

2024・2025年度 内外経済見通し ～二極化と格差を抱えた強弱入り混じる成長パス～

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査本部

2024年7月2日

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO

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、年後半やや減速。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、欧米景気は継続的な利下げを背景に次第に持ち直すほか、ASEAN等が米欧向け中心の輸出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、巨大テックの企業中心に大幅増益。株高を通じて高所得層の消費も堅調。先行き、下位企業・低所得層中心に利上げの影響が広がるが、上位層の投資・消費を支えに景気急減速は回避。FRBは2024年9月に利下げ開始。既往の金融引き締めの影響が残り、2024年は年末にかけて減速するも、2025年は緩やかに回復
- 欧州では、サービス業中心に持ち直し、製造業も足元底入れ。インフレは総じて減速傾向が維持されるものの、構造的な人手不足等を背景に賃金とサービス物価は高止まり。ECBは慎重に利下げを実施、四半期に一度のペースにとどめる見通し。2025年にかけては、インフレ低下と継続的な利下げに伴い次第に回復する見通し
- 中国では、不動産部門の調整長期化や人口減少・経済分断といった構造的な下押し要因が続く一方で、輸出単価引き下げを伴う輸出数量拡大も次第に減退し、2024・2025年と成長率鈍化が続く。NIEsは先端半導体需要の恩恵を受けて2024年に回復、ASEANは電子機器の需要回復に伴い2025年にかけて回復も国ごとにばらつき
- 日本では、2024年度は高水準の企業収益が企業支出行動(賃上げ・設備投資)を下支えし内需主導で回復。実質賃金の改善から個人消費も緩やかに回復。2025年度は、賃上げ率が鈍化するも実質賃金は小幅プラスが継続し個人消費は回復が続く。設備投資は企業収益が鈍化するも国内生産拠点強化等を受けて増加傾向が継続
- 金融市場では、日銀は2024年度中に0.5%まで利上げを行い、その後様子見。長期金利は1%台半ばまで上昇。米長期金利は2024年9月以降の利下げを受け、4%近傍まで緩やかに低下。ドル円相場は、日米金利差縮小が円高圧力も、キャリー取引の投資妙味は残存し、2024年度末時点で1ドル=140円台半ば程度の緩慢な円高に

《構成》

1. 全体概要	P 4
2. 各国経済・金融市場	P 9
(1) 米国経済	P 10
(2) ユーロ圏経済	P 17
(3) 新興国経済	P 24
(4) 日本経済	P 37
(5) 金融市場	P 48

1. 全体概要

世界経済見通し: 米欧中心に緩やかに回復。国ごとの経済成長はまだら模様

世界経済見通し総括表

	(前年比、%)			(%Pt)	
	2023	2024 (見通し)	2025 (見通し)	2024 (2月見通しとの比較)	2025
世界実質GDP成長率	3.2	3.1	3.0	0.2	0.1
日米欧	1.5	1.4	1.5	0.2	-
米国	2.5	2.4	1.7	0.5	0.2
ユーロ圏	0.5	0.7	1.3	0.2	▲ 0.2
英国	0.1	0.9	1.8	0.1	-
日本	1.8	▲ 0.3	1.2	▲ 1.0	-
アジア	5.3	5.0	4.6	0.3	0.2
中国	5.2	4.8	4.4	0.2	0.2
NIEs	1.5	2.5	1.8	0.1	-
ASEAN5	4.4	4.7	4.8	0.1	0.1
インド	7.7	6.8	6.1	0.7	0.1
オーストラリア	2.0	1.8	1.7	-	-
日本(年度)	1.0	0.3	0.8	▲ 0.9	-

米欧の高金利と中国減速が重なり2024年後半は幾分減速。2025年以降は米欧中心に緩やかな成長軌道へ

2024年後半は高金利の影響が残り減速。2025年以降はインフレ鈍化と利下げが進展し、成長率は緩やかに高まる見通し

インフレ鈍化と利下げの進展が総需要を下支え。2025年にかけて回復基調へ

不動産部門の調整と消費マインド低迷は依然継続。輸出単価低下を伴う輸出数量拡大は長く続かず。成長率鈍化が続く

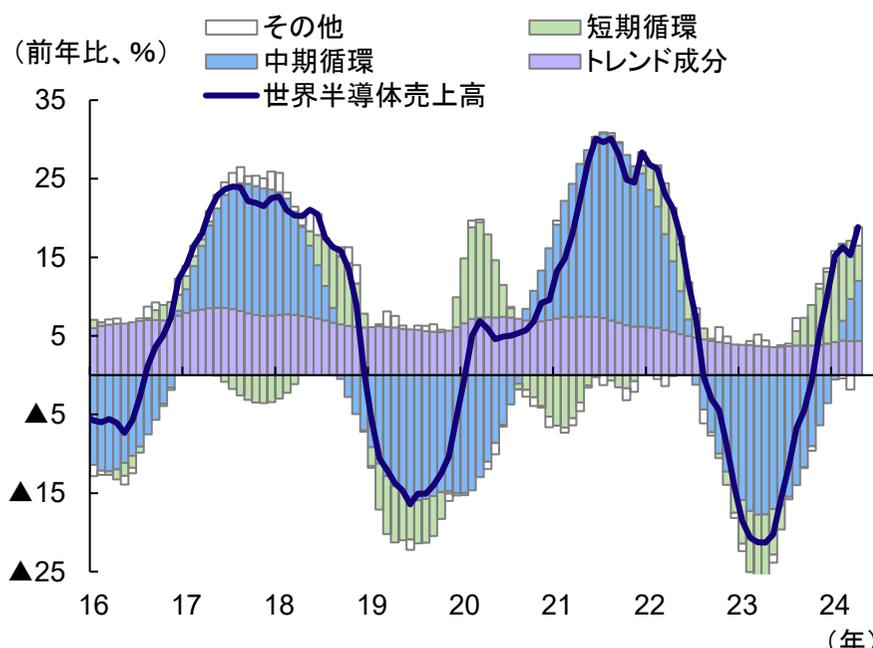
企業収益鈍化で賃上げ・設備投資の増勢はやや鈍化。ただし企業の成長期待は維持され、個人消費も回復基調へ

(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

世界経済：世界半導体需要は足元回復局面入り。2025年にかけて回復ピークへ

- 世界半導体売上高は、2023年後半に急回復。価格上昇による売上回復が先行、需要回復は緒に就いたばかり
 - 周波数解析の手法にもとづき半導体サイクルを「短期循環」と「中期循環」に分解。2023年後半からの回復局面は、主に価格変動を含む短期循環が先行。価格が高い生成AI関連の先端半導体が収益環境改善に貢献
 - 一方、需要との連動性が高いとみられる中期循環は、足元ようやくプラス転化
- 循環パターンからみると、半導体需要は2024年後半から2025年半ばにかけて回復、その後ピークアウトする可能性大

世界半導体売上高の分解



(注) バンドパスフィルタにより、2年以内(短期循環)、2~6年(中期循環)の周期の振動を抽出
(出所) 米国半導体協会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

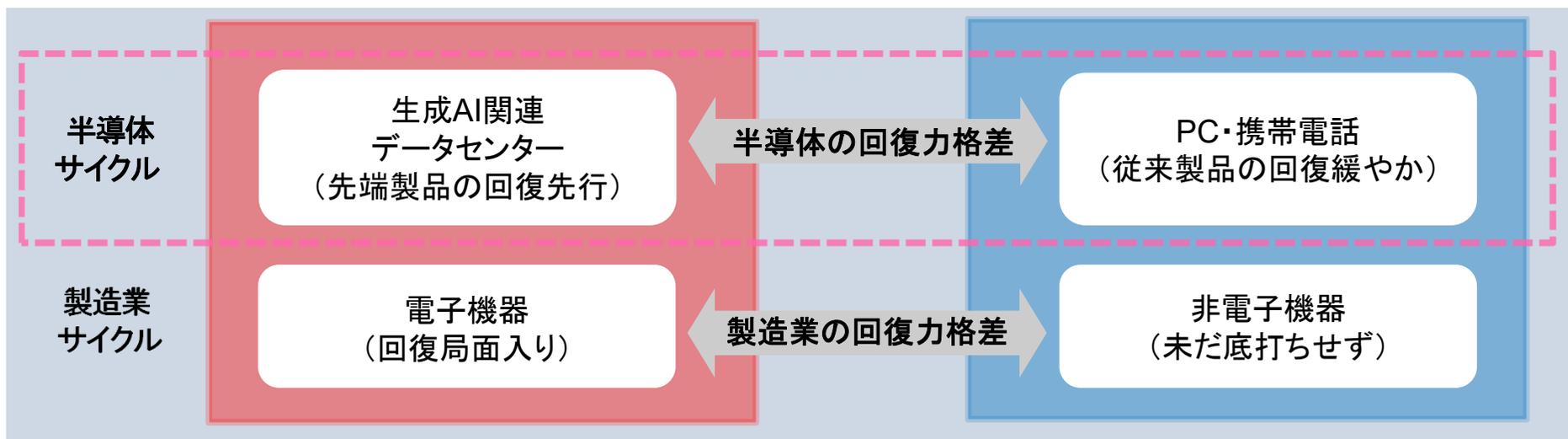
世界半導体需要(中期循環)の統計的予測

- 中期循環の「谷⇒山」への時間間隔は約2年
- 前回の「谷」は2023年前半。ゆえに**次回の「山」は2025年半ば**を示唆

定性情報に基づいた中期循環の解釈

- 2023年~2024年前半に続いた「在庫調整の進展」にようやく目途がつき、2024年後半以降は買い替え時期到来に支えられた「最終製品の**需要回復**」が緩やかに顕在化していく
- 2025年後半以降は、「PC・携帯電話の**買替え一服**」などを受けて最終需要の回復は次第に一服。2025年通年では緩やかな伸び

世界経済：製造業サイクルは製品・業種・地域ごとにばらつき。回復ペースは総じて緩慢



世界貿易を通じた製造業生産への波及は、製品・業種別の回復ペースの違いを反映して、国・地域ごとにばらつき



- ・米国内需の中国輸出への波及は、経済分断により低下
- ・政府支援で足もと生産堅調も、政策効果は経済全体に広がらず
- ・内需低迷継続で、世界景気回復のけん引役にならず

主要国の論点と評価

米国	企業・家計の二極化の景気への影響をどうみるか	<ul style="list-style-type: none">◆ 生成AIに適応する巨大テック上位企業は大幅増益。株高を通じて高所得層は金融資産増加◆ 先行きは、下位企業・低所得層を中心に利上げの影響が広がるものの、上位層の堅調な投資・消費が下支えし景気急減速は回避。2025年以降は緩やかに成長率を高める見通し◆ FRBは、緩やかな景気とインフレの減速を確認し、2024年9月にも利下げを開始
ユーロ圏	物価・賃金および財政金融政策の行方をどうみるか	<ul style="list-style-type: none">◆ 景気はサービス業中心に持ち直し、製造業も足元底入れ。インフレ率は減速傾向を続ける一方、構造的な人手不足や雇用保蔵を背景に、賃金上昇率とサービス価格は高止まり◆ ECBは、インフレ残存リスクを踏まえ、四半期に一度のペースで利下げを継続。ユーロ圏財政は、2025年にかけて財政赤字縮小を見込むも、財政拡張への政治的圧力は足元上昇
新興国	中国の輸出ドライブの行方、アジアの輸出・内需の回復力をどうみるか	<ul style="list-style-type: none">◆ 中国は、2024年は輸出回復を支えに5%近傍の成長維持。2025年は輸出の押し上げ効果が一巡するほか、企業収益悪化や米欧の対中関税の逆風も重なり 4%台半ばへ減速◆ アジアは韓・台・星が電子機器の輸出回復で2024年回復。越・馬・泰は2025年に回復後ずれ。印・尼は引き続き投資主導で堅調。比は利下げで今後回復。豪は高金利継続で回復後ズレ
日本	企業収益の先行きと投資・消費への影響をどうみるか	<ul style="list-style-type: none">◆ 2024年度の企業収益は人件費増・金利上昇を受けて中小企業中心に鈍化(企業規模間の収益格差拡大)、2025年度の賃上げ・設備投資のモメンタムを下押し◆ 一方、企業行動の変化は続き、国内生産拠点強化等の持続的な投資需要を受けて設備投資は底堅く推移。実質賃金がプラスに転じることで個人消費は緩やかながらも回復基調
金融市場	日銀の政策変更と市場の反応をどうみるか	<ul style="list-style-type: none">◆ 日銀は2024年度中に0.5%まで利上げし、その後様子見。長期金利は1%台半ばまで上昇◆ 米長期金利は2024年9月以降の利下げを受け、4%近傍まで緩やかに低下◆ ドル円相場は、日米金利差縮小が円高圧力も、キャリー取引の投資妙味は残存し、2024年度末時点で1ドル=140円台半ば程度の緩慢な円高に留まる見通し

(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: 上位企業の強さが高金利の影響を緩和、米経済はソフトランディングへ

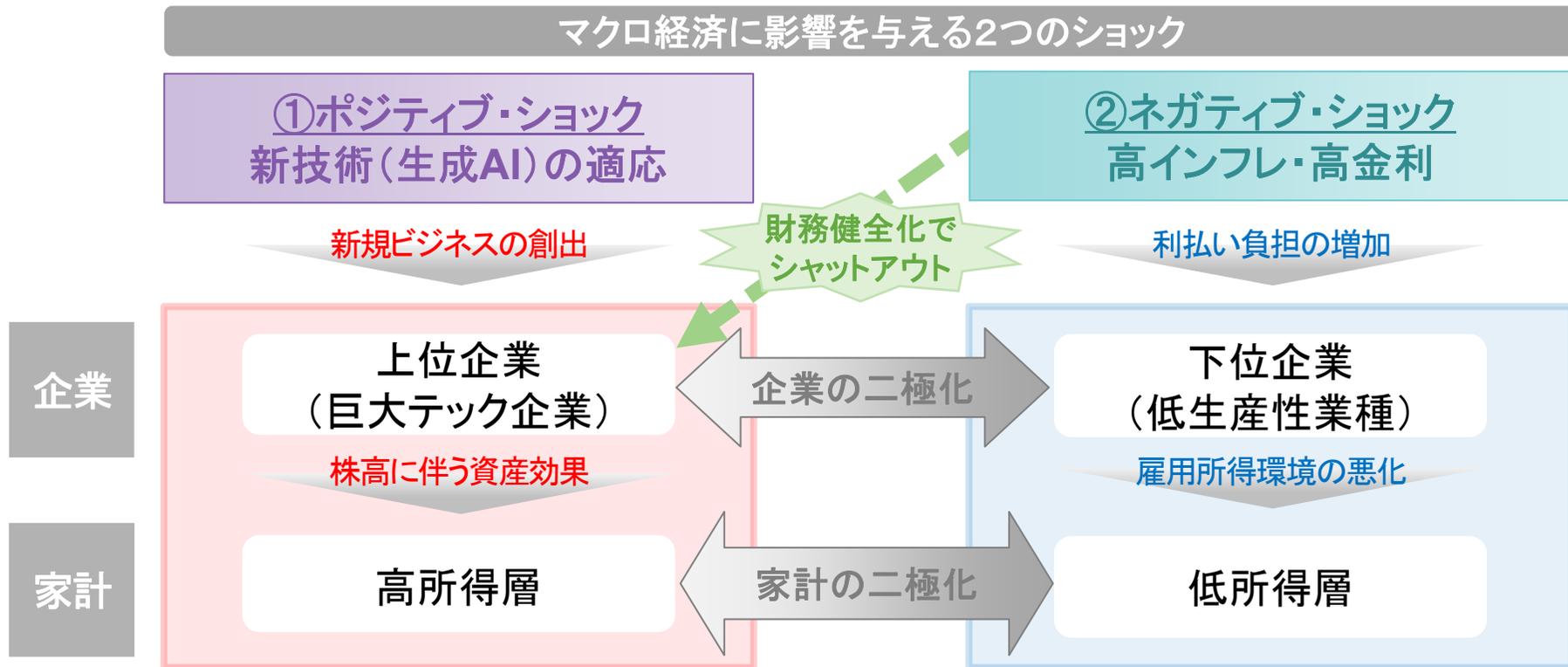
- **2024・25年の実質GDP成長率**は、前年比 **+2.4%**、同 **+1.7%**と予測
 - **生成AIなどの新技術に適応した巨大テック企業は大幅増益**。こうした上位企業の業績改善を背景とした株高は、資産効果を通じて**高所得層の金融資産と個人消費を押し上げ**
 - 先行きは、下位企業・低所得層中心に利上げの影響が広がるが、**上位層の投資・消費を支えに景気急減速は回避**
 - 金融政策は、景気とインフレの緩やかな減速を確認し、FRBは**2024年9月に利下げを開始**すると予想

米国経済見通し総括表

		2023			2023				2024				2025			
		2023	2024	2025	(見通し)				(見通し)				(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

米国経済見通しのポイント: 先行きを読み解く鍵は2つのショックと企業・家計の「二極化」



下位企業・低所得層が景気の足かせにならないか？

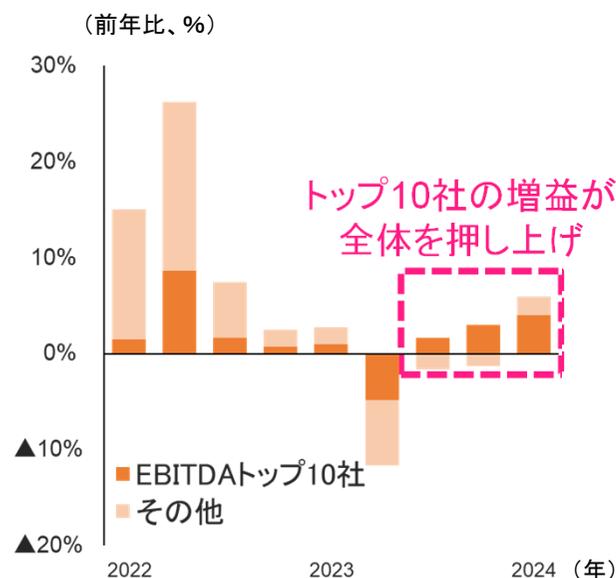
メイン シナリオ	<ul style="list-style-type: none"> ● マクロで見ると、企業・家計は債務抑制と借入金利の固定化により利払い負担は増えず ● 下位企業や低所得家計を中心に景気減速に向かう一方で、上位層の強韌性とその影響を緩和 <p style="color: pink;">⇒ 米経済は大幅減速を回避(ソフトランディング)</p>
リスク シナリオ	<ul style="list-style-type: none"> ● 高金利・高インフレが長期化すれば、雇用者数ウェイトの大きい低所得者層の雇用所得環境や利払い負担が予想以上に悪化し、景気下押しや社会不安に波及するリスクには留意

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：巨大テック企業の収益力・財務状態は高金利下でより強靱に

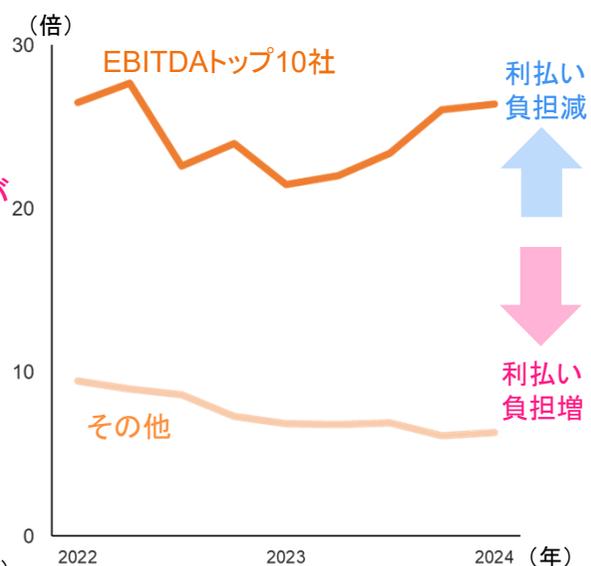
- 生成AI等の新技術への適応（ポジティブ・ショック）が進み、2023年後半以降、米企業収益の伸び率拡大
 - 巨大テック企業を含むトップ10社のみで、企業収益全体の伸びの大部分が説明可能
- 高金利継続にも関わらず、トップ10社の利払い負担感は低下
 - トップ10社では、営業利益の増加に加え、多額の有利子資産保有によって金利収入が増加（純支払利息は減少）
 - 高金利が継続すると利払い負担が抑制されて、むしろ金融環境が緩和する逆説的状況

米国企業のEBITDA前年比寄与度



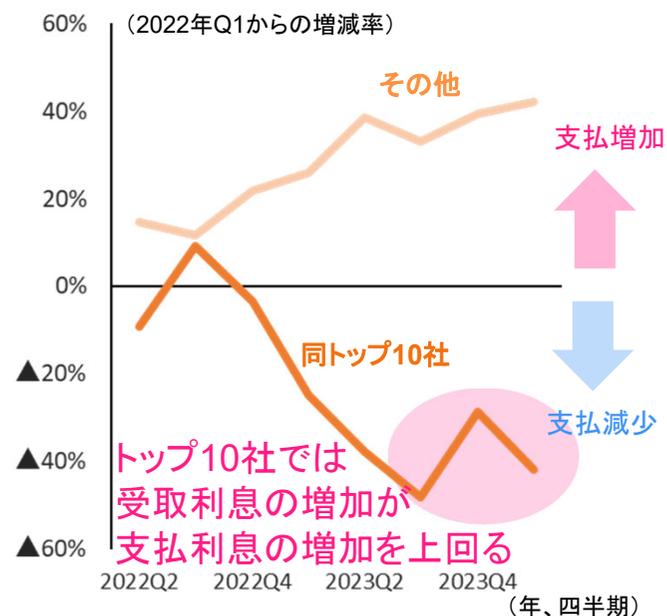
(注) Osirisから取得可能な3,346社の数値により作成。
金融・エネルギー業を除く
(出所) Osiris、BEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国企業のICR(EBITDA÷支払利息)



(注) Osirisから取得可能な1,974社の数値により作成
(出所) Osirisより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国企業の純支払利息



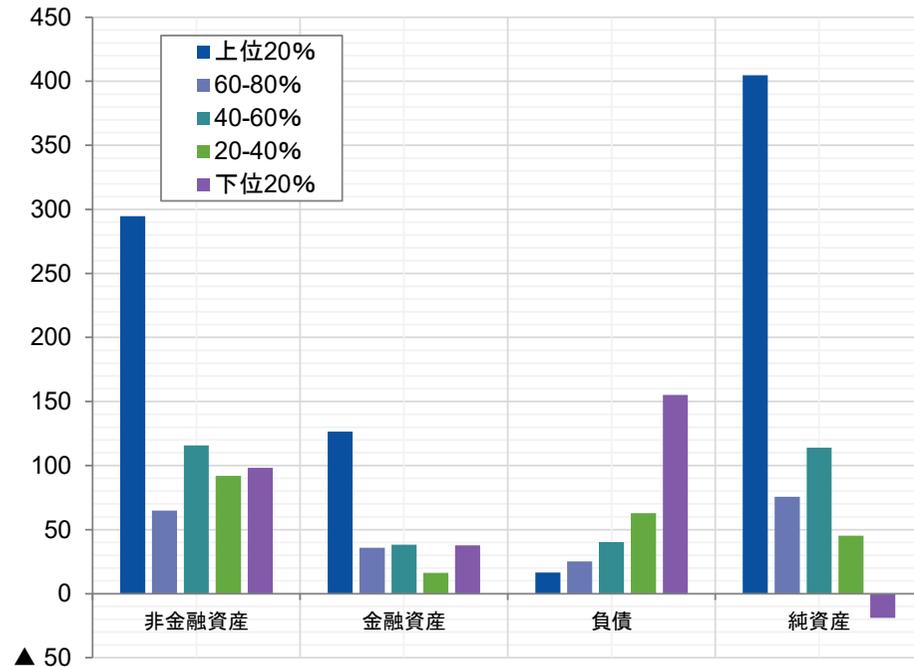
(注) 中央図と同サンプル
(出所) Osirisより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：高所得層は資産効果の恩恵を受け、個人消費全体を押し上げ

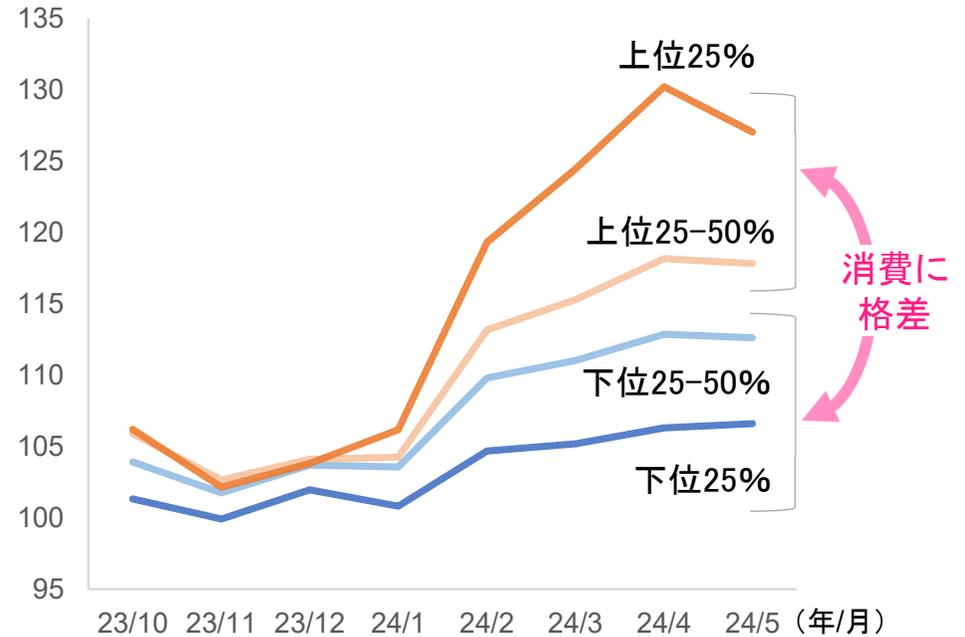
- 株高による資産効果の恩恵を受ける高所得層が個人消費をけん引
 - 資本所得比率が高い高所得層の消費は、株高・住宅価格高騰に伴う資産効果の恩恵を受けて堅調を維持。マクロの個人消費を押し上げ
 - 一方、労働所得を主な収入源とする低所得層は、高インフレ・高金利（ネガティブ・ショック）と雇用環境悪化が逆風となり、消費に対してもより慎重に

所得階層別の世帯当たり資産・負債増減(2019年Q4～23年Q4) 所得階層別の個人消費の推移

(税引き後所得対比、%)



(2022年平均=100)



(注) 税引き後所得は消費者支出調査(2022年)を利用
 (出所) FRB、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

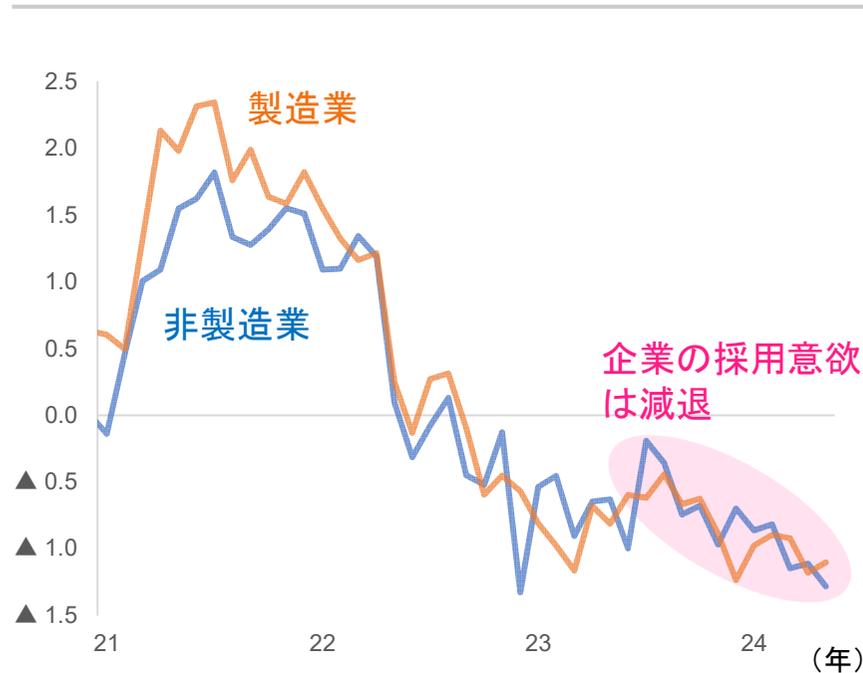
(出所) Opportunity Insightsより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国：低所得層の雇用・所得環境は今後悪化に向かう見込み

■ 低所得層の消費を支えてきた雇用・所得環境は、今後悪化へ

- 企業の採用意欲(≒労働需要)は減退、雇用の先行き抑制を示唆
- パンデミック以降の人手不足を背景とした旺盛な労働需要のもと、低所得層は高い賃金上昇率を経験してきたが、足元は雇用者の3割を占める低所得業種の労働需要が着実に減少。今後の賃金減速が見込まれる

米企業の雇用景況感



業種別の求人率推移

不変 緩和

業種	年間賃金所得(万ドル)	雇用者数シェア(%)	求人率(ピーク対差、%)															
			23年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	24年1月	2月	3月	4月
鉱業	8.5	0.5	▲1.7	▲1.5	▲1.7	▲1.5	▲2.2	▲2.4	▲2.3	▲2.6	▲2.4	▲3.1	▲2.1	▲2.0	▲2.3	▲1.8	▲2.2	▲2.7
情報	7.4	2.3	▲3.1	▲3.5	▲3.4	▲3.4	▲3.1	▲3.6	▲3.1	▲3.1	▲4.6	▲4.5	▲3.2	▲2.6	▲1.8	▲4.1	▲3.3	▲4.6
建設業	7.1	6.0	▲1.8	▲0.5	▲1.9	▲1.0	▲0.9	▲0.5	▲1.2	▲0.8	▲0.4	▲0.5	▲0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.1	▲1.4	▲1.5
金融	6.5	6.9	▲2.0	▲1.9	▲1.3	▲1.3	▲2.1	▲2.0	▲1.9	▲0.5	0.5	▲2.2	▲2.1	▲1.5	▲1.0	0.3	▲1.4	▲1.4
専門サービス	6.5	17.1	▲1.5	▲2.4	▲2.6	▲2.5	▲3.2	▲3.4	▲4.2	▲3.0	▲3.2	▲3.2	▲3.4	▲3.2	▲3.3	▲3.5	▲4.0	▲3.5
卸売業	6.1	4.6	▲1.1	▲1.3	▲1.2	▲1.6	▲1.8	▲1.3	▲1.9	▲2.7	▲2.4	▲2.8	▲1.4	▲2.4	▲2.7	▲3.4	▲2.9	▲3.0
運輸・倉庫・公益	5.8	5.4	▲0.7	▲1.2	▲3.5	▲1.7	▲1.9	▲2.9	▲2.5	▲2.9	▲3.1	▲1.8	▲2.7	▲3.6	▲4.6	▲4.5	▲4.1	▲4.1
製造業	5.6	9.7	▲1.9	▲2.2	▲2.1	▲2.4	▲2.8	▲2.9	▲3.2	▲2.8	▲2.7	▲2.9	▲3.1	▲2.9	▲2.8	▲2.9	▲3.2	▲3.4
教育・ヘルスケア	5.1	19.0	▲1.3	▲1.9	▲1.6	▲1.6	▲1.9	▲1.7	▲1.6	▲1.5	▲1.8	▲2.3	▲1.8	▲1.8	▲1.5	▲1.8	▲2.0	▲2.5
その他サービス	4.2	4.4	▲1.8	▲1.9	▲2.0	▲1.7	▲2.2	▲2.2	▲2.8	▲1.7	▲2.9	▲2.9	▲2.4	▲2.9	▲2.8	▲2.8	▲3.2	▲3.3
小売業	3.2	11.7	▲2.6	▲2.9	▲3.5	▲2.7	▲3.3	▲3.6	▲3.4	▲3.9	▲3.8	▲4.3	▲4.2	▲3.5	▲4.5	▲4.2	▲4.5	▲4.6
レジャー・宿泊	2.4	12.5	▲2.3	▲2.9	▲2.8	▲3.2	▲3.6	▲3.3	▲4.1	▲4.3	▲3.4	▲4.2	▲3.5	▲4.3	▲4.6	▲4.5	▲4.3	▲4.5

↑ 高い
↓ 低い
所得

雇用者の3割を占める低所得業種の労働需要は減少
⇒低所得者の賃金は減速へ

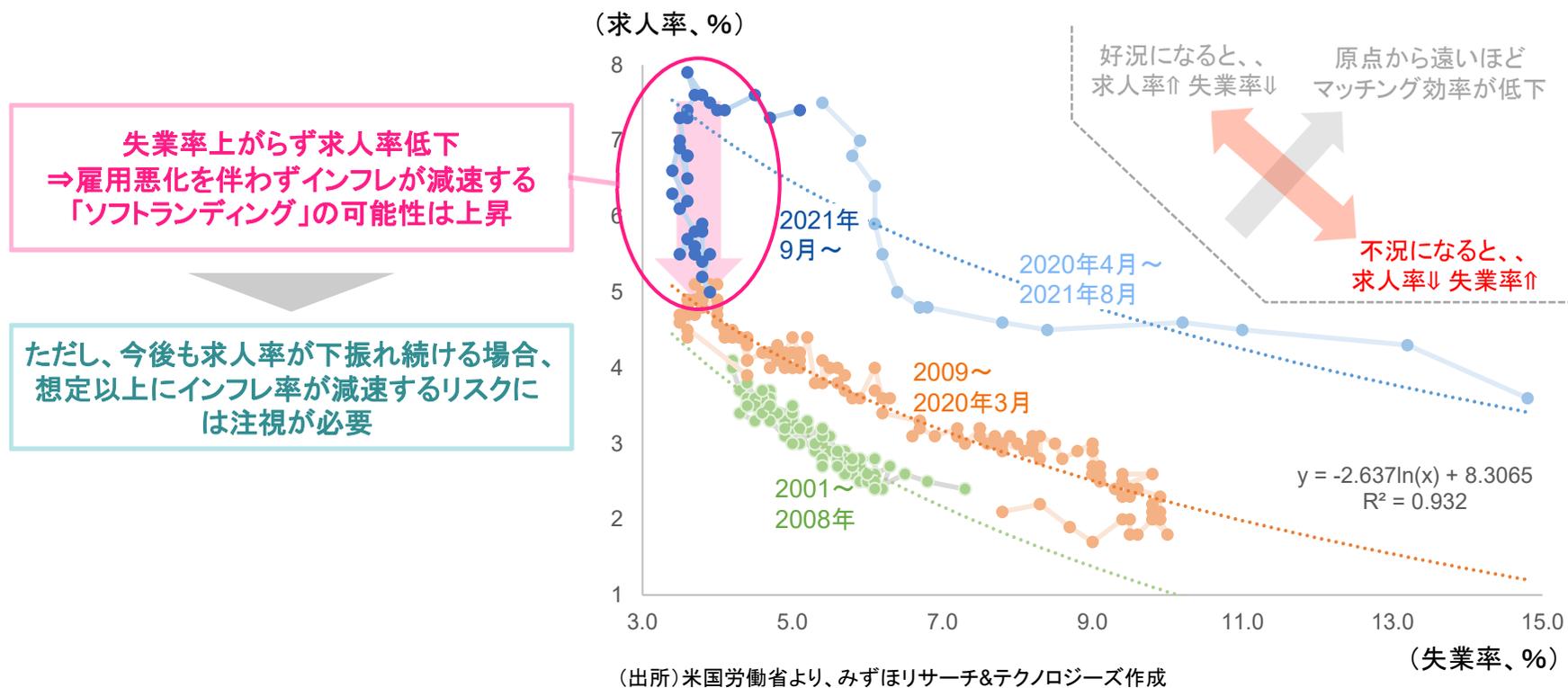
(注)5つのFRB地区連銀(リッチモンド・カンザスシティ・ダラス・フィラデルフィア・ニューヨーク)が行う企業景況感調査の雇用景況感指数(先行き6カ月の雇用増減計画)を標準化し、地区別の雇用者数でウエイト付けして合成したもの
(出所)各地区連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注)年間賃金所得は、週当たり賃金を年率換算(×52週)したもの
(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：労働市場のリバランスは着実に進展、ソフトランディングの可能性は上昇

- **失業率が大きくは上昇せずに求人率は低下傾向**。労働市場のリバランスが着実に進展
 - 失業率と求人率(欠員率)の関係を描くベバリッジ曲線は、既にコロナ前の曲線に回帰。**大幅な雇用喪失なきインフレ減速(≒ソフトランディング)の可能性は着実に高まる**展開
 - こうした労働需給緩和の背景には、移民の増加により企業がスムーズな人材確保が実現できている可能性
 - ただし、先行き求人率が低下し続ける場合は、想定以上にインフレ率が減速するリスクにも注意が必要

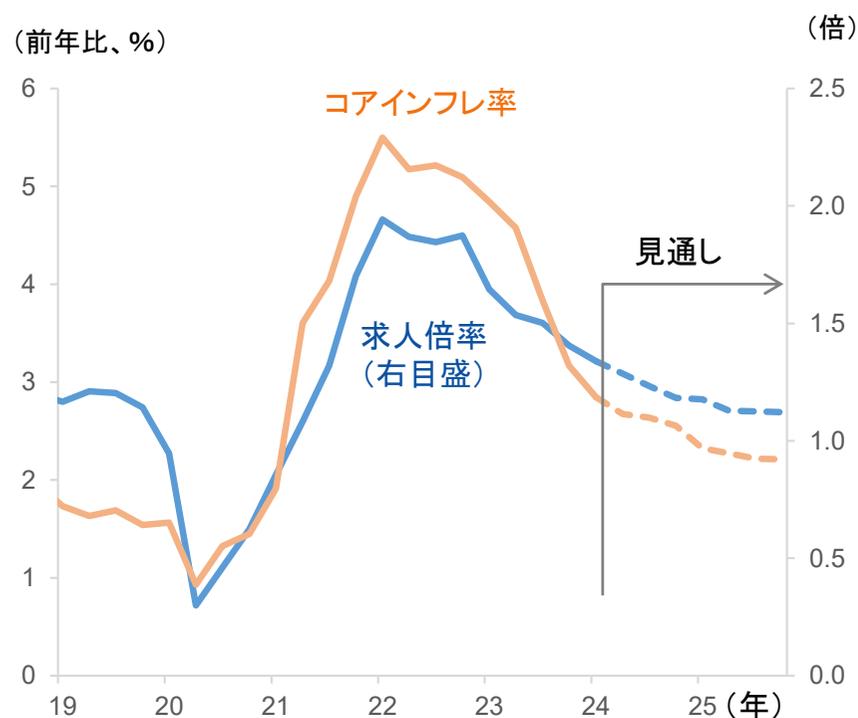
ベバリッジ曲線



米国：FRB利下げ開始時期は2024年9月を予想

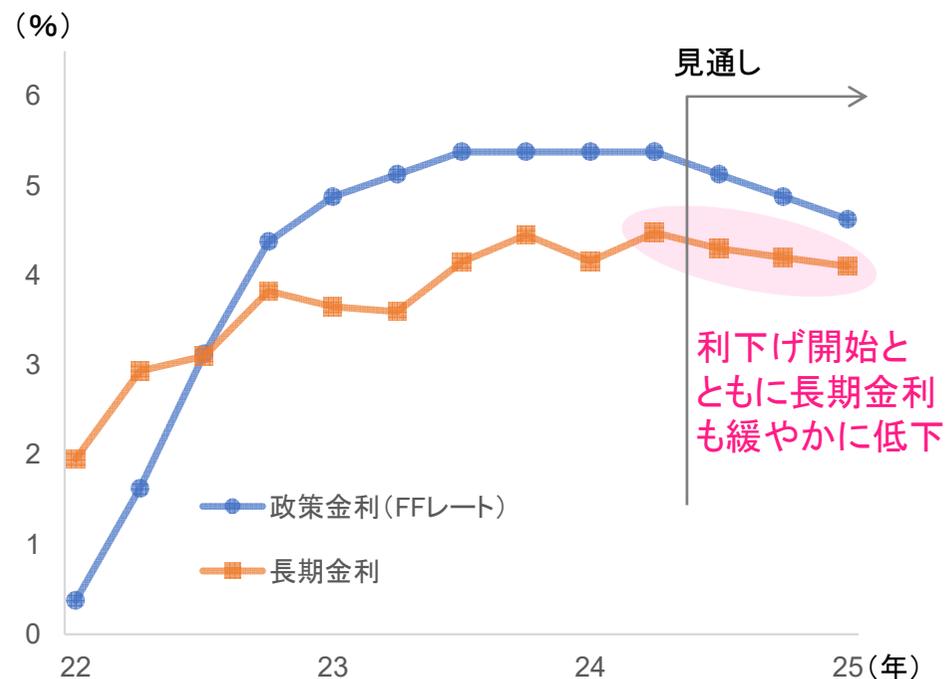
- サービス物価は、労働需給の緩和に伴い、緩やかな減速を続けると予想
 - 2024年末時点のコアPCEデフレーターは、前年比+2.6%と予想(2月見通し対比+0.2%Pt)
- FRBは、インフレの減速と景気の鈍化を確認し、2024年9月に利下げ開始へ
 - 2024年度末にかけて、政策金利は4%台半ば、長期金利は4%程度まで緩やかに低下
 - 景気の強さが残存することによるインフレ再燃懸念から、FRBの利下げペースは緩やかにとどまる

労働需給とインフレ率の見通し



(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

米国金利の見通し



(注)長期金利は米国債10年利回り(四半期平均)。長期金利見通しは予測レンジの中央値を示す。政策金利(FFレート目標)は四半期末値

(出所)LSEG、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(2) ユーロ圏：2024年に景気底打ちも、高金利継続で回復ペースは緩慢

- **2024年の実質GDP成長率**は、前年比**+0.7%**と予測
 - ユーロ圏経済は足元で底打ちの兆し。実質賃金改善を受けて個人消費中心に回復
 - 一方、高金利が設備投資・住宅投資の回復の重石となり、緩やかな持ち直しにとどまる見通し
- **2025年の実質GDP成長率**は、前年比**+1.3%**と予測
 - サービス物価の高止まり懸念から金融引き締め期間が長期化し、力強い成長は見込めず
 - 金融政策は、先行き四半期に一度の利下げペースにとどまると予想

ユーロ圏：短期見通し総括表

		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、%	0.5	0.7	1.3	0.1	0.1	0.0	▲0.1	0.3	0.2	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
内需	前期比、%	0.2	0.3	1.3	▲0.3	0.6	▲0.1	0.1	▲0.6	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3
個人消費	前期比、%	0.5	0.9	1.1	0.0	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
総固定資本形成	前期比、%	1.2	▲0.1	1.1	0.5	0.2	0.1	0.8	▲1.5	0.5	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
政府消費	前期比、%	0.9	1.0	0.4	▲0.2	0.3	0.7	0.6	0.0	▲0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲0.5	▲0.4	0.3	▲0.4	0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
外需	前期比寄与度、%Pt	0.3	0.5	0.0	0.4	▲0.4	0.0	▲0.2	0.9	▲0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	▲0.0	0.0
輸出	前期比、%	▲0.8	1.2	1.0	▲0.4	▲1.0	▲1.3	0.2	1.4	0.3	0.4	0.5	0.1	0.0	0.2	0.2
輸入	前期比、%	▲1.4	0.3	1.0	▲1.2	▲0.2	▲1.6	0.6	▲0.3	1.0	0.4	0.4	0.2	▲0.1	0.3	0.2
消費者物価指数	前年比、%	5.4	2.4	2.1	8.0	6.2	5.0	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	5.0	2.7	2.2	5.5	5.5	5.1	3.7	3.1	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2	2.1	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

ユーロ圏経済見通しのポイント

物価・賃金の先行きをどうみるか？

- ◆インフレ率は2%台まで減速するも、賃金上昇を背景にサービス物価は高止まり
- ◆賃金はインフレへのキャッチアップが一巡して今後減速が見込まれるものの、構造的な人手不足や企業の雇用保蔵による労働需給ひっ迫は、賃金上昇リスクとして残存

景気の先行きと金融政策をどうみるか？

- ◆ユーロ圏景気は、既往の利上げによる内需抑制効果が徐々に弱まる中、サービス業中心に持ち直し。製造業も最悪期を脱した模様。先行きは、インフレ減速が着実に進展する下で、利下げの継続と実質購買力の改善に支えられ、景気は緩やかな持ち直しを続ける見込み
- ◆他方、ドイツ中心に海外への生産拠点移管を通じて生産能力低下。輸出競争力低下で回復力劣化のリスクあり
- ◆ECBは、インフレ減速を受けて利下げを開始するも、依然高い賃金上昇圧力を警戒。先行きの金融政策運営は、最新データを確認しながら慎重に進めるとみられ、四半期に一回ペースの利下げにとどめる見通し

財政の先行きとリスクをどうみるか？

- ◆ユーロ圏の財政収支赤字は、物価高対策の順次縮小や景気持ち直しを受けて緩やかに縮小する見通し
- ◆ただし、フランスの政治不安を巡る財政拡張圧力の高まりと、これに伴うリスクプレミアム上乗せによる国債金利上昇は、利払い増加を通じて財政の一段の悪化を招くおそれ

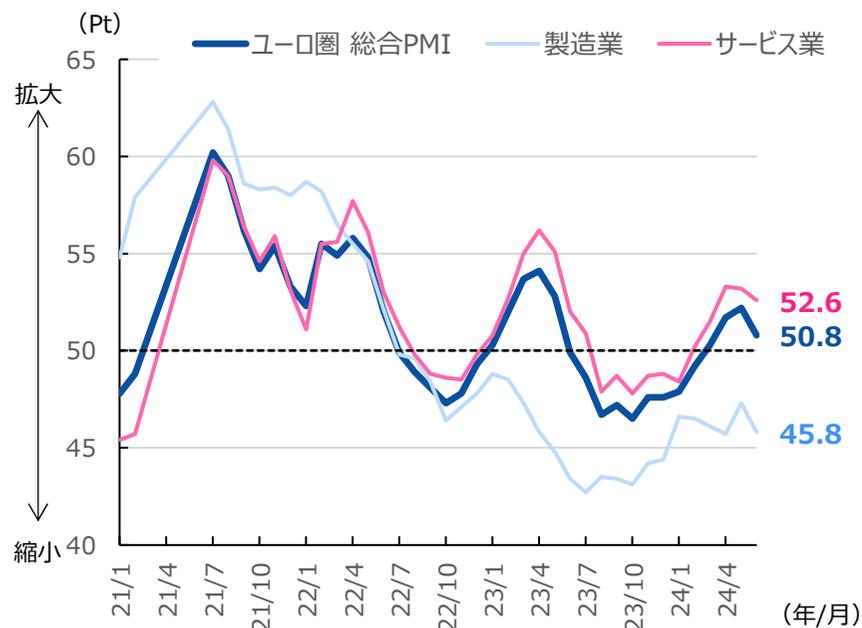
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：利下げ進展や実質購買力改善に支えられ、景気は持ち直しが続く見通し

■ ユーロ圏景気は緩やかに持ち直し

- ユーロ圏の総合PMIは景気拡大局面で推移。インフレが着実に減速する中、実質購買力の改善を背景にサービス業が持ち直しをけん引
- 製造業も最悪期は脱した模様。新規受注の底打ちや在庫調整の進展などの循環的要因が背景
- 先行きも、利下げの進展や実質購買力の改善に支えられて、景気は緩やかながらも持ち直しが続く見通し

ユーロ圏：PMI



(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：生産在庫バランスと新規受注

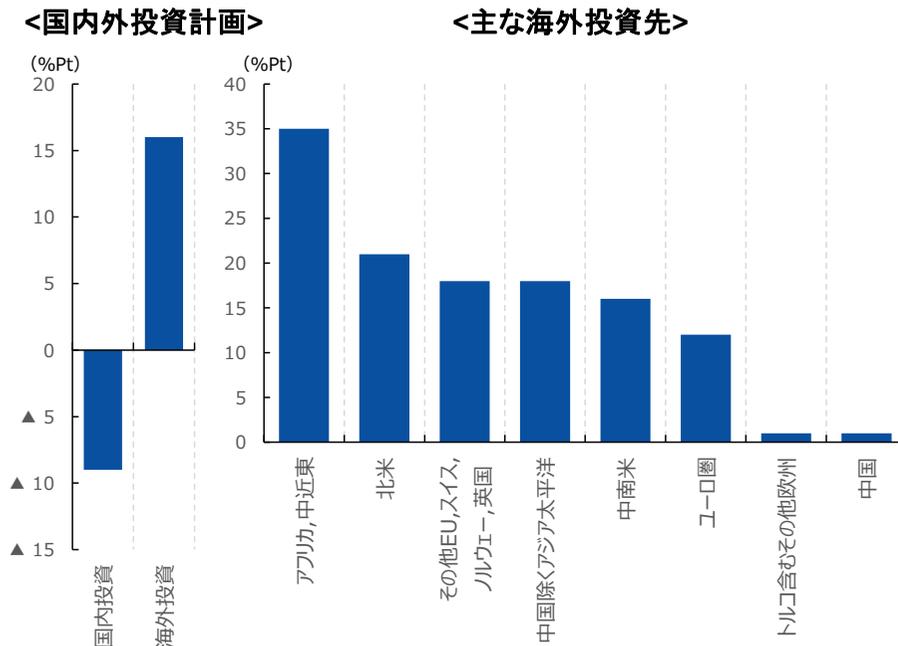


(注) 生産在庫バランス=生産前年比-在庫前年差
(出所) Eurostat、欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：ただしドイツ中心に生産能力は低下。製造業の競争力は趨勢的低下の兆し

- **ユーロ圏製造業**は、立地競争力の低下を背景に、**ドイツを中心に「空洞化」**の動き
 - エネルギーコスト増や人手不足等による**立地競争力低下**を受けて、ドイツ中心に**国内投資を減らして海外投資を増やす**動き。今後もアフリカ・中近東、北米や東欧等の海外へ一部生産拠点が移管されていく可能性
 - 製造業の生産能力は、すでにドイツ中心に大きく低下。**ドイツの輸出競争力の低下**を通じて、**先行きの経済成長力をそぐ可能性**

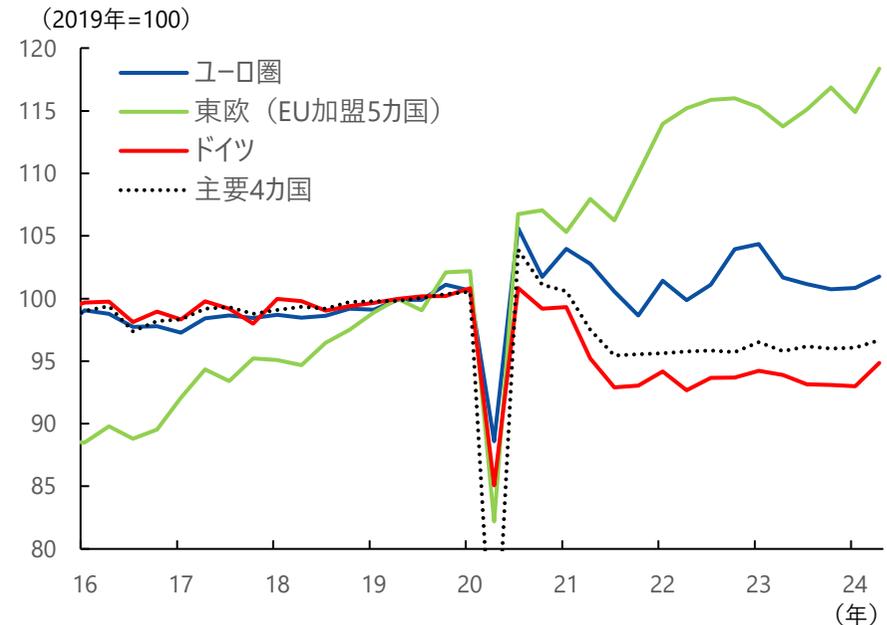
ドイツ企業の国内外投資計画と主な海外投資先



(注) 2024年調査。今後一年間の投資計画。増加と回答した割合から減少と回答した割合を控除した値

(出所) ドイツ商工会議所より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

生産能力指数



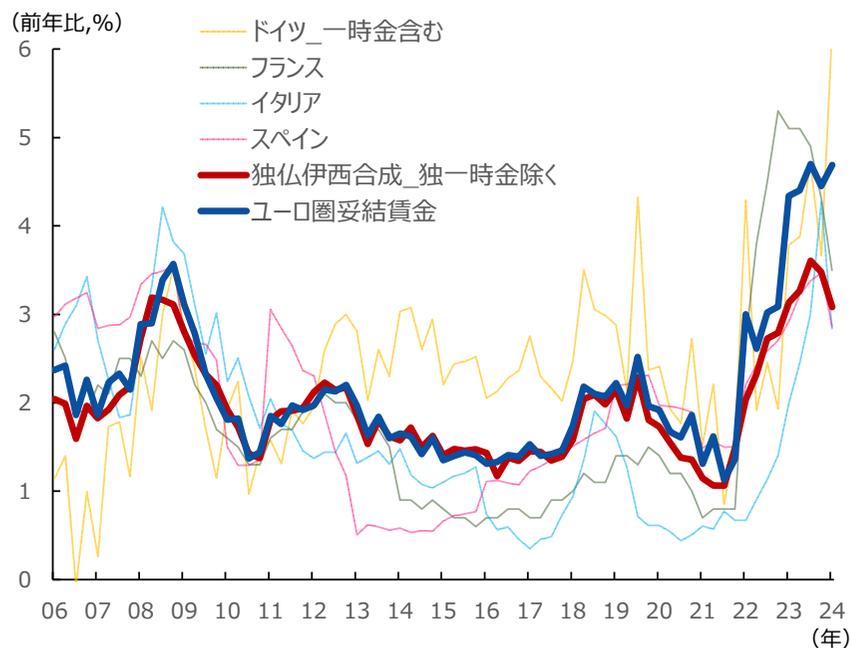
(注) 生産能力指数は鉱工業生産指数を稼働率で除して算出

(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：賃金上昇率とサービス価格に不確実性は残存

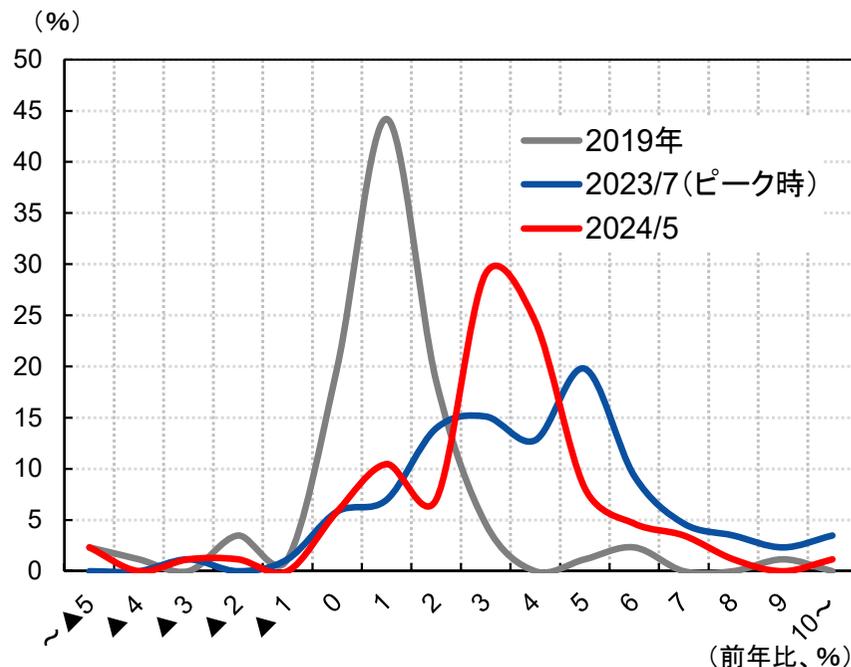
- **賃金上昇率**は、一時的要因により足元上振れたものの、**総じてみれば減速傾向**
 - 2024年1~3月期のユーロ圏妥結賃金は、ドイツの一時金支給が押し上げに寄与し加速
 - **ドイツ以外の主要国の賃金上昇率は総じて減速**しており、賃金上昇圧力は概ね緩和方向
- もともと、賃金上昇率は、減速傾向にあるとはいえ依然高水準。**構造的な人手不足や労働保蔵等**を背景とした**根強い賃金上昇圧力**を受けて、**サービス物価も多くの品目で高止まり**。賃金・物価を巡る不確実性は残存

賃金上昇率



(注) 合成系列は各国の賃金上昇率を就業者数で加重平均して作成
(出所) ECB、各国統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：サービス物価の品目別前年比の分布

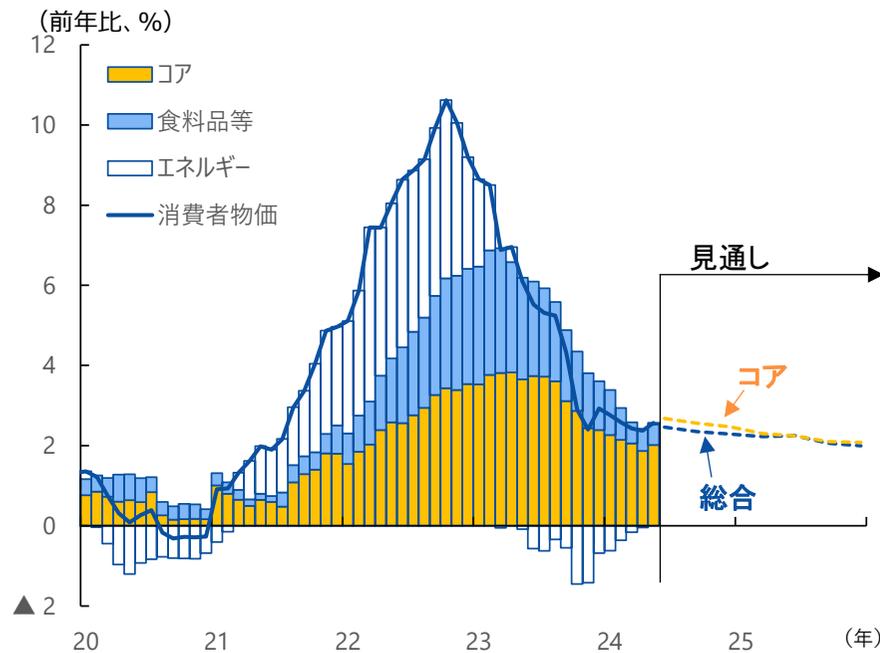


(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ユーロ圏：インフレ圧力への警戒は緩めず、利下げは慎重に進めると予想

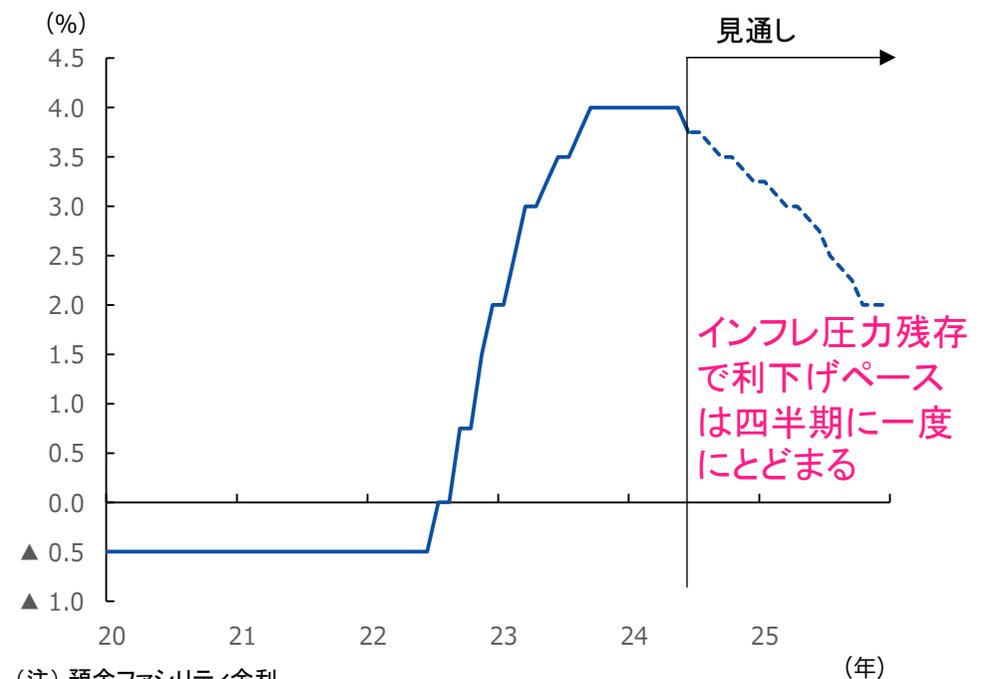
- ECBは、既往の利上げによる景気下押し効果が十分に発現していることや、インフレが着実に減速していることを確認しつつ、**6月政策理事会で利下げを決定**
- もっとも、先行きは**四半期に一回の利下げペースにとどめると予想**
 - **コアHICP**は、サービス物価を中心に**緩やかな減速にとどまる見通し**
 - 物価・賃金を巡る不確実性の残存を踏まえて、**利下げは慎重に行われると予想**。当面高金利が続くことで、**景気回復も緩やかなペースにとどまる見込み**

ユーロ圏：インフレ率見通し



(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：政策金利の見通し



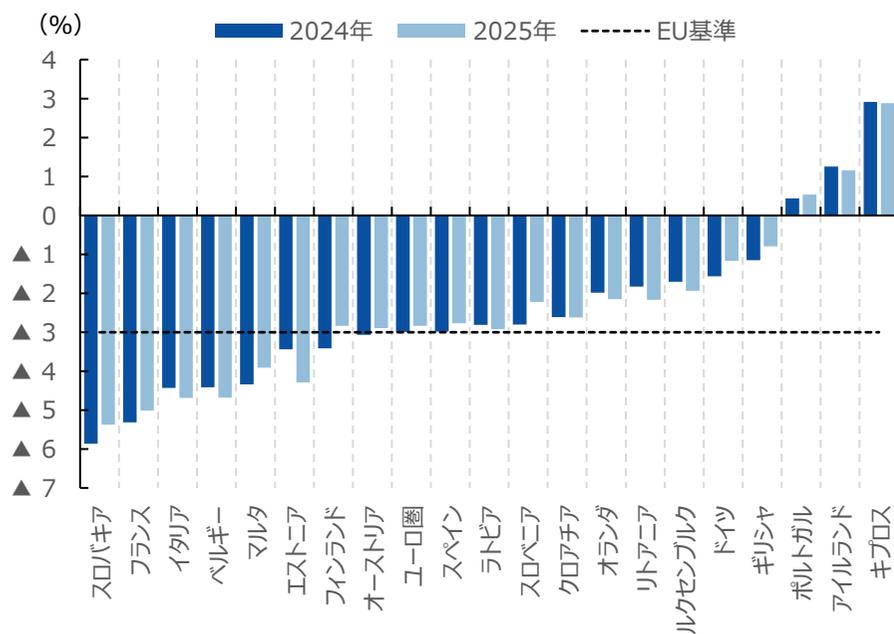
(注) 預金ファシリティ金利

(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：財政収支改善が見込まれるも、政治不安による不確実性には要注意

- **財政収支赤字**は、物価高対策の終了・縮小や景気の持ち直しを主因に、**2025年は前年対比で縮小**する見込み
- **政治不安を背景とする財政悪化リスクには要注意**
 - フランスでは6月から7月にかけて行われる議会選挙で極右政党の躍進を見込む。財政拡張スタンスをとる極右政党への警戒感から独仏長期金利差は急拡大
 - 財政拡張圧力の高まりとこれに伴うリスクプレミアム上昇による国債金利水準の上昇は、利払い増加を通じて財政を一段と悪化させるリスク

ユーロ圏：財政収支(対GDP比)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

フランス：国債利払い費のシミュレーション



(注1) モデル推定値は、国債利払い費を被説明変数、政府債務残高と長期金利を説明変数とする回帰分析による

(注2) 長期金利の前提は、シナリオ①はインプライドフォワードレート(24年3.2%、25年3.3%)、シナリオ②は揚原・宮崎(2022)を参考にリスクプレミアムが2000年以降の最大値に達した場合の金利水準(24年4.3%、25年5.6%)とした

(出所) Eurostat、欧州委員会、LSEG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、その他アジア新興国は回復力にばらつき

- **中国**は、輸出回復を支えに**2024年は5%近傍の成長維持**。輸出の押し上げ効果が一巡する**2025年は4%台半ばへ減速**
 — 価格を抑えた輸出ドライブが足元の成長を主導も、企業収益悪化や米欧の対中関税が逆風となりドライブ効果は減衰へ
- **アジアの輸出依存国**は、電子機器の輸出国が**2024年に先行して回復**、非電子機器の輸出国は**2025年に回復後ずれ**
 — 韓・台・星は**先端半導体が輸出回復をけん引**。越・馬・泰は**汎用品向け半導体や非電子機器の回復の遅れ**が影響
 — 越・馬では、輸出回復の遅れに加えて、**インフレ・通貨安対応の金融引き締め長期化**も、景気回復を遅らせる要因
- **アジアの内需依存国**は、印・尼が投資主導で**2024～25年も堅調**。インフレ収束で比は**2024年後半**、豪は**2025年半ば以降**に回復

新興国見通し総括表

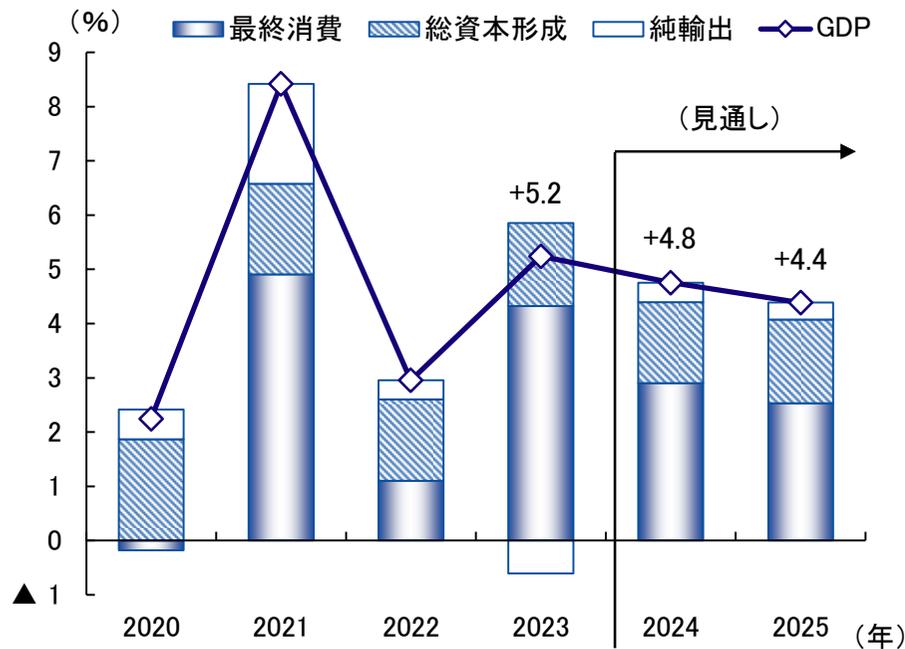
	2023年	2024年	2025年	2023年				2024年
				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
アジア	5.3	5.0	4.6	-	-	-	-	-
中国	5.2	4.8	4.4	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3
NIEs	1.5	2.5	1.8	-	-	-	-	-
韓国	1.4	2.2	1.7	1.1	1.0	1.4	2.1	3.3
台湾	1.3	3.4	1.7	▲ 3.5	1.4	2.1	4.8	6.6
香港	3.3	2.0	2.1	2.8	1.6	4.2	4.3	2.7
シンガポール	1.1	2.1	2.0	0.5	0.5	1.0	2.2	2.7
ASEAN5	4.4	4.7	4.8	-	-	-	-	-
インドネシア	5.0	5.0	4.7	5.0	5.2	4.9	5.0	5.1
タイ	1.9	2.4	2.9	2.6	1.8	1.4	1.7	1.5
マレーシア	3.6	3.9	4.3	5.5	2.8	3.1	2.9	4.2
フィリピン	5.5	5.7	5.8	6.4	4.3	6.0	5.5	5.7
ベトナム	5.0	5.7	6.2	3.3	4.1	5.5	6.7	5.7
インド	7.7	6.8	6.1	6.2	8.2	8.1	8.6	7.8
オーストラリア	2.0	1.8	1.7	2.4	1.8	2.3	1.4	1.2
(参考) NIEs + ASEAN5	3.3	3.9	3.7	-	-	-	-	-
(参考) 中国を除くアジア	5.4	5.2	4.8	-	-	-	-	-

(注) 実質GDP成長率(前年比、%)、網掛けは予測値。平均値はIMFによるGDPシェア(購買力平価ベース)により計算(出所) 各国統計、IMF等により、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国経済見通しのポイント: 輸出ドライブは減衰し、内需中心に景気減速が続く

- **2024年の実質GDP成長率**は、**+4.8%**と予測
 - 1~3月期の実質GDP成長率は純輸出がけん引。前年比+5.3%と市場予想(+4.6%)を上回る
 - 純輸出好調の一因は、**価格抑制による輸出数量の押し上げ**(=輸出ドライブ)
- **2025年の実質GDP成長率**は、**+4.4%**と予測
 - 財政出動で下支えする一方、輸出ドライブは持続性を欠く。**不動産不況の長期化**により成長率は鈍化へ
 - 人口減少、国内統治強化、米中对立などの**中長期的な成長下押し圧力も不変**

実質GDP成長率(需要項目別寄与度)



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

見通しのポイント

不動産市場の動向は？

- 販売・投資ともに底ばい。**不況脱却は尚遠い**
- 政府の在庫買い入れ策も、**小規模で効果は限定的**

内需喚起策の効果はどうみるか？

- 財政の効果は2025年に発現し**投資の追い風に**
- 一方、消費喚起策は財源乏しく、効果は限定的

純輸出が好調な背景は？

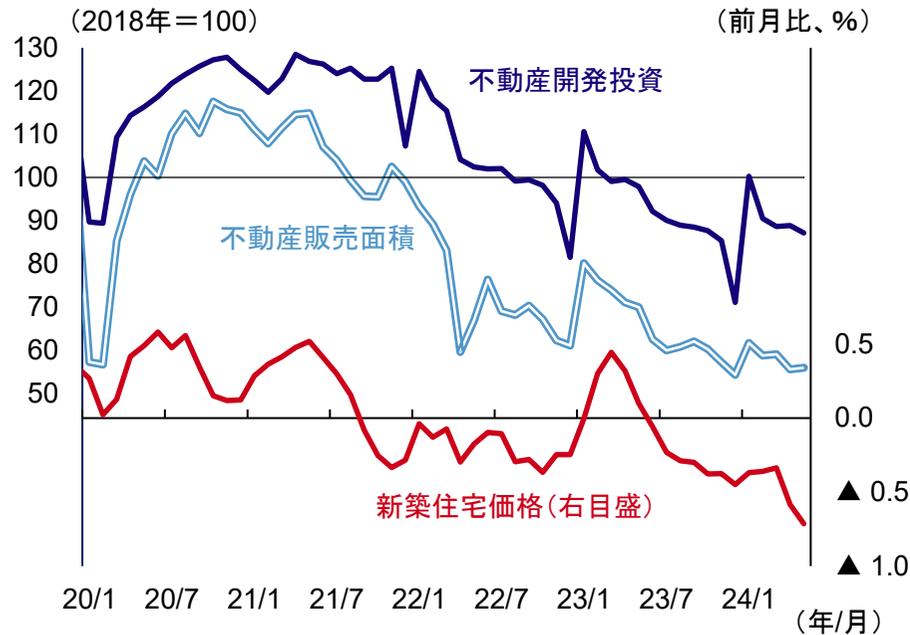
- 循環的な回復に加え、輸出ドライブによる押し上げも
- 企業マージン圧縮や米欧の関税引上げが逆風となり、**輸出ドライブの押し上げ効果は徐々に減衰すると予想**

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：不動産市場は底ばい継続。政府の在庫買い入れ策も小規模で効果は限定的

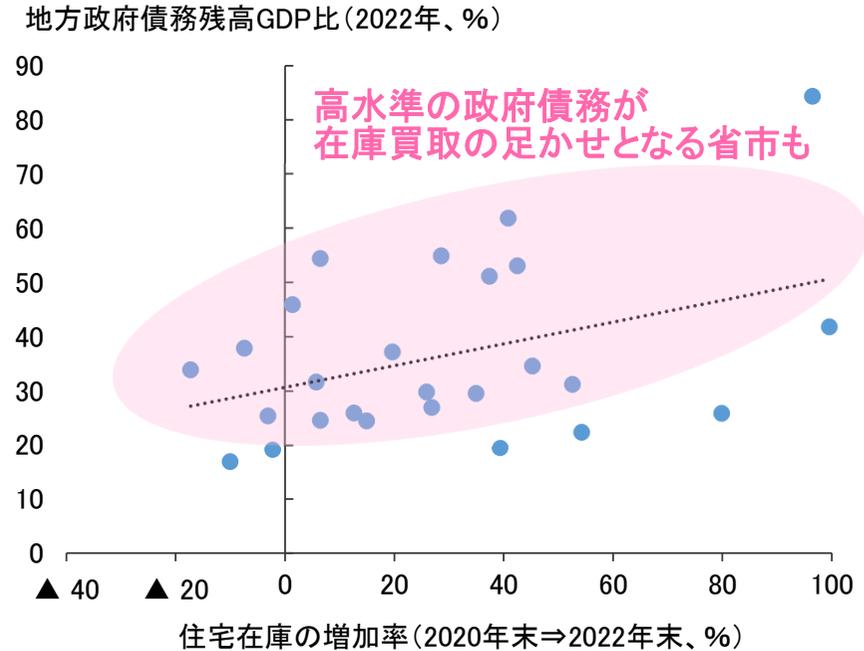
- **不動産関連指標は、販売・投資ともに底ばいの動きが継続**
 - 5月新築住宅価格は前月比▲0.7%と、前月(同▲0.6%)から一段と下落幅を拡大。底値を探る動きが強まる
- 政府は、人民銀を通じて低利資金を貸し出し、**地方国有企業に住宅在庫の買い取りを促す支援策**を発表
 - 住宅在庫は4月末で3.9億㎡(市価:約4.2兆元)で、人民銀の再貸出枠3,000億元では**規模的に不足感**が否めず
 - 加えて、在庫が急増した省市は**不動産収入の減少で高水準の債務**を抱え、資金を借りる側の地方政府も貸す側の商業銀行も**当該資金のフル活用には慎重な模様**

不動産関連指標(投資・販売面積・新築住宅価格)



(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

各省市の住宅在庫・地方政府債務状況



(注)住宅在庫は完工済・引渡待ちの在庫
(出所)中国国家统计局、WIND、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：政府財政支援が設備投資の追い風に

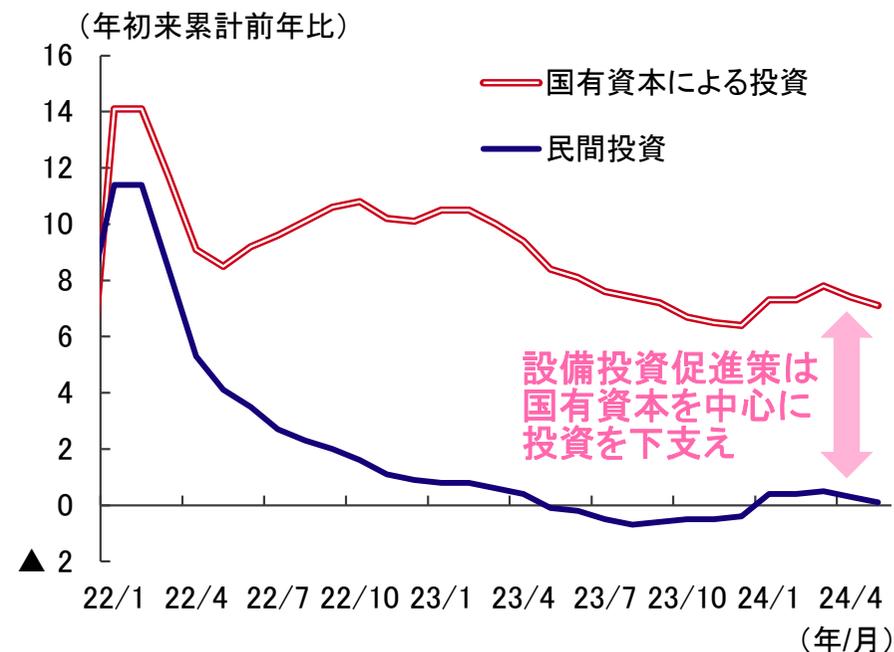
- 内需の低迷を受け、政府は財政支出を通じて投資を促す構え
 - 投資促進策には、特別国債(1兆元規模・5月から段階的に発行開始)など一定の財源の裏付けあり
 - 特別国債による調達資金の一部は、先端産業育成を目的とした基金創設等、中長期的な国家戦略投資に充当
- 設備投資促進策に伴う財政出動は国有資本を中心に投資を下支えすると予想
 - 固定資産投資は、不動産業など民間投資が低迷する一方、景気対策面で国有資本が主導する構図が続く

政府による投資促進策の概要

政策	内容
政策目標	① <u>設備投資の規模</u> を2027年に2023年比で+25%以上(工業、農業、建築、交通などの分野) ② <u>研究開発・設計のデジタル化率</u> を2027年までに90%へ、 <u>生産重要工程のNC化(デジタル制御)率</u> を75%に引き上げ
政策手段(財源)	<ul style="list-style-type: none"> • 中央政府予算内投資勘定(7,000億元)から一部拠出 • <u>ハイテク産業・エネルギー等戦略分野への投資</u>を目的とした超長期特別国債(1兆元)を5月に発行開始。翌年以降も特別国債の発行を示唆

(出所) 中国政府網より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

固定資産投資(国有資本、民間)

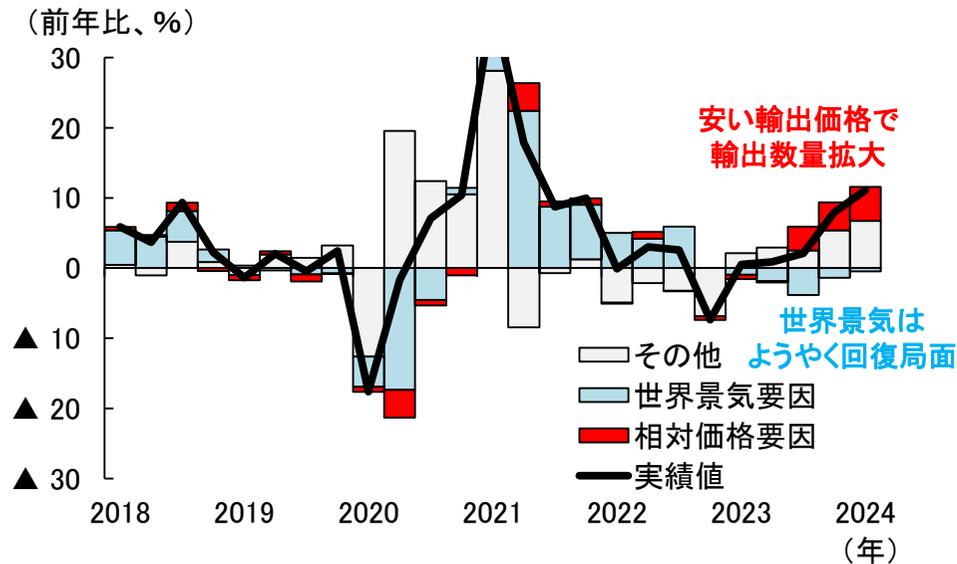


(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：輸出拡大の背景は、過剰生産能力・内需低迷・単価引き下げの輸出ドライブ

- **輸出拡大の背景**には、**相対価格要因**が存在（中国の輸出価格が世界の平均的な輸出価格より安い）
 - 中国では内需低迷の一方、国内生産は堅調。国内の過剰生産能力が深刻化する中で、ドル高（元安）も相まって**輸出単価を切り下げて過剰生産分を海外市場に振り向ける輸出ドライブ効果**が、足元の輸出数量拡大に影響
 - 輸出総額シェアが大きい**鉄鋼や自動車をはじめとする幅広い品目**で、価格下落と数量拡大の輸出ドライブが生じている模様

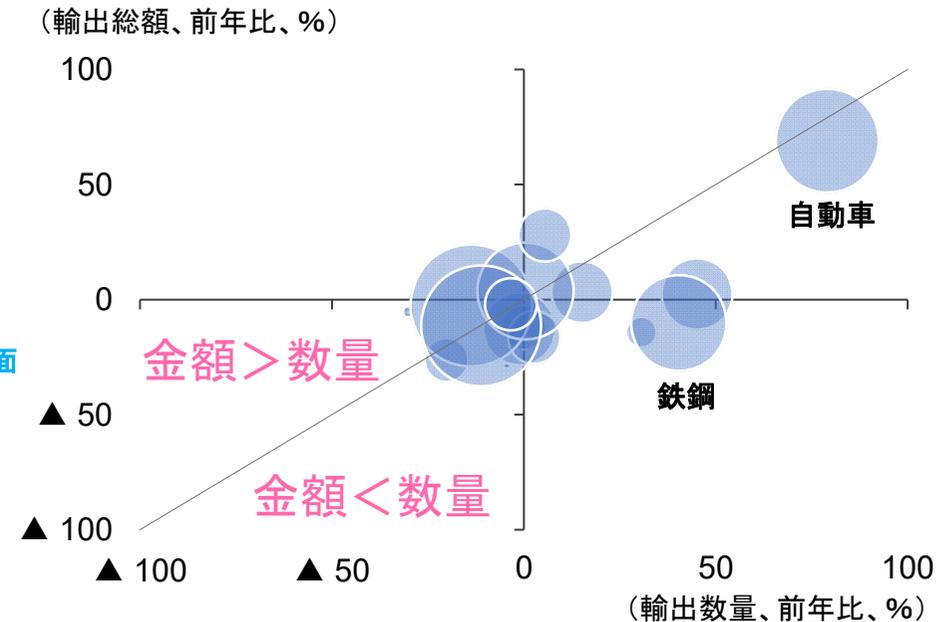
中国輸出数量の要因分析



(注)世界景気要因は世界貿易量、相対価格要因は中国の輸出単価／世界の輸出単価。両要因を説明変数、中国の輸出量を被説明変数として重回帰分析を実施(推計期間は2012年1月～2024年2月)

(出所)オランダ経済政策分析局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国ドル建て輸出総額・輸出数量(2023年)



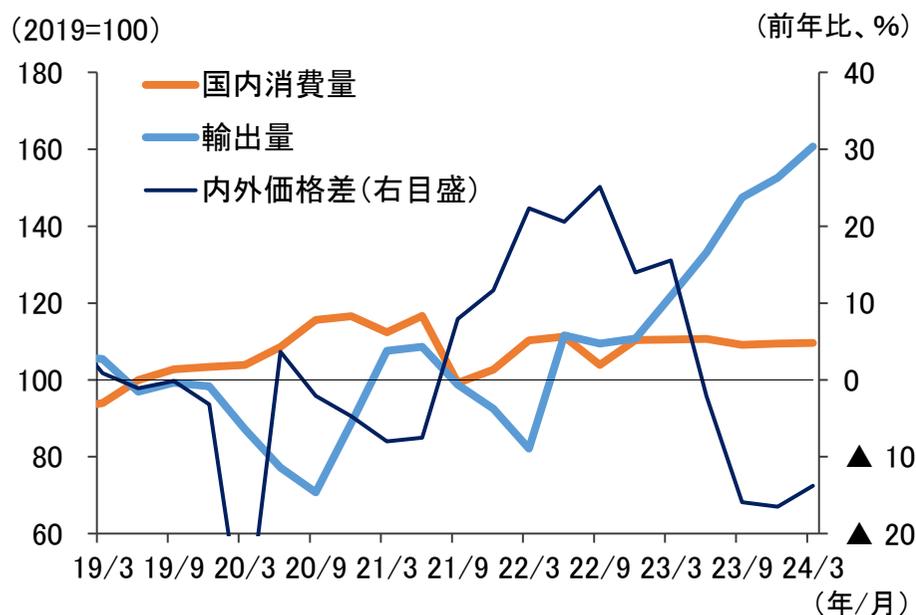
(注)バブルの大きさは2023年のドル建て輸出総額に占める割合

(出所)中国税関総署、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国：鉄鋼の輸出単価は大幅下落。自動車も国内競争激化で輸出単価下落圧力

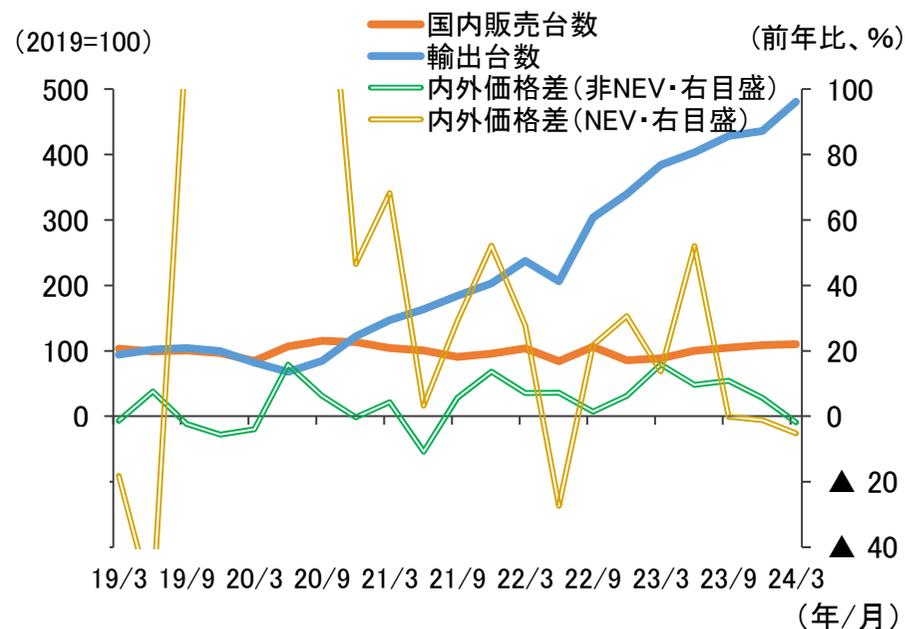
- **鉄鋼**では、**国内消費量が伸び悩む中、内外価格差(輸出単価/国内販売価格)の低下**を伴いつつ輸出数量が大幅拡大
 - 国内在庫を圧縮するため、単価を下げて輸出ドライブをかけている様子。2015～16年にも中国の鉄鋼過剰生産が輸出ドライブと国際市況の値崩れを起こしたが、**当時の「鉄冷え」の再来を懸念**する声も
- **自動車**では、**国内の販売競争が激化**する中で輸出数量急増。**国内の一部完成車メーカーで輸出に活路を見出す動き**
 - 足元の輸出単価下落は鉄鋼に比べて限定的ながら、輸出ドライブが相応にかかっている模様
 - 輸出全体に占める割合は、ICE(内燃車)等の非NEV(新エネ車)が依然として大きい**が、NEV輸出も増勢が顕著**

鉄鋼需給と内外価格差



(注1)国内消費量=生産量+輸入量-輸出量
 (注2)内外価格差=輸出単価指数(前年比)-生産者物価指数(前年比)
 (出所)中国国家统计局、中国税関総署、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

自動車需給と内外価格差

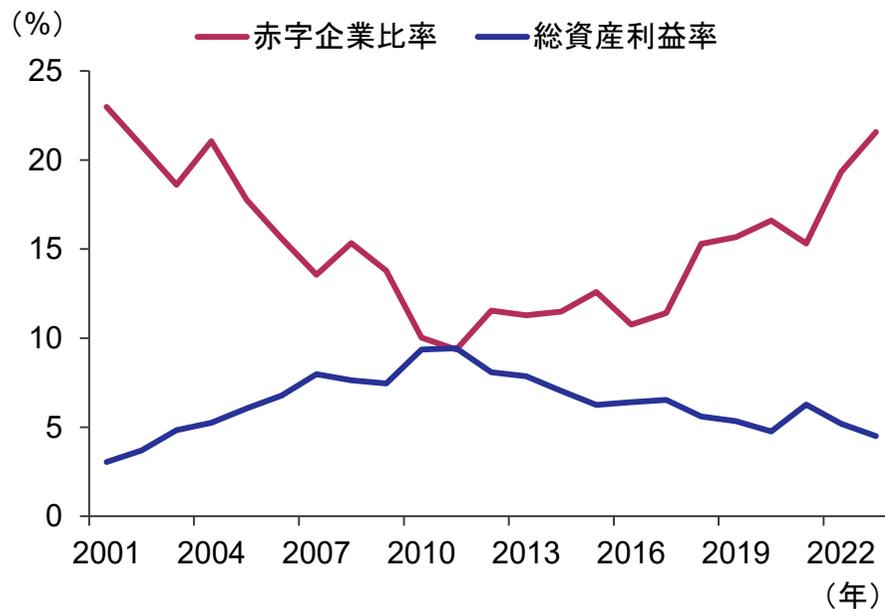


(注)内外価格差=輸出単価指数(前年比)-生産者物価指数(前年比)
 (出所)中国汽车工業協会、中国税関総署、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国: 輸出ドライブは収益を圧迫。欧米の関税引き上げもあり先行きは減衰を見込む

- **輸出ドライブは企業マージンの圧縮**につながるため、**企業収益の観点からは次第に限界**を迎える見込み
 - 赤字企業比率の上昇と総資産利益率の低下が続く中、さらに収益を圧迫する輸出ドライブの持続性は乏しい
- 輸出ドライブが早期終了する可能性は低いですが、**欧米の関税引き上げといった外圧**も先行き減衰要因に
 - 2015～16年の「鉄冷え」は当局が過剰生産に介入して終了したが、当時のような**当局の介入は現状みられず**
 - 一方、**EU・米国は中国からの輸入に係る制裁関税**を発表（EUは7月から、米国は8月から適用）。その直接の影響は限定的と試算されるが、中国企業の収益圧迫と相まって、**輸出ドライブは次第に減衰**すると予想

赤字企業比率と総資産利益率



(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

EU・米国による対中制裁関税の影響試算(EVの事例)

	EU	米国
①中国からのEV輸入額 (2023年)	134.7億ドル	3.3億ドル
②対中EV関税引き上げ幅 (注1)	31.3%Pt	75%Pt
③関税引き上げによるEV輸入減少額(試算・注2)	42.2億ドル	2.5億ドル
④中国側からみて、輸出全体への③の比率	0.12%	0.01%

(注1) 関税引き上げ幅は、米国は75%、EU(企業により21～38.1%)は対象となった各企業のEU向け販売台数シェアに基づき加重平均した値(31.3%)を適用

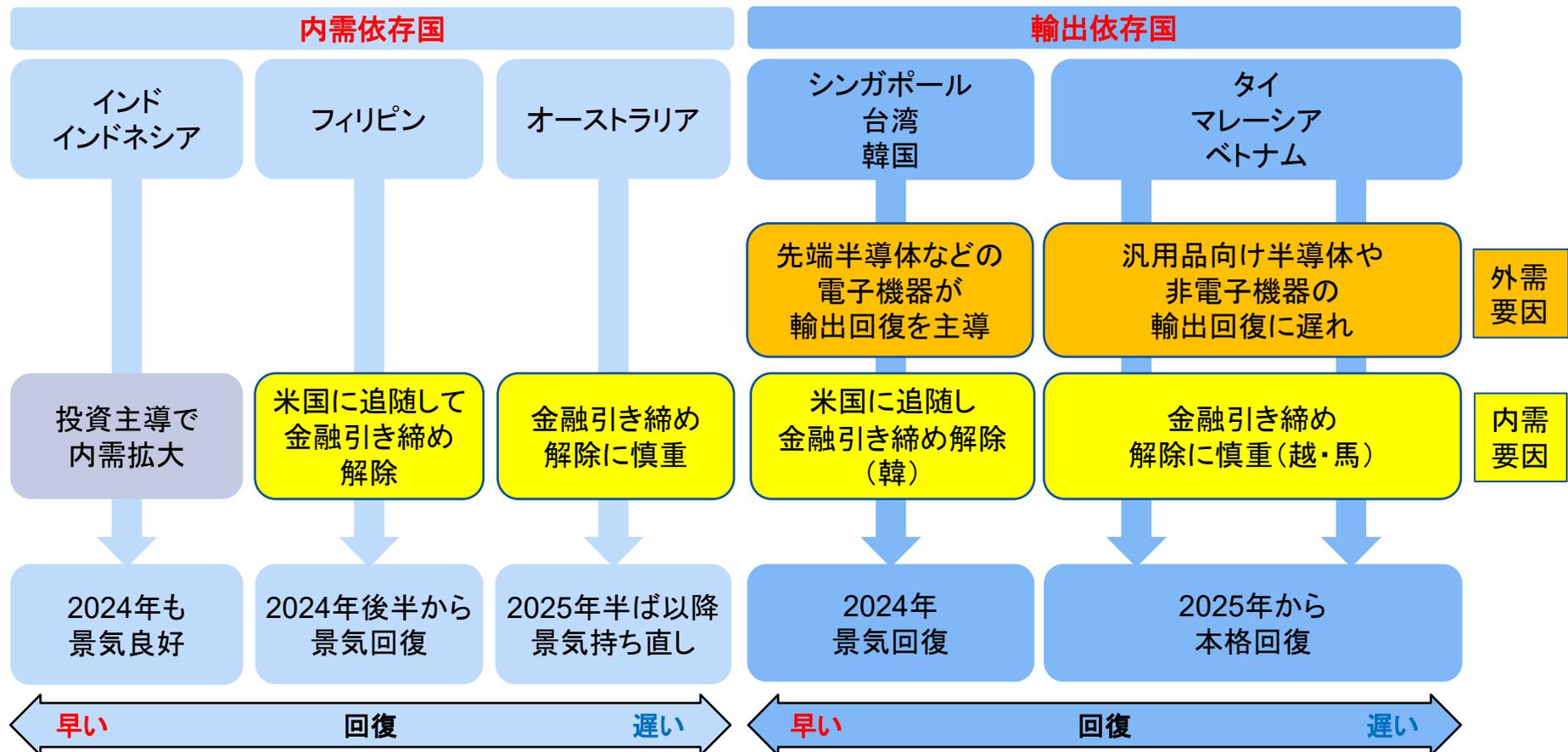
(注2) 輸入減少額は、輸入の価格弾性値を1と前提して試算。つまり、
輸入減少額=2023年の中国からのEV輸入総額*関税率引き上げ幅

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

アジア経済見通しのポイント

持ち直しの兆しをみせる「外需」と下押しが続く「内需」の両面から、各国の景気回復パスをどうみるか？

- ◆ 足もとの輸出回復は電子機器が中心。主要輸出品の違いが、各国輸出の回復力に格差をもたらす（外需の論点）
- ◆ 各国とも高金利が内需を下押し。米国に追随した早期利下げの可否が内需の回復力格差をもたらす（内需の論点）

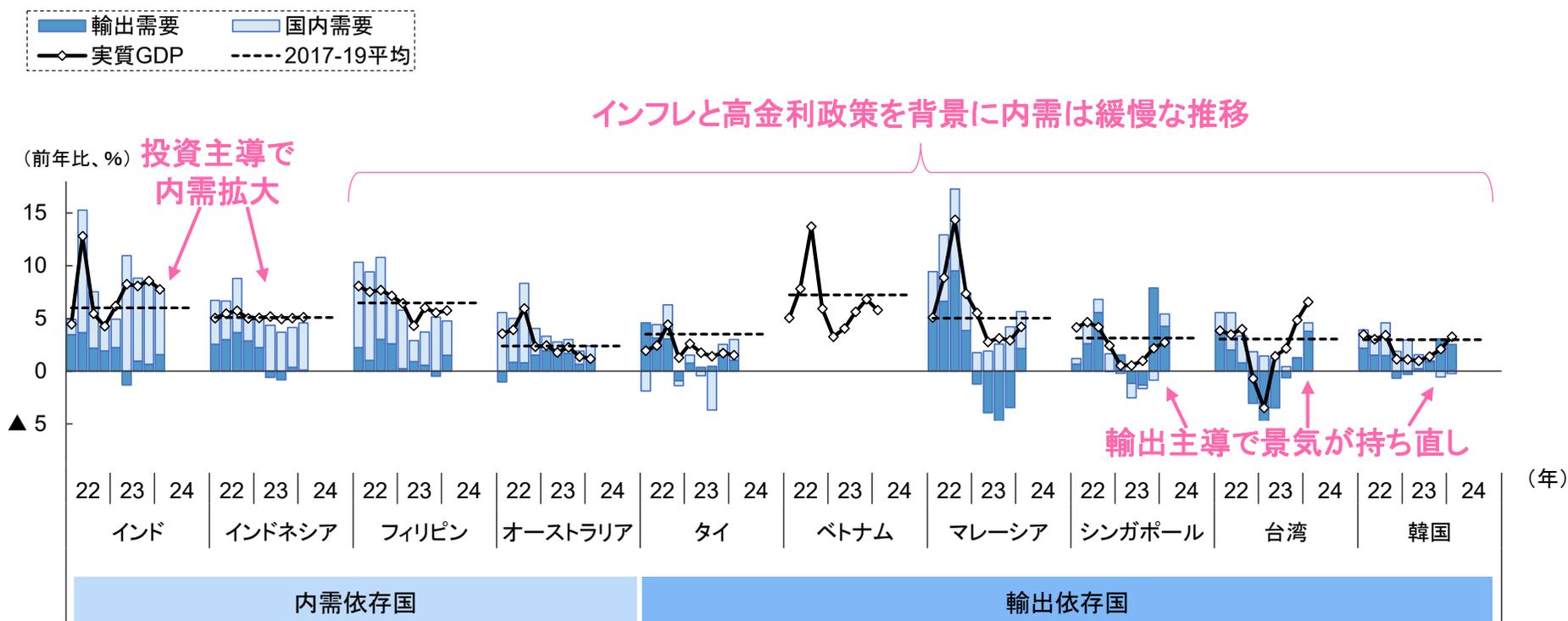


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア: 2024年は国ごとの「回復格差」に広がりが見られる年に

- アジアの輸出は、米国向けの電子機器を中心に総じて回復しているが、国によって回復ペースにばらつき (外需の論点)
 - アジアの輸出は、「主力の輸出製品は何か」に応じて各国ごとに明暗
 - 先行き、グローバル製造業で製品別に回復力格差が生じる中、アジア各国の輸出回復力の格差も当面解消せず
- 一方、多くの国でインフレと高金利政策が消費を下押し。内需は緩慢な推移 (内需の論点)
 - インフレや金融政策の行方次第で、国によっては消費の下押しが長期化する懸念

アジア各国・地域の実質GDP成長率

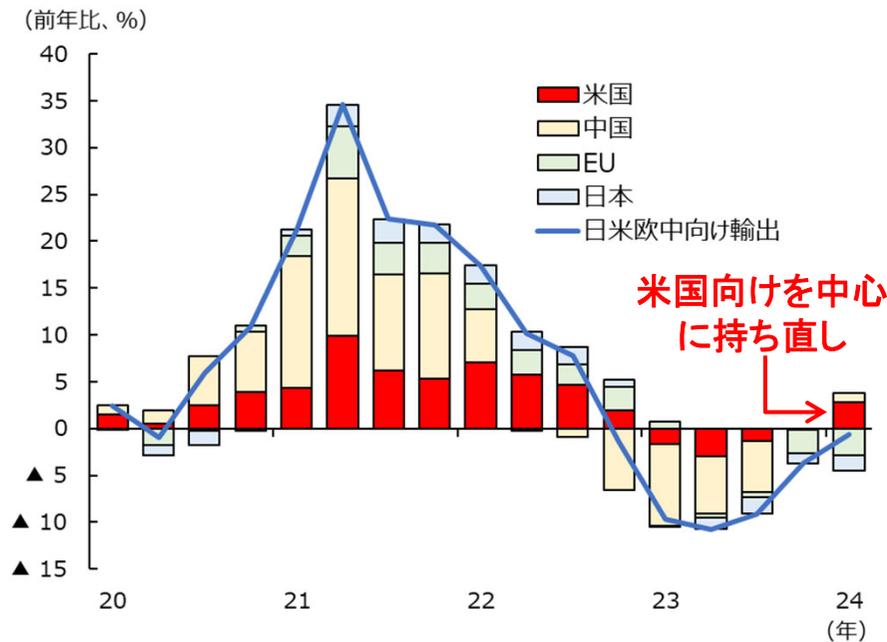


(出所) 各国GDP統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：電子機器の在庫調整進展と需要回復を受けて、先行き輸出回復が続く見通し

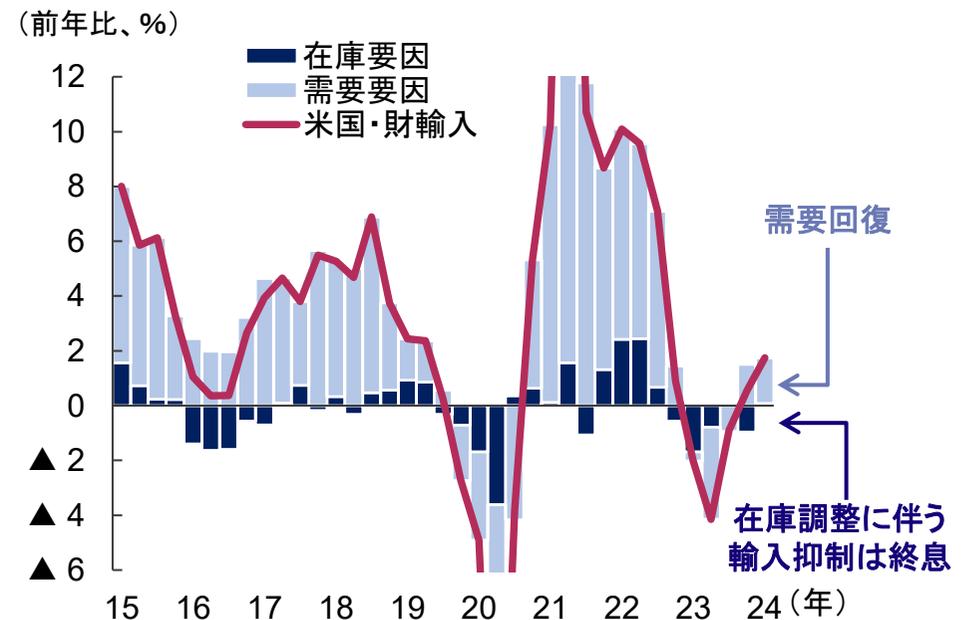
- アジアの財輸出は、米国経済が堅調を維持する中、米国向けを中心に持ち直し、足元プラス転化
 - 米国向け持ち直しの背景は、①コロナ混乱時に米国で積み上がり過ぎた在庫解消プロセスに目途がたったこと（在庫調整の進展）、②米国の電子機器需要が最悪期を脱して回復しつつあること（最終需要の回復）
- 先行きも、生成AI関連の旺盛な需要や、電子機器の買い替え時期到来を背景に、電子機器の需要回復が本格化していくとみられるため、米国向けを中心にアジアの輸出回復は続く見通し

アジアの通関輸出(輸出先別・金額ベース)



(出所) 各国統計、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の財輸入(要因別・実質化数量ベース)

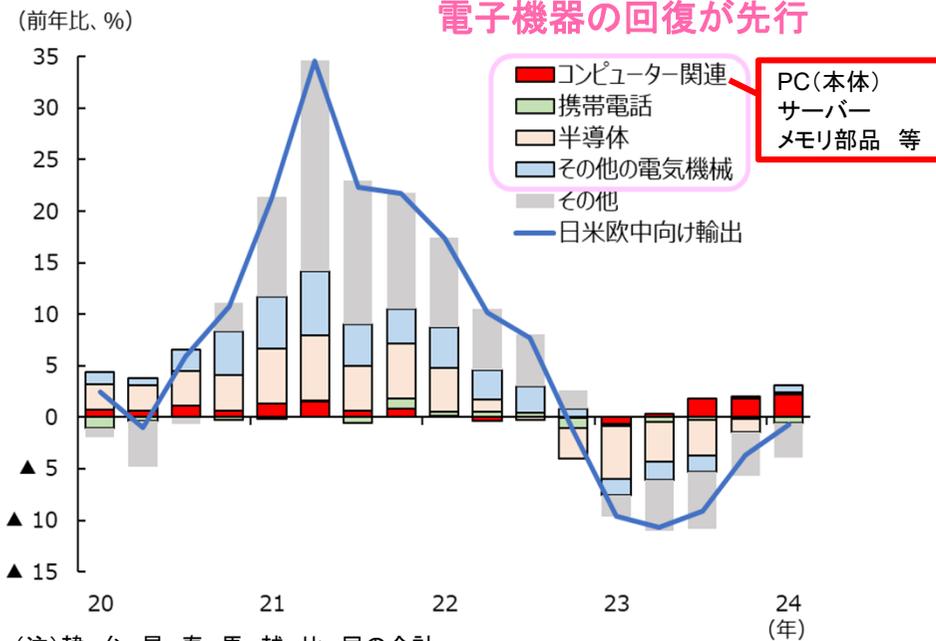


(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：電子機器需要の取り込みの優劣で、輸出回復力に格差が生じる

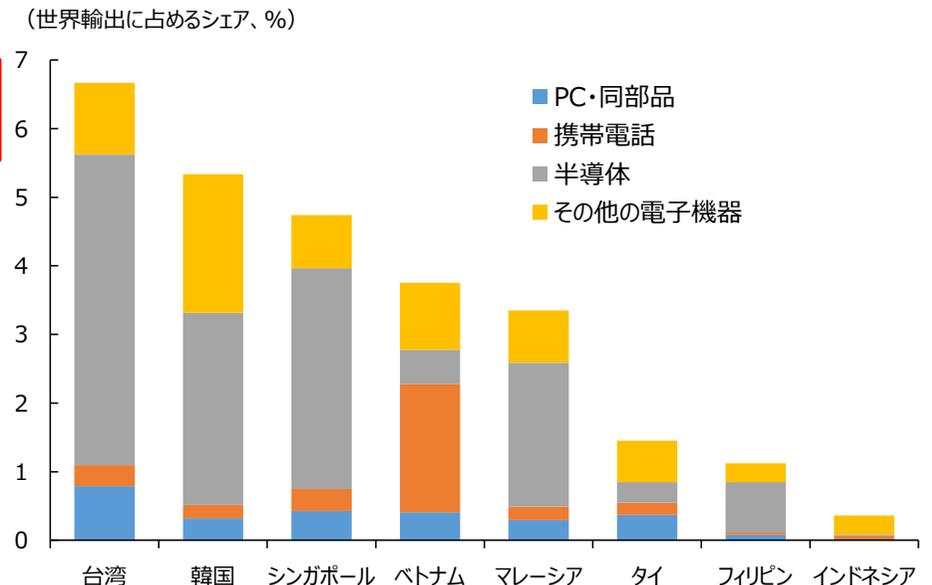
- **アジアの財輸出を製品別にみると、電子機器が先行して回復**
 - 先端半導体やデータセンター向けの投資需要が好調。一方、汎用品向け半導体や携帯電話の輸出は引き続き低調
- 先行きは、**先端半導体に強みを持つ台湾・韓国**の輸出回復が先行。**その他の国では輸出回復は後ずれへ**
 - **PC・携帯電話の買い替え本格化は2024年後半以降**とみられ(P6参照)、両製品を主力輸出品とする**ベトナム**と、両製品向けの汎用半導体に強みを持つ**マレーシア**では、**輸出回復が後ずれ**する見通し
 - **タイ**は電子機器の輸出ウェイトが低く、市場シェアも低位。電子機器需要の恩恵を受けにくく、**輸出回復は更に後ずれ**

アジアの通関輸出(品目別金額ベース)



(注)韓、台、星、泰、馬、越、比、尼の合計
(出所) 各国貿易統計より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

電子機器の市場シェア(2022年)

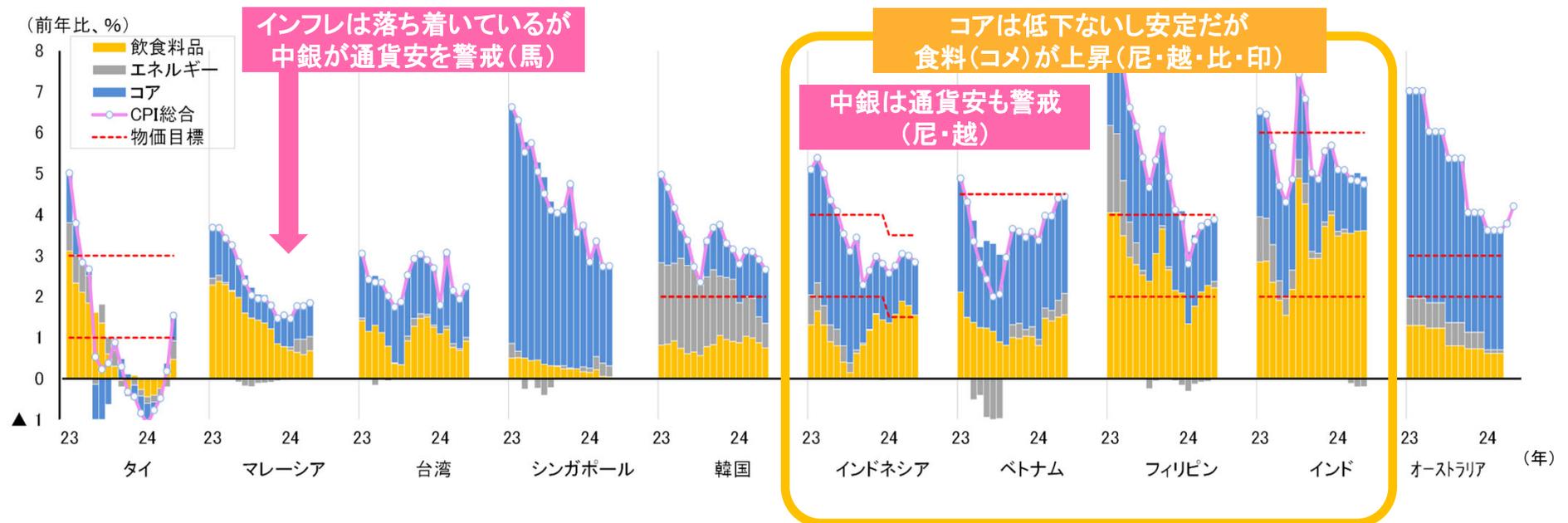


(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア:多くの国でインフレと高金利政策が消費を下押し

- **インフレと金融引き締め**の長期化が各国消費を下押し。特に**家計債務が高水準のオーストラリア・韓国**は消費低迷が顕著
- 先行き、**インフレとそれを受けた金融政策の行方**が、内需回復のポイント
 - **インド・ベトナム・フィリピン・インドネシア**は、インフレがリバウンドないし下げ渋り。2023年のエルニーニョ現象とインドのコメ輸出制限(23/7~)を主因に、**CPI食料ウエイトが高い国**のインフレ率が上昇
 - **対米金利差を背景とする通貨安**も金利高要因。**ベトナム**はドン買い介入、**インドネシア**は4月に通貨防衛目的で利上げ。インフレが収束した**マレーシア**でも、中銀は通貨安の進行を警戒

アジアのインフレ率



(注)「コア」は、合計から「飲食料品」「エネルギー」を減じて算出。「エネルギー」は、水道・光熱費、燃油、交通サービスを集計。星は、水道料金改定(24/4月)が見られた水道・光熱費を除き算出。越は交通サービスを使用。豪は四半期指数。24/4月、5月の伸び率は月次指数を用いて便宜的に計算したもの。

(出所)各国統計機関、LSEG、各国政府、報道資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

アジア：フィリピン・韓国・タイは早期利下げ、オーストラリア・ベトナム・インドは引締め長期化の可能性

- 2024年9月以降の米利下げ開始を控え、アジアでも多くの国が利下げに転換へ。内需下押しも徐々に和らぐ見通し
 - 特に、インフレが収束に向かい、かつ通貨安への警戒度が低い国（フィリピン・韓国・タイ）は、米国利下げに追随して早期利下げに転じる見込み
- 一方、各国の利下げ開始時期の違いが内需回復力の差に
 - インフレ・通貨安の懸念が残るオーストラリア・ベトナム・インドでは、利下げ開始が後ずれ
 - 投資主導で堅調なインドを除き、オーストラリア・ベトナムでは、消費中心に内需下押しが長期化する懸念

アジアの金融政策予測

		フィリピン	韓国	タイ	台湾	マレーシア	インドネシア	インド	ベトナム	オーストラリア
今後の金融政策予測		米国利下げに追随して早期利下げ			米国利下げ後、インフレ・通貨安リスクを見極めてから利下げ			金融引き締めを継続		
判断材料	インフレ動向	食料インフレは2024年後半の増産で収束する見込み	電気料金の値上げ一巡 今後は収束する見込み	すでに収束	2024/4月の電気料金値上げが今後波及する懸念		すでに収束	食品インフレの長期化懸念	インフレ再燃の兆し	賃上げで2024年内は高止まりの見込み
	通貨安に対する中銀の警戒度	低	低	低	低		高	高	高	低



(注) 青字は利下げ判断の後押し要因、赤字は利下げ判断を躊躇させる要因
 (出所) 各国中銀発表資料、統計情報より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(4) 日本: 高水準の企業収益が賃金・設備投資に回り、内需主導で緩やかに回復

- **2024年度の実質GDP成長率**は、前年度比**+0.3%**を予測(2023年度からの成長率のゲタ(▲0.8%Pt)を除けば同+1.1%の成長)。**高水準の企業収益が賃金、設備投資に回る**ことで内需が持ち直す見通し。前年を上回る高水準の賃上げで**実質賃金が改善し、個人消費は緩やかな回復**に向かう公算
- **2025年度**は、同**+0.8%**を予測。賃上げ率は鈍化も**実質賃金はプラスが継続**することで**個人消費は回復基調を維持**。企業収益鈍化が下押しするも**期待成長率の高まりや国内生産拠点強化等**を受けて**設備投資は増加傾向が継続**

日本経済見通し総括表

		2023年度	2024 (見通し)	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、%	1.0	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

日本：賃上げ率は上振れも、消費者物価の基調的な動きは2%に届かず

- **2024・25年度のコアCPI**は、前年比**+2.5%**、同**+1.9%**と予測
 - **輸入物価上昇の影響が一服**するほか、**2025年度の賃上げ率が鈍化**すること等を背景に、2025年度にかけて**1%台に低下、2%物価目標達成に至らず**
 - 2024年春闘賃上げ率は前年比**+5%台**と前年対比で大幅上昇したものの、人件費上昇等を受けて中小企業を中心に企業の賃上げ余力が低下。**2025年度の賃上げ率は3%台後半に鈍化**と予測。もっとも、例年対比では高水準を維持し、**企業の賃金設定におけるノルム変化の動きは継続**する見通し

日本経済見通し総括表(主要経済指標)

		2023年度	2024年度 (見通し)	2025年度	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
鉱工業生産	前期比、%	▲ 1.9	1.0	2.2	▲ 1.7	1.3	▲ 1.4	1.1	▲ 5.2	2.9	1.8	0.8	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
経常利益	前年比、%	14.6	1.4	0.2	4.3	11.6	20.1	13.0	15.1	2.2	2.9	4.1	▲ 3.5	1.4	▲ 0.2	0.4	▲ 0.9
名目雇用者報酬	前年比、%	1.9	3.7	3.0	1.6	2.6	1.5	1.3	2.1	3.2	3.7	4.1	4.0	3.6	2.9	2.8	2.8
完全失業率	%	2.6	2.5	2.3	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	80.0	80.6	79.8	86.4	81.8	80.0	80.3	78.6	81.9	80.6	80.5	80.3	80.3	80.1	79.9	79.7
経常収支	年率換算、兆円	24.7	28.6	31.3	11.1	23.4	24.4	26.5	24.4	25.7	28.0	29.3	31.4	31.3	31.2	31.5	31.4
国内企業物価	前年比、%	2.3	2.0	0.7	8.3	5.0	3.0	0.6	0.7	2.0	2.4	2.2	1.4	0.4	0.4	0.6	1.3
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	2.8	2.5	1.9	3.5	3.3	3.0	2.5	2.5	2.5	2.7	2.1	2.7	2.3	1.9	2.1	1.4
〃 (除く制度要因)	前年比、%	3.1	1.9	1.4	4.5	4.0	3.6	2.8	2.2	2.1	2.0	1.8	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	3.9	1.9	1.6	3.5	4.2	4.3	3.8	3.2	2.4	2.0	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
〃 (除く制度要因)	前年比、%	3.8	1.9	1.6	3.6	4.3	4.3	3.6	3.1	2.3	2.0	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5

(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

(注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)

(注3) 消費者物価は、政府の電気・ガス代価格抑制策の再開が2024年9~11月の消費者物価に反映されるほか、燃料油価格激変緩和措置が2024年12月まで延長されると想定(2025年度にかけて物価高対策の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

日本経済見通しのポイント

企業収益の先行きをどうみるか？

- ◆2024年度の企業収益は、賃上げに伴う人件費上昇や金利上昇による支払利息増加が下押し要因となり、大幅鈍化へ。企業の賃上げ・投資余力が低下するため、2025年度の賃上げ・設備投資のモメンタムも幾分鈍化
- ◆大企業は人件費負担が相対的に軽く円安が増益に寄与する一方、中小企業は人件費や支払利息の増加に加えて円安によるコスト上昇が重石となり減益。企業規模間の収益力格差が拡大

設備投資の先行きをどうみるか？

- ◆2024年度の企業収益鈍化を受けて、2025年度の設備投資は幾分鈍化するものの、総じて底堅く推移
- ◆企業の期待成長率は堅調。グローバル・サプライチェーンの見直しや円高からの転換を背景とした国内生産拠点の強化等が、持続的な投資需要を下支え
- ◆人手不足による供給制約が懸念材料。建設業の人手不足は建設投資の構造的な下押し要因に

個人消費の先行きをどうみるか？

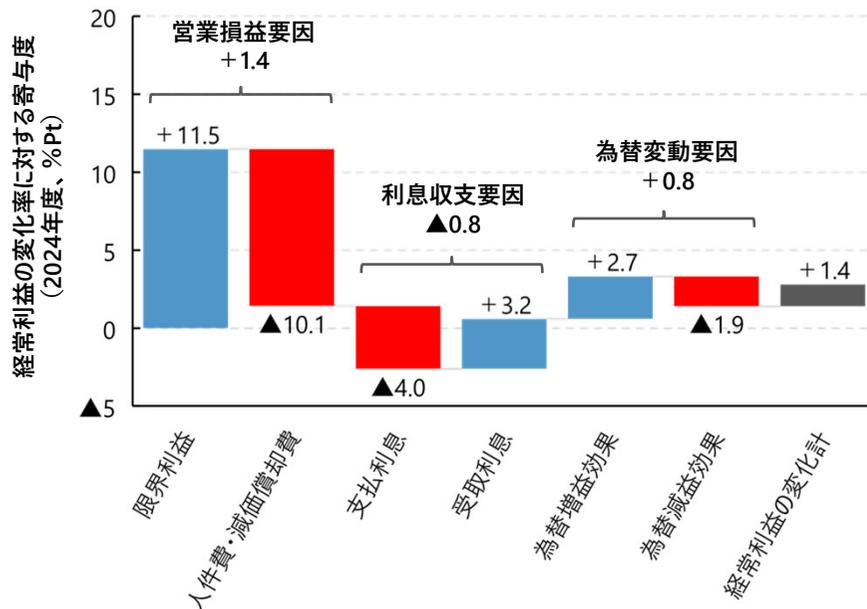
- ◆2024年度の賃上げ率は前年を上回る高水準が実現するほか、政府の物価高対策（電気ガス代補助金の再開・ガソリン補助金の延長）が消費者物価を下押し。実質賃金は年後半に前年比プラス転化の公算
- ◆賃上げの恩恵を受けづらい高齢層は実質年金給付額が目減りし、消費全体を下押し
- ◆実質賃金の改善に加えて、金利上昇に伴う利子所得増加もあって、個人消費は緩やかに回復する見込み

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

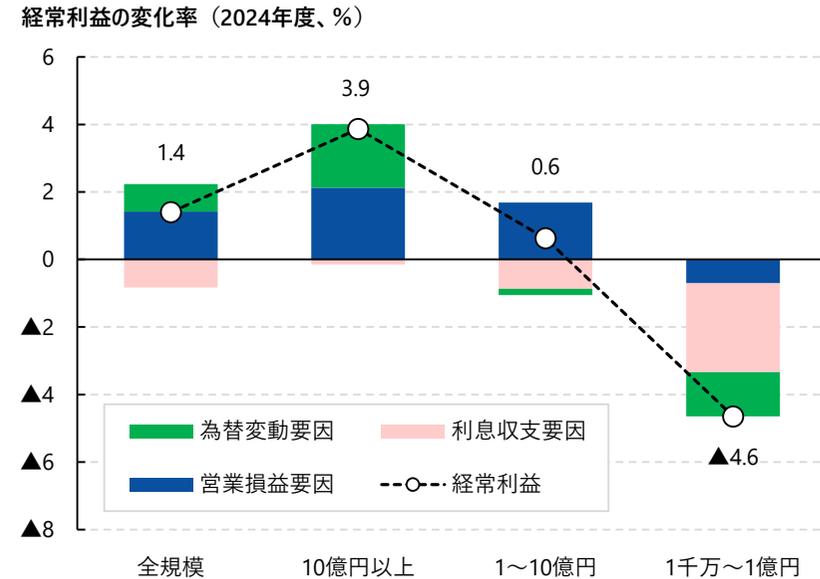
日本：人件費や利払費の増加が中小企業を中心に利益を圧迫

- **2024年度以降の経常利益は増益幅が縮小へ。**売上高減速と人件費増で**営業損益要因のプラス幅が縮小**
 - 賃上げを受けた人件費の増加が影響するほか、長期金利上昇が利益のマイナス要因に(2024年度：▲0.8%Pt)。
 - 一方、円安は大企業を中心に利益を押し上げ(同+0.8%Pt)、金利上昇の影響をほぼ相殺
- **大企業では2024年度の経常利益が約4%伸びる一方、中小企業は減益となり、企業規模間の格差が拡大**
 - 大企業では人件費負担が相対的に軽く、営業損益のプラスが利益を押し上げるほか、円安も増益に貢献。中小企業では人件費負担増が重石に。加えて金利上昇による支払利息の増加や円安によるコスト上昇も利益を圧迫

経常利益変化率(2024年度)の要因別分解



経常利益変化率(2024年度)の企業規模別分解



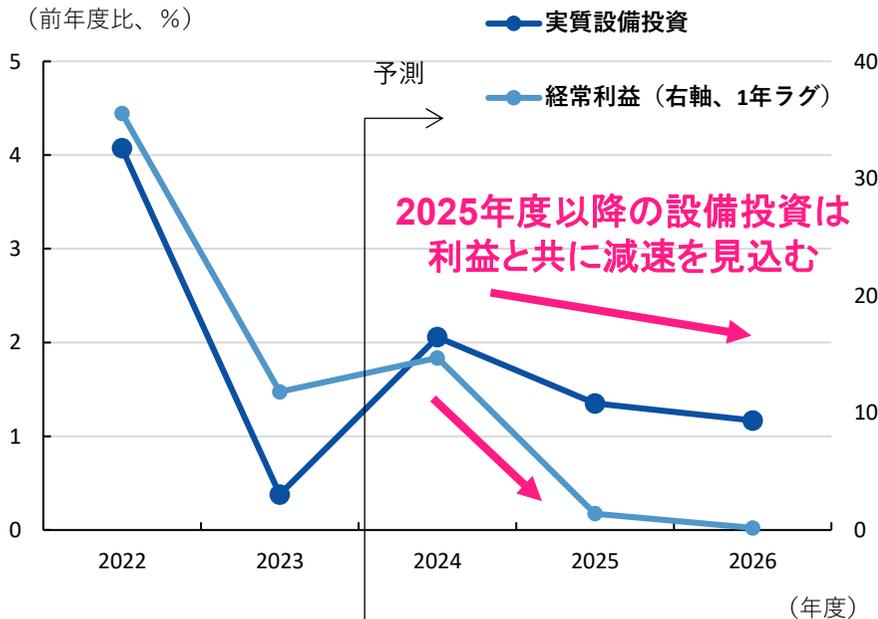
(注) 資本金1千万円以上の非金融民間法人企業が対象。限界利益=売上高-変動費。変動費=売上原価+販管費-(固定費-支払利息)。固定費=人件費+減価償却費+支払利息。為替変動要因は5.2%円安(144.0円→151.5円)による影響

(出所)財務省「法人企業統計調査(年次別調査、四半期別調査)」、内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル(2022年版)の構造と乗数分析」「SNA産業連関表」、財務省・日本銀行「業種別・地域別直接投資」、経済産業省「企業活動基本調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：企業の成長期待回復と国内生産拠点強化の動きが設備投資を下支え

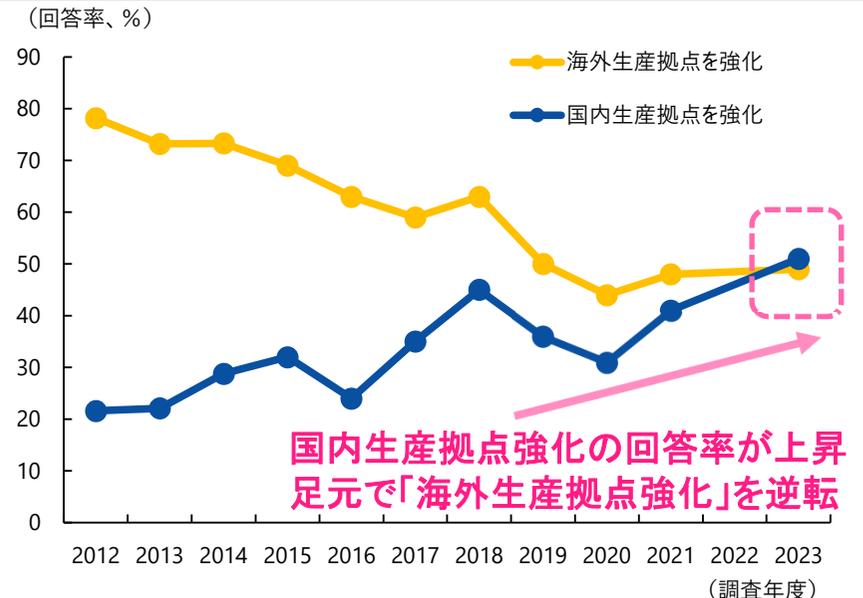
- **設備投資**は2025年度以降に伸びが鈍化するも、**国内生産拠点の強化等を背景に底堅く推移**する見込み
 - 2024年度以降の利益減速に伴って設備投資余力が縮小し、実質設備投資の伸びは徐々に鈍化へ。ただし、企業の期待成長率は下方屈折しておらず、国内生産拠点を強化する姿勢もあり、増加傾向を維持すると予測
- 精密機械や輸送用機械を中心に国内生産拠点を強化する動き。持続的な投資の押し上げ要因に
 - 新興国の相対賃金の上昇、グローバル・サプライチェーンの見直し、リーマンショック後の過度な円高からの転換といった環境変化を背景に、**国内生産拠点の戦略的重要性の再評価**が徐々に進む

実質民間設備投資と経常利益の見通し



(出所)内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

国内・海外の生産拠点強化に関する企業の姿勢



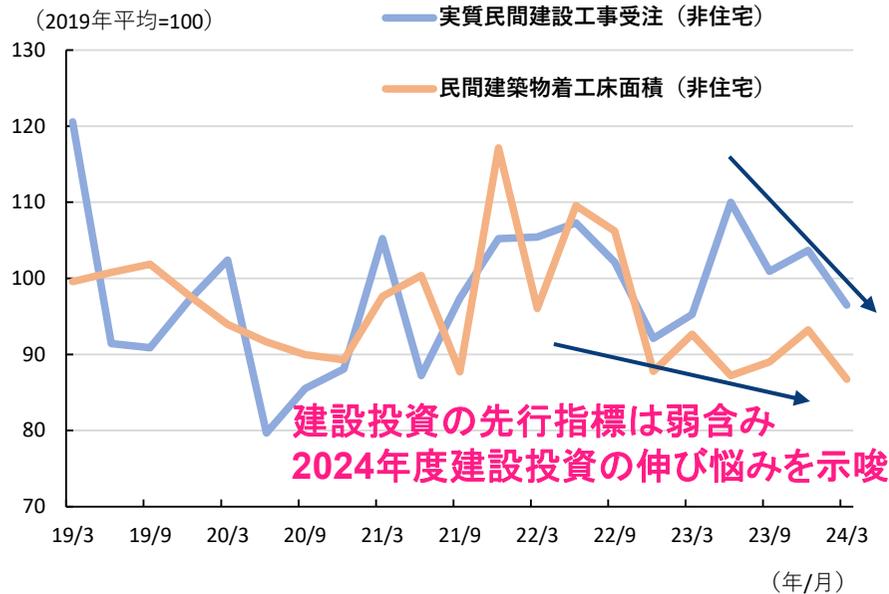
(注) 向こう3年程度で国内・海外生産拠点を強化すると回答した割合。対象は大企業のうち、国内・海外の両方で生産活動を行っていると回答した企業。2022年度は調査対象外

(出所)日本政策投資銀行「設備投資計画調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：供給制約が設備投資の懸念材料。建設業の人手不足は建設投資の重石に

- 機械受注が持ち直している一方で、**建設関連指標は低下傾向**。**人手不足が建設投資（総資本形成の3割）の重石**に
 - ChatGPTを利用したテキスト分析では、**2024年は設備投資の阻害要因に「人手不足」が浮上**。2024年前半の地域経済報告では、建設業者の人手不足で「工場建設の受注を断られる」、「工事が遅延している」等のコメントも
 - 建設・採掘従事者の有効求人倍率は5.7倍（パート除く常用雇用者、2024年1～3月平均）と、全職種平均（1.2倍）を大きく上回る。**建設業の人手不足は継続**するとみられ、**2024年度以降の設備投資の回復ペースを抑制**

建設工事受注と建築物着工の推移



(注) 名目建設工事受注額を建設工事費デフレーターで実質化。民間受注合計から住宅受注を差し引いて非住宅分を算出。みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(出所) 国土交通省「建設工事受注動態統計調査」、「建設工事費デフレーター」、「建築着工統計調査報告」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

設備投資の阻害要因（地域経済報告・ChatGPTを利用）

時期	設備投資の主な阻害要因
2022年	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 原材料価格の高騰と収益悪化 ➤ 部材不足と納入遅延 ➤ コロナ禍による業績低迷と資金繰りの悪化
2023年	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 資材および部品の調達難 ➤ 原材料および物流コストの高騰 ➤ 収益環境の悪化
2024年（前半）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 建設コストの高騰 ➤ 人手不足 ➤ 経済環境の不透明さ

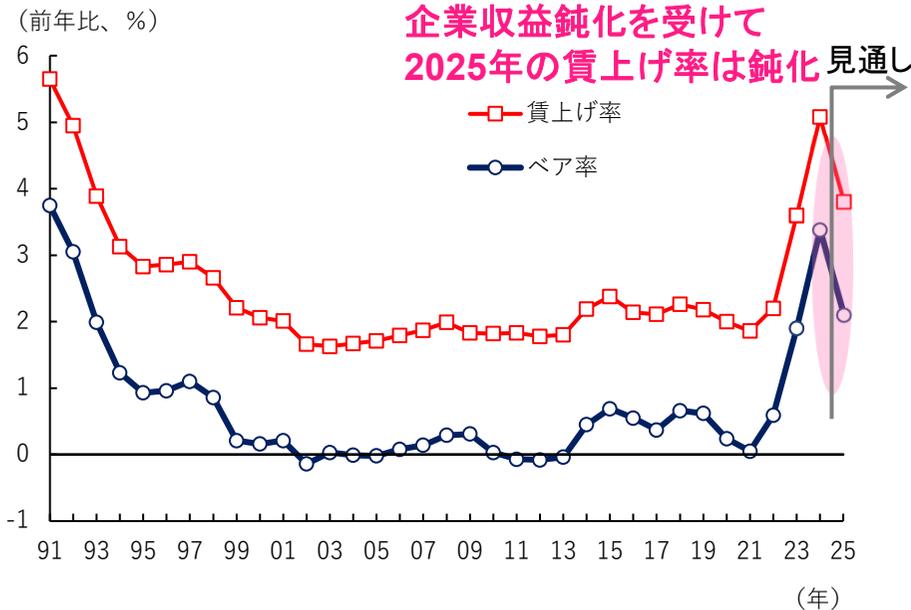
(注) 地域経済報告の2022年1月～2024年4月調査における設備投資関連コメントについて、ChatGPT-4oに次のプロンプトを与えて作成。「下記は企業の各種投資に対するコメントです。まず企業が機械設備投資やソフトウェア投資、省力化投資に対して消極的であるコメントを抽出し、消極的である主要な3要因を挙げてください。改行はコメントとコメントの区切りを示しています。」

(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

日本:2025年度は3%台後半に減速するも、賃金設定のノルム変化の動きは維持

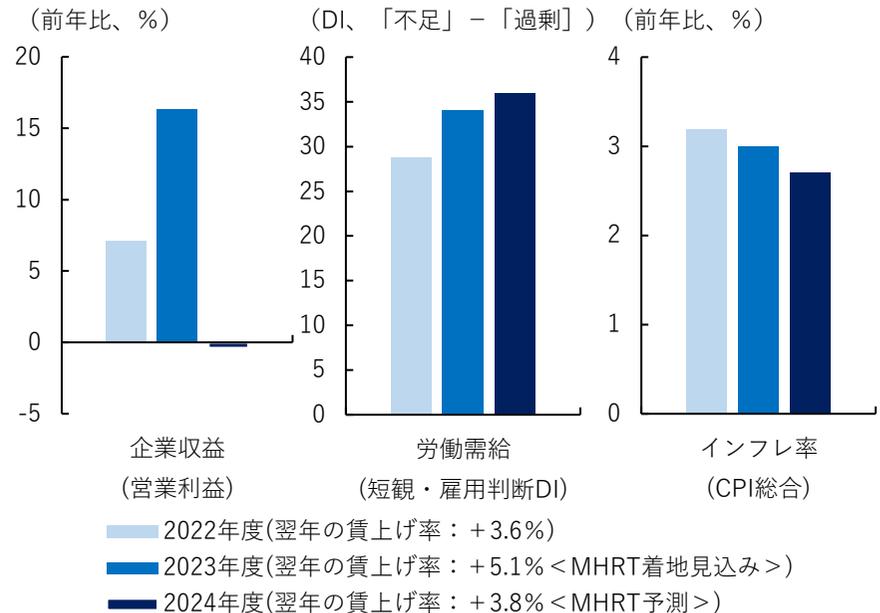
- **2024年度の春闘賃上げ率**は、連合集計ベース(第6回集計時点)で前年比**+5%を上回る超高水準**
 - こうした超高水準の賃上げは、**前年度に価格転嫁が進展して高水準に達した企業収益の伸びが鈍化**するもとで、**人件費の増加**も収益下押し要因となり、企業の「賃上げ余力」を低下させる
- **2025年度の賃上げ率は、3%台後半までの減速**を予測
 - 一方、人手不足やインフレ継続により「賃上げ圧力」も高止まりすることが見込まれるため、2022年度までのような水準(定昇込み2%台)にまで逆戻りする可能性も低く、**2023年度を上回る程度の高水準を維持**する見通し

春闘賃上げ率の見通し



(注1) ベア率の予測値は定昇分について仮定を置いた上での試算値
 (注2) 2024年の値は連合ベース、それ以外は厚生労働省・主要企業ベース
 (出所) 厚生労働省、中央労働委員会、連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

賃上げを取り巻く環境

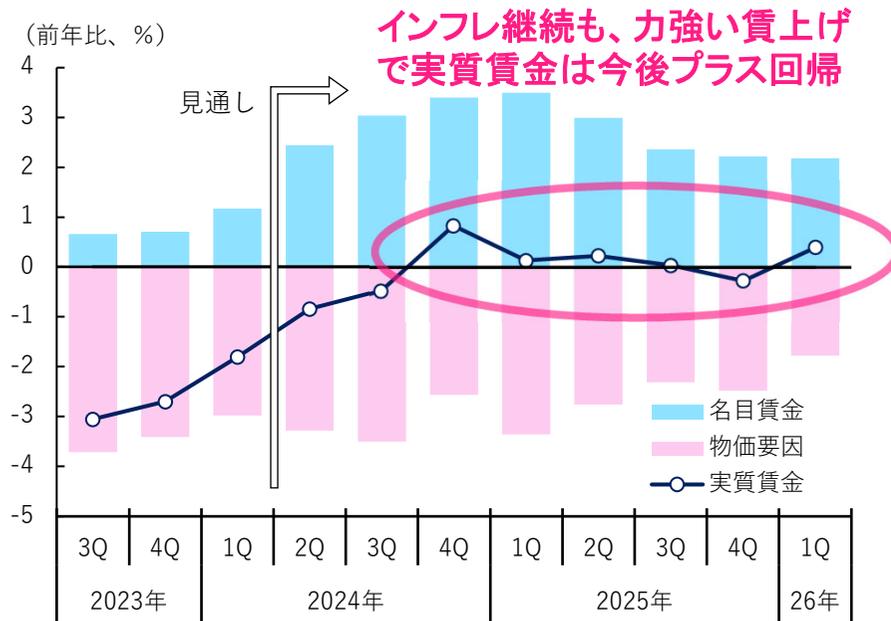


(注) 2024年度の計数は、①労働需給は2024/3月短観の水準で横置き、②企業収益とインフレ率はMHRT見通し
 (出所) 財務省、総務省、厚生労働省、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：インフレを上回る賃上げに転じ、実質賃金は小幅ながらもプラス回帰へ

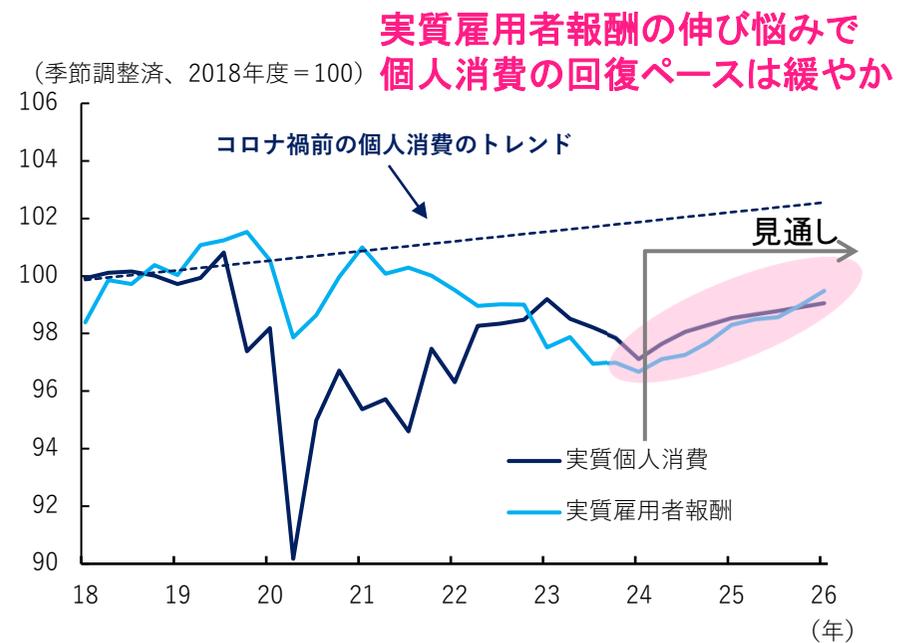
- 先行き、**実質賃金は小幅ながらプラスに回帰。消費も緩やかに回復へ**
 - 2024年度も再生可能エネルギー発電促進賦課金の引き上げや円安進行等を背景にインフレは継続する一方、**電気ガス代補助金の再開・ガソリン補助金の延長**が消費者物価の押し下げ要因になるほか、**5%賃上げ**を受けて2024年度後半の**定昇分を除いた名目賃金上昇率は3%台が視野**に
 - ただし、家計の所得・消費はコロナ禍前対比でレベルダウン。アベノミクス期と比べても実質賃金の伸びは高まる見込みだが、雇用者数が頭打ちになり**実質雇用者報酬は伸び悩む**見通し

実質賃金の見通し



(注) CPI総合(除く帰属家賃)で実質化
 (出所)厚生労働省「毎月勤労統計」より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

実質雇用者報酬と実質消費の見通し

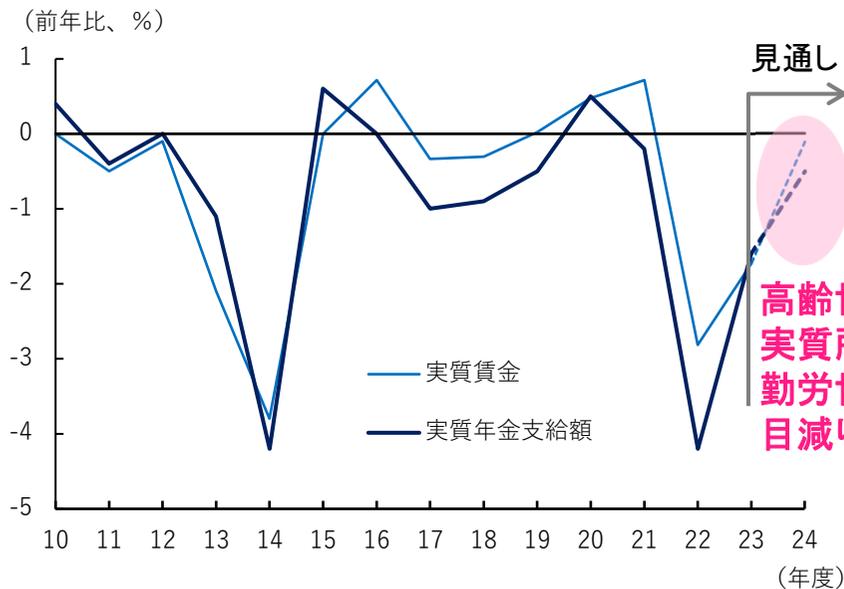


(出所)内閣府「国民経済計算」より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

日本：賃上げの恩恵を受けづらい高齢層の消費鈍化が全体を下押し

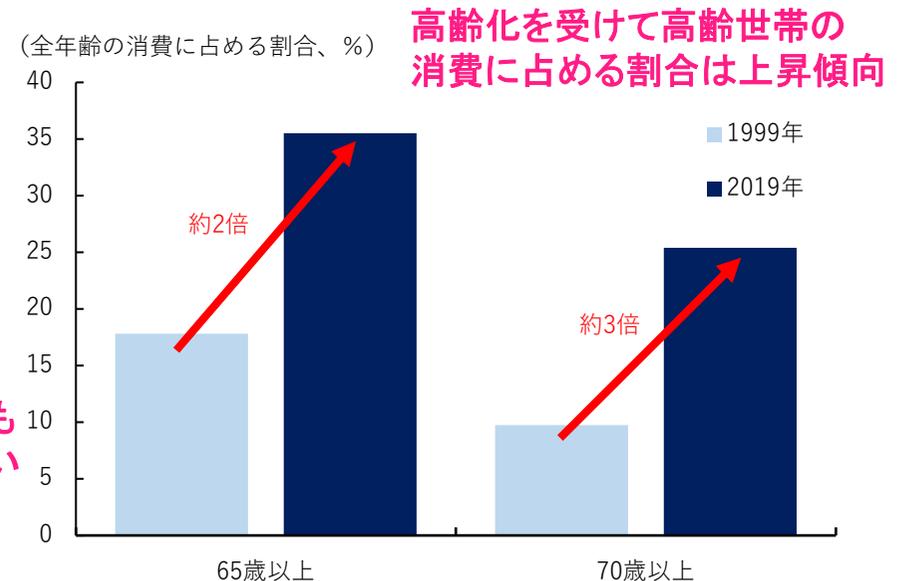
- 賃上げ率が大幅に上振れたことから、2024年度は「ベア率＝3%強＞年金改定率＝2.7%」となり、**高齢層の所得環境の改善が相対的に鈍い**（物価高による実質所得の目減り幅が大きい）見込み
 - 賃金上昇分が後年度の年金に反映されるも、マクロ経済スライドにより年金給付額が抑制される構図
- ウェイトが高まっている**高齢層消費の回復の鈍さが個人消費全体を下押し**
 - 高齢化が進む日本では、65歳以上の高齢層の消費がマクロの消費に占める割合が35%に上る（2019年時点）

実質年金改定率



(注) CPI総合(除く帰属家賃)で実質化
(出所)厚生労働省、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

高齢層消費がマクロ消費に占める割合

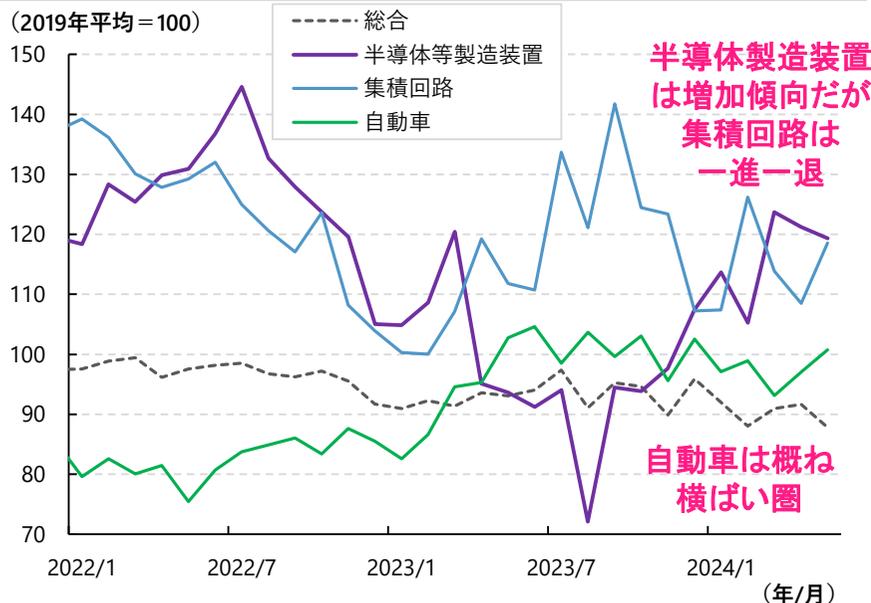


(注) 世帯主の年齢。単身世帯を含む総世帯ベース
(出所)総務省「全国家計構造調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：先行きの財輸出は持ち直すものの、緩慢なペースにとどまる見込み

- **財輸出**は、2024年入り後も輸出数量は伸び悩み。**今後持ち直しに向かうも回復ペースは緩慢**
 - 輸出数量指数は低調。半導体製造装置が持ち直す一方、自動車や集積回路は横ばい
 - 円安に連動して名目輸出が増加するも、実質輸出は伸びず。円安になっても日本の輸出企業が**現地販売価格を下げず、為替差益で利益を得る**傾向があり、**円安による輸出数量への影響が限定的**となっている可能性
- 先行きは、世界経済が緩やかな成長にとどまるほか、**半導体サイクルの持ち直しによる「非先端分野中心の日本の半導体輸出」の押し上げ効果は限定的**とみられ、輸出は緩慢な回復にとどまると予想

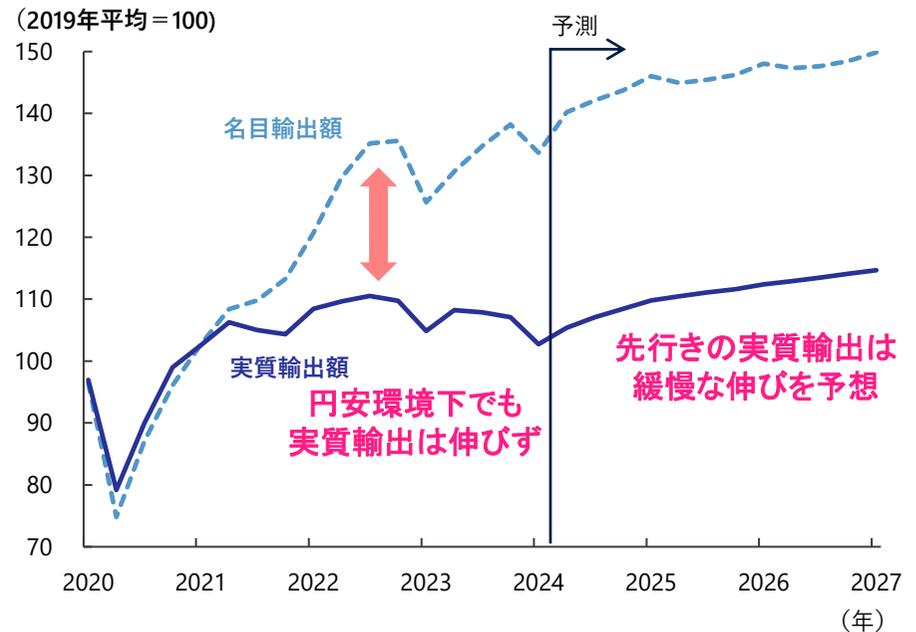
主要品目の輸出数量



(注) 総合は内閣府試算の輸出数量指数。その他は通関輸出の数量・重量から計算したみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値

(出所) 内閣府「輸出入数量指数」、財務省「貿易統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

輸出額(名目・実質)

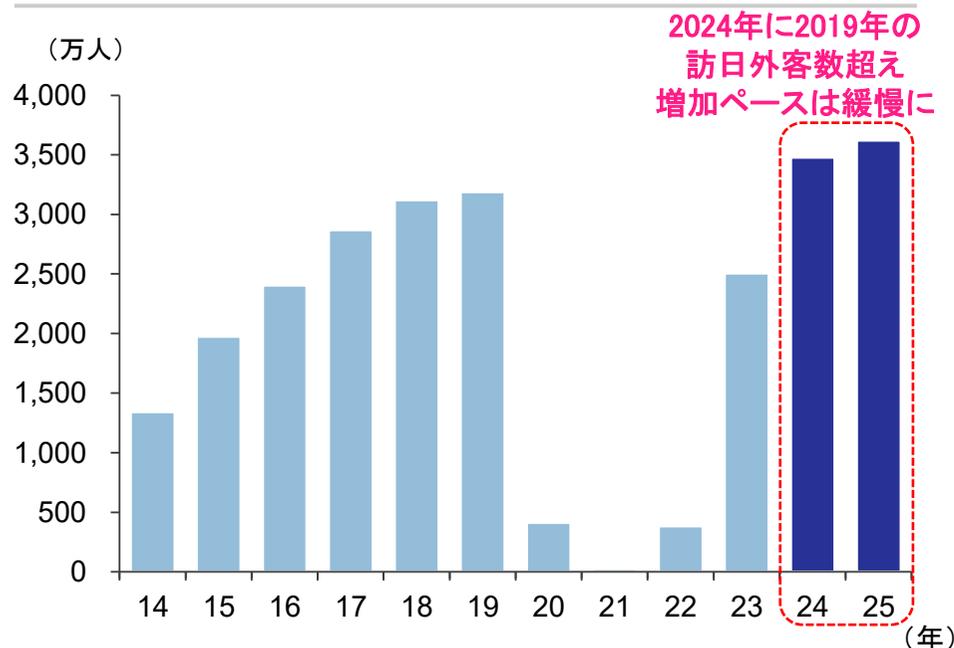


(出所) 内閣府「国民経済計算」などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本：インバウンド消費額は拡大傾向が続く見通し

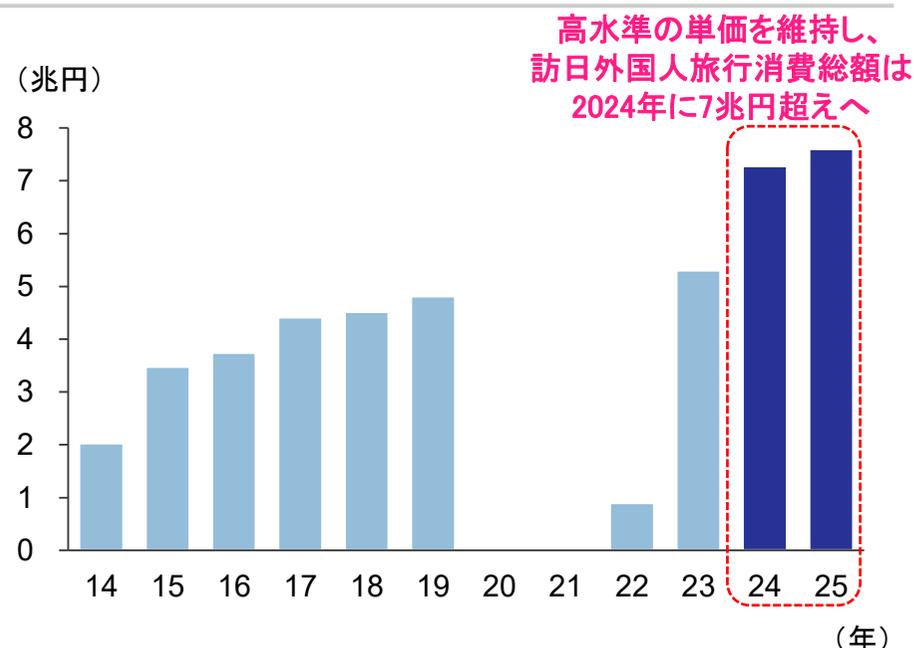
- **2024年の訪日外客数は2019年を超える見込み**だが、コロナ禍の繰り越し需要はく落を受け**増加ペースは緩慢に**
 - 2024年入り後の訪日外客数は2019年超えの水準が続くも、増勢には一服感。2024年の訪日外客数は3,477万人と2019年(3,188万人)を超えるとみられるが、**航空便や宿泊施設等の供給制約から更なる受け入れ余地は限定的**であり、先行きの増加ペースは緩やかに。「2030年に6,000万人」の政府目標達成は困難
- 一方、**訪日外国人の消費単価は高水準**を維持。**2024年の訪日外国人旅行消費総額は7.4兆円と拡大傾向が続く見通し**。サービスの付加価値向上・差別化を通じた単価の更なる引き上げや、地方への訪問分散が課題に

訪日外客数の予測値



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

訪日外国人旅行消費総額の予測値



(出所) 日本政府観光局 (JNTO)「訪日外客数・出国日本人数」・観光庁「訪日外国人消費動向調査」などより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

(5) 金融市場：日米金利差縮小もキャリー取引の投資妙味は残り、緩慢な円高に

- 日銀は、2024年度中に0.5%まで利上げし、その後様子見。日本の長期金利は1%台半ばまで上昇
- 米長期金利は2024年9月以降の利下げを受け、4%近傍まで緩やかに低下。ドル円相場は、日米金利差縮小が円高圧力も、キャリー取引の投資妙味は残存し、2024年度末時点で1ドル=140円台半ば程度の緩慢な円高に留まる
- 米国株は、ソフトランディングと金利低下を受けて緩やかな上昇を見込む。日本株は、緩慢な景気回復や円高を受けて、米株対比ではやや伸び鈍化

金融市場見通し総括表

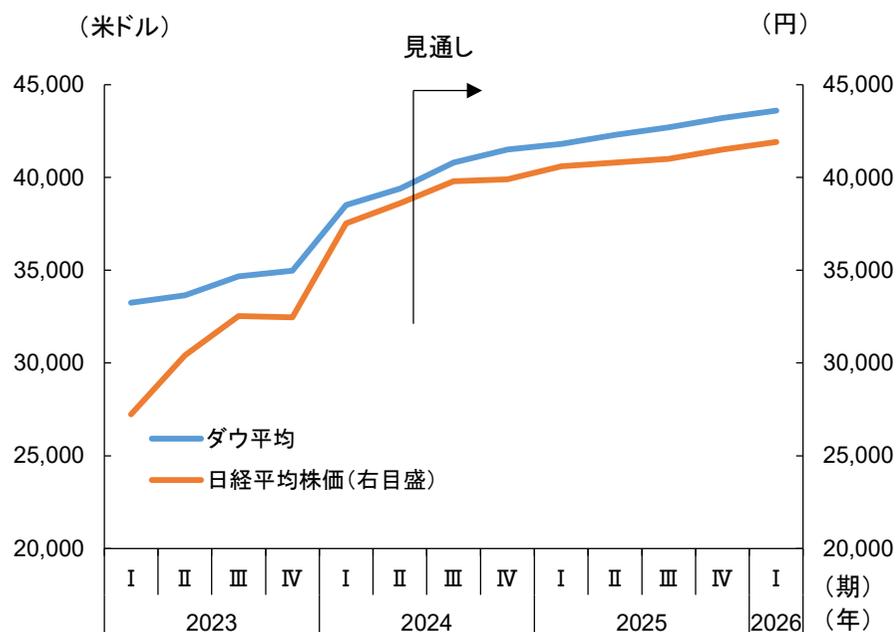
	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2024				2025				2026
				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
日本												
政策金利付利 (末値、%)	0.10	0.50	0.50	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
新発国債 (10年、%)	0.62	0.70 ~1.80	1.20 ~1.80	0.70	0.93	0.90~1.50	1.10~1.70	1.20~1.80	1.25~1.80	1.25~1.75	1.20~1.70	1.20~1.70
日経平均株価 (円)	33,227	36,500 ~44,000	37,400 ~46,000	37,510	38,693	36,500~ 42,000	36,600~ 43,000	37,200~ 44,000	37,400~ 44,200	37,600~ 44,500	38,000~ 45,000	38,400~ 46,000
米国												
FFレート(下限) (末値、%)	5.25	4.50	3.50	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50
新発国債 (10年、%)	4.08	3.65~ 5.05	3.40~ 4.50	4.15	4.45	3.80~4.85	3.75~4.70	3.65~4.55	3.60~4.50	3.55~4.45	3.40~4.35	3.40~4.30
ダウ平均株価 (ドル)	35,441	37,600 ~44,900	39,100 ~46,900	38,512	38,812	37,800~ 43,800	38,400~ 44,600	38,700~ 44,900	39,100~ 45,500	39,500~ 45,900	40,000~ 46,400	40,300~ 46,900
ユーロ圏												
ECB預金ファシリティ金利 (末値、%)	4.00	3.00	2.00	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00
ドイツ国債 (10年、%)	2.44	2.05~ 2.85	2.20~ 2.90	2.29	2.50	2.05~2.85	2.10~2.85	2.15~2.85	2.20~2.90	2.20~2.90	2.20~2.90	2.20~2.90
為替												
ドル・円 (円/ドル)	145	140 ~168	134 ~155	148	156	148~168	145~164	140~160	138~155	136~153	134~150	134~148
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.08	1.03 ~1.15	1.05 ~1.17	1.09	1.08	1.04~1.14	1.04~1.14	1.05~1.15	1.05~1.15	1.06~1.16	1.07~1.17	1.07~1.17

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

内外株式：日米株ともに、緩やかな景気回復を背景に上昇

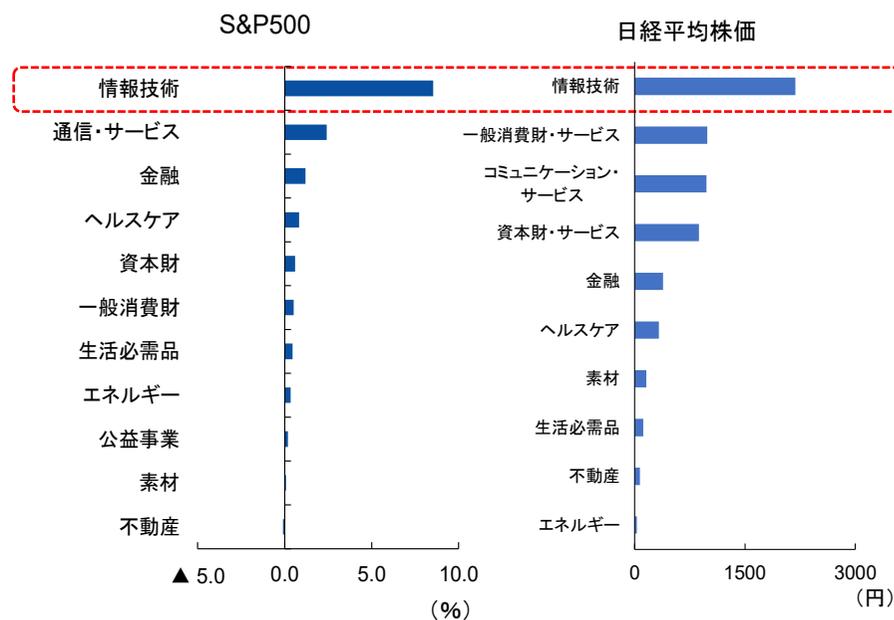
- **日米株ともに、緩やかな上昇が続く見通し**。緩やかな景気回復や、堅調な情報技術セクターが下支え
 - 米国株は上昇。米国経済のソフトランディングを見込んでいることや、米長期金利が低下することが背景
 - 日本株は、米国株の上昇が押し上げとなるも、米国経済対比緩やかなプラス成長を想定していることから、上昇ペースは緩やかになると予想
- 2023年末対比業種別騰落寄与をみると、日米株ともに**半導体企業が含まれる情報技術セクターの伸びが突出**
 - 生成AI関連については、2024年中も需要旺盛が見込まれ、株価を下支えするとみられる

ダウ平均と日経平均株価の推移



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国株と日本株の業種別騰落寄与(2023年末対比)



(注1) 6月28日時点と比較

(注2) S&P500は、GICSセクター別の騰落率を求めた後、各ウエイトを用いて算出
日経平均株価は、銘柄別の寄与度を求めた後、GICSセクターごとに合算

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

日銀金融政策：2024年度に0.5%まで利上げ、2025年度は据え置きを予想

- 2024年度は景気動向に配慮しつつ、**日銀は2回(0.5%)まで利上げを実施**
 - 春闘を受けた力強い賃金上昇と前年比2%を上回るインフレ継続を確認し、日銀は利上げを判断。但し、消費が力強さを欠くなか、景気にも配慮して慎重に利上げ。**緩和的な金融環境と説明可能な範囲で利上げを実施**
- 2025年度の**政策金利は据え置きを予想**
 - 企業収益の伸び鈍化を受け、2025年度の賃金の伸びも鈍化。**インフレは2%を下回り、日銀は様子見姿勢を継続**

政策金利を巡る外部環境の整理と日銀の政策金利

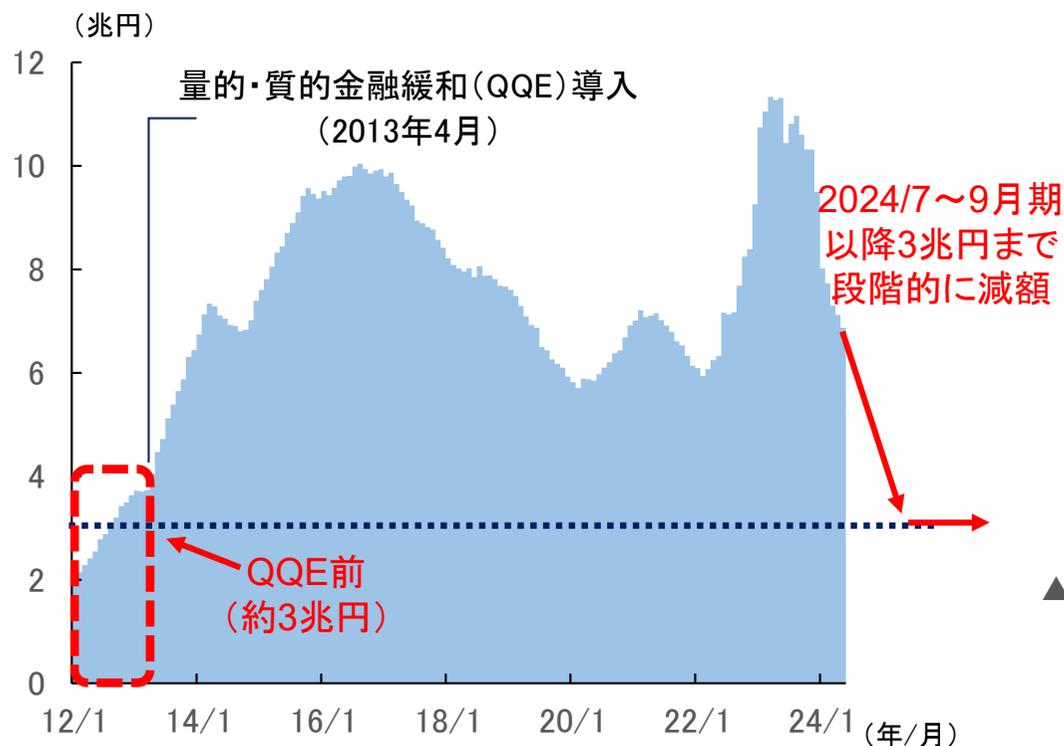
	2024年度	2025年度
賃金	春闘を受けた力強い賃金上昇 (名目賃金上昇率は3%台)	企業収益伸び鈍化で賃金の伸びも鈍化 (名目賃金上昇率は2%台)
物価	2%を上回る物価上昇 (コアCPI前年比+2.5%、日銀版コアCPI同+1.9%)	2%を下回る物価上昇 (コアCPI前年比+1.9%、日銀版コアCPI同+1.6%)
景気(消費)	消費は緩慢な回復に留まる (2024年4~6月期以降はプラス転化も伸び緩やか)	消費は緩慢な回復が継続 (実質賃金の伸びが弱い中、力強さを欠く消費継続)
政策金利	景気動向に配慮しつつ慎重に利上げ (2024年7~9月期、2025年1~3月期に0.25%利上げ)	様子見姿勢を継続 (0.5%で据え置き)

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

円金利:2025年度にかけて円長期金利は1%半ばまで上昇

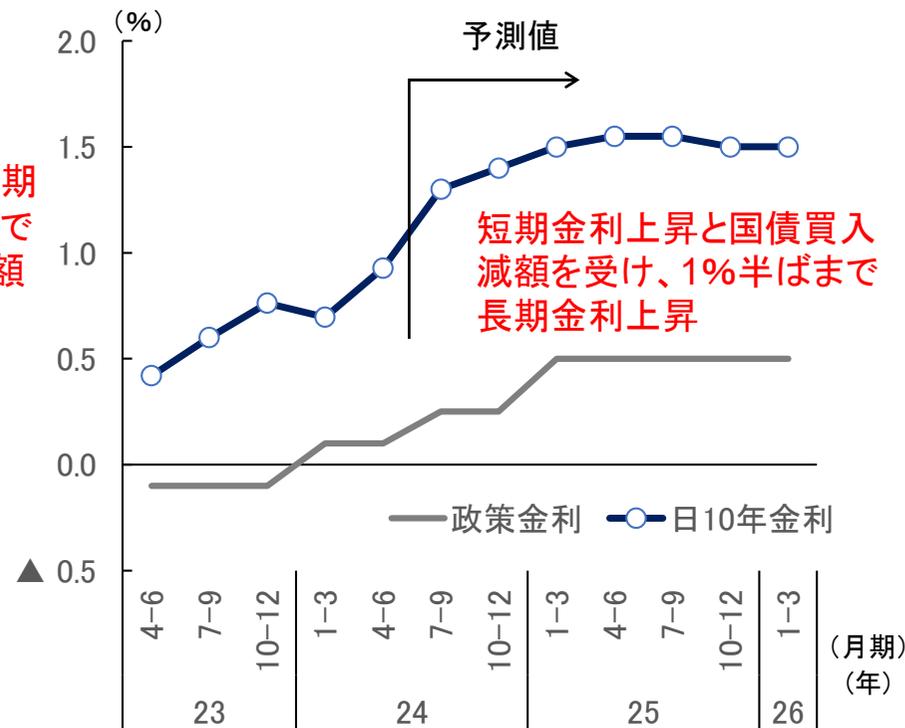
- 日本の長期金利(10年国債利回り)は2025年度にかけ1%半ばまで上昇(レンジは1%強~2%弱)
 - 日銀は長期金利が過度に上昇しないよう配慮しつつ、2024年7~9月期から国債買入れ額の減額を実施。足元の6兆円/月から量的・質的金融緩和導入以前並みの3兆円/月程度まで段階的に減額し、その後は様子見を予想
 - 政策金利引き上げを受けた短期金利上昇と、国債買入れ減額が円金利を0.5%程度押し上げると試算
 - 2%を上回る急激な長期金利上昇の懸念が高まる場合に備え、柔軟な買入れの枠組みを確保するものと予想

日銀の国債買入フロー



(注) 後方12カ月平均。直近値は2024年5月
 (出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

長期金利の予測パス

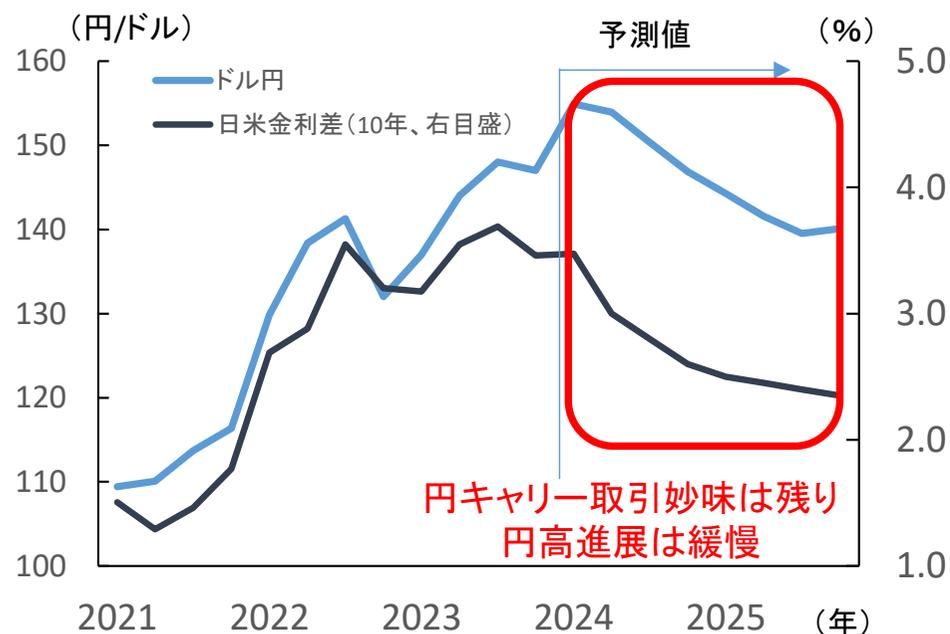


(出所) LSEG、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ドル円相場: 緩慢な円高を予想。2024年度末に1ドル=140円台半ばに

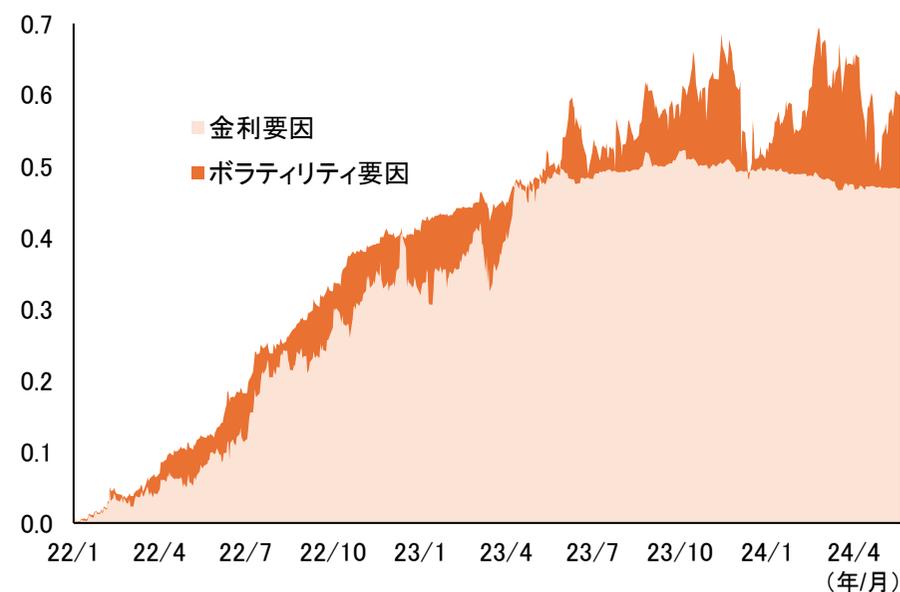
- ドル円相場は先行き円高を予想も、そのペースは緩慢。2024年度末のドル円相場は1ドル=140円台半ばに
 - 実需としての円需給(円通貨取引)は今後貿易収支の赤字幅縮小などで改善を見込む(円高圧力)。但し、半導体需要回復は力強さを欠くことからそのペースは緩やかに(円高圧力は小幅)
 - 日米金利差は先行き縮小を予想(円高圧力)。ただしキャリー取引の投資妙味が残存するなか、円高圧力は小幅

日米金利差とドル円相場の見通し



(出所)LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

キャリー取引の投資妙味(2022年初=0)



(注)金利要因は日米3カ月金利、ボラティリティは円のインプライドボラティリティ、投資妙味は金利差÷ボラティリティ。ボラティリティが低下するほど投資妙味は高まる
(出所)LSEGより、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		2026年	
米国	11月	大統領選挙	1月	大統領就任式	11月	中間選挙
欧州	7月	英国議会選挙	10月迄	ドイツ議会選挙		
	7月	フランス国民議会(下院)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	東京都知事選挙	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	7月	中国共産党3中全会	3月	中国全国人民代表大会	3月	中国全国人民代表大会
			11月	シンガポール総選挙	年内	中国共産党5中全会
			年内	中国共産党4中全会		
その他	11月	G20サミット(ブラジル)	11月	GOP30(ブラジル)		
	11月	COP29(アゼルバイジャン)	未定	G20サミット(南アフリカ)		

(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

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



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！



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

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
	越山祐資	(全体総括)	080-1069-4835	yusuke.koshiyama@mizuho-rt.co.jp
・米国/欧州経済				
	小野亮	(総括・米国)	080-1069-4672	makoto.ono@mizuho-rt.co.jp
	松浦大将	(米国総括)	080-1069-4902	hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp
	菅井郁	(米国)	080-1069-4582	kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp
	白井斗京	(米国)	080-1069-5062	tokio.shirai@mizuho-rt.co.jp
	川畑大地	(欧州総括)	080-1069-4550	daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp
	諏訪健太	(欧州)	080-1069-5060	kenta.suwa@mizuho-rt.co.jp
・中国経済				
	小林公司	(総括)	080-1069-4746	koji8.kobayashi@mizuho-rt.co.jp
	月岡直樹	(中国)	080-1069-6684	naoki.tsukioka@mizuho-rt.co.jp
	鎌田晃輔	(中国)	080-1069-4594	kosuke.kamata@mizuho-rt.co.jp
・アジア経済				
	対木さおり	(総括)	080-1069-4778	saori.tsuiki@mizuho-rt.co.jp
	井上淳	(アジア・新興国)	080-1069-4827	jun.inoue@mizuho-rt.co.jp
	江頭勇太	(アジア・新興国)	080-1069-4757	yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp
	亀卦川緋菜	(アジア・新興国)	080-1069-4688	hina.kikegawa@mizuho-rt.co.jp
	西野洋平	(アジア・新興国)	080-1069-4774	yohei.nishino@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
	安川亮太	(物価)	080-1069-5058	ryota.yasukawa@mizuho-rt.co.jp
	今井大輔	(家計)	090-1732-4801	daisuke.imai@mizuho-rt.co.jp
・金融市場				
	有田賢太郎	(総括)	080-1069-4556	kentaro.arita@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
	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。