

(1) 世界経済の現況

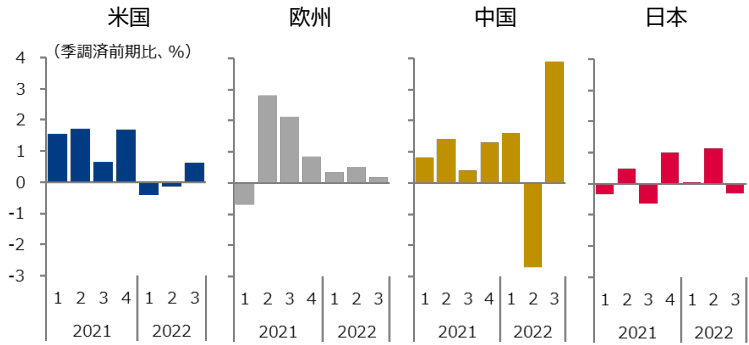
需要と供給の両面でコロナ危機から回復傾向たどるも、金融引き締めで回復ペース鈍化

世界経済は、需要と供給の両面でコロナ危機から回復傾向をたどってきたが、高インフレと金融引き締めで景気の回復ペースが鈍化している(図表1-1)。

まず、回復を支えた第一の要因は堅調な消費だ。物価上昇を背景に実質可処分所得が低下しているものの(図表1-2、下段)、コロナ危機後に抑制されていたサービス需要の回復などから、消費性向(所得に占める消費の割合)は改善傾向にある(図表1-2、上段)。コロナ危機下で積み上がった過剰貯蓄も、物価上昇による消費へのダメージを緩和している。日本はマイナス成長となったが、輸入の大幅増が主因であり内需は堅調だ。

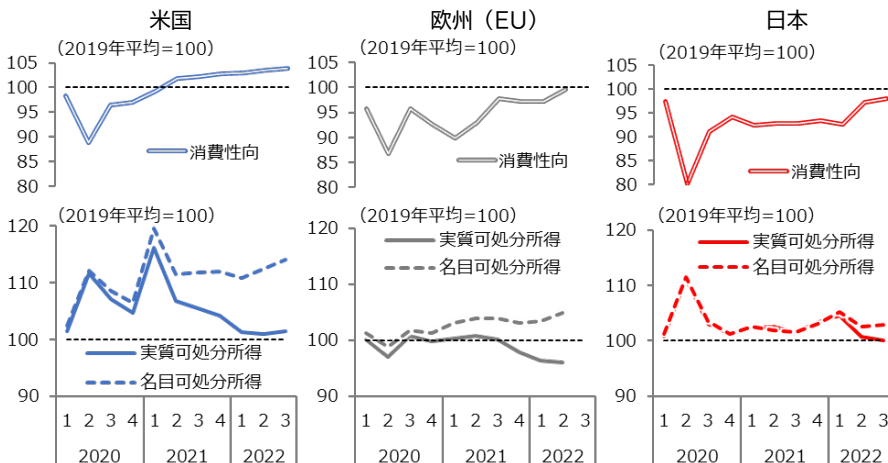
第二の要因は供給制約の緩和だ。中国で4-5月に実施された大規模なロックダウンの解除、半導体製造能力の増強、コンテナ不足の緩和などから、米国の製造業PMIを構成する「入荷遅延指数」がコロナ危機前の水準まで低下、高騰していたコンテナ運賃も21年初の水準まで下落している(図表1-3)。米国では在庫減少幅の縮小で、7-9月期の実質GDPが季調済前期比+0.3%ポイント押し上げられた。

図表 1-1 実質 GDP 成長率



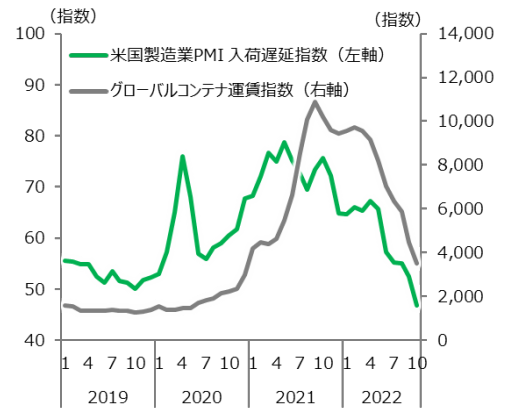
注: 欧州はドイツ、フランス、英国、スペイン、イタリアの5カ国。四半期。
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 可処分所得と消費性向



注: 日本の22年7-9月期の可処分所得は雇用人報酬の伸びで延伸。欧州のみ直近が22年4-6月。
出所: CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-3 供給制約関連指標



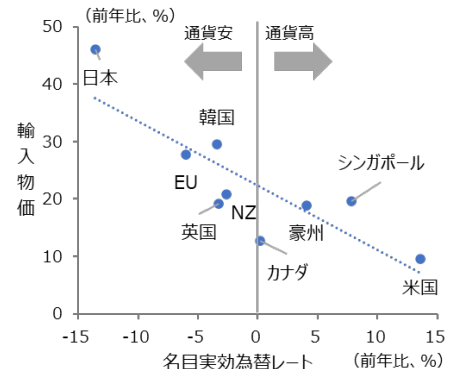
注: 直近は22年10月。
出所: Institute for Supply Management
®、バルチック取引所より三菱総合研究所作成

一方で、米国と欧州を中心に、金融引き締め強化が景気の下振れ要因となっている。

米国を中心に住宅市場が低迷している。長期金利の上昇により米国の30年住宅ローン金利は1年前の2.9%から足元では7%程度まで急騰した。住宅ローン負担の増加により、米国住宅販売は前年比▲25%もの大幅な減少、住宅投資も季調済前期比▲7%(同寄与度▲0.1%ポイント)となった。関連する家具などの耐久財消費も不振だ。

米国の利上げにより、米国以外の国ではドル高自国通貨安が物価上昇圧力となっている(図表1-4)。特に欧州では、ロシア以外からのエネルギー代替調達コスト増という特殊要因もあり、国際商品市況が軟化するなかでも、輸入物価が前年比+30%上昇、消費者物価も同+10%程度の上昇が続いており、消費の下振れ要因となっている。

図表 1-4 輸入物価への為替影響



注: 為替は22年7-9月平均、輸入物価は22年4-9月平均。
出所: CEIC、BISより三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

世界経済の成長率見通しは、23年を中心に総じて下方修正する。

米欧経済は、インフレ率が前回8月見通し時点の想定よりも高めに推移しており、継続的な利上げが景気の下振れ要因となる。23年春にかけて、米国FRBは5%まで、欧州ECBは2.5%まで利上げを継続するとみている。23年の成長率は、米国が前年比+0.4%（前回同+1.5%）、欧州が前年比▲0.2%（前回同+0.6%）と予測する。欧州はインフレと利上げに加えて、エネルギー不足の経済活動への影響が下押し要因となる。

中国経済は、22年、23年ともに前回見通しから下方修正する。ゼロコロナ政策の継続や不動産市場の下振れなどが背景にある。23年3月の全人代後に正式発足する新指導体制での経済政策運営も現時点では不透明感が強い。

22年の世界経済の成長率は、前回（8月16日時点）の前年比+2.3%から同+2.2%へ▲0.1%ポイント下方修正する。23年は前回の前年比+2.6%から同+1.8%へと▲0.8%ポイント下方修正し、2%を切る減速となる（図表1-5）。

今後の世界経済の注目点は、①インフレ抑制と景気のバランス ②金融市場の安定性 ③米国と中国の経済政策運営 — の3つである。

図表 1-5 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比)	実績		予測	
	2020	2021	2022	2023
世界全体	▲3.0%	6.0%	2.2%	1.8%
米国	▲2.8%	5.9%	1.7%	0.4%
欧州（5カ国）	▲8.1%	5.6%	3.1%	▲0.2%
中国	2.2%	8.1%	3.5%	4.8%
日本 [暦年]	▲4.6%	1.6%	1.5%	1.5%
[年度]	▲4.6%	2.3%	1.9%	1.3%
ASEAN5	▲3.7%	3.3%	5.3%	5.2%
その他世界	▲4.4%	4.3%	1.5%	1.5%

注：数値は暦年。欧州はドイツ、フランス、英国、スペイン、イタリアの5カ国。

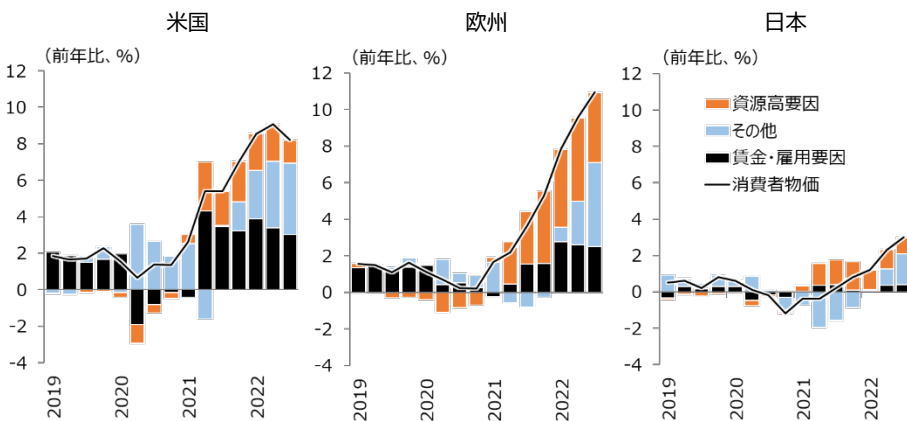
出所：実績は各国統計、IMF、予測は三菱総合研究所

注目点① インフレ抑制と景気のバランス — 米欧は大幅景気下振れも23年中のインフレ抑制は困難

23年にかけて米国経済は大幅減速、欧州経済は小幅ながらもマイナス成長を予測する。金融引き締めが強化されるなか、23年にかけて需給ギャップ（需要—潜在的な供給力）は、米欧ともに悪化が見込まれ、インフレ圧力は段階的に緩和されていくとみられる。

ただし、米欧の物価は、23年中に中銀が政策目標に掲げる2%まで落ち着いていく可能性は低いとみている。その背景として、①資源高などコストプッシュ型の物価上昇圧力 ②賃金上昇によるコストプッシュ/デマンドプル両面での物価上昇圧力 ③期待インフレの3つに注目している。

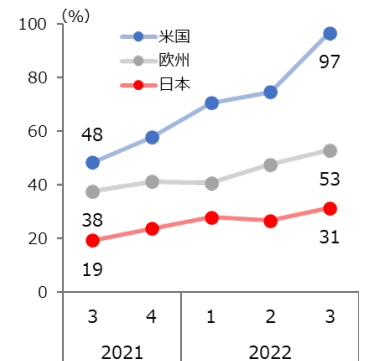
図表 1-6 消費者物価上昇率の要因分解（米欧日）



注：資源高要因は輸入物価および生産者物価の上昇が一定の転嫁率で波及、賃金要因は、賃金の上昇が一定の転嫁率で波及すると想定して推計。産業連関表を用いて産業部門別に推計した上で、産業別の付加価値ウェイトで加重平均。欧州はEU。

出所：OECD、米労働省より三菱総合研究所作成

図表 1-7 企業の投入コスト増に対する消費者物価への転嫁率



注：各種物価変化率、賃金・雇用変化率に、産業連関表などから計算される中間投入、輸入などのインプット比率を乗じて、企業の生産コストの上昇率を計算し、消費者物価上昇率への転嫁度を計算。

出所：CEICより三菱総合研究所作成

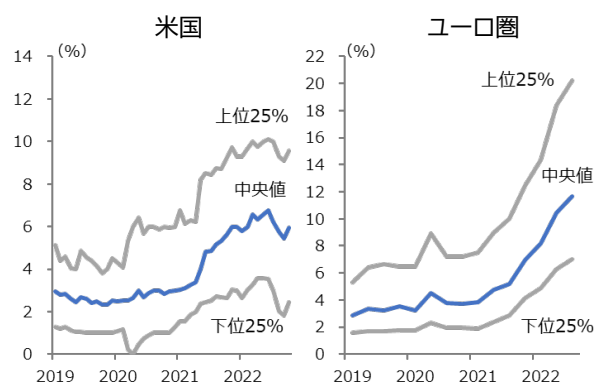
第一に、資源高などコストプッシュ型の物価上昇圧力である（図表1-6のオレンジ）。世界経済の減速に伴って国際商品市況が軟化することから、資源・エネルギー起因の物価上昇圧力は、23年後半にかけて前年比では縮小に向かうと予想する。ただし、10月のOPEC減産のように、価格下落に対抗する供給抑制の動きが強まれば、上昇圧力が高止まりする可能性もある。特に欧州は、脱ロシアに伴う代替エネルギー調達コストの増加やユーロ安の影響により、資源・エネルギー起因の物価上昇圧力が相対的に高止まりしやすい環境にある。

第二に、賃金上昇によるコストプッシュ/デマンドプル両面での物価上昇圧力である（図表1-6の黒）。特に

米国では、コロナ危機後のシニア層の引退前倒しなど構造的な要因により、労働参加率がコロナ危機前を1%ポイント下回っている。23年にかけても労働力不足の解消は見込みにくいことから、賃金上昇圧力がコロナ危機前に比べて強い状況が継続する可能性が高い。賃金上昇はサービス業を中心にコスト面から物価を押し上げるだけでなく、所得面から購買力を高めデマンドプル型の物価上昇圧力にもなる。欧州は、米国に比べれば賃金上昇圧力は弱いとみられるが、生活防衛の観点から賃金交渉時には物価上昇率が参照される。上記の資源・エネルギー起因の物価上昇が賃金上昇に波及する可能性もある。

第三に、期待インフレである。期待インフレ率が高い状況では、上記要因によるコストプッシュ圧力による価格転嫁も進みやすい(図表1-7)。米国の1年先の期待インフレ率は、利上げ開始後に中央値は低下傾向にあるが、そのバラつきは非常に大きい(図表1-8)。欧州はレンジも中央値も上昇傾向にある。ECB発足以降で初めてとなるインフレ水準であり、インフレ抑制に対するECBへの信認が十分でない可能性もある。エネルギー不足による供給制約などから物価上昇圧力が高止まりした場合は、欧州の期待インフレ率も高止まりする可能性がある。期待インフレが高い状況では、上述の通り、消費者物価への転嫁をしやすくするほか、賃金交渉のベースとなるなど、複合的に物価上昇圧力が高まりやすくなる(図表1-6の水色部分に寄与)。

図表 1-8 期待インフレ率 (家計・1年先)



注:直近は米国が22年10月、ユーロ圏が22年7-9月。
出所:NY連銀、欧州委員会より三菱総合研究所作成

図表 1-9 米欧の物価をめぐる今後の環境

	米国	欧州
資源高要因	<ul style="list-style-type: none"> ● 世界経済の減速による国際商品市況の軟化 	<ul style="list-style-type: none"> ● ユーロ安 ● 脱ロシアによるエネルギー調達コストの上昇
賃金・雇用要因	<ul style="list-style-type: none"> ● 景気減速による雇用環境の悪化 ● コロナ危機によるシニア層の退職前倒して労働需給逼迫 	<ul style="list-style-type: none"> ● 景気後退による雇用環境の悪化
期待インフレ要因	<ul style="list-style-type: none"> ● 家計の期待インフレはバラつき伴いつつも中央値は低下 	<ul style="list-style-type: none"> ● 家計の期待インフレは中央値も高止まり

出所:三菱総合研究所作成

これらを踏まえると(図表1-9)、米国のインフレ率は23年末時点でも前年比+3%程度の上昇を見込む。もともと相対的に小さい資源高要因は、国際市況軟化とドル高により、前年比ではマイナスに転じる可能性がある一方で、賃金・雇用要因による物価上昇圧力は緩やかに緩和しつつも、コロナ危機前の伸び(2%程度)までは戻らない可能性が高い。米国経済は辛うじて景気後退を回避する見込み。

欧州は(米国よりも)インフレ抑制が難航する可能性が高い。23年末時点で前年比+4-5%程度の上昇を見込む。欧州の場合は、国際商品市況が落ち着けば輸入コストも下がる訳ではなく、脱ロシアでエネルギー代替調達コストが構造的に高止まることが予想される。景気が低迷するなかでもエネルギー調達コストの抑制が難航すれば、期待インフレが高止まりする可能性がある。欧州経済は22年末から23年初にかけて景気後退を見込む。

注目点② 金融市場の安定性 —— 景気減速下での高インフレが不安定な状況をもたらす

財政政策と金融政策の不整合

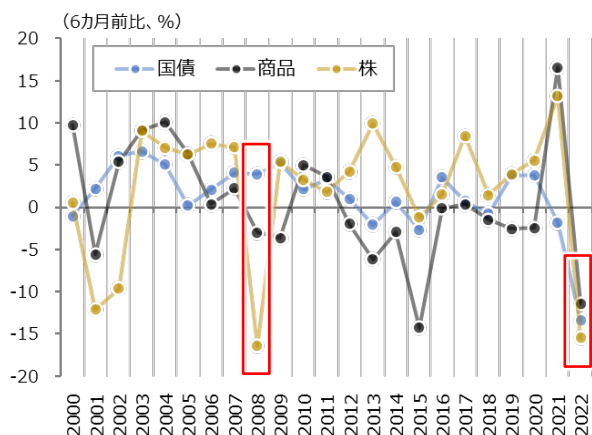
世界の金融市場は、22年4月以降、国債・商品・株のトリプル安に見舞われている。これら3つの国際主要指標の下落率が、いずれも10%を超えるのは、統計でさかのぼれる1985年以降で初めてとなる(図表1-10)。08年の世界金融危機時は、株と商品が大幅に下落したが、国債は上昇した。

想定外のインフレ圧力の高まりに直面して、通常、株などのリスク資産下落時の資金の受け皿となる国債市場からも資金が流出している。英国では、英国中央銀行(BOE)が利上げと保有国債の売却を予定するなかで、トラス前政権は、国債を財源とする大規模なエネルギー高騰対策と減税策を発表した。金融市場では、国債の需給バランス悪化への懸念が高まり、国債価格が急落した。英国の年金基金の破綻につながるリスクが懸念され、BOEはやむを得ず時限措置として国債の購入に踏み切った。

金融引き締め下での拡張的財政は、財政への信認を低下させかねず、金融市場の不安定化をもたらす。財政規律の弛緩(しかん)は2つのルートで経済に負の影響を及ぼす。

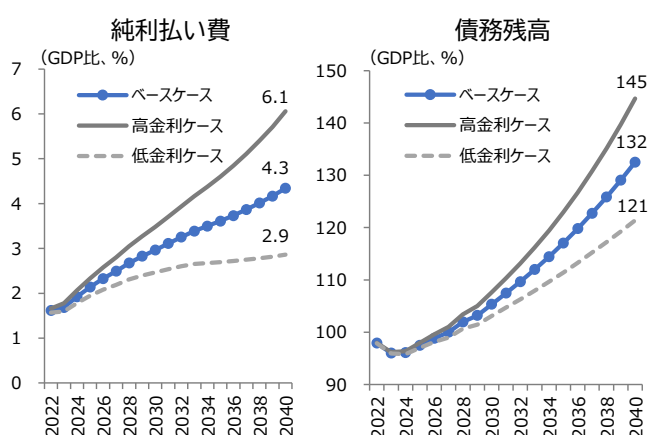
第一に、インフレ抑制の遅れだ。対象を限定しないエネルギー補助金など財政出動でインフレ抑制が遅れば、より強力な金融引き締めが必要となる。第二に、財政への信認低下だ。高金利下での債務拡大は将来の利払い負担の増加を招き、財政悪化懸念から金利に上昇圧力が強まる。米CBO(議会予算局)の見通しでも、長期金利の1%上昇で、2040年時点の純利払い費がGDP比1.8%ポイント、債務残高が13%ポイント上昇する見込みとなっている(図表1-11)。

図表 1-10 国債・商品・株の国際指標騰落率



注:債券はFTSE世界国債インデックス、商品はBloomberg商品指数、株価はMSCIワールド指数。月次での半年前からの変化を年平均して作成。22年は9、10月の半年前からの変化率の平均。
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-11 金利上昇による後年度財政影響 (米国)



注:ベースケースは2040年にかけて10年物国債利回りが3.5%まで上昇、高金利ケースは同4.5%、低金利ケースは同2.5%を前提。
出所: CBO「Long-Term Budget Outlook」より三菱総合研究所作成

米欧の金利上昇で高まる新興国からの資金流出圧力

欧米を中心に先進国の金利が上昇するなかで、新興国からの資金流出圧力が高まっている。現時点では大規模な資金流出は起きていないものの、コロナ危機下での先進国の金融緩和により、新興国には合計で8,500億ドルの資金が流入しており、その一部が逆流する恐れがある。米国債と新興国債券との利回りの差を示すEMBIスプレッドもじわじわと上昇傾向にある(図表1-12)。

資金流出や自国通貨安によるインフレを抑制するために、新興国は一定の利上げを余儀なくされており、これが景気の下振れ要因となる。特に資源を海外からの輸入に依存しており、輸出競争力も乏しい経常赤字国では、通貨安リスクが高い。トルコやフィリピンのほか、ロシアへのエネルギー依存度の高いルーマニア、ポーランドにも注意が必要だ(新興国経済総論P.28 図表5-2)。

また、新興国のどこかで危機が生じた場合に、世界経済への波及を防ぐための国際協調の余力が低下している点にも注意が必要だ。国際的な政治対立が深まっているほか、各国とも財政状況は厳しく、他国を支援する余裕はあまりない。

図表 1-12 EMBI スプレッド



注:米国債と新興国債との利回り差。直近は22年10月。
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

注目点③ 米国と中国の政策運営

中国では、10月に中国共産党大会が開催され、23年3月に発足する次期指導部の顔ぶれが固まった。米国では、11月に中間選挙があり、苦戦が予想されていた民主党が上院で多数派を占めるなど善戦した。2大経済大国における重要な政治イベントを経て、今後の米中両国の経済政策運営について、従来からの変更点を中心に展望する。

中国 —— 習一強体制下で改革派が退任、経済統制が強化される可能性

習政権3期目の新指導部(政治局常務委員)からは、李克強首相などの改革派が退任し、習一強体制が明

確になった(図表1-13)。習政権は共産党内の基盤を強固にし3期目にとどまらず長期政権が視野に入った。政治的な安定の一方で、これまでの中国経済の高成長をもたらした改革開放路線の行方は不透明だ。

習政権3期目は、35年にかけて中国式の社会主義現代化の実現を目標とし、イノベーションが現代化の原動力の軸となることを表明している(中国経済P.29、図表5-7)。ただし、改革派が退任し、新首相に就任する李強氏は上海市トップとして経済封鎖を主導したが、国政レベルの経済政策運営の経験が乏しい。党大会の演説などで示された政策方針に大きな変更はないが、次期指導部の下でも、外資の技術・投資を受け入れ、民間のイノベーションによる経済の新陳代謝を維持できるか、具体的な政策方針が示される23年3月の全人代などに注目だ。

外交面では、戦狼外交を実践してきた王毅外相が政治局員に選ばれ、外交を取り仕切る党中央外事工作委員会弁公室のトップに就任する見込みだ。ペロシ米下院議長の台湾訪問、10月に発表された米政府による半導体製造装置の対中輸出規制の適用対象の大幅拡大などから米中間の緊張は続いている。習総書記は、「中国の発展は世界と切り離せない」と発言しているものの、プレーキ機能が失われた習一強政権のもと、米中対立が高まる懸念がある。

図表1-13 中国の現・新指導部

肩書	現最高指導部 (年齢)	新最高指導部 (年齢)
党総書記	習近平 (69) 留任	習近平 (69) 留任
首相	李克強 (67) 退任	李強 (63) 新任
全国人民代表大会常務委員長	栗戰書 (72) 退任	趙樂際 (65) 留任
全国政治協商会議主席	汪洋 (67) 退任	王滬寧 (67) 留任
党中央書記処書記	王滬寧 (67) 留任	蔡奇 (66) 新任
筆頭副首相	韓正 (68) 退任	丁薛祥 (60) 新任
党中央規律検査委書記	趙樂際 (65) 留任	李希 (66) 新任

注: 赤字は習人脈とされる指導部メンバー。年齢は今党大会時点。
出所: 各種報道より三菱総合研究所作成

米国 — 民主党善戦も「ねじれ議会」が後期バイデン政権の政策運営の制約に

11月8日に実施された米国の中間選挙では、下馬評を覆し民主党が善戦した。上院は民主党が過半数を獲得し、下院では共和党が過半数を取る可能性が高い。もっとも、上下院の多数派が異なる「ねじれ議会」となることで、23年以降のバイデン政権の政策運営には一定の制約が加わるだろう。

内政では、ビッグテック規制や国防費の増額など、超党派で折り合いをつけられる一部分野では立法が進むほか、上院の人事承認権を行使した閣僚の指名によって、民主党色の強い環境分野などの規制政策も進むとみられる。外交では、議会の合意が不要な大統領令・行政協定を行使し、対中包囲網を想定した東・東南アジアでの通商外交を積極化させるだろう。しかし、所得再分配政策の推進はとん挫、予算策定・政府債務上限の引き上げを巡る交渉も難航すると見込まれる。特に、政府機関の閉鎖などが起これば、「財政の崖」によって米国経済は下押しされかねず、要警戒である(図表1-14)。

図表1-14 23年以降のバイデン政権の政策動向

	推進可能なアジェンダ	停滞が懸念されるアジェンダ/リスク
前提	<ul style="list-style-type: none"> □ 議会の合意なしに推進可能な大統領令/行政協定を利用 (主に通商外交分野) □ 人事承認権 (閣僚の指名) の行使可能 □ 超党派で合意形成可能なアジェンダのみ立法 	<ul style="list-style-type: none"> □ 共和党の反対するアジェンダの議会立法は不可 □ 民主・共和両党内外の政治分断が進行中 (4極状態)
内政	<ul style="list-style-type: none"> ■ ビッグテック規制: 合併規制強化など ■ 国防: 国防費の増額など ■ 経済安全保障政策: 半導体など重点品目製造・開発の国内回帰支援 ■ その他の規制政策: 銃規制・環境など、民主党色の強いルール整備 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 円滑な予算策定: 政府機関の閉鎖・債務上限をめぐる市場の混乱 ■ 所得再分配政策: 企業・富裕層への増税法成りは困難 ■ 気候変動対策: ESG・グリーン産業へ追加投資は停滞
外交	<ul style="list-style-type: none"> ■ 対中政策: 戦略物資のサプライチェーン見直し、台湾政策法案の成立 ■ 枠組み外交: 東・東南アジア諸国との友好促進 ■ ロシアへの制裁継続: G7・EUとの協調 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ウクライナへの支援: 支援継続も増勢は鈍化

出所: 各種資料より三菱総合研究所作成

(3) 世界経済のリスク

注目点①～③は世界経済の成長率見通しが一定範囲内で振れる要素として考慮すべきものであるが、ここでは発生する確率は相対的に低いものの、発生すれば世界経済の成長率を大きく押し下げかねないリスク要素について整理する。ロシア・ウクライナ間の戦闘は長期化の様相を呈しており、早期収束に向けてロシア側が核兵器使用など極端な行動に出るリスクも指摘されている。

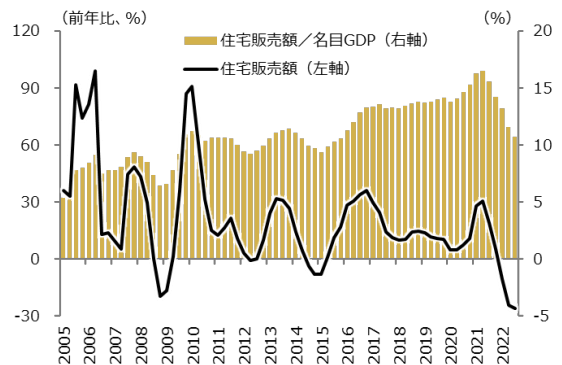
ロシア・ウクライナ情勢は、非常に不確実性が高く世界経済の最大のリスクであるが、以下ではそれ以外の経済面でのリスクとして、発生確率が高い順に3点挙げる。

第一に、米欧経済が同時にスタグフレーションに陥ることである。上記見通しでは、インフレ抑制に向けた政策金利引き上げの終着点(ターミナルレート)として、FRB(米国)は5%、ECB(ユーロ圏、中銀預金金利)は2.5%を想定しているが、インフレを抑制できない場合には、欧州のみならず米国も景気後退に陥るリスクが高まる。そのトリガーとなりうるのが、①地政学リスクの高まりによる資源・エネルギー価格の上昇、②中央銀行への信認低下による期待インフレ率の高止まり、などである。これらが金融引き締めへのインフレ抑制への効果を弱め、さらなる金融引き締めや財政緊縮などを余儀なくさせる可能性がある。金融市場の動揺や需要の過度な冷え込みを通じて、米欧をはじめ景気後退が拡大、長期化する恐れがある。

第二に、金融システム不安への発展である。注目点②(P.6-7)で述べたように、金融市場は23年にかけて不安定な状況が続く見込みだ。第一のリスクで指摘したように、景気減速と金利上昇が並行するなかで、さらなる金融引き締めが必要になった場合、あるいは財源の裏付けのない拡張的な財政政策が実施された場合などに、財政への信認が低下する可能性がある。また、景気の悪化と金利上昇により、低格付け社債などへの金利上昇圧力が高まっており、ECBやFRBが警鐘を鳴らしているように、リスク管理体制が十分でないノンバンクの損失拡大も懸念される。株、債券、商品など金融資産の価格がおしなべて下落する稀有な状況下で、金融システム不安に発展するリスクには注意が必要だ。

第三に、中国不動産市場の低迷長期化である。中国の住宅販売額は20年に15兆元(約300兆円)、GDP比15%を占める規模にまで拡大したが、20年半ば以降に導入された不動産開発会社向けの融資規制強化(三道紅線)により、22年7-9月時点では住宅販売額はGDP比10%程度まで縮小してきている(図表1-15)。不動産バブル潰しという意味では成功したが、融資規制による開発会社や販売会社の資金繰り悪化、建設工事の中断、購入者への引き渡し遅延、購入者のローン返済拒否などの悪循環が起きており、住宅市場の一段の冷え込みが懸念される。GDP比10%を占める市場の冷え込みは中国経済の下振れ要因となるほか、最悪のケースは、不動産関連の不良債権増大により金融不安に発展し、中国経済の下振れ幅が増幅される展開に注意が必要だ。

図表 1-15 中国の住宅販売



注:後方4四半期移動平均の前年比。直近は22年7-9月。
出所:CEICより三菱総合研究所作成