

2024年の世界経済見通し

Marubeni

丸紅経済研究所

2023年12月22日

本編

世界の実質GDP成長率

減速するものの、大幅な悪化は回避。けん引役が不在の状況

▽実質国内総生産（GDP）成長見通し（前年比、%）

年（前年比）：	2021	2022	2023	2024	2025
	実績	見込み	予想	予想	予想
世界	6.3	3.4	3.0	2.9	2.8
先進国	5.6	2.6	1.6	1.4	1.3
米国	5.8	1.9	2.5	1.6	1.4
ユーロ圏	5.8	3.5	0.8	0.9	1.0
英国	7.5	4.1	0.1	0.5	0.5
日本 暦年	2.6	1.0	2.0	0.9	1.3
年度	2.8	1.5	1.6	1.0	1.2
新興国	6.8	4.0	4.0	4.0	3.9
中国	8.4	3.0	5.6	4.5	4.2
インド	8.9	6.7	7.0	6.0	6.4
ASEAN-5	3.9	5.4	4.2	4.5	4.5
中東欧	7.3	0.8	1.8	1.9	1.9
中南米	7.2	4.1	2.3	2.3	0.6
中東・中央アジア	4.4	6.2	1.3	3.4	3.7
サブサハラ・アフリカ	4.7	4.0	3.3	3.9	4.1
四半期（前期比年率）：	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
米国	1.8	1.0	0.8	0.7	1.0
ドイツ	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0
日本	0.4	0.8	1.2	1.5	1.2
中国	5.0	4.0	4.5	5.0	5.0

ASEAN-5はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。

（出所）IMF、丸紅経済研究所

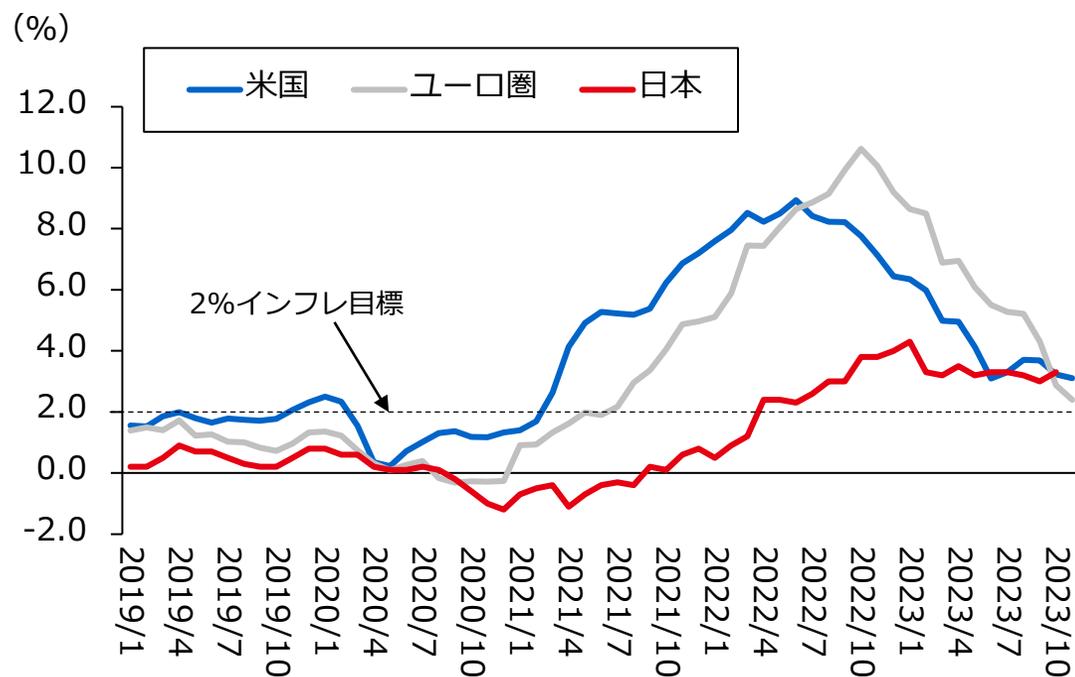
- 2024年の世界の实質GDP成長率は+2.9%の見通し。前半にかけて先進国を中心に減速するものの、大幅な景気悪化は回避される。23年に想定外に上振れした米国を中心に既往の金融引き締め効果が本格的に出現し、需要が抑制される。
- 主要先進国のインフレ率は来年も低下傾向が続くが、総合指数に対して基調的インフレの低下は遅行し、物価が政策目標である2%に安定的に定着するまでには時間を要する。
- 米国の政策金利（現行5.25～5.50%）は24年半ばから下げに転じるが、24年末の水準は米連邦制度準備理事会（FRB）が示唆する4%半ばにとどまる見通し。同時期に4%を下回るとする市場の見方と乖離がある点はリスク要因のひとつ。インフレの低下ペースに比べ、利下げがより慎重なものとなるため、抑制的な金融環境が続く。
- 中国は、住宅市場の調整が継続する中、消費や投資の回復も緩慢に。日本は、賃上げ機運の継続と金融政策の修正が注目点。欧州は、物価高騰が一巡するが、個人消費の回復は弱い。
- 25年は+2.8%の見通し。先進国では低成長が続き、新興国では世界経済の新たなけん引役がまだ見当たらない状況。

2024年のポイント

金融政策の転換時期はインフレ次第。一段のインフレ低下にはサービス価格の改善が不可欠

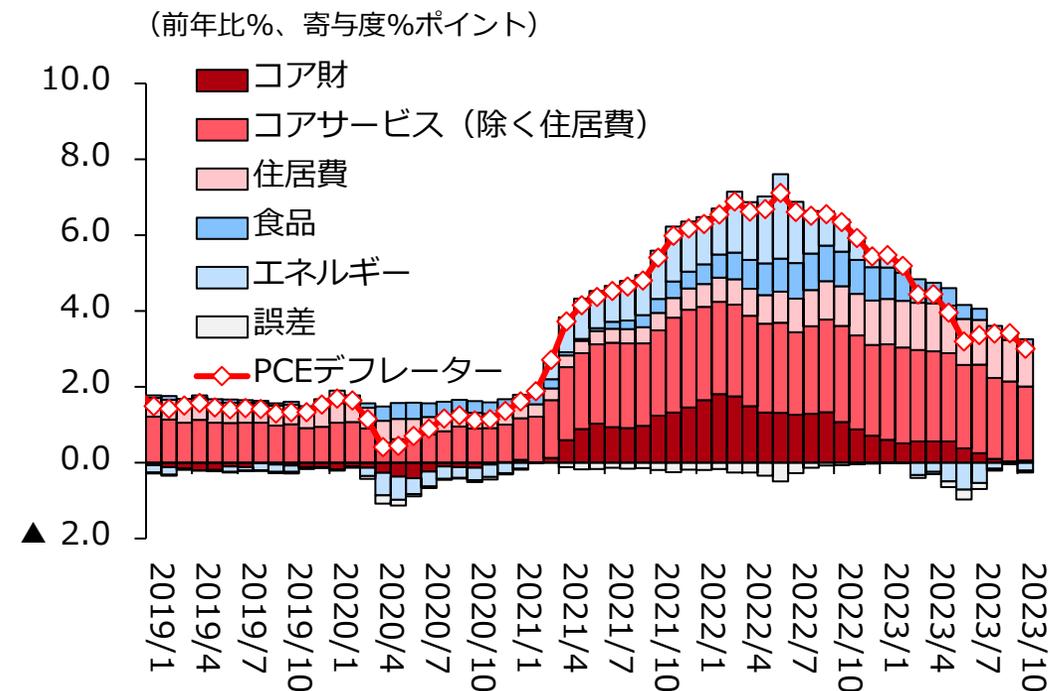
- 欧米のインフレは2021年に急上昇。22年半ばにピークを付けた後、23年にかけて順調に低下した。しかし、各国中銀の政策目標である2%に比べて上振れた状態。24年については、2%に向けての低下傾向に確信が持てれば、金融政策転換が可能に。
- ここまでのインフレ低下は主に財及び食品・エネルギー価格の沈静化によるものだが、一段の下落にはサービス価格（とくに住居費を除いたコア・サービス）の改善が不可欠。サービス価格については労働市場も底堅く推移する中、緩やかな低下が予想される。

▽消費者物価動向指数（CPI）の推移



(出所) 各国資料より丸紅経済研究所作成

▽米国の個人消費支出（PCE）デフレーター



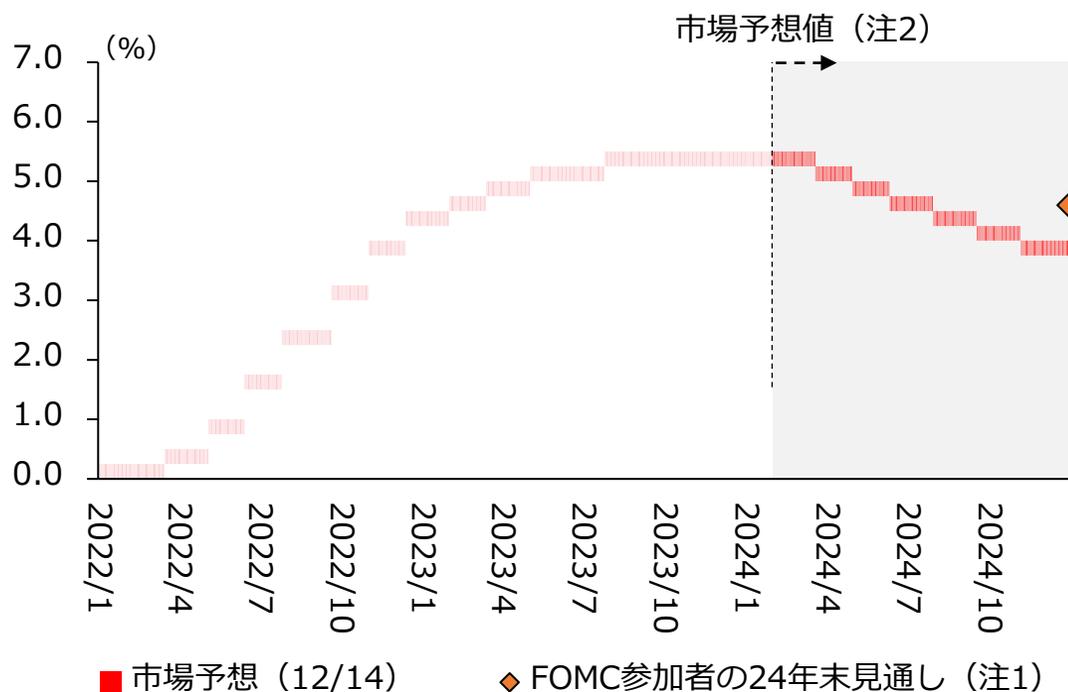
(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

米国の金融政策の見通し

2024年の利下げは3回程度の見通し

- 2023年末の米国の政策金利（FF金利）の誘導レンジは5.25～5.50%。米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者は、2024年中に利下げに転じ、24年末には4.6%に低下すると予想。
- 一方、金融市場は24年前半に利下げが開始され、24年末までに4%を下回るシナリオが織り込まれており、両者の見方が乖離。

▽米政策金利（FF金利）



▽FOMC参加者の経済・物価見通し（12月）

(単位:%)

	2023	2024	2025	2026	長期
実質GDP 成長率	2.6 (2.1)	1.4 (1.5)	1.8 (1.8)	1.9 (1.8)	1.8 (1.8)
失業率	3.8 (3.8)	4.1 (4.1)	4.1 (4.1)	4.1 (4.0)	4.1 (4.0)
PCE 物価上昇率	2.8 (3.3)	2.4 (2.5)	2.1 (2.2)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE 物価上昇率	3.2 (3.7)	2.4 (2.6)	2.2 (2.3)	2.0 (2.0)	— —
FF金利水準	5.4 (5.6)	4.6 (5.1)	3.6 (3.9)	2.9 (2.9)	2.5 (2.5)

(注) 表中の数値はメンバー予測の中央値。カッコ内は前回（23年9月）の見通し。実質GDP成長率と物価上昇率は10-12月期の前年比、失業率は同期の平均を示す。
(出所) FRBより丸紅経済研究所作成

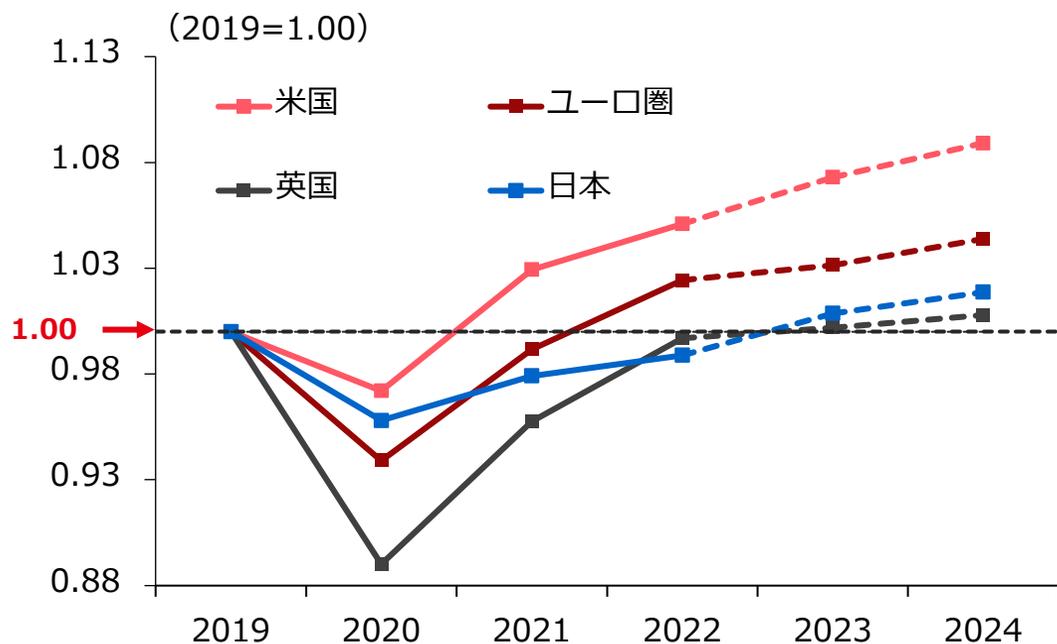
(注1) FOMCメンバーによる24年末におけるFF金利見通しの中央値（2023年12月会合時点）
(注2) FF金利先物市場に織り込まれた政策金利予想値
(出所) FRB、CME groupより丸紅経済研究所作成

2023年の振り返り

米国経済の上振れが顕著

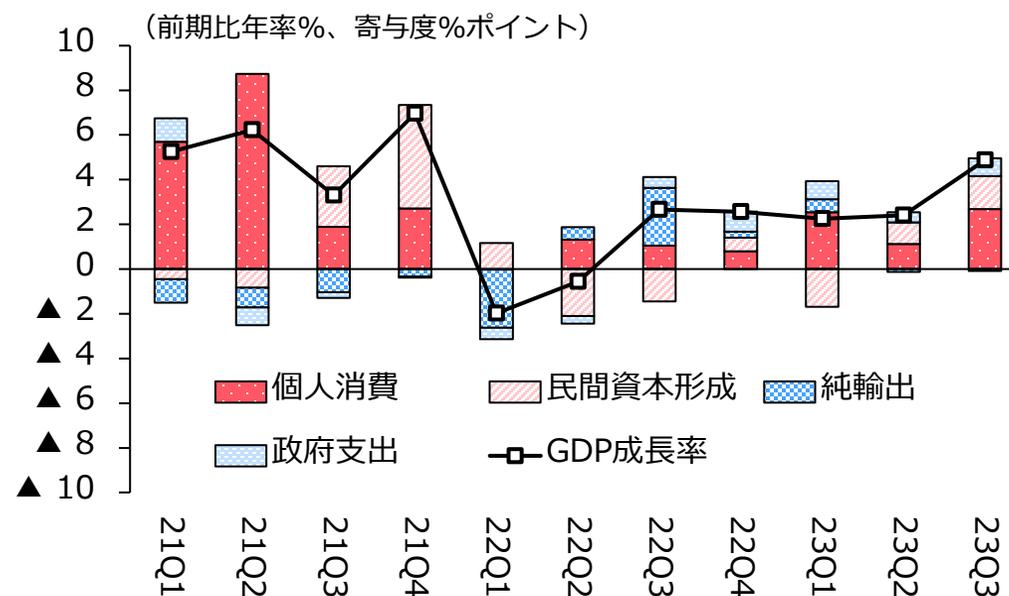
- **際立つ米国経済の底堅さ**：コロナ禍からの回復過程において、米国経済は主要先進国に対して先行した。2023年も多くの先進国で景気減速感が強まる中、米国は潜在成長率（米議会予算局推定：約1.8%）を上回る成長軌道を維持。
- **内需が好調**：需要項目別では、GDPの約2/3を占める個人消費を中心に、内需が想定以上に好調な米景気を牽引する姿が確認できる。

▽実質GDPのコロナ前（2019年）への回復



(出所) IMFより丸紅経済研究所作成

▽実質GDP成長率（需要項目別）



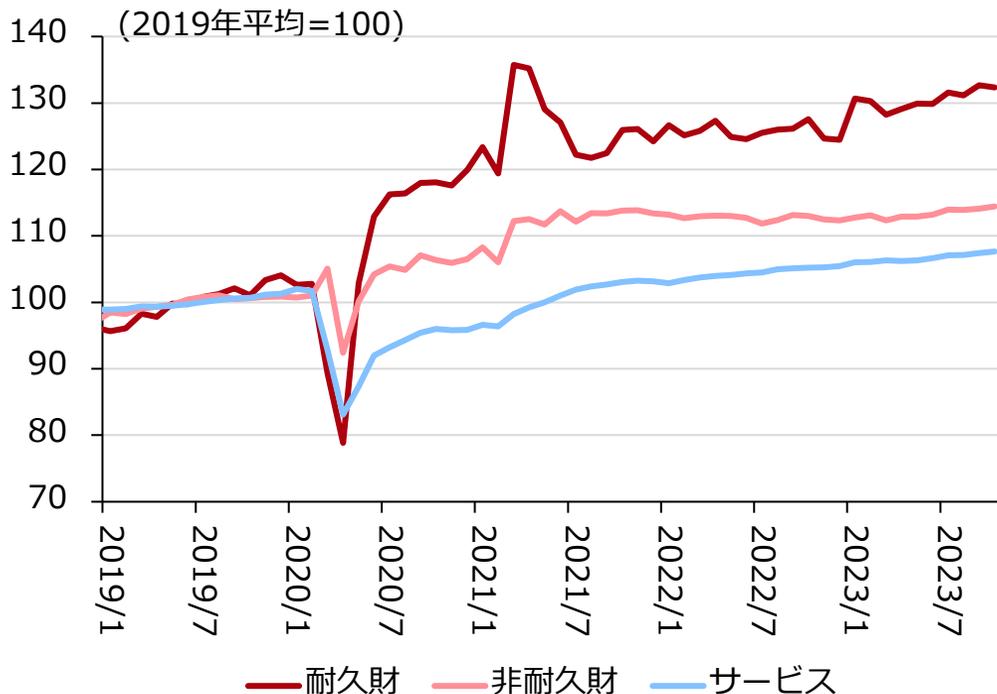
(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

需要の底堅さ

金融引き締めが進行する中でも、内需が堅調に続伸

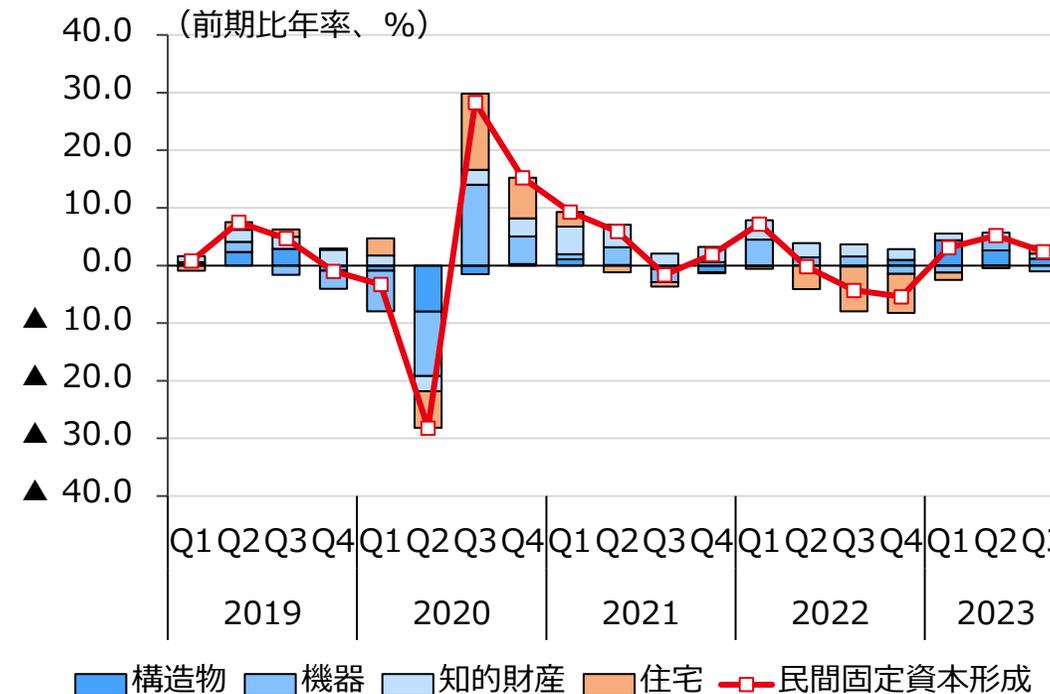
- **個人消費**：可処分所得がコロナ禍前のトレンドを下回る中でも個人消費は堅調に増加しており、コロナ禍で蓄積された超過貯蓄などを原資に消費が下支えされた。品目別では、コロナ禍前の消費構造に比して耐久財消費が大幅に上振れる状況が継続。
- **民間投資**：民間部門の設備投資は、金融引き締めが開始した2022年3月以降も続伸した。背景として、自動車をはじめとする輸送機器の供給改善や、製造業を中心とする生産設備増強を指摘する向きもある。一方、高水準の住宅ローン金利の下で、住宅投資は低調。

▽実質個人消費の動向（品目別）



(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

▽実質設備投資・住宅投資の動向



(出所) 米商務省より丸紅経済研究所作成

供給サイドの復元

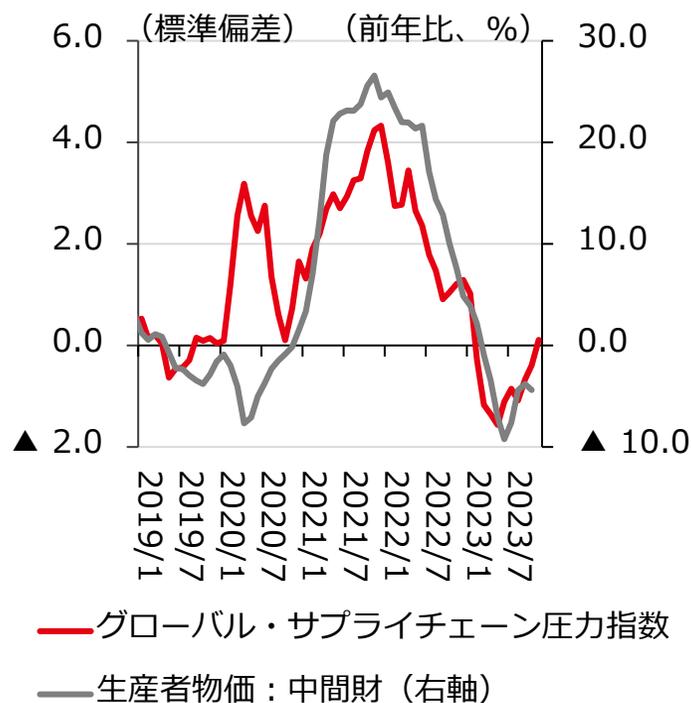
コロナ禍がもたらした供給サイドへのショックによる影響は解消されつつある

- **労働供給の回復**：コロナ禍初期に低下した労働参加率はその後急速に回復し、足元では人口動態などを基にした推定値を上回る。
- **サプライチェーンの復旧**：原材料を含む物品調達のリードタイム長期化・インフレ圧力をもたらした供給網の混乱状態は、概ね解消。
- **供給側のインフレ圧力は低減**：2022年中頃のピーク時対比で見ると、供給要因によるインフレ率への寄与分は縮小しつつある。

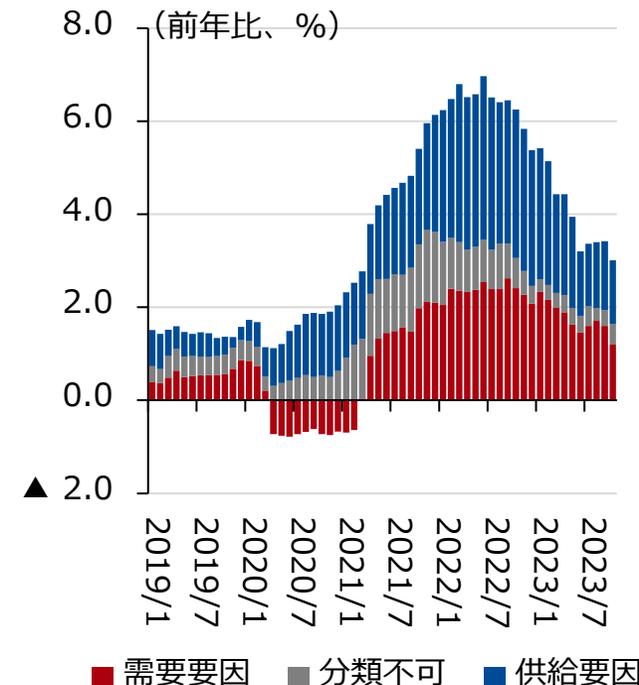
▽労働参加率の推移



▽サプライチェーンの復旧状況



▽PCEデフレーター上昇率
需給要因別の寄与度



(注) 労働参加率 = (就業者数+完全失業率) / 生産年齢人口
(出所) 米商務省、米議会予算局より丸紅経済研究所作成

(出所) NY連銀、米商務省より丸紅経済研究所作成

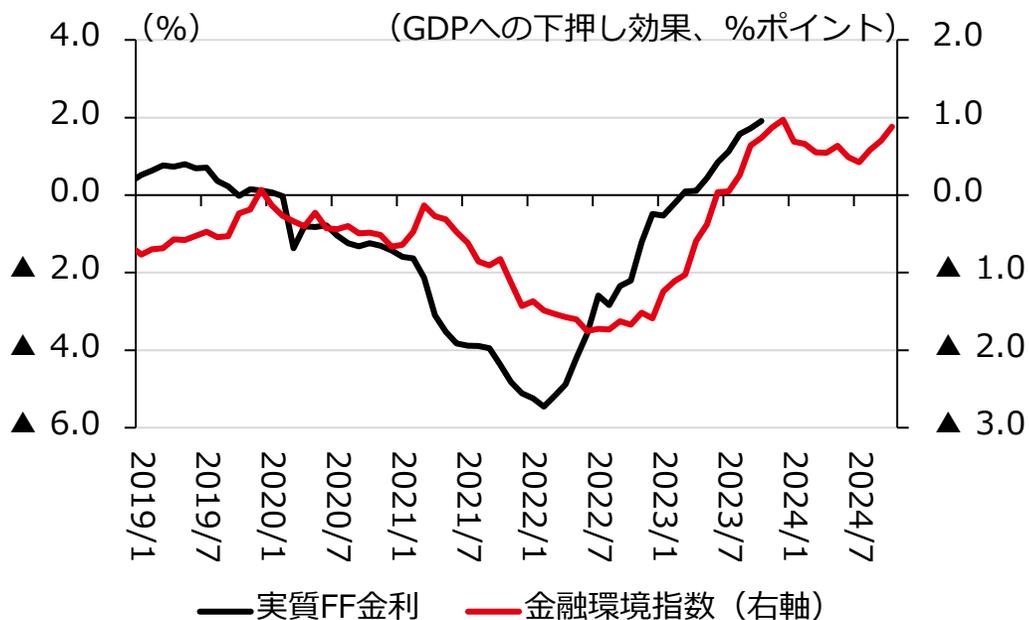
(注) PCEデフレーターの商品目ごとに、数量・価格上昇の場合は需要要因によるインフレ、数量下落・価格上昇の場合は供給要因によるインフレとして分類。
(出所) サンフランシスコ連銀より丸紅経済研究所作成

金融政策の引き締め度合い・タイムラグ

金融引き締めの累積的効果は2023年には十分に顕在化せず。24年にかけて強まる見込み

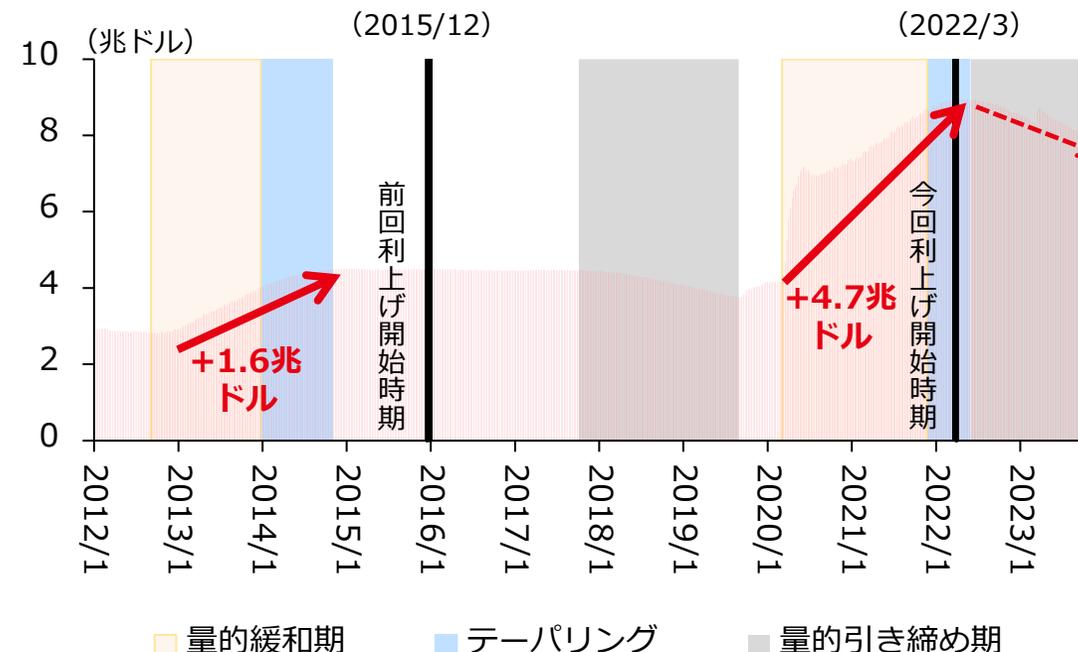
- **金融政策のラグ**：金融政策の効果が実体経済に波及するまでに、数カ月～数年のタイムラグが存在することが知られている。FRBが公表する金融環境指数によると、23年末に向けて引き締め効果が表出した後、24年中は下押し圧力が一定程度残存する見通し。
- **量的引き締め**：政策金利操作と並行してFRBは保有する国債、モーゲージ債の削減を進める量的引き締め（QT）も実施中。3月の米銀破綻騒動を受けた資金供給対応で残高が一時上昇するも、足元は引き締めが継続。

▽政策金利（実質値）・金融政策の引き締め効果



(注) 実質 FF金利 = FF金利誘導目標の中央値 - コアPCEデフレーター前年比上昇率
 (出所) 米連邦準備制度理事会より丸紅経済研究所作成

▽FRBの保有資産残高の推移

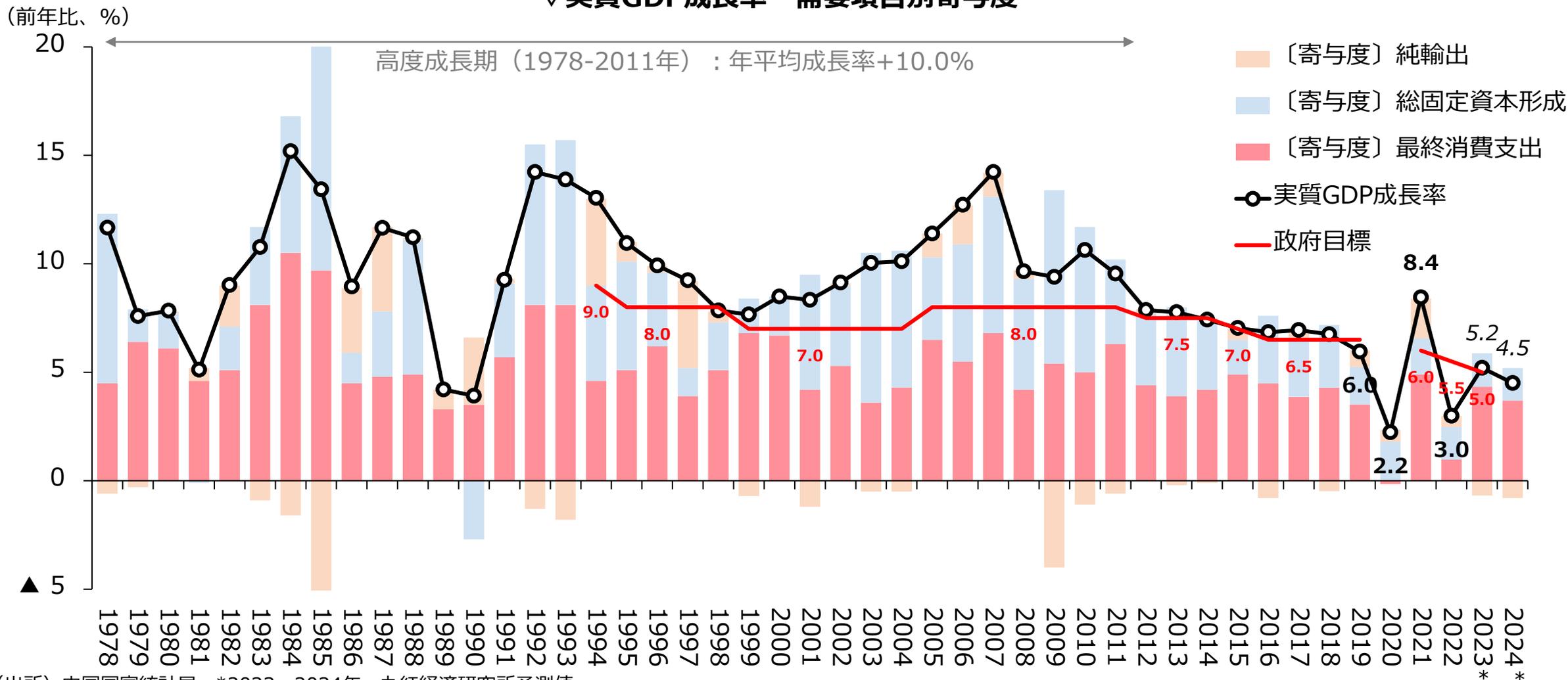


(出所) FRB、IMFより丸紅経済研究所作成

中国：景気見通し

24年は前年比+4%半ばに止まる公算。住宅投資・輸出の減少が重し、消費も不透明

▽実質GDP成長率・需要項目別寄与度

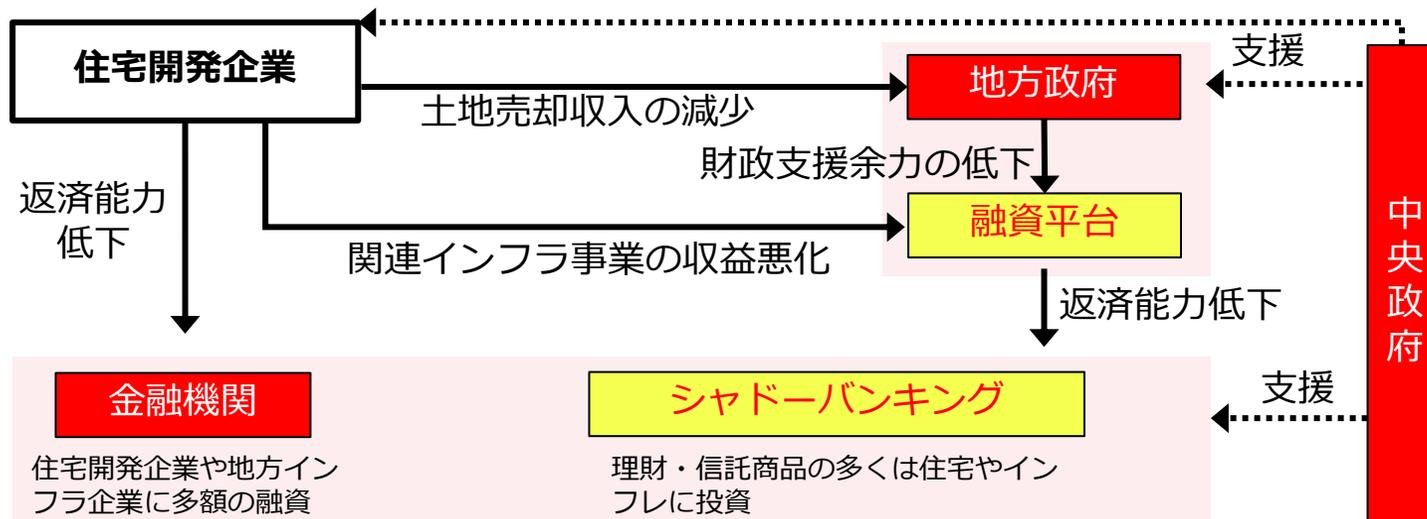


（出所）中国国家统计局 *2023~2024年：丸紅経済研究所予測値

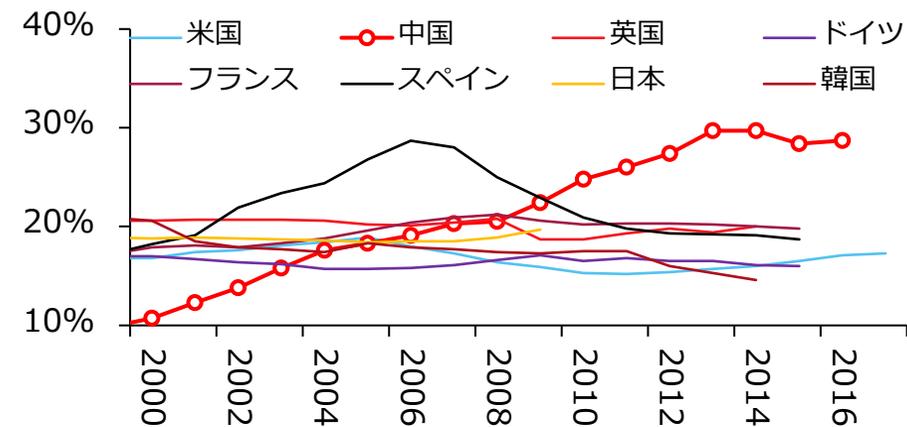
中国：住宅市場の調整を起点とした経済・金融不安のリスク

一部の開発企業の経営悪化を契機に住宅市場が縮小。都市化が中長期的な下支え要因

▽住宅不況の主な波及経路



▽GDPに占める不動産関連活動の割合



(出所) Rogoff and Yang 建設投資や資機材投資の波及効果を含む

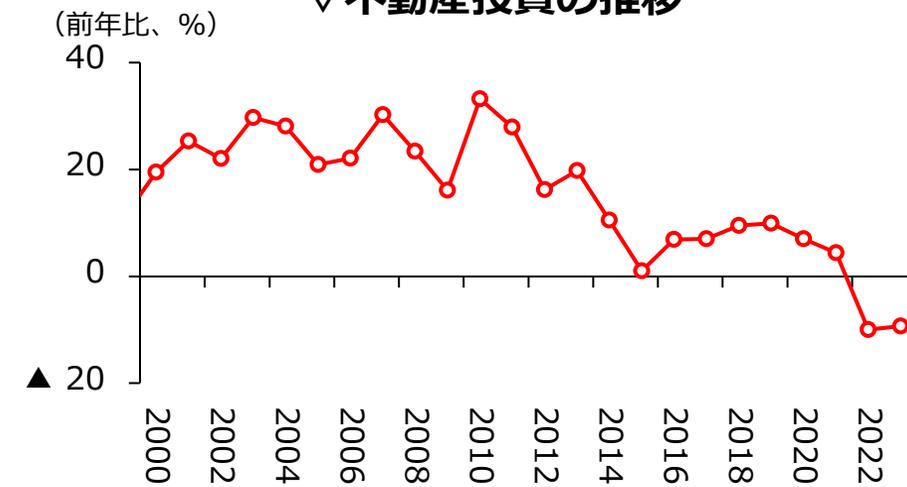
政治・経済・社会不安 金融不安 ソブリンリスク

▽不動産セクターの経済・金融・財政へのインパクト

	不動産関連活動	不動産セクター向け金融機関融資残高	不動産・インフラ向け信託投資	地方政府関連債務 (IMF試算)		
				融資平台	その他	合計
兆元	30	53	9	34	39	73
GDP比、%	25%	44%	7%	28%	32%	60%
統計時点	2022年	23年9月末	23年6月末	2022年末		

(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、中国信託業協会、IMF「2022年中国経済年次審査報告書」

▽不動産投資の推移

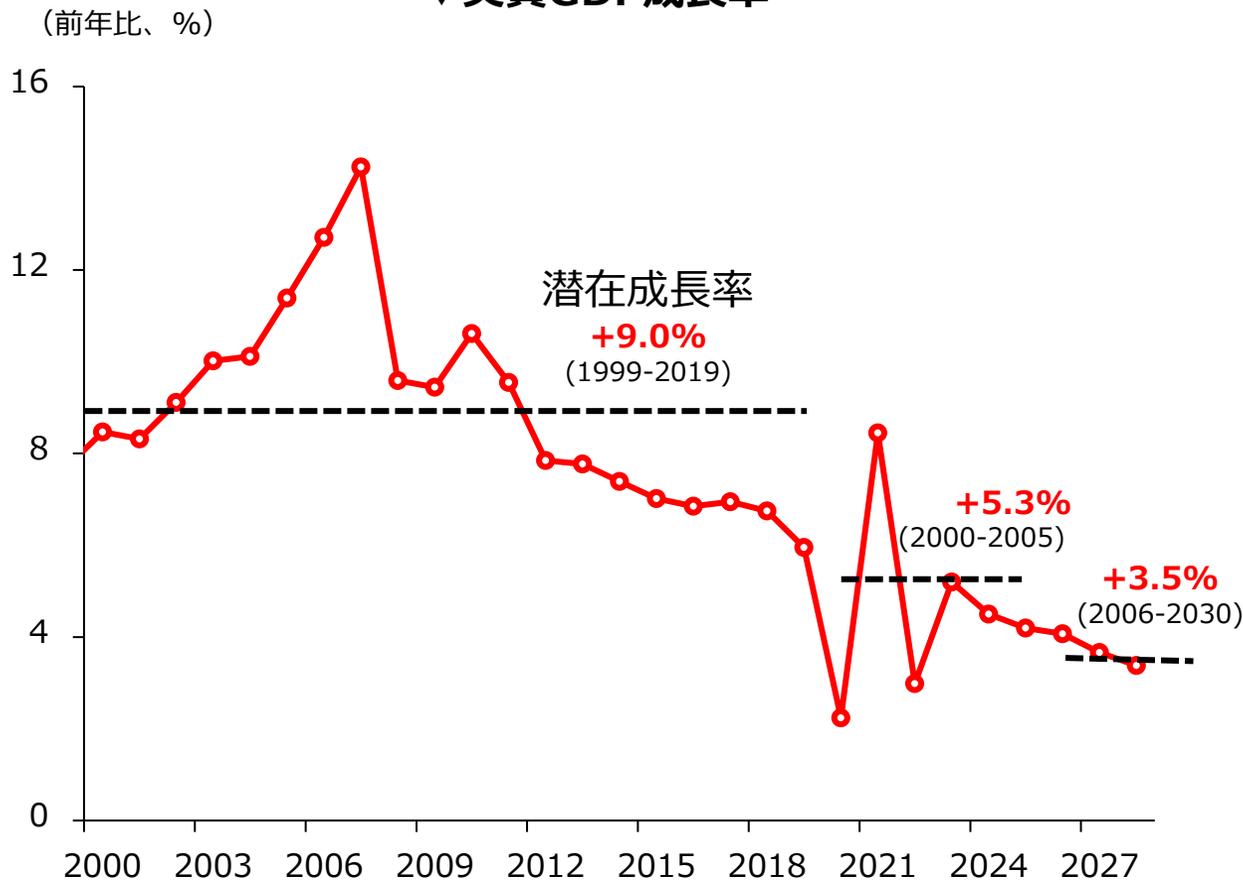


(出所) 中国国家统计局

中国：中期経済見通し

成長鈍化継続。住宅市場の調整に加え、中期では人口減少や地経学リスクが重しに

▽実質GDP成長率



(注) 潜在成長率：ADBによる試算値（2022年12月）
 (出所) IMF「世界経済見通し」2023年10月版 2023～2025年：経済研究所

▽ダウンサイドリスク要因

- 住宅市場の調整**
 - 2022年以降、1990年代末の市場取引移行後最も困難な局面に。バブル抑制策等による開発企業の経営悪化を受け、**完工遅れ**物件は地方都市を中心に拡大。完工遅れへの不安が**買い控え**を誘発する恐れも
- 政策バッファの狭まり**
 - 住宅セクターの停滞を発端とした景気減速・金融不安に一定程度の金融・財政政策支援が可能となるも、**地方政府の高債務**やシャドーバンキングの膨張が政策運営の足かせに
- 地経学リスクの高まり**
 - 生産性の損失：先端技術の輸入や**対中投資の減少**
 - 輸出の停滞：再エネ、電気自動車（EV）など
- 潜在成長率の低下**
 - 潜在成長率は、生産要素（**生産年齢人口の減少**・資本ストックの伸び鈍化）の制約および、生産性の伸び鈍化から低下の方向にある

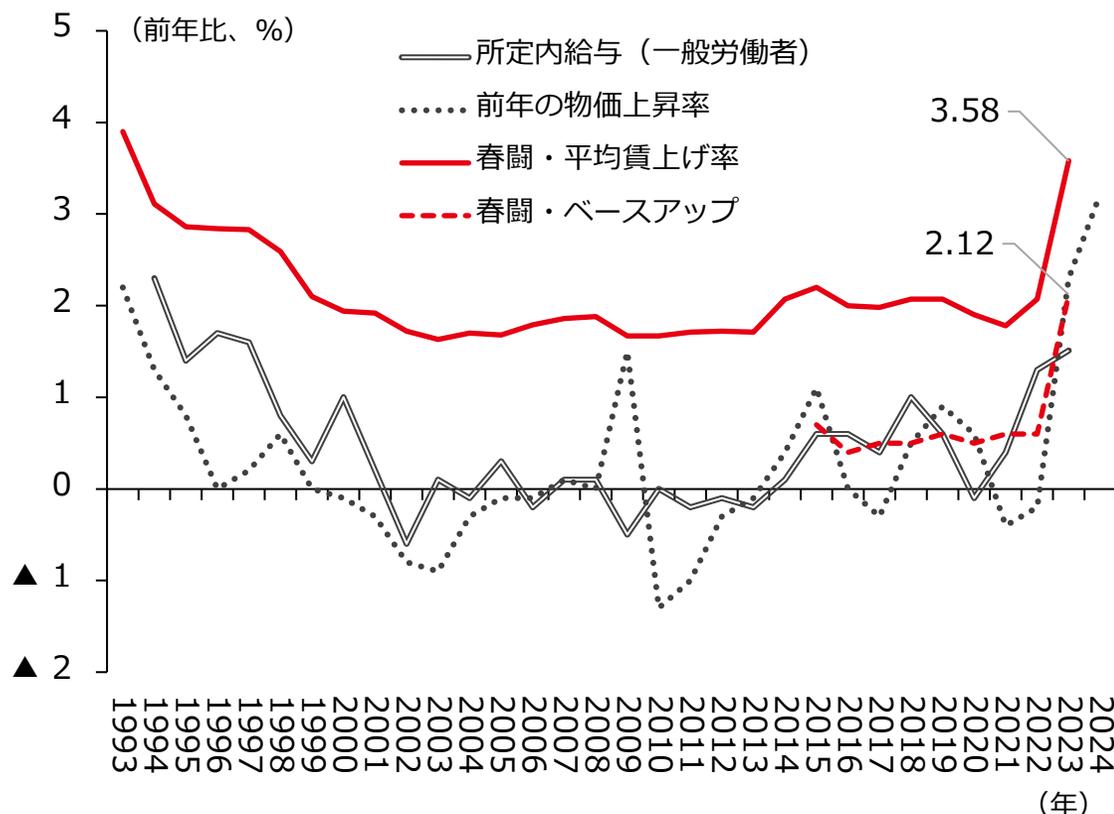
(出所) 経済研究所作成

日本：鍵となる賃金動向

物価の高止まりや好調な企業収益を背景に、2年連続の高めの賃上げに現実味

- 24年春闘は、前年の物価上昇率が高止まりしたことや企業収益が好調さを維持したことなどを背景に、2年連続で高めの賃上げが実現する見通し。名目賃金の上昇に加えて物価上昇率の低下により実質賃金のマイナス幅は縮小する見込み。賃金と物価の好循環に注目。

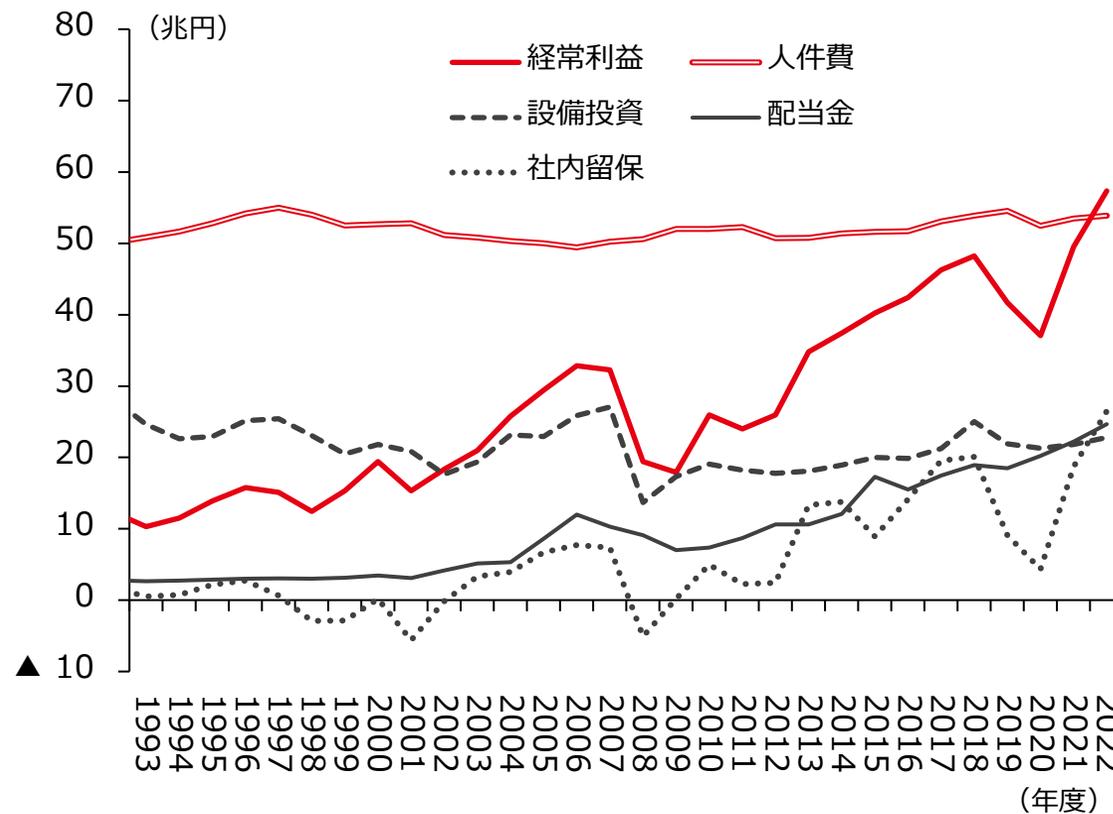
▽春闘の平均賃上げ率



(注) 前年の物価上昇率は、消費税引き上げの影響を除いたコア指数の前年比。
2023年は1～10月の単純平均値。

(出所) 総務省、厚生労働省より丸紅経済研究所作成

▽企業の経常利益と人件費



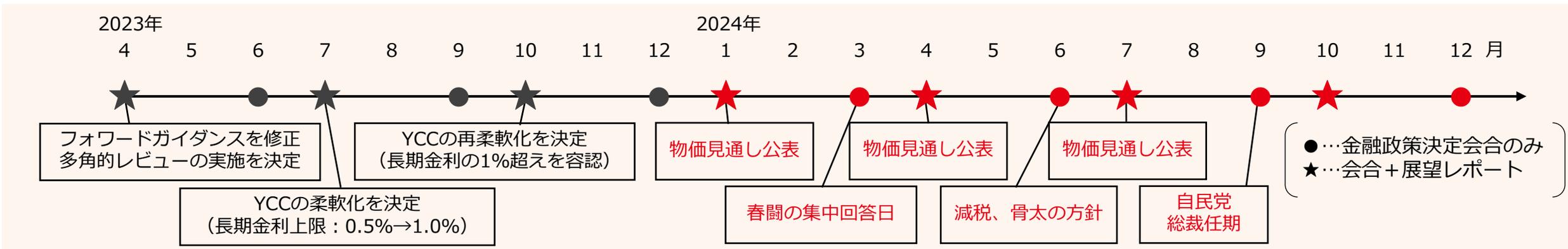
(注) 全業種（金融・保険業除く）、資本金10億円以上の企業。
設備投資はソフトウェアを含む。

(出所) 財務省より丸紅経済研究所作成

日本：金融政策

植田日銀の下で進むYCC政策の修正、2024年前半にもマイナス金利解除か

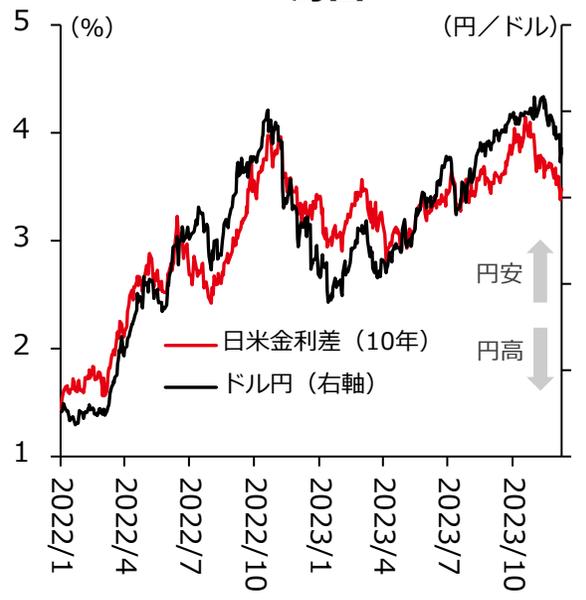
・日銀はマクロ的な需給環境、持続的な賃上げ、基調的なインフレ、海外経済の動向、副作用などを考慮。物価見通し公表時に政策修正か。



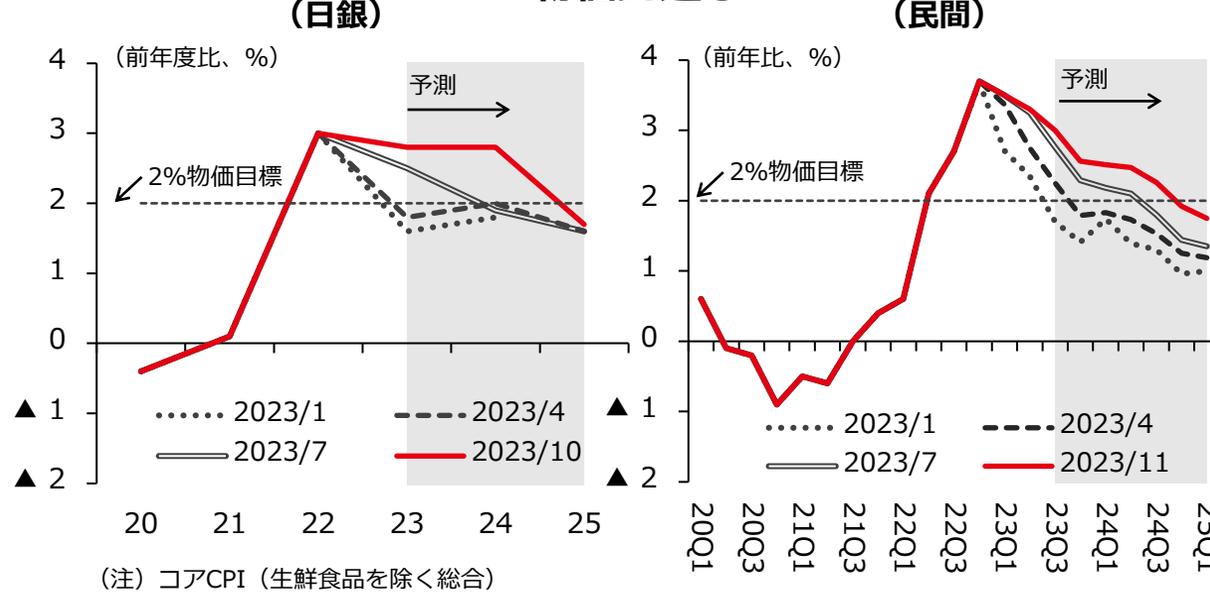
▽金利



▽為替



▽物価見通し

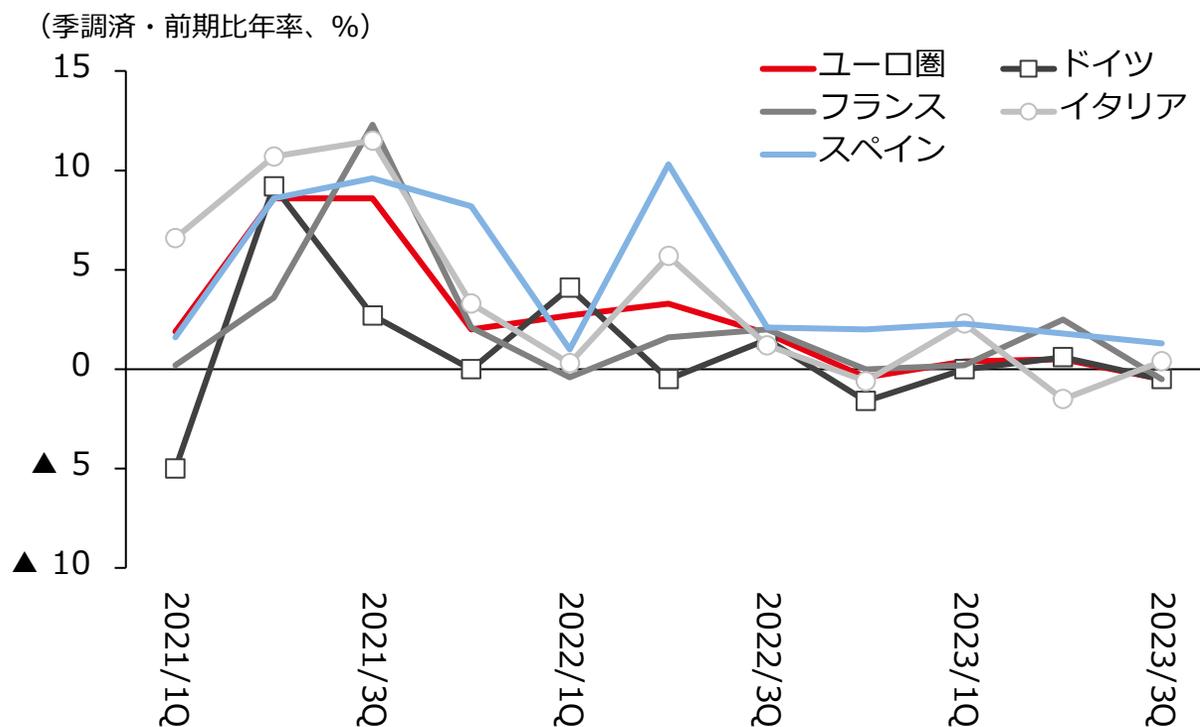


欧州：景気動向

2024年はドイツ、個人消費などがポイントか

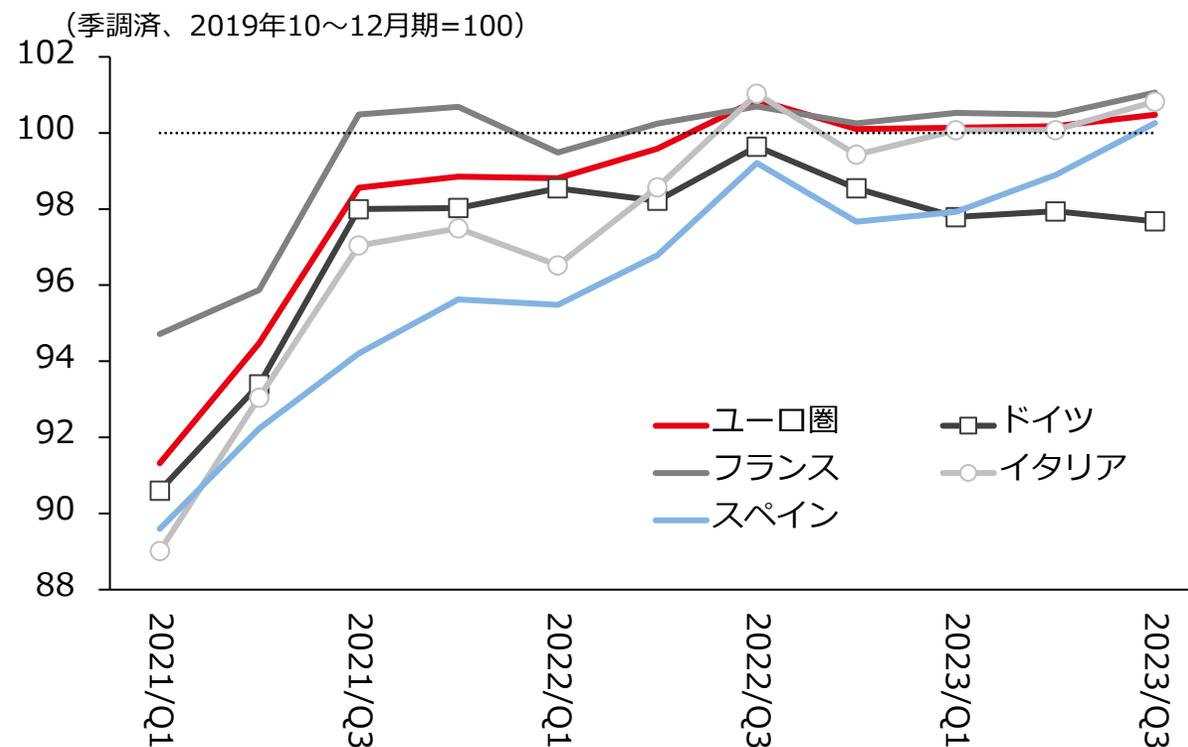
- 総じて、ユーロ圏経済は振るわない。国別の実質GDP成長率で見た場合、とくにドイツが低調に推移し、ユーロ圏の足かせに。
- フランス、イタリア、スペインの南欧諸国の個人消費はコロナ禍前の水準をほぼ回復したが、経済規模の大きいドイツの個人消費は比較的低調に推移。インフレ率の低下、及び名目賃金の増加などにより、実質賃金が上向くかが鍵。

▽実質GDP成長率



(注) 直近は2023年7~9月期
(出所) 欧州連合統計局より丸紅経済研究所作成

▽個人消費



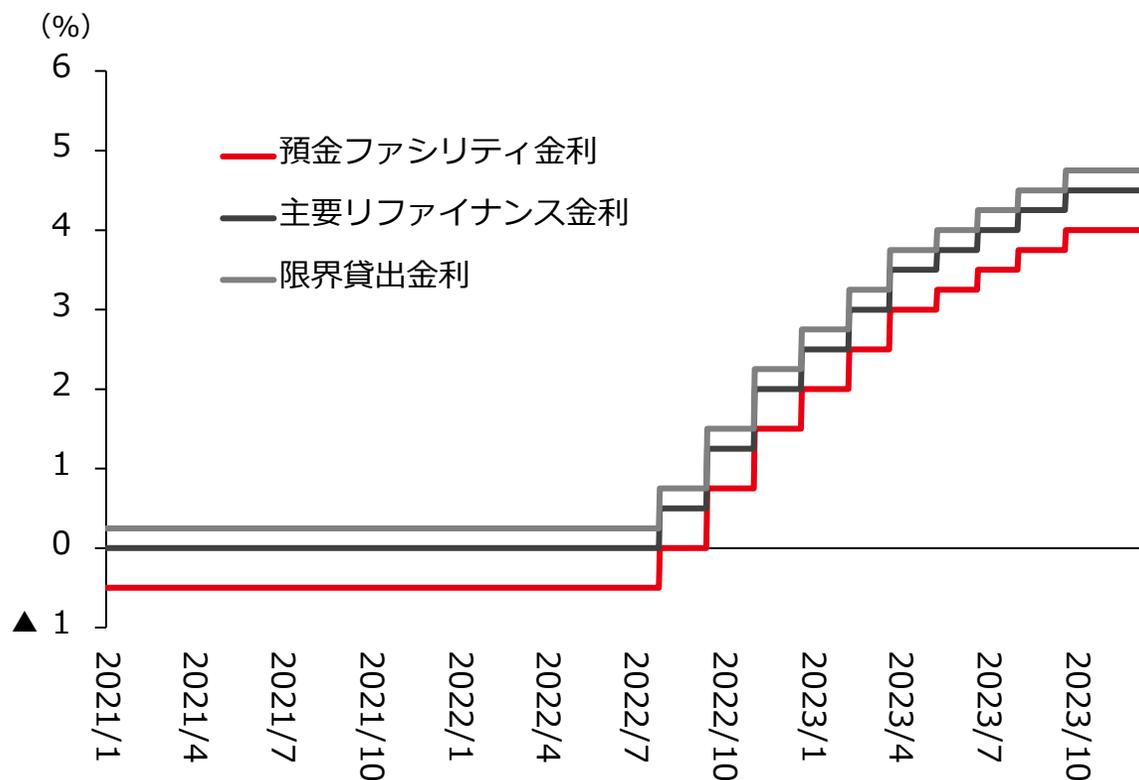
(注) 直近は2023年7~9月期
(出所) 欧州連合統計局より丸紅経済研究所作成

欧州：金融政策の見通し

2024年は利下げに向かう見方が強い

- 欧州中央銀行（ECB）は2会合連続で政策金利を据え置いた。2022年後半以降急速な利上げの実施もあり、利下げ余地は大きい。
- 消費者物価指数（HICP）上昇率は縮小傾向にある。2022年12月にエネルギー価格が下落したことなどを背景に一時的に上昇率が拡大する可能性もあるが、景気が振るわない中でインフレ率の低下傾向が顕著に見られた場合、利下げが実施されると見られる。

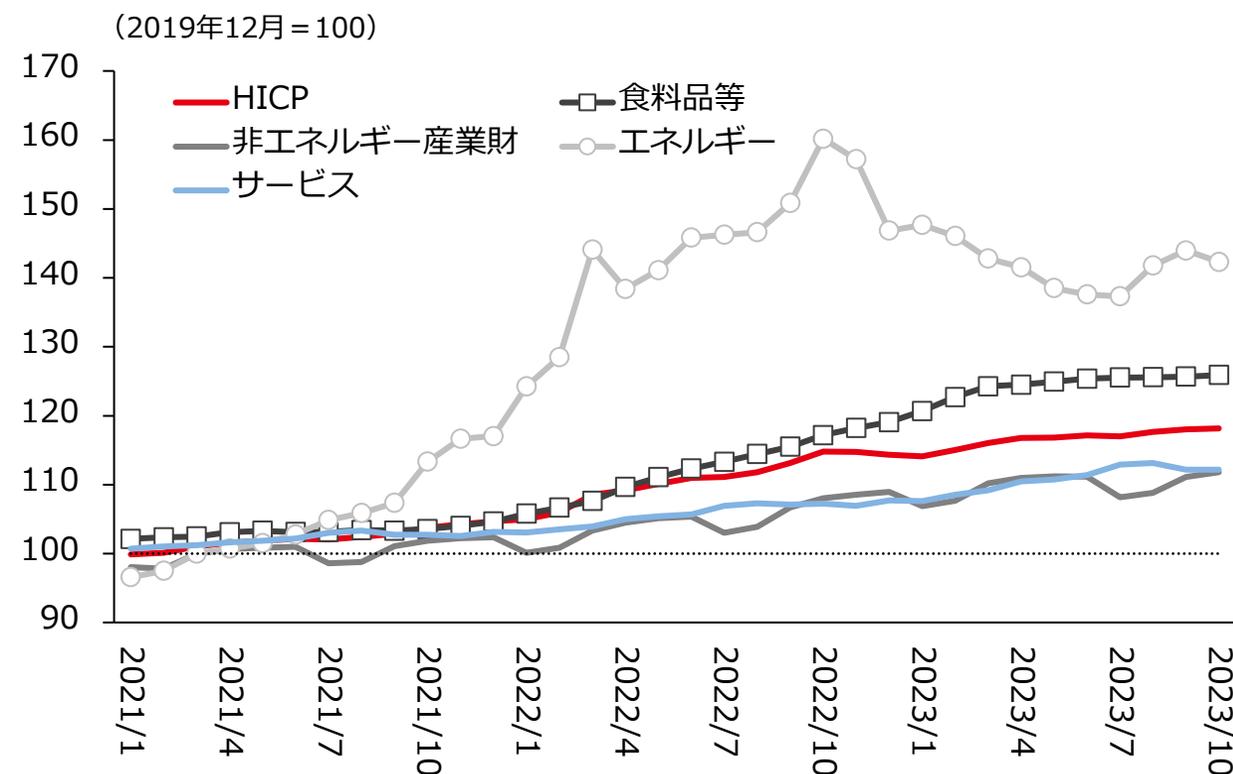
▽政策金利



(注) 直近は2023年12月11日

(出所) 欧州中央銀行より丸紅経済研究所作成

▽消費者物価指数（HICP）



(注) 直近は2023年10月

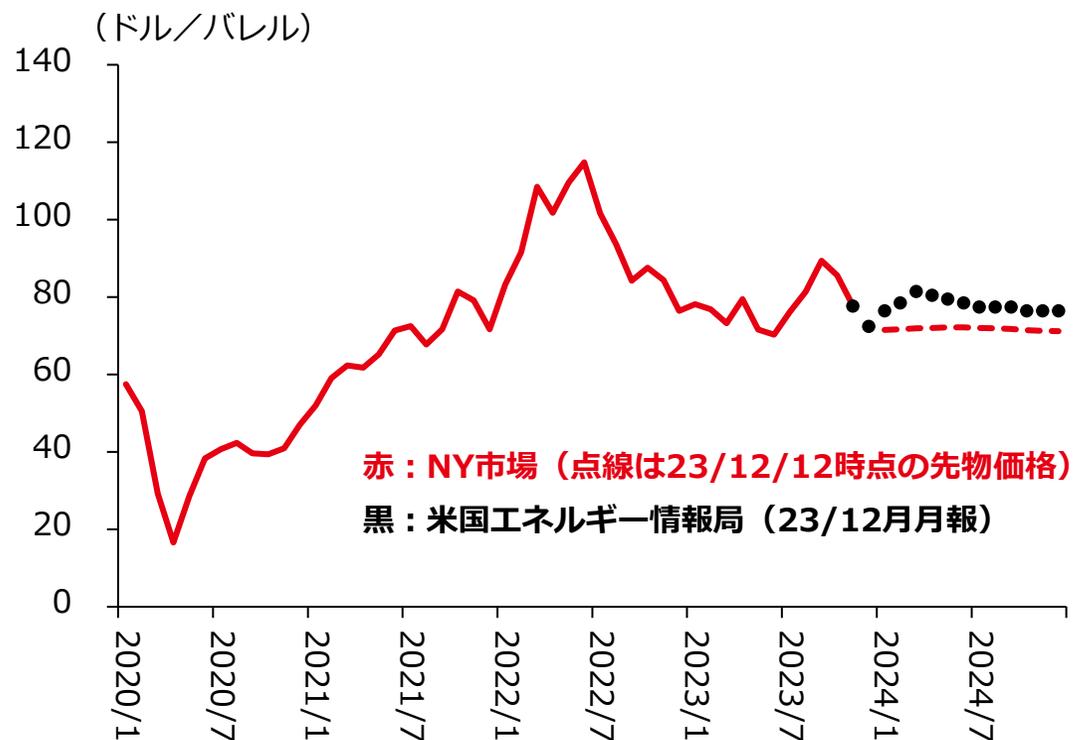
(出所) 欧州連合統計局より丸紅経済研究所作成

商品市況見通し：原油

OPECプラスの協調減産などを背景に底堅く推移

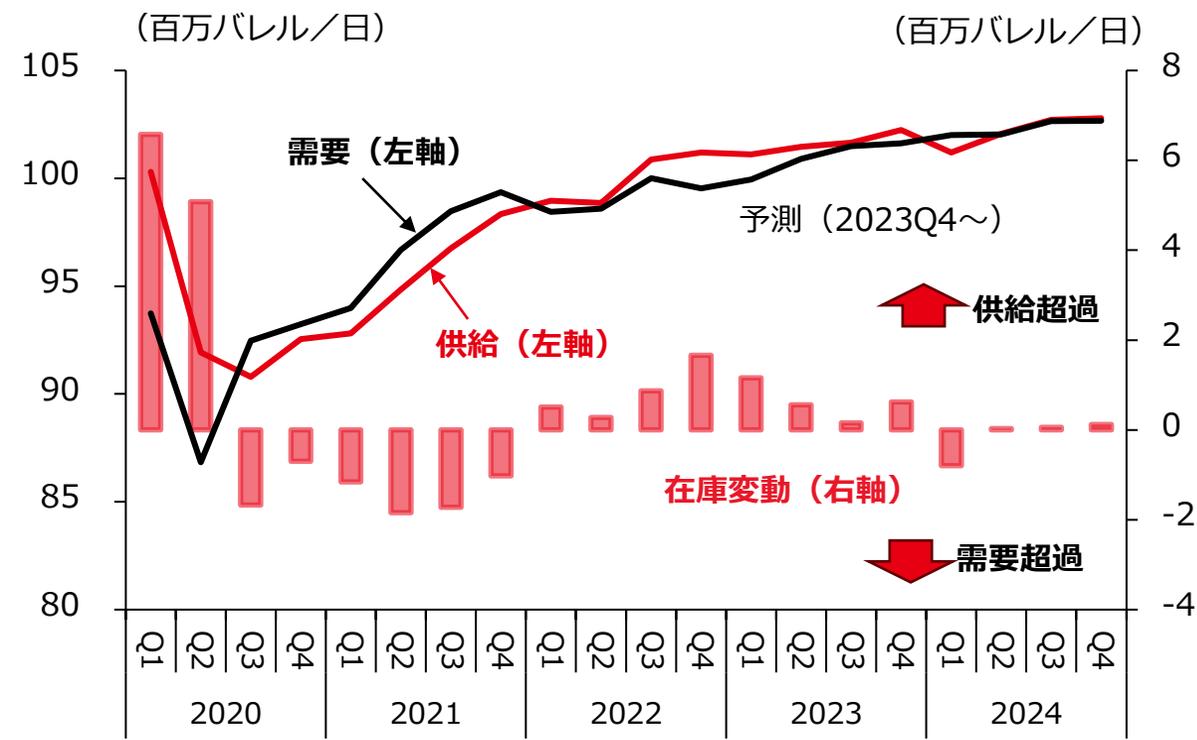
- 世界経済の減速に伴う需要の伸び悩みや、米国などの非OPEC諸国の生産増が見込まれるものの、OPECプラスによる協調減産を受けて、2024年の需給バランスは、第1四半期は需要超過、第2四半期以降は概ね均衡となる見込み。
- 中東・ロシア情勢の不透明感、脱炭素に向けた上流投資の減速懸念なども価格の下支えとなり、底堅い推移を見込む。

▽WTI価格見通し



(出所) Refinitiv、米国エネルギー情報局 (EIA)

▽世界の原油需給バランス



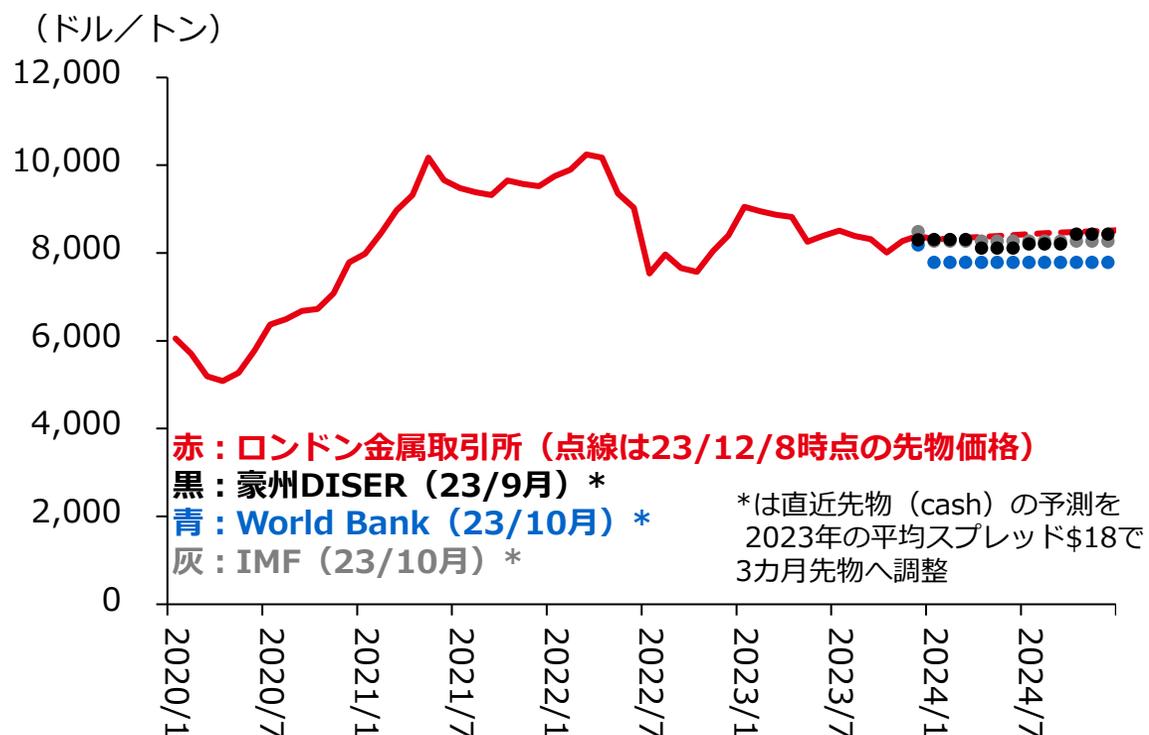
(出所) EIA "Short-Term Outlook December 2023"

商品市況見通し：銅

生産増を背景に供給過剰となるも、エネルギー転換需要への期待などから価格の下値は限定的

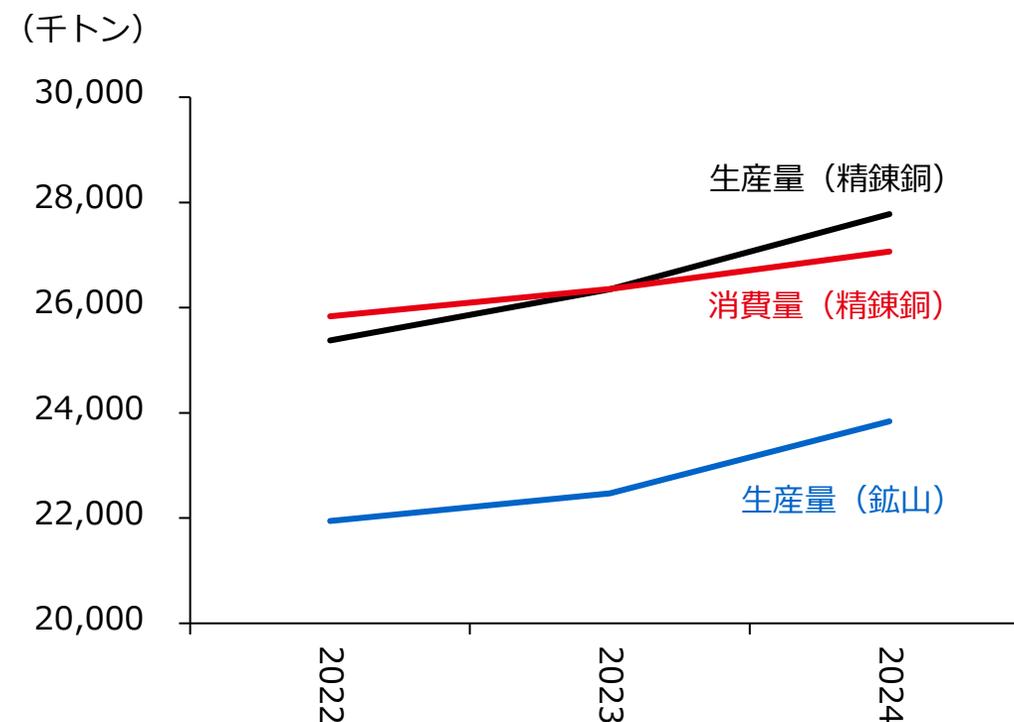
- 精錬銅の需給バランスは供給超過。需要は世界経済の減速が下押しとなるも、エネルギー転換に伴う需要が下支えに。一方、供給は、鉱山生産はチリ、DRコンゴなどで大幅増を見込み、精錬銅もインドネシアなどでの製錬所の新設や拡張を受けて伸びの加速を見込む。
- エネルギー転換需要への期待、生産時の環境負荷低減のためのコスト増、鉱石品位の低下に伴う生産減への懸念などから下値は限定的。

▽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）

▽世界の銅生産・消費量の見通し



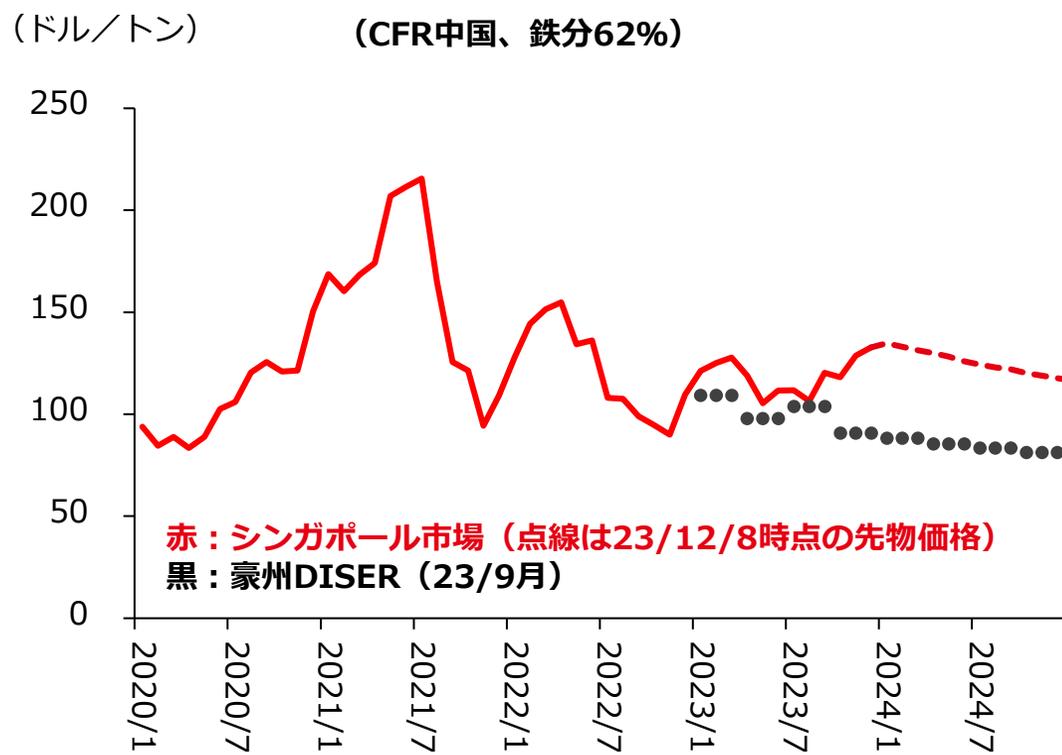
(出所) 国際銅研究会（ICGS）“Copper Market Forecast 2023,2024, October 2023”

商品市況見通し：鉄鉱石・原料炭

世界の鉄鋼需要は住宅不況を抱える中国を中心に低調

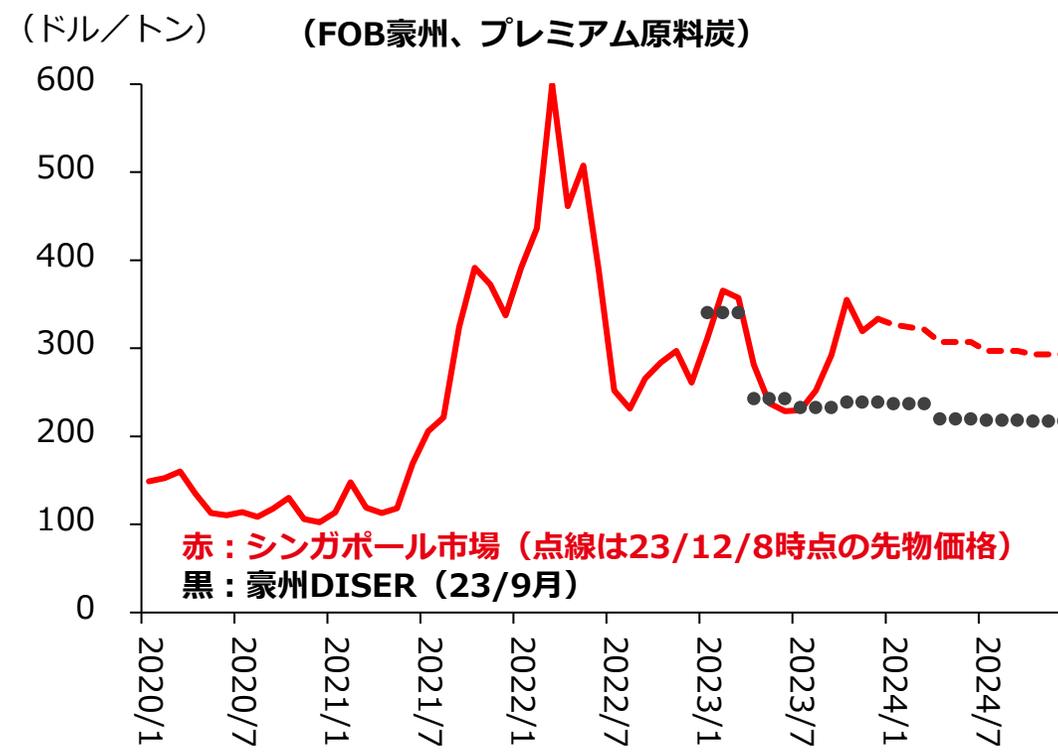
- 鉄鉱石は、ブラジルや豪州の供給増が見込まれる一方、需要は中国を中心に低調の予想で、弱含みの展開が予想される。
- 原料炭は、インドの強い需要が下支え要因となる一方、中国での需要停滞や粗鋼生産抑制策が下押し要因になり、軟調な推移を見込む。
- 主なアップサイド要因は、エルニーニョ現象による供給不安や、豪中関係の改善、中国における景気対策の強化。

▽鉄鉱石価格見通し



(出所) Refinitiv、豪州産業・科学・エネルギー・資源省 (DISER)

▽原料炭価格見通し



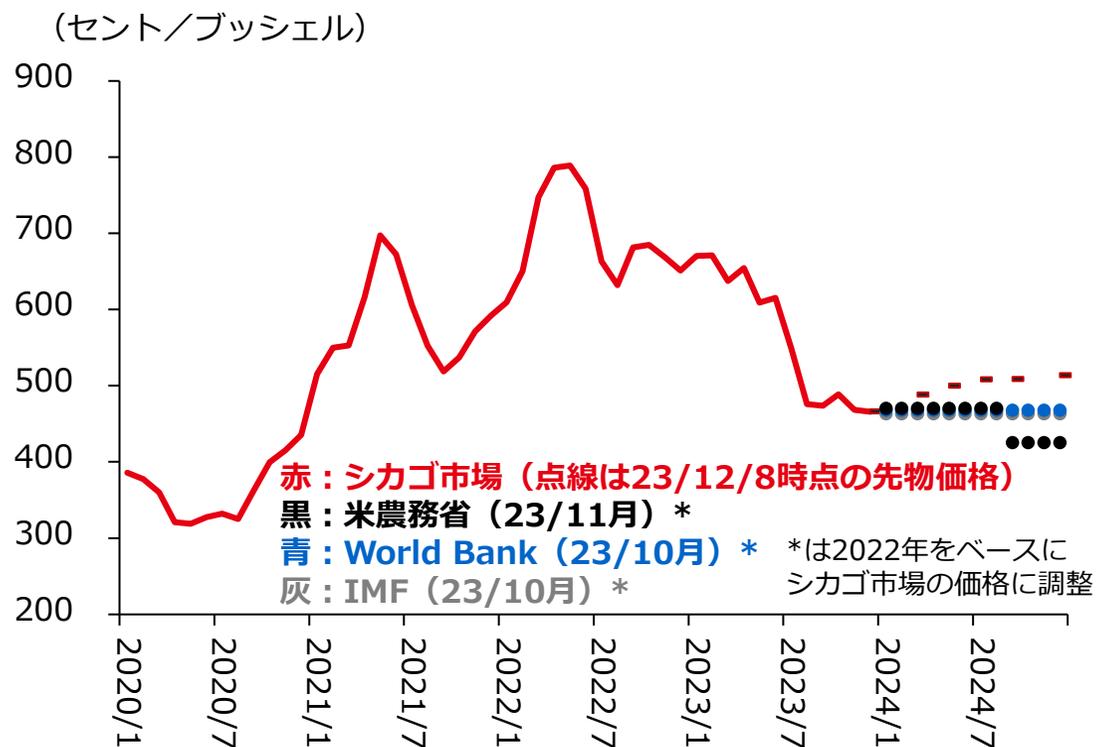
(出所) Refinitiv、豪州産業・科学・エネルギー・資源省 (DISER)

商品市況見通し：トウモロコシ、大豆

供給増を受けて下押し圧力が働く

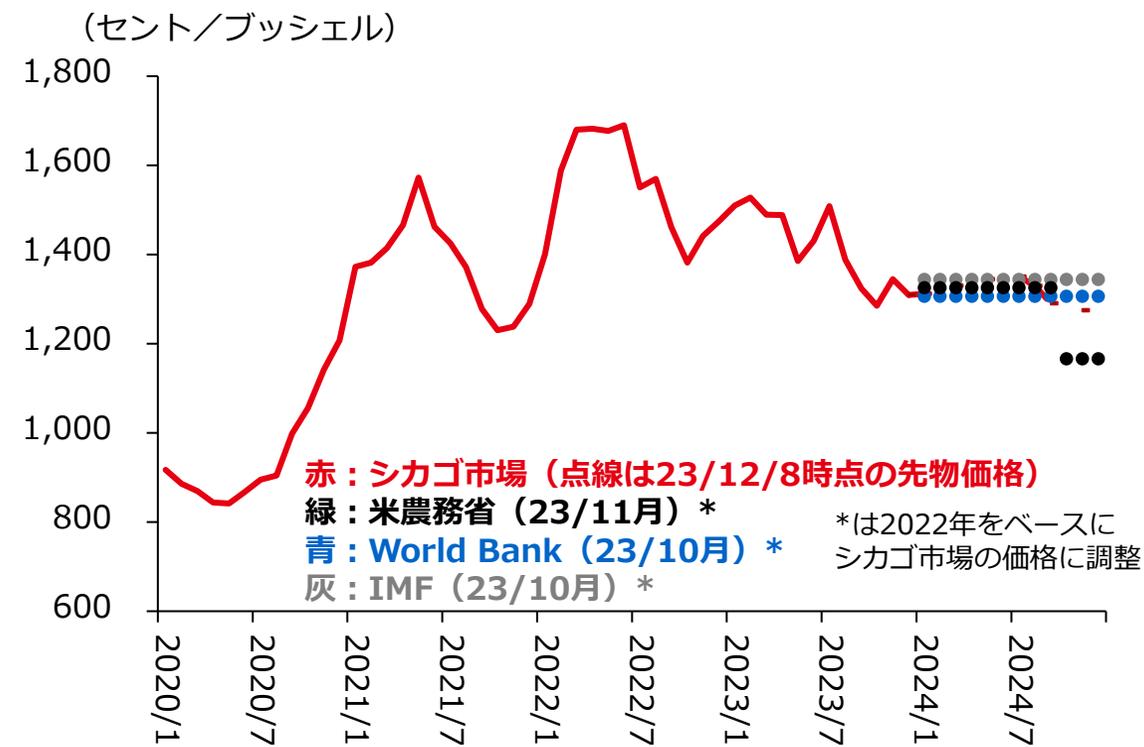
- トウモロコシは、世界的に増産見込みで米国期末在庫もさらに増加する一方、原油の底堅さがエタノール需要を下支え、底堅く推移。
- 大豆は、低水準の米国期末在庫が当面の下支えとなる一方、南米での増産と北米での栽培面積拡大を受けて、米国収穫期以降弱含むか。
- 変動要因は、足元ではブラジル産地の天候、春先以降は米国の天候。その他、トウモロコシはウクライナ情勢、大豆は米中関係に留意。

▽トウモロコシ価格見通し



(出所) Refinitiv、IMF、世界銀行、米農務省

▽大豆価格見通し



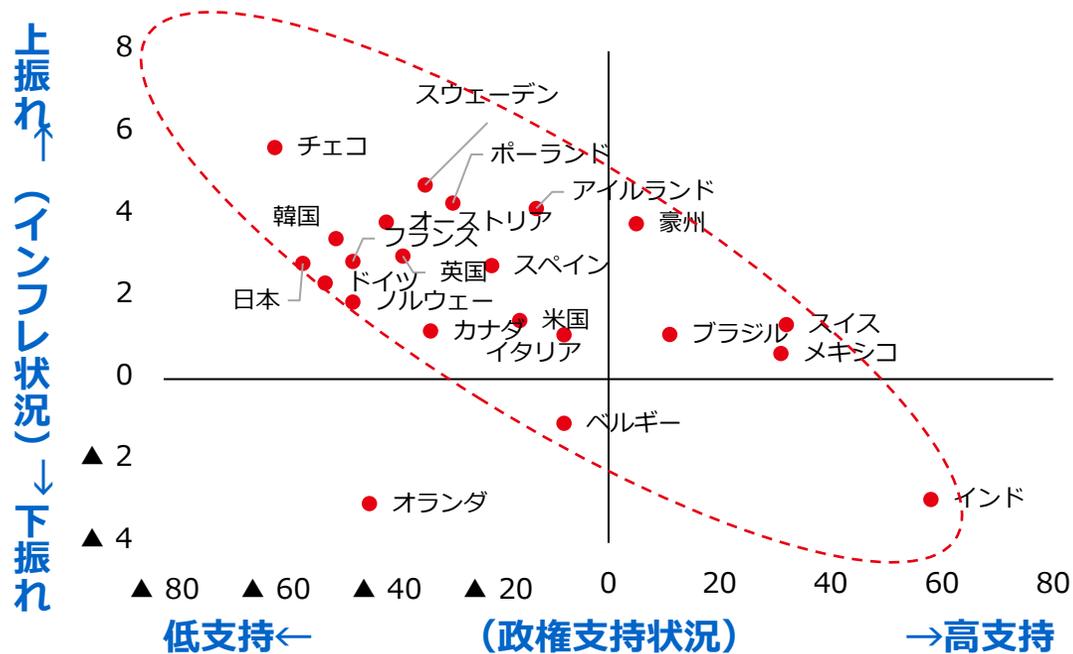
(出所) Refinitiv、IMF、世界銀行、米農務省

インフレと政権支持率

物価高への不満が政治の不安定化につながるリスク

- 各国で長引く物価高が消費生活を圧迫し、政権への不満拡大につながっているとみられ、インフレ率が平時（19年平均）よりも上振れている国では政権支持率も低い傾向がある。インフレの影響が尾を引く中で政治の不安定化リスクが高まる傾向。
- 主要国ではコロナ禍対策やインフレへの不満が強まる中で、重要選挙での与党劣勢や国際情勢の不安定化に乗じた右派の台頭が目立つ。例外的に日本は22年7月の参院選で与党の自民党が大勝したが、物価高は選挙以降に本格化しており足元で政権支持率の重しに。

▽インフレ状況と政権支持率



※「インフレ状況」は直近23/10と平時（19年平均）の差（前年比、%）（インドは23/9、豪州は23Q3）、「政権支持状況」は23/11調査時の支持率と不支持率の差（%）

（出所）OECD、Morning Consultより丸紅経済研究所作成

▽主要国の政治動向

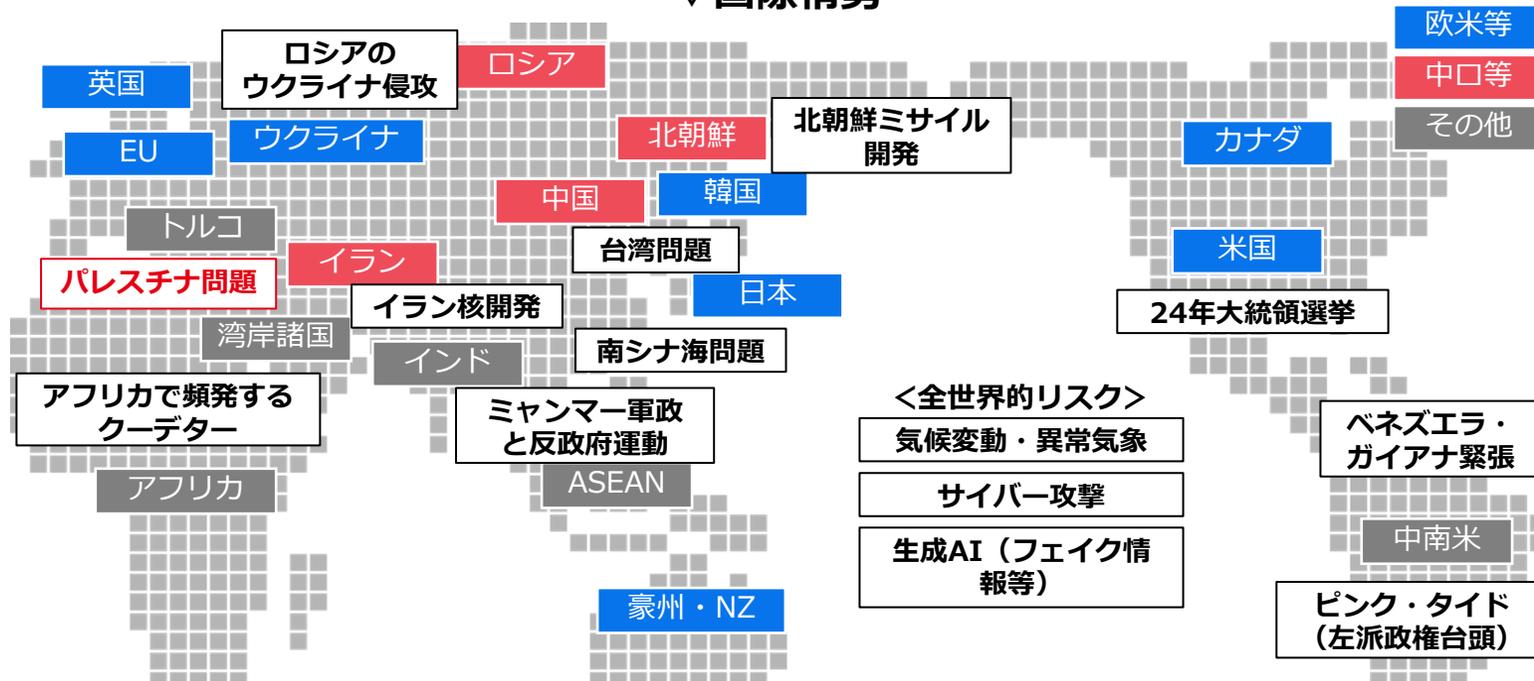
国	直近選挙など	状況
米国	22/11(中間選挙)	野党の共和党が下院で勝利するも、与党の民主党は上院で実質過半数を守るなど健闘
日本	22/7(参院選挙)	与党の自民党が大勝。単独改選過半数を確保
英国	23/5(地方議会選挙)	与党の保守党が大敗。230自治体で約1,000議席失う
ドイツ	23/11(バイエルン・ヘッセン州議会選挙)	与党連立3党(シヨルツ首相)が低迷(保守与党CSU、CDUは堅調)。右派のAfDが台頭
フランス	23/9(上院選挙)	野党右派の共和党等が過半数を維持。極右のRN(ルペン党首)が3議席を獲得
イタリア	22/9(総選挙)	野党極右のFDI(メローニ現首相)を含む右派連合が勝利
スペイン	23/7(総選挙)	野党中道右派の国民党が下院第1党に。極右のVOXは議席減少
豪州	22/5(総選挙)	野党の労働党(アルバニー現首相)が勝利
韓国	23/10(ソウル区長補選)	野党の共に民主党が大勝(与党の国民の力敗北)
アルゼンチン	23/11(大統領選挙)	野党右派リバタリアンのミレイ下院議員が勝利
ブラジル	22/10(大統領選挙)	野党左派のルラ元大統領が勝利

（出所）各種報道より丸紅経済研究所作成

国際情勢の一層の複雑化

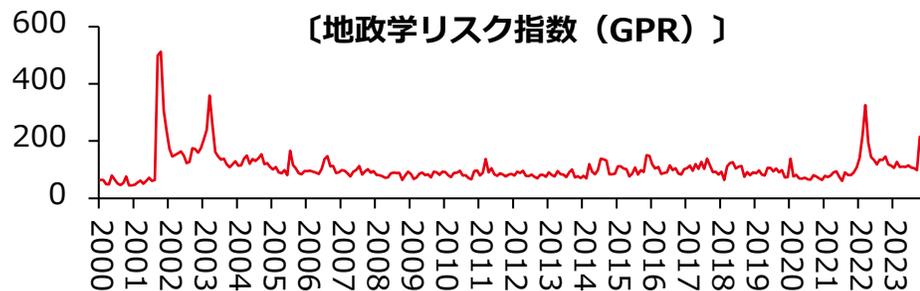
米中対立、ロシアのウクライナ侵攻に加えて中東情勢の不安定化が新たな問題に

▽国際情勢



▽2023年の地政学関連動向

2月	トルコ・シリア大地震 中国気球撃墜事件 ロシアのウクライナ侵攻1年
3月	イラン・サウジアラビア国交正常化
4月	スーダンで軍事衝突
5月	G7首脳会議 (広島)
6月	ワグナー (プリゴジン) の乱 (ロシア) NATO首脳会議 (スペイン)
7月	ニジェールクーデター
8月	BRICS首脳会議 (南アフリカ) ガボンクーデター
9月	モロッコ大地震 G20首脳会議 (インド) アゼルバイジャンがナゴルノ・カラバフを制圧
10月	ハマスがイスラエルを急襲
11月	APEC首脳会議 (米国) アルゼンチン大統領選、ミレイ氏勝利



※地政学リスク指数 (GPR) とは
欧米の主要新聞10紙(1985年~)のテキスト分析に基づいて地政学リスク (戦争、テロリスク等が対象) を評価する指数 (1985~2019年平均=100) 。

(出所) 各種報道、Economic Policy Uncertainty等より丸紅経済研究所作成

2024年の主要政治経済日程

米大統領選挙を筆頭に主要国・地域で重要選挙が相次ぐ

▽各国・地域

日程	地域	イベント
1/7	アジア	バングラデシュ総選挙
1/13	アジア	台湾総選挙
1/15	北米	アイオワ州共和党員集会（米大統領選：予備選開始）
1月下旬	アジア	通常国会召集（日本）（150日間）
2/8	アジア	パキスタン総選挙
2/10~17	アジア	春節（旧正月）休暇（中国）
2/14	アジア	インドネシア大統領・議会選挙
3/5	北米	スーパーチューズデー（米大統領選：予備選・党員集会集中日）
3/10	欧州・CIS	ポルトガル総選挙
3/17	欧州・CIS	ロシア大統領選挙
3月	アジア	全国人民代表大会（全人代）（中国）
4月	アジア	韓国総選挙
4~5月頃	アジア	インド総選挙
5/12	欧州・CIS	リトアニア大統領選挙（10/13 議会選挙）
5月頃	アフリカ	南アフリカ総選挙
6/2	中南米	メキシコ大統領選挙
6/6~9	欧州・CIS	欧州議会選挙
6/9	欧州・CIS	ベルギー連邦選挙
7/26~8/12	欧州・CIS	第33回夏季オリンピック、第17回パラリンピック（フランス・パリ）
7~8月	北米	共和・民主党全国大会（米大統領選：正・副大統領の党候補指名）
9/30	欧州・CIS	北大西洋条約機構（NATO）事務総長任期
9/30	アジア	自民党総裁任期
~9月	アジア	スリランカ大統領選挙
10/31	欧州・CIS	欧州連合（EU）・欧州委員会委員長任期
11/5	北米	米国大統領・議会選挙
11/30	欧州・CIS	EU・欧州理事会議長（大統領）任期
11月頃	欧州・CIS	ルーマニア大統領選挙
12月頃	アジア	中央経済工作会議（中国）
未定	中南米	ベネズエラ大統領選挙（年後半予定）
未定	欧州・CIS	英国総選挙（25年1月任期）
未定	欧州・CIS	ウクライナ大統領選挙（開催未定）

▽国際会議・サミットなど

日程	地域	イベント
1/15~19	世界	世界経済フォーラム年次総会（スイス・ダボス）
2月	世界	ミュンヘン安全保障会議（ドイツ・ミュンヘン）
3/21~22	欧州・CIS	欧州理事会会合（ベルギー・ブリュッセル）
3/26~29	アジア	ボアオ・アジア・フォーラム年次総会（中国）
4月	世界	国際通貨基金（IMF）・世界銀行春季会合（米国・ワシントンDC）
5/14~16	欧州・CIS	欧州復興開発銀行（EBRD）年次総会（アルメニア・エレバン）
5/27~31	アフリカ	アフリカ開発銀行（AfDB）年次総会（ケニア）
6/27~28	欧州・CIS	欧州理事会会合（ベルギー・ブリュッセル）
6月	世界	G7首脳会議（イタリア）
6月下旬	世界	欧州中央銀行（ECB）フォーラム（ポルトガル・シントラ）
6月頃	アジア	シャングリラ・ダイアログ（シンガポール）
7/9~11	世界	北大西洋条約機構（NATO）首脳会談（米国・ワシントンDC）
8月下旬	世界	ジャクソンホール会議（米国）
9/10~13	欧州・CIS	東方経済フォーラム
9/25~26	アジア	アジアインフラ投資銀行（AIIB）年次会合（ウズベキスタン）
9/30	世界	IMF専務理事任期
9月	世界	第79回国連総会（米国・NY）
10月	世界	BRICS首脳会議（ロシア・カザン）
10月	世界	IMF・世界銀行秋季会合
10月	欧州・CIS	欧州理事会会合（ベルギー・ブリュッセル）
10月頃	中東	未来投資イニシアチブ会議（砂漠のダボス）（サウジアラビア）
11/18~19	世界	G20首脳会議（ブラジル）
11月	世界	アジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議（ペルー）
11月	世界	第29回国連気候変動枠組み条約締約国会議（COP29）（アゼルバイジャン）
11月頃	中東	マナマ・ダイアログ（バーレーン）
12月	欧州・CIS	欧州理事会会合（ベルギー・ブリュッセル）
未定	アジア	上海協力機構（SCO）首脳会議
未定	世界	国際労働機関（ILO）総会（スイス・ジュネーブ）

（注）日程は調査時点（2023年11月30日）での暫定。

（出所）各種発表および報道より丸紅経済研究所作成

参考資料

企業景況感（主要国・地域一覧）

各国・地域の企業景況感は製造業を中心に総じて景気回復の弱さを示唆

- 中国の製造業PMIは10月に再び50割れ。米国、日本などでも製造業を中心に勢いを欠く。欧州は落ち込みが深刻化。アジア新興国も金利高や中国経済の減速が重しとなり景況感が弱い。一方、インドは例外的に高い景況感を維持している。

▽主要国PMIヒートマップ

		2022年		2023年										
		11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
米国	総合	46.4	45.0	46.8	50.1	52.3	53.4	54.3	53.2	52.0	50.2	50.2	50.7	50.7
ユーロ圏	総合	47.8	49.3	50.3	52.0	53.7	54.1	52.8	49.9	48.6	46.7	47.2	46.5	47.6
中国	製造業	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4
日本	総合	48.9	49.7	50.7	51.1	52.9	52.9	54.3	52.1	52.2	52.6	52.1	50.5	49.6
韓国	製造業	49.0	48.2	48.5	48.5	47.6	48.1	48.4	47.8	49.4	48.9	49.9	49.8	50.0
インドネシア	製造業	50.3	50.9	51.3	51.2	51.9	52.7	50.3	52.5	53.3	53.9	52.3	51.5	51.7
ベトナム	製造業	47.4	46.4	47.4	51.2	47.7	46.7	45.3	46.2	48.7	50.5	49.7	49.6	47.3
フィリピン	製造業	52.7	53.1	53.5	52.7	52.5	51.4	52.2	50.9	51.9	49.7	50.6	52.4	52.7
タイ	製造業	51.1	52.5	54.5	54.8	53.1	60.4	58.2	53.2	50.7	48.9	47.8	47.5	47.6
マレーシア	製造業	47.9	47.8	46.5	48.4	48.8	48.8	47.8	47.7	47.8	47.8	46.8	46.8	47.9
シンガポール	製造業	49.8	49.7	49.8	50.0	49.9	49.7	49.5	49.7	49.8	49.9	50.1	50.2	50.3
豪州	総合	48.0	47.5	48.5	50.6	48.5	53.0	51.6	50.1	48.2	48.0	51.5	47.6	46.2
インド	総合	56.7	59.4	57.5	59.0	58.4	61.6	61.6	59.4	61.9	60.9	61.0	58.4	57.4
トルコ	製造業	45.7	48.1	50.1	50.1	50.9	51.5	51.5	51.5	49.9	49.0	49.6	48.4	47.2
エジプト	総合	45.4	47.2	45.5	46.9	46.7	47.3	47.8	49.1	49.2	49.2	48.7	47.9	48.4
南アフリカ	総合	50.6	50.2	48.7	50.5	49.7	49.6	47.9	48.7	48.2	51.0	49.9	48.9	50.0
ブラジル	総合	49.8	49.1	49.9	49.7	50.7	51.8	52.3	51.5	49.6	50.6	49.0	50.3	50.7
メキシコ	製造業	50.6	51.3	48.9	51.0	51.0	51.1	50.5	50.9	53.2	51.2	49.8	52.1	52.5

(出所) LSEGより丸紅経済研究所作成

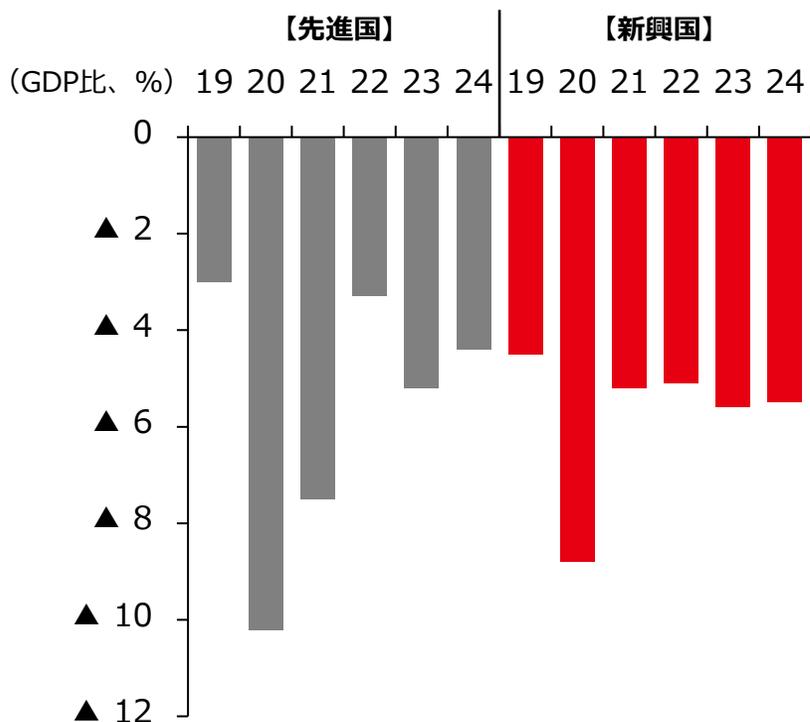
中国は国家统计局、それ以外はS&P。50より大きい場合は景気拡大、50より小さい場合は景気縮小を示唆

政府債務の拡大傾向は変わらず

コロナ禍を受けた財政悪化からの再建には各国で温度差

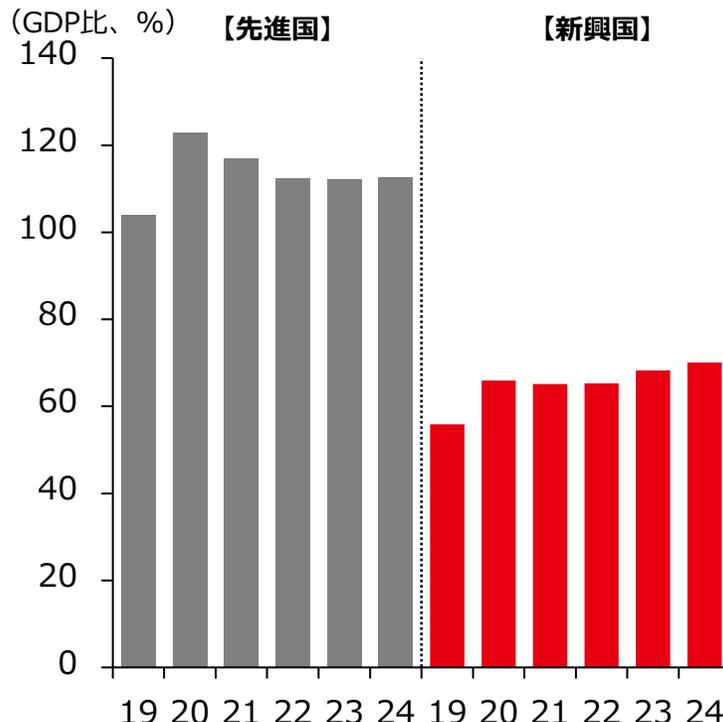
- コロナ禍への対応を受けて政府債務残高は過去最高水準に到達。コロナ禍後も継続する景気対策に加え、気候変動対応や産業政策の拡充など、今後も歳出は拡大の一途を辿るものとみられる。
- 多くの国で対GDP比政府債務は低下傾向にあるものの、財政再建への道のりは各国差がある状況。

▽財政収支



(出所) IMF「財政モニター」(2023年10月)より丸紅経済研究所作成

▽政府債務残高



(出所) IMF「財政モニター」(2023年10月)より丸紅経済研究所作成

▽対GDP比政府債務

	2019	2020	2023
米国	108.7	135.5 ↑	122.2 ↓
カナダ	90.2	118.9 ↑	105.1 ↓
ドイツ	58.9	68.0 ↑	67.2 ↓
フランス	97.4	114.7 ↑	111.4 ↓
イタリア	134.1	154.9 ↑	140.3 ↓
英国	84.5	105.6 ↑	106.3 ↑
日本	236.4	258.7 ↑	258.2 ↓
中国	60.4	70.1 ↑	82.4 ↑
インドネシア	30.6	39.7 ↑	39.1 ↓
インド	75.0	88.5 ↑	83.2 ↓
中東・北アフリカ	43.9	55.4 ↑	42.5 ↓
中南米	68.3	77.3 ↑	68.6 ↓

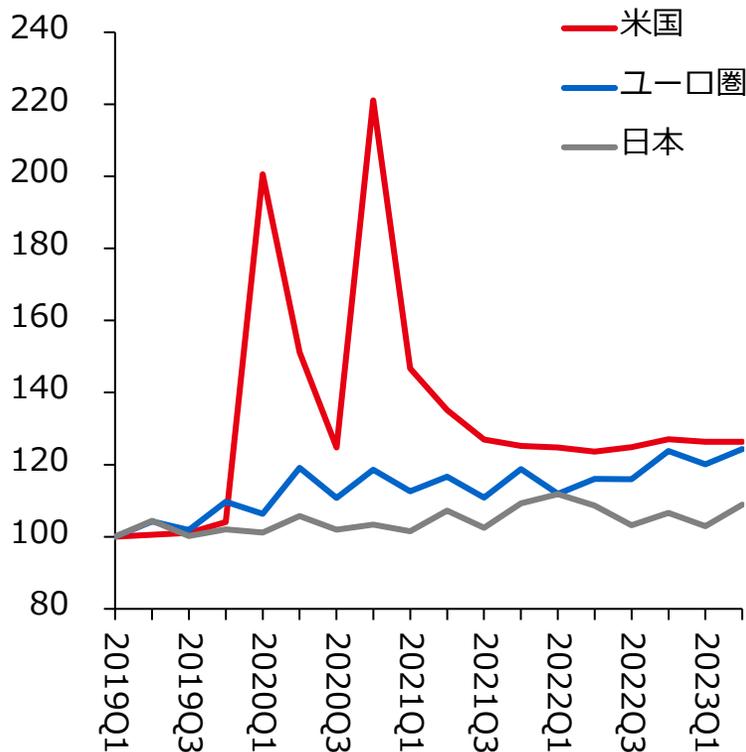
(出所) IMF「財政モニター」(2023年10月)より丸紅経済研究所作成

家計・企業のバランスシートは改善

コロナ禍の給付金を背景とした政府から家計・企業へのカネの移転

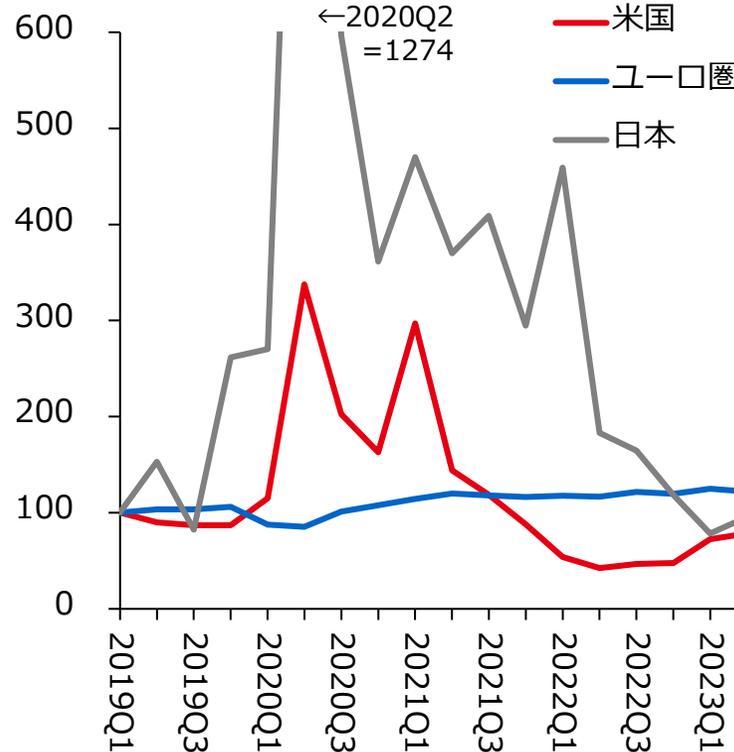
- コロナ禍では、政府が大規模な経済政策（給付金）を実施した結果、政府から家計への所得移転が増加した。
- 家計の貯蓄はコロナ禍前半の2020年～2021年に増加。一方、経済が正常化し始めた2022年以降は取崩しが見られる。
- 企業も政府の手厚い支援策などを背景に、貯蓄（現預金）を増加させている。

▽政府から家計への所得移転



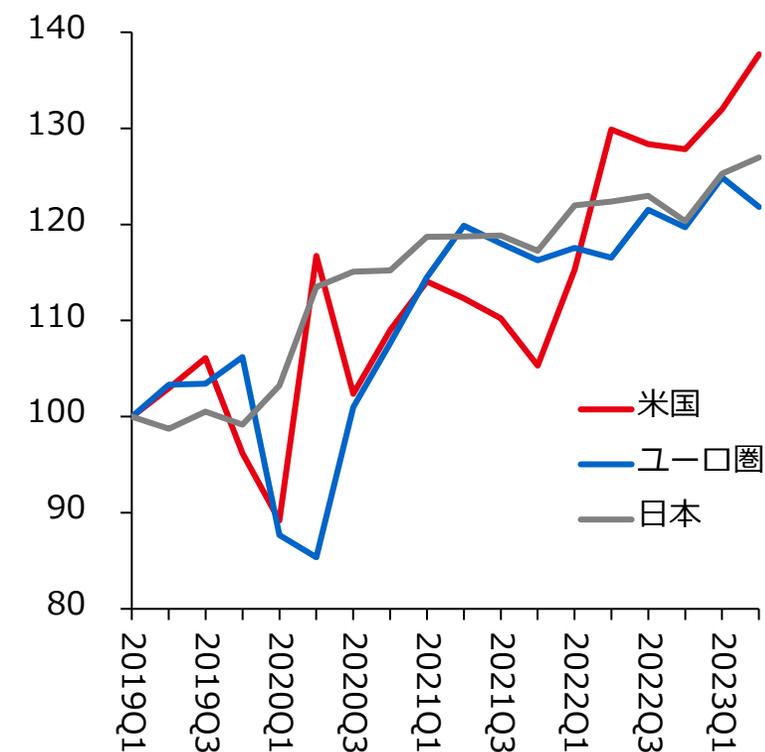
(20191Q=100)
(出所) FRED、ECB、内閣府より丸紅経済研究所作成

▽家計の貯蓄



(20191Q=100、季節調整済)
(出所) CEIC、ECB、日銀より丸紅経済研究所作成

▽企業の貯蓄



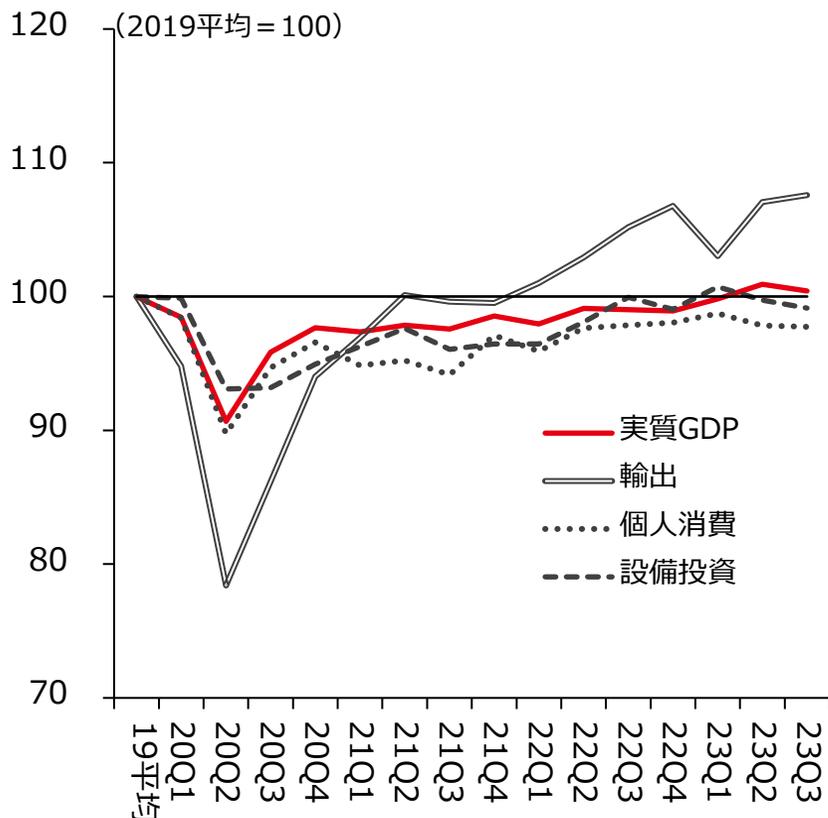
(20191Q=100、季節調整済)
(出所) FRED、ECB、日銀より丸紅経済研究所作成

現状：2023年の振り返り

日本経済はコロナ前の水準を回復。サービス消費は持ち直しの動きに足踏み。

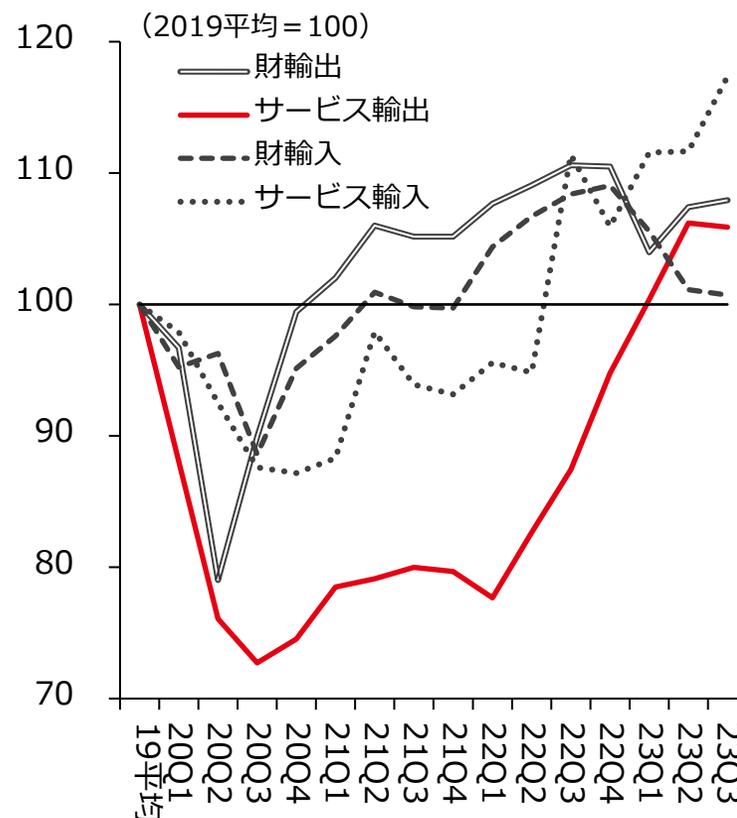
- 新型コロナウイルスの影響緩和（5類への移行）に伴い、ペントアップ需要がけん引する形で緩やかに回復。物価高を背景に30年ぶりの高い賃上げ。外需は海外経済の減速が重しとなる中、半導体不足の緩和や水際対策の撤廃などが追い風。サービス消費は回復途上。

▽実質GDP

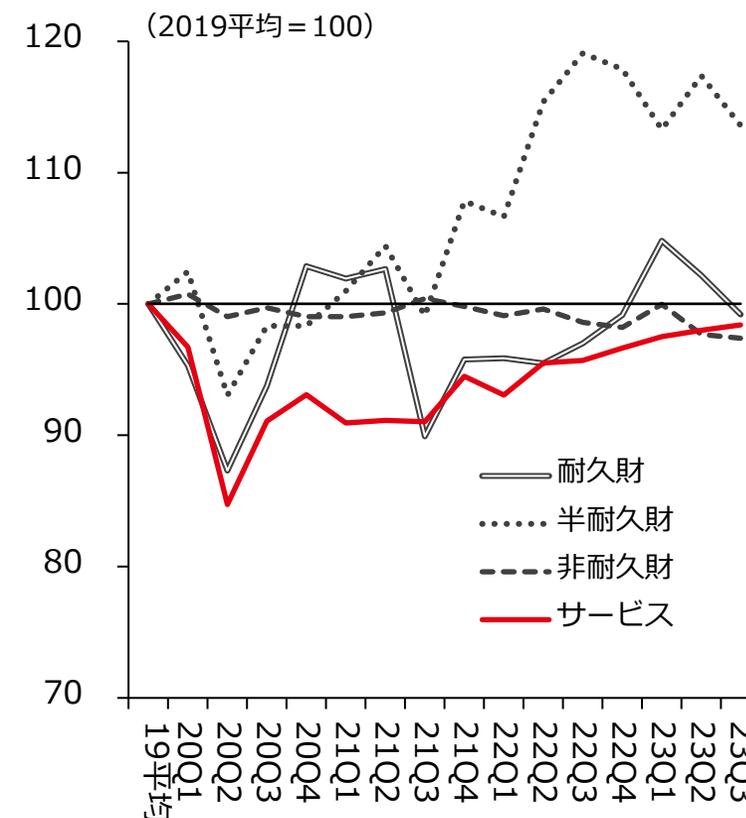


(出所) 内閣府より丸紅経済研究所作成

(外需)



(内需)

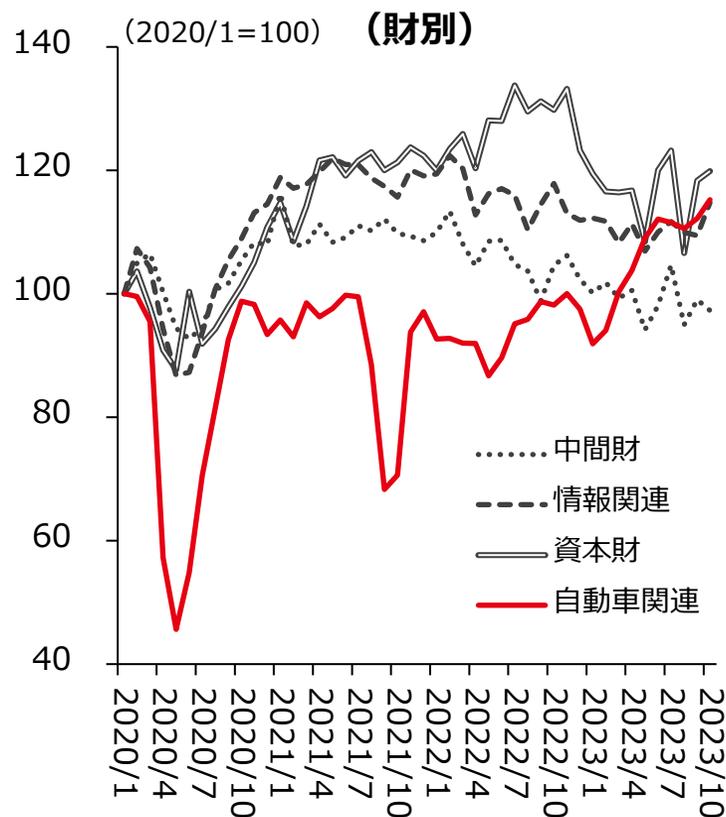
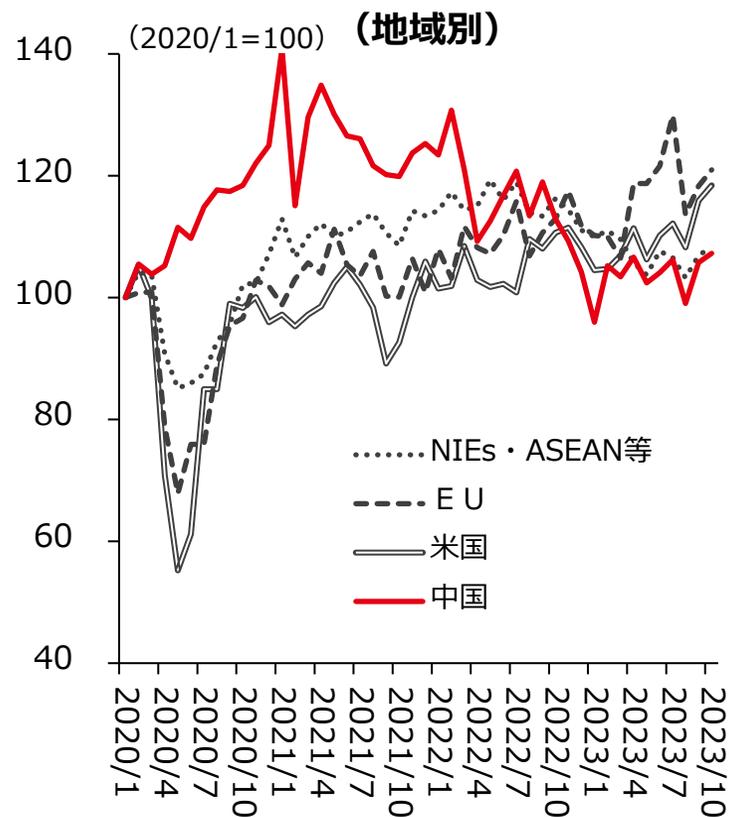


先行き：輸出

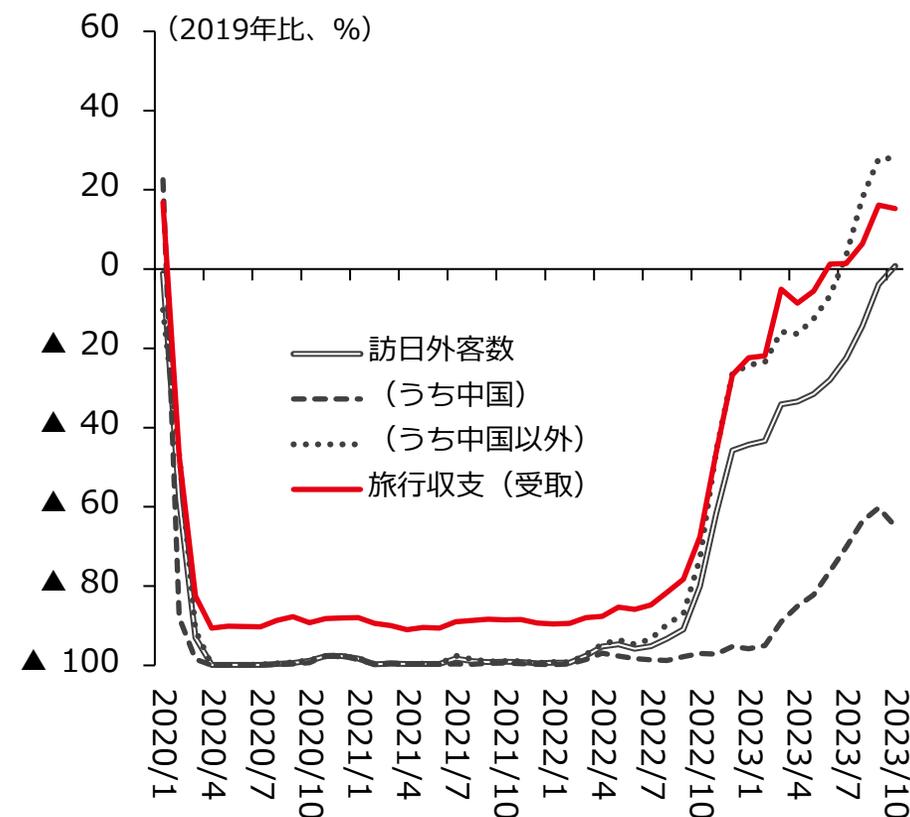
半導体不足の緩和やインバウンド回復は頭打ち、海外経済の減速が重し

- 半導体不足の緩和やインバウンドの回復といった一時的な要因の剥落する中で、海外経済の減速により年前半にかけて減速する見込み。中国からの訪日外客数は回復余地が残っているが、同国の景気減速や原発処理水の影響によりコロナ前水準まで戻らない可能性に留意。

▽実質輸出



▽サービス輸出（インバウンド）



(出所) 日本銀行より丸紅経済研究所作成

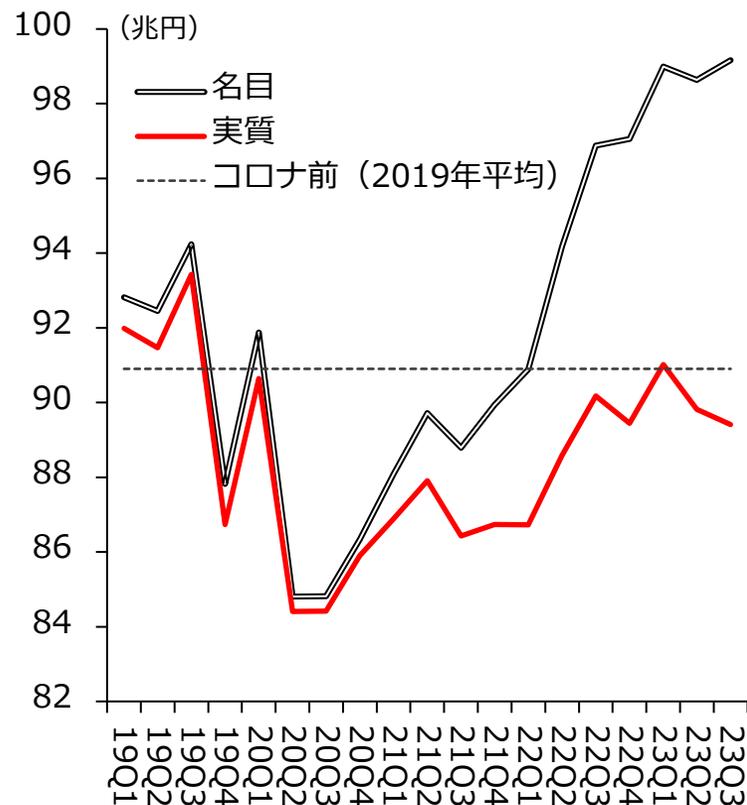
(出所) 日本政府観光局、日本銀行より丸紅経済研究所作成

先行き：設備投資

好調な企業収益を背景に、企業の設備投資意欲も堅調さを維持

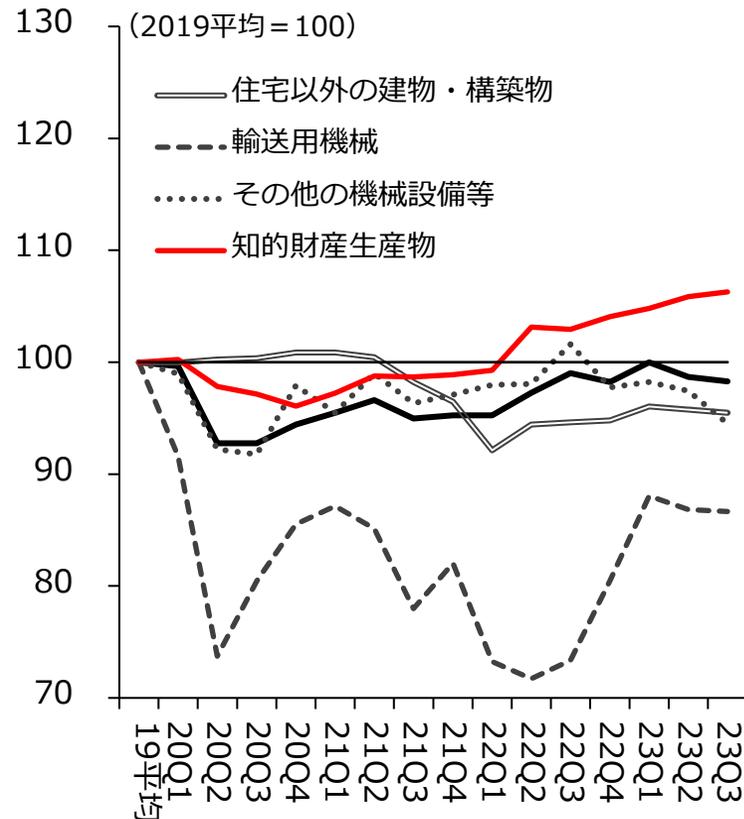
- コロナ禍で先送りされてきた実質設備投資はコロナ前を回復。海外経済の減速が重しとなる中、老朽化に伴う更新投資や人手不足に伴う省力化投資、脱炭素化・デジタル化関連の投資が続く見込み。好調な企業収益を背景に、企業の投資意欲は2年連続で高水準を維持。

▽設備投資額



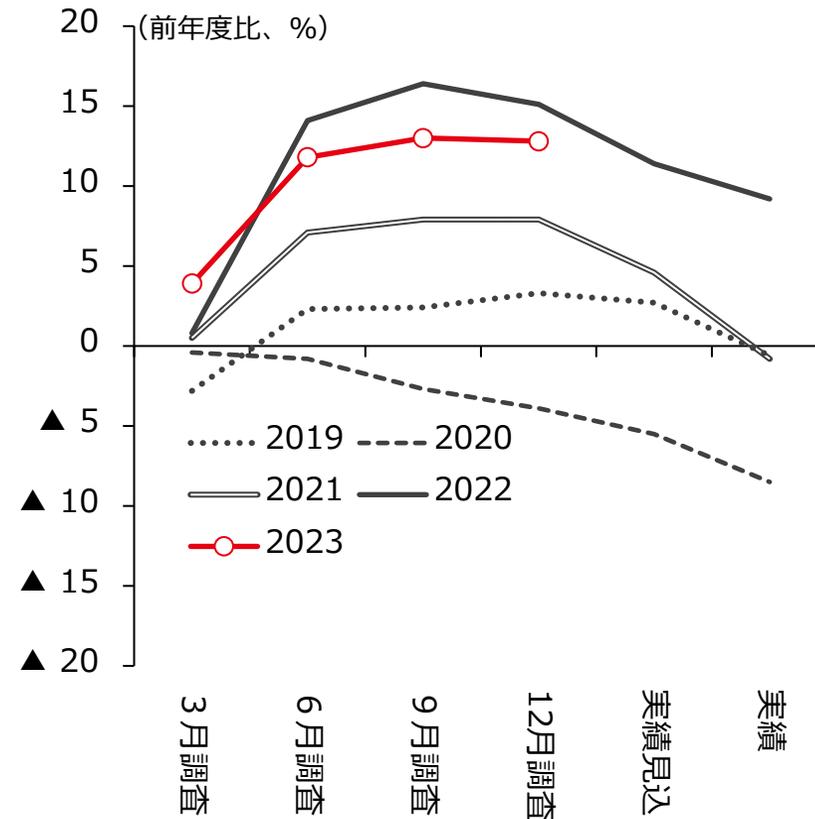
(出所) 内閣府より丸紅経済研究所作成

▽実質総固定資本形成 (形態別)



(出所) 内閣府より丸紅経済研究所作成

▽設備投資計画



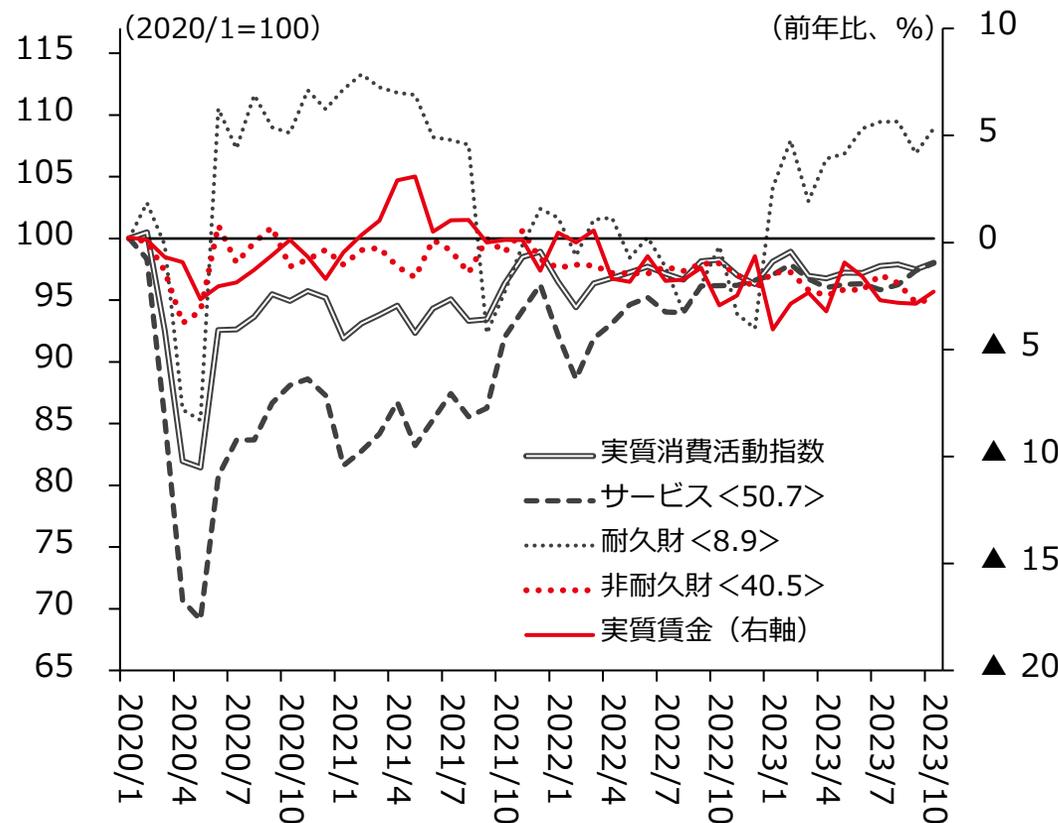
(出所) 日本銀行より丸紅経済研究所作成

先行き：個人消費

物価高が重しとなるものの、回復余地のあるサービス消費を中心に緩やかに持ち直し

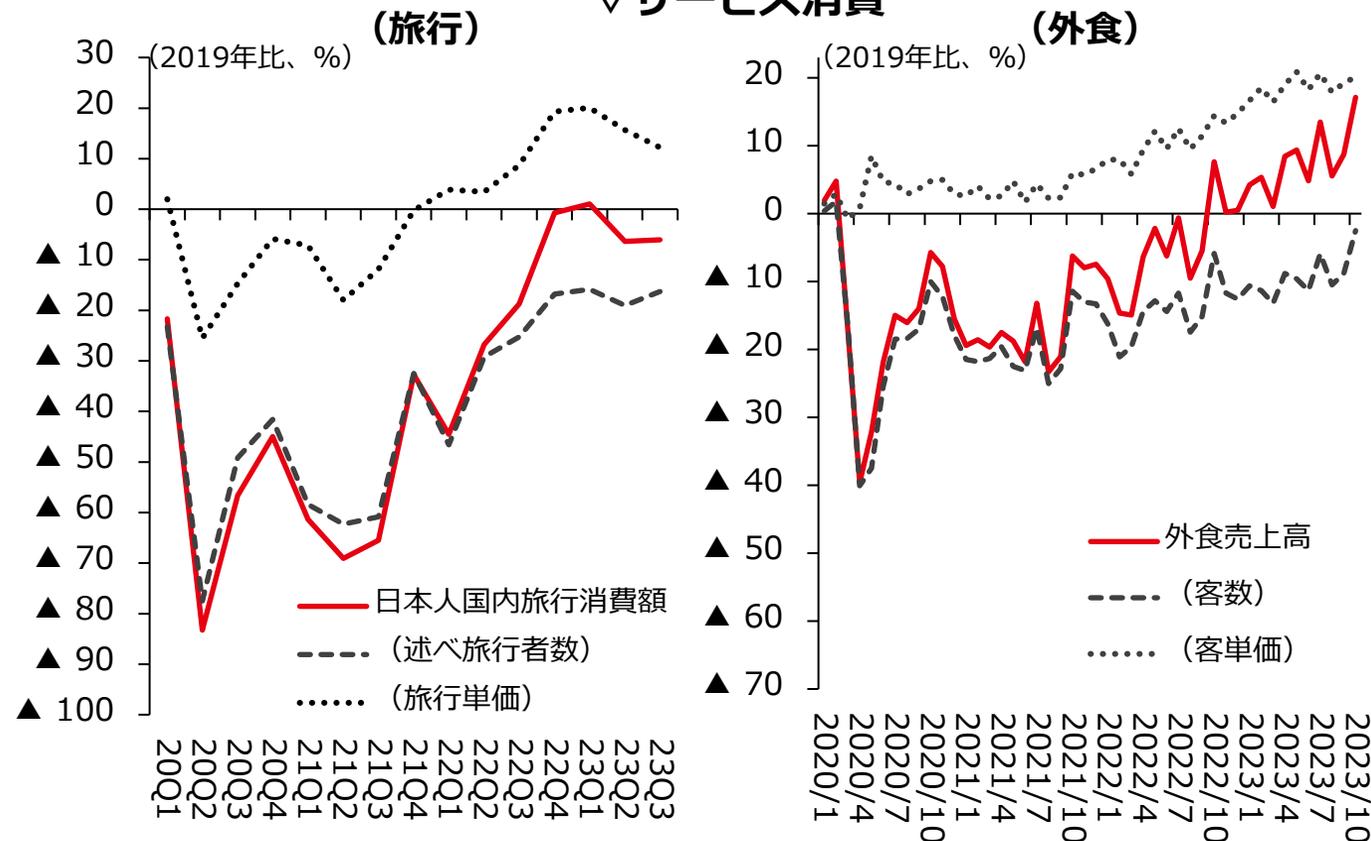
- 物価高や実質賃金の低迷を背景に、食料品などの非耐久財は弱含み。半導体不足の緩和や新型コロナウイルスの影響緩和により、自動車やサービス分野の消費は持ち直し傾向。客数ベースで回復余地が残っているサービス消費がけん引する形で緩やかに回復する見込み。

▽消費活動指数と実質賃金



(出所) 日本銀行、厚生労働省より丸紅経済研究所作成

▽サービス消費



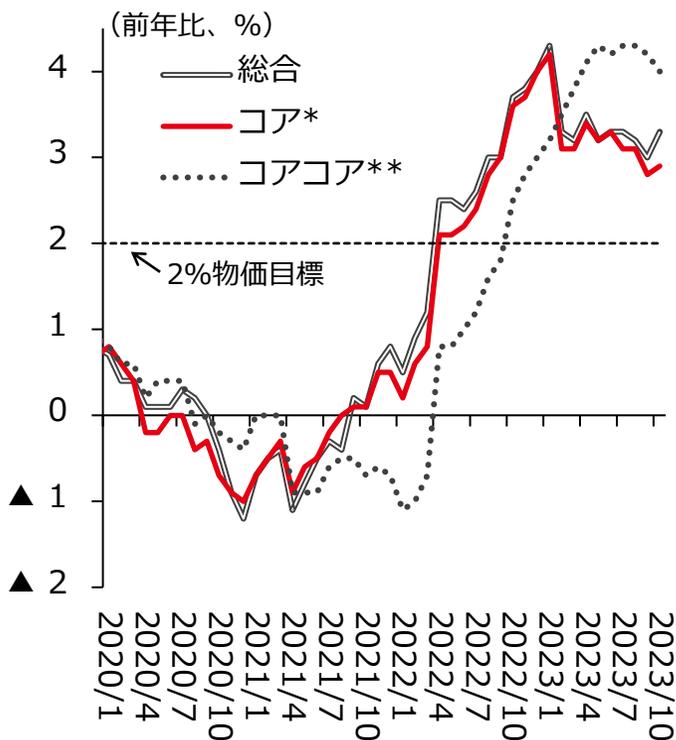
(出所) 観光庁、フードサービス協会より丸紅経済研究所作成

先行き：物価

価格転嫁の進展により高止まり、原材料費や人件費の動向とそれに伴う価格転嫁の動きが焦点

- 消費者物価は、輸入物価の低下とともに上昇率の縮小が見込まれていたが、想定よりも価格転嫁が長引いたことから3%台で高止まり。先行きは、輸入物価の低下を背景に財価格の低下が見込まれる一方、賃金上昇が続けばサービス価格は緩やかに上昇する見込み。

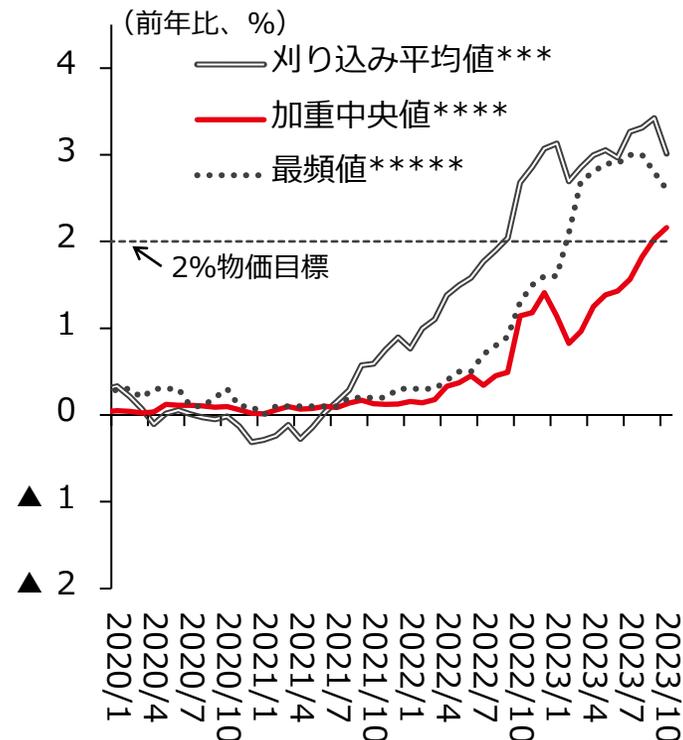
▽消費者物価指数



(注) *生鮮食品を除く総合 **生鮮食品及びエネルギーを除く総合
 ***品目別価格変動分布の両端の一定割合(上下各10%)を機械的に控除した値
 ****価格上昇率の高い順にウェイトを累積して50%近傍にある値
 *****品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率

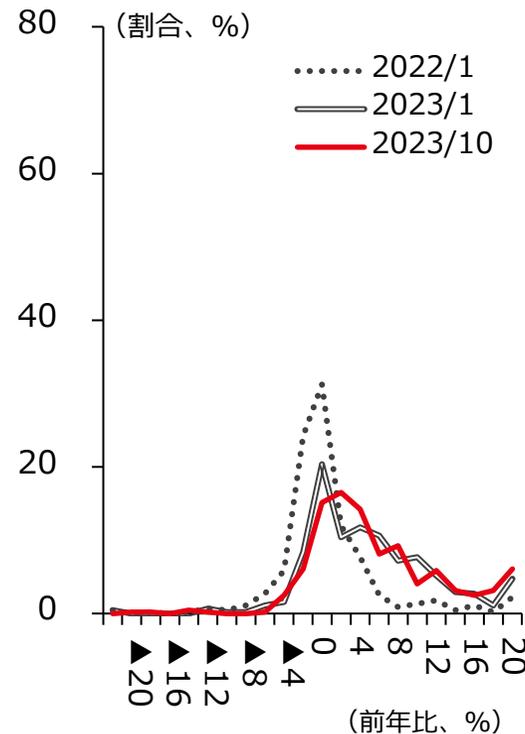
(出所) 総務省より丸紅経済研究所作成

▽基調的なインフレ指標



(出所) 日本銀行より丸紅経済研究所作成

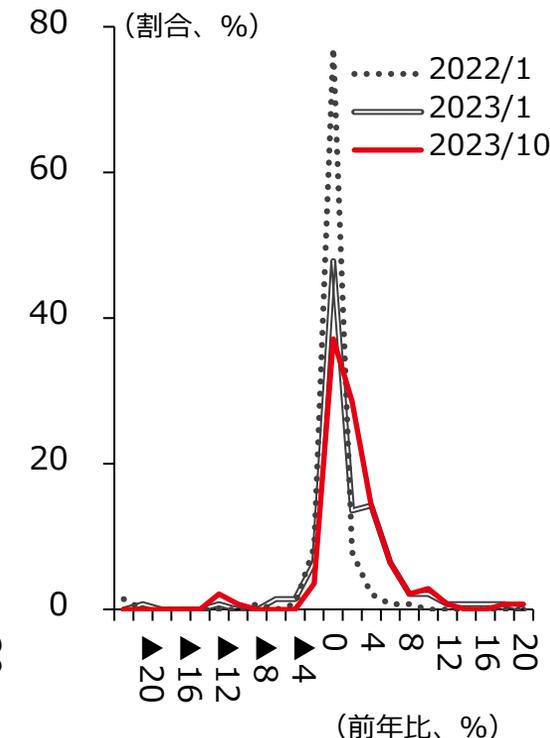
▽財の分布



(注) 消費者物価指数の財・サービスそれぞれの品目別に上昇率の分布割合を示したもの(横軸は表示している値から2%ごとに区切り、その範囲内にある品目数を集計)

(出所) 総務省より丸紅経済研究所作成

▽サービスの分布

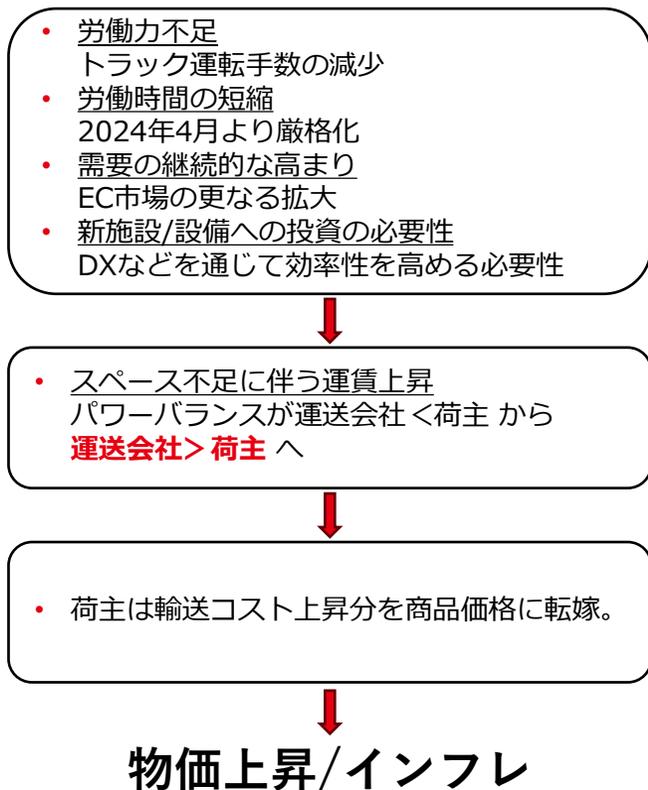


物流2024年問題

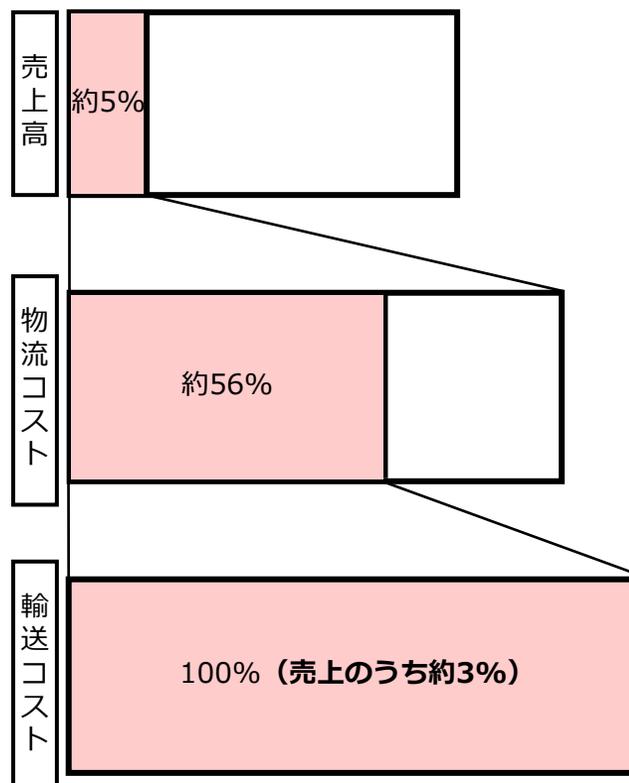
輸送リードタイムの長期化と運転手不足に伴う輸送スペースの減少

- 2024年4月より「働き方改革関連法」が運送業にも適用。時間外労働の上限規制などでこれまでよりも輸送リードタイムが長期化。
- 運転手不足も相まって輸送スペースが減少し運賃上昇。輸送コスト上昇分が商品価格に転嫁。物価上昇の可能性。
- 物流標準化や運送会社・荷主間での協力（共同運送や中継輸送の実施、倉庫のIoT化など）、自動運転の積極活用などが重要に。

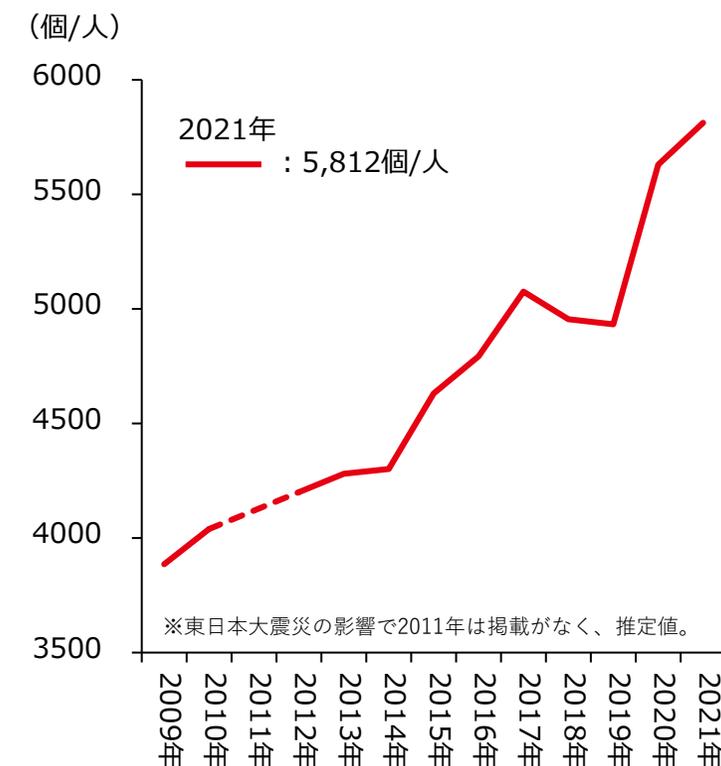
▽ 輸送能力の低下がもたらす物価の上昇



▽ 物流コストと輸送コストの関係 (過去27年間)



▽ トラック運転手一人当たりの宅配物個数の推移



(出所) 日本ロジスティクスシステム協会より丸紅経済研究所作成

(出所) 総務省、国土交通省より丸紅経済研究所作成

新興国（為替・物価・政策金利）

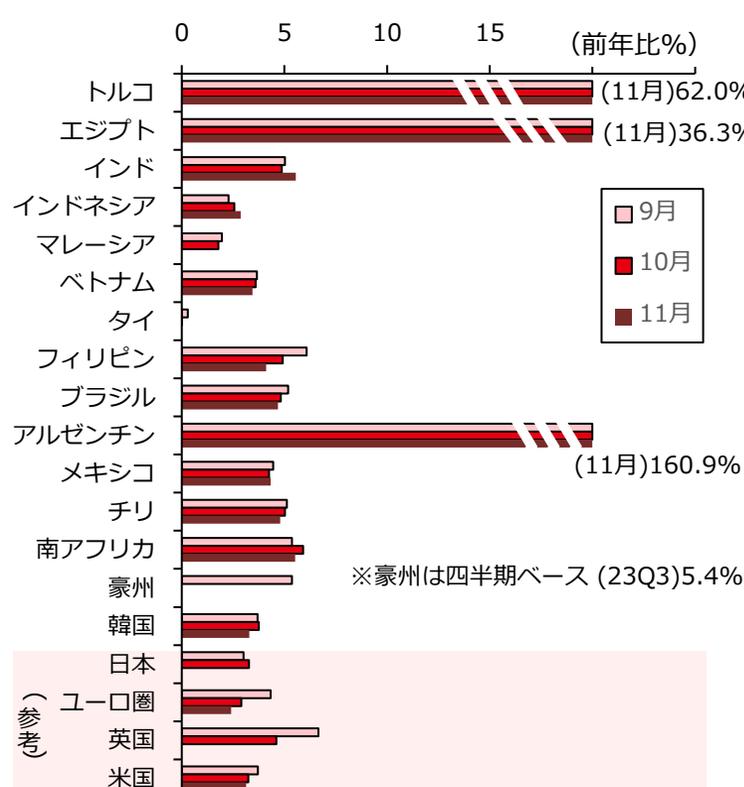
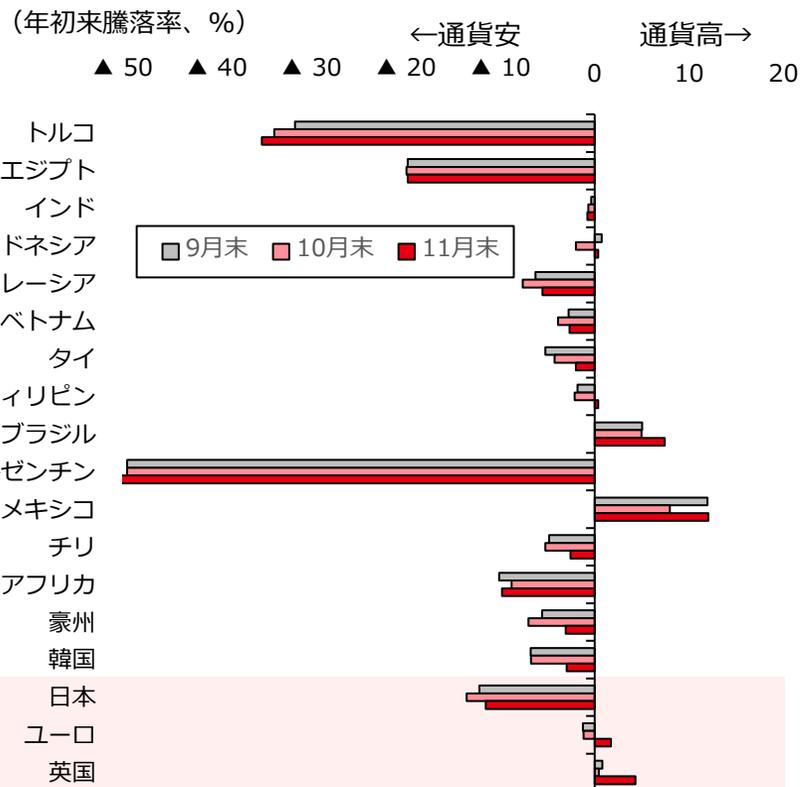
インフレ懸念や通貨安圧力が根強い中、アジア新興国では利下げに慎重な姿勢が続く

- 米経済の堅調さを背景にドルが底堅く推移しており、新興国通貨に対する減価圧力は根強い。インフレは多くの国で一服しつつあるが、金融当局ではエネルギー・食料価格の高騰や通貨安による輸入インフレリスクへの警戒感が残る。早期利上げを行った中南米では調整的な利下げの動きが見られる一方、アジア新興国では総じて利下げに慎重な姿勢が続く。

▽為替相場（対ドル）

▽消費者物価指数（CPI）

▽政策金利



国	政策金利	直近動向、中銀方針など
トルコ	42.50%	(12/21)2.50% 利上げ (利上げ幅縮小、次回1/25)
エジプト	19.75%**	(12/21) 据え置き (3会合連続、次回2/1)
インド	6.50%	(12/8) 据え置き (5会合連続、次回2/8)
インドネシア	6.00%	(12/21) 据え置き (2会合連続、次回2月頃)
マレーシア	3.00%	(11/2) 据え置き (3会合連続、次回1/24)
ベトナム	5.00%*	(6/16)0.50% 利下げ (利下げは今年4回)
タイ	2.50%	(11/29) 据え置き (前回利上げ、次回2/7)
フィリピン	6.50%	(12/14) 据え置き (2会合連続、次回2月頃)
ブラジル	11.75%	(12/13)0.50% 利下げ (4会合連続、次回1/31)
アルゼンチン	133.00%	(10/12)15.00% 利上げ (11月インフレ率は160.9%)
メキシコ	11.25%	(12/14) 据え置き (6会合連続、次回2月頃)
チリ	8.25%	(12/19)0.75% 利下げ (利下げ幅拡大、次回1月頃)
南アフリカ	8.25%	(11/23) 据え置き (3会合連続)
豪州	4.35%	(12/5) 据え置き (前回利上げ、次回2/6)
韓国	3.50%	(11/30) 据え置き (7会合連続、次回1/14)

*リファイナンス金利, **預金金利

(出所) LSEGより丸紅経済研究所作成

(出所) CEIC、各種報道より丸紅経済研究所作成

(出所) CEIC、各国中銀より丸紅経済研究所作成

主要国経済の全体観

インフレが落ち着く一方で通貨は安値圏での推移が続く。景気減速が進むも金融緩和には慎重ムード

- 外需の減速と高金利環境の下で景気減速とインフレ緩和が進んだが、通貨は対ドルで安値圏を推移しており、各国の金融当局は総じて金融緩和に慎重姿勢を維持している。

▽ ASEAN主要国の経済・物価・為替・金利

	GDP成長率 (23Q3、前年比)	平均成長率 (15-19年)	インフレ率 (11月、前年比)	インフレ 目標	通貨 (11月末、年初来、対ドル)	政策金利 (12/20時点)	政策金利の底 (22年以降の最低値)
インドネシア	+4.9% (▲0.1%pt)	+5.0%	+2.9% (レンジ内)	1.5~3.5%	▲1.98%	6.00% (+2.50%pt)	3.50%
タイ	+1.5% (▲1.9%pt)	+3.4%	▲0.4% (下回る)	1.0~3.0%	▲4.23%	2.50% (+2.00%pt)	0.50%
フィリピン	+5.9% (▲0.7%pt)	+6.6%	+4.1% (上回る)	2.0~4.0%	▲2.10%	6.50% (+4.50%pt)	2.00%
マレーシア	+3.3% (▲1.6%pt)	+4.9%	+1.8% (下回る)	2.0~3.0%	▲7.60%	3.00% (+1.25%pt)	1.75%
ベトナム	+5.3% (▲1.8%pt)	+7.1%	+3.4% (下回る)	4.5%	▲3.87%	5.00% (+1.00%pt)	4.00% ※23/3~利下げ
シンガポール	+1.1% (▲2.1%pt)	+3.2%	+4.7% (上回る)	2.0%弱	▲2.07%	—	—

※カッコ内表記はGDP成長率が平均成長率との比較。インフレ率がインフレ目標との比較、政策金利が最低値との比較。マレーシア、シンガポールのインフレ率は10月。シンガポール金融管理局（MAS）は明示的な物価目標を置いていないが、コアインフレ率は2.0%弱が望ましいという認識を示している

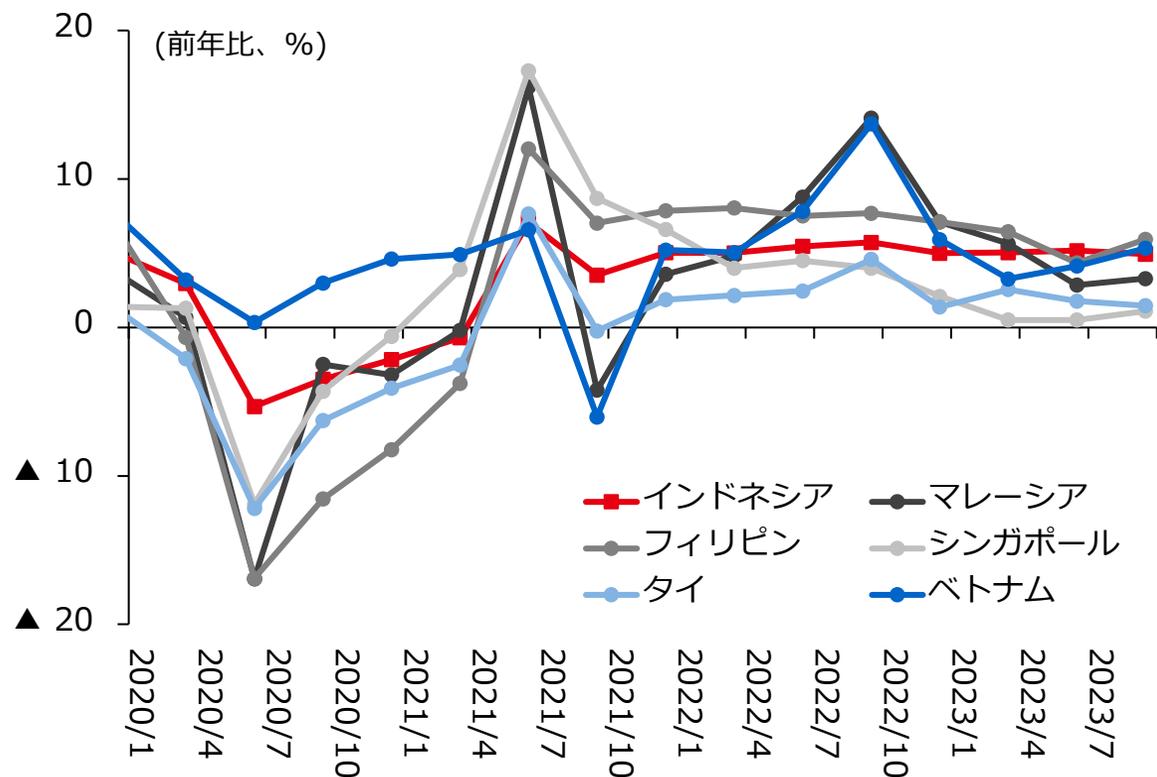
(出所) LSEG、CEIC、IMF、各国中銀より丸紅経済研究所作成

GDP・物価

内需が堅調に推移する一方、外需の減速が経済回復の重しに

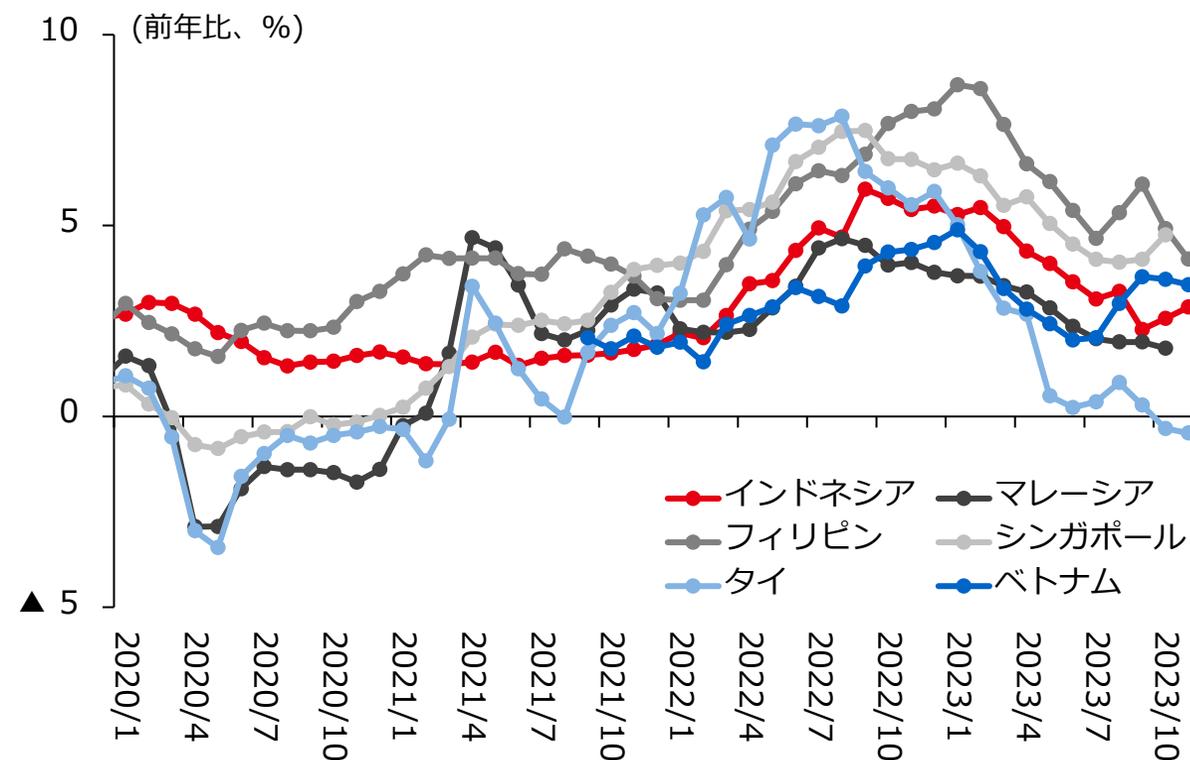
- 2023年はコロナ禍からの規制撤廃でサービス消費を中心とした内需や外国人観光客の回復が景気をけん引する一方、中国を中心とした世界経済の減速により輸出は不調が続いた。高金利やインフレも幅広い経済活動の重しとなった。
- 2024年はインフレの緩和などもあり引き続き内需が堅調に拡大。輸出は中国の低迷が重しとなるも底堅く推移する見通し。

▽実質GDP成長率



(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

▽消費者物価指数 (CPI)



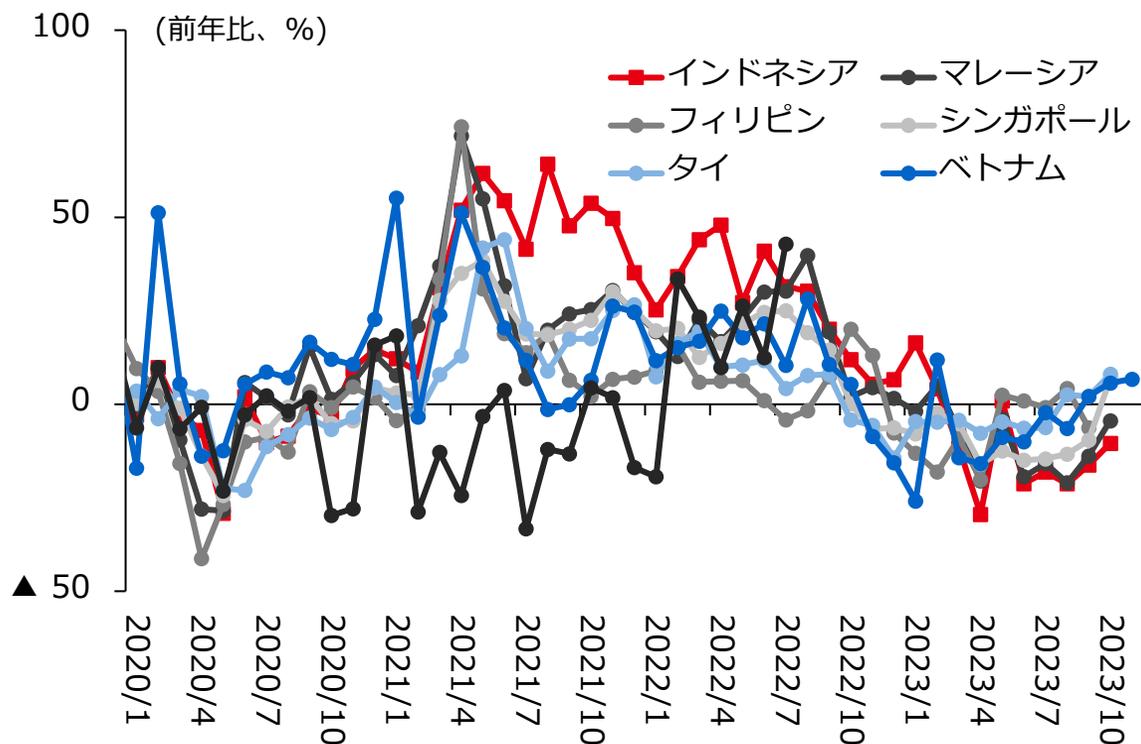
(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

輸出

輸出は弱い状況が続くも24年に向けて電気・電子製品を中心に回復の兆しがあり底堅く推移

- 輸出は中国経済の足踏みが重しとなり前年比マイナス圏での推移が続いているが、年後半から徐々に持ち直しの兆しが見られる。
- 2024年は中国経済の低迷が引き続き重しとなる一方で、設備投資の拡大や半導体サイクルが上向くことで電気・電子関連などでは持ち直しが進み、輸出全体は底堅く推移する見通し。特にマレーシアでは2024年に主力の半導体関連を中心とした回復が期待される。

▽輸出額（ドルベース）

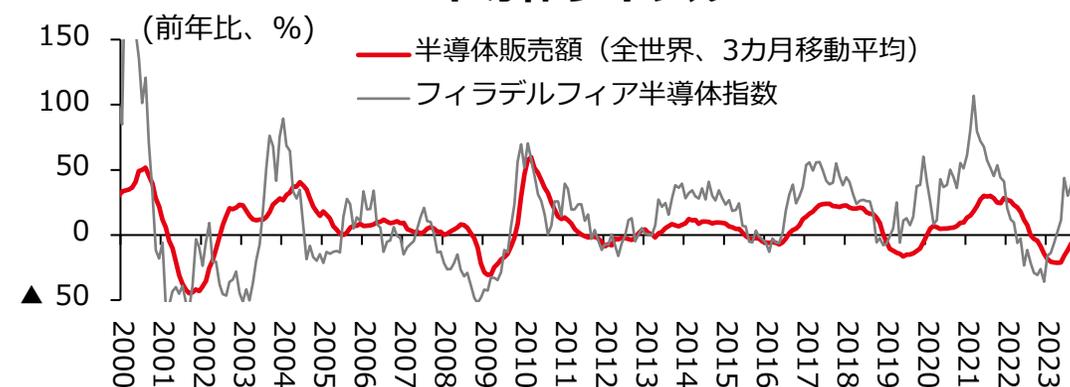


(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

▽現地政府・調査機関の認識

政府・機関	見通し
シンガポール・通貨庁 (MAS)	シンガポール経済は23年第3四半期が経済減速のターニングポイントとなり、24年下半年にかけて徐々に改善すると予測。背景として、 世界のテック産業が徐々に回復 し、金利も世界的に下降してくることを挙げた。
マレーシア・MIDF リサーチ	23Q4の輸出は 半導体など電気・電子製品の主導で回復 すると予想。24年も 半導体市況の上昇が続くこと や中国の需要増を背景に回復し、前年比4.5%増加すると予測。

▽半導体サイクル



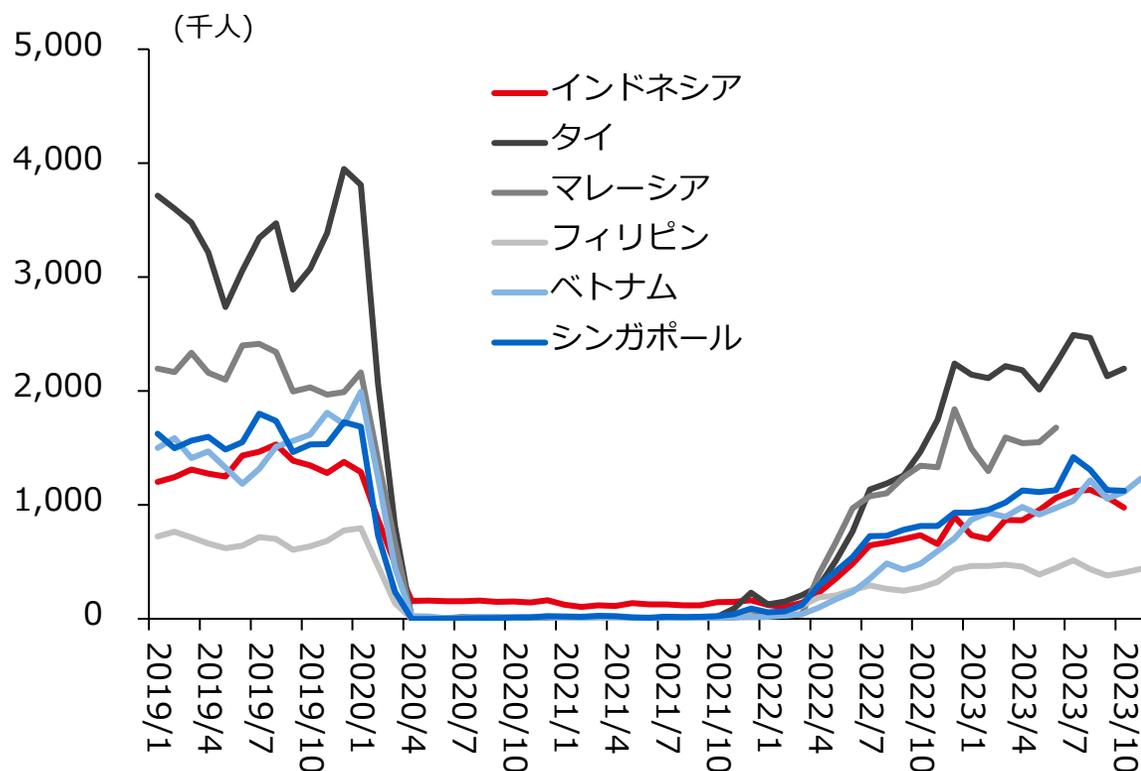
(出所) LSEG等より丸紅経済研究所作成

観光

観光客の回復ペースは徐々に減速しているが、24年も増加基調が続く見込み

- 観光客数は回復が続くもペースは徐々に減速。SNSや映画での東南アジアのイメージ悪化により中国観光客が急減したとの分析も。
- 一方で24年も観光客数の増加傾向は維持される見通し。路線増設などが進められている点に加えて、域内最大の観光国タイで中国、インド、ロシア人観光客などに対してビザ緩和が実施されるなど、制度面での規制緩和も観光客増加を後押しする。

▽外国人観光客数



(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

▽東南アジアにおける路線増設などの動き

- | | |
|--------|--|
| シンガポール | ● シンガポール航空は23年11月から、中国5路線の運航を再開。年内に中国22都市と接続し、週150便を運航する計画。 |
| タイ | ● タイのLCCリアリー・クール・エアラインズが24Q2から日本、香港、シンガポール、上海と運航を開始する計画。
● タイのP80エアが24Q4から中国2級都市向けの運航を開始する計画。
● タイのランダーチ・エアラインが24年4月に南部の都市をつなぐ短距離路線の運航を計画。 |
| ベトナム | ● LCC大手のベトジェットエアが23Q2より豪州、インドネシア、インドへの国際線 11 路線を新たに開設。 |
| マレーシア | ● マレーシア航空が23Q4にインドの3都市（アムリトサル、ティルヴァナンタプラム、アーメダバード）との国際線を新たに開設。 |
| インドネシア | ● 23年12月からバリのングラ・ライ国際空港で中国、インド、UAEの4つの航空会社（アモイ航空、ヴィスタラ航空、インディゴ航空、エティハド航空）が新たに路線を開設。 |
| ラオス | ● 23年11月から、北京発ラオス・ビエンチャン行き観光列車の運転を開始。 |

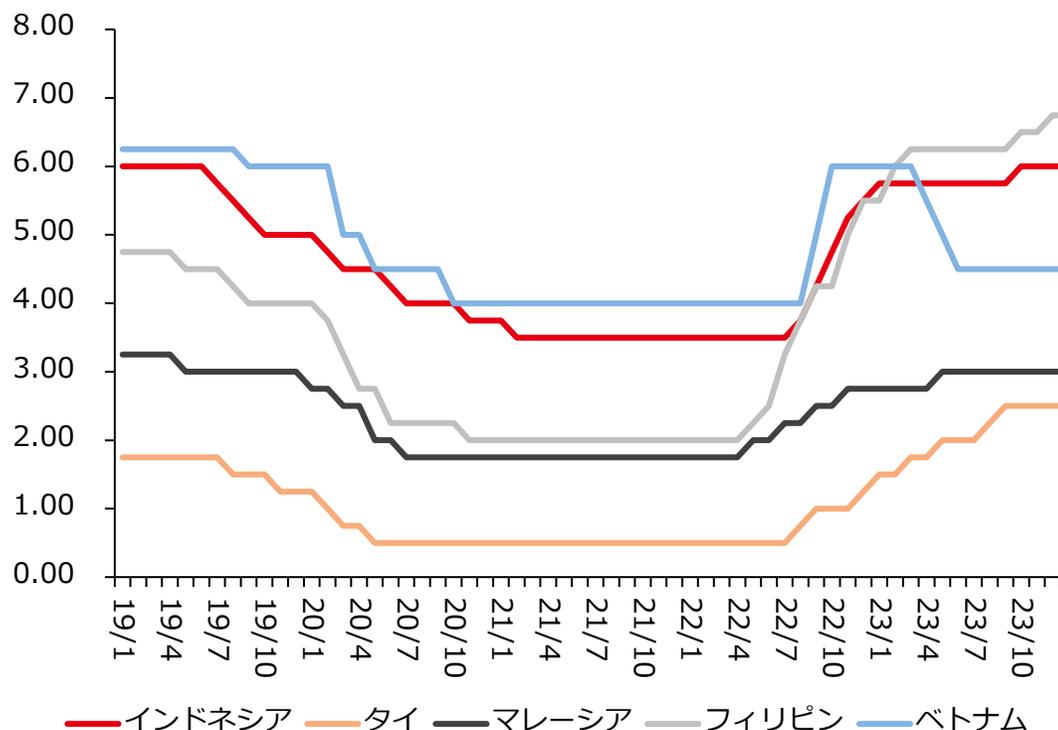
(出所) 各種報道より丸紅経済研究所作成

金融政策

インフレ一服も通貨安懸念がくすぶる中で各国は利下げに慎重姿勢

- ASEAN主要国の多くではインフレが一服しつつあるが、米国が高金利を維持する中で通貨安懸念は根強く、総じて利下げには慎重姿勢をとっている。例外的にベトナムは景気対策のために23年上期に利下げに転じた。
- 先行きでは米国が利下げ（24年半ば以降を想定）に動くまではASEAN諸国も金融緩和へ転換する可能性は小さいとみられる。

▽政策金利



(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

▽各国中銀の動向

国名	最近の対応	今後の見通し・注目点
インドネシア	10月利上げ 11、12月据え置き	ルピア安や食料価格高騰などを理由に10月に追加利上げを行う。現状、金利水準は適切という認識。
タイ	11月据え置き (1年5カ月ぶり)	景気が減速しインフレ率が目標を下回る中、足元の金利水準が適切と判断。
マレーシア	11月据え置き	10月にアジア通貨危機以来のリンギ安となるも、中銀はマクロ経済は好調という認識を表明。
フィリピン	10月緊急利上げ 11、12月据え置き	10月に緊急利上げを行う。現状では物価高は緩和したという認識。インフレへの警戒感は根強い。
ベトナム	23年、3回利下げ	輸出低迷などによる景気減速を受けて、23/3~6に4回利下げを行う。追加利下げの観測も見られる。

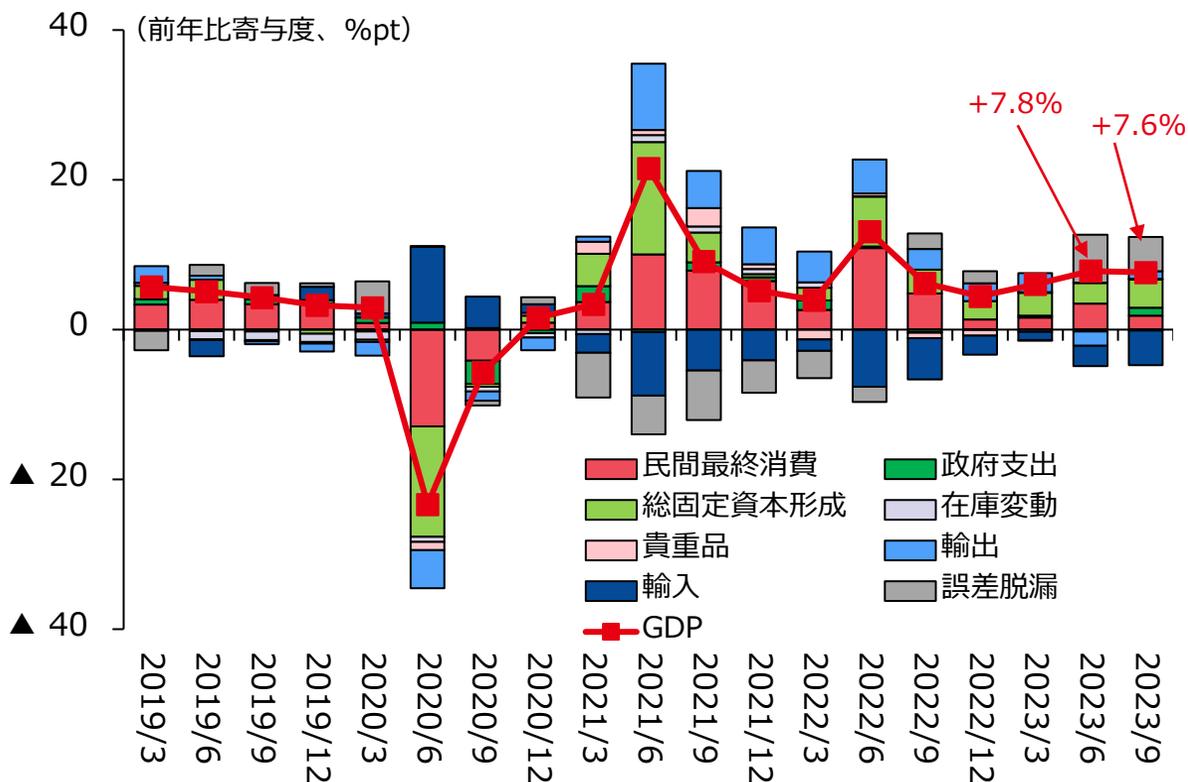
(出所) 各国中銀等より丸紅経済研究所作成

GDP、物価

外需の減速、食品価格高騰の懸念などもあるが、個人消費やインフラ投資を中心に経済は総じて堅調

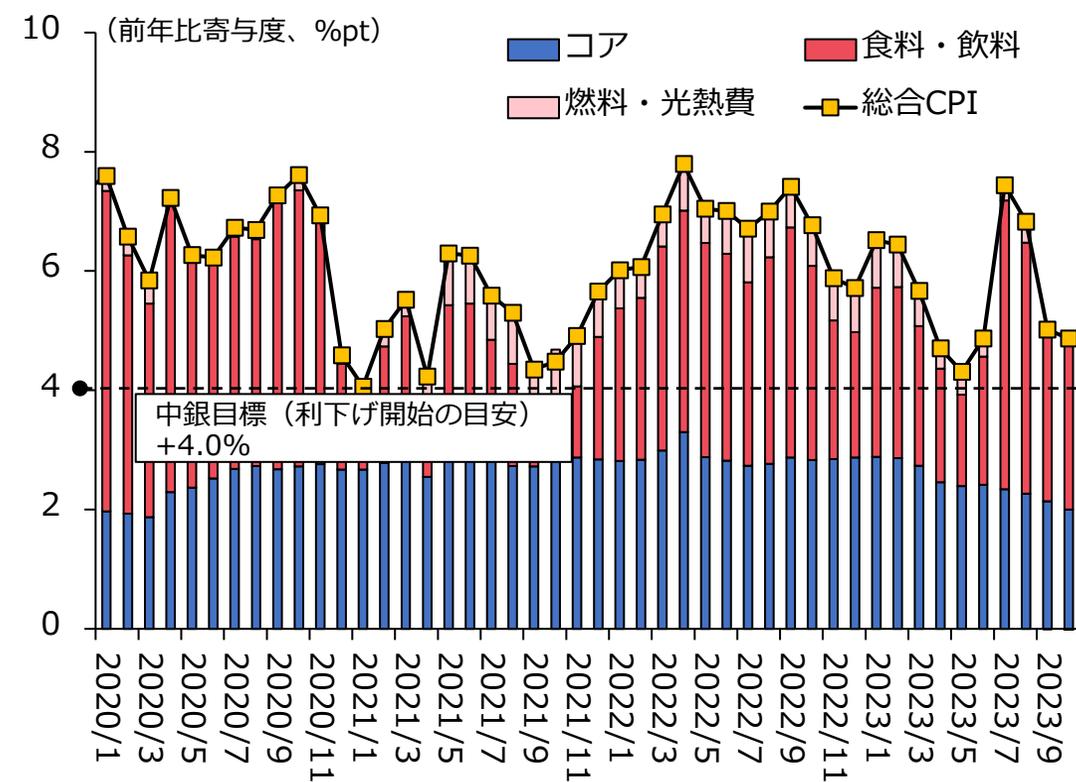
- インド経済は個人消費やインフラ関連投資などを中心に堅調に拡大。外需の減速が重しだが他の新興国と比べると影響は比較的小さい。
- 2024年も政府のインフラ開発支援策などにより経済は好調な拡大を維持する見込み。
- 10月の消費者物価指数（CPI）は前年比+4.9%（9月同+5.0%）と、中銀が利下げ開始の目安とする同+4.0%にさらに近づいた。

▽実質GDP成長率



(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

▽消費者物価指数（CPI）

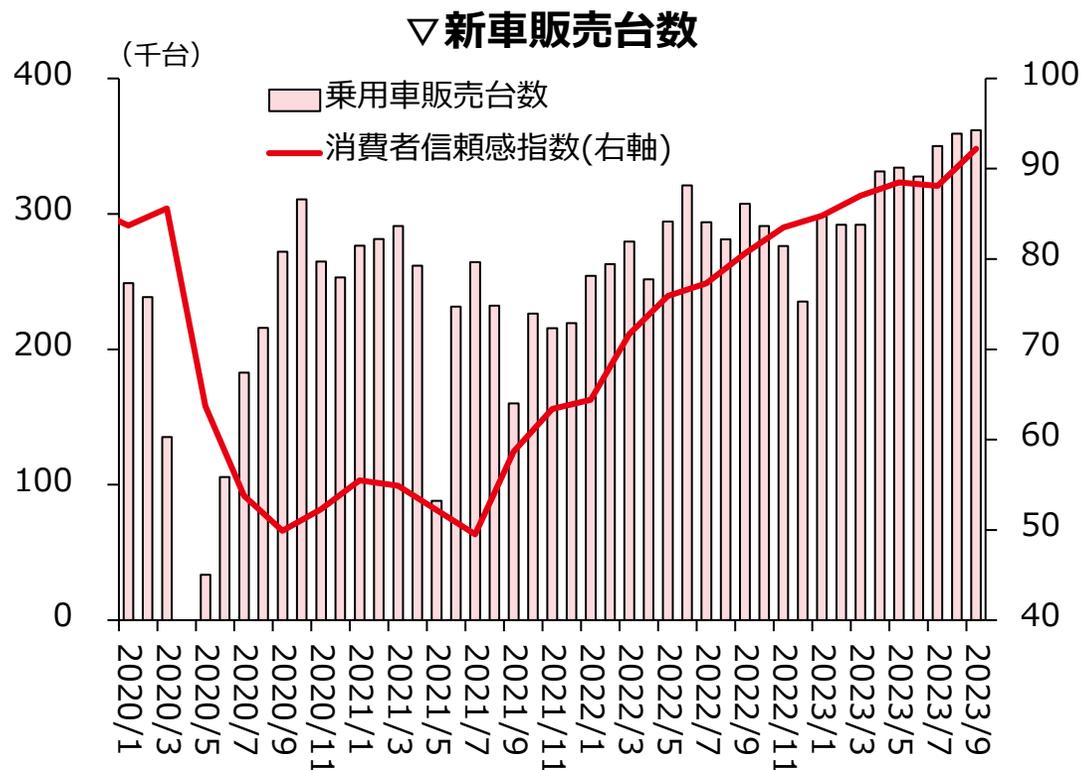


(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

消費、生産

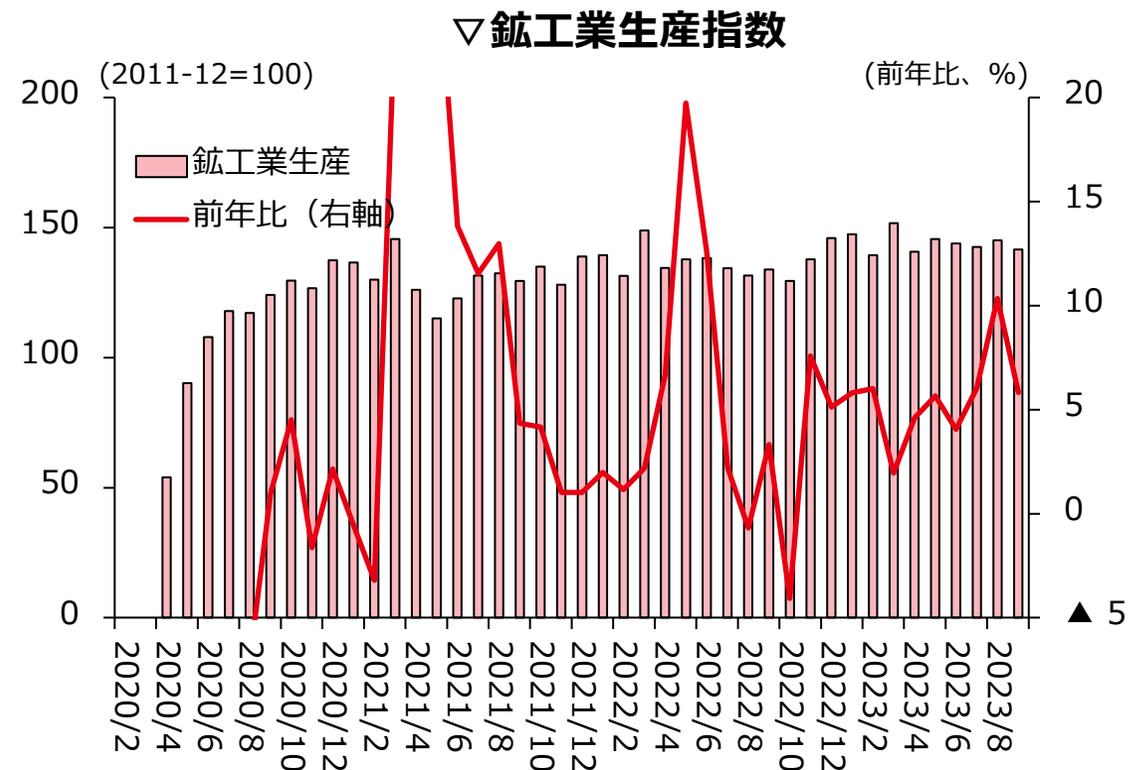
個人消費は堅調。生産はインフラ関連が好調

- 国内の新車販売台数は前年同期を大きく上回るペースで増加。ただし、年明け以降には各社で値上げの動きが計画されており、消費者マインドには一部マイナスとなることが考えられる。12月には値上げ前の駆け込み需要が発生する可能性も。
- 9月の鉱工業生産は豪雨の影響などで製造業や電力部門の伸びが鈍化した。内需の強さに加えて設備増設が進む中で拡大が続く見通し。



(注) 消費者信頼感指数はインド準備銀行 (RBI) 調査 (隔月発表)

(出所) CEICより丸紅経済研究所作成



(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

金融政策

景気が堅調に推移する一方、インフレ・通貨安への警戒が続く中で利下げには慎重姿勢

- 12月の会合では政策金利を5会合連続で据え置くことを決定した。景気が堅調に推移しており刺激策の必要性は小さい一方で、インフレ見通しは依然不透明とした。インフレは23年度中は中銀目標（前年比+4.0%）を上回るレンジで推移する予想。
- 上記のような中銀方針の下で、利下げ開始は議会選挙（4~5月を予定）を消化し、米国が利下げに動く24年半ば以降になると見込む。

▽金融政策決定会合（12/6-8）の合意内容

➤ 現状と見通し

- 景気**：国内の経済活動は堅調に推移しており、7~9月期GDPも投資、政府支出にけん引されて力強い。
- 物価**：10月CPIは前年比+4.9%と落ち着いたが食料価格等にはリスク残る
- 生産**：ラビ(乾季農業)*の作付は2/3が完了。製造業はコスト緩和で堅調。
- 消費**：都市部を中心に活況。農村も回復の兆し。
- 投資**：政府支出や企業の楽観的見方などを背景に加速。

➤ 政策判断

- 政策金利（レポレート）を6.50%に据え置き**。常設預金ファシリティ（SDF、金利コリドー下限）金利は6.25%、限界常設預金ファシリティ（MSF、コリドー上限）金利及び銀行金利は6.75%のまま据え置き。
- 経済成長に配慮しつつもインフレ率が徐々に中銀目標に近づくように緩和策を縮小していくことを決定。

➤ 注目点

- 地政学的混乱の長期化、世界金融市場の不安定化、地理的経済的分断の拡大などは先行きにおけるリスクとなり得る

*インド農業は南西モンスーン期のカリフと乾季のラビ(麦類、菜種等)に大別される。

(出所) インド準備銀行より丸紅経済研究所作成

▽インド中銀見通し（12/6-8）

	4-6月 (実績)	7-9月 (実績)	10-12月	1-3月	2023 年度	2024 年度
実質GDP 成長率	+7.8%	+7.6%	+6.5%	+6.0%	+7.0%	-
	(+7.8%)	(+6.5%)	(+6.0%)	(+5.7%)	(+6.5%)	-
CPI (前年比%)	+4.6%	+6.2%	+5.6%	+5.2%	+5.4%	-
	(+4.6%)	(+6.2%)	(+5.7%)	(+5.2%)	(+5.4%)	-
政策金利 (期末)	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.00%
ルピー (期末、対ドル)	82.09	83.03	83.30	83.15	83.15	-

(注) カッコ内は前回（23年10月）の見通し。

(注) 政策金利、ルピーはLSEGコンセンサス（調査日：23/12/6）

(出所) インド準備銀行、LSEGより丸紅経済研究所作成

アジア新興国の債務リスク：概観

ラオス、ミャンマー、バングラデシュなどで債務悪化懸念が続く

- 高金利環境が長期化する中で新興国財政に当面圧力がかかる状況が続く見通し。財政脆弱国ではデフォルトへの警戒感が高まる。
- スリランカ、バングラデシュ、パキスタンは23年7月までにIMF救済に合意。

▽アジア新興国の債務リスク概観（赤：高リスク）

	実質GDP 成長率 (%)	経常収支 (対GDP 比%)	財政収支 (対GDP 比%)	政府債務 (対GDP 比%)	対外債務 (対GDP 比%)	外貨準備 高(短期 対外債務 比%)	外貨準備 高(輸入 月数)	外準増減 (年初来 %)	インフレ 率(前年 比%)	通貨(年初 来騰落率 %)	政治的安 定性(世 銀)	5年物 CDS保証 料率	S&P	Moody's	Fitch
	2023	2023	2023	2023	23Q2	2022	2022	23Q3	2023	23Q3	2023	23Q3		23/12	
インドネシア	5.0	▲0.3	▲2.2	39.0	29.4	2.1	2.0	▲1.7	3.6	▲2.0	▲0.4	99.0	BBB	Baa2	BBB
マレーシア	4.0	2.7	▲4.7	66.9	60.3	0.8	1.6	▲3.9	2.9	▲7.6	0.1	65.3	A-	A3	BBB+
フィリピン	5.3	▲3.0	▲4.8	57.6	27.1	3.9	2.5	2.0	5.8	▲2.0	▲0.7	90.6	BBB+	Baa2	BBB
タイ	2.7	▲0.2	▲2.9	61.4	37.7	2.2	2.6	▲2.3	1.5	▲4.4	▲0.4	68.2	BBB+	Baa1	BBB+
ベトナム	4.7	0.2	▲1.3	34.0	31.4	1.3	0.9		3.4	▲3.9	▲0.0	142.4	BB+	Ba3	BB
ラオス	4.0	▲2.6	▲3.4	121.7	120.7				28.1	▲16.1	0.8			Caa3	CCC-
カンボジア	5.6	▲11.0	▲4.5	35.3	64.7				2.0	▲0.3	▲0.0			B2	
ミャンマー	2.6	▲1.6	▲4.5	57.5	18.6				14.2	0.0	▲2.2				
インド	6.3	▲1.8	▲8.8	81.9	16.4	2.4	2.6	4.7	5.5	▲0.6	▲0.6	82.9	BBB-	Baa3	BBB-
パキスタン	▲0.5	▲0.7	▲8.1	76.6	38.3	0.7	0.7	28.9	29.2	▲19.6	▲1.9		CCC+	Caa3	CCC
バングラデシュ	6.0	▲0.7	▲4.5	39.4	20.5			▲17.0	9.0	▲3.7	▲1.1		BB-	B1	BB-
スリランカ	▲7.8	▲1.0	▲10.2	115.5	75.6		0.4	94.2	45.2	10.8	▲0.8		SD	Ca	RD

(注) スリランカの暦年データは2022年時点(22年5月に公的対外債務がデフォルトとなり債務再編交渉入り)。政治的安定性は-2.5~2.5で評価(低いほど不安定)。2023年データは見込み値。格付の赤字は投資適格級未満(=ジャンク債級)。

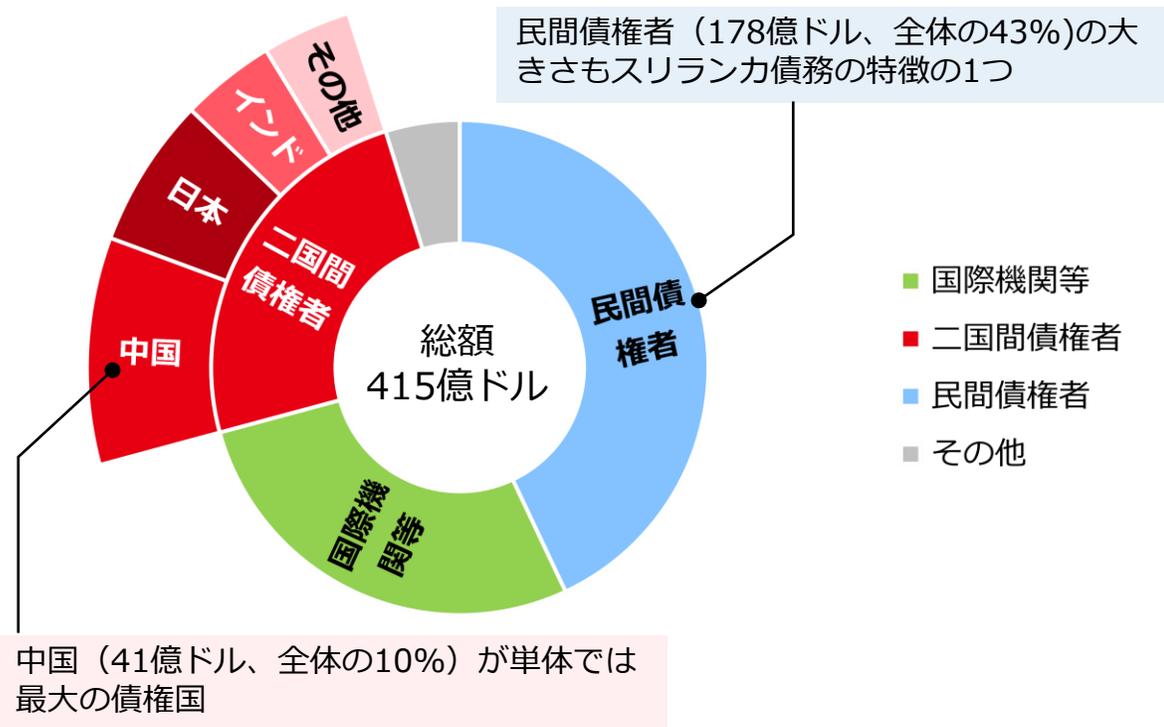
(出所) 世銀、BIS、IMF、CEIC、LSEGより丸紅経済研究所作成

アジア新興国の債務リスク：スリランカ

22年5月にデフォルト、日本・インドなどの債権者会議及び中国との債務再編交渉は大筋合意へ

- スリランカは2022年5月に公的対外債務がデフォルト。日本などの債権国会議や中国との債務再編交渉は23年11月までに大筋で合意。
- IMF支援は今年3月から開始。10月に最大の債権国である中国との間で債務再編について大筋合意が発表されたこともあり、12月にIMF理事会で2回目の融資が承認された。

▽スリランカ対外債務残高（債権者別構成）



(出所) スリランカ政府、各種報道等より丸紅経済研究所作成

▽債務再編交渉の動向

2022年4月	スリランカが公的対外債務の返済の一時的支払停止を発表。IMF支援プログラムによる支援を要請
5月	スリランカ、公的対外債務の支払い不能でデフォルトに
9月	IMFがスリランカへの支援について事務レベルで合意
2023年2月	グローバル・ソブリン債務ラウンドテーブル (GSDR) 第1回会合
3月	IMF理事会がスリランカへの約30億ドルの支援を承認 (初回は3.3億ドル)
4月	日本等がスリランカ債権国会議発足を表明
5月	第1回スリランカ債権国会議 (オンライン)
7月	スリランカ議会在国内債務再編計画を承認
9月	IMF、スリランカ支援の初回レビュー合意に至らず
10/11	スリランカ債権国会議 (モロッコ)
10/12	スリランカ、中国輸出入銀行と債務処理について大筋合意
10/19	IMF、スリランカ支援の初回レビューについて事務レベルで合意。
11/29	債権国会議がスリランカと債務再編について基本合意 (神田財務官「債務繰り延べ中心、中国と同じ条件と理解」)
12/12	IMF理事会がスリランカへの3.3億ドル融資を承認

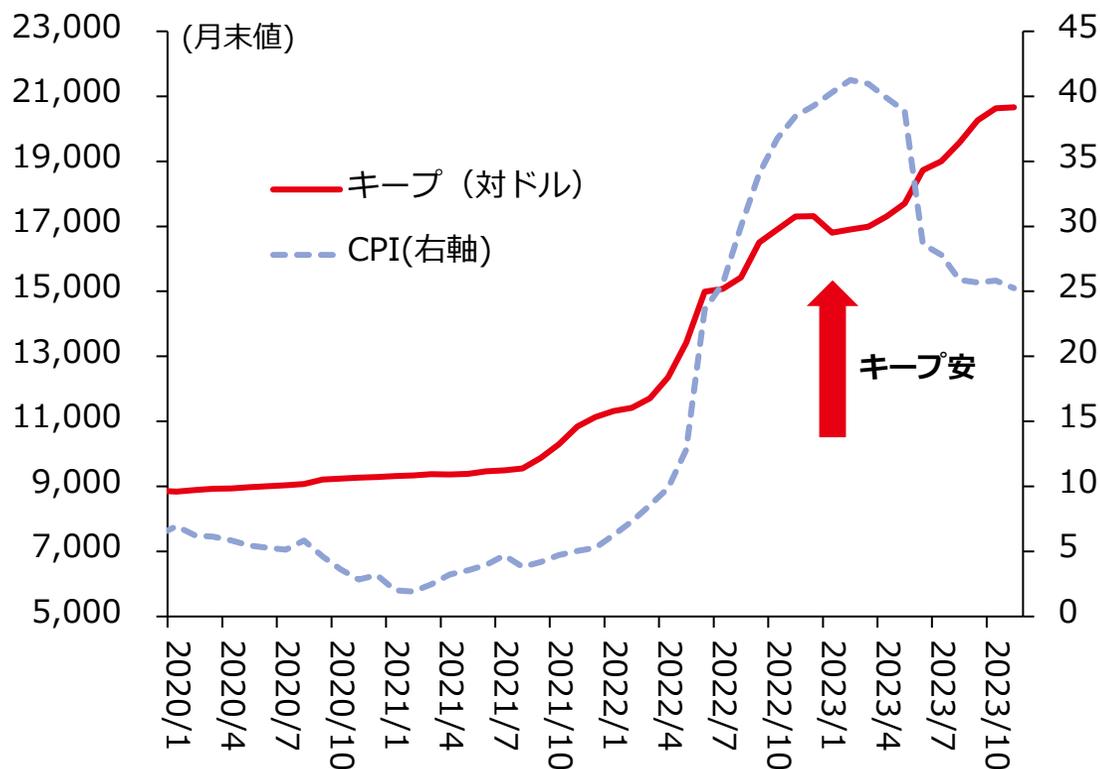
(出所) 各種報道より丸紅経済研究所作成

アジア新興国の債務リスク：ラオス

債務増加、通貨安が危機的水準で推移

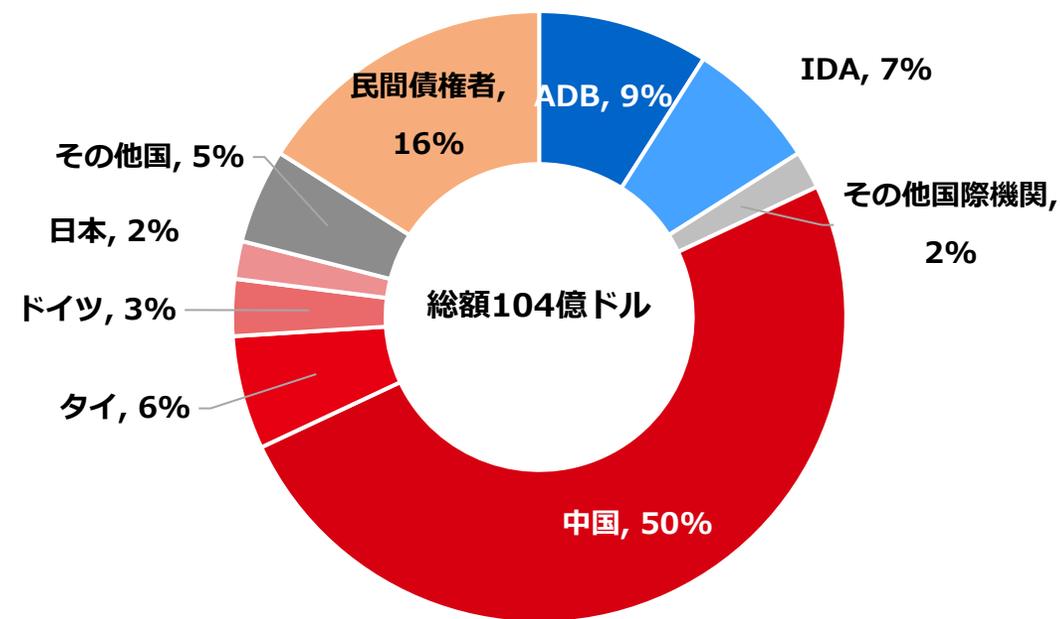
- ラオスではコロナ禍対策やインフラ開発などの歳出増により財政が悪化。債務増、通貨安が危機的水準で推移している。
- 政府は通貨キープ相場の安定化、食品などのインフレの抑制、対外債務への対応を進める。外貨獲得に向けて、事業者に銀行経由での支払いを求めるよう指示。また、輸入抑制による外貨流出抑止のために一部奢侈品に課す物品税率を引き上げた。通貨安を嫌って海外で就労する人が増え、国内で労働力不足も深刻化している模様。諸外国では中国からの借入増加による「債務の罫」への懸念も強い。

▽キープ相場（対ドルレート）



(出所) LSEGより丸紅経済研究所作成

▽政府対外債務（2021年末）



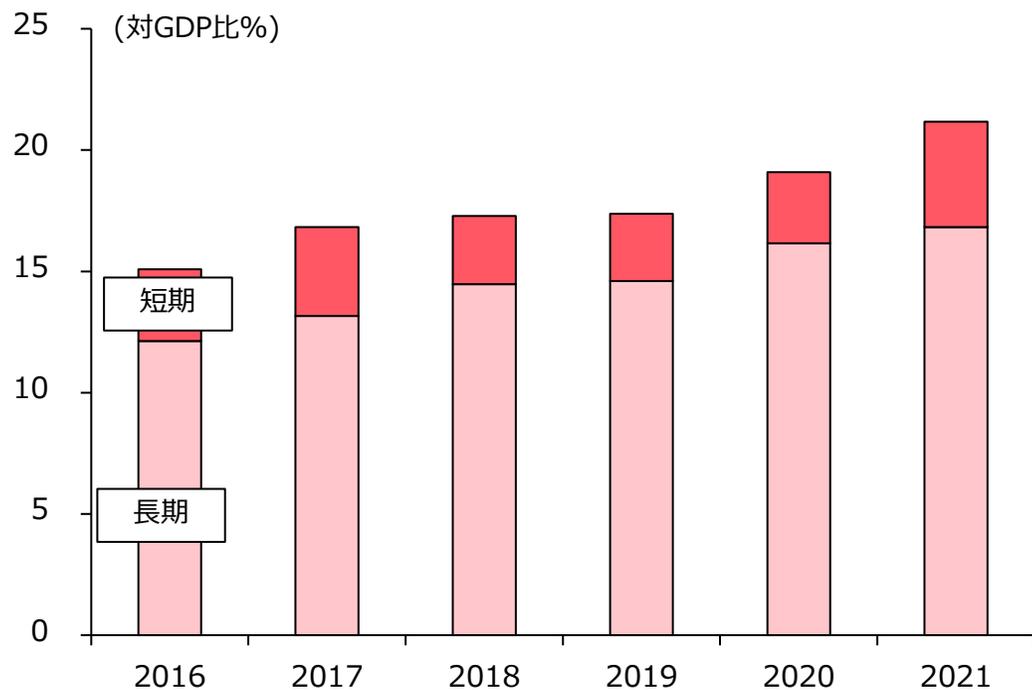
(出所) 世界銀行より丸紅経済研究所作成

アジア新興国の債務リスク： Bangladesh

IMF融資が開始するも、外貨準備高の減少は継続

- Bangladeshはコロナ禍の下でも順調な成長を維持していたが、2022年にロシアのウクライナ侵攻が始まるとエネルギー・食料価格高騰が輸入支払を拡大させ経常赤字が拡大。同年7月、IMFに対して国際収支改善及び気候変動対策費として45億ドルの融資を要請した。既に23年から融資が開始しており、10月には第1回レビューについて事務レベルで合意。ただし、世界的な金融引き締めによる通貨安圧力の中で外貨準備高は減少が続いており、IMFが融資条件とする水準を下回って推移している。

▽ 対外債務残高

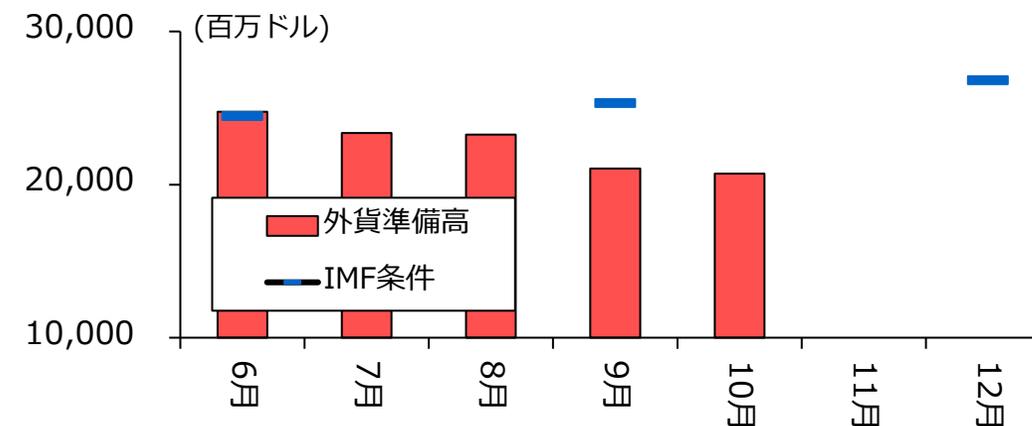


(出所) 各種報道、Bangladesh中銀より丸紅経済研究所作成

▽ IMF融資交渉の動向

- 2022年 7/26 BangladeshがIMFに45億ドルの融資を要請
- 11/9 IMFがBangladeshへの45億ドル融資について事務レベルで合意
- 2023年 1/30 IMF理事会がBangladeshへの計47億ドル融資を承認
- 7月 Bangladesh中銀、IMF基準の外貨準備高公表を開始
- 12/12 IMF理事会がBangladesh融資に関する第1回レビューを完了、47億ドルの追加融資を承認。

▽ 外貨準備高 (IMF基準、2023年)



(出所) 世界銀行より丸紅経済研究所作成

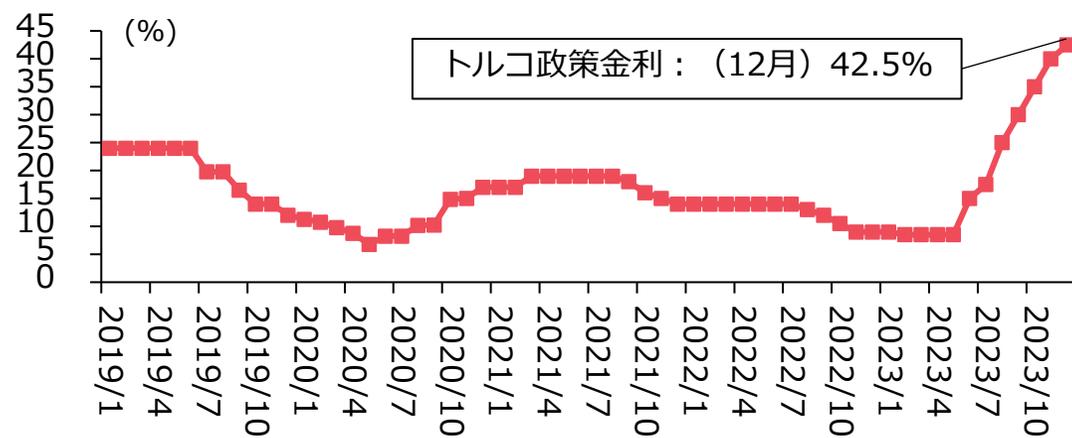
中東：トルコの金融政策・インフレ動向

新中銀総裁の下で急速な利上げを進める

- エルカン新中銀総裁の下で従来の緩和政策を転換し、インフレ抑制のために24年中に30%超の急速な利上げを実施した。
- 11月の消費者物価指数（CPI）は前年比+62.0%と依然政策金利を大きく上回っており、実質金利はマイナスで推移。24年3月にはイスタンブールを含む地方選挙を控える中、景気減速感が強まるとエルドアン大統領による金融政策介入への警戒感も出てくる。

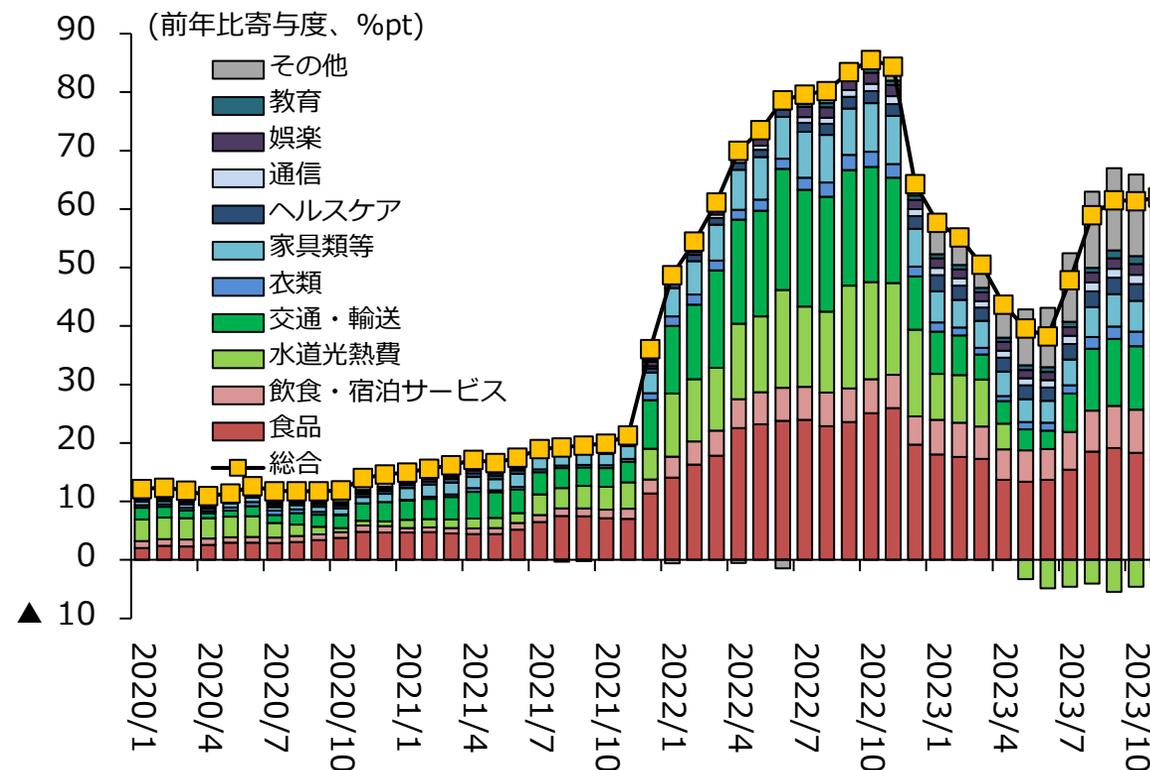
▽最近のトルコ金融政策動向

5/28	大統領選の決選投票でエルドアン氏が勝利
6/9	ハフィゼ・ガーイエ・エルカン氏が中銀総裁に就任
6/22	トルコ中銀、政策金利を6.5%pt引上げ（8.5%→15.0%、利上げ開始）
7月	付加価値税（VAT）等の税率を引き上げ
11/23	トルコ中銀、政策金利を5.0%pt引上げ（35.0%→40.0%）
12/21	トルコ中銀、政策金利を2.5%pt引上げ（40.0%→42.5%）



（出所）トルコ中銀、各種報道より丸紅経済研究所作成

▽消費者物価指数（CPI）



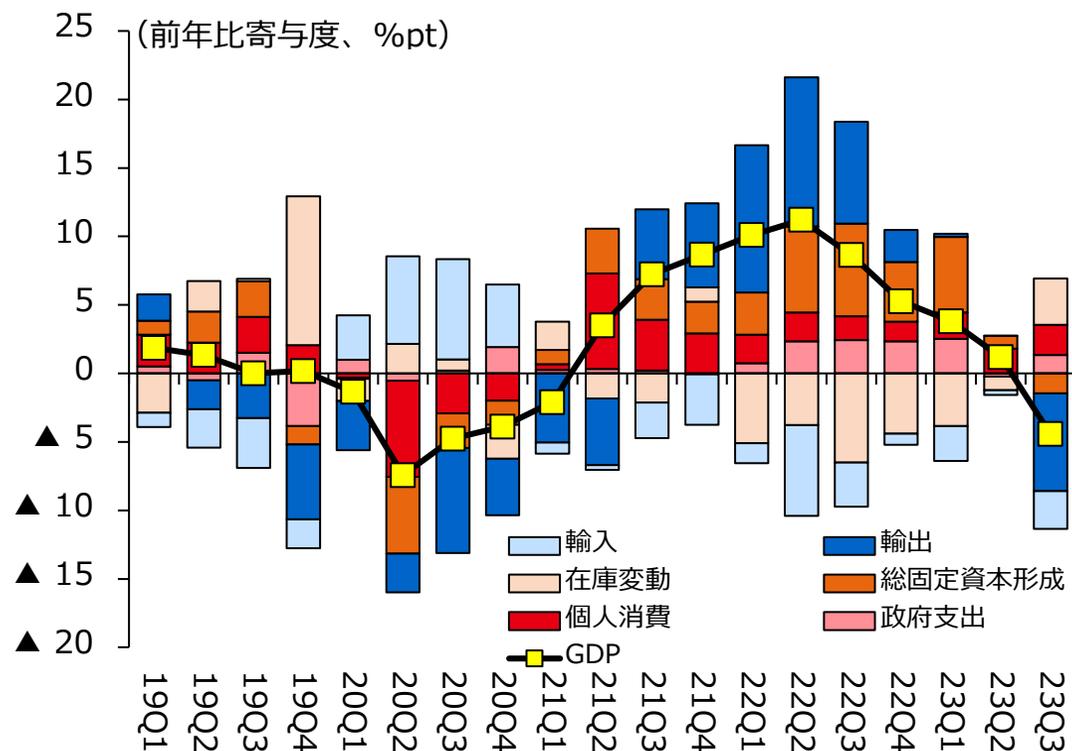
（出所）CEICより丸紅経済研究所作成

中東：サウジアラビア経済と自主減産

原油価格下落と追加自主減産でマイナス成長

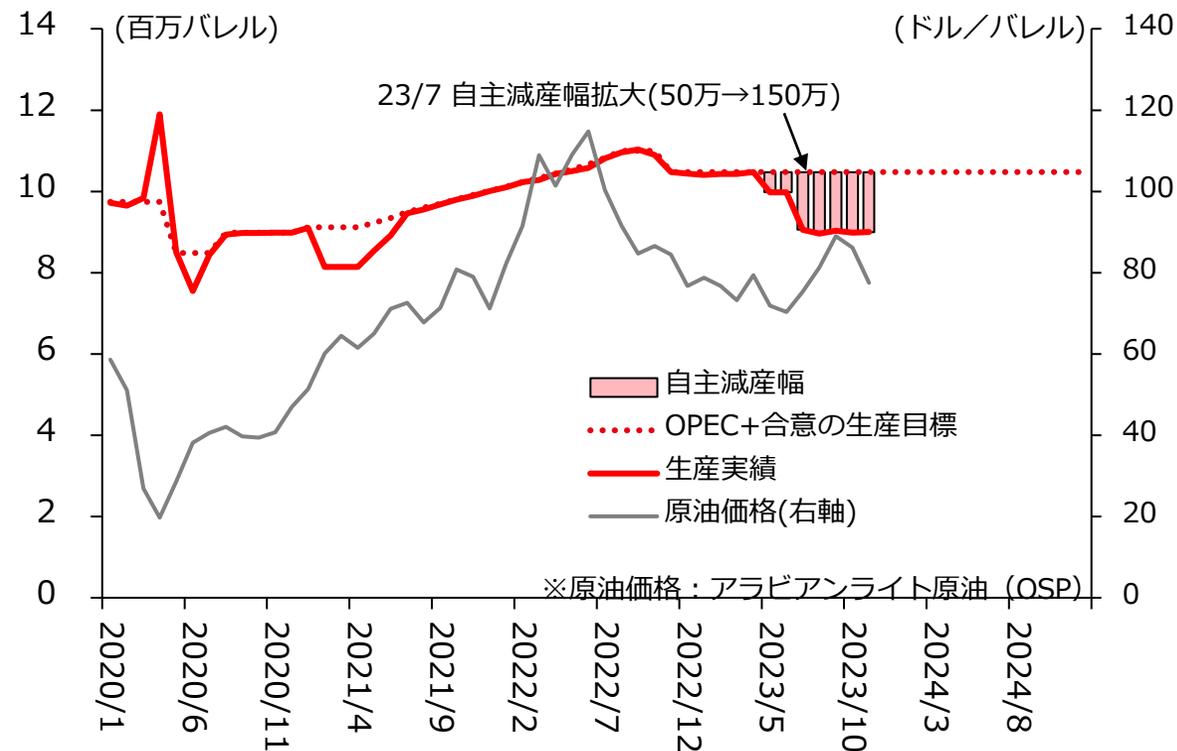
- 23年7~9月期の実質GDPは前年比▲4.4%と、10四半期ぶりにマイナス成長。自主減産の延長による輸出減少が重しとなった。産業別では、石油部門が同▲17%と減少する一方、非石油部門は同+3.5%と増加した。
- サウジアラビアは11月30日に23年7月1日から12月末まで実施予定であった日量150万バレルの自主減産を24年3月末まで延長することを発表。減産により原油価格は下支えされる一方、同国経済における石油部門の落ち込みが継続する見通し。

▽実質GDP



(出所) CEICより丸紅経済研究所作成

▽サウジアラビアの減産動向



(出所) JOGMECより丸紅経済研究所作成

中東：イスラエル・パレスチナ情勢

23年10月のハマス攻撃をきっかけに中東情勢が急速に悪化

▽イスラエル・パレスチナ関係

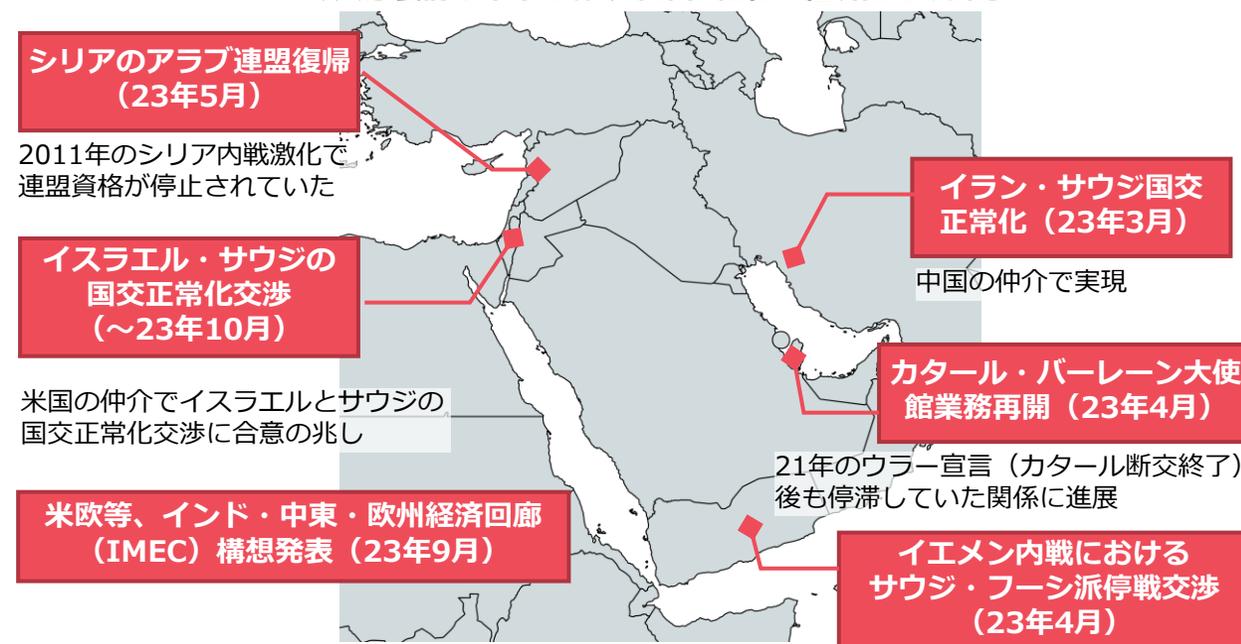
- 1947 国連総会、パレスチナ分割決議を採択（国連決議181号II）
- 1948 イスラエル建国（**第一次中東戦争**）
- 1956 スエズ戦争（**第二次中東戦争**）
- 1967 六日間戦争（**第三次中東戦争**）、安保理決議242
- 1973 ヨム・キブール戦争（**第四次中東戦争**）
- 1978 **キャンプデービッド合意**（翌年、エジプト・イスラエル平和条約）
- 1982 イスラエル、レバノン侵攻（**レバノン戦争**、**第五次中東戦争**とも）
- 1987 第一次インティファダ（反イスラエル闘争）
- 1993 **オスロ合意**（ガザ・ヨルダン川西岸のパレスチナ暫定自治合意）
- 1995 **オスロ合意II**（パレスチナ暫定自治政府設立）
- イスラエルのラビン首相暗殺（和平反対派のユダヤ人青年の犯行）
- 2000 キャンプデービット会議（合意不成立）。第二次インティファダ
- 2005 ガザ地区からイスラエル軍・入植者が撤退（同地区の封鎖強化）
- 2006 ハマスがパレスチナ自治評議会で過半数獲得、ファタハと連立政権
- 2007 ハマス、ファタハと決裂しガザを武力制圧（同地区を実効支配）
- 2014（6月）ハマス、ファタハと暫定統一政権を発足（2015年に解散）
（7月）イスラエルがガザ侵攻（1973年以来最多の死傷者）
- 2020（1月）米トランプ政権が中東和平案「**繁栄への平和**」を発表
（8月）**アブラハム合意**（UAE等とイスラエルの国交正常化）
- 2021（5月）ガザ地区のハマスとイスラエル軍の間で大規模な戦闘が発生
- 2022（8月）PIJがイスラエル軍と戦闘（ハマスは戦闘に参加せず）
（12月）極右政党と協力したネタニヤフ政権樹立
- 2023（6月）イスラエル軍がヨルダン川西岸のハマス、PIJに大規模攻撃。
（9月）イスラエル・サウジ国交正常化観測が強まる。
（10/7）ハマスがイスラエルに対して大規模攻撃を実施。
（10/27）イスラエル軍、ガザ地区内で本格的な地上作戦を開始
（11/15）国連安保理、ガザ地区に関する決議案を採択

（出所）各種報道より丸紅経済研究所作成

▽中東地域への影響

イスラエル・パレスチナ情勢の悪化は、中東地域全体に大きく影響：
 ①**イスラエル・アラブ諸国の関係悪化**：2020年のアブラハム合意や最近のイスラエル・サウジ間の国交正常化交渉などの動きは停滞・逆流を余儀なくされる（既にバーレーン是在イスラエル大使の引き上げ及び経済交流停止を決定）。
 ②**イスラエル（米国）・イランの緊張拡大**：米国はハマスを支援するイランの本格介入を警戒し、中東周辺における抑止態勢を強化（2個の空母打撃群派遣など）。
 ③**域内武装勢力の活動活発化**：ヒズボラ、フーシ派等の「抵抗の枢軸」勢力がイスラエルや米軍への武力行使などを活発化。周辺海域での貨物船拿捕やドローンによる攻撃も発生。

＜ハマス急襲前の中東における緊張緩和・経済協力の動き＞



（出所）各種報道より丸紅経済研究所作成

Marubeni

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

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 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。個人の私的使用および引用など、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。