

2023・2024年度 内外経済見通し ～根強いインフレ圧力。財政・金融の引き締めが世界経済の重石に～

2023.2.21

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

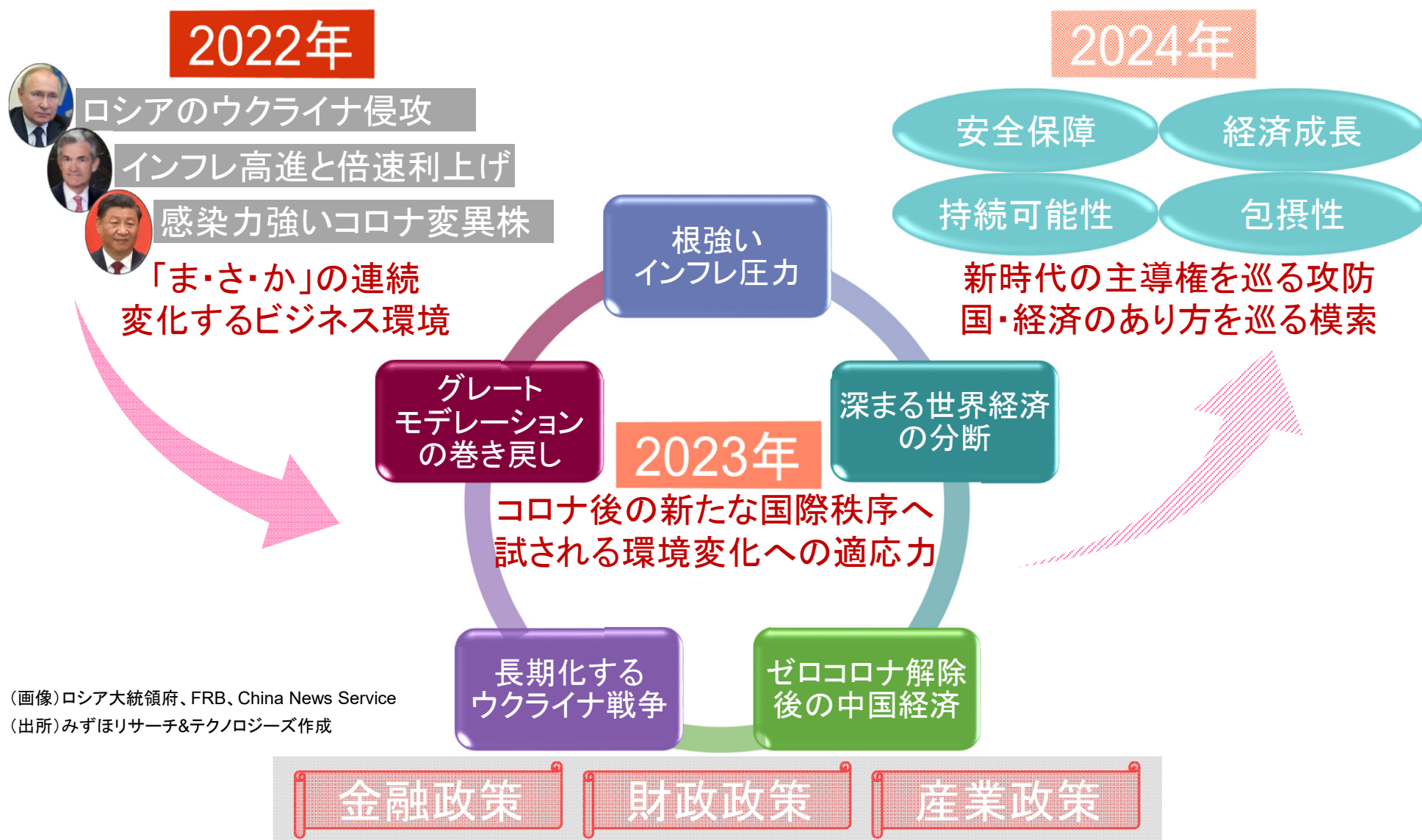
- 2023年の世界経済は+2.4%の低成長にとどまる見通し。インフレ・高金利持続を受け、欧米は2023年にかけて景気後退に。アジア圏は、ゼロコロナ政策を解除した中国を中心にサービス消費主導の回復に向かうも、物価上昇に伴う内需下押し・外需減速が成長の足かせに。2024年の世界経済はインフレ残存から+2.9%の緩慢な景気回復に
- 労働需給のひっ迫によるインフレ圧力が強い米国では、物価抑制のためにFRBが2023年前半にかけて政策金利を5.0～5.25%まで引き上げた後、2023年末から慎重に利下げ。金利上昇が住宅投資、設備投資などの下押し圧力として働き、米国経済は2023年4～6月期から2023年10～12月期にかけて景気後退に
- 欧州は、暖冬によるガス価格下落を受けて2022年末は堅調に推移。一方、賃金インフレへの懸念からECBは金融引き締めを維持。高金利、コアインフレ高止まりの影響から、欧州は2023年に▲0.1%とわずかにマイナス成長、2024年は緩やかな回復に
- 中国は、ゼロコロナ政策を解除し、2023年はサービス消費主導の回復。不動産市場の低迷は継続も、2023年末には底入れし、2024年は巡航速度並みに。ASEANは中国からのインバウンド回復の恩恵を受ける一方、NIEsでは欧米経済の停滞が輸出を下押し。2024年はそれぞれの要因がはく落し、巡航速度並みに回帰
- 日本は、物価高や海外経済減速が下押し要因となるも、サービス消費、インバウンド需要を中心に回復し、プラス成長を維持。2023年は主要先進国が軒並みマイナス成長の中、相対的には堅調に推移。2024年は海外経済の回復が輸出を押し上げる一方で、実質賃金の減少は継続し成長率は鈍化
- 金融市場は、米国の景気後退の影響を受け、2023年後半にかけ米長期金利、米株が下落。日銀は2023年4～6月期に長期金利目標を撤廃、2024年10～12月期にマイナス金利解除を予想。日本の長期金利は1%近傍まで上昇。日米金利差の縮小からドル円相場は1ドル＝120円前後まで円高が進展

《構 成》

1. 全体概要	P 4
2. 各国経済・金融市場	P 22
(1) 米国経済	P 23
(2) ユーロ圏経済	P 31
(3) 新興国経済	P 36
(4) 日本経済	P 46
(5) 金融市場	P 52

1.全体概要

世界観:問われる「コロナ禍の後遺症と不安定化する国際秩序」への対応力



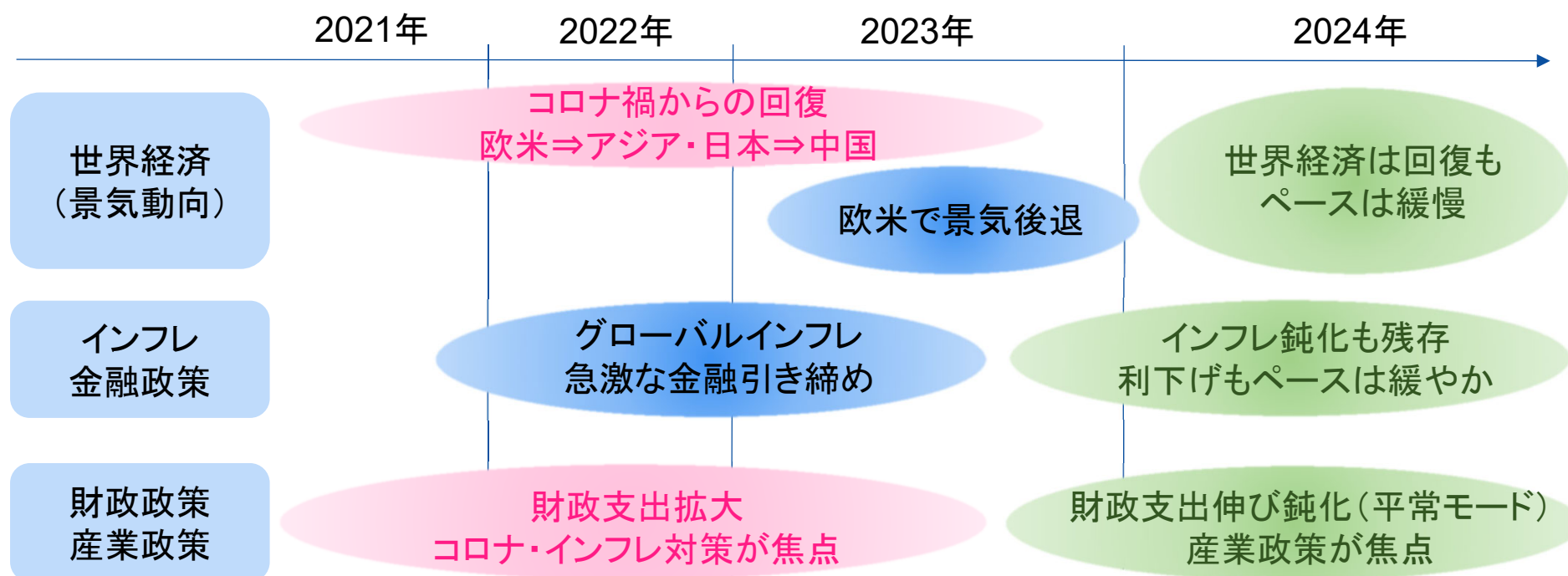
(画像)ロシア大統領府、FRB、China News Service

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界観: 2023年は欧米で景気後退。2024年はインフレ残存で緩慢な回復

- 2023年は欧米で景気後退、2024年は景気回復に向かうもインフレは残存し緩慢な回復に留まる見通し
 - 2023年はインフレ・金融引き締めで欧米が景気後退。中国はコロナ禍からの回復も、世界経済減速は免れず
 - 2024年は景気回復もペースは緩慢。インフレは残存し利下げは緩やかに。財政による押し上げも期待薄

2021年～2024年の世界観



(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: 停滞の2023年・緩慢な回復の2024年に

世界経済見通し総括表(2月改訂)

	(前年比、%)				(%Pt)		
	2021	2022 (着地見込)	2023 (見通し)	2024	2023 (12月見通しとの比較)	2024	
世界実質GDP成長率	6.2	3.4	2.4	2.9	0.6	▲ 0.1	世界経済は上方修正も、2023年の停滞感の強い展開は不変。2024年は緩慢な回復
日米欧	5.3	2.6	▲ 0.1	0.6	0.5	▲ 0.5	
米国	5.9	2.1	▲ 0.3	0.5	0.5	▲ 0.6	労働市場のひっ迫は継続し、2023年2Q～4Qに景気後退は後ずれ。インフレ鎮静化は緩やかで、2024年の回復は限定的
ユーロ圏	5.3	3.3	▲ 0.1	0.6	0.7	▲ 0.4	
英国	7.4	4.1	▲ 0.7	0.9	0.2	▲ 0.3	
日本	2.1	1.1	1.1	1.2	—	—	
アジア	7.3	4.2	5.0	4.8	0.5	—	暖冬によるガス価格下落で2023年を上方修正も、利上げ・高インフレの継続からマイナス成長の見通し維持
中国	8.4	3.0	5.3	4.9	0.5	—	
NIEs	5.6	2.1	1.9	2.0	0.2	—	
ASEAN5	3.3	5.9	4.7	4.5	0.5	—	コロナ感染は2023年春に収束 サービス消費中心の回復へ
インド	8.3	7.0	5.7	6.3	0.2	—	
オーストラリア	5.2	3.6	1.9	2.0	0.1	—	
日本(年度)	2.6	1.3	1.2	0.9	0.2	—	インバウンド需要がけん引し、欧米がマイナス成長のなかでも相対的に堅調な推移

(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

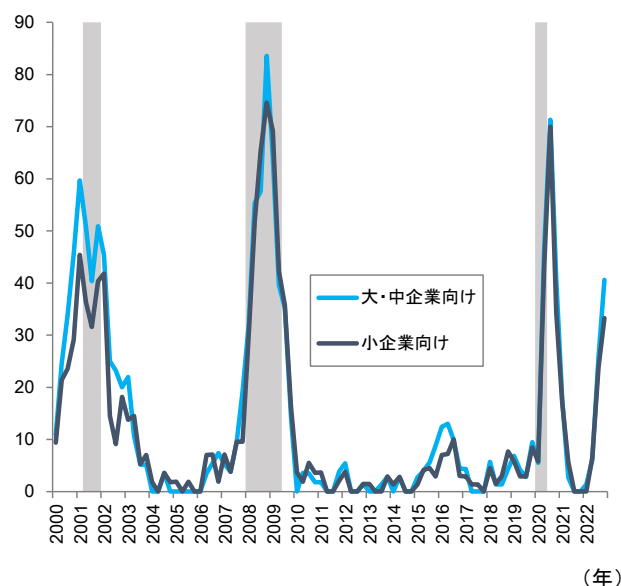
景気動向：米景気後退の深さ・長さは過去平均並。良好な労働市場が痛みを緩和

■ 2023年の景気後退は過去平均並みの落ち込みを想定

- 経済見通しの不確実性、リスク許容度の低下により、金融機関は与信基準を厳格化。多くの金融機関が融資のコベナントや担保提供の要件を引き締めたと報告。貸出要件の厳格化は、今後の家計・企業の資金繰りを抑制
- 急速な金融引き締めの影響は景気全体に波及する見込み。ただし、構造的な人手不足により、過去の景気後退局面と比べても失業率の悪化は限定的で、良好な労働市場は景気を下支え

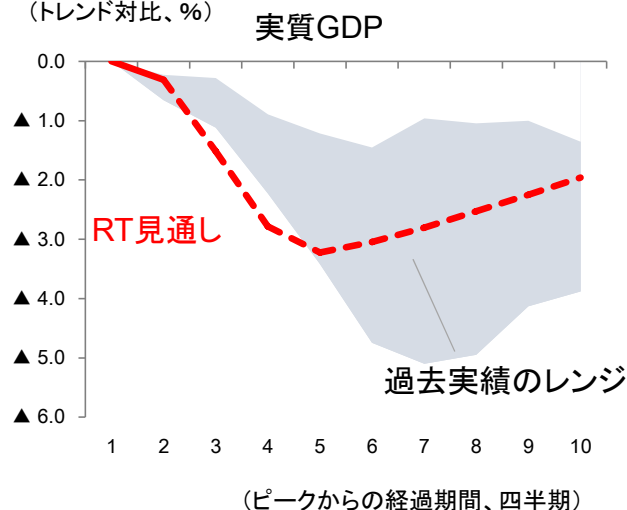
与信基準が「厳格化」と回答した金融機関 過去の米国の景気後退局面におけるGDPと失業率の動き

(回答した金融機関の割合、%)



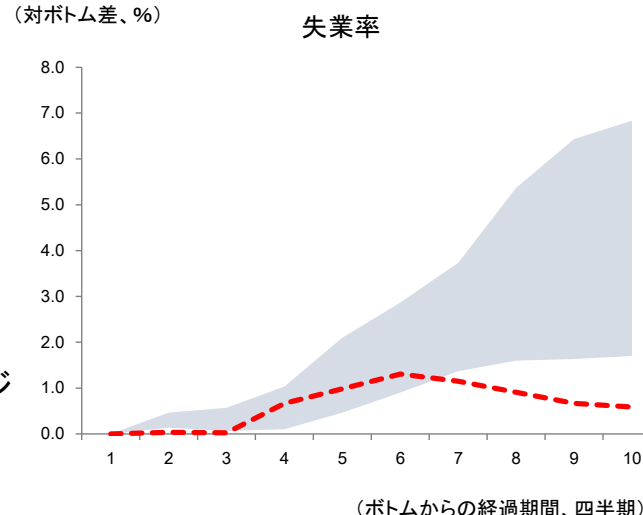
(注)シャドーは景気後退期
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(トレンド対比、%)



(注)シャドーは過去の利上げ局面の最大値と最小値のレンジ。点線はRT推計値
(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

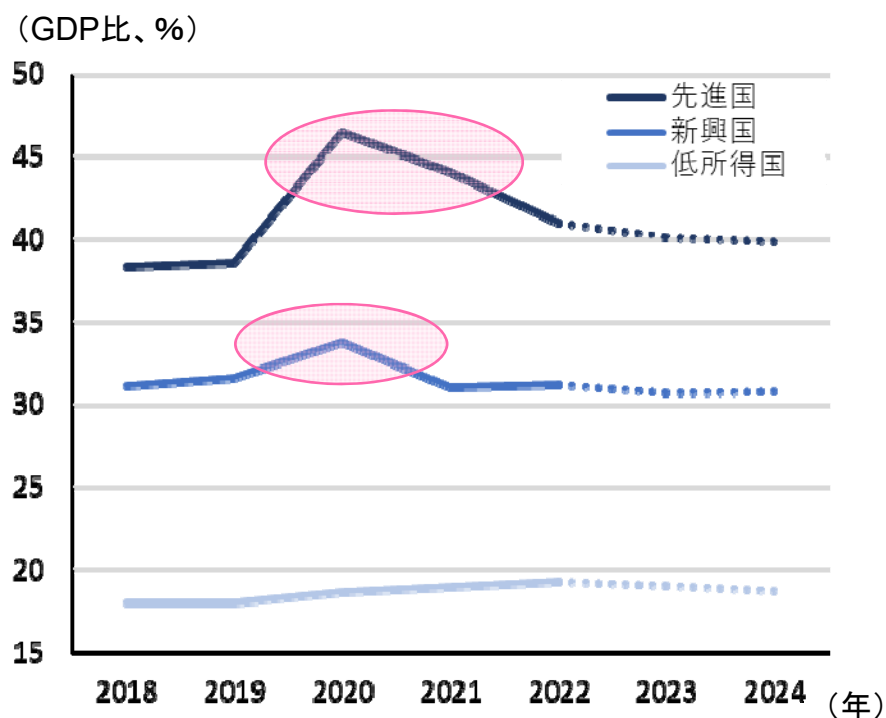
(対ボトム差、%)



財政政策：2020年以降コロナ・インフレ対策で拡大した財政支出は平常モードへ

- 2020年以降、新型コロナ対策、資源・食料価格高騰対策として各国で財政支出が増加。特に、先進国におけるコロナ対策は規模が大きく、景気押し上げに寄与
 - 2024年にかけて、新型コロナの収束、インフレ鈍化に伴い、財政支出は鈍化へ（平常モードへ）。総じてみれば財政拡張による押し上げは減退するとの見方

財政支出の対GDP比推移

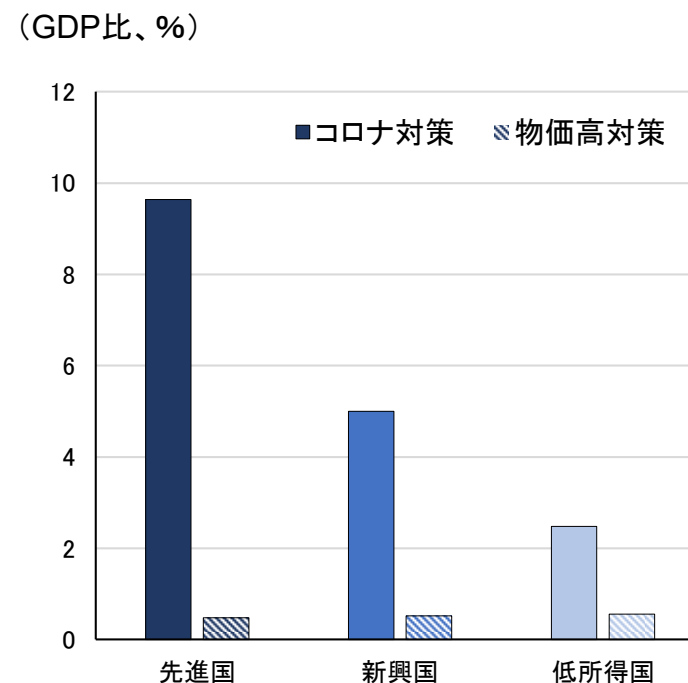


(注1) 2023年以降はIMFによる推計値

(注2) カテゴリーの区分は左図、右図ともにIMFによる

(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コロナ関連、インフレ対策関連財政支出



(注1) コロナ対策は2021年9月時点で実行、計画されているものの合計

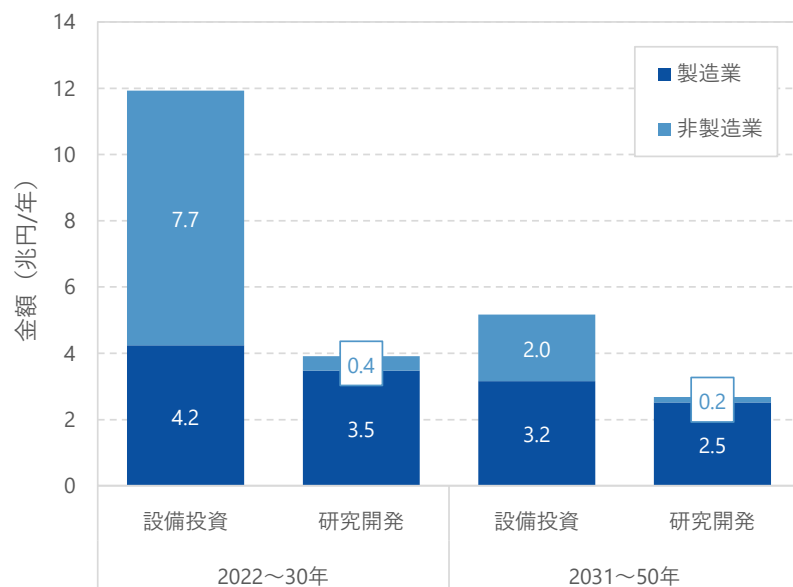
(注2) 物価高対策は2022年10月時点で実行、計画されているものの合計

(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

産業政策：平常モードでは産業政策に財政の重心がシフト。2024年の投資拡大に一部寄与

- 財政政策が平常モードに移行するなか、グリーンなど産業政策が焦点に（中期的な視座だが、2024年にも一部影響）
- 日本は2023年度以降のGX経済移行債発行（20兆円）等が設備投資促進に寄与（2024年度GDPを+0.1%Pt押し上げ）
 - カーボンニュートラル達成に必要な投資額はアンケートに基づく試算では約16兆円/年。中期的にも投資拡大が期待
- 欧州復興基金が本格始動。グリーン・デジタル分野等への公共投資が一部寄与（2024年GDP+0.2%Pt押し上げ）
 - 各国への資金支払いは今後本格化。2024年までにユーロ圏GDP比1%に相当する補助金が支払われる予定

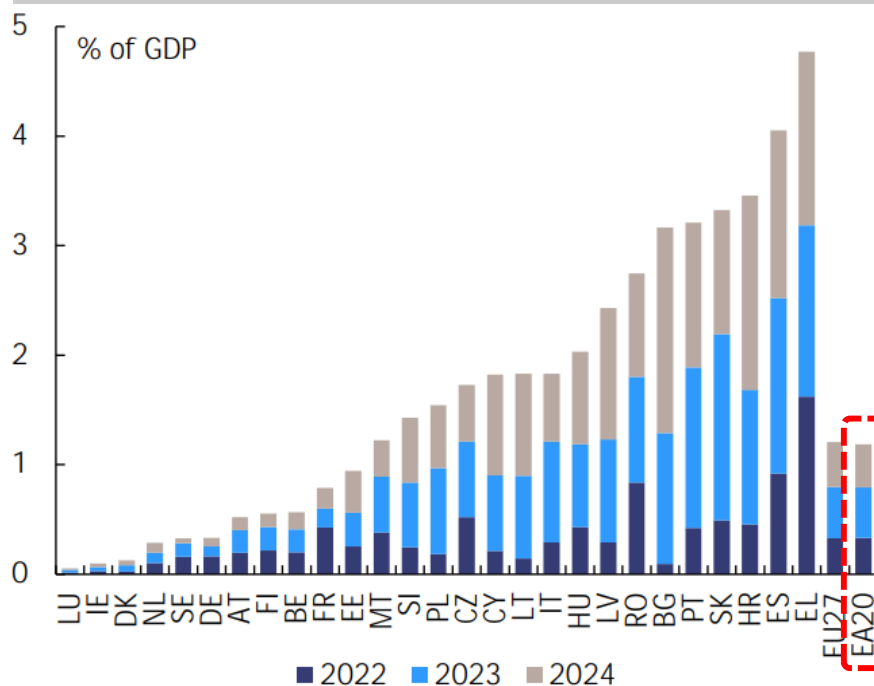
日本：カーボンニュートラル達成に必要な投資額



(注) 大企業・中堅企業別、製造業・非製造業別の1社当たり平均額に日本全体の企業数を乗じて総額を試算。2031年以降は非製造業中心に投資が減少するが、実用化前の技術が多いため現時点では具体的な金額を算出できず、過少計上されている可能性

(出所) 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(2022年6月)」、総務省「令和3年経済センサス活動調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

欧州：復興基金の支払予定額



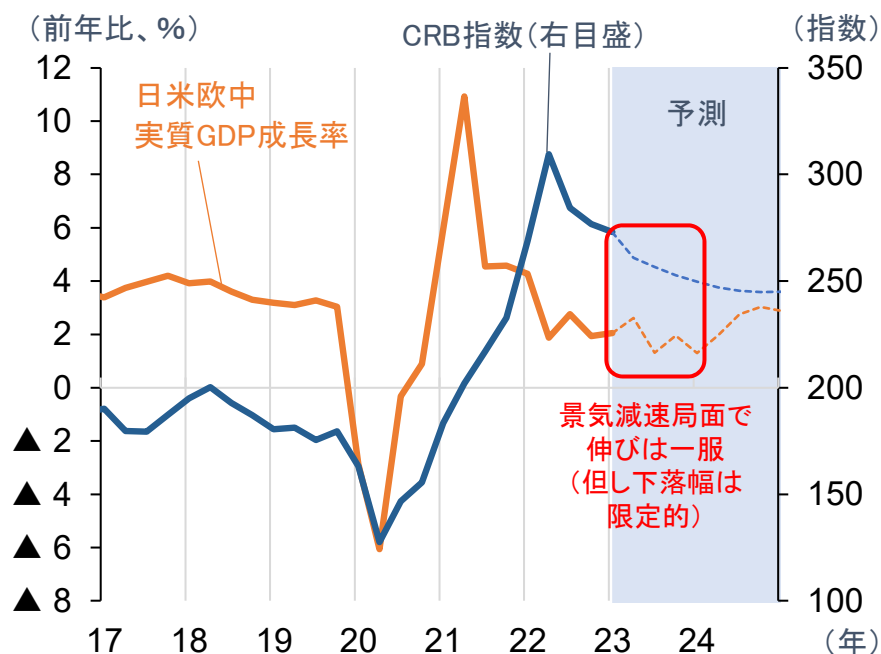
(注) 補助金分のみで融資分は除く

(出所) 欧州委員会「European Economic Forecast Autumn 2022」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資源インフレ:2023年は欧米景気後退で伸び一服。ただし下落幅は限定的

- 資源価格は世界経済の減速を背景に2023年は伸び一服へ。ただし下落幅は限定的
 - ウクライナ侵攻直後や欧州のガス不足リスクが意識された時期にみられた、過度な需給ひっ迫懸念ははく落
 - 中国の回復はサービスセクターであること、また米欧の景気減速が強まるなかで、2023年は需要面から伸び一服
 - ただし、供給面の制約は一部残存しており、下落幅は限定的(コロナ前対比で高水準が続く)

世界経済と資源価格



(出所)Refinitiv、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コモディティの供給環境と価格見通し

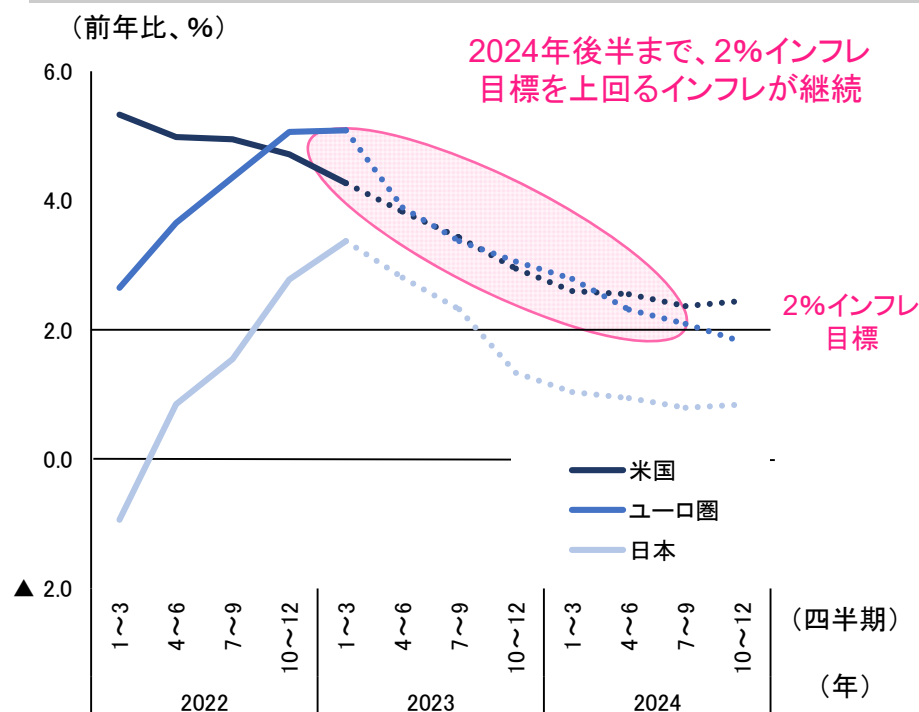
	供給環境と価格見通し
原油	• ロシアによる50万バレル/日の減産予告を受け、供給面に不透明感 • 一方、<u>米国の生産増や追加的な国家石油備蓄の放出が検討されており、世界経済減速のなかで、原油価格はやや軟調に推移</u>
ガス	• ガス不足の懸念が後退し、欧州のガス価格は下落 • ただし、<u>ロシアのガス供給減少の影響が一部残存し、2023年後半になっても2010年代後半の3倍前後の高値が続く</u>と予想
小麦	• <u>ウクライナ以外の増産で小麦価格は緩やかな下落を予想</u> • ただし、<u>在庫率は低水準にあり、価格水準は、ヒストリカルに見れば高値圏を維持</u>する見通し

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

各国インフレ：インフレ鈍化ペースは緩慢。政策金利は引き締めスタンスが継続

- コアインフレ率は減速の傾向が見られるものの、欧米では2024年後半までインフレ目標の2%を上回る状態が継続
 - 労働時間の減少などコロナ後に生じた構造的な労働供給制約が賃金上昇圧力に
 - 根強いインフレに注意しつつ、欧米では2023年末以降、慎重なペースで利下げを実施
- 日本もデフレからインフレ環境にシフト。緩和的な金融環境は継続も、異次元緩和は段階的に見直しへ

各国インフレ率の見通し(日米欧)

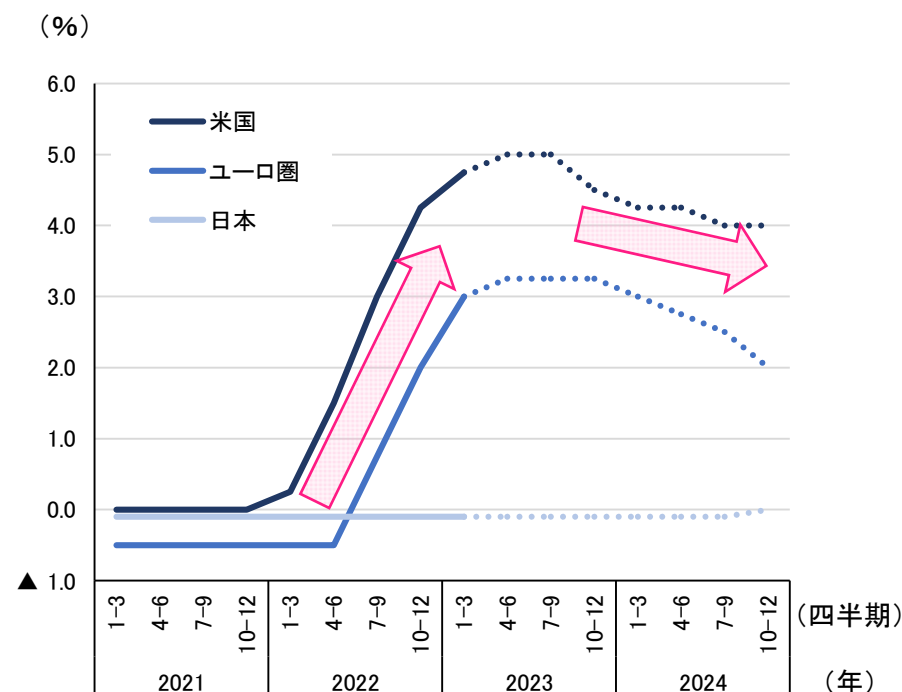


(注1) 米国・ユーロ圏は食料・エネルギーを除くインフレ率。日本は生鮮食品・エネルギーを除くインフレ率

(注2) 米国はPCEデフレーター、ユーロ圏、日本はCPI

(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

各国の政策金利水準(日米欧)



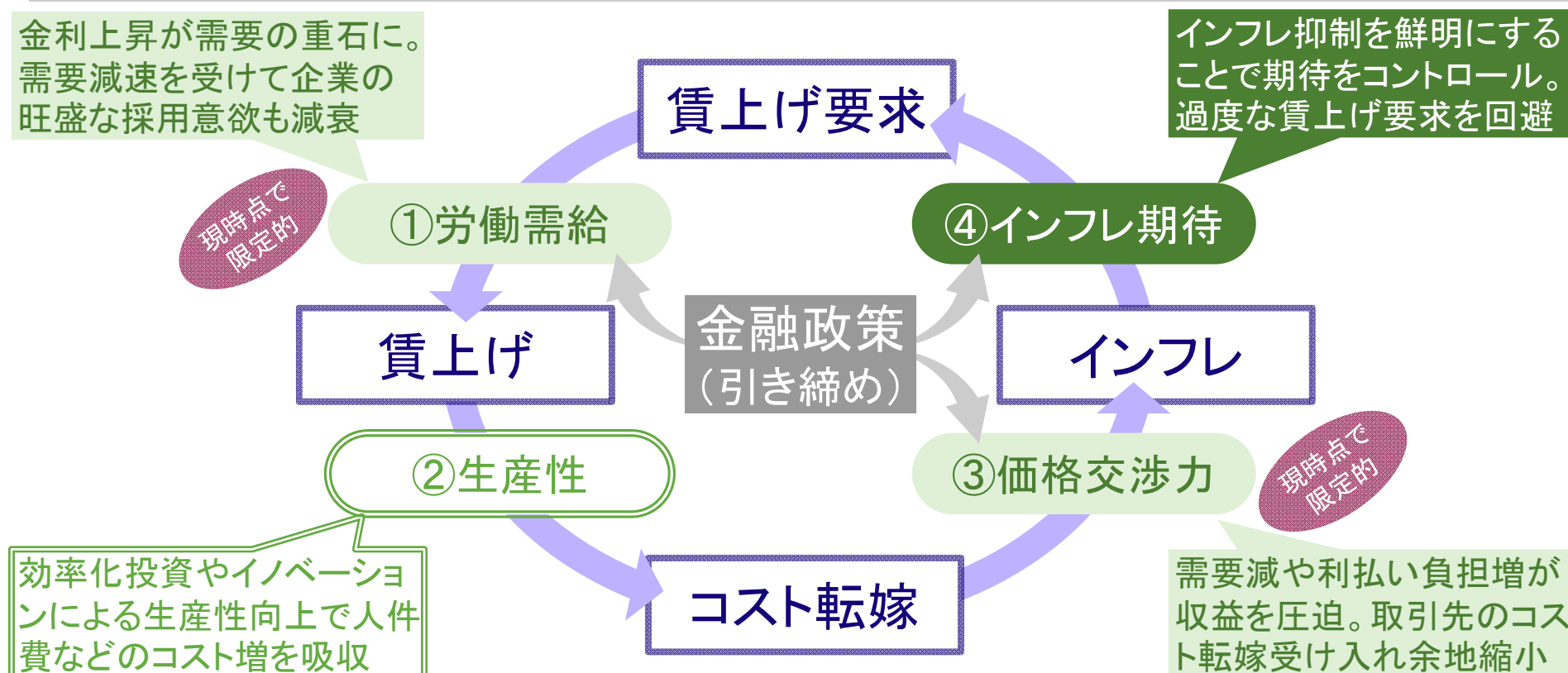
(注) 米国の政策金利は下限

(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

インフレ圧力残存の背景に鈍い金融引き締め波及ペース

- 賃金インフレを左右する要因は①労働需給、②生産性、③企業の価格交渉力、④家計のインフレ期待の4つ
 - 金融引き締めによって①労働需給、③企業の価格交渉力、④家計のインフレ期待に働きかけ。これまでの果敢な利上げでインフレ期待は抑制も、労働需給や企業業績への影響は今のところ限定的
 - 時間の経過とともに引き締め効果が顕在化するかが最大の注目点（リスク）

賃金インフレメカニズムと金融政策の波及経路

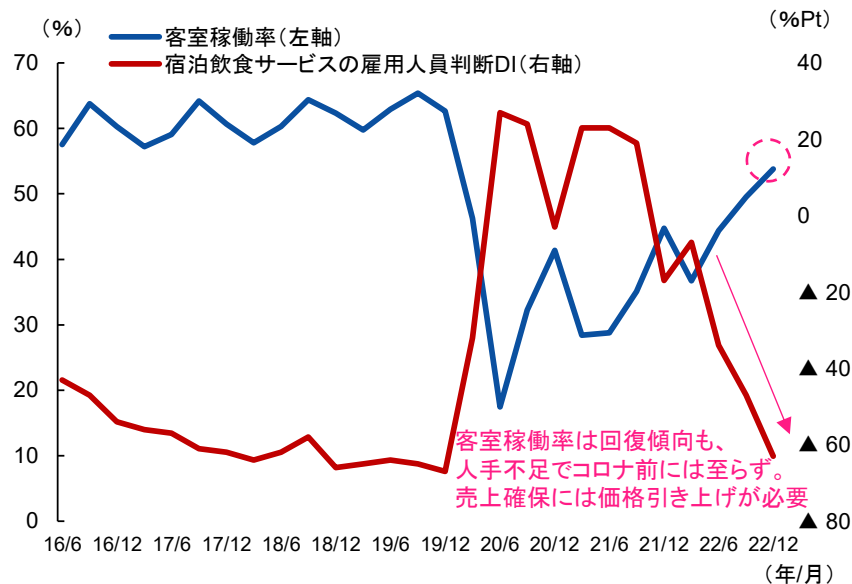


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本インフレ: 人手不足が深刻な対人サービスは物価上昇圧力が強い

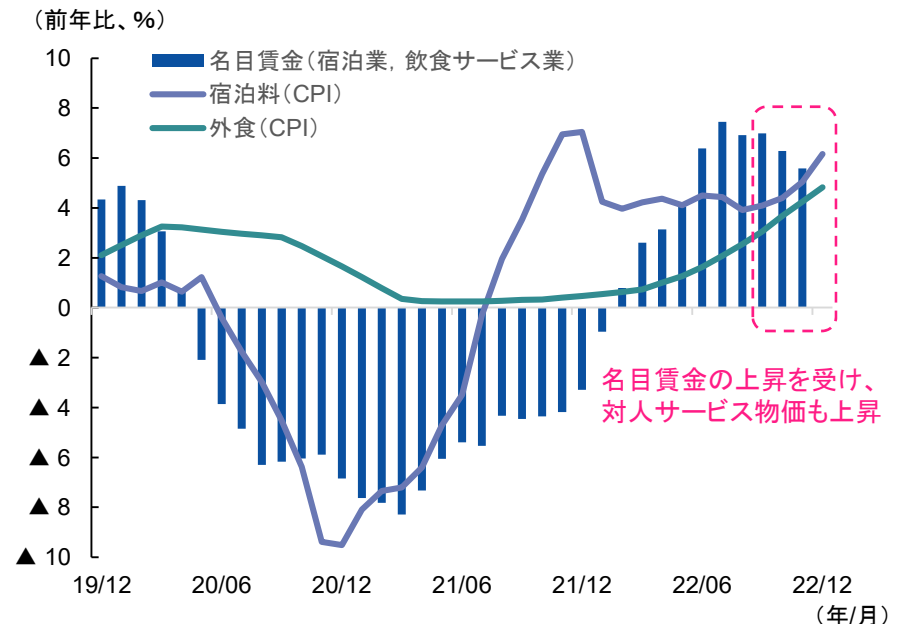
- 対人サービス分野は特に価格上昇圧力が強まる方向。今後の物価全体の伸び鈍化を抑制
 - 同分野は人手不足が深刻で稼働率はコロナ前には至らず。価格の引き上げにより収益を確保する動き。人件費の上昇も価格引き上げ圧力に
 - 海外経済減速に伴う資源価格低下・円高や政府の物価高対策を受けてコアCPI(前年比)は鈍化に向かうとの見方は変わらないが、対人サービス価格の上昇が続くなか、鈍化ペースは従来想定より緩やかになると見込む

客室稼働率と雇用人員判断DIの推移



(注) 客室稼働率は全国、全施設合計。雇用人員判断DIは宿泊・飲食サービスの全規模合計
(出所) 観光庁「宿泊料統計調査」、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

対人サービス業の賃金と物価の推移



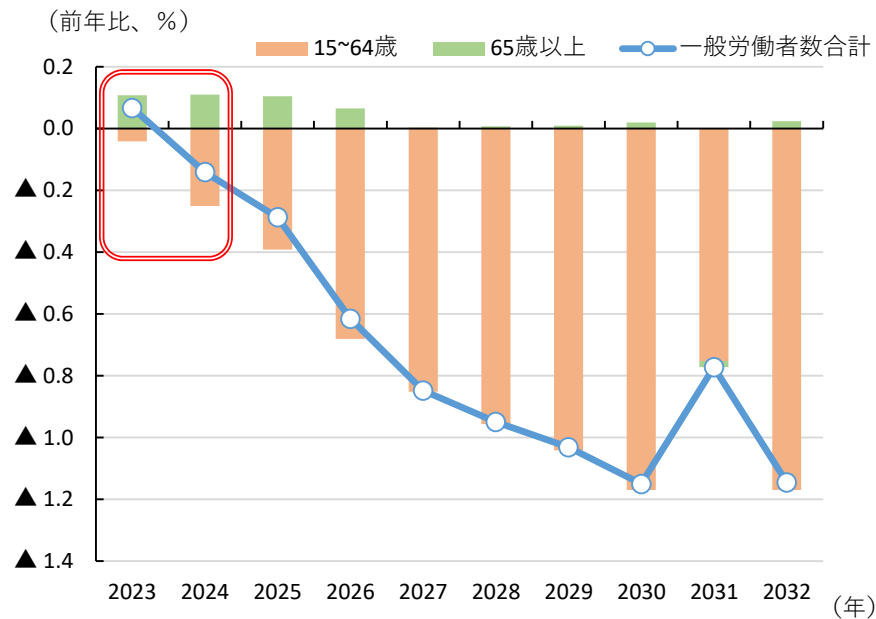
(注) 宿泊料(CPI)はGoToトラベル・全国旅行支援の影響除く。名目賃金は共通事業所ベース。6カ月移動平均を図示

(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)労働需給は徐々にひっ迫が深刻化。賃金上昇圧力は高まる方向

- 日本では労働供給の増加余地は限定的。人手不足は徐々に深刻化。賃金上昇圧力は高まる公算
 - 生産年齢(15～64歳)の労働者減少を高年齢層の労働参加が補うものの、**追加的な労働供給の押上げ余地は限定的(2024年はマイナス)**。景気回復による労働需要増をカバーしきれず(**2024年時点で100万人程度の人手不足**)
 - なお、2020年代後半に入ると労働供給は明確な減少トレンドに。人手不足は更に深刻化

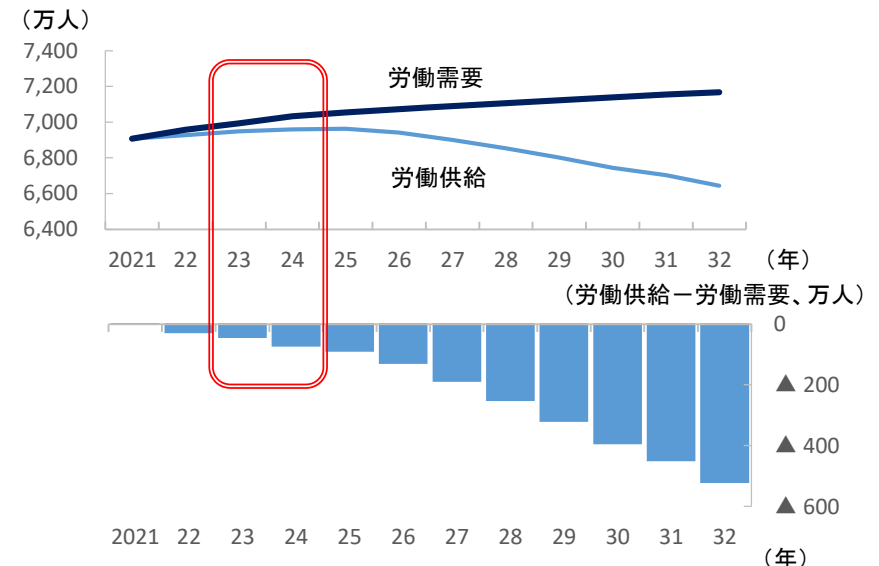
労働供給の見通しに関する年齢階層別寄与(前年比)



(注)企業規模10人以上の一般労働者ベース

(出所)厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

人手不足(労働需給)の規模感



(注)1.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)を乗じたもの

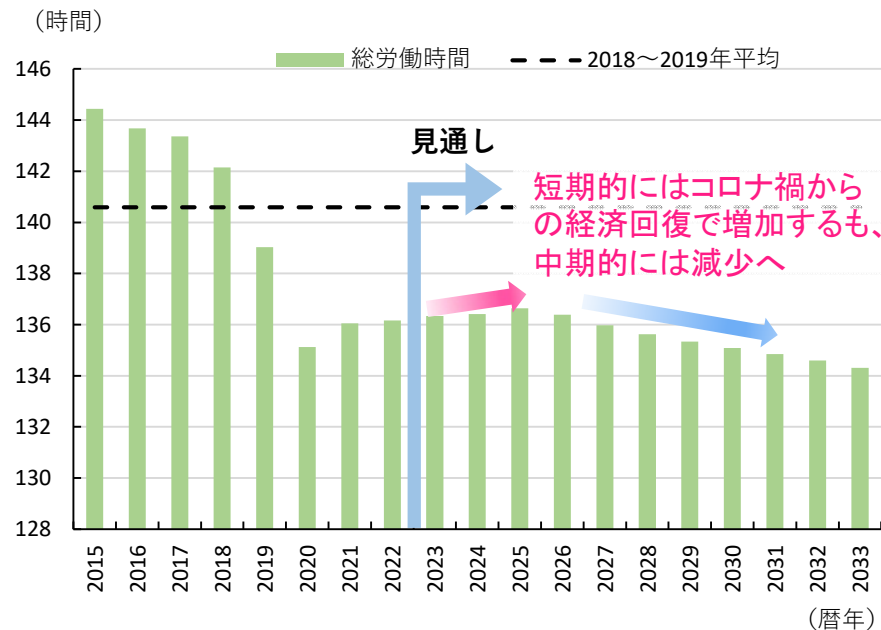
2.労働供給は性・年齢階層別の就業希望状況を踏まえた潜在就業率を上限に就業率の上昇が足元のペースで進むものと仮定し、将来推計人口をもとに就業者数を計算したもの

(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

(参考)労働時間はコロナ前水準に戻らず、中期的に減少へ

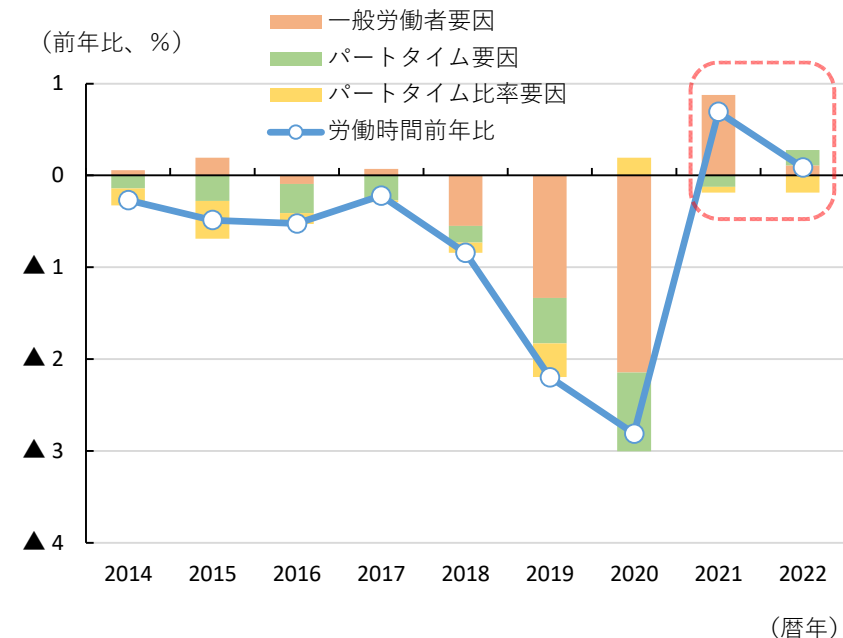
- 2020年、コロナ感染拡大を背景に労働時間は大幅減。2021年・2022年は増加に転じたものの、回復ペースは緩慢
- 先行きの労働時間は緩やかに増加したのち、中期的に減少へ。コロナ禍前の水準には届かない見通し
 - コロナ前からの働き方改革の影響もあり、一般労働者の労働時間は中期的に減少
 - パートタイム労働者は年収に応じて税負担等が増加する「年収の壁」が意識され、元々労働時間が伸びにくい面も

総労働時間の見通し



(注)就業形態計
(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

(参考)労働時間(前年比)の寄与度分解

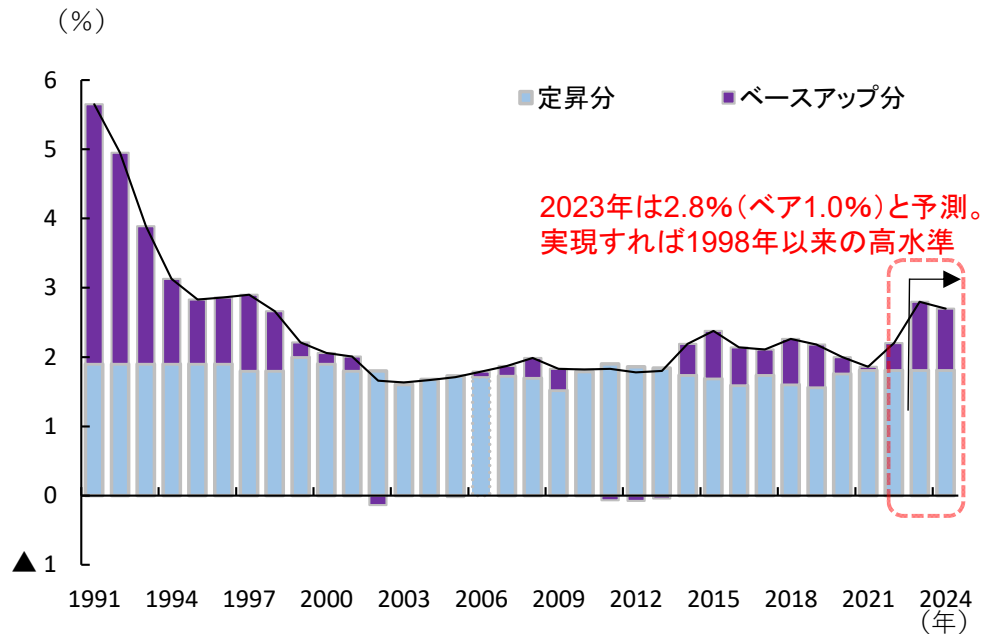


(注)就業形態計
(出所)厚生労働省「毎月勤労統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本インフレ: 人手不足の深刻化により2023年・24年とも例年対比で高い賃金の伸び

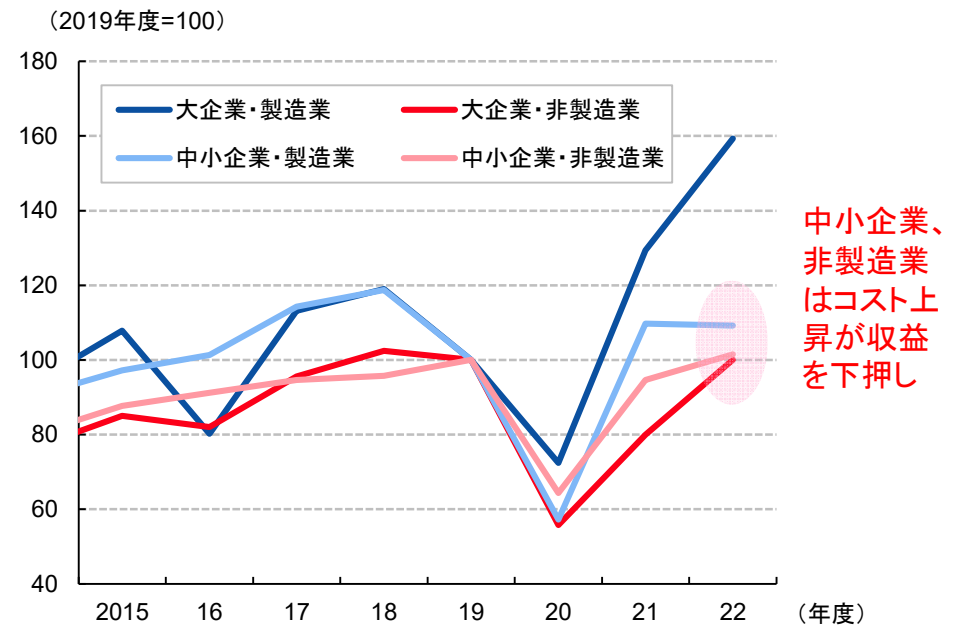
- 2023年度の賃上げ率を2.6%→2.8%、賃金上昇率: 1.3%→1.5%に上方修正
 - 大企業は物価高対応に加え、人手不足感が強まる中で賃上げにより人材確保につなげたい考え
 - 中小企業は収益回復が弱く、大幅な賃上げは困難 (城南信金・東京新聞調査では賃上げ予定の中小企業は26.8%)
- 2024年度の賃上げ率を2.7%、賃金上昇率を1.4%と想定
 - 製造業を中心とした企業業績の減速や輸入インフレの一服が下押しになるものの、人手不足がサービス業中心に深刻化。例年対比で高い賃金の伸び継続との見方

春闘賃上げ率



(注) 2023年・2024年の春闘賃上げ率はみずほリサーチ&テクノロジーズの予測値
(出所) 厚生労働省「賃金事情等総合調査の概要」等より、
みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業規模別の経常利益水準



(注) 12月調査
(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

日本インフレ: 価格転嫁の広がり等を受けて、物価見通しを上方修正

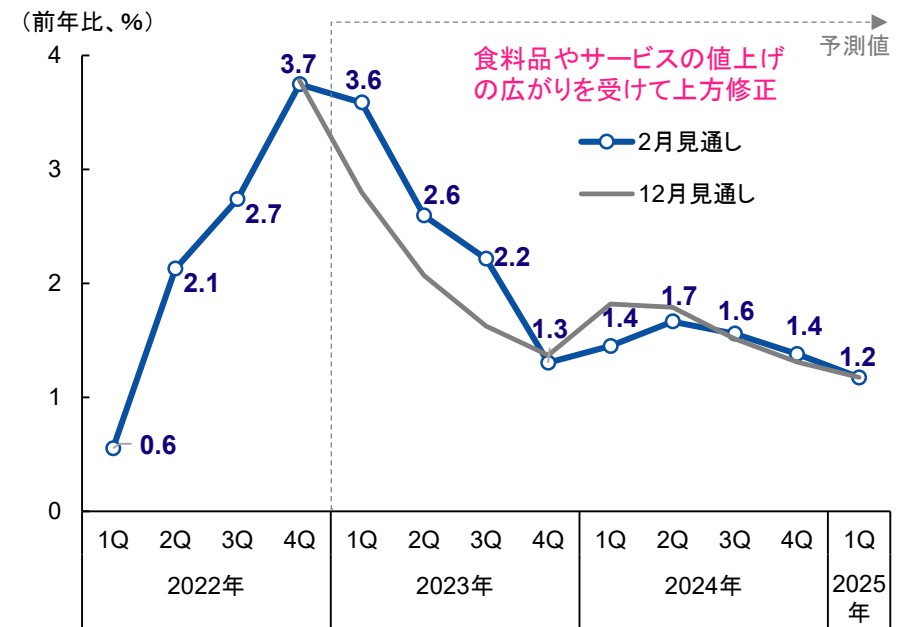
- 2023年度は食料品等の価格転嫁や人手不足を受けたサービス物価上昇が想定以上に広がり、コアCPI前年比は+1.9%に(12月見通し: +1.7%から+0.2%Pt上方修正)
- 2024年度はサービス業を中心とした人手不足・賃金上昇圧力が引き続き押し上げ要因になるほか、物価高対策の反動がコアCPIを押し上げ(前年比+1.4%を予測)

今後の物価に影響を及ぼす諸要因の見通し

要因	動向	評価
政策要因	政府の物価高対策で2023年CPI前年比を▲0.6%押し下げ。2024年は対策の縮小・終了に伴う反動が発生	↓
輸入インフレ	先行きの輸入物価は資源価格低下・円高を受けて下落基調で推移する見通し	↓
人手不足	宿泊業等で人手不足に伴う稼働率低迷を単価上昇で補う動きが広がる見通し。中期的には労働市場全体でも需給ひっ迫が深刻化	↑
価格転嫁	事業者間で同調的に値上げ・再値上げの動きが広がる。電力会社は2023年春以降の電気代上限の引き上げを申請	↑
賃金	2023年の春闘賃上げ率(ベア)は1.0%、名目賃金は+1.5%に上方修正。2024年も1%台半ば程度の伸び継続の見通し	↑

(注)「評価」欄の上矢印は物価押し上げ要因、下矢印は押し下げ要因であることを示す
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

コアCPIの見通し



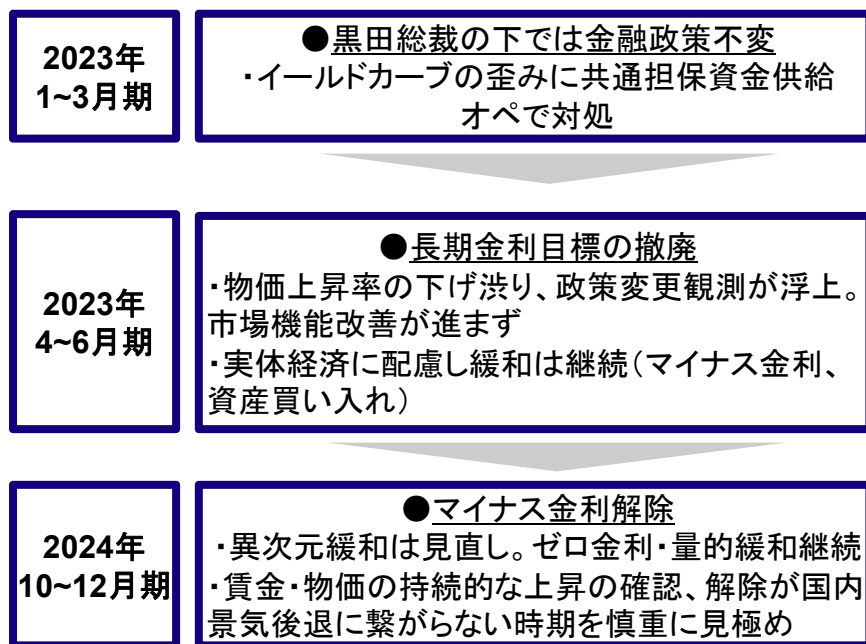
(注)総合経済対策における電気代等の抑制策は2023年9月以降補助額を徐々に縮小し、2024年9月末まで実施されると想定

(出所)総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日銀：異次元緩和を段階的に見直しへ。副作用の大きい長期金利目標を早期に撤廃

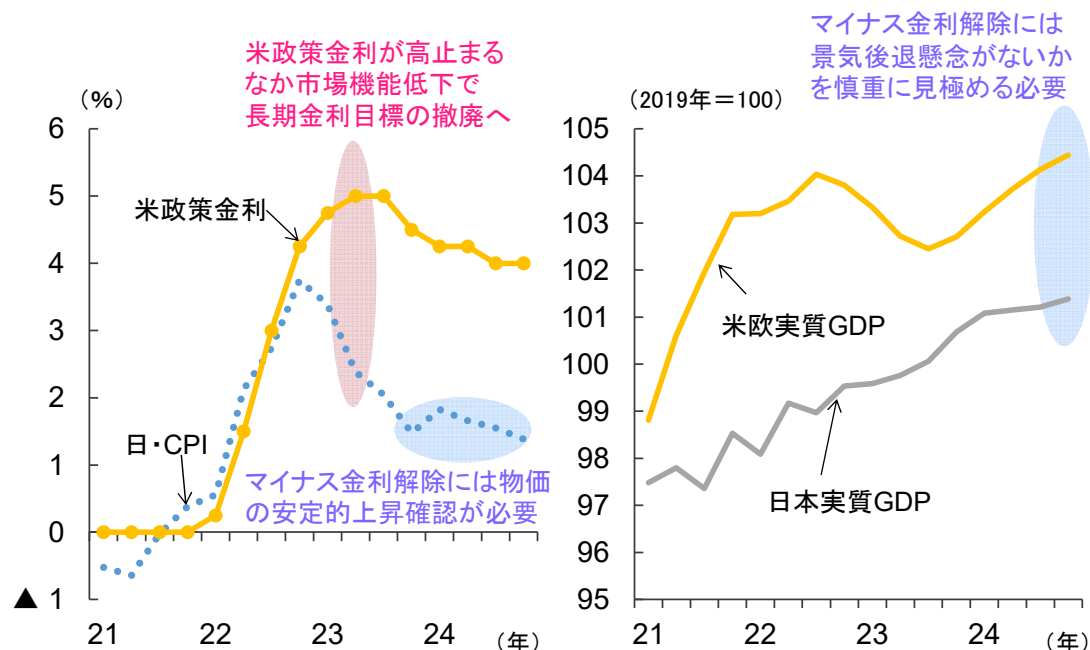
- 新総裁体制下、異次元緩和は段階的に見直しへ。緩和的な金融環境は継続
 - 2023年4～6月期の長期金利目標の撤廃を予想。国内では物価上昇率が下げ渋り、欧米の政策金利も高止まりする中、政策変更観測が浮上。市場機能の低下が解消されず。早期に長期金利目標の撤廃に踏み切る公算
 - マイナス金利解除は2024年10～12月期を予想。賃金・物価の持続的な上昇の確認には時間を要すること、解除が国内の景気後退に繋がらない時期を慎重に見極め（国内・世界経済が回復局面であることも要件に）
 - もっとも、2%の安定的物価上昇には至らないなか、緩和的な金融環境は維持（ゼロ金利・量的緩和は継続）

金融政策の想定パス



（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日銀金融政策を巡る外部環境



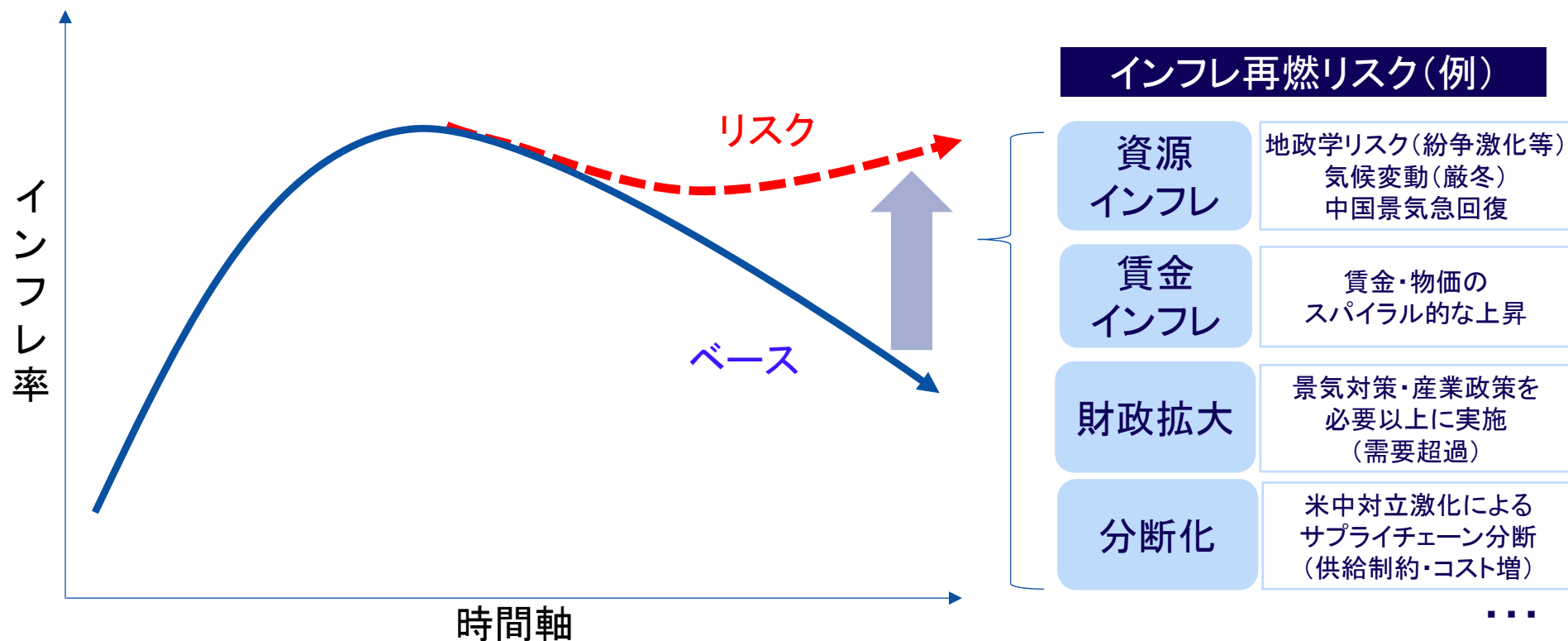
（出所）内閣府、総務省、FRB、米国総務省、Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

リスク: インフレ持続・再燃が当面の世界経済の最大のリスク

■ 世界経済を巡る最大のリスクはインフレの持続・再燃

- 仮に生じれば、インフレの直接的影響に加え、追加的な金融引き締め、更に金融市場の混乱が生じ、その後起きる景気後退が深刻化
- インフレ再燃の起点(地政学リスク、賃金・物価のスパイラル的上昇、過度な財政拡大、米中対立激化・・・)への目配りが常に必要

世界のインフレ率(イメージ)とインフレ持続・再燃をもたらす各種要素



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

各国・金融市場の主要論点

米国

景気後退の時期、雇用・物価と金融政策の行方をどうみるか

- ◆ 足元の雇用は底堅いが、消費・生産は減少に転じ、2023年春以降に景気後退入り
- ◆ 景気後退に伴い雇用・賃金は先行き悪化も、そのペースは根強い労働供給制約から緩慢。インフレ率の低下ペースも緩やかなものに
- ◆ FRBは雇用悪化とインフレ再燃に配慮しつつ、2023年終盤以降に慎重に利下げ

欧州

インフレと労働市場の行方、当面の金融政策をどうみるか

- ◆ ガス不足懸念の後退は景気のプラス材料も、高インフレが当面続き、消費を下押し
- ◆ 足元では労働時間低下など労働需給がひっ迫し、今後賃金上昇が本格化する懸念
- ◆ 賃金インフレ定着への警戒から、ECBは今春にかけ3.25%まで利上げ後、2023年中は利下げに転じず

新興国・中国

ゼロコロナ解除後の中国経済、アジアへの影響をどうみるか

- ◆ 中国のゼロコロナ解除後の感染爆発はピークアウト、2023年春頃には収束へ
- ◆ 2023年の中国経済はサービス中心に回復も、不動産投資と輸出低迷から力強さを欠く
- ◆ 中国からの観光需要回復の恩恵を受けやすいASEANは底堅い一方、NIEsは外需低迷が下押し

日本

インバウンドの回復と人手不足、金融政策の方向感をどうみるか

- ◆ 中国の感染収束もあり、2023年央にかけてインバウンド需要が大幅回復
- ◆ 人手不足が深刻な対人サービス業で値上げの動き。今後CPI鈍化ペースは緩やかに
- ◆ 追加的な労働供給余地は限られ、人手不足は今後深刻化、賃金上昇圧力に
- ◆ 日銀は2023年4~6月期に長期金利目標撤廃、2024年10~12月期にマイナス金利解除

金融市場

景気後退と高金利維持を受けた金融市場の行方をどうみるか

- ◆ 米国長期金利・株式は、2023年2Q以降の景気後退の影響を受けて下落
- ◆ 日本長期金利は、長期金利目標の撤廃・マイナス金利解除の影響を受け、2024年末にかけて1%近傍まで上昇
- ◆ 日米金利差縮小からドル円相場は先行き1ドル=120円前後の円高に

(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年半ばより景気後退入り

- 2023年の成長率は前年比▲0.3%とマイナス成長に転落、2024年は同+0.5%と緩やかな回復にとどまる見込み
 - 2023年は金融引き締めの影響が経済全体に広がり、4~6月期以降マイナス成長。個人消費は、雇用の悪化や金融資産の目減りによる逆資産効果で徐々に力強さを欠くと予想
 - 2024年はプラス成長に転じるものの、インフレ上昇圧力抑制のため高金利が維持されることで、回復ペースは緩やかにとどまる見込み

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	▲ 0.3	0.5	▲ 1.6	▲ 0.6	3.2	2.9	0.1	▲ 3.5	▲ 3.8	▲ 0.6	1.9	2.2	2.3	2.3
個人消費	前期比年率、%	2.8	0.5	0.9	1.3	2.0	2.3	2.1	0.3	▲ 1.1	▲ 1.4	▲ 0.5	1.5	2.0	2.7	3.0
住宅投資	前期比年率、%	▲ 10.7	▲ 23	8.6	▲ 3.1	▲ 17.8	▲ 27.1	▲ 26.7	▲ 26.7	▲ 26.9	▲ 9.2	8.5	20.3	18.8	13.0	7.9
設備投資	前期比年率、%	3.6	▲ 1.4	1.9	7.9	0.1	6.2	0.7	▲ 1.3	▲ 4.8	▲ 8.8	2.1	4.5	5.1	5.1	5.3
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.0	▲ 0.8	0.2	0.2	▲ 1.9	▲ 1.2	1.5	1.1	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 0.8	0.2	0.2	0.2	0.2
政府支出	前期比年率、%	▲ 0.6	1.1	0.3	▲ 2.3	▲ 1.6	3.7	3.7	0.4	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.0	0.5	▲ 0.9	▲ 3.1	1.2	2.9	0.6	0.4	0.9	0.8	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	前期比年率、%	7.2	1.9	0.5	▲ 4.6	13.8	14.6	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.5	0.1	0.9	1.1	1.1	1.1
輸入	前期比年率、%	8.1	▲ 4.1	3.2	18.4	2.2	▲ 7.3	▲ 4.6	▲ 3.1	▲ 5.8	▲ 5.1	0.8	6.0	6.9	7.4	7.4
失業率	%	3.6	4.3	4.4	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	4.2	4.6	4.9	4.7	4.5	4.2	4.2
個人消費支出デフレーター	前年比、%	6.2	3.6	2.5	6.4	6.6	6.3	5.5	4.6	3.6	3.2	2.9	2.6	2.5	2.4	2.5
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	5.0	3.6	2.5	5.3	5.0	4.9	4.7	4.3	3.8	3.4	2.9	2.6	2.6	2.4	2.4

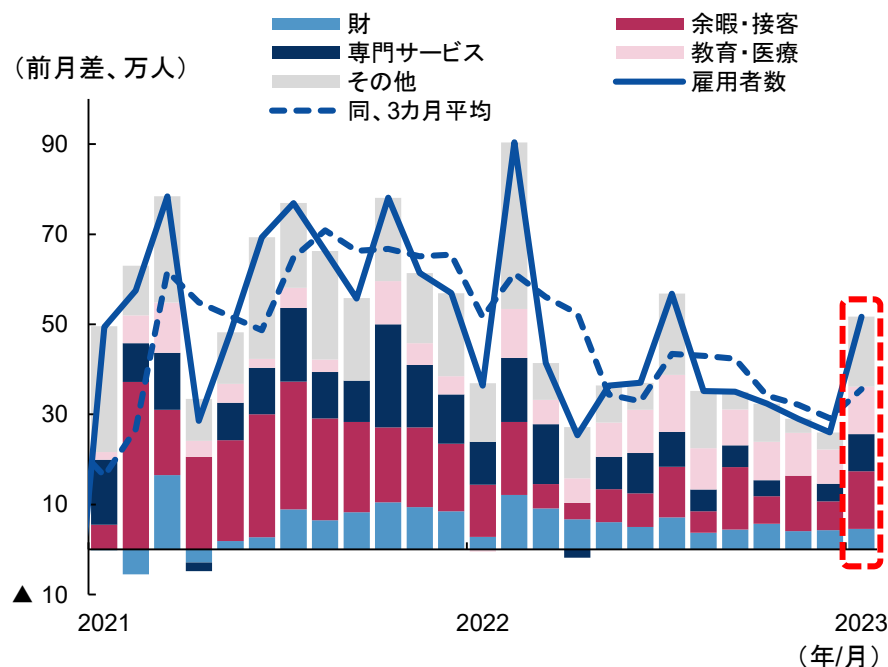
(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値

(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：足元の労働市場は堅調。景気の底堅さが続く背景の一つに州政府の現金給付

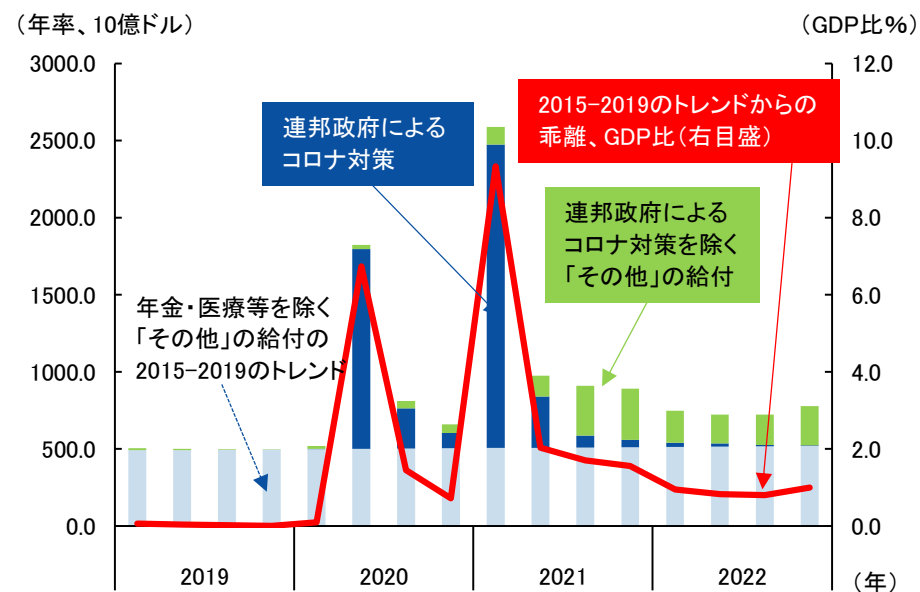
- 1月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月差+51.7万人と市場予想(同+18.9万人)を上回る増加
— 失業率も3.4%と1996年5月以来の水準に低下。足元の労働市場環境の堅調さを示唆
- 高インフレ・高金利下でも景気の底堅さが続く背景の一つに、州政府による現金給付措置
— 2021～2022年の各州の現金給付が消費の下支え材料に。もっとも2023年には同措置による押上げも一服

非農業部門雇用者数の伸び(前月差)



(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

連邦政府と州政府による現金給付

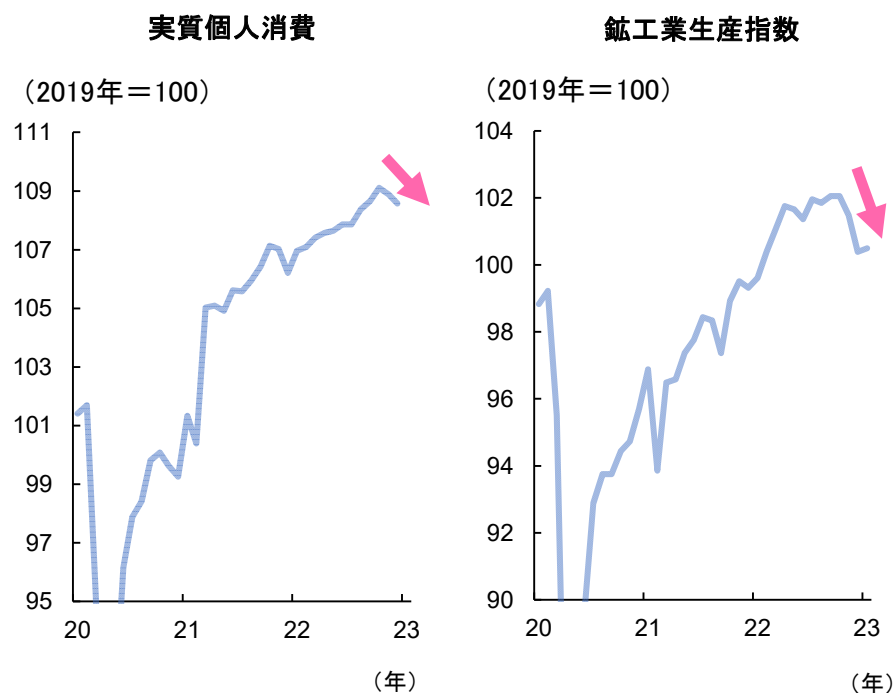


(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：消費・生産は既に下向きに転換。先行指数も今後の景気後退入りを示唆

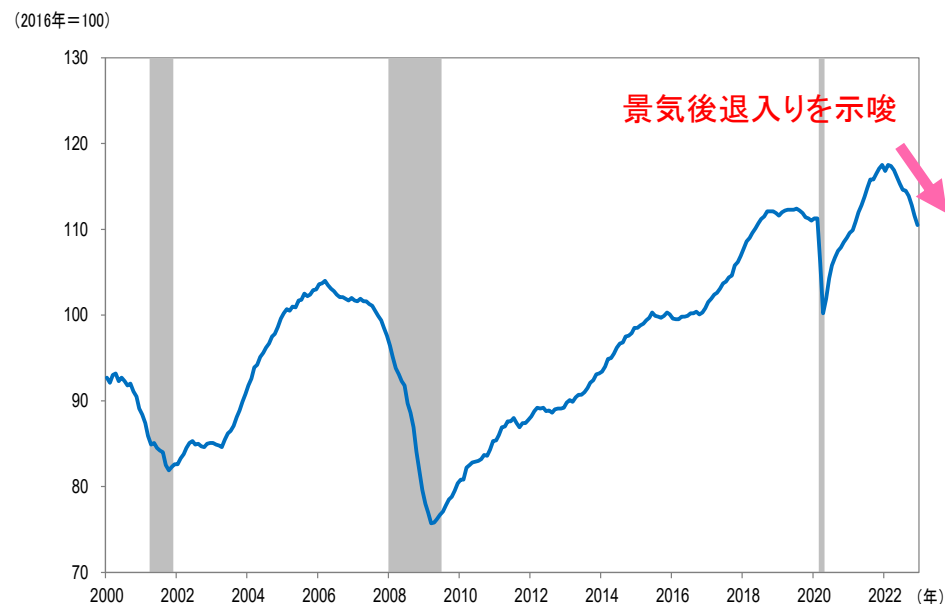
- 月次指標でみた個人消費や生産は徐々に下向きに転換。景気悪化の兆候を確認
- 景気先行指数は2022年3月以降低下傾向が続き、先行きの景気後退入りを示唆。2023年春以降の景気後退を予想
 - NY連銀が公表する1年後の景気後退確率は1月時点で57.1%となり、ITバブル崩壊(最大値46.3%)やリーマンショック(同41.7%)の最悪期を上回る水準まで上昇

個人消費・生産(月次指標)



(出所) 米国商務省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

景気先行指数

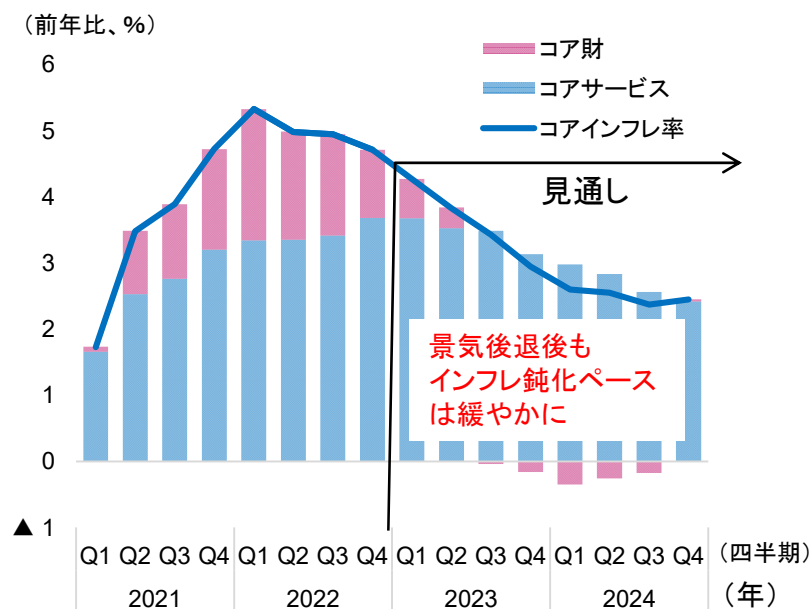


(出所) カンファレンスボードより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：今後のインフレ率の低下は緩やかに。背景には労働市場の2つの供給制約

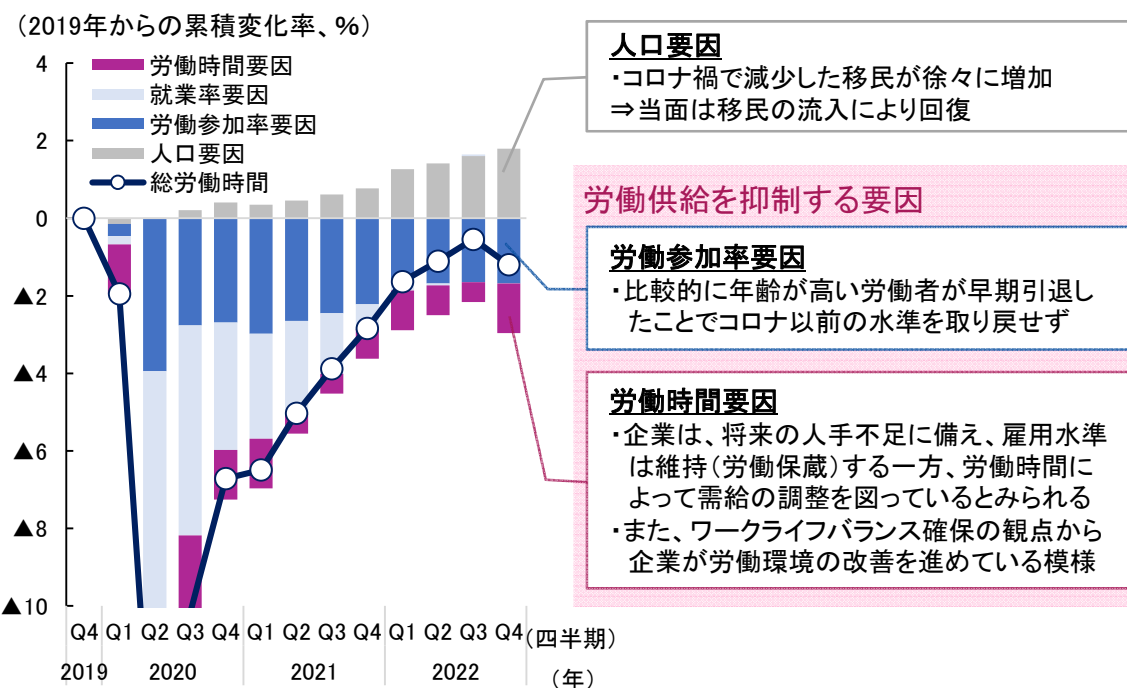
- インフレ率は景気後退に伴う雇用の悪化・賃金減速により低下へ。ただし、物価の低下や雇用の悪化ペースは緩慢に
 - 足元のインフレ率を押し上げているサービス部門の物価は労働者のコスト（賃金）と高い相関を持っており、今後の物価動向は労働市場の動向に依存
 - 労働市場は、構造的な2つの供給制約（①引退、②ワークライフバランス（労働時間減少））により、人手不足が生じやすく、雇用・賃金の悪化は緩やかとなる見込み

インフレ率（コアPCED）の見通し



(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

総労働時間の変化要因（2019年以降累積）



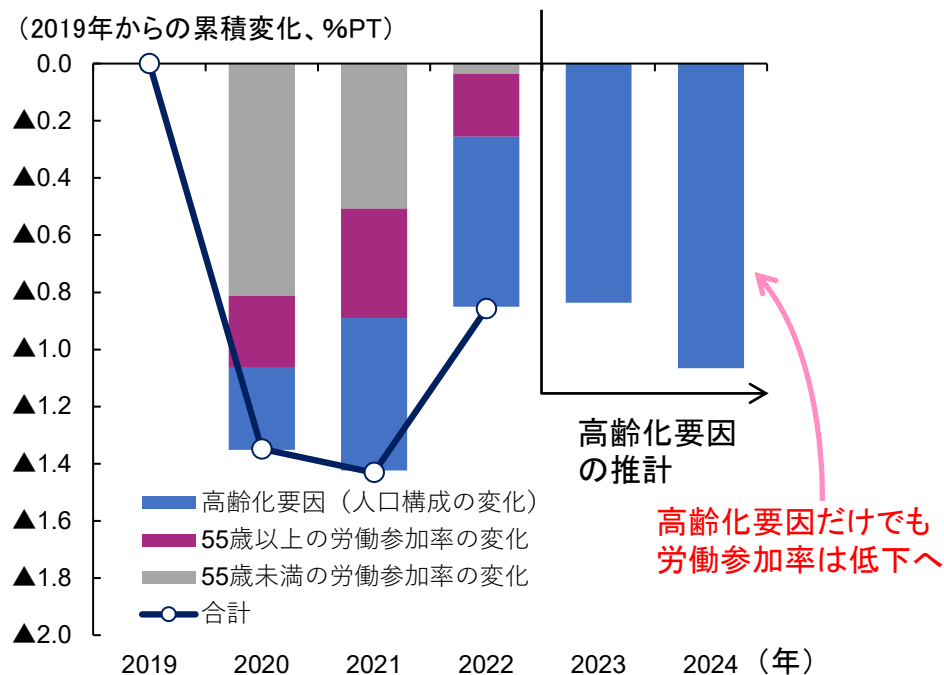
(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

①引退：高齢化で労働参加率の回復は期待薄、労働者の早期引退志向にも変化なし

■ 労働者の高齢化や早期引退により、労働参加率の上昇は困難

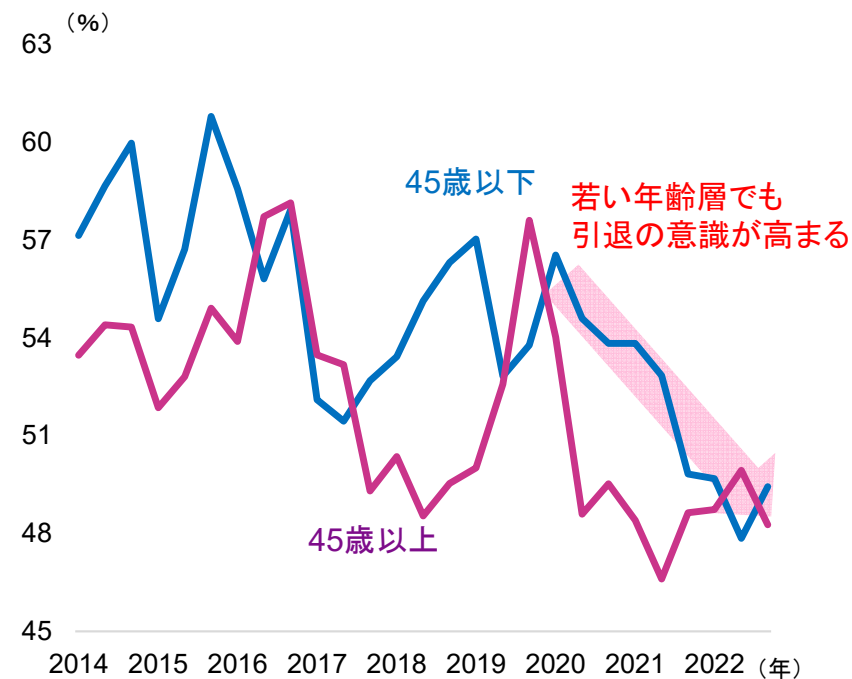
- 高齢化(人口動態の変化)により労働参加率は毎年▲0.2%Pt程度押し下げられていく計算
- 世代別にコロナ以降の労働参加率をみると、比較的高齢の層(45歳以上)で回復が足踏み。また、最近では、若い年齢層でも引退の意識が高まっており、早期引退による押し下げ効果は残存するリスク

労働参加率の変化要因(2019年以降累積)



(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

62歳以降も仕事を続ける意向がある人の割合

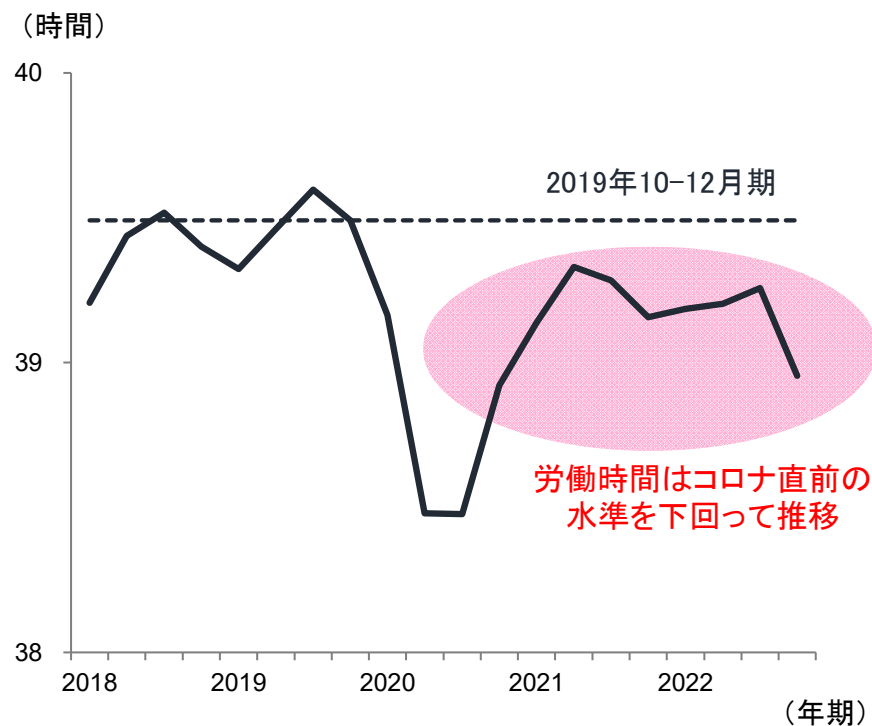


(出所) ニューヨーク連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

②ワークライフバランス:労働時間減少の背景にある静かな離職

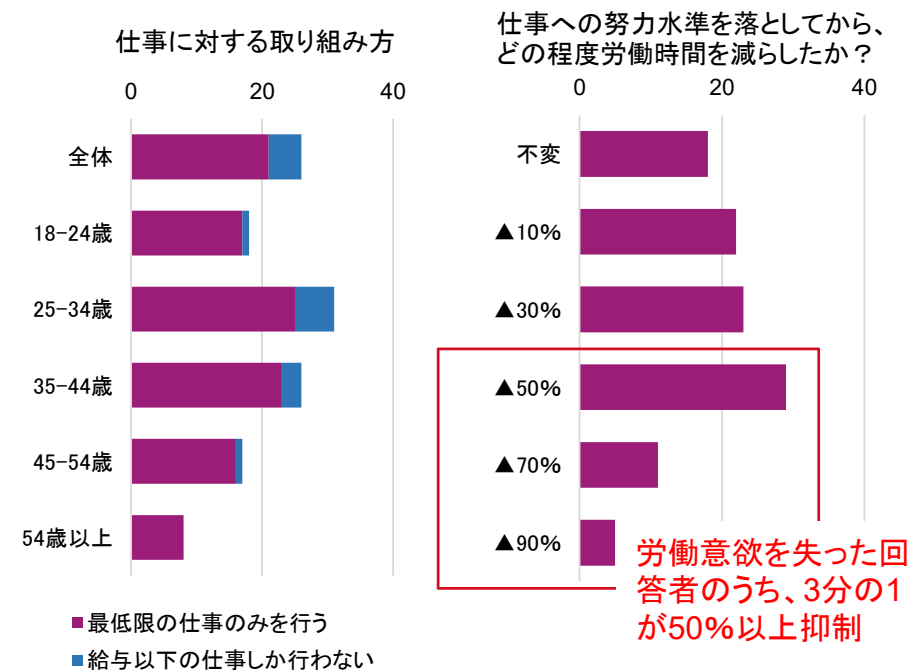
- 一人当たり週平均労働時間はコロナ直前の水準を下回る推移が継続
- ワークライフバランス改善のため必要以上には働かない「静かな離職(Quiet Quits)」が増加
 - ― 若い世代中心に、米国労働者の21%が最低限の仕事のみ行い、さらに5%は給与以下の仕事しか行っていない
 - ― 労働意欲を失った回答者のうち、3分の1が50%以上労働時間を減らしている模様

一人当たり週平均労働時間の推移



(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

「静かな離職(Quiet Quits)」の割合



(注) サンプルサイズは1,000人。22年8月17日実施。過去との比較ができない点は注意

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

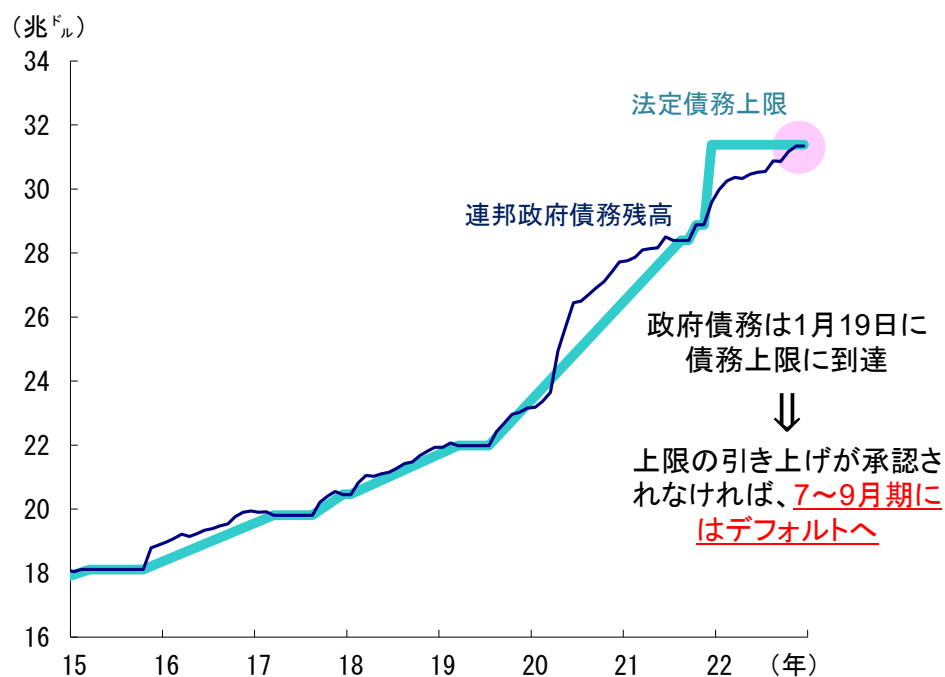
米国：野党との対立により、大胆な財政拡張は想定せず

■ 野党との債務上限の綱引きにより、拡張的な財政出動は困難に

- 米政府の債務が1月に法廷上限に到達、特別措置（公務員退職・障害基金への投資の一時停止など）により資金繰りを支える状況。一方、米国議会予算局（CBO）は、議会が債務上限の引き上げを承認しない限り、7～9月期には政府の支払資金が枯渇し、債務不履行に陥ると試算
- 共和党は大幅な歳出削減を債務上限引き上げの条件とする構え

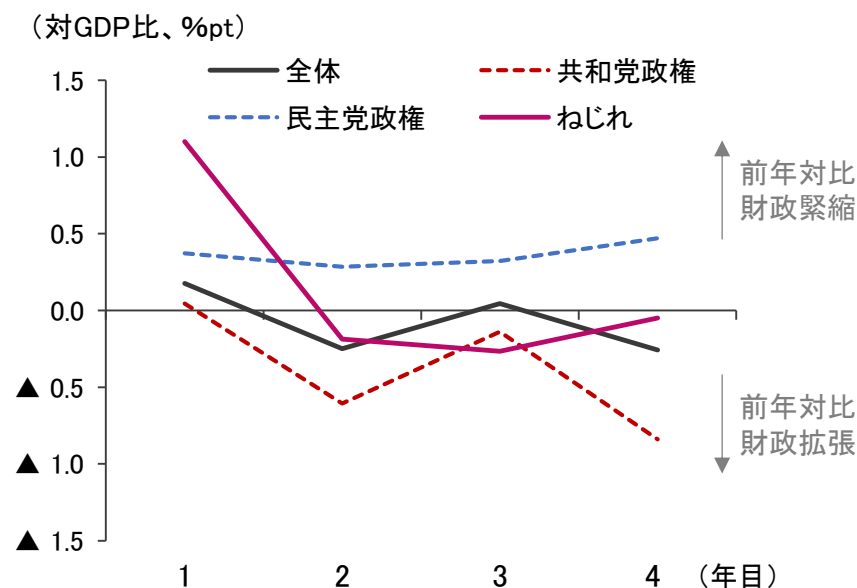
■ 大統領選挙の実施年（政権発足後4年目）でも、ねじれが生じている局面では機動的な財政政策は困難な傾向

政府債務と債務上限の推移



（出所）米国財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

各政権発足以降の財政収支の拡張・緊縮の度合い

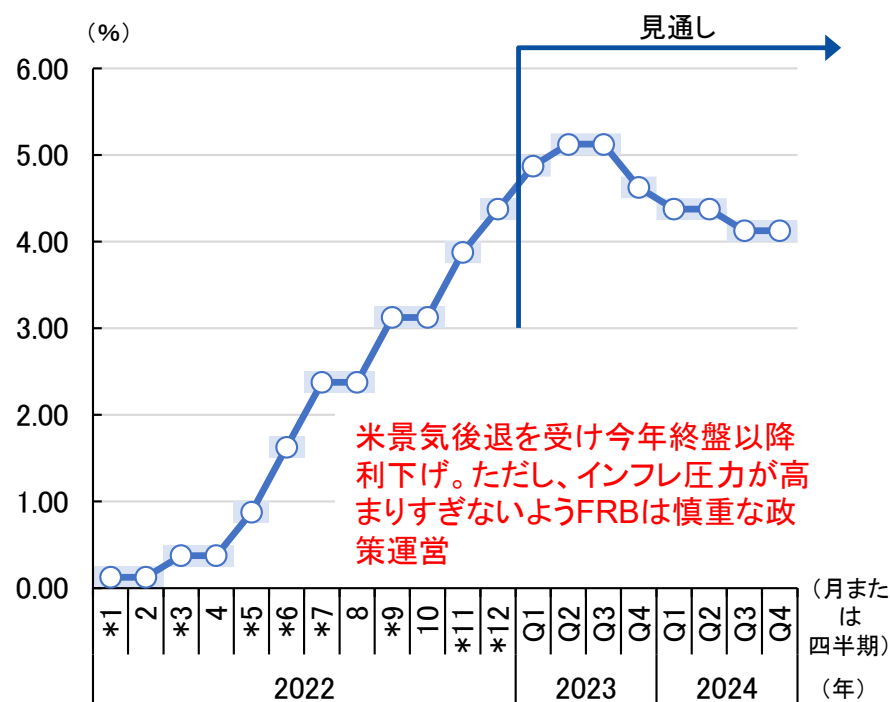


（注）自動安定化要因を除く。財政収支対GDP比の前年からの拡大/縮小幅の平均値を表示。コロナ影響を排除するため、2020年以前の値により計算
（出所）CBOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米金融政策：2023年終盤以降は利下げに転換、以後も緩やかに緩和

- 2023年の米政策金利は5～5.25%まで利上げした後、当面据え置き。雇用悪化に配慮し2023年終盤に利下げ実施
- 2024年は利下げによる金融コンディションの緩和から、景気回復に転じる見通し
 - ― 物価高騰の再燃を回避するため、景気や雇用が強まりすぎないように、慎重なペースで利下げが続くと予想
 - ― インフレが残存、金利水準も相応に高いことから、2024年の景気回復は緩やかにとどまる見通し

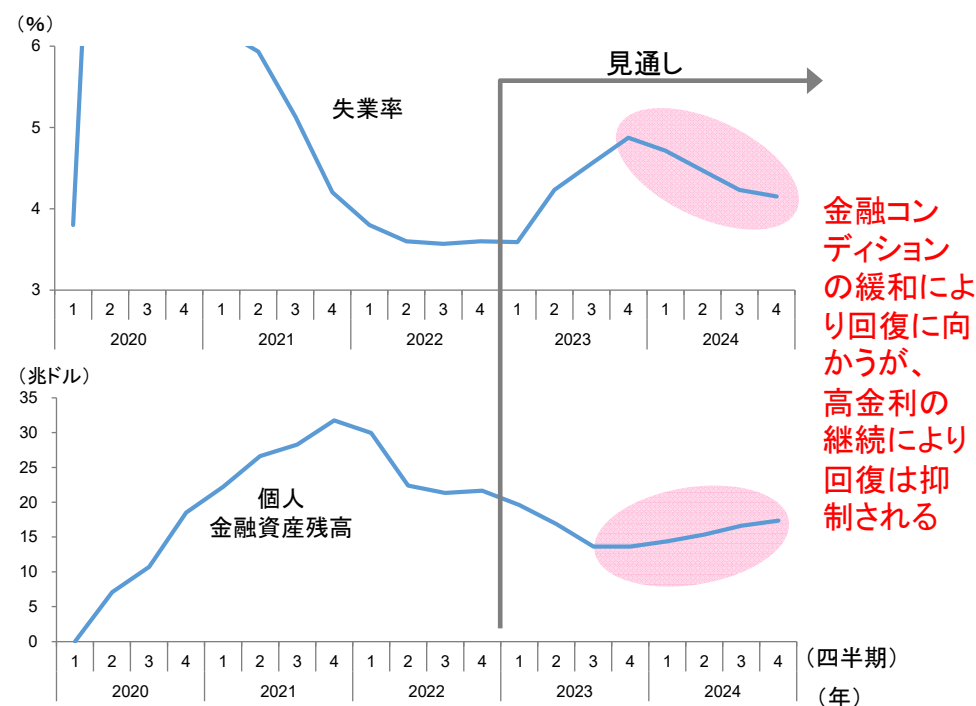
米政策金利見通し



(注) * はFOMC開催月

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

失業率・金融資産残高の見通し



(出所) 米国労働省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(2) ユーロ圏: 利上げペース加速による内需減少や米国の景気後退が経済を下押し

- 2023・2024年の実質GDP成長率は▲0.1%、+0.6%と予測
 - 2023年は、依然高水準のインフレを受けて消費が低迷するほか、利上げによる設備・住宅投資の減少や米国の景気後退による輸出の弱含みがマイナスに寄与
 - 2024年は、プラス成長が見込まれるものの、前年の利上げの影響により投資の回復が阻害されることを主因に、緩慢な持ち直しとなる見通し

ユーロ圏: 短期見通し総括表

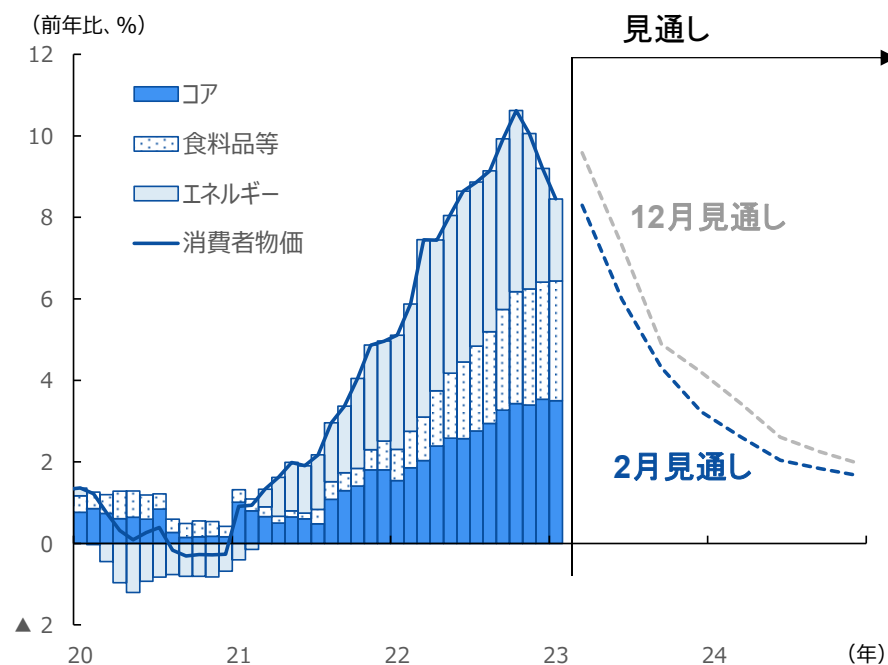
		2022	2023	2024	2022				2023				2024			
		(見通し)			1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	前期比、%	3.3	▲ 0.1	0.6	0.6	0.9	0.3	0.1	▲ 0.5	0.0	0.1	▲ 0.2	0.1	0.3	0.4	0.5
内需	前期比、%	3.5	0.3	0.7	▲ 0.4	1.0	1.5	▲ 0.6	▲ 0.7	0.4	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.5
個人消費	前期比、%	4.0	0.4	1.3	0.0	1.1	0.8	▲ 0.5	▲ 0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
総固定資本形成	前期比、%	3.6	▲ 3.0	▲ 1.9	▲ 0.7	1.0	3.6	▲ 1.7	▲ 2.2	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.7	0.1	0.3	0.4
政府消費	前期比、%	1.2	1.0	0.6	0.1	▲ 0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.3	0.5	0.3	▲ 0.3	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	0.3	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	1.1	▲ 0.1	▲ 1.1	0.7	0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	0.2	0.2	0.0
輸出	前期比、%	7.4	0.6	0.4	1.5	1.8	1.7	0.3	0.1	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.5	0.3	0.6	0.8	0.8
輸入	前期比、%	8.2	1.5	0.7	▲ 0.7	2.2	4.2	▲ 1.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.2	0.2	0.5	0.8
消費者物価指数	前年比、%	8.4	5.4	2.0	6.1	8.0	9.3	10.0	8.3	6.0	4.3	3.2	2.6	2.0	1.8	1.7
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	3.9	3.8	2.2	2.7	3.7	4.4	5.1	5.1	3.9	3.4	3.1	2.8	2.3	2.1	1.8

(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

ユーロ圏:エネルギー価格は鈍化も、インフレ率は当面2%を上回って推移する見通し

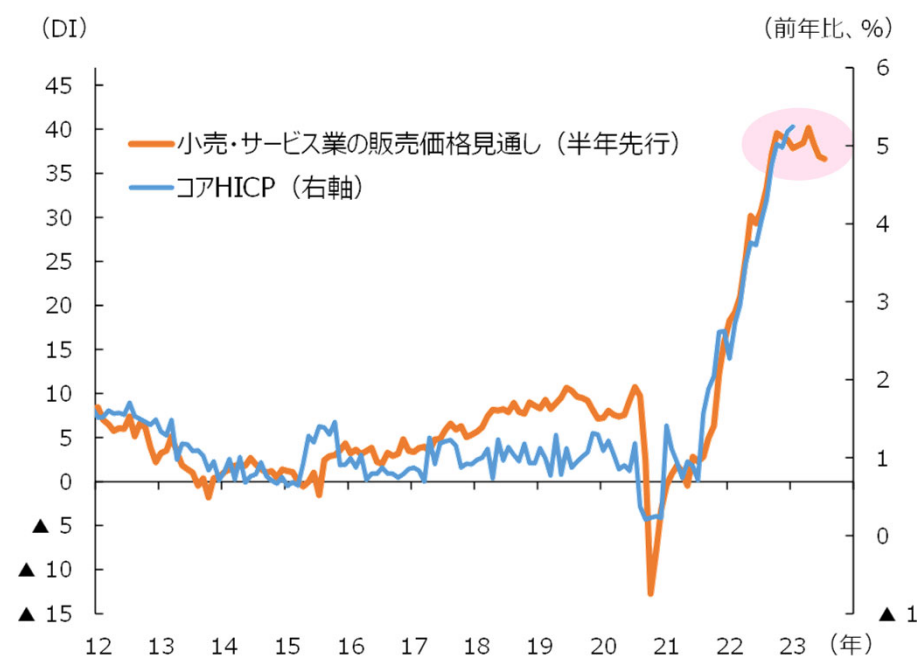
- ガス価格下落や物価高対策により、インフレ見通しを12月時点から下方修正(2023年GDPを12月時点から+0.7%Pt上方修正)。ただし、下落には時間を要し、高インフレの影響は残存
 - 足元の消費者物価下落はエネルギー価格の鈍化が主因。食料やコア物価は依然として加速基調
 - コア物価の先行指標(小売・サービス業の販売価格見通し)は足元で高止まり。エネルギー価格の鈍化が川下の物価に波及してくるのは今春以降となる見込み。全体のインフレ率は23年を通じて2%を上回って推移する見通し

インフレ見通し



(出所)Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業の販売価格見通しとコアインフレ率



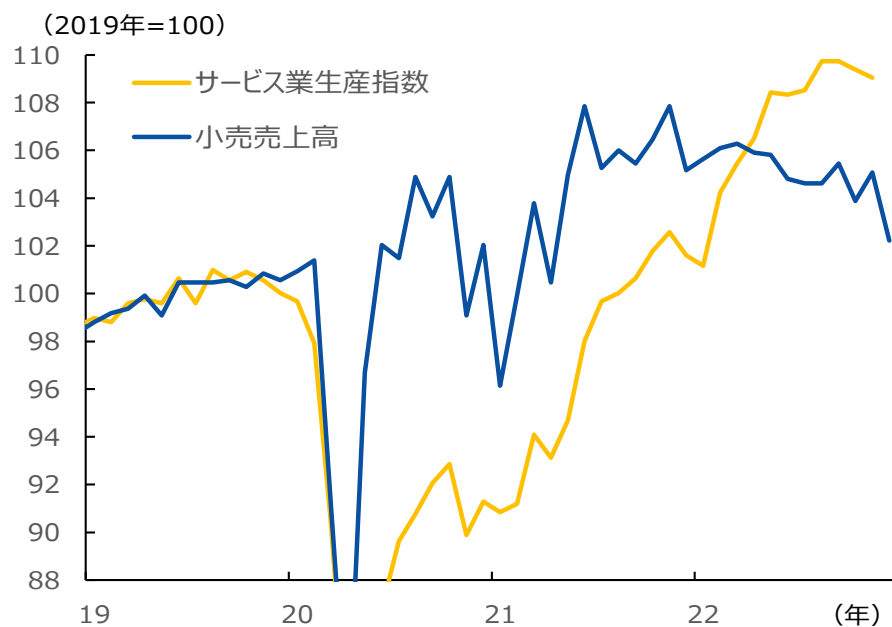
(出所)Eurostat、欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：高インフレが消費の下押し圧力に

■ 高インフレは当面消費の下押し圧力に。先行きも低迷が続く見込み

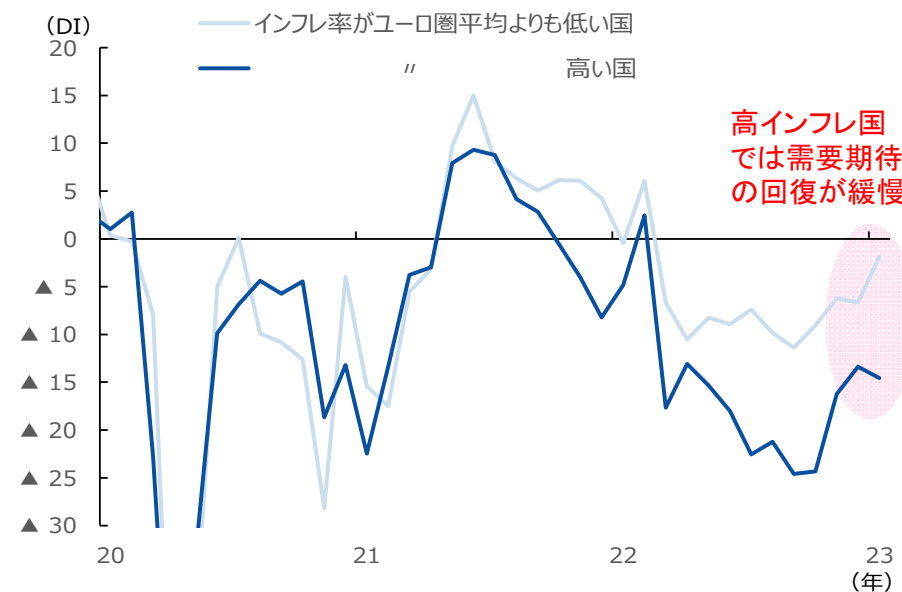
- 財消費は冬場に向け減少ペースが加速。コロナ規制緩和により増加していたサービス消費にも息切れ感
- インフレ率が相対的に高い国では小売業の需要期待の持ち直しが緩慢。物価は当面高い状況が見込まれることから、とりわけ高インフレ国で消費を中心に景気回復が遅れる公算

小売売上高とサービス業生産指数



(注)いずれも実質値
(出所)Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

小売業の需要期待



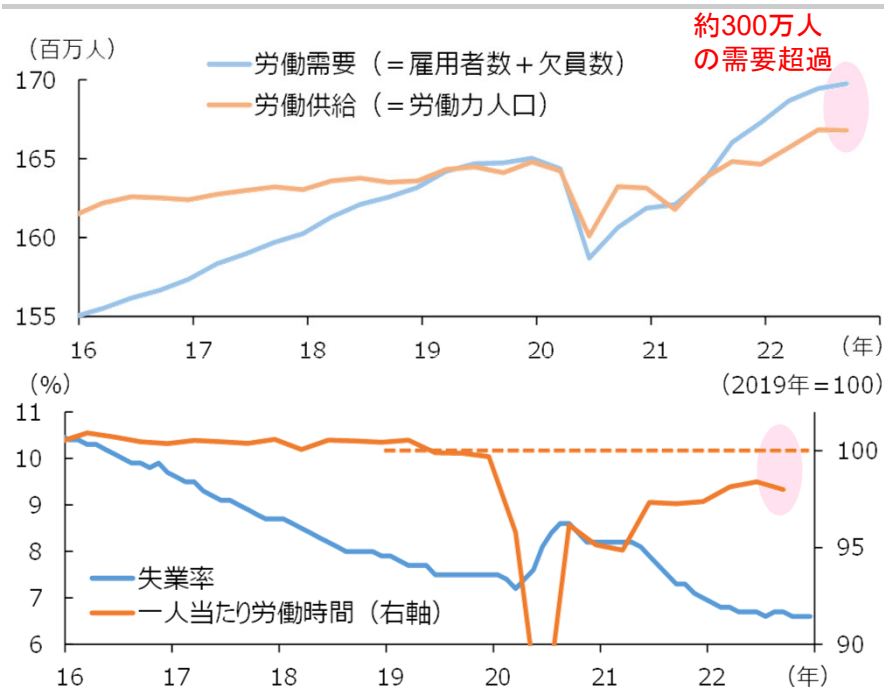
(注)ユーロ圏19カ国の小売業需要期待DIを消費者物価上昇率(2022年1~12月)をもとに2グループに分けたうえで、各国のDIに小売売上高のユーロ圏全体に占めるウェイトを乗じて合成

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

ユーロ圏：労働時間の減少等を背景に労働需給はひっ迫。賃金上昇が本格化する懸念

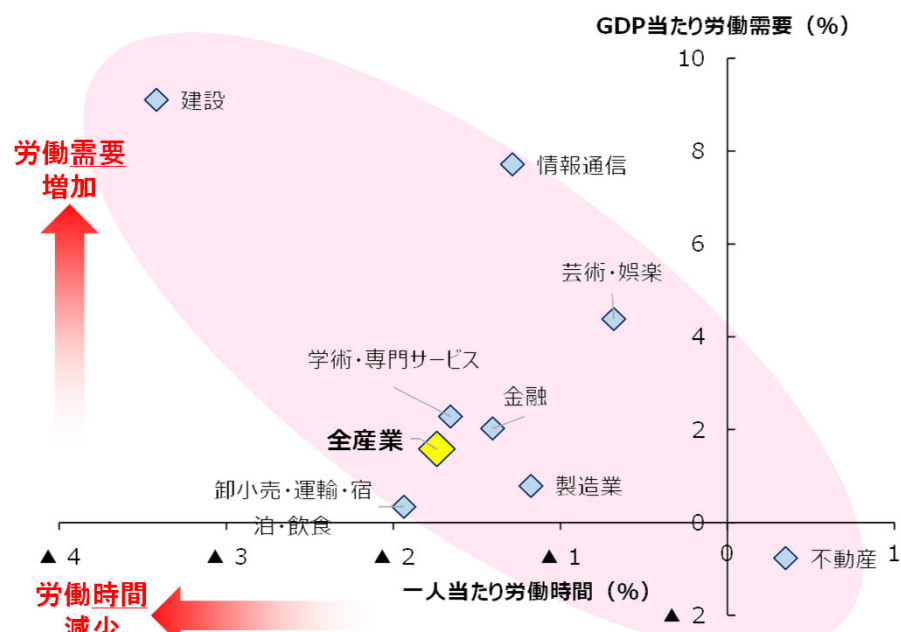
- 失業率は12月も過去最低水準(6.6%)が続くなど、労働需給はひっ迫
- 昨年来、景況感が悪化する中でも企業の雇用姿勢は底堅く推移しており、労働需給は足元で300万人程度の需要超
 - 労働需要が根強い一因として、一人当たり労働時間の減少(「静かな離職」)があると思料
 - 実際、コロナ前と比べ一人当たり労働時間の減少が大きい業種ほど労働需要の増加が顕著
- 景気が低迷する中でも、労働需給のひっ迫が緩和せず、今後賃金上昇が本格化する懸念(賃金インフレのリスク)

労働需給・失業率・一人当たり労働時間



(出所)Eurostat、OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

労働時間と労働需要の変化(コロナ前比)

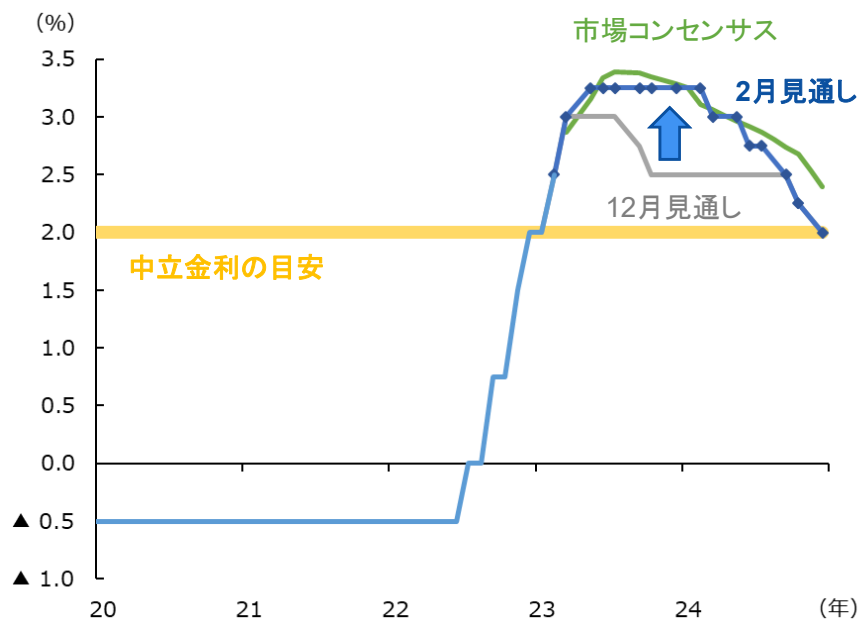


(注)2022年3Q時点でのコロナ前(2015~19年)トレンドからの乖離率
(出所)Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏: ECBの利上げ見通しを上方修正。借入コスト上昇が国内需要を下押し

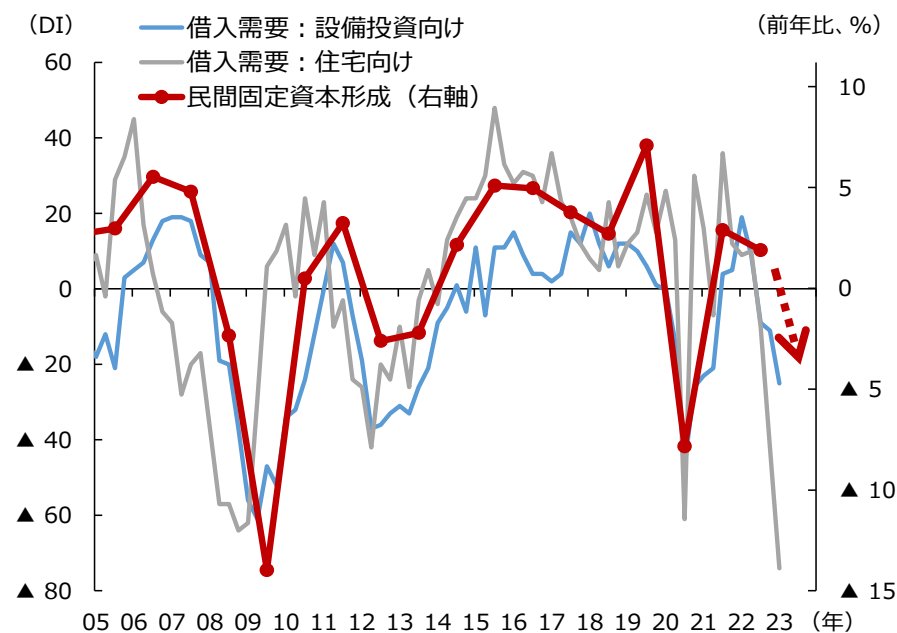
- ECBは2月の理事会で+50bpの利上げを実施。預金ファシリティ金利は2.5%と中立金利(2%)を上回る水準に
 - 足元の景気は減速も、根強い労働需要を受けた賃金インフレへの警戒からECBは利上げを継続する公算
 - 3月+50bp、5月+25bpの追加利上げに踏み切り、預金ファシリティ金利を3.25%に引き上げると予想。23年中は同金利水準を維持へ(12月見通しと比べ「より高く、より長く」)
- 利上げに伴う借入コスト上昇を受け、家計や企業のローン需要は足元で減少。住宅投資・民間投資などを抑制

預金ファシリティ金利



(注) 市場コンセンサスは2/6時点のOISレートに基づく
(出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

借入需要と民間投資



(注) 借入需要は四半期データ、民間固定資本形成は暦年データ
(出所) ECB、欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(3)新興国:2023年は中国ゼロコロナ解除が押し上げ、2024年は巡航速度で推移へ

- 中国は、ゼロコロナ解除で2023年にサービス消費中心に回復、2024年には巡航速度並みの成長率に落ち着く
- ASEANも、ゼロコロナ解除によるインバウンド特需で2023年の景気は底堅い。2024年は特需一巡で巡航速度に帰
- NIEsは、輸出依存度が高いため、世界経済や半導体サイクルを反映し、2023年に減速。2024年は持ち直しへ
- インドは、内需依存度が高く、既往の利上げや物価高の影響で2023年は鈍化。2024年に持ち直しへ

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			
						1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
アジア	▲ 0.9	7.3	4.2	5.0	4.8	-	-	-	-	-	-	-	-
中国	2.2	8.4	3.0	5.3	4.9	18.7	8.3	5.2	4.3	4.8	0.4	3.9	3.0
NIEs	▲ 0.6	5.6	2.1	1.9	2.0	-	-	-	-	-	-	-	-
韓国	▲ 0.7	4.1	2.6	1.7	1.9	2.2	6.2	4.0	4.2	3.0	2.9	3.1	1.4
台湾	3.4	6.5	2.4	1.9	2.1	9.3	7.8	4.1	5.2	3.9	3.0	4.0	▲ 0.9
香港	▲ 6.5	6.3	▲ 3.5	2.6	2.3	8.0	7.6	5.4	4.7	▲ 3.9	▲ 1.3	▲ 4.5	▲ 4.2
シンガポール	▲ 3.9	8.9	3.6	2.3	1.9	3.9	17.3	8.7	6.6	4.0	4.5	4.0	2.1
ASEAN5	▲ 3.5	3.3	5.9	4.7	4.5	-	-	-	-	-	-	-	-
インドネシア	▲ 2.1	3.7	5.3	4.4	4.4	▲ 0.7	7.1	3.5	5.0	5.0	5.4	5.7	5.0
タイ	▲ 6.2	1.6	2.6	4.1	2.8	▲ 2.4	7.8	▲ 0.2	2.0	2.2	2.5	4.6	1.4
マレーシア	▲ 5.5	3.1	8.7	4.2	3.6	▲ 0.5	15.9	▲ 4.5	3.6	5.0	8.9	14.2	7.0
フィリピン	▲ 9.5	5.7	7.6	5.6	5.4	▲ 3.8	12.1	7.0	7.8	8.2	7.5	7.6	7.2
ベトナム	2.9	2.6	8.0	6.3	6.5	4.9	6.6	▲ 6.0	5.2	5.1	7.8	13.7	5.9
インド	▲ 6.6	8.3	7.0	5.7	6.3	2.5	20.1	8.4	5.4	4.1	13.5	6.3	-
オーストラリア	▲ 1.8	5.2	3.6	1.9	2.0	2.1	10.4	4.0	4.6	2.7	3.4	5.8	-
(参考)NIEs+ASEAN5	▲ 2.4	4.2	4.4	3.7	3.6	-	-	-	-	-	-	-	-
(参考)中国を除くアジア	▲ 4.3	5.9	5.5	4.6	4.8	-	-	-	-	-	-	-	-

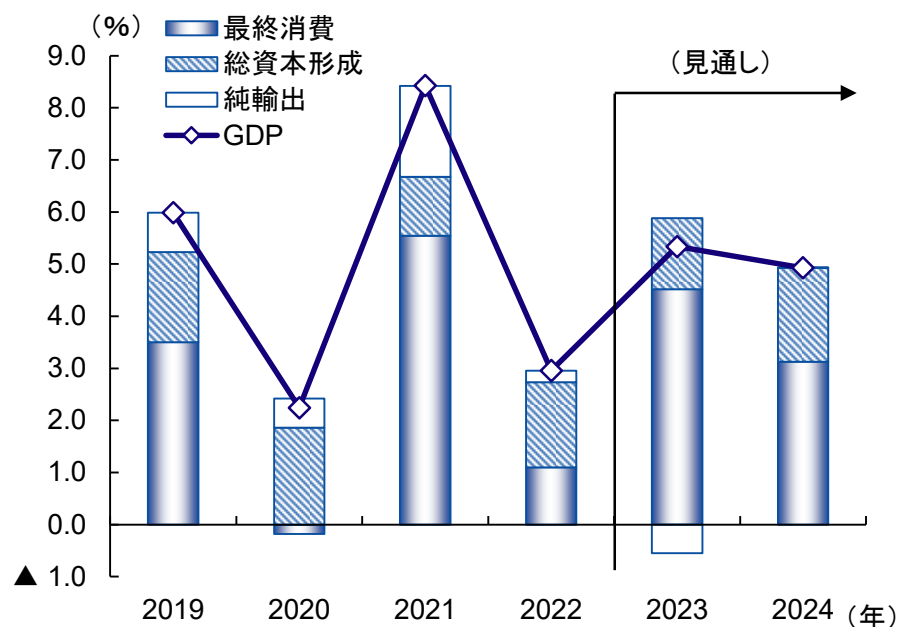
(注) 実質GDP成長率(前年比、%)、網掛けは予測値。平均値はIMFによるGDPシェア(購買力平価ベース)により計算

(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：2023年はサービス消費中心に回復、2024年には巡航速度並の成長へ回帰

- 2023年は、ゼロコロナで抑制されていたサービス消費主導で回復し、成長率は+5.3%を見込む
 - 12月のゼロコロナ解除で爆発した感染は既にピークアウトしており、3～4月には収束へ
 - 一方、不動産投資と輸出が低調で、地方財政難から財政による押し上げも限られ、景気のV字回復には至らず
- 2024年の成長率は、巡航速度並みの+4.9%に落ち着く見通し
 - サービス消費の反動増は一巡する一方で、不動産投資は緩やかに底入れし、外需も下げ止まる展開に

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

今後の見通しに関する要因別評価

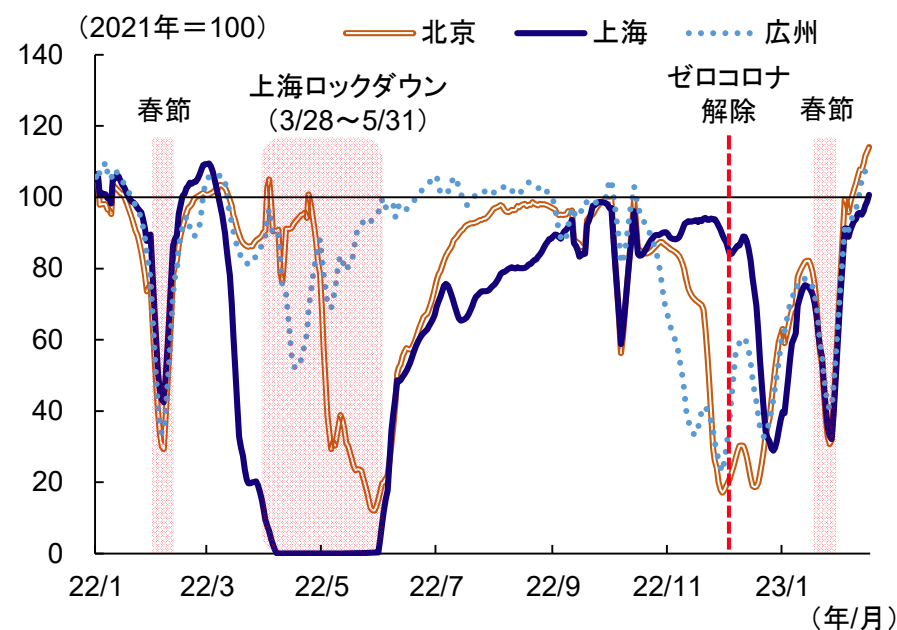
要因	評価
コロナ	感染爆発はすでにピークアウトし、3～4月には収束へ。 <u>中国社会はウィズコロナに適応して感染への過度な警戒は和らいだ様子であり、今後感染が再拡大したとしても、経済的な影響は軽微</u>
不動産	デベロッパーの資金繰り支援強化と追加の需要喚起策を受け、 <u>販売は2023年後半に回復し、投資も年末に底打ちへ</u> 。ただ、人口減少と投機抑制で需給調整圧力が根強いことから、 <u>L字型の回復にとどまる見込み</u>
財政	<u>2023年の地方政府专项债の発行は前年度当初予算並みにとどまる想定</u> 。不動産低迷による収入減で地方の財政事情は厳しいため、 <u>財政による成長押し上げは限定的</u>

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：中国社会はウィズコロナに適応。景気は春以降に回復が本格化へ

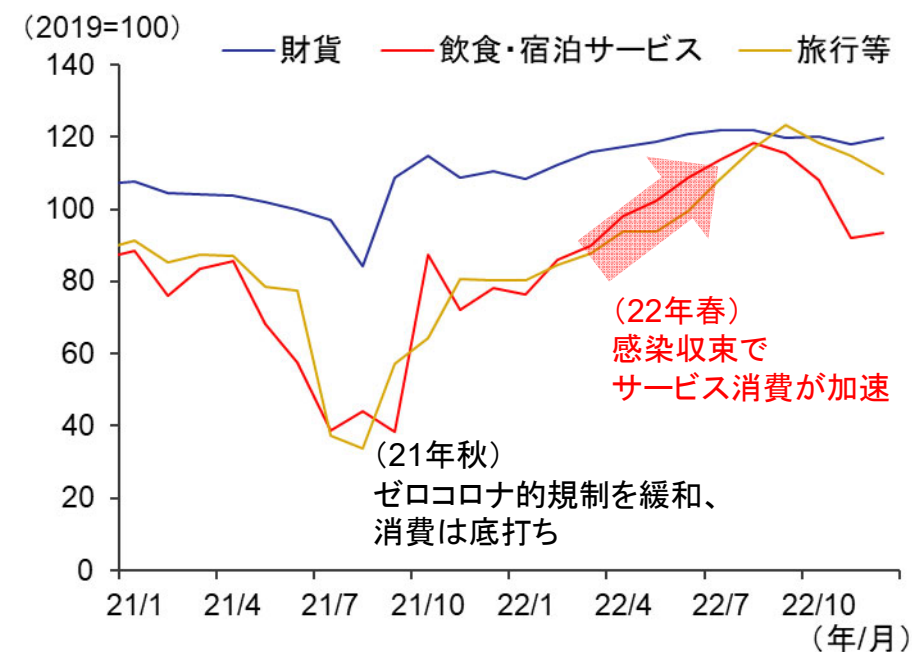
- ゼロコロナ解除後の感染爆発は収束に向っており、主要都市のモビリティは正常化
 - 行動制限が撤廃されたことで、春節（旧正月）期間の旅行者数はコロナ前対比88.6%まで回復
 - 中国社会はウィズコロナに適応。今後、感染が再拡大しても過度に行動抑制せず、経済的な影響は軽微と想定
- 中国の景気はゼロコロナ解除で12月に底打ち。感染が収束する春以降に回復が本格化へ
 - ベトナムの事例でも、2022年春に感染が収束すると、モビリティはコロナ前水準を回復して景気もサービス消費中心に加速

地下鉄乗客者数



(注)7日間移動平均。直近は2月16日
(出所)Windより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ベトナムの小売売上高

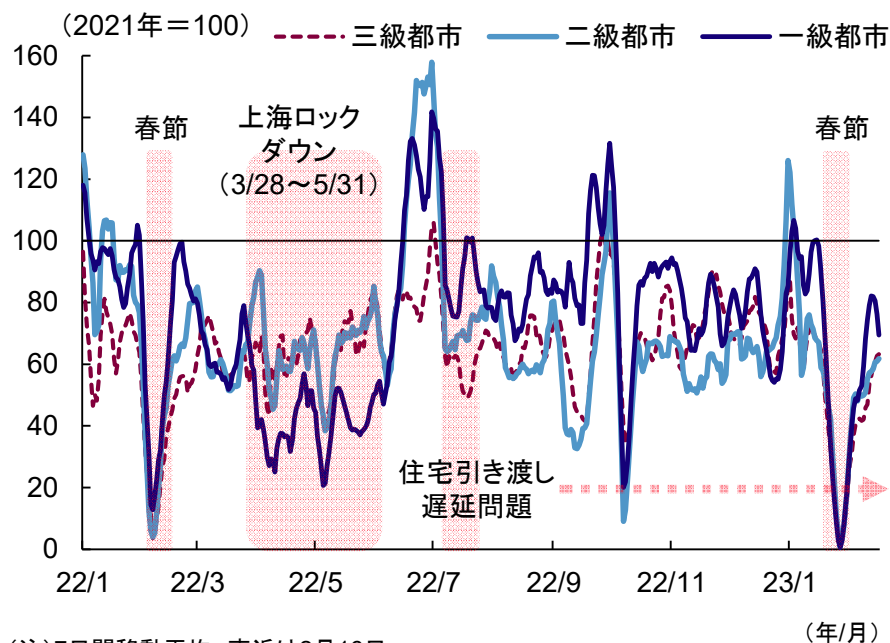


(注)季節調整値
(出所)ベトナム統計総局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：住宅引き渡し遅延問題を背景に、不動産市場の調整が継続

- 2022年の不動産市場は、夏に表面化した住宅引き渡し遅延問題をきっかけに低迷が続く
 - 上海ロックダウン解除後に一時回復したが、再び下振れ
 - デベロッパーの資金繰り難で工事中断が多発。物件引き渡しリスクを恐れ、住宅購入意欲が冷え込む
- ゼロコロナが解除された2023年入り後も低迷が続いており、住宅引き渡し遅延問題の影響が尾を引いている様子
 - 住宅の購入マインドや価格上昇期待は冷え込んだままで、依然として需要回復の糸口は見えず
 - 当局は購買層の信頼回復のため、デベロッパーの資金繰りを支援して工事再開に注力している状況

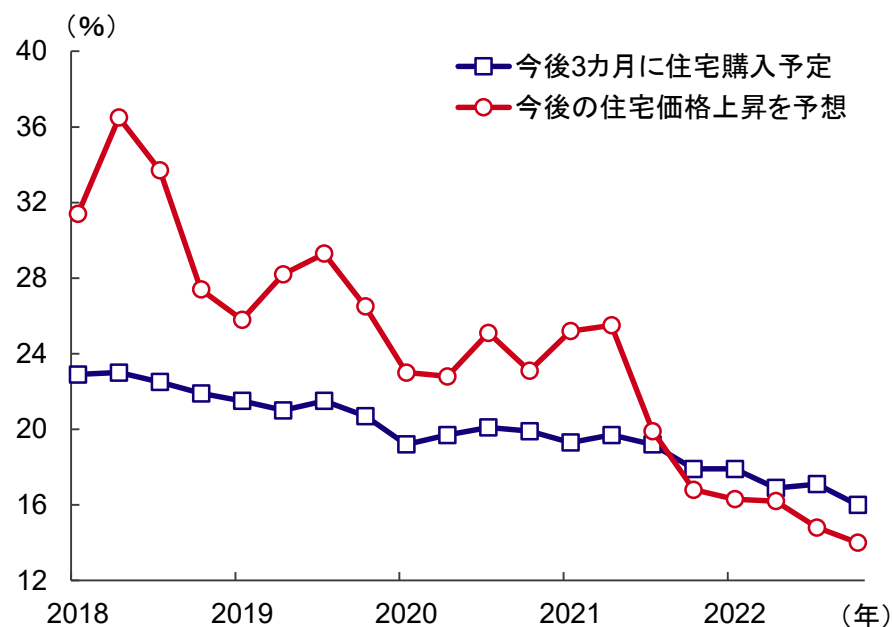
不動産販売戸数(日次)



(注)7日間移動平均。直近は2月16日

(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

都市部預金者の住宅購入マインド



(注)都市部の預金者に対するアンケート結果

(出所)中国人民銀行、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：不動産販売は2023年後半から、不動産投資も同年末からL字型回復と予測

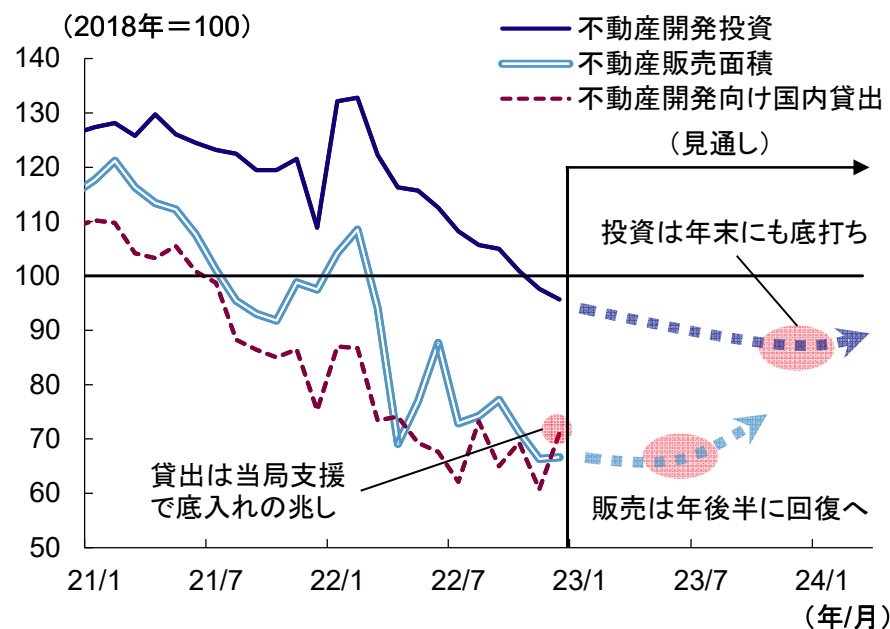
- 当局は、供給中心の対策（デベロッパーの資金繰り支援による工事促進）から、一層の需要対策にも踏み込むと想定
 - 既に部分的な需要対策（住宅ローン金利引下げ）を実施、物価は安定しているためさらなる金利引下げの余地
- 工事促進による不安心理緩和と、需要刺激策を受けて、不動産販売は2023年後半に回復へ向かう
 - 住宅投資も、タイムラグを経て同年末に底入れすると予想
- ただし、2022年の不安心理による急落が一服する程度で、2023～24年の不動産市場はL字型回復にとどまる見込み
 - これまでの過剰投資の一方、人口減少と当局の投機抑制で需給調整圧力は根強い

不動産テコ入れ策（黒字：供給対策、赤字：需要対策）

	主な支援策
実施済	・【工事促進】政策銀行による特別融資（2,000億元） ・【工事促進】地方政府主導によるファンド設立 ・不動産開発資金の貸出期間延長 ・大手商銀のデベロッパー向け与信枠設定（3兆元超） ・人民銀による大手商銀への無利子再貸出（2,000億元） ・優良デベロッパーに対する資金調達規制（3つのレッドライン）の緩和 ・住宅ローン指標金利（5年物LPR）の引き下げ ・頭金比率の引き下げ（各都市別） ・住宅ローン金利下限の引き下げ容認（各都市別）
今（予想）後	○住宅ローン指標金利の追加引き下げ ○不動産購入・転売時にかかる税金の減免 例）不動産契約税の引き下げ ○住宅購入規制のさらなる緩和（各都市別）

（出所）中国人民銀行、各種報道より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

不動産投資・販売の見通しイメージ



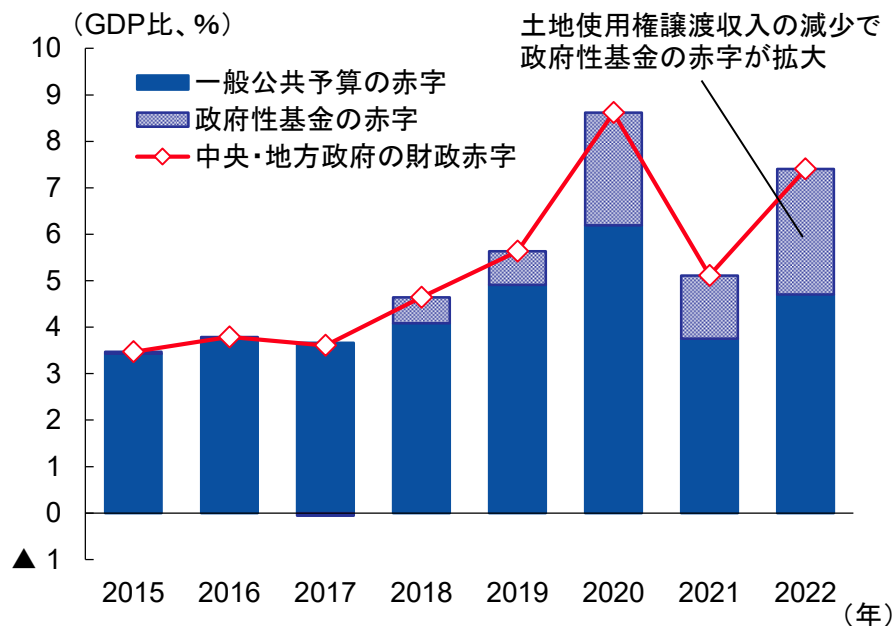
（注）みずほリサーチ＆テクノロジーズによる季節調整値

（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:2023年度の専項債は前年度予算並の発行と予想。財政の成長押し上げは限定的

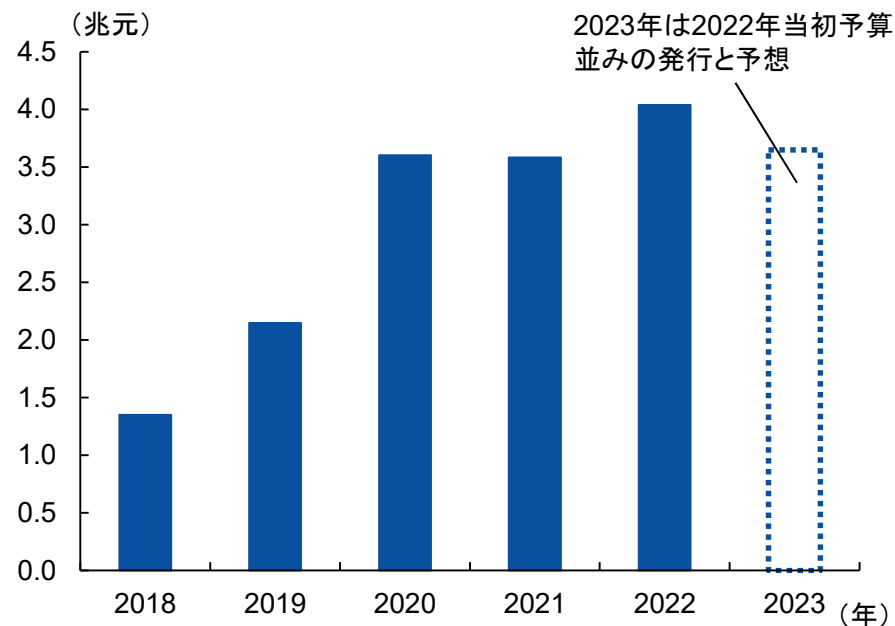
- 2022年の財政赤字は対GDP比7.4%に拡大。収入が景気悪化で伸び悩んだ一方、支出は防疫費用等がかさんだ
 - 税還付の拡大で税収が減少(前年比▲3.5%)し、土地使用権譲渡収入の大幅減(同▲23.3%)も影響
 - 2023年は景気回復で税収増を見込むが、不動産市況の低迷が土地収入に依存する地方財政を圧迫
- 2023年度の地方政府専項債は当初予算並みの発行と予想。財政による成長押し上げは限定的となる見込み
 - 中央経済工作会議は、財政政策について「支出の強度を保持」し、「赤字・専項債」等を活用すると明記
 - ただ、地方財政の台所事情は厳しく、中央からの財政移転を踏まえ支出の適度な拡大で景気下支えへ

中国の財政赤字(中央政府・地方政府)



(注) 赤字は一般公共予算と政府性基金の合計。調整基金等は除く
(出所) 財政部、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

地方政府専項債の発行額

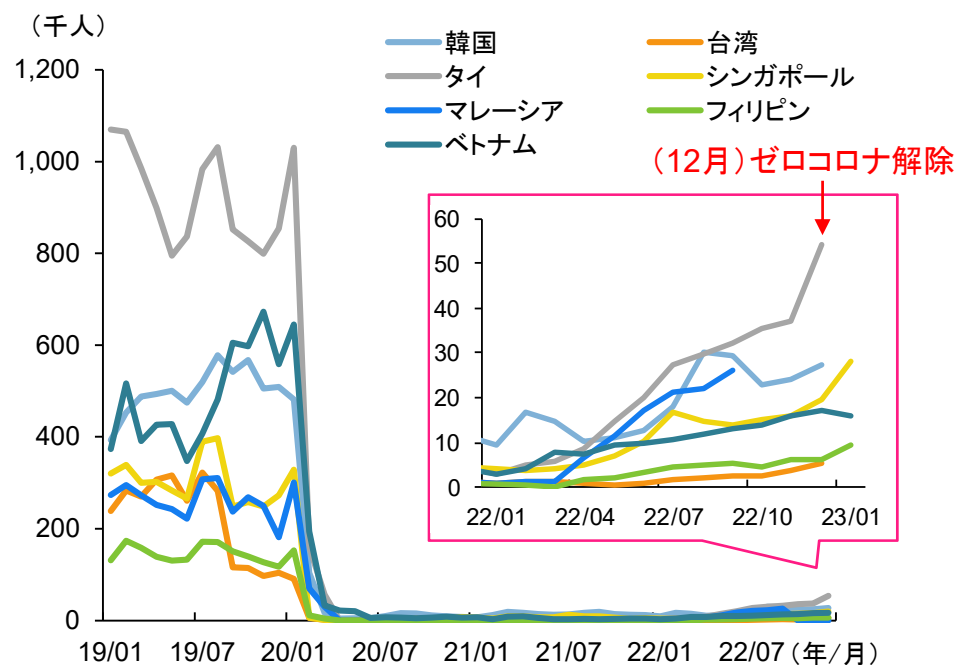


(出所) 財政部、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：中国人観光客数は2023年末にコロナ前水準の80%程度に回復と想定

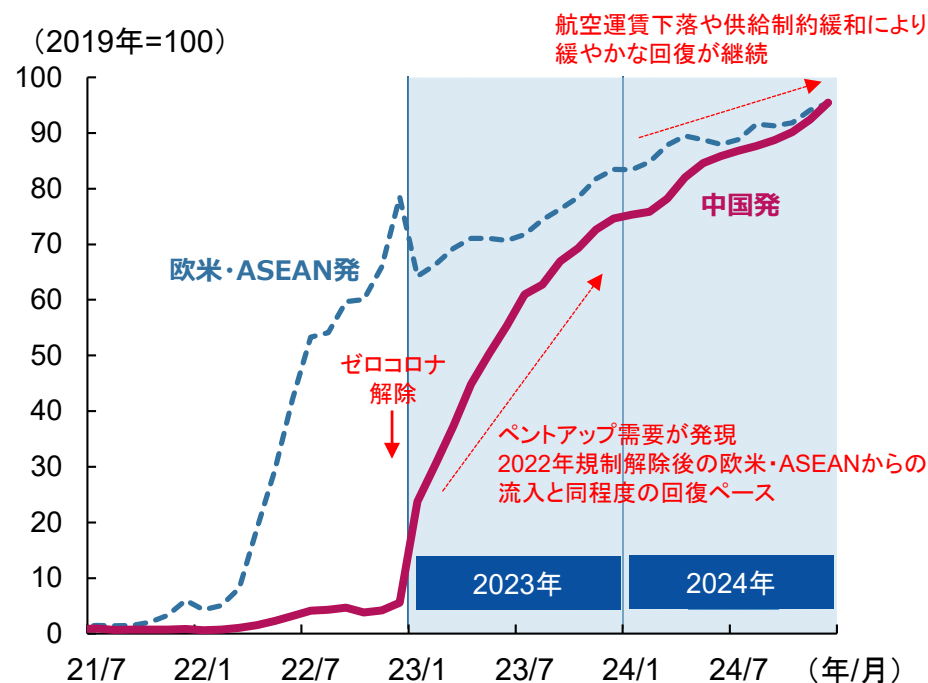
- 2022年12月のゼロコロナ解除を受け、中国人観光客は既に底打ちしたが、水準で見ると本格回復にはまだ遠い状況
- 今後、中国人観光客数は徐々に回復し、2023年末にコロナ前水準の80%程度へ到達と想定
 - 2022年のタイの例では、コロナ規制緩和から約9か月で、欧米等からの旅客数がコロナ前水準の8割近くへ回帰
 - 中国人観光客についても、航空便数などの制約を受け、正常化には一定期間を要する公算。欧米等からの流入実績を参考に、2023年末にコロナ前水準の80%程度へ到達、通年では2019年実績の半分程度と見込む

中国人観光客数の推移



(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ASEANのインバウンド観光客数の想定パス

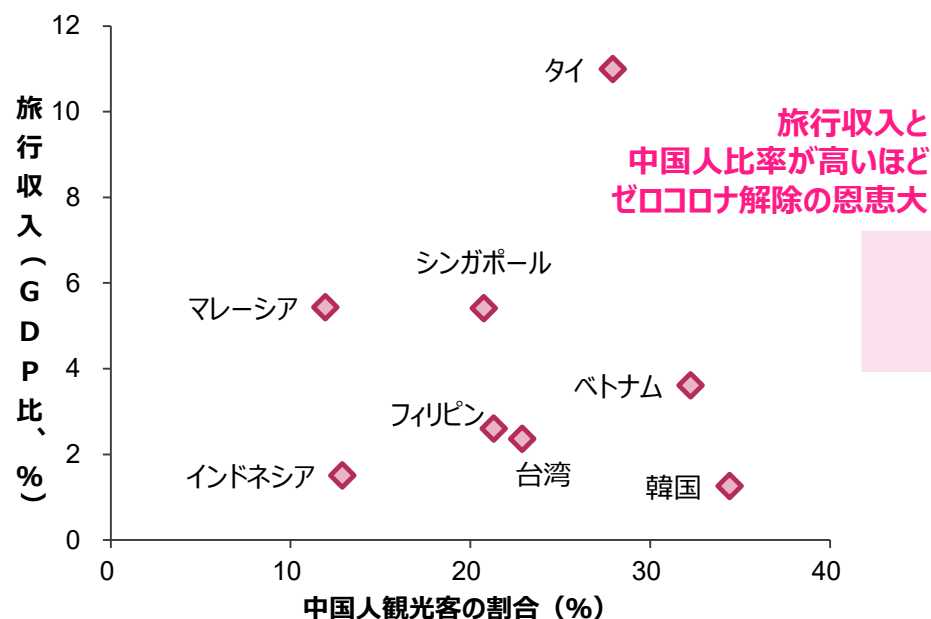


(注) ASEANはシンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの6カ国
(出所) CEIC dataより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：中国発インバウンドの回復は、タイを筆頭に2023年の景気押し上げ要因

- 中国発インバウンド需要の回復は、旅行収入の増加を通じ、タイを筆頭にアジア各国の景気押し上げ要因に
 - GDPに占める旅行収入のウェイトが高く、かつ中国人観光客への依存が高いタイで恩恵が大
 - 他方、旅行収入や中国人観光客への依存が低いフィリピンやインドネシア、マレーシアは、相対的に恩恵が小さい
- 成長率への影響は2023年に発現、タイは1%程度の押し上げの見込み
 - 他方、韓国やインドネシアは小幅な影響にとどまる試算

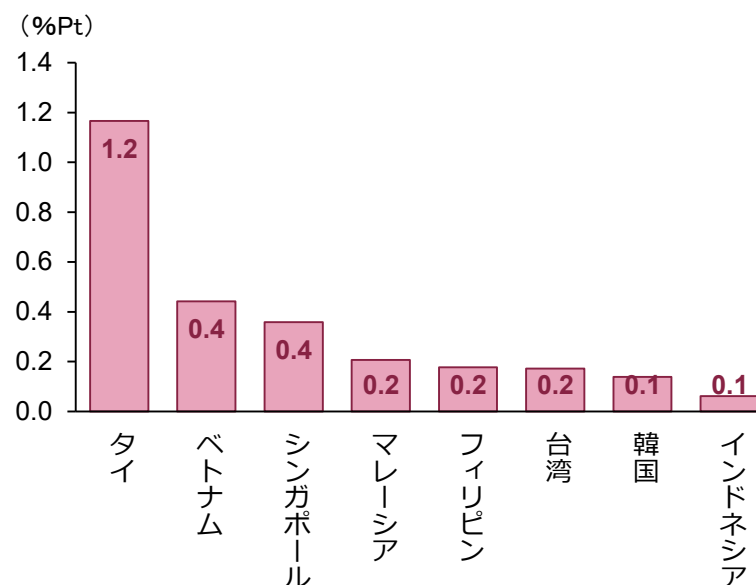
旅行収入と中国人観光客比率(2019年)



(注) 旅行収入は各国の国際収支統計における旅行部門の金額。ベトナムのみ世界銀行データ、その他は各国統計

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

2023年の成長率押し上げ規模(試算)



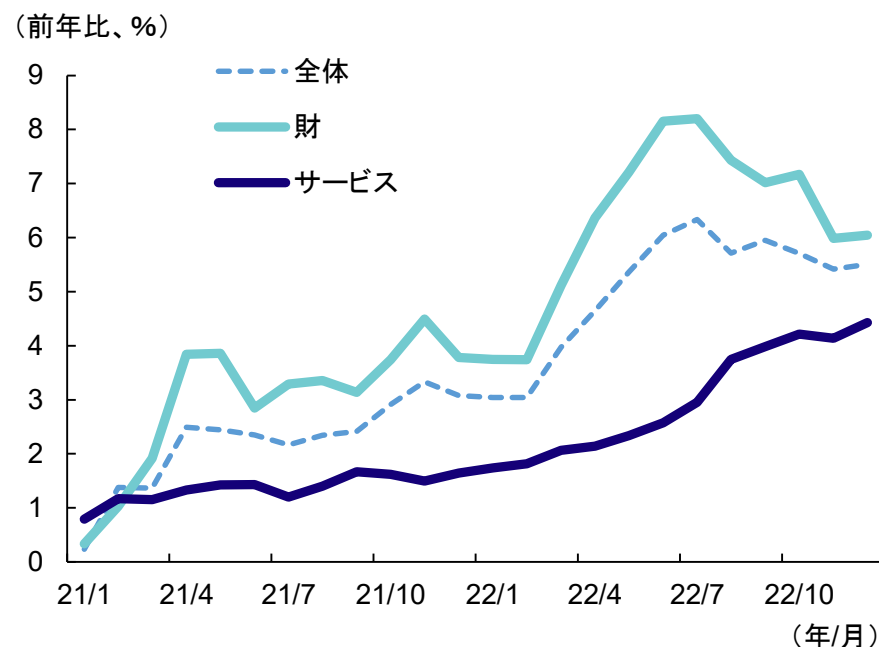
(注) 前ページのとおり、2022年の欧米旅行者数の回復パスを参考に中国人観光客数の想定パスを作成し、サービス輸出の押し上げ効果を試算したもの

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：インフレは既に峠越えも、鎮静化には遅れ。年内の利下げ余地は限定的

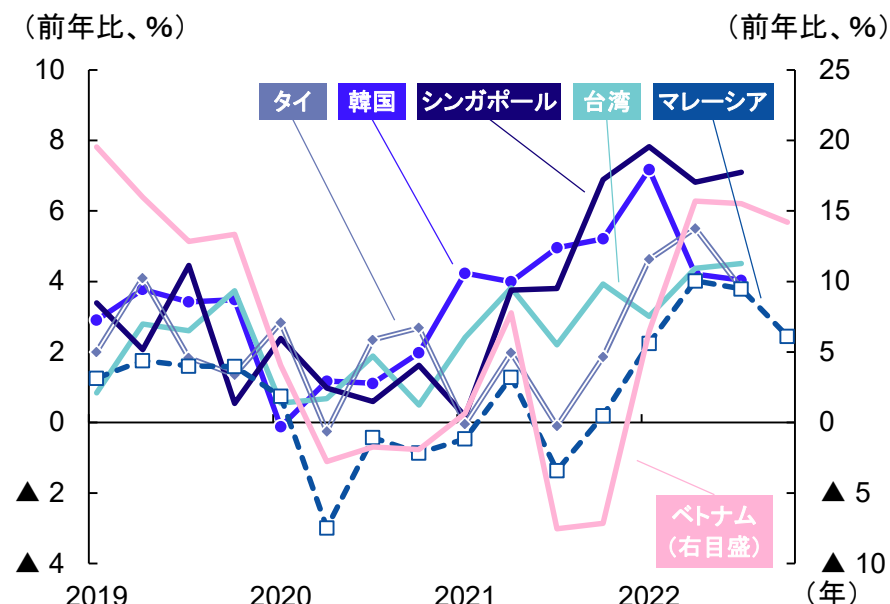
- アジアのインフレは既に峠越え。ただし、内訳は財物価が減速の一方、サービス物価は加速が続く
 - サービス物価上昇の背景は、①コスト高を受けた価格転嫁行動、②需要の回復、③人手不足による賃金上昇
 - 賃金の下がりにくい性質を踏まえれば、サービス物価が平時並みの伸びに回帰するには時間を要する見込み
- サービス物価の高止まりは、インフレ鎮静化の遅れを示唆
 - 2023年上期は利上げが継続し、下期の利下げ余地も限定的な見通し

財・サービス別インフレ率



(注) 韓・台・尼・泰・馬・比・星について各々指標を計算し中央値をとったもの
(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

各国の賃金上昇率

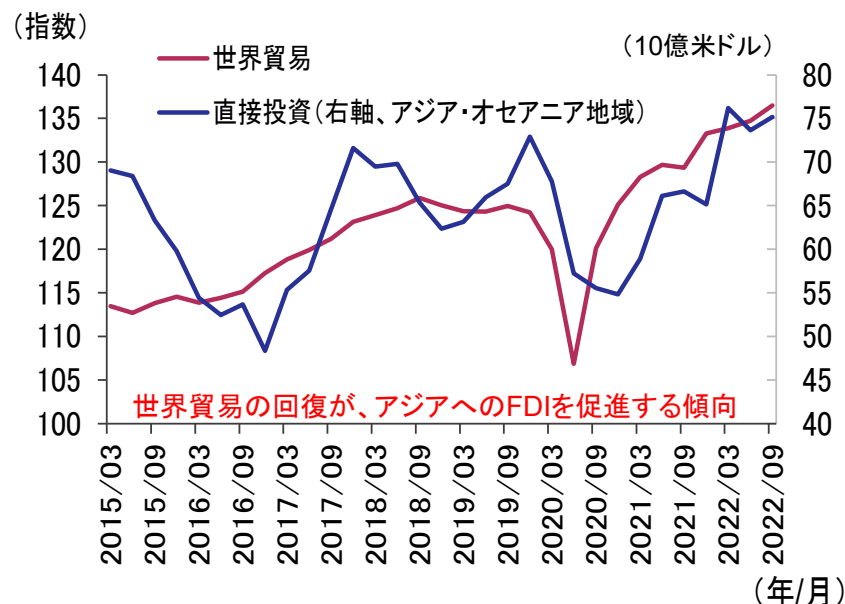


(注) マレーシアは製造業、サービス業、ゴムの加重平均値。ベトナムは2021年のロックダウンの影響で振れが大きいため、2022年については2019年比として計算
(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア:2024年にはインフレと利上げの影響が一巡し、世界経済も回復して投資が底入れ

- インフレと利上げが投資に及ぼす影響は、2023年末にかけて尾を引き、その後は一巡へ
 - 推計ではインフレや利上げは1年ほどかけて投資を下押しするものの、その後の追加的な影響は限定的に
 - アジアのインフレは2022年央まで加速、利上げは2022年末がピーク。投資への影響は2023年末で一服と評価
- 2024年に見込まれる世界経済・貿易の緩やかな回復は、アジアへの直接投資(FDI)を促す期待
 - アジアへのFDIは世界貿易と連動する傾向。また、FDIが回復すると域内の設備投資の呼び水となる分析結果
 - 2024年にインフレと利上げの影響が一巡する一方、FDIは回復することで、アジアの投資は底入れへ

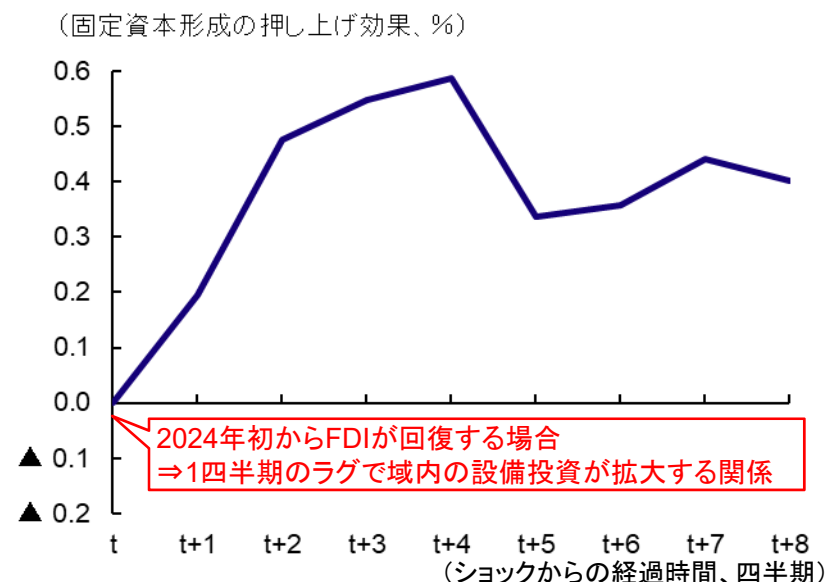
世界貿易とアジア地域の直接投資の推移



(注) 直接投資はドル建て、国際収支ベース(過去12か月平均)。ASEAN5、オーストラリア、インドの合計

(出所) CEIC、オランダ統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

FDIの1%増加が投資に及ぼす累積的影響の分析



(注) 韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム、インドの固定資本形成をインフレ率、政策金利、FDI、および米欧日中GDP(外生変数)で説明するパネルVARを推計。各説明変数のショックが発生した場合の累積影響を表示。なお、ベトナムの固定資本形成は当社試算値

(出所) CEIC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サービス回復でプラス成長維持

- 2022年度の日本経済は前年度比+1.3%を予測。年度後半はサービス消費やインバウンド需要が回復する一方、海外経済減速が下押し要因に。2023年1～3月期は年率+1%程度の緩慢な成長にとどまる見通し
- 2023年度は前年度比+1.2%を予測。欧米を中心とした海外経済減速が下押しも、資源価格低下・円高進展に伴う物価高影響の緩和や中国等からのインバウンド需要回復が押し上げ要因になり、プラス成長を維持
- 2024年度は前年度比+0.9%を予測。海外経済の回復が輸出を押し上げるほか、グリーン・デジタル関連投資需要が設備投資をけん引する一方、個人消費は実質賃金の減少継続で伸び悩み。成長率は巡行速度に向かって鈍化

日本経済見通し総括表

		2021 年度	2022 (見通し)	2023	2024	2022 1～3	4～6	7～9	10～12	2023 1～3	4～6	7～9	10～12	2024 1～3	4～6	7～9	10～12	2025 1～3
実質GDP	前期比、%	2.6	1.3	1.2	0.9	▲0.4	1.1	▲0.3	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	▲1.7	4.6	▲1.0	0.6	1.3	1.1	1.9	2.2	1.1	0.3	0.9	0.7	0.7
内需																		
内需	前期比、%	1.8	1.8	1.2	0.8	0.1	1.0	0.4	▲0.2	0.4	0.3	0.5	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
民需																		
民需	前期比、%	1.9	2.3	1.2	0.8	0.2	1.1	0.5	▲0.4	0.5	0.2	0.4	0.5	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
個人消費																		
個人消費	前期比、%	1.5	2.5	0.9	1.0	▲0.9	1.6	0.0	0.5	0.3	▲0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
住宅投資																		
住宅投資	前期比、%	▲1.1	▲4.5	0.9	▲0.6	▲1.7	▲1.9	▲0.4	▲0.1	0.2	0.5	0.6	0.2	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
設備投資																		
設備投資	前期比、%	2.1	2.7	0.7	2.6	▲0.3	2.1	1.5	▲0.5	0.0	▲0.2	▲0.2	1.1	1.2	0.5	0.5	0.5	0.5
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
在庫投資																		
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(▲0.3)	(0.8)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)
	前期比年率、%Pt	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
公需																		
公需	前期比、%	1.3	0.2	1.2	0.9	▲0.3	0.7	0.1	0.3	0.1	0.3	0.5	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
政府消費																		
政府消費	前期比、%	3.4	1.3	1.1	1.1	0.5	0.8	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
公共投資																		
公共投資	前期比、%	▲6.4	▲3.9	1.3	0.1	▲3.2	0.5	0.7	▲0.5	▲0.8	0.5	1.1	0.8	0.3	▲1.0	0.2	0.2	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
外需																		
外需	前期比寄与度、%Pt	(0.8)	(▲0.5)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.5)	(0.1)	(▲0.6)	(0.3)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)
	前期比年率、%Pt	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
輸出																		
輸出	前期比、%	12.3	5.2	1.1	3.2	1.2	1.5	2.5	1.4	▲0.2	▲0.4	▲0.2	0.2	1.2	1.0	1.0	0.6	0.6
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
輸入																		
輸入	前期比、%	7.0	7.6	1.0	2.5	3.8	0.9	5.5	▲0.4	0.0	▲0.3	▲0.1	0.1	0.9	0.8	0.8	0.5	0.6
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
名目GDP																		
名目GDP	前期比、%	2.4	1.8	3.8	1.8	0.2	1.0	▲0.8	1.3	1.2	0.8	1.6	0.8	0.2	0.4	0.4	0.4	0.0
	前期比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
GDPデフレーター																		
GDPデフレーター	前年比、%	▲0.1	0.5	2.5	1.0	0.3	▲0.3	▲0.4	1.1	1.6	2.1	3.9	2.7	1.8	1.5	0.6	0.7	0.6
	前年比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
内需デフレーター																		
内需デフレーター	前年比、%	1.8	2.8	0.8	0.6	2.6	2.7	3.2	3.2	2.3	1.2	0.9	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6	0.5
	前年比年率、%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(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年度後半に+1%台まで鈍化

- 感染収束後の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も、海外経済減速が製造業を中心に企業収益を下押しし、回復ペースを抑制。物価を上回る賃上げの実現は困難との見方
- コアCPI(前年比)は2022年度は+3.1%、2023年度は+1.9%と予測。2023年入り後は海外経済減速に伴う資源価格の低下や円高の進展、政府の物価高対策が下押しに寄与し、2023年度後半には前年比+1%台まで鈍化するとの見方。2024年度は物価高対策の反動が押し上げ要因になり、前年比+1.4%を予測

日本経済見通し総括表（主要経済指標）

		2021 年度	2022 (見通し)	2023	2024	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
鉱工業生産	前期比、%	5.8	▲ 0.1	0.2	4.9	0.8	▲ 2.7	5.8	▲ 3.0	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.1	2.3	2.0	1.2	0.9	0.6	0.6
経常利益	前年比、%	36.8	10.1	0.7	8.0	13.7	17.6	18.3	5.4	0.9	▲ 0.1	▲ 3.1	0.3	5.3	8.3	12.3	7.8	4.5
名目雇用者報酬	前年比、%	2.1	2.3	2.2	2.4	1.2	2.1	1.9	2.9	2.3	1.9	2.1	2.7	2.0	2.3	2.5	2.5	2.5
完全失業率	%	2.8	2.5	2.4	2.2	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	86.6	85.8	85.8	84.3	87.1	85.3	86.3	85.1	86.3	86.2	85.9	85.6	85.2	84.8	84.4	84.2	83.6
経常収支	年率換算、兆円	20.3	8.5	9.9	6.9	16.7	12.9	2.7	10.0	8.3	11.0	11.9	9.8	7.0	7.6	8.3	7.1	4.8
国内企業物価	前年比、%	7.1	9.2	▲ 0.8	▲ 0.9	9.3	9.6	9.7	10.0	7.7	2.7	▲ 0.2	▲ 3.0	▲ 2.7	▲ 1.7	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	0.1	3.1	1.9	1.4	0.6	2.1	2.7	3.7	3.6	2.6	2.2	1.3	1.4	1.7	1.6	1.4	1.2
〃 (除く制度要因)	前年比、%	▲ 0.1	3.8	2.1	0.7	0.7	2.7	3.4	4.5	4.6	3.4	2.7	1.3	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	▲ 0.8	2.1	1.9	0.9	▲ 0.9	0.9	1.5	2.8	3.4	2.8	2.3	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
〃 (除く制度要因)	前年比、%	▲ 0.9	2.2	1.8	0.9	▲ 0.9	0.9	1.5	3.0	3.5	2.8	2.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

(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)

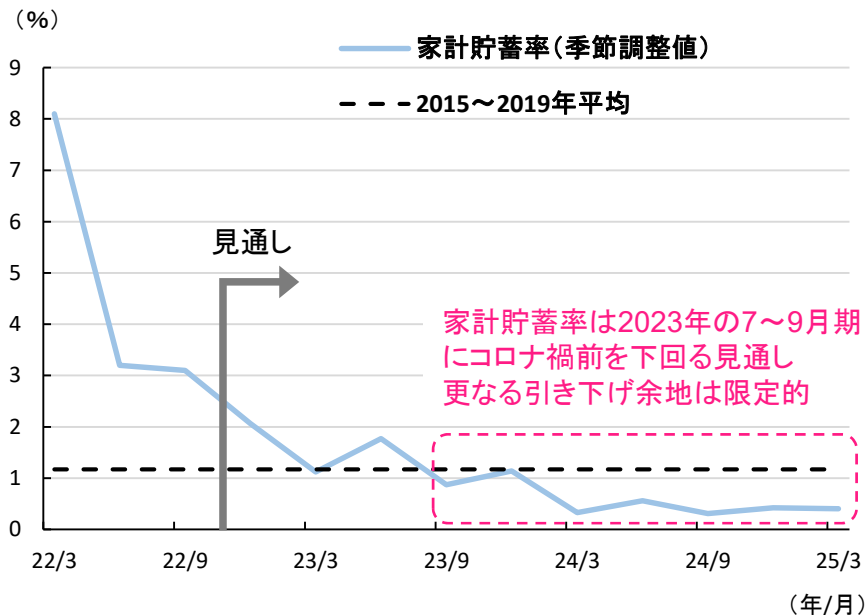
3. 消費者物価は、物価高対策として燃料油価格の激変緩和措置、電気代・ガス代抑制策が2023年10月以降も補助額を段階的に縮小させる形で2024年9月まで延長されると想定。2023年度以降は物価高対策の縮小・終了の反動が前年比の押し上げ要因になる点に留意。「除く制度要因」は政府による物価高対策及び、全国旅行支援の影響を除く

(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:貯蓄率の引き下げ余地は縮小。実質賃金減少が続き、個人消費の回復は緩慢に

- 家計の貯蓄率は徐々に低下する一方で、実質賃金はマイナスが続き、個人消費の回復ペースは緩慢との見方を維持
 - 物価高の中でも貯蓄率を引き下げることによる下支え効果で個人消費は回復基調を維持するものの、**家計貯蓄率は2023年の7～9月期にコロナ禍前を下回る見通し。貯蓄率の更なる引き下げ余地は限定的に**
 - 23年度の名目賃金上昇率は上方修正(+1.3%→+1.5%)も、物価見通しも上方修正(23年度のコアCPI上昇率は+1.7%→+1.9%)で**実質賃金はマイナスが続く構図は変わらず**。将来不安から家計は資産の取り崩し(貯蓄率のマイナス転化)に慎重になるとみられ、**個人消費の回復ペースは緩やかと予想**

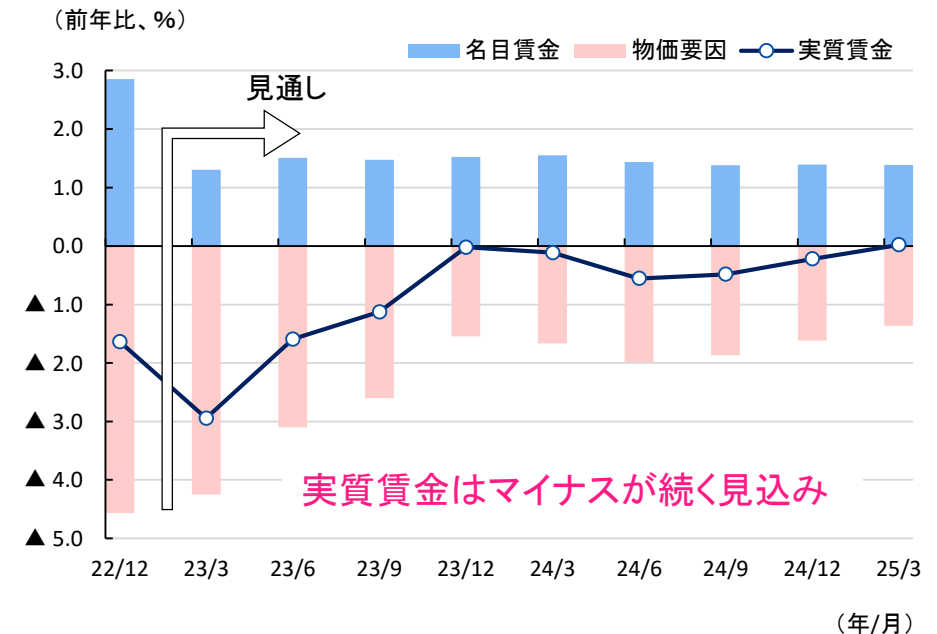
家計貯蓄率の見通し



(注) 実績は内閣府による季節調整値。見通しはみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値

(出所) 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

実質賃金の見通し



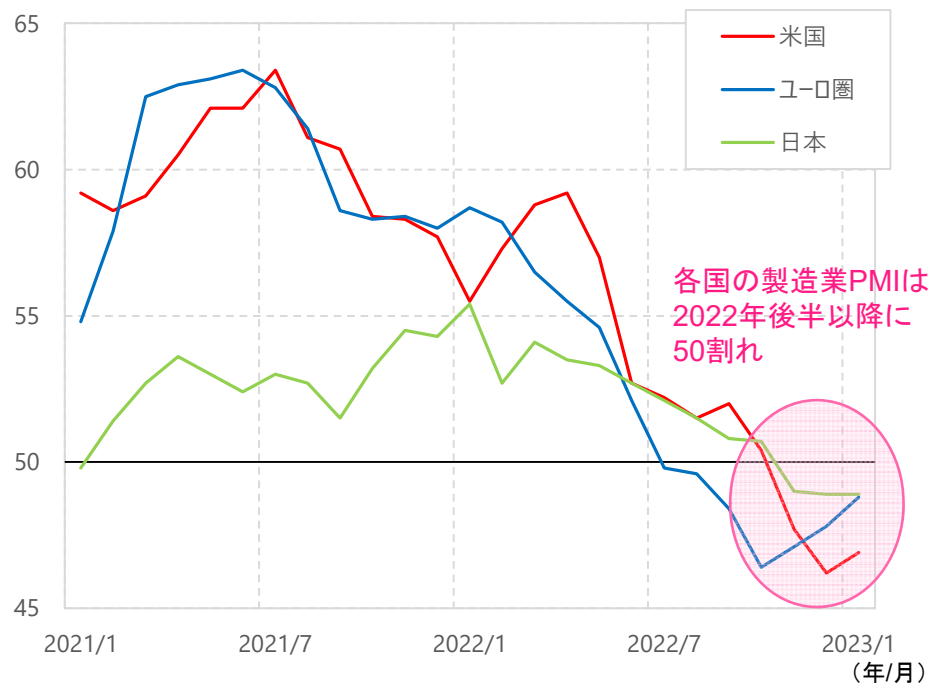
(注) 名目賃金はみずほリサーチ&テクノロジーズによる断層調整値。持家の帰属家賃を除く総合の消費者物価指数にて実質化

(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

日本：グローバルな景気減速が、資本財を中心に日本の輸出の下押し圧力に

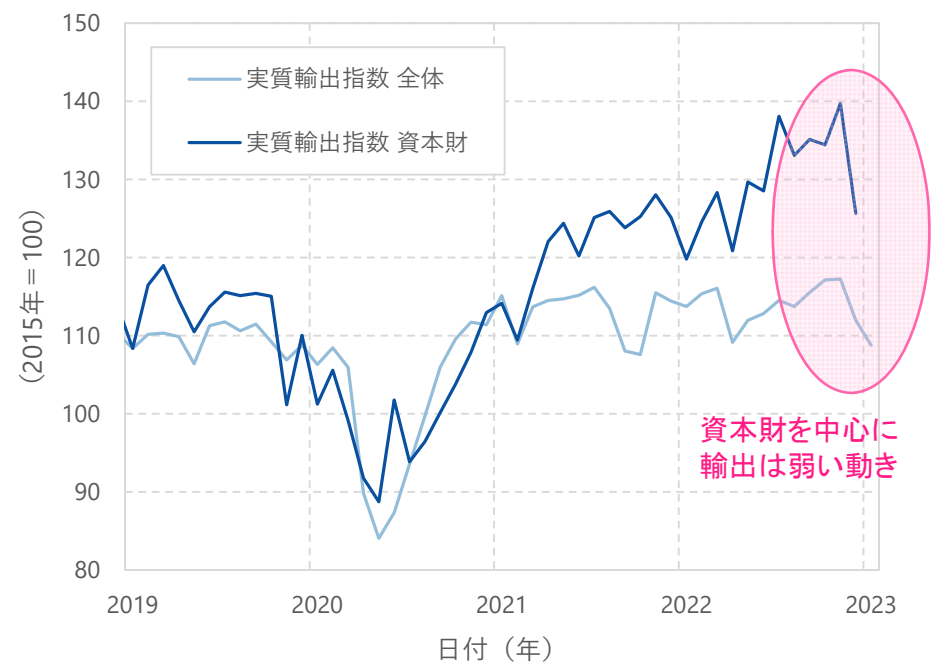
- 2022年後半には、日米欧の製造業PMIが悪化を示す50未満の水準へ低下
 - 物価上昇を受けた各国の金融引き締めの影響や、半導体サイクルの調整が背景
- 海外経済の減速を受け、日本の実質輸出は昨年末以降に減少
 - 実質輸出指数は2022年12月から2023年1月にかけて2カ月で▲7%超低下
 - 内訳では、2021年から日本の輸出全体を牽引してきた資本財輸出はピークアウト。海外製造業の業況悪化に伴い、設備投資需要が減退

日米欧の製造業PMI



(出所) S&P Global、Refinitivよりみずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本の実質輸出指数

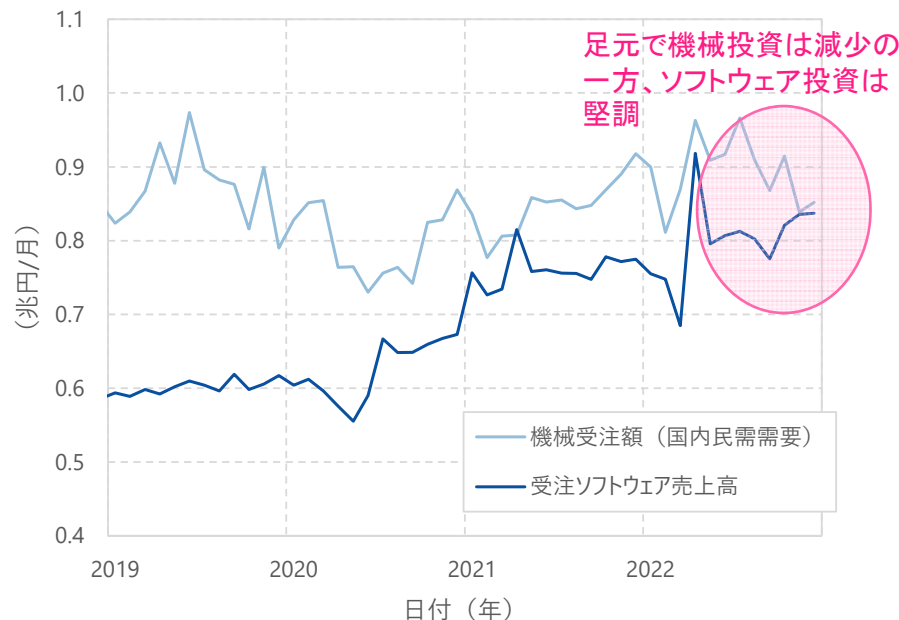


(出所) 日本銀行「実質輸出入の動向」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：設備投資はデジタル・グリーン関連投資がけん引し堅調に推移する見込み

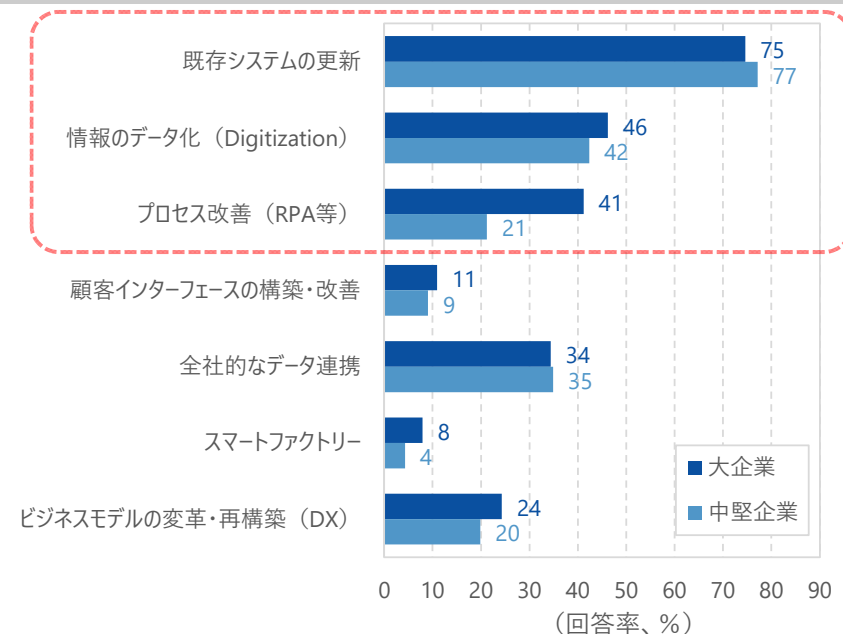
- 設備投資は欧米の景気減速で2023年に一旦調整するも、マイナス幅は小幅にとどまる見通し。
 - 持続的なグリーン・デジタル関連投資需要が押し上げ要因になり、2024年以降は設備投資が堅調に推移する公算
- デジタル関連投資は増加傾向にあり、グリーン関連投資（前述）と合わせて設備投資のけん引役に
 - 機械受注がコロナ禍前からほぼ横ばい圏（足元では減少傾向）にある一方、受注ソフトウェア売上は2020年以降に増加傾向。企業は既存システム更新に加え、情報データ化、プロセス改善、データ連携等の取組を実施
 - 情報化投資は機械や建物に比べ減価償却率が高く、今後の更新投資を構造的に押し上げる要因に

機械受注額と受注ソフトウェア売上高



（注） 受注ソフトウェア売上高はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
（出所）内閣府「機械受注統計報告調査」、経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

デジタル化への取組に関する企業アンケート

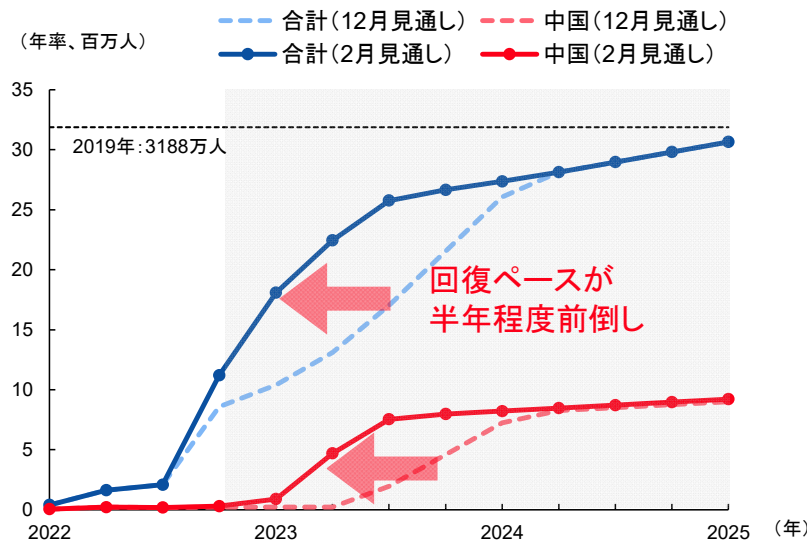


（注） 全産業合計、3つまでの複数回答方式
（出所）日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（2022年6月）」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：訪日外客数は大幅回復の見通し。インバウンド需要がGDPを押し上げ

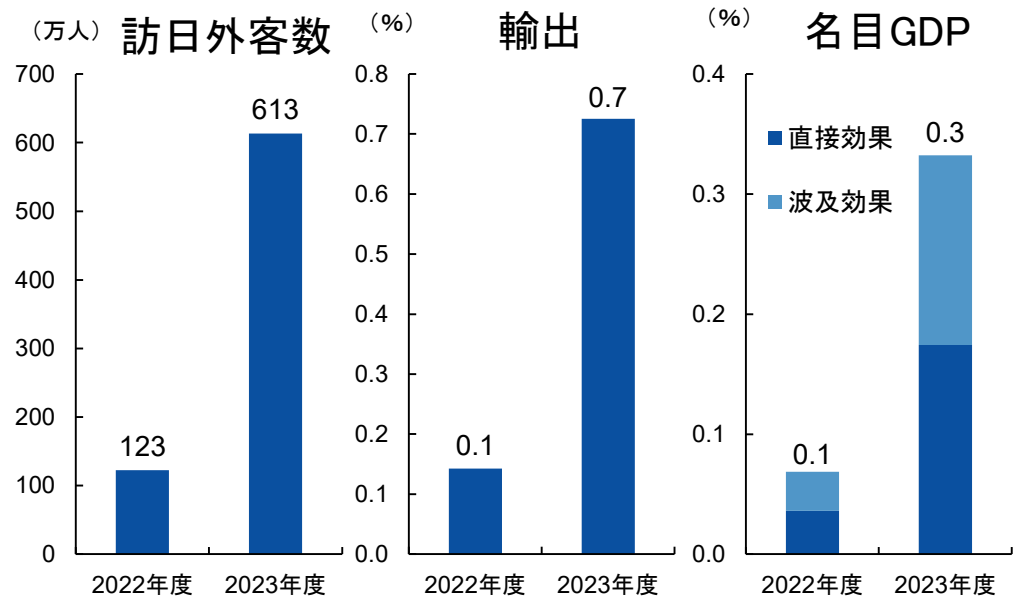
- インバウンドの回復ペースは半年程度前倒しに。昨年末の急速な回復ペースや中国ゼロコロナ政策解除を反映
 - 昨年12月の訪日外客数は137万人（年率1,644万人）、2019年平均対比52%まで持ち直し
 - 中国国内の感染収束が見込まれる4～6月期以降は、中国人観光客も本格復調の見込み。訪日外客数は年央にかけて大幅増が続く公算
 - 2023年度の訪日外客数の見通しを約1,940万人→約2,560万人に上方修正。波及効果を含めて2023年度の名目GDPを0.3%、実質GDPを0.2%押し上げと試算

訪日外客数の実績と見通し



(注) 網掛け部分は見通し期間
(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

GDP・輸出への影響(12月見通し対比)



(注) 波及効果は、観光庁「訪日外国人消費動向調査」を基に品目別のインバウンド消費額を計算し、産業連関表を用いて試算。輸出はサービス輸出
(出所) 日本政府観光局(JNTO)「訪日外客数・出国日本人数」、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

(5) 金融市場：日米の長期金利差が縮小し円高進行。株価は2023年にかけて軟調

- 日本の長期金利は、日銀によるイールドカーブ・コントロール（YCC）の段階的な終了を経て、2024年秋頃に1%近傍まで上昇する見通し。米長期金利は景気後退の影響で低下するも、予測期間を通じて3%台を維持
- 米国株は、米景気後退の影響や割高感の解消から軟調に推移。日本株は、円金利上昇および米国株安を受けて、2023年の夏場にかけて軟調に推移し、その後は緩やかに回復
- ドル円相場は、日銀の政策変更や米景気後退にともなう米長期金利低下から、1ドル＝120円前後まで円高が進展する見通し

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
					1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	
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	▲ 0.10	0.00	0.00
新発国債 (10年、%)	0.09	0.15 ～0.53	0.30 ～0.80	0.50 ～1.20	0.18	0.24	0.22	0.27	0.15～0.53	0.50～1.00	0.30～0.80	0.30～0.80	0.40～0.80	0.50～0.90	0.60～1.00	0.70～1.20	0.80～1.10
日経平均株価 (円)	28,387	23,900 ～30,100	21,900 ～31,500	23,600 ～32,900	27,156	26,891	27,611	27,362	23,900～ 30,100	23,200～ 29,400	21,900～ 29,900	22,900～ 30,900	23,500～ 31,500	23,600～ 31,600	24,200～ 32,200	24,600～ 32,600	24,900～ 32,900
米国																	
FFレート(下限) (末値、%)	0.25	4.75	4.25	3.75	0.25	1.50	3.00	4.25	4.75	5.00	5.00	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	3.75
新発国債 (10年、%)	1.59	2.38 ～4.24	2.90 ～3.85	3.05 ～3.95	1.95	2.92	3.10	3.82	3.30～4.10	3.05～3.85	2.90～3.60	2.90～3.60	2.95～3.65	3.05～3.75	3.15～3.85	3.25～3.95	3.25～3.95
ダウ平均株価 (ドル)	34,812	27,700 ～35,700	25,000 ～34,300	25,800 ～34,800	34,679	32,688	31,774	32,490	27,700～ 35,700	26,300～ 34,300	25,000～ 33,000	25,100～ 33,100	25,400～ 33,400	25,800～ 33,800	26,200～ 34,200	26,400～ 34,400	26,800～ 34,800
ユーロ圏																	
ECB預金ファシリティ金利 (末値、%)	▲ 0.50	3.00	3.00	2.00	▲ 0.50	▲ 0.50	0.75	2.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.00	2.75	2.50	2.00	2.00
ドイツ国債 (10年、%)	▲ 0.17	0.51 ～2.80	2.00 ～2.80	2.15 ～2.90	0.17	1.10	1.36	2.14	2.00～2.80	2.10～2.80	2.10～2.80	2.00～2.70	2.10～2.80	2.15～2.85	2.20～2.90	2.20～2.90	2.20～2.90
為替																	
ドル・円 (円/ドル)	112	121 ～151	114 ～134	110 ～130	116	130	138	141	126～138	117～134	115～129	114～128	114～128	115～129	116～130	110～125	110～125
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.16	0.95 ～1.13	1.05 ～1.18	1.04 ～1.16	1.12	1.06	1.01	1.02	1.03～1.13	1.05～1.16	1.08～1.18	1.07～1.17	1.07～1.17	1.06～1.16	1.06～1.16	1.04～1.14	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

米金利：長期金利は2023年に入り低下局面も、予測期間を通じて3%台を維持

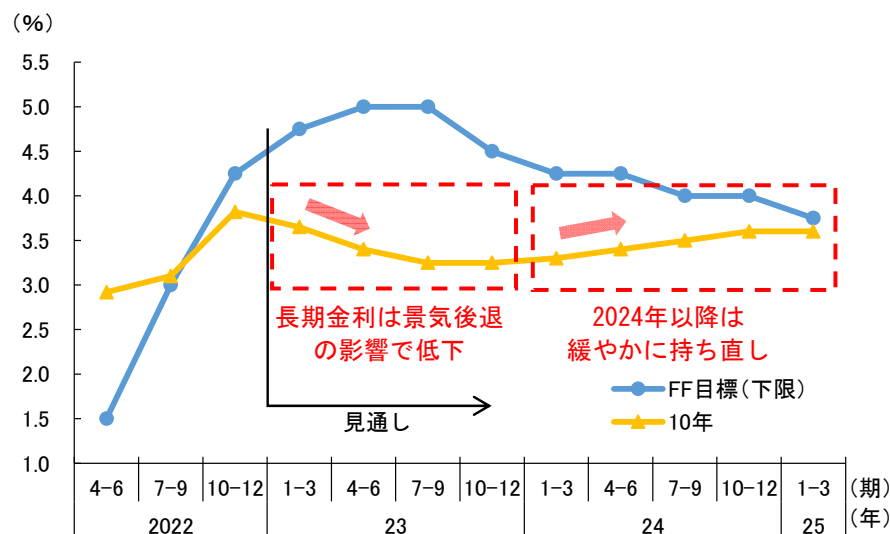
■ 米長期金利は景気後退の影響で低下するも、予測期間を通じて3%台を維持

- 2023年は景気後退を織り込む形で低下基調が続くも、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%台半ばを見込む

■ 足元、米国債の予想変動率は低下。流動性プレミアムの低下を通じて、12月見通し対比下方修正

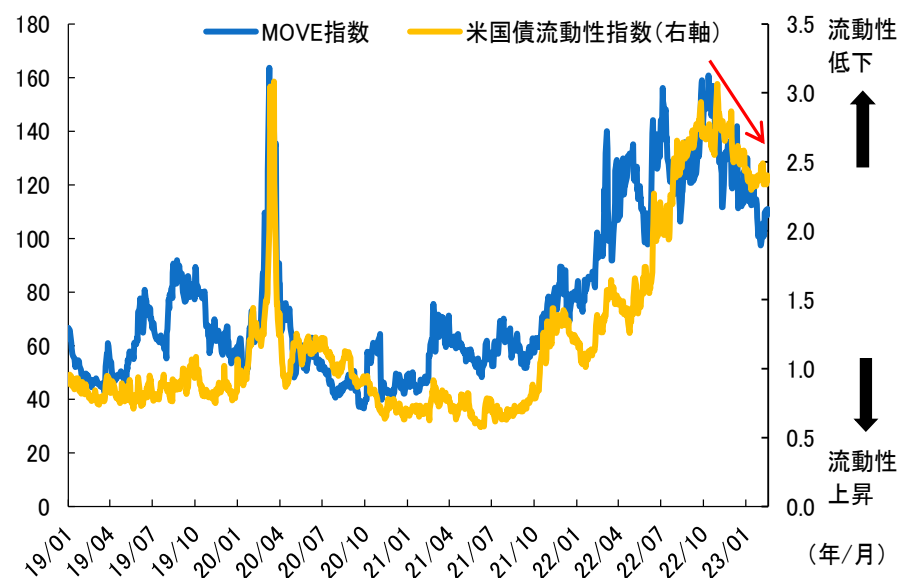
- 徐々に利上げ幅が縮小しつつあることから、米国債価格急変動への警戒感が和らぐ。ただし、足元、金融引き締め長期化観測が高まっている点には留意

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) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

MOVE指数と米国債流動性指数

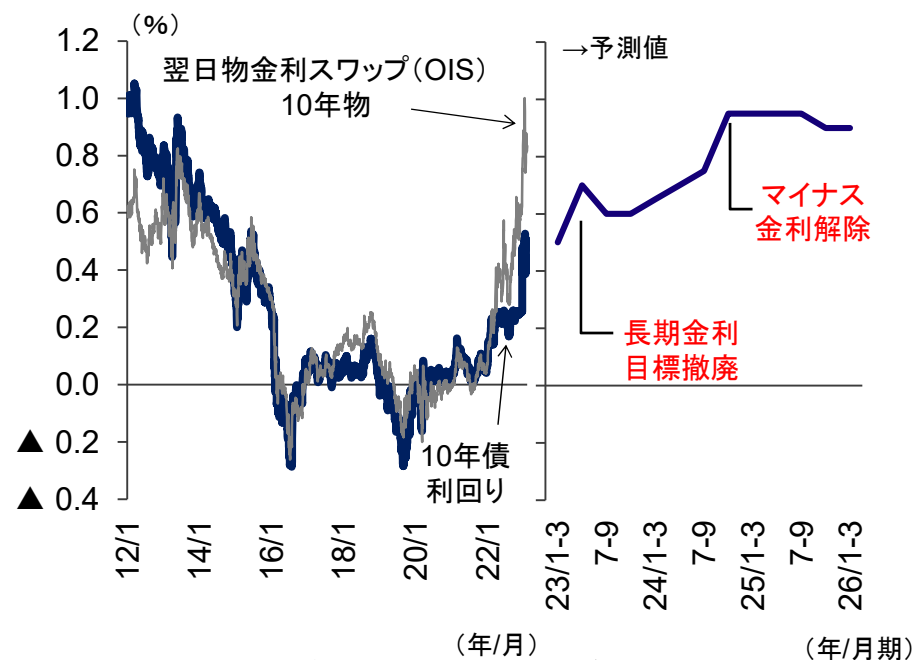


(注) MOVE指数上昇は米国債のボラティリティ上昇、米国債流動性指数の上昇は、米国債流動性の低下を表す。米国債の流動性が上昇するとプレミアムは低下する。2/17時点
(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

円金利・為替：長期金利目標の撤廃により長期金利は0.7%へ。ドル円相場は円高進展

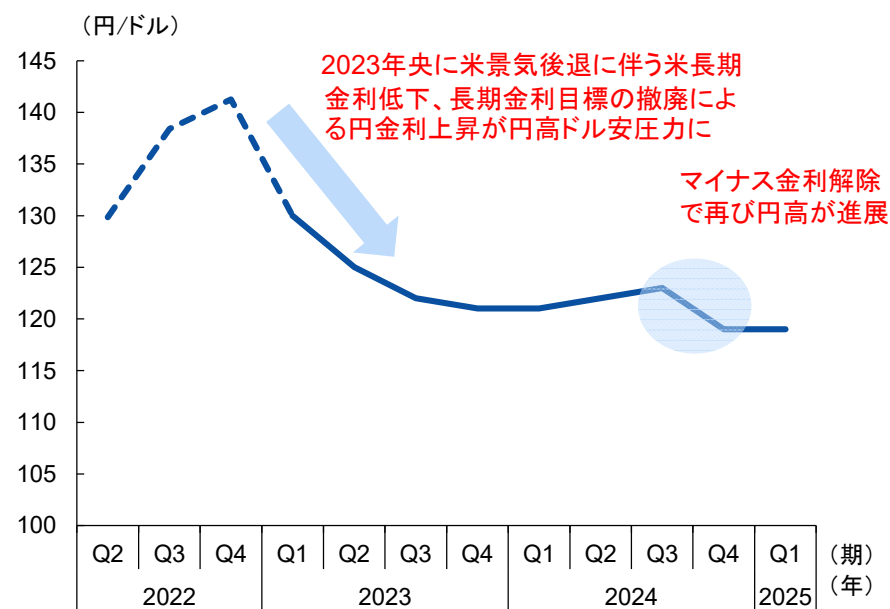
- 日本の10年国債利回りは、日銀の長期金利目標の撤廃により2023年4～6月期に0.7%、マイナス金利解除で2024年10～12月期に0.95%に上昇する見通し
- ドル円相場は日銀政策変更が円高ドル安材料に。米景気後退にともなう米長期金利低下も相まって1ドル＝120円前後まで円高が進展する見通し

日本の長期金利(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

ドル円相場



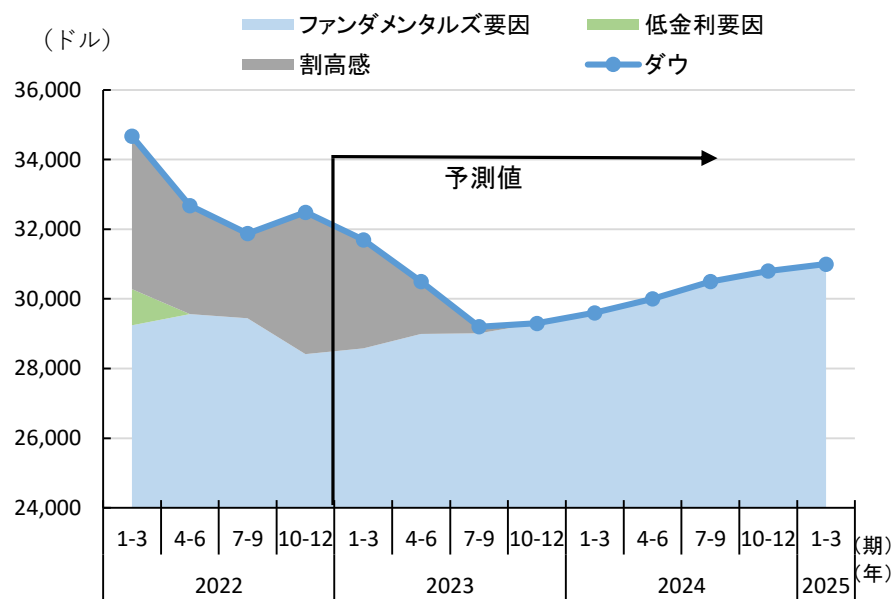
(注) 点線は実績値、実線は予測値

(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:2023年は日米株式ともに軟調に推移。回復は2024年以降

- 米国株は米国の景気後退の影響や割高感の解消から軟調に推移。回復は、2024年以降に
 - 2023年は、米国景気後退の影響によりEPSが低下、割高感の解消も併せ軟調に推移
 - 一方で、米長期金利の低下を背景として、PERの低下幅は限定的なものとなり、大幅下落は回避
- 日本株は、円金利上昇、米国株安を受けて、2023年7～9月期にかけて軟調に推移。その後は緩やかな回復
 - 2023年4～6月期の円金利の上昇や米国株安を受けて、PERが低下、軟調な推移に
 - その後は、円高・ドル安圧力がEPSの伸びを抑制するとみられ、株価の回復は緩やかに

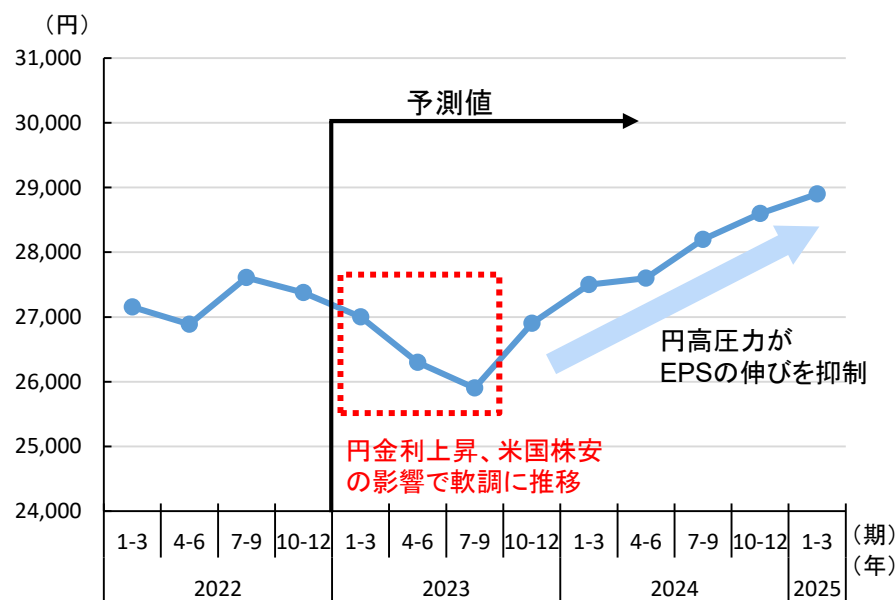
米国株の見通し及び割高感



(注) 割高感とは、各時点での金利水準を勘案した理論PERで計算される株価が実際の株価を上回った部分。低金利要因は長期金利が過去10年平均と同水準と仮定して計算した理論PERより算出。予測値はレンジの中央値

(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日経平均の見通し



(出所) 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	3月	イラク戦争から20年	11月	大統領選挙		
欧州	年内 7月迄	スペイン議会選挙 ギリシャ議会選挙	5月 5月 7～9月 10月	露プーチン大統領任期満了 欧州議会選挙 パリオリンピック・パラリンピック フォン・デア・ライエン欧州委員長任期満了	1月迄 10月迄	英国議会選挙 ドイツ議会選挙
日本	4月 4月 5月	黒田日銀総裁任期満了 統一地方選挙 G7サミット(広島)	7月 9月	東京都知事任期満了 自由民主党総裁任期満了	4～10月 7月 10月	大阪・関西万博 参議院議員任期満了 衆議院議員任期満了
アジア	春 5月迄 7月迄 8月迄	中国全国人民代表大会 タイ下院選挙 カンボジア総選挙 ミャンマー総選挙	1月 2月 上期 中旬迄	台湾総統選挙 インドネシア大統領・議会選挙 韓国議会選挙 インド総選挙		
その他	10月 11月 年内 年内	アルゼンチン大統領・議会選挙 COP28(UAE) G20サミット(インド) トルコ大統領・議会選挙	6月 年内 年内	メキシコ大統領・議会選挙 G20サミット(ブラジル) 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を網羅
YouTube動画で手軽に素早くインプット

食料・エネルギー価格上昇の影響は、低所得層ほど負担が大きい

食料・エネルギー価格上昇に伴う年次増減率の食料価格の推移（2022年）

年間収入	2022年の年間食料増減率（円）		収入に対する食料増減率%		食料増減率の増減%
	食料	食料増減率	2021年	2022年	
300万円未満	22,849	18,899	42.33%	36.7	+5.6
300～400万円	26,147	21,261	47.30%	39.8	+7.5
400～500万円	26,484	23,121	51.80%	39.1	+12.7
500～600万円	26,184	24,004	53.18%	39.8	+13.3
600～700万円	31,305	24,261	55.58%	39.8	+5.8
700～800万円	32,205	24,467	58.72%	39.7	+9.0
800～900万円	33,205	26,147	58.27%	39.2	+9.1
900～1,000万円	35,928	26,344	62.35%	39.2	+13.1
1,000万円以上	40,899	27,308	67.23%	41.8	+15.4
全世帯平均	30,135	23,517	53.43%	39.7	+9.0

日本のGHG多量排出量は、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、23%
運輸業、18%
住宅・商業、12%
国際航空・船舶、9%
その他、9%

太陽光・風力等の再生可能エネルギーの普及により、排出削減の取り組み

LNG燃料船、EV

QRコード

コンテンツ拡大中！>>>>

ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！



みずほリサーチ&テクノロジーズ
公式YouTube®にて配信中
(「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)



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

(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)



エコノミスト・研究員
30名以上で幅広い分野を網羅



PCの方は

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



調査レポート（無料）
経済・金融動向を解説



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



メールマガジン（登録無料）
レポート・動画配信をいち早くお知らせ！



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

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

お問い合わせ：
みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社
調査部 メールマガジン事務局
<03-6808-9022>
<chousa-mag@mizuho-rt.co.jp>

【経済予測チーム】

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
松浦大將	(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	(商品市況)	080-1069-4827	jun.inoue@mizho-rt.co.jp
越山祐資	(アジア)	080-1069-4835	yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp
永野督和	(アジア)	080-1069-4752	masakazu.nagano@mizuho-rt.co.jp
・日本経済			
酒井才介	(総括・公需)	080-1069-4626	saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp
服部直樹	(総括補佐)	080-1069-4667	naoki.hattori@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
・金融市場			
宮寄浩	(総括)	080-1069-4681	hiroshi.miyazaki@mizuho-rt.co.jp
川本隆雄	(内外株式)	080-9534-5902	takao.kawamoto@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	(為替)	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

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。