

2024 年にかけての世界経済見通し～金融引き締め効果の本格化で減速のあと、インフレ沈静化で持ち直しへ

2023 年の世界経済は、成長率が前年比+2.7%へ減速、景気は停滞し、後退局面に陥る可能性も残す。欧米経済は金融引き締めにより潜在成長率を下回り、中国経済はゼロコロナ政策の反動を見込んで 5%強の成長にとどまる。インドや ASEAN もインフレ・利上げの影響により堅調ながらも成長率は若干鈍化。日本は潜在成長率を大きく上回り景気は過熱気味、インフレ圧力が高まる。2024 年にかけては、景気減速によりインフレが鎮静化する欧米経済が持ち直し、世界経済の後退リスクは低下、成長率は+2.9%へ小幅ながら改善。日本も緩和気味の金融政策と輸出回復で景気拡大継続。中国は新たな巡航速度の 4%台へ減速、ASEAN・インドが新興国の成長センターに。当面のリスクは過度な引き締めによる欧米経済のオーバーキル。

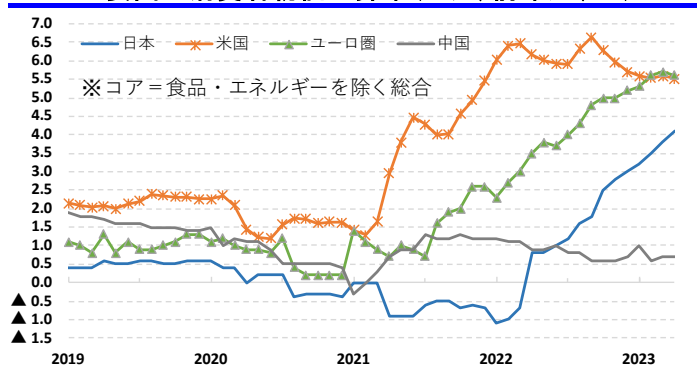
世界経済の現状：脱コロナで持ち直すもインフレと利上げで減速

2023 年に入り、世界経済は新型コロナウイルスによる制約からようやく解放されつつある。欧米ではすでに行動制限が概ね撤廃されていたが、中国では昨年 12 月から今年 1 月にかけてゼロコロナ政策が段階的に撤廃され、一時的にコロナ感染者数が急増したものの 3 月には収束、経済活動は急速に正常化した。日本においても、3 月にマスク着用を個人の判断にすると同時にコロナ感染症を 5 月 8 日からインフルエンザ並みの「5 類感染症」にすることが決まり、脱コロナムードが広がった。

ただ、昨年 2 月 24 日にロシアがウクライナに侵攻して以降、加速した世界的なインフレは、欧米で大幅な利上げ（金融引き締め）が行われているにもかかわらず、未だ十分に収まっていない。これまでの利上げの状況を確認すると、米国では FRB（連邦準備制度理事会：中央銀行）が政策金利（FF レート）を昨年 2 月の 0～0.25%から 12 月には 4.25～4.5%へ、今年 5 月 3 日には 5～5.25%まで、段階的に引き上げた。ユーロ圏でも ECB（欧州中央銀行）が同様に政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を昨年 2 月の 0%から 12 月には 2.5%へ、今年 5 月 4 日には 3.75%まで引き上げた。

その間のインフレの状況を、基調を示す「コア消費者物価¹」の上昇率で見ると（右図）、米国では昨年 9 月に前年同月比+6.6%まで上昇しピークアウトしたものの、今年 4 月でも+5.5%までしか下がっておらず、目標とする 2%を遥かに上回る水準で下げ渋っている。

主要国の消費者物価上昇率(コア、前年比、%)



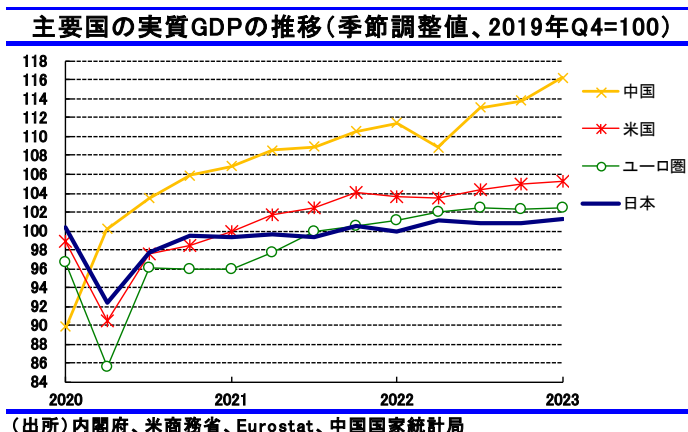
(出所) 総務省、米国労働省、Eurostat、中国国家统计局

¹ 全体から食品とエネルギーを除いたもの。日本のみ「コアコア消費者物価」と表現される。

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。

る。ユーロ圏に至っては、ほぼ一本調子の上昇が続いており、今年3月には米国を上回る前年同月比+5.7%まで上昇、4月になってようやく+5.6%へ小幅低下、ピークアウトを期待する声が出る程度の状況である。また、金融緩和が続けられている日本では、米国やユーロ圏の後を追うように物価上昇が加速、今年4月には前年同月比+4.1%まで伸びを高めている。一方、中国では1%程度の低い伸びが続くなど、景気の体温計とも言われる物価は、それぞれの経済情勢を反映してまちまちである。

実際に、経済活動の水準を示す実質GDP（右図）も、最新の2023年1～3月期に米国では上昇ペースが減速、ユーロ圏はほぼ横ばい、中国は急上昇、日本も上昇するなど、まちまちである。それぞれの地域の経済情勢を簡潔に表現すれば、米国は、インフレの加速は止まったが未だ物価上昇率は高く、つまり景気は過熱気味であり、故に利上げが継続され、ようやく成長にブレーキが掛かり始めたところである。ユーロ圏は、インフレの加速が止まらず、米国を上回るペースで利上げが継続され、景気の停滞が続いている。中国は、ゼロコロナ政策が廃止され、コロナ感染爆発も一巡、経済は急速に正常化した。さらに拡大するほどの力はないことを低いインフレ率は示している。日本は、脱コロナで消費が復調、設備投資も底堅く推移、内需主導で景気が回復している。



以上の通り、世界の主要地域の景気は、コロナ禍から脱した今、主にインフレ状況と金融政策の違いにより様相が異なっている。今後の景気も、これら2つの先行きが、まずは大きなカギを握ることになる。

ロシア・ウクライナ戦争：さらに長期化、対ロシア制裁は一段と強化

インフレについては、その起点となったロシア・ウクライナ戦争の行方が、まず重要であろう。NHKが日々更新するウクライナ情勢²によれば、ロシア軍は当初、ウクライナの首都キーウを包囲するなど、以前から事実上支配していた東部ドンバス地方や一方的に併合したクリミア半島以外にも支配地域を広げたが、キーウ攻略失敗後はウクライナ東部および南部に兵力を集中、それでも西側諸国の支援を受けたウクライナ軍の反撃が強まった昨年後半以降は支配地域を縮小、現在は東部とクリミアをつなぐアゾフ海沿いの回廊を死守することに主眼に置いているとされる。

こうした状況下、今年2月以降、中国が停戦の仲介役に名乗りを上げたが、報道によればロシアに占領された領土の一部放棄など、ウクライナにとって受け入れられない条件があり、停戦交渉が進む兆しはない。むしろ、ウクライナは今年5月のG7広島サミットでも西側諸国に軍事支援拡大を要請、領土奪還に向けた大規模反攻の準備を進めている。また、G7首脳は、①ロシア向け輸出制限の拡大、②第三国経由の「制裁逃れ」阻止、③ロシアの将来の資源採掘能力の制限、など対ロシア制裁の強化で合意した。

以上の情勢を踏まえると、ウクライナでの戦闘はさらに長期化が見込まれ、その間、西側諸国の対露制裁も継続される。そのため、資源や食糧などの国際商品市況は、このところ世界経済の減速を受けて軟調に推移して

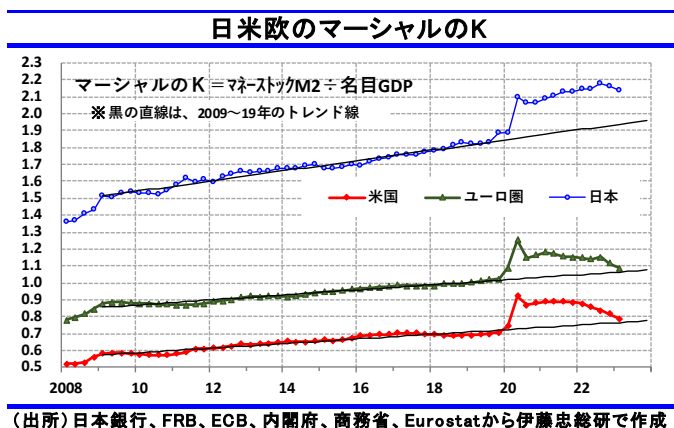
² <https://www3.nhk.or.jp/news/special/ukraine/>

いるとはいえ、下値余地は限られよう。逆に今回の制裁強化によって原油などロシア製品の供給が一段と細ることになれば供給懸念が価格を押し上げる恐れがあり、世界経済が復調し需要が回復した際には再び価格が高騰する可能性もある。今後もウクライナ情勢はインフレの火種になり続けよう。

金融引き締め：今後は資金過剰から不足に転じ、景気を強く下押し物価上昇も抑制

大幅な利上げをしてもインフレが沈静化していない理由には、資金の供給量が十分に抑え切れておられず過剰な状態が続いていることもある。資金の供給量はマネーストック（マネーサプライ）で表するのが一般的であり、それが経済規模に対して多いか少ないかを測るために、マネーストックを名目 GDP で割った「マーシャルのK」という指標が良く用いられる。そして、この「マーシャルのK」がトレンドから上振れれば資金供給は過剰（金融緩和状態）、下振れれば不足（金融引き締め状態）ということになる。

実際に日米欧のマーシャルのKの動きを見ると（右図）、日本は最新の2023年1～3月期でもトレンド線から大きく上振れており、資金供給が極めて過剰な状態であることが分かる。大規模な金融緩和を続けているため当然の結果である。一方、米国とユーロ圏は2022年以降の利上げに伴って乖離幅が縮小しているが、2023年1～3月期でもトレンド線を割り込んでいない。つまり、資金供給が不足状態になるまで金融が引き締められるのはこれから、ということになる。



さらに言えば、3月の米国シリコンバレーバンク（SVB）破綻に象徴される銀行危機によって、欧米を中心に銀行の資産が悪化していないか意識されるようになり、特に中堅以下の銀行ではリスク許容力が低下、貸出態度の厳格化という形で金融が引き締まることも予想される。これまでの大幅な利上げの効果と相まって、今後は資金供給の抑制が主に欧米景気に強いブレーキを掛け、物価上昇も抑制されよう。

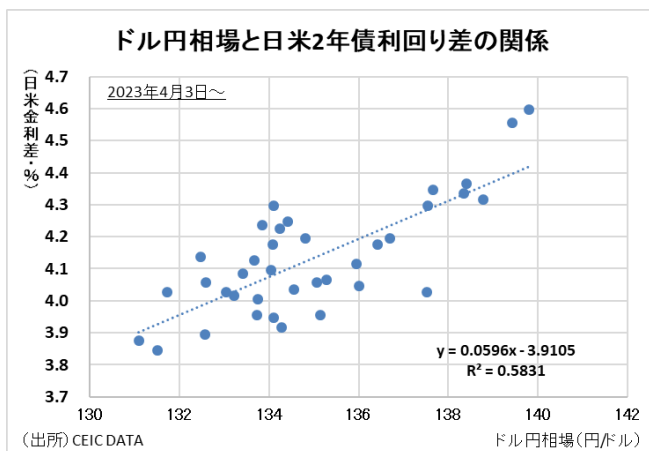
金融政策と為替相場の行方：米利上げ打ち止め、日利上げで円高ドル安へ

金融引き締め効果が強く出始めることになれば、今後の欧米の利上げ余地は限られよう。米国の利上げは次回6月14日ないしはその次の7月26日に0.25%ポイント（FFレート5.25～5.5%まで）、ユーロ圏は6月15日と7月27日に0.25%ずつ（主要リファイナンス・オペ金利4.25%）で打ち止めとされ、以降はそれまでの利上げの効果を見守る時間帯に移ると予想する。一方、日本銀行は、7月にも物価の基調が目標の「安定的な2%の上昇」に近づいていることを確認、まずは長期金利のある程度の上昇を容認する方針³に転換しよう。

その結果、米国の長期金利はピークアウトし、緩やかな低下に向かう一方で、日本の長期金利は日銀の金融政策変更、つまり利上げを織り込みながら上昇傾向となり、これまで円安ドル高の主因となっていた、米国と日本の長期金利の差の拡大は止まり、縮小に転じよう。

³ 長期の政策金利（10年物国債利回り）の目標撤廃ないしは変動幅の拡大（現行の±0.5%を±1%に）。

今年4月以降のドル円相場と日米の長期金利差(2年物国債)の関係を見ると(次ページ右上図)、金利差が1%ポイント拡大すると約17円の円安ドル高が進む関係⁴が確認できる。米国債と日本国債の2年物利回りは、現在それぞれ4.6%程度と▲0.1%程度であるが、来年には米国債が3%台へ低下する一方、日本国債はプラス圏に上昇すると見込まれる。その結果、日米の金利差は1%ポイント以上縮小し、20円近い円高ドル安圧力となる。そのほか、ドル円相場の変動要因としては日本の貿易収支も重要であるが、来年にかけては輸出の回復を受けて赤字幅が縮小、すなわち貿易赤字による円安圧力は和らぐ方向にあるとみられる。そのため、ドル円相場は2024年中に専ら日米の金融政策の違いによって120円台まで円高方向に進む可能性がある意識しておくべきであろう。



新興国通貨の下落リスク：トルコに要警戒

金融面のリスクとしては、米国の利上げによる新興国通貨の売り圧力も気になるところである。最近では多くの新興国で利上げが進み、米国との金利差拡大が抑えられているため、新興国通貨の下落圧力は総じて弱まり、大半の国では為替介入(ドル売り・自国通貨買い)に伴う外貨準備の減少に歯止めが掛かっている。ただ、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、引き続き通貨安が進むリスクを考えておく必要がある。

特に懸念される国はトルコである。トルコでは2021年以降、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引き下げて⁵内需を喚起する一方、通貨リラ安も招いて物価がさらに上昇す

【 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 (GDP比・%)		消費者物価 (前年比・%)		実質GDP (前年比成長率・%)		外貨準備高				短期対外債務		ソブリン格付け	
		2022年		2023年5月25日		2023年	2024年	2023年	2024年	2023年	2024年	輸入比 (月)	短期対外債務比	前年末比増減率	時点	2022年末 (億ドル)	2023/4末 外貨建て長期		
		年末	前年末比	直近	前年末比														
トルコ	リラ	18.71	▲28.9	19.94	▲6.2	▲4.0	▲3.2	50.6	35.2	2.7	3.6	1,149	3.6	0.8	▲10.8	2023/4	1,467	B	
南アフリカ	ランド	17.04	▲6.5	19.80	▲14.0	▲2.3	▲2.6	5.8	4.8	0.1	1.8	611	6.6	1.8	0.9	2023/2	341	BB-	
ロシア	ルーブル	74.19	1.3	80.04	▲7.3	3.6	3.2	7.0	4.6	0.7	1.3	5,948	25.8	9.1	2.2	2023/3	656	n/a	
ポーランド	ズロチ	4.38	▲7.8	4.20	4.2	▲2.4	▲2.1	11.9	6.1	0.3	2.4	1,704	5.6	2.6	2.2		664	A-	
ハンガリー	フォリント	373.34	▲13.1	347.40	7.5	▲4.6	▲1.9	17.7	5.4	0.5	3.2	438	3.1	1.4	6.3	2023/4	315	BBB-	
メキシコ	ペソ	19.50	5.3	17.85	9.2	▲1.0	▲1.0	6.3	3.9	1.8	1.6	2,077	4.1	3.8	3.3		548	BBB	
ブラジル	レアル	5.29	5.4	5.04	4.8	▲2.7	▲2.7	5.0	4.8	0.9	1.5	3,457	16.8	5.1	6.5	678	BB-		
アルゼンチン	ペソ	177.13	▲42.0	235.74	▲24.9	1.0	0.8	98.6	60.1	0.2	2.0	391	6.0	0.8	▲12.8	2023/3	469	CCC-	
タイ	バーツ	34.61	▲4.0	34.71	▲0.3	1.2	3.0	2.8	2.0	3.4	3.6	2,254	9.3	3.3	4.1	2023/1	682	BBB+	
インドネシア	ルピア	15,573	▲8.4	14,953	4.1	▲0.3	▲0.7	4.4	3.0	5.0	5.1	1,452	8.5	4.2	5.8	2023/3	343	BBB	
フィリピン	ペソ	55.74	▲8.5	56.07	▲0.6	▲2.5	▲2.4	6.3	3.2	6.0	5.8	1,016	9.4	6.1	5.8		166	BBB+	
ベトナム	ドン	23,633	▲3.4	23,478	0.7	0.2	0.6	5.0	4.3	5.8	6.9	876	3.2	2.6	1.3	2023/2	332	BB+	
マレーシア	リンギ	4.40	▲5.4	4.63	▲4.8	2.6	2.7	2.9	3.1	4.5	4.5	1,144	5.3	1.0	▲0.2	2023/4	1,092	A-	
インド	ルピー	82.74	▲10.1	82.74	▲0.0	▲2.2	▲2.2	4.9	4.4	6.8	5.9	5,839	10.8	4.5	2.9	2023/3	1,292	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(2023年4月)。(注2) ベトナムの短期対外債務は2021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。

⁴ 図中の式は、日米金利差=0.0596×ドル円相場-3.9105 という関係を示しており、この式から、日米金利差の変化=0.0596×ドル円相場の変化、という関係が得られると同時に、ドル円相場の変化=16.78×日米金利差の変化、という関係も得られる。

⁵ 1週間物レポ金利は2021年8月の19%から2023年2月には8.5%まで引き下げられた。

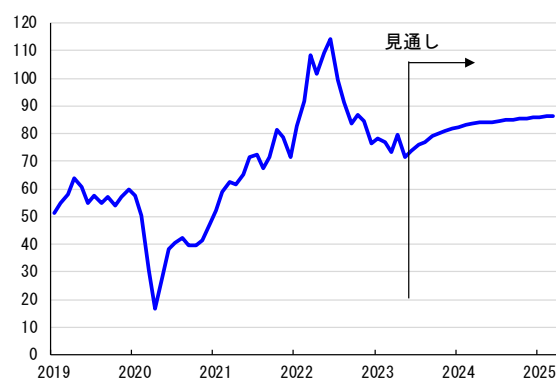
る状態が続いている。エルドアン氏は5月28日の大統領選挙決選投票で勝利し5年間の続投を決めたが、今後も公約に沿って、低金利政策などの内需刺激策を継続すると見込まれ、高インフレへの対応が不十分となる可能性が高い。さらに、4月末時点で外貨準備が短期対外債務を下回る（0.8倍）1,149億ドルにまで減少、対露関係拡大などの独自外交路線を追求し米欧との関係悪化を招くリスクなども勘案すると、今後もトルコリラに強い下落圧力がかかり続ける可能性が高い。

そのほか、既にIMF支援を受けているアルゼンチン以外では、ロシアへの武器供与疑惑が浮上し貿易・対内投資への悪影響が懸念される南アフリカ、高インフレと輸出不振により2023年の大幅な経常収支赤字とゼロ成長が見込まれるほか、保護主義的政策の導入⁶などからEU当局との関係悪化も続くハンガリー・ポーランドの中東欧2カ国、市況軟化に伴う資源輸出の伸び悩みを受けて通貨安が続き、外貨準備高の不十分な状態から抜け出せないマレーシアは、通貨下落リスクが比較的高く要注意である。

原油相場の見通し：OPEC プラスの減産や需要回復で上昇へ

WTI 原油先物価格は、2023 年に入り概ね1 バレル 70～80 ドルのレンジ内で推移している。3 月半ばには米欧銀行危機により、5 月初には米政府の債務上限問題を懸念して 60 ドル台へ下落する局面はあったが、OPEC プラスによる追加減産（4/2 発表、日量 116 万バレル）が下支えとなり、5 月下旬は 70 ドル台前半で推移している。今後も、OPEC プラスの減産によって原油供給が抑制される一方、米欧の景気減速から原油需要の伸びも鈍化するため、当面は現状の 70 ドル台前半で推移すると見込まれる。

WTI原油価格の見通し(ドル/バレル)



(出所) Bloomberg、見通しは伊藤忠総研の予測値

ただ、この水準ではOPEC プラスのさらなる減産につながる可能性がある。IMFの最新の推計によると、OPEC プラスの生産計画を主導するサウジアラビアの「財政均衡油価水準」、つまり安定的な財政運営の目安となる価格は2023年で80.9ドル、2024年でも75.1ドルであり、75ドル未満はサウジアラビアにとって望ましくない。さらに今秋から2025年初にかけては、米国での戦略石油備蓄の補充買い入れや、世界景気の回復を受けた需要増が見込まれる。そのため、原油価格は今年後半にも70ドル台後半へ上昇、以降も80ドル後半に向けて上昇傾向が続くと予想する。

2024 年にかけての世界経済見通し（概観）

以上で見た景気の現状やインフレ・金融政策などの先行きを踏まえると、世界経済成長率は、金融引き締め効果が強まることを主因に2022年の前年比+3.4%から2023年には+2.7%へ減速すると見込まれる（次ページ表）。一般的に世界経済成長率は3%を景気後退の目安とするため、2023年の世界経済を表現すれば、景気は停滞し後退局面に陥る可能性が高まる、ということになる。

主な地域について見ると、先進国では、米国の成長率が+1%台前半へ、ユーロ圏や英国など欧州ではゼロ成長に落ち込み、それぞれ実力ベースの成長率（潜在成長率）とされる2%弱、1%強を大きく下回る。それは、景

⁶ ポーランドとハンガリーは今年4月、自国の農業保護を目的にウクライナ産の穀物・食料品の輸入禁止を発表、EU当局の反発を招いている。

気の停滞感が強い状況を意味するが、一方で景気の逆風となるインフレ圧力も弱まることが期待される。対照的に日本の成長率は米国を上回る+1%台半ばまで高まるが、日本の実力は1%を大きく割り込んでいるため、早晚、景気は過熱気味となり、インフレ圧力は一段と高まろう。

【主要国・地域の実質GDP成長率見通し】

	GDP PPPウエイト 2022	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	▲ 2.8	6.3	3.4	2.7	2.9
先進国	41.7	2.3	1.8	2.5	2.3	1.7	▲ 4.2	5.4	2.7	1.1	1.2
米国	15.6	2.7	1.7	2.2	2.9	2.3	▲ 2.8	5.9	2.1	1.3	1.0
ユーロ圏	12.0	2.0	1.9	2.6	1.8	1.6	▲ 6.1	5.4	3.5	0.8	1.1
英国	2.3	2.4	2.2	2.4	1.7	1.6	▲ 11.0	7.6	4.0	0.2	0.7
日本	3.8	1.6	0.8	1.7	0.6	▲ 0.4	▲ 4.3	2.1	1.0	1.4	1.8
新興国	58.3	4.4	4.4	4.7	4.7	3.6	▲ 1.8	6.9	4.0	3.9	4.2
アジア	32.8	6.8	6.8	6.6	6.4	5.2	▲ 0.5	7.5	4.4	5.4	5.3
中国	18.5	7.0	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.5	3.0	5.3	4.7
ASEAN5	5.6	5.0	5.1	5.5	5.4	4.9	▲ 3.5	3.3	5.9	4.8	5.2
インド	7.3	8.0	8.3	6.8	6.5	3.9	▲ 5.8	9.1	6.8	6.1	6.7
中東欧	7.4	1.0	1.8	4.2	3.6	2.5	▲ 1.6	7.3	0.8	0.6	1.5
ロシア	2.9	▲ 2.0	0.2	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	5.6	▲ 2.1	▲ 0.5	▲ 0.5
中南米	7.3	0.4	▲ 0.6	1.4	1.2	0.2	▲ 6.8	7.0	4.0	1.6	2.2
ブラジル	2.3	0.5	▲ 3.5	▲ 3.3	1.3	1.8	1.2	▲ 3.3	5.0	1.0	1.6

(出所) IMF、予測は伊藤忠総研 (注) 各年の数字はインド、イラン、パキスタンのみ年度、その他は暦年で前年比。

新興国では、ゼロコロナ政策から解放され経済が正常化する中国が5%を上回る成長となるが、ロシアは経済制裁の影響でマイナス成長が続き、ブラジルなどインフレ耐性の弱い国では成長率が大きく鈍化する。また、ASEANは輸出の低迷で、インドはこれまでのインフレ・利上げの影響により、堅調ながらも成長率は若干鈍化する。その結果、新興国全体の成長率も小幅鈍化を予想する（地域別の詳細は後述）。

2024年の世界経済は、成長率が前年比+2.9%へ小幅ながらも改善すると予想する。3%成長には届かないものの、欧米をはじめとする多くの国でインフレと金融引き締めによる停滞局面を脱し、世界経済は徐々に明るさを増し、景気後退リスクは低下しよう。米国ではインフレが沈静化し、金融政策は利下げに転じて景気が復調、欧州も米国より多少遅れて金融引き締めを終え景気が持ち直す。日本は大幅な金融緩和を縮小していくが引き締めまでには至らず、輸出の回復もあって堅調な景気拡大が続こう。新興国は、ロシアのマイナス成長が続き、中国は新たな巡航速度である4%台の成長に向けて緩やかに減速するが、ASEANやインドは本来の成長を取り戻し、全体の牽引役となろう。

最も留意すべきは、欧米で金融引き締め終了のタイミングが遅れ、過度な引き締めで経済を殺してしまうオーバーキルのリスクである。わずか1年余りの間に政策金利は米国で5%、ユーロ圏でも4%近く引き上げられたが、このスピードと幅は前例の乏しいものであり、景気を冷やし過ぎず適度に減速（ソフトランディング）させるためには的確な景気動向の判断と金融市場のコントロールが必要となる。ただでさえ難度が高いところに、資金供給面で転換点を迎えるタイミングで銀行危機の後遺症に見舞われたため、より一層高度な景気の操舵技術が求められる状況にある。そのため、オーバーキル・リスクは以前より高まっていると考えるべきである。

2023年から2024年にかけての世界経済は、引き続き極めて不安定で先を見通し難い状況だと認識しておくべきだろう。

主要地域の2023～24年経済見通し（概要）

米国経済⁷：3月に発生した銀行危機は、不良債権化が懸念される商業用不動産ローンを多く抱える中堅・中小銀行への不安が燃えるものの、危機の主因であった預金流出が一服しひとまず収束。ただ、2022年以降の大幅利上げの影響が、銀行危機の後遺症としての貸出態度厳格化により増幅され、企業や家計の資金調達環境は悪化している。今年半ばにかけては、企業の設備投資は、借入コスト上昇などの資金調達環境悪化や需要鈍化懸念を背景に減少に転じ、住宅投資も低迷が続く見通しである。また、足元堅調な個人消費も、リベンジ需要の一巡に加え、強制貯蓄の押し上げ効果の剥落などから、次第に減速するだろう。年後半には、実質GDP成長率（前期比年率）は0%程度まで落ち込み、停滞色が強くなると予想。ただし、家計の健全なバランスシートと底堅い雇用情勢が支えとなり、個人消費は大幅に悪化せず、景気が腰折れする「ハードランディング」は回避されると見込む。こうした中、物価は、今年半ばにはサービス価格の上昇率のピークアウトが鮮明となり、年末にはFRB（米連邦準備制度理事会＝中央銀行）が重視するPCEデフレーターが前年比で3%台半ばまで低下、物価沈静化に向けた道筋がはっきりしてくるだろう。FRBは、2024年初旬には利下げに転じ、景気は2%弱の巡航速度に向けて持ち直すと予想する。ただ、FRBの過度な金融引き締めや銀行の貸出態度厳格化が信用収縮を強め、景気が冷え込むリスクには引き続き注意が必要だろう。

中国経済⁸：昨年12月のゼロコロナ政策解除を受けた経済活動正常化により、1～3月期の成長率は前年比+4.5%と前期（+2.9%）から急回復。しかし、4月の主要指標は早くも景気急回復の息切れを示唆。今後は、個人消費の回復や不動産市場の底入れにより景気の回復傾向が続くものの、①雇用・所得環境の改善の鈍さ、②不動産の新規開発投資の弱さ、③欧米景気減速による輸出停滞が下押し要因となり、回復ペースは鈍化する見込み。インフラ投資による下支え継続や緩和的な金融環境、先端製造業への投資強化などにより、景気失速は回避されるだろう。中国指導部は過剰債務問題や地方財政悪化への懸念から追加景気刺激策には慎重で、「前年比+5%前後」という控えめな目標を大きく上回る成長は目指ささない模様。以上を踏まえ、2023年の成長率は前年比+5.3%にとどまると予想。2024年は、海外景気の回復を受けた輸出回復が支えとなるも、個人消費の増勢鈍化が続き、前年比+4.7%と2023年から小幅に減速する見通し。

欧州経済（ユーロ圏・英国）⁹：物価高の影響で個人消費の増加が抑えられる中、主に北米からのインバウンド消費や公共投資が下支えし、1～3月期の成長率はユーロ圏で前期比年率+0.3%（10～12月期▲0.2%）、英国で+0.5%（同+0.5%）とマイナス成長を回避。4月以降は、モノの消費は低迷するも、旅行などのサービス消費はリベンジ需要が再び盛り上がり回復の動き。そのため、インフレ率（消費者物価の前年同月比、除く食品・エネルギー＝コア）は、賃上げも加わってユーロ圏では高水準で横ばい、英国では大幅上昇しており、夏頃まで利上げが続く公算が大きい。今後の欧州経済は、(1)金融引き締めの影響が徐々に表

⁷ 詳細は2023年5月29日付 Economic Monitor「米国経済：『減速しつつも腰折れせず』のシナリオ維持（改定見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2351/>

⁸ 詳細は2023年5月26日付 Economic Monitor「中国経済：景気回復は続くもペースは鈍化、2023年の成長率は5%台前半にとどまる（改訂見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2350/>

⁹ 詳細は2023年5月30日付 Economic Monitor「欧州経済：低空飛行の中、インフレ警戒が続く（改定見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2354/>

れ内需が下押しされること、(2)主要輸出先である米中の成長ペース鈍化により輸出も力強さを欠くことから、停滞する見込み。一方、景気の停滞を受けて、来年にかけてはインフレも徐々に沈静化し、個人消費の持ち直しが本格化、成長ペースが加速する見通し。成長率はユーロ圏が 2023 年前年比+0.8%、2024 年+1.1%、英国が 2023 年+0.2%、2024 年+0.7%を予想。リスクとしては、サービス価格が高止まり、インフレ・金融引き締めが長期化、景気の低迷も長引くことが挙げられる。

ASEAN 経済：ASEAN 主要 5 カ国¹⁰では、海外経済減速に伴う財（モノ）の輸出への逆風が当面続くものの、インフレ率（消費者物価の前年同期比）が 4 月にかけて軒並み頭打ちとなり、利上げペースも各国で鈍化し始めたもとの、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¹¹）、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）の域内向け投資がいずれも底堅く推移すると見込まれる。また、③入国制限緩和に伴うインバウンド需要の回復も続くであろう。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。そのため、2023 年の実質 GDP 成長率は 4.8%と、2022 年の 5.9%からは鈍化するものの、他地域よりも相対的に高い伸びを確保、さらに 2024 年は財輸出の復調を伴って 5.2%へ緩やかに加速すると予想する。

インド経済：2022 年度（2022 年 4 月～2023 年 3 月）のインド経済は、エネルギー・食糧価格の上昇やコロナ禍一巡後の需要増を受けた高インフレ（4～3 月の平均 6.7%）、および利上げ（5～2 月で計 2.5%Pt）の影響により、実質 GDP 成長率が 6.8%と 2021 年度の 9.1%から低下した。しかし、インフレ率（消費者物価の前年同月比）は既にピークアウトし、今年 4 月には 4.7%と 2021 年 10 月以来の低い伸びとなっている。それを受けて、中央銀行（インド準備銀行）は 4 月 6 日の金融政策決定会合で約 1 年ぶりに政策金利を据え置いた。2023 年度のインド経済は当面、既往利上げや主要輸出先である米国経済の減速に伴う影響が残ると見込まれる。しかし、①人口増が続く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簡単には崩れないであろう。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、2021 年に打ち出した大型インフラ投資計画¹²に基づき景気配慮型の財政運営を続ける公算が大きい。今後のインフレ沈静化と利上げ停止も踏まえると、2023 年度の成長率は 6.1%までの減速にとどまり、2024 年度には 6.7%へ加速すると予想される。

日本経済¹³：2023 年に入り、消費活動はサービス分野を中心に徐々に正常化し、その恩恵を受ける非製造業で企業の設備投資が拡大、輸出は海外景気の悪化により低迷が続いたが、日本経済は内需主導で回復。1～3 月期の実質 GDP 成長率は 3 四半期ぶりの前期比プラス成長となった。今後も当面はリベンジ消費や設備投資の拡大が景気を牽引、年後半には賃金の上昇が物価上昇を上回り個人消費の追い風になること、年終盤には欧米景気が底入れし輸出の回復が期待されること、それに伴い製造業の設備投資も拡大を再開すると見込まれることから、景気の回復ペースが強まる見通し。2023 年の成長率は前年比+1.4%へ高まると予想（2022 年は+1.0%）。2024 年は、リベンジ消費が一巡、日銀の金融政策変更による金利上昇が

¹⁰ インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

¹¹ 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 年後半に向けて加速する見通し。

¹² モディ政権は 2021 年 8 月に「ガティ・シャクティ国家マスタープラン」を発表、道路・鉄道・空港・港湾・公共交通・水路・物流網の 7 つをインフラ投資の重点分野としている。

¹³ 詳細は 2023 年 5 月 29 日付「日本経済情報 2023 年 5 月号 内需主導の回復続き物価上昇基調強まる（改定見通し）」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2352/>

設備投資や住宅投資の逆風になり内需の勢いは鈍るが、輸出が海外景気の復調で本格的な回復に向かうため、成長率は+1.8%へさらに高まると予想。政府・日銀が目標とする「安定的な2%の物価上昇」を実現しデフレから完全に脱却、マイナス金利は解消され長期金利は上昇しよう。企業にとっては原材料価格や賃金、金利などの経営コストが上昇するため、収益確保に向けて効率性・生産性の向上や販売単価引き上げが一層求められ、淘汰も進もう。