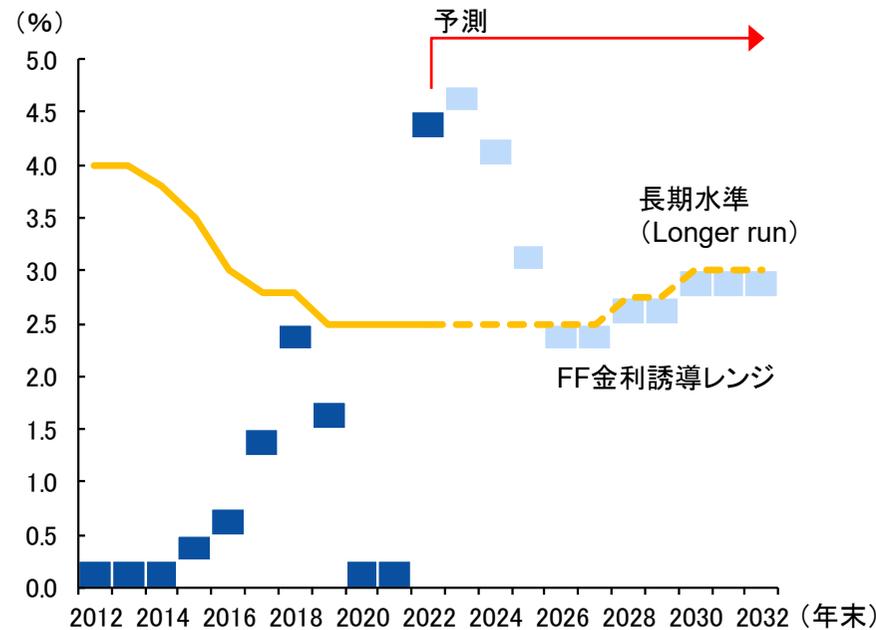
- 高齢化による労働力人口の伸び鈍化
- 気候変動対応、地政学・フラグメンテーション対応等による産業構造の変化が生産性を押し下げ

(出所) 米国商務省、CBOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インフレ圧力が残存、物価安定維持のため金融政策は引き締め気味

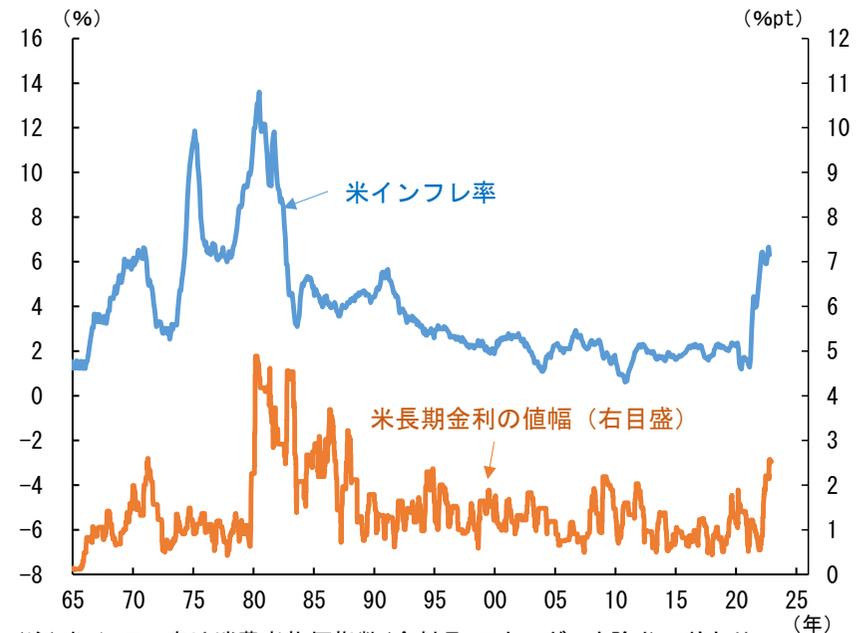
- 貯蓄超過度合いの縮小を背景に2032年にかけて中立金利は緩やかに上昇
 - 気候変動対応や地政学・フラグメンテーション対応のための投資需要が世界的に加速していくとみられ、コロナ禍前と比べて貯蓄超過の度合いが縮小、その分、中立金利を押し上げ
 - インフレ圧力が燻る中で、政策金利はどちらかと言えば引き締め気味で推移
- 米長期金利は概ね3%台での推移を想定も、インフレ圧力と引き締め気味の金融政策はボラティリティを高めやすい
 - 過去においてもインフレ率が高めの状況では長期金利の値幅が出やすい傾向

米FF金利誘導レンジと長期水準(中立水準)



(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米インフレ率と長期金利の値幅推移



(注)米インフレ率は消費者物価指数(食料品・エネルギーを除く)の前年比
米長期金利の値幅は、200日高値-200日安値、日次終値ベース
(出所)米国労働省、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

復興基金による投資増が労働力の減少を補い、潜在成長率は横ばい圏

- **中期的な成長率は1%台前半での推移を予測**
 - **高齢化に伴う労働力人口の減少**が潜在成長率を下押し
 - 一方、欧州復興基金を財源とした各国の**気候変動対策が民間・公共投資を押し上げ、成長率を下支え**
- **域内経済格差の解消は見込み難く、政治・経済の不安定化要因に**
 - 先行きもドイツと南欧経済の収れんは見込み薄。経済低迷はこれら南欧諸国等でのポピュリスト政党の台頭をもたらし、政治や市場の不安定化につながる恐れ

ユーロ圏経済見通し総括表

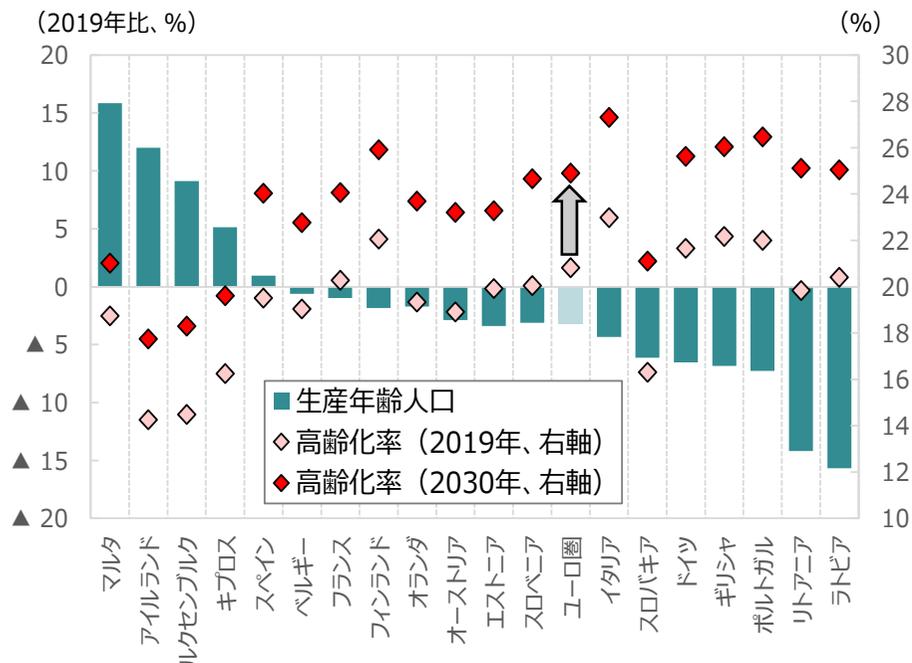
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028~32年	
		暦年	(見通し)									期間平均
実質GDP	前期比、%	1.6	▲ 6.1	5.3	3.1	▲ 0.8	1.0	1.0	1.5	1.4	1.4	
内需	前期比、%	2.4	▲ 5.8	4.2	3.4	▲ 0.2	0.9	0.8	1.4	1.3	1.2	
個人消費	前期比、%	1.4	▲ 7.7	3.8	3.9	▲ 0.2	1.3	0.9	1.4	1.4	1.3	
総固定資本形成	前期比、%	6.9	▲ 6.2	3.6	3.4	▲ 2.4	0.3	1.4	2.2	2.1	2.0	
政府消費	前期比、%	1.7	1.0	4.3	1.1	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.2	▲ 0.3	0.3	0.3	0.2	0.0	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0	
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.8	▲ 0.5	1.3	▲ 0.2	▲ 0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
輸出	前期比、%	2.8	▲ 8.9	10.5	7.3	▲ 0.3	1.5	2.0	3.3	3.3	2.9	
輸入	前期比、%	4.8	▲ 8.5	8.3	8.4	1.1	1.3	1.8	3.2	3.1	2.8	

(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

高齢化による労働力減少や財政ひっ迫が成長力の下押し要因に

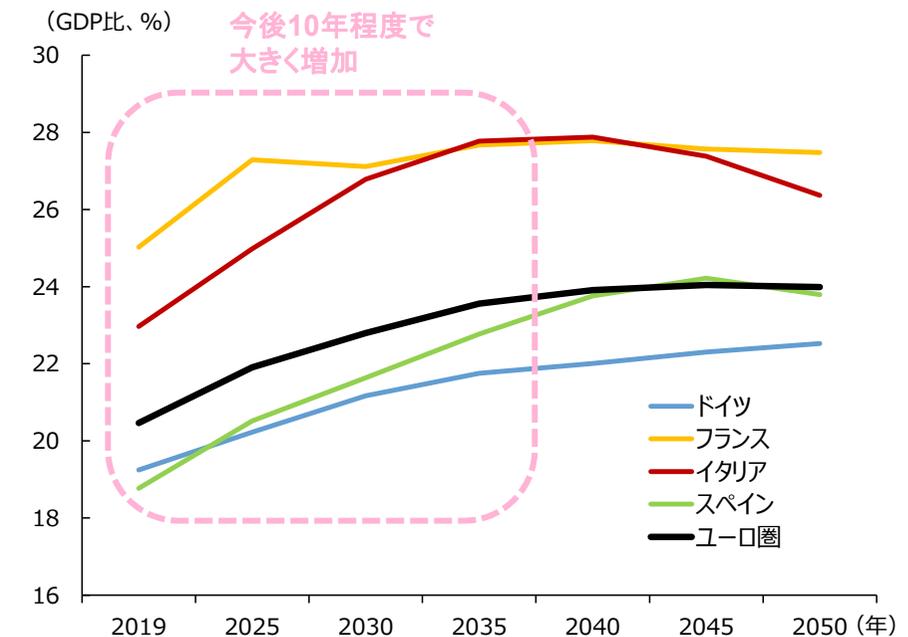
- **欧州では2030年にかけて高齢化が進展。生産年齢人口の減少が成長力を下押しへ**
 - 主要国ではドイツのほか、イタリア、ギリシャ、ポルトガルなどの南欧で生産年齢人口が特に大きく減少する予測
- **高齢化に伴う公的支出の増加が財政を圧迫へ。成長のための政府投資が抑制される恐れ**
 - 年金など高齢化に係る政府負担は、特に今後10年程度で大きく増加する見込み
 - 財政逼迫で研究開発や教育などへの支出が減らされれば、TFP低迷の面からも成長力の下押し要因に

2030年にかけての人口動態



(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

高齢化に係る公的支出



(注) 「Public pensions」、「Health care spending」、「Long-term care spending」の合計
(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

成長力の起爆剤としても期待される気候変動対策。業種では建設、素材などに恩恵

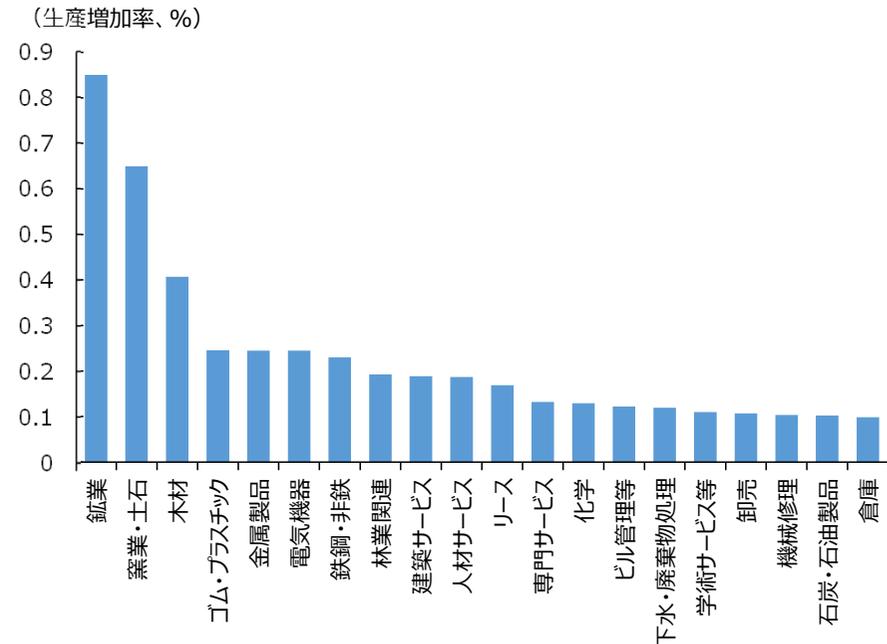
- 「復興・強靱化ファシリティ」(総額6,700億ユーロ)のうち、4割程度が気候変動対策に向けられる計画
 - 各国が掲げる具体策のうち、予算額の大きい施策に登場するワードは「energy」、「building」、「efficiency」、「renovation」、「railway」、「infrastructure」など
 - 再生可能エネルギーへの投資や、ビルの改修・省力化、鉄道インフラ建設などに重点配分へ
- これら気候変動対策は、短期的な投資需要の創出に加え、資本ストック増強を通じて中長期的な成長力を押し上げ
 - インフラ投資など、特に建設業の需要が増える見込み。また、素材関連や一部サービス業の生産にも波及効果

各国の気候変動対策に登場するワード



(注) 文字の大きさは、そのワードが登場する施策の予算額(累計)を表す。EU27カ国が提示している施策メニュー(合計約1,100本、単語数約11,500個)を集計した(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

建設需要の増加による生産波及効果

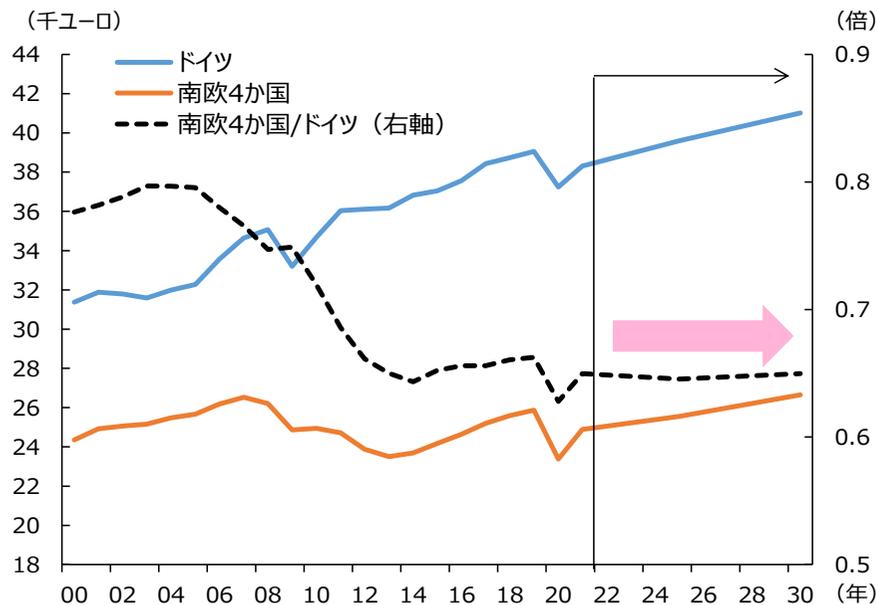


(注) 産業連関表により試算。建設業の生産額が+1%増加した場合の波及効果(出所)Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏経済の収れんは望み薄。経済低迷はポピュリスト政党台頭に繋がる恐れ

- 労働力減少のなか先行きも南欧諸国の成長力キャッチアップは見込み難く、ユーロ圏経済の収れんは望み薄
 - 欧州委員会の予測に基づくと、金融危機・欧州債務危機以降に拡大した独と南欧の経済格差は今後も改善せず
- 成長力の低迷は、ポピュリスト政党の台頭を通じて政治・社会の不安定化要因に
 - 一人当たりGDPの伸びが低い国ほどポピュリスト政党への支持が高まりやすい傾向
 - ポピュリスト政党への支持拡大は、反移民的政策による社会分断やテロの誘発、放漫財政による市場の不安定化やユーロ安につながる恐れ。また、減税など近視眼的な政策への偏重で中長期的な成長力が抑制されるリスクも

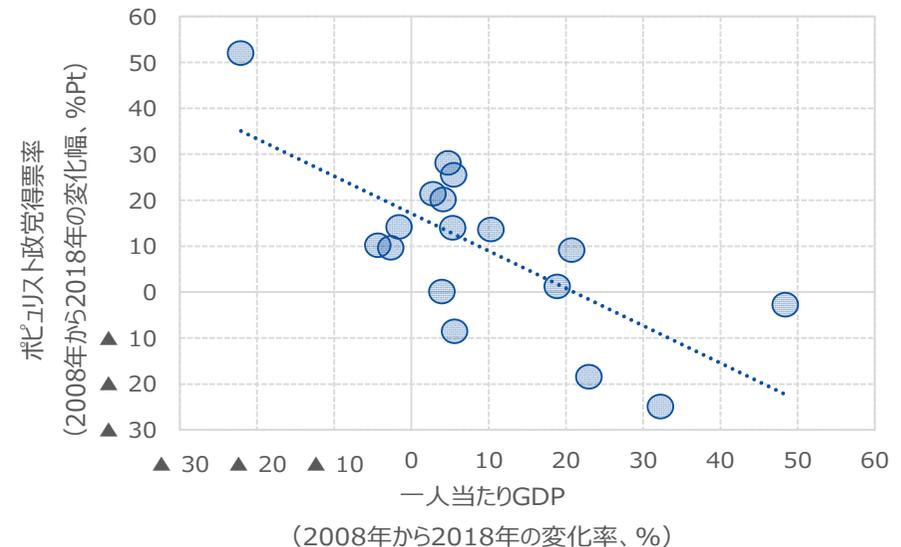
ドイツと南欧の一人当たりGDP



(注)南欧4か国はイタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャ。2022年以降は、欧州委員会による各国の潜在成長率と人口成長率の予測を用いて試算

(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

一人当たりGDPとポピュリスト政党得票率



(注)統計の制約から、2018年と2008年のデータを使用。取得可能なユーロ加盟国の値をプロット。縦軸は2018年の2008年対比のポピュリスト政党得票率変化幅、横軸は2018年の2008年対比の一人当たりGDP変化率

(出所)Eurostat、Timbro、Tony Blair Institute for Global Changeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国は4%台、インドは6%成長、ASEANは濃淡、NIEsと中南米は2%弱

- 中国は高齢化に直面。資本投入と生産性の低減もあり、成長率は緩やかに鈍化
- インドでは人口ボーナス期が続き、約6%の成長率が続く見込み
 - ASEANの見通しには濃淡。人口ボーナス期のフィリピン(約5%)とインドネシア(約4%)は高めの成長。人口ボーナス期が終わるマレーシアとベトナムも、サプライチェーン再編の受け皿として有望で、それぞれ5%台と4%台の成長。一方、タイはこれら2か国以上に高齢化が進み、2%台の成長にとどまる
 - NIEsは、高齢化が進行し、成長率は2%割れ。ブラジルとメキシコも2%近傍

新興国の実質GDP成長率(総括表)

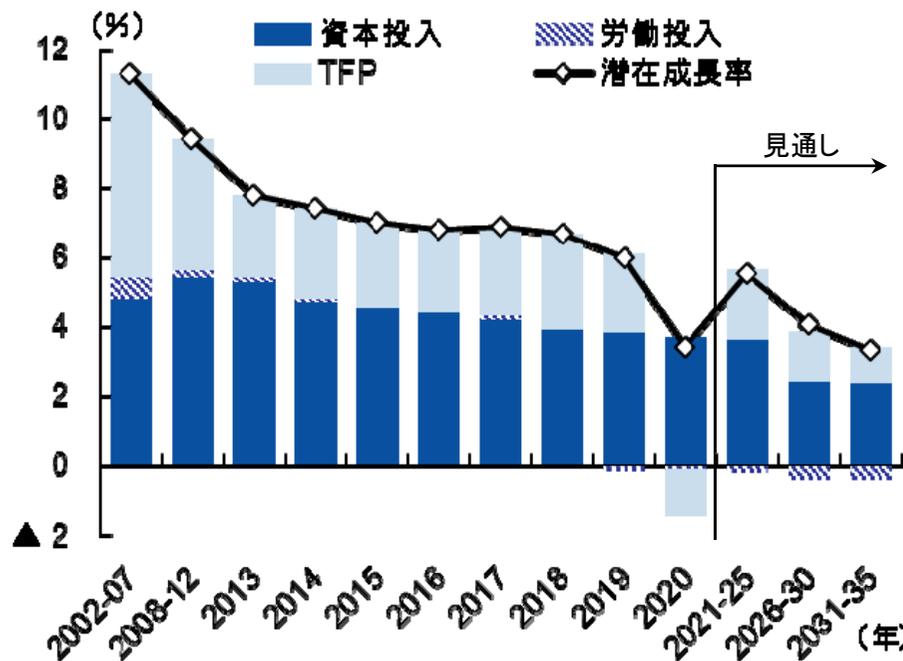
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年 (見通し)	2025年	2026年	2027年	2028~2032 期間平均
アジア	5.0	▲ 0.9	7.1	4.2	4.5	4.8	4.7	4.6	4.6	4.1
中国	6.0	2.2	8.1	3.1	4.8	4.9	4.9	4.4	4.4	3.7
NIEs	1.9	▲ 0.6	5.5	2.3	1.7	2.0	1.7	1.8	1.8	1.6
韓国	2.2	▲ 0.7	4.1	2.6	1.5	1.9	1.7	1.8	1.8	1.6
台湾	3.1	3.4	6.5	3.2	1.6	2.1	1.7	1.8	1.8	1.5
香港	▲ 1.7	▲ 6.5	6.3	▲ 3.2	2.6	2.3	1.6	1.5	1.4	1.3
シンガポール	1.1	▲ 4.1	7.6	3.3	1.9	2.0	1.8	2.0	1.9	1.8
ASEAN5	4.9	▲ 3.5	3.3	5.5	4.2	4.5	4.6	4.7	4.5	4.3
インドネシア	5.0	▲ 2.1	3.7	4.9	3.9	4.2	4.6	4.7	4.5	4.3
タイ	2.1	▲ 6.1	1.5	3.2	3.0	3.0	2.7	2.7	2.6	2.4
マレーシア	4.4	▲ 5.5	3.1	7.8	3.9	3.6	4.0	4.0	3.9	3.7
フィリピン	6.1	▲ 9.5	5.7	6.7	5.3	5.5	5.3	5.6	5.4	5.1
ベトナム	7.4	2.9	2.6	7.1	5.7	6.8	6.5	6.5	6.3	5.7
インド	4.5	▲ 6.6	8.3	7.1	5.5	6.3	5.9	6.1	6.2	5.9
オーストラリア	1.9	▲ 1.8	5.2	3.5	1.8	2.0	1.7	1.8	1.7	1.6
ブラジル	1.2	▲ 3.3	5.0	2.9	0.7	1.7	2.2	2.1	2.0	1.9
メキシコ	▲ 0.2	▲ 8.0	4.7	2.7	▲ 0.6	1.3	2.0	2.1	2.0	1.9
(参考) NIEs+ASEAN5	3.7	▲ 2.4	4.1	4.3	3.2	3.5	3.5	3.6	3.5	3.4
(参考) 中国を除くアジア	4.1	▲ 4.3	5.9	5.5	4.2	4.8	4.6	4.8	4.8	4.6

(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成、推計

中国：潜在成長率は2030年頃に3%台まで低下へ

- **潜在成長率は2030年頃に3%台まで低下**する見通し。労働投入が減少し、資本投入と全要素生産性も低減
 - 総人口は2022年にも減少へと転じる。少子高齢化は2030年代に入ってから一段と加速
 - **生産年齢人口は2014年に減少に転じており、これに伴う貯蓄減少が資本投入(=投資)を抑制**。これまでの非効率な投資で資本効率は低下し、**過剰債務を抱えてデレバレッジの調整圧力は強く、投資主導の成長は持続困難**
 - **生産性は、経済構造の変化に伴って緩やかに低下**。デカップリングや国内経済の統制強化が下押し

潜在成長率の試算値



(注)人口動態を所与とし、中国人民銀行の2020年までの試算を利用して労働投入・資本投入を試算。全要素生産性(TFP)は、先進国の労働生産性の過去推移をもとに試算
(出所)国際連合、中国人民銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中期見通しにおける各成長要因の考え方

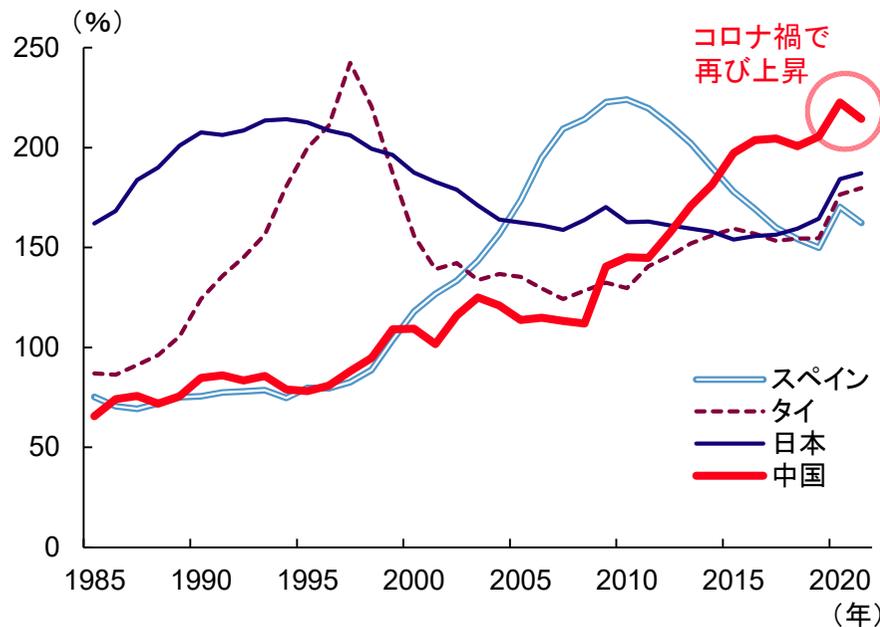
要素	見方
労働投入	<ul style="list-style-type: none"> ● 生産年齢人口は2014年に減少へと転じており、総人口も2022年に減少へと転じる見通し ● そのため、定年の延長を考慮に入れたとしても、労働投入のマイナスが続く。ただし、その影響が強まるのは2030年代以降
資本投入	<ul style="list-style-type: none"> ● 生産年齢人口の減少に伴う貯蓄の減少が資本投入の伸びを抑制 ● デレバレッジの調整圧力、資本効率(資本ストック1単位が産み出す付加価値)の低下
全要素生産性(TFP)	<ul style="list-style-type: none"> ● 先進国のTFP上昇率は、現在の中国並みの1人当たりGDPから倍増する期間に半減。労働力がサービス業にシフトしたためとみられ、中国における今後のTFP上昇率の低下を示唆 ● デカップリングや国内経済の統制強化もTFP上昇率を下押し

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

過剰債務によるデレバレッジと資本効率の低下が成長下押し

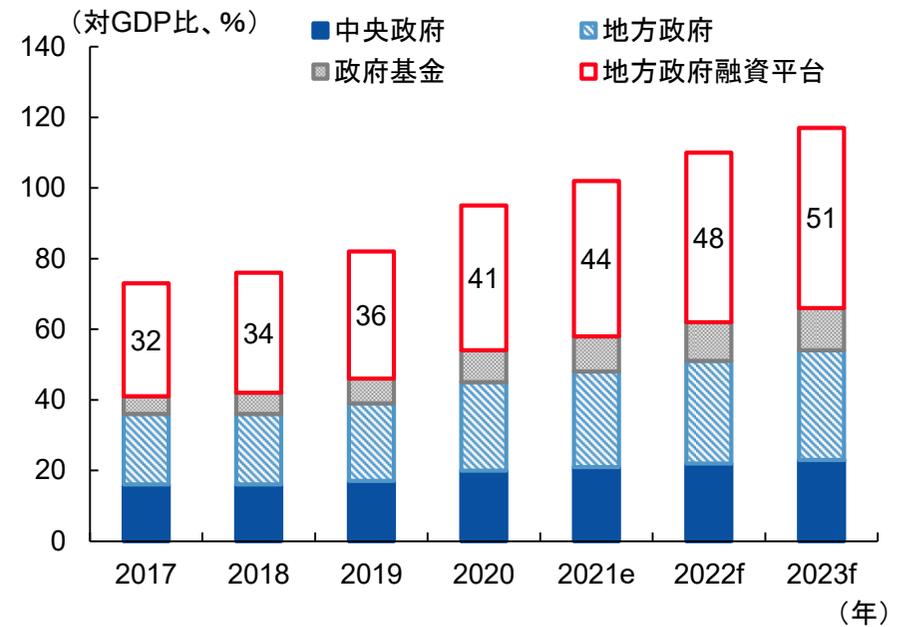
- **民間債務残高対GDP比率は、日本のバブル期を上回る水準。**コロナ禍で債務増に拍車
 - 地方政府の融資平台(LGFV)が債務を膨らませ、「暗黙の政府保証」の下で非効率な投資を実施
- 今後、**債務削減(デレバレッジ)のため、「投資の調整⇒成長下押し」**となる見通し
 - デレバレッジが進まない場合、非効率な投資が続き、結局は「生産性低下⇒成長下押し」
- 地方財政の悪化や国有企業のデフォルト増が見込まれるが、金融システム全般の健全性指標は十分
 - ただし、個別の地方中小銀行が経営危機に陥るリスクあり。当局は公的資金の注入や救済合併等で対処の構え

民間債務残高対GDP比率



（注）地方政府融資平台の債務を含む民間セクター（非金融部門）の債務残高
（出所）BISより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

広義の政府債務(IMF定義)

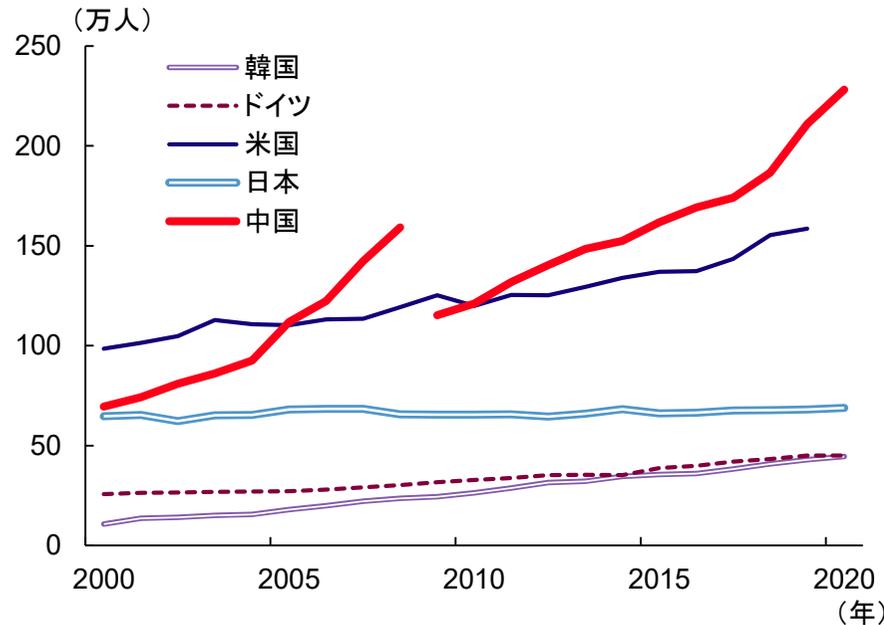


（注）2021年は推計値、2022・23年は予測値
（出所）IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

デカップリングと経済統制の強化がイノベーションの逆風に

- **習近平政権は「科学技術の自立自強」を強調**。産業基金も活用し**ハイテク・デジタル分野で競争力の強化を図る**
 - **豊富な研究人材が強みの一つ**。潤沢な資金で留学帰国者や海外人材を積極的に誘致
 - 政府の強力な支援を受けるEVや膨大なデータを活用できるAI等の分野ではすでに世界をリード
- しかし、**①デカップリング進行、②党による経済統制の強化、でイノベーションに逆風**が吹き、TFPテコ入れは困難
 - 外国からの投資・技術導入が阻害され、半導体等の先端分野で技術開発のハードルは上がる
 - 経済統制の強化や「国進民退」(国有企業優遇)が一段と進むことで、民営企業のイノベーションを圧迫

各国の研究者数



(注) 中国は2009年からOECD基準に沿った統計データに変更。米国は見積もり値
(出所) OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国の全要素生産性(TFP)

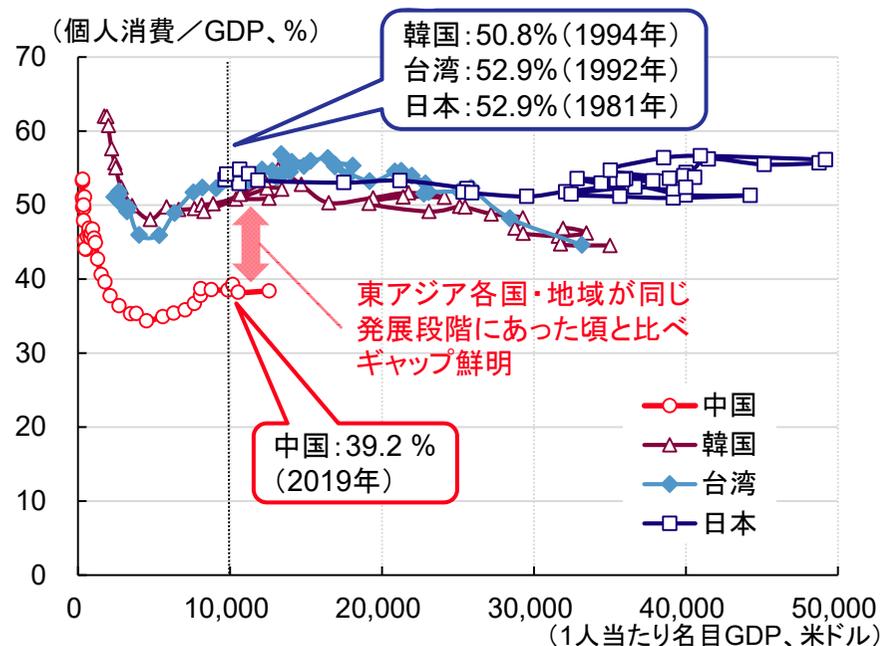


(注) 2017年を1とした指数の前年比を3年移動平均したもの
(出所) Penn World Tables より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

格差是正による消費のテコ入れが成長を下支え

- 中国のGDPに占める個人消費の割合は4割に満たず。投資主導の成長は見込み難く、消費主導への転換が急務
 - 背景は下位層と高位層の所得・資産格差拡大。社会保障にも格差があり、保障不足の将来不安から消費抑制
 - 消費主導への転換には、所得再分配(購買力が高い中間層の拡大)と、社会保障整備(将来不安払拭)が不可欠
- 習近平政権が目指す格差是正策「共同富裕」が一定の進捗をみせ、消費をテコ入れへ
 - 税制改革による所得再分配の強化は、高所得者層や都市住民らの反発もあり、実現に高いハードル
 - 一方、戸籍制度も含めた社会保障改革は相対的に実現のハードルが低く、一定の進捗を想定

GDPに占める個人消費のシェアと1人当たりGDP



(注) 1980～2021年(日本のみ2020年まで)

(出所) IMF、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

所得再分配政策の現状と展望

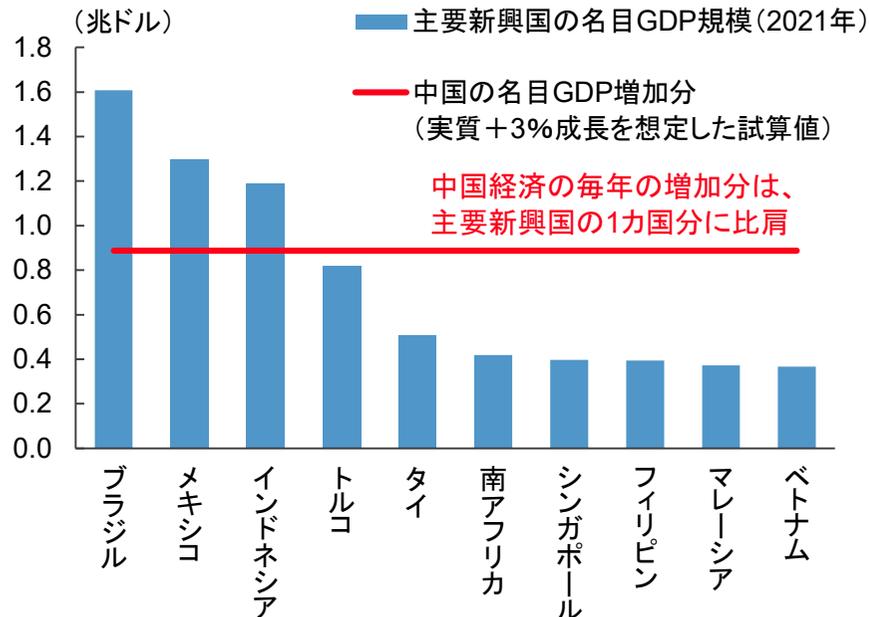
	税制	社会保障制度	戸籍制度
現状	間接税中心で所得分配効果は限定的	年金給付額の制度間・地域間格差が大きい	居住地戸籍の有無が教育・社会保障の格差に直結
改革	<ul style="list-style-type: none"> 個人所得税の総合課税の強化 不動産税の導入 	<ul style="list-style-type: none"> 基礎年金の全国統合 介護保険制度の全国展開 	<ul style="list-style-type: none"> 都市戸籍の取得要件の緩和
障害	高所得層や都市住民等の反発	財源の確保。保険料負担の増加	受入側の地方政府の財政負担
展望	再分配効果が高い不動産税の導入は難易度高	給付額増とカバー率上昇で一定の再分配効果	特大都市を除けば改革は進展

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3%台の成長率は従前比低水準も、巨大市場はなお魅力

- **中国の成長率は低下していくが、14億人を擁する消費市場は外資にとって魅力的**
 - **3%台の実質成長率**に近年の平均的なインフレ率を加味すると、**中国の名目GDPは毎年約1兆ドルずつ増加**
 - 約1兆ドルは、主な新興国の名目GDP規模に比肩。つまり、**毎年1カ国の新興国市場が増えるインパクト**
- 他方で、中国は国内地域間の経済発展が不均衡という問題
 - 中国政府は均衡発展を目指しているが、今後は人口が減少、経済が停滞し、財政破綻に陥る地方も出るおそれ

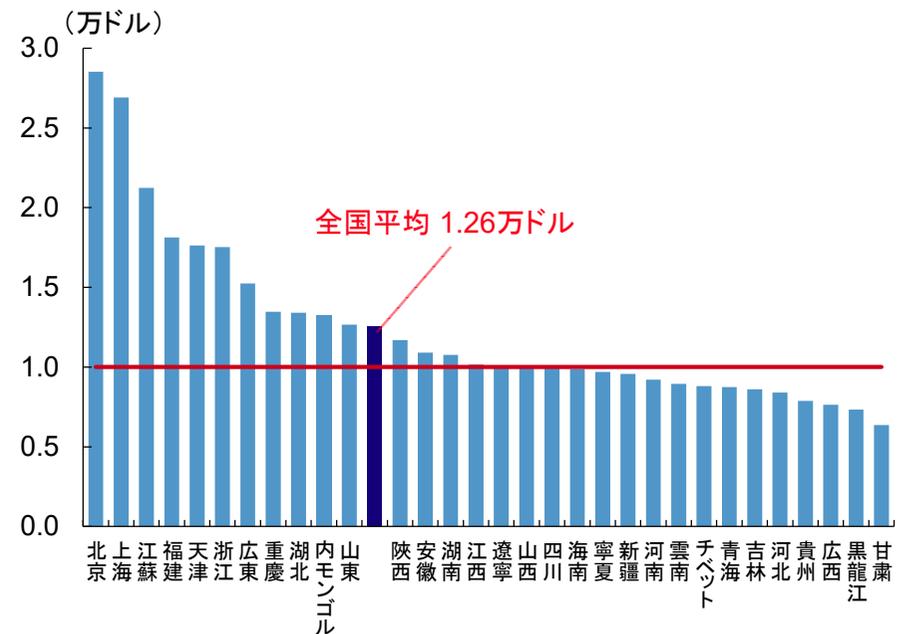
主要新興国の名目GDP規模と中国の名目GDP増加分



(注) 中国は、2021年の名目GDPが前年比+5%(実質+3%、名目+2%、為替一定)で増加したと仮定して増加分を試算

(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国の省別1人当たりGDP(2021年)



(出所) 中国国家统计局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

新興国：人口動態や投資とイノベーションが成長を左右

- 新興国は、人口動態が多様で、成長ポイントを国ごとに分けて捉える必要
 - 生産年齢人口が総人口比で上昇する人口ボーナス期の国は、労働力や投資が増えやすく、高めの成長率が持続
 - 生産年齢人口比率が低下する人口オーナス期の国は、気候変動対応やフラグメンテーションに関連する投資やイノベーションが成長のカギ

中期見通しのポイントに関する各国の評価

国	人口動態	気候変動対応 (注1)	フラグメンテーション (注2)	特記事項(政治、社会、経済)	
				マイナス要因	プラス要因
韓国	人口オーナス期 高齢化進行	プラス効果	投資 増	高齢化	
台湾	人口オーナス期 高齢化進行	プラス効果	投資 増	高齢化、台湾有事リスク	
シンガポール	人口オーナス期 高齢化進行	プラス効果	影響 軽微	高齢化、外国人労働規制強化	
香港	人口オーナス期 高齢化進行	プラス効果	影響 軽微	高齢化、人材流出	
インドネシア	人口ボーナス期	プラス効果 限定的	投資やや増	人口増加だが、島嶼部の開発は遅れる	気候変動関連で、バッテリー材料のニッケル豊富
タイ	人口オーナス期 高齢化進行	コスト 増	投資やや増	高齢化、政治の不安定性(現在は事実上の軍政)	
マレーシア	人口オーナス期へ移行	コスト 増	投資 増	政治の不安定性(近年は政権交代が頻発)	フラグメンテーションでIT外資の投資が既に活発
フィリピン	人口ボーナス期	コスト 増	投資やや増	政治の不安定性(大統領選毎の政策変更リスク)	人口増加
ベトナム	人口オーナス期	コスト 増	投資 増	投資が労働集約型に偏重	フラグメンテーションでIT外資の投資が既に活発(ただし川下工程の労働集約型が中心)
インド	人口ボーナス期	プラス効果 限定的	投資やや増	インフラ不足、貧困問題、カースト制度	人口増加、電力不足解消に向け再エネ投資加速
オーストラリア	人口オーナス期	プラス効果	影響 軽微	移民問題	
ブラジル	人口オーナス期へ移行	コスト 増	影響 軽微	左派政権発足に伴う財政悪化リスク	
メキシコ	人口ボーナス期	プラス効果 限定的	投資やや増	左派政権継続による国営企業優遇措置	米国のニアショアリングが追い風

(注1)気候変動に対応した投資による供給力やコスト(生産性)への影響を評価

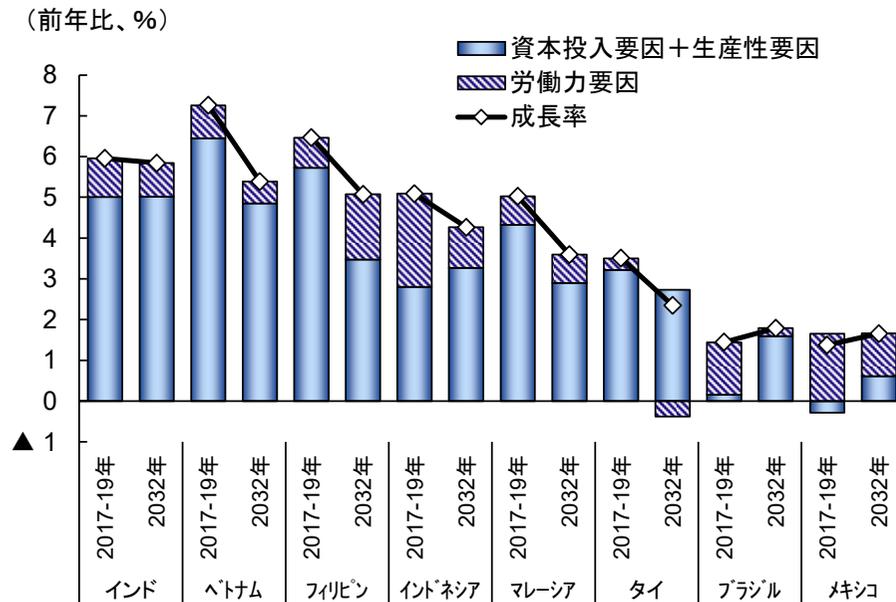
(注2)フラグメンテーションによる投資で供給力や生産性が高まるかを評価

(出所)各種資料、国連人口統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

人口面でインドに追い風

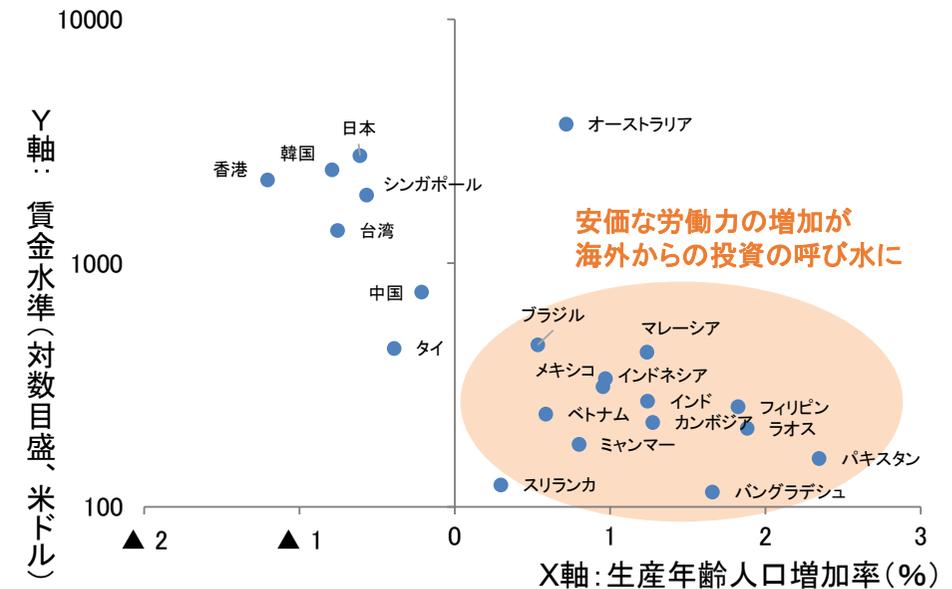
- **インドやフィリピン、インドネシアなど人口ボーナス期の国は、労働投入だけでなく、投資も増えやすい**
 - 現役世代の増加で貯蓄が増え、投資の原資に
 - また、一般に生産年齢人口が増加している国では賃金水準が低いことも、投資の呼び水
- **今後10年は、気候変動やフラグメンテーションへの対応も、各国の投資と生産性に影響**
 - 気候変動対応では、インドネシアはバッテリー原料が豊富で関連投資に期待
 - フラグメンテーション対応では、ASEAN(特にベトナム、マレーシア)がサプライチェーン再編の受け皿として有望

成長会計(成長力の要因分解)



(出所) 各国統計、ILO等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

生産年齢人口増加率と賃金水準

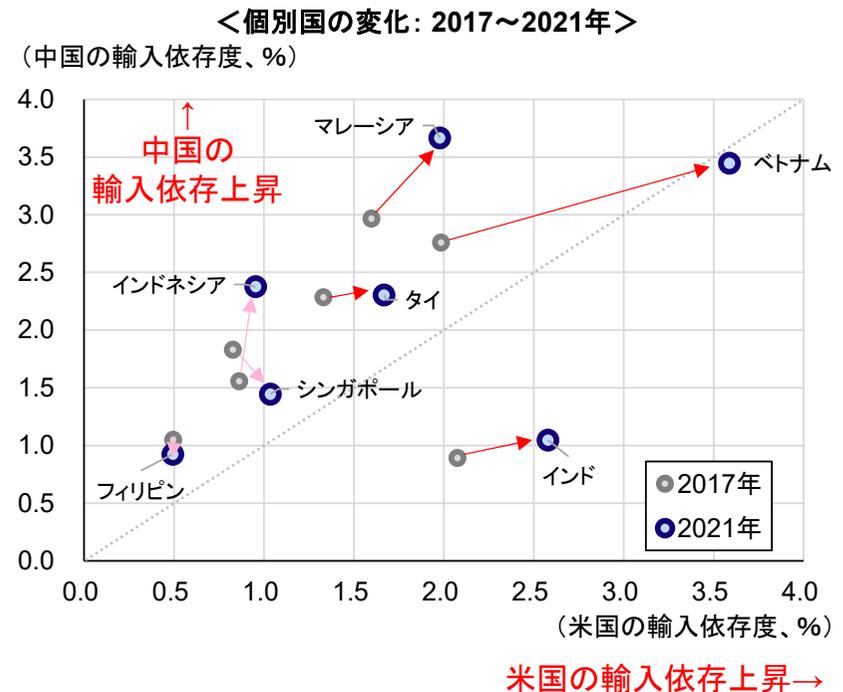
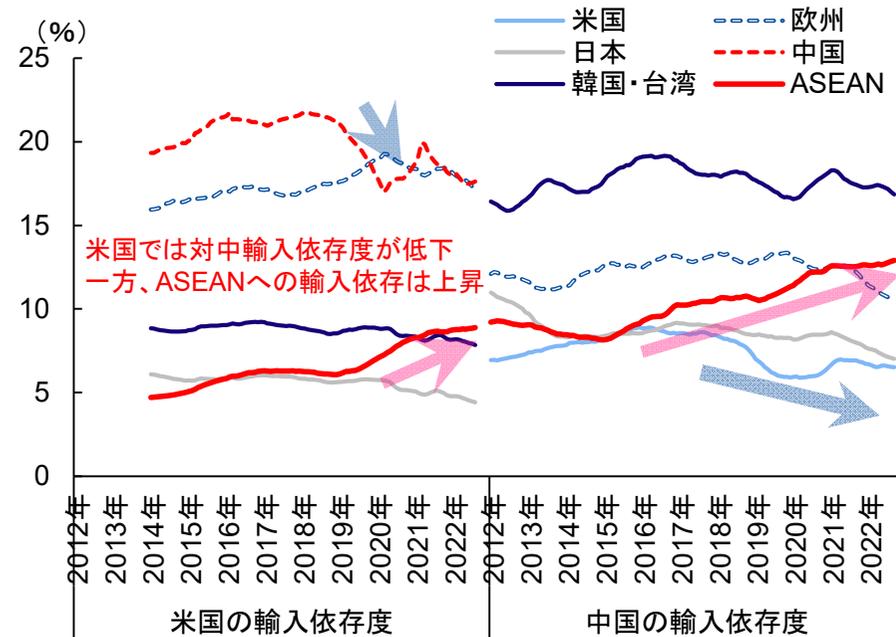


(注) データはいずれも2021年時点。賃金水準はワーカー(一般工職)の月額ベース
(出所) JETRO「投資コスト比較」、国連より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ASEANが米中双方へ供給を増やす動き

- 米中は、既に相互に輸入依存を低下させ、ASEANへの調達切り替えを始めている様子(この傾向は続くと予想)
 - 米中貿易摩擦が激化した2018~2019年頃から、米中の相互輸入依存は低下し、対ASEAN輸入依存が上昇
 - **米中のデカップリングが続き、両陣営によるASEAN依存深化の動きは進むと予想**
- **国別では、特にベトナムやマレーシアへの調達切り替えが有望**
 - 米中貿易摩擦前と比較すると、ベトナムとマレーシア、そしてインドに対する米中の輸入依存上昇が目立つ
 - メキシコは、今のところ米国の輸入市場でシェアを高めていないが、ニアショアリングで存在感を高める可能性

米国・中国の輸入依存度変化(地域別、国別)



(出所) 各国統計、IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2030年以降は引き続きインドが有望、サブサハラは投資環境改善が課題

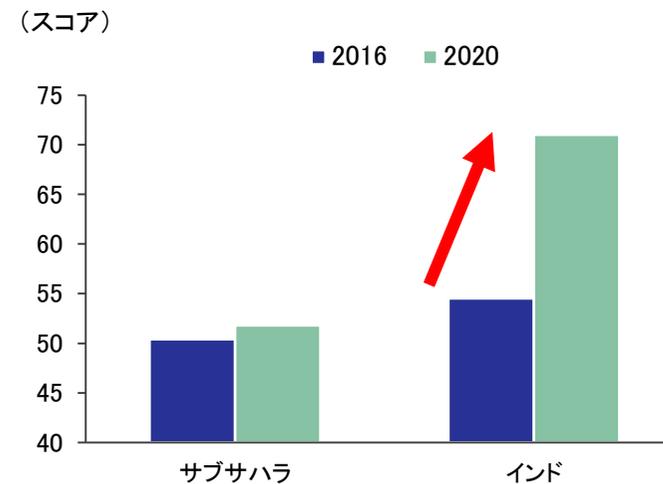
- 人口ボーナス期が長続きするのは、アジアでフィリピンとラオス、その他ではサブサハラ(サハラ砂漠以南のアフリカ)
 - インドの人口ボーナス期は2030年代に終了だが、生産年齢人口比率はその後も高止まり、高齢化の進行は緩慢
- 人口以外で成長性を左右する投資環境については、モディ政権下で改革を進めるインドの改善が顕著
 - 例えば対照的に、サブサハラでは投資環境の改善が止まっている状況
- 総合的に判断すると、インドでの改革継続を前提に、2030年以降もインドの成長性が有望
 - サブサハラについては、投資環境を改善する改革の実行が課題

生産年齢人口比率の推移(赤枠は人口ボーナス期)

(%)	1970	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040	2050
タイ	52.9	59.5	67.0	70.5	72.0	69.3	64.4	59.8	56.4
ベトナム	52.4	54.7	56.8	64.0	69.7	68.5	67.3	65.8	62.3
マレーシア	53.7	58.1	60.4	62.8	68.0	69.8	69.3	68.6	65.3
ブラジル	54.8	58.3	61.0	65.5	68.9	69.9	68.4	66.2	62.4
メキシコ	49.7	52.7	57.9	61.3	64.5	67.2	68.3	66.2	64.0
ミャンマー	55.4	56.7	59.9	64.0	67.1	68.5	68.4	68.0	66.8
インドネシア	54.3	56.6	61.1	64.9	66.5	67.9	68.4	66.9	65.5
バングラデシュ	51.6	51.5	54.6	59.7	63.2	68.0	68.7	68.2	66.1
インド	55.5	56.7	58.3	61.1	64.7	67.8	68.9	68.2	66.5
カンボジア	52.6	55.4	51.9	58.6	64.6	65.2	66.1	66.8	65.6
ラオス	54.3	52.5	52.7	54.7	61.2	64.9	67.1	68.7	68.1
フィリピン	51.1	54.1	56.6	58.9	61.8	64.2	65.2	65.9	66.1
北アフリカ・西アジア	52.5	53.9	56.0	60.4	64.0	64.0	65.8	65.3	63.9
サブサハラ	52.5	51.7	51.6	52.7	53.5	55.1	57.8	60.5	62.8

(出所)国連人口推計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

投資環境(Doing Businessスコア)



(出所)世界銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3.日本經濟

日本の経済成長率は0%台半ばに鈍化

- 中期的に経済成長率は0%台半ばに鈍化、潜在成長率に収れんしていく見通し。CPI上昇率は1%台前半まで上昇

日本経済総括表

		2019 年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028~32 期間平均
実質GDP	前年度比、%	▲0.8	▲4.1	2.5	1.4	1.0	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
内需	前年度比、%	▲0.3	▲3.5	1.8	2.2	1.3	0.9	0.6	0.6	0.7	0.6
民需	前年度比、%	▲1.1	▲5.7	1.9	2.9	1.4	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
個人消費	前年度比、%	▲0.9	▲5.1	1.5	2.5	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
住宅投資	前年度比、%	2.5	▲7.6	▲1.1	▲4.5	0.9	▲0.7	▲1.0	▲0.7	▲0.6	▲0.5
設備投資	前年度比、%	▲1.2	▲5.7	2.1	3.4	1.6	2.7	2.0	1.3	1.2	1.1
在庫投資	前年度比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)
公需	前年度比、%	2.1	3.1	1.3	0.2	1.1	1.1	0.9	1.1	1.1	1.0
政府消費	前年度比、%	2.1	2.7	3.4	1.2	0.8	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4
公共投資	前年度比、%	1.6	4.9	▲6.4	▲2.8	2.9	0.9	▲0.4	0.0	▲0.2	▲0.8
外需	前年度比寄与度、%Pt	(▲0.5)	(▲0.6)	(0.8)	(▲0.7)	(▲0.3)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.2)
輸出	前年度比、%	▲2.3	▲10.0	12.3	3.7	▲1.1	3.0	1.9	1.3	1.2	0.9
輸入	前年度比、%	0.2	▲6.3	7.1	7.1	0.2	2.4	2.2	2.0	2.0	1.7
名目GDP	前年度比、%	0.0	▲3.5	2.4	1.4	3.3	1.7	1.5	1.4	1.6	1.7
GDPデフレーター	前年度比、%	0.8	0.7	▲0.1	0.0	2.3	0.8	1.0	0.9	1.1	1.2
内需デフレーター	前年度比、%	0.6	▲0.2	1.8	2.6	0.3	0.7	0.6	0.7	0.7	1.0
生鮮食品を除く消費者物価	前年度比、%	0.6	▲0.4	0.1	2.9	1.7	1.4	0.8	0.7	0.8	1.0
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年度比、%	0.6	0.1	▲0.8	2.0	1.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.1

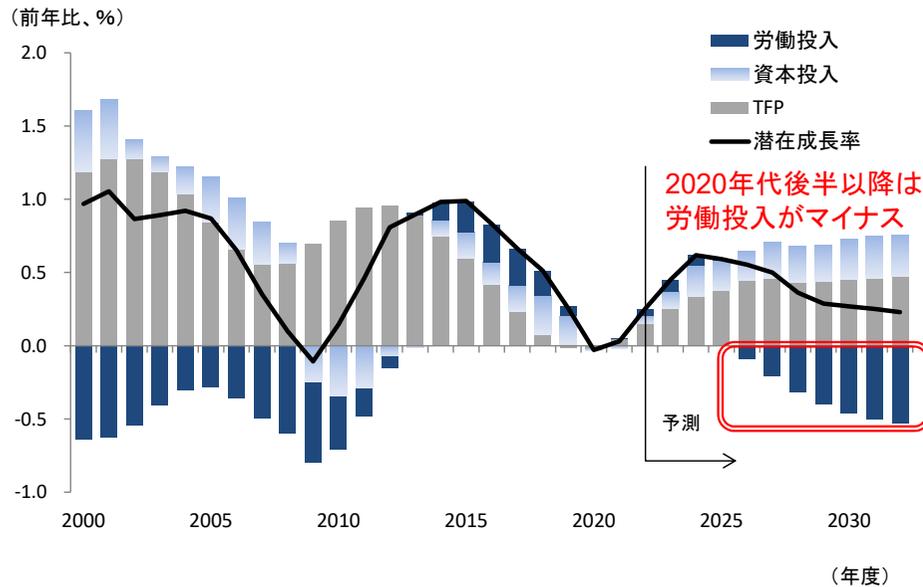
(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2020年代後半以降は労働投入が制約に。潜在成長率は鈍化の見通し

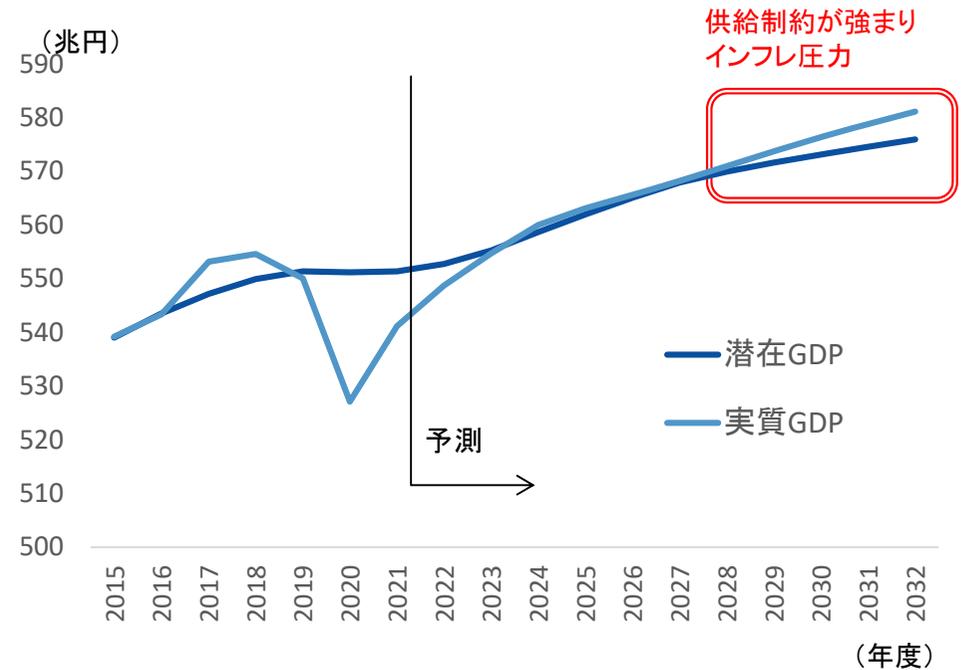
- **2020年代後半以降は労働投入が制約要因になり、先行きの潜在成長率は0%台前半まで鈍化**
 - 2020年代半ば以降、**女性や高齢者の労働参加が一服し、生産年齢人口(15~64歳人口)の減少の影響が強まること**で、労働投入はマイナス寄与に
 - デジタル・グリーン投資増加で資本投入がプラス推移も、生産性上昇は不十分。労働投入マイナスの影響を吸収しきれず全体としては鈍化傾向。**供給制約が強まることでインフレ圧力は徐々に上昇**

潜在成長率の見通し



(出所)内閣府資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本の実質GDPと潜在GDPの見通し

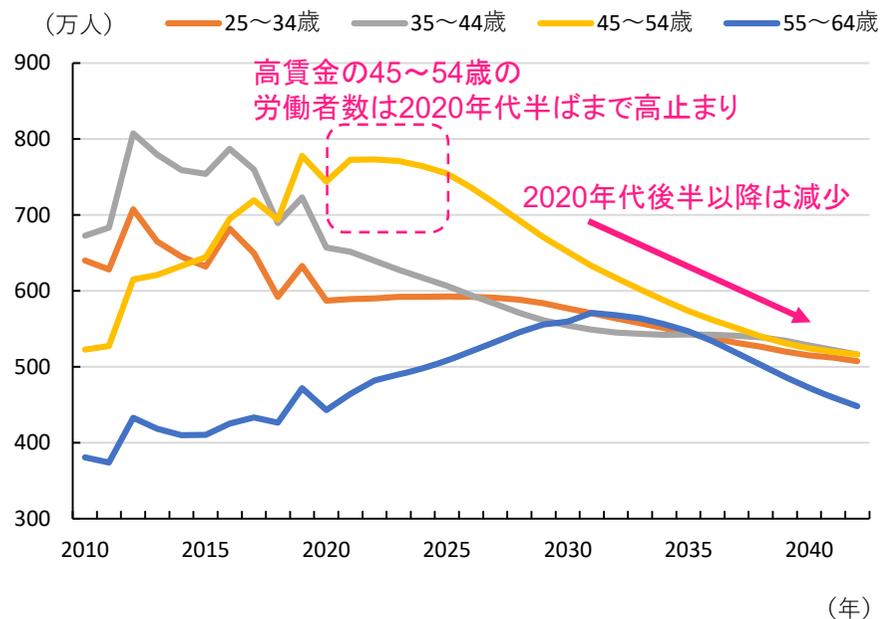


(出所)内閣府資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2020年代後半以降、企業の人件費負担は緩和される方向に

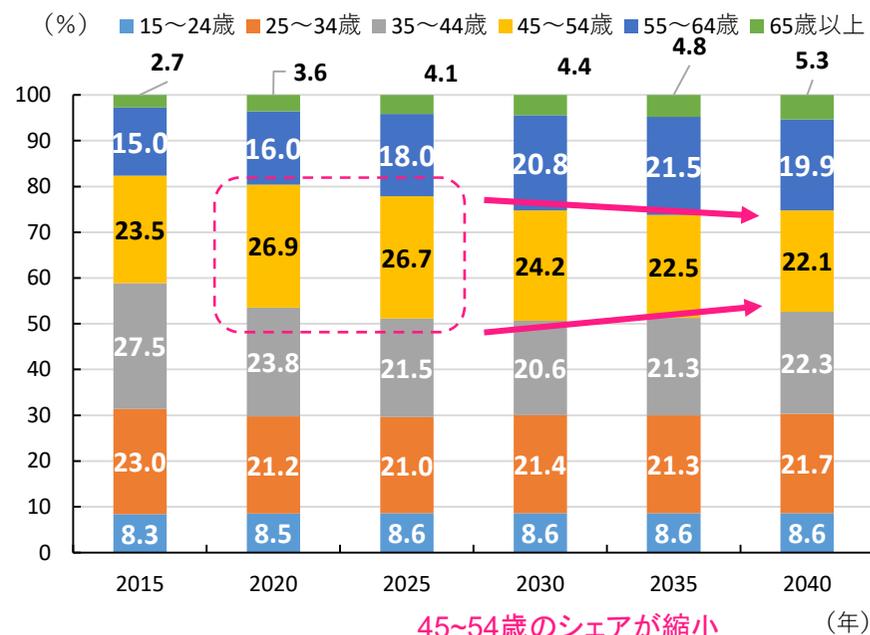
- 企業の人件費負担は2020年代半ばごろまで高止まり。その後緩やかに減少する見込み
 - 人口の多い団塊ジュニア(1990年代～2000年代初頭に就職)は、2020年代半ばにかけて45～54歳の年齢階級に到達。企業は高い人件費を捻出する必要性があるため、賃上げ余力は低下する見込み
 - 一方、2020年代後半から2030年代にかけて労働者全体に占める団塊ジュニア世代のシェアが縮小し、人件費負担は減少に向かう見通し

年齢階級別労働者数の見通し



(注) 民営企業・一般労働者ベース。2022年以降は予測値
 (出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

年齢階級別労働者シェアの見通し

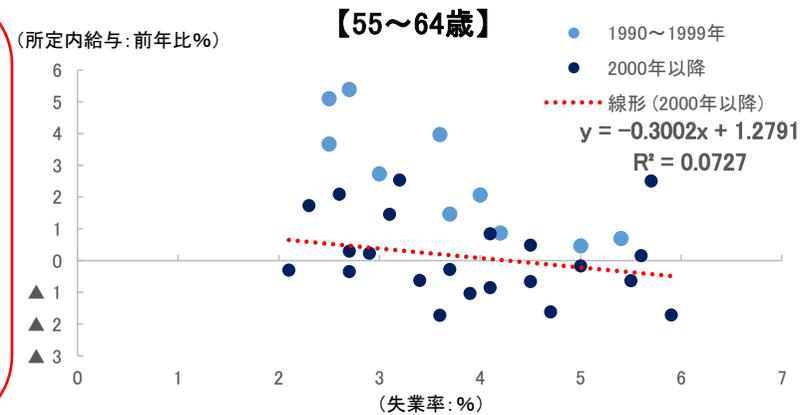
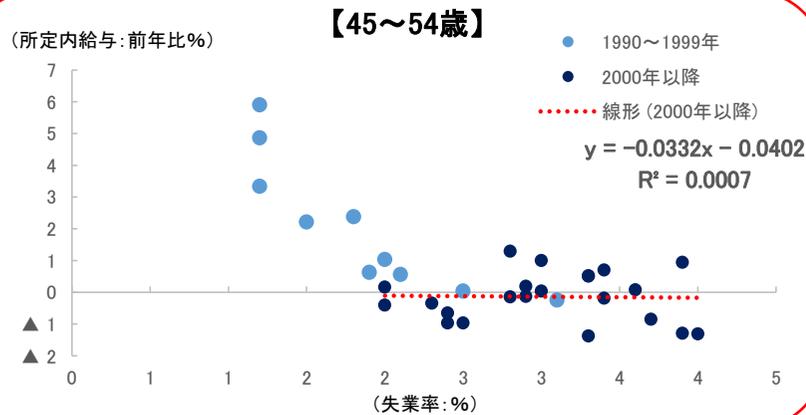
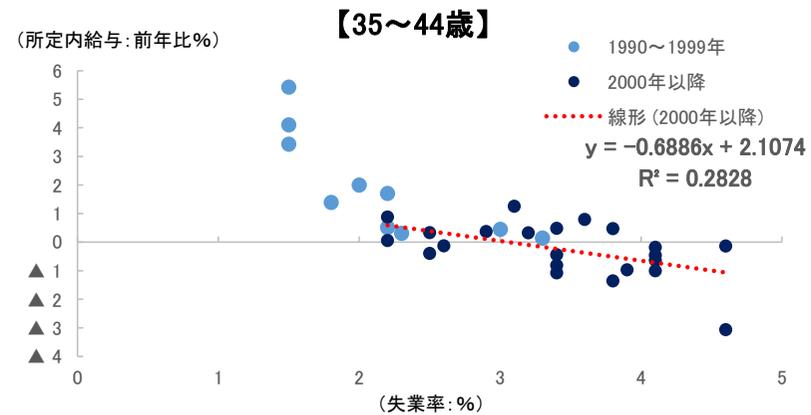
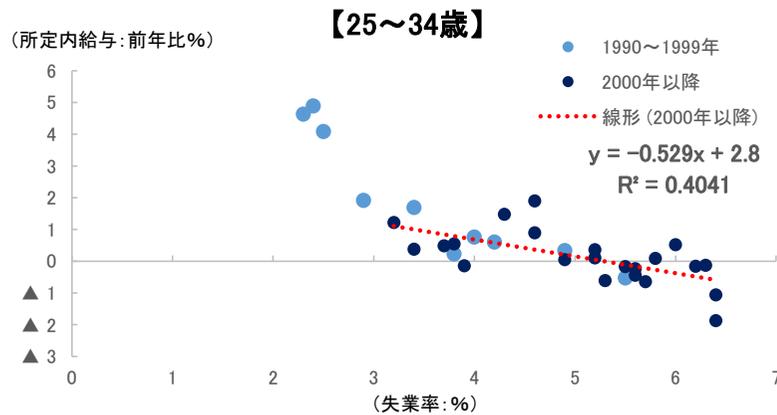


(注) 民営企業・一般労働者ベース。2022年以降は予測値
 (出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

団塊ジュニアの労働市場退出が進むなかで、賃金上昇が起こりやすくなる可能性

- **労働需給との連動性が低い中高年層のウエイトが小さくなることで、フィリップスカーブの有効性が高まる見込み**
 - 2000年以降のフィリップス曲線を見ると、現在人口のボリュームゾーンである「45～54歳」の曲線の傾きはほぼゼロで、切片はマイナス。一方、その他の年齢層のフィリップスカーブは機能している様子

年齢階層別のフィリップスカーブ



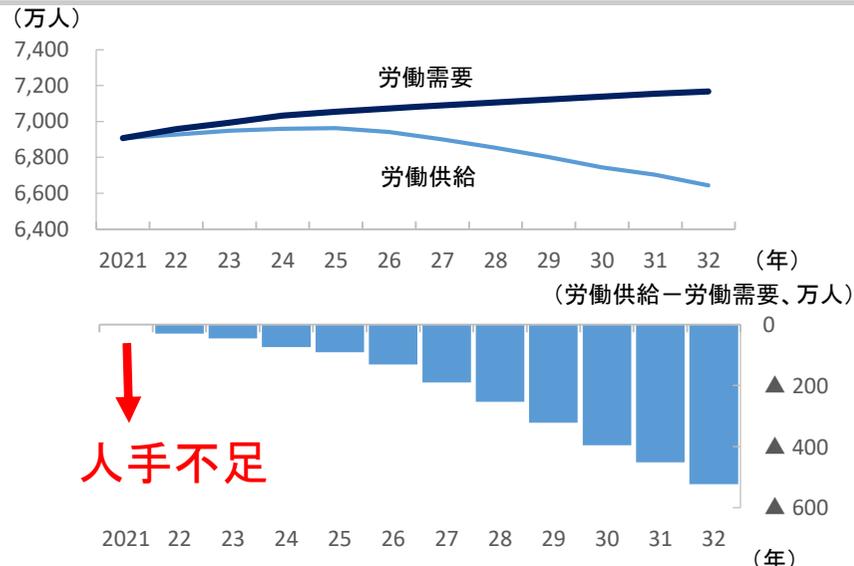
(出所)厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、総務省「労働力調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

人手不足を背景に賃金上昇率は緩やかに高まる見通し

■ 2032年の人手不足は500万人程度、追加的な賃金押し上げ効果は2021年対比約0.8%

- 2020年代後半以降、女性や高齢者の就業者増が頭打ちに。労働供給は緩やかに減少に向かっていく見込み
- 2021年を起点とした労働需要・労働供給の時系列変化をみると、人手不足の規模は徐々に拡大し、2032年時点で500万人程度の規模になる見通し
- 労働需給がひっ迫し失業率が低下するなかで、追加的な賃金押し上げ効果は徐々に高まる見込み。2032年時点での押し上げ効果は2021年対比+0.8%程度と推計

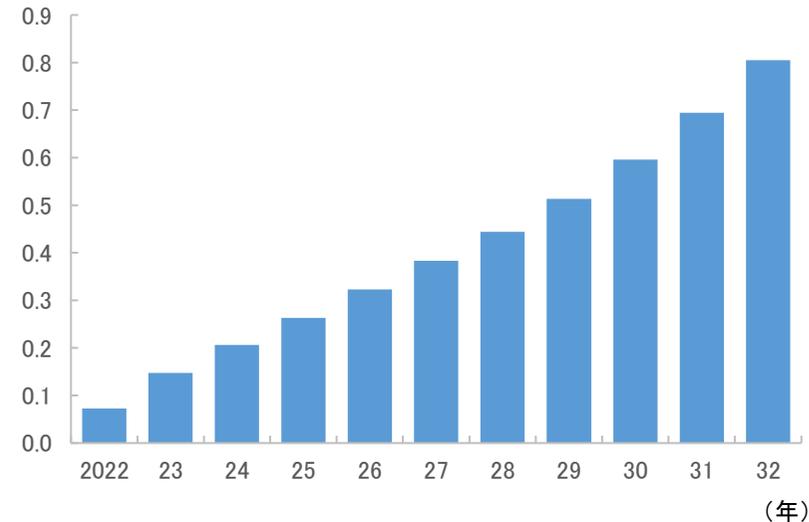
人手不足(労働需給)の規模感



(注) 1. 2021年の就業者数(実績値)を基準に、2032年までの労働需要と労働供給を試算
 2. 労働需要はみずほリサーチ&テクノロジーズの中期予測値(GDP成長率)に対して雇用弾性値(0.5)を乗じた
 3. 労働供給は性・年齢階層別の就業希望状況を踏まえた潜在就業率を上限に就業率の上昇が足元のペースで進むものと仮定し、将来推計人口をもとに就業者数を計算
 (出所) 総務省「労働力調査」、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

人手不足による追加的な賃金押し上げ効果

(2021年対比での賃金押し上げ効果、%ポイント)

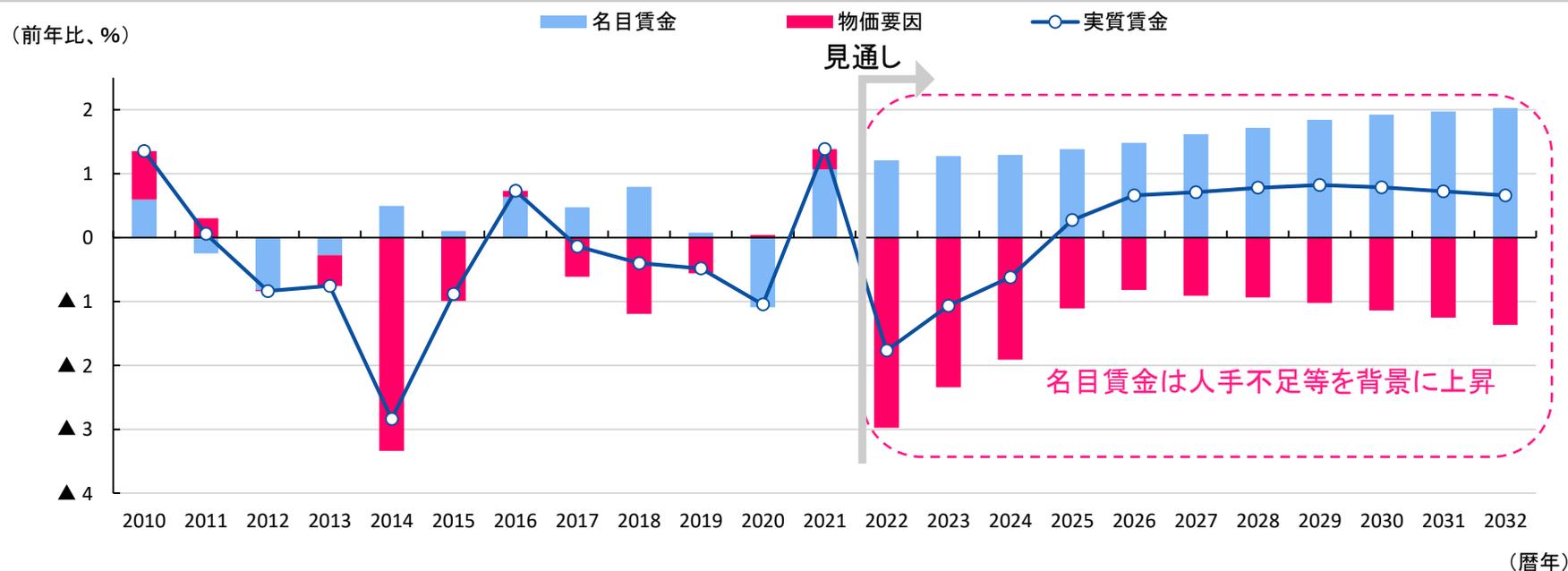


(注) 1. 労働政策研究・研修機構(2019)を参考に、労働需給倍率(労働需要/労働力人口)→有効求人倍率→失業率の順番で推計
 2. 日銀(2020)の推計による賃金と失業率の関係(失業率1%低下による賃金1.99%上昇)をもとに、賃金押し上げ効果を算出
 (出所) 独立行政法人労働政策研究・研修機構「労働需給の推計」、日本銀行「賃金版フィリップス曲線のフラット化と名目賃金の下方硬直性: 2010年代の経験」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中期的な名目賃金は緩やかに上昇。2032年に2%の伸びに到達する見通し

- 企業の人件費負担の緩和、労働需給のひっ迫を背景に、先行きの名目賃金は上昇する見込み
 - 団塊ジュニア世代の人件費負担のピークが過ぎ、女性や高齢者の就業者増が頭打ちになる2020年代後半以降、賃金上昇圧力は緩やかに高まっていく見通し
- 実質賃金は2024年まで物価高が下押し要因となりマイナス。その後は物価高の一服とともにプラス転換するも、1%を下回る緩慢な動きが続く見込み

中期的な賃金の見通し

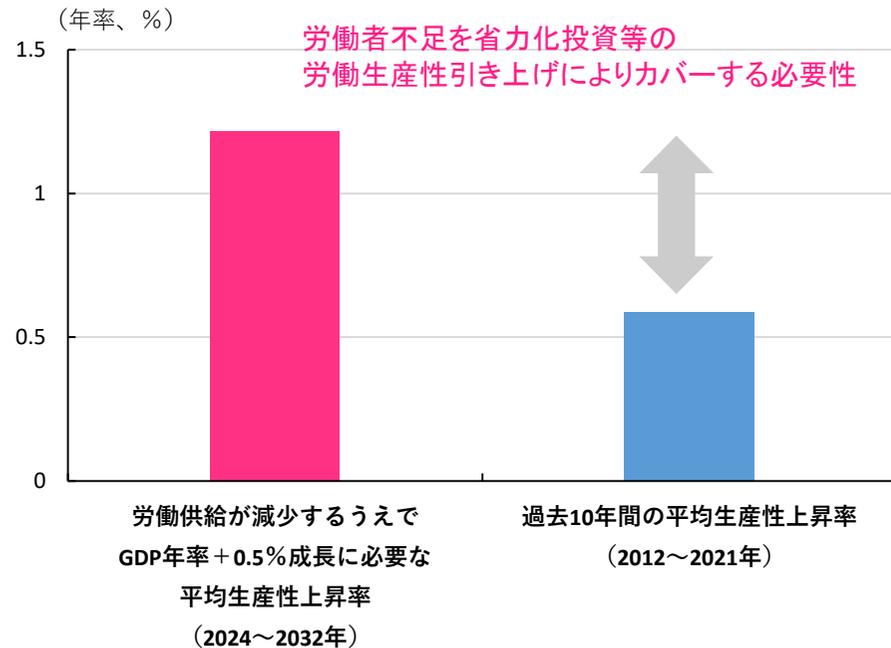


(注)断層調整値。持家の帰属家賃を除く総合の消費者物価指数にて実質化
(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

人口減をカバーするには、製造業を中心に省力化投資の加速が必須

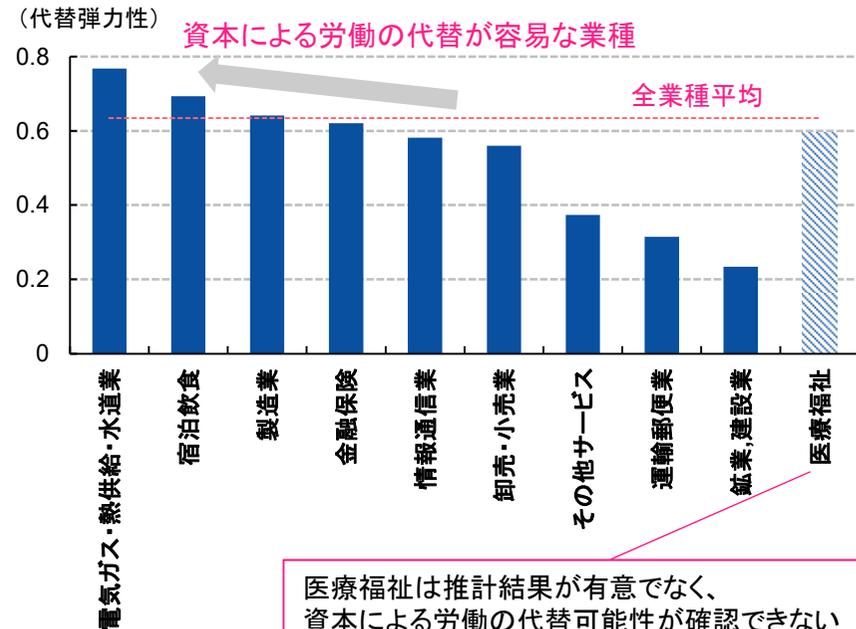
- 今後の人口減局面で経済成長率の低下を防ぐには、労働生産性を大きく高める必要
 - GDP年率0.5%成長(MHRTの中期見通し)に必要な労働生産性の伸びは年率1.2%と、過去10年間(年率0.6%)と比べてハイペース。技術革新などによるTFP向上だけでは達成できない可能性大
- 資本による労働の代替可能性が高い製造業等を中心に、省力化投資への動機付けが重要
 - 人手不足深刻化が見込まれる医療福祉は介護産業等で技術的な観点・利用者の感情的な観点から資本への代替が進みにくい。製造業等で省力化投資を進めることで労働需要を削減し、不足業種へ労働移動を促進する必要

求められる労働生産性伸び率



(注) 先行きの労働生産性上昇率はコロナ禍から経済活動が正常化する2024年以降の値(出所)総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、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

労働と資本の代替弾力性

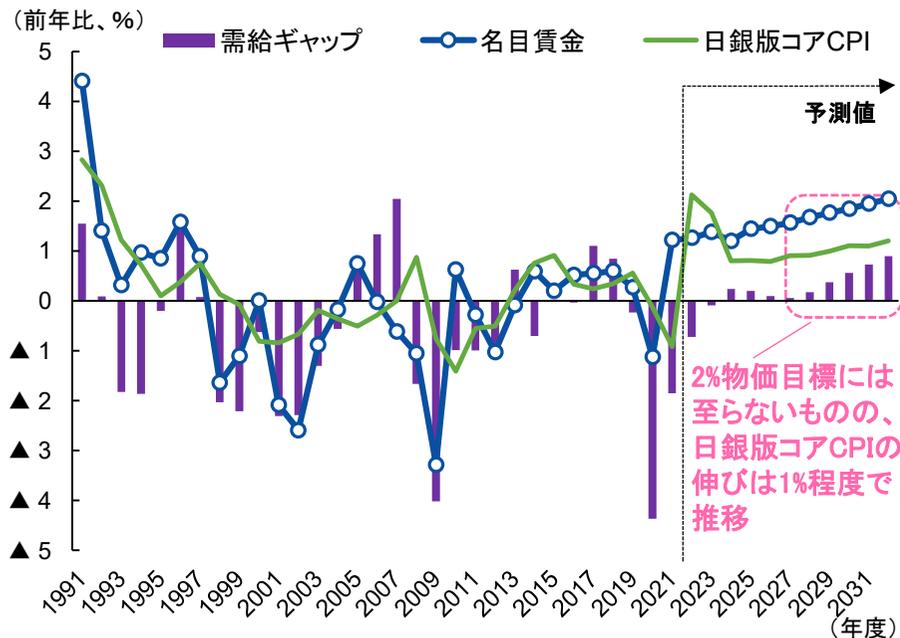


(注) 網掛けは推計結果が有意でない業種(出所)内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2%物価目標は未達も、賃金上昇を背景に物価の伸びは1%台前半まで拡大

- 労働需給のひっ迫に伴う名目賃金の上昇、需給ギャップの拡大を受けて中期的に物価の伸び率は高まる見通し
 - 2020年代後半以降は、人手不足による賃金上昇圧力を受けて、需給ギャップ対比の物価の伸び率も拡大。2032年度時点の日銀版コアCPIは前年比+1.2%を予測
 - もっとも、名目賃金が前年比+2%を割り込む程度の伸びでは2%物価目標達成は中期的にも困難

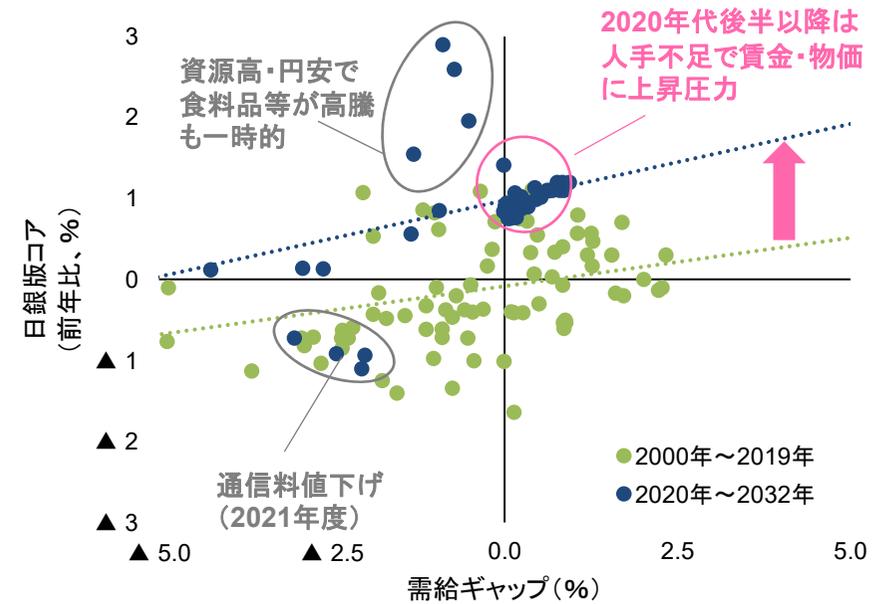
名目賃金、日銀版コアCPI、需給ギャップの推移



(注) 日銀版コアCPIは生鮮食品・エネルギーを除いた総合指数。消費税、政府の総合経済対策、通信料等の制度要因を除いた系列を使用

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、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

需給ギャップ、日銀版コアCPIの散布図



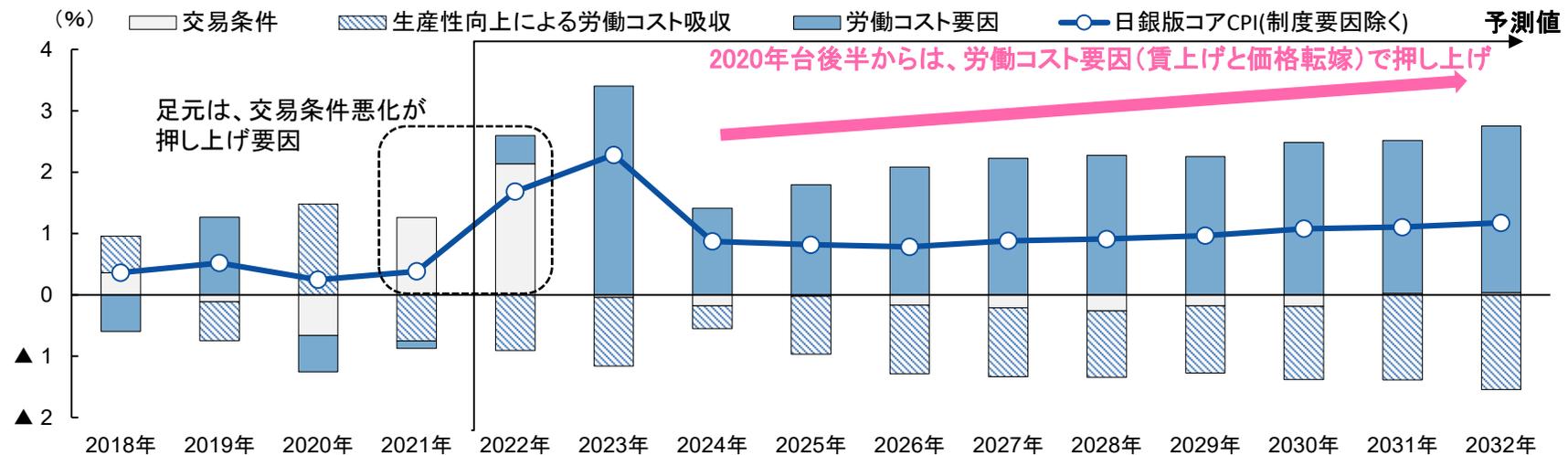
(注) 日銀版コアCPIは生鮮食品・エネルギーを除いた総合指数。消費税、政府の総合経済対策、通信料等の制度要因を除いた系列を使用

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、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

(参考)2020年台後半以降は労働コスト要因がコア物価を押し上げ

- 日銀版コアCPIの上昇を要因分解すると、**労働コスト要因の伸びが中期的にコア物価の押し上げ要因に**
 - 足元の伸びの大半は交易条件悪化による押し上げによるものだが、2023年以降は原油安・円高が緩やかに進行することで、交易条件要因は剥落
 - 2020年台後半以降、**生産性上昇が物価上昇圧力を吸収するも、労働コスト要因(賃金上昇とそれに伴う価格転嫁)が押し上げ**

日銀版コアCPIの要因分解



(注) 要因分解は以下の恒等式を用いた

$$\text{日銀版コアCPI} = \text{日銀版コアCPI/GDPデフレーター}(\text{交易条件}) \times \text{時間当たり賃金} \times \text{GDPデフレーター/単位労働コスト}(\text{労働コスト要因}) \times 1/\text{労働生産性}(\text{生産性向上による労働コスト吸収})$$

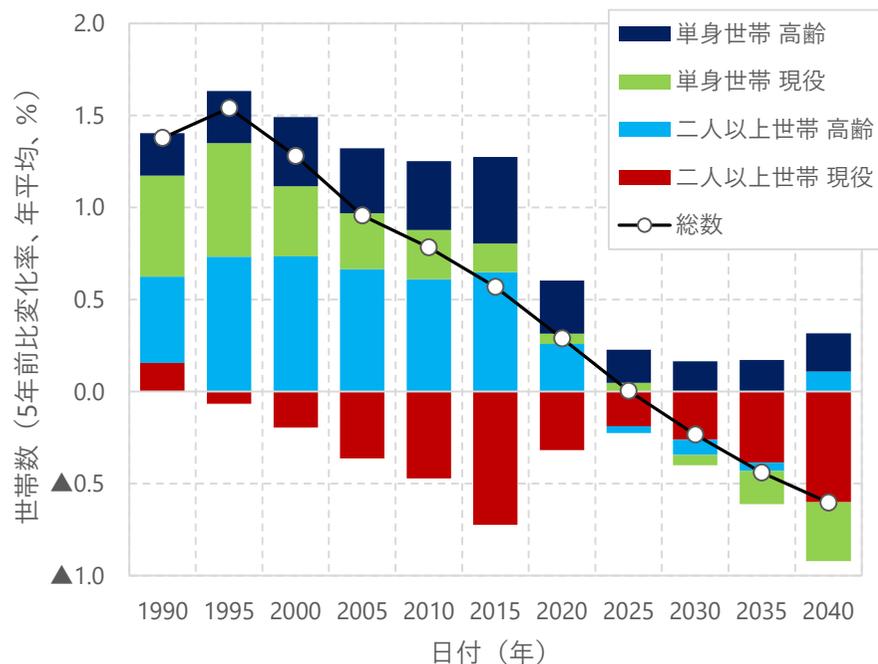
日銀版コアCPI(生鮮食品、エネルギーを除く総合)は消費税調整済指数。通信料値下げ、GoToトラベル、全国旅行支援等の制度要因の影響除く

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2040年までの世帯数変化による消費構造への影響

- 日本の世帯数は2020年代後半にマイナスへ転換。二人以上・単身ともに現役世帯の減少が下押し
 - 団塊ジュニアの高齢化に伴い現役世帯の減少が加速。一方、単身高齢世帯は増加傾向
- 世帯数変化による消費構造への影響を見る上で、世帯の種類により支出傾向が大きく異なる点を考慮する必要あり
 - 教育や自動車は現役世帯の支出が中心。一方、保健・医療、教養・娯楽、帰属家賃は高齢世帯でも支出が多い

日本の世帯数変化の世帯種類別寄与度



(注) 現役世帯は世帯主の年齢が64歳未満、高齢世帯は同65歳以上。2010年以前は不詳除くベース、2015年以降は不詳含むベース

(出所) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(都道府県別推計)」(2019年推計)、総務省「国勢調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

1世帯当たり消費金額(世帯種類別・品目別)

単位 (千円/世帯)	二人以上世帯							単身世帯						
	35歳未満	35~44歳	45~54歳	55~64歳	65~74歳	75~84歳	85歳以上	35歳未満	35~44歳	45~54歳	55~64歳	65~74歳	75~84歳	85歳以上
消費支出計	275	324	381	377	348	303	291	159	189	207	221	208	196	206
食料	59	74	79	82	82	72	72	36	41	41	45	42	41	38
住居	36	20	17	18	19	17	15	41	39	30	22	16	13	21
持家の帰属家賃	34	58	66	68	68	65	66	5	21	33	41	52	59	62
光熱・水道	16	18	21	22	22	21	20	8	9	10	11	12	12	13
家具・家事用品	9	10	10	10	11	9	9	4	4	4	5	5	5	5
被服及び履物	12	13	13	13	10	7	6	7	8	5	6	5	4	4
保健医療	12	11	12	15	17	16	17	4	5	7	9	9	8	12
交通	5	5	6	7	5	4	3	7	6	6	7	4	3	3
自動車等関係費	17	19	24	24	20	15	15	7	12	13	14	9	5	2
通信	15	16	19	18	13	10	9	7	8	9	9	7	6	6
教育	5	14	32	11	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0
教養娯楽	23	28	27	29	30	24	20	18	16	20	23	22	16	14
その他	32	38	55	60	50	42	38	16	21	30	28	26	24	24

(注) 消費支出計は持家の帰属家賃を含む

(出所) 総務省「2019年全国家計構造調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世帯数変化による消費支出額への影響(都道府県別、5年毎)

- 2000年代前半から2023年代後半にかけて、世帯数変化による消費支出へのマイナス影響が顕在化
 - 東北や西日本は早期から影響が顕在化。首都圏や沖縄も2030～40年代にはマイナスに転換

		世帯数変化による消費支出額への影響 (5年前比変化率、年平均、%)										
		1990年	1995年	2000年	2005年	2010年	2015年	2020年	2025年	2030年	2035年	2040年
全国		1.3	1.4	1.1	0.8	0.6	0.3	0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.5	▲0.7
北海道・東北	北海道	0.9	1.2	0.7	0.5	0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.6	▲0.7	▲0.9	▲1.2
	青森県	0.4	1.0	0.8	▲0.0	▲0.3	▲0.4	▲0.5	▲0.8	▲1.0	▲1.2	▲1.5
	岩手県	0.6	1.0	0.8	0.0	▲0.3	▲0.1	▲0.3	▲0.6	▲0.7	▲0.9	▲1.1
	宮城県	1.5	2.0	1.3	0.7	0.5	0.6	0.3	▲0.1	▲0.3	▲0.5	▲0.8
	秋田県	0.3	0.7	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.5	▲0.7	▲1.0	▲1.2	▲1.3	▲1.6
	山形県	0.5	0.8	0.6	0.3	▲0.0	0.0	▲0.3	▲0.5	▲0.6	▲0.7	▲0.9
	福島県	0.9	1.4	1.0	0.4	▲0.1	▲0.0	▲0.2	▲0.4	▲0.8	▲1.0	▲1.2
	茨城県	1.8	1.9	1.2	0.7	0.6	0.3	▲0.0	▲0.3	▲0.5	▲0.7	▲0.9
	栃木県	1.7	1.6	1.2	0.9	0.4	0.1	▲0.0	▲0.2	▲0.4	▲0.6	▲0.8
	群馬県	1.5	1.5	1.0	0.5	0.3	0.2	0.1	▲0.2	▲0.5	▲0.7	▲0.8
関東	埼玉県	3.0	2.4	1.6	1.2	1.1	0.7	0.5	0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.5
	千葉県	2.7	2.1	1.4	1.1	1.0	0.5	0.4	0.0	▲0.3	▲0.5	▲0.6
	東京都	0.9	1.0	1.3	1.2	1.4	0.8	0.8	0.4	0.2	▲0.0	▲0.2
	神奈川県	2.5	1.8	1.4	1.2	1.1	0.6	0.5	0.1	▲0.2	▲0.4	▲0.6
	新潟県	0.7	1.2	0.8	0.4	0.2	▲0.0	▲0.2	▲0.4	▲0.5	▲0.7	▲0.9
中部	富山県	0.9	1.2	1.0	0.7	0.4	0.1	▲0.1	▲0.4	▲0.3	▲0.4	▲0.7
	石川県	1.1	1.3	0.8	0.7	0.4	0.2	▲0.0	▲0.2	▲0.4	▲0.5	▲0.6
	福井県	0.8	0.9	0.7	0.5	0.0	0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.6
	山梨県	1.4	1.8	1.1	0.7	0.2	0.0	▲0.3	▲0.6	▲0.7	▲1.0	▲1.2
	長野県	0.9	1.3	1.0	0.4	0.1	0.1	▲0.2	▲0.4	▲0.5	▲0.6	▲0.8
	岐阜県	1.2	1.2	0.9	0.8	0.4	0.2	▲0.2	▲0.4	▲0.5	▲0.6	▲0.8
	静岡県	1.4	1.3	1.0	0.8	0.3	0.2	0.0	▲0.2	▲0.4	▲0.6	▲0.7
	愛知県	1.7	1.5	1.2	1.1	0.8	0.6	0.5	0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.4
	三重県	1.3	1.5	1.0	0.7	0.2	0.0	▲0.2	▲0.4	▲0.6	▲0.8	▲0.9
	滋賀県	1.9	2.3	2.0	1.4	1.0	0.7	0.4	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.4
近畿	京都府	0.9	1.4	1.0	0.6	0.2	0.2	0.1	▲0.3	▲0.5	▲0.7	▲0.8
	大阪府	1.2	1.4	0.9	0.6	0.6	0.3	0.3	▲0.1	▲0.4	▲0.6	▲0.8
	兵庫県	1.4	1.0	1.6	0.9	0.8	0.4	0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.5	▲0.6
	奈良県	2.1	2.0	1.1	0.4	0.3	▲0.0	▲0.2	▲0.6	▲0.9	▲1.1	▲1.2
	和歌山県	0.7	1.0	0.6	0.1	▲0.1	▲0.4	▲0.5	▲0.7	▲0.8	▲1.0	▲1.2
中国・四国	鳥取県	0.6	0.8	0.8	0.6	▲0.2	0.1	▲0.3	▲0.6	▲0.5	▲0.5	▲0.7
	島根県	0.3	0.4	0.4	0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.4	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.8
	岡山県	0.9	1.3	0.8	0.6	0.2	0.2	0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.6
	広島県	1.0	1.1	0.7	0.5	0.3	0.3	0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.7
	山口県	0.5	0.8	0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.6	▲0.8	▲1.0	▲1.1
	徳島県	0.6	0.9	0.7	0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.4	▲0.6	▲0.8	▲1.0	▲1.2
	香川県	0.9	1.2	0.8	0.4	▲0.0	0.2	▲0.0	▲0.4	▲0.5	▲0.6	▲0.7
	愛媛県	0.6	0.8	0.6	0.2	▲0.2	▲0.4	▲0.3	▲0.6	▲0.7	▲0.9	▲1.2
	高知県	0.4	0.6	0.5	▲0.1	▲0.6	▲0.7	▲0.5	▲0.8	▲0.9	▲1.1	▲1.4
九州・沖縄	福岡県	1.1	1.4	1.1	0.6	0.6	0.5	0.3	0.0	▲0.2	▲0.4	▲0.6
	佐賀県	0.6	1.1	0.7	0.4	0.2	0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.4	▲0.6	▲0.7
	長崎県	0.5	0.8	0.4	0.0	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.7	▲0.8	▲0.9	▲1.1
	熊本県	0.8	1.2	0.8	0.5	0.3	0.2	▲0.0	▲0.3	▲0.4	▲0.6	▲0.8
	大分県	0.6	0.9	0.6	0.3	0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.4	▲0.6	▲0.7	▲1.0
	宮崎県	0.7	1.2	0.6	0.3	0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.6	▲0.7	▲1.0	▲1.2
鹿児島県	0.4	0.6	0.5	0.1	▲0.3	▲0.5	▲0.5	▲0.7	▲0.9	▲1.1	▲1.4	
沖縄県	1.6	2.0	1.8	1.7	0.8	1.2	1.0	0.5	0.2	0.1	▲0.1	

(出所) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(都道府県別推計)」(2019年推計)、総務省「国勢調査」、「2019年全国家計構造調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世帯数変化による消費支出額への影響(都道府県別・品目別、2020~40年累積)

- **品目別では教育支出の下押し大。一方、保健・医療や教養・娯楽(旅行等)は相対的に減少幅が小さい**
 - 東京や沖縄では2040年にかけて保健・医療や教養・娯楽で消費拡大余地あり

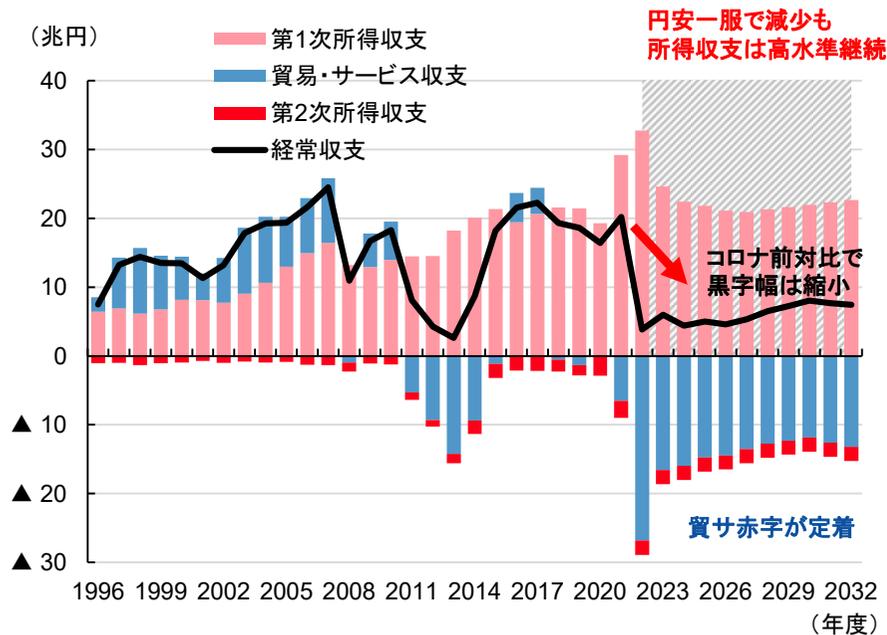
		世帯数変化による消費支出額への影響 (2020~2040年の累積変化率、%)													
		消費支出計	食料	住居	持家の 帰属家賃	光熱・ 水道	家具・ 家事用品	被服及び 履物	保健医療	交通	自動車等 関係費	通信	教育	教養娯楽	その他
全国		▲7.5	▲7.7	▲7.6	▲3.5	▲7.5	▲7.5	▲10.4	▲4.7	▲7.2	▲11.4	▲10.5	▲20.8	▲7.0	▲8.3
北海道・東北	北海道	▲16.0	▲16.0	▲14.3	▲10.7	▲13.7	▲18.6	▲21.3	▲12.1	▲19.7	▲21.0	▲19.1	▲31.1	▲18.0	▲16.3
	青森県	▲20.3	▲20.2	▲23.8	▲16.2	▲17.9	▲19.3	▲24.9	▲14.6	▲23.6	▲25.8	▲21.3	▲32.1	▲19.1	▲21.8
	岩手県	▲15.2	▲14.7	▲19.4	▲10.7	▲13.2	▲15.8	▲18.6	▲12.6	▲15.9	▲17.6	▲17.5	▲24.2	▲15.9	▲17.4
	宮城県	▲8.4	▲8.7	▲14.8	▲1.8	▲7.8	▲10.0	▲14.2	▲2.8	▲10.8	▲13.9	▲10.8	▲19.5	▲11.0	▲5.3
	秋田県	▲22.8	▲22.7	▲22.9	▲19.1	▲21.2	▲21.1	▲25.1	▲22.4	▲24.4	▲27.7	▲25.8	▲34.4	▲23.9	▲23.3
	山形県	▲13.0	▲12.1	▲12.4	▲10.9	▲11.5	▲14.4	▲17.5	▲18.0	▲13.5	▲14.3	▲13.7	▲22.8	▲12.0	▲13.4
	福島県	▲15.5	▲14.9	▲16.1	▲12.7	▲15.0	▲16.8	▲16.4	▲11.8	▲18.9	▲18.8	▲18.7	▲29.2	▲15.9	▲15.4
関東	茨城県	▲11.3	▲11.7	▲10.3	▲7.7	▲10.3	▲11.6	▲14.5	▲10.5	▲14.5	▲9.2	▲14.4	▲20.6	▲12.8	▲12.6
	栃木県	▲9.7	▲9.0	▲13.7	▲6.9	▲7.9	▲9.7	▲9.9	▲8.0	▲11.6	▲13.2	▲12.8	▲23.7	▲8.1	▲9.6
	群馬県	▲10.3	▲10.3	▲3.2	▲6.4	▲9.0	▲10.3	▲12.9	▲11.1	▲11.0	▲17.1	▲13.1	▲26.6	▲9.8	▲10.5
	埼玉県	▲3.8	▲4.6	2.1	▲2.2	▲3.6	▲4.1	▲5.1	▲1.2	▲6.2	▲9.1	▲7.1	▲14.9	▲2.8	▲3.0
	千葉県	▲6.2	▲6.2	▲8.8	▲2.1	▲5.6	▲3.9	▲11.5	▲3.0	▲6.4	▲10.6	▲8.7	▲23.0	▲5.5	▲6.2
	東京都	2.0	1.6	▲2.2	6.7	2.3	2.0	▲1.9	6.2	1.3	1.2	▲0.4	▲10.2	3.4	0.5
	神奈川県	▲5.2	▲5.4	▲6.9	▲0.8	▲3.7	▲3.2	▲10.5	0.3	▲7.4	▲7.4	▲8.0	▲25.7	▲5.3	▲5.0
中部	新潟県	▲11.6	▲11.4	▲16.1	▲8.7	▲11.3	▲8.9	▲15.3	▲10.1	▲10.7	▲10.6	▲14.7	▲16.7	▲10.2	▲14.0
	富山県	▲8.4	▲9.2	▲3.5	▲8.3	▲8.2	▲8.6	▲10.9	▲8.5	▲6.9	▲11.3	▲11.1	▲21.5	▲7.1	▲5.7
	石川県	▲8.5	▲8.4	▲10.5	▲4.7	▲7.7	▲8.0	▲9.8	▲8.1	▲7.9	▲12.9	▲9.7	▲19.0	▲9.2	▲8.4
	福井県	▲8.2	▲8.4	▲5.6	▲5.3	▲7.6	▲8.8	▲10.2	▲6.0	▲9.3	▲13.1	▲10.4	▲20.4	▲7.9	▲8.7
	山梨県	▲16.2	▲16.1	▲20.0	▲11.8	▲14.5	▲15.6	▲19.2	▲9.8	▲21.5	▲17.9	▲20.8	▲34.7	▲16.7	▲16.9
	長野県	▲11.2	▲11.2	▲13.4	▲7.5	▲10.4	▲11.8	▲12.8	▲7.0	▲8.8	▲15.5	▲13.8	▲25.0	▲10.7	▲11.3
	岐阜県	▲10.7	▲10.9	▲11.0	▲8.8	▲11.2	▲11.0	▲12.0	▲8.8	▲6.3	▲13.0	▲13.7	▲23.9	▲8.1	▲10.7
近畿	静岡県	▲9.5	▲9.5	▲11.3	▲6.3	▲8.2	▲9.6	▲13.2	▲3.0	▲10.7	▲15.3	▲12.5	▲26.1	▲11.1	▲8.0
	愛知県	▲2.5	▲1.8	▲2.0	0.5	▲1.3	▲0.8	▲5.8	1.7	▲2.4	▲6.2	▲3.3	▲18.7	▲2.5	▲2.8
	三重県	▲12.6	▲11.9	▲11.8	▲9.9	▲10.7	▲11.6	▲14.2	▲11.2	▲12.1	▲15.1	▲15.6	▲26.9	▲11.6	▲14.4
	滋賀県	▲2.8	▲1.6	▲5.1	▲1.7	▲2.6	▲0.1	▲6.8	▲2.0	2.1	▲4.4	▲3.0	▲19.1	▲1.4	▲3.0
	京都府	▲11.5	▲11.4	▲12.3	▲9.1	▲10.1	▲11.5	▲14.1	▲9.3	▲9.7	▲12.8	▲11.2	▲28.3	▲10.2	▲12.6
	大阪府	▲9.3	▲9.1	▲6.9	▲7.5	▲9.2	▲10.1	▲11.4	▲6.7	▲10.8	▲13.0	▲11.7	▲26.4	▲6.1	▲9.7
	兵庫県	▲8.8	▲8.9	▲7.4	▲6.3	▲9.3	▲7.5	▲10.1	▲5.6	▲7.6	▲13.4	▲11.7	▲25.2	▲7.7	▲8.0
中国・四国	奈良県	▲17.5	▲17.2	▲19.8	▲14.2	▲17.0	▲14.8	▲19.6	▲11.8	▲19.9	▲20.5	▲20.2	▲34.6	▲17.3	▲17.2
	和歌山県	▲17.4	▲17.1	▲16.9	▲16.3	▲17.1	▲19.7	▲18.9	▲13.5	▲15.9	▲20.6	▲19.2	▲28.0	▲16.5	▲17.7
	鳥取県	▲11.0	▲11.0	▲14.0	▲8.5	▲10.0	▲13.7	▲10.7	▲11.9	▲13.1	▲13.3	▲11.9	▲20.8	▲11.3	▲10.1
	島根県	▲11.9	▲12.7	▲12.8	▲10.2	▲12.2	▲13.9	▲14.7	▲13.4	▲10.8	▲12.0	▲13.3	▲17.0	▲12.1	▲10.1
	岡山県	▲6.5	▲6.4	▲7.3	▲6.0	▲7.3	▲8.0	▲6.5	▲2.9	▲3.4	▲1.9	▲9.1	▲12.8	▲6.8	▲8.4
	広島県	▲7.6	▲7.9	▲9.4	▲5.2	▲8.4	▲5.0	▲9.1	▲6.3	▲6.2	▲1.1	▲8.5	▲21.2	▲9.1	▲9.5
	山口県	▲16.3	▲16.0	▲15.3	▲13.8	▲15.3	▲17.6	▲15.8	▲16.8	▲15.7	▲19.4	▲17.7	▲25.4	▲15.5	▲17.3
九州・沖縄	徳島県	▲16.2	▲15.9	▲20.9	▲13.8	▲15.6	▲16.7	▲15.8	▲12.6	▲15.5	▲19.4	▲18.7	▲26.0	▲13.8	▲15.2
	香川県	▲10.5	▲10.3	▲10.0	▲7.5	▲10.1	▲12.1	▲11.7	▲8.0	▲8.7	▲13.1	▲12.8	▲21.4	▲11.1	▲10.8
	愛媛県	▲15.3	▲15.3	▲17.2	▲12.1	▲14.5	▲15.7	▲17.8	▲12.3	▲17.6	▲18.1	▲17.8	▲28.7	▲15.4	▲15.9
	高知県	▲18.9	▲19.3	▲19.0	▲14.9	▲18.9	▲16.4	▲22.1	▲13.1	▲20.9	▲25.6	▲20.1	▲26.0	▲20.3	▲19.0
	福岡県	▲5.6	▲5.5	▲7.7	▲1.1	▲4.7	▲3.7	▲7.8	▲4.0	▲4.0	▲10.2	▲8.0	▲18.5	▲6.0	▲4.5
	佐賀県	▲9.1	▲9.6	▲11.4	▲6.1	▲9.2	▲9.7	▲12.4	▲7.0	▲11.1	▲7.4	▲11.6	▲17.6	▲9.5	▲9.1
	長崎県	▲16.0	▲16.8	▲17.9	▲12.3	▲16.0	▲16.2	▲16.0	▲13.1	▲15.5	▲18.1	▲17.8	▲26.2	▲17.5	▲15.1
九州・沖縄	熊本県	▲9.9	▲11.5	▲10.1	▲6.9	▲10.4	▲8.5	▲11.7	▲7.8	▲10.3	▲6.0	▲12.7	▲20.8	▲10.9	▲10.0
	大分県	▲12.9	▲13.7	▲14.0	▲10.1	▲12.4	▲7.3	▲14.8	▲11.8	▲9.9	▲17.6	▲15.3	▲23.9	▲12.3	▲12.6
	宮崎県	▲16.3	▲16.2	▲17.3	▲12.9	▲14.5	▲18.1	▲17.4	▲18.1	▲17.4	▲15.7	▲18.3	▲28.1	▲18.1	▲16.6
	鹿児島県	▲18.4	▲18.5	▲21.4	▲14.4	▲17.0	▲15.2	▲20.2	▲14.9	▲20.5	▲18.9	▲21.5	▲28.6	▲19.8	▲20.3
	沖縄県	4.0	3.8	▲2.2	13.8	4.5	6.0	▲0.5	5.4	2.8	1.1	0.1	▲14.5	7.5	2.5

(出所) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(都道府県別推計)」(2019年推計)、総務省「国勢調査」、「2019年全国計構造調査」より、みずほサーチ&テクノロジーズ作成

企業の国内回帰は限定的。貿易赤字を所得収支の黒字で補う構図が継続

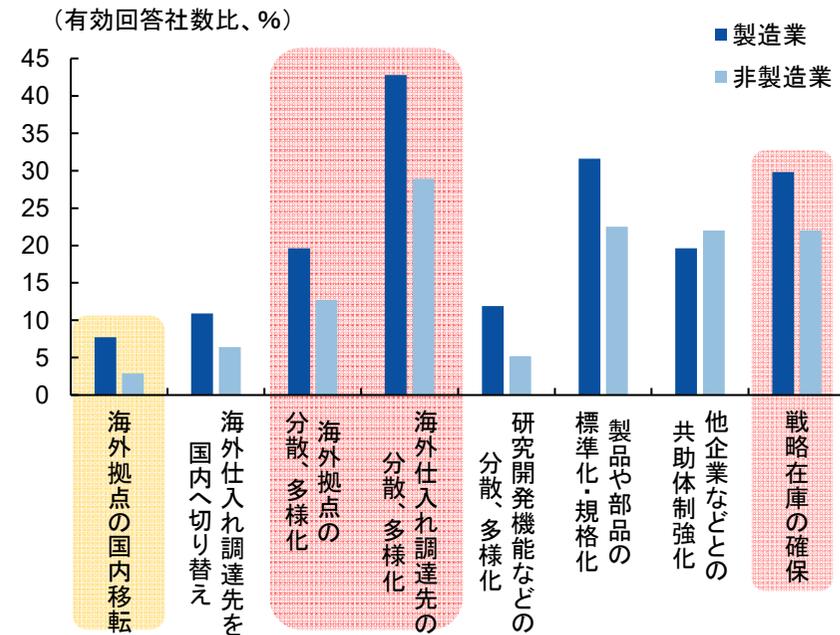
- **経常収支は、第一次所得収支を主因に黒字が継続。貿易収支の大規模な赤字が続き、黒字幅はコロナ前対比縮小**
 - 海外市場の成熟に伴いペースは落ちるも、**国内市場の縮小・人手不足を背景に海外生産比率の上昇は継続**
 - 貿易収支は赤字定着。**生産性の伸び悩むなか増加する輸入が、外需の減速、現地生産増で停滞する輸出を超過**
 - サービス収支も赤字幅拡大方向へ。インバウンドは頭打ちとなる一方、人手不足から業務サービスの輸入が拡大
- **現地で労働力を確保し生産する「地産地消」が拡大するなか、国内回帰の動きは限定的にとどまると思料**
 - 一方で、仕入先の分散や在庫積み増しなどサプライチェーンの再編によるリスク対応は進む公算大

経常収支の見通し



(注) 灰色の網掛けは見通し期間
(出所) 財務省, 日本銀行「国際収支統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業が検討するサプライチェーン見直しの内容

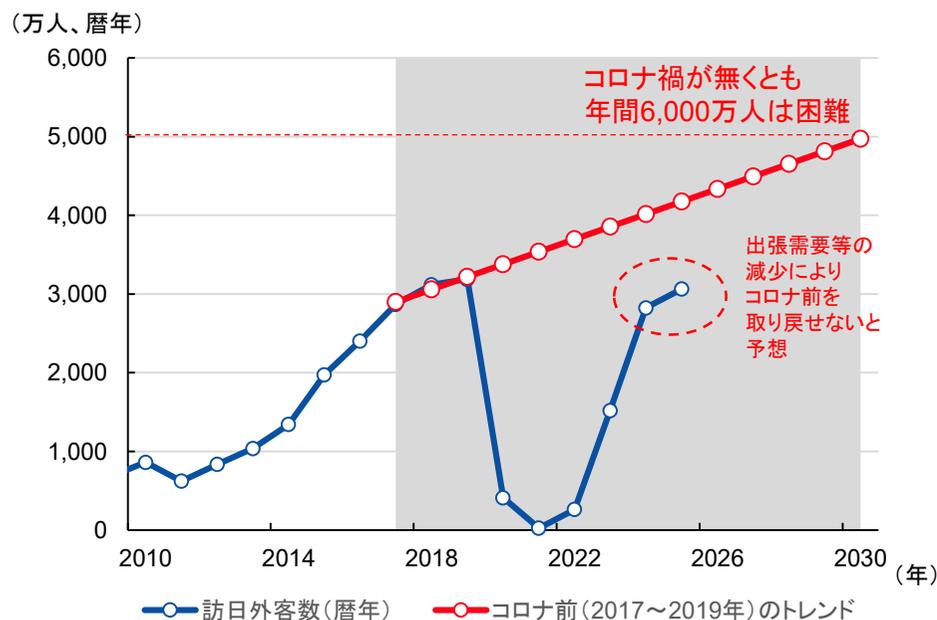


(注) 調査対象は大企業全産業(n=458)。最大3つの複数回答
(出所) 日本政策投資銀行「2022年度設備投資計画調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インバウンド需要取り込みの課題は再び「量(客数)」から「質(単価)」へ

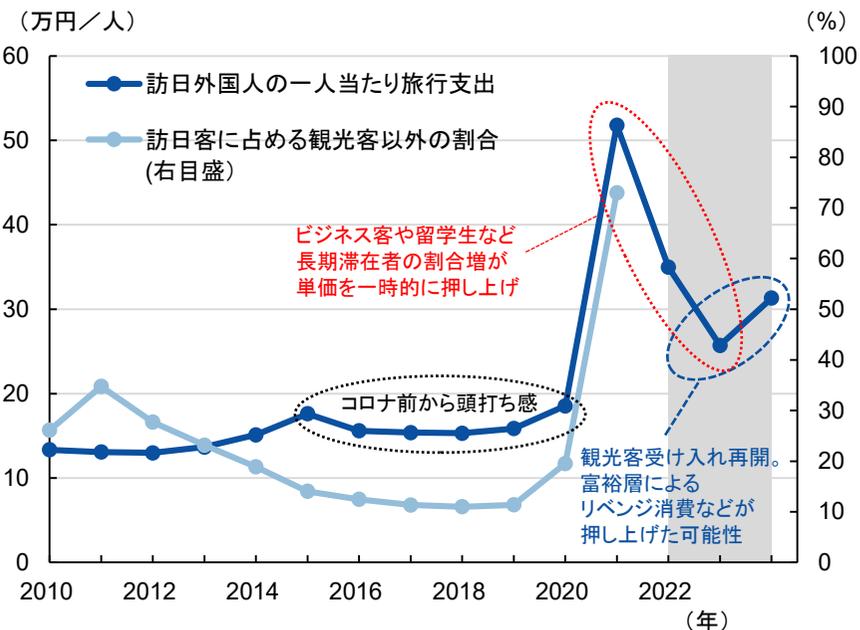
- インバウンド客数は2025年入り後もコロナ前(2019年平均)水準に届かない見込み。コロナ収束後は頭打ちに
 - オンライン会議等の浸透による出張需要(2019年の商用客:全体の約6%)の一部消失が重石に
 - インバウンド客数の伸びがコロナ前トレンドに回帰しても、**政府の掲げる「2030年に年間6,000万人」は達成困難**
 - 国内の人手不足が懸念される中、短期滞在者の大量呼び込みは実現不可。オーバーツーリズムにも懸念
- **インバウンド需要の取り込みには単価引き上げが必須**。足元の上昇は一時的、持続的な引き上げ策の確立が課題
 - 航空券が高騰する中、現在の訪日客は富裕層が中心と思料。円安による購買力の高まりも単価引き上げに寄与

「年間6,000万人」目標は困難



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

訪日客の観光客比率と一人当たり消費単価



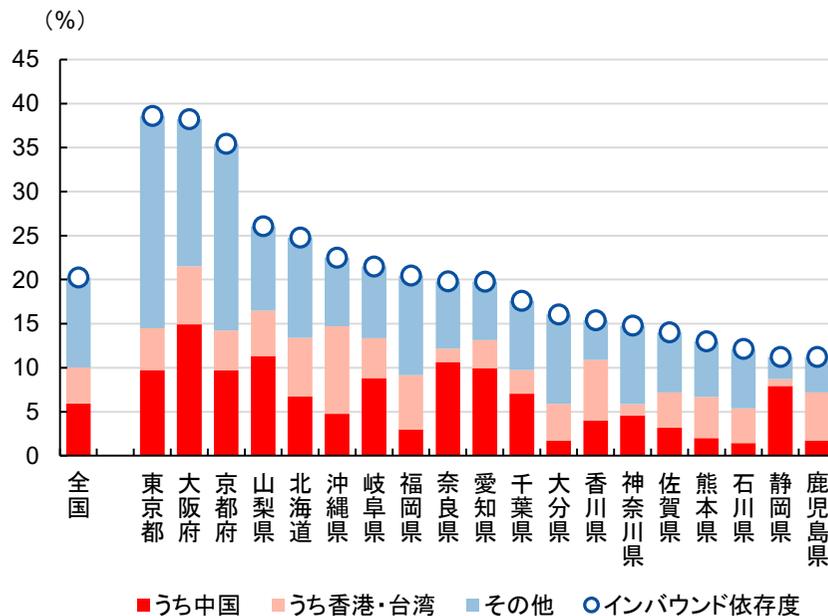
(注)一般客が対象。網掛け部分は四半期ベース

(出所)国土交通省「訪日外国人消費動向調査」より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

対中関係悪化はインバウンド急縮リスク。コト消費の充実が単価引き上げの鍵

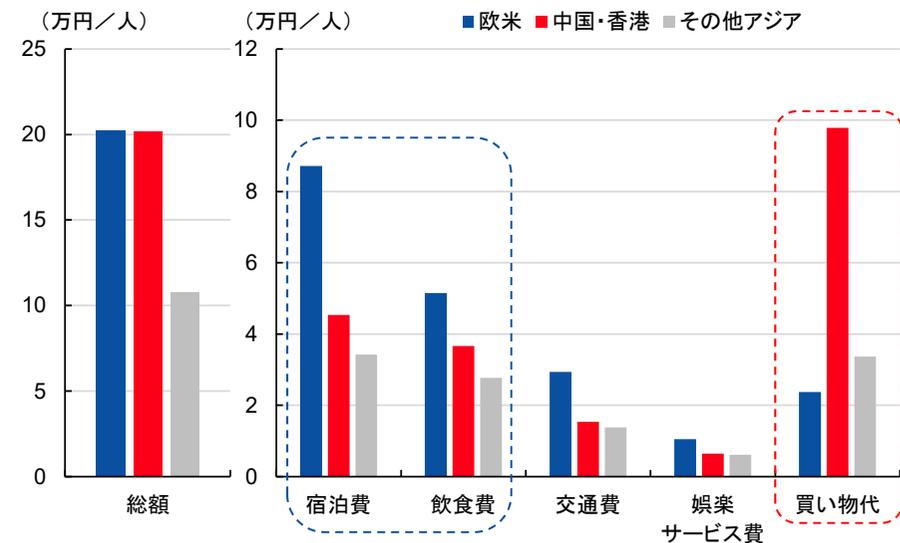
- 中国人観光客の回復はインバウンドの量・質ともに押し上げ効果が期待される。一方、**対中関係悪化は下振れリスク**
 - 尖閣諸島問題が緊迫化した2012年10～12月期の中国人客は前年比▲37.4%減(2011年4～6月期:▲46.5%)
 - **中国人観光客の減少は、インバウンド需要に占める中国依存度の高い中部・関西圏で影響大となる可能性**
- 中国人観光客は買い物額の単価が抜きんで高い傾向。一方で、**欧米からの旅客は宿泊・飲食などが高い傾向**
 - **ご当地グルメや伝統芸能などコト消費の充実が広範な単価引き上げが爆買いに頼らない収益構造の構築に有用**
 - 各地で独自の観光資源を創出することは、周遊需要を喚起。長期滞在型の旅客増を促し単価向上に貢献

都道府県別のインバウンド依存度および対中華圏依存度



(出所) 日本政府観光局(JNTO)「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

訪日客の国籍別・費目別の一人当たり消費額(2019年)



(注) 一般客が対象。欧米はデータ取得可能な国(米・加・英・伊・西・独・仏)を同年の訪日客数で加重平均して試算

(出所) 国土交通省「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

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年連続の食料価格の高騰(2022年)

消費収入	2022年の年間食料増価率(%)		収入に対する食料率(%)		食料増価率の増減(%)
	食料	非食料	2021年	2022年	
300万円未満	22.840	18.899	42.338	38.7	+3.6
300~400万円	26.147	21.261	47.306	39.8	+7.5
400~500万円	26.484	23.121	51.805	39.9	+1.9
500~600万円	26.184	24.004	53.186	39.9	+1.0
600~700万円	31.305	24.261	55.566	39.7	+5.8
700~800万円	32.205	24.467	56.672	39.7	+6.9
800~900万円	32.205	26.147	58.272	39.9	+6.3
900~1,000万円	35.928	26.346	62.535	39.9	+12.6
1,000万円以上	40.890	27.368	67.228	41.0	+13.2
全世帯平均	30.135	23.517	53.632	39.7	+3.9

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)



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

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>

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

(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

【経済予測チーム】

武内浩二	(全体総括)	080-1288-9310	koji.takeuchi@mizuho-rt.co.jp
水野伸哉	(全体総括)	080-1069-4832	shinya.mizuno@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	(中国総括)	080-1069-4746	koji8.kobayashi@mizuho-rt.co.jp
月岡直樹	(中国)	080-1069-6684	naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp
・新興国経済			
対木さおり	(総括・新興国)	080-1069-4778	saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp
西川珠子	(新興国)	080-1069-4688	tamako.nishikawa@mizuho-rt.co.jp
越山祐資	(アジア)	080-1069-4835	yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp
田村優衣	(アジア)	080-1069-4752	yui.tamura@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	(総括補佐)	080-1069-4667	naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp
小野寺莉乃	(企業・外需)	080-1069-4504	rino.onodera@mizuho-rt.co.jp
諏訪健太	(企業・外需)	080-1069-5060	kenta.suwa@mizuho-rt.co.jp
風間春香	(家計)	080-1069-4642	haruka.kazama@mizuho-rt.co.jp
中信達彦	(家計)	080-9534-5897	tatsuhiko.nakanobu@mizuho-rt.co.jp
南陸斗	(家計・物価)	080-1069-5058	rikuto.minami@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。