

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9月24日

ともに挑む。ともに実る。



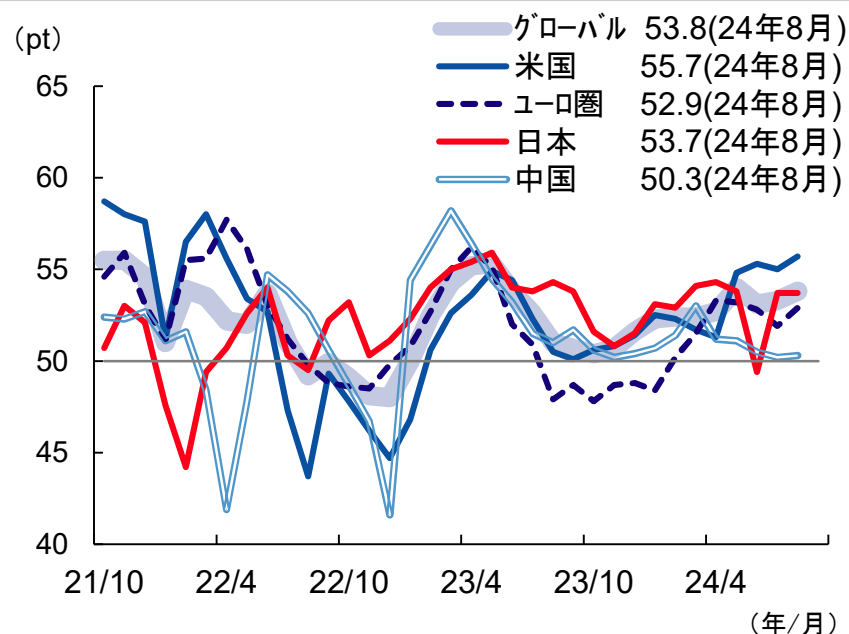
《照会先》

	担当者	メールアドレス	電話番号
米国経済	松浦大将	hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4902
	菅井郁	kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4582
欧州経済	川畑大地	daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4550
	諏訪健太	kenta.suwa@mizuho-rt.co.jp	080-1069-5060
中国経済	月岡直樹	naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp	080-1069-6684
	鎌田晃輔	kosuke.kamata@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4594
アジア経済	江頭勇太	yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4757
	西野洋平	yohei.nishino@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4774
新興国経済	江頭勇太	yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp	080-1069-4757
	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：グローバル企業景況感はサービス業と製造業のかい離が鮮明

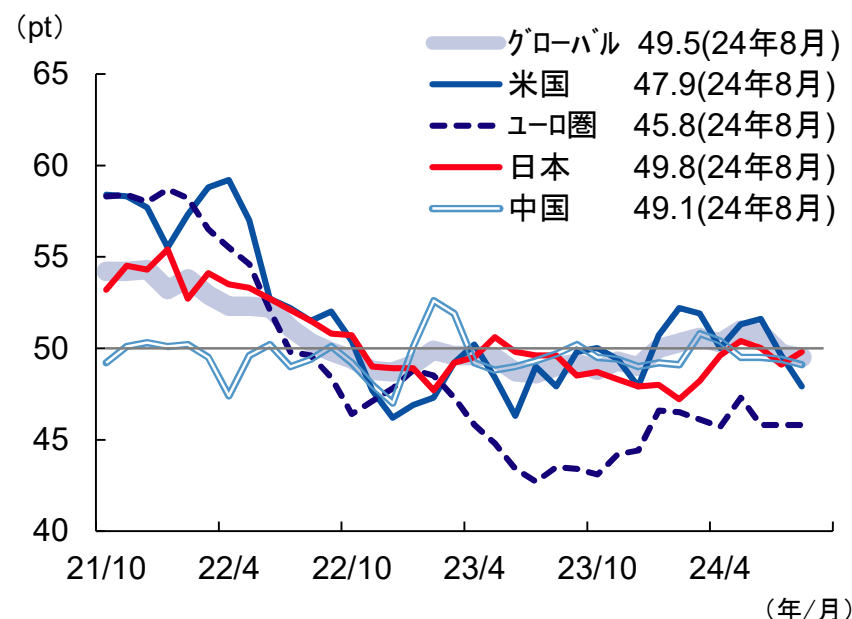
- グローバル企業景況感は、10か月連続で拡大。製造業が重石となる一方、サービス業が加速し全体を押し上げ
- サービス業は日米を中心に堅調に推移。B to Bサービスの活動が活発
 - ― 中国は内需低迷を受けて鈍化傾向にある点、ユーロ圏はパリ五輪による特需効果の影響が大きい点には注意
- 一方、製造業は、長らく停滞が続いているユーロ圏に加えて、他主要国も縮小局面入り
 - ― ユーロ圏は26か月連続の縮小局面。需要の悪化を受けて独・仏を中心に生産高の減少が継続
 - ― 米国は、新規受注や雇用が減少。日本は縮小局面ながら、新規受注底入れなど回復の兆しも

世界と各国のサービス業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が景気拡大・縮小の分岐点
(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

世界と各国の製造業PMI(購買担当者景気指数)

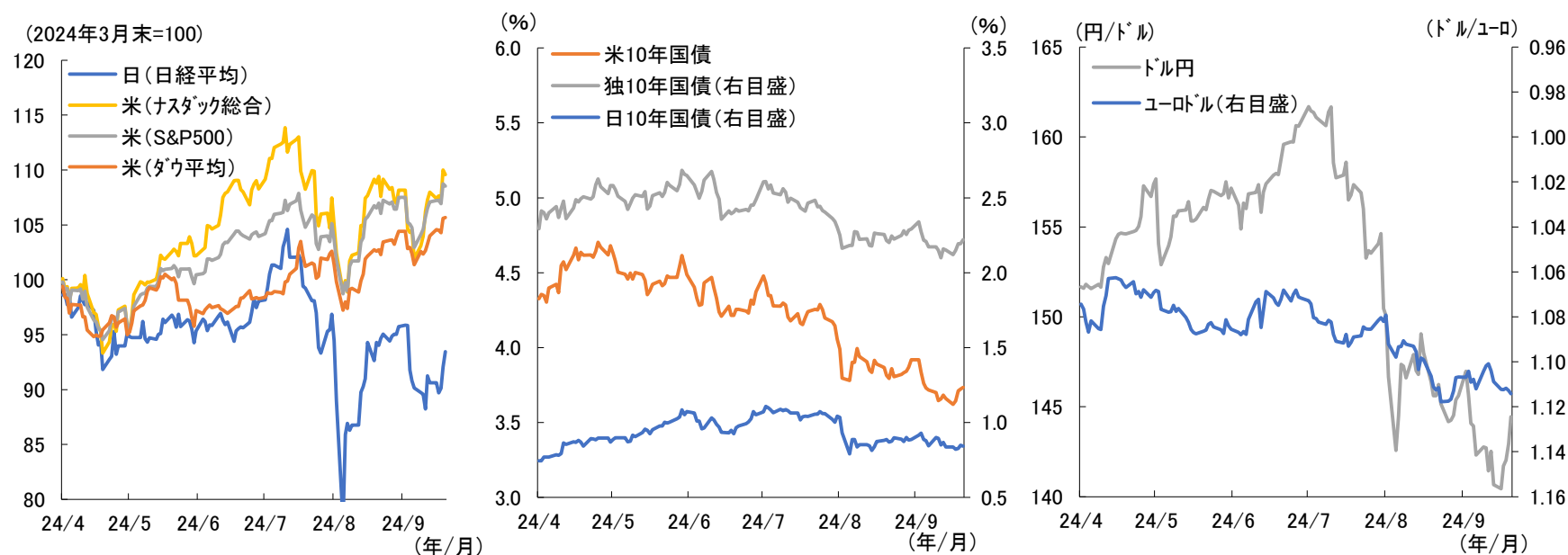


(注)PMI(購買担当者景気指数): 新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。50が景気拡大・縮小の分岐点
(出所) S&P Global、中国国家统计局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

金融市場の概況：米国株は上昇、米長期金利は低下。ドル円は円高が進行

- 米国株は、9月上旬は米経済指標の下振れで景気減速懸念が強まり下落も、中旬以降は底堅い経済指標やFRBの利下げを好感して上昇。日本株は9月上旬の米国株下落を受けて下落、その後は円高が重石になって軟調に推移
- 米長期金利は軟調な米雇用指標やインフレ鈍化を受けて先行き利下げ期待が高まりやや低下。円長期金利は、米長期金利の低下や円高を受けた予想インフレ率の低下を背景に、0.8%台に低下
- ドル円相場は円高が進行。FOMCでの大幅利下げ決定や日銀による金融緩和継続観測を背景にドル売りが優勢。しかし、9月後半は米経済指標の底堅い結果を受け、大幅利下げ観測がやや後退。ドル高方向に値を戻す展開

主要マーケットの推移



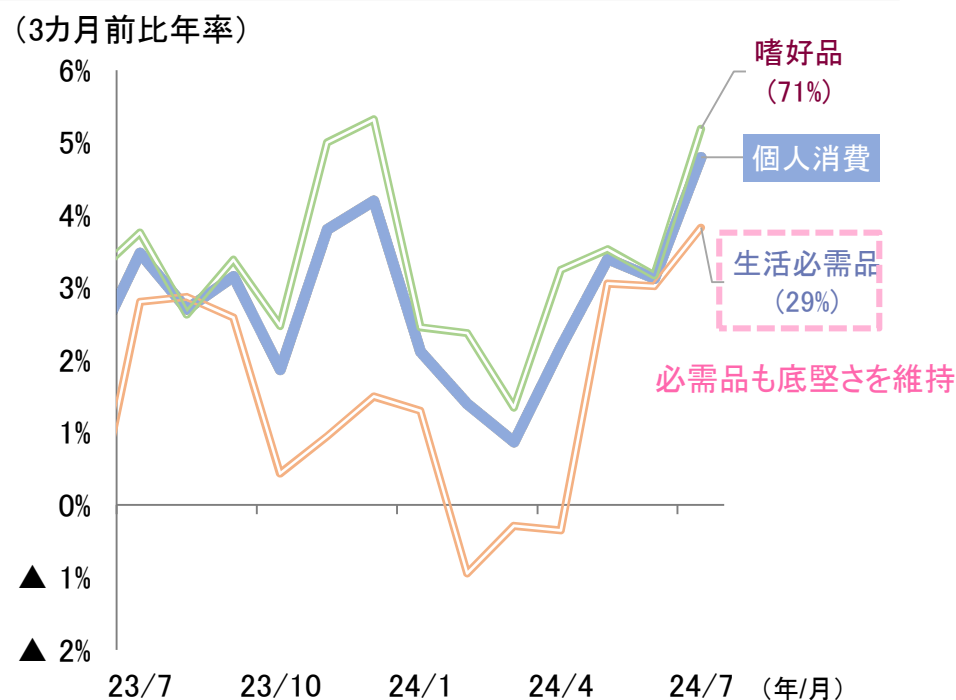
(注)いずれの指数・数値も9月20日までの実績、国債利回りは気配値(取引不成立を含む)、為替レートはNY時間17時時点

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：個人消費は底堅さを維持。一部は価格志向の高まりを受けた値引きが奏功

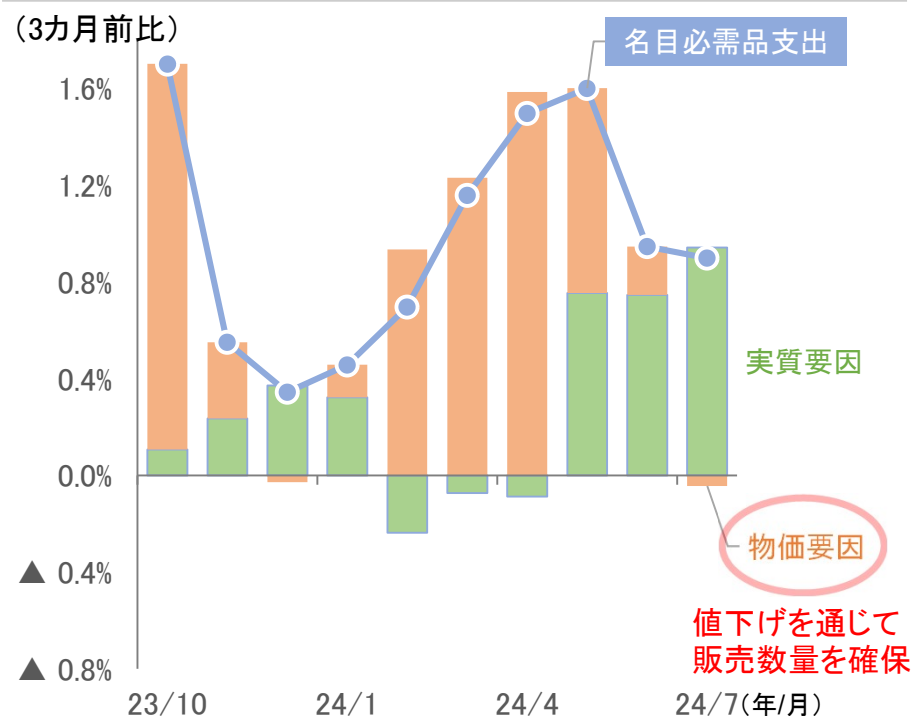
- 7月実質個人消費支出は前月比+0.4%（6月：同+0.2%）と増勢加速
 - 嗜好品支出が全体をけん引。飲食料品や衣料品などを含む必需品支出も高い伸び
- 必需品消費増加の背景に企業の値引き
 - 必需品支出の増減要因をみると、数量（実質要因）が伸びを高める一方で、物価要因が下押しに作用。消費者の価格志向が高まる中、小売企業などは値下げを通じて販売数量（実質売上高）を確保している模様

実質個人消費の推移



(注) 必需品は飲食料品、衣料品、ガソリン、住居費の合計値。嗜好品はそれ以外の品目
 カッコ内は個人消費に占める割合
 (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

名目必需品支出の要因分解

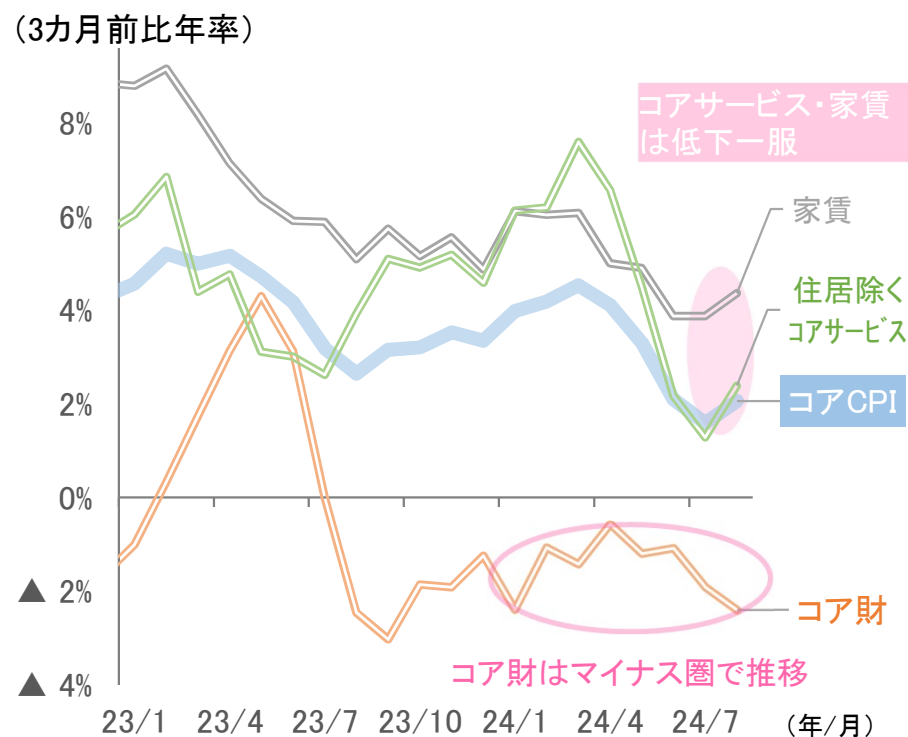


(注) 必需品は飲食料品、衣料品、ガソリン、住居費の合計値
 (出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：消費者物価は低下一服も、コアサービスの加速は一過性か

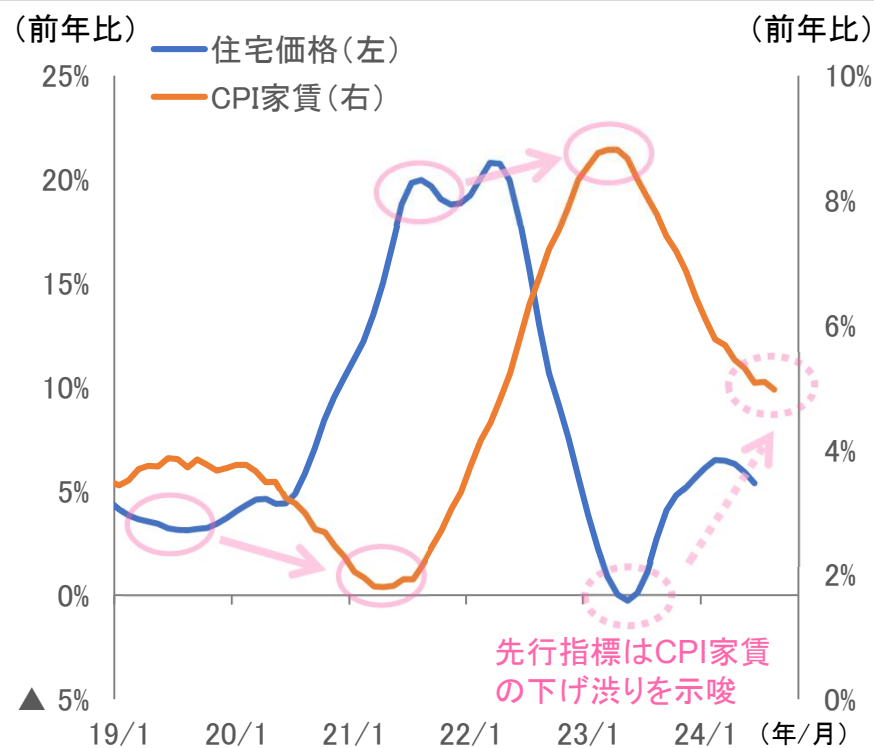
- 8月の食料・エネルギーを除くコア消費者物価指数(CPI)は前月比+0.3%と横ばい予想に反して小幅加速
 - コア財はマイナス圏での推移が継続しており、家賃を含むコアサービスの伸び拡大が押し上げた格好
 - コアサービスは原油高を背景に航空運賃が押し上げ。原油価格は既に下落に転じており一過性の動きと思料
 - 一方で家賃は先行指標である住宅価格(1年～1年半程度)が上昇。背景に建設作業員不足や資材価格の高騰など構造的な問題。住宅価格の上昇基調は当面継続する可能性が高く、家賃の下落を阻む要因に

コアCPIの推移



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

住宅価格の推移

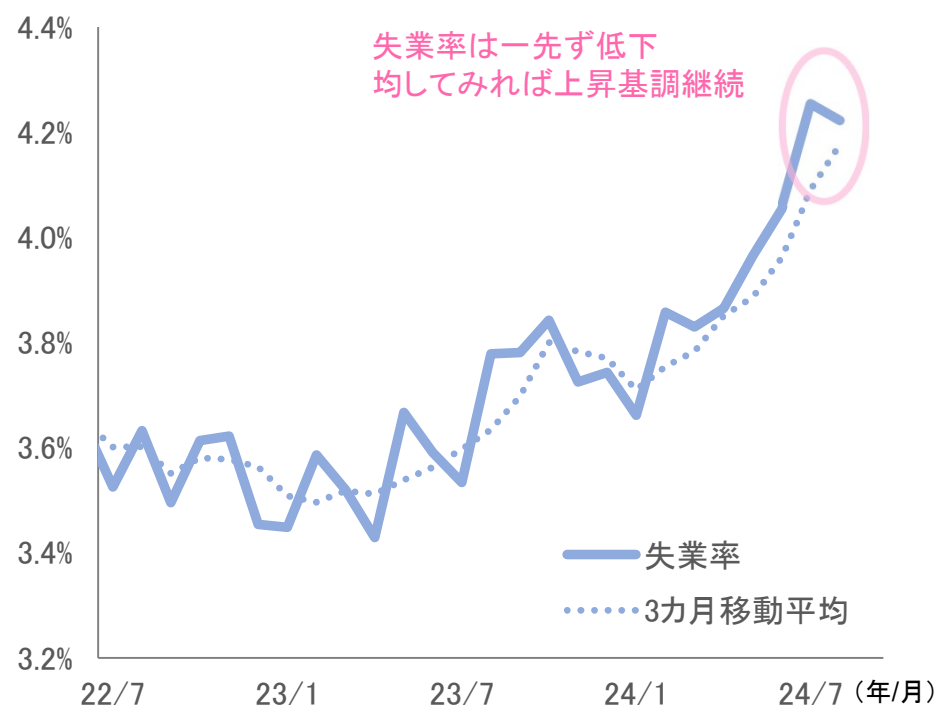


(出所) 米国労働省、S&Pより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：失業率は一先ず低下も、引き続きくすぶる雇用悪化への懸念

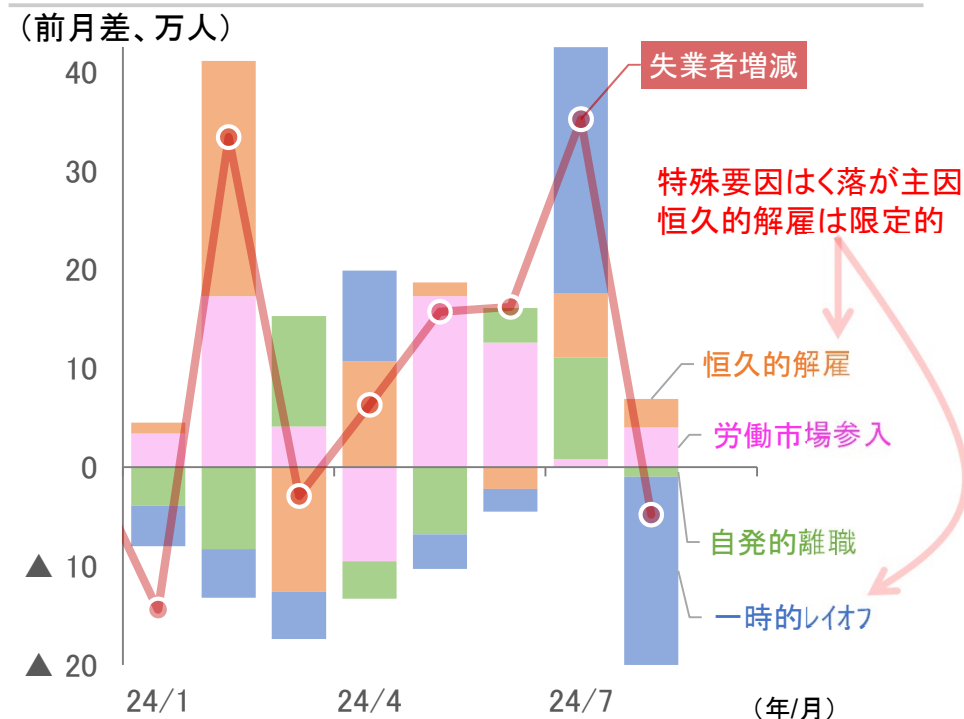
- 8月失業率は4.2%と前月(4.3%)からは低下。市場予想(4.2%)通りの結果
 - 失業者の減少(前月差▲4.8万人)と就業者の増加(同+16.8万人)が失業率低下に寄与
 - 失業者の減少は前月大きく増加した一時的レイオフの大幅減(前月差▲19.0万人)が主因。7月は天候要因などが影響したことを示唆。恒久的な解雇も同+0.6万人にとどまり、人員削減の動きは未だ限定的
 - 失業率は低下したものの、景気後退のサインとされる「サーム・ルール」(失業率の3カ月移動平均が直近12カ月の最低水準から0.5%pt上昇)には引き続き抵触。雇用悪化の懸念は残存

失業率



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

失業者数の変動要因



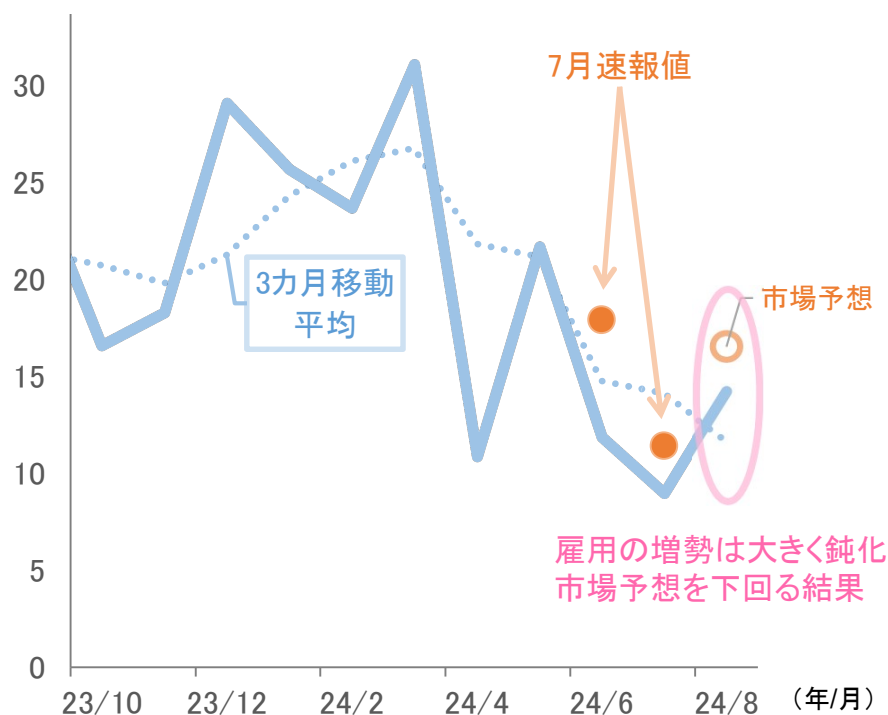
(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：雇用の増勢は大きく鈍化。求人減少に歯止めがかかるかが当面の注目点

- 8月の非農業部門雇用者数は前月差+14.2万人(7月同+8.9万人)と市場予想(同+16.5万人)を下回る結果
 - 6月、7月の雇用者数(速報値)も合わせて8.6万人の下方修正となっており雇用増の減速感が鮮明に。基調的な雇用の増勢を示す3カ月移動平均値は11万人台まで鈍化。企業の更なる採用意欲の低下が懸念される状況に
 - そうした中、求人数の先行指標とされる民間職業紹介会社の求人件数は足元で下げ止まり。企業の求人が労働需給の実情を反映した適正水準に達した可能性を示唆。企業の採用意欲の低下に歯止めがかかるかに注目

非農業部門雇用者数

(前月差、万人)

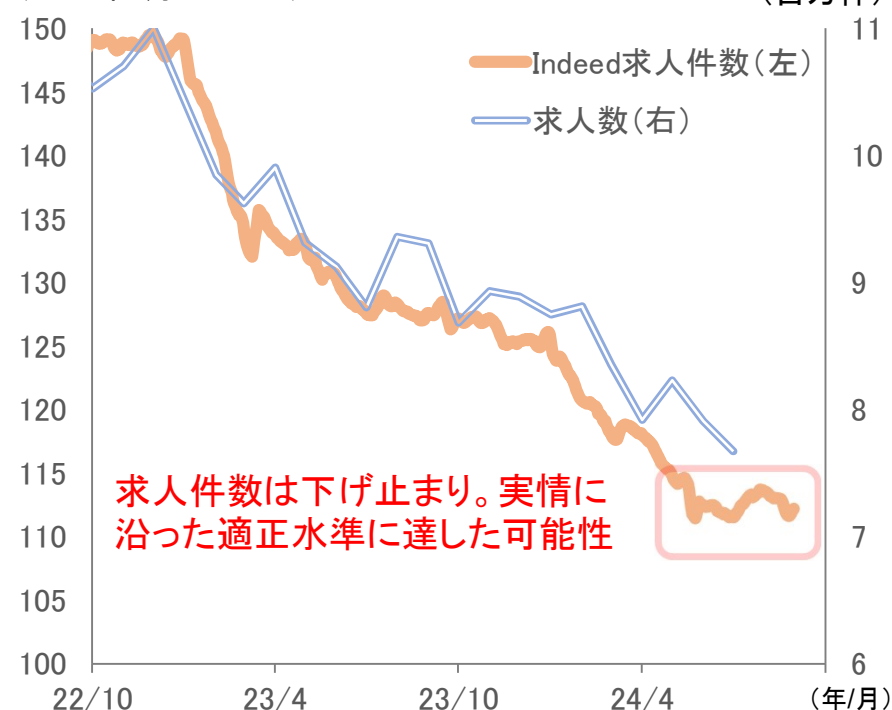


(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

Indeed求人件数

(2020年2月1日=100)

(百万件)



(出所) Indeed、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

FRB:9月FOMCは大幅利下げ、追加利下げには基本的に「時間をかける」姿勢を強調

- 声明文では「インフレ目標に向けた進展への自信が強まり、リスクバランスが均衡したこと」が利下げ理由に
— 追加利下げのバイアスを残し、物価安定を優先する姿勢から最大雇用にも目配りする姿勢に転換
- パウエル議長は「これまでの忍耐が奏功しインフレが落ち着いた」ことが「良い強力なスタート」になったと説明
- 一方、「中立金利に向けて利下げを急いでいるわけではない」「時間をかけて利下げしていく」と強調

7月FOMC声明文とパウエル議長記者会見

【声明文】

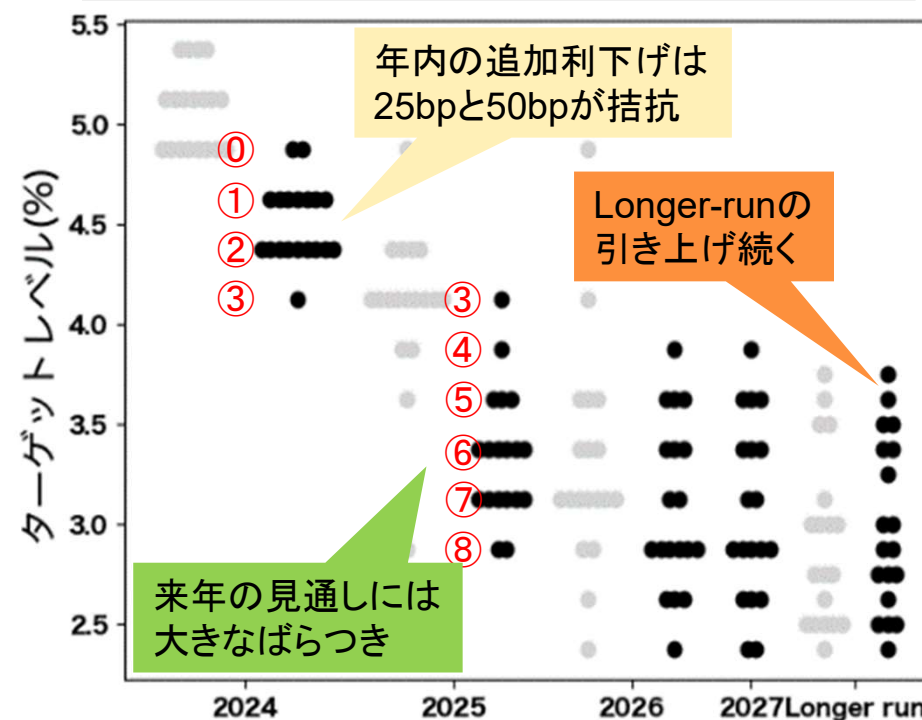
- (利下げ開始の条件であった)物価安定に向かう自信がより深まった
- (前回までは物価安定を優先したが)最大雇用の支援と物価安定の両方にコミット
- ボウマン理事が反対。25bpの利下げを支持

【記者会見】

- 政策対応は遅れていないが、大幅利下げは遅れをとらない決意と捉えてもらって結構
- 様子見という忍耐が奏功しインフレ抑制への確信を深めたことが、大幅利下げという強力な措置につながった
- 時間をかけて中立に向けた政策調整を行う

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ドットチャート:6月と9月の比較



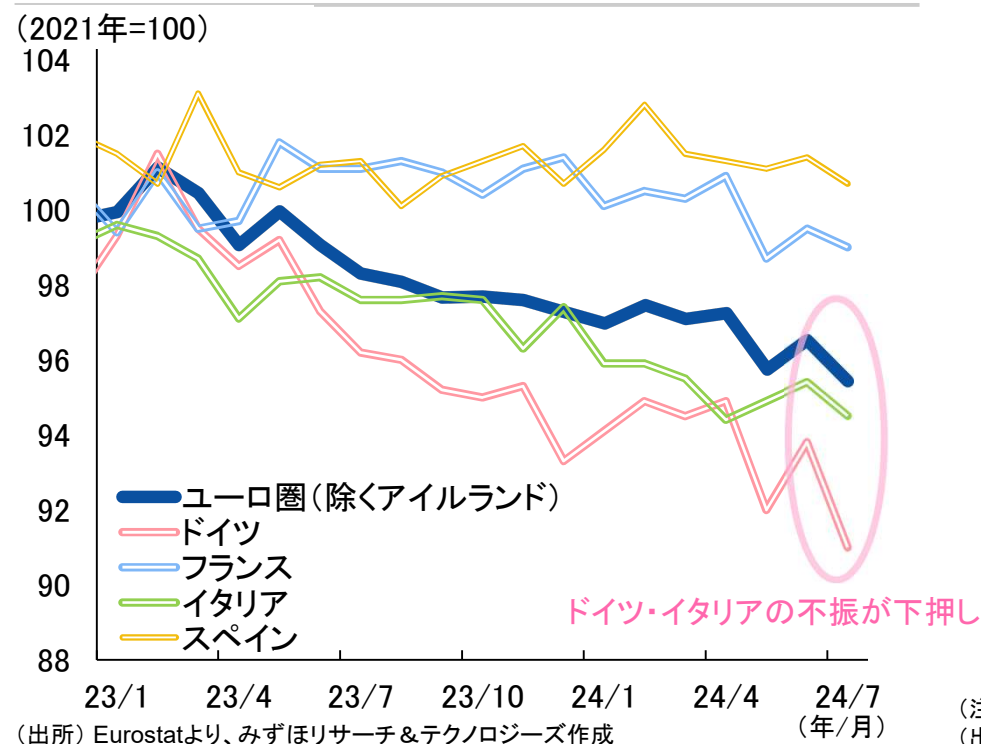
(注) 灰色が6月、黒が9月。丸付き数字は今後の利下げ回数(25bp換算)

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

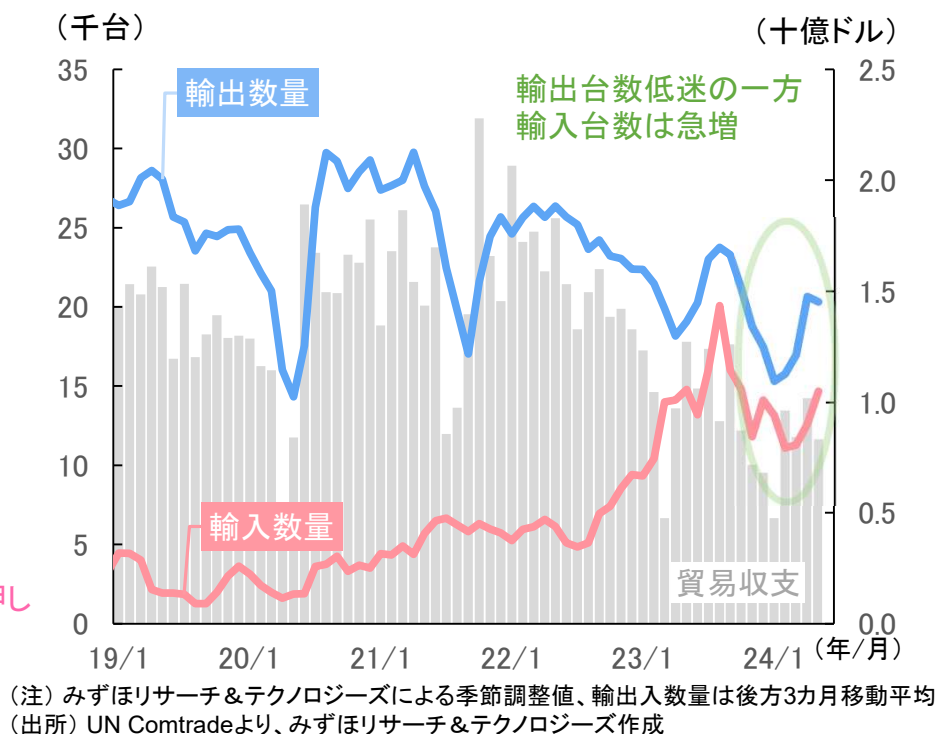
欧州：生産は低迷継続。中国向けを中心に自動車輸出が伸び悩み

- 7月ユーロ圏生産指数は前月比▲0.3%と低下。変動の大きいアイルランド除くベースは同▲1.1%とマイナス幅拡大
 - ドイツやイタリアが低調。特に、ドイツは同▲3.0%と自動車や電気機器を中心に大幅減産
 - 欧州委員会サーベイの在庫過剰感もドイツ・イタリアで反転上昇。回復の兆しは未だうかがえず
- ドイツの自動車輸出は中国向けが大幅減。全体でみても不振が鮮明に
 - 対中輸出は独高級車の購買層である富裕層の消費伸び悩みや、中国国内の国産EV普及が下押し要因。さらに、EVを中心とした対中輸入増が自動車生産の重石に

ユーロ圏：鉱工業生産



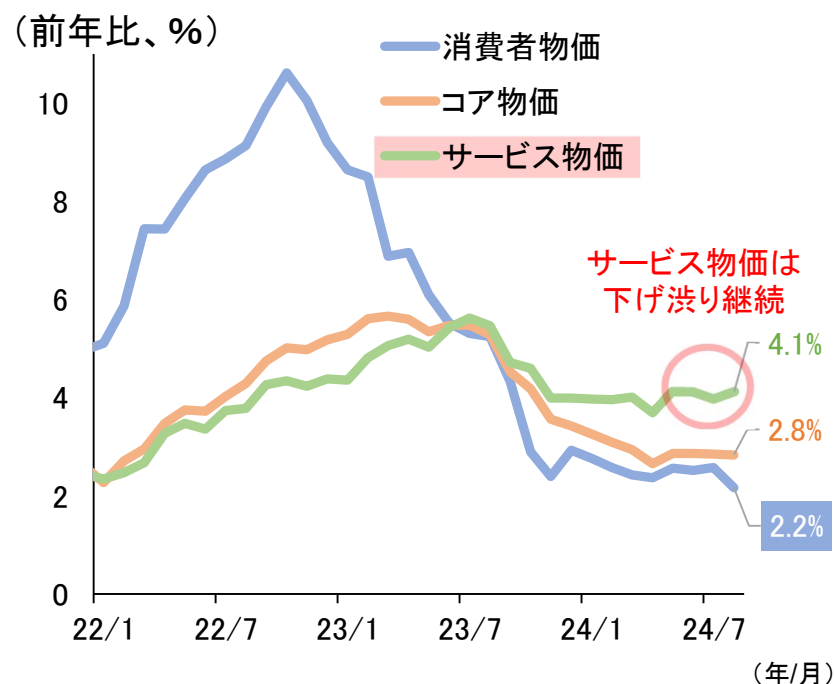
ドイツの対中自動車輸出入数量・貿易収支



欧州：サービス物価は下げ渋り。需要減速の影響を当面は見極め

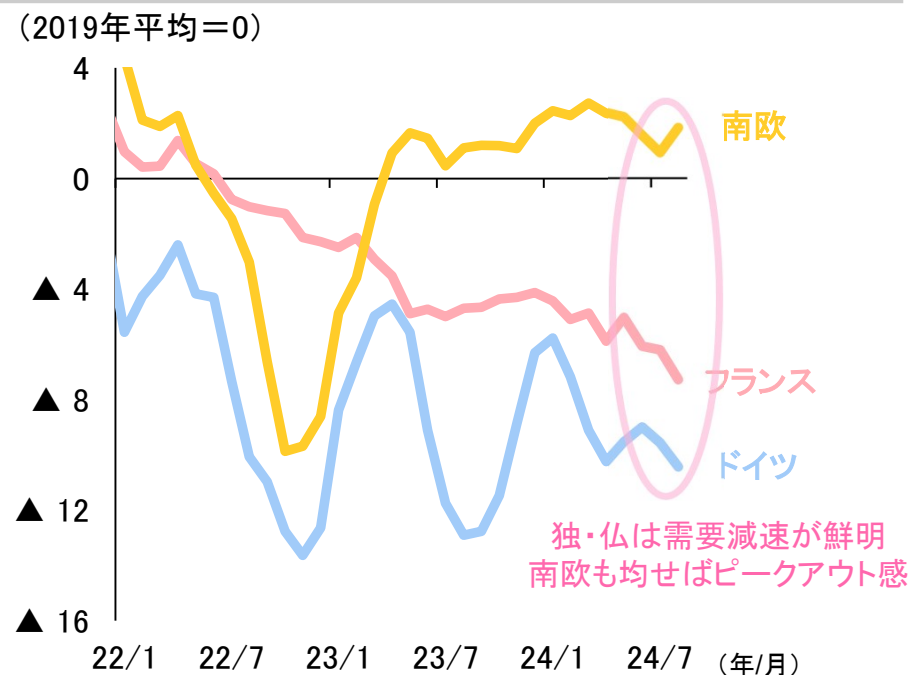
- 8月のユーロ圏消費者物価は前年比+2.2%(7月:同+2.6%)と減速。2021年7月以来の低水準
 - エネルギー価格が押し下げ。8月にはガス価格が上昇に転じており、消費者物価の減速は一時的と思料。食料品・エネルギー除くコア物価の伸びは横ばい
- サービス物価は前年比+4.1%(7月:同+4.0%)と伸び拡大。背景に南欧諸国を中心とした堅調な観光需要
 - シュナーベルECB理事は「賃金の道筋は予想より強い」として利下げペースを慎重に見極める姿勢を強調
 - 独・仏で引き続き需要減速。南欧諸国もピークアウト感が出始めており、先行き物価上昇圧力緩和との見立て維持

ユーロ圏：消費者物価上昇率



(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

サービス業の需要期待DI



(注) 後方3カ月移動平均値。南欧は、イタリア・スペイン・ギリシャ・ポルトガルの加重平均
(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: ECBは利下げを決定。先行きは引き続きデータ次第の姿勢を維持

- ECBは9月政策理事会において25bpの利下げを決定。預金ファシリティ金利を3.5%に引き下げ
 - インフレ鈍化を受けて金融引き締め度合いを緩和(景気に配慮)。経済見通しは小幅ながら成長率を下方修正する一方、サービス物価の上振れを主因にコア物価を上方修正
- ラガルド総裁は「政策運営はデータ次第」との姿勢を維持。先行きの金利パスについて言質を与えず
 - 単位利潤が縮小するなど企業の価格転嫁姿勢は軟化が鮮明。対して単位労働コストの減速ペースは鈍く、賃金インフレ懸念は残存。経済と物価の両にらみ姿勢継続も、次回10月理事会では金利据え置きを予想

ユーロ圏: ECBスタッフ経済見通し

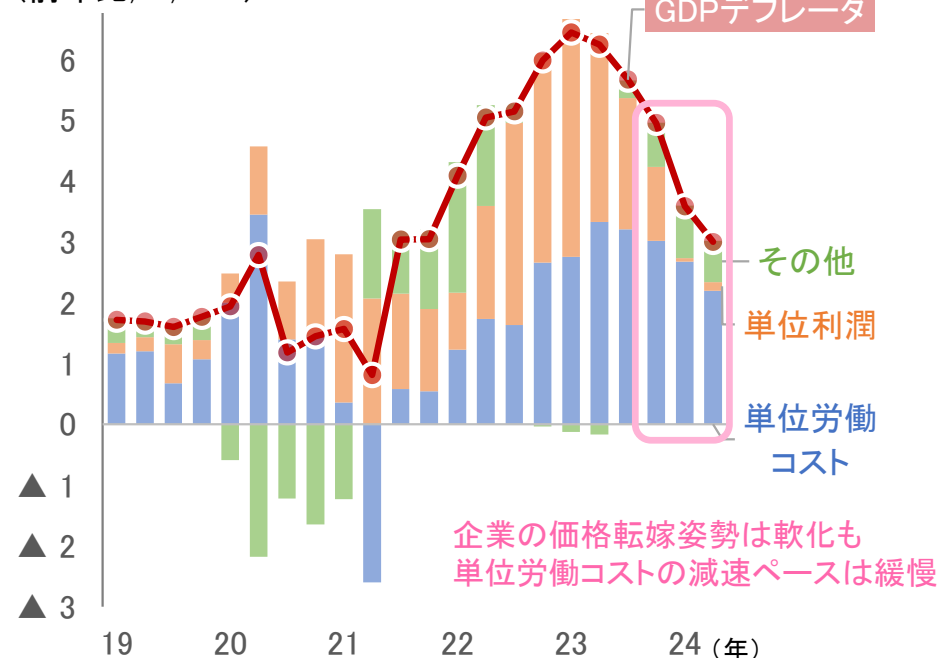
	2024年	2025年	2026年
GDP	0.8 (0.9)	1.3 (1.4)	1.5 (1.6)
インフレ率	2.5 (2.5)	2.2 (2.2)	1.9 (1.9)
コア	2.9 (2.8)	2.3 (2.2)	2.0 (2.0)
単位労働コスト	4.5 (4.7)	2.6 (2.5)	2.1 (2.1)
労働生産性	0.0 (0.1)	0.9 (1.0)	1.1 (1.1)
失業率	6.5 (6.5)	6.5 (6.5)	6.5 (6.3)

(注) カッコ内は6月時点のECB見通し。赤字は6月見通しから上方修正、青字は下方修正、黒字は不変。失業率は%、その他は前年比(%)

(出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏: GDPデフレーター

(前年比, %, %Pt)

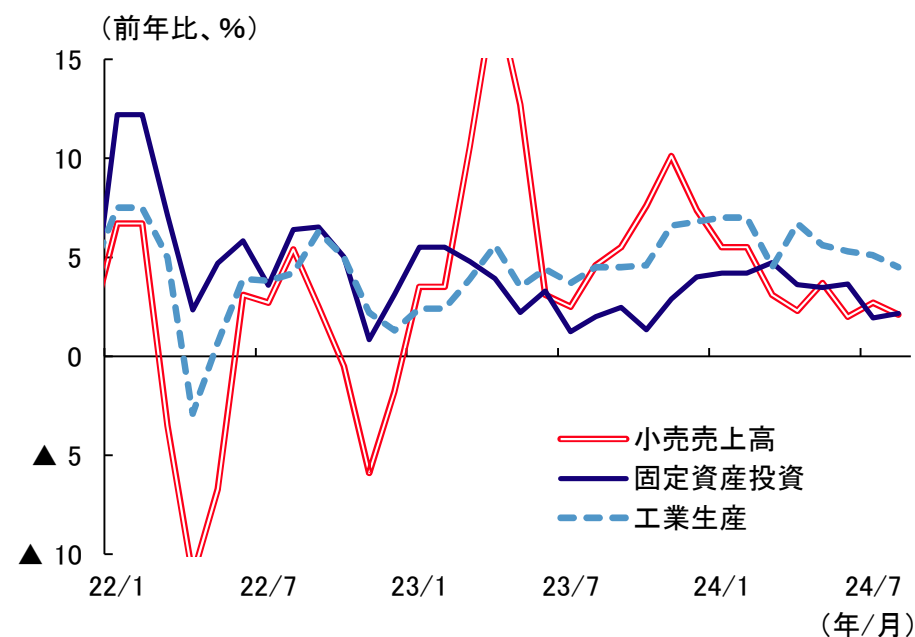


(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：内需は引き続き力強さに欠ける状況。内需低迷を外需が補う構図継続

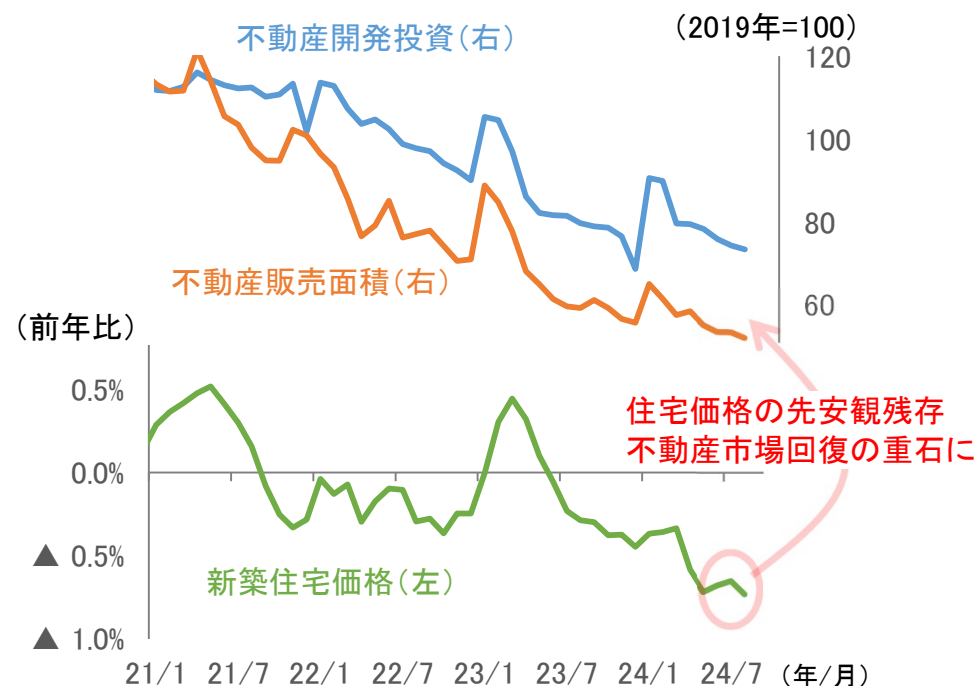
- 8月小売売上高は前年比+2.1%(前月:同+2.7%)と伸び鈍化
 - 化粧品や自動車など嗜好品を中心に財小売の減速が主因。消費者は節約志向の様子
 - 生産は同+4.5%(前月:同+5.0%)と減速。固定資産投資は小幅持ち直すも伸び率は低水準
- 8月の不動産販売・投資は弱含み。市況改善の兆しうかがえず
 - 新築住宅価格は前月比▲0.7%と下落基調継続。住宅価格の先安観払拭には至らず、不動産市場回復の重石に

主要経済指標(小売・生産・投資)



(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

不動産指標(開発投資・販売面積・新築住宅価格)

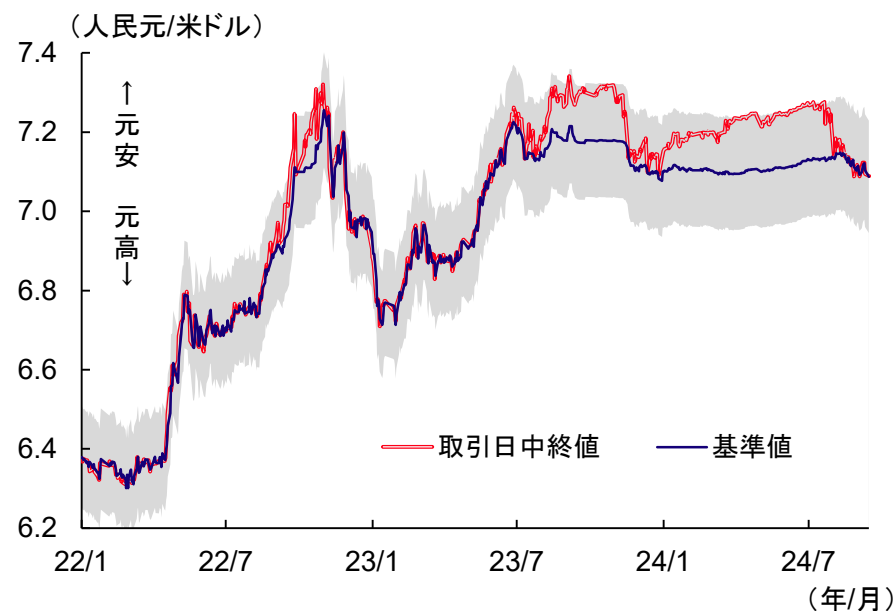


(注) 開発投資と販売面積はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国:ドル安受け1ドル=7.1元付近で推移。景気減速リスクが燦るなか金利は低下

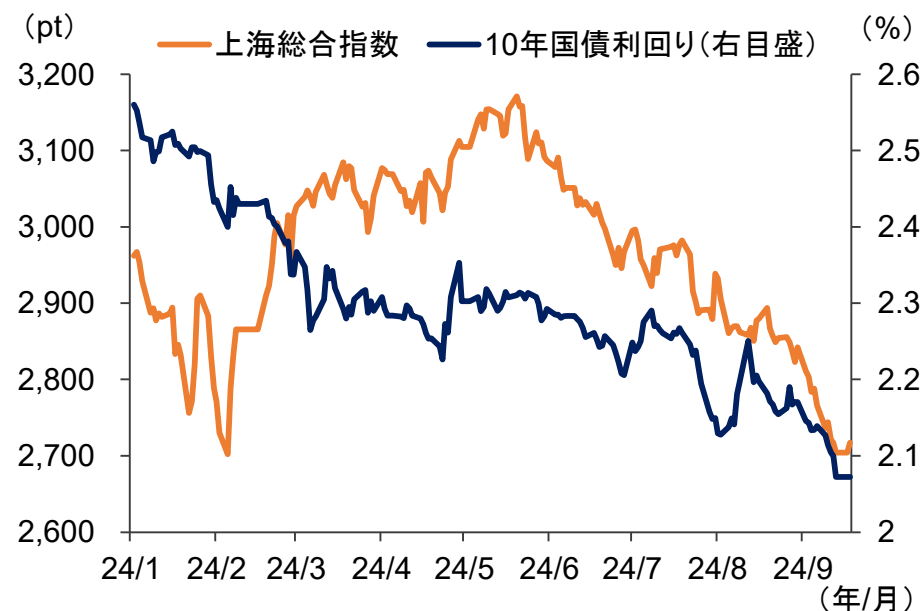
- 米利下げ観測によるドル安で基準値と実勢値の乖離は解消。足元は1ドル=7.1元付近で推移
 - 米利下げと中国の景気減速という相反する材料が絡み、当面は一進一退の動きとなる見込み
- 不動産不況が続く景気減速リスクが燦るなか、株価・長期金利の下落には歯止めがかからない状況
 - 長期金利は、人民銀の長期債売却オペ等により一時的に上昇したが、足元では過去最低の水準に低下
 - 国内経済の減速に加え、株式・不動産といったリスク資産需要も低迷しており、金利には当面下押し圧力が継続

人民元対米ドルレート



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

上海総合指数・10年国債利回り

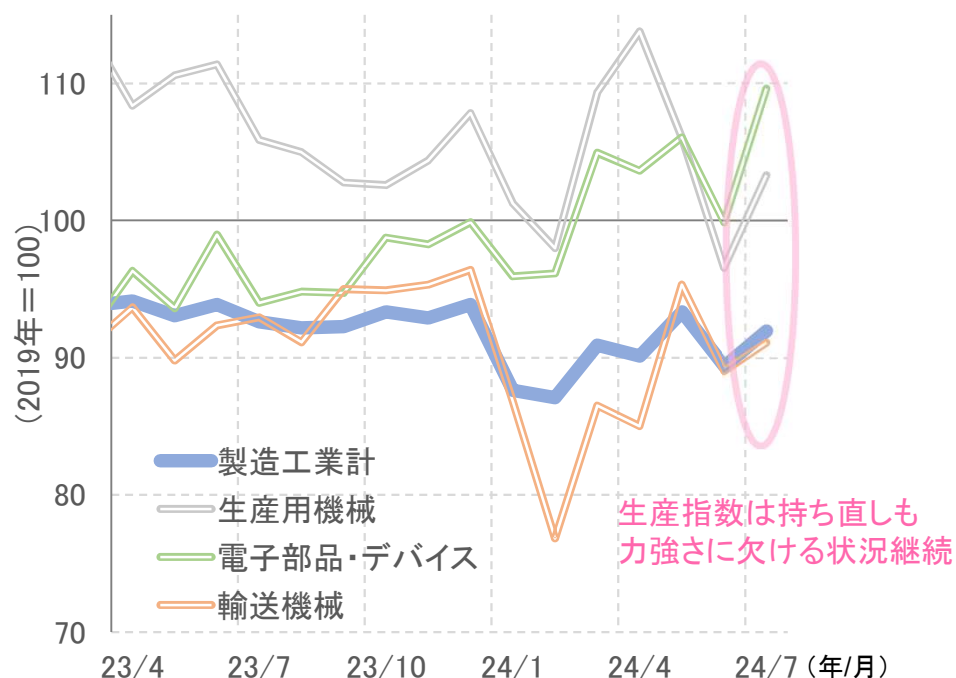


(出所) 上海証券取引所、中央国債登記結算有限责任公司、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本:7月生産はプラス転化も力強さに欠ける状況変わらず。8月は台風が下押し

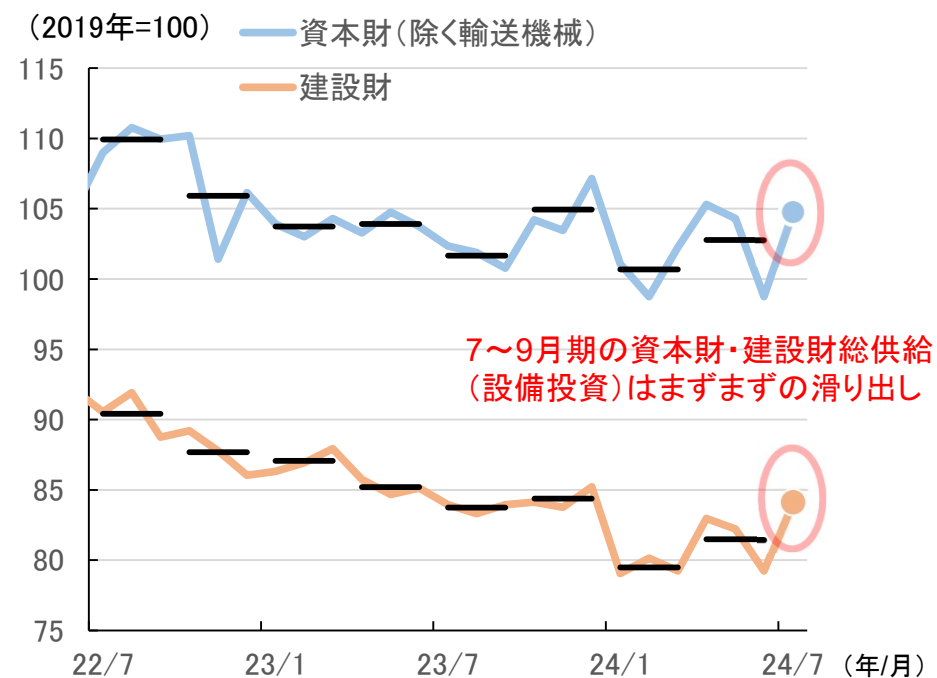
- 7月生産指数は2カ月ぶりに増加も前月の落ち込みを取り戻した程度。力強さに欠けるとの評価変わらず
 - 7月生産は前月比+2.9%と2カ月ぶりにプラス転化。電子部品・デバイスが大幅に増加し全体を押し上げ。生産用機械や輸送用機械も持ち直したが、前月の落ち込みを取り戻すには至らず
 - 生産予測指数(当社による補正值)は8月同+0.3%と増産計画も台風襲来で下押し不可避な情勢
- 7月の資本財総供給(除く輸送機械)、建設財総供給はともに強めの回復。7~9月期の投資はまずまずの滑り出し

主要業種の生産指数



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

資本財・建設財総供給

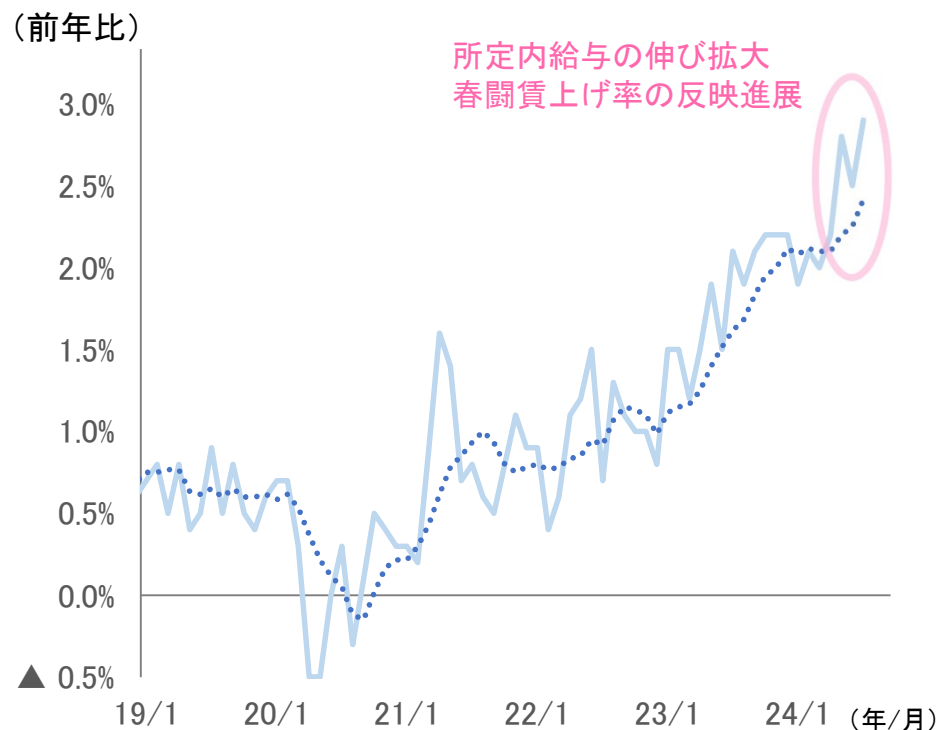


(注) 季節調整値。黒線は四半期平均値
(出所) 経済産業省「鉱工業出荷内訳表・総供給表」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：賃上げの反映が進展。強い夏季賞与を受けて実質賃金は2か月連続増加

- 7月の名目賃金上昇率(共通事業所ベース)は前年比+4.8%(6月:同+5.1%)と高水準
 - 6月に続いて夏のボーナスを含む特別給与が同+10.0%(6月:同+8.6%)と大幅増。好調なボーナスに後押しされる形で実質賃金上昇率も同+1.6%とプラスを維持
 - 所定内給与(共通事業所ベース)は同+2.9%(6月:同+2.5%)と伸び拡大。概ね春闘賃上げ率の反映が進んでいるとの評価だが、春闘妥結状況との比較では製造や卸・小売など一部業種で賃上げ反映に遅れも

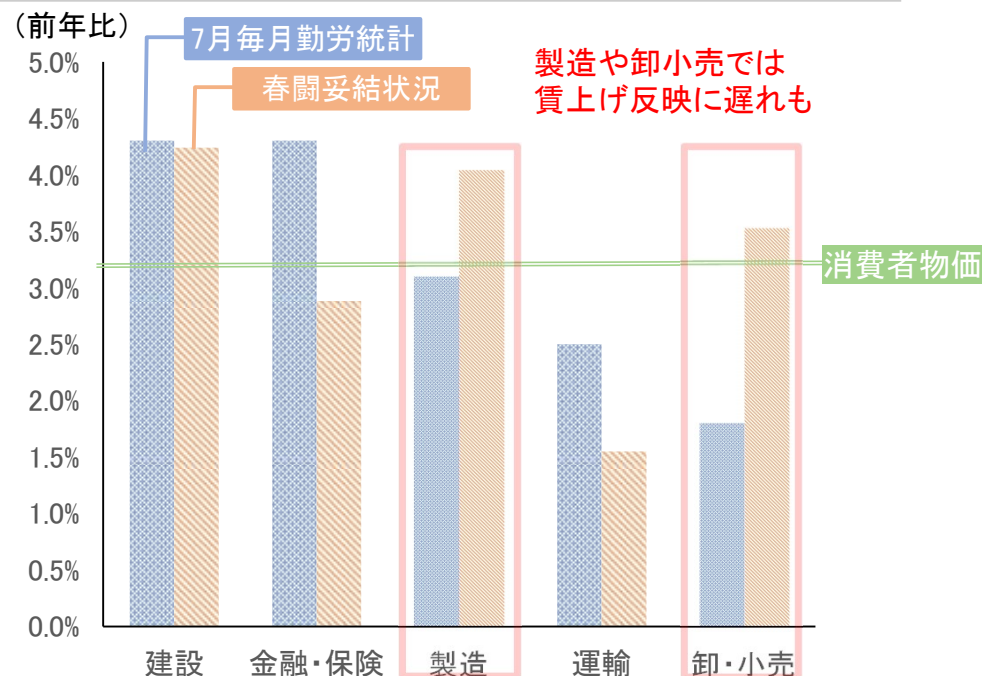
所定内給与(共通事業所ベース)



(注) 破線は6か月移動平均値

(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

業種別の所定内給与(2024年7月、全サンプルベース)



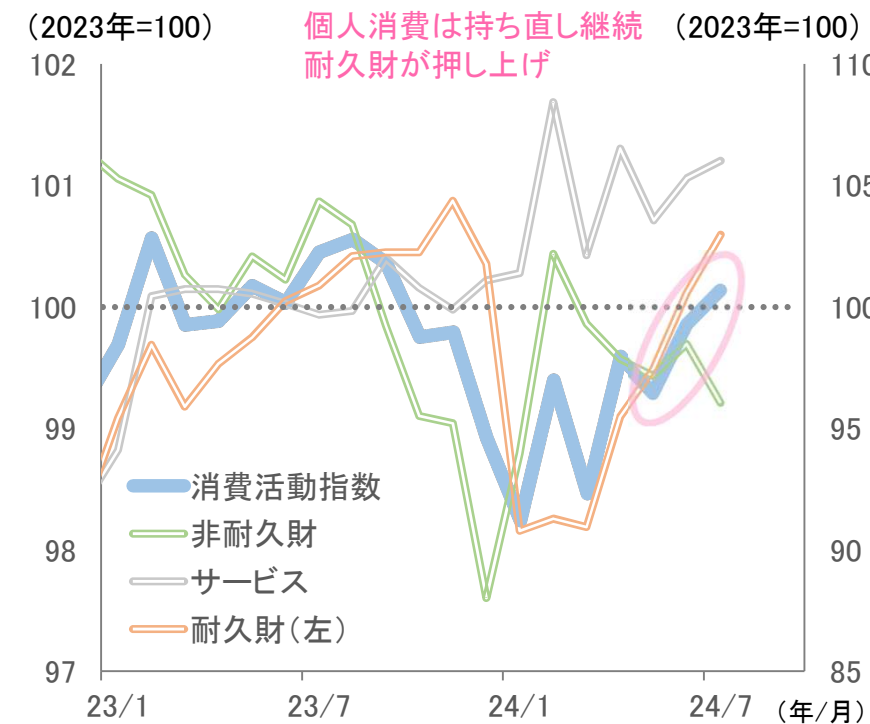
(注) 毎月勤労統計は5人以上事業所ベース。春闘妥結状況は定昇込み賃上げ率から定昇分(1.7%と仮定)を差し引いたもの。製造業は社数による加重平均で算出

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、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:7月個人消費は持ち直し継続。8月もますますの滑り出し

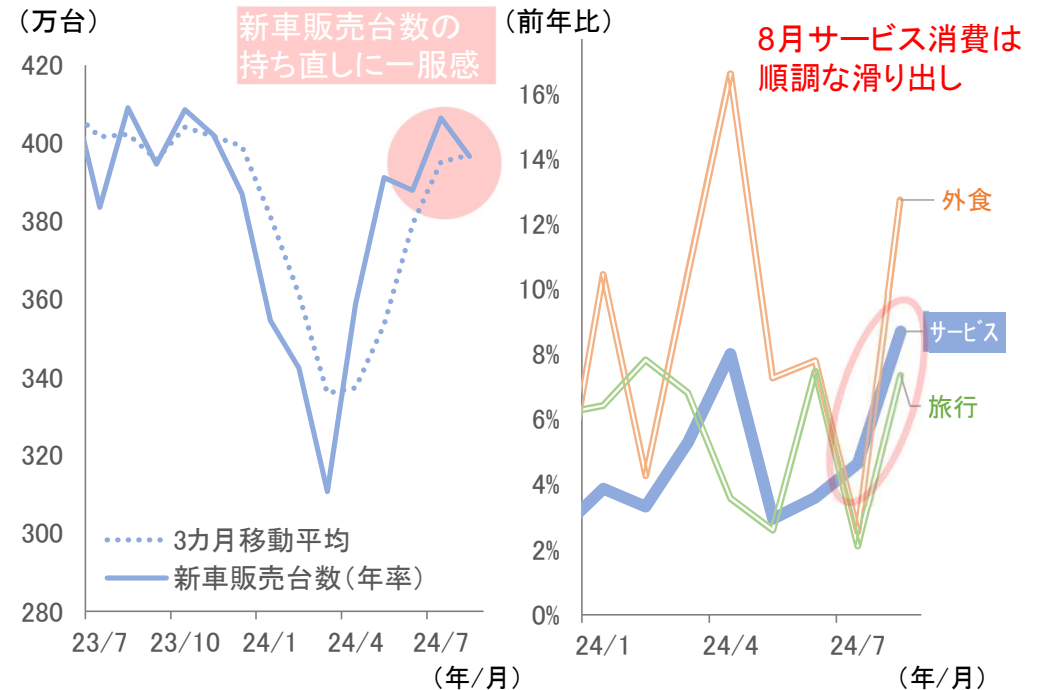
- 7月の消費活動指数(旅行収支調整済)は前月比+0.3%と2カ月連続の上昇
 - 自動車やエアコンなど耐久財消費が押し上げた格好。衣料品の不調などから非耐久財は低下
- 8月のサービス消費は順調な滑り出し。一方で新車販売台数は頭打ち感が鮮明に
 - 8月前半のサービス消費は外食・旅行を中心に増加。8月の新車販売台数(季節調整値)は前月から概ね横ばい。一部自動車メーカーにおける認証不正問題による出荷減の影響がでた模様

消費活動指数



(注) 消費活動指数は旅行収支調整済みの季節調整値
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

新車販売台数(左)とサービス消費(右)



(注) 新車販売台数はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値。新車販売台数の2024年7~9月期に関しては、7~8月の平均値

(出所) INDB、JCB/ナウキャストより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日銀：9月決定会合は政策金利の据え置きを決定

- 日本銀行は9月金融政策決定会合(9/19・20)で、政策金利の据え置きを全員一致で決定
 - ― 植田総裁は記者会見で、経済・物価は日銀の見通しどおりに推移しているものの、米国経済を中心とする世界経済の不透明感や、金融市場の不安定な動きが今後の見通しに不透明感を与えていると指摘
- 追加利上げについては、植田総裁は、データ次第であり、会合毎に見通しの確度とリスクを丁寧に確認し判断とした
 - ― 経済・物価が日銀の見通しに沿って推移すれば金融緩和を調整する基本姿勢は不変。一方、物価上振れリスクが減少し政策判断に時間的余裕があり、米国経済のソフトランディングが実現するかなどを丁寧に見極めると発言

金融政策決定会合の結果(9/20、抜粋)

植田総裁記者会見(9/20、抜粋)

- 金融市場調節方針(不変)
 - ・無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%程度で推移するよう促す
- 経済・物価の現状認識(一部修正)
 - ・個人消費は、物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調にある(「底堅く推移している」(7月)から上方修正)
- 経済・物価見通し(不変)
- リスク要因(不変)

経済・物価の現状と見通し

- 足元の経済・物価はオントラック
- ただし、世界経済の不透明感や、金融資本市場の不安定な動きが今後の見通しに不透明感を与えている

今後の金融政策

- オントラックで金融緩和を調整という基本的な考え方に変わりはない。まとまった情報を得られた段階で次のステップに
- 年初来の円安による物価上振れリスクは減少し、状況を確認する時間的余裕あり
- 米国経済のソフトランディングが実現するかなどを丁寧に見極めて政策判断

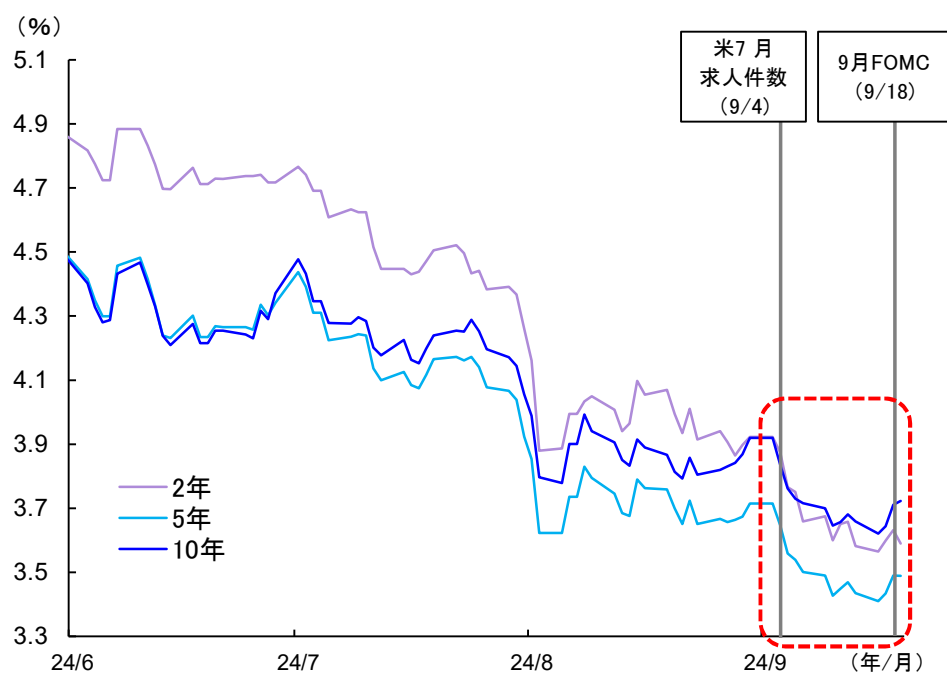
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(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:FOMCを前に大幅利下げへの期待から金利は低下

- 米長期金利は、利下げ観測の高まりから一時3.6%台前半まで低下
 - 月前半は、7月求人件数(9/4)や8月CPI(9/11)で雇用・物価の減速が確認され、大幅利下げへの期待が浮上
 - FOMC(9/18)で、FRBは50bpsの大幅利下げを実施。同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通し(ドットチャート)は、年内に50bpsの追加利下げを示唆
- 先行きの利下げペースは緩やかなものとなり、長期金利は概ね横ばい圏で推移すると予想

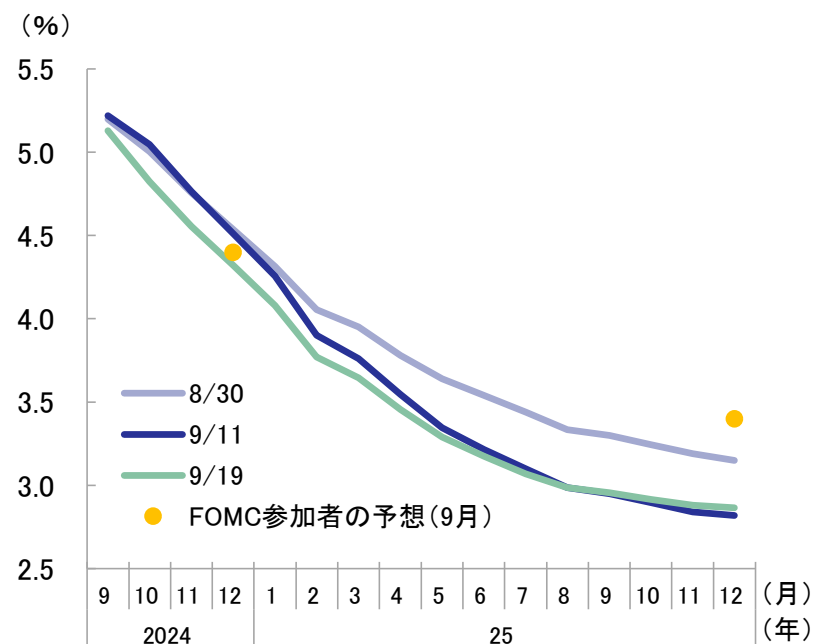
名目金利の推移(米国)



(注)2・5・10年は米国債利回り。9/19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



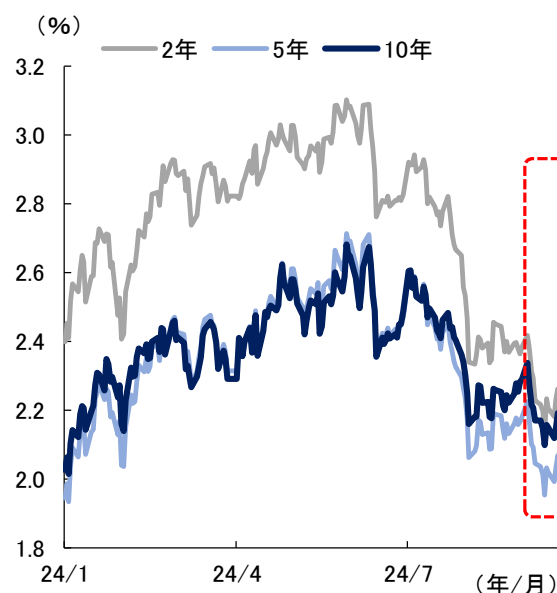
(注) 市場予想はFF金利先物をベースにしたもの。FOMC参加者の予想はドットチャートの中央値(各年末時点)

(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、米金利低下に連動し、2.1%台まで低下

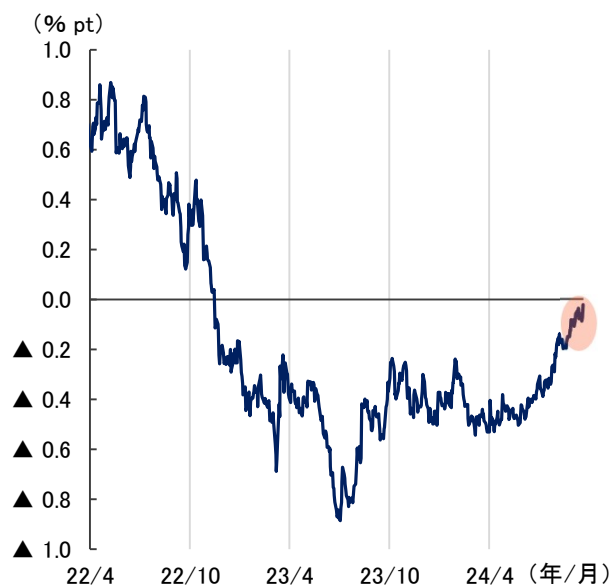
- 独長期金利は、政治的不透明感から一時上昇したものの、米金利低下に伴い低下。足元、逆イールドはほぼ解消
 - 独州議会選(9/1)で極右政党が躍進。政治的不透明感などから、独長期金利は、月初には2.3%台半ばまで上昇
 - その後は、米金利低下に追随する形で、一時2.0%台まで低下。ECB政策理事会(9/12)は市場予想通り0.25%の利下げを実施したものの、今後の金利パスが示唆されなかったことから、下げ幅を縮小
 - 独10年債利回りと2年債利回りの差は、政策金利の動向を受けやすい2年債低下を背景に、0近傍まで縮小
- 物価上振れ懸念からECBは慎重なペースで利下げを進め、先行きの独長期金利は横ばい圏で推移する見込み

名目金利の推移(ドイツ)



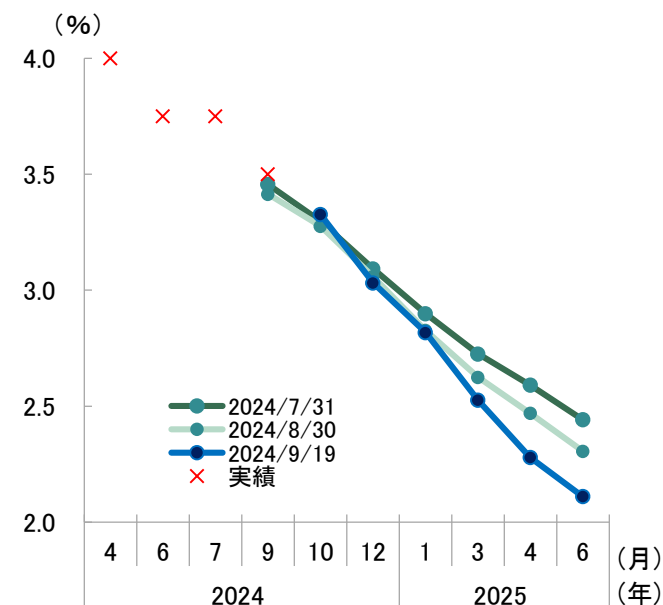
(注)2年・5年・10年は独国債利回り。9/19時点
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

独国債2-10年のスプレッド



(注)9/19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

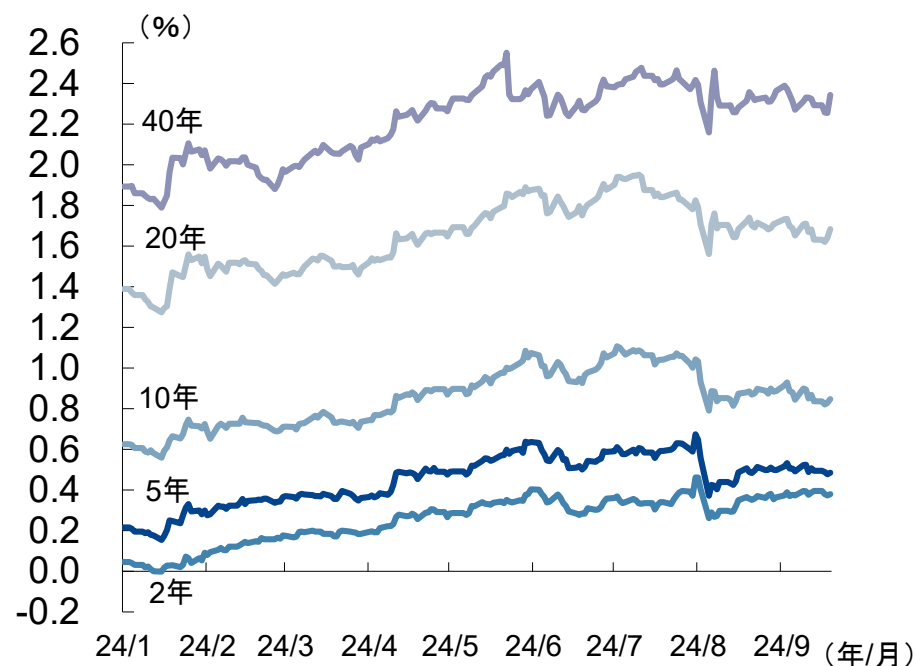


(注)市場予想はOISをベースとしたもの。
実績はECB預金ファシリティ金利。9/19時点
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

国内債券市場：10年国債利回りは0.8～0.9%台の推移を予想

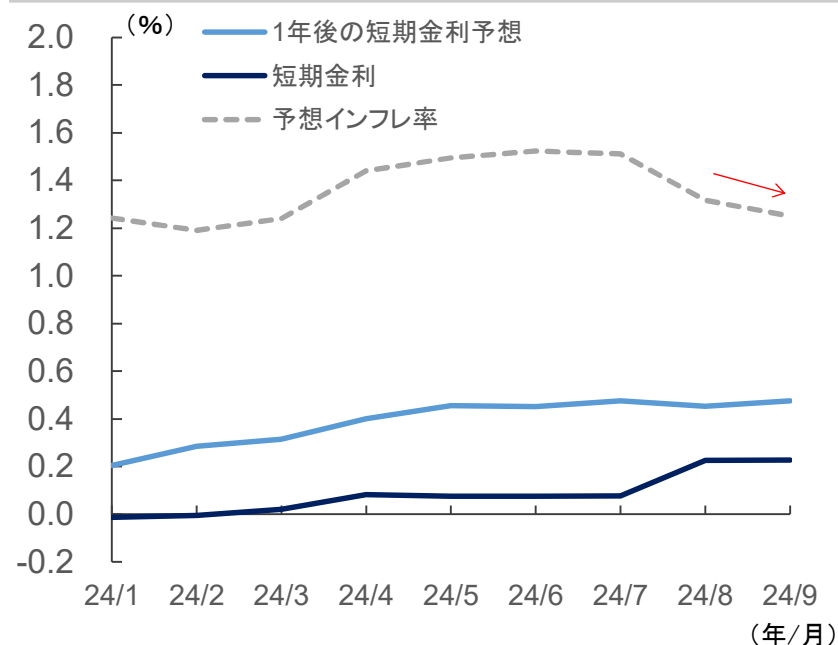
- 10年国債利回りは、米景気減速懸念の高まりを受けた米長期金利の低下を主因に、0.8%台前半に低下
 - 日銀の将来的な追加利上げ観測がくすぶる一方、円高基調などを背景に予想インフレ率が低下し、金利を下押し
 - 日銀は9月金融政策決定会合(9/19・20)で政策金利の据え置きを決め、植田総裁の記者会見は総じて慎重な発言となった。追加利上げパスは依然として不透明なことから、金利は上昇せず
- 先行きは、日米金融政策に先行き不透明感が残る中、0.8～0.9%台のレンジ推移を見込む

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

市場の金融政策予想と予想インフレ率の推移



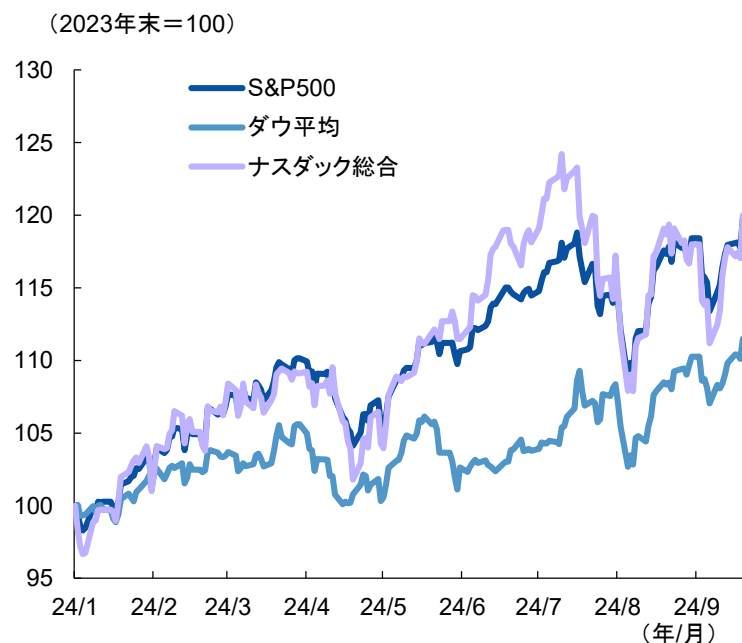
(注) 短期金利予想はOIS1年先1ヵ月金利、短期金利は無担保コール翌日物金利、予想インフレ率はBEI10年。直近は2024年9月19日までの月中平均

(出所) Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国株式市場：良好な企業業績を背景に、堅調に推移すると予想

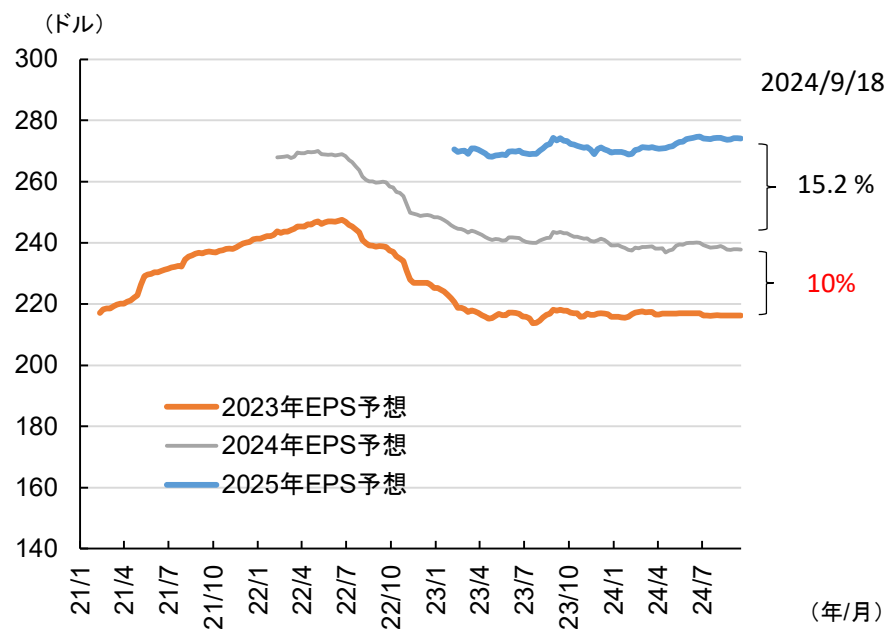
- 米国主要3指数は、一時大きく振れるも上昇
 - 9月上旬の米8月ISM製造業景況指数などが市場予想下回り、再び景気減速懸念が浮上し、大きく下落
 - その後は下落の反動や、良好な米8月小売売上高の結果などを受け、回復
 - 9月FOMCで0.5%の大幅利下げが決定。米景気は堅調であることも示され、追加利下げに対する好感も株買いに
- 先行きは、金融政策動向で一時的に振れる可能性があるものの、良好な企業業績を背景に堅調な推移を予想
 - アナリスト予想では、2024年は増益を見込む。米景気がソフトランディングとの評価が進めば、追い風に

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の暦年別予想EPS成長率の推移

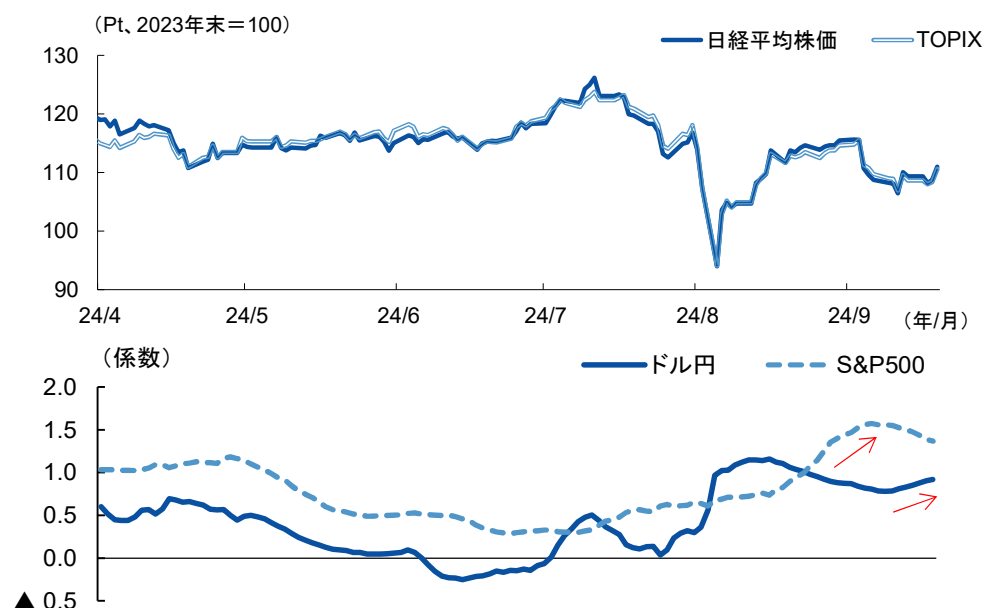


(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

国内株式市場：先行きは、30,000円台後半で底堅く推移すると予想

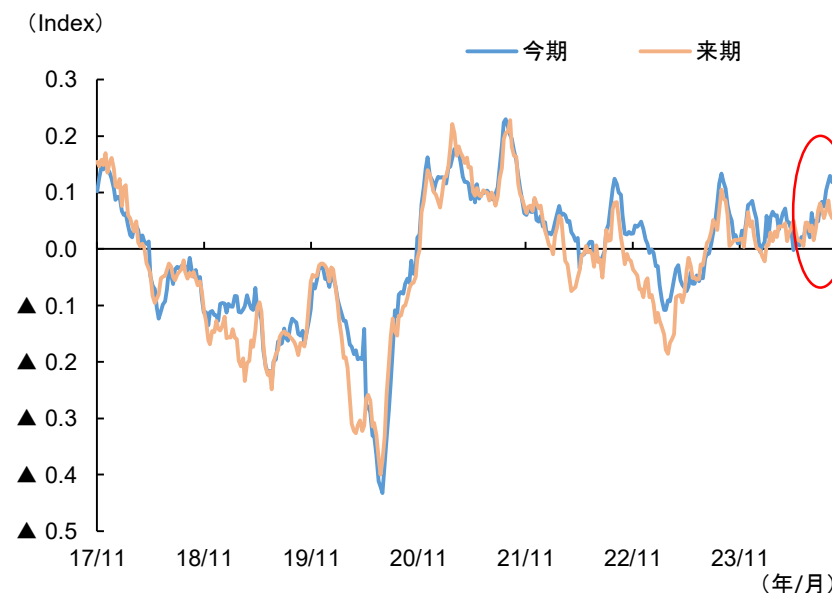
- 日本株は下落。9月上旬の米国株下落と、円高・ドル安が重石に
 - 米景気減速懸念による米国株下落に加え、ドル円相場も円高・ドル安に振れたことで軟調に推移
 - 日本株とドル円相場・米国株との感応度を見ると、両者ともに感応度が高まる
- 先行きは、良好な企業業績を背景に、30,000円台後半での底堅い推移を予想
 - アナリストの業績予想修正割合を示したリビジョンインデックスをみると、足元上方修正された企業が増える
 - 堅調な米国株に加え、ドル円相場も現行水準での推移であれば、良好な企業業績が下支えとなろう

日本株の推移(上)と、TOPIXとドル円・米国株の感応度(下)



(注) 下図の感応度は、TOPIXとドル円、TOPIXと米国株のローリング推計(60日間)
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

TOPIXのリビジョンインデックスの推移

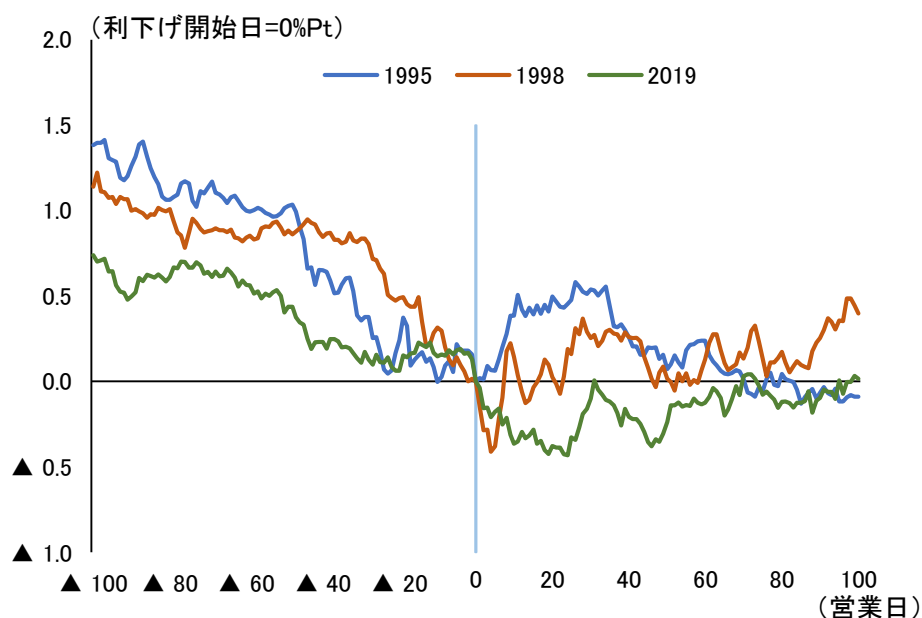


(注) リビジョンインデックスとは、業績予想をもとに上方修正された銘柄数の割合から、
下方修正された銘柄数の割合を差し引いたもの
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

為替：米利下げは織り込済。ドル円は下げ渋りへ

- 米利下げ織り込済で米金利の低下は一巡なら、円高圧力は和らぐ見通し
 - 過去、予防的利下げ開始前は、利下げを織り込み米金利は低下。一方、利下げ開始後は概ね下げ止まり
- 地政学リスクや金融危機、米大統領選挙に絡む混乱等がなければ、2024年末にかけてドル円は下げ渋りへ
 - 1998年は、LTCMショックを受け米国から資金流出の機運。米金利は上昇、受け皿として日本円が買われる展開
 - 1995年は、前年のドル安が是正されてドル反発。2019年は、米金利が小動きとなるなかで、ドル円も横ばい圏
 - 過去の予防的利下げ局面で、ドル安が進んだこともあるが、金利要因ではなく金融危機が起点

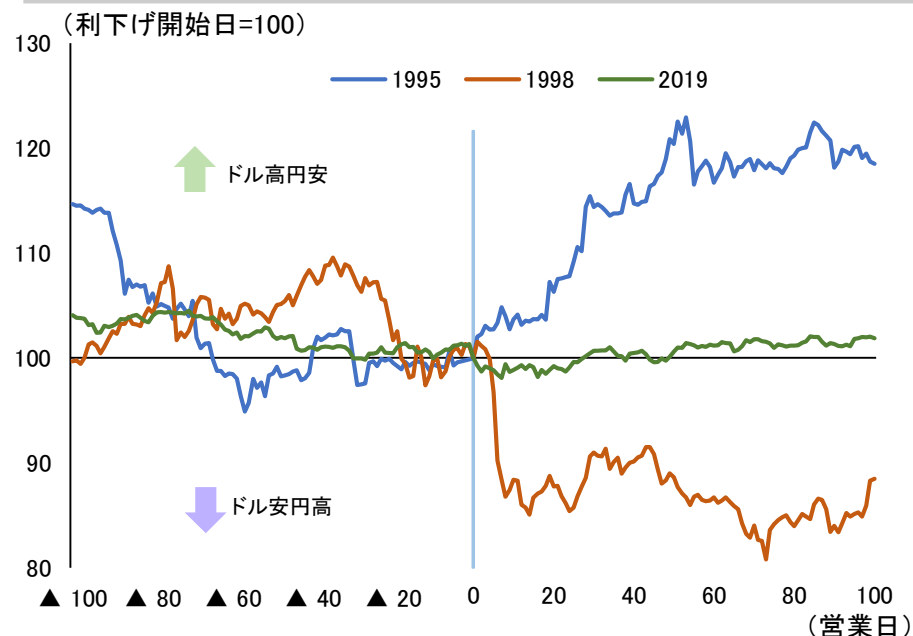
予防的利下げと米金利



(注) 予防的利下げを行った1995年、1998年、2019年について、利下げ開始日前後100営業日の米10年国債利回りの変化幅

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

予防的利下げとドル円



(注) 予防的利下げを行った1995年、1998年、2019年について、利下げ開始日前後100営業日のドル円の変化幅

(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7月2日時点)

		2023 年度	2024 (見通し)	2025	2023 1～3	4～6	7～9	10～12	2024 1～3	4～6	7～9	10～12	2025 1～3	4～6	7～9	10～12	2026 1～3
実質GDP	前期比、%	1.0	0.3	0.8	1.2	0.9	▲1.0	0.0	▲0.7	0.5	0.5	0.4	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
	前期比年率、%	—	—	—	4.7	3.7	▲4.0	0.1	▲2.9	1.9	1.9	1.5	1.2	0.4	0.7	0.6	0.4
内需	前期比、%	▲0.4	0.4	0.7	1.3	▲0.7	▲0.8	▲0.2	▲0.4	0.4	0.5	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1
民需	前期比、%	▲0.6	0.3	0.7	1.6	▲1.0	▲1.0	▲0.0	▲0.4	0.3	0.5	0.3	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1
個人消費	前期比、%	▲0.6	0.2	0.7	0.7	▲0.7	▲0.3	▲0.4	▲0.7	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
住宅投資	前期比、%	0.3	▲3.4	▲1.1	0.8	1.6	▲0.9	▲1.5	▲2.9	▲0.5	0.6	▲0.2	▲0.5	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.2
設備投資	前期比、%	0.4	2.1	1.4	2.5	▲2.1	▲0.1	2.0	▲0.4	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲0.2	▲0.1	(▲0.1)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.6)	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲0.1)
公需	前期比、%	0.1	0.6	0.9	0.4	0.0	▲0.3	▲0.6	▲0.2	0.6	0.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2
政府消費	前期比、%	0.1	0.9	1.3	0.1	▲0.4	0.2	▲0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公共投資	前期比、%	0.8	▲0.6	▲0.6	2.2	2.4	▲2.1	▲2.4	▲1.9	1.9	0.5	0.1	0.1	▲0.8	0.0	0.1	0.1
外需	前期比寄与度、%Pt	(1.4)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(1.7)	(▲0.1)	(0.2)	(▲0.4)	(0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)
輸出	前期比、%	3.0	1.5	3.6	▲2.4	3.8	0.3	2.8	▲5.1	2.2	1.4	1.2	1.3	0.8	0.6	0.5	0.7
輸入	前期比、%	▲3.2	1.8	3.0	▲1.5	▲3.6	0.9	1.8	▲3.3	1.6	1.4	0.7	1.1	0.6	0.6	0.6	0.7
名目GDP	前期比、%	5.0	2.6	2.4	2.3	2.4	▲0.3	0.6	▲0.2	1.0	1.3	0.7	0.9	0.4	0.4	0.5	0.4
GDPデフレーター	前年比、%	4.0	2.3	1.6	2.3	3.7	5.2	3.9	3.4	2.3	2.5	2.3	2.3	2.1	1.5	1.4	1.0
内需デフレーター	前年比、%	2.4	1.7	1.0	3.2	2.7	2.5	2.1	2.3	1.9	2.1	1.8	1.5	1.2	0.9	1.0	0.9

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

資料1－2

米国経済予測総括表（24年7月2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	2.4	1.7	2.2	2.1	4.9	3.4	1.4	2.0	1.6	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8
個人消費	前期比年率、%	2.2	2.1	1.8	3.8	0.8	3.1	3.3	1.5	2.2	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9
住宅投資	前期比年率、%	▲ 10.6	5.1	4.7	▲ 5.3	▲ 2.2	6.7	2.8	16.0	▲ 0.6	▲ 1.0	5.0	6.1	6.5	6.5	5.8
設備投資	前期比年率、%	4.5	3.0	1.5	5.7	7.4	1.4	3.7	4.4	2.3	1.1	0.7	1.1	2.0	2.3	2.8
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	▲ 2.2	0.0	1.3	▲ 0.5	▲ 0.4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
政府支出	前期比年率、%	4.1	2.7	1.2	4.8	3.3	5.8	4.6	1.8	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.6	▲ 0.2	▲ 0.4	0.6	0.0	0.0	0.3	▲ 0.7	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	前期比年率、%	3	3.3	3.5	6.8	▲ 9.3	5.4	5.1	1.6	5.3	5.3	4.2	3.1	2.5	2.5	2.5
輸入	前期比年率、%	▲ 1.7	3.5	4.3	1.3	▲ 7.6	4.2	2.2	6.1	4.6	3.4	3.7	4.1	4.7	5.0	5.1
失業率	%	3.6	4.0	4.0	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9
個人消費支出デフレーター	前年比、%	3.7	2.6	2.3	5.0	3.9	3.3	2.8	2.6	2.7	2.5	2.5	2.3	2.3	2.2	2.2
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	4.1	2.7	2.3	4.8	4.6	3.8	3.2	2.9	2.7	2.7	2.6	2.3	2.3	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(9～12月)

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

(注) 予定は変更の可能性があります

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

巻末資料 米国・欧州 四半期スケジュール(9～12月)

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

(注) 予定は変更の可能性あります

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

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

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

MHRT Eyes

MHRT Eyes

週次版

日本経済をどうみるか

—2024年は緩やかな回復基調の見通し—

MIZUHO

みずほリサーチ&テクノロジーズ

MHRT Eyes

週次版

金利・為替見通し（4月）

—日米のインフレ動向・金融政策に注目—

MIZUHO

みずほリサーチ&テクノロジーズ

リニューアルして配信中！！

より分かりやすく、クイックに。毎週金曜日定期配信(週次版)でお届け

(定期配信に加え、タイムリーな情報も随時配信)

多数のエコノミストが国内外の注目トピックスを網羅

YouTube®動画で手軽に素早くインプット

(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)



コンテンツ拡大中！>>>>

ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！



みずほリサーチ&テクノロジーズ

公式YouTube®にて配信中

(「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)



エコノミスト・研究員

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、10月24日(木)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。