

2024 年の世界経済見通し～年前半は減速、後半は回復

2023 年の世界経済は、欧州で低迷が続いたものの、日本や中国は脱コロナで急回復、米国は大幅利上げにもかかわらず堅調な拡大が続き、予想以上に好調だった。ただ、春以降は中国が停滞、日本も夏場以降は足踏み、米国も年末にかけて減速の動きが見え始めるなど、先行きへの懸念を残しつつの越年となった。2024 年も前半は欧州でゼロ成長が続き、米国は 2%強の潜在成長率を割り込んで減速するが、欧州、米国とも、後半には復調、2025 年にかけて成長ペースが加速しよう。日本も 2024 年は成長率が鈍化するが、1%を下回る潜在成長率は上回り好調を維持、デフレ脱却を実現する。中国は経済の成熟化や過剰債務問題などから 4%台へ減速、世界経済成長率は 2023 年の前年比+3.0%から 2024 年通年では+2.7%へ減速するが、年後半は欧米経済の復調により回復色が強まる見通し。

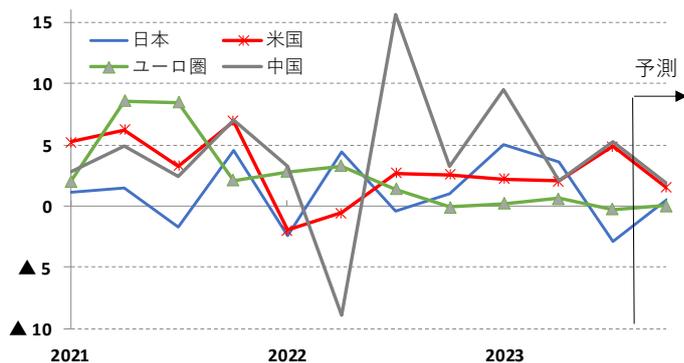
2023 年の世界経済：前半好調も年末にかけて減速

主要地域の 2023 年の景気動向を実質 GDP 成長率（前期比年率）で確認すると（右図）、米国は 5%を超える大幅な利上げ（金融引き締め）にもかかわらず 7～9 月期まで前期比年率で 2%を超える堅調な景気拡大を続けた一方で、同様に 4%台への大幅な利上げを実施した欧州（ユーロ圏）はマイナスを含むゼロ%前後の低成長で景気は低迷した。中国は年初に急回復したものの春以降は失速、日本は脱コロナで出遅れたこともあり好スタートを切ったが夏場に物価上昇で息切れと、主要地域が 4 者 4 様の動きとなった。

こうした主要地域間での景気の方角の違いは、為替相場の変動を大きくした。ドル円相場は、年初の 1 ドル=130 円前後から、景気堅調な米国の長期金利の上昇を背景に 10 月には 150 円台まで円安が進んだ。

ただ、年末にかけて、米国経済にも金融引き締めの影響などから減速の動きが見え始めており、ユーロ圏経済は相変わらずの低迷が続いている。中国経済は不動産市場の低迷や個人消費の伸び悩みにより

主要地域の実質GDPの推移(前期比年率・%)



(出所)内閣府、米商務省、Eurostat、中国国家统计局、予測は伊藤忠総研

ドル円相場の推移(円/ドル)



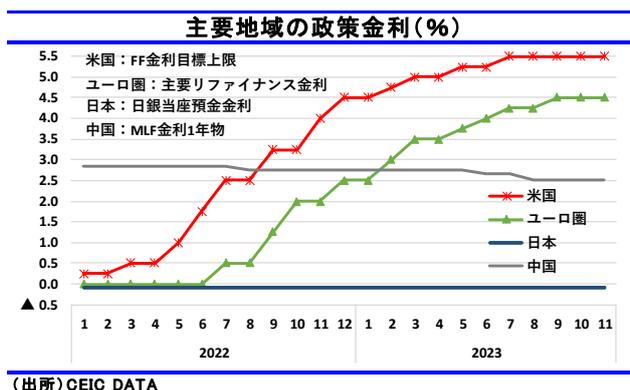
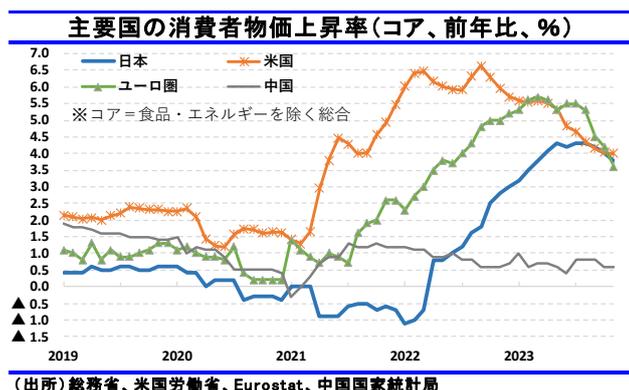
(出所)CEIC DATA

停滞、日本経済はマイナス成長から脱しつつある程度であり、第4四半期（10～12月期）は奇しくも4地域が低成長へ収れんした模様である。ドル円相場も円安が一服、140円台前半で落ち着いている。

2023年の世界経済の状況をまとめると、前半は、脱コロナで急回復した中国や日本だけでなく、米国も脱コロナの勢いを残して好調だったが、後半は中国が不動産バブル崩壊で失速、日本は物価上昇でもたつき、欧州は引き続き低迷、年末にかけて米国も減速し、世界経済は先行きへの懸念が強まる中での越年、ということになる（各地域の詳細は、後掲の「主要地域の2024年経済見通し（概要）」参照）。

インフレとの闘い：欧米でようやく鎮静化へ

2023年の世界経済の特徴として、インフレ（物価上昇）との闘いが挙げられ、それが景気に少なからぬ影響を与えた。主要地域の消費者物価上昇率（コア＝食品・エネルギーを除く総合）を見ると（次ページ左上図）、景気好調な米国は1月の前年同月比+5.6%から11月には+4.0%まで低下しており、徐々に金融引き締め効果が出始めている。景気の低迷が続くユーロ圏は、1月の+5.3%から11月には+3.6%まで鈍化している。ただ、ともに目標は2%であるため、米国は5%台まで、ユーロ圏では4%台まで引き上げた政策金利を据え置き続けている（右下図）。今後も、物価上昇率が2%程度まで落ち着く目途がつくまで、高い政策金利を維持しよう。その時期は、2024年半ば頃とみられ、その間、金融面から景気の下押し圧力がかかることになる。

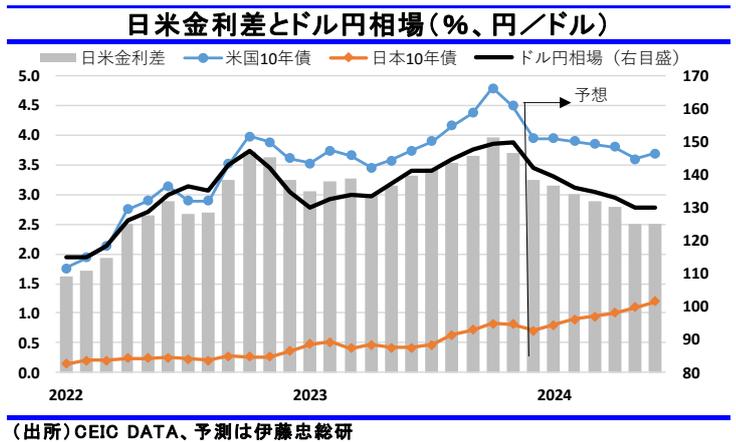


日本の消費者物価（生鮮食品・エネルギーを除く総合）は、1月の前年同月比+3.2%から4月以降は4%を超える状況が続き、11月に+3.8%とようやく4%を割り込んだ。脱コロナの出遅れ同様、物価の上昇とピークアウトも欧米に半年から1年程度遅れている。ただ、デフレ脱却を目指す日本の場合、欧米と異なり物価上昇を抑えるのではなく、一定の上昇が目標であり、マイナス金利政策が続けられている。こうした金融緩和の継続もあり、停滞気味だった景気は回復に向かい、2024年4月にもマイナス金利が解除されよう。そのため、日本の金利は上昇していくが、日銀は経済や金融市場への影響に配慮し、緩やかな金利上昇にとどめるとみられ、金利の上昇が景気回復を阻害する状況には至らないと予想する。

中国は、他の3地域と全く異なり、むしろデフレとの闘いの様相を呈している。消費者物価（コア）は、景気の停滞を反映し、1月の前年同月比+1.0%から10月以降は+0.6%まで伸びが鈍化、ゼロインフレ状態にある。食品とエネルギーを含めた総合指数では10月▲0.2%、11月▲0.5%とマイナスに転じており、デフレ懸念が台頭している。そのため、人民銀行（中央銀行）は2023年中に2回の利下げを実施、金融緩和により景気のテコ入れを図っている。今後も緩和気味の金融政策によって景気刺激を続けるとみられる。

ドル円相場の見通し：ドル金利低下と日本の金利上昇で円高へ

このところのドル円相場は、専ら日本と米国の金利差によって大部分が決まっている。すなわち、米国金利の上昇により日米金利差（米国－日本）が拡大すればドル高円安、日本の金利が上昇し日米金利差が縮小すればドル安円高となる。2023年にドル円相場が1ドル＝150円台まで円安が進んだ背景には、米国の長期金利（10年国債利回り）が5%近くまで上昇、日本の長期金利も0.8%台まで上昇したが米国金利の上昇ほどではなく（右図）、日米金利差が2022年10月（3.7%Pt程度）を上回る4%Pt程度まで拡大したためである。



米国長期金利は、2024年半ば頃には米国FRB（中央銀行）が利下げに転じるとの見方から、すでに低下に転じており、日米金利差も縮小、ドル円相場は前述の通り円高方向に戻している。今後は、日本の金利も見込まれるため、日米金利差はさらに縮小、ドル円相場は2024年半ばにも130円程度まで円高が進むと予想される。

原油相場の見通し：米欧の景気回復で年後半以降は80ドル台に向けて上昇

WTI原油先物価格は、イスラエル・ハマス戦争の勃発により中東産原油の供給に影響が及ぶとの懸念が強まり、10月19日には終値で1バレル89.4ドルまで上昇した。しかしながら、イスラエルでは殆ど原油を生産しておらず、他の中東諸国への影響もなく、中国の景気停滞により原油需要が伸び悩むとの観測もあり、12月に入り70ドルを割り込むまで下落した。

原油相場の大勢を決める原油需給は、このところOPECプラスの減産方針と米国シェールオイルの生産量が大きなカギを握っている。OPECプラスの減産については、安定的な財政運営のため80ドル台の原油価格を維持したいサウジアラビアと、減産による収入減を嫌うアンゴラやナイジェリアなどのアフリカ諸国との意見が対立、原油価格が下落傾向にあった11月30日に開催されたOPECプラス定例会合で産油国間の足並みが揃わず、追加の協調減産は見送りとなった。サウジアラビアの「財政均衡油価水準」（IMF推計）は2023年時点で85.8ドルと試算されており、現在の原油価格水準では財政が悪化してしまう。そのため、サウジアラビアはロシアなど一部の国と2024年1～3月に自主減産を実施することを決めた。自主減産は4月に終了するため、EIA（米国エネルギー情報局）は2024年平均のOPECの原油生産量が前年より日量29万バレル減少すると見込んでいる（上表）。

なお、減産に反対するアンゴラは、12月21日にOPECから脱退すると発表した。アンゴラの原油生産量は10

<石油の需要量と生産量>

	2021		2022		2023予測		2024予測	
	需要量	生産量	需要量	生産量	需要量	生産量	需要量	生産量
北米	2,382	2,423	2,423	2,450	27	2,470	19	
米国	1,988	2,001	2,014	2,014	13	2,039	25	
中南米	623	645	655	655	10	657	2	
欧州	1,386	1,427	1,427	1,427	▲0	1,420	▲7	
ユーラシア	467	452	457	457	5	472	15	
ロシア	350	344	348	348	4	359	11	
中東	864	922	935	935	13	957	22	
アジア・オセアニア	3,561	3,603	3,723	3,723	120	3,798	75	
中国	1,527	1,515	1,594	1,594	79	1,627	32	
アフリカ	429	443	452	452	9	461	9	
需要量合計	9,712	9,916	10,100	10,100	184	10,235	135	

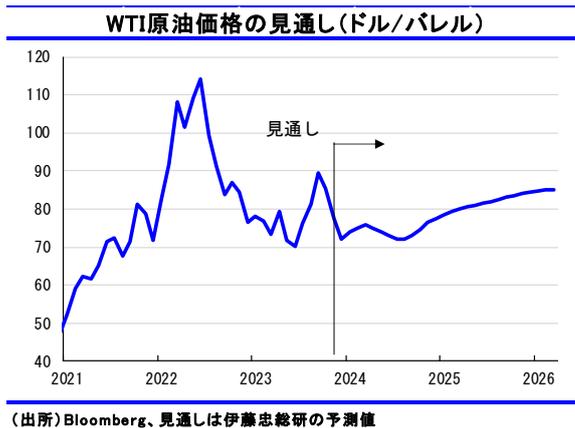
	2021		2022		2023予測		2024予測	
	需要量	生産量	需要量	生産量	需要量	生産量	需要量	生産量
OPEC	3,165	3,417	3,340	3,340	▲77	3,311	▲29	
北米	2,643	2,790	2,973	2,973	183	3,011	38	
米国	1,897	2,029	2,186	2,186	156	2,217	31	
中南米	610	642	700	700	58	741	41	
欧州	410	389	398	398	9	410	12	
ユーラシア	1,374	1,385	1,370	1,370	▲15	1,363	▲7	
ロシア	1,077	1,098	1,075	1,075	▲22	1,072	▲3	
アジア・オセアニア	907	905	920	920	15	923	3	
アフリカ	144	143	142	142	▲0	141	▲1	
その他	314	328	320	320	▲8	320	▲0	
生産量合計	9,567	9,998	10,162	10,162	164	10,219	57	

(出所) EIA「Short Term Energy Outlook December 2023」

月時点で日量 115 万バレルであり、サウジアラビア（日量 905 万バレル）はもとより、UAE（日量 289 万バレル）と比べてもはるかに少ない。他のアフリカ諸国が追随する動きもないことから、OPEC プラスの減産方針に、ひいては原油相場に与える影響も小さい。

米国シェールオイルの生産量も、掘削コストが上昇しているため大幅な増加を見込みにくい。EIA によると、2024 年の米国の原油生産量は、前年比 31 万バレル増にとどまる見通しである（2023 年は 156 万バレル増）。そのため、2024 年は原油需要の前年比 135 万バレル増に対して、生産量は日量 57 万バレル増にとどまり、原油需給は 2023 年より引き締まることになる。

こうした需給動向を踏まえると、今後の WTI 原油先物価格は（右図）、冬場の需要期である 2024 年 1～3 月にかけて需給の引き締めにより価格が上昇、4 月以降は OPEC プラスの自主減産が終了するため価格は一時的に下落しよう。ただ、基本的に需給がタイトな中で、原油価格は 2024 年を通じて 70 ドル台で底堅く推移すると見込まれる。80 ドルを超えて上昇を目指すのは、原油供給が抑えられる一方で米欧の景気回復により原油需要が増加す 2024 年後半から 2025 年にかけてとなる。



2024 年の世界経済見通し（概観）

以上で見た景気や金融市場、原油相場の動向や、巻末のリスク要因などを踏まえると、世界経済成長率は 2023 年に前年比+3.0%へ減速、2024 年には+2.7%まで鈍化すると見込まれる。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されるため、2023 年の世界経済は停滞の入り口にあり、2024 年に停滞局面を迎えることになる。ただ、停滞は年前半に限り、後半には米欧主導で回復に向かおう。

【主要国・地域の実質GDP成長率見通し】

	GDP ウェイト(PPP) 2022	実績						予測		
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
世界	100.0	3.8	3.6	2.8	▲2.8	6.3	3.5	3.0	2.7	2.9
先進国	41.7	2.5	2.3	1.7	▲4.2	5.6	2.6	1.5	1.1	1.5
米国	15.5	2.2	2.9	2.3	▲2.8	5.9	2.1	2.4	1.6	1.9
ユーロ圏	12.0	2.6	1.8	1.6	▲6.1	5.6	3.3	0.5	0.5	1.3
英国	2.3	2.4	1.7	1.6	▲11.0	7.6	4.1	0.5	0.3	1.2
日本	3.8	1.7	0.6	▲0.4	▲4.1	2.6	1.0	1.9	1.3	1.0
新興国	58.3	4.8	4.6	3.6	▲1.8	6.9	4.1	4.0	3.8	3.9
アジア	32.8	6.6	6.4	5.2	▲0.5	7.5	4.5	5.5	4.9	4.7
中国	18.4	6.9	6.8	6.0	2.2	8.5	3.0	5.2	4.4	4.0
ASEAN5	5.6	5.5	5.4	4.9	▲3.5	3.4	5.9	4.4	5.0	5.2
インド	7.3	6.8	6.5	3.9	▲5.8	9.1	7.2	7.0	6.0	6.3
中東欧	7.4	4.2	3.6	2.5	▲1.6	7.3	0.8	2.4	1.3	1.5
ロシア	2.9	1.8	2.8	2.2	▲2.7	5.6	▲2.1	2.5	0.3	0.3
中南米	7.4	1.3	1.1	0.2	▲7.0	7.4	4.1	2.3	2.3	2.4
ブラジル	2.3	1.3	1.8	1.2	▲3.3	5.0	2.9	3.0	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（前ページ表）、先進国では、米国が 2023 年に成長を加速、日本も成長率を高める一方で、ユーロ圏や英国など欧州諸国はゼロ成長に落ち込み、先進国全体の成長率は 1.5%まで鈍化、世界経済の成長を押し下げる。2024 年も欧州はゼロ成長が続き、米国は実力（潜在成長率）とされる 2%強を割り込んで減速する。ただ、欧州、米国とも、年後半には復調、2025 年にかけて成長ペースが加速すると予想する。日本も 2024 年に成長率は鈍化するが、潜在成長率は 1%を下回っているとされ、好調な部類に入る成長が続き、デフレ脱却を実現する。

新興国では、中国が 2023 年は政府目標の「5%前後」を達成するが、前年が上海ロックダウンにより低成長だったことを踏まえると、高い成長とは言えない。さらに、2024 年には 4%台へ減速していくと見込まれる。4%台への減速は、先進国の入りが近い中国にとって自然ではあるが、不動産に代表される過剰債務問題や雇用吸収力の低下など構造的な問題を抱えているだけに、下振れリスクを抱えた状況だとみておくべきであろう。中国に代わって新興国の成長を支えるのがインドや ASEAN であり、いずれも中国を上回る成長を実現する見通しである。これらの地域は、注目が高まる「グローバルサウス」の中でも特に成長が期待される場所であり、先進国や中国などから多くの投資資金が流入、成長が支えられよう（地域別の詳細は後述）。なお、ロシアは 2023 年に比較的高いプラス成長を記録する見通しである。このことは、欧米による対露制裁の効果が小さいことを示している。

2024 年の世界経済を総括すると、欧米はコロナ禍対応で大幅に拡大させた過剰マネーによるインフレをようやく抑え込み、日本もようやく安定的な物価上昇を実現、中国も経済の成熟化とともに鈍化する成長ペースに順応すべく、それぞれの意味で経済が正常化に向かう出発点に立つことになろう。こうした転換点では、経済も金融市場も方向感を失い易い。後述の通り、国際情勢は依然として不確実・不透明な要因も多数ある。世界経済は、コロナ禍から完全に脱し安定に向かうものの、2024 年はまだその途上に過ぎないと考えておくべきであろう。

主要地域の 2024 年経済見通し（概要）

米国経済¹：2023 年の米国経済を振り返ると、金融引き締めを受けた住宅ローン金利の上昇などから住宅投資が大幅に減少したものの、個人消費と設備投資は堅調さを維持した。堅調な個人消費の背景は、①産業構造がコロナ禍前の状態に戻る過程で労働者の増加と職種転換がスムーズに進み、家計の所得増が続いたこと、②AI ブームにより株価が上昇するなど家計資産の価値が押し上げられ、消費意欲が衰えなかったことが大きい。また、設備投資は、金融引き締めや銀行の融資姿勢の厳格化で企業の資金調達環境は悪化したが、③バイデン政権による大型経済対策の効果が顕在化し、IT 分野を中心とした工場建設とその関連需要が全体を押し上げた。2023 年の実質 GDP 成長率は、巡航速度である 2%程度を超えて着地する見込みである。

2024 年前半も、教育・医療やレジャーなどのサービス業を中心に根強い労働需要があることから、家計所得が落ち込み、個人消費が腰折れして景気後退に陥る状況は避けられよう。ただ、雇用者数の増加ペースは緩やかとなり、賃金の伸びも鈍化している。また、株価は、利下げ期待が下支えするものの、徐々に景気減速による業績悪化懸念が勝る形で下落圧力がかかるだろう。個人消費は、①可処分所得の伸び鈍化、②家計資産の価値下落による消費意欲の低下に加え、③コロナ禍で蓄えられた家計貯蓄の減少と④消費者向けローンの支払い増

¹ 詳細は 2023 年 12 月 22 日付 Economic Monitor 「米国経済：インフレ懸念和らぎ、FRB の景気重視強まる（改定見通し）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2497/>

により、減速する見込みである。さらに、企業の設備投資は、大型経済対策の影響が一服するもとの、資金調達環境悪化の影響が顕在化し、減少に向かうと予想する。一方で、インフレ率は、供給制約の解消や賃金コストの伸び鈍化により、着実に低下している。5月ごろにはFRBがインフレ指標として重視するPCEデフレーターが前年比で+2%台まで低下し、FRBによる利下げが開始されると見込む。2024年後半には、設備投資は利下げを受けた資金調達環境の改善と企業マインドの回復を背景に持ち直し、個人消費も、雇用情勢の好転や株価の底入れによる消費意欲の高まりから増勢が強まると予想する。2024年末にかけて、成長率は2%程度に向けて伸びが高まる見通しである。

中国経済²：2023年の成長率目標は「+5%前後」と設定され、かろうじて達成した模様である（前年比+5.2%を予想）。前年12月のゼロコロナ政策経済解除を受けて、感染急拡大で年明けを迎えたが、一気に集団免疫を獲得、春にかけて景気は急回復した。しかしながら、以降は①バブル崩壊により不動産市場の低迷が続き、②雇用情勢の改善の遅れやゼロコロナ政策の後遺症などから消費者マインドが悪化、個人消費が伸び悩んだことに加え、③過剰債務に配慮して政府が支出を抑制、インフラ投資の拡大が控えられたことから、景気は停滞した。

2024年の成長率目標も、メディア報道によると「+5%前後」とされたようであるが、財政赤字の縮小を目指すともされ、この通りとなれば政府の支出はさほど増えず、インフラ投資拡大による景気押し上げは期待薄である。実際に、翌年の経済政策方針を決める「中央経済工作会議」で示された2024年の「経済活動の重点方針」では、雇用対策や社会保障の拡充を進め個人消費の回復を促すとともに、対外開放を進めることで輸出を押し上げ、それに伴う国内投資の拡大も狙う、という成長イメージが描かれた。民間経済の活力を使い消費主導で景気回復という姿は理想的ではあるが、一度沈んだ民間のマインドを上に向かうには時間がかかろう。年後半に見込まれる欧米景気回復は輸出の追い風になると期待されるが、欧米はデリスキング（中国依存度引き下げ）を進めており、欧米景気回復ほどには中国の輸出は増えない可能性がある点に留意が必要ある。そのため、2024年の実質GDP成長率は前年比+4.4%への鈍化を予想する。2022～23年の平均4%からやや加速するという意味で景気は回復に向かうものの、コロナ前の6%成長には遠く及ばない。ただ、経済の成熟化が進む中、過剰債務など構造問題の解決を迫られる中国経済にとって、4%程度の成長は適度の確なペースであることも間違いない。

欧州経済³：ユーロ圏、英国の2023年実質GDP成長率は+0.5%程度とゼロ成長となった模様である。物価高や金融引き締めにより国内需要は個人消費や住宅投資を中心に低迷、輸出も海外需要の減速を受け減少した。足元では物価上昇はピークアウトしたが、賃金上昇圧力の弱まりやサービス価格の持続的な低下が確認されるまでは時間を要するとみられる。資源価格の動向を含め物価見通しの不確実性も高い中、ECB（欧州中銀）やBOE（英国中銀）はこれまでの利上げ効果を一旦見極める姿勢をとり、当面は現状の金融引き締め水準が維持される見込みである。ECBが利下げに転じる時期は、変動の大きい食品・エネルギーを除いたインフレ率（消費者物価指数<HICP>の前年比）が+2%台前半に低下し、主要労働組合の賃上げ交渉の結果も出揃い始める2024年6月頃、BOEについては、明確な労働需給の緩和や賃上げ鈍化の確認が期待される2024年8月頃と予想する。

² 詳細は、2023年12月18日付 Economic Monitor 「中国経済：2023年の回顧と2024年の展望（改定見通し）」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2494/>

³ 詳細は、2023年12月25日付 Economic Monitor 「欧州経済：24年は後半に緩やかな回復が期待も、通年で低成長に留まる（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2500/>

2024年のユーロ圏、英国経済は、①物価上昇率の低下や賃上げを受けた家計所得の持ち直しが個人消費の低迷に歯止めをかける一方、②金融引き締めによる住宅投資や設備投資の低迷が続き、③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、通年の成長率で1%台前半とみられる潜在成長率（成長の巡航速度）を下回るゼロ成長にとどまる見込みである（ユーロ圏+0.5%、英国+0.3%）。2025年は物価上昇の鈍化を背景に、物価上昇分を除いた家計所得の増加や金融引き締めの修正が一段と進むことから、巡航速度並みの成長率に回帰する見通しである（ユーロ圏+1.3%、英国+1.2%）。

ASEAN 経済：ASEAN 主要5カ国⁴の2023年実質GDP成長率は平均で4.4%と、2022年の5.9%という高い伸びからは低下した模様である。中国など海外経済の低調に伴い、各国で財（モノ）の輸出が減少したほか、インバウンド需要も緩慢なペースでの回復にとどまりコロナ禍前の水準を取り戻せなかったことが、景気減速の主因となった。しかし、個人消費や固定資産投資といった内需が引き続き拡大したことから、外需が不振でも4%台半ばの成長率を確保できたと評価できる。個人消費においては、2022年中に見られた物価上昇の逆風が和らいだことがプラスに作用した。また、固定資産投資については、活発なインフラ投資に加え、世界的なサプライチェーン分散化の動きが拡大の追い風になったと考えられる。

2024年を展望すると、外需不振が当面続く一方、さらなるインフレ沈静化や海外企業のASEAN進出が見込まれる中で、内需の拡大基調が維持される見通しである。①タイで5月から始まる個人消費喚起のための大規模なデジタル通貨給付策⁵、②8月の記念式典に向けたインドネシアの首都移転工事⁶の加速は、新年のASEAN景気を押し上げるトピック的な動きとなる。

そして、米欧の景気が上向き 2024年半ば以降は外需も回復し始め、2025年に向けて景気回復ペースが強まっていく展開が期待される。2024年の主要5カ国の成長率は5.0%へ再び上昇すると予想する。

なお、以上のメインシナリオに対するリスクとして、「人手不足の深刻化による供給ボトルネックおよびインフレ再燃」を挙げたい。各国の失業率を見ると、フィリピンで過去最低水準を更新、タイでも1%割れの記録的低水準、ベトナムでは2%台前半で底這いとなるなど、労働需給の逼迫を窺わせる材料が散見される。ASEAN投資ブームなどで需要が盛り上がりつつも、その需要に見合う人手を確保できなければ、物価上昇も相俟って経済成長にブレーキをかけかねないため、労働市場の動向には留意が必要である。

インド経済：インドの2023年度（2023年4月～2024年3月）の実質GDP成長率は7.0%と、2022年度の7.2%から小幅低下にとどまり、高成長が続く可能性が高い。輸出が伸び悩んだほか、夏場の天候不順による食糧価格上昇が物価の騰勢を一時的に強めたものの、①人口増加の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崩れていない。特にインフラ投資については、2024年春に総選挙を迎えるモディ政権が景気配慮型の財政運営を続ける中、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・シャクティ国家マスタープラン」（2021年発表）を強力に推進中である。

⁴ インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

⁵ タイのセター政権は2024/5～2027/12の約3年半をかけて、16歳以上の約5,000万人にデジタル通貨で1万バーツ（平均月収の3分の2）を給付する（受給後半年以内に実店舗での購入時に利用、高所得者などは給付の対象外）。この施策に要する5,000億バーツは年間GDPの3%に上る規模であり、2024年を中心に相応の景気刺激効果が見込まれる。

⁶ インドネシアは、2024～45年の20年超をかけて段階的な首都移転（ジャワ島・ジャカルタ→カリマンタン島・ヌサンタラ）を行う。最初に大統領府・宮殿などの移転が予定され、周辺インフラも含む建設工事が急ピッチで進んでいる。

2024年度は、インフラ投資の増勢が一般化するリスクがあるが、個人消費の拡大が続くほか、輸出の復調も見込まれる。また、インドがサプライチェーン多様化の受け皿の一部にもなっている点なども踏まえると、他地域よりも相対的に高い6.0%の成長率を確保できると予想する。

日本経済⁷：2023年初に掲げた5つの景気回復の理由、すなわち①脱コロナに出遅れたことは、確かに年初の景気回復をもたらしたが、②欧米に比べ低いインフレ率、とはならず物価上昇が個人消費の停滞につながり、③金融緩和は継続され、④企業の姿勢は前向きであり、その結果、雇用は拡大し賃金は上昇したものの、設備投資の再拡大には至らなかった。ただ、⑤インバウンド需要は順調に回復し、景気を押し上げた。つまるところ、2023年は脱コロナを原動力とする景気回復は道半ばに終わった。2023年の実質GDP成長率は前年比+1.9%へ高まるが、前年に停滞した反動を多分に含んでおり、実態はさほど強くない。ただ、明るい面を挙げるとすれば、思いのほかコスト増の価格転嫁が進み、デフレ脱却の素地が整ったことであろう。

2024年を展望するにあたって重要な要素は、①物価上昇は鈍化するのか、②賃金上昇は物価を上回るのか、③企業は設備投資を再開するのか、④金利の上昇の影響はどうか、となる。これらのうち、①物価上昇はすでにピークアウトしており、エネルギー価格や円高もあって、今後も鈍化傾向が続く。②賃金上昇は来年の春闘で今年以上の賃上げ率が予想され、4~6月期にも物価上昇を上回り実質賃金はプラスに転じよう。そのため、個人消費は堅調な拡大が続く。③設備投資もすでに設備不足感のある非製造業で増加の兆しが見られており、これまで設備残高が十分に増えていないことから、再拡大は時間の問題である。今後は拡大傾向を取り戻そう。④金利の上昇は、設備投資や住宅投資にマイナスであるが、設備投資は現状の不足を補うべく2024年中は拡大が続くと予想する。ただ、住宅投資は減少が続こう。輸出は当面、足元の弱含み状態が続くものの、欧米景気の復調が見込まれる年後半には再加速しよう。

以上を踏まえると、2024年前半は内需主導の拡大が続く、年後半は金利上昇やリベンジ消費一巡により内需が減速する一方で輸出が拡大、主役を外需へ移しつつ拡大を持続しよう。実質GDP成長率は前年比+1.3%へ鈍化するが、国内民間需要が成長をリードするため景気の回復感は強まりやすい。そうした中、日銀は4月にマイナス金利を解除、日本はようやくデフレを完全に脱却、物価上昇と金利のある「普通の経済」に戻る。企業は、金利や賃金の上昇に耐えられるよう、適切な価格設定や労働生産性の向上によって仕入れコストや人件費の上昇を吸収し、利益を確保することが求められる。

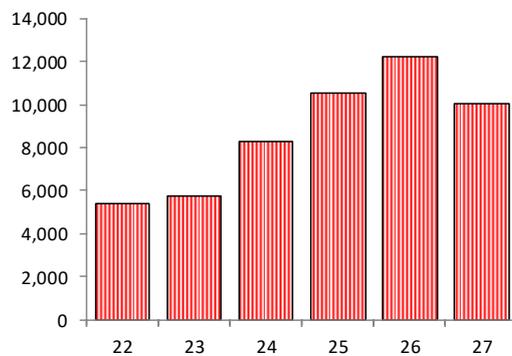
2024年の注目点／リスク要因

1. 米国の金融政策

米国経済の最大の注目点は、引き続きFRBによる金融政策の動向だろう。12月FOMCでは利上げが打ち止めであることが示唆され、景気動向に配慮するスタンスが一層強められた。来年前半にかけて景気減速が見込まれるものの、利下げが開始されることで金融引き締め効果は過度に強まらず、景気後退入りは避けられることが中心的な見通しとなる。

しかしながら、2023年9月のFOMCでは、堅調な経済指標を

社債の償還予定額(億ドル)



(出所) Bloomberg

(注) 2022年と2023年はそれぞれ2021年末と2022年末時点の予定額。2024年以降は現時点の予定額。

⁷ 詳細は、2023年12月25日付「日本経済2023年の回顧と2024年の展望(日本経済情報2023年12月号)」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2501/>

背景に、政策金利について「Higher for Longer（より高く、より長く）」という姿勢が打ち出され、その後の長期金利の急上昇を招くなど、金融政策はやや混乱してきた経緯がある。経済・物価情勢を後追いしながらの政策遂行が続くことで、利下げの判断が遅れることは引き続きリスクである。また、国債の増発が続くもとで、現行ペースのFRBの保有資産圧縮⁸が続けば、長期金利の上昇圧力が再び高まる可能性もある。2024年は、コロナ禍の低金利で固定された社債の高金利での借り換え増が見込まれているほか、春にはFRBによる銀行に対する流動性支援プログラム（BTFP）⁹の終了ないしは高金利での借り換えが訪れ、金融引き締め効果が断続的に強まることが見込まれる。さらに、現在の株価は、来年の大幅利下げを織り込んで上昇している側面があり、期待剥落により下落圧力が強まり、家計の消費意欲が冷え込む可能性がある。FRBが、マクロの経済指標に加え、企業や金融機関の状況把握、金融市場との対話を入念に進め、金融引き締め効果が過度に強まるリスクを排除しながら政策を推進できるか注視される。

2. 米国の大統領選

2024年秋の米国の大統領選挙が景気に及ぼす影響にも注意が必要である。現時点では、民主党のバイデン大統領と共和党のトランプ前大統領の対決が濃厚であるが、両者の支持率は拮抗しており、どちらが勝利するか見通しがたい。また、同日に実施される議会選挙も僅差で決まる可能性が高いとみられており、トランプ勝利とともに、上下院とも共和党が多数派となる「トリプルレッド」はリスクシナリオの位置づけである。しかしながら、もしそうなれば、大統領権限で可能な保護主義強化やパリ協定離脱だけでなく、議会を通じた政策転換が可能となり、バイデン政権による脱炭素関連の大型法制であるIRA（インフレ抑制法）¹⁰などが弱体化される懸念が生じる。バイデン政権の経済政策の恩恵は共和党支持層が多い地域も享受しており、政策の巻き戻しはすぐには進まないとみられるが、先行き不透明感の強まりから金融市場は混乱する可能性が高い。

また、大統領選は、2024年度予算協議にも影響を及ぼす可能性がある。米国の政府債務は、金利上昇に伴う利払い増などを背景に増加が続く見込みであり、野党・共和党はバイデン政権・民主党に対し歳出抑制の要求を続けている。こうしたことも背景に、2024年度予算の一部は歳出額の上限が与野党合意¹¹で定められ、ウクライナ支援や国境管理強化など与野党それぞれが重視する内容を示しながら協議が進められている。与野党ともに、選挙前に景気悪化の責めを負うことを恐れ、歳出削減により景気が下押しされることはないと予想している。ただ、トランプ氏が、自身が影響力を持つ共和党・財政強硬派に働きかけ、民主党に景気悪化の責任を負わせるよう予算協議を進める可能性はゼロではない。協議決裂による政府閉鎖や、景気悪化につながる歳出削減などのリスクを視野に入れておきたい。

3. 中国不動産バブル

中国の不動産市場の調整が長期化している。住宅価格は年初に下落幅が縮小、下げ止まりが期待されたが、春以降は再び下げ足を速めている。価格下落の原因は、投機的需要の減退や、さらなる下落期待による実需の先送りである。さらに、価格下落や販売不振により、不動産企業の業績や資金繰りが悪化、不動産開発投資も大

⁸ QT（量的引き締め）とも呼ばれ、FRBは、最大950億ドル/月の償還分の米国債や住宅ローン担保証券の再投資を停止し、バランスシートの規模縮小を進めている。

⁹ 今春の銀行不安の際に銀行への流動性供給策として構築。国債等の担保価値を額面評価したうえで、1年物の翌日物金利スワップ金利（先行きの政策金利見通しに連動）程度の金利で最長1年融資する枠組み。

¹⁰ 気候変動対策に関して過去最大規模となる推定3910億ドルを盛り込んだもの。再生可能エネルギー導入の後押しや建物等のエネルギー効率の改善、EV技術導入の促進などが含まれ、大半は10年超の税額控除。

¹¹ 2023年6月の債務上限問題の与野党の合意で、2024年度予算における裁量的支出（歳出全額から社会保障などの義務的支出を除くもの）は、防衛費を除き、2023年度の歳出額を上限額とすることが定められた。

幅に落ち込んでいるほか、購入者の不動産業者への不信感を高め需要減退の一因となっている。つまり、中国の不動産市場は、需要の低迷と価格の下落、不動産企業の業績悪化と投資の縮小が相乗的に悪循環を加速させる、深刻な調整局面に入っている。

過去の経験則によれば、金利の上昇などに伴う通常の不動産市場の調整は概ね1~2年で終了する。ただ、今回の調整局面では、大手不動産企業の業績悪化が相次いでいることが示す通り、その調整圧力はかつてないほど大きい。人民銀行の統計によると、2023年9月末の人民元建て貸出残高は239.5兆元、うち不動産向け貸出は全体の22.2%に相当する53.2兆元（GDPの44%）にも上る。このうち何割が不良債権化するのか見通すことは困難であるが、政府は景気に配慮し、発生した不良債権を時間をかけて処理していくことになる。

そのため、今後、数年間は不動産市場の調整が景気を下押しする状況が続くことになる。こうした緩やかな調整は、経済が恐慌に陥らないための現実的な対応であるが、リーマン・ショックのように金融市場が急速な調整を促すことも起こりうる。中国当局が舵取りを誤れば、金融市場が混乱、中国経済が大きく落ち込む可能性があることに留意しておく必要がある。

4. 日本の金利上昇

日本では、2024年は金利上昇が本格化する年になる。日銀は12月も現行の短期政策金利（日銀当座預金金利）を▲0.1%、長期金利（10年国債利回り）をゼロ%前後かつ上限1.0%を目途とする、現行の金融緩和を維持、植田総裁は次回1月の会合でも政策変更の可能性が低いことを示唆した。ただ、来春闘で高い賃上げが実現し、賃金の上昇が価格に転嫁されることが確認できれば、日銀はマイナス金利の解除に踏み切るとみられ、その時期を2024年4月と予想する。

その後も日銀は、政策金利を2%の物価上昇に相応しい水準、つまり2%以上を目指して引き上げていくことになるが、2016年1月から8年以上も続いたマイナス金利からプラス金利への転換であり、1999年から25年も続いた超低金利（ゼロ金利）時代からの脱却である。そのため、金融市場や景気への影響を考慮し慎重に金利水準を引き上げていくこととなる。そのペースについて当社は、2024年末時点で無担保コール翌日物が0.1%程度、長期金利（10年国債利回り）は1.3%程度と見込まれる。

仮にそうなれば、長期金利は、現状の0.6%台から0.7%Pt近く上昇することになり、設備投資や住宅投資の逆風となる。伊藤忠総研の試算では、長期金利が0.7%Pt上昇すると設備投資は3%程度押し下げられる。一方で、2024年の実質GDP成長率は1%強、企業利益は前年比+10%程度の増益が見込まれるため、それぞれ設備投資を0.9%程度、1.2%程度、合わせて2.1%程度押し上げる。これだけでは金利上昇による落ち込みをカバーできないが、企業は現時点で投資不足状態にあるため、少なくとも2024年中は金利上昇という逆風を受けながらも、企業は遅れを取り戻すべく設備投資の拡大を続けると予想している。

ただ、金利のある世界は25年ぶりである。金利負担に耐えられない企業や住宅ローン利用者が多数出る可能性は否定できない。日銀は、それらも含め慎重に利上げを進めるとみられるが、企業倒産や個人破綻など金利上昇の影響が想定外に多く生じ、景気回復の腰を折るリスクには留意したい。

5. ロシア・ウクライナ戦争

2022年2月24日にロシアがウクライナに侵攻し、間もなく2年になろうとしているが、未だ出口の見えない状況が続いている。戦況は、2023年6月にウクライナ軍が反転攻勢を開始、南部のロシア占領地の分断を図っ

たものの、ロシア軍の堅固な防衛陣地に阻まれ現時点でも目標達成の目途は立っていない。

戦争終結に至る可能性としては、ウクライナ・ゼレンスキー大統領が停戦の条件とする①ロシア軍が全占領地域から撤退、ロシア・プーチン大統領が狙うとされる②現在の占領地域を維持したままでの停戦、支援の継続が困難となった欧米の仲裁による③ロシア侵攻前の状態での停戦、などが考えられる。ただ、ウクライナは、来春にも戦闘機の供与が見込まれることもあり停戦条件を譲歩する可能性は低い。一方のロシアも、ウクライナの反転攻勢を食い止めている現時点での譲歩は考えにくい。欧米の支援についても、米国は追加支援の予算化が難航しているが、欧州連合は12月14日、ウクライナのEU加盟交渉開始に合意しており、欧州の支援継続の意思は固いとみられる。

そのため、ロシア・ウクライナ戦争は、少なくともウクライナが期待する航空兵力投入の効果が見極められる来年春から夏頃までは続くともみておくべきであろう。その間、対露制裁は続くことになるが、当初、懸念されたロシア産原油の供給減による原油相場上昇リスクは、欧州の輸入停止分を中国やインド、トルコが輸入することで世界の需給バランスが保たれ、杞憂に終わっている。今後、対露制裁が強化される可能性もあるが、これら制裁に参加しない国による輸入を止める手段はなく、原油を含めた資源相場への影響は極めて限定的であろう。なお、ロシアは7月にウクライナ産穀物輸出に関する合意（黒海穀物イニシアチブ）を放棄し、ウクライナの穀物輸出に対する妨害活動を強めたが、現在はウクライナ軍がクリミア半島のロシア海軍を封じ黒海の制海権を確保しているため、穀物輸出は回復、相場への影響も解消されつつある。

そのため、ロシア・ウクライナ戦争の長期化が原油や穀物相場を通じて経済に与える影響は限定的であり、専らロシアの核兵器使用を含めた国際情勢の不安定化や、ダイヤモンドなど特定分野での制裁の追加、ロシアとの連携を強める国と欧米との距離感の変化など、間接的・部分的な影響にとどまろう。

6. イスラエル・ハマス戦争

10月7日、パレスチナ自治区のガザ地区を実効支配する過激派組織ハマスがイスラエルを奇襲攻撃し一般市民を人質として拘束した。これに対しイスラエル軍は、人質解放とハマスの無力化を目標に掲げ、地上部隊によるガザ地区への侵攻を開始、現在も戦闘が続いており、12月20日時点でパレスチナ側の死者は2万人を超えたと報じられている。こうした状況に対し、国連は総会で即時の人道的停戦を求める決議案を採択したが、安全保障理事会では米国が拒否権を発動、戦闘の停止を促すには至っていない。

今後、短期的には、イスラエルが目的とするハマスの無力化・殲滅を達成するまで戦闘が続くとみておくべきであろう。イスラエルの国防相は11月下旬、戦闘が少なくとも2か月は続くとの見通しを示している。それでも、イスラエルは産油国ではなく、原油相場への直接的な影響はない。また、イスラエルは天然ガスの輸出国であり、エジプトに通じるパイプラインが一時停止、輸出先の一つである欧州のガス相場が一時上昇したが、イスラエルの供給量は小さく、パイプラインも再開しており、需給悪化による本格的なガス価格上昇に至る可能性は極めて小さい。

むしろリスクは周辺地域にある。ハマスと同様、イランの支援を受けたレバノンのヒズボラやイエメンのフーシといった過激派組織が一部で活動を活発化しており、紅海において船舶を攻撃、物流に影響が出ている。すでに、紅海を迂回することにより物流遅延やコスト増という影響が生じているが、米国が船舶保護に本腰を入れる方針を示しており、過激派の活動がこの程度にとどまるのであれば、影響は限定的だろう。

ただ、今回の戦争の根本的な背景にはアラブとユダヤの対立がある。今回のハマスによる奇襲の直前に決まっていたサウジアラビアとイスラエルとの関係正常化交渉は凍結され、融和ムードは後退している。戦闘終了後にイスラエルとパレスチナとの和平をどのような形で実現するかによっては、アラブとユダヤの対立が激化し、中東において緊張が高まるリスクがある点に留意したい。

7. 欧州の右傾化と議会選

EU加盟国レベルでは、2023年に高インフレやエネルギーコスト高で家計の実質所得や企業収益が圧迫された中、更なる負担を強いるグリーン政策の推進や移民受入れに対して反発の聲が高まり、オランダやドイツなどで右派ポピュリズム政党の台頭を招いた。行き過ぎた反移民政策は移民の増加に歯止めをかけ、足元の労働力不足に拍車をかける可能性がある。また、2024年6月に予定される欧州議会選でも極右勢力の伸長が予見されるが、中道政党系グループが過半数を維持する構図は不変となり、現体制の政策方向性が維持されることがメインシナリオとなる。ただし、極右勢力が想定以上に伸長して過半数に迫れば、EUレベルの政策の停滞するリスクが高まる。特に、グリーン政策推進のための助成金である復興・強靱化ファシリティ（RRF）は2026年までの措置となっており、2027年以降の支援規模の低下や合意形成の遅延による政策効果の剥落（投資減によるGDPの下押し）が懸念される。なお、2023年12月にEU首脳はウクライナのEU加盟交渉開始で合意し支援継続の期待が高まっているが、今後、実際の加盟までにウクライナは数年単位でEU法体系を取り入れるため国内改革を進めた後、改めて加盟国から承認を得る必要がある。そのため、最終的には右傾化した加盟国の反対により加盟が阻まれる可能性も否定できず、ウクライナ支援に影響を及ぼしかねないことには注意が必要である。

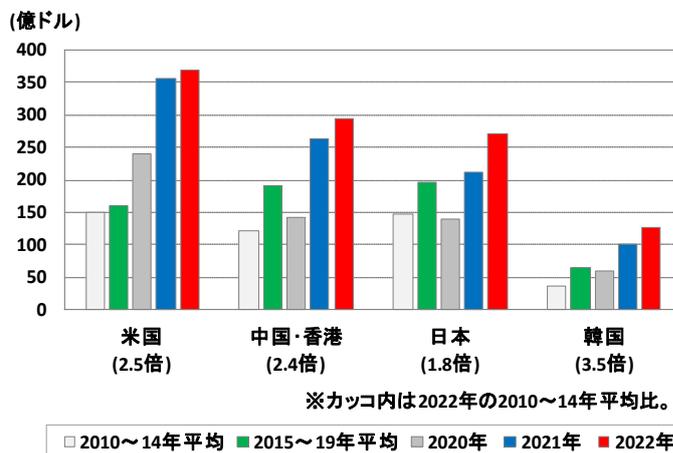
8. 「グローバルサウス」取り込み競争の拡大

最近のASEAN経済の好調には、対内直接投資の拡大が寄与しており、主に「個人消費など内需の潜在的な成長性」「サプライチェーン（原材料調達、製品加工）の分散先の役割」に期待する動きと考えられる。投資先別には、資源国のインドネシアや、雇用コストが相対的に低いベトナムへの投資拡大が目立つ。また、投資元別に2022年の直接投資額を見ると、米国や中国（香港含む）が2010～14年平均比で約2.5倍も増やして同1.8倍増の日本を金額で逆転、韓国も同3.5倍増で追いかけており、ASEAN進出競争が激化している状況が確認できる。米中対立の長期化など国際秩序の流動化が止まらず、地政学的にもインド太平洋地域の中央に位置する

ASEANの重要性が高まる中で、各国政府と企業が協調してASEANとの関係強化を図る動きはさらに続き、ASEANの経済成長を引き続き後押ししよう。

そして、2024年は、「グローバルサウス」の盟主を名乗るインドにも直接投資ブームが波及するのかどうか注目される。インドの対内直接投資は2020年の644億ドルをピークに、2022年は499億ドル、2023年前半も前年同期比で半減の167億ドルに落ち込んでいる。法規制や税制に関する運用の不透明性や突発的な制度変更リスクが度々指摘されるインドよりも、ASEANへの投資が優先されている可能性が窺える。しか

ASEANへの直接投資額（投資元別、フロー）



(出所) ASEAN Stat

し、2023年央以降、米国のITサービス企業や半導体メーカーなどによるインドでの大型投資計画が発表されている。また、日本の製造業を対象にしたアンケート（国際協力銀行）でインドが「中期的に有望な事業展開先」として2022～23年の2年連続で1位（48.6%、複数回答可）となったように、人口世界一となったインドの成長性を取り込みたいとの企業の意欲は根強い。そのため、インドの対内直接投資が早期回復に転じる可能性は十分にあると考えられる。

なお、インドは国境問題で対立が続く中国との経済関係について、貿易面では原材料などの輸入を増やす一方で、対内直接投資についてはインド当局の事前承認取得を義務付け、却下も頻発するなど、安全保障上の理由により大幅な抑制を続けている。従って、海外勢によるインドへの進出競争は中国抜きで構図になると考えられ、そうした中で、インドが最大の輸入相手国となっている中国との貿易関係を維持できるのかは中長期の注目点と言える。