

2024年度 第1回大阪府・大阪市経済動向報告会

# 世界・日本の経済見通しと関西経済の動向

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査部 経済調査チーム

主席エコノミスト

服部直樹

2024年5月13日

ともに挑む。ともに実る。



1. 世界経済の見通し

2. 米国政治～迫るトランプ再選リスク～

3. 日本経済の見通し～好循環の実現に向けて～

4. 関西経済の動向

5. 円安が進むドル円の再評価

## 1. 世界経済の見通し

# 世界経済見通し: 世界経済はソフトランディングへ。その後の回復ペースは緩慢

## 世界経済見通し総括表

|            | (前年比、%)        |               |               | (%Pt)                |      |
|------------|----------------|---------------|---------------|----------------------|------|
|            | 2023<br>(着地見込) | 2024<br>(見通し) | 2025<br>(見通し) | 2024<br>(12月見通しとの比較) | 2025 |
| 世界実質GDP成長率 | 3.0            | 2.9           | 2.9           | 0.1                  | －    |
| 日米欧        | 1.6            | 1.2           | 1.5           | 0.3                  | －    |
| 米国         | 2.5            | 1.9           | 1.5           | 0.7                  | －    |
| ユーロ圏       | 0.5            | 0.5           | 1.5           | 0.1                  | －    |
| 英国         | 0.3            | 0.8           | 1.8           | 0.1                  | －    |
| 日本         | 1.9            | 0.7           | 1.2           | ▲ 0.3                | 0.2  |
| アジア        | 5.1            | 4.7           | 4.4           | －                    | －    |
| 中国         | 5.2            | 4.6           | 4.2           | －                    | －    |
| NIEs       | 1.5            | 2.4           | 1.8           | 0.3                  | 0.1  |
| ASEAN5     | 4.6            | 4.6           | 4.7           | 0.1                  | 0.1  |
| インド        | 6.7            | 6.1           | 6.0           | －                    | －    |
| オーストラリア    | 1.9            | 1.8           | 1.7           | －                    | －    |
| 日本(年度)     | 1.2            | 1.2           | 0.8           | 0.1                  | 0.1  |

米欧の高金利と中国減速の下で2024年前半にかけて減速。その後は米欧ASEANがけん引役となり緩やかな成長

供給制約緩和によりインフレ鈍化。2024年前半は金融引締め効果から減速するも、雇用所得環境は底堅さを維持。その後は徐々に成長率を高める

高金利が総需要を下押し。2024年前半はマイナス成長。2025年にかけて緩やかな回復基調へ

2024年前半まではインフラ投資が下支えも、不動産部門調整と民間投資・消費マインド低迷が継続。先行き成長率鈍化が続く

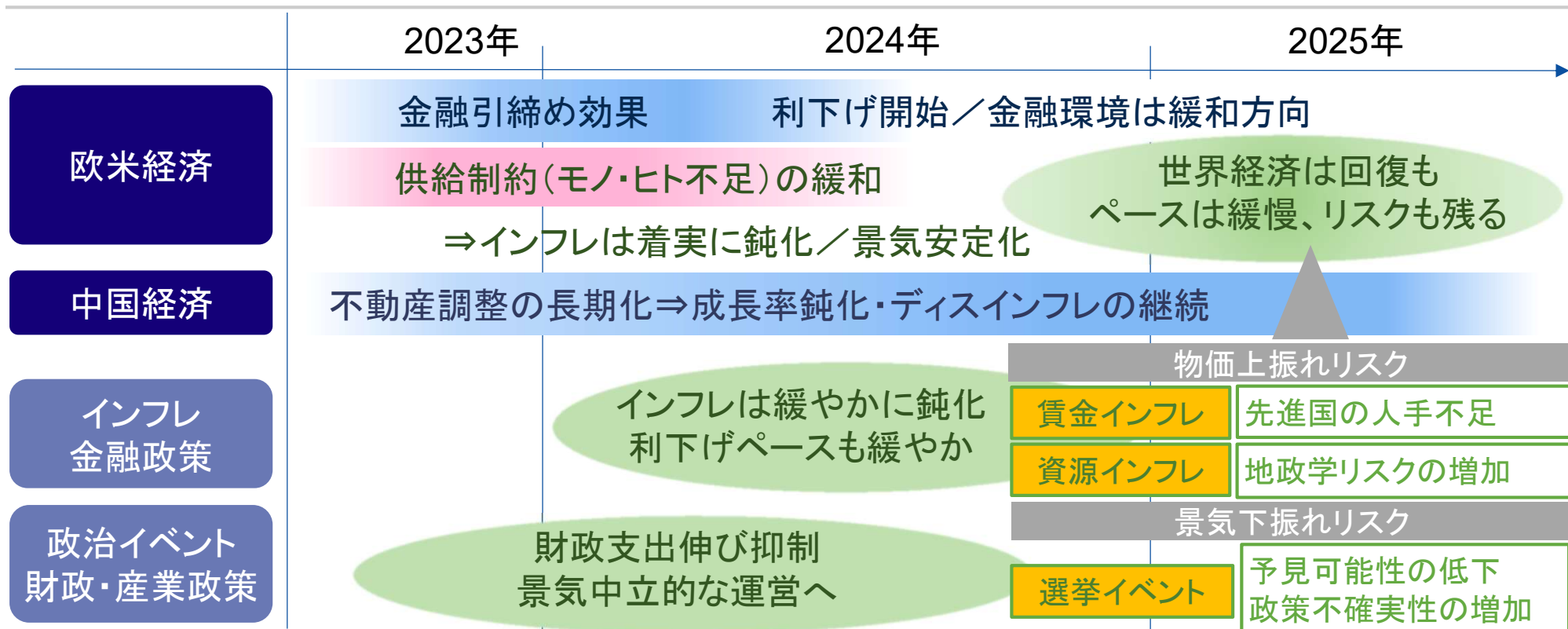
消費の伸びは緩慢。グローバル製造業の持ち直しも緩慢、緩やかな成長にとどまる

(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

# 世界経済は2024年半ばにかけて景気減速へ。その後の回復パス実現にはリスクも

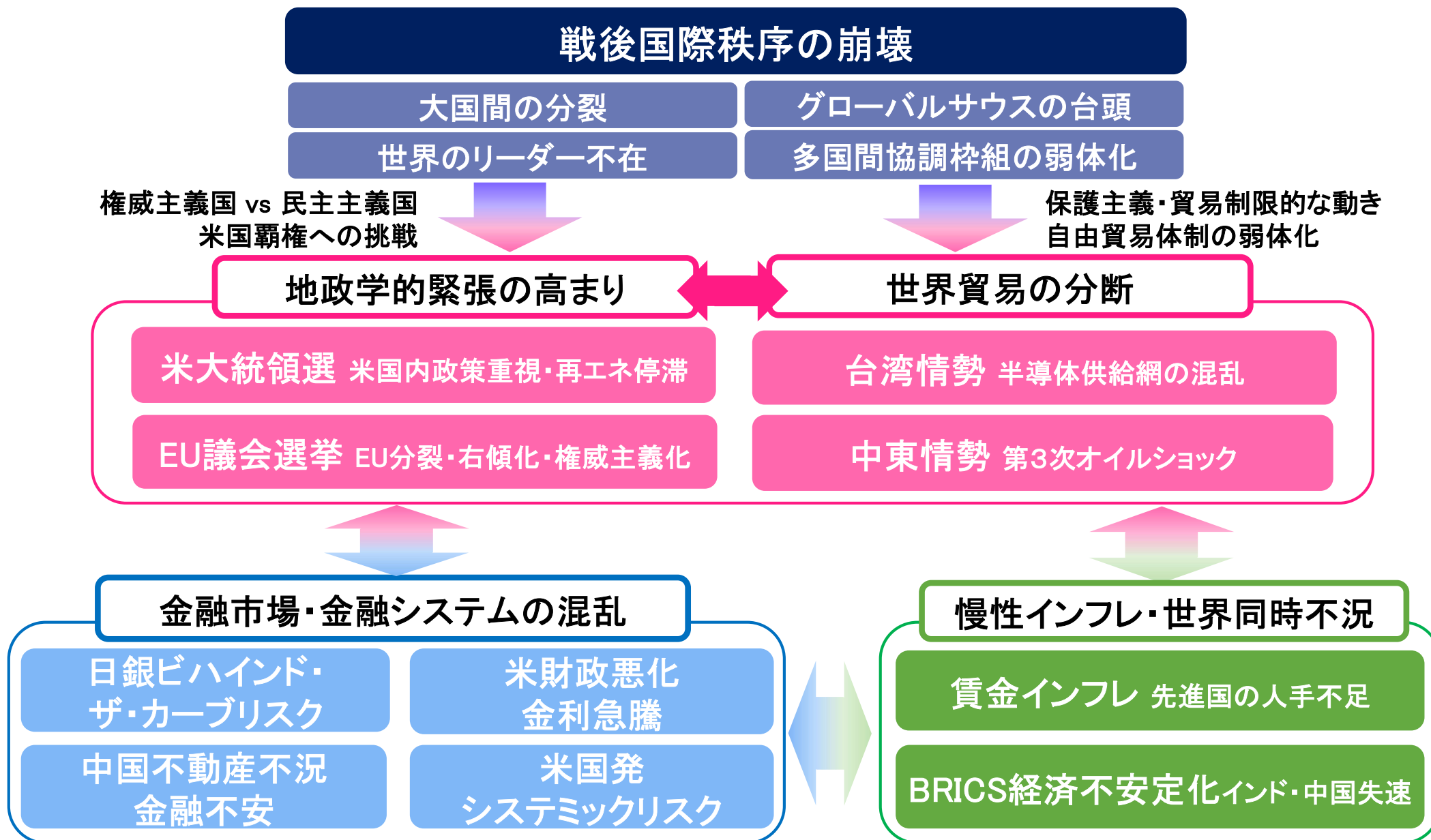
- **2024年**半ばにかけて**世界景気は減速局面**へ
  - 欧米中心に金融引締め効果が顕在化して景気減速。中国は不動産部門の調整長期化で成長率鈍化が続く
- **2025年**にかけて、欧米中心に**景気回復に向かうもペースは緩慢**。**インフレ圧力残存や選挙を巡るリスク**も残り、回復パスの実現には不確実性が高い
  - 先進国の人手不足でインフレ鈍化ペースは緩やか。財政による押し上げも期待薄で、回復ペースは緩慢に
  - 中東情勢悪化による資源インフレや、米大統領選や欧州議会選の結果による政策不透明感上昇の可能性も

## 2023年～2025年の世界観



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 世界観：戦後国際秩序の崩壊が進み、リスクが多様化・複合化する世界



## (参考)2024年のトップリスク10

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

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

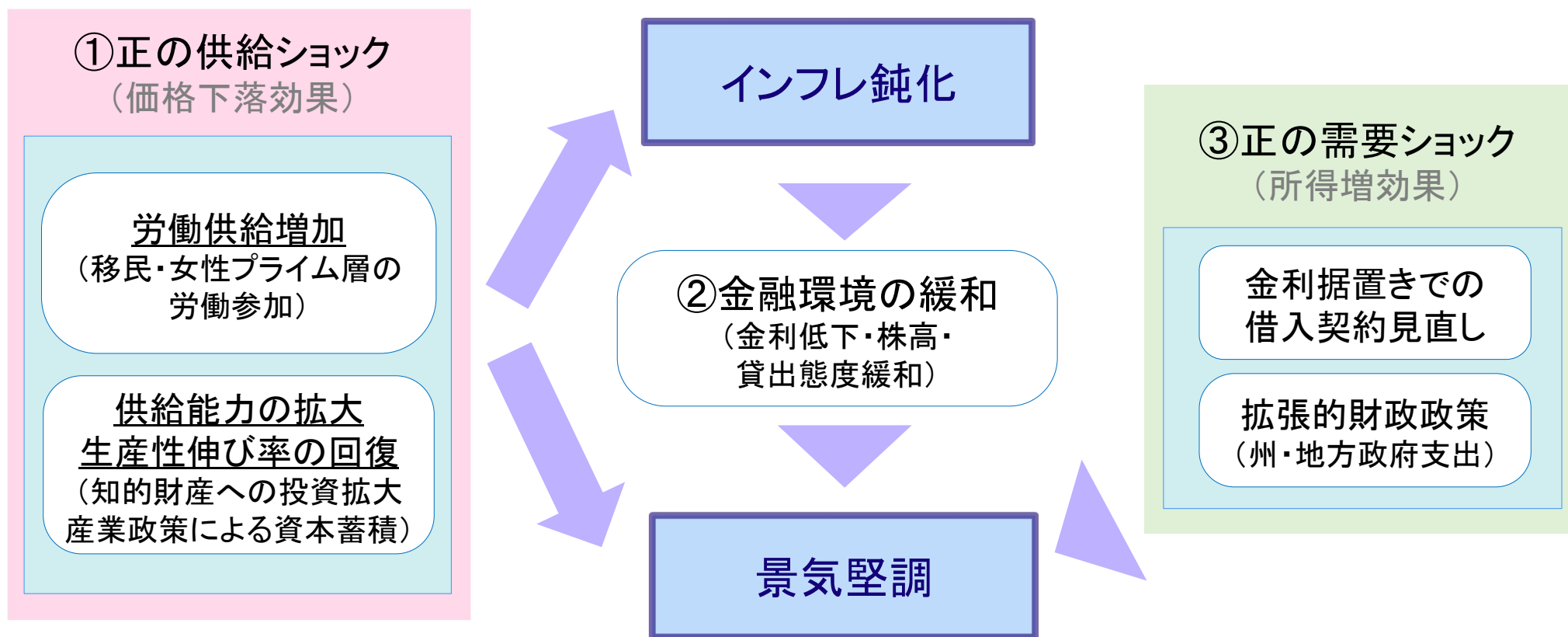


# 米国：米国経済の現状を理解する上でのポイント

## ■ 米国では「堅調な景気」と「インフレ鈍化」の両立する姿が継続

- 背景には、①正の供給ショック(労働供給増加・供給能力の拡大・生産性伸び率の回復)、②金融環境の緩和、③正の需要ショック(金利据え置きでの契約期間見直し・拡張的財政政策)の3つの要因

## 「堅調な景気」と「インフレ鈍化」が両立する背景



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

構造的な人手不足  
労働需給は依然タイト

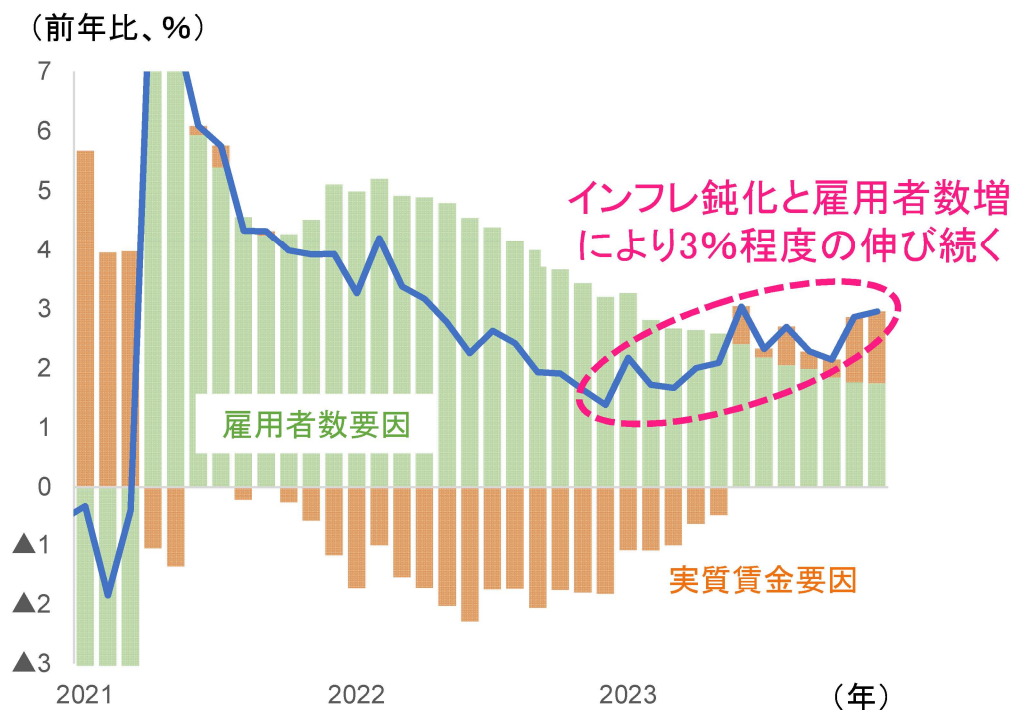
賃金インフレリスクは残存



# 米国：金融引締め局面でも良好な所得環境と消費マインド回復が家計支出を後押し

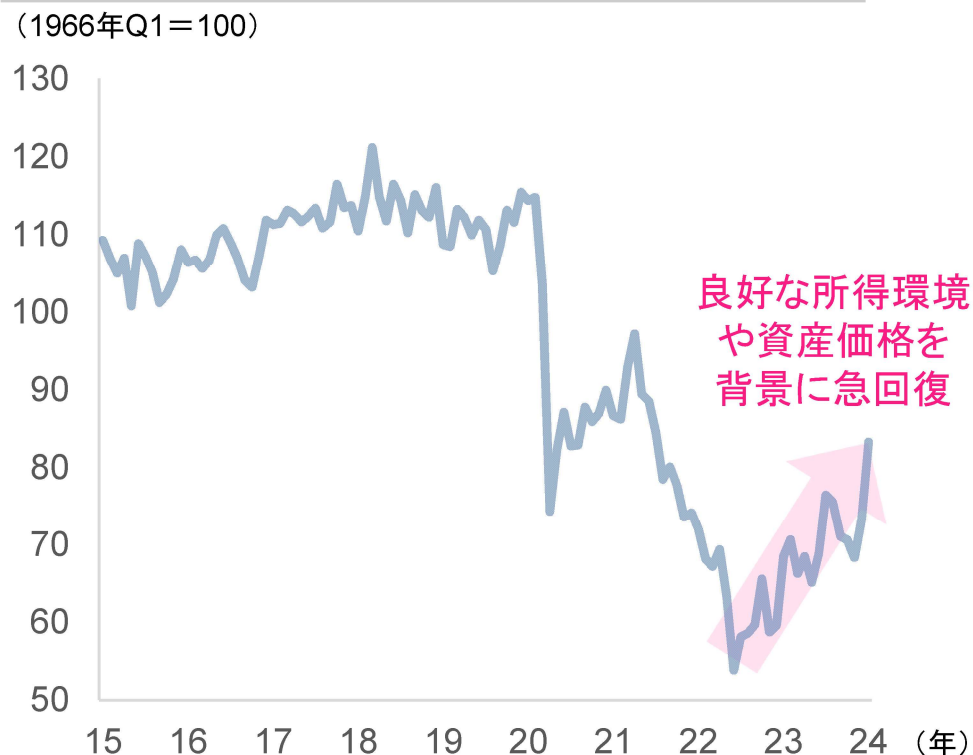
- 金融引締め局面が続く総需要が抑制されるものの、供給制約の解消に伴う雇用者数の増加と実質賃金の上昇が、雇用者所得と個人消費を下支え
  - ― 雇用者数の増加には、コロナ後に高齢者の早期退職で深刻化した人手不足をプライム層と移民の労働供給増が穴埋めしたことにより「ヒト不足が緩和」したこと、実質賃金の上昇には、サプライチェーンの正常化により「モノ不足が解消」に向かい、財価格を中心にインフレ率が着実に鈍化したことが背景
  - ― 良好な所得環境や資産価格を背景に、消費者マインドは足もと急回復。家計の前向きな支出を下支え

## 実質雇用者所得



(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

## 消費者信頼感指数



(出所) ミシガン大学より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：金融環境は緩和方向へ大きく転化。利上げによる景気下押しの影響はやや減退

- 政策金利が高水準で維持されているものの、インフレが着実に鈍化するもとで金利先安観が定着。長期金利低下や株高などを背景に、金融環境は緩和方向へ
  - ― 米銀の貸出態度は、景気後退局面入りせずに緩和方向へと反転。家計・企業の資金調達環境は全体として緩和的な状況が継続し、貸出態度との連動性が高い貸出金は大幅減少を回避する見込み
- 金融環境の過度な引き締めが回避される下で住宅価格・株価は堅調を維持。家計の金利負担増を資産効果が上回る

## 米銀の貸出態度



(注) 黒線は大企業向け、青線は中小企業向けの貸出態度、シャドーは景気後退局面  
(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 家計の純資産残高(対可処分所得)

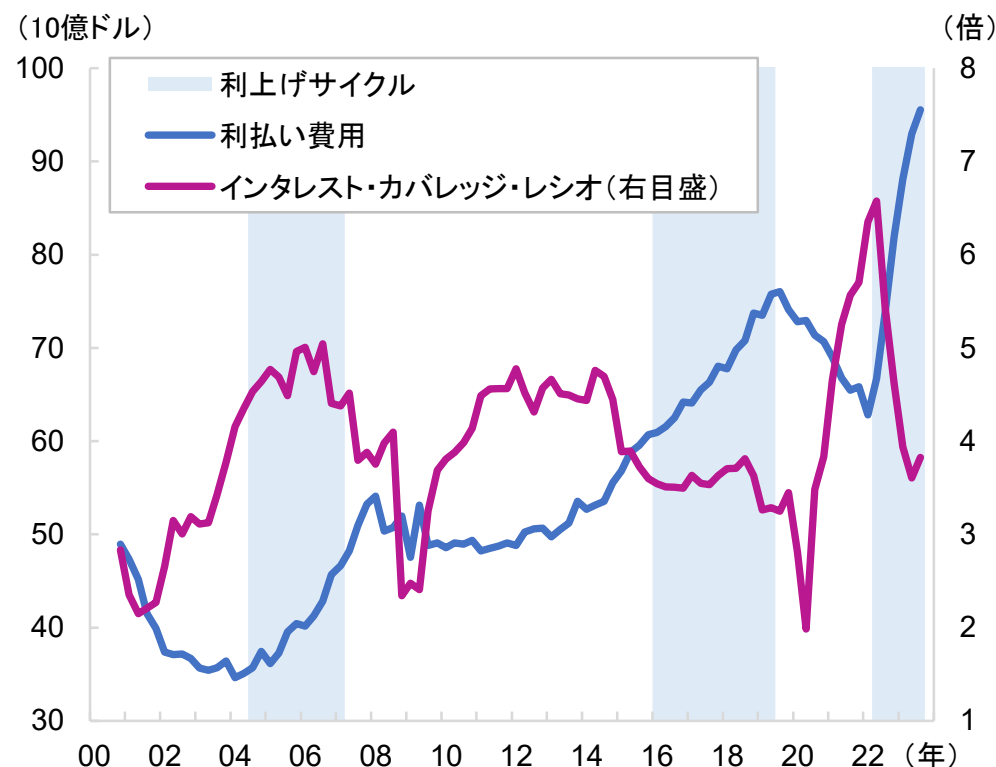


(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：金利据え置きでの借入契約見直しにより、企業の利払い負担は大きく悪化せず

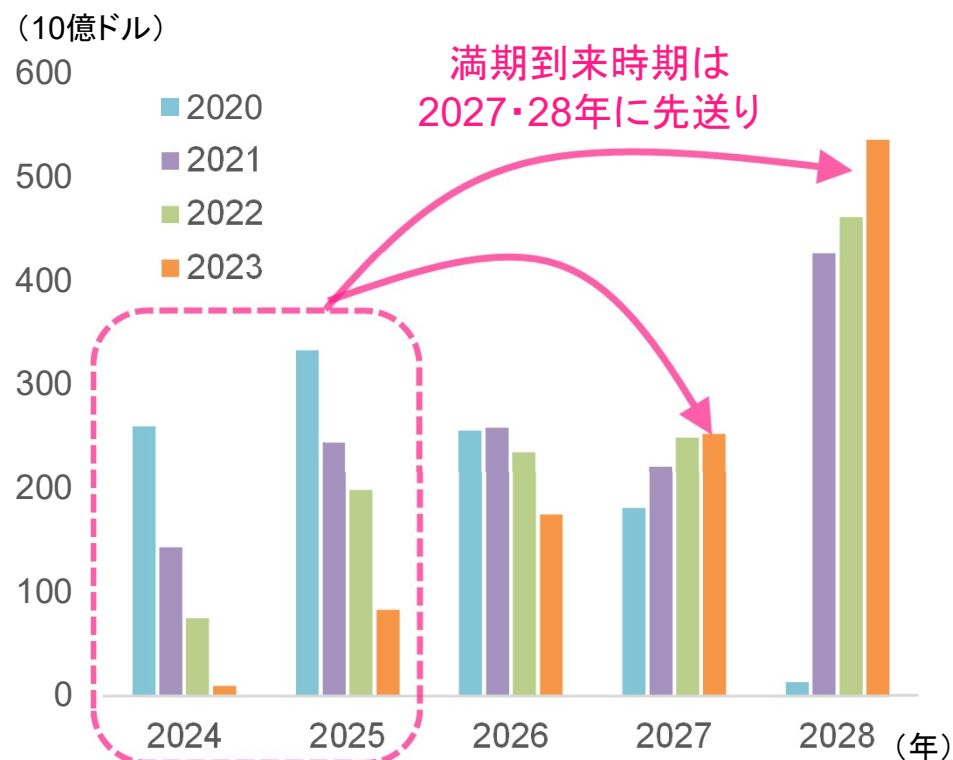
- 利上げの影響により企業の利払い額は増加したが、企業収益改善が利払い負担増のクッションに
  - 2023年7～9月期の利払い費用は過去最高水準。一方、企業収益改善で利払い負担（ICR）は大きく高まらず
- レバレッジドローン市場では、貸し手側が契約修正の手数料などを見返りに金利据え置きで返済時期の先送りを許容する動きもあって、2024年に満期到来予定のレバローンはほぼ消滅。借り換えに伴う企業の利払い負担増は軽減
  - ただし、2027・28年の返済額が急増。先行きのデフォルト増の懸念は残る

## 企業の利払い負担



(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

## 満期日別レバローンの借入残高



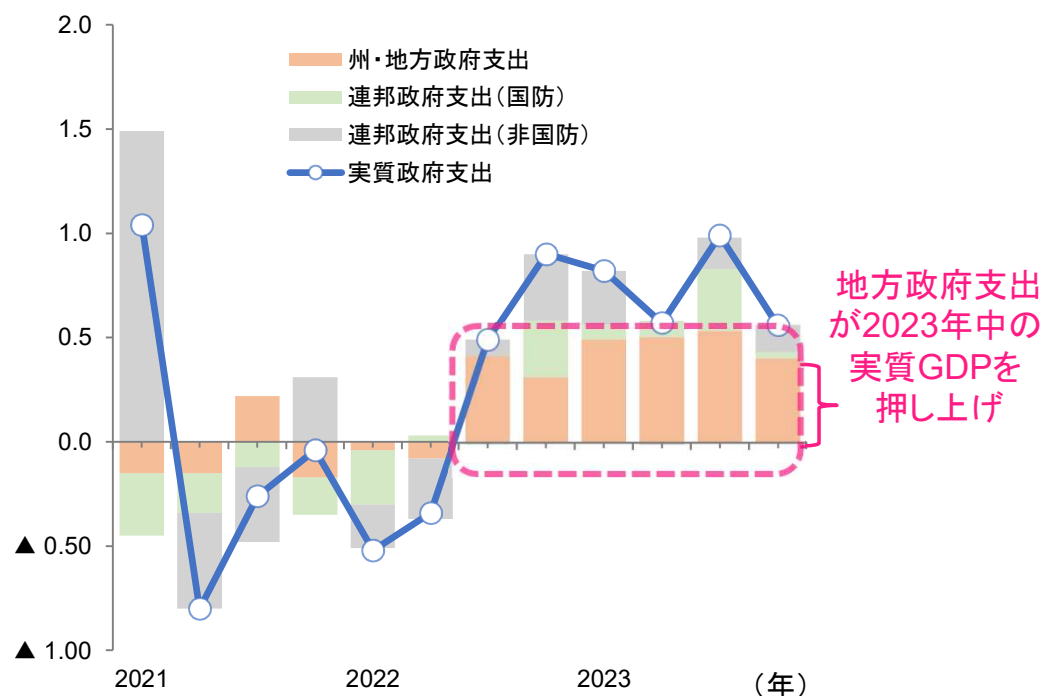
(注) 凡例は観察される満期プロファイルの時点を表示(各年末)。右軸は満期到来時期を表示  
(出所) PitchBookより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：州・地方政府の手元資金は潤沢。当面は財政支出の拡大余地あり

- 政府支出の内訳をみると、2023年中は、連邦政府支出が景気中立的な水準に抑制される一方で、**州・地方政府の支出増加**が実質GDP成長率の押し上げに寄与。この内訳をみると**建設投資・公務員給与**が太宗
- 州政府はコロナ以降に予期せぬ財政悪化への対策として**予備基金(Rainy-day Fund)を積み立て**。予備基金を含む手元資金は2022年にピークを付けたのちに低下も、2024年も2,890億ドル(支出対比23.2%)の高水準を保つ見込み  
— これを財源とすれば、**州政府は2024年中も財政支出を拡大させて景気を下支え**することが可能

## 政府支出の実質GDP寄与度

(実質GDP寄与度、%pt)



(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

## 州政府の手元資金

(支出対比、%)



(注) 一般期末残高と予備的基金の合計。2024年はNASBOによる推計値

(出所) 全米州予算担当者会(NASBO)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国：生産性に伸び回復の兆し。今後継続すれば賃金インフレ圧力抑制に貢献

## ■ 労働生産性の伸びの回復が賃金上昇によるコスト増を吸収

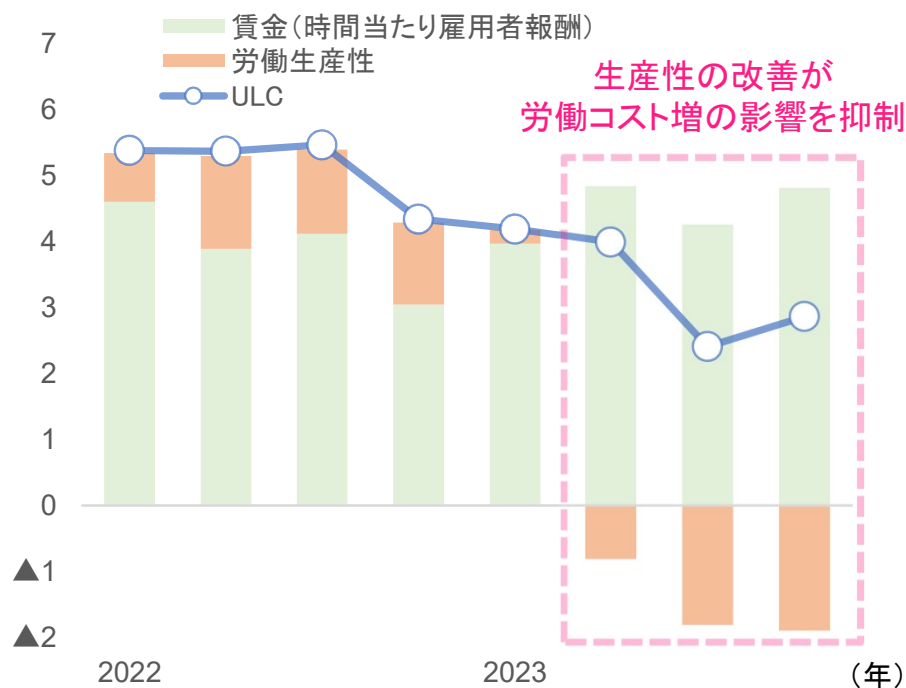
- 2023年10～12月期は前年比+1.9%（7～9月期：同+1.8%）と改善継続。これにより、2023年の単位労働コスト（ULC）の伸びは鈍化

## ■ 生産性の伸び改善の主因は資本ストックの回復に伴う資本装備率の上昇

- 経営環境の変化対応としてソフトウェアやR&D等の知的財産への投資が拡大を続ける中、バイデン政権下で行われた産業政策（IRA/CHIPS法）も資本蓄積を促進

### 単位労働コスト（ULC）の伸び

（前年比、%）

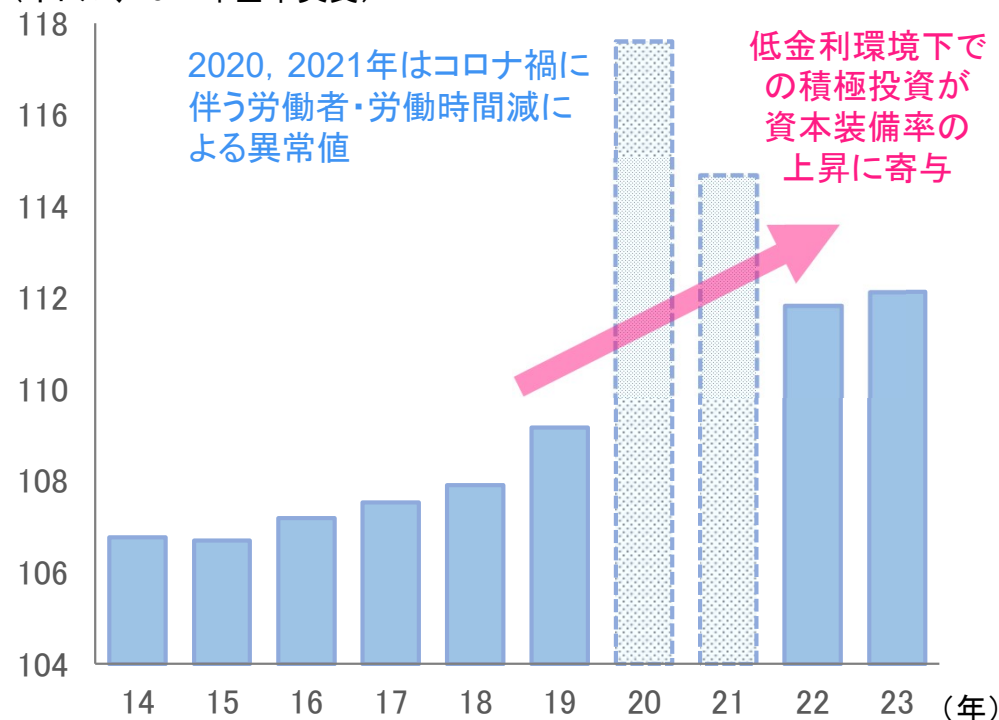


（注）雇用者報酬には、現金給与のほかに、ストックオプションの行使、現物給与、雇主の社会負担などを含み、賃金の動きとは必ずしも一致しない

（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

### マンアワーあたり資本装備率の推移

（千ドル、2017年基準実質）



（注）マンアワー当たりの資本装備率（資本ストック÷総労働時間）。なお、23年の資本ストックは未公表のため、設備投資と前年の資本減耗率をもとに推計

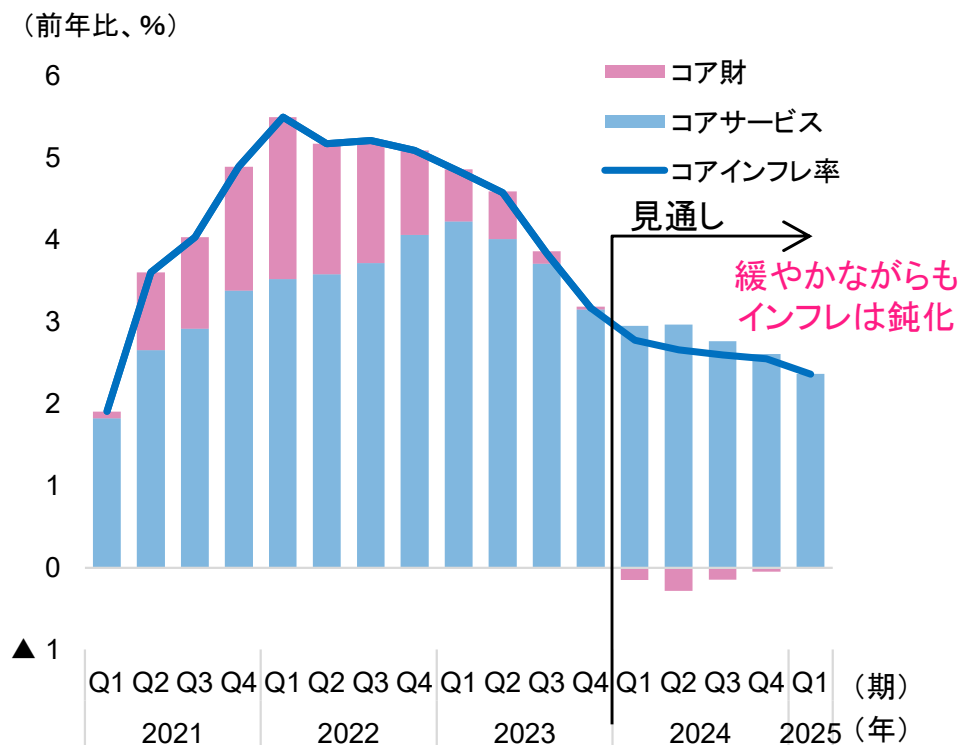
（出所）米国商務省、米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 米国：緩やかながらインフレは鈍化。利下げは7～9月期以降の年内2回を想定

- 労働需給の緩和を踏まえ、サービス物価は緩やかながらも減速を続けると予想
  - 2024年度末のコアインフレ率(PCEDベース)は前年比+2.4%と予想
- FRBは、インフレの減速と景気の鈍化を確認し、24年Q3より利下げ開始へ
  - ただし、家計では良好なバランスシートを背景に利上げの悪影響が出づらいうほか、政府の拡張的な財政政策も継続し、景気は大幅減速に至らないと予想。インフレ再燃を懸念し、FRBの利下げペースは極めて緩やかに
    - 2024年度末にかけ、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

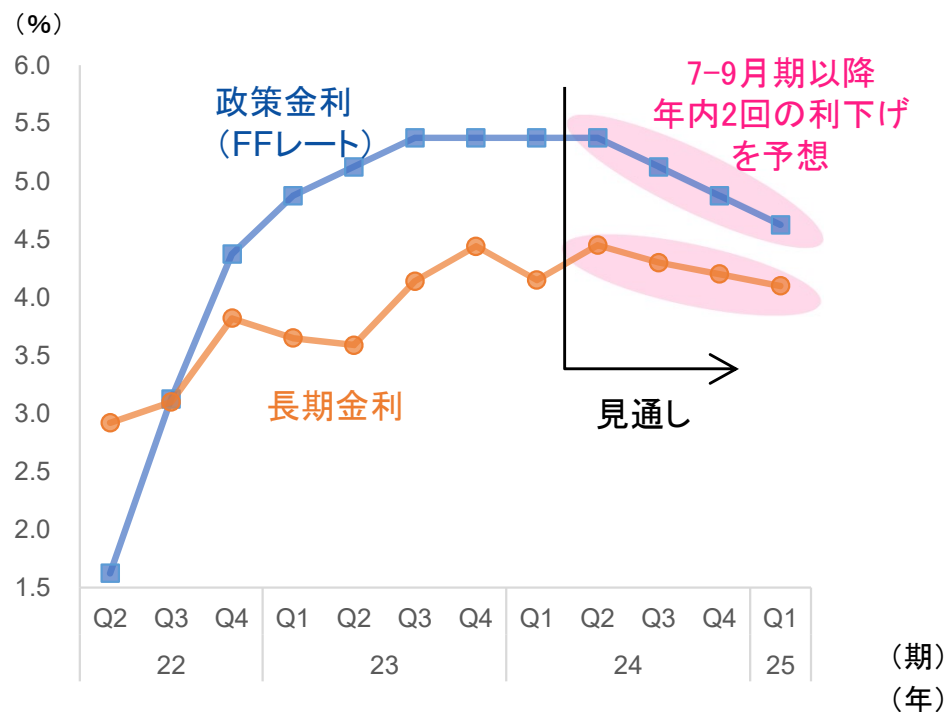
## コアインフレ率の見通し



(注)PCED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

## 米金利の見通し



(注)長期金利見通しは予測レンジの中央値を示す

(出所)Bloomberg、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国：2024年は消費と不動産が低迷、2025年以降も構造要因が成長下押しへ

- 2024年の実質GDP成長率は+4.6%と予測（12月見通しから横ばい）
  - 消費の低迷と不動産の不振が続くも、インフラ投資が景気の下支えとなる構図
- 2025年の実質GDP成長率は+4.2%と予測（12月見通しから横ばい）
  - 不動産の在庫調整は一巡に向かうも、人口減、国内統治強化、米中対立など構造的な成長下押し圧力は継続

## 見通しのポイント

### 中国経済はデフレに陥っているのか？

- ・コアCPIはプラスのため、現状はデysinフレと評価
- ・景気低迷による内需不足から強いデフレ圧力が存在

### 今後のデフレ圧力をどうみるか？

- ・過剰在庫はようやく解消、デフレ圧力の弱まりを示唆
- ・需要不足で価格下落が続けばデフレに陥るリスクも

### 中国からの「デフレ輸出」のおそれは？

- ・足元は輸入価格の低下が輸出価格下落の一因
- ・輸入価格回復を受け輸出価格の下落圧力は緩和へ

## 2024年の中国経済見通し概要

| 分野   | 方向感                                                                                   | 見通しのポイント                                                                                                                             |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 消費   |    | <ul style="list-style-type: none"><li>● サービス消費の<u>リベンジ需要は一巡</u></li><li>● 財消費は<u>消費マインドの低迷が継続</u></li><li>● 不動産関連消費の減速も下押し</li></ul> |
| 不動産  |   | <ul style="list-style-type: none"><li>● <u>在庫調整が長期化</u>し、新規投資を抑制</li><li>● 銀行貸出も伸び悩み、<u>「保交楼」完了になお時間</u></li></ul>                   |
| 製造業  |  | <ul style="list-style-type: none"><li>● 過剰在庫は概ね解消。生産は底堅い伸び</li><li>● 新規受注が弱く、需要不足と競争激化で厳しい収益環境続く</li></ul>                           |
| インフラ |  | <ul style="list-style-type: none"><li>● 国債1兆元増発による<u>投資が景気下支え</u></li><li>● 2024年は財政出動を「適度に」拡大方針</li><li>● 年後半に特別国債発行との観測も</li></ul> |

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

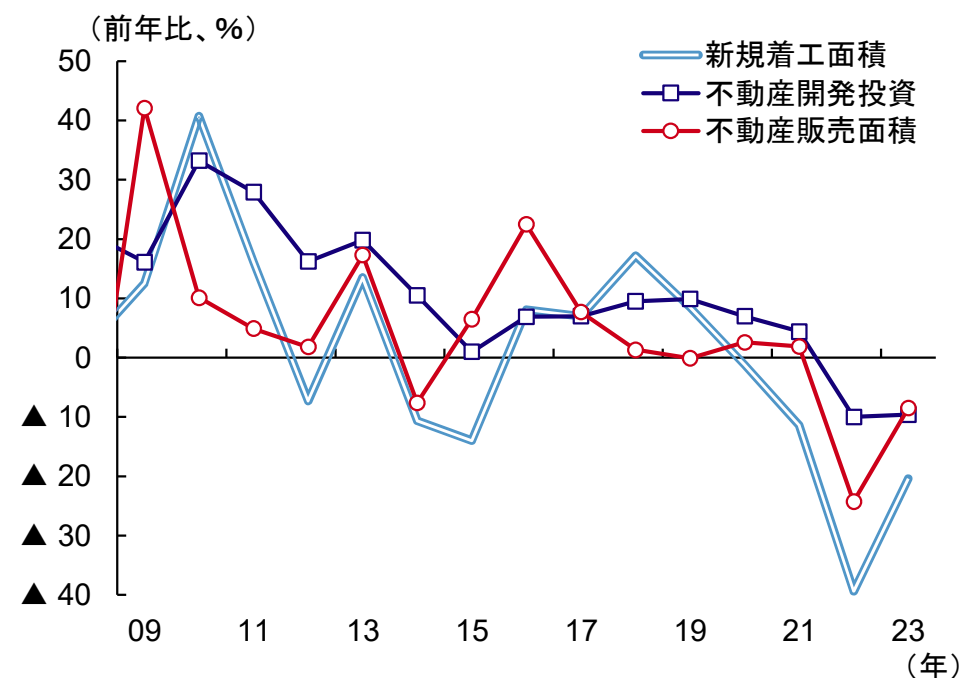
（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 中国：不動産部門の調整長期化は雇用環境に波及

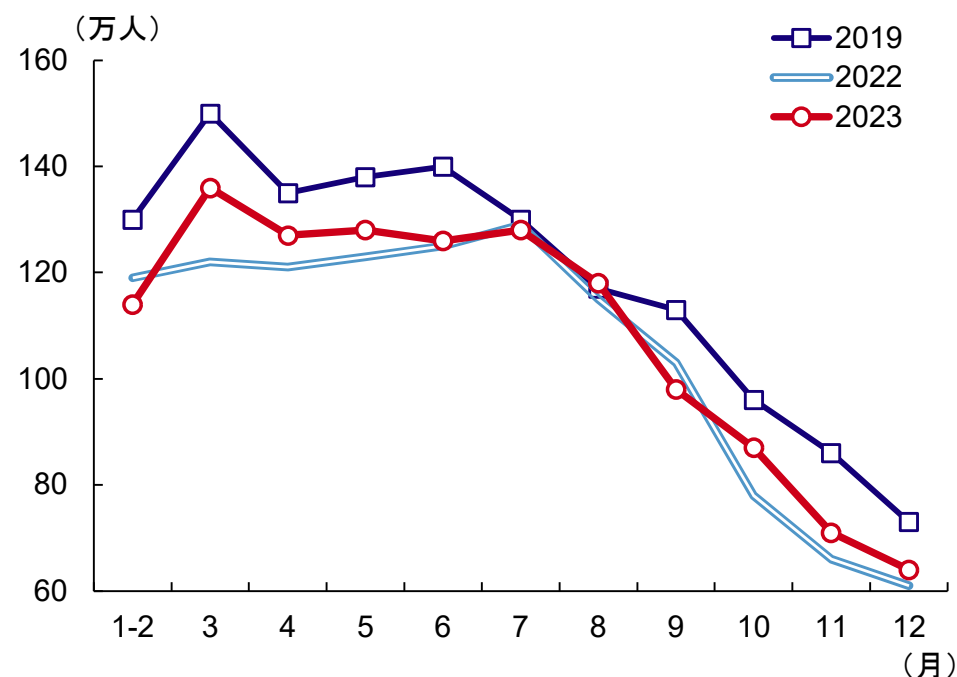
- 不動産市場の不振継続。販売面積と開発投資は通年でそれぞれ前年比▲8.5%、▲9.6%と、初の2年連続マイナス
  - 新規着工面積は同▲20.4%と、3年連続の2ケタ減。ディベロッパーの資金繰り悪化や在庫調整の長期化が影響
  - 販売低迷により在庫調整ペースの鈍化が続く。過剰在庫の調整完了時期は2025年以降にずれ込む見通し
- 都市部の新規就業者数はコロナ前の水準以下で低迷

## 不動産関連指標(開発投資・販売面積・着工面積)



(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 都市部新規就業者数



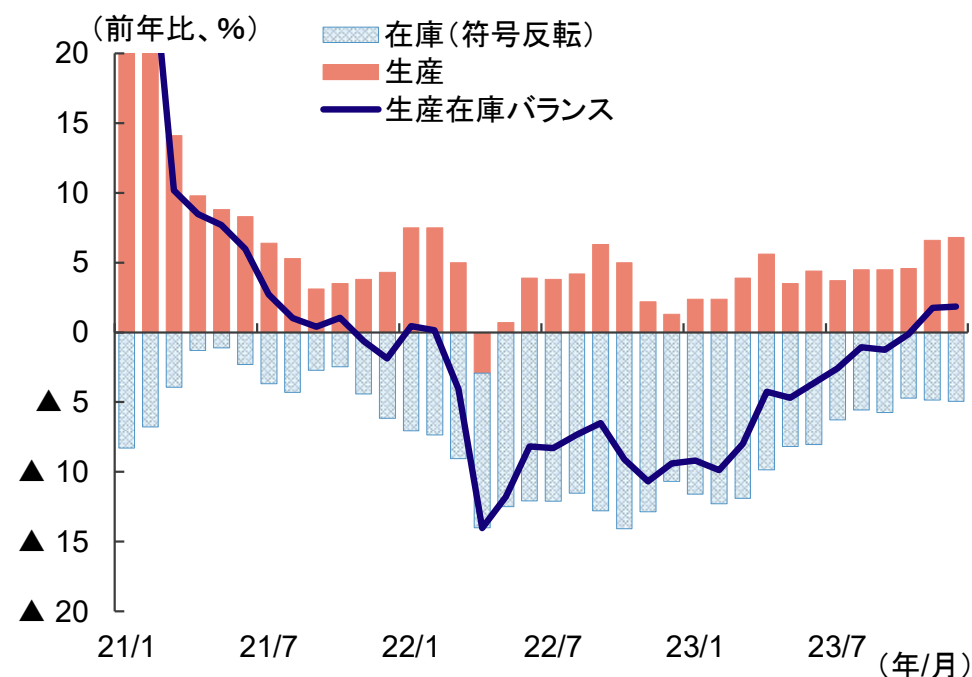
(注) 毎年1~2月は2カ月の平均値

(出所) 人資源社会保障部、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中国：製造業の過剰在庫は解消。不動産調整の製造業への波及は小休止

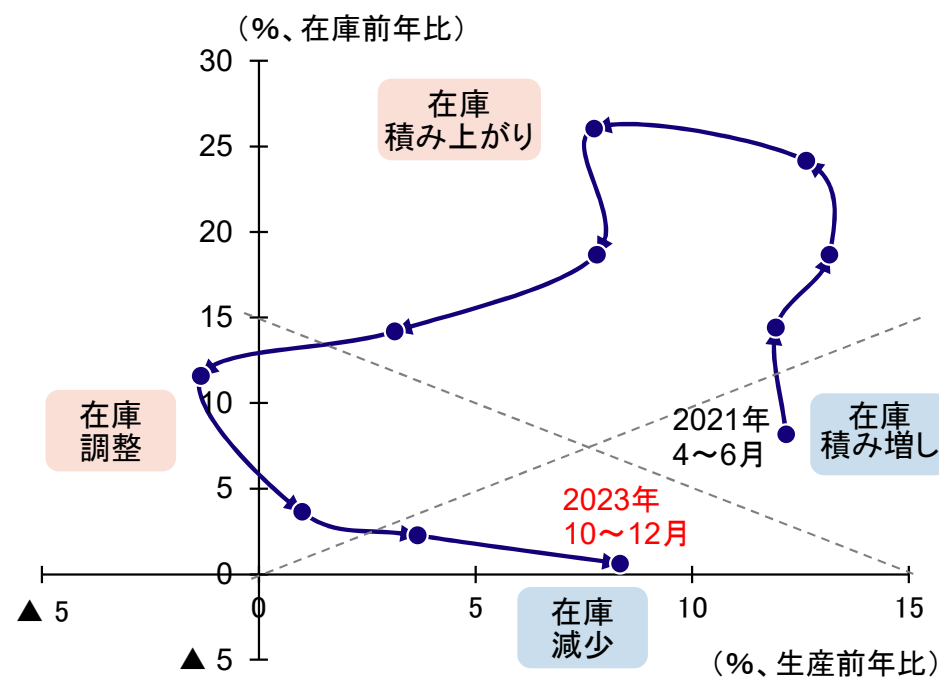
- 製造業の過剰在庫はようやく解消、生産も足元で底堅い伸びをみせており、デフレ圧力の弱まりを示唆
  - とりわけ、通信・電子機器が在庫積み増し局面に向かいつつあることは好材料
- ただ、購買担当者景気指数(PMI)新規受注は弱く(1月49.0)、需要不足と競争激化で厳しい収益環境続く
  - デフレ圧力は和らいでいるものの、需要の戻りが鈍いことから、国内でのデスインフレ状況は続く見通し

## 生産在庫バランス



(注)在庫はPPIで実質化  
(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

## 在庫循環図(通信・電子)



(注)在庫はPPIで実質化  
(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：国内デスインフレは輸出価格下落を下押しするも先行きは不透明

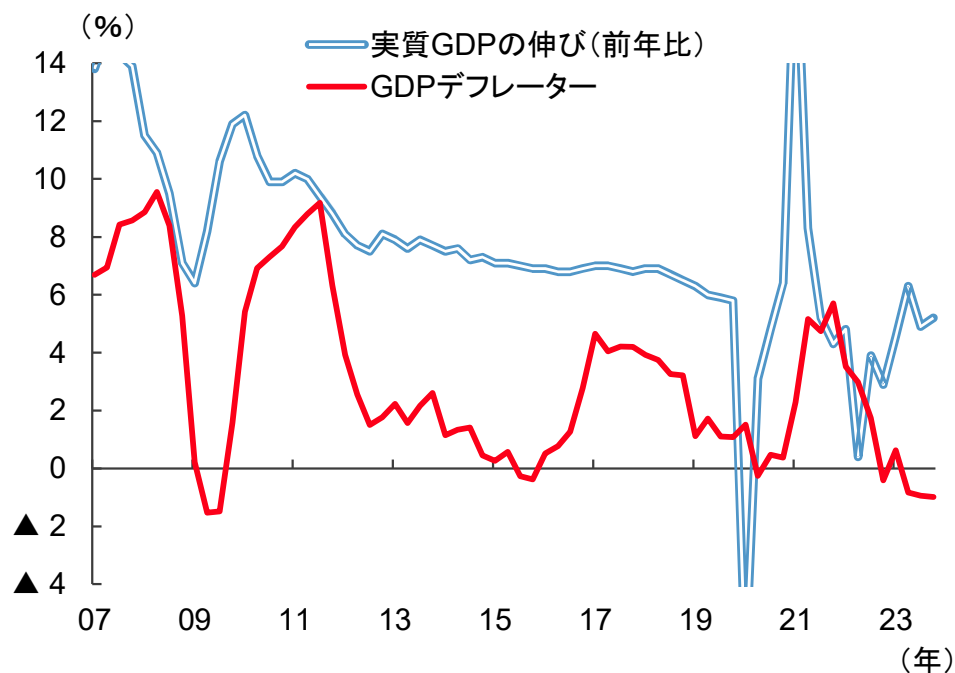
## ■ 国内需給緩和と輸入価格下落により足元デスインフレ圧力

- GDPデフレーターは10～12月期まで3四半期連続のマイナス。エネルギーなど輸入品の価格下落だけでなく、内需不足からデスインフレ圧力を示唆

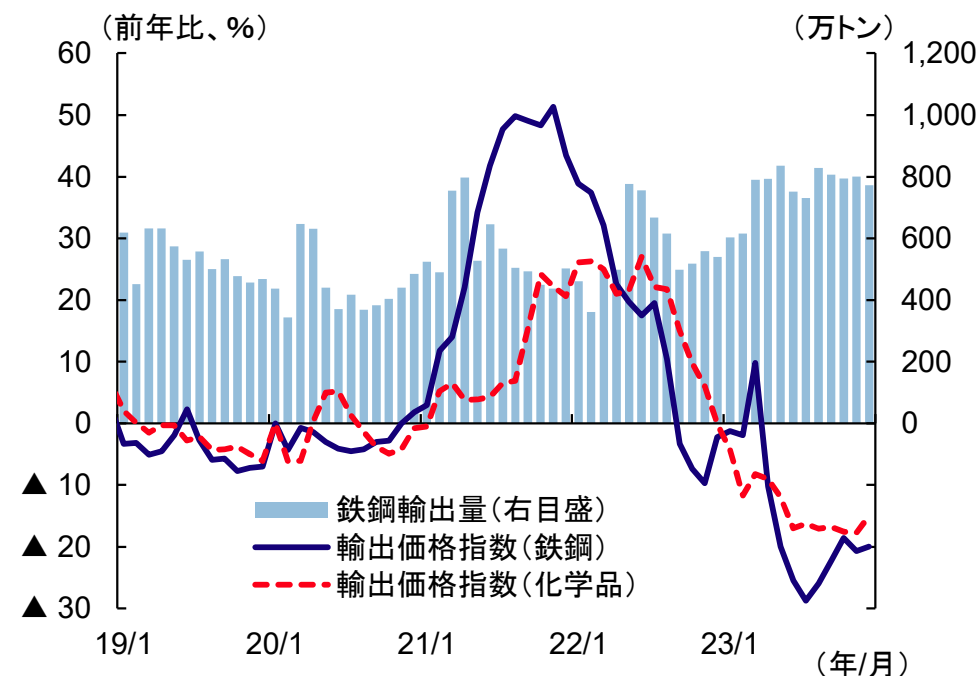
## ■ 不動産部門調整が長期化する中、鉄鋼・化学品など一部品目では輸出価格の下落が続く

- 12月の輸出価格指数は前年比▲8.4%。先行きは、資源価格の回復基調を受けて、輸入価格は目先は横ばいか小幅プラス圏での推移が見込まれるため、輸出価格の押し下げ圧力は当面は和らぐ見通し

### GDPデフレーター(四半期ベース)



### 輸出価格指数(鉄鋼・化学製品)・鉄鋼輸出量



(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

(出所) 税関総署、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

---

## 2. 米国政治～迫るトランプ再選リスク～

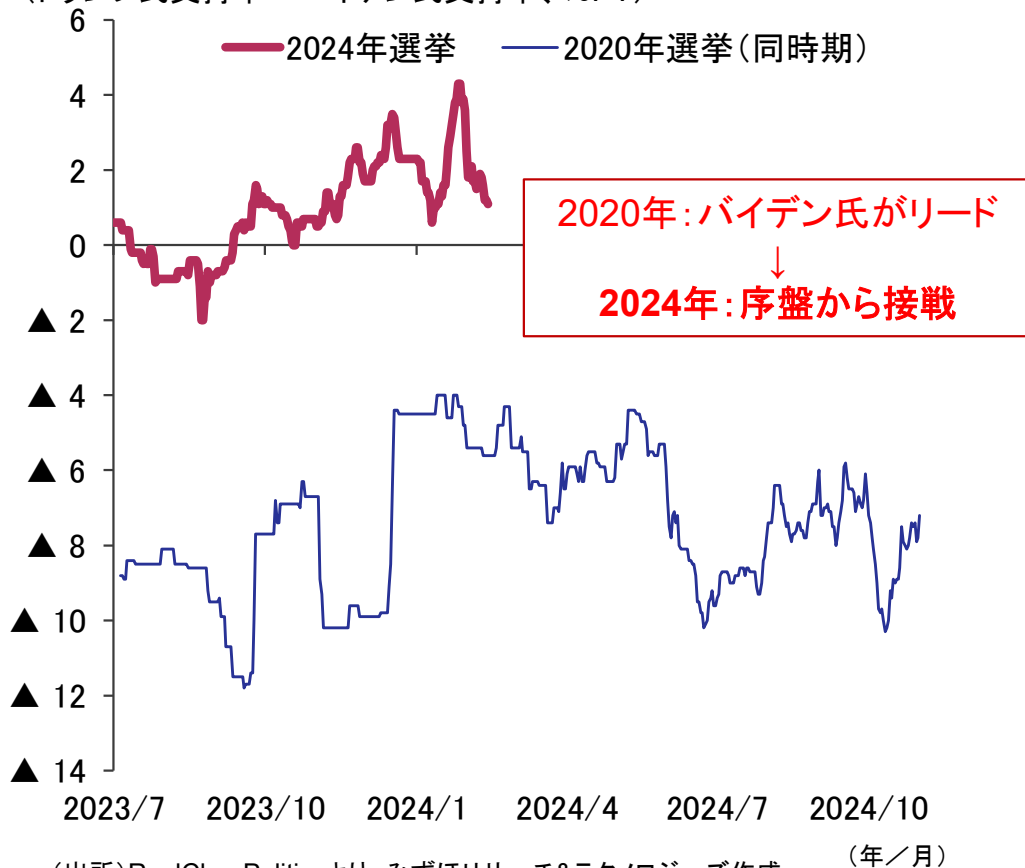
# 米国政治：大統領選は序盤から接戦。「もしトラ」リスクに現実味

## ■ 大統領選挙はもとより、上下両院を共和党が制するトリプルレッドさえあり得る展開

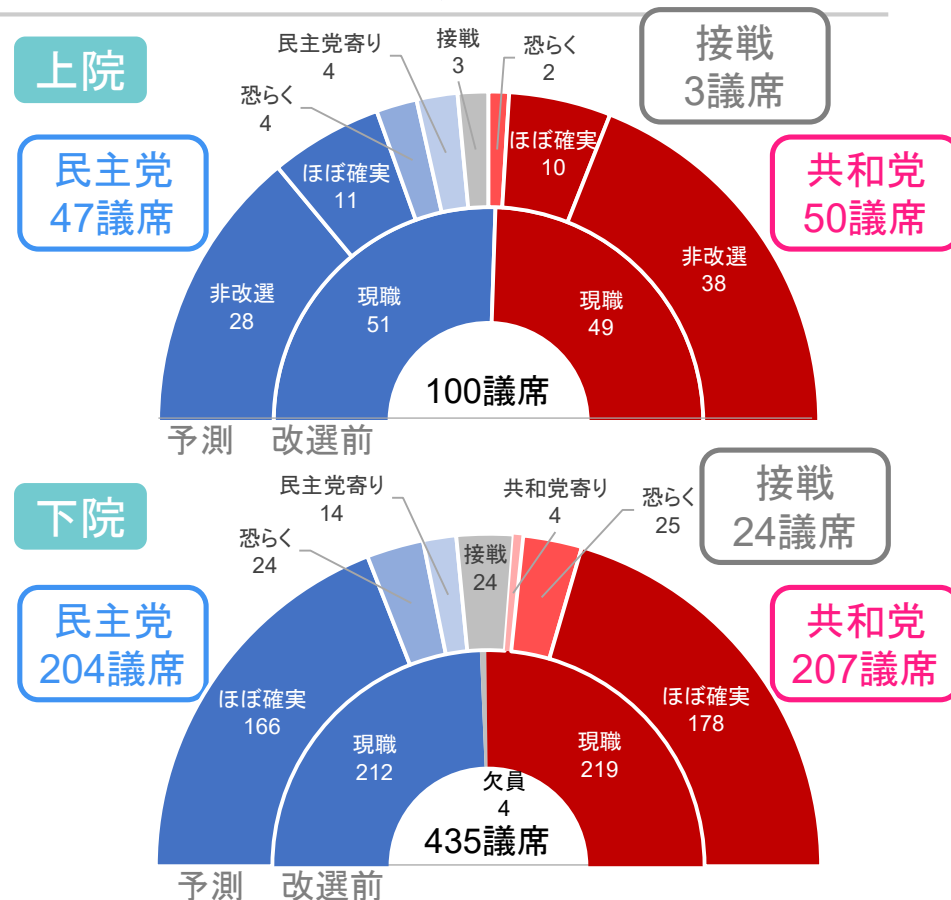
- 大統領選は、2020年選挙時は投票直前までバイデン氏がリードを維持していた一方、今回は序盤から接戦の展開
- 議会選は、上院(約3分の1の議席が改選)は共和党の過半数獲得の可能性が高まる。下院(全数改選)は、支持がほぼ拮抗しており、民主・共和のどちらに転ぶかはわからない状況
- トリプルレッドになれば、トランプ氏が掲げる各種政策の実現に追い風

### トランプ氏のバイデン氏に対するリード

(トランプ氏支持率－バイデン氏支持率、%PT)



### 上下院の議席予想(24年2月10日時点)

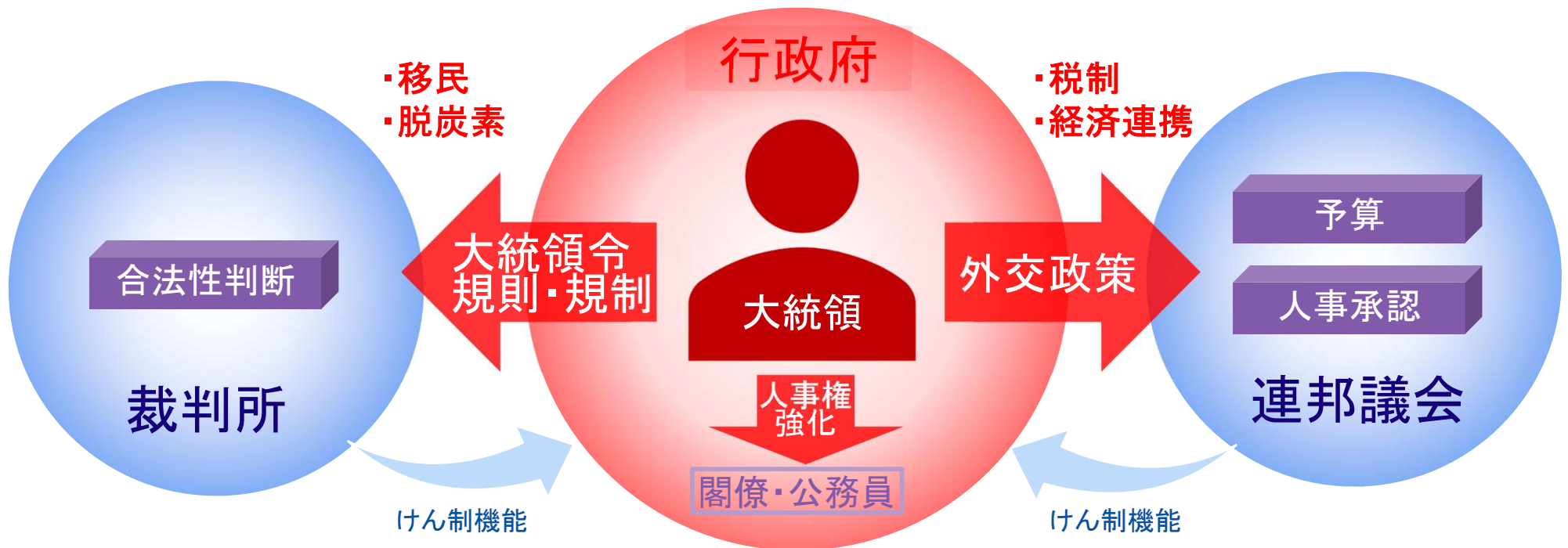


# 米国政治：慣例軽視で大統領権限強化を目論む2期目のトランプ政権

- 米国大統領（行政府の長）に対しては、本来、連邦議会（立法）、裁判所（司法）によるけん制機能が存在
  - 2期目のトランプ政権は、1期目の経験・反省をもとに大統領権限強化を通じて自ら志向する政策の実現を追求
  - 人事権強化などを通じて抵抗勢力を徹底的に排除。大統領令や規制、外交権限の多用は各方面で軋轢も

## トランプ返り咲きで変わる行政（大統領）・立法（連邦議会）・司法（裁判所）の関係

1期目の経験を通じて連邦議会や裁判所への対応方法を習得  
過去の慣例・慣習にとらわれることなく大統領権限を多用し政策を推進



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 米国政治:「米国第一主義」による短期的な利益追求は、中長期のリスクを増幅

## トランプ氏が掲げる“粗野な”「米国第一主義」

### 経済・財政政策

- 移民排斥
- 関税引き上げ
- 減税政策の継続

### 外交

- 単独主義/ディール外交
- 同盟軽視/国際協定離脱

### 環境政策

- パリ協定再離脱
- EVの促進策の廃止
- 化石燃料の振興

### 短期影響

- 国民の雇用保護
- 他国製品排除、減税による経済活発化

- かりそめの安定  
(米口関係改善、恐怖による抑制など)

- 資源セクターの保護
- エネルギー調達の安定化

### 中長期影響

- 人手不足の再燃
  - 輸入物価の上昇
  - 政府債務増から財政懸念
- (リスク①) インフレ・金利上昇

- 地政学リスクの高まり
  - 国際ルールの形骸化
- (リスク②) 国際秩序の漂流

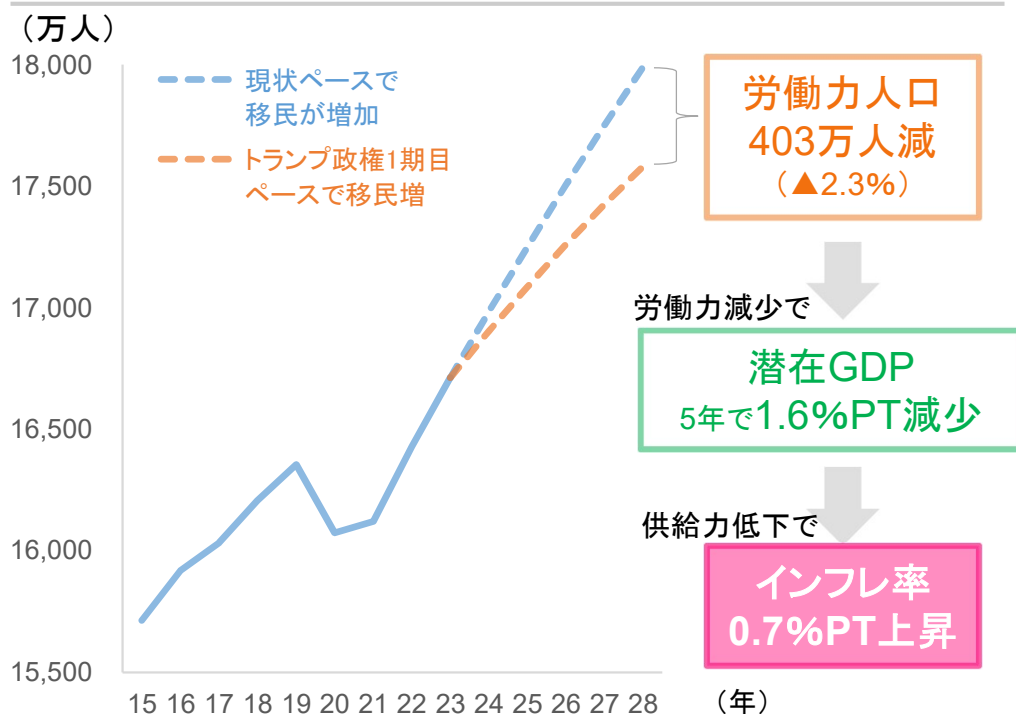
- 米国が世界的な潮流に乗り遅れるリスク
  - 世界の潮流自体に影響も
- (リスク③) 脱炭素化の遅れ

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国政治：保護主義政策は過度な移民排斥や他国製品排除はヒト・モノ不足を助長

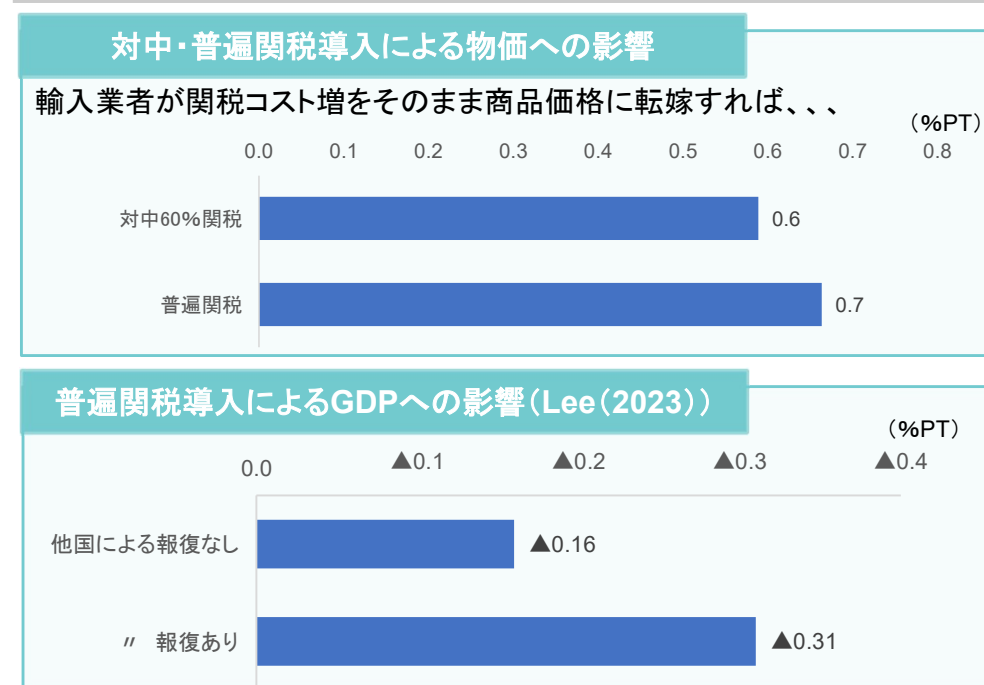
- トランプ氏は、不法移民の摘発強化、合法移民にもビザ発給時の思想審査、市民権付与の出生地主義の見直し等を計画
  - 移民増加ペースがトランプ政権1期目並みの場合、労働力人口は2028年時点で403万人減少と試算
    - 潜在成長力は5年で1.6%PT低下、インフレには0.7%PTの押し上げ圧力に
- 保護主義政策は、国内投資を促す一方、自由貿易の恩恵が失われ、輸出の減退やインフレ圧力につながるリスク
  - 対中関税が60%、他国への関税率が10%まで引き上げられ、世界的な関税の応酬合戦となればGDPは0.3%減

## 労働力人口の機械的試算



(注) 1. 外国生まれの労働力人口を移民とみなした。米国生まれ(ネイティブ)の増加ペースは米国商務省の人口推計を用いて延伸  
2. 労働力人口減少に伴う潜在GDPへの影響は、労働分配率が0.7として計算。潜在GDPからインフレ率への波及は、需給ギャップとインフレ率からなるVARモデルから試算  
(出所) 米国労働省、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 関税引き上げ(対中:60%、他地域:10%)に伴う経済影響



(注) 1. 物価影響については、米国の全産業の海外調達品の価格が中国は+40% (20%→60%)、その他の国からは+7% (3%→10%) 上昇した場合の消費者物価への波及影響を国際産業連関表を用いて試算  
2. 経済への影響については、Lee (2023) "Trump's Proposed 10 Percent Tariff: Considering the Impact" による試算  
(出所) ADB、Lee (2023) より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

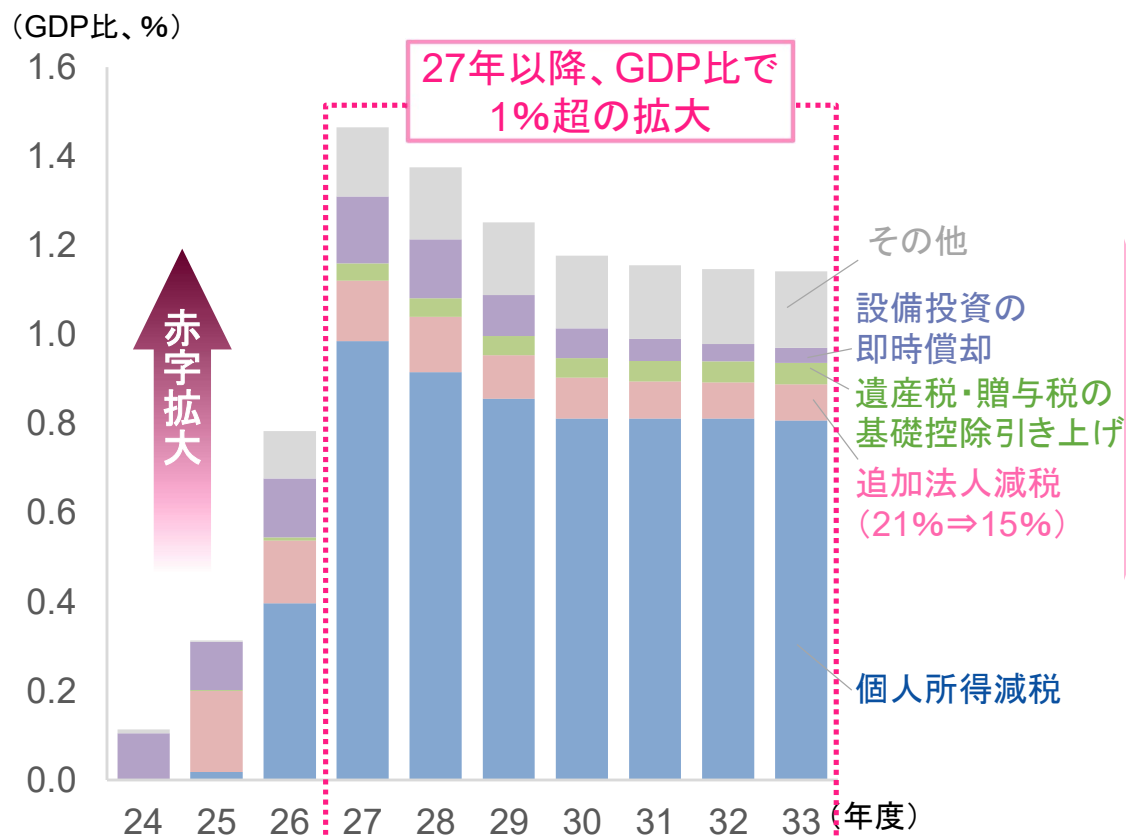
# 米国政治：減税策の継続は先行きの財政不安を助長させる要因に

## ■ トランプ氏はビジネスフレンドリーな減税政策を継続する方針、政府債務は大幅に増加

- 2017年に成立した減税・雇用法のうち2025年度に失効予定の個人所得減税等の措置を延長することに加え、法人税を現行の21%から15%に引き下げる意向。減税策の継続は、2027年以降の成長率を1%強押し上げる一方、景気の過熱により+0.5~0.7%PT程度のインフレ圧力が発生する見込み

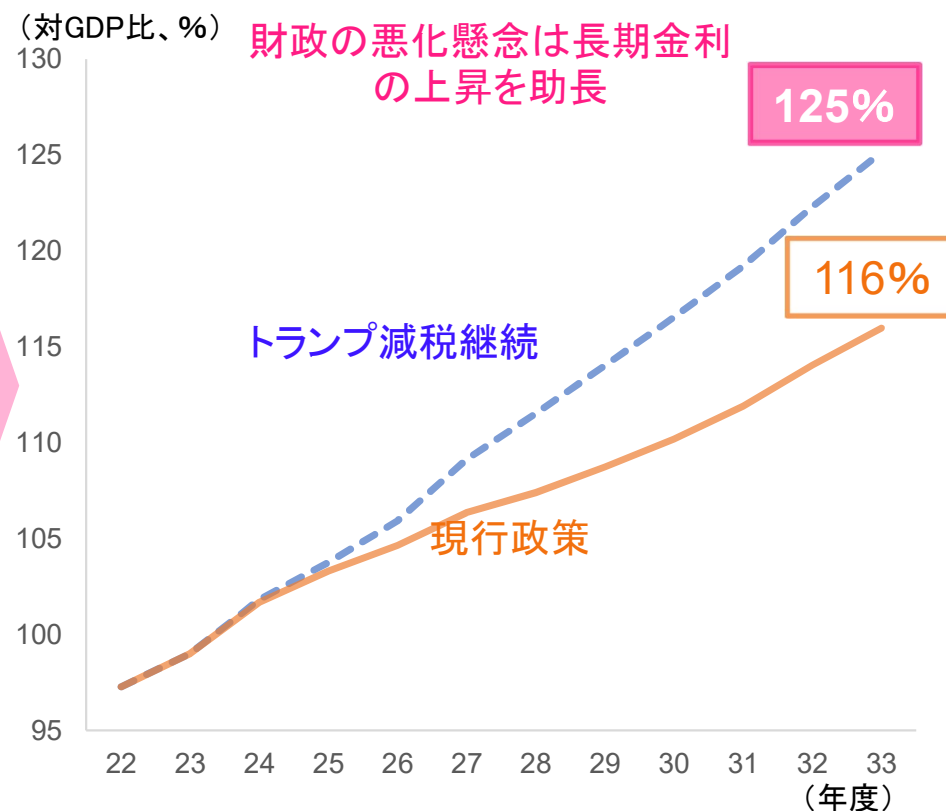
- トランプ減税の継続に伴う中長期的な追加歳出は3.8兆ドル。政府債務対GDP比は2033年には125%まで拡大

### トランプ減税継続に伴う財政赤字の押し上げ影響



(出所) CBOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### トランプ減税継続時の公的債務対GDP比率の見通し



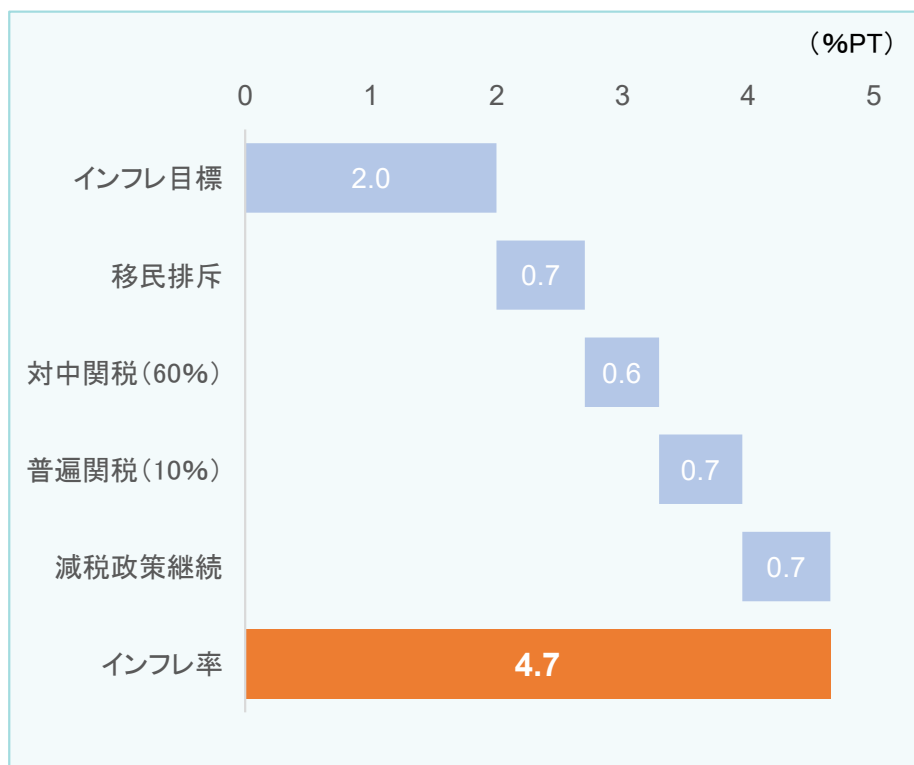
(出所) CBOより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国政治：金融政策は短期的に緩和を促すも、インフレ加速で再引き締めリスク

- 金融政策は、短期ではFRBに対する圧力により緩和的な水準となりうるが、その先では再び大幅利上げに転じるリスク  
— トランプ氏が掲げる①移民排斥、②関税引き上げ、③減税政策が同時に実行された場合、インフレ率は4.7%に到達。  
その結果、FRBは4%前後まで政策金利の引き上げを求められる計算に

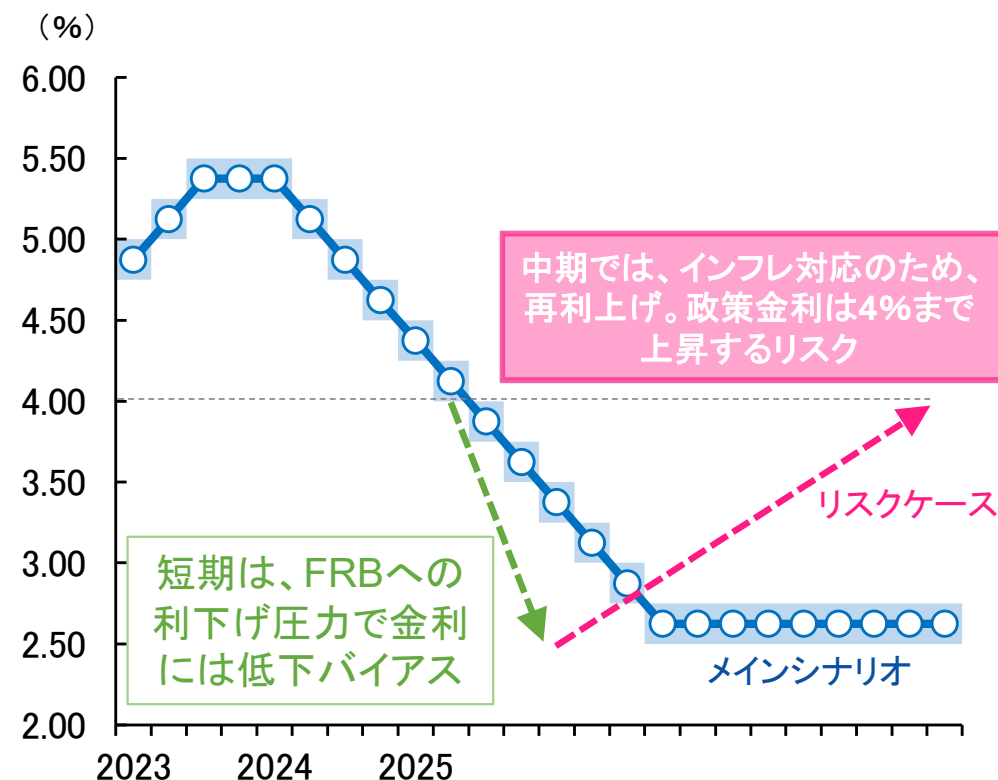
- トランプ前大統領は、現在の政策金利を「高すぎる」と批判、パウエルFRB議長（議長としての任期は2026年5月15日まで）を再任しない意向

## トランプ政策が導入された場合のインフレ率への影響



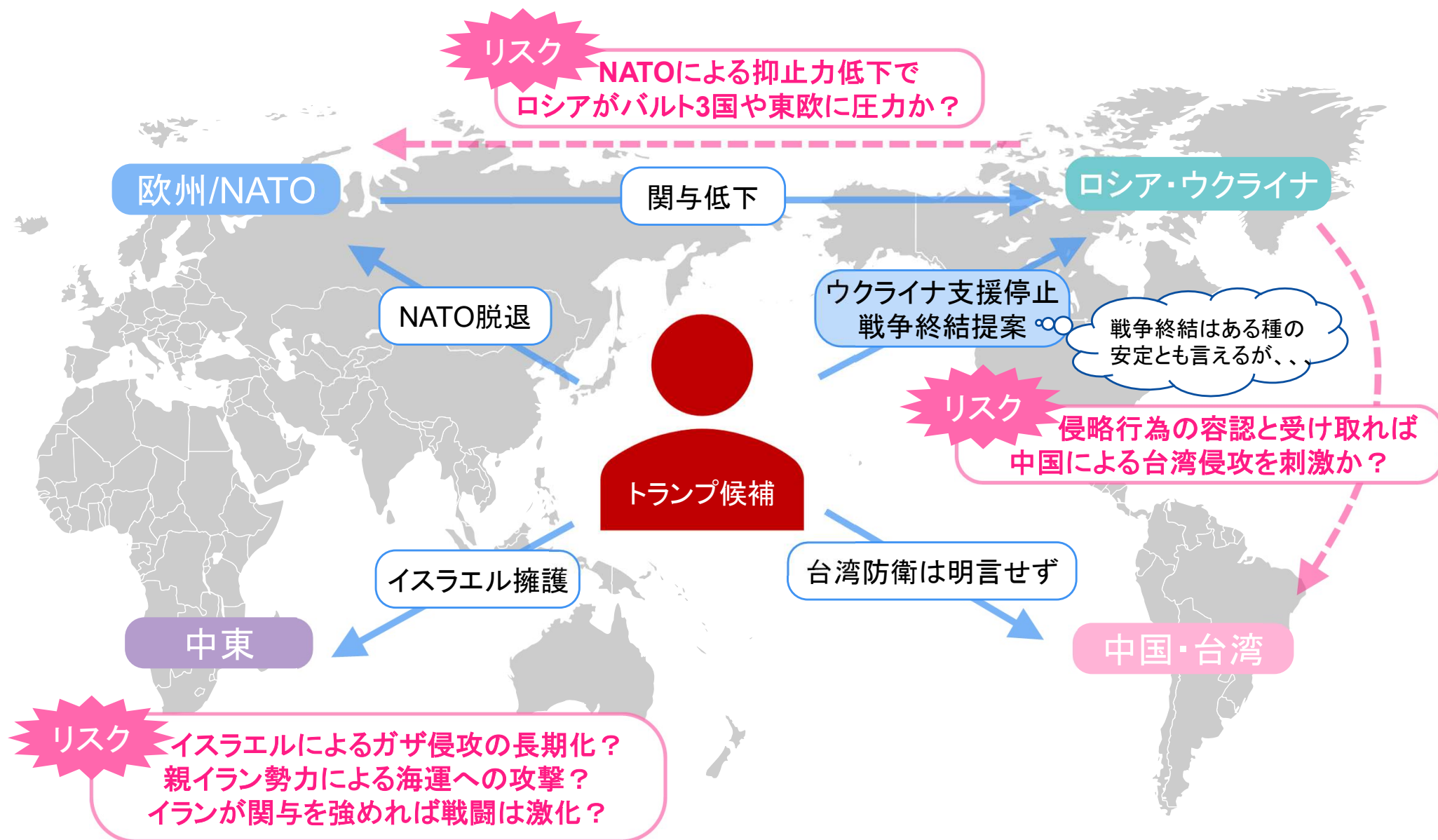
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 政策金利のパス



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国政治：国際秩序は、かりそめの安定が限界、将来の地政学リスクは増大

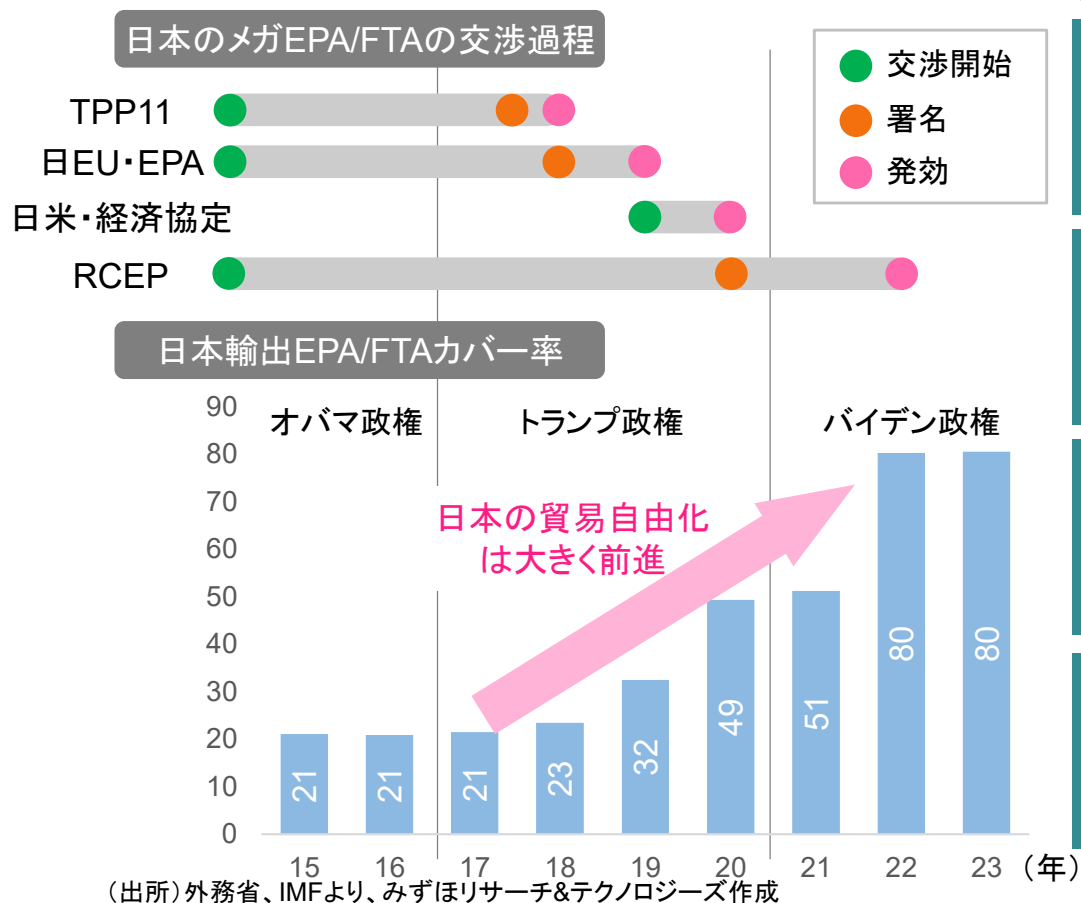


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国政治：政権再来でも、米国抜きの国際協力の促進・深化は可能

- 過去に日本が締結したメガEPA/FTAは全て第一次トランプ政権時代に成立、日本にとっては寧ろ自由貿易が進展
  - 2020年4月には中国の習近平国家主席の国賓来日が予定される(結果的にコロナ蔓延で中止)など、トランプ前大統領は米国を介さない国際交流・協力には関与せず(米国第一主義を妨げない動きにはほぼ無関心)
- トランプ政権が再来した場合でも、米国を除く国際協力には深化の余地
  - 日本の貿易は既に自由化が完了しており、日本政府の次なる連携のターゲットは「地球規模の社会問題」

## 日本が締結したEPA/FTAの交渉過程と輸出カバー率



## IPEFの4つの柱

|                    |                                                                                        |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 貿易<br>継続協議         | ①労働、②環境、③デジタル経済、④農業、⑤透明性・良き規制慣行、⑥競争政策、⑦貿易円滑化、⑧包摂性、⑨技術支援・経済協力                           |
| サプライチェーン<br>2/24発効 | ①重要分野・物品の基準策定、②重要分野・物品の強靱性・投資の増大、③情報共有・危険対応メカニズム、④供給網の物中管理の強化、⑤労働者の役割強化、⑥供給網の透明性向上     |
| クリーン経済<br>実質合意     | ①エネルギー安全保障と移行、②優先部門での温室効果ガス排出削減、③持続可能な土地・水・海洋、④温室効果ガス除去の革新的技術、⑤クリーン経済への移行を可能にするインセンティブ |
| 公正な経済<br>実質合意      | ①エネルギー安全保障と移行、②優先部門での温室効果ガス排出削減、③持続可能な土地・水・海洋、④温室効果ガス除去の革新的技術、⑤クリーン経済への移行を可能にするインセンティブ |

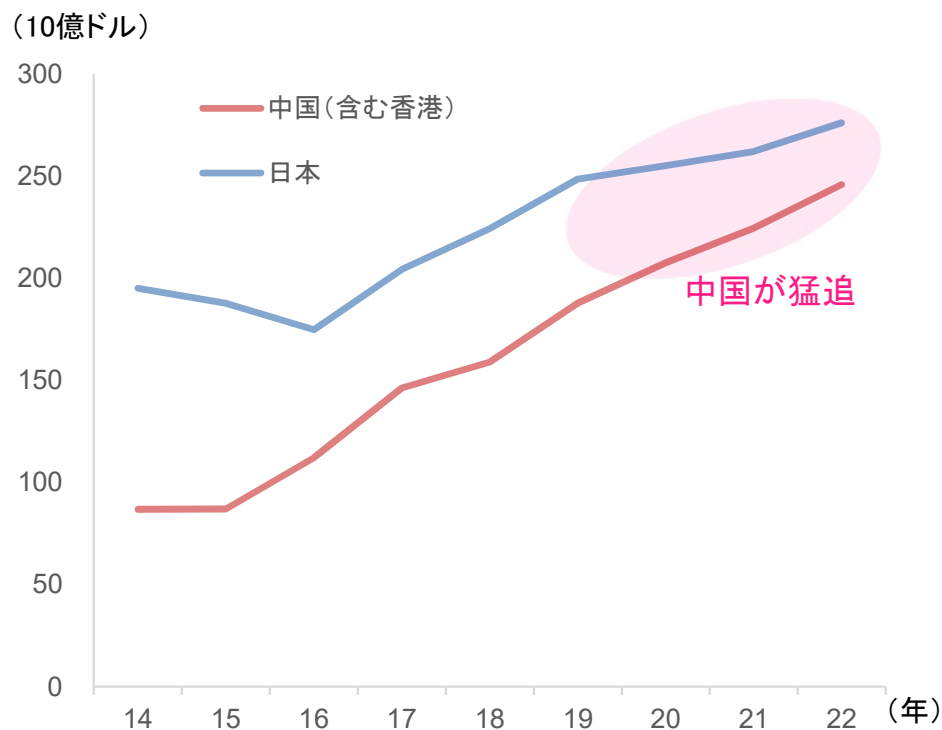
(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 米国政治：グローバルサウスで中露覇権が進むリスク、日本のリーダーシップに試練

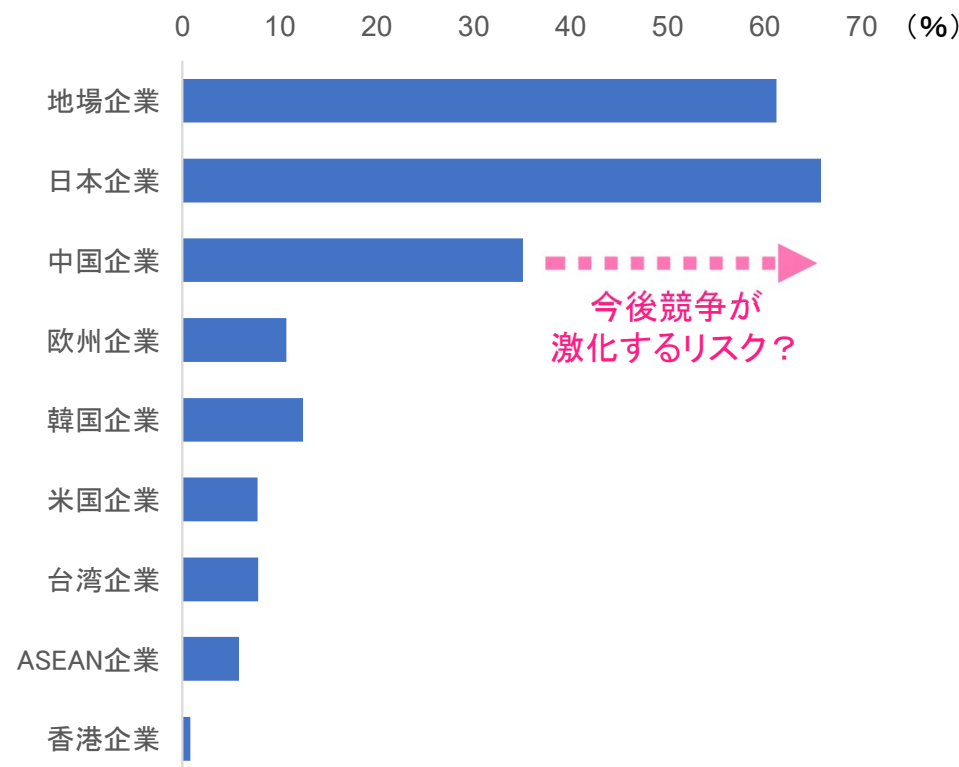
- 米中関係が更に冷え込むこととなれば、中国やロシアによるグローバルサウスへの接近は加速へ
  - 東南アジアへの投資は、中国が日本を猛追する格好
- JETRO 調査(2023)によれば、ASEAN市場における日系企業の競合相手として中国は第三位につける
  - 特に、自動車(EV)、交通インフラ、金属等の分野で、中国企業が市場獲得における競合相手となる可能性
    - 東南アジアは80年代から築き上げてきた「日本の牙城」、日本政府・企業の国際的なリーダーシップが試される

## 日中の対ASEAN投資(直接投資残高)



(注)ASEAN Statsではブルネイ、ベトナムの直接投資額が公表されていない  
(出所)ASEAN Statsより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ASEANにおける日系企業の競合相手企業(2023年調査)



(出所)JETRO 2023)「2023 年度 海外進出日系企業実態調査 アジア・オセアニア編」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国政治：環境政策は短期的には景気を押し上げも、脱炭素目標は大きく出遅れ

- トランプ氏は、パリ協定離脱、化石燃料振興、EV促進策廃止等を掲げ、経済活性化、エネルギー調達安定化を目指す  
— シェール革命以降、米国は世界最大の原油・天然ガスの生産国に。化石燃料の促進は短期的には米経済の後押し
- 一方、米国のEV政策は既に中国や欧州対比出遅れ、EV促進策停止なら更なる後退に  
— トランプ氏の環境政策が導入された場合、2030年時点のCO2排出量は2005年対比▲24%とバイデン政権継続時の半分程度の削減に留まるとの試算も

## トランプ氏が掲げる環境政策

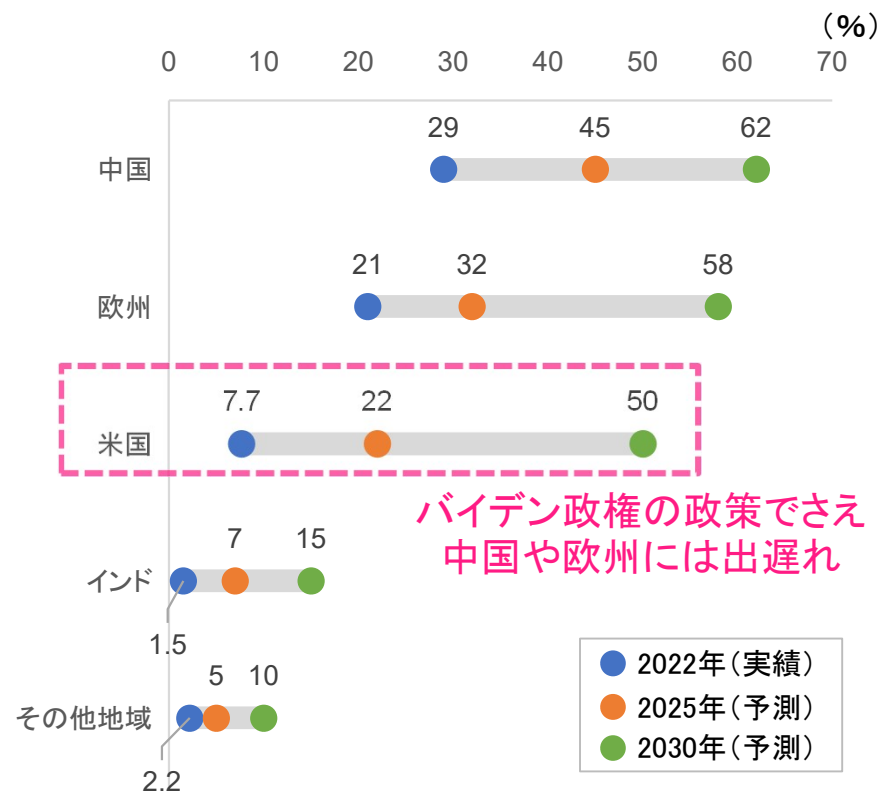
| 方針   |                                                                                         |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 国際協定 | ✓ パリ協定/IPEFから離脱                                                                         |
| 発電   | ✓ バイデン政権の発電規制(※注)を中止<br>✓ エネルギーインフラ案件を迅速に承認<br>✓ 火力発電化石燃料(原油、天然ガス、クリーン石炭)、原子力発電、水力発電の促進 |
| EV   | ✓ IRA法のEV購入奨励策の廃止                                                                       |

| 狙い    |                                                          |
|-------|----------------------------------------------------------|
| 安全保障  | ✓ エネルギードミナンス(安価で安定したエネルギー供給により安全保障・経済発展を支え、敵対国に対する優勢を築く) |
| 雇用創出  | ✓ 火力発電所、パイプライン、送電網、港湾、製油所、出荷ターミナルの建設等の分野で米国人の雇用を創出       |
| 投資活性化 | ✓ エネルギーコストの抑制により、製造業、データセンター、半導体等を誘致                     |

(注) バイデン政権は、2023年5月に、火力発電所にCO2回収装置の設置やクリーン水素の混焼を義務付ける規制案を発表

(出所) 各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## EVの販売シェアの見通し(既存政策シナリオ)



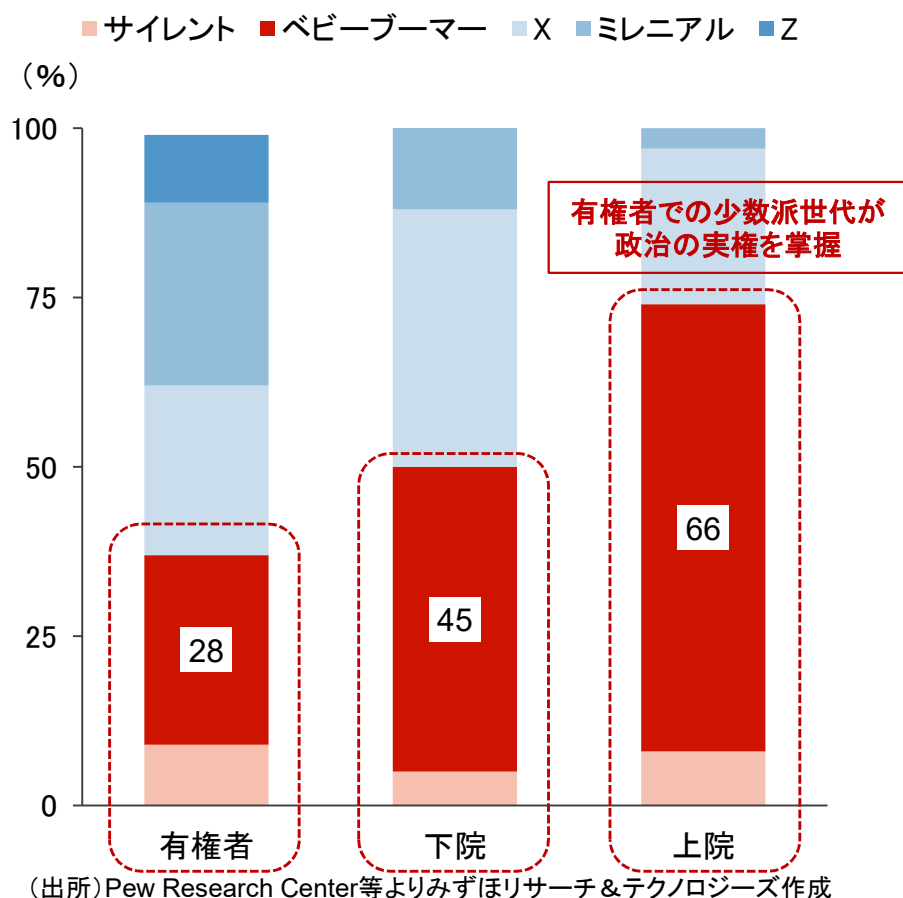
(注) 1. 乗用車ベース

2. 予測(IEA)は、既存政策シナリオ(The Stated Policies Scenario、STEPS)

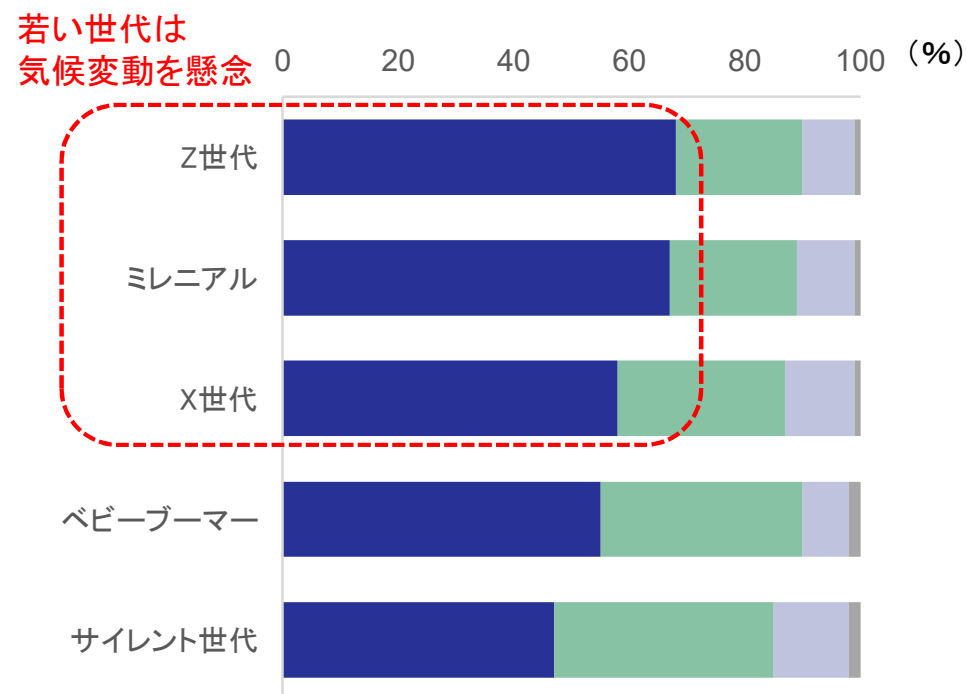
(出所) IEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 米国政治：世代交代は待ったなし、24年はベビーブーマー前世代の「最後の戦い」

- 米国の大統領はベビー・ブーマー世代から若返っておらず、有権者とのかい離が拡大
    - 投票者に占める割合では、既にベビー・ブーマー以前の世代は少数派、議会でも有権者とのかい離は歴然
  - ミレニアル世代やZ世代は、ベビーブーマー以前の世代に比べ、トランプ氏が軽視する気候変動に対する関心が高い
    - 将来的には米国も脱炭素路線復帰はあり得る状況
      - その他、移民や多様性等、高齢層と若年層の価値観には大きな差、「若い世代は何を選択するのか」に要注目
- 有権者と議会の世代構成**



- 化石燃料燃焼等の人的要因 ■ 自然のサイクル
- 気候変動に科学的根拠はない ■ 分からない/無回答



(注) 2023年6月8～28日の期間で全米の5,192人への聞き取り調査による  
(出所) PRRI調査よりみずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米国政治：嵐に飲み込まれず、中長期的な視点での洞察と準備が重要に

“粗野な”「米国第一主義」は、  
中長期的な課題を軽視

- 短期的には、投資活性化やエネルギー調達の安定化などポジティブな側面も多数存在
  - 一方、中長期的な視点では、ネガティブなリスクへの意識を強めるべき
- ⇒ アップサイドを冷静に受け止めつつ、潜むリスクを見失わないことが必要に

+

次期政権は過渡期の4年間、  
中長期的な方向性は不確か

- トランプ政権は最後の4年、米国政治は世代交代の時期を迎える
  - その後に続くものを模索する／見極める時期に
- ⇒ 若い世代は何を選択するのか、諸外国はどう受け止めるのかに注目

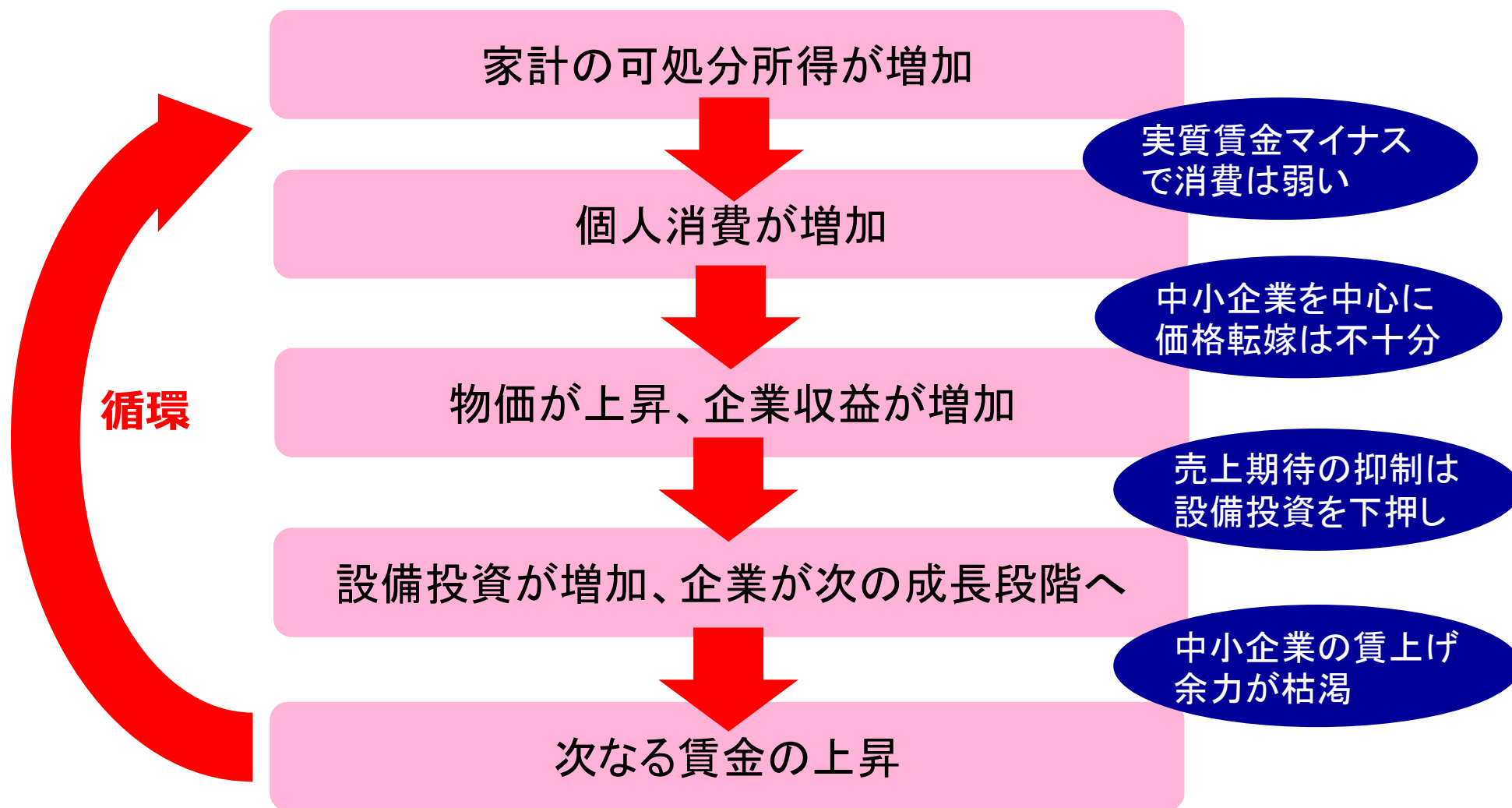
### 2つの示唆

- ① 短期のアップサイドを見逃さないためにも、個別の政策の出具合を見ながら、各影響を分析する
- ② トランプの嵐に飲み込まれず、中長期的な視点や次世代にとっての「米国第一主義」への感度を失わないことが重要

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 3. 日本経済の見通し～好循環の実現に向けて～

## 賃金・物価は上昇しているが「好循環」の実現・継続には課題も



(出所) 首相官邸HPより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 2023年10～12月期GDPは辛うじてマイナス成長を回避。個人消費は弱さが継続

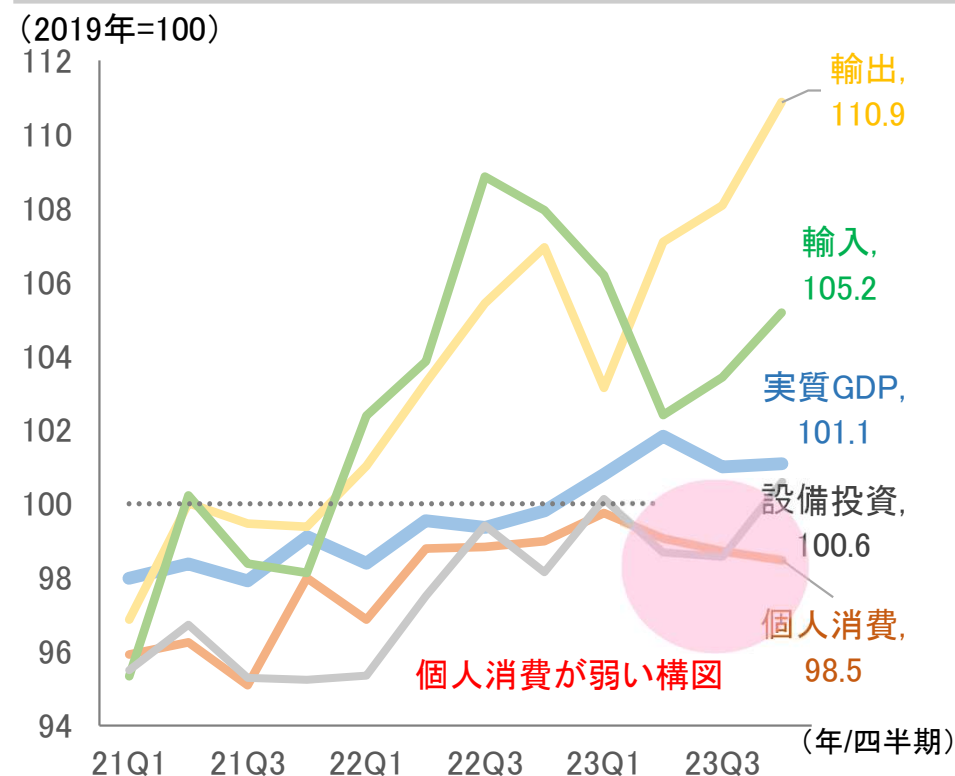
- 10～12月期の実質GDP(2次速報)は前期比+0.1%(年率+0.4%)と1次速報(年率▲0.4%)から上方修正
  - ― 設備投資が大幅に上振れたものの、個人消費が下振れるなど内需はマイナス継続で冴えないとの見方は変わらず、一時的なサービス輸出の増加を除けばマイナス成長。23年後半の経済活動の停滞を再確認する結果
  - ― 24年1～3月期は引き続き物価高が個人消費を下押しするほか、欧米を中心とした海外経済の減速が輸出の重石に。サービス輸出の反動減や一時的な下押し要因(能登半島地震、自動車減産)も重なり小幅マイナス成長を予想
  - ― 4～6月期以降は高水準の企業収益が賃金や設備投資に回ること、日本経済は回復基調で推移する見通し

## 実質GDP2次QEの修正状況

|                | 2023<br>1～3 | 4～6    | 7～9    | 10～12  | 1次QE   |
|----------------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 実質GDP          | 1.0         | 1.0    | ▲0.8   | 0.1    | ▲0.1   |
| (前期比年率)        | 4.0         | 4.2    | ▲3.2   | 0.4    | ▲0.4   |
| (前年比)          | 2.6         | 2.3    | 1.6    | 1.2    | 1.0    |
| 内需             | 1.3         | ▲0.6   | ▲0.8   | ▲0.1   | ▲0.3   |
|                | (1.4)       | (▲0.7) | (▲0.8) | (▲0.1) | (▲0.3) |
| 民需             | 1.6         | ▲0.9   | ▲1.0   | 0.0    | ▲0.3   |
|                | (1.3)       | (▲0.7) | (▲0.8) | (0.0)  | (▲0.2) |
| 個人消費           | 0.8         | ▲0.7   | ▲0.3   | ▲0.3   | ▲0.2   |
| 住宅投資           | 0.3         | 1.8    | ▲0.6   | ▲1.0   | ▲1.0   |
| 設備投資           | 2.0         | ▲1.4   | ▲0.1   | 2.0    | ▲0.1   |
| 在庫投資           | (0.5)       | (▲0.1) | (▲0.5) | (▲0.1) | (▲0.0) |
| 公需             | 0.4         | 0.2    | 0.0    | ▲0.3   | ▲0.2   |
|                | (0.1)       | (0.1)  | (0.0)  | (▲0.1) | (▲0.1) |
| 政府消費           | 0.1         | ▲0.1   | 0.3    | ▲0.2   | ▲0.1   |
| 公共投資           | 2.0         | 2.2    | ▲1.0   | ▲0.8   | ▲0.7   |
| 外需             | (▲0.4)      | (1.7)  | (▲0.0) | (0.2)  | (0.2)  |
| 輸出             | ▲3.5        | 3.8    | 0.9    | 2.6    | 2.6    |
| 輸入             | ▲1.6        | ▲3.6   | 1.0    | 1.7    | 1.7    |
| 名目GDP          | 2.2         | 2.6    | ▲0.0   | 0.5    | 0.3    |
| GDPデフレーター(前年比) | 2.3         | 3.7    | 5.2    | 3.9    | 3.8    |

(注) 表の数値は言及ない限り実質前期比。( )内はGDPへの寄与度  
(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

## 需要項目別の推移

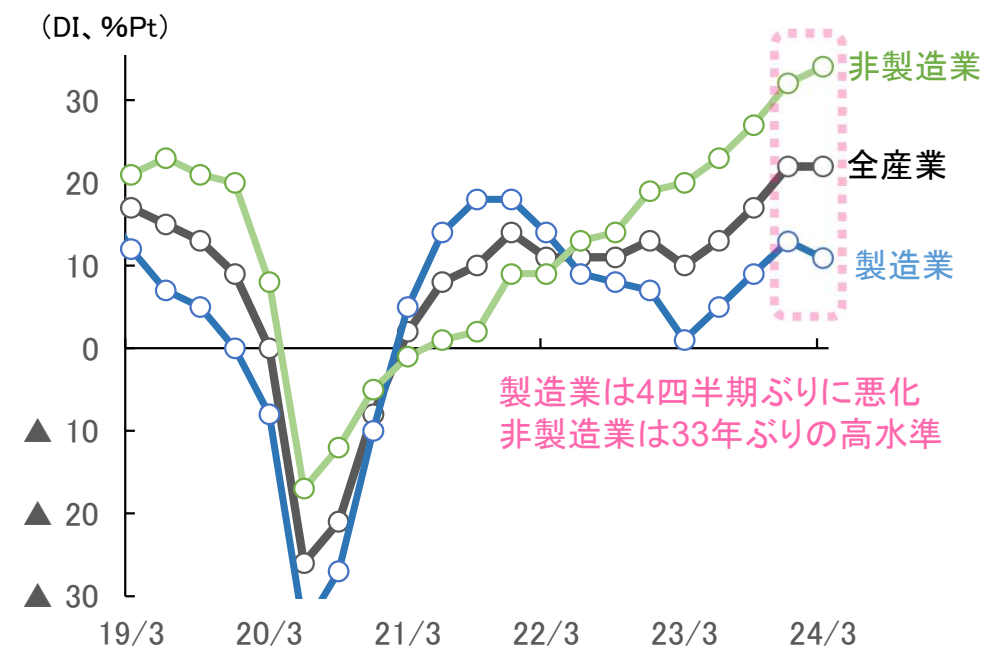


(注) 点線は2019年平均の水準  
(出所) 内閣府「国民経済計算速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 大企業の業況判断は製造業で悪化の一方、非製造業は高水準を維持

- 短観3月調査における大企業の業況判断DIは、製造業が4期ぶりに悪化の一方、非製造業は33年ぶりの高水準
  - 製造業(+11Pt)では、大手自動車メーカーの生産停止を受け、自動車が前回比大幅に低下(+28pt→+13pt)。生産用機械や電気機械、鉄鋼など幅広い業種で悪化しており、能登半島地震や中国経済減速が背景とみられる
  - 高水準を維持する非製造業(+34Pt)では、好調な訪日外客数を受けた交通需要を背景に、運輸・郵便が改善。企業のDX・省力化投資ニーズ等の増加を受けて、情報サービスも改善
- 2024年度収益計画は例年並みのスタート。現時点では人件費負担増の影響は限定的か

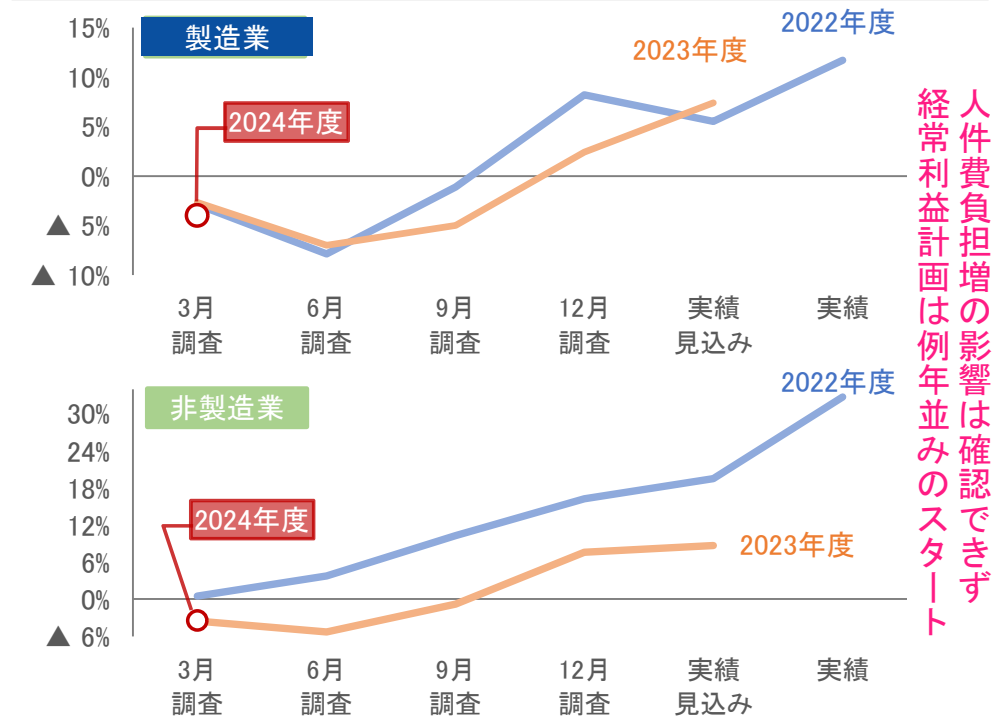
## 大企業の業況判断DI



(注) 業況が「良い」と回答した割合－「悪い」と回答した割合。2023年12月調査以降は新基準ベース

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 大企業の経常利益率計画(調査時点別推移)

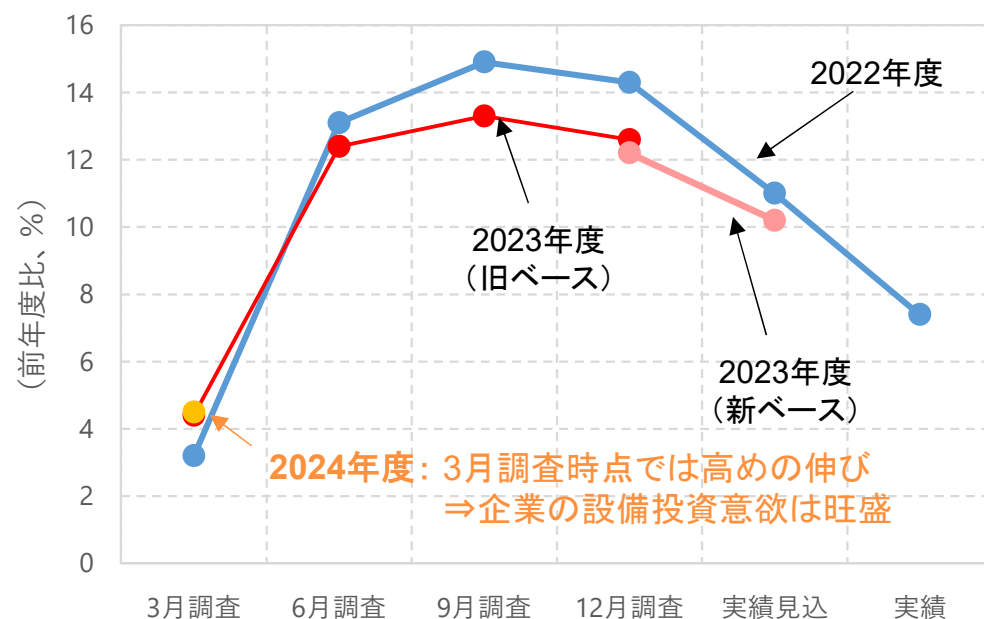


(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 2024年度の設備投資計画は堅調な一方、人手不足はより深刻化

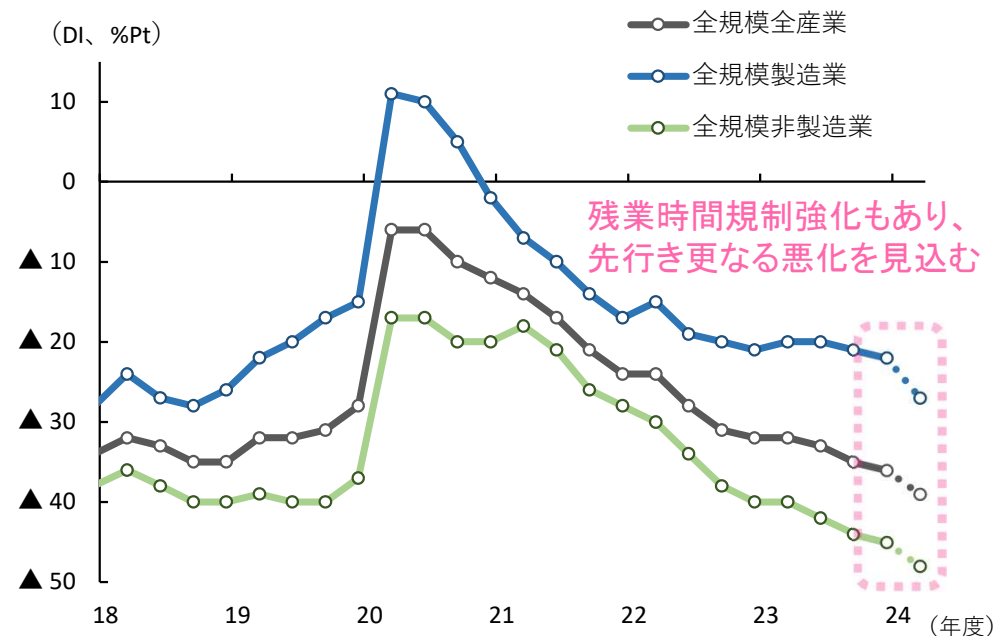
- 2024年度の設備投資計画(ソフトウェア・研究開発含む)は前年比+4.5%と、3月時点としては高い伸び
  - DX・GX関連投資や人手不足対応の省力化投資など企業の投資意欲は引き続き旺盛
  - また、コスト高等によって2023年度に実行しきれなかった投資を2024年度に繰り越している可能性
- 雇用人員判断DIはマイナス幅(人手不足超)が拡大。非製造業の人手不足感はコロナ禍前を上回る水準で推移
  - 残業時間規制強化の流れを受けて、非製造業を中心に先行き更なる悪化が見込まれる状況

## 設備投資計画の調査時点別推移



(注) 全規模合計、全産業。ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除く  
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 雇用人員判断DI



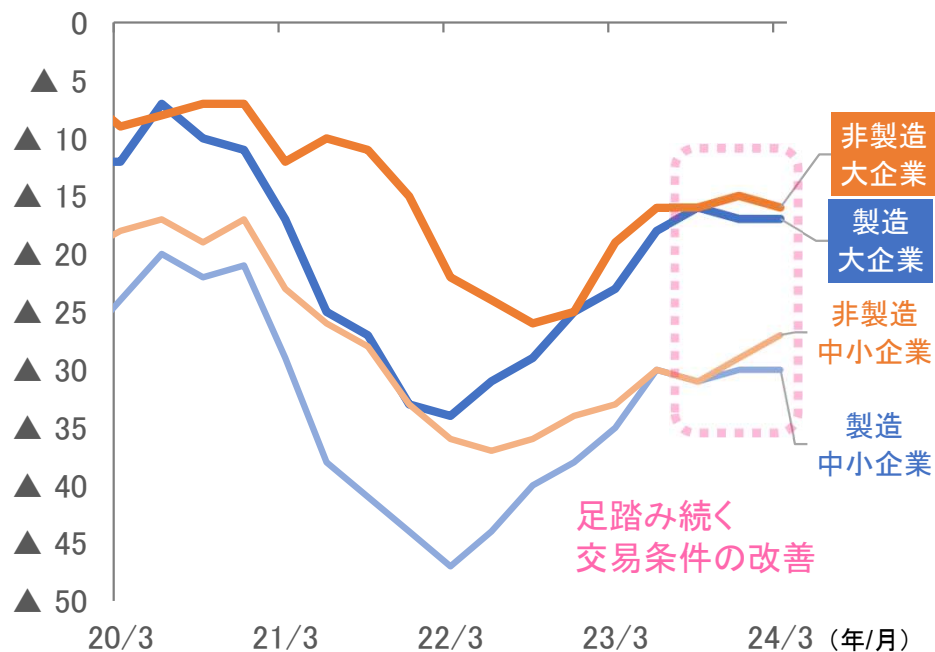
(注) 全規模合計。雇用人員が「過剰」と回答した割合－「不足」と回答した割合。2023年12月調査以降は新基準ベース。破線部分(24年6月)は先行き判断  
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 企業の交易条件指数は横ばい圏で推移。価格転嫁のハードルの高さを示唆

- 販売価格判断DIから仕入価格判断DIを差し引いた企業の交易条件は、改善が足踏み
  - 価格転嫁(＝マージン改善)のハードルの高さを示唆。中小非製造業は緩やかな改善傾向が続くも、製造業では大企業・中小企業とも横ばい推移
- 消費関連業種の販売価格見通し(1年後)は概ね上昇一服
  - 持続的な物価目標達成に向けて、販売価格見通しが維持されるか見極める局面に。まずは良好な春闘の結果が賃金・消費へと波及するかを要確認

## 業種別・規模別交易条件指数

(販売価格判断DI-仕入価格判断DI、Pt)

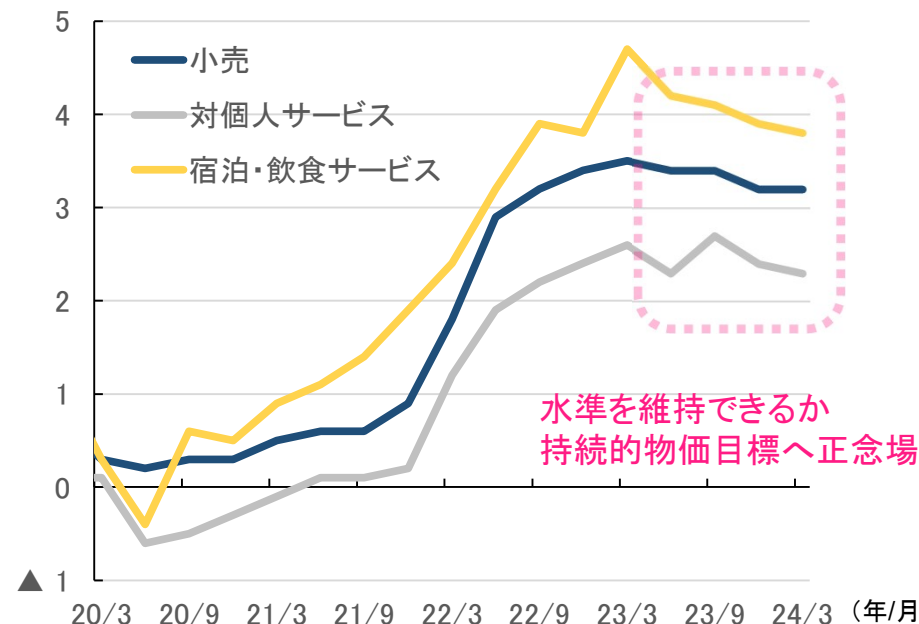


(注) 全規模ベース。2024年3月調査は新基準ベース

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 消費関連業種の販売価格見通し(1年後)

(一年後の物価見通し、%)



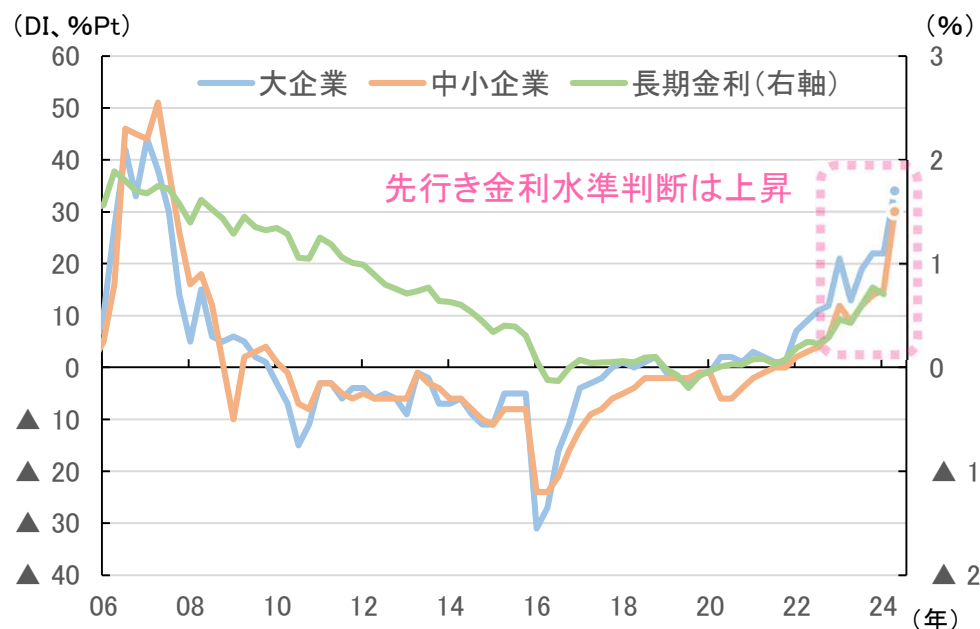
(注) 全規模ベース。現在の水準と比較した1年後の物価見通しの平均値。2024年3月調査は新基準ベース

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 強まる借入金利の先高観。ただし、設備投資計画は自動車等中心に堅調

- **「先行き」の借入金利水準判断DIは大きく上昇**。2006～2007年の利上げ局面に近い水準に
  - 「先行き」の借入金利水準判断は大企業で34(「最近」対比+12Pt)、中小企業で30(同+15Pt)と大幅に上昇(短観の調査票回収日は日銀3月会合(18・19日)の前週)
- **自動車や化学、生産用機械などで際立つ旺盛な投資意欲**
  - EV関連投資意欲の高まり、半導体市場の回復観測等を背景に、**自動車や化学、生産用機械(半導体製造装置含む)**などで過去の実績を大きく上回る設備投資計画に

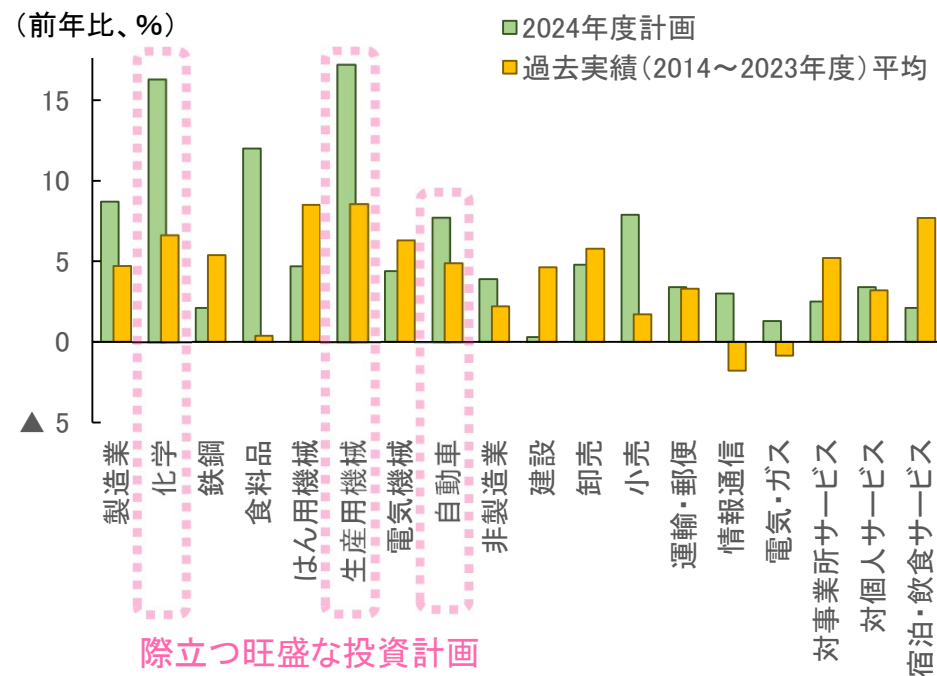
## 企業の借入金利水準判断DIと長期金利



(注) 丸マーカーは2024年3月調査における「先行き」を示している。全産業ベース。2024年3月調査は新基準ベース。長期金利は10年国債利回り

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2024年度の設備投資計画と過去10年間の実績平均



(注) 全規模ベース。ソフトウェアを含み、土地投資額を除く。2014～2022年度までは6月調査実績値、2023年度は3月調査実績見込み値

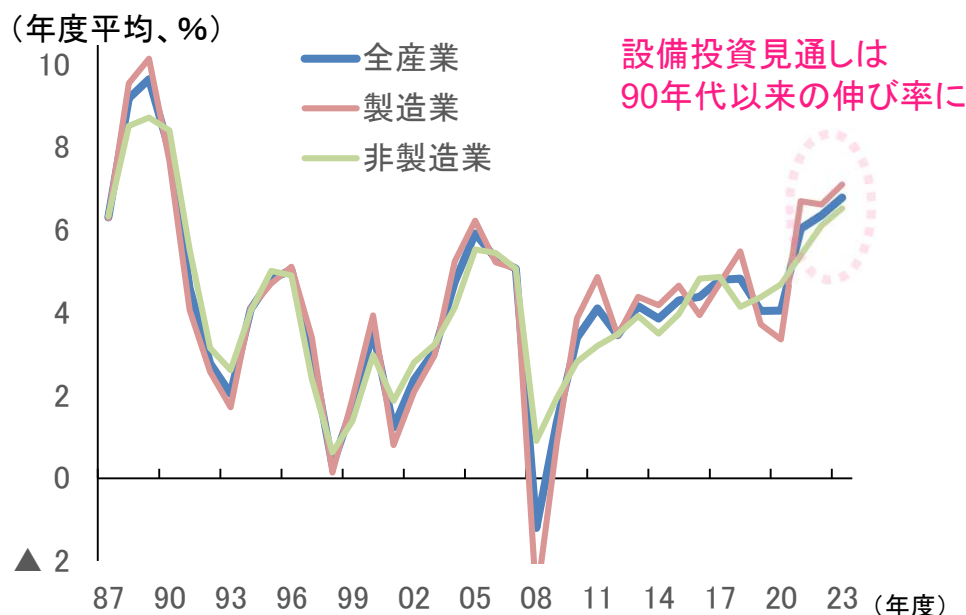
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 上場企業の投資意欲は旺盛。今後3年の設備投資見通しは33年ぶりの高水準

- 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」(上場企業が調査対象)では、先行きに対する旺盛な投資意欲を確認
  - 今後3年間の設備投資見通しは全産業で年度平均+6.8%と1990年(同+7.9%)以来の高い伸び。足元のGDPベースの設備投資は振るわないものの、人手不足等を背景に上場企業の投資意欲は高い模様
  - 5年後の海外現地生産比率の見通しは横ばい圏で推移しており、中国経済の成長鈍化や経済安全保障に対する関心の高まりなどが、国内投資シフトを後押ししている面も
  - 今後3年間の実質GDP成長率見通しは年度平均+1.3%と、昨年度調査(同+1.2%)から小幅改善にとどまる

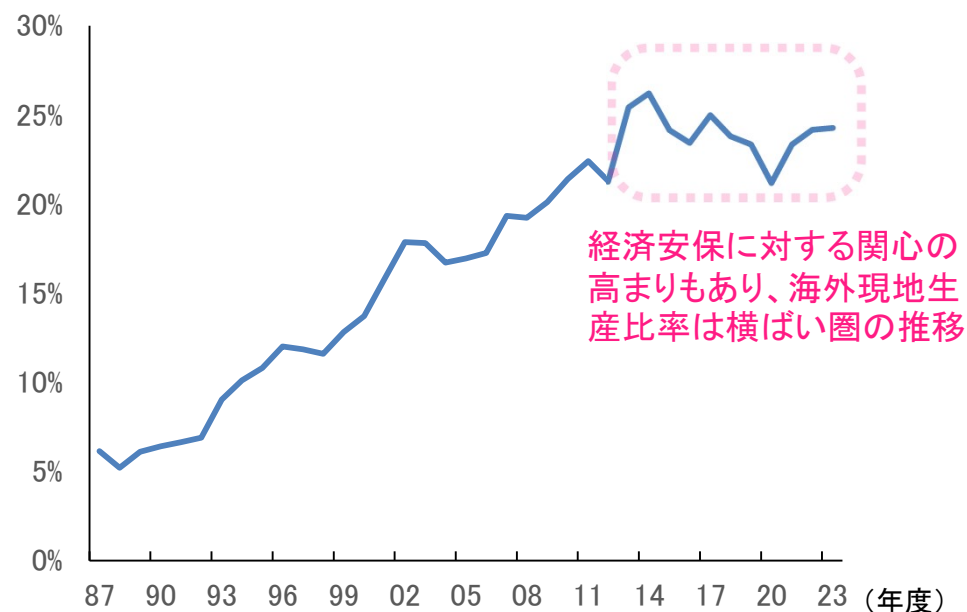
## 設備投資の見通し(今後3年)



(注) 2023年度調査では、東京証券取引所(プライム・スタンダード市場)、名古屋証券取引所(プレミア・メイン市場)に上場する企業が調査対象。2022年度調査から市場区分の変更が生じている

(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 海外現地生産比率の見通し(製造業、5年後)



(注) 2023年度調査では、東京証券取引所(プライム・スタンダード市場)、名古屋証券取引所(プレミア・メイン市場)に上場する企業が調査対象。2022年度調査から市場区分の変更が生じている

(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 消費の先行きのカギを握る春闘賃上げ率は高水準を維持

## ■ 春闘賃上げ率(第4回集計)は+5.20%と高水準を維持

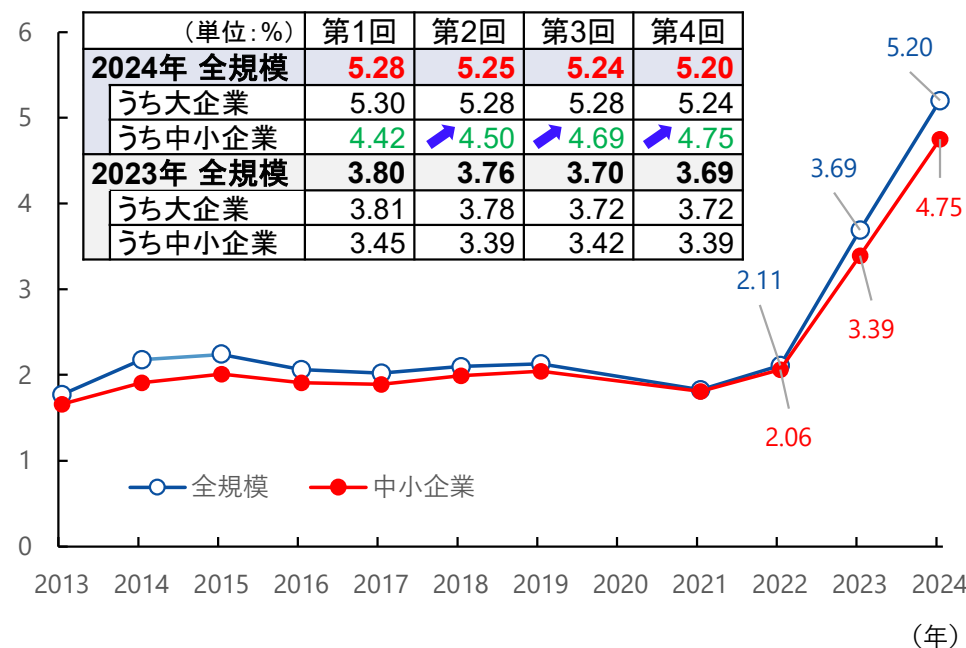
- 企業規模別では組合員数300人以上の大企業が+5.24%(前年同期差+1.52%pt)、同300人未満の中小企業は+4.75%(前年同期差+1.36%pt)。中小企業は第3回に続いての上方改定で健闘との評価

## ■ 前年を大きく上回る賃上げ率を背景に、毎月勤労統計・所定内給与も4月以降徐々に伸び率を高めていく見込み

- なお毎月勤労統計においては中小企業の割合が高いため、大企業中心の連合集計値と比べれば、伸び率の加速度は幾分抑制されるとみられる

### 春闘(第4回集計時点)の結果

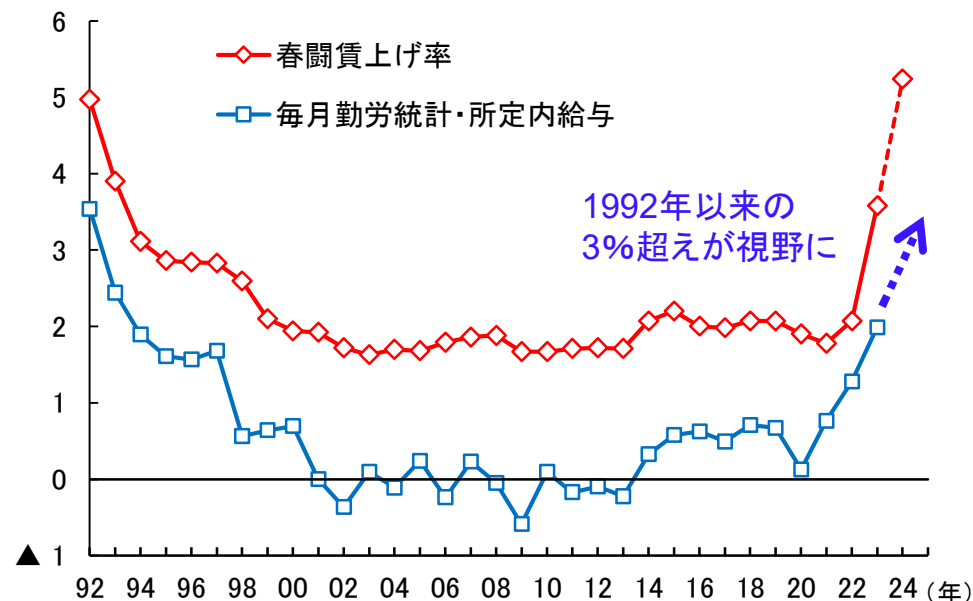
(賃上げ率、%)



(注) 大企業は組合員300人以上、中小企業は同300人未満  
(出所) 連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 春闘賃上げ率と毎月勤労統計・所定内給与

(%)

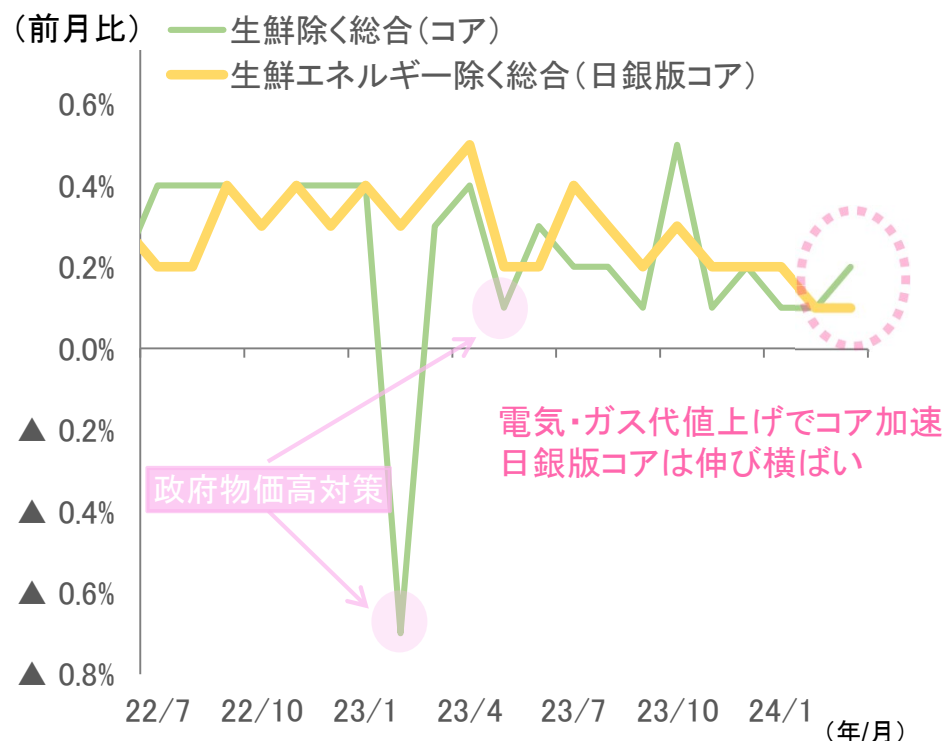


(注) 春闘賃上げ率は連合ベース、2024年を除いて最終集計値。毎月勤労統計・所定内給与は一般労働者ベースの年度値。毎月勤労統計の2023年度はラップ値、2016年以降は共通事業所ベース、1993年以前は30人以上事業所ベース  
(出所) 厚生労働省、連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# CPIは減速に足踏み感。食料品は半年ぶりの値上げラッシュ

- 3月の生鮮食品除く都区部コアCPIは、電気・都市ガス代の値上げによりやや加速
  - 生鮮・エネルギー除く日銀版コアCPIは前月比+0.1% (2月同+0.1%)と横ばい。インフレ減速にやや足踏み感
- 4月の食品値上げは2,806品目で半年ぶりの値上げラッシュ
  - 昨年4月(5,404品目)に比べて減少も、食品メーカーの根強い価格転嫁意欲を確認。値上げ要因のトップは引き続き原材料高(89.1%)だが、前年に比べて「円安」や「人件費」の回答割合の上昇が鮮明

## 都区部のコアCPI・日銀版コアCPI(前月比)



(注) 季節調整済み前月比

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 食品値上げの要因(2023年との比較)

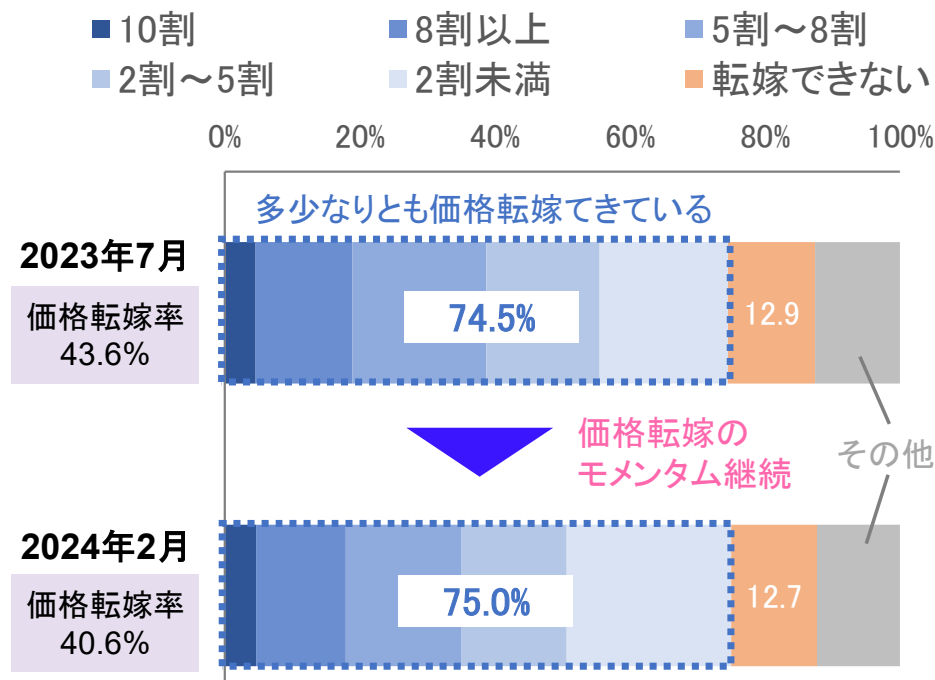
|       |          | 2024年1-7月 | 2023年1-7月 |
|-------|----------|-----------|-----------|
| 値上げ要因 | 原材料高     | 89.1%     | 98.0%     |
|       | エネルギー    | 59.3%     | 84.6%     |
|       | 包装・資材    | 68.1%     | 65.4%     |
|       | 物流費      | 58.4%     | 57.6%     |
|       | 円安(為替変動) | 29.4%     | 14.7%     |
|       | 人件費      | 24.4%     | 10.2%     |

(出所) 帝国データバンクより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 2024年度の消費者物価は賃上げ・円安・再エネ賦課金引き上げ等で上振れ

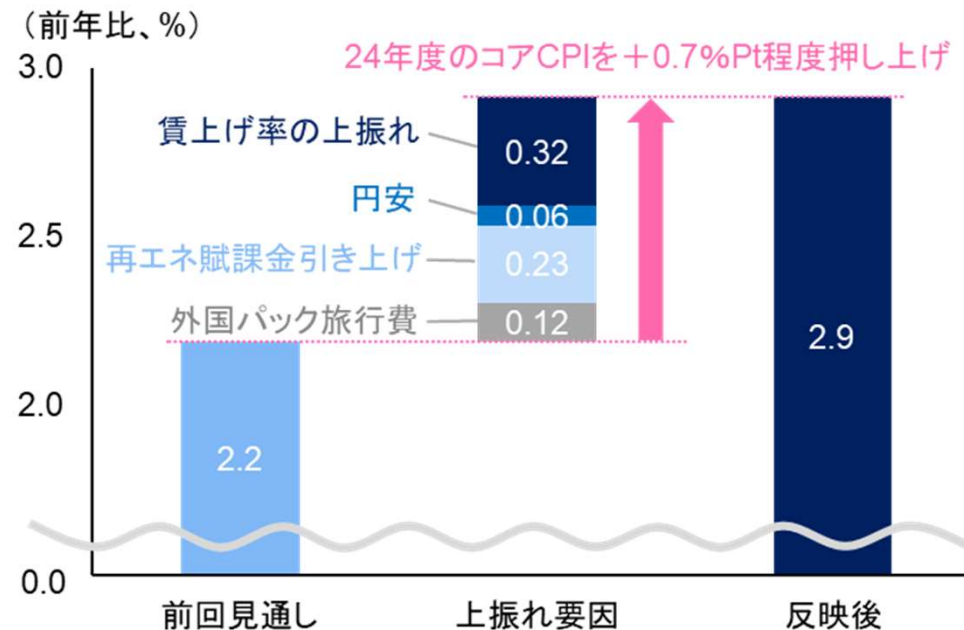
- 帝国データバンクによると、「多少なりとも価格転嫁できている」との回答が75.0%と2023年7月調査から小幅改善  
— 転嫁率は低下するなど課題は残るが、原材料やエネルギー価格高騰一服後も相応に価格転嫁できている模様
- 政府は電気・都市ガスに対する物価高対策を5月で終了すると発表。賃上げ率上振れや円安進展、再エネ賦課金引き上げなども併せて2024年度消費者物価の押し上げ要因に  
— 機械的に諸要因の影響を積み上げると、2024年度コアCPI前年比は+2.9% (RT見通し対比+0.7%Pt)、日銀版コアCPI前年比は+2.1% (同+0.5%Pt) 程度の上振れに

## 価格転嫁の状況と価格転嫁率



(注) 価格転嫁率は各選択肢の中央値に回答割合を乗じて算出  
(出所) 帝国データバンクより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2024年度の全国コアCPIの見通し

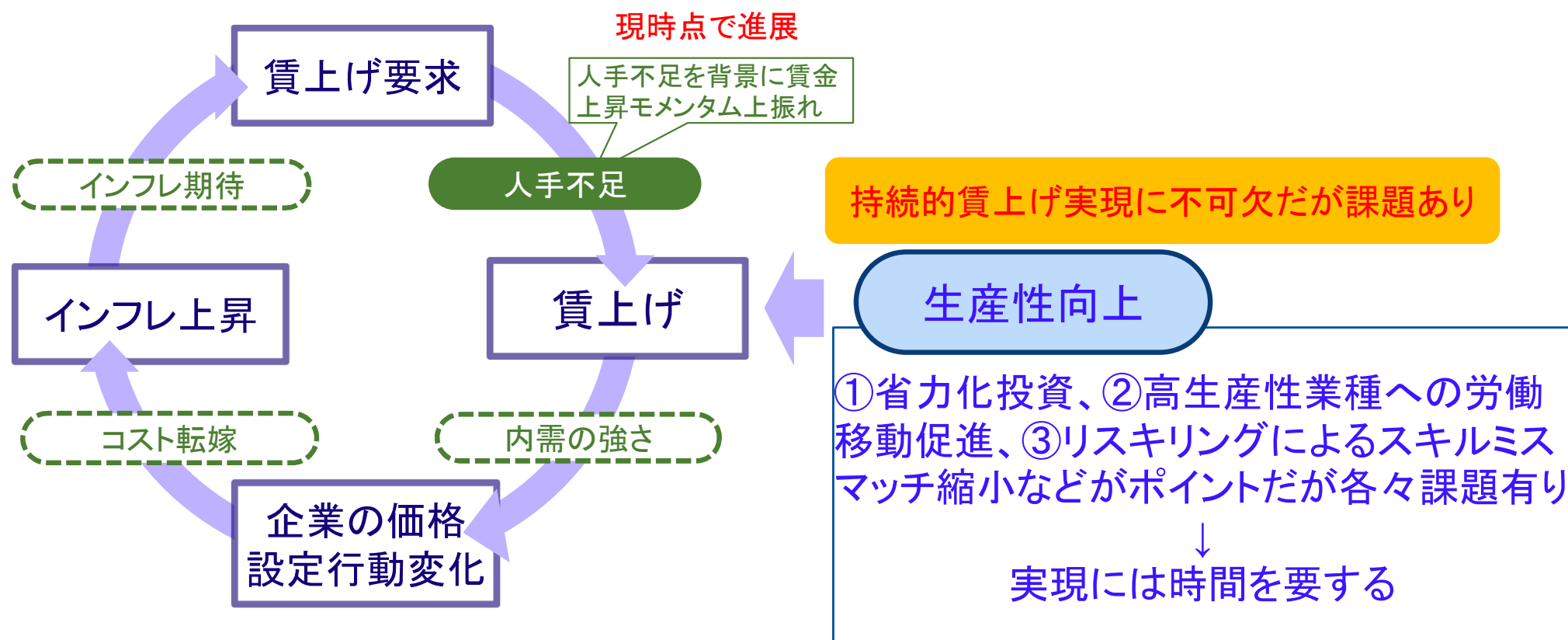


(注) 「賃上げ率の上振れ」は、春闘賃上げ率を基にした試算値。「円安」は、前回見通し対比で3%円安が進展すると仮定した場合の試算値  
(出所) 総務省「消費者物価指数」等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 好循環を伴った「持続的」なインフレ実現には生産性向上が不可欠だが課題あり

- 賃上げ持続には、「生産性向上」による賃上げ原資の継続的確保が必要だが、生産性向上には時間を要す
  - 賃金と物価上昇の好循環メカニズムは、力強い賃上げが内需の強さに繋がり、企業の価格設定行動が変わり、サービス価格上昇のモメンタムが強まり、結果インフレ期待も高まるというもの
  - 好循環メカニズム実現のポイントは賃上げの持続性。足元、人手不足を背景に賃金モメンタムは上振れ。ただし、持続的賃上げには、生産性向上が不可欠だが課題あり。賃金上昇の持続性に欠け、CPIは2%を割り込む見込み

## 賃金と物価の好循環メカニズムと実現にむけた課題



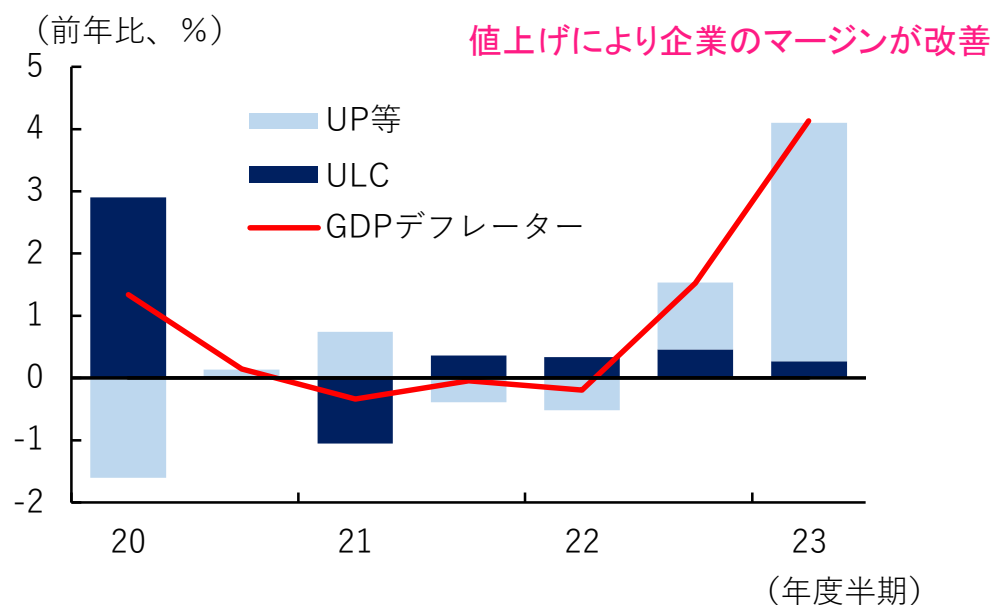
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 実質賃金の伸び悩みの背景に労働分配率の低下

## ■ 2023年の実質賃金の低下は労働分配率の低下による下押し寄与が大きい

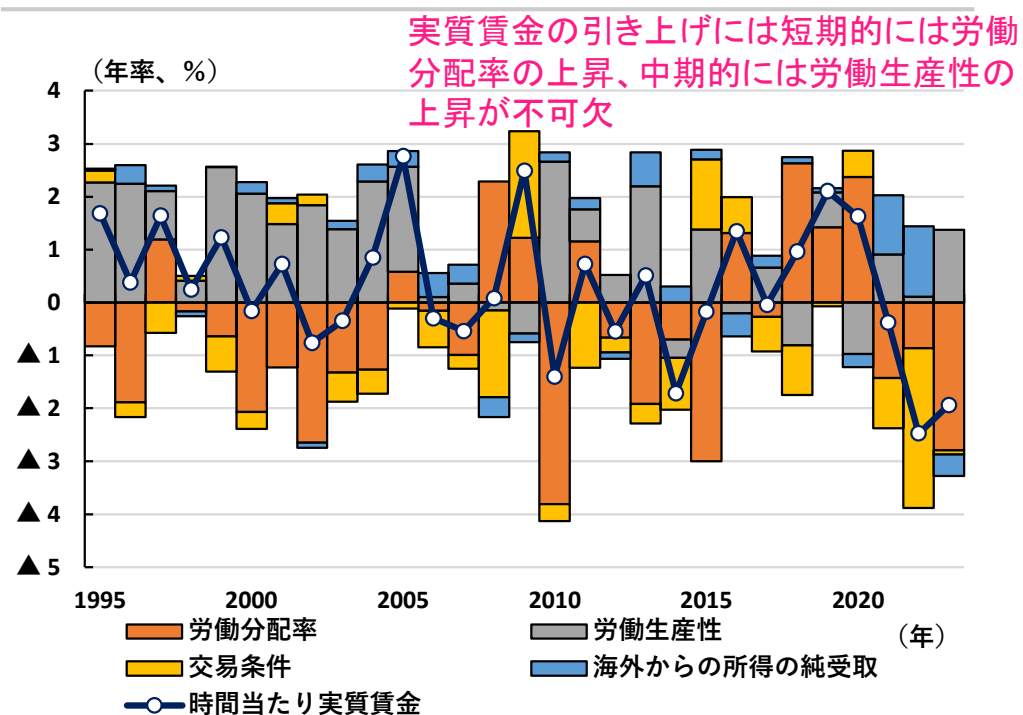
- 2022～23年度に3%程度のインフレが続いたことを踏まえれば、値上げ幅対比で賃上げ幅を抑制している企業がまだ多く、結果的に労働分配率は大企業を中心に低下。GDPデフレーター上昇分を単位労働コスト(ULC)と単位利潤(UP)に分解すると、2022～23年度にかけて上昇しているGDPデフレーターはUP上昇による寄与が大きい
- 過去最高水準で推移する企業収益が(消費需要の回復力が弱い現状では、一部小売事業者の動きにみられるようにむしろ値下げ等で消費者に還元されている面があるが)労働者に十分に還元されることが期待される

## GDPデフレーター寄与度分解



(注)「UP等」には固定資本減耗等も含まれる  
(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 実質賃金の寄与度分解



(注) 1. 時間当たり賃金 = 労働分配率 × 労働生産性 × 交易条件 × 海外からの所得の純受取  
2. 23年は7～9月期までの実績値

(出所) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「労働力調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

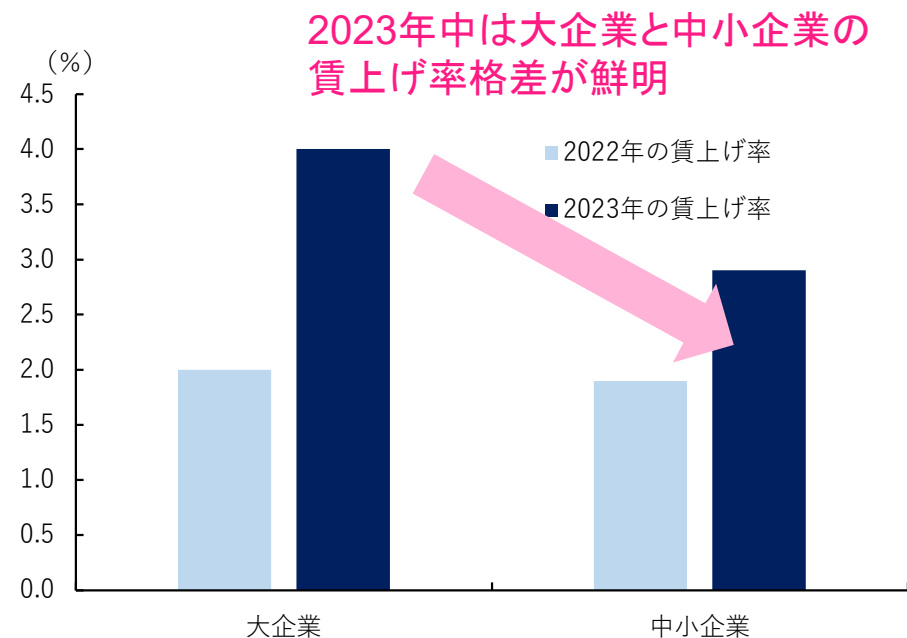
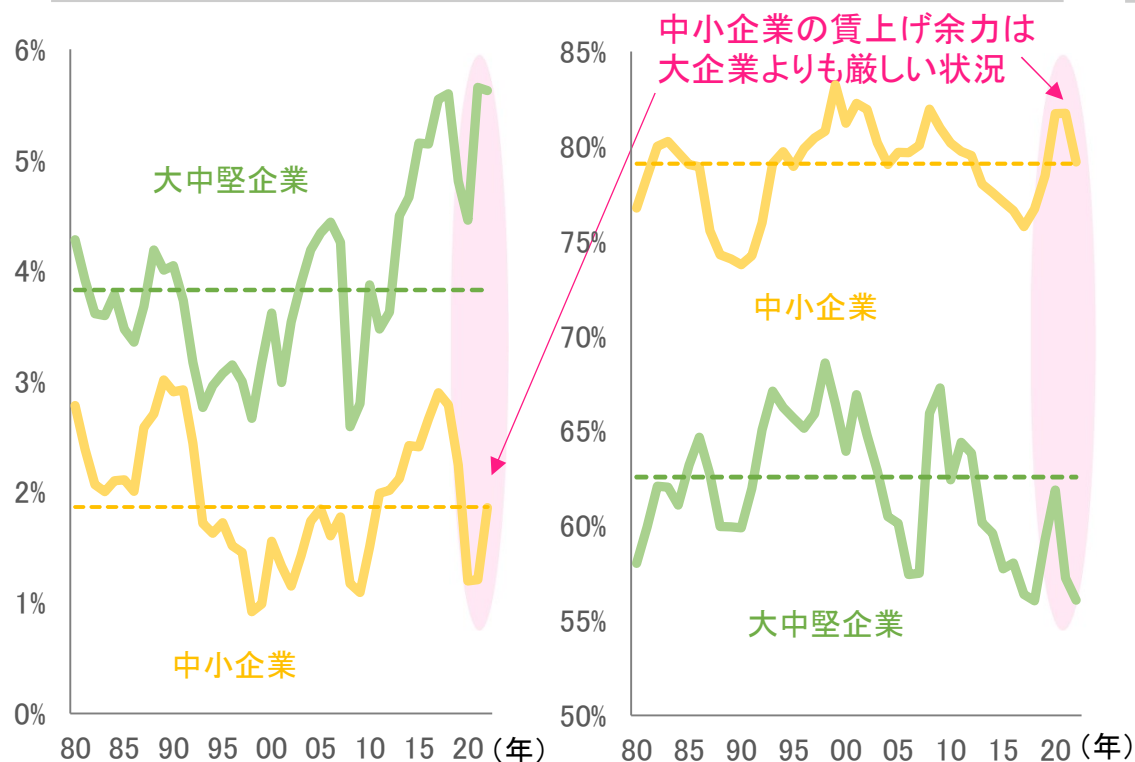
# 労働分配率の引き上げだけでは中小企業を中心に限界がある。生産性上昇が必要

- 大企業に比べて元々労働分配率が高い(売上高営業利益率が低い)中小企業は、労働分配率を持続的に引き上げることには限界がある

— 中小企業の価格転嫁が不十分なまま労働分配率を上昇させたとしても、それが企業収益のひっ迫を通じて次の賃上げの抑制につながってしまえば実質賃金上昇率が持続的に高まることにはならない

- 社会全体で適正な価格転嫁を進めることに加え、中小企業のデジタル化や働く人々のスキルアップを支援して労働生産性を向上させること、事業の再構築などを通じて収益力を高めること等も持続的な実質賃金の上昇実現に必要な売上高営業利益率(左)と労働分配率(右)

## 企業規模別の賃上げ率



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

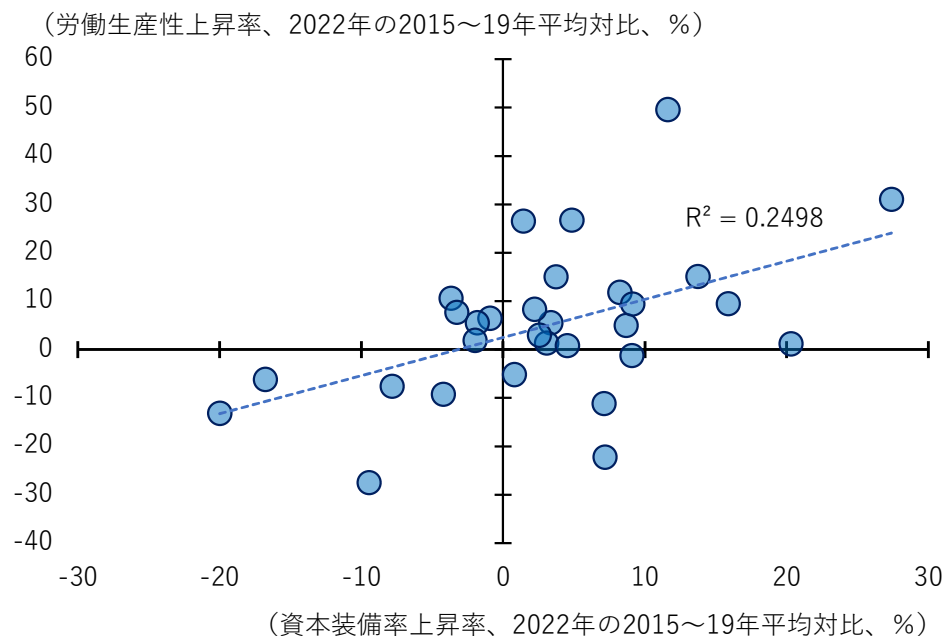
(出所) 厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



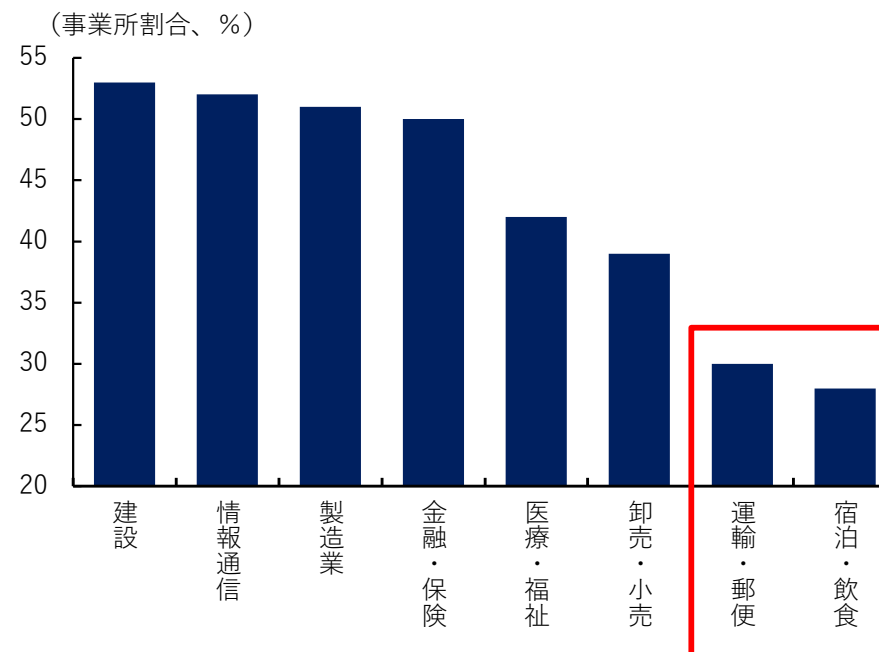
## 労働生産性向上のポイント①: 人手不足業種で省力化投資の広がりは緩慢

- 労働生産性変動の相応部分は、資本装備率(労働投入量1単位あたりの資本ストック金額)で説明可能  
—  $\Delta$ 労働生産性 =  $\Delta$ 資本装備率  $\times$  資本分配率 +  $\Delta$ 全要素生産性
- 人手不足感が特に強い業種(宿泊・飲食、運輸・郵便)で、省力化投資に取り組んでいる企業の割合が相対的に高まっている様子は窺われない。中小企業を中心に資金面等の制約から設備投資が不十分となっていることも、人手不足感が解消されない(人手不足かつ設備不足が併存する)要因になっているとみられる  
— 医療・福祉は販売価格が政府に統制され、省力化投資の原資を捻出するのが困難という面も

### 業種別にみた資本装備率と労働生産性



### 省力化投資に取り組んでいる事業所の割合



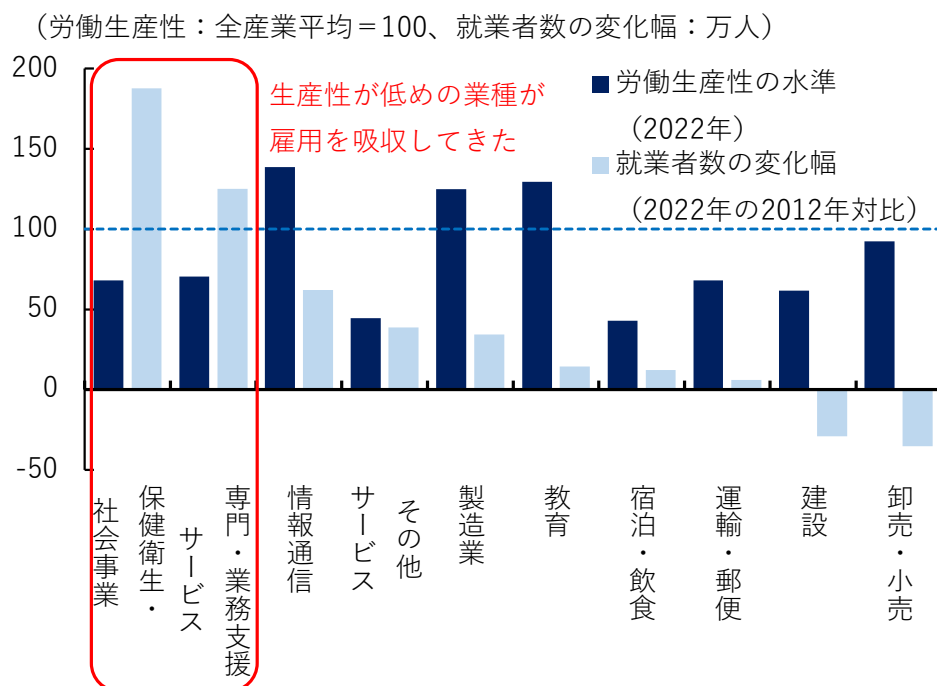
(出所)内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)厚生労働省「労働経済動向調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

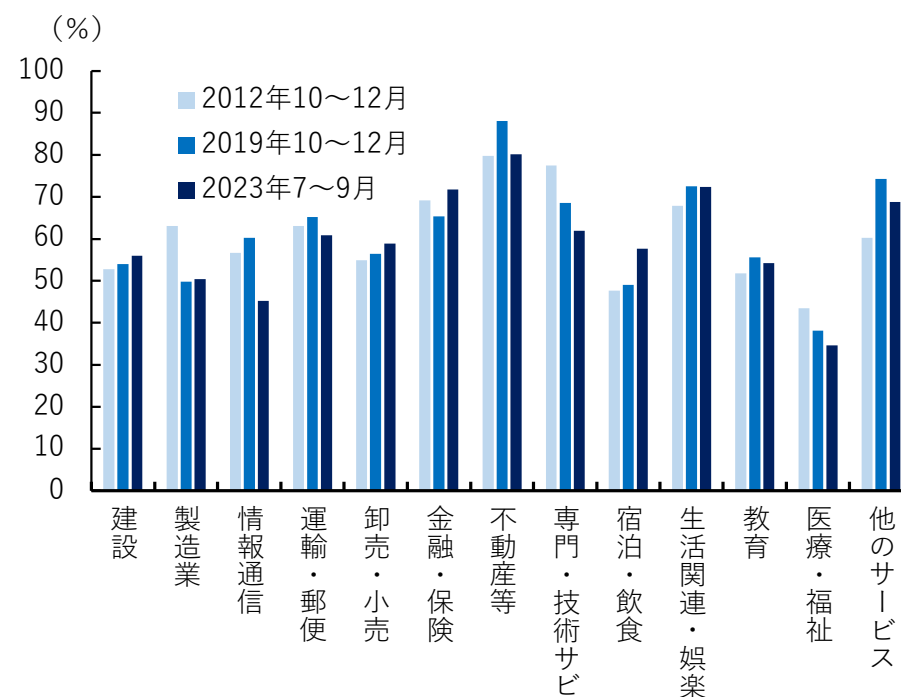
## 労働生産性向上のポイント②: 高生産性業種への労働移動促進は道半ば

- マクロの労働生産性を引き上げるためには、高生産性かつ労働需要が強い業種(情報通信業など)への労働移動が進むことも重要
  - 直近10年間においては、増大する介護需要に応えるために介護産業の就業者数が大きく増加してきた
- コロナ禍以降、転職市場の活性化を指摘する声は増えているものの、業種をまたぐ労働移動は特に増加していない。  
労働移動に伴うコンポジション効果によりマクロの労働生産性が押し上げられるという状況には、現状至っていない

### 労働生産性と就業者数増減



### 他業種からの転職者の割合



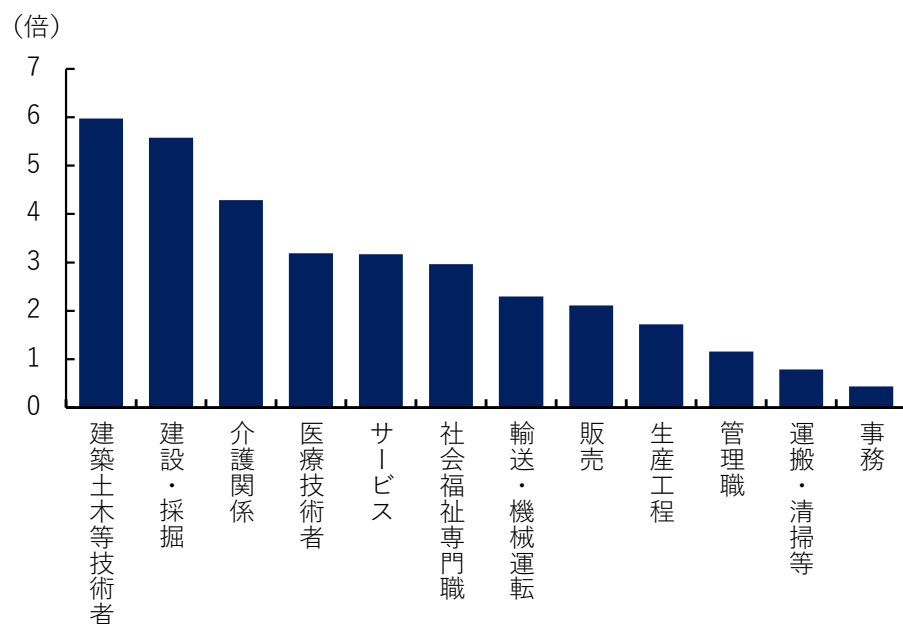
(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 各時点の後方4四半期移動平均  
(出所) 総務省「労働力調査(詳細集計)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

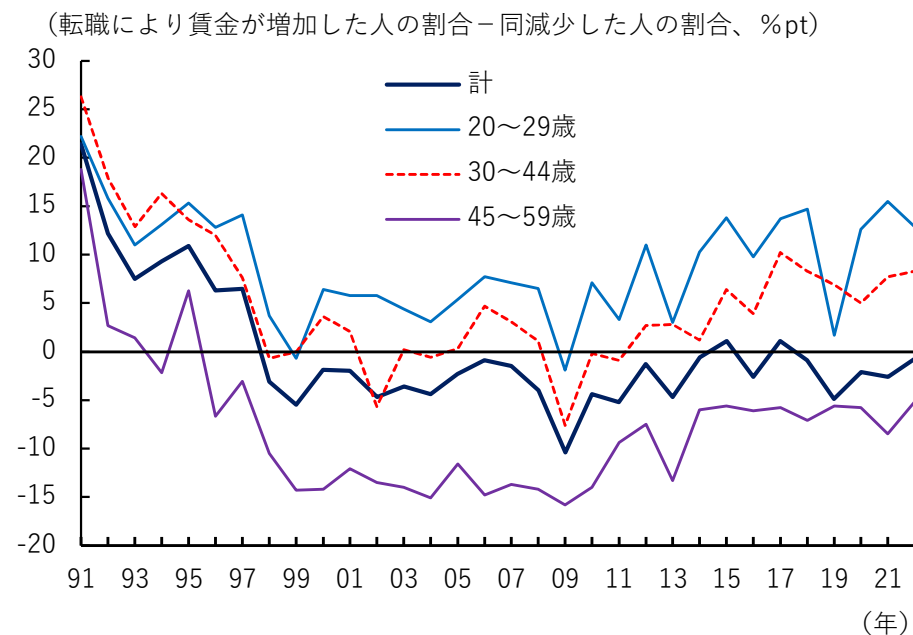
## 労働生産性向上のポイント③: リスキリングによるミスマッチ解消も課題

- 業種をまたぐ労働移動が低調な背景の1つは、スキルミスマッチが大きいこと。業種・職種間で労働需給は大きく異なるが、各業種・職種で要求スキルが大きく異なるため、他業種・職種から人手不足業種・職種に移動するのは困難
- こうしたスキルミスマッチを埋めるためにも、リスキリングを強力に促進することが重要。また、リスキリングの結果として身につけられたスキルに適切な対価が支払われることも重要
  - ― 転職者の賃金動向をみると、若年層(～44歳)は転職により賃金が増加する割合が高まっているが、中年層(45～59歳)では逆に賃金が減少することがなほ多い。中年層のリスキリングが不十分であることも影響している模様

### 職業別の有効求人倍率



### 転職者の賃金動向



(注) 1割以上の増減を「増加」「減少」と認識

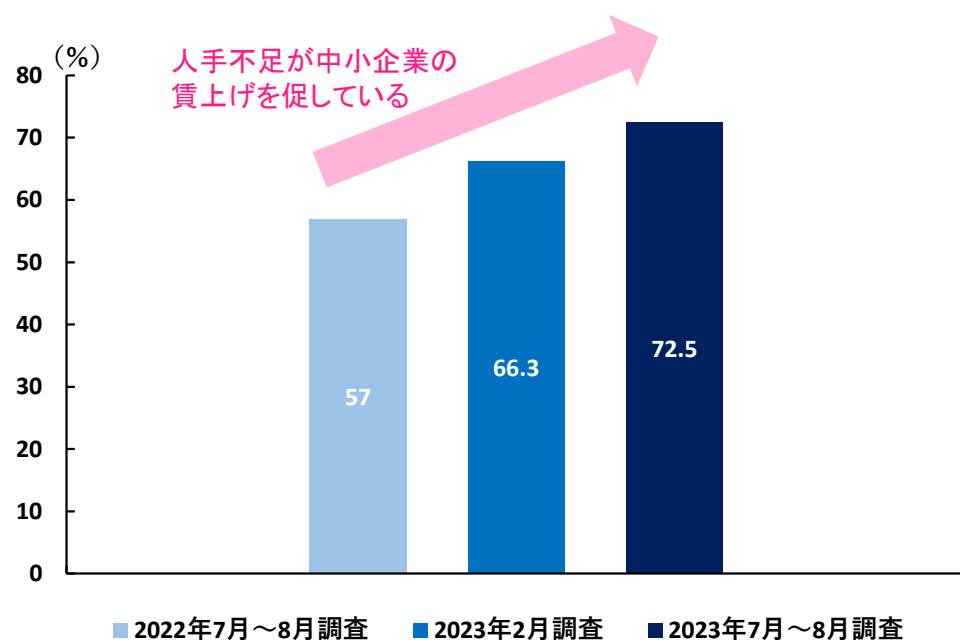
(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 中小企業は人件費増加を価格転嫁できず。値上げ力の改善が急務

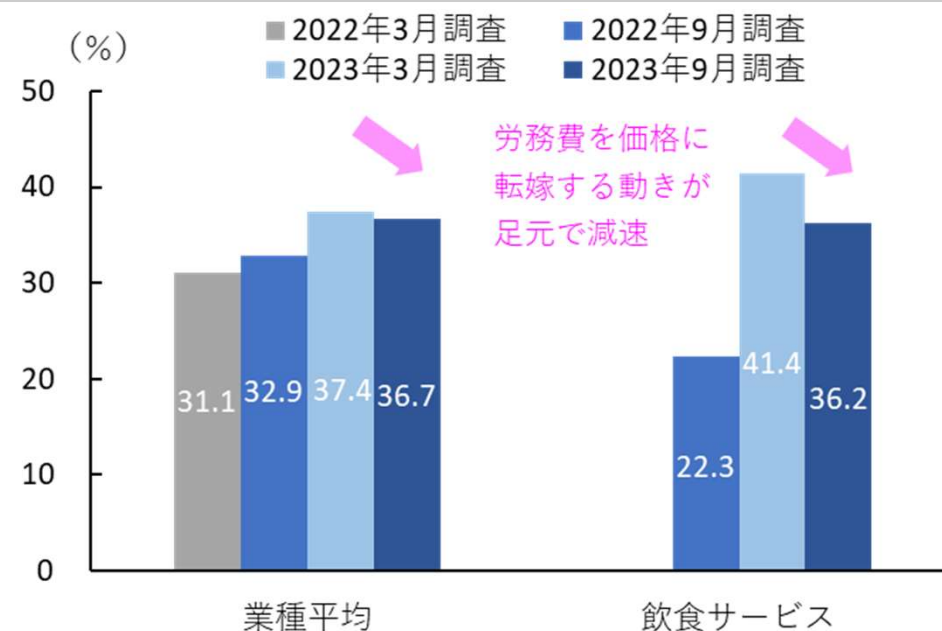
- 人材確保のための対応として「賃金の引上げ」を実施する中小企業は増加傾向
  - 「賃金の引上げ」で人手不足に対応すると回答した企業の割合は、直近7-8月時点で7割超に達する
- 一方、サービス業を含めた中小企業全体でみて、労務費の価格転嫁率は足もと低下へ
  - 個人消費の弱さを背景に、企業の人件費価格転嫁に対する慎重姿勢は根強い。輸入物価低下を受けて販売価格の上昇テンポは先行き鈍化する見込み

## 人材確保のために賃上げ等を実施する中小企業の割合



(注) 複数回答。賃上げのほか、募集賃金の引上げも含む。  
全国の中小企業(約6,000社)が調査対象  
(出所) 東京商工会議所より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 中小企業における労務費の価格転嫁率

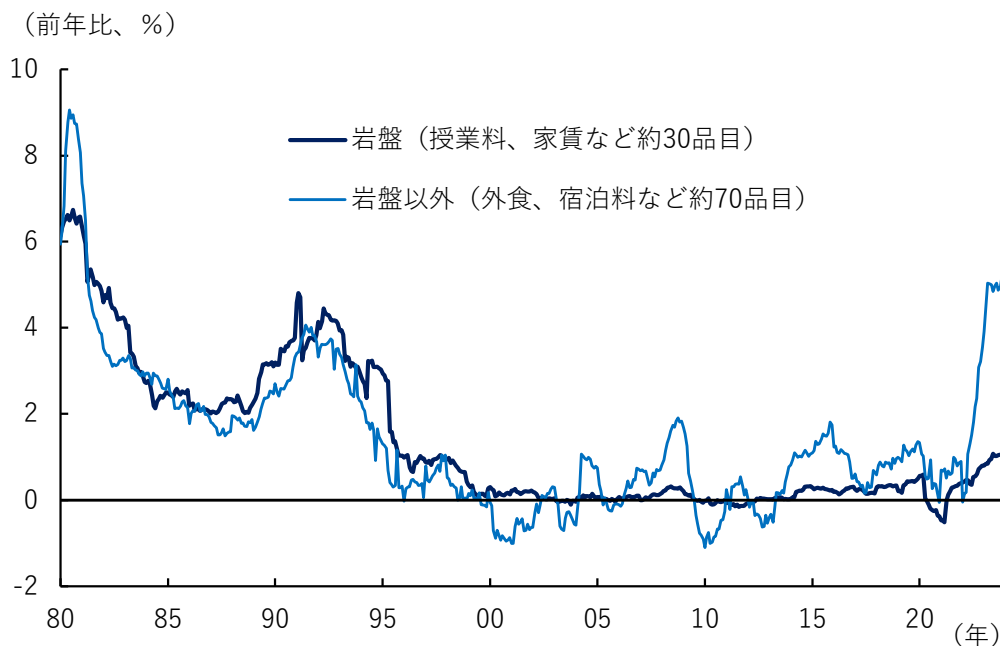


(注) 2022年3月調査では、飲食サービスは調査対象外  
(出所) 中小企業庁「価格交渉促進月間フォローアップ調査の結果について」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 企業の価格設定行動は徐々に変化するも、「岩盤」打破のハードルは高い

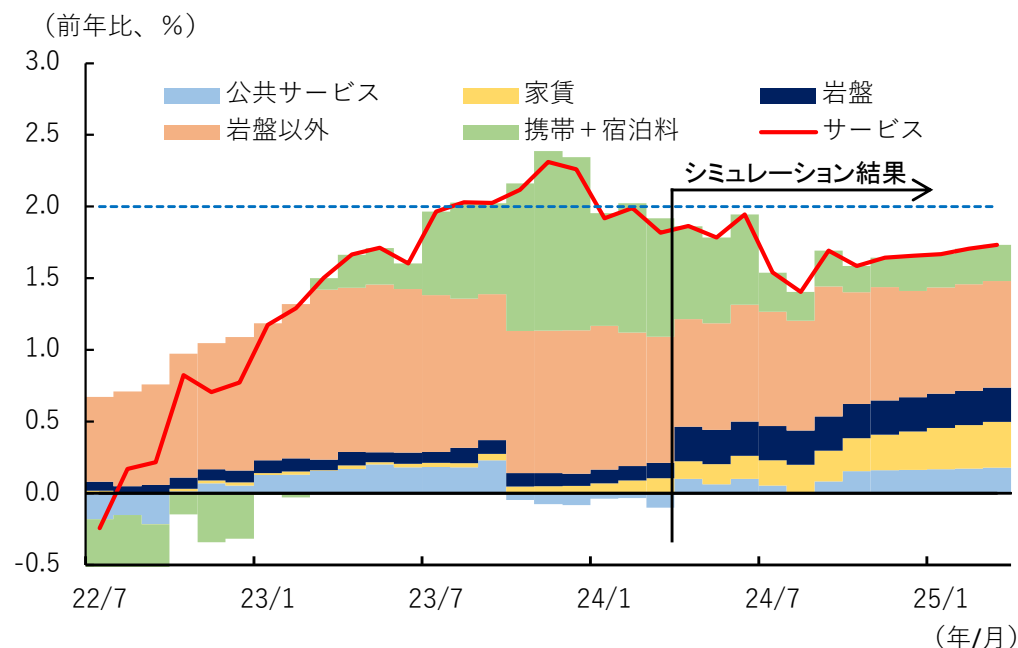
- 個人消費の力強い回復が見込みにくい中、企業の価格設定行動のノルム変化のハードルは高い
  - 足もとのCPI一般サービス上昇の大部分は、「外食」「宿泊料」によるもの。賃金との連動性が高い「岩盤」品目（授業料や家賃など）の上昇は限定的で、岩盤品目が2%を超えていくためには賃金の持続的上昇が必要
  - 2年連続の高水準の賃上げが企業の価格設定スタンスを非連続的に変化させ、4月に家賃を除く「岩盤」の伸び率が大幅に高まることを「仮定」しても、外食や宿泊料の伸び鈍化が鮮明となり、家賃や公共料金の伸びは引き続き低迷するため、CPIサービスは遠からず2%を割り込み、1%台半ば程度でいったん落ち着く見込み

## CPI一般サービスの中の「岩盤」



(注) 品目別前年比の単純平均(2020年基準存続品目ベース、携帯電話通信料を除く)  
(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## CPIサービスのシミュレーション



(注) シミュレーションの想定は次のとおり。家賃を除く「岩盤」は、2024年4月に前年比+2.5%まで上昇。外食などの「岩盤以外」は前月比+0.25%程度(→前年比+3%)、「携帯+宿泊料」は前月比+1%程度(→前年比+10%強)で推移。家賃は2024年度末に前年比+1%程度まで伸びを高めると仮定。

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日銀：YCC撤廃、マイナス金利解除を決定。緩和的な金融環境は当面継続

- 3月金融政策決定会合(3/18・19)は、金融政策の枠組み変更を賛成多数で決定。緩和的な金融環境は当面継続
  - ― イールドカーブ・コントロール(YCC)撤廃、マイナス金利解除、オーバーシュート型コミットメントの廃止を決定
  - ― 賃金・物価の好循環の強まりを確認し、2%物価目標の達成が見通せる状況に至ったとして、金融政策を転換
  - ― 現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面は緩和的な金融環境が継続と説明
- 植田総裁は記者会見で、物価見通しがはっきり上振れる、政策委員の中心見通しの上振れリスクが高まる場合は追加利上げの理由になると説明

## 金融政策決定会合の結果(3/19、一部抜粋)

| マイナス金利解除前                                                                               | 今次決定事項                                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 【政策金利】<br>➢ 日銀当座預金の一部に<br>▲0.1%付利<br>➢ 長期金利0%程度                                         | 無担保コールレート翌日物を0～0.1%程度で推移するよう促す              |
| 【長期国債買入れ】<br>毎月6兆円程度買入れ                                                                 | ➢ 毎月6兆円程度の買入れ継続<br>➢ 機動的オペも残す               |
| 【資産買入れ】<br>➢ ETF:年間約12兆円<br>➢ J-REIT:年間約1,800億円<br>➢ CP等:約2兆円の残高維持<br>➢ 社債等:残高を約3兆円まで戻す | ➢ ETF、J-REIT:買入れ終了<br>➢ CP等、社債等:1年後めどに買入れ終了 |
| 【付利構造】<br>3層構造                                                                          | 日銀当座預金のうち、所要準備額相当以外に0.1%付利(3月21日より適用)       |

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 声明文のフォワードガイダンス(3/19)

| 政策変更以前                                                                                   |   | 2024年3月～                                                                                                                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------|---|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく | → | 引き続き2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営する。現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている |
| 必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する                                                         | → | (長短金利操作付き量的・質的金融緩和終了)                                                                                                             |
| マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する                          | → | (オーバーシュート型コミットメント廃止)                                                                                                              |
| 必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる                                                                | → | 削除                                                                                                                                |

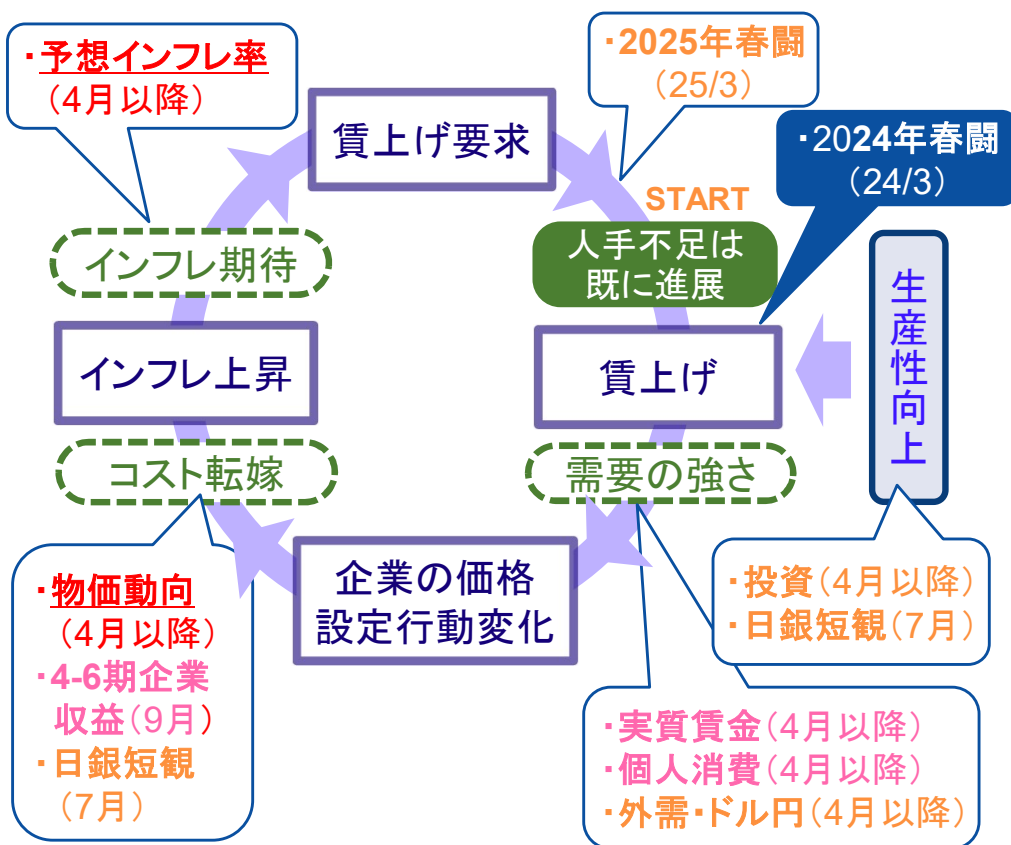
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 「持続的・安定的」な2%インフレ実現判断における今後の点検ポイント

- 2024年春闘の力強い賃上げを踏まえれば、日銀は2024年内に1～2回利上げの蓋然性は高まる(10月、早ければ7月)
  - 2024年度物価(日銀版コア)は2%近傍(後半も1%台後半)、2回(50bp)の利上げにつき日銀は緩和的と説明可能
- 2025年以降の継続的な利上げについては今後の経済指標で判断(データディペンデント)
  - 基本的には物価とインフレ予想が重要。その背景説明として消費や賃金、企業収益に注目

## 賃金と物価の好循環メカニズムと今後の点検ポイント



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 現時点で想定する日銀金融政策シナリオ

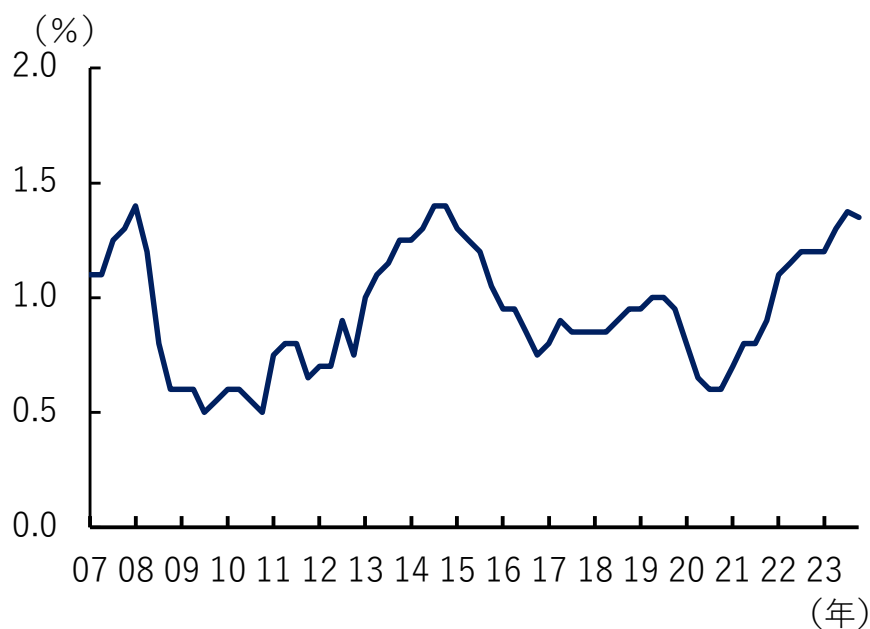
|                  | 2025年度<br>物価<br>(日銀版コア) | 利上げ回数<br>(2025年末<br>金利水準) | 補足                                                                              |
|------------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| ベース              | 1%台<br>半ば               | 2回<br>(0.50%)             | ・中小企業を中心に価格転嫁できず収益が悪化し、2025年賃上げ率の伸び鈍化(2025春闘は4%前後)                              |
| サブ               | 2%弱                     | 4回<br>(1.00%)             | ・価格転嫁・海外経済堅調・円安などで大企業中心に収益堅調・賃上げ(2025春闘も5%程度)<br>・生産性改善は限定的。2026年には息切れ(賃上げ余力枯渇) |
| リスク<br>(金利のある世界) | 2%超<br>(2026以降も2%以上)    | 7回<br>(2.25%)             | ・生産性改善を伴う形で賃上げと物価の好循環が実現                                                        |

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# インフレ予想が左右する日銀の利上げペース

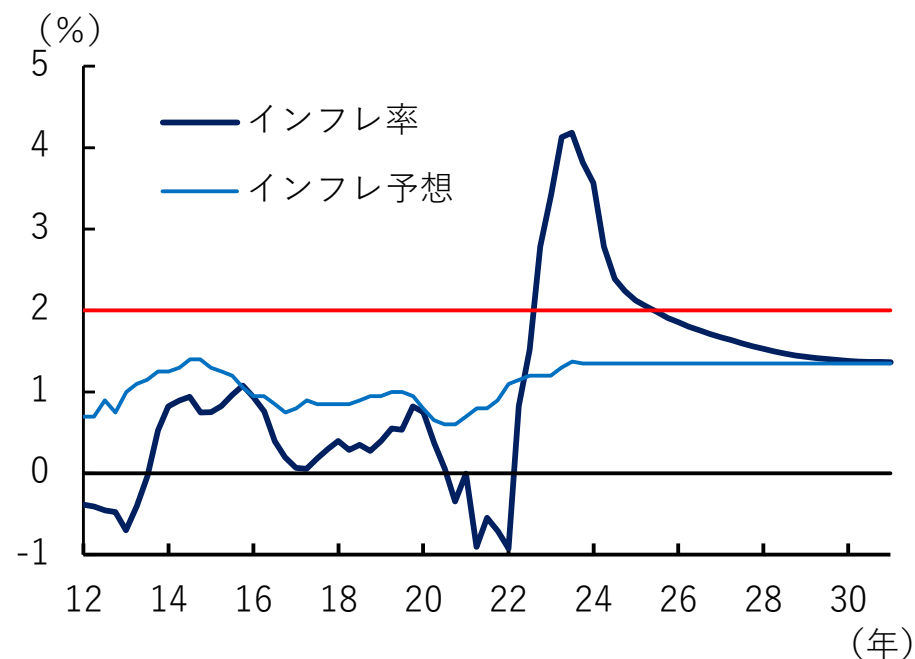
- 「今後の日銀の利上げペース」を占う上で重要な変数となるのがインフレ率の収束先となる「インフレ予想」
  - インフレ予想は上昇しているが、2%には到達していない。インフレ予想が2%で安定しない限りは、インフレ率を2%に持っていくための力として「緩和的な金融環境」が必要となる
  - 自然利子率を0%程度とした場合、インフレ予想を加えた+1.3~1.4%が(現時点で日銀が認識する)名目中立金利となる計算。50bps程度までの利上げであれば「緩和的な金融環境」だと主張できるため、インフレ予想が現状から低下しない限り、目先1~2年ほどの間にその程度の利上げがあると考えておくのが現時点では無難な推測

## 合成予想物価上昇率(中長期)



(注)内田(2024)および日本銀行(2016)から作成  
(出所)日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## インフレ予想が上がらない場合の物価



(注)インフレ率は日銀版コア。インフレ予想は合成予想物価上昇率  
(出所)総務省、内閣府、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

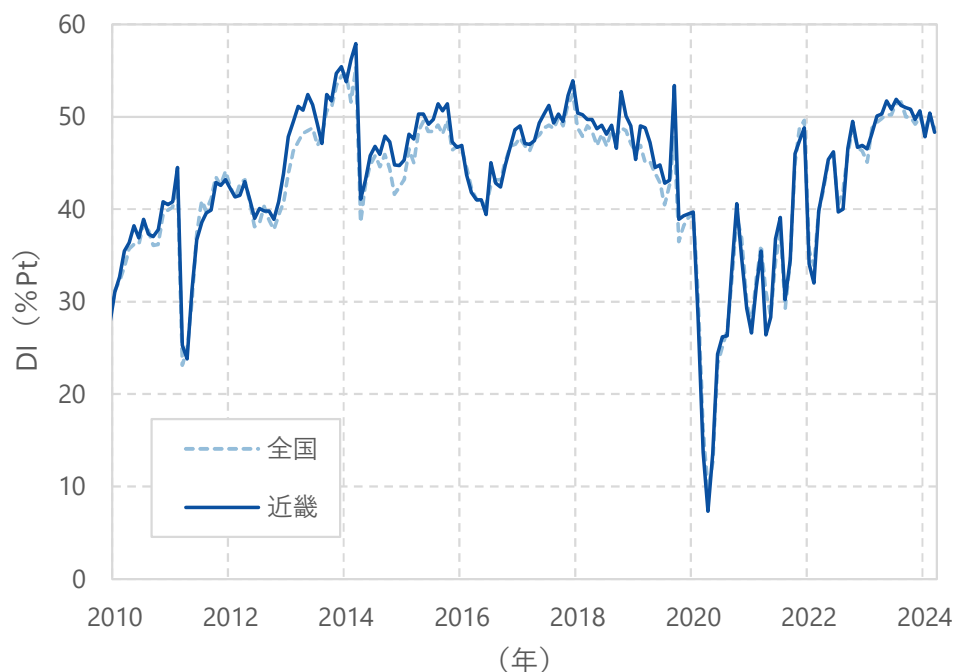
---

## 4. 関西経済の動向

# 関西経済：企業の景況感は順調に回復。一方、生産は弱含み

- **2022年後半以降、関西企業の景況感は順調に回復。**2023年以降は概ねコロナ禍前と同水準で推移
  - 景気ウォッチャー調査では、現状水準判断指数が景気の良し悪しの境目である50%Pt付近を維持。なお、全国ベースでは飲食・サービス関連が50を上回っており、景況感の改善に寄与
- 一方、**製造業を中心とする生産動向は弱含み**
  - 趨勢的に見てもコロナ禍前対比で生産が減少傾向。業種別では、鉄鋼、金属、電子部品、情報通信機械、輸送機械、化学、石油・石炭製品などの生産減少が影響

## 企業の景況感(現状水準判断)



(注) 季節調整値。近畿地方の対象は滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山  
(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 企業：鉱工業生産指数



(注) 季節調整値。近畿地方の対象は福井、滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山  
(出所)経済産業省「鉱工業指数」、近畿経済産業局「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 関西経済：失業率が低水準で推移する中、消費額が回復傾向

## ■ 関西の雇用環境は良好な状態が継続

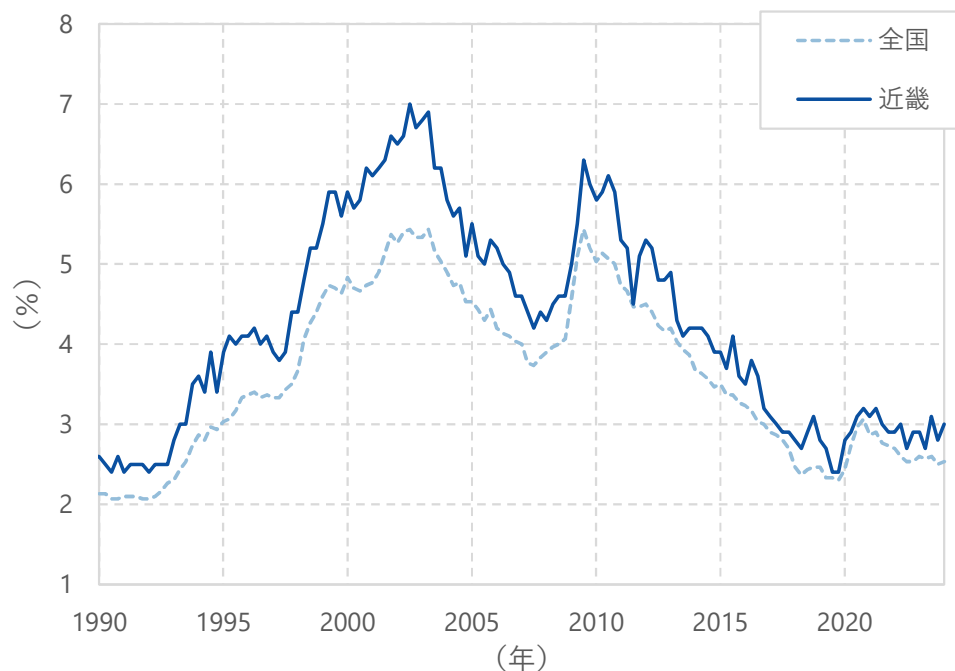
— 失業率はコロナ禍をやや上回るものの、長い目で見ればバブル期以来の低水準。むしろ課題は人手不足

## ■ 小売販売額は増加傾向を維持。足元ではコロナ禍前(2019年)対比108%程度の水準

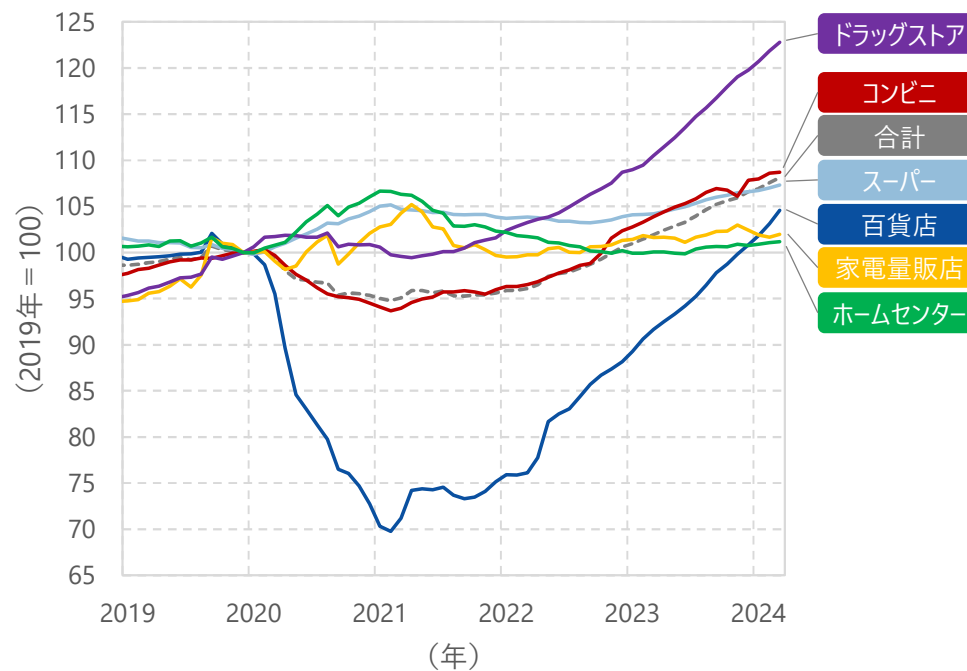
— コロナ禍以降好調なドラッグストアや、コンビニの持ち直しが小売販売額全体を押し上げ。百貨店は外出機会の増加やインバウンド回復を背景に急回復

— ただし、消費額回復の一部は食品・エネルギー等の物価上昇によるもの

### 雇用：失業率



### 消費：関西の業種別小売販売額



## 関西経済：好調なインバウンド需要が経済を下支え

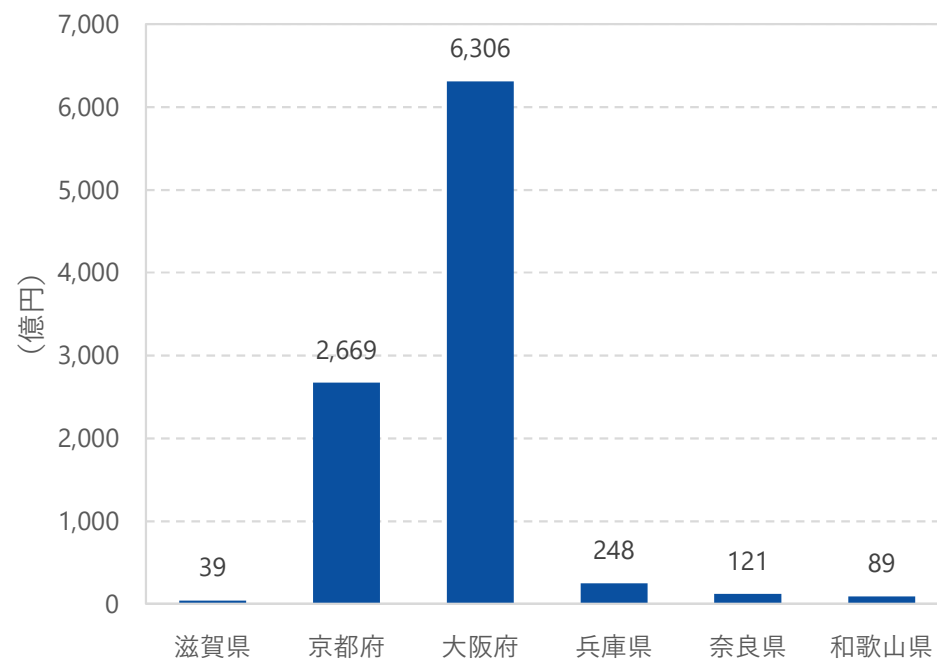
- **訪日外客数は予想以上の急回復**。全国に比べ関西の外国人延べ宿泊者数の回復ペースがやや速い
  - 関西の外国人延べ宿泊者数は2023年半ばにコロナ禍前を超過し、10～12月期にはコロナ禍前対比30%増に
- **2023年4～12月の訪日外国人旅行消費額は関西合計で約9,500億円**。2019年同期間を約20%上回る規模
  - 府県別では大阪が6,306億円で関西最大。宿泊費に加え、飲食費、買物代が寄与
  - **直近の2023年10～12月期における訪日外国人旅行消費額は、年率ベースで約1.4兆円とさらに加速**。今後は、宿泊・飲食業などの人手不足対応、オーバーツーリズムに対処するための「量から質への転換」が課題に

### インバウンド：外国人の延べ宿泊者数



(注) 季節調整前の原数値。近畿地方の対象は滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山  
(出所) 観光庁「宿泊旅行統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### インバウンド：訪日外国人旅行消費額



(注) 観光・レジャー目的の旅行消費額、対象期間は2023年4～12月  
(出所) 観光庁「訪日外国人消費動向調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## (参考) 日本銀行「地域経済報告」における関西企業の声

| 分野   | コメント                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 設備投資 | <ul style="list-style-type: none"> <li>2023 年度の設備投資額は、<u>設備更新やDX投資により前年比 + 4 割の増加</u>を見込む。生産工程の省力化や、営業におけるIT 端末の導入等を進めているほか、<u>競争力強化のためAIの導入</u>も前向きに取り組んでいる（大阪[生産用機械]）。</li> <li>半導体関連向けの<u>機械需要が高まる</u>中、2023 年度に能力増強投資を実施。国内外からの旺盛な需要を受け、2024 年度もさらなる投資を予定（京都[生産用機械]）。</li> <li>工場建設のため土地を購入したものの、<u>建設会社の人手不足から建屋の建設が遅延している</u>ため、稼働日の延期を決定した（京都[電子部品・デバイス]）。</li> <li>工場新設等の成長投資を進めたいが、<u>作業員の人手不足を理由に、大手・中堅ゼネコンから受注を断られており</u>、投資計画の後ろ倒しを余儀なくされている（神戸[卸売]）。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 消費   | <ul style="list-style-type: none"> <li>春節期間は、<u>中国人富裕層の旺盛な需要により、免税売上が大幅に増加</u>。ただし、<u>中間層の回復は鈍く</u>、特選ブランドの売上比率が高まっている（大阪[百貨店]）。</li> <li>食料品や日用品を中心に、<u>物価高に伴う購入点数の減少</u>が続いている。この間、より安価な商品を求めて、<u>食品スーパーからディスカウントストアやドラッグストアなどへと客足がシフト</u>している（京都[スーパー]＜大阪＞）。</li> <li>バレンタイン等の<u>イベント関連では高単価商品が好調</u>な一方、<u>日常的に購入する商品では安価なプライベートブランド商品が伸長</u>するなど、メリハリ消費の傾向が強まっている（神戸[スーパー]）。</li> <li>生活防衛意識の高まりを受けて、来店客数や購買点数の引き上げを目的に、<u>一部の食料品や日用品では値下げを実施</u>している（大阪[スーパー]＜京都＞）。</li> <li>サービス消費へのシフトや<u>物価高による買い控え</u>傾向が続くもとで、暖冬で暖房器具やエアコン等の売れ行きも悪く、売上は前年を下回った（京都[家電販売]）。</li> <li>価格転嫁を進めるもとの<u>客単価の上昇</u>により、売上は増加傾向。ただし、時間帯別にみると、<u>夜間の来店客数の回復が依然として鈍い</u>（大阪[飲食]）。</li> <li>国内<u>宿泊客の需要は総じて底堅く</u>、インバウンド需要は為替円安による押し上げもあって好調に推移している（大阪[宿泊]）。</li> <li>インバウンド需要が旺盛なことから、既にコロナ禍前に比べ2 割程度引き上げている<u>客室単価を、今後もさらに引き上げていく</u>予定（京都[宿泊]＜大阪＞）。</li> <li>出店エリア毎に期間限定メニュー等を高頻度で見直すことで、メニュー見直し時に<u>人件費の上昇分を価格転嫁</u>できており、これを原資に継続的にベアを実施したい（神戸[飲食]）。</li> </ul> |

(注) 2024年4月。各コメント末尾の地名は日本銀行支店名、業種は回答企業業種を指す（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

## (参考) 日本銀行「地域経済報告」における関西企業の声

| 分野    | コメント                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 生産    | <ul style="list-style-type: none"> <li>一部完成車メーカーの稼働停止を受けて、<u>生産が大幅に減少</u>。生産は徐々に回復していくだろうが、その時期やペース等は不透明（大阪[金属製品]＜京都＞）。</li> <li>スマホ向けが取引先の在庫調整進捗を受けて底打ちとなっているほか、自動車向けも x E V 化の進展等に伴い増加しているため、<u>全体として緩やかに持ち直している</u>（京都[電子部品・デバイス]）。</li> <li>自動車向けの需要は回復基調を維持しているが、<u>建設や機械向けの需要が低調</u>なため、鋼材の生産水準は横ばい圏内で推移している（神戸[鉄鋼]）。</li> <li>政府の方針を踏まえつつ、仕入先からの<u>人件費分の値上げ要請も積極的に受け入れ</u>ることを決定。先行きは、自社分に加えて仕入先の人件費分も価格転嫁できるよう、販売先と交渉していく（大阪[非鉄金属]）。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 雇用・所得 | <ul style="list-style-type: none"> <li>地元高校の卒業者数が減少し、<u>新卒者を十分確保できていない</u>状態が続いているため、<u>経験者採用を拡大</u>している。同業他社比で賃金水準が高いこともあり、そうした社員の定着率は高い（神戸[鉄鋼]）。</li> <li>語学力等に秀でた人材は、業界を問わず転職市場で引く手あまたの状態にある。給与処遇等が良いメーカー等への転職者が増加して困っている（京都[宿泊]）。</li> <li>2024 年度入社の<u>新卒採用は計画未達</u>となり、経験者採用でなんとか補っている。<u>新卒採用の不芳は出店戦略の足かせ</u>になっている（大阪[スーパー]）。</li> <li>高卒・大卒の初任給引き上げを進める中、給与カーブの調整や世間の賃上げ動向を踏まえて、<u>2024 年度はベアを実施</u>する方針（神戸[食料品]）。</li> <li>2024 年度は、5 % 以上の連合の賃上げ目標を受け入れる形で、<u>前年度を上回る大幅な賃上げを実施</u>する予定（京都[電子部品・デバイス]）。</li> <li>今春は<u>前年を大きく上回るベア</u>を予定。業績は厳しいが、成長・生き残りのため人材確保は必須であり、業界水準に付いていかざるを得ない（大阪[電気機械]）。</li> <li>ベアには、C P I の過去 3 年平均の上昇率という考え方を採用。2023 年のベア率は 1 % 少しかったが、<u>2024 年は 2 % 以上</u>が確実（大阪[不動産]）。</li> <li>人件費上昇分の価格転嫁が顧客に受け入れられるか不透明なため、<u>値上げに慎重にならざるを得ず、継続的なベアは厳しい</u>。ただし、人材係留・確保の観点から、<u>同業他社が賃上げをすれば、当社も追随</u>していく（神戸[対個人サービス]）。</li> </ul> |

（注） 2024年4月。各コメント末尾の地名は日本銀行支店名、業種は回答企業業種を指す（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

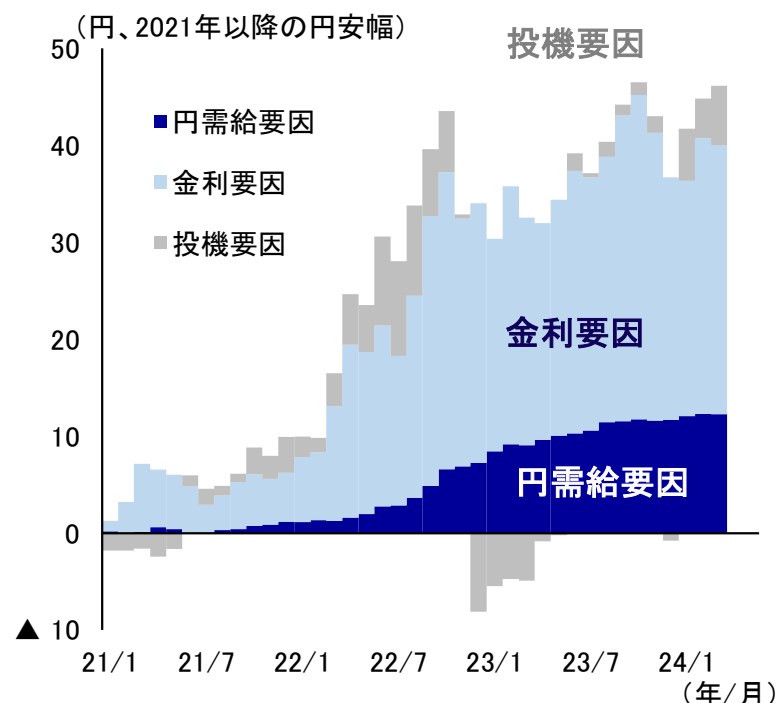
---

## 5. 円安が進むドル円の再評価

## 約34年ぶりの円安。背景には①金利要因、②円需給要因、③投機要因

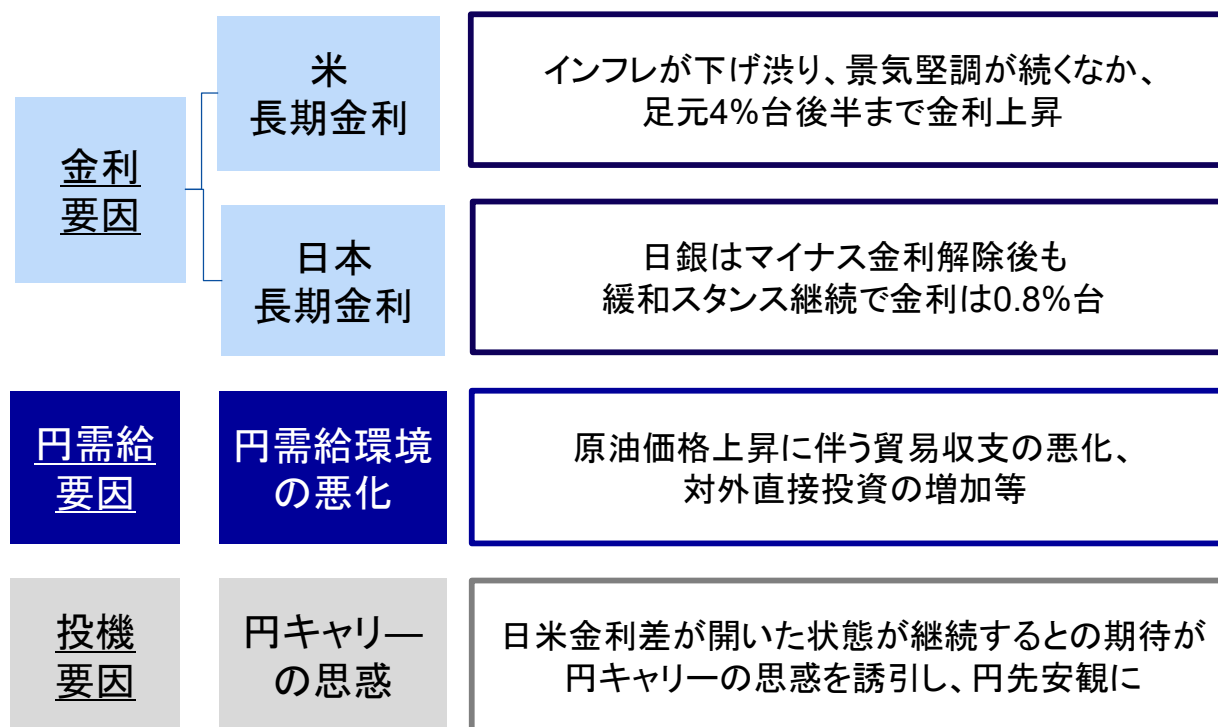
- ドル円は足元1ドル=154円台と、約34年ぶりの円安水準に。日米金利拡大と投機的な円売り、円需給の悪化が背景
  - 米国の長期金利は、インフレが下げ渋るなか、足元4%台後半に大きく上昇
  - 日本の長期金利は、日銀の緩和スタンス継続で足元0.8%台と上昇幅は限定的
  - 円需給は、貿易・投資等によって生じる実需としての為替取引要因。貿易収支の悪化等が円安要因に
  - 投機的な円売りポジションが拡大。円キャリー取引が活発化するとの思惑が円の先安観につながる

### 2021年以降の円安の寄与度分解



(注) 2021年以降の対ドルでの円安幅について、金利要因と、国際収支にみる円需給要因(為替取引項目)、投機要因に分解した推計値  
(出所) 財務省、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 2021年以降の円安の主な要因分析



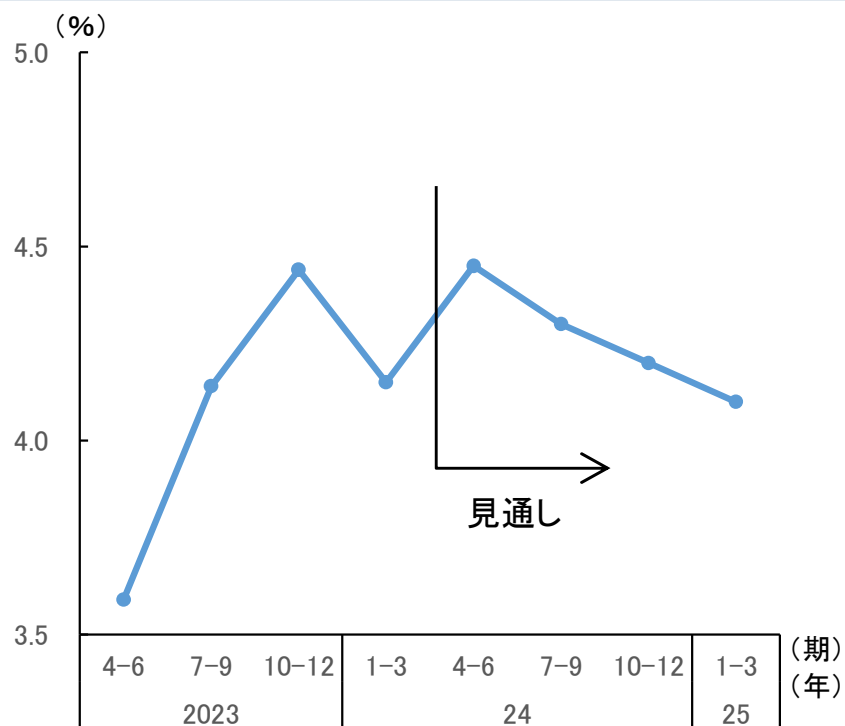
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日米金利差は縮小方向へ。ただし、縮小ペースは緩やか

- 日米金利差は今後縮小に向かうとの見方。ただし、縮小ペースは緩やかなものにとどまるとみられる
  - 米国は景気・インフレ鈍化を背景に、7-9月期から利下げサイクル入りを予想。長期金利は緩やかに低下へ
  - 日本は追加利上げの可能性が高まる。長期金利上昇を見込むも、緩和的な環境は継続するとみられることから、金利上昇ペースは緩やかと予想

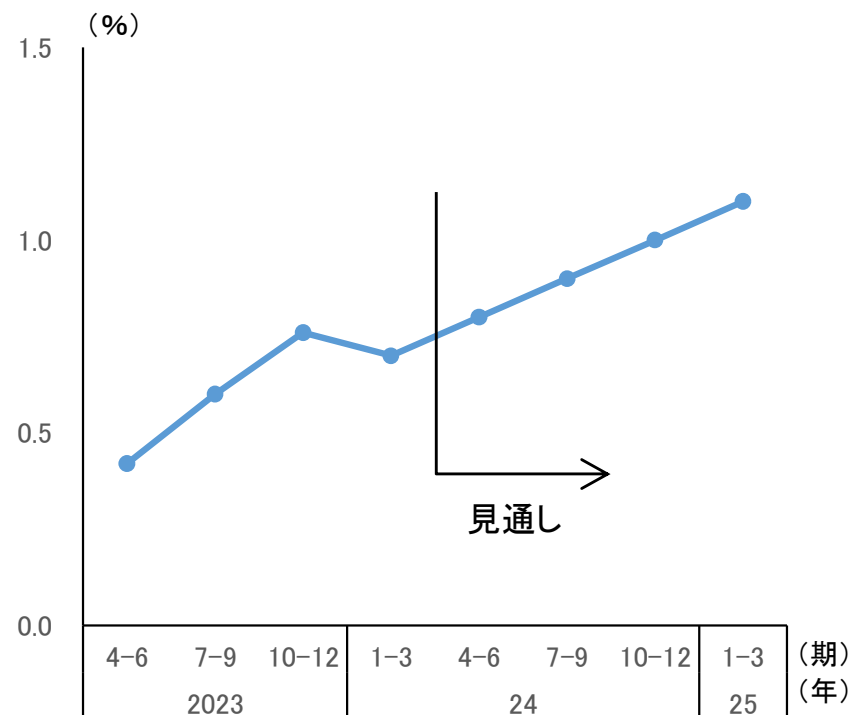
### 日米金利の見通し

#### 米・長期金利



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

#### 日・長期金利

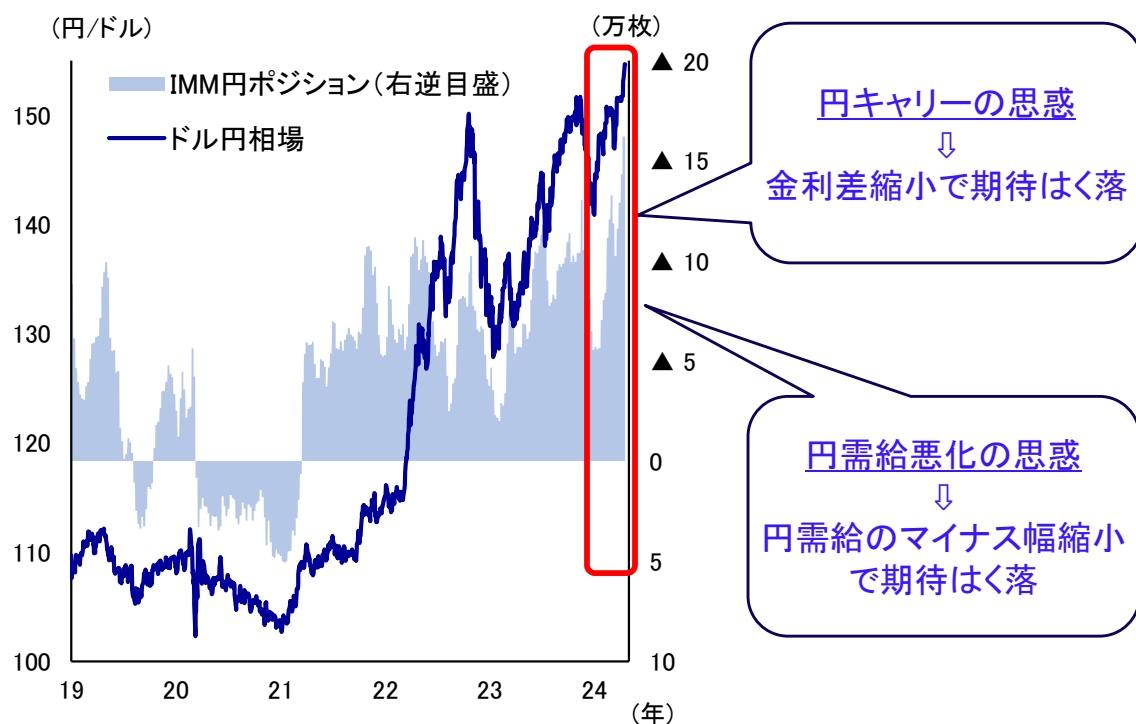


(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 日米金利差は緩やかに縮小、投機要因は徐々にはく落で、緩やかな円高を予想

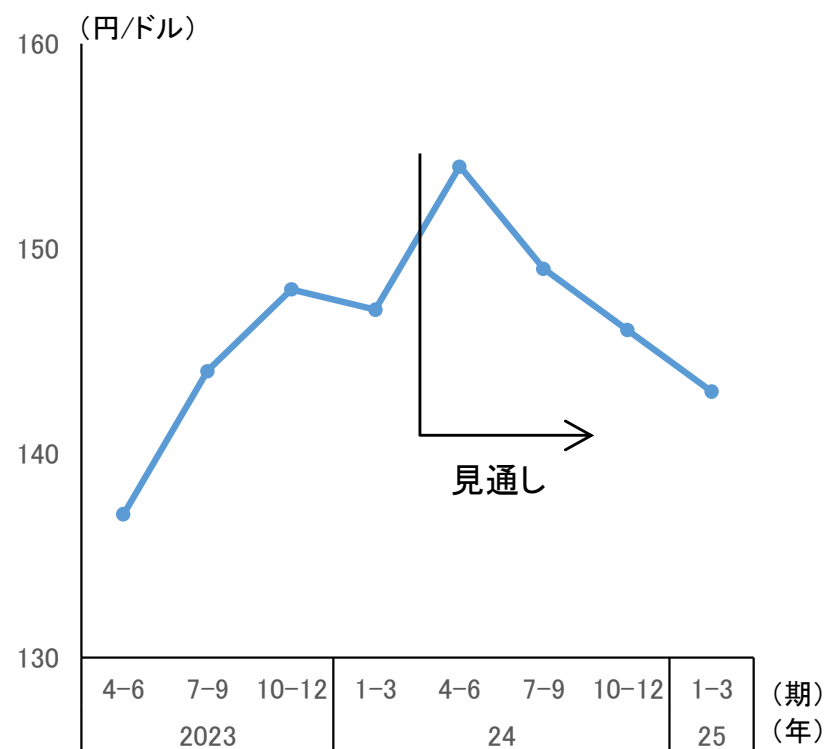
- 金利要因に加え投機的円売りも円安圧力に。IMM通貨先物での円売りポジションはリーマンショック前の水準に
- 円売りポジション積み上がりの背景には、日米金利差が拡大するなかで円キャリー取引の思惑が円先安観に  
— 今後は金利差は縮小と予想。それと共に投機要因も徐々にはく落へ
- 金利要因、円需給要因の先行きを踏まえ、2024年度末のドル円は140円台前半の見通し

## ドル円と投機筋の動向



(注) IMM円ポジションのマイナス幅が大きいほど、円売り圧力が強い  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ドル円の見通し



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



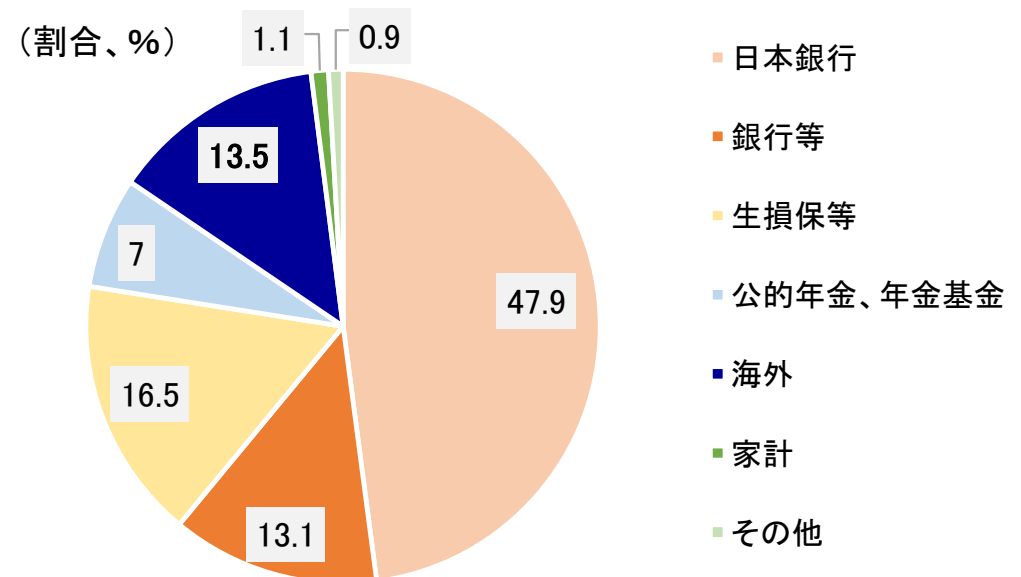
# 円金利：日銀は大規模緩和解除も、長期金利の急上昇を警戒

- 日銀はマイナス金利政策解除の前後で金融緩和継続の姿勢を強調。長期金利の上昇は小幅にとどまった  
— 植田総裁や内田副総裁がマイナス金利解除後も緩和継続との姿勢を強調
- 日銀は国債保有残高を高水準に維持することで、長期金利の上昇を一定程度抑制（月6兆円程度の長期国債買い入れ方針を維持）

## 日銀高官の金融緩和姿勢を示す発言

|                | 発言内容                                                                                                                                                                                                                         |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 内田副総裁<br>(2/8) | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 現時点の見通しを前提とすると、<u>マイナス金利解除後にどんどん利上げをしていくようなパスは考えにくい</u></li><li>■ 現在の実質金利は大幅なマイナス。この状況が大きく変化することは想定していない</li><li>■ イールドカーブ・コントロールの枠組みを廃止するにせよ残すにせよ、不連続な形とならないように国債を買い入れていく</li></ul> |
| 植田総裁<br>(3/19) | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 予想物価上昇率は2%目標までまだ多少距離がある。このギャップに着目すると、緩和的な環境を維持することが大事</li><li>■ <u>バランスシートは現状の規模を維持する</u>。将来はBS縮小を視野に入れている</li><li>■ 急激な金利上昇は機動的なオペで抑制</li></ul>                                     |

## 日本銀行の国債保有割合(2023年12月末時点)



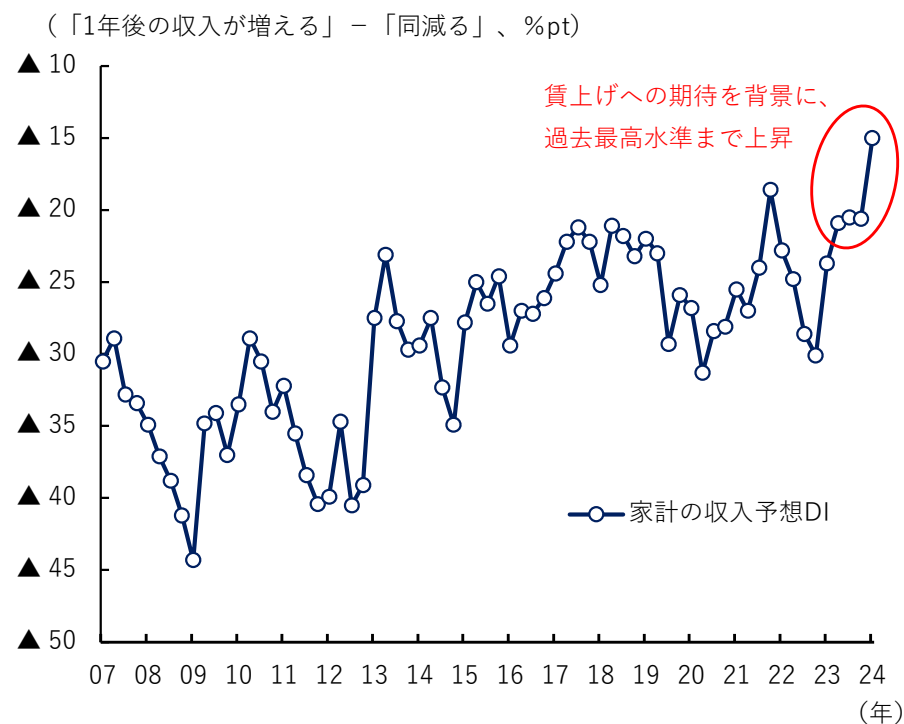
(注)「国債」は「財投債」や「国庫短期証券(T-Bill)」を含む。「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。「生損保等」は「かんぽ生命」を含む  
(出所)財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 円金利:2025年前半までに2回の利上げ。長期金利は緩やかな上昇へ

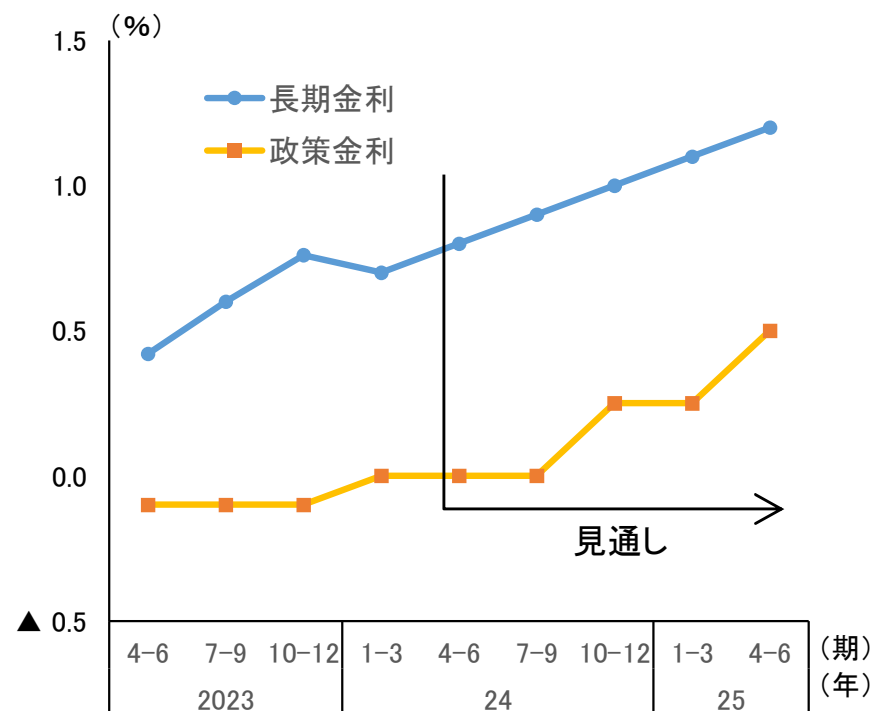
- 2024年春闘の力強い賃上げを踏まえ、2025年前半までに日銀が2回程度の利上げする可能性が高まったと評価
  - 賃上げへの期待を背景に、家計の収入予想DIは大幅に上昇。物価上昇への許容度が高まっている可能性
  - 日銀の利上げに伴い日本の長期金利は1%前半までの金利上昇を見込む

## 家計の1年後収入予想(日銀・生活意識アンケート)



(注)2024年3月調査の調査時期は2月8日～3月5日  
(出所)日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 日本:政策金利・長期金利の見通し

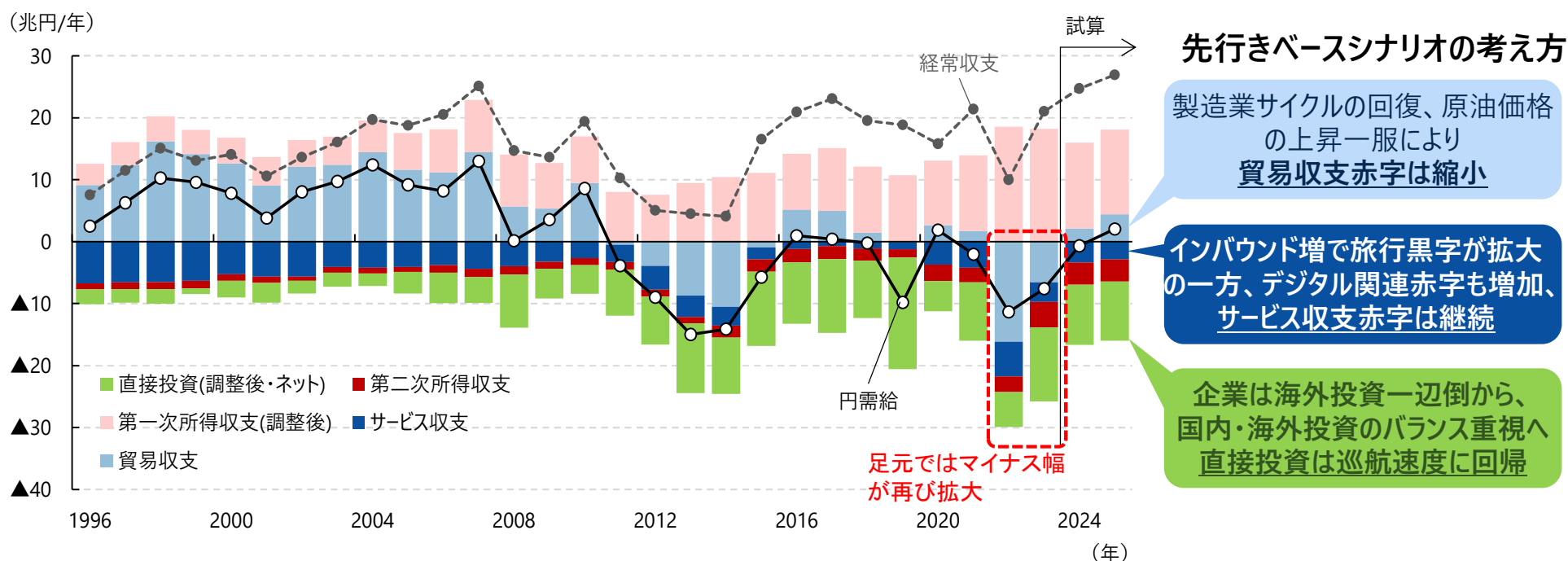


(注)政策金利は無担保コールレート翌日物金利  
(出所)Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 円需給：先行きの円需給は改善。但し、サービス収支は持続的な下押し圧力に

- 2010年代以降、貿易黒字縮小や対外直接投資増加により、円需給のプラス幅が消失。足元ではマイナスに
  - 輸出産業の競争力低下や鉱物性燃料の輸入増で、貿易黒字幅が縮小。対外直接投資は増加
  - 2022～2023年度は、資源価格高騰もあり、貿易収支は大幅赤字。対外直接投資もコロナ禍の反動で急増
- 今後は企業の投資スタンス変化による輸出改善（海外一辺倒から国内・海外投資のバランス重視）、資源価格も一服し、貿易赤字は縮小へ。円需給は今後改善に向かう見通し。但し、サービス収支は今後も下押し圧力に

## 円需給の項目別寄与度と経常収支の推移



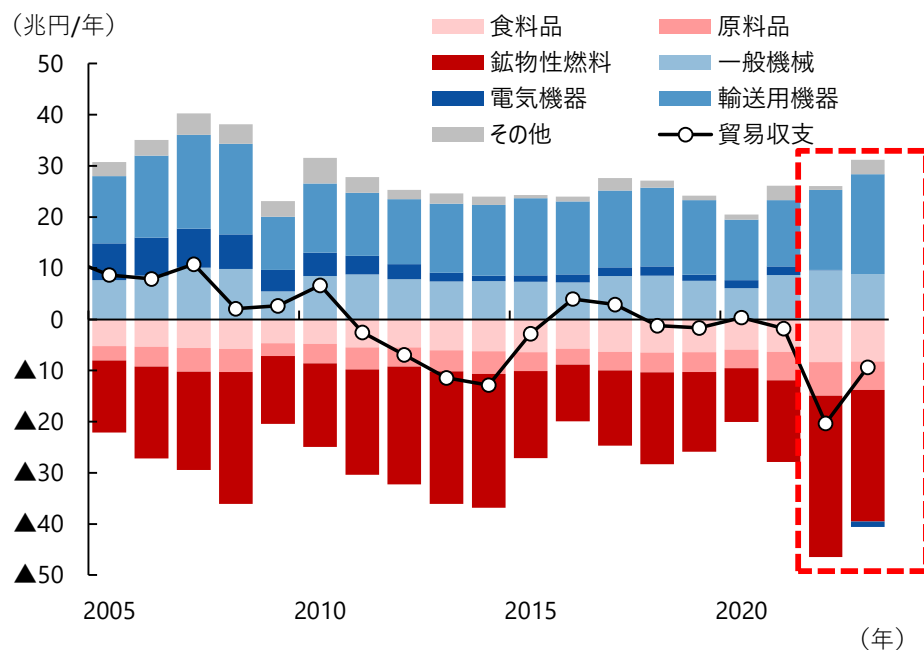
(注) 第一次所得(調整後)は、①直接投資の再投資収益、②証券投資収益の1/2を控除した金額。直接投資(調整後・ネット)は収益の再投資を除いた上で、対外直接投資から対内直接投資を差し引いた金額

(出所) 財務省・日本銀行「国際収支統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 貿易収支：製造業サイクル回復や原油価格上昇一服で赤字幅は縮小へ

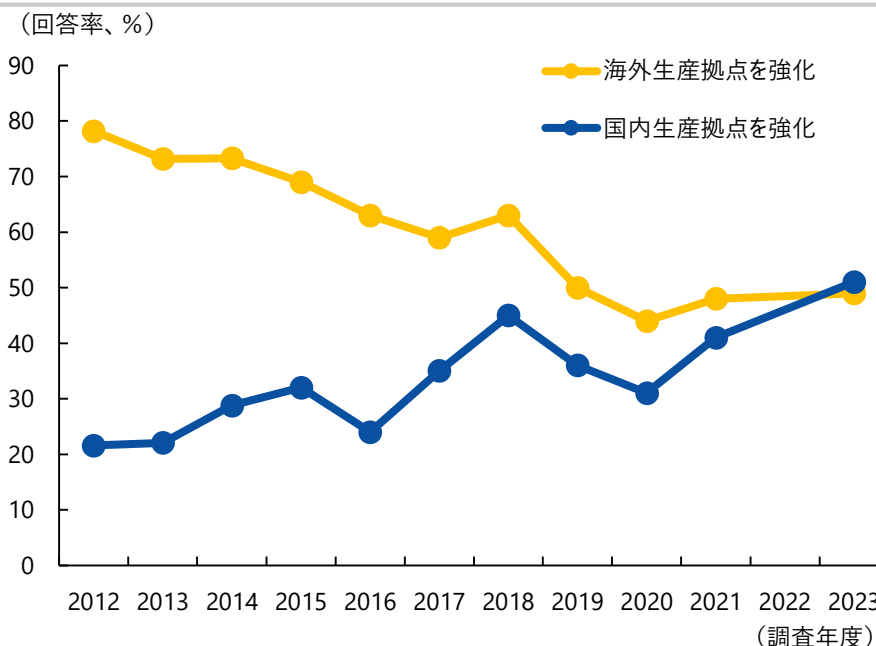
- 2000年代に概ね年間10兆円規模だった貿易黒字は、2010年代以降に赤字化する局面も
  - ― 輸出側は新興国のキャッチアップ、日本企業も海外拠点強化を優先したことで電気機器の黒字が消失。一方、輸入側では資源関連輸入額が増加。特に2022年の資源高局面では貿易収支が大幅赤字に
- 先行きは、製造業サイクルが回復に向かうことで輸出は持ち直しへ。国内生産拠点の見直しもサポート材料に。足元中東情勢を巡る不確実性を受け、原油価格が上昇しているが、いずれ一服。貿易赤字は縮小へ
  - ― もっとも、脱炭素を巡る動きや資源価格の変動次第でボラタイルな状況は継続

## 主要商品別の貿易収支



(注) その他は化学、原料別製品(金属製品、ゴム製品等)、その他輸出入の合計  
(出所)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

## 国内・海外生産拠点の強化に関する企業アンケート



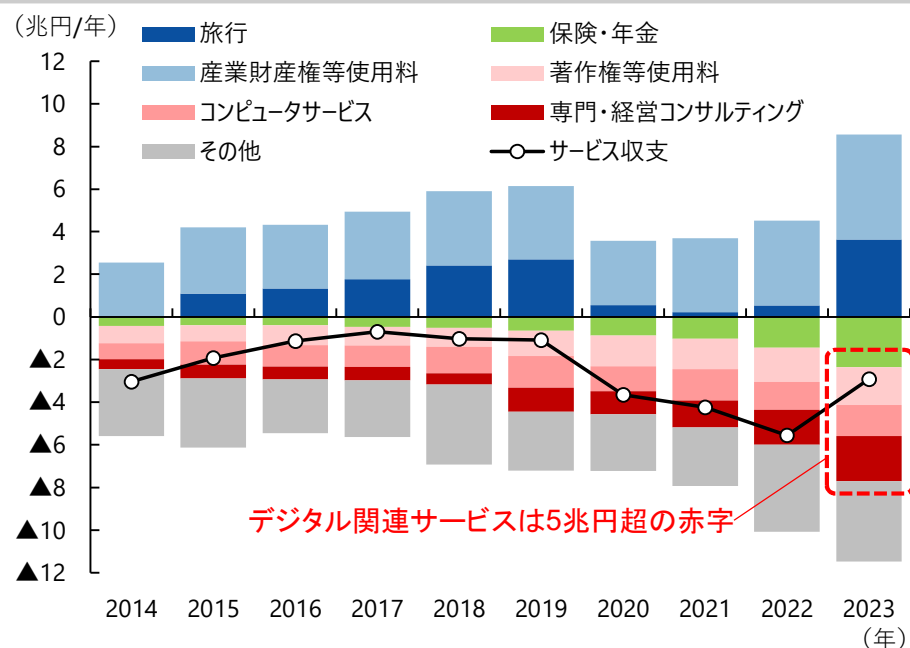
(注) 向こう3年程度で国内・海外生産拠点を強化すると回答した割合。対象は大企業のうち、国内・海外の両方で生産活動を行っていると回答した企業。

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

# サービス収支：デジタル関連赤字拡大が重しとなり、今後も赤字継続

- デジタル関連の赤字がコロナ禍を経て拡大。2023年は年間5兆円規模と、旅行収支黒字（約3兆円）を上回る
  - 著作権等使用料（OS・ソフトウェア等のライセンス料）、コンピュータサービス（ITサブスクリプション契約料等）、専門・経営コンサルティングサービス（ウェブ広告等）を、デジタル関連サービスと定義
  - なお黒字側では、インバウンド需要の回復により旅行黒字が拡大したほか、特許権・ロイヤリティ・ノウハウ使用料等の産業財産権等使用料が大幅なプラスを維持
- 今後は、インバウンド需要の増加をみこむものの、大規模なデジタル関連赤字も増加する方向にあり、サービス収支は赤字が今後も継続

## サービス収支の項目別寄与度



(注) その他は輸送、委託加工、維持修理、建設、金融、通信・情報、研究開発、文化・娯楽等の合計

(出所) 財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 今後のサービス収支の主要項目に関する見方

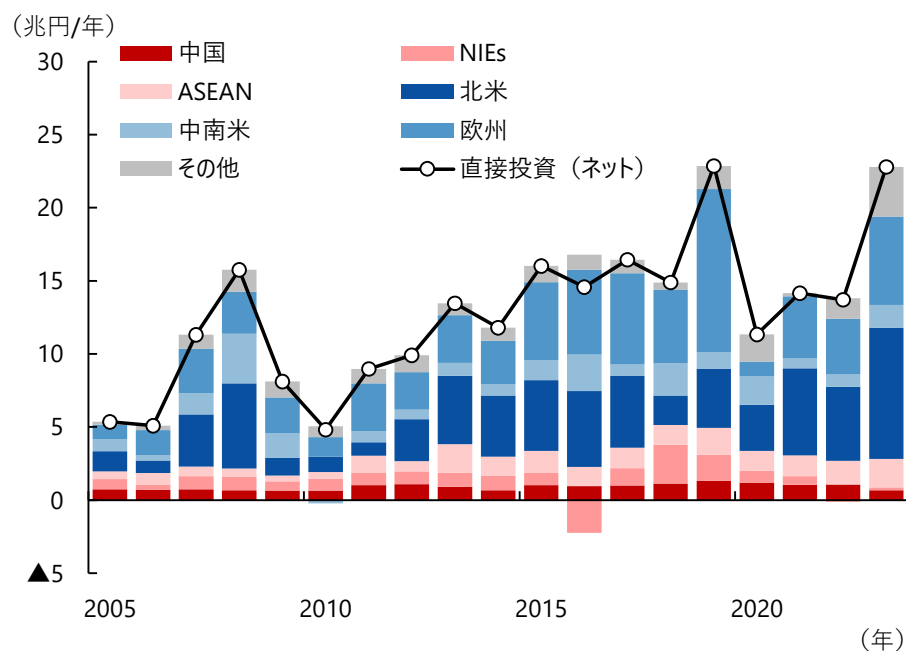
| 項目        | 今後の見方                                                              |     |
|-----------|--------------------------------------------------------------------|-----|
| デジタル関連    | コロナ禍で急拡大したITサブスクリプションやウェブ広告等の、デジタル関連赤字は増加（円安圧力）                    | 赤字増 |
| 旅行        | インバウンド需要の増加に伴い、旅行収支は黒字幅が緩やかに拡大（円高圧力）                               | 黒字増 |
| 産業財産権等使用料 | 海外生産拠点から受け取るロイヤリティや医薬品等の販売権許諾から得る受取が中心。対外直接投資の巡航速度回帰に伴い、足元の黒字規模が継続 | 横這い |

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 直接投資：コロナ後の反動による急増は一服へ

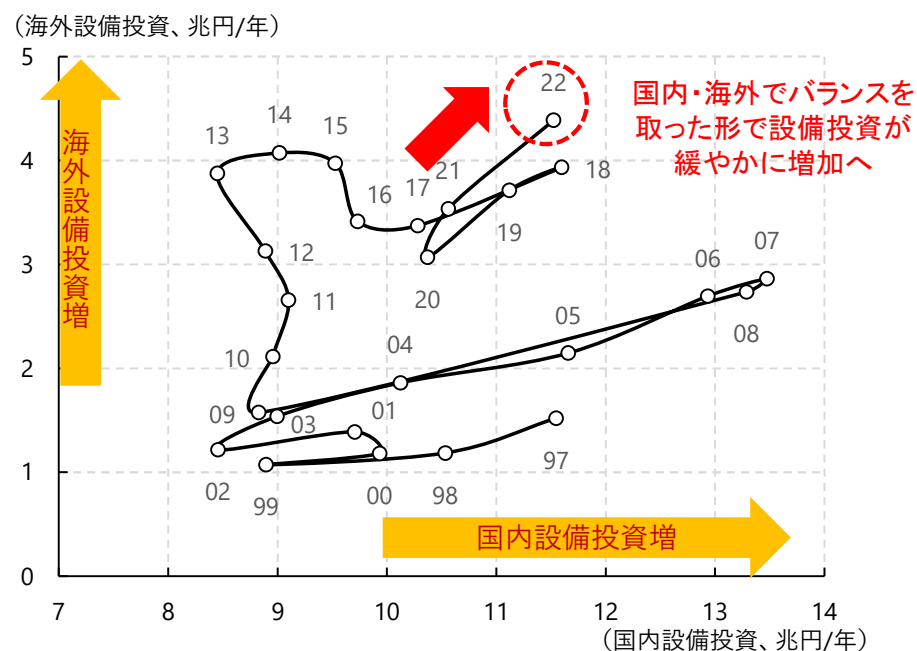
- 日本の直接投資(対外－対内直接投資)は2010年代に拡大し、その後は年間15～20兆円規模で推移
  - 現地収益の再投資分を除くと、年間10兆円程度の円売りフローを生む計算
  - 地域別では、コロナ禍後にアジア向けが鈍る一方、北米、欧州向けが堅調に推移
- 企業の生産拠点選択に関する姿勢を踏まえると、先行きは国内・海外でバランスをとった形で投資が拡大する見込み
  - 対外直接投資はコロナ禍の反動もあり2023年に急増したが、2024年は一服へ

### 国・地域別の直接投資(ネット)フロー



(注) 2013年以前は旧基準、2014年以降は新基準  
(出所) 財務省・日本銀行「業種別・地域別直接投資(フロー)」より、  
みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 製造業の国内・海外向け設備投資の推移



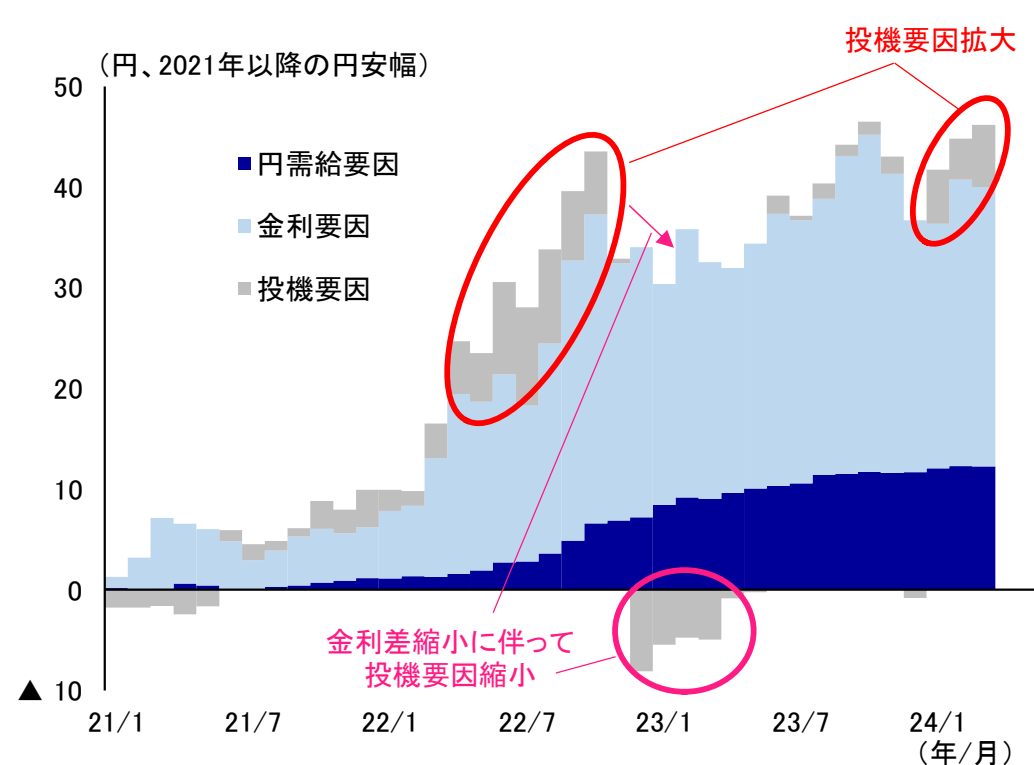
(注) 製造業、国内設備投資は資本金10億円以上。図中の数字は年度を表す  
(出所) 財務省「法人企業統計(季報)」、経済産業省「海外現地法人四半期調査」より、  
みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



# 投機要因：他の円安圧力が緩和し、徐々に円売りポジションも縮小へ

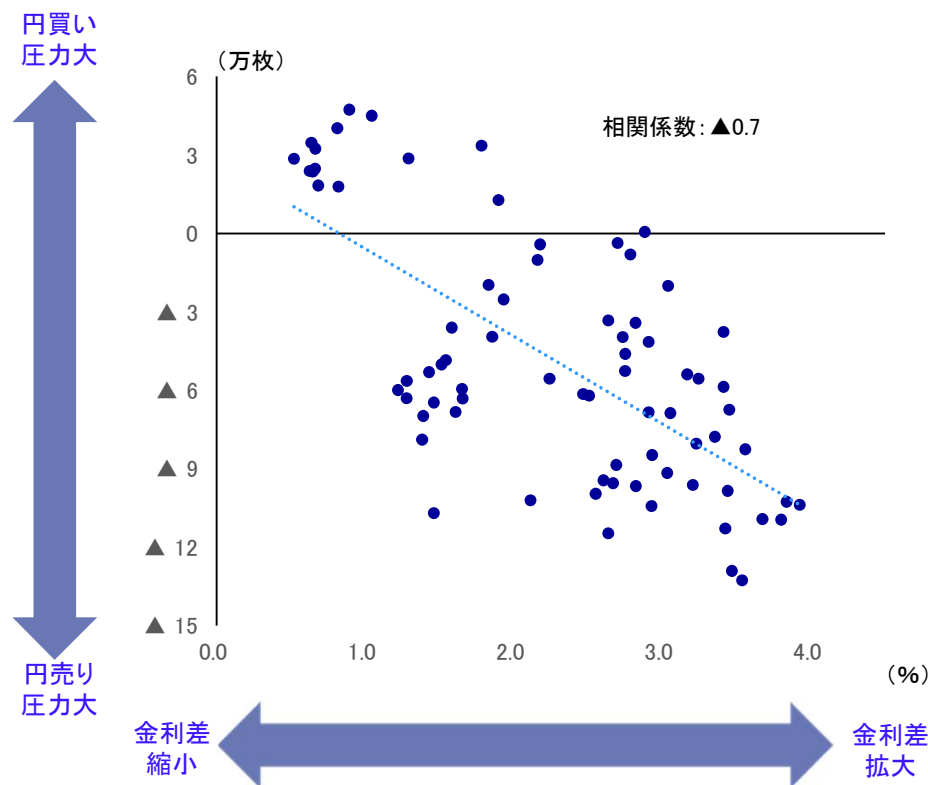
- IMMポジションも足元過去最高水準まで円売り圧力が高まっており、投機要因が年初来の円安進行を加速
  - 足元介入の可能性が高まっていることも、投機による円安圧力が強いことが背景
- 他の円安圧力の緩和が確認されるのに伴って、投機的な円売り圧力も徐々に緩和方向へ
  - 実際、過去の日米金利差と投機筋のポジションには一定の関係がみられ、金利差縮小を契機にポジション縮小を見込む

## 2021年以降の円安の寄与度分解(再掲)



(注) 2021年以降の対ドルでの円安幅について、日米金利差要因と、国際収支にみる円需給要因(為替取引項目)、投機要因に分解した推計値  
(出所) 財務省、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 投機筋による円ポジションと日米金利差の関係

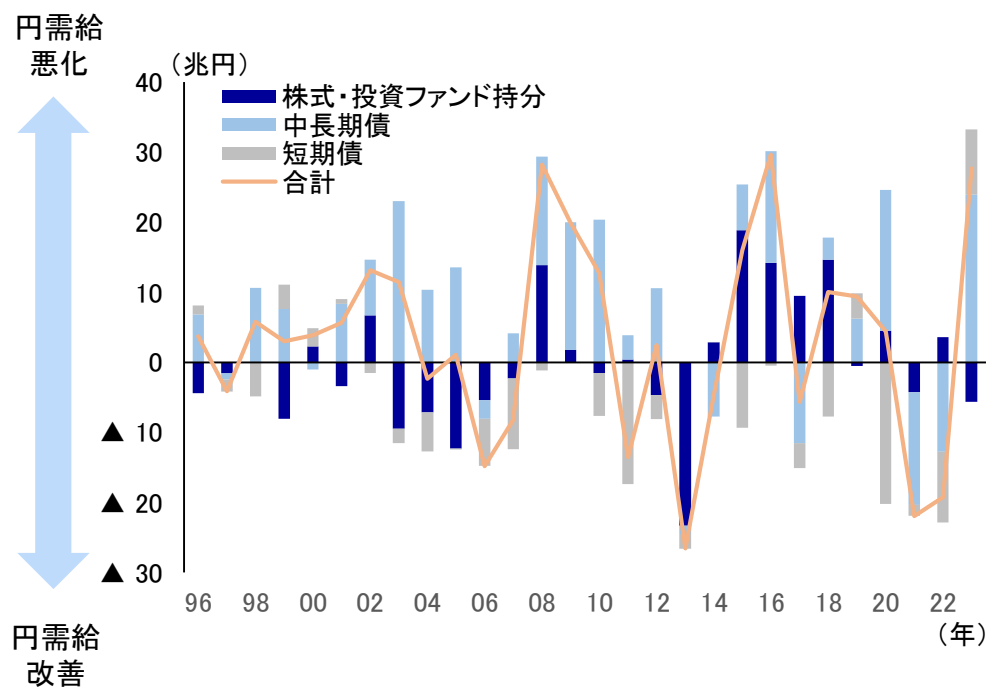


(注) IMM円ポジションのマイナス幅が大きいほど、円売り圧力が強い  
日米金利差=米10年国債利回り- 日本10年国債利回り  
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考)投資家要因：新NISA開始後も一方的な資金流出は確認できず

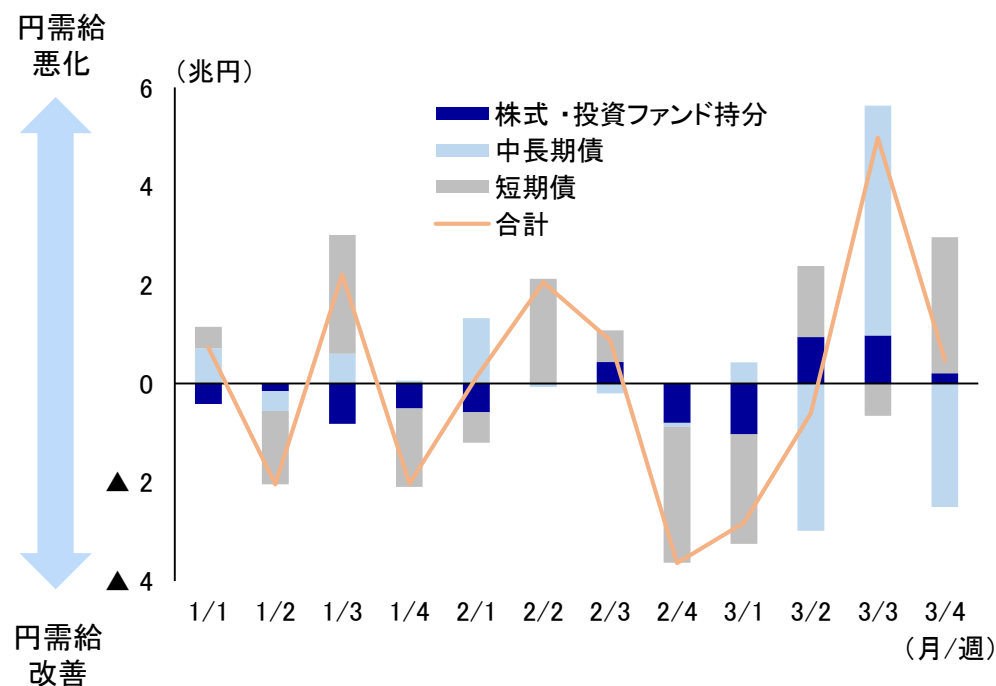
- 証券投資の動向は大きく振れをともなう推移、持続的な資金流出が起こるといったトレンドはみられず
- 新NISAが開始された2024年も、一方的な対外証券投資拡大はみられず(円需給悪化要因とはいえず)
  - 新NISAの開始にともない国内勢の外国株投資を促す一方、海外勢による日本株買いの動きもあり、現時点で一方的な対外証券投資拡大は観測されず (3月までの動きは円安要因があったとはいえず)

### 2023年までの証券投資とその内訳(暦年)



(出所)財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 2024年の証券投資とその内訳(週次)

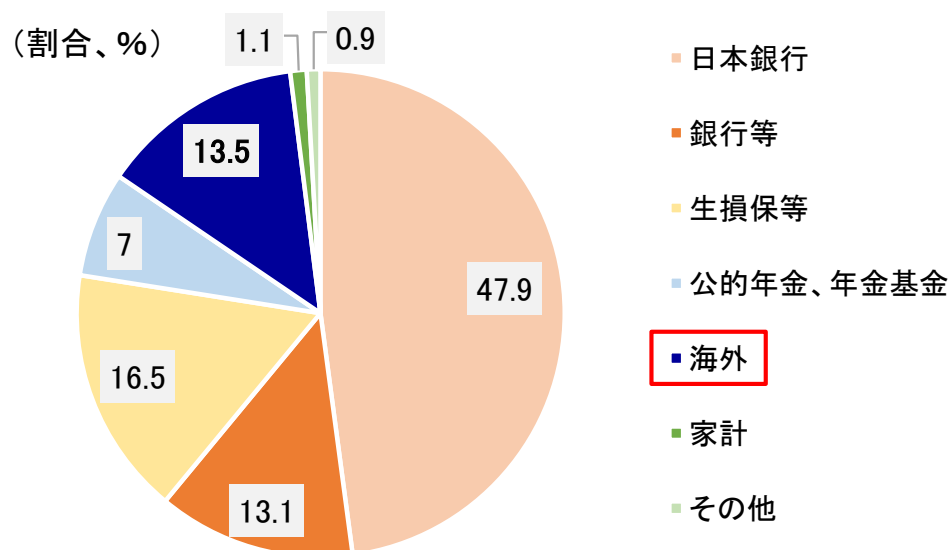


(出所)財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考)投資家要因：短期的には財政規律への懸念を起点とする円安急進リスクは小

- 短期的には財政規律への懸念を起点とした円安急進リスクは限定的。中期的にはリスク顕在化の恐れ
  - 国債の海外保有比率は1割強に留まる。ベースシナリオの円金利は1%前半と名目成長率(1%半ば)を下回る(短期的には財政は発散せず)
  - 一方、中期的には、国債保有構造変化(海外保有比率拡大)、金利上昇(名目成長率を上回る金利水準)、債務残高対GDP比の上昇継続懸念による格下げ等が生じた場合、日本からの資金逃避リスクも。これらの変化に要注意
    - なお、財政リスクを意識した金利急騰の場合、金利差縮小による円高ではなく、資金逃避による急激な円安に

### 国債の保有者別内訳(2023年12月末時点)(再掲)



(注)「国債」は「財投債」や「国庫短期証券(T-Bill)」を含む。「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。「生損保等」は「かんぽ生命」を含む  
(出所)財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 中長期的な財政規律への懸念を起点とした円安急進リスク

#### 国債保有構造変化

- ◆ 日銀BSの縮小、海外保有比率の増加は、財政規律への懸念顕在化時の資金逃避リスクを徐々に高める

#### 金利上昇

- ◆ 利上げがベースシナリオ以上に進み、中期的に名目成長率(1.5%)を上回る長期金利定着のリスク

#### 格下げ

- ◆ 財政赤字の拡大継続、潜在成長率の低下、債務残高対GDP比の上昇への懸念を背景に格下げされるリスク

### 中長期的に資金逃避による円安急進のリスク

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (参考)円安リスクを生じさせうる要素、その起点については継続的に点検が必要

- ベースシナリオの前提となる外部環境が変わり、円安リスクが顕在化する可能性は留意
  - インフレ再燃による米金利上昇、中東情勢悪化による資源価格高騰を通じた円需給悪化など、円安リスク顕在化の起点となる事象を継続的に点検していく必要あり

### 円安リスクを生じさせうる事象とその起点、深度、リスク顕在化時の円安インパクト

| リスク事象     |              | リスク顕在化の起点                        | ベース対比の円安インパクト<br>(ショック前提)                   |
|-----------|--------------|----------------------------------|---------------------------------------------|
| 金利<br>要因  | 米金利上昇        | インフレ再燃<br>(景気の強さ＋トランプ政策)         | 約15~16円<br>(利下げできず、米長期金利が<br>5%半ばまで上昇)      |
|           | 貿易赤字<br>拡大   | 中東情勢悪化<br>(第5次中東戦争<br>勃発・長期化)    | 約12~13円<br>(WTIの上昇が継続し、<br>1バレル＝120ドル台まで上昇) |
| 円需給<br>要因 | デジタル赤字<br>拡大 | デジタル赤字がAI化進展<br>の中で今後さらに加速       | 約5~6円<br>(デジタル赤字が現状比2倍)                     |
|           | 対外直接投資<br>拡大 | 国内成長期待低下で<br>企業の海外生産シフト<br>が再び加速 | 約4~5円<br>(対外直接投資が現状比約2倍。<br>所得収支による還元も考慮)   |

(注)WTIはWTI原油先物。WTIが一時的に1バレル＝120ドルまで上昇しても、12~13円の円安インパクトはない。WTIが持続的に上昇し、26Q1に1バレル＝120ドルに上昇した場合を想定  
円安インパクトを試算した円需給要因のショック前提は、2026年にかけてショックが継続すると仮定  
(出所)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

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)

| 産業     | 割合  |
|--------|-----|
| 電力・熱供給 | 30% |
| 運輸     | 14% |
| 鉄鋼     | 12% |
| 化学工業   | 8%  |
| その他の産業 | 9%  |
| その他    | 9%  |

有電機・製造業等、29%  
光熱力・風力等の再生エネルギー

運輸業、14%  
LNG燃料船、EV

電力・熱供給

食料・エネルギー価格上昇の影響は、低所得層ほど負担が大きい

食料・エネルギー価格上昇に伴う年次所得変動の影響(2022年)

| 所得階級        | 2021年の年間所得(万円) | 2022年の年間所得(万円) | 増減率(%) |
|-------------|----------------|----------------|--------|
| 300万円未満     | 22,840         | 18,499         | -18.6  |
| 300~400万円   | 28,187         | 21,261         | -24.7  |
| 400~500万円   | 28,404         | 23,121         | -18.6  |
| 500~600万円   | 28,184         | 24,004         | -14.8  |
| 600~700万円   | 31,305         | 24,281         | -22.4  |
| 700~800万円   | 32,203         | 24,487         | -24.1  |
| 800~900万円   | 33,203         | 26,187         | -21.1  |
| 900~1,000万円 | 35,204         | 28,084         | -20.1  |
| 1,000万円以上   | 40,000         | 37,000         | -7.5   |
| 全世帯平均       | 30,115         | 23,517         | -21.9  |

年次所得では低所得層ほど年次所得変動の影響が大きい

MIZUHO  
みずほリサーチ&テクノロジーズ

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！



YouTube

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調査レポート (無料)  
経済・金融動向を解説メールマガジン (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>

(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)



PCの方は

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

&lt;03-6808-9022&gt;

&lt;chousa-mag@mizuho-rt.co.jp&gt;

---

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、确实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。