

(1) 世界経済の現況

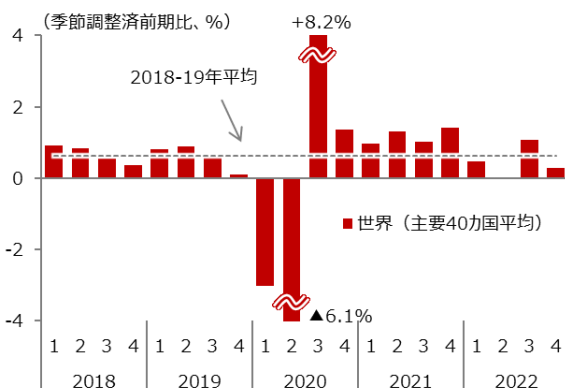
世界経済は緩やかに減速

世界主要国の実質GDP成長率(主要国平均)は、振れを伴いつつも、ならしてみれば減速傾向にある(図表1-1)。米欧を中心にコロナ危機からの回復局面が一巡したことに加え、次の2つの要因が世界経済の成長ペースを鈍化させている。

世界経済の成長減速要因の第一は、物価高と金融引き締めだ。22年の世界各国の消費者物価は、(中国など一部の国を除けば)総じて歴史的な高い伸びを記録した。背景には、供給制約や地政学リスクの高まりなどさまざまな要因が重なったことがある。各国中銀はインフレ抑制のための利上げを余儀なくされ、物価高と金利上昇が内需の下振れ要因となった。直近22年10-12月時点では、物価の伸びが低下に転じる国も出始めてきたが、主要国が利下げに転じるには至っていない(図表1-2)。こうした逆風下で消費の回復力を左右するのは賃金だ(図表1-3)。ユーロ圏や英国のように、物価高に見合う所得増が実現していない国々は、実質消費が低迷している。

第二は、中国経済の下振れだ。中国では、物価や金利は安定しているものの、新型コロナが成長減速の要因となった。22年12月に、経済活動の制約となっていた厳格なゼロコロナ政策が撤廃されたところ、今度は爆発的な感染拡大が外出行動の自粛を招き、同10-12月期の実質GDP成長率は季調済前期比でゼロ%にとどまった。中国経済の減速は、輸出に占める中国向けの比率が高いアジア諸国を中心に、経済の下振れ要因となった。

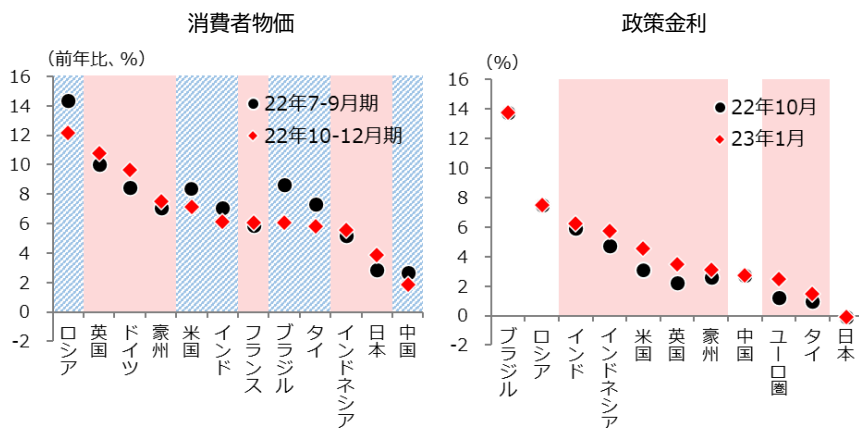
図表 1-1 世界主要国の実質 GDP 成長率



注：GDP規模の大きい上位40カ国のうち前期比の実質GDP成長率が取得可能な38カ国についてGDPウエイトで加重平均。22年10-12月期は2/14時点で公表されている15カ国平均。

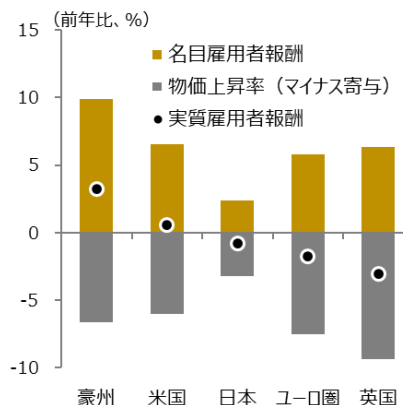
出所：CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 主要国の消費者物価と政策金利



注：赤シャドローは前期比(●→◆)で上昇、青シャドローは前期比(●→◆)で低下、シャドローなしは前期から不変を表す。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-3 実質雇用者報酬



注：22年7-12月平均。豪州、ユーロ圏のみ22年7-9月。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

成長の大幅減速を回避し、インフレ抑制と成長を両立できる可能性が高まる

23年の世界経済の成長率見通しは、前回(11月16日時点)の前年比+1.8%から同+2.1%へ+0.3%ポイント上方修正する(図表1-4)。上方修正の背景には、ゼロコロナ政策解除に伴う中国経済の上振れと米国経済の底堅さがある。コロナ前の世界経済の平均的な成長率である3%は下回るものの、1%台への大幅な減速は回避できる公算が強まった。

まず中国については、22年10-12月期こそ前期比でゼロ成長にとどまったが、23年1-3月期以降はゼロコ

コロナ政策の撤廃による経済活動の正常化が進むほか、当面は成長優先の政策運営が予想されることも景気の押し上げ要因となろう。23年の成長率は前回の前年比+4.8%から同+5.2%へ上方修正する。

次に米国は、22年後半の成長が前回想定よりも上振れたことに加え、物価高・金利高のなかでも、雇用・所得環境が堅調を維持していることを背景に、23年の成長率を前回の前年比+0.4%から同+0.9%に上方修正する。23年中に四半期ベースでは一時マイナス成長に陥る可能性はあるが、景気後退は回避できる見込みだ。

ユーロ圏も、前回から上方修正し、前年比+0.1%と予測する。22-23年の冬は、暖冬によるエネルギー需給の緩和で、大幅なマイナス成長は回避できる可能性が高まった。力強い回復は見込めないものの、深刻な景気後退に陥ることもないだろう。

24年の世界経済は、前年比+2.8%と、コロナ前の平均的な成長率である3%に近い伸びへの持ち直しを見込む。米国・ユーロ圏では、インフレの収束にめどが立ち、中央銀行が利下げに転じる見通しだ。ただし、後述するエネルギー問題や高止まりする期待インフレ率など、インフレ再燃の芽は残るため、利下げペースは緩やかにとどまるだろう。米国・ユーロ圏ともに1%台半ばの成長を予測する。中国経済は、政策による景気押し上げ効果が一巡することで成長率は小幅に減速するものの、ウィズコロナによる経済活動の正常化は一段と進展すると見込む。

このように、世界経済は、大幅な減速を回避しつつもインフレは収束に向かい、24年にはコロナ前の成長軌道に向けて伸びを高めていくと想定する。今後の世界経済の注目点は、①米欧のインフレと金融政策 ②中国の成長重視の政策運営 ③不安定な国際情勢 — の3つである。

図表 1-4 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	6.2%	3.4%	2.1%	2.8%
米国	5.9%	2.1%	0.9%	1.5%
ユーロ圏	5.3%	3.5%	0.1%	1.5%
中国	8.1%	3.0%	5.2%	4.8%
日本 [暦年]	2.1%	1.1%	1.4%	1.4%
[年度]	2.6%	1.3%	1.5%	1.2%
ASEAN5	3.3%	5.3%	5.2%	5.0%
その他世界	5.7%	4.4%	1.9%	3.0%

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 米欧のインフレと金融政策 — サービス価格の鎮静化が見込める24年に利下げへ

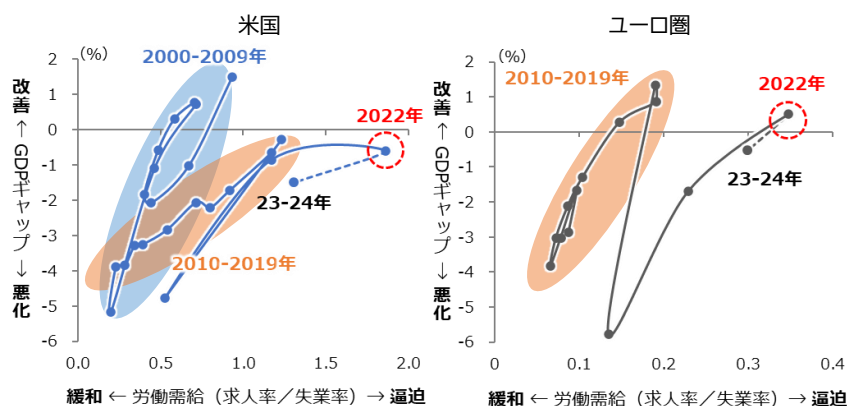
22年の米欧経済は、インフレと金融引き締めが下振れ要因となった。24年にかけて米欧のインフレが収束し、金融引き締め局面も出口に向かうことができるか、以下の2点に注目している。

第一に、労働需給の逼迫である。23年の米欧経済は成長率の低下が予想され、マクロの需要と供給のバランスを示すGDPギャップはマイナス幅が拡大する見込みだが、労働需給は逼迫した状況が続くだろう。

GDPギャップと労働需給(求人率/失業率)の関係を見ると(図表1-5)、両者の関係は、コロナ前の2010-19年と比べて右方にシフトしており、同程度のGDPギャップでも労働需給の逼迫度は非常に高い。コロナによる引退時期の前倒しなどから労働供給が減少するなか、DX(デジタルトランスフォーメーション)やGX(グリーントランスフォーメーション)の推進、コロナ後の働き方の変化により労働者に求められるスキルが高度化しており、労働需給のミスマッチも拡大している。労働需給の逼迫が、賃金上昇を通じてサービス価格の上昇要因となっている。

もっとも、先行きについては、GDPギャップのマイナス幅が拡大することで労働需給の逼迫感が幾分緩和され(図表1-5の点線部分)、賃金との連動性が高いサービス物価も24年にかけて段階的に鎮静化に向かうだろう。

図表 1-5 GDP ギャップと労働需給 (米欧)



注: 年次データ。米国は2000-2024年、ユーロ圏は2010-2024年。
出所: 実績はCEIC、予測は三菱総合研究所

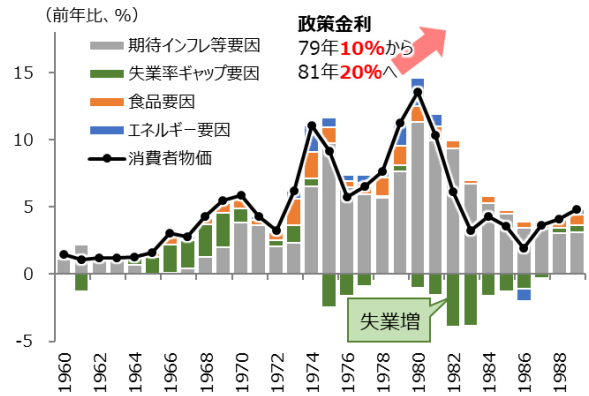
労働需給とともにインフレの先行きを左右するもう一つの要素が、期待インフレである。企業や家計の物価予想(=期待インフレ)が、米欧中銀の物価目標である2%前後で安定している状況下では、企業の価格転嫁や労働者の賃上げ圧力も、過度に強いものにならず、物価上昇率は2%前後に収斂(しゅうれん)しやすい。一方で、企業や家計が2%を大きく上回る物価上昇を予想している場合には、賃金と物価のスパイラル的な上昇が起こりやすく、その抑制に向けてより厳しい金融引き締めを余儀なくされる。

期待インフレ抑制のために厳格な金融引き締めが行われた事例が、1970～80年代の米国だ。石油危機などに起因する高インフレの持続で期待インフレが高止まりしていた状況に対し、FRBがボルカー議長の下で景気後退下でも利上げを継続した結果、失業が大幅に増加した(図表1-6)。

現在の期待インフレの状況は米欧で異なる。まず米国は、3年先の家計の期待インフレ率が、コロナ危機後に一度上昇したものの、FRBの利上げ開始後には低下に転じ、直近ではコロナ危機前の水準に戻りつつある(図表1-7)。FRBのインフレ抑制に対する信認の表れとも言え、24年にかけて賃金と物価のスパイラル的上昇は落ち着いていくだろう(図表1-8)。他方、ユーロ圏では、ECBにとって設立以来初の高インフレとなるなか、インフレ抑制能力に対する信認は必ずしも十分ではないとみられる。ユーロ圏の期待インフレ(3年先)は、物価が上昇し始めた21年に2%程度であったのに対し、現在は3%程度にまで上昇している。このまま高止まりするようであれば、より強い金融引き締めが必要となるだろう。

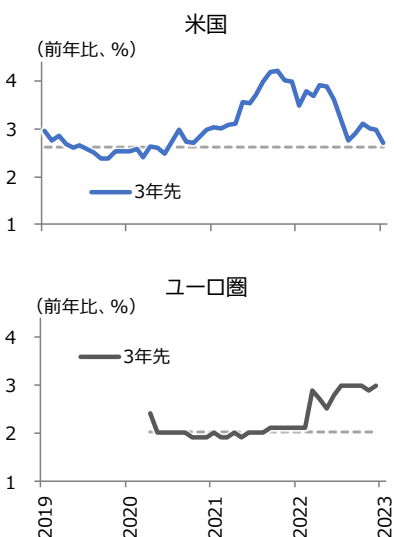
以上を踏まえ、米国FRBは、23年半ばにかけて0.25%ポイントの利上げを2回実施したあと年内は5-5.25%で政策金利を据え置くと見込む。その後はインフレ再燃に警戒しつつも、労働需給の緩和でサービス物価の鎮静化のめどが立てば、24年初には利下げに転じると想定する。ECBは、インフレ抑制が米国に比べて難航するため、23年半ばにかけて中銀預金金利を3.5%まで引き上げ、その後は当面据え置くとみる。利下げの時期は、期待インフレが落ち着けば24年初、高止まりすれば24年半ば以降に後ずれするだろう。

図表1-6 消費者物価上昇率の要因分解 (1960-80年代の米国)



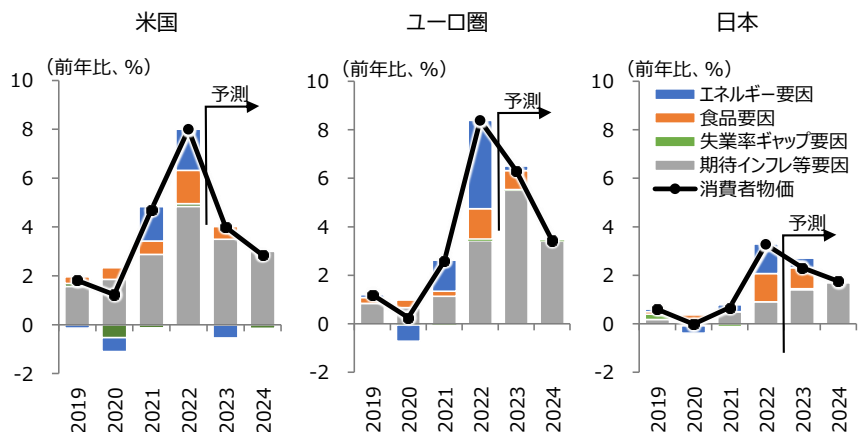
注: 計算方法は図表1-8と同じ。総合(エネルギー、食品を除く)を失業率ギャップとその他要因(期待インフレなど)に分解する際の推計期間は1960～1969年。
出所: CEIC、CBO より三菱総合研究所作成

図表1-7 家計の期待インフレ率



注: 点線について米国は19年平均、ユーロ圏は20年平均。期待インフレは中央値。直近は、米国が23年1月、ユーロ圏が22年12月。
出所: NY 連銀、ECB より三菱総合研究所作成

図表1-8 消費者物価上昇率の要因分解



注: ウエートは20年時点(米国のみ20年1月時点)。総合(エネルギー、食品を除く)を失業率ギャップで回帰した係数を用いて、総合(エネルギー、食品を除く)を失業率ギャップとそれ以外の要因(期待インフレ率など)に分解。自然失業率は、米国はCBOの推計値、ユーロ圏と日本は失業率の前後5年間平均とした。推計期間は2000年初～2019年。予測期間はエネルギーと食品は2022年末の値から横ばいを想定。予測期間の失業率ギャップはIMFの失業率予測から作成。日本は携帯通信料を除く。
出所: CEIC、IMF、CBO、NY 連銀、ECB、総務省「消費者物価指数」、日本銀行「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

注目点② 中国の成長重視の政策運営 —— 消費主導の成長回復がASEANや資源国に波及

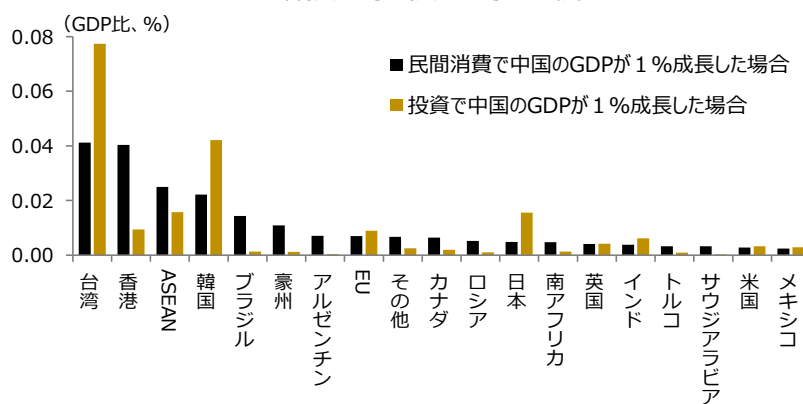
米欧では23年に成長減速が見込まれる一方、中国経済は、22年の落ち込みから成長率が回復に向かうとみられる。世界第二位の経済大国の成長回復は、貿易などを通じて世界経済に波及する。

中国政府は、12月にゼロコロナ政策を解除するとともに、同月に開催された中央経済工作会議において、成長重視の政策運営方針を打ち出した(詳細はP.27、中国経済参照)。同会議では、23年の経済政策の5つの重点任務を表明しており、この方針のもと、23年3月開催の全国人民代表大会の政府活動報告で具体的な政策を盛り込むことになる。

注目点は、重点任務の第一として、消費主導の内需拡大を打ち出したことだ。過去の中国の景気刺激策は、短期的に効果の出やすい政府主導の投資に重心が置かれていたが、持続可能でないだけでなく、不動産市場の過熱など副作用も大きい。こうした反省も踏まえ、民間消費が軸に据えられたとみる。中国の経済成長が消費主導か投資主導かで、世界への波及経路も異なる(図表1-9)。投資主導の場合は、台湾、韓国、日本など設備など資本財の輸出国への波及が大きいのに対し、消費主導の場合は、ASEANや資源国(ブラジル、豪州など)への波及も大きくなる。

一方、中国経済回復の副作用として注意すべきは、中国の需要拡大による世界のエネルギー需給の逼迫だ。後述するように、世界のエネルギー供給の拡大余地は短期的には限定的とみられるなか、抑制されていた外出行動をリバウンドさせながら中国経済が成長率を回復させた場合、自動車や飛行機などの燃料需要はGDPの回復を上回るペースで拡大する可能性がある。特に脱ロシアでエネルギー供給が不安定な欧州にとって、中国の燃料需要拡大は、供給量の不足、調達価格の高騰の両面でマイナス要因となる。

図表 1-9 中国経済の成長上振れによる主要国 GDP への波及
(消費主導と投資主導の比較)



注: 各国GDPの押し上げ幅。

出所: OECD「Inter-Country Input-Output (ICIO) Tables」より三菱総合研究所作成

注目点③ 不安定な国際情勢 —— エネルギーの需給逼迫や経済安全保障の強化

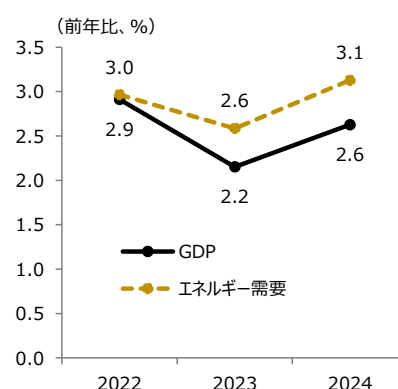
ロシアのウクライナ侵攻に加え、米中間の対立が深まっており、国際情勢は一段と不安定化している。地政学リスク指数(Geopolitical Risk Index)は、ロシアのウクライナ侵攻直後に急上昇して以降、戦闘の長期化に伴い、22年末時点でも依然として侵攻前の水準を上回って推移している。不安定な国際情勢がもたらす経済への影響として、次の2点に注目している。

第一にエネルギーの需給逼迫継続である。地政学リスクの高まりは、供給制約に対する各国の懸念を強め、エネルギー在庫を厚めに積み増す動きを促すため、需給逼迫要因となる。また、エネルギー価格が再び高騰すれば、インフレ圧力の再燃にもつながる。

23年の世界経済は、22年から成長減速を予測するが、エネルギー需要は相対的に高めの伸びを維持するとみる。エネルギー効率の高い米欧経済が減速する一方、相対的にエネルギー効率が低い(1単位のGDPを産出するためにより多くのエネルギーを必要とする)中国など新興国経済が、23年にかけて総じて成長率を高めるためだ。IMFの成長率予測と各国のエネルギー効率値を用いてエネルギー需要の伸びを試算すると、23年は、GDPの減速幅に比べてエネルギー需要の減速幅が小幅にとどまる結果となった(図表1-10)。

需要が拡大する一方で、供給の拡大余地は少なくとも23年中は限定的だ。OPECプラスは原油の増産に消極的な姿勢を示している。天然ガスについては、ロシアの代替調達先となる米国やカタールなどを中心に生産能力の拡大が予定されているものの(詳細はP.25

図表 1-10 GDP とエネルギー需要
(IMFの成長率予測に基づく試算)



注: IMFの2022年10月時点の實質GDP成長率予測をGDPウェイトで加重平均。エネルギー需要は、GDPにGDPあたりエネルギー消費量(2018-20年平均)を乗じて試算。
出所: OECD, IMFより三菱総合研究所作成

欧州経済、図表4-9参照)、市場に出てくるのは24年以降となろう。少なくとも23年は、エネルギー価格は総じて高止まりを見込む。

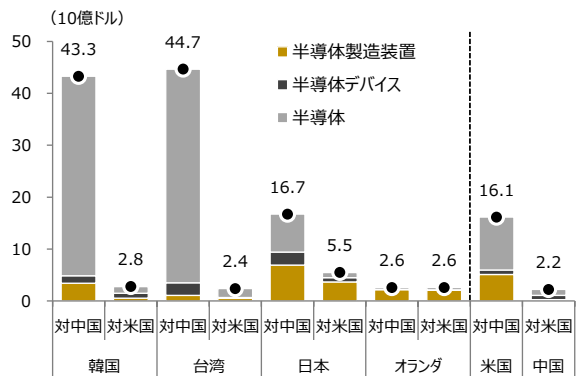
第二に経済安全保障の強化である。経済安全保障の観点から、各国で既存のサプライチェーンを見直す動きが強まっている。加えて、米中間では中長期的な覇権争いの観点から、国力を左右する先端技術を巡る競争も激化している。今後の注目点は、経済安全保障強化の動きがどこまで拡大するか、という点だ。

注目すべきは、攻めと守りの両面で中国に対する技術的優位性を維持しようとする米国の動きだ。22年8月には、国内半導体産業の強化に向けて巨額の補助金を投じる「CHIPSおよび科学法」が成立したほか、10月には、中国向けの先端半導体などに対する新たな輸出規制強化も発表した。強硬な対中姿勢は、超党派で一致している。24年の大統領選・議会選をにらみ、党派対立の激化が見込まれるなかでも、中国を念頭においた取り組みは維持されるだろう。

ただし、自国の技術力強化にせよ、対中輸出規制にせよ、米国単独でできることには限界がある。半導体分野では、台湾、韓国、日本、オランダなどがコアとなる技術を有しており、米国が目指す「自国の技術力強化」や「対中輸出規制」には、これらの国々の協力が欠かせない。23年1月以降、バイデン大統領は各国首脳との会談を相次いで行い、調整を進めているが、これらの国々の企業にとっては、対米輸出よりも対中輸出の方が圧倒的に大きく(図表1-11)、米国に協力することで中国市場を失うリスクへの警戒が強い。

こうした第三国の実情、さらには米国企業にとっても中国市場が重要であることを踏まえると、米中間のサプライチェーンの見直しが進むのは、先端技術や重要物資など特定の分野に限定されるとみている。仮に米国が強硬に中国とのデカップリングを進めようとするれば、同盟国の離反を招きかねないほか、経済活動の不確実性を高め、成長へのネガティブな影響が強まるだろう。

図表 1-11 半導体・同製造装置の対中・対米輸出



注:HSコード8486(除く8486.30)、8541、8542の19-21年の輸出額を平均。

出所:UN Comtrade、台湾CPTより三菱総合研究所作成

(3) 世界経済のリスク

24年にかけて、発生する確率は相対的に低いものの、発生すれば世界経済の成長率を大きく押し下げかねないリスク要素を、発生確率が高い順に3点あげる。

第一に、インフレ抑制の難航による金融引き締め長期化である。上記見通しでは、米欧中銀は23年半ばに利上げを停止し、24年入り後に利下げに転じると想定しているが、インフレ抑制に失敗すれば一段の金融引き締め(利上げ幅の拡大、利下げ時期の後ずれなど)を余儀なくされる。そのトリガーになり得るのが、①地政学リスクの高まりによる資源・エネルギー価格の上昇、②中央銀行への信認低下による期待インフレ率の高止まり、などである。物価高で景気が低迷するなかでの一段の金融引き締めは、金融市場の動揺や需要の過度な冷え込みにつながり、米欧同時のスタグフレーション(高インフレ下での景気後退)を引き起こしかねない。

第二に、中国経済の成長失速である。中国経済のアキレス腱は、引き続き不動産市場だ。既往の融資規制などから不動産開発会社の財務状況が悪化しており、IMF推計によると、税引き前利益が支払利息を下回る不動産開発企業の割合は24.5%、債務超過企業の割合は22.5%となっている。政府支援の継続が困難となり、不動産関連融資の焦げ付きなどによって金融システム不安が強まれば、23年の世界経済の下支え役となるはずだった中国経済が失速しかねない。

第三に、世界経済の分断である。経済安全保障の観点から一部の分野でサプライチェーンを見直すにとどまらず、地政学的対立を背景に幅広い産業においてデカップリングが進めば、経済活動の効率性が著しく低下し大幅な成長下振れ要因となる。火種はいくつもある。ウクライナ情勢は米欧が武器供与を拡大しており、戦闘のエスカレート、戦線の拡大などが懸念される。米中对立についても、目下の気球問題に加え、台湾海峡を巡る緊張が高まる恐れがある。特に、24年1月には台湾総統選・立法院選が行われる。軍事的衝突に発展する可能性は低いとみているが、緊張感が高まるだけでマインドが悪化し、世界経済に大きなインパクトを及ぼし得る。台湾は半導体、特に先端半導体の分野で高い生産シェアを有している。供給懸念が強まれば、通信インフラや自動車(自動運転、EV)、デジタル化の取り組みなど幅広い経済活動に影響が及ぶ。