政策・経済センター 田中 康就

(1) 世界経済の現況

世界経済は底堅さを維持も、金融市場や政策運営を巡る不確実性は高い

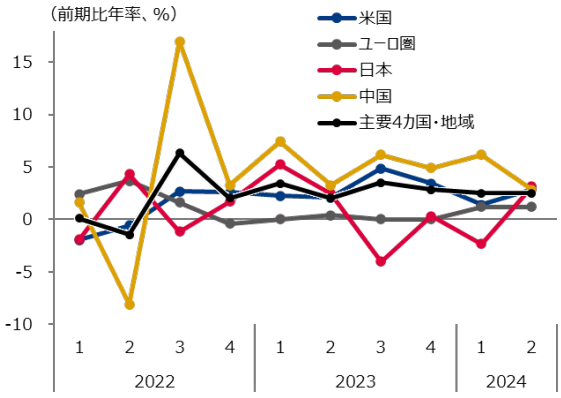
世界経済は底堅さを維持している。24年4-6月期の主要4カ国・地域の実質GDP(季調済前期比年率)は、前期と同程度の成長率であった(図表1-1)。中国は目標とする成長率(5%前後)を下回ったが、米国は潜在成長率(+2%程度)を上回る成長率となり、全体を押し上げた。主要国における企業の購買担当者の景況感も好不況の分かれ目となる50を上回って推移している(図表1-2)。

背景には2つの要因が考えられる。まず、①家計の購買力が改善し、消費を下支えしている。消費者物価上昇率の伸び鈍化が続くなか、人手不足による高めの賃金上昇が続いており、一人当たり実質雇用者報酬が、米欧では23年末以降に前年比プラスで推移しているほか、日本も24年4-6月期、前年比プラスに転じた。また、②世界貿易量の回復が輸出依存度の高い国の経済を下支えしている。米欧の輸入持ち直しは貿易を通じて世界経済に波及している。

もっとも、金融市場や政策運営を巡る不確実性は高い。金融市場では、米国の金融政策が利下げへの転換局面を迎えるなか、世界同時株安が発生するなど市場が不安定化した。特に、日銀7月会合でのタカ派的な情報発信をきっかけとする、対ドルで10円を超える急激な円高進行により、日本の株価が大幅に下落した(図表1-3)。また、米国でも、経済統計の弱さから米国経済の景気後退懸念が高まったことで24年8月初に米国の株価が一時大きく下落した。米国の株価の予想変動率を示すVIX指数も一時的に急上昇した(図表1-4)。

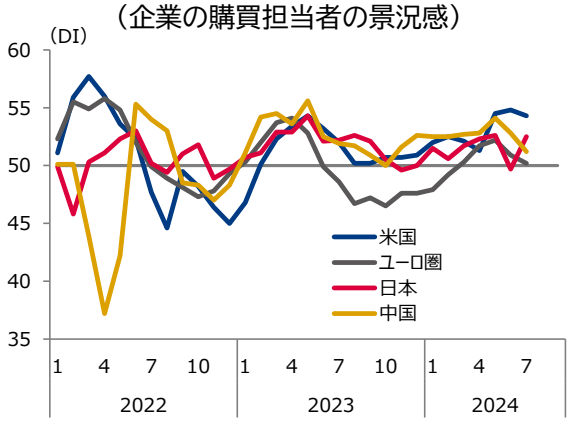
政策運営面では、6月の欧州議会選挙で右傾化が進んだほか、フランスでは7月の議会選挙で、与党連合が大敗し、左派連合や国民連合(極右)が議席を伸ばした。米国では、11月に大統領選挙が予定されており、トランプ政権が誕生した場合には大きな政策変更が予想される(詳細は後述)。

図表 1-1 実質 GDP 成長率



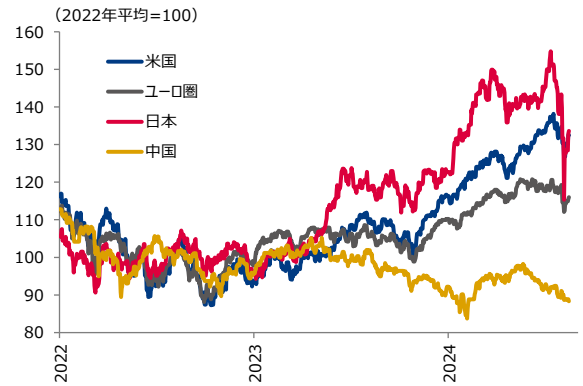
注:主要国全体は米国、ユーロ圏、日本、中国の実質GDP成長率を22年の名目GDP(ドルベース)でウエート付けて作成。
出所:Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 1-2 主要国の PMI
(企業の購買担当者の景況感)



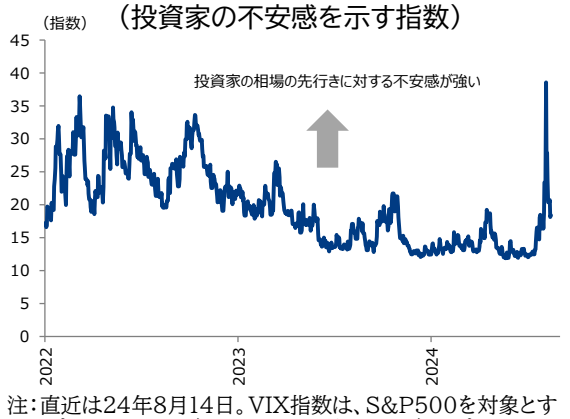
注:直近は24年7月。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-3 株価



注:直近は24年8月14日。米国はS&P500、ユーロ圏はストックス600、日本は日経平均株価、中国は上海総合指数。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-4 VIX 指数
(投資家の不安感を示す指数)



注:直近は24年8月14日。VIX指数は、S&P500を対象とするオプション取引のボラティリティを基にシカゴ・オプション取引所(CBOE)が算出・公表する指数。
出所:Bloombergより三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

（2）世界経済の見通し

世界経済は25年にかけて2%台後半の成長継続、最大の下振れ要因は米国大統領選後の政策変更

先行きの世界経済は、不確実性が高いなかでも、25年にかけて2%台後半の底堅い成長が続くと見込む。

各国・地域の成長率の予測値について、24年は前回5月時点から概ね変更はない。ただし、25年については、米国大統領選の結果次第で関税率などの変更が予想され、その影響は世界経済に及ぶとみる。よって25年の各国・地域の成長率予測は2パターンを用意した（図表1-5）。

現行の民主党政権の政策が概ね継続する「関税等変更なし」の場合、世界経済の25年の実質GDP成長率は前年比+2.7%と予測する。大統領選や議会選で共和党が勝利し、共和党の政策綱領に沿って関税率などの変更が行われる「関税等変更あり」の場合、世界経済は同+2.5%（▲0.2%ポイント下振れ）を見込む。

先行き、世界経済は景気の急減速を回避し、ソフトランディングとなる公算が大きいが、金融市場や政策運営を巡る不確実性は高い。先行きの世界経済を見通す上での注目点は次の3つである。1点目は米国経済と金融政策である。米国経済が底堅い成長を維持しつつインフレを抑制することができれば、段階的な米国の利下げが、ドル高・自国通貨安圧力の緩和を通じて各国経済の下支えになるだろう（注目点①米国経済と金融政策）。2点目は24年11月の米国大統領選挙である。トランプ前大統領が勝利した場合には、通商政策などの変更が世界経済に大きな影響を与える（注目点②米国大統領選挙の行方）。3点目はフランス新政権の政策運営である。フランス新政権の政策運営次第では財政への懸念が高まり、長期金利上昇を通じて金融市場の不安定化要因になる（注目点③フランス新政権の政策運営）。

図表 1-5　世界の実質 GDP 成長率予測

（前年比）	実績		予測		
	2022	2023	2024	2025	
				関税等変更なし	関税等変更あり
世界全体	**3.1%**	**2.7%**	**2.7%**	**2.7%**	**2.5%**
米国	1.9%	2.5%	2.5%	1.9%	1.4%
ユーロ圏	3.5%	0.5%	0.7%	1.3%	1.2%
中国	3.0%	5.2%	4.8%	4.5%	4.2%
日本　［暦年］	1.2%	1.7%	0.0%	1.0%	0.9%
［年度］	1.6%	0.8%	0.6%	0.8%	0.7%
ASEAN5	6.7%	4.4%	5.0%	5.0%	4.9%
その他世界	3.9%	2.5%	2.6%	3.1%	2.9%

注：数値は暦年。世界全体は各国の実質GDP成長率を22年の名目GDP（ドルベース）でウエート付けて作成。その他世界の予測はIMFの見通し。関税等変更ありは、米国がトランプ氏が主張する、中国からの輸入品への60%の関税適用、10%の普遍的基本関税（カナダ・メキシコ・中国を除く）、移民規制の強化を実施した場合を想定。
出所：実績は各国統計、IMF、予測は三菱総合研究所

注目点①　米国経済と金融政策　――　ソフトランディングに向かう見通しも、その道のりは波乱含み

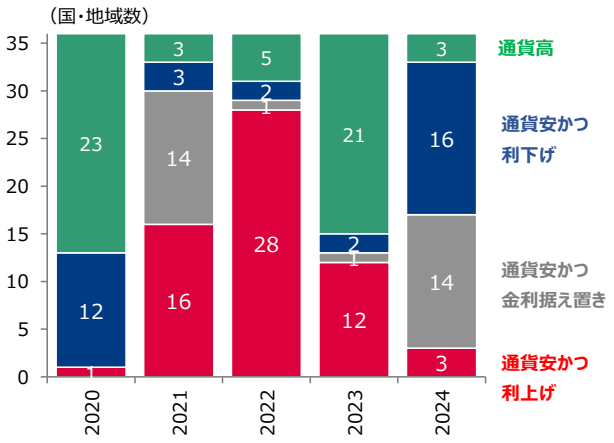
米国FRB（連邦準備制度理事会）はインフレ圧力の鈍化と労働需要の軟化を受けて、24年9月にも利下げを開始する見通しである。メインシナリオでは、段階的な利下げに加え、底堅い雇用環境や産業政策が下支えとなることで景気の急減速は回避し、米国経済はソフトランディングに向かうとみる。

米国FRBによる段階的な利下げは世界経済の下支えになるだろう。米国が22年に利上げを開始して以来、各国では運用利回りが高い米国へ資金が流出し、ドル高・自国通貨安の圧力が強まった。一部の国では、通貨安による輸入物価の上昇を回避するための利上げや高金利が、国内需要の抑制要因になったとみられる。22年は、主要36カ国の大半の国で通貨安に直面し、利上げが行われていた（図表1-6■）。

25年にかけて米国を中心とする先進国で利下げが進むと、ドル高・自国通貨安の圧力が緩和し、利上げや高金利継続の必要性も低下するだろう。24年には、通貨安のなかでも利下げをできている国（図表1-6■）も増えている。今後、利下げを開始したり、利下げ幅が拡大する国も増えると予想され、各国で国内需要の増加ペースが持ち直すだろう。

もっとも、米国の緩やかな成長減速とインフレ抑制を両立する道のり（ソフトランディング）は波乱含みだ。米国株価は依然として割高感があることから、当面は米国経済指標次第で、投資家のリスク回避姿勢が強まり、市場が振れやすい不安定な状況が予想される。

図表 1-6　主要国の通貨・政策金利の変化



注：主要36カ国。通貨安/通貨高（対ドル）と利上げ/利下げは年初から年末までの変化で分類。24年は6月末時点。
出所：BISより三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

注目点② 米国大統領選挙の行方

― 政権交代の場合、通商・移民政策変更で25年にかけて世界経済を下押し

24年11月の米国大統領選挙の候補が出そろった。民主党ではバイデン大統領が選挙戦から撤退、ハリス副大統領が大統領候補に、ウォルズ・ミネソタ州知事が副大統領候補に指名された。共和党の候補には、トランプ前大統領が大統領候補に、バンス上院議員が副大統領候補に正式に指名された。

米国大統領選挙の結果、ハリス政権となった場合、概ね現政策が継続されるだろう。一方、トランプ政権となった場合、①トランプ減税(17年12月成立、10年間で1.5兆ドル規模の減税)の恒久化、②関税引き上げ(対中追加関税、貿易赤字縮小のための一律の関税導入)、③国境管理の厳格化、④石油・天然ガス生産の規制撤廃、⑤EV義務化規制の緩和など、大きな政策変更が行われる可能性が高い。

これらのうち、25年にかけて米国経済のみならず世界経済への影響も大きい政策の1つである②関税引き上げの影響について、GTAPモデルを用い、当社で各国・地域への影響を試算した(トランプ政権の政策変更による米国経済への影響はP.21、米国経済、注目点③を参照)。

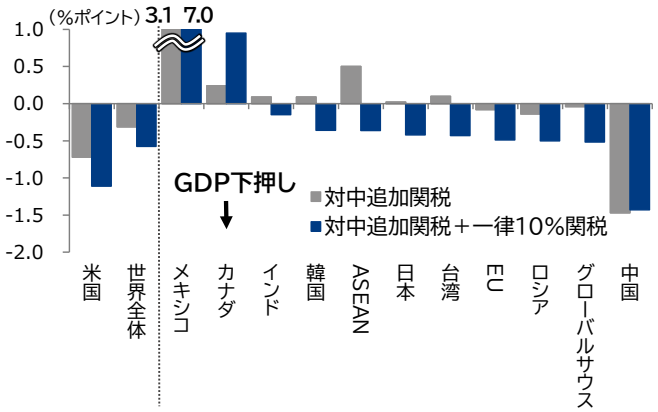
対中追加関税は、中国経済の大幅な下押しとなる一方、代替調達先としてメキシコ・カナダ・ASEANなどにはプラスに寄与する見込みである(図表1-7■)。

貿易赤字縮小のための一律の関税導入(10%想定)については、日本も含め世界各国の経済下押し要因となる(図表1-7■)。ただし、一律関税は大統領令のみでの実施は難しく、議会の承認が必要なことから、大統領、上下院のいずれも共和党が取るトリプルレッドの場合に想定されるシナリオである。

また、③国境管理の厳格化についても、②関税引き上げとあわせて、米国の物価・金融政策に与える影響には注意が必要だ。関税引き上げによる輸入物価の上昇、国境管理の厳格化による労働力不足の深刻化は、いずれも米国の物価を押し上げる方向に寄与する。これにより、インフレ抑制のラストワンマイルが難航し、高金利局面が長期化する可能性もある。その場合は、注目点①で述べた「利下げによるドル高・自国通貨安圧力の緩和」が各国経済を下支えするシナリオに黄信号がともる可能性がある。

なお、トランプ政権になれば、脱炭素に向けた政府の取り組みは停滞するだろう。ただし、バイデン政権が22年8月に成立させた、脱炭素の軸であるインフレ抑制法(IRA)については、もともと製造業が盛んな共和党優勢州が同法による恩恵を相対的に受けていることから、トランプ政権になった場合でも、大幅な修正は回避されるとみる。

図表 1-7 米国の追加関税による世界経済への影響(MRI 試算)



注:国・部門間の資本移動は許容、労働移動は許容しない前提。灰色は、トランプ氏の掲げる対中60%関税の試算にあたり、実効関税20%と仮定し、40%の追加関税を想定。青色は対中追加関税に加え、カナダ・メキシコ・中国以外の輸入品に追加的に10%関税を課した場合。グローバルサウスは、G77 現加盟国のうち中国、インド、ブラジル、ASEAN、メキシコを除いた国々。
出所:GTAPモデルより三菱総合研究所作成

注目点③ フランス新政権の政策運営

― 財政悪化懸念でフランス国債の金利が上昇、ソブリンリスクへの懸念の高まりは世界経済の波乱要因

24年7月のフランス議会選挙で、マクロン与党連合(中道)は大敗し、左派連合(極左から中道左派まで)や国民連合(極右)が議席を大きく伸ばした。その結果、内政を担う首相が交代する見通しとなり、先行きの政策に対する不確実性は高まっている。

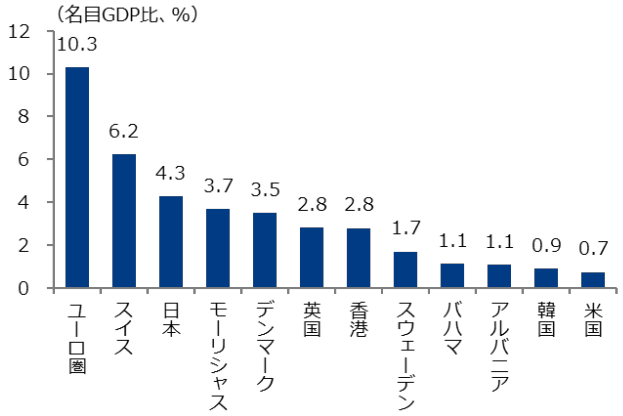
フランス議会の動向は、金融市場を通じて世界経済に悪影響を及ぼす可能性がある。左派連合や国民連合は、生活必需品の価格凍結やVAT(付加価値税)の引き下げ、年金支給開始年齢の引き下げを主張している(詳細はP.23、欧州経済、注目点①を参照)。これらの施策が財政政策に盛り込まれれば、財政悪化につながるとの懸念から、フランスの長期金利が急激に上昇しかねない。

メインシナリオでは、過度に拡張的な財政政策は回避されるとみる。しかし、政党間で政策のかい離を調整できず、過度に拡張的な財政政策が打ち出される場合には、欧州債務危機や英国のトラスショック並みにフランスの長期金利が上昇し、金融市場が不安定化しかねない。経済規模に比べ、フランスが発行する債券の保

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

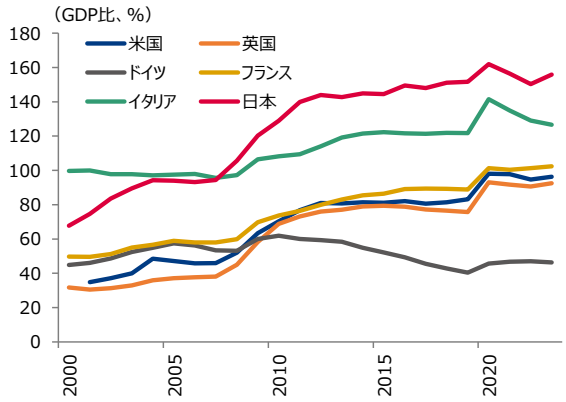
有額の割合が大きいスイス、日本などにも金融市場不安定化の悪影響が及んだり（図表1-8）、財政懸念による長期金利上昇が他の財政状況の悪い欧州諸国まで広がる恐れがある。コロナ危機を経て各国で政府債務残高が一段と積み上がっており、財政悪化懸念が長期金利上昇（リスクプレミアムの上昇）につながりやすくなっているとみられる（図表1-9）。欧州債務危機時、長期金利が急上昇したイタリアやスペインなどは急激な緊縮財政を強いられ、12年の実質GDP成長率は前年比▲3%程度のマイナス成長となった。長期金利が急上昇しなかったドイツなども同ゼロ%台前半まで成長率が低下した。財政懸念の各国債券市場への伝播には注意を要する。

図表 1-8 フランスが発行する債券の保有額



注：23年。ユーロ圏はフランスとクロアチア（欠損値）を除く。債券は国債・社債など。
出所：IMFより三菱総合研究所作成

図表 1-9 政府純債務残高



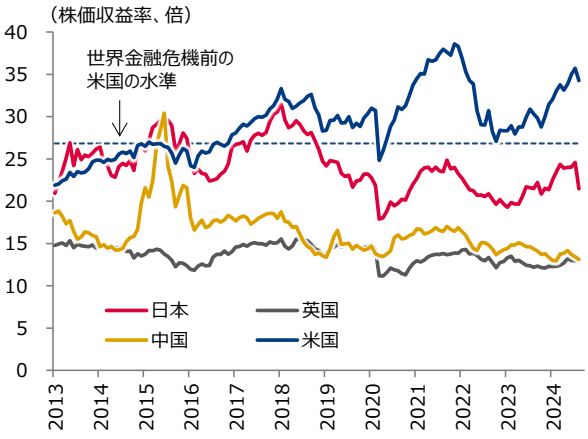
注：直近は23年。
出所：IMFより三菱総合研究所作成

（3）世界経済の先行きリスク

上記の通り、米欧の政策運営次第では世界経済が下振れる可能性があるが、その他注意すべきリスク事象として次の3点がある。

第一は、金融市場の一段の不安定化である。24年7月の日銀会合後の植田総裁のタカ派的な発言を受けて、市場参加者は日銀による利上げペースの引き上げを意識することになった。一方で、米国では経済指標の悪化をきっかけに、利下げ観測が急速に強まるなど、日米金融政策の先行き不透明感が高まっている。当面は金融市場は不安定な状態が続くとみられ、株価収益率（PER）が過去と比べても高い水準にある米国株を中心に、下落する可能性がある（図表1-10）。また、米国経済がソフトランディングに失敗し、景気後退の可能性が高まれば、株価の大幅な下落が世界に波及し、逆資産効果などを通じて、世界経済の需要抑制につながるだろう。

図表 1-10　株価収益率



注：米国はイェール大学 Robert J. Shiller 教授が公表する数値を利用。日本はTOPIX、英国はUKX、中国は上海総合指数について、日次での株価とEPSを消費者物価で実質化し、10年分の平均EPSで株価を除して作成。直近は24年8月。
出所：Online Data Robert Shiller、Bloomberg、IMFより三菱総合研究所作成

第二は、中東情勢を中心とする地政学リスクのさらなる悪化である。24年7月末にイラン国内でハマス最高幹部が殺害されたことを受けて、イランはイスラエルに対して報復攻撃を行う可能性がある。中東情勢は緊迫した状況が続いており、一段と緊迫化すれば、原油価格が急騰しかねない。また、中東情勢の緊迫化に伴う紅海情勢の悪化により、海上輸送コストは23年後半以降、上昇傾向にある（図表1-11）。

物価高が再燃すれば、幅広い国・地域で高金利が長期化し、世界経済の需要が抑制されるだろう。債務が積み上がっている新興国では、資金流出圧力の強まりや、ドル高による自国通貨安と高金利による債務返済負担の増加が経済の下振れにつながる。また、先進国では、高金利の長期化を端緒にして、株価も下落に転じ、逆資産効果や消費者マインドの悪化が消費を押し下げる可能性が高い。

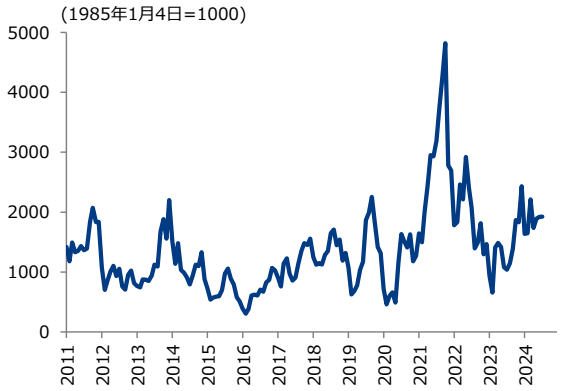
第三に、中国経済の失速である。米国の関税引き上げを背景に、中国の輸出が大幅に減少して雇用環境が悪化すれば、不動産需要の回復が遅れ、中国経済を下押しする。また、幅広い業種で業績が悪化し、金融シス

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

テムの不安定化につながる可能性がある。資金の流れが滞ることで経済活動が強く抑制され、中国経済が失速すれば、各国の中国向け輸出が一段と下振れる恐れがある。

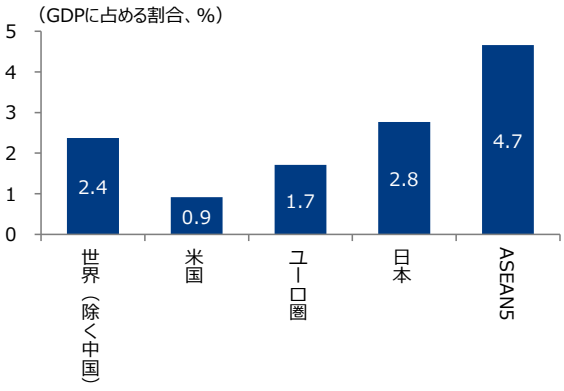
中国経済の失速は主に貿易面を通じて世界経済の下振れにつながる。中国向け輸出がさらに減少すれば、世界経済の下押し圧力が強まる。中国国内需要向けの付加価値がGDPに占める割合は世界（除く中国）で2.4％であり、特にアジア諸国で大きい（図表1-12）。例えば、ASEAN5はGDPのうち約5％が中国国内需要向けである。

図表 1-11 世界の海運運賃
（バルチック海運指数）



注：月次平均。直近は24年7月。ロンドンのバルチック海運取引所が発表する外航不定期船の運賃指数。
出所：Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 1-12 中国への輸出依存度
（各地域における中国向け需要の規模）



注：19年時点。中国で需要される財について、各国が創出した付加価値額を各国の名目GDPで割った値。
出所：OECD、IMFより三菱総合研究所作成

Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.