

1. 総論

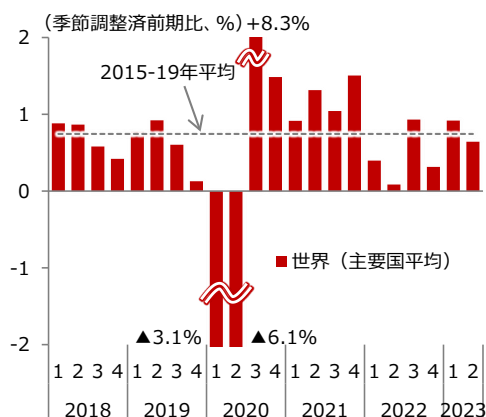
(1) 世界経済の現況

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。

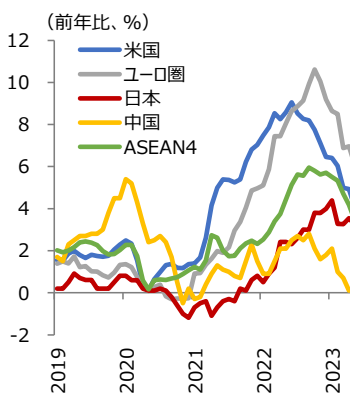
世界的にインフレ率は鈍化しているが(図表1-2)、エネルギーや食品価格を除いたコア物価の上昇圧力は、米欧を中心に想定以上に根強い。米国やユーロ圏の中央銀行は、直近1年間、コア物価の見通しの上方修正を繰り返してきた(図表1-3)。そのため、米欧の中央銀行は利上げを続けてきた(図表1-4)。一方、中国やASEAN諸国は、インフレ率の低下を受けて利上げ停止または利下げに転じている。

図表 1-1 世界主要国の実質 GDP



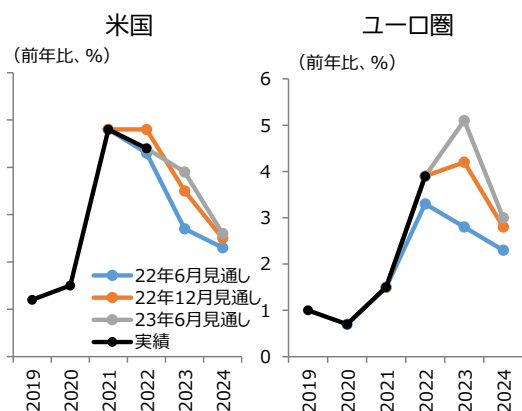
注: GDP規模の大きい上位40カ国のうち前期比の実質GDP成長率が取得可能な37カ国についてGDPウェイトで加重平均。23年4-6月期は8月15日時点で公表されている15カ国平均。
出所: CEIC、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-2 消費者物価上昇率



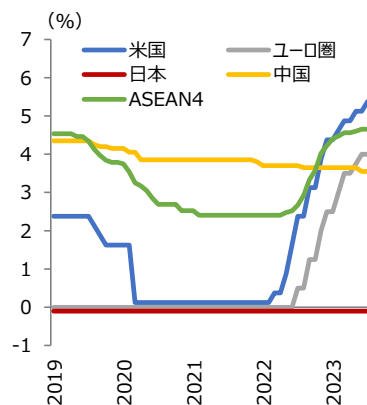
注: 総合。ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを22年の名目GDPでウェイト付けた加重平均。直近は23年6月。
出所: BISより三菱総合研究所作成

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



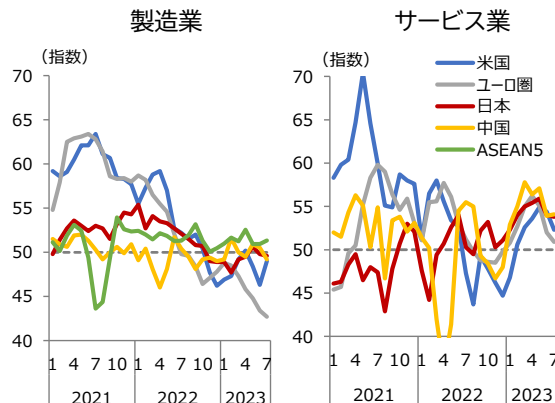
注: ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを22年の名目GDPでウェイト付けた加重平均。直近は23年7月。
出所: BISより三菱総合研究所作成

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
世界全体	6.2%	3.4%	2.5%	2.5%
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

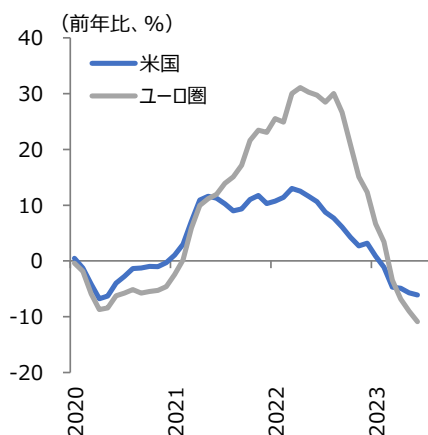
米欧の物価上昇率は伸びが鈍化傾向にある。主因は、エネルギー価格や食品価格の上昇一服である。米欧の輸入物価は前年比マイナスに転じており(図表1-7)、米欧ともにエネルギー価格による消費者物価への寄与は既にマイナスである。

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

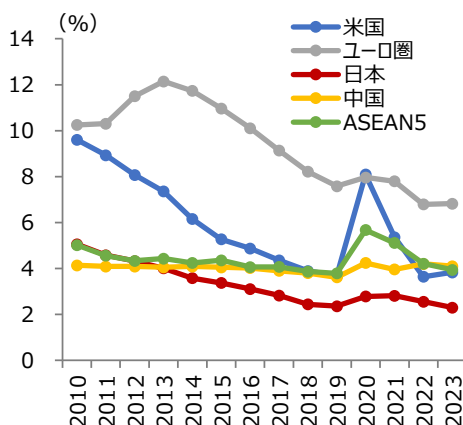
れ、実質金利の上昇による内需の抑制効果がラグをもって顕在化してくるだろう。欧州も、実質金利はまだマイナス圏で推移しているが、24年年初にはプラス圏に浮上するだろう。

図表 1-7 輸入物価指数



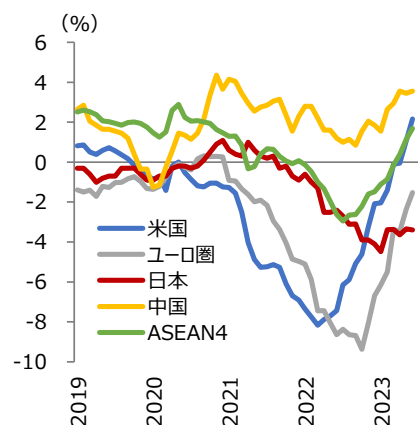
注：直近は23年6月。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

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



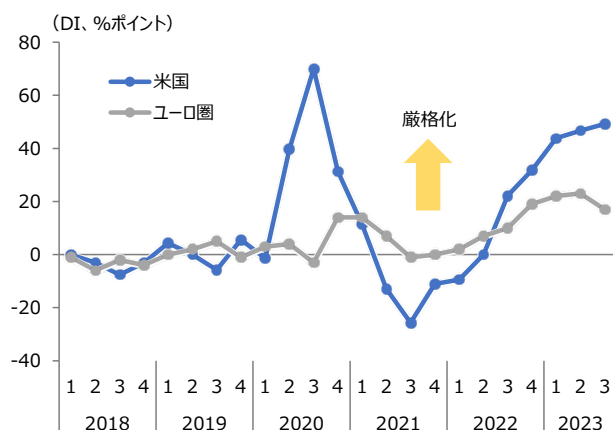
注：政策金利－物価上昇率。ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを22年の名目GDPでウェイト付けした加重平均。直近は23年6月。
出所：BISより三菱総合研究所作成

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

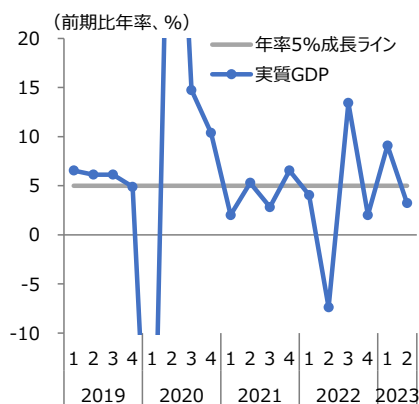
米欧経済が、金利上昇の影響などから24年にかけて低めの成長にとどまる見通しのなかで、ゼロコロナ政策を解除した中国経済の回復力が、世界経済の先行きにも重要になる。結論を先に述べると、中国経済による世界経済の下支え効果に過度な期待はできないだろう。

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、

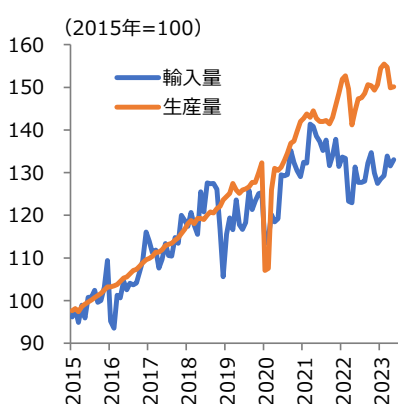
中国国内でEVの普及が進むなか、供給不足の影響もあるが自動車の輸入量は減少している(図表1-13)。2つ目に、米中対立を背景に、半導体などで各国の中国向け輸出に制約がかかっていることも、中国の輸入が抑制されている一因と考えられる。

図表 1-11 中国の実質 GDP



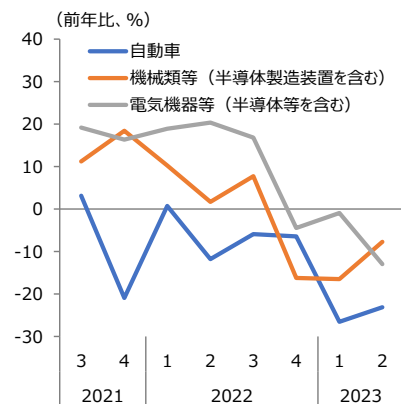
出所:Windより三菱総合研究所作成

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

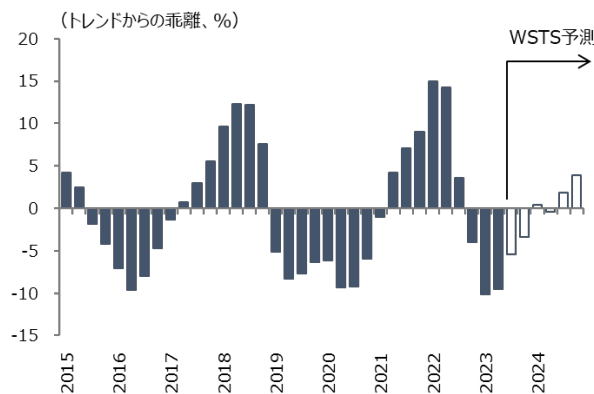
注目点③ 政策支援による主要先進国での投資拡大 —— 短期的に景気押し上げも過剰投資が懸念材料

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)¹。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、官民あわせで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

¹ 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。

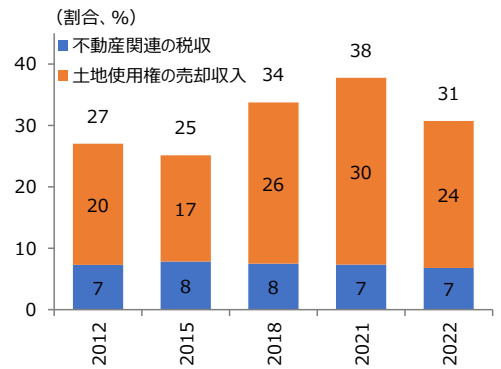
第一に、中国の不良債権問題の悪化である。中国では、持ち直しの兆しがみられた不動産市場が再び低迷しており、不動産市場の低迷長期化が、中国の不良債権問題を悪化させる恐れがある。地方政府の不動産関連収入への依存度は高まっており、21年時点で38%に上った。これが22年には不動産市場の低迷を受けて31%にまで急落した(図表1-15)。地方政府の財政状況が悪化すれば、地方政府の債務デフォルトリスクの上昇に加え、公営企業や地方政府が設立した投融資企業(融資平台)などの倒産が連鎖する恐れもある。統計上は中国の不良債権比率は低下傾向にあるが、国営・公営企業が含まれる非金融法人企業の債務(GDP比)は拡大傾向にある(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	台湾大統領選
	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