

ポストコロナの世界・日本経済の展望

— 成長・インフレ抑制・金融システム安定のバランスを模索 —

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長:籾田健二、以下 MRI)は、5月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2023年1-3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。中国経済はゼロコロナ政策解除により持ち直しているものの、米欧経済が物価高や金融引き締めの影響から減速している。

先行きの世界経済は、23年は米欧経済を中心に低めの成長が続くことから、過去の平均的な成長率(3%程度)を下回る成長にとどまるが、中国経済の成長回復などから2%台前半の成長は維持する見込み。24年は、世界的にインフレが落ち着き米欧中銀も利下げに転じるほか、脱炭素などに向けた政策支援のもとで投資が拡大することもあり、世界経済は3%近い成長率を回復するとみる。世界の実質GDPは、23年は前年比+2.3%(1-3月期の上振れを反映し、前回2月時点から+0.2%ポイント上方修正)、24年は同+2.8%(前回から変更なし)と予測する。今後の世界経済の注目点は次の3つだ。

- ① 米欧のインフレ抑制と成長の両立 — 米欧の物価上昇圧力は根強いことから、24年にかけて景気に対して引き締めの金融政策運営が予想される。利上げ自体は米欧とも最終局面にあるが、23年中は最終到達点を維持し、利下げに転じるのは米国が24年初、ユーロ圏が24年央以降となろう。既往の利上げや銀行経営不安などによる引き締めの金融環境が、米欧経済の需要抑制要因となるものの、雇用・所得環境は底堅いことから、米欧経済ともに23年の景気後退は回避し、24年には1%台半ばの成長を回復する見込みだ。
- ② 中国経済の回復 — 米欧経済が減速するなかで23年の世界経済の下支え要因となるのが中国経済だ。ゼロコロナ政策の解除によるペントアップ需要(コロナ危機下で積み上がった貯蓄が消費に回ること)の顕在化が見込まれる。アジア諸国を中心に一定の景気下支え効果が期待できる。ただし、24年以降の中国経済については、中央政府主導の政策運営で持続的な成長を実現できるかは不透明であり、世界経済の回復を下支えするかどうかは慎重にみておく必要がある。
- ③ 政策支援のもとでの投資拡大 — 脱炭素化やデジタル化、経済安全保障上のレジリエンス強化の観点から、政府支援で民間投資を後押しする動きが強まっている。各国・地域のGDPに占める投資支援策の政府予算・基金は、米国で2.3%、EUで8.2%に上る。今後、これらの政策が追い風となって設備投資の伸びが高まり、経済を押し上げるだろう。

24年にかけて、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は2つある。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である。物価高で景気が低迷するなか、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、米欧発の金融システム不安である。景気減速と高金利という金融セクターにストレスの大きい環境下、銀行破綻への警戒感が強い状況が続けば、銀行株安や預金流出をきっかけに今後も銀行破綻が継続する可能性がある。その場合、金融システム不安に発展し、企業の連鎖倒産など、経済活動が大きく落ち込むことになりかねない。

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緩やかに持ち直している。23年度以降、内需主導で1%台の成長を維持するとみる。個人消費は、物価高による下押しはあるものの、賃金上昇を追い風に回復が続くとみる。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などを背景に底堅い推移を見込む。消費者物価は、賃金上昇のサービス価格への波及から23年度・24年度とも平均2%を上回る伸びが見込まれる。日本銀行は、23年末までに長期金利誘導目標の撤廃など、イールドカーブ・コントロールの見直しを進めるだろう。実質GDPは、23年度は前年比+1.5%、24年度は同+1.2%と予測する(23年度・24年度とも前回3月時点から変更なし)。

米国経済

米国経済は、金融引き締め逆風下でも良好な雇用環境を背景に堅調さを維持している。23年は既往の金融引き締めの影響から成長は減速するが景気後退は回避、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徐々に持ち直すとする。FRB(米連邦準備制度理事会)は、インフレ圧力の緩和を受けて23年5月で利上げを停止し、サービス物価の落ち着きが確認できる24年入り後に利下げに転じるだろう。実質GDPは、23年は前年比+1.3%と、暖冬による1-3月期の上振れなどを映じて前回2月時点から上方修正する。24年は同+1.5%と前回から変更なしと予測する。

欧州経済

ユーロ圏経済は、ゼロ%近傍の成長が続いたが大幅なマイナス成長は回避した。23年は、既往の金融引き締めが経済活動を抑制するが、エネルギー制約の緩和と堅調な雇用所得環境などから景気後退は回避すると見込む。24年は、インフレ圧力の緩和や実質賃金上昇から、緩やかな回復を見込む。脱炭素関連投資の加速は短中期的にユーロ圏の投資を下支えするだろう。ECB(欧州中央銀行)の金融政策は、基調的な物価上昇圧力の高止まりから年央にかけ利上げを継続、利下げに転じるのは24年央以降を見込む。実質GDPは、23年は前年比+0.5%(実績の上振れなどから前回2月時点から上方修正)、24年は同+1.3%(金融引き締めの長期化を見込んで前回から下方修正)と予測する。

中国経済

中国経済は、ゼロコロナ政策解除によるペントアップ需要の顕在化で成長の勢いが回復している。先行きは、金融・経済リスク抑制重視の政策運営から21年のような急反発(同+8.4%)は想定せず、前年比+5%程度の潜在成長率並み(世界銀行推計)の成長を見込む。実質GDPは、23年は前年比+5.2%、24年は同+4.8%(23年、24年ともに前回2月時点から変更なし)と予測する。ただし、24年以降の中国経済については、中央政府主導の政策運営で持続的な成長を実現できるか不透明感が強い。

ASEAN経済

ASEAN5は、輸出伸び悩みがみられるものの旺盛な内需に支えられ着実に成長している。先行きは、底堅い消費、中国経済回復の恩恵からコロナ危機以前並み(17-19年平均で前年比5%程度)の成長を見込む。ASEAN5経済は総じて成長基調継続を見込むが、ベトナムは中国の代替生産により高成長となった反動や、不動産市場の調整から成長の勢いが弱まる見込み。実質GDPは、23年は前年比+5.2%、24年は同+5.0%(23年、24年ともに前回2月時点から変更なし)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
トピックス:ウイズコロナで生じた変化と今後の課題	18
日本経済の成長率予測 計表	20
3. 米国経済	21
4. 欧州経済	25
5. 中国経済	29
6. ASEAN 経済	32

(1) 世界経済の現況

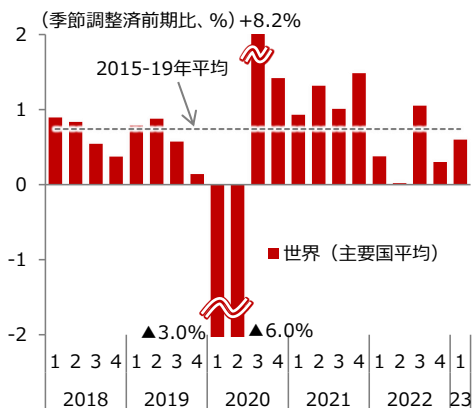
1-3月期は暖冬などで成長回復も、ならしてみれば世界経済は緩やかに減速

23年1-3月期の世界主要国の実質GDP(季調済前期比)は、前期から成長率が高まった(図表1-1)。米国経済は減速したものの、中国経済はゼロコロナ政策の解除による反動増が成長率を押し上げたほか、欧州経済も暖冬によりエネルギー制約が緩和されマイナス成長は回避した。

もっとも、コロナ危機前(15-19年平均)の成長率は下回っているほか、暖冬などの特殊要因を除けば世界経済は減速傾向にあるとみてよいだろう。各国の消費者物価上昇率は低下に転じたとはいえ、過去と比べると依然として高い水準にあり、物価高による経済への下押し圧力は継続している。コロナ危機前(15-19年平均)の消費者物価上昇率との差は、ユーロ圏は6%程度、米国や日本、ASEAN諸国でも2~4%程度ある(図表1-2)。エネルギー価格や食料品価格の上昇は家計の購買力低下につながっている模様だ。

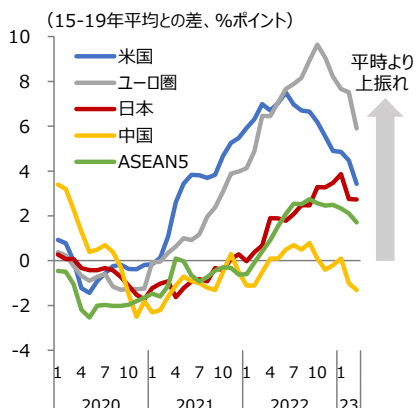
インフレ抑制のための政策金利の引き上げも、一部の国・地域で経済活動を抑制している。21年以降の消費者物価上昇率の上昇幅が大きい米国やユーロ圏では、政策金利がコロナ危機前(15-19年平均)と比べて3%程度高い水準まで引き上げられている(図表1-3)。借入コストの上昇が住宅や耐久財消費を中心に消費の下振れ要因になっているとみられる。

図表 1-1 世界主要国の実質 GDP 成長率



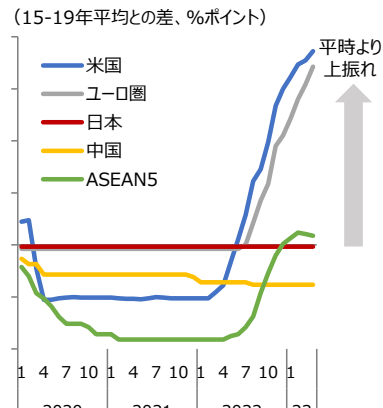
注: GDP規模の大きい上位40カ国のうち前期比の実質GDP成長率が取得可能な38カ国についてGDPウェイトで加重平均。23年1-3月期は5/17時点で公表されている19カ国平均。
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 消費者物価上昇率(コロナ危機前との差)



注: 総合。ASEAN5はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムを22年の名目GDPでウェイト付けた加重平均。
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-3 政策金利(コロナ危機前との差)



注: ASEAN5はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムを22年の名目GDPでウェイト付けた加重平均。
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

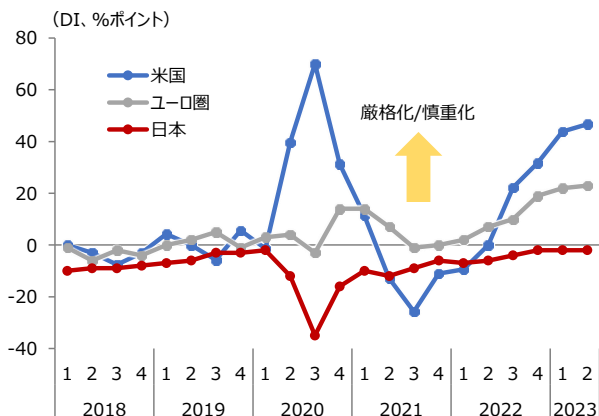
景気減速と金融引締めで銀行の経営不安も台頭

景気減速や金利上昇を背景に、23年3月以降、米国では3つの銀行が相次いで経営破綻した。

背景には、①流動性の高い短期預金の急増、②金利上昇による債券の含み損、③金融当局の中小行向け監督・危機対応の不備がある。コロナ危機下での大規模な金融緩和によって銀行に短期預金が急増するなかで、その資金を長期の国債で運用し、金利上昇で多額の含み損を抱えることになった。預金の流動性が高いがゆえに、経営が不安視される銀行からの預金の逃げ足も速かった。金利上昇局面でこうした事態が予想されていたなかでも、当局の指導が十分でなかったほか、緊急時の迅速な流動性供給にも課題があった。

銀行経営不安は収束していない。米国では、中央銀行による銀行への資金供給(ディスカウントウィンドウ+ BTFP)は過去に比べて高い水準にあるほか(米国経済

図表 1-4 銀行の貸出基準(米欧日)



注: 横軸は調査公表時期。直近調査の実施時期は、米国は3月27日~4月7日、ユーロ圏は3月22日~4月6日、日本は3月9日~4月12日。米国とユーロ圏は貸出基準を「厳格化」した銀行の割合と「緩和」した割合の差。日本は貸出スタンスを「慎重化」した銀行の割合と「積極化」した割合の差。いずれも中小企業向け。
出所: FRB、ECB、日本銀行より三菱総合研究所作成

P.21、図表3-2参照)、銀行の信用リスクの尺度となるOISスプレッドは23年初より高い。

銀行の経営不安は、景気減速懸念の高まりや、既往の利上げの影響もあいまって、すでに銀行の貸出慎重化を通じて実体経済に悪影響を与えている模様だ。3月上旬～4月上旬に実施された調査によると、米銀の貸出基準は一段と「厳格化」された(図表1-4)。預金流出に備える必要性や経済見通しの不確実性の高まりを受けて、銀行の貸出に対するリスク許容度は下がっているとみられる。

(2) 世界経済の見通し

23年は米欧中心に減速も景気後退は回避し、24年に成長回復へ

23年は米欧経済を中心に減速傾向が続き、過去の平均的な成長率(3%程度)を下回る成長にとどまるが、中国経済の成長回復などから大幅な減速は回避する見込み。24年は、世界的にインフレが落ち着き米欧中銀も利下げに転じるほか、脱炭素などに向けた政策支援の下で投資が拡大することもあり、世界経済は3%近い成長率を回復するとみる(図表1-5)。

前回(2月15日時点)からの修正は以下の通り。23年は1-3月期の実質GDP成長率が上振れたことなどを背景に、前年比+2.3%と前回から+0.2%ポイント上方修正する。24年は同+2.8%と前回から変更なし。

米国は、金融引き締め・銀行経営不安の逆風下でも良好な雇用環境を背景に堅調さを維持している。23年は既往の金融引き締めの影響から成長は減速するが景気後退は回避、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徐々に持ち直すとする。FRBは、インフレ圧力の緩和を受けて23年5月で利上げを停止し、サービス物価の落ち着きが確認できる24年入り後に利下げに転じるだろう。実質GDPは、23年は前年比+1.3%と、暖冬による1-3月期の上振れなどを映じて前回2月時点から上方修正する。24年は同+1.5%と前回から変更なしと予測する。

ユーロ圏は、ゼロ%近傍の成長が続いたが大幅なマイナス成長は回避した。23年は、既往の金融引き締めが経済活動を抑制するが、エネルギー制約の緩和と堅調な雇用所得環境などから景気後退は回避すると見込む。24年は、インフレ圧力の緩和や実質賃金上昇から、緩やかな回復を見込む。グリーン関連投資の加速は短中期的にユーロ圏の投資を下支えするだろう。ECBの金融政策は、基調的な物価上昇圧力の高止まりから年央にかけ利上げを継続、利下げに転じるのは24年央以降を見込む。実質GDPは、23年は前年比+0.5%(実績の上振れなどから前回から上方修正)、24年は同+1.3%(前回より金融引き締めの長期化を見込み下方修正)と予測する。

中国は、ゼロコロナ政策解除によるペントアップ需要の顕在化で成長の勢いが回復している。先行きは、金融・経済リスク抑制重視の政策運営から21年のような急反発(同+8.4%)は想定せず、前年比+5%程度の潜在成長率並み(世界銀行推計)の成長を見込む。実質GDPは、23年は前年比+5.2%、24年は同+4.8%(23年、24年ともに前回から変更なし)と予測する。

今後の世界経済の注目点は、①米欧のインフレ抑制と成長の両立、②中国経済の回復、③政策支援の下での投資拡大、の3つである。

図表 1-5 世界の実質 GDP 成長率予測

	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
(前年比)				
世界全体	6.2%	3.4%	2.3%	2.8%
米国	5.9%	2.1%	1.3%	1.5%
ユーロ圏	5.3%	3.5%	0.5%	1.3%
中国	8.4%	3.0%	5.2%	4.8%
日本 [暦年]	2.2%	1.0%	1.3%	1.4%
[年度]	2.6%	1.2%	1.5%	1.2%
ASEAN5	3.3%	5.5%	5.2%	5.0%
その他世界	5.7%	1.5%	2.1%	3.1%

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 米欧のインフレ抑制と成長の両立 —— 金融引き締め継続も、景気後退は回避の見込み

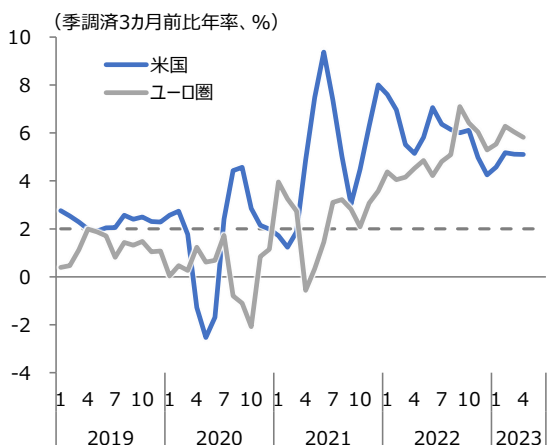
米欧経済は、引き続きインフレ圧力が強い状況が続くなかで、中央銀行はインフレ抑制と成長の両立に向けて難しい政策運営が予想される。

コアCPI(エネルギーや食料を除いた総合)について、より直近の動向を反映する季調済3カ月前比年率をみると、伸び率は低下に転じたものの、依然として年率5~6%程度の物価上昇が続いている(図表1-6)。人手不足・賃金上昇による構造的なインフレ圧力も強まっており、米欧ともに24年にかけてコアCPIは政策目標である2%を上回って推移する可能性が高い。

こうした物価状況を鑑みると、米欧ともに23年半ばに利上げを停止した後も、23年中は最終到達点の金利を維持し、景気に対して引き締め的な金融政策運営を継続する可能性が高い。こうした金融引き締めの需要抑制効果は、タイムラグを伴って実体経済に波及する。米国についてFRB/USモデルのパラメータを用いて政

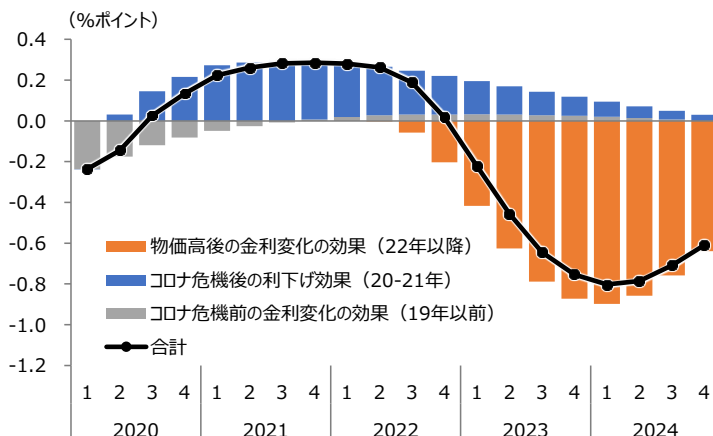
策金利の変化がGDPギャップに与える影響(≡国内需要に与える影響)を試算すると、23年半ばに利上げを停止した場合でも、その需要抑制効果は24年初にかけて拡大し、景気の下押し要因となろう(図表1-7)。

図表 1-6 コア CPI 上昇率



注:コアCPIはエネルギーと食品を除く総合。
出所:FRED、ECBより三菱総合研究所作成

図表 1-7 政策金利変化による GDP ギャップの変化(米国)

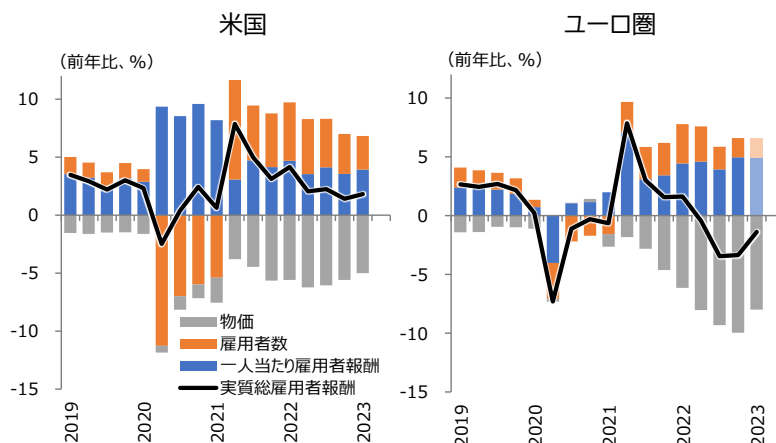


注:FRB/USモデルで公表されている後年への波及係数を用いて、既往の利上げに加えて、24年にかけてMRI予測(P.22、図表3-6)に沿って政策金利が推移する前提で試算。
出所:FRB、FREDより三菱総合研究所作成

ただし、こうした引き締め的な金融政策運営を踏まえても、米欧経済ともに23年の景気後退は回避し、24年には1%台半ばの成長を回復するとみている。

米欧の雇用所得環境が底堅いことやコロナ禍での過剰貯蓄が緩衝材となり、景気への悪影響を和らげるとみるためだ。実質総雇用者報酬をみると、米国では、一人当たり雇用者報酬、雇用者数ともにコロナ危機前である19年よりも高い伸びとなっており、物価上昇率が大きく上昇するなかでも、実質総雇用者報酬は前年比プラスで推移している(図表1-8)。ユーロ圏では、実質総雇用者報酬が前年比マイナスとなっているが、今後、エネルギーや食料の価格上昇が一服すれば、前年比プラスに転じる可能性が高い。

図表 1-8 実質総雇用者報酬(米国・ユーロ圏)



注:ユーロ圏の23年1-3月期は物価のみ実績。その他は22年10-12月期と同じ伸びで延長。
出所:米国商務省、FRED、ECBより三菱総合研究所作成

米欧中銀は、実体経済が底堅い23年はインフレ抑制に重点を置き、引き締め的な金融政策運営を継続し、利下げに転じるのは米国が24年初、ユーロ圏が24年央以降となろう。

なお、3月以降に台頭している銀行経営不安については、利上げが停止された後も、収束に時間を要する可能性が高く、中堅・中小行を中心に銀行の貸出慎重化が実体経済の抑制要因となる状況は続くだろう。ただし、金融当局の監督が厳しい大手行は健全性を維持していることから、金融システム不安に発展することは回避されるだろう。

注目点② 中国経済の回復 —— 米欧経済が減速する23年の世界経済を、中国回復が下支え

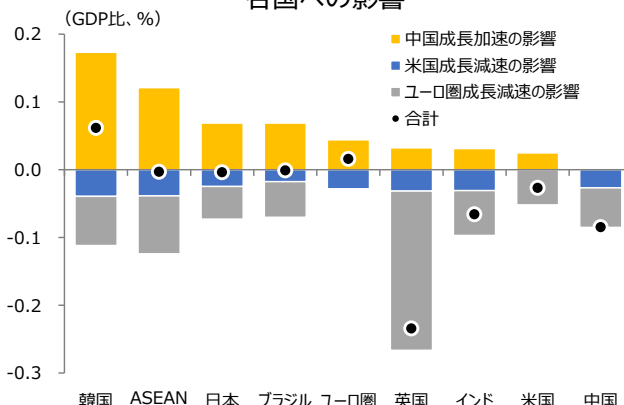
ゼロコロナ政策を解除し、習政権の3期目に入った中国が、23年にどの程度の経済回復力をみせるかが、世界経済の先行きにも重要になる。注目点①で述べた通り、米欧経済は金利上昇の影響などから23年は低成長にとどまる見込みであり、中国経済の回復が世界経済の下支え役として期待されるためだ。

図表1-9は米国、ユーロ圏、中国のGDP成長率の変化が各国のGDPにどの程度影響を与えるかを試算したものである。23年は米国やユーロ圏の成長ペース減速が幅広い地域でGDPの押し下げ要因となる。しかし、中国経済の成長加速によるGDPの押し上げ効果は、韓国やASEANなどアジア諸国では、米国やユーロ圏の

成長減速によるGDP押し下げ幅を上回る可能性がある。世界経済に占める中国経済の割合は20%近くまで拡大しており、中国経済の成長回復は各国にとって依然として成長要因として寄与するだろう。

ただし、24年以降の中国経済については、5%弱の成長が続くと見込むが、23年に比べると不確実性が高い。3期目となった習政権による中央政府主導の政策運営は、民間活力の低下といったマイナス効果もあり、持続性のある成長につながるか不透明である。また、米中対立も貿易や直接投資を通じた成長の制約となる。不動産市場の再低迷などのリスクも抱えている。24年以降は、世界経済の牽引役として、中国経済に過度な期待はできないだろう。

図表 1-9 米国・ユーロ圏・中国の成長率変化の各国への影響



注:各国の成長率変化は22年から23年の変化。中国は+2.2%ポイント、米国は▲0.8%ポイント、ユーロ圏は▲3.0%ポイント。
出所:OECDより三菱総合研究所作成

注目点③ 政策支援のもとでの投資拡大 —— 脱炭素や経済安保への政策支援で設備投資拡大へ

実質金利の上昇や前述の銀行のリスク許容度の低下は、企業の設備投資にとっては逆風となるが、一方で、脱炭素化やデジタル化、経済安全保障上のレジリエンス強化の観点から、政府支援で民間投資を後押しする動きが強まっており(図表1-10)、設備投資も24年にかけて成長を下支えする要素になるとみている。

図表 1-10 主要国の脱炭素・経済安全保障の政策支援

	脱炭素化	経済安全保障
米国	インフレ抑制法 (IRA) (22年8月成立) ●再生可能エネルギー普及、EV開発・販売促進などを柱とする過去最大規模の気候変動対策 (3,940億ドル) ●EV振興を狙い、①北米組み立て、②電池の50%以上が北米製、③鉱物の40%が米国産もしくはFTA締結国(日本含む)の条件を満たすEVに限り、購入者へ最大7,500ドルの税額控除を行う	CHIPSおよび科学法 (22年8月成立) ●国内産業振興やサプライチェーンの強化、中国との技術開発競争を念頭に置いた産業競争政策 ●米国内での先端半導体開発への補助金や25%の税額控除を実施 (適用条件として、中国含む懸念国での施設拡張を禁止する条項あり)
欧州	欧州グリーン・ディール (19年12月公表) ●50年までの「気候中立」実現と経済成長の両立に向けた、環境関連分野成長戦略 ●30年までに官民合わせて1兆ユーロの投資を見込む EU復興基金 (20年5月公表) ●コロナ危機からのEU経済の立て直しのための基金 (7,500億ユーロ) ●基金の少なくとも3割はグリーン関連の政策に活用	重要原材料法案 (23年3月法案公表) ●グリーンやデジタル、防衛、宇宙に必要となる重要原材料の供給を確保するため、EU域内での採掘・加工・リサイクル目標を設定 ●重要原材料34種のうち、グリーンなど戦略技術で使用される戦略的原材料を16種類指定
日本	GX推進法 (23年5月成立) ●23年度から10年間で、GX経済移行債 (20兆円規模) を発行し、エネルギー・原材料の脱炭素化と収益性向上などに資する革新的な投資を支援 ●GXに先行して取り組む事業者にインセンティブが付与される仕組み作りとしてカーボンプライシング (化石燃料賦課金、排出量取引制度) を導入 ●GX推進機構を設立し、民間企業のGX投資に対する金融支援を実施	経済安全保障推進法 (22年5月成立) ●①重要物資の安定的な供給の確保、②基幹インフラ役務の安定的な提供の確保、③先端的な重要技術の開発支援、④特許出願の非公開、に関する制度を創設 ●このうち①については、特定重要物資として11物資 (工作機械・産業用ロボット、半導体、蓄電池、クラウドプログラム、天然ガス、重要鉱物など) を指定
中国	第14次5か年計画 (20年10月制定) ●25年までの脱炭素関連目標 (単位GDP当たりエネルギー消費量、CO2排出量など) を設定 ●新エネルギー、バイオ製造、グリーン・低炭素などの最先端技術の推進	第14次5か年計画 (20年10月制定) ●国内の生産・流通 (国内循環) と対内・対外直接投資、貿易 (国際循環) の相互促進を目指す方針 (双循環) を制定し、取り組みを推進 ●先進技術・重要設備・エネルギー資源などの輸入拡大、外資誘致・高水準の通商協定への加入推進

出所:各種資料より三菱総合研究所作成

米国では、気候変動対策を中核とするインフレ抑制法(IRA、22年8月成立、3,940億ドル)、米国内での先端半導体開発などを促すCHIPSおよび科学法(22年8月成立、2,800億ドル)などの産業政策が成立した。EUでも欧州グリーン・ディール(19年12月公表、官民で1兆ユーロ)、EU復興基金(20年5月公表、7,500億ユーロ)など投資支援策が公表された。各国・地域のGDPに占める投資支援策の政府予算・基金は、米国で2.3%、EUで8.2%に上る。

今後、これらの政策が民間含めて中長期的な設備投資の押し上げ要因となり、成長を押し上げるだろう。経済安全保障の強化には、既存のサプライチェーンの見直しなどによって生産性が抑制される側面もあるものの、海外からの供給途絶リスクに備えた、国内の生産能力強化や研究開発投資などの増加が、経済活動の押し上げにつながるだろう。

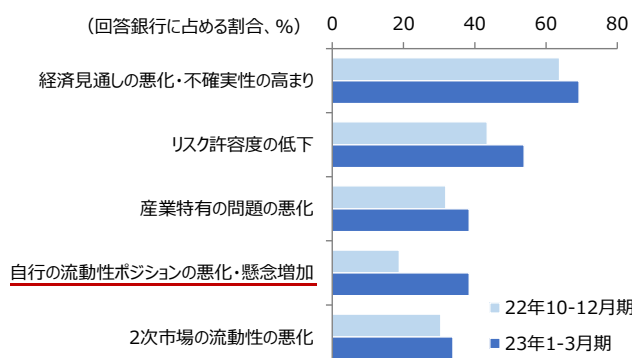
(3) 世界経済のリスク

24年にかけて、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2点挙げる。

第一に、インフレ抑制の難航による金融引き締め¹の長期化である。前記見通しでは、米欧中銀は23年半ばに利上げを停止し、24年入り後以降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うるのが、①猛暑や厳冬といった気候変動や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賃金上昇率の高止まりにより、サービス価格の上昇圧力が根強く残ること、③高インフレの継続により、中央銀行が物価上昇を2%まで低下させることに対する人々の信認が低下し、期待インフレ率が高止まりすること、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。IMF見通しをもとに試算すると、物価上昇率が1%ポイント上昇すれば、実質GDP成長率は0.3%ポイント程度低下する。

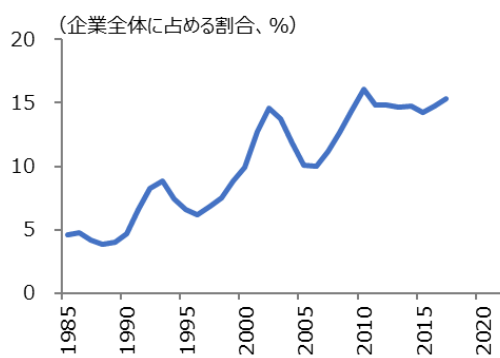
第二に、米欧発の金融システム不安²である。景気減速と高金利という金融セクターにストレスの大きい環境下にもかかわらず、中小行が抱えるリスクに対する金融監督当局の監視や指導が不十分であった。その結果として、市場では銀行経営に対する不安が高まっており、倒産予備軍への警戒感が根強い。そうした不安が銀行株の売りを招き銀行破綻が今後も続く事態となれば、金融システム不安に発展しかねない。また、銀行破綻が収まったとしても、銀行の融資厳格化が一段と進めば、経済活動が大きく落ち込むことになりかねない。前述の通り、米欧銀行の貸出基準は厳格化しており、厳格化理由として、「経済見通しの悪化・不確実の高まり」や「リスク許容度の低下」が引き続き多いほか、前回調査と比べて「自行の流動性ポジションの悪化・懸念増加」との回答が大きく増加している(図表1-11)。貸出基準の厳格化は、今後ラグをもって銀行融資の圧縮につながるとみられ、経営が不安定な企業の倒産を拡大させる可能性がある。Banerjee and Hofmann(2020)によると、経営体力が弱いゾンビ企業¹の割合(世界)は過去30年にわたって増加傾向にあり、17年時点で15%程度に上る(図表1-12)。これらの企業が連鎖的に倒産する事態になった場合にも、銀行の不良債権が増加し金融システム不安に発展する可能性がある。Moody's Analyticsの試算によれば、金融システム不安が広範な信用収縮につながった場合、米国経済は一時的に前年比▲4%以上のマイナス成長に陥る²。

図表 1-11 貸出基準厳格化の理由(米国)



注:「大いに影響」「ある程度影響」と回答した金融機関の割合。
回答が多い項目を上から掲載。商工業ローンの厳格化理由。
出所: FRBより三菱総合研究所作成

図表 1-12 ゾンビ企業の割合(世界)



出所: Ryan Banerjee and Boris Hofmann (2020): "Corporate zombies: Anatomy and life cycle" BIS Working papers No 882

¹ ここでのゾンビ企業の定義は、「企業利益<利払い費」かつ「トービンのq(株式市場で評価された企業価値を資本の再取得価格で割ったもの)が産業の中央値未満」という状態が2年以上継続している企業。

² Moody's Analytics (2023) "What if the Banking Crisis Is Not Over?"

2. 日本経済

(1) 日本経済の現況

23年1-3月期は、輸出減少も内需中心に回復

日本経済は、緩やかに持ち直している。23年1-3月期の実質GDPは、季調済前期比+0.4%（年率+1.6%）と、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+0.6%）が回復したほか、設備投資（同+0.9%）など内需の拡大がプラス成長を主導した。一方、輸出（同▲4.2%）は6四半期ぶりに減少し、外需の低迷が成長率を下押しした。

(2) 日本経済の先行き

ポストコロナ移行で家計・企業の前向きな動きが強まる、内需主導の景気回復が継続

23年度は、内需主導の着実な回復が続く見込みだ。個人消費は、コロナ禍からの回復が一巡し減速するものの、賃金上昇期待が消費マインドの改善を後押しし、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予測する。輸出は米欧経済の減速により下押しされるが、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だろう。23年度の実質GDP成長率は前年比+1.5%と予測する（前回3月見通しから変更なし）。

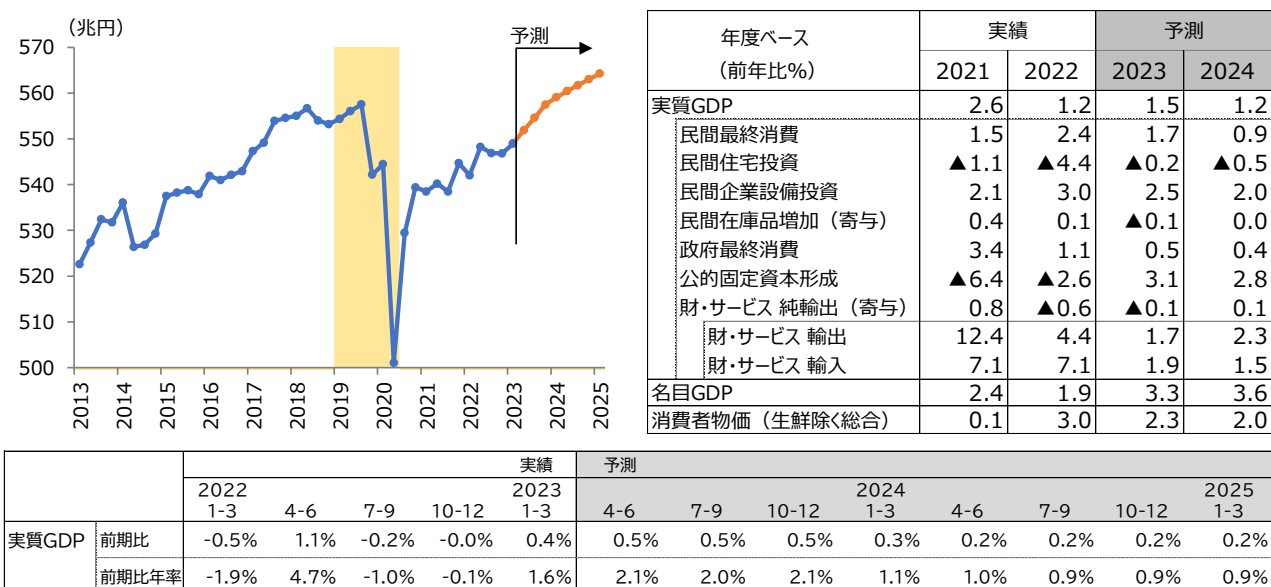
24年度は、潜在成長率（当社試算0%台半ば）を上回る成長率を見込む。個人消費は、賃金上昇を背景に増加基調が続くとみる。設備投資は、成長期待の高まりから拡大が続くとみる。海外経済の底打ちに伴い、輸出も持ち直すだろう。24年度の実質GDP成長率は前年比+1.2%と予測する（前回から変更なし）。

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年度は前年比+2.3%、24年度は同+2.0%を見込む。政策支援（物価高抑制）により23年度は実態より低め、24年度は政策の反動により実態より高めの伸びとなるが、2%以上の物価上昇が続く格好だ。物価・賃金の持続的な上昇への道筋を確認した後、日本銀行は23年内にも長期金利の変動許容幅再拡大、または誘導目標（0%）の撤廃を実施すると予測する。

予測の前提として、原油価格（WTI）は70ドル台後半で横ばい、為替レートは日本銀行の政策修正や米FRBの利下げ転換（24年入り後）を織り込み、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円程度での推移を想定する。

このような見通しを巡る日本経済の注目点として、次の3つを挙げる。まず、景気回復の牽引役となる個人消費の動向と、その回復の強さを左右する賃金の先行き（注目点①消費拡大・賃金上昇の持続性）。次に、コロナ禍による制約や政府支援が終了した後の企業の投資や事業活動の見通し（注目点②ポストコロナの企業活動）。最後に、こうした家計と企業の動向を踏まえた、先行きの物価と金融政策の方向性である（注目点③物価と金融政策の方向性）。

図表2-1 日本の実質GDP見通し



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」「景気基準日付」、総務省「消費者物価指数」、予測は三菱総合研究所

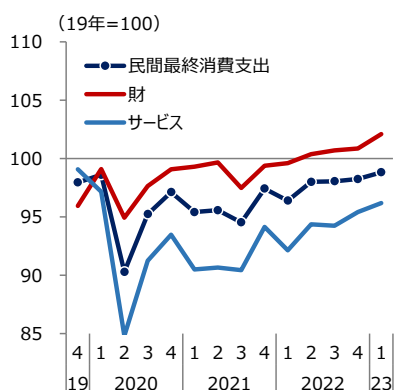
注目点① 消費拡大・賃金上昇の持続性 — 賃上げを起点に経済の好循環実現へ

経済活動正常化に伴い個人消費が回復も、物価高が重し

個人消費は、コロナ禍で抑制された経済活動の正常化に伴い、回復している。23年1-3月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.6%（22年10-12月期同+0.2%）と増加傾向が続いた（図表2-2）。財・サービス別にみると、回復の遅れていたサービス消費の持ち直しが続いている。供給制約緩和により自動車販売が回復しており（図表2-3）、財消費も底堅い。

もっとも、消費者物価の上昇率は3月時点で前年比+3%を上回る高い伸びが続いており、消費回復の重しとなっている。名目消費（23年1-3月期）の回復度合いを所得階層別に比較すると、低所得層は18年同期並みの水準にとどまり、節約傾向が顕著である（図表2-4）。食料やエネルギーの消費額が価格上昇により増加するなか、その他の品目の消費が抑制されている様子が見えてくる。

図表 2-2 実質個人消費



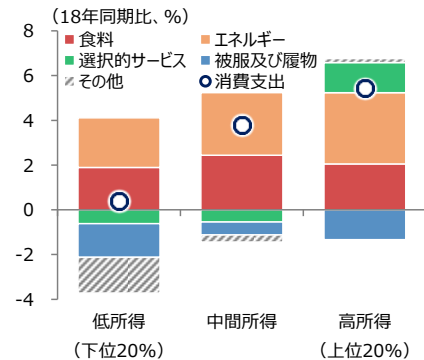
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-3 新車販売台数



注：当社による季節調整値。乗用車（軽自動車を含む）。
出所：日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より三菱総合研究所作成

図表 2-4 名目消費（23年1-3月期）



注：二人以上勤労者世帯。選択的サービス＝外食、交通、宿泊料、バック旅行費、月謝類、他の教養娯楽サービスの合計。消費支出は、変動の大きい自動車購入、設備修繕・維持、仕送り金、贈与金、教育を除く。
出所：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

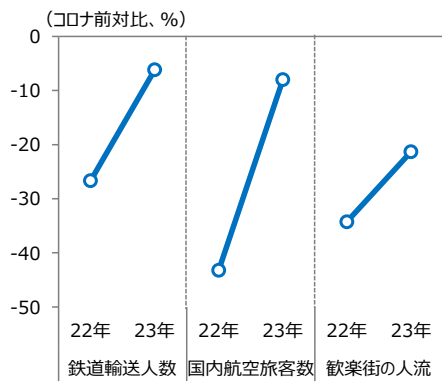
ペントアップ需要は依然旺盛、賃金上昇期待から消費マインド改善へ

4-6月期以降も個人消費は回復が続き、23年度前年比+1.7%、24年度同+0.9%と予測する。その背景は次の2点である。

第一に、サービス消費について、旅行・飲食関連など対面型サービスの需要増加が見込まれる。5月上旬の大型連休（GW）には、鉄道・飛行機の利用人数や歓楽街の人流が前年よりも大幅に増加した（図表2-5）。

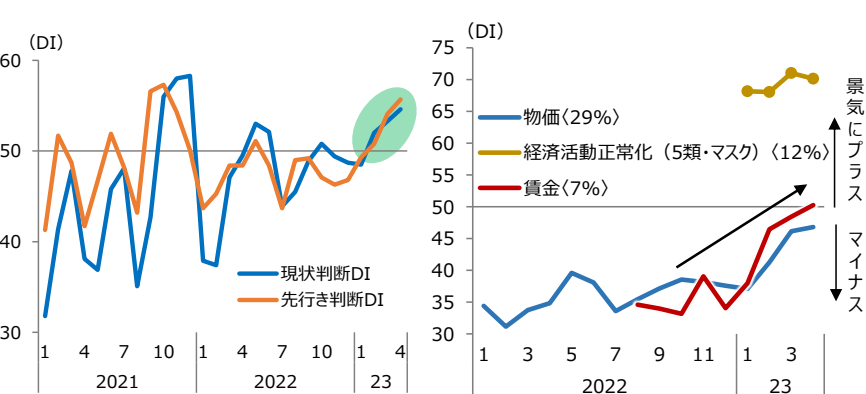
第二に、マインド改善が消費の回復を後押しする。景気ウォッチャー調査の景気判断DIは現状・先行きともに23年入り後に改善傾向が鮮明だ（図表2-6）。先行き判断に関するコメントから物価・経済活動正常化・賃金の3要素を抽出したDIを算出すると、1月以降、マスク着用ルール緩和や新型コロナ5類移行発表により経済活動正常化DIが大幅プラスとなった。加えて、賃金DIが50超えに転じるなか、物価DIのマイナス傾向が緩和している。

図表 2-5 GW中の人の移動



注：鉄道輸送人数は大手6社合計を18年と比較。航空旅客数は大手2社合計を22年は19年、23年は18年と比較。人流は期間内平均を19年と比較。
出所：各社プレスリリース、内閣官房「各都道府県の主要地点・歓楽街の人流」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 景気ウォッチャー調査（左：全体、右：要素別）



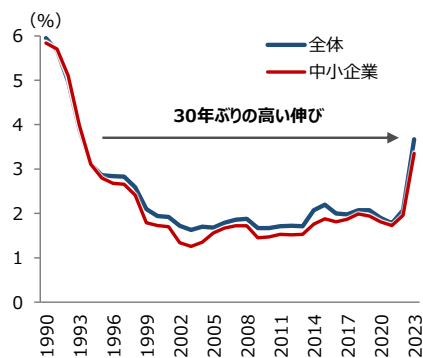
注：左図は季節調整値。右図は先行き判断に関するコメントから各項目に関連するものを抽出して作成したDI（原数値）。全コメントに占める関連コメントの割合が2%を下回る期間は欠損値としており、凡例の数値は各項目に関連するコメントの割合を示す（23年4月時点）。
出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」より三菱総合研究所作成

春闘では大幅な賃上げが実現、実質賃金は23年度後半にプラスへ

個人消費が堅調を維持すると見込む背景として、物価の影響を考慮した実質賃金が前年比マイナスから好転する兆しがみられることもある。23年春闘において妥結された賃上げ率(ベースアップ、定期昇給の合計)は、+3.7%(連合集計、5月8日時点)と30年ぶりの高い伸びとなった(図表2-7)。組合員数300人未満の中小企業でも、+3.4%の高い伸びとなっている。名目賃金の伸びは一般労働者(フルタイム)が牽引する形で拡大し、実質賃金は23年度後半に前年比プラス圏に転じると見込む(図表2-8)。

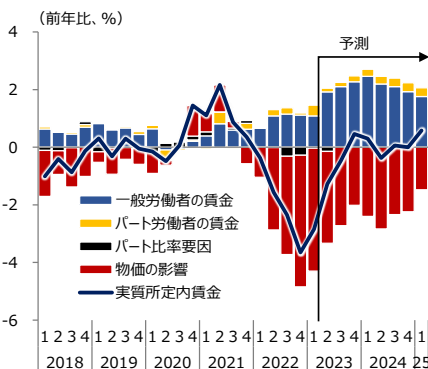
この背景には、既往の物価上昇を踏まえて賃上げ機運が高まったこともあるが、企業が人材確保のために高賃金を提示する必要性が高まった側面も大きい。労働者の不足感は経済活動正常化に伴い高まっており、特に正社員の不足感は調査開始の1999年以降で過去最高となった(図表2-9)。

図表 2-7 春闘の賃上げ率



注: 中小企業は組合員数300人未満。23年は5月8日時点で、22年までは6月末時点の最終集計結果。
出所: 連合「2023年春季生活闘争 第5回回答集計」より三菱総合研究所作成

図表 2-8 一人当たり実質賃金



注: 共通事業所ベース。物価の影響は、消費者物価指数の帰属家賃を除く総合。
出所: 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 労働者過不足判断 DI



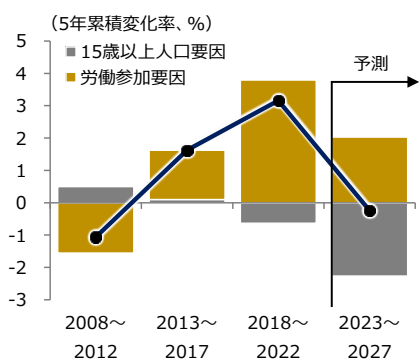
注: 直近は23年2月調査。
出所: 厚生労働省「労働経済動向調査」より三菱総合研究所作成

持続的賃金上昇を示唆する「変化」と上昇を阻む「課題」

23年度の大規模賃上げを契機に、長年変化の乏しかった日本の賃金が持続的に上昇するかが内需拡大の強さを左右する。先行きを展望すると、賃金上昇が続くと考えられる2つの「変化」と上昇を阻む「課題」がある。

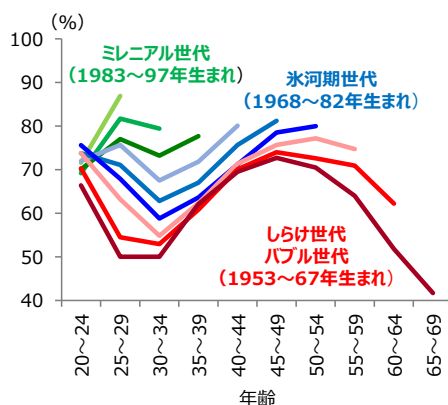
第一の変化は、過去10年間で増加傾向にあった労働力人口が、今後は減少に転じることだ(図表2-10)。人口減少が進むなか、労働参加率の拡大では労働力の減少を食い止められなくなる。女性(15~64歳)の労働参加率を生年別にみると、若い世代ほどいずれの年齢時点でも労働参加が高い傾向があり、多少の労働参加率上昇余地が残っているが(図表2-11)、人口減少要因を相殺するには至らない。高齢者(65歳以上)の労働参加率は頭打ちとなる見込みであり(図表2-12)、人口ボリュームの厚い団塊の世代が労働市場から退出する影響も大きい。こうした労働力人口の減少は、労働需給の逼迫を通じて、賃金上昇圧力となる。

図表 2-10 労働力人口



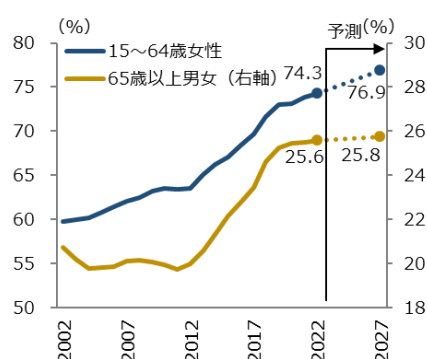
出所: 総務省「労働力調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 労働参加率(女性・生年別)



注: 折れ線は生年5年ごとに分かれており、右側ほど先に生まれた世代を意味する。各折れ線の右端は直近2022年時点。
出所: 総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 労働参加率

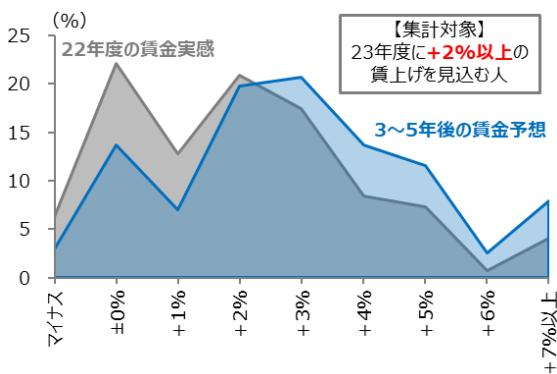


注: 労働参加率=労働力人口/人口。
出所: 総務省「労働力調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」より三菱総合研究所作成

第二の変化は、「賃金は上がらない」という人々のノルム(社会規範・通念)の変化だ。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調査によると、23年度に+2%以上の賃上げを見込む回答者は、3~5年後に従来よりも高めの賃金上昇を見込む割合が高まっている(図表2-13)。今年度の高めの賃金上昇により、労働者の中長期的な賃金見通しも上振れしつつあり、企業は人材確保のために賃金上昇を重視し続けることになろう。

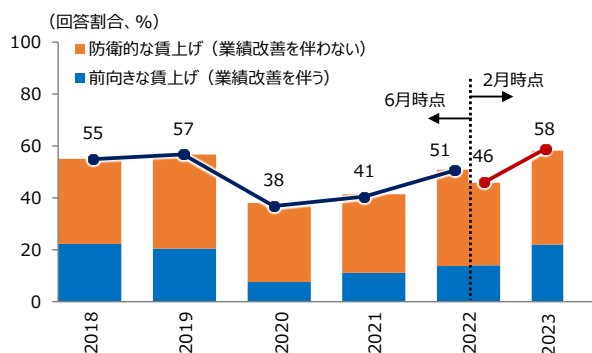
ただし、現在の経済構造のままでは持続的な賃金上昇は見込み難く、特に中小企業の収益改善が課題だ。23年度に賃上げを予定する中小企業は、東京商工会議所の調査によると、2月時点で全体の58%と幅広い企業で賃上げが実施される見込みだ(図表2-14)。しかし、そのうち6割強は業績改善を伴わない「防衛的賃上げ」であり、持続性は乏しい。また、ものづくり産業労働組合(JAM)の労使交渉妥結状況から賃上げ水準の分布をみると、中小企業のなかでも大幅な賃上げに踏み切る企業がみられる一方で、例年並みの賃上げ額にとどまる企業も多く、企業間格差は大きい(図表2-15)。持続的な賃金上昇に向けては、中小企業が、デジタル技術の積極的な活用や商品・サービスの付加価値向上を通じて生産性を高め、価格転嫁・収益改善につなげていくことが必要だ。

図表 2-13 家計の賃金予想分布(MRI 調査)



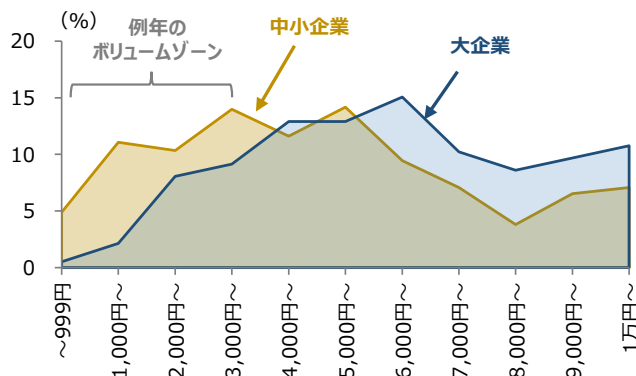
注:賃金見通しを回答した3,487人のうち、23年度に+2%以上の賃上げを見込む回答者は666人。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(23年4月15-16日)

図表 2-14 賃上げ実施企業割合(中小企業)



注:2月時点は東京商工会議所、6月時点は日本商工会議所による調査であり、単純比較できない点には留意。
出所:日本商工会議所「商工会議所LOBO調査」、東京商工会議所「最低賃金および中小企業の賃金・雇に関する調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 賃上げ水準の分布(機械・金属産業)



注:中小企業は組合員300人未満。5月12日時点。
出所:ものづくり産業労働組合(JAM)「2023年春季生活闘争情報 No.18」より三菱総合研究所作成

注目点② ポストコロナの企業活動 —— 環境変化を見据え投資拡大が継続、生産性向上の好機に

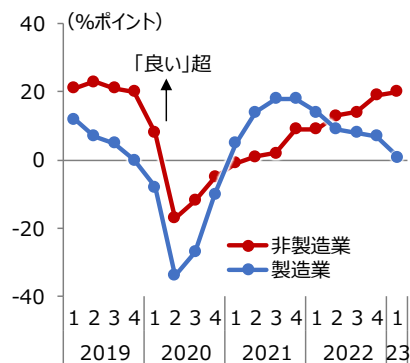
堅調な個人消費とインバウンド需要が非製造業の回復を主導

非製造業の企業景況感、個人消費の持ち直しを背景に改善している。非製造業の業況判断DI(日銀短観)は、4期連続で改善し、コロナ危機前(19年10-12月期)の水準を回復した(図表2-16)。先行きも、景況感は底堅く推移するとみる。その背景として、新型コロナの5類移行などポストコロナにおける行動・意識変化の影響が大きく、外出の増加から宿泊・飲食サービスや対個人サービスを中心に回復が続くだろう。

加えて、インバウンド需要の回復も、非製造業の景況感改善を後押ししよう。23年1-3月期の訪日外客数は、韓国やASEANからの訪問が増加し、コロナ危機前(19年同期)の6割程度まで回復した(図表2-17)。

先行きのインバウンド需要は、中国人観光客の回復と旅行単価の増加によって、一段の回復が進むとみる。中国人観光客はいまだ少数にとどまっているが、今後日本への団体旅行が解禁されれば、他地域に遅れて回復することが期待される。

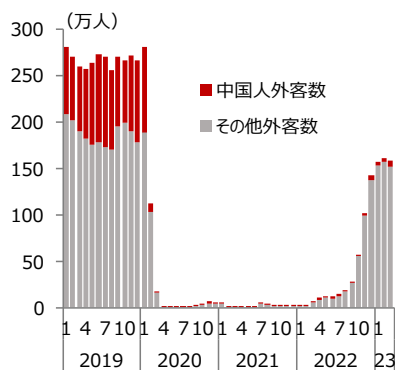
図表 2-16 業況判断 DI



注:全規模。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

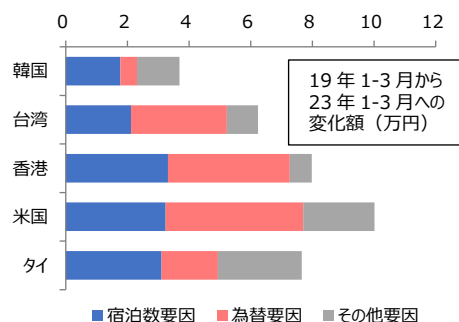
訪日客の一人当たり消費額も、円安や宿泊日数の長期化を背景に、19年と比べて増加している(図表2-18)。23年3月に閣議決定された「観光立国推進基本計画」では、25年度までに旅客者一人当たり消費額を20万円(23年1-3月期18.6万円)にすることを目標に掲げている。付加価値の高いサービスの提供により旅行単価の増加傾向が続けば、景気押し上げ効果は拡大するだろう。これらを織り込み、インバウンド消費は実質GDP成長率を23年度に0.4%ポイント、24年度に0.2%ポイント押し上げるとみる。

図表 2-17 訪日外客数



注:当社による季節調整値。直近は23年3月。
出所:JNTO「訪日外客統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 訪日客一人当たり消費額の変化



注:観光・レジャー目的。23年1-3月期の訪日客数が多い上位5カ国。
出所:観光庁「訪日外国人消費動向調査」、Bloombergより三菱総合研究所作成

製造業は米欧経済減速が下押しも、中国経済回復や自動車生産の供給制約緩和が下支え

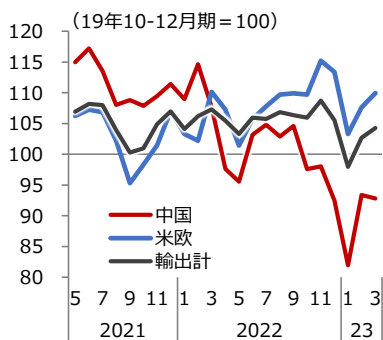
一方、製造業の景況感は海外経済減速を背景に悪化傾向が続いている(図表2-16)。実質財輸出は、23年1-3月をならしてみると、中国向け・米欧向けともに落ち込んでいる(図表2-19)。

先行きの製造業の景況感は、外需の下押しが続くものの、大幅な悪化には至らないとみる。①中国経済の回復が輸出を下支えすることに加え、②供給制約緩和から自動車生産の回復が見込まれるためだ。

①について、米欧経済は既往の利上げに加え、金融市場混乱の影響もあり、23年内は低成長が続く見込みだ。一方、ゼロコロナ政策を解除した中国では経済活動の回復が進んでいる。特に投資センチメントが持ち直し傾向にあり(図表2-20)、中国向け資本財輸出の回復が期待される。

②について、生産の制約となっていた車載半導体不足の緩和に伴い、蓄積された受注残へ対応する形で増産が続くだろう。実際、輸送用機械工業の予測実現率(生産計画と生産実績のかい離幅)は、22年後半以降、大幅マイナス傾向から脱しており、計画並みの生産が可能になりつつある(図表2-21)。鉱工業生産は、23年度前年比+2.5%、24年度同+3.2%と、回復が続くとみる。

図表 2-19 地域別実質輸出



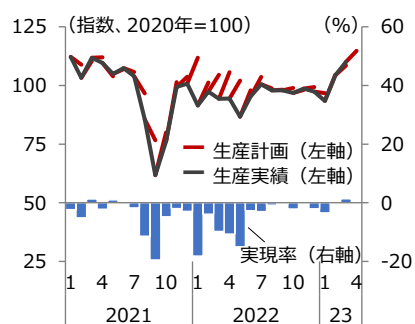
注:当社による季節調整値。米欧は米国とEU加盟27カ国の加重平均。
出所:財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-20 中国の投資センチメント



出所:長江商学院「Business Conditions Index」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 生産計画と生産実績 (輸送用機械)



注:生産計画は当月上旬における計画。
出所:経済産業省「鉱工業指数」「製造工業生産予測指数」より三菱総合研究所作成

中小企業も含めて投資姿勢が積極化、中長期的成長を見据え好循環実現に前進

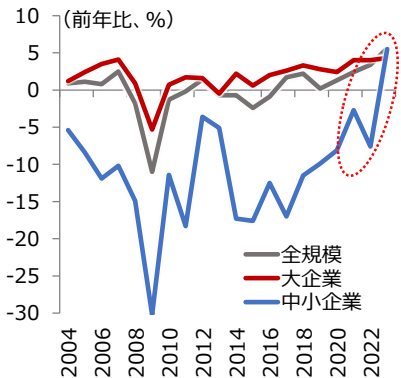
企業の設備投資は、22年度を通じて持ち直し傾向が続いた。23年1-3月期の実質民間企業設備投資は、季調済前期比+0.9%(22年10-12月期同▲0.7%)と2四半期ぶりに増加に転じた。

先行きの投資意欲も旺盛であり、設備投資は拡大基調が続くとみる(23年度前年比+2.5%、24年度同+2.0%)。23年度の設備投資計画(全規模・全産業)は前年比+5.3%と、3月調査としては過去最高の伸びとなった(図表2-22)。

積極的な投資姿勢は、中小企業にも広がっている。中小企業の23年度の設備投資計画は、前年比プラスと、3月調査としては異例の高さだ。中小企業では従来、利益を「内部留保」に積み上げる傾向が強かったが、近年は「従業員への還元」や「設備投資」を重視する傾向が強まっている(図表2-23)。帝国データバンクの調査

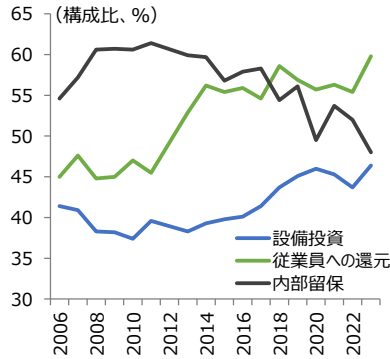
では「設備投資」などを重視する企業は売上高の伸びが高い傾向がある(図表2-24)。設備投資を通じて生産性の向上・収益力の強化が実現できれば、持続的な賃上げも可能になるだろう。

図表 2-22 設備投資計画
(3月調査・全産業)



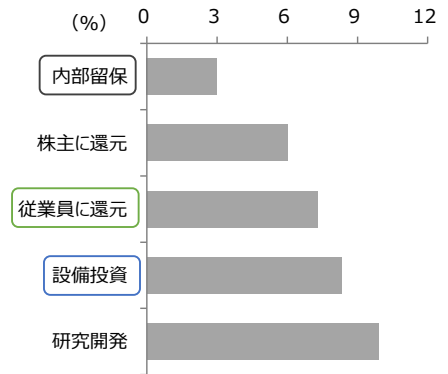
注:直近は23年度。ソフトウェアを含み、土地を除く。
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-23 利益配分スタンス
(中小企業)



注:上位3項目までの複数回答。11年までは10-12月期調査、13年以降は1-3月期調査(12年は欠損値)。
出所:内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-24 利益配分スタンス別の売上高増加率(中小企業)



注:2015-20年にかけての増加率。
出所:帝国データバンク「中小企業の経営力及び組織に関する調査」より三菱総合研究所作成

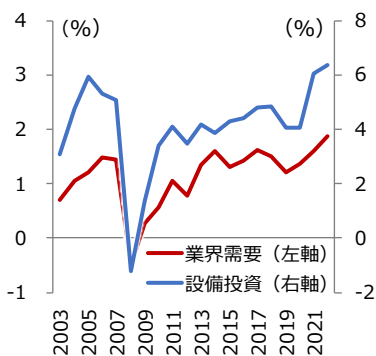
こうした設備投資の強さは、中長期的な成長投資という側面が強い。企業の3年先の業界需要と設備投資見通しは高水準にあり、特に前者は集計が開始された2003年以降で最高水準だ(図表2-25)。特に投資拡大が期待される分野は以下の3つだ。

第一に、人手不足対応のための省力化・合理化投資や、事業のDX化に向けたデジタル投資だ。前者については、人手不足の深刻化が予想されるなかで、賃上げなどの人材獲得策に加えて、ITツールの活用や社員の能力開発といった、省力化・合理化による生産性の向上を図る動きが加速していこう。また、後者について、当社が22年12月に実施した調査では、3割弱の回答者が「投資が大きく増額した」と回答しており、「投資が十分ではない」「今後投資を行う予定」といった、先行きの投資拡大を示唆する回答も多い(図表2-26)。

第二に、脱炭素(GX)関連投資だ。EVの普及など構造変化を見据えた、研究開発などが進展している。さらに、23年5月に成立した「GX推進法」では、10年で20兆円規模のGX経済移行債を政府が発行し、企業の脱炭素化を支援する方針が示されており、企業の取り組みを後押しするだろう。

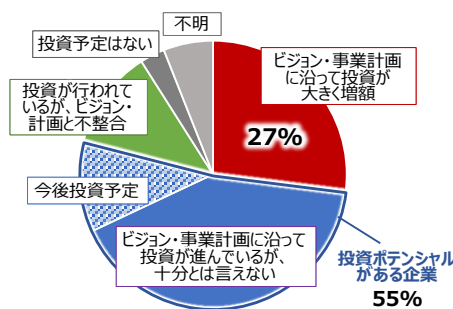
第三に、供給網強靱化を目的とした国内生産能力の増強だ。特定国に対する供給依存の懸念から調達先を国内に切り替える動きが進みつつあり、海外生産を想定する企業割合は低下している(図表2-27)。戦略物資など経済安全保障に関連する品目では、国内投資の重要性が高まるだろう。例えば、日本銀行福岡支店の分析によると、21年に台湾TSMCが熊本県への新工場建設を公表して以来、九州地域で計画・実行中の半導体関連投資額は、3月時点で約1.5兆円に上る(19年同地域の投資総額の約2割)。

図表 2-25 設備投資・業界需要見通し



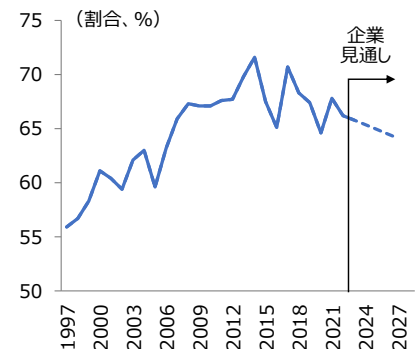
注:3年先の見通し。直近は2022年度。
出所:内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-26 DX投資の現状
(MRI調査)



注:売上高100億円超の企業の従業員で、社内のデジタル化・DXの取り組みに関わる千名を対象に実施。22年12月に調査を実施。
出所:三菱総合研究所「DX推進状況調査(https://www.mri.co.jp/news/press/20230405.html)」より作成

図表 2-27 海外現地生産を行う企業の割合



注:製造業。22年度は実績見込み。
出所:内閣府「企業行動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③ 物価と金融政策の方向性 — 2%近傍の物価上昇が持続、金融政策は年内にも修正へ

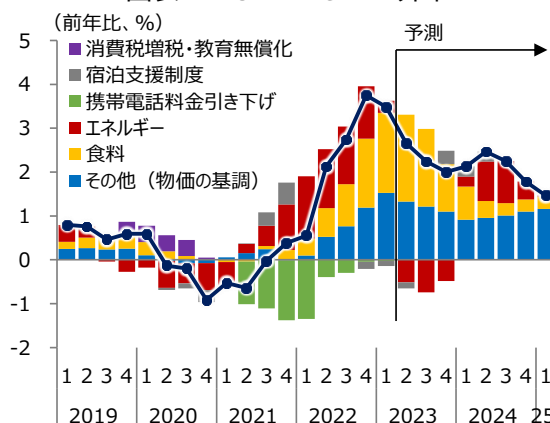
続くコストプッシュ型インフレ、価格転嫁も一層進捗

消費者物価は、コストプッシュ型の高い伸びを続けている(図表2-28)。23年3月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアCPIとする)は、前年比+3.1%となった。政府の電気・ガス料金抑制策により、1月(同+4.2%)をピークに鈍化しているものの、変動の大きい品目の影響を除いた「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」は3月同+3.8%、「食料及びエネルギーを除く総合」では3月同+2.3%と伸びが加速しており、物価の基調は着実に高まりつつある。

この背景として、価格転嫁の動きが一段と広がっていることが挙げられる。企業の販売価格と仕入価格(当社推計値)の差をみると製造業・非製造業ともに、大企業が仕入価格以上に販売価格を引き上げていることがわかる(図表2-29)。中小企業では、製造業の価格転嫁は依然として不十分だが、非製造業では販売価格の伸びが仕入価格の伸びに追い付きつつある。

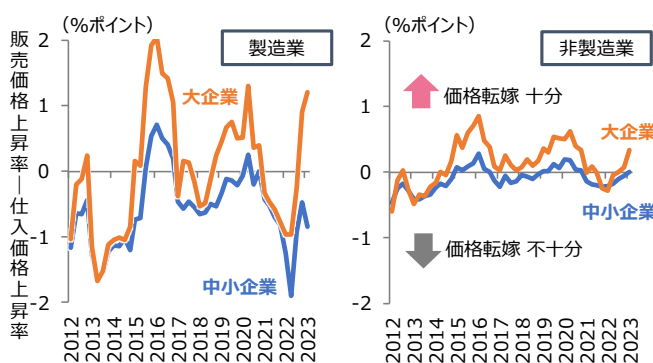
賃金上昇で家計の値上げに対する防衛的な反応が和らげば、価格転嫁は一段と進む可能性がある。当社が実施したアンケート調査によれば、22年に高めの賃金上昇を経験した人は、そうでない人に比べて、「予定通りの商品・サービスを購入する」との回答割合が高い(図表2-30)。外食や宿泊料など、外出関連の品目でもこの傾向が鮮明だ。

図表2-28 コアCPI上昇率



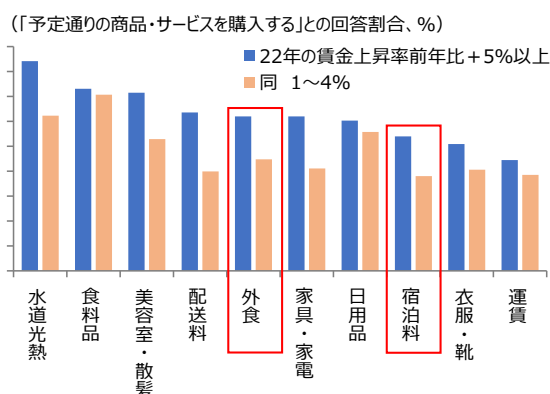
注: 23年6月に電力会社の規制料金引き上げを想定。料金電気代・都市ガス代抑制策は23年10月以降に支援幅縮小、ガソリン補助金は23年6月以降に支援幅縮小。ともに24年3月まで実施と想定。
出所: 総務省「消費者物価指数」より作成、予測は三菱総合研究所

図表 2-29 企業の販売・仕入価格上昇率の差(MRI 推計)



注: 日銀短観の販売価格・仕入価格DIを用いて販売価格上昇率と仕入価格上昇率を推計し、その差を示したもの。直近は23年3月。
出所: 鎌田・吉村(2010)「企業の価格見通しの硬直性:短観DIを用いた分析」、財務省「法人企業統計」、日本銀行「短観」「企業物価指数」「企業向けサービス価格指数」より三菱総合研究所作成

図表2-30 値上げに対する反応(MRI調査)



注: 22年の賃金が前年比で上昇したと回答した842名(うち、+5%以上との回答は126名)を対象に、価格が5%上昇した場合に「予定通りの商品・サービスを購入する」と回答した割合を集計。その他に「品質や知名度の劣る他の安い商品・サービスに切り替える」、「同じ商品・サービスの購入量・頻度を減らす」、「商品・サービスの購入を諦める」、の選択肢を提示。
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4月15-16日)

政策要因と賃金増の影響で、コアCPIは24年度も2%近傍

先行きも当面、コアCPIは前年比+2%を上回る伸びを維持する見通しだ(前掲図表2-28)。24年入り後は、コストプッシュ圧力が一巡することで食料の上昇ペースが鈍化し、コアCPIの伸びは緩やかに低下するものの、電気・ガス料金抑制策や宿泊支援制度といった政策効果の反動が押し上げ要因となるほか、物価の基調(図表2-28の「■その他」に相当)が底堅いプラス寄与を維持するとみる。

この背景には、①期待インフレ率の上昇と需給ギャップのプラス幅拡大(デマンドプル型の物価上昇への移行)があるほか、②高めの賃金上昇がサービス価格に波及することもある。

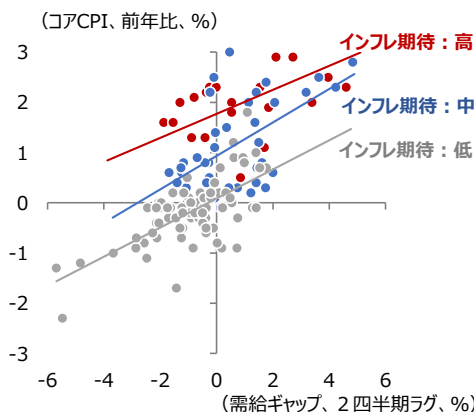
まず、①に関して、家計のインフレ期待の高低で分けたフィリップス曲線(物価上昇率と需給ギャップの関係)をみると、現在のようにインフレ期待が高い局面では、その他の局面よりも曲線が上方に位置していることがわ

かる(図表2-31)。今回の成長率見通しに基づくと、需給ギャップは24年度末にかけて1%近傍にまで上昇するとみられ、物価上昇率は、図中「インフレ期待:高」の線に沿う形で高まっていくだろう。

さらに、②に関しては、注目点①(P.11)で示した23年の高い賃上げ率が、サービス価格の押し上げに寄与する。名目賃金とサービス価格には、長期的に正の相関が確認されるが、22年には、いずれも高い伸びを記録した1980年～90年代前半のような局面に移行する兆しがみられた(図表2-32)。賃金上昇からサービス価格への影響をVARモデルで推計すると、賃金上昇率の伸びはタイムラグを伴う形でサービス価格、ひいてはコアCPIを押し上げる(図表2-33)。具体的には、非製造業の賃金上昇率が1%ポイント上昇すると、コアCPIの前年比伸び率が累積的に0.4%ポイント程度押し上げられる。

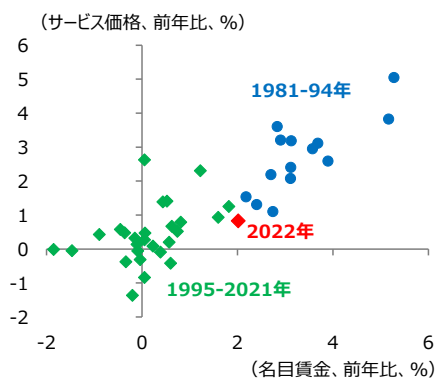
以上を踏まえ、コアCPIの先行きは、23年度は前年比+2.3%、24年度は同+2.0%と予測する。

図表2-31 物価と需給ギャップ



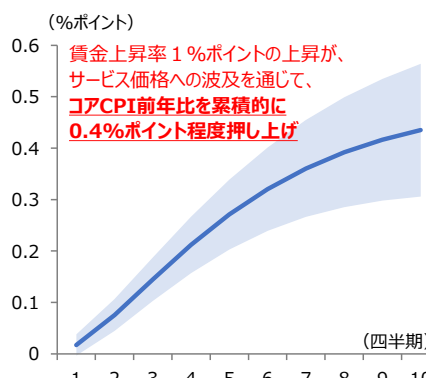
注:期間は82年3月～19年12月。内閣府(2017)をもとに推計した家計のインフレ期待1.5%以上の時を「高」、0.5%未満の時を「低」、それ以外を「中」として分割。
出所:総務省「消費者物価指数」、日本銀行「需給ギャップと潜在成長率」、内閣府(2017)「日本経済2016-2017」「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

図表2-32 名目賃金とサービス価格



注:サービス価格はCPI(サービス)、名目賃金は名目賃金指数(所定内給与)。CPIは家賃と通信料(携帯電話)の影響を除く。
出所:総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」より三菱総合研究所作成

図表2-33 賃金上昇の物価押し上げ効果(MRI推計)



注:賃金上昇率は、非製造業各業種の名目賃金指数(定期給与)を常用雇用者数で加重平均して算出。CPIは通信料(携帯電話)を除く。バンドは上下2標準偏差。
出所:IMF、厚生労働省「毎月勤労統計」、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」より三菱総合研究所作成

【推計の概要】
 ・以下の4変数からなるVARモデルを推計。
 ①実質実効為替レート(前年比、%)
 ②名目賃金指数(非製造業、前年比、%)
 ③需給ギャップ(%)
 ④CPI(一般サービス、前年比、%)
 ・ショックの識別:上記順のコレスキー分解
 ・ラグ:1期
 ・推計期間:03年1-3月期～23年1-3月期
 ※左図は、②名目賃金指数のショックに対する、④CPIの累積インパルス応答を、コアCPI前年比への寄与度に換算して表示。

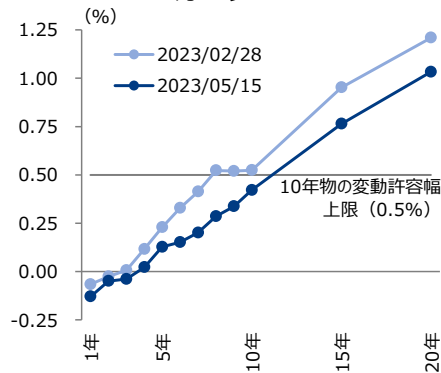
副作用に配慮し、日本銀行は23年内にもYCCの修正へ

先行きの金融政策については、日本銀行は、23年10-12月期に、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、以下「YCC」)を修正すると予測する。具体的には、長期金利の変動許容幅の再拡大、または誘導目標(0%)の撤廃を実施するとみる。この背景として、①前述の通り、24年度の物価上昇率が目標(2%)付近で推移するなか、現行のYCCほどの強力な金融緩和策を続ける必要性が低下していることに加え、②市場機能低下への懸念が急速に強まっていること、がある。

従来、YCCの副作用としては、10年物国債金利の抑制によるイールドカーブのゆがみに注目が集まってきた(図表2-34)。直近では、米欧で長期金利への上昇圧力が緩和し、海外投資家が日本国債の買い越しに転じたこともあり(図表2-35)、ゆがみは幾分解消しているが、海外市場の動向次第では、ゆがみが再び拡大する懸念も残る。

さらに、直近では、債券市場の機能度低下に対する懸念も強まっている。日本銀行が機関投資家などを対象に実施した調査によれば、債券市場の機能度DI(「高い」-「低い」)は、調査開始以降で最低のマイナス64%ポイントとなった(図表2-36)。買い手と売り手の提示価格の差であるビッド・アスク・スプレッド(差が小さいほど市場の流動性が高い)の拡大や、意図した通りの価格で取引ができないことが問題視されている状況だ。債券市場の機能度が一層低下すれば、金融市場の不安定な値動きや、金融機関の流動性リスクに対する

図表2-34 日本国債のイールドカーブ



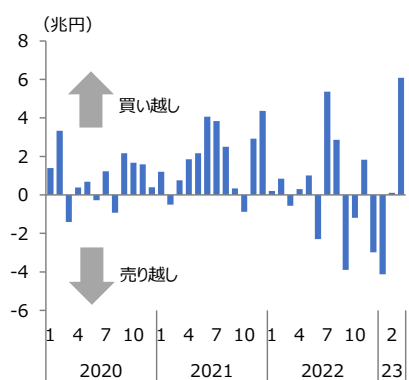
出所:財務省より三菱総合研究所作成

懸念などにつながる恐れもある。

日本銀行は、今後1年から1年半程度の時間をかけて、過去25年間にわたる非伝統的な金融政策についての多角的なレビューを行うとしているが、この間においても、経済・物価・金融情勢次第では必要に応じて政策を修正する意向を示している。先行きの物価・賃金の見通しが固まってくる23年10-12月期には、上述の副作用への対応を通じて金融緩和の持続性を高める観点から、経済・金融市場への影響にも目配りしつつ、YCCの修正に踏み切るだろう。

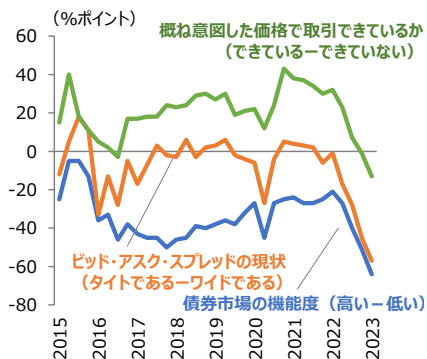
なお、米欧における金融不安が日本銀行の金融政策運営に与える影響については、現時点では軽微であるとみている。この理由として、①邦銀の資金調達基盤は、粘着性が高い小口の家計預金であるほか、特定のセクターに対する過度なリスクテイクの動きも見受けられず、金融システムの健全性が維持されていること、②日本の銀行間市場は安定しており、米欧の金融不安が波及している様子はみられないこと、がある。このうち、②について、銀行市場の不安の度合いを示すOISスプレッドを日米で比較すると、米国では22年以降振幅の大きい展開が続いている一方で、日本では総じて低位で安定していることがわかる(図表2-37)。個別行ベースでは、運用難から外債投資を拡大してきた銀行などで債券含み損が拡大し、業績が下押しされる可能性もあるが、金融システム全体への悪影響は限定的とみる。

図表2-35 海外投資家の日本国債売買



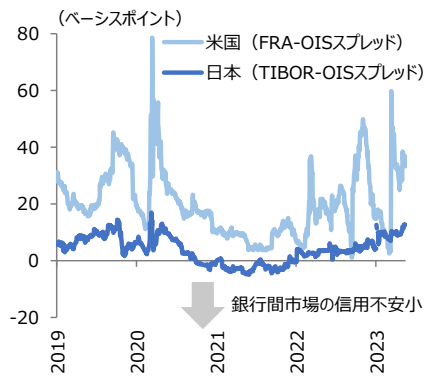
注: 国庫短期証券を除く。
出所: 日本証券業協会より三菱総合研究所作成

図表2-36 債券市場サーベイ



注: 直近は23年2月調査。
出所: 日本銀行「債券市場サーベイ」より三菱総合研究所作成

図表2-37 OISスプレッド



注: 直近は5月15日、期間は3カ月。
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

(3) 日本経済の先行きリスク —— 海外経済の失速・半導体関連輸出の減少・個人消費の腰折れが懸念

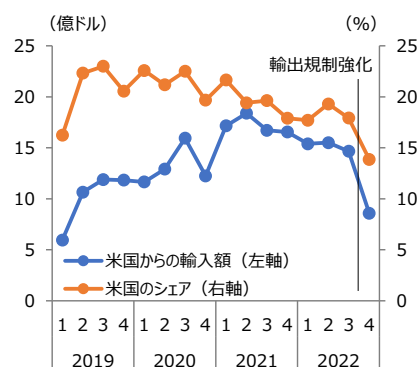
先行きの景気見通しは下振れリスクが大きく、主に①海外経済の下振れ、②半導体規制の影響、③賃金抑制による個人消費の低迷である。

まず、①については、米欧の金融引き締め長期化による景気失速や、中国の不動産市況悪化による成長鈍化により、輸出が減少するシナリオが想定される。当面の間は、米欧金融機関の経営不安の影響も注意する必要があるだろう。とりわけ、米国においては、株価急落・預金流出から破綻に至る銀行が相次いでおり、今後もこうした動きが拡大すれば、グローバルな金融市場の混乱が实体经济にも悪影響を及ぼしかねない。

②について、日本政府は3月末に、半導体関連23品目の輸出規制強化を決定した。対象は一部の先端分野にとどまっており、現段階での影響は限定的とみるが、関連品目にも輸出減少が波及するおそれもある。米国では、昨年10月に対中輸出規制が強化された後、中国向けの半導体製造装置の輸出が減少している(図表2-38)。日本の輸出規制は米国と足並みをそろえた側面もあり、今後規制が強化される可能性も拭えない。

最後に③について、賃上げが定着せず、24年以降に賃金上昇率が再び低迷すれば、個人消費の抑制が想定される。家計が賃上げを一時的なものとして認識すれば、将来不安の解消にはつながらず、節約志向が強まるだろう。海外経済が減速するなか、個人消費の回復が息切れすれば、景気後退りも視野に入る。23年の高い賃金上昇を内需起点の好循環実現につなげられなければ、従来の低賃金・低インフレに戻り、財政・金融政策運営の正常化も遠のくだろう。

図表2-38 半導体製造装置の米国からの輸入額(中国)



注: HSコード8486から同848630(フラットパネルディスプレイ製造装置)を除いたもの。
出所: UN Comtradeより三菱総合研究所作成

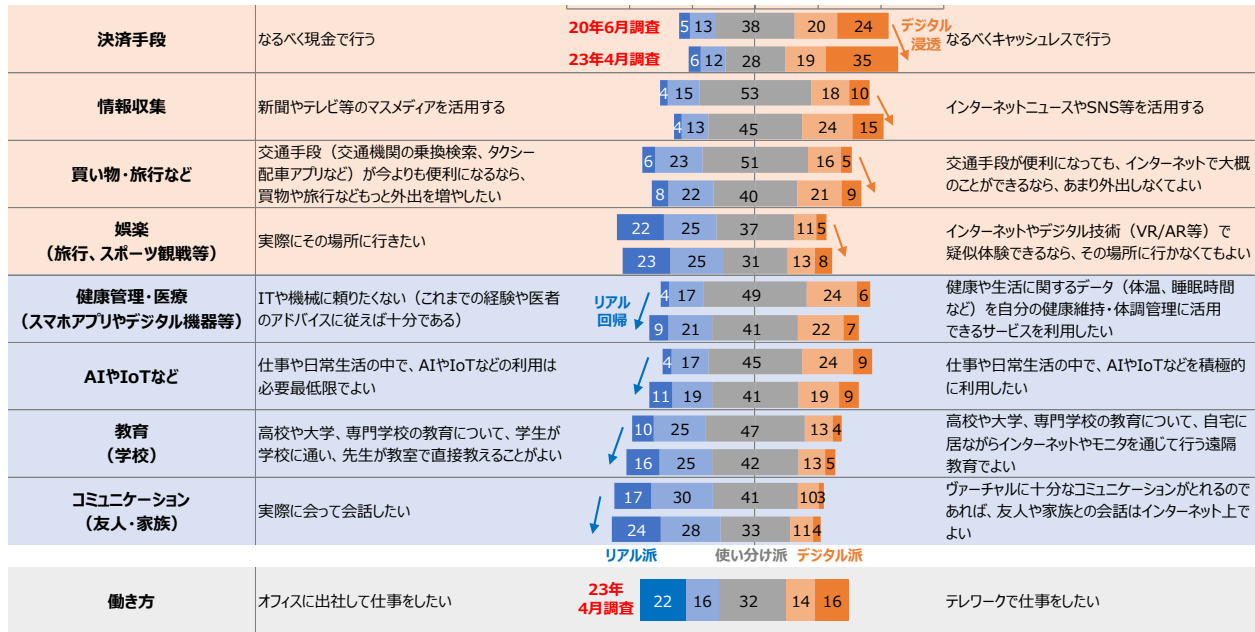
トピックス: ウイズコロナで生じた変化と今後の課題

コロナ危機を経て、我々の社会生活は様々な面で大きく変化した。本トピックスでは、(1)デジタル技術の活用、(2)地方移住、(3)中小企業支援策に焦点を当て、過去3年間で生じた変化と今後の課題を指摘する。

(1)分野によりデジタル技術の浸透に濃淡

当社は、コロナ感染初期段階(20年6月)において、コロナ終息後のデジタル技術利用に関する希望を調査していたが、23年4月にも同様の調査を実施し、比較を行った(図表 2-39)。

図表 2-39 コロナ終息後のデジタル技術利用に関する希望



注: 回答者割合、%。積み上げ棒グラフの淡色は、ややリアル(ややデジタル)派を示す。「働き方」は、23年4月のみ調査。四捨五入の影響から、合計が100%にならない場合がある。
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(2020年6月23-25日、2023年4月15-16日に実施 回答者はいずれも5,000人)

デジタル技術の利用意向(図中 ■・■)が拡大した分野としては、「決済手段」、「情報収集」、「買い物・旅行」、「娯楽」がある。コロナ危機下で実際にデジタルサービスを体験する局面が増え、その利便性を多くの人が認識したとみられる。一方、「コミュニケーション」や「教育」、「健康管理・医療」などでは、リアル回帰の意向(図中 ■・■)が強まった。これらの分野に関しては、現時点の技術では、対面の機会から得られる価値をオンラインで代替しきれないという実感が広がったと考えられる。

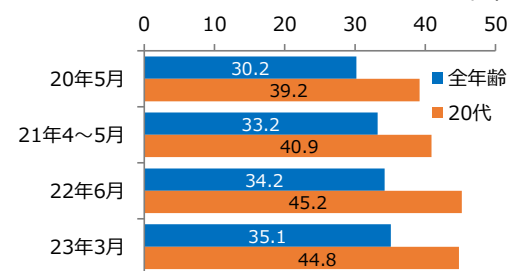
全ての分野に共通している点は、「デジタル・リアルを使い分ける」という回答の割合(図中 ■)が減少し、いずれか重点的に利用する意向が強まったこと確認されたことである。分野ごとの個人の選好を踏まえて、デジタル技術とリアルな機会を適切に活用することが、ポストコロナの社会価値向上の一助となるだろう。

(2)東京一極集中の是正にはデジタル化のさらなる進展が必要

コロナ禍当初には、地方分散が進み、これまでの東京一極集中が見直されるとの期待が高まった。首都圏在住者の3割以上が地方移住に関心を持ち、特に20代でその傾向が顕著だった(図表2-40)。その理由には、都心部におけるコロナ感染リスクへの警戒感もあるが、テレワークの普及で、地方移住後も従来の仕事を続けられる可能性・魅力が高まったことが大きい。一部の企業は、本社機能を地方に移転する方針を示すなど、地方分散の動きが社会の潮流となる兆しもみられた。新型コロナ5類移行を目前に控えた23年3月時点でも、地方移住に対する関心は依然として高い。

しかし現実には、首都圏からの人口流出は定着せず一時的にとどまった(図表2-41)。人口流入のペースは19年の水準を下回るものの、地方分散が進んだとは言えない状況だ。

図表 2-40 首都圏在住者の地方移住に対する関心度 (%)



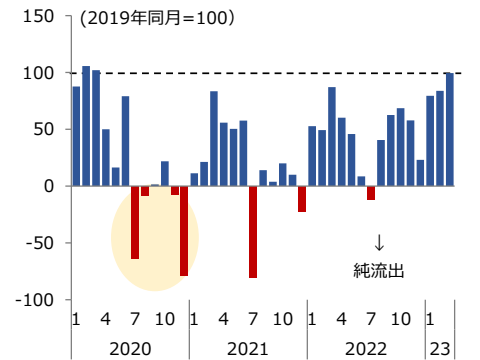
注: 首都圏は東京・神奈川・埼玉・千葉。程度を問わず「関心がある」との回答割合。
出所: 内閣府「新型コロナウイルス感染症の影響下における生活意識・行動の変化に関する調査」より三菱総合研究所作成

この背景には、①雇用や学業の中心地としての首都圏の魅力の強さ、②テレワークの限界、がある。

①について、地方移住に関心の高いはずの20代では、首都圏への人口流入がコロナ危機前に比べてむしろ増加している。大学や大企業の拠点が首都圏に集中している影響は依然として大きい。

②について、テレワークの限界も地方移住を阻んでいる可能性がある。前述のアンケートでは、コロナ収束後に「テレワークで仕事をしたい」との回答は30%と、「オフィスに出勤して仕事をしたい(38%)」を下回った(前掲図表2-39)。コミュニケーション機会の減少や生産性の低下など、テレワークの課題も認識されつつあり、テレワークを前提とした地方移住は容易ではない。今後、地方分散の動きを進めるには、デジタル技術の進展とその効果的な活用を通じて、こうした課題を克服していくことが求められるだろう。

図表 2-41 首都圏の人口純流入



注：首都圏は東京・神奈川・埼玉・千葉。
出所：総務省「住民基本台帳人口移動報告」より三菱総合研究所作成。

(3) 中小企業に対する政策支援が残した課題

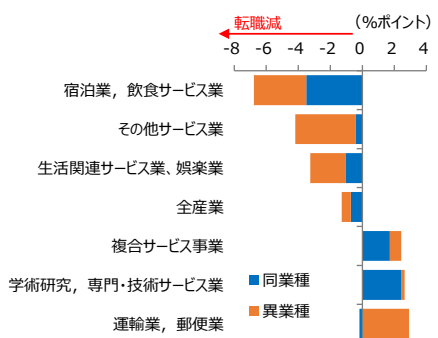
コロナ禍で政府が実施した企業向けの経営支援策、特に①雇用調整助成金と②実質無利子・無担保融資(以下、ゼロゼロ融資)は、失業や企業倒産の増加を抑えた面もあるが、経済への副作用も残した。

①雇用調整助成金は、特例措置として支給要件の緩和・支給上限の拡大が実施され、主に中小企業を対象に、23年3月末までに累計6.4兆円が支給された。厚生労働省³は、この措置で失業率の上昇が最大2.1%ポイント抑制されたと試算している。一方で、本来生じたはずの労働移動の機会が失われた可能性もある。20~22年の転職率をコロナ危機前(17~19年)と比較すると、助成金の支給割合が大きい宿泊・飲食サービス業などで、他社・他業種に転職する動きが減少したことが確認できる(図表2-42)。

②ゼロゼロ融資は、企業の手元流動性の確保を通じて、企業倒産の抑制に寄与した。20~22年の企業の倒産件数は、年平均約6,700件と、コロナ危機前(17~19年：同約8,300件)を大幅に下回る(図表2-43)。一方、収益力が低く、正常な経済構造のもとでは存続困難な「ゾンビ企業」を延命・増加させた可能性も大きい。植杉他⁴によると、もともとのゾンビ企業の方が非ゾンビ企業に比べて、ゼロゼロ融資の利用率が高いことが示されている(図表2-44)。Hong 他⁵は、コロナ禍において、①不健全な企業退出の減少、②長期借入増加、に伴いゾンビ企業数が増加したと指摘している。

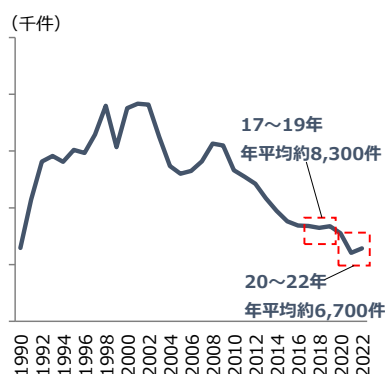
今後は、企業の存続支援から、円滑な労働移動や、経営者の再スタート促進に政策の軸足を移すことが重要になるだろう。前者に向けては、労働者のリスキング支援などの取り組みを一段と加速させる必要がある。後者に向けては、清算や事業譲渡に係る手続きなど経営者の負担を軽減することが肝要だ。

図表 2-42 転職率の変化 (17~19年→20~22年)



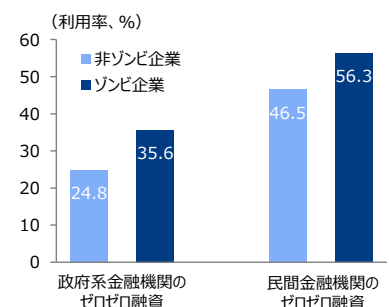
注：転職率＝転職者数／就業者数。上位・下位3業種ずつと全産業の実績を示した。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-43 倒産件数



出所：東京商工リサーチより三菱総合研究所作成

図表 2-44 ゼロゼロ融資の利用率



注：ゾンビ企業の定義は、次のいずれかを満たさず企業。①借入金利が最優遇金利未満、かつ、ROAが最優遇金利以下。②ROAが最優遇金利以下、かつ、負債比率50%超、かつ、借入残高が前年比増。
出所：植杉他「新型コロナウイルス感染症下における企業実態調査の概要」

³ 厚生労働省(2021)、「令和3年版 労働経済の分析 -新型コロナウイルス感染症が雇用・労働に及ぼした影響-」

⁴ 植杉他(2022)、「新型コロナウイルス感染症下における企業実態調査の概要 (改訂版)コロナショックへの企業の対応と政策支援措置：サーベイ調査に基づく分析」, RIETI Discussion Paper Series

⁵ Hong, Ito, Nguyen, Saito(2022)、「Did the COVID-19 Pandemic Create More Zombie Firms in Japan?」, RIETI Discussion Paper Series

図表2-45 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)	550,664	561,197	579,724	600,641	2.4%	1.9%	3.3%	3.6%
	民間最終消費支出	296,323	312,663	325,289	335,220	2.7%	5.5%	4.0%	3.1%
	民間住宅投資	21,129	21,178	21,166	21,193	6.3%	0.2%	▲0.1%	0.1%
	民間企業設備	90,084	96,533	100,176	102,782	4.7%	7.2%	3.8%	2.6%
	民間在庫品増加	1,122	2,157	1,026	1,091	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,968	121,915	123,793	124,775	4.5%	2.5%	1.5%	0.8%
	公的固定資本形成	29,807	30,317	31,582	32,760	▲3.3%	1.7%	4.2%	3.7%
	公的在庫品増加	▲ 90	▲ 255	618	753	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 6,679	▲ 23,312	▲ 23,925	▲ 17,932	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,819	122,700	120,228	122,038	23.0%	18.2%	▲2.0%	1.5%
財貨・サービス輸入	110,497	146,012	144,153	139,970	30.3%	32.1%	▲1.3%	▲2.9%	
実質	国内総生産 (= GDP)	541,037	547,749	555,763	562,339	2.6%	1.2%	1.5%	1.2%
	民間最終消費支出	288,680	295,675	300,579	303,347	1.5%	2.4%	1.7%	0.9%
	民間住宅投資	18,649	17,837	17,793	17,708	▲1.1%	▲4.4%	▲0.2%	▲0.5%
	民間企業設備	87,182	89,774	92,008	93,820	2.1%	3.0%	2.5%	2.0%
	民間在庫品増加	1,194	1,701	989	1,037	***	***	***	***
	政府最終消費支出	117,817	119,078	119,665	120,139	3.4%	1.1%	0.5%	0.4%
	公的固定資本形成	27,563	26,851	27,690	28,468	▲6.4%	▲2.6%	3.1%	2.8%
	公的在庫品増加	▲ 67	▲ 113	▲ 83	▲ 83	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	499	▲ 2,292	▲ 2,580	▲ 1,799	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,884	108,481	110,347	112,852	12.4%	4.4%	1.7%	2.3%
財貨・サービス輸入	103,385	110,773	112,927	114,650	7.1%	7.1%	1.9%	1.5%	
指数	鉱工業生産指数	95.5	95.3	97.6	100.8	5.8%	▲0.2%	2.5%	3.2%
	国内企業物価指数	107.0	117.1	120.6	122.8	7.1%	9.4%	3.1%	1.8%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.9	103.0	105.3	107.4	0.1%	3.0%	2.3%	2.0%
	GDPデフレーター	101.8	102.5	104.3	106.8	▲0.2%	0.7%	1.8%	2.4%
	完全失業率	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	86.6	86.1	84.8	84.6	6.6%	▲0.6%	▲1.4%	▲0.3%
	対外バランス	経常収支（10億円）	20,152	9,226	9,635	12,291	***	***	***
貿易・サービス収支		▲6,420	▲23,337	▲22,363	▲15,881	***	***	***	***
貿易収支		▲1,543	▲18,060	▲19,786	▲14,982	***	***	***	***
輸出		85,637	99,621	95,975	97,420	25.3%	16.3%	▲3.7%	1.5%
輸入		87,180	117,681	115,761	112,402	35.0%	35.0%	▲1.6%	▲2.9%
サービス収支		▲4,877	▲5,276	▲2,578	▲899	***	***	***	***
通関収支戻（10億円）		▲5,587	▲21,751	▲22,204	▲17,278	***	***	***	***
通関輸出	85,874	99,226	97,149	98,599	23.6%	15.5%	▲2.1%	1.5%	
通関輸入	91,460	120,977	119,354	115,877	33.5%	32.3%	▲1.3%	▲2.9%	
為替等	国債10年物利回り	0.09%	0.30%	0.68%	0.80%	***	***	***	***
	日経平均株価	28,385	27,277	29,125	30,125	16.0%	▲3.9%	6.8%	3.4%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	77.3	89.8	77.5	77.5	82.3%	16.2%	▲13.7%	0.0%
	円/ドル レート	112.4	135.5	131.3	122.3	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.162	1.042	1.090	1.100	***	***	***	***
円/ユーロ レート	130.5	141.0	143.1	134.5	***	***	***	***	

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

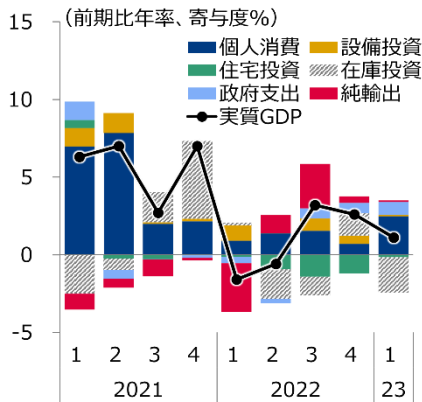
3. 米国経済

(1) 米国経済の現況

米国経済は減速傾向も、堅調な雇用・所得環境が個人消費を下支え

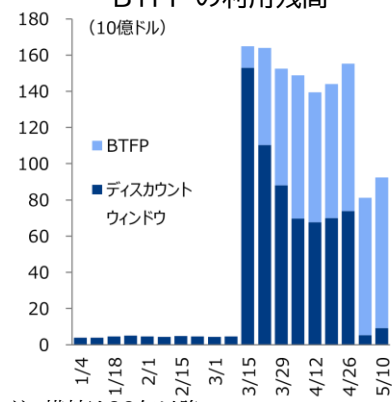
米国経済は、成長ペースが鈍化しているものの、底堅さを維持している。23年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と、2四半期連続で伸びが縮小したが、GDPの約7割を占める個人消費は堅調を維持している(図表3-1)。12月の悪天候による下振れと、1-2月の記録的暖冬による反動増といった一時的要因もあるが、FRBの金融引き締め継続という逆風のなかでも、依然として堅調な雇用・所得環境が米経済の屋台骨である個人消費を下支えした格好だ。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



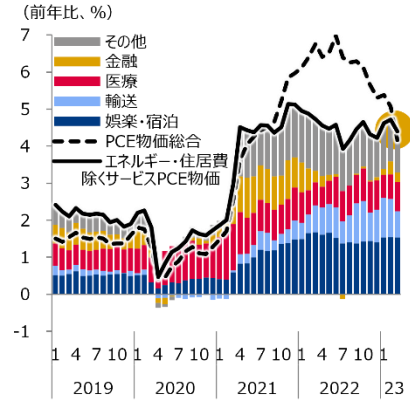
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 ディスカウントウィンドウ・BTFFの利用残高



注:横軸は23年以降。出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-3 物価上昇率



出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

急速な金融引き締めで貸出基準が厳格化、米銀の経営破綻にも発展

もっとも、急速な金融引き締めで金融機関の経営悪化が顕在化している。3月10日のシリコンバレー銀行(SVB)を皮切りに、シグネチャー銀行、ファースト・リパブリック銀行の3行が、経営不安懸念による株価の急落・預金の流出で経営破綻に至っている。当局は、預金の全額保護や流動性供給といった対応策を講じたが、依然として懸念がくすぶる。ディスカウントウィンドウ(FRBによる常設の貸出制度)とBTFF(緊急の流動性供給プログラム)の利用残高は、5月10日時点で約924億ドルと、引き続き高水準で推移している(図表3-2)。

FRBは10会合連続で利上げを実施、年内は高金利を維持へ

物価上昇率の伸びは鈍化を続けているものの、FRBは5月のFOMCで10会合連続で利上げを実施した。背景には、FRBが重視するエネルギー・住居費を除くサービス物価の伸び率が、労働需給の逼迫で高止まりしていることがある(図表3-3)。既往の金融引き締めが、投資の抑制や銀行経営の不安定化などをもたらしている一方、拙速な利下げはインフレ再燃につながりかねない。FRBは、「年内は高金利を維持する」と強調したが、雇用最大化・物価安定・金融システム安定、の3つのバランスのなかで難しいかじ取りを強いられている。

(2) 米国経済の先行き

23年の米国経済は、既往の金融引き締め効果の顕在化、銀行経営不安による貸出基準厳格化などから、22年と比べると成長減速を見込むが、①底堅い雇用・所得環境による消費の堅調、②政府支援のもとでの投資拡大が下支え要因となり、景気後退は回避するとみる(図表3-4)。実質GDP成長率は前年比+1.3%を予測する。なお、暖冬による1-3月期の上振れを映じ、前回(同+0.9%)から上方修正する。

24年は、インフレ圧力の緩和による内需回復を主因に、同+1.5%(前回から変更なし)と予測する。FRBは24年に利下げに転じることから、緩やかに成長率を高めるだろう。先行きの注目点は、①金融政策スタンス、②銀行経営不安の経済波及、③内需の回復力、の3点だ。

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	1.3	1.5
個人消費	8.3	2.7	1.6	1.2
設備投資	6.4	3.9	1.8	2.1
住宅投資	10.7	▲10.6	▲12.0	1.1
在庫投資寄与度	0.2	0.7	▲0.5	0.1
政府支出	0.6	▲0.6	2.7	1.5
純輸出寄与度	▲1.7	▲0.6	0.6	▲0.1
輸出等	6.1	7.1	3.6	2.7
輸入等<控除>	14.1	8.1	▲0.7	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	4.2	2.9
失業率	5.4	3.7	4.0	4.1

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

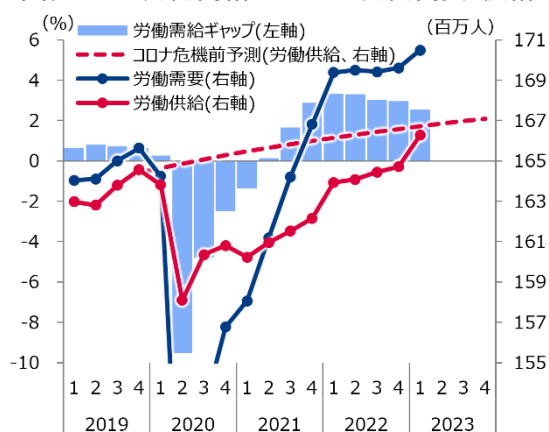
注目点① 金融政策スタンス — 高インフレも、引き締めの金融政策運営を維持する見込み

米国のインフレ率が目標の2%にまで落ち着くのは25年以降になるとみる。なぜなら、労働需給の構造的なミスマッチにより、賃金上昇率、ひいてはサービス価格の伸び抑制には時間を要するからだ。失業率は、23年1-3月期時点で3.5%と、歴史的な低水準で推移している。また、直近の労働需給ギャップ(労働市場の逼迫度合い)は、+2.5%と、19年平均(+0.7%)を大幅に上回る(図表3-5)。労働供給は、既にコロナ危機前に予測されていた水準に達しており、先行きの伸びの余地は限定的だ。さらに、労働需要の抑制も緩やかなペースにとどまる見通しであることを踏まえると、労働需給逼迫およびインフレは長期化するだろう。

こうした状況のもと、FRBは、インフレ抑制のために引き締めの金融政策運営を維持する見通しだ。量的緩和/引き締めの影響を織り込んだ代理政策金利が、景気に中立な金利(テイラールール)を上回りつつあることを踏まえると、利上げそのものの打ち止めは近いだろう(図表3-6)。当社は5月のFOMCをもって打ち止めと見込むが、雇用・物価関連指標が想定よりも上振れすれば、追加利上げに踏み切る可能性もある。いずれの場合でも、23年中は、政策金利が5%超の水準で維持されると予測する。

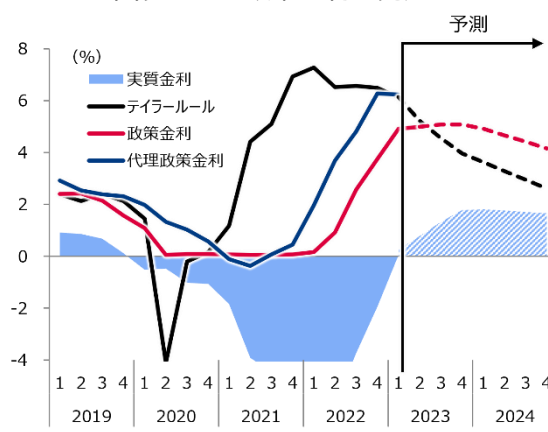
FRBが利下げに転じるのは、24年1-3月期と見込むが、利下げのペースは緩やかにとどまるだろう。FRBは、インフレ抑制(インフレ率が持続的に2%に戻る)の確実な達成に向けて、実質金利がプラスで推移する期間を十分に確保し、期待インフレ率の一層の引き下げを目指すだろう。24年末でも4%台前半の政策金利を維持すると予測する。

図表 3-5 労働需給ギャップ・労働需要/供給



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。CBO予測(労働供給)は20年1月時点。
出所: 米国労働省、CBOより三菱総合研究所作成

図表 3-6 政策金利の見通し



注: 実質金利は政策金利-物価(PCE)。テイラールールは景気に中立な金利。代理政策金利は量的緩和/引き締め効果を含めた政策金利。
出所: FRB、CBO、米国商務省、米国財務省、サンフランシスコ連銀より三菱総合研究所作成

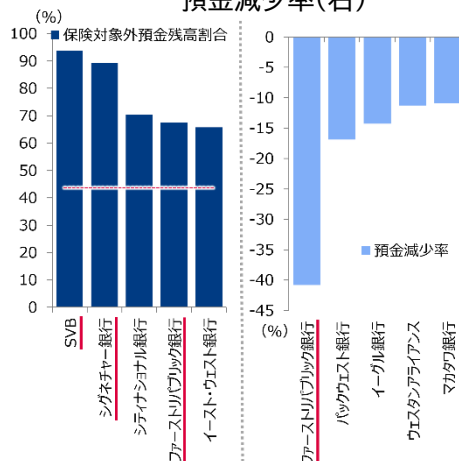
注目点② 銀行経営不安の経済波及 — 銀行経営不安は長期化、貸出基準の厳格化が経済を下押し

米国の金融システム全体が不安定化する可能性は低いとみるが、米銀のリスクテイク姿勢の慎重化・貸出基準の厳格化は、経済の下押し要因となる。政策金利が景気に対し引き締めの水準で推移する見通しを踏まえると、中堅・中小行を中心に経営の不安定化は続くだろう。ただし、厳格な監督を背景に大手行は健全性を維持しており、金融システム不安への発展は回避されるとみる。

今回破綻した3行には、特定の産業・顧客層に左右されやすい事業戦略を採っていたという共通点がある。例えば、SVBはテック系ベンチャー、シグネチャー銀行は暗号資産関連企業に顧客が集中しており、これらの業種におけるコロナ特需の剝落が、預金の急速な流出につながった。また、3行とも、法人や富裕層などの大口預金への依存度が高く、預金全体に占める非付保預金(預金保険でカバーされない部分)の割合が極めて高かったことも、預金の流出に拍車をかけた(図表3-7)。

SVBとシグネチャー銀行の破綻を受け、当局は預金の全額保護や銀行向けの緊急貸出プログラム(BTFP)の設定を公表した。

図表 3-7 保険対象外の預金割合(左)、預金減少率(右)

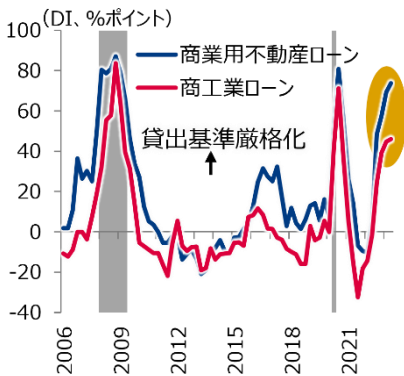


注: 左図は22年12月末時点の米銀の預金保険対象外割合、破線は資産10億ドル以上の銀行平均。右図は22年12月末から23年3月末への変化。
出所: S&P Globalより三菱総合研究所作成

これにより、一時は銀行の経営不安が一服するとの見方が強まったものの、5月にファースト・リパブリック銀行が破綻に至ったことで、他の中堅・中小行でも株価急落・預金流出が相次ぐ可能性が懸念されている状況だ。

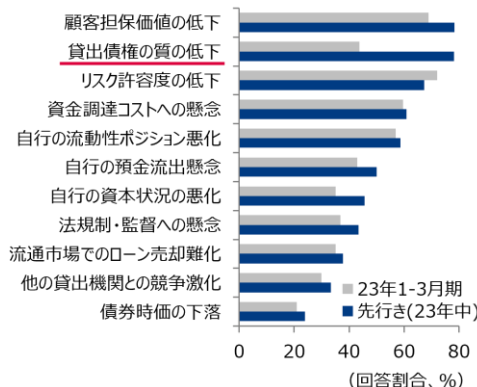
こうした状況下で、米銀がリスクテイク姿勢を慎重化させれば、既往の金融引き締めの効果も相まって、貸出基準の厳格化を通じて实体经济に悪影響をもたらす。企業向け貸出残高をみると、全体では前年比プラスで推移しているものの、中小行については、22年半ば以降は減少が続いている。企業向け貸出基準は、商工業ローン(前回45→今回46%ポイント)や商業用不動産ローン(同69→同74%ポイント)などで厳格化が進んだ(図表3-8)。23年中に貸出基準を厳格化する理由として、「顧客担保価値の低下」や「資金調達コストへの懸念」などが挙げられ、特に、「貸出債権の質の低下」を懸念する割合は過去3か月と比較し高まっている(図表3-9)。当社推計では、貸出基準が10%ポイント上昇(厳格化)した場合、1年後の設備投資の前年比伸び率を約▲1.0%ポイント程度下押しするとみられ(図表3-10)、景気の下押し圧力となるだろう。

図表 3-8 企業向け貸出基準 DI



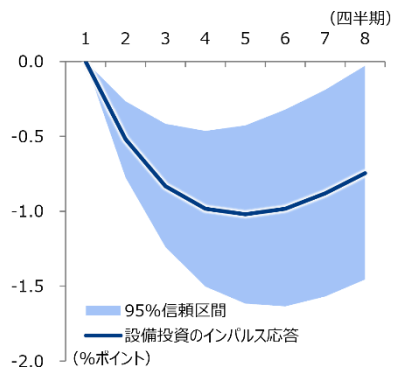
注: 商工業ローンは大・中企業向け。商用不動産は13年第4四半期以降、建設・土地開発向け。グレーの網掛けは景気後退期。
出所: FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-9 貸出基準厳格化の理由 (23年4月調査)



注: 「大いに影響」「ある程度影響」と回答した金融機関の割合。
出所: FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-10 貸出基準が10%pt 上昇した時の設備投資への影響



注: 設備投資・GDP デフレーター・コモディティ価格・代理政策金利・商工業ローン・貸出金利・商工業ローン貸出基準 DI からなる VAR モデルを推計。
出所: 米国商務省、CRB、サンフランシスコ連銀、FRBより三菱総合研究所作成

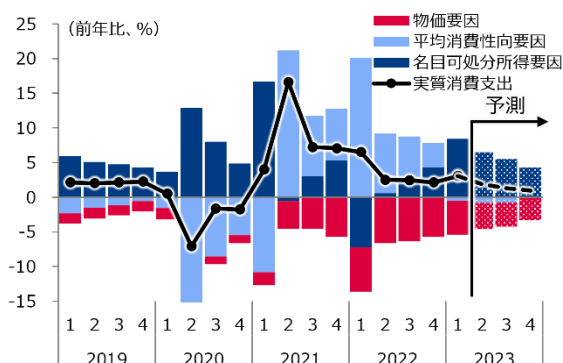
注目点③ 内需の回復力 —— 堅調な消費と企業業績、EV関連投資が米国景気を下支え

金融引き締めや貸出基準厳格化はいずれも米国経済の成長下振れ要因となるが、内需の堅調を見込むことから、米国経済全体としては23、24年共に1%台前半の底堅い成長を予想する。理由は大きく2つある。

第一に、底堅い雇用・所得環境やウィズコロナ下で積み上がった過剰貯蓄によって、個人消費が堅調を維持することだ。前述の通り、堅調な雇用・所得環境が見込まれることに加えて、コロナ下の財政支援などで蓄積された過剰貯蓄は23年3月時点で約1.4兆ドルに上り、これを原資に、米国家計は平時に比べて高い消費性向を維持している。今のペースで過剰貯蓄を取り崩したとしても、24年末まで取り崩し余地は残るとみられ、GDPの約7割を占める個人消費が堅調に推移し(図表3-11)、内需を下支えしよう。

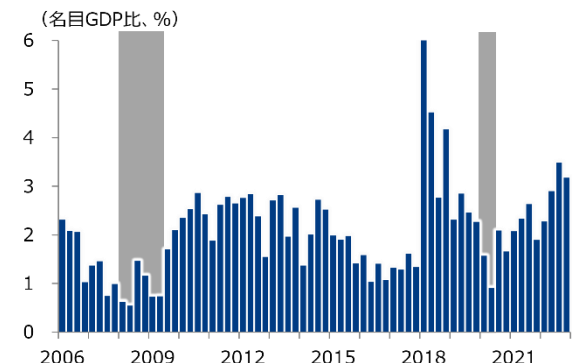
第二に、豊富な内部留保と政策支援によって、設備投資が底堅く推移することだ。堅調な企業収益を背景に、内部留保(各期の繰越利益剰余金の増減額)は高水準で推移しており(図表3-12)、企業の資金繰りには一定の余裕がみられる。金融引き締めの長期化や銀行の貸出基準厳格化は逆風となるが、設備投資の過度な落ち込みは避けられるだろう。

図表 3-11 実質消費支出



注: 実質消費支出変化率 = 平均消費性向変化率 + 名目可処分所得変化率 - 物価上昇率。予測は、消費性向を22年末の水準で固定し算出。
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-12 企業の内部留保



注: 内部留保は各期の繰越利益剰余金の増減額。グレーの網掛けは景気後退期。
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

加えて、バイデン政権が設定する産業政策が、企業の設備投資を中長期的に活性化させると見込む。21年以降、バイデン政権は、インフラ整備やクリーンエネルギー技術開発費などを盛り込んだインフラ投資・雇用法（21年11月、5,500億ドル）、米国内での先端半導体開発などを促すCHIPSおよび科学法（22年8月、2,800億ドル）、気候変動対策を中核とするインフレ抑制法（略称：IRA、22年8月、3,940億ドル）、を通じて、自国産業の強化を進めている。特に、IRAは、自動車・電池メーカーの米国生産に向けた投資を促す観点から、電気自動車（EV）について、①北米組み立て、②電池の50%以上が北米製、③鉱物の40%が米国产もしくはFTA締結国（日本含む）、の条件を満たす場合に、購入者へ最大7,500ドルの税額控除を提供することが盛り込まれている。実際、EV関連企業が発表した米国への投資額は、23年4月時点で約1,320億ドルと、米国のGDPの約0.5%に上り、中期的に米国の投資や生産の押し上げが期待される。政策の後押しによって、生産拠点・市場としての魅力が高まり、米国への投資を中長期的に活性化させるだろう。

(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3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。

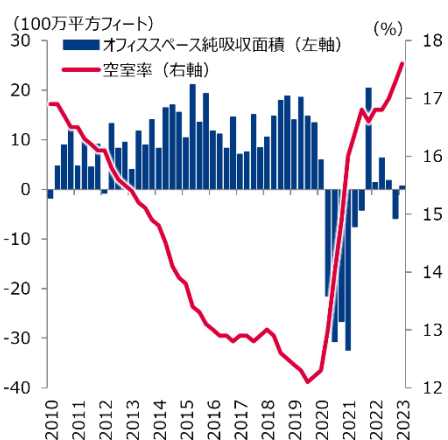
第一に、インフレ高止まりによる金融引き締めの長期化である。ミシガン大学によると、賃金交渉に影響を与える家計の1年先の期待インフレ率（中央値）は、23年5月時点で+4.5%（前月+4.6%）と依然高く、物価安定への道のりは長い。さらに、4月2日公表のOPECの原油減産により、原油価格が再度高騰する可能性も否定できない。インフレ高止まりと、これに伴う金融引き締めの長期化や政策金利の最終到達点の引き上げは景気を下押しし、景気後退と高インフレが併存するスタグフレーションを招く恐れがある。

第二に、債務上限問題を巡る混乱である。24年大統領選を巡る政治的な駆け引きによって、債務上限問題（政治的な駆け引きによって債務上限の合意形成が遅れ、米国債下落（長期金利上昇）や歳出削減による成長押し上げ効果の減少が懸念されること）が、金融市場の混乱をもたらす恐れがある。政府債務は、23年1月に既に上限に達しており、特別措置による資金繰りが可能とされる6月1日までに、米議会は上限引き上げや停止に向けた合意を得る必要がある。しかし、上下院のねじれや下院共和党内での分断で、議会の合意形成は難航する可能性が高い。最終的には、合意にこぎ着けると見込むが、合意交渉の間、2011年時のように債務上限問題を契機とした米国債の格下げリスクが熾り、金融市場の値動きの大きな展開が続く恐れがある。その場合、長期金利の上昇が銀行経営不安を助長し、さらなる銀行破綻につながることも懸念される。また、共和党の求める大幅な歳出削減が成立した場合、経済成長率は一層下振れる可能性がある。

第三に、金融システムの不安定化である。まず、商業用不動産市場の動向に警戒が必要だ。コロナ危機以降、リモートワークの定着に加え、景気減速に伴う需要減によってオフィス空室率は急上昇し（図表3-13）、商業用不動産ローンの不良債権化が懸念されている。今後5年以内に満期を迎える商業用不動産ローン融資残高の約7割が中小行に集中している。足もとの金融不安を受けて借り換えに応じない銀行が出てくる場合、商業用不動産ローンのデフォルト率は上昇し、貸し手の経営状況が悪化する恐れがある。そのほか、コロナ危機以降、銀行は商業用不動産ローン担保証券（CMBS）への投資を増やしてきたが、CMBSの価格下落が含み損を拡大させる恐れもある。IMFは、金利上昇や不動産価値の下落によって、CMBSのデフォルト率は、22年7-9月期の2%程度から23年10-12月期に4-4.5%まで上昇すると予測する。

また、投資ファンドや年金基金などのノンバンクセクター起点での金融不安も懸念される。FSB（金融安定理事会）によると、世界金融危機以降、銀行向けの規制強化の進展に比して、ノンバンク向けの規制強化が限定的であったことから、金融機関の保有する金融資産のうち、ノンバンクが保有する割合は世界金融危機前の約4割から足もとでは約5割まで上昇している。また、IMFは、ノンバンクが長年の低金利環境下で、低格付け企業に対する過度な投資を行ってきた結果、直近で流動性リスクが高まっていることを指摘している。特定の産業などに偏った投資を行っていたノンバンクを中心に資金繰りが逼迫した場合、株式・債券市場の混乱や銀行セクターへの悪影響の波及を通じて、広範な金融システムの不安定化につながる恐れがある。

図表 3-13 オフィス空室率・新築オフィススペースと入居状況



注：オフィススペース純吸収面積は、新規テナント入居面積－既存テナント退出面積。
出所：CBRE、WSJより三菱総合研究所作成

4. 欧州経済

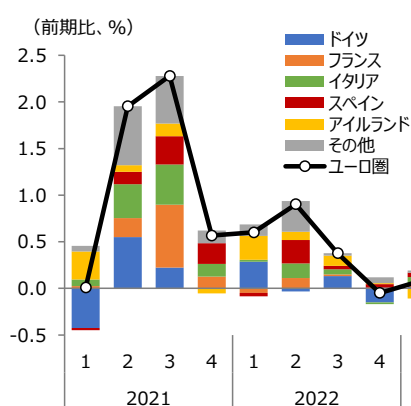
(1) ユーロ圏経済の現況

エネルギー需要期の冬を乗り越え大幅な落ち込み回避

23年1-3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.1%と小幅ながらもプラスに転じた(図表4-1)。エネルギー需要が高まる冬場は、エネルギー供給制約が経済活動の下押し要因となり、2四半期連続のマイナス成長となる可能性も十分にあったが、これは辛うじて回避された格好だ。

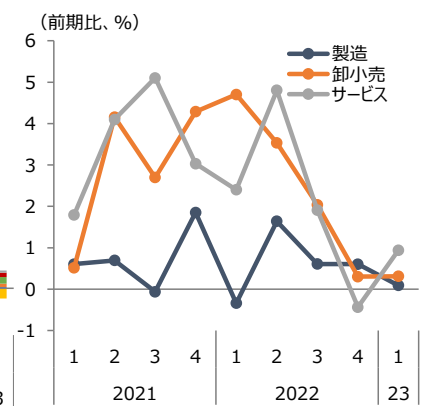
背景には、輸出増加に加え、①記録的な暖冬という気候要因、②エネルギー価格の低下や政策支援による企業・家計の負担軽減、③エネルギー以外の供給制約の緩和があり、サービスを中心に内需の大幅な落ち込みを回避できたことがある(図表4-2)。企業マインドをみても、22年末をボトムにサービス業が改善している(図表4-3)。なお、米国発の金融不安は欧州にも飛び火し、スイスのみならずユーロ圏の一部銀行でも混乱が見られたが、現時点では2010年代前半の欧州債務危機時のようにCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)が急上昇する状況は起きていない。

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 各種経済活動(ユーロ圏)



注: サービスは、宿泊・飲食など5業種の指数を21年の付加価値ウェイトで合成。23年1-3月期は、23年2月までの平均。

出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-3 PMI(ユーロ圏)



出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

(2) ユーロ圏経済の先行き

脱ロシアの取り組み進展でエネルギー制約は緩和見通しも、需給再逼迫の火種は残る

エネルギーセクターでは脱ロシアの取り組みが進展し、欧州経済のエネルギー制約は緩和方向にある。天然ガス在庫は、供給源の多様化や需要削減の取り組みが進んだことに加え、記録的な暖冬もあり、平年(15-19年平均)を上回る水準にある。当社の試算では、仮にロシアからのパイプライン経由での供給がゼロになったとしても、23年冬の在庫目標は現時点では達成できる見込みだ。

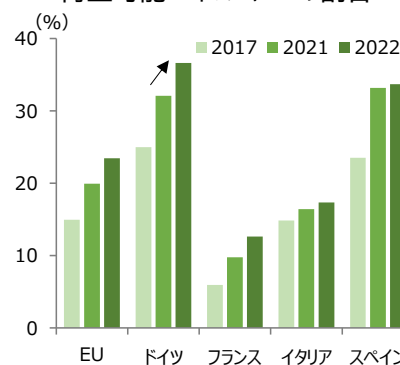
さらに、注目点③で後述する通り、再生可能エネルギー投資の取り組み加速も、エネルギー制約を緩和する。欧州域内の発電に占める再生可能エネルギー(太陽光と風力の合計)のシェアは年々高まっており、ドイツでは21年と比較して22年は再生可能エネルギーの比率が4%ポイント高まった(図表4-4)。

深刻なエネルギー危機が発生する可能性は低下しているが、中国経済回復によるLNG需給の逼迫や、猛暑・厳冬などの天候要因、ガス価格低下によるエネルギー需要の増加には注意が必要だ。23年末にかけてエネルギー需給が逼迫し価格が再上昇する可能性は残る。

23年は0%台半ばの成長、本格的な回復は24年以降

23年のユーロ圏経済は、既往の金融引き締めや高インフレが経済活動の抑制要因となり、前年比+0.5%の低成長にとどまると予測する。ただし、堅調な雇用所得環境、脱炭素関連の政策支援・投資が経済活動を下支えするとみられ、景気後退(2四半期連続のマイナス成長)は回避を見込む。1-3月期実績の上振れなどを背景に前回2月見通し(同+0.1%)からは上方修正する。

図表4-4 発電に占める再生可能エネルギーの割合



注: 再生可能エネルギーは太陽光と風力。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

24年は、インフレ率の伸び鈍化による実質賃金の上昇が内需を下支えし、同+1.3%と成長回復を見込む。ただし、ユーロ圏の経済活動が底堅く、引き締めの金融環境が長期化する可能性が高まったことから、前回(同+1.5%)からは下方修正する。先行きの注目点は、①物価と所得環境、②金融政策と金融市場、③脱炭素政策と投資、の3点だ。

注目点① 物価と所得環境 — コア物価は高止まりするが実質賃金の上昇が消費を下支え

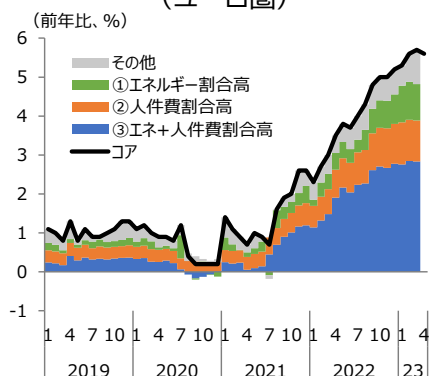
ユーロ圏の消費者物価は、エネルギー価格の下落を主因に総合指数は伸びが鈍化したものの、コア指数(飲食料品・アルコール・たばこ・エネルギー除く)の伸びは前年比+5.6%と依然として高い伸びが続いている(図表4-5)。

先行きは、総合指数の伸びは鈍化傾向が続くが、コア指数の伸びは24年末時点でも2%を超える上昇が続くだろう。22年と比較しエネルギーなどの資源価格の低下が見込まれるほか、ユーロ圏安緩和から供給・為替要因の物価上昇圧力は徐々に弱まる。問題は、ECBの政策判断に影響を与えるコア物価の上昇圧力が緩和するまで。コア物価の構成品目を、エネルギーと人件費の投入割合の高さで分類すると、人件費の投入割合が高い品目(図表4-5、②および③)の割合が高い。つまり、先行きの物価はエネルギーではなく賃金が左右する。

先行きの賃金は、①物価上昇の反映、②人手不足の継続、から高めの上昇が継続し、23年後半には物価上昇率を上回るとみる。価格転嫁の進展やペントアップ需要などから、企業収益の伸びは賃金上昇率を上回っている。企業収益面からも高めの賃金引き上げに対応する余力はある(図表4-6)。

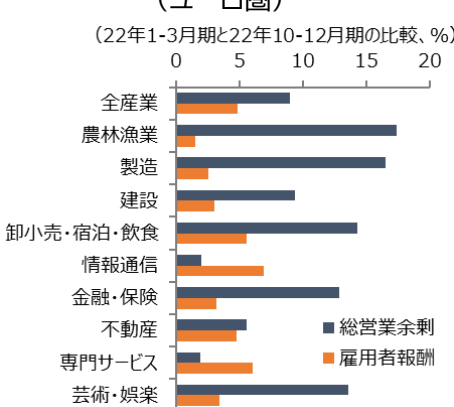
欧州では、賃金決定において労使交渉の影響が大きい。労使交渉の結果である妥結賃金は、比較的安定した推移だが、前年の物価上昇率が高い局面では、妥結賃金の伸びも高い(図表4-7)。ECBが主要国のマイクロデータをもとにまとめた妥結賃金の予想では、23年は4%台後半の伸びが見込まれている。また、賃金交渉では複数年の期間の賃金引き上げ水準で合意するケースもあり、例えばドイツでは約2年間の賃金が対象となる⁶。23年は、21年以前に賃金交渉を実施した組合の交渉が本格化するとみられ、23年も高めの賃金引き上げ要求が続くとみる。実際にドイツのサービス労組(Ver.di)は23年に入り、10%超の賃金引き上げを要求し、ストライキも発生した。

図表4-5 コア物価の要因分解 (ユーロ圏)



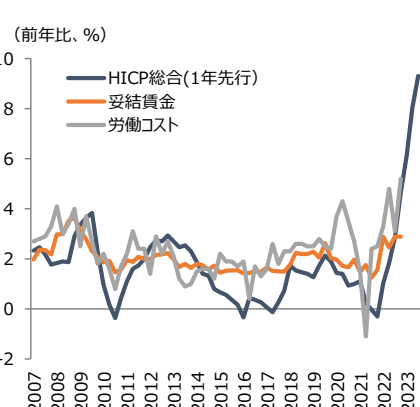
注: 18年のユーロ圏のUse Tableから財別の雇用者報酬とエネルギー投入割合を計算。エネルギー割合高と人件費割合高は中央値以上の品目と定義。Use Tableの品目とHICPの品目と近いものをひも付けることで作成。直近はコアのみ23年4月、内訳は23年3月。
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-6 総営業余剰と雇用者報酬 (ユーロ圏)



注: 総営業余剰は、産業別総付加価値と雇用者報酬の差。総営業余剰の一部は税金や配当の支払いにも充当されるため、すべてが企業の所得になるわけではない。
出所: Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-7 賃金と物価(ユーロ圏)



注: HICP 総合は四半期平均。
出所: ECB, Eurostatより三菱総合研究所作成

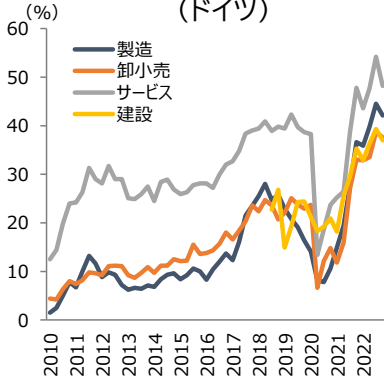
人手不足は今後も続くとみる。背景には、熟練労働者に対する強い労働需要と、追加労働供給余力の低下がある。企業の熟練労働者の不足感は、製造・非製造業に関係なく高い(図表4-8)。ドイツ政府の予測⁷では26年にかけても、デジタル化でニーズが高まる情報通信関連や、教育・医療分野、エネルギー関連の技術者などが大きく不足すると予想しており、労働需要が強い状況は続くとみる。供給面では、ユーロ圏の雇用率はコロナ危機前を上回り過去最高だ。追加的な労働供給余地を、追加就業希望者や潜在労働力を考慮した未活用労働力指標でみると、労働時間の拡大により労働供給増が期待できる追加就業希望は低下している。また、潜在労働力も、22年末時点では労働市場への復帰が進み、低下している(図表4-9)。

⁶ ハンスバックラー財団経済社会研究所(WSI) “TARIFPOLITISCHER JAHRESBERICHT 2022”

⁷ ドイツ労働・社会省 “Fachkräftemonitoring für das BMAS – Mittelfristprognose bis 2026”

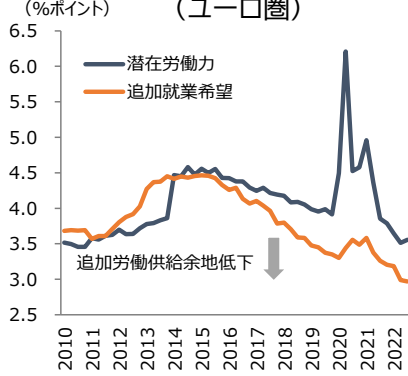
堅調な雇用環境と高めの賃金上昇は、消費を下支えするとみる。既往の物価上昇が賃金交渉に反映されることを想定すると、23年後半には実質賃金はプラスに転じる見込みだ(図表4-10)。22年以降は、過剰貯蓄と政策支援が物価高のなかでの消費を下支えしていたが、23年後半以降は実質賃金がプラスに転じることで、消費を中心に内需の回復につながるだろう。

図表4-8 熟練労働者の人手不足感 (ドイツ)



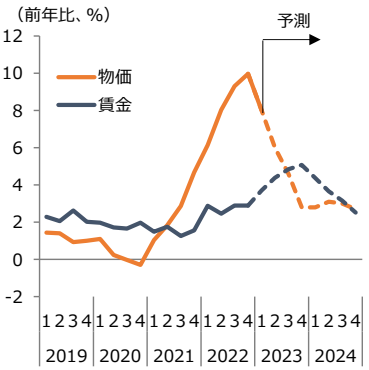
注:熟練労働者の不足が事業運営に影響を与えていると回答した企業の割合。四半期。建設の18年7-9月期よりは欠損。
出所:KfW-ifo Skilled Labour Barometerより三菱総合研究所作成

図表4-9 未活用労働力指標 (ユーロ圏)



注:20-64歳の男女。潜在労働力(労働力人口にくわえ、拡張求職者・就業可能非求職者を含む)は、未活用労働力指標3(LU3)と未活用労働力指標1(LU1)の差。追加就業希望は、未活用労働力指標2(LU2)とLU1の差と定義。
出所:Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-10 名目賃金と物価 (ユーロ圏)



注:物価はECB予測。賃金は妥結賃金と物価から推計。推計期間は2001~19年。
出所:Eurostat, ECBより三菱総合研究所作成

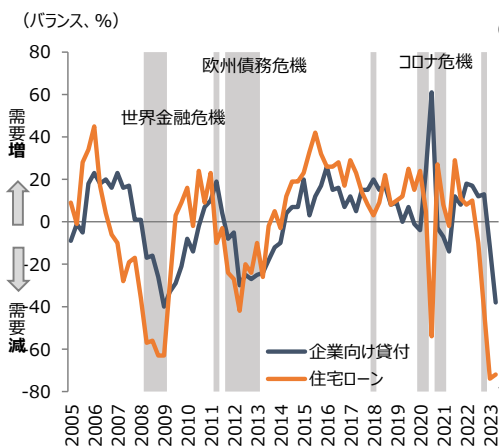
注目点② 金融政策と金融市場 — 引き締めは長期化、資金調達環境悪化で投資を抑制

金融政策は、コストプッシュ型(エネルギー高、ユーロ安)のインフレ圧力は低下するが、賃金上昇によるインフレ圧力の高止まりから、引き締めの金融環境維持を見込む。ECBは5月の理事会で主要政策金利を0.25%ポイント引き上げた(下限の中銀預金金利、3.25%)。また、5月の理事会では、利上げを今後も継続すること、2%の目標達成に向け十分引締めの金利水準を必要な期間にわたって維持する方針を示しており、インフレ抑制を重視する姿勢を鮮明にした。

既往の利上げ効果は顕現化しつつある。利上げによる借入コスト増加から家計・企業の資金需要は減少(図表4-11)、金融機関の貸出姿勢も欧州債務危機時と同程度まで慎重化している(図表4-12)。金融引き締めの効果は、住宅市場を中心に生じている。過熱感のあった住宅価格は、ユーロ圏で伸びが鈍化、ドイツでは22年10-12月期に前年比マイナスに転じた。住宅投資は、3四半期連続で前期比マイナスとなったほか、企業の設備投資(建物・機械・設備)も22年10-12月期は減少に転じた(図表4-13)。企業・家計の資金需要はマイナス圏で推移(図表4-11)しており、先行きも住宅投資を中心に投資は抑制されるとみる。ただし、企業の設備投資は脱炭素関連の政策支援が下支えになるとみる。

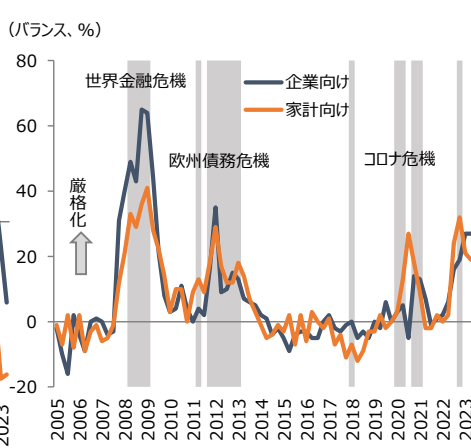
金融引き締め効果は顕現化しつつあるものの、基調的な物価上昇圧力の高止まりが予想されることから、ECBは23年7月の理事会までに中銀預金金利を3.75%まで引き上げ、23年中はその政策金利水準を維持するだろう。利下げに転じるのは、24年央以降を見込む。

図表4-11 資金需要(ユーロ圏)



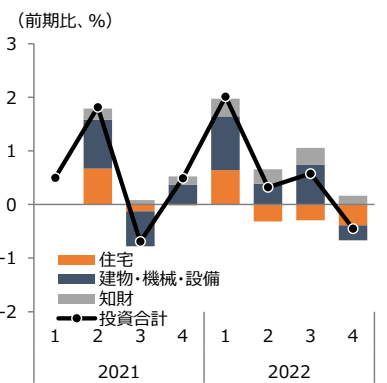
注:グレーの網掛けはマイナス成長の期間。
出所:ECBより三菱総合研究所作成

図表4-12 貸出判断(ユーロ圏)



注:グレーの網掛けはマイナス成長の期間。
出所:ECBより三菱総合研究所作成

図表4-13 総固定資本形成 (アイルランド除くユーロ圏)



注:知的財産投資の変動が大きいアイルランドを除く。21年1-3月期は、アイルランドのデータの一部分が欠損のため、合計のみ。
出所:Eurostatより三菱総合研究所作成

注目点③ 脱炭素政策と投資 — ネットゼロ実現に向け政策支援継続、利上げ下の投資を下支え

脱炭素関連投資は政策支援から今後も拡大を見込む。欧州委員会は、欧州グリーン・ディール以降、復興基金を活用した脱炭素関連投資や、脱ロシアに向けたREPowerEU計画を公表、再生可能エネルギーや水素など脱炭素分野の投資促進を進めてきた(図表4-14)。さらに、23年2月には「グリーンディール産業計画」を、3月には同計画を支える「ネットゼロ産業法案」・「重要原材料法案」を公表し、気候中立の実現と産業競争力の強化、そして経済安全保障の確保を狙っている。グリーンディール産業計画では、現時点では既存の予算や基金を活用する方針であるが、欧州主権基金を新たに創設し、予算がさらに拡大する可能性もある。また、新たな財政ルール案では財政健全化と脱炭素など持続的成長につながる投資が両立できるよう、要件が一部緩和される見込みだ。脱炭素分野への投資ニーズと政策支援が短中期的にも投資を下支えするだろう。

ただし、政策の細部では各国の産業政策などの思惑から計画通りに進まず、企業の投資判断に影響を与える可能性がある。35年までに100%ゼロエミッション車とする目標は、ドイツやイタリアなどの反対から最終段階でe-fuel(二酸化炭素と再生可能エネルギー由来の水素から合成された燃料)を活用した内燃機関車も対象に含めることを認めた。もっとも、欧州の自動車メーカーのなかには、30年に域内で販売する新車の100%をEV化する目標を設定している企業もあり、現時点ではe-fuelを認めることによる目標変更の動きはない。また、EU閣僚理事会は、e-fuelを認めた会合で充電インフラの整備強化の方針で合意した。e-fuelを認めたがEV中心の方針は不変であり、日本企業は欧州市場でのシェア維持に向けて、EV関連投資の加速が必要だ。

図表4-14 主な脱炭素関連政策と歳出・投資規模

政策(公表時期)	概要	歳出・投資規模
欧州グリーン・ディール (19年12月)	<ul style="list-style-type: none"> フォンデアライエン体制(19-24年)で重視する政策6分野の1つとして発表 50年までの「気候中立」実現と経済成長の両立に向け、エネルギー分野のクリーン化や産業持続性確保のための循環、モビリティのスマート化などを推進 	1兆ユーロ (30年まで、官民の合計)
EU復興基金 (次世代EU,20年5月)	<ul style="list-style-type: none"> コロナ危機からの復興のための基金 各国計画を策定し、3割強はグリーン関連への投資に割り当て 	7,500億ユーロ (21年-27年)
Fit for 55 (21年7月)	<ul style="list-style-type: none"> 30年までに90年比で55%温室効果ガス削減実現に向けた施策 35年までに100%ゼロエミッション車目標も含む 	—
REPowerEU (22年5月)	<ul style="list-style-type: none"> エネルギーの脱ロシア加速に向けた目標を設定 実現に向け、天然ガス供給源の多様化や再生可能エネルギー投資促進、ヒートポンプ、水素活用などを推進 	27年までに2,100億ユーロ の追加投資 (財源の一部は復興基金の未利用分)
グリーンディール産業計画 (23年2月)	<ul style="list-style-type: none"> 50年ネットゼロ実現に向け、欧州域内のネットゼロ産業の育成・競争力強化を狙った計画 ネットゼロ産業法案、重要原材料法案は本計画の一部 	既存の予算や基金の活用 中期的には、 欧州主権基金 の創設を検討
ネットゼロ産業法案 (23年3月)	<ul style="list-style-type: none"> EUのネットゼロ産業の競争力とレジリエンスの強化、エネルギーシステムをより安全かつ持続的なものとするため、規制緩和などによる投資促進を計画 戦略的ネットゼロ技術として、太陽光、風力、バッテリー・蓄電技術、ヒートポンプ・地熱発電、水素製造用の電解槽・燃料電池、持続可能なバイオガス・バイオメタン、二酸化炭素回収・貯留(CCS)、グリッド技術の8分野を指定 	—
重要原材料法案 (23年3月)	<ul style="list-style-type: none"> グリーンやデジタル、防衛、宇宙に必要となる重要原材料の供給を確保するため、EU域内での採掘・加工・リサイクル目標を設定 重要原材料34種のうち、グリーンなど戦略技術で使用される戦略的原材料を16種類指定し、サプライチェーンの監視やリサイクルの義務化などを検討 	—

出所:欧州委員会より三菱総合研究所作成

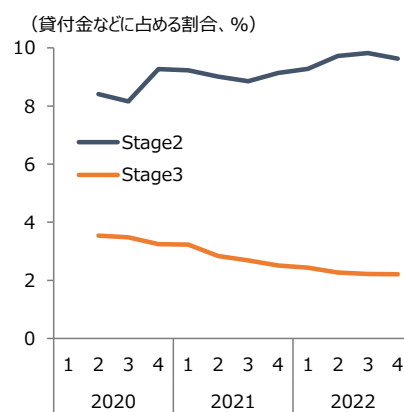
(3) ユーロ圏経済の先行きリスク

ユーロ圏経済はスタグフレーション入りやエネルギー不安再燃のリスクが残ることに加え、金融市場の不安定化には注意が必要だ。

金融機関の貸付金のうち、Stage3(債務不履行など信用毀損(きそん)の客観的証拠がある貸付金)の割合は低水準にあるが、当初認識より信用リスクが上昇したStage2の割合が22年以降高まっている(図表4-15)。利上げとユーロ圏経済の減速で、Stage3に移行する貸付金が増加すれば、金融機関の資産が毀損する。クレジットリスク問題を契機に金融機関の資本調達コストは上昇したとみられ、資本増強に障害が発生すれば、金融機関の貸出姿勢はより厳格化し、経済活動を下押しするだろう。

ECBが3月に公表したレポートでは、商業用不動産ファンドのリスクを指摘している。利上げ開始以降、不動産価格の調整が始まっており、不動産市況のさらなる悪化懸念から投資家の資金の引き上げが加速すれば、投資ファンドの短期資金が不足し、市場が混乱する可能性がある。

図表4-15 信用リスク別貸付金



注: Stage1 は当初認識から信用リスクが著しく増加していない貸付金など、Stage2 は、当初認識より信用リスクが著しく上昇した貸付金など、Stage3 は報告時点で信用毀損(きそん)の客観的証拠がある貸付金など。
出所: ECB より三菱総合研究所作成

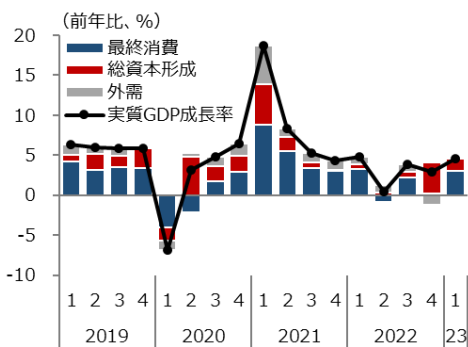
(1) 中国経済の現況

23年の成長目標達成に向け、1-3月は順調な滑り出し

23年1-3月期の中国の実質GDP成長率は、22年10-12月期の前年比+2.9%から同+4.5% (図表5-1)、前期比+0.6%から同+2.2%へ拡大した。政府の23年成長率目標 (同+5.0%前後) に照らしても順調な滑り出しと言えよう。

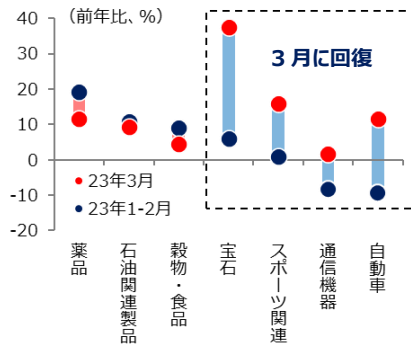
行動抑制策の緩和による消費拡大から最終消費は+3.0%ポイントの寄与となった (図表5-1)。ゼロコロナ政策解除直後は、感染拡大下での巣ごもり需要から薬品、食料などの生活必需品が消費拡大の中心であったが、3月に入り宝石、スポーツ関連のほか耐久財消費も回復し、ペントアップ需要が顕在化し始めている (図表5-2)。製造業PMIは、景気悪化・改善の分岐点とされる50近辺にとどまっているが、3月の非製造業PMIは、12年3月以来の水準にまで上昇しており、経済活動の正常化に伴い景況感が改善している (図表5-3)。

図表 5-1 実質 GDP



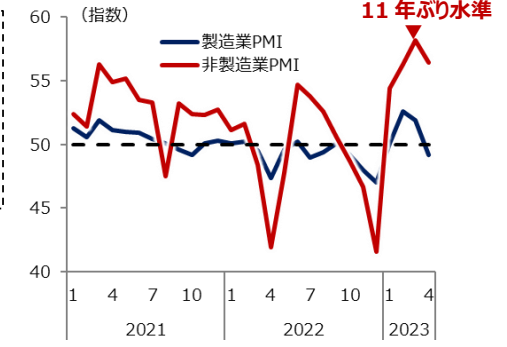
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-2 小売売上(主な品目)



注: 薄青棒は23年1-2月比、3月に改善した品目、薄赤棒は3月に悪化した品目。
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5%台前半、24年は4%台後半の成長へ

中国経済は、前年比+5%程度の潜在成長率 (世界銀行推計) 並みの成長を見込む。23年は、ゼロコロナ政策解除に伴う経済活動正常化が成長押し上げ要因となるものの、金融・経済リスク抑制重視の政策運営が予想され、成長率の急回復は見込みにくい。実質GDP成長率見通しは、23年を同+5.2%、24年を小幅低下の同+4.8%とした前回2月見通しを継続する。

今後の中国経済の注目点は、①習政権の政策運営、②内需の回復度、③海外展開・外資活用にある。

注目点① 習政権の政策運営 —— 科学技術・金融分野で中央政府主導の政策運営を鮮明化

習政権3期目は、2期目政策を踏襲し、成長の持続性を重視した政策運営が見込まれる。3月開催の全国人民代表大会 (全人代) では、実質GDP成長率目標を前年比+5.0%前後と22年目標同+5.5%前後から引き下げたほか、都市部新規就業者数はゼロコロナ政策下の22年実績並みといった慎重な経済目標を決定した (図表5-4)。

全人代における李克強前首相最後の政府活動報告では、成長率目標達成は容易ではなく、「成長力強化」「金融・経済リスク抑制」「質の高い生活実現」を重点分野とし、昨年12月の中央経済工作会議で決定した重点任務 (図表5-5、左) を推進することを表明している。共産党常務委員会人事では改革派一掃となったが、中国人民銀行 (易綱総裁)、商務部 (王文濤部長) といった国家機関の経済関連要職に経験者を配置し、経済政策の継続性へ配慮した人事となっている。

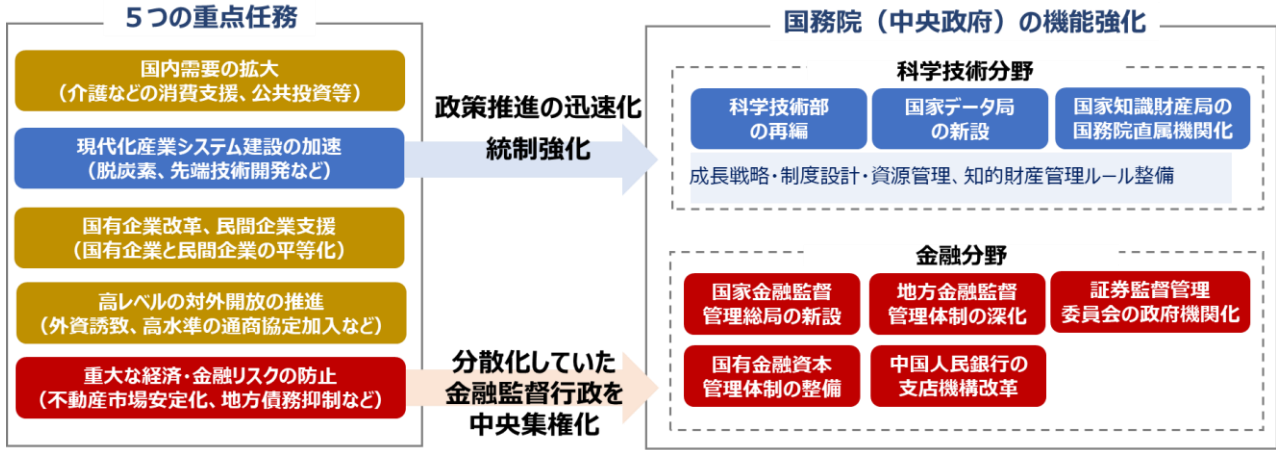
図表 5-4 主な経済目標

項目	2022年		2023年
	目標	実績	目標
実質GDP成長率 (前年比)	+5.5%前後	+3.0%	+5.0%前後
CPI (前年比)	+3.0%前後	+2.0%	+3.0%前後
都市部新規就業者数	1,100万人以上	1,206万人	1,200万人前後
都市部失業率	5.5%以内	5.6%	5.5%前後
食糧生産量	6億9千万トン	6億9千万トン	6億5千万トン以上

出所: 各種報道より三菱総合研究所作成

5つの重点任務のうち、科学技術分野(現代化産業システム構築)による成長促進、金融分野(重大な経済・金融リスクの防止)のリスク抑制を重視し、全人代では中央政府主導の政策運営に向けた組織再編(図表5-5、右)が決定された。中央政府主導の政策運営には、政策決定・実装の迅速化といったプラス効果、統制強化による民間活力の低下といったマイナス効果の二面性がある。新組織下での政策運営の詳細は明らかになっていないが、科学技術分野、金融分野における中央政府主導の政策運営が、中国経済の持続性のある成長につながるか、その運営状況を注視していく必要がある。

図表 5-5 科学技術・金融分野における組織再編



出所:各種報道より三菱総合研究所作成

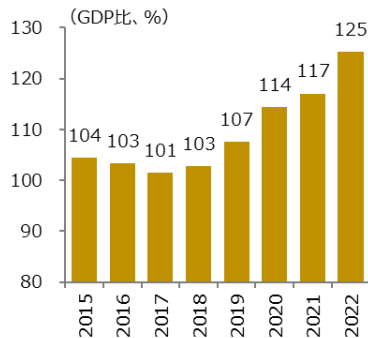
注目点② 内需の回復度 —— 消費はコロナ危機前の成長ペースへ、住宅投資もマイナス成長解消へ

経済正常化に伴い、23年中に消費の成長ペースはコロナ危機前に回復、住宅投資は成長押し下げの緩和を見込む。

コロナ危機発生後、家計預金は増加ペースを強め、22年12月時点でGDP比120%強となっている。蓄積した家計預金が消費へ向かうかは雇用・所得環境の改善にかかっている(図表5-6)。中国人民銀行公表の23年1-3月期の都市部預金者アンケート結果では、所得実感指数は50.7(22年10-12月期は43.8)、雇用実感指数は39.9(同33.1)と1年ぶりに所得実感、雇用実感ともに改善となった(図表5-7)。同調査における品目別支出意向では、旅行への支出意向が急回復したほか、住宅や娯楽への支出意向も増加している。貯蓄蓄積、所得・雇用環境の改善傾向を踏まえると、今後、23年1-3月期には回復の勢いが鈍かった自動車消費なども(前掲、図表5-2)回復が見込める。ゼロコロナ政策解除後の感染拡大に水を差された消費回復は、これから本格化するであろう。

21年半ばの不動産大手、恒大集団の経営不安が発生して以降、低迷を続けてきた不動産市場にも回復の兆しがある。23年1-3月期の住宅販売面積は、21年4-6月以来の前年比プラスに浮上(図表5-8)、住宅価格も3月は70都市のうち64都市が前月比で上昇している。習政権が重視する金融・経済リスク抑制には不動産関連の債務抑制が必須であり、住宅投資はかつてのように成長の牽引役となることは見込めないが、マイナス成長からの脱却はできるであろう。中国経済の下押し要因となってきた住宅投資は、緩やかな回復を見込む。

図表 5-6 家計預金



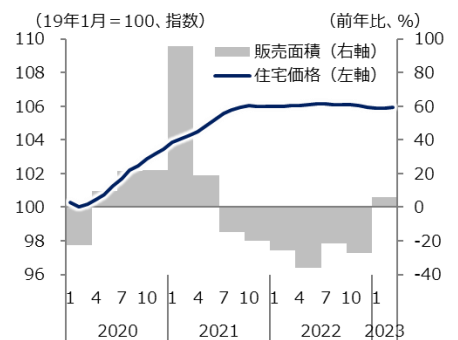
注:世界銀行公表の潜在成長率、デフレーター実績値を用いて名目GDPを推計(理論GDP)し、各年末の預金残高を理論GDPで除して算出。
出所:IIF、IMF、世界銀行、CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-7 所得・雇用実感指数



注:2万人の預金者を対象にした収入や雇用に関する現況調査をもとにした指数。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-8 住宅販売面積と住宅価格



注:住宅価格は100都市住宅価格。住宅販売面積は四半期ごとの前年比。住宅価格の直近は23年3月。
出所:Windより三菱総合研究所作成

注目点③ 海外展開・外資活用 —— 米国の対中規制強化の悪影響をASEANなどのつながりが緩和

対内・対外直接投資の拡大、および多様な国との通商関係の維持・拡大によって、米国の対中半導体規制などの悪影響が緩和されることが見込まれる。

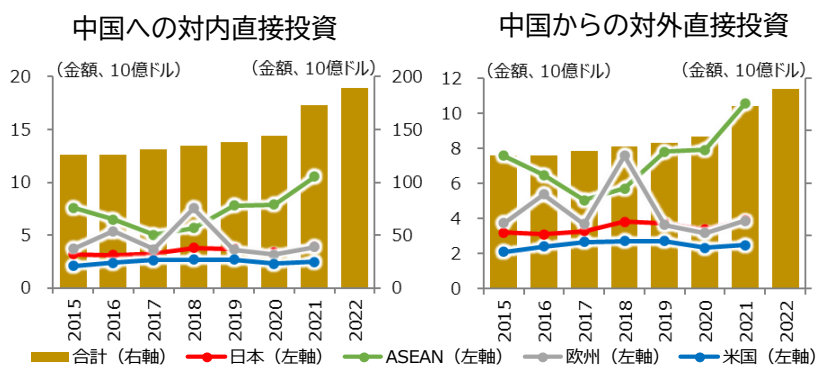
先般、日本、オランダが半導体装置などの輸出規制強化を発表し、米国の対中半導体規制強化に追随した。バイデン政権は半導体以外での管理強化を模索中、23年4月開催のG7貿易大臣会合では多国間の輸出管理への取り組みを表明している。こういった対中輸出規制強化は、中国の先端技術開発の制約となる。

ただし、中国の市場としての魅力などを背景に中国への対内直接投資は拡大している。22年の対内直接投資も、合計で1,900億ドル弱と15-19年平均(1,300億ドル)を上回っている(図表5-9、左)。同時に、中国は、対外直接投資も継続している(図表5-9、右)。こうした直接投資を通じた各国との結び付きを基盤とし、米中対立の進展以降も各国との貿易は増加基調を維持している。

特に、中国近傍に位置するASEANとは、双方向の直接投資拡大から結び付きを強め(図表5-9、5-10)、中国・ASEAN間の貿易額は、中国・EU間、中国・米国間の貿易額を上回っている(図表5-10)。23年3月のシンガポールのリー首相訪中時には、両国間関係の「全方位高度未来志向型パートナーシップ」への格上げ、二国間FTAの改定で合意、併せて、リー首相は中国のCPTPP加入申請に対して歓迎の意を表明している。

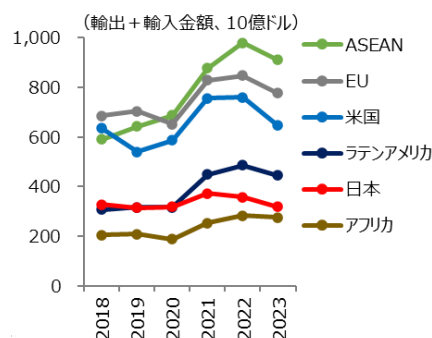
米国の対中半導体規制などが先端技術開発の制約となることを念頭に、中国は党主導の政策運営で科学技術分野の自立性強化に取り組む方針だ。先進国に比べて成長率が高いASEANなどの緊密な通商関係の確保は、中国経済にとって貿易パートナーの安定化に資する。

図表 5-9 主な国・地域との直接投資フロー



注: ASEANはインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、シンガポール、対内直接投資の欧州は英・独・仏・伊・スペイン、対外直接投資の欧州はEU。22年の対内直接投資の国・地域別の内訳、22年の対外直接投資は未公表。
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-10 中国の国・地域別貿易



注: 2023年は1-3月の実績を4倍して、年換算。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

(3) 中国経済の先行きのリスク

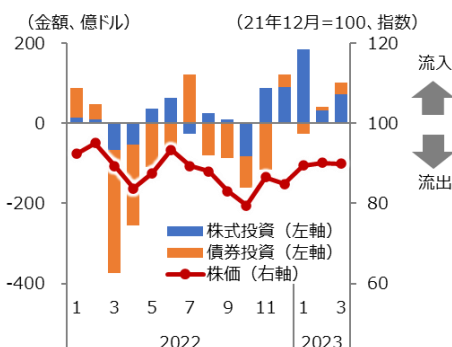
中国経済の先行きリスクは、持ち直しつつある不動産市場の再低迷だ。そこに陥るトリガーとして以下の2つに注意が必要だ。

第一に、市場が十分に回復する前に不動産支援策が打ち切られることだ。全人代で決定した党主導の政策運営に向けた組織再編は、迅速な政策運営が期待できる半面、政策変更の影響を十分に検討せずに政策を決定するおそれがある。例えば、不動産価格上昇や金融機関・不動産企業救済への世論の反発が高まった際に、不満の沈静化を優先し、市場が正常化する前に不動産支援策を打ち切る可能性がある。

第二に、国際金融市場の混乱拡大による資金流出だ。破綻したシリコンバレー銀行など以外でも経営が不安視される米国中堅・中小銀行が存在することを踏まえると、国際金融市場の先行きには不透明感が残っている。米中対立の激化により、米中両国が相手国市場から証券投資を引き上げるリスクもくすぶっている。国際金融市場で混乱が拡大すれば、昨年末以降、流入基調となっている証券投資フロー(図表5-11)が流出に転じ、株価下落、住宅購入意欲の低下をもたらす。

不動産市況が再低迷に陥ると、内需の回復が進まず成長を下押し、不良債権の増加、不動産保有者のセンチメント悪化による消費停滞をもたらすことになる。

図表 5-11 海外からの証券投資フローと上海株価指数



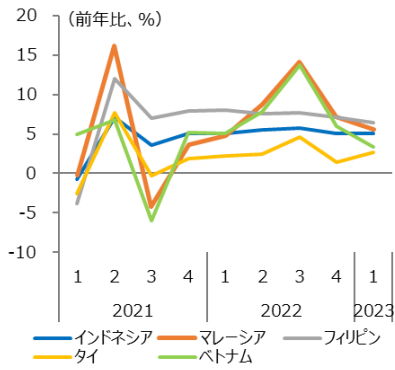
注: 直近は、23年3月。
出所: IIF, Windより三菱総合研究所作成

6. ASEAN 経済

(1) ASEAN経済の現況 — 輸出伸び悩みも総じて堅調な経済成長

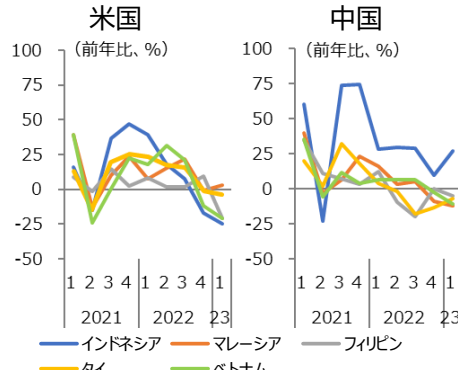
ASEAN5の23年1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+4.7%と、22年10-12月期の同+5.0%から小幅の減速となった。個別国では、インドネシア(同+5.0%)、マレーシア(同+5.6%)、フィリピン(同+6.4%)、タイ(同+2.7%)は、米中向け輸出が伸び悩んだものの、22年10-12月期並みの成長となった。22年の高成長からの反動や、不動産市況の悪化からベトナム(同+3.3%)は成長の勢いが鈍化した(図表6-1、6-2)。ベトナムの景況感悪化は、ASEAN5内で際立っている(図表6-3)。

図表 6-1 実質 GDP 成長率



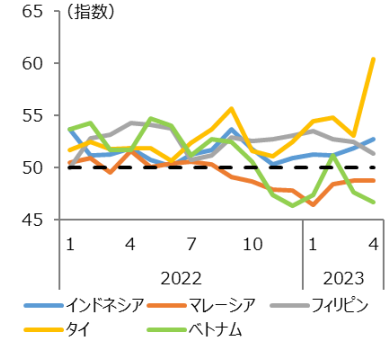
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-2 米中向け輸出



注:直近は、23年3月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-3 製造業 PMI



出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

(2) ASEAN経済の先行き — 堅調な内需に加え、中国回復を追い風に5%程度の成長を維持

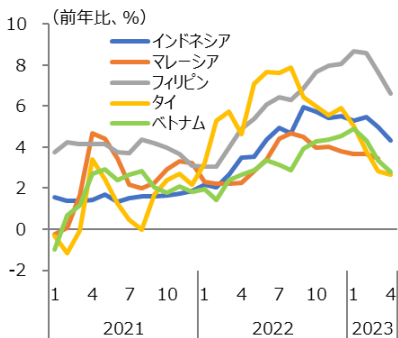
ASEAN5は、堅調な内需を牽引役に、コロナ危機以前並み(17-19年平均、前年比+5.2%)の成長率を見込む。実質GDP成長率は前回見通しから不変とし、23年は中国経済回復の恩恵享受を見込み同+5.2%、24年は同+5.0%とする。今後のASEAN5経済の注目点は、①インフレ圧力、②消費拡大の持続性、③米中経済の影響となる。

注目点① インフレ圧力 — 国際市況の安定や既往の利上げ効果からインフレ圧力緩和へ

ASEAN5では、インフレ圧力の緩和が見込まれる。23年に入り、国際商品市況の安定、政策金利引き上げ効果の顕在化により、ASEAN5各国のCPI上昇率は低下基調を示している(図表6-4)。ASEAN5各国中銀は、インフレ圧力増大の峠を越えたと認識している。

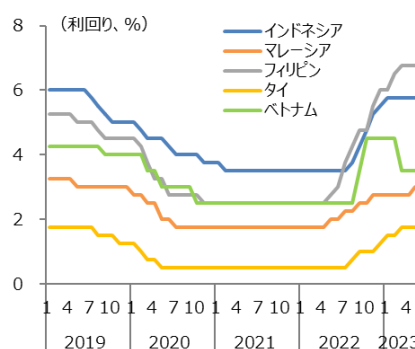
昨年央からの連続利上げによりASEAN5各国の政策金利は、おおむねコロナ危機前水準に戻っている(図表6-5)。CPI上昇率がインフレ目標に収束しているマレーシア(直近利上げ、23年5月)、タイ(同23年3月)、インフレ目標との乖離が限定的なインドネシア(同23年1月)は早い段階での利上げ終了が見込まれる。また、不動産市況の悪化から23年3月に利下げを実施したベトナムは、追加利下げが行われる可能性が高まっている。一方で、CPI上昇率がインフレ目標を大きく上回るフィリピン(同23年3月)の利上げ終了時期は、現段階では流動的である(図表6-5、6-6)。

図表 6-4 CPI



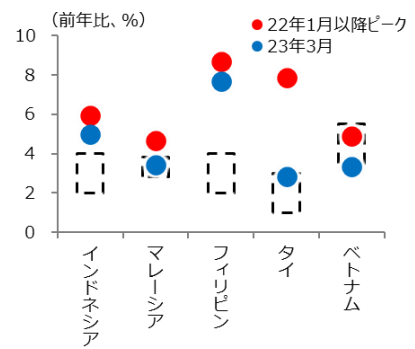
注:CPIは総合。直近は、マレーシアは23年3月、その他は23年4月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-5 政策金利



注:直近は23年5月17日時点。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-6 CPIとインフレ目標



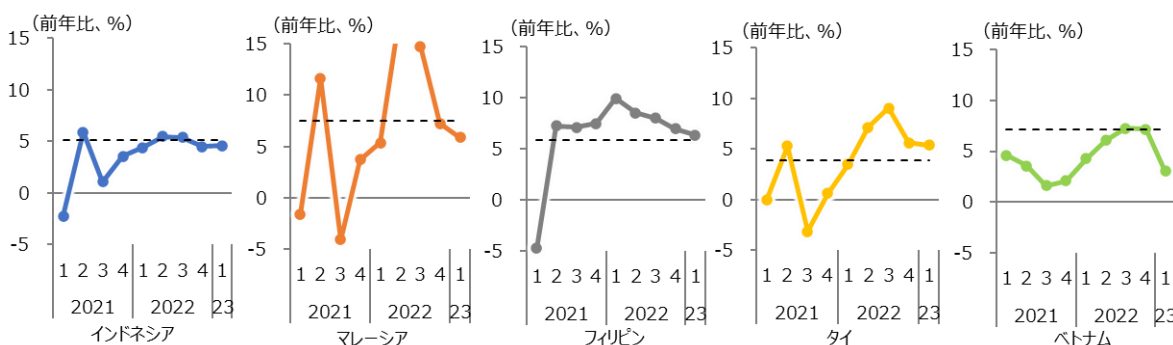
注:CPIは総合。点線は23年インフレ目標。ベトナムはインフレ目標±1%、マレーシアは中銀の予測。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

注目点② 消費拡大の持続性 — ベトナムの拡大ペースは鈍化、その他の国はコロナ危機前並みへ

各国GDPの半分以上を占めるASEAN5の民間消費は、インフレ圧力緩和による実質所得の増加を背景に拡大基調の継続が見込まれる。

経済活動の正常化に伴う前年比での大幅な消費拡大は一巡したものの、ベトナムを除くASEAN5の民間消費の拡大ペースは総じてコロナ危機前の水準にある(図表6-7)。インフレ圧力の緩和にも支えられ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイは、17-19年平均並みの消費拡大を見込む。ベトナムの不動産市況低迷は、工業化・都市化進展期に活発化した不動産開発が調整局面に入ったことを示唆。中国の生産代替地としての追い風から高成長となった反動もあり、ベトナムの消費拡大ペースは鈍化する公算が大きい。

図表 6-7 民間消費(実質)



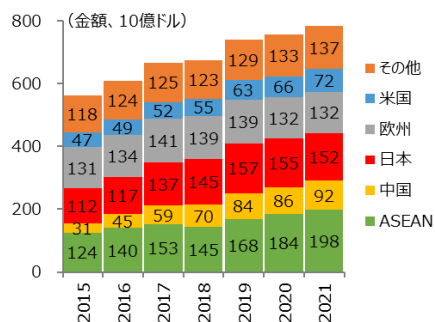
注:実質GDPの消費項目の前年比。フィリピンは家計消費、ベトナムは政府部門などの消費も含む。点線は、17-19年実績の平均。
出所:CEICより三菱総合研究所作成

注目点③ 米中経済の影響 — 直接投資を通じた経済的結び付きから米中経済回復の恩恵を享受

中国・米国との経済的な結び付きの違いが、ASEAN5各国の経済成長の勢いに差をもたらすであろう。中国近隣のASEAN5は、中国人観光客増加といった中国経済回復の恩恵を享受する。特に、中国との経済的結び付きが強いインドネシア、マレーシアは23年の好影響が相対的に大きい。

ここ数年、中国だけでなくASEAN域内も含めた世界各国からASEAN5への対内直接投資が蓄積している(図表6-8)。米中は、ASEAN5への対内直接投資、ASEAN5からの輸出先において相応のシェアを有している(図表6-9)。こういった米中をはじめとした世界経済との結び付きは、ASEAN5の経済成長の基盤となる。米国との経済的結び付きが強いベトナムは、24年以降の米国経済回復の好影響が相対的に大きくなるであろう。

図表 6-8 ASEAN4 への対内直接投資残高



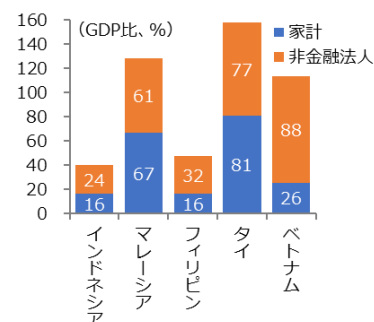
注:ASEAN4はインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン(ベトナムはデータ欠損)。ASEANはASEAN全加盟国。欧州は英・独・仏・伊・スペイン・オランダ・スウェーデン。
出所:IMFより三菱総合研究所作成

図表 6-9 対内直接投資残高・輸出の米中比較

	対内直接投資 (シェア, %)		輸出 (シェア, %)	
	中国	米国	中国	米国
インドネシア	11.2	11.7	22.6	9.7
マレーシア	14.1	9.7	13.6	10.8
フィリピン	4.6	13.1	13.9	15.8
タイ	11.8	6.2	12.0	16.6
ベトナム	n/a	n/a	15.6	29.5

注:輸出は22年の実績、対内直接投資は21年時点の残高。朱色は中国優勢、水色は米国優勢、緑色は米中拮抗の国。米中シェアの差が3%超となる場合に優勢と評価した。
出所:IMF、CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-10 家計・非金融法人債務



注:22年12月時点。
出所:IIFより三菱総合研究所作成

(3) ASEAN経済の先行きリスク — 米欧金融不安の波及とインフレ圧力再燃

先行きのリスクは、米欧金融不安の各国金融市場への波及と地政学リスクを起点とするインフレ圧力再燃となる。米欧金融不安拡大による各国金融市場からの資本流出、エネルギー価格急騰といった事態が発生した際に、ファンダメンタルズにそぐわない利上げを余儀なくされ、成長減速をもたらす可能性がある。成長ペース鈍化、不動産市況停滞、政局不安定化(旧南北ベトナム間の対立)が発生しているベトナムは非金融法人債務が相応にあり(図表6-10)、突発的な資本流出リスクが高まっていることに留意が必要だ。

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

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】

広報部

メール:media@mri.co.jp