

2023 年の世界経済見通し～底割れ回避を見込むが不確実性高い

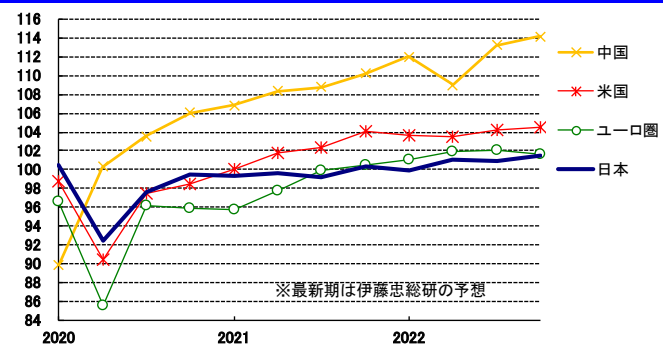
2022 年の世界経済は脱コロナを原動力とする堅調な景気拡大が期待されたが、ロシアのウクライナ侵攻に端を発するインフレ加速やゼロコロナ政策を続けた中国のロックダウンなどから大きく減速、年末にかけて景気後退局面の入り口に向かいつつある。2023 年は、ウクライナ情勢の好転が見込めない中で、欧米経済はインフレ抑制のための金融引き締めによる大幅な悪化が避けられず、中国はゼロコロナ政策の事実上の解除による感染急拡大で混乱が続くなど、極めて不確実性の高い状況が見込まれる。それでも、金融引き締めという人為的な景気減速が主因につき底割れは回避できると予想するが、本文最後に挙げた通り世界経済に影響を与えるリスク要因が各地に散在しており、その動静には十分留意が必要である。

2022 年の世界経済：脱コロナで持ち直すもインフレと利上げで減速

2022 年の世界経済は、欧米が先行してウイズコロナに移行、脱コロナを原動力とする堅調な景気拡大が期待されたが、2 月 24 日にロシアがウクライナへ軍事侵攻を開始、先進国を中心とする対ロシア経済制裁により、ロシアを主要な供給地とする食料や鉱物資源などの国際市況が高騰、欧米ではインフレ抑制のため政策金利が急速に引き上げられた。

4 月には、ゼロコロナ政策を進める中国上海で感染拡大を受けて大規模なロックダウンが実施され、中国経済は大きく落ち込んだ (右図)。さらに、中国における生産停止の悪影響がグローバル・サプライチェーンを通じて日本などへも波及した。その後、中国経済はコロナ感染の収束により一旦持ち直したが、10 月以降は再び感染が拡大、ロックダウンが各地で実施され停滞、12 月にはゼロコロナ政策が事実上解除されたが、そのために感染が急拡大し、年末にかけて景気の停滞が続いた。

主要国の実質 GDP の推移 (季節調整値、2019 年 Q4=100)



(出所) 内閣府、米商務省、Eurostat、中国国家統計局

米国では、2022 年 1～3 月期、4～6 月期とも実質 GDP 成長率が前期比でマイナスとなったが、主因は供給サイドの回復が遅れたことであり、この間の需要は拡大が続き、景気はむしろ過熱気味に推移、物価上昇は収まらず、中央銀行にあたる FRB は政策金利の引き上げを加速、10～12 月期になってようやく景気が減速しつつある。欧州 (ユーロ圏) でも、前半はリベンジ消費などで堅調に景気が拡大、物価上昇の加速が続いたため、ECB (欧州中央銀行) は政策金利の引き上げを続け、7～9 月期になって景気がようやく減速、10～12 月期はマイナス成長に転じたとみられる。

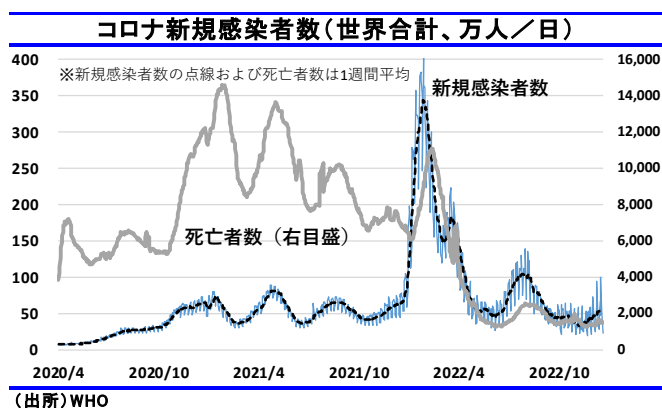
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

そうした中で、日本は年初にコロナ感染拡大で個人消費を中心に落ち込んだあと、夏にかけて一旦持ち直したものの、夏場のコロナ感染再拡大や物価上昇の影響で個人消費が再び停滞、10～12月期は持ち直すなど一進一退で推移した。ただ、足元の状況に限れば、米欧中の景気悪化が顕著となり世界経済全体が停滞感を強めている中で、主要国では日本だけが良好な状態にある。そのほか、コロナ感染が比較的少ないASEAN経済も年末にかけて底堅い動きを見せている。

コロナの影響：中国限定のリスクへ

2023年の世界経済を見通すにあたり、まずは2022年の景気を攪乱した①新型コロナウイルス、②ロシア・ウクライナ戦争、③欧米のインフレ、について現状を確認したい。WHOの集計によると、新型コロナウイルスの新規感染者数（1週間平均）は11月に世界全体で1日30万人台前半、死亡者数は1,300人程度まで減少した。足元ではやや増加しているが、WHOのテドロス事務局長は12月2日、世界の人口の少なくとも9割が感染やワクチンで何らかの免疫を獲得しており、パンデミックの緊急対応期の終わりにかなり近づいた、とした。

実際にコロナ感染拡大に対して行動制限を導入する国は見当たらず、厳格なゼロコロナ政策をとっていた中国ですら行動制限の大幅な緩和に舵を切った。それでも、中国に関しては制限緩和が感染急拡大につながり経済活動の大きな障害となっているが、それ以外の国では、もはやコロナは経済活動において大きなリスクではなくなったと言えそうである。



ロシア・ウクライナ戦争：対ロシア制裁の長期化を覚悟すべき

一方で、ウクライナ情勢は引き続き世界経済のリスク要因となろう。ウクライナは、停戦の条件として、少なくとも2月24日にロシアが侵攻する前の状態に戻すことを挙げていたが、ロシアは一方向的に独立させ併合したウクライナ南部4州を見捨てることはできないため、現在のウクライナ優勢の状況下で停戦の条件が満たされる可能性はゼロに等しい。水面下での停戦を探る動きを指摘する報道もあるが、いずれかが譲歩せざるを得ない戦況になるまで停戦は見込めず、戦闘は長期化、ロシアに対する制裁は継続されると考えるのが現実的である。今後のロシアの動きによっては制裁が強化される可能性もあろう。

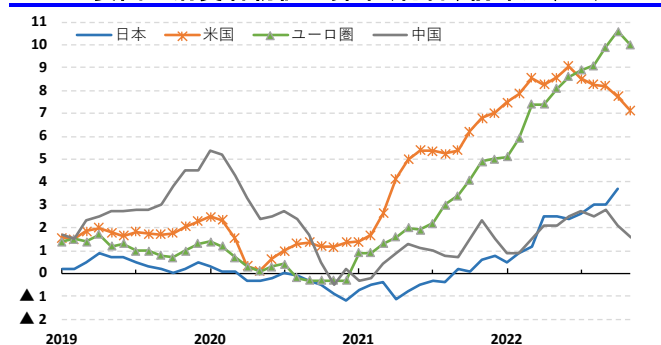
そのため、資源相場は、世界経済の減速で総じてピークアウトしたが、ロシアの生産シェアが多いものについては強い供給懸念が残るため下値余地が限られよう。原油価格を例に挙げると、今後は需給双方に下振れリスクあり、WTI先物で当面は70ドル台で一進一退の推移となろう。また、ロシアから欧州への天然ガス供給は来年冬も回復しないことを前提として考えざるを得ない。

欧米のインフレ：景気後退覚悟の金融引き締めが続く

米国のインフレ率（消費者物価上昇率）は、「総合」つまり全体で見れば6月の前年同月比+9.1%をピークに鈍化しており、ピークアウトが明確である（次ページ上左図）。ただ、金融政策の判断に使う「コア」では、まだピークアウトの兆しという程度の動きにとどまっており（次ページ上右図）、インフレ圧力は未

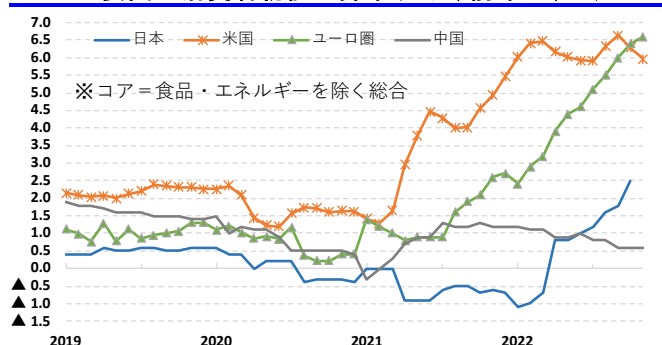
だ根強い。

主要国の消費者物価上昇率(総合、前年比、%)



(出所)総務省、米国労働省、Eurostat、中国国家統計局

主要国の消費者物価上昇率(コア、前年比、%)



(出所)総務省、米国労働省、Eurostat、中国国家統計局

ユーロ圏の消費者物価は、11月に「総合」でようやく鈍化に転じたが、コアでは11月も伸びを高めており、上昇基調が続いている。こうした物価動向を受けて、欧米ではインフレを抑え込むために今後も景気後退覚悟の利上げを続けざるを得ず、実際にFRB、ECBともその方針を明確にしている。そのため、金利の上昇が今後、景気をより一層悪化させることは確実である。

一方で、日本の消費者物価は、上昇しているとはいえ総合で前年同月比+4%弱にとどまり、欧米の7~10%と比べるとかなり低い。また、中国の消費者物価上昇率も景気の悪化を反映して低水準、コアで見ると鈍化傾向が明確である。そのため、日銀は今後も金融緩和を続ける方針だと市場では理解されており、中国政府は景気テコ入れのため追加の金融緩和を行う可能性を示唆するなど、主要地域で金融政策の方向性は異なっている。こうした状況は、為替相場を中心に金融市場の方向性を予想し難くし、変動が大きくなりやすいことに、留意すべきであろう。

2023年の世界経済見通し(概観)

以上で見た景気の現状やリスク要因の先行きを踏まえると、世界経済成長率は欧米経済の減速と中国経済の停滞、ロシア経済の落ち込みを主因に、2022年は前年比+2.9%へ減速、2023年には+1.9%まで鈍化すると見込まれる(次ページ表)。一般的に世界経済成長率は3%を割り込むと景気が停滞ないしは後退していると評価されるため、2022年の世界経済は停滞、ないしは後退局面の入り口に立っていることになる。

2022年の状況を主な地域について見ると、先進国では、ユーロ圏や英国など欧州で前半の景気回復が急だったため年間では3~4%の比較的高い成長となる見通しである。景気の抑制が遅れ、インフレ抑制も後手に回っている印象である。米国は、金融引き締めを急速に進めたため、その効果により2%程度とされる実力(潜在成長率)を下回って減速した模様である。

新興国では、度々のロックダウンや最近の感染急拡大の影響で中国が3%近くまで成長率が減速、ロシアが経済制裁の影響によりマイナス成長となり、中露が世界経済の成長率を大きく押し下げるとみられる。すなわち、2022年の世界経済の姿を評すると、欧米のインフレと利上げ、中国のロックダウン、対ロシア制裁により、コロナ禍からの脱出を原動力とする景気回復に急ブレーキが掛かり景気は停滞、ということになる(地域別の詳細は後述)。

【主要国・地域の実質GDP成長率見通し】

	GDP ウエイト 2021	実績							予測		
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
世界	100.0	3.4	3.3	3.8	3.6	2.8	▲ 3.0	6.0	2.9	1.9	2.5
先進国	57.8	2.3	1.8	2.5	2.3	1.7	▲ 4.4	5.2	2.4	0.6	1.2
米国	23.7	2.7	1.7	2.2	2.9	2.3	▲ 2.8	5.9	1.9	0.6	1.1
ユーロ圏	15.0	1.9	1.8	2.8	1.8	1.6	▲ 6.3	5.3	3.3	0.2	1.4
英国	3.2	2.4	2.2	2.4	1.7	1.6	▲ 11.0	7.5	4.4	▲ 0.8	0.8
日本	5.2	1.6	0.8	1.7	0.6	▲ 0.4	▲ 4.3	2.1	1.1	1.9	1.1
新興国	42.2	4.3	4.4	4.8	4.6	3.6	▲ 1.9	6.6	3.6	3.7	4.2
アジア	25.2	6.8	6.8	6.6	6.4	5.2	▲ 0.6	7.2	4.0	4.8	5.1
中国	18.3	7.0	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.1	3.1	4.5	4.8
ASEAN5	2.9	5.0	5.1	5.5	5.4	4.9	▲ 3.4	3.4	5.7	4.9	5.3
インド	3.3	8.0	8.3	6.8	6.5	3.7	▲ 6.6	8.7	7.0	6.6	6.8
中東欧	4.4	1.0	1.9	4.1	3.4	2.5	▲ 1.7	6.8	▲ 0.0	0.4	2.5
ロシア	1.8	▲ 2.0	0.2	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	4.7	▲ 3.4	▲ 2.3	1.5
中南米	5.2	0.4	▲ 0.6	1.4	1.2	0.2	▲ 7.0	6.9	3.5	1.7	2.4
ブラジル	1.7	▲ 3.5	▲ 3.3	1.3	1.8	1.2	▲ 3.9	4.6	2.6	0.9	2.0

(出所) IMF、予測は伊藤忠総研

(注) 各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。

2023年の世界経済は、成長率が1.9%まで減速、景気後退の様相を強める。欧米経済は金融引き締めによりゼロないしはマイナス成長へ減速、特に欧州は金融政策だけではインフレ抑制が困難なスタグフレーションの状態に陥っているとみられ、厳しい経済情勢が見込まれる。ウクライナへの軍事侵攻を継続するロシアはマイナス成長が続き、中国はゼロコロナ政策の事実上の放棄により年後半は景気が持ち直すとみられるが、それまでの間はコロナの爆発的な感染拡大が避けられず景気は低迷、年を通せば4%台の成長にとどまろう。そうした中で、日本は1%未満とみられる潜在成長率を大きく上回る2%近い成長になると予想する。

世界経済の減速は欧米の金融引き締め、つまり人為的なものによるところが大きいため、基本的にはコントロール可能なものだと考えられる。そのため、景気が冷え込み過ぎる前に、金融引き締めというブレーキを緩めハードランディングを回避するチャンスはあり、世界同時不況のような状況に陥る可能性は低いとみられる。しかしながら、予測不能なウクライナ情勢、同様に予測困難な中国のコロナ禍、全世界的にコロナ禍への対応で著しく膨らんだマネーの縮小、欧米と日中で異なる金融政策の方向性など、不確実性が高く教科書通りには進まない要因が多数あることも間違いない。景気が本格的に悪化する2023年の世界経済は、2022年より一層不安定で先の見通し難い1年になるとみておくべきだろう。

主要地域の2023年経済見通し（概要）

米国経済¹：2023年前半は、利上げの影響が本格化し雇用情勢の悪化も続くことから、実質GDPがろうじてプラス成長を維持する程度まで景気は停滞すると見込む。住宅投資は引き続き低迷し、個人消費は、物価上昇による実質家計所得の伸び悩みや各種ローン金利上昇の影響から減速が続くだろう。また、設備

¹ より詳細な内容は、2022年12月20日付 Economic Monitor 「米国経済：インフレ抑制のための景気・雇用の悪化が進む（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2273/>

投資も、借り入れコストの上昇や需要鈍化懸念を背景に増勢が鈍化するとみられる。この結果、企業の労働需要は減退し、個人消費がさらに下押しされると同時に、労働需給のひっ迫が解消に向かうことで賃金上昇圧力は緩和し、CPIのサービス価格（除くエネルギー関連）の前年比は2023年入り後にはピークアウトする見通しである。国際商品市況やサプライチェーンの状況が落ち着いていることを前提とすると、食品・エネルギー価格と財価格の前年比ベースの上昇率の縮小も続き、FRB（米連邦準備制度理事会＝中央銀行）が最も重視する物価指標であるPCEデフレーターの前年比は、2022年10月の+6.0%から2023年央には+3%台前半に低下する見込みである。そうした中、FRBは2023年冬頃には景気腰折れ回避のために利下げに踏み切り、潤沢な家計貯蓄²も個人消費を下支えし、景気後退には至らないと予想する。

中国経済³：習政権3期目が本格始動する中、中国当局は2023年の経済政策運営について、安定成長を重視、前年比+5%前後の成長目標を掲げると予想。欧米景気の減速を背景に輸出停滞が見込まれるため、2022年より財政拡張・金融緩和の程度を強め、内需主導の景気回復を目指す方針。2022年12月以降、医療体制やワクチン接種が不十分な状況下でのゼロコロナ対策が急速に緩和されたことから、2023年1～3月期は感染者数の急増が予想される。感染を恐れて外出を控える動きや生産活動・サプライチェーンの混乱が続き、景気が冷え込む見込み。4～6月期以降は感染が落ち着き、個人消費を中心に景気が回復に向かう見通し。ただ、長引くゼロコロナ政策による雇用・所得環境やマインドの悪化により、回復ペースは緩慢なものにとどまろう。固定資産投資は、不動産投資の急回復を期待できず、設備投資も輸出減速を受けて力強さを欠く中、インフラ投資がデータセンターなど新しい分野を中心に引き続き下支え役となる。2023年の成長率は前年比+4.5%程度にとどまると予想。2024年は緩やかな回復を続ける見込みだが、過剰債務問題の深刻化に伴い投資が抑制的となり、成長率は前年比+4.8%と小幅に伸びを高める程度にとどまろう。

欧州経済（ユーロ圏・英国）⁴：足元ではガス価格の上昇が一服しているため、今後、2023年年央にかけてエネルギー価格の伸びは低下しよう。ただ、今後も川上分野から川下分野への価格転嫁や賃上げの動きの継続が見込まれるため、物価上昇の中心がエネルギーから非エネルギーへと移る形で、インフレ率は緩やかな低下にとどまると見込まれる（ユーロ圏2022年8.5%→2023年5.7%、英国2022年9.0%→2023年7.4%）。高インフレや中銀による金融引き締め継続により、個人消費は実質可処分所得の減少、マインドの悪化や各種ローン金利の上昇により当面は減少が続くものの、2023年年央にかけて暖房需要の後退とともにインフレ率が緩やかに低下するため、年後半には徐々に回復する見通し。企業の設備投資についても、エネルギー価格の高止まりを受けた需要の減退や利上げの影響を受けた借入コストの上昇により減少基調をたどった後、需要の回復とともに持ち直していく見通し。そのため、2023年のユーロ圏経済は1～3月期まで2四半期連続、英国では7～9月期まで5四半期連続のマイナス成長を予想する（2023暦年の成長率ユーロ圏で前年比+0.2%、英国▲0.8%）。2024年については、高インフレが沈静化し景気は持ち直し、成長率はリバウンドすると予想する（ユーロ圏1.4%、英国0.8%）。

² コロナ禍の政府による現金給付などの恩恵により、米国の家計には、2022年冬時点でも、過剰貯蓄（コロナ危機前であれば実現されなかったであろう貯蓄）が少なくとも1兆ドル（名目GDP比で約4%）は残る試算。

³ 詳細は2022年12月22日付 Economic Monitor「中国経済：対策なきゼロコロナ政策緩和で不透明感高まる」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2278/>

⁴ 詳細は2022年12月21日付 Economic Monitor「欧州経済：インフレの低下ペースは緩慢に留まる（改定見通し）」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2277/>

ASEAN 経済：2022 年の ASEAN 主要 5 カ国⁵の実質 GDP 成長率はいずれも 2021 年を上回り、5 カ国平均では 5.7%となった模様である。コロナ感染が概ね落ち着いて経済活動の正常化が進み、個人消費や固定資産投資（インフラおよび企業設備）、インバウンド需要の回復傾向が強まった。ただし、中国をはじめとした海外経済の減速に伴い財（モノ）の輸出の増勢が年後半に鈍化したほか、10～12 月期にはインフレや利上げの影響が表面化したことから内需の回復力にも陰りが見られた。

ASEAN では 2023 年入り後も、米欧も含めた海外経済の減速、インフレや利上げによる逆風がなお暫く続き、成長ペースの低下を余儀なくされよう。しかし、①各国政府が主導するインフラ投資（交通、通信、エネルギーなど⁶）、②サプライチェーン再編を企図した海外メーカー（電気機械など）の域内向け投資がそれぞれ高水準を維持すると見込まれるほか、③入国制限緩和に伴うインバウンド需要の一段の回復も期待できる。さらに、④産業活動の活発化や趨勢的な人口増を背景とした消費者市場の拡大も続く可能性が高い。以上より、2023 年の ASEAN 主要 5 カ国の成長率は 4.9%と大幅な減速を回避し、他地域よりも相対的に高い伸びを確保すると予想する。

インド経済：インドでは、エネルギー・食糧価格の上昇やコロナ禍一巡後の需要拡大を受けた高インフレ（2022 年 4～11 月平均 6.9%）および利上げ（5～12 月で計 2.25%Pt）が景気拡大ペースを抑制する状況が続いている。そのため、実質 GDP 成長率は 2021 年度（2021 年 4 月～2022 年 3 月）の 8.7%から 2022 年度は 7.0%へ緩やかに低下し、2023 年度入り後も景気減速が暫く続く可能性が高い。もともと、①人口が増加し続ける 中での個人消費の趨勢的拡大、②旺盛なインフラ需要がインド経済を力強く牽引する構図は直ちに崩れないであろう。特に、2024 年春に総選挙（5 年ごと実施）を迎えるモディ政権は、道路・鉄道・空港・港湾・公共交通・水路・物流網の 7 つを重点分野とした大型インフラ投資計画「ガティ・シヤクティ国家マスタープラン」（2021 年 8 月発表）を強力に推進するなど、景気配慮型の財政運営を続けると見込まれる。内需過熱によりインフレ率が高止まり、中銀が利上げし続けるリスクを抱え続けることにはなるが、2023 年度の成長率は小幅低下にとどまり 6%台半ばを確保すると予想する。

日本経済⁷：2023 年前半は、欧米経済の悪化と中国経済の停滞により輸出が落ち込むものの、商品市況と円安のピークアウトに政府のエネルギー価格抑制策の効果が加わり消費者物価上昇率は鈍化、賃金の上昇は加速し個人消費が底堅く推移、設備投資も企業の積極的な姿勢を反映し増勢を維持するとみられるため、景気は緩やかながらも回復基調を維持。年後半は、海外景気の底入れにより輸出が下げ止まりから持ち直しに向かうこと、消費者物価の落ち着きと賃金のさらなる上昇、雇用の拡大が個人消費を押し上げること、設備投資の拡大が続くことから、景気は明るさを増すと見込まれる。

実質 GDP 成長率は、2022 年にコロナによる一進一退で前年比+1.1%へ減速したが、2023 年は+1.9%へ伸びを高めると予想。この成長率を前提とすれば、2022 年 7～9 月期に GDP 比▲2.7%だった需給ギャップ（供給力－需要、内閣府試算）は、2023 年 10～12 月期に GDP 比▲0.8%程度までマイナス（需要不

⁵ インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

⁶ 加えて、インドネシアでは、2024 年から首都機能の段階的移転（ジャワ島・ジャカルタからカリマンタン島・ヌサンタラへ 20 年かけて進める計画）が始まり、最初に大統領府や議会などが移転する予定。そのためのインフラ整備が 2023 年中に加速する見通し。

⁷ 詳しくは、2022 年 12 月 21 日付「日本経済情報 2022 年 12 月号 日本経済 2022 年の回顧と 2023 年の展望」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2276/>

足) 幅が縮小する計算となる⁸。そのため、デフレ脱却に必要な需給ギャップの解消は2024年に入ってからとなる可能性が高いが、2023年終盤には需給ギャップの縮小が続く下で、賃金上昇の後押しもあり一定の物価上昇が継続されそうである。2023年は、デフレからの完全脱却が展望できる年となりそうであるが、金利の本格上昇に備えるべき年とも言えよう。

2023年の注目点（リスク要因）

以上の通り、2023年の世界経済は一段と悪化し、不確実性の高い不安定な状況が少なくとも年前半は続くと思われるが、それでもリーマン・ショックやコロナ・ショックのように成長率がマイナスとなり底割れすることは避けられる可能性が高いと考えている。ただ、以下に示す8つのリスク要因は、世界経済の底割れの可能性を高めるもののうち、比較的発生する確率が高いと当社が考えるものであり、その動向には十分留意が必要であろう。

1. 米国の過度な金融引き締め（景気のオーバーキル）

世界経済にとって最大のリスクは、米国の景気後退であり、それはFRBの金融引き締めが景気を冷やしすぎる「オーバーキル」によってもたらされる恐れがある。FRBは今年の3月に利上げを開始し、その後は高インフレが定着することへの警戒感から、金融政策が経済に及ぼす影響を十分に確認する時間的な余裕がなく大幅な利上げを続けてきた。また、FRB内部でも望ましい政策金利に関して意見が分かれる中、インフレ抑制を確実なものとするために、政策金利のピークを高め設定する方針が優勢となってきたとみられる。2023年にかけても利上げが続く方向にあり、インフレ抑制に必要な水準以上に金融引き締めが進む、あるいは利下げに転ずるタイミングが遅れる可能性がある。

その場合でも、米国の家計はコロナ禍の政府による現金給付などで潤沢な貯蓄を未だ保持しており、米国経済の柱である個人消費のバッファーとなることが期待できる。ただ、経済に停滞色が強まる中では、エネルギー価格の上昇など外的なショックに脆弱な状況となる。また、必要以上に労働需要が減退する中で、労働者の職種転換が円滑に進まずに、雇用情勢の悪化が深刻化する可能性も無視できない。さらに、11月の中間選挙により2023年からはねじれ議会となることが決まり、景気下支えに対して即効性のある財政支援の与野党の一本化に手間取ることが見込まれる。米経済がソフトランディングするパスが狭まる中で、金融政策の誤りが米経済にとって大きなリスクとなろう。

2. 中国のゼロコロナ政策への後戻り

中国経済もここにきて急速に不確実性を高めている。中国政府は2022年12月初、感染抑制のため厳しい行動制限を課すゼロコロナ政策の大幅緩和に舵を切った。高リスク地域での移動制限や入国時隔離は継続されるものの、PCR検査の縮小、無症状・軽症者の自宅隔離容認、都市や省を跨ぐ移動に対する陰性証明・健康コードの提示不要化など、踏み込んだ措置が発表された。ゼロコロナ政策緩和のタイミングについては、重要政治イベントである2023年3月の全人代後との見方が主流だったが、予想より早期に緩和された。緩和の契機となったのは、行動制限による景気悪化に加え、11月末に全国各地で発生したゼ

⁸ 潜在成長率は、内閣府による2022年7～9月期の試算値0.5%で一定とした。

ロコナ政策への抗議活動があるとされる。

高齢者のワクチン接種率の低さや ICU 病床数不足などの問題が残存する中、急速な感染対策緩和への転換が行われたため、感染者数の急増、死者数・重症者数増加が避けられない状況である⁹。特に、地方を跨ぐ移動制限がなくなったため、春節休暇（2023年1月21日～27日）前後には帰省・旅行のための移動が増えるとみられ、医療体制が脆弱な農村部での感染拡大・医療崩壊が懸念される。

中国政府は高齢者を中心としたワクチン接種や医療資源の充実を急ぐとしているものの、深刻な感染爆発を阻止するには不十分で、その結果、一部地域で厳しい感染対策に後戻りするリスクが存在しよう。行動制限による生産・消費活動への下押しが長引く上、先行き不透明性の高まりから消費マインドも低迷、景気停滞が続く恐れがある。さらに、中国経済のみならず、需要減退やサプライチェーンの混乱を通じ世界経済全体を下押しすることとなるため、ゼロコロナ政策への揺り戻しリスクには注視が必要である。

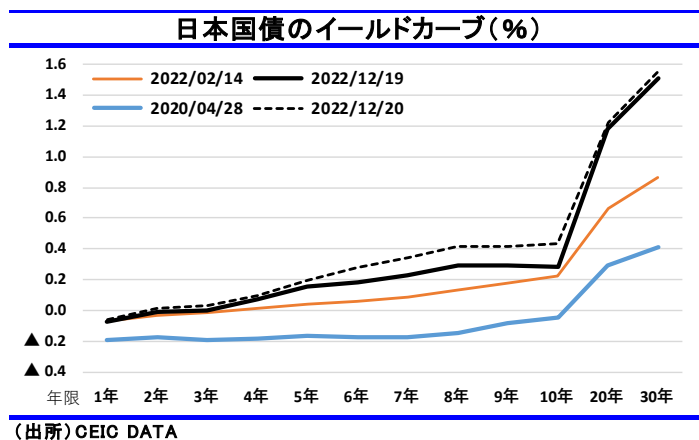
3. 日銀の金融政策変更

比較的良好な景気動向が期待される日本においても、新たに大きなリスク要因が浮上した。12月19～20日に開催された日銀金融政策決定会合では、長短金利操作のうち長期金利（10年物国債利回り）について、「ゼロ%程度」という目標水準は据え置いたものの、変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」へ拡大した。事前に予想していた市場関係者は皆無であり、21日にかけて日経平均株価は850円下落、ドル円相場は1ドル=137円台から一時130円台まで円高が進むなど、強烈なサプライズとなった。

日銀は今回の変更について「利上げではない」、「市場を正常化するため」としているが、長期金利の上昇圧力が強まる中、これまで国債買い入れによって押し下げていた10年債利回りを「正常化」することは、利上げと同じである。実際に、国債10年物利回りは12月20日の政策変更発表前の0.25%から一時0.46%まで上昇、翌21日は0.48%まで上昇、その結果、10年債利回りだけが極端に下がっていた歪な国債のイールドカーブは修正されつつある（右図）。

つまり、金利上昇圧力に押される形でイールドカーブを上方にシフトさせたわけであり、日銀が金利上昇を容認したことは間違いない。そのため、今後さらに金利上昇圧力が高まった場合、今回同様、「正常化」を理由に日銀が長期金利の一段の上昇を容認する可能性を否定できない。

短期の政策金利については、今のところ、消費者物価が安定的に2%を超えない限り、現状の▲0.1%に据え置くという方針に変更はない。そして、この物価安定目標の達成時期は2024年以降とみられるた



⁹ 中国疾病予防コントロールセンター (CDC) が一部資金を拠出して行われた研究によると、2022年11月時点のワクチン接種率を前提とした場合、ゼロコロナ政策緩和により100万人あたり684人の死者（総人口14億人あたり95万7,600人）が発生する見込み。人口の85%がワクチン4回目接種を受け、60%が抗ウイルス薬による治療を受けることができれば、死者数は100万人あたり448～503人（総人口14億人あたり62万7,200人～70万4,200人）に抑制されるとの予測も発表。（Kathy Leung, Gabriel M. Leung, Joseph T. Wu, “Modelling the adjustment of Covid-19 response and exit from dynamic zero-COVID in China”, medRxiv, Dec 14, 2022）

め、短期の政策金利は当分の間据え置かれると現時点では大半の市場関係者が考えている。ただ、2023年4月の日銀総裁交代の後、金融政策の枠組みが変更されれば、これまでと異なる理由で判断し、短期金利の引き上げ開始時期が早まる可能性はあろう。

その場合、金利は大幅に上昇、円高が進行し株価は下落しよう。円高は物価上昇を抑制し個人消費の追い風となるが、輸出企業の業績を悪化させる部分もある。これが金利上昇と相まって、設備投資や雇用にまで悪影響を及ぼし、逆資産効果も加わり個人消費も下押しされれば、内需の牽引による日本経済回復シナリオは崩れる。世界経済にとっても、先進国では金融緩和を続ける唯一の存在であり、景気拡大が見込まれる数少ない国である日本の金融政策転換と景気悪化は、世界的に金利上昇圧力を高めるほか、世界経済が後退する確率を高める。今後の日本国債市場における金利上昇圧力や日銀新総裁の方針を注視しておく必要がある。

4. 欧州の物価上昇長期化

欧州経済のリスクとしては、物価上昇の長期化が挙げられる。一つ目の観点は、天然ガス価格の高止まりである。先物価格¹⁰は中国の需要回復による世界的なガス需給のタイト化等の一部要因を既に織り込み済と考えられ、また12/19には2/15からの上限値（180ユーロ/MWh）導入も合意された中で、足元の価格上昇は一服している。しかしながら、既にロシアからのガス供給の大半が絶たれ、完全な途絶（ウクライナやトルコ経由の供給もゼロに）も想定される中で、欧州は代替調達先の確保を急ぐものの、来年にかけて天然ガスの供給は綱渡りの状態が続く状況には変わりがない。そうしたもと、寒波襲来などの天候要因（来冬への在庫持ち越し減や来冬の需要増）やその他供給要因（ガス関連施設や原子力発電などのガス需要代替施設における障害発生等）など、例年想定される事項についても非常に脆弱な状態となっており、高インフレが継続する要因となり得る。

二つ目の観点は、ユーロ圏における物価と賃金のスパイラル発生である。7～9月期の妥結賃金に加え、各国月次ベースの妥結賃金をみても、足元では緩やかな上昇傾向に留まり、強い上昇機運までは確認できない。一方で、賃上げの動き全体の先行指標として捉えられる、新規採用者に限定した求人広告ベースの名目賃金上昇率は11月に前年比4.8%と比較的強い伸びを示していること、欧州は労働協約の適用率が他国と比較して高い¹¹ことから、高インフレを受け賃上げの圧力が強まれば、多くの労働者の賃金へと波及、物価と賃金のスパイラルが発生し、インフレが更に長期化、金融引き締めスタンスの強化とともに景気の下振れを招くこととなる。

5. OPEC プラス減産強化

原油価格の反騰も、留意すべきリスクであろう。このところサウジアラビアと米国による同盟関係の不安定化が相次ぎ報じられている。米国は近年、シェール革命によって世界最大の産油国となり、エネルギー面での中東への依存度が薄れたため、サウジへの軍事支援などを縮小しているほか、人権問題への批判を明確に示すようになっている。こうした米国の「中東離れ・サウジ離れ」に不信感を募らせるサウジも、ロシアとの軍事協力を強化し始めたほか、中国との関係拡大を図っており、2022年12月には習近平国家主席が7年ぶりにサウジを訪問、原油取引拡大などの戦略的包括協定を締結した。

¹⁰ 12/19 現在、足元の価格、先物価格ともに110ユーロ/MWh 付近で推移

¹¹ OECD "Collective bargaining coverage"によると、2018年時点で米国12%、日本17%に対し、イタリア100%、フランス98%、スペイン80%、ドイツ54%

そして、米・サウジ関係の不安定化は、最近の OPEC プラスの意思決定にも微妙な影響をもたらしている。米国は、ロシアの国際市場からの退出や世界的なインフレ圧力の低下に向けて、ロシア以外の産油国に対し増産を求めている。しかし、OPEC の盟主であるサウジは米国の意向に配慮することなく、2022 年 10 月の OPEC プラス会合における減産決定（合計産油量目標の引き下げ）を主導、バイデン米大統領の「近視眼的な決定に失望」との反発を招いた。

以上の状況を踏まえると、2023 年の原油市場ではサウジアラビアの価格主導権がより一層明確になる可能性が高い。当社メインシナリオでは、IMF（国際通貨基金）の試算に基づき、サウジの安定財政運営に必要な 70 ドル近辺を下値メドとした相場展開を予想している。しかし、世界的な景気減速により原油需要が伸び悩む中で、サウジが自国の原油収入確保を優先し、より高めの価格形成を狙うこともあり得る。そして、その手段が「OPEC プラスの減産強化」ということになるだろう。すなわち、サウジ主導により OPEC プラスが一方的に減産強化に踏み切り、原油価格が上振れ、世界的なインフレ圧力が残り続けるというストーリーが、中東情勢や原油市場に関連したリスクシナリオとして最も留意すべきものと言える。

6. 人民元の下落

中国に関しては、人民元相場の不安定さも留意すべきリスクである。2022 年、中国人民幣元は対米ドルで年初来対比▲9.4%と大幅に下落（12 月 19 日時点）、11 月 3 日には 1 ドル＝7.320 元と 2007 年 12 月以来の元安水準を付けた。元安進展の背景には、感染再拡大に伴う景気後退懸念や、利上げペースを加速させる米国と金融緩和を続ける中国の金融政策の違いがある。

2023 年の人民元相場は、①ゼロコロナ政策の緩和を受けた中国経済の回復、②2023 年後半には米国 FRB が利下げに転じることによる米中金利差縮小を受け、緩やかに元高が進展する見通しである。しかし、再び下落に転じるリスクが残存していることに留意したい。

人民元下落を引き起こしうる最大の要因は、やはり感染再拡大であろう。2022 年も、感染拡大が特に深刻となった 3～4 月に、景気後退懸念の高まりから中国株式・債券市場からの資金流出が急拡大、元安が進展した。12 月初にゼロコロナ政策の大幅緩和が発表された後は、政策転換が好感され元高が進んだものの、全国的な感染拡大が予想される 2023 年 1～3 月期に再び元安に転じる可能性は相応に高い。さらに、前項で触れたゼロコロナ政策への後戻りが見られた場合、ゼロコロナ政策緩和の見通しが裏切られたとの失望や先行き不透明感から、人民元が大きく売られる局面も想定される。加えて、景気下支えのため 2023 年も金融緩和が継続されること、輸出減速の一方で内需回復を受け輸入が増加し貿易黒字の縮小が予想されることも、元安圧力となるだろう。

元安が進展した場合、中国人民銀行は基準値の調整や外貨管理強化など、まずは為替介入以外の手段で急速な元安阻止を図るとみられる。外貨準備の適正水準¹²を考慮すると、外貨準備を活用した為替介入の規模には限界があるためだ。為替介入にまで踏み込んだ場合、外貨準備減少がさらなる元安を招くリスクもあるため、中国当局は難しいかじ取りを迫られることになるだろう。

¹² IMF が算出する中国の適正外貨準備水準（資本規制ありの場合）は、2021 年末時点で 3.12 兆元。IMF は実際の外貨準備高が適正水準の 100～150%が望ましいとしているが、2021 年末の外貨準備は 3.25 兆元と適正水準対比 104%で、適正水準の下限に近付いている。

7. 新興国通貨の下落リスク

人民元だけでなく、他の新興国通貨の中にも下落リスクを意識すべき者がある。2022年は、世界的なインフレおよび米欧中銀による急ピッチな利上げを受けて、多くの新興国で通貨安が進んだ。また、通貨安にブレーキを掛けるべく為替介入（ドル売り・自国通貨買い）を実施したために外貨準備高が減少した国も相次いだ。2023年は、既に大半の国が利上げを進めている中で、米国との金利差拡大に伴う通貨下落圧力が次第に弱まると考えられるが、ファンダメンタルズや政治情勢に脆さを抱える一部の新興国については通貨安がさらに進むリスクがある。

特に懸念される国はトルコである。トルコでは、原油・ガス・小麦などの市況高騰と内需拡大の中で、インフレ率（消費者物価の前年同月比）が2022年8月から直近11月にかけて80%台へ暴騰している。しかし、トルコ中銀はエルドアン大統領の「助言」に沿って厳しいインフレ下でも政策金利を下げ続け（1週間物レポ金利：2021年8月19%→2022年11月9%）、内需をふかす一方、資金の海外流出と通貨リラ安を通じて、インフレ圧力を上昇させるスパイラルを招いている。中銀は11月の1.5%Ptの利下げで「当面打ち止め」を宣言したが、2023年半ばに大統領選・議会選、10月29日に建国100年を迎える中、景気の拡大を維持したいエルドアン大統領は今後も低金利政策の継続を求めるほか、積極的な財政出動を続ける公算が大きい（欧州向け輸出が落ち込んでいけば尚更である）。さらに、①外貨準備高が11月末時点で1,224億ドルと、短期対外債務の0.9倍の規模にとどまっていること、②対露関係拡大やシリア政策（クルド人勢力への攻撃）などをめぐり対米関係が悪化する可能性なども勘案すると、トルコリラには2023年も下落圧力がかかりやすいと警戒すべきであろう。

上述のトルコ、および既にIMF支援を受けているアルゼンチン以外では、①2023年もエネルギー調達の不安定性から大幅なインフレや経常収支赤字が見込まれるポーランド・ハンガリーの中東欧2カ国、②エネルギー・穀物・肥料の価格高騰などから対GDP比で3%超の経常収支赤字が続く見込みのフィリピンなどは、通貨一段安のリスクが相対的に大きいと考えられる。なかでもハンガリーは、外貨準備高が輸入の2.8ヵ月分、短期対外債務の1.3倍程度まで減少し通貨安への耐久力が弱まっているため、特に波乱リスクが大きいと指摘せざるを得ない。また、外貨準備の不十分さという点ではマ

【 主な新興国通貨の対ドル相場と外貨準備高 】

		最近の為替相場						経常収支		消費者物価		実質GDP		外貨準備高				短期対外債務		ソブリン格付け
		2021年		2022年2月23日		2022年12月19日		(GDP比・%)		(前年比・%)		(前年比成長率・%)		(ドル)	輸入比	短期対外	前年末比	時点	2022/6末	2022/11末
		年末	前年末比	侵攻前	前年末比	直近	前年末比	2022年	2023年	2022年	2023年	2022年	2023年							
トルコ	リラ	13.30	▲44.1	13.82	▲3.7	18.65	▲28.7	▲5.7	▲3.9	73.1	51.2	5.0	3.0	1,224	3.9	0.9	11.7	2022/11	1,340	B
南アフリカ	ランド	15.94	▲7.8	15.14	5.3	17.30	▲7.9	1.2	▲1.0	6.7	5.1	2.1	1.1	598	7.1	1.8	3.9		338	BB-
ロシア	ルーブル	75.17	▲1.5	81.67	▲8.0	68.31	10.0	12.2	11.1	13.8	5.0	▲3.4	▲2.3	6,306	N/A	N/A	N/A	2022/1	N/A	
ポーランド	ズロチ	4.04	▲7.5	4.05	▲0.5	4.42	▲8.7	▲4.0	▲3.3	13.8	14.3	3.8	0.5	1,623	5.1	2.5	▲2.3		658	A-
ハンガリー	フォリント	324.46	▲8.5	319.80	1.5	380.21	▲14.7	▲6.7	▲3.0	13.9	13.3	5.7	1.8	388	2.8	1.3	▲10.7	2022/11	298	BBB
メキシコ	ペソ	20.53	▲3.0	20.25	1.4	19.79	3.7	▲1.2	▲1.2	8.0	6.3	2.1	1.2	2,022	3.9	3.5	▲2.7		576	BBB
ブラジル	レアル	5.57	▲6.8	5.01	11.3	5.30	5.1	▲1.5	▲1.6	9.4	4.7	2.8	1.0	3,315	14.7	4.3	▲8.5		767	BB-
アルゼンチン	ペソ	102.74	▲18.1	107.29	▲4.2	173.59	▲40.8	▲0.3	0.6	72.4	76.1	4.0	2.0	387	6.2	0.9	▲2.5		443	CCC+
タイ	バーツ	33.21	▲9.8	32.28	2.9	34.83	▲4.7	▲0.5	1.9	6.3	2.8	2.8	3.7	2,020	8.0	3.1	▲17.9	2022/10	644	BBB+
インドネシア	ルピア	14,263	▲1.5	14,338	▲0.5	15,597	▲8.6	2.2	1.1	4.6	5.5	5.3	5.0	1,302	6.6	3.5	▲10.2		376	BBB
フィリピン	ペソ	50.99	▲5.8	51.12	▲0.2	55.42	▲8.0	▲4.4	▲3.3	5.3	4.3	6.5	5.0	940	8.2	6.8	▲13.6		139	BBB+
ベトナム	ドン	22,826	1.2	22,831	▲0.0	23,694	▲3.7	0.3	1.0	3.8	3.9	7.0	6.2	876	3.1	3.6	▲19.9	2022/9	244	BB+
マレーシア	リンギ	4.17	▲3.5	4.18	▲0.4	4.43	▲5.9	1.6	2.2	3.2	2.8	5.4	4.4	1,100	4.3	1.1	▲5.9	2022/11	1,023	A-
インド	ルピー	74.34	▲1.7	74.57	▲0.3	82.70	▲10.1	▲3.5	▲2.9	6.9	5.1	8.7	6.8	5,380	9.0	4.1	▲15.7	2022/10	1,298	BBB-

(出所) Bloomberg、IMF、World Bankのデータをもとに伊藤忠総研作成。(注1) 経常収支、消費者物価、実質GDPはIMF予測(2022年10月)。(注2) ベトナムの短期対外債務は2020年末。(注3) 経常収支・GDP比3%以上の赤字で赤色、赤字で黄色。消費者物価：上昇率6%超で赤色、3%超で黄色。実質GDP：マイナス成長で赤色、3%未満で黄色。外貨準備の輸入比：3ヵ月以下で赤色、6ヵ月以下で黄色。外貨準備の短期債務比：1倍以下で赤色、2倍以下で黄色。

レーシアもピックアップの対象になる。仮に 2022 年 11 月に就任したアンワル新首相が大連立政権を円滑に運営できず政局が流動化し、経済政策が停滞する事態となれば、通貨リングに強い下落圧力がかかり得る。

8. 米国のねじれ議会

大統領選を翌年に控えた米国では、政治の不安定さもリスク要因となろう。米国では中間選挙により来年以降のねじれ議会が決まったことで、予算を含む全法案の成立には民主党と共和党の協力が必須となった。ただ、両党がかつてないほどに対立を深めるもとの、交渉は難航する可能性が高い。さらに、共和党は、下院において僅差で多数派となったことで党内の少しの造反も無視できず、トランプ前大統領を支持し極端な意見を持つ一部議員¹³の声を聞く必要も生じている。共和党は、民主党が重視する社会保障などの歳出削減を求め、政治的な駆け引き強める見通しである。

最も大きな焦点となるのは、連邦債務上限引き上げに関する問題と考えられる。米国債の発行上限額を定めた法定債務上限は現状で 31.4 兆ドル¹⁴であるが、連邦債務残高は増加基調が続いており、2023 年後半にも債務上限に抵触すると見込まれている。このため、米議会はそれまでに債務上限を引き上げるなどの対応を行う必要があるが、共和党の下院トップは民主党との交渉材料としてこの問題を使うと明言しており、政治問題化は避けられない。2023 年は米国でさらなる利上げが見込まれ金融市場は変動の大きい状況が続くだけに、米国債のデフォルト懸念が生じるだけでも混乱が広がり得る。米国経済の打撃となるだけでなく、世界の金融市場の混乱に波及する可能性もあり、同問題には注意が必要だろう。

¹³ MAGA (Make America Great Again) 共和党員と呼ばれ、相当数が財政規律を強く重視する共和党の下院議員連盟「フリーダム・コーカス」に所属しているとの見方がある。

¹⁴ 2021 年 12 月に成立した債務上限引き上げに関する法案により定められている。