

(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。

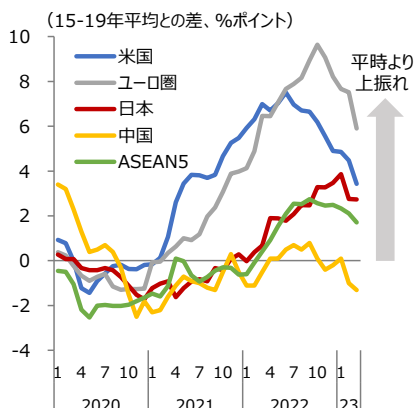
インフレ抑制のための政策金利の引き上げも、一部の国・地域で経済活動を抑制している。21年以降の消費者物価上昇率の上昇幅が大きい米国やユーロ圏では、政策金利がコロナ危機前(15-19年平均)と比べて3%程度高い水準まで引き上げられている(図表1-3)。借入コストの上昇が住宅や耐久財消費を中心に消費の下振れ要因になっているとみられる。

図表 1-1 世界主要国の実質 GDP 成長率



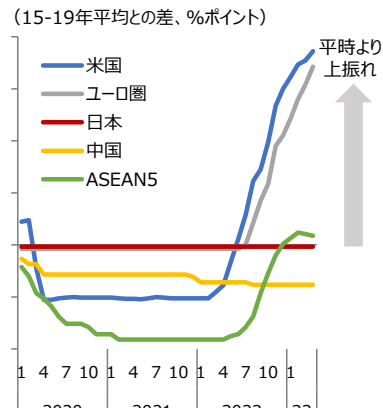
注: GDP規模の大きい上位40カ国のうち前期比の実質GDP成長率が取得可能な38カ国についてGDPウェイトで加重平均。23年1-3月期は5/17時点で公表されている19カ国平均。
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

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

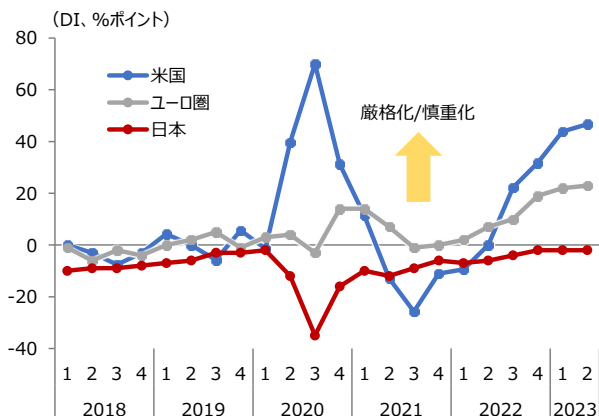
景気減速と金融引締めで銀行の経営不安も台頭

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増えるなかで、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

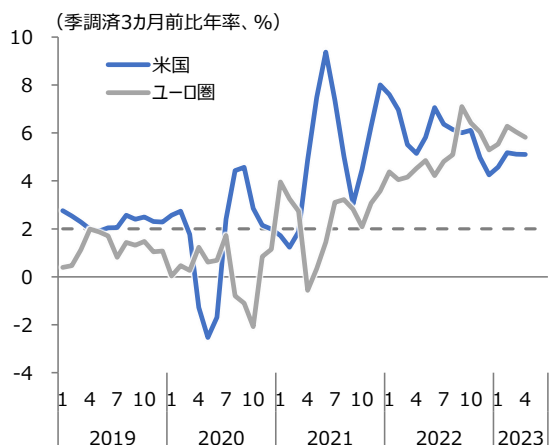
米欧経済は、引き続きインフレ圧力が強い状況が続くなかで、中央銀行はインフレ抑制と成長の両立に向けて難しい政策運営が予想される。

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

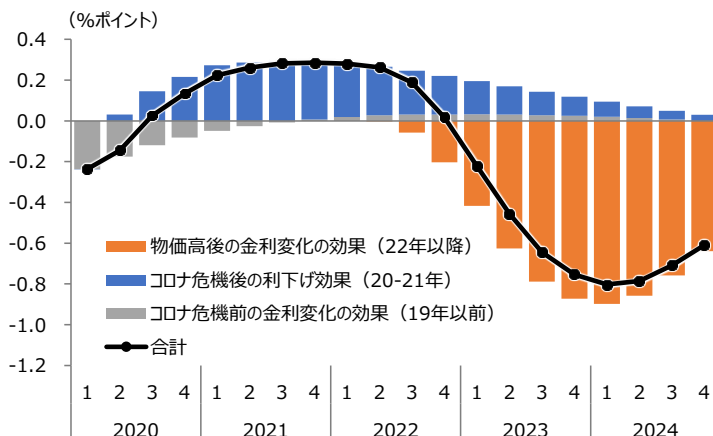
策金利の変化がGDPギャップに与える影響(≡国内需要に与える影響)を試算すると、23年半ばに利上げを停止した場合でも、その需要抑制効果は24年初にかけて拡大し、景気の下押し要因となろう(図表1-7)。

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)

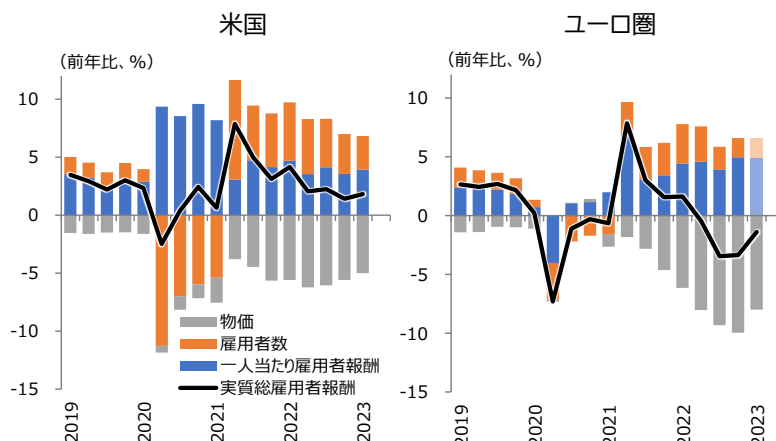


注:FRB/USモデルで公表されている後年への波及係数を用いて、既往の利上げに加えて、24年にかけてMRI予測(P.22、図表3-6)に沿って政策金利が推移する前提で試算。
出所:FRB、FREDより三菱総合研究所作成

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

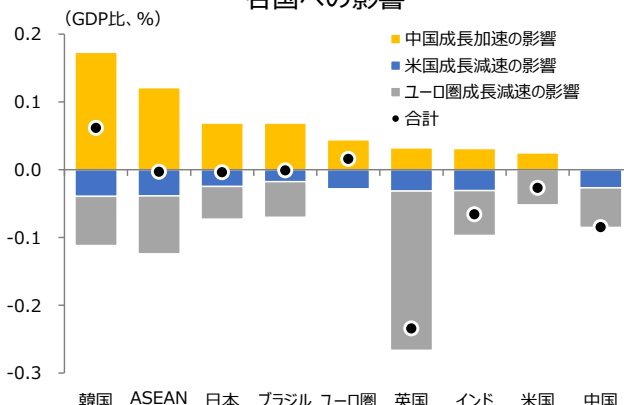
ゼロコロナ政策を解除し、習政権の3期目に入った中国が、23年にどの程度の経済回復力をみせるかが、世界経済の先行きにも重要になる。注目点①で述べた通り、米欧経済は金利上昇の影響などから23年は低成長にとどまる見込みであり、中国経済の回復が世界経済の下支え役として期待されるためだ。

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%が米国产もしくは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。

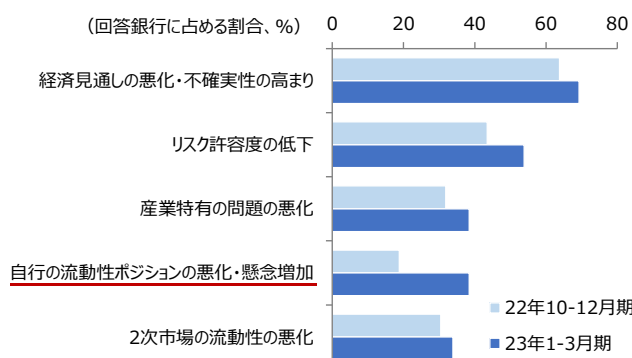
(3) 世界経済のリスク

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?"