

# みずほ経済・金融マンスリー

みずほリサーチ&テクノロジーズ

2024年5月23日

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**



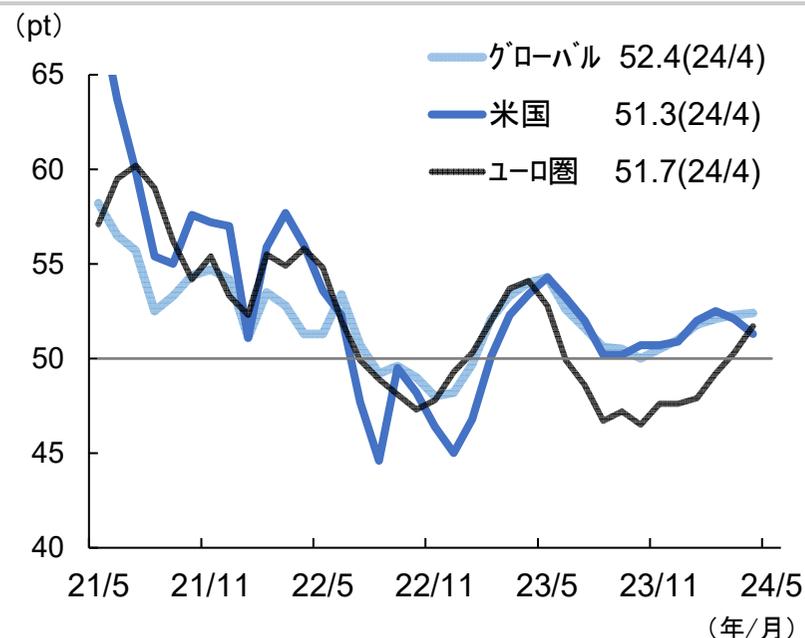
## 《照会先》

	担当者	メールアドレス	電話番号
米国経済	松浦大将	hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4902
	菅井郁	kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4582
欧州経済	川畑大地	daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4550
	諏訪健太	kenta.suwa@mizuho-rt.co.jp	080-1069-5060
中国経済	月岡直樹	naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp	080-1069-6684
	鎌田晃輔	kosuke.kamata@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4594
アジア経済	江頭勇太	yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4757
	西野洋平	yohei.nishino@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4774
新興国経済	対木さおり	saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4778
	井上淳	jun.inoue@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4827
日本経済	酒井才介	saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4626
	服部直樹	naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4667
金融市場	坂本明日香	asuka.sakamoto@mizuho-rt.co.jp	080-1069-5064
	東深澤武史	takeshi.higashifukasawa@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4919

## 世界経済の概況：非製造業を中心に日中欧で回復継続。米国は改善一服の動き

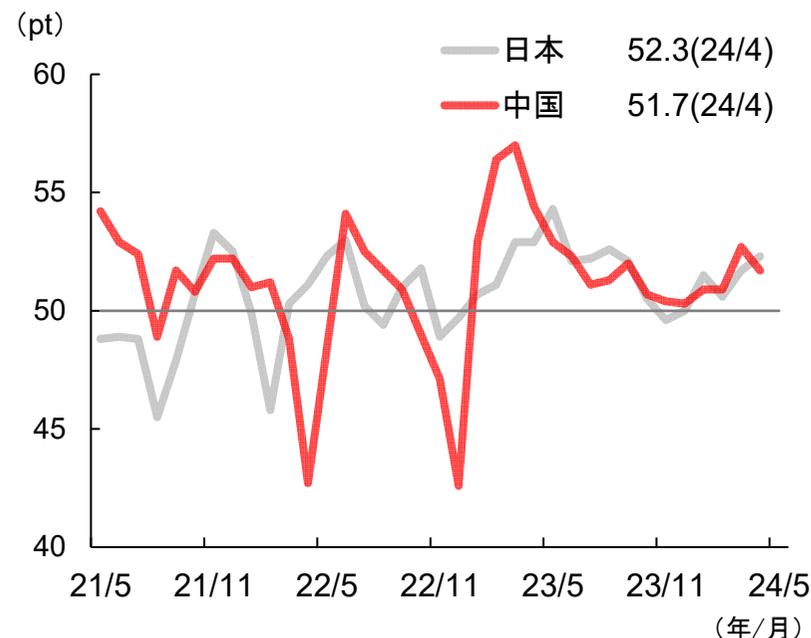
- 米国の景況感は製造業・非製造業ともに2カ月連続で鈍化。一方、ユーロ圏は非製造業が回復
  - 米国では、製造業の新規受注が鈍化したほか、サービス業では新規雇用を抑制する動き
  - ユーロ圏では、製造業で新規受注が低迷しているものの、非製造業は需要増を受けて堅調
- 日本は非製造業が全体の回復をけん引。中国は製造業・非製造業ともに前月からは低下も、楽観圏を維持
  - 日本では、インバウンドの好調などを受けて非製造業の改善が継続。製造業も節目の50付近まで回復
  - 中国では、非製造業で拡大が続いたほか、輸出好調を背景に製造業が2カ月連続で節目の50超え

### 世界と欧米の総合PMI(購買担当者景気指数)



(注) PMI(購買担当者景気指数): 新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。50が判断の境目  
 (出所) S&P Globalより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 日本と中国の総合PMI

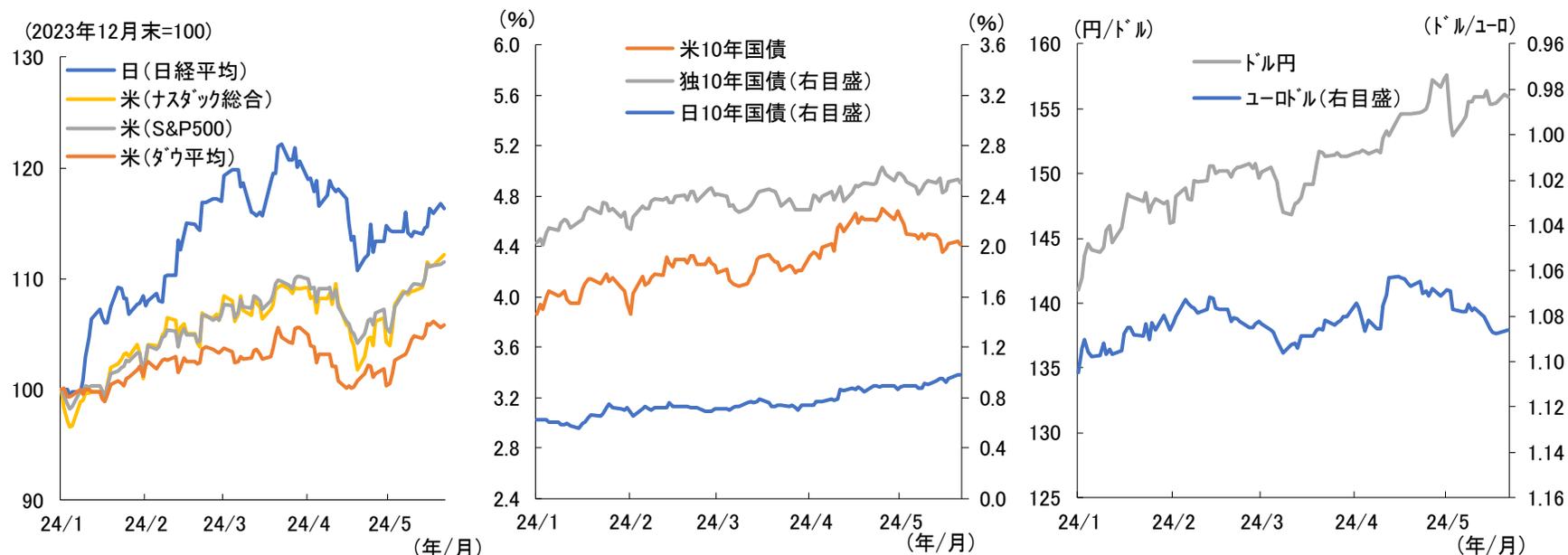


(注) PMI(購買担当者景気指数): 新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。50が判断の境目  
 (出所) S&P Global、中国国家统计局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 金融市場の概況：米長期金利は低下、米国株は上昇。ドル円は円安地合い継続

- 米国株は上昇。米長期金利低下や1～3月期の企業決算が良好であったことから、主要指数で史上最高値を更新。日本株は、1～3月期の企業決算・ガイダンスが市場期待を一部下回ったことから、株価は緩慢な上昇に留まった
- 米長期金利はやや低下。4月雇用統計で労働需給のひっ迫緩和、4月CPIで物価減速を確認し、市場の利下げ先送り観測がやや後退。円長期金利は日銀の国債オペ減額などを受け1%近傍まで上昇
- ドル円相場は、為替介入とみられる円買いの動きがあるも、その後反発。日米長期金利差はやや縮小したものの、米金融政策の利下げ転換が明確になるまでは、円キャリートレードの期待は残存。円安地合いが続く可能性

### 主要マーケットの推移

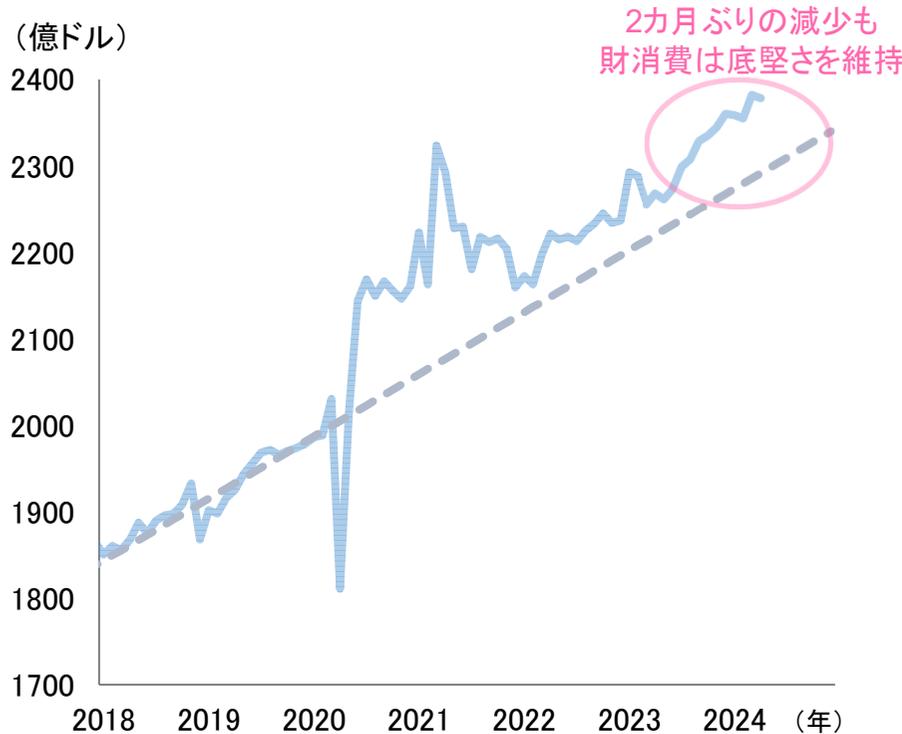


(注)いずれの指数・数値も5月21日までの実績、国債利回りは気配値(取引不成立を含む)、為替レートはNY時間17時時点  
(出所)LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：小売売上高も適度に軟化。市場は米ソフトランディングの兆候と前向きに評価

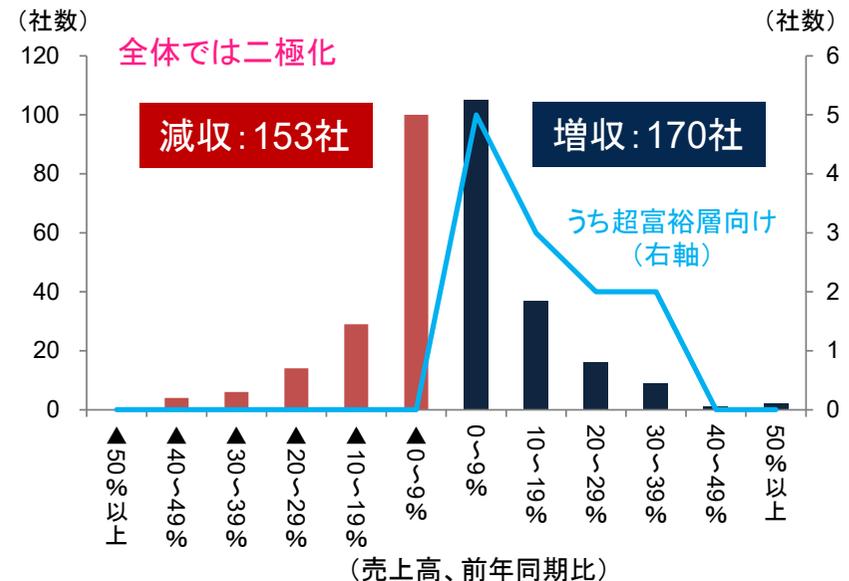
- 2024年4月の名目小売売上高は前月比+0.0% (3月：同+0.6%)と減速
  - 変動の激しい品目を除く実質コア小売ベースは同▲0.2%と2カ月ぶりのマイナス。減少したとはいえ、財消費は過去トレンドを上回る水準で推移しており、むしろトレンド回帰に向けた適度な軟化との評価
- 小売やサービスなど個人消費に関連する企業の決算は増収企業と減収企業の数拮抗
  - 超富裕層向けビジネスを展開する企業は大半が増収を維持。所得階層による消費の二極化を示唆する結果

## 実質コア小売の推移



(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

## 消費関連企業の直近決算(4~5月)の分布



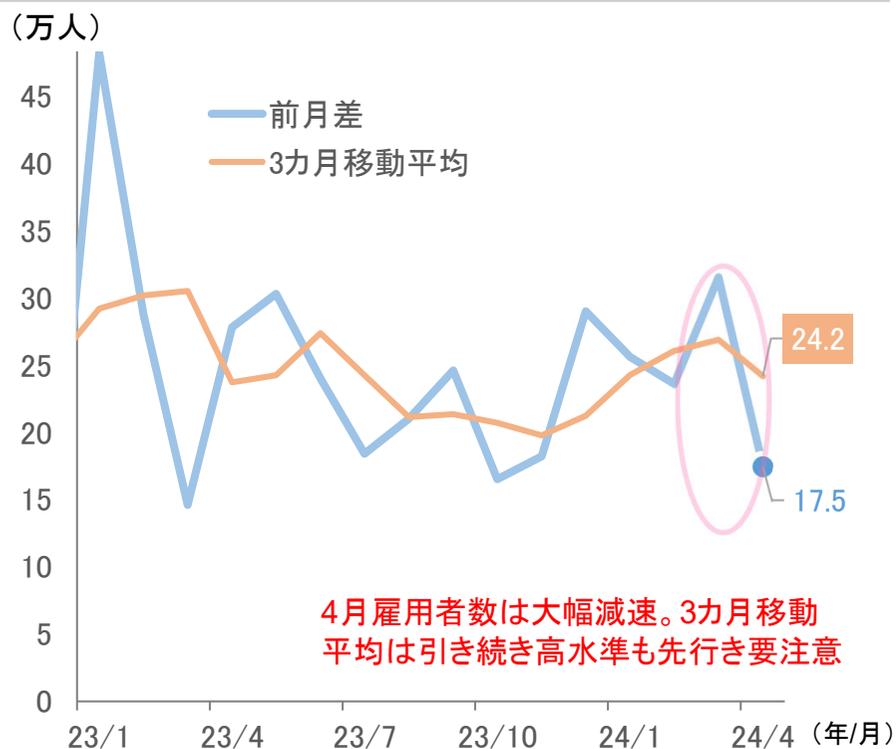
(注) LSEGよりデータが取得可能な小売業、外食、ホテル・エンタメなど個人消費関連323社の直近決算(5月14日公表分まで)が対象。「超富裕層向け」は高級食品販売、高級ヘルスケア、カジノ、リゾート、クルーズ船運賃などの業態が含まれる(「一般層(60%未満)」「高所得層(95~60%)」「超富裕層(所得階級上位5%)」と定義した上で、各企業の主要ターゲット層をChatGPT-4oにより分類)

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：雇用関連統計は雇用者数・時間当たり賃金とも予想対比下振れ

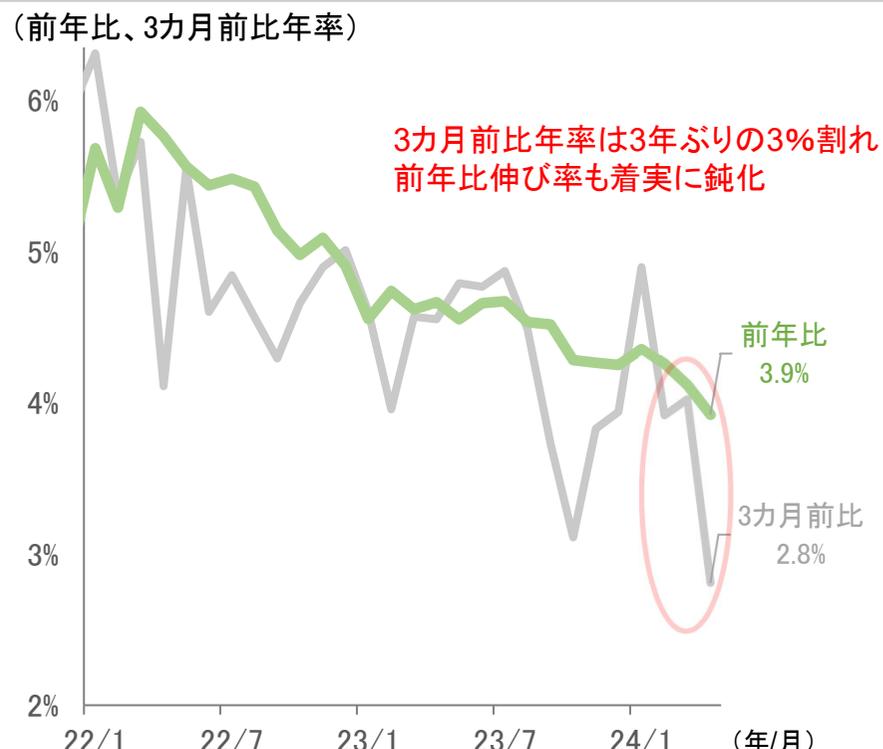
- 4月の非農業部門雇用者数は前月差+17.5万人と市場予想(同+24.0万人)を下回る結果
  - 前月(同+31.5万人)からも大きく減速。均してみれば好不調の目安とされる20万人を超えており、雇用堅調との評価は変わらないが、労働市場軟化の兆しがみられるだけに今後の動向には要注意
  - 時間当たり賃金は前月比+0.2%とこちらも市場予想(同+0.3%)を下回る。3カ月前比年率では+2.8%と2021年3月以来3年ぶりの3%割れ。前年比でも+3.9%と伸び鈍化

### 非農業部門雇用者数



(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

### 時間当たり賃金



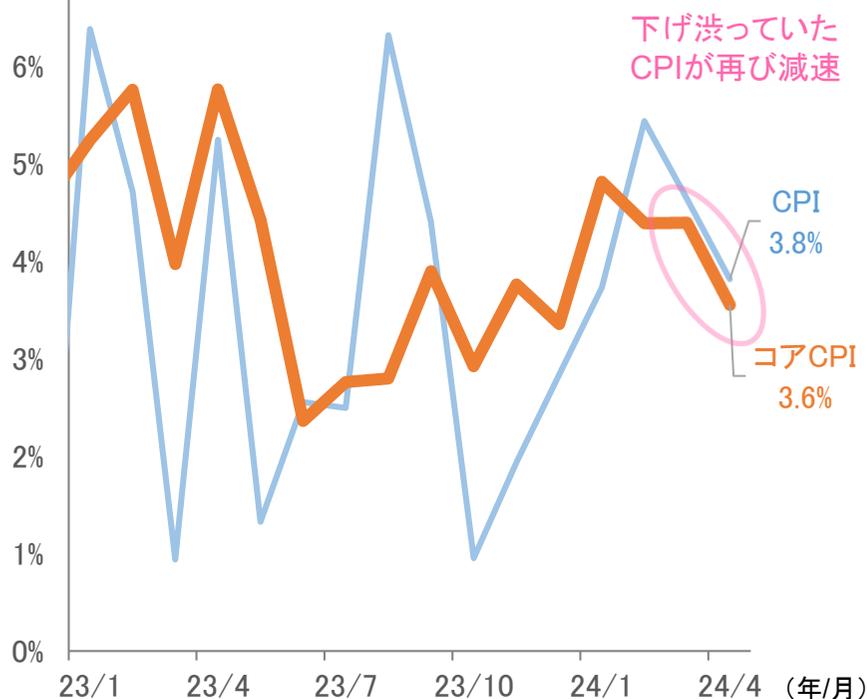
(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国：4月消費者物価は減速。市場のインフレ高止まり懸念は緩和

- 4月の消費者物価は前月比+0.3%（3月：同+0.4%）と減速。市場予想通りの結果
  - 食品・エネルギー除くコア指数も同+0.3%と伸び鈍化。年初来、下げ渋っていたインフレ動向に再び減速の兆し
  - 内訳をみると、インフレ下げ渋りの主因だった家賃ならびにコアサービス（除く家賃）の伸びが鈍化。未だ水準は高いものの、インフレ鎮静化のサインとして市場は好感
  - コア財は下落幅こそ縮小したが、引き続き下落基調継続

### CPIとコアCPIの推移

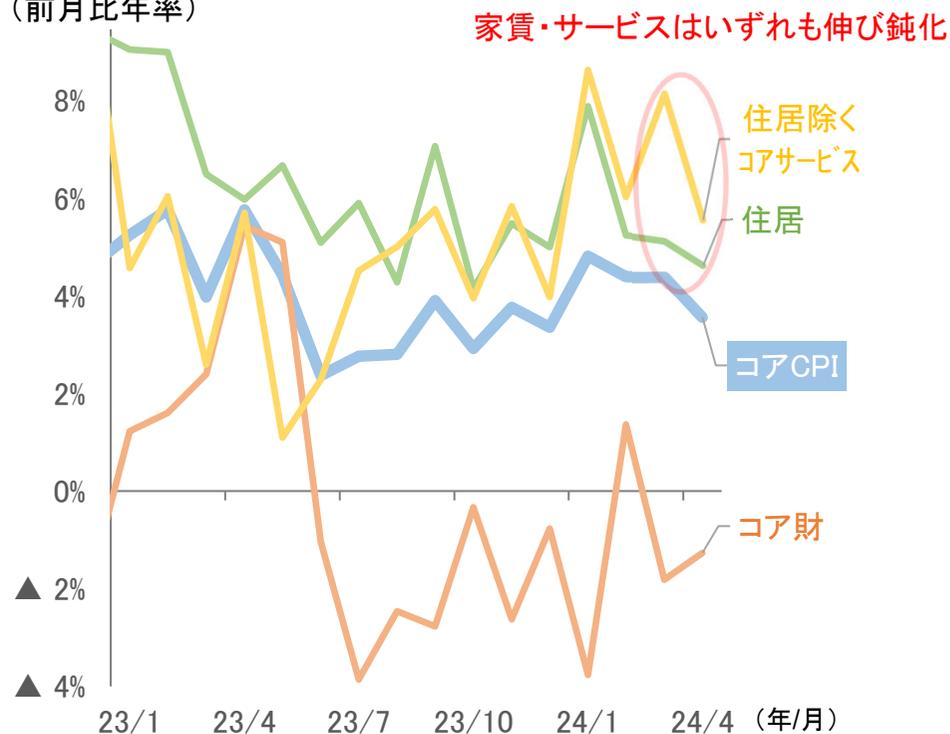
（前月比年率）



（出所）米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### コアCPIの内訳

（前月比年率）



（出所）米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## FRB: 5月FOMCはインフレ警戒姿勢の強まりを見せず、インフレ鈍化を待つ姿勢

- 2024年入り後のインフレ指標の上振れを受けて声明文では「(物価安定への)さらなる進展がない」との文言追加
- パウエルFRB議長は「(さらなる進展に対する)確信が得られるまで以前の予想よりも時間がかかりそうだ」と表明
- またFOMCは、6月から保有米国債の削減ペースを月600億ドルから月250億ドルに減速することを決定

### FOMC声明文とパウエル議長記者会見のポイント

#### 【声明文】

- ここ数カ月(物価安定への)さらなる進展がみられない
- 雇用とインフレのリスクバランスは、昨年来、より良く均衡してきた(現在進行形から現在完了形に修正され、リスクバランスの評価はインフレサイドに傾斜)

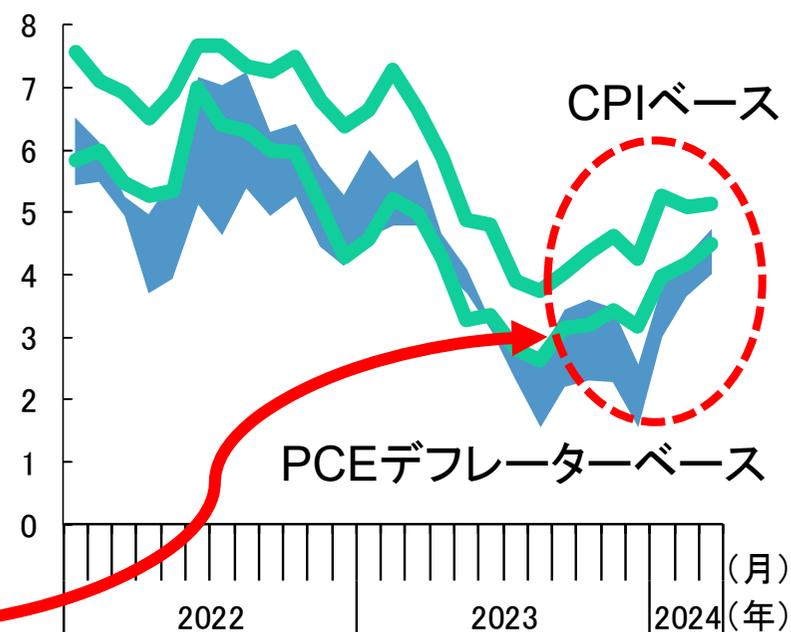
#### 【記者会見】

- (さらなる進展に対する)確信が得られるまで、以前の予想より時間がかかりそうだ(利下げ時期の後ずれ)
- 次の動きが利上げになる可能性は低い
- 供給サイドの問題は今なお報告されている
- 需給の歪みが解消されたことで、(昨年)インフレ率は低下した。私はそうした考えを捨てていない(インフレ率は供給サイドの問題解消でまた下がるはずだ)

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### (参考) 基調的物価指標の動き

(3カ月前比年率、%)



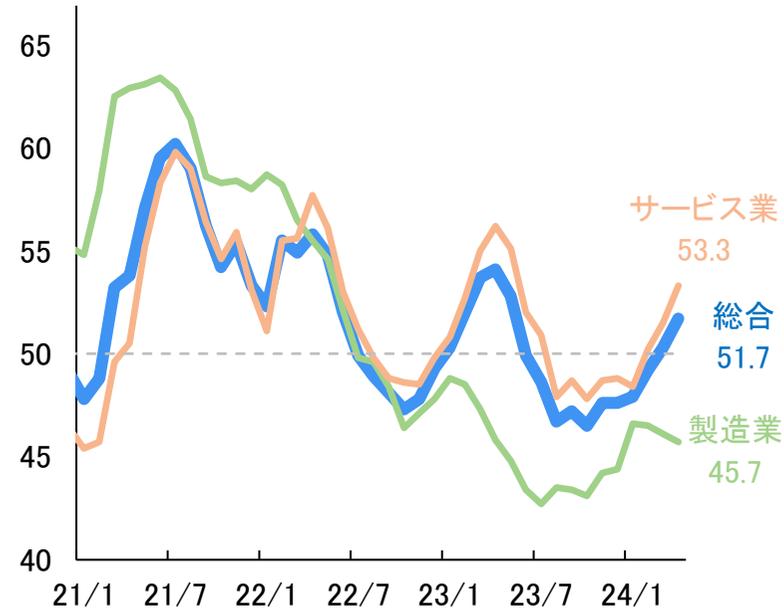
(注) CPI、PCEデフレーターとも、コア、加重メディアン、刈り込み平均のレンジ  
(出所) 米国労働省、米国商務省、クリーブランド連銀、ダラス連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 欧州：企業景況感はサービスがけん引する形で改善継続

- 4月のユーロ圏総合PMIは51.7(前月:50.3)と2カ月連続で改善。好不調の節目とされる50超を維持
  - サービス業がけん引。製造業は弱含んだものの、4~6月期のユーロ圏経済はまずまずのスタートをきった格好
- 企業の先行き3カ月需要見通しはサービス業を中心に回復
  - 製造業は依然低調ながら、底堅い観光関連需要の後押しを受けて、宿泊・飲食サービスが改善。また欧州復興基金に基づくDX・GX投資の盛り上がりなどから情報サービスも好調を維持

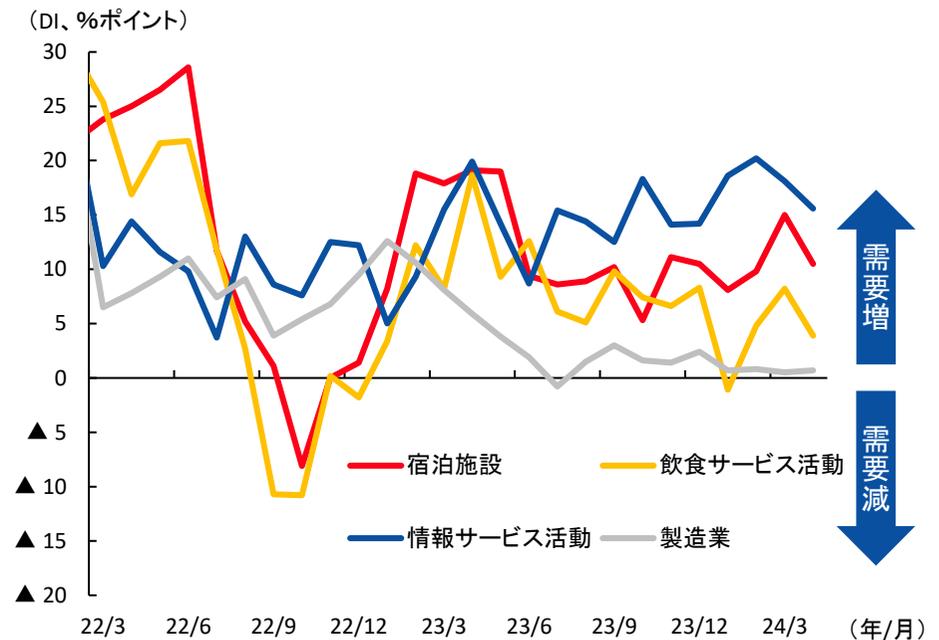
### ユーロ圏：PMI

(50超=拡大)



(注) 50が景況判断の節目  
(出所) S&P Globalより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ユーロ圏：先行き3カ月の需要見通し

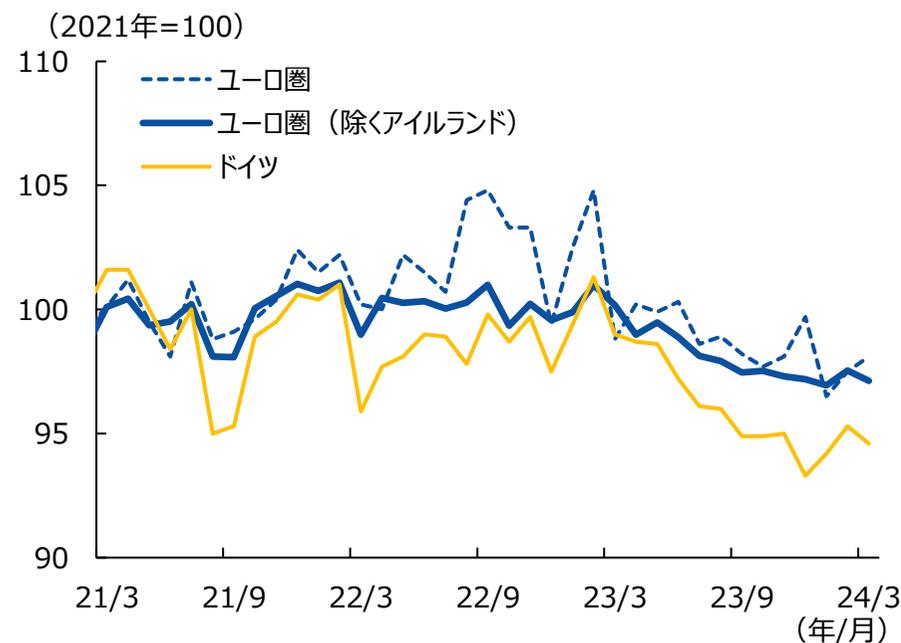


(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 欧州：生産回復ペースは緩慢。半導体関連は持ち直すも自動車の不振が重石に

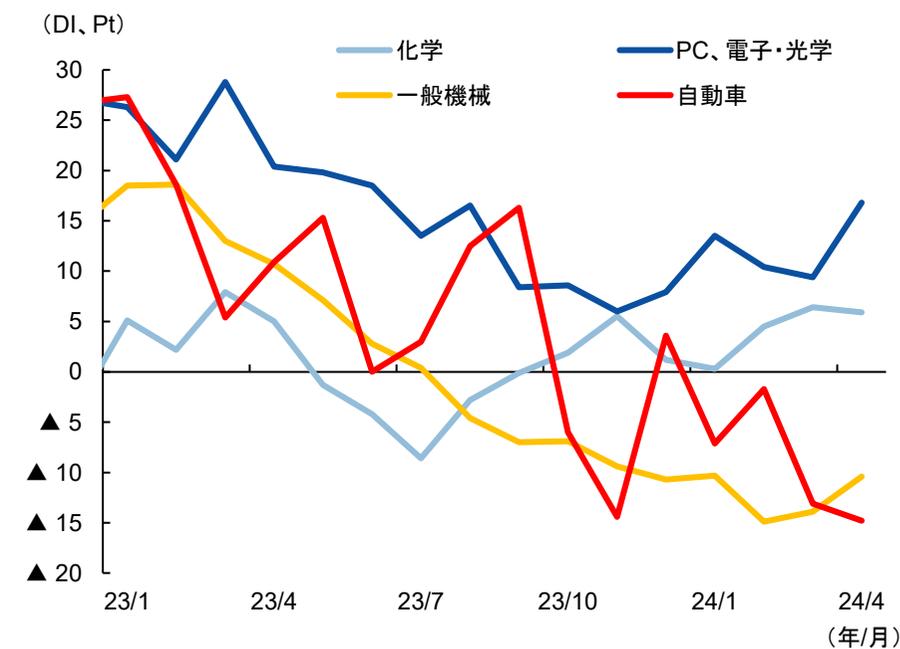
- 3月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比+0.6%と2カ月連続の増産もアイルランド要因が押し上げ
  - アイルランドを除くと2カ月ぶりのマイナス。ドイツなど主要4カ国が軒並み低下
- 半導体サイクルの好転が追い風となる一方、中国企業との競争激化などを受けて自動車生産の低迷が長期化
  - 半導体サイクルと関連の深いPC、電子・光学や化学は生産見通しDIが明確に改善。対して自動車は生産見通しの悪化が継続。一般機械も持ち直しの兆しはあるが、マイナス圏での推移

### ユーロ圏：鉱工業生産



(注) アイルランド除くユーロ圏はみずほリサーチが算出  
 (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：生産見通しDI



(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

## ECB: 次回6月理事会で利下げを決定すると予想

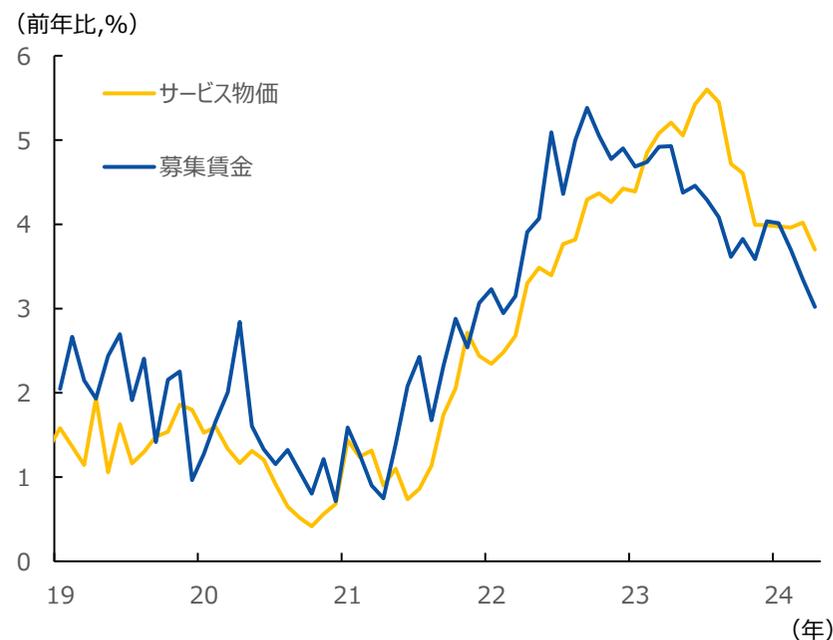
- ECBは4月政策理事会で5会合連続で利上げを見送り、預金ファシリティ金利を4.0%に据え置き
  - 政策運営はデータ次第としつつも、物価の持続的減速を確信できれば「金融政策の制約的水準引き下げが適切」とし、今後の利下げを示唆
- 賃金上昇圧力やサービス物価は徐々に低下。次回6月理事会で利下げを決定すると予想
  - ユーロ圏の賃金指標やサービスインフレは緩やかに減速。ECB高官からも物価・賃金の減速に自信を深める発言や利下げへの言及が相次いでおり、次回6月理事会で利下げを決定する見込み

### ECB高官の発言

基本スタンス	発言者	発言内容	発言日
タカ派	ナーゲル ドイツ連銀総裁	6月公表のスタッフ予測で3月に示された物価を巡る良好な見通しが裏付けられれば利下げを検討可能	4月24日
	クノット オランダ中銀総裁	6月に最初の利下げを実施する可能性が高い	4月29日
中道	レーン チーフエコノミスト	インフレ率がタイムリーに目標に戻るという私の確信を高めている	5月6日
	ビルロワドガロー フランス中銀総裁	恐らく6月初旬の政策決定会合で利下げに踏み切るだろう	5月15日
ハト派	パネッタ イタリア中銀総裁	小幅な利下げは需要の弱さに対抗するものとなる	4月25日
	デコス スペイン中銀総裁	現在の金融引き締め水準を6月に引き下げ始めることが望ましい	5月7日

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ユーロ圏: サービスインフレと募集賃金

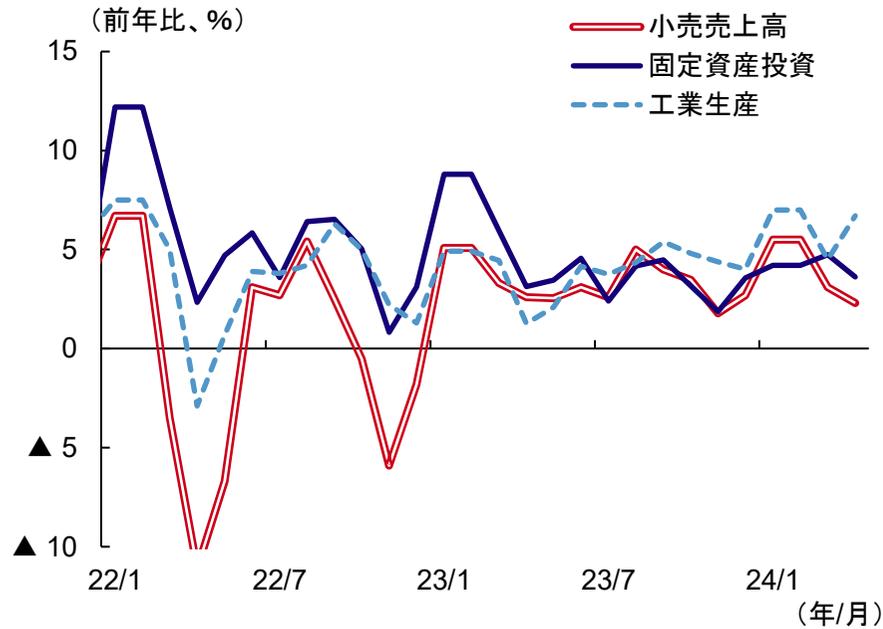


(出所) Eurostat、Indeedより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 中国:4月の内需は低迷。不動産は政府の在庫買い入れに期待

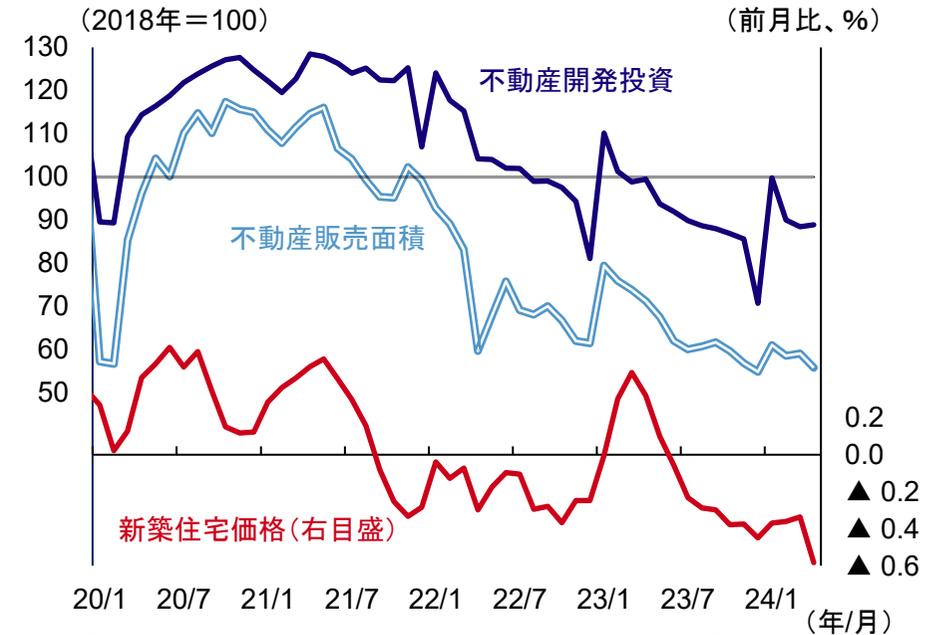
- 4月の主要指標は生産のみ前年比+6.7%と堅調。内需は弱く、先ごろ公表された輸出と対照的
  - 小売は同+2.3%と前月(同+3.1%)から減速、投資も同▲3.6%と前月(同+4.7%)から鈍化
  - 内需低迷の一方で生産は増え、輸出ドライブがかかっている様相
- 4月の不動産市場は、販売・投資ともに底ばいの動きを継続。政府による在庫買い入れの動きに期待
  - 新築住宅価格は前月比▲0.6%と、前月(同▲0.3%)からマイナス幅が拡大。底値探る動きが強まる
  - 中央政府は、地方政府が住宅在庫を購入し保障性住宅に転用することを容認。在庫消化の進展を見守る展開

### 主要経済指標(小売・投資・生産)



(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 不動産関連指標(投資・販売面積)

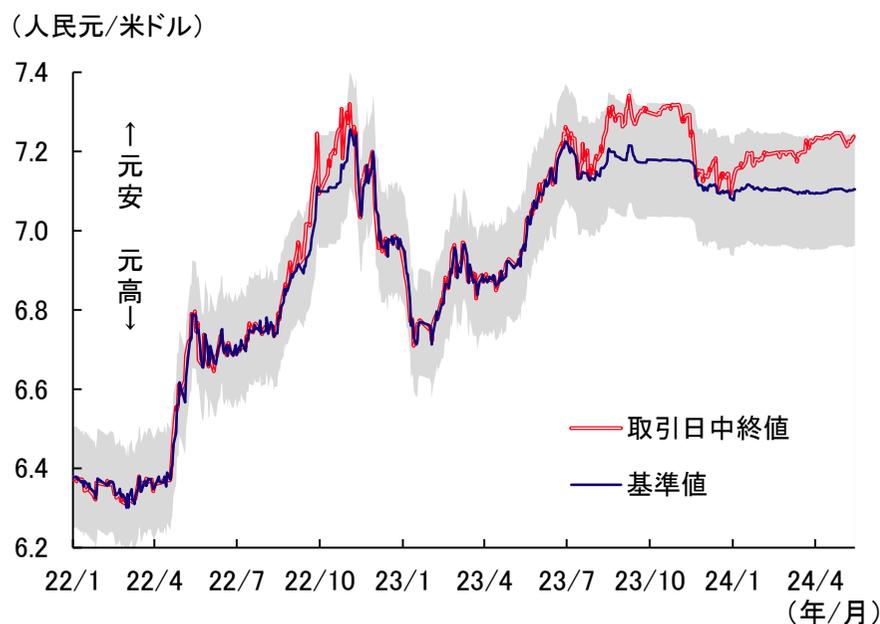


(注) 販売面積と投資はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値  
(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 中国：ドル高を受け元安が継続。国内貸出等の流動性供給量は足元で縮小

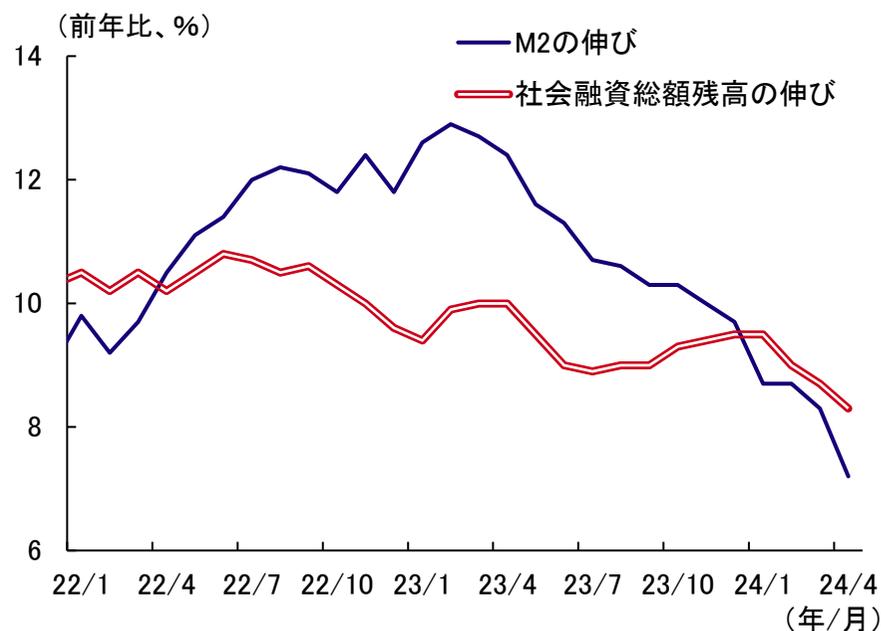
- 人民元相場は、米利下げ観測後退によるドル高が続き、1ドル=7.2元台前半で推移
  - 軟調な米経済指標を受け一時元高に振れたものの、米政府のEV等対中関税引上げなどが重石となり再び元安に
  - 米中の金融政策の方向感の違いは引き続き元安圧力だが、当局の許容変動幅により更なる元安の余地は限定的
- マネーサプライ(M2、預金等)および社会融資総額(銀行貸出等)の伸び率が鈍化し、流動性供給は足元で縮小傾向
  - 人民銀は利下げや預金準備率引き下げ等の政策手段により「適度な流動性と信用の拡大」を確保する方針
  - もっとも、足元の貸出鈍化は内需低迷による影響が大きく、小幅な利下げなど弥縫策での改善は見込み薄

### 人民元対米ドルレート・基準値



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

### マネーサプライ(M2)・社会融資総額残高

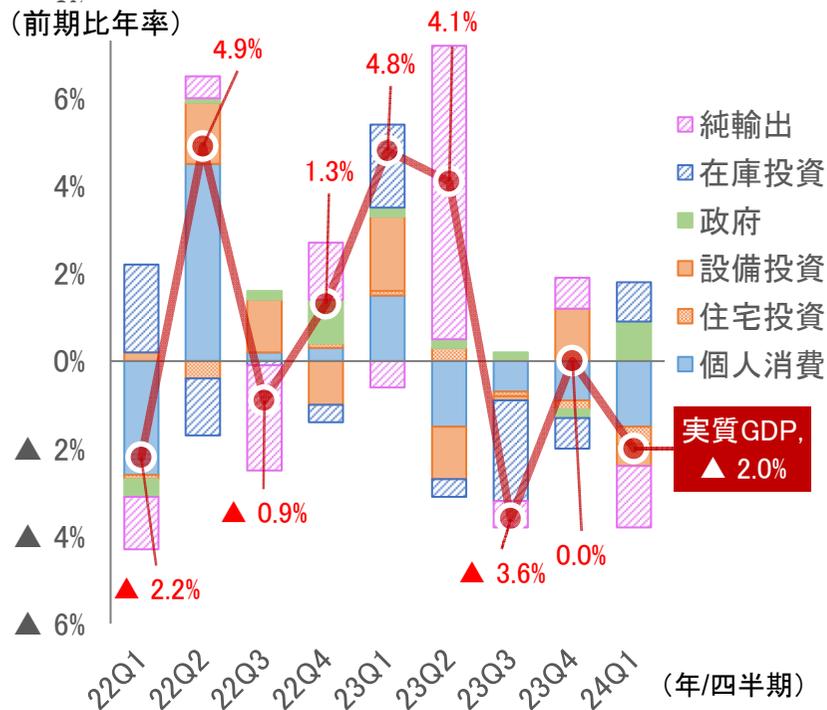


(出所) 中国人民銀行、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本：GDPは年率▲2%のマイナス成長。自動車減産等の特殊要因が下押し

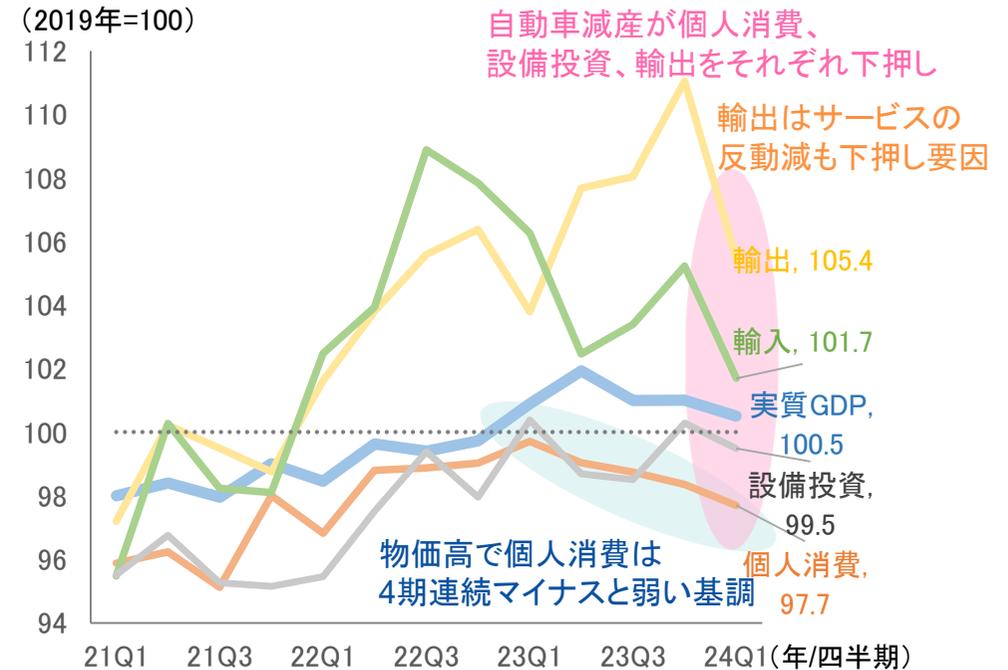
- 1～3月期の実質GDPは前期比▲0.5%（年率▲2.0%）とマイナス成長
  - 能登半島地震や一部自動車メーカーの生産停止に加え、サービス輸出の反動減が下押し要因になり、個人消費・設備投資・輸出いずれもマイナス。特に個人消費は物価高が重石になり4期連続マイナスと弱さが目立つ
  - 一時的な自動車減産の下押し影響を除いてもGDPは横ばい圏の推移にとどまるとみられ、23年後半以降の日本経済は個人消費を中心に停滞感が強まっているとの見方
  - 4～6月期は自動車生産の持ち直し等が押し上げ要因になり、現時点で年率+2%台半ばのプラス成長を予測

## 実質GDP成長率



(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

## コンポーネント別にみたGDP水準



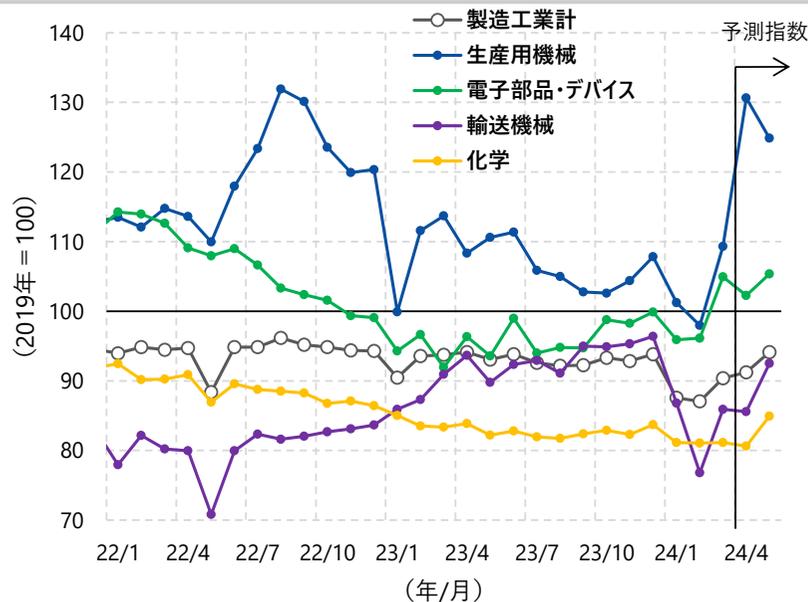
(注) 点線は2019年平均の水準

(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日本:1~3月期の生産は大幅減。4~6月期は自動車や半導体関連で持ち直し

- 1~3月期の鉱工業生産指数は前期比▲5.3%と大幅に低下
  - 能登半島地震、大手自動車メーカーの生産停止等を背景に、1~3月期のGDPを▲1.1%Pt程度下押し
- 先行きの生産予測指数(RTによる補正值)は上昇。4~6月期の生産は改善に向かう見通し
  - 輸送機械の予測指数は、5月に昨年末の水準程度まで回復。大手自動車メーカーの工場稼働再開が背景
  - 電子部品・デバイスは出荷・在庫バランスの改善継続。生産用機械や化学も在庫調整が進展しており、生産回復に向けた条件は整いつつある状況。今後は世界の最終需要動向を踏まえて回復ペースを見極める局面に

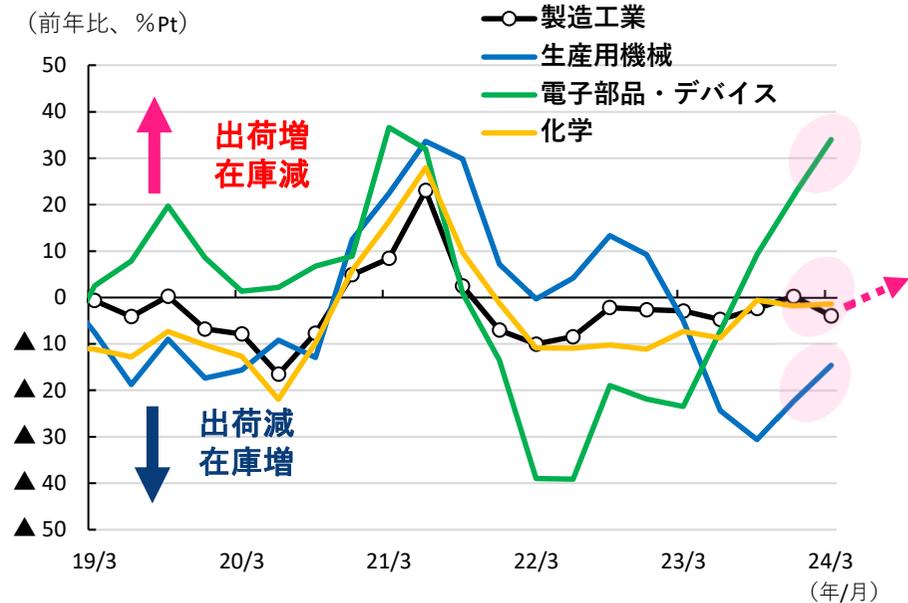
## 主要業種の生産指数実績と予測指数



(注) 予測指数は過去3カ月間の修正率を用いて補正した値。製造工業計は鉱工業全体から鉱業を除いたもの。化学工業は実績値のみ医薬品を除く。予測値数は化学工業全体

(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

## 自動車・半導体関連業種の出荷・在庫バランス



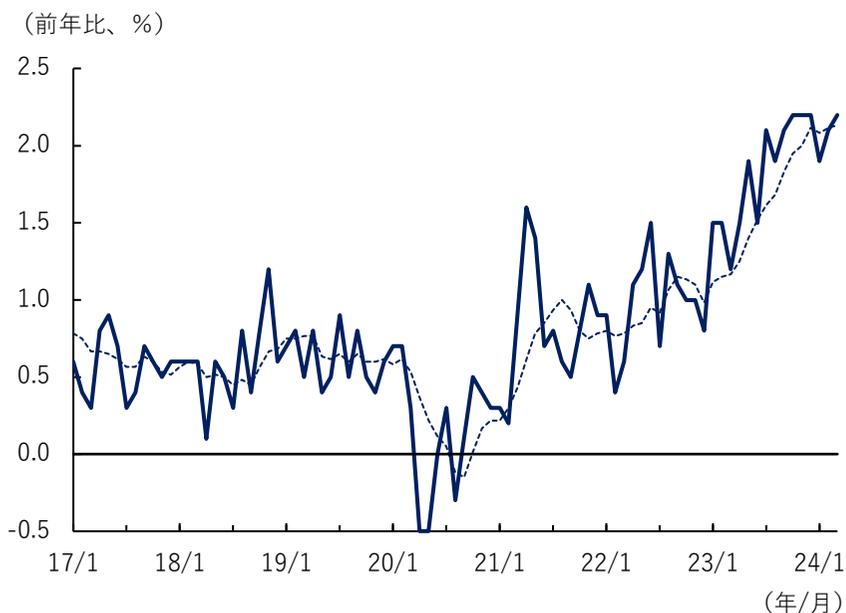
(注) 四半期平均値ベース。出荷・在庫バランス=出荷の前年比変化率-在庫の前年比変化率

(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本：賃金は上昇継続。春闘賃上げ率は5%台を維持し、中小も引き続き奮闘

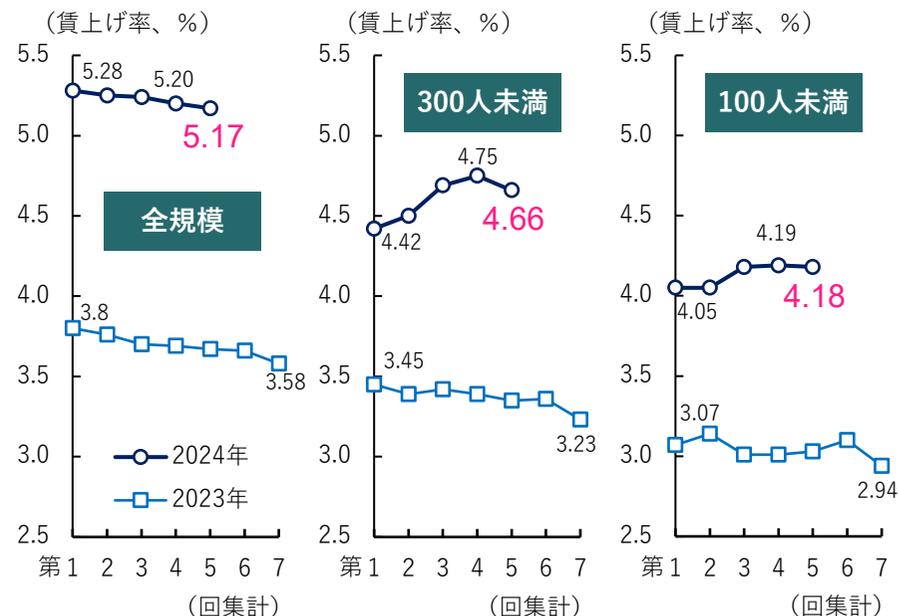
- 3月の名目賃金上昇率(共通事業所ベース)は、前年比+2.2%(2月:同+1.9%)と、引き続き堅調に推移
  - 所定内給与(共通事業所ベース)は、同+2.2%(2月:同+2.1%)と、2%前後の伸び率が継続
  - 一方、同実質賃金上昇率(共通事業所ベース)は前年比▲0.9%と、賃金上昇が物価高に割負ける状況が継続
- 春闘賃上げ率(連合・第5回集計)は+5.17%と5%台を維持。4月以降の所定内給与の押し上げ要因に
  - 組合員数300人未満の中小企業は+4.66%と第4回(+4.75%)から下方修正されたものの、引き続き高水準。同100人未満の小規模企業も+4.18%と4%台を維持しており、2023年を大きく上回る状況

### 所定内給与(共通事業所ベース)



(注)破線は後方6か月移動平均  
 (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

### 企業規模別にみた春闘賃上げ率(連合による集計値)



(出所)連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日銀：4月決定会合は金融政策の現状維持を決定

- 4月金融政策決定会合(4/25・26)は、金融政策の現状維持を全員一致で決定
  - 植田総裁は、基調的物価上昇率が目に見えて高まったわけではないため政策金利を据え置いたと説明
    - 4月展望レポートで、「基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整」と明示
  - 長期国債買入れ方針も据え置き。植田総裁は、長期的なオペ減額は、政策委員会で決定しアナウンスすると発言
- 4月展望レポートの物価見通し(生鮮食品・エネルギーを除く、前年度比)は2024～2026年度にわたって2.0%近傍
  - 基調的な物価上昇率は「見通し期間後半には『物価安定の目標』と概ね整合的な水準で推移」と明記

## 4月金融政策決定会合の声明文(4/26)

- 無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す。
- なお、長期国債およびCP等・社債等の買入れについては、2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する。

### 3月に決定した資産買入れ方針

<b>長期国債 買入れ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増加や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する</li> <li>■ 足もとの長期国債の月間買入れ額は、6兆円程度となっている。実際の買入れは、従来同様、ある程度の幅を持って予定額を示すこととし、市場の動向や国債需給などを踏まえて実施していく</li> </ul>
<b>資産 買入れ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了する</li> </ul>

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日銀政策委員の大勢見通し

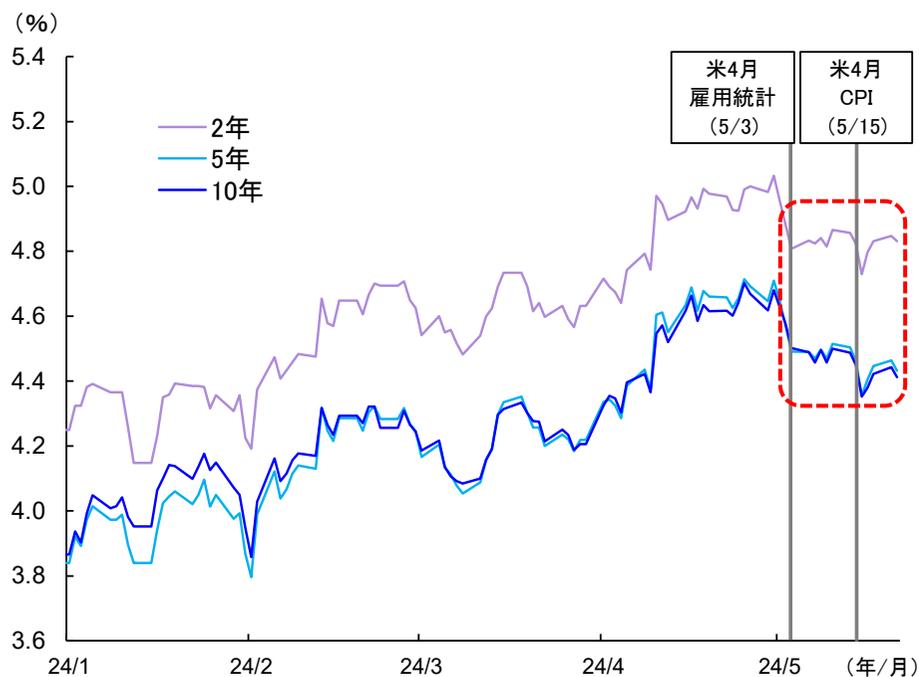
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・ エネルギー)
2023年度	+1.3 ~ +1.4 (+1.3)	+2.8	+3.9
1月時点の見通し	+1.6 ~ +1.9 (+1.8)	+2.8 ~ +2.9 (+2.8)	+3.7 ~ +3.9 (+3.8)
2024年度	+0.7 ~ +1.0 (+0.8)	+2.6 ~ +3.0 (+2.8)	+1.7 ~ +2.1 (+1.9)
1月時点の見通し	+1.0 ~ +1.2 (+1.2)	+2.2 ~ +2.5 (+2.4)	+1.6 ~ +2.1 (+1.9)
2025年度	+0.8 ~ +1.1 (+1.0)	+1.7 ~ +2.1 (+1.9)	+1.8 ~ +2.0 (+1.9)
1月時点の見通し	+1.0 ~ +1.2 (+1.0)	+1.6 ~ +1.9 (+1.8)	+1.8 ~ +2.0 (+1.9)
2026年度	+0.8 ~ +1.0 (+1.0)	+1.6 ~ +2.0 (+1.9)	+1.9 ~ +2.1 (+2.1)

(注) 対前年度比、%。( )内は政策委員見通しの中央値  
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国債券市場：経済指標の相次ぐ下振れにより米長期金利は低下

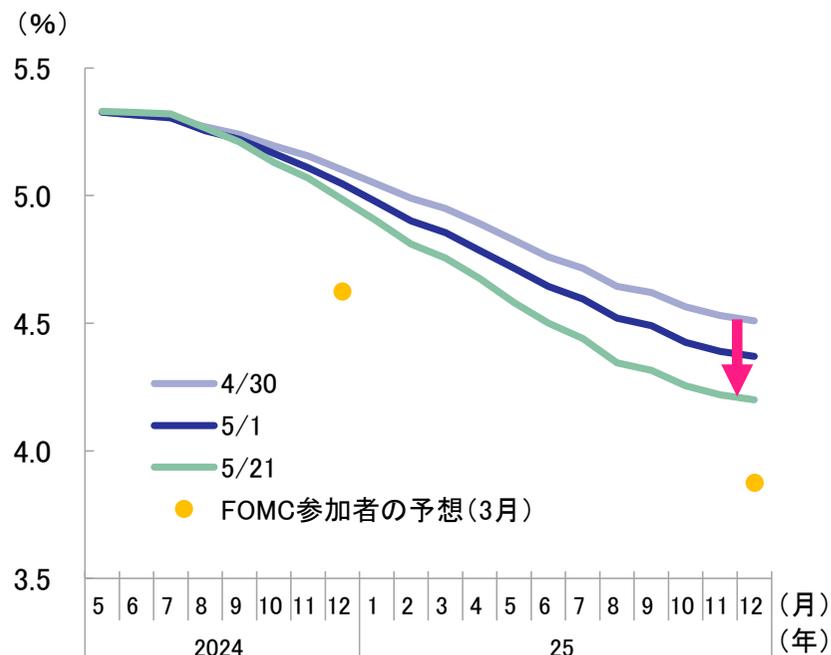
- 経済指標は事前予想対比総じて下振れ。利下げ観測が強まり、米長期金利は一時4.3%台まで低下
  - 米4月ISM製造業景況感指数(5/1)が好不況の境目である50を下回ったほか、米4月雇用統計(5/3)も伸びが低下し、政策金利高止まりの懸念が大きく後退
  - その後発表された米4月CPI(4/10)も市場予想から下振れ、長期金利は4.3%台まで急低下
  - ウォラー理事は、CPIの結果について「2%目標への進展が再開した可能性が高い」と発言(5/21)
- 米長期金利の先行きは、インフレの減速とともに利下げ観測が醸成されることで、緩やかに低下すると予想

### 名目金利の推移(米国)



(注)2・5・10年は米国債利回り。5/21時点  
(出所)LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 市場が予想するFFレートのパス



(注)市場予想はFF金利先物をベースにしたもの。FOMC参加者の予想はドットチャートの中央値(各年末時点)  
(出所)FRB、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 欧州債券市場：独長期金利は、米利下げ観測の高まりなどを背景に低下

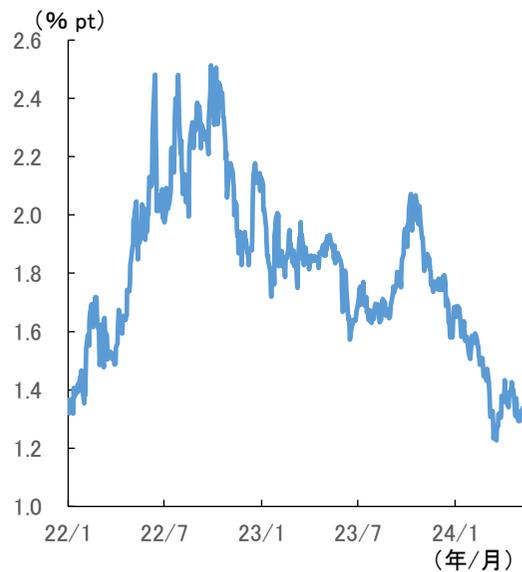
- 独長期金利は、一時2.4%台前半まで低下。イタリア国債の対独スプレッドは縮小
  - 米長期金利低下に伴い、独長期金利は一時2.4%台前半まで低下。その後、ECB高官が連続利下げに慎重な姿勢を示したことなどから、下げ止まり
  - 伊国債の対独スプレッドは、フィッチが格付けを「BBB」に据え置いたことなどから、2022年1月以来の水準に縮小
- 独長期金利の先行きは、6月からの利下げに伴い、2%台前半で推移すると予想

### 名目金利の推移(ドイツ)



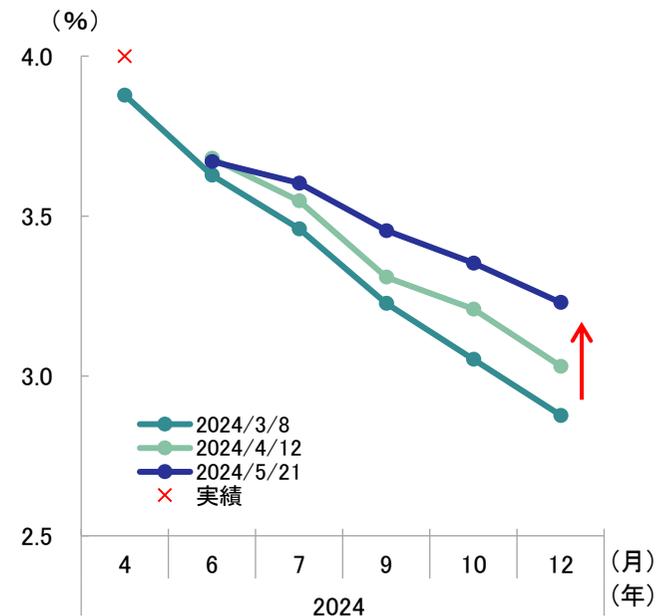
(注)2年・5年・10年は独国債利回り。5/21時点  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 伊10年国債の対独スプレッド



(注)5/21時点  
(出所)LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 市場が予想する欧州政策金利のパス

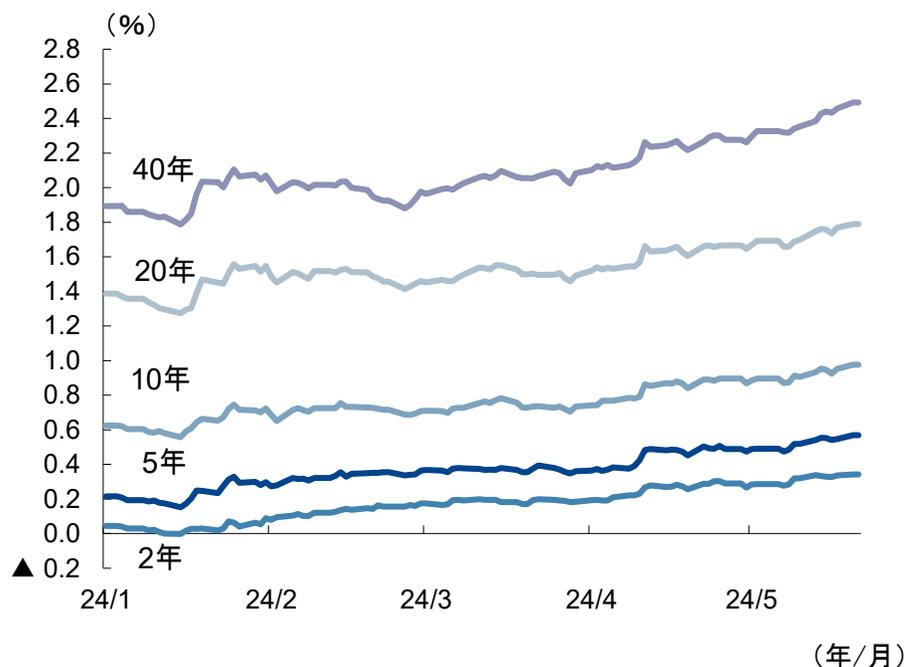


(注)市場予想はOISをベースとしたもの。  
実績はECB預金ファシリティ金利。5/21時点  
(出所)LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 国内債券市場：10年国債利回りは1%前後の推移を予想

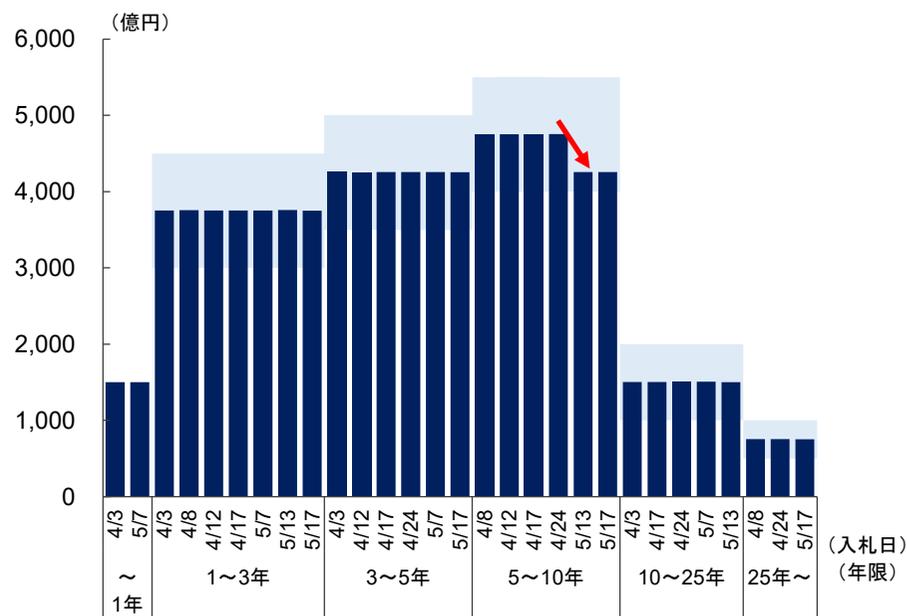
- 10年国債利回りは、日銀の国債買入れ減額で金利の先高観が高まり、1%近傍に上昇
  - 5/13に日銀による5年超10年以下の国債買入れオペが減額に。市場で今後の金融政策の正常化も一部意識され、金利が上昇。円安圧力の根強さも、日銀の早期追加利上げや国債買入れ減額に対する市場の警戒感を強めた
- 10年国債利回りの先行きは、1%前後の推移を予想
  - 6月の日銀金融政策決定会合(6/13・14)にむけて日銀の政策修正期待が残存。日銀の国債買入れオペの減額が行われる場合は、一段の金利上昇要因に

### 国債利回りの推移



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 日銀の国債買入れオペ



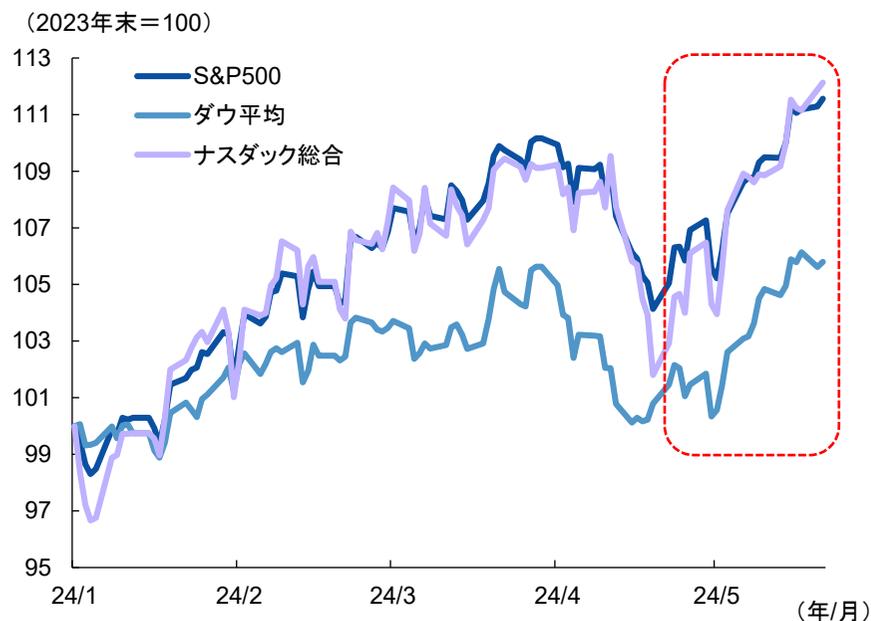
(注)シャドーは買入れ額のレンジ

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国株式市場：主要3指数全て史上最高値を更新。先行きも堅調と予想

- 米主要3指数は、利下げ先送り観測が後退したことで、史上最高値を更新。ダウ平均は初の40,000ドル台をつける
  - 米4月雇用統計(5/3)は、雇用者数や平均時給が市場予想下回るなど、労働市場の過熱感が和らぐ結果に
  - 米4月CPI(5/15)も市場予想を下回ったことで、利下げ先送り観測が後退し、米長期金利は低下、株価押し上げに
- インフレ関連指標の結果で相場が一時的に振れる可能性はあるも、良好な企業業績が支えとなり堅調さは続くだろう
  - 2024年1~3月期米企業決算は良好な内容に。12か月先予想EPS(1株当たり利益)も上昇基調継続。PER(株価収益率)は20倍台と高水準で、米金利動向次第で調整が入る可能性があるも、良好な企業業績が支えとなろう

### 米国主要3指数の推移



(出所)LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### S&P500指数の12か月先予想EPS・PERの推移

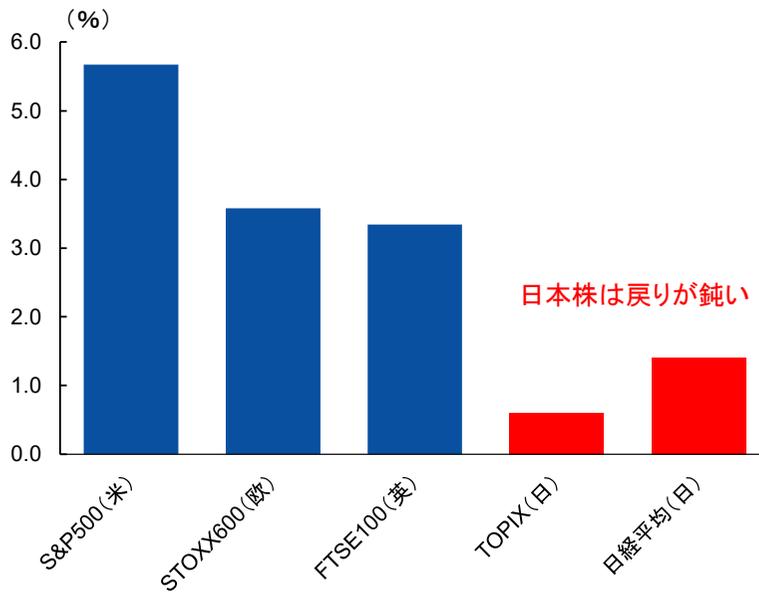


(出所)LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

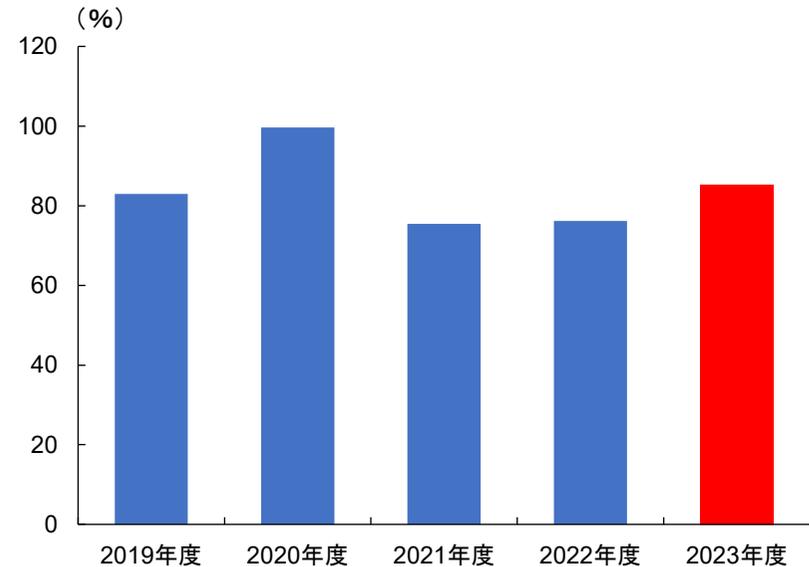
## 国内株式市場：日本株は、先行き緩やかな上昇を予想

- 日本株は主要欧米株の持ち直しもあり再び上昇も、戻りは鈍い。ドル円相場、企業業績を要因に買い控えの動き
  - 円買い介入や米利下げ先送り観測の後退などから、円安一辺倒だったドル円相場の方向感に不透明さが浮上
  - 2024年1~3月期日本の企業決算では、市場予想を下回る決算内容・見通しが目立つ結果に
- 企業の積極的な株主還元策や堅調な米国株が支えとなり、先行きの日本株は緩やかに上昇すると予想
  - 企業業績は悲観的に捉えられたが、株主還元策には積極的な姿勢がみられる。2023年度の総還元性向は前年を上回り、今年度も高水準が期待されることから、株価下支え要因に。堅調な米国株も、日本株にはプラスとなろう

### 主要国株価指数の騰落率(4月末対比と5/21時点)



### 総還元性向の動き



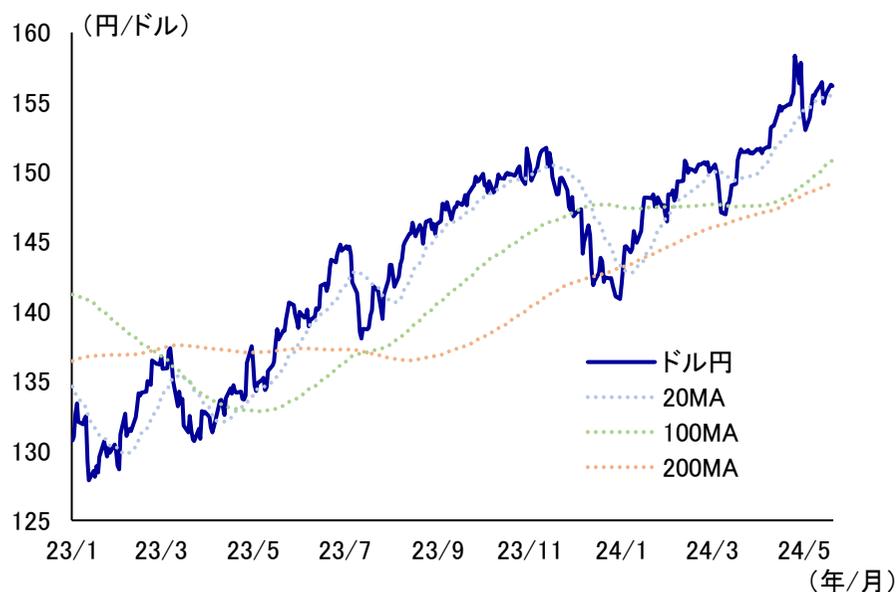
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 1. 日経平均株価のうち、3月期決算企業でデータを比較できたもの。5月15日時点  
 2. 各社の総還元性向を求めたうえ、年度末時点の株価をウエイトに加重平均化  
 (出所) NEEDS-FinancialQUESTより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 為替:ドル円は米金融政策の転換が明確になるまで、円安地合いが継続へ

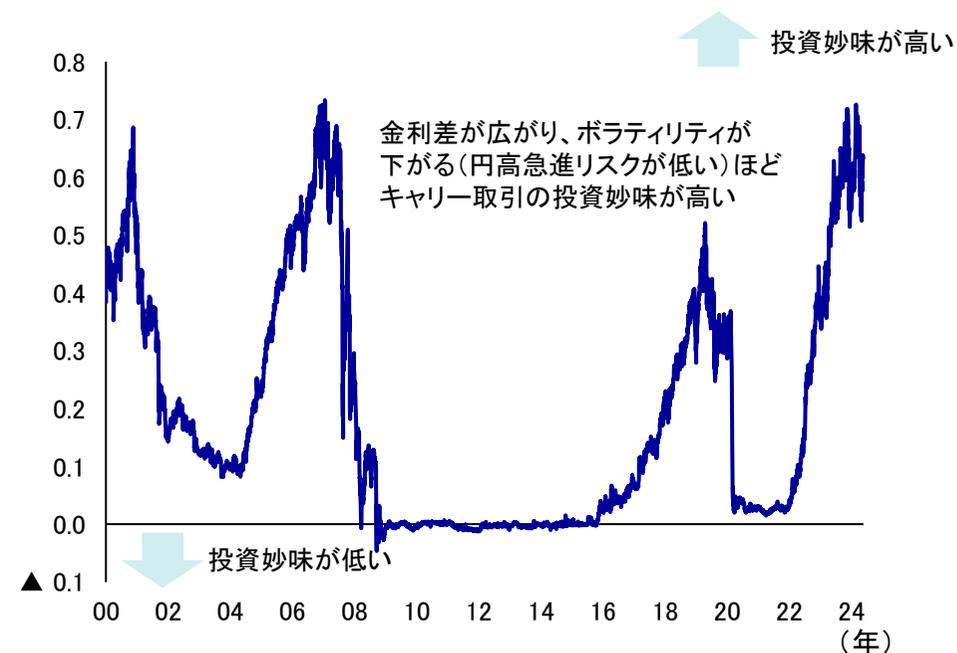
- ドル円は4/29と5/2に急速な円高が進行、為替介入とみられる動き。ただその後は反発し、1ドル=156円台に上昇
  - ドル円は、一時1ドル=160円台まで上昇後、急速に円高が進行。財務省が為替介入に踏み切った公算が大きい
  - その後再び円安が進行。米金融政策の転換が明確になるまでキャリートレードの投資妙味は強く、円安地合いが継続へ
    - ドル円の移動平均は、短・中・長期いずれも上向きで強い円安モメンタム
    - 米国FRB高官から早期利下げに慎重な発言が続くなか、日米金利差が維持され、キャリートレードの投資妙味が残る
    - 米金融政策の利下げ転換が明確になり、キャリートレードの投資妙味が薄れるまで、円安地合いが続く可能性

### ドル円と20日・100日・200日移動平均



(注) MA (Moving Average) は移動平均  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### キャリートレード(ドル買い・円売り)の投資妙味



(注) 投資妙味は(米3ヵ月金利-日本3ヵ月金利)/ドル円のインプライドボラティリティ(3ヵ月)  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 資料1-1

## 日本経済予測総括表(24年2月27日時点)

		2022 年度	2023 (見通し)	2024	2025	2023				2024				2025				2026	
						1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	
実質GDP	前期比、%	1.5	1.2	1.2	0.8	1.1	1.0	▲0.8	▲0.1	0.0	0.6	0.7	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	4.4	4.0	▲3.3	▲0.4	0.1	2.3	2.6	1.8	1.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.8
内需	前期比、%	2.0	▲0.3	1.0	0.8	1.4	▲0.7	▲0.8	▲0.3	0.1	0.5	0.6	0.4	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
民需	前期比、%	2.7	▲0.7	1.0	0.7	1.8	▲1.0	▲1.1	▲0.3	0.0	0.6	0.7	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
個人消費	前期比、%	2.7	▲0.4	0.7	0.5	0.8	▲0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.0	0.4	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
住宅投資	前期比、%	▲3.4	1.5	▲0.0	▲0.3	0.3	1.8	▲0.6	▲1.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	▲0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.2
設備投資	前期比、%	3.4	▲0.7	1.8	2.1	1.6	▲1.4	▲0.6	▲0.1	0.1	0.7	0.7	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(0.1)	▲0.3	0.0	(▲0.1)	(0.6)	(▲0.2)	(▲0.5)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	▲0.1	0.9	1.0	1.0	0.4	0.2	0.0	▲0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
政府消費	前期比、%	1.4	0.6	1.0	1.1	0.1	▲0.1	0.3	▲0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公共投資	前期比、%	▲6.1	2.8	0.7	0.2	2.0	2.2	▲1.0	▲0.7	0.3	0.0	0.7	0.6	0.5	▲0.7	0.1	0.1	0.1	0.1
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.5)	(1.6)	(0.2)	(0.1)	(▲0.4)	(1.7)	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)
輸出	前期比、%	4.7	3.7	1.4	2.8	▲3.5	3.8	0.9	2.6	▲2.5	0.6	0.7	0.9	1.0	0.6	0.7	0.3	0.6	0.6
輸入	前期比、%	6.9	▲3.0	0.5	2.5	▲1.6	▲3.6	1.0	1.7	▲2.1	0.2	0.5	0.5	0.6	0.5	0.8	0.8	0.8	0.5
名目GDP	前期比、%	2.3	5.1	2.9	1.8	2.3	2.5	▲0.1	0.3	0.1	1.0	1.6	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.4
GDPデフレーター	前年比、%	0.8	3.9	1.7	1.0	2.3	3.7	5.2	3.8	2.8	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	0.8	0.6	0.6	0.6
内需デフレーター	前年比、%	3.2	2.3	1.1	0.8	3.1	2.7	2.6	2.0	1.9	1.2	1.1	0.8	1.0	1.0	0.8	0.8	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

## 資料1-2

### 米国経済予測総括表(24年2月27日時点)

		2023	2024	2025	2023				2024				2025			
		(見通し)			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比年率、%	2.5	1.9	1.5	2.2	2.1	4.9	3.3	1.5	0.5	0.6	1.4	1.8	1.9	1.8	1.7
個人消費	前期比年率、%	2.2	1.9	1.7	3.8	0.8	3.1	2.8	2.1	1.0	1.0	1.8	1.7	2.0	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲ 10.7	1.4	4.8	▲ 5.3	▲ 2.2	6.7	1.1	0.8	0.3	0.1	4.3	6.1	6.5	6.5	5.8
設備投資	前期比年率、%	4.4	1.3	1.5	5.7	7.4	1.4	1.9	0.9	0.0	0.1	1.7	1.7	1.7	1.7	2.8
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.3	0.1	0.4	▲ 2.2	0.0	1.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.5	0.5	0.4	0.2
政府支出	前期比年率、%	4.0	2.3	0.9	4.8	3.3	5.8	3.3	1.3	1.1	1.1	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.6	▲ 0.5	▲ 0.6	0.6	0.0	0.0	0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6
輸出	前期比年率、%	3	1.8	0.7	6.8	▲ 9.3	5.4	6.3	1.8	0.4	0.4	0.4	0.9	0.9	0.9	1.2
輸入	前期比年率、%	▲ 1.7	2.5	4.1	1.3	▲ 7.6	4.2	1.9	4.2	2.8	2.6	4.4	4.1	4.7	4.7	5.0
失業率	%	3.6	4.1	4.0	3.5	3.6	3.7	3.7	3.9	4.2	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、%	3.7	2.5	2.2	5.0	3.9	3.3	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2	2.2	2.2
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	4.1	2.5	2.2	4.8	4.6	3.8	3.2	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	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

## 巻末資料 日本 四半期スケジュール(5~8月)

	5月	6月	7月	8月
日本	1 新車販売台数(4月)	3 法人企業統計調査(1~3月期)	1 新車販売台数(6月)	1 新車販売台数(7月)
	2 消費動向調査(4月)	3 新車販売台数(5月)	1 日銀短観(6月調査)	6 毎月勤労統計(6月速報)
	8 10年利付国債入札	4 10年利付国債入札	1 消費動向調査(6月)	7 景気動向指数(6月速報)
	9 毎月勤労統計(3月速報)	5 毎月勤労統計(4月速報)	5 景気動向指数(5月速報)	8 景気ウォッチャー調査(7月)
	9 景気動向指数(3月速報)	6 30年利付国債入札	8 毎月勤労統計(5月速報)	8 国際収支(6月速報)
	10 景気ウォッチャー調査(4月)	7 景気動向指数(4月速報)	8 景気ウォッチャー調査(6月)	9 マネーストック(7月速報)
	10 国際収支(3月速報)	10 景気ウォッチャー調査(5月)	8 国際収支(5月速報)	13 企業物価指数(7月)
	10 30年利付国債入札	10 GDP(1~3月期2次速報)	9 マネーストック(6月速報)	15 設備稼働率(6月)
	13 マネーストック(4月速報)	10 国際収支(4月速報)	10 企業物価指数(6月)	15 GDP(4~6月期1次速報)
	14 企業物価指数(4月)	11 マネーストック(5月速報)	11 機械受注統計(5月)	16 第3次産業活動指数(6月)
	14 5年利付国債入札	12 企業物価指数(5月)	12 設備稼働率(5月)	19 機械受注統計(6月)
	16 設備稼働率(3月)	13 日銀金融政策決定会合(13・14日)	16 第3次産業活動指数(5月)	21 貿易統計(7月)
	16 GDP(1~3月期1次速報)	13 法人企業景気予測調査(4~6月期)	18 貿易統計(6月)	23 消費者物価(7月全国)
	16 20年利付国債入札	14 設備稼働率(4月)	19 消費者物価(6月全国)	30 鉱工業生産(7月速報)
	20 10年物価連動国債入札	14 第3次産業活動指数(4月)	26 消費者物価(7月都区部)	30 商業動態統計(7月速報)
	20 第3次産業活動指数(3月)	17 機械受注統計(4月)	30 労働力調査(6月)	30 消費者物価(8月都区部)
	22 貿易統計(4月)	19 貿易統計(5月)	31 日銀「経済・物価情勢の展望」(基本的見解)	30 労働力調査(7月)
	22 40年利付国債入札	20 5年利付国債入札	31 日銀金融政策決定会合(30・31日)	
	22 機械受注統計(3月)	21 消費者物価(5月全国)	31 鉱工業生産(6月速報)	
	24 消費者物価(4月全国)	25 20年利付国債入札	31 商業動態統計(6月速報)	
	29 消費動向調査(5月)	27 資金循環統計(1~3月期速報)	31 消費動向調査(7月)	
	30 2年利付国債入札	27 商業動態統計(5月速報)		
	31 鉱工業生産(4月速報)	27 2年利付国債入札		
	31 商業動態統計(4月速報)	28 鉱工業生産(5月速報)		
	31 消費者物価(5月都区部)	28 消費者物価(6月都区部)		
	31 労働力調査(4月)	28 労働力調査(5月)		

(注) 予定は変更の可能性があります

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

# 巻末資料 米国・欧州 四半期スケジュール(5~8月)

	5月	6月	7月	8月
米 国	1 製造業ISM指数(4月)	3 製造業ISM指数(5月)	1 製造業ISM指数(6月)	1 労働生産性(4~6月期暫定)
	1 FOMC(30・1日)	5 非製造業ISM指数(5月)	3 貿易収支(5月)	1 製造業ISM指数(7月)
	2 貿易収支(3月)	6 貿易収支(4月)	3 FOMC議事録(6/11・12分)	2 雇用統計(7月)
	2 労働生産性(1~3月期暫定)	6 労働生産性(1~3月期改定)	5 雇用統計(6月)	5 非製造業ISM指数(7月)
	3 雇用統計(4月)	7 雇用統計(5月)	5 非製造業ISM指数(6月)	6 貿易収支(6月)
	3 非製造業ISM指数(4月)	10 米3年国債入札	9 米3年国債入札	13 PPI(7月)
	7 米3年国債入札	11 米10年国債入札	10 米10年国債入札	14 CPI(7月)
	8 米10年国債入札	12 CPI(5月)	11 CPI(6月)	15 小売売上高(7月)
	9 米30年国債入札	12 FOMC(11・12日)	11 米30年国債入札	15 ニューヨーク連銀製造業業況指数(8月)
	10 ミシガン大学消費者信頼感指数(5月速報)	13 PPI(5月)	12 PPI(6月)	15 鉱工業生産・設備稼働率(7月)
	14 PPI(4月)	13 米30年国債入札	12 ミシガン大学消費者信頼感指数(7月速報)	15 フィラデルフィア連銀製造業業況指数(8月)
	15 CPI(4月)	14 ミシガン大学消費者信頼感指数(6月速報)	15 ニューヨーク連銀製造業業況指数(7月)	16 住宅着工・許可件数(7月)
	15 小売売上高(4月)	17 ニューヨーク連銀製造業業況指数(6月)	16 小売売上高(6月)	16 ミシガン大学消費者信頼感指数(8月速報)
	15 ニューヨーク連銀製造業業況指数(5月)	18 小売売上高(5月)	17 住宅着工・許可件数(6月)	19 景気先行指数(8月)
	16 住宅着工・許可件数(4月)	18 鉱工業生産・設備稼働率(5月)	17 鉱工業生産・設備稼働率(6月)	21 FOMC議事録(7/30・31分)
	16 鉱工業生産・設備稼働率(4月)	18 米20年国債入札	17 米20年国債入札	22 中古住宅販売件数(7月)
	16 フィラデルフィア連銀製造業業況指数(5月)	20 経常収支(1~3月期)	17 ページブック(地区連銀経済報告)	23 新築住宅販売件数(7月)
	17 景気先行指数(5月)	20 住宅着工・許可件数(5月)	18 フィラデルフィア連銀製造業業況指数(7月)	26 耐久財受注(7月)
	22 中古住宅販売件数(4月)	20 フィラデルフィア連銀製造業業況指数(6月)	18 景気先行指数(7月)	27 カンファレンスボード消費者信頼感指数(8月)
	22 FOMC議事録(4/30・5/1分)	21 中古住宅販売件数(5月)	23 中古住宅販売件数(6月)	29 企業収益(10~12月期)
	22 米20年国債入札	21 景気先行指数(6月)	23 米2年国債入札	29 GDP(4~6月期改定)
	23 新築住宅販売件数(4月)	25 米2年国債入札	24 新築住宅販売件数(6月)	30 個人所得・消費支出(7月)
	24 耐久財受注(4月)	25 カンファレンスボード消費者信頼感指数(6月)	24 米5年国債入札	30 ミシガン大学消費者信頼感指数(8月確報)
	24 ミシガン大学消費者信頼感指数(5月確報)	26 新築住宅販売件数(5月)	25 GDP(4~6月期速報)	30 シカゴPMI指数(8月)
	28 米2年国債入札	26 米5年国債入札	25 耐久財受注(6月)	
	28 米5年国債入札	27 企業収益(10~12月期)	25 米7年国債入札	
	28 カンファレンスボード消費者信頼感指数(5月)	27 耐久財受注(5月)	26 個人所得・消費支出(6月)	
	29 米7年国債入札	27 米7年国債入札	26 ミシガン大学消費者信頼感指数(7月確報)	
	29 ページブック(地区連銀経済報告)	28 GDP(1~3月期確報)	30 カンファレンスボード消費者信頼感指数(7月)	
	30 企業収益(10~12月期)	28 個人所得・消費支出(5月)	31 雇用コスト指数(4~6月期)	
	30 GDP(1~3月期改定)	28 ミシガン大学消費者信頼感指数(6月確報)	31 FOMC(30・31日)	
31 個人所得・消費支出(4月)	28 シカゴPMI指数(6月)	31 シカゴPMI指数(7月)		
31 シカゴPMI指数(5月)				
欧 州	9 英中銀金融政策委員会(9日)	6 ECB政策理事会	18 ECB政策理事会	1 英中銀金融政策委員会(1日)
		20 英中銀金融政策委員会(20日)		

(注) 予定は変更の可能性があります

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 旬なテーマを動画でお届け。YouTube®動画「MHRT Eyes」配信中！

エコノミスト・コンサルタントによる**速報性の高い分析**を、  
5分程度の動画で**クイックかつ分かりやすく解説**

# MHRT Eyes

複雑さ、変化の激しさを増す**経済・金融動向**…  
旬な**マクロ情報**を、いち早く動画でお届け  
多数のエコノミストが国内外の注目トピックスを網羅  
YouTube動画で手軽に素早くインプット

食料・エネルギー価格上昇の影響は、低所得層ほど負担が大きい

食料・エネルギー価格上昇に伴う5年連続増の食糧価格の高騰(2022年)

所得階級	2022年の年間食糧増(円)	収入に対する負担率%	負担率の増(%)			
300万円未満	22,840	18.89%	42.3%	36.7	40.8	+17.2
300~400万円	26,147	21.26%	47.3%	29.4	30.9	+11.4
400~500万円	26,484	23.12%	51.8%	24.9	26.1	+11.2
500~600万円	26,184	24.04%	53.1%	20.9	21.9	+11.0
600~700万円	31,305	24.21%	55.5%	18.7	18.8	+0.9
700~800万円	32,205	24.47%	56.7%	16.7	17.4	+0.7
800~900万円	32,205	26.17%	58.7%	15.9	16.9	+0.7
900~1,000万円	35,928	26.54%	62.5%	14.5	15.2	+0.7
1,000万円以上	40,890	27.36%	67.2%	11.0	11.8	+0.8
全世帯平均	30,135	23.51%	53.4%	18.7	18.8	+0.9

日本のGHG多排出産業は、電力・運輸・鉄鋼・化学

日本の部門別CO2排出量(2019年)

電力・熱供給  
運輸業, 18%  
LNG燃料船, EV  
製造業・建設業, 39%  
太陽光・風力等の再生エネルギー  
排出削減の取り組み

QRコード

コンテンツ拡大中！&gt;&gt;&gt;&gt;

ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
公式YouTube®にて配信中

〔「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です〕

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

(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)



エコノミスト・研究員

30名以上で幅広い分野を網羅



PCの方は

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

調査レポート(無料)

経済・金融動向を解説

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

メールマガジン(登録無料)

レポート・動画配信をいち早くお知らせ！

ご登録はQRコード®をスキャンして頂くか、  
ブラウザから下記URLを入力してください。<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>お問い合わせ：  
みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社  
調査部 メールマガジン事務局  
<03-6808-9022>  
<chousa-mag@mizuho-rt.co.jp>

---

★来月の発刊は、6月21日(金)夕刻頃を予定しております

※発刊日・発刊時間帯は前後する場合がございます

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