
2024年 新春経済見通し ～ラストワンマイルに潜むジレンマ～

2023.12.25

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

- 2024年の世界経済は、中国の景気減速と欧米の高金利の影響により減速へ。2025年は、中国の不動産部門の調整長期化が引き続き景気の重石となるものの、欧米景気が政策金利引き下げが続くもとで次第に持ち直すほか、ASEANなどが先進国向け外需に支えられて回復するため、世界経済は緩やかに回復する見通し
- 米国では、労働市場のヒト不足とサプライチェーンのモノ不足（供給制約）が緩和し、経済活動の正常化とインフレの急速な鈍化が同時進行。過度な金融引き締めとそれに伴う景気下押しの必要性は低下。これまでの金融引き締めの影響から、2024年は景気減速するもののマイナス成長は回避。2025年は緩やかな回復基調へ
- 欧州では、金融引き締め効果が次第に顕在化し、2023年末から2024年前半にかけて景気後退へ。ECBは2024年前半から利下げを開始、その後の利下げペースは賃金インフレへの懸念から緩やかなものにとどまる見通し。2023・2024年は共にゼロ%台前半の低成長。2025年は、利下げの進展とインフレ低下に伴い回復する見通し
- 中国では、不動産部門の調整が長期化する下で2023・2024年と景気減速感が強まる展開。政府は大幅な財政赤字を伴う巨額の景気刺激策に慎重なスタンスで成長率鈍化は避けられず。NIEs・ASEANは、半導体サイクルの持ち直しによりNIEsは2024年に、ASEANは政策金利引き下げと外需回復により2025年に回復へ
- 日本では、2024年度は、感染懸念後退に伴うサービス消費・インバウンド需要の回復が一服するほか、海外経済の減速や実質雇用者報酬の伸び悩みを受けて緩やかな持ち直しテンポにとどまる展開。2025年度は、個人消費が力強さを欠くもとで外需の回復テンポも緩やかにとどまり、成長率は潜在成長率に向けて鈍化する見通し
- 金融市場では、米国の利下げと日銀の政策修正により内外金利差が縮小方向となり、ドル円相場は2024年末にかけて1ドル＝120円台後半へと緩やかな円高基調に転じる見通し。日銀は2024年4～6月期にマイナス金利解除・YCC撤廃を実施。その後は、賃金・物価の上昇モメンタムが鈍化するもとで、ゼロ金利を継続する見通し

《構 成》

1. 全体概要	P 4
2. 各国経済・金融市場	P 10
(1) 米国経済	P 11
(2) ユーロ圏経済	P 21
(3) 新興国経済	P 27
(4) 日本経済	P 37
(5) 金融市場	P 49

1.全体概要

世界経済見通し:2024年に減速後は緩やかな回復へ

世界経済見通し総括表

	(前年比、%)				(%Pt)	
	2022	2023 (見通し)	2024 (見通し)	2025 (見通し)	2023 (9月との比較)	2024
世界実質GDP成長率	3.3	3.0	2.8	2.9	0.1	0.3
日米欧	2.5	1.5	0.9	1.5	0.2	0.6
米国	1.9	2.4	1.2	1.5	0.4	1.1
ユーロ圏	3.4	0.4	0.4	1.5	–	0.1
英国	4.1	0.4	0.7	1.8	0.2	0.1
日本	1.0	2.0	1.0	1.0	0.1	0.2
アジア	4.1	5.0	4.7	4.4	0.2	0.2
中国	3.0	5.2	4.6	4.2	0.4	0.2
NIEs	2.2	1.4	2.1	1.7	▲ 0.1	0.2
ASEAN5	5.9	4.6	4.5	4.6	▲ 0.1	0.1
インド	6.7	6.7	6.1	6.0	–	▲ 0.1
オーストラリア	3.7	1.9	1.8	1.7	0.1	–
日本(年度)	1.5	1.6	1.1	0.7	▲ 0.2	0.3

米欧の高金利と中国減速の下で2024年は景気減速。2025年は米欧ASEAN等がけん引役となり緩やかに回復

供給制約(ヒト・モノ不足)緩和とインフレ鈍化が進展。金融引き締め効果が次第に顕在化するも、雇用所得環境は底堅さを維持。2025年は成長率上昇へ

高金利が総需要を下押し。2023年後半～2024年前半はマイナス成長。2025年は回復へ

不動産部門の調整長期化や消費マインド低迷が続く。巨額の景気刺激策にも慎重スタンス。先行き成長率鈍化が続く

ペントアップ需要がはく落。グローバル製造業の持ち直しも緩慢。成長モメンタムは鈍化へ

(注) 網掛け部分は予測値。世界成長率は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

世界観:ラストワンマイルに潜むジレンマ～難しさを増す財政金融政策の舵取り

現状と見通し

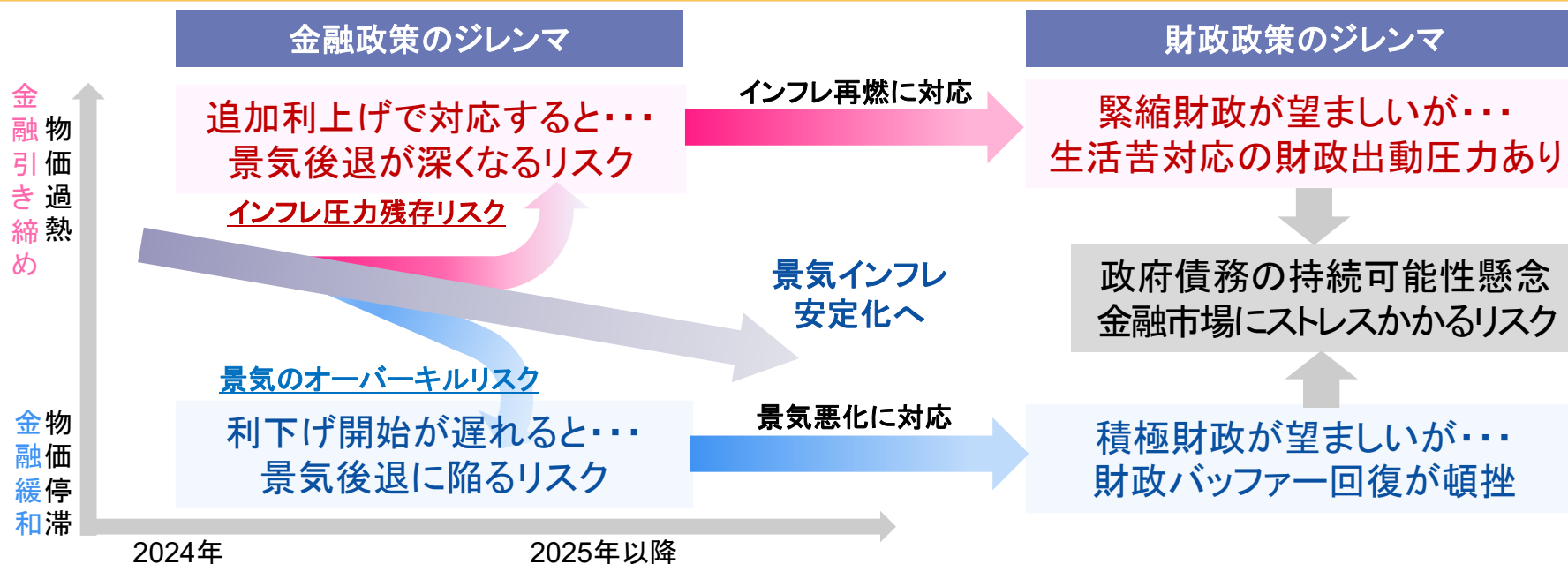
金融引き締め「**総需要抑制**」・コロナ後の「**供給制約緩和**」
インフレが着実に鈍化

金融政策は「**段階的に利下げ**」・財政政策は「**景気中立的な財政運営**」
景気インフレ安定化へ

リスク

金融政策は根強い「**インフレ圧力残存リスク**」への対応に縛られる
財政政策は「**景気減速リスク**」に対応。財政出動・政府債務増で市場ストレス懸念も

「**金融政策の反応の遅れ**」と「**財政政策の対応余地の乏しさ**」が景気後退を深くするリスク

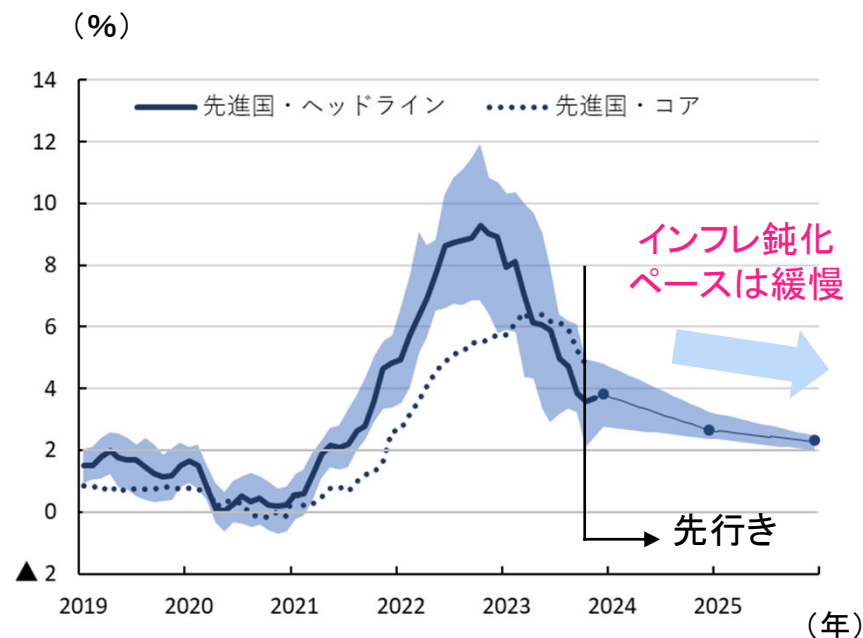


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界観：インフレはピークアウトも2025年までインフレ圧力残存

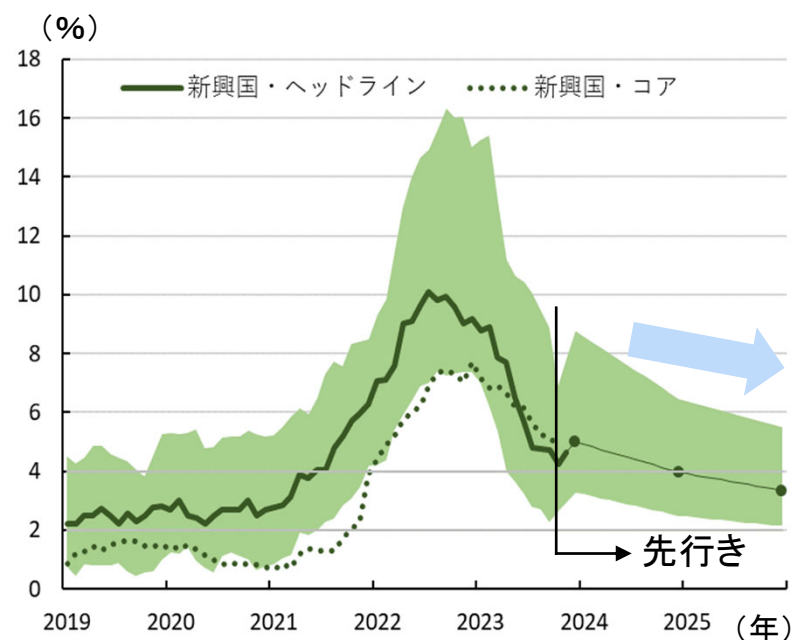
- 世界インフレは、パンデミックや地政学的緊張を起点とした資源価格急騰やサプライチェーン途絶の影響で財価格を中心に急上昇したものの、足もとは既にピークアウト
- 先進主要国では2025年中までインフレ目標2%を上回る。金融政策は総じてインフレ圧力残存への警戒が残る
 - 先進国は人手不足等による賃金・サービス価格の上昇圧力が根強い。新興国はアジア中心に食料インフレが残存
 - 先進国・新興国ともに、先行きのインフレ率水準はパンデミック前よりも水準を切り上げる

先進国のインフレ率



(注1) 約30カ国のデータから作成
(注2) 折れ線は中央値、シャドーは第1四分位から第3四分位の分布
(注3) 2023年10月までは実績値、以降は各年末のIMF見通しを結んでおり、月次データは存在しない
(出所) Refinitiv、IMF、OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

新興国のインフレ率

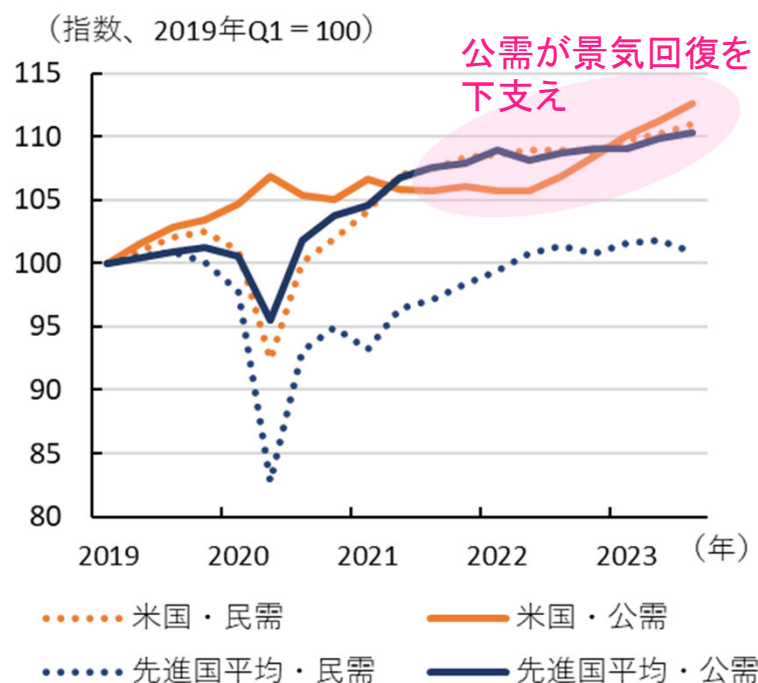


(注1) 約70カ国のデータから作成
(注2) 折れ線は中央値、シャドーは第1四分位から第3四分位の分布
(注3) 2023年10月までは実績値、以降は各年末のIMF見通しを結んでおり、月次データは存在しない
(出所) Refinitiv、IMF、OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

世界観：公需がコロナ後の景気を下支え。政府債務は積み上がり

- 公需がコロナ後の景気を下支え。他方で民需の回復は緩慢
 - ― ただし、米国では民需と公需がともに成長
- 政府債務残高は、コロナ禍の巨額財政出動により急増。将来の政策対応バッファの回復を目指し、足もと各国の財政収支は縮小方向へ
 - ― 他方、コロナ関連支出は一服するものの、高齢化に伴う社会保障・医療費増や、脱炭素・サプライチェーン再構築など新しい経済社会への移行に向けた公的支援増をはじめ、構造的な財政支出ニーズは根強く残存

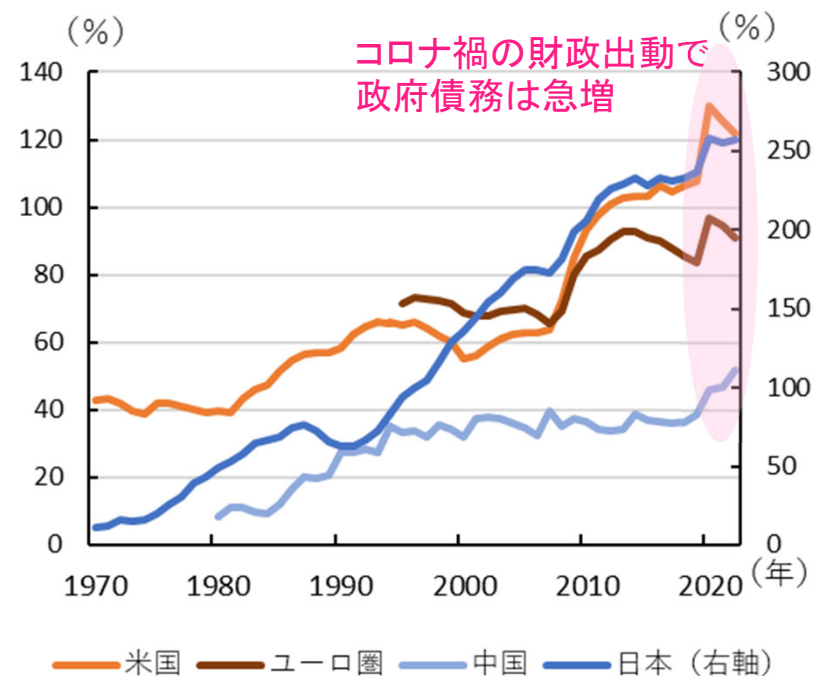
先進国の公需・民需



(注) 先進国平均は、日本、ユーロ圏、英国、カナダの平均

(出所) 各国資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

主要国の政府債務残高



(注) 対名目GDP比率

(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

主要国の論点と評価

米国	インフレ鈍化の背景と景気減速の深さをどうみるか	◆ ヒト・モノ不足(供給制約)の緩和によりインフレは予想以上に鈍化 ◆ インフレ鈍化により過度な金融引き締めと景気下押しの必要性は低下 ◆ 金融引き締め(需要抑制)効果は顕在化するも雇用所得環境の大幅悪化は回避 ◆ 2024年のマイナス成長は回避、グロースリセッションへ
欧州	賃金・物価先行きをどう見るか。利下げのタイミングはいつか	◆ エネルギーコストの転嫁一服や景気の悪化を受けてインフレ鈍化が続く ◆ 賃金も先行きピークアウトに転じる見込み。ただし、2024年春にかけての労使交渉は要注視 ◆ ECBは賃金の鈍化を確認した後2024年4～6月期に利下げに転じると予想
新興国	中国不動産不況、アジアの景気回復のタイミングはいつか	◆ 中国はインフラ投資が景気を下支えするが、消費マインドの低迷や不動産部門の調整を受け2024年以降は減速。人口減、国内統治強化、米中対立激化等の構造要因も成長を下押し ◆ NIEsとASEANは2024年前半は減速。回復は外需持ち直しと金融引き締めの解除が見込める2024年半ば以降。インドは海外投資や政府のインフラ投資による投資けん引型の成長が続く
日本	賃金・物価の行方をどうみるか	◆ 2024年春闘は前年を上回り高水準を維持するものの、実質賃金の前年比マイナスは2024年度前半まで継続。個人消費は力強さを欠き、需給ギャップのプラス転化は2024年後半に ◆ 需要面からの物価押し上げは期待薄で、中小企業は賃上げに慎重に。2025年度に名目賃金・消費者物価前年比はいずれも+1%台へ鈍化(物価基調2%のモメンタムは維持できず)
金融市場	日米金融政策の変更の影響をどうみるか	◆ 日銀の引き締め転換を反映して、日本の長期金利は1%台前半で推移する見通し ◆ 米長期金利は4%近傍まで上昇するものの、その後は3%台後半へ ◆ ドル円は日米金利差の縮小を背景に1ドル=120円台後半まで円高・ドル安が進む見込み ◆ 米国株は全体的に上昇が続くと予想。日本株は円高を背景に2024年半ばにかけ下落へ

(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：景気は減速もマイナス成長は回避、「グロース・リセッション」へ

- 2024・2025年の実質GDP成長率は、+1.2%、+1.5%と予想
 - ― 足元は、企業の生産設備の増強、移民・プライム層による労働供給の増加により、マクロ全体の供給力が改善。ヒト・モノ不足（供給制約）が緩和され、インフレ率は着実に減速
 - ― 2024年半ばにかけて、企業部門を中心に利上げ影響が顕在化。次第に企業の人材採用意欲は後退するが、景気に左右されにくい医療と政府等の「岩盤」産業に移民やプライム層が流れ込み、雇用の深刻な悪化は回避
 - ― FRBは、2024年4～6月期以降、インフレ圧力が再燃しないよう慎重に利下げを行うと予想

米国経済見通し総括表

		2022	2023	2024	2025	2023 (見通し)				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
実質GDP	前期比年率、%	1.9	2.4	1.2	1.5	2.2	2.1	5.2	1.0	0.5	0.2	0.6	1.4	2.0	2.2	1.5	1.5
個人消費	前期比年率、%	2.5	2.2	1.3	1.9	3.8	0.8	3.6	1.7	0.7	0.4	1.0	1.8	2.4	2.3	2.1	2.1
住宅投資	前期比年率、%	▲ 9.0	▲ 11	1.8	5.9	▲ 5.3	▲ 2.2	6.2	0.4	0.2	0.2	4.8	6.1	6.8	6.5	6.5	5.8
設備投資	前期比年率、%	5.2	4.2	0.5	1.4	5.7	7.4	1.3	0.0	▲ 0.6	▲ 1.0	0.8	1.5	1.4	1.7	1.7	2.8
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.0	▲ 0.2	0.1	0.3	▲ 2.2	0.0	1.4	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.5	0.5	0.1	0.0
政府支出	前期比年率、%	▲ 0.9	3.7	0.9	0.1	4.8	3.3	5.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.0	0.1	▲ 0.3	▲ 0.6	0.6	0.0	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.6
輸出	前期比年率、%	7.0	2.4	0.4	0.7	6.8	▲ 9.3	6.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.9	0.9	0.9	1.2
輸入	前期比年率、%	8.6	▲ 1.5	1.6	4.1	1.3	▲ 7.6	5.2	2.7	0.7	0.3	3.8	4.0	5.0	3.6	4.6	4.9
失業率	%	3.6	3.7	4.2	4.0	3.5	3.6	3.7	3.8	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0
個人消費支出デフレーター	前年比、%	6.5	3.8	2.6	2.3	5.0	3.9	3.4	3.1	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	5.2	4.2	2.5	2.3	4.8	4.6	3.9	3.4	2.8	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2

(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：見通しのポイント

「景気堅調」と「インフレ鈍化」が両立しているのはなぜか？

- ◆コロナ禍で行われた投資増を起点に製造業の生産能力や流通業のロジスティックスが正常化。
供給能力の正常化により「モノ不足」が解消し、小売段階の財インフレは目先さらに鈍化へ
- ◆移民やプライム層の労働参加が増加して「ヒト不足」が緩和。労働需給の緩和から企業の賃上げ意欲が後退し、賃金・サービス価格も鈍化へ。インフレ鈍化は家計の購買力・消費増を下支え

米国経済はこのまま底堅さを維持できるのか？

- ◆金融引き締め効果が企業部門を中心に顕在化していくものの、インフレ鈍化により過度な金融引き締め・景気下押しの必要性は低下
- ◆企業業績の悪化にともない人材の採用意欲は後退するものの、景気に左右されにくい医療と政府といった「岩盤」産業に移民やプライム層が流れ込むため、雇用所得環境の大幅悪化は回避

金融政策の先行きは？

- ◆FRBは、景気とインフレの着実な減速を確認した上で2024年4～6月期より利下げを開始
- ◆ただし、高齢者の早期退職という労働市場の構造的な人手不足要因が残る中、賃金インフレ圧力は残存。FRBはインフレ警戒バイアスを残しつつ、小幅かつ緩やかなペースで利下げを実施

米国：景気堅調でもインフレは鈍化傾向。雇用増と相まって家計購買力を下支え

■ インフレは着実に鈍化傾向

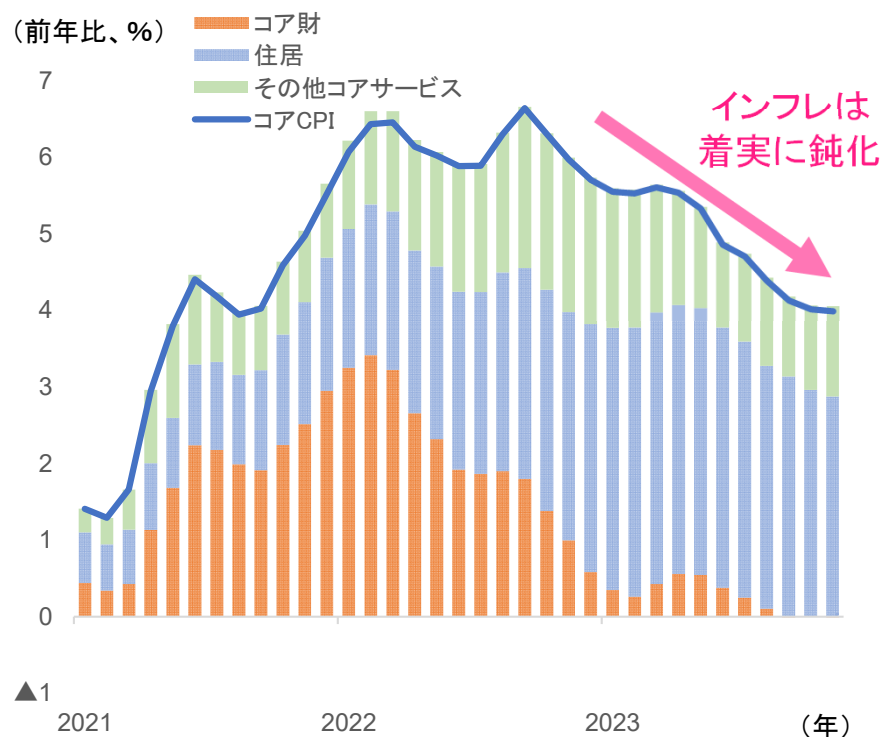
— 2023年11月コアCPIは前年比+4.0%と、コロナ後ピークの同+6.6%（2022年9月）から着実に低下

■ インフレ鈍化に伴い実質賃金の伸びはプラス転化。実質賃金上昇と雇用者数の増加が個人消費を下支え

— 消費の源泉となる実質雇用者報酬（実質賃金 × 非農業部門雇用者数 × 労働時間）は底堅く推移

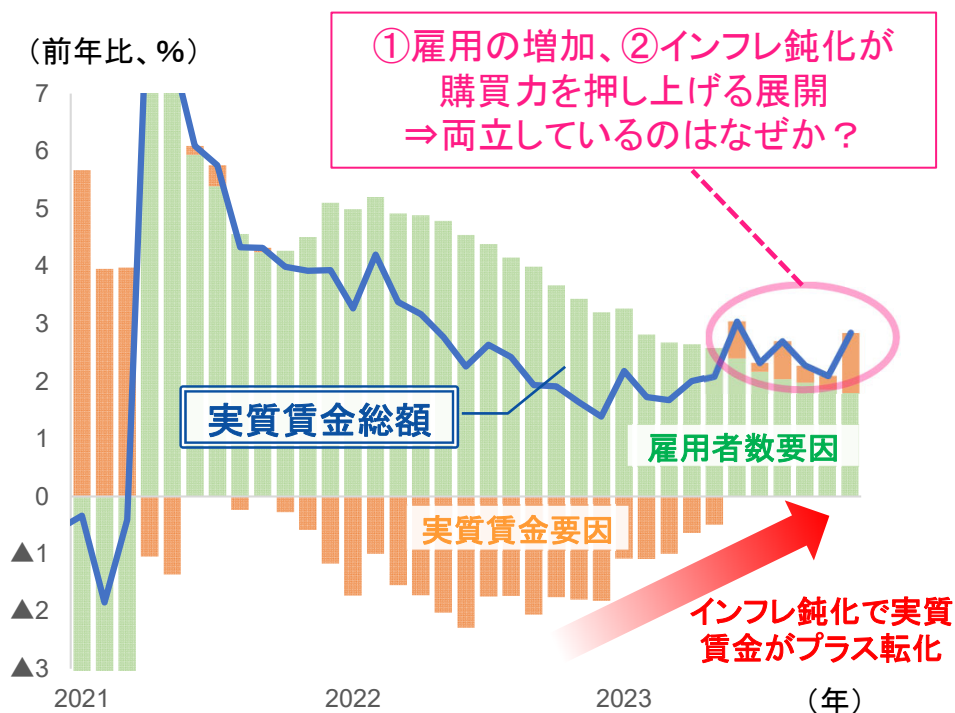
⇒ 本来、同時には起こらない「景気の底堅さ」と「インフレ鈍化」が両立しているのはなぜか？

コアCPI上昇率



（出所）米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

実質雇用者報酬



（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：製造業の供給能力は正常化。「モノ不足」は着実に解消へ

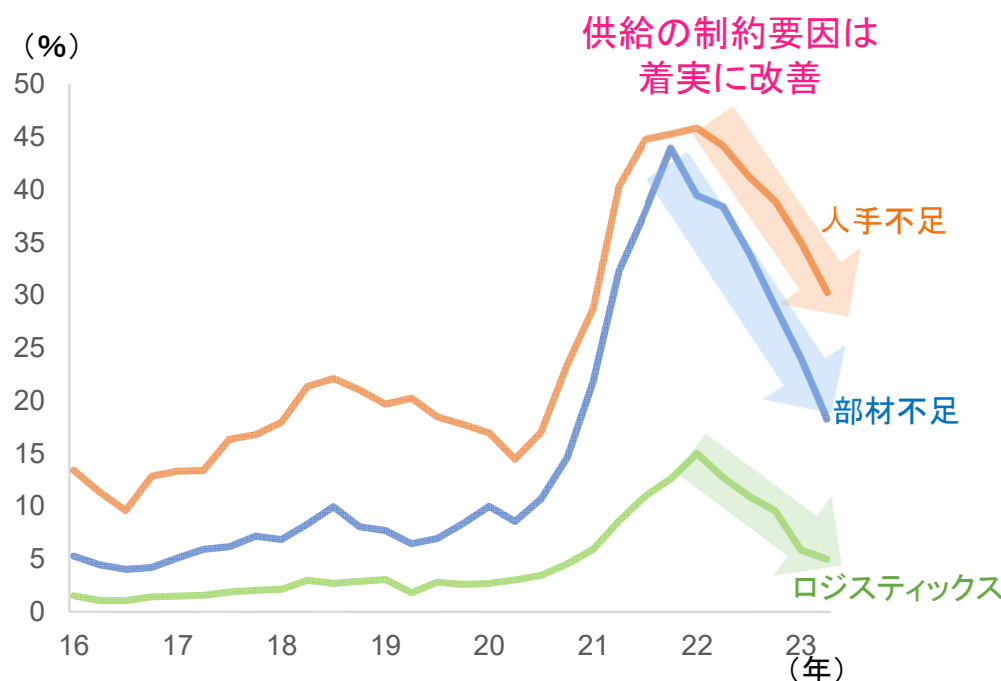
■ 製造業の稼働率は正常化

- 供給制約要因としての「部材不足」と「ロジスティックス」は着実に改善。サプライチェーンの正常化を示唆
- これまで「製造・流通段階」でのモノ不足は、過去の年末商戦でみられた「小売段階」のモノ不足として財インフレへと波及していたが、そうした状況は大きく緩和される見込み

■ 製造業の生産能力はコロナ前水準に回復

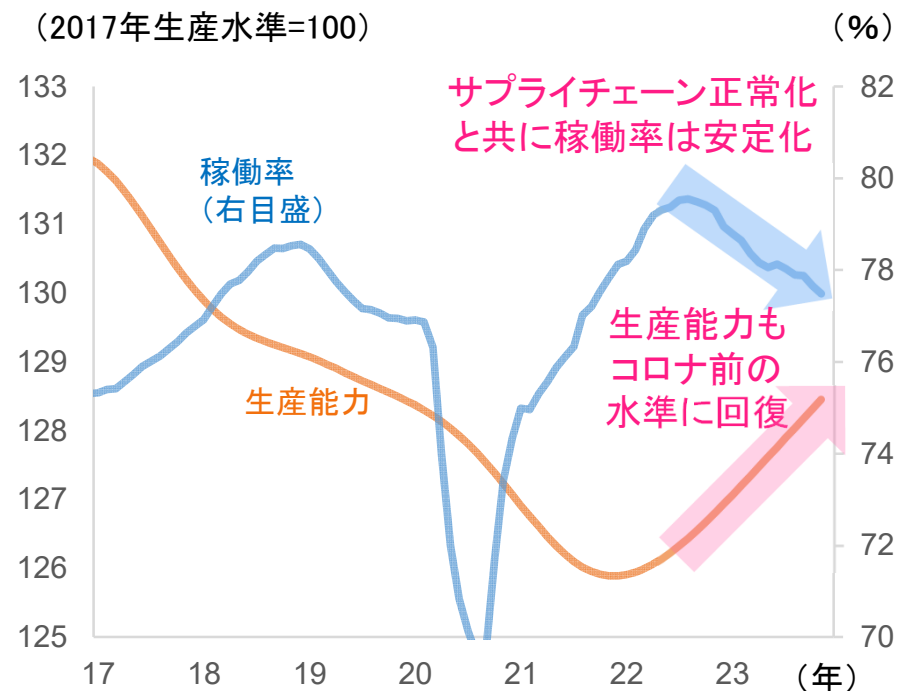
- 先行きバイデン政権の産業政策(CHIPS法・IRA法)等の後押しされた設備投資も、生産能力回復を支える見込み

製造業の供給制約要因(企業調査)



(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

製造業の稼働率と生産能力



(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：モノ不足解消で小売業者の価格支配力は低下。財インフレは安定化へ

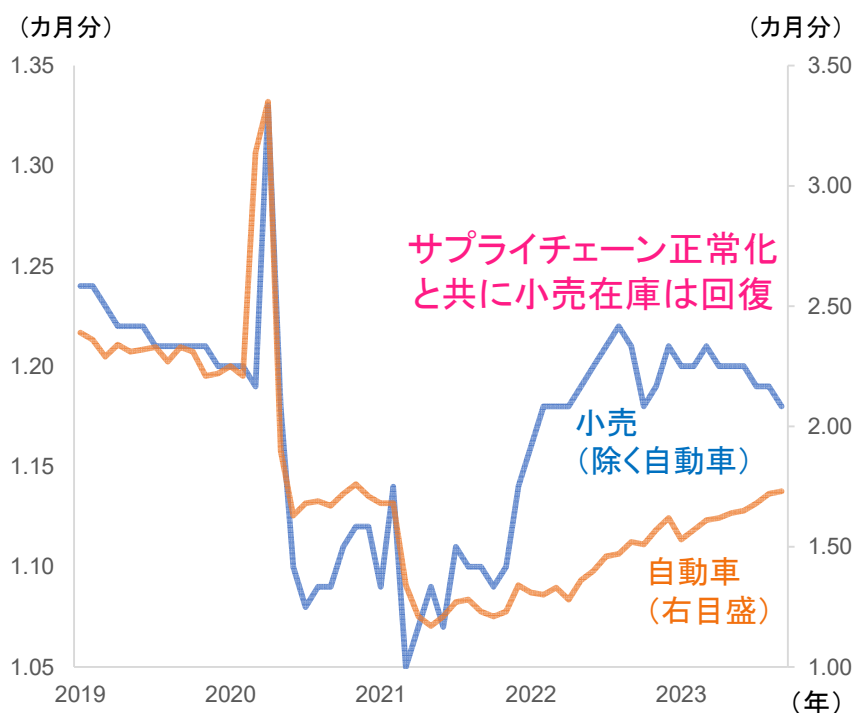
■ サプライチェーン正常化とともに小売業の在庫水準は回復

- 車載半導体の供給難が続いていた自動車でも在庫水準は回復傾向。先行きは、UAWのストライキに伴い10～11月に自動車生産が一部停止していた影響を受けつつも、在庫回復トレンドが続く見込み

■ 製造・流通段階の財インフレはすでに下落。小売段階の財インフレも今後さらに安定化へ

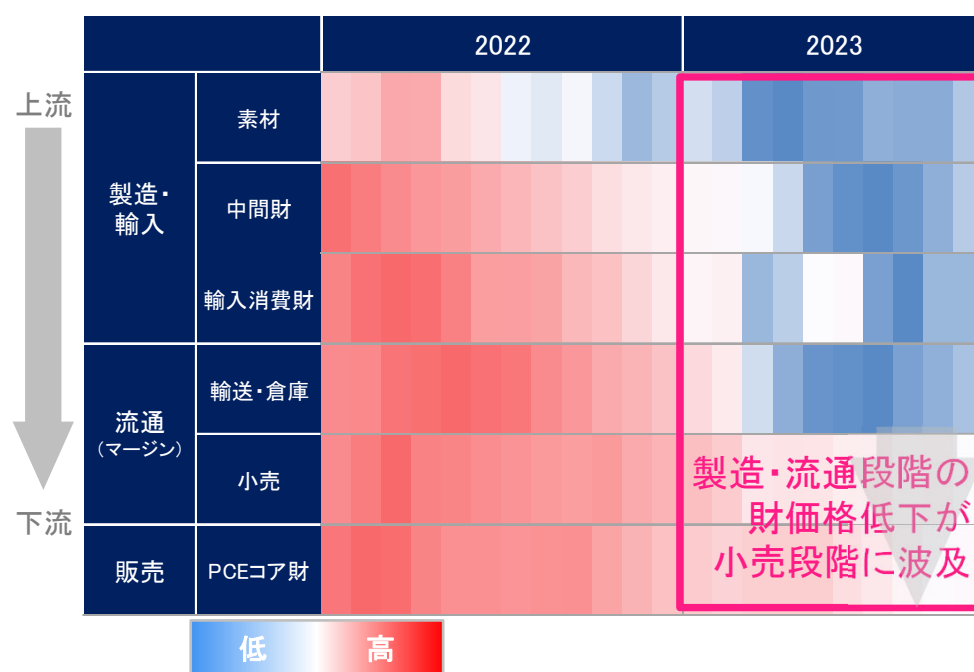
- 資源・部材価格上昇とモノ不足の下で価格支配力を強めた企業のマージン(単位利潤等)引き上げも、足もとすでに後退

小売業の在庫率



(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

生産段階別の財インフレ上昇率

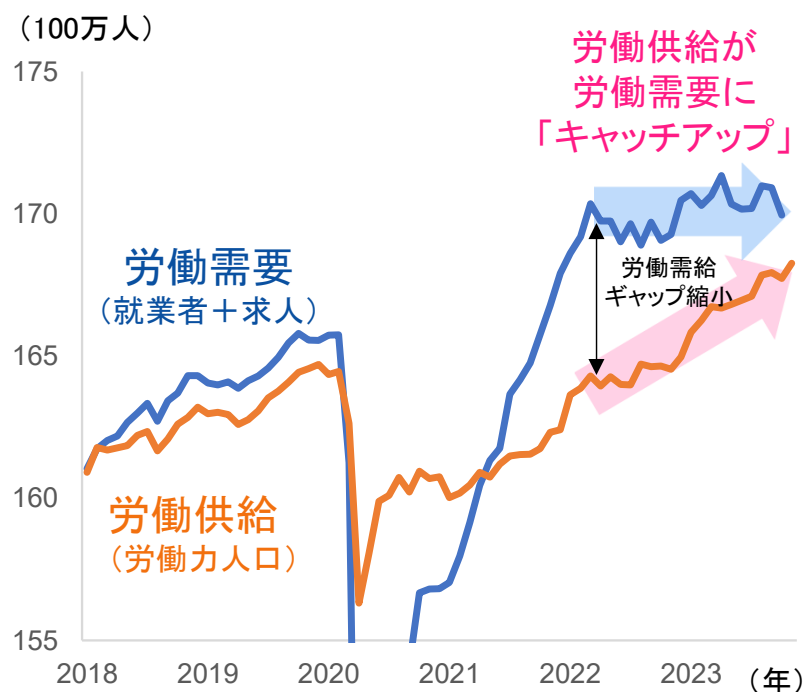


(出所) 米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：労働供給が労働需要にキャッチアップ。移民・プライム層が「ヒト不足」を緩和

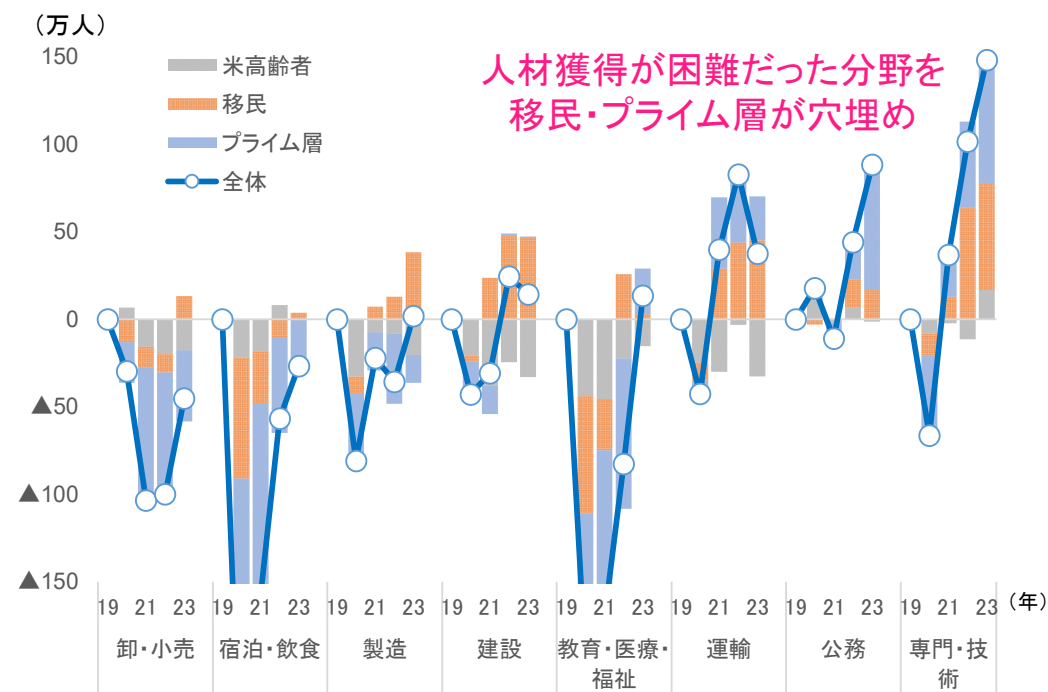
- 労働供給は回復傾向にあり、労働需要に「キャッチアップ」
- パンデミック後に高齢層が早期退職した一方、移民とプライム層の労働参加がその穴を埋める形で増加
 - 移民増加の背景には、バイデン政権後の流入増も後押し。ただし、2024年大統領選挙で移民に後ろ向きな共和党が勝利すれば、移民流入が減少し労働供給不足が再燃するリスクあり
 - プライム層増加の背景には、コロナ禍で子育てのため仕事を辞めた女性労働者が労働復帰していること、労働参加率が高い高学歴層の労働者が増加していることが影響

労働需給ギャップ



(出所) 米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

産業別労働者(2019年以降の累積変化)



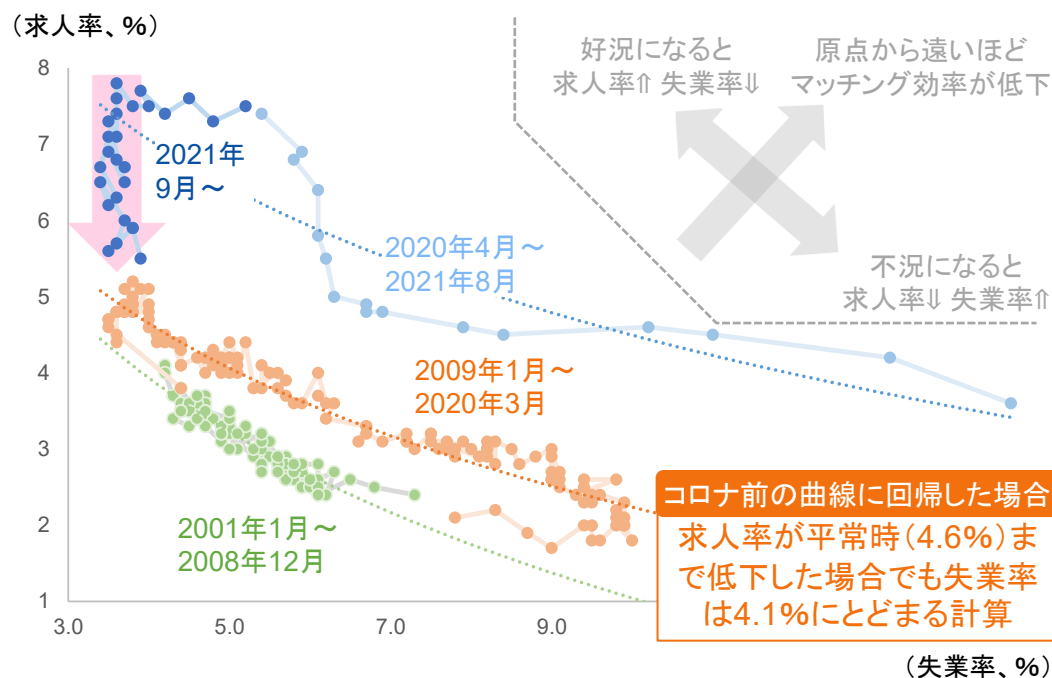
(注) 各年10月時点のデータ

(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:ヒト不足緩和で企業の賃上げ意欲は後退。サービス物価の減速を後押し

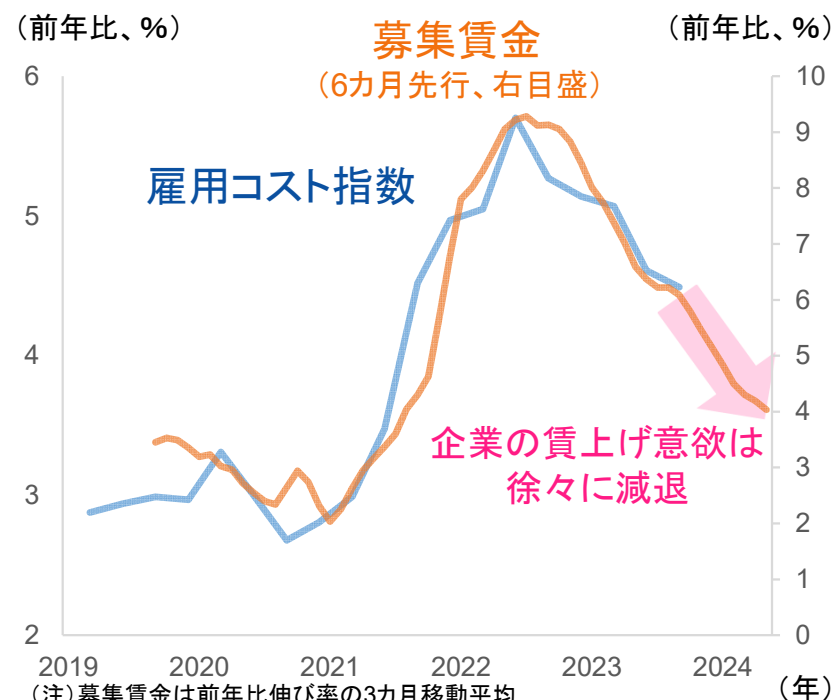
- 足もとと失業率が上昇せずに求人率が低下傾向。労働需要(求人)の減少もヒト不足緩和の一因に
 - この背景は、①コロナ後の求人(企業が求める人材)と求職(労働者が求める職業)との間のミスマッチの解消(構造要因)、②コロナ後に人手不足の深刻化で求人意欲を強めていた企業による労働需要の減少(景気要因)
 - コロナ前のベバリッジ曲線まで戻れば、求人率が現時点(5.7%)から平常時(4.6%)まで低下しても、**失業率は4.1%に。2024年の失業率はこれを幾分上回ると想定(大幅な雇用喪失なき景気減速≒グロス・リセッション)**
- **企業が求人サイトに掲載する募集賃金はすでに鈍化**。先行き、賃金との連動性が高いサービス物価の減速を後押し

ベバリッジ曲線(求人率と失業率)



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

募集賃金と雇用コスト指数



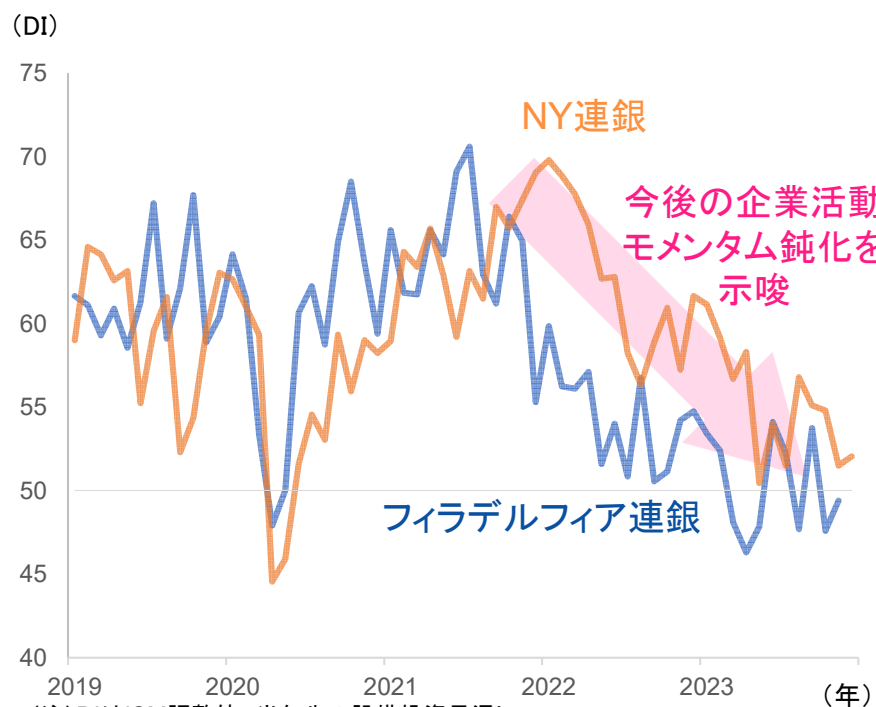
(注) 募集賃金は前年比伸び率の3カ月移動平均

(出所) 米国労働省、Indeedより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：企業活動は先行き鈍化するも、雇用所得の「岩盤」が下支え

- フィラデルフィア連銀やNY連銀が公表する製造業の半年先の設備投資見通しは低下傾向
 - 金融引き締めによる資金調達環境のタイト化などを受けて、企業活動のモメンタムは先行き鈍化へ
- 企業業績の悪化とともに人材の採用意欲は後退するものの、雇用者数の大幅減少は回避される見込み
 - 景気に左右されにくい医療や政府といった「岩盤」産業に移民やプライム層が流れ込むことで、雇用所得環境の大幅悪化は回避される見込み

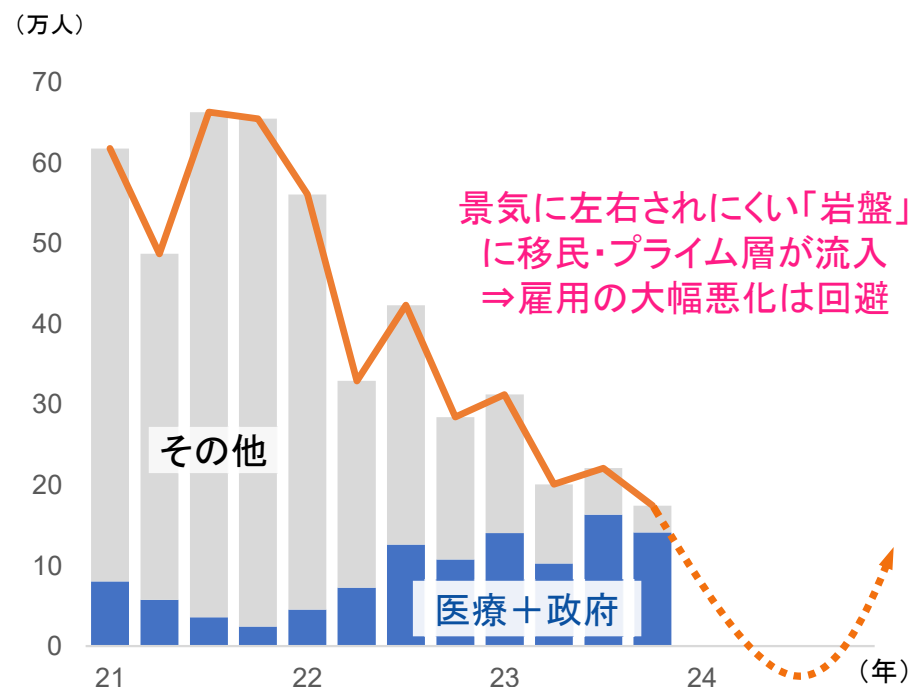
米製造業の設備投資見通し



(注) DIはISM調整値。半年先の設備投資見通し

(出所) NY連銀、フィラデルフィア連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

非農業部門雇用者数増減の見通し



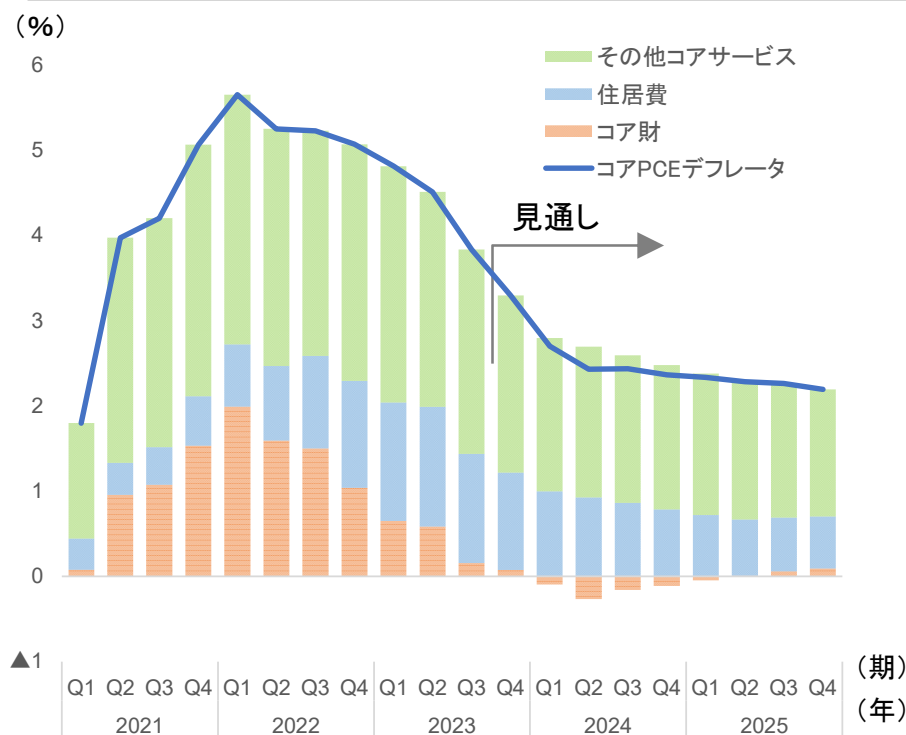
(注) 四半期ごとの月平均値。24年Q4の値は、10・11月平均の値

(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

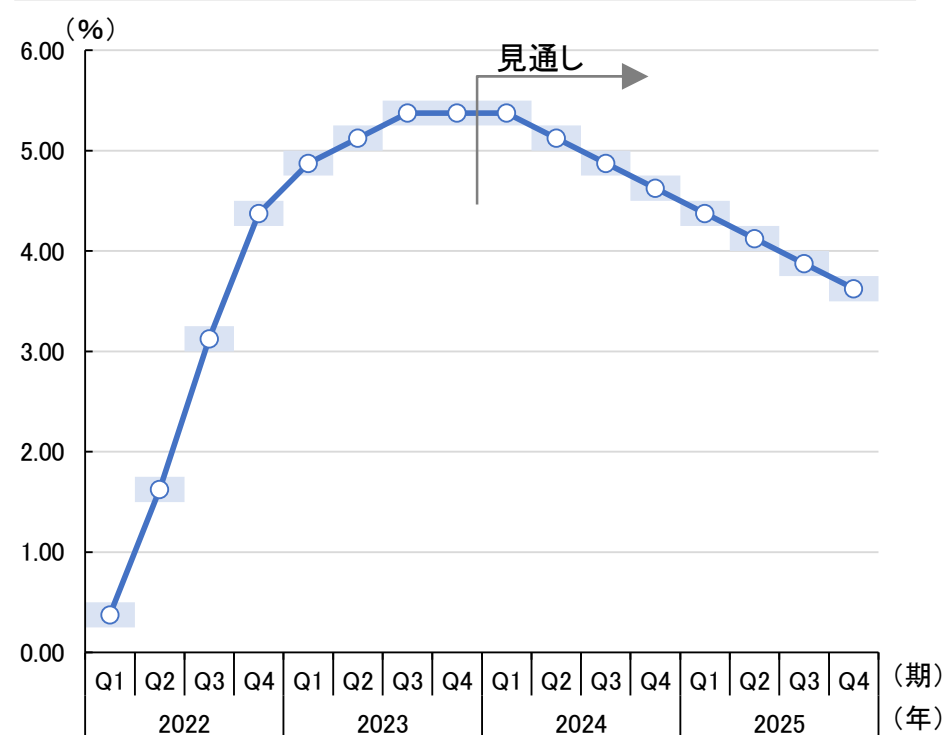
米国：FRB利下げ開始時期は2024年4～6月期を予想

- インフレ率は、2024年4～6月期にかけて着実に鈍化する見通し
 - 2024年7～9月期以降は、供給制約緩和の効果が一服するもとで財価格が安定化する一方、賃金・サービス物価の減速ペースがごく緩やかなものにとどまるため、総じてみればインフレ率の低下幅は縮小へ
 - コアPCEデフレーターは、2024年末に2.4%、2025年末に2.2%と次第に鈍化
- FRBは2024年4～6月期に利下げ開始。その後は、小幅かつ緩やかなペースで利下げを継続すると予想

コアPCEデフレーター見通し



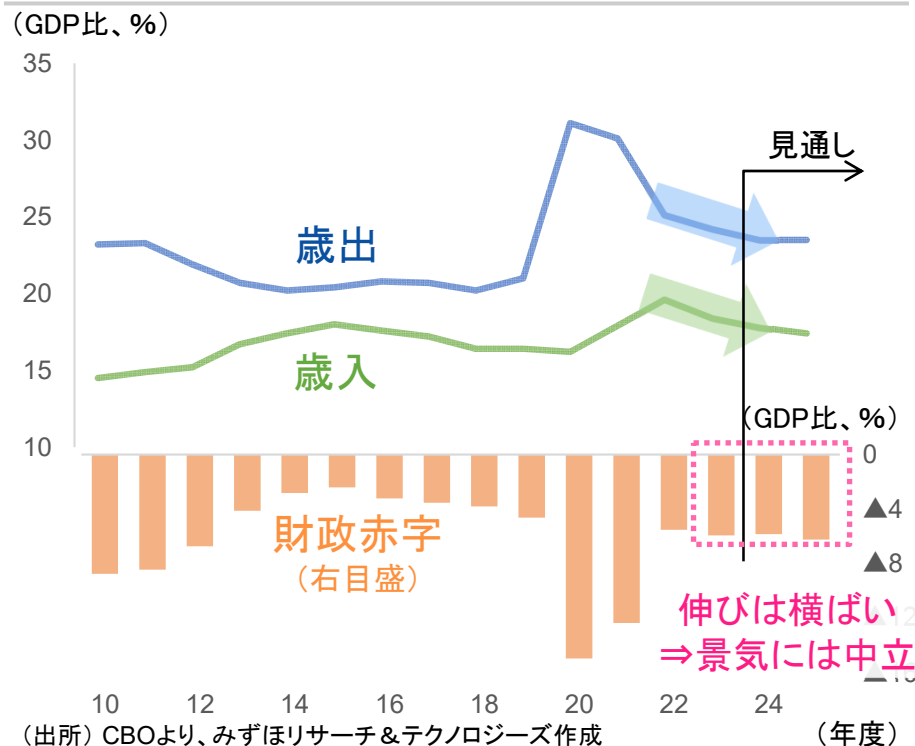
金融政策見通し



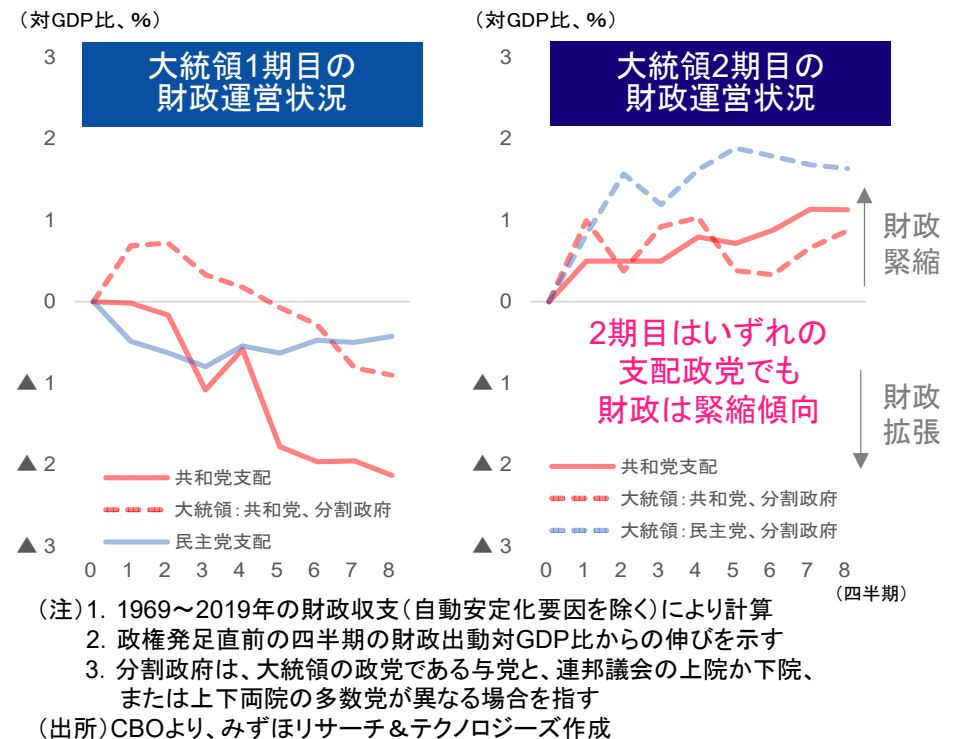
米国:コロナ関連支出は終了。財政政策は景気中立的に

- コロナ関連支出の終了に伴い財政支出対GDP比は縮小。2024・2025年前半は景気中立的な財政運営に
 - 2024年11月に大統領・議会選挙を実施。2026年度(2025年10月～2026年9月)以降の予算は新政権が策定
 - 過去の財政出動のパターンをみると、大統領2期目の政権は議会構成に関わらず緊縮的となる傾向あり

歳出・歳入の見通し(名目GDP比)



(参考)各政権発足以降の財政収支の拡張・緊縮の度合い



(2) ユーロ圏: 2024年初にかけ小幅なりセッションへ。持ち直しは2024年後半以降

- 2023・2024年の実質GDP成長率は+0.4%、+0.4%と予測
 - ユーロ圏経済は、利上げの影響や海外経済減速の影響から、2024年初にかけ小幅なりセッションが続く
- 2025年の実質GDP成長率は+1.5%と予測
 - インフレ鎮静化と欧州中央銀行（ECB）の利下げが見込まれる2024年後半以降に景気持ち直しへ

ユーロ圏: 短期見通し総括表

		2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025			
		(見通し)				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比、%	3.4	0.4	0.4	1.5	0.7	0.8	0.5	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
内需	前期比、%	3.5	0.2	0.4	1.3	▲ 0.0	0.7	1.0	▲ 0.5	▲ 0.6	0.8	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
個人消費	前期比、%	4.2	0.5	0.6	1.3	▲ 0.0	0.8	1.3	▲ 0.8	0.0	0.0	0.3	▲ 0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2
総固定資本形成	前期比、%	2.6	0.7	▲ 0.4	1.2	▲ 0.5	0.5	1.3	▲ 0.4	0.4	▲ 0.1	0.0	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3
政府消費	前期比、%	1.6	0.0	▲ 0.2	0.3	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	▲ 0.5	0.2	0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.3	▲ 0.2	0.2	0.2	▲ 0.1	0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.5	0.7	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	0.2	0.8	0.2	▲ 0.5	0.4	0.6	▲ 0.6	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
輸出	前期比、%	7.2	▲ 0.8	▲ 0.6	1.2	1.6	2.0	1.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 0.1	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
輸入	前期比、%	7.9	▲ 1.4	▲ 0.5	0.8	0.1	1.8	2.4	▲ 1.1	▲ 1.6	0.0	▲ 1.2	▲ 0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
消費者物価指数	前年比、%	8.4	5.4	2.1	2.0	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	2.7	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9	2.0
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	3.9	4.9	2.5	2.1	2.7	3.7	4.4	5.1	5.5	5.5	5.1	3.5	2.9	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1

(注) 網掛けはみずほリサーチ&テクノロジーズによる予測値
 (出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：実質所得は改善もローン返済負担増が消費回復の重石に

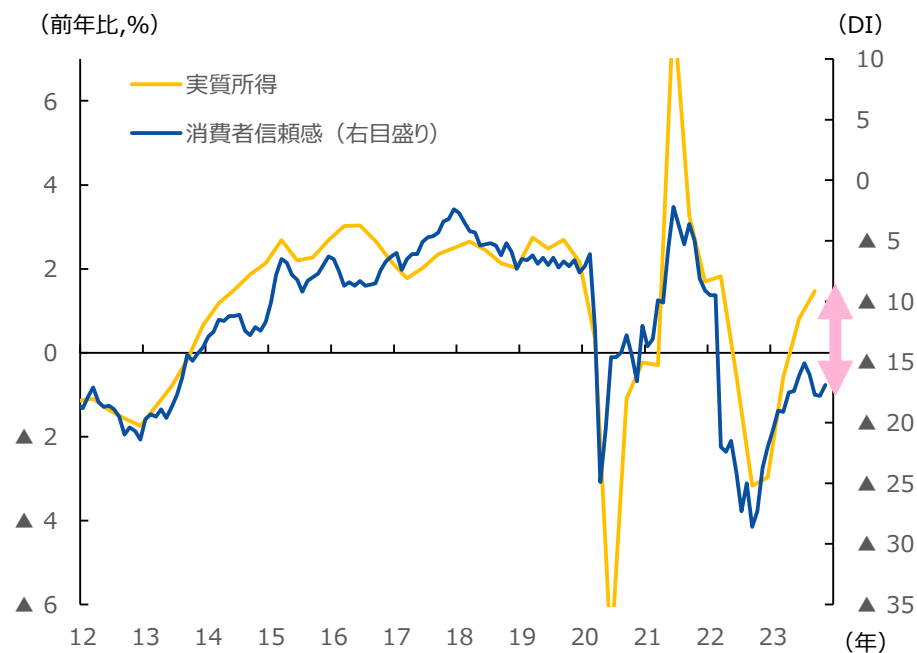
- 2023年7～9月期のGDP個人消費は前期比+0.3%と力強さに欠く
- 先行きも、消費は緩やかなペースでの回復にとどまる見込み
 - インフレ鈍化による実質所得の改善は消費を下支え
 - 住宅ローン金利の上昇等を背景に実質所得が改善する中でも消費者マインドは低水準。消費回復の重石に

ユーロ圏：GDP個人消費



(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：実質所得と消費者マインド



(注) 実質所得 = 名目雇用者報酬 / 消費者物価

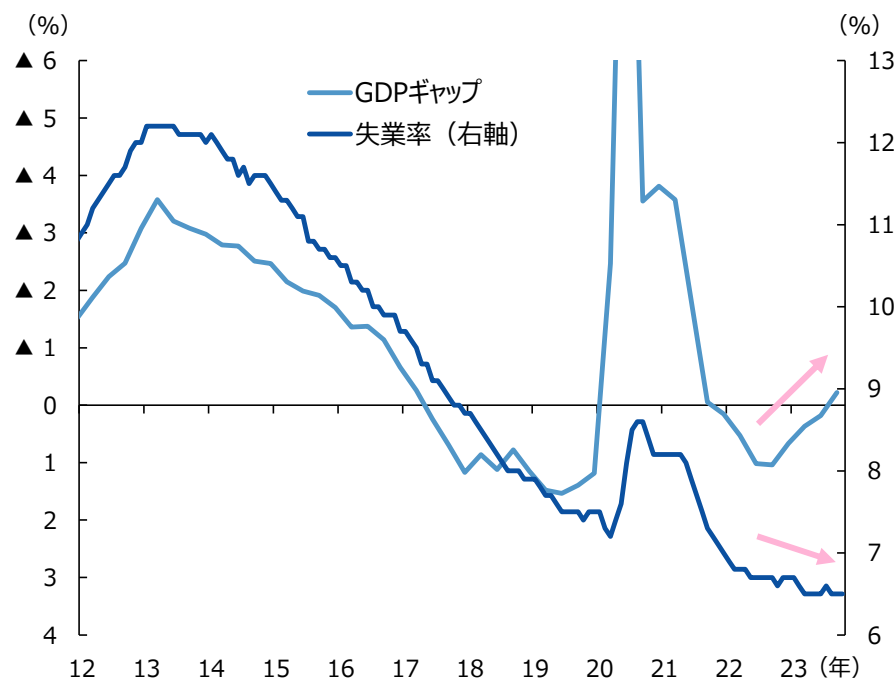
(出所) Eurostat、ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：雇用は景気とデカップリング。労働時間の減少が人手不足に拍車

■ 直近の失業率は6.5%と過去最低水準。景気停滞でも雇用は依然として堅調

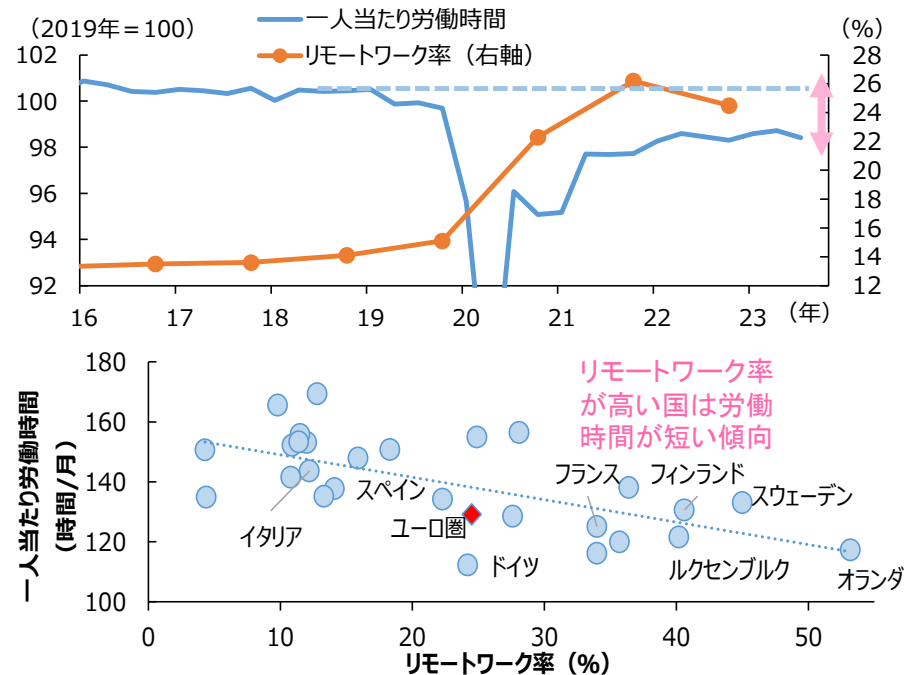
- コロナ禍以降、リモートワーク率の上昇とともに一人当たり労働時間の水準は低下。人々の働き方の変化が人手不足感をさらに強めて労働需給の引き締まりを一段と強めていることを示唆。国別でみると、リモートワーク率が高い国は一人当たり労働時間が短い傾向あり
- 先行きは、リモートワークの普及が働き方の柔軟化へとつながることで、労働時間減少の影響が次第に緩和していく可能性も

ユーロ圏：GDPギャップと失業率



(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：リモートワーク率と労働時間



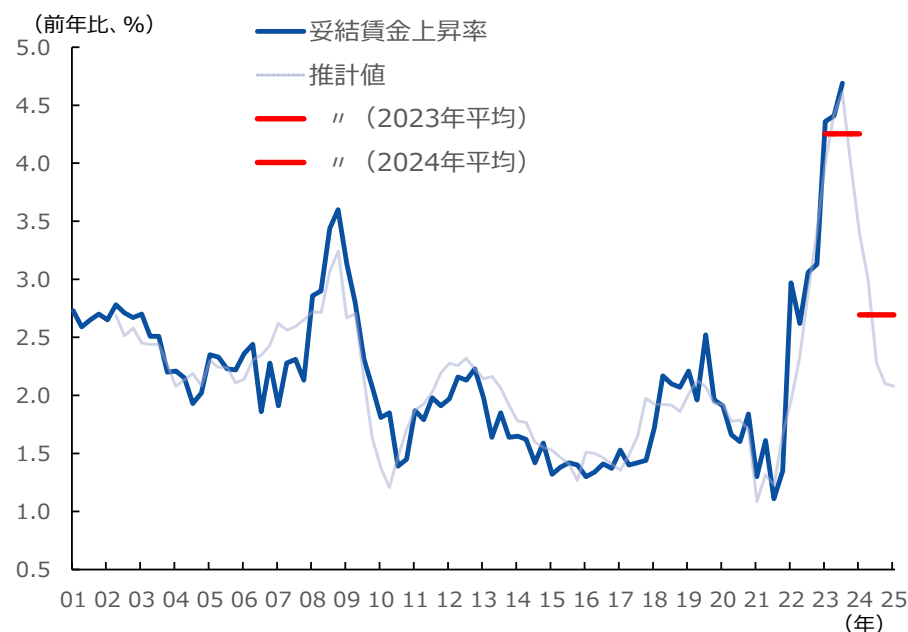
(注) 下図は2022年のEUのデータを使用

(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：賃金はピークアウトしエネルギーコスト転嫁も一服、インフレ鈍化が継続

- ユーロ圏の2023年7～9月期妥結賃金は前年比+4.7%に加速(4～6月期：同+4.4%)
 - 今後は、**インフレ鈍化を受けた賃上げ要求圧力の緩和**により、賃金の伸びもピークアウトに向かう
- 先行きは**景気悪化による下押しも加わりインフレは鈍化傾向**が続く見込み
 - エネルギー価格下落の影響が川下にも波及し、11月はコア物価も同+3.6%(10月：同+4.2%)と減速
 - 国別では、これまで特にエネルギー価格の上昇が大きかったバルト三国等のコア物価が足元で大幅に鈍化

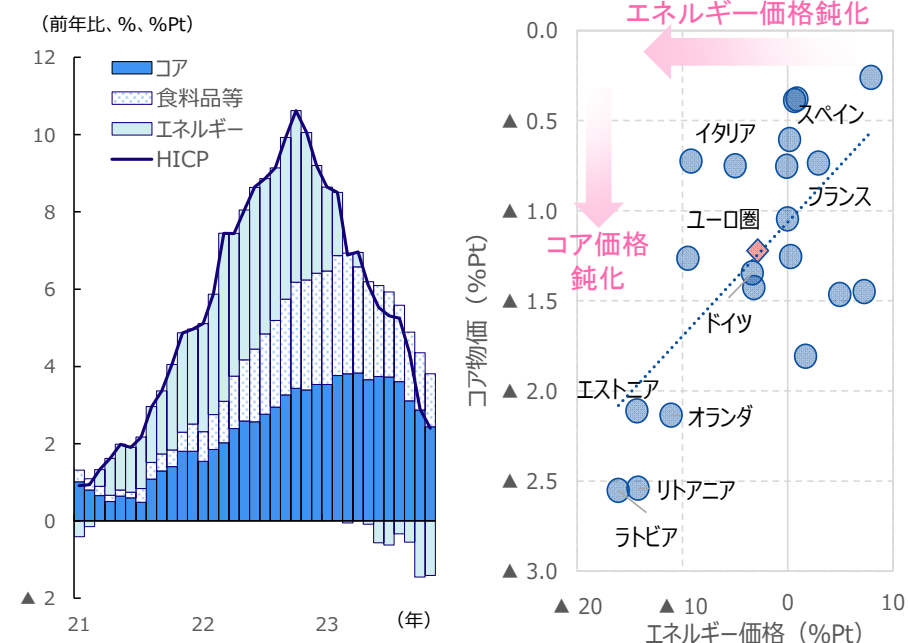
ユーロ圏：賃金上昇率の見通し



(注) 推計値はインフレ率(3期ラグ)と需給ギャップ(3期ラグ)を説明変数とする重回帰分析に基づく

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

ユーロ圏：消費者物価(左)・エネルギーとコア物価(右)



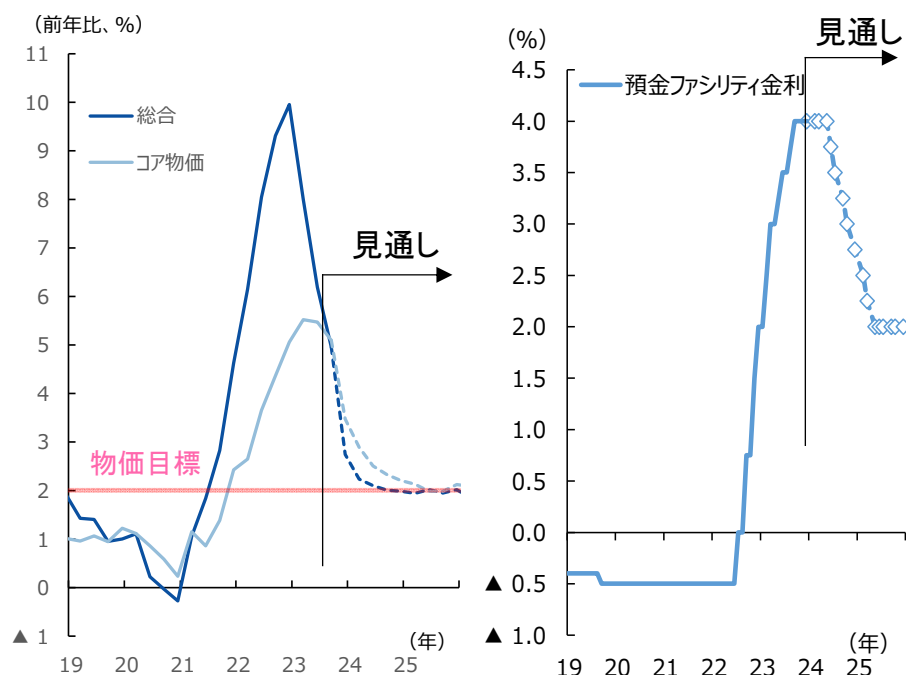
(注) 右図の縦軸は2023年10～11月のコア物価前年比前期差(ドイツは政策要因を調整後)。横軸は1期ラグ(2023年7～9月)のエネルギー価格前年比前期差

(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利下げ開始は2024年4～6月期。PEPP再投資縮小の影響は軽微

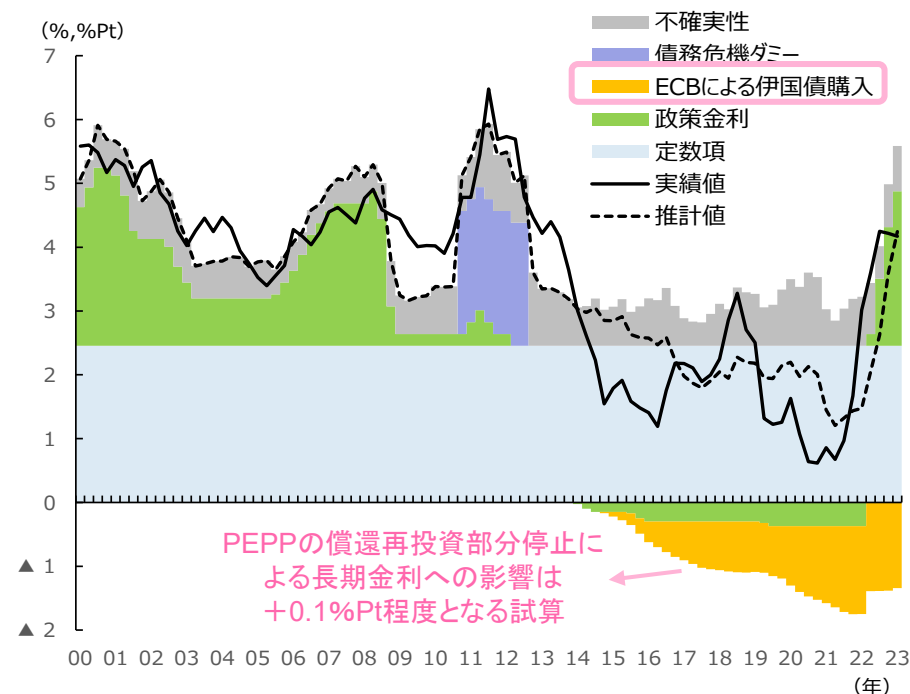
- ECBは10月理事会で11会合振りの利上げ見送り、続く12月理事会でも政策金利4.0%に据え置き
 - インフレの鈍化が鮮明となっていることから、次の一手は利下げとなる公算。利下げのタイミングは、インフレ率が2%に近づき、かつ春の労使交渉の結果が見えてくる2024年4～6月期と予想
 - 12月理事会では、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の国債再投資を2024年後半から月平均75億ユーロに減額決定。減額ペースは緩やかであることから、イタリア国債利回りへの影響は+0.1%Pt程度と軽微の見込み

ユーロ圏: インフレ率と政策金利の見通し



(出所)Eurostat、ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

イタリア: ECB国債購入による長期金利押し下げ効果

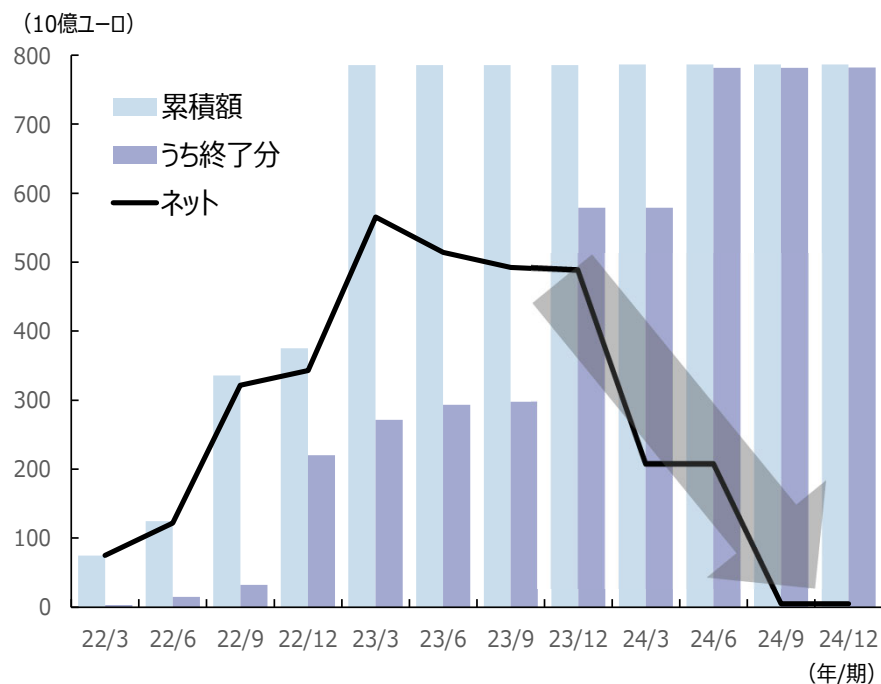


(出所)Eurostat、ECB、Refinitivなどより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：2024年は景気中立的な財政運営へ。伊仏等ではEU規律超過が継続

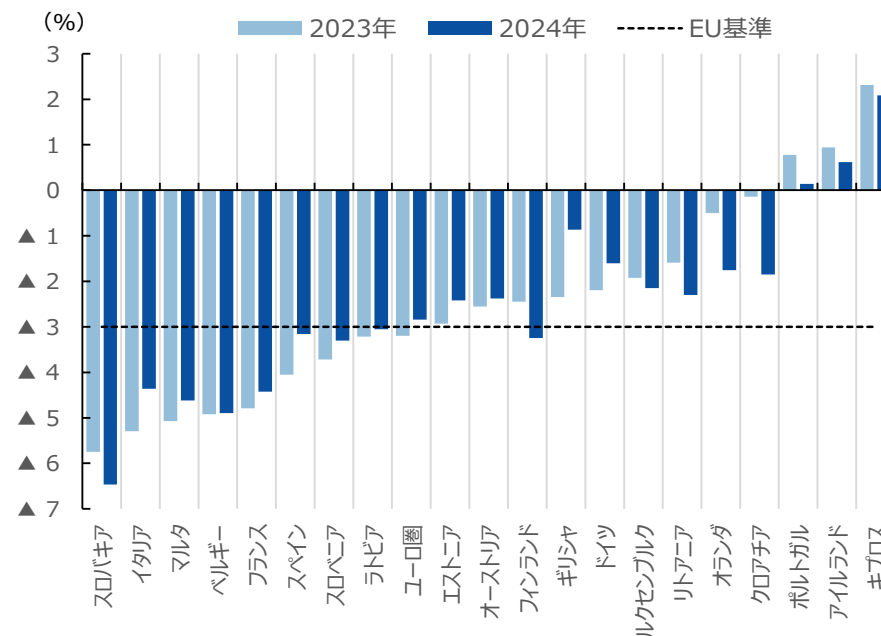
- これまでに打たれた各国の物価高対策は2023年末以降に順次終了
 - 2024年のユーロ圏の財政収支赤字は大半の国で縮小、ユーロ圏全体で見ると景気・物価に中立的な財政運営へ
 - 支出総額(対GDP比)が特に大きかったイタリアやドイツを中心に景気下支え効果がはく落へ
- 一部加盟国では2024年も財政赤字のEU規律超過が継続する見通し
 - イタリアやフランス等では、EUが求める財政規律要件に抵触

ユーロ圏：政府の物価高対策



(出所) Bruegelより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：財政収支(対GDP比)見通し



(注) 点線はEU加盟国に求められる財政規律要件

(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

(3) 新興国：中国は減速、NIEs・ASEAN回復は2024年半ば以降、インドは堅調

- 中国はインフラ投資が景気を下支えするものの、不動産部門の調整長期化や消費マインド低迷を受けて2024年以降は減速。政府が巨額の景気刺激策に慎重なほか、人口減少などの構造的な下押し要因から成長率鈍化が続く
- NIEsとASEANは外需低迷と金融引き締めにより減速。景気回復のタイミングは2024年半ば以降
 - NIEsの成長率はシリコンサイクル改善で2024年に上昇。ASEANは半導体依存の低さから2025年に回復後ずれ
- インドはインフレ圧力残存も、海外からの投資や政府のインフラ投資の伸びに支えられて内需好調を維持
 - 政策面の後押しを追い風に、投資けん引型の成長が続く見込み

新興国見通し総括表

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2021年	2022年				2023年			
			(見通し)			7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
アジア	7.4	4.1	5.0	4.7	4.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国	8.4	3.0	5.2	4.6	4.2	5.2	4.3	4.8	0.4	3.9	2.9	4.5	6.3	4.9
NIEs	5.7	2.2	1.4	2.1	1.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
韓国	4.3	2.6	1.3	1.9	1.7	4.1	4.3	3.1	2.9	3.2	1.4	0.9	0.9	1.4
台湾	6.6	2.6	1.0	2.4	1.7	4.2	5.1	3.8	3.5	4.0	▲ 0.7	▲ 3.5	1.4	2.3
香港	6.4	▲ 3.5	3.3	2.4	2.0	5.5	4.7	▲ 3.9	▲ 1.2	▲ 4.6	▲ 4.1	2.9	1.5	4.1
シンガポール	8.9	3.6	1.3	2.1	1.9	8.7	6.6	4.0	4.5	4.0	2.1	0.5	0.5	1.1
ASEAN5	3.4	5.9	4.6	4.5	4.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
インドネシア	3.7	5.3	5.0	4.3	4.6	3.5	5.0	5.0	5.5	5.7	5.0	5.0	5.2	4.9
タイ	1.5	2.6	2.9	3.6	2.7	▲ 0.2	1.9	2.2	2.5	4.6	1.4	2.6	1.8	1.5
マレーシア	3.3	8.7	4.4	3.9	4.0	▲ 4.2	3.6	4.8	8.8	14.1	7.1	5.6	2.9	3.3
フィリピン	5.7	7.6	5.1	5.3	5.3	7.0	7.9	8.0	7.5	7.7	7.1	6.4	4.3	5.9
ベトナム	2.6	8.0	4.9	6.3	6.7	▲ 6.0	5.2	5.1	7.8	13.7	5.9	3.3	4.1	5.3
インド	8.9	6.7	6.7	6.1	6.0	9.1	5.2	4.0	13.1	6.2	4.5	6.1	7.8	7.6
オーストラリア	5.2	3.7	1.9	1.8	1.7	4.6	5.0	3.6	3.9	5.7	2.7	2.3	1.8	2.5
(参考) NIEs + ASEAN5	4.3	4.5	3.4	3.6	3.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(参考) 中国を除くアジア	6.3	5.4	4.9	4.7	4.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

(出所) 各国統計、IMF等により、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：国債増発を伴うインフラ投資が景気を下支えも、先行き成長率鈍化が続く

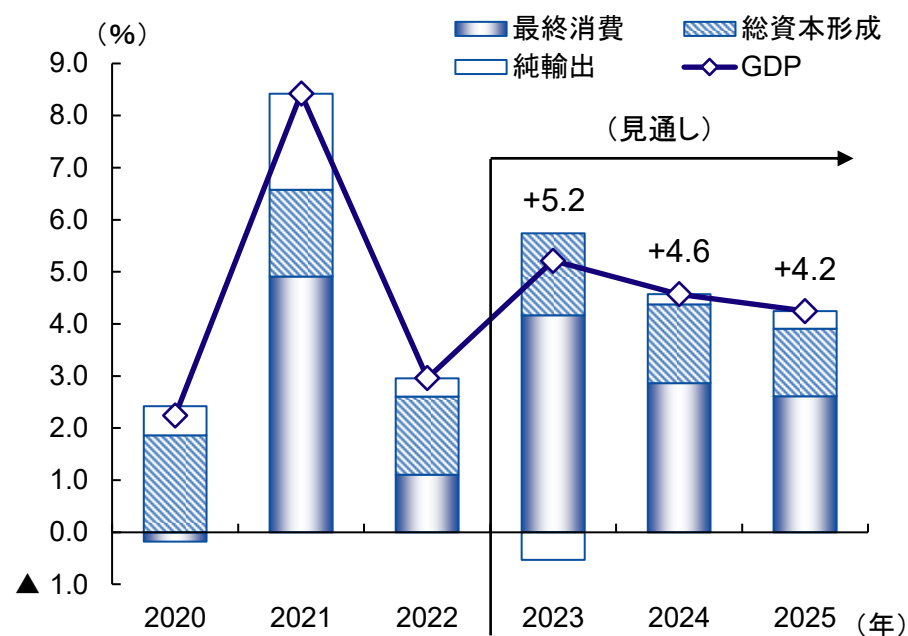
■ 2023・2024年のGDP成長率は+5.2%、+4.6%

- 2023年10月の災害復興などを目的とする1兆元国債増発とインフラ投資拡大（GDP比0.8%）により成長率上振れ
- ただし、不動産部門の調整長期化や消費マインドの低迷が続き、先行き成長率が鈍化する姿は変わらず

■ 2025年のGDP成長率は+4.2%。先行き成長率鈍化が続く見通し

- 不動産部門の調整長期化に加え、人口減少、国内統治強化、米中対立などの構造的な成長下押し圧力は継続
- 財政による景気下支え策は期待されるが、財政赤字の大幅拡大を伴う巨額の景気刺激策の可能性は低い

実質GDP成長率（需要項目別寄与度）



(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国経済の見通し概要

景気回復に足踏みがみられる要因は？

- ◆ 不動産の販売不振と価格低迷の悪循環
- ◆ 消費マインドの低迷で個人消費も落ち込み

成長率鈍化が続く背景は？

- ◆ 人口減、国内統治、米中対立などの構造下押し要因
- ◆ 財政赤字の大幅拡大を伴う巨額の景気刺激策に慎重

国債増発・インフラ投資拡大の影響は？

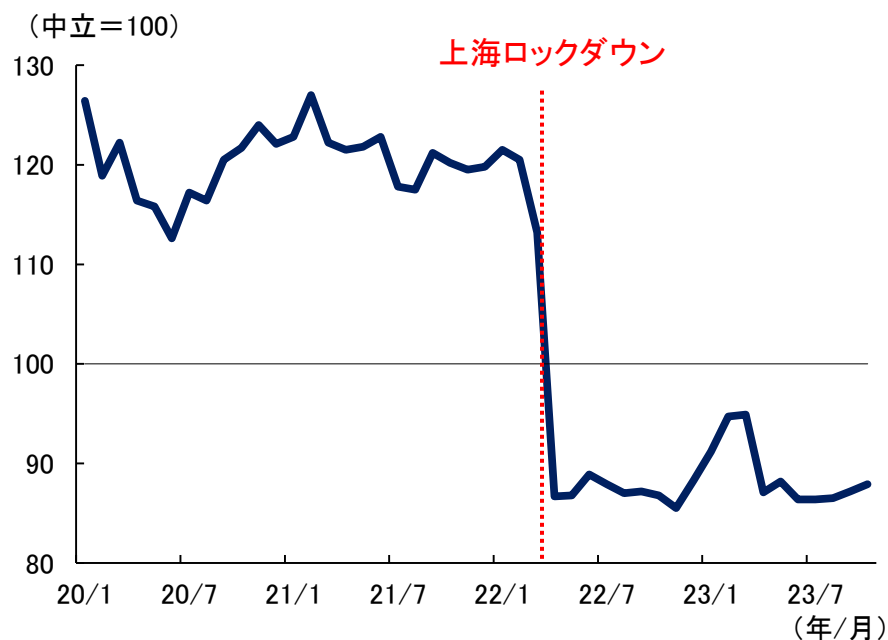
- ◆ インフラ投資拡大は融資平台の隠れ債務に
- ◆ 潜在的不良債権を加味しても銀行部門は安定性維持

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：消費マインド低迷・不動産不況は個人消費に一部波及

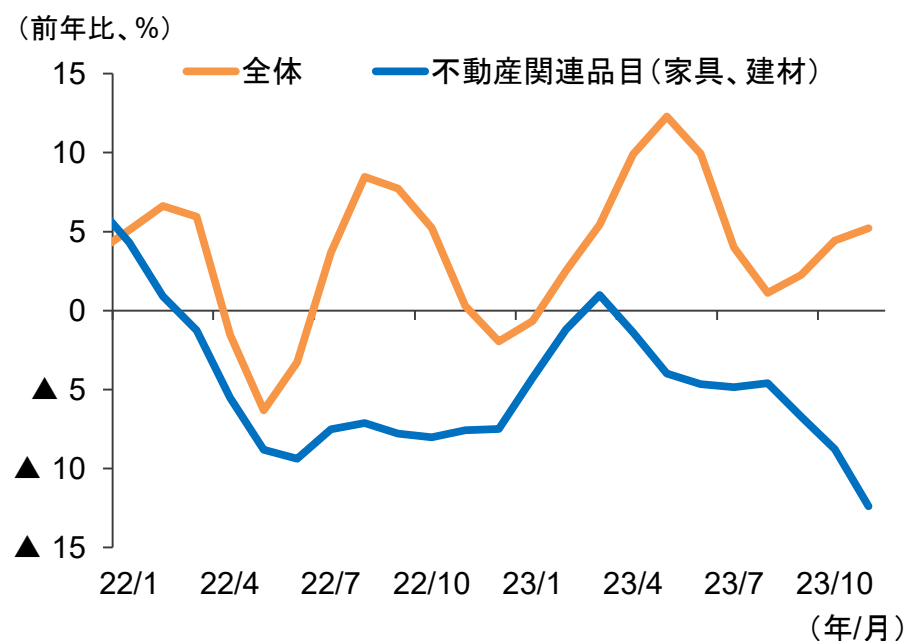
- 上海ロックダウン後以降、**消費マインド低迷**が続く。雇用の停滞や将来不安の高まりを背景に浮上の兆しは見えず
- 足もとの個人消費の低迷は、消費マインド低迷に加えて不動産部門の不調も押し下げ要因に
 - ― 小売販売は家具・建材関連の減速が鮮明であり、**不動産販売の不調が消費へ波及**
 - ― 不動産部門の調整長期化が見込まれる中、不動産部門の不調は**2024年以降の消費も抑制**する見通し

消費者信頼感指数



(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

小売売上高 品目別推移



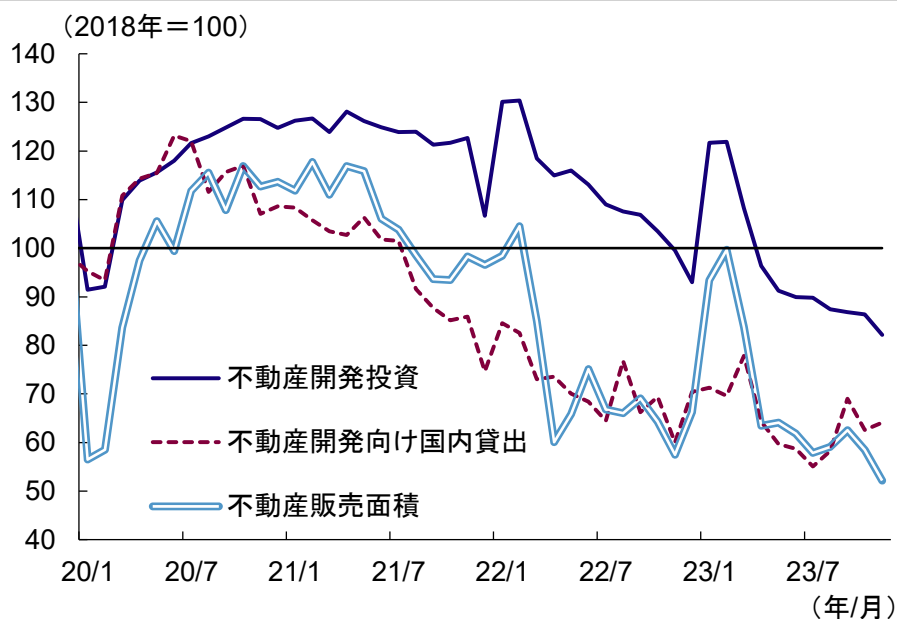
(注) 3か月移動平均。一定規模以上の小売業者売上高

(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：不動産部門は低迷が続く。住宅在庫調整の完了は2025年以降に

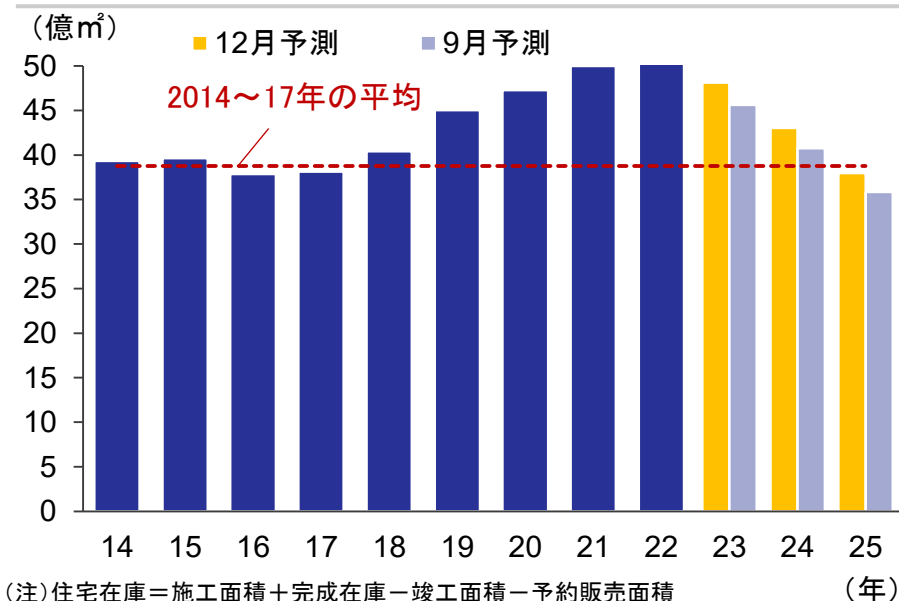
- **不動産販売・投資は足もと底割れ**。8月以降に打ち出された実需喚起策の効果がはく落し、回復力に乏しい展開
 - ― **不動産開発向け国内貸出も伸び悩み**。ディベロッパーの資金不足が続き、青田売り物件の引き渡しは道半ば。この問題が依然として住宅購入意欲の重石に
- **住宅在庫調整は販売低迷が続き長期化。先行き数年は景気回復の足かせに**
 - ― 足もとの住宅販売面積は年率換算で9.4億㎡と、潜在需要とされる水準(10～13億㎡)を下回るペース。販売低迷で在庫調整ペースは鈍っており、住宅在庫の調整完了時期は2025年以降に

不動産の販売・貸出・投資



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

年末時点の住宅販売在庫(2023年以降は試算)



(注) 住宅在庫＝施工面積＋完成在庫－竣工面積－予約販売面積
23年以降は、新規着工面積(23年1-11月累計を年率換算)を前年在庫に加え、
需要(23年は1-11月累計販売面積の年率換算9.4億㎡、24～25年は潜在需要12億㎡)
を差引き試算

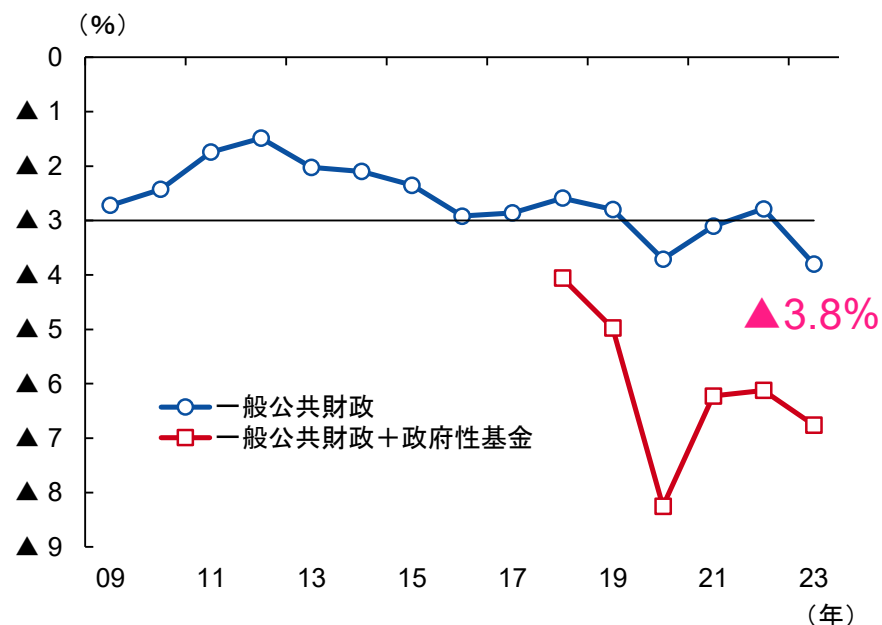
(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：中央政府は巨額の景気刺激策に慎重スタンス。成長率鈍化は避けられず

■ 習近平政権の2024年経済運営方針では、「適度」な財政拡大を示唆

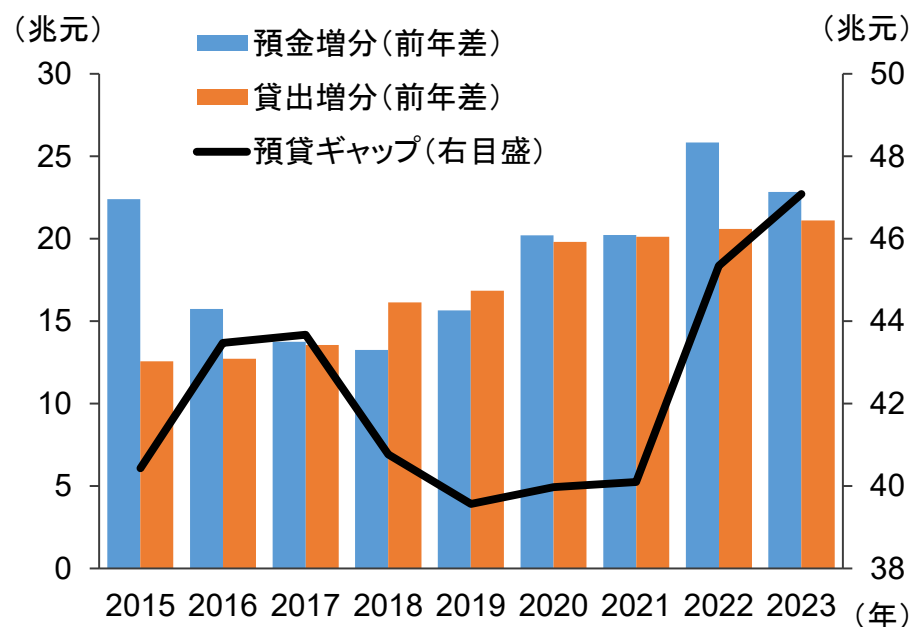
- 2023年の一般政府財政赤字は3.8%と長年の上限目途である3.0%から上振れ。ただし、リーマン危機時の大規模対策で政府関連部門の債務が膨張したことの反省から、2024年は過度な財政支出拡大に歯止めがかかる見込み
- なお、預金の増加ペースが貸出を上回る下で、預貸ギャップは拡大。国債増発は当面、国内資金で賄える構図

財政赤字(名目GDP対比)



(注) 特別会計(政府性基金)の赤字額＝地方专项债発行総額として計算。2020年は特別国債1兆元を加算、2023年は国債増発1兆元を加算。2023年は予算ベース
(出所) 中国財政部、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

国内商業銀行の預貸ギャップ



(注) 2023年は2023年10月時点の残高と2022年末時点の残高の差分
(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

アジア：見通しのポイント

輸出動向と今後の展望は？

- ◆アジア新興国の輸出は、半導体セクターの持ち直しと世界的な在庫調整進展を追い風に回復へ
- ◆ただし、米欧中の主要国が同時に減速するため、輸出の本格回復は2024年後半以降に
- ◆シリコンサイクル改善の恩恵を受けるNIEsの成長率は2024年に上昇。半導体分野への依存度が低いASEANの成長率の持ち直しは2025年に

金融引き締め継続の影響は？

- ◆アジアでは、インドの輸出制限やエルニーニョ現象への懸念からコメが値上がり。食品価格の上昇を招き、インフレ鎮静化のタイミングは後ずれ。各国中銀による金融引き締め解除のタイミングは、インフレが鎮静化する2024年半ば以降となる見込み
- ◆金融引き締め解除にともない、金融環境タイト化による内需の下押し圧力は2024年半ば以降に徐々に緩和。利下げ進展と外需回復を受けてアジア新興国の景気は持ち直しへ

2025年の回復力は？

- ◆財政支出の削減は2024年で一巡。2025年は財政支出抑制による景気下押しは緩和
- ◆他方、中国の成長率鈍化により中国依存度の高い国・地域（ベトナム、台湾など）では成長率を下押し

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：金融引き締め継続と外需低迷により回復に遅れ

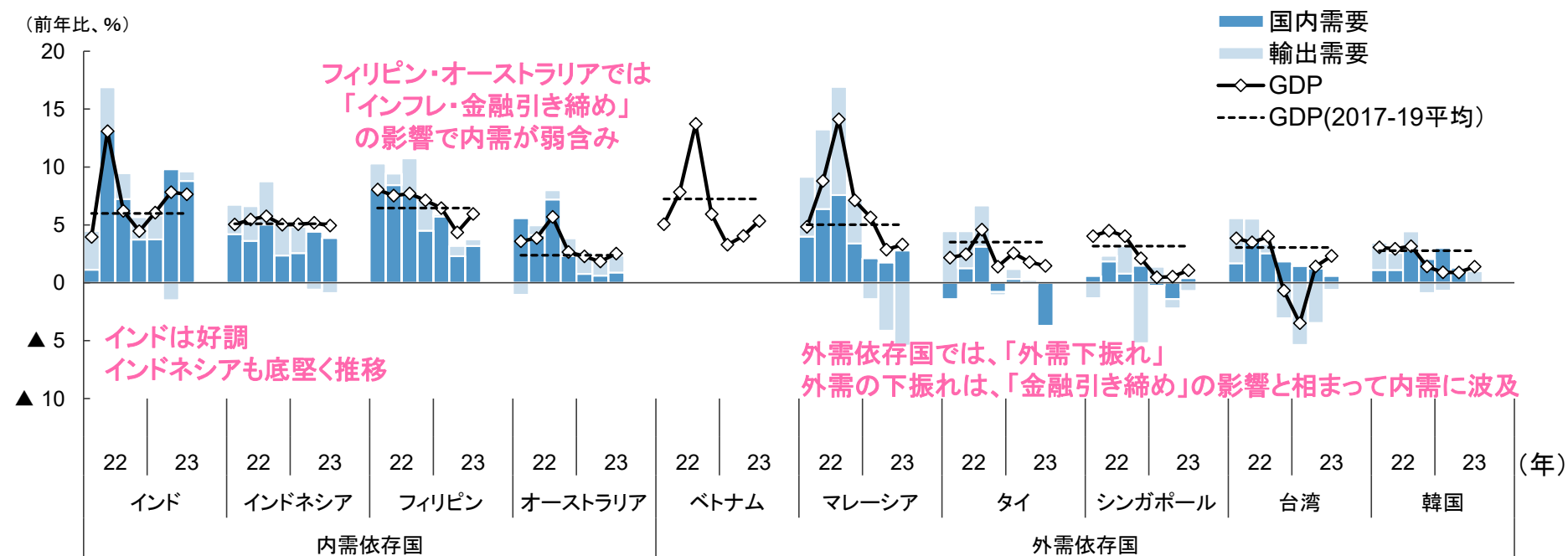
■ 景気の下振れが続く外需依存国

- 輸出に持ち直しの兆候がみられるが、本格回復には至らず
- 外需低迷の影響は、輸出関連分野の雇用・所得に波及。既往の金融引き締めと相まって、内需も弱含み

■ 二極化する内需依存国

- インド、インドネシアでは、インフレ率が目標値まで低下し、内需が引き続き景気をけん引
- 一方、フィリピン、オーストラリアは、インフレが高止まり、金融引き締めの影響で内需が下振れ

アジア各国・地域の実質GDP成長率

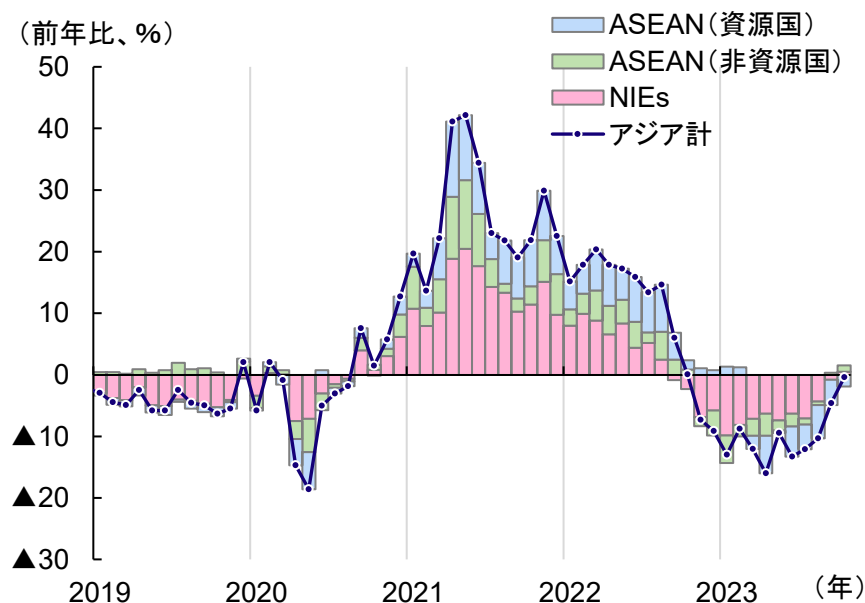


(出所) 各国GDP統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：半導体サイクルは持ち直すも、輸出の本格回復は2024年半ば以降に

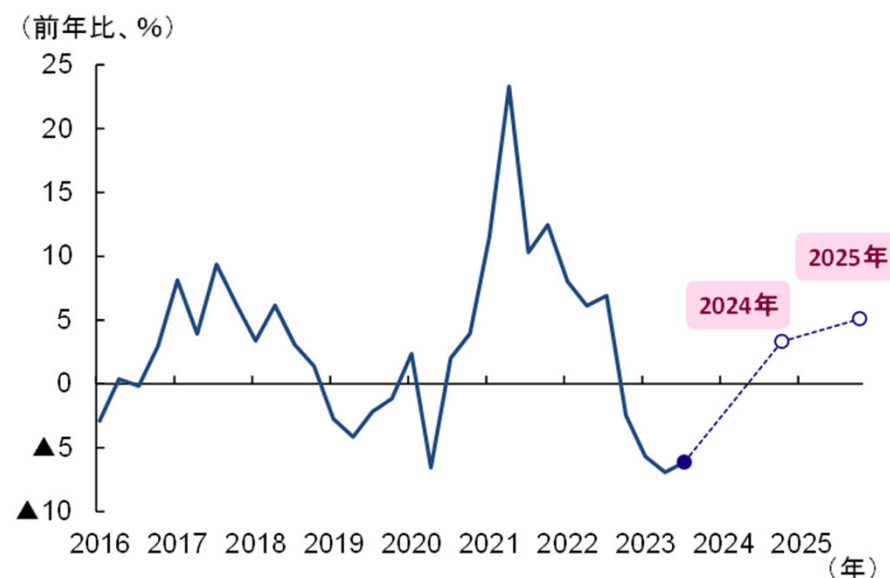
- アジア新興国（NIEs・ASEAN合計）の輸出は、前年並みの水準まで回復
 - ― **足元の輸出の持ち直しはNIEsが主導**。韓国・台湾における半導体・IT製品の大幅な落ち込み解消が主因
 - ― 一方、ASEANの資源国は、前年比では底打ちしたものの依然として回復ペースは緩慢
- **NIEsの輸出**は対米・対中輸出を中心に持ち直しているが、今後予想される**米中の景気減速で再び弱含む**見通し
 - ― 足もとは主要需要地の米中で在庫調整が進展し持ち直すも、今後の米景気減速によりアジア新興国の輸出は2024年前半に再び弱含む見通し。**輸出の本格回復は、米国経済が回復する2024年半ば以降に**

アジア新興国の輸出（通関ベース）



(注) ASEAN(非資源国)は、泰、越、比。ASEAN(資源国)は、尼、馬
(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

NIEs・ASEAN主要国の実質輸出予測値

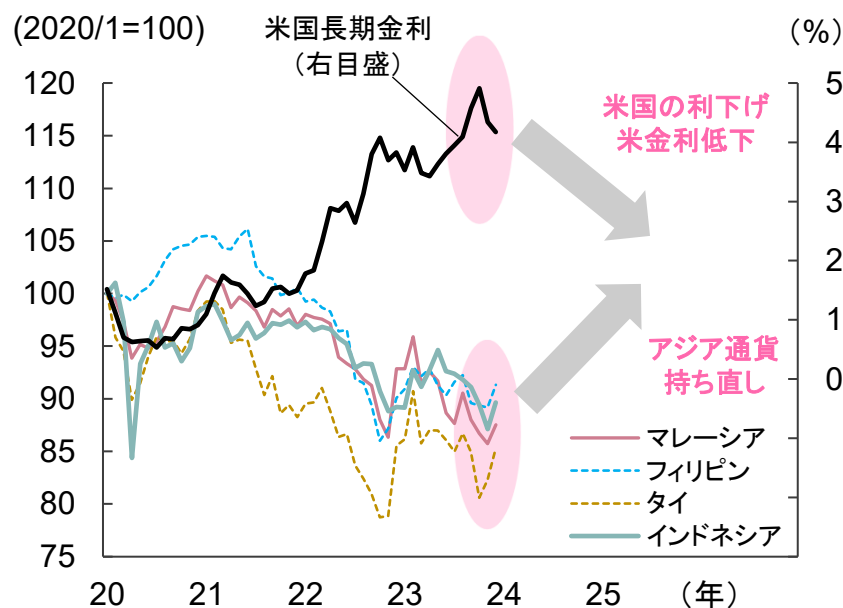


(注) 韓・台・星・尼・泰・馬・比について、主要国経済指標、半導体売上高、マーケット指標等を用いて予測値を推計し、購買力平価ベースのウェイトで加重平均
(出所) 各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：金融引き締め解除は2024年半ば以降に

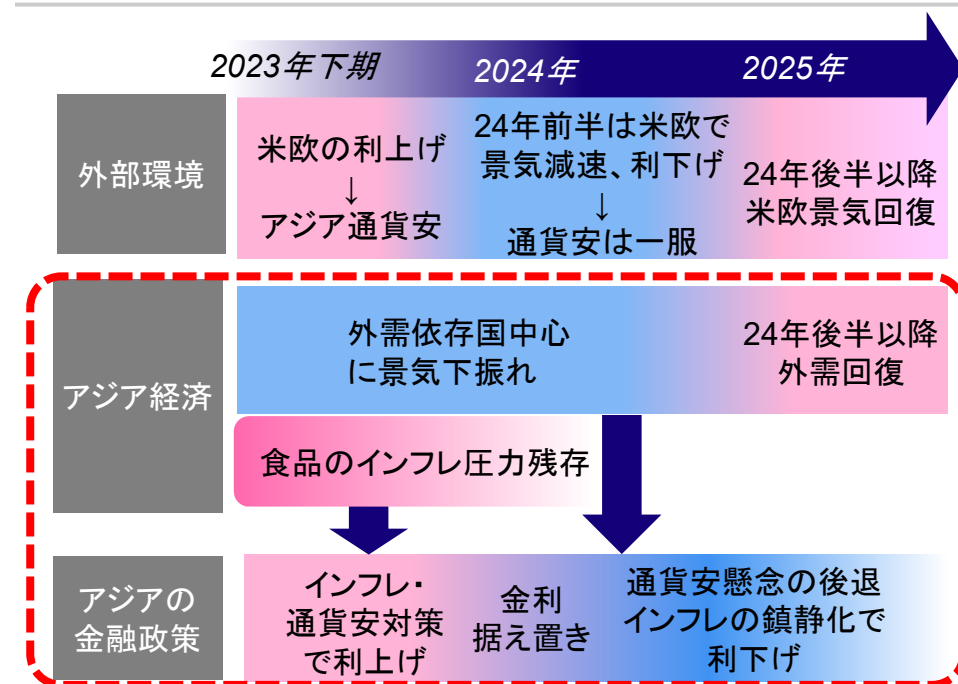
- アジア新興国では、食品中心のインフレ圧力と、通貨安による輸入インフレ懸念により、金融引き締めが当面継続
— 米利上げによりドル高・アジア通貨安が進行した結果、輸入物価上昇もインフレ圧力の一因に
- 金融引き締め解除のタイミングは、食品のインフレ圧力が和らぎ、米国の政策金利引き下げが続く2024年半ば以降
— 米国の早期利下げ観測の高まりから米金利は低下傾向。アジアの通貨安圧力も緩和へ
— 食品のインフレ圧力も、2024年後半にコメ価格が鎮静化し徐々に和らぐと予想
- 金融引き締め解除と外需持ち直しにより、2024年半ば以降にアジア経済は回復へ

米国金利とASEAN通貨の対ドルレート



(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジアの金融引き締め解除シナリオ

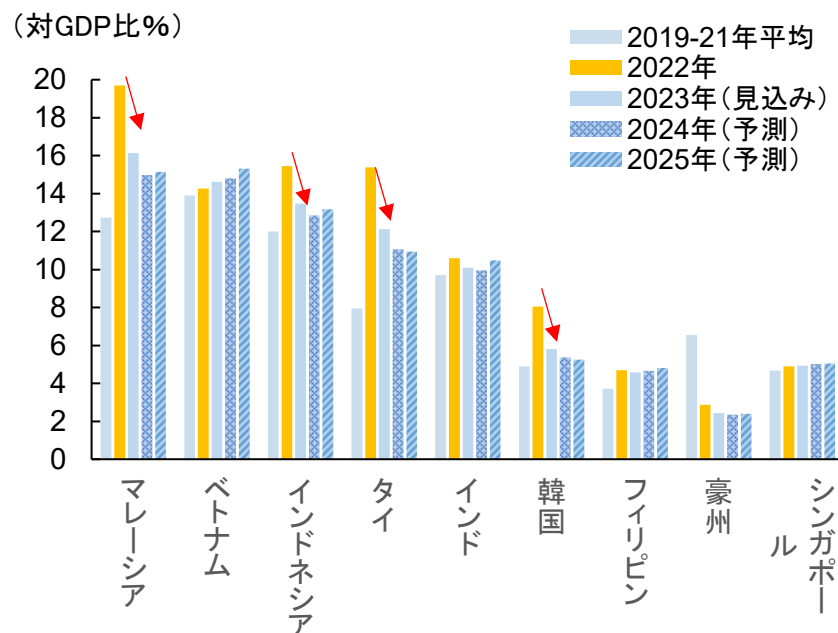


(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：財政政策の引き締め緩和も景気回復をサポート

- 2023年は、前年に燃料補助金等が増加した反動により、財政政策は引き締めの国が増加
 - － マレーシア、インドネシア、タイ、韓国などで燃料補助金を圧縮
- 2024～2025年は財政の引き締めが一巡。財政面からの景気抑制は和らぐ 想定
 - － ただし、エネルギー価格次第では再び補助金が拡大する可能性も。この場合、再び財政抑制・景気下押しの影響を伴うリスク

燃料補助金（対GDP比）



（注）2023年見込みおよび2024～25年予測はIMF
（出所）IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

財政支出の推移（前年比）

	20～21年	22年	23年	24～25年
韓国	17.8%	21.3%	-9.0%	5.2%
香港	24.2%	7.4%	-6.1%	3.3%
台湾	13.0%	10.4%	-7.0%	10.4%
シンガポール	49.1%	-0.8%	-7.6%	15.3%
インドネシア	15.1%	15.5%	7.1%	10.2%
タイ	13.3%	1.5%	-3.3%	4.8%
マレーシア	2.6%	24.0%	-5.0%	6.0%
フィリピン	17.1%	14.8%	5.8%	14.2%
ベトナム	11.9%	4.5%	14.2%	20.7%
インド	21.1%	19.2%	8.7%	14.8%
豪州	16.0%	3.7%	3.3%	4.2%

（注）2023年見込みおよび2024～25年予測はIMF
（出所）IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

増加 ← 財政支出 → 減少

(4) 日本: 実質賃金の改善は鈍く、海外経済減速も逆風に。回復ペースは緩やか

- 2023年度の実質GDP成長率は前年度比+1.6%を予測。7～9月期は内需が弱含みマイナス成長。年度後半も物価高を受けて個人消費が伸び悩むほか、欧米を中心とした海外経済減速が輸出の逆風になり回復ペースは緩慢
 - 2024年度は同+1.1%を予測。海外経済や半導体市場の回復を受けて年度後半に輸出が持ち直す一方、感染懸念後退に伴うサービス消費・インバウンド需要回復の一巡や供給制約緩和を受けた自動車生産の回復が一服
 - 2025年度は同+0.7%を予測。実質雇用者報酬が伸び悩み個人消費は力強さを欠く。潜在成長率に向けて減速へ
- 日本経済見通し総括表

		2022 年度	2023 (見通し)	2024	2025	2023 1～3	4～6	7～9	10～12	2024 1～3	4～6	7～9	10～12	2025 1～3	4～6	7～9	10～12	2026 1～3
実質GDP	前期比、%	1.5	1.6	1.1	0.7	1.2	0.9	▲0.7	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	5.0	3.6	▲2.9	1.3	1.2	1.4	1.6	1.6	0.9	0.2	0.7	0.4	0.7
内需		前期比、%	2.0	0.2	1.1	0.7	1.6	▲0.7	▲0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2
民需		前期比、%	2.7	▲0.1	1.1	0.6	1.9	▲1.0	▲0.9	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.0	0.2	0.2
個人消費		前期比、%	2.7	0.1	1.0	0.5	0.9	▲0.6	▲0.2	0.1	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
住宅投資		前期比、%	▲3.4	1.9	▲0.3	▲1.0	0.3	1.7	▲0.5	▲0.3	0.1	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3
設備投資		前期比、%	3.4	0.1	1.7	2.1	1.8	▲1.3	▲0.4	0.7	0.6	0.1	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
在庫投資		前期比寄与度、%Pt	(0.1)	▲0.2	0.0	(▲0.1)	(0.7)	(▲0.3)	(▲0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)
公需		前期比、%	▲0.1	1.0	1.0	0.9	0.5	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	0.3	0.3
政府消費		前期比、%	1.4	0.8	1.1	1.1	0.2	▲0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公共投資		前期比、%	▲6.1	2.7	0.9	0.3	1.9	1.5	▲0.8	0.3	0.3	▲0.2	0.6	0.5	0.3	▲0.7	0.3	0.3
外需		前期比寄与度、%Pt	(▲0.5)	(1.4)	(0.0)	(0.0)	(▲0.4)	(1.6)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.1)
輸出		前期比、%	4.7	2.8	1.3	2.7	▲3.6	3.8	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.8	1.0	0.6	0.7	0.3
輸入		前期比、%	7.1	▲3.1	1.1	2.4	▲1.5	▲3.3	0.8	▲0.1	0.3	0.2	0.2	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7
名目GDP		前期比、%	2.3	5.3	2.5	1.7	2.2	2.6	▲0.0	0.3	0.2	0.8	1.1	0.8	0.3	0.4	0.2	0.2
GDPデフレーター		前年比、%	0.9	3.6	1.3	0.9	2.3	3.8	5.3	3.3	2.2	1.0	1.1	1.6	1.6	1.6	0.8	0.5
内需デフレーター		前年比、%	3.2	2.3	1.1	0.8	3.2	2.7	2.6	2.0	1.9	1.3	1.1	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8

(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：賃上げ率は上振れも、2%物価目標達成に至らずとの見方を維持

- 2023年度のコアCPI（前年比）は+3.0%と予測。政府の物価高対策延長が下押しに寄与するも、円安等を受けた価格転嫁の継続に加え、全国旅行支援終了・インバウンド需要回復を受けた宿泊料等サービス物価上昇が押し上げ
- 2024年度は+2.3%、2025年度は+1.5%と予測。輸入物価上昇の影響がはく落するほか、消費需要の鈍さを受けた価格転嫁の慎重姿勢を受けて2025年度に+1%台に鈍化。2%物価目標達成に至らず
 - 2024年春闘賃上げ率は+3.8%と2023年対比上昇するも、中小企業の賃上げ余力枯渇や物価上昇率低下により2025年以降は鈍化

日本経済見通し総括表（主要経済指標）

		2022 年度	2023 (見通し)	2024	2025	2023 1～3	4～6	7～9	10～12	2024 1～3	4～6	7～9	10～12	2025 1～3	4～6	7～9	10～12	2026 1～3
鉱工業生産	前期比、%	▲ 0.3	▲ 0.9	0.9	1.9	▲ 1.8	1.4	▲ 1.2	0.3	0.2	0.2	0.4	0.6	0.7	0.4	0.5	0.2	0.2
経常利益	前年比、%	8.8	13.8	1.4	1.2	4.3	11.6	20.1	16.9	8.4	0.5	0.4	1.9	2.8	1.4	0.7	1.3	1.2
名目雇用者報酬	前年比、%	2.4	2.4	3.0	2.6	1.6	2.6	1.5	2.6	2.8	2.5	2.7	3.3	3.3	2.9	2.6	2.4	2.3
完全失業率	%	2.6	2.6	2.4	2.2	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	86.1	80.7	81.5	81.3	87.6	81.5	79.7	80.8	81.1	81.4	81.5	81.6	81.7	81.6	81.4	81.2	80.9
経常収支	年率換算、兆円	8.3	22.5	21.0	21.5	9.7	23.5	24.6	23.1	18.8	19.2	20.9	22.0	22.2	22.5	21.6	20.9	21.2
国内企業物価	前年比、%	9.5	1.9	0.6	1.2	8.3	5.0	3.0	0.1	▲ 0.4	0.0	0.9	0.6	0.7	1.1	1.0	1.3	1.6
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	3.0	3.0	2.3	1.5	3.5	3.3	3.0	2.7	2.8	2.7	2.5	2.1	2.0	1.9	1.5	1.2	1.1
〃（除く制度要因）	前年比、%	3.8	3.2	1.5	1.2	4.5	4.0	3.6	2.8	2.6	2.1	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	2.2	3.9	1.6	1.3	3.5	4.2	4.3	3.8	3.3	2.4	1.6	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
〃（除く制度要因）	前年比、%	2.3	3.8	1.6	1.3	3.6	4.3	4.3	3.6	3.2	2.3	1.6	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3

（注）1. 網掛けは予測値。実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある

2. 経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース（金融・保険を除く）

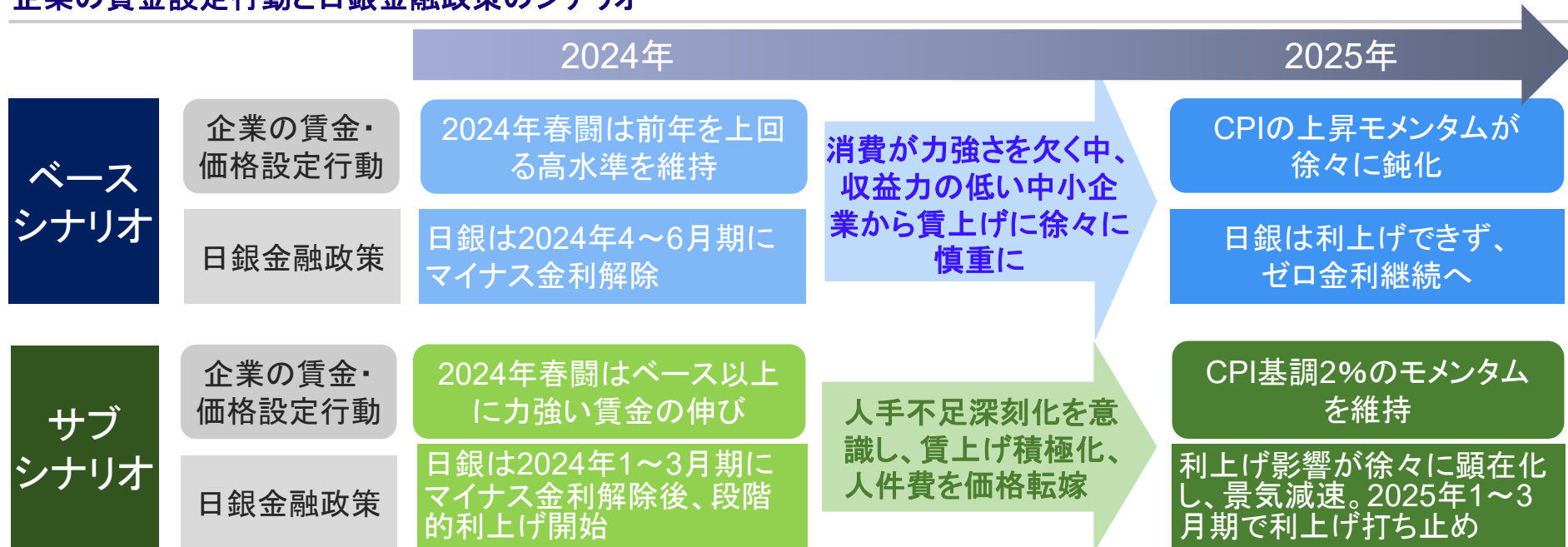
3. 消費者物価は、政府の物価高対策（ガソリン代・電気代・ガス代抑制策等）が2024年以降も補助額を段階的に縮小させる形で2024年9月まで延長されると想定

2024年度にかけて物価高対策の縮小・終了の反動が前年比の押し上げ要因になる点に留意。「除く制度要因」は政府による物価高対策及び、全国旅行支援の影響を除く（出所）各種統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：企業は持続的賃上げと価格転嫁に慎重。CPIの上昇モメンタムは徐々に鈍化

- 【ベースシナリオ】 2024年春闘は前年を上回る高水準も、2025年度にかけては、個人消費が力強さを欠くもとで収益力の低い中小企業から徐々に賃上げに慎重化。CPIの上昇モメンタムは徐々に鈍化し、2025年度にコアCPIは2%割れ。日銀は2024年4～6月にマイナス金利解除後、ゼロ金利継続へ
- 【サブシナリオ】 2024年春闘はベースシナリオ以上に力強い伸び。その後も人手不足深刻化を意識した持続的賃上げと人件費価格転嫁（賃金・価格設定行動のノルム変化）が進展し、CPI基調2%のモメンタム実現。日銀は2024年1～3月にマイナス金利解除後、段階的に利上げ。景気減速を受け2025年1～3月に政策金利1%で利上げ打ち止め

企業の賃金設定行動と日銀金融政策のシナリオ

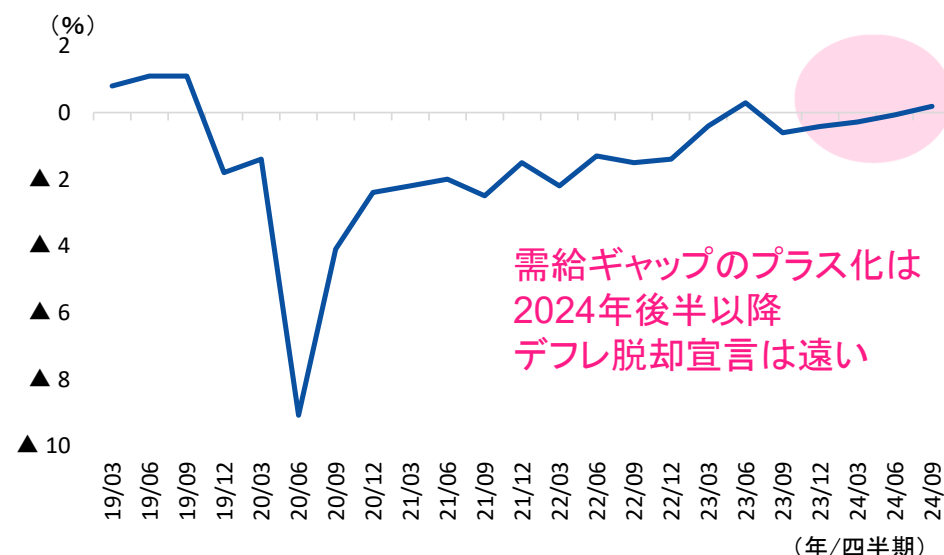


（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：個人消費は力強さを欠く。需給ギャップのプラス転化は2024年後半以降に

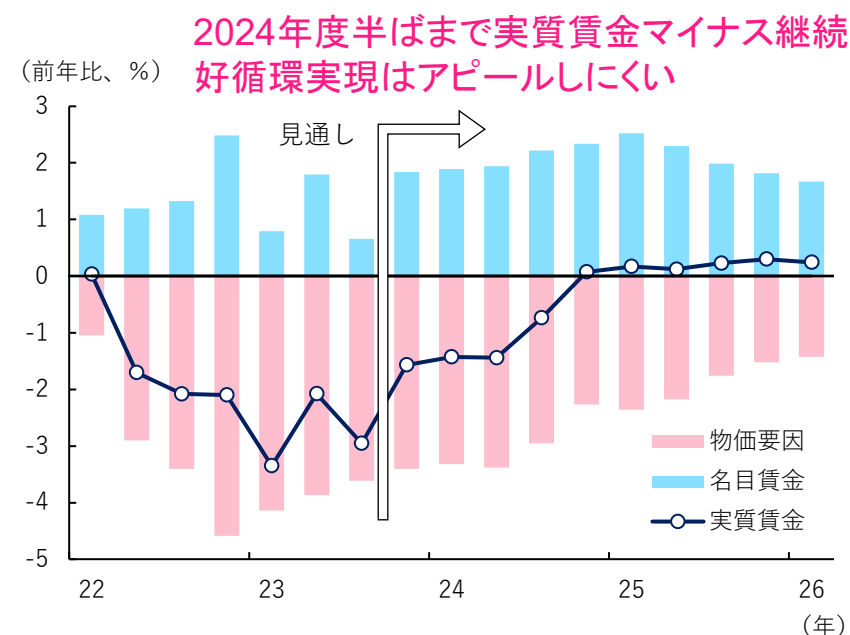
- 個人消費は力強さを欠き、需給ギャップのプラス転化は2024年後半となる見通し
 - 実質賃金は2024年度前半まで前年比マイナス継続。家計の実質購買力低下が続き、個人消費の伸びは高まらず
 - 個人消費の弱さの背後にある家計の節約志向は、企業の安売り戦略を誘発するため、企業の価格転嫁力は高まらず
- 岸田首相は「デフレ完全脱却」を後押しするために所得税減税を2024年6月に実施する方針を明言。こうした政府方針や需給ギャップ・実質賃金の先行き等を踏まえると、デフレ脱却宣言は2024年度後半以降へ

需給ギャップ(内閣府ベース)



(注) 2023年3Qまでは内閣府が公表している推計値を使用。4Q以降は潜在成長率が年率0.6%程度、4Q以降の実質GDP成長率がみずほRTの予測値で推移した場合のパスを図示。実質GDPの改訂に合わせて潜在成長率の推計値も改訂されるため、実際に内閣府が今後公表する需給ギャップの推計値とは異なる点に留意する必要がある
(出所) 内閣府「国民経済計算速報」、「GDPギャップと潜在成長率」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

実質賃金



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

日本：2024年春闘は前年比上振れ。賃上げプレッシャーは中小企業でとりわけ強い

- 2024年度春闘に向けて強気の賃上げ要求方針が相次ぐ
 - 連合の要求方針が「5%以上」と2023年よりも強めの表現に修正され、産業別組合の要求も総じて強気の方針
- 中小企業では、賃上げプレッシャーがとりわけ強い
 - 業種別の労働需給、大企業との賃金格差、過去のインフレ率を基に、「中小企業の賃上げ圧力ヒートマップ」を描いてみると、労働需給の逼迫感が強い「個人消費関連業種(対個人サービス、宿泊飲食)」と大企業との賃金格差が拡大している「運輸」でとりわけ強い賃上げ圧力が発生

2024年春闘における賃上げ要求方針

2023年春闘	2024年春闘
連合	
5%程度 [定昇込み賃上げ率]	5%以上 [定昇込み賃上げ率]
金属労協(自動車総連、電機連合などから構成)	
月額6,000円以上 [ベア]	月額10,000円以上 [ベア]
UAゼンセン(小売、外食、レジャーなど)	
6%程度を目指す [定昇込み賃上げ率]	6%を基準とする [定昇込み賃上げ率]
運輸労連(トラック輸送など)	
月額13,700円 [定昇込み賃上げ]	月額15,000円 [定昇込み賃上げ]

(出所)連合、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中小企業の賃上げ圧力ヒートマップ

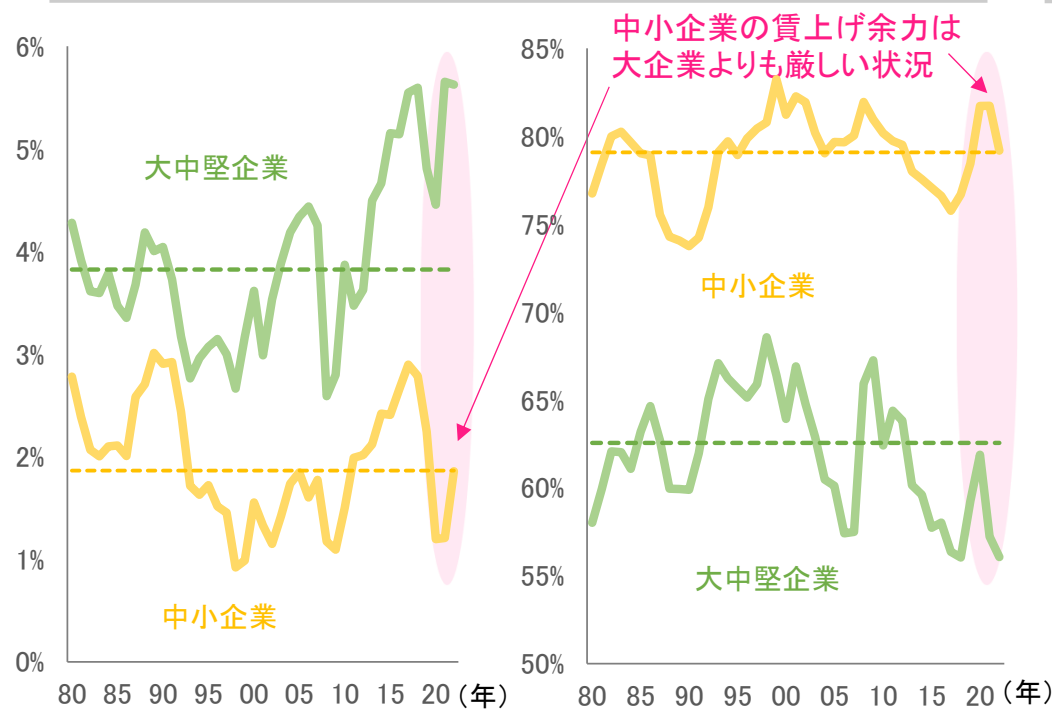
	化学	食料品	金属製品	一般機械	電気機械	輸送機械	建設	不動産他	卸売	小売	運輸	対個人サビ	宿泊・飲食
2013													
2014													
2015													
2016													
2017													
2018													
2019													
2020													
2021													
2022													
2023													
2024													
2025													

(注)濃赤は圧力特大、薄赤は圧力大、黄色は圧力中、緑は圧力小を表す。労働需給(短観・雇用判断DI)、大企業との賃金格差、インフレ率に基づき作成。先行きの賃金格差は足元から横ばい、雇用判断DIは毎年1Ptずつ不足超幅が拡大と仮定。インフレ率はRT見通し
(出所)財務省、総務省、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：賃上げプレッシャーは中小企業収益を圧迫。大企業の賃上げ率に追従できず

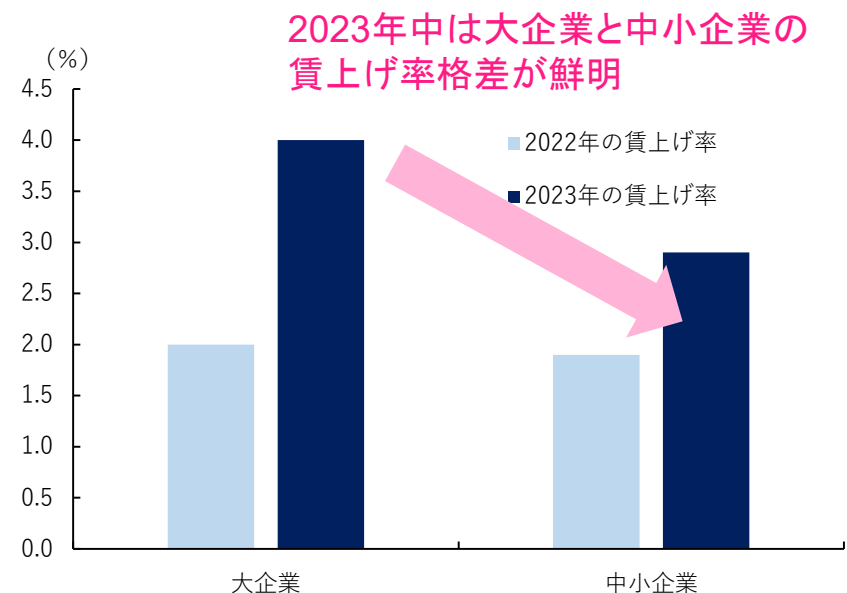
- 人手不足の深刻化による賃上げプレッシャーは中小企業収益を圧迫
 - 中小企業の賃上げ余力は大企業と比べて乏しい。中小企業の賃上げ余力は先行き縮小する見込み
- 賃上げプレッシャーが強まる中、大企業と中小企業の賃金格差は拡大
 - 中小企業を取り巻く人材確保競争は厳しさを増している。企業数・雇用者数の面で日本経済に占めるシェアが大きい中小企業の賃上げモメンタムが鈍化すれば、マクロの賃金上昇も力強さを欠く

売上高営業利益率(左)と労働分配率(右)



(注) 金融・保険以外の業種。点線は過去30年(1980年～2019年)平均対比
 (出所) 財務省「法人企業統計年報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業規模別の賃上げ率

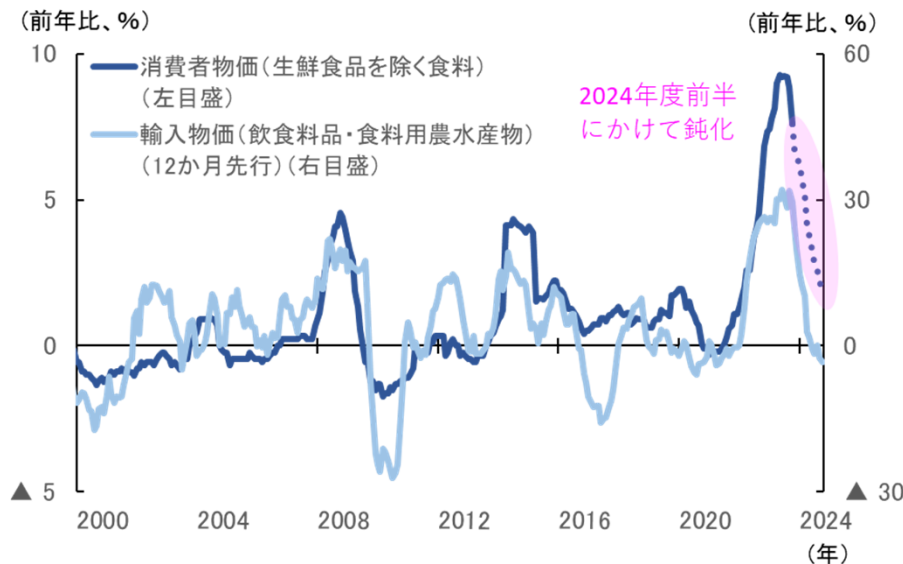


(出所) 厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：食料インフレは沈静化。制度要因の反動が2024年度CPI前年比を押し上げ

- これまでの原材料高を背景に高騰し、コアCPI前年比寄与度の約6割を占める食料品は足もと減速基調
 - 食料品を中心とした財物価は、輸入物価の下落を受け、2024年度前半にかけて鈍化を見込む
 - コアCPIに対する食料品の寄与度は、2023年10月時点（+1.8%Pt）→2024年10月時点（+0.4%Pt）に低下
- 電気、都市ガスやガソリン等に対する激変緩和措置の延長は、2023年度末から2024年度初にかけてコアCPIを押し下げ。他方、前年の押し下げ効果の反動を考慮すると、制度要因は2023年度末以降のコアCPI前年比を押し上げ

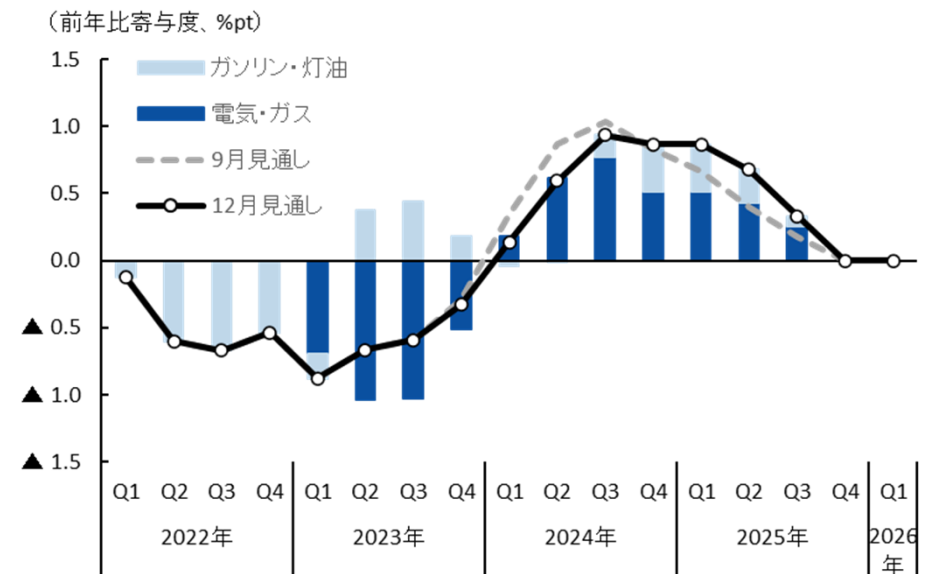
輸入物価と消費者物価指数



(注)ラグは消費者物価前年比と輸入物価前年比の時差相関を取った時、相関係数が最大となる期間、推計期間は2000年1月から2023年10月。消費者物価の2023年11月以降の破線は、輸入物価の実績値を元に推計した試算値

(出所)総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

コアCPIに対する総合経済対策の効果



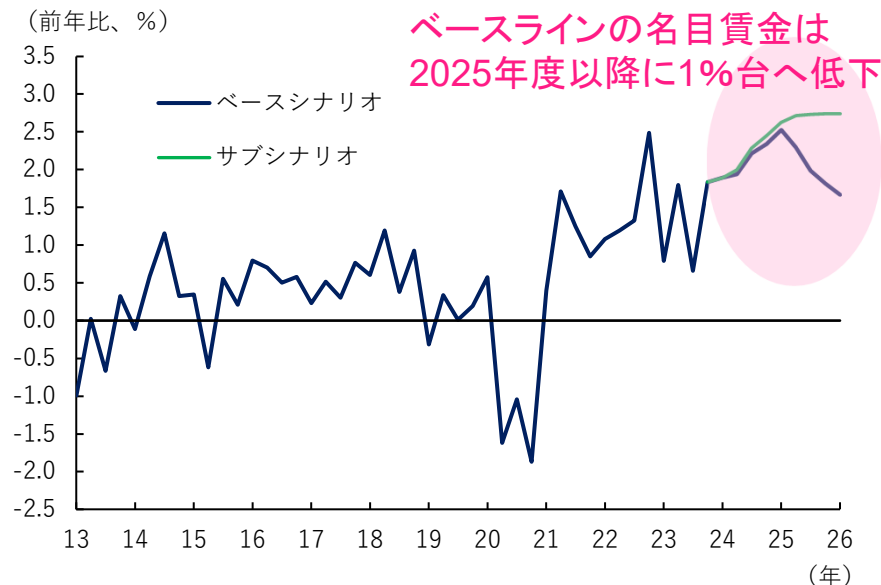
(注)現時点の政府方針では2024年4月までの延長だが、2024年5月以降も補助額を段階的に縮小させる形で2024年9月まで延長されると想定。ガソリン・灯油は、円ベースの原油価格予測値を元に試算。電気・都市ガスは総務省「消費者物価指数」の報道資料を元にコアCPIに対する影響を試算

(出所)総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

日本：2025年度にコアCPI2%割れ。物価基調2%のモメンタムは次第にはく落

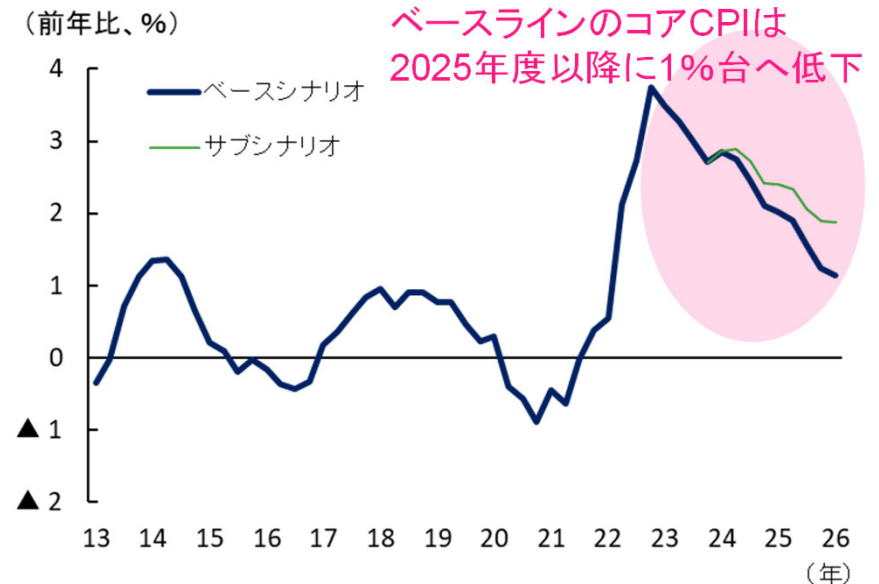
- 輸入物価下落の影響などにより、CPI上昇率は2024年度から2025年度にかけて鈍化傾向が鮮明に
 - 前年実施された電気・ガス等の激変緩和措置の押し下げ効果がはく落する一方、食料品を中心に財価格が低下
 - 2024年度にCPI上昇率が2%台前半まで鈍化すれば、2025年度春闘のモメンタムを低下させる要因に
- 【ベースシナリオ】輸入物価の影響がはく落する2025年度以降、名目賃金とコアCPIは前年比1%台に低下
 - 【サブシナリオ】他方、輸入物価下落に伴うインフレ鈍化にも関わらず、人手不足をトリガーとして企業のノルムが変化し、持続的賃上げと価格転嫁力が加速すれば、名目賃金とCPIコアは前年比2%台を維持

賃金(名目賃金前年比)の先行き



(注) ベースシナリオでは春闘賃上げ率を2024年度:3.8%、2025年度:3.3%、サブシナリオでは2024年度:4.0%、2025年度:4.3%と想定
(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

物価(コアCPI前年比)の先行き

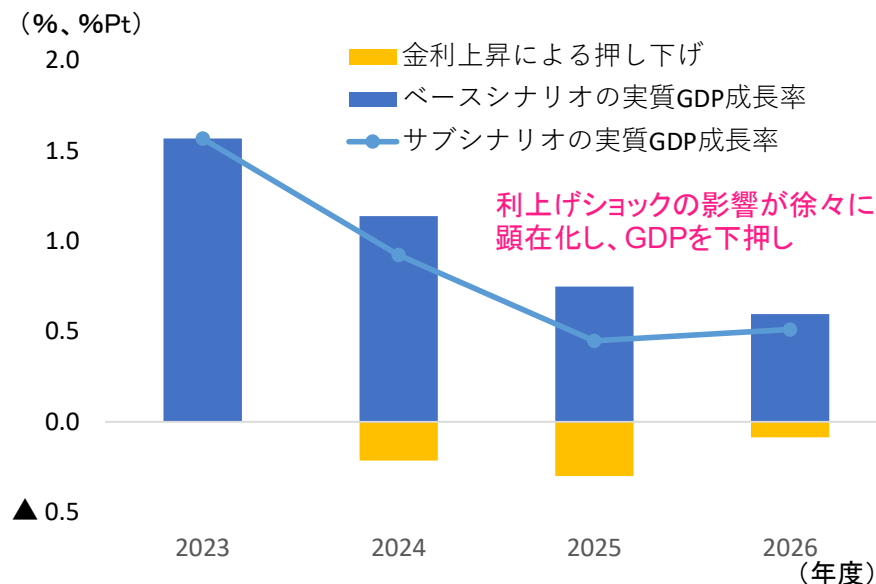


(注) サブシナリオは、春闘賃上げ率の上昇(2024年度:4.0%、2025年度:4.3%)を受けて、所定内給与の伸びが2%台後半で推移するほか、人件費の価格転嫁率が一段と上昇(サービス物価前年比の所定内給与前年比に対する弾性値が過去平均の2.5倍程度まで上昇)することを考慮した試算値
(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：サブシナリオでは利上げの影響で景気減速。利上げ1%で打ち止め

- 【サブシナリオ】金融政策正常化による利上げの影響が徐々に顕在化して景気を下押し
 - 段階的な利上げに伴う長短金利の上昇は、ラグを伴いつつ2024～2026年度の実質GDPを下押し、需給ギャップのプラス幅は小幅に
 - 日銀は利上げによる景気下押しの経済・物価・金融情勢への影響を見極めるスタンスを強め、政策金利1%到達後は金利据え置きを想定

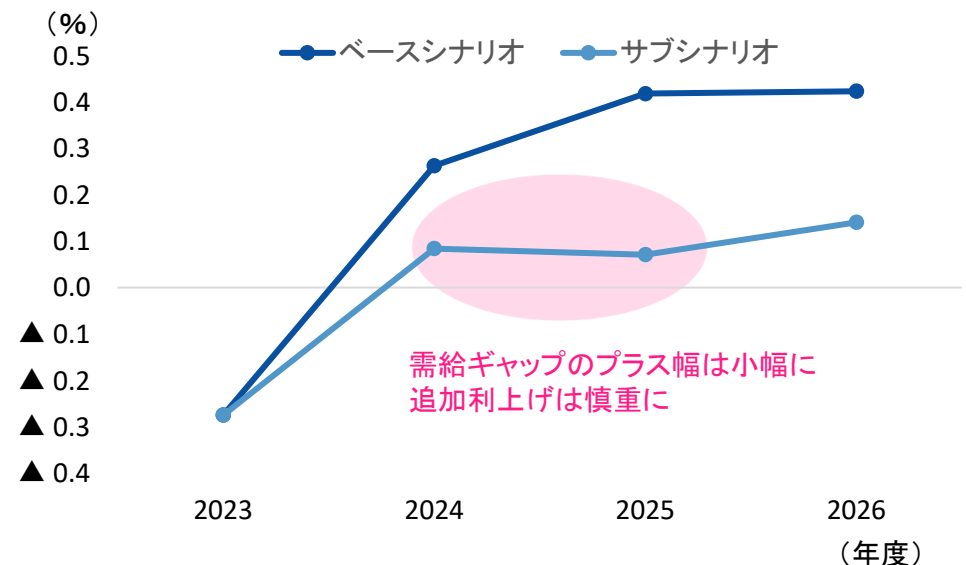
実質GDP成長率パス



(注) サブシナリオについて、ベースシナリオ対比で金利が上昇する影響が24～26年度にかけて発現した場合の実質GDPへの影響と、それらを反映した実質GDP成長率のパスを図示

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

需給ギャップへの影響



(注) サブシナリオについては、金利上昇による設備投資下振れを通じた資本ストック寄与の低下など、潜在成長率の下振れについても考慮

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：2023年度の設備投資は需要不足・コスト高・供給制約で計画対比下振れ

- 2023年度前半の設備投資は伸び悩み。需要不足やコスト高、供給制約が背景
 - 4～9月の名目設備投資は前年同期比+3.5%と、日銀短観計画の前年比+7.3%（みずほRT修正値）から下振れ
 - 日本銀行「地域経済報告」のコメントによると、設備投資に消極的な要因は①半導体市場の調整等を背景とした需要不足、②コスト高による投資先送り、③部品や人手不足等に伴う供給制約、の3点に分類される
 - コスト高要因は、既往の資材価格等の高騰に加え、価格転嫁状況の鈍さが投資意欲を下押し。日本商工会議所調査によれば、価格転嫁実施企業では投資意欲も高いがその割合は全体の1割程度（ここ半年でほぼ変化なし）

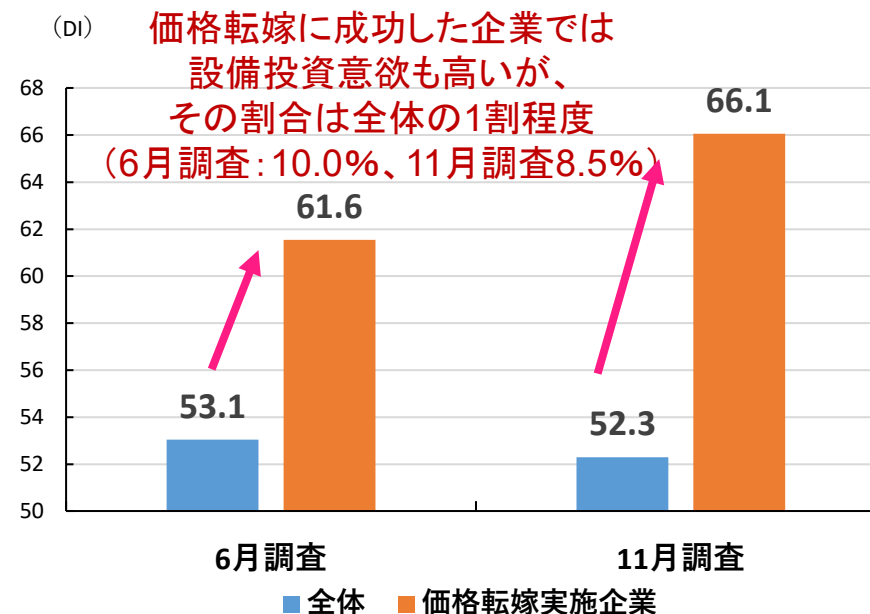
地域経済報告からみる設備投資抑制の要因

要因	コメント
① 需要不足	・ 半導体需要の減少に鑑み、生産ラインの能力増強投資を見送っている（電気機械） ・ 足もとの需要が想定を下回り低調な製品については、一部設備投資を先送りしている（電子部品・デバイス）
② コスト高	・ 建設費用が高騰していることもあり、大規模な設備投資は行わず、老朽化した既存営業施設の更新などにとどめる予定（小売） ・ 原材料費や光熱費が高騰する中、価格転嫁が追い付かず、収益が悪化しているため、設備投資は必要最低限の範囲にとどめている（生産用機械）
③ 供給制約	・ 電子部品の納入遅れで、更新投資の進捗が計画の半分程度（化学） ・ 人手不足対応でデジタル化投資を検討中だが、宿泊業界全体でDX需要が急増する中、委託候補先が発注に応じてくれない（宿泊）

（注）コメントは一部抜粋

（出所）日本銀行「地域経済報告」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

設備投資DI（全体と価格転嫁実施企業の比較）



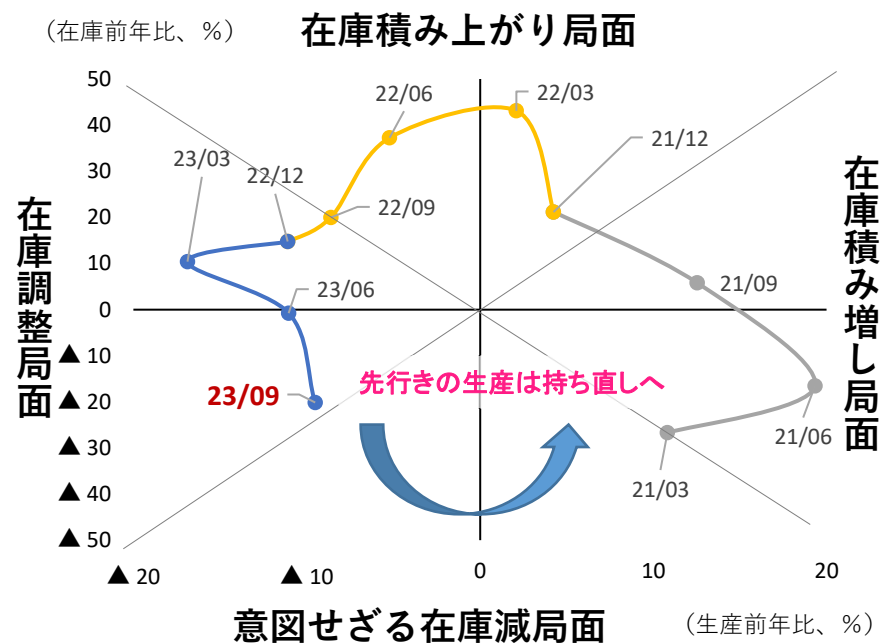
（注）設備投資規模を「拡大」「同水準」「縮小」と回答した割合にそれぞれ100Pt、50Pt、0Ptを乗じて合計し、DI化したもの

（出所）日本商工会議所「商工会議所LOBO（早期景気観測）」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

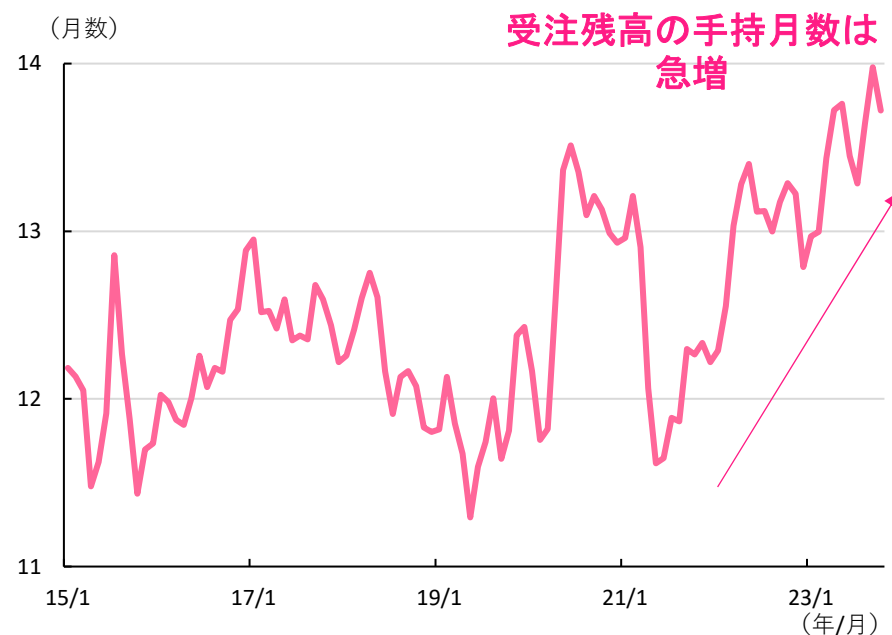
日本:2024年度の設備投資は緩やかに増加。供給制約による下押し圧力が残存

- 2023年度後半から2024年度にかけての設備投資は、需要回復やコスト高の緩和に伴い緩やかな持ち直しへ
 - ― ①需要不足要因について、半導体関連産業の在庫調整局面は終盤に。2024年度には回復に向かう見通し。加えて、企業の交易条件が改善することで②コスト高要因についても緩和を見込む
 - ― ただし、供給制約により機械受注残高の手持月数(受注残高を解消するために要する期間)は増加傾向。③人手不足を中心とした供給制約要因による下押しは2024年度にかけて残存する見通し
 - ― 実質設備投資は2023年度に+0.1%、2024年度に+1.7%と緩やかな増加を予測

電子部品・デバイス工業の在庫循環図



機械受注残高手持月数の推移



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

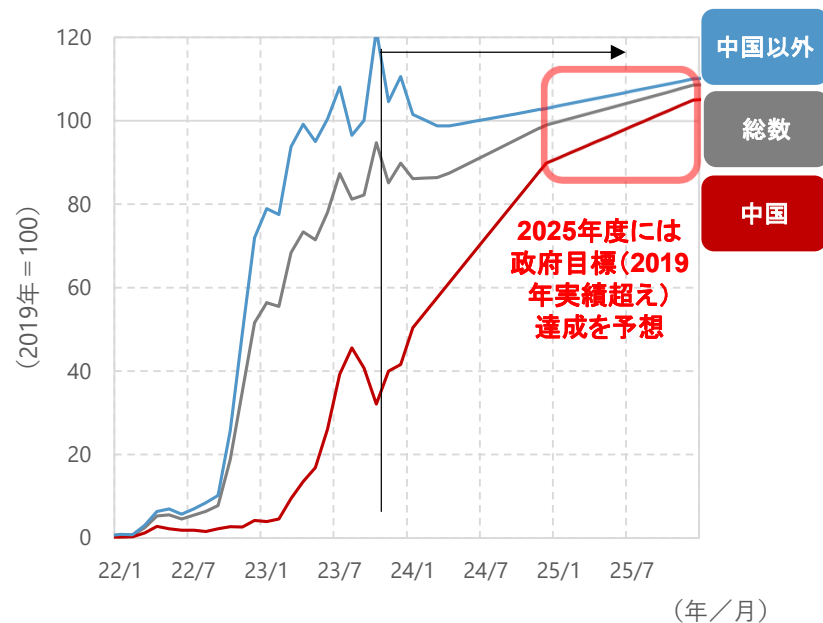
(注) 手持月数＝月末受注残高/前3か月平均販売額

(出所) 内閣府「機械受注統計」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2025年度に政府目標(2019年水準超え)達成を予想

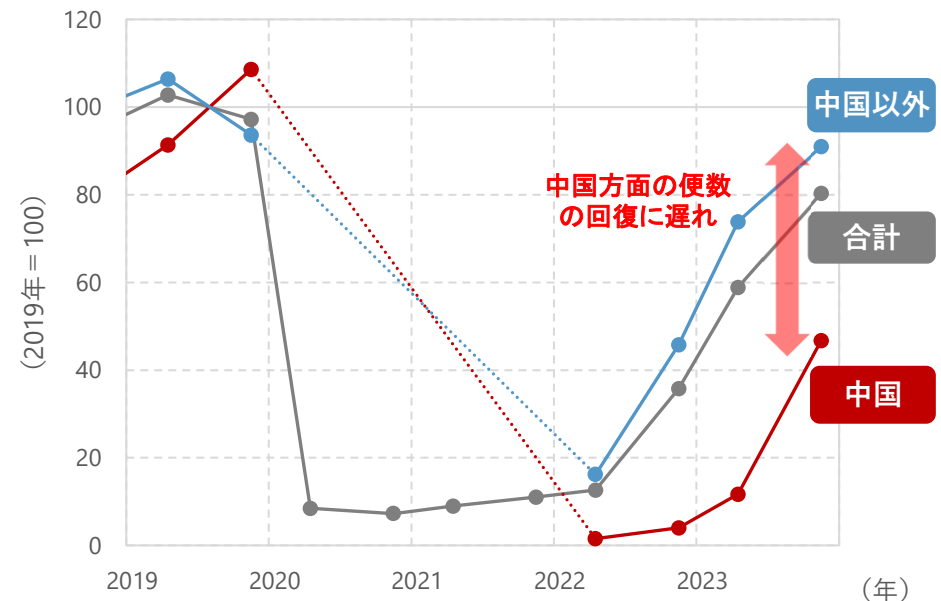
- **訪日外客数**は繰越需要の一服で今後一旦減速するも、2024年度以降再び回復。**2025年度には政府目標達成へ**
 - 中国を除く訪日外客数は足元で2019年同月並みの水準まで回復。先行きは2023年度末にかけて繰越需要が一服した後、再び回復基調となる見込み。訪日外客数(総数)が**2019年水準を超えるのは2025年度**と予想
 - **中国人訪日客**は、飛行機の機体繰りや空港の人員不足などの影響による**航空便数の少なさも回復の制約**に。今後は、航空便キャパシティが徐々に増加し、中国人訪日客数も緩やかな回復基調をたどるとの見立て
- 訪日外国人の消費単価はコロナ禍前比で高水準。**インバウンド需要額は2025年度にかけ6兆円規模に増加へ**

訪日外客数の見通し



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

国際定期航空便数(方面別、2019年対比)



(注) 2020年と2021年は方面別の便数が公表されていない

(出所) 国土交通省「各期の国際定期航空便の主な動向」より、みずほサーチ&テクノロジー作成

(5) 金融市場：日銀の引き締め転換で円金利上昇、円高・株安へ。米株・米金利は上昇

- 日銀は、2024年4～6月期に「マイナス金利・イールドカーブ・コントロール(YCC)・マネタリーベース拡大方針」のトリプル解除を実施へ。日本の長期金利はマイナス金利解除後に1%台前半で推移する見通し
- 米長期金利は、2024年後半から2025年前半にかけて4%近傍まで上昇するものの、その後は3%台後半へ。ドル円相場は、日米金利差の縮小を背景に、1ドル＝120円台後半まで円高・ドル安が進む見込み
- 米国株は、2024年半ばにかけ一時的に弱含むも、総じて上昇基調を維持すると予想。日本株は、円高を背景に2024年半ばにかけて下落した後、2024年後半以降に回復する見込み

金融市場見通し総括表

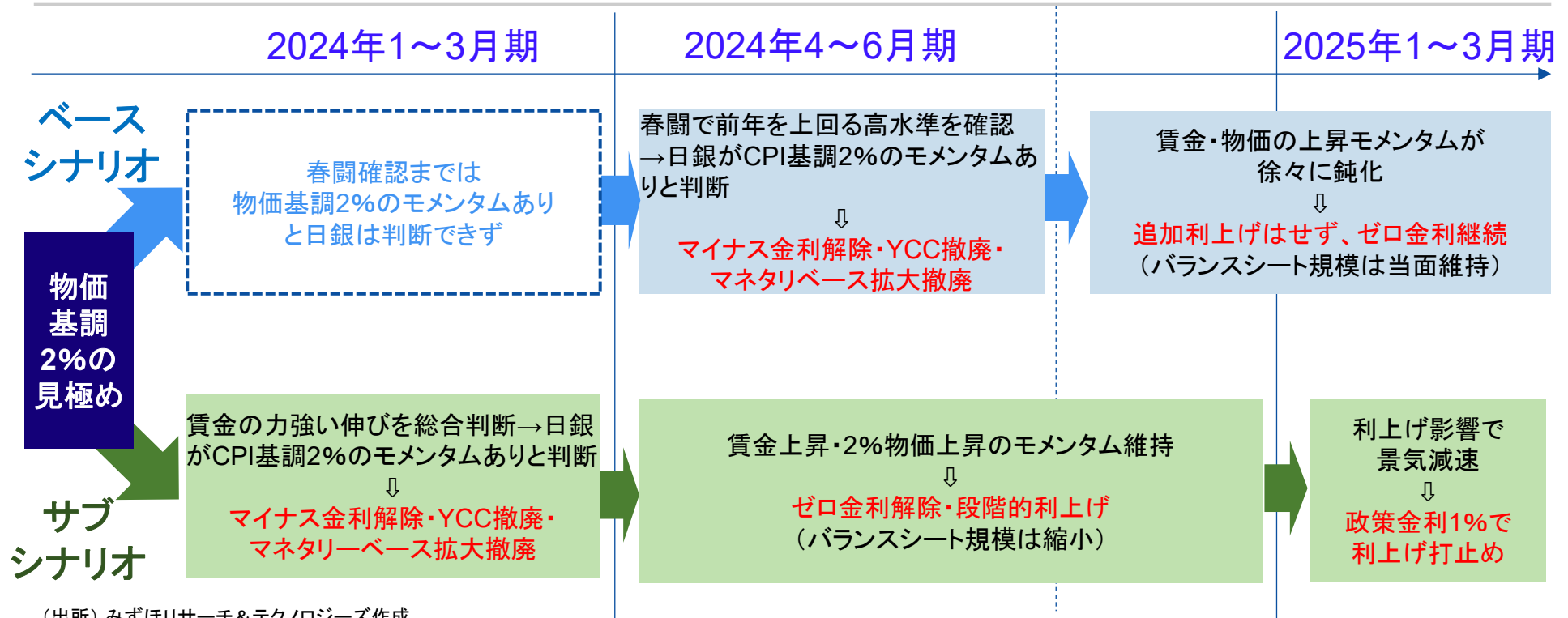
	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度	1～3	2023 4～6	7～9	10～12	1～3	2024 4～6	7～9	10～12	1～3	2025 4～6	7～9	10～12	2026 1～3
日本																	
政策金利付利 (末値、%)	▲ 0.10	▲ 0.10	0.00	0.00	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新発国債 (10年、%)	0.29	0.35 ～1.00	0.90 ～1.50	0.75 ～1.30	0.44	0.42	0.60	0.50～1.00	0.65～1.10	1.00～1.50	1.00～1.50	0.90～1.40	0.90～1.40	0.90～1.40	0.80～1.30	0.80～1.30	0.75～1.25
日経平均株価 (円)	27,272	27,427 ～35,000	28,000 ～35,900	30,500 ～38,900	27,291	30,469	32,517	30,400～ 34,000	29,800～ 35,000	28,000～ 33,000	29,000～ 34,000	30,000～ 35,000	30,100～ 35,900	30,500～ 36,700	31,100～ 37,300	31,800～ 38,200	32,300～ 38,900
米国																	
FFレート(下限) (末値、%)	4.75	5.25	4.25	3.25	4.75	5.00	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25
新発国債 (10年、%)	3.37	3.31 ～5.05	3.35 ～4.30	3.45 ～4.35	3.65	3.59	4.14	3.65～5.05	3.50～4.60	3.35～4.15	3.50～4.20	3.55～4.25	3.60～4.30	3.65～4.35	3.60～4.30	3.50～4.20	3.45～4.15
ダウ平均株価 (ドル)	32,549	30,800 ～39,000	33,200 ～40,800	35,600 ～43,400	33,219	33,643	34,669	32,300～ 38,000	33,300～ 39,000	33,200～ 38,400	33,800～ 39,200	34,600～ 40,200	35,200～ 40,800	35,600～ 41,200	36,200～ 42,000	36,900～ 42,700	37,400～ 43,400
ユーロ圏																	
ECB預金ファシリティ金利 (末値、%)	3.00	4.00	2.25	2.00	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	3.75	3.25	2.75	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00
ドイツ国債 (10年、%)	1.73	1.80 ～3.00	1.80 ～2.80	2.15 ～2.90	2.34	2.37	2.59	1.80～3.00	1.80～3.00	1.80～2.65	1.90～2.70	2.05～2.75	2.10～2.80	2.15～2.85	2.15～2.85	2.20～2.90	2.20～2.90
為替																	
ドル・円 (円/ドル)	135	130 ～152	120 ～148	122 ～136	132	138	145	140～152	134～148	131～143	125～137	120～132	123～135	122～134	123～135	124～136	124～136
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.04	1.04 ～1.13	0.96 ～1.19	1.04 ～1.21	1.07	1.09	1.09	1.04～1.12	1.00～1.12	0.98～1.10	0.96～1.08	0.99～1.11	1.02～1.14	1.04～1.16	1.06～1.18	1.07～1.19	1.09～1.21

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日銀：マイナス金利解除後は追加利上げなしがベースシナリオ

- 【ベースシナリオ】春闘が前年を上回り、日銀が物価基調2%実現のモメンタムありと判断。2024年4～6月期にマイナス金利・イールドカーブ・コントロール(YCC)・マネタリーベース拡大方針のトリプル解除を実施。2024年後半以降は、賃金・物価の上昇モメンタムが徐々に鈍化。持続的な金融緩和継続のもと追加利上げはせず、ゼロ金利継続へ
- 【サブシナリオ】賃金の力強い伸びを確認し、2024年1～3月期にトリプル解除。その後、段階的な利上げに踏み切るも、金利上昇の①家計・企業の金利負担増に伴う景気減速、②金利追随率と銀行収益、③財政の国債費増、④日銀財務への影響などを見極めるスタンスを強め、2025年1～3月期に政策金利1%で利上げ打ち止め

日銀金融政策のシナリオ予想

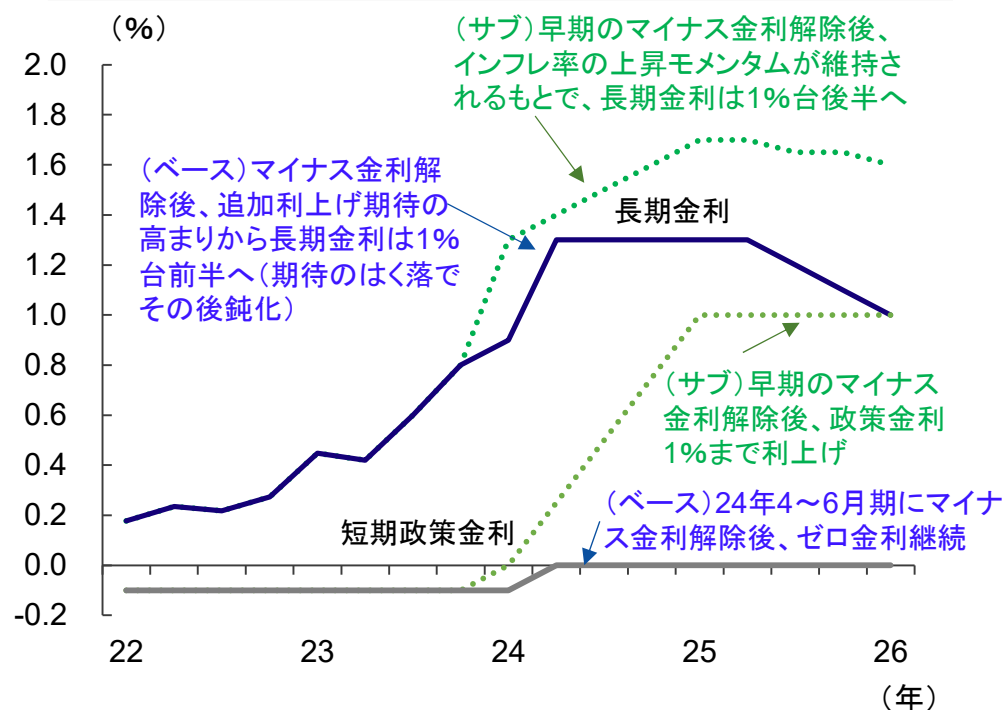


(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

円金利・為替：マイナス金利解除に伴い長期金利は1%台前半まで上昇

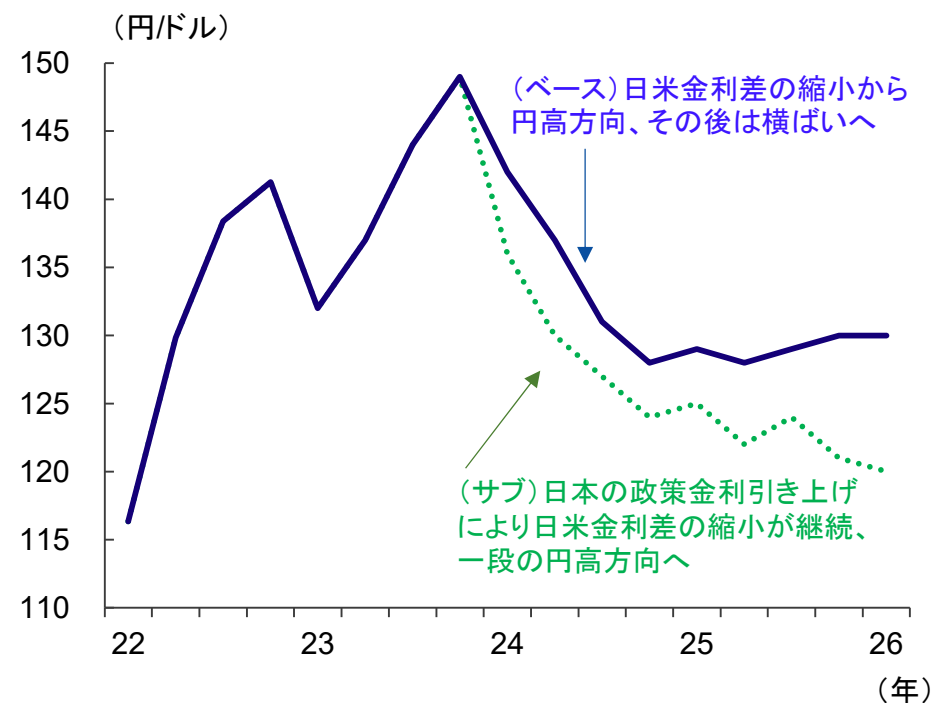
- 【ベースシナリオ】日銀のマイナス金利解除は2024年4～6月期。解除後の長期金利は1%台前半へ
 - 物価基調2%は達成されないものの、日銀はマイナス金利解除時に「物価基調2%実現を見通せる」との見方をいったん示すとみられることから、市場参加者による追加利上げ期待の高まりが長期金利を押し上げ
 - ドル円相場は、日米金利差の縮小を背景に、2024年末時点で1ドル＝120円台後半を予想
- 【サブシナリオ】早期のマイナス金利解除の後、インフレ率の上昇モメンタムが維持され、小幅かつ緩やかに利上げ。長期金利は1%台後半へ

短期政策金利と長期金利



(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ドル円相場

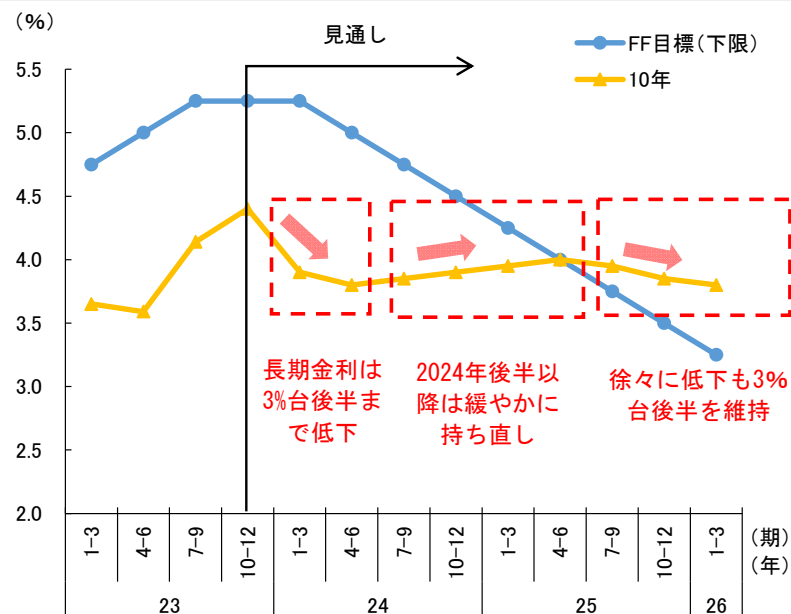


(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

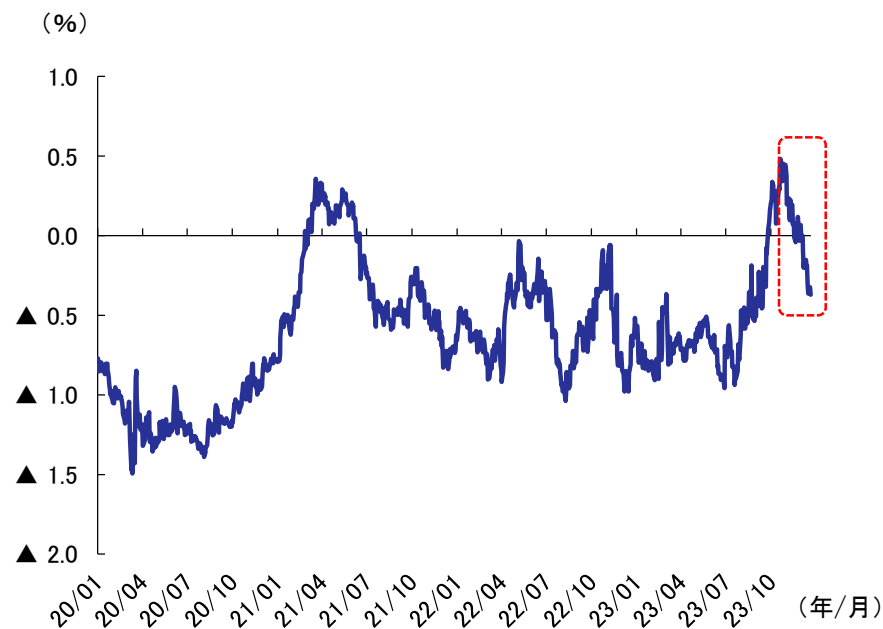
米金利：長期金利は2024年前半にかけ低下も予測期間を通じて3%台後半を維持

- 米長期金利は、景気減速により低下するものの、政策金利の引き下げペースが緩やかとなる中、3%台後半で推移
 - 2024年前半にかけて景気減速により低下するも、賃金・物価の鈍化ペースが緩やかにとどまることから3%台後半で高止まり。2024年後半以降は、景気回復に伴い4%近傍まで上昇し、その後は3%台後半で推移する見通し
- 政府閉鎖懸念に端を発したタームプレミアムの押し上げ圧力は徐々に低く落
 - 2023年10月にかけて急上昇したプレミアムは、11月以降急速に低下。再びマイナス圏に
 - ただし、未だ本予算は成立していないことに加えて、中長期的な財政リスクは依然として残存

米国金利の見通し



米国債のタームプレミアム（10年）



内外株式：日米金融政策やドル円相場の動向を背景に、日米株の動きに明暗

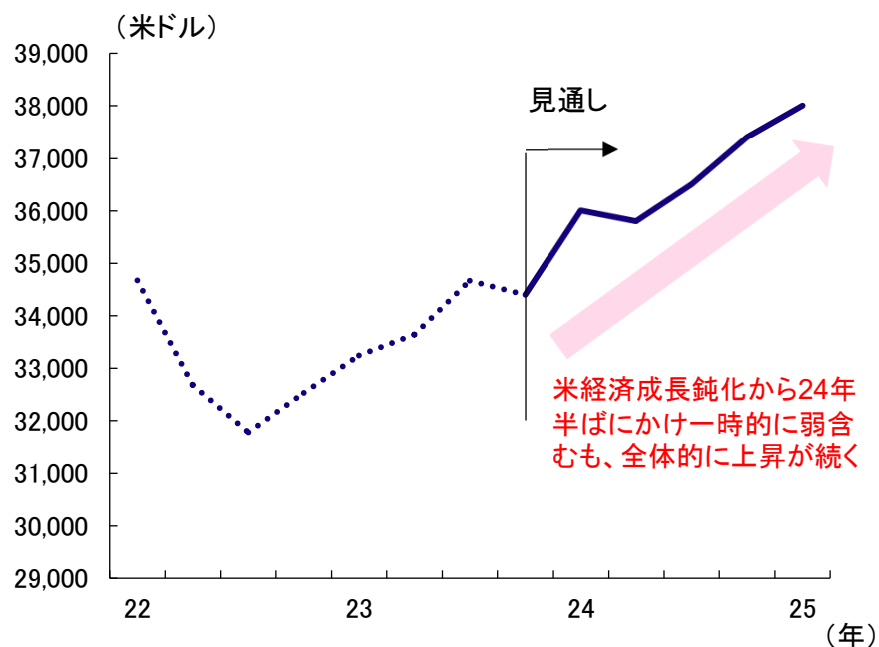
■ 米国株は、2024年半ばにかけ一時的に弱含むも、全体的に上昇が続くと予想

- 足元のダウ平均は、FRBによる利下げ観測の高まりから37,000ドル台と史上最高値をつける
- 2024年半ばにかけて、米経済の成長率鈍化からやや弱含む場面があるも、見通し期間中は上昇基調を予想

■ 日本株は、円高を背景に2024年半ばにかけ下落。回復は2024年後半以降になる見込み

- 米国株とドル円相場の行方に左右される見込み。特に2024年半ばにかけては、米国の利下げや日銀の政策変更による急速な円高・ドル安がマイナス材料となり下落を予想。回復は円高進展が一服する2024年後半以降を予想

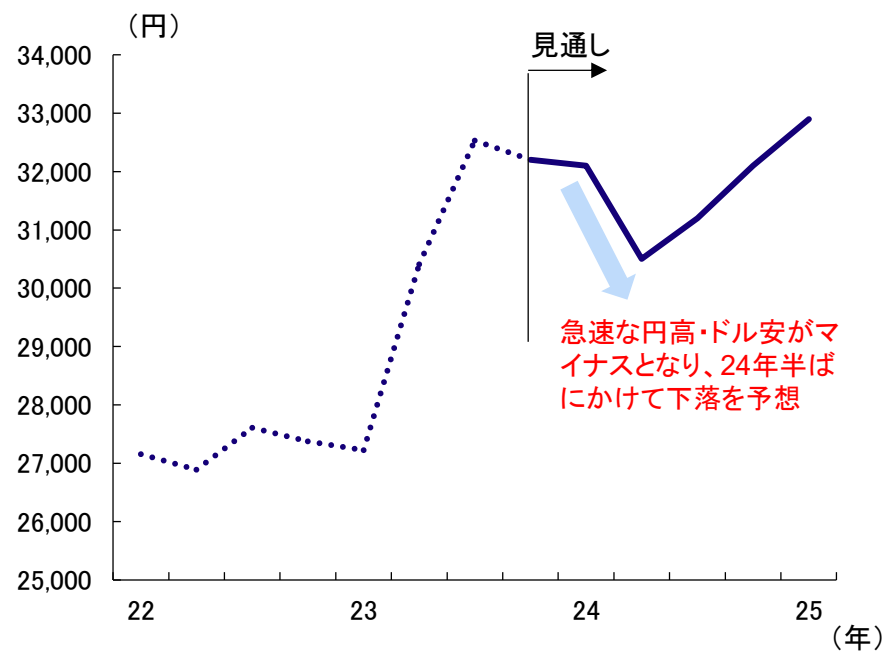
米国株の見通し



(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

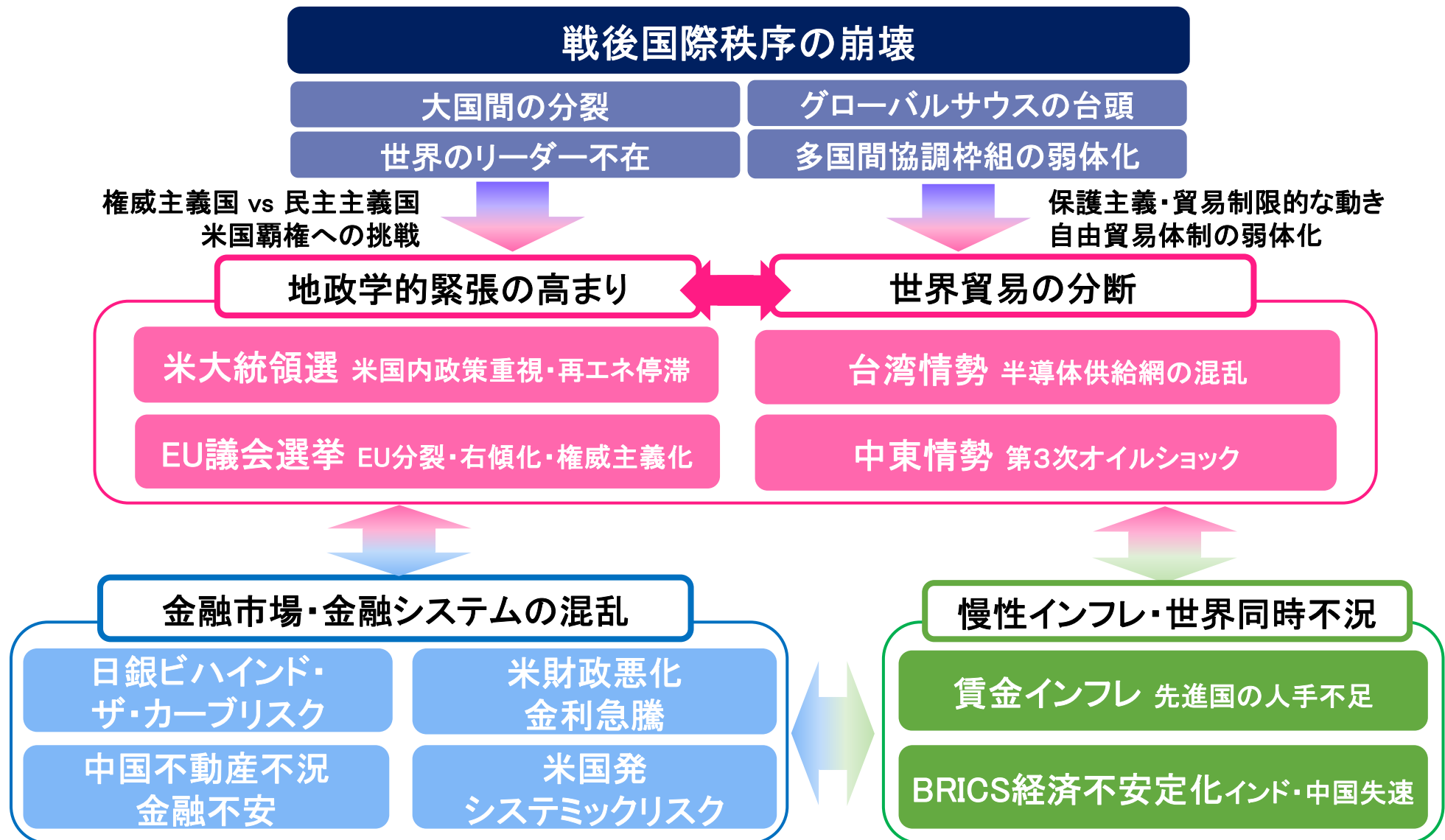
日本株の見通し



(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

(参考)2024年のトップリスク:戦後国際秩序の崩壊が進み、リスクが多様化・複合化



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)2024年のトップリスク10

リスク	①顕在化のトリガーおよび、②その影響
米大統領選	①米大統領選の影響で米国が内向き化、国内政治重視姿勢強まり、国際社会の信認低下 ②国際社会のリーダー不在で地政学的リスクの高まり・世界貿易分断、再エネ政策停滞など世界景気停滞感強まる
EU議会選挙	①ウクライナ支援、EU財政規律遵守や移民問題を巡り加盟国間の不協和音が高まり、EUの政策遂行能力低下 ②EU資金支援や財政規律を喪失した周縁国の国債金利が急上昇、財政健全化を余儀なくされ緊縮財政不況へ
台湾情勢	①台湾総統選挙で民進党が勝利し、台湾独立へ傾斜。レッドライン越えで中国は台湾への軍事威嚇強化 ②台湾海峡封鎖で日本はエネルギー安全保障危機、原油価格急騰、世界は半導体供給途絶で物価高・景気後退へ
中東情勢	①イスラエル・ハマス紛争への周辺国(イラン・トルコ・ロシア・アラブ諸国)への関与が強まり、反米感情も悪化 ②OPECプラスがイスラエル支持国への石油供給停止、第3次オイルショックが発生・原油価格急騰
賃金インフレ	①先進国で人手不足が深刻化。労働組合の賃上交渉力が増し、賃金インフレが定着 ②追加利上げが景気後退・銀行収益を深刻化、賃金物価スパイラル・物価高が同時進行するスタグフレーションへ
BRICS経済不安定化	①インド・中国で人権問題や政治不安定化で政策混乱。国境問題や宗教面でグローバルサウス内での対立激化 ②世界経済成長のけん引役としての期待がはく落。投資の腰折れで世界経済成長率が急低下
中国不動産不況・金融不安	①不動産開発業者の債務不履行により理財商品・信託商品の償還不履行が多発、取付け騒ぎが金融不安に発展 ②地方政府に代わり中央政府が国債増発で支援するも、金利上昇・不動産価格下落・元安止まらず
米財政悪化・金利急騰	①FRB等の国債保有の減少が続く中、高金利下で利払い費・国債発行増加。米財政悪化懸念で、長期金利急騰 ②ベアスティープ化で保有国債評価損が膨らみ地銀が連鎖倒産、金融不安・景気後退へ。世界リスク資産にも波及
日銀ビハインド・ザ・カーブリスク	①日銀の金融緩和継続が想定以上のインフレ上振れを招き、事後的に急ピッチな利上げを実施し、金利が上昇 ②政府債務の持続可能性への懸念から円安進展、インフレ加速。消費・投資の低迷と、緊縮財政を招き景気後退に
米国発システミックリスク	①米国の高金利継続により銀行や不動産ファンドがデレバレッジ加速、不動産市況が大幅悪化 ②地銀・グローバルREITの破たんが相次ぎ、信用収縮と景気減速が同時進行、世界リスク資産にも波及

(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

	2024年		2025年	
米国	11月	大統領選挙		
欧州	5月	露プーチン大統領任期満了	1月迄	英国議会選挙
	6月	欧州議会選挙	10月迄	ドイツ議会選挙
	7～9月	パリオリンピック・パラリンピック		
	10月	フォン・デア・ライエン欧州委員長任期満了		
日本	7月	東京都知事任期満了	4～10月	大阪・関西万博
	9月	自由民主党総裁任期満了	7月	参議院議員任期満了
			10月	衆議院議員任期満了
アジア	1月	台湾総統選挙		
	2月	インドネシア大統領・議会選挙		
	3月	中国全国人民代表大会		
	4月	韓国議会選挙		
	春頃	インド総選挙		
	年内	中国共産党3中全会		
その他	6月	メキシコ大統領・議会選挙		
	11月	G20サミット(ブラジル)		
	11月	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負担率の試算（2022年）

所得階級	2022年の年間食料増減率（円）		収入に対する負担率（%）		負担率の増減（%）
	食料	エネルギー	2021年	2022年	
300万円未満	22,840	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	+13.4
600～700万円	31,305	24,261	55.58%	39.7	+15.9
700～800万円	32,205	24,467	56.72%	39.7	+17.0
800～900万円	33,205	26,147	58.21%	39.7	+18.5
900～1,000万円	35,928	26,344	62.53%	39.7	+22.8
1,000万円以上	40,890	27,308	67.22%	41.8	+25.4
全世帯平均	30,135	23,517	53.43%	39.7	+13.7

日本のGHG多排出産業は、電力・運輸・鉄鋼・化学

日本の部門別CO2排出量（2019年）

電力・熱・蒸気：39%
製造業・建設業：28%
運輸業：18%
鉄鋼業：12%
その他：3%

太陽光・風力等の再生可能エネルギーの導入拡大により、排出削減の取り組みが進展している。

（注）2022年10月1日現在、日本経済産業省・国土交通省・環境省の発表による。上記は概算値であり、実際の数値とは異なる可能性がある。また、上記の数値は、2019年のデータに基づくものである。最新のデータについては、各官庁の発表を参照すること。

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】

太田智之	(チーフ)	080-7799-2815	tomoyuki.ota@mizuho-rt.co.jp
福田善之	(全体総括)	080-3391-3682	yoshiyuki.fukuda@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		080-1069-6684	naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp
鎌田晃輔		080-1069-4594	kosuke.kamata@mizuho-rt.co.jp
・アジア経済			
対木さおり	(総括)	080-1069-4778	saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp
井上淳		080-1069-4827	jun.inoue@mizuho-rt.co.jp
越山祐資		080-1069-4835	yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp
永野督和		080-1069-4752	masakazu.nagano@mizuho-rt.co.jp
・日本経済			
酒井才介	(総括・公需)	080-1069-4626	saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp
服部直樹	(企業・外需)	080-1069-4667	naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp
河田皓史	(家計・物価)	080-2074-8973	hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp
坂中弥生	(外需)	080-2158-4174	yayoi.sakanaka@mizuho-rt.co.jp
中信達彦	(企業)	080-9534-5897	tatsuhiko.nakanobu@mizuho-rt.co.jp
西野洋平	(家計)	080-1069-4774	yohei.nishino@mizuho-rt.co.jp
安川亮太	(物価)	080-1069-5058	ryota.yasukawa@mizuho-rt.co.jp
・金融市場			
宮崎浩	(総括)	080-1069-4681	hiroshi.miyazaki@mizuho-rt.co.jp
上村未緒	(国内金利)	080-1069-4899	mio.uemura@mizuho-rt.co.jp
坂本明日香	(内外株式)	080-1069-5064	asuka.sakamoto@mizuho-rt.co.jp
嶋中由理子	(海外金利)	080-1069-4638	yuriko.shimanaka@mizuho-rt.co.jp
東深澤武史	(為替)	080-1069-4919	takeshi.higashifukasawa@mizuho-rt.co.jp

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。