

ポストコロナの世界・日本経済の展望

— 不確実性が高まる世界、デフレ脱却の重要局面にある日本 —

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長:藪田健二、以下 MRI)は、11月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2023年7-9月期GDP速報の公表を踏まえ、世界・日本経済見通しの最新版を公表します。

世界経済

現状の世界経済は減速傾向にある。国際情勢が一段と不安定化しており、不確実性が高まっている。

先行きの世界経済は、不確実性が高い状況が続くなか、過去と比べて低い成長率にとどまると見込む。米国経済は、既往の金融引き締めによる需要下押し効果がタイムラグを伴って顕在化することから、24年にかけて+1%程度まで成長率が減速すると予測する。欧州経済は24年にかけて成長率がやや上向くものの、労働需給のミスマッチなどからインフレ圧力が強く、+1%を下回る成長率が続くとみる。中国経済は、不動産市場の調整と雇用・所得の回復の鈍さを背景に、景気刺激策を加味しても4%台半ばの成長にとどまるだろう。今後の世界経済の注目点は次の2つである。

- ① 中国経済の成長力 —— 中国経済は構造的な成長制約に直面している。具体的には、輸出や不動産投資への依存度が高い従来の成長モデルは、賃金上昇に起因する輸出競争力の低下や債務の積み上がりなどによって持続困難になっている。また、今後期待されるイノベーションを重視する成長モデルへの転換に向けても課題は存在する。米欧の規制強化・デリスキングの動きもあり、貿易・直接投資を通じて海外の技術を取り入れにくくなっているほか、習近平主席の一強体制の強まりが国内のビジネス環境を悪化させている。こうした中国経済を取り巻く環境変化は、各国・地域の中国向け輸出の悪化といった需要面や、規制強化によって中国の部品調達が制約されることによる生産性の悪化といった供給面を通じて、世界経済を抑制するだろう。
- ② 米欧の物価と金融政策の行方 —— 米欧のインフレ率は低下傾向にあるが、インフレ率が2%にまで落ち着くのは25年以降とみる。米国では、FRB(連邦準備制度理事会)がインフレ抑制に向けて当面は5%台の政策金利を維持し、24年後半に利下げに転じると見込む。欧州では、米国以上にインフレ圧力が強く、ECB(欧州中央銀行)の利下げも24年後半となるだろう。引き締めの金融環境の長期化により、米欧経済は中長期的な実力とされる潜在成長率を下回ると予想する。こうした米欧経済の低成長は輸出の停滞を通じて世界経済を抑制するだろう。

世界経済の下振れリスクは高まっている。理由は2つある。第一は、地政学リスクの顕在化である。イスラエル・ハマス紛争が中東産油国を巻き込む事態に発展すれば、原油価格が高騰しかねない。原油供給に支障が生じた場合には、中東諸国からの原油調達が多いアジア諸国を中心にエネルギー制約が経済の強い下押し要因となろう。また、台湾、インド、米国など24年に相次ぐ主要国・地域の選挙結果次第では、先行きの不確実性の高まりや外交政策変更などが国際政治経済に影響を及ぼす。第二に、不動産市況の悪化に起因する不良債権の増加である。米国は商業用、中国は住宅用で販売・契約が落ち込んでいる。不動産向け融資が不良債権化すれば、銀行の貸出姿勢が慎重化しかねない。金融システムの不安定化に波及すれば、経済活動を一段と抑制するだろう。

日本経済

日本経済は、物価高や海外経済減速などの下押し要因から回復に一服感がみられる。先行きは、内需主導の成長経路に復すると予測する。個人消費は、24年春闘で高めの賃上げが続くなか、労働者の賃金予想も上向くことで、緩やかに持ち直すだろう。設備投資は、デジタル化・サプライチェーン強靱化・人手不足対応など構造的な課題解決に向け、拡大傾向が続く見通しである。輸出は、財輸出については海外経済減速から停滞が見込まれるものの、インバウンド需要などサービス輸出が拡大し、全体では増勢が続くとみる。消費者物価は、賃金上昇がサービス価格の上昇に波及し、24年度にかけて+2%以上の伸びを見込む。日本銀行は24年春ごろまでにマイナス金利の解除およびイールドカーブ・コントロールの撤廃など金融政策の正常化に着手するだろう。実質GDPは、23年度は前年比+1.6%と、23年7-9月期実績の下振れを踏まえ、前回9月時点(同+1.9%)から下方修正する。24年度は経済対策(23年11月策定)の効果を織り込み、同+1.1%(前回同+1.0%)へ上方修正する。海外経済の不確実性が高まるなか、内需主導の成長の成否がデフレ脱却の実現を左右する重要な局面にある。

米国経済

米国経済は、金融引き締めの中なかでも底堅い雇用・所得環境に支えられ、堅調に推移している。先行きは、既往の利上げ効果の顕在化やコロナ禍に実施された財政支援による需要下支え効果の剥落が見込まれ、成長減速を見込む。人手不足による解雇抑制や脱炭素・経済安全保障関連投資などが成長を下支えするものの、潜在成長率(1%台後半)を下回る成長率が続くだろう。FRBは、当面は5%台の政策金利を維持し、利下げに転じるのは、インフレ抑制の目的が立つ24年後半になると予想する。実質GDPは、23年は前年比+2.4%と、23年7-9月期実績値の上振れを踏まえ、前回8月時点(同+1.8%)から上方修正する。24年は、成長減速局面の後ずれを踏まえ、同+1.2%と前回(同+1.0%)から上方修正する。24年11月予定の大統領選挙は、民主党・バイデン大統領、共和党・トランプ氏の接戦が予想され、混迷を極めていいる。第2次トランプ政権が成立した場合、脱炭素政策の後退のほか、米国第一主義の回帰による国際情勢のさらなる不安定化が予想される。

欧州経済

ユーロ圏経済は、物価高と金融引き締めで内需が弱く、停滞が続いている。先行きは、実質賃金のプラス転換による消費の持ち直しと脱炭素などに向けた財政支援を背景に、経済活動は緩やかに持ち直すとみるが、潜在成長率(1%台前半)を下回ると予想する。ECBの金融政策は、根強いインフレ圧力を背景に、当面は現在の金利水準を維持し、利下げ時期は24年後半を見込む。実質GDPは、23年は前年比+0.5%と前回8月時点から変更なし、24年は引き締め的な金融環境の長期化などを背景に同+0.8%(前回同+1.1%)へ下方修正する。脱炭素の加速に向け、当面は中国依存が避けられず、過度な対中デリスキングは回避するとみる。

中国経済

中国経済は、おおむね政府目標(前年比+5%前後)並みの成長率を維持している。先行きは、都市への人口流入ペース上昇によって消費の底上げは期待できるものの、不動産市場の調整が抑制要因となるほか、23年秋に実行した経済対策の効果が24年には一巡することから、24年にかけて緩やかな成長減速を見込む。実質GDPは、23年は前年比+5.3%と、経済対策による成長押し上げを織り込み、前回8月時点(同+5.1%)から上方修正する。24年は経済対策による成長押し上げ効果の剥落を想定し、同+4.6%(前回同+4.8%)へ下方修正する。30年代半ばまでのGDP倍増という中長期目標の達成に黄信号がともっている。

ASEAN経済

ASEAN5経済は、堅調な内需に支えられ着実に成長している。先行きは、コロナ危機で落ち込んだインバウンド需要の回復継続や良好な雇用・所得環境に支えられた内需拡大を背景に、成長率の持ち直し継続が見込まれる。実質GDPは、23年は前年比+5.0%、24年は同+5.0%と予測する(前回8月時点から変更なし)。

目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	5
2. 日本経済	9
トピックス:所得減税・給付金の評価(23年11月の総合経済対策)	17
日本経済の成長率予測 計表	18
3. 米国経済	19
トピックス:2024年米国大統領選挙の注目点	23
4. 欧州経済	24
5. 中国経済	28
6. ASEAN 経済	31

執筆担当者

全体総括	森重彰浩
1. 総論	田中康就
2. 日本経済	菊池紘平、堂本健太
3. 米国経済	浅井優汰
4. 欧州経済	綿谷謙吾
5. 中国経済	金成大介
6. ASEAN 経済	金成大介

(1) 世界経済の現況

国際情勢が一段と不安定化するなか、世界経済は減速傾向が継続

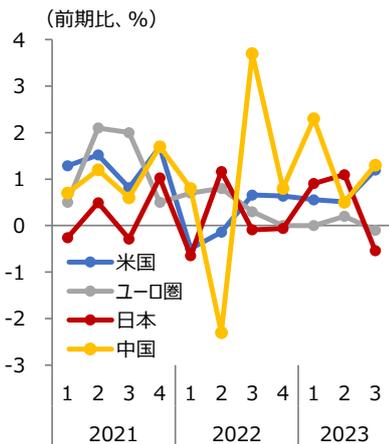
23年7-9月期の世界主要国の実質GDP(季調済前期比)は、米国と中国の成長率が消費を中心に前期に比べて高まった(図表1-1)。欧州でもフランスやスペインでは消費が前期比プラスとなった。

消費の底堅さの背景には雇用・所得環境の改善がある。労働需給の逼迫などを背景に賃金上昇率はコロナ危機前(19年)よりも伸びを高めている。物価上昇率がピークアウトしたこともあり、一人当たり実質雇用者報酬は23年7-9月期に米国はプラスに転じ、欧州もプラスに転じる見込みである(図表1-2)。

もっとも、国際情勢が一段と不安定化して不確実性が高まるなか、趨勢として世界経済は減速傾向にある。需給逼迫による物価上昇圧力は中国を除けば依然として根強く、各国・地域ともに、中央銀行が掲げる物価安定の目標(おおむね2%程度)の達成までは距離がある状況だ(図表1-3)。根強い物価上昇圧力を抑えるため、米欧を中心に政策金利の高止まりが続いており(図表1-4)、経済活動を下押ししている。

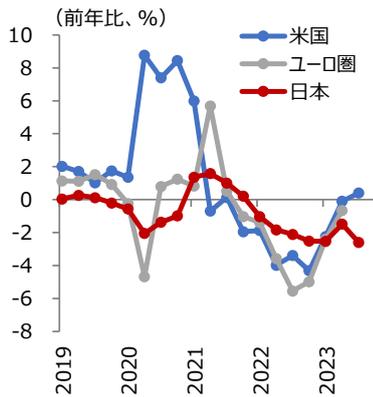
主要国の外需も総じて軟調だ。コロナ後の財消費一服、半導体の在庫調整もあり、製造業の生産活動が落ち込んでおり、各国・地域の貿易量の弱さにつながっている(図表1-5)。貿易の停滞に加え、利上げによる耐久財消費の悪化や金利負担の増加などもあり、製造業の業況は悪化が継続している(図表1-6)。

図表 1-1 実質 GDP 成長率



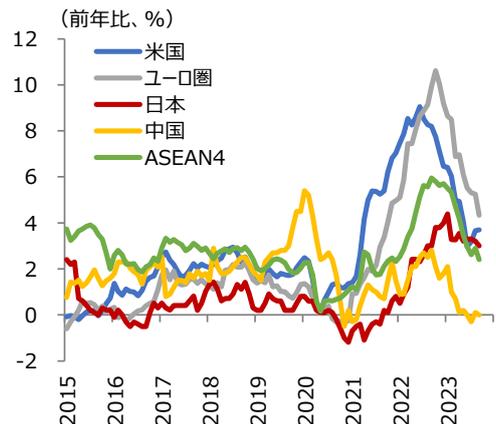
出所:Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 1-2 一人当たり実質雇用者報酬



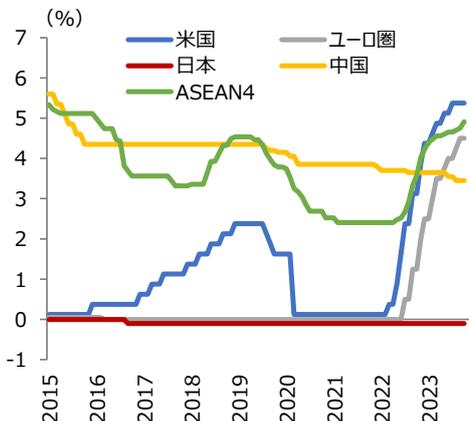
注:直近はユーロ圏が23年4-6月期、それ以外は23年7-9月期。
出所:米国商務省、Eurostat、FRED、内閣府、総務省より三菱総合研究所作成

図表 1-3 消費者物価上昇率



注:総合。ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを22年の名目GDPでウエート付けた加重平均。直近は23年9月。
出所:BIS、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-4 政策金利



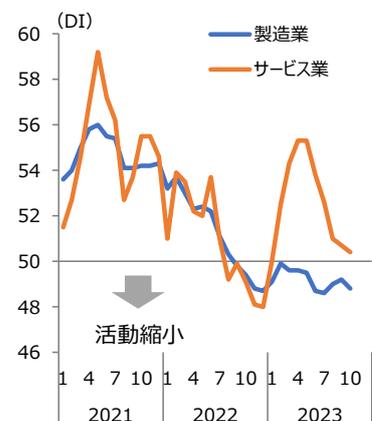
注:ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを22年の名目GDPでウエート付けた加重平均。直近は23年10月。
出所:BIS、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-5 世界の貿易量



注:直近は23年8月。
出所:オランダ経済分析局より三菱総合研究所作成

図表 1-6 グローバルのPMI



注:直近は23年10月。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

先行きの世界経済は、不確実性が高い状況が続くなか、24年にかけて過去の平均的な成長率(3%程度)を下回る2%台半ばの成長にとどまると見込む(図表1-7)。成長率の予測値について、23年は米国経済の成長率上方修正などを背景に、前年比+2.7%と前回8月時点(同+2.5%)から上方修正する。24年は23年の実績上振れの反動を見込み、同+2.4%と前回8月時点(同+2.5%)から下方修正する。

米国経済は、金融引き締めの中なかでも底堅い雇用・所得環境に支えられ、堅調に推移している。先行きは、既往の利上げ効果の顕在化やコロナ禍に実施された財政支援による需要下支え効果の剥落が見込まれ、成長減速を見込む。人手不足による解雇抑制や脱炭素・経済安全保障関連投資などが成長を支えるものの、潜在成長率(1%台後半)を下回る成長率が続くだろう。FRBは、当面は5%台の政策金利を維持し、利下げに転じるのは、インフレ抑制の目的が立つ24年後半となると予想する。実質GDPは、23年は前年比+2.4%と、23年7-9月期実績値の上振れを踏まえ、前回8月時点(同+1.8%)から上方修正する。24年は、成長減速局面の後ずれを踏まえ、同+1.2%と前回(同+1.0%)から上方修正する。24年11月予定の大統領選挙は、民主党・バイデン大統領、共和党・トランプ氏の接戦が予想され、混迷を極めていいる。第2次トランプ政権が成立した場合、脱炭素政策の後退のほか、米国第一主義の回帰による国際情勢のさらなる不安定化が予想される。

ユーロ圏経済は、物価高と金融引き締めで内需が弱く、停滞が続いている。先行きは、実質賃金のプラス転換による消費の持ち直しと脱炭素などに向けた財政支援を背景に、経済活動は緩やかに持ち直すとみるが、潜在成長率(1%台前半)を下回ると予想する。ECBの金融政策は、根強いインフレ圧力を背景に、当面は現在の金利水準を維持し、利下げ時期は24年後半を見込む。実質GDPは、23年は前年比+0.5%と前回8月時点から変更なし、24年は引き締めの金融環境の長期化などを背景に同+0.8%(前回同+1.1%)へ下方修正する。脱炭素の加速に向け、当面は中国依存が避けられず、過度な対中デリスキングは回避するとみる。

中国経済は、おおむね政府目標(前年比+5%前後)並みの成長率を維持している。先行きは、都市への人口流入ペース上昇によって消費の底上げは期待できるものの、不動産市場の調整が抑制要因となるほか、23年秋に実行した経済対策の効果が24年には一巡することから、24年にかけて緩やかな成長減速を見込む。実質GDPは、23年は前年比+5.3%と、経済対策による成長押し上げを織り込み、前回8月時点(同+5.1%)から上方修正する。24年は経済対策による成長押し上げ効果の剥落を想定し、同+4.6%(前回同+4.8%)へ下方修正する。30年代半ばまでのGDP倍増という中長期目標の達成に黄信号がともっている。

今後の世界経済の注目点は、①中国経済の成長力、②米欧の物価と金融政策の行方、の2つである。

図表 1-7 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比)	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
世界全体	6.3%	3.5%	2.7%	2.4%
米国	5.8%	1.9%	2.4%	1.2%
ユーロ圏	5.9%	3.4%	0.5%	0.8%
中国	8.5%	3.0%	5.3%	4.6%
日本 [暦年]	2.2%	0.9%	1.8%	1.1%
[年度]	2.6%	1.3%	1.6%	1.1%
ASEAN5	3.3%	5.9%	5.0%	5.0%
その他世界	6.6%	5.1%	2.3%	2.7%

注: 数値は暦年。

出所: 実績は各国統計、IMF、予測は三菱総合研究所

注目点① 中国経済の成長力 —— 成長モデルの転換に難航し、想定以上に低下する可能性大

中国の潜在成長率は2000年代は8~10%であったが、2010年以降は低下が続いている(図表1-8)。中国は構造的な成長制約に直面しており、5%を下回る低い成長率が続く見通しだ。次の3点を背景に、輸出や不動産投資への依存度が高い従来の成長モデルが困難になる一方、今後期待されるイノベーションを重視する成長モデルへの転換も容易ではない。

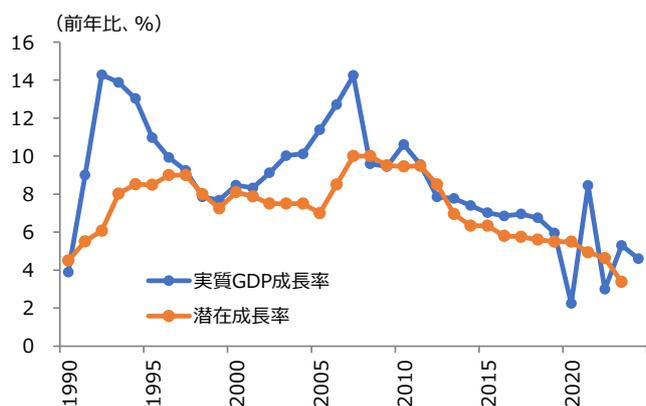
第一に、輸出競争力が低下している。中国は低賃金を生かして生産した製品を米欧を中心とする先進国へ輸出することで成長につなげてきた。しかし、中国の一人当たり名目GDPは2019年に1万ドルを超え(2011年からの8年間で2倍に)、経済成長が続くなかで、賃金水準が上昇している。他のアジア新興国で技術水準が上がっていることから、中国から周辺アジア新興国に生産拠点を移す動きも出てきている。

第二に、追加の投資余力が低下している。インフラや不動産開発に投資することで経済成長率を押し上げてきたが、債務や資本ストックが積み上がっており、借金をして投資を行い、成長率を押し上げる手法が難しくなっている。債務については、米国が現在の中国と一人当たり購買力平価GDPが同じくらいだった時期に比べて約2倍に上り、豊かになる前に債務が積み上がっている(図表1-9)。特に地方政府の債務が積み上がっている。固定資本ストックについては、経済対策を打ち出す際に地方政府が土地使用権を不動産開発業者に販売するという構造が繰り返されたことから、特に不動産分野で投資過剰となる傾向があった。現在、政府は格差

是正や不動産開発業者の高レバレッジの解消も念頭に、不動産市況の調整を進めている。調整には数年を要するとみられ、GDPの5%を占める不動産業の活動抑制は中国経済を下押しするだろう。

第三に、イノベーションを重視する成長モデルへの転換には課題がある。国外では、米中対立の激化や経済安全保障の意識の強まりを背景に、米欧を中心に規制強化・デリスキングの動きがある。中国経済はAIやEVなどの一部の分野を除いて技術のキャッチアップ過程にあるにもかかわらず、貿易・直接投資を通じて海外の技術を国内に取り入れにくくなっている。国内では、習近平主席の一強体制が強まったことで、政策の予見可能性が低下しているほか、中国政府が民間の大企業・富裕層への規制を強める動きや、公営企業の割合増加などが、国内のビジネス環境を悪化させている。

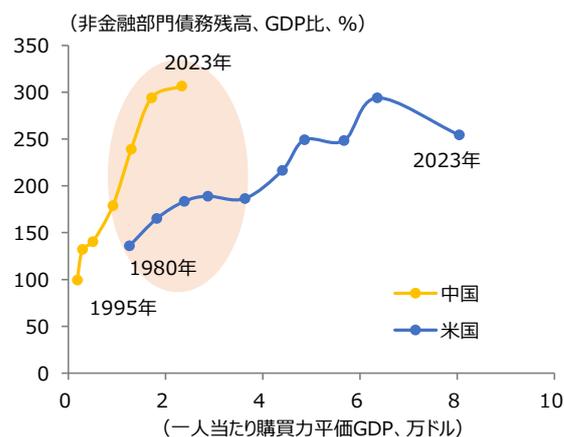
図表 1-8 潜在成長率(中国)



注:潜在成長率は、各時点の5年先成長率予測。23年以降の実質GDP成長率はMRI予測値。

出所:世界銀行、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-9 債務残高



注:1980、1985、...2020、2023年をプロット。2022年までは各年第4四半期、2023年は第1四半期。

出所:BIS、IMFより三菱総合研究所作成

中国経済の成長力低下は、需給両面を通じて世界経済に波及

こうした中国経済の構造的な課題は、需要面・供給面の両方を通じて世界経済に影響を及ぼすだろう。

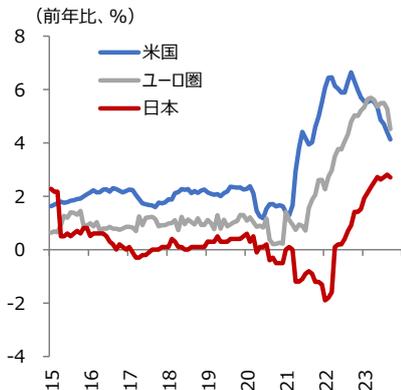
需要面では、中国経済の成長率低下が中国向け輸出の伸び鈍化を通じて、各国経済の抑制要因となる。世界の貿易量は低下傾向にあり(図表1-5)、需要面での悪影響は既に顕在化しつつあるとみられる。不動産市場の調整が進むなか、鉄鋼や建機の輸出に影響が大きい模様である。24年は米欧経済が金利上昇の影響などから低めの成長ペースにとどまる見通しのなかで、中国経済も減速感が強まれば、各国・地域の輸出や企業マインドは弱い動きとなろう。

また、供給面では、規制などの影響を受けて中国の部品を利用しにくくなることで、調達コストが上昇し、各国の生産性上昇率が抑制されるとみる。中国に工場を建設し、そこから中国以外の国に輸出していたグローバル企業も、中国から輸出しにくくなることで、業況が悪化する可能性がある。中国から生産拠点を移す際には、代替地となる国・地域では、グローバル企業からの直接投資が経済活動にプラスとなるものの、グローバル企業にとっては、生産拠点を移動するコストが重荷となろう。供給面での悪影響は、中長期的に各国経済の成長ペースに顕在化してくる見込みである。

注目点② 米欧の物価と金融政策の行方 —— 高インフレ抑制に向け引き締め的な金融政策が継続

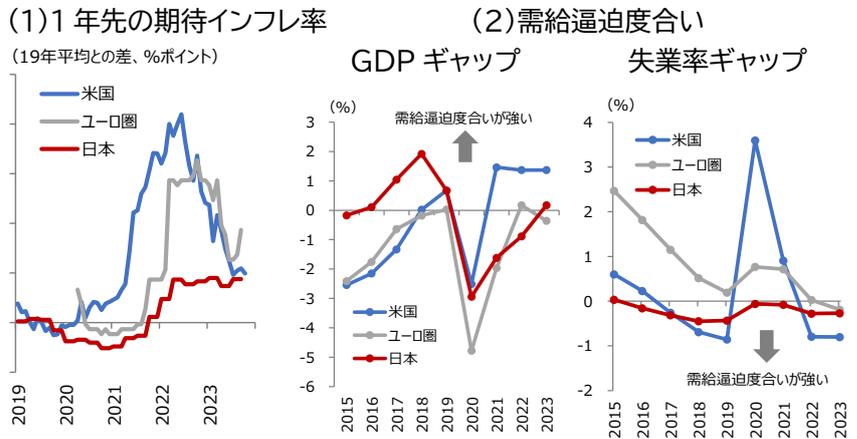
米欧の物価上昇率が2%まで低下するには時間を要する見通しである。コアCPI(エネルギーや食料を除いた総合指数)の伸び率は低下傾向にあるものの(図表1-10)、物価上昇率に影響するとされる(1)期待インフレ率は平時(19年平均)より高く、(2)需給逼迫度合いも依然として強い(図表1-11)。期待インフレ率は米欧ともに平時よりも1%超高い。また、米国の23年のGDPギャップは1%超のプラスであるほか、ユーロ圏は23年に失業率ギャップがマイナスに転じた。

図表 1-10 コア CPI
(エネルギー・食料除く総合)



注:直近は23年9月。
出所:FRED, Eurostat, 総務省より三菱総合研究所作成

図表 1-11 物価上昇率に影響する要素



注:期待インフレ率の直近は米国が10月、ユーロ圏、日本が9月。GDPギャップと失業率ギャップの直近は23年。ユーロ圏の期待インフレ率は20年平均との差。期待インフレ率は各国で聞き方は同一ではない。期待インフレ率は、米欧は中央値、日本は平均値を用いたカールソン・パーキン法に基づく試算値。GDPギャップの23年はIMFによる10月時点の予測値。失業率ギャップの23年は米国が10月、それ以外が9月までの平均。失業率ギャップは物価・賃金が安定し、長期的に均衡する失業率との差。

出所:NY連銀、米国労働省、CBO、FRED、Eurostat、ECB、IMF、欧州委員会、労働政策研究・研修機構、総務省、日本銀行より三菱総合研究所作成

物価上昇率を2%まで低下させるには、少なくとも需給逼迫度合いが平時並みになるように需要の伸びを抑制する必要があるだろう。需給逼迫度合いを下げるには、供給の伸びを高めることも考えられるが、すでに米国では労働参加率が19年平均に近い水準まで上昇しているほか、欧州では雇用率が19年平均を上回っていることから、供給の伸びを一段と高めることは難しい。

仮に米国の24年の需給逼迫度合いが平時並みになるようにGDPギャップを1%ポイント下げるとすると、供給の伸びが追加的に0.5%ポイント高まれば、需要の伸びを0.5%ポイント(=1%ポイント-0.5%ポイント)下げなくてはならない。IMFの公表データから算出した潜在成長率をもとに試算すると、米国は前年比+1%台半ばまで実質GDP成長率(=需要の伸び)を抑制する必要がある(図表1-12)。

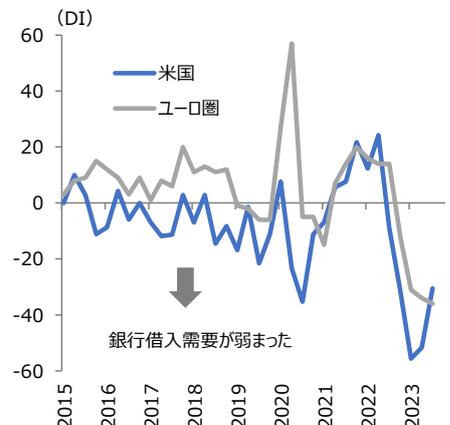
そのため、需要の抑制に向けて、24年にかけて引き締め的な金融政策が維持される見込みである。銀行貸出調査によると、すでに企業の銀行からの借入需要は低下している(図表1-13)。24年は既往の金融引き締めによる需要抑制効果が1年~1年半のタイムラグを伴って本格的に顕在化することや高金利が続くことから、消費や投資は抑制された状態が続く、米欧経済の成長率は24年にかけて潜在成長率を下回る見通しである。こうした米欧経済の低成長は輸出の停滞を通じて世界経済を抑制するだろう。

図表 1-12 GDPギャップを1%ポイント下げると、実質GDP成長率のパターン

	米国	ユーロ圏
供給の伸びが...		
追加的に1%上昇	2.1%	1.2%
追加的に0.5%上昇	1.6%	0.7%
追加的に上昇せず	1.1%	0.2%

注:IMFが公表する実質GDPとGDPギャップから計算すると、23年の潜在成長率は米国が+2.1%、ユーロ圏が+1.2%である。実質GDP成長率=潜在成長率-需要の伸び抑制幅で算出した。
出所:IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-13 企業の借入需要



注:米国は大中企業向け、ユーロ圏は大企業向け。
出所:FRB、ECBより三菱総合研究所作成

(3) 世界経済の先行きリスク

24年にかけての世界経済の標準的な見方は上記のとおりだが、発生すれば世界経済の成長率を下振れさせることになるリスク要素を2点挙げる。

第一は、地政学リスクの顕在化である。イスラエル・ハマス紛争が中東産油国を巻き込む事態に発展すれば、原油価格が高騰しかねない。原油価格高騰によって家計・企業の期待インフレ率が上昇すれば、インフレ抑制が難航し、一段の利上げや高金利の長期化を余儀なくされる可能性がある。中東諸国で原油生産が落ち込めば、中東諸国からの原油調達が多いアジア諸国を中心にエネルギー制約が経済の強い下押し要因になるだろう。

また、24年には、主要国・地域で大統領選や議会選挙が相次ぐ(図表1-14)。台湾、ロシア、ウクライナなど地政学的な緊張が高い国・地域のほか、インドでも総選挙を迎える。米国大統領選も結果が読みにくい状況である(P.23、米国経済トピックスを参照)。選挙の結果次第では、不確実性の高まりや政策変更などが景気に抑制的に作用する可能性がある。米国、EUなど先進国・地域では経済不快指数(高まると国民の苦痛になる消費者物価上昇率と失業率を足し上げた指数)が平時よりも高まっており、国民の政治に対する不満も高いとみられる(図表1-15)。与党が議席を減らす可能性は相応にあるだろう。

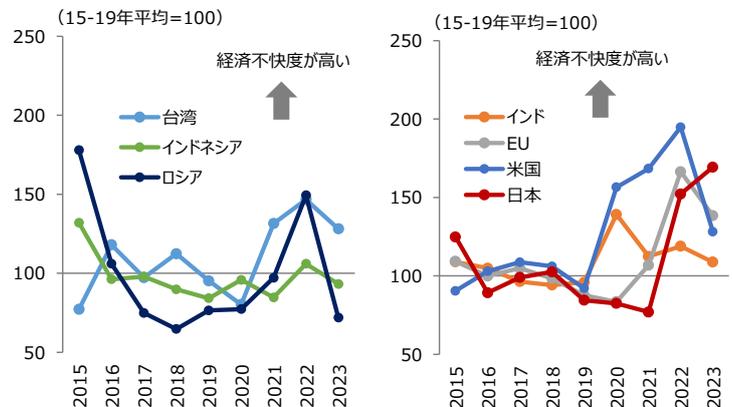
第二に、不動産市況の悪化をきっかけとする不良債権の増加である。米国では商業用不動産、中国では住宅用不動産で販売・契約が落ち込み、在庫が積み上がっている。不動産市況の悪化・長期化によって銀行の不動産向け融資が不良債権化すれば、銀行の貸出姿勢が慎重化しかねない。また、金融システムの不安定化に波及すれば、経済活動を一段と抑制するだろう。米国・中国経済に強い下押し圧力がかかり、世界経済にも悪影響が波及しかねない。特に中国では、地方政府の不動産関連収入への依存度は高まっている。地方政府の財政状況が悪化すれば、地方政府の債務デフォルトリスクの上昇に加え、公営企業や地方政府が設立した投融資企業(融資平台)などの倒産が連鎖する恐れもある。統計上は中国の不良債権比率は低下傾向にあるが、国営・公営企業が含まれる非金融法人企業の債務(GDP比)は拡大傾向にあり、不動産市況の低迷長期化をきっかけに不良債権問題が一気に顕在化する可能性がある。

図表 1-14 今後の主な選挙日程

2024年	1月	台湾総統選
	2月	インドネシア大統領選
	3月	ロシア大統領選
	3月	ウクライナ大統領選 (戒厳令継続の場合は延期)
	4月	インド総選挙
	6月	欧州議会選挙
	秋	日本自民党総裁選
	11月	米国大統領選

注:選挙実施時期は多少前後する可能性あり。
出所:各種報道より三菱総合研究所作成

図表 1-15 経済不快指数



注:経済不快指数=消費者物価上昇率+失業率。23年はIMFとILOによる予測値。
出所:IMF、ILOより三菱総合研究所作成

(1) 日本経済の現況

内需が振るわず3四半期ぶりのマイナス成長

23年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比年率▲2.1%と、3四半期ぶりのマイナス成長となった。需要項目別では、民間在庫投資(季調済前期比年率寄与度▲1.2%ポイント)のマイナス寄与が大きく(在庫調整の進展)、景気失速との評価は時期尚早である。もっとも、民間最終消費(季調済前期比▲0.0%)、民間企業設備投資(同▲0.6%)ともに、4-6月期の落ち込みから反発がみられず、内需回復の持続性が懸念される。

(2) 日本経済の先行き

持続的賃上げを背景に景気回復が継続

23年度は、物価高や海外経済減速の下押しはあるものの、底堅い成長が続くとみる。個人消費は、賃金上昇を背景に、回復の腰折れは回避されるだろう。設備投資は、デジタル化・サプライチェーン強靱化・人手不足対応など構造的な課題解決に向け、拡大傾向で推移する見通しである。輸出について、財輸出は力強さを欠くものの、インバウンド消費などサービス輸出が拡大し、全体では増勢が続くと見込む。23年度の実質GDP成長率は前年比+1.6%と予測する(7-9月期の実績を踏まえ、前回9月時点同+1.9%から下方修正)。

24年度も、潜在成長率(当社試算0%台半ば)を上回る成長率を見込む。個人消費は、実質賃金のプラス転換に伴い、着実に回復するとみる。業績改善が続くなか、設備投資も拡大が続くだろう。24年度の実質GDP成長率は前年比+1.1%と予測する(前回9月時点同+1.0%から上方修正)。

上記見通しには、23年11月に政府公表の経済対策の影響を織り込んだ。歳出規模は約17兆円と、コロナ危機前に比べて依然大きく、24年度までの経済効果はGDP対比+1.1%ポイント程度とみる(図表2-1)。ただし、前回見通し時点で既に織り込んでいた既往の政策拡充などに係る部分(同+0.4%ポイント程度)を除いた効果は、物価上振れや海外経済下振れの影響におおむね相殺され、成長率予測の修正幅は小幅にとどまる。

また、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」)は、23年度は前年比+2.9%、24年度は同+2.4%と、2%を上回る高い伸びを見込む。企業の価格転嫁姿勢が強まるなか、賃金上昇が物価に波及しており、物価の上振れリスクも高まっている。日本銀行は、24年の賃金交渉の動向を確認し、24年4月にも金融政策の正常化(マイナス金利の解除とイールドカーブ・コントロールの撤廃)に着手するだろう。

これらの予測の前提として、原油価格(WTI)は80ドル台での推移、為替レートは米FRBの利下げ転換(24年後半)を織り込み、24年度末にかけて1ドル130円台前半まで円高が進むと想定する。中東情勢の混乱と米金利の高止まりを踏まえ、前回見通し時点から原油価格想定を引き上げ、為替レート想定は円安方向に修正した。日経平均株価は、企業業績の改善見合いで上昇し、24年度末35,000円と想定する。

図表2-1 日本の実質GDP見通しと経済対策の評価

年度ベース (前年比%)	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
実質GDP	2.6	1.3	1.6	1.1
民間最終消費	1.5	2.5	▲0.0	1.3
民間住宅投資	▲0.6	▲3.2	2.0	▲0.2
民間企業設備投資	2.3	3.0	0.6	2.5
民間在庫品増加(寄与)	0.4	0.2	▲0.2	0.0
政府最終消費	3.4	0.7	0.4	0.5
公的固定資本形成	▲6.5	▲3.2	2.0	3.5
財・サービス 純輸出(寄与)	0.8	▲0.6	1.1	▲0.3
財・サービス 輸出	12.4	4.5	3.2	1.6
財・サービス 輸入	7.2	7.2	▲2.6	3.1
名目GDP	2.5	2.0	5.0	3.0
消費者物価(生鮮除く総合)	0.1	3.0	2.9	2.4

	実績			予測		
	2022 1-3	4-6	7-9	2023 1-3	4-6	7-9
実質GDP	-0.6%	1.2%	-0.1%	-0.1%	0.9%	1.1%
前期比	-0.6%	1.2%	-0.1%	-0.1%	0.9%	1.1%
前期比年率	-2.6%	4.7%	-0.4%	-0.2%	3.7%	4.5%

	実績			予測		
	2024 10-12	2024 1-3	2024 4-6	2024 7-9	2024 10-12	2025 1-3
実質GDP	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
前期比	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
前期比年率	1.3%	1.7%	1.3%	1.4%	1.0%	0.7%

【経済対策の歳出規模】

23年11月の総合経済対策の経済効果(GDP対比)

- 個人消費 +0.6%ポイント
- 設備投資 +0.2%ポイント
- 公共投資 +0.1%ポイント
- 政府消費 +0.1%ポイント

合計 +1.1%ポイント

注:経済対策の歳出規模は国費ベース(予備費は計上時点に算入)。

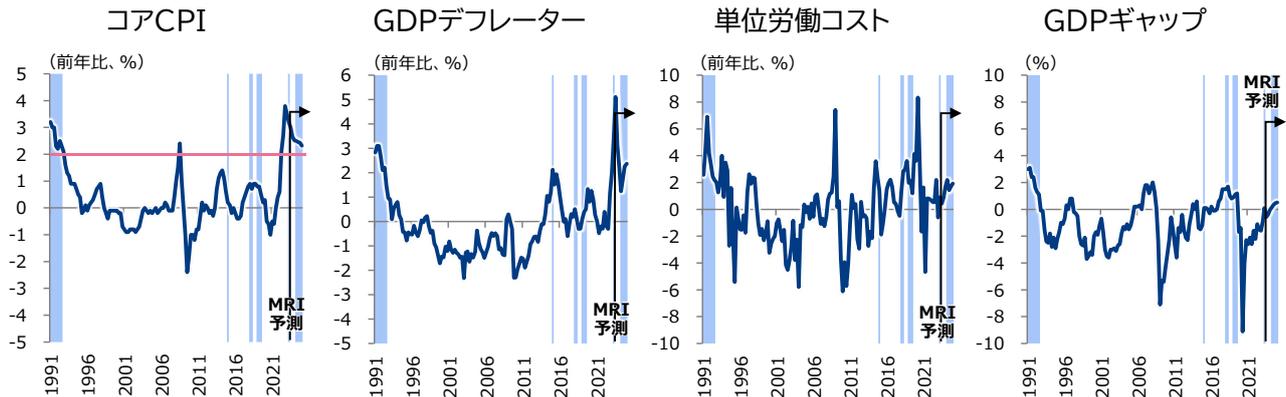
出所:内閣府「国民経済計算」「経済対策等」、総務省「消費者物価指数」、財務省公表資料、各種報道より三菱総合研究所作成

24年度の日本経済、「デフレ脱却」に向けた重要局面に

24年度にかけて「デフレ脱却」が実現できるか否か、日本経済は重要局面に差し掛かっている。政府が「デフレ脱却」の判断材料として重視する4指標(消費者物価指数、GDPデフレーター、単位労働コスト、GDPギャップ)は、23年4-6月期にいずれもプラスに転じた(図表2-2)。もっとも、GDPギャップは7-9月期に再度マイナスに転じたとみられ、4指標のプラス定着に向けて景気回復の強さ、特に賃金の動向がカギを握る。

そこで、景気の先行きを巡る注目点を次の3つに整理する。まず、物価高のなかで足踏みが続いている個人消費について、先行き回復の根拠となる賃金上昇の持続性を分析する(注目点①消費回復に向けた賃金上昇の持続性)。次に、企業の賃上げ余力を左右する業績の先行きを展望し、設備投資の拡大姿勢とその背景を整理する(注目点②企業業績・設備投資の動向)。最後に、消費者物価の先行きから「デフレ脱却」の進捗度合いを見定め、金融政策の見通しを提示する(注目点③物価・金融政策の転換点)。

図表 2-2 「デフレ脱却」の判断材料として重視される 4 指標



注:青の網掛けは、4指標がプラスの四半期。予測期間は25年1-3月期まで。コアCPI、GDPデフレーターは消費税調整済み(GDPデフレターの消費税の影響については当社試算)。コアCPIの赤線は、日本銀行が物価安定目標として掲げる「2%」。
出所:内閣府「国民経済計算」「GDPギャップと潜在成長率」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

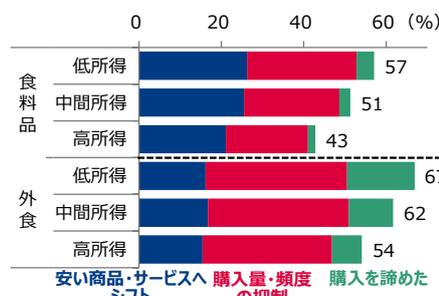
注目点① 消費回復に向けた賃金上昇の持続性 —— 実質賃金のプラス転換で24年度には消費回復へ足踏みの状況が続く消費、減税・給付金が下支えへ

個人消費は、足踏みの状況が続いている。23年7-9月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲0.0%(23年4-6月期同▲0.9%)と、小幅ながら2四半期連続のマイナスとなった。サービス消費の増勢が続いた一方、耐久財を中心に財消費が停滞した。

この背景には、物価高による家計の節約志向の高まりがある。当社の生活者市場予測システム(mif)上で実施したアンケート結果によると、食料品、外食などの生活に身近な品目で、「半年前に比べて安い商品・サービスにシフトした」「購入量・頻度を抑えた」との回答が全体の半数近くを占めた(図表2-3)。この傾向は、相対的にゆとりが小さい低所得層で顕著である。

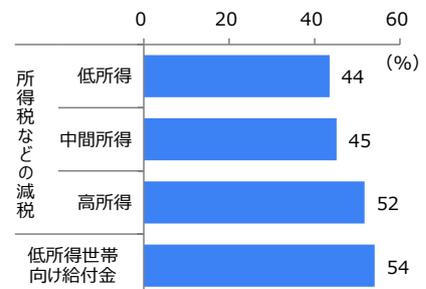
このような状況下、23年11月策定の経済対策に盛り込まれた所得税・住民税の減税、低所得世帯向け給付金による消費下支えが見込まれる。当社アンケート調査では、減税・給付額の4~5割程度が消費に向かうとの結果となり(図表2-4)、24年度までの個人消費を+0.8%ポイント押し上げると試算される。(同政策に対する家計の評価に係る分析は、P.17、トピックス「所得減税・給付金の評価」を参照)。もっとも、所得が高いほど消費に向かう割合が高く、ゆとりが大きい世帯の追加消費が喚起されることで、物価高を助長する恐れもある。

図表 2-3 物価高に対する家計の対応(MRI 調査)



注:半年前との行動・意識の変化として最も近いもの。低所得は世帯年収 300 万円未満、高所得は世帯年収 900 万円以上。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(23年10月14・15日)

図表 2-4 減税・給付金のうち、消費に向かう割合(MRI 調査)



注:低所得は世帯所得 300 万円未満、高所得は世帯所得 900 万円以上。各世帯の減税・給付金のうち消費に回す程度を、全体の構成比で加重平均して算出。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(23年10月28・29日)

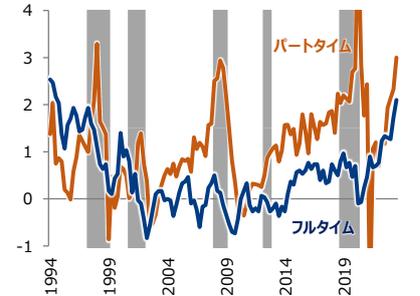
実質賃金は 24 年度に前年比プラス転換、消費回復を後押し

実質民間最終消費は、23年度前年比▲0.0%と横ばいにとどまるものの、24年度は同+1.3%と着実な回復を見込む。これは、24年度にかけて、物価の影響を考慮した実質賃金がプラスに転じるためである。

フルタイム(一般労働者)の名目所定内給与は、約30年ぶりの高い伸びとなっている(図表2-5)。パートタイムの名目所定内給与(時間当たり)も、伸び率が拡大傾向にある。23年春闘の結果が順次反映されたことに加え、人手不足による賃金上昇圧力も強まっている。

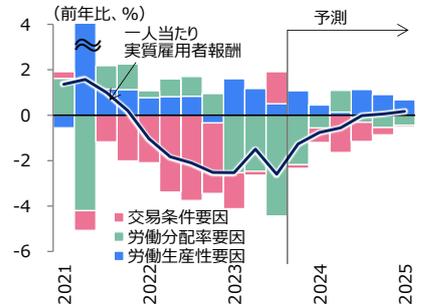
こうしたなか、一人当たり実質雇用者報酬の前年比マイナス幅は縮小傾向をたどると予測する(図表2-6)。22年にかけて最大の下押し要因となっていた「交易条件要因(海外への購買力の流出)」は、輸入物価の上昇の一面により、23年7-9月期にプラス寄与に転じた。今後は、企業の設備投資や業務効率化によって「労働生産性要因」の改善傾向が続くも、企業の賃上げ姿勢が徐々に積極化し、「労働分配率要因」のマイナス幅も縮小すると考えられる。24年度半ばには、一人当たり実質雇用者報酬は前年比プラスとなる見通しである。

図表 2-5 名目所定内給与 (前年比、%)



注:16年以降は共通事業所ベース。フルタイムは月当たり、パートタイムは時間当たり。景気後退期(グレーの網掛け)のパートタイムは、雇用調整助成金などの影響で振れ幅が大きくなる。
出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」、内閣府「景気基準日付」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 一人当たり実質雇用者報酬



注:交易条件要因にはGDPデフレターを家計最終消費支出デフレター(除く持ち家の帰属家賃)で除いた値を使用。
出所:内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」より三菱総合研究所

持続的賃金上昇を促す意識・環境の変化あり

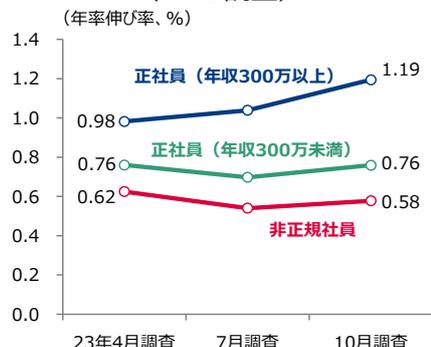
賃上げの持続性を判断する上で重要な24年春闘では、引き続き高めの伸び(3%台前半)が実現すると見込む。背景には、①労働者の賃金予想の高まり、②企業の賃金に対する意識変化、③深刻な人手不足、がある。

①について、労働組合の中央組織である連合(全国労働組合総連合会)は、24年の春季生活闘争(春闘)で、ベースアップと定期昇給で計5%以上の賃上げを要求する方針案を示した。当社のアンケートによれば、年収300万円以上の正社員では、中長期の予想賃金上昇率が徐々に高まっている(図表2-7)。ただし、非正規社員など所得の低い労働者の予想賃金上昇率は横ばいにとどまり、賃上げの裾野拡大が今後の課題である。

②について、経団連(日本経済団体連合会)は、23年以上の賃上げを目指す方針を示している。大企業で人件費の増分を価格転嫁する動きが浸透すれば、下請け先による価格転嫁を許容する姿勢も強まり、中小企業の賃上げを後押しするだろう。また、政府は、2030年代半ばまでに最低賃金(全国加重平均)を1,500円に引き上げる目標を示しており、企業にとっては賃金上昇を前提とした事業構造への変化を促す要因になりうる。

③について、日銀短観の雇用人員判断DIのマイナス幅(「不足超」)は、各企業規模ともに調査開始以降の最高水準に近く、特に中小企業で人手不足感が強い(図表2-8)。欠員率と名目賃金上昇率の関係を業種別にみると、欠員率が高い(≡人手不足感が強い)宿泊・飲食サービス業や運輸・郵便業などが賃金の伸びをけん引しており、中長期的に人手不足感の強まりが賃金上昇圧力として作用するだろう(図表2-9)。

図表 2-7 中長期的の予想賃金上昇率 (MRI 調査)



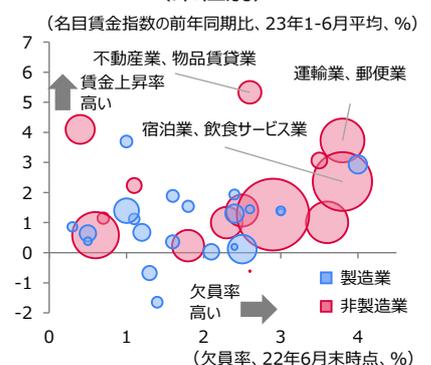
注:3~5年後の賃金上昇率に関する予想を回答割合で加重平均。算出に当たり、「+7%以上」との回答を+7%、「減少」を▲1%と仮定。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(直近調査期間:23年10月14・15日)

図表 2-8 雇用人員判断 DI



注:全産業。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 欠員率と賃金上昇率 (業種別)



注:名目賃金指数は所定内給与(パートタイム含む)。バブルサイズは常勤雇用者数。
出所:厚生労働省「雇用動向調査」「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

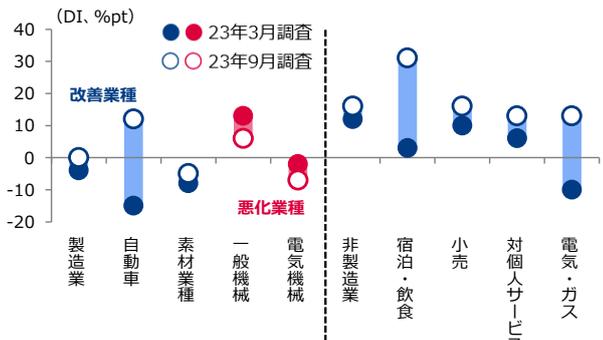
注目点② 企業業績・設備投資の動向 — 業況・収益の改善継続、投資拡大が生産性向上に波及へ

企業景況感は改善傾向、価格転嫁進展が業績を押し上げ

企業景況感は、製造業・非製造業ともに改善傾向にある。日銀短観の業況判断DIによると、製造業では生産体制の正常化が進んだ「自動車」を中心に改善した。非製造業では5類移行後の国内サービス消費回復やインバウンド需要の拡大を背景に、「宿泊・飲食」、「小売」など、消費関連業種の改善幅が大きい(図表2-10)。

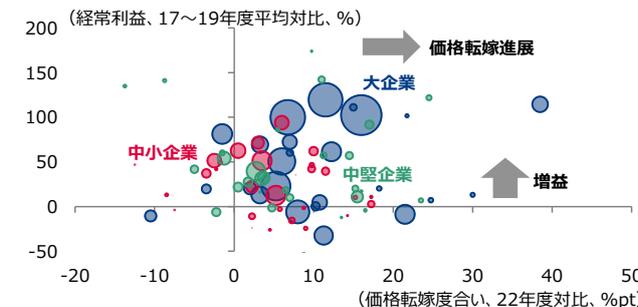
企業業績も、改善している。日銀短観に基づく、23年度は多くの業種で経常利益拡大と価格転嫁進展が実現する見込みである(図表2-11)。このような傾向は、大企業だけでなく、中堅・中小企業にも共通している。そうしたなか、労働分配率は低下しており(前掲図表2-6)、企業の賃上げ余力は依然大きいと考えられる。

図表 2-10 業況判断 DI



注: 全規模企業。一般機械は、はん用・生産用・業務用機械。
出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 経常利益と価格転嫁度合い(業種別)



注: 経常利益は、過去10年平均修正率に基づく23年度着地見込み。価格転嫁度合いは、9月調査時点。バブルサイズは経常利益額。価格転嫁度合いは、販売価格判断DIの変化-仕入価格判断DIの変化により算出。
出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

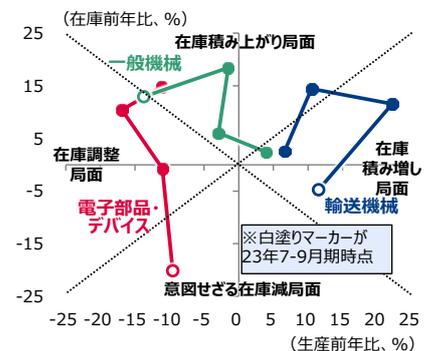
海外経済は力強さを欠くが、生産・輸出とも底堅く推移

24年度にかけて、海外経済減速による下押しはあるものの、個人消費の回復や底堅い生産・輸出を背景に業況・業績の改善が続くとみる。

生産について在庫循環図をみると、「輸送機械」が在庫積み増しを続けるなか、「電子部品・デバイス」の在庫調整が進んでいる(図表2-12)。先行きは、①堅調な自動車生産、②半導体サイクルの好転が生産押し上げに寄与する。このうち②について、世界半導体出荷額は前年比マイナス幅を縮小しており、先行する台湾・韓国の電子部品セクターにおける出荷・在庫バランスがプラスに転じつつある(図表2-13)。鉱工業生産は、23年度前年比▲0.2%、24年度同+2.6%と予測する。

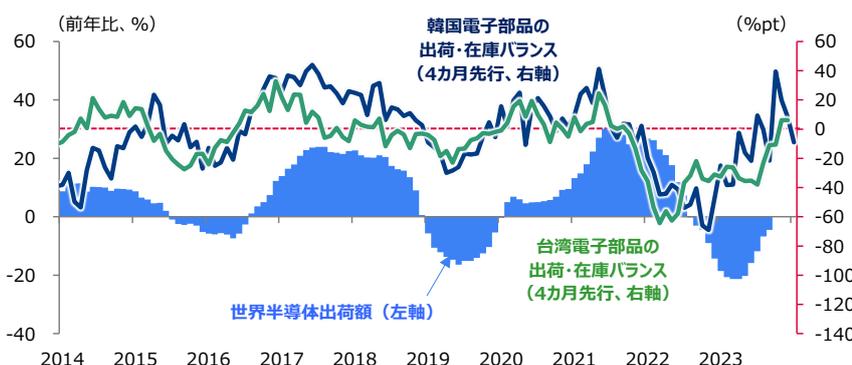
輸出は増勢が鈍化しているが、底割れは回避すると見込む。地域別・財別に実質財輸出をみると、米欧向けが輸送用機器(自動車など)を中心に好調を維持する一方、中国・ASEAN向けが総じて弱い(図表2-14)。米欧向けは金融引き締めの影響から減速が見込まれるが、中国・ASEAN向けは半導体サイクルの好転に伴い緩やかに持ち直す見通しである。加えて、インバウンド需要を含むサービス輸出は拡大が続くとみられるため、輸出(財+サービス)は、23年度前年比+3.2%、24年度同+1.6%とプラス圏での推移を予測する。

図表 2-12 在庫循環図 (22年10-12月期→23年7-9月期)



注: 一般機械は、生産用機械とはん用・業務用機械の加重平均。
出所: 経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 世界半導体出荷額と台湾・韓国の出荷・在庫バランス



注: 世界半導体出荷額は3カ月後方移動平均の前年比、直近は23年9月。電子部品の出荷・在庫バランスは出荷の前年比-在庫の前年比。
出所: SIA(米国半導体工業会)、韓国統計局、台湾經濟部より三菱総合研究所作成

図表 2-14 実質財輸出(地域・財別)

地域	(23年7-9月期、2022年対比、%)		
	輸送用機器	電気機器	一般機械
米国 (18.6)	+39	▲4	▲3
EU (9.5)	+45	+1	+1
中国 (19.4)	▲5	▲19	▲7
ASEAN (15.8)	+7	▲9	▲14

注: 地域のかっこ内は、22年の名目輸出全体に占めるウエート。
出所: 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

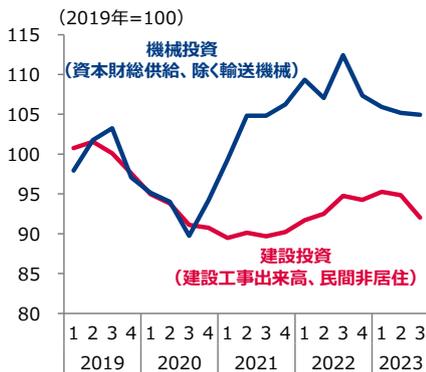
強い設備投資計画、人手不足対応が押し上げ

設備投資は、拡大傾向が一服している。23年7-9月期の実質設備投資は、季調済前期比▲0.6%（23年4-6月期同▲1.0%）と、2四半期連続で減少した。機械投資、建設投資ともに下押しに作用しており（図表2-15）、海外経済の不透明感や建設コストの高騰などから、投資を先送りする動きもあるとみられる。

もっとも、先行きの実質設備投資は23年度前年比+0.6%、24年度同+2.5%と拡大傾向を予測する。日銀短観9月調査の23年度設備投資計画（全規模・全産業、ソフトウェアを含み、土地を除く）は、前年比+16.0%と6月調査（同+15.3%）から上方修正され、高い伸びを維持した。

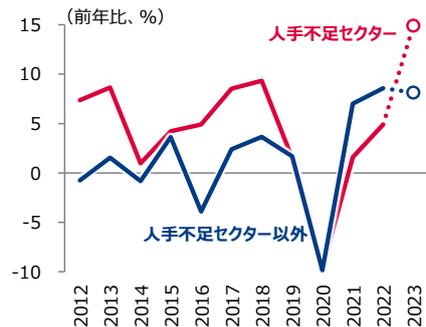
この背景として、①デジタル化、②サプライチェーン強靱化、③人手不足対応など、構造的な課題解決に向けた投資需要が強いことが挙げられる。実際、人手不足セクター（業種・企業規模）において設備投資計画の強さが顕著である（図表2-16）。中小企業を筆頭に、人手・設備とも不足している業種が多く（図表2-17）、24年度も設備投資の拡大が見込める状況である。

図表 2-15 設備投資関連指標



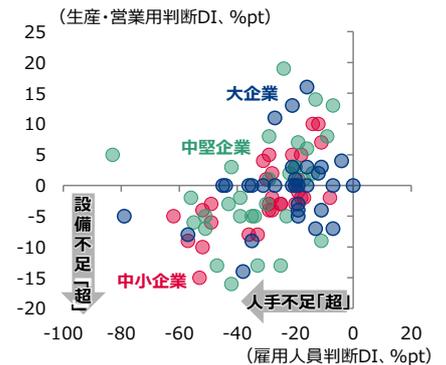
注：季節調整値（建設投資は当社試算）。
出所：経済産業省「鉱工業総供給表」、国土交通省「建設総合統計」「建設工事費デフレーター」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 設備投資計画



注：ソフトウェアを含み、土地投資額を除く。22年度までは実績、23年度は過去10年平均修正率に基づく着地見込み。人手不足セクターは、企業規模別・業種別にて、該当年度平均の雇用人員判断DIが中央値を下回るものの合計。
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-17 人手・設備の不足度合い



注：23年9月調査時点。
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

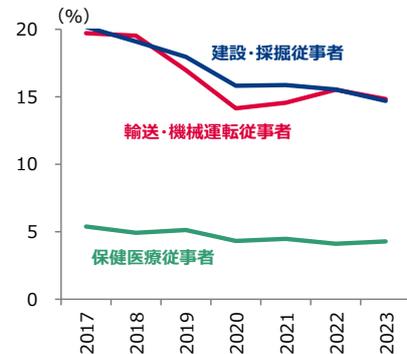
労働集約的事業活動からの脱却、生産性向上の好機に

企業の省力化投資が促進された背景には、女性・高齢者の労働参加が天井に近づくなか、賃金上昇圧力が強まったことがある。賃金水準の低い労働力の確保により、事業拡大・利益率向上を進めていた企業も限界を迎えつつある。加えて、次に挙げる制度・環境変化への対応も投資の押し上げに作用する。

第1に、いわゆる「2024年問題」への対応である。自動車運転業務や建設業務などでは、24年4月以降、これまで適用が猶予されていた時間外労働時間の上限規制が課されることになる。該当業種で上限規制に抵触する可能性のある雇用者割合を算出すると、5年間の猶予期間以前に比べていずれも低下しているものの、輸送・機械運転従事者や建設・採掘従事者では高止まりしている（図表2-18）。これらの業種では、資本（機械）による労働代替や事業の効率化が不可欠となる。

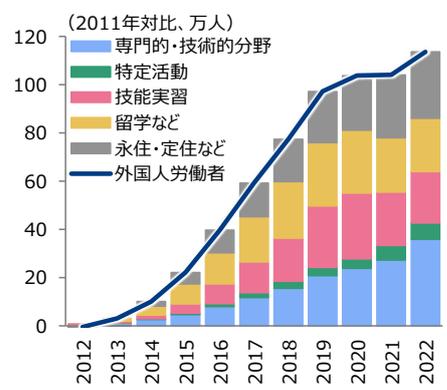
第2に、外国人労働者の受け入れ環境・制度の変化である。外国人労働者数は、2010年代に急激に増加し、国内労働力の増加に寄与した（図表2-19）。しかし、2020年以降は、コロナ禍における水際対策の強化の影響から増勢が鈍化している。円安により周辺国に比べた賃金水準の優位性が低下しており、今後、着実な増加が続くか不透明である。また、現行の技能実習制度は「発展的に解消」され、24年には新制度に移行される見込みである。一部にみられた「外国人＝安い労働力」との認識は転換を迫られることになる。従来と同条件では人材確保が困難な企業では、省力化投資による対応も一定程度進むだろう。

図表 2-18 時間外労働時間規制に抵触する可能性のある雇用者割合



注：23年度は7-9月期時点。月末1週間に法定労働時間（40時間）を上回る労働時間が20時間以上（建設・採掘労働者は15時間以上）の雇用者を対象とした。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 外国人労働者数



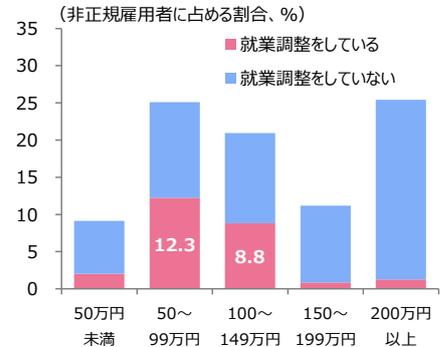
注：各年10月末時点。
出所：厚生労働省「外国人雇用状況」の届出状況まとめより三菱総合研究所作成

第3に、「年収の壁」問題の影響である。被扶養者のパートタイム労働者は、一定の給与収入を超えると社会保障負担などが新たに生じることになり、手取り収入額が減少する可能性がある。そのため、手取り収入額が減少しない範囲内で就業を調整する労働者も多く、その数は非正規雇用の20%程度に上る(図表2-20)。賃金の上昇を受け、従来よりも短時間での就業にとどめようとする動きが増え、企業の人手不足が一段と深刻化する事態が懸念されていた。

これに対応するため、政府はパートタイム労働者による就業調整緩和を企図し、手取り収入額の減少分を労働者に補填した企業に対する助成金制度を導入した。もっとも、当該制度は25年に予定される年金制度改正までの時限措置の意味合いが強く、パートタイム労働者の労働慣行への影響には不透明な部分が多い。また、企業は中長期的には賃金上昇分に加え、被用者の社会保障負担が増加するため、雇用コストの増加は不可避である。

このように、追加の労働者確保の限界・雇用コストの増加に直面した企業では、省力化投資を進めるインセンティブが高まるだろう。もちろん、資本(機械)で代替可能な労働力には限界があるため、少子高齢化が進むなかで事業の継続性を確保するためには、労働力の質を高める取り組みも不可欠である。省力化投資と合わせて、「人への投資」が拡大することで、企業の生産性が向上することが期待される。

図表 2-20 就業調整をしている非正規雇用の割合(22年)



注:横軸は主な仕事から得る年間収入。
出所:総務省「就業構造基本調査」より三菱総合研究所作成

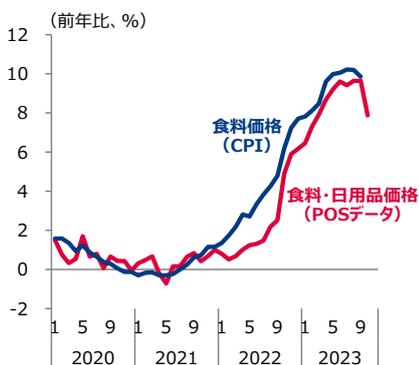
注目点③ 物価・金融政策の転換点 —— 物価は+2%程度の伸び定着、金融緩和は正常化に一步

コアCPIは徐々に伸び率鈍化、+2%程度の伸び定着へ

消費者物価の伸び率は、高水準にあるものの、徐々に鈍化している。23年9月のコアCPIは、前年比+2.8%と13カ月ぶりに+3%を下回った。既往の原材料価格上昇の影響が一巡し始めたことから、食料価格の伸び率が鈍化している。23年10月には多くの品目で価格改定が実施されたものの、一橋大学などが小売店のPOSデータから商品単価の変化を分析したデータによると、食料・日用品の価格上昇率は鈍化している(図表2-21)。

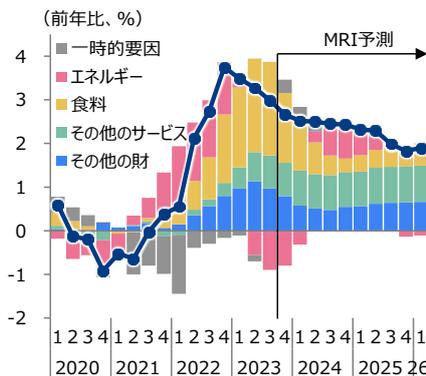
先行きのコアCPIは、23年度前年比+2.9%、24年度同+2.4%と日本銀行が物価安定目標の掲げる「2%」を上回ると予測する(図表2-22)。エネルギー価格抑制策の影響による振れ(■)が大きいのが、基調的な物価の伸び率は+2%程度に向かうとみる。その背景として、①持続的な賃金上昇がサービス価格(■)を押し上げること、②GDPギャップが24年にかけてプラス圏に定着すること(前掲図表2-2)、③家計・企業のそれぞれについて、期待インフレ率(5年先)が高まっていること(図表2-23)、が挙げられる。

図表 2-21 食料・日用品価格



注:食料価格(CPI)は、生鮮食品、外食を除く。食料・日用品価格(POSデータ)は、週次データの月平均。
出所:総務省「消費者物価指数」、一橋大学経済研究所・全国スーパーマーケット協会・(株)インテージ「SRI一橋大学単価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-22 コア CPI



注:ガソリン補助金、電気代・都市ガス代抑制策は、24年5月以降補助幅を縮小し、24年8月まで実施と想定。一時的要因は、消費税増税・幼児教育無償化、携帯電話通信料値下げ、宿泊料支援制度の影響を合算。
出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-23 期待インフレ率(5年先)



注:企業は、物価全般の見通しの平均。家計は、5年先の物価見通しを基に、カールソン・パーキン法により試算。
出所:日本銀行「短観」、「生活意識に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

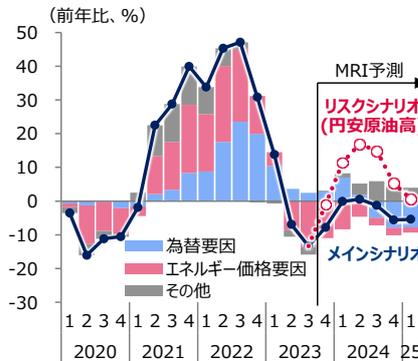
物価上振れリスクも徐々に高まる

コア CPI の先行きについてリスクバランスを検討すると、徐々に上振れリスクが高まっている。主な上振れ要因として、①輸入物価上昇を通じたコストプッシュ型物価上昇圧力の再燃、②期待インフレ率の過度な上昇によるコア CPI の高止まり、が挙げられる。

①について、米金利の上昇、中東情勢の混乱から、為替相場と原油価格の変動が大きくなっている。一定の円安・原油高を仮定したリスクシナリオでは、輸入物価は前年比+10%を超える上昇となり、コア CPI を押し上げることが想定される(図表 2-24)。

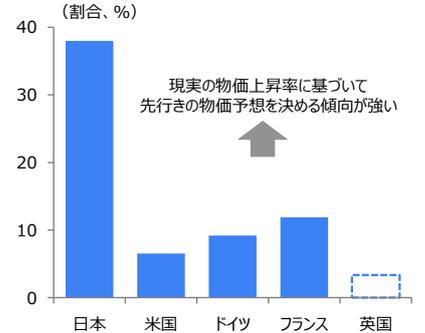
②について、日本の期待インフレ率の形成経路として、「合理的な期待形成(中央銀行の物価目標など将来の情報から判断)」よりも「適合的な期待形成(現実の物価上昇率から判断)」の度合いが強い(図表 2-25)。コア CPI の上昇率が高い局面において、期待インフレ率は相対的に上振れしやすいと考えられ、コア CPI の上昇率が高止まりすることも懸念される。

図表 2-24 輸入物価指数



注: 予測期間の要因分解はメインシナリオ。リスクシナリオでは、予測期間を通じて為替相場150円/ドル、WTI原油先物価格100ドル/バレルが続くと仮定した。出所: 日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-25 インフレ期待のうち適合的期待形成により決まる割合



注: 適合的期待形成により決まる割合は、 $\text{インフレ期待} = \alpha * \text{実績の物価上昇率} + (1-\alpha) * \text{中央銀行の物価目標}$ 、との線形モデルを仮定して推計した α 。推計期間は 2013~23 年。インフレ期待は 6~10 年先予測、英国は 5%水準で有意な結果が得られなかった。出所: Consensus Economics “Consensus Forecasts”より三菱総合研究所作成

24年春に金融政策正常化開始を見込む、物価上振れリスクを意識したバランス重視の政策運営に

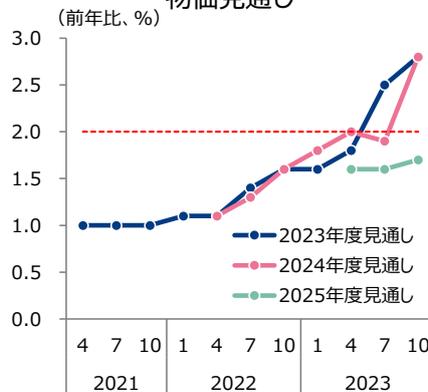
上述の賃金・物価見通しを踏まえ、先行きの金融政策については、遅くとも24年春には政策の正常化に着手するとみる。日本銀行は、24年春闘に向けた各社の賃上げ方針が出そうにつれて、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な達成に向けた環境が整ったとの見方を強めるだろう。具体的には、①短期のマイナス金利政策の解除と、②イールドカーブ・コントロールの撤廃(長期金利目標の廃止)に着手するとみる。

①の背景として、物価の上振れリスクが高まっていることが挙げられる。日本銀行政策委員の物価見通しは、上方修正が続いており、23年10月には、23年度に続いて24年度もコアCPIが2%を大幅に上回る見通しが示された(図表2-26)。25年度も、エネルギーの影響を除いたコアCPIの見通し中央値は+1.9%まで高まり、マイナス金利政策を維持することの妥当性は低下している。ただし、ゼロ%を上回る水準への短期金利の引き上げは、家計や企業のマインドへの影響にも配慮し、当面は慎重な姿勢が維持されるだろう。

②について、期待インフレ率(前掲図表2-23)が高まるもとでは、長期金利への上昇圧力も強まるため、厳格な金利抑制が市場のゆがみを拡大する恐れがある。実際、日本銀行は23年10月に、この懸念に対応する観点から、長期金利が1%を上回ることを許容する政策修正を実施した。先行きについても、家計や企業のインフレ期待が高めの水準を維持するなか、長期金利の形成を市場に委ねる姿勢を強めていくと考えられる。

こうしたなかで、量的・質的金融緩和の導入後から縮小してきた長短金利差は、徐々に過去の平均的な水準にまで拡大すると考えられる。長期金利は、24年度末にかけて1%台前半に上昇するだろう(図表2-27)。もっとも、日本銀行は、海外金利の急変動などが日本の長期金利に予期しない変動をもたらす可能性にも配慮し、市況の急変に備えた機動的なオペなどの対応策を維持するとみられる。

図表 2-26 政策委員の物価見通し



注: 各政策委員の物価見通し(消費者物価指数、生鮮食品を除く総合)の中央値。出所: 日本銀行「経済・物価情勢の展望」より三菱総合研究所作成

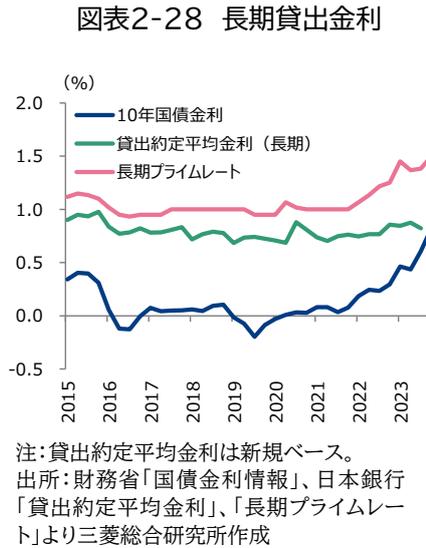
図表2-27 長短金利差



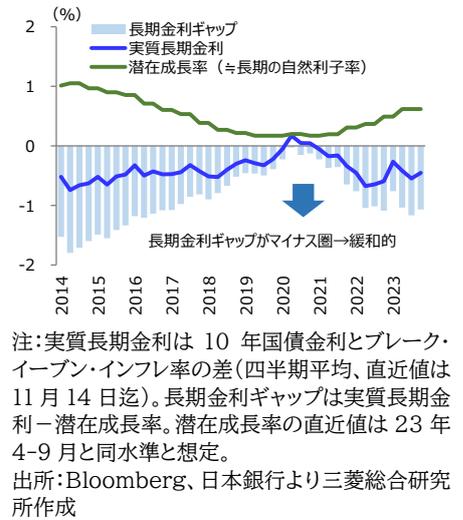
出所: 財務省「国債金利情報」、日本銀行「短期金融市場金利」より三菱総合研究所作成

金利上昇による実体経済への悪影響は限定的

上述の金融政策正常化は、市場の動向にも配慮しつつ緩やかに進められると想定され、景気への下押し影響は軽微にとどまるとみる。名目長期金利の動向をみると、10年国債金利の上昇を受けて、住宅ローン金利との連動制が高い長期プライムレートも段階的に引き上げられている(図表2-28)。もっとも、企業向け貸出も含めた貸出約定平均金利はおおむね横ばい圏内にとどまっており、今後緩やかに上昇に転じたとしても、投資の大幅な抑制には至らないとみる。



図表2-29 実質長期金利と長期金利ギャップ



また、物価の影響を考慮した実質金利は、引き続きマイナス圏で推移している(図表2-29)。今後は、24年末にかけてマイナス幅が徐々に縮小すると考えられるが、景気に対して緩和的な水準にとどまるだろう。

(3) 日本経済の先行きリスク — 相対的に下振れリスクが大きい

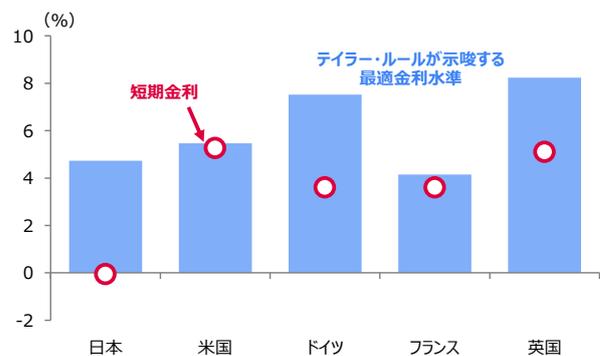
先行きの景気について下振れリスクが相対的に大きく、①海外情勢の悪化、②実質賃金のマイナス継続、③急速な金融引き締めへの転換、が挙げられる。

①について、中東情勢の緊迫化が原油供給量の縮小につながれば、輸入依存度の高い日本ではエネルギー制約が企業活動を大幅に下押しする可能性がある。また海外需要の側面で、中国経済は不動産市場の低迷と雇用環境の悪化が続いており、回復力には不透明感がある。米国では金融引き締めの長期化観測から金利上昇が鮮明であり、設備投資・耐久財消費の減速が日本からの輸出を下押しする可能性がある。

②について、24年度も実質賃金のマイナスが続けば、個人消費の回復が腰折れする懸念がある。特に、相対的に価格転嫁が遅れている中小企業の賃上げ余力が注目点である。また、①で挙げた中東情勢の緊迫化・米金利の上昇により一段の円安・原油高となれば、物価の上振れを通じて実質賃金の下押し要因となる。

③について、日本銀行の金融緩和長期化もリスクになりうる。一定の仮定の下、「テイラー・ルール」に基づき、物価と需給ギャップに見合う政策金利水準を試算すると、日本でも4%台後半まで高まっている(図表2-30)。構造的な物価の上振れを見過ごし、金融政策の正常化が遅れれば、後になって米欧諸国のように急速な金融引き締めの必要性も生じる。この場合、企業の資金調達コスト急騰に伴う設備投資の減少や住宅ローン金利上昇による家計負担の増加が懸念される。

図表 2-30 政策金利ルールと短期金利 (23年7-9月期)



注:テイラー・ルールが示唆する金利 = 自然利子率 + インフレ目標 + 1.5 * (インフレ率 - インフレ目標) + 0.5 * GDP ギャップ。参照するインフレ率は、日本:生鮮食品・エネルギーを除く総合(一時的要因の影響を除く)、日本以外:食料・エネルギーを除く総合。
出所:総務省「消費者物価指数」、IMF、欧州委員会、CBO(米議会予算局)、OBR(英予算責任局)、Macrobond より三菱総合研究所作成

トピックス：所得減税・給付金の評価（23年11月の総合経済対策）

23年11月上旬に閣議決定された総合経済対策について、「①所得税・住民税の減税」と「②低所得世帯向け給付金」に大きく注目が集まった。両政策の予算は合計5兆円程度と、経済対策全体の17兆円のなかでも存在感は大きい。細かな制度設計は今後固められる予定だが、低所得世帯向け給付金は23年度補正予算の成立後に比較的早期に支給、所得税・住民税の減税は24年度税制改正の議論を踏まえて24年6月ごろに実施が見込まれている。

減税・給付金に対する家計の評価、家計への影響を検証するため、10月28・29日に生活者2,000人を対象とするアンケートを実施したところ、一定の個人消費押し上げ効果（前掲図表2-4）が確認された反面、財政の持続性に対する懸念が示された。

「適切ではない」のうち、縮小・実施不要の意見が過半

減税・給付金について、各種世論調査では反対意見が多いとされるが、反対理由は必ずしも明らかではない。本調査では、「適切ではない」との回答の内訳として、「拡充すべき／縮小すべき／実施すべきではない」の3つの選択肢を設定し、家計の反対理由を深掘りした。

減税が「適切」との評価は各種世論調査同様に3割にとどまるが、残りの7割をみると「縮小」「実施すべきではない」との回答割合が合計で4割と、「拡充すべき」の3割を上回った（図表2-31）。

図表2-31 減税・給付金の実施に対する評価

	適切ではない			
	適切	拡充すべき	縮小すべき	実施すべきではない
所得税・住民税の減税	33	29	10	28
低所得世帯向け給付金	31	19	16	34

出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(23年10月28・29日)

財政の持続性に対する懸念大

減税や給付金の恩恵を受ける立場の国民の4割が、「縮小／実施すべきではない」と回答する背景には、財政への危機意識もあるとみられる。

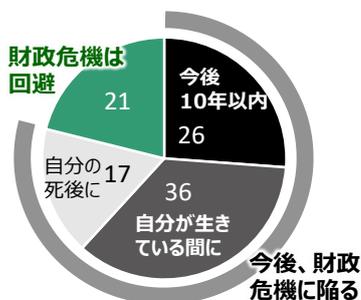
減税・給付金に対する評価と合わせて、日本の財政運営に関する予測を尋ねたところ、「今後、財政危機に陥る」とする回答が実に全体の約8割を占めた（図表2-32）。そのなかでも、「今後10年以内」や「自分が生きている間に」といった、回答者の生活に関係する比較的近い将来の出来事として想定する割合が大きい。

特に財政危機意識が強いと思われる「今後10年以内に財政危機に陥る」と回答した人は、減税・給付金を「実施すべきではない」とする割合が相対的に高い（図表2-33）。特に高所得層は、「実施すべきではない」とみる割合が高く、自身が受ける減税の恩恵よりも将来の財政に対する懸念を重くみている可能性がある。

真に支援が必要な家計に対象を絞るべき

幅広い対象への減税は、ゆとりが大きい高所得層の追加消費を喚起することで物価高を助長する恐れがあり、低所得層の負担増につながる可能性もある。財政の持続性に対する懸念も大きく、歳出の必要以上の膨張を防ぐ観点からも、低所得層に絞った支援策が適切であったといえる。

図表2-32 財政危機に関する家計の認識



注：財政危機の定義として、「政府の債務返済能力に対する信認が低下し、国債金利が上昇、利払いが困難になる事態」と提示した上で回答を求めた。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(23年10月28・29日)

図表2-33 減税・給付金の実施に対する評価（財政危機意識別）

	【減税】			
	適切	拡充すべき	縮小すべき	実施すべきではない
財政危機意識特に強い人	29	29	8	33
それ以外	35	29	11	26
	【給付金】			
	適切	拡充すべき	縮小すべき	実施すべきではない
財政危機意識特に強い人	27	20	12	41
それ以外	32	19	17	32

注：財政危機意識が特に強い人は、図表2-32の設定で「今後10年以内に財政危機に陥る」と見込んだ回答者。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(23年10月28・29日)

図表 2-34 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

	年度				年度 (前年比)				
	2021 実績	2022 実績	2023 予測	2024 予測	2021 実績	2022 実績	2023 予測	2024 予測	
名目	国内総生産 (= GDP)	551,334	562,309	590,550	608,299	2.5%	2.0%	5.0%	3.0%
	民間最終消費支出	296,299	312,744	321,332	332,786	2.7%	5.6%	2.7%	3.6%
	民間住宅投資	21,322	21,684	21,927	21,981	6.9%	1.7%	1.1%	0.2%
	民間企業設備	90,603	97,276	100,477	103,979	5.0%	7.4%	3.3%	3.5%
	民間在庫品増加	1,114	2,593	1,330	1,171	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,968	121,470	122,947	124,178	4.5%	2.1%	1.2%	1.0%
	公的固定資本形成	29,807	30,170	31,388	32,766	▲3.3%	1.2%	4.0%	4.4%
	公的在庫品増加	▲ 90	▲ 242	▲ 34	86	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 6,690	▲ 23,386	▲ 8,823	▲ 8,655	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,819	122,795	128,776	130,240	23.0%	18.3%	4.9%	1.1%
財貨・サービス輸入	110,508	146,181	137,599	138,894	30.3%	32.3%	▲ 5.9%	0.9%	
実質	国内総生産 (= GDP)	541,621	548,706	557,381	563,394	2.6%	1.3%	1.6%	1.1%
	民間最終消費支出	288,664	295,746	295,641	299,570	1.5%	2.5%	▲ 0.0%	1.3%
	民間住宅投資	18,807	18,202	18,562	18,523	▲ 0.6%	▲ 3.2%	2.0%	▲ 0.2%
	民間企業設備	87,667	90,326	90,911	93,165	2.3%	3.0%	0.6%	2.5%
	民間在庫品増加	1,192	2,252	1,158	1,162	***	***	***	***
	政府最終消費支出	117,815	118,632	119,162	119,721	3.4%	0.7%	0.4%	0.5%
	公的固定資本形成	27,559	26,669	27,213	28,176	▲ 6.5%	▲ 3.2%	2.0%	3.5%
	公的在庫品増加	▲ 67	▲ 104	▲ 24	▲ 19	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	464	▲ 2,364	3,927	2,379	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,857	108,501	111,957	113,722	12.4%	4.5%	3.2%	1.6%
財貨・サービス輸入	103,392	110,866	108,029	111,343	7.2%	7.2%	▲ 2.6%	3.1%	
指数	鉱工業生産指数	105.2	104.9	104.7	107.4	5.5%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	2.6%
	国内企業物価指数	107.0	117.2	120.0	122.1	7.1%	9.5%	2.4%	1.7%
	消費者物価指数 (生鮮除く総合)	99.9	103.0	105.9	108.5	0.1%	3.0%	2.9%	2.4%
	GDPデフレーター	101.8	102.5	106.0	108.0	▲ 0.1%	0.7%	3.4%	1.9%
	完全失業率	2.8%	2.6%	2.6%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数 (万戸)	86.6	86.1	79.7	78.8	6.6%	▲ 0.6%	▲ 7.4%	▲ 1.1%
	対外バランス	経常収支 (10億円)	20,096	8,268	20,360	18,416	***	***	***
貿易・サービス収支		▲ 6,431	▲ 23,389	▲ 12,725	▲ 14,659	***	***	***	***
貿易収支		▲ 1,543	▲ 18,028	▲ 7,777	▲ 8,962	***	***	***	***
輸出		85,637	99,675	99,831	99,828	25.3%	16.4%	0.2%	▲ 0.0%
輸入		87,180	117,703	107,608	108,790	35.0%	35.0%	▲ 8.6%	1.1%
サービス収支		▲ 4,888	▲ 5,362	▲ 4,949	▲ 5,697	***	***	***	***
通関収支尻 (10億円)		▲ 5,669	▲ 22,035	▲ 10,812	▲ 11,221	***	***	***	***
通関輸出	85,874	99,225	100,227	100,459	23.6%	15.5%	1.0%	0.2%	
通関輸入	91,543	121,260	111,039	111,679	33.7%	32.5%	▲ 8.4%	0.6%	
為替等	国債10年物利回り	0.09%	0.30%	0.69%	1.13%	***	***	***	***
	日経平均株価	28,385	27,277	31,730	33,875	16.0%	▲ 3.9%	16.3%	6.8%
	原油価格 (WTI、ドル/バレル)	77.3	89.8	81.5	80.0	82.3%	16.2%	▲ 9.2%	▲ 1.9%
	円/ドル レート	112.4	135.5	144.0	135.8	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.162	1.042	1.089	1.100	***	***	***	***
円/ユーロ レート	130.5	141.0	156.9	149.3	***	***	***	***	

注：国債 10 年物利回り、日経平均株価、原油価格、および為替レートは年度中平均。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

(1) 米国経済の現況

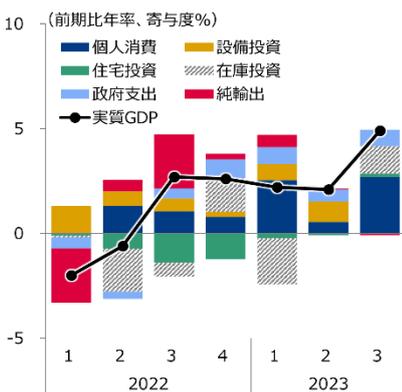
底堅い雇用・所得環境が消費を押し上げ、高い成長率を維持

米国経済は、長引く金融引き締めの中なかでも、堅調に推移している。23年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+4.9%(前期同+2.1%)と、伸びが拡大した(図表3-1)。内訳をみると、GDPの約7割を占める個人消費(図表3-1■)が、底堅い雇用・所得環境を背景に同+4.0%(前期同+0.8%)と、高い伸びとなり、成長をけん引した。また、住宅投資(同■)が同+3.9%(前期同▲2.2%)と2年半ぶりにプラス成長に転じた。

物価の伸びは鈍化も、FRBはインフレ再燃や金融環境の引き締めによる景気下押しリスクに警戒

物価上昇ペースの一般と景気下押し懸念の高まりを受け、FRBは7月のFOMCを最後に利上げを休止している。FRBが重視するコアPCE物価の伸び率は、労働需給の逼迫度や賃金上昇圧力の緩やかな緩和によって、鈍化している(図表3-2)。もっとも、政府閉鎖を巡る米議会の混乱など、財政持続性への懸念を背景に長期金利は不安定な動きが続いている。ストライキ頻発(図表3-3)による賃上げ圧力や、中東情勢の混乱による原油高リスクなど、インフレ再燃の懸念もくすぶる。FRBは、インフレ再燃リスクと引き締めによる過度な経済抑制リスクのバランスのなかで慎重なかじ取りを求められている。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



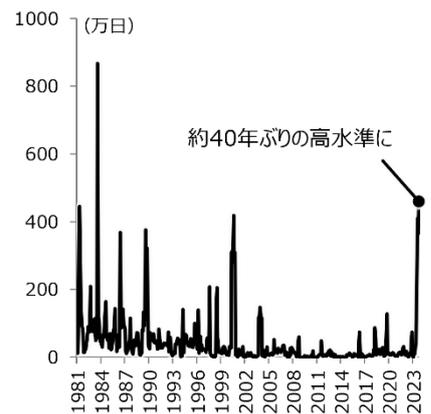
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 物価上昇率、平均時給上昇率



注:物価の直近は23年9月、平均時給は23年10月。点線はFRBの2%物価目標水準。
出所:米国商務省、米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 ストライキによる労働損失日数



注:直近は23年10月。
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

23年の米国の実質GDP成長率は前年比+2.4%と予測する(図表3-4)。23年7-9月期実績値の上振れを踏まえ、前回8月時点(同+1.8%)から上方修正する。7-9月期までは、内需(個人消費、設備投資)が堅調に推移し、潜在成長率(1%台後半)を上回った。もっとも、10-12月期以降は、既往の利上げ効果の顕在化やコロナ禍で実施された財政支援の下支え効果剥落が見込まれ、1%前後の低い成長率にとどまるだろう。

24年は、実質金利の高止まりや既往の引き締めによる内需抑制効果が本格化することから、同+1.2%と減速を見込む。減速局面の後ずれを映じ、前回(同+1.0%)から上方修正する。もっとも、構造的な人手不足による解雇抑制や脱炭素・経済安全保障関連投資などが成長を下支えし、景気後退は回避するとみる。FRBが利下げに転じるのは、インフレ抑制の目的が立つ24年後半となるだろう。

先行きの注目点は、①金融引き締めの内需への影響、②経済構造変化がもたらす成長の下支え力、③物価と金融政策の行方、の3点である。

図表 3-4 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
実質GDP	5.8	1.9	2.4	1.2
個人消費	8.4	2.5	2.1	0.9
設備投資	5.9	5.2	4.1	1.3
住宅投資	10.7	▲9.0	▲11.1	0.7
在庫投資寄与度	0.2	0.5	▲0.4	▲0.0
政府支出	▲0.3	▲0.9	3.7	1.4
純輸出寄与度	▲1.3	▲0.5	0.5	0.2
輸出等	6.3	7.0	2.5	2.7
輸入等<控除>	14.5	8.6	▲1.6	0.8
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	4.25-4.5	5.25-5.5	4.75-5.0
物価(コアPCE)	3.9	5.3	4.1	2.9
失業率	5.4	3.6	3.7	4.4

出所:実績はFRB、米国商務省、米国労働省、予測は三菱総合研究所

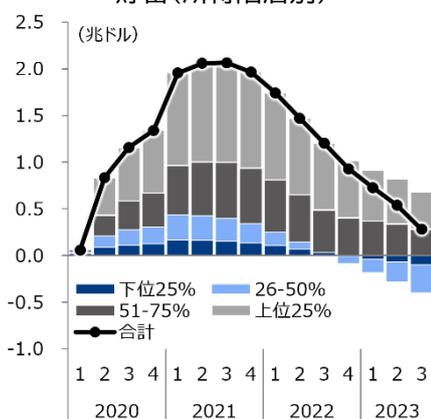
注目点① 金融引き締めの内需への影響 —— 引き締め影響が顕在化し、消費・投資の伸びは鈍化

内需(消費・投資)の伸びは、24年半ばにかけて鈍化するとみる。コロナ禍で実施された家計に対する財政支援の効果が剥落することに加え、既往の金融引き締めの影響が時間差を伴って需要を抑制するからである。

個人消費は、①学生ローンの返済猶予終了、②コロナ禍で蓄積された貯蓄の取り崩し余地の減少など、これまで堅調な消費を下支えしてきた要因の剥落に加え、③長引く金融引き締めによる信用状況の悪化が伸びを抑制すると見込む。①について、学生ローンの返済猶予措置は、20年3月に成立したCARES法(コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法)により導入され、約4,600万人を対象に返済猶予などが行われてきた。しかし、23年6月成立の財政責任法の施行に伴い、同年10月から、名目個人消費の0.5%に相当する約80億ドル/月(当社試算)の返済が再開され、今後、若年層を中心に消費は抑制される可能性が高い。②について、コロナ禍の財政支援などで蓄積された貯蓄を所得階層別にみると、所得水準下位50%では、既に貯蓄を使い果たしており(図表3-5 ■■)、消費を増やす余力は小さい。③について、クレジットカードローン金利は直近で20%超えの高水準で推移し、低・中所得者層の利用が多い中堅・中小行のカードローン延滞率はコロナ禍のピーク時を上回る高水準に達している(図表3-6)。ニューヨーク連銀の消費者調査(10月)によると、1年後に信用利用が「非常に困難」「やや困難」になると予想する回答割合は55.7%に上り、平時と比較して高水準にある。家計の信用環境の悪化に伴い、低・中所得者層を中心に支出抑制の動きが強まるだろう。

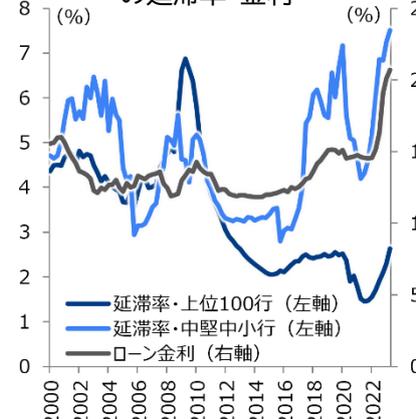
企業の設備投資は、金融引き締めの影響が時間差を伴って顕在化し、資金調達環境が悪化することにより、24年半ばにかけて鈍化を続けるとみる。銀行の融資基準は、08年金融危機時に次ぐ水準にまで厳格化が進んでいる。融資残高の動きに約1年先行する融資基準DI・資金需要DIの動向を踏まえると、先行きの融資残高は24年末にかけて前年比▲20%程度減少すると推計される。また、社債の償還予定額を見ると、24年以降は、コロナ禍で発行した社債の償還/借り換えの増加が予想される(図表3-7)。コロナ禍の金融緩和下で、企業収益は堅調に推移し、設備投資を下支えしてきた。しかし、現在の高金利下での借り換え増加は、利払い負担の増加を通じて、企業投資を抑制するだろう。

図表 3-5 コロナ禍で蓄積された貯蓄(所得階層別)



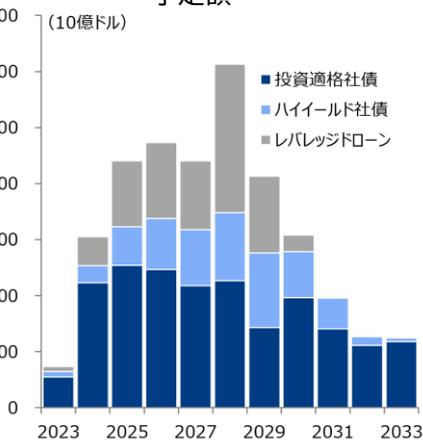
注:17-19年の貯蓄トレンドを上回る額。
出所:FRB、米国商務省、米国労働省、
OPPORTUNITY INSIGHTより三菱総合研
究所作成

図表 3-6 クレジットカードローンの延滞率・金利



注:直近は23年4-6月期。延滞率は季節調整値。
出所:FREDより三菱総合研究所作成

図表 3-7 社債償還・借入返済予定額



出所:BISより三菱総合研究所作成

注目点② 経済構造変化がもたらす成長の下支え力 —— 3つの変化が下支えし、成長の大幅減速は回避

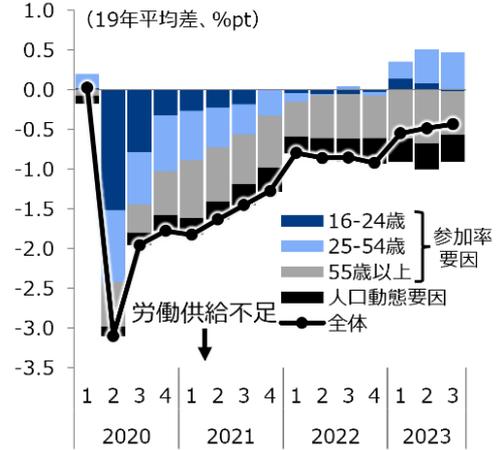
金融引き締め長期化や貸出基準厳格化はいずれも成長下振れ要因となるが、米経済を取り巻く3つの構造変化が成長を下支えし、24年の米経済は1%台前半の成長を予想する。

第一に、人口動態の変化による根強い人手不足から、解雇が過去局面と比べて軽度にとどまり、消費の底割れは回避されるとみる。米国では2006年以降、米国の生産年齢人口(16歳以上)に占める65歳以上の割合が+6%pt程度上昇し、急速に高齢化が進んだ。65歳以上の割合の増加を受け、企業の人手不足感を示す欠員率は、06年から19年にかけて+1.2%pt程度、水準が切り上がった。加えて、コロナ危機以降、健康不安や金融緩和を受けた資産価格上昇による資産効果は、55歳以上の早期引退を加速させ、労働参加率は依然19年平均を下回る。内訳をみると、55歳以上の労働参加率低迷に加え、人口動態要因(高齢化:図表3-8 ■■)が下押し要因となっている。今後、高齢化速度の加速が見込まれ、人手不足への警戒感から、人員削減の動きは一定程度抑えられる可能性が高い。加えて、人手不足は賃金上昇圧力につながるため、実質賃金の伸び(名目賃金上昇率-物価上昇率)は小幅プラスを維持し、消費を下支えするだろう。

第二に、脱炭素産業の育成に向けた補助金政策や経済安全保障に関わる半導体の国内生産回帰支援策が、米国内外企業の投資需要を下支えし、設備投資は底堅い推移を予想する。バイデン政権は、22年8月に、EV普及などを柱とするインフレ抑制法(IRA)、米国内の先端半導体開発を促進するCHIPSおよび科学法を成立させた。成立以降、国内外企業から約6,000億ドルに上る投資計画が発表されている(図表3-9)。投資計画が2030年までに全て実現すると仮定した場合、GDPを毎年平均+0.3%pt程度押し上げると見込まれ、金融引き締めの下風下でも、中長期視点での投資は底堅く推移するだろう。

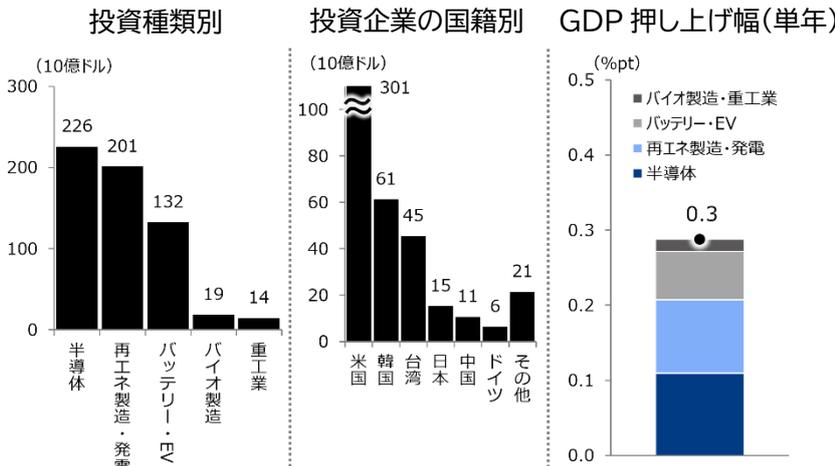
第三に、原油・食糧価格の高止まりは、マクロでの所得形成を下支えし続けるとみる。21年以降、交易条件(貿易での稼ぎやすさ)は大幅に改善しており(図表3-10)、交易利得の拡大に寄与してきた。その背景として、2010年代半ば以降、シェールオイル・ガス開発が本格化し、米国はエネルギー純輸出国に転換していることがある。加えて、米国は小麦や大豆、とうもろこしなどの食糧輸出大国であることも挙げられる。先行き、原油・食糧価格の一段の上昇に伴う交易利得のさらなる拡大は見込みにくいものの、ウクライナ危機の長期化や中東情勢の混乱、熱波・干ばつなどの異常気象によって原油・食糧価格の高止まりが予想され、交易利得は高水準で推移すると見込まれる。

図表3-8 労働参加率(19年平均差)



出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-9 バイデン政権下で発表された脱炭素・経済安保関連投資計画



注:GDP押し上げ幅は、8年にわたって効果が均等に顕在化すると仮定して算出。投資企業の国籍別には、再エネ発電投資を含んでいない。23年10月25日時点。
出所:ホワイトハウスより三菱総合研究所作成

図表 3-10 交易利得・条件



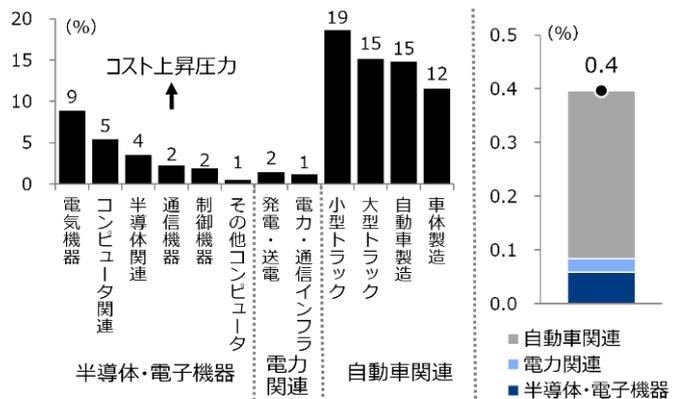
注:交易利得=実質GDI-実質GDP。交易条件は輸出物価指数/輸入物価指数。
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

注目点③ 物価と金融政策の行方 —— 一筋縄ではいかないインフレ抑制、2%物価到達は25年以降

インフレ率がFRB目標の2%にまで落ち着くのは25年以降になるとみる。なぜなら、①根強い労働需給の逼迫、②脱炭素推進・国内生産回帰によるコスト増など、成長を下支えする構造変化がインフレ圧力となるからである。

①について、金融引き締めの影響で、労働需要の抑制は進むが、高齢化が進むなかで供給の大幅増は見込みがたい。労働需給の逼迫度を示すV/U(欠員率/失業率)比率がFRBの2%物価目標と整合的な水準(19年平均)に戻るには、現ペースで労働需給逼迫の緩和を続けた場合でも、1年程度を要する公算が高い。労働需給の逼迫は賃金上昇を促し、コストに占める人件費の割合が高いサービス価格を中心にインフレは長期化するだろう。

図表 3-11 生産回帰によるコスト上昇圧力(左)、物価全体へのインパクト(右)



注:コスト上昇圧力は、一人当たりGDP水準を各国の製造コストとみなし、各品目を全て米国内の製造に切り替えると仮定して算出。
出所:米国商務省、IMF、OECDより三菱総合研究所作成

②について、脱炭素や経済安全保障の必要性の高まりを受けた米国内への生産回帰の動きは、製造コストの増加を通じてインフレ圧力となる。現在、米製造業は、国内生産に必要な中間財の2割弱を輸入に依存する。仮に、脱炭素関連(電力・自動車など)や経済安全保障関連(半導体・電子機器など)を全て米国内の生産に切り替える場合、物価水準を約+0.4%切り上げると試算される(図表3-11)。脱炭素など、中長期の構造変化により、FRBのインフレ抑制は一筋縄ではいかない。

こうした状況下、FRBは、当面は引き締め的な金融政策運営を維持すると予想する。確実にインフレを抑制するために、FRBは、24年半ばにかけて政策金利の誘導水準を現在の5.25-5.50%の高水準で維持するだろう。ただ、雇用・物価関連指標が想定よりも上振れた場合は、追加利上げに踏み切る可能性がある。

FRBが利下げに転じるのは24年後半からとなり、利下げのペースも緩やかにとどまるとみる(図表3-12)。FRBはインフレ抑制のために、24年中は実質政策金利を景気に対し抑制的な水準を確保すると見込まれ、24年末でも5%程度の政策金利を維持すると予想する。加えて、FRBは、資産残高の圧縮を当面は継続するとみられ、債券需給の緩和で長期金利も24年にかけて高水準が続くだろう。

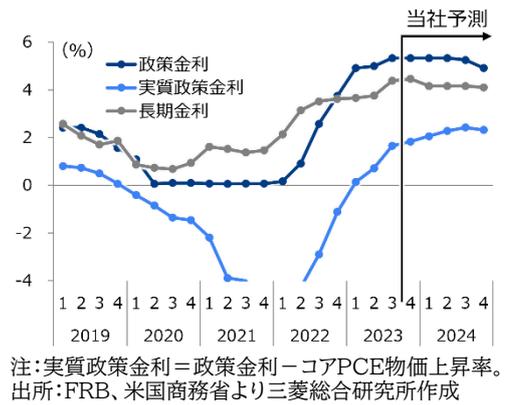
(3) 米国経済の先行きリスク

米国経済は、メインシナリオとしては景気後退を回避すると見込むが、先行きを巡る不確実性は高い。下記2つのリスクのいずれかが現実となった場合、景気後退に陥る恐れがある。

第一のリスクは、インフレ抑制の難航で一段の利上げが必要になることである。中東情勢の混乱など、地政学リスクの高まりを受けた原油価格の一段の上昇は、物価や賃金交渉に影響を与える1年先・家計の期待インフレ率を押し上げる(図表3-13)。原油価格の上昇をきっかけに、賃金インフレの再燃や物価が高止まりした場合、FRBは一段の利上げや金融引き締めの長期化を余儀なくされ、消費や投資を一層抑制する恐れがある。

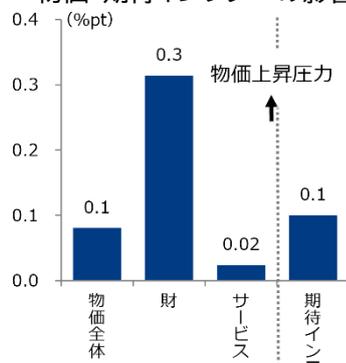
第二のリスクは、銀行経営不安の再燃である。先行きを見通す上で、①長期金利上昇の影響、②商業用不動産市況のさらなる悪化、に注意が必要である。①について、長期金利の上昇は債券価格の下落などを通じて、経営基盤が脆弱な傾向にある中堅・中小行の収益悪化・破綻を招く恐れがある。米国財政は、巨額の予算が充てられているインフレ抑制法などの影響や利払い費の増加によって悪化が続くと予想され(図表3-14)、当面は長期金利に上昇圧力が加わる点も懸念される。②について、金利の高止まりやコロナ危機以降の出生率の低下による需要減を受け、商業用不動産価格は24年後半にかけて08年金融危機時に次ぐ下落幅になると推計される(図表3-15)。銀行保有の不動産担保価値の下落や、融資先の担保価値下落・不動産収益の減少は、銀行に損失をもたらし、自己資本比率を低下させる。特に、商業用不動産ローン債権融資の7割を担う中堅・中小行の経営逼迫につながりかねない。23年3月のように、中堅・中小行の銀行経営破綻が相次いだ場合、融資減少やマインド悪化などにより、景気は大幅に下押しされるだろう。

図表 3-12 政策金利・長期金利の見直し



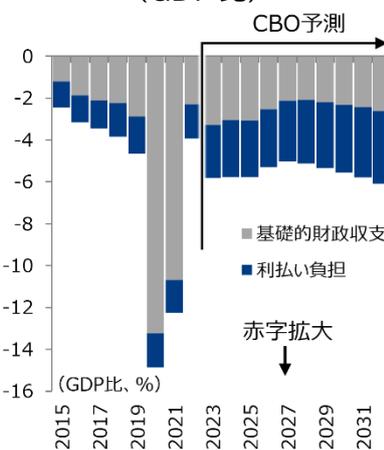
注:実質政策金利=政策金利-コアPCE物価上昇率。
出所:FRB、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-13 原油価格の上昇による物価・期待インフレへの影響



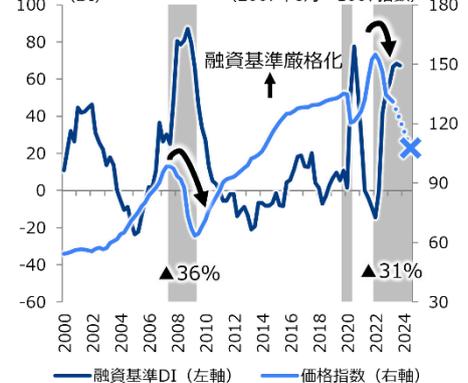
注:原油価格が10%上昇した場合の影響。物価への影響は産業連関表を用いて試算し、期待インフレ率への影響は回帰分析により試算。
出所:OECD、米国労働省、米国商務省、Macrobond、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

図表 3-14 米国の財政赤字 (GDP比)



注:23年6月時点の予測。
出所:CBOより三菱総合研究所作成

図表 3-15 商業用不動産価格の先行き



注:グレーの網掛けは価格下落局面。点線は価格の先行きで、商業用不動産向け融資基準DI、商業用不動産価格(前年比)からなるVARモデルを推計し、融資基準DIが上昇した場合の価格への波及インパクトを基に試算。
出所:FRB、Green Sheet Advisorsより三菱総合研究所作成

トピックス：2024年米国大統領選挙の注目点

米国大統領選挙が24年11月に行われる。各社世論調査では、民主党はバイデン大統領が、共和党はトランプ氏がそれぞれ候補者指名争いでリードしており、両者の支持率は拮抗している。本トピックスでは、大統領選を見通す上でのポイントと、大統領選挙後の政策動向を展望する。

(1) 大統領選を見通す上でのポイント—— 景気、候補者の資質、不法移民・治安問題対応が争点に

大統領選の争点として、①有権者の景況感、②両候補者の資質問題（健康不安・刑事起訴）、③不法移民・治安問題に注目である。①について、物価高の影響を受けやすい低・中所得者層を中心に、バイデン政権の経済対策への不満は強く、直近の政権支持率は約40%にとどまる。経済政策は約2年間にわたって最重要課題と挙げられており、勝敗のカギを握る無党派層の投票行動を左右するだろう。②について、バイデン大統領は、2期目の任期終了時に86歳となり、健康不安（大統領職務の遂行に支障を来すリスク）が懸念される。一方、トランプ氏は現在、4件の刑事起訴を抱え、来春以降は裁判と選挙戦の両立を強いられるとみられ、両候補者の問題は選挙結果を左右するとみる。③について、バイデン政権発足以降、不法移民数は3年連続で過去最多を更新し、不法移民対処は経済に次ぐ重要課題に挙げられている。また、コロナ危機以降、オピオイド（麻薬性鎮痛剤）関連死が急増しており、オピオイドや治安維持対策を巡る有権者の関心は高い。

ウクライナ・イスラエル支援を巡る世論の分断も懸念される。ABC Newsの調査では、ウクライナ支援を「Too much（多過ぎる）」とする回答割合は、民主党支持層では22%に対し、共和党は58%と過半数に上る。

(2) 大統領選挙後の政策動向—— 第2次トランプ政権が成立した場合、幅広い分野で政策は変化

選挙後の政策動向を整理する。前回20年選挙同様、議会選挙も拮抗が見込まれるなか、党内外の意見対立も深まっており、法改正を必要とする政策は停滞が予想される。バイデン大統領再選の場合は、現行路線が継続される。一方、トランプ氏が政権に返り咲く場合、現在から大幅に政策変更されるだろう（図表3-16）。

図表 3-16 大統領選後の政策動向

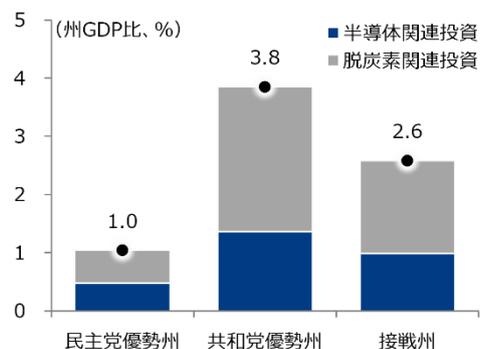
	バイデン氏：現行路線の継続	トランプ氏：現在から大幅な政策修正
内政	脱炭素 インフレ抑制法を軸に脱炭素推進を継続 ✓ EVシフト、クリーンエネルギーへの補助継続 ●脱炭素推進に向けた追加法案の整備	行政権を用いた環境規制緩和、化石燃料投資などの支援拡大 ✓ インフレ抑制法のガイダンス（方針）の一部修正 ●産業界の意向を踏まえつつ、インフレ抑制法の大幅改変
	産業政策 CHIPS法などを軸に国内生産回帰・自国供給力強化を継続 ●半導体への追加支援やバイオ分野への新規支援	超党派の支持を背景に、供給力強化の取り組み継続 ●CHIPS法の一部（児童ケア支援・労働組合保護など）修正
	税制 自社株買い・高所得層の課税、中小企業・低所得層向け減税	小さな政府を志向、大企業・高所得層向け減税
移民問題	（一部壁建設は認めるも）諸外国との交渉を通じた解決模索	メキシコとの国境の壁建設の加速
外政	外政全般 他国連携の推進継続 ✓ IPEF ^(注) やUSMCA ^(注) などの多国間枠組みを軸に、西側・グローバルサウスとの連携強化	二国間関係重視、ルールに基づく国際秩序の後退 ✓ 二国間取引・ディールを重視する外交スタイル ✓ NATO離脱、同盟関係の見直し、追加関税措置の実施
	ウクライナ・イスラエル支援 ウクライナ・イスラエル支援継続 ✓ ウクライナ支援は費用対効果の高い支援との見方 ✓ 自由・民主主義を過度に重視しない外交スタンスの継続	ウクライナ支援縮小、イスラエル支援強化 ✓ トランプ政権の石油・天然ガス増産が、ロシア・ウクライナ間の和平交渉を難航させる恐れ
	対中政策 自国「投資」、友好国「連携」、「競争」の3つを軸に政策継続	トップ外交の下、対中貿易赤字を問題視し、高関税措置実施
	対日政策 対中政策に重きを置き、日本との同盟関係を強化	在日米軍の駐留経費の負担引き上げ要求の可能性

注：IPEFは、Indo-Pacific Economic Frameworkのこと。USMCAは、アメリカ、カナダ、メキシコ間の貿易協定。●はねじれ議会（大統領の政党である与党と、連邦議会の上院・下院、または上下両院の多数党が異なる場合）が回避された場合に推進が予想される法律。
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

内政では、脱炭素の取り組みの一部後退、財政・税制スタンスの変化が予想される。特に、22年8月成立の脱炭素の軸であるインフレ抑制法のガイダンス（法律の指針）の一部が修正され、補助・税額控除基準が厳格化される恐れがある。元々製造業が盛んな共和党優勢州が、インフレ抑制法の恩恵を相対的に受けていることから（図表3-17）、大幅な法修正は回避されるとみる。それでも、風力エネルギー生産税額控除や太陽光エネルギーに代わるネットゼロ電源に対する控除などに係るガイダンスは、次期政権発足時までに完成しない可能性が高く、修正の動きには要警戒である。

外政では、2 国間関係重視の外交への揺り戻し、ウクライナ支援の縮小が見込まれる。多国間枠組みを重視するバイデン政権とは異なり、トランプ氏のトップ外交が展開され、貿易赤字の是正に重きを置いた高関税措置が多用されるだろう。

図表 3-17 支持州別の政策関連投資



注：州分類は、2016-20年の選挙実績を基に作成されたCook PVIに基づく。
出所：ホワイトハウス、Cook Political Reportより三菱総合研究所作成

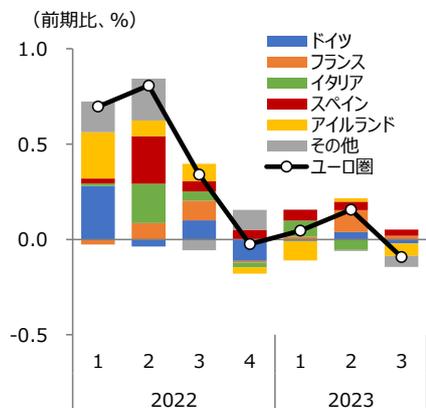
(1) ユーロ圏経済の現況

物価高・金融引き締めで内需が弱く、停滞が続く

ユーロ圏経済はゼロ近傍の停滞が続いている。23年7-9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比▲0.1%と3四半期ぶりのマイナス成長となった(図表4-1)。依然として高い物価上昇率が消費を下押しする状況が続いている。さらに、23年9月には実質金利がプラスに転換し、金融引き締め効果が強まりつつある(図表4-2)。

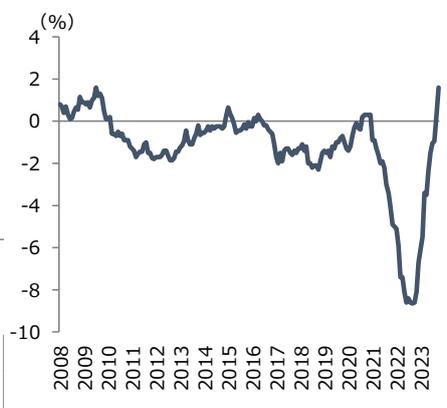
企業の景況感を示すPMIは好不況の分かれ目となる50を下回る状況が続いている(図表4-3)。ただし、23-24年冬のエネルギー不安懸念は後退したほか、物価の伸びは鈍化が継続、ECBの利上げ局面も終了に近づいており、急速な悪化には歯止めがかかりつつある。特に、ウクライナ危機以降最大の不安要素であったエネルギー問題は、天然ガスの在庫目標(2023年11月1日までに90%)を前倒しで達成、需要削減の取り組みなどもあり、供給量が不足する可能性は後退している。

図表4-1 実質GDP



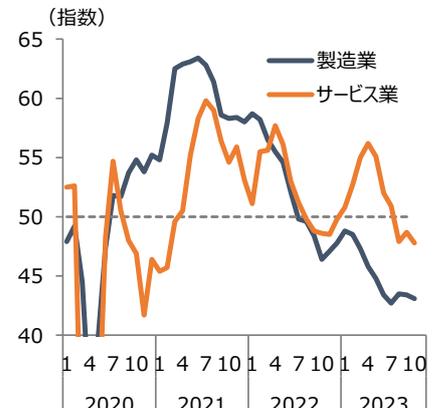
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-2 実質金利(ユーロ圏)



注: 月次。実質金利はメインリファイナンスオペ金利とHICP総合の差。直近は23年10月。
出所: Macrobond より三菱総合研究所作成

図表4-3 PMI(ユーロ圏)



注: 破線は好不況の分かれ目となる50を示す。
出所: Macrobond より三菱総合研究所作成

(2) ユーロ圏経済の先行き

金融引き締め長期化で24年も低成長が続く

23年のユーロ圏経済は、物価高と既往の金融引き締め効果が経済活動の抑制要因となり、前年比+0.5%(前回8月見通し+0.5%から変更なし)の低成長にとどまると予測する。

24年は、同+0.8%(前回8月見通し+1.1%から下方修正)と、1%を下回る低成長継続を見込む。前回見通しより金融引き締めの長期化を見込むほか、海外経済の減速が下押し要因となるだろう。一方、物価の伸び鈍化による実質賃金の上昇と脱炭素などに向けた財政支援が下押し要因の一部を相殺するとみる。先行きの注目は、①物価と金融政策の行方、②内需の回復力、③対中デリスキング推進の影響、の3点だ。

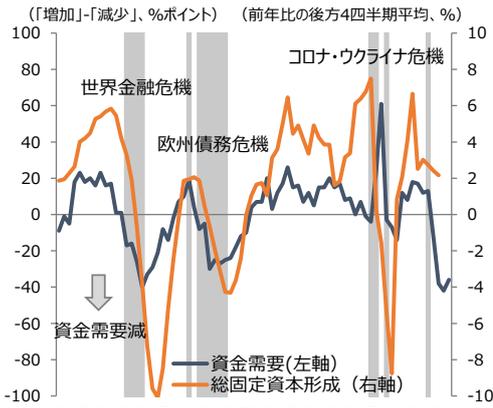
注目点① 物価と金融政策の行方 — 基調的な物価上昇圧力緩和に時間、利下げ転換は24年後半

ECBは10月の理事会で、政策金利の維持を決定(下限の中銀預金金利は4.0%)した。ECBは追加利上げの可能性を否定していないが、ECBの金融政策の焦点は、政策金利の最終到達点(ターミナルレート)の水準から、その金利水準をいつまで維持するかという点に移行した。今後の金融政策の動向をみる上では、ECBの判断基準にも含まれる、①金融引き締め効果が实体经济に与える影響、②基調的な物価の動向、がポイントとなる。

先行きのECBの金融政策は、現在の金利水準を維持し、利下げに転じるのは24年後半と予想する。ECBが判断基準とする、①金融引き締め効果は、今後一段と顕在化し需要を抑制するとみるが、②基調的な物価の動向は、高めの賃金上昇の継続により、前回見通しより物価抑制には時間を要するとみる。

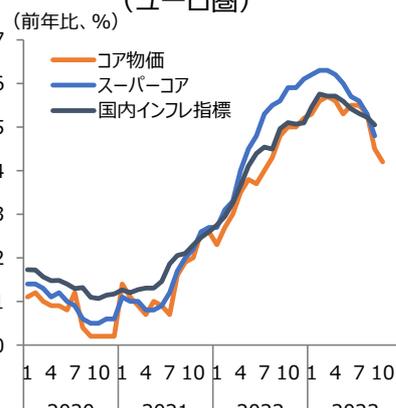
①金融引き締め効果は、企業の資金需要が世界金融危機時と同程度まで減少しており、顕在化しつつある(図表4-4)。過去の傾向では、資金需要が減少に転じたのち、投資も前年比で減少している。実質金利もプラスに転じたことから、实体经济を抑制する効果は、24年にかけて一段と顕在化するだろう。

図表4-4 資金需要と投資(ユーロ圏)



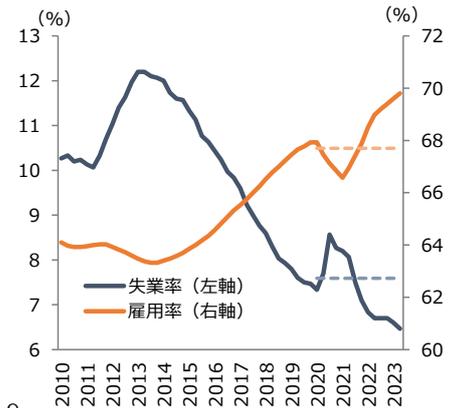
注:資金需要は企業。直近は総固定資本形成が23年4-6月期、資金需要は23年10月の銀行貸出調査。グレーの網掛けはマイナス成長の期間。
出所:ECB, Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-5 基調的な物価指標(ユーロ圏)



注:直近はコア物価が23年10月、その他は23年9月。スーパーコアはECBが公表する指数で、需給ギャップと関連性がある品目から試算。国内インフレは、輸入依存度が低い品目の物価指標で、ECB(2022)“A new indicator of domestic inflation for the euro area”を参考にMRI試算。
出所:ECB などより三菱総合研究所作成

図表4-6 失業率・雇用率(ユーロ圏)



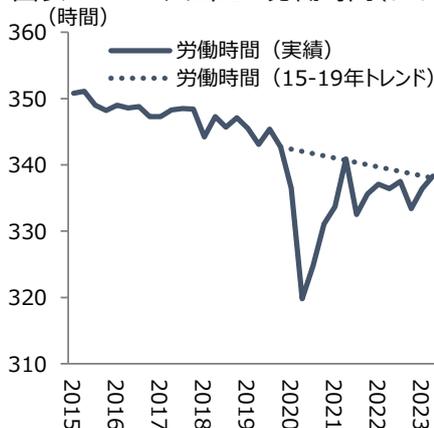
注:四半期。雇用率は後方四半期移動平均。破線は19年平均。雇用率(15-64歳)は人口に占める就業者の割合。
出所:Eurostat より三菱総合研究所作成

②基調的な物価は、高い賃金上昇から2%を超える水準で推移するとみる。ECBの試算などを参考に、各種の基調的な物価指標をみると、前年比で4%を超える上昇が続いている(図表4-5)。特に、ECBが重視する国内インフレ指標(輸入依存度が低い品目で構成、HICPの約3割強のウエート)は、5%程度で高止まりしている。資源価格の上昇や企業の価格転嫁要因が一巡しつつあることから、賃金の動向が先行きの物価を左右する。

賃金に影響する雇用環境は、ユーロ圏経済が停滞するなかでも堅調である。ユーロ圏の23年8月の失業率は6.4%とコロナ前(19年平均7.6%)を大きく下回って推移、雇用率もコロナ前を約2%ポイント上回る(図表4-6)。雇用環境がコロナ前よりも改善しているにもかかわらず、依然として企業の人手不足感は強い。人手不足感が強い業種では賃金上昇率も高く、人手不足感が解消されなければ高めの賃金上昇が続く。

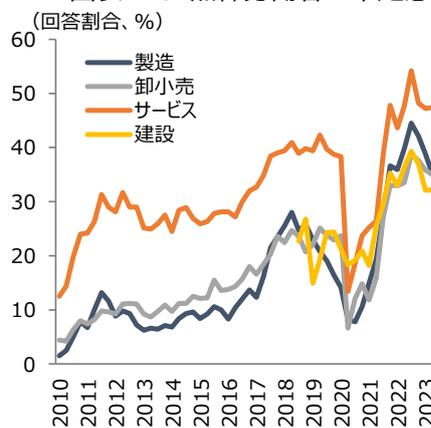
人手不足感が緩和しない一因には、熟練労働者の不足がある。ユーロ圏の雇用者数の約4分の1を占めるドイツでは、一人あたり労働時間の減少が人手不足の一因となっていたが、すでにコロナ前のトレンドまで回復しつつある(図表4-7)。一方で、高スキル人材や熟練労働者の不足などのスキルのミスマッチは解消されていない(図表4-8左)。熟練労働者の不足は短期的な解消は難しく、時間を要するとみる。ドイツ労働・社会省(BMAS)の2026年までの職業予測によると、定年退職者が増加するなかで、後継者確保が必要なことに加え、デジタル化やエネルギー関連の投資・建設需要の拡大から、これらの分野に関連した職業の人材育成・確保が課題となる(図表4-8右)。高めの賃金引き上げ要求が依然として継続しているほか、熟練労働者不足や生産年齢人口の減少などの構造要因から労働需給の逼迫解消には時間を要し、高めの賃金上昇が継続する可能性は高い。

図表4-7 一人当たり労働時間(ドイツ)



注:四半期。季節調整値。点線は、15-19年の一人当たりの労働時間のトレンドで伸ばした場合の労働時間。
出所:ドイツ統計局より三菱総合研究所作成

図表4-8 熟練労働者の不足感と不足が予想される職業(ドイツ)



注:左図は、熟練労働者の不足が事業にマイナスの影響を与えていると回答した企業の割合。右表は、2026年にかけて、高齢化による技術者の退職や新たな需要により人材確保がボトルネックとなる36の職業のうち、一部を抜粋したもの。

出所:KfW-ifo Skilled Labour Barometer, BMAS “Fachkräftemonitoring für das BMAS - Mittelfristprognose bis 2026”より三菱総合研究所作成

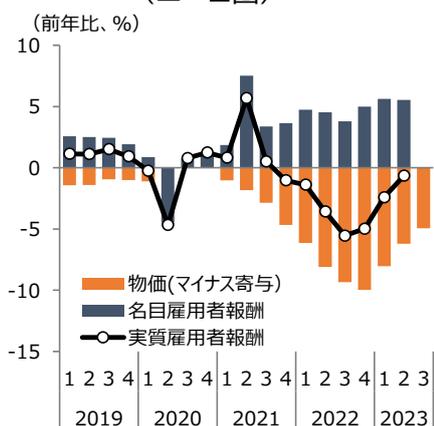
分類	不足が予想される職業の例
デジタル化・高齢化で需要増	医療・介護職
	ITシステム分析・コンサルティング
	ITネットワークエンジニア
エネルギー・建設投資で需要増	建設エンジニア
	配管・冷暖房技術職
	エネルギー技術職

注目点② 内需の回復力 — 実質賃金プラス転換と財政支援が内需を下支え

金融引き締め長期化は内需の下押し要因となるが、①実質賃金のプラス転換、②脱炭素などに向けた財政支援、がユーロ圏経済を下支えし、通年でマイナス成長は回避するとみる。

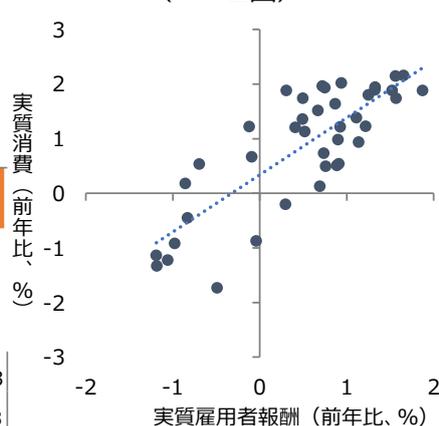
実質賃金のプラス転換が消費持ち直しに寄与するとみる。前年のエネルギー価格高騰の反動などによる物価の伸び鈍化と5%を超える高めの賃金上昇から、実質賃金のマイナス幅は縮小しており、23年7-9月期にはユーロ圏全体として実質賃金がプラスに転換した可能性がある(図表4-9)。賃金と消費の関係をみると、実質賃金が前年比で増加した期間は、実質消費も同程度増加している(図表4-10)。注目点①の通り、高めの賃金上昇が継続する可能性が高いことから、24年にかけて消費は持ち直すだろう。

図表4-9 実質雇用者報酬 (ユーロ圏)



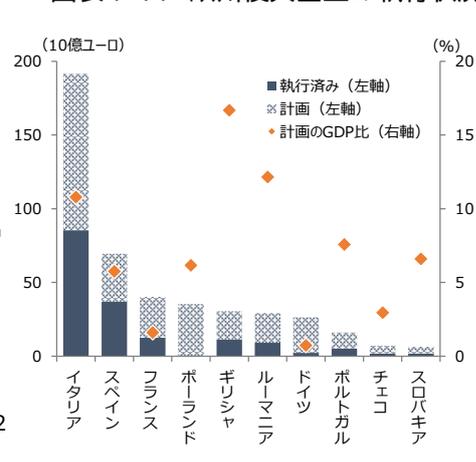
注: 名目・実質雇用者報酬は、一人当たり。物価上昇率はHICP総合の四半期平均。直近は物価が23年7-9月期、名目雇用者報酬は23年4-6月期。
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-10 雇用者報酬と消費 (ユーロ圏)



注: 四半期。期間は2010年から2019年。実質雇用者報酬の計算は図表4-9と同じ。
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-11 欧州復興基金の執行状況

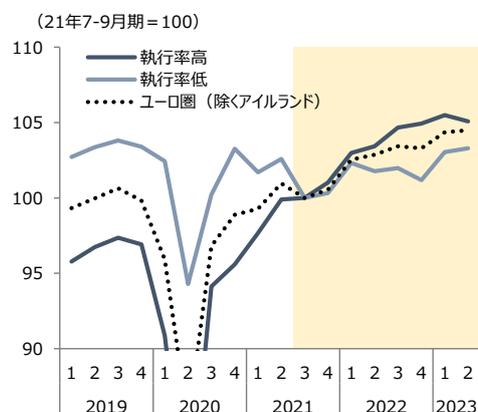


注: 10月17日時点。復興基金の利用金額計画の上位10カ国。計画、執行済みの金額は補助金と融資の合計。
出所: 欧州委員会より三菱総合研究所作成

②脱炭素などに向けた財政支援は、金利上昇下においても投資を下支えするとみる。コロナ危機後の欧州経済の立て直しを目的に創設された「欧州復興基金(総額7,500億ユーロ)」はまだ十分利用されていない。基金の一部は化石燃料の脱ロシア依存実現に向けたREPowerEUで必要となるエネルギー対策に活用できるようになったが、EU全体では3割程度の消化にとどまる。GDP比で利用規模が大きいイタリアやスペインは計画の5割程度まで利用が進んでいるが、ドイツは1割程度にとどまる(図表4-11)。

欧州復興基金の執行状況と固定資本形成の関係をみると、執行率が高い国(3割以上)は低い国と比較し、固定資本形成の伸びが高い(図表4-12)。利用が遅れていたドイツも、23年9月には約40億ユーロ(計画の約15%)の利用申請を出したほか、スペインは修正計画を提出し、現状の約700億ユーロの計画から約1,630億ユーロに増額する計画を提出し承認されている。利用が遅れていた国でも利用申請が出始めたほか、増額申請もあり、24年の投資を下支えするだろう。

図表4-12 欧州復興基金の執行状況と実質固定資本形成(アイルランド除くユーロ圏)



注: 知財投資などで固定資本形成の変動が大きいアイルランドを除く。黄色の網掛けは復興基金の予算執行開始(21年8月)以降の期間。執行率高は、計画比での予算執行割合が30%を超える国。
出所: 欧州委員会、Eurostatより三菱総合研究所作成

注目点③ 対中デリスキング推進の影響 — 脱炭素加速には当面中国との関係維持が不可欠

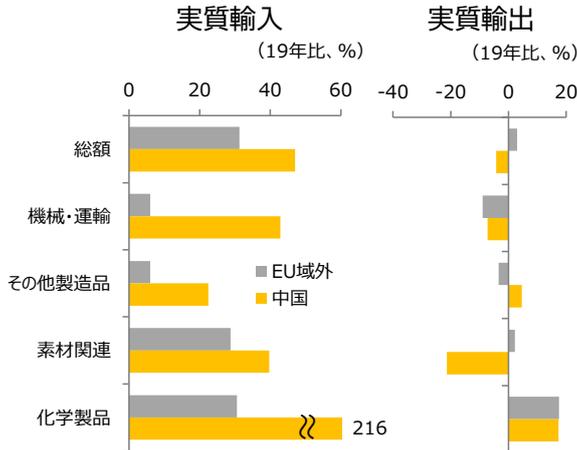
EUは6月に公表した経済安全保障戦略の具体化に向け動き出している。23年9月の欧州委員会委員長長の一般教書演説で、中国の電気自動車(EV)補助金に関する調査を開始することを表明、10月には風力発電も調査対象に加えることを公表した。この動きは経済安全保障戦略で示したProtecting(域内外投資審査や輸出管理強化、補助金調査など)の取り組みの一環である。中国で生産する米欧系メーカーも調査対象となるが、過度な中国依存の低減を念頭に置いている。

デリスキング推進は、欧州経済にとってプラスにもマイナスにもなり得る。前述のとおり、域内産業への投資や競争力強化は短期に限らず、中長期でも経済にとってプラスとなる。一方、中国はEUの主要貿易相手国であり、EUから中国向け実質輸出は19年と比較し減少したものの、依然として重要である(図表4-13)。中国の

対抗措置次第では、対中輸出が減少し、中国向け輸出が多いドイツを中心に経済にはマイナスとなる。

対中関係で影響を大きく受けるのは脱炭素分野だ。EUの脱炭素加速には、短期的には中国製の製品が必要不可欠である。ネットゼロ産業法案で指定した「戦略的ネットゼロ技術(太陽光や風力、蓄電池技術、ヒートポンプなど8分野)」分野に関連する製品は、風力を除けばEUの競争力は低く、中国製の製品への依存度が高い(図表4-14)。バッテリーは輸入依存度が低下しているが、ハンガリーへ中国企業がバッテリー工場投資を進めており、中国企業に依存している状況に変わりはない。エネルギーの脱炭素化を進めるうえでは、中国との関係維持が現状不可欠である。経済安全保障戦略で示した、域内産業の競争力強化(Promoting)の成果が出るには時間を要する。当面は中国を過度に刺激しないよう、規制などの検討を進めるだろう。

図表4-13 対中輸出入(EU、22年)



注:ユーロ圏の輸出入デフレーターで実質化。中国は香港含む。対中輸入の上位品目を抜粋。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-14 ネットゼロ産業の輸入依存度と輸入相手国(EU)

		輸入依存度(%) (上段:22年,下段:15年からの変化(%ポイント))	22年輸入シェア上位5カ国(%)				
EV 関連	バッテリー	52.6 (▲22.4)	中国 82.1	韓国 8.4	日本 2.8	米国 1.7	マレーシア 1.0
	電動パワートレイン	27.1 (+7.7)	中国 52.2	韓国 6.8	ブラジル 6.1	セルビア 5.4	米国 5.0
	風力	7.7 (+6.7)	中国 61.4	インド 31.9	英国 0.4	トルコ 0.4	米国 0.2
	太陽光	90.5 (+28.1)	中国 68.9	米国 6.6	日本 6.3	スイス 4.2	英国 3.2
	ヒートポンプ	27.0 (+17.9)	中国 61.5	日本 7.6	韓国 6.6	タイ 6.5	マレーシア 6.0

注:輸入依存度は輸入/(輸入+域内生産)と定義。各品目の集計は、欧州委員会共同研究センター(2023)“European climate neutral industry competitiveness scoreboard annual report 2022”のAnnexesを参考に作成。
出所:欧州委員会 Prodcom, UN comtrade より三菱総合研究所作成

(3) ユーロ圏経済の先行きリスク

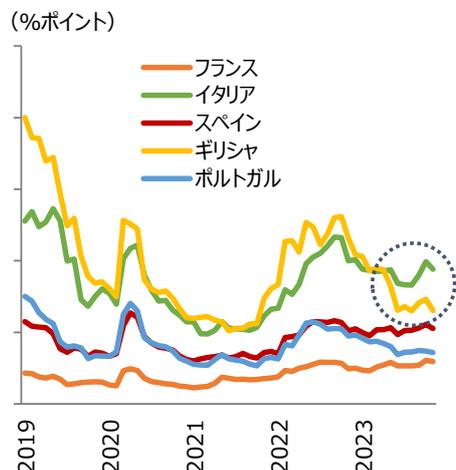
ユーロ圏経済の先行きのリスクは、①高インフレの再燃と②ソブリンリスクの顕在化である。これらのリスクが顕在化した場合、ユーロ圏経済はスタグフレーションに陥る可能性が高い。なお、エネルギー問題は、23-24年冬のエネルギー不安は後退したが、地政学や異常気象など外生的なショックに脆弱(ぜいじゃく)であり、中長期的に欧州のリスク要因となる点は変わらない。

一点目の高インフレの再燃は、フィンランドの海底パイプラインの損傷や中東情勢の混乱を受け、エネルギー価格が再び上昇するなど、リスクは残る。エネルギーなどの資源価格の上昇により、期待インフレの上振れや企業が価格転嫁姿勢を強めれば、高インフレが再燃する。この場合、ECBは一段の利上げや引き締めの際のさらなる長期化が避けられず、ユーロ圏経済は下押しされるだろう。

二点目のソブリンリスクは、財政健全化に向けた取り組みが不十分と市場が評価する国でリスクが高い。コロナ危機下での大規模な財政出動により、ユーロ圏各国の債務残高は拡大している。コロナ危機で凍結されていた財政ルールは、24年には再開される見込みであり、財政をコロナ前の平時に戻す必要がある。防衛費の増額対応や利払い負担の増加といったコロナ前とは異なる歳出ニーズがあり、財政赤字をGDP比3%に抑制するためには、他の歳出削減や増税などの歳入増の取り組みなど国民の負担が必要となるだろう。

一方で、インフレ長期化や急速な脱炭素シフトにより、国民の生活コスト増加に対する不満は高まっている。欧州の最近の選挙で、極右勢力が躍進している背景には、このような国民の不満がある。国民の人気を取るためのバラマキ的な政策や政策修正を行えば、市場の信認を失う可能性がある。実際、イタリアが24年の財政赤字目標を修正したことにより、対独スプレッドが拡大した(図表4-15)。イタリアなどでソブリンリスクが再燃すれば、ユーロ圏経済が混乱するだろう。

図表4-15 主要国の対独スプレッド(10年物国債)



注:月次平均。直近は23年11月13日。
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

(1) 中国経済の現況

消費拡大、財政支出により、前期比の成長率は回復

23年7-9月期の中国の実質GDP成長率は、前期比で見れば+1.3%（年率換算で+5.3%）と4-6月期の+0.8%（同+3.2%）から伸びが拡大した。人流回復による消費拡大、財政支出による総資本形成の伸長など内需が成長をけん引している。前年比では+4.9%と4-6月期の+6.3%から伸びが鈍化したが、4-6月期の高成長は、前年のコロナによる都市封鎖の反動が大きく、それが剥落した影響が大きい（図表5-1）。

産業別GDPでは、宿泊・飲食だけではなく、IT、製造業といった外出関連以外のセクターでもプラス成長となっている（図表5-2）。ただし、不動産企業の経営不安がくすぶるなか、不動産セクターは2四半期連続でマイナス成長となり、住宅着工・販売ともに前年比マイナスを続けている（図表5-3）。

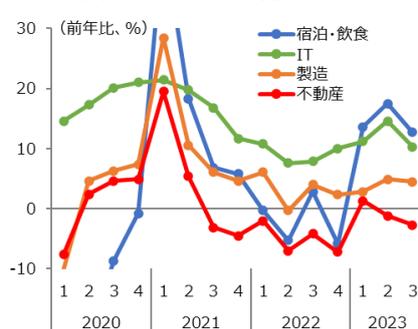
図表5-1 実質 GDP 成長率



注：実質GDP成長率（前期比）は季調済。積み上げ棒グラフは前年比寄与度。

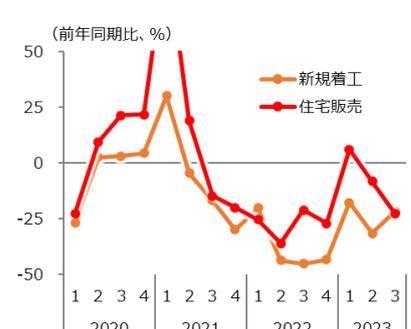
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表5-2 産業別 GDP



出所：Windより三菱総合研究所作成

図表5-3 住宅着工・販売



出所：Windより三菱総合研究所作成

(2) 中国経済の先行き

不動産市場の調整や都市への穏やかな人口流入ペースから、緩やかに成長減速へ

中国経済は、不動産市場の調整や都市への穏やかな人口流入ペースから緩やかに成長減速を見込む。実質GDPは、23年は前年比+5.3%と景気対策による成長の押し上げを織り込み前回8月時点の同+5.1%から上方修正、24年は景気対策の規模縮小を想定し、前回の同+4.8%から+4.6%へ下方修正する。

今後の中国経済の注目点は、①不動産市場の行方、住宅購入・消費需要を左右する②都市への人口流入ペース、③外需回復の成否にある。

注目点① 不動産市場の行方 —— 数年にわたる在庫調整は不可避

中国政府の政策支援により大手不動産企業の経営不安が金融危機へ波及する状況は回避できるとみるが、不動産の在庫調整は数年にわたって継続することが見込まれる。

不動産市場は、コロナ危機前の19年時点で既に在庫（建築中住宅面積）が積み上がっていた（図表5-4）。そこに20年以降のコロナ危機、21年半ばの不動産融資規制が加わり、住宅需要が大きく落ち込んだ。大手不動産企業、恒大集団の信用不安が発生すると、住宅販売は前年比マイナスに転落した（前掲、図表5-3）。その後、新規着工の抑制が進んだものの、資金繰り難による建築遅延や、ゼロコロナ政策長期化による住宅販売の低迷が続き、不動産在庫は高水準にある。

今後の住宅需要を左右するのは、コロナ危機で停滞した都市への人口流入ペースの回復状況だ。詳細は後述（注目点②）するが、10年代前半のような年間2,500万人規模の都市流入数への回復は期待できない。仮に年間都市流入数が今後2,000万人程度へ回復した場合、新規需要（販売面積）は2.9万ha/四半期になるとみられるが、新規着工が23年平均実績（新規着工1.8万ha/四半期）で継続した場合、四半期に1.1万haしか在庫圧縮は進まない。在庫の適正水準について議論はあるが、仮にコロナ危機前の40万haをターゲットとすると、25年末達成で新規着工を23年実績比▲33%、26年末達成で同▲2%とする必要がある（図表5-5）。在庫調整を急げば大幅な着工抑制が必要となり、着工抑制をマイルドにすれば調整期間が長期化する。

在庫調整を政府主導で加速させる選択肢もある。政府直下の再生ファンドへ過剰在庫を移管し、在庫調整を行う手法だが、今のところ中国政府はこうした対応は想定していない模様である。10月に中国政府は異例

の予算修正を行い、景気刺激策の地方財源確保に向け国債を追加発行し、23年、24年にそれぞれ5兆元(合計で名目GDP0.8%相当)を地方政府へ配布することを決定した。大規模な財政支出とは言えないものの、GDPの5%強を占める不動産セクターの成長押し下げ圧力(23年7-9月期で▲0.2%ポイント弱の下押し)緩和には資するであろう。今後も経済失速懸念が高まる局面では、成長目標からの下振れ回避のための景気刺激策が行われるであろう。

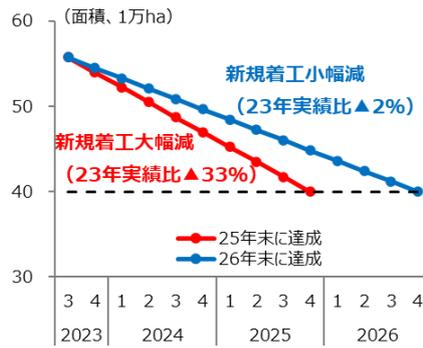
また、住宅購入意欲の促進には、将来の所得増加への期待継続が必要となる。中国では、結婚の準備として住宅を購入する慣行があり、所得がまだ低い若年での住宅購入が一般的である。住宅価格は購入時の所得対比で高額だが、これまでは高成長も手伝い、購入後の所得増加により債務の返済負担を軽減できた(図表5-6)。しかし、若年の就職難、あるいは中長期的な所得増加への期待喪失は、住宅購入意欲の減退や、返済負担軽減が進まないことによる既住宅購入者の消費抑制をもたらしかねない。

図表5-4 建築中住宅面積



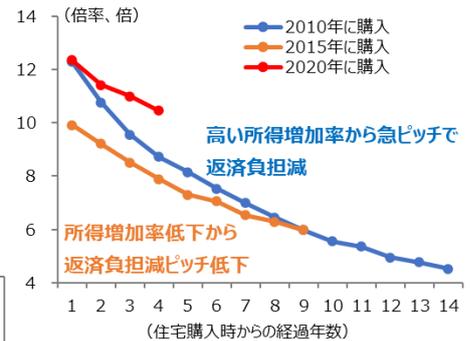
注:23年の建築中住宅面積は9月時点。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-5 建築中住宅面積の予測



注:新規需要(販売面積)は人口都市流入2,000万人相当の2.9万ha/四半期と想定。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-6 住宅債務負担



注:購入年住宅価格の可処分所得比率をもとに、可処分所得増加率を加味して購入翌年以降の可処分所得比率を算出。横軸は購入年を1とした。直近は、23年9月時点の可処分所得をもとに推計。
出所:Windより三菱総合研究所作成

注目点② 都市への人口流入ペース —— 流入ペース上昇が内需押し上げも、持続性に課題

都市への人口流入ペースの上昇が住宅購入や消費の底上げ要因となることが見込まれる。ただし、雇用吸収力の制約から都市への人口流入ペースは10年代前半のピーク時には戻らないであろう。

都市人口の年間増加数は、17-19年平均で毎年2,000万人以上だったが、22年には650万人にまで落ち込んだ(図表5-7)。中国政府は、第14次五カ年計画(21~25年)で都市化率を60.6%から65%へ引き上げる目標をたてており、25年以降も引き上げ方針が維持される見込みである。23年7-9月期の主要都市地下鉄利用客数が、19年以前の人口増加トレンドから見込める水準を上回っていることから(図表5-8)、都市への人口流入再開がうかがわれる。外出行動再開に、都市への人口流入ペースの上昇が加わることは、消費・投資拡大の追い風となろう。

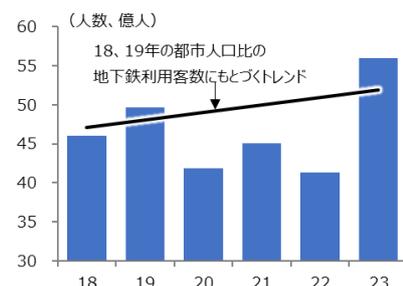
ただし、雇用吸収力低下によるコロナ危機前からの都市への人口流入鈍化(図表5-7)を踏まえると、そのペースは雇用創出に左右される。実際、23年の新規雇用者数(都市部)は、政府目標1,200万前後を超えるが15-19年平均を下回る見込みで、地下鉄利用客数の急回復に見劣りする(図表5-8、5-9)。この背景には、抑制されていた外出活動の反動増に加え、雇用創出の遅れがあると推察される。都市への人口流入ペースは、米欧規制強化・デリスキングのもと海外資本・技術の取り込みが難しいなかで、人件費上昇に見合った労働集約型から資本集約・知識集約型産業への転換により人口流入の受け皿となる雇用拡大の成否にかかっている。

図表5-7 都市への人口流入数



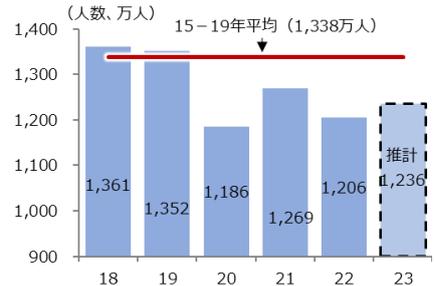
注:直近は22年。
出所:Macrobondより三菱総合研究所作成

図表5-8 地下鉄利用客数



注:上位10都市の7-9月期の各年の地下鉄利用客数。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-9 新規雇用者数(都市部)



注:18~22年は年間雇用者数。23年は9月までの実績をもとに推計。
出所:Windより三菱総合研究所作成

注目点③ 外需回復の成否 —— 世界の財消費回復につれ成長下押し圧力は緩和へ

世界経済全体での財消費持ち直しの進展につれ、外需の成長下押し圧力は緩和することが見込まれる。

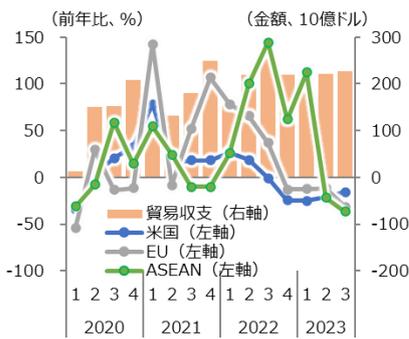
23年4-6月期以降、米欧向けに続いてASEAN向けの貿易黒字が前年比で縮小に転じ(図表5-10)、経済成長の下押し要因となっている(前掲、図表5-1)。

実質輸入は、ロシア、豪州などの資源国やマレーシア、インドネシアの近隣国が前年比+10~20%程度となっているほか、総じてプラス(図表5-11、■)であるのに対して、中国依存度が高いロシア向け以外の輸出は伸び悩んでいる(図表5-11、▲)。米中対立の影響が限定的なベトナム・マレーシア・インドネシア向けの輸出停滞からは、中国輸出停滞には中国固有要因だけでなく、財消費の足踏みという世界経済に共通する要因があると推察される。

先行きは、世界経済全般の財消費の持ち直しや半導体サイクルの好転が進展すれば、中国からの輸出は回復へ転じることが見込まれる。実際、中国の主な品目輸出(数量ベース)は、23年7-9月期以降、回復の兆しがある。EV伸長から2桁成長を続けている自動車輸出だけでなく、電子集積回路、LCDパネル、携帯電話、家電の輸出も前年比プラスに浮上している(図表5-12)。

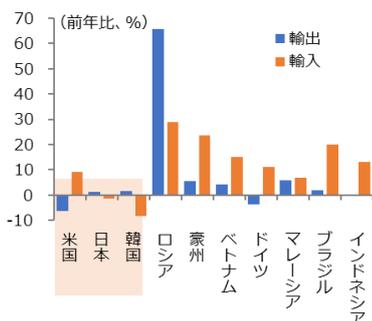
ただし、貿易相手の上位3カ国である米国、日本、韓国との貿易が他国に比べて見劣りしていること(図表5-11、■)からは、米中対立の悪影響がうかがわれる。中国の貿易国シェアは、西側諸国からグローバルサウス諸国のウェイトシフトが進展しているが、依然、西側諸国のウェイトが大きい(図表5-13)。米欧のデリスクリング継続を視野に入れると、外需の中国経済押し上げは緩やかなものにとどまるであろう。

図表5-10 貿易収支



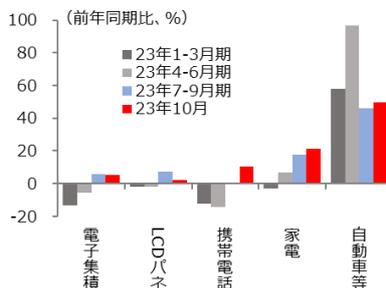
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表5-11 国別貿易



注: G20およびASEAN5のうち、中国貿易相手の上位10カ国。左から貿易額の大きい順。23年の1-9月期実績の22年同期比の増減率。中国の輸出入デフレーターで実質化。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表5-12 主な品目の輸出 (数量ベース)



出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表5-13 主な国の貿易シェア (%)

	国名	19年	23年	増減
シェア減少国	米国	12.0	10.8	▲1.2
	日本	6.9	5.1	▲1.9
	韓国	6.3	5.0	▲1.3
	ドイツ	4.1	3.4	▲0.7
	4カ国計	29.4	24.2	▲5.2
シェア増加国	ロシア	2.4	3.8	1.4
	インドネシア	1.7	2.2	0.5
	マレーシア	2.7	3.0	0.3
	ブラジル	2.5	2.8	0.4
4カ国計	9.2	11.8	2.6	

注: 貿易シェアは輸出と輸入の合計。23年は、19年を起点に輸入・輸出デフレーターをもとに実質化。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

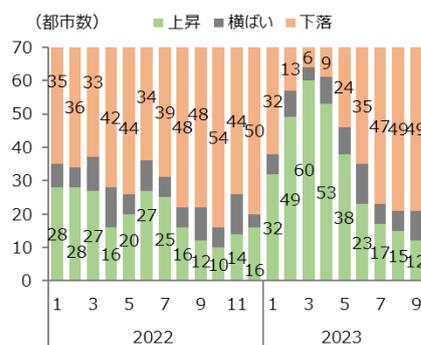
(3) 中国経済の先行きリスク

中国経済の先行きのリスクは、不動産市況のさらなる悪化にある。

23年初に回復の兆しがあった不動産市況は冷え込み、不動産価格は軟調に推移している(図表5-14)。8月に入り、財務状態が相対的に健全とみなされていた不動産企業、碧桂园(カントリーガーデン)の債務再編の動きが伝わると不動産企業の経営不安が再燃した。

不動産市況の悪化を受けて、中銀は利下げ、積極的な資金供給による流動性対策を講じており、金融危機への発展は回避できる見込みである。ただし、金融政策は、不動産市場の円滑な在庫調整に必須となる都市流入の回復やその基盤となる雇用機会の創出を保障するものではない。専門人材(エンジニアなど)の不足などによる資本集約・知識集約型産業への転換の遅れ、米中対立深刻化による外需回復の遅れなどから雇用回復が遅延する恐れは残る。雇用回復の遅れから、不動産在庫調整による経済下押し圧力が長期化する。さらに、不動産市況悪化による不良債権の増加といったリスクに留意する必要がある。

図表5-14 70都市の住宅価格指数 (前月比の変化)



出所: Windより三菱総合研究所作成

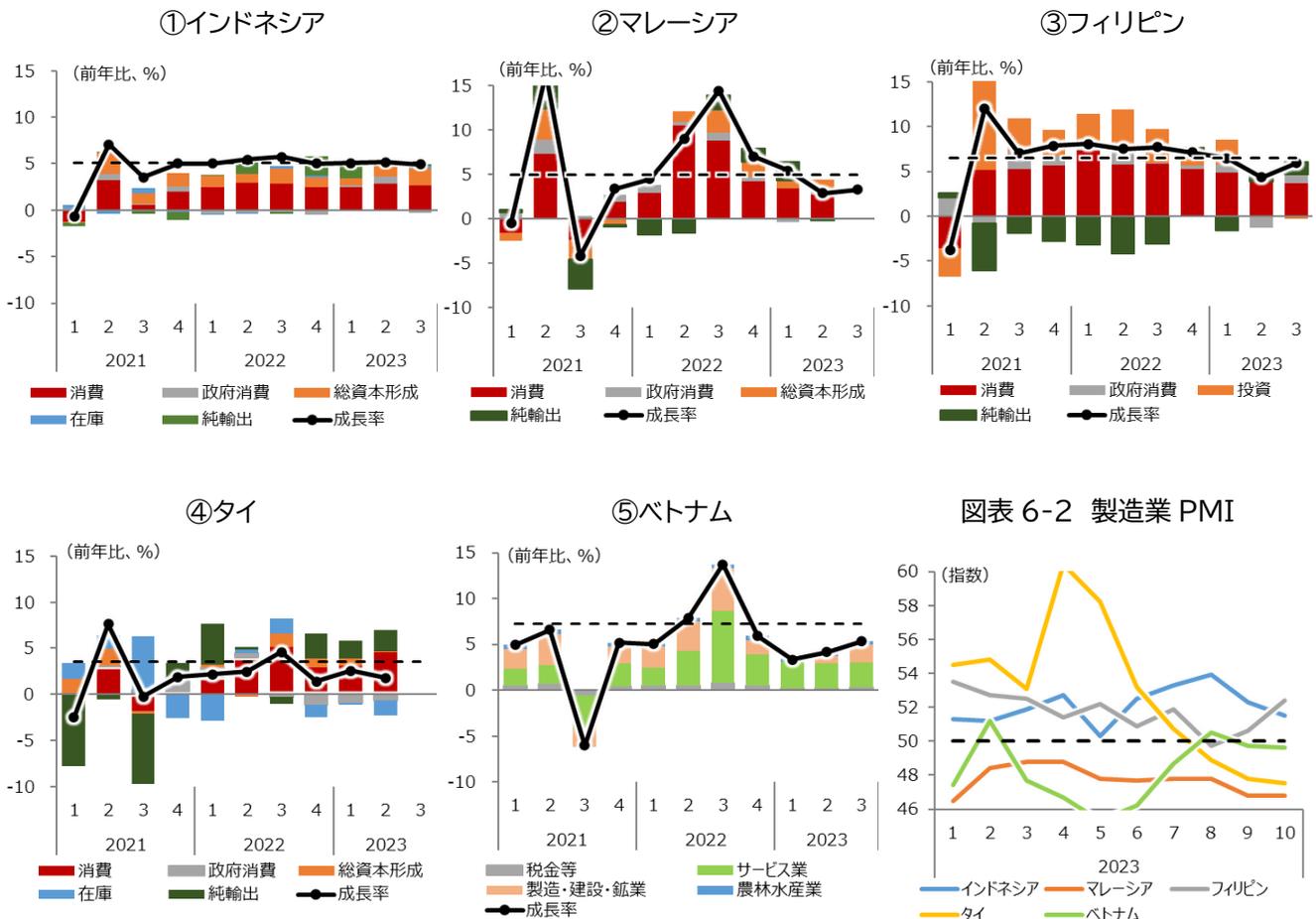
(1) ASEAN経済の現況

総じて堅実な成長を継続

ASEAN5の23年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4%台半ばになったとみられ、23年4-6月期の同+4%から成長ペースは増している(図表6-1)。世界経済全般の財消費伸び悩みから、ASEAN5でも製造業の景況感が停滞気味にあるものの(図表6-2)、ゼロコロナ政策解除を受けた中国人の旅行再開による観光回復、堅調なサービス消費が成長をけん引している。

個別国では、インドネシア(同+4.9%)、フィリピン(同+5.9%)は、内需をけん引役にコロナ危機前の成長ペースを継続、マレーシア(同+3.3%)、タイ(同+2%台半ばの見込み)は純輸出の押し上げ効果が薄れたものの、おおむねコロナ危機前の成長の勢いを確保している。ベトナム(同+5.3%)は、製造業などに回復の兆しがみられるが、不動産市況停滞からコロナ危機前を下回る成長率が続いている(図表6-1)。

図表 6-1 実質 GDP 成長率



注:破線は各国の17~19年の四半期ごとの実質GDP成長率(前年比)の平均。棒グラフ合計と線グラフの差は、統計誤差。直近は、インドネシア、フィリピン、ベトナム、マレーシアは23年7-9月期、タイは23年4-6月期。マレーシアは速報ベースのため内訳は未公表。
出所:Macrobondより三菱総合研究所作成

注:直近は23年10月。
出所:Macrobondより三菱総合研究所作成

(2) ASEAN経済の先行き

5%近傍の成長ペースを維持

ASEAN5経済は、もう一段の観光回復、着実な内需拡大、輸出持ち直しから前年比+5%近傍での成長継続を見込む。実質GDP成長率は、23年は前年比+5.0%、24年は同+5.0%と予測する(前回8月見通しから変更なし)。今後のASEAN5経済の注目点は、①内需の持続性、②外需の行方にある。

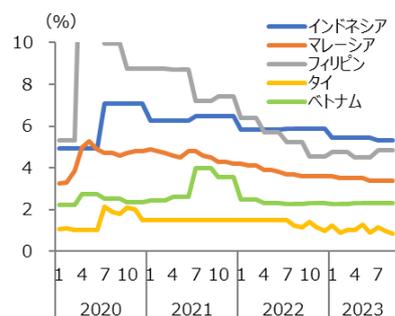
注目点① 内需の持続性 —— 良好な雇用・所得環境に支えられ堅調さを維持

良好な雇用・所得環境に支えられ、内需は拡大継続が見込まれる。

ASEAN5の失業率は総じて低下基調にあり、良好な雇用・所得環境が継続している(図表6-3)。23年初時点では、コロナ危機前比60%程度の回復にとどまっていたASEAN5への外国人旅行者数は、ゼロコロナ政策解除に伴う中国人の旅行再開を追い風にコロナ危機前比80%近傍まで回復し、ASEAN5各国の雇用機会の創出を支えた(図表6-4)。中国人観光客の回復率は、コロナ危機前比40%程度にとどまっており、まだ回復余地が残っている。観光回復による雇用下支え効果は継続が見込まれる。

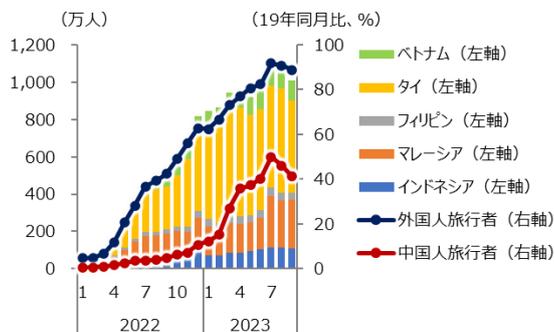
インフレ圧力も総じて落ち着いている。足もとの国際商品市況上昇を受けて、エネルギー輸入が多いフィリピン、ベトナムでCPIが上昇基調に転じているが、米欧諸国のようなコロナ危機前水準からの大幅な上方シフトには至っていない(図表6-5)。23年8月、9月にタイが合計0.5%の連続利上げ、23年10月にインドネシア、フィリピンが0.25%の利上げを行っているが、政策金利もコロナ危機前からの大幅な上方シフトには至っていない(図表6-6)。インフレ圧力および政策金利の急速な引き上げといった事態に至らない限り、ASEAN5各国の内需は堅調さを維持できるであろう。

図表 6-3 失業率



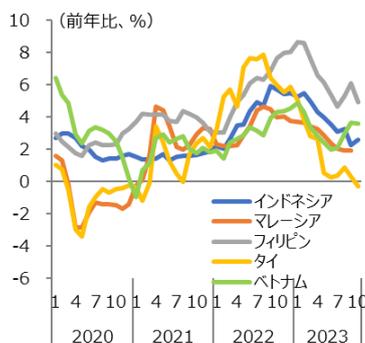
注：直近は、マレーシア以外は9月、マレーシアは10月。インドネシアは半年ごと、ベトナムは四半期のデータ。タイの21年1月から22年7月は欠損のため線形補完で表示。
出所：Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 6-4 外国人旅行者



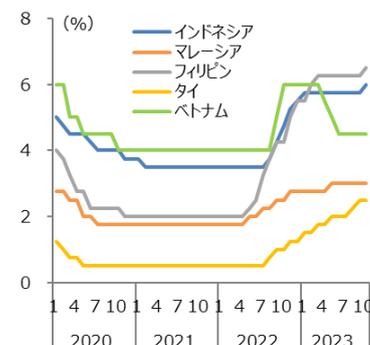
注：マレーシア以外は9月、マレーシアは6月までが公表値。マレーシアの7、8、9月はベトナム、タイ、フィリピンの増加率平均をもとに算出。
出所：Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 6-5 CPI



注：直近は、マレーシア以外は10月、マレーシアは9月。
出所：Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 6-6 政策金利



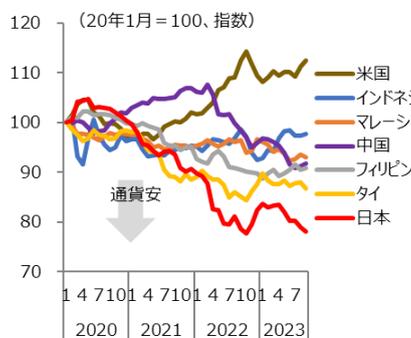
注：直近は23年10月。
出所：Macrobondより三菱総合研究所作成

注目点② 外需の行方 —— 高い輸出競争力のもと成長を下支え

世界経済全般の財消費持ち直しに伴い、外需は回復し成長を下支えすることが見込まれる。

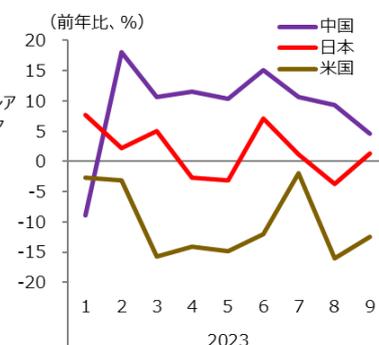
特に、ASEAN5が高い輸出競争力を有していることが、外需回復を後押しするとみる。経済産業研究所(RIETI)と横浜国立大学が共同算出している製造業の実質実効為替レート¹では、ASEAN5通貨は日本円よりも下落幅が小さく、価格競争力で劣後している(図表6-7)。それにもかかわらず、ASEAN5からの日本向けの実質輸出は、23年入り後もおおむね前年比プラスで推移しており(図表6-8、■)、輸出・生産の日本シフトは限定的である。

図表 6-7 製造業の実質実効為替レート



注：各国通貨間の強弱関係を見るため、各通貨の20年1月時点の為替レートを100として作成した。直近は23年9月。
出所：RIETIより三菱総合研究所作成

図表 6-8 日・中・米向け輸出



注：ASEAN5の合計。日本、中国、米国の輸入デフレーターをもとに実質化。
出所：Macrobondより三菱総合研究所作成

¹ 各国の産業別の生産者物価指数をもとに算定している。出所：RIETI(<https://www.rieti.go.jp/users/eeri/>)

この背景には、ASEAN5の①輸出品目が日本国内で代替困難なこと、②日本企業の生産・輸出拠点としての地理的優位性がある。具体的には、次のような品目が輸出競争力の源泉となっている(図表6-9)。まず、石炭、天然ガスなどの鉱物性燃料(インドネシア、マレーシアの構成比20%程度)は、経済活動に不可欠かつ産出国に限られており、輸出代替は困難である。次に、電気機器、機械・部品、車両(マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムの構成比40~50%程度)は、グローバル企業からの直接投資のもと米欧、中国、アジアを中心とした新興国をまたぐグローバルなサプライチェーンに組み込まれており、生産拠点としての重要性は頑健である。また、衣類(ベトナムの構成比5%程度)も、生産コストの低さや米中対立から中国生産からのシフトが進展している。

中国経済の回復は緩慢だが、中国向け実質輸出は、前年比プラスで推移している(図表6-8、■)。今後、中国経済の財消費の持ち直しに伴い中国向け輸出は緩やかに増加するであろう。一方、ドル高による為替面の追い風が吹いているにもかかわらず、前年比マイナスが続いている米国向け輸出の先行きには、不透明な点が残る(図表6-8、■)。米国経済回復には不安が残るが、サービス消費から財消費への転換、半導体サイクル好転、中国経済の正常化といったプラス材料を踏まえると、外需はASEAN5経済の成長を支えるであろう。

図表 6-9 ASEAN5 各国の主要輸出品目

品目			品目				
	順位	構成比 (%)		順位	構成比 (%)		
インドネシア	1位	鉱物性燃料	24	タイ	1位	電気機器	16
	2位	鉄鋼	12		2位	機械・部品等	15
	3位	油脂	10		3位	車両等	11
マレーシア	1位	電気機器	36	ベトナム	1位	電気機器	39
	2位	鉱物性燃料	17		2位	機械・部品等	7
	3位	機械・部品等	8		3位	衣類	5
フィリピン	1位	電気機器	55				
	2位	機械・部品等	9				
	3位	油脂	3				

注:品目はHSコードによる分類。ベトナム以外は22年、ベトナムは21年。構成比は当該品目の各国輸出合計に占める割合。

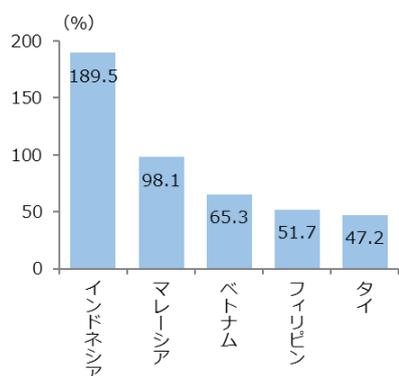
出所:UN Comtradeより三菱総合研究所作成

(3) ASEAN経済の先行きリスク

ASEAN5各国に共通するリスクとして、インフレ圧力拡大の再燃がある。米欧利上げを契機とした通貨安の進展からインフレ圧力が拡大し、利上げを強いられると、内需の下押し要因となる。足もと、CPIの伸びが拡大しているフィリピン、ベトナム(前掲、図表6-5)、両国と同様にエネルギー自給率が低いタイは(図表6-10)、外生的なインフレ圧力へのリスク耐性が相対的に弱い点に留意が必要である。

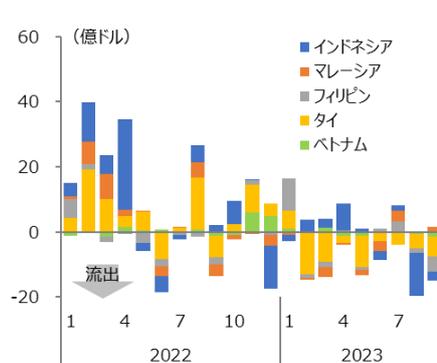
ASEAN5には、資金流出リスクも残っている。22年前半に活発な資金流入を示していた外国人投資家のASEAN5各国への株式投資フローは、23年に入り、米欧金融政策の引き締めなどを契機としたリスク回避的な動きから流出傾向にある(図表6-11)。ASEAN5各国は、国際収支が安定的で外貨準備も相応に保有しており金融危機への発展リスクは小さいが、米欧金利の上昇などを契機に国際金融市場が混乱する際には、通貨安に加えてASEAN各国の株式市場にも下落圧力がかかる公算が大きい。さらに、株式市場の混乱が不動産市場へ波及するリスクも念頭に置く必要がある。既に不動産市場が調整局面に入っているベトナム以外でも、フィリピン、インドネシアで21年以降、不動産融資が増加基調を強めており(図表6-12)、金利上昇による資金調達コストの上昇が建設・不動産セクターへ悪影響を及ぼすリスクもある。

図表 6-10 エネルギー自給率



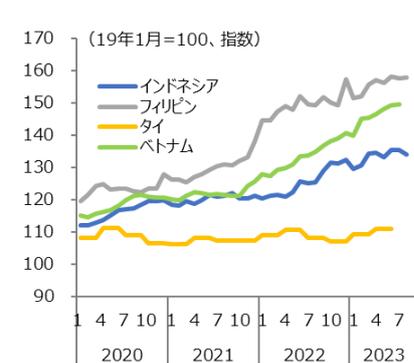
注:21年時点の数値。
出所:OECDより三菱総合研究所作成

図表 6-11 株式投資フロー



注:直近は23年9月。
出所:IIAより三菱総合研究所作成

図表 6-12 建設・不動産業向け融資



注:直近は、インドネシア、フィリピンは23年8月、ベトナムは23年7月、タイは23年6月。
出所:Macrobondより三菱総合研究所作成

執筆担当者

全体総括	森重彰浩
1. 総論	田中康就
2. 日本経済	菊池紘平、堂本健太
3. 米国経済	浅井優汰
4. 欧州経済	綿谷謙吾
5. 中国経済	金成大介
6. ASEAN 経済	金成大介

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済センター

電話:03-6858-2717 メール:pecmacro@ml.mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】

グループ広報部

メール:media@mri.co.jp