

Market Flash

2024年の世界経済
～停滞気味の世界経済～

2024.02



日本アルプス電子 株式会社
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



～2024年の世界経済～

OECDは11月29日、最新の世界経済見通しを発表し、**2023年の世界経済の成長率（実質GDP伸び率）を2.9%、2024年は2.7%と予測した**。前回の9月予測と比較して、2023年は0.1ポイントの下方修正、2024年は据え置いた。

OECDは、経済は予想に反して底堅さを示したと評しつつも、「**金融引き締め、貿易の低迷、景況感・消費者信頼感の低下の影響が顕在化し、世界の経済成長率は小幅にとどまる**」とした。世界の経済成長率は2024年前半まで低迷した後に緩やかに回復するとし、2025年は3.0%と予測した。

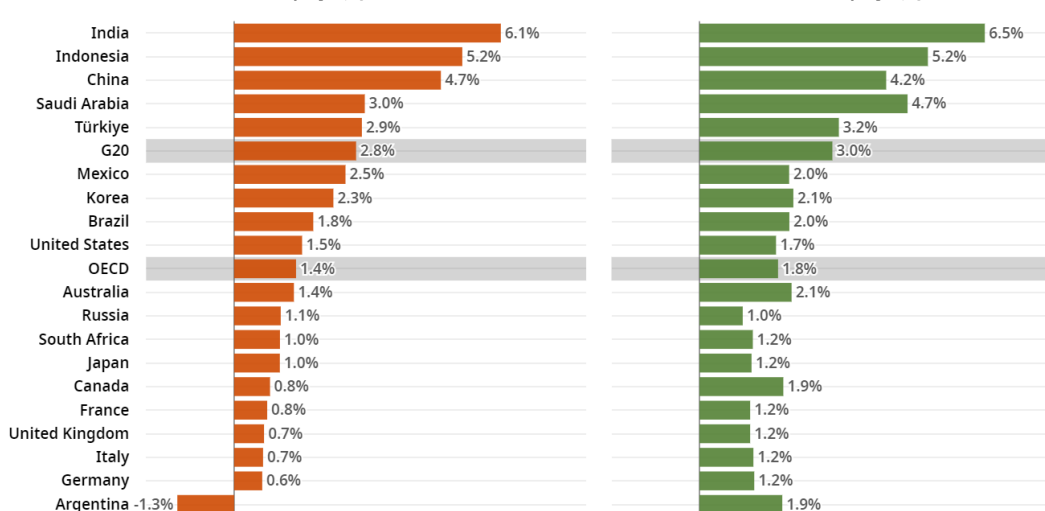
OECDのマティアス・コーマン事務局長は「**世界経済は引き続き低成長とインフレ上昇という課題に直面する**」と述べ、過去2年間にわたる金融引き締めの結果として、2024年は緩やかな減速が見込まれるとした。他方、OECD加盟国のインフレ率は、2023年の7.0%から、2024年は5.2%、2025年は3.8%と低下を続ける見通しで、「2025年までにはほとんどの国・地域で中央銀行のインフレ目標値に戻る」と予測する。

2024年と2025年の世界経済の成長は前年に続き、半分以上を中国、インド、インドネシアなどのアジアの新興国経済の伸びに依拠する見込みだ。2024年の主要国・地域の成長率をみると、米国は金融引き締めによって内需と雇用の伸びは鈍化するとして、1.5%の予測。2025年は1.7%へわずかに回復する見込み。ユーロ圏は、ロシアによるウクライナ侵攻やエネルギー価格高騰の影響により、しばらく低成長が続く見通しだが、インフレ率の低下に伴う金融緩和への期待から、前年の0.6%から0.9%にわずかに改善する。中国は、2023年は5.2%、2024年は4.7%、2025年は4.2%と、不動産分野の不調と家計貯蓄率の高止まりによって成長率は低下が続く予測となった。

OECDは、短期的な世界経済の見通しは依然として下振れリスクが高い傾向にあると指摘する。特に不確実性を高めている要因に、ハマスによるイスラエルへのテロ攻撃後の紛争に起因する地政学的リスクの高まりを挙げ、今後のエネルギー市場や主要な貿易ルートへの混乱などの影響を危惧する。このほか、貿易管理規制の強化や、主要国・地域の内向きな政策、グローバルバリューチェーンの再編などが不透明な見通しを助長するとした。一方、成長シナリオとしては、新型コロナウイルス禍以降に蓄積された余剰貯蓄を家計が積極的に活用することで個人消費が拡大し、成長率を押し上げる可能性を挙げた。

2024年予測

2025年予測



Source: OECD Economic Outlook, November 2023.



～2024年の世界経済～

世界銀行は報告書「世界経済見通し（GEP）」の最新版で、開発が大きく進展するはずの10年間の折返し地点が近づく中、**世界経済の成長率は2024年末までに、5年間のGDP成長率が過去30年で最低の水準になることで残念な記録を塗り替えるとの見方を示した。**

世界経済は、ひとつの指標に限れば、1年前よりも好転している。主に好調な米国経済により、世界同時不況のリスクが後退した点である。しかし、地政学的緊張の高まりにより、世界経済に新たな危険を短期的にもたらす可能性がある。一方、多くの途上国の中期見通しは陰りを増している。背景には、大半の主要国における成長鈍化、世界貿易の低迷、数十年来で最も厳しい財政状況がある。**2024年の世界貿易の成長率は、コロナ前の10年間の平均と比べ、その半分にとどまるとみられる。**一方、信用格付けの低い国々を中心に、途上国の借入コストは、世界の金利がインフレ調整後ベースで40年来の高水準にとどまっているため、依然として高止まりする可能性が高い。

世界経済の成長率は、2023年の2.6%から2024年は2.4%と3年連続で鈍化し、2010年代の平均をほぼ0.75%ポイント下回る見通しである。途上国の経済成長率は、過去10年間の平均より1%ポイント以上低い3.9%にとどまるとみられる。昨年、期待を下回った低所得国の経済成長率は、以前の予想を下回る5.5%になるであろう。2024年末の時点で、途上国の4力国に1力国、低所得国の約4割の人々は、コロナ以前の2019年よりも貧しいままであるとみられる。一方、**先進国の成長率は2023年の1.5%から2024年は1.2%に減速する見通しである。**

本報告書では、**投資の加速と財政政策の枠組み強化に向けて各国政府がただちに行動を起こした場合にどういった変革が達成できるかを詳説している。**

まず、2030年までに気候変動に対応し、その他の主要な世界開発目標を達成するためには、途上国は年間約2.4兆ドルという巨額の投資拡大を実行する必要がある。このような拡大は、包括的な政策パッケージがなければ実現が難しい。2023年から2024年にかけての途上国の国民一人あたり投資成長率は、平均でわずか3.7%にすぎず、過去20年間の半分強にとどまるとみられる。しかし、途上国が国民一人あたり投資成長率を少なくとも4%に加速させ、それを6年以上持続させた場合、経済的恩恵を得られることが多いと結論付けている。具体的には、先進国の所得水準への収束ペースが速まり、貧困率がより迅速に低下し、生産性の伸びは4倍になる。活況の際にはほかにも、インフレ率の低下、財務状況と対外収支の改善、インターネット・アクセスの急速な拡大などが進む。

次に、**投資ブームは、途上国に変革をもたらし、エネルギー移行の加速や様々な開発目標の達成に役立つ可能性を秘めている。**そうしたブームを巻き起こすために、途上国は財政・金融の枠組みを改善し、国境を越えた貿易と金融の流れを拡大し、投資環境を改善し、制度の質を強化するための包括的な政策パッケージを実施する必要がある。困難な作業ではあるが、これまでに多くの途上国が実施できている。



～2024年の世界経済～

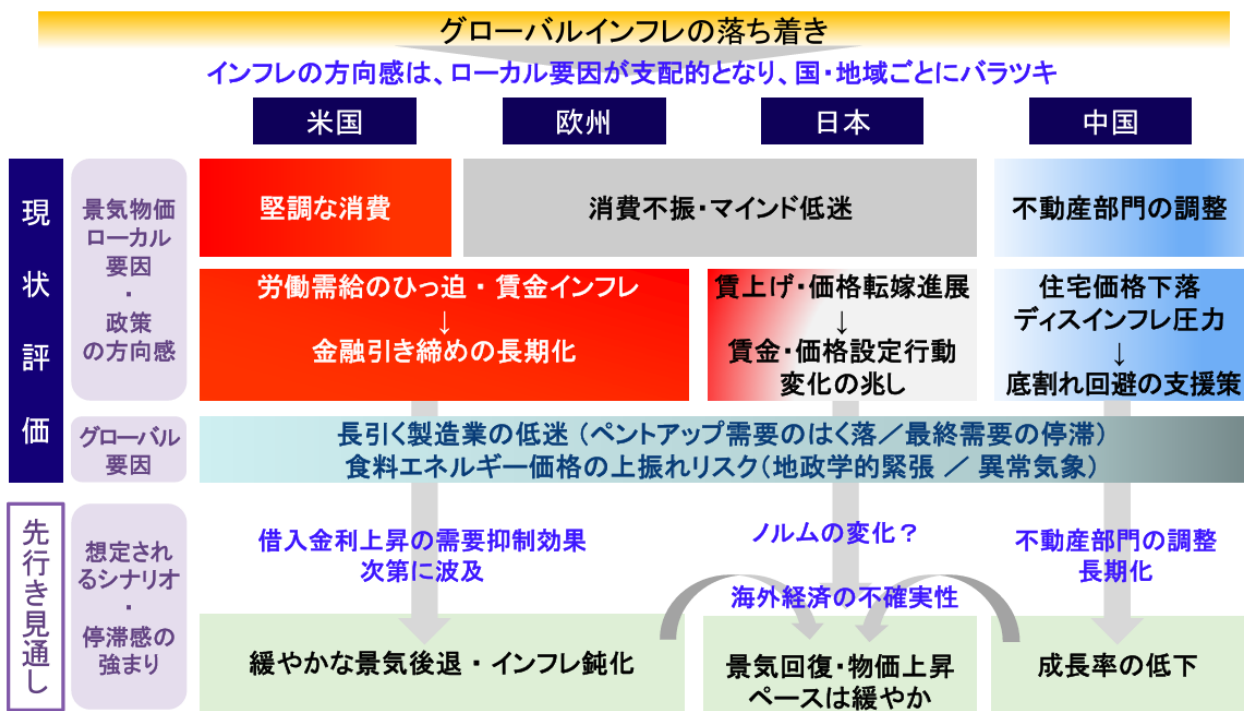
	2021	2022	2023e	2024f	2025f
World	6.2	3.0	2.6	2.4	2.7
Advanced economies	5.5	2.5	1.5	1.2	1.6
United States	5.8	1.9	2.5	1.6	1.7
Euro area	5.9	3.4	0.4	0.7	1.6
Japan	2.6	1.0	1.8	0.9	0.8
Emerging market and developing economies	7.0	3.7	4.0	3.9	4.0
East Asia and Pacific	7.5	3.4	5.1	4.5	4.4
China	8.4	3.0	5.2	4.5	4.3
Indonesia	3.7	5.3	5.0	4.9	4.9
Thailand	1.5	2.6	2.5	3.2	3.1
Europe and Central Asia	7.1	1.2	2.7	2.4	2.7
Russian Federation	5.6	-2.1	2.6	1.3	0.9
Türkiye	11.4	5.5	4.2	3.1	3.9
Poland	6.9	5.1	0.5	2.6	3.4
Latin America and the Caribbean	7.2	3.9	2.2	2.3	2.5
Brazil	5.0	2.9	3.1	1.5	2.2
Mexico	5.8	3.9	3.6	2.6	2.1
Argentina	10.7	5.0	-2.5	2.7	3.2
Middle East and North Africa	3.8	5.8	1.9	3.5	3.5
Saudi Arabia	3.9	8.7	-0.5	4.1	4.2
Iran, Islamic Rep. ²	4.7	3.8	4.2	3.7	3.2
Egypt, Arab Rep. ²	3.3	6.6	3.8	3.5	3.9
South Asia	8.3	5.9	5.7	5.6	5.9
India ²	9.1	7.2	6.3	6.4	6.5
Bangladesh ²	6.9	7.1	6.0	5.6	5.8
Pakistan ²	5.8	6.2	-0.2	1.7	2.4
Sub-Saharan Africa	4.4	3.7	2.9	3.8	4.1
Nigeria	3.6	3.3	2.9	3.3	3.7
South Africa	4.7	1.9	0.7	1.3	1.5
Angola	1.2	3.0	0.5	2.8	3.1
Memorandum items:					
Real GDP¹					
High-income countries	5.5	2.8	1.5	1.3	1.8
Middle-income countries	7.2	3.4	4.3	4.0	4.0
Low-income countries	4.2	4.8	3.5	5.5	5.6
EMDEs excluding China	6.0	4.2	3.2	3.5	3.8
Commodity-exporting EMDEs	5.2	3.2	2.5	2.9	3.1
Commodity-importing EMDEs	7.9	3.9	4.8	4.4	4.4
Commodity-importing EMDEs excluding China	7.2	5.3	4.2	4.2	4.5
EM7	7.8	3.3	4.9	4.1	4.1
World (PPP weights) ³	6.4	3.3	3.0	2.9	3.1
World trade volume⁴	11.1	5.6	0.2	2.3	3.1
Commodity prices⁵					
WBG commodity price index	100.9	142.5	108.4	104.9	102.2
Energy index	95.4	152.6	107.5	103.4	100.0
Oil (US\$ per barrel)	70.4	99.8	83.1	81.0	78.0
Non-energy index	112.1	122.1	110.2	107.7	106.6



～2024年の世界経済～

2024年世界経済概観(みずほリサーチまとめ)

世界観: グローバルインフレの落ち着きと世界経済の現状と先行き



(出典) みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

主要国の論点と評価

米国	景気の底堅さの背景は何か。その持続性をどう見るか	- 家計部門の財務健全化に伴い、米経済の金利耐性が強化されていることや、コロナ禍で政府が行った拡張的な財政政策等の需要ショックが足元の景気の支えに - 一方、今後については企業部門を中心に金融引き締め効果が顕在化するほか、財政政策による景気押し上げ効果も次第にはく落することで、2024年は緩やかな景気後退へ
欧州	物価・賃金および金融政策の行方をどう見るか	- 企業の収益マージンによるインフレ圧力ははく落に向かう一方、今後は賃金コストの転嫁がサービス物価を押し上げ、コアインフレ率の鈍化ペースは緩やかなものに - ECBは利上げを休止も、インフレ圧力が根強い中、2024年前半まで現在の金利水準を維持する見通し。高金利のもと2023年後半～2024年の景気は停滞へ
新興国	中国不動産市場の評価と景気の行方、海外需要の先行きをどうみるか	- 中国は、不動産の調整が景気を押し下げも、インフラ投資やサービス消費が下支えし、2023年の成長目標（5%前後）は達成可能と予想。2024年はリベンジ消費が一巡、一段の減速へ - NIEsとASEANでは、海外需要の回復が鈍いことを背景に、外需依存度に応じて明暗。インドは、投資好調と底堅い消費を背景に、2024年にかけてコロナ前平均並みの堅調な推移
日本	賃金・物価の行方をどう見るか	- 消費の伸びは緩やかにとどまり、需要面からの物価押し上げは期待薄。輸入物価低下に伴い、賃上げ率は徐々に鈍化、2%の物価目標達成のモメンタムまでは見通せず（ベースシナリオ） - ただし、人手不足の深刻化がトリガーとなり、2024年以降の賃上げ率が加速するとともに人件費の価格転嫁が進展した場合、2%の物価目標達成に至る可能性も（サブシナリオ）
金融市場	日銀の政策変更はいつ頃か。政策変更により市場はどう反応するか	- ベースシナリオでは、日銀は2024年7～9月期にマイナス金利解除と同時に「新たな金融緩和の枠組み」を導入へ。ただし、サブシナリオ（2024年1～3月期の早期解除）の蓋然性は上昇 - 日本の長期金利は1%弱まで上昇へ。日米金利差縮小から円高・ドル安が進み、米景気後退と円高で株式相場は弱含み見通し（ベースシナリオ）



～2024年の日本経済～

<2023年の振り返り>

2023年の日本経済は、株価の大幅な上昇、賃金の増加、経済の正常化によって特徴づけられた年であった。日経平均株価は年初の約2万5,700円から11月から12月にかけて3万3,800円台に跳ね上がり、約33年ぶりの高値を記録した。国内では、賃金の上昇と価格転嫁が加速したが、物価の高騰に追いつかず、実質賃金は前年比で減少した。

新型コロナウイルス感染症の扱いが緩和され、インバウンド需要が大幅に回復した。半導体不足による自動車生産の制約が解消され、生産が増加した。一方で、米国では利上げ効果によりインフレ率が低下し、経済は拡大した。中国では「ウィズコロナ」政策に転換したが、若年層の雇用悪化や不動産不況の影響で景気の回復は鈍いままであった。

ロシアのウクライナ侵略や中東の緊張は続き、原油価格は一時的に上昇したが、その後は減少した。日本の交易損失も減少し、経済活動を支えました。

2023年の日本経済の実質GDP成長率は2.1%と見込まれており、インバウンド需要、自動車生産、サービス消費が景気回復をけん引した。しかし、実質サービス消費の回復ペースは減速し、実質賃金の減少が影響した。企業の価格転嫁は進み、経常利益は過去最高を更新した。

日銀は長短金利操作の柔軟化を図り、長期金利の上限を「1.0%を目途」とした。これにより長期金利は一時的に約0.9%まで上昇した。全体として、2023年は経済正常化が進み、良い材料が多い一年であったが、高成長の主因は前年の経済正常化の遅れにあり、日本経済の成長力の高まりを示すものではありませんであった。

2024年日本経済概観(大和総研まとめ)

(1) 経済正常化 ○自動車の挽回生産(受注残の消化)：24年前半に終了へ ○インバウンド：中国人訪日客を中心に回復余地 ○個人消費：サービスを中心に回復余地	✓ 24年の景気は緩やかにながらも回復基調が続く (「成長のゲタ」を除く実質GDP成長率は+0.9%) ✓ インフレの持続性が高まり、日銀は24年4月に政策転換、政府は24年度後半にもデフレ脱却宣言か ✓ 海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要 ✓ 国内の金利上昇や円高のリスクも高まる
(2) 経済の下支え・押し上げ ○24年春闘：賃上げ率は前年並みかそれを上回る見込み ○財政・金融政策：経済対策の効果と緩和的な金融環境 ○家計貯蓄：コロナ禍以降に発生した「過剰貯蓄」(約35兆円) ○シリコンサイクル：24年に回復局面入りの可能性	
(3) 経済の主な下振れリスク ○米国の深刻な景気後退入り(米銀の貸出態度の厳格化による景気悪化) ○中東情勢・ウクライナ情勢の緊迫化 ○中国の過剰債務問題の顕在化 ○米中対立の激化(経済安保リスクの発現など) ○国内の長期金利高・円高の急伸	



～2024年の日本経済～

2024年の日本経済展望について、以下の3つの主要項目に分けてまとめた。（大和総研他予測）

1. 経済正常化要因:

(1) 自動車産業の挽回生産とインバウンド回復

2023年末時点での家計向け自動車の繰越需要は約35万台（約0.9兆円）に上り、**2024年前半にかけてこの需要に対応する挽回生産が期待される**。この生産活動の継続は、自動車産業だけでなく、関連するサプライチェーンにも大きな経済効果をもたらすと考えられる。

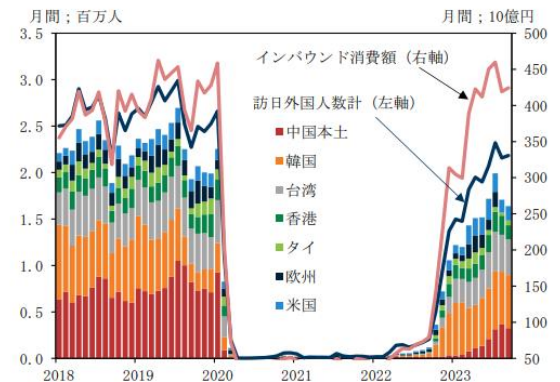
インバウンドについては、**中国人観光客はコロナ禍以前の水準の35%**と出遅れが目立つが、**香港は102%**とコロナ禍前水準に戻ったほか、**米国は123%**と既に大きく凌駕している。加えて、円安を背景に、**訪日客の一人当たり平均消費額は2019年対比で3割程度増加している**。

2024年は中国人観光客の訪日が回復し、訪日外客数が3600万人に増加し、実質消費額は5.0兆円に達すると予想される。

このインバウンドの回復は、特に観光産業や小売業にとって重要な収入源となる。

しかし、今後中国本土からの旅行客も回復した場合、稼働率の高い大都市圏の宿泊施設不足は2024年を通じて深刻な問題となると考えられる。人で不足も含めて、日本の観光業の大きな課題を解決しないとインバウンド消費は伸び悩む結果となる可能性もある。

訪日外国人客数とインバウンド消費額



(2) サービス消費の回復

サービス消費の回復にはまだ余地があるとみられ、所得環境や消費者マインドの改善がカギを握っている。2023年第3四半期の実績値は個人消費の長期トレンドから3兆円程度下回っており、サービス消費が回復の主要因となっている。

第3次産業活動指数によると、医療・福祉や金融関連サービスなどの回復業種は2019年の平均水準を上回っているが、**飲食や旅行関連などの未回復業種はまだ2019年水準を下回っている**。未回復業種の伸び悩みの背景には、**実質所得の減少や消費者マインドの低迷**があり、これらの業種は実質所得の動向に特に敏感。

(3) 実質賃金の上昇による消費の促進

名目賃金の上昇とインフレ率の低下により、**実質賃金は2023年度のマイナス成長から回復し、2024年度には0%に上昇する見込み**。これが消費者マインドの改善に寄与すると見込まれている。実質賃金1%の増加が消費を0.3%程度押し上げるとの試算があり、2024年の実質賃金の改善により消費が約0.1パーセンテージポイント押し上げられることが予想される。特にこれまで回復ペースが鈍かったサービス消費において消費支出の増加を促すと予測されている。

また、**所得税還元策により、名目可処分所得上昇率が1.6パーセンテージポイント押し上げられ、実質可処分所得上昇率が4年ぶりにプラスに転じることが予想されている**。

この所得税還元により、消費への影響は還元額の約30%以上、約1.8兆円になると予想され、特に2024年第2四半期と第3四半期に大きな消費増加が見込まれる。

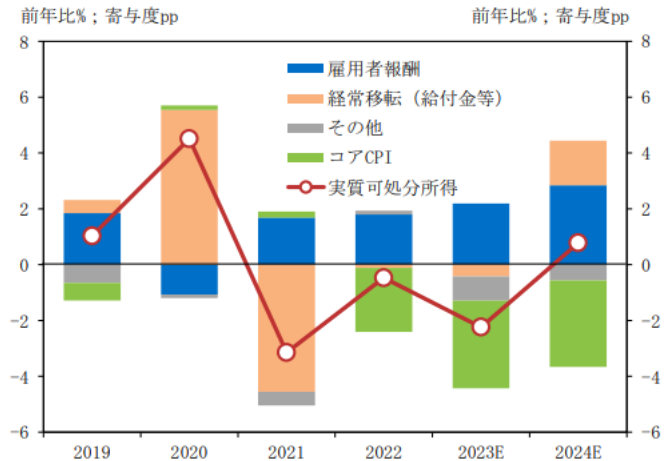


～2024年の日本経済～

消費の抑制要因としては、コロナ禍後の消費パターンの変化や金利上昇に伴う将来の住宅ローン支払い負担増加などが、一定の消費抑制効果をもたらす可能性がある。

それにもかかわらず、実質所得環境の改善効果がこれらの抑制要因を上回ると見込まれており、2024年の個人消費伸び率は1.1%に改善すると予想されている。これは、2023年の0.9%からの増加を意味する。以上の要因から、2024年の個人消費は、実質賃金の改善と所得税還元策によって支えられ、総体的には前年に比べて向上すると予測されている。ただし、コロナ禍による消費パターンの変化や金利上昇などのリスク要因も考慮する必要がある。

図表 4: 実質可処分所得伸び率は4年振りにプラスへ
実質可処分所得伸び率及び寄与度分解



2. 経済の下支え・押し上げ要因:

(1) 総合経済対策と過剰貯蓄

岸田文雄政権が閣議決定した総合経済対策は、**今後3年間で約9兆円弱の効果**が見込まれている。これによって経済活動が刺激され、持続的な成長をサポートすることが期待される。

コロナ禍に蓄積された約35兆円の「過剰貯蓄」の取り崩しも、消費拡大に寄与すると予想されている。この貯蓄の一部が市場に流れることで、内需が活性化することが期待される。

(2) 半導体産業の回復

台湾や韓国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスが改善しており、**シリコンサイクルが2024年に回復する見込み**。この回復は、電子機器や自動車など多くの産業に影響を与え、経済の押し上げ要因となる。

(3) 賃金の上昇

2023年春闘では賃上げ率が30年ぶりの高水準に達し、2024年もこれを上回る賃上げ率が期待されている。この賃金上昇は、労働者の所得を増やし、消費を促進することによって経済成長を後押しする。

実質賃金も2024年7-9月期には前年比プラスに転じる見込みであり、所得減税の効果も加わることで、消費者の購買力がさらに高まると予想される。

3. 経済の主な下振れリスク要因:

(1) 原油価格の急騰

原油価格が150ドル/バレルに上昇すると、日本の実質GDPは約0.6%減少する可能性がある。これは、日本経済にとって重要なリスク要因であり、エネルギー価格の高騰が経済全体に与える影響が大きいことを示している。



～2024年の日本経済～

(2) 円高の進行

2024年には日米の金融政策の転換により、金利差が縮小し、ドル円レートが円高基調に転じる可能性がある。購買力平価（PPP）に基づくと、円高がさらに進む可能性があるとされている。

もし、1ドルが90円から120円の間になると、日本の実質GDPは0.7%から1.5%減少すると予測されている。円高は輸出企業にとって不利な条件を生み出し、日本経済に悪影響を及ぼす可能性がある。

(3) 米中関係の悪化

米中関係の激化による経済安全保障リスクが発生すると、日本企業の生産活動にも影響が出る可能性がある。これは、特に中国依存度が高いレアメタルなどの重要物資の調達に支障をきたすことが懸念される。

これらのリスク要因は、日本経済が直面する潜在的な下振れリスクとして重要であり、特に国際情勢の変化に敏感な状況にあることが示されている。原油価格の急騰や円高の進行、米中関係の悪化、両国の金融環境の急変は、日本経済の成長見通しに大きな影響を与える可能性があり、これらのリスク要因への注意と対策が必要とされる。

<日銀の金融政策の行方>

日本銀行の金融政策見通しに関して、2024年にマイナス金利解除に向けた重要な段階が予想されている。このプロセスは主に以下のように分類される。

(1) マイナス金利解除への道筋:

2023年春闘での賃上げ率が約30年ぶりの高水準に達し、それが日銀による政策正常化への期待を高めている。市場は、特にYCC政策の再修正後、早期の政策正常化に注目している。

日銀がマイナス金利を解除するためには、安定的な2%インフレの達成が必要。植田総裁は、円安や原油高による一時的なインフレ圧力と、賃金と物価の好循環による持続的なインフレ圧力の区別を明確にした。

(2) 政策変更のタイミングと漸進的なアプローチ:

2024年4月に金融政策を引き締め方向に変更すると予想されているが、日銀は急がず、漸進的に行うと考えられている。YCC修正は、早期利上げの可能性の高まりを意味せず、日銀はまだ賃上げの結果としてのインフレを確認していないとみなしている。

(3) 利上げへのロードマップ:

第1段階として、2024年3月の春闘後にフォワードガイダンスの変更とリファレンス金利の引き上げが予想される。

第2段階では、賃上げの結果としてのサービス価格の上昇が確認されると、マイナス金利の解除が行われると予想されている。

第3段階では、マイナス金利解除後の政策金利の上昇は緩やかなものとなると予想されており、2025年末の政策金利は0.25%になるとされている。

以上の見通しにより、日銀は賃金と物価の好循環の確立を重視し、漸進的なアプローチを通じて金融政策の正常化を図ると考えられる。また、金融政策の方向性そのものを変更するマイナス金利解除には、より多くのデータと分析が必要であることが示唆されている。このプロセスは、日本経済におけるインフレ率の動向と経済全体の安定性に大きく影響を与えると予想される。



～2024年の日本経済～

＜日本の株式市場＞

2024年に入ってから日本株の急上昇には、主に三つの要因が背景にあるとされている。

（１）米国株上昇からの遅れの解消：

2023年末まで、米国株は連邦準備制度理事会（FRB）による利下げへの期待から大きく上昇した。これに対して、日本株は米金利の低下による円高・ドル安の影響で上値が重かったが、年明け以降米国株が高水準で推移していることから、日本株にも買いが入りました。

（２）ドル円相場の変動：

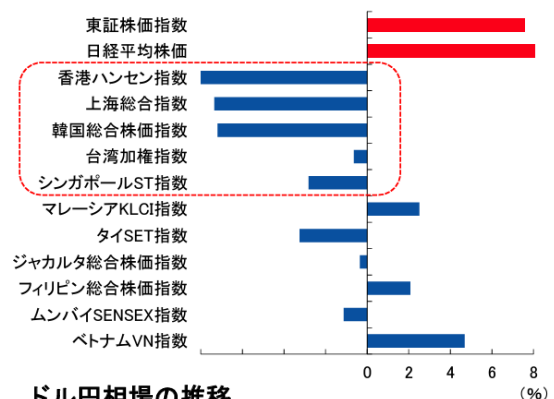
米国での早期利下げ観測の後退と、元旦の能登半島地震を受けての日銀の金融政策修正見方の後退が、ドル円相場を再び円安・ドル高に転じさせました。さらに、新NISAの開始により海外株への投資が増加し、円売り圧力が強まるとの見方が浮上した。

（３）アジア株市場からの関心の移行：

アジアの主要株価指数と比較すると、日本株の上昇が目立っている。日本と地理的に近い地域の株価は大きく下落している一方で、日本では半導体市場の回復期待、インバウンドの回復、東証の経営改革要請などが企業の成長を支える要因となっており、投資家が日本株へ資金を移動している可能性がある。

先行きの日本株については、2024年半ばにかけて一時的に弱含む可能性があるものの、全体としては堅調に推移すると予想されている。この弱含みのきっかけは、日米の金融政策の修正と、それを受けた円高・ドル安。特に、米国では利下げに転換し、日本ではイールドカーブ・コントロール（YCC）撤廃やマイナス金利解除に動くことが予想されている。このような状況下でも、堅調な米国株と投資家による日本株への期待が、日本株を下支えすると考えられている。また、特に海外投資家による日本株買いが日本株を押し上げる一因となっているとの見方もある。

図表3 アジア主要株価指数の年初来騰落率



過去最高の株価は、38,957円

まずはこれに向かって上昇することが予想されている。

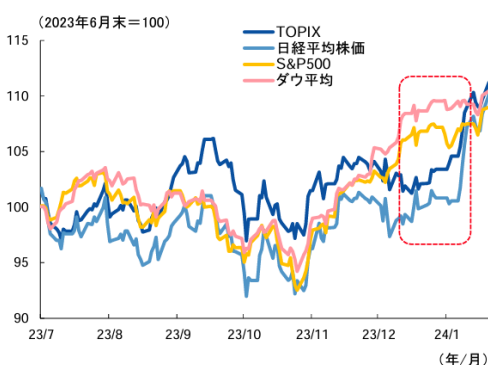
しかし、その後については4万円をトライするという見方、

年後半にかけては調整して下落するという見方に分かれて

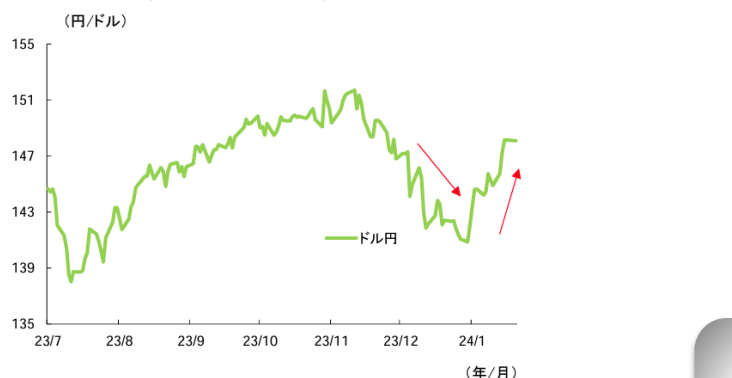
いる。特に年後半には、米国大統領選挙があることなど

不確定要素が多いため注意が必要だ。

図表1 日米主要株価指数



図表2 ドル円相場の推移





～2024年の米国経済～

<2024年概観>

米国経済は2023年を通じて予想外の強さを示し、一部の市場参加者や連邦公開市場委員会（FOMC）の参加者が予測していたような景気後退には至らなかった。2022年の後半から2023年の第三四半期にかけて、米国は5四半期連続のプラス成長を記録し、その年の通年成長率は潜在成長率を上回ると見込まれている。しかし、2024年には実質GDPの成長ペースが減速し、特に上半期に顕著な低下が予想されている。

この成長率の減速は、金融引き締め政策の継続的な影響によるもので、住宅投資の低迷が続くと見られている。住宅市場は金利動向に特に敏感であり、中古住宅販売の低迷が投資を抑制する要因となる。サプライチェーンの強化が一巡することも、企業の資金調達に与える金融引き締めの影響を強めると予想される。

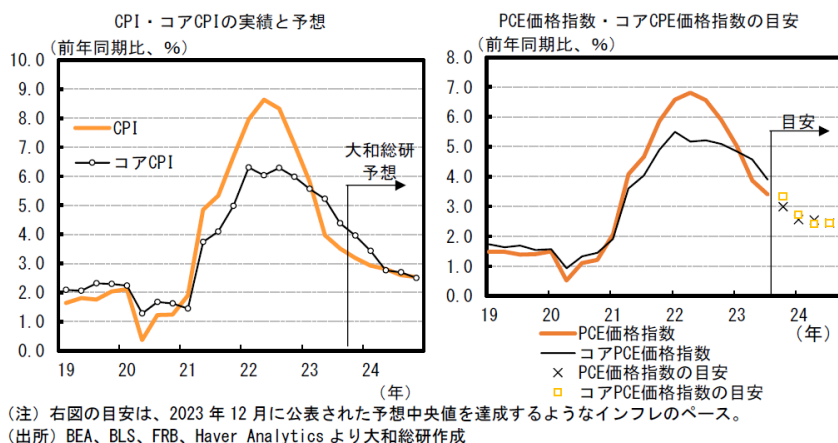
それでも、堅調な個人消費が経済を下支えすると見込まれている。個人消費の強さは、低い失業率、雇用の安定、そして家計資産の増加によって押し上げられている。金融資産は、株価の上昇に伴い、2023年9月時点で前年同期比で6.1%増加した。雇用環境と資産増加によって、富裕層や中高年層の消費が特に経済成長を牽引している。

物価に関しては、2023年にインフレ率が減速した。11月の消費者物価指数（CPI）とコアCPIは、2022年12月と比較して減速を続けている。インフレの減速は、エネルギー価格の下落とサプライチェーンの改善が主な要因であり、食品価格やコア財価格の上昇ペースが緩やかになった。

金融政策の見通しでは、FRBは2024年中盤に利下げに向かうと予想されている。2023年のFOMCの見通しでは、2024年に合計で0.75%ポイントの利下げが見込まれており、FRB議長も予備的な議論が始まっていることを示唆した。過去の経験から、利下げの可能性が早い時期にあると推測されており、具体的なタイミングはインフレの実際の減速ペースによって決まるとされている。インフレ率が2%の目標に達する前に利下げに転じることが必要とされ、2024年1-3月期にはインフレが緩やかに減速し、4-6月期にはさらに減速すると見込まれている。

結論として、2024年の実質GDP成長率は、上半期にペースダウンするものの、年間を通じてプラス成長を維持し、インフレはFRBの目標に向かって緩やかに減速し、金融政策は利下げに転換する方向にあると予想される。これらの動きは、経済の過熱を防ぎつつ、成長を支えるバランスを目指している。

図表2 CPI・コアCPIの実績と予想、PCE価格指数・コアCPE価格指数の目安





～2024年の米国経済～

<リスク要因>

第一のリスク要因（①）は、個人消費の減退。学生ローンの返済再開やクレジットカードの支払い負担増加が若年層の消費を抑制することが懸念されている。年末商戦という消費を喚起するイベントが終了する2024年初頭には、消費の勢いが一段と落ち込む恐れがある。家計資産の豊かさが個人消費のバッファーとなってきたが、株価上昇が資産効果を提供し続けるかは不確実。特に、株価が金利動向に左右されやすい状況では、金融政策の動向が株価にとって重要な要素となる。

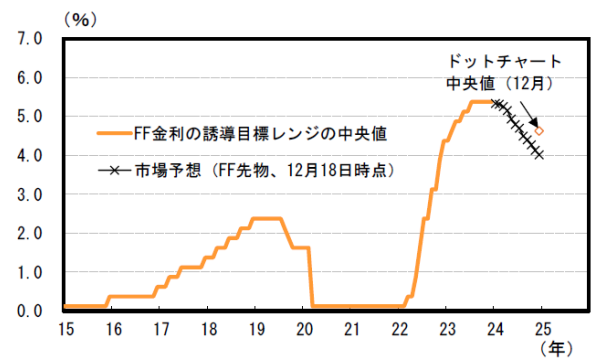
第二のリスク要因（②）は、インフレ率の高止まり。予想されるインフレの減速が実現せず、高いインフレが持続すると、金融政策による景気の下支えが難しくなる。金融引き締めが続く中で、インフレ圧力が予想以上に強いと、FRBが利下げに踏み出すタイミングが遅れることが考えられる。

第三のリスク要因（③）は、政治の停滞。政策決定の遅れや意思決定の難航が経済活動に悪影響を及ぼすことが懸念される。政治的な不確実性は市場のボラティリティを高め、経済の成長にブレーキをかける可能性がある。

市場では、FRBが2024年に合計で1.40%ポイントの利下げを行うとの見方が織り込まれているが、これはFRBの中央値よりもはるかに穏やかな予想。FRBが予想外にタカ派的な立場を取り、利下げ時期を延ばすと、市場にとってはネガティブなサプライズとなり、金利や株価にとっては不安材料になりうるという懸念が示されている。

利下げが遠のく一因として、②インフレ率の高止まりリスクが挙げられる。インフレの減速を妨げる要因としては、住宅価格の再上昇や労働需給のタイトさを背景としたコアサービス価格の高止まりがあるだろう。利下げを先んじて織り込む形で市場金利が急速に低下し、住宅市場が再び活性化すれば、足元で底入れの傾向を強めている住宅価格は更にペースアップしかねない。また、雇用環境も緩やかに悪化しているとはいえ、求人情数といった労働需要が失業者数といった労働供給を大きく上回る状況は続いている。転職市場は既に冷えつつあるが、労働需給がタイトな中で賃金水準の引き上げなど既存従業員の待遇改善が続いており、賃金上昇率は減速しにくいとみられる。企業がこうした賃金引き上げなどのコスト増を価格に転嫁すれば、インフレ率の高止まりリスクはより現実的なものとなる。

図表3 FF金利の誘導レンジ（中央値）の実績と予想



(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

インフレ率の高止まりによって金融引き締めが長引く場合、市場の利下げ期待が剥落、株価等の資産価格が下落し、その結果として逆資産効果が発生、個人消費が腰折れするという、リスク要因の①と②が連動するような事態が2024年の米国経済を巡る最大のリスクシナリオとなろう。こうしたリスクシナリオを回避するために、FRBが金融環境を引き締めすぎず、かといって緩和しすぎないよう市場を誘導できるかが肝要となる。最後に、2024年は11月に大統領選挙・議会選挙を控え、政治の季節を迎えることになる。現在の議会構成は民主党が上院を主導し、共和党が下院を主導するねじれ議会となっている。2023年も債務上限問題や予算を巡って民主・共和両党間の対立が続いたが、政治の季節の到来によってこうした対立傾向は一層強まる可能性があるだろう。結果、上記のリスクシナリオが現実化したとしても、必要な政策対応が遅れる可能性があるという③政治の停滞にも留意が必要だろう。



～2024年の中国経済～

<2023年の中国経済～力強さに欠けた景気回復～>

2023年の中国の実質GDP成長率は前年比5.4%（以下、変化率は前年比、前年同期比）程度にとどまろう。3月の第14期全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）第1回会議では、2023年の政府成長率目標を5%前後としたが、それを上回る可能性が高いが、2022年が第2次コロナショックの影響で低成長（3.0%）を余儀なくされた反動の域を出ない。

景気は回復したが力強さに欠けたのは、不動産不況やリベンジ消費の不発によるところが大きい。

1. 不動産不況

2023年の中国の不動産不況は、固定資産投資の減速、特に不動産開発投資の大幅な減少という形で経済に影響を及ぼしている。製造業とインフラ投資は増加しているものの、不動産開発は著しく減少しており、2022年に続き2023年も景気に大きな重荷となっている。

この不況の背景には、**2020年に導入されたデベロッパーに対する中国版総量規制「3つのレッドライン」がある**。この政策により、高リスクデベロッパーは新たな有利子負債を増やすことができず、低リスクデベロッパーのみが負債を増やすことが許されました。しかし、実際には、財務が健全だった多くのデベロッパーがデフォルトに追い込まれ、特に民営デベロッパーはその影響を強く受けている。民営デベロッパーの不動産は、デフォルトのリスクが高いとのイメージが定着し、販売不振に陥っている。

銀行にとっては、住宅ローンが焦げ付かないことが重要で、1軒目の住宅購入者に対しては住宅ローンの条件を有利に設定し、2軒目以降の購入者に対しては条件を厳しくしている。これにより、バブル崩壊のリスクを抑制しようとしている。しかし、**建設中の物件を購入する予約販売システムのもとで、工事が中断すると、住宅ローンを返済中の購入者が物件を受け取れず、銀行にとって不良債権が増加するリスクがある**。

中国では建設中に物件を購入し、居住前から住宅ローンの返済が始まる。こうした予約販売が大半を占め、**工事が中断した場合は、住宅が購入者に引き渡されない可能性が高まる**。一義的にはデベロッパーに代金を購入者に返還する義務があるが、それが履行されない場合、住宅ローンを抱える人達は返済をストップし、銀行の不良債権が増える構図となる

「**保交楼**」政策（**中国の不動産市場において、開発中のプロジェクトや建設中の物件を購入者に引き渡すことを保証する政策**のことを指す。この言葉は直訳すると「建物の引き渡しを保証する」という意味になる。）によって、完成した物件の引き渡しは一定の進展を見せているが、新規の住宅需要を刺激するわけではないため、不動産市場の全体的な回復には結びついていません。住宅販売面積は減少し、在庫は増加し続けており、新規の住宅着工も減少している。このように、不動産不況からの回復にはまだ兆しが見えず、将来的な改善も不透明な状態が続いている。





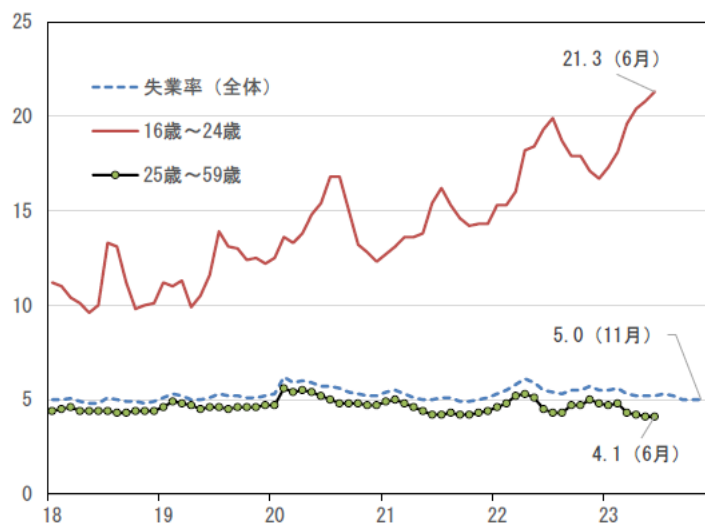
～2024年の中国経済～

2. リベンジ消費の不発

2023年の中国におけるリベンジ消費の不発は、経済回復が期待ほどには強くなく、特に若年層の高失業率が大きな要因となっている。小売売上は前年の減少から回復しているものの、平均成長率は過去2年間の平均に比べて低く、コロナ禍の所得と雇用への不安から消費の抑制が見られる。総貯蓄率は2020年以降、上昇しており、これがリベンジ消費の資金となることが期待されていたが、実際には消費の大幅な復活には至っていない。

若年層の雇用情勢は特に厳しく、消費性向が高かったこれらの層が節約に励む状況にある。若年層の失業率は過去最高を更新しており、主要な就業先である製造業、卸小売業、ホテル・飲食業、教育、建設業が政策の影響やコロナ禍、世界的需要減退の影響を受けて不況に陥っている。特に教育業界は政府の規制強化により大量解雇が発生し、建設業は不動産不況の影響を受けている。これらの産業は民営企業が多く、政策の恩恵が国有企業に集中している「国進民退」の傾向が見られる。

以上の状況から、リベンジ消費が期待外れに終わったのは、経済政策が民間企業にとってマイナスをもたらし、若年層の雇用と消費に影響を与えた。不動産不況はこれに追い打ちをかけ、経済全体の回復に暗い影を落としている。政策が国有企業を優遇する一方で、民営企業が苦境に立たされていることが、経済回復の足かせになっていることが分かる。





～2024年の中国経済～

2024年の中国経済見通し～期待外れの党方針～

2023年12月11日～12日に開催された中央経済工作会议は、2024年の中国経済の行方を占う上で注目された。しかし、こちらも期待外れであった。**経済政策運営上の重点項目は9項目掲げられた**が、中身は2023年3月の全人代で示された8項目の重点が踏襲され、新味にも具体性にも欠けるものであった。3月に首相に就任した李強氏の特徴的なキーワードも確認できなかった。

2023年12月の中央経済工作会议で示された2024年の9項目の重点活動任務

- ① 科学技術・イノベーションを牽引役とした現代的産業システムを構築する
- ② 内需拡大に力を入れる
- ③ 重点分野の改革を深化させる
- ④ 高水準の対外開放を拡大する
- ⑤ 重点分野のリスクを効果的に防止・解消する
- ⑥ 三農（農業、農村、農民）政策を揺るがずに堅持する
- ⑦ 都市・農村の融合、地域の協調した発展を推進する
- ⑧ エコ文明建設とグリーン化・低炭素化発展を深化させる
- ⑨ 民生を保障し、改善させる

（出所）2023年12月12日の新華社報道により大和総研作成

（参考）2023年3月の全人代で示された8項目の重点活動任務

- ① 内需拡大に力を入れる
- ② 現代的な産業システムの構築を加速する
- ③ 「2つのいささかも揺るがない」を着実に実施する
- ④ さらなる外資誘致・外資利用に力を入れる
- ⑤ 重大な経済・金融リスクを効果的に防止・解消する
- ⑥ 食糧生産を安定させ、農村振興を推進する
- ⑦ 発展パターンのグリーン化を推進する
- ⑧ 基本的民生を保障し、社会事業を発展させる



～2024年の中国経済～

2024年の政府の成長率目標は2023年と同じく「5%前後」と予想されている。

過去数年で、政府の目標は毎年0.5%ずつ下方修正されている。

2035年までの長期ビジョンでは年平均4.7%の成長が必要とされており、これは高いハードルである。

中国は2022年10月の第20回党大会で2035年までの長期ビジョンを設定した。習近平総書記は、2035年までに国内総生産（GDP）や一人当たりの収入を2020年の倍にすることが可能だと述べているが、年平均で約4.7%以上の成長が必要であることを意味している。これは、中国が直面する人口の高齢化、国内市場の成熟、および国際的な地政学的課題などを考慮すると、相当高いハードル。

これらの点から、中国政府の経済政策は、短期的な目標達成と長期的な持続可能な発展のバランスを取る必要があり、これには慎重かつ戦略的なアプローチが求められる。また、政府の目標達成は、国内外の経済環境に大きく左右されることが予想される。

1. 民営企業への支援策:

民営企業へのテコ入れが、2024年の成長目標達成の鍵を握っている。

2023年7月以降、民営企業向けの複数の支援策が発表されたが、その成果はまだ不明瞭。

（1）参入障壁の除去:

政府は民営企業が市場に参入しやすくするために、業界や市場における規制や障壁を減らす取り組みをしている。これにより、民営企業は競争力を高め、より多くの市場機会を活用することができるようになる。

（2）資金調達の支援:

民営企業の資金調達能力の強化に焦点を当て、特に銀行融資や資本市場からの資金獲得に対するアクセスを改善している。これには、貸し渋りや貸し剥がしの防止、民営企業に対する融資条件の緩和、債券発行などを通じた資金調達のサポートなどが含まれる。

。

（3）特定の支援策:

①重要なプロジェクトリストの作成と、民間資本の参加を奨励

企業家や民営企業に対する誹謗中傷や誤った議論を法的に取り締まることで、ビジネス環境の改善を図る。

②民間投資の促進政策の強化

金融機関に対し、民営企業へのサービスを強化するよう奨励する。これらの措置は、民営企業の成長を促進し、経済全体の発展に貢献することを目的としている。

<不確実性要因>

成長率目標が下方修正された場合、経済活動の弱さや潜在的なリスクへの対応として解釈される可能性があり、投資意欲の減退や市場の不安定化を引き起こす可能性がある

また、「国進民退」が続く場合、民営セクターへのサポートが不足し、民営企業の成長とイノベーションが抑制される恐れがある。

民営セクターは中国経済の重要な推進力であり、このセクターが衰退すると、全体的な経済成長にマイナスの影響を与える可能性が高まる。