

(1) 世界経済の現況

国際情勢が一段と不安定化するなか、世界経済は減速傾向が継続

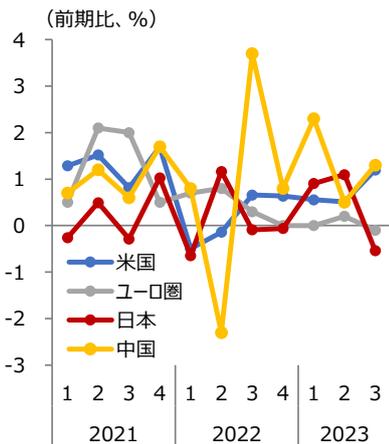
23年7-9月期の世界主要国の実質GDP(季調済前期比)は、米国と中国の成長率が消費を中心に前期に比べて高まった(図表1-1)。欧州でもフランスやスペインでは消費が前期比プラスとなった。

消費の底堅さの背景には雇用・所得環境の改善がある。労働需給の逼迫などを背景に賃金上昇率はコロナ危機前(19年)よりも伸びを高めている。物価上昇率がピークアウトしたこともあり、一人当たり実質雇用者報酬は23年7-9月期に米国はプラスに転じ、欧州もプラスに転じる見込みである(図表1-2)。

もっとも、国際情勢が一段と不安定化して不確実性が高まるなか、趨勢として世界経済は減速傾向にある。需給逼迫による物価上昇圧力は中国を除けば依然として根強く、各国・地域ともに、中央銀行が掲げる物価安定の目標(おおむね2%程度)の達成までは距離がある状況だ(図表1-3)。根強い物価上昇圧力を抑えるため、米欧を中心に政策金利の高止まりが続いており(図表1-4)、経済活動を下押ししている。

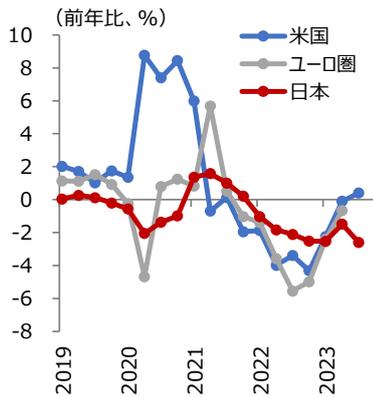
主要国の外需も総じて軟調だ。コロナ後の財消費一服、半導体の在庫調整もあり、製造業の生産活動が落ち込んでおり、各国・地域の貿易量の弱さにつながっている(図表1-5)。貿易の停滞に加え、利上げによる耐久財消費の悪化や金利負担の増加などもあり、製造業の業況は悪化が継続している(図表1-6)。

図表 1-1 実質 GDP 成長率



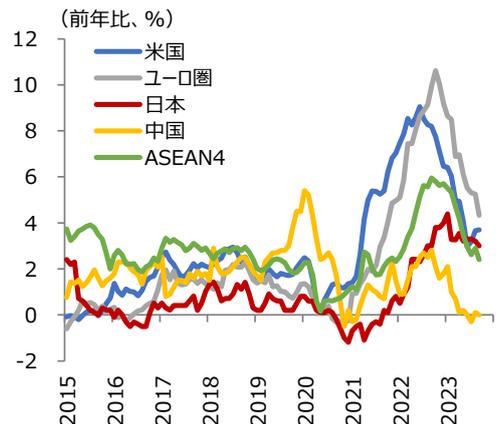
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 1-2 一人当たり実質雇用者報酬



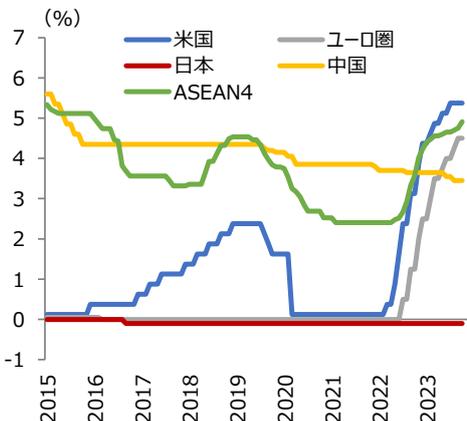
注: 直近はユーロ圏が23年4-6月期、それ以外は23年7-9月期。
出所: 米国商務省、Eurostat、FRED、内閣府、総務省より三菱総合研究所作成

図表 1-3 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9月。
出所: BIS、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-4 政策金利



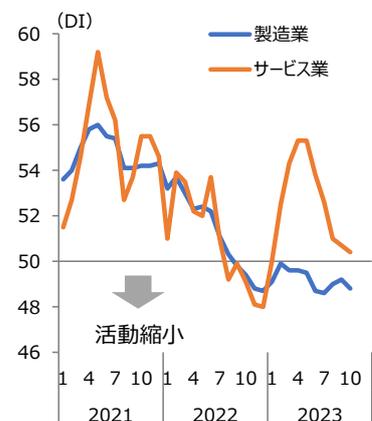
注: ASEAN4はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを22年の名目GDPでウェイト付けた加重平均。直近は23年10月。
出所: BIS、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-5 世界の貿易量



注: 直近は23年8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 1-6 グローバルのPMI



注: 直近は23年10月。
出所: Bloombergより三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

先行きの世界経済は、不確実性が高い状況が続くなか、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1-7)。成長率の予測値について、23年は米国経済の成長率上方修正などを背景に、前年比+2.7%と前回8月時点(同+2.5%)から上方修正する。24年は23年の実績上振れの反動を見込み、同+2.4%と前回8月時点(同+2.5%)から下方修正する。

米国経済は、金融引き締めの中なかでも底堅い雇用・所得環境に支えられ、堅調に推移している。先行きは、既往の利上げ効果の顕在化やコロナ禍に実施された財政支援による需要下支え効果の剥落が見込まれ、成長減速を見込む。人手不足による解雇抑制や脱炭素・経済安全保障関連投資などが成長を支えるものの、潜在成長率(1%台後半)を下回る成長率が続くだろう。FRBは、当面は5%台の政策金利を維持し、利下げに転じるのは、インフレ抑制の目的が立つ24年後半となると予想する。実質GDPは、23年は前年比+2.4%と、23年7-9月期実績値の上振れを踏まえ、前回8月時点(同+1.8%)から上方修正する。24年は、成長減速局面の後ずれを踏まえ、同+1.2%と前回(同+1.0%)から上方修正する。24年11月予定の大統領選挙は、民主党・バイデン大統領、共和党・トランプ氏の接戦が予想され、混迷を極めていいる。第2次トランプ政権が成立した場合、脱炭素政策の後退のほか、米国第一主義の回帰による国際情勢のさらなる不安定化が予想される。

ユーロ圏経済は、物価高と金融引き締めで内需が弱く、停滞が続いている。先行きは、実質賃金のプラス転換による消費の持ち直しと脱炭素などに向けた財政支援を背景に、経済活動は緩やかに持ち直すとみるが、潜在成長率(1%台前半)を下回ると予想する。ECBの金融政策は、根強いインフレ圧力を背景に、当面は現在の金利水準を維持し、利下げ時期は24年後半を見込む。実質GDPは、23年は前年比+0.5%と前回8月時点から変更なし、24年は引き締めの金融環境の長期化などを背景に同+0.8%(前回同+1.1%)へ下方修正する。脱炭素の加速に向け、当面は中国依存が避けられず、過度な対中デリスキングは回避するとみる。

中国経済は、おおむね政府目標(前年比+5%前後)並みの成長率を維持している。先行きは、都市への人口流入ペース上昇によって消費の底上げは期待できるものの、不動産市場の調整が抑制要因となるほか、23年秋に実行した経済対策の効果が24年には一巡することから、24年にかけて緩やかな成長減速を見込む。実質GDPは、23年は前年比+5.3%と、経済対策による成長押し上げを織り込み、前回8月時点(同+5.1%)から上方修正する。24年は経済対策による成長押し上げ効果の剥落を想定し、同+4.6%(前回同+4.8%)へ下方修正する。30年代半ばまでのGDP倍増という中長期目標の達成に黄信号がともっている。

今後の世界経済の注目点は、①中国経済の成長力、②米欧の物価と金融政策の行方、の2つである。

図表 1-7 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	6.3%	3.5%	2.7%	2.4%
米国	5.8%	1.9%	2.4%	1.2%
ユーロ圏	5.9%	3.4%	0.5%	0.8%
中国	8.5%	3.0%	5.3%	4.6%
日本 [暦年]	2.2%	0.9%	1.8%	1.1%
[年度]	2.6%	1.3%	1.6%	1.1%
ASEAN5	3.3%	5.9%	5.0%	5.0%
その他世界	6.6%	5.1%	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 中国経済の成長力 —— 成長モデルの転換に難航し、想定以上に低下する可能性大

中国の潜在成長率は2000年代は8~10%であったが、2010年以降は低下が続いている(図表1-8)。中国は構造的な成長制約に直面しており、5%を下回る低い成長率が続く見通しだ。次の3点を背景に、輸出や不動産投資への依存度が高い従来の成長モデルが困難になる一方、今後期待されるイノベーションを重視する成長モデルへの転換も容易ではない。

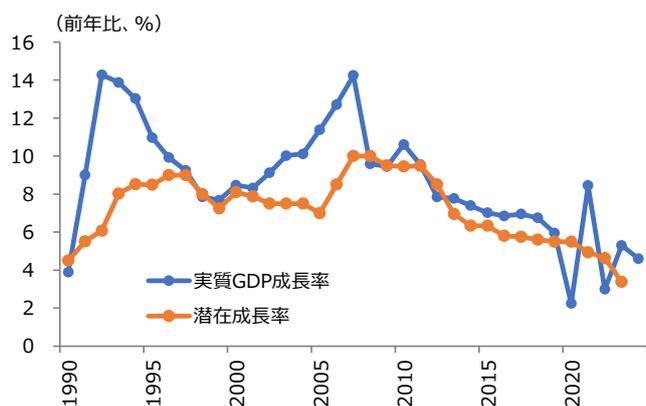
第一に、輸出競争力が低下している。中国は低賃金を生かして生産した製品を米欧を中心とする先進国へ輸出することで成長につなげてきた。しかし、中国の一人当たり名目GDPは2019年に1万ドルを超え(2011年からの8年間で2倍に)、経済成長が続くなかで、賃金水準が上昇している。他のアジア新興国で技術水準が上がっていることから、中国から周辺アジア新興国に生産拠点を移す動きも出てきている。

第二に、追加の投資余力が低下している。インフラや不動産開発に投資することで経済成長率を押し上げてきたが、債務や資本ストックが積み上がっており、借金をして投資を行い、成長率を押し上げる手法が難しくなっている。債務については、米国が現在の中国と一人当たり購買力平価GDPが同じくらいだった時期に比べて約2倍に上り、豊かになる前に債務が積み上がっている(図表1-9)。特に地方政府の債務が積み上がっている。固定資本ストックについては、経済対策を打ち出す際に地方政府が土地所有権を不動産開発業者に販売するという構造が繰り返されたことから、特に不動産分野で投資過剰となる傾向があった。現在、政府は格差

是正や不動産開発業者の高レバレッジの解消も念頭に、不動産市況の調整を進めている。調整には数年を要するとみられ、GDPの5%を占める不動産業の活動抑制は中国経済を下押しするだろう。

第三に、イノベーションを重視する成長モデルへの転換には課題がある。国外では、米中対立の激化や経済安全保障の意識の強まりを背景に、米欧を中心に規制強化・デリスキングの動きがある。中国経済はAIやEVなどの一部の分野を除いて技術のキャッチアップ過程にあるにもかかわらず、貿易・直接投資を通じて海外の技術を国内に取り入れにくくなっている。国内では、習近平主席の一強体制が強まったことで、政策の予見可能性が低下しているほか、中国政府が民間の大企業・富裕層への規制を強める動きや、公営企業の割合増加などが、国内のビジネス環境を悪化させている。

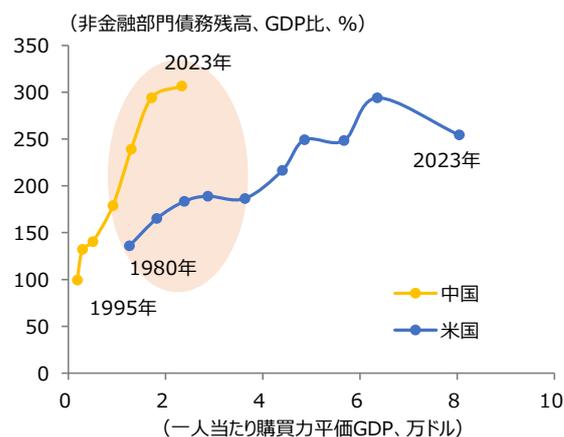
図表 1-8 潜在成長率(中国)



注:潜在成長率は、各時点の5年先成長率予測。23年以降の実質GDP成長率はMRI予測値。

出所:世界銀行、IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-9 債務残高



注:1980、1985、...2020、2023年をプロット。2022年までは各年第4四半期、2023年は第1四半期。

出所:BIS、IMFより三菱総合研究所作成

中国経済の成長力低下は、需給両面を通じて世界経済に波及

こうした中国経済の構造的な課題は、需要面・供給面の両方を通じて世界経済に影響を及ぼすだろう。

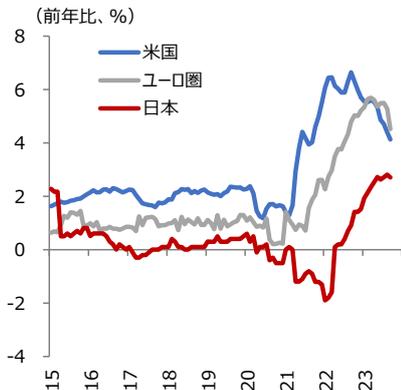
需要面では、中国経済の成長率低下が中国向け輸出の伸び鈍化を通じて、各国経済の抑制要因となる。世界の貿易量は低下傾向にあり(図表1-5)、需要面での悪影響は既に顕在化しつつあるとみられる。不動産市場の調整が進むなか、鉄鋼や建機の輸出に影響が大きい模様である。24年は米欧経済が金利上昇の影響などから低めの成長ペースにとどまる見通しのなかで、中国経済も減速感が強まれば、各国・地域の輸出や企業マインドは弱い動きとなろう。

また、供給面では、規制などの影響を受けて中国の部品を利用しにくくなることで、調達コストが上昇し、各国の生産性上昇率が抑制されるとみる。中国に工場を建設し、そこから中国以外の国に輸出していたグローバル企業も、中国から輸出しにくくなることで、業況が悪化する可能性がある。中国から生産拠点を移す際には、代替地となる国・地域では、グローバル企業からの直接投資が経済活動にプラスとなるものの、グローバル企業にとっては、生産拠点を移動するコストが重荷となろう。供給面での悪影響は、中長期的に各国経済の成長ペースに顕在化してくる見込みである。

注目点② 米欧の物価と金融政策の行方 —— 高インフレ抑制に向け引き締めの金融政策が継続

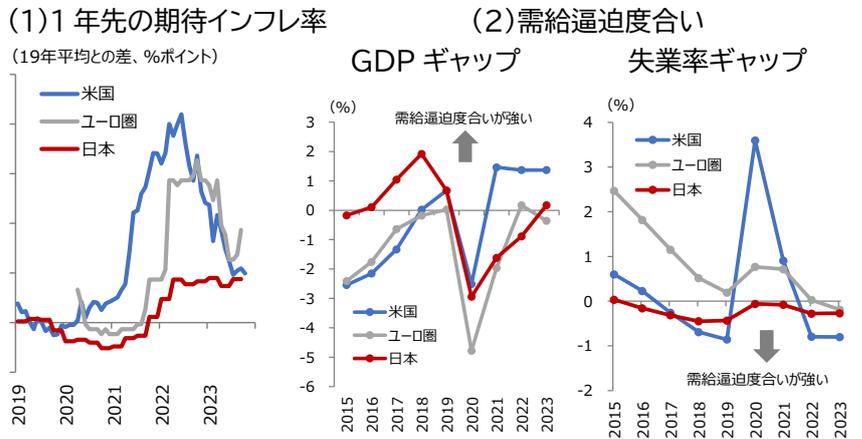
米欧の物価上昇率が2%まで低下するには時間を要する見通しである。コアCPI(エネルギーや食料を除いた総合指数)の伸び率は低下傾向にあるものの(図表1-10)、物価上昇率に影響するとされる(1)期待インフレ率は平時(19年平均)より高く、(2)需給逼迫度合いも依然として強い(図表1-11)。期待インフレ率は米欧ともに平時よりも1%超高い。また、米国の23年のGDPギャップは1%超のプラスであるほか、ユーロ圏は23年に失業率ギャップがマイナスに転じた。

図表 1-10 コア CPI
(エネルギー・食料除く総合)



注:直近は23年9月。
出所:FRED, Eurostat, 総務省より三菱総合研究所作成

図表 1-11 物価上昇率に影響する要素



注:期待インフレ率の直近は米国が10月、ユーロ圏、日本が9月。GDPギャップと失業率ギャップの直近は23年。ユーロ圏の期待インフレ率は20年平均との差。期待インフレ率は各国で聞き方は同一ではない。期待インフレ率は、米欧は中央値、日本は平均値を用いたカールソン・パーキン法に基づく試算値。GDPギャップの23年はIMFによる10月時点の予測値。失業率ギャップの23年は米国が10月、それ以外が9月までの平均。失業率ギャップは物価・賃金が安定し、長期的に均衡する失業率との差。

出所:NY連銀、米国労働省、CBO、FRED、Eurostat、ECB、IMF、欧州委員会、労働政策研究・研修機構、総務省、日本銀行より三菱総合研究所作成

物価上昇率を2%まで低下させるには、少なくとも需給逼迫度合いが平時並みになるように需要の伸びを抑制する必要があるだろう。需給逼迫度合いを下げるには、供給の伸びを高めることも考えられるが、すでに米国では労働参加率が19年平均に近い水準まで上昇しているほか、欧州では雇用率が19年平均を上回っていることから、供給の伸びを一段と高めることは難しい。

仮に米国の24年の需給逼迫度合いが平時並みになるようにGDPギャップを1%ポイント下げるとすると、供給の伸びが追加的に0.5%ポイント高まれば、需要の伸びを0.5%ポイント(=1%ポイント-0.5%ポイント)下げなくてはならない。IMFの公表データから算出した潜在成長率をもとに試算すると、米国は前年比+1%台半ばまで実質GDP成長率(=需要の伸び)を抑制する必要がある(図表1-12)。

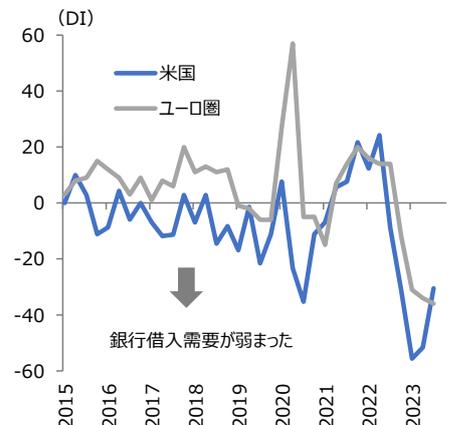
そのため、需要の抑制に向けて、24年にかけて引き締めの金融政策が維持される見込みである。銀行貸出調査によると、すでに企業の銀行からの借入需要は低下している(図表1-13)。24年は既往の金融引き締めによる需要抑制効果が1年~1年半のタイムラグを伴って本格的に顕在化することや高金利が続くことから、消費や投資は抑制された状態が続く、米欧経済の成長率は24年にかけて潜在成長率を下回る見通しである。こうした米欧経済の低成長は輸出の停滞を通じて世界経済を抑制するだろう。

図表 1-12 GDPギャップを1%ポイント下げると、実質GDP成長率のパターン

	米国	ユーロ圏
供給の伸びが...		
追加的に1%上昇	2.1%	1.2%
追加的に0.5%上昇	1.6%	0.7%
追加的に上昇せず	1.1%	0.2%

注:IMFが公表する実質GDPとGDPギャップから計算すると、23年の潜在成長率は米国が+2.1%、ユーロ圏が+1.2%である。実質GDP成長率=潜在成長率-需要の伸び抑制幅で算出した。
出所:IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-13 企業の借入需要



注:米国は大中企業向け、ユーロ圏は大企業向け。
出所:FRB、ECBより三菱総合研究所作成

(3) 世界経済の先行きリスク

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2点挙げる。

第一は、地政学リスクの顕在化である。イスラエル・ハマス紛争が中東産油国を巻き込む事態に発展すれば、原油価格が高騰しかねない。原油価格高騰によって家計・企業の期待インフレ率が上昇すれば、インフレ抑制が難航し、一段の利上げや高金利の長期化を余儀なくされる可能性がある。中東諸国で原油生産が落ち込めば、中東諸国からの原油調達が多いアジア諸国を中心にエネルギー制約が経済の強い下押し要因になるだろう。

また、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1-14)。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。米国大統領選も結果が読みにくい状況である(P.23、米国経済トピックスを参照)。選挙の結果次第では、不確実性の高まりや政策変更などが景気に抑制的に作用する可能性がある。米国、EUなど先進国・地域では経済不快感指数(高まると国民の苦痛になる消費者物価上昇率と失業率を足し上げた指数)が平時よりも高まっており、国民の政治に対する不満も高いとみられる(図表1-15)。与党が議席を減らす可能性は相応にあるだろう。

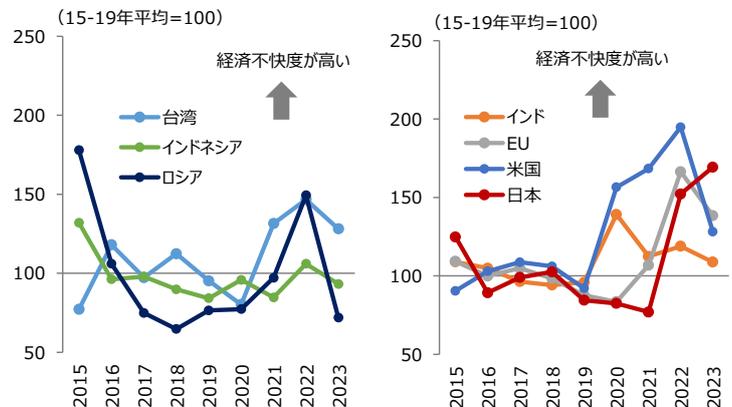
第二に、不動産市況の悪化をきっかけとする不良債権の増加である。米国では商業用不動産、中国では住宅用不動産で販売・契約が落ち込み、在庫が積み上がっている。不動産市況の悪化・長期化によって銀行の不動産向け融資が不良債権化すれば、銀行の貸出姿勢が慎重化しかねない。また、金融システムの不安定化に波及すれば、経済活動を一段と抑制するだろう。米国・中国経済に強い下押し圧力がかかり、世界経済にも悪影響が波及しかねない。特に中国では、地方政府の不動産関連収入への依存度は高まっている。地方政府の財政状況が悪化すれば、地方政府の債務デフォルトリスクの上昇に加え、公営企業や地方政府が設立した投融資企業(融資平台)な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)は拡大傾向にあり、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る。

図表 1-14 今後の主な選挙日程

2024年	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
	秋	日本自民党総裁選
	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

図表 1-15 経済不快感指数



注：経済不快感指数＝消費者物価上昇率＋失業率。23年はIMFとILOによる予測値。
出所：IMF、ILOより三菱総合研究所作成