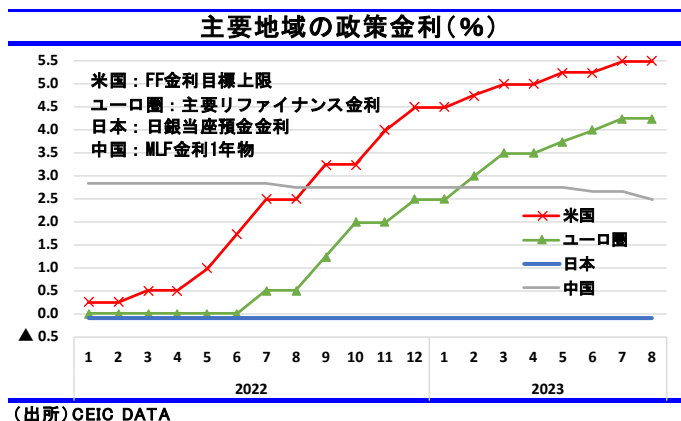


2025年までの世界経済見通し～今後はさらに減速、2024年にインフレ沈静化で欧米経済が底入れし再加速へ

今後の世界経済は、欧米で金融引き締めの影響が強まり減速、ないしは停滞が続き、2023年の成長率は前年比+2.8%へ鈍化。米国経済は通年では潜在成長率程度を維持するが、欧州はゼロ成長に落ち込み、中国は5%の成長目標は達成するも停滞感を残し、インドやASEANも輸出減で成長率は鈍化。日本は潜在成長率を大きく上回り景気は過熱、インフレ圧力が高まる。2024年の世界経済は、通年の成長率こそ+2.7%へ鈍化するが、欧米経済はインフレ沈静化により底入れから持ち直し、年後半にかけて再加速。日本も緩和気味の金融政策や輸出回復で堅調な景気拡大を継続。中国は新たな巡航速度の4%台へ減速、インド・ASEANは本来の成長を取り戻し、存在感を高める。2025年は、世界経済成長率が米国経済の復調により+3.0%へ回復、中国の減速が続く一方で、インド・ASEANは高成長を維持し世界の成長センターとして期待を集めよう。

世界経済の現状：欧米でインフレとの闘い続く

コロナ禍が世界経済における主要リスクではなくなり、目下の注目は欧米におけるインフレとの闘いとなった。米国の中央銀行にあたるFRB（連邦準備理事会）は、今年に入ってから2月、3月、5月、7月にそれぞれ0.25%ポイント、4回合計で1%ポイントの利上げを実施し、政策金利（FFレート目標上限）を4.5%から5.5%へ引き上げた（右図）。欧州中央銀行（ECB）にいたっては、2月と3月に0.5%ポイント、5月、6月、7月は各0.25%ポイント、5回合計で1.75%ポイントもの利上げを行い、政策金利（主要リファイナンス金利）を2.5%から4.25%へ引き上げている。



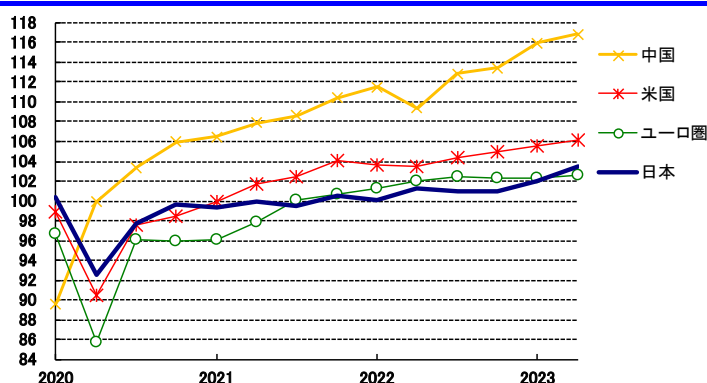
この間、デフレからの完全脱却を目指す日本の金融政策は、日銀が長期金利の上昇を若干許容する方向で修正したものの、短期の政策金利（日銀当座預金金利）は▲0.1%で据え置き、超金融緩和を続けている。景気の停滞が続く中国では、人民銀行が1年物の中期貸出制度（MFL）金利を6月に0.1%ポイント、8月に0.15%ポイント引き下げ、2.5%として景気刺激に努めている。金融引き締めで景気を抑え込みたい欧米と金融緩和で景気を押し上げたい日中、という構図にまだ変化はない。

こうした金融政策の効果もあり、欧米では経済成長のペースが抑えられ、日本では高成長が続いている。米国の実質GDP成長率は、昨年10～12月期の前期比年率+2.6%から今年に入り1～3月期は+2.0%、4～6月期は+2.1%と目立った減速ではないものの加速しない程度には抑えられている。ユーロ圏も昨年10～12月期に

前期比年率▲0.2%とマイナス成長に陥ったあと、今年1～3月期は0.0%、4～6月期は+1.1%と持ち直してはいるが極めて低い成長にとどまっている。

一方で、日本の成長率は、昨年10～12月期の前期比年率+0.2%から今年1～3月期に+3.7%、4～6月期は+6.0%まで加速した。この結果、実質GDPすなわち経済活動の水準は、コロナ禍直前の2019年10～12月期を基準にすると、4～6月期にユーロ圏を上回り(右図)、今年に入ってから日本経済の回復ぶりが顕著である。

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

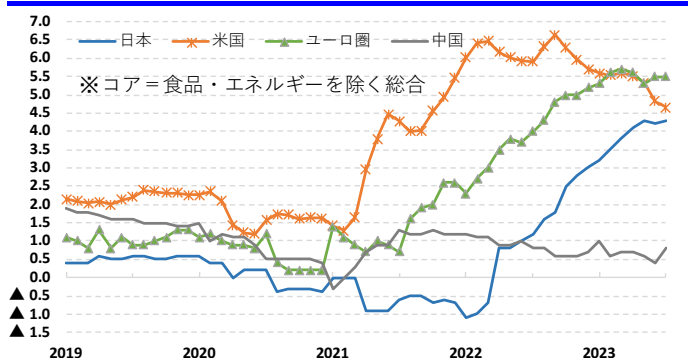
なお、中国の成長率は、昨年10～12月期にゼロ

コロナ政策の解除に伴う感染爆発などから前期比年率+2.0%へ減速、今年1～3月期は感染収束を受けた経済正常化で+9.1%もの急成長となったが、4～6月期は+3.2%にとどまり停滞感が強まっている。これからの金融緩和効果が期待される場所である。

インフレ状況：欧州は高止まり、日本は急伸

こうした経済情勢を反映し、インフレ率(消費者物価上昇率、コア¹⁾)は、米国で昨年9月の前年同月比+6.6%から今年7月には+4.7%へ上昇ペースが鈍化、当初期待されていたペースよりは遅いが、インフレの抑制はそれなりに進んでいる(右図)。しかしながら、ユーロ圏は今年の3月になってようやく前年同月比+5.7%で頭打ちしたものの、その後もほとんど横ばいで高止まりしており、今のところ金融引き締め効果は不十分である。

主要国の消費者物価上昇率(コア、前年比、%)



(出所)総務省、米労働省、Eurostat、中国国家統計局

景気が順調に回復する中で大規模な金融緩和を続けている日本は、今年7月に前年同月比+4.3%までインフレ率が高まり、米国との逆転が視野に入っている。景気停滞が続く中国は、6月に前年同月比0.4%まで鈍化するなど低インフレ状態が続いている²⁾。

今後の金融政策：米欧の利上げ打ち止め近い

これまで大幅な利上げを実施してきたにもかかわらず、ユーロ圏ではインフレが沈静化しておらず、米国でも効果が出るまで時間がかかっている理由は、前回6月の見通し³⁾でも指摘した通り、これまで資金の供給量が十分に抑え切れていなかったためである。

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。

²⁾ 中国の消費者物価は7月に前年同月比▲0.3%とマイナスに転じたが、食料品やエネルギー価格の下落が主因であり、これらを除いた「コア」では+0.8%であった。今のところ、デフレと呼ぶほどの状況ではない。

³⁾ 詳細は2023年6月2日付 Economic Monitor「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」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2361/>

資金の供給量（マネーストック）が経済規模に対して多いか少ないかを測る代表的な指標は「マーシャルのK（マネーストック÷名目GDP）」である。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、下振れれば不足となる。実際の日米欧のマーシャルのKの動きを見ると（右図）、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たが2023年1～3月期でもトレンド線の上であり、資金供給が過剰だったことが分かる。ただ4～6月期には、米国ではほぼトレンド線上まで低下、ユーロ圏ではトレ

ンド線を割り込んでいる。つまり、ようやく資金供給が過剰な状態が解消、今後は資金不足に転じ、本当の意味で金融引き締め状態になるわけである。そのため、米国では次回9月の追加利上げは見送られ、利上げは打ち止め、ユーロ圏でも、仮に9月に追加利上げを行ったとしても、それが最後になる可能性が高いだろう。

一方、日本では今年7月時点でも、最近の物価上昇は一時的であり2%の物価目標実現は遠いとして、日銀が現行の金融緩和を続ける方針を示した。ただ、今後も景気の回復が続くとみられ、物価目標の達成は日銀が言うほど遠くないだろう。金融緩和の終了は時間の問題だと考えておくべきである。

為替相場の行方：円安の余地は限定的

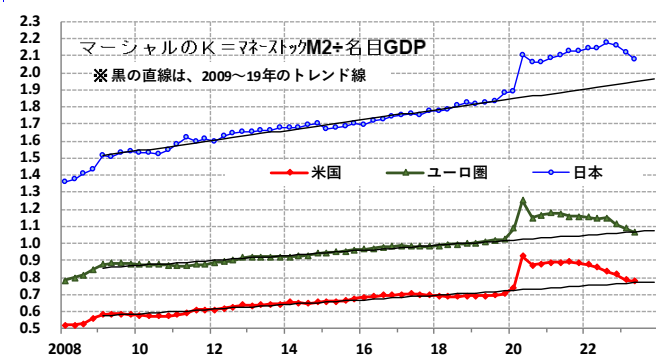
米国の利上げが早晩打ち止めとなり、日本の金利は遠からず上昇していくのであれば、日米の金利差に大きな影響を受けるドル円相場において、ドル高円安の余地は小さく、逆に遠からぬ将来、円高ドル安に転じるとみておくべきだろう。

最近のドル円相場は、米国の長期金利（10年物国債利回り）ではなく、日米の長期金利の差に連動する傾向がある（右図）。米国の10年国債利回りは、このとこ

ろ9月の追加利上げをある程度織り込み4%前半で推移しているが、すでにインフレ抑制の動きがみられているため、前述の通り追加利上げは見送られよう。そのため、米10年国債利回りは今後、4%を大きく上回ることはなく、むしろ年内に限っても若干の低下余地がある。一方、日本の10年国債利回りは、8月に入り0.6%台で推移しているが、今後は将来の金融緩和終了を織り込みながら徐々に上昇していくとみられる。そのため、日米の長期金利差（米国－日本）の拡大はそろそろ終了、逆に年末にかけて縮小していく可能性が高い。

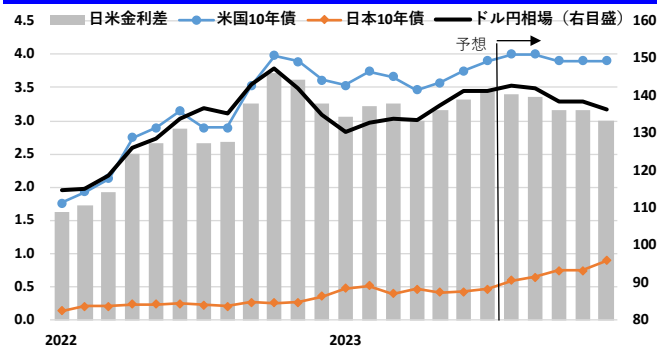
具体的な数字で示すと、日米の長期金利（10年国債利回り）差は、現在の3.6%ポイント程度から年末には3%程度まで縮小、これに伴ってドル円相場は130円台後半まで円高方向に戻すと見込まれる。さらに、来年春にも日銀が金融緩和を終了するとなれば、日本の長期金利は一段と上昇、一方の米国の長期金利はインフレ抑制に目途が付けば低下に向かうため、金利差はさらに縮小、来年のドル円相場は120円台を窺う展開になると予想する。

日米欧のマーシャルのK



（出所）日本銀行、FRB、ECB、内閣府、商務省、Eurostatから伊藤忠総研で作成

日米金利差とドル円相場（%、円／ドル）



（出所）CEIC DATA、予測は伊藤忠総研

ロシア・ウクライナ戦争：長期化は避けられず国際商品相場のリスク要因に

ようやく目途が付き始めたインフレ抑制であるが、未だ残るリスクはロシア・ウクライナ戦争の行方である。NHKが日々更新するウクライナ情勢⁴によれば、ウクライナ軍は南東部のアゾフ海に沿ったロシアの支配地域の分断を目指して6月上旬から大規模な反転攻勢を開始したものの、ロシアは多重の防衛線を敷いているため進軍は難航、欧州諸国から戦車の支援は増強されているが、9月初に南部サポリージャ州の一部で第一防衛線を突破するにとどまっている。

停戦に向けた動きも、一部で期待された中国による仲介は、中国の示した考え方が西側諸国への不満を盛り込んでいる点でロシア寄りと映ることや、中国がロシアによる一方的な占領を肯定する「新しい領土的な現実」という表現を使っていることから、ウクライナ側の期待感は乏しいとの指摘もあるように、実現の兆しはない。トルコも、仲介した穀物輸出に関する合意をロシアが履行停止し（詳細後述）、調整力不足を露呈した。ロシアにとっても、来年3月に大統領選を控えており、有利な条件での停戦しか選択肢はない。そもそもロシアは戦闘の長期化による米欧の支援疲れを待っているとの見方が有力であり、米欧が支援打ち切りを迫られウクライナに停戦を求めない限り、実現の可能性は低そうである。

戦争の行方を占ううえでの当面の注目点は、雨季で戦車の移動が困難になる10月頃までに、ウクライナ軍の反転攻勢がどの程度の成果を挙げられるかだとされる。現時点では上記の通り十分な戦果はなく、その主因が対空兵力の欠如とされているため、欧州からの戦闘機供給が始まる来年になって反攻を再開するとの見方が大勢である（右表）。その場合、少なくとも戦争は来春頃ないしは、それ以降も続くことになる。

仮にウクライナ軍の今回の反攻作戦が順調に進み、10月までにロシアの東西回廊を分断できたとしても、上記の通りロシアが撤兵し停戦に応じる可能性は極めて低い。米欧の支援疲れが出るのも、これから戦闘機の供与を進める段階にあることを踏まえれば、早くても来春以降であろう。

そのため、ウクライナでの戦闘は少なくとも来春までは続くとみておくべきであり、その間、西側諸国の対露制裁も継続され、ロシアの動きによってはさらなる強化も有り得る。ただ、西側諸国による対露制裁は、当初見込んでいたほどの効果を得られていないようである。IMFはロシア経済の見通しについて、ウクライナ侵攻直後（2022年4月）は経済制裁の影響で2022年から2023年にかけて大幅マイナス成長が続くと予想したが（右表）、今年に入り2023年についてプラス成長予想に修正、かつ上方修正が続いている。米欧はロシアからの原油・ガス輸入を制限、さらにG7はロシア産原油価格の上限を事実上60ドル/バレルに制限したが、この規制に参加しない中国やインド、トルコなど

ロシア・ウクライナ戦争の行方

①ウクライナの反攻作戦長期化

- ・10月までのロシア支配地分断は失敗
- ・欧州からの航空兵力支援を得て
来年に入り反攻再開

②ウクライナの反攻作戦成功

- ・東西回廊の分断に成功
- ・ロシアは残る支配地域の占領を継続

③米欧の支援疲れで停戦

- ・戦争長期化で米欧の負担が増加
- ・早くても航空兵力支援配備後の来春以降か

（出所）伊藤忠総研にて作成

IMFによるロシア成長率見通しの変化（前年比、%）

予測時期	ロシア			世界		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
2022 4月	▲ 8.5	▲ 2.3		3.6	3.6	
7月	▲ 6.0	▲ 3.5		3.2	2.9	
10月	▲ 3.4	▲ 2.3		3.2	2.7	
2023 1月	▲ 2.2	0.3	2.1	3.4	2.9	3.1
4月	▲ 2.1	0.7	1.3	3.4	2.8	3.0
7月	▲ 2.1	1.5	1.3	3.5	3.0	3.0

（出所）IMF

⁴ <https://www3.nhk.or.jp/news/special/ukraine/>

⁵ 中国外交部「ウクライナ危機の政治的解決に関する中国の立場」<http://j.people.com.cn/n3/2023/0224/c94474-10212676.html>

がロシアからの原油輸入を拡大したため、ロシア原油の原油輸出収入がさほど減少しなかったことの影響が大きいとみられる。このことは、ロシアからの供給減による原油価格の押し上げも、当初懸念されていたほどではなかったことを示していると言える。

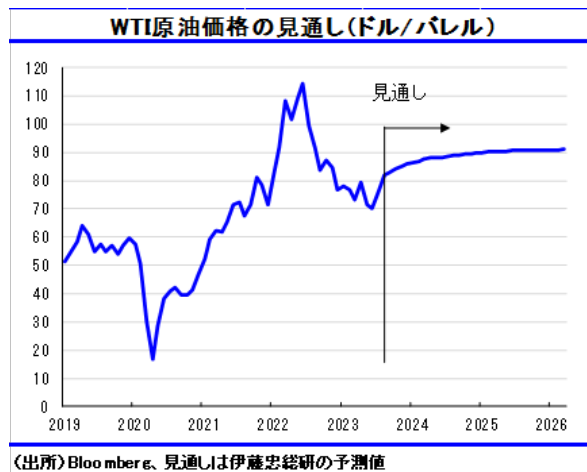
また、ロシアは7月17日、ウクライナ産穀物の輸出を妨げないとする「黒海穀物イニシアチブ」の延長を拒否、さらに穀物輸出拠点への攻撃を再開しているため、ウクライナからの穀物供給に対する懸念が強まっている。そのため、ロシア・ウクライナ情勢は、引き続き食糧を中心に国際商品相場の上振れリスクとなる。2024年に入り世界経済が回復に向かうとすれば、需要拡大を背景に価格が高騰し易くなる点に留意が必要である。

原油相場の見通し：需要回復の中で供給サイドの優位が続き上昇基調

WTI原油先物価格は、今年に入り1バレル=60ドル後半から70ドル台で一進一退が続いた後、9月5日には終値で一時86.7ドルまで上昇、昨年11月16日以来の高値に達した。サウジアラビアが自主減産を12月まで延長、ロシアも足並みを揃える形で輸出削減を延長したため、需給逼迫懸念が価格を押し上げた。

サウジアラビアが減産を延長した背景は、自国の財政収支を均衡させるためである。IMFの試算によると、サウジアラビアの「財政均衡油価水準」は1バレル=80.9ドル（2023年5月時点）であり、70ドル台の原油価格は望ましくない。さらに、減産に消極的だったロシアが方針転換をしたことが、供給抑制への警戒感を一段と強め、原油価格を押し上げた。これまでは、上記の通りG7がロシア産原油の価格上限を事実上60ドルに設定したため、ロシアにとっては供給を減らしても価格上昇による恩恵はなく、減収となるだけだった。ところが、実際にはロシア産原油の需要はさほど落ち込まず、ロシア産原油（ウラル原油）の価格は70ドル台へ上昇、輸出抑制による価格上昇が期待できることが確認されたわけである。

そのため、今後の原油相場は、基本的に需給を素直に反映するとみて良いだろう。米エネルギー情報局（EIA）の8月予測によると、世界の原油需給は、OPECプラスの減産延長により8月から9月にかけて日量50~135万バレルの供給不足が見込まれている。10月は季節的な需要減で供給超過となるが、均せば2024年にかけて需給はやや引き締まった状態が続く見通しである。さらに、2024年以降は欧米景気の回復に伴う需要増が見込まれる中で、80ドルを超える価格水準を望むOPECプラスが引き続き供給量の主導権を握り続けるとみられるため、原油価格は強含みで推移し2025年にかけてWTIで90ドル程度までの上昇もあろう。



2025年までの世界経済見通し（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+3.5%から2023年には+2.8%へ減速しよう（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年の世界経済は後退局面入りの可能性を含んだ停滞状態という姿となる。さらに言えば、2023年前半の景気は、冒頭で触れた通り減速ないしは停滞という程

度にとどまっていたことから、今後年末にかけては後退色が強まっていくことになろう。

【主要国・地域の実質GDP成長率見通し】

	GDP ウエイト(PPP) 2022	実績								予測		
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
世界	100.0	3.4	3.3	3.8	3.6	2.8	▲ 2.8	6.3	3.5	2.8	2.7	3.0
先進国	41.7	2.3	1.8	2.5	2.3	1.7	▲ 4.2	5.4	2.7	1.4	0.9	1.6
米国	15.6	2.7	1.7	2.2	2.9	2.3	▲ 2.8	5.9	2.1	1.9	0.8	2.0
ユーロ圏	12.0	2.0	1.9	2.6	1.8	1.6	▲ 6.1	5.3	3.5	0.6	0.8	1.3
英国	2.3	2.4	2.2	2.4	1.7	1.6	▲ 11.0	7.6	4.1	0.3	0.3	1.2
日本	3.8	1.6	0.8	1.7	0.6	▲ 0.4	▲ 4.3	2.2	1.0	2.1	1.4	1.0
新興国	58.3	4.4	4.4	4.7	4.7	3.6	▲ 1.8	6.8	4.0	3.9	4.0	4.0
アジア	32.8	6.8	6.8	6.6	6.4	5.2	▲ 0.5	7.5	4.5	5.3	4.9	4.8
中国	18.5	7.0	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.4	4.0
ASEAN5	5.6	5.0	5.1	5.5	5.4	4.9	▲ 3.5	3.4	5.9	4.8	5.0	5.2
インド	7.3	8.0	8.3	6.8	6.5	3.9	▲ 5.8	9.1	7.2	6.0	6.3	6.5
中東欧	7.4	1.0	1.8	4.2	3.6	2.5	▲ 1.6	7.3	0.8	1.2	1.6	1.8
ロシア	2.9	▲ 2.0	0.2	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	5.6	▲ 2.1	1.0	0.3	0.3
中南米	7.3	0.4	▲ 0.6	1.4	1.2	0.2	▲ 6.8	7.0	3.9	1.6	2.2	2.5
ブラジル	2.3	▲ 3.5	▲ 3.3	1.3	1.8	1.2	▲ 3.3	5.0	2.9	2.2	1.6	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。

主な地域について見ると、先進国では、米国が実力ベースの成長率（潜在成長率）と同程度の+2%弱への減速にとどまり底堅さを感じさせる一方、ユーロ圏や英国など欧州はゼロ%台の成長に落ち込み、1%強とされる潜在成長率を大きく下回って停滞感が強まると見込まれる。ただ、欧州はその分、インフレ抑制が進むことも期待される。対照的に日本の成長率は米国を上回る+2%程度に達し、1%を下回る潜在成長率を大きく超えるため、景気は過熱状態となりインフレ圧力が高まり続けよう。

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前年の反動で政府目標の5%を上回る成長を達成、ロシアは原油などの資源輸出が一定水準確保でき前年のマイナス成長からリバウンドするが、ブラジルなどのインフレ耐性の弱い国では成長率が鈍化する。また、ASEANは輸出の低迷により、インドも輸出鈍化とインフレ再加速により、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2022年の前年比+4.0%から2023年は+3.9%へ小幅鈍化を予想する（地域別の詳細は後述）。

2024年の世界経済成長率は、前年比+2.7%と2023年から若干鈍化し、停滞状態が続くと見込まれる。ただ、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が終了、年後半にかけて景気は持ち直していくと予想する。米国ではインフレが沈静化、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は底入れしよう。日本は金融緩和を終了し、緩和度合いを縮小（テーパリング）していくが、引き締めるわけではなく、海外景気の復調を背景とする輸出の回復と設備投資の増加もあって堅調な景気拡大が続こう。新興国では、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一方で、ASEANやインドは本来の成長を取り戻し世界経済の牽引役の一翼を担うこととなろう。

2025年には世界経済成長率が前年比+3.0%まで回復し、ようやく明るさが広がろう。先進国では日本の回復が一巡する中で米国が本来の成長を取り戻し、新興国では中国の減速が続く一方でインド・ASEANは高成長を維持し存在感を高めていくとみられる。米国経済は、コロナ禍以前から労働力の伸び悩みなどを理由に潜在

成長力の低下が懸念されていたが、移民受け入れ継続により労働力を確保、高生産性産業の成長もあり、成熟した先進国としては高い部類に入る 2%程度の潜在成長率を維持する見通しである。欧州経済も、高齢化により労働力が伸び悩む中で、グリーン・デジタル関連投資を促進、研究開発や人的投資を拡大させることで生産性を高め成長力の維持を図る。日本経済はデフレ局面を脱しインフレ経済が定着することで安定した消費と投資の拡大につながる事が期待される。中国経済は経済の成熟化に伴い中成長の先進国へ移行する過程にあるが、不動産バブルや過剰債務という大きな課題を処理していく必要があり、経済運営の力量が試される局面を迎える。先進国経済の安定と中国経済の停滞が見込まれる中で、成長余地を多く残すインド・ASEAN が世界経済の成長センターとして期待を集めよう。

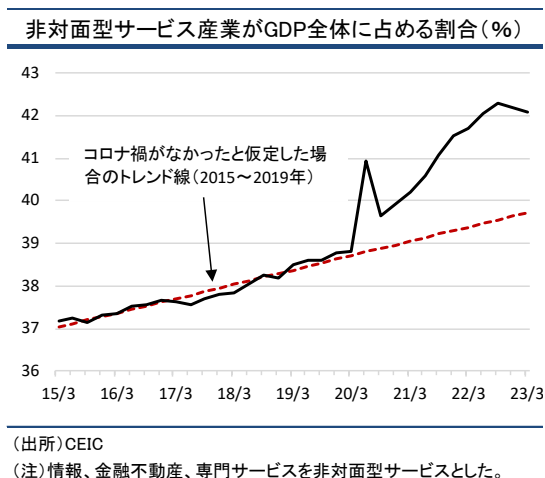
主要地域の 2025 年までの経済見通し（概要）

米国経済⁶：足元の景気は、コロナ禍で積み上がった家計貯蓄の取り崩しやバイデン政権の投資促進策により国内需要が押し上げられ、底堅さを維持している。一方で、大幅利上げと銀行の貸出態度の厳格化により、企業や家計の資金調達環境は確実に悪化している。この先、個人消費は、①家計貯蓄の減少、②消費者向けローンの状況悪化、③学生ローン支払い再開⁷などを背景に、増勢が鈍化すると考えられる。また、企業の設備投資は、投資促進策を追い風にした需要が一巡した後は、個人消費の減速など需要鈍化を背景に、減少に転じると予想する。現在は人手を必要とするサービス産業が回復局面にあり、雇用情勢は大幅に悪化せず景気後退は回避される見込みだが、2023 年末にかけて景気は停滞感を深めるだろう。

一方で、インフレは着実に沈静化が進んでいる。高インフレの当初の主因となった物流面の供給制約は、海上輸送や航空輸送のコストが減少するなど既に解消し、財（モノ）の物価上昇圧力が小さい。また、労働需給のひっ迫は依然残るものの、企業の求人率（求人件数 / (就業者数 + 求人件数)）が、昨春をピークにコロナ前の水準（4%台半ば）に向けて低下するなど（2022 年 3 月：7.4% → 2023 年 7 月：5.3%）、ひっ迫度合いは和らいでいる。そのため、労働コストは落ち着きを見せ、現在の高インフレの中心であるサービス価格の上昇も抑制され始めている。今後、サービス価格は前月比で +0.2% 台の伸びにとどまり、2023 年末には前年比で +4% 台半ばまで鈍化すると予想する。以上の結果、消費者物価の前年比は、足元の +3% 程度から緩やかに伸びを縮め、2025 年には +2% に近づくまで低下する見込みである。

インフレ沈静化により、名目金利からインフレ率を差し引いた「実質金利」が上昇、金融引き締め効果が強まっていくと見込まれる。2023 年末にかけて景気減速とインフレ鈍化が併存すれば、需要の拡大を抑える必要はなくなり、FRB は 2024 年春にも利下げに転じると予想する。この結果、企業の金融環境は改善、雇用情勢の悪化にも歯止めがかかることで、景気は回復に向かうだろう。実質 GDP 成長率は 2024 年後半には前期比年率で潜在成長率（巡航速度）である +1.8% 程度まで伸びを高めると予想される。

2025 年以降は、コロナ前と同じ潜在成長率（+1.8% 程度）を維持



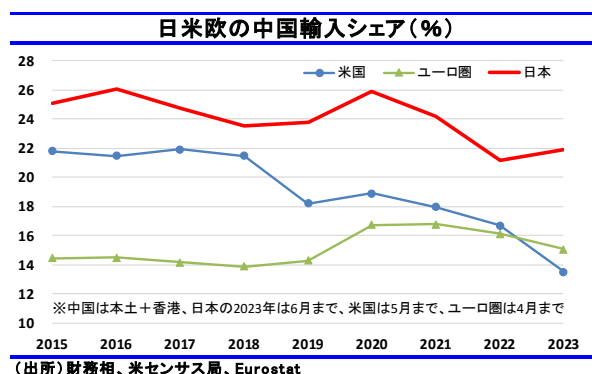
⁶ 詳細は 2023 年 8 月 24 日付 Economic Monitor 「米国経済：ソフトランディング期待高まる（改定見通し）」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2402/>

⁷ 債務上限問題を巡る与野党合意により、免除されてきた連邦学生ローンの支払いが 10 月から再開予定。

すると考えられる。労働力については、高齢化の進展や中高年の早期退職の傾向が続く見込みだが、バイデン政権下で移民流入が増加傾向に戻っており、全体の増加ペースの鈍化は緩やかなものにとどまるだろう。また、コロナ禍では、情報サービスや専門サービスなどの非対面でも可能なサービスのシェアが高まった（前ページ右下図）。これらの分野の労働生産性の伸びは高く、労働力の増加ペースの鈍化を補うと考えられる。さらに、バイデン政権の投資促進策は、海外企業を含め、コンピュータ／電気・電子産業を中心とした製造業の工場建設を促進している。2025年の国内外の需要回復期には、これらの工場をベースに機械投資や研究開発投資などが進むことが期待でき⁸、2025年の実質GDP成長率は、潜在成長率を超える+2%程度に上昇すると予想する。

中国経済：今年に入り、景気は春にかけて急回復したものの、4月以降は停滞状態にある。停滞の原因は、第一に輸出の減少であり、景気が減速した欧米向けを中心に落ち込んでいる。第二は不動産市場の低迷であり、政府による不動産融資規制をきっかけとする不動産価格の下落から、不動産開発業者の業績悪化、物件引き渡し遅延による不信感の高まり、販売不振による価格下落という負の循環が続いている。第三は個人消費の回復力の弱さであり、社会保障制度の未整備による将来不安に加え、消費意欲旺盛な若年層の雇用情勢悪化が消費活動を抑えている。第四は過剰債務問題であり、不動産収入の減少と相まって地方政府のインフラ投資抑制につながっている。

これらの問題は、いずれも根が深く、早期の解消は困難である。輸出については、米中対立の激化やサプライチェーンのデリスキングに伴い、欧米において輸入に占める中国のシェアが低下傾向にあるため（右図）、仮に欧米の景気が復調したとしても、中国からの輸出は従来ほどには回復しない可能性がある。不動産市場については、恒大集団に続き業界最大手とされる碧桂园が破綻の危機に直面するなど、出口の見えない状況にある。個人消費に関しては、コロナ禍が政府への不信感を強め将来不安に拍車をかけている。過剰債務問題は、



景気停滞や不動産不況により新たに発生する不良債権が、より事態を深刻にしよう。

こうした状況に対して政府は、①大口消費や民間投資、交通インフラ、庶民の住宅など「国内需要の拡大」、②中小企業支援や戦略的新興産業の育成など「実体経済の強化」、③科学技術力強化やサプライチェーン強靱化など「科学技術の自立自強推進」、④民営経済の発展促進や外資誘致・利用強化による「改革開放の進化」、⑤大学卒業生の雇用対策や介護・保育・教育・医療サービスの供給力強化などの「民生の改善」、⑥不動産や地方債務、金融といった「重点分野のリスク防止・解消」を進める方針を示した。若年雇用や将来不安へ対応する施策もあるが、総じて目新しさに乏しく即効性のある政府支出の拡大は控えられている。民間に期待するところが多いが、共同富裕政策に下に進めた民間に対する規制強化の後遺症が残る。また、8月21日にはLPR（最優遇貸出金利）を引き下げたが、1年物でわずか0.1%ポイントにとどめ、5年超金利は据え置いたため、効果は限定的であろう。停滞を脱するのは容易ではない。

⁸ 足元で投資需要を喚起していると思われる「半導体補助金法（CHIPS プラス法）」は、各種研究の試算では年間100～200億ドル程度（名目GDP比0.05～0.1%程度）の需要を生むと見積もられている。

そもそも中国経済は、マクロ的に「高成長の新興国から中成長の先進国への移行期」を迎えつつある。日本の場合、1973年の第1次オイルショックまで続いた平均9%台の高成長期から、80年代にけて平均4%の中成長期へ、輸出・投資主導の成長から個人消費が厚みを増す経済へ移行した。現在の中国もコロナショックを経て4%台の中成長に移行していく途上にある。ただ、過剰債務問題のほか、コロナ禍で強まった政府への不信感という重石を抱えている点が当時の日本とは異なる。さらに、民間経済を活性化するにあたり、共産党による管理を強化する方針が示されたが、逆に活力を奪う懸念が残る。習近平政権が目指す、民間部門をも共産党の管理下に置く「社会主義現代化強国」が、これらの課題を乗り越え安定した経済成長を実現できるのか注目される。

欧州経済（ユーロ圏・英国）⁹：4～6月期の成長率は、インフレ率（消費者物価の前年比）の鈍化や経済再開を受けて個人消費が下げ止まったことから、ユーロ圏で前期比年率+1.0%（1～3月期0.0%）、英国で+0.8%（同+0.6%）と底堅く推移した。ただし、企業の業種別の景況感DI（「良い」-「悪い」）は、鉱工業で昨年末から景気の良し悪しの分かれ目となるゼロを下回り続けており、域内外の需要の低迷を受けて製造業は不振である。また、相対的に底堅く推移してきたサービス業も、景況感が7月にかけて3か月連続で悪化するなど、景気の足取りは重い。

こうした需要の弱さを反映し、ユーロ圏ではインフレ率は低下基調に転じた可能性が高い。サービス価格は、①リベンジ消費の一巡、②不動産業などを中心に利上げの影響が顕在化、③賃上げに頭打ちの兆しがみられること、などから徐々に沈静化に向かおう。その結果、インフレ率¹⁰は足元の+5%程度から緩やかに伸びを縮め、2025年には+2%に近づくまで低下する見込みである。そのため、ECB（欧州中銀）は今年9月にも利上げを休止すると予想する。一方、英国ではユーロ圏と比較して需要が底堅く、労働需給の逼迫や賃上げの状況も深刻であり、インフレ率は、2023年と2024年はユーロ圏よりも高止まることが予想される。このため、BOE（英国中銀）は今年11月まで利上げを続け、インフレ率は景気の冷え込みを経て2025年に+2%に近づくまで低下すると予想する。

2024年にかけてのユーロ圏、英国経済は、①金融引き締め効果が本格化し、②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、1%台前半とみられる潜在成長率（成長の巡航速度）を下回る0%台の低成長が継続する見込みである。ただし、ユーロ圏では、インフレ率の鈍化や賃上げを受けた実質可処分所得の持ち直しに支えられ、景気後退入りは回避するだろう。一方で、英国では金融引き締めの強化で需要が強く抑制され、2023年末から2024年初めにかけて景気後退入りを見込む。リスクとしては、一時的な供給要因による天然ガス価格の再高騰やサービス価格の高止まりから、インフレ率が中央銀行の想定よりも低下せず、金融引き締めが長期化することが挙げられる。

2025年にはユーロ圏、英国ともに、コロナ前と同等の潜在成長率が続くと予想する。ユーロ圏では、労働力面でウクライナ難民の受入れなど一時的な押し上げ効果が剥落し、高齢化の進展が成長を下押しする一方、復興基

⁹ 詳細は2023年8月29日付 Economic Monitor「欧州経済：景気は底堅く推移も、足取りは重い（改定見通し）」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2405/>

¹⁰ 消費者物価指数の前年比（総合）は、ユーロ圏は2023年+5.5%、2024年+2.6%、2025年+2.1%、英国は2023年+7.5%、2024年+3.3%、2025年+2.1%を予想。

金¹¹の活用等を通じたグリーン・デジタル関連投資が促進される結果、研究開発費や人的投資の拡大などを通じて生産性が上昇すると考えられる。英国では、高齢化要因に加えて Brexit の影響残存が懸念されるものの、スナク政権下で対 EU 関係が改善しつつあることに加え、TPP 加盟も実現したことから、足元の貿易量の落込みや対英投資の減少は、徐々にではあるが改善していくとみる。また、労働党もグリーン政策の推進を掲げていることから、2024 年に想定される総選挙において仮に政権交代が起こったとしても、ユーロ圏同様、グリーン・デジタル関連投資が成長を後押しする構造は不変とみる。

ASEAN 経済：ASEAN 主要 5 カ国¹²では、海外経済の減速により財（モノ）の輸出が伸び悩むものの、脱コロナによる内需の堅調な拡大やインバウンド需要の回復が景気を下支えしよう。特に ASEAN の内需は、①インフレ率（消費者物価の前年同期比）が低下、利上げペースも鈍化¹³し個人消費が回復、②各国政府が主導するインフラ投資（エネルギー、交通、通信など）の増勢が加速、③グローバル・サプライチェーンの再編を企図した電気機械などの海外メーカーの投資が積極化、といった推進力を備えている。なお、インドネシアでは首都移転プロジェクトで 2024 年中に大統領府や議会などが移る予定であり、新型コロナの影響で計画対比遅れていた¹⁴インフラ整備が 2024 年 8 月の独立記念日式典に向けて急ピッチで進む見通し。そのため、2023 年の実質 GDP 成長率は前年比+4.8%と、2022 年の+5.9%からは鈍化するが、他地域より相対的に高い伸びを確保、さらに 2024、25 年は財輸出の復調を伴ってそれぞれ+5.0%、+5.2%へ徐々に加速すると予想する。

なお、ASEAN は中長期的にも、①グローバル製造業による生産拠点分散の受け皿としての役割、②消費者市場の趨勢的拡大および高質化（特に、1 人あたり GDP が耐久財普及加速の目安となる 3,000 ドルを超えてきたフィリピン、ベトナム、インドネシア¹⁵）が期待されている。また、③製造業基盤や耐久消費財市場の拡大の前提となる電力インフラを増強するニーズも大きい。こうした事情に ASEAN の安全保障上の重要性も相俟って、世界各国が ASEAN 諸国との関係強化を目指しており、産業界でも今後、ASEAN の成長性を取り込む動きが加速していく公算が大きい。日系企業としては、直接投資残高のデータ¹⁶が示唆する通り、ASEAN 域内で既存の産業集積やネットワークが他国勢に比べ圧倒的に積み上がっている点を生かし、競争優位を維持・強化していくことが求められる。

インド経済：2023 年度（2023 年 4 月～2024 年 3 月）のインド経済は、主要輸出先である米国経済の低調による影響が残るほか、天候不順に伴う食料を中心としたインフレ率の再上昇（5 月 4.3%→6 月 4.9%→7 月 7.4%）が目先の懸念材料となっている。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「ガティ・シャクティ国家マスタープラン」に基づき景気配慮型の財政運営を続ける公算が大きい（重点分野は道路・鉄道・空港・港湾・公共交通・水路・

¹¹ 新型コロナウイルス禍によって落ち込んだ経済再建のため、2021 年から 2026 年にかけてグリーン・デジタル分野を念頭に 7,500 億ユーロを拠出する計画。ただし、ロシアのウクライナ侵攻以降、新たに課題として浮上したエネルギー対策や米国のインフラ抑制法への対抗を念頭に置いたグリーン技術の製造支援についても予算を活用できるよう目的を修正。復興基金の経済効果に関する ECB の試算では、実質 GDP を年平均で 0.3～0.4%程度押し上げる見込み。

¹² インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

¹³ タイは 7 月のインフレ率が総合で 0.4%、コアで 1.3%まで鈍化したため、8 月の利上げで打ち止めとなる見通し。

¹⁴ 道路・水道など初期工事の進捗率は 7 月末時点で 36%にとどまる。

¹⁵ ASEAN 主要 5 カ国の 1 人あたり名目 GDP（2022 年時点、米ドル換算値）は、マレーシア 12,364 ドル、タイ 7,651 ドル、インドネシア 4,798 ドル、ベトナム 4,087 ドル、フィリピン 3,623 ドル。

¹⁶ ASEAN 主要 5 カ国における対内直接投資残高（2020 年末、5 カ国合計）は、日本 1,697 億ドル、米国 577 億ドル、中国 463 億ドル、ドイツ 159 億ドル（出所：国際貿易投資研究所、中国商務省）。

物流網の7つ)。そのため、2023年度の成長率は前年比+6.0%と2022年度の+7.2%を下回るが6%台を確保し、2024、25年度はそれぞれ+6.3%、+6.5%と再び上向くと予想する。

日本経済¹⁷：デフレ局面から完全に脱却するために必須の要素は、コストの価格転嫁と賃金の上昇であり、日本経済は、ここにきてようやく、これらを取り戻しつつある。物価の基調を示す指標である「コアコア¹⁸」消費者物価は、6月の前年同月比+4.2%から7月は+4.3%へ予想に反し一段と伸びを高めた。昨年来のコスト増を商品価格に転嫁する動きが未だ続いているためである。また、今年の春闘賃上げ率は、大方の予想を遥かに上回る前年比+3.58%、出遅れが懸念された中小企業でも情報産業やサービス業が牽引し+3.23%と、いずれも1993年以来の高い伸びで着地した(右表)。

＜業種別賃上げ率・春闘第7回集計＞

	全規模	
	全規模	中小企業
製造業	3.92	3.34
商標流通	3.54	2.98
交通運輸	2.5	2.19
サービス・ホテル	2.97	3.84
情報・出版	2.85	6.60
金融・保険	3.2	3.28
その他	3.26	3.06
合計	3.58	3.23

(出所) 連合HPをもとに伊藤忠総研作成

脱コロナにおける景気回復の主角を期待される個人消費は、賃金の動向に大きく左右されるが、春闘の結果を反映して賃金上昇率は9月にかけて基本給(所定内給与)で前年比+2%程度まで、残業代(所定外給与)やボーナス(特別給与)を合わせるとそれ以上に高まっていく。さらに、来年の春闘でも、企業業績の改善や労働需給の引き締めにより、今年を上回る高い賃上げ率が続く見通しである。一方で、個人消費の逆風となっている消費者物価の上昇は、輸入コスト上昇の影響が一巡し、今後は2%程度まで鈍化していくと見込まれる。そのため、今年度後半には物価の上昇分を除いた実質賃金がマイナスからプラスに転じ、マインドの改善も相まって個人消費の拡大を後押しする。

景気回復のもう一つの柱として期待される設備投資は、先行指標が当面の停滞を示しているが、企業の投資意欲は旺盛であり、コロナ禍で生産設備の規模拡大が抑えられていた¹⁹こともあり、投資の拡大余地は大きい。今後は長期金利の上昇が設備投資の逆風となるが、金利上昇負担は需要や利益の成長でカバーできるため、設備投資は再拡大へ向かう見込み。輸出は、欧米景気の減速などにより財(モノ)の分野ではしばらく伸び悩むものの、インバウンド需要を中心にサービス輸出が増加する見通し。仮に団体旅行が解禁された中国からの訪日客も過去のピークを回復する場合、サービス輸出の拡大が成長率を2023年度に0.6%ポイント、2024年度は0.4%ポイント押し上げる見込み。

デフレ脱却を象徴的に示すものは金融緩和の終了であろう。日銀は今年7月、長期の政策金利(10年物国債利回り)の「上限」を事実上0.5%程度から1%へ引き上げる形で金融政策を微修正したものの、最近の物価上昇は一時的で2%の物価上昇目標達成は見通せないとして、現行の短期金利マイナス、長期金利ゼロ%程度という金融緩和の基本的な枠組みを維持した。ただ、上記の通り今後も労働需給は引き締め続け、来春闘でも高い賃上げが見込まれるため、来年前半には2%の物価目標達成の目途が付こう。そうなれば、早ければ日銀は4月にも現行の金融緩和を終了し、出口戦略に向かうと予想する。

その後、2025年にかけて日本経済は、デフレ局面に完全に終止符を打ち、賃金と物価が安定的に上昇する下での個人消費の拡大を柱とする、巡航速度の成長の姿を探っていくことになる。そのペースは、労働力の減少を設備投資の拡大と生産性の向上で補えば、これまで同様、前年比1%程度は維持できよう。

¹⁷ 詳細は2023年8月29日付「日本経済情報2023年8月号 2025年度までの経済見通し～デフレ局面に終止符」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2406/>

¹⁸ 価格変動の激しい食品とエネルギーを全体から除いたもの。

¹⁹ 2023年3月末で前年比+0.4%にとどまっている。直近ピークは2019年3月末の+1.1%。