

### ポストコロナの世界・日本経済の展望

#### — 牽引役不在の世界経済、低めの成長率が継続 —

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長:藪田健二、以下 MRI)は、8月半ばまでの世界経済・政治の状況、および日本の2023年4-6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、過去平均(3%程度)に比べて低めの成長率が継続している。前回5月時点の見通しと比較すると、米国経済は雇用・所得環境が底堅く2%超の成長を維持している一方、中国経済はゼロコロナ政策解除後の回復ペースが想定よりも鈍い。

先行きの世界経済は、3%台半ばの成長となった22年から減速し、23年、24年ともに2.5%の成長を見込む(前回5月時点の予測は、23年が2.3%、24年が2.8%)。米国経済は、既往の金融引き締めがタイムラグを伴って内需の伸びを抑制するとみられることから、24年にかけて成長減速を予測する。欧州経済は24年も低成長が継続するとみる。エネルギー制約や労働需給のミスマッチなどからインフレ圧力が強く、引き締めの金融政策を継続せざるをえないためである。中国経済は、ゼロコロナ政策解除後の内需回復は鈍く、景気刺激策を加味しても5%前後の成長にとどまるだろう。今後の世界経済の注目点は次の3つ。

- ① 金融引き締めによる米欧経済の減速 —— 米欧のインフレ率は低下傾向にあるが、2%の物価目標達成にはまだ距離がある。FRBはインフレ抑制に向けて当面は5%台の政策金利を維持し、24年半ば以降に利下げに転じると見込む。底堅い雇用・所得環境が下支え要因となることから景気後退は回避しつつも、既往の金融引き締めの影響が顕在化し、24年の米国経済の成長は1%程度に減速する見込み。欧州経済は米国以上にインフレ圧力が強く、ECBの利下げは24年後半以降となろう。引き締めの金融環境の長期化により、欧州経済は24年も1%程度の成長にとどまると予想する。
- ② 中国経済の回復遅れと世界の対中輸出の弱さ —— ゼロコロナ政策解除後の雇用・所得環境の回復が鈍く、中国経済は景気刺激策を加味しても5%程度の成長にとどまるだろう。不良債権問題を抱えるなかで大規模な経済対策の発動は想定しがたい。また、中国の国内生産比率の上昇、米中対立による対中輸出規制などを背景に、世界主要国の中国向け輸出の伸びは、中国経済の成長率と比較して限定的にとどまる可能性がある。
- ③ 政策支援による主要先進国での投資拡大 —— 世界経済の成長下支えとなるのが投資である。脱炭素化や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主要先進国を中心に強まっている。ただし、政策支援の下での投資によって世界全体の供給が過剰になれば、市況悪化による収益減などをもたらし、投資による成長押し上げ効果は弱まるだろう。

24年にかけて、世界経済を展望するうえで注意すべきリスクは3つある。第一に、中国の不良債権問題の悪化である。不動産市場の低迷が長期化すれば、地方政府の債務デフォルトリスクの上昇と相まって、金融システム不安をまねく恐れがある。第二に、高インフレ再燃による更なる金融引き締めの長期化である。気候変動や地政学リスク上昇に伴うエネルギー需給の逼迫などによって高インフレが再燃すれば、米欧中銀は一段の金融引き締めを余儀なくされ、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。第三に、各国選挙に伴う不確実性の高まりである。24年には台湾、インド、米国など世界主要国・地域で選挙が相次ぐことから、結果次第では政策や経済の不確実性が高まる可能性がある。

## 日本経済

日本経済は、2四半期連続の高成長となり実質GDPはコロナ危機前のピーク(19年7-9月期)を回復した。24年度にかけて内需主導で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するとみる。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、米欧経済の減速が懸念材料となるが、インバウンド消費の回復で底堅く推移するとみる。消費者物価は、賃金上昇のサービス価格への波及などを背景に、23年度・24年度とも平均2%以上の伸びが見込まれる。日本銀行は、24年度半ばには物価上昇の持続に対する確信を強め、イールドカーブ・コントロールの撤廃など金融政策の正常化に着手するだろう。実質GDPは、23年度前年比+2.2%と、23年4-6月期実績を踏まえ、前回6月時点(同+1.5%)から上方修正、24年度は同+1.0%(前回同+1.2%)と、米欧経済の下振れを想定して下方修正する。

## 米国経済

米国経済は、金融引き締めの中なかでも良好な雇用環境を背景に堅調さを維持している。23年後半から24年前半にかけては、実質金利の上昇など引き締めの金融環境が内需の抑制要因となることから、成長減速を見込む。それでも、①堅調な雇用・所得環境、②政府の産業政策による設備投資支援が下支え要因となり、景気後退は回避するとみる。国内起因のインフレ圧力は徐々に緩和していることから、FRB(連邦準備制度理事会)は、当面は5%台の政策金利を維持し、24年半ば以降に利下げに転じることが見込まれる。実質GDPは、23年は前年比+1.8%と、23年前半実績の上振れを踏まえ、前回5月時点(同+1.3%)から上方修正する。24年は実質金利上昇による内需減速や財政責任法による歳出抑制などから同+1.0%と前回(同+1.5%)から下方修正する。

## 欧州経済

ユーロ圏経済は、物価高と利上げで内需の伸びが弱く、ゼロ%近傍の成長が続いている。23年後半から24年前半にかけては、インフレ圧力が残存することから金融引き締めの長期化が予想されるほか、エネルギー制約も景気回復の重しとなる。景気の緩やかな持ち直しが見込まれるのは24年後半以降となろう。この間、投資は脱炭素とデリスキングの推進を背景に、ユーロ圏経済の一定の下支え要因となる見込みである。ECB(欧州中央銀行)の金融政策は、23年内1回の利上げ後に据え置き、利下げは24年後半を見込む。実質GDPは、23年は前年比+0.5%と前回5月時点から変更なし、引き締めの金融環境の長期化などを背景に24年は同+1.1%(前回同+1.3%)へ下方修正する。

## 中国経済

中国経済は、ゼロコロナ政策解除後の景気回復が緩慢なペースにとどまっている。背景には、労働集約型産業の雇用吸収力低下による緩慢な雇用回復や住宅市場の低迷長期化がある。これらが23年後半から24年にかけての景気回復ペースを鈍らせる要因となることを踏まえ、政府は消費下支えや不動産支援などの景気刺激策を表明している。EVや半導体などの競争力確保のための投資も景気の下支え要因となろう。実質GDPは、23年は前年比+5.1%と前回5月時点(同+5.2%)から下方修正し、24年は同+4.8%で変更なしと予測する。

## ASEAN・インド経済

ASEAN5経済は、堅調な内需に支えられ着実に成長している。先行きは、EVエコシステム構築といった域内生産強化の取り組みも手伝い、総じてコロナ危機前並み(17-19年平均で前年比5%程度)の成長継続を見込む。ただし、ベトナムは中国の代替生産により22年が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である。実質GDPは、ベトナム経済の成長鈍化から、23年は前年比+5.0%(前回5月時点は+5.2%)へ下方修正し、24年は同+5.0%で変更なしと予測する。

インド経済は、固定資本形成や民間消費に支えられ堅調に成長している。先行きは、金融市場の安定とインフレの抑制、多国間主義の経済的メリット活用に支えられ、内需を牽引役に6%台前半の成長を見込む。

# 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：三位一体の労働市場改革に対する就業者の評価	18
日本経済の成長率予測 計表	19
3. 米国経済	20
4. 欧州経済	24
5. 中国経済	28
6. ASEAN・インド経済	31

## 執筆担当者

---

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

---

# 1. 総論

## (1) 世界経済の現況

### 世界経済は引き続き緩やかな減速傾向

23年4-6月期の世界主要国の実質GDP(季調済前期比)は、前期から成長率が低下した(図表1-1)。前回5月時点の見通しと比較すると、米国経済は雇用・所得環境が底堅く年率2%超の成長を維持した一方、中国経済はゼロコロナ政策解除後の回復ペースが鈍い。

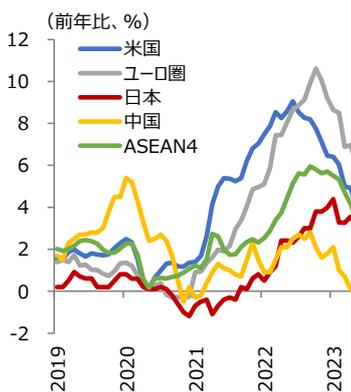
世界的にインフレ率は鈍化しているが(図表1-2)、エネルギーや食品価格を除いたコア物価の上昇圧力は、米欧を中心に想定以上に根強い。米国やユーロ圏の中央銀行は、直近1年間、コア物価の見通しの上方修正を繰り返してきた(図表1-3)。そのため、米欧の中央銀行は利上げを続けてきた(図表1-4)。一方、中国やASEAN諸国は、インフレ率の低下を受けて利上げ停止または利下げに転じている。

図表 1-1 世界主要国の実質 GDP



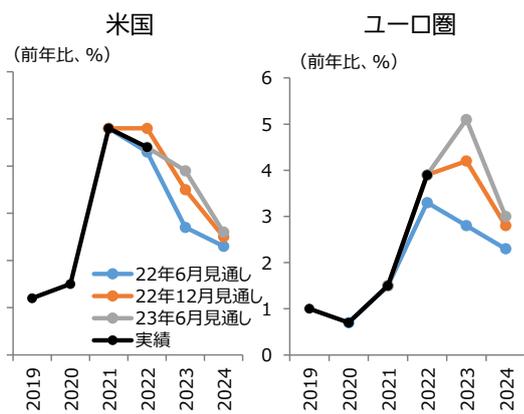
注: GDP規模の大きい上位40カ国のうち前期比の実質GDP成長率が取得可能な37カ国についてGDPウェイトで加重平均。23年4-6月期は8月15日時点で公表されている15カ国平均。  
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 消費者物価上昇率



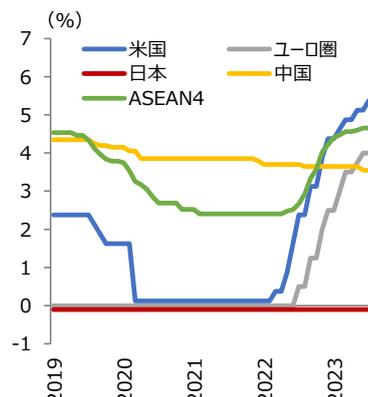
注: 総合。ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを22年の名目GDPでウェイト付けた加重平均。直近は23年6月。  
出所: BISより三菱総合研究所作成

図表 1-3 中央銀行のコア物価の見通し



注: エネルギーと食料を除くコア物価。米国は各年第4四半期時点における前年比。  
出所: FRB、ECBより三菱総合研究所作成

図表 1-4 政策金利



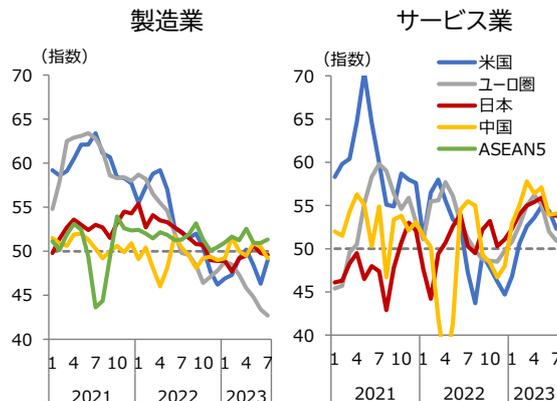
注: ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを22年の名目GDPでウェイト付けた加重平均。直近は23年7月。  
出所: BISより三菱総合研究所作成

### 製造業の業況悪化が顕著に

各国で成長率が鈍化するなか、特に製造業で業況が悪化している。米国、ユーロ圏の製造業PMI(企業の購買担当者らの景況感)は好不況の分かれ目となる50を下回っており、特にユーロ圏の低下幅が大きい(図表1-5)。日本、中国も50付近にある。コロナ後の財消費の一服に加え、半導体の在庫調整、利上げによる耐久財消費の悪化、利払い負担の増加などが製造業の業況悪化要因となっているとみられる。

一方、サービス業の業況は50を明確に上回っている。ただし、5月以降は全体的に低下がみられる。世界的に製造業の企業活動の弱さが、運輸・倉庫業や卸売業など製造業と関連が強い業種を中心にサービス業へ波及している可能性がある。

図表 1-5 PMI



注: 点線は好不況の分かれ目となる50を示す。ASEAN5は製造業のみデータ有り。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: Bloombergより三菱総合研究所作成

## (2) 世界経済の見通し

### 24年にかけて過去の平均的成長率(3%程度)を下回る2%台半ばの成長を見込む

先行きの世界経済は、24年にかけて過去の平均的な成長率(3%程度)を下回る2%台半ばの成長にとどまると見込む(図表1-6)。23年は米国経済の成長率上方修正などを背景に、前年比+2.5%と前回5月時点(同+2.3%)から+0.2%ポイント上方修正する。24年は米欧の利下げ開始時期が後ずれすることを見込み、同+2.5%と前回(同+2.8%)から▲0.3%ポイント下方修正する。

米国経済は、金融引き締めの中でも良好な雇用環境を背景に堅調さを維持している。23年後半から24年前半にかけては、実質金利の上昇など引き締めの金融環境が内需の抑制要因となることから、成長減速を見込む。それでも、①堅調な雇用・所得環境、②政府の産業政策による設備投資支援が下支え要因となり、景気後退は回避するとみる。国内起因のインフレ圧力は徐々に緩和していることから、FRB(連邦準備制度理事会)は、当面は5%台の政策金利を維持し、24年半ば以降に利下げに転じる見込みである。実質GDPは、23年は前年比+1.8%と、23年前半実績の上振れを踏まえ、前回5月時点(同+1.3%)から上方修正する。24年は実質金利上昇による内需減速や財政責任法による歳出抑制などから同+1.0%と前回(同+1.5%)から下方修正する。

ユーロ圏経済は、物価高と利上げで内需の伸びが弱く、ゼロ%近傍の成長が続いている。23年後半から24年前半にかけては、インフレ圧力が残存することから金融引き締めの長期化が予想されるほか、エネルギー制約も景気回復の重しとなる。景気の緩やかな持ち直しが見込まれるのは24年後半以降となろう。この間、投資は脱炭素とデリスキングの推進を背景に、ユーロ圏経済の一定の下支え要因となる見込みである。ECB(欧州中央銀行)の金融政策は、23年内1回の利上げ後に据え置き、利下げは24年後半を見込む。実質GDPは、23年は前年比+0.5%と前回5月時点から変更なし、引き締めの金融環境の長期化などを背景に24年は同+1.1%(前回同+1.3%)へ下方修正する。

中国経済は、ゼロコロナ政策解除後の景気回復が緩やかなペースにとどまっている。背景には、労働集約型産業の雇用吸収力低下による緩やかな雇用回復や住宅市場の低迷長期化がある。これらが23年後半から24年にかけての景気回復ペースを鈍らせる要因となることを踏まえ、政府は消費下支えや不動産支援などの景気刺激策を表明している。EV(電気自動車)や半導体などの競争力確保のための投資も景気の下支え要因となろう。実質GDPは、23年は前年比+5.1%と前回5月時点(同+5.2%)から下方修正し、24年は同+4.8%で変更なしと予測する。

今後の世界経済の注目点は、①金融引き締めによる米欧経済の減速、②中国経済の回復遅れと世界の対中輸出の弱さ、③政策支援による主要先進国での投資拡大の3つである。

図表 1-6 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比)	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
<b>世界全体</b>	<b>6.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>
米国	5.9%	2.1%	1.8%	1.0%
ユーロ圏	5.4%	3.4%	0.5%	1.1%
中国	8.4%	3.0%	5.1%	4.8%
日本 [暦年]	2.2%	1.0%	2.2%	1.2%
[年度]	2.7%	1.4%	2.2%	1.0%
ASEAN5	3.3%	5.9%	5.0%	5.0%
その他世界	5.7%	1.5%	2.3%	2.7%

注: 数値は暦年。

出所: 実績は各国統計、IMF、予測は三菱総合研究所

### 注目点① 金融引き締めによる米欧経済の減速 —— 24年の米欧経済は1%程度の低成長に

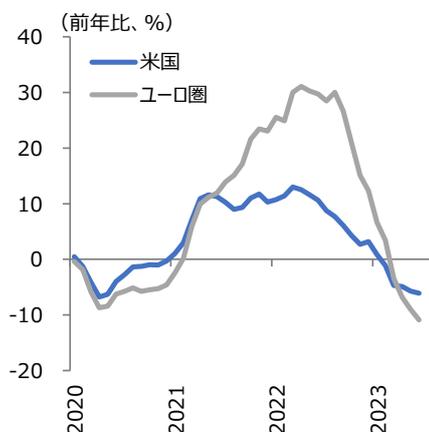
米欧の物価上昇率は伸びが鈍化傾向にある。主因は、エネルギー価格や食品価格の上昇一服である。米欧の輸入物価は前年比マイナスに転じており(図表1-7)、米欧ともにエネルギー価格による消費者物価への寄与は既にマイナスである。

ただし、物価上昇率が米欧の中央銀行が目標とする2%まで低下するには、時間を要する見通しである。米国では、政策金利が大幅に引き上げられた22年以降も、失業率が過去と比べて低い水準を維持しており、労働需給の逼迫を通じた物価上昇圧力が強い(図表1-8)。FRBはインフレ抑制に向けて23年中は現状の政策金利を維持し、利下げに転じるのは24年半ば以降と見込む。欧州経済は既に低成長ながらも米国以上にインフレ圧力が強い。失業率の低さは、米国に共通しており、人手不足や労働需給のミスマッチなどから低成長下でも賃金上昇圧力は根強い。ECBの利下げも24年後半以降になると見込んでいる。

このように、米欧経済は、24年半ばにかけて引き締めの金融環境が見込まれる。23年年初までは、米欧ともに実質金利がマイナス圏で推移してきたが(図表1-9)、政策金利の引き上げと物価の伸び鈍化により、米国の実質金利は23年4-6月期にプラスに転じた。今後、政策金利の高水準維持と物価の伸び鈍化が見込ま

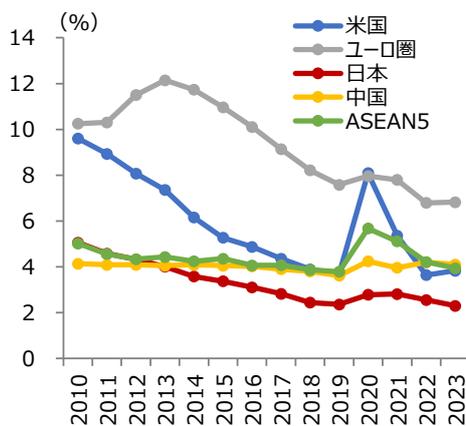
れ、実質金利の上昇による内需の抑制効果がラグをもって顕在化してくるだろう。欧州も、実質金利はまだマイナス圏で推移しているが、24年年初にはプラス圏に浮上するだろう。

図表 1-7 輸入物価指数



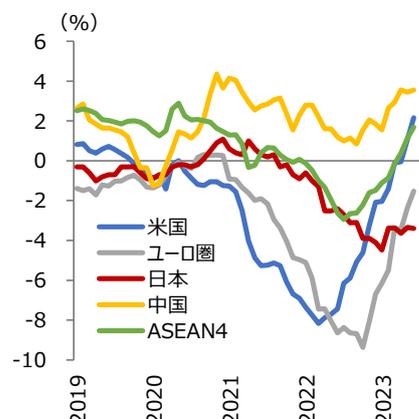
注：直近は23年6月。  
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-8 失業率



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でウェイト付けした加重平均。23年は4月時点の予測。  
出所：IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-9 実質金利



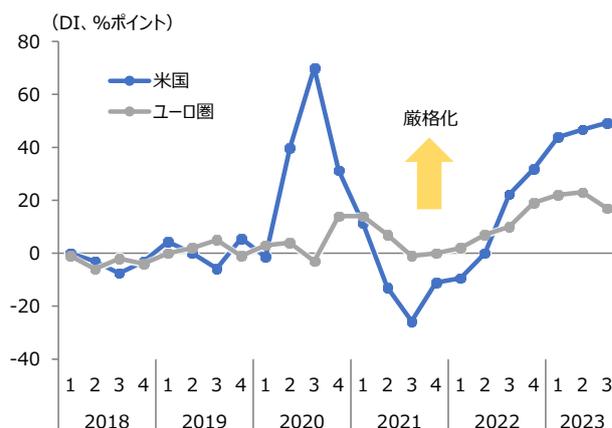
注：政策金利－物価上昇率。ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを22年の名目GDPでウェイト付けした加重平均。直近は23年6月。  
出所：BISより三菱総合研究所作成

引き締め的な金融環境下で、実質金利の上昇のみならず、銀行の貸し出し姿勢の慎重化も、実体経済の抑制要因となる。

銀行の融資基準は、米国・ユーロ圏ともに厳格化した状態にある(図表1-10)。3月の米国銀行経営不安の影響が一巡した後も、融資基準の厳格化が継続しており、金融引き締めの影響が反映されているとみられる。過去の傾向を見ると、銀行の融資基準の厳格化は、2年程度のラグをもって貸出残高の圧縮につながっており、今後も貸出残高の減少が続く可能性がある。

こうした状況を鑑みると、利下げに転じるとみられる24年半ばまでは、米欧経済は引き締め的な金融政策運営による需要抑制効果が顕在化しやすい局面となるため、ともに1%程度の成長にとどまる可能性が高い。米欧経済の低成長は、世界の輸出低調にもつながる。

図表 1-10 銀行の貸出基準(米欧)



注：横軸は調査公表時期。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。いずれも中小企業向け。  
出所：FRB、ECBより三菱総合研究所作成

## 注目点② 中国経済の回復遅れと世界の対中輸出の弱さ —— 米欧減速を補うほどの回復には至らず

米欧経済が、金利上昇の影響などから24年にかけて低めの成長にとどまる見通しのなかで、ゼロコロナ政策を解除した中国経済の回復力が、世界経済の先行きにも重要になる。結論を先に述べると、中国経済による世界経済の下支え効果に過度な期待はできないだろう。

第一に、中国経済は、回復ペースに頭打ち感が出ている。不動産市況の低迷、雇用・所得環境の弱さなどを背景に、23年4-6月期の実質GDPは前期比年率+3.2%まで減速した(図表1-11)。中国経済の成長ペースは、23年から24年にかけて前年比+5%前後と、潜在成長率並みにとどまるだろう。ゼロコロナ政策解除後の経済活動の正常化局面にあることを差し引くと、実力ベースの中国経済の回復力は力強さを欠くと見込む。

第二に、中国経済の回復力に比べて、中国向け輸出はさらに弱いものにとどまる可能性がある。中国の生産量と輸入量を見ると、直近3年間は、中国の生産量は増加傾向にある一方、輸入量は横ばいで推移している(図表1-12)。ゼロコロナ政策による規制の影響もあるが、23年入り後も戻りは鈍い。1つ目に、中国国内の技術水準が上がり、これまで輸入していた製品の一部を内製化できるようになっていることが考えられる。例えば、

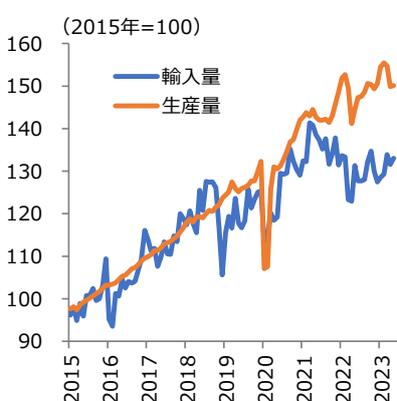
中国国内でEVの普及が進むなか、供給不足の影響もあるが自動車の輸入量は減少している(図表1-13)。2つ目に、米中対立を背景に、半導体などで各国の中国向け輸出に制約がかかっていることも、中国の輸入が抑制されている一因と考えられる。

図表 1-11 中国の実質 GDP



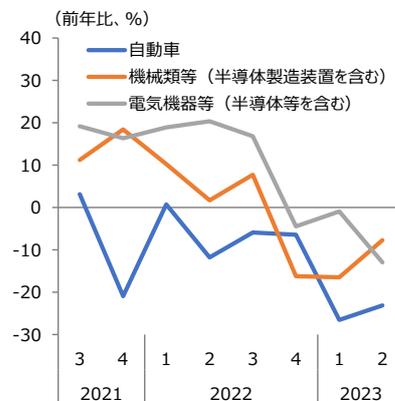
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 1-12 中国の生産量・輸入量



注:季節調整値。直近は23年5月。  
出所:オランダ経済分析局より三菱総合研究所作成

図表 1-13 中国の輸入



注:自動車はHSコード87、機械類はHSコード84、電気機器はHSコード85  
出所:Windより三菱総合研究所作成

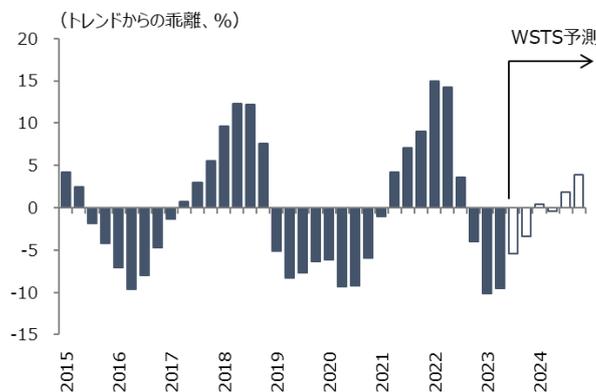
### 注目点③ 政策支援による主要先進国での投資拡大 —— 短期的に景気押し上げも過剰投資が懸念材料

世界経済の成長が減速するなかで、成長の下支えとして期待されるのが、各国政府主導のもとで進められる産業競争戦略とそれによる投資拡大である。

米国では、EVや半導体生産の国内生産を支援するインフレ抑制法(IRA、10年で3,690億ドル)、CHIPS および科学法(5年で527億ドル)が成立した22年8月以降、製造業の建設投資は急増している(P.22米国経済、図表3-13参照)<sup>1</sup>。また、EUでも6月に経済安全保障戦略が公表され、地政学的緊張の高まりなどによるリスクを最小化する方針(デリスキング)が打ち出された。その柱の一つであるPromoting(EUの競争力強化)に向けては、重要原材料の域内リサイクル率の引き上げや、ネットゼロ産業の域内企業の競争力強化が掲げられ、官民あわせての大規模な投資が必要になる(P.26ユーロ圏経済、図表4-13参照)。各国・地域の投資支援策の政府予算・基金は、GDP比で米国が2.3%、EUは8.2%に上る。日本でも半導体の国内製造拠点の拡充に向けた投資が活発化しているほか、韓国も半導体エコシステムの強化に向けた「半導体超強大国達成戦略」を発表し、規制緩和や投資支援に乗り出している。

ただし、これらの投資は経済合理性に基づく民間主導の投資ばかりではなく、政府の補助金などによって政策的に誘導された投資も多い。こうした投資の問題点として、第一に、経済効率性に基づいて構築された既存のグローバル・サプライチェーンを組み替えることは、生産性の低下につながる可能性がある。第二に、世界全体として投資が過剰になる恐れがある。その結果、供給が過剰になり需給バランスが崩れれば、市況が悪化し投資収益率が低下する可能性がある。特に半導体については、シリコンサイクルが調整局面を終え、24年にかけて回復に向かうとみられているが(図表1-14)、過剰投資で調整局面が長引く可能性もある。その場合には、上記の景気押し上げ効果が弱まることとなろう。

図表 1-14 半導体売上高



出所:WSTSより三菱総合研究所作成

<sup>1</sup> 括弧内の投資額は、インフレ抑制法は気候変動対策、CHIPS および科学法は半導体産業支援予算。

### (3) 世界経済のリスク

24年にかけての世界経済の標準的な見方は上記のとおりだが、発生すれば世界経済の成長率を下振れさせることになるリスク要素を3点挙げる。

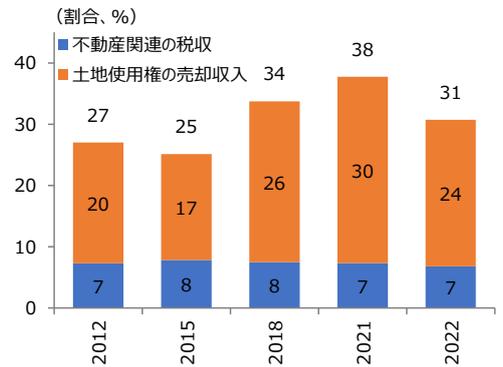
第一に、中国の不良債権問題の悪化である。中国では、持ち直しの兆しがみられた不動産市場が再び低迷しており、不動産市場の低迷長期化が、中国の不良債権問題を悪化させる恐れがある。地方政府の不動産関連収入への依存度は高まっており、21年時点で38%に上った。これが22年には不動産市場の低迷を受けて31%にまで急落した(図表1-15)。地方政府の財政状況が悪化すれば、地方政府の債務デフォルトリスクの上昇に加え、公営企業や地方政府が設立した投融資企業(融資平台)などの倒産が連鎖する恐れもある。統計上は中国の不良債権比率は低下傾向にあるが、国営・公営企業が含まれる非金融法人企業の債務(GDP比)は拡大傾向にある(P.30中国経済、図表5-13参照)。不動産市況の低迷長期化をきっかけに、不良債権問題が一気に顕在化する可能性があり、その場合には、金融システムの不安定化にもつながるだろう。中国経済に強い下押し圧力がかかり、世界経済にも悪影響が波及しかねない。

第二に、高インフレ再燃による更なる金融引き締めの長期化である。当社見通しでは、米欧中銀は24年半ば以降に利下げに転じると想定しているが、物価上昇率が再加速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、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である。仮に、中央銀行が物価上昇率を2%まで低下させることに対する人々の信認が低下すれば、期待インフレ率が高止まりする可能性がある。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、最悪の場合は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。新興国にも資金流出圧力がかかり、世界経済の押下げ要因となるだろう。

一段の金融引き締めは、米欧発の金融システム不安につながるリスクもある。中小銀行のリスクへの金融監督当局の監視や指導が不十分であった結果、銀行経営に対する警戒感は根強い。商業用不動産の市況の更なる悪化などをきっかけに、銀行経営不安が再燃する可能性にも注意が必要である。

第三に、各国選挙に伴う不確実性の高まりである。24年には、主要国・地域で大統領選や議会選挙が相次ぐ(図表1-16)。台湾、ロシア、ウクライナなど地政学的な緊張が高い国・地域のほか、インドでも総選挙を迎える。米国大統領選も予備選含めて結果が読みにくい状況である。選挙の結果次第では、不確実性の高まりや政策変更などによって景気が上下に振れる可能性がある。

図表 1-15 中国の地方政府収入に占める不動産関連の割合



出所:PIIEより三菱総合研究所作成

図表 1-16 今後の主な選挙日程

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

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

## 2. 日本経済

### (1) 日本経済の現況

#### 2四半期連続の高成長も、物価高が重しとなり4-6月期の消費は減少

日本経済は、2四半期連続の高成長となり実質GDPはコロナ危機前のピーク(19年7-9月期)を回復した。23年4-6月期は季調済前期比+1.5%の伸びを示した(図表2-1)。需要項目別では、輸出(同+3.2%)が、米欧向けの自動車を中心にプラスに転じた。民間最終消費(同▲0.5%)は、新型コロナ5類移行を受けてサービス消費の回復が続いたものの、食料品などの物価上昇が財消費の重しとなり、3四半期ぶりに減少した。

### (2) 日本経済の先行き

#### 賃金上昇と企業の投資拡大を背景に内需主導の景気回復へ

23年度は、大幅プラス成長の反動や輸出減速から成長率が一時低下するものの、総じてみれば内需主導の回復となる見込みだ。個人消費は、物価高による下押し圧力は続くものの、底堅く推移するとみる。コロナ禍で蓄積された貯蓄が下支えとなるほか、賃金上昇が所得・マインドの改善につながり、消費回復を後押しするだろう。設備投資も、デジタル化・脱炭素化といった中長期視点での投資拡大が続く見通しである。輸出は、米欧経済の減速が懸念材料となるが、インバウンド消費の回復で底堅く推移するとみる。23年度の実質GDP成長率は前年比+2.2%と予測する(4-6月期実績を踏まえ、前回6月時点同+1.5%から上方修正)。

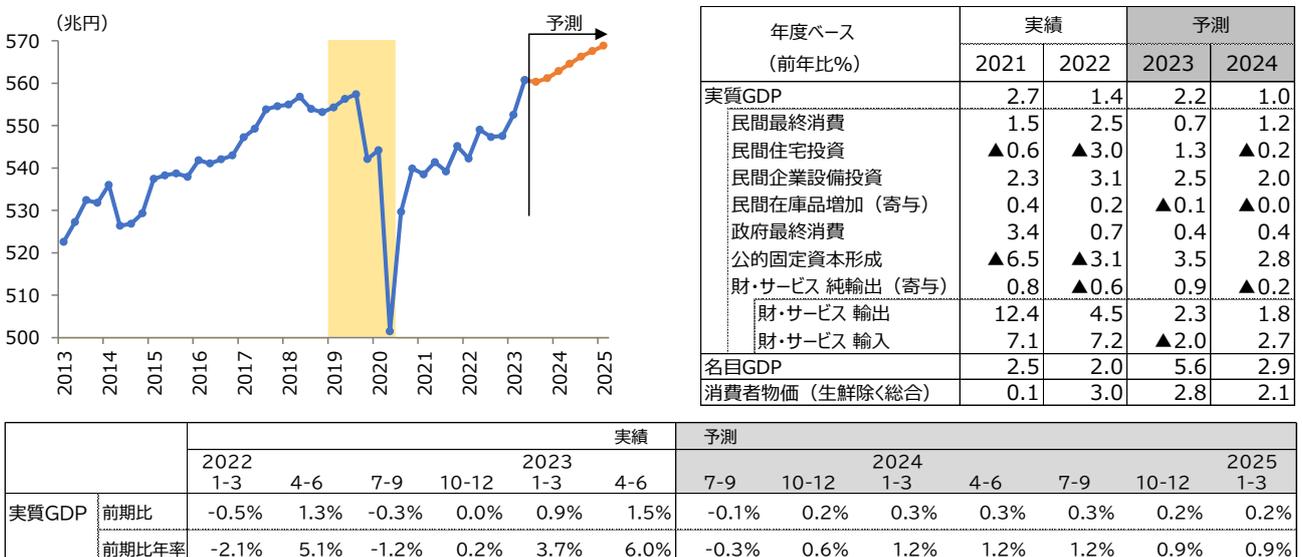
24年度も、潜在成長率(当社試算0%台半ば)を上回る成長率を見込む。個人消費は、賃金上昇を背景に増加基調を維持し、成長期待が高まるなかで設備投資も拡大が続くだろう。24年度の実質GDP成長率は前年比+1.0%と予測する(米欧経済の下振れを想定し、前回同+1.2%から下方修正)。

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、23年度は前年比+2.8%、24年度は同+2.1%と、2%を上回る高い伸びを見込む。コストプッシュ要因・物価高抑制策の反動が剥落する24年度末には同+1%台後半まで鈍化するが、その後は物価の基調的な伸び率が高まるとみる。日本銀行は、24年の賃金動向を確認し、物価上昇の持続性に対する確信を強めた後に、金融政策の正常化(イールドカーブ・コントロール撤廃やマイナス金利撤廃)を段階的に開始するだろう。

予測の前提として、原油価格(WTI)は70ドル台後半での推移、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年半ば以降)を織り込み、24年度末にかけて120円/ドル台後半まで円高が進むと想定する。日経平均株価は、米国景気の減速や為替変動を受け一時調整する場面はあるものの、24年度末32,000円と高水準で推移する見通しである。

見通しを巡る注目点として、次の3つを挙げる。まず、個人消費の動向を分析したうえで、その回復の裏付けとなる賃金の先行きを展望する(注目点①消費回復と賃金上昇の先行き)。次に、企業の設備投資に対するスタンス変化の背景とその持続性を分析する(注目点②企業の業況改善・投資活発化の持続性)。最後に、家計と企業の動向を踏まえ、先行きの物価と金融政策の方向性を提示する(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

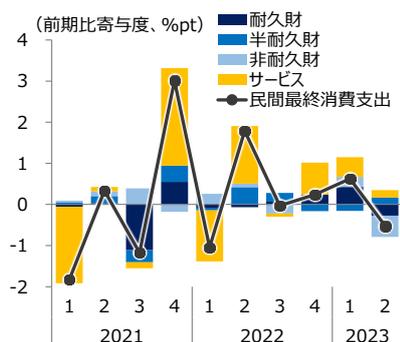
## 注目点① 消費回復と賃金上昇の先行き —— 持続的な賃金上昇から消費は緩やかに回復へ

### 新型コロナ5類移行でサービス消費は持ち直し継続も、財消費は物価高から低迷

個人消費は、弱含んでいる。4-6月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲0.5%（23年1-3月期同+0.6%）と、3四半期ぶりに減少した（図表2-2）。形態別にみると、サービス消費の回復が継続した一方、食料品など非耐久財を中心に財消費が力強さを欠いている。

サービス消費は、5月の新型コロナ5類移行もあって回復が持続しており、日本人宿泊客数や外食産業売上高は18年同月を上回る水準で推移している（図表2-3）。一方で、長引く物価高が消費の重しとなっている。消費者物価の伸び率は、前年比+3%台の高い伸びが続いており、物価の影響を考慮した実質賃金は6月時点で15カ月連続の前年比マイナスとなった。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では、物価上昇を理由に消費を慎重化させた家計割合は、23年1月調査をピークに減少傾向にあるものの、依然として全体の2割以上に上る（図表2-4、「商品やサービスの価格の上昇」）。

図表 2-2 実質個人消費



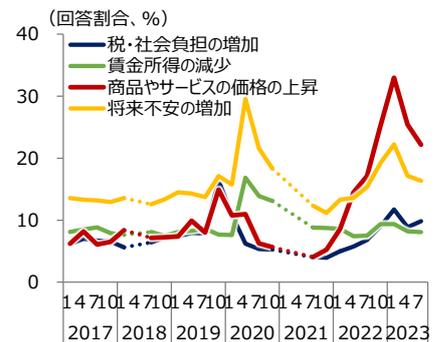
注：統計上の定義の違いから、形態別の寄与度合計と民間最終消費支出の伸び率は一致しない。  
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-3 サービス消費動向



出所：日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」、観光庁「宿泊旅行統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-4 消費慎重化理由



注：複数回答。過去3カ月の慎重化理由。  
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7月15-18日、回答者5,000人）

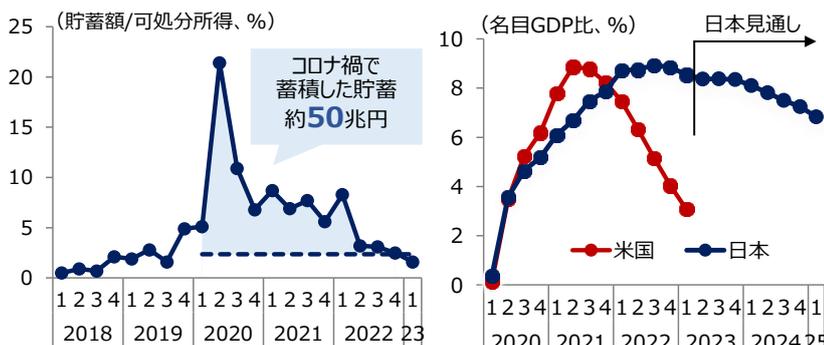
### 消費は先行き緩やかに回復、貯蓄や賃上げが下支え

23年7-9月期以降、個人消費は緩やかに回復し、23年度前年比+0.7%、24年度同+1.2%と予測する。この背景には、①コロナ禍で蓄積された貯蓄が家計の購買力を補うこと、②消費者マインドの改善、③賃金上昇の持続可能性が高まっていること、の3点がある。

①について、コロナ禍で蓄積された貯蓄は23年1-3月期に取り崩しが始まったとみられるが（図表2-5、左）、依然として約50兆円残っており、物価の高止まりが予想されるなかでも消費の下支えが見込まれる（図表2-5、右）。ペントアップ需要の急激な発現で貯蓄が急速に取り崩されている米国とは異なり、日本では消費性向の緩やかな上昇と貯蓄の段階的な取り崩しが続くだろう。

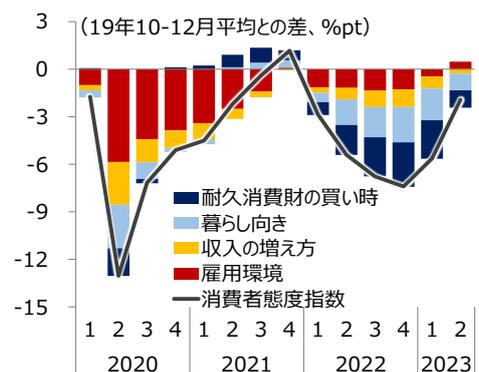
②について、消費者態度指数は、22年中は悪化傾向が続いていたが、23年に入り持ち直している（図表2-6）。特に23年4-6月期をみると、経済活動正常化に伴う人手不足を映じて、「雇用環境」がコロナ前を上回っているほか、23年春闘を受けた賃金上昇から「収入の増え方」も回復が進んだ。

図表 2-5 貯蓄率とコロナ禍で蓄積された貯蓄額



注：コロナ禍で蓄積された貯蓄は、可処分所得×貯蓄率（19年前半）を上回る貯蓄額と定義。先行きは、名目GDP・可処分所得・消費がMRI予測に沿って従う場合の見通し。  
出所：内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報（参考系列）」、米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 2-6 消費者態度指数



出所：内閣府「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

③については、家計が賃上げ持続に対する予想を強めると、将来期待される所得の改善から消費性向が高まり、消費拡大につながる。前述のmif調査によると、23年度、3～5年後とも高い賃金上昇を予想する人々は、今年度の賃上げが低迷した人や一時的な賃金上昇とみる人と比べて、消費意欲が強い(図表2-7)。後述するように、賃上げ期待が高まっている家計では、持続的な賃上げ期待も高まっており、消費回復を後押ししよう。

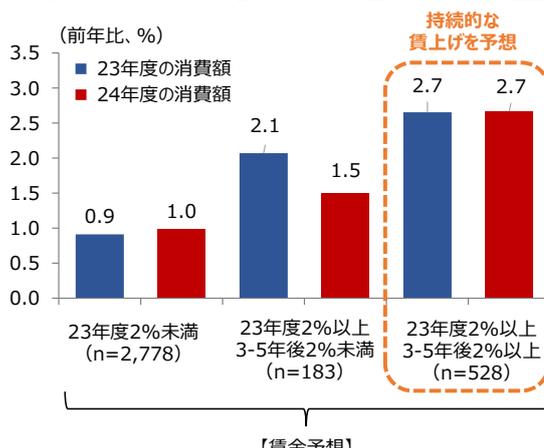
### 大幅な賃金上昇が実現、実質賃金は23年度末にかけてマイナス解消へ

23年春闘で妥結された賃上げ率は+3.58%(連合最終集計)と30年ぶりの高水準となり、その影響は賃金統計にも表れ始めている。一般労働者(フルタイム)の名目所定内給与(基本給に相当)が5月に約26年ぶりの高い伸びとなるなど、賃金上昇のトレンドは強まっている(図表2-8)。改定後の賃金が実際に支給されるまでには時間差があり、8月頃にかけて伸び率が高まるだろう。

加えて、7月末の中央最低賃金審議会(厚生労働相の諮問機関)の小委員会では、23年度の最低賃金(全国加重平均)の目安として、現在の961円から1,002円への引き上げが提示された。事業所規模30人未満の企業では、改定後に最低賃金を下回る労働者割合(影響率)が2割近くに上るとみられ(図表2-9)、10月の改定前後には賃金の底上げが見込まれる。

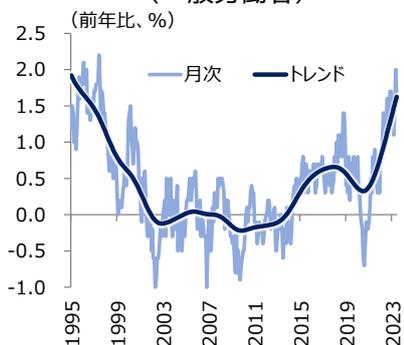
以上を踏まえると、実質賃金は23年度末にかけて前年比マイナスの解消へ向かうとみる(図表2-10)。

図表 2-7 賃金予想別の消費意欲(MRI 調査)



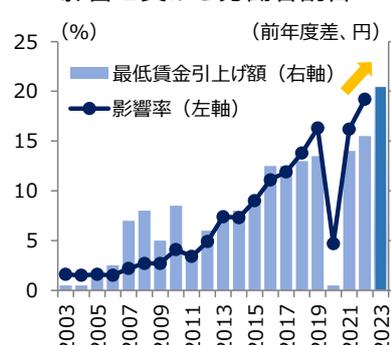
【賃金予想】  
注: 回答者を賃金予想でグループ分けし、「23年度・24年度の消費額が前年と比べてどの程度か」という設問に対する回答結果を平均し算出。  
出所: 三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(23年7月15-18日、集計対象者 3,489人)

図表 2-8 名目所定内給与(一般労働者)



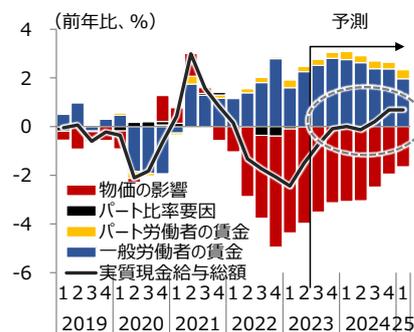
注: 全ての調査対象事業所ベース。直近は23年6月。HPフィルターでトレンドを算出。  
出所: 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 最低賃金引き上げ額と影響を受ける労働者割合



注: 事業所規模30人未満が集計対象。23年は1,002円になった場合の引き上げ額。  
出所: 厚生労働省「最低賃金に関する基礎調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-10 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

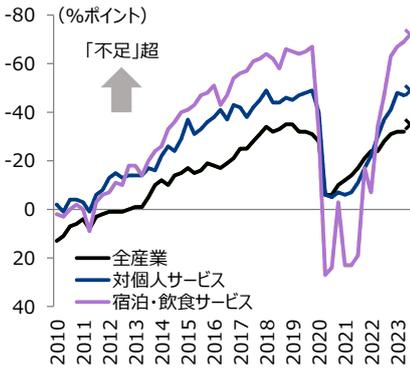
### 人手不足や賃上げ期待から、賃金上昇は持続的な動きに

24年度にかけて高めの賃金上昇が続き(一人当たり名目雇用者報酬は23年度前年比+2.6%、24年度同+2.3%と予測)、24年度後半には実質賃金は明確にプラス転換すると見込む。①深刻な人手不足が続いていることに加えて、②家計の賃上げ期待が高まっているためである。

①について、日銀短観の雇用人員判断DIをみると、幅広い産業で人手不足感が強まり続けている(図表2-11)。特に、経済活動の再開を受け、6月調査の人手不足感は、宿泊・飲食サービスで過去最高となった。同調査の宿泊・飲食サービスの業況判断DIは大きく改善し、コロナ前を上回ったにもかかわらず、ホテルの客室稼働率は56%と、19年平均の63%を依然として下回っている(図表2-12)。事業の活況に人手の確保が追い付いていない状況がうかがえる。人手不足の背景には、労働力人口の減少やスキルのミスマッチといった構造的な要因もあり、短期的な解消は困難だ。優秀な人材を確保するためには賃上げが不可欠となっており、一部報道によると、複数年にわたる賃上げを表明する企業も現れ始めている。従来の人手不足と賃金との連動性からは、24年には+2%程度の賃金上昇(正社員)が見込まれる(図表2-13)。

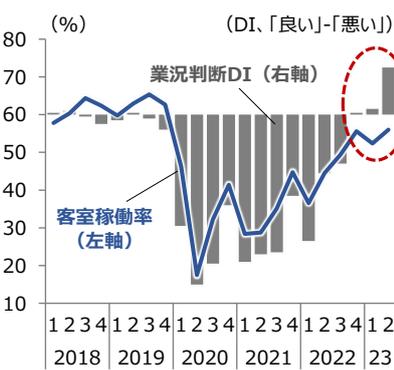
さらに、②家計の賃上げ期待の高まりから、過去の連動性以上に賃上げが進む可能性もある。売り手市場で賃上げ期待が高まると、労使交渉における賃上げ要求水準が引き上げられるからである。

図表 2-11 雇用人員判断 DI



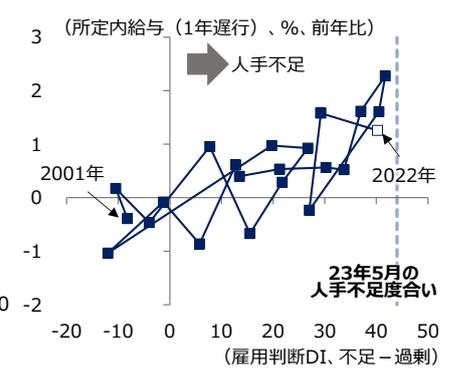
注:全規模。×は企業の先行き見通し。  
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 客室稼働率と業況判断



注:業況判断は宿泊・飲食サービス業。  
出所:日本銀行「短観」、観光庁「宿泊旅行統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 人手不足と賃金上昇率

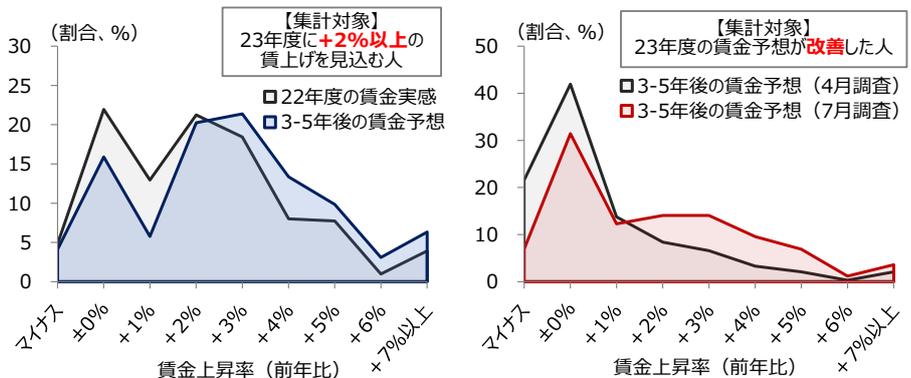


注:正社員。全規模。2001年-2022年。  
出所:厚生労働省「毎月勤労統計調査」「労働経済動向調査」より三菱総合研究所作成

当社調査では、23年度賃上げ予想が高い労働者は、3-5年後も22年対比で高めの賃上げを予想しているほか(図表2-14、左)、23年度の賃上げ予想が改善した回答者は、3-5年後の予想も改善している(同右)。

もっとも、相対的に生産性の低い企業では持続的な賃上げは困難であり、賃上げの恩恵が労働者の間で二極化する恐れがある。加えて、23年度の賃金が改善していない人では、将来の賃金予想が改善していないことも課題だ。解決策の一つは、労働市場の流動性向上や労働者のスキルアップ支援など、労働市場改革を通じた生産性の向上・将来所得期待の押し上げである。岸田政権の労働市場改革に対する就労者の評価については、トピックス(P.18)で後述する。

図表 2-14 家計の中長期的な賃上げ予想(MRI 調査)



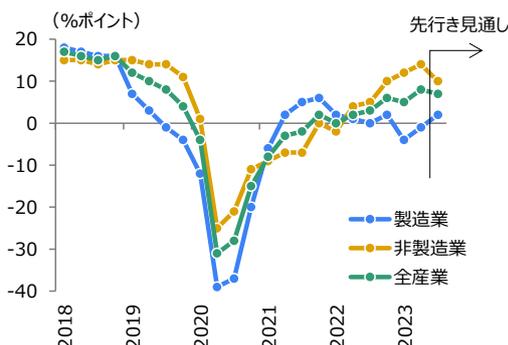
注:左図は、7月調査時点において働いており、かつ23年度の賃上げ予想が2%を上回る回答者711名を対象に集計。右図は、4月・7月調査両時点において働いており、かつ7月調査の23年度の賃金予想が、4月調査よりも改善した回答者334名を対象に集計。集計対象全体に占める割合は、それぞれ約2割程度。  
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査

注目点② 企業の業況改善・投資活発化の持続性 — DX・GX対応を契機として投資姿勢変化の兆し

非製造業の景況感堅調が持続、製造業は一進一退が続く見通し

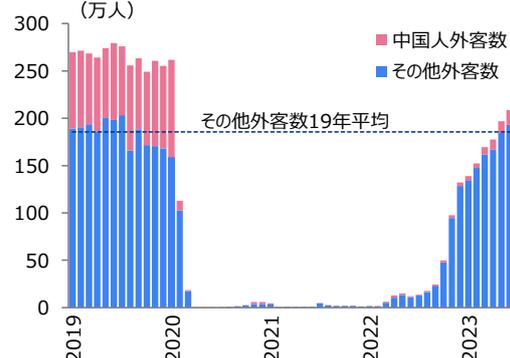
企業の景況感、新型コロナ5類移行や、供給制約の段階的な緩和、原材料コスト上昇の一服などにより、総じて持ち直している。日銀短観の業況判断DI(23年6月調査)は、全規模・全産業で+8%ポイントと、3月調査(+5%ポイント)から改善した(図表2-15)。業種別では、インバウンド需要の拡大が続くなか、非製造業の回復が鮮明だ。23年6月の訪日外客数は、中国からの外客を除けば、19年平均の水準を回復している(図表2-16)。中国人外客数も、8月の中国政府による訪日団体旅行解禁を受け、今後一段の回復に向かうだろう。非製造業の景況感、宿泊・飲食サービスを中心に先行きも堅調に推移するとみられる。

図表 2-15 業況判断 DI



注:全規模。直近は23年6月調査。  
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

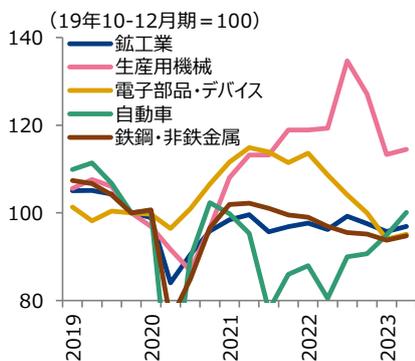
図表 2-16 訪日外客数



注:当社による季節調整値。直近は23年6月。  
出所:日本政府観光局「訪日外客統計」より三菱総合研究所作成

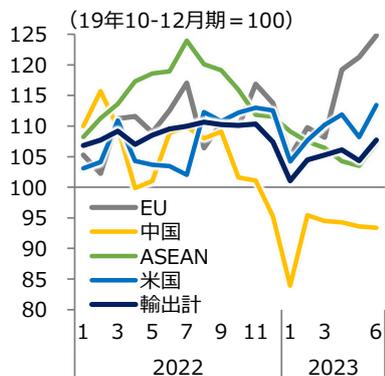
製造業の景況感は、車載半導体不足の緩和により自動車を中心に改善したものの、依然マイナス圏にある。生産動向をみると、22年入り後の減速傾向には底打ちの兆しがみられるが、力強さを欠く状況である(図表2-17)。実質輸出は、米欧向けが自動車の反動増に牽引されるかたちで持ち直しているが(図表2-18)、中国向けは、化学製品や輸送用機器を中心に、コロナ危機前を下回る水準で推移している(図表2-19)。中国の景気回復ペースが緩やかにとどまる見通しであることを踏まえると(P.28中国経済参照)、中国向け輸出は足踏みが続く可能性が高い。さらに、世界の半導体需要の本格的な回復に時間を要することも考慮すれば、当面、製造業景況感は一進一退の状況が続くだろう。

図表 2-17 鉱工業生産



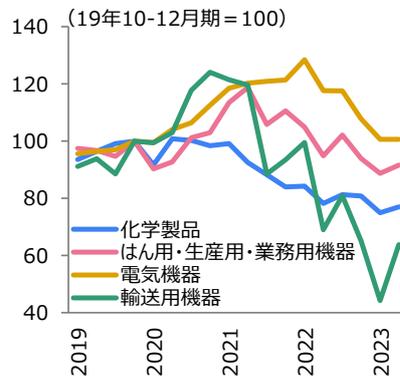
注:直近は23年6月。  
出所:経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 地域別実質輸出



注:当社による実質・季節調整値。直近は23年6月。  
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 2-19 中国向け実質輸出



注:当社による実質・季節調整値。直近は23年4-6月期。  
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

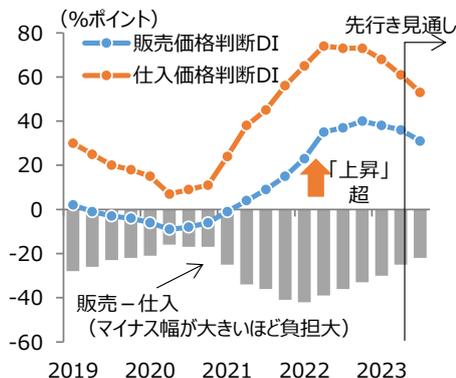
### コスト増の一巡で業績は底堅さを維持

こうしたなかでも、企業業績は、総じて堅調を維持するとみる。輸入原材料価格のピークアウトに伴うコスト増の一服により、収益性の改善が見込まれるためである。

製造業の仕入・販売価格判断DIをみると、仕入価格の上昇ペースが一服する一方で、販売価格は上昇ペースが鈍っておらず、価格転嫁の動きが続いている(図表2-20)。これにより、売上高に対する売上原価(仕入コスト)の比率が低下し、収益が押し上げられるだろう。実際、売上高経常利益率の計画をみると、製造業、非製造業ともに、6月時点の計画としては過去最高が見込まれている(図表2-21)。さらに、注目点①で指摘したとおり、消費が緩やかな回復を続けることもあり、企業業績は底堅く推移するとみられる。

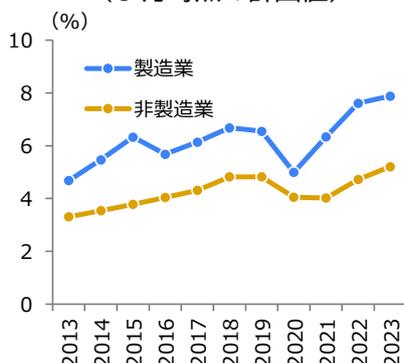
企業の資金繰りも、総じて改善が続くだろう。コロナ危機下で実質無利子・無担保融資(ゼロゼロ融資)を多く利用していた対個人サービスや宿泊・飲食サービスでも、資金繰り判断は改善傾向にあり(図表2-22)、ゼロゼロ融資の返済開始の本格化以降も中小企業の資金繰りに目立った悪化は見られていない。東京商工リサーチによれば、23年4-6月期の企業倒産の件数は約2,100件と、コロナ危機前(17-19年)の平均的な水準にまで増加しており、先行きも、返済負担増による倒産や各種支援措置の打ち切りを契機とした清算の動きが一定程度顕在化するとみられるが、経済全体への悪影響は軽微にとどまるだろう。

図表 2-20 仕入・販売価格判断 DI



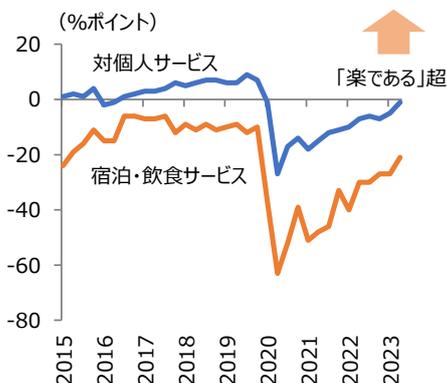
注:全規模・製造業。  
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 売上高経常利益率 (6月時点の計画値)



注:全規模。各年度6月調査時点の計画。  
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-22 資金繰り判断 DI



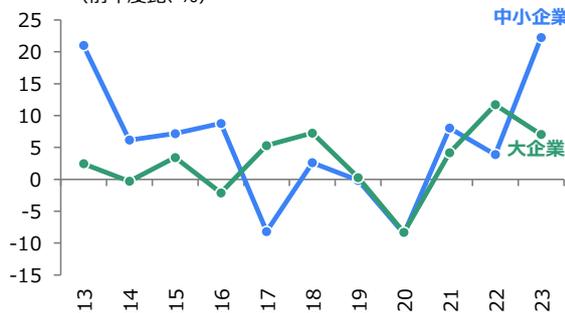
注:中小企業。  
出所:日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

## 設備投資は拡大基調を維持、企業の投資姿勢に積極化の兆し

設備投資は、拡大傾向が続いている。23年 4-6 月期の実質民間企業設備投資は、季調済前期比+0.0%と前期から横ばいとなったものの、ならしてみれば増加傾向にある。日銀短観(23年 6 月調査)の 23 年度設備投資計画(全規模・全産業)によると、大企業の設備投資は前年度に引き続き高い伸びとなり、中小企業の設備投資は過去最高の伸び率となることが見込まれる(図表 2-23)。

先行きの民間企業設備投資は、23年度前年比+2.5%、24年度同+2.0%と予測する。この背景として、企業業績が底堅く推移するなかで、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)、サプライチェーン強靱化といった中・長期的な観点で投資の拡大が続くことが挙げられる。日本政策投資銀行の調査によれば、大企業では、デジタル化の加速に伴う半導体素材の需要増や、EV(電気自動車)市場への本格参入に向けて、投資の拡大が計画されている。さらに、サプライチェーン強靱化をめぐる、10 年先にかけて国内生産拠点の増強を見通す企業が、比較可能な17年以降で最多の約6割にまで増加した(図表 2-24)。海外拠点の分散・多様化に向けた海外向け投資にも引き続き注力する傍ら、サプライチェーンの目詰まりに備えた国内生産拠点の拡充を進める意向がうかがえる。

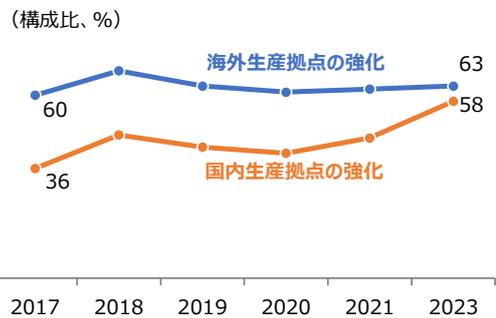
図表 2-23 設備投資計画  
(前年度比、%)



注: 全産業。23年度は6月調査計画を15-19年の平均修正率で調整した試算値。

出所: 日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-24 中・長期的な供給能力の見通し(製造業、10 年先)

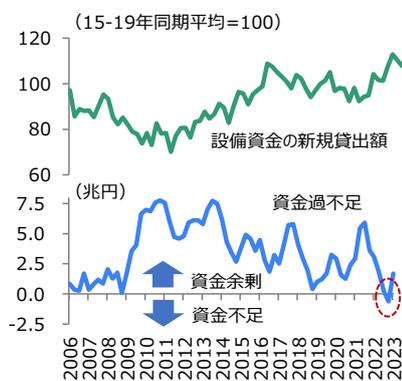


注: 22年度は欠損値。大企業のうち、国内・海外の両方で生産活動を行っている企業(2023年度: 274社)が対象。

出所: 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

企業の投資姿勢にも前向きな変化の兆しがみられる。四半期ベースの設備資金新規貸出額は、約 28 年ぶりの高水準にある。資金循環における民間非金融部門の資金過不足は、世界金融危機後は資金余剰(貯蓄超)が定着していたが、直近では、資金不足(投資超)に転じる局面もみられている(図表 2-25)。国内ベンチャーキャピタルの新規投資額(図表 2-26)をみると、総じてコロナ危機前よりも高水準で推移しており、従来は全体に占める割合が小さかった製造工業分野(工業、エネルギー、その他産業)への投資が増加するなど、幅広い業種でスタートアップ向けの投資が拡大する兆しもある。また、製造業・素材業種(化学、鉄・非鉄金属等)や非製造業(運輸、通信等)を中心とした対内直接投資の拡大も、国内投資の増加を後押しするだろう(図表 2-27)。こうした投資の拡大が奏功し、期待成長率の上昇を通じてさらなる投資増へとつながっていくかは、引き続き動向を注視する必要がある。

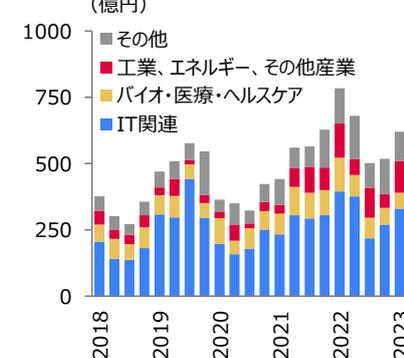
図表 2-25 設備資金の新規貸出額と企業部門の資金過不足



注: 資金過不足は民間非金融法人企業(季節調整値、4 四半期移動平均)。

出所: 日本銀行「貸出先別貸出金」、「資金循環」より三菱総合研究所作成

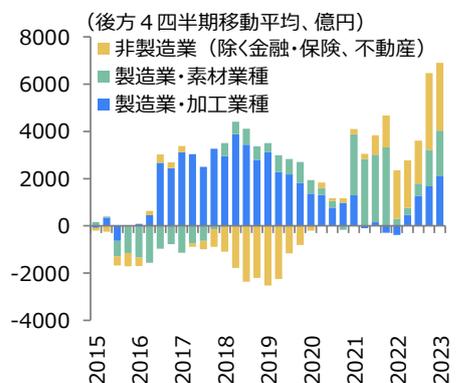
図表 2-26 国内ベンチャーキャピタル新規投資額



注: 国内に籍を置くベンチャーキャピタルの国内向け投資額。IT関連には半導体・電機一般が含まれる。合計には、その他サービス(メディア、娯楽、小売、金融・不動産)等が含まれる。

出所: ベンチャーエンタープライズセンター「投資動向調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-27 業種別対内直接投資



出所: 財務省、日本銀行「業種別・地域別直接投資」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 — 物価は2%定着に近く、金融緩和は徐々に正常化へ

#### コアCPIは高止まり、価格上昇の裾野広がる

消費者物価は、23年入り後も高止まりしている(図表2-28)。6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+3.3%と10カ月連続で+3%以上の伸びが続いている。日本銀行が物価の基調として重視する最頻値・加重中央値は、比較可能な01年以降で最高水準にある。

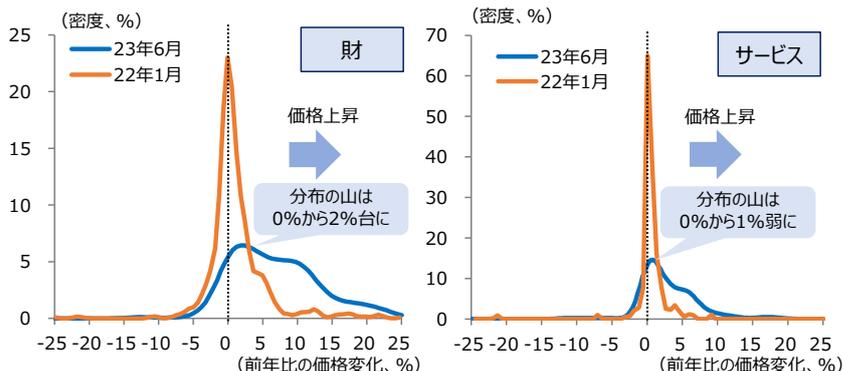
物価上昇の裾野も広がっている。品目別の価格変動に関する分布をみると、22年1月時点では財・サービスとも±0%に集中していたが(図表2-29)、直近23年6月では±0%の品目割合は大幅に低下し、分布が右側(価格上昇)に広がっている。

図表 2-28 消費者物価関連指標



注:直近は23年6月。消費税増税・幼児教育無償化の影響を除く。  
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2-29 品目別価格変動分布



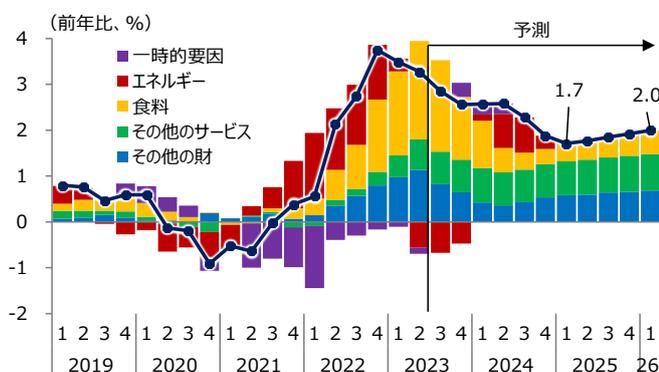
注:カーネル密度関数を用いた推計値。財は生鮮食品を除く。  
出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

#### コアCPIはコストプッシュ・政策要因除くと2%割れも、サービス価格主導で基調的な伸びは高まる

先行きについて、コアCPIの伸び率は徐々に鈍化するものの、高めの伸びが続く見通しだ(図表2-30)。輸入物価指数の伸び率は、円安・原油高の一服から22年終盤以降に鈍化し、直近では前年比マイナスに転じている(図表2-31)。輸入物価指数の伸び率鈍化は、3四半期程度遅れて、CPIの「■その他の財」(図表2-30)のプラス寄与縮小に波及するとみられる。もっとも、「■食料」を中心に価格上昇が長引いており、コアCPIは23年度平均で前年比+2.8%と高止まりを見込む。

24年度も平均で前年比+2.1%と+2%超えを見込むが、電気代・ガス代抑制策の反動などにより「■エネルギー」がプラス寄与する影響が大きく、コストプッシュ要因(輸入物価上昇)・政策要因の剥落する24年度末には同+1%台後半まで鈍化する見通しである。この間、23年以降の賃金上昇を受け(注目点①参照)、「■その他のサービス」のプラス寄与が拡大し、基調的な物価の伸びは高まるだろう。

図表 2-30 コアCPI



注:電気代・都市ガス代抑制策は23年10月以降に支援幅半減した後、24年3月まで実施と想定。一時的要因は、消費税増税・幼児教育無償化、携帯電話通信用料下げ、宿泊料支援制度の影響を合算。  
出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-31 輸入物価指数



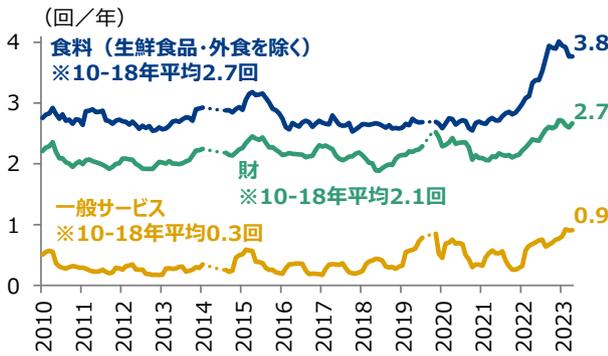
出所:日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

## 企業の価格転嫁姿勢が強まり、先行き2%上昇定着も視野に

賃金上昇に起因するサービス価格の上昇に加え、企業の価格転嫁姿勢の強まりも、基調的な物価の伸びを高めている。商品・サービスの値上げ頻度を試算すると、食料を筆頭に財の価格引き上げの頻度が高まっていることが確認できる(図表2-32)。

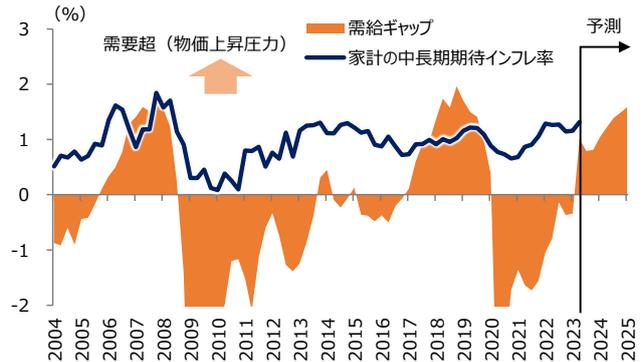
こうした環境下、①期待インフレ率の上昇と②需給ギャップの改善が進めば、日本銀行が目指す2%の物価安定目標の実現(コアCPIの+2%上昇の定着)も視野に入る。家計の中長期(5年先)期待インフレ率は、23年6月時点で+1.3%と、2%を下回っているものの08年以來の高水準にある(図表2-33)。需給ギャップは、23年1-3月期時点でマイナス圏にあるが、24年度末には+1%台半ばまで改善する見通しである。両者の高まりが波及することで、25年度末頃にコアCPIの+2%上昇が定着するとみている。

図表 2-32 小売価格の値上げ頻度(MRI 試算)



注:直近は23年6月。後方6カ月移動平均。欠損値が少ない379品目に関する政令指定都市および東京特別区部における月次の価格データから、前月比+1%以上の値上げが行われる確率を試算し、年率に換算したもの。破線は消費税率引き上げの影響を除外するため線形補完している。  
出所:総務省「小売物価統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-33 家計の期待インフレ率、需給ギャップ



注:家計の中長期期待インフレ率は、5年先の物価見通しを基に、カーelson・パーキン法により試算。直近の実績値は、需給ギャップが23年1-3月期、家計の期待インフレ率が23年6月調査。  
出所:日本銀行「需給ギャップと潜在成長率」「生活意識に関するアンケート調査」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

## 日本銀行はYCCの運用柔軟化、金融緩和の持続性を高める方針

日本銀行は、7月27-28日の金融政策決定会合にて、イールドカーブ・コントロール(YCC)の運用の柔軟化を決定した。長期金利(10年物国債金利)の許容変動幅±0.5%程度の位置づけを「目途」に改めるとともに、連続指値オペにおいて国債買い入れを行う際の利回り水準を0.5%から1.0%に引き上げ、長期金利が0.5%を上回ることを事実上容認する格好だ。植田日銀総裁は、記者会見において、この決定は金融引き締めではなく金融緩和の持続性を高めるための措置である旨を強調した。

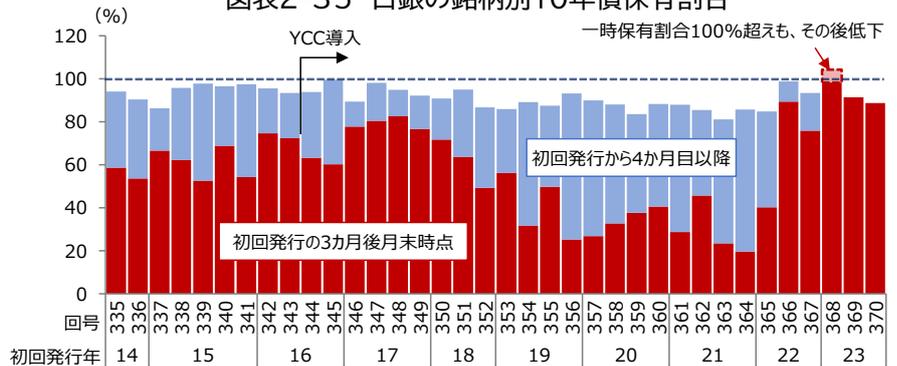
この背景には、厳格な金利抑制策により、債券市場が機能不全に陥るリスクを重く見たことがある。日本銀行の調査によると、債券市場の機能度は23年5月調査時点で前回調査(過去最低水準)から改善したものの、依然として低水準にあり、回答機関の半数弱は機能度が「低い」との認識を示している(図表2-34)。特に日銀が主な買い入れ対象とする10年物国債の取引では、市場が健全に機能しているとは言い難い。22年以降は、新発10年物国債の発行から3カ月以内に、その大半を日銀が買い入れるという状況が続いており、全体の9割程度が日銀に保有されている(図表2-35)。YCCの運用柔軟化によって、長期金利の形成を一定程度市場に委ねることとなり、金利上昇圧力が高まった場合にも、金融緩和を継続する余地が広がった。

図表2-34 債券市場サーベイ



注:直近は23年5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2-35 日銀の銘柄別10年債保有割合



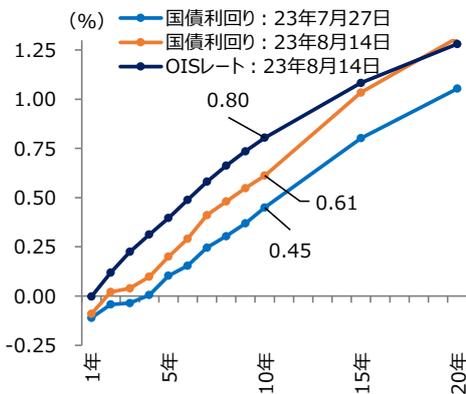
注:23年7月末時点。国債発行額には流動性供給入札は含まない。  
出所:日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、財務省「国債の入札結果」より三菱総合研究所作成

## 24年度半ば以降、金融政策の正常化に着手

7月のYCC運用柔軟化は、政策手段の微調整に過ぎず、当面は緩和的な金融環境が続くとみられる。10年物国債金利は、一時上昇する可能性はあるものの当面0.6~0.7%程度で推移すると予想する。市場見通しを反映しやすいOIS(翌日物金利スワップ)10年物金利は、8月中旬時点で0.8%程度までの上昇にとどまっており、当面はこれを下回る水準での推移が続くだろう(図表2-36)。一方、市場の期待インフレ率(ブレイク・オープン・インフレ率)は1.2%と14年以來の水準まで上昇し、実質金利のマイナス幅はおおむね維持されている(図表2-37)。

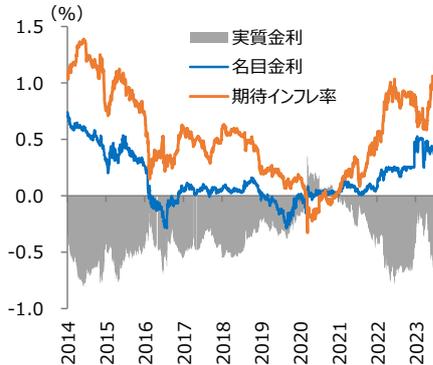
日本銀行が、金融政策の正常化を進めるのは、24年の賃金動向を確認し、物価上昇の持続性に対する確信を強めた後になるとみる。24年度半ば以降、YCCの枠組み見直しやマイナス金利撤廃を段階的に進めよう。日銀審議委員の物価見通し(見通し期間最終年度)は、中央値が+2%を下回っており、下振れリスクが大きいとの見方が残っている(図表2-38)。物価が先行き2%以上まで上昇するとの見通しを強めるにつれて、金融緩和を「異次元」の水準から「正常」な方向に近づけていくだろう。

図表2-36 国債利回りとOISレート



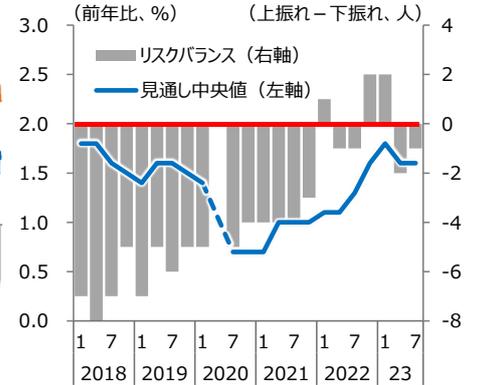
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表2-37 実質金利  
(名目金利-期待インフレ率)



注: 直近は8月14日。名目金利は10年物国債利回り、期待インフレ率はブレイク・オープン・インフレ率(10年)。  
出所: Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表2-38 日銀審議委員の物価見通し



注: 展望レポートの物価見通しについて、公表時点の最終年度(23年4月以降であれば25年度の見通し)を時系列で集計。  
出所: 日本銀行「経済・物価情勢の展望」より三菱総合研究所作成

### (3) 日本経済の先行きリスク —— 節約志向の高まりと輸出の底割れ

先行きの景気見通しに対する下振れリスクとして、①家計の節約志向の高まりによる内需の腰折れと、②海外経済の失速や輸出規制のエスカレートに伴う輸出の底割れ、が挙げられる。

まず、①については、23・24年度と高めの賃金上昇が続くことが内需の好循環の起点となることを想定しているが、これが個人消費の着実な回復につながらなければ、企業の投資マインドも下押しされ、内需全体が腰折れする恐れがある。家計の将来に対する不安は根強く、先行きの政策に対する不信感や金融市場における不安定な値動きなど、ささいなきっかけで節約志向が急速に高まるリスクに注意が必要だ。こうしたリスクの低減に向けて、持続的な賃上げを展望できる雇用・賃金制度への移行や、財政の持続可能性の確保に向けた社会保障改革などの取り組みを着実に進めることが一段と重要になる。

②を巡るリスク要因としては、米国における一段の金融引き締めや、債務問題を端緒とした中国の成長鈍化が挙げられる。さらに、米中対立を軸とした輸出規制のエスカレートによって輸出が大幅に下押しされるリスクにも注意が必要だ。日本政府は、7月23日に、半導体関連23品目の輸出規制措置を施行した。対象は一部の先端分野にとどまるため、メインシナリオとしては輸出への影響は限定的とみるが、米国では、既に中国向けの半導体製造装置輸出額が減少している(図表2-39)。一方、中国当局は、8月1日にガリウム・ゲルマニウム関連製品の輸出規制を施行するなど、米・日への対抗措置の導入を辞さない構えを示している。こうした貿易を巡る規制の対象が一段と拡大すれば、日本企業にとって、生産活動の萎縮や輸出の底割れにつながるリスクがあるだろう。

図表2-39 中国向けの半導体製造装置輸出額



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。四半期平均。直近は23年4月単月の実績。  
出所: UN Comtradeより三菱総合研究所作成

持続的な賃金上昇には能力向上支援と職務給の導入が不可欠

注目点①(P.10)で指摘したとおり、24年度にかけては、従来よりも高めの賃金上昇率が続く予想される。もっとも、労働生産性の上昇を伴うかたちで賃金上昇が持続するには、DX・GXといった時代の潮流に沿った成長分野への労働力移動や、かかる分野で活躍できる人材の確保・能力開発が肝要である。

本年5月公表の「三位一体の労働市場改革の指針」では、こうした問題意識のもと、リスクリングによる能力向上支援、個々の企業の実態に応じた職務給(年次や役職ではなく、スキルや役割に見合った給与体系)の導入、成長分野への労働移動の円滑化、を進める方針が示された。そこで、当社は、同指針に盛り込まれた各種の施策が、今後の「学び直し」に向けた意欲や転職意欲、生涯所得の見通しにどのような影響を及ぼすか、生活者向けのアンケート調査を実施した(図表2-40)。その結果から、①能力向上支援や職務給の導入は、世代を問わず働く人の学び直し意欲や生涯所得増加への期待を高めること、②労働移動の円滑化策のうち、現職にとどまるインセンティブを縮小する施策については、40-50代以降では生涯所得が減るとの見方が多い一方で、20-30代では肯定的な見方も多いこと、が示唆された。

シニアも能力向上支援・職務給の導入には前向き

能力向上支援が学び直し意欲に与える影響に関しては、いずれの世代でも、「意欲が増加する」との回答割合が「減少する」を上回る結果となった。また、転職意欲や生涯所得への影響についても、「増加」が「減少」を上回っており、能力向上支援に対する受け止めは総じて前向きと評価できる。

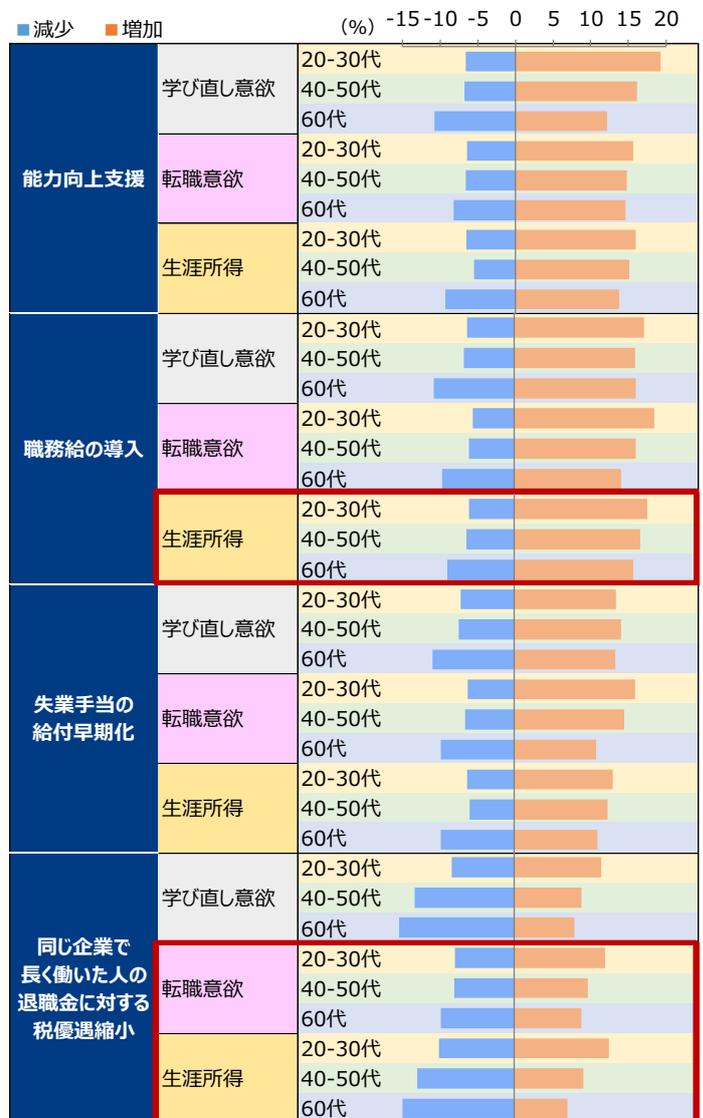
職務給の導入も、能力向上支援とおおむね同様の結果となった。特に20-30代では、「転職意欲が高まる」との回答が多くみられ、労働市場の流動性向上も期待可能だ。また、一般的に年功序列型の賃金体系による恩恵を受けるシニア世代でも、職務給の導入で生涯所得が高まるとの期待が多くみられる。企業にとっては、意欲的な人材を確保するための好機とも捉えられ、生産性向上につながる可能性もある。

一部の労働移動円滑化策が将来不安を高める恐れ

労働移動円滑化策に対する就業者の受け止めは、施策の方向性によって異なる。失業手当の給付の早期化など、転職時の不安を緩和する施策については、転職意欲や生涯所得が「増加する」との回答割合が「減少する」を上回っている。一方、同じ企業での勤続年数が長い労働者の退職金に対する税優遇の縮小のように、現職にとどまるインセンティブを縮小する施策については、転職意欲を高める効果が相対的に小さいうえ、40-50代以降では、生涯所得の減少につながるとの見方が多い。これは、従来の税制度を前提にライフプランを設計していた人が、想定外の制度変更で将来の生活に対する不安を高めていることの表れと推察される。こうした事情を踏まえると、税制度の見直しによって労働者の不安が高まることがないように、他の改革策とあわせて生涯所得期待を上向かせることが重要といえる。

なお、どの質問項目についても、「変わらない」との回答が7割近く存在することには留意が必要だ。各種制度を浸透させ、前向きな成果を拡大していくためにも、当面は施策の周知を図る必要があるだろう。

図表 2-40 労働市場改革案に対する就業者の反応



注:現時点で働いている3,625名が対象。各施策案の、回答者自身の学び直し意欲・転職意欲・生涯所得に対する影響について、「増加する」との回答の割合と、「減少する」との回答の割合を示した(「変わらない」との回答は図示していない)

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7月15-18日)

図表 2-41 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

	年度				年度 (前年比)				
	2021 実績	2022 実績	2023 予測	2024 予測	2021 実績	2022 実績	2023 予測	2024 予測	
名目	国内総生産 (= GDP)	551,420	562,664	593,974	611,262	2.5%	2.0%	5.6%	2.9%
	民間最終消費支出	296,367	312,873	323,519	334,525	2.7%	5.6%	3.4%	3.4%
	民間住宅投資	21,322	21,687	21,879	21,973	6.9%	1.7%	0.9%	0.4%
	民間企業設備	90,600	97,271	101,436	104,081	5.0%	7.4%	4.3%	2.6%
	民間在庫品増加	1,125	2,634	1,636	1,400	***	***	***	***
	政府最終消費支出	118,968	121,470	123,732	124,656	4.5%	2.1%	1.9%	0.7%
	公的固定資本形成	29,807	30,170	31,706	32,879	▲3.3%	1.2%	5.1%	3.7%
	公的在庫品増加	▲ 90	▲ 242	478	753	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 6,679	▲ 23,198	▲ 10,414	▲ 9,004	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,819	122,795	126,141	127,924	23.0%	18.3%	2.7%	1.4%
財貨・サービス輸入	110,497	145,992	136,555	136,928	30.3%	32.1%	▲ 6.5%	0.3%	
実質	国内総生産 (= GDP)	541,739	549,198	561,283	566,833	2.7%	1.4%	2.2%	1.0%
	民間最終消費支出	288,725	295,875	297,937	301,572	1.5%	2.5%	0.7%	1.2%
	民間住宅投資	18,811	18,250	18,480	18,447	▲ 0.6%	▲ 3.0%	1.3%	▲ 0.2%
	民間企業設備	87,674	90,406	92,699	94,507	2.3%	3.1%	2.5%	2.0%
	民間在庫品増加	1,200	2,295	1,495	1,348	***	***	***	***
	政府最終消費支出	117,816	118,661	119,129	119,571	3.4%	0.7%	0.4%	0.4%
	公的固定資本形成	27,561	26,706	27,639	28,400	▲ 6.5%	▲ 3.1%	3.5%	2.8%
	公的在庫品増加	▲ 67	▲ 104	▲ 53	▲ 53	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	499	▲ 2,250	2,444	1,526	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	103,884	108,532	111,005	112,984	12.4%	4.5%	2.3%	1.8%
財貨・サービス輸入	103,385	110,782	108,561	111,458	7.1%	7.2%	▲ 2.0%	2.7%	
指数	鉱工業生産指数	105.2	104.9	105.7	108.6	5.5%	▲ 0.3%	0.7%	2.8%
	国内企業物価指数	107.0	117.1	120.9	123.3	7.1%	9.4%	3.3%	1.9%
	消費者物価指数 (生鮮除く総合)	99.9	103.0	105.9	108.1	0.1%	3.0%	2.8%	2.1%
	GDPデフレーター	101.8	102.5	105.8	107.8	▲ 0.1%	0.7%	3.2%	1.9%
	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	84.1	84.2	6.6%	▲ 0.6%	▲ 2.3%	0.1%
	対外バランス	経常収支 (10億円)	20,152	9,429	19,769	19,093	***	***	***
貿易・サービス収支		▲ 6,420	▲ 23,200	▲ 12,966	▲ 12,778	***	***	***	***
貿易収支		▲ 1,543	▲ 18,028	▲ 8,844	▲ 8,873	***	***	***	***
輸出		85,637	99,675	99,241	100,209	25.3%	16.4%	▲ 0.4%	1.0%
輸入		87,180	117,703	108,085	109,081	35.0%	35.0%	▲ 8.2%	0.9%
サービス収支		▲ 4,877	▲ 5,173	▲ 4,122	▲ 3,905	***	***	***	***
通関収支尻 (10億円)		▲ 5,587	▲ 21,755	▲ 12,291	▲ 11,472	***	***	***	***
通関輸出	85,874	99,226	99,211	99,978	23.6%	15.5%	▲ 0.0%	0.8%	
通関輸入	91,460	120,981	111,502	111,449	33.5%	32.3%	▲ 7.8%	▲ 0.0%	
為替等	国債10年物利回り	0.09%	0.30%	0.58%	0.83%	***	***	***	***
	日経平均株価	28,385	27,277	31,098	31,625	16.0%	▲ 3.9%	14.0%	1.7%
	原油価格 (WTI、ドル/バレル)	77.3	89.8	76.5	77.5	82.3%	16.2%	▲ 14.8%	1.3%
	円/ドル レート	112.4	135.5	138.4	130.0	***	***	***	***
	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	150.8	143.0	***	***	***	***	

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

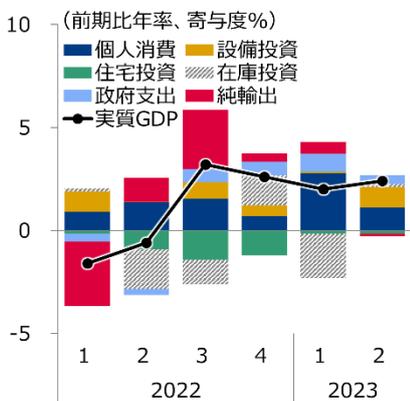
##### 金融引き締めの中、良好な雇用環境を背景に堅調さを維持

米国経済は、金融引き締めの中でも、堅調さを維持している。23年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.4%と、伸びが拡大した(図表3-1)。内訳をみると、GDPの約7割を占める個人消費が、良好な雇用・所得環境を背景に堅調さを維持した(図表3-2)。設備投資は、EV・半導体の国内生産を支援するインフレ抑制法や、CHIPS及び科学法などに基づく投資促進策が下支えとなり、同+7.7%と大幅なプラスとなった。

##### 基調的な物価上昇圧力の根強さを背景にFRBは7月FOMCで利上げを実施、高金利を維持へ

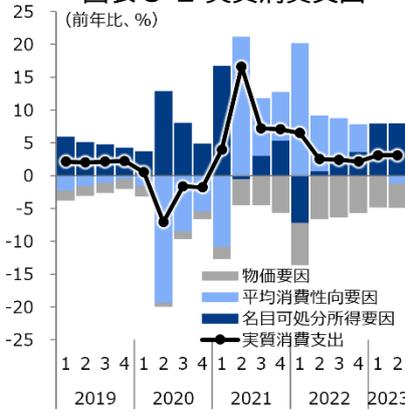
FRBは、7月のFOMCで0.25%ポイントの利上げを実施した。背景には、物価の基調を示し、FRBが重視するコアPCE物価の伸び率が、堅調な内需(図表3-3)と、労働需給の逼迫に伴う供給不足(同)によって高止まりしていることがある。一方で、大幅な利上げによる運用・調達環境の変化が金融機関にとってストレスとなるなか、銀行経営不安再燃への懸念はくすぶっている。実際、FRBによる銀行向けの流動性支援策の利用残高は高水準が続いている(P.23、図表3-15)。FRBは、「年内は高金利を維持する」と強調しているが、雇用最大化・物価安定・金融システム安定、の3つのバランスのなかで難しいかじ取りを求められている。

図表 3-1 実質 GDP 成長率



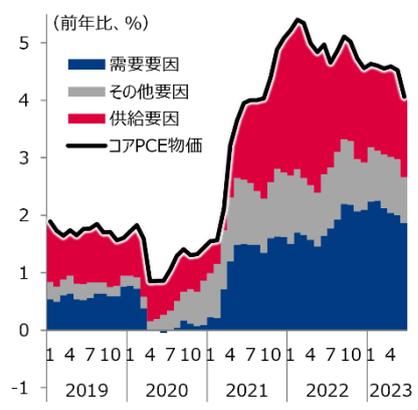
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-2 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。  
出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

図表 3-3 物価上昇率



注:直近は23年6月。  
出所:サンフランシスコ連銀より三菱総合研究所作成

#### (2) 米国経済の先行き

23年の米国の実質GDP成長率は前年比+1.8%と予測する(図表3-4)。23年前半の実績値の上振れなどを踏まえ、前回5月時点(同+1.3%)から上方修正する。23年前半は、①堅調な雇用・所得環境による底堅い消費、②政府の産業政策による設備投資支援が下支え要因となり、潜在成長率(1.8%)を上回った。もっとも、23年後半は、既往の利上げ効果の顕在化、それに伴う融資基準の一層の厳格化が見込まれ、1%前後の低い成長率にとどまるだろう。

24年は、実質政策金利(政策金利-物価上昇率)が自然利子率(景気に中立な金利水準)を上回って推移し、これまで以上に引き締めの金融環境が内需を抑制することから、同+1.0%と成長減速を見込む。成長減速局面が後ずれていること、財政責任法による歳出抑制などから、前回(同+1.5%)から下方修正する。もっとも、23年同様、底堅い雇用・所得環境と政府の投資支援が景気を下支えし、景気後退は回避するとみる。FRBが利下げに転じるのは、成長減速により国内起因のインフレ圧力が徐々に緩和し、インフレ抑制の目的が立つ24年半ば以降になるだろう。

先行きの注目点は、①物価と金融政策スタンス、②個人消費の行方、③企業投資の行方、の3点である。

図表 3-4 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2021	2022	2023	2024
実質GDP	5.9	2.1	1.8	1.0
個人消費	8.3	2.7	2.0	0.8
設備投資	6.4	3.9	3.3	1.0
住宅投資	10.7	▲10.6	▲12.1	▲0.2
在庫投資寄与度	0.2	0.7	▲0.6	0.1
政府支出	0.6	▲0.6	2.9	0.9
純輸出寄与度	▲1.7	▲0.6	0.7	0.1
輸出等	6.1	7.1	2.4	2.6
輸入等<控除>	14.1	8.1	▲1.8	1.5
FFレート誘導水準(年末)	0.0-0.25	4.25-4.5	5.25-5.5	4.25-4.5
物価(コアPCE)	3.5	5.0	4.2	2.9
失業率	5.4	3.7	3.7	4.5

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

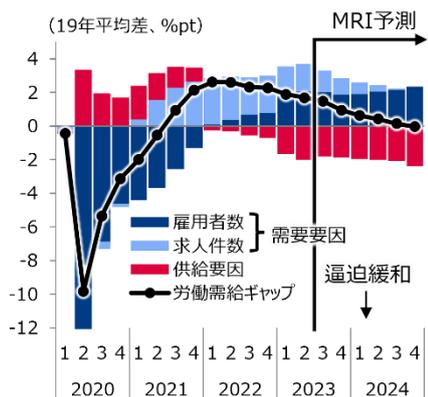
## 注目点① 物価と金融政策スタンス — インフレは根強く、引き締めの金融政策を維持する見込み

米国のインフレ率がFRB目標の2%にまで落ち着くのは25年以降になるとみる。なぜなら、根強い労働需給の逼迫により、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である。23年4-6月期の雇用の伸びは月平均+23万人と、好調の目安となる20万人を超え、労働需要は底堅い。また、労働参加率は緩やかな上昇傾向にあるが(23年7月:62.6%)、19年平均(63.1%)を下回り、労働供給の回復は道半ばである。結果、23年4-6月期の労働需給ギャップ(労働市場の逼迫度)は、求人件数(図表3-5 ■)が押し上げ要因となり、19年平均を1.7%ポイント上回る。労働需給逼迫は賃金上昇を促し、コストに占める人件費の割合が高いサービス価格の伸びは高水準で推移している。先行きの労働需給ギャップについて、①既往の利上げがタイムラグを伴って労働需要(図表3-5 ■・■)の伸びを抑制する、②労働供給(同 ■)がCBO(米国議会予算局)の予測に沿って増加する、と仮定して試算すると、2%物価目標と統合的な水準(19年平均水準)に戻る時期は、24年10-12月期と考えられる。以上を踏まえ、サービス価格を中心にインフレは長期化するだろう。

こうしたなか、FRBは、引き締めの金融政策運営を維持すると見込む。実質政策金利が自然利子率を上回る23年4-6月期以降、金融引き締めによる経済活動への下押し圧力が強まるとみる(図表3-6)。FRBスタッフは、23年後半以降、既往の高金利(図表3-7 ■)による下押し圧力が強まり、米GDP成長率が現在から24年半ばにかけて▲0.75%ポイント程度押し下げられると推計している。そのため、7月FOMCをもって利上げの打ち止めを予想する。ただ、雇用・物価関連指標が想定よりも上振れた場合、追加利上げに踏み切る可能性もある。いずれも、FRBは、当面は5%台の政策金利を維持するとみる。

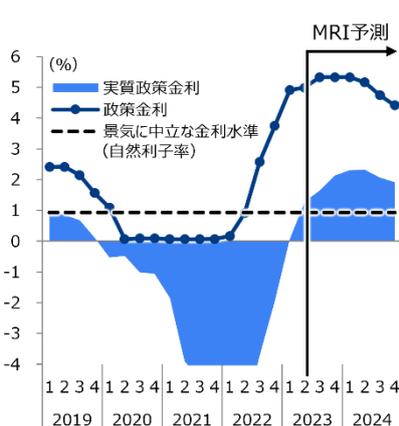
FRBが利下げに転じるのは24年半ば以降となり、利下げのペースも緩やかにとどまるとみる。FRBは、高止まりを続けるサービス物価の伸びを確実に抑制するために、実質政策金利が景気に中立的な水準を上回る期間を十分に確保するだろう。従って、FRBは、24年末でも4%台前半の高い政策金利水準を維持すると見込む。

図表 3-5 労働需給ギャップ



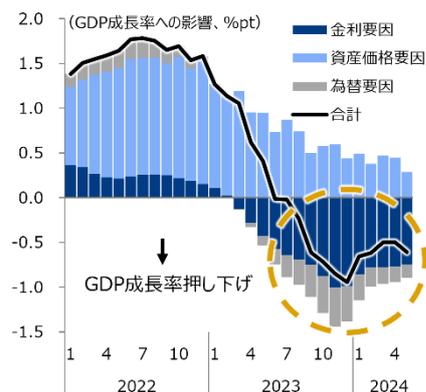
注:労働需給ギャップ=(労働需要-供給)÷供給。供給は労働力人口、需要は雇用者数+求人件数。予測は、労働力人口がCBO予測、求人件数が22年3月以降のトレンド、雇用者数=労働力人口×(1-MRI予測の失業率)。出所:米国労働省、FRED、CBOより三菱総合研究所作成

図表 3-6 政策金利の見通し



注:実質政策金利=政策金利-PCE物価で算出。自然利子率は19年平均の値。出所:FRB、米国商務省、NY連銀より三菱総合研究所作成

図表 3-7 金融環境の変化がGDP成長率へ与える影響



注:1年前の金融環境の変化がGDP成長率へ与える影響(累積インパルス応答)を推計。23年5月までの金融環境の変化が与える影響。出所:Ajello, Andrea et al.(2023) "A New Index to Measure U.S. Financial Conditions" FEDS Notes より三菱総合研究所作成

## 注目点② 個人消費の行方 — 底堅い雇用が下支えも、コロナ禍に蓄積された貯蓄の枯渇で鈍化へ

内需の柱である個人消費は、増加傾向が続くものの、24年半ばにかけてコロナ危機前平均の前期比+0.5%を下回る伸びにとどまると予想する。

底堅い雇用・所得環境によって、個人消費の急激な悪化は回避されるとみる。深刻な人手不足への警戒感から、企業による人員削減が過去局面と比べて軽度にとどまることで失業率の急上昇が抑えられる可能性が高いためである。インフレ率の伸び鈍化に伴い、実質賃金は23年4-6月期からプラスに転じ、24年にかけてプラスを維持すると見込まれ(図表3-8)、個人消費を下支えするだろう。

図表 3-8 実質賃金



注:予測は、賃金の伸び率が24年末にかけて19年平均へ回帰すると仮定。物価は、消費者物価指数(CPI)が、23年末時点に前年比+3.2%、24年末時点に同+2.4%で推移すると仮定して算出。出所:米国労働省より三菱総合研究所作成

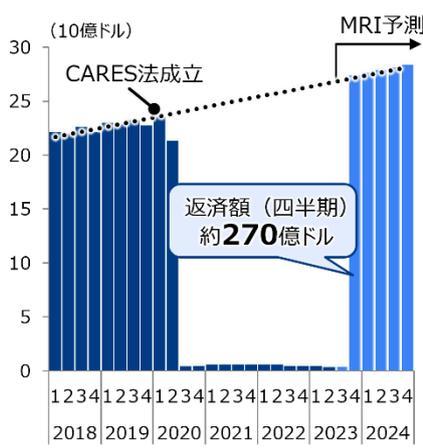
一方、①23年6月成立の財政責任法による低所得者支援政策の縮小・終了、②コロナ禍で蓄積された貯蓄の取り崩し余地の枯渇など、これまで堅調な消費を下支えしてきた要因の剥落によって、消費の伸びは鈍化を見込む。①について、債務上限への対応を巡って成立した財政責任法には、低所得者向け食料購入補助における支給要件の厳格化や、学生ローンの返済猶予措置の終了が盛り込まれた(図表3-9)。このうち、学生ローンの返済猶予措置は、20年3月に成立したCARES法(コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法)により導入、約4,600万人を対象に金利0%への引き下げや返済猶予、債務の回収停止が行われ、猶予額は累積で約3,460億ドルに上る(MRI推計)。しかし、財政責任法の成立に伴い、23年9月には金利引き下げ措置の撤廃、同年10月には返済・債務回収の再開が予定されており、名目個人消費の0.6%に相当する約270億ドル/四半期(91億ドル/月)の返済が見込まれる(図表3-10)。学生ローン利用者の約4割が34歳以下であることを踏まえると、若年層を中心に消費が抑制される可能性が高い。また、②について、コロナ禍の財政支援等で蓄積された貯蓄は24年初頭には枯渇すると推計され(図表3-11)、消費の伸びは鈍化するだろう。

図表 3-9 財政責任法

概要	
債務上限の効力を2025年1月1日まで停止	
国防費・社会保障を除く裁量的支出を2023年度は前年度比横ばい、24・25年度は同+1%に制限	
歳出抑制により10年間で1.5兆ドルの赤字削減効果	
歳出抑制の具体策	
内国歳入庁の24・25年度予算を他予算へ振り分け	
低所得者向け食料購入補助の要件厳格化	
学生ローン返済猶予見直し(ローン返済猶予措置は23年8月末で終了)	

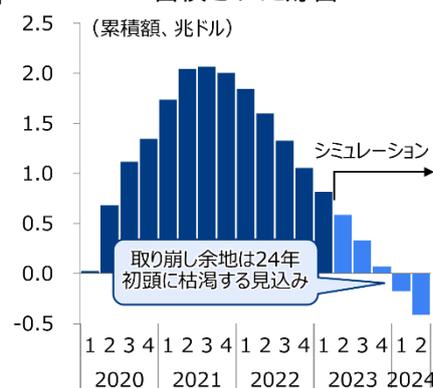
注: 主な内容を抜粋。  
出所: Congress.govなどより三菱総合研究所作成

図表 3-10 学生ローンの返済額



注: 予測は、返済人数が過去トレンドに沿って推移すると仮定して算出。  
出所: 米国教育省、FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-11 コロナ禍で蓄積された貯蓄



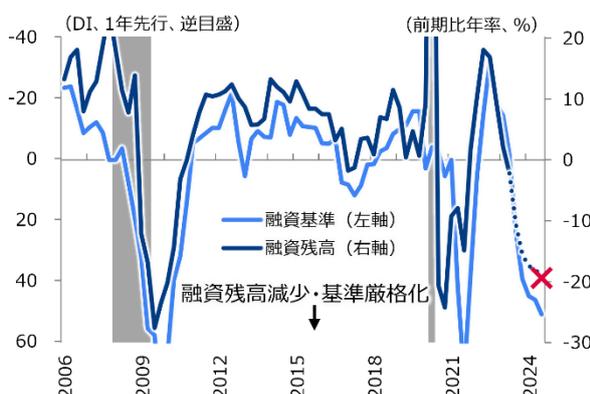
注: コロナ禍で蓄積された貯蓄は、可処分所得×貯蓄率(19年前半)を上回る貯蓄額と定義。シミュレーションは、可処分所得が19年前半の伸びで推移すると仮定して算出。  
出所: 米国商務省より三菱総合研究所作成

### 注目点③ 企業投資の行方 — 資金調達環境の悪化で伸びは鈍化するが、政策支援が下支え

企業の設備投資は、融資基準の厳格化が抑制要因となり、24年半ばにかけて鈍化を続けるとみる。既往の利上げ効果に加え、23年3月以降に相次いだ銀行経営破綻も相まって、銀行の融資基準の厳格化が進み、企業の資金調達環境は悪化している(図表3-12)。実質政策金利が景気に対して引き締めの水準で推移することや、景気の屋台骨である個人消費の伸びの鈍化は、企業投資の抑制要因となるだろう。

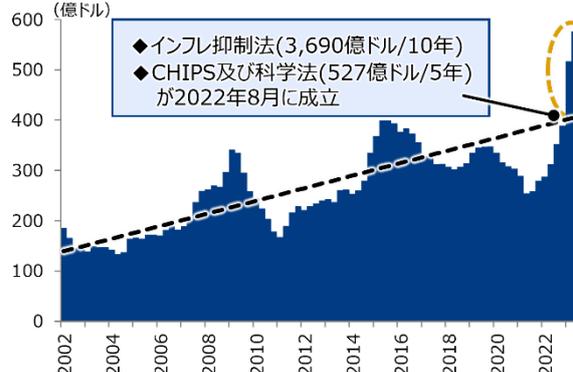
もっとも、経済安全保障に関わる半導体の国内生産支援策や脱炭素産業の育成に向けた補助金政策などの産業政策が企業の投資需要を下支えし、設備投資は横ばい圏内での底堅い推移を予想する。バイデン政権は、①インフラ投資の拡大、②教育による労働者の能力向上、③公平な競争環境の確保を通じた中小企業支援、の3つの柱からなる「バイデノミクス」を推進してきた。特に、①について、EV普及などを柱とするインフレ抑制法(略称:IRA、投資規模:3,690億ドル/10年)、国内の先端半導体開発を促進するCHIPS及び科学法(527億ドル/5年)の2法案が成立した22年8月以降、製造業の建設投資は急増している(図表3-13)。

図表 3-12 融資基準・融資残高



注: 融資基準、残高は商工業向け。残高の破線は融資基準を基に推計した値。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 3-13 製造業の建設投資



注: 年率換算、生産者物価指数で実質化した値。破線は04-19年のトレンド線。括弧内は期間と投資額(インフレ抑制法は気候変動対策、CHIPS法は半導体産業支援予算)。  
出所: FREDより三菱総合研究所作成

バイデン政権発足以降、半導体、EV・バッテリー製造、クリーンエネルギー分野などを中心に民間企業から約5,030億ドルの投資計画が発表されている<sup>2</sup>。当社は、IRA及びCHIPS法の経済インパクトを、23年度(22年10月-23年9月)・24年度で計約710億ドルと推計、23・24年度のGDP成長率をそれぞれ+0.1%、+0.2%ポイント程度押し上げる規模に相当するとみる(図表3-14)。金融引き締め長期化や銀行の融資基準厳格化などの逆風の中でも、企業の中長期視点の投資需要は堅調に推移すると見込まれ、設備投資を下支えするだろう。

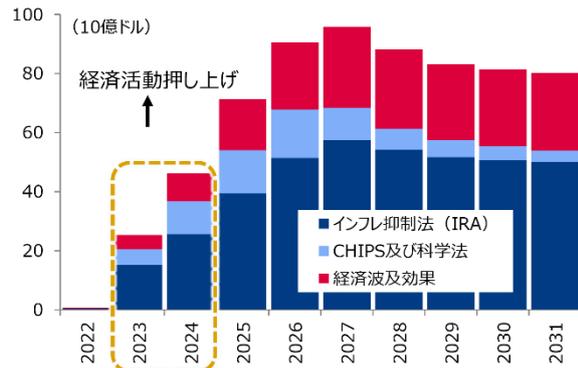
### (3) 米国経済の先行きリスク

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2つのリスクのいずれかが現実となった場合、景気後退に陥る恐れがある。

第一のリスクは、インフレ抑制の難航で一段の利上げが必要になることである。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は、23年4-6月期で+4.0%と19年平均(+2.6%)を上回っており、物価安定への道のりは長い。仮に、労働需給の逼迫度を示すV/U(欠員率/失業率)比率が直近の1.6倍から0.8倍まで下がった場合でも、消費者物価指数(CPI)がFRB目標の2%にまで落ち着くのは26年入り後になるとの推計もある<sup>3</sup>。インフレの高止まりに伴う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は、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。

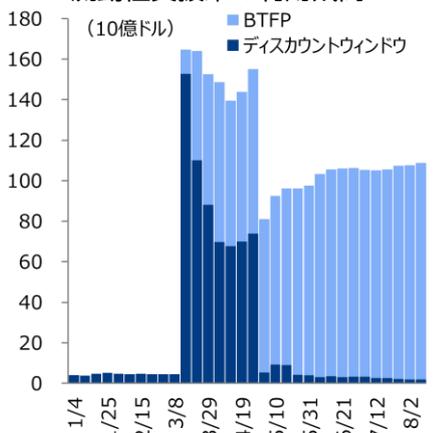
第二のリスクは、銀行経営不安の再燃である。先行きを見通すうえで、①預金流出リスク、②商業用不動産(CRE)市況のさらなる悪化、に注意が必要である。①について、銀行経営不安は直近では小康状態にあるが、経営破綻が相次いだ23年3月以降、FRBによる銀行向け流動性支援策の利用残高は引き続き高水準で推移している(図表3-15)。インフレ懸念が再燃し、債券価格下落(長期金利上昇)などにより資産劣化が進んだ場合、経営基盤の脆弱な中堅・中小行を中心に収益悪化や経営破綻が相次ぐ恐れがある。②について、コロナ危機以降のリモートワークの定着や、景気減速に伴う需要減によって、CRE市況は悪化基調が続いている。市況悪化のなか、24年にかけて満期を迎えるCREローン融資残高は1兆ドルを超え、ローンのうち約7割が経営基盤の脆弱な中堅・中小行に集中している。市況悪化を背景に、CRE向け融資基準の厳格化と価格下落が進んでいる(図表3-16)。CREローン損失について、先行する融資基準の厳格化と同様に不動産市況の悪化が進むと仮定して試算すると、約300億ドル/四半期の損失が発生すると考えられる(図表3-17)。その場合、中堅・中小行を中心とした経営状況の悪化が銀行経営不安の再燃につながり、経済活動を下押しするだろう。

図表 3-14 産業政策による経済インパクト



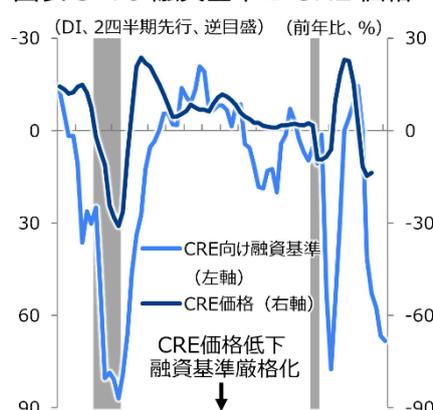
注:OECDのInput-Output Tableを用い、政府支出の波及を推計。経済波及効果は政府支出が全て消化され、消化される年度に効果が発現すると仮定して算出。横軸は会計年度(10月-翌年9月)。出所:CBO、OECDより三菱総合研究所作成

図表 3-15 FRB による銀行向け流動性支援策の利用残高



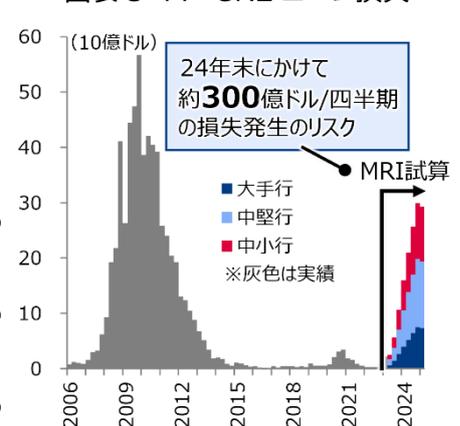
注:横軸は23年以降。直近は23年8/9。ディスカウントウィンドウは、FRBの常設貸出制度。BTFPは緊急流動性供給プログラム。出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-16 融資基準と CRE 価格



注:CRE価格の直近は23年4-6月、融資基準は同年7-9月。グレーの網掛けは景気後退期。出所:FRB、Green Street Advisorsより三菱総合研究所作成

図表 3-17 CRE ローン損失



注:予測は、23年ストレステストの結果を基に、CRE融資基準が08年金融危機時と同水準まで厳格化した場合のCRE価格の下落幅と損失率を算出し、推計。出所:FDIC、FRBより三菱総合研究所作成

<sup>2</sup> <https://www.whitehouse.gov/invest/> 2023年8月15日最終アクセス

<sup>3</sup> Ben Bernanke, Olivier Blanchard(2023), "What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?", Hutchins Center Working Paper

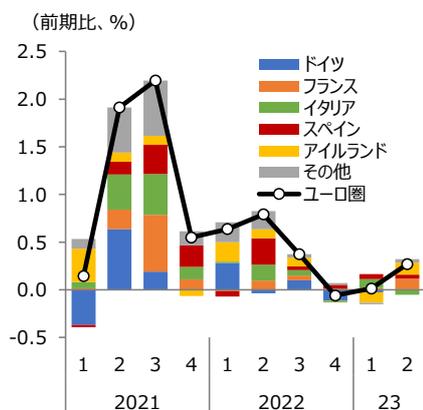
## (1) ユーロ圏経済の現況

## 物価高・金融引き締めで内需が弱く、低成長が続く

ユーロ圏経済はならしてみれば低成長が続いている。23年4-6月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.3%となった(図表4-1)。テクニカルリセッション(2四半期連続のマイナス成長)入りしていたドイツは同0.0%と辛うじて3四半期連続のマイナス成長を回避した。

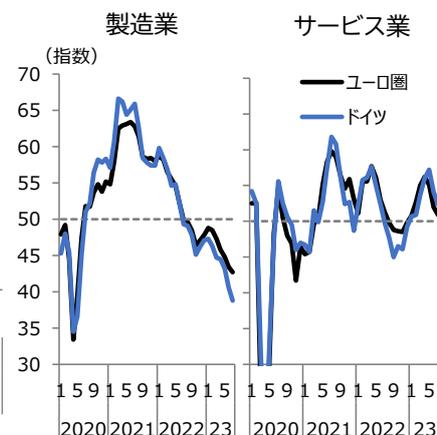
ユーロ圏経済は僅かに持ち直しているが、既往の金融引き締め・物価高が内需を下押しする状況が続いている。製造業PMIは内外需の減速、金融引き締めの影響から好不況の分かれ目となる50を下回る状況が続いている。特にドイツの製造業PMIは38.8と20年5月以来の低水準にある(図表4-2)。消費者物価(HICP、ユーロ圏)はエネルギー高などコスト上昇要因の剥落から伸びは鈍化したが、ECBが目標とする2%を超えている(図表4-3)。賃金は上昇しているが、物価の伸びに追い付いておらず、消費が抑制されている。

図表4-1 実質GDP

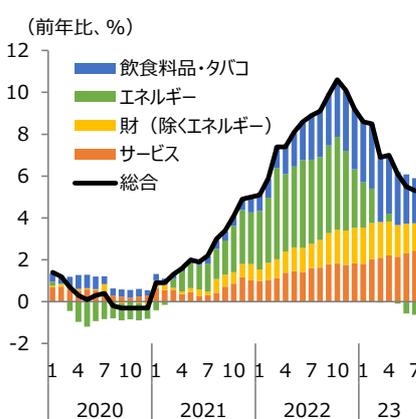


出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-2 PMI

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

図表4-3 消費者物価(ユーロ圏)



出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

## (2) ユーロ圏経済の先行き

## 23年は0%台半ばの低成長、24年は成長率回復も1%程度止まり

23年のユーロ圏経済は、既往の金融引き締め効果が経済活動の抑制要因となり、前年比+0.5%(前回5月見通しから変更なし)の低成長にとどまると予測する。ただし、エネルギー制約懸念の後退や堅調な雇用・所得環境、グリーン関連の政策支援・投資が経済活動を下支えし、通年ではマイナス成長回避を見込む。

24年は、物価の伸び鈍化による実質賃金の上昇が内需を下支えし、同+1.1%を見込む。ただし、ユーロ圏の基調的な物価上昇圧力が強く、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、前回予測(同+1.3%)から下方修正する。先行きの注目は、①金融政策スタンス、②ドイツ経済の行方、③デリスキング推進の影響、の3点だ。

## 注目点① 金融政策スタンス — 利上げ効果顕在化も物価上昇圧力は根強く、金融引き締めは長期化へ

ECBは7月の理事会で、0.25%ポイントの利上げを決定、下限の中銀預金金利は3.75%となった。9月以降もデータに基づき理事会ごとに判断する方針だが、利上げは最終段階にある。今後の金融政策の動向をみるうえで、①金融引き締め効果が実体経済に与える影響、②物価動向を左右する賃金の見通し、がポイントとなる。

既往の金融引き締め効果は顕在化しつつある。金利上昇の影響を受けやすい不動産市場では、利上げ開始以降、価格調整が進んでおり、商業用不動産価格は前年比マイナスに転じた(図表4-4)。さらに、昨年からの急ピッチの利上げと物価の伸び鈍化から、実質金利のマイナス幅は縮小している(図表4-5)。

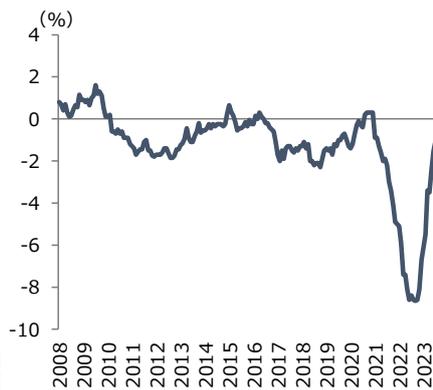
先行きは、金融引き締めによる実体経済への影響が一段と顕在化するとみる。金融機関の貸出基準の厳格化に伴う借り入れコスト上昇により、企業の資金需要は世界金融危機時と同程度まで落ち込んでいる(図表4-6)。過去の傾向では資金需要の減少後、総固定資本形成も減少している。脱炭素や経済安全保障などの政策関連投資が一定程度投資を下支えすると見込むが(後述)、その他の投資は抑制されるだろう。

図表4-4 不動産価格(ユーロ圏)



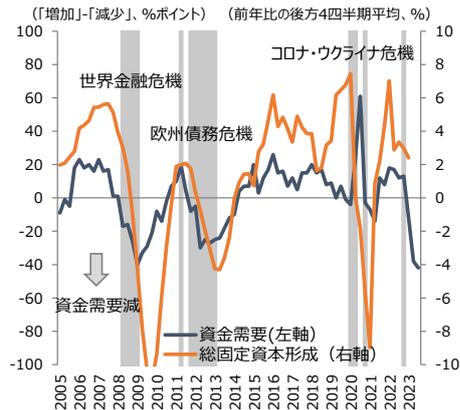
注: 四半期。直近は、商業用不動産は 22 年 10-12 月期、住宅は 23 年 1-3 月期。  
出所: ECB より三菱総合研究所作成

図表4-5 実質金利(ユーロ圏)



注: 月次。直近は 23 年 7 月。実質金利は、HICP 総合と政策金利(メインリファイナンス・オペ金利)の差。  
出所: ECB より三菱総合研究所作成

図表4-6 資金需要と投資(ユーロ圏)



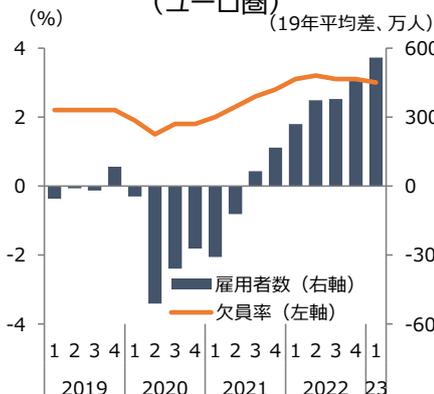
注: 資金需要は企業。直近は総固定資本形成が 23 年 1-3 月期、資金需要は 23 年 7 月の銀行貸出調査。グレーの網掛けはマイナス成長の期間。  
出所: ECB, Eurostat より三菱総合研究所作成

ECBの金融政策判断に影響を与えるコア物価は高止まりを見込む。ユーロ圏の物価を押し上げていたエネルギー高は一巡し、内需の弱まりから、企業の過度な価格転嫁姿勢も緩和するとみることが、賃金の高止まりが物価上昇圧力になるとみる。ユーロ圏の賃金は、既往の物価高への対応や人手不足を背景に高めの上昇が続いている。欧州の賃金交渉では、複数年の妥結が一般的なため、22年や23年前半の高めの賃金引き上げの影響は構造的に残りやすい。

ユーロ圏経済が減速するなかでも、企業の人手不足は続いている。コロナ危機前と比較し、雇用者数は大きく増加しているが、欠員率は高止まりしており、人手不足感は解消されていない(図表4-7)。人手不足が続けば高めの賃金上昇が続くと予想される。実際、賃金と欠員率の関係をみると、コロナ前の平均と比較して欠員率が高い業種ほど、賃金の上昇率が高い(図表4-8)。この点、追加の労働供給余地が小さくなるなか、将来の労働人口減少を見据えた企業の人材囲い込みの動きもあり、人手不足は長期化する可能性が高い。コロナ危機前と比較し、情報通信業を中心に各産業では「専門職(情報通信技術専門職など)」の雇用が大きく増えたが、情報通信の欠員率は高止まりが続いている。また、卸小売・宿泊飲食で必要となる「サービス・販売の職業」の雇用者数はコロナ前を下回っており、逼迫緩和には不足分の解消が必要となるだろう。

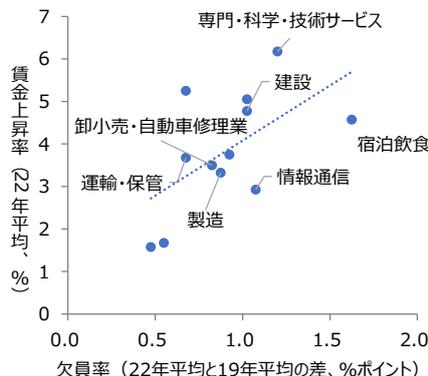
これらの背景から、当社では、23年後半にかけ高めの賃金上昇が続く(図表4-9)、コア物価は24年末にかけても2%を超える上昇が続くと予想する。既往の引き締め効果が顕在化しつつあること、基調的物価上昇圧力が強いことから、ECBは年内に追加利上げを1回実施、利下げに転じるのは24年後半を見込む。

図表4-7 雇用者数・欠員率(ユーロ圏)



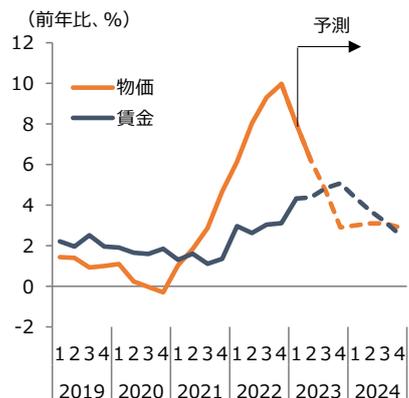
注: 季節調整値。  
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-8 賃金と欠員率(ユーロ圏)



注: 主要業種のみ。賃金は労働コスト指数の賃金指数。  
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-9 物価と賃金(ユーロ圏)



注: 物価は ECB 予測。賃金は妥結賃金と物価などから推計。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 ドイツ経済の行方 — エネルギー制約の影響で低迷する製造業

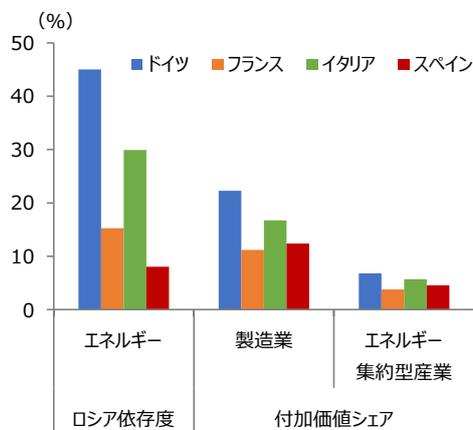
ユーロ圏GDPの約3割を占める、ドイツ経済が失速している。ドイツ経済は22年10-12月期以降、2四半期連続のマイナス成長となり、4-6月期もゼロ成長にとどまった。ドイツ経済が失速した背景には、①エネルギーのロシア依存と、②利上げの影響を受けやすい製造業中心の産業構造がある。

ドイツは、フランスなどと比較し、天然ガスなどのエネルギーのロシア依存度が高い。さらに、付加価値に占める製造業の割合も高く、化学などのエネルギー集約型産業の割合も高い(図表4-10)。そのため、脱ロシアを推進するなかでのエネルギー高などの影響が、他国よりも強く反映されやすい。供給制約の緩和から自動車生産は持ち直しているが、エネルギー集約型産業の化学は減少が続いている(図表4-11)。

先行きも生産活動の停滞は続くとする。エネルギー制約に加え、生産活動を支えてきた受注残高が減少傾向にあるほか、内外需も減速し、製造業の先行きの生産予想も低下傾向にある(図表4-12)。

エネルギー制約の問題は短期だけではなく、中長期でもドイツ製造業に影響を与える可能性がある。化学や鉄鋼などのエネルギー集約型産業は、脱炭素化に向け水素の活用が検討されているが、短期では難しい。20年公表のドイツの「国家水素戦略」においても本格的な利活用は30年以降が想定されている。ドイツ産業連盟(BDI)の中小企業を対象とした調査では、回答企業の約16%が生産と雇用の一部をすでに海外に移転している。また、海外への新規投資計画のうち、2割は北米向けとなっている。エネルギー制約や各国の政策支援を背景に、生産拠点の移転が進めば、ドイツ国内の雇用等に影響が生じる可能性がある。

図表4-10 エネルギーのロシア依存度と付加価値に占める製造業等のシェア

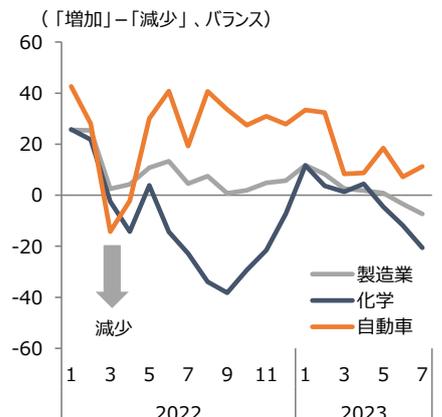


注:ロシア依存度は20年、付加価値シェアは18年。出所: Eurostat より三菱総合研究所作成  
エネルギー集約型産業は製造業のうち化学・鉄鋼等。  
出所: OECD, Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-11 生産(ドイツ)



図表4-12 生産(ドイツ、先行き)



注:企業の今後3カ月の生産見通し。  
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

### 注目点③ デリスキング推進の影響 — グリーン投資加速に中国は不可欠、中長期では域内投資を促進

コロナ・ウクライナ危機を経てEUの経済安全保障に対する意識が高まっている。欧州委員会は6月にEUの経済安全保障戦略を公表した(図表4-13)。中国への具体的な言及はないが、欧州委員会委員長がEUの新たな対中戦略に関する講演で打ち出した、「デリスキング(de-risking)」実現に向けた内容となっている。特徴は3つのP(Promoting, Protecting, Partnering)の施策である。EUが目標とする気候中立(温室効果ガスの排出実質ゼロ)と経済成長の両立実現に向け、中国への依存度を低下させながら、域内の競争力を強化できるかが今後の注目点となる。

図表4-13 EUの経済安全保障戦略の概要

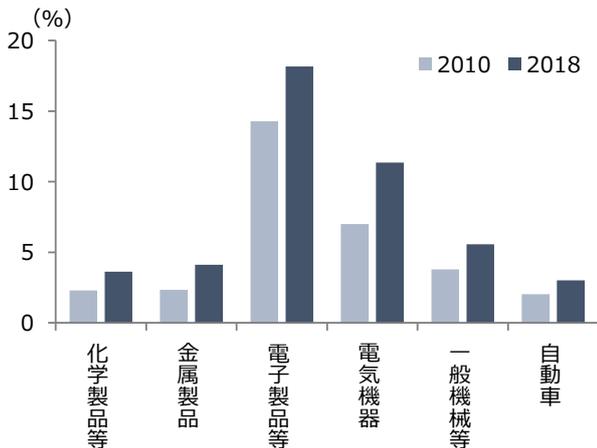
狙い	<ul style="list-style-type: none"> <li>地政学的緊張が高まっている<b>特定の経済フローのリスクの最小化</b>(明確な言及はないが中国が念頭)</li> </ul>
想定リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>サプライチェーンのレジリエンスに対するリスク(エネルギー供給、グリーントランジション、医薬品含む)</li> <li>重要インフラ(海底ケーブル、パイプライン、電力、通信など)に対するセキュリティリスク(物理およびサイバー)</li> <li>テクノロジー安全保障および技術流出に関連したリスク</li> <li><b>経済的依存関係の武器化または経済的威圧</b>に関するリスク</li> </ul>
対応策	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Promoting: EUの競争力強化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>EU単一市場の強化、スキルへの投資、研究開発強化、産業育成など</li> <li>戦略分野として、先端半導体、量子コンピューター、バイオテクノロジー、ネットゼロ産業、クリーンエネルギー、重要鉱物資源を想定</li> <li>グリーンディール産業計画、ネットゼロ産業法案、重要原材料法案、欧州半導体法などが関連</li> </ul> </li> <li><b>Protecting: 特定した経済安全保障リスクへの対応</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>既存および新規の政策・ツールなどを活用して対応(域内外投資の審査・輸出管理強化(先端半導体などデュアルユース分野含む)、5G/6Gセキュリティの強化、経済的威圧への対抗、など)</li> </ul> </li> <li><b>Partnering: 経済安全保障の取り組みに共感してくれる国との関係強化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>貿易協定、関係の再強化、ルールに基づく国際秩序、多国間主義、Global Gateway(グローバルサウスなどEU域外向けの投資戦略)を活用した持続的な開発投資</li> </ul> </li> </ul>

出所: 欧州委員会より三菱総合研究所作成

短期的には中国への依存は不可避であろう。EUにおける、電子製品等や電気機器を中心に最終需要に占める中国由来の付加価値の割合は高まっている(図表4-14)。さらに、ネットゼロ産業(太陽光や風力など)分野では、原材料の段階から組立品の段階まで世界生産に占める中国の割合が高い(図表4-15)。EUはグリーン分野の投資を加速させる方針だが、中国での生産なしで実現は難しい。リスクの高い分野での輸出規制が検討されると予想されるが、過度な規制は避けるだろう。

デリスキングの取り組みは域内の投資を促す面もある。域内の半導体関連産業の競争力強化を目指す「欧州半導体法」を受け、インテルなど半導体関連企業は域内への投資を増やす方針である。また、欧州投資銀行の2022年の調査では、環境対策関連投資を実施する企業の割合が高まっている。EUが目指す、グリーンとデジタルの2つのトランジションに向けた中長期的な投資が、中国への過度な依存の緩和につながるだろう。

図表4-14 EUの最終需要に占める中国の付加価値割合



注:主な製造業種。EUの各産業の最終需要に占める、中国由来の付加価値のシェア。  
出所:OECDより三菱総合研究所作成

図表4-15 EU・中国の世界生産シェア

産業種別	国	生産段階 (%)			
		原材料	加工品	部品	組立品
太陽光	EU	4	12	11	2
	中国	45	41	54	70
風力タービン	EU	2	15	24	18
	中国	42	36	49	53
リチウムイオン電池	EU	2	4	3	6
	中国	37	72	67	75
燃料電池	EU	3	15	25	12
	中国	32	22	31	67
データストレージ・サーバー(半導体含む)	EU	3	13	8	0
	中国	42	23	19	4

注:太陽光パネルなどのバリューチェーンの各段階(原材料から組立品)の世界生産におけるEU・中国の生産シェア。  
出所:欧州委員会“Supply chain analysis and material demand forecast in strategic technologies and sectors in the EU - A foresight study”より三菱総合研究所作成

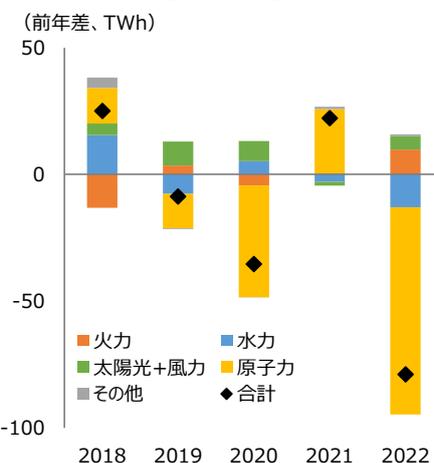
### (3) ユーロ圏経済の先行きリスク

ユーロ圏経済の先行きのリスクは、①エネルギー需給逼迫によるエネルギー不安再燃、②金融市場の不安定化である。これらリスクが顕在化した場合、ユーロ圏経済はスタグフレーションに陥る可能性が高い。

第一に、エネルギー需給は、ロシアの供給完全停止、中国のLNG需要回復などの要因とともに、気候要因による需要上振れに警戒が必要である。22年末から23年年初の暖冬はエネルギー需給の緩和に貢献したが、雪解け水の不足や少雨により、南欧で干ばつが発生した。記録的な熱波と干ばつとなった22年は、水不足によりフランスでは水力・原子力発電の出力が抑制(図表4-16)され、電力輸出国から輸入国に転じるなど、エネルギー需給に影響が生じた。23年はエルニーニョが発生しており、23年末から24年初にかけて厳冬となれば冬のエネルギー需要が高まる可能性がある。8月上旬時点で、ガス在庫は例年より高水準だが、気候要因でエネルギー需給が逼迫した場合、価格上昇や一段の需要抑制が必要となり、経済活動を下押しするだろう。

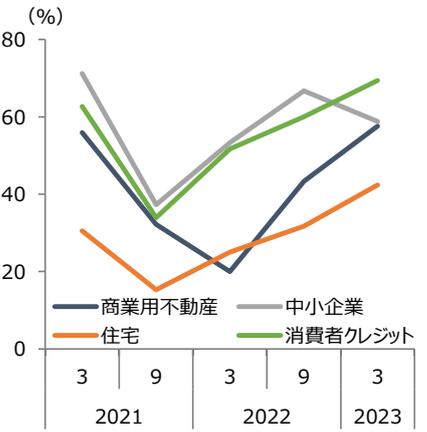
第二に、金融機関が保有する資産(貸出債権・投資有価証券等)の質の劣化が金融機関の経営不安につながるリスクに注意が必要だ。金融引き締めの影響などから、保有資産の質が劣化すると予想する金融機関の割合は高まっている(図表4-17)。現時点で不良債権比率は高まっていないものの、商業用不動産価格の急落などが生じれば、金融機関の貸出姿勢は一段と慎重化する可能性がある。この場合、投資を中心に内需がさらに抑制され、実体経済の落ち込み幅が大きくなるだろう。

図表4-16 電源別発電量(フランス)



出所:Eurostatより三菱総合研究所作成

図表4-17 資産の質劣化の予測(金融機関向けアンケート結果)



注:164行を対象にした調査。今後12か月間で資産の質が劣化するという回答の割合。  
出所:EBAより三菱総合研究所作成

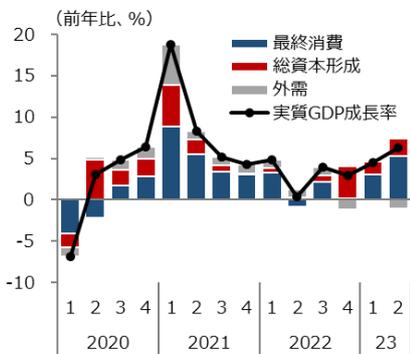
(1) 中国経済の現況

不動産投資、外需の伸び悩みから緩慢な経済回復ペース

23年4-6月期の中国の実質GDP成長率は、上海都市封鎖などによる22年4-6月期の成長落ち込み(前年比+0.4%)からの反動で、前年比では同+6.3%の高成長となった(図表5-1)。ただし、季調済前期比では前期比+0.8%と23年1-3月期の同+2.2%を下回った。

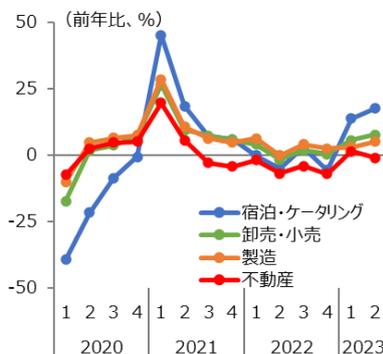
外出関連消費が主導しサービス消費は拡大したものの、財消費の回復は遅れており、感染抑制初期の21年前半に比べてpent-up需要の顕在化ペースは迫りに欠ける(図表5-2、5-3)。緩慢な消費回復の背景には、不動産市況の停滞がある。23年1-3月期に7四半期ぶりのプラス成長となっていた不動産業のGDPは、23年4-6月期にマイナス成長に転落した(図表5-2)。米欧向けに加えてASEAN向け輸出も伸び悩み、純輸出は▲1.1%のマイナス寄与となり成長の下押し要因となった(図表5-1)。緩慢な経済回復ペースを受けて、中国人民銀行(中銀)は23年6月に最優遇貸出金利(期間1年および5年超)を22年8月以来、10カ月ぶりに引き下げた。また、市中銀行向け1年物の資金供給レートを23年6月、8月に引き下げている。

図表 5-1 実質 GDP



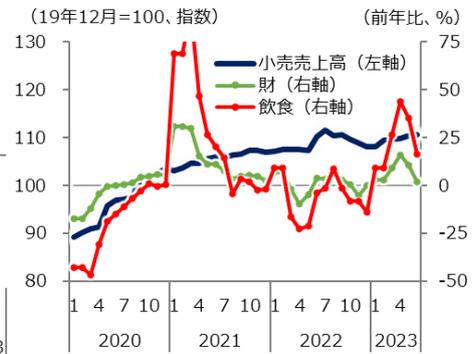
出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-2 産業別 GDP



出所: Windより三菱総合研究所作成

図表 5-3 小売売上高



注: 小売売上高は季節調整済、財、飲食は季節調整なし。直近は、23年6月。

出所: Windより三菱総合研究所作成

(2) 中国経済の先行き

景気刺激策に支えられ、政府目標の5%近辺成長を確保

中国経済は、消費・投資の緩慢な回復を政府の景気刺激策、中銀の金融緩和で補うことで前年比+5%程度の潜在成長率(世界銀行推計)並みの成長を見込む。実質GDP成長率見通しは、足もとの成長減速を踏まえ23年を同+5.1%と前回5月見通し同+5.2%から小幅引き下げ、24年は同+4.8%で不変とする。

今後の中国経済の注目点は、①消費回復の勢い、②景気刺激策の効果、③産業構造高度化の進捗にある。

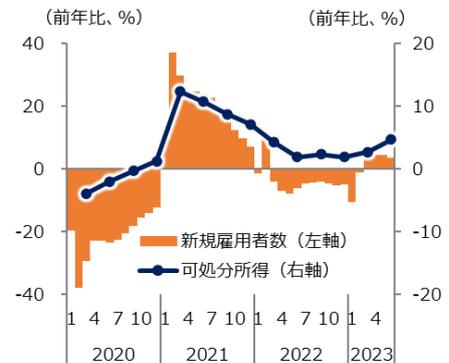
注目点① 消費回復の勢い — 雇用回復見合いの緩やかな回復ペース

消費は、段階的な雇用・所得環境の改善のもと、緩やかな回復を続けることを見込む。

23年3月以降、新規雇用者数は前年比プラスに浮上、可処分所得も増加を続けている。ただし、感染抑制初期の21年に比べると新規雇用者数、可処分所得ともに増加の勢いは弱い(図表5-4)。それに伴い所得・雇用実感改善の伸び悩み(図表5-5)、貯蓄志向の高止まりが生じ(図表5-6)、消費回復ペースは緩やかにとどまっている。

所得・雇用実感の改善が伸び悩み象徴的な事例として、若年失業率の上昇がある。若年就業者は、コロナの影響を受けやすいサービス業の割合が高いことから、感染拡大期には防疫措置により就業機会が抑制され若年失業率が上昇する。その後、防疫措置が解除されると失業率が低下するのが一般的である。しかし、中国では、上海都市封鎖が解除され、ゼロコロナ政策が撤廃されてもなお、若年失業率が高止まりしている(図表5-7)。

図表 5-4 新規雇用者数・可処分所得

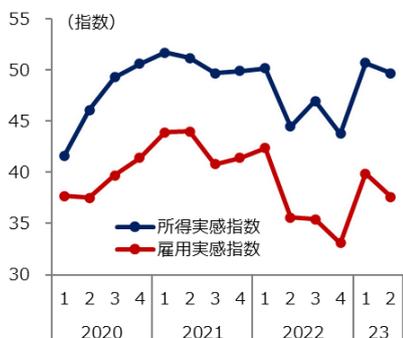


注: 年初来累積値の前年比。可処分所得は実質。直近は23年6月。

出所: Windより三菱総合研究所作成

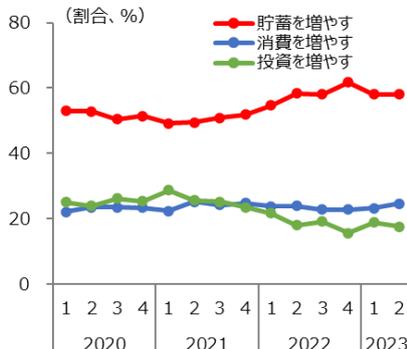
その背景には産業構造の転換がある。かつてのような世界の工場としての労働集約型産業による雇用吸収が難しくなりつつある。中国政府は、新卒者への就職支援、企業への雇用助成金支給などの対策を行っているものの、中国経済は企業業績の回復の遅れ、資本集約・知識集約型産業が求める専門人材（エンジニアなど）が不足するといった課題を抱えている。労働集約型産業から資本集約・知識集約型産業への労働シフトには時間を要することは否めない。24年にかけての雇用回復は、緩やかなペースにとどまるであろう。

図表 5-5 所得実感と雇用実感



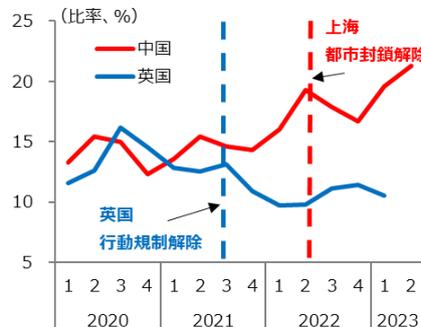
注：2万人の預金者を対象にした収入や雇用に関する現況調査をもとにした指数。  
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-6 消費・貯蓄・投資の意向



出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-7 中国・英国の若年失業率



注：中国は季節調整なし、英国は季節調整あり。直近は、中国は23年6月、英国は23年3月。  
出所：Wind、CEICより三菱総合研究所作成

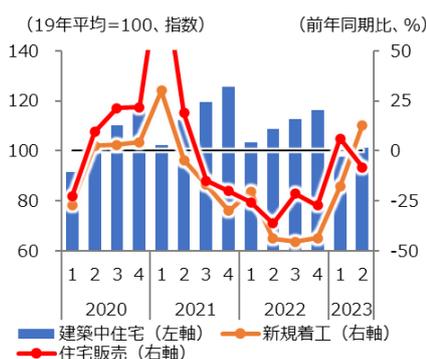
## 注目点② 景気刺激策の効果 —— 下振れを回避し、政府目標の成長ペースを確保

消費拡大、民間企業活性化、不動産市況回復に焦点をあてた政府の景気刺激策は、成長を押し上げ政府目標(実質GDP前年比+5%前後)並みの成長ペース確保に資するであろう。23年7月の中央政治局会議で、内需不足を認識し、EV購入支援などの消費促進策、参入障壁緩和などの企業活動の活性化策、不動産需給改善への取り組みを行う方針が決定された。

不動産市況に関しては、新規住宅着工は21年4-6月期から2年にわたり減少し、建築中住宅面積も23年に入り19年水準まで減少するなど、住宅の在庫調整が進展している(図表5-8)。一方、持ち直しの兆しがあった住宅販売は、緩やかなペースの所得回復、住宅価格低下を受けた買い控えなどから23年4-6月期に前年比マイナスに転落しており、住宅需要の回復ペースは鈍い。政府は不動産市況回復を下支えするために、22年11月に導入した融資返済期限の延長など不動産セクターの資金繰り支援措置を24年末にまで延長を決定。上記会議後、住宅購入に関わる規制要件を緩和した。ただし、同会議では、債務リスク防止・解決に取り組むことも確認しており、景気刺激策が不動産バブル再燃につながるような過度の規模となることは想定しがたい。

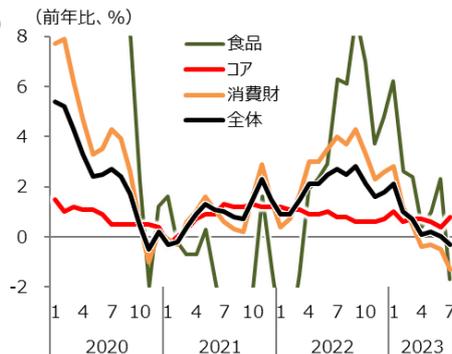
金融政策も、経済成長の持続性確保への配慮がうかがわれる。23年7月の消費者物価(CPI)は、食品および消費財価格の下落により2年5カ月ぶりに前年比マイナスとなっている(図表5-9)。中銀は、緩やかな経済回復ペース、インフレ圧力低下を踏まえ23年6月に政策金利を引き下げた。ただし、市中の預金金利(1年物)の低下幅はCPIの低下幅に比べて限定的にとどまり、消費・投資に向かわず預金の増加につながっている(図表5-10)。より迅速な金融緩和に踏み切らない背景には、拙速な金融緩和による債務拡大の抑制、資本流出リスクへの配慮があるとうかがわれる。中国政府が重点任務の一つに重大な経済・金融リスクの防止を掲げていることを踏まえると、金融緩和も経済の急回復ではなく、下支えを意図したものが見込まれる。

図表 5-8 建築中住宅面積・住宅着工・住宅販売



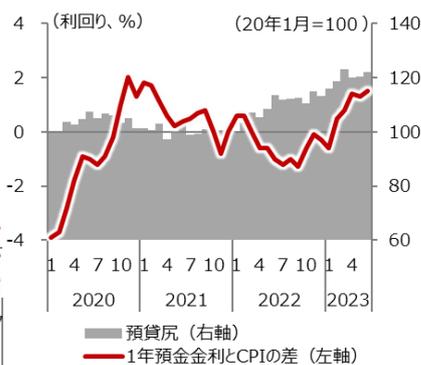
注：直近は23年4-6月期。  
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-9 CPI



注：直近は23年7月。コアは食品およびエネルギーを除く。  
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-10 預金金利・預貸尻



注：預貸尻とは、預金から貸出を差し引いた金額。直近は23年6月。  
出所：Windより三菱総合研究所作成

### 注目点③ 産業構造高度化の進捗 —— EV関連産業の育成に成果

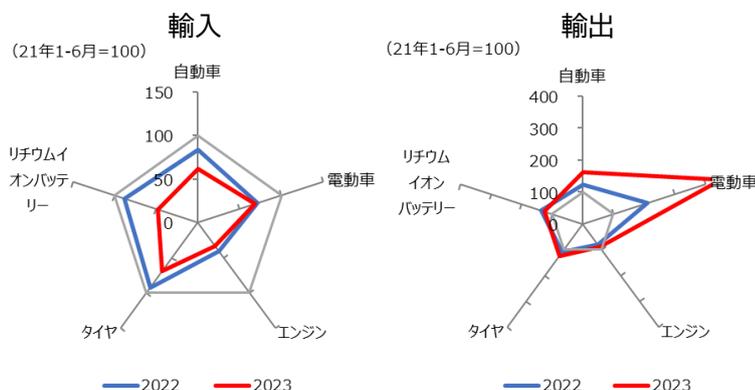
輸出入ともに伸び悩むなか、自動車セクター伸長といった中国政府の長期計画に基づく産業構造高度化の取り組みが徐々に成果を生み、経済成長の下支えとなることが見込まれる。

中国の数量ベース輸入のうち、原油、石炭といったエネルギー資源、鉄鉱石、銅鉱石などの生産活動の基盤となる鉱物の輸入は、総じて21年水準を回復しており、中国の生産活動が正常化していることがうかがわれる。また、減少している輸入品目のなかには、中国経済回復の遅れが減少理由ではなく、産業構造高度化による国産化が理由と推察できる品目がある。

自動車セクターの輸入(数量ベース)では、完成車だけでなくエンジン、タイヤ、リチウムイオンバッテリーといった関連製品が22年、23年と減少している(図表5-11、左)。一方で、輸出は、21年比で4倍強となった電動車(ハイブリッド車を含む)をはじめ完成車、関連製品の輸出が22年、23年と拡大を続けている(図表5-11、右)。23年1-6月期の中国の自動車輸出は日本を抜き世界一となった。EV(電気自動車)用バッテリーでは、上位10社のうち6社が中国系企業で、世界シェアは60%超となっている(図表5-12)。

中国系企業は、域内のEVエコシステム構築を掲げるASEAN(詳細、後述)各国などに対して、OEM生産強化に向けた直接投資を活発化し、EV市場拡大の恩恵享受に向けた布石を打っている。イノベーション推進による中国の産業構造の高度化、ASEANを始めとした新興国市場との関係深化が、米中対立による対中規制といった向かい風をやわらげることができるかが注目される。

図表 5-11 自動車関連製品の輸出・輸入(数量ベース)



注:各年1-6月の実績をもとに作成。自動車には電動車を含まない。電動車には電気自動車とハイブリッド車などを含む。  
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表 5-12 EV用バッテリーの世界シェア

順位	会社名(本社所在国)	23年1-5月シェア(%)
1	CATL(中国)	36.3
2	BYD(中国)	16.1
3	LG Energy Solution(韓国)	13.9
4	Panasonic(日本)	8.0
5	SK on(韓国)	5.2
6	CALB(中国)	4.3
7	Samsung SDI(韓国)	4.2
8	Guoxuan(中国)	2.2
9	EVE(中国)	2.2
10	Sunwoda(中国)	1.6
中国系合計		62.7

注:使用量ベースのシェア。  
出所:SNEリサーチ(韓国)より三菱総合研究所作成

### (3) 中国経済の先行きのリスク

中国経済の先行きのリスクは、コロナ危機以降に積み上がった債務が不良債権化することだ。

22年以降、中国では非金融法人債務(地方政府の資金調達手段である融資平台や国営企業を含む)がGDP比で増加を続ける一方、不良債権比率は低下基調となっている(図表5-13)。①22年の経済停滞、②融資平台の抱える債務が不良債権と認識されていない可能性もあり、不良債権が表面化する火種はくすぶっている。

図表 5-13 非金融法人債務と不良債権比率



注:非金融法人債務は後方4四半期平均。  
出所:CEIC、IIFより三菱総合研究所作成

図表 5-14 70都市の住宅価格指数(前月比の変化)



出所:Windより三菱総合研究所作成

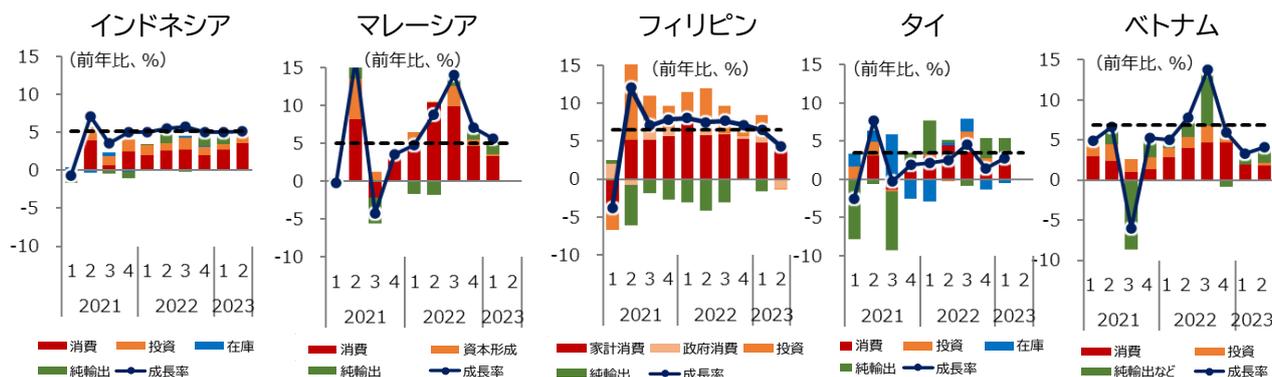
不良債権が表面化するトリガーには、より一層の住宅価格下落と消費財価格下落の長期化がある。緩慢な所得・雇用環境の回復、預金有利の金利水準、国際金融市場混乱の波及などから、住宅価格の下落傾向が強まっている(図表5-14)。これが一段と下落すれば、在庫を抱える不動産会社の業績悪化につながる。また、消費財価格の下落が定着すると企業業績の悪化につながる。金融監督行政を中央集権化し、地方政府債務の管理強化、金融機関への監督力強化などを進めている中国政府が、成長と経済・金融リスクの防止のバランスをいかに取るか、その手綱さばきには引き続き注目が必要である。

(1) ASEAN経済

現況 ―― 総じてコロナ危機前の成長の勢いを確保

ASEAN5の23年4-6月期の実質GDP成長率は前年比+4%半ばと、おおむね22年1-3月期の同+4.7%並みの成長となるが見込まれる。個別国では、インドネシア(同+5.2%)、マレーシア(同+4%近傍の見込み)、タイ(同+3%前半の見込み)は、内需を牽引役におおむねコロナ危機前の成長の勢いを確保している。フィリピン(同+4.3%)は政府消費の減少、ベトナム(同+4.1%)は、22年の高成長からの反動や不動産市況悪化による内需停滞、輸出の伸び悩みからコロナ危機前を下回る成長率となっている(図表6-1)。

図表 6-1 実質 GDP 成長率



注: 破線は各国の17~19年の四半期ごとの実質GDP成長率(前年比)の平均。棒グラフ合計と線グラフの差は、統計誤差。ベトナムの純輸出などの寄与度は、消費、投資以外の寄与度。直近は、インドネシア、フィリピン、ベトナムは23年4-6月期、マレーシア、タイは23年1-3月期。

出所: CEICより三菱総合研究所作成

ASEAN経済の先行き ―― 堅調な内需に支えられ5%近辺の成長を継続

ASEAN5経済は、堅調な内需に支えられ総じてコロナ危機前並みの成長継続を見込む。実質GDP成長率は、ベトナム経済の成長鈍化から、23年は前年比+5.0%へ下方修正(前回5月時点は+5.2%)、24年は同+5.0%で不変とする。今後のASEAN5経済の注目点は、①内需の持続性、②EV(電気自動車)エコシステム構築への取り組みである。

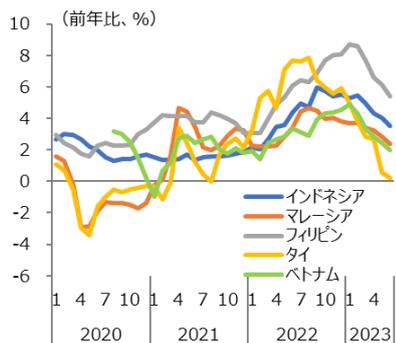
注目点① 内需の持続性 ―― 外生的なインフレ圧力緩和を追い風に内需の堅調さが継続

ASEAN5では、エネルギーや食料などの国際商品市況低下による外生的なインフレ圧力緩和、利上げ停止を追い風に、内需は堅調さを維持することが見込まれる。

ASEAN5各国のCPI上昇率は、国際商品市況の低下から上昇ペースが急速に鈍化している(図表6-2)。8月に利上げを行ったタイを除くASEAN5各国中銀は、インフレ圧力低下を受けて政策金利の引き上げを停止している。インドネシアは23年1月、フィリピンは同年3月、マレーシアは同年5月から政策金利の据え置きを継続、不動産市況が悪化しているベトナムは同年3月以降、段階的に利下げを実施している(図表6-3)。

ASEAN5各国では失業率は低下基調にある(図表6-4)。人手不足がインフレ圧力拡大につながっている米欧とは異なり、雇用改善は内需拡大に資する面が大きい。その背景には、第1次産業就業者の割合が依然として高く、産業構造変化に伴う雇用吸収余地が大きいことがある。

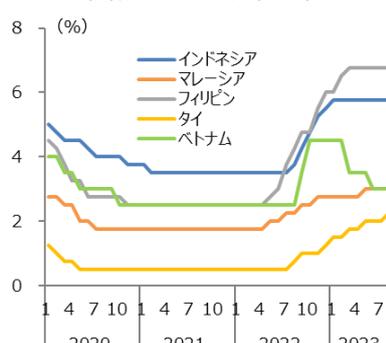
図表 6-2 CPI



注: CPIは総合。直近は23年6月。ベトナムの20年1-7月は欠損。

出所: CEICより三菱総合研究所作成

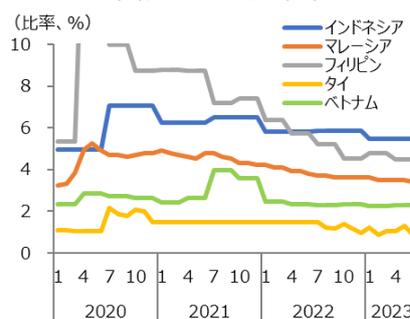
図表 6-3 政策金利



注: 直近は23年8月14日時点。

出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-4 失業率



注: 直近は23年6月。インドネシアは半年ごと、ベトナムは四半期のデータ。

出所: CEIC、Macrobondより三菱総合研究所作成

## 注目点② EVエコシステム構築への取り組み — 日本・韓国・中国企業との連携がカギ

23年5月開催のASEAN首脳会議で表明されたEVエコシステム構築への取り組みは、ASEAN5の経済成長の基盤となる可能性を秘めている。ASEAN域内の自動車最終需要に占める域内付加価値のシェアは、日本、中国、欧州の70～80%と比べて見劣りする(図表6-5)。世界的なEVシフトの潮流に乗り、EV関連の域内生産力強化を実現できれば、経済成長の安定基盤となろう。

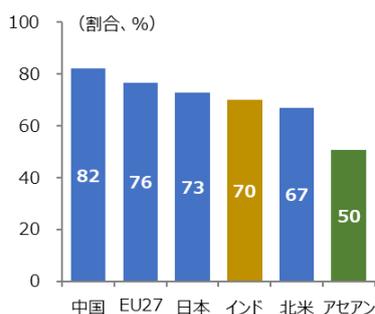
EVシフトの取組は中国が先行している。バッテリー、リチウム、電磁鋼板などEV生産に必要な部品は、中国・日本・韓国系企業が世界市場シェアの大半を占めている。ASEAN域内のEVエコシステム構築のためには、域内基準の標準化、充電ステーションなどのインフラ整備、自国企業・人材の育成に加えて、技術を有する日本、韓国、中国企業と連携したサプライチェーン構築がカギとなる。

### ASEAN経済の先行きリスク

ASEAN5各国に共通するリスクとして、インフレ圧力拡大の再燃がある。米欧利上げを契機とした通貨安の進展からインフレ圧力が拡大し、利上げを強いられると、内需の下押し要因となる。

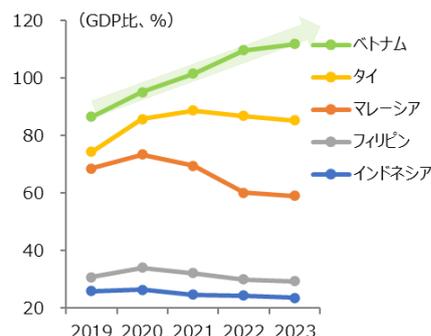
ASEAN5の中で、ベトナムの非金融法人債務(GDP比)だけが拡大傾向にあり、コロナ危機後に低下に転じた他の4カ国とは対照的となっている(図表6-6)。ベトナムは、不動産市況の冷え込みから資金繰りが悪化している企業が増加していることや、成長を牽引してきた米国向け輸出の伸び悩みといった懸念材料もあることから注意が必要である。

図表 6-5 自動車最終需要に占める域内付加価値のシェア



注: OECD, Trade in Value Addedの最終需要に占める付加価値をもとに算出。2018年時点。  
出所: OECDより三菱総合研究所作成

図表 6-6 非金融法人債務



注: 19～23年は12月、23年は3月時点。  
出所: CEIC, IIFより三菱総合研究所作成

## (2) インド経済

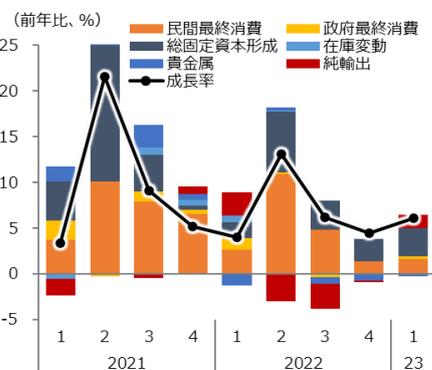
### 現況 — 22年度は6%台の政府想定を上回る7.2%成長

インドの23年1-3月期の実質GDP成長率は、固定資本形成や民間消費に支えられ前年比+6.1%となり(図表6-7)、22年度(22年4月～23年3月)は政府想定を上回る同+7.2%となった。業種別では製造業が3四半期ぶりのプラス成長に転じ、全産業が成長している(図表6-8)。

### インド経済の先行き — 内需主導で6%台前半の成長

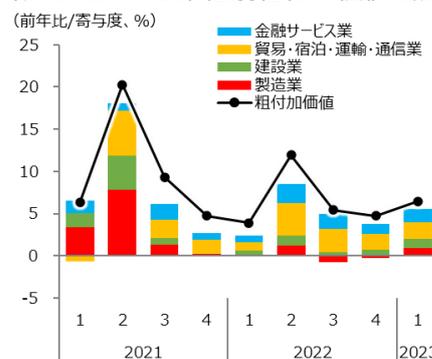
インド経済は、課題であった金融市場の安定確保とインフレ抑制の両立に成功し、内需を牽引役に6%台前半の潜在成長率(IMF推計)並みの成長を見込む。実質GDP成長率は、23年度は前年比+6.2%、24年度は同+6.3%と予測する。今後のインド経済の注目点は、①内需拡大の持続性、②多国間主義の経済的メリットである。

図表 6-7 実質 GDP 成長率



注: 棒グラフ合計と線グラフの差は、統計誤差。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-8 主な業種別粗付加価値成長率



注: 棒グラフ合計と線グラフの差は、農業、鉱業、電気ガス業、公共サービス業の合計。  
出所: CEICより三菱総合研究所作成

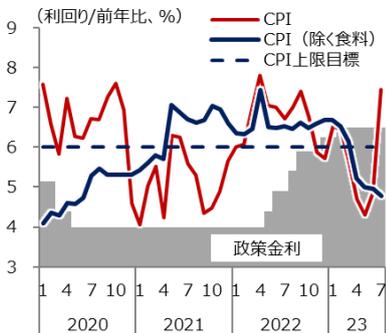
### 注目点① 内需拡大の持続性 — 生産・雇用・消費拡大の好循環

消費拡大の重しとなっていたインフレ圧力の沈静化、利上げ停止が消費を後押しすることが見込まれる。23年7月に入り異常気象によるトマトなどの収穫量減少から急騰した食料価格を除くCPIは中銀目標(2～6%のレンジ)に収れん、インド中銀は、23年2月の利上げを最後に政策金利の据え置きを続けている(図表6-9)。

生産拡大を起点に雇用改善・消費拡大が続く内需拡大の好循環が継続することが見込まれる。インド市場の需要拡大の潜在性に着目した国内外企業の投資増加に伴い、需要地となるインドでの生産拡大が進展し、自動車最終需要に占める域内付加価値のシェアは70%に達している(前掲、図表6-5)。22年度の生産、販売ともに、19年度実績に対して増加率で約+35%、増加台数で約140万台と急ピッチで拡大している

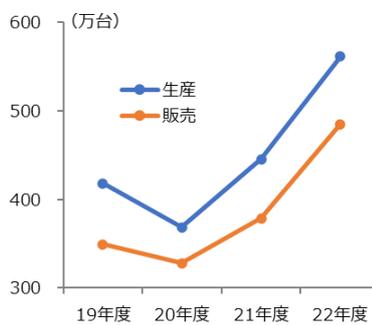
(図表6-10)。こうした生産拡大に伴い、労働参加率が上昇し、消費者信頼感の改善が続いている(図表6-11)。先進国やASEAN諸国の労働参加率は60%台が主流であるのに対して、インドの労働参加率は40%台にとどまっております。インドの労働供給余地の大きさも踏まえると、生産・雇用・消費拡大の好循環は継続するであろう。

図表 6-9 CPIと政策金利



注:直近は23年7月。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-10 自動車生産・販売



注:年度は各年4月～翌年3月。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-11 消費者信頼感と労働参加率



注:消費者信頼感は奇数月公表で直近23年5月、労働参加率は3・6・9・12月公表で直近23年3月。  
出所:CEICより三菱総合研究所作成

## 注目点② 多国間主義の経済的メリット —— 中立性のもと、多様な国との通商関係を維持

西側諸国、中国、ロシア、グローバルサウス諸国などの多岐にわたる海外経済とのつながりが、インド経済の成長基盤となることが見込まれる。

インド市場の成長性への期待、地政学上の重要性といった強みのもと、インドは中立の立場を取り、多国間主義の強化を主張している。政治的には、QUAD(日米豪印戦略対話)、上海協力機構(中国、ロシア、旧ソ連諸国などが加盟国)双方のメンバーであり、中立性を確保している。通商面でも、西側諸国からの多額の直接投資と中国・ロシアとの貿易拡大が併存しており、多国間主義の経済的メリットを享受している(図表6-12)。

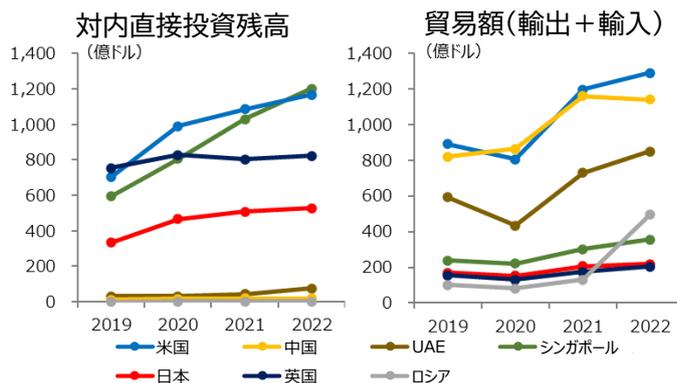
インドが議長国を務めた23年3月開催のG20外相会議では、「多国間主義の強化と改革の必要性」を議長総括で公表しており、9月開催のG20サミットでも、グローバルサウス諸国の大宗が支持する多国間主義の強化を主張することが見込まれる。

## 先行きリスク —— インフレ圧力再燃と資本流出リスク

インドの先行きリスクは、インフレ圧力再燃や資本流出により、これまでのところ成功している金融市場の安定確保とインフレ抑制の両立が損なわれることにある。この両立が損なわれ、ファンダメンタルズにそぐわない利上げを強いられると、消費拡大の重しが復活することになる。インフレ圧力再燃をもたらすトリガーとして、地政学リスクの高まりによる資源・食料価格の再上昇、米利上げによる通貨安の進展に留意が必要である。

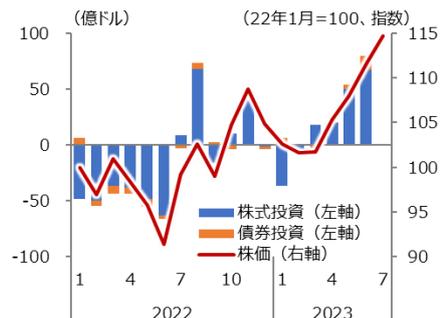
中小銀行破綻による米国金融市場の動揺以降も、インドへの証券投資フローは流入超となっており、インフレ圧力後退も手伝い株価は一本調子で上昇しており(図表6-13)、市場センチメントが楽観的になり過ぎている懸念がある。資本流出をもたらすトリガーとして、米欧のさらなる利上げによる市場センチメントの急変に留意が必要である。また、インドは24年に総選挙が予定されている。結果によっては、巧みな外交手腕を発揮しているモディ首相の求心力が低下する恐れがある。モディ政権と親密な新興財閥アダニ・グループの不正会計疑惑の調査が、選挙結果に影響を及ぼす可能性もある。24年の総選挙結果に対する海外投資家の受け止め方に注視が必要である。

図表 6-12 対内直接投資と貿易(主要国)



注:対内直接投資残高は暦年、貿易額は年度。  
出所:IMF、CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-13 証券投資フローと株価



注:株価はBSE SENSEX指数。直近は、証券投資フローは23年6月、株価は23年7月。  
出所:IIF、CEICより三菱総合研究所作成

## 執筆担当者

---

総論	田中康就、森重彰浩
日本経済	菊池紘平、堂本健太、田中嵩大
米国経済	浅井優汰
欧州経済	綿谷謙吾
中国経済	金成大介
ASEAN・インド経済	金成大介

---

### 本件に関するお問い合わせ先

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

#### 【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済センター

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

#### 【報道機関からのお問い合わせ】

広報部

メール:media@mri.co.jp

本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブおよび当社にてコンタクトのある記者の方々にもご案内しています。