

ポストコロナの世界・日本経済の展望

— 軟着陸に向かう世界、好循環へ踏み出す日本 —

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長:籾田健二、以下 MRI)は、2月半ばまでの世界経済・政治の状況や日本の2023年10-12月期GDP速報の公表を踏まえ、世界・日本経済見通しの最新版を公表します。

世界経済

現状の世界経済は緩やかな減速傾向にある。

先行きの世界経済は過去に比べて低い成長率が続くが、急減速は回避し、25年にかけて2%台半ばの成長への軟着陸を見込む。過去に比べて低い成長率となる主な理由は①中国経済の減速である。中国経済は景気刺激策による押し上げを考慮しても、25年にかけて4%台半ばの成長にとどまるだろう。一方、急減速を回避する理由は、②米国経済の軟着陸と③新興国経済の底堅い成長である。米国経済は、24年前半こそ一時減速するものの、24年後半以降は1%台後半の成長が続くとみる。新興国経済も25年にかけて底堅い成長を続けるだろう。

- ① 中国経済の減速 —— 中国経済は、25年にかけて減速が続く見通しである。背景には、GDPの20~30%を占める不動産関連産業の落ち込みの長期化や、若年雇用の弱さによる消費の抑制、米中対立による輸出入の制約、サプライチェーンの見直しによる対内直接投資の減少などがある。中国経済の減速は、中国向け輸出の悪化を通じて世界経済の下押し圧力となる。また、中国企業が内需の減速を補うために海外進出を加速させれば、競合する各国企業にとって海外事業の収益悪化要因となる。
- ② 米国経済の軟着陸 —— 一方で、米国経済は景気後退を回避し、25年にかけて潜在成長率並みの成長となる見通しである。既往の金融引き締めによる需要抑制効果の顕在化によって24年前半は減速するものの、雇用環境の底堅さを背景に小幅な減速にとどまるだろう。インフレが落ち着くなか、24年半ば以降は利下げを背景に成長率が持ち直すと予測する。米国経済の堅調さは世界各国の輸出回復要因となる。特に、自動車関連において米国向け関税が低く、EV(電気自動車)の減税対象生産地となっているカナダ・メキシコなどでは恩恵が大きいだろう。
- ③ 新興国経済の底堅い成長 —— 新興国経済でも、底堅い成長が続く見通しである。成長の原動力は2つある。第一に、物価上昇率の低下である。24年半ば以降の米国の利下げが通貨安圧力を緩和し、輸入物価上昇によるインフレ圧力が低下する。各国に利下げ余地が生まれ需要下支えも期待できる。第二に、対内直接投資の増加である。ASEAN5など新興国は、中国に代わる生産・需要地として直接投資が増加している。対内直接投資は工場建設・雇用増加などにより直接需要を拡大するだけでなく、技術力向上にもつながる。中長期的には、輸入代替を通じて国内生産を押し上げる可能性もある。

上記見通しは下振れリスクが大きく、主に次の3点が挙げられる。第一に、物価高の再燃である。地政学的緊張の高まりが原油価格や海上運賃の高騰につながれば、コストプッシュ圧力が高まる。物価高再燃で高金利が長期化すれば需要抑制要因となる。第二に、米国の保護主義の強まりである。24年11月にトランプ氏が大統領選で勝利し、無秩序な輸入関税引き上げを進めれば、貿易の停滞を通じて世界経済に強い下押し圧力がかかるだろう。第三に、中国経済の失速である。貿易の停滞によって幅広い業種で業況が悪化し、銀行の不良債権がさらに増加すれば、金融システムが不安定化して中国経済に強い下押し圧力がかかる。中国向け輸出の減少や株価下落を通じて世界経済にも悪影響が及ぶだろう。

日本経済

日本経済は、物価高による消費下押しと人手不足による設備投資の遅延に加え、足もとでは自動車認証不正問題や能登半島地震の影響もあり、景気回復が足踏みしている。先行きは、各種下押し要因の緩和により緩やかな成長軌道に復すると予測する。賃上げ定着や家計の賃金期待改善により、個人消費は持ち直しに転じるだろう。設備投資は、GXや経済安全保障などに関する中長期的な取り組みのほか、人手不足への対応も誘因となり、拡大する見通しである。消費者物価は、賃金上昇がサービス価格の上昇に波及し、+2%以上の伸びが続くと見込む。日本銀行は24年4月にマイナス金利の解除およびイールドカーブ・コントロールの見直しに着手するが、緩和的な金融環境を維持するだろう。実質GDPは、23年度は前年比+1.3%(前回12月時点同+1.6%)、24年度は同+0.8%(前回同+1.1%)と個人消費の停滞や自動車生産の下振れを踏まえて下方修正する。25年度は同+0.8%と潜在成長率並みを見込む。この間、人手不足克服に向けた設備投資や人材投資により生産性が上向き、経済の好循環実現に向かう構図を想定する。

米国経済

米国経済は、引き締めの金融環境の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、景気の急減速を回避し、軟着陸を見込む。24年半ばにかけて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の剝落により成長が減速するものの、25年末にかけて成長率は緩やかな持ち直しを見込む。インフレの落ち着きによりFRBが24年央以降利下げに転じるほか、構造的な人手不足による解雇抑制や産業政策が成長を下支えする。24年の実質GDPは、23年実績の上振れなどを踏まえ、前年比+2.1%と、前回11月時点(同+1.2%)から上方修正する。25年は同+1.7%と潜在成長率並み(1%台後半)の成長に落ち着くだろう。なお、24年11月の米大統領選を経て第2次トランプ政権が成立した場合、25年の成長率は小幅の下振れを予想する。仮に所得・法人減税が実施されるとしても、景気浮揚効果の発現は主に26年以降となるだろう。

欧州経済

ユーロ圏経済は、物価の伸びは鈍化しているが引き締めの金融環境により内需が弱く、停滞が続いている。先行きは、実質賃金の増加により消費は緩やかに持ち直すとする。ただし、24年は引き締めの金融環境が経済活動を抑制、本格的な回復は25年以降を見込む。ECBの金融政策は、インフレ率低下の持続性を見極めるため、当面は現在の金利水準を維持し、利下げは24年央以降とみる。実質GDPは、24年は引き締めの金融環境の継続を背景に前年比+0.6%(前回11月時点は同+0.8%)へ下方修正する。25年は同+1.3%と予測する。24年6月の欧州議会選挙は、極右政党の躍進が予想されるが、親EU派の議会構成が維持される見込みであり、現行のグリーンと成長を両立する政策路線は継続するだろう。

中国経済

中国経済は、不動産投資低迷の下押しを景気刺激策で補い、前年比+5%程度の成長率を維持している。先行きは、GDPの20~30%を占める不動産関連産業の落ち込みの継続や、若年雇用の弱さによる消費の抑制、米中対立による輸出入の制約、サプライチェーンの見直しによる対内直接投資の減少などを背景に、減速が続くとみる。景気刺激策による押上げを加味しても、24年の実質GDPは前年比+4.6%(前回11月時点から変更なし)、25年は同+4.5%とみており、コロナ危機前(同+6%台)と比べて低めの成長が継続する見込みである。

ASEAN・インド経済

ASEAN5経済は、堅調な内需に支えられコロナ危機前の成長ペース(前年比+5%程度)を維持している。先行きは、着実な内需拡大やインバウンド需要の回復に支えられ、現状の成長ペース継続を見込む。実質GDPは、24年は同+5.0%(前回11月時点から変更なし)、25年も同+5.0%と予想する。

インド経済は、内需をけん引役に高成長を継続している。先行きは、インド市場拡大への期待などを背景とする国内外からの投資拡大に加え、食料価格の落ち着きを背景とするインフレ圧力緩和が追い風になり、24・25年度ともに前年比+7%程度の成長を見込む。

目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 計表	5
2. 日本経済	8
トピックス:能登半島地震の経済影響	17
日本経済の成長率予測 計表	18
3. 米国経済	19
4. 欧州経済	23
5. 中国経済	27
6. ASEAN・インド経済	30

執筆担当者

全体総括	森重彰浩
1. 総論	田中康就
2. 日本経済	堂本健太、田中高大、山下大輔
3. 米国経済	浅井優汰
4. 欧州経済	綿谷謙吾
5. 中国経済	金成大介
6. ASEAN・インド経済	金成大介

(1) 世界経済の現況

世界経済は緩やかな減速傾向が継続

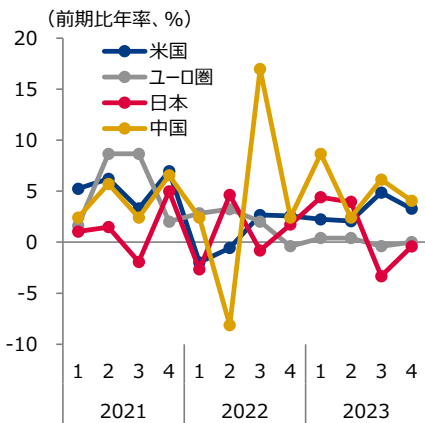
23年10-12月期の世界主要国の実質GDP(季調済前期比)は、米国と中国が前期から成長率が低下したほか、ユーロ圏もゼロ成長にとどまった(図表1-1)。

世界経済は緩やかな減速傾向が継続している。背景には、引き締め的な金融環境がある。物価上昇率の低下傾向が続くなかでも各国・地域で高金利が維持されていることから、米欧を中心に実質金利のプラス幅はコロナ危機前(19年)と比べて大きく、引き締め的な金融環境による需要抑制効果は強い(図表1-2、1-3)。実質金利上昇が需要の重しとなっているため、消費者マインドの回復ペースは鈍い(図表1-4)。

需要の弱さは貿易の低迷にもつながっている。世界の貿易量は22年半ば以降、減少傾向にある(図表1-5)。利上げによる財消費の悪化やコロナ後の財消費増加の一服、中国経済の減速などが貿易を抑制し、輸出依存度の高い国を中心に経済活動の抑制要因になっている。

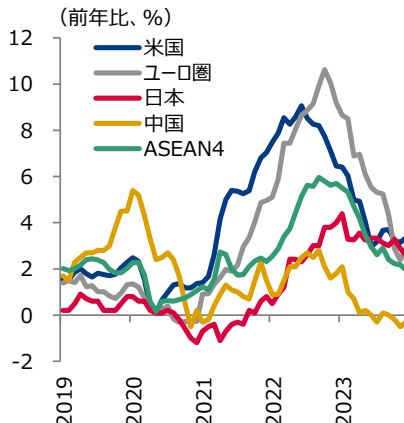
一方で、家計の購買力には好転の兆しもみられる。資源高によるコストプッシュ圧力が一巡し、米国・ユーロ圏など一人当たり実質雇用者報酬が増加に転じる国・地域も出てきた(図表1-6)。

図表 1-1 実質 GDP



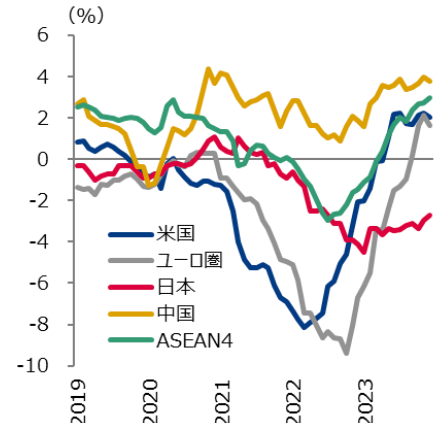
出所:Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 1-2 消費者物価上昇率



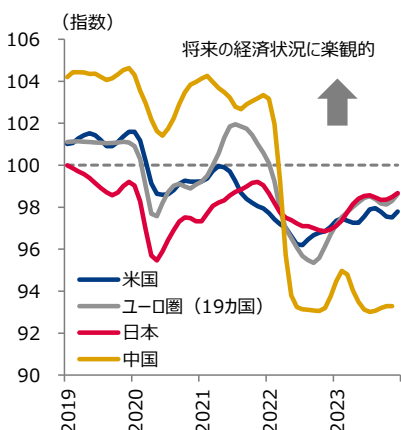
注:直近は23年12月。ASEAN4は22年の名目GDPでインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイをウェイト付けた加重平均。
出所:BISより三菱総合研究所作成

図表 1-3 実質金利



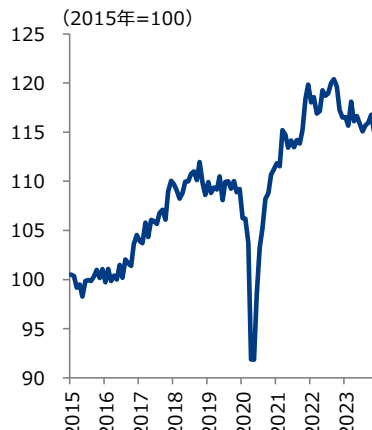
注:直近は23年12月。政策金利-消費者物価上昇率。ASEAN4は22年の名目GDPでインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイをウェイト付けた加重平均。
出所:BISより三菱総合研究所作成

図表 1-4 消費者マインド



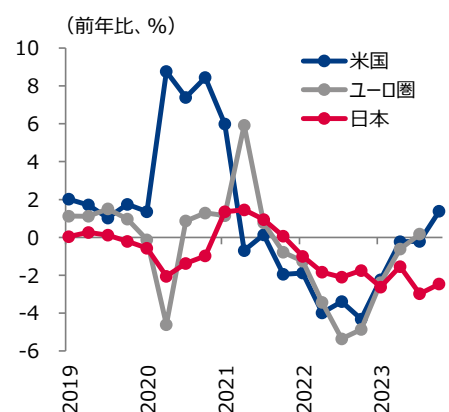
注:直近は中国が23年11月、それ以外は23年12月。家計の金融環境や経済状況への評価を基に作成された指数。
出所:OECDより三菱総合研究所作成

図表 1-5 世界の貿易量



注:直近は23年11月。貿易量=(輸出量+輸入量)/2。
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 一人当たり実質雇用者報酬



注:直近はユーロ圏が23年7-9月期、それ以外は23年10-12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

(2) 世界経済の見通し

世界経済は25年にかけて2%台半ばの成長が継続へ

先行きの世界経済は過去に比べて低い成長率が続くが、急減速を回避し、25年にかけて2%台半ばの成長への軟着陸を見込む(図表1-7)。

過去に比べて低い成長率となる主な理由は中国経済の減速(下記、背景①)である。中国経済は景気刺激策の押し上げを考慮しても、25年にかけて4%台半ばの成長にとどまるだろう。

一方、急減速を回避する理由は、米国経済の軟着陸(背景②)と新興国経済の底堅い成長(背景③)である。米国経済は、24年前半こそ一時減速するものの、24年半ば以降は1%台後半の成長が続くとみる。新興国経済も25年にかけて底堅い成長を続けるだろう。

以下、上記見通しを構成する3つの背景について詳述する。

図表 1-7 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比)	実績		予測	
	2022	2023	2024	2025
世界全体	3.1%	2.7%	2.6%	2.7%
米国	1.9%	2.5%	2.1%	1.7%
ユーロ圏	3.4%	0.5%	0.6%	1.3%
中国	3.0%	5.2%	4.6%	4.5%
日本 [暦年]	1.0%	1.9%	0.5%	1.0%
[年度]	1.5%	1.3%	0.8%	0.8%
ASEAN5	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
その他世界	3.8%	2.3%	2.6%	3.0%

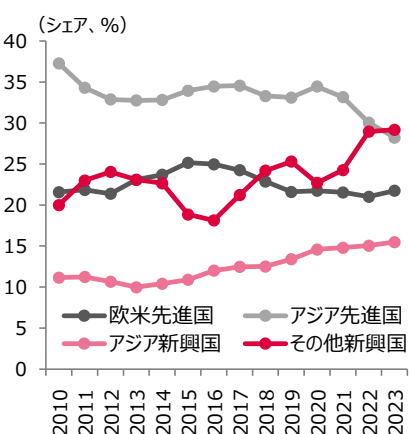
注: 数値は暦年。世界全体は各国の実質GDP成長率を22年の名目GDP(ドルベース)でウェイト付けて作成。その他世界の予測はIMFの見通し。灰色は実績、水色は当社推計・予測値。
出所: 実績は各国統計、IMF、予測は三菱総合研究所

背景① 中国経済の減速 —— 25年にかけて4%台半ばの低めの成長へ、先進国中心に悪影響が波及

中国経済は25年にかけて、23年(前年比+5.2%)よりも低い+4%台半ばの成長が続く見通しである。背景には、①GDPの20~30%を占める不動産関連業の落ち込みが長期化すること、②若年雇用の弱さが消費を抑制していること、③米中対立による輸出入の制約やサプライチェーンの見直しによる対内直接投資の減少などによって海外の技術・資本を活用しにくくなっていること、④人口減少・少子高齢化が潜在成長率を下げること、などがある。景気刺激策による押し上げを加味しても、24年の中国の実質GDPは前年比+4.6%(前回11月時点から変更なし)、25年は同+4.5%と予想する。コロナ危機前(前年比+6%台)と比べて低めの成長が継続する見込みである。

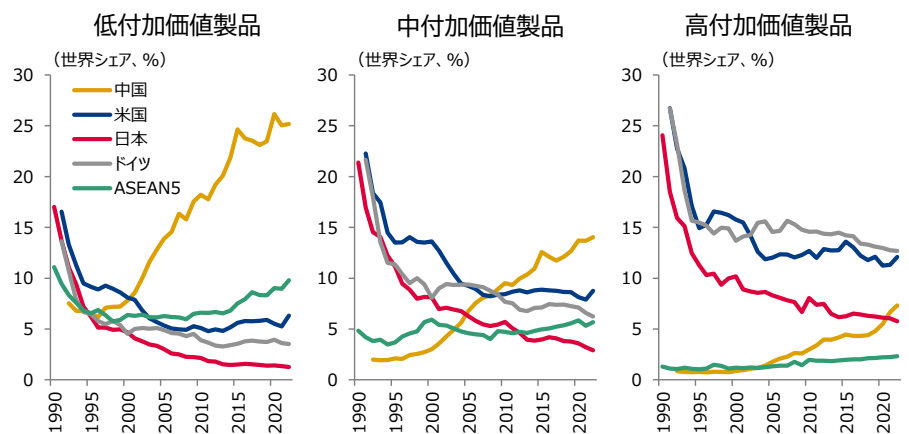
中国経済の成長減速は、各国の中国向け輸出の減速・減少を通じて、世界経済に悪影響を及ぼす。特に、中国の成長減速とともに進行している中国の貿易構造の変化を踏まえると、特に先進国への悪影響が大きく出やすいとみている。

図表 1-8 国・地域別輸入シェア(中国)



注: 地域分類はIMFに準拠。アジア先進国は日本、シンガポール、韓国、台湾、オーストラリア、ニュージーランド。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 1-9 付加価値製品別の各国・地域の輸出シェア



注: HSコードの4桁品目ごとに高所得国の世界輸出シェアと低所得国の同シェアの差を算出し、値が大きいものほど高付加価値、小さいものほど低付加価値品として分類。高所得国と低所得国の定義は世界銀行の分類による。
出所: UN Comtrade より三菱総合研究所作成

中国の輸入シェアをみると、先進国からの輸入シェアは低下傾向にあり、近年は特に日本・韓国などアジア先進国で低下幅が大きい(図表1-8●)。背景には、中国がこれまで先進国からの輸入に依存していた製品を国内で生産できるようになりつつあることがある。アジア先進国の企業にとっては、中国経済の減速と販売シェア低下のダブルで逆風となる。

また、中国国内市場の減速を受けて、中国企業が海外市場への展開を加速させた場合、先進国企業と競合する可能性がある。中国の輸出品目をみると、低付加価値製品のシェア上昇は頭打ちとなりつつある(図表1-9左)。一方で、中～高付加価値製品のシェアは拡大傾向にある(図表1-9中央、右)。例えば、中国は東南アジア諸国などへの電気自動車(EV)の輸出を伸ばしており、欧米やアジアの先進国企業が有していた販売シェアが中国企業に奪われつつある。

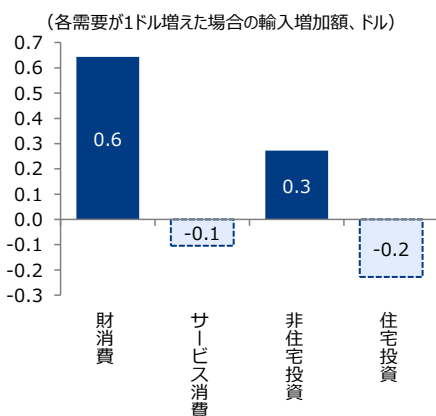
背景② 米国経済の軟着陸 — 米国での財消費持ち直しが世界経済の回復要因に

米国経済は、景気の急減速を回避し、軟着陸を見込む。24年半ばにかけて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の剥落により成長減速となるものの、25年末にかけて成長率は緩やかな持ち直しを見込む。インフレの落ち着きによりFRBが24年央以降利下げに転じるほか、構造的な人手不足による解雇抑制や産業政策が成長を下支えする。24年の実質GDPは、23年実績の上振れなどを踏まえ、前年比+2.1%と、前回11月時点(同+1.2%)から上方修正する。25年は同+1.7%と潜在成長率並み(1%台後半)の成長に落ち着くだろう。

米国経済が軟着陸に成功すれば、米国の輸入増加を通じて25年にかけて各国の輸出回復要因となる。米国では、22年以降、利上げによる需要抑制とコロナ危機後の財需要拡大の一服を背景に、財消費が横ばいで推移した。先行きは、利下げなどによって、世界(除く米国)の輸出先の約15%を占める米国で財消費が増加に転じれば、米国の輸入が増加し、世界経済の成長押し上げにつながる。財消費の増加は輸入の増加につながりやすく、当社試算によると、財消費が1ドル増えると輸入は0.6ドル増える(図表1-10)。

もっとも、米国向け輸出増加の恩恵は、品目によっては国・地域に偏りも出るだろう。米国の財輸入の15%を占める自動車関連では、カナダ・メキシコで恩恵が大きいとみる。カナダ・メキシコでは、USMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)において自動車の関税が低めに設定されているほか、インフレ抑制法(IRA)でも電気自動車(EV)の減税対象生産地となっている。他国の自動車メーカーの間でも米国向け輸出を想定してカナダ・メキシコに自動車工場を造る動きもある。一方、中国は米国向け輸出の恩恵が相対的に小さいだろう。経済安全保障の意識の高まりによるデリスキングを背景に、中国から米国向けの輸出は減少傾向にある(図表1-11)。一部の中国製品はベトナムやメキシコ経由での米国向け輸出が続いているとみられるが、総じてみれば、中国の米国向け輸出は強い逆風にさらされており、今後も大幅な増加は期待しにくい。

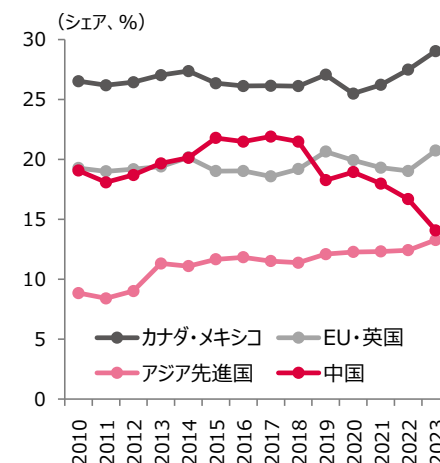
図表 1-10 需要増加による輸入の増減(米国)



注:実質輸入を上記需要項目と政府支出(ともに実質)に回帰した時の係数。濃い青は係数が10%水準で有意、薄い青は10%水準で非有意。推計期間は07年1-3月期から19年10-12月期。

出所:米国商務省より三菱総合研究所作成

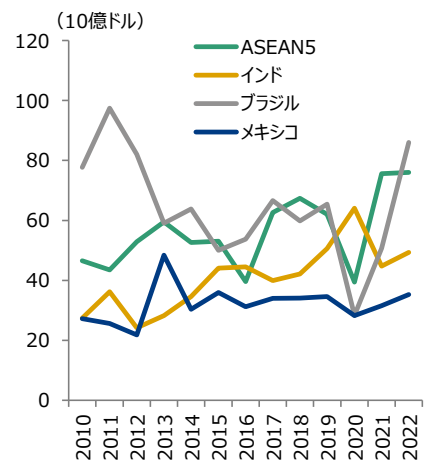
図表 1-11 国・地域別輸入シェア(米国)



注:アジア先進国は日本、シンガポール、韓国、台湾、オーストラリア、ニュージーランド。

出所:Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 1-12 対内直接投資(新興国)



注:フロー。ASEAN5はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムの合計。

出所:UNCTADより三菱総合研究所作成

背景③ 新興国経済の底堅い成長 — インフレ緩和や対内直接投資の増加が成長を下支え

世界経済の約4割を占める新興国経済は、世界経済がコロナ危機前よりも低い成長が続くなかでも、25年にかけて底堅い成長が続く見通しである。成長の原動力は2つある。

第一に、物価上昇率の低下である。24年半ば以降、米国で利下げが行われれば、内外金利差に起因する通貨安圧力が緩和され、輸入物価上昇によるインフレ圧力も低下する。ブラジルやチリのように、インフレ圧力が

弱まれば他の新興国でも利下げが実施され、消費や投資といった需要の下支えが期待できる。

第二に、対内直接投資の増加である(図表1-12)。特に、ASEAN5ではここ数年、対内直接投資の増加が目立っている。中国経済の減速や人件費上昇、米中対立を背景に、中国の需要地・生産地としての魅力が相対的に低下するなか、ASEAN5の対内直接投資は一段と増加している。また、USMCAの域内で自動車の米国向け輸出で関税が低く設定されているメキシコや、市場拡大の期待が大きいインドなどでも対内直接投資は底堅く推移している。

中長期的には、対内直接投資の増加は国内生産の増加にもつながる。東南アジアを中心に先進国や中国からの対内直接投資が継続的に行われたこともあり、新興国でも中国と同様に技術力は向上しつつある。輸入代替が進展すれば、国内生産が押し上げられるだろう。

(3) 世界経済の先行きリスク

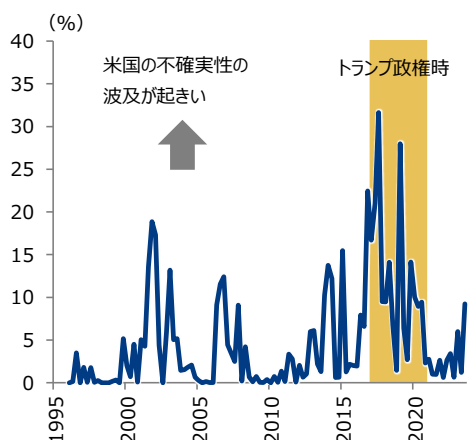
25年にかけての世界経済の標準的な見方は前述のとおりだが、発生すれば世界経済の成長率を下振れさせることになるリスク要素を3点挙げる。

第一に、物価高の再燃である。紅海でのイエメン・フーシ派の商船攻撃を背景とする海運大手のスエズ運河回避の動きなどによる海上輸送の混乱が落ち着くまでは、物流コスト増加を通じてコストプッシュ圧力が高まる可能性が高い(P.25、欧州経済、図表4-10を参照)。また、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。これらの結果、物価高が再燃すれば、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、ドル高自国通貨安・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。

第二に、米国の保護主義の強まりである。24年11月には米国で大統領選挙が実施される。トランプ氏が大統領選で勝利すれば、関税引き上げなどを実施する可能性があり、世界の不確実性は上昇する見通しである。17~21年のトランプ政権時には、世界各国で米国発の不確実性が高まった(図表1-13)。今回も、トランプ氏は米国への輸入製品に一律10%の関税(普遍的な基本関税)を課すと発言しており、これが実現した場合、米国はもとより、世界各国のGDPを下振れさせる(図表1-14)。さらに、中国の最恵国待遇停止措置が超党派で検討されており、実現した場合、10%関税と併せて世界GDPを中長期的に▲0.5%ポイント以上押し下げる可能性がある。

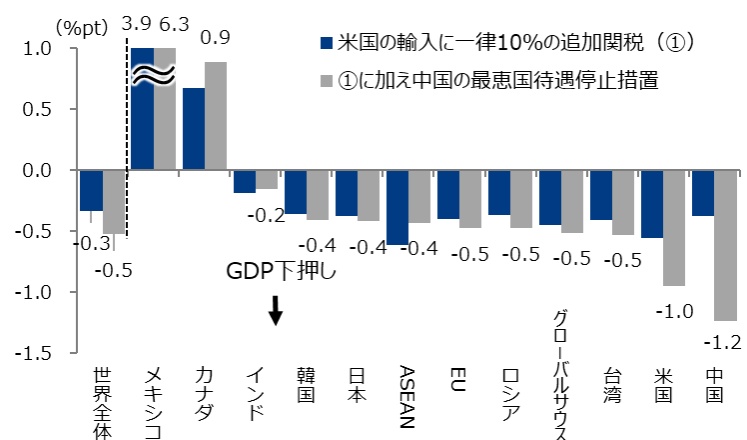
第三に、中国経済の失速である。米国との関税引き上げの応酬によって中国の輸出が大幅に減少すれば、幅広い業種で業績が悪化して不良債権が増加しかねない。すでに不動産向け不良債権が増加しているなかで、一段と不良債権が増加すれば、金融システムが不安定化する可能性がある。金融システムが不安定化すれば、資金の流れが滞ることで経済活動が強く抑制され、中国経済の失速につながるだろう。中国経済の失速は主に貿易面と金融面を通じて世界経済の下振れにつながる。貿易面では、中国向け輸出がさらに減少し、世界経済の下押し圧力が強まる。金融面では、金融市場参加者がリスク回避的になれば、世界の株価が下落し、負の資産効果を通じて世界各国で消費が抑制される。

図表 1-13 米国の不確実性波及指数



注:世界(除く米国)の不確実性に占める米国発の不確実性の割合。不確実性はエコノミスト・インテリジェンス・ユニットの経済レポートに占める「不確実」の単語数から作成。
出所:World Uncertainty Indexより三菱総合研究所作成

図表 1-14 「トランプ関税」の GDP 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で試算。既存の関税措置は考慮していない。青はカナダ・メキシコ以外に一律で追加的に10%関税を課した場合。灰色は一律10%の追加関税に加え、中国にのみ更に20%の関税を追加した場合。トランプ氏は中国からの輸入品に一律60%の関税を検討しているが、シミュレーションの都合上、合計30%関税を想定。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を除いた国々。
出所:GTAP2014より三菱総合研究所作成

(1) 日本経済の現況

2四半期連続のマイナス成長、内需の低迷が続く

23年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比年率▲0.4%と、2四半期連続のマイナス成長となった。需要項目別では、民間最終消費(季調済前期比▲0.2%)、民間企業設備投資(同▲0.1%)は、ともに3四半期連続のマイナスと、内需が回復の力強さを欠いている。純輸出(季調済前期比年率寄与度+0.7%ポイント)は、プラス寄与となったが、大口の知的財産権等使用料受取など一時的要因に押し上げられた側面が大きい。

(2) 日本経済の先行き

踊り場を経て、24年度入り後は緩やかな景気回復へ

24年1-3月期の実質GDPはゼロ成長にとどまるとみる。輸出の反動減が見込まれることに加え、自動車メーカーにおける認証試験不正問題の発覚を受け、自動車関連の生産が減少することも下押しとなるだろう。また、24年1月1日に発生した能登半島地震により、被災地域を中心に製造業の生産活動停滞や消費行動の抑制、観光需要の減少が生じたとみられる(P17、トピックス参照)。23年10-12月期の実質GDP下振れも踏まえ、23年度の実質GDP成長率は前年比+1.3%と予測する(前回12月時点の同+1.6%から下方修正)。

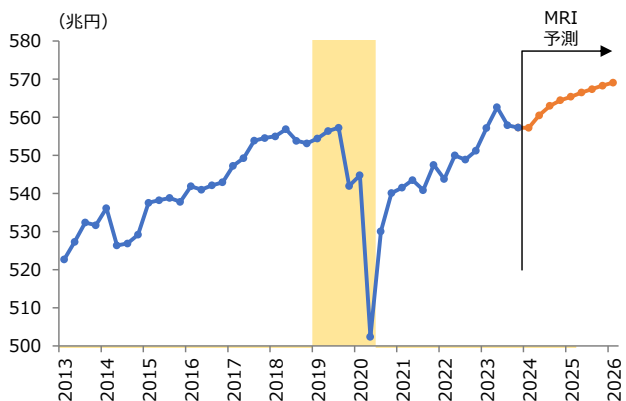
24年度入り後は、内需を中心とした底堅い成長軌道に復するとみる。人材獲得競争の激化から従来に比べて高めの賃金上昇が続くなか、物価上昇率の鈍化が重なり、実質賃金は24年度半ば以降プラスに転じ、個人消費は回復に向かうだろう。経済対策(所得減税・給付金など)も個人消費の下支えとなる。企業業績が価格転嫁の進展などから堅調に推移するなか、設備投資も拡大傾向が続くとみる。輸出は、海外経済の減速を受けて伸びは鈍化するものの、半導体サイクルの好転などから増加傾向を維持すると想定する。実質GDP成長率は24年度前年比+0.8%(前回12月時点の同+1.1%から下方修正)、25年度同+0.8%と予測する。

消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」)は、23年度前年比+2.8%、24年度同+2.4%、25年度同+2.0%と、2%程度の伸びに収れんとみる。企業の価格転嫁姿勢は定着しつつあり、賃金と物価が相互波及的に上昇する可能性は高まっている。日本銀行は、24年の賃金交渉の動向を確認し、24年4月に金融政策の正常化(マイナス金利の解除とイールドカーブ・コントロールの見直し)に着手するだろう。

これらの予測の前提として、原油価格(WTI)は80ドル程度での推移、為替レートは米FRBの利下げ転換(24年半ば以降)を織り込み、対ドルで24年度末130円台前半、25年度末120円台前半までの円高推移を想定する。日経平均株価は、海外の政治・経済イベントに起因するリスク選好の後退や円高転換などから一時調整するものの、企業業績の改善見合いで上昇し、24年度末38,000円、25年度末39,000円と想定する。

図表2-1 日本の実質GDP見通し

年度ベース (前年比%)	実績	予測		
	2022	2023	2024	2025
実質GDP	1.5	1.3	0.8	0.8
民間最終消費	2.7	▲0.4	1.2	0.9
民間住宅投資	▲3.4	1.5	▲0.8	▲0.4
民間企業設備投資	3.4	▲0.3	2.9	2.1
民間在庫品増加(寄与)	0.1	▲0.2	▲0.1	0.0
政府最終消費	1.4	0.5	0.4	0.4
公的固定資本形成	▲6.1	3.1	2.5	2.5
財・サービス純輸出(寄与)	▲0.5	1.2	▲0.3	▲0.2
財・サービス輸出	4.7	4.0	1.4	1.0
財・サービス輸入	6.9	▲2.4	3.2	2.2
名目GDP	2.3	5.3	3.0	2.8
消費者物価(生鮮除く総合)	3.0	2.8	2.4	2.0



		実績				予測								
		2023		2024		2024		2025		2025		2026		
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	前期比	1.1%	1.0%	-0.8%	-0.1%	0.0%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
	前期比年率	4.4%	4.0%	-3.3%	-0.4%	0.0%	2.4%	1.8%	1.0%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%

注: 右上図の黄色の網掛けは景気後退期。

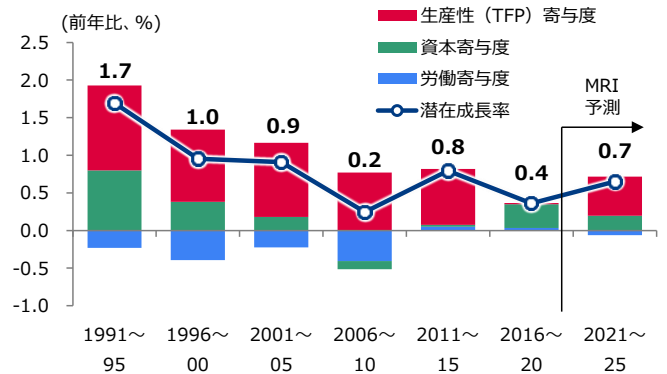
出所: 内閣府「国民経済計算」 「景気基準日付」、総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

人手不足が生産性向上を迫る、経済の好循環実現へ

25年度にかけて上述の成長経路が実現できるか否か、人手不足への対応が鍵を握る。経済の中長期的な実力を示す潜在成長率の先行きについて、労働・資本・生産性(TFP)の3要素に分けて試算すると、労働は小幅マイナス寄与となる(図表2-2)。少子高齢化が進展するなか、就業者数が頭打ちとなることに加え、2024年問題への対応などから一人当たり労働時間も抑制傾向が続く。一方、資本・生産性はプラス寄与となる。設備投資の拡大から国内の資本ストックの蓄積が進むことに加え、事業効率化などにより生産性が上向くと想定する。以上を踏まえると、労働投入の減少は経済の下押し要因となるが、資本ストックの蓄積や生産性向上を進めれば、人手不足の下でも潜在成長率の引き上げは可能だ。21-25年度平均の潜在成長率は+0.7%と16-20年度(+0.4%)よりも上向くとみられる。

生産性が向上すれば、賃金上昇が個人消費拡大に波及する経済の好循環実現に一段と近づくだらう(注目点①賃金上昇・消費拡大の実現可能性)。産業・社会構造の変化に対応するために設備投資を拡大する動きが生産性向上につながる(注目点②事業環境の変化に対応を迫られる企業)。こうした状況下、賃金・物価が持続的に上昇する可能性が高まりつつあることを踏まえ、日本銀行は大規模な金融緩和からの正常化を段階的に進めると予想される(注目点③金融政策正常化と経済への影響)。生産性向上のためには、労働移動の円滑化や企業の新陳代謝活発化が重要であり、政府にはそうした分野に集中した政策支援が求められる。

図表 2-2 潜在成長率



注:実績期間は当社試算値。
出所:内閣府、厚生労働省、経済産業省、総務省より三菱総合研究所作成

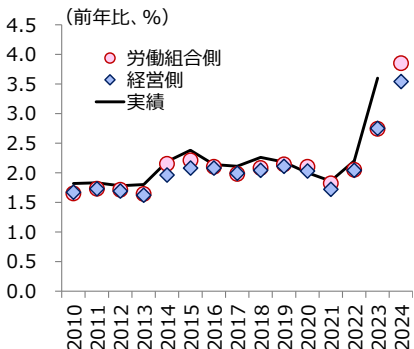
注目点① 賃金上昇・消費拡大の実現可能性 —— 生産性向上を伴う賃金上昇で消費持ち直しへ

24年度の賃上げ率は前年を上回る伸びに、業種・企業規模とも裾野広く

24年の春季生活闘争(春闘)における賃上げ率は前年比+3.8%と、23年(同+3.6%)を上回る見通しである。連合(日本労働組合総連合会)は、24年春闘の賃上げ要求水準として、ベースアップと定期昇給で計5%以上を掲げ、前年(5%程度)より表現を強めた。主要労働組合も、相次いで前年を上回る水準の賃上げを要求している。人手不足は事業活動の制約となるほど深刻化しており、経営者も人材確保のために大幅な賃上げが必要との認識を強めているとみられる。労務行政研究所の調査によれば、24年度の賃上げ見通しは、経営側・労働組合側ともに、2010年度以降で最高水準であった前年を上回る伸びとなっている(図表2-3)。

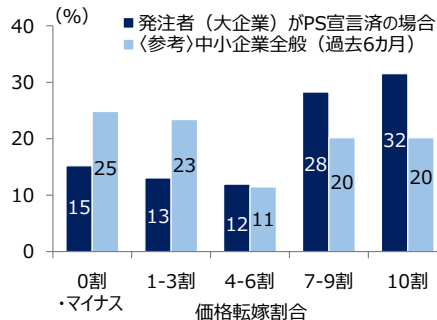
中小企業における賃上げの広がりについては不透明感が大きいものの、政府が「労務費の適切な転嫁のための価格交渉に関する指針」を公表するなど、中小企業でも賃上げ分を価格転嫁できる環境づくりが進められている。大企業と中小企業の共存共栄を目的とする「パートナーシップ(PS)構築宣言」への参加企業数も増加しており(22年1月:6千社→24年1月:約3万9千社)、23年7-9月にかけて実施された調査によると、宣言企業は下請けの価格転嫁に対し、前向きに応じている模様である(図表2-4)。商工組合中央金庫の調査では、中小企業の24年ベースアップ引き上げ計画は、前年比+2.58%と、昨年計画(同+1.98%)を上回る。

図表 2-3 24年度の賃上げ見通し



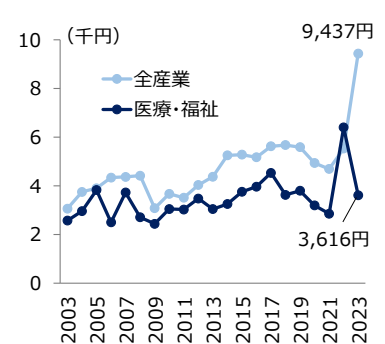
注:ベースアップと定期昇給の合計。回答者の平均値。
出所:労務行政研究所「賃上げ等に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-4 直近1年の価格転嫁状況



注:「価格転嫁/改定が不要」「協議申し入れがなかった」を除いて再集計。■は下請け側の回答。
出所:中小企業庁「パートナーシップ構築宣言取組状況アンケート」、「価格交渉促進月間フォローアップ調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 平均賃金改定額



注:一人当たりの平均賃金改定額。常用雇用者数による加重平均。
出所:厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」より三菱総合研究所作成

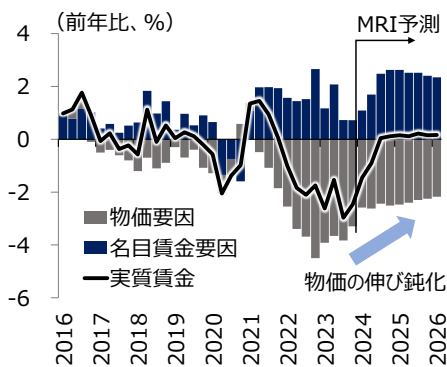
その結果、24年度は前年よりも一段と名目賃金の伸びが高まるだろう。上記に加え、公的分野の賃上げの影響も加わる。24年度は「医療・介護・障害福祉」の診療報酬改定が同時に実施される「トリプル改定」に当たり、相対的に遅れていた当該従事者の賃上げが重視されている(図表2-5)。約800万人が従事する同分野で、計画に沿う賃上げが実現すれば、マクロの平均賃金も押し上げられるだろう。

実質賃金は24年度半ば以降にプラス転換、生産性向上でプラス定着へ

名目賃金の上昇(図表2-6■)に加えて、物価上昇率の伸び鈍化(同■)を受けて、物価の影響を考慮した実質賃金の伸びは24年度半ばにプラスに転じるだろう。もっとも、実質賃金のプラスが定着するためには、労働分配率の引き上げによる賃上げに加えて、労働生産性の向上による賃上げ原資の拡大が不可欠である。

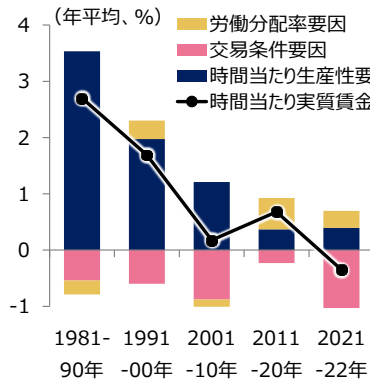
日本の実質賃金は労働生産性の鈍化から長期的にみて鈍化してきた(図表2-7)。この点、人手不足が労働生産性反転の起点となるとみる。(1)好待遇を求めて、生産性の高い分野への転職が進むことや、(2)事業継続のために企業が省力化・効率化投資を増やすこと(注目点②で詳述)、が期待されるためである。特に(1)について、転職等希望者数が1千万人を超えるなかで、「前職と比べて賃金が1割以上増加した転職者の割合」は高水準にあり、労働市場の流動性が高まる下地は整っている(図表2-8)。25年度にかけてこうした動きが顕在化することで、労働生産性が改善し、実質賃金はプラス圏で推移するだろう。

図表 2-6 実質賃金見通し



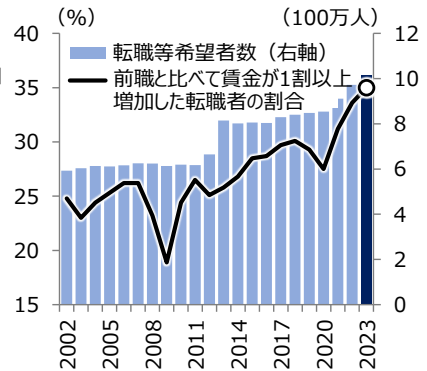
注:名目雇用者報酬/雇用者数を家計最終消費支出デフレーター(除く持家の帰属家賃)により実質化。
出所:内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 時間当たり実質賃金



注:1993年以前の名目雇用者報酬は93SNAのデータを用いて延伸。
出所:内閣府、総務省、厚生労働省より三菱総合研究所作成

図表 2-8 転職市場の動向

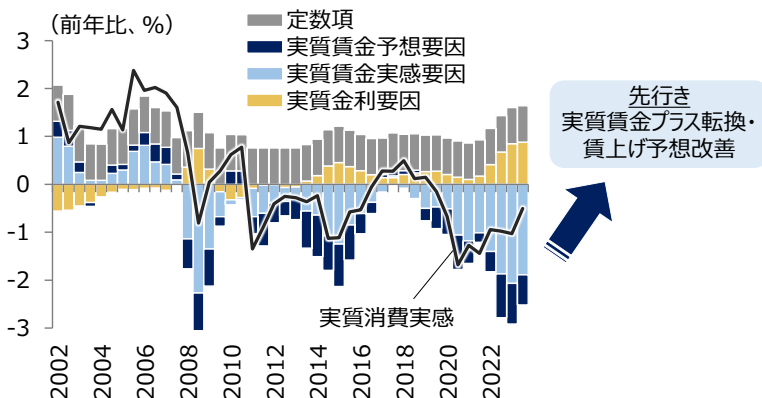


注:22年までは年度、23年度は10-12月期の値。11年以前の転職等希望者数は調査票変更のために水準が異なる。
出所:リクルート「転職時の賃金変動状況」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

持続的賃上げを受け、個人消費は緩やかに持ち直しへ

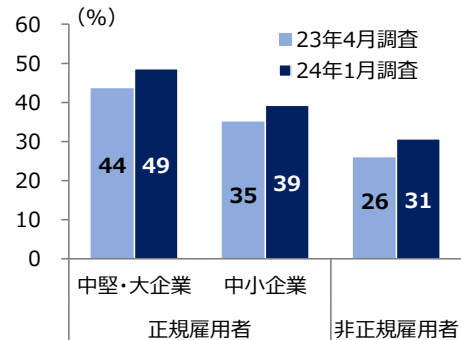
23年10-12月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比▲0.2%(23年7-9月期同▲0.3%)と、3四半期連続のマイナス成長となった。物価高によって家計の購買力が下押しされ、消費は停滞が続いている。先行きは、25年度にかけて実質賃金がプラスで定着するにつれて、実質消費も段階的に持ち直す見込み。実質民間最終消費は、24年度は前年比+1.2%、25年度は同+0.9%と緩やかな回復を予測する。

図表 2-9 実質消費実感の要因分解



注:勤労者短観における「物価/消費/賃金実感・予想」(カーソン・パーキン法により定量化)を変数として、次の消費関数を想定した回帰分析結果。実質消費実感 = $\alpha + \beta 1 * \text{実質賃金実感} + \beta 2 * \text{実質賃金予想} + \beta 3 * \text{実質金利} + \beta 4 * \text{実質賃金実感(1期ラグ)} + \beta 5 * \text{実質賃金予想(1期ラグ)}$ 。推計期間は2002-23年。
出所:連合総研「勤労者短観(首都圏・関西圏版)」、総務省、厚生労働省、内閣府、日本銀行より三菱総合研究所作成

図表 2-10 中長期的に賃金上昇を予想する労働者の割合(MRI調査)



注:3~5年後の賃金上昇率について、+1%以上と回答した労働者割合。中堅・大企業は勤務先の従業員数300人以上、中小企業は300人未満。
出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(回答者5,000人)

伊藤・開発[2016]¹を参考に、実質消費実感(勤労者が消費をどれだけ増やしたと感じているか)の変動を要因分解すると、実質賃金実感(■)の上昇に加えて、実質賃金予想の改善(■)にも消費実感を押し上げる効果があるが、2022年以降物価高が続くなかで実質賃金実感・予想ともにマイナス寄与が大きくなっている(図表2-9)。先行きは、実質賃金プラス転換に加えて、賃金上昇の持続性に対する家計の認識の強まりが、消費回復を後押しするだろう。当社の生活者市場予測システム(mif)上で実施したアンケート結果によると、足元の賃上げ機運の高まりを背景に、幅広い属性で中長期の賃上げ期待が高まっている(図表2-10)。

個人消費の拡大ペース加速のために将来不安の解消も重要

一段の消費回復には、将来不安の解消も不可欠である。実質賃金がプラス転換しても、家計の節約志向が続けば、消費拡大は期待できない。上述のアンケートで「今後消費を積極化させるのに必要な変化」を聞いたところ、「物価高の鎮静化」や「賃金上昇率の高まり」に次いで、「雇用・所得の安定的な確保」や「老後生活に必要な蓄えの確保」との回答が多い(図表2-11)。消費慎重化世帯の方が、これらの変化の実現可能性が低いと見積もっていることから、将来の雇用・所得や老後生活に対する不安が消費拡大を妨げているとみられる。

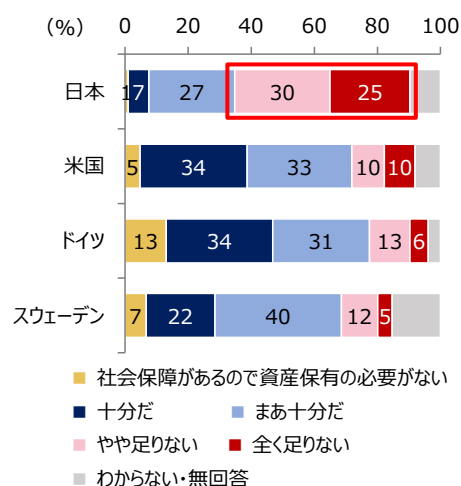
特に「老後生活に必要な蓄え」について、内閣府の調査によると、日本の高齢者の過半数が「足りない」と回答しており、米国やドイツ、スウェーデンと比較して多い(図表2-12)。24年初には新NISA(少額投資非課税制度)が導入されたこともあり、資産形成に向けた機運が高まっていることは若年層を中心に将来不安の緩和につながる可能性がある。一方で、必要な蓄えが不足している高齢者にとって、資産形成によって必要な蓄えを確保することは容易ではない。生活資金の大半を年金に頼るなか、年金制度や医療・介護費負担の不確実性が高まれば、将来不安は増大し、消費全体の約4割を占める高齢世帯の消費が下押しされかねない。税・社会保障制度改革を通じて、制度の持続性や財政への信認を高めることが重要である。

図表 2-11 消費積極化に必要な変化と実現可能性(MRI 調査)

(回答者割合、%)	その変化が重要だと思う割合	その変化が実現すると思う割合		
		消費前向き世帯	消費慎重世帯	差分
物価高の鎮静化	60.4	33.1	32.6	0.6
賃金上昇率の高まり	55.9	47.1	42.4	4.7
雇用・所得の安定的な確保	44.1	51.7	45.9	5.8
老後生活に必要な蓄えの確保	39.7	42.7	34.6	8.1
社会保障制度の持続性向上	31.0	32.3	31.8	0.5
日本経済の成長期待の高まり	21.2	38.2	32.5	5.7
株式などの資産価格の上昇	19.8	68.4	59.1	9.3
財政悪化への不安緩和	15.8	24.1	27.4	-3.2
災害や疫病などに強靱な社会	11.2	45.1	37.3	7.8

注:「消費前向き/慎重世帯」は24年度の消費の前年からの変化率予想が、23年度と同変化率見込みよりも高い/低い世帯。「重要だと思う割合」は、上位3項目を選択する複数回答。出所:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート(24年1月20・21日実施、回答者5,000人)

図表 2-12 高齢者の老後の備え



注:60歳以上を対象に、2020年に調査実施。出所:内閣府「高齢者の生活と意識に関する国際比較調査」より三菱総合研究所作成

注目点② 事業環境の変化に対応を迫られる企業 —— 将来の成長確保のため投資拡大姿勢を維持

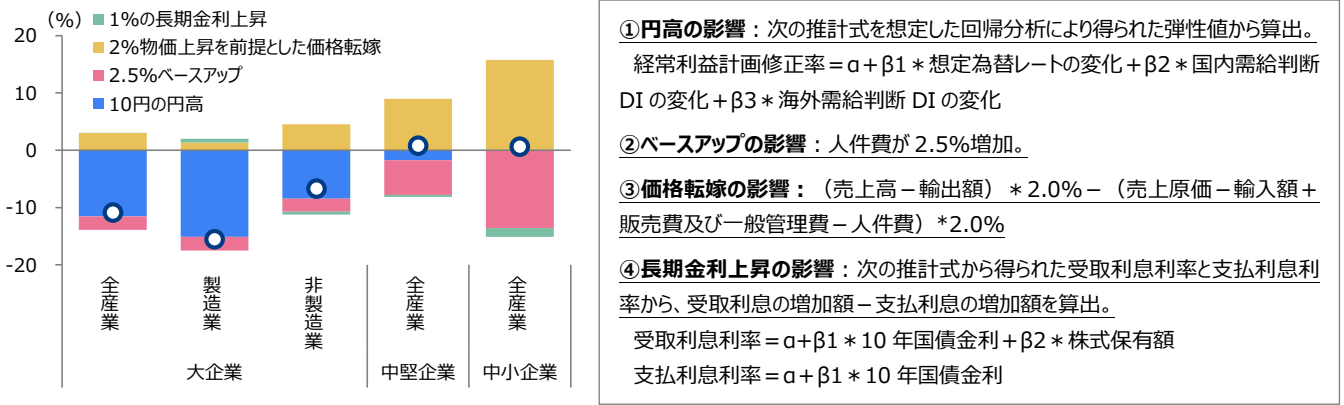
先行き企業収益の下押し要因多数、企業の価格転嫁や付加価値向上を促す

24年以降、賃金・物価の上昇や金利・為替の変動などが見込まれ、企業収益・事業を巡る環境は従来よりも変化の激しい局面が想定される。そこで、①円高、②賃上げ、③価格転嫁の進展、④金利上昇が企業の経常利益に与える影響を試算したところ、企業規模・業種による差が大きい結果となった(図表2-13)。円高による収益下押し効果は大企業・製造業を中心に大きく、賃上げ(人件費の増加)は中小企業で下押し効果が大きい。金利上昇の悪影響は、企業の借入れにおける長期・固定金利の割合が高まっていることもあり、比較的小さいが、金利の上昇幅は不透明感も大きい。

こうしたなかで、持続的に企業収益を高めるためには、価格転嫁を進めることに加えて、設備投資による事業効率化や付加価値の向上が不可欠である。

¹ 伊藤・開発(2016)「物価・賃金予想と家計の支出行動 —「勤労者短観」を用いた分析—」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ。論文では個票データを用いたパネル分析を実施しているが、本稿ではマクロデータを用いて分析した。

図表 2-13 経常利益の変動要因



注：2022年度の法人企業統計をベースとして試算。金融・保険業を除く。

出所：財務省「法人企業統計」、日本銀行「短観」、経済産業省「企業活動基本調査」、財務省「国債金利情報」より三菱総合研究所作成

企業の設備投資拡大姿勢は不変、GXや人手不足対応が本格化

設備投資は、供給制約の影響などから伸び悩んでいる。23年10-12月期の実質設備投資は、季調済前期比▲0.1%（23年7-9月期同▲0.6%）と、3四半期連続のマイナス成長となった。強気な各種設備投資計画が続いているものの、コスト高や人手不足が投資の重しとなっているとみられる。

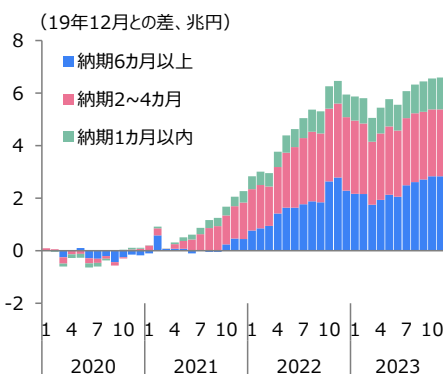
先行きは、24年度前年比+2.9%、25年度同+2.1%と拡大傾向とみる。その背景として、輸入コストの低下を受け資本財価格の上昇が一服することに加え、①国内生産拠点の重要性の高まり、②GX（グリーントランスフォーメーション）投資支援の加速、③産業・社会構造変化に対応した投資需要の強まり、が挙げられる。

①について、経済安全保障の観点などから国内生産拠点を重視する傾向が強まっており、生産設備などの機械の受注残高は近年急拡大している（図表2-14）。特に、納入期間の長い品目でその傾向が強いことから、段階的に投資として現れるだろう。

②について、GX経済移行債が24年2月に初回発行され、政府によるGX投資支援（10年間で20兆円規模）は今後本格化する。23年12月に公表された「分野別投資戦略」によると、既に13兆円程度の投資支援分野・規模が想定されている（図表2-15）。分野別では、予算措置が済んでいる蓄電池や自動車に関する投資支援が先行し、先行きはエネルギー分野（水素、次世代再エネなど）で大規模な投資支援が見込まれる。

③について、日本銀行が景気動向に関する各支店のヒアリング結果をまとめた地域経済報告から、設備投資に関するコメントに頻出するキーワードを集計したところ、「EV」、「半導体」に対する言及が昨年から引き続き多く、中長期的に設備投資の押し上げが期待される（図表2-16）。また、24年には「物流」に関する言及が急増し、運送業界の2024年問題（時間外労働時間の上限規制適用開始）に対応するための業務効率化も投資拡大要因となろう。「人手不足」は事業拡大投資に対する制約との指摘もあるものの、効率化の必要性を高め、一段と企業の省力化投資を促すだろう。

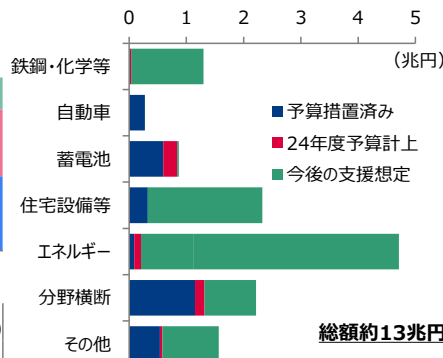
図表 2-14 機械受注残高



注：納期区分は内閣府（2014）「先行指標から見た設備投資」に準じた。海外受注を含む。

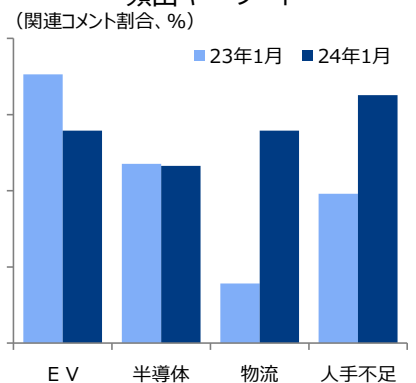
出所：内閣府「機械受注統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 GX 投資支援額



出所：経済産業省「分野別投資戦略」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 設備投資に関する頻出キーワード



注：設備投資に関する企業等の主な声を対象に、該当キーワードを含むコメント数/全コメント数により算出

出所：日本銀行「地域経済報告」より三菱総合研究所作成

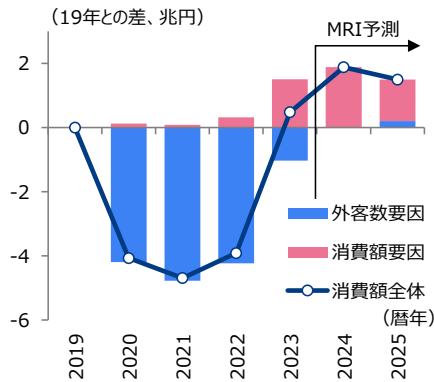
輸出は増勢鈍化、インバウンド受入能力拡大が課題

輸出(財+サービス)は、24年度前年比+1.4%、25年度同+1.0%と鈍化するものの、増加基調を維持するとみる。主にインバウンド消費がサービス輸出を押し上げるほか、財輸出もプラス方向に作用する。

インバウンド消費は、23年(暦年)に5.3兆円とコロナ禍の落ち込みから急回復し、過去最高を更新した。先行きは、外客数の回復に伴い24年には6.7兆円(19年時点4.8兆円から2兆円弱の拡大)まで拡大が見込まれる(図表2-17)。もっとも、ホテルの人手不足や来訪地域の集中などから、外客数の拡大ペースは鈍化すると思われる。円高傾向への転換もあり、25年にかけてインバウンド消費額が伸び悩む局面も予想される。

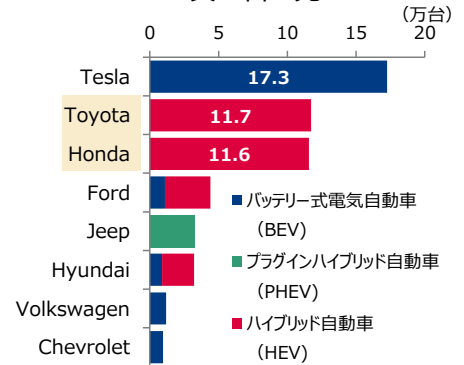
財輸出は増勢が鈍化するものの、米国経済の軟着陸(緩やかな減速)のもとで底堅いとみる。半導体関連需要の回復(後述)が見込まれるほか、自動車需要も米国を中心に強い。米国ではガソリン車保有者の買い替え先としてハイブリッド自動車の需要が依然強く、日系メーカーのシェアが高い(図表2-18)。EV普及ペースに不透明感はあるものの、短期的には米国向け自動車輸出は底堅いだろう。

図表 2-17 インバウンド消費額



出所:観光庁「訪日外国人消費動向調査」、日本政府観光局「訪日外客統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 米国におけるガソリン車からの買い替え先



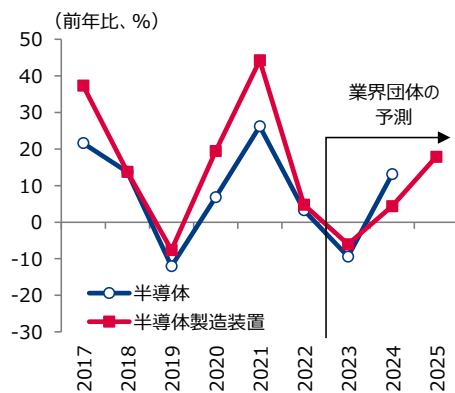
注1:23年1~10月におけるガソリン車保有者の買い替え車種上位21種を集計。
注2:ToyotaはLexus、HyundaiはKiaを含む。
出所:S&P Global Mobilityより三菱総合研究所作成

自動車生産は個社要因で一時停滞、中長期的にはEVシフトの影響にも留意

鉱工業生産は、24年度前年比+2.2%、25年度同+3.0%と回復を見込む。①内需の回復、②底堅い財輸出に加え、③半導体サイクルの好転も下支え要因となる。③について、在庫調整進展や生成AIの市場拡大を踏まえ、半導体や同製造装置は24年以降に需要回復が見込まれている(図表2-19)。

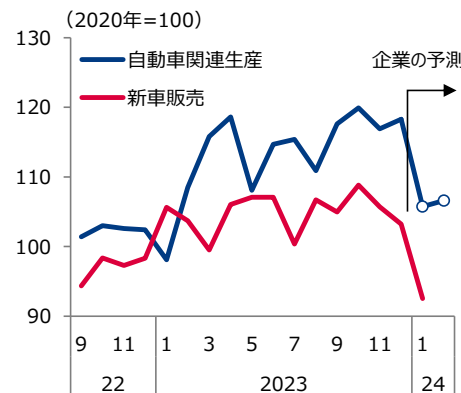
ただし、自動車生産について、短期的な下振れと中長期的な構造変化の影響に注意が必要である。短期的な下振れについて、新車販売は24年1月に急減し、自動車関連生産も1月に大幅な落ち込みが予測されている(図表2-20)。個別メーカーの出荷停止措置が影響しており、生産の正常化が遅れば景気への悪影響拡大が懸念される。中長期的な構造変化については、帝国データバンクの調査によると、自動車関連業種の企業の約半数はEV普及により業界にマイナスの影響があると認識している(図表2-21)。部品メーカーを中心に、業態転換や事業再構築が求められる。

図表 2-19 半導体関連需要(世界売上)



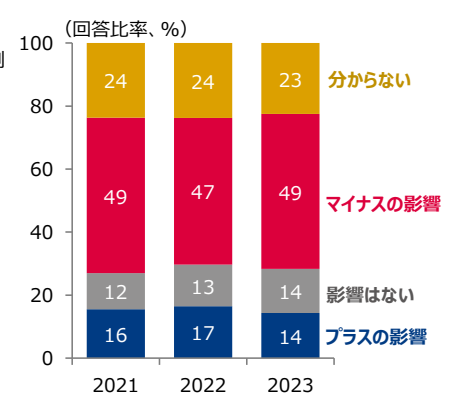
注:半導体の予測は23年11月時点、半導体製造装置の予測は23年12月時点。
出所:WSTS(世界半導体市場統計)、SEMI(国際半導体製造装置材料協会)より三菱総合研究所作成

図表 2-20 自動車生産・販売



注:自動車関連生産の予測(24年1月上旬調査時点)は、輸送機械工業の値。新車販売の季節調整は当社試算。
出所:経済産業省「鉱工業指数」、「製造工業生産予測指数」、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より三菱総合研究所作成

図表 2-21 EV普及の影響



注:自動車関連業種に属する企業が対象。
出所:帝国データバンク「自動車関連業種におけるEV普及の影響/参入企業の実態調査(2023年)」より三菱総合研究所作成

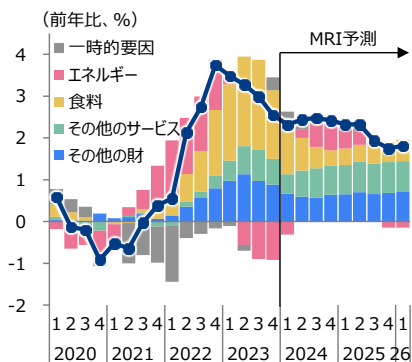
注目点③ 金融政策正常化と経済への影響 — 24年4月に正常化着手、ゼロ金利解除は25年に

コアCPIは+2%以上の伸び率維持へ、サービス価格の安定的な上昇は続く

コアCPI(生鮮食品を除く総合)の伸び率は、鈍化している。23年12月のコアCPIは、前年比+2.3%と1年6カ月ぶりに+2%台前半の伸び率となった。特に、食料など財価格の伸び率鈍化が鮮明である。

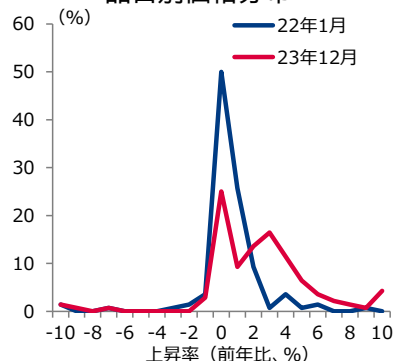
もっとも、先行きのコアCPIは、24年度前年比+2.4%、25年度同+2.0%と日本銀行が物価安定目標として掲げる「2%」以上で推移すると予測する(図表2-22)。背景は3つある。第一に、サービス価格による物価押し上げが強まっている。サービスの品目別価格分布を過去と比較すると、分布の中心が0%近傍から右にシフトしている(図表2-23)。賃金の伸びが高まるなか、それを前提とした価格設定が広がりつつある可能性を示している。第二に、家計の物価認識として+2%程度の物価上昇が定着しつつある(図2-24)。第三に、上述の景気回復により、経済全体の物価上昇圧力の強まりが見込まれる。

図表 2-22 コア CPI



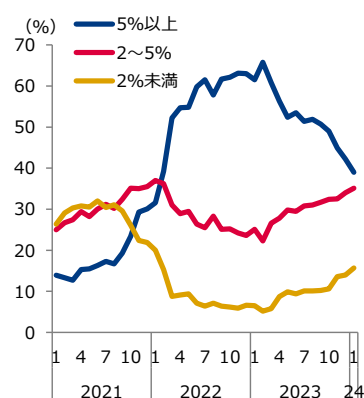
注:ガソリン補助金、電気代・都市ガス代抑制策は、24年5月以降補助幅を縮小し、24年8月まで実施と想定。一時的要因は、消費税増税・幼児教育無償化、携帯電話通信用料値下げ、宿泊料支援制度の影響を合算。出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-23 サービスの品目別価格分布



注:階級幅は1%ポイント(中心の0%の範囲は前年比-0.5~+0.5%)。ヒストグラムの左端は同-9.5%未満、右端は同+9.5%以上の品目の割合。出所:総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-24 家計の期待インフレ率



注:1年後の物価予想に関する回答割合。上昇予想のみ。出所:内閣府「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

24年4月に金融政策正常化着手、25年にゼロ金利解除へ

賃金・物価が相互に波及しながら上昇する構図が定着し始めれば、現行の極めて緩和的な金融政策を見直す前提が整うこととなる。日本銀行は、賃金上昇と企業による価格転嫁の持続性の確度を確認した後、政策正常化に着手するとみる。具体的には、24年4月に短期のマイナス金利政策の解除とイールドカーブ・コントロールの見直し(市場の実勢に合わせた長期金利の変動許容幅拡大など)を予想する。4月までには、春闘の回答結果だけでなく、短観3月調査などを参考に、賃金・物価上昇の持続性が判断できるだろう。24年1月の金融政策決定会合でも、「政策修正の要件が満たされつつある」などの大規模金融緩和からの出口を意識した意見や政策修正が遅れるリスクへの言及があった。実質 GDP 成長率が2四半期連続でマイナスになるなど弱い動きが続いているが、日本銀行は賃金上昇を伴う持続的な物価上昇のモメンタムは損なわれていないと判断し、金融政策正常化に踏み切るとみる。

正常化後の短期政策金利の推移を展望すると、24年内はゼロ金利が維持されるだろう。23年12月の金融政策決定会合でも、複数の委員から、当面は大幅な金融緩和継続の可能性が高いとの指摘があった。1999年のゼロ金利政策の導入以降、大半の期間でゼロ近傍の金利水準が続いたことから、それを前提とした経済構造が根付いてきた。そのため、ゼロ金利政策を解除した場合の長期金利への波及や実体経済への影響を慎重に見極める必要がある。もっとも、25年度は需給ギャップのプラス定着や期待インフレ率の高まりを踏まえて、金融環境の緩和度合いを調節する観点から、25年中に政策金利を計0.5%ポイント引き上げると予想する。

図表 2-25 金利



注:貸出約定平均金利は新規・長期。出所:財務省「国債金利情報」、日本銀行「貸出約定平均金利」、「コール市場関連統計」より三菱総合研究所作成

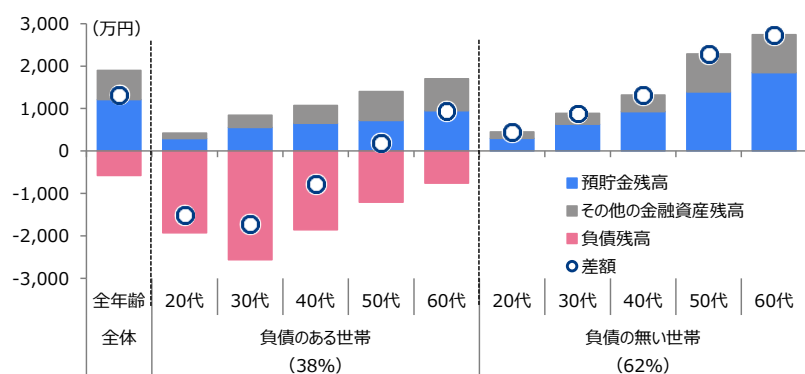
イールドカーブ・コントロールの見直し後、長期金利の金利形成は一段と市場に委ねられることになり、期待インフレ率の推移に沿う形で上昇するだろう。長短金利差は、徐々に量的・質的金融緩和以前の平均的な水準にまで拡大すると見込まれ、長期金利は、24年度末にかけて1%台前半、25年度末には1%台半ばまで上昇すると予想する(図表2-25)。ただし、市場の金利形成機能が安定するまでの間、日本銀行は、イールドカーブ・コントロールの見直し後も、市況の急変に備えた機動的なオペなどの対応策を維持するとみる。

金利上昇による経済への影響は経済主体により大きく異なる

金利上昇による経済への影響を検証したところ、上記の想定範囲内であれば大きな下押しにはならない。ただし、影響の大きさは、家計部門では年代や金融資産・負債の保有状況、企業部門では収益力により大きく異なる点には注意が必要である。

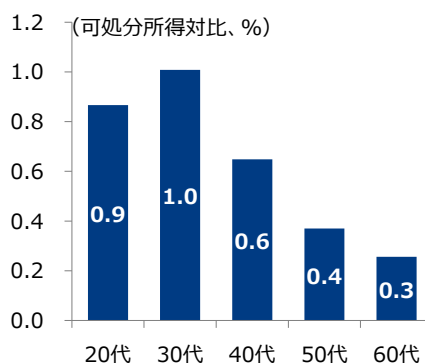
まず、家計部門については、預金金利の上昇により受取利息が増加する一方、住宅ローンなど債務の支払利息負担の増加が見込まれる。家計の資産・負債残高を世帯属性別に比較すると、年齢や住宅ローンの有無によって影響が異なることが想定される(図表2-26)。預金を多く保有する高齢者層などでは、利子所得の増加というプラスの影響が大きい一方、40代以下の住宅ローン保有世帯では利払い費用の増加というマイナスの影響が大きくなる。住宅ローン残高の約7割が変動金利型であることから、金利上昇により利払い費用が増加する傾向が強い。短期金利が0.5%ポイント上昇した場合の変動型住宅ローンの返済負担に対する影響を試算すると、20代や30代で可処分所得比1%前後の負担増が発生する(図表2-27)。もっとも、その過程では賃金が上昇することが見込まれるため、景気が大きく下押しされる事態は想定していない。

図表2-26 家計の金融資産・負債残高



注:2022年の平均値。二人以上の世帯。かっこ内の数字は、集計世帯数の割合。
出所:総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

図表2-27 金利上昇による住宅ローン返済負担増(MRI試算)

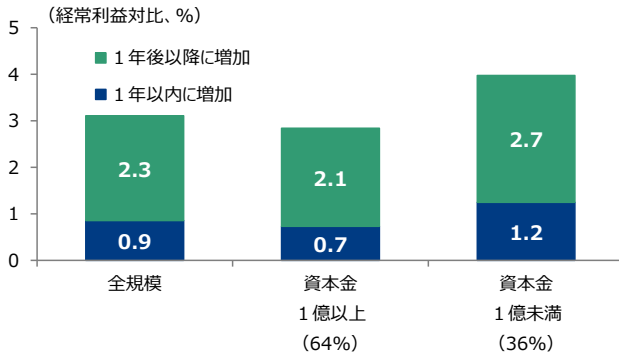


注:二人以上の勤労者世帯。変動型住宅ローン返済について、元利均等払い、直近の適用金利を0.5%とし、0.5%ポイントの金利上昇を想定。
出所:総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

次に、企業部門への影響は、24年中は限定的にとどまるとみる。長期金利は22年以降に0.5%ポイント上昇したものの、企業向け貸出金利を含めた貸出約定平均金利はおおむね横ばい圏内にとどまっている(前掲図2-25)。金融政策正常化後も短期金利は当面0%程度が継続する見込みであり、24年中も貸出約定平均金利は小幅上昇にとどまるとみる。25年に短期金利が上昇した場合には貸出約定平均金利も同程度の上昇が想定されるが、設備投資を大幅に抑制するほどの収益下押しにはならないだろう。

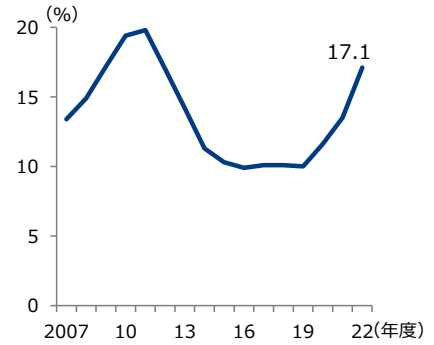
金利上昇による企業の負担増という観点から、企業の借入金利が0.5%ポイント上昇した場合の利払い負担の変化を試算すると、経常利益対比で3%程度(利上げ後1年以内では1%程度)となり、中小企業の負担がより大きくなる(図表2-28)。12年以降の景気拡大局面における平均的な経常利益増加率は約10%であり、景気拡大が続く下では金利負担増の影響は収益増によって相殺可能である。ただし、金利上昇の影響は企業の収益力により大きく左右される点には注意が必要である。帝国データバンクの集計によると、ゼロゼロ融資の影響などから20年以降に「ゾンビ企業」の割合は大幅に上昇した(図表2-29)。金利上昇局面では、企業はより高い収益を上げる必要性に迫られるため、収益性の高い事業が選択され、結果として企業の収益性強化につながる側面があるとも考えられるが、金利上昇による債務負担増加で市場からの退出を余儀なくされる企業の増加も見込まれる。収益性向上のためのM&Aの活用促進や、経営悪化時の円滑な事業継承や事業再生、円滑な労働移動に対する支援も不可欠であろう。

図表2-28 金利上昇による企業の利払い負担増(MRI試算)



注:23年第3四半期まで1年間のデータを基準に、負債利率率(短期・長期)が0.5%ポイント上昇した場合の利払い負担増加額を試算。企業の有利子負債を日銀資料などに基づいて、①短期負債、②長期負債(変動利率)、③長期負債(固定利率)に区分し、①と②については金利上昇から1年以内に利払い負担が増加すると想定。有利子負債=借入金(短期・長期)+社債。かつこの数字は売上高の割合。
出所:財務省「法人企業統計」、日本銀行「貸出金・債券・預金の期間別残高」、「貸出約定平均金利」、「金融システムレポート」より三菱総合研究所作成

図表2-29 ゾンビ企業の割合



注:ゾンビ企業割合=ゾンビ企業数/集計可能企業数。「ゾンビ企業」の定義は、設立10年以上かつ、EBITから支払利息を除いた額が3年連続でマイナス。
出所:帝国データバンク「ゾンビ企業」の現状分析より三菱総合研究所作成

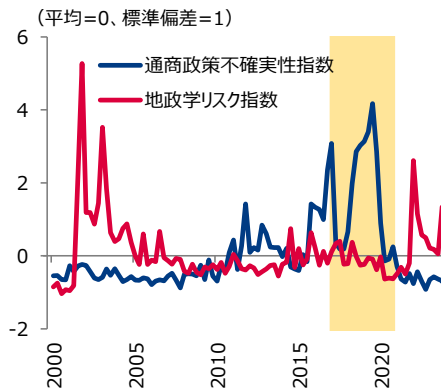
(3) 日本経済の先行きリスク — 国内外の環境変化が内需回復に水を差す恐れあり

先行きの景気について下振れリスクが相対的に大きく、①国際情勢の不安定化、②人手不足による経済活動への制約の強まり、が挙げられる。

①について、24年には米国の大統領選挙を筆頭に世界的に政治イベントが相次ぐ。中東情勢の混乱やウクライナ紛争の長期化など地政学的緊張も長期化の様相を呈している。国際情勢の不安定化により資源価格の高騰など外生的な物価上昇圧力が強まれば、実質賃金のマイナスが続き、消費の回復が腰折れする懸念がある。また、経済に対する先行き不透明感から設備投資が手控ええられる可能性もある。米国でトランプ政権が発足した17年以降には日本の通商政策に関する不確実性が急上昇したほか、近年では地政学リスクが高まりつつある(図表2-30)。

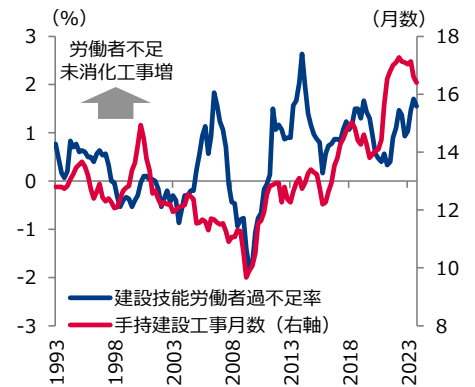
②について、省力化投資の停滞や労働力のミスマッチ拡大により、人手不足による経済活動への制約が強まれば、成長率の下振れは避けられない。特に、足元では建設技能労働者の不足などから未消化の建設工事が増加しており(図表2-31)、国内で相次ぐ工場新設の遅れや震災からの復旧を含む公共工事の工期長期化が懸念される。それは、短期的な経済成長率の下振れだけでなく、潜在成長率の低下にもつながる恐れがある。

図表 2-30 通商政策不確実性指数・地政学リスク指数



注1:新聞などにおける関連記事の登場回数を定量化した指数。通商政策不確実性指数は日本、地政学リスク指数は世界を対象に集計。
注2:1987~2022年の平均・標準偏差により基準化。黄色の網掛けは、米国におけるトランプ氏の大統領在任期間。
出所:Elif C. Arbatli Saxegaard, Steven J. Davis, Arata Ito, and Naoko Miake “Policy Uncertainty in Japan”, Dario Caldara, Matteo Iacoviello (https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm)より三菱総合研究所作成

図表 2-31 建設需給関連指標



注:手持建設工事月数は、大手50社ベース。
出所:国土交通省「建設労働需給調査」、「建設工事受注動態統計調査」より三菱総合研究所作成

トピックス：能登半島地震の経済影響

24年1月1日、石川県能登半島を中心に最大震度7の地震が発生した。沿岸部は大型の津波に見舞われ、各地で地盤の液状化・隆起が発生するなど、住民・建造物などに甚大な被害をもたらした。

能登地域、主力産業の製造・建設・観光への悪影響大

地震発生前、能登地域²で生み出されていた付加価値は、23年時点で7,800億円程度と推計される。純付加価値ベースの産業構成をみると、製造業が31.5%、建設業が10.8%と全国に比べて大きい(図表2-32)。製造業の内訳では、特に電子部品や繊維の割合が大きい。

製造業について、電子部品工場は徐々に生産再開へ動き出しているものの、被害の大きい工場では生産停止が続いており、サプライチェーンを通じた他地域の生産への影響も懸念される。被災地の復旧において重要な役割を担う現地の建設業者の被災は、復旧の遅れにつながる可能性がある。また、観光需要の減少も、宿泊・飲食や小売など幅広い業種への悪影響が見込まれる。能登地域を訪れる観光客数はコロナ危機前の19年時点で800万人弱と、石川県を訪れる観光客の3分の1にも相当し、地域経済における存在感は大きい。

図表 2-32 能登地域の産業構成

	能登	全国
農林漁業	1.5 %	0.4 %
建設業	10.8 %	7.0 %
製造業	31.5 %	16.4 %
卸売・小売	16.1 %	16.2 %
宿泊・飲食	2.8 %	2.0 %
その他	37.2 %	58.1 %

注：2020年の純付加価値ベース。純付加価値＝売上金額－費用総額＋給与総額＋租税公課
出所：総務省「令和3年経済センサス」より三菱総合研究所作成

有形固定資産の被害は2兆円強、付加価値の下押しは1,600億円程度に

震災により社会資本(道路など)や住宅・企業設備が大きな被害を受けた。これらの有形固定資産(ストック)の毀損額は、2.2兆円程度と推計される(図表2-33)。能登地域におけるストックの約25%に相当し、生活・産業の基盤に大きなダメージがあった。内訳をみると、道路の毀損額が大きく、今後の復旧に向けたボトルネックとなる可能性がある。

ストックの毀損に伴い生産活動が制約を受け、地域の生み出す付加価値の下押しも見込まれる。多数の住民が避難生活を続けており、従業員の職場復帰に時間を要することも、生産活動の重しとなる。電気・水道など基本的なインフラが3カ月程度、労働力が1年程度で正常化すると仮定すれば、能登地域で産出される年間付加価値は1,630億円(約21%)下押しされる可能性がある(図表2-34)。

今後は、復旧・復興需要を糧にした地域経済の再建とともに、震災を契機として地域の課題・特性を踏まえた「より良い復興(Build Back Better)」を実現する、という視点も重要である。また、能登地域という高齢化が進んだ過疎地域での発災時対応および復旧・復興への動きは、今後日本が直面するであろう災害への備えとして学ぶべき点が多い。能登半島地震は、少子高齢化が進んだ将来における都市部での大災害や、南海トラフ地震等における過疎地被災とも共通点がある。今回浮き彫りになった課題を踏まえ、次なる災害に備えて修正していくことが、災害に対してレジリエントな社会の構築に向けて重要になる。

図表 2-33 能登地域のストックの毀損額

(兆円)	有形固定資産ストック			推計毀損額
	石川県	富山県	うち能登地域	
社会資本	10.7	10.9	5.7	1.4
道路	3.7	3.7	2.3	0.8
治山・治水・海岸	1.6	2.3	1.2	0.2
農林水産業	1.4	1.4	0.8	0.2
その他	4.0	3.4	1.4	0.2
住宅	4.0	3.5	1.1	0.3
民間企業設備・在庫	6.5	6.8	1.6	0.5
合計	21.1	21.1	8.4	2.2

注：毀損率は、1月25日時点での官庁や各都道府県発表の被害状況や東日本大震災の毀損率等を参考に推計。

出所：各種資料より三菱総合研究所作成

図表 2-34 能登地域の付加価値の下押し額(1年間)

(億円)	付加価値の下押し額
農林漁業	30
建設業	180
製造業	510
卸売・小売	260
宿泊・飲食	50
その他	600
産業計	1,630

注：付加価値の下押し額は、内閣府(2016)「平成28年熊本地震の影響試算の推計方法について」の手法を参考とした。

出所：総務省「令和3年経済センサス-活動調査」、内閣府「県民経済計算」、石川県、富山県より三菱総合研究所作成

² 能登地域は半島振興法で指定された13市町。石川県は七尾市、輪島市、珠洲市、羽咋市、かほく市、河北郡津幡町、河北郡内灘町、羽咋郡志賀町、羽咋郡宝達志水町、鹿島郡中能登町、鳳珠郡穴水町、鳳珠郡能登町、富山県は氷見市。

図表 2-35 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

		年度				年度（前年比）			
		2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
		実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測
名目	国内総生産 (= GDP)	566,481	596,566	614,237	631,553	2.3%	5.3%	3.0%	2.8%
	民間最終消費支出	315,843	323,463	334,210	343,526	5.9%	2.4%	3.3%	2.8%
	民間住宅投資	21,800	22,026	21,948	22,130	1.5%	1.0%	▲0.4%	0.8%
	民間企業設備	96,889	99,433	103,590	107,887	7.8%	2.6%	4.2%	4.1%
	民間在庫品増加	3,616	2,304	1,692	1,735	***	***	***	***
	政府最終消費支出	122,092	124,192	125,847	127,956	2.8%	1.7%	1.3%	1.7%
	公的固定資本形成	29,278	31,001	32,129	33,369	▲1.7%	5.9%	3.6%	3.9%
	公的在庫品増加	▲64	▲22	90	226	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲22,973	▲5,834	▲5,270	▲5,275	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	123,245	131,515	132,633	133,564	18.7%	6.7%	0.8%	0.7%
財貨・サービス輸入	146,218	137,349	137,903	138,839	32.3%	▲6.1%	0.4%	0.7%	
実質	国内総生産 (= GDP)	551,921	558,860	563,438	567,916	1.5%	1.3%	0.8%	0.8%
	民間最終消費支出	298,114	297,053	300,535	303,204	2.7%	▲0.4%	1.2%	0.9%
	民間住宅投資	18,288	18,562	18,423	18,341	▲3.4%	1.5%	▲0.8%	▲0.4%
	民間企業設備	89,874	89,560	92,146	94,100	3.4%	▲0.3%	2.9%	2.1%
	民間在庫品増加	3,025	1,868	1,569	1,582	***	***	***	***
	政府最終消費支出	119,327	119,954	120,445	120,927	1.4%	0.5%	0.4%	0.4%
	公的固定資本形成	25,853	26,667	27,336	28,006	▲6.1%	3.1%	2.5%	2.5%
	公的在庫品増加	37	▲31	▲30	▲30	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲1,842	5,189	3,325	2,101	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	108,739	113,122	114,717	115,894	4.7%	4.0%	1.4%	1.0%
財貨・サービス輸入	110,582	107,933	111,392	113,793	6.9%	▲2.4%	3.2%	2.2%	
指数	鉱工業生産指数	104.9	104.4	106.7	109.9	▲0.3%	▲0.5%	2.2%	3.0%
	国内企業物価指数	117.2	119.8	121.8	123.9	9.5%	2.3%	1.6%	1.7%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	103.0	105.8	108.4	110.5	3.0%	2.8%	2.4%	2.0%
	GDPデフレーター	102.6	106.7	109.0	111.2	0.8%	4.0%	2.1%	2.0%
	完全失業率	2.6%	2.6%	2.4%	2.3%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	86.1	80.3	78.9	77.9	▲0.6%	▲6.7%	▲1.7%	▲1.3%
	対外バランス	経常収支（10億円）	8,268	24,209	21,019	18,129	***	***	***
貿易・サービス収支		▲23,389	▲6,846	▲8,064	▲7,596	***	***	***	***
貿易収支		▲18,028	▲3,923	▲3,708	▲3,132	***	***	***	***
輸出		99,675	102,014	102,844	104,503	16.4%	2.3%	0.8%	1.6%
輸入		117,703	105,937	106,552	107,636	35.0%	▲10.0%	0.6%	1.0%
サービス収支		▲5,362	▲2,923	▲4,356	▲4,463	***	***	***	***
通関収支戻（10億円）		▲22,035	▲6,677	▲5,953	▲5,969	***	***	***	***
通関輸出	99,225	102,689	103,605	104,333	15.5%	3.5%	0.9%	0.7%	
通関輸入	121,260	109,366	109,558	110,302	32.5%	▲9.8%	0.2%	0.7%	
為替等	無担保コール翌日物金利（年度末）	-0.02%	-0.01%	0.00%	0.50%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.30%	0.65%	1.05%	1.45%	***	***	***	***
	日経平均株価	27,277	32,977	37,250	38,375	▲3.9%	20.9%	13.0%	3.0%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	89.7	77.4	80.0	80.0	16.2%	▲13.7%	3.4%	0.0%
	円/ドル レート	135.5	144.4	136.5	123.5	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.042	1.086	1.090	1.090	***	***	***	***
円/ユーロ レート	141.0	156.7	148.8	134.6	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、日経平均株価、原油価格、および為替レートは年度中平均。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

(1) 米国経済の現況

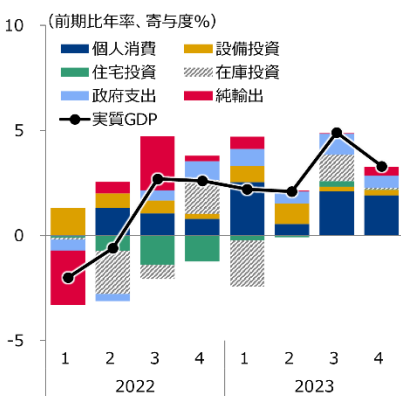
長引く金融引き締めの中でも、経済成長率は依然堅調

米国経済は、長引く金融引き締めの中でも、堅調に推移している。23年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.3%（前期同+4.9%）と、伸びは鈍化したが、潜在成長率（1%台後半）を大幅に上回っている（図表3-1）。内訳をみると、GDPの約7割を占める個人消費（図表3-1■）が、底堅い雇用・所得環境を背景に同+2.8%（前期同+3.1%）と、高い伸びを維持し、成長を牽引した。

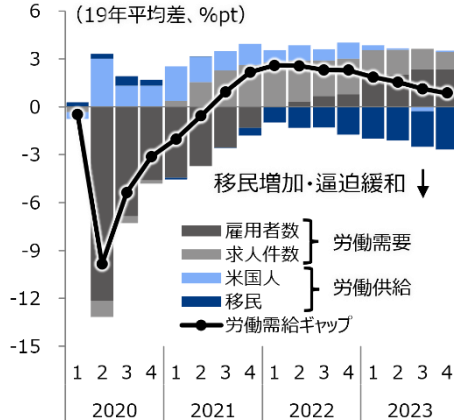
供給制約の緩和で、堅調な経済成長とインフレ率鈍化が継続

①コロナ禍の財政支援に加え、②供給制約の緩和が、堅調な経済成長とインフレ抑制を両立させている。①について、コロナ禍の財政支援等で家計に蓄積された約2.0兆ドルのうち1.4兆ドル程度が取り崩されており、消費の原資となっている。②について、サプライチェーン混乱解消により財供給が回復している。加えて、過去ペースを上回る移民流入に伴う労働供給の回復（図表3-2■）が進展し、労働需給ギャップ（労働市場の逼迫度）は段階的な緩和を続けている。底堅い雇用環境の下、モノやヒトの供給制約の緩和により物価の伸びが鈍化したことで、実質賃金（図表3-3■）は23年半ば以降プラスに転じ、家計購買力を下支えしている。

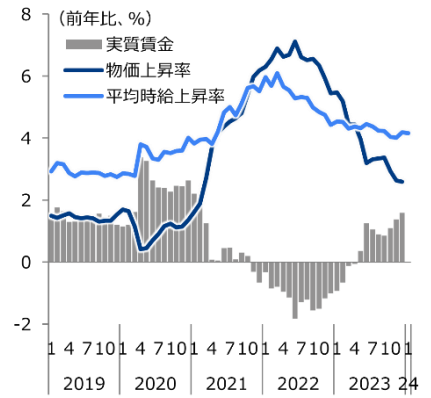
図表 3-1 実質 GDP 成長率



図表 3-2 労働需給ギャップ



図表 3-3 物価上昇率、平均時給上昇率、実質賃金



出所：米国商務省より三菱総合研究所作成

注：労働需給ギャップ＝（労働需要－供給）÷供給。供給は労働力人口、需要は雇用者数＋求人情数。移民はMRIの季節調整値。
出所：FRED、Macrobondより三菱総合研究所作成

注：物価はPCE総合指数。物価・実質賃金の直近は23年12月、平均時給は24年1月。
出所：米国労働省、米国商務省より三菱総合研究所作成

(2) 米国経済の先行き

24年半ばにかけて減速後、緩やかに回復へ

米国経済は急減速を回避し、軟着陸に向かうと予想する。24年の米国の実質GDP成長率は、前年比+2.1%と緩やかな減速を見込む（図表3-4）。23年実績の上振れを踏まえ、前回（同+1.2%）から上方修正する。コロナ禍での家計への財政支援効果の剥落や企業の利払い負担の増加は、消費・設備投資の伸びを抑制する。もっとも、インフレの落ち着きを受け、FRBは24年央以降利下げを実施するほか、構造的な人手不足による解雇抑制や産業政策が成長率を下支えすることから、成長率の大幅な落ち込みは回避されるだろう。

25年は景気抑制的な金利水準が続くことで、同+1.7%と潜在成長率並み（1%台後半）の成長に落ち着くと予想する。

なお、本予測は米大統領選でバイデン大統領が再選された場合である。第2次トランプ政権が成立した場合、輸入関税引き上げで25年の成長率は小幅の下振れを予想する（詳細は後述・注目点③を参照）。仮に所得・法人減税が実施される場合でも、景気浮揚効果の発現は主に26年以降となるだろう。

先行きの注目点は、①消費・投資の行方、②物価と金融政策の行方、③大統領選挙の影響、の3点である。

図表 3-4 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2022	2023	2024	2025
実質GDP	1.9	2.5	2.1	1.7
個人消費	2.5	2.2	2.0	1.5
設備投資	5.2	4.4	1.6	2.7
住宅投資	▲9.0	▲10.7	1.8	3.7
在庫投資寄与度	0.5	▲0.4	▲0.1	0.1
政府支出	▲0.9	4.0	3.3	1.2
純輸出寄与度	▲0.5	0.6	▲0.1	▲0.2
輸出等	7.0	2.7	2.0	1.7
輸入等<控除>	8.6	▲1.7	1.8	2.6
FFLレート誘導水準(年末)	4.25-4.5	5.25-5.5	4.5-4.75	3.25-3.5
物価(CoPCE)	5.3	4.0	2.4	2.1
失業率	3.6	3.6	4.1	4.1

出所：実績はFRB、米国商務省、米国労働省、予測は三菱総合研究所

注目点① 消費・投資の行方 —— 金融引き締めの中、人手不足・産業政策が成長を下支えし、軟着陸へ

内需(消費・投資)の伸びは、24年半ばにかけて鈍化するとみる。これまで、金融引き締めの需要抑制効果を緩和していた、コロナ禍での家計の財政支援の下支え剥落に加え、企業の金利負担が増加するからである。

消費については、①コロナ禍で蓄積された貯蓄の枯渇に加え、②金融引き締めによる信用状況の悪化が、家計の支出を抑制するとみる。①について、コロナ禍で蓄積された貯蓄は24年半ばにはコロナ危機前トレンド並の水準まで減少すると見込まれる。②について、低中所得者層の利用が多い中堅・中小行のクレジットカードローン延滞率は23年7-9月期時点で7.5%と統計開始(91年)以来の高水準で推移している。家計の信用環境悪化に伴い、支出抑制の動きが強まるだろう。

企業活動については、金融引き締めの影響が時間差を伴って顕在化し、設備投資の伸びは鈍化すると予想する。既往の大幅利上げにもかかわらず、企業の金利負担の増加は限定的にとどまっている。背景には、多くの企業が、①コロナ禍の金融緩和局面で、長期固定利率での調達を増やしたこと、②利上げ以降、手元資金をより金利の高いMMF(マネー・マーケット・ファンド)などへ移し、金利収入を増加させてきたことがある。

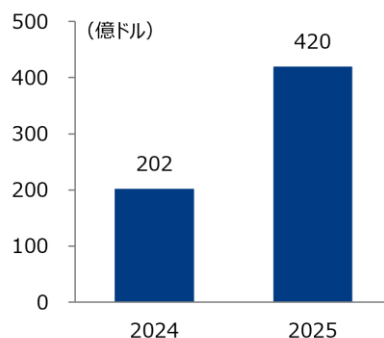
しかし、24年以降、コロナ禍で発行した社債の償還/借り換えが急増する³。償還分の借り換えには、現在の高金利が適用されるため、資金調達コストは上昇する。借換時に、社債金利が約3%上昇すると仮定すると、24・25年の利払い負担は、200-400億ドル程度増加すると推計される(図表3-5)。利払い費の増加は、企業利益の縮小を通じて設備投資の下押し要因となるだろう。

金融引き締めの影響は一層顕在化するが、米国経済を取り巻く2つの要因が下支えとなり、経済成長率の大幅な落ち込みは回避されるとみる。

第一に、人口動態変化に起因する人手不足から、企業は人員削減を従来よりも抑制する。雇用・所得環境は底堅さを維持し、消費の底割れは回避するとみる。当社推計では、高齢化による労働供給の下押し(図表3-6■)は、移民による供給押し上げ(同■)を上回るペースで続く。企業は収益に下押しが加わるなかでも、人員確保を優先し、雇用・賃金水準を維持するとみる。家計の債務負担は所得対比で抑制されるだろう(図表3-7)。

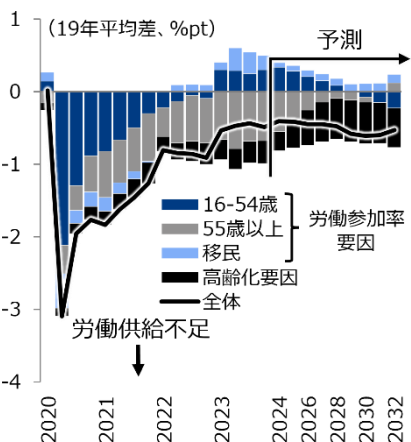
第二に、インフラ投資や、脱炭素・国内生産回帰を促す産業政策が、設備投資を下支えするとみる。インフラ雇用投資法(IIJA)に基づく、老朽化したインフラの刷新投資やEV充電施設向け投資が続く見通しである。また、脱炭素投資を促すインフレ抑制法(IRA)、先端半導体開発を促進するCHIPSおよび科学法により、企業から6,000億ドルに上る投資計画が発表されている。現在、米企業の現金残高は高水準で推移している(図表3-7)。利払い負担が増加するなかでも、産業政策のもとでの投資が成長を支えるだろう(図表3-8)。

図表 3-5 社債借り換えによる企業の利払い費増加額



注:借換時に社債金利が約3%上昇すると仮定して算出。
出所:BIS, FREDより三菱総合研究所作成

図表 3-6 労働参加率



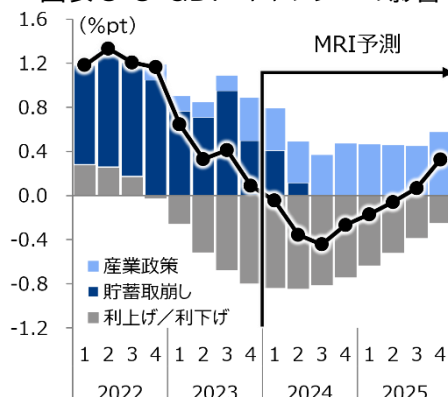
注:予測は、米国労働省の参加率見通し、国連の人口見通しを基に算出。実績は四半期、予測は年次。16-54歳、55歳以上は米国民。出所:米国労働省、国連より三菱総合研究所作成

図表 3-7 家計の債務負担、企業の総資産に占める現金の割合



注:家計の債務返済比率(債務返済額/可処分所得)は季節調整値。
出所:FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-8 GDPギャップへの影響



注:利上げ/利下げは、FRB/USモデルの波及係数で試算。貯蓄取崩しの影響は、17-19年の貯蓄トレンドを上回る貯蓄額の取り崩し額を基に試算。産業政策はIRA、CHIPS法、インフラ雇用・投資法の政府支出、経済効果を基に試算。本試算では供給面は考慮していない。
出所:FRB, FRED, 米国商務省、米国労働省、CBO, OECDより三菱総合研究所作成

³ ポストコロナの世界・日本経済の展望 | 2023年11月 p20(図表3-7)参照。

<https://www.mri.co.jp/knowledge/insight/ecooutlook/2023/20231116.html>

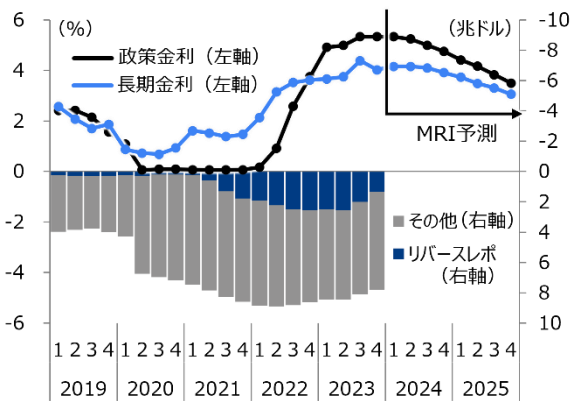
注目点② 物価と金融政策の行方 —— 根強い人手不足がインフレ圧力となり、利下げペースは緩やかに

インフレ率の鈍化は、緩やかなペースにとどまり、FRB目標の2%への到達は25年以降になるとみる。なぜなら、構造的な人手不足の下で労働需給の逼迫は続き、サービス価格を中心にインフレ圧力が残るからである。

先行きのサービス価格について、住居費の伸びは、ケースラー住宅価格指数などの先行指標の動きから、24年半ばにかけて着実に鈍化するとみる。一方、住居費除くサービスの伸びの鈍化は緩やかなペースにとどまるだろう。当社試算では、労働需給の逼迫度を示す労働需給ギャップがFRBの2%物価目標と整合的な水準(19年平均)に戻る時期は、24年10-12月期ごろとなる。労働需給の逼迫は賃金上昇圧力となり、コストに占める人件費の割合が高いサービス価格を中心にインフレは長期化する見通しである。

こうした状況下、FRBは、確実にインフレを抑制するために、24年央にかけて政策金利を現在の5.25-5.50%の高水準で維持すると予想する。この間、名目政策金利は不変だが、インフレ率の低下により実質政策金利は約3%まで上昇(23年末:2.4%)、景気下押し圧力は一層強まる。

図表 3-9 政策金利・長期金利、FRB の負債



注:FRBの負債は逆目盛り。出所:FRB、Macrobondより三菱総合研究所作成

FRBが利下げに転じるのは、コアPCE物価の伸びが2%台半ばまで鈍化する24年央以降になるとみる(図表3-9)。利下げは、24年内に3回、25年内に5回(1回0.25%ポイントずつ)にとどまり、25年末の政策金利の誘導水準は3.25%-3.5%と、中立金利(2.5%)を上回ると予想する。加えて、FRBは、QT(量的引き締め)政策を当面は続けるとみる。加えて、リバースレポ(FRBが短期金利を管理するための金融調節手段、図表3-9■)は24年春にも枯渇する見通しであることを踏まえると、商業用不動産市況の低迷などで業績が悪化している中堅・中小行を中心に、資金不足を招くリスクがある。金融市場との対話を通じて不測の事態に対応できるよう、FRBは24年半ばから資産圧縮ペースを減速させ、25年半ば頃までQTを続けるだろう。

注目点③ 大統領選挙の影響 —— 「トランプ2.0」政権成立の場合、保護貿易化が成長を抑制

24年11月の大統領選挙がもたらす経済への影響を、(1)超党派で継続される政策、(2)「トランプ2.0」政権成立によって大幅な変化が見込まれる政策に大別し、展望する(図表3-10)。

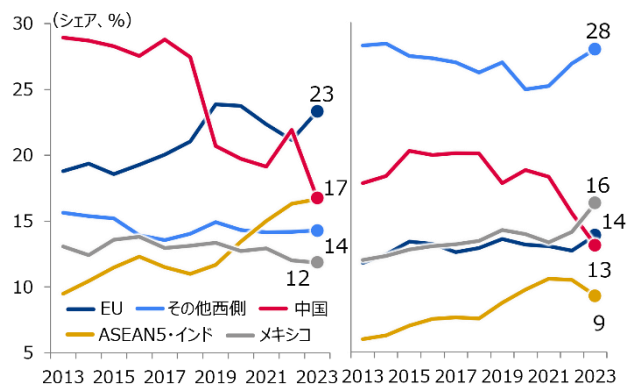
(1)政権交代にかかわらず、対中デリスキング(サプライチェーンなどの過度な中国依存からの脱却)や産業政策は継続が見込まれる。実際、貿易構造の変化は著しい。米国の国別輸入シェア(財)は、中国が23年1-9月に15年ぶりに首位から陥落、輸入額は前年比▲30%減少した。特に、経済安全保障に関する戦略10分野では、中国に代わってEU(図表3-11●)やASEAN5・インド(同●)がシェアを高めており、フレンドショアリングが進んでいる。一方、規制・関税回避を目的に、中国企業による、迂回輸出(ASEANやメキシコで加工して米国へ輸出)の増加が問題視されている。BBVAメキシコによると、25年までのメキシコへの進出企業に占める中国企業の割合は20%に上る(18-22年は6%程度)。米政府は迂回防止に向けた貿易管理強化を進めており、超党派での対中強硬姿勢のもと、グローバルバリューチェーンの再構築は長期にわたり続くだろう。

図表 3-10 超党派で継続する政策とトランプ 2.0 で変化する政策

超党派	産業政策	産業政策(重要産業の育成)推進
超党派	対中国政策	中国を米国への「挑戦」と認識、対立継続
超党派	イスラエル支援	イスラエル支援継続
トランプ2.0	ウクライナ・台湾支援	ウクライナ支援縮小、台湾支援不透明化
トランプ2.0	1 通商政策	保護貿易化 一律10%関税、中国の最恵国待遇停止
トランプ2.0	2 脱炭素対策	州ごとの政策二極化 一部州で環境規制などの緩和
トランプ2.0	3 税制・移民対策	所得・法人減税、移民抑制 所得減税措置延長、不法移民対策強化

出所:各種資料より三菱総合研究所作成

図表 3-11 米国の国別輸入シェア戦略10分野

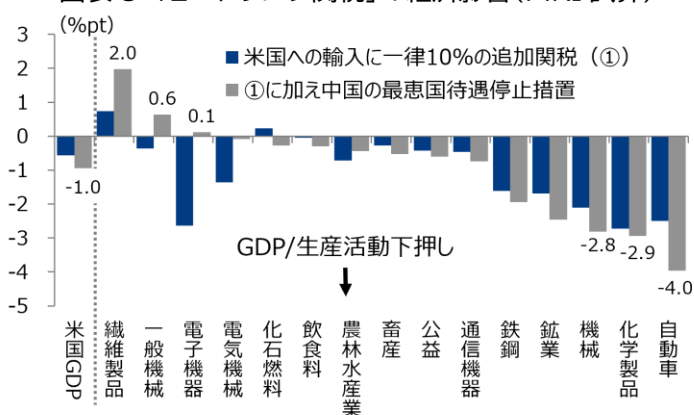


注:23年は1-9月期で算出。戦略10分野は、米国情勢調査局の定義で、①生物工学②生命工学③光電子工学④情報通信⑤電子工学⑥ロボット⑦先端材料⑧航空宇宙⑨武器⑩核技術。出所:UN Comtrade、米国情勢調査局より三菱総合研究所作成

(2)一方、第2次トランプ政権の場合、輸入関税の引き上げで25年の成長率は小幅の下振れを予想する。仮に、議会選挙で共和党が上下院ともに制し、所得・法人減税が実施される場合でも、景気浮揚効果の発現は主に26年以降となる。「トランプ2.0」では、①通商政策の保護貿易化、②脱炭素政策の州別二極化、③減税路線・移民抑制、の3つの変化が予想される。

①について、トランプ氏が掲げる普遍的な基本関税(米国への輸入品に一律10%の関税)が実現した場合、自動車など製造業の活動下押しを通じて、米GDPを中長期的に▲0.6%ポイント押し下げると試算される(図表3-12■)。また、超党派でも検討されている中国の最恵国待遇停止措置も含めると、米GDPの下押し幅は▲1%ポイントに拡大する可能性がある(同■)。②について、大統領令を用いた環境規制の緩和を受け、共和党州では脱炭素政策が停滞する一方、民主党州では州独自の政策が継続、州ごとの政策二極化が鮮明となるだろう。EVシフトを例にみると、大統領選の結果にかかわらず、米新車市場の約半数では販売に占めるEV比率の上昇が見込まれる(図表3-13)。③について、移民制限措置は、労働需給の逼迫を通じて物価を約+0.1%押し上げる(当社試算)。税制について、「トランプ減税(25年末失効の個人所得減税の延長)」は、バイデン政権継続時と比べ、GDPを+0.7%ポイント程度押し上げるだろう⁴。予算成立及び景気浮揚効果の発現は26年以降とみるが、減税期待による株高が25年から進行し、消費押し上げ効果が発現する可能性はある。

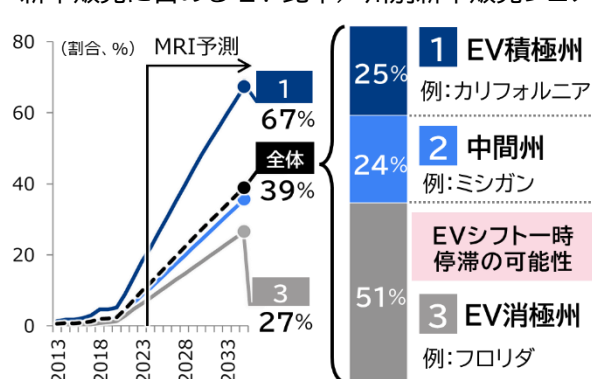
図表 3-12 「トランプ関税」の経済影響(MRI 試算)



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で試算。既存の関税措置は考慮していない。青はカナダ・メキシコ以外に一律10%の追加関税を課した場合。灰色は一律10%関税に加え、中国にのみ更に20%の関税を追加した場合。トランプ氏は中国からの輸入品に一律60%の関税を検討しているが、シミュレーションの都合上、計30%関税を想定。出所:GTAP2014より三菱総合研究所作成

図表 3-13

新車販売に占めるEV比率/州別新車販売シェア



注:EVはBEV・PHEV・FCEV。積極州は、第1次トランプ政権時の州別ZEV・GHG規制無効化に提訴した州で、予測は21年-23年トレンドと州別ZEV目標を基に算出。中間州は提訴し、ZEV規制を持たない州、消極州はZEV規制を持たず不提訴だった州で、21-23年トレンドを基に算出。縦軸は新車販売シェア。出所:US Auto Alliance、FOURINより三菱総合研究所作成

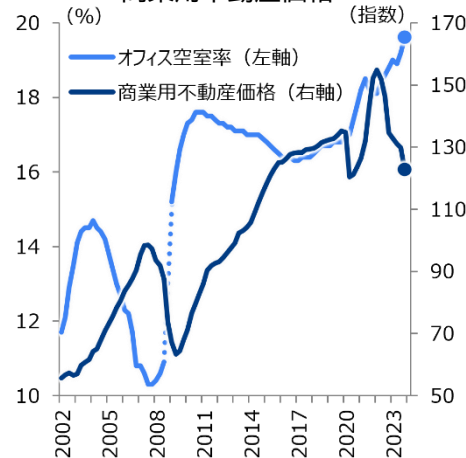
(3) 米国経済の先行きリスク

米国経済は、景気後退を回避すると見込むが、下記2つのリスクのいずれかが現実となった場合、景気後退に陥る恐れがある。

第一のリスクは、インフレ再燃による金融引き締めの一層なる長期化である。23年末以降、紅海などの地政学的緊張により、海上輸送遅延・コスト高騰が生じている。地政学リスクに起因するサプライチェーンの混乱は、財やエネルギー価格に加え、賃金交渉に影響を与える家計の期待インフレ率を押し上げる。インフレ再燃によるFRBの金融引き締めの一層長期化は、消費や投資を抑制するだろう。

第二のリスクは、銀行経営不安の再燃である。特に、商業用不動産市況のさらなる悪化に注意が必要である。金利高やコロナ危機後の出社率の低下により、オフィス空室率は直近で19.6%と急上昇、商業用不動産価格はピーク時(22年1-3月期)から▲21%下落している(図表3-14)。市況悪化でローンの借り換えハードルが高まるなか、24-25年にかけて、返済満期を迎える商業用不動産ローンは約1.2兆ドルに上る。既に、一部銀行では、商業用不動産関連の損失に備えた追加の引当金を計上し、赤字に転落している。市況低迷の長期化は、商業用不動産ローン債権融資の約7割を占める中堅・中小行の経営悪化につながりかねない。

図表 3-14 オフィス空室率、商業用不動産価格



注:オフィス空室率は、08年以前と09年以降では統計データが異なっており、乖離が生じている(点線)。出所:Bloomberg、Green Street Advisorsより三菱総合研究所作成

⁴ CBO(2018) “The Effects of the 2017 Tax Act on CBO’s Economic and Budget Projections”等を参照。

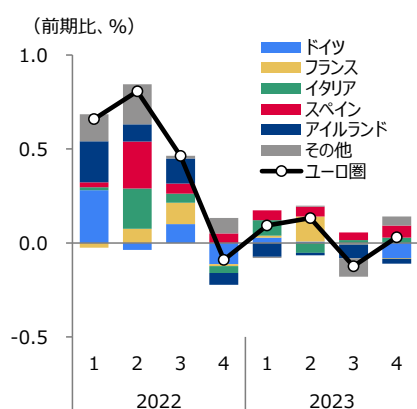
(1) ユーロ圏経済の現況

ゼロ成長で景気後退入りを辛うじて回避

ユーロ圏経済は停滞が続いている。23年10-12月期の実質GDP成長率は季調済前期比+0.0%と2四半期連続のマイナス成長を辛うじて回避した(図表4-1)。23年通年では、前年比+0.5%と、コロナ危機直後の20年を除けば、13年(同▲0.2%)以来の1%を下回る低成長となった。金融引き締めが内需を中心に経済活動を抑制している。

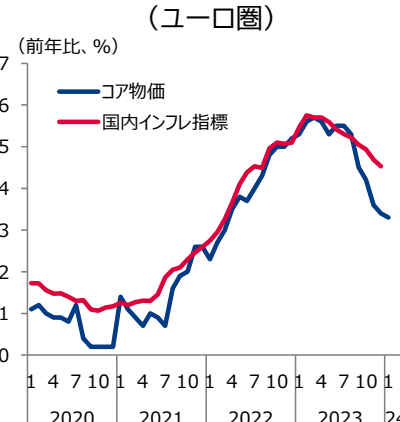
企業の景況感を示すPMIは好不況の分かれ目となる50を下回る状況が続いているが、製造業は持ち直しつつある(図表4-2)。また、ウクライナ危機以降不安要素であり続けるエネルギー問題について、24年1-3月期に供給量が不足する可能性は一段と低下している。紅海での商船攻撃によるLNG輸入への影響は懸念されるものの、天然ガス在庫は高水準にあり、直ちに大きな悪影響が出る状況ではない。

図表4-1 実質GDP



出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-2 PMI(ユーロ圏)

注: 破線は好不況の分かれ目となる50を示す。
出所: Macrobond より三菱総合研究所作成図表4-3 基調的な物価指標
(ユーロ圏)注: 直近はコア物価が24年1月、国内インフレ指標は23年12月。国内インフレ指標は、輸入依存が低い品目の物価指標。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

(2) ユーロ圏経済の先行き

金融引き締めで24年も低成長継続、25年にかけて持ち直しへ

24年のユーロ圏経済は、前年比+0.6%(前回11月見通し同+0.8%から下方修正)と、1%を下回る低成長継続を見込む。実質賃金が増加に転じていることから消費は持ち直すとみるが、金融引き締めの影響が24年前半にかけて経済活動を抑制するほか、エネルギー高や中国依存等の課題を抱えるドイツ経済の停滞も下押し要因となる。

25年は、同+1.3%と潜在成長率(欧州委員会推計、1%台半ば)並みの成長を見込む。利下げが段階的に進むことで、投資も持ち直すだろう。脱炭素などに向けた財政支援は24・25年ともに投資を下支えするとみる。先行きの注目は、①物価・金融政策と内需の行方、②紅海問題の経済影響、③欧州政治と経済政策、の3点だ。

注目点① 物価・金融政策と内需の行方 — 高賃金継続で物価の2%達成に時間、利下げは24年央以降

ユーロ圏の物価上昇率は鈍化しているが、基調的な物価上昇圧力は高止まりしている(図表4-3)。24年1月の物価上昇率は前年比+2.8%と低下傾向にあるが、コア物価は前年比3%台、ECBが重視する指標の1つである国内インフレ指標は、4%を超えて推移している。ECBは1月の理事会で、デフインフレ傾向の持続性を見極めが必要とし、政策金利の維持を決定(下限の中銀預金金利は4.0%)した。

今後の物価を左右するのは賃金動向である。先行きも、高めの賃金上昇から、基調的な物価指標が2%の水準に達するには時間を要するとみる。ユーロ圏経済が停滞するなかでも、雇用環境は堅調を維持、雇用者報酬や労使交渉に基づく賃金である妥結賃金は、4%を超える上昇が続いている(図表4-4)。

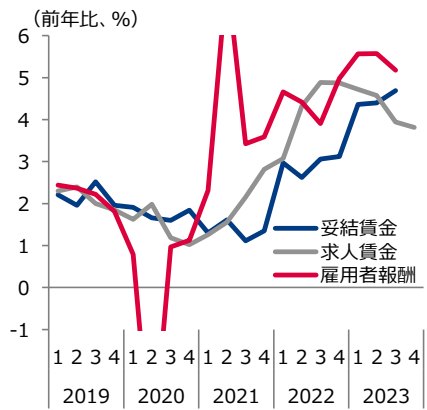
高めの賃金引き上げは今後も継続するとみる。物価の伸びが鈍化するなか、ユーロ圏では最低賃金の引き上げに加え、賃金引き上げ交渉が続いている(図表4-5)。特にドイツでは、労働協約の期間(ドイツの場合平均2年)が終了し、新たな労使交渉を行う予定の労働者が24年は約1,150万人(就業者数の約3割)に上る。これらの労働者は、22年に妥結した相対的に低い賃上げ率(22年+2.7%、23年+5.6%)の引き上げを目

指すとみられる。物価高で失った購買力を取り戻すため、高めの賃金引き上げ要求は24年も継続するとみる。

一方で、ユーロ圏経済の景気低迷により、労働需給の逼迫感には緩和の兆しがある。企業の人手不足感は依然として高いが、利上げの影響が大きい製造業・建設業を中心に採用抑制や、解雇計画の発表が増えており、賃金の伸びを一部緩和するとみる(図表4-6)。

これらを踏まえ、2%の物価目標達成は25年後半となるだろう。ECBが利下げに転じるのは、デフインフレーションの持続性を確認するためのデータがそろそろ24年央以降を見込む。賃金インフレへの警戒が残るため、経済が急速に悪化しない限り、利下げは0.25%ポイント刻みで実施するとみる。ECBは25年末にかけて中銀預金金利を2%台半ばまで引き下げるとみる。

図表4-4 主要賃金指標(ユーロ圏)



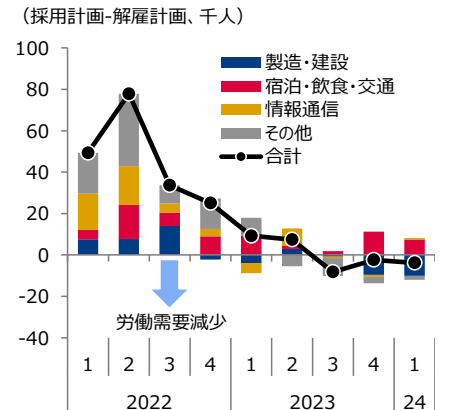
注: 求人賃金は、Indeed Wage Tracker のデータ。
出所: Macrobond より三菱総合研究所作成

図表4-5 24年以降の賃金動向

最低賃金 引き上げ	ドイツ: 24年3.4% 25年3.3% オランダ: 24年3.75% スペイン: 24年5%
最近の賃金 交渉結果	独ユーロ圏: 10.7%-14.4%
24年の労使 交渉予定者	約1,150万人(ドイツ)

注: 最低賃金、賃金交渉結果は、賃金引き上げ率。
出所: ハンスバックラー財団経済社会研究所プレスリリース、各種報道などより三菱総合研究所作成

図表4-6 企業の採用・解雇計画(EU)



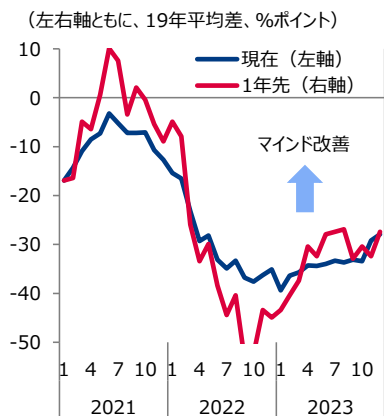
注: 企業のリリースや報道をもとに、集計された企業の採用・解雇等の計画データ。24年1-3月期は、2月14日時点。
出所: Eurofound より三菱総合研究所作成

実質賃金プラス転換で消費持ち直し、利下げ後は融資も増加し景気は緩やかに回復へ

実質賃金のプラス転換により、消費は持ち直しを見込む。ユーロ圏の実質賃金は23年7-9月期に2年ぶりにプラスに転じた。過去の傾向では、実質賃金と実質消費には正の相関がある。実際に、家計の家具や電気製品等の耐久消費財への消費支出に対するマインドは改善傾向にある(図表4-7)。

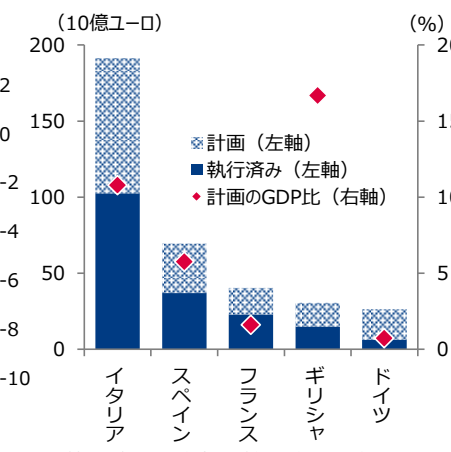
投資は、財政支援と利下げ転換から25年にかけて緩やかな回復を見込む。EU復興基金の執行は進みつつあるが、未消化も多い(図表4-8)。独仏を中心とした半導体誘致の補助金など、財政支援が投資を下支えする状況は24年以降も続く。投資が進捗しエネルギー転換等が進めば、エネルギーが経済活動の制約となっているドイツの競争力回復につながる可能性がある。また、過去に急ピッチで利上げした後に、高金利を維持した1980年代前半には、利下げ転換後に緩やかに貸出が回復している(図表4-9)。今回の利上げ局面でも、利下げ転換後は、民間向けの貸出が徐々に回復し、投資が内需を支えるとする。

図表4-7 家具等の購入判断(ユーロ圏)



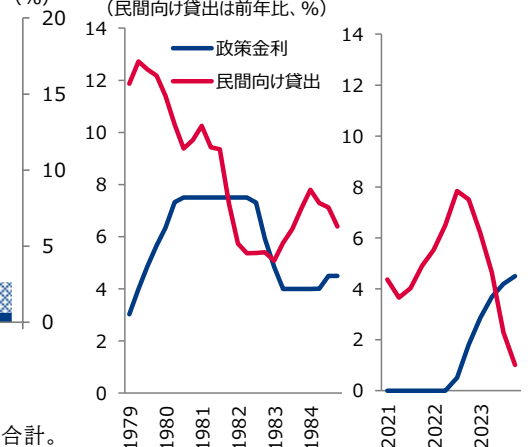
注: 1年先は、回答時点の過去12カ月と比較した、家具・電気製品等に対する購入意向。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

図表4-8 EU復興基金の執行状況



注: 執行済みの金額は補助金と融資の合計。23年後半以降、各国から増額の修正計画等が提出され、承認されている。ただし、欧州委員会のデータに現時点では反映されていない。
出所: 欧州委員会より三菱総合研究所作成

図表4-9 政策金利と貸出残高(ドイツ)



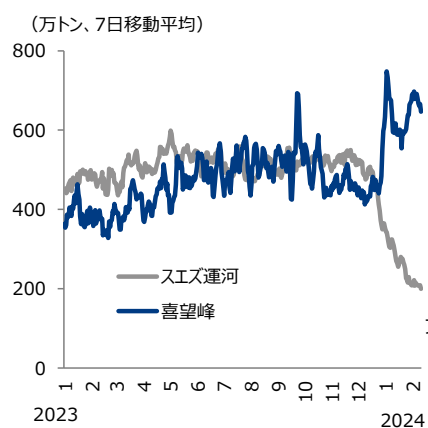
注: 左図の政策金利は公定歩合、民間向け貸出しは BIS データ。右図の政策金利はメインリファイナンス金利、貸出しはドイツ連銀データ。
出所: Macrobond より三菱総合研究所作成

注目点② 紅海問題の経済影響 — コロナ危機時と比較すると影響は限定的だが、生産の制約要因に

イエメン・フーシ派による紅海での商船攻撃を受けた海上物流の混乱は、短期的にユーロ圏経済を下押しするとみる。紅海での攻撃を受けて、アジアー欧州間の海上輸送で重要となるスエズ運河を回避し、喜望峰ルートで輸送する船舶が増えている(図表4-10)。輸送期間の長期化により、船舶の供給やコンテナの確保に一時的な混乱が生じている。紅海問題の欧州経済への影響としては、①輸送コストの上昇によるインフレ圧力、②輸送遅延による経済活動の制約、があるとみる。ただし、海運企業・荷主企業が喜望峰ルートを前提とした定期船運航や在庫管理等への適応を進めることで、①輸送コストの上昇は残るが、②輸送遅延の影響は短期的にとどまるとみる。

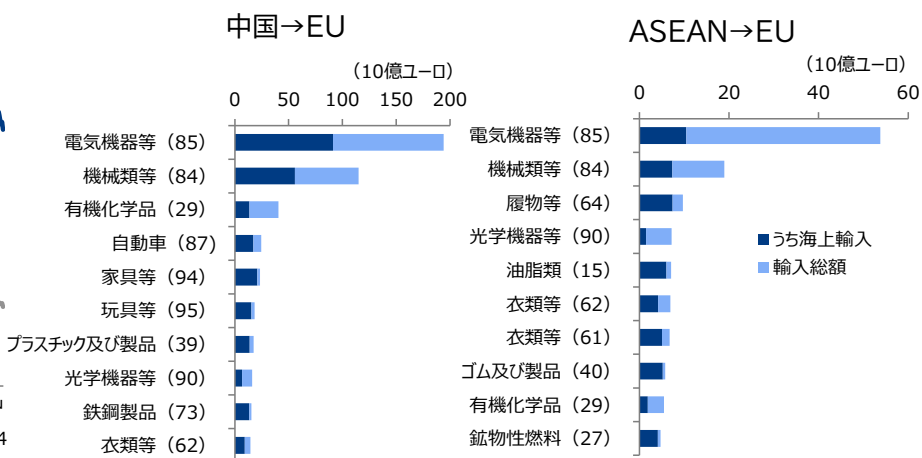
①について、コンテナ船運賃の上昇に、輸送期間の長期化も加わり、輸送コストは上昇している。コロナ危機からの回復過程での供給制約時と比較すれば、コンテナ船運賃の上昇は限定的(上海ーロッテルダム間、19年平均約1,500ドル、コロナ危機時の21年のピーク約15,000ドル、24年以降約4,500ドル)だが、コロナ危機前の平時よりは高い水準にある。輸送コスト上昇分の価格転嫁が進めば、財を中心にインフレ圧力となろう。

図表4-10 ルート別貿易量



注:日次データ。直近は2月11日。
出所:IMF PortWatch より三菱総合研究所作成

図表4-11 中国・ASEANからの輸入総額と海上輸入額(EU)



注:2022年。金額ベース。各品目のかつこ内はHSコード2桁。輸入金額上位10品目。
出所: Eurostat より三菱総合研究所作成

②について、輸送遅延による供給制約は、生産財・消費財ともに影響を与えるとみる。カタールからのLNG輸入への影響もあるが、天然ガス在庫が潤沢なことから、24年1-3月期のエネルギー需給に与える影響は小さいとみる。

特に影響が大きい分野として、中国・ASEAN等のアジアからの輸入遅延がある。EUの域外輸入のうち、約3割が中国とASEANからの輸入である。主な輸入品目は、電気機器や機械類などの生産財、家具や衣類等の消費財である(図表4-11)。例えば、中国からの電気機器等の輸入に占める、海上輸送の割合は約5割、自動車関連では約7割が海上輸送である。喜望峰経由へのルート変更による輸送遅延により、実際に企業活動への影響も生じている(図表4-12)。自動車メーカーでは部品不足の影響から生産活動が一時停止したほか、小売では海上輸送から航空輸送に切り替える企業も出ている。

紅海問題は、コロナ危機直後の供給制約ほどの影響はないとみるが、ユーロ圏の経済活動を一時的に抑制するだろう。中長期では、23年のG20でEU・米国・インド・中東(サウジアラビア、UAE)が合意した「インド・中東・欧州経済回廊(IMEC)」の議論に影響を与える可能性がある。

図表4-12 企業活動への影響

業種	主な影響事例
自動車	輸送遅延による部品不足で欧州での生産を一時停止(テスラ、ボルボ等)
小売	航空輸送への切り替え(アパレル)
石油	紅海経由での輸送停止(シェル)
海運	紅海とスエズ運河の航行回避を継続(マースク、ハパックロイド等)

出所:各種報道等より三菱総合研究所作成

注目点③ 欧州政治と経済政策 — 欧州議会・委員会は現行のグリーンと成長両立路線を維持見込み

他の主要国と同様に、24年・25年は欧州も重要な選挙・政治イベントを数多く控えている(図表4-13)。最大の注目は24年6月に実施される欧州議会選挙である。スペインやオランダ等の選挙で移民やインフレへの不満から極右勢力が台頭したことから、極右の動向に注目が高まっているが、極右勢力(仏国民連合等が所

属する会派)は主流派にはならず、第3党となる見込みだ。現時点では、親EU派である、欧州人民党(中道右派、独CDU/CSU等の会派)、S&D(中道左派、独SPD等の会派)等を中心とした議会構成が維持される見通しだ。フォンデアライエン委員長は2期目を目指すか態度を明確にしていないが、次期欧州委員会も現行路線を継承する可能性が高いとみる。グリーンと成長の両立を目指す基本的な方針は変わらないだろう。実際に、23年12月に開催されたEU首脳会議でも、次期欧州委員会の期間となる24-29年のEUの戦略アジェンダの案として、「エネルギー」や「レジリエンスと競争力」等の6分野が挙げられている。

現行路線の維持が予想されるなか、注目はEUが現在検討中のグリーン・デジタル関連の政策動向である(図表4-14)。グリーン関連では、欧州委員会は温室効果ガスの排出削減目標として2040年までに90年比90%削減(30年までは55%削減)を公表した。2050年の気候中立達成に向け、域内のグリーン関連産業の競争力強化を目指す「ネットゼロ産業法案」、重要資源の確保・域内での循環を目指す「重要原材料法案」の審議も進んでいる。デジタル関連で注目度の高い「AI規則案」は、欧州委員会の当初案に汎用AIを対象に含めるなどの修正案で政治合意し、今後正式に採択される見込みだ。これらの動向は、EU域内で活動する日本企業にも影響するため、今後の議論に注視が必要だ。規制対応へのコスト増加に加え、フランスのEV自動車補助金のようにEU域内での生産を優遇することにより、競争上日本企業が不利となる可能性がある。

欧州議会選挙以外の政治イベントでは、ポルトガル議会選挙にも注目である。ポルトガルはバッテリーに必要なリチウムの埋蔵が確認されている。前述の「重要原材料法案」では域内の採掘目標もある。コスタ首相の辞任理由となったリチウム開発等を巡る汚職疑惑を受け、リチウム開発計画に対する国民の反発が強まれば、EUの目標達成にも影響が生じるとみる。

図表4-13 欧州関連の主な政治日程

時期	主な政治イベント
24年	イタリアがG7議長国に
24年3月	ポルトガル議会選挙
24年6月	欧州議会選挙
24年9月	東独3州議会選挙
24年後半	欧州委員会新体制発足
	英国議会選挙 (25年1月までに実施)
25年後半	ドイツ議会選挙 (8月から10月の期間で実施)

注:政治情勢等により変わる可能性はある。
出所:各種報道より三菱総合研究所作成

図表4-14 注目の政策動向

法案・計画	概要
2040年排出削減目標	<ul style="list-style-type: none"> 温室効果ガスの排出を2040年までに1990年比90%削減する目標を発表(現在は2030年までに55%削減) 次期欧州委員会・議会体制で検討される予定
ネットゼロ産業法案	<ul style="list-style-type: none"> EU域内のネットゼロ産業(バッテリー等8分野)の競争力強化が狙い 今後政治合意に向けた交渉が進む見込み
重要原材料法案	<ul style="list-style-type: none"> アルミニウムを「重要原材料(34種類)」「戦略原材料(重要原材料のうち17種類)」に追加すること、域内のリサイクル目標を引き上げること(当初案の15%→25%)で政治合意
AI規則案	<ul style="list-style-type: none"> 包括的なAI規制。罰則を伴う 汎用AI(GPAI)も対象に含める等の修正で政治合意 正式採択後、26年中に適用開始予定
サイバーレジリエンス法案	<ul style="list-style-type: none"> EU域内で販売するデジタル製品等のセキュリティー対策等を、事業者に義務付け。違反時の罰則あり 正式採択後、製造事業者の報告義務は法案施行から21か月後、法案の適用開始は27年ごろを予定

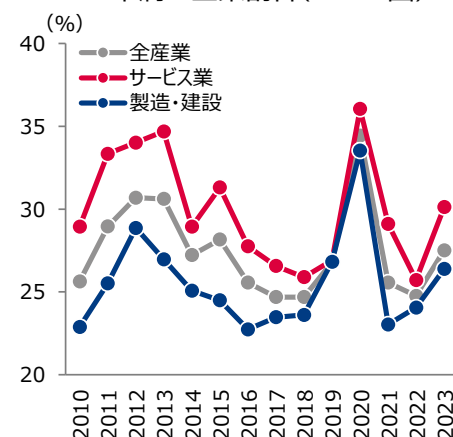
出所:欧州委員会、各種報道より三菱総合研究所作成

(3) ユーロ圏経済の先行きリスク

ユーロ圏経済の先行きのリスクは、①紅海をはじめとした中東情勢のさらなる悪化、②企業の資金繰り悪化による倒産増加や投資の停滞だ。これらのリスクが顕在化した場合、ユーロ圏経済はスタグフレーションに陥る可能性が高い。なお、エネルギー問題は、24年1-3月期の供給不安の可能性は低下しているが、地政学的緊張の高まりや異常気象など外生的なショックに脆弱(ぜいじゃく)であり、中長期的に欧州のリスク要因となる点は変わらないとみる。

二点目の企業の資金繰りについて、企業の利払い能力を評価するインタレストカバレッジレシオ(利払い前・税引き前利益(EBIT)/金融費用(支払利息等))が1未満の企業の割合は23年に上昇している(図表4-15)。オーストリアの不動産企業シグナの破綻のように、欧州域内での企業倒産は増加している。急ピッチな利上げが倒産増加の一因とみられるが、ユーロ圏経済の停滞が長期化すれば企業収益が低迷し、資金繰りが悪化する企業が増加するだろう。ユーロ圏の大手行の財務の健全性は高いものの、金融機関の貸出姿勢が一段と慎重化すれば、経済活動の下押し圧力となる。

図表4-15 インタレストカバレッジレシオが1未満の企業割合(ユーロ圏)



注:ユーロ圏の上場企業(除く金融・保険)のうち、2010年以降のデータが連続して取得可能な1,385社を対象に集計。23年は直近四半期の公表データを対象に計算。
出所:OSIRISより三菱総合研究所作成

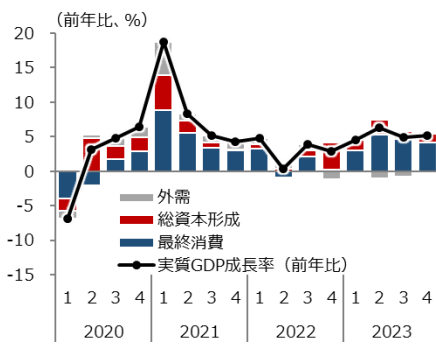
(1) 中国経済の現況

不動産投資低迷の下押しを景気刺激策で補う状況が続く

23年10-12月期の中国の実質GDP成長率は前年比+5.2%と7-9月期の同+4.9%を上回った(図表5-1)。前期比では、23年7-9月期の+1.3%から同+1.0%に低下した。23年通年では前年比+5.2%となり、政府の23年成長率目標同+5%前後を達成した。

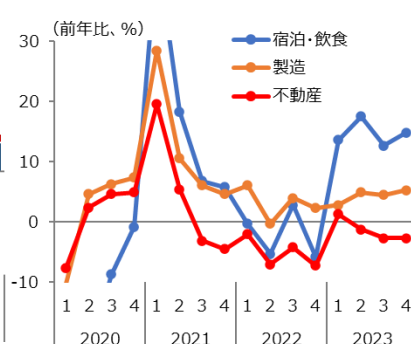
政府の景気刺激策が不動産低迷による下押しを補う状況が続いている。経済活動の正常化に関連する消費は底堅く、宿泊・飲食業、製造業は着実に回復しているものの、不動産業は3四半期連続のマイナス成長と低迷を続けている(図表5-1、図表5-2)。不動産投資低迷による成長下押しを回避するため、中国政府は23年10月に景気刺激のための異例の予算修正を行った。23年後半に地方債発行が急増し、景気刺激策を実施したことで総資本形成のプラス寄与を確保できたかたちだ(図表5-1、図表5-3)。

図表5-1 実質 GDP 成長率



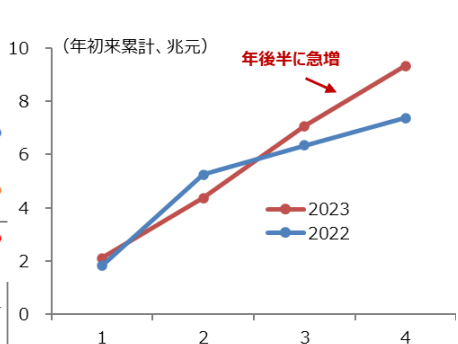
注:積み上げ棒グラフは前年比寄与度。出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-2 産業別 GDP



出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-3 地方債発行額



注:23年10-12月期は、11月時点の発行額。出所:Windより三菱総合研究所作成

(2) 中国経済の先行き

構造的な成長減速圧力は継続、克服には時間を要する見込み

先行き、構造的な成長減速圧力のもと、成長率目標達成に向けて景気刺激策を強いられる状況の継続を見込む。実質GDP成長率は、24年は前年比+4.6%と前回11月時点から不変、25年は同+4.5%と予想する。

中国経済は、不動産投資低迷だけでなく、需要不足、過剰設備、欧米向け輸出伸び悩み、消費・投資マインド停滞といった成長減速圧力に直面している。こういった減速圧力の構造的要因として、賃金上昇による製造業の競争力低下、雇用吸収力の低下がある。成長率の大幅な下方シフトは、習政権の信任確保の妨げとなりかねない。開催が先延ばしとなっている三中全会などで策定される24年成長率目標は、23年目標程度(前年比+5%前後)とし、目標を大きく下回るおそれが高まる局面では23年と同様に景気刺激策を講じるであろう。昨年12月の中央経済工作会议では、「稳中求進」「以進促穩」(安定を重視)、「先立後破」(先に新しきを作り、後に古きを打破する)姿勢のもと、相応の成長率を確保し、9つの重点経済任務(図表5-4)に取り組む経済方針を表明している。

先行きの中国経済は、経済成長率の水準のみならず、構造的な課題を克服し成長の質が確保できるかが重要となる。先行きの注目点は、①不動産問題の解消ペース(当面の景気)、②成長基盤再構築の行方(潜在的な成長力)にある。

図表5-4 中央経済工作会议で示された重点経済任務

重点経済任務	概要
1. 科学技術イノベーション主導の現代産業システム構築	産業・サプライチェーン強化、バイオ・商業宇宙産業育成、デジタル技術応用 など
2. 国内需要の拡大への注力	デジタル・グリーン消費、ヘルスケア消費の発展、EVや電子製品の消費後押し など
3. 重点分野の改革深化	国有企業改革・税制整備、新興企業の発展、全国統一市場の構築 など
4. 高水準の対外開放の拡大	サービス市場の外資参入規制緩和、政府調達 の平等化、一帯一路の着実な実施 など
5. 不動産・地方政府・中小金融機関等の重点リスク分野の予防・解決	不動産・地方債務・銀行などのリスク解決、違法な金融活動の取り締まり、合理的な不動産資金需要の充足 など
6. 三農(農業・農村・農民)問題への着実な対応	食料安全保障の確保、農民所得増加への取り組み強化 など
7. 都市と農村の融合と地域の協調的発展	都市化と農村振興の有機的な結合、海洋経済の発展 など
8. 生態文明建設とグリーン・低炭素発展の推進	脱炭素の着実な推進、グリーン・サプライチェーンや新型エネルギーシステムの構築加速 など
9. 民生の確実な保証	農民工の就業安定、子育て支援、シルバー経済の発展 など

注:23年の中央経済工作会议では、「成長力強化」「金融リスクの抑制」「質の高い生活の実現」を重点分野とした上で、24年の9つの重点任務は各分野の課題として示されていた。出所:中国国务院HP、人民日報、ジェトロより三菱総合研究所作成

注目点① 不動産問題の解消ペース —— 緩慢な雇用・住宅需要回復ペースのもと長期化は不可避

不動産問題の解消は緩やかなペースにとどまり、成長下押し圧力が継続すると見込む。政府は成長を通じた問題解消を目指す意向だが、雇用機会創出の遅れによる家計マインドの停滞が需要回復を阻んでいる。

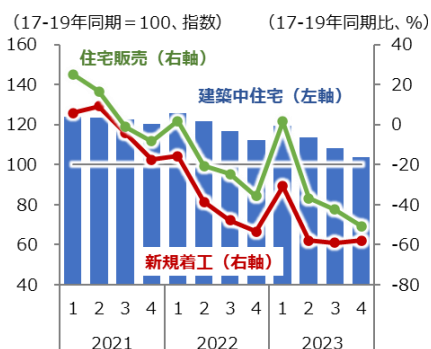
中央経済工作会議で不動産、地方債務、中小金融機関などのリスクの統一的な解消方針を示しており、政策支援により金融システム不安への波及を回避する可能性が高い。ただし、同会議では違法な金融行為への取り締まりにも言及しており、債務者のモラルハザードにつながりかねない抜本的整理(再生ファンド活用など)への慎重姿勢を継続している。不動産問題の解消ペースは、家計の住宅購入意欲の回復にかかっている。ゼロコロナ政策のもとで過去に蓄積した家計貯蓄を活かし、住宅購入が活発化するためには、政府の不動産支援策、雇用環境の回復などによる家計マインドの改善がカギとなる。

23年末時点で、建築中住宅の面積は17-19年平均近辺へ縮小している。ただし、新築住宅販売が同▲50%近くに低迷するなか、それ以上に新規着工が減少しており、縮小均衡の調整となっている(図表5-5)。昨年夏場以降、中国政府は住宅ローン金利の引き下げ、頭金規制の緩和などの不動産支援策を打ち出しているものの、これまでのところ家計の住宅購入意欲の回復には至っていない。

家計マインド回復の遅れの背景には、先行きの雇用への不安がある。23年の都市部新規雇用者数は、前年を上回ったものの、17-19年平均比▲100万人弱となった。実質可処分所得の伸び率も19年、21年を下回っている(図表5-6)。統計により確認できる国営企業の業種別雇用者数増減をみると、製造業、建設が雇用者数を大きく減らしている。価格競争力低下から廉価製品の生産拠点が国外移転していることや、不動産投資縮小が背景にあるとみられる。IT・サービス分野での雇用吸収力も弱く、サービス提供力で民間企業に劣後していることが影響しているとみられる(図表5-7)。

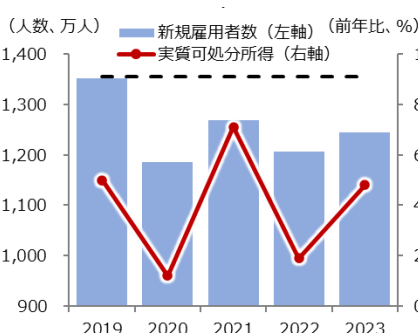
新たな雇用機会創出には、企業数の約9割を占める民間企業の雇用拡大が欠かせない。ただし、民間企業に対する習政権の統制強化も影響して、受け皿として期待される民間スタートアップ企業などの雇用拡大の勢いも迫力に欠ける。23年6月時点で若年失業率(15-24歳)は20%を超えた。学生を対象外にし、12月に公表再開した若年失業率も14.9%と高水準にある。製造業、建設業に代わる雇用機会創出は容易ではない。

図表5-5 住宅関連指標



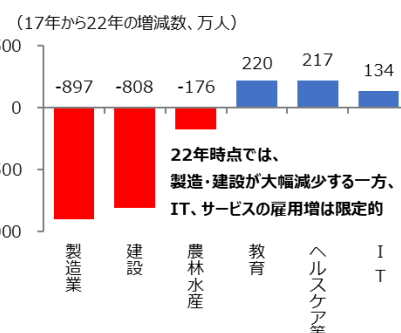
注:住宅販売、新規着工、建築中住宅は面積。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-6 都市部の新規雇用者数・実質可処分所得



注:破線は17-19年の新規雇用者数の平均。
出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-7 国営企業の主な業種別雇用者数



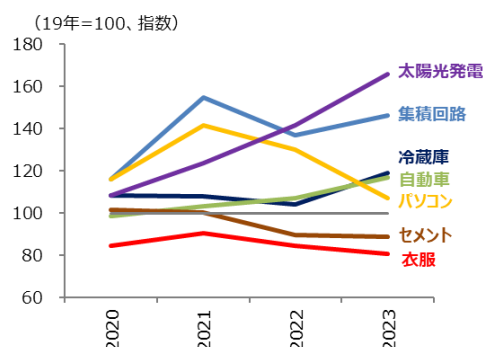
注:■は減少、■は増加した業種。
出所:Windより三菱総合研究所作成

注目点② 成長基盤再構築の行方 —— 技術力向上、新興国との関係強化で構造的減速圧力を緩和

上記の不動産問題のみならず、需要不足や過剰投資など中国経済は構造的な成長減速圧力に直面しているが、そうした逆風にもかかわらず、技術力向上、新興国との関係強化による販路確保などにより、成長基盤を再構築する動きもみられる。これらの取り組みは、中国経済への構造的な減速圧力を緩和する方向に働くであろう。

脱炭素や米国規制の対象となる半導体関連を中心に技術力向上・生産拡大が進展し、新たな成長基盤に育っていくことが見込まれる。中国政府の政策に支えられ自動車(EV)、太陽光発電などの脱炭素関連製品、内製化が必要な集積回路などの半導体関連製品の技術力は着実に向上しており、今後、生産拡大が見込まれる。既に、技術力を有する家電製品生産も、後述の新興国への販路拡大のもとで成長を下支えするであろう(図表5-8)。

図表5-8 主要品目の産出量

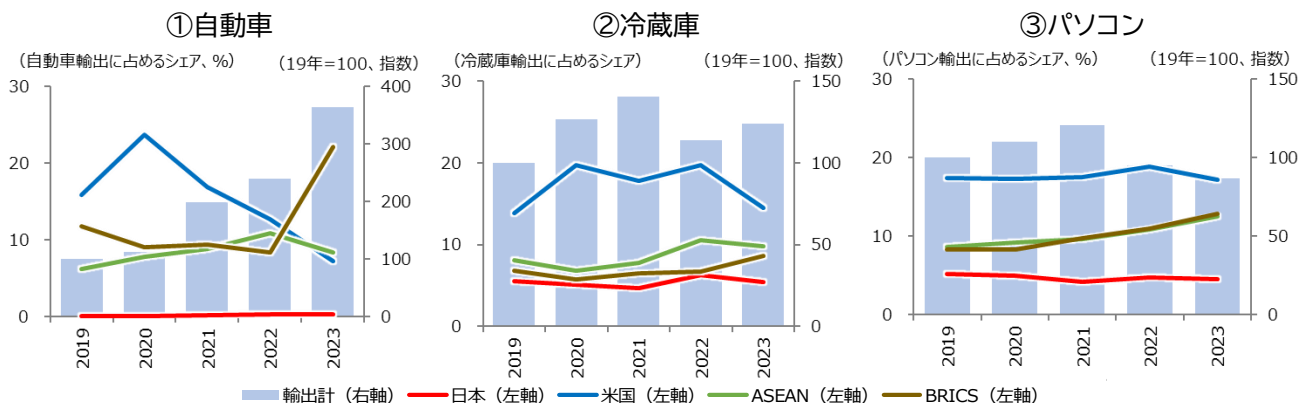


注:太陽光発電は発電量、集積回路、冷蔵庫、自動車、パソコンはユニット数、セメントは重さ、衣服は長さ。
出所:Windより三菱総合研究所作成

ASEAN、BRICSなどの新興国との関係強化により輸出先も多様化している。中国の自動車輸出(22年中国総輸出の1.2%)に占める国・地域別シェアは、BRICS向けシェアが急伸(図表5-9①)、域内のEV市場拡大を目指しているASEANに対しては直接投資を活発化させている(後掲、図表6-4)。以前から強みであった冷蔵庫(同0.4%)などの家電輸出も、BRICS・ASEAN向けシェア拡大により、日米向け輸出伸び悩みを補完し、23年は前年比プラスとなっている(図表5-9②)。

中国の主力輸出品であるパソコン(同5.2%)などのIT関連製品の輸出も、BRICS・ASEAN向けシェアが拡大している。ただし、コロナ禍でIT関連製品への需要がグローバルベースで拡大した21年をピークに、生産、輸出ともに減少傾向となっている(図表5-8、図表5-9③)。今後、半導体サイクルが好転し、IT関連製品の需要が回復すれば、構造的な減速圧力緩和の循環面での追い風となろう。

図表5-9 自動車・冷蔵庫・パソコンの国・地域別輸出(中国)



注:23年は、1-9月実績をもとに推計。ASEANは、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム、シンガポールの合計。BRICSは、ブラジル、ロシア、インド、南アフリカの合計。乗用車はHSコード8703、冷蔵庫はHSコード8418、パソコンはHSコード8471。自動車、パソコンは台数、冷蔵庫は重量。
 出所:UN Comtradeより三菱総合研究所作成

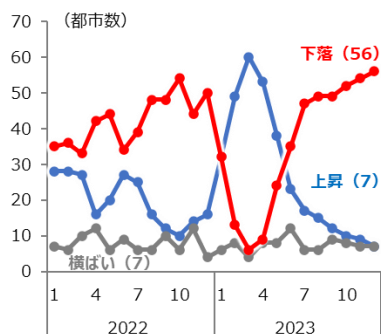
(3) 中国経済の先行きリスク

先行きのリスクとして、不良債権が不動産にとどまらず幅広い業種に拡大することだ。こういったリスクが顕在化するかを見極める上で、海外経済の下振れや米国の関税引き上げ等をきっかけとして、中国経済の供給過剰が長期化し、デフレ圧力が強まることがないかに留意が必要だ。

住宅価格の下落基調は続いているものの(図表5-10)、政府指導による融資継続などから今のところ金融システムリスクに発展する可能性は低い。ただし、業績悪化が不動産セクター以外の業種へ広がる場合には、政府指導による銀行融資継続が難しくなり、倒産や不良債権拡大に拍車がかかる可能性がある。不動産以外の業種の先行きを展望する上で、過剰生産・過当競争から生じるデフレ圧力が長期化するかがカギとなる。

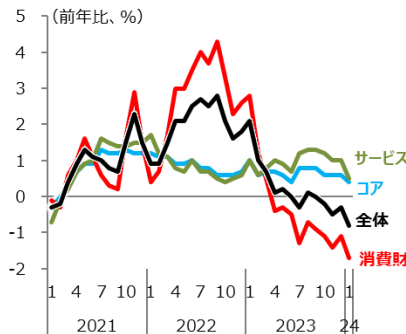
消費財の価格下落を主因に消費者物価(CPI)はマイナス圏にあり(図表5-11)、23年央からグローバル需要が停滞している機械・電気機器だけでなく、中国国内で300社以上存在するEVメーカー間の競争から自動車の輸出価格も下落し、交易条件も過去最低水準近辺へ悪化している(図表5-12)。国内外需要回復の遅れ、米国向け輸出のもう一段の落ち込みが加わると、業績悪化が幅広い業種へ広がる可能性がある。中国政府が目論見通り「先に新しきを作る」を実践し、国内外のデフレ圧力を克服できるかに要注目だ。

図表5-10 住宅価格上昇・下落の都市数



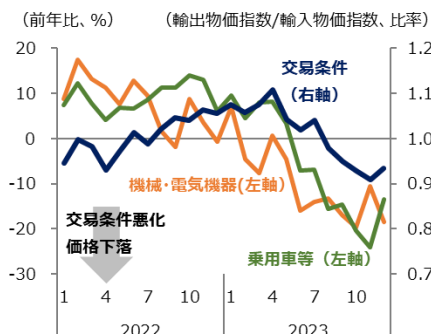
注:前月からの価格変化。かっこ内の数字は、直近23年12月の都市数。
 出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-11 CPI



注:直近は、24年1月。コアは、除く食料・エネルギー。
 出所:Windより三菱総合研究所作成

図表5-12 交易条件・主な品目の輸出価格



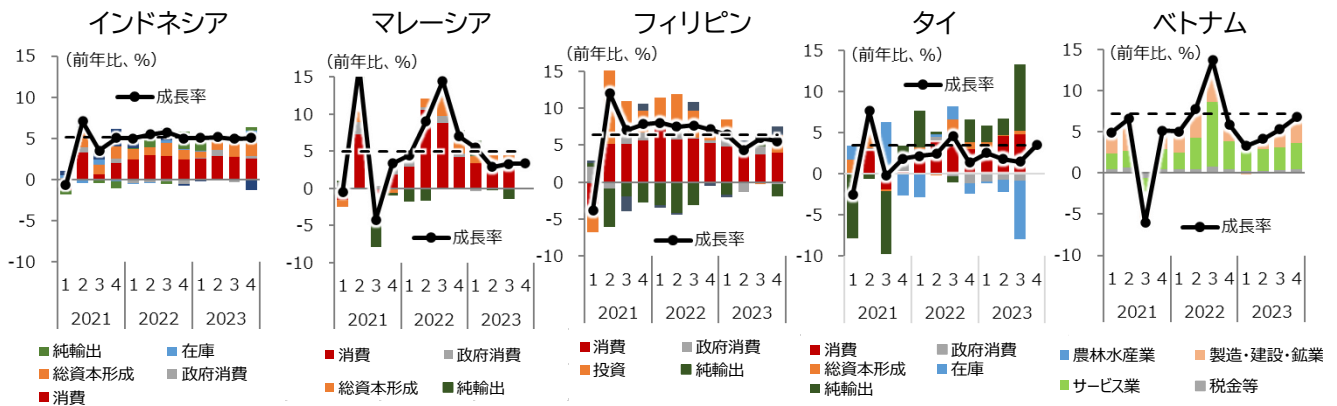
注:直近は、23年12月。
 出所:Windより三菱総合研究所作成

(1) ASEAN経済

ASEAN経済の現況 ―― 総じてコロナ危機前の成長ペースを確保

ASEAN5の23年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+4%台後半と23年7-9月期の同+4.3%から成長が加速したと見込まれる。堅調な国内投資、インフレ圧力緩和を追い風にした消費拡大が輸出の伸び悩みを補い、概ね成長の勢いは増している。個別国では、消費、投資ともに拡大しているインドネシア(同+5.0%)はコロナ危機前の成長率を維持、生産活動に回復の兆しのあるフィリピン(同+5.6%)、タイ(同+3%台半ばの見込み)、ベトナム(同+5.3%)も成長ペースが持ち直している。製造業の回復が鈍いマレーシア(同+3.4%)はコロナ危機前と比べて低めの成長にとどまった(図表6-1)。

図表 6-1 ASEAN の実質 GDP 成長率



注: 破線は各国の17~19年の四半期ごとの実質GDP成長率(前年比)の平均。棒グラフ合計と折れ線グラフの差は、統計誤差。直近は、インドネシア、フィリピン、ベトナム、マレーシアは23年10-12月期、タイは23年7-9月期。マレーシアは速報ベースのため内訳は未公表。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

ASEAN経済の先行き ―― 堅調な内需を背景に5%程度の成長維持

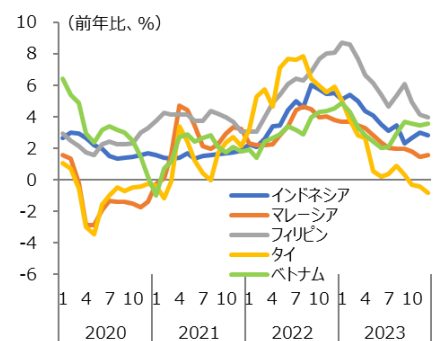
ASEAN5経済は、着実な内需拡大、もう一段の観光回復から前年比+5%近傍での成長を見込む。実質GDP成長率は、24年は同+5.0%(前回11月時点から変更なし)、25年も同+5.0%と予想する。ASEAN5各国ともに雇用環境は安定しており、内需の拡大基調は続いている。内需拡大の懸念材料であったインフレ圧力は沈静化しており(図表6-2)、先行きのASEAN5経済の注目点は、米中経済減速による外需への影響にある。

結論としては、米国における財消費の持ち直し、中国経済に欠かせないASEANからの輸出品、中国企業による直接投資拡大などから、米中経済減速による外需への悪影響は限定的と見込む。

23年は、米国内での財消費伸び悩みから米国向け輸出は低調だったが、24年の米国経済は2%程度の成長を確保する見込みである。米国経済減速によるASEAN輸出の下押しは小幅にとどまるだろう。先行き、サービス消費から財消費への循環的な回帰、米国政策金利引き下げ後の住宅購入回復に伴う財消費の拡大が見込める。足もと、資源が主要輸出品のインドネシアは低迷が続いているが、工業製品が主要な輸出品目であるタイ、ベトナムを中心に米国向け輸出が持ち直している(図表6-3左)。

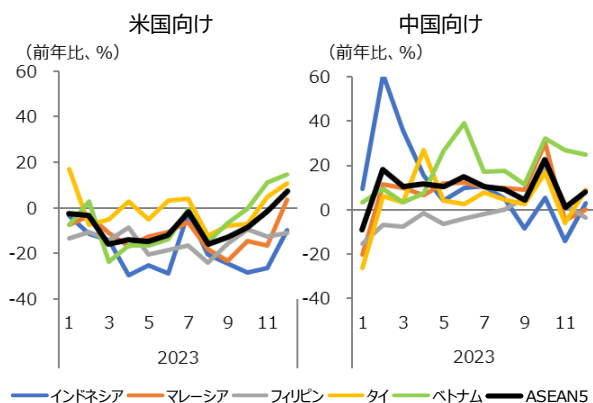
中国の不動産市況が低迷するなか、ASEANからの対中輸出は総じてプラス基調を継続している(図表6-3右)。23年前半に急増した反動から、足もとインドネシア、マレーシアからの中国向け輸出が停滞しているが、資源・半導体といった両国の輸出品は中国経済にとって欠かせない。コロナ危機前比20~40%にとどまっている中国人観光客の回復も期待できる。EV分野では、地政学的な強みも考慮したASEAN各国のEV拡大策(購入補助金、希少資源の輸出規制等)に呼応し、日米欧企業だけでなく伸長著しい中国企業によるASEANへの直接投資が活発化している(図表6-4)。中国企業のASEAN域内への進出は、内需拡大にもつながる。中国経済が4%台半ば程度の成長を確保できれば、ASEAN経済成長への悪影響は限定的であろう。

図表 6-2 ASEAN の CPI



注: 直近は、23年12月。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 6-3 ASEAN の米中向け輸出



注：米国、中国の輸入デフレターをもとに実質化。直近は23年12月。
出所：Macrobondより三菱総合研究所作成

図表6-4 中国企業による ASEAN への EV 関連投資

国名	投資内容
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> ● BYD：13億ドル投資で年産15万台の完成車工場建設（24年1月） ● CATL：インドネシア国営企業のニッケル採掘・EVバッテリー製造・リサイクルのエコシステム事業へ過半数出資（24年1月）
マレーシア	<ul style="list-style-type: none"> ● 吉利：マレーシア自動車大手プロトン親会社と次世代自動車の製造集積地（オートモーティブ・ハイテク・バレー）へ約1兆円投資で覚書締結（23年4月） ● 長城汽車：地場企業と8年間の組み立て生産契約締結（24年1月）
タイ	<ul style="list-style-type: none"> ● 長安汽車：完成車工場を着工（23年11月） ● 広州汽車：24年7月からタイ・ASEAN向け輸出EV工場稼働（23年12月） ● 長城汽車：24年に8千台生産開始（24年1月）
ベトナム	<ul style="list-style-type: none"> ● 上海汽車・奇瑞汽車：2025年末までに現地生産を開始（23年11月） ● BYD：工場建設の意向表明（23年11月）

注：カッコ内の月は、当該投資の報道があった月。
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

ASEAN経済の先行きリスク

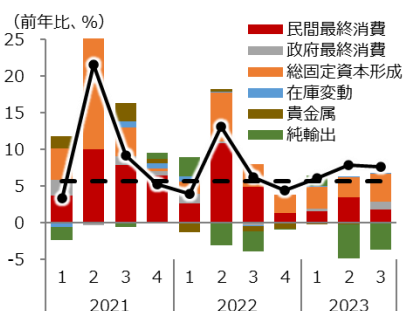
ASEAN5各国のリスクは、保護主義台頭のほか、インフレ圧力拡大の再燃がある。中東情勢混乱による国際商品価格上昇に伴うインフレ再燃は内需、保護主義台頭による貿易停滞は外需を押し下げる。特に、エネルギー自給率の低いフィリピン、ベトナム、タイは外生的なインフレ圧力への耐性が弱い点に留意が必要である。

(2) インド経済

インド経済の現況 — 23年度上期は、7%台の高成長を実現

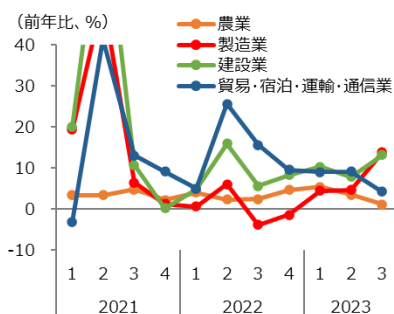
23年7-9月期のインド実質GDP成長率は、前年比+7.6%と23年4-6月期の同+7.8%に続き、高成長となった。純輸出の成長押し下げは続いているものの、総固定資本形成、民間・政府消費といった内需が成長をけん引している（図表6-5）。業種別では、製造業（前年比+13.9%）が最高の伸び率となったほか、3四半期連続で全業種がプラス成長を確保した（図表6-6）。23年度（23年4月～24年3月）上期の高成長を受けて、24年1月にインド統計局は、23年度（23年4月～24年3月）の実質GDP成長率を同+7.3%と予想している。

図表 6-5 インド実質 GDP



注：年度は各年4月～翌年3月。破線は17～19年の四半期ごとの成長率の平均。棒グラフ合計と線グラフの差は、統計誤差。
出所：Macrobondより三菱総合研究所作成

図表6-6 インドの主な業種の実質粗付加価値



注：年度は各年4月～翌年3月。
出所：Macrobondより三菱総合研究所作成

インド経済の先行き — 国内外からの投資にけん引され6%台後半の成長へ

インド経済は、インフレ圧力緩和にも支えられた旺盛な内需を牽引役に高成長の継続を見込む。実質GDP成長率は、23年度は前年比+7.0%（前回8月見通し同+6.2%）、24年度は同+6.8%（前回同+6.3%）へ引き上げる。今後のインド経済の注目点は、①投資拡大の余地、②消費マインドの行方である。

注目点① 投資拡大の余地 — 発展途上のインドには、豊富な投資機会がある

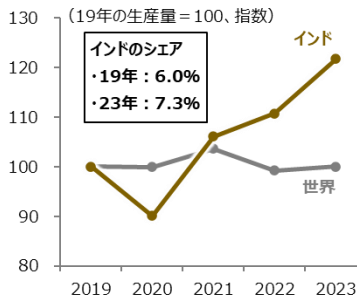
インドは、都市化・工業化の進展途上にあり、幅広い分野での投資機会がある。コロナ危機以降、世界の粗鋼生産・鉄鋼消費が概ね横ばい推移であるのに対して、インドの粗鋼生産は順調に拡大している（図表6-7）。こういった動きからも、インドの旺盛な投資需要がうかがえる。

堅調な住宅・インフラ投資は継続を見込む。インドの都市化率（人口に占める都市住民の割合）は40%弱とASEAN5で最低水準のベトナムを下回っており（図表6-8）、都市化伸長に伴う住宅需要の拡大余地は大きい。今年に入りインド不動産開発業者協会連合は、36年までに新たに6,400万戸の住宅が必要との見通しを公表している。政府もインフラ投資を推進している。23年度予算では、GDP比7%相当の10兆ルピー（22年度比+33%）をインフラ投資に配分、24年度暫定予算案でも11兆ルピー（23年度比+11%）を計上している。

市場拡大への期待、地政学上の重要性といったインドの強みのもと、対内直接投資の拡大継続を見込む。インド政府はGDPに占める製造業の割合を将来的に25%（14年度実績同15%）とする目標（「メイク・イン・インド」）を掲げ、投資誘致や輸入規制を実施している。こういった状況下、インドへの対内直接投資はGDP比2%近い水準が継続、製造業への安定的な投資、コンピューターサービス業のウエート増加、小売・卸売業と建設業のウエート逆転などインド経済拡大・高度化を展望した内訳となっている（図表6-9）。

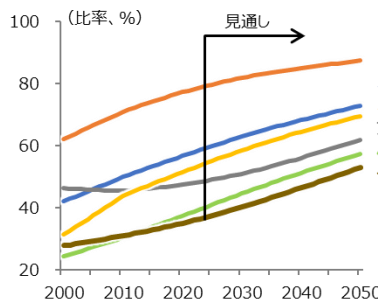
日本企業もインド事業拡大意向を強めている。JETRO調査によれば、インド進出中の日系企業の75.6%が事業の拡大意向を示している⁵。例えば、今年に入り、スズキはインドのグジャラート州政府と連携し、新たな四輪車生産工場を建設するため6,000億円以上を投じることを発表している⁶。

図表 6-7 インド粗鋼生産



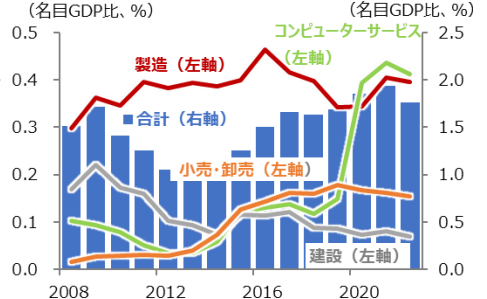
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 6-8 都市化率



注: 見通しは国連の推計。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 6-9 インド対内直接投資



注: 後方3年平均。直近は22年。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

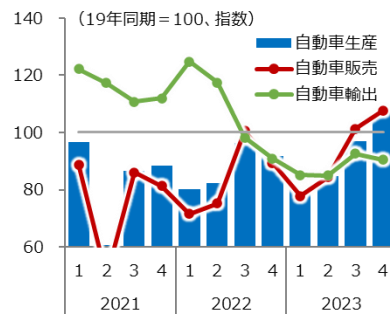
注目点② 消費マインドの行方 — インフレ圧力緩和を追い風に、良好な消費マインドが継続

旺盛な投資のもと、生産拡大を起点に雇用改善・消費拡大が内需拡大をもたらす好循環の継続が見込まれる。加えて、インフレ圧力緩和は良好な消費マインド継続の追い風となる。

23年のインドの国内新車販売台数は、生産拡大と連動し（図表6-10）、前年比7.5%増の508万台となり、中国、米国に次ぐ世界3位を維持した。前述のスズキの工場新設のほか、本田技研工業がインドから日本向け輸出を今年3月から開始するなど雇用・消費拡大の前提となる生産拡大は継続が見込まれる。

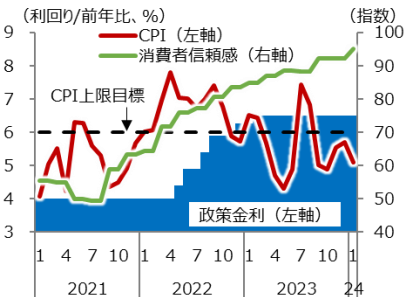
インフレ圧力緩和が消費回復を後押しすることも見込まれる。夏場にかけて食品価格上昇の影響から上限目標（前年比+6%）を上回っていたCPIは、目標内に収れん（下限目標は2%）し、消費者信頼感の改善に弾みがついている（図表6-11）。インド中銀は、食品価格の行方や過剰流動性を警戒しつつも、金融引き締め効果の発現を見込み、23年2月以降、政策金利を据え置いている。

図表 6-10 インド自動車関連指標



出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

図表 6-11 インド CPI・政策金利・消費者信頼感



注: 直近は24年1月。
出所: Macrobondより三菱総合研究所作成

インド経済の先行きリスク — 総選挙とインフレ圧力

インドの先行きリスクは、①モディ政権の交代、②インフレ圧力再燃にある。

インドでは、24年4～5月にかけて総選挙が予定されている。14年の政権発足以来、モディ首相のリーダーシップのもと、国内政治が安定、大企業寄りの政策が国内外の投資を促進してきた。政権交代による政策の軌道修正は、投資鈍化につながる可能性がある。23年12月の州議会選挙で、モディ首相率いるインド人民党が5州の内、3州で勝利を収め、モディ政権3期目入りが有力視されているが、総選挙の行方に要注意だ。

また、中東情勢の混乱による国際商品市況や物流コストの上昇、23年の熱波のような天候不順による食料品価格の上昇を受けインフレ圧力が再燃すると、消費マインドが悪化するリスクがある。

⁵ JETRO「2023 年度 海外進出日系企業実態調査(アジア・オセアニア編)(2023 年 11 月)」。

⁶ スズキ(株)HP、<https://www.suzuki.co.jp/release/d/2024/0110a/>

執筆担当者

全体総括	森重彰浩
1. 総論	田中康就
2. 日本経済	堂本健太、田中嵩大、山下大輔
3. 米国経済	浅井優汰
4. 欧州経済	綿谷謙吾
5. 中国経済	金成大介
6. ASEAN・インド経済	金成大介

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目10番3号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済センター

電話:03-6858-2717 メール:pecmacro@ml.mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】

グループ広報部

メール:media@mri.co.jp

本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブおよび当社にてコンタクトのある記者の方々にもご案内しています。