

### ウィズコロナ下の世界・日本経済の展望 — インフレ抑制と成長の両立を模索する世界経済 —

株式会社三菱総合研究所(本社:東京都千代田区、代表取締役社長:藪田健二)は、2月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2022年10-12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

世界経済は緩やかに減速している。世界的な物価高と金融引き締めによる内需の下振れに加え、コロナ感染拡大による中国経済の一時的な失速が背景にある。

一方、先行きの世界経済は、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ってきた。米欧経済では、堅調な雇用環境が物価高・金融引き締めの悪影響を緩和する。中国経済もゼロコロナ政策解除、および成長重視の政策運営への転換で成長が上振れる見通しだ。23年の世界経済の成長率は前年比+2.1%と、前回11月時点の同+1.8%から上方修正する。24年は世界的にインフレが収束に向かい各国中銀も利下げに転じることから、同+2.8%と成長回復を予測する。世界経済の注目点は次の3つだ。

①米欧のインフレと金融政策 —— 米欧経済は、金融引き締め下でも労働需給は逼迫した状況が続く見込み。堅調な雇用・所得環境は景気にはプラスだが、賃金との連動性が高いサービス物価の押し上げ要因となり、インフレの鎮静化を遅らせる。米欧中銀は、23年半ばに利上げを停止するものの、インフレ再燃への警戒から、23年中は政策金利を同水準で維持する見込みだ。利下げに転じるのは、労働需給の緩和などからサービス物価の伸び低下を確認できる24年入り後となろう。

②中国の成長重視の政策運営 —— 米欧経済が23年は低めの成長にとどまる一方で、中国経済は23年に成長率を高める見込み。背景には、低成長にとどまった22年の反動に加え、ゼロコロナ政策の解除による経済活動の正常化、並びに中央経済工作会議で公表された成長重視の政策運営方針がある。同会議では5つの重点任務の第一として消費主導の内需拡大が打ち出された。中国の消費回復は、アジア周辺国や資源国への波及も見込まれる。ただし、中国の需要拡大が世界のエネルギー需給を逼迫させる面には留意が必要だ。

③不安定な国際情勢 —— ウクライナ情勢や米中対立など、地政学リスクへの警戒感から、経済への悪影響が想定される。第一に、地政学リスクの高まりによるエネルギー在庫の積み増しは、需給の逼迫要因となる。23年はエネルギー需要の高めの伸びが想定される一方で、供給拡大余地は限定的だ。第二に、経済安全保障の強化だ。米国は自国の技術力強化に大規模な予算を投じるほか、台湾や韓国など他国も巻き込んで中国への先端技術の流出を阻止する方針だ。世界経済の分断に発展する可能性は低いものの、先端技術や重要物資に限定されるかたちで、既存のサプライチェーンの修正が進むだろう。

24年にかけての世界経済のリスクは3つある。いずれも発生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。第一に、インフレ抑制の難航による金融引き締めの長期化、第二に、中国不動産業界の不良債権問題悪化による中国経済の成長失速、第三に、地政学的対立のエスカレートによる世界経済の分断である。

## 日本経済

日本経済は、経済活動の正常化を背景に内需を中心に持ち直し傾向にある。23年度以降は、内需を中心に1%台の成長を維持するとみる。個人消費は、物価高が家計の購買力を下押しするが、人手不足などによる賃金上昇が下支え要因となりペントアップ需要も顕現化が見込まれる。設備投資は、デジタル化・脱炭素化など、中長期視点の投資が着実に進むだろう。輸出は、中国経済の持ち直し、インバウンド消費の回復（GDPを前年比で+0.3%ポイント程度押し上げ）などを背景に緩やかな回復が見込まれる。消費者物価は資源高・円安の影響が落ち着く24年度でも2%近い伸びが見込まれ、日本銀行は、24年初にも現行の長短金利操作の解除に踏み切るだろう。実質GDPは、23年度は前年比+1.5%（前回12月時点から上方修正）、24年度は同+1.2%と予測する。

## 米国経済

米国経済は、物価高・金融引き締め逆風下でも良好な雇用環境を背景に堅調を維持している。23年は既往の金融引き締めの影響から成長減速するものの景気後退は回避し、24年にはインフレの落ち着きや利下げを背景に成長率は持ち直すとみる。FRBの金融政策は、インフレ圧力の緩和を受けて23年半ばで利上げを停止するだろう。利下げに転じるのはサービス物価の落ち着きが確認できる24年入り後となろう。実質GDPは、23年は前年比+0.9%（足もとの雇用所得環境の堅調を映じて前回11月時点から上方修正）、24年は同+1.5%と予測する。

## 欧州経済

ユーロ圏経済は、物価高やエネルギー制約が重しとなり成長が減速している。23年は、エネルギー問題が引き続き経済活動の制約となるなか、既往の利上げにより住宅や投資を中心に経済活動が抑制され、0%程度まで成長が失速する見込み。深刻なものにはならないが景気後退に陥る可能性も残る。24年は、インフレの落ち着き、エネルギー供給制約の緩和などから成長回復を見込む。ECBの金融政策は、インフレ圧力の緩和を受けて23年半ばで利上げを停止するだろう。利下げに転じるのは24年入り後を見込むが期待インフレが高止まりしており、後ずれする可能性もある。実質GDPは、23年は前年比+0.1%（暖冬によるエネルギー需給緩和を映じて前回11月時点から上方修正）、24年は同+1.5%と予測する。

## 中国経済

中国経済は、コロナの感染拡大から足もとでは成長が減速している。23年以降は、中国政府が掲げる中長期の成長目標達成に必要な前年比5%程度の成長への回帰を見込む。背景には、ゼロコロナ政策の解除、および経済成長重視の政策運営への転換がある。3期目となる習政権は、不動産市況の回復、イノベーション実現、対外開放推進に注力する方針だ。物価が安定するなか、雇用環境の改善などを背景に内需中心の回復継続を見込む。実質GDPは、23年は前年比+5.2%（成長重視の政策運営への転換を受けて前回11月時点から上方修正）、24年は同+4.8%と予測する。

## ASEAN経済

ASEAN5は、コロナ感染の落ち着きやインバウンド需要の回復もあり堅調な成長を維持している。23年以降は、底堅い消費、中国経済回復の恩恵から成長軌道を継続することを見込む。コロナ危機からの回復によるペントアップ需要は一巡が見込まれるものの、インフレ圧力の緩和、良好な雇用環境が消費の下支えとなる。ASEAN5は近隣国として、中国向け輸出拡大やインバウンド需要回復といった中国経済回復の恩恵も大きい。実質GDPは、前年比+5.2%（前回11月時点から不変）、24年は同+5.0%と予測する。

# 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
日本経済の成長率予測 計表	18
3. 米国経済	19
4. 欧州経済	23
5. 中国経済	27
6. ASEAN 経済	30
7. インド経済	32

## (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。

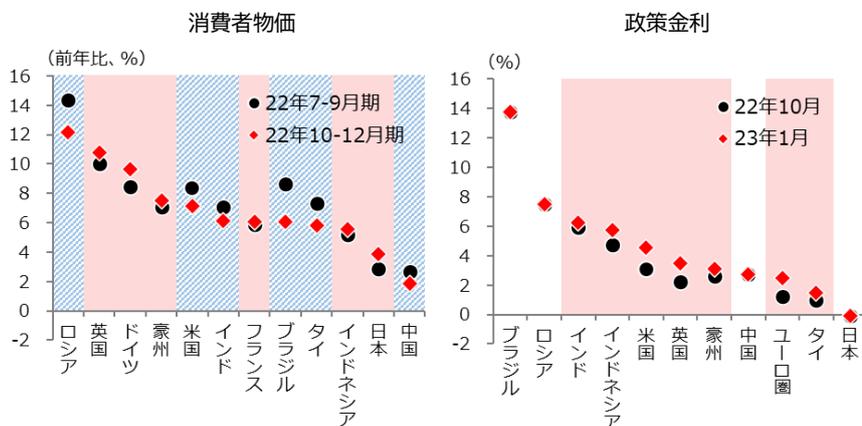
図表 1-1 世界主要国の実質 GDP 成長率



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。

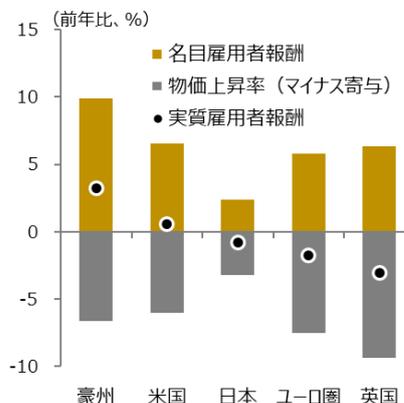
出所：CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

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

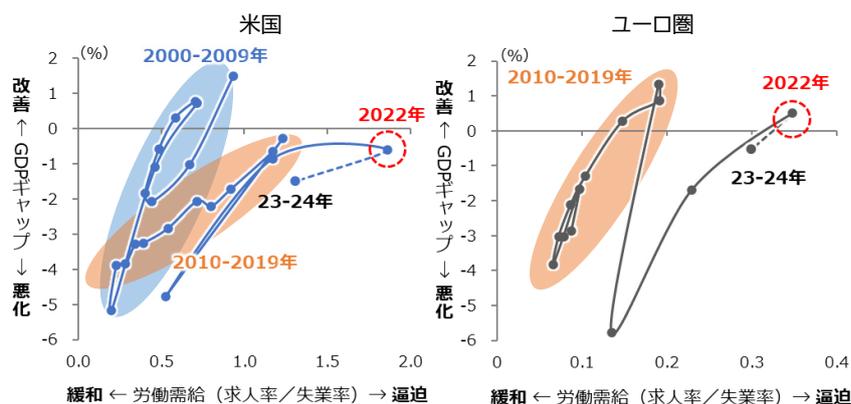
22年の米欧経済は、インフレと金融引き締めが下振れ要因となった。24年にかけて米欧のインフレが収束し、金融引き締め局面も出口に向かうことができるか、以下の2点に注目している。

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

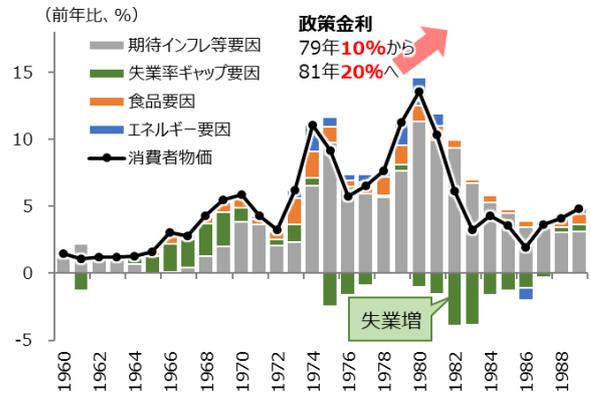
労働需給とともにインフレの先行きを左右するもう一つの要素が、期待インフレである。企業や家計の物価予想(=期待インフレ)が、米欧中銀の物価目標である2%前後で安定している状況下では、企業の価格転嫁や労働者の賃上げ圧力も、過度に強いものにならず、物価上昇率は2%前後に収斂(しゅうれん)しやすい。一方で、企業や家計が2%を大きく上回る物価上昇を予想している場合には、賃金と物価のスパイラル的な上昇が起こりやすく、その抑制に向けてより厳しい金融引き締めを余儀なくされる。

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。

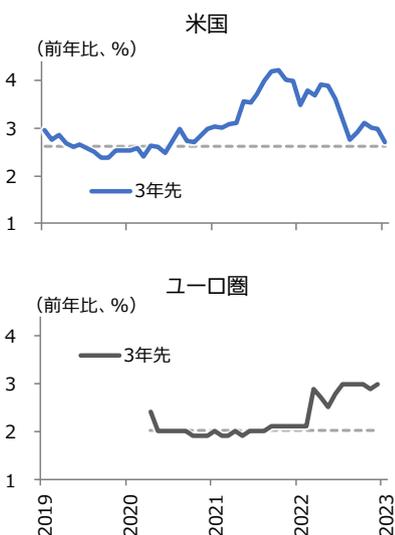
以上を踏まえ、米国FRBは、23年半ばにかけて0.25%ポイントの利上げを2回実施したあと年内は5-5.25%で政策金利を据え置くと見込む。その後はインフレ再燃に警戒しつつも、労働需給の緩和でサービス物価の鎮静化のめどが立てば、24年初には利下げに転じると想定する。ECBは、インフレ抑制が米国に比べて難航するため、23年半ばにかけて中銀預金金利を3.5%まで引き上げ、その後は当面据え置くとみる。利下げの時期は、期待インフレが落ち着けば24年初、高止まりすれば24年半ば以降に後ずれするだろう。

図表1-6 消費者物価上昇率の要因分解 (1960-80年代の米国)



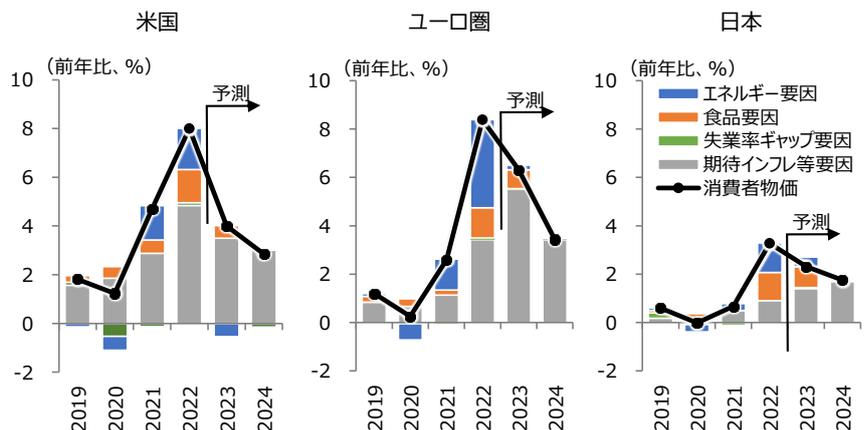
注: 計算方法は図表1-8と同じ。総合(エネルギー、食品を除く)を失業率ギャップとその他要因(期待インフレなど)に分解する際の推計期間は1960～1969年。  
出所: CEIC、CBO より三菱総合研究所作成

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

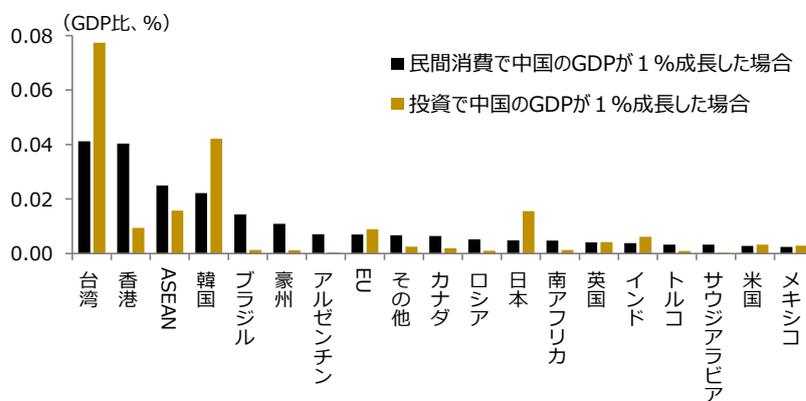
米欧では23年に成長減速が見込まれる一方、中国経済は、22年の落ち込みから成長率が回復に向かうとみられる。世界第二位の経済大国の成長回復は、貿易などを通じて世界経済に波及する。

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

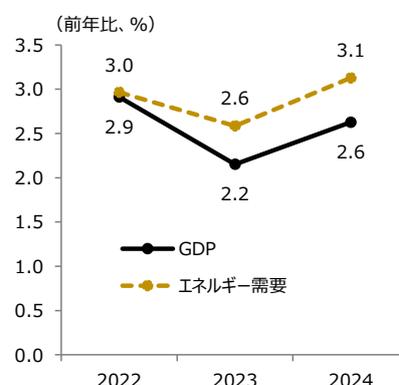
ロシアのウクライナ侵攻に加え、米中間の対立が深まっており、国際情勢は一段と不安定化している。地政学リスク指数(Geopolitical Risk Index)は、ロシアのウクライナ侵攻直後に急上昇して以降、戦闘の長期化に伴い、22年末時点でも依然として侵攻前の水準を上回って推移している。不安定な国際情勢がもたらす経済への影響として、次の2点に注目している。

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。

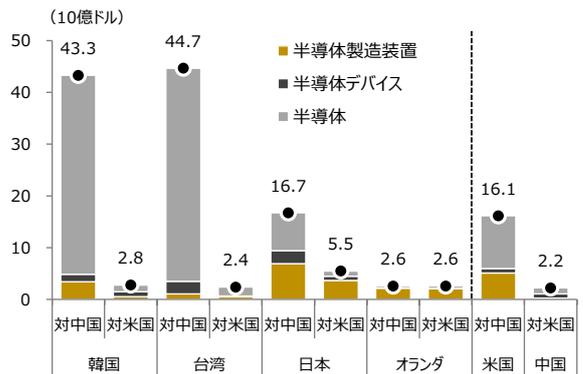
第二に経済安全保障の強化である。経済安全保障の観点から、各国で既存のサプライチェーンを見直す動きが強まっている。加えて、米中間では中長期的な覇権争いの観点から、国力を左右する先端技術を巡る競争も激化している。今後の注目点は、経済安全保障強化の動きがどこまで拡大するか、という点だ。

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。

## 2. 日本経済

### (1) 日本経済の現況

#### 日本経済は、経済活動正常化に伴い緩やかに回復

日本経済は、緩やかな持ち直し傾向にある。22年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比+0.2%（年率+0.6%）と、2四半期ぶりのプラス成長となった（図表2-1）。需要項目別にみると、経済活動の正常化を受け民間最終消費（季調済前期比+0.5%）が回復したほか、インバウンド消費の急回復などから純輸出（季調済前期比寄与度+0.3%ポイント）が成長率を押し上げた。一方、在庫投資（同▲0.5%ポイント）の下押しが大きく、全体としては緩やかな伸びにとどまった。

### (2) 日本経済の先行き

#### 賃上げ起点の内需好循環に漸進、緩やかな回復が持続

23年1-3月期は、経済活動の正常化を背景に、コロナ禍で抑制されていた需要の回復が続き、22年度のGDP成長率は前年比+1.3%と見込む（前回12月時点の同+1.7%から下方修正、図表2-2）。

23年度も、+1%台半ばの着実な成長が続く見込みだ。消費は、コロナ禍からの回復一巡から徐々に減速するものの、人手不足を背景とする賃金上昇を受けて、底堅く推移するとみる。設備投資も、デジタル化・脱炭素化など、中長期視点での投資が拡大するとみる。米欧経済の減速は輸出を下押しするが、ゼロコロナ政策解除に伴う中国経済の持ち直しやインバウンド消費の回復が成長率を押し上げる。23年度の実質GDP成長率は前年比+1.5%と予測する（前回12月見通しから上方修正）。

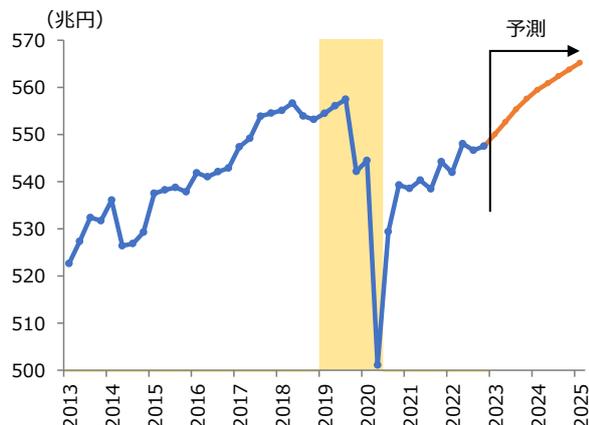
24年度は、潜在成長率（0%台半ばと想定）を上回る成長率を見込む。消費は、賃金上昇を背景に増加基調が続くとみる。海外経済の持ち直しや、半導体を中心とする供給制約の緩和を背景に、生産は底堅く推移する見込みだ。24年度の実質GDP成長率は前年比+1.2%と予測する。

この間、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」）は、円安・資源高の一服から徐々に鈍化するものの、23年度同+2.3%、24年度+1.8%と高めの伸びを見込む。こうしたなか、日本銀行は、24年初めにも、長期金利の誘導目標の撤廃に踏み切ると予測する。物価・賃金の持続的な上昇が展望できる状況下で、長期金利を強制的に抑え込む必要性が低下しているためだ。

予測の前提としては、原油価格（WTI）は80ドル程度で横ばい、為替レートは日本銀行の政策修正を受けて一時1ドル110円台後半まで円高に振れるものの、24年度末にかけて120円/ドル程度に収束すると想定した。日経平均株価については、24年度末にかけて30,000円程度まで緩やかに上昇すると想定する。

以上の見通しを巡る日本経済の注目点は、①物価・賃金上昇の持続性、②個人消費の回復ペース、③コロナ後を見据えた企業の動向、④金融政策の先行き、の4つである。

図表2-1 日本の実質GDP見通し



図表2-2 日本の実質GDP見通し（需要項目別）

年度ベース (前年比%)	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
実質GDP	2.6	1.3	1.5	1.2
民間最終消費	1.5	2.5	1.7	0.9
民間住宅投資	▲1.1	▲4.5	▲0.4	▲0.4
民間企業設備投資	2.1	3.0	2.4	1.9
民間在庫品増加（寄与）	0.4	0.1	▲0.1	0.0
政府最終消費	3.4	1.2	0.5	0.4
公的固定資本形成	▲6.4	▲3.4	3.6	2.9
財・サービス 純輸出（寄与）	0.8	▲0.5	0.0	0.2
財・サービス 輸出	12.3	4.9	1.9	2.3
財・サービス 輸入	7.0	7.7	1.7	1.3
名目GDP	2.4	1.8	4.0	3.5
消費者物価（生鮮除く総合）	0.1	3.0	2.3	1.8

図表2-3 日本の実質GDP見通し（四半期ベース）

		実績				予測				2025 1-3				
		2022 1-3	4-6	7-9	10-12	2023 1-3	4-6	7-9	10-12		2024 1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	前期比	-0.4%	1.1%	-0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	前期比年率	-1.7%	4.6%	-1.0%	0.6%	1.8%	1.9%	2.0%	1.6%	1.4%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%

注：黄色の網掛け期間は内閣府の基準による景気後退期。

出所：実績は内閣府「国民経済計算」「景気日付基準」、総務省「消費者物価指数」、予測は三菱総合研究所

## 注目点① 物価・賃金上昇の持続性 —— 23年度後半から賃金上昇ペースが物価上昇を上回る

### 広がる価格転嫁、消費者物価は石油危機以来の伸び

消費者物価は、想定を上回るペースで上昇している。22年12月のコアCPIは、前年比+4.0%と、石油危機時以来約41年ぶりの伸びとなった(図表2-4)。変動の大きい品目を除いた「刈込平均値」も同+3%を超えており、価格上昇が広範な品目に及んでいることがわかる。実際、食料及びエネルギーを除く総合指数でみても、消費税の影響を除けば約30年ぶりの伸びとなっている。

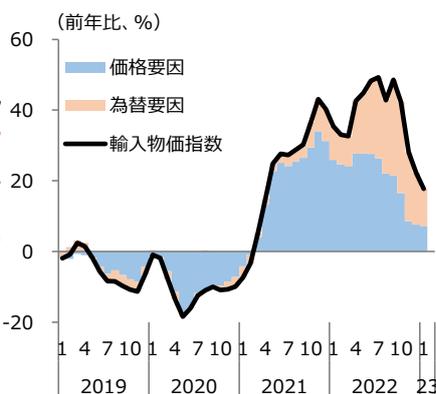
物価上昇の背景として、①輸入コストの急増と、②価格転嫁の広がりが見られる。輸入物価指数は、円安・資源高の一服で上昇ペースが鈍化しているものの、依然として前年比+20%程度の高水準にある(図表2-5)。既往の輸入コスト増加を受け、価格転嫁は川上から川下へと波及している。需要段階別の物価動向をみると、川下・最終需要段階で財価格上昇が顕著となっている(図表2-6)。一方、サービスについては緩やかな伸びにとどまり、コストプッシュ以外の物価上昇圧力は今のところ小さいとみられる。

図表2-4 消費者物価関連指標



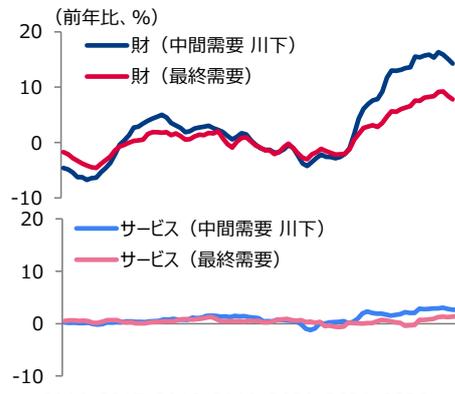
注:消費税増税、幼児教育無償化の影響は除く。  
出所:総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より三菱総合研究所作成

図表2-5 輸入物価



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2-6 需要段階別の物価



注:川下は、中間需要における「ステージ3」と「ステージ4」の平均。サービス(最終需要)は通信料(携帯電話)を除く。  
出所:日本銀行「最終需要・中間需要物価指数」より三菱総合研究所作成

### コストプッシュ型の物価上昇圧力は緩和も、需要拡大に伴い物価の基調は高まる

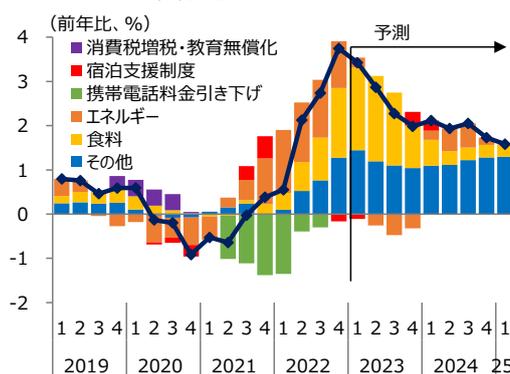
23年度のコアCPIは、上昇ペースが鈍化するものの、おおむね前年比+2%を超える伸びが続くと予測する。食料を中心に、既往の原材料高の価格転嫁が続くだろう。エネルギーは、大手電力会社による規制料金値上げの影響はあるが、政府の電気代・都市ガス代軽減策を受けてマイナス寄与に転じる見通しだ。

24年度は、コスト高の一服により同+2%前後にまで緩やかに鈍化するものの、物価の基調的な上昇率(「**■その他**」)は徐々に高まるとみる(図表2-7)。その背景として、①インフレ期待の上昇と、②需給ギャップの改善があげられる。

まず、①インフレ期待の上昇は、需要の前倒しを通じて、24年度末にかけて物価の基調を押し上げる。家計のインフレ予想は、コアCPIの伸びに追随するかたちで上昇しており、日本銀行のアンケート調査では比較可能な2006年6月以降で最も高い(図表2-8)。企業の販売価格見通しも、1年後・5年後ともに、調査が開始された14年3月以降で最高水準だ(図表2-9)。

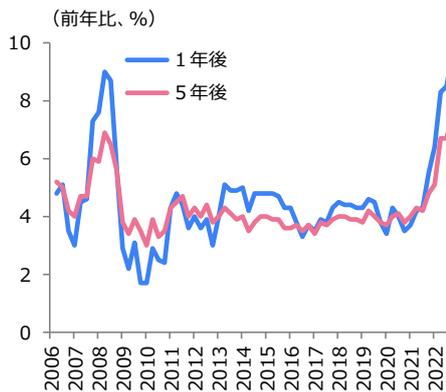
また、②需給ギャップは、24年にかけて徐々にプラス幅を拡大していくとみる。コロナ禍からの景気回復の遅れを取り戻すかたちで内需が着実に回復すれば、需給ギャップは24年にかけて1%台半ばまで拡大するだろう(図表2-10)。以上を踏まえ、コアCPIは、23年度前年比+2.3%、24年度同+1.8%と予測する。24年度は、物価安定目標である同+2%を下回るものの、需給ギャップの改善による物価押し上げ効果が時間差を伴って顕現することを考慮すれば、24年以降の賃金動向次第では一段の上昇も視野に入るだろう。

図表2-7 コアCPI



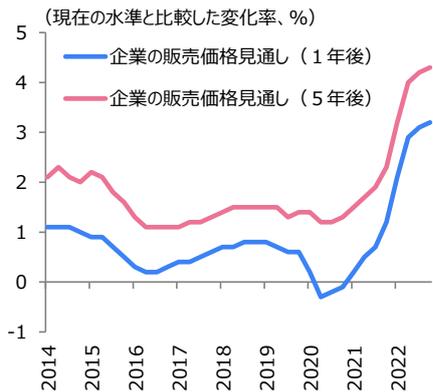
注:電気代・都市ガス代軽減策は23年2月より反映し、同年10月以降に支援幅縮小。ガソリン補助金は23年6月以降に支援幅縮小。ともに24年3月まで実施と想定。  
出所:総務省「消費者物価指数」より作成、予測は三菱総合研究所

図表2-8 家計のインフレ予想



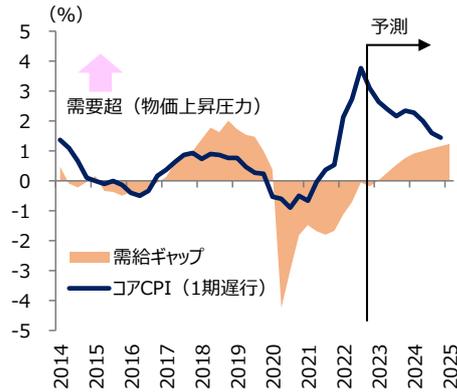
注: 平均値。  
出所: 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

図表2-9 企業の販売価格見通し



出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-10 需給ギャップ



注: 実績の直近値は、需給ギャップが22年7-9月期、コアCPIが22年10-12月期。コアCPIは消費税増税の影響を除く。  
出所: 日本銀行「需給ギャップと潜在成長率」、総務省「消費者物価指数」より作成、予測は三菱総合研究所

### 実質賃金は23年度後半にプラスに転じる見通し

物価の影響を考慮した実質賃金は、①企業の賃上げの動きと、②物価上昇ペースの鈍化により、23年後半にはプラスに転じるとみる。

第一に、23年春闘では、前年比+3%程度の賃上げが実現する見通しだ。労働組合は、物価上昇を踏まえて例年よりも高めの賃上げを要求しており、経済団体からもベースアップを含む賃上げに積極的な姿勢が示されている。賃上げに関するアンケートでは、労働組合側と経営側のいずれも、2.7%程度の高い伸びを予測している(図表2-11)。

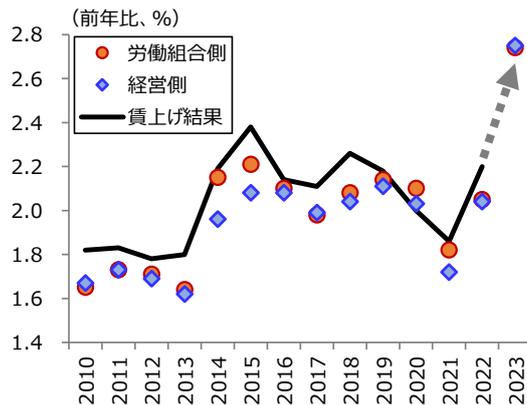
賃上げの動きは、大企業を起点に中小企業にも波及する見通しだ。この背景には、中小企業が価格転嫁を行いやすい環境が醸成されてきたことがある。経済界は近年、取引先との取引慣行を適正化すべく「パートナーシップ構築宣言」の普及に努めており、23年1月には、経団連・日商・経済同友会の3団体が会員企業に適切な価格交渉を促す姿勢を示した。一人当たり所定内給与の動向をみると、人材確保が困難な中小企業では、大企業を上回る伸びとなっている。環境の後押しによって、中小企業の価格転嫁が進めば、賃上げの動きは一段と広がり、持続性も高まっていくだろう(図表2-12)。

労働需給の逼迫も、構造的な賃上げ要因となっている。日本銀行「短観」の雇用人員判断DIをみると、非製造業、とりわけ外出関連業種に該当する「対個人サービス」や「宿泊・飲食サービス」の人手不足感が一段と強まっている状況だ(図表2-13)。

第二に、円安・資源高による輸入コスト増の影響が剥落し、物価上昇ペースが鈍化することで、実質賃金(一人当たり実質雇用者報酬)が改善する見通しだ。実質賃金を労働分配率・労働生産性・交易条件(輸出物価と輸入物価の比であり、その悪化は国外への所得流出を示す)で要因分解すると、22年入り後は輸入物価上昇に伴う交易条件の悪化による下押し幅が大きいことがわかる。今後、上述の賃上げによる労働分配率の改善も見込まれるなか、交易条件による下押し影響が剥落すれば、実質賃金は押し上げられる(図表2-14)。

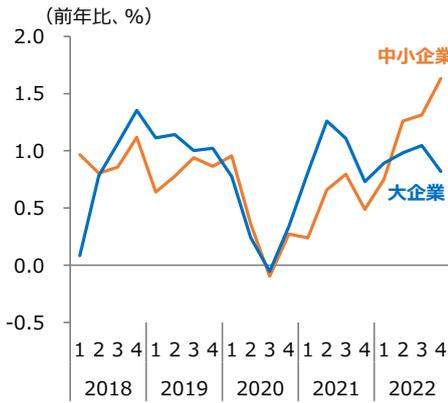
このように、賃金上昇率の拡大と物価上昇ペースの鈍化によって、23年度後半には実質賃金がプラスに転じるだろう。24年度には、物価高対応としての賃上げ分は剥落するものの、人手不足や価格転嫁の進展による賃金上昇圧力は残る。女性・高齢者の労働参加の拡大が頭打ちとなることに加え、運輸業などにおける自動車運転業務の時間外労働の上限規制(年間960時間未満)の適用開始(いわゆる「2024年問題」といった制度要因も、人手不足に拍車をかけるだろう。以上を踏まえ、経済全体でみた名目雇用者報酬は、23年度前年比+2.8%、24年度同+2.3%と予測し、実質雇用者報酬は23年度+0.6%、24年度+0.5%のプラスを見込む。

図表2-11 賃上げ見通し



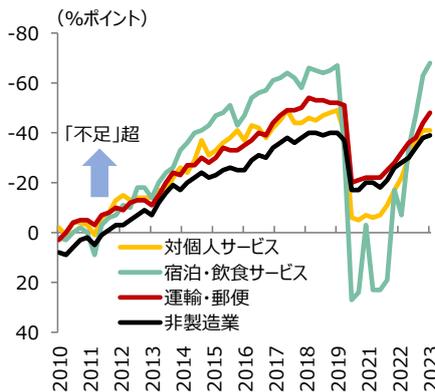
注: ベースアップと定期昇給分を合わせた見通し。  
出所: 労務行政研究所「2023年賃上げの見通し」より三菱総合研究所作成

図表2-12 一人当たり所定内給与  
(一般労働者)



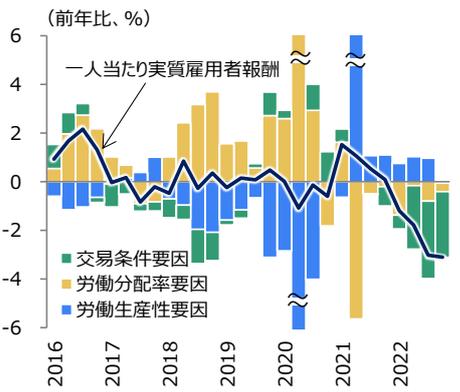
注:従業員5~499人を中小企業、500人以上を大企業とした。  
出所:厚生労働省「毎月勤労統計」より三菱総合研究所作成

図表2-13 雇用人員判断DI



出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表2-14 一人当たり実質雇用者報酬



注:交易条件要因にはGDPデフレータを消費者物価指数で除した値を用いている。  
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作成

### 持続的賃上げに向けて、リスクリングを通じた生産性引き上げが不可欠

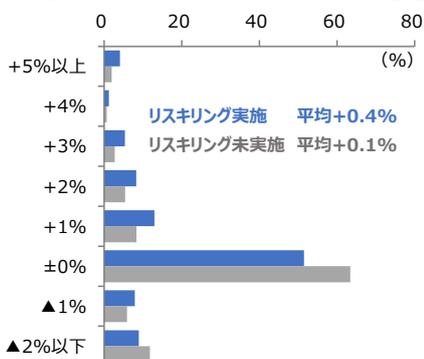
23年春闘で見込む高めの賃上げは、物価高対応としての側面も大きく、実質賃金の増加が定着するには、労働生産性の底上げ(図表2-14)が必要だ。この観点から、企業にとっては、従業員のリスクリング(学び直し)などの「人への投資」の拡大が喫緊の課題となる。

当社が実施した生活者アンケートでは、勤労者のうちリスクリングを実施している人は、全体の約4割にとどまった。23年の賃金上昇率見通しを比べると、リスクリングを実施している人の見通しは、未実施の人よりもわずかに高いが、いずれも「不変(±0%)」との回答が過半数を占める(図表2-15)。スキル向上による処遇改善への期待を高めることが、リスクリング促進を通じた労働生産性の押し上げ、ひいては賃金上昇につながる。

そのためには、①スキルに応じた人事・給与制度の確立、②転職を含めたキャリアパスの整備、が必要だ。同アンケートによると、リスクリングを実施している人ほど、スキルアップの効果としての昇給を期待している割合が高いが、図表2-15に示された結果もあわせて考慮すると、期待の高さに賃金見通しが追いついていないとみられるのが実状だ(図表2-16)。また、リスクリングを実施している人は、年齢層によらず「職務給(職務に応じた賃金制度)の方が望ましい」と考えている割合が高い。これを踏まえれば、期待と見通しのギャップ解消に向けては、スキルを適正に評価し、職務に見合った給与を支払う制度の導入が求められる。リスクリング促進を単なる呼びかけに終わらせないためにも、企業内での制度的な対応が急務となるだろう。加えて、転職を含めたキャリアパスの広がり、労働者・企業双方の生産性向上につながる。リスクリングを実施している人は、現職での昇給だけでなく、転職での昇給を目指す割合も高いため、高い生産性が求められる産業への労働移動が促されうる。他方、企業は、高い賃金を提示することで、生産性の高い人材の獲得が可能になるだろう。

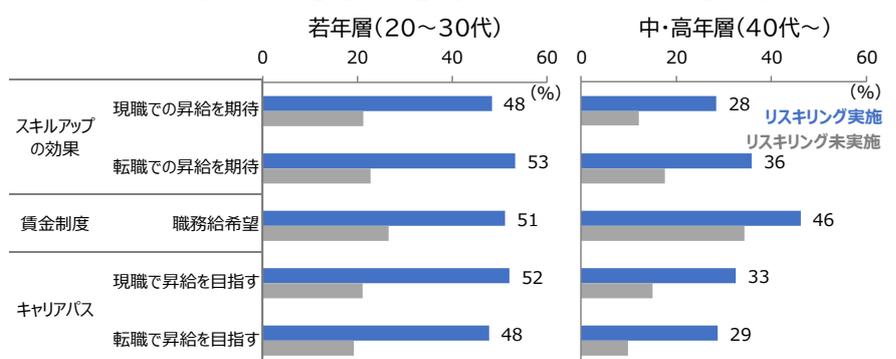
岸田政権は、持続的賃上げに向け労働市場改革を進める意向を示しており、6月までに労働移動円滑化の方針を取りまとめる方針だ。23年の賃上げを契機に、労働市場を通じた生産性引き上げが期待される。

図表2-15 23年の賃金上昇率見通し



注:「勤務先の指定で行っている自己研鑽」、「自主的に行っている自己研鑽」のいずれかを実施していればリスクリング実施と定義した。  
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(23年1月24-25日、22・23年とも勤労を想定した3,590人を対象に集計)

図表2-16 労働者の意向(年代・リスクリング有無別)



注:リスクリング実施の定義は図表2-15と同一。リスクリング実施者の比率は、若年層:47.5%、中・高年層:38.1%。  
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(23年1月24-25日、22年に勤労していた3,629人を対象に集計)

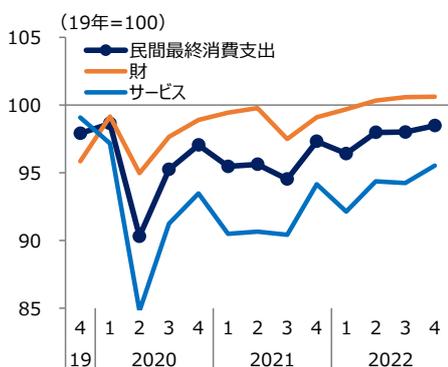
## 注目点② 個人消費の回復ペース —— コロナ禍前ピーク回復は25年初頭、過剰貯蓄が当面下支え

### 行動抑制緩和からサービス消費が回復

個人消費は、新型コロナ拡大に対する家計の行動抑制の緩和から、サービス関連を中心に回復した。10-12月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.5%と増加傾向が続き、特にサービス消費が全体を牽引した(図表2-17)。感染者数は11月以降に拡大したものの、経済活動制限は課されず、先送りされていた対面型サービス消費への需要が顕現した(図表2-18)。政府の全国旅行支援も宿泊需要を押し上げた。

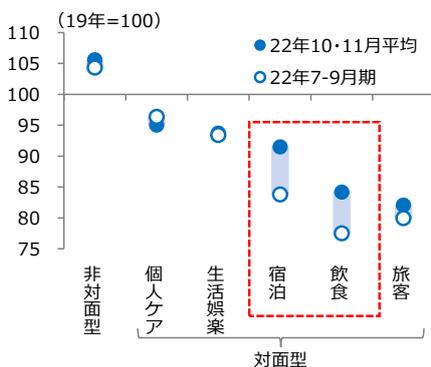
23年1-3月期以降も、コロナ対策と経済・社会活動の両立が進むことで、個人消費はサービスを中心に回復が続くとみる。景気ウォッチャー調査の先行きに関するコメントを集計すると、これまでの感染拡大期には過半数を占めていた新型コロナ関連のコメントが、9月以降は3割程度で安定している(図表2-19)。政府が5月8日から新型コロナの感染法上の位置づけを「2類(結核、SARS並み)」から「5類(インフルエンザ並み)」に移行する方針を示していることもあり、感染動向の景気への影響は縮小していくだろう。

図表 2-17 実質個人消費



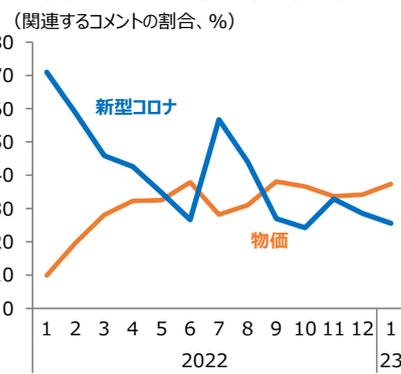
注: 内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 サービス消費



注: 非対面型は、広義対面個人サービスから小売業、国際航空旅客運送業、外人旅行を除く。出所: 経済産業省「第3次産業活動指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 景気判断要素

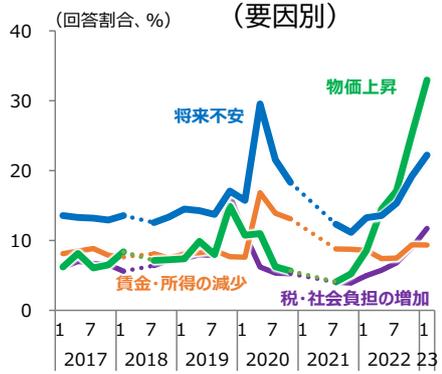


注: 景気の先行きの判断理由に関するコメントの内、各要素に言及するものの割合。出所: 内閣府「景気ウォッチャー調査」より三菱総合研究所作成

### 物価上昇によりマインドは悪化、蓄積された貯蓄で購買力の低下を補う

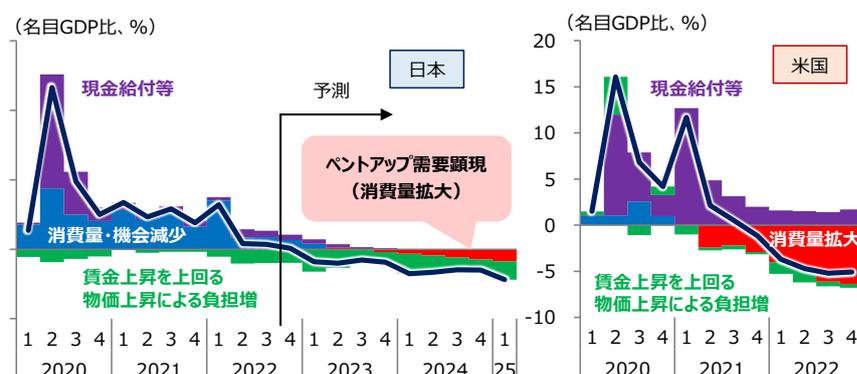
感染動向に代わり、個人消費の先行きを左右する最大の要因は、物価上昇とそれに対する家計の耐性だ(図表2-19)。当社のアンケートによると、1月時点で全体の約1/3の世帯が物価上昇を理由に消費を慎重化させており(図表2-20)、物価高の消費に対する下押し圧力は強まっている。もっとも、コロナ禍の間に蓄積された過剰貯蓄が購買力の低下を補い、当面の個人消費を下支えするだろう。23年の春闘後は、持続的な賃上げに対する家計の期待が徐々に高まり、**ペントアップ需要(■)**が顕現化してくるとみる(図表2-21)。以上を踏まえ、**実質民間最終消費支出は、23年度前年比+1.7%、24年度同+0.9%と、25年1-3月期にコロナ禍前のピーク(19年7-9月期)を回復するとみる。ただし、予測期間内の賃上げでは既往の物価高による負担増(■)は補いきれず、先行して消費が回復した米国ほどのペントアップ需要拡大は見込み難い。将来不安を背景に消費を慎重化させた家計も増えており、その傾向が強まる展開にも注意が必要だ。**

図表 2-20 消費慎重化世帯の割合 (要因別)



注: 複数回答。出所: 三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(直近は23年1月24-25日、回答者5,000人)

図表 2-21 過剰貯蓄の増減(日米)



注: 過剰貯蓄は、恒常所得×貯蓄率(19年1Q~2Q平均)を上回る貯蓄額。従来の賃金・物価の関係性から乖離した物価上昇分を「賃金上昇を上回る物価上昇による負担増」と定義。出所: 内閣府「国民経済計算」「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」、総務省「労働力調査」、米商務省、米労働省より三菱総合研究所作成

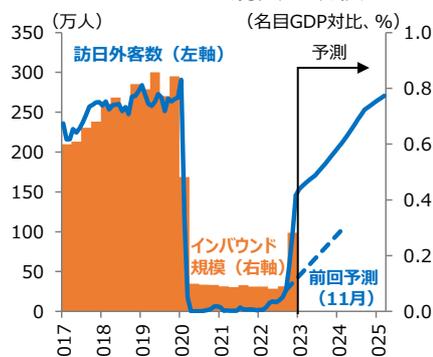
### 注目点③ コロナ後を見据えた企業の動向 —— 外需の下押しは徐々に緩和、中長期視点で投資拡大

#### インバウンド消費は回復前倒し

個人消費の持ち直しに遅れて、22年10月の水際対策緩和を契機にインバウンド消費も急速に回復した。12月の訪日外客数は146万人(当社試算の季節調整値)と、コロナ禍前の19年に比べて54%まで回復した(図表2-22)。地域別にみると、中国からの来訪は少数にとどまるものの、韓国を筆頭に中国以外のアジアからの回復が全体を牽引している(図表2-23)。

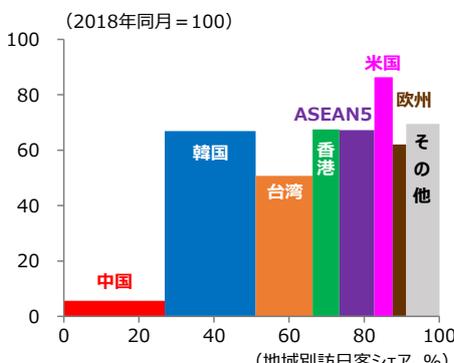
中国からの来訪もゼロコロナ政策の解除を契機に今後は回復が見込まれ、全体の訪日外客数は見通し期間終盤の25年1-3月期にはコロナ禍前の水準(19年平均)を回復するとみる。中国政府は、1月8日から中国入国時の隔離措置を撤廃し、海外旅行を事実上解禁した。中国の感染拡大を踏まえ、日本政府は中国からの水際対策を強化しており、目先は緩やかな来訪にとどまるものの、感染法上の分類が見直される5月に向け水際対策も緩和が進むと想定される。中国から日本への観光意欲はコロナ禍前から引き続き強く(図表2-24)、規制緩和に伴い他地域に遅れて回復が見込まれる。インバウンド消費の回復は、想定より大きく前倒しされ、実質GDP成長率を23年度に+0.3%ポイント、24年度に+0.2%ポイント押し上げる見通しだ。

図表2-22 訪日外客数とインバウンド消費の規模



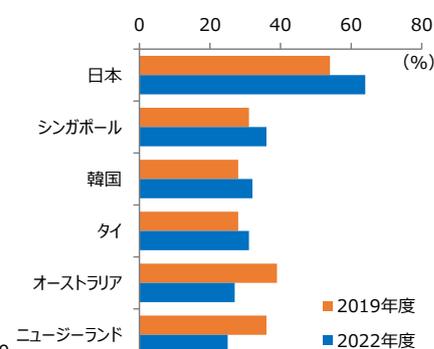
注: 訪日外客数の季節調整値は当社試算。インバウンド消費の規模=非居住家計の国内での直接購入/GDP。  
出所: 政府観光局「訪日外客統計」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表2-23 地域別訪日外客数



注: 欧州は、独・仏・西・伊・英の5カ国合計。22年12月時点。  
出所: 政府観光局「訪日外客統計」より三菱総合研究所作成

図表2-24 中国人が次に旅行したい国

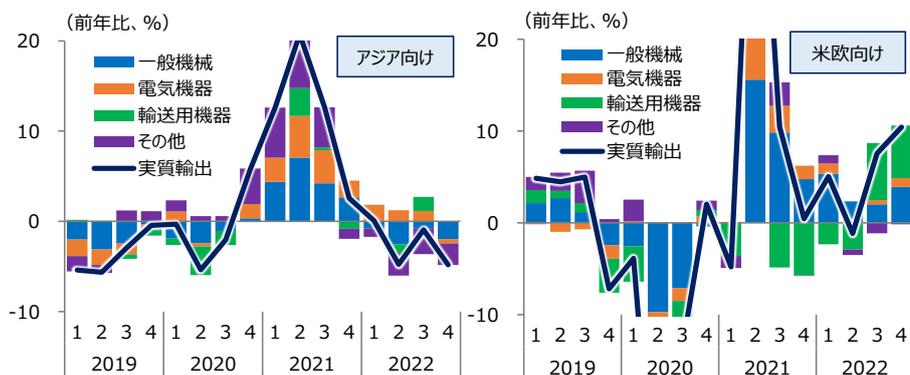


注: 22年度は5つまで、19年度は上限なしの複数回答。  
出所: 日本政策投資銀行「DBJ・JTBF アジア・欧米豪 訪日外国人旅行者の意向調査」より三菱総合研究所作成

#### 海外経済減速の悪影響は23年後半以降に緩和、輸出は徐々に復調へ

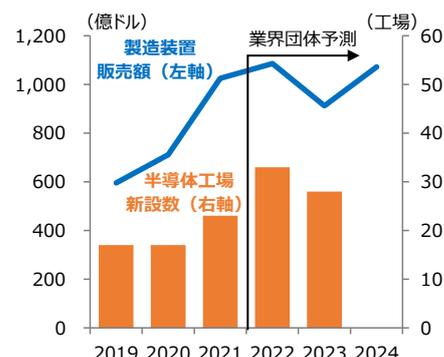
インバウンド消費を中心にサービス輸出が堅調の一方、財輸出は増勢が鈍化している。GDPベースの実質サービス輸出は22年10-12月期に季調済前期比+5.2%(7-9月期同+6.0%)と堅調に増加した一方、実質財輸出は10-12月に同+0.6%(7-9月期同+1.8%)と減速した。実質財輸出について、地域別・品目別に変動要因を分析すると、22年後半にかけては中国を含むアジア向けの電気機器・一般機械(半導体製造装置など)が弱く、中国経済の減速や半導体の在庫調整が主な下押し要因だ(図表2-25)。金融引き締めによる景気減速が懸念されていた米欧向けの輸出は想定以上に底堅く、特に輸送用機器が牽引して増加した。

図表2-25 実質輸出(地域別・品目別)



注: 欧州はEU加盟27カ国。  
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

図表2-26 半導体製造装置需要と半導体工場新設数



注: 工場新設数は23年まで。  
出所: 国際半導体製造装置材料協会(SEMI)より三菱総合研究所作成

財輸出は23年前半まで既往の下押し圧力が続き弱含むものの、それ以降は徐々に復調する見通しだ。その背景として、①中国経済の持ち直し、②半導体サイクルの好転、③米国経済の底打ちがあげられる。第一に、中国経済は昨年12月のゼロコロナ政策解除を受けて正常化に動き出しており、23年の成長率は上向くと考えられる(P.27、中国経済参照)。第二に、半導体関連輸出の減少はコロナ禍で急増したパソコン・スマートフォン需要の一服を背景とした在庫調整によるものであり、経験則に従えば23年後半以降は半導体サイクルの底打ちが見込まれる。実際、22年以降、多数の半導体量産工場の新設が予定され、半導体製造装置需要も24年には回復が見込まれている(図表2-26)。中長期的な半導体需要の増加傾向は崩れていない。第三に、米国経済減速の反面で高インフレ抑制の兆しも表れつつあり、FRBによる利上げが23年前半に打ち止めとなれば、23年中に景気底打ちが見込まれる(P.19、米国経済参照)。インバウンドを中心とするサービス輸出回復による押し上げもあり、実質輸出(財+サービス)は、23年度前年比+1.9%、24年度同+2.3%と底堅い推移を見込む。

### 生産も輸出見合いで増加を見込むが、経済安全保障や技術革新への対応が必須

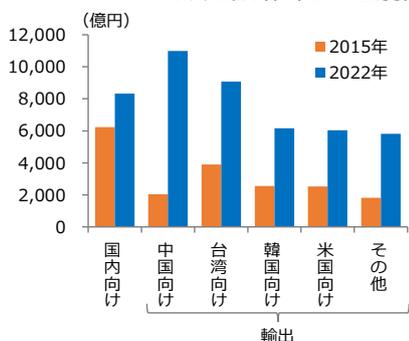
鉱工業生産は、22年を通じて一進一退で足踏みが続いたが、個人消費を中心とする内需の回復に加え、財輸出(外需)の復調に伴い、増産傾向で推移するとみる(23年度前年比+1.4%、24年度同+3.1%)。もっとも、不確実性も高く、短期的には①供給制約の帰趨、②半導体規制の動向、中長期的には③EV化(電気自動車の普及)への対応、に見通しは左右される。

第一に、自動車生産の制約となっていた車載半導体不足は段階的解消を見込む。23年中は生産への制約は残るが、蓄積された受注残に 대응する形で増産傾向が続くとみる。

第二に、米国の対中半導体規制強化による日本への悪影響は限定的とみる。米国は22年10月以降、先端半導体に関する技術や製造装置などの対中取引を事実上禁止する方針を示し、同盟国にも同調を求めている。現時点では、規制の対象は一部の先端分野にとどまり、大幅な輸出減少には至らないと想定している。もっとも、日本の中国向け半導体製造装置輸出は近年急拡大しており、輸出額は22年に約1.1兆円と最大の輸出先だ(図表2-27)。広範な規制が課されれば生産・輸出の下押しは拡大する。

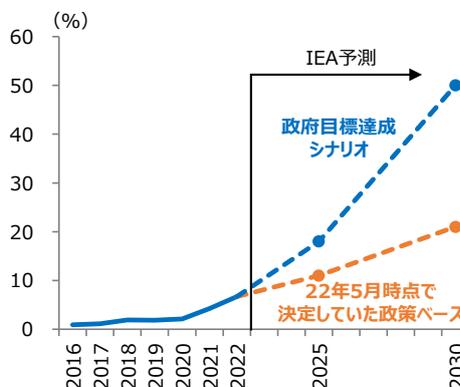
第三に、世界的にEV普及の流れが加速しており、日本メーカーは早急な対応を求められる。特に販売先に占める割合が大きい米国市場でのEV普及率(新車販売に占めるEVの割合)は22年時点で約7%にとどまるが、30年にかけて急拡大が見込まれる。国際エネルギー機関(IEA)の22年5月時点予測では、従来の政策の下では20%程度まで緩やかに上昇するとみられていたが、8月のインフレ抑制法成立を受け、政府目標の50%に向け普及が前倒しされる可能性が高まっている(図表2-28)。同法にはEV新規購入に対する税額控除が盛り込まれ、米国における自動車の電動化を後押しするとみられる。短期的にはプラス効果(EV関連需要拡大)とマイナス効果(日本メーカーのハイブリッド車から海外メーカーのEVへの需要シフト)が相殺するかたちで、日本の輸出・生産・企業収益への影響は限定的と想定するが、中長期的には大きな影響が生じうる。日本メーカーはEV生産・販売に出遅れており(図表2-29)、世界的な競争力維持には、EV向けの技術開発に向けた投資拡大や事業提携などが求められる。加えて、税額控除の対象となるには北米内での車体組み立てやバッテリー原材料の調達求められる可能性があり、サプライチェーン見直しも視野に入れる必要が生じる。

図表2-27 国内製半導体製造装置販売額(仕向け地別)



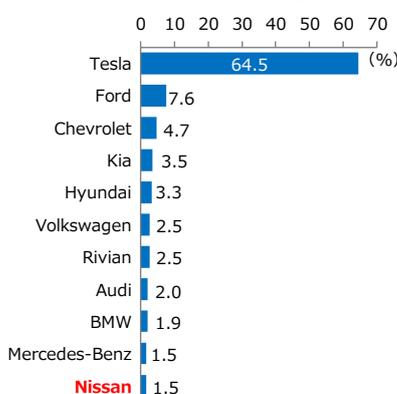
注: FPD製造装置を除く。  
出所: 財務省「貿易統計」、総務省「産業連関表」、日本半導体製造装置協会「半導体・FPD製造装置需要予測」より三菱総合研究所作成

図表2-28 米国のEV普及率



注: EVは、バッテリーEVとプラグインハイブリッド車の合計。  
出所: アルゴンヌ国立研究所、国際エネルギー機関(IEA)より三菱総合研究所作成

図表2-29 米国EV販売のシェア



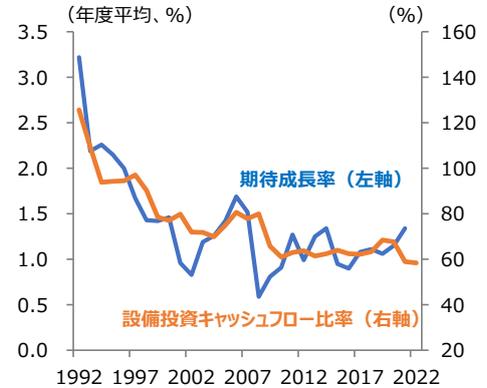
注: 2022年のバッテリーEV販売。上位11社まで。  
出所: Cox Automotiveより三菱総合研究所作成

## コロナ後を見据え、将来の成長に向けた投資が継続

企業の設備投資は、先行き不透明感から一部で手控える動きはあるが、拡大基調が継続するとみる。22年10-12月期の実質民間企業設備投資は、季調済前期比▲0.5%（7-9月期同+1.5%）と3四半期ぶりに減少したが、22年度入り以降持ち直し傾向にある。設備投資キャッシュフロー比率は低水準にとどまり、企業業績が改善するなか、投資余力は残されている（図表2-30）。企業の中長期的な期待成長率は底堅い水準を維持しており、投資拡大が見込まれる局面だ。新規（フロー）の設備投資だけではなく、設備投資により蓄積されたストックの水準も、期待成長率見合いで低水準にとどまっており、循環的にも引き続き投資拡大が見込まれる（図表2-31）。

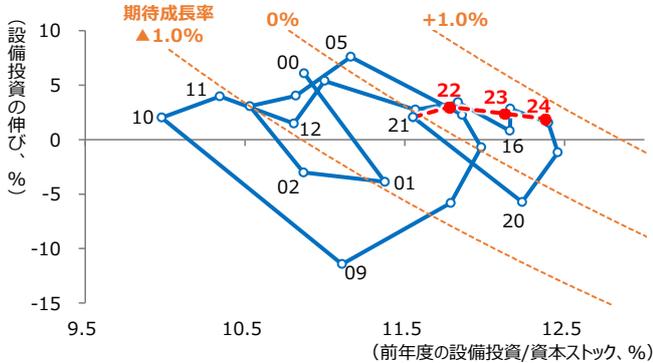
世界金融危機後には、過度な投資抑制が潜在成長率の低下につながったが、コロナ禍後の投資意欲は強い。背景には、デジタル化・脱炭素といった経済構造の変化に向けて、企業が取り組む方向性が明確になっていることがある。1月公表の日本銀行「地域経済報告」に掲載された設備投資に関する企業の声を統計的に分析すると、「コロナ禍」で先送りされた投資の実行に加え、「EV」の普及など、中長期的な潮流を見据えて、「研究開発」や「半導体」などの「増強」を進める様子が浮かび上がる（図表2-32）。2月10日に閣議決定された「GX（グリーントランスフォーメーション）実現に向けた基本方針」では、脱炭素分野で20兆円の投資支援を国が先行して進めることで、10年間で官民合わせて150兆円超の投資を実現する方向性が示された。このように、企業の中長期的な投資は政策面からも促進されるだろう。以上を踏まえて、実質民間企業設備投資は、23年度前年比+2.4%、24年度同+1.9%と、着実な拡大を予測する。

図表2-30 期待成長率と設備投資キャッシュフロー比率



注：期待成長率は、今後5年の業界需要実質成長率。直近は21年度。  
設備投資キャッシュフロー比率＝設備投資/（経常利益/2＋減価償却費）。直近は22年度（7-9月期までのデータによる試算値）。  
出所：内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

図表2-31 資本ストック循環図



注：オレンジの破線は現在の経済構造で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。折れ線のラベルは年度を示す。  
出所：内閣府「国民経済計算」「固定資本ストック速報」より三菱総合研究所作成

図表2-32 設備投資に関するテキストマイニング



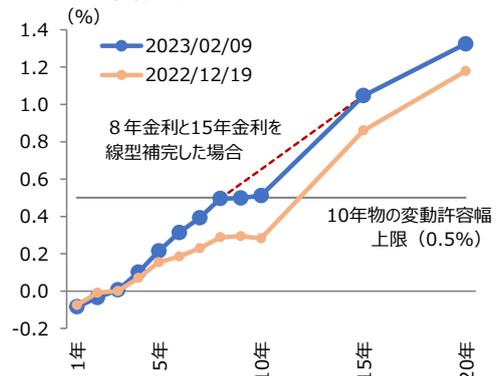
注：設備投資に関する企業の声を対象。  
出所：日本銀行「地域経済報告—さくらレポート—（2023年1月）」、ユーザーローカル「AIテキストマイニングによる分析（<https://textmining.userlocal.jp/>）」より三菱総合研究所作成

## 注目点④ 金融政策の先行き — 物価上昇・実質賃金増を展望し、24年初にも政策修正へ

金融政策の先行きについては、24年初めにも、日本銀行が現行の長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を解除し、長期金利目標を撤廃すると予測する。この背景としては、①金融市場のゆがみへの対応が必要であることと、②物価上昇・実質賃金増の定着が見込まれること、がある。

第一に、金融市場のゆがみに関しては、長短金利操作の下で長期国債の買い入れが拡大したことで、日本銀行の国債保有比率が発行残高全体の5割を上回っている。10年物国債の金利はその周辺の年限から想定されるよりも低い水準で推移しており、イールドカーブは屈曲している状況だ（図表2-33）。22年12月

図表2-33 イールドカーブ



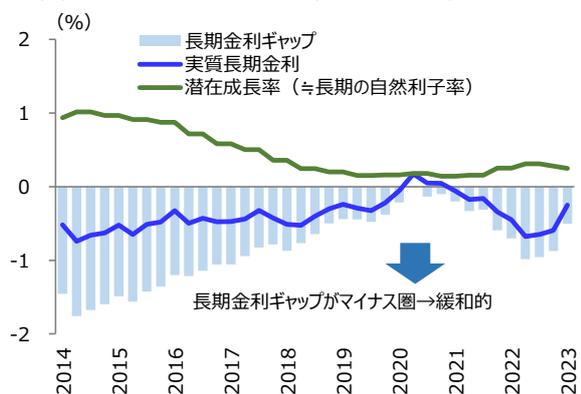
出所：財務省より三菱総合研究所作成

には、こうしたゆがみへの対応として長期金利の誘導目標(ゼロ%)からの変動許容幅が上下0.25%から0.5%へと拡大されたが、イールドカーブの屈曲は依然として大きく、追加の対応が不可欠である。

第二に、注目点①(P.10～12)で述べた通り、24年度にかけては従来に比べて高めの物価・賃金上昇率が見込まれ、長期金利を操作対象とする強力な金融緩和策でなくとも、2%の物価安定目標は十分実現可能と判断される可能性が高い。これらの理由を踏まえ、日本銀行は、24年度以降の物価・賃金を展望するための材料が出そろった24年初めにも、長期金利目標の撤廃に踏み切るとみる。

ただし、物価の影響を考慮した実質金利が自然利子率(インフレ率を加速も減速もさせない金利の水準)を下回るという意味では、緩和的な金融環境が続くとみる。実質長期金利(名目長期金利－期待インフレ率)は、22年12月の長期金利の変動幅拡大以降も、マイナス圏での推移が続いている。長期の自然利子率が潜在成長率(中・長期的な経済成長の実力)に等しいとみなすと、金融緩和の度合いを示す金利ギャップ(実質長期金利と自然利子率の差)は現在▲0.5%程度である(図表2-34)。先行きも、市場が予想する期待インフレ率の上昇に伴って実質長期金利は低位に抑えられ、景気への下押し圧力は軽微にとどまるとみる。

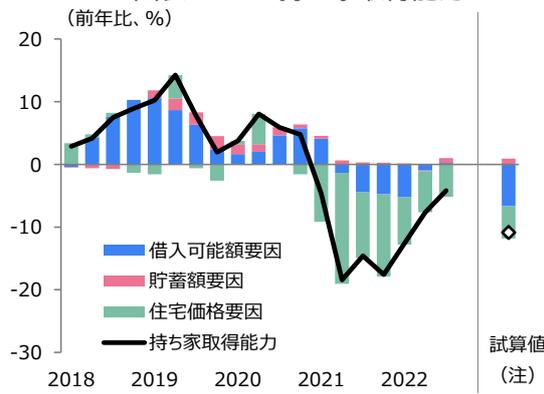
図表2-34 実質長期金利と長期金利ギャップ



注:実質長期金利は10年国債金利からブレイク・イーブン・インフレ率(10年利付債の流通利回りと10年物価連動債の差)を差し引いたもの。潜在成長率は日本銀行による推計値。長期金利ギャップは実質長期金利－潜在成長率。

出所: Bloomberg、日本銀行より三菱総合研究所作成

図表2-35 持ち家取得能力



注:30代二人以上勤労者世帯。固定金利、35年の元利均等返済を想定。持ち家取得能力=(借入可能額+貯蓄額)÷住宅価格。借入可能額は、可処分所得の25%を元利金の返済に充てると仮定して算出。試算値は、22年9月から長期プライムレートが0.5%ポイント上昇し、他の条件が一定と想定。

出所:総務省「家計調査」、日本銀行「長期プライムレート」、東日本不動産流通機構「月例マーケットウォッチ」より三菱総合研究所作成

実質金利上昇の影響は、経済全体で見れば軽微にとどまるが、セクターごとに影響の大きさが異なる。一般的には、金融機関の貸出金利の引き上げなどを通じた設備投資や住宅投資への下押し影響が大きい。このうち、設備投資については、円高を起点とする企業収益の減少を通じた悪影響も想定されるが、企業の手もとと資金が潤沢であることや、デジタル化・脱炭素などに向けた投資需要が根強いことから、金利上昇による設備投資への下押し効果は限定的とみる。

住宅投資に関しては、実質金利の上昇による下押し圧力が徐々に顕在化するだろう。当社の試算では、長期金利が0.5%ポイント上昇すると、主な住宅購入層である30代の世帯の借入可能額は約8%押し下げられ、持ち家の取得能力(平均的な住宅価格に対する借入可能額と貯蓄の合計額の比率)は低下する(図表2-35)。これを踏まえ、実質住宅投資は23年度前年比▲0.4%、24年度同▲0.4%と、減速傾向が続くと見込む。

### (3) 日本経済の先行きリスク — 世界経済の失速と個人消費の腰折れが懸念

先行きのリスクは、世界経済の失速と個人消費の腰折れである。

急激な金融引き締めを背景とする米国経済の失速や、不動産市況の低迷を主因とする中国経済の減速、エネルギー不足や過去最大の利上げによる欧州経済の落ち込みなどは、輸出産業の影響が大きい日本経済にとって強い逆風となる。さらに、米中対立の強硬化など、世界経済の分断が進めば、経済合理性を無視した産業構造や通商関係への転換を迫られ、長期間にわたり成長機会を逃しかねない。

個人消費は、メインシナリオでは回復を見込むものの、物価上昇に対する節約意識の高まりなど、下振れリスクも大きい。企業の先行き不透明感から賃上げが物価上昇ペースに追い付かない、もしくは一時的な手当の支給にとどまれば、実質所得の低迷や将来不安の高まりを通じて家計の節約意識は本格的に高まるだろう。海外経済が減速するなか、内需の柱である個人消費の回復が腰折れすれば、景気後退入りが視野に入る。コロナ禍からの回復が遅れるばかりでなく、低インフレ・低賃金からの脱却の好機を逃し、政策正常化への道筋を再び見失うことになろう。

図表2-36 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 予測	2023 予測	2024 予測	2021 実績	2022 予測	2023 予測	2024 予測	
名目	国内総生産 (=GDP)	550,561	560,673	583,292	603,423	2.4%	1.8%	4.0%	3.5%
	民間最終消費支出	296,283	313,091	325,274	334,346	2.7%	5.7%	3.9%	2.8%
	民間住宅投資	21,129	21,202	21,316	21,362	6.3%	0.3%	0.5%	0.2%
	民間企業設備	90,078	96,631	100,411	102,907	4.7%	7.3%	3.9%	2.5%
	民間在庫品増加	1,104	2,173	931	879	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,968	122,032	123,779	124,740	4.5%	2.6%	1.4%	0.8%
	公的固定資本形成	29,807	30,048	31,584	32,794	▲3.3%	0.8%	5.1%	3.8%
	公的在庫品増加	▲90	▲248	84	219	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲6,718	▲24,256	▲20,087	▲13,824	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,637	123,352	121,453	123,359	22.8%	19.0%	▲1.5%	1.6%
財貨・サービス輸入	110,355	147,608	141,540	137,183	30.1%	33.8%	▲4.1%	▲3.1%	
実質	国内総生産 (=GDP)	540,922	548,060	556,244	563,059	2.6%	1.3%	1.5%	1.2%
	民間最終消費支出	288,638	295,967	300,978	303,786	1.5%	2.5%	1.7%	0.9%
	民間住宅投資	18,650	17,809	17,742	17,673	▲1.1%	▲4.5%	▲0.4%	▲0.4%
	民間企業設備	87,177	89,808	91,942	93,647	2.1%	3.0%	2.4%	1.9%
	民間在庫品増加	1,178	1,764	1,066	1,114	***	***	***	***
	政府最終消費支出	117,817	119,250	119,880	120,319	3.4%	1.2%	0.5%	0.4%
	公的固定資本形成	27,563	26,624	27,576	28,378	▲6.4%	▲3.4%	3.6%	2.9%
	公的在庫品増加	▲67	▲101	▲38	▲38	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	443	▲2,384	▲2,160	▲1,078	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,697	108,773	110,886	113,490	12.3%	4.9%	1.9%	2.3%
財貨・サービス輸入	103,255	111,157	113,046	114,568	7.0%	7.7%	1.7%	1.3%	
指数	鉱工業生産指数	95.5	95.7	97.1	100.1	5.7%	0.2%	1.4%	3.1%
	国内企業物価指数	107.5	116.6	120.4	122.5	7.3%	8.5%	3.2%	1.8%
	消費者物価指数 (生鮮除く総合)	99.9	102.9	105.3	107.3	0.1%	3.0%	2.3%	1.8%
	GDPデフレーター	101.8	102.3	104.9	107.2	▲0.1%	0.5%	2.5%	2.2%
	完全失業率	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数 (万戸)	86.6	85.4	84.8	84.8	6.6%	▲1.3%	▲0.7%	▲0.0%
	対外バランス	経常収支 (10億円)	20,275	8,129	10,079	13,804	***	***	***
貿易・サービス収支		▲6,462	▲24,978	▲18,928	▲12,624	***	***	***	***
貿易収支		▲1,619	▲19,771	▲16,500	▲11,424	***	***	***	***
輸出		85,562	101,010	98,296	99,839	25.2%	18.1%	▲2.7%	1.6%
輸入		87,181	120,780	114,796	111,263	35.0%	38.5%	▲5.0%	▲3.1%
通関収支戻 (10億円)		▲5,491	▲22,401	▲18,905	▲13,693	***	***	***	***
通関輸出		85,878	101,056	99,468	101,032	23.6%	17.7%	▲1.6%	1.6%
通関輸入	91,368	123,457	118,373	114,725	33.4%	35.1%	▲4.1%	▲3.1%	
為替	国債10年物利回り	0.09%	0.30%	0.64%	0.88%	***	***	***	***
	M2	1,172,808	1,210,176	1,245,576	1,280,358	5.0%	3.2%	2.9%	2.8%
	日経平均株価	28,385	27,385	28,450	29,650	16.0%	▲3.5%	3.9%	4.2%
	原油価格 (WTI、ドル/バレル)	77.3	90.8	80.0	80.0	82.3%	17.5%	▲11.9%	0.0%
	円/ドル レート	112.4	134.9	124.0	119.7	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.162	1.033	1.049	1.056	***	***	***	***
円/ユーロ レート	130.5	139.2	130.0	126.4	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、M2、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

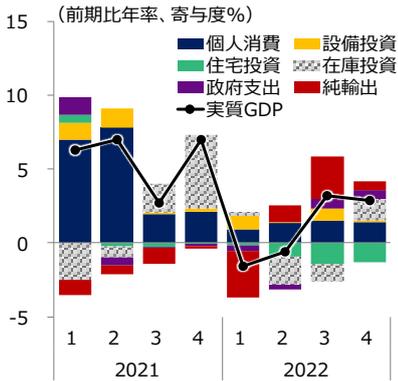
### 3. 米国経済

#### (1) 米国経済の現況

##### 米国経済は22年を通じて減速も、堅調さを維持

米国経済は減速しつつも堅調さを維持している。22年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%、22年通年では前年比+2.1%となった(図表3-1)。景気後退懸念が高まるなかでも、2四半期連続でプラス成長を維持した。22年を通じて進行した歴史的なインフレと、それを抑制するための急激な利上げから、米国経済は減速基調ではあるものの、22年10-12月期の前年同期比+1.0%という数字は、12月時点のFOMC参加者の見通しである同+0.5%を上回る。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



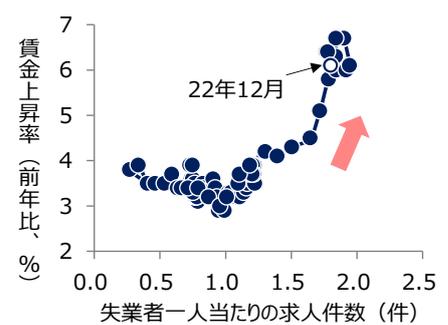
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 企業・家計マインド



注: 破線は企業活動の拡大/縮小の境目。  
出所: ミシガン大学、Institute for Supply Management®より三菱総合研究所作成

図表 3-3 人手不足度と賃金上昇率



注: 16年から22年。後方3カ月移動平均。  
出所: 米国労働省、アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

##### 企業景況感は悪化する一方、底堅い雇用環境が個人消費を下支え

低調な製造業活動や住宅市場が景気減速の一因だ。10-12月期以降、製造業の景況感が、コロナ危機以降初めて企業活動拡大/縮小の境目を示す50を下回って推移しているほか(図表3-2)、住宅投資は3四半期連続でGDPを大きく押し下げた。一方で、GDPの約7割を占める個人消費はインフレと利上げの逆風のなかで減速しつつも、成長軌道を維持している。背景には、①雇用環境が底堅さを維持していること、②サービス需要が相対的に好調なこと、に加え③インフレ緩和に伴い家計マインドが底打ちしていること、が挙げられる。①について、IT・金融業界など一部では雇用削減の動きがみられるが、労働市場全体では深刻な人手不足が継続し、失業率は3.4%と50年ぶりの低水準だ。失業者一人当たりの求人件数(移動平均)は22年12月時点で1.8件と人手不足感は依然として強く、賃金上昇率も高止まりしている(図表3-3)。

##### 利上げペースは鈍化も、今後数回の利上げ継続の方針を表明

こうしたなか、FRBは利上げを継続している。22年6月をピークにインフレ率の伸びが低下していることから、23年1-2月のFOMCでは、利上げ幅が0.25%ptに縮小されたものの、今後さらに数回の利上げを継続する方針を表明している。背景には、FRBが賃金動向を警戒していることがある。底堅い雇用環境は景気悪化を防ぐ観点からはプラスだが、人手不足から賃金上昇率が高止まりし、インフレ抑制を困難にする側面もある。実際、供給制約の緩和や需要減少によって財価格がコア物価の伸び低下に寄与している一方、住居費や、賃金との相関が高いサービス価格が寄与を拡大させている(後掲、図表3-5)。

#### (2) 米国経済の先行き

23年の米国経済は金融引き締めの影響がタイムラグを伴って本格的に顕在化し、減速感が一層強まるものの、景気後退(2四半期連続のマイナス成長)は回避するだろう。背景には、23年後半以降、①実質賃金のプラス転換や過剰貯蓄で消費が底堅さを維持すること、②住宅販売の底打ちや設備投資の堅調さがある。23年実質GDP成長率は、前年比+0.9%と前回22年11月時点の同+0.4%から上方修正する(図表3-4)。

24年は高インフレの緩和とFRBの利下げによる内需の回復が進み、同+1.5%とみる。コアPCE物価は景気減速に伴って伸び率の鈍化を続けるものの、23年中は3-4%台で推移し、

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	5.9	2.1	0.9	1.5
個人消費	8.3	2.8	1.1	1.2
設備投資	6.4	3.6	1.8	2.4
住宅投資	10.7	▲10.7	▲11.0	1.1
在庫投資寄与度	0.2	0.7	▲0.4	▲0.0
政府支出	0.6	▲0.6	1.7	1.4
純輸出寄与度	▲1.7	▲0.6	0.6	0.0
輸出等	6.1	7.2	2.9	3.6
輸入等<控除>	14.1	8.1	▲1.2	2.3
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	4.25-4.5	5.0-5.25	4.0-4.25
物価(コアPCE)	3.5	5.0	4.0	2.9
失業率	5.4	3.7	4.2	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

FRBの目標である2%のインフレ率に戻るのは24年以降になるだろう。先行きの注目点は、①インフレと金融政策、②景気の減速度合い、③大統領選を控えた政策運営、の3点だ。

## 注目点① インフレと金融政策 —— インフレが落ち着き利下げに転じるのは24年以降

### 賃金と関連の高いサービス価格の落ち着きに時間

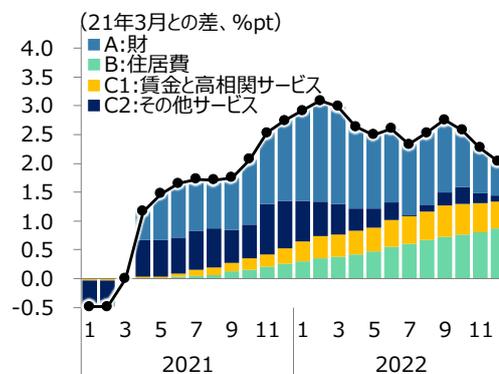
景気減速に伴ってインフレの伸びは鈍化を続けるが、2%目標への低下には時間を要するとみる。構造的な労働需給逼迫により、賃金との相関が高いサービス価格については高めの伸びが継続する可能性が高いためだ。以下、項目別のインフレ寄与度(図表3-5)に沿って先行きを展望する。

(A)財について、供給制約の緩和、資源高の一服、コロナ危機後の財への特需一巡によって、財価格の伸びは24年にかけて低下を続けるとみる。22年12月時点の消費に占める財の割合は約34%と19年平均(31%)を3%pt上回っており、財からサービス消費へと戻る動きは続くだろう。

(B)住居費について、物価指数の住居費に15-18カ月程度先行する住宅価格指数は22年2月以降伸び幅を縮小させていることから、23年半ばにピークをつけ、後半には伸びは鈍化すると見込む。FRBの金融引き締めで30年固定住宅ローン金利は23年2月時点で6%台と高水準にあり、需要抑制を通じた価格の伸び鈍化は続くだろう。

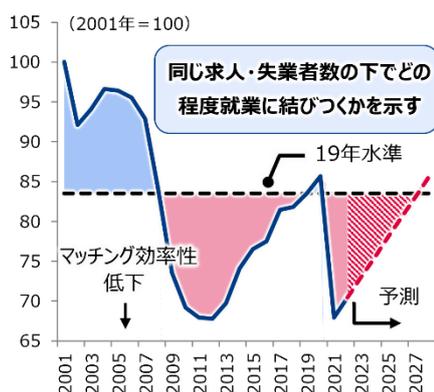
(C1)サービスについて、賃金上昇率の押し上げ要因となっている労働需給の逼迫は、23年末にかけて段階的に緩和され、サービス価格の伸びは緩やかに低下するとみる。逼迫長期化の背景には、コロナ危機でのシニア層(55歳以上)の早期退職と移民減少、技術革新に伴うスキルのミスマッチなど構造的な要因がある。実際、22年のマッチング効率性は19年を大幅に下回る(図表3-6)。ただし、①景気減速で労働需要が段階的に減少、②外国人労働力の増加継続や家計資産の目減りに伴う早期退職者の一部復職による労働供給の回復、の需給両面の変化から、逼迫は時間をかけて解消するだろう。需要側は、求人件数が22年3月をピークに減少傾向にある。供給側は、21年後半以降、コロナ危機時の水際対策の緩和で積極的な移民受け入れが続いている。仮に、コロナ危機前の増加ペースに戻った場合でも、23年中に約40万人の外国人労働者の増加が見込まれる(図表3-7)。また、株価・住宅価格低下による家計資産の目減りを受け、一部シニア層で復職が進むとみる。その場合、労働需給ギャップは23年末には19年平均水準(0.7%)まで低下しよう(図表3-8)。

図表 3-5 項目別のインフレ寄与



注:PCEコア指数のうち、サービス項目については最小分類で集計。21年3月は前年比+2%近傍の時期。各項目について、物価上昇率×支出ウェイト(21年平均で固定)で計算。高相関サービスは、賃金上昇率(サービス業)と価格上昇率の相関係数が0.5以上のサービス品目。  
出所:アトランタ連銀、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-6 マッチング効率性



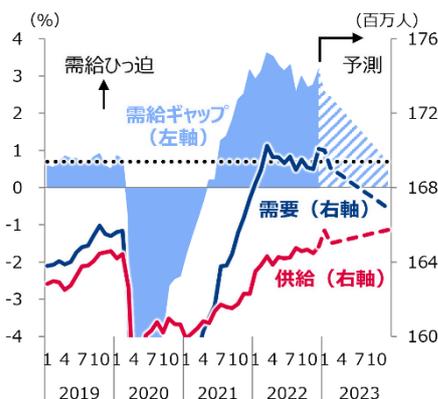
注:マッチング効率性は、コブ・ダグラス型のマッチング関数 $M=AU^\beta V^{1-\beta}$ (M:採用数、U:レイオフを除く失業者数、V:求人件数)のAの推移。予測は22年の改善幅が続いた場合。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-7 外国人労働力・労働参加率



注:外国人労働力(米国外生まれ)は、当社推計の季節調整値で、予測は10-19年のトレンドを基に推計。労働参加率の予測は、20年6月以降のトレンドを基に推計。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

図表3-8 労働需給ギャップ



注:労働需給ギャップ=(労働需要-労働供給)/労働供給×100。労働供給は労働力人口、労働需要は就業者数と求人件数の和。  
出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

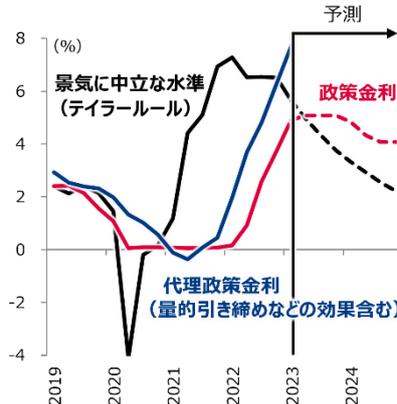
## 政策金利は23年半ばにかけ5%台まで引き上げ、24年入り後に利下げへ

こうした状況を踏まえ、FRBは23年5月にかけて、5.00-5.25%まで政策金利を引き上げ、23年中は同水準を維持すると見込む(図表3-9)。FRBは、インフレ率が低下傾向にあることを認めつつ、景気の悪化を多少

許容してでも、インフレ抑制(インフレ率が持続的に2%に戻ることを確実に達成する方針を堅持している。23年内は、景気に中立的な金利(図表3-9、テイラールール)を上回る水準を維持する可能性が高い。

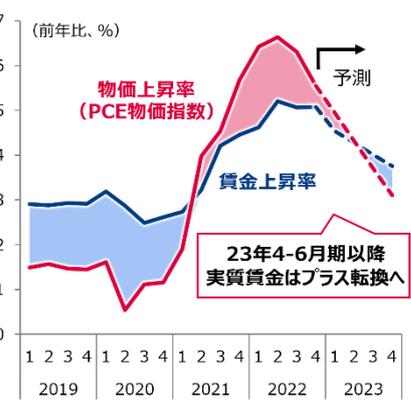
利下げは24年1-3月期より開始すると見込む。賃金と連動性の高いサービス価格も含めてインフレが収束に向かうのが23年後半以降とみているためだ。ただし、インフレ再燃への警戒から、利下げペースは緩やかにとどまり、24年末で4%台前半の政策金利水準を見込む。

図表 3-9 政策金利の見通し



注:代理政策金利は、量的引き締めなどの効果を含めた政策金利。  
出所:FRB、CBO、米国商務省、サンフランシスコ連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-10 実質賃金の見通し



注:賃金上昇率は雇用コスト指数の賃金。予測は、求人率/失業率比率、1年先の期待インフレ率が直近トレンドに従って低下すると仮定し推計。  
出所:米国労働省、米国商務省、ミシガン大学より三菱総合研究所作成

## 注目点② 景気の減速度合い —— 景気後退は回避、インフレ減速で23年後半以降に内需回復へ

長期間の金融引き締めは成長率を大きく下押しするが、景気後退は回避するとみる。インフレの減速によって、①実質賃金がプラス転換し、個人消費が底堅さを維持する、②住宅販売の下押し圧力の緩和、DX/GXの進展に伴うIT・知財投資需要の底堅さで住宅・設備投資が23年後半にかけて回復する、と考えられるからだ。

### 個人消費は実質賃金のプラス転換で底堅さを維持

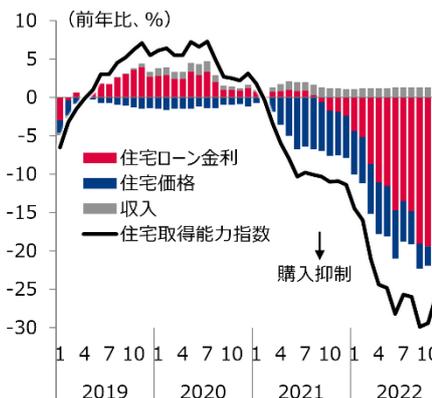
米国GDPの約7割を占める個人消費は、23年前半にかけて伸びの鈍化を続けるが、その後緩やかに回復していくとみる。背景には、23年4-6月期以降、実質賃金がプラスに転じ、消費の下押し圧力が緩和されることがある(図表3-10)。前述の通り、労働需給の調整が緩やかにとどまれば、堅調な賃金上昇の下で物価上昇の鈍化が見込まれる。実際、物価上昇の鈍化に伴って、消費者マインドは22年7月以降、回復基調にある。

加えて、良好な家計の財務環境や底堅い雇用環境も消費を下支えしよう。過剰貯蓄は22年12月時点で約1.5兆ドルに上り、仮に現在と同じペースで取り崩しが進んだ場合、取り崩し余地は23年末まで残る見込みだ。

### 景気・金利の変動に左右されにくいIT・知財投資を中心に、設備投資は堅調に推移

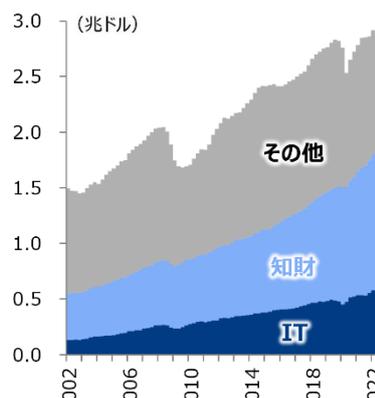
金融引き締めのなか、住宅投資は販売下押し圧力の緩和で23年後半に底打ち、設備投資はIT・知財投資需要が下支えし、堅調に推移するとみる。住宅は、23年も調整局面が続くが、家計の住宅取得時の負担(購入価格+利払い)の緩和から徐々に下押し圧力が弱まる(図表3-11)。既に需要減少を受け住宅価格の伸びは鈍化しており、先行きはFRBの利上げ打ち止めから住宅ローン金利も緩やかな低下が見込まれる。また、設備投資は、IT(情報処理機器)、知財(ソフトウェア・研究開発)を中心に、堅調に推移するとみる。IT・知財投資は、長期的に景気・金利の変動に左右されにくく(図表3-12)、DX/GXの進展により企業の優先取り組みとなっていることが背景にある。また、景況感(現況)は低水準にとどまっているものの、6カ月先を示す将来指数は23年前半の底打ちを示唆しているほか、設備投資見通しは依然高水準で推移している(図表3-13)。

図表 3-11 住宅取得能力指数



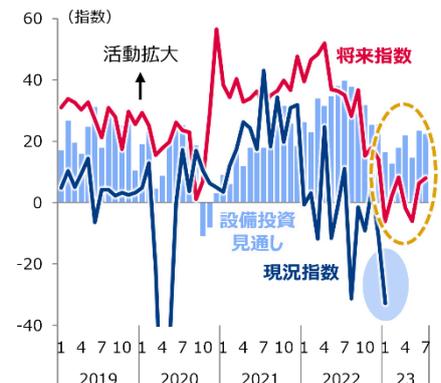
注:住宅取得能力指数=住宅購入負担対比の家計所得を指数化したもの。  
出所:アトランタ連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-12 実質設備投資



注:ITは情報処理機器など、知財はソフトウェア・研究開発投資などを指す。  
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-13 NY 連銀景況感指数



注:将来指数、設備投資見通しは6カ月先行させた値。設備投資見通しは「6カ月先増加」-「減少」の値。  
出所:NY連銀より三菱総合研究所作成

### 注目点③ 大統領選を控えた政策運営 —— 対中政策を念頭に国内産業強化と他国連携が進む

ねじれ議会でバイデン政権の政策運営は停滞するが、成立済みのインフレ抑制法、CHIPS及び科学法などに盛り込まれた産業政策は、投資を中長期にわたって活性化させる(図表3-14)。特に、CHIPS法は、法案骨子発表から22年12月の期間で各企業から2千億ドル以上の投資と約4万人の雇用計画が発表され、今後も投資拡大が期待される。外交面では、米主導のIPEFを軸に、価値観を共有する国々との連携を強化し、対中政策が推進される。また、23年春以降、次期大統領選に向けた動きが本格化しよう。その際、政治的駆け引きのなかで、利下げ圧力や債務上限の合意形成にかかる混乱で景気が下押しされる恐れがある(詳細は後述)。

図表 3-14 政策運営が及ぼす経済・企業活動への影響と大統領選の動向

	政策動向	概要	経済及び企業活動への影響
内政	債務上限問題	・ ねじれ議会と共和党保守強硬派(フリーダム・コーカス)の影響力拡大で、上限の合意形成は難航する恐れ	・ デフォルトは回避するも、11年のように国債格下げで市場が混乱し、景気を下押しする恐れ
	インフレ抑制法	・ 米国の気候変動対策の要で、EV購入者へ1台あたり7,500ドルの税額控除などのインセンティブ制度多数 ・ 条項①北米組み立て、②重要鉱物産出国制限、③北米でバッテリー製造)厳しく、日韓欧同盟国から不満	・ 北米EV市場の成長ポテンシャルに注目 ・ 中長期的には、自動車関連投資が加速。ただし、工場建設遅延もあり、本格稼働は25年以降。企業の投資続く ・ 同盟国に配慮した厳しい運用の修正は望み薄
	CHIPS及び科学法	・ 米国国内での先端半導体開発へ補助金、25%の税額控除など、中国との産業競争の柱 ・ 中国含む懸念国での施設拡張禁止の条項あり	・ 20年春-22年末で投資額は2千億ドル以上、約4万人の雇用計画が公表済。州独自の補助制度構築も進む ・ 製造装置・素材関連の日本企業の投資が進む可能性
	24年大統領選	・ 文書問題がバイデン氏の逆風になる恐れ ・ トランプ氏支持拡大は限定的、デサンティス氏に注目	・ 大統領選に向けた動きは今年春-夏頃から本格化。景気重視からFRBへ利下げ圧力が強まる恐れ
外交	他国連携	・ 米主導のIPEF(注)を軸に、他国連携の推進続く	・ 日本政府・企業への期待大(米とアジアの架け橋)
	経済安保	・ 超党派で推進続く、対立分野は今後拡大 ・ USMCA(注)を活用したサプライチェーンの再構築進む (フレンド/ニアショアリング(注)で他国連携)	・ 中国との競争領域(先端分野)中心にサプライチェーン再構築進む(コスト面でメキシコへの拠点移転増加) ・ 一部米企業で中国→日本企業へ調達切り替えの動き

注:IPEFは、Indo-Pacific Economic Frameworkのこと。USMCAは、US-Mexico-Canada-Agreementの略で、アメリカ、メキシコ、カナダ間の貿易協定。フレンドショアリングは、友好国へ、ニアショアリングは、近隣諸国・地域へ供給網を移すこと。

出所:各種資料より三菱総合研究所作成

### (3) 米国経済の先行きリスク

米国経済は、高インフレと金融引き締めによって大幅に成長が抑制されるなか、前述の通り政治動向の不確実性は高い。下記2つのリスクが現実となった場合、スタグフレーションに陥る恐れがある。

#### 労働需給の逼迫が続き、インフレが高止まり

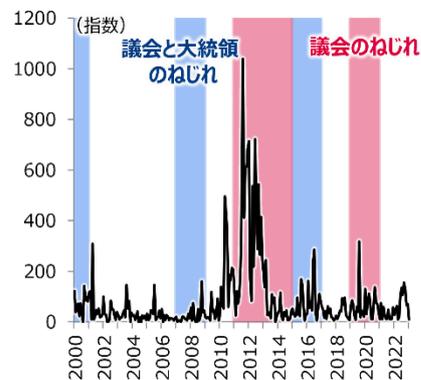
最大のリスクは、インフレ高止まりによる一段の金融引き締めだ。インフレ抑制の鍵を握る賃金上昇率は労働需給の逼迫から、2%のインフレ目標と整合的な水準を大きく上回っている。また、賃金交渉に影響を与える家計の1年先の期待インフレ率(中央値)は、23年1月時点で5.0%と、低下傾向にあるが依然高水準であり、物価安定への道のりは長い。インフレが長期化した場合、金融引き締め長期化や政策金利の最終到達点の引き上げによって景気が一層下押しされ、景気後退と高インフレが併存するスタグフレーションに陥る恐れがある。

一方、拙速な利下げもリスクだ。1970年-80年代には、景気悪化を懸念して利上げと利下げを繰り返した結果、高インフレが定着し強力な金融引き締めと深刻な景気後退を招いた(総論P.6、図表1-6参照)。23年は景気後退回避とインフレ抑制のバランスが難しい局面にある。政治圧力やFOMC参加者内で景気重視の声が高まり、拙速な利下げが行われた場合、24年以降の景気を下押しする懸念がある。

#### 政府債務上限引き上げをめぐる混乱

加えて、政治動向の不確実性によって景気が下押しされるリスクもある。22年11月の中間選挙の結果、上下院で多数派が異なる「ねじれ議会」となった。上下院のねじれに加え、下院共和党内の分断によって議会の混乱が続くなか、政府債務は23年1月に上限に達した。特別措置による資金繰りの支えの間に、米議会は上限の引き上げや停止に向けた合意を得る必要がある。合意形成に失敗した場合、23年7-9月期には資金が枯渇しデフォルトに陥る可能性が高い。デフォルトを回避した場合でも、11年の政府債務上限問題を契機に米国債の格付けが引き下げられた時のように(図表3-15)、市場が大きく混乱するだろう。その場合、株安による逆資産効果や米国債の売り込みによる長期金利上昇が住宅市場などに悪影響を及ぼし、景気が一層下振れする恐れがある。

図表 3-15 不確実性指数

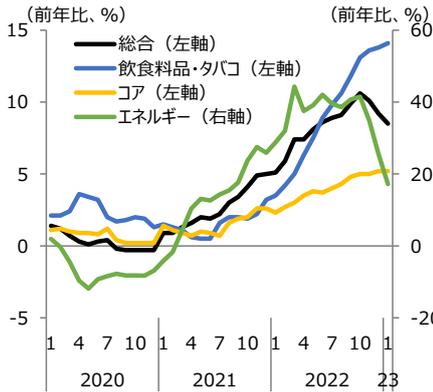


注:指数は、新聞記事を基に「ソプリン・通貨危機」に関する不確実性を測定したもの。

出所:Economic Policy Uncertaintyより三菱総合研究所作成

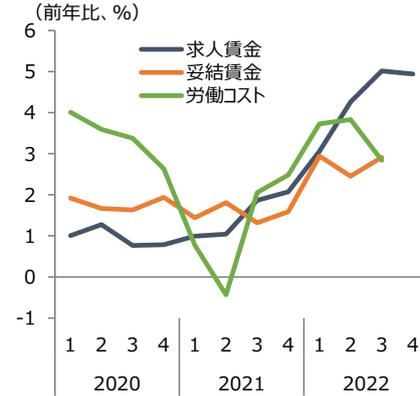


図表4-4 消費者物価(ユーロ圏)



出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-5 賃金(ユーロ圏)



注: 求人賃金は Indeed Wage Tracker の月次データの四半期平均。  
出所: ECB、Indeed より三菱総合研究所作成

図表4-6 主な賃金交渉

業種	妥結内容
化学 (ドイツ)	<ul style="list-style-type: none"> <li>賃金を23年3.25%、24年3.25%引き上げ</li> <li>インフレ手当23・24年に各1,500ユーロ支給</li> </ul>
自動車 (ドイツ)	<ul style="list-style-type: none"> <li>賃金を23年5.2%、24年3.3%引き上げ</li> <li>インフレ手当を23年2,000ユーロ、24年1,000ユーロ支給</li> </ul>
航空 (フランス)	<ul style="list-style-type: none"> <li>5%の賃上げ</li> <li>1,000ユーロのボーナス支給</li> </ul>
エネルギー (フランス)	<ul style="list-style-type: none"> <li>23年賃金の7%引き上げ</li> </ul>
公共部門 (スペイン)	<ul style="list-style-type: none"> <li>22-24年の3年間で9.8%引き上げ</li> </ul>

出所: 各種資料より三菱総合研究所作成

③賃金は、堅調な雇用環境と人手不足感の継続、物価上昇に対応した最低賃金の引き上げなどもあり上昇が続いている(図表4-5)。他の賃金指標より早く公表される、Indeedのデータをもとにした求人賃金は5%程度の高めの伸びとなっているほか、労使交渉により決まる妥結賃金も3%程度の高めの伸びとなっている。

23年以降も高めの賃金上昇が続く可能性は高い。ユーロ圏では、雇用者の7割強(18年時点)が労働協約の対象<sup>1</sup>であり、賃金決定で労働協約の影響が大きい。22年以降の労使交渉の結果をみると、物価高に対応するために高めの賃金上昇とインフレ手当などの一時金の支給で妥結されているほか、ドイツやスペインでは24年の賃金引き上げ幅も妥結している(図表4-6)。ECBも22年10-12月期までに妥結された交渉をもとに、23年は5%程度の賃金の伸びを見込んでいる。

これらを踏まえ、エネルギーなどのコスト要因の物価上昇圧力は弱まるが、賃金上昇の影響からサービス物価を中心にコア物価が高止まりすると見込む。ECBは2月の理事会で50bpの利上げを決定し、中銀預金金利(下限)は2.5%となった。当社では、コア物価の高めの伸びが続くこと、経済活動が想定より持ちこたえていることから、ECBは23年前半に中銀預金金利を3.5%まで引き上げ、23年中は金利水準を維持、利下げに転じるのは24年を見込む。

利上げ影響は、住宅市場を中心に顕在化している。住宅価格の伸びが鈍化したほか、住宅ローンの新規貸し出しも減少しており、住宅市場の調整が進むとみる(図表4-7)。企業向けも22年12月には前年比マイナスに転じ資金需要は弱まっているが、後述する復興基金の執行が進み、グリーンやデジタル関連分野の投資が下支えするとみる。

### 注目点② エネルギー供給 — 23年末に向けLNG確保が課題

23年1-3月期のエネルギー不足は回避される可能性が高い。天然ガス以外の代替エネルギー源(石炭火力、原子力など)の活用や、企業・家計のエネルギー節約に加え、記録的な暖冬によるエネルギー需要減少が追い風となった。今後は、23年末に向け、ロシアからの天然ガス供給が見込めないなかで、天然ガスの在庫を十分に確保できるかが焦点となる。

注目は、中国経済の回復によるLNG市場への影響だ。22年は中国経済の減速で需要が減少、結果として欧州はLNG調達を増やすことができた。23年の中国経済回復は、欧州のLNG確保にはマイナスとなる。IEAの予測によると、中国経済の回復で23年のLNG需要が21年並みに回復、ロシアからのパイプライン経由での輸入がゼロとなった場合、欧州は570億m<sup>3</sup>の供給不足となる。300億m<sup>3</sup>は再生可能エネルギーの活用や他の燃料の活用で対応が見込まれるが、追加的な対策がなければ供給不足が予想されている。中国の需要が21年よりも拡大すれば、供給不足は拡大し、エネルギー価格がさらに上昇する可能性もある。供給不足となれば、22年同様需要の大幅な削減が必要となるだろう。

一方で、24年以降は、エネルギー問題の影響は低下するとみる。22年はLNGの輸入急増に対し、欧州域内の再ガス化設備の不足が課題となった。LNG関連の団体であるGIIGNLによると、ドイツのFSRU(浮体式

図表4-7 銀行貸出(新規、ユーロ圏)

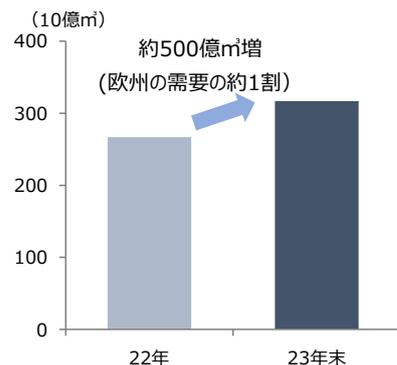


注: 網掛けは利上げ開始後。  
出所: ECB より三菱総合研究所作成

<sup>1</sup> 雇用者に占める労使交渉のカバー率は日本が16.9%、米国は11.7%(18年、OECD/AIAS ICTWSS)。

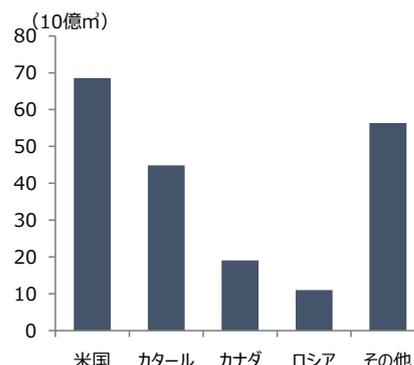
LNG貯蔵・再ガス化設備)の稼働などから、23年末にかけて受入能力は拡大する見込みだ(図表4-8)。また、同調査によると24年には世界のLNG生産能力が世界の需要を上回り、26年にかけて能力拡大が続く見込みだ。特に欧州が輸入を増やしている米国やカタールで増産が見込まれている(図表4-9)。欧州はREPowerEUで目標とした2030年に向けて再生可能エネルギーや水素関連の投資加速など、脱化石燃料の動きを進めている。短期的には化石燃料依存を強めているが、エネルギー供給不安の影響は徐々に低下していくだろう。

図表4-8 LNG受入能力 (欧州、23年末)



出所: GIIGNL “LE GAZ NATUREL LIQUÉFIÉ” より三菱総合研究所作成

図表4-9 LNG供給能力の増加見通し(26年)



出所: GIIGNL “LE GAZ NATUREL LIQUÉFIÉ” より三菱総合研究所作成

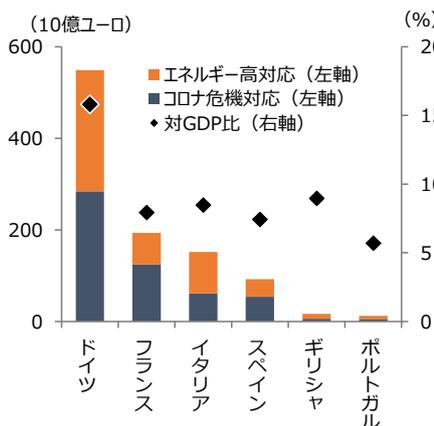
### 注目点③ 政府債務 — コロナ・ウクライナ危機で歳出拡大・利払い負担増で債務拡大圧力

コロナ危機・ウクライナ危機で各国の財政支出は拡大している。20年以降のコロナ危機対応、エネルギー高対応で、ドイツではGDP比15%近い財政出動が、その他の国でも10%近くの財政出動が見込まれている(図表4-10)。これらは一時的な対策だが、今後は防衛費の増額や脱ロシア実現のためのグリーン投資加速など中長期的な財政拡張圧力が残る。

EUはコロナ・ウクライナ危機下で財政ルール(安定成長協定)を凍結、現在ルール改正<sup>2</sup>に向けた議論を進めているが、債務残高を削減する方向には変わりはない。各国が、債務の削減を進めるうえでは、中長期的な財政拡張圧力に対応しつつ、ECBの利上げにより上昇した利払い負担への対応が必要となる。

低格付け国について政府債務の安定性の指標となる、ドーマー条件(プライマリーバランスが均衡している場合、長期金利が名目成長率を下回れば債務残高対GDP比が縮小)を試算すると、21・22年は高めの名目成長率と低金利から各国マイナスとなり財政状況の改善につながっている。一方で、23年以降はイタリア・ギリシャはゼロ近傍で推移しており、名目成長率の低下や金利の上昇が生じれば債務が拡大しやすい状況にある(図表4-11)。低金利下で各国国債の平均残存期間は延びており、金利上昇がすぐに影響する状況ではないが、ソプリリスクの高まりから金利急騰の可能性のある点には注意が必要だ。

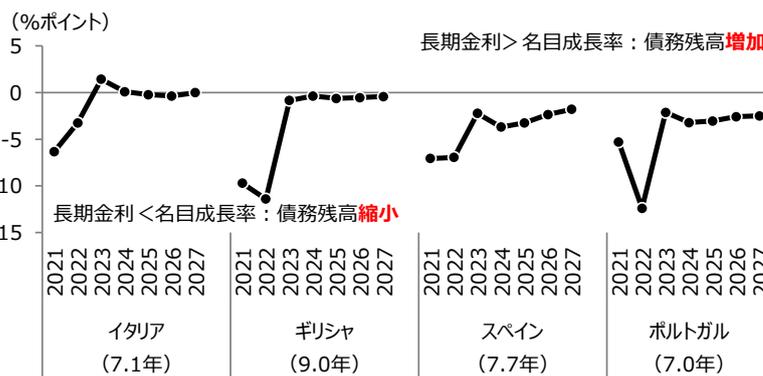
図表4-10 コロナ・エネルギー高対応の政府支出



注: 対GDP比は19年のGDPで計算。コロナ危機対応の財政出動は、医療提供体制の強化や補助金などを対象とし、債務保証などは除く。

出所: Bruegel, IMF より三菱総合研究所作成

図表4-11 ドーマー条件(長期金利一名目成長率)



注: 名目成長率はIMFのWEO(22年10月)の数値。各国の長期金利の想定は、22年までは年平均。23年は23年1月の金利水準が継続すると想定、24年以降は中立金利とされる2%程度まで段階的に利下げが進むと想定し試算。カッコ内は各国国債の平均残存期間。

出所: ECB, IMF より三菱総合研究所作成

<sup>2</sup> 現在のルール(コロナ危機で凍結中)では加盟国に、①各年の財政赤字をGDP比3%以内に抑えること、②債務残高対GDP比が60%を超えないようにすることを求め、60%を超える部分は毎年5%削減、20年間で債務残高をGDP比60%の水準に戻すことを一律に求めている。欧州委員会の改正案では、一律の削減義務が経済に与える影響を考慮し、加盟国ごとに策定した計画に基づき財政健全化を進める。具体的には、欧州委員会が加盟国ごとに債務残高調整のパスを提示し、加盟国は4年間の調整期間で歳出削減の取り組みを軌道に乗せる(EUの優先課題や債務持続可能性に資する投資の場合は3年延長)。その後、各国は中期の債務削減計画を提出し、欧州委員会が進捗状況を管理する。なお、①と②の目標は変更なし。

#### 注目点④ グリーン・デジタル政策 — 投資加速で成長下支え、日本企業もEU政策への対応が必要

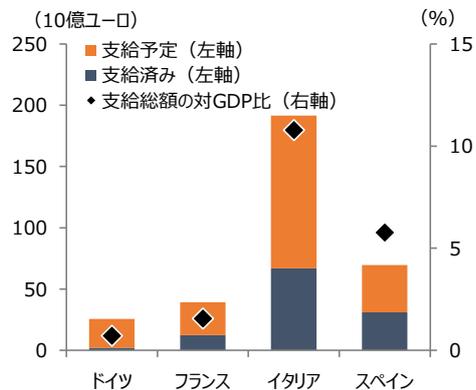
グリーン・デジタル分野の強化は続いている。22年は脱ロシア実現のために化石燃料の利用が増加したが、グリーン・デジタルの取り組みは後退せず、今後も投資加速による成長下支えとルール作り主導が見込まれる。

23年以降は、7,500億ユーロの欧州復興基金を活用した、グリーンやデジタル分野の投資が成長を下支えするとみる。当初の計画では、22年中に7割程度が支給される計画であったが、未支給分も多く、資金活用による投資促進が期待される(図表4-12)。また、欧州委員会などが公表した23年の重点政策でも、過去に公表した法案や計画を推進する方針が示されており、グリーンやデジタル分野を強化する動きは続く(図表4-13)。さらに、ダボス会議では、ネットゼロ産業法を含む「グリーンディール産業計画(Green Deal Industrial Plan)」を欧州委員会が検討していることを公表、EU域内のグリーン投資のさらなる加速を狙っている。

EUの政策が日本企業に影響を与える点にも留意が必要だ。単一市場としての規模の大きさとルール策定能力を背景とした「ブリュッセル効果」により、EUのルールは国際的に影響を及ぼすことが多い。

例えば、グリーン関連では、22年末に政治合意した「国境炭素調整措置」は、欧州委員会の案(セメント、鉄・鉄鋼、アルミニウム、肥料、電力)から対象分野に水素が追加、排出量の報告対象に間接排出(生産時の温室効果ガスの排出)も追加された。23年10月からの移行期間では、EU域内の輸入事業者は輸入品に係る排出量の報告が求められる。日本から対象分野のEU向け輸出は少ないが、日本及び第三国から対象製品を輸出する企業は、輸入事業者への報告のため、対応体制の整備が必要となる可能性がある。デジタル分野の、「サイバーレジリエンス法」(22年9月に草案公表、23年後半の発効目標)は、域内で販売するデジタル要素を有する製品(医療機器や自動車など既存の法律で要件が定められた分野を除く)が対象となり、日本企業も影響を受けると予想される。事業者は、セキュリティ要件を順守した設計・開発やインシデント発生時に24時間以内のEU当局への報告義務があり、違反時には罰金が科せられる。

図表4-12 欧州復興基金支給状況



注:1月31日時点。支給は、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

図表4-13 政策重点分野と関連政策動向

分野	概要	関連する政策動向
グリーンディール	<ul style="list-style-type: none"> <li>GXの加速と公正な移行に向けた取組の推進</li> <li>電力市場改革や欧州水素市場の始動、再エネの加速、サーキュラーエコノミーの構築など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fit for 55, REPowerEU</li> <li>グリーンディール産業計画</li> <li>国境炭素調整措置(23年10月開始、賦課金支払は26年以降)</li> </ul>
デジタル化	<ul style="list-style-type: none"> <li>資源利用の削減、先端技術における欧州の主導力、サプライチェーンセキュリティの強化</li> <li>サイバーレジリエンス/セキュリティ強化、重要原材料の安定供給確保、リスクリング支援など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州重要原材料法(23年に提案予定)</li> <li>サイバーレジリエンス法(22年に法案公表済み、23年後半発効目標)</li> <li>データ法(22年からの継続審議)</li> </ul>
EU市民のための経済	<ul style="list-style-type: none"> <li>競争力の強化や安全な成長により雇用を創出</li> <li>経済ガバナンス、金融・資本市場のアクセス向上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>財政ルールの見直し(23年中の合意目標)</li> <li>デジタルユーロ</li> </ul>
世界における欧州の強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>多国間主義・ルールに基づく秩序の基本原則を堅持</li> <li>防衛力や同盟国との関係強化、ウクライナなど将来の加盟候補国との協力継続</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>宇宙戦略、海上安全保障戦略</li> <li>対口制裁</li> </ul>
欧州の生活様式の推進	<ul style="list-style-type: none"> <li>若者の教育やヘルスケアの強化、移民及び国境管理政策の推進</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>移民・難民に関する各種規則改正</li> <li>欧州ヘルスデータスペース</li> </ul>
欧州民主主義の推進	<ul style="list-style-type: none"> <li>法に基づく秩序の維持、フェイクニュースなど前例のない脅威への対抗</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州メディア自由法</li> <li>欧州議会選に向けた透明性、フェイクニュース対策</li> </ul>

出所:欧州委員会“Commission Work Programme 2023”、欧州議会・欧州連合理事会・欧州委員会共同声明“EU Legislative Priorities for 2023 and 2024”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2つある。第一に、エネルギー需給の再逼迫だ。エネルギー価格が高騰、経済活動抑制も必要となり、ユーロ圏経済は下振れるだろう。第二に、ソブリンリスクの顕在化など金融市場の混乱だ。各国の10年物国債の対独スプレッドは、現在は落ち着いている。ただし、各国政府はさらなる歳出拡大を志向する政治環境にある。Eurobarometer調査(22年12月)によると、回答者の9割以上が「生活コストの上昇」を最大の懸念事項にあげている。ドイツやフランスでは、首脳や与党支持率が低下しているほか、24年は欧州議会選がある。不満が強いインフレへの対応で、財源の見通しが不十分な財政出動を繰り返されれば、英国のように財政悪化懸念からリスクプレミアムが上乗せされ金利が急騰、混乱する可能性は残る。

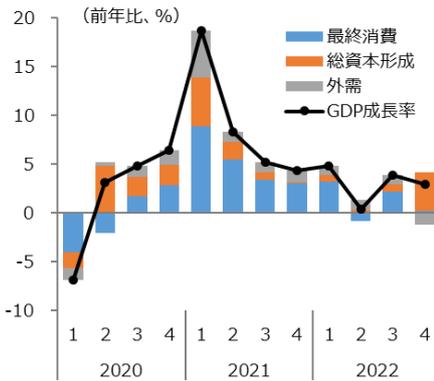
(1) 中国経済の現況

感染拡大による行動抑制から経済回復は緩やか

22年10-12月期の中国の実質GDP成長率は、22年7-9月期の前年比+3.9%から同+2.9%に減速、前期比では横ばいとなった。公共投資に支えられ総資本形成は+3.9%ポイントの寄与となったが、ゼロコロナ政策の長期化から、最終消費が+0.2%ポイント寄与とほぼ横ばい、生産停滞に欧米経済減速が加わり外需が▲1.2%ポイントのマイナス寄与となったことが成長減速の背景にある(図表5-1)。22年通年では同+3.0%と政府目標同+5.5%前後を大きく下回った。

もっとも、感染への不安減少につれ、ゼロコロナ政策解除直後に広がった自主的な行動抑制の緩和により経済活動の再開が急速に進んでいる。景気悪化・改善の分岐点とされる50を下回っていたPMIは、23年1月に入り急回復をみせ、製造業・非製造業ともに22年9月以来となる50台を回復している(図表5-3)。

図表 5-1 実質 GDP



出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-2 小売売上



注: 直近は22年12月。

出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-3 PMI



注: 国家統計局公表のPMI。

出所: Windより三菱総合研究所作成

(2) 中国経済の先行き

23年はゼロコロナ解除による経済活動の正常化から5%成長、24年は4%台後半の成長へ

中国経済は、2020~2035年でのGDP倍増達成に必要な前年比+5%程度の成長への回帰を見込む。23年はゼロコロナ政策解除前倒し(従来は、23年3月の全人代(全国人民代表大会)明けと想定)から、前回11月見通しの前年比+4.8%から同+5.2%へ上方修正する。24年は経済活動正常化による成長押し上げ一巡から同+4.8%と小幅低下を見込む。

今後の中国経済の注目点は、①習政権の政策運営、②内需の回復ペース、③対外開放による欧米依存度の緩和、④イノベーションによる高度技術製品の内製化にある。

注目点① 習政権の政策運営 —— ゼロコロナ政策を解除し成長重視の政策運営へ

習政権3期目の立ち上がりは、防疫優先から成長優先へ転換した政策運営が見込まれる。省・市レベルの23年の成長率目標は、その大部分が22年実績を上回る+5~6%程度となっており、3月の全人代では、中国全体の成長率目標を5%台とする可能性が高い。

昨年11月末にゼロコロナ政策に対して白紙を掲げて抗議する運動(白紙運動)が発生するなど、習政権のゼロコロナ政策への固執に人々の不満が高まっていた。こういったなか、昨年12月開催の中央経済工作会議で、経済成長を最優先事項と位置付け、ゼロコロナ政策の見直しを表明、その後、ゼロコロ

図表 5-4 経済政策の5つの重点任務

項目	概要
① 国内需要の拡大	住宅改善、新エネルギー車、介護などの <b>消費支援</b> 。第14次5か年計画の重点プロジェクトの実施加速など
② 現代化産業システム建設の加速	新エネルギー、脱炭素、AIなどの <b>先端技術の研究開発推進</b> 、 <b>プラットフォーム企業のけん引機能発揮支援</b> など
③ 国有企業改革、民間企業支援	国有企業の競争力向上、 <b>国有企業と民間企業の平等化(法制度)</b> 、 <b>民間企業の発展支援</b> など
④ 高レベルの対外開放の推進	<b>外資企業の内国民待遇の実施</b> 、 <b>CPTPPやデジタル経済パートナーシップ</b> などの <b>高水準な協定への加入</b> 推進
⑤ 重大な経済・金融リスクの防止	着実な住宅引き渡し、合理的な資金需要充足などによる <b>不動産市場の安定確保</b> 、 <b>地方債務増加の抑制</b> など

出所: 各種報道より三菱総合研究所作成

ナ政策解除にかじを切った。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いる(図表5-4)。この方針のもと、3月開催の全人代の政府活動報告で具体的な政策を盛り込むことになる。重点任務のもとでの中国経済の成長力強化への具体的な取り組みは、以下の注目点②～④で述べる。

### 注目点② 内需の回復ペース —— 23年内にウィズコロナ生活が定着、コロナ前の成長軌道へ回帰

中国経済は、23年内にウィズコロナ生活が定着し、コロナ前の成長軌道へ回帰することを見込む。

ゼロコロナ政策下での厳格な行動制限は、外出抑制を通じて消費の妨げとなった。コロナ危機発生以降の地下鉄乗客数と小売売上高には強い相関がある。中国の地下鉄乗客数は、感染拡大を懸念した自主的な行動抑制から22年10月以降にかけて急減、その後、12月半ばの中央経済工作会議で成長優先への転換が表明されると急反発、春節明けに19年水準を回復している(図表5-5)。22年に前年比▲0.8%に沈んだ小売売上高は、諸外国がたどってきた道筋と同様にウィズコロナの生活が定着するにつれ回復、19年の同+8%程度の成長ペースへ回帰していくことが見込まれる。もっとも、不確かな中国製ワクチンの効果、脆弱な中国の医療体制を踏まえると、経済活動の再開は一進一退となるおそれはある。

経済の成長軌道への回帰には、低迷を続ける不動産市況(図表5-6)の回復が前提となる。中国の不動産取引は、代金前払いが一般的な商慣習であり、不動産企業の信用力悪化は、人々が不動産購入をためらう一因となっている。中国政府は重点任務⑤(図表5-4)のもと、全人代に先駆け不動産企業の信用不安払拭に向けた支援策を講じている。また、不動産購入の原資となる家計の純預金(借入と預金の差)は、ゼロコロナ政策のもと新型コロナの流行初期の20年前半を上回る金額が蓄積している(図表5-7)。今後、経済活動の正常化および不動産企業の信用不安の払拭の進展につれ、不動産市況は緩やかに回復していく公算が大きい。

図表 5-5 地下鉄乗客数



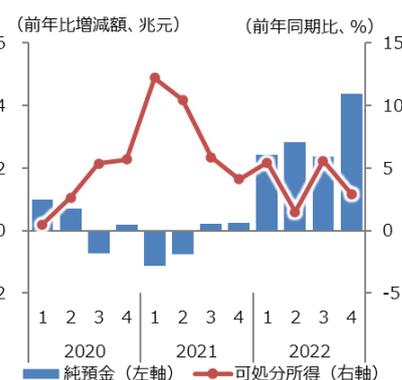
注:後方7日平均。23年春節期間(23年1月21~27日)は、19年春節期間(19年2月4~10日)と比較。その他は、19年同日と比較。直近は22年1月31日。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-6 住宅販売面積・住宅価格



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-7 家計の純預金・可処分所得



注:純預金は新規の借入と預金の差(フロー)。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

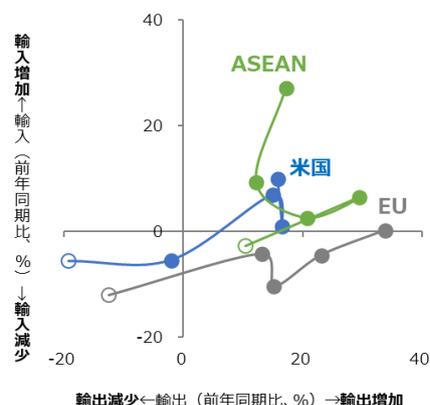
### 注目点③ 対外開放による欧米依存度の緩和 —— 外資誘致継続、ASEANなどとの関係強化

習政権3期目は対外開放政策を継続し、ASEANなどとの通商関係の強化、外資誘致を継続し、欧米依存度の緩和を図ることが見込まれる。

22年10-12月期、中国のドル建ての貿易黒字は、ゼロコロナ政策による生産活動停滞から前年比▲7.3%の2,324億ドルと21年4-6月期以来の前年比マイナスとなった。欧米向け輸出が前年比マイナスとなったのに対して、ASEAN向け輸出は前年比プラスを確保、輸入も小幅マイナスにとどまっており、ASEANとの通商関係の強まりがうかがわれる(図表5-8)。中国政府は、重点任務④のもと高水準の通商協定への加入を志向(図表5-4)しており、ASEANなどの欧米以外の国との関係強化に注力することが見込まれる。

昨年10月に米国は対中半導体規制を強化しており、中国経済の欧米経済からの分断リスクはくすぶっている。ただし、22年11月にインドネシアで開催されたバイデン大統領就任後の初の対面での米中首

図表 5-8 米・欧・ASEAN 向け輸出入



輸出減少←輸出(前年同期比、%)→輸出増加

注:21年10-12月期以降の四半期ごとの実績。○は直近、22年10-12月期。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

脳会談では、競争は継続するが衝突はしないことを確認している。22年に欧州、アジアからの直接投資は増加、米国から中国への直接投資に大きな変動はない。外資による直接投資も継続する公算が大きい。

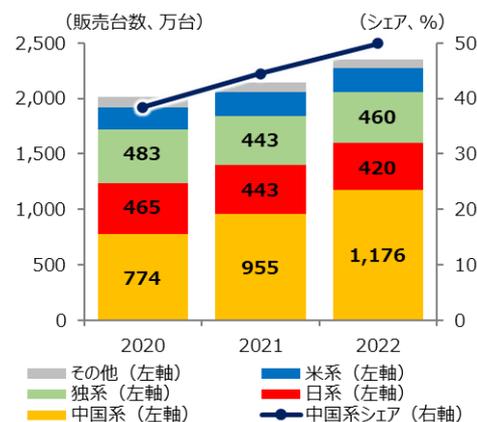
#### 注目点④ イノベーションによる高度技術製品の内製化 —— IT叩きから民間活用への軌道修正の本気度

習政権3期目は、脱炭素やAIなどの先端技術関連の投資促進を継続、民間企業の知見も活用し、イノベーションによる高度技術製品の内製化へ取り組むことが見込まれる。

22年の実質GDP成長率が前年比+3%にとどまったことを踏まえると、仮に23年の成長率目標が同5%台になったとしても、その水準は決して高い目標とはいえない。中国政府が、かつてのような不動産投資主導の経済成長を取り得ないことの認識の表れであろう。また、中国経済が欧米経済から分断されるリスクもくすぶっている。今後も中国経済が成長軌道を実現するには、イノベーションを推進し、不動産投資に代わる新たな成長のけん引役となる高度技術製品の内製化が必要となる。

中国の22年の自動車販売は、EV車の前年比倍増にけん引され、中国ブランドのシェアが約半分を占めている(図表5-9)。政府主導のもとハイテク産業への多額の投資も行っている。重点任務①、②(図表5-4)のもと、脱炭素関連産業の育成、ハイテク産業への投資などの継続が見込まれる。特に、重点任務②で、経済発展においてプラットフォーム企業の事業展開を重視することを表明しており、習政権2期目後半のIT企業叩きからの軌道修正がうかがわれる。李克強首相などの改革派が退任する習政権3期目において、イノベーション実現に向けた民間企業の創意工夫を活用する姿勢の本気度を注視する必要がある。

図表 5-9 自動車販売 (ブランド別)



出所: Windより三菱総合研究所作成

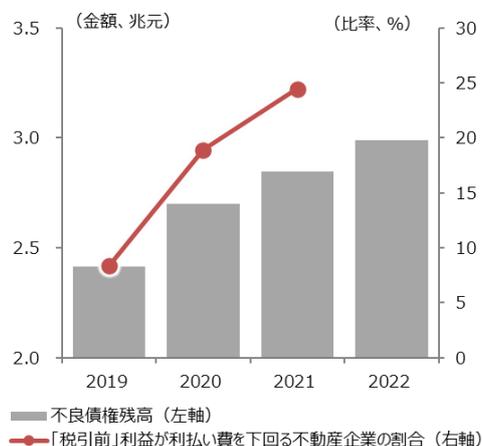
#### (3) 先行きのリスク —— 不動産市況の悪化による不良債権増加、不動産保有者のセンチメント悪化

毒性の強いコロナ変異株の発生によって厳格な行動抑制策が再開されることを除けば、先行きの最大リスクは不動産市況の悪化だ。

コロナ危機発生以降、不良債権残高は累増しており、特に不動産企業は、20年時点から約20%の企業が期間利益で利払い費を賄えない状況となっている(図表5-10)。政府の支援策から不動産企業の破綻は抑制されているが、IMFの試算では、市場実勢調整後では20%強の企業が債務超過にあり、不動産企業の経営実態は脆弱だ。急激な先進国の利上げなどに端を発した国際金融市場の混乱が中国へ波及し政府の支援策継続が困難となり、不動産市況が悪化する場合には、成長下押し、不良債権の増加、不動産保有者のセンチメント悪化をもたらすリスクがある。

現段階では、目前の課題である不動産市況の低迷に対して政府支援策が必要なことに異論はない。ただし、米国などで経済活動の正常化への移行局面での過剰な景気刺激策が、高インフレ発生の一因となったことは、長期的な経済成長の持続性を確保するための教訓となろう。不動産市況が持ち直した先を展望すると、不動産企業や不動産購入者への融資条件緩和といった支援策がいたずらに長期化し、不動産バブルの再燃を助長、将来の不良債権増大の火種とならないかにも留意が必要だ。

図表 5-10 不良債権残高(全業種)と不動産企業の利払い能力



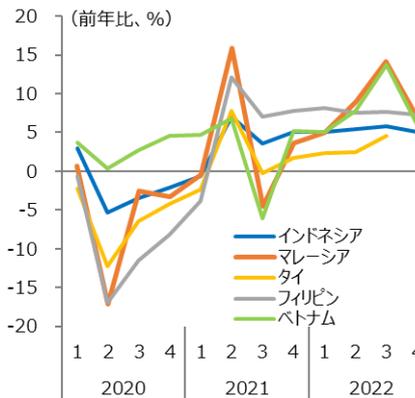
注: 22年の不良債権残高は、22年9月時点。「税引前」利益が利払い費を下回る不動産企業の割合はIMFの推計。

出所: IMF、Windより三菱総合研究所作成

(1) 現況 —— コロナ危機からの回復ペースに鈍化の兆しも堅調な成長継続

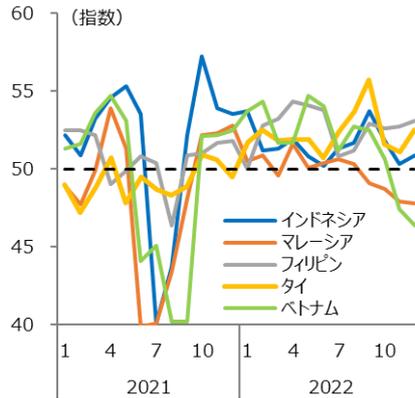
ASEAN5は、堅調な経済成長が継続している。ASEAN5の22年10-12月期の実質GDP成長率は、前年比+5%程度となった。22年7-9月期の同+7.9%からは減速したものの、堅調な経済成長を継続、22年通年で同+6%近辺の成長率となった。個別国では、フィリピン(同+7.2%)、マレーシア(同+7.0%)、ベトナム(同+5.9%)、インドネシア(同+5.0%)が好調を維持、タイは3%台半ばの成長が見込まれている(図表6-1)。製造業の景況感のかげりなど(図表6-2)、コロナ危機からの国内経済回復の勢いに鈍化の兆しがあるものの、入国規制緩和による海外旅行客数の回復(図表6-3)といったインバウンド需要の回復が成長を下支えしている。

図表 6-1 実質 GDP 成長率



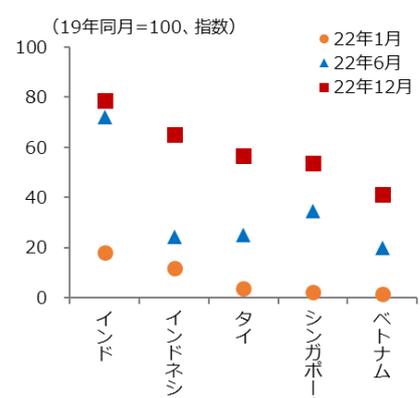
注:直近は、タイのみ22年7-9月期。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-2 製造業 PMI



注:直近は、22年12月。  
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 6-3 海外観光客の来訪数



注:フィリピンのデータは欠損。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

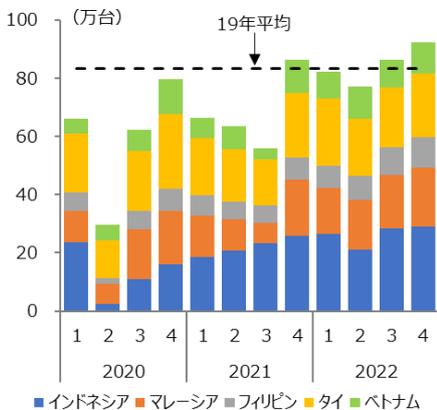
(2) 先行き —— コロナ危機前の5%台前半の成長を回復へ

ASEAN5は、コロナ危機からの回復ペースが一巡し成長の勢いは鈍化するものの、底堅い消費、中国経済回復の恩恵を享受し、コロナ危機前並みの成長率を見込む。23年の実質GDP成長率は、前回見通しの前年比+5.2%から不変。24年は同+5.0%とする。今後のASEAN5経済の注目点は、①インフレと国内消費の動向、②外需の行方の2点にある。

注目点① インフレと国内消費の動向 —— インフレ圧力緩和、良好な雇用環境が消費を下支え

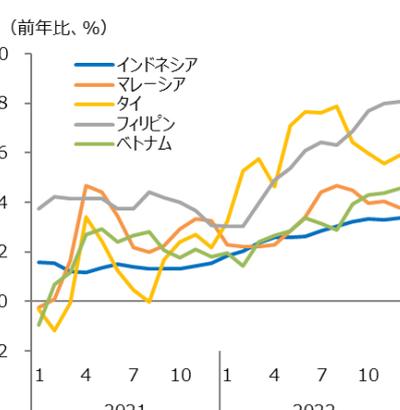
国際商品市況の軟化、各国の政策金利引き上げ効果の顕在化により、24年にかけてインフレ圧力が緩和するなか、良好な雇用環境に支えられ、国内消費は拡大していくことが見込まれる。

図表 6-4 自動車販売



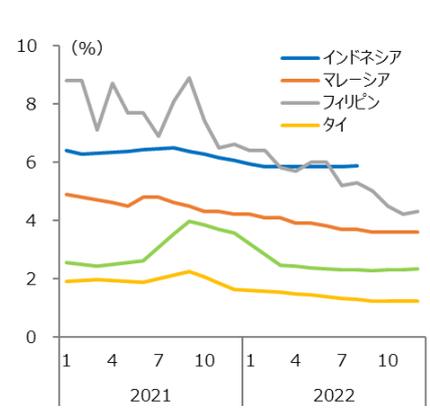
注:季節調整前の台数。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-5 CPI



注:直近は、22年12月。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-6 失業率



注:直近は、インドネシアは22年8月、その他は22年12月。インドネシアは半年ごと、タイの21年、ベトナムは四半期のデータ。  
出所:CEIC、Bloombergより三菱総合研究所作成

ASEAN5の新型コロナ感染者数は、おおむね22年1-3月にピークをつけ、22年4-6月期から経済正常化が進展してきた。22年の自動車販売は、ペントアップ需要にけん引されコロナ危機前の水準へ急回復をみせた(図表6-4)。23~24年経済を展望すると、コロナ危機からの回復が需要を押し上げる効果は限定的であり、先行きは基礎的な内需の成長力の見極めが重要となる。

CPIは、フィリピン(食料価格上昇)、ベトナム(燃料価格上昇)を始め上昇基調が続いている(図表6-5)。先行きは、エネルギー価格などの国際商品市況の軟化、各国の政策金利引き上げ、対ドルでの通貨安の服からインフレ圧力緩和が見込まれる。ASEAN5各国の中銀は政策金利引き上げを継続しつつも、総じて23年末にかけてCPI上昇率が軟化することを想定している。ASEAN5の安定した国際収支、相応の外貨準備の蓄積を踏まえると通貨防衛的な利上げを強いられるリスクも小さい。

失業率も低下基調にある(図表6-6)。ASEAN5では、コロナ危機からの回復に伴うペントアップ需要一巡後も、インフレ圧力の後退、良好な雇用環境に支えられ、国内消費は堅調に推移していくことが見込まれる。

## 注目点② 外需の行方 — 中国経済回復が外需を下支え

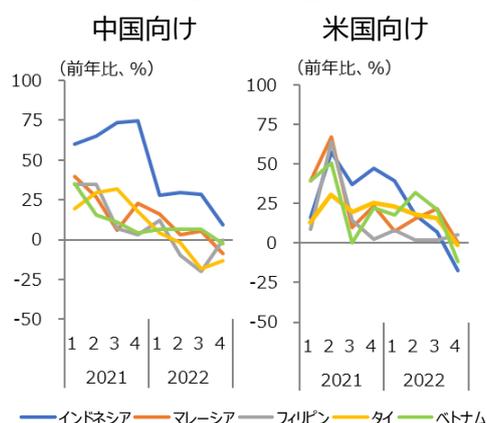
ASEAN5では、中国経済回復の恩恵を享受し、外需による経済成長の下支えの継続が見込まれる。

22年10-12月期、ASEAN5の中国向け輸出は悪化に拍車がかかった。中国向け輸出不振の背景には、ゼロコロナ政策による中国経済の停滞があった。22年10-12月期、ゼロコロナ政策の長期化から中国の経済活動が停滞するなか、上海ロックダウン以降、不振に陥っていたタイ、フィリピンが前年比マイナスを継続、資源輸出国として落ち込みを回避していたインドネシアも減速した(図表6-7)。ゼロコロナ政策解除による経済活動の正常化は、中国向け輸出回復をもたらすであろう。22年時点では中国観光客は大幅に落ち込んでいるが(図表6-8)、春節期間にはASEAN5各国へ多くの中国人観光客が訪れた。中国観光客の回復も期待できる。

22年10-12月期、米国経済の減速を背景に、米国向け輸出も総じて減速した。資源輸出国であるインドネシアがマイナスに転じ、マレーシアも減速、中国代替国で米国向け輸出が拡大していたベトナムが前年比マイナスに転じている(図表6-7)。米国経済の先行きに懸念が残るものの、リセッションは回避する見込みであり、米国向け輸出のもう一段の悪化は回避できることを見込む。

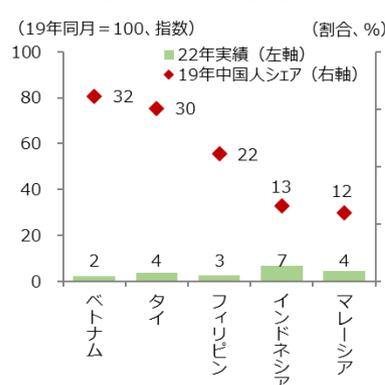
ASEAN5で進展している生産力拡充は、輸出拡大ないしは輸入減少を通じて外需による成長力を高めるだろう。例えば、ASEAN域内の自動車生産大国であるタイ、インドネシアは、生産拡大が国内販売を上回り、コロナ危機前超の水準まで輸出力(国内生産台数と国内販売台数の差)が拡大している(図表6-9)。

図表 6-7 輸出



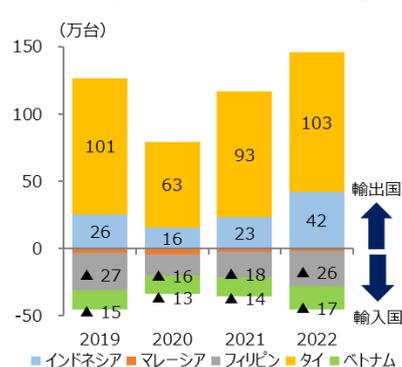
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-8 中国人旅行者



注: 19年と22年の比較。22年実績のうち、マレーシアは22年9月までの実績をもとに算出。香港からの旅行者を含む。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-9 自動車輸出力



注: 輸出力は自動車生産から自動車販売を差し引いて算出。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

## (3) 先行きのリスク — 欧米におけるインフレ圧力の強まり、中国における行動抑制策の再開

先行きのリスクは、欧米経済のリセッション入りおよび中国経済の大幅な失速による外需の大幅落ち込みである。リスクを顕在化させるシナリオとして、ウクライナ危機の深刻化などの地政学リスクが資源・食料価格の反騰および欧米経済のインフレ圧力再燃をもたらすことはないか、中国で感染が再拡大し医療逼迫が発生し厳格な行動抑制策が再開することはないかに注意が必要だ。さらに、欧米経済や中国経済の失速が各国金融市場の混乱へ波及する場合には、内需の下押し要因へ拡大しよう。

## 7. インド経済

### (1) 現況 —— 経済活動の正常化のもと高成長を継続

インドの実質GDP成長率は、22年4-6月期の前年比+13.5%に続き、22年7-9月期は同+6.3%となった。成長の勢いは鈍化しているものの高成長を継続している(図表7-1)。

経済活動の正常化進展のもと、消費、総固定資本形成といった内需が、8四半期連続のプラス成長をけん引した。22年10-12月期の産業別粗付加価値では、貿易・宿泊・運輸・通信業が経済活動の正常化を追い風に前年比+14.7%となる一方、製造業が輸出の伸び悩みから同▲4.3%となっている。

### (2) 先行き —— コロナ危機の回復ペース一巡で成長鈍化へ

インド経済の22年度(22年4月-23年3月)の実質GDP成長率は、22年7-9月期の上振れを踏まえ前回見通しの前年比+6.7%から同+7.0%に上方修正、23年度は前回見通し同+6.8%から同+6.2%に下方修正する。内需主導の成長が継続するも、経済活動正常化の押し上げ効果の剥落、外需の下振れ圧力の強まりから成長の勢いが減速し、インド政府が想定する6%台の成長へ軟化することを見込む。

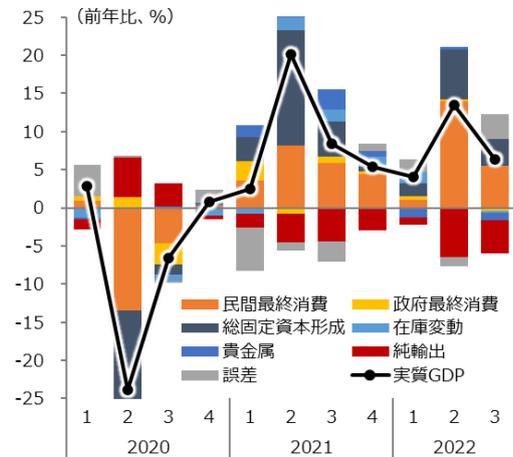
インドにおける新型コロナ感染者数は、ASEAN5の22年1-3月に先行し21年半ば頃にピークをつけており、経済活動正常化およびペントアップ需要の顕在化は、ASEAN5に比べ先行している。22年6月から海外旅行客数の増加はみられず(前掲、図表6-3)、空港利用客数は19年の水準に回復している。もっとも、消費者マインドは22年半ばの急改善後も高水準を続けており(図表7-2)、引き続き内需は堅調推移が見込まれる。

成長の下押し要因となっている貿易赤字は、国際商品市況の軟化から拡大に一息ついているものの高水準が続いている。インドの輸出は、欧米向け輸出が中国向け輸出を大幅に上回る構造であり(図表7-3)、ASEAN5のように欧米経済減速の悪影響を中国向け輸出回復で補完することは期待できない。23年1月末公表のインド政府の経済調査報告では、堅調な内需は継続するものの外需が減速し、23年度の実質GDP成長率は6.0~6.8%へ鈍化するとしている。

### (3) 先行きのリスク —— インフレ圧力の再燃、インフレ抑制のための過度の利上げ

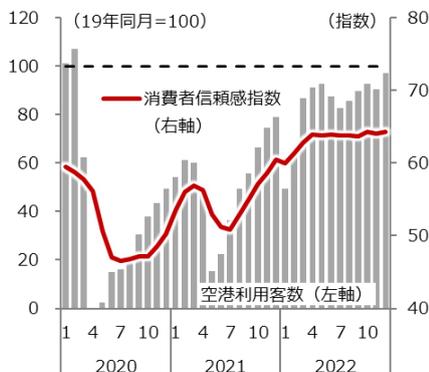
先行きのリスクは、インフレ圧力が再燃し、インフレ抑制に向けた過度の利上げが経済成長を損なうことだ。前年比+8%近辺へ上昇していたCPIは、中銀上限目標6%近辺に軟化している(図表7-4)。背景には、政策金利引き上げ、通貨安一服、国際商品市況軟化があった。特に、前年比3倍超のロシアからの輸入により、割安価格の鉱物性燃料を確保できたことが、CPIの沈静化に貢献した。今後、地政学リスクの高まりによる国際商品価格の反騰、ロシアからの輸入制約などを契機に、下げ渋っているCPIが再び上昇に転じ、インフレ抑制や資本流出回避のために過度の利上げを強いられ、経済成長を損なうリスクがある。

図表 7-1 実質 GDP 成長率



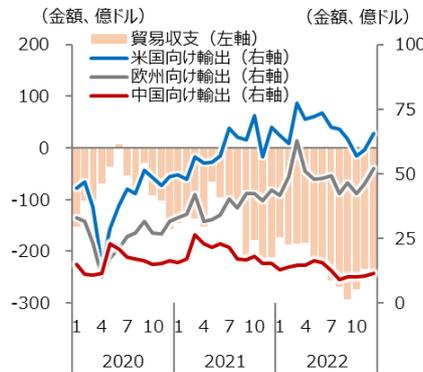
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 7-2 空港利用客数と消費者信頼感



注: 直近は、22年12月。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 7-3 貿易収支と米・欧・中向け輸出



注: 欧州向け輸出は、上位5カ国となるオランダ、英国、ベルギー、ドイツ、フランス向け輸出の合計。直近は22年12月。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 7-4 CPIと政策金利



注: 直近は、政策金利は23年2月、CPIは23年1月。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

## 執筆担当者

---

森重彰浩、田中康就、菊池紘平、堂本健太、田中嵩大、浅井優汰、綿谷謙吾、金成大介

---

## 本件に関するお問い合わせ先

---

### 【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】

広報部

メール:media@mri.co.jp

---