



## 「新春討論会—2024年の経済展望」

2024年2月6日

### 木内登英氏資料

野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト

## 2024年世界経済は緩やかに成長鈍化

### 世界経済見通し

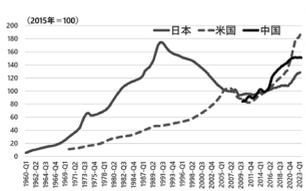
	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (期末、%)		
	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年	2025年
全世界	3.2	2.4	2.6	5.2	3.7	3.0			
先進国	1.5	0.6	0.8	4.7	2.1	2.0			
新興国	4.4	3.7	3.9	5.5	4.9	3.7			
米国	2.5	1.4	0.4	4.2	2.5	2.3	5.375	4.375	2.375
日本	2.0	0.2	0.5	3.2	1.7	1.4	-0.10	0.00	0.00
ユーロ圏	0.4	-0.3	1.0	5.5	1.7	1.8	4.00	2.75	2.75
フランス	0.8	0.1	1.1	5.7	2.3	1.8			
ドイツ	-0.2	-0.4	1.0	6.1	1.7	2.2			
英国	0.2	-0.1	1.0	7.4	1.9	1.9	5.25	4.25	4.00
中国	5.2	4.0	4.0	0.2	0.6	1.3	6.50	5.75	5.50
インド	7.0	5.7	6.1	5.7	4.6	4.3			
ロシア	3.0	1.4	1.1	5.9	6.3	4.4			

(出所) Nomura Global Market Research

(注) 見通しは2024年1月22時点

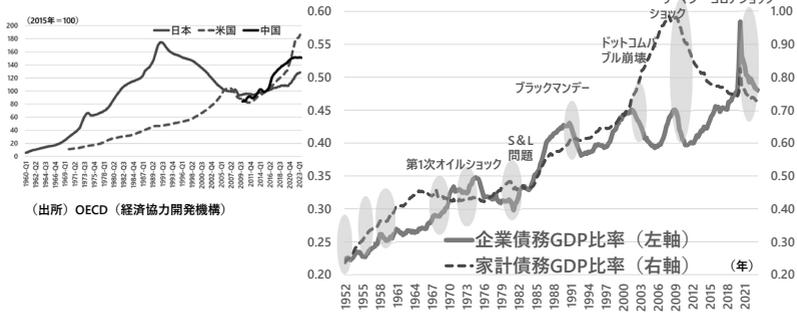
## ダブル・デフレに陥る中国と企業の過剰債務問題を抱える米国

### 日本・米国・中国の住宅価格



(出所) OECD (経済協力開発機構)

### 米国企業・家計債務サイクルと経済・金融情勢



(注) シャド部分は景気後退期

(出所) FRB (米連邦準備制度理事会)、米商務省より野村総合研究所作成

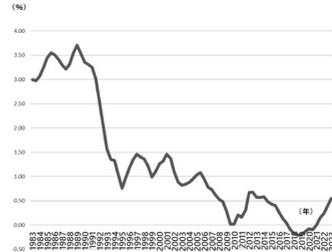
## 足もとの物価上昇率は下振れ：実質賃金上昇は2025年後半に

日本の消費者物価上昇率見通し



（注）2024年1月以降は野村総合研究所の予測値  
 （出所）総務省、野村総合研究所

労働生産性上昇率のトレンド



（注）日本銀行が推計した潜在成長率と就業者及び労働時間の成長寄与度から算出  
 （出所）日本銀行より野村総合研究所作成

## 2024年は円高ドル高の流れに

### 為替見通し（対ドルレート）

	2024年3月	6月	9月	12月	2025年12月
日本円	142.0	140.0	135.0	135.0	130.0
ユーロ	1.12	1.13	1.14	1.15	1.16
英ポンド	1.27	1.28	1.29	1.30	1.34

（注）2024年1月22日時点の予測値  
 （出所）野村

### 日本株見通し

	2024年3月	6月	9月	12月
日経平均（円、期末値）	35,000	37,000	37,500	38,000
（円、期中レンジ）	33,000 ~ 37,000	35,000 ~ 39,000	35,500 ~ 39,500	36,000 ~ 40,000

（注）2024年1月19日時点の予測値  
 （出所）野村

## 先行きの日銀金融政策に「4つの道」

- ①「2%物価目標達成」の確度高い ⇒ 金融政策本格修正、正常化
- ②「2%物価目標達成」を見通せず ⇒ 金融政策本格修正、正常化できず
- ③「2%物価目標達成」の確度高くない ⇒ 金融政策本格修正、正常化に着手  
(2024年4月にマイナス金利政策解除)
- ④「2%物価目標達成」の確度高くない ⇒ 物価目標柔軟化、金融緩和の継続  
を妨げる副作用の軽減を狙った修正  
(2024年10月にマイナス金利政策解除)

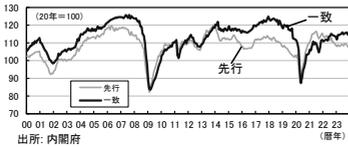
## 上野泰也氏資料

みずほ証券金融市場調査部チーフマーケット  
エコノミスト

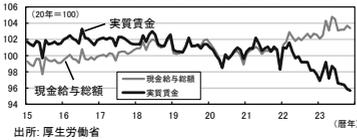


2024年の日本経済は「低空飛行」継続 ～ 個人消費に力強さなし、海外にリスク要因

■図表: 景気動向指数 CI 先行、一致(再掲)



■図表: 毎月勤労統計調査 現金給与総額、実質賃金(季節調整済指数)



日本経済は、引き続き景気拡張局面。だが、物価高に対し、賃金の伸びは引き続き負けている。実質賃金のマイナスが近い将来に解消されるめどは立たず、個人消費に力強い回復を求めるのは難しい。24年の企業トップ「年頭所感」で目立ったキーワードは「変化」「環境変化」。

MIZUHO

8

日銀の金融政策 ～ マイナス金利解除は事実上既定路線。しかし追加利上げは困難

1月の日銀「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)では、物価見通しのうち日銀版コア(除く生鮮食品・エネルギー)が、24年度・25年度ともに前年度比+1.9%で維持された。マイナス金利解除に向けて「リーチがかかっている」数字の並び。

同レポートには「先行きの不確実性はなお高いものの、企業の賃金・価格設定行動の変化や賃金交渉に向けた労使のスタンス等を踏まえると、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっていると考えられる」との文章も入った。

4月(あるいは3月)のマイナス金利解除は、事実上既定路線になっている。

中小企業の賃金引上げ状況などに「全部青信号がとまる」(すべての条件がクリアされる)まで日銀が待つということではなく、経済指標の数字などで「いろいろなシグナル」が混在する状況であっても、政策判断としては「見切り発車」する必要があることを、氷見野日銀副総裁は示唆。

だが、その先のプラス圏での追加利上げは、ハードルがきわめて高い。筆者がそらみる理由は以下の3点。

- (1) CPIコア前年同月比は先行き2%を下回るとみられる(物価の「実力不足」)
- (2) FRBなど米欧の中銀が24年は利下げに動き、為替は円高方向とみられる
- (3) 中小企業の業績への悪影響が大きくなると、与党から反発が出やすい

MIZUHO

9

FRBの金融政策～5月に利下げ開始か。年内利下げ回数には米大統領選も影響

米国の動向、特に、FRBの金融政策と、大統領選における「トランプ返り咲き」の可能性の2つが、24年の金融市場を見ていく上では、非常に大きな注目ポイント。

インフレ率の急上昇への対応が遅れたため、FRBは22～23年に「物価安定」に傾斜して政策を運営した。だが、インフレ率の順調な鈍化を踏まえ、23年12月のFOMCでハト派姿勢に転換。24年は2つの責務のうち「最大雇用」への目配りもしっかりと行い、物価が安定している限りにおいて、雇用をできるだけ増やす（失業率をできるだけ押し下げる）べく、実質金利の水準調整を主眼とする利下げを行っていく見込みである。

過去4回の局面における平均インターバルも考慮しつつ、利下げ開始は24年5月だと筆者は引き続き予想している。24年中の利下げ回数は3回とみる。だが、選挙がトランプ氏勝利の場合は、25年1月政権発足後の「口先介入」を警戒し、利下げを前倒しで行っておくのが無難という考えに傾き、おそらく4回に増えるだろう。

FRBは、「デュアル・マンデート（二重の責務）」、すなわち「物価安定」と「最大雇用」を達成する義務がある。22～23年は、インフレ率急上昇への対応が遅れたため、FRBは「物価安定」に傾斜した政策運営を行った。だが、インフレ率（特にコアPCEデフレーター）の順調な鈍化を踏まえ、23年12月のFOMCでハト派姿勢に転換。24年は2つの責務のうち「最大雇用」への目配りもしっかりと行い、物価が安定している限りにおいて、雇用をできるだけ増やす（失業率をできるだけ押し下げる）べく、実質金利の水準調整を主眼とする利下げを行っていく見込みである。

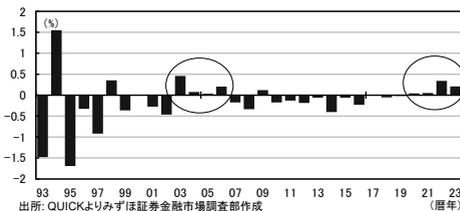
MIZUHO

10

10年債利回りはすでに「過去最長横並び」4年連続上昇～今年は何年で低下か？

日本の10年債利回りは、20年から23年まで4年連続上昇した。03～06年と並ぶ最長記録。日銀は24年にマイナス金利を解除するとみられるが、追加利上げは困難だろう。市場がその点を見透かせば、金利は低下しやすい。

■ 図表：新発10年物国債利回りの暦年ベース騰落（各年の年末水準の前年末比）



◇19年 ▲0.025%→ 20年 0.020%（前年末比+0.045%）→ 21年 0.070%（同+0.050%）→ 22年 0.410%（同+0.340%）→ 23年 0.620%（同+0.210%）

◇02年 0.900%→ 03年 1.360%（前年末比+0.460%）→ 04年 1.435%（同+0.075%）→ 05年 1.470%（同+0.035%）→ 06年 1.675%（同+0.205%）

※ 23年末は0.620%

MIZUHO

11

数か月以内に北朝鮮が「限定的軍事行動」か～強硬路線に傾斜した4つの背景

北朝鮮が強硬姿勢を強めている背景として考えられるのは、以下の諸点。

(1) ロシアとの関係を軍事面を含めて急速に緊密化

金正恩総書記は23年9月にロシア・極東地方を訪れ、プーチン・ロシア大統領と会談。プーチン大統領は1月16日、訪ロシアした崔善姫・北朝鮮外相に、早期に訪朝する用意があるとした。ロシアには北朝鮮が「手本」にしたがる要素がある。

(2) 中国と北朝鮮の関係強化はなかなか進まず

24年は中朝の国交樹立75年の節目。だが、中朝首脳会談は、19年6月を最後に行われていない。北朝鮮が軍事行動で「暴発」するような事態を中国が事前に制止できるかどうかは不明。

(3) 韓国の右派政権に対する不信任

韓国のユン・ソンニョル(尹錫悦)大統領は、北朝鮮に対して、強い姿勢で臨んでいる。1月16日には「(北朝鮮が)挑発するなら何倍にも懲らしめる」と述べた。

(4) 「トランプ返り咲き」のケースを含め、米朝直接協議への期待は盛り上がり

トランプ氏との3度の首脳会談でも、妥協点が見出されることはなかった。あてにならない米朝協議に現時点でいったん見切りをつけ、ロシアとの連携強化重視を金総書記は決断か。

11月の米大統領選でトランプ氏が勝利する場合、「内向き」志向は軍事的にも一層強まるとみられる(NATO脱退論、在韓米軍撤退論など)。トランプ氏には、中国への対抗姿勢は極端に強い一方、ロシアに対しては以前より有和的な傾向がある。金総書記のスタンスにも影響か。

**MIZUHO**

12

【開示事項】

Mizuho Securities USA LLC (MSUSA) はみずほ証券とグループ会社の関係にあり、本資料を第三者レポートとして米国機関投資家に配布しています。MSUSAはみずほ証券のアナリストカレンダリングの選定および主題企業の投資判断の決定に影響を及ぼす権限はしておりません。本レポートはMSUSA、またはその関連会社の「proprietary interests」と無関係ではない場合がございます。MSUSA、またはその関連会社は自己勘定、および特定顧客のための一任勘定取引において本レポートで記載している証券の売買を行っております。これら取引は本レポートで推奨している取引と相反する可能性があります。

【アナリスト確認事項】

本資料に記載された有価証券や発行体に関する意見は、本資料の表紙に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

13

# 新春討論会—二〇二四年の経済展望

## 【前置事項】

本資料はみずほ証券が、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供の目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは申込みの誘引を促されるものではありません。

本資料はみずほ証券がすべて公開可能な情報に基づき作成したもので、本資料は信頼できると考えられる情報に基づいていますが、情報は必ずしも確実に提供されたものではなく、また本資料は投資家の投資決定に必要な情報をすべて提供しているものではありません。みずほ証券は本資料の正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。また、使用した結果についてもいかなる責任も負いません。ここに記載された内容が記載日現在の市場や経済情勢の状況に起因して発生する損失の発生を招く可能性があります。また、ここに記載された内容が市場や経済情勢の急激な変動に起因して発生する損失の発生を招く可能性があります。

本資料は投資、融資、あるいは投資等の助成を推奨するものではありません。本資料は個々のお客様の財務状況や投資目的は無関係に作成されています。本資料で述べられている有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するものではありません。投資の助成や助成の提供を受けておられるお客様は必ずしも投資の助成を受ける必要はありません。本資料において述べられている投資の助成を受ける前にプロフェッショナルアドバイザーの助成を受けることをお勧めします。みずほ証券およびその関係会社は投資の助成について詳細を問いません。

みずほ証券およびその関係会社は本資料の信頼性のための信頼（信頼性、信頼性）を維持する責任を負いません。信頼性または信頼性は本資料を通じて生じた損失、利益の喪失、損害を含むことには責任を負いません。いかなる賠償責任を負うものでもなく、本資料で述べられている情報に起因するいかなる損害も保証するものではありません。信頼性の決定は投資家自身が行い、投資に対する責任は投資家自身を負う必要があります。

過去の業績は将来のパフォーマンスを予測するものではありません。特に短期の業績はアナリスト予想が有効と考えられる要因に基づく決定を要するもので、実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って過去のパフォーマンスに関して、いかなる保証もありません。信頼性の保証もありません。本資料はみずほ証券の責任を負いません。

本資料で述べられているみずほファイナンシャルグループ（「MHFG」）あるいはその関係会社に関する内容は、すべて公開可能な情報に基づいており、本資料の作成者はMHFGおよび本資料で記載された会社は一切の内部資料の使用が認められています。みずほ証券はMHFGの子会社であり、本資料の作成はMHFGに関する投資判断を要するものではありません。

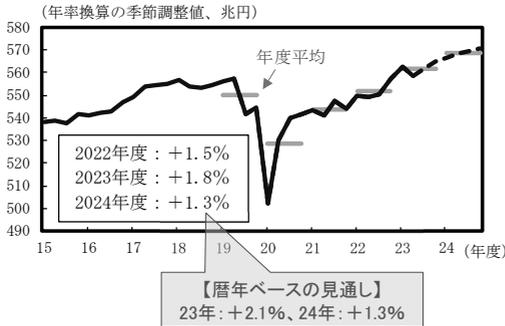
みずほ証券は本資料、または他のMHFGの関連会社は、本資料で記載されている企業が発行する有価証券・有価証券の関連金融商品等を自己または委託して取引することがあります。さらに本資料に示されている投資判断とは相反する形での取引を行うことがあります。これらの行為は本資料やその他の関係会社に対して、適切な金融サービスを提供する可能性があります。ただしみずほ証券はMHFG株式会社については委託先（35席）に限り、自己売買を行うことには必ずしも制限がない（買付制限）と認められています。MHFGグループの買収（Mizuho International plc（「MI」）、30 Old Bailey, London EC4M 3AU）が投資先を有します。MHFGグループは規制機関（The Prudential Regulation Authority）の監督を受け金融行動管理機構（the Financial Conduct Authority（「FCA」））およびグループ・アカウンタブル・ガバナンスの規制の下にあり、ロンドン証券取引所の会員です。ドイツでのみずほ証券の売却（Mizuho Securities Europe GmbH（「MHEU」）、Taunusstr. 1, 60310 Frankfurt, Germany）が行われています。MHFGはドイツ連邦金融監督局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht（「BaFin」））の監督を受け、その規制の下にあります。本資料はドイツ連邦金融監督局のその他の監理の顧客（「MIH、MHEU」）に販売されることがあります。なお、本資料はFCA、BaFinの規制の対象外であり、個人投資家向けではありません。利益相反の防止および回避に関する情報、監督官の報酬についてはウェブサイト <https://www.mizuho-group.com/en/who-we-are/governance> をご覧ください。

本資料の作成者の住所は本資料の発行元は、Mizuho America LLCの住所はFIRMAであるMizuho Securities USA LLC, 1271 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, USA、連絡先+1 212 690 4300（FAX）、同社がその内部に上場しています。企業に関する新聞記事や発表、市場環境、公表されたその他の情報に基づき、本社および本社の定期的なアップデートが提供されることがあります。本資料の内容を基に本社の投資家が行う取引はすべてMizuho Securities USA LLC（「MSUSA」）を通じてのみ行うことができます。製品の実際の売却は投資家の方針、MSUSAの資金調達等によって変動します。

本資料の作成者の住所はMizuho Securities Asia Limited（「MSA」）、14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 108, 109, 110, 111, 112, 113, 114, 115, 116, 117, 118, 119, 120, 121, 122, 123, 124, 125, 126, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 136, 137, 138, 139, 140, 141, 142, 143, 144, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 152, 153, 154, 155, 156, 157, 158, 159, 160, 161, 162, 163, 164, 165, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 173, 174, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181, 182, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 189, 190, 191, 192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206, 207, 208, 209, 210, 211, 212, 213, 214, 215, 216, 217, 218, 219, 220, 221, 222, 223, 224, 225, 226, 227, 228, 229, 230, 231, 232, 233, 234, 235, 236, 237, 238, 239, 240, 241, 242, 243, 244, 245, 246, 247, 248, 249, 250, 251, 252, 253, 254, 255, 256, 257, 258, 259, 260, 261, 262, 263, 264, 265, 266, 267, 268, 269, 270, 271, 272, 273, 274, 275, 276, 277, 278, 279, 280, 281, 282, 283, 284, 285, 286, 287, 288, 289, 290, 291, 292, 293, 294, 295, 296, 297, 298, 299, 300, 301, 302, 303, 304, 305, 306, 307, 308, 309, 310, 311, 312, 313, 314, 315, 316, 317, 318, 319, 320, 321, 322, 323, 324, 325, 326, 327, 328, 329, 330, 331, 332, 333, 334, 335, 336, 337, 338, 339, 340, 341, 342, 343, 344, 345, 346, 347, 348, 349, 350, 351, 352, 353, 354, 355, 356, 357, 358, 359, 360, 361, 362, 363, 364, 365, 366, 367, 368, 369, 370, 371, 372, 373, 374, 375, 376, 377, 378, 379, 380, 381, 382, 383, 384, 385, 386, 387, 388, 389, 390, 391, 392, 393, 394, 395, 396, 397, 398, 399, 400, 401, 402, 403, 404, 405, 406, 407, 408, 409, 410, 411, 412, 413, 414, 415, 416, 417, 418, 419, 420, 421, 422, 423, 424, 425, 426, 427, 428, 429, 430, 431, 432, 433, 434, 435, 436, 437, 438, 439, 440, 441, 442, 443, 444, 445, 446, 447, 448, 449, 450, 451, 452, 453, 454, 455, 456, 457, 458, 459, 460, 461, 462, 463, 464, 465, 466, 467, 468, 469, 470, 471, 472, 473, 474, 475, 476, 477, 478, 479, 480, 481, 482, 483, 484, 485, 486, 487, 488, 489, 490, 491, 492, 493, 494, 495, 496, 497, 498, 499, 500, 501, 502, 503, 504, 505, 506, 507, 508, 509, 510, 511, 512, 513, 514, 515, 516, 517, 518, 519, 520, 521, 522, 523, 524, 525, 526, 527, 528, 529, 530, 531, 532, 533, 534, 535, 536, 537, 538, 539, 540, 541, 542, 543, 544, 545, 546, 547, 548, 549, 550, 551, 552, 553, 554, 555, 556, 557, 558, 559, 560, 561, 562, 563, 564, 565, 566, 567, 568, 569, 570, 571, 572, 573, 574, 575, 576, 577, 578, 579, 580, 581, 582, 583, 584, 585, 586, 587, 588, 589, 590, 591, 592, 593, 594, 595, 596, 597, 598, 599, 600, 601, 602, 603, 604, 605, 606, 607, 608, 609, 610, 611, 612, 613, 614, 615, 616, 617, 618, 619, 620, 621, 622, 623, 624, 625, 626, 627, 628, 629, 630, 631, 632, 633, 634, 635, 636, 637, 638, 639, 640, 641, 642, 643, 644, 645, 646, 647, 648, 649, 650, 651, 652, 653, 654, 655, 656, 657, 658, 659, 660, 661, 662, 663, 664, 665, 666, 667, 668, 669, 670, 671, 672, 673, 674, 675, 676, 677, 678, 679, 680, 681, 682, 683, 684, 685, 686, 687, 688, 689, 690, 691, 692, 693, 694, 695, 696, 697, 698, 699, 700, 701, 702, 703, 704, 705, 706, 707, 708, 709, 710, 711, 712, 713, 714, 715, 716, 717, 718, 719, 720, 721, 722, 723, 724, 725, 726, 727, 728, 729, 730, 731, 732, 733, 734, 735, 736, 737, 738, 739, 740, 741, 742, 743, 744, 745, 746, 747, 748, 749, 750, 751, 752, 753, 754, 755, 756, 757, 758, 759, 760, 761, 762, 763, 764, 765, 766, 767, 768, 769, 770, 771, 772, 773, 774, 775, 776, 777, 778, 779, 780, 781, 782, 783, 784, 785, 786, 787, 788, 789, 790, 791, 792, 793, 794, 795, 796, 797, 798, 799, 800, 801, 802, 803, 804, 805, 806, 807, 808, 809, 810, 811, 812, 813, 814, 815, 816, 817, 818, 819, 820, 821, 822, 823, 824, 825, 826, 827, 828, 829, 830, 831, 832, 833, 834, 835, 836, 837, 838, 839, 840, 841, 842, 843, 844, 845, 846, 847, 848, 849, 850, 851, 852, 853, 854, 855, 856, 857, 858, 859, 860, 861, 862, 863, 864, 865, 866, 867, 868, 869, 870, 871, 872, 873, 874, 875, 876, 877, 878, 879, 880, 881, 882, 883, 884, 885, 886, 887, 888, 889, 890, 891, 892, 893, 894, 895, 896, 897, 898, 899, 900, 901, 902, 903, 904, 905, 906, 907, 908, 909, 910, 911, 912, 913, 914, 915, 916, 917, 918, 919, 920, 921, 922, 923, 924, 925, 926, 927, 928, 929, 930, 931, 932, 933, 934, 935, 936, 937, 938, 939, 940, 941, 942, 943, 944, 945, 946, 947, 948, 949, 950, 951, 952, 953, 954, 955, 956, 957, 958, 959, 960, 961, 962, 963, 964, 965, 966, 967, 968, 969, 970, 971, 972, 973, 974, 975, 976, 977, 978, 979, 980, 981, 982, 983, 984, 985, 986, 987, 988, 989, 990, 991, 992, 993, 994, 995, 996, 997, 998, 999, 1000, 1001, 1002, 1003, 1004, 1005, 1006, 1007, 1008, 1009, 1010, 1011, 1012, 1013, 1014, 1015, 1016, 1017, 1018, 1019, 1020, 1021, 1022, 1023, 1024, 1025, 1026, 1027, 1028, 1029, 1030, 1031, 1032, 1033, 1034, 1035, 1036, 1037, 1038, 1039, 1040, 1041, 1042, 1043, 1044, 1045, 1046, 1047, 1048, 1049, 1050, 1051, 1052, 1053, 1054, 1055, 1056, 1057, 1058, 1059, 1060, 1061, 1062, 1063, 1064, 1065, 1066, 1067, 1068, 1069, 1070, 1071, 1072, 1073, 1074, 1075, 1076, 1077, 1078, 1079, 1080, 1081, 1082, 1083, 1084, 1085, 1086, 1087, 1088, 1089, 1090, 1091, 1092, 1093, 1094, 1095, 1096, 1097, 1098, 1099, 1100, 1101, 1102, 1103, 1104, 1105, 1106, 1107, 1108, 1109, 1110, 1111, 1112, 1113, 1114, 1115, 1116, 1117, 1118, 1119, 1120, 1121, 1122, 1123, 1124, 1125, 1126, 1127, 1128, 1129, 1130, 1131, 1132, 1133, 1134, 1135, 1136, 1137, 1138, 1139, 1140, 1141, 1142, 1143, 1144, 1145, 1146, 1147, 1148, 1149, 1150, 1151, 1152, 1153, 1154, 1155, 1156, 1157, 1158, 1159, 1160, 1161, 1162, 1163, 1164, 1165, 1166, 1167, 1168, 1169, 1170, 1171, 1172, 1173, 1174, 1175, 1176, 1177, 1178, 1179, 1180, 1181, 1182, 1183, 1184, 1185, 1186, 1187, 1188, 1189, 1190, 1191, 1192, 1193, 1194, 1195, 1196, 1197, 1198, 1199, 1200, 1201, 1202, 1203, 1204, 1205, 1206, 1207, 1208, 1209, 1210, 1211, 1212, 1213, 1214, 1215, 1216, 1217, 1218, 1219, 1220, 1221, 1222, 1223, 1224, 1225, 1226, 1227, 1228, 1229, 1230, 1231, 1232, 1233, 1234, 1235, 1236, 1237, 1238, 1239, 1240, 1241, 1242, 1243, 1244, 1245, 1246, 1247, 1248, 1249, 1250, 1251, 1252, 1253, 1254, 1255, 1256, 1257, 1258, 1259, 1260, 1261, 1262, 1263, 1264, 1265, 1266, 1267, 1268, 1269, 1270, 1271, 1272, 1273, 1274, 1275, 1276, 1277, 1278, 1279, 1280, 1281, 1282, 1283, 1284, 1285, 1286, 1287, 1288, 1289, 1290, 1291, 1292, 1293, 1294, 1295, 1296, 1297, 1298, 1299, 1300, 1301, 1302, 1303, 1304, 1305, 1306, 1307, 1308, 1309, 1310, 1311, 1312, 1313, 1314, 1315, 1316, 1317, 1318, 1319, 1320, 1321, 1322, 1323, 1324, 1325, 1326, 1327, 1328, 1329, 1330, 1331, 1332, 1333, 1334, 1335, 1336, 1337, 1338, 1339, 1340, 1341, 1342, 1343, 1344, 1345, 1346, 1347, 1348, 1349, 1350, 1351, 1352, 1353, 1354, 1355, 1356, 1357, 1358, 1359, 1360, 1361, 1362, 1363, 1364, 1365, 1366, 1367, 1368, 1369, 1370, 1371, 1372, 1373, 1374, 1375, 1376, 1377, 1378, 1379, 1380, 1381, 1382, 1383, 1384, 1385, 1386, 1387, 1388, 1389, 1390, 1391, 1392, 1393, 1394, 1395, 1396, 1397, 1398, 1399, 1400, 1401, 1402, 1403, 1404, 1405, 1406, 1407, 1408, 1409, 1410, 1411, 1412, 1413, 1414, 1415, 1416, 1417, 1418, 1419, 1420, 1421, 1422, 1423, 1424, 1425, 1426, 1427, 1428, 1429, 1430, 1431, 1432, 1433, 1434, 1435, 1436, 1437, 1438, 1439, 1440, 1441, 1442, 1443, 1444, 1445, 1446, 1447, 1448, 1449, 1450, 1451, 1452, 1453, 1454, 1455, 1456, 1457, 1458, 1459, 1460, 1461, 1462, 1463, 1464, 1465, 1466, 1467, 1468, 1469, 1470, 1471, 1472, 1473, 1474, 1475, 1476, 1477, 1478, 1479, 1480, 1481, 1482, 1483, 1484, 1485, 1486, 1487, 1488, 1489, 1490, 1491, 1492, 1493, 1494, 1495, 1496, 1497, 1498, 1499, 1500, 1501, 1502, 1503, 1504, 1505, 1506, 1507, 1508, 1509, 1510, 1511, 1512, 1513, 1514, 1515, 1516, 1517, 1518, 1519, 1520, 1521, 1522, 1523, 1524, 1525, 1526, 1527, 1528, 1529, 1530, 1531, 1532, 1533, 1534, 1535, 1536, 1537, 1538, 1539, 1540, 1541, 1542, 1543, 1544, 1545, 1546, 1547, 1548, 1549, 1550, 1551, 1552, 1553, 1554, 1555, 1556, 1557, 1558, 1559, 1560, 1561, 1562, 1563, 1564, 1565, 1566, 1567, 1568, 1569, 1570, 1571, 1572, 1573, 1574, 1575, 1576, 1577, 1578, 1579, 1580, 1581, 1582, 1583, 1584, 1585, 1586, 1587, 1588, 1589, 1590, 1591, 1592, 1593, 1594, 1595, 1596, 1597, 1598, 1599, 1600, 1601, 1602, 1603, 1604, 1605, 1606, 1607, 1608, 1609, 1610, 1611, 1612, 1613, 1614, 1615, 1616, 1617, 1618, 1619, 1620, 1621, 1622, 1623, 1624, 1625, 1626, 1627, 1628, 1629, 1630, 1631, 1632, 1633, 1634, 1635, 1636, 1637, 1638, 1639, 1640, 1641, 1642, 1643, 1644, 1645, 1646, 1647, 1648, 1649, 1650, 1651, 1652, 1653, 1654, 1655, 1656, 1657, 1658, 1659, 1660, 1661, 1662, 1663, 1664, 1665, 1666, 1667, 1668, 1669, 1670, 1671, 1672, 1673, 1674, 1675, 1676, 1677, 1678, 1679, 1680, 1681, 1682, 1683, 1684, 1685, 1686, 1687, 1688, 1689, 1690, 1691, 1692, 1693, 1694, 1695, 1696, 1697, 1698, 1699, 1700, 1701, 1702, 1703, 1704, 1705, 1706, 1707, 1708, 1709, 1710, 1711, 1712, 1713, 1714, 1715, 1716, 1717, 1718, 1719, 1720, 1721, 1722, 1723, 1724, 1725, 1726, 1727, 1728, 1729, 1730, 1731, 1732, 1733, 1734, 1735, 1736, 1737, 1738, 1739, 1740, 1741, 1742, 1743, 1744, 1745, 1746, 1747, 1748, 1749, 1750, 1751, 1752, 1753, 1754, 1755, 1756, 1757, 1758, 1759, 1760, 1761, 1762, 1763, 1764, 1765, 1766, 1767, 1768, 1769, 1770, 1771, 1772, 1773, 1774, 1775, 1776, 1777, 1778, 1779, 1780, 1781, 1782, 1783, 1784, 1785, 1786, 1787, 1788, 1789, 1790, 1791, 1792, 1793, 1794, 1795, 1796, 1797, 1798, 1799, 1800, 1801, 1802, 1803, 1804, 1805, 1806, 1807, 1808, 1809, 1810, 1811, 1812, 1813, 1814, 1815, 1816, 1817, 1818, 1819, 1820, 1821, 1822, 1823, 1824, 1825, 1826, 1827, 1828, 1829, 1830, 1831, 1832, 1833, 1834, 1835, 1836, 1837, 1838, 1839, 1840, 1841, 1842, 1843, 1844, 1845, 1846, 1847, 1848, 1849, 1850, 1851, 1852, 1853, 1854, 1855, 1856, 1857, 1858, 1859, 1860, 1861, 1862, 1863, 1864, 1865, 1866, 1867, 1868, 1869, 1870, 1871, 1872, 1873, 1874, 1875, 1876, 1877, 1878, 1879, 1880, 1881, 1882, 1883, 1884, 1885, 1886, 1887, 1888, 1889, 1890, 1891, 1892, 1893, 1894, 1895, 1896, 1897, 1898, 1899, 1900, 1901, 1902, 1903, 1904, 1905, 1906, 1907, 1908, 1909, 1910, 1911, 1912, 1913, 1914, 1915, 1916, 1917, 1918, 1919, 1920, 1921, 1922, 1923, 1924, 1925, 1926, 1927, 1928, 1929, 1930, 1931, 1932, 1933, 1934, 1935, 1936, 1937, 1938, 1939, 1940, 1941, 1942, 1943, 1944, 1945, 1946, 1947, 1948, 1949, 1950, 1951, 1952, 1953, 1954, 1955, 1956, 1957, 1958, 1959, 1960, 1961, 1962, 1963, 1964, 1965, 1966, 1967, 1968, 1969, 1970, 1971, 1972, 1973, 1974, 1975, 1976, 1977, 1978, 1979, 1980, 1981, 1982, 1983, 1984, 1985, 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 199

## 2024年度までの日本と主要国・地域の経済見通し

### 日本の実質GDP見通しと海外経済の前提



### 米欧中の実質GDP成長率

米国	2022年：+1.9%
	2023年：+2.5%
	2024年：+1.7%
ユーロ圏	2022年：+3.4%
	2023年：+0.5%
	2024年：+0.8%
中国	2022年：+3.0%
	2023年：+5.2%
	2024年：+5.0%

FRBは24年春まで政策金利を据え置いた後、4-6月期から3カ月に一度0.25%の利下げを実施

(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の直近の各国担当者の予測に基づく。  
(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2024 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

16

## 2024年の日本経済のポイント

### (1) 経済正常化

- 自動車の挽回生産（乗注燃の消化）：24年前半に終了へ
- インバウンド：中国人訪日客を中心に回復余地
- 個人消費：サービスを中心に回復余地

### (2) 経済の下支え・押し上げ

- 24年春闘：賃上げ率は前年並みかそれを上回る見込み
- 財政・金融政策：経済対策の効果と緩和的な金融環境
- 家計貯蓄：コロナ禍以降に発生した「過剰貯蓄」(約36兆円)
- シリコンサイクル：24年に回復局面入りの可能性

### (3) 経済の主な下振れリスク

- 米国の深刻な景気後退入り（米国の賃出離度の厳格化による景気悪化）
- 中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化
- 中国の過剰債務問題の顕在化
- 米中対立の激化（経済安保リスクの発現など）
- 国内の長期金利高・円高の急伸

(出所) 大和総研作成

✓ 24年の景気は緩やかながらも回復基調が続く  
(「成長のゲタ」を除く実質GDP成長率は+0.9%)

✓ インフレの持続性が高まり、日銀は24年4月に政策転換、政府は24年度後半にもデフレ脱却宣言か

✓ 海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要

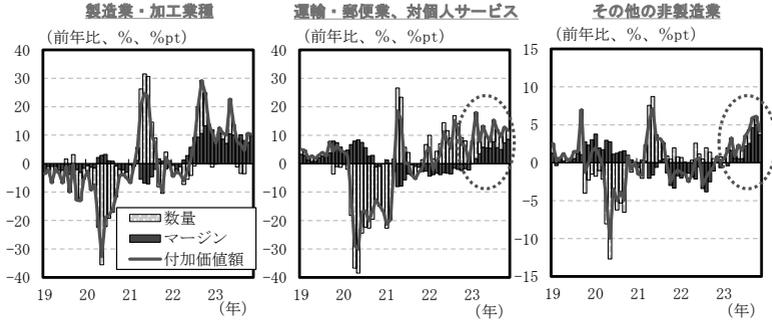
✓ 国内の金利上昇や円高のリスクも高まる

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2024 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

17

## 非製造業では2023年に入って価格転嫁が本格化

業種別に見た名目付加価値額(当社試算)の要因分解

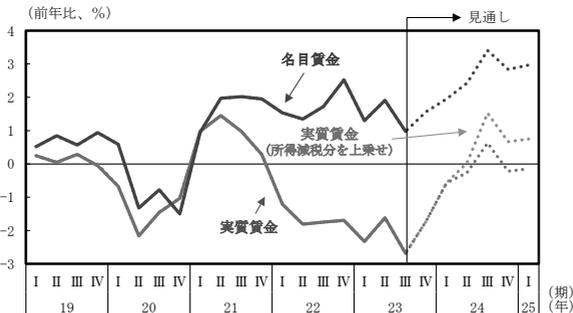


Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2024 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

18

## 減税効果込みの実質賃金は24年7-9月期から前年比プラスに

賃金(1人あたり雇用者報酬)の見通し



(注) 図中の点線は大和総研による予測値。  
 (出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2024 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

19

## 日銀は2024年4月に金融政策を転換する見込み

- ✓ 日銀は春闘の結果がある程度判明する24年4月に、YCCの撤廃とマイナス金利政策の解除（ゼロ金利政策に移行）を実施。また国債買い入れを当面継続するとともに、フォワードガイダンスの見直しも行うと想定
- ✓ 実質金利がマイナス圏で推移するなど緩和的な金融環境は当面継続。日銀は経済・物価情勢を注視しつつ、緩和の度合いを段階的に縮小させていく見込み（24年10-12月期に0.25%の利上げを想定）
- ✓ 政府は早ければ実質賃金の前年比がプラスに転換する24年度後半にもデフレ脱却を宣言する可能性

(出所) 大和総研作成

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2024 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

20

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。  
本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。  
(株)大和総研と大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。  
内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

Daiwa Institute of Research Ltd. Copyright © 2024 Daiwa Institute of Research Ltd. All rights reserved.

21

## 中空麻奈氏資料

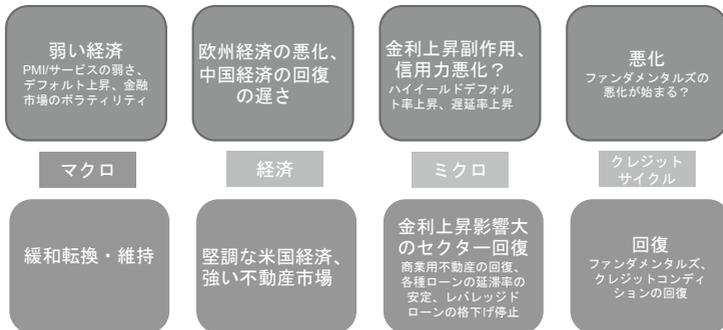
BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部  
副会長



JSRI 22

### (全体像)2024年:二極化する見方

強気派と弱気派:混在する背景



BNP PARIBAS

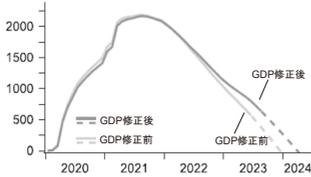
The bank for a changing world

出所:BNPパリバ

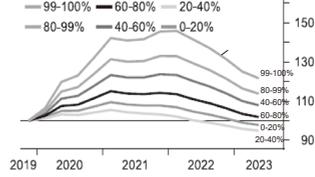
## (世界経済) 本当に強いのか？

米国経済の堅調に死角はないか

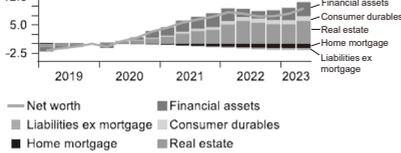
❶ 米国家計の超過貯蓄



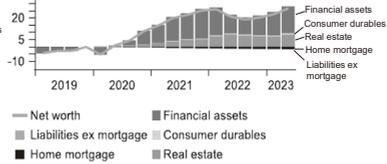
❷ 所得5分位階級別預金(2019年Q4=100)



❸ 所得5分位0-80%の純資産(兆ドル)  
(2019Q4=100としたときの変化幅)



❹ 所得5分位80-100%の純資産(兆ドル)  
(2019Q4=100としたときの変化幅)



出所: Federal Reserve, BEA, Macrobond, BNPパリバ



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

24

## (世界経済・日本経済) 2024年の景気・物価見通し

安定した経済成長見通し、2%に収束するCPI.....

❶ 経済成長見通し(2024年1月10日現在)

BNPパリバGDP成長率予想							
先進国	年率(% y/y)			四半期(% q/q)			
	2023	2024	2025	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4
米国	2.4	0.9	1.3	0	-0.3	0.2	0.3
欧州	0.5	0.6	1.6	0.1	0.3	0.4	0.4
ドイツ	-0.1	0.3	1.3	0	0.2	0.3	0.4
フランス	0.8	0.6	1.4	0.1	0.2	0.3	0.4
イタリア	0.7	0.9	1.5	0.2	0.4	0.4	0.4
スペイン	2.3	1.5	2.1	0.2	0.5	0.6	0.6
中国	5.2	4.5	4.3	1.3	0.9	1.1	1.2
日本	2.1	0.8	0.9	0.2	0.3	0.4	0.3
英国	0.3	-0.1	1.1	-0.1	0	0.1	0.2

❷ 物価見通し(2024年1月10日現在)

BNPパリバCPI予想												
先進国	年率(% y/y)			四半期(% y/y)								
	2023	2024	2025	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	
米国	4.1	2.6	2.3	2.8	2.6	2.4	2.5	-	-	-	-	
欧州	5.4	1.9	2	2.3	2	1.6	1.8	2	2.1	2	2.1	
ドイツ	6.1	2.3	2.1	2.7	2.2	2	2.1	2	2.1	2	2.1	
フランス	5.7	2.3	1.8	2.9	2.2	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7	1.8	
イタリア	6.1	1.9	1.6	1.9	2	2.1	2	1.9	1.7	1.8		
スペイン	3.4	2	2	2.6	2.4	1.3	1.6	1.9	2	1.9	1.9	
中国	0.4	1.5	1.7	1.3	1.5	1.5	1.8	-	-	-	-	
日本	3.2	2.3	1.9	2.6	2.5	2.1	1.9	1.8	1.9	2	2	
英国	7.4	2.2	2.2	3.7	1.6	1.6	1.9	2.5	2.2	2.1	2.1	

出所: National Statistics Agencies, BNPパリバ  
予測値はBNPパリバ



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

25

## (金融政策)フィージビリティを鑑みつつの経済統計待ち

❶ 2024年カレンダーから考える:①解散総選挙はいつか?②日銀が動くのはいつか?

1月			7月		
13日	その他	台湾総統選挙	7日	日本	東京都知事選挙
15日	世界/米	(-19日) 世界経済フォーラムダボス会議、共和党大会アイオワ州	15日	米連	(-18日) 共和党全国大会(ワシントン州ミルウォーキー)
22日	日本	(-22日) 日銀金融政策決定会合	18日	欧州	ECB理事会
23日	米連	ニューハンプシャー州で民主党予備選	26日	世界	オリンピック開会式
25日	欧州	ECB理事会	30日	米連/日本	(-31日) FOMC、日銀金融政策決定会合
26日	日本	通常国会召集	8月		
30日	米連	(-31日) FOMC	19日	米連	(-22日) 民主党全国大会(アリゾナ州シカゴ)
30日	米連	大統領一般教書演説	28日	世界	(-30日) パラリンピック開会式
2月			9月		
10日	中国	(-17日) 春節	1日	欧州	ドイツザクセン州議会選挙
14日	その他	インドネシア大統領選挙	12日	欧州	ECB理事会
3月			10月		
5日	中国/米国	全人代開会、スーパー・チューズデー	17日	米連	(-18日) FOMC
7日	欧州	ECB理事会	19日	日本	(-20日) 日銀金融政策決定会合
17日	その他	ロシア大統領選挙	22日	欧州	ドイツブランデンブルク州議会選挙
18日	日本	(-19日) 日銀金融政策決定会合	30日	日本	岸田内閣総辞職期限満了
19日	米連	(-20日) FOMC	11月		
月内	日本	来年度の予算案が成立見込み	1日	中国	(-7日) 国慶節
10日	その他	韓国総選挙	17日	欧州	ECB理事会
11日	欧州	ECB理事会	30日	日本	(-31日) 日銀金融政策決定会合
29日	日本	(-29日) 日銀金融政策決定会合	秋	その他	英国総選挙の可能性
30日	米連	(-1日) FOMC	月末	欧州	欧州委員会委員長任期、11月末はEU理事会常任議長任期満了
4月			12月		
10日	その他	韓国総選挙	5日	米連	大統領選挙(-般有権者による投票)
6日	欧州	ECB理事会	6日	米連	(-7日) FOMC
6日	欧州	ECB理事会	11日	世界	(-22日) COP29サザン・アゼルバイジャン
6日	欧州	(-9日) 欧州議会選挙	18日	世界	(-19日) G20サミット
13日	日本	(-14日) 日銀金融政策決定会合	12月		
11日	世界	(-15日) G7サミット	12日	欧州	ECB理事会理事会
月内	日本	通常国会開会予定、所得控減実施	16日	米連	大統領選挙(選挙人による投票)
			17日	米連	(-18日) FOMC
			18日	日本	(-19日) 日銀金融政策決定会合

出所:各種報道などbyBNPパリバ



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

## (金融市場)・・・それでも“堅調”が続く

金融政策と財政政策でサポートされるゴールドリックス相場の再燃?

❶ RTY/NDXLレシオ



❷ US IGクレジットスプレッド推移



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

出所:ブルームバーグ、BNPパリバ

