

2023年の世界経済見通し

Marubeni

2022年12月23日

丸紅経済研究所

総論

- 2023年の世界経済の実質GDP成長率は前年比+2.4%を予想。パンデミック後の供給制約は一巡、ウクライナ危機後の国際商品市況高騰の影響も剥落し物価上昇率はピークアウトするものの、欧米では中銀目標の2%への収束に時間がかかり、金融緩和への転換は2024年以降となる見通し。金融環境は景気抑制的な状況が継続、金融引き締めof 累積的效果から一部では景気後退のリスクも。ウクライナ危機の年内収束は見込み薄。
- 米国では労働市場の逼迫がなかなか解消せず、賃金上昇圧力から引き締め気味の金融環境が長期化することに加え、パンデミック下で蓄積された「超過貯蓄」が払底し消費の下支え要因も不確かなものに。エネルギー問題を抱える欧州では生産、物価面における影響から景気後退に陥る可能性が高まっている状況。
- 中国では新型コロナの感染拡大や不動産市場の低迷などを背景に景気刺激策の強化が期待されるものの、不透明感の高い状態が続く。日本ではコロナ禍からの回復の遅れを取り戻す形で内需は一定の堅調さを保つが、海外経済の減速が重しに。新興国では特に資源、エネルギー、食料等を輸入に頼る国において財政運営等の困難に直面、社会不安や資本流出への懸念が残る。総じて世界経済のけん引役がいない状況。
- 商品市況は、個別の商品で新たな需給バランスの均衡点を探る動きが続くものの、世界的な景気悪化に伴う需要の伸び悩みや、金融環境の引き締めに伴うリスクオフの動きなどから価格には総じて下押し圧力がかかる展開に。地政学面の不安定性の高まり、生産調整等に伴う供給制約、資本財価格や人件費など生産コストの上昇などが下支え要因に。
- 現状では2023年の景気後退の期間や規模は比較的短期で軽微なものにとどまる見通し。2024年には多くの国でインフレが鎮静化、景気重視型の政策に転換することが可能となり、世界経済の成長率も3%前後の巡航速度に戻すと予想。

1-1. 世界経済の見通し（1）：国際情勢

米中対立、ロシアのウクライナ侵攻等を巡り分断が継続

➤ 米中対立、ロシアのウクライナ侵攻等を受け、国際社会の分断が継続。世界的な景気後退懸念が強まる中、ウクライナ情勢（支援体制、ロシアと新興国の距離など）、希少財（エネルギー・資源、半導体など）の争奪戦などが焦点に。

注目点①2023年の米中関係は？

半導体等の先端技術分野やイデオロギーを巡る対立は継続。米務省は対中政策を調整する「チャイナ・ハウス」を設置し、競争の管理のスタンスを強化。日本も国家安全保障戦略で中国を「最大の戦略的挑戦」と位置づけ。

ロシア制裁
エネルギー問題

ロシア・ウクライナ仲介外交
北欧2カ国のNATO加盟問題
23年大統領・議会選挙

OPECプラス減産
米サウジ関係冷え込み

食料問題
対中債務問題

注目点③ウクライナ支援は続く？
景気後退懸念が強まる中で、各国（特に最大の支援国である米国）におけるウクライナ支援予算への国内のチェックが厳しくなる兆し。

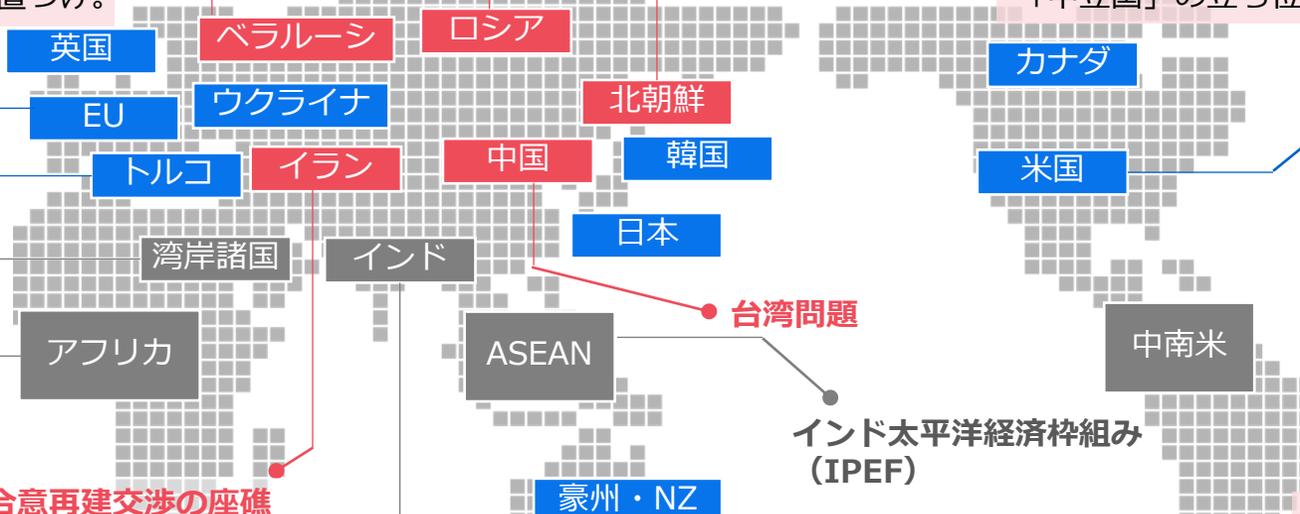
核合意再建交渉の座礁
露へのドローン提供疑惑
国内の抗議デモ
ロシアからの兵器輸入
非同盟中立外交の伝統

（出所）丸紅経済研究所作成

▽国際関係の現状

ロシア支援
対欧関係悪化

ウクライナ侵攻
核・ミサイル実験



注目点②「中立国」の対応は？

東南アジア等の「中立国」はロシアと対立する米欧側から一線を画してきたが、22年11月のG20、APECサミットではロシア非難を盛り込んだ共同声明が発表されるなど、「中立国」のロシア姿勢に変化の兆しも。米中対立でも「中立国」の立ち位置は焦点のひとつ。

長期化するウクライナ支援
対中貿易・投資規制強化
人権制裁

注目点⑤米欧の協調体制にひび？

安全保障への影響が異なる両者でウクライナ危機への対応に温度差。また、米インフレ削減法（IRA）に基づく自国企業優遇の方針にEUが反発、保護主義への傾倒も。

注目点⑥南米の左傾化に変調？

ブラジルでは左派のルラ政権が誕生した一方、ペルーでは汚職疑惑で左派のカスティージョ前大統領が交代。

注目点④中東における「力の空白」を巡る動き

イランとの核合意再建交渉妥結の見通しが遠のく一方、OPECプラスの減産方針を巡り米サウジ関係の冷え込みが顕在化。米国がアジア重視・中東撤退姿勢を強める中、不安定化懸念が強まる中東地域に中国が接近。

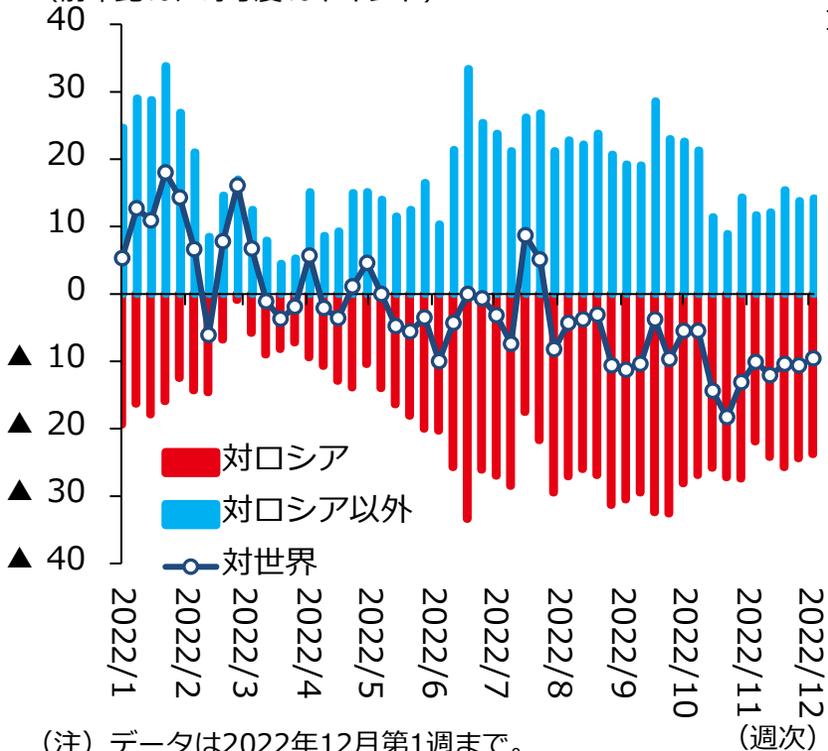
1-1. 世界経済の見通し（2）：食料・エネルギー問題

ウクライナ危機を経て希少資源確保が喫緊の課題に

- エネルギー問題：G7、EUを中心に脱ロシアの動きが本格化、安定調達（エネルギー源の多様化および調達先の多角化）、価格高騰への対応、需要抑制などが共通の課題に。中長期的には、気候変動の目標実現に向けたエネルギー転換が加速。
- 食料問題：世界人口が80億人を突破する一方、新型コロナや戦争の影響で、飢餓人口は8.3億人（全体の約10%）に増加。低所得国では食料不安が国民の不満拡大につながり、政権交代リスクに発展する可能性がある。

▽欧州（EU+英国）の天然ガス輸入量

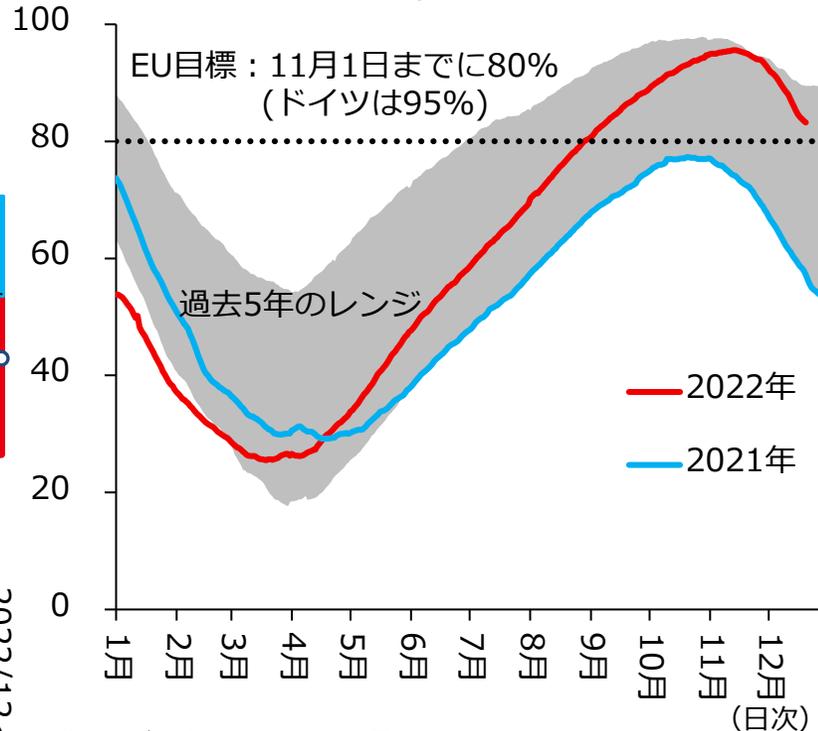
（前年比%、寄与度%ポイント）



（注）データは2022年12月第1週まで。
（出所）Bruegelより丸紅経済研究所作成

▽EU域内の天然ガス貯蔵率

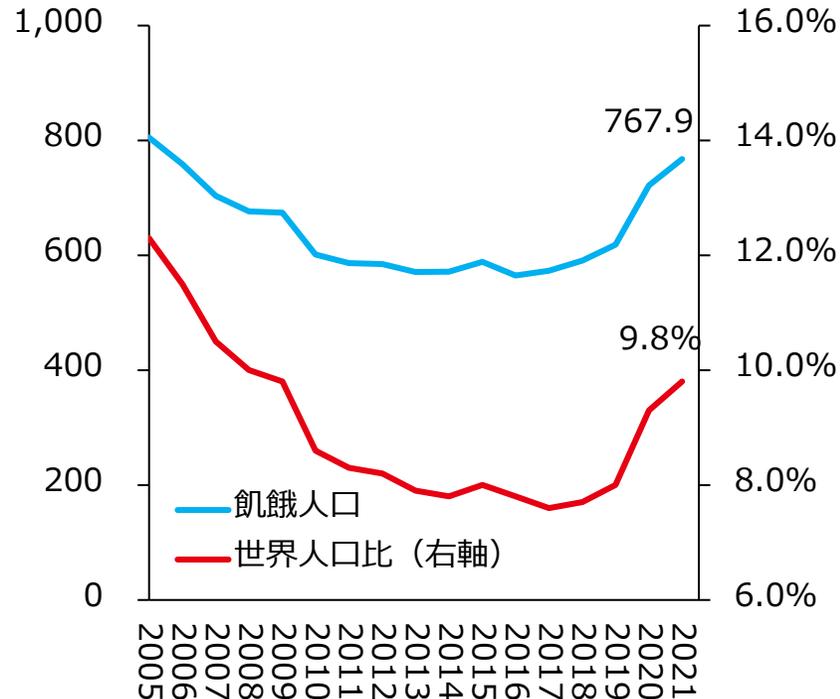
（実際の貯蔵量/最大貯蔵量、%）



（注）データは2022年12月20日まで。
（出所）AGSI+より丸紅経済研究所作成

▽増加する世界の飢餓人口

（百万人）



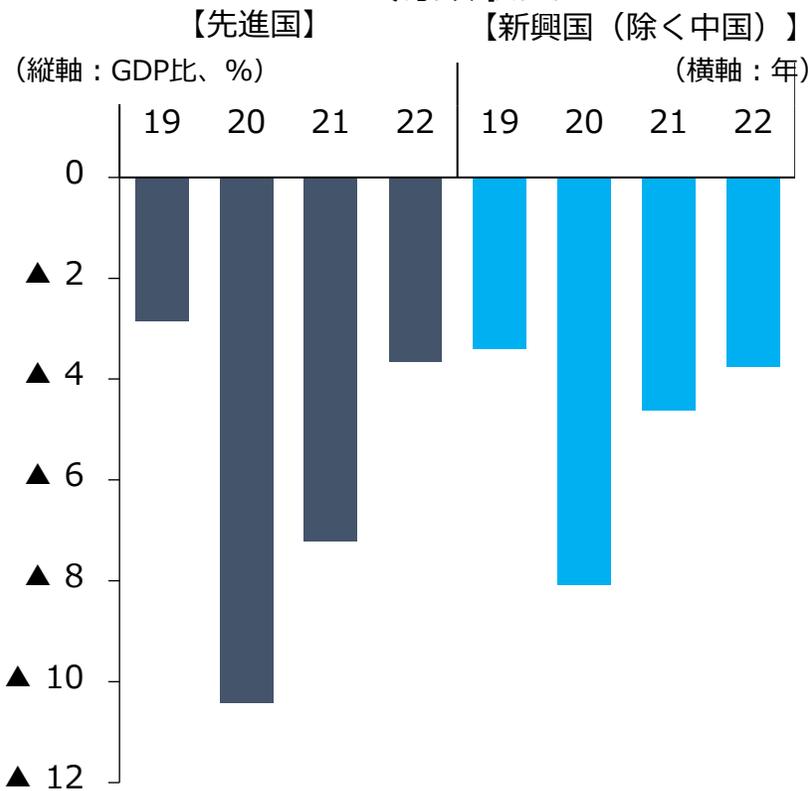
（出所）国連より丸紅経済研究所作成

1-1. 世界経済の見通し（3）：財政問題

パンデミック対応で財政負担は急上昇、財政再建には温度差

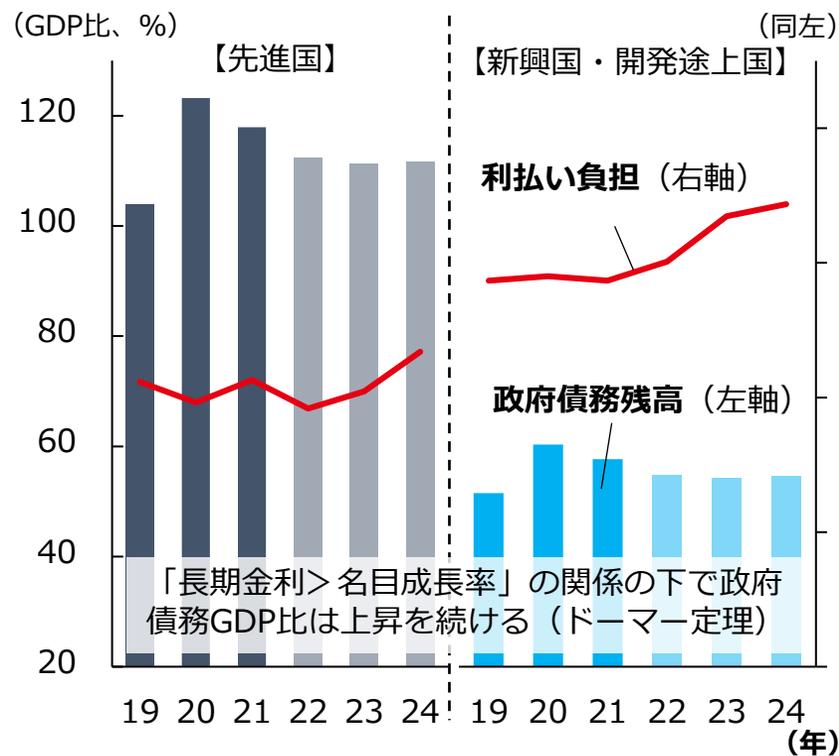
- ▶ パンデミックへの対応として各国とも大規模な経済対策を実施した結果、政府債務残高は過去最高水準に到達。気候変動対策や半導体の競争力強化に向けた産業政策の拡充、対中競争を考慮した防衛力の強化など、歳出拡大圧力は今後も継続。
- ▶ 政府債務の拡大に長期金利の上昇も複合し、今後数年間の利払い負担は増大の見込み。但し、正常化への過程で財政再建の道筋には国・地域間で差がある。一方、高インフレはフロー・ストック両面から債務負担を低下させる効果も。

▽財政収支



（注）2022年10月時点の見通し。IMFの地域分類に基づく。
（出所）IMF「財政モニター」（2022年10月）

▽政府債務残高と利払い負担



（注）2022年10月時点の見通し。22年以降は予測。
IMFの地域分類に基づく。

（出所）IMF「財政モニター」（2022年10月）より丸紅経済研究所加筆 （出所）IMFより丸紅経済研究所作成

▽政府債務の状況（国・地域別）

	政府債務 GDP比 (%)		
	2019	2020	2022
米国	108.7	134.5 ↑	122.1 ↓
カナダ	87.2	117.8 ↑	102.2 ↓
ドイツ	58.9	68.0 ↑	71.1 ↑
フランス	97.4	114.7 ↑	111.8 ↓
イタリア	134.1	155.3 ↑	147.2 ↓
英国	83.9	102.6 ↓	87.0 ↓
日本	236.3	259.4 ↑	263.9 ↑
中国	57.2	68.1 ↑	76.9 ↑
インド	75.1	89.2 ↑	83.4 ↓
アセアン5	38.4	47.2 ↑	50.8 ↑
中南米	67.9	77.4 ↑	69.3 ↓
アフリカ	50.1	57.6 ↑	55.5 ↓

1-1. 世界経済の見通し（4）：歳出拡大の動き

産業政策や国防強化により歳出拡大圧力が根強く残る

- 半導体は各国が共通して戦略分野として認識、国内における生産設備の新設や研究開発の強化のための補助金を拡大。
- 防衛予算は権威主義国との対立が強まる中で拡大が続いており、日本も2027年にはGDP比2%に増額する方針。
- 気候変動大対策では、米国の大型のインフレ抑制法をはじめ、各国が再エネ・省エネ、蓄電池などへの支援が拡大。

▽安全保障・気候変動分野における歳出拡大方針

		米国	欧州	日本
分野	半導体	2022年度からの5年間で米国内の半導体の生産や研究開発に390億ドルの補助金を投じるCHIPS法が2022年8月に成立。米半導体工業会によると2020年以降、16州で2,000億ドルの新規投資が発表され、インテル、TSMC、サムソン電子などが工場新設を計画。	EUは2030年までに世界の半導体市場におけるシェアを現在の約2倍の20%に引き上げる目標を2021年3月に発表（「デジタル・コンパス2030」）。戦略分野の一つとして国家補助規律を緩和。官民合わせて2030年までに430億ユーロを追加投資。	半導体支援法に基づき、高性能な半導体の生産設備の建設を支援（2021年度補正予算に6,170億円。TSMC熊本工場4,760億円、キオクシア四日市工場929億円などを選定）。経済安全保障推進法やサプライチェーン対策予算でも技術の育成や生産拠点の整備を支援。
	防衛・安全保障	今年度の防衛関連予算はウクライナや台湾支援、武器弾薬の補充などで前年度比+8%の8,580億ドルに増額。議会の党派対立が深まる中、国防強化は超党派で支持される数少ない分野に。	ロシアのウクライナ侵攻を受けてEU加盟国は防衛予算を大幅に増額させる方針で合意。ドイツは1,000億ユーロの特別資金を拠出、防衛費は今後数年の平均でNATO目標のGDP比2%超に。	岸田政権は2023年度から5年間の防衛費を現行の1.6倍の43兆円（27年度にはGDP比2%に到達）に増額する方針を発表。自民党の税制調査会は24年度以降の法人税、所得税、たばこ税の増税による財源確保を提案。
	気候変動対策	インフレ抑制法で「エネルギー安全保障と気候変動」に3,690億ドルを投じることを決定。再生可能エネルギーへの税控除（1,610億ドル）をはじめ、クリーン・エネルギーへのインセンティブ制度、EVや省エネ住宅などの購入支援を含む。	2030年までに温室効果ガスを1990年比55%以上削減、2050年カーボンニュートラルの実現を目指す。ウクライナ危機を受けて短期的に化石燃料回帰の動きはあるが、再エネ投資や省エネの取り組みを加速させて、長期目標と整合させる方針。	2030年度までに温室効果ガスを2013年度比46%削減、2050年までのカーボンニュートラルの実現を目指し、10年間で官民で150兆円を投資するGXに関する基本方針を発表。このうち、20兆円は国がGX移行債の発行で調達する計画。

（出所）丸紅経済研究所作成

1-1. 世界経済の見通し（5）：世界の実質GDP成長率

世界経済は減速、最大の焦点は米国のインフレと金融政策動向

▽実質国内総生産（GDP）成長見通し（前年比、%）

	構成比	2020	2021	2022	2023	2024
		実績	実績	見込み	予想	予想
世界	100.0	-3.0	6.0	2.9	2.4	2.8
先進国	41.8	-4.4	5.2	2.5	0.5	1.0
米国	15.5	-3.4	5.7	1.8	0.5	1.0
ユーロ圏	10.9	-6.1	5.2	3.3	0.2	0.9
英国	1.7	-9.3	7.4	4.3	-0.6	0.3
日本	3.8	-4.3	2.1	1.6	1.2	0.8
(暦年)						
(年度)	-	-4.1	2.5	1.9	1.0	1.0
新興国	58.2	-1.9	6.6	3.1	3.8	4.2
中国	18.6	2.2	8.1	3.2	4.7	4.5
インド	7.2	-6.6	8.7	6.8	6.1	6.8
ASEAN-5	5.6	-3.4	3.4	5.3	4.9	5.3
中東欧	7.2	-1.7	6.8	-4.5	0.6	2.5
中南米	7.3	-7.0	6.9	3.0	2.0	2.4
中東・中央アジア	7.6	-2.7	4.5	5.0	3.6	3.5
サブサハラ・アフリカ	3.2	-1.6	4.7	3.8	4.0	4.1

- ▶ 世界の实質GDP成長率は、2022年の前年比+2.9%に対し、2023年+2.4%、2024年+2.8%。新型コロナからの回復途上の地域もあるが、欧米における物価の上振れおよび金融引き締めにより、経済活動は下押しされる。
- ▶ 最大の焦点は、米国のインフレの経路と金融政策の動向。米国ではインフレがピークアウトした感もあるものの、労働市場の逼迫から賃金上昇圧力が強く、物価上昇率は金融当局が目標とする2%よりも高い伸びが続く見通し。政策金利についても年末まで5%付近での据え置きを予想。金融引き締めの効果が累積的に出現し、個人消費や投資の押し下げにより成長率が低下。
- ▶ 欧州では、新型コロナ後の需要回復の一巡やエネルギー価格の急騰をきっかけとした記録的な物価高により景況感が悪化。2023年前半にかけて景気後退局面入り。
- ▶ 中国では、コロナ政策や住宅市場の低迷などに不透明感。政府の政策対応があるものの、経済は力強さを欠く。
- ▶ 日本は、海外経済の減速が重しとなるものの、製造業の生産復元やサービス消費など、内需主導での回復が続く。

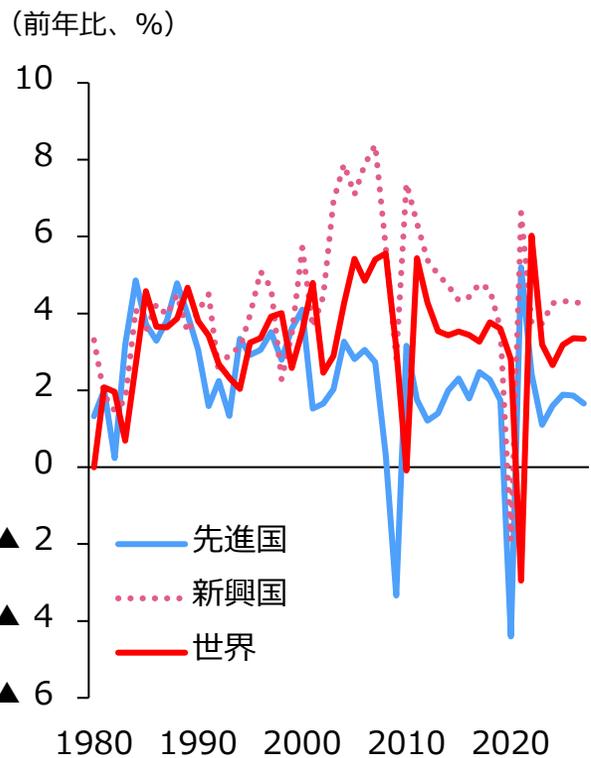
※構成比は購買力平価（PPP）基準。市場為替レート基準と比べて新興国のシェアが大きくなる傾向。
 (出所) IMF、丸紅経済研究所 濃いハイライトほど過去平均(2010-19年)を大きく下回る。

1-1. 世界経済の見通し（6）：低成長が続く可能性

趨勢的な成長率の低下が続いており、低成長が定着するリスクが増大

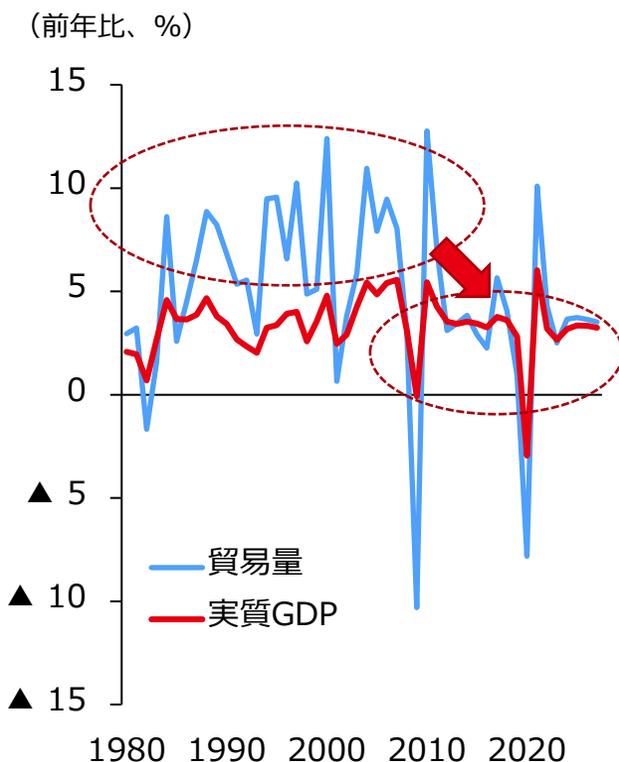
- ▶ 2023～24年の世界の実質GDP成長率は前年比3%以下となり、低成長が続く。金融危機後の2010年代からも一段と低下し、とくに新興国の弱さが目立つ。世界貿易も大幅に鈍化したままの状態。グローバル化にとっての正念場。
- ▶ 新型コロナに伴う不透明感が払拭しないことも成長率低下の一因に。経済規模では先進国、新興国とも概ねコロナ前の水準を回復したが、成長率はコロナ直後の落ち込みが大きかったユーロ圏などを除き、コロナ前のトレンドを下振れて推移。

▽実質GDP成長率の推移

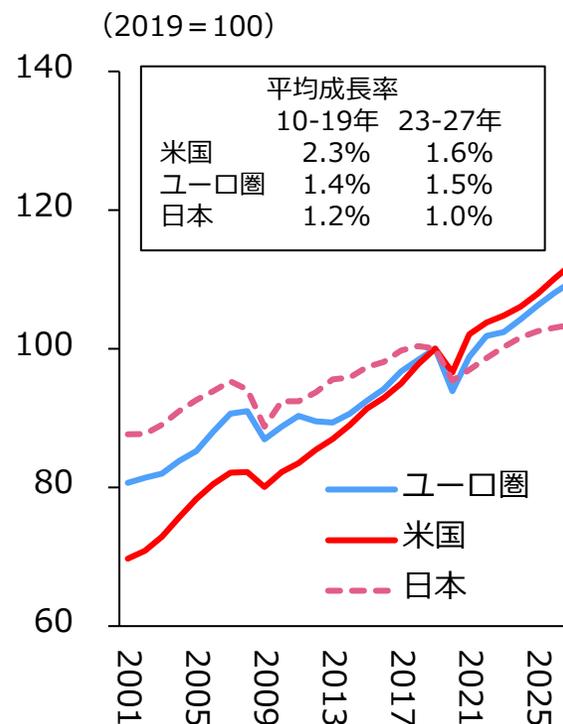


(出所) IMFより丸紅経済研究所作成

▽世界貿易量の推移

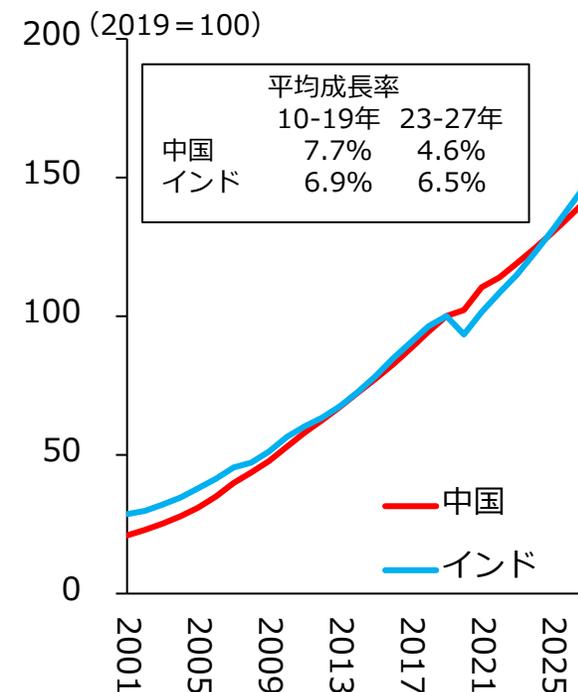


▽GDPの水準：先進国



(出所) IMFより経済研究所作成

▽GDPの水準：新興国

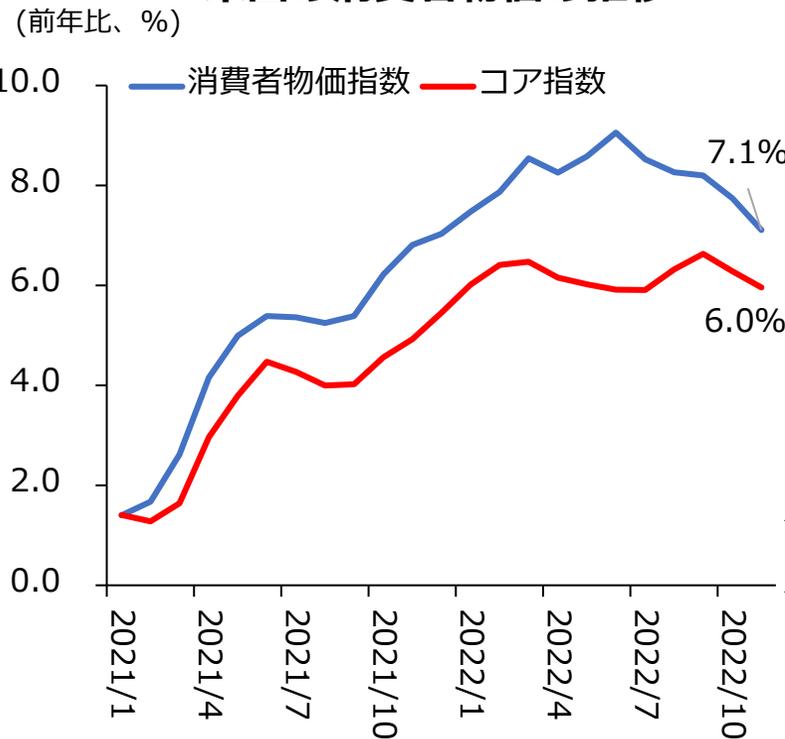


1-2. 米国のインフレと金融政策（1）：消費者物価指数の推移

新型コロナを克服・景気回復を実現した一方、インフレが想定以上に拡大

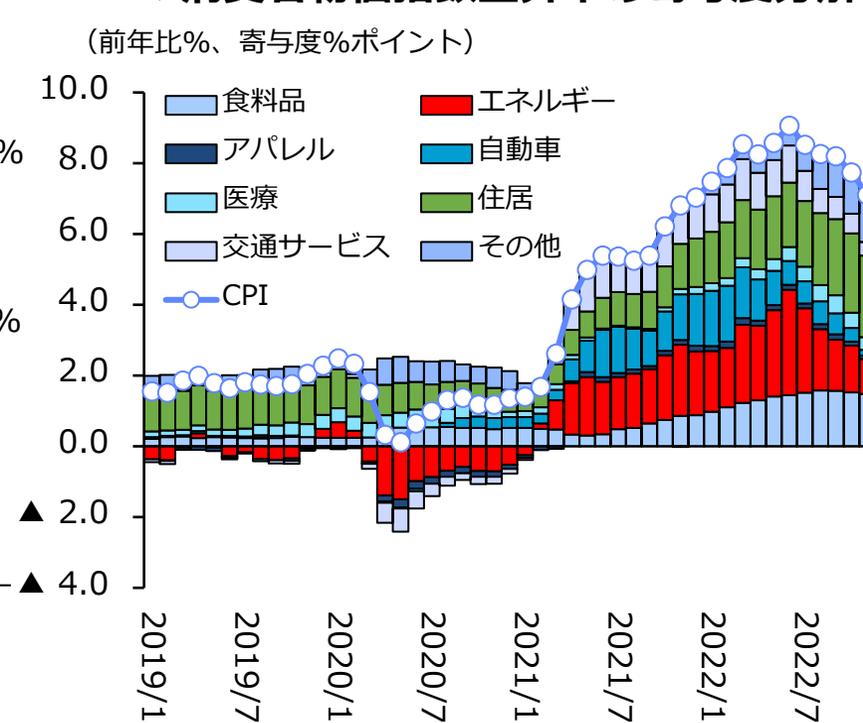
➤ 2023年の世界経済においては米国のインフレ動向と金融政策が最も影響が大きく、かつ最大の不確定要素。米物価はエネルギー価格の低下や財価格の落ち着きでピークアウトしつつあるが、住居関連やサービス分野には強めの上昇圧力が残存。ガソリン価格は2023年前半に一巡、住宅価格も同年中に上昇の勢いが弱まるが、家賃への反映には一定のラグも。一方、グローバル化の後退、サプライチェーンの強靱性確保、労働者の権利重視など、構造的なインフレ圧力は拡大傾向。

▽米国の消費者物価の推移



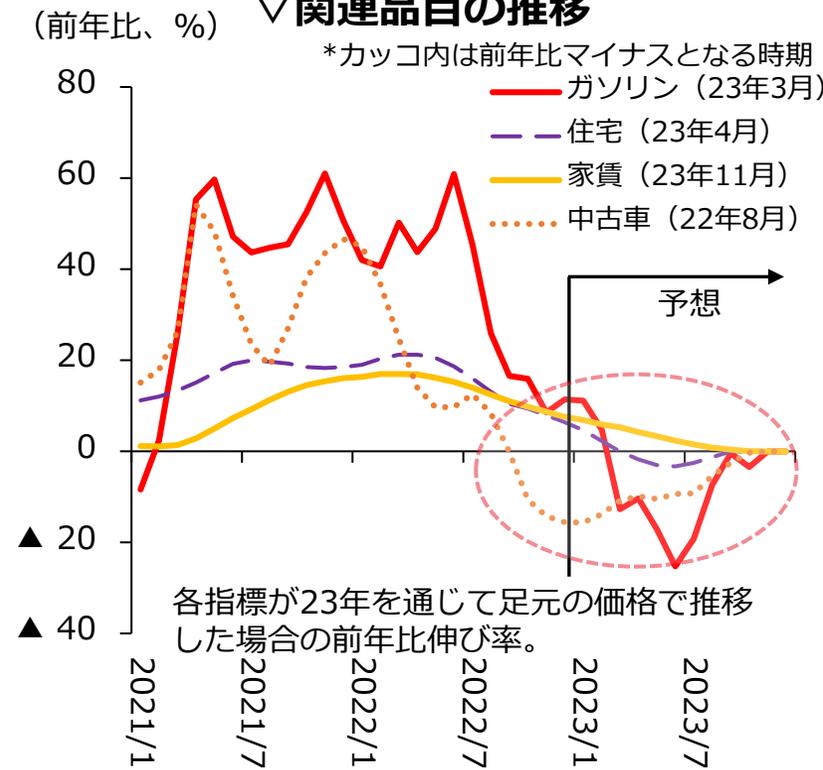
(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

▽消費者物価指数上昇率の寄与度分解



(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

▽関連品目の推移



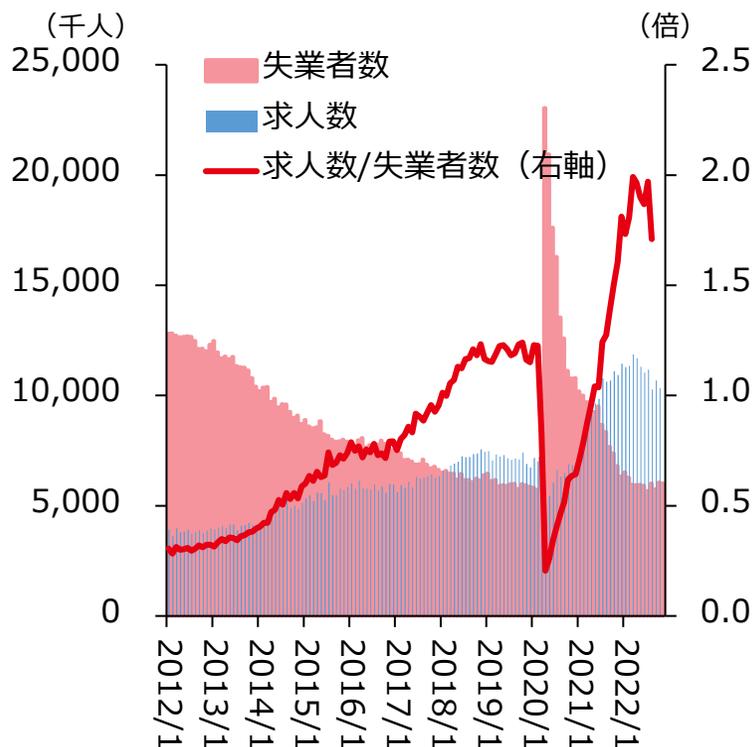
(出所) AAA、Case Shiller20都市価格指数、Zillow家賃価格指数より丸紅経済研究所作成

1-2. 米国のインフレと金融政策（2）：主要品目の物価動向

労働市場の逼迫により賃金上昇率は高止まり

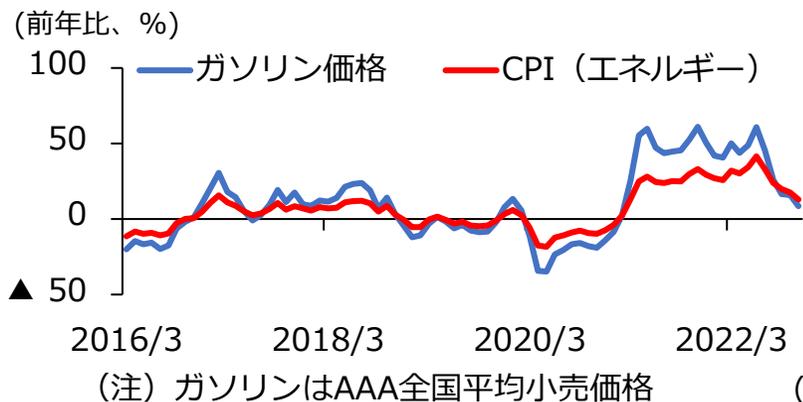
- ▶ 米国の物価動向を見通す上での焦点となるのが労働市場の逼迫および賃金上昇の持続性。労働市場における求人数は22年半ばの歴史的な高水準から減少しているものの、いまだ失業者数の約1.7倍（コロナ前の求人数/失業者数は約1.2倍）。
- ▶ 雇用の逼迫は早期には解消されず、賃金上昇およびサービス価格を中心とする物価の上振れが続く可能性が高い。

▽求人数の推移



(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

▽ガソリン価格の推移

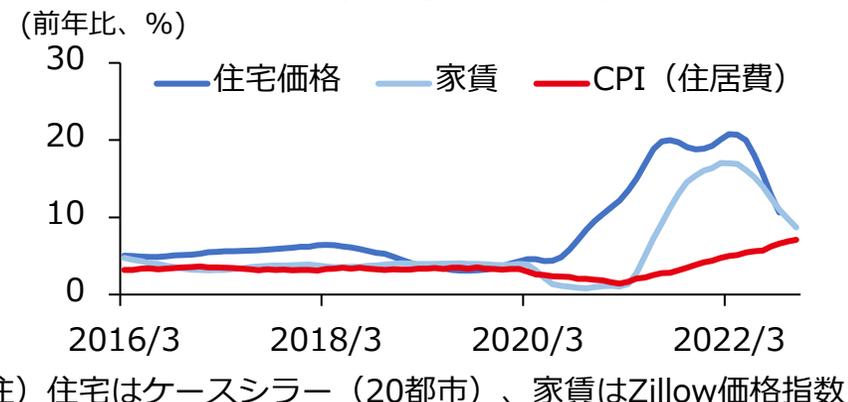


▽賃金の推移

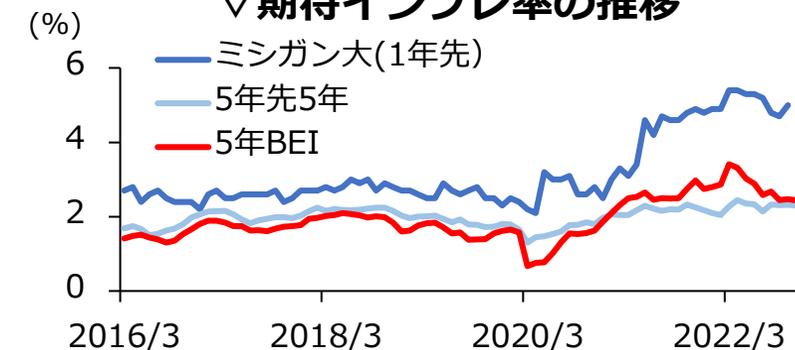


(出所) AAA、ケースシラー、Zillow、米商務省、ミシガン大、FREDより丸紅経済研究所作成

▽住宅価格の推移



▽期待インフレ率の推移

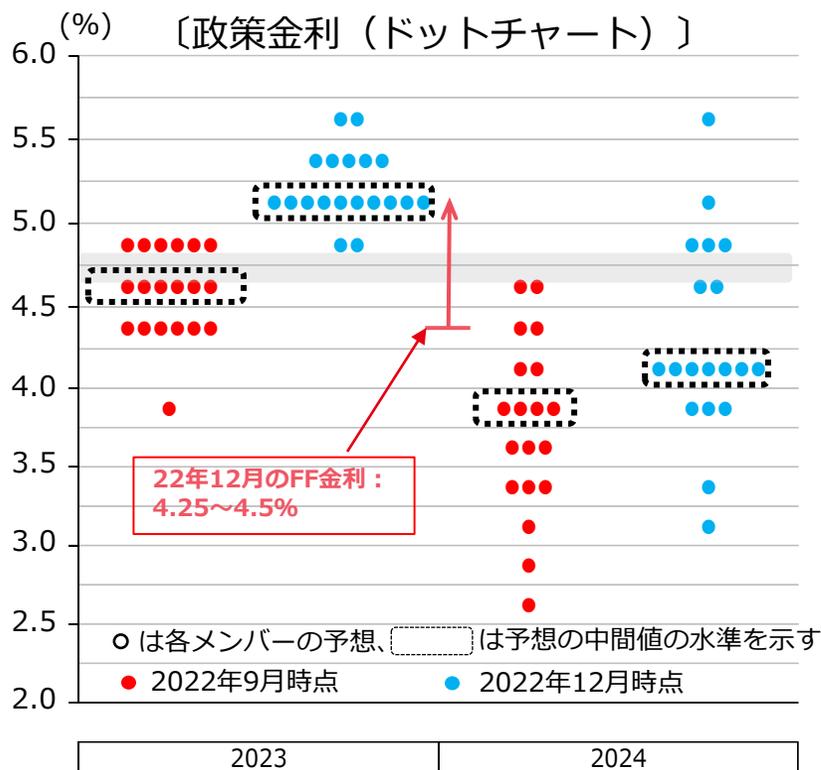


1-2. 米国のインフレと金融政策（3）：金融政策の見通し

FOMC参加者による23年末の政策金利予想は5.1%、市場の見方と大幅な乖離

➤ 2022年末の米国の政策金利（FF金利）の誘導レンジは4.25～4.50%。米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者は、2023年も利上げが行われ、同年末まで5%超の水準で据え置かれると予測。2024年に物価が2%台に低下、利下げが可能に。一方、市場は景気後退懸念を強く意識しており、インフレよりも景気への配慮が優先されるとの見方に基づき、2023年後半には利下げが開始され、同年末のFF金利は4.5%程度になると予想。政策当局と市場の見方が大きく割れている状況。

▽FOMCメンバーの最新の見通し



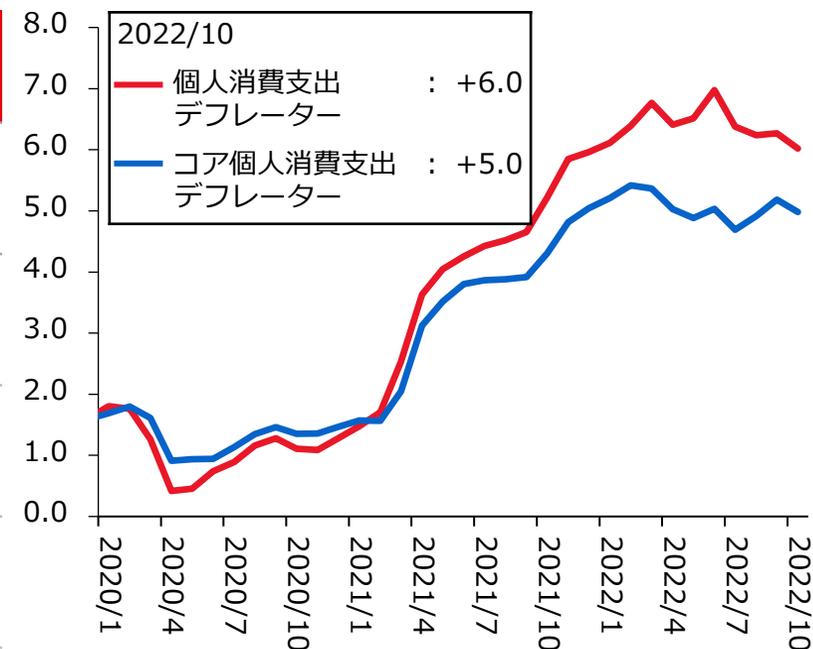
(出所) 連邦準備制度理事会

〔経済指標〕 (単位:%)

	2022	2023	2024	2025	長期水準
実質GDP成長率	0.5 (0.2)	0.5 (1.2)	1.6 (1.7)	1.8 (1.8)	1.8 (1.8)
失業率	3.7 (3.8)	4.6 (4.4)	4.6 (4.0)	4.5 (4.3)	4.0 (4.0)
PCE物価上昇率	5.6 (5.4)	3.1 (2.8)	2.5 (2.3)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE物価上昇率	4.8 (4.5)	3.5 (3.1)	2.5 (2.3)	2.1 (2.1)	— —

(注) 表中の数値はメンバーの予測値の中央値。カッコ内は前回(22年9月)の見通し。実質GDP成長率と物価上昇率は10-12月期の前年同期比、失業率は同期の平均を示す。

▽個人消費支出デフレーター（物価指数）



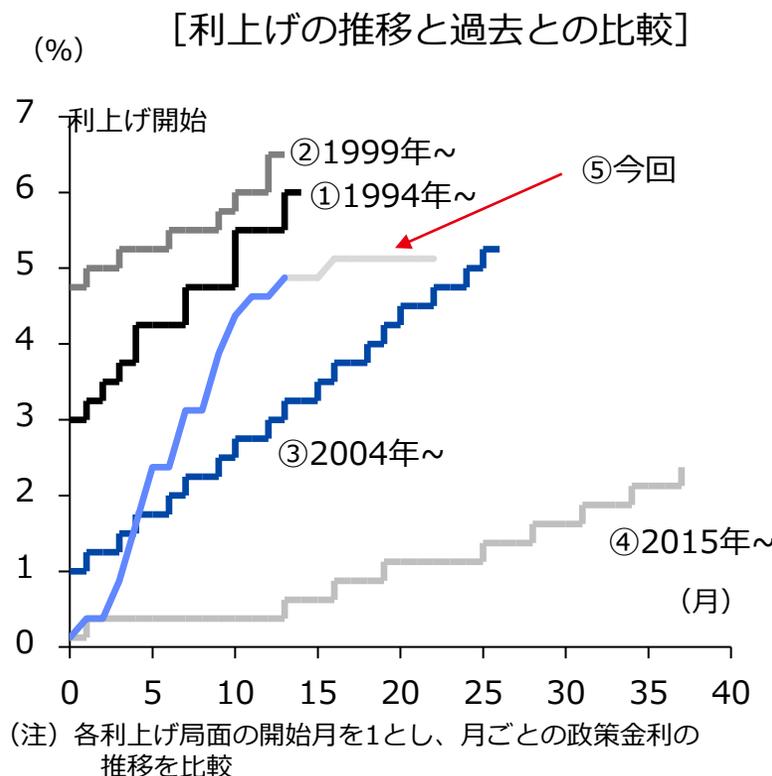
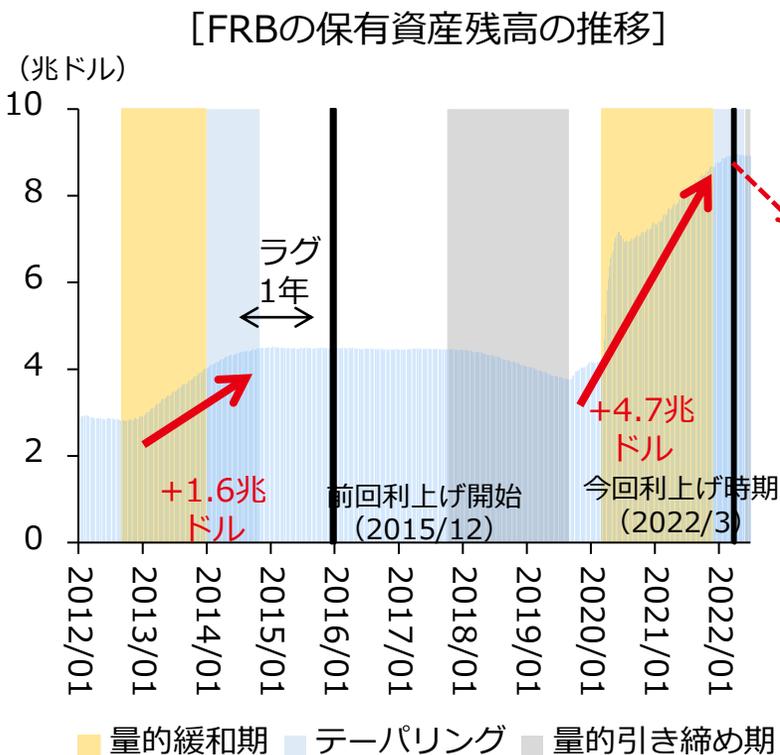
(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

1-2. 米国のインフレと金融政策（4）：物価と金融政策の見方

メインシナリオではインフレは改善するものの十分には低下せず、政策金利は5%近辺で据え置き

➤ 2023年前半はコロナ禍に蓄積されたいわゆる「超過貯蓄」が消費の下支え要因となるものの、年後半にかけて金融引き締め効果の効果が累積的に出現し、消費・投資減や失業率の上昇が顕在化、物価には一段の押し下げ圧力がかかる。インフレは資源安や需要減により改善する公算が大きい一方、年前半までは賃金上昇が継続するため、政策当局の2%目標には届きにくい。そのため、政策金利は年前半に5%近辺まで引き上げられた後、少なくとも年末までは据え置かれると予想。

▽2023年の金融政策の見通し



分野	[考え方] 見通し
実体経済	消費・投資は物価高に圧迫され、コロナ禍に蓄積された超過貯蓄の下支え効果が逡減することで年後半にかけて大きく減速。
労働市場	年前半は消費・投資が持続することで労働市場の逼迫および賃金上昇が継続、2023年の最大の物価押し上げ要因に。
金融市場	金融引き締め効果により株安・債券安が進みやすく、逆資産効果が消費を圧迫。世界経済の弱さで商品市況も軟調。
住宅市場	金融引き締め効果により住宅需要の減少は既に顕在化しており、調整は2023年を通じて続く見通し。

(出所) FRB、IMFより丸紅経済研究所作成

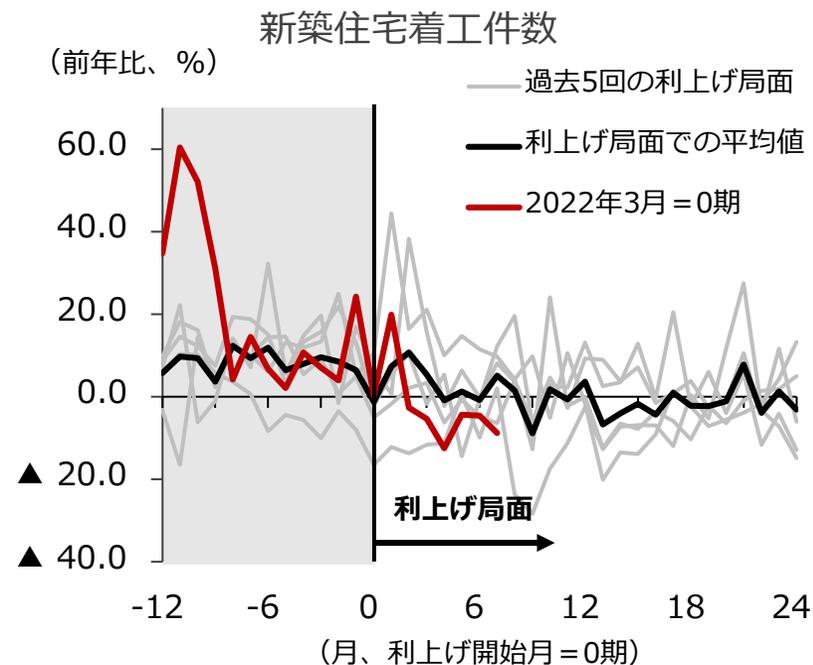
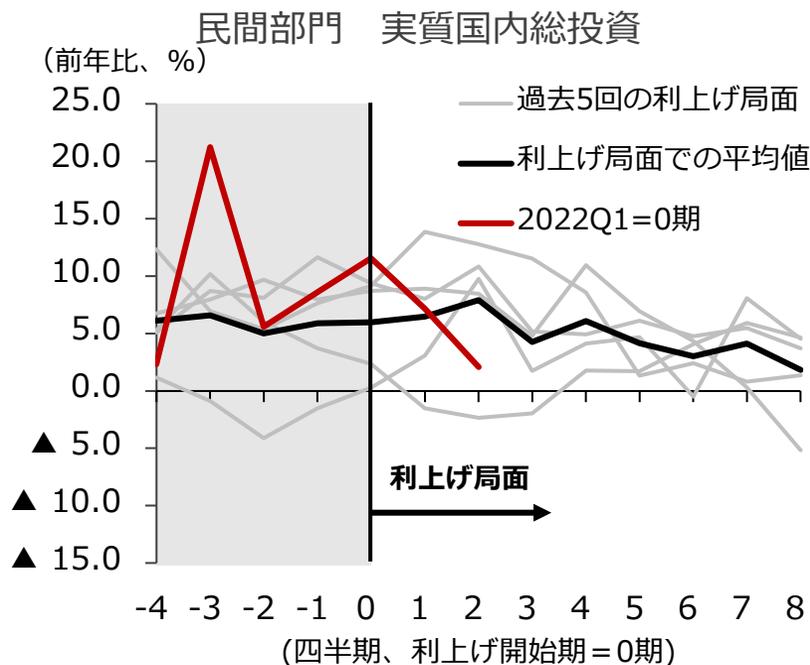
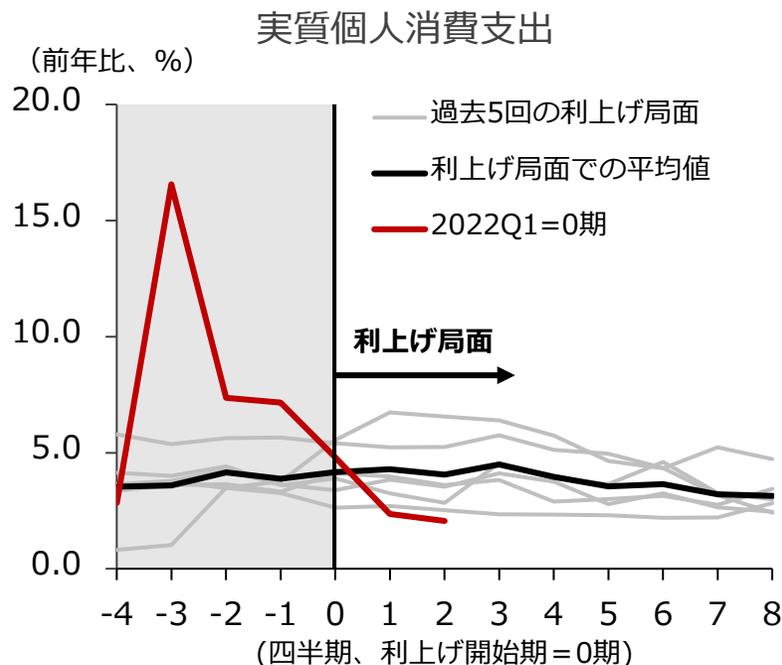
⇒23年前半に利上げ終了、少なくとも年末までは長期間の据え置き時期が続く

1-3. 金融引き締めへの経済への影響（1）：実体経済は減速へ

政策金利の引き上げ局面では個人消費・民間投資が減速する傾向に

➤ 金融引き締め政策の効果は、市中の中長期金利、資産価格、為替相場、銀行の貸出金利など金融市場条件の変化を通じ、消費、民間投資（含む住宅）、純輸出など実体経済の諸要素の減速、更には一般物価水準の下落に向けて波及する。足元の米国では、住宅市場など金利変動に敏感な部門では既に軟化が見られるが、今回の利上げ局面は過去の例に比べて利上げペースが急激な点が特徴的であり、その分、経済活動への負荷も大きいことが予想される。

▽利上げ局面における経済指標の推移：米国の例



(注) 過去5回の利上げ局面（①1983年3月～1984年3月、②1987年1月～1989年2月、③1994年2月～1995年2月、④2004年6月～2006年6月、⑤2015年12月～2018年12月）について利上げ開始期（月）=0期として前後の指標推移を図示。

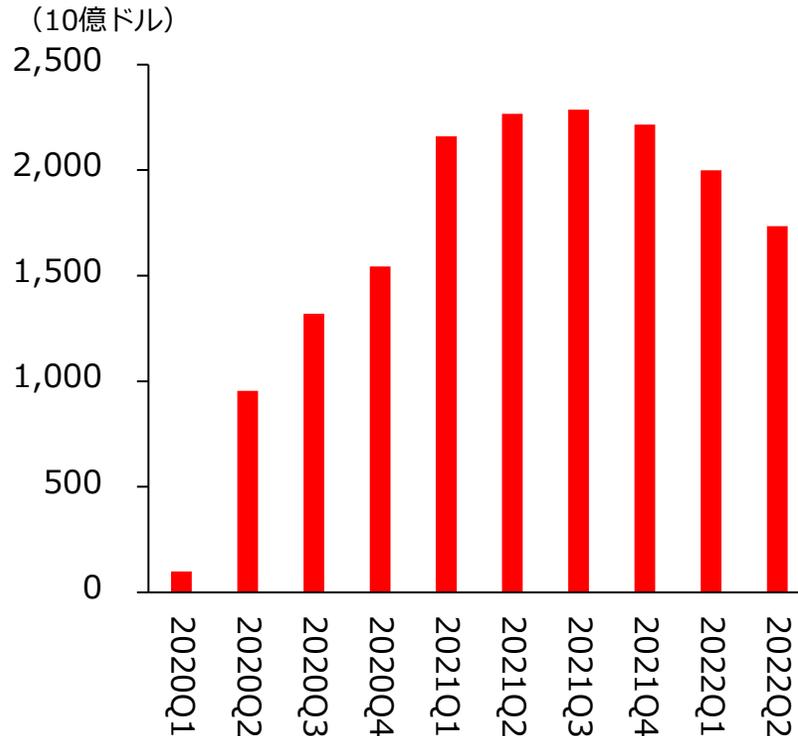
(出所) 米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会より丸紅経済研究所作成

1-3. 金融引き締めへの経済への影響（2）：超過貯蓄による消費の下支え

超過貯蓄による消費の下支えは2023年後半には枯渇

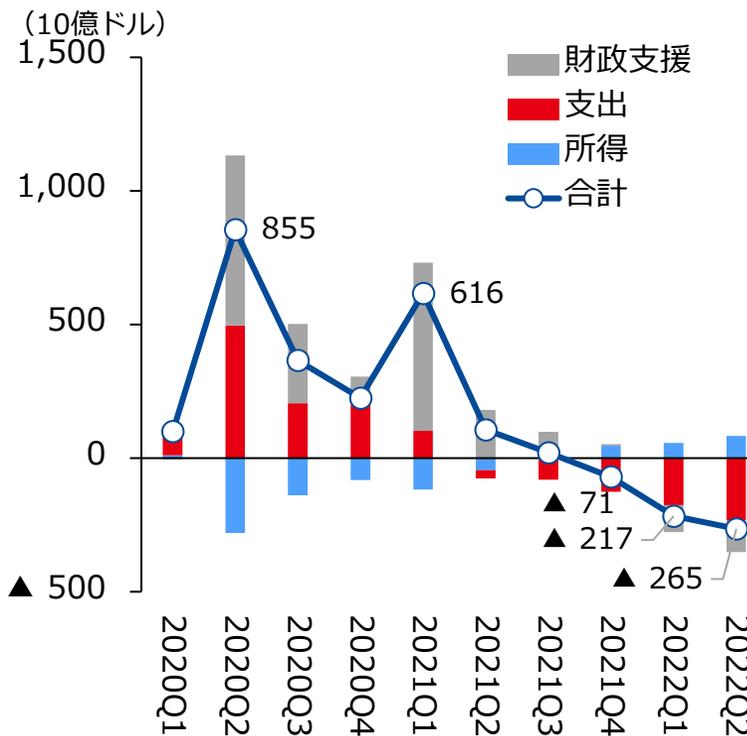
- 2022年第2四半期時点での超過貯蓄は約1.7兆ドル（年間個人消費の約1割）、2022年第2四半期の減少分は約0.3兆ドル。現行ペースが続く場合、2023年後半には超過貯蓄による消費の下支えが枯渇し、景気減速感が強まる可能性。
- コロナ禍からの回復局面では、可処分所得が伸びない中で個人消費が拡大した結果、貯蓄率は2.3%と歴史的な低水準に。

▽超過貯蓄（ストック）の推移



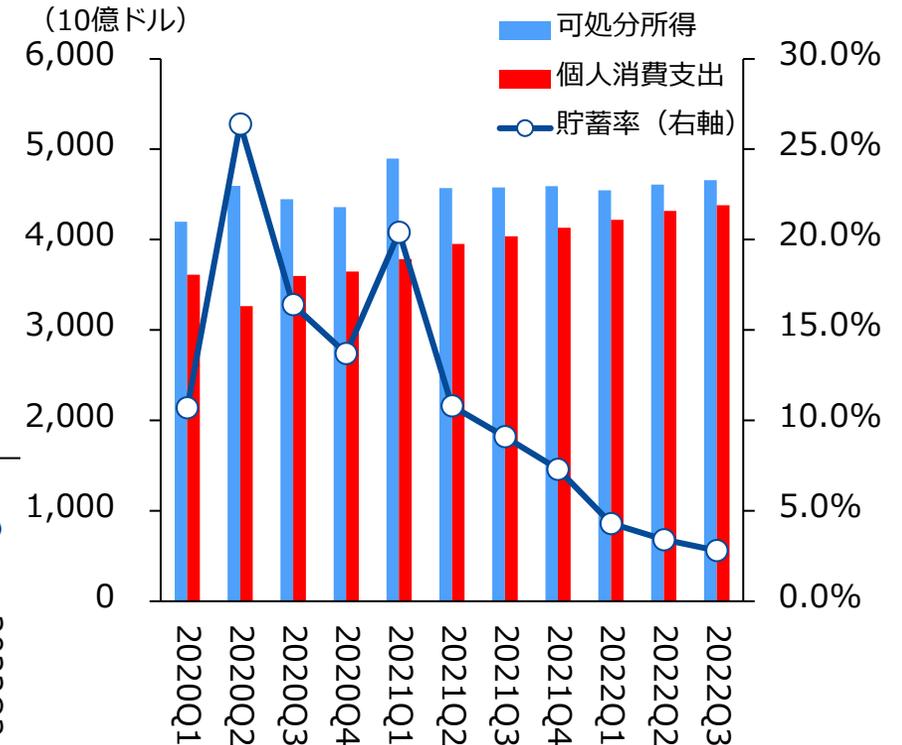
(出所) FRBより丸紅経済研究所作成

▽超過貯蓄（フロー）の推移



(出所) FRBより丸紅経済研究所作成

▽貯蓄率の推移



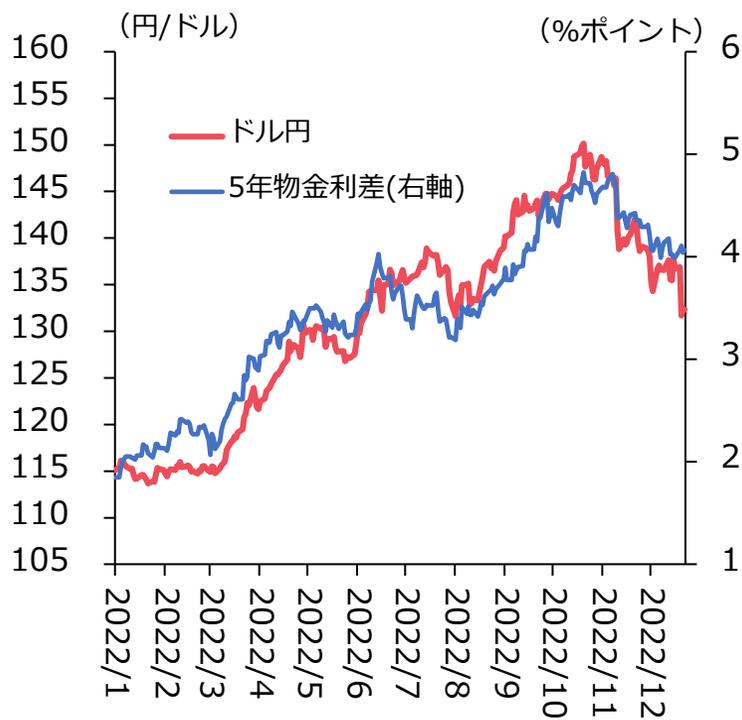
(出所) FRB、米商務省より丸紅経済研究所作成

1-3. 金融引き締めへの経済への影響（3）：為替への影響

金利差拡大や国際収支の変化が円安を主導、実質実効為替レートでは円は割安

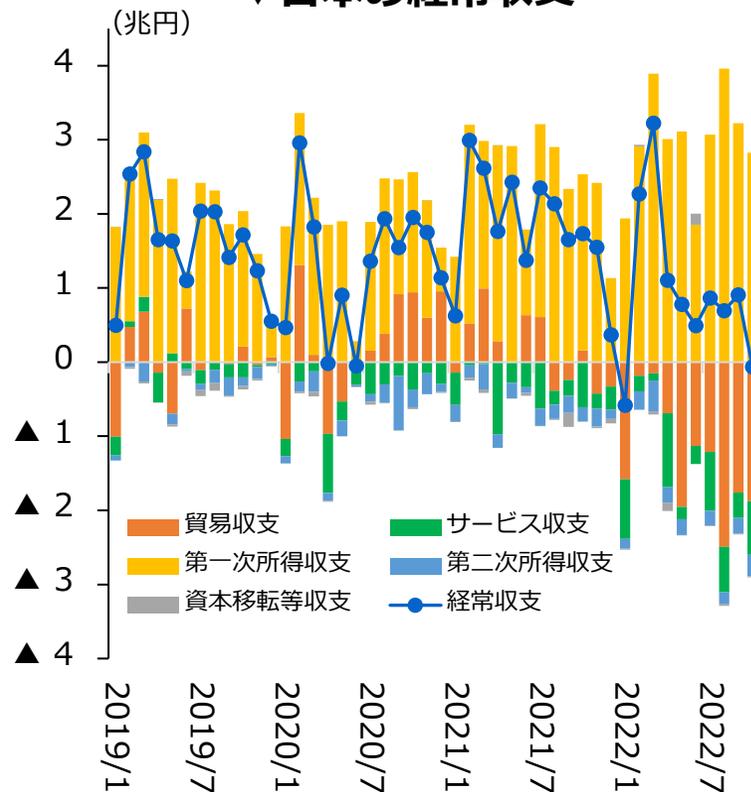
- 短期的には、先行する米国の金融政策正常化の動きに伴う日米金利差拡大や、国際収支動向の変化が円安ドル高圧力に。
- 財貿易における通貨の実力を示す実質実効為替レートは、想定される均衡点（長期平均）を基準に米ドルは割高、日本円は記録的な割安であり、貿易財価格の裁定条件から見れば円安ドル高は行き過ぎと判断される状態。背景には、経済成長率や物価上昇率の差、金融政策の方向性の違いが存在。

▽ドル円と日米金利差



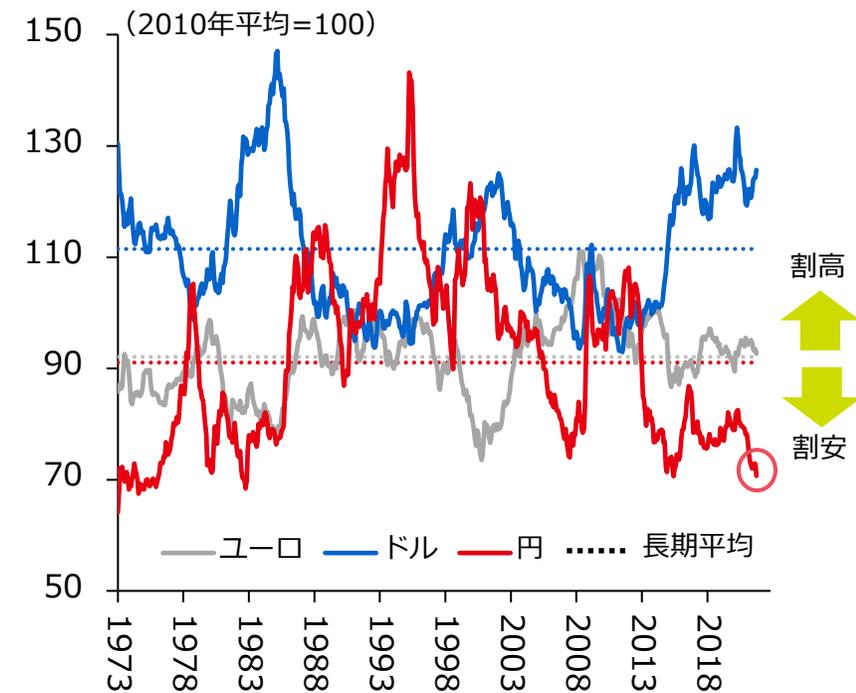
※金利差は米国債から日本債を引いたもの
(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

▽日本の経常収支



(出所) 財務省より丸紅経済研究所作成

▽実質実効為替レート



(注) 実質実効為替レートは貿易ウエイトとインフレをもとに
通貨をインデックス化したもの。データは2022年11月まで
(出所) BISより丸紅経済研究所作成

1-3. 金融引き締めへの経済への影響（4）：新興国の景気動向

各国の利上げ対応には一服感。米金融政策の行方を見る状況

- 米国の金融引き締めに伴い各国は2022年に利上げを実施。景気減速懸念もあり2023年中に利下げに転じる見通しの国も。
- インフレ率は資源・食料価格高を主因に多くの国で中銀物価目標（概ね2~4%）を上回る水準だが鈍化の兆しも。
- インフレ・資本流出懸念の深刻さに応じて燃料・食料補助金、価格統制等を実施。対内投資誘致策の強化を進める国も。

▽政策金利動向

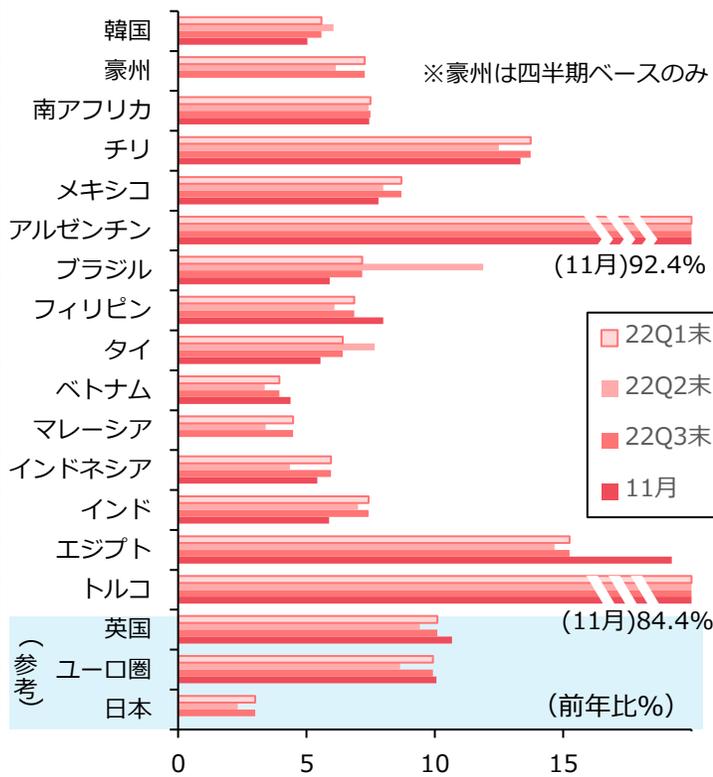
国	22年末 政策金利	21年末比 (変化分)	23年末 (JPM予測)	直近動向など
韓国	3.25%	+2.25%	3.50%	不動産市場の悪化等を懸念
豪州	3.10%	+3.00%	3.35%	失業率3.4%(50年ぶり低水準)
南アフリカ	7.00%	+3.25%	7.25%	インフレ率は鈍化傾向
チリ	11.25%	+7.25%	7.00%	22/12は金利据え置き
メキシコ	10.00%	+4.50%	10.75%	22/6から利上げ継続
アルゼンチン	75.00%	+37.00%	-	IMF要請。22/9から据え置き
ブラジル	13.75%	+4.50%	11.50%	22/8から金利据え置き
フィリピン*	5.00%	+3.00%	5.75%	金利はコロナ禍前の水準超え
タイ	1.25%	+0.75%	1.75%	更なる引き締めには慎重姿勢
ベトナム**	6.00%	+2.00%	-	ドン安懸念が強い
マレーシア	2.75%	+1.00%	3.25%	22/11アンワル新首相就任
インドネシア*	5.25%	+1.75%	5.75%	資源輸出の恩恵で経済は堅調
インド	6.25%	+2.25%	5.75%	利上げサイクル終了を示唆
エジプト***	14.25%	+5.00%	-	変動相場制移行を発表(22/10)
トルコ	9.00%	▲5.00%	30.00%	23/6に大統領選挙を予定

(注1) *借入金利, **リファイナンス金利, ***貸出金利

(注2) 23年末予測の赤字は22年末の金利水準を下回る国

(出所) CEIC、JPMより丸紅経済研究所作成 (22年12/15時点)

▽消費者物価指数（CPI）



(出所) CEIC

▽各国の対応（金融政策以外）

国	実施された主な施策・実施予定の施策
韓国	外国人投資家登録制度を廃止（11月）
南アフリカ	エネルギー部門等の国有企業への財政支援
チリ	対内投資への税制優遇等を含む「チリ投資計画」発表(22/9)
メキシコ	インフレ率上昇抑制策（PACIC）：食品業界との価格引き下げ・輸出停止合意等
アルゼンチン	旅行者による外貨から現地通貨ペソへの両替時に適用する為替レートを優遇
ブラジル	ルラ新大統領の下で大型歳出計画を検討
フィリピン	タクシー運転手（ジブニー、トライシクル等）への燃料補助金支給など
タイ	ガス価格抑制、ディーゼル燃料への補助金（～22/9）
ベトナム	CPI主要品目の価格統制
マレーシア	ガソリン、ディーゼル燃料向けの補助金（～22/12）
インドネシア	燃料補助金(22/9～削減)、食料備蓄放出、石炭・パーム油等の輸出制限・国内供給義務等
インド	食料輸出規制、外国人投資誘致（規制緩和等）(22/10)IMFと30億ドル融資に合意(同時に変動相場制への移行を表明)、輸入取引のLC義務を22年中に全面解除
エジプト	リラ預金保護策(為替変動損失補償等)
トルコ	リラ預金保護策(為替変動損失補償等)

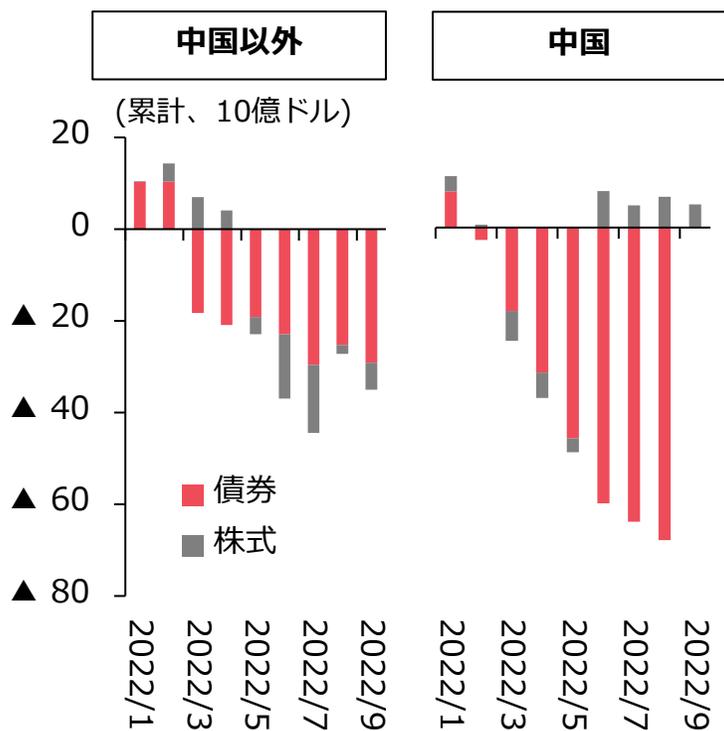
(出所) 各種報道、公式発表より丸紅経済研究所作成

1-3. 金融引き締めへの経済への影響（5）：新興国からの資本流出

米国の金融引き締めに伴い新興国では資本流出、通貨安が進行

- ▶ 新興国の現地通貨建て債券市場を中心に資本流出が発生。ただし2013年の米金融緩和縮小示唆時に比べれば限定的。
- ▶ 各国中銀は利上げを進めるも総じて2022年中に対ドルでの通貨安が進行。米国の金融政策の行方に左右される状況が続く。
- ▶ 各国の通貨安の背景には資源・食料高による貿易赤字拡大も。資源・食料の純輸入国ではより強い通貨安圧力が発生。

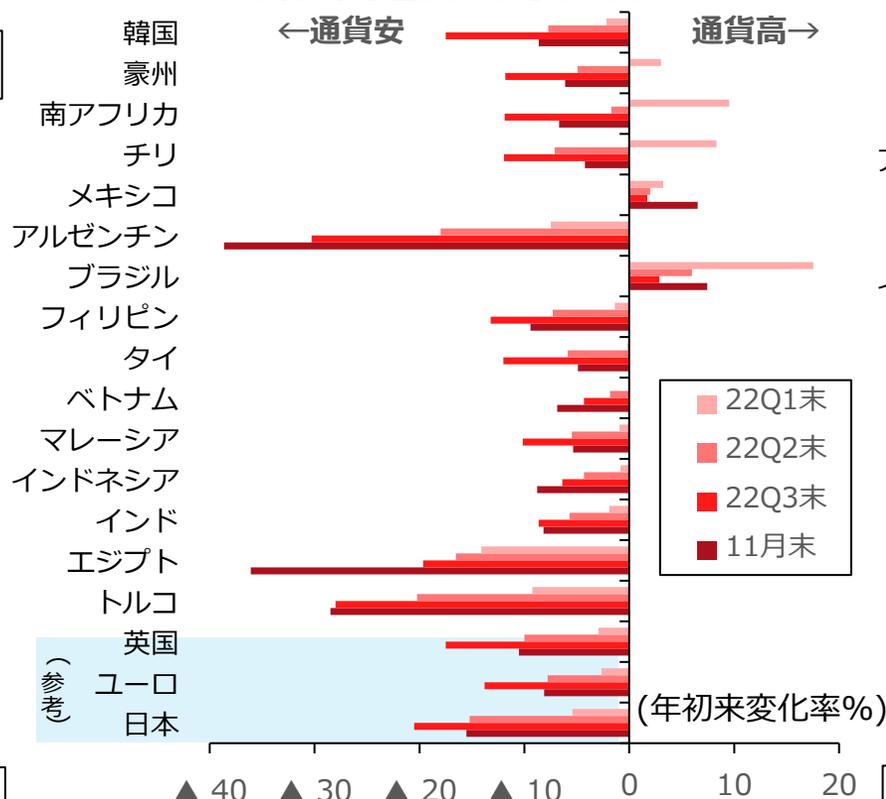
▽新興国債券・株式市場の資本フロー



※債券は現地通貨建て

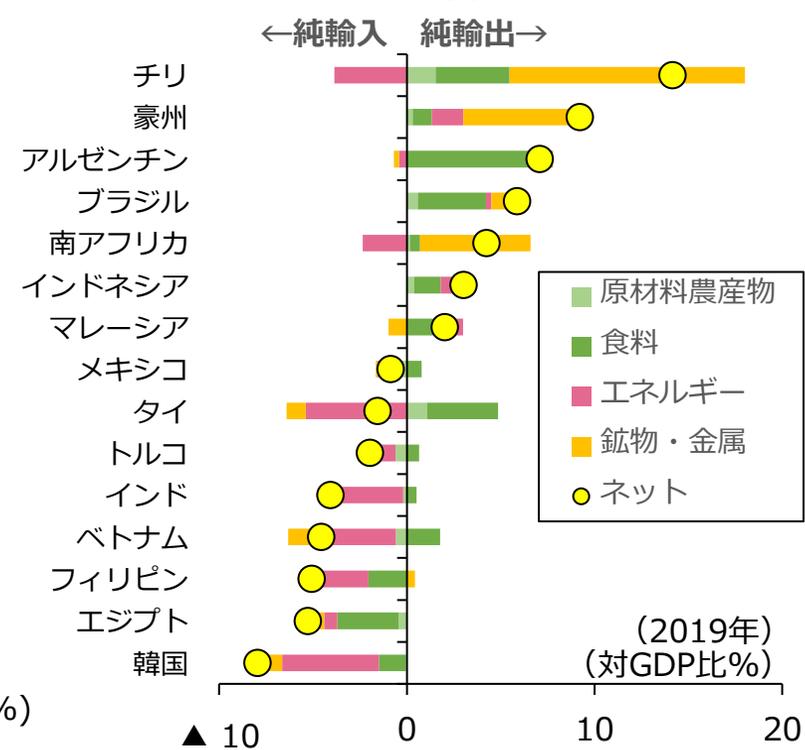
(出所) IMF「国際金融安定性報告書」(2022年10月)

▽新興国通貨（対ドル）



(出所) Refinitiv

▽資源・食料輸出入



※ネットは上記品目内の貿易収支を示す。

(出所) IMF、世界銀行より丸紅経済研究所作成

1-3. 金融引き締めへの経済への影響（6）：新興国のソブリンリスク

ドル高・米金利高が続く中で対外債務の返済コストが上昇

➤ ①ドル高・米金利高による債務返済コスト上昇、②エネルギー・食料高による輸入コスト上昇が新興国財政の重しに。

▽主要新興国のソブリンリスク関連指標（赤：高リスク～緑：低リスク）

指標	CFR	経常収支	財政収支	対外債務	対外債務の外	外貨準備	政治安定	CPI(前年	5年物	格付け				
	指数	(GDP比%)	(GDP比%)	(GDP比%)	債建比率(%)	短期対外債務比		性指数	比%)	CDS	S&P	Moody's	Fitch	
参照時期	21年	21年	21年	21年12月	21年12月	21年	20年	22年10月	22年11月					
アジア	中国	0	1.8	▲ 6.1	15.3	-	2.0	14.7	▲ 0.3	2.1	80.19	A+	A1	A+
	韓国	-	4.9	▲ 0.0	36.1	68.2	1.9	-	0.6	5.7	50.50	AA	Aa2	AA-
	インドネシア	1	0.3	▲ 4.6	34.8	-	2.1	8.4	▲ 0.5	5.7	96.05	BBB	Baa2	BBB
	ベトナム	1	▲ 2.0	▲ 3.5	-	-	2.4	4.0	▲ 0.1	4.3	148.15	BB+	Ba2	BB
	フィリピン	1	▲ 1.8	▲ 6.5	27.9	96.7	5.5	12.3	▲ 0.8	7.7	91.12	BBB+	Baa2	BBB
	タイ	0	▲ 2.2	▲ 7.0	39.1	68.2	2.8	12.1	▲ 0.6	6.0	66.32	BBB+	Baa1	BBB+
	マレーシア	0	3.8	▲ 5.5	70.9	-	0.9	6.3	0.1	4.0	75.28	A-	A3	BBB+
インド	1	▲ 1.2	▲ 10.0	19.5	68.9	2.2	12.9	▲ 0.9	6.8	80.54	BBB-	Baa3	BBB-	
中東・アフリカ	トルコ	7	▲ 1.7	▲ 3.9	55.1	96.5	0.6	4.6	▲ 1.2	85.5	527.36	B	B3	B
	エジプト	8	▲ 4.4	▲ 7.0	37.3	-	2.7	-	▲ 1.2	16.3	781.87	B	B2	B+
	南アフリカ	2	3.7	▲ 6.0	41.5	49.0	1.0	7.1	▲ 0.2	7.6	240.25	BB-	Ba2	BB-
中南米	ブラジル	2	▲ 1.7	▲ 4.4	41.7	77.9	2.3	14.9	▲ 0.4	6.5	254.86	BB-	Ba2	BB-
	アルゼンチン	10	1.4	▲ 4.3	56.6	96.9	0.4	7.1	0.0	88.0	-	CCC+	Ca	CCC-
	メキシコ	1	▲ 0.4	▲ 3.8	47.0	65.0	2.5	5.2	▲ 0.9	8.4	130.18	BBB	Baa2	BBB-
中東欧	チェコ	0	▲ 0.9	▲ 5.9	-	-	-	11.3	0.9	15.1	45.40	AA-	Aa3	AA-
	ポーランド	1	▲ 0.7	▲ 1.9	53.6	66.5	1.0	5.6	0.6	10.4	129.83	A-	A2	A-
	ハンガリー	3	▲ 3.2	▲ 6.8	149.8	86.7	1.5	3.5	0.9	13.7	216.68	BBB	Baa2	BBB
	ルーマニア	4	▲ 7.0	▲ 6.9	53.3	87.5	0.9	5.5	0.6	6.8	292.21	BBB-	Baa3	BBB-

※CFR指数：米シンクタンクCFRが8つの指標からソブリンリスクを独自に算出（0～10のレンジで数値が大きいほど高リスク）

※政治安定性指数：「暴力的な手段等によって政府が不安定化または転覆する可能性」を世銀が評価（▲2.5～2.5のレンジで数値が大きいほど安定）

※CDSはスプレッド値（=CDS保証料率） ※格付けは2022年8月末時点の長期外貨建て対象。赤字は投資適格級未満（BBB-、Baa3未満）

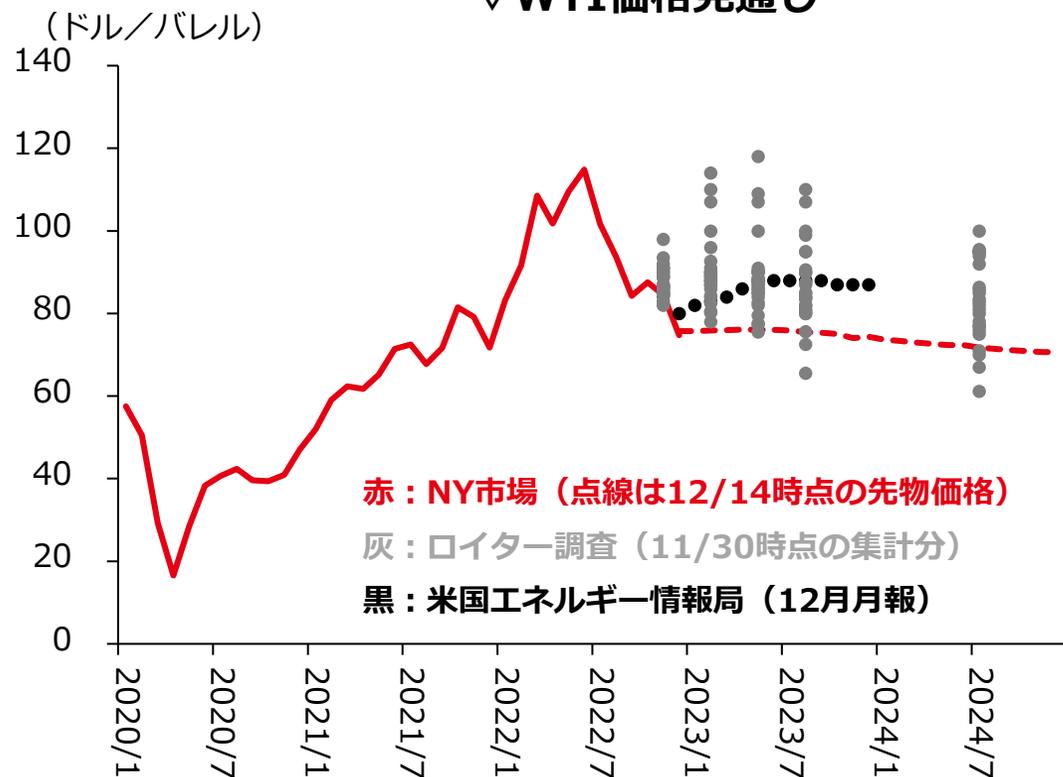
（出所）IMF、世銀、Refinitiv、CFRより丸紅経済研究所作成

1-4. 商品価格見通し（1）：原油

景気減速による下押し圧力が強いが下支え要因も存在

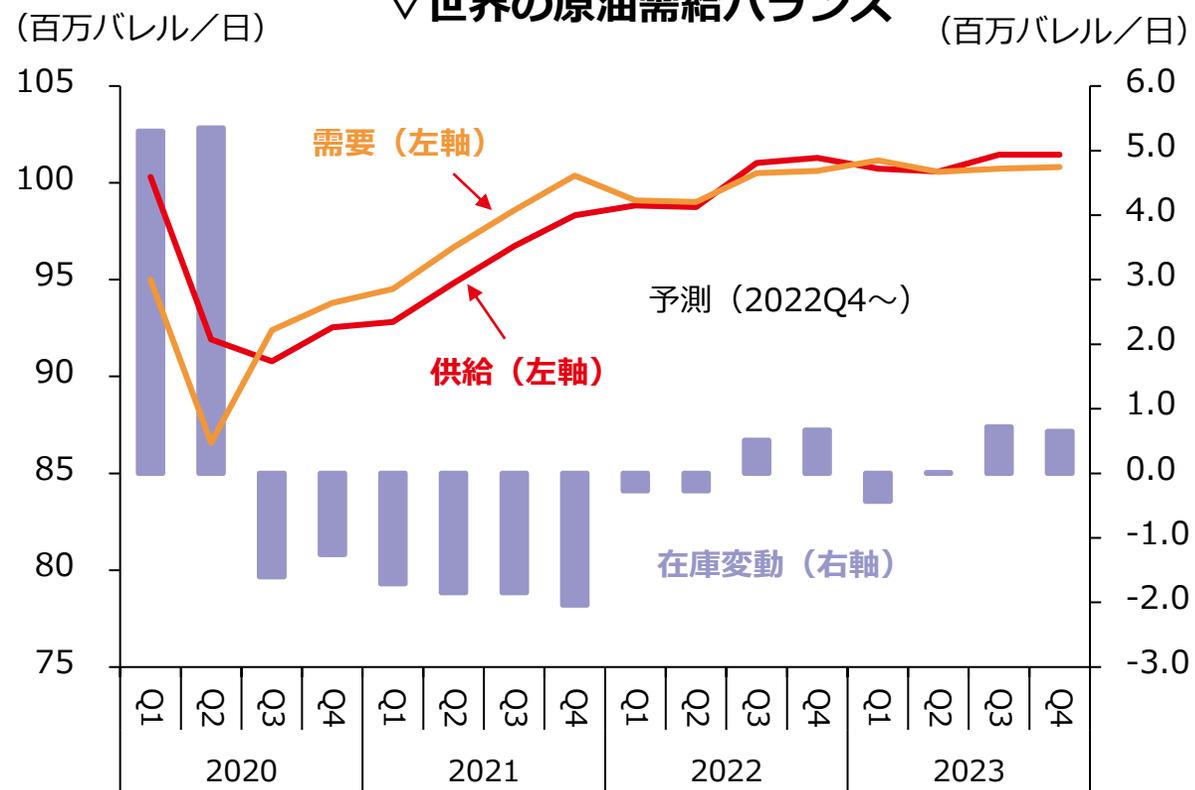
世界的な景気悪化に伴う需要の伸び悩みとリスクオフの動きから当面価格には下押し圧力がかかる見通し。一方、OPECプラスの減産やロシア産の輸出縮小、米国産の伸び悩みなど、供給の縮小要因も存在。欧米を中心とする対ロシア制裁の不透明感、低水準のOECD在庫、脱炭素に向けた上流投資の減速懸念などもあり、今後の価格の下落は小幅にとどまると予想。

▽WTI価格見通し



(出所) Refinitiv、EIA、丸紅経済研究所

▽世界の原油需給バランス



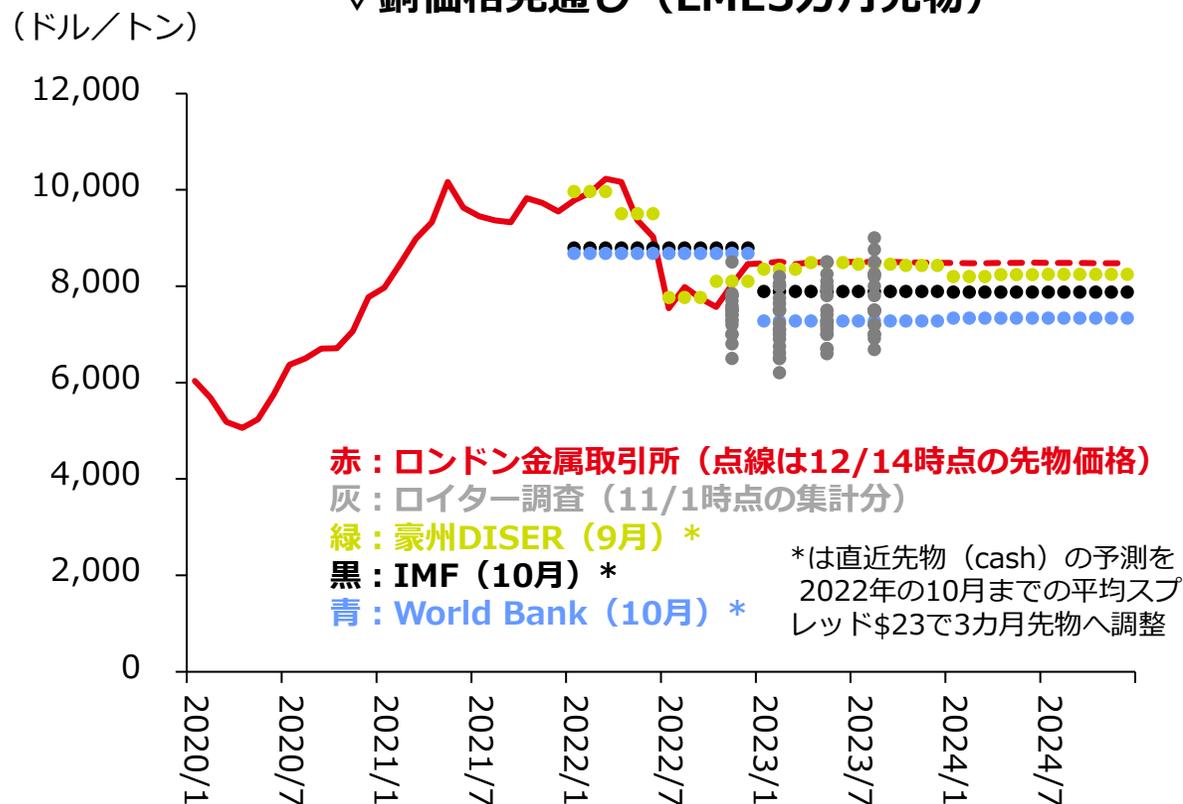
(出所) EIA “Short-Term Outlook December 2022”を参考に丸紅経済研究所作成

1-4. 商品価格見通し（2）：銅

世界および中国の経済減速から下落するが、エネルギー転換需要増期待などから下値は限定的

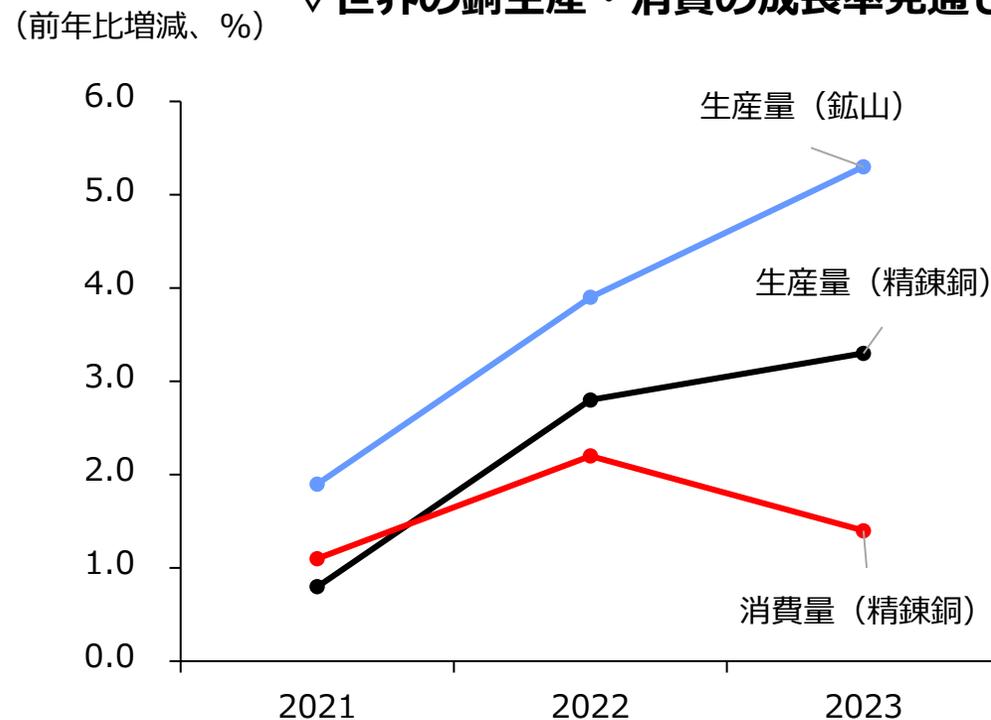
精錬銅は世界（特に中国）経済の減速から需要が鈍化、需給バランスは供給過剰に。鉱山生産量はチリ、ペルー、DRコンゴなどで大幅な増加が見込まれる。一方、エネルギーや人件費などのコスト上昇、エネルギー転換用途の需要増への期待、生産時の環境負荷低減に関連するコスト増、主要産地の生産条件悪化に伴う長期的な生産減への懸念などから下値は限定的。

▽銅価格見通し（LME3カ月先物）



(出所) Refinitiv、IMF、世界銀行、豪州産業・科学・エネルギー・資源省（DISER）、丸紅経済研究所

▽世界の銅生産・消費の成長率見通し



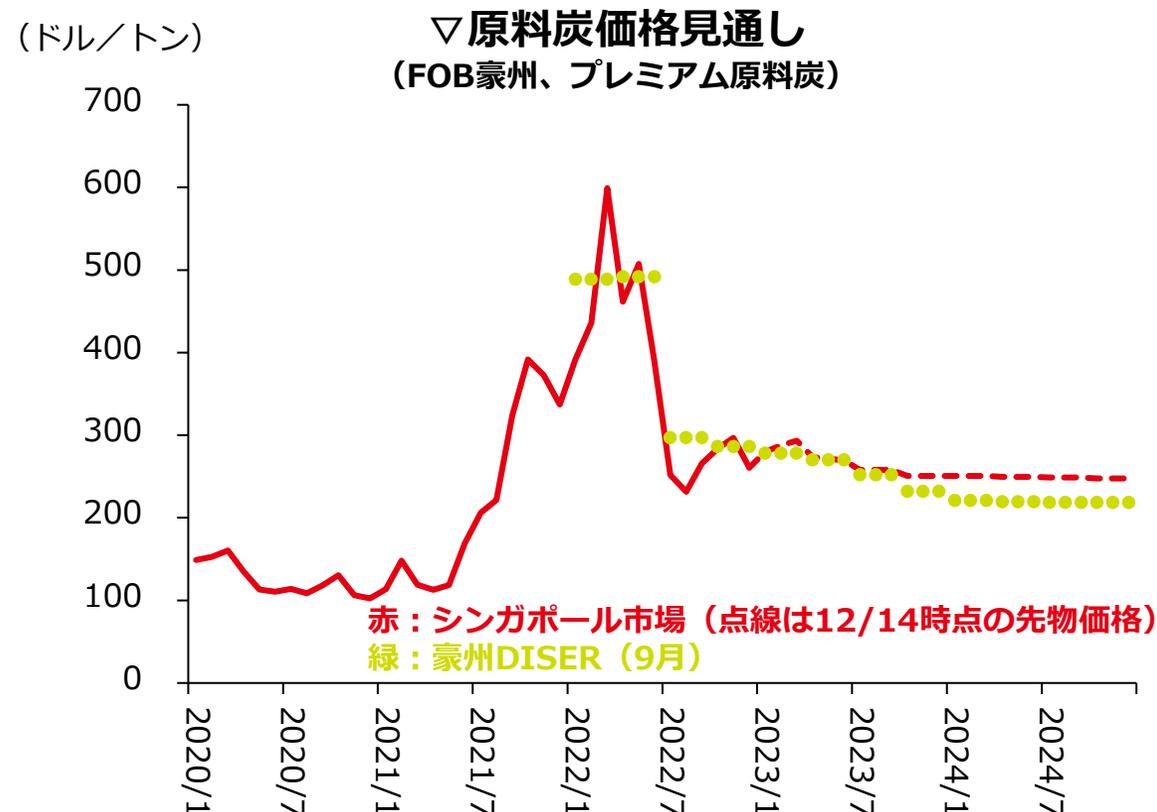
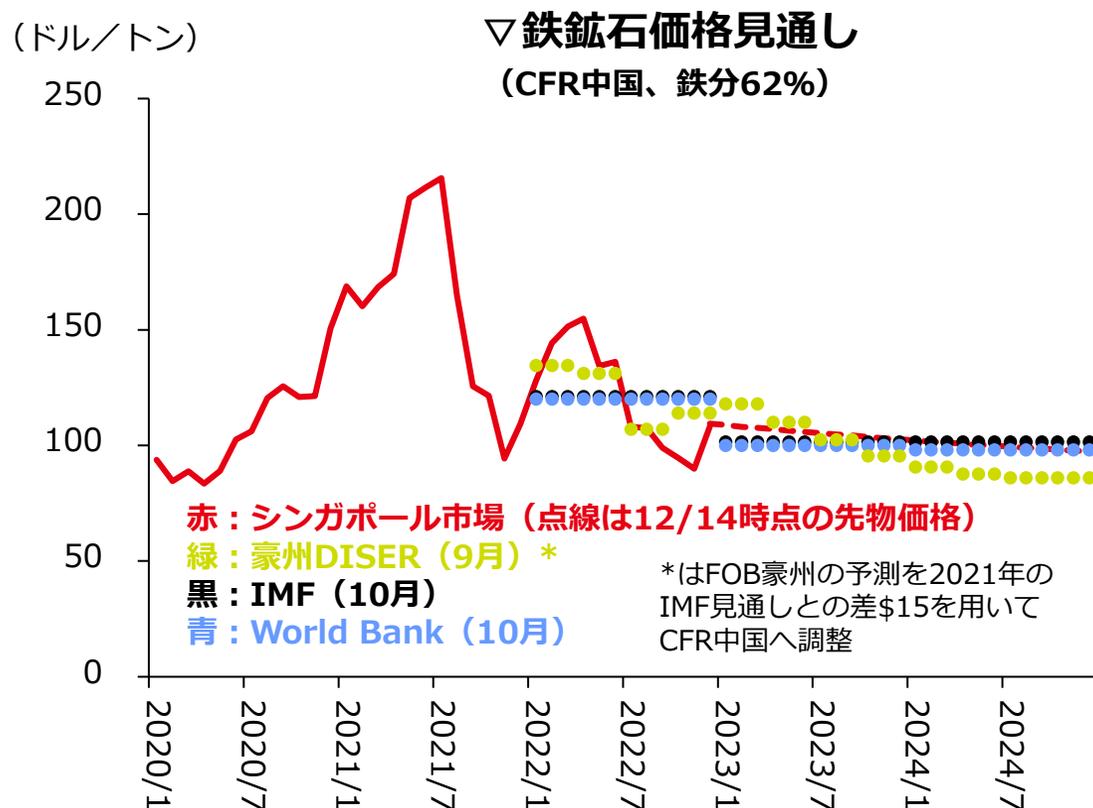
(出所) 国際銅研究会（ICSG）

“Copper Market Forecast 2022/2023, October 2022”

1-4. 商品価格見通し（3）：鉄鉱石・原料炭

世界の粗鋼生産量はやや回復するが、鉄鋼需要の低迷から軟調

- 世界の粗鋼生産量はやや持ち直すものの高炉生産量の伸びは鈍い。鉄鋼需要の低迷や中国の鉄鋼生産抑制策も価格の重し。
- 鉄鉱石は、ブラジルおよび豪州の増産やウクライナ産の回復から供給が増加する一方で輸入需要は低調で供給過剰が拡大。
- 原料炭は、一般炭の高騰一服や輸入需要の低迷が下押し要因となるが、ロシア産忌避の動きが継続し、豪州産の下値は限定的。主要な変動要因は、中国による豪州炭の禁輸動向、ラニーニャ現象やストライキ等による豪州産の出荷障害発生。



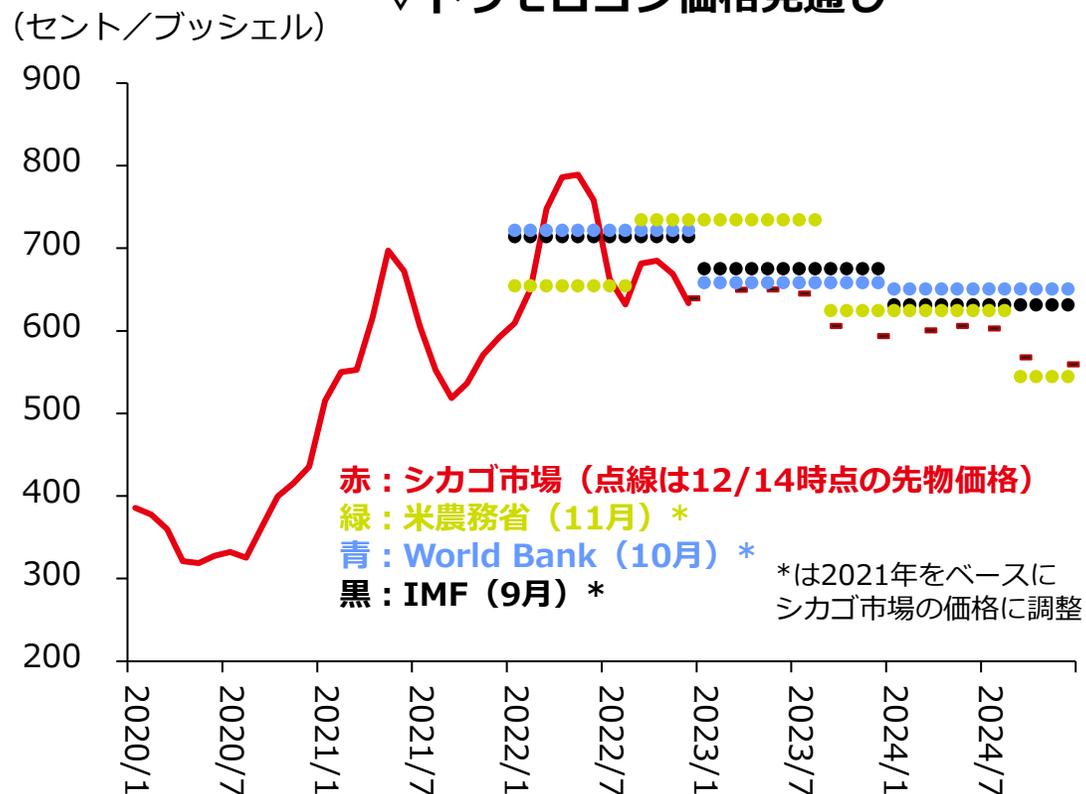
(出所) Refinitiv、IMF、世界銀行、豪州産業・科学・エネルギー・資源省 (DISER)、丸紅経済研究所

1-4. 商品価格見通し（4）：トウモロコシ・大豆

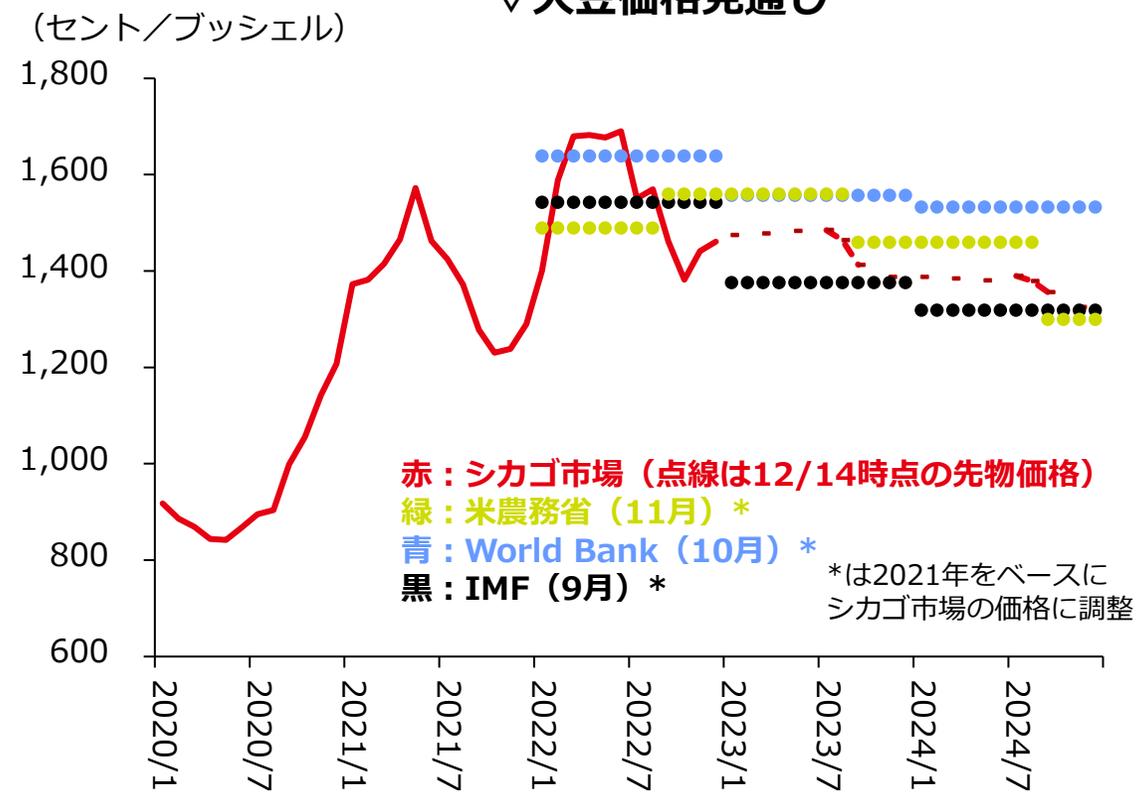
ウクライナ危機の影響縮小と需給緩和から軟調

- ▶ トウモロコシ・大豆とも、ウクライナ危機による上昇要因が緩和。夏場までは米国の在庫レベルが低位であることや北米産地の天候要因から価格は下支えされるが、9月から始まる次年度は期末在庫の増加から価格に下押し圧力がかかる。
- ▶ トウモロコシは、南米産が過去最高の豊作、米国も作付面積が拡大。原油価格の軟化からエタノール用需要が伸び悩む。
- ▶ 大豆は、中国の輸入量が拡大するものの、南米の生産量が大幅に拡大することから米国産に対する需要が鈍化する。

▽トウモロコシ価格見通し



▽大豆価格見通し



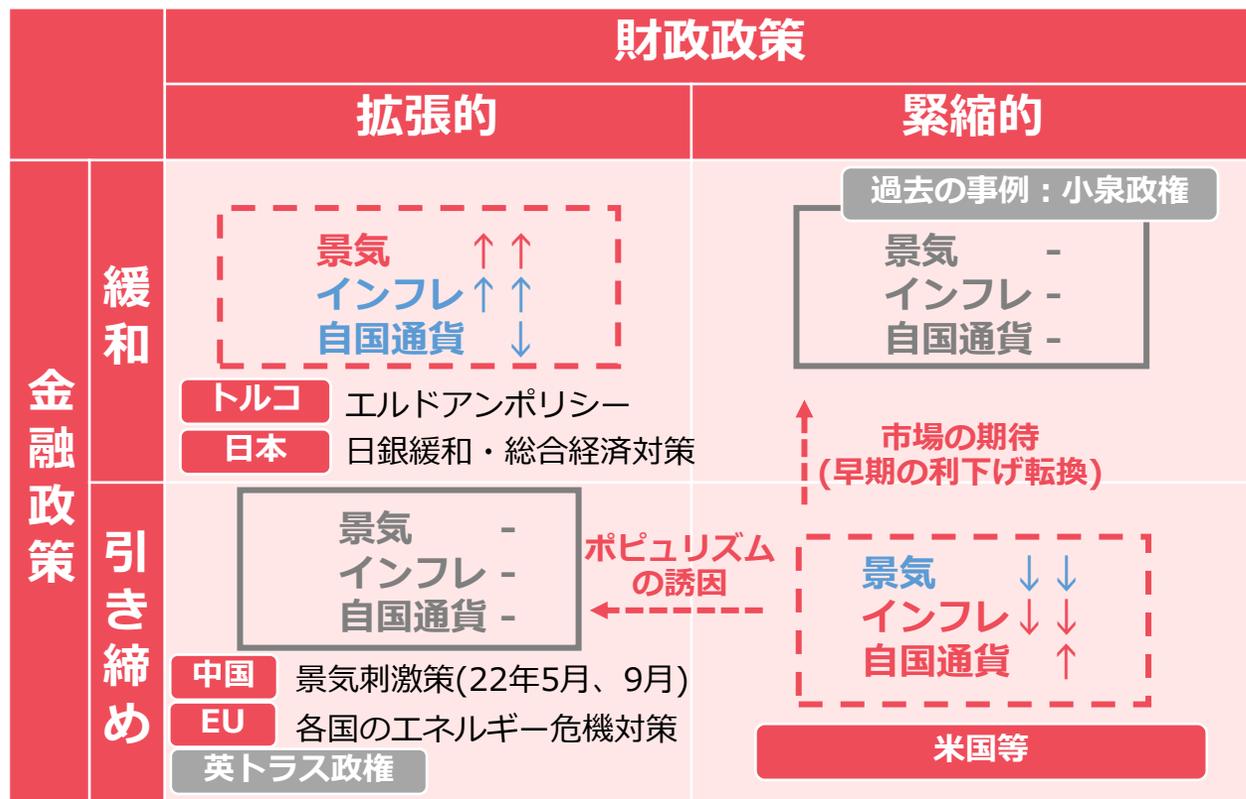
(出所) Refinitiv、IMF、世界銀行、米農務省、丸紅経済研究所

1-5. リスク要因（1）：政策対応の失敗

景気悪化により政治の「内向き志向」が強まる場合、政策対応の失敗リスクが高まる

- ▶ 高インフレと景気減速懸念が併存する中で、バランスの取れた金融・財政政策の必要性が一段と高まっている。当面はインフレ重視の引締めの金融・財政運営が続くが、いったん景気減速懸念が実体化すれば景気刺激策の誘因に。
- ▶ 米中対立の強まり、権威主義の国の勢力拡大等により国際協調の機運は低調。主要国の景気後退懸念が膨らむ中で政治の「内向き志向」が強まる場合、金融政策等での国際的な協調体制が弱まり、危機対応などに齟齬をきたすリスクも。

▽金融・財政政策のバランス



(出所) 丸紅経済研究所作成

▽懸念される国際的な政策協調の失敗

- 

「ドル強の為替相場」 米国 / 米国以外 (特に新興国)
米国の金融引き締めにより新興国を中心に資本流出や通貨安が進行。G20財相・中銀総裁会合(22年10月)では意見対立も。
- 

「EUのインフレ抑制とエネルギー危機」 EU / EU加盟国
欧州委は各国のエネルギー危機対策が財政刺激策として機能する場合、インフレ抑制に向けたECBの引き締めと逆行すると指摘。
- 

「債務再編交渉」 債務国 / 債権国 (特に中国)
スリランカ、ザンビア等のデフォルト発生国では債務再編交渉に着手。債権大国の中国との交渉入り難航する場面も。
- 

「エネルギー供給問題」 産油国 (OPECプラス) / 消費国
22年10月のOPECプラス減産合意に米が反発。口産石油価格上限措置は消費国の価格介入として産油国の不満を招く可能性も。
- 

「低所得国向け食糧・肥料支援」 ロシア / 欧米
世界食糧計画(WFP)は23年の食料危機深刻化を警告。一方でロシアはウクライナ産農産物輸出合意等を巡り揺さぶりを実施。

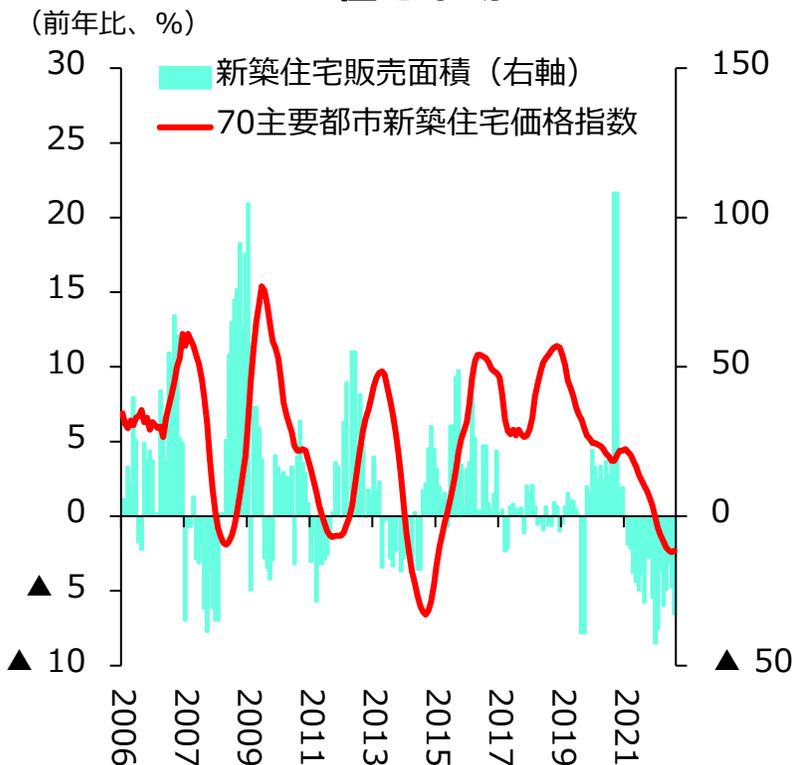
(出所) 丸紅経済研究所作成

1-5. リスク要因（2）：中国経済・不動産市場のリスク

住宅市場の低迷が経済を圧迫

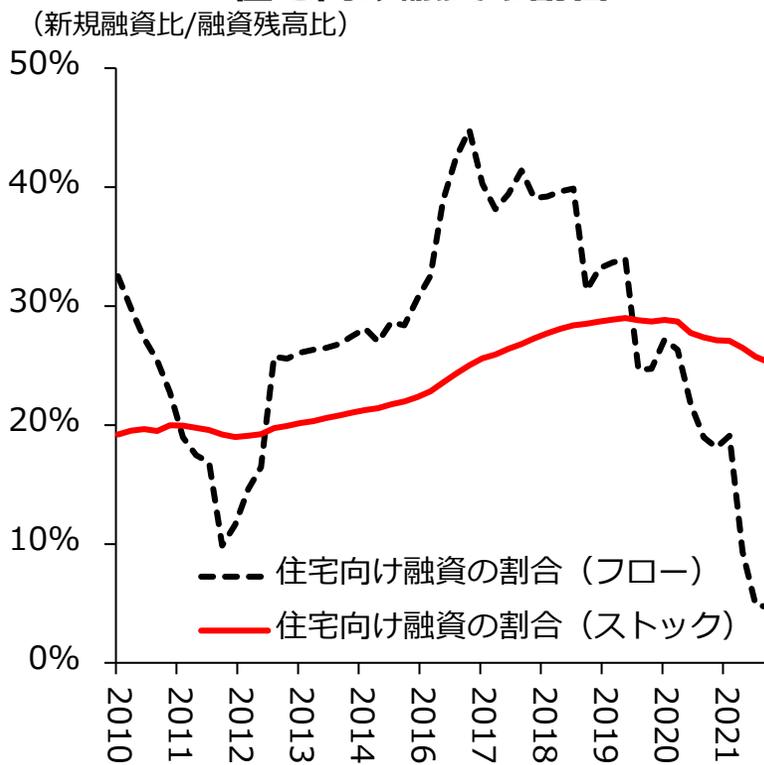
- 住宅部門は、1990年代末に市場取引に移行して以来で最も困難な局面にある。大幅な販売減が長期化、価格下落も続く。
- 2016年以降政府はバブル抑制策として住宅ローンや融資総量を厳しく規制。住宅向け融資がフロー・ストックとも縮小。
- 住宅部門向けのテコ入れ策が下支えとなるも、バブル抑制策の大幅緩和が見込めず、市況の回復は力強さを欠く見通し。

▽住宅市場



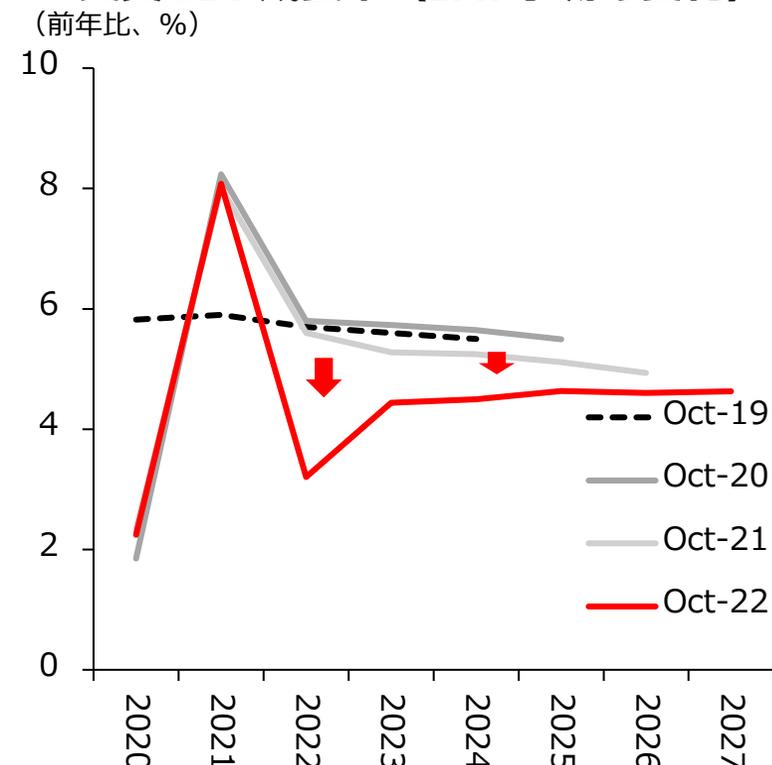
(出所) 中国国家统计局。直近：2022年11月

▽住宅向け融資の割合



(出所) 中国国家统计局。直近：2022年7-9月期

▽実質GDP成長率（IMF予測の変化）



(出所) IMF

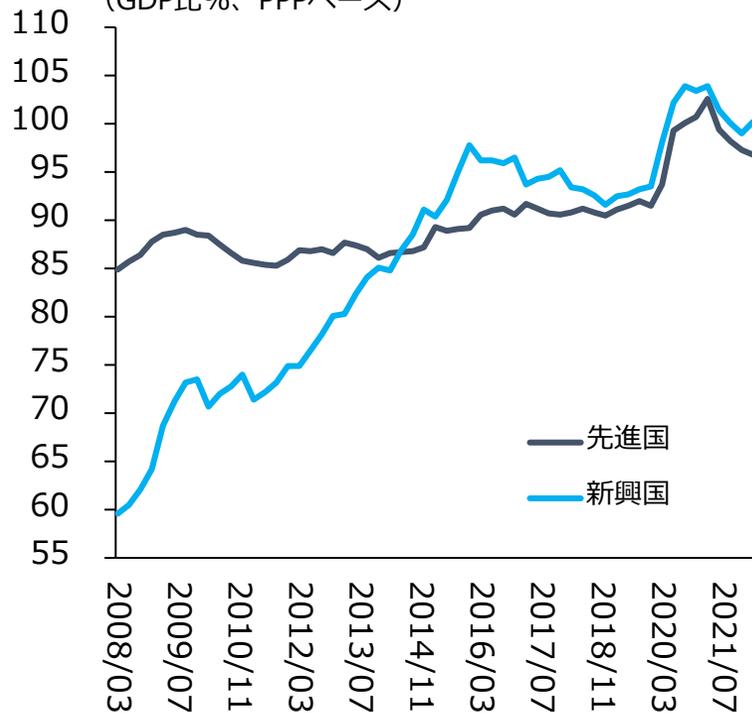
1-5. リスク要因（3）：企業債務への影響

高インフレの長期化がコロナ禍で延命された脆弱企業のデフォルトリスクを高める

- ▶ 新型コロナに対応する政府・中銀による支援策が企業のデフォルトリスクを低下させた反面、債務は記録的水準に膨張。
- ▶ その後もエネルギー・原材料価格の高騰や賃金の上昇が収益を圧迫。金融引き締めや景気後退懸念で資金調達環境は悪化。
- ▶ コスト高の長期化は企業の収益悪化を通じてデフォルトリスクを高め、コロナ禍で延命された企業の破綻増加をもたらす。

▽企業債務残高

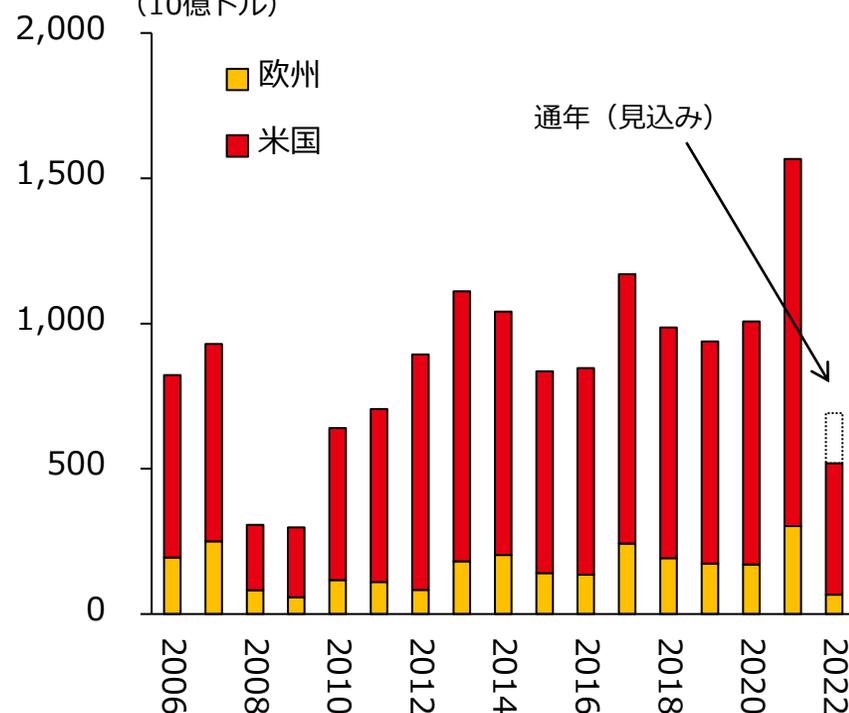
(GDP比%、PPPベース)



(注) 金融セクターは除く。BISの地域分類に基づく。
(出所) BISより丸紅経済研究所作成

▽米欧の低格付け企業の起債状況

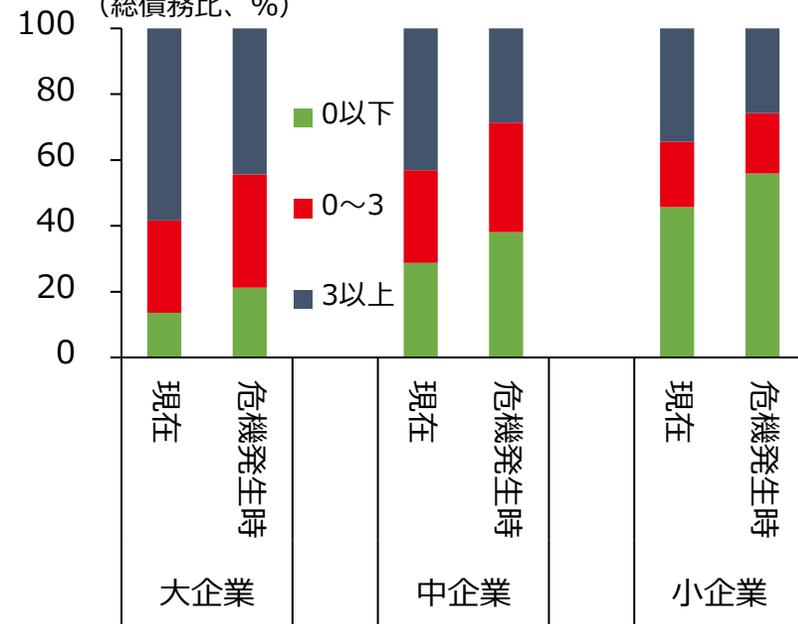
(10億ドル)



(注) 投資適格未満の企業の社債（ハイイールド債）とそれら企業への融資（レバレッジドローン）の合計発行額を記載。
(出所) IMF「国際金融安定性報告書」（2022年10月）

▽インタレスト・カバレッジ・レシオで分類した企業債務のシェア

(総債務比、%)



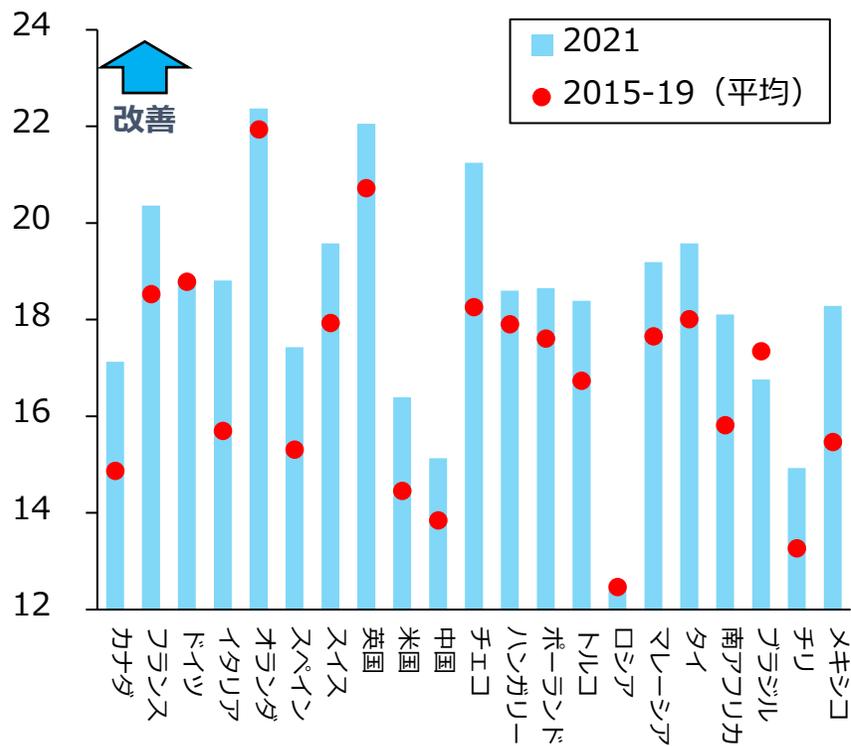
(注) インタレスト・カバレッジ・レシオは利息・税引前純利益を支払利息で割った指標。上図は2022年10月時点のIMFによる感応度分析の結果で、「危機発生時」は1970~80年代の高インフレを参考に試算されたもの。
(出所) IMF「国際金融安定性報告書」（2022年10月）

1-5. リスク要因（４）：銀行部門の健全性は向上

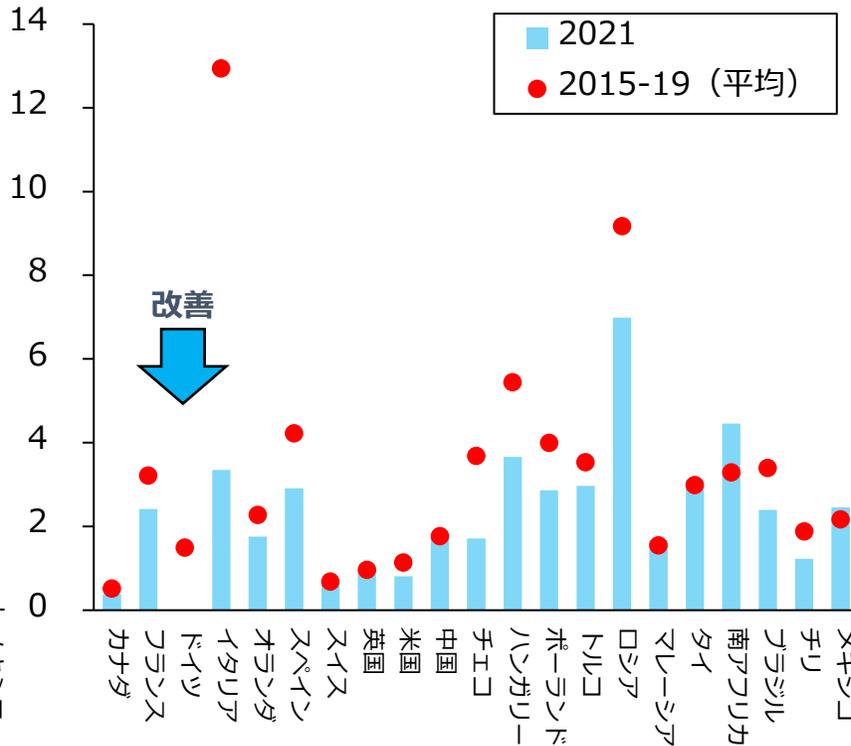
世界的な金融システム不安が発生する可能性は低いが、新興国の銀行の脆弱性は相対的に高い

➤ 銀行部門の財務健全性は過去10年間で軒並み向上。世界的な金融引き締めは銀行の金利収入にポジティブに作用する面もある。IMFのストレステストによると、銀行部門は大半の国で深刻なスタグフレーションにも耐えられる（＝損失を吸収可能な）自己資本を有しているが、新興国銀行の約3割は自己資本規制の下限（CET 1 比率4.5%）を割り込むとみられる。

▽銀行の自己資本比率（対リスクアセット）
（対リスクアセット、%）

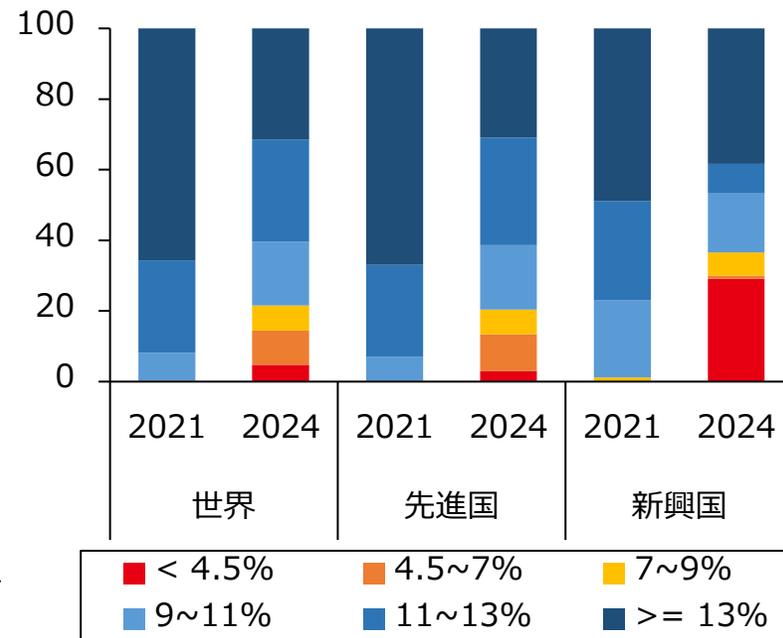


▽不良債権比率（対全貸出）
（対全貸出、%）



(注) ドイツの2021年のデータは未公表。
(出所) IMFより丸紅経済研究所作成

▽IMFによるストレステストの結果：
自己資本比率（注）で分類した銀行割合
（銀行の資産ベースのシェア、%）



(注) 自己資本比率はCET1（普通株式等Tier1）ベースで記載。
2022年10月公表のIMFのストレステストシナリオ（2023年にスタグフレーションに陥り、先進国・新興国とも成長率がマイナスに転落する想定）に基づく。
(出所) IMF「国際金融安定性報告書」（2022年10月）

1-6. 2023年の主な政治経済日程

G7は日本、G20はインド、APECは米国が議長国をそれぞれ担当

▽各国・地域

日程	地域	イベント
1/13~14	欧州・CIS	チェコ大統領選挙
1/21~27	アジア	春節（旧正月）休暇（中国他）
1月	アジア	通常国会召集（日本）
2/5	欧州・CIS	キプロス大統領選挙
2/24	欧州・CIS	ロシアのウクライナ侵攻開始から1年
2/25	アフリカ	ナイジェリア大統領・議会選挙
3/5	欧州・CIS	エストニア議会選挙
3/22~4/20	世界	ラマダン（断食月）
3月	アジア	全国人民代表大会（中国）
~3月	中南米	キューバ議会選挙
4/2	欧州・CIS	フィンランド議会選挙
4/9・23	アジア	統一地方選挙（日本）
5/6	欧州・CIS	チャールズ3世戴冠式（英国）
6/8	欧州・CIS	ギリシャ議会選挙
6/18	欧州・CIS	トルコ大統領・議会選挙
6/25	中南米	グアテマラ大統領・議会選挙
6/30	世界	LIBOR完全廃止
7/23	アジア	タイ総選挙
~8月	アジア	ミャンマー総選挙
9/8~10/28	欧州・CIS	ラグビーワールドカップ 2023（フランス）
10/23	欧州・CIS	スイス連邦選挙
10/29	中南米	アルゼンチン総選挙
10/29	欧州・CIS	ウクライナ議会選挙
10月	世界	第一次石油危機50周年
~11/11	アジア	パキスタン総選挙
秋頃	欧州・CIS	ポーランド議会選挙
~12/1	アジア	バングラデシュ総選挙
~12/10	欧州・CIS	スペイン総選挙
~12/31	アフリカ	コンゴ民主共和国（DRC）総選挙
12月頃	アジア	中央経済工作会議（中国）

（出所）各種発表および報道より丸紅経済研究所作成

▽国際会議・サミットなど

日程	地域	イベント
未定	世界	BRICS首脳会議（南アフリカ）
未定	世界	世界貿易機関（WTO）閣僚会議
未定（年2回）	アジア	東南アジア諸国連合（ASEAN）首脳会談（インドネシア）
未定	アジア	上海協力機構（SCO）首脳会議（インド）
1/16~20	世界	世界経済フォーラム年次総会（スイス・ダボス）
3/23~24	欧州・CIS	EU理事会会合（ベルギー）
3~4月頃	中南米	米州開発銀行（IDB）年次総会（パナマ）
4/14~16	世界	IMF・世界銀行春季会合（米国・ワシントンDC）
4月頃	アジア	ボアオ・アジア・フォーラム年次総会（中国）
5/2~5	アジア	アジア開発銀行（ADB）年次総会（韓国・仁川）
5/16~18	欧州・CIS	欧州復興開発銀行（EBRD）第30回年次総会（ウズベキスタン）
5/19~21	世界	G7首脳会議（G7サミット）（広島）
5/21~30	世界	世界保健機関（WHO）総会（スイス）
5/22~26	アフリカ	アフリカ開発銀行（AfDB）年次総会（エジプト）
6/5~16	世界	国際労働機関（ILO）総会（スイス）
6/29~30	欧州・CIS	EU理事会会合（ベルギー）
7/11~12	世界	北大西洋条約機構（NATO）首脳会談（リトアニア）
9/5~8	欧州・CIS	東方経済フォーラム（ロシア）
9/25~26	アジア	アジアインフラ投資銀行（AIIB）年次会合（エジプト）
9/9~10	世界	G20首脳会議（インド・ニューデリー）
9月	世界	第77回国連総会（米国）
10/13~15	世界	IMF・世界銀行秋季会合（モロッコ・マラケシュ）
10/26~27	欧州・CIS	EU理事会会合（ベルギー）
11/30~12/12	世界	第28回国連気候変動枠組み条約締約国会議（COP28）（UAE）
11月	アジア	アジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議（米国）
12月頃	アジア	日・ASEAN首脳会議（東京）

（注1）日程は調査時点（2022年11月末）での暫定。

（注2）日付に開始日がないもの（~**）は期間内で実施時期未定のイベント。

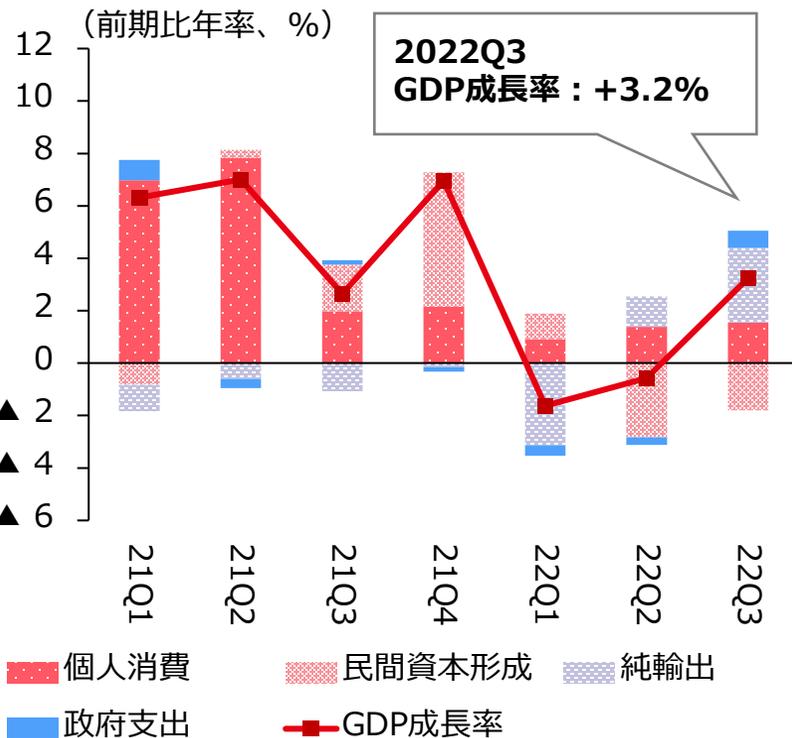
主要地域

2-1. 米国：主要経済指標

金融引き締め策の影響下で需要減退が進行。労働市場は底堅さを保つ

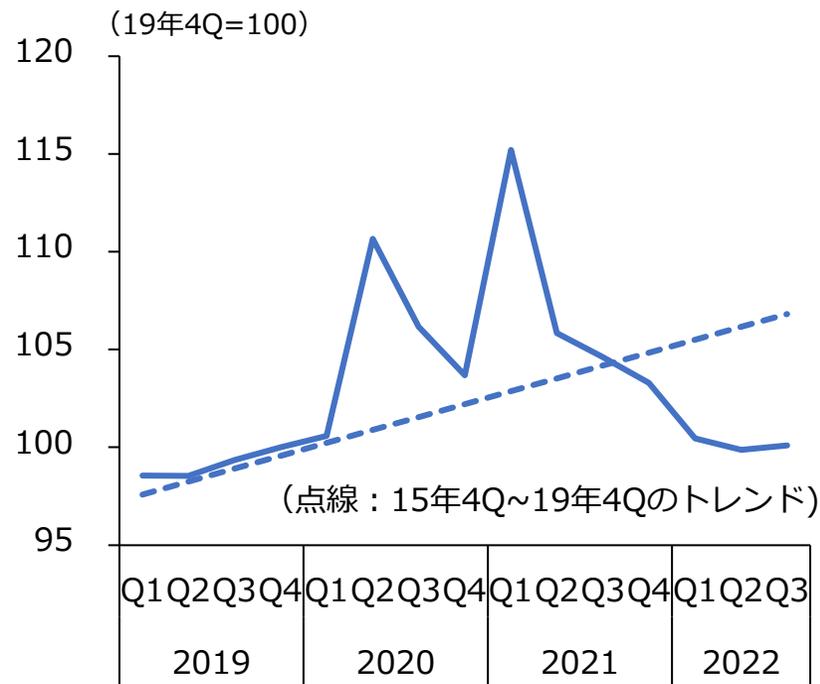
- 2022年上半期の実質国内総生産（GDP）は、住宅市場の減速や貿易赤字などによる下押しが響き、2四半期連続でマイナス成長を記録。7~9月期はプラス成長を記録も、今後は個人消費など内需を中心に減速が予想される。
- 賃金増などで名目所得は増加するも、インフレによる目減りで実質可処分所得（インフレ調整後）は過去のトレンドを下回る。
- 過去の景気後退局面に共通する失業率の上昇は未だ見られず。雇用情勢の変化は景気の失速感を一段と高める要因に。

▽実質GDP成長率



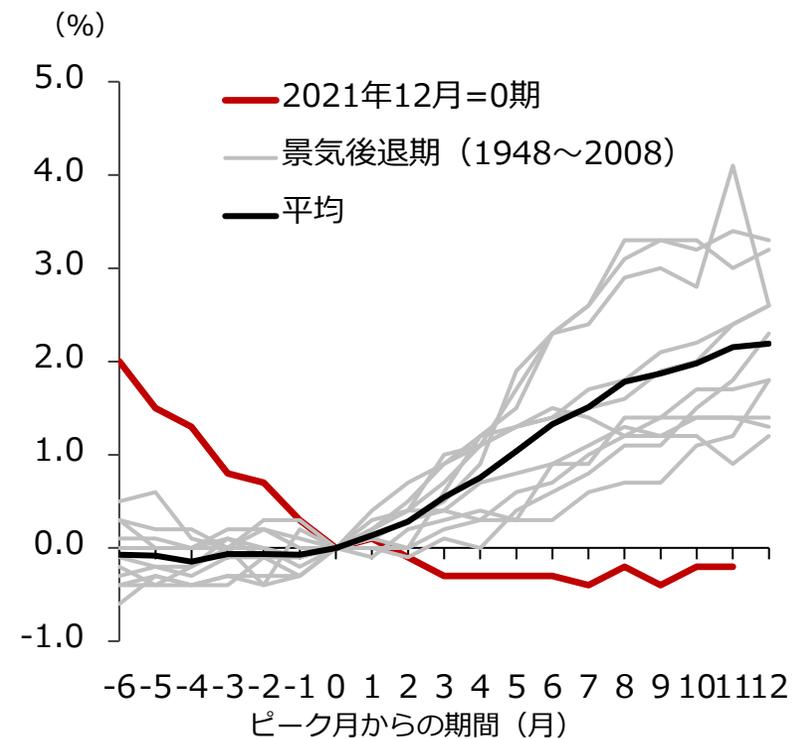
(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

▽実質可処分所得の推移



(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

▽過去の景気後退局面との比較：失業率



(注) 横軸の"0"が景気サイクルのピーク四半期 (月) を示す。
(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

2-2. 米国：インフレ動向

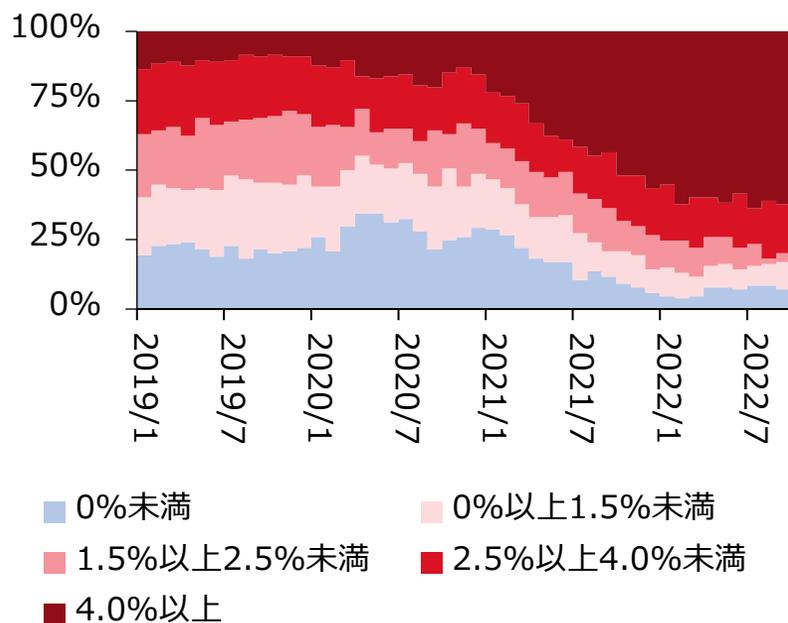
広範な品目で根強いインフレ基調が持続も、ピークアウトは目前に。2%への収れんは遠い

- 足元では物価指数（PCEデフレーター）の構成項目のうち半数以上が前年比4%超を記録するなど、未だ広範な品目で価格上昇が継続。エネルギーなど価格変動の激しい品目を集めた物価指数では既に上昇率は縮小、価格変動の頻度が少ない粘着的な品目の上昇率にも頭打ち感が出ているが、連銀（FED）の物価目標2%水準への収れんには一定の時間を要する見込み。
- ニューヨーク連銀の消費者期待調査によると、1年先期待インフレ率、3年先期待インフレ率はいずれも縮小傾向に。

▽広範な品目で物価上昇が発生

価格変動率（前年比、%）による

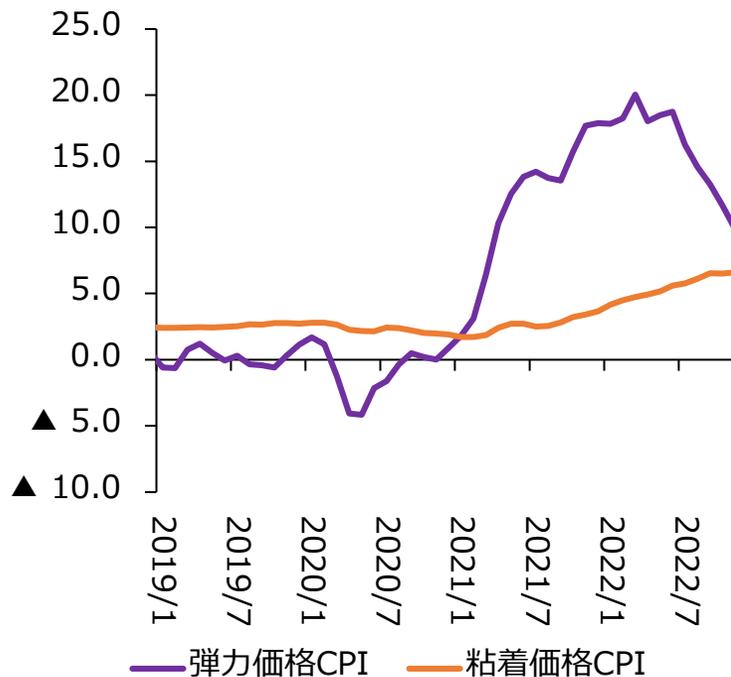
PCE構成品の分類



(注) 154の中品目を分母として割合を算出。
(出所) 米労働省より丸紅経済研究所作成

▽粘着的な物価指数が頭打ちに

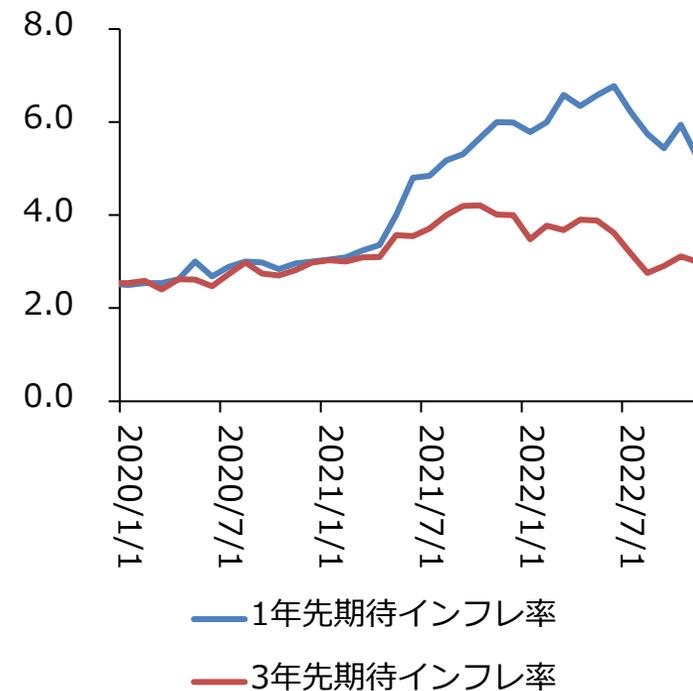
(前年比、%)



(注) 弾力価格CPI：傾向的に価格変動の頻度が低い品目で構成された指数
粘着価格CPI：傾向的に価格変動の頻度が高い品目で構成された指数
(出所) アトランタ連邦準備銀行より丸紅経済研究所作成

▽インフレ期待は縮小傾向

(%)



(注) 154の中品目を分母として割合を算出。
(出所) NY連邦準備銀行より丸紅経済研究所作成

2-3. 米国：注目点

中間選挙を経て連邦議会は「分割政府」に。早くも2024年大統領選に向けた動きが加速

注目点

現状／展望

中間選挙後の連邦議会運営

- **米連邦議会は「分割政府」状態に**：上院では民主党が1議席積み増し、51-49で上院与党を維持した一方、下院では213-222で共和党が多数派を奪還し、**大統領の所属政党と上下院の多数派が異なる「分割政府」状態に**。2023年1月3日より2年間続く第118議会では、超党派での政策調整が不可欠となり、予算・法案に関する審議の停滞が予想される。共和党は下院の行政監視機能を通じて公聴会・特別委員会を設置し、アフガニスタンからの米軍撤退、南方国境政策、大統領の息子とウクライナ企業との関係について政権への追求姿勢を強める見通し。
- **債務上限問題**：連邦政府の債務上限である約31.4兆ドルに対し、2022年11月時点での債務残高は約31.3兆ドルと、上限まで400億ドルを割り込む状態に。来年には上限に達する公算が大きく、**米政府の資金が枯渇するまでに議会が債務上限の引き上げや上限の適用一時停止などの措置に合意できなければ、最悪の場合は米国債が債務不履行に陥る恐れも**。

2024年大統領選挙に向けた動き

- **民主党**：**バイデン大統領は再出馬の意欲を示し、「判断するのは来年の早い時期だ」と表明**。大統領が再出馬しない場合、カマラ・ハリス副大統領、ピート・ブティジェッジ運輸長官、ミシガン州のグレッチェン・ホイットマー知事らが有力と目される。
- **共和党**：**ドナルド・トランプ前大統領は既に出馬の意向を表明**。党内の予備選挙における対抗馬の最右翼と目されるのは、激戦地と分類されるフロリダ州の知事選で大勝を収めたロン・デサンティス知事。その他、マイク・ペンス前副大統領ら複数の候補が取り沙汰される。

外交・安全保障政策

- **対中政策**：米政府が公表する「国家安全保障戦略」では、**中国を「国際秩序を再構築する意図と、それを実現する経済・外交・技術力を併せ持つ唯一の競争相手」と位置付け、対抗姿勢を明記**。先端技術の流出や知的財産権侵害、人権問題など争点は多岐に亘る。下院では、共和党主導で新たに「中国特別委員会」が設置され、政府の対中政策や企業による対中投資への監視が強化される見通し。議会の強硬姿勢を反映する形で、対中政策が先鋭化するとの見方もある。
- **対ウクライナ支援**：共和党内では一部で対ウクライナ支援に関して説明責任を求める声も。
- **APEC**：2023年11月に米国を議長国として「アジア太平洋経済協力会議（APEC）」を開催予定。2022年2月に公表された米国の「インド太平洋戦略」において1つの柱と位置付けられる「**インド太平洋経済枠組み（IPEF）**」の交渉妥結に向けて進展があるか、注目される。

エネルギー政策・ 気候変動対策

- **インフレ削減法**：2022年8月に成立した「インフレ削減法」では、エネルギー安全保障・気候変動対策向けに10年間で3690億ドルが歳出予算に組み込まれた。再生可能エネルギーに係る生産・投資、クリーン水素生産、個人のエコカー・エコ住宅購入などに対する税控除、メタンへの過料制度の導入などが見込まれる。ただし、共和党により一部の予算執行が制限される可能性も。
- **FRBの気候変動プログラム**：米連邦準備制度理事会（FRB）は「試験的気候シナリオ分析エクササイズ」と呼ばれるプログラムを2023年中に実施し、大手金融機関6行が参加する。様々な気候シナリオに対する金融機関の耐性を評価し、監督当局と企業が気候変動に対する金融リスクを測定管理する能力を高めることが目的とされる。

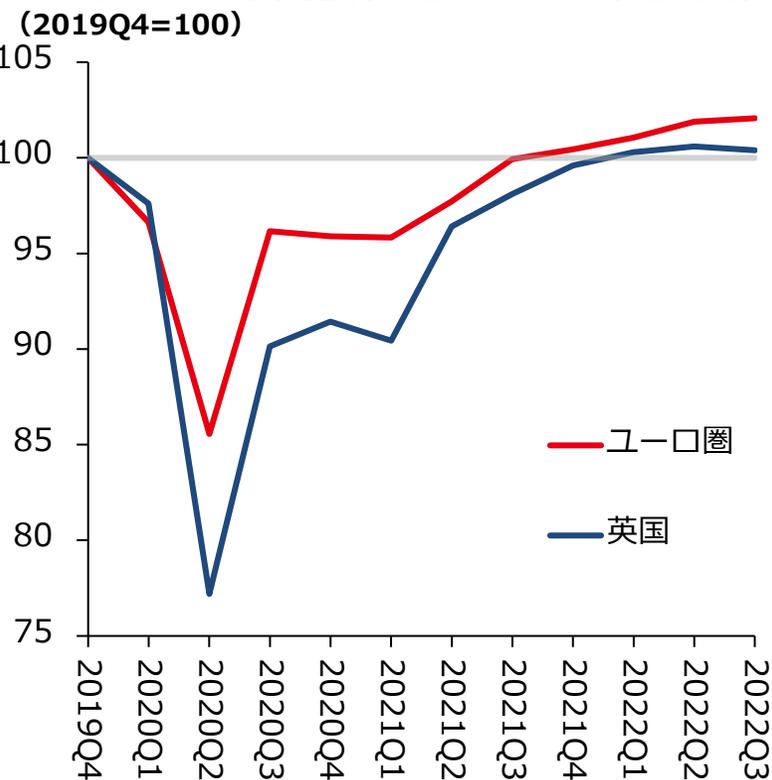
(出所) 各種報道等を参考に丸紅経済研究所作成

3-1. 欧州：主要経済指標

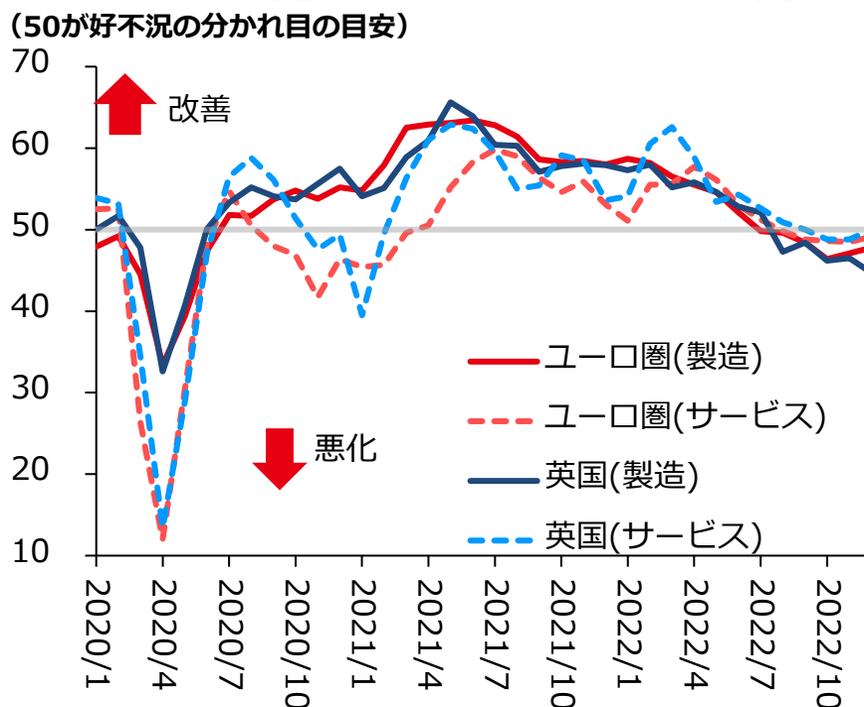
コロナ禍の経済活動再開による需要回復は一巡。一転、2023年は「浅く短い」景気後退入りか

- ▶ ユーロ圏と英国の実質GDPはコロナ禍前の水準を2021年に回復した後、2022年に成長が再び減速。記録的な物価高が重しに。
- ▶ 製造業・サービス業いずれも景況感は悪化傾向。高インフレとそれに伴う急速な金融引き締め等により内需・外需ともに減速。
- ▶ 消費者マインドは大幅に悪化しており、個人消費の低迷長期化の懸念が強い。2023年前半にかけて英国やドイツを中心に景気後退（実質GDPが2四半期連続縮小）入りへ。ただし、過去の景気後退局面のような景気の深い落ち込みにはならない見込み。

▽実質GDPの回復軌道（ユーロ圏／英国）



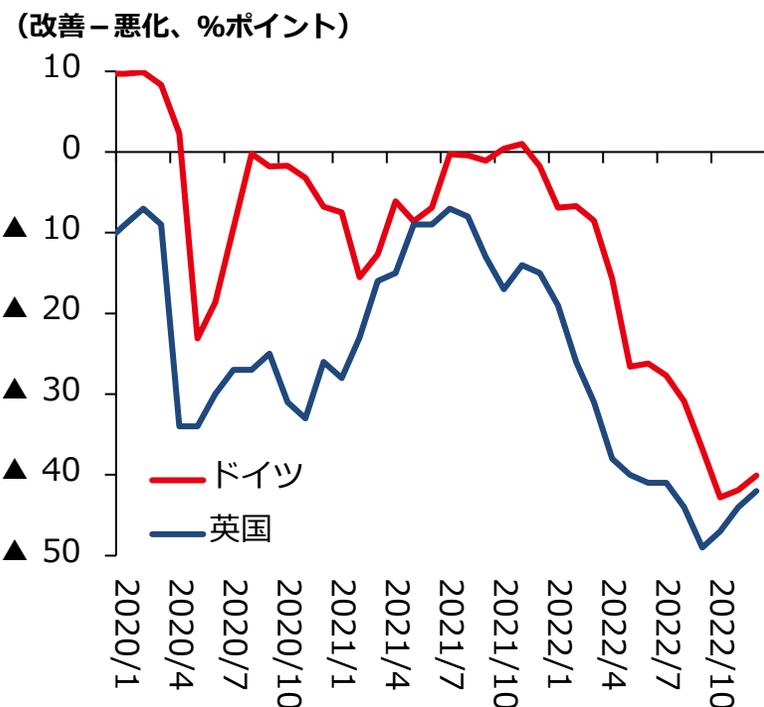
▽企業景況感（PMI、ユーロ圏／英国）



(注) 企業の購買担当者に当該月の業況を前月と比較して改善・横ばい・悪化の三択で回答してもらい、回答結果を指数化したもの。データは2022年12月まで。同月は速報値。

(出所) Refinitiv

▽消費者信頼感指数（ドイツ／英国）



(注) 家計の経済状況や国全体の経済状況を1年前と比較した場合と1年後の予測などに関して改善・横ばい・悪化などで回答。データは2022年12月まで。

(出所) GfKより丸紅経済研究所作成

(出所) 欧州委員会、英国立統計局

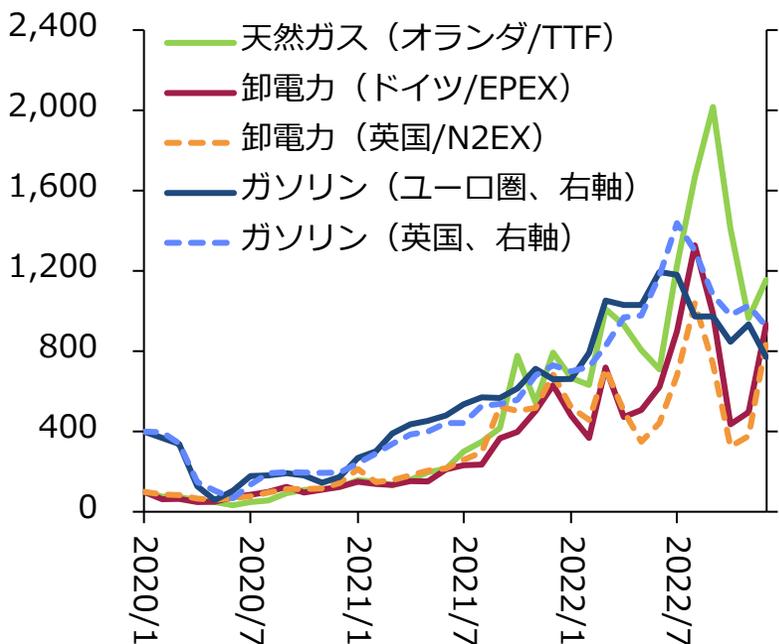
3-2. 欧州：エネルギー価格とインフレ動向

インフレ率は近くピークアウトするが、2023年中も中銀目標の大幅超えが続く可能性

- ▶ 昨年から続くエネルギー価格高騰がインフレを牽引。足元では食品やそれ以外の広範囲の財・サービスでもインフレが顕著。
- ▶ 欧州中銀（ECB）と英中銀（BOE）は12月の会合で政策金利の引き上げ（利上げ）幅を0.75%から0.50%に縮小させたが、労働需給の逼迫などに伴うインフレ圧力に引き続き警戒する姿勢も見せた。今後インフレ率は光熱費引き上げ凍結や景気悪化によりピークアウトするが、2023年末時点でも2%を大きく上回る見込みで、少なくとも年前半は利上げが続く可能性がある。

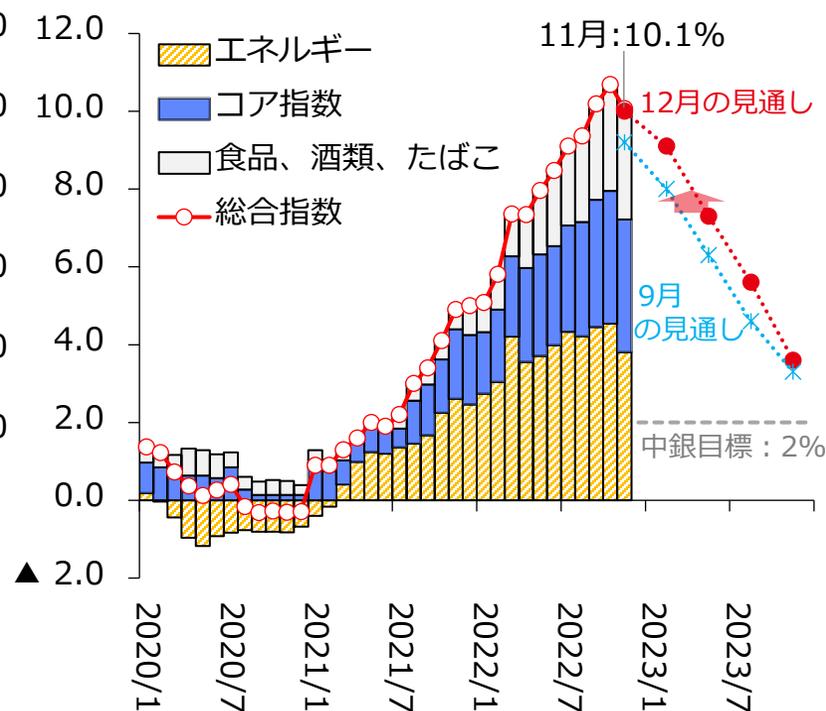
▽エネルギー価格（ユーロ圏／英国）

(2020/1=100で指数化)



▽消費者物価上昇率（ユーロ圏）

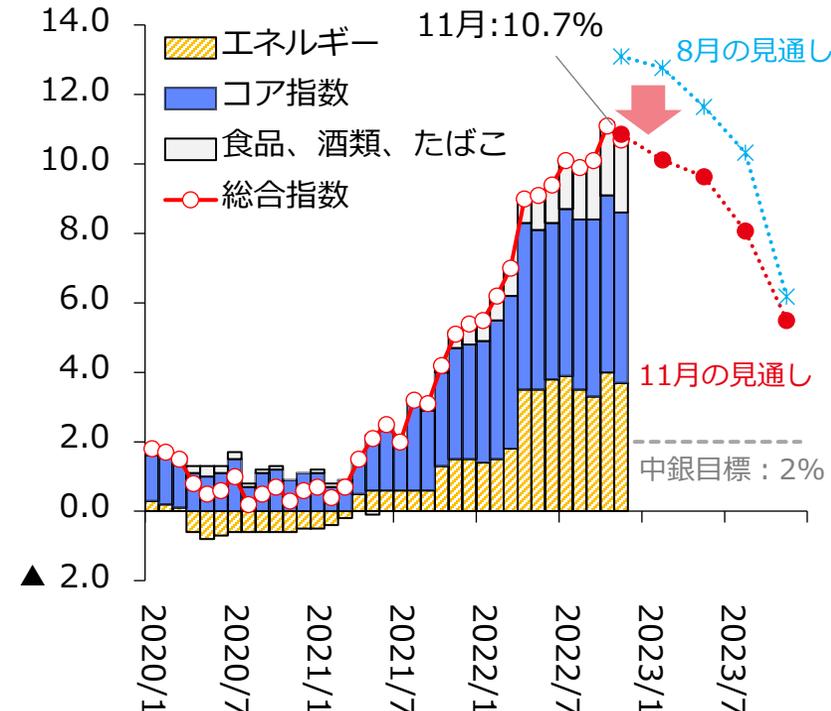
(同左) (前年比%、寄与度%ポイント)



(注) 物価見通しは欧州中銀（ECB）の2022年9月と12月時点。
(出所) 欧州委員会、ECBより丸紅経済研究所作成

▽消費者物価上昇率（英国）

(前年比%、寄与度%ポイント)



(注) 物価見通しは英中銀（BOE）の2022年8月と11月時点。
(出所) 英国国立統計局、BOEより丸紅経済研究所作成

(注) 天然ガスとガソリンは各月第1週目の価格。卸電力は月初のスポット価格（ベースロード）。元の単位は天然ガスと電力がユーロ/MWh、ガソリンは現地通貨。2022年12月まで。
(出所) Refinitiv, CEIC

3-3. 欧州：南欧の財政懸念

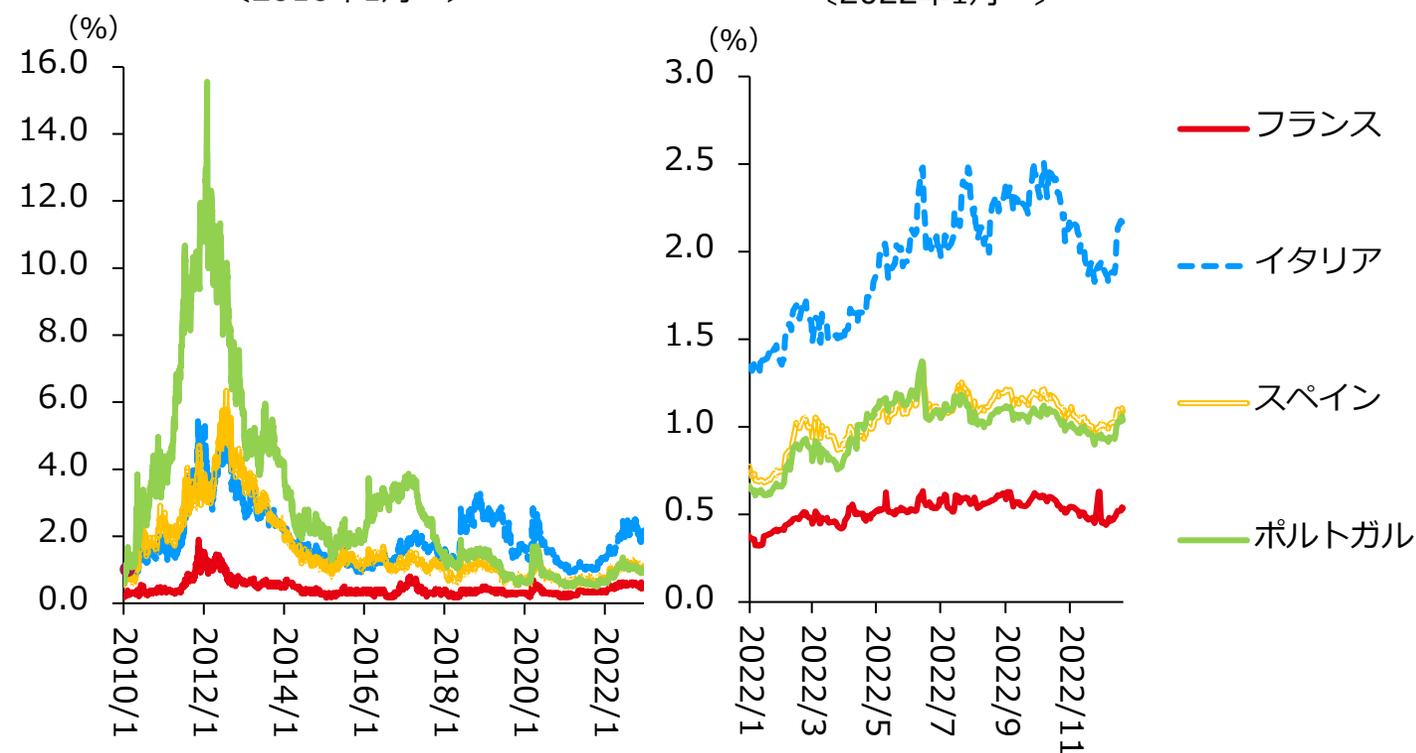
メローニ政権は財政赤字の拡大を計画するも、EUとの全面対立は回避へ

➤ 政府債務残高がGDP比150%超にのぼるイタリアは国債の信用リスクが意識されやすく、2022年春以降はECBの金融引き締めや親EUのドラギ政権崩壊を受けて国債利回りの対ドイツ・スプレッドが急上昇。10月以降は同月に発足した右派・メローニ政権が財政運営方針を巡るEUとの対立を避ける姿勢を強調したことなど受け、スプレッドがやや縮小。イタリアの財政状況に関する過度な懸念はひとまず後退した形だが、2023年3月に始まる量的引き締めがスプレッド拡大につながるリスクに注意。

▽欧州主要国の長期金利（対ドイツ利回り格差）

〔2010年1月～〕

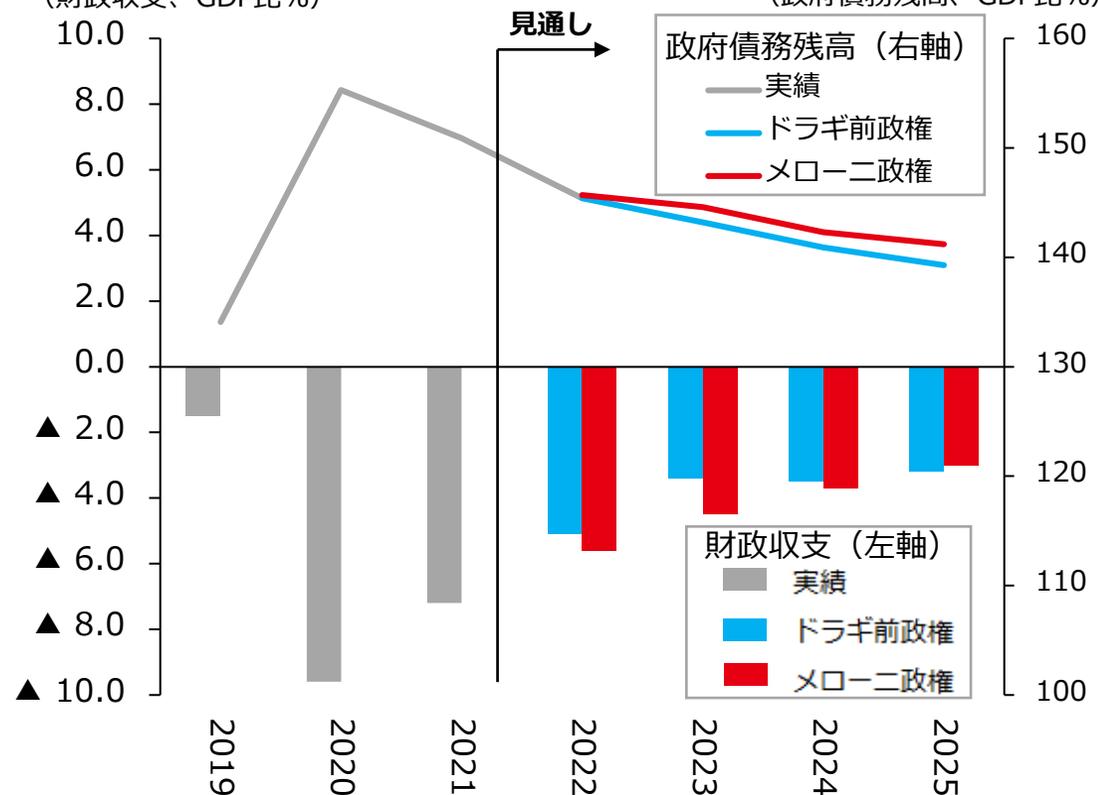
〔2022年1月～〕



▽イタリアの財政見通し

（財政収支、GDP比%）

（政府債務残高、GDP比%）



（出所）欧州委員会、イタリア経済財政省、IMFより丸紅経済研究所作成

（注）長期金利は10年債利回り。データは2022年12月21日時点。

（出所）Refinitiv

3-4. 欧州：2023年の経済・産業に関する主な注目ポイント

エネルギー転換は着々と進むも、「脱ロシア依存」と「脱中国依存」の両立が課題に

ポイント	想定されるシナリオ／予定	ポイント	想定されるシナリオ／予定
天然ガス不足 対策の常態化	ロシア産天然ガスの供給減を受けてEU域内のガス不足懸念が浮上したが、冬場のガス供給途絶は回避できる可能性が高い。ただし、 ガス不足対策は2023年も継続 。電力・ガス消費削減（省エネ）の取り組みが常態化する可能性。また、LNG調達拡大の動きが続き、浮体式貯蔵再ガス化設備（FSRU）が続々と稼働を開始。 世界のLNG市場は当面需給ひっ迫が継続 。	EUの 脱炭素以外の 政策面の動向	<ul style="list-style-type: none"> 重要原材料法案を欧州委が提案：原材料の域内供給強化（Q1） デジタルユーロ導入に関する法案を欧州委が提案（Q2） 新しい所得課税枠組み（BEFIT）に関する法案を欧州委が提案：域内共通の課税標準の計算方法を導入（Q3） 人権・環境デューディリジェンスの義務化指令案を年内に採択
石炭火力・原発 の利用拡大/ 脱炭素投資の加速	電力需給ひっ迫に伴い、目先数年間は石炭火力の利用拡大の流れが継続。ただし、 化石燃料への回帰の動きは短期的措置であり、中長期で見れば脱炭素の動きは不可逆 。原発を推進する国も。EUの積極的な補助金政策によるグリーン投資拡大（再エネ、水素・アンモニア等）の動きも要注視。恒久的なガスインフラ（パイプラインやLNG受入基地）についても、民間の投資意欲に不透明感がありEUは公的資金の活用を計画。	脱ロシアの加速/ 中国依存が課題に	エネルギーの脱ロシア依存が加速する一方、それに必要な技術に関しては中国依存が引き続き課題（例：太陽光パネル、風力タービン、バッテリー）。ドイツ政府の委託調査によると、中国が主要な供給元である重要原材料は46項目中23に及ぶ。
EUの電力・ガス 市場改革	天然ガス調達価格と卸電力市場価格のデカップリング などを目的に欧州委が電力市場改革案を公表（Q1）。 TTF天然ガス価格の上限設定（2月～） や、新しい価格指標の導入も準備中。	欧州経済の悪化/ 利上げの打ち止め	2023年前半にかけて英国・ドイツを中心に景気後退入りへ。消費者物価上昇率は近くピークアウトするものの、 2023年末時点でも2%を大きく上回る見込みであることから、少なくとも前半まで利上げ継続の可能性も 。
EUの 脱炭素関連の 政策面の動向	<ul style="list-style-type: none"> 炭素国境調整メカニズムの導入開始（10月～。2026年までは対象輸入品に体化された炭素量の報告義務のみ） 排出量取引（ETS）の海運・道路輸送、建物への適用拡大を開始（段階的に適用し、数年後に新ETSに移行） 国際貨物旅客輸送のグリーン化の法案を欧州委が提案：鉄道輸送の拡大など（Q2） 欧州水素銀行の設置に関する法案を欧州委が提案：グリーン水素の購入保証や市場構築支援等（Q3） 企業のICE車の取り扱いに関する法案を欧州委が提案：ICE車のリース事業等に対する規制強化（Q3） 	EUの財政規律 ルールの柔軟化	域内共通の財政規律改革が本格化。22年11月に欧州委が規律柔軟化の方針を示したほか、債務残高GDP比が150%を超えるイタリアのメローニ政権が規律遵守に前向きな姿勢を示したことで、 短期的に見れば南欧の債務リスクに対する市場の懸念は後退 。中長期での債務削減を重視する欧州委の規律改正案はグリーン等への投資を阻害しない一方、 政権交代が頻発するイタリア等で財政健全化の道筋と計画履行に不透明感が残り、問題が先送りになるだけとの懸念も 。
		南欧の選挙	スペイン総選挙（5月）：現状、野党勢力が支持率でやや優勢。ギリシャ総選挙（～7月）：与党・中道右派政党の支持率は安定しているものの、単独過半数の維持に不透明感も。
		リスキング/ アップスキリング	EUは2023年を「スキルの年」と掲げている。2030年までに全ての成人の80%の基本的なデジタル・スキル習得を目指す。

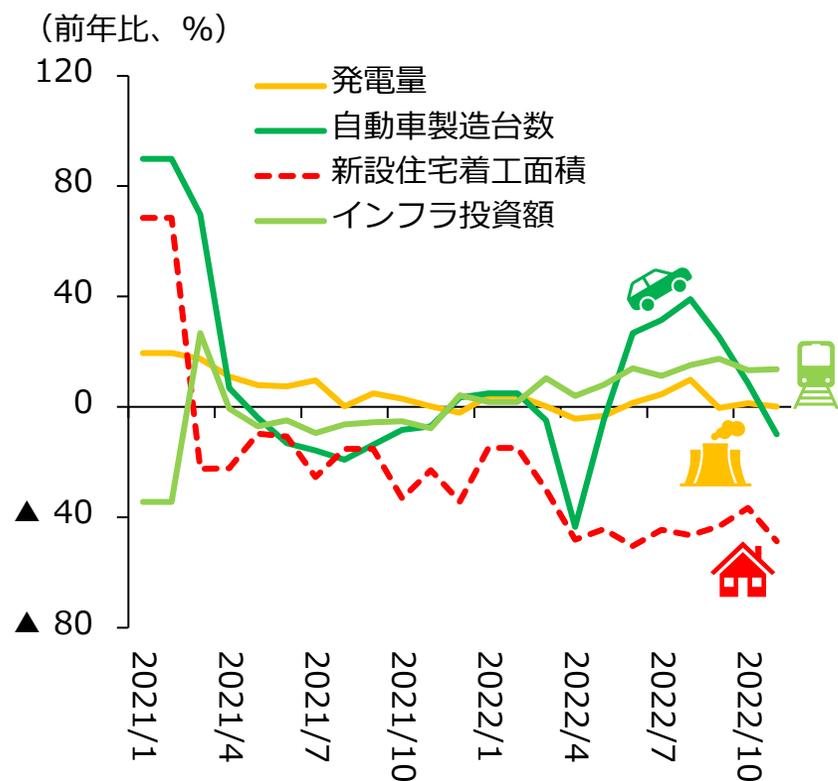
（出所）欧州委員会、各種報道等を参考に丸紅経済研究所作成

4-1. 中国：主要経済指標

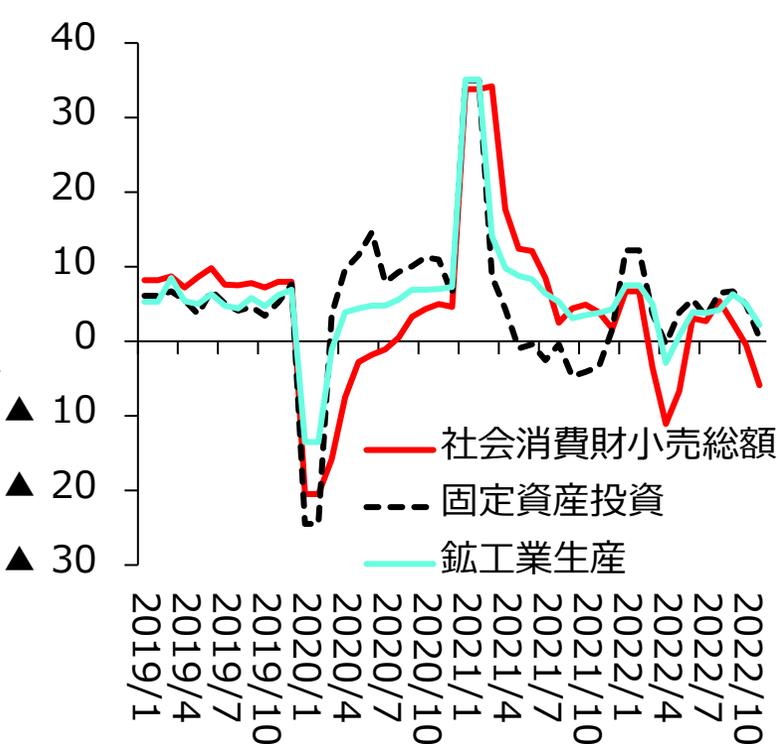
景気は持ち直すも力強さ欠く

- 厳格なゼロコロナ政策や住宅市場の低迷を受け、2022年は+3%強と政府目標（+5.5%程度）大幅未達の見込み。
- 足元、ほぼ3年に及ぶゼロコロナ政策はついに大幅緩和される方向へ。住宅バブル抑制策は続くが、諸支援策が下支えとなり、2023～2024年は+4%半ば程度へと持ち直すも力強さを欠く予想。

▽主要経済指標

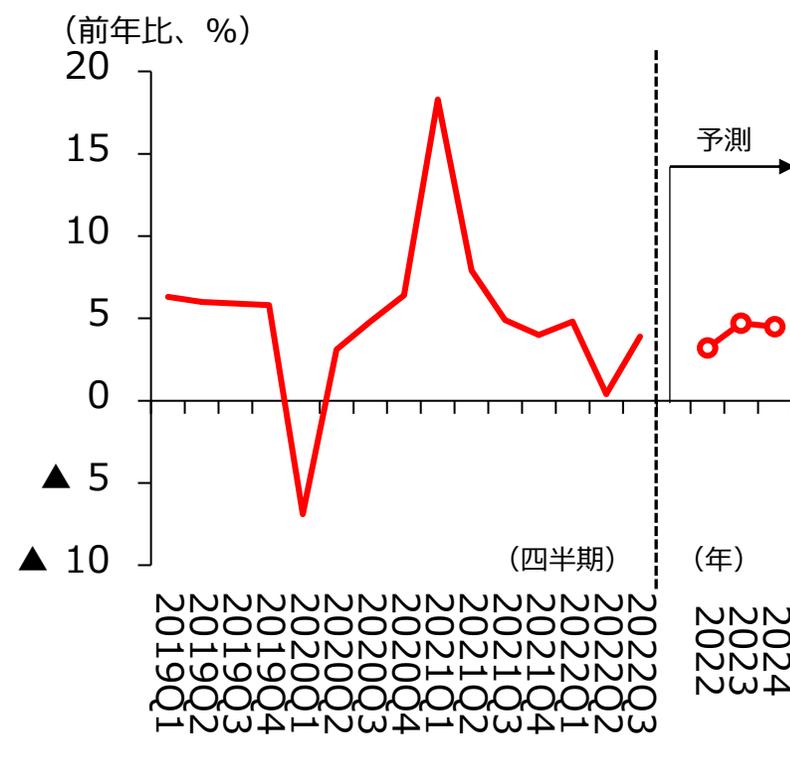


(前年比、%)



(出所) 中国国家统计局。直近：2022年11月

▽実質GDP成長率



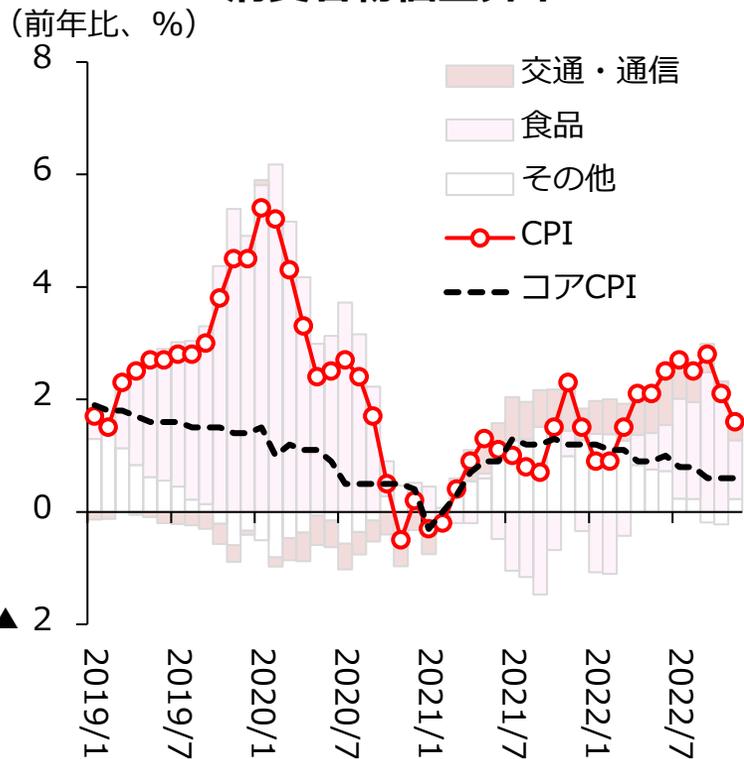
(出所) 中国国家统计局。予測：丸紅経済研究所

4-2. 中国：インフレ動向と金融政策

物価上昇が比較的緩やか。根強い資本流出懸念が追加緩和の足かせ

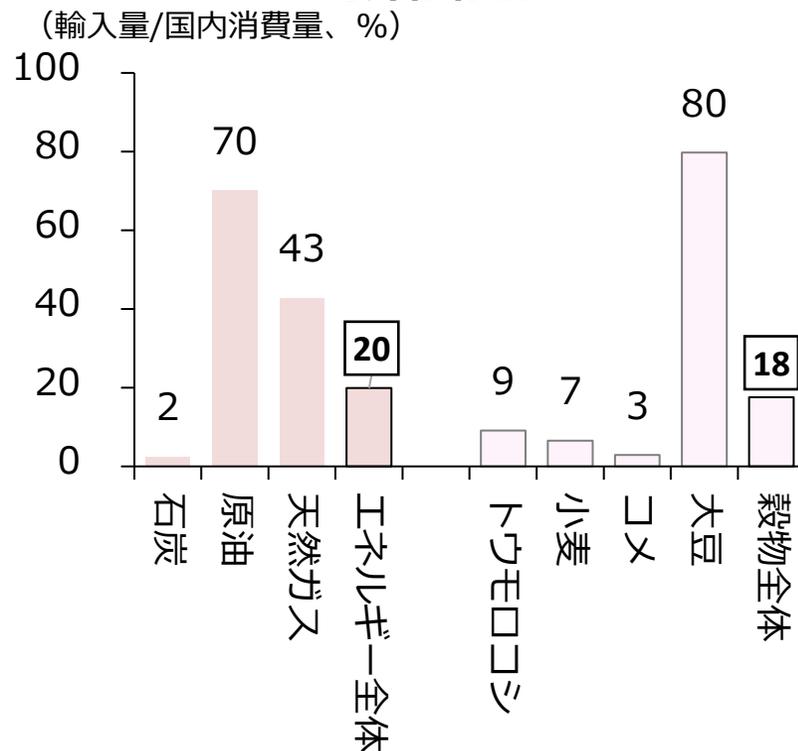
- 物価上昇は比較的緩やか。資源・食料品の対外依存度の低さ、国内資源増産、製造コスト増の消費財転嫁の難しさが影響。
- 景気を下支えするため、2021年央から断続的な金融緩和を実施。物価上昇が限定的なことからさらなる金融緩和による景気刺激への期待もあるが、米欧の金融引き締め加速を背景に資本流出の懸念が根強く、緩和余地は限定的か。

▽消費者物価上昇率



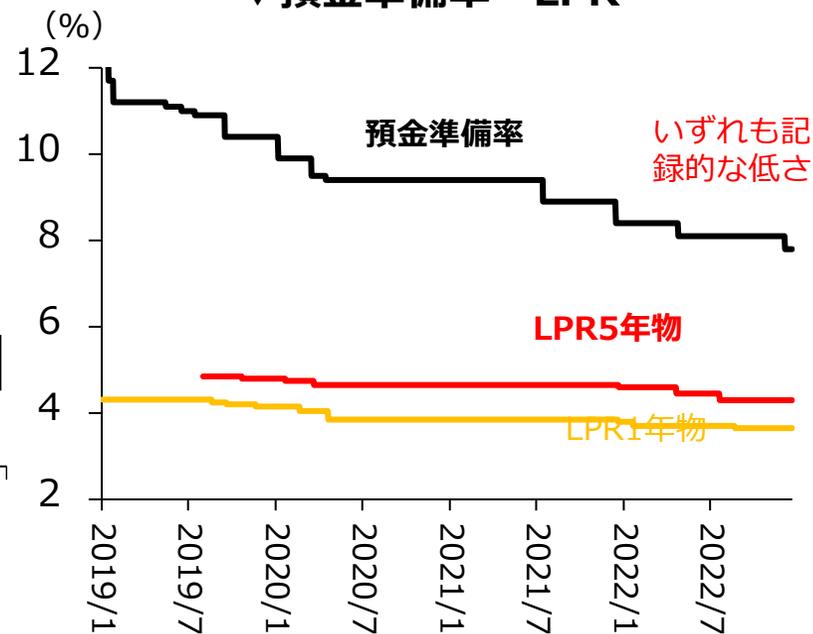
(出所) 中国国家统计局。直近：11月

▽対外依存度



(出所) 中国公式統計、WIND。資源：20年・標準石炭換算、穀物：21年・数量ベース

▽預金準備率・LPR



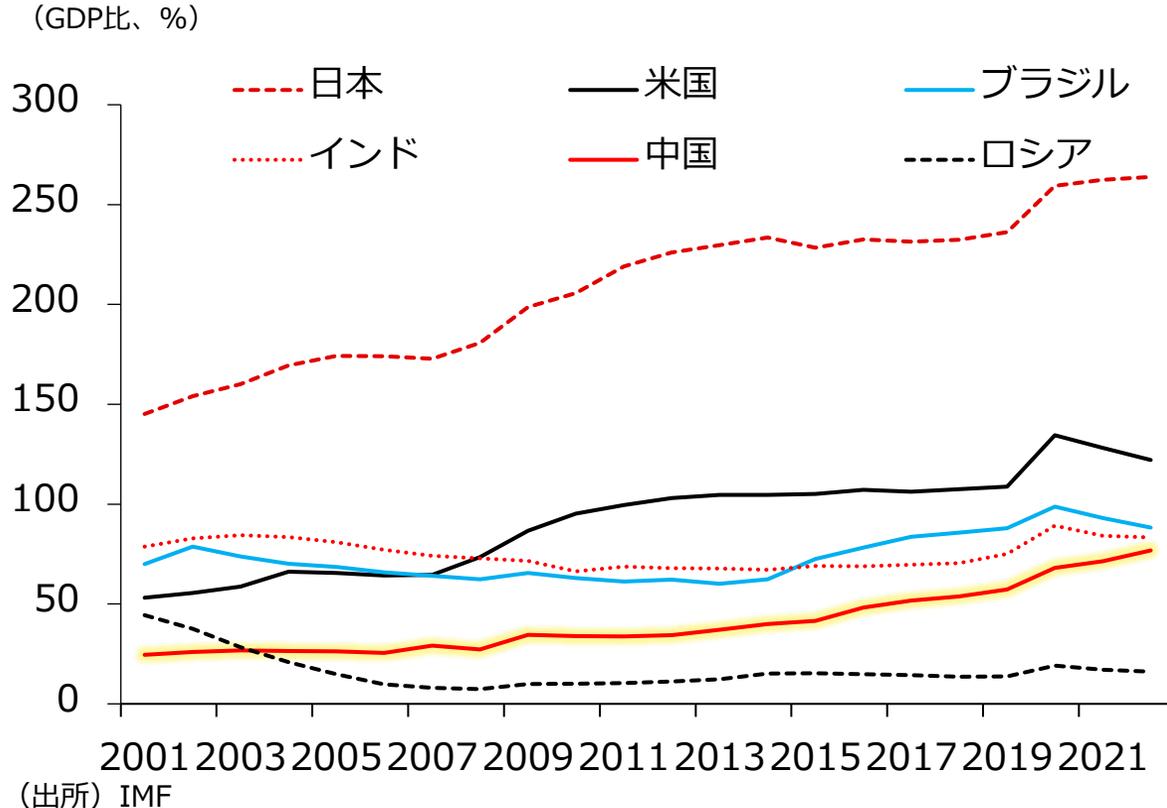
(注) 預金準備率：預金保全を目的に市中銀行が預金の一定割合を中央銀行に預け入れる比率。LPR：最優遇貸出金利、商業銀行が優良顧客向け貸出に用いる金利
(出所) 中国人民銀行。直近：2022年12月

4-3. 中国：金融・財政政策

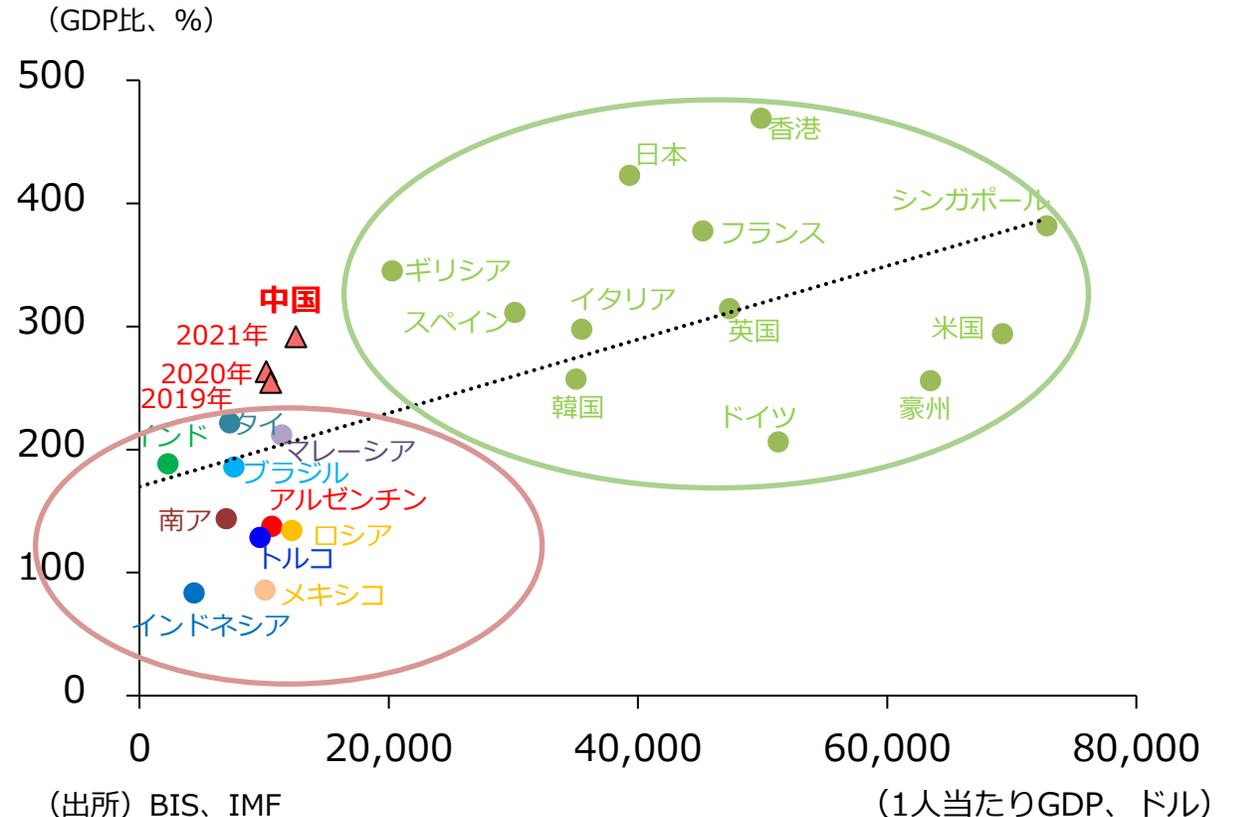
大規模な景気刺激策を講じないスタンス

- コロナ禍以来中国政府は、大規模な財政・金融措置を取っておらず、流動的な感染状況も景気対策の足かせに。
- 財政余力：財政規律を重視するものの、現役世代の減少に伴う税収減に加え、団塊世代の退職が財政を圧迫する傾向。
- 金融持続性：民間向け信用規模は新興国では突出。融資残高は銀行貸出を中心に再び膨張。

▽政府債務残高



▽民間非金融法人部門に対する信用残高 (2021年)



4-4. 中国：注目点

習総書記が3期目突入。「内憂外患」の船出か

- 習総書記率いる新たな党指導部は、「中国式現代化」の誇示や対外強硬派の重用が目立ち、西側との対立が強まる懸念も。
- 経済面では経済発展を最優先するとし、党大会後にはゼロコロナ政策を大幅緩和。住宅部門へのテコ入れも急ぐ。
- 他方、外資を中心に格差是正策（大企業の負担増など）やデータ規制を警戒する声も。

▽今後5年間で内政外交政策の方向性（党大会報告）

目 標	<ul style="list-style-type: none"> 党の最大の目標は「21世紀半ばまでの強国入り」：2035年まで中進国入り、2050年まで先進国入りの2段階に。今後5年間は、同目標に向けた重要なキックオフ期
経 済	<ul style="list-style-type: none"> 経済発展重視。改革開放や市場化を継続 （米中対立を念頭に）先端技術での自立や高度人材の育成を急ぐ エネルギー総量規制からカーボン排出総量規制へ ゼロコロナ政策：維持。住宅バブル抑制策：維持。共同富裕（格差是正策）：推進
政 治	<ul style="list-style-type: none"> マルクス主義の中国化に自信を強める 中国式現代化（中国独自の発展モデル）を前面に出しイデオロギー色を強化 国家安全保障能力の増強。政権・制度・イデオロギー安全を死守
外 交	<ul style="list-style-type: none"> 全方位外交を維持し、国際影響力を拡大 一帯一路の高度化 グローバルガバナンスの改革と構築を積極的に関与
台 湾	<ul style="list-style-type: none"> 中華民族の偉大な復興のラストピース 台湾との統一は中国人が自分達で決める。武力行使は独立勢力や外部勢力に限定する手段（表現自体は従来よく使われていたものだが、党大会の場での言及は初）

（出所）第20期党大会開幕式における活動報告（2022年10月）より作成

▽党大会報告書：初言及の表現に留意

代表的な表現		第19期	第20期
経済	発展	232	239
	創新	59	55
	改革	70	51
	共同富裕	6	8
	自立	0	6
	個人情報保護	0	1
政治	国家安全	18	29
	イデオロギー	8	10
	中国式	0	11
外交	影響力	4	7
	一帯一路	5	2
台湾	中華民族の偉大な復興	27	16
	台湾	9	13
	外部勢力	0	4
	武力行使	0	1

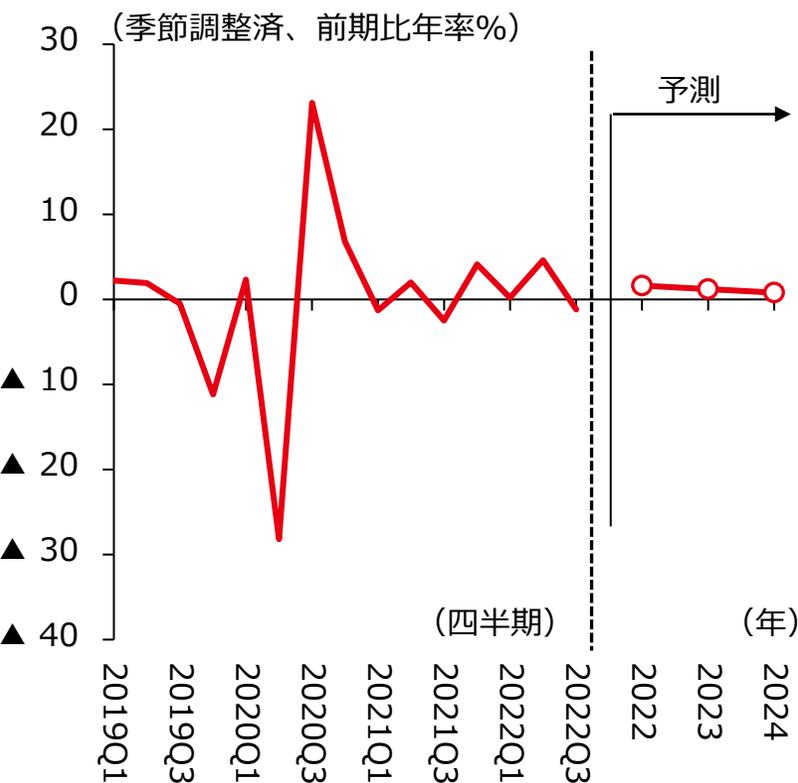
（出所）第19期党大会報告、第20期党大会報告（プレゼン版ではなく全文）より作成。いずれも3.2万字程度

5-1. 日本：主要経済指標

外需は弱含むものの、内需を中心に回復が続く見通し

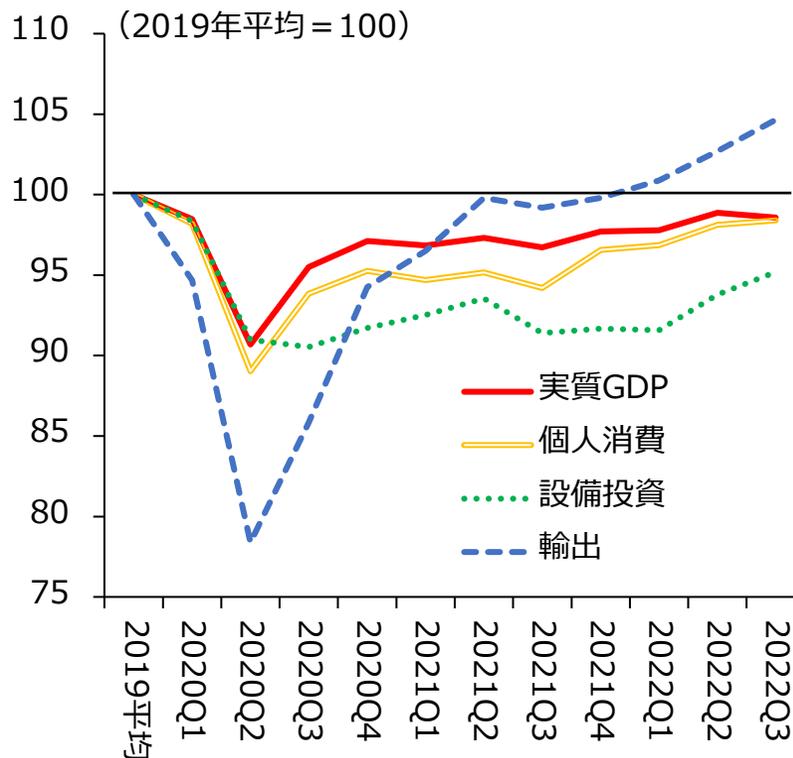
- ▶ 海外経済の減速により輸出は弱含むものの、経済活動の正常化に伴い個人消費や設備投資などの内需の回復が続く見通し。
- ▶ 製造業は、供給制約の緩和や円安が輸出の追い風となる一方、海外経済の減速やコスト高による収益圧迫が下押し要因。
- ▶ サービス業は、全国旅行支援や水際対策の大幅緩和などにより回復が見込まれる一方、感染再拡大などの下振れリスクも。

▽実質GDP



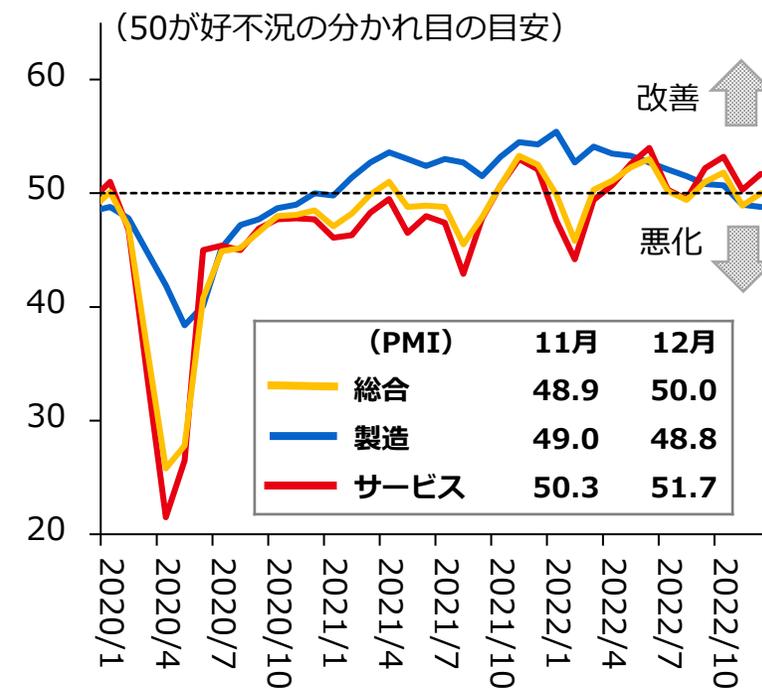
(出所) 内閣府 (予測：丸紅経済研究所) より作成

▽主な需要項目の回復ペース



(出所) 内閣府より丸紅経済研究所作成

▽企業景況感 (PMI)



企業の購買担当が当該月の業況を前月と比較し改善・横ばい・悪化の3択で回答。結果を指数化したもの。

(出所) IHS Markitより丸紅経済研究所作成

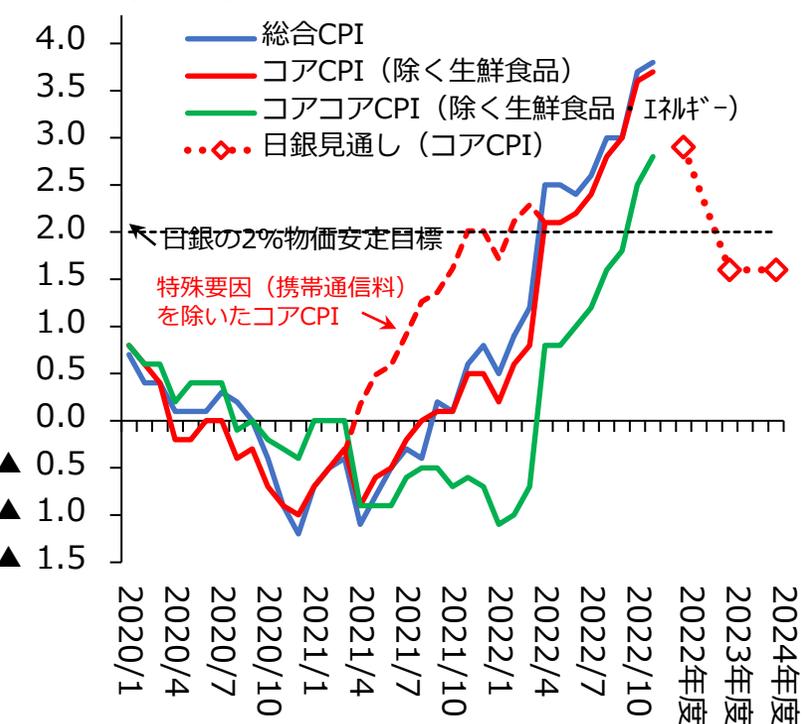
5-2. 日本：インフレ動向

エネルギーや食料の価格上昇が中心。実質賃金は低下。

- 欧米の高インフレと比べて相対的に低位で推移。資源高や円安を背景にエネルギーや食料を中心に物価を押し上げ。
- 2023年半ばにかけては、前年の反動や政府によるエネルギー価格抑制策などにより次第に上昇幅を縮小していく見通し。
- 物価上昇により実質賃金はマイナス圏で推移。物価高対応で企業がどこまで賃上げを実現できるかが焦点。

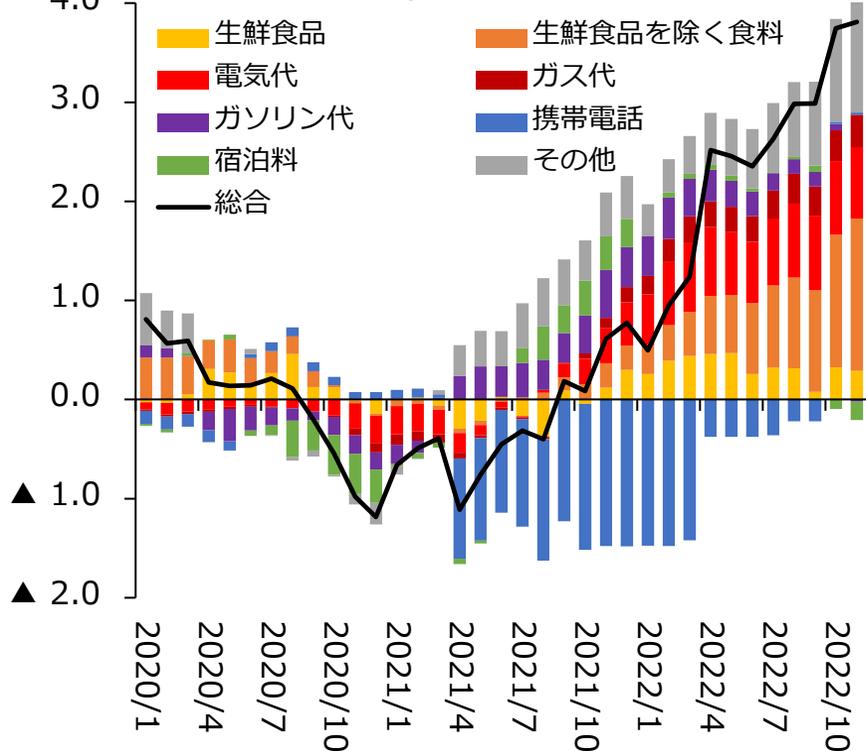
▽消費者物価

(前年比、%)



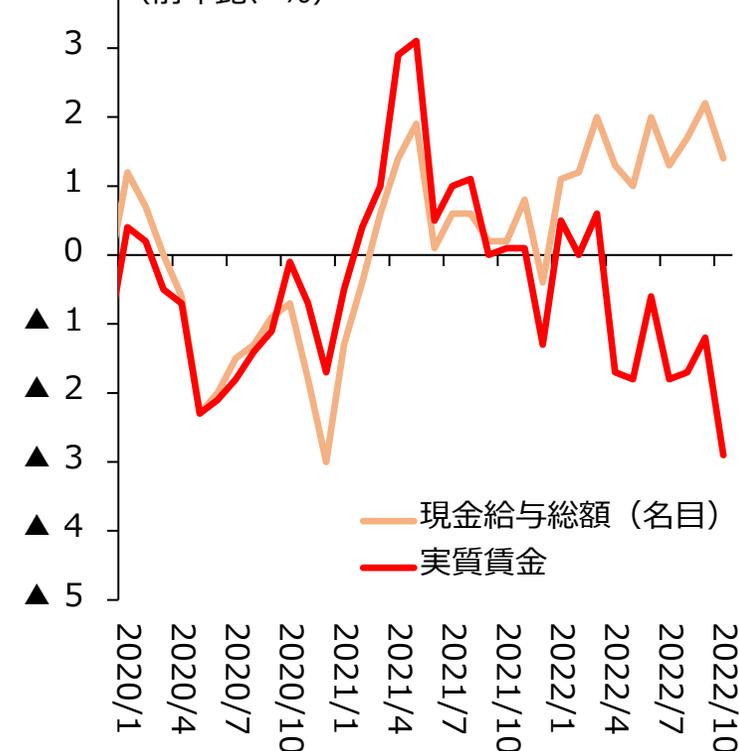
▽総合CPI (寄与度)

(前年比寄与度、%)



▽現金給与総額

(前年比、%)



(注) 年度見通しは日銀展望レポートのコアCPI予測を掲載。

(出所) 総務省、日本銀行より丸紅経済研究所作成

(出所) 総務省より丸紅経済研究所作成

(出所) 厚生労働省より丸紅経済研究所作成

5-3. 日本：金融・財政政策

2023年4月に任期を迎える黒田総裁の後任人事や政策修正の動向に注目。

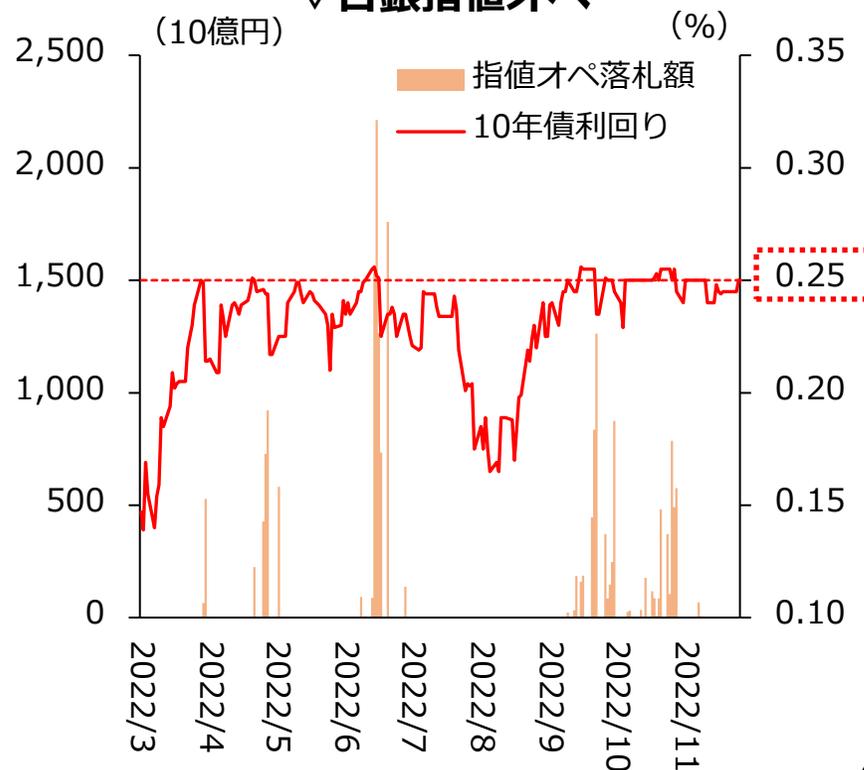
- 日銀は12月の金融政策決定会合で、長短金利操作（イールドカーブコントロール：YCC）の枠組みを維持しつつ長期金利（現在0%程度が目標値）の変動許容幅を従来の±0.25%程度から±0.5%程度に拡大。市場は実質的な利上げと解釈。
- 日銀管理下の長短金利動向に加え、年明け本格化する次期総裁人事、および新体制下での政策転換の可能性に注目。

▽日銀政策決定会合（12月）

主なポイント	
マイナス金利政策	変更なし
YCCにおける長期金利（現在0%程度が目標値）の変動許容幅	±0.25%程度から±0.5%程度に拡大
国債買入れ額	月間7.3兆円から9兆円程度に増額
指値オペ	必要に応じて各年限においても実施
資産買入れ方針（ETF、J-REIT、CP社債等）	変更なし
フォワードガイダンス（先行き方針）	変更なし

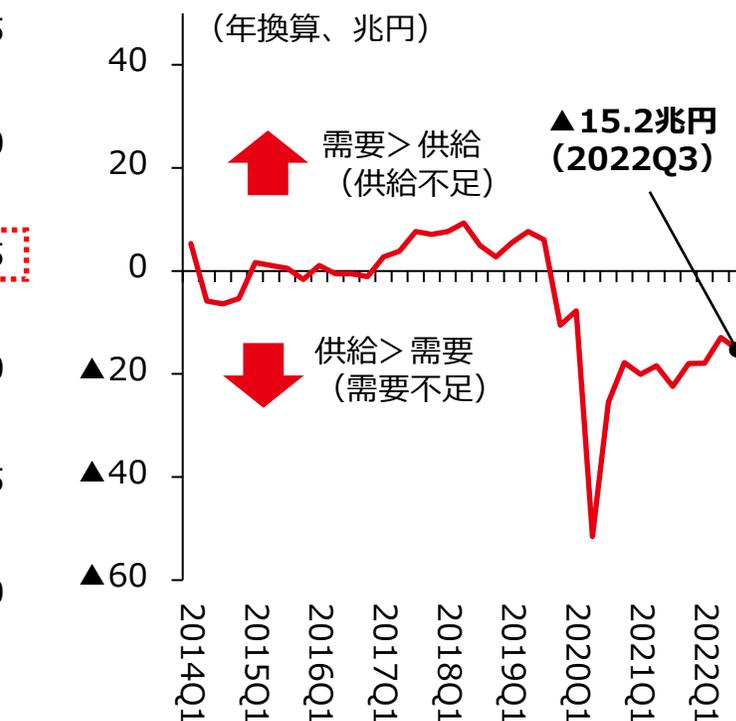
（出所）日本銀行より丸紅経済研究所作成

▽日銀指値オペ



（出所）日本銀行より丸紅経済研究所作成

▽需給ギャップ



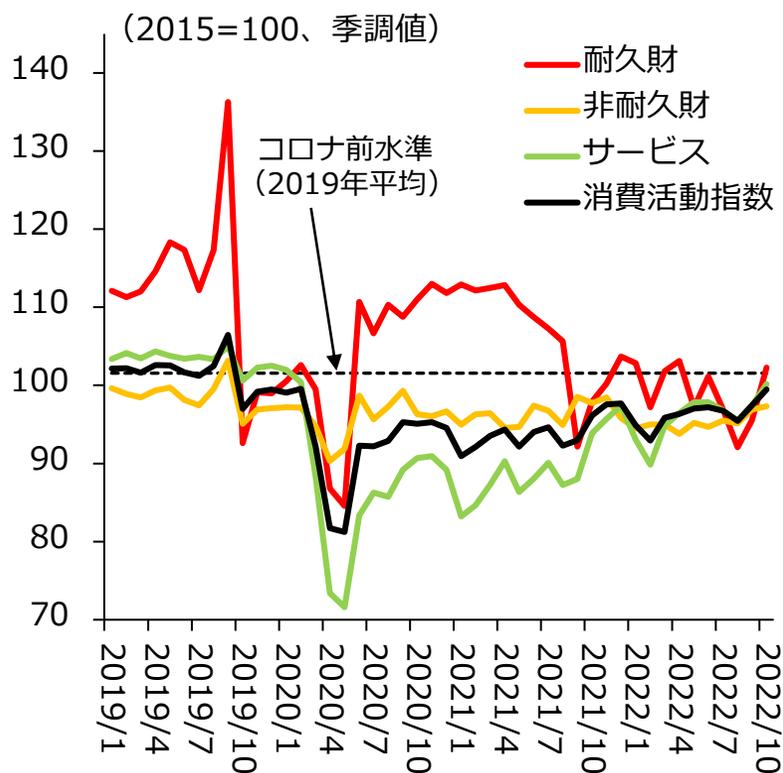
（注）需給ギャップ=(実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP
（出所）内閣府より丸紅経済研究所作成

5-4. 日本：注目点①

海外経済が減速する中でも、コロナ禍からの回復の遅れを取り戻せるか。

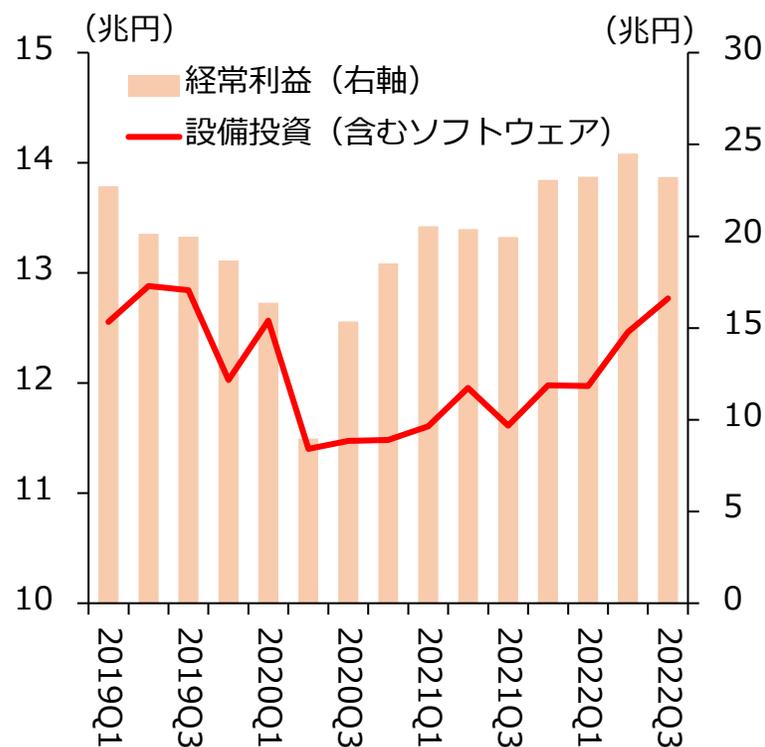
- ▶ 旅行や外食などを中心にペントアップ需要が見込まれる一方、物価高により低所得層を中心に消費者マインドは低下傾向。
- ▶ コロナ禍で先送りされてきた設備投資は、堅調な企業収益を背景に回復が続く見通し。コスト高や海外経済の減速は重し。
- ▶ インバウンドの再開や供給制約の緩和は好材料だが、欧米や中国などの海外経済の減速が下押し要因。

▽個人消費



(出所) 日本銀行より丸紅経済研究所作成

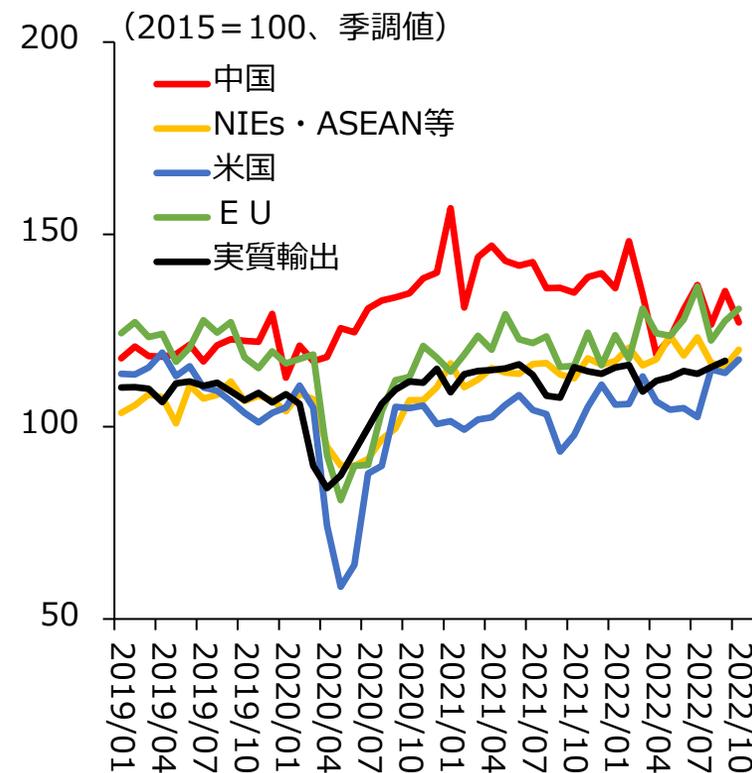
▽設備投資



(注) 金融・保険業を除く全産業。季節調整値。

(出所) 財務省より丸紅経済研究所作成

▽実質輸出



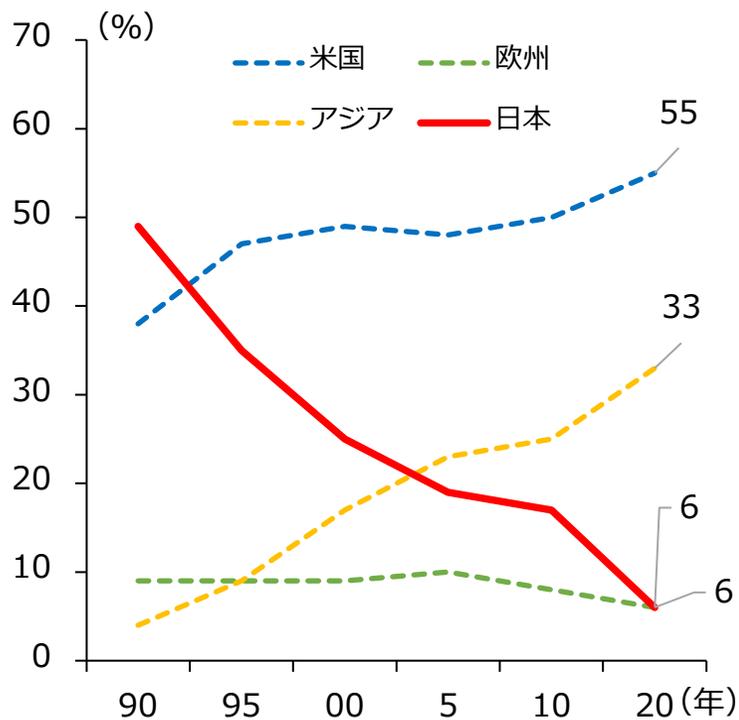
(出所) 日本銀行より丸紅経済研究所作成

5-4. 日本：注目点②

米中対立やウクライナ情勢をきっかけに、国内の安全保障強化へ検討が進む

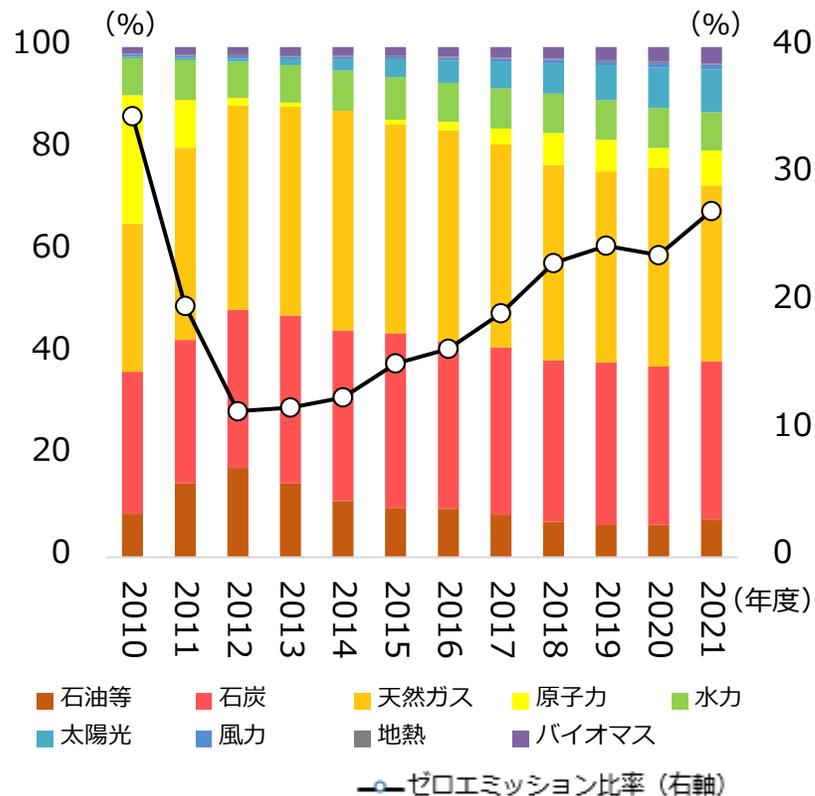
- 米中対立を背景に経済安全保障の強化が喫緊の課題。半導体など11分野の特定重要物資について国内の供給体制を強化。
- ウクライナ情勢が長期化する中で、LNGを巡る供給懸念が深刻化。節電要請に加え、原発や再エネを最大限活用する方針。
- 輸入依存度の高い飼料穀物や木材の価格高騰リスクが顕在化。食料・農業・農村基本法の検証・見直し議論が本格化。

▽半導体ICの市場シェア



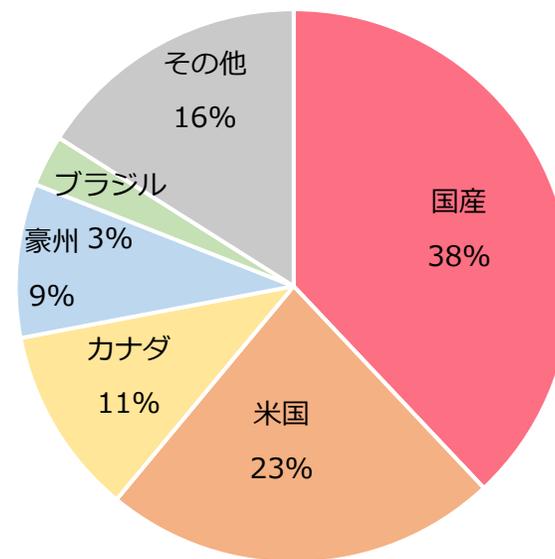
(出所) IC Insightsより丸紅経済研究所作成

▽電源構成 (発電量)



(出所) 経済産業省より丸紅経済研究所作成

▽食料の供給構成



(注) 2021年度の日本人1人の1日あたりの供給熱量に占める割合。

(出所) 農林水産省より丸紅経済研究所作成

6-1. ASEAN : 主要経済指標

景気・インフレ動向は比較的良好も先行きでは海外経済の減速が重し

▽主要経済指標

国名	経済指標	暦年		四半期				月次				
		2020	2021	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	7月	8月	9月	10月	11月
インドネシア	実質GDP成長率（前年比、%）	▲2.1	3.7	5.0	5.0	5.4	5.7	-	-	-	-	-
	企業景況感（製造業PMI）	44.7	51.7	54.9	52.1	51.0	52.2	51.3	51.7	53.7	51.8	50.3
	輸出額（前年比、%）	▲2.7	41.9	9.5	▲1.7	13.4	4.3	32.0	29.9	20.2	12.3	-
	消費者物価指数（前年比、%）	2.0	1.6	1.8	2.3	3.8	5.2	4.9	4.7	6.0	5.7	5.4
タイ	実質GDP成長率（前年比、%）	▲6.2	1.5	1.8	2.3	2.5	4.5	-	-	-	-	-
	企業景況感（製造業PMI）	47.1	49.2	50.3	52.0	51.5	53.9	52.4	53.7	55.7	51.6	51.1
	輸出額（前年比、%）	▲5.9	17.4	6.2	2.3	2.7	▲4.5	4.3	7.5	7.8	▲4.4	-
	消費者物価指数（前年比、%）	▲0.8	1.2	2.4	4.7	6.5	7.3	7.6	7.9	6.4	6.0	5.5
フィリピン	実質GDP成長率（前年比、%）	▲9.5	5.7	7.8	8.2	7.5	7.6	-	-	-	-	-
	企業景況感（製造業PMI）	46.6	50.8	51.5	52.0	54.1	51.6	50.8	51.2	52.9	52.6	52.7
	輸出額（前年比、%）	▲8.1	14.5	▲3.8	2.4	▲1.6	3.6	▲4.1	▲2.0	7.0	-	-
	消費者物価指数（前年比、%）	2.4	3.9	3.6	3.4	5.5	6.5	6.4	6.3	6.9	7.7	8.0
シンガポール	実質GDP成長率（前年比、%）	▲4.1	7.6	6.1	3.9	4.5	4.1	-	-	-	-	-
	企業景況感（製造業PMI）	48.8	50.8	50.7	50.3	50.3	50.0	50.1	50.0	49.9	49.7	49.8
	輸出額（前年比、%）	3.1	9.3	6.8	▲3.3	0.9	5.2	11.1	8.5	9.6	▲1.3	-
	消費者物価指数（前年比、%）	▲0.2	2.3	3.7	4.6	5.9	7.3	7.0	7.5	7.5	6.7	-
マレーシア	実質GDP成長率（前年比、%）	▲5.5	3.1	3.6	5.0	8.9	14.2	-	-	-	-	-
	企業景況感（製造業PMI）	47.3	48.4	52.4	50.3	50.7	50.0	50.6	50.3	49.1	48.7	47.9
	輸出額（前年比、%）	▲1.1	26.1	15.9	▲1.9	14.3	6.5	38.0	48.1	30.1	15.0	-
	消費者物価指数（前年比、%）	▲1.1	2.5	3.2	2.2	2.8	4.5	4.4	4.7	4.5	4.0	-
ベトナム	実質GDP成長率（前年比、%）	2.9	2.6	5.2	5.1	7.8	13.7	-	-	-	-	-
	企業景況感（製造業PMI）	47.2	49.2	52.3	53.2	53.5	52.1	51.2	52.7	52.5	50.6	47.4
	輸出額（前年比、%）	6.9	18.9	4.0	9.5	3.5	▲8.5	9.9	27.8	9.9	5.2	-
	消費者物価指数（前年比、%）	-	1.8	1.9	1.9	3.0	3.3	3.1	2.9	3.9	4.3	4.4
ASEAN	企業景況感（製造業PMI）	45.5	50.2	52.9	52.3	52.4	52.7	52.2	52.3	53.5	51.6	50.7

（出所）CEIC、Refinitiv

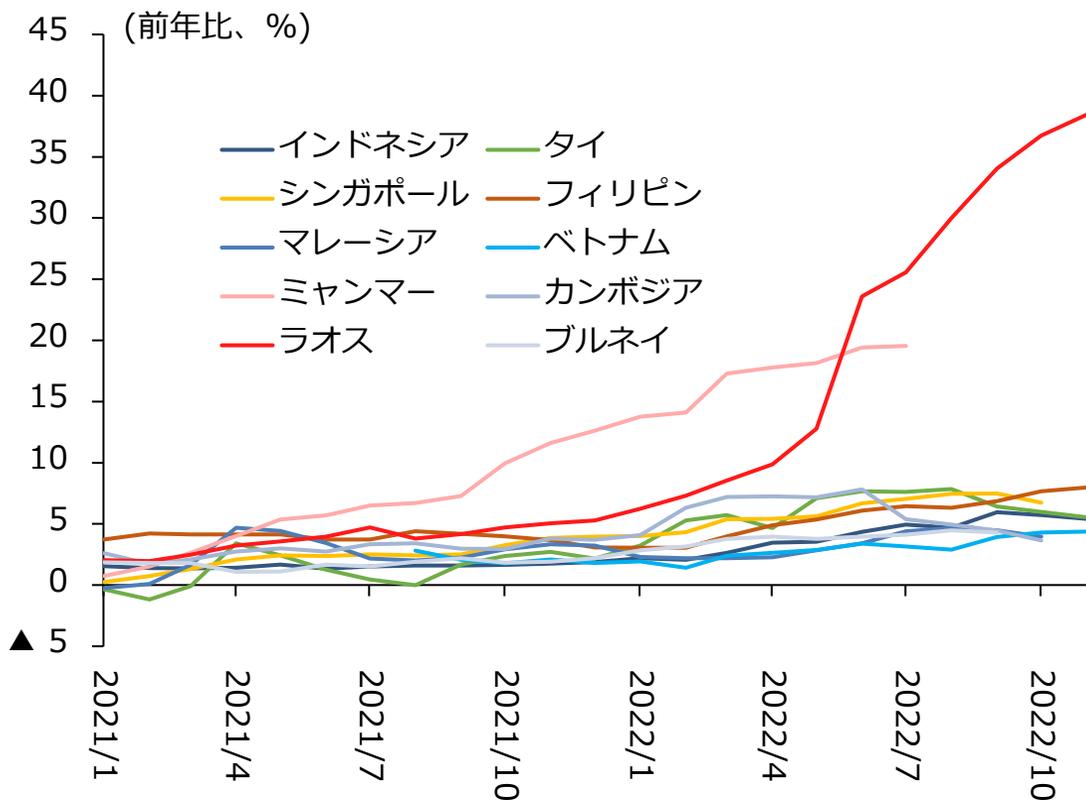
※四半期・年次の公表値がない指標は月次データの平均値を記載。ASEANのPMIの対象は上記6カ国+ミャンマー

6-2. ASEAN : インフレ

インフレ率は比較的落ち着いた水準だが深刻な国も

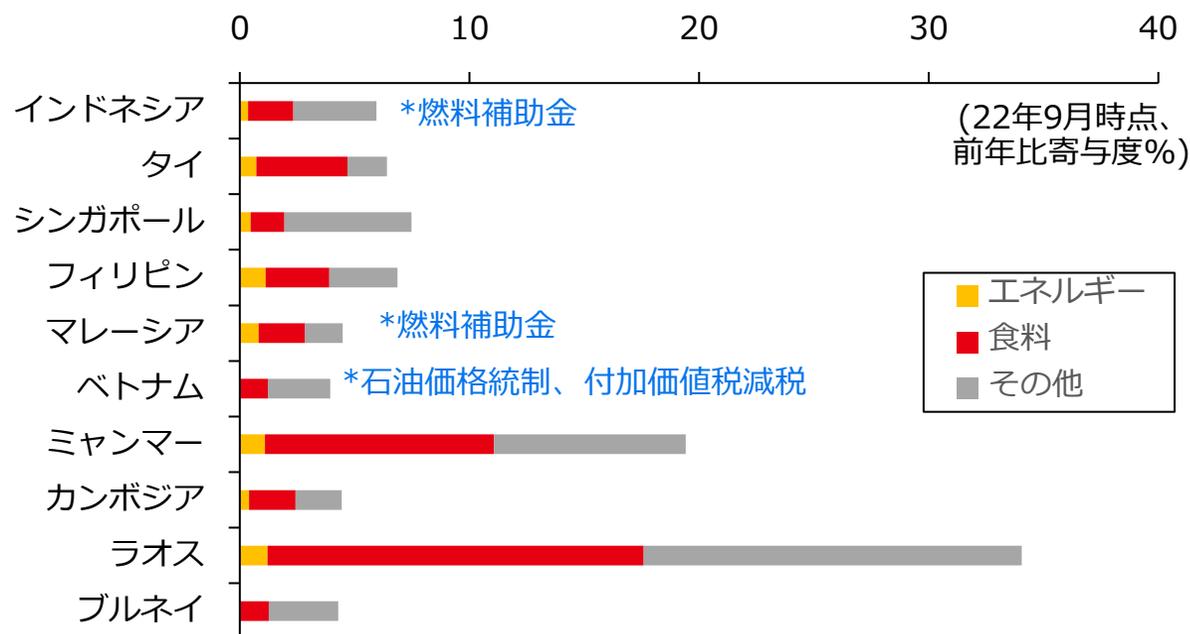
- ▶ 主要国におけるインフレ率は金融当局の目標レンジ（概ね1~4%内に設定）を上回る水準が続くも他地域と比べて低位で推移。一方、ミャンマー、ラオスでは通貨安による輸入物価の押し上げもありインフレ問題がより深刻な状況。
- ▶ 資源・エネルギー価格の落ち着きや景気刺激策の縮小により2023年には総じてインフレ減速が進む見通し。

▽消費者物価指数（CPI）



(出所) CEIC

▽消費者物価指数（CPI）寄与度



※ラオス、ミャンマーのエネルギーは住宅関連全般を含む。ベトナムの内訳は食料のみ。ミャンマーのみ22年6月。カンボジアはプノンペン市データ。
 ※インドネシアの燃料補助金は22年9月に一部削減、マレーシアの燃料補助金も23年度に見直しを検討する方針。

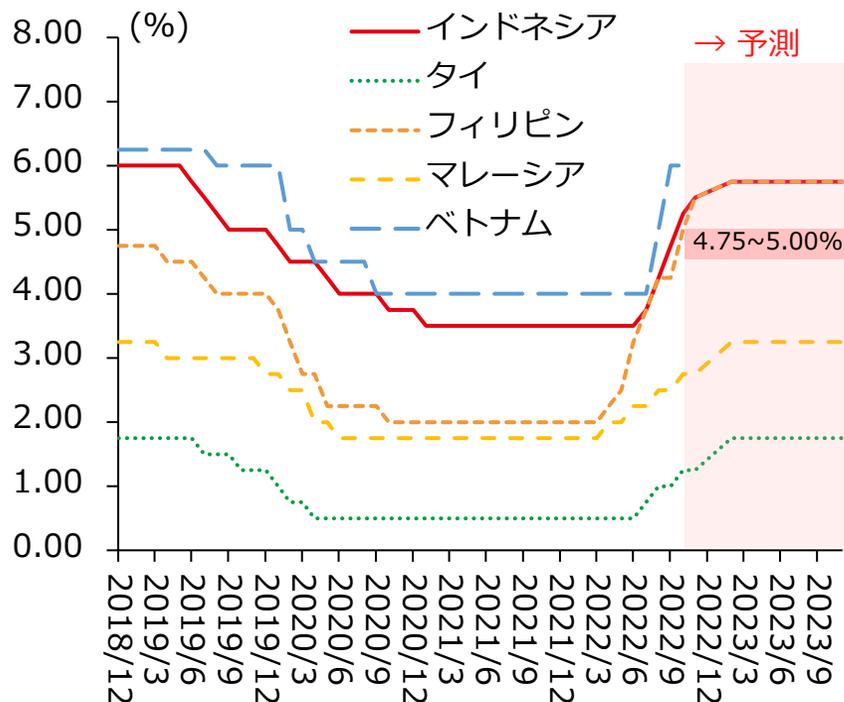
(出所) 各種報道より丸紅経済研究所作成

6-3. ASEAN : 金融・財政政策

米国の利上げ動向と国内景気をうかがう状況

- 米国の金融引き締めや国内の高インフレを受けて各国中銀は利上げを実施。米国の利上げ幅縮小等を考慮し減速の検討も。
- ASEAN主要国の外貨準備高は短期対外債務比基準で概ね安全水準（1倍）を維持するも減少傾向が続いている。
- コロナ対策等で大型財政支出を行った国では、先行きにおいて支出縮小を見込むもコロナ禍前を上回る水準が続く見通し。

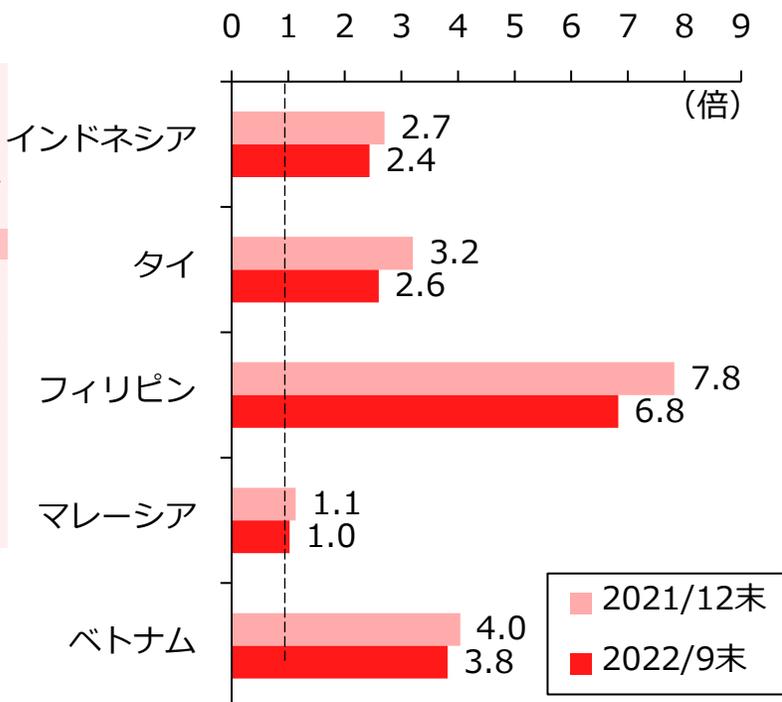
▽政策金利の推移



J.P. Morganの予測(22年11月末)における米国の政策金利は22年末が4.25~4.50%、23年末が4.75~5.00%。

(出所) CEIC、J.P. Morganより丸紅経済研究所作成

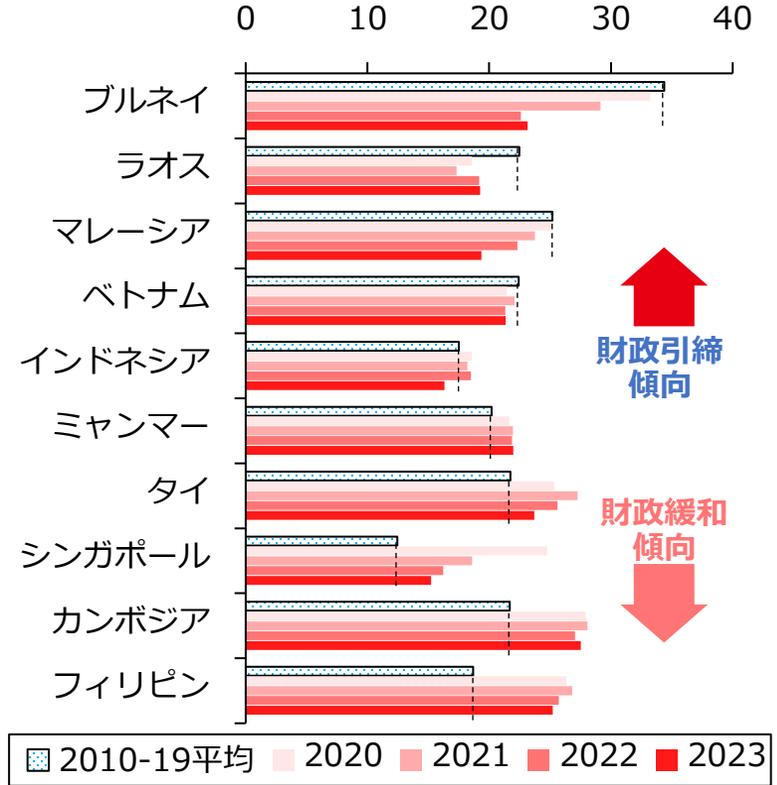
▽外貨準備高（短期対外債務比）



※22/9末の短期対外債務は22/6末を参照。ベトナムのみ外貨準備高が22/6末、債務は20年末。

(出所) IMF、世銀、Refinitivより丸紅経済研究所作成

▽財政支出（対GDP比%）



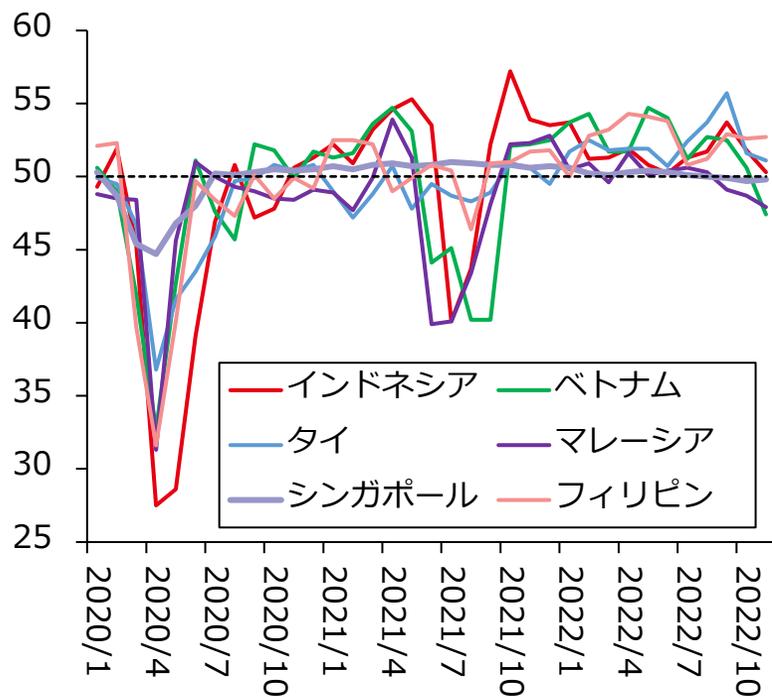
(出所) IMF ※22, 23年はIMF予測

6-4. ASEAN : 注目点

中国の政治経済動向がASEAN経済の行方にも大きく影響

- ▶ 海外経済の景気悪化（特に中国）や各国中銀による金融引き締めを受けて製造業の景況感は徐々に減速。
- ▶ 水際対策の緩和に伴い観光客数は堅調に持ち直す。ゼロコロナ政策で伸び悩む中国からの観光客回復が課題。
- ▶ 米中対立の深刻化やゼロコロナ政策等を受けて中国からベトナムへの生産移管の動きが拡大している。

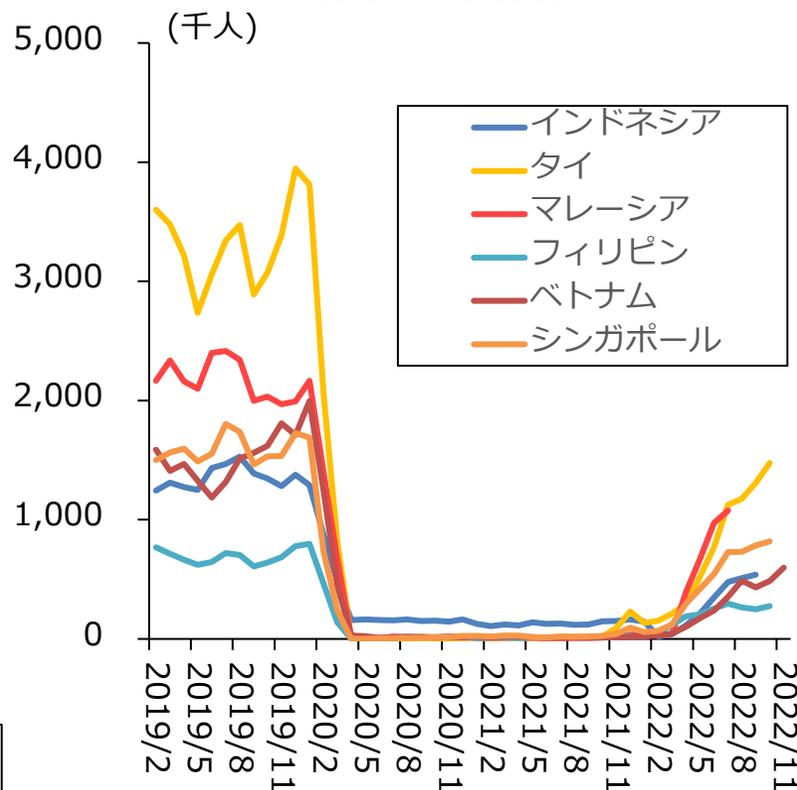
▽企業景況感（製造業PMI）



対象企業が当該月の業況を前月と比較し改善・横ばい・悪化の3択で回答し、その結果を指数化したもの。

(出所) Refinitiv

▽外国人入国者数



(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

▽中国からベトナムへの生産拠点移管

企業名	内容
アップル	より多くのベトナムのサプライヤを活用する方針。ホンハイ等のサプライヤ各社もベトナムでの生産能力を増強。
ホンハイ	北部バクザン省に生産子会社を設立し、iPadやMacBookを生産する計画。
サムスン電子	東南アジア最大規模の研究開発センターをハノイに建設中。
グーグル	スマートフォン製造拠点を中国からベトナムに移す方針。当面中国生産は維持するが、既に小口注文はベトナムに試験移行。
ボーイング	2021年8月、ハノイに初の駐在員事務所を開所。ベトナムに航空関連の製造拠点を築く計画。
シャープ	サプライチェーンの中国依存の軽減を目的に南部での生産拠点の整備を検討。
アイリスオーヤマ	中国に集中した生産（家具等）を分散すべく、ベトナムなどでの委託生産を模索。

(出所) 各種報道

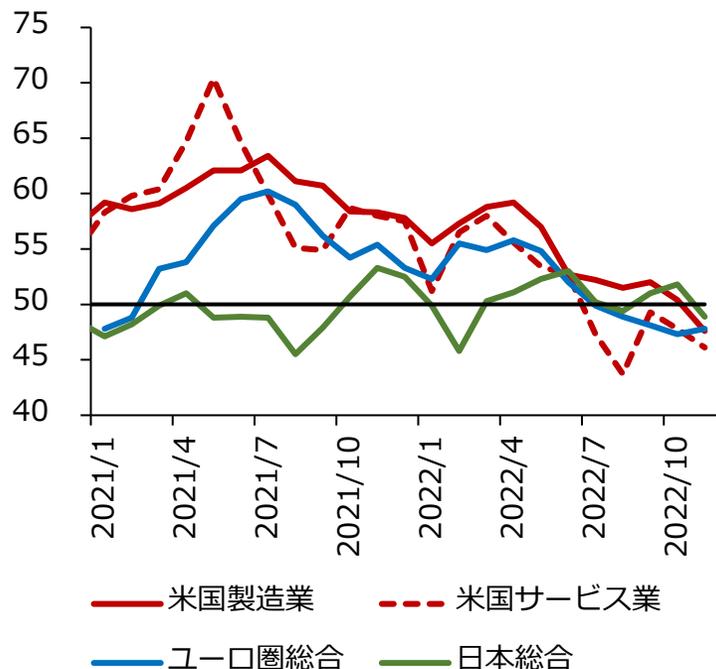
参考資料

センチメントの変化

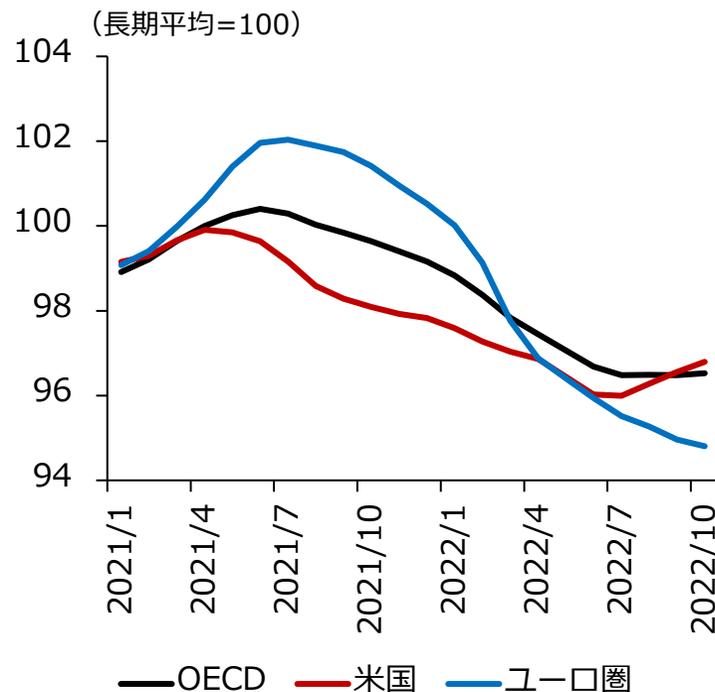
2022年を通じて家計・企業のセンチメントが後退。消費者の短期インフレ期待は依然高め

- ▶ 企業部門では、21年を通じて米欧中心に上振れていたPMIが2022年に入り趨勢的に下落、11月時点で景況感の改善/悪化の分かれ目である50を軒並み下回る。また、家計のマインドを反映する消費者信頼感指数も低調に。背景にはウクライナ危機に伴うエネルギー不安や物価高騰に加え、金融引き締め策の波及に伴う需要減退があると見られる。
- ▶ 消費者の短期インフレ期待は各国で上振れ。下落の兆候が見られる米国に対し、日欧では続伸するなど国別でばらつきも。

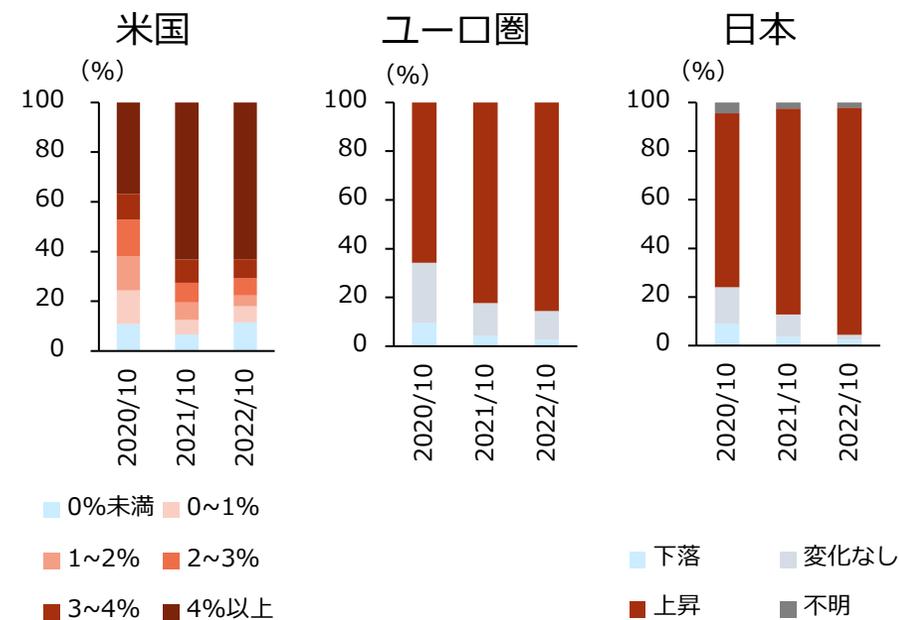
▽主要国PMI



▽消費者センチメント



▽消費者の1年先インフレ予想 (アンケート調査)



(注) PMI (Purchasing Managers' Index, 購買担当者景気指数) は企業の購買担当者に当該月の業況を前月と比較して改善・横ばい・悪化の三択で回答してもらい、回答結果を指数化したもの。50が景況感の改善と悪化の分かれ目。

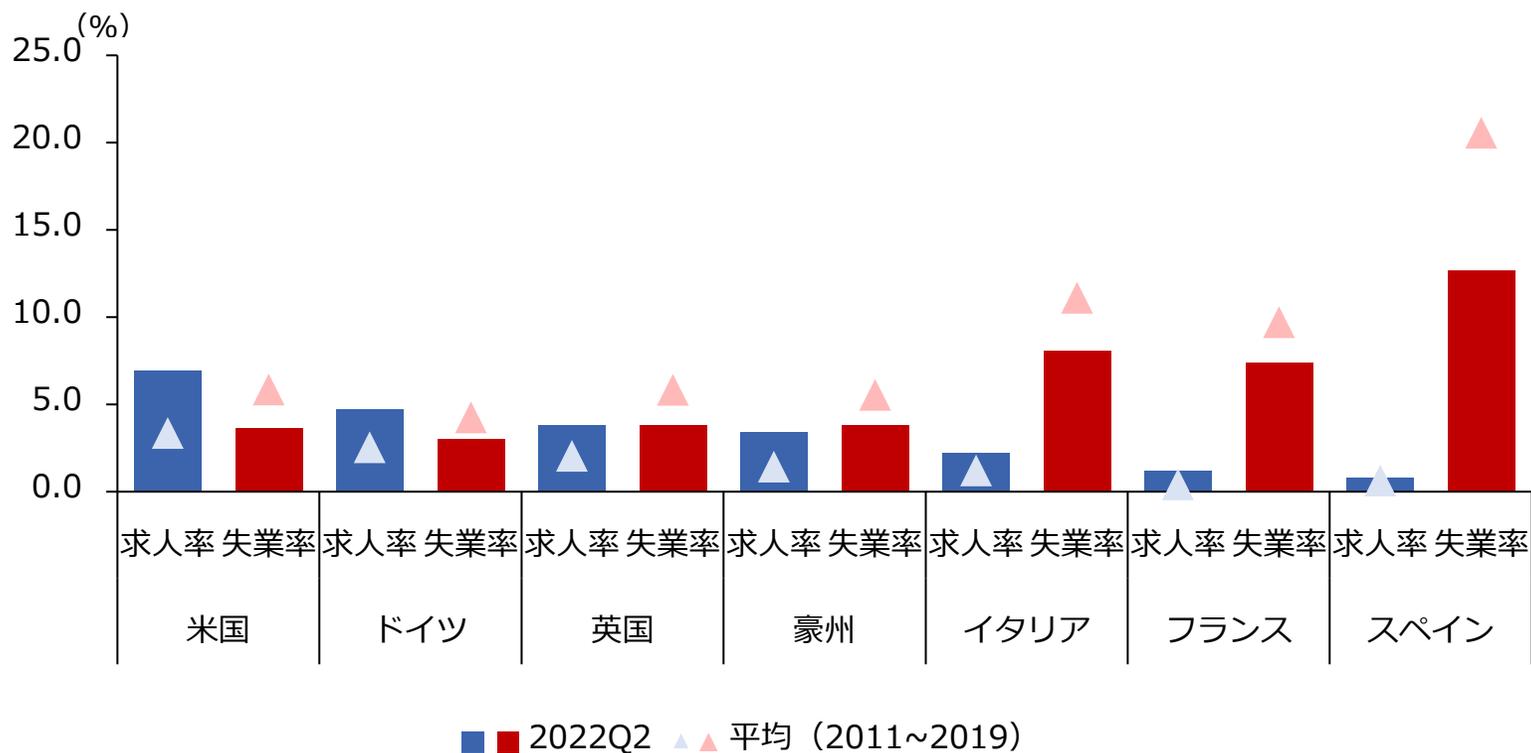
(出所) S&P Global, OECD, "Economic Outlook Volume 2022 Issue 2", NY連邦準備銀行, 欧州中央銀行, 日本銀行より丸紅経済研究所作成

労働市場の状況

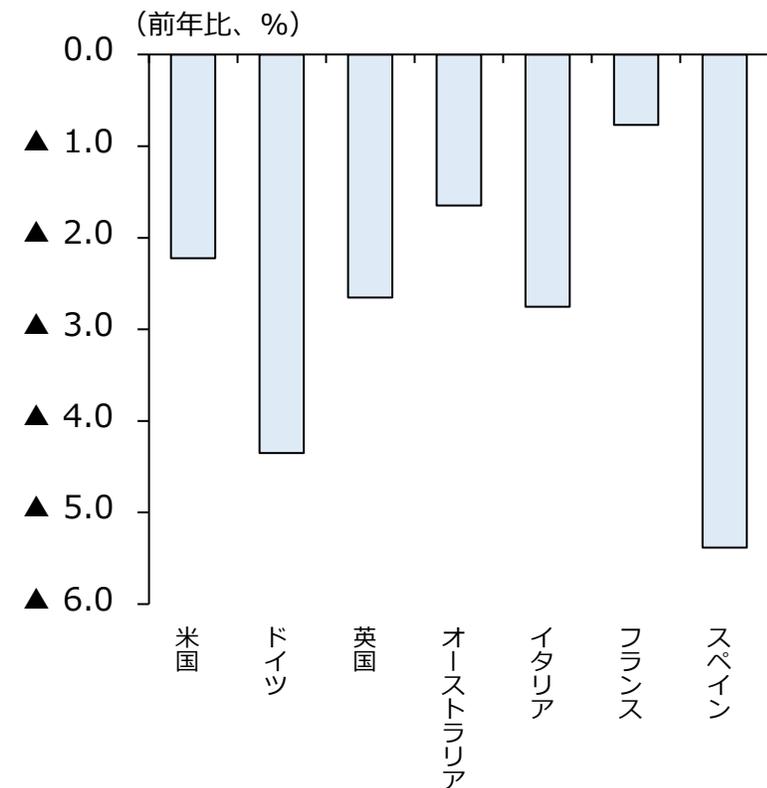
多くの主要国では労働需給のひっ迫が長引く。賃金は増加傾向も実質的な購買力は低下

多くの主要国では求人率（求人件数／労働参加者数）がコロナ禍以前の水準を上回るなど労働需要が増加した一方、労働力供給が伸び悩み、失業率は過去20年で最低レベルに低下した。需給不均衡の下で名目賃金（従業員一人当たりの報酬）は増加傾向にあり、企業が雇用コスト上昇分の一部を財・サービス価格へ転嫁することでインフレ圧力に繋がっている可能性も。一方、労働者の側から見れば賃金増のペースが高インフレに追いつかず、実質的な購買力が急激に低下。

▽主要国の求人率・失業率



▽主要国の実質賃金 (2022年3Q時点)



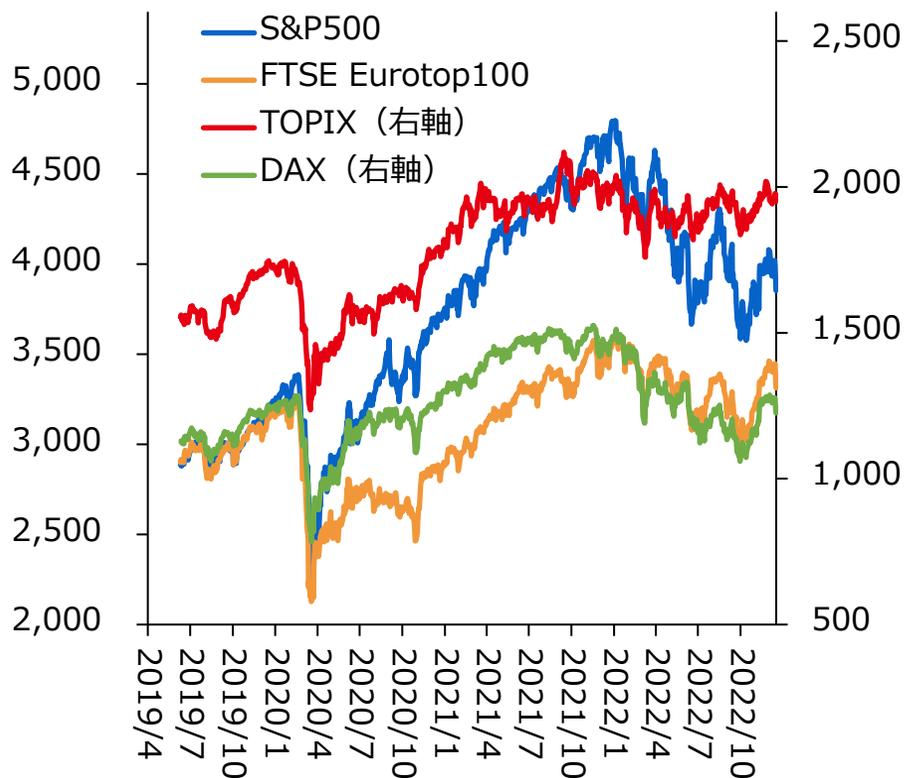
(出所) OECD, "Economic Outlook Volume 2022 Issue 2"

金融市場の動向

2022年初より株安が進行、資金調達環境は悪化。

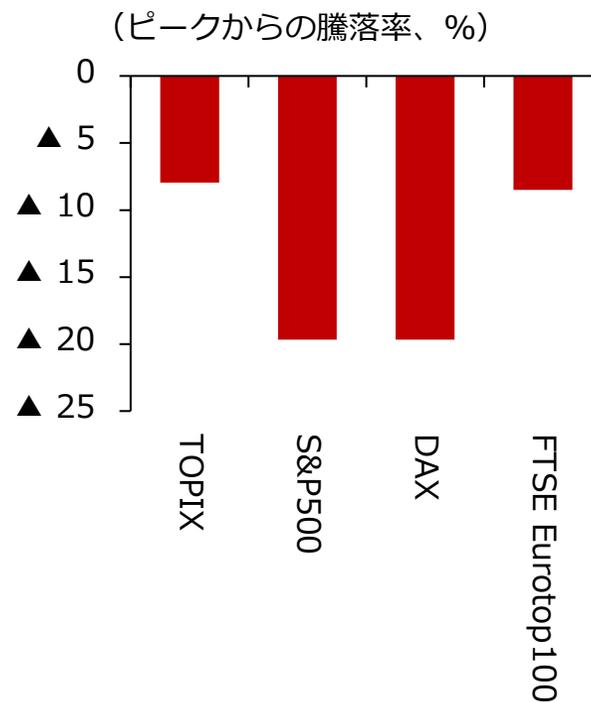
- 2022年の米国株は年初をピークに下落トレンドが継続、欧州株も軟調に推移。金融引き締めの本格化後の夏から秋にかけて一段と下げ、通年では約2割の調整。日本の下落率は相対的に小さいものの、ドルベースでは同程度の下落。
- 金利上昇に伴う資金調達難により、2022年以降のIPO件数は急減。投資家の選別の動きが拡大。

▽ 株価指数



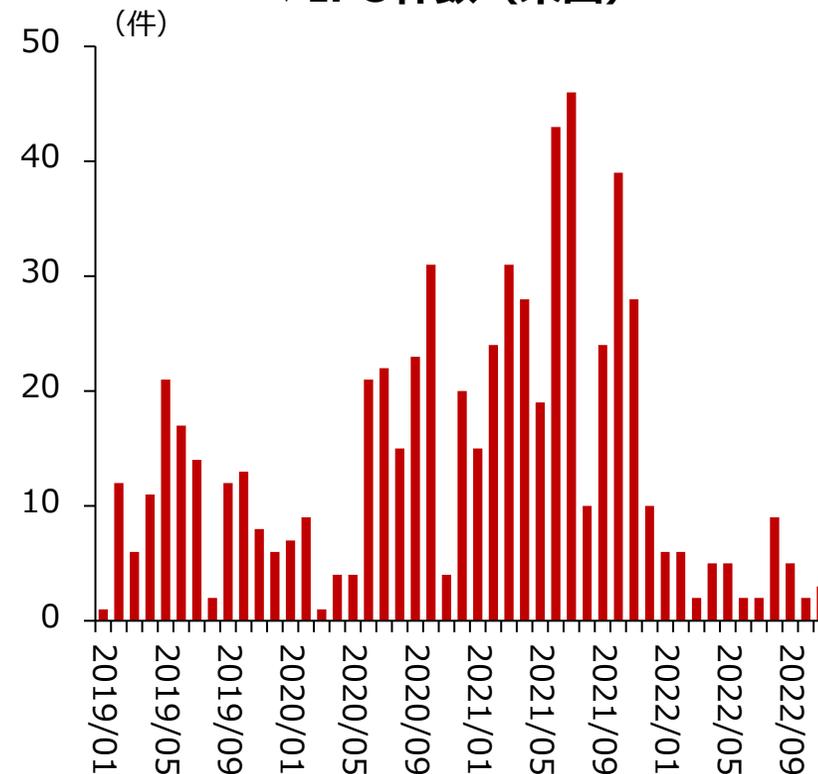
(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

▽ 2022年の株価の騰落率



(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

▽ IPO件数 (米国)



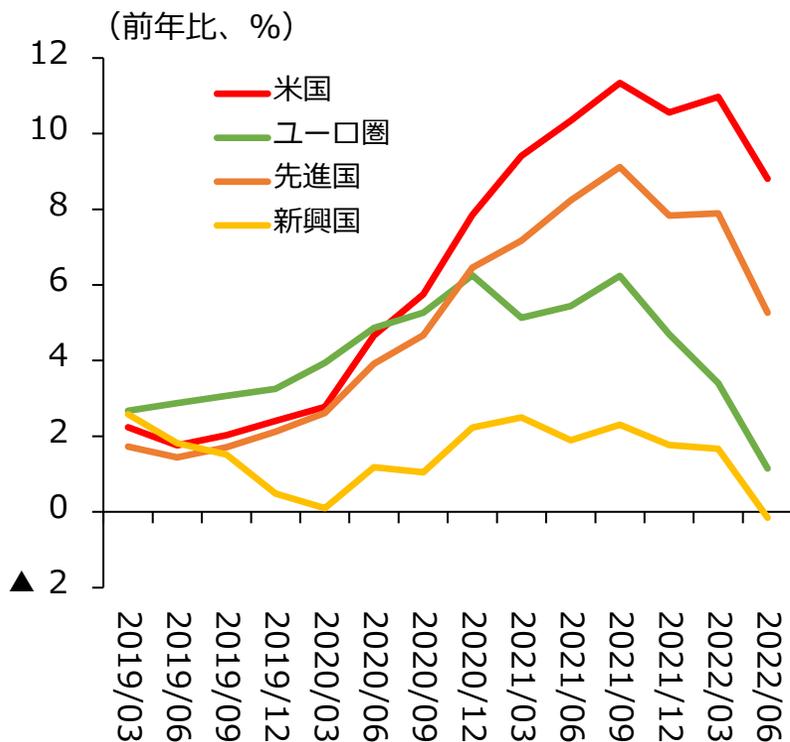
(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

住宅価格・暗号資産

住宅価格は先進国、新興国でピークアウト。暗号資産なども大幅に調整。

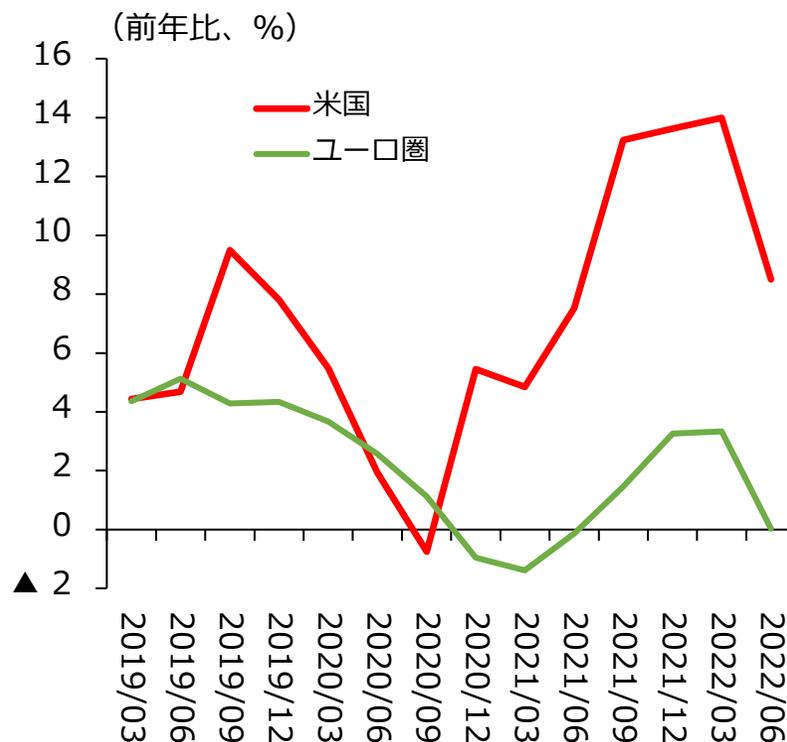
- 金利上昇に伴う住宅取得能力の低下に伴い、住宅価格の上昇率は先進国・新興国を問わず、縮小傾向へ。
- 商業用不動産は2022年初をピークに価格上昇がピークアウトしており、住宅市場よりも前倒しで価格調整が顕在化。
- 暗号資産はブーム前の水準まで下落。業界固有の要因もあるものの、リスクの高い暗号資産を敬遠する動きが拡大。

▽住宅価格



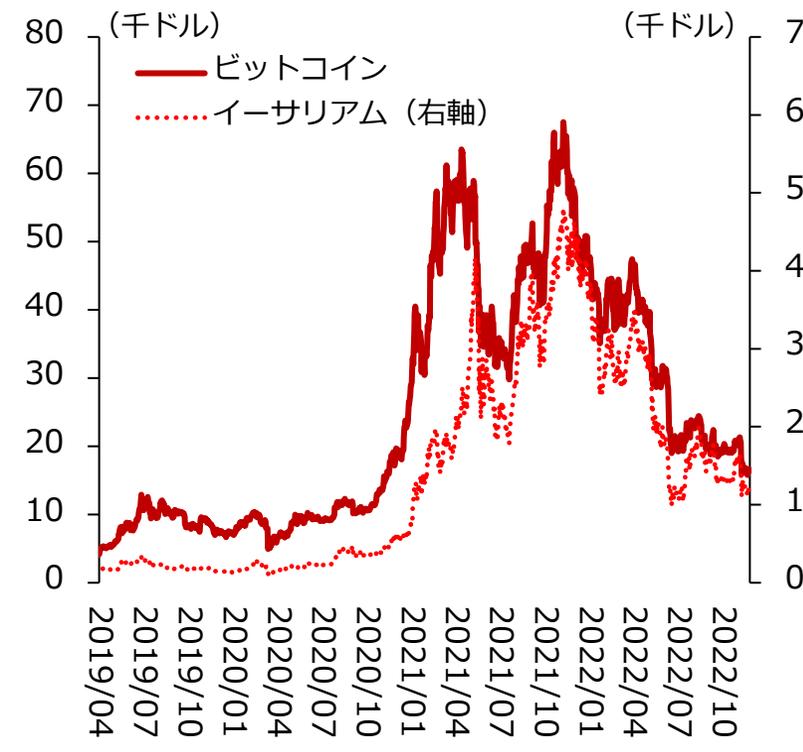
(出所) BISより丸紅経済研究所作成

▽商業用不動産価格



(出所) BISより丸紅経済研究所作成

▽暗号資産



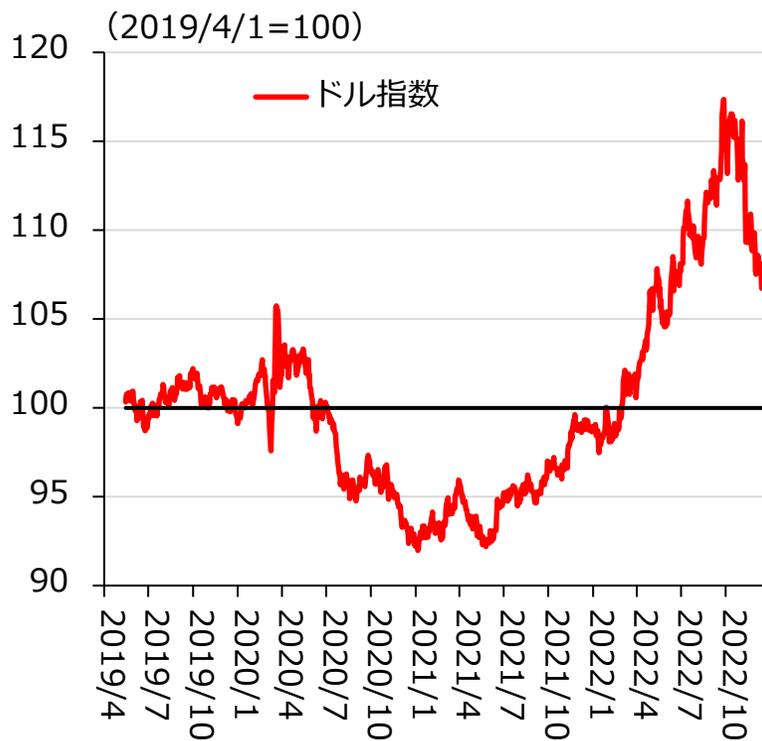
(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

為替：ドルの推移

主要国通貨に対する米ドルの増価に一服感

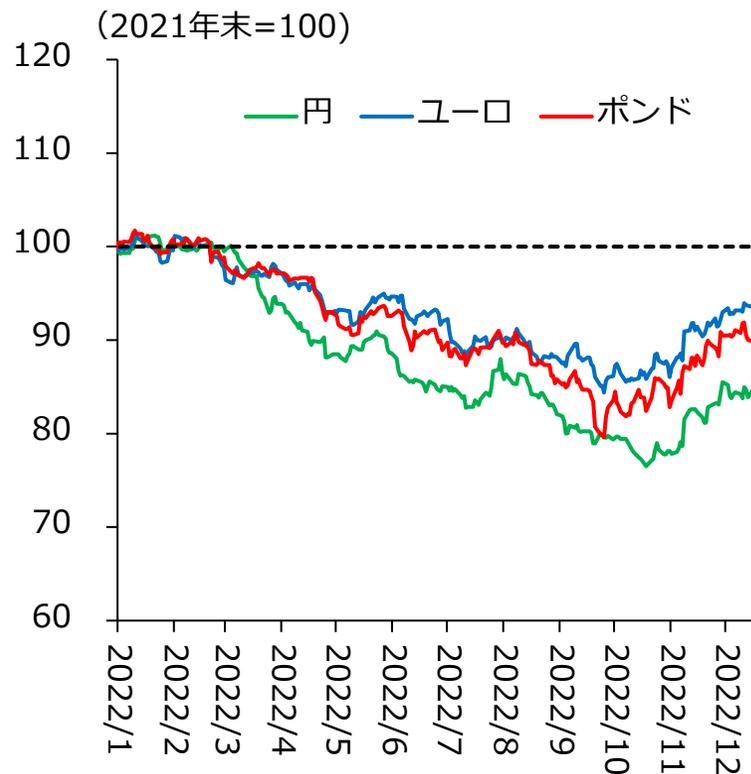
- 主要通貨に対する米ドルの相対的な価値を表すドル指数は昨年5月ごろから上昇基調に転じ、昨年9月には約20年ぶりの水準に達した。その後調整局面に入ったものの、為替市場が金利差に左右されやすい状況に大きな変化はなし。
- 積極的な利上げ策や資源高などに支えられたブラジルレアルなど一部を除き、主要国通貨は軒並み対米ドルで減価。

▽ドル指数の推移



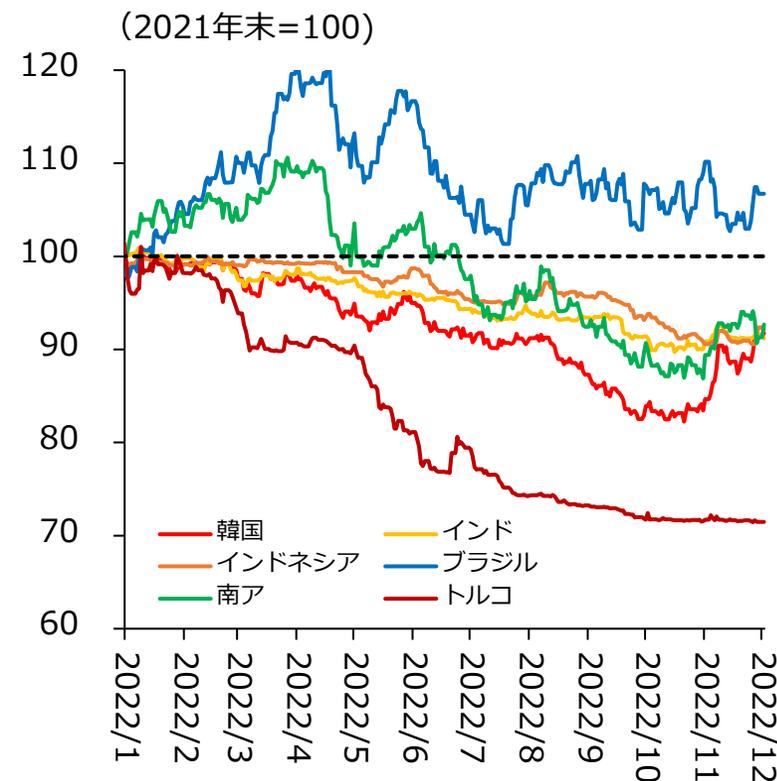
(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

▽対ドル相場（先進国）



(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

▽対ドル相場（新興国）



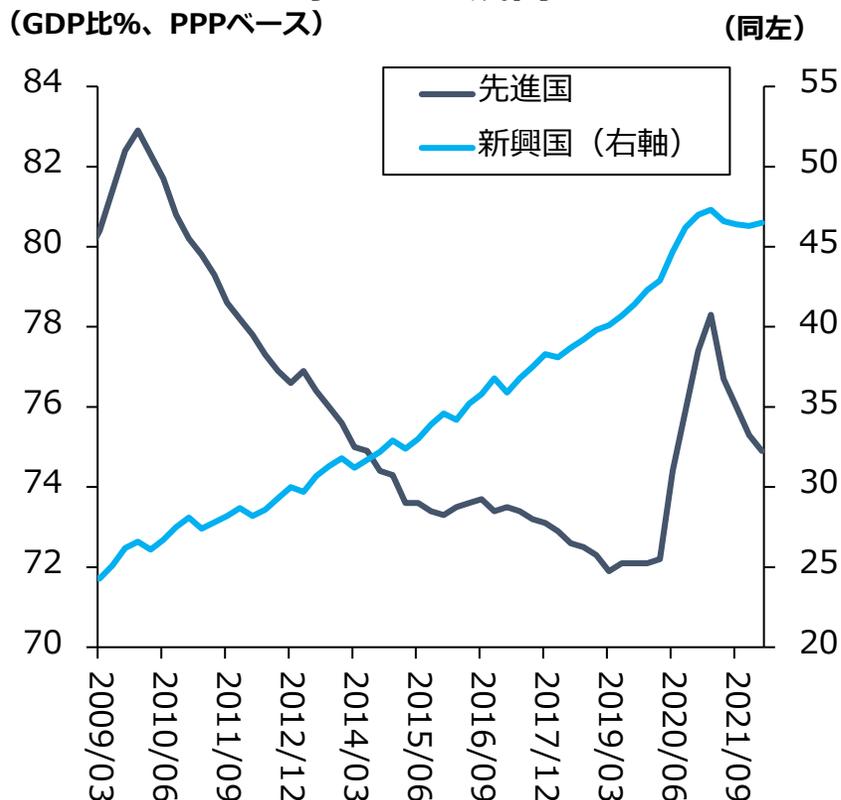
(出所) Refinitivより丸紅経済研究所作成

家計債務の状況

過去の危機時と比べて家計の債務負担は低下も、低所得層・脆弱国に非対称に影響が及ぶ懸念も

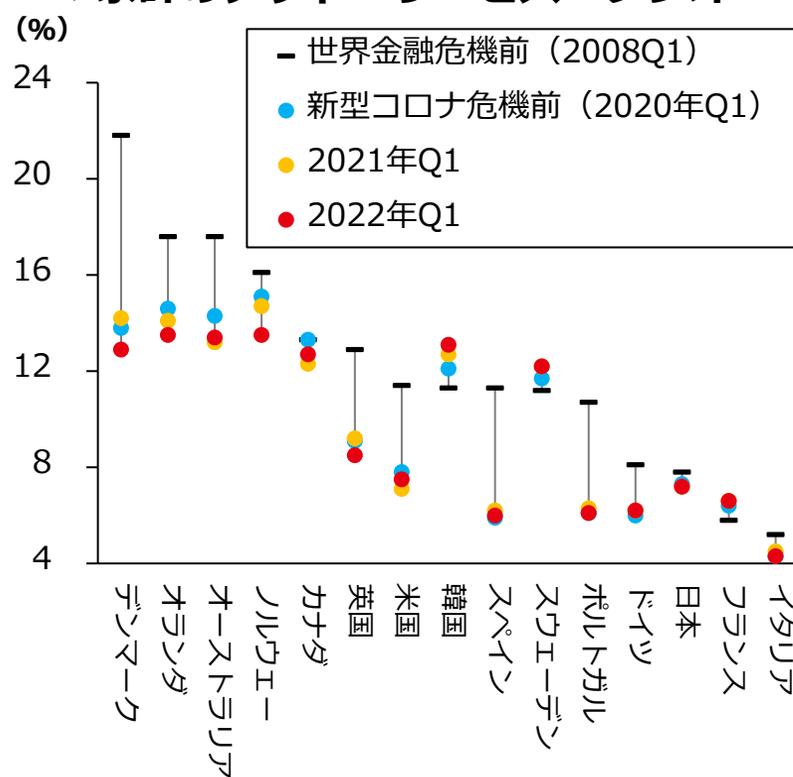
- 金融危機以降、緩和的な金融環境が住宅価格を押し上げ。コロナ禍では供給制約に伴う建築資材の上昇、住宅需要拡大などが重なり価格を一段と押し上げ、家計債務も膨張。一方、昨年以降は経済の回復によりGDP比で見れば家計債務は縮小傾向に。
- マクロで見れば韓国など一部の国を除き、過去の危機時と比べて家計の債務負担の指標は総じて低下。ただ、金利上昇の影響が所得に対して負債が多い低所得層の債務負担を非対称に増大させるほか、住宅価格下落により家計資産が損なわれる懸念も。

▽家計債務残高



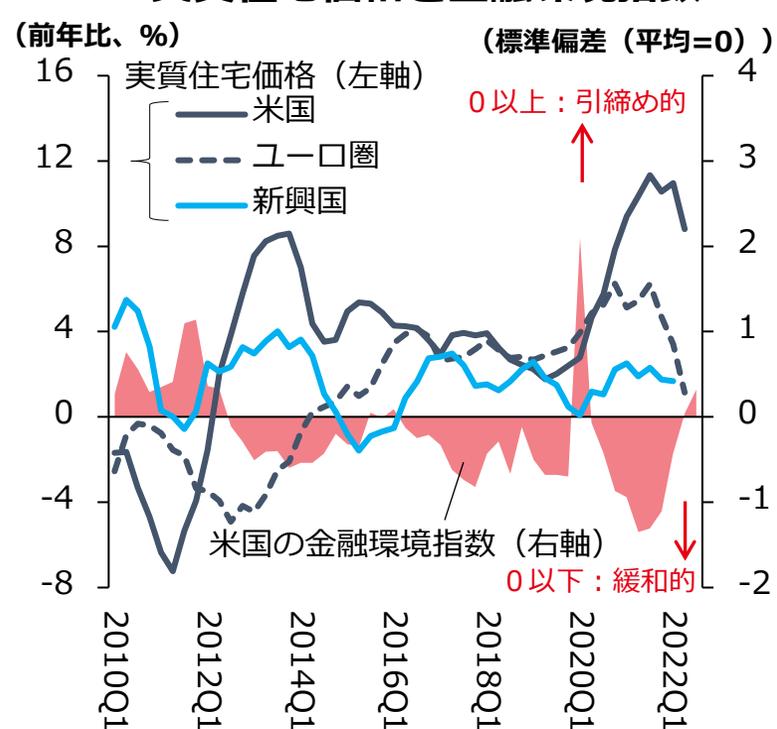
(注) BISの地域分類に基づく。
(出所) BISより丸紅経済研究所作成

▽家計のデット・サービス・レシオ



(注) デット・サービス・レシオ = 債務返済額 (利子 + 元本) / 所得。
(出所) BISより丸紅経済研究所作成

▽実質住宅価格と金融環境指数



(注) 金融環境指数は市場での資金調達の容易さを示す指標。IMFが各種金利のスプレッドや株価、為替などの指標を統合して作成している。
(出所) BIS, IMFより丸紅経済研究所作成

主要国の金融政策の動向

欧米は引き締め加速する一方、動かない日本、景気に配慮する中国

国・地域	米国	日本	ユーロ圏	英国	中国
中銀	連邦準備制度 Federal Reserve System	日本銀行 Bank of Japan	欧州中央銀行 European Central Bank	イングランド銀行 Bank of England	中国人民銀行 People's Bank of China
政策決定会合	連邦公開市場委員会 Federal Open Market Committee (FOMC)	金融政策決定会合 Monetary Policy Meeting (MPM)	政策理事会	金融政策委員会 Monetary Policy Committee (MPC)	<ul style="list-style-type: none"> 重要な金融政策は国務院が決定 人民銀行は独立して金融政策を執行 貨幣政策委員会は諮問議事機関
前回日程	12月13、14日	12月19、20日	12月15日	12月15日	LPR(商業銀行の最優遇貸出金利) 毎月20日
次回日程	1月31、2月1日	1月17、18日	2月2日	2月2日	
短期政策金利	4.25-4.50% FFレート Federal Fund Rate	▲0.1% 補完当座預金制度適用利率(政策金利残高) Interest rate on Complementary Deposit Facility	2.00% 預金ファシリティ金利 Deposit Facility Rate	3.50% バンク・レート Bank Rate	3.65% LPR1年物 1-Year Loan Prime Rate
コリドー・キャップ (短期金利上限)	4.50% レポ金利 Repurchase Agreement Rate 4.50% ディスカウントウィンドウ貸出利率 Primary Credit Rate	0.3% 基準貸付利率 Basic Loan Rate	2.75% 限界貸付ファシリティ金利 Marginal Lending Facility Rate	3.75% 常設貸付ファシリティ金利 Standing Lending Facility Rate	-
コリドー・フロア (短期金利下限)	4.30% リバースレポ金利 Reverse Repurchase Agreement Rate	短期政策金利と同じ	短期政策金利と同じ	3.25% 常設預金ファシリティ金利 Standing Deposit Facility Rate	-
その他の 重要政策金利	4.40% 準備金付利率 Interest rate on Reserve Balance	-	2.50% 主要リファイナンス・オペ金利 Main Refinancing Operations Rate	-	-
長期政策金利	設定なし	「0%程度」(0%±0.50%) 10年新発債市場利回り 10-year JGB yield-to-maturity	設定なし	設定なし	4.30% LPR5年物 5-Year Loan Prime Rate
資産買入れ (量的緩和)	ランオフ中(2022年6月～)	長期国債: 上限を設けず買入れ ETF: 年間12兆円(残高増加ペース) J-REIT: 1800億円(残高増加ペース) CP: 2兆円の残高維持 社債: 3兆円の残高維持	新規買入れ終了(2022年7月)	ランオフ中(2022年2月～) (IG級社債は売却も併用) 保有国債の売却を開始(2022年11月～)	2021年央以降、 預金準備率 の引き下げや、 MLF (3か月～1年の中期資金供給手段)による流動性供給を実施
バランスシート規模	約8.6兆ドル(2022年12月13日時点)	695兆円	8.5兆ユーロ	9,400億ポンド	
前回会合決定事項	●短期政策金利(FFレート)を50ベース・ポイント引き上げ	●長期金利の変動幅を±0.25%程度から±0.5%程度に拡大 ●国債買入れ額を月間7.3兆円から9兆円程度に増額	●短期政策金利を50ベース・ポイント引き上げ	●短期政策金利を50ベース・ポイント引き上げ	9月20日 ●LPR1年物: 3.70%→3.65% ●LPR5年物: 4.45%→4.30% 12月5日 ●預金準備率: 8.1%→7.8%

(出所) 丸紅経済研究所作成

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号
TEL:03-3282-7582 FAX:03-3282-7120
<http://www.marubeni.com/jp/research/>

(注記)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
 - 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
 - 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
 - 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私物仕様および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。
-