

2024年後半以降の世界経済・市場環境見通し

Marubeni

丸紅経済研究所

2024年 6月 6日

目次

1. 世界経済

1-1. 総括

1-2. 米国経済

1-3. 中国経済

1-4. 一口圏経済

1-5. 日本経済

2. 市場環境

2-1. 原油市場

2-2. 為替市場

1. 世界経済

米国経済軟着陸で年内利下げへ

但し利下げ効果は限定的かつタイムラグを伴う。下振れリスクはインフレ再燃・中国・地政学リスク

▽世界の実質GDP成長率見通し（前年比%）

	対世界シェア	2022	2023	2024		2025	
	2023年、%	実績	一部見込み	予測	修正（%pt）	予測	修正（%pt）
世界	100.0	3.5	3.2	3.2	0.3	3.3	0.5
先進国	41.2	2.6	1.6	1.5	0.1	1.6	0.3
米国	15.6	1.9	2.5	2.4	0.8	1.9	0.5
ユーロ圏	11.7	3.4	0.4	0.7	-0.2	1.1	0.1
英国	2.2	4.3	0.1	0.6	0.1	1.1	0.6
日本（暦年）	3.7	1.0	1.9	0.1	-0.8	1.4	0.1
（年度）	3.7	1.6	1.2	0.6	-0.4	1.2	0.0
新興国	58.8	4.1	4.3	4.3	-0.1	4.4	0.5
中国	18.7	3.0	5.2	5.0	0.5	4.5	0.3
インド	7.6	7.0	7.8	6.9	0.9	6.6	0.2
ASEAN-5	5.2	5.5	4.1	4.6	0.1	4.7	0.2
中東欧	7.4	1.2	3.2	3.1	1.2	2.8	0.9
中南米	7.3	4.2	2.3	2.0	-0.3	2.5	1.9
中東・中央アジア	7.5	5.3	2.0	2.8	-0.6	4.2	0.5
サブサハラ・アフリカ	3.1	4.0	3.4	3.8	-0.1	4.0	-0.1

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。修正は前回（2023年12月）との比較。

- コロナ時の超過貯蓄が残る先進国の一部では高金利の下でも底堅い消費を維持、想定以上の政府支出も成長率の上振れに寄与。エネルギー価格低下、労働参加の戻りなど供給面における制約の剥落によりインフレ率は総じて低下。
- 標準的展望は、米経済軟着陸とインフレ率低下に伴いFRBは年内利下げ開始、追隨して多くの新興国も利下げに踏み切るというもの。ただし先進国では利下げ幅が限定的であるためその効果は限定的かつやや長いタイムラグを伴う。
- ユーロ圏の成長率は加速するも24年は1%未満。エネルギーコスト上昇の後遺症、財政再建が足かせ。
- 中国経済は長引く不動産セクターの不況が打撃となっており、同セクターの債務再編など抜本的な措置で不安感を払しょくしない限り内需は圧迫された状態が続く。ただしこうしたリストラクチュアリングは公的債務の信頼性を悪化させない形で行われることが肝要。加えてモラルハザード回避への配慮もあり、政府は無条件の救済に動く可能性は低い。なお内需低迷が輸出ドライブという形に転化すれば貿易上の緊張を高める恐れも。
- 下振れリスクは①インフレ再燃、②米利下げ遅れによる各国金融政策自由度低下、③中国経済鈍化、④過度な財政引き締め、⑤地経学的分断の悪化。上振れリスクは、①選挙前の財政緩和策（ただし将来的には下揺れリスク）、②インフレ急低下。

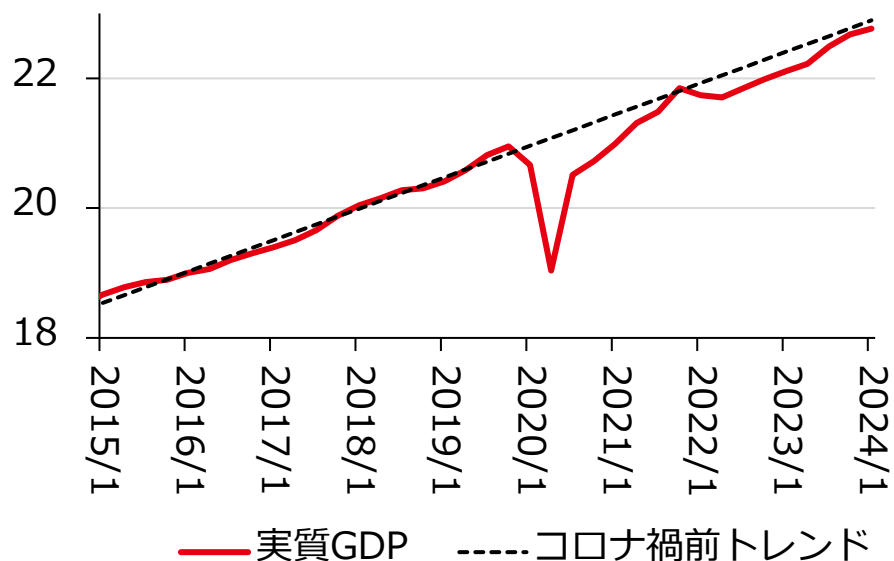
現状：米経済はコロナ禍前のトレンドにおおむね復帰

個人消費を中心に、おおむね底堅い成長基調を維持する見込み

- **最近の景気動向**：実質GDPは2023年に潜在成長率（議会予算局推定：+2.2%）を上回るペースで増加し、足元ではコロナ禍前のトレンド近辺に復帰。労働供給の回復や生産性の上昇などが押し上げ要因に。24年1～3月期には四半期毎の変動が大きい純輸出、在庫変動等の押し下げにより大幅に減速したものの、個人消費をはじめとする基調的な需要は依然として底堅く、腰折れの兆しは見出せず。
- **24～25年の成長率見通し**：24年終盤～25年前半に向けて緩やかに減速し、その後は潜在成長率付近に回帰するシナリオを想定。

▽実質GDP vs コロナ禍前トレンド

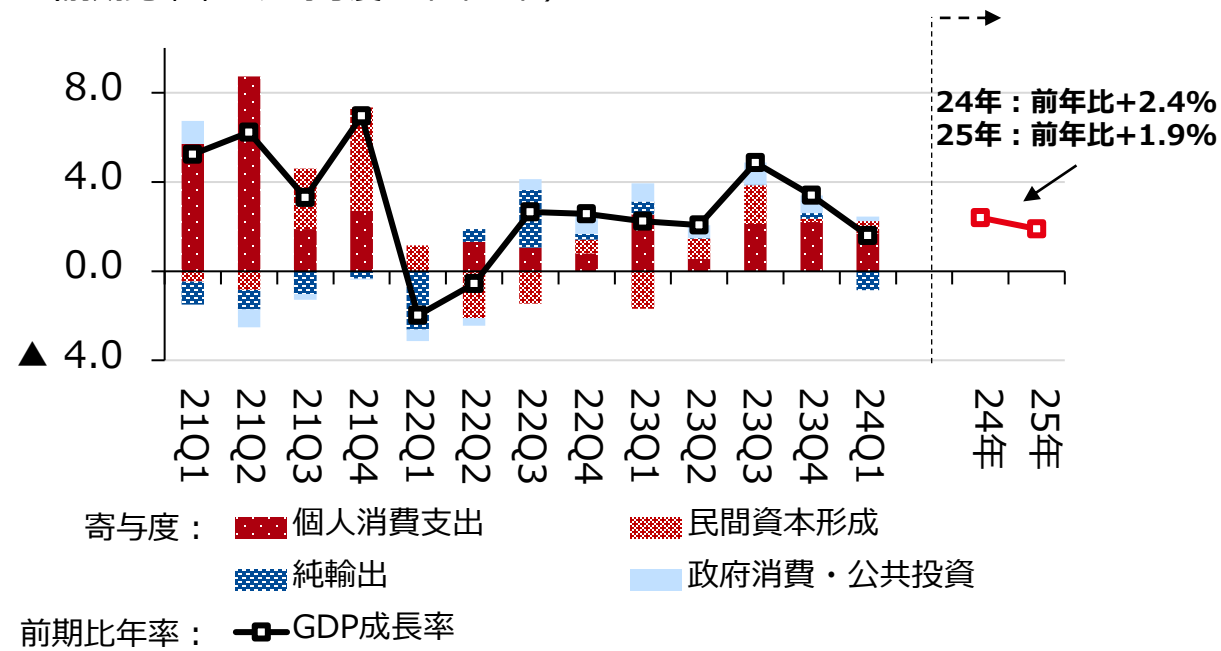
（兆ドル、年換算値）



（注）点線：2015～19年の実質GDPより算出したトレンドを外挿。
（出所）米商務省、米議会予算局より丸紅経済研究所作成

▽実質GDP成長率（需要項目別）

（前期比年率%、寄与度%ポイント）



（出所）米商務省

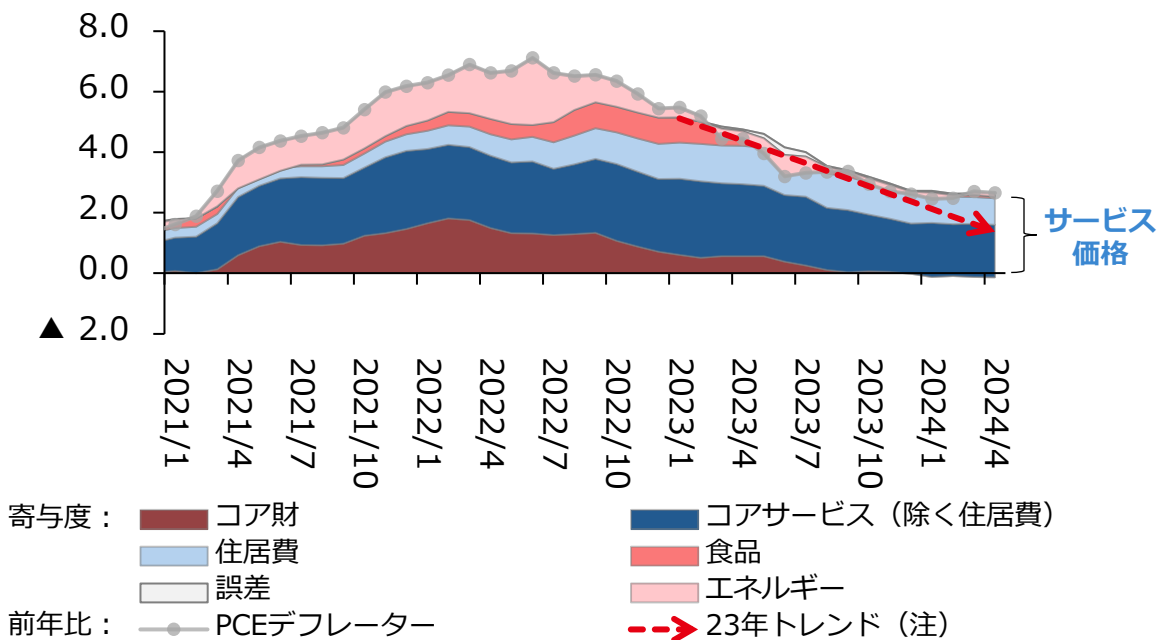
現状：デイスインフレ進展が足踏み

インフレ率は23年終盤以降に高止まり。賃金上昇圧力もなお高め

- ・ **インフレ**：24年1～3月期のインフレ率は前年の鈍化トレンドから著しく乖離し、前年比2%台後半で高止まりの兆候を示す。賃金上昇の影響を受けやすいとされるサービス価格の根強い伸びが物価をけん引する構図。金融政策当局のインフレ目標（平均2%）への収束に関する不確実性がまだ拭えない状況となっている。
- ・ **労働市場**：失業率は足元でやや上昇傾向が見られるも歴史的な低水準にとどまっており、引き締まった労働市場を示唆。賃金上昇率もピークアウトしているが、前年比で+4%台と依然高めの伸び率を維持している。

▽物価指数：個人消費支出（PCE）デフレーター

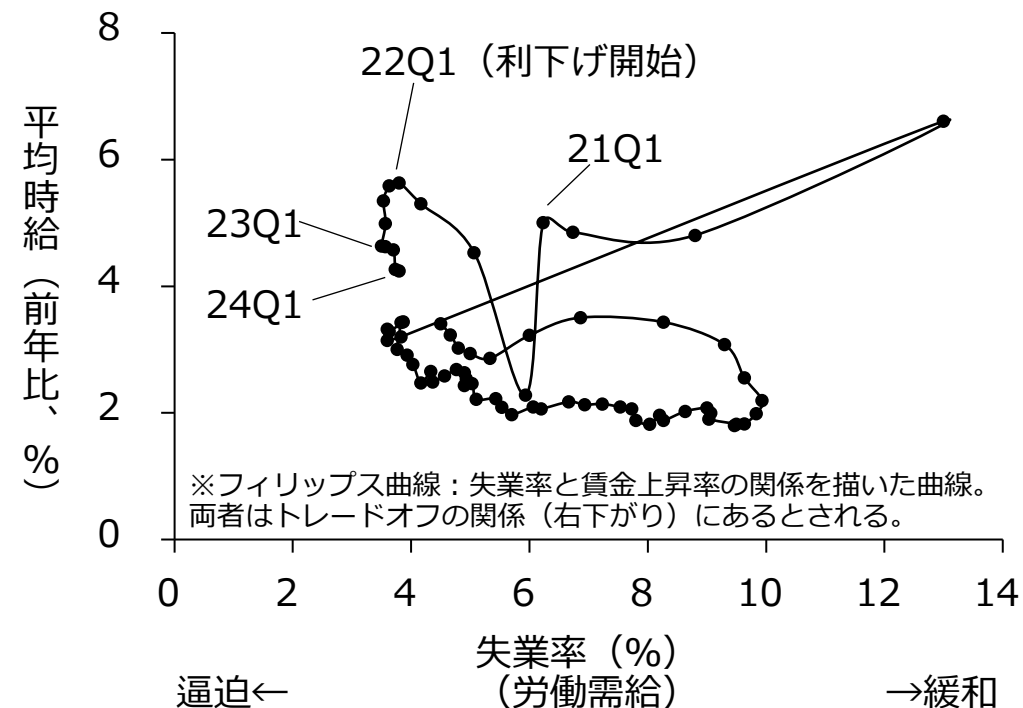
（前年比%、寄与度%ポイント）



（注）PCEデフレーターの前年1月～12月のトレンドを算出し、24年以降に外挿。

（出所）米商務省より丸紅経済研究所作成

▽失業率と賃金上昇率（フィリップス曲線）



（出所）米労働省

展望：利下げ開始時期は後ずれ

インフレ率の高止まりに伴い政策転換時期が遠のく。24年終盤での利下げ開始を予想

- ・「**高めの金利をより長く**」：パウエル議長は現行の政策金利は既に引き締め的な水準にあるとの認識。24年第1四半期に見られたディスインフレ進展の足踏み（前頁）もあり、利下げの環境は当面整わない見通し。追加利上げの可能性こそ低いものの、高めの政策金利を長めに維持する従来の姿勢に大きな変化はないと見られる。
- ・**利下げ時期**：インフレ目標達成の確度上昇や労働市場の大きな変調がない限り、利下げ開始は24年終盤までずれ込む公算。

▽FOMC合意内容（5月）

➤ 現状認識：インフレ抑制に向けた進展の欠如に言及も、年内のインフレ鈍化予想は堅持

- ・ **景気**：最近の各種指標は、米経済活動が堅調に拡大したことを示唆。
- ・ **雇用**：労働市場では引き続き需要が供給を上回るが、需給はバランスを取り戻しつつある。
- ・ **物価**：インフレは過去1年間で緩和したが、依然として物価目標の2%を上回る。**ここ数カ月は物価目標に向けた進展が見られず**。短期的なインフレ期待の上昇を示す指標もある。⇔（3月会合時）年初のインフレ率上昇は一時的な動きである可能性も。インフレが沈静化に向かうとの見方は変わらず。

➤ 政策判断：利下げ開始時期は見通せず。ただし、追加利上げの可能性は低い

政策金利：

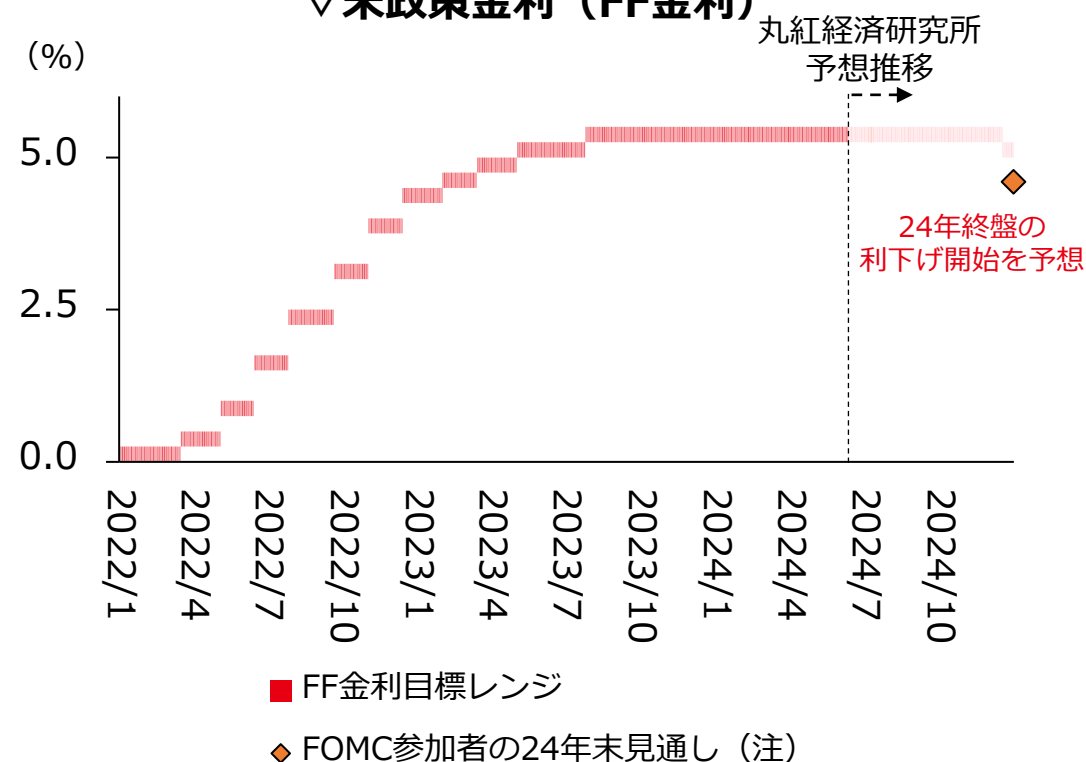
- ・ 政策金利の誘導目標レンジを5.25～5.50%に据え置くことを決定。
- ・ 現時点では、物価目標に向けたインフレ率の持続的な低下に十分な確証が持てない。**十分な確証を得るためには、従前の想定よりも時間を要する可能性が高い**。
- ・ 政策金利は引き締め的な水準にある。**現時点では、追加利上げの可能性は低いと見ている**。

量的引き締め：

- ・ **24年6月から、米国債の満期償還による保有資産の削減ペースを月600億ドル→250億ドル（上限）に緩める**。政府機関債・住宅ローン担保証券（MBS）については削減ペースを月350億ドル（上限）に維持し、上限超過分は米国債に再投資する。
- ・ 量的引き締めのペース緩和は正常化の後退ではなく、金融市場へのストレス低減が主目的。

（出所）FRB、各種報道より丸紅経済研究所作成

▽米政策金利（FF金利）



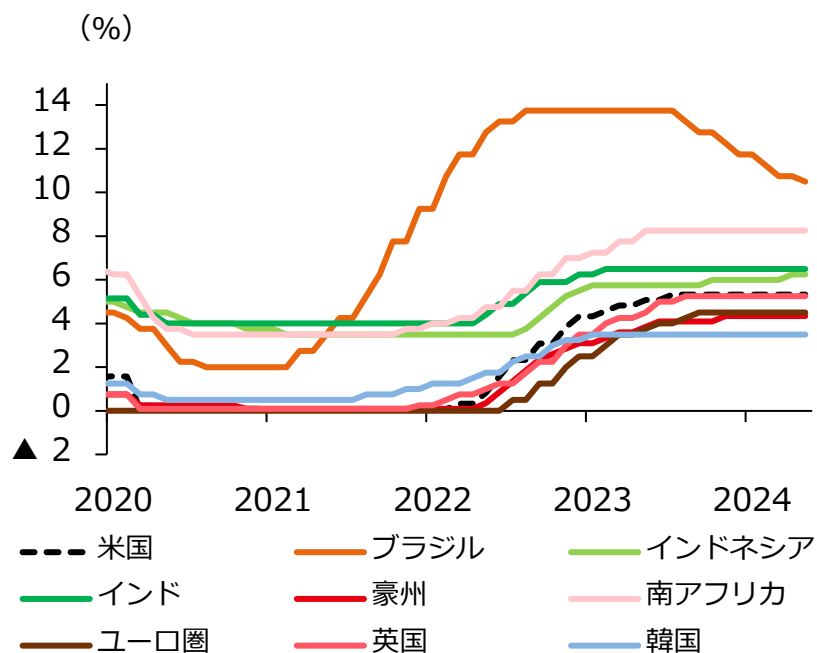
（注）19人の参加者による見通しの中央値（2024年3月会合時点）
（出所）FRBより丸紅経済研究所作成

米国の金融政策と世界経済

各国中銀は米国の利下げ開始に追随する構え

- 政策金利・インフレ**：主要国は一部中南米諸国等を除き直近の利上げサイクルで引き上げた政策金利を維持。既にインフレ率が中銀目標レンジに収束し、利下げの国内環境が整う国も増加している。米国が利下げを開始すれば多くの国が追随する公算が大きい。
- 為替**：新興国通貨の対ドルレートは22年3月の米利上げ開始前の水準と比べると依然総じて安値圏で推移。米国の利下げ開始は投資家のリスクセンチメント改善などを通じて新興国への資本流入を増加（※）させ、新興国通貨の緩やかな増価につながるが見込まれる。※国際金融協会（IIF）は24年の主要新興国への純資本流入額を9,030億ドル（前年比+32%）と予測。

▽政策金利



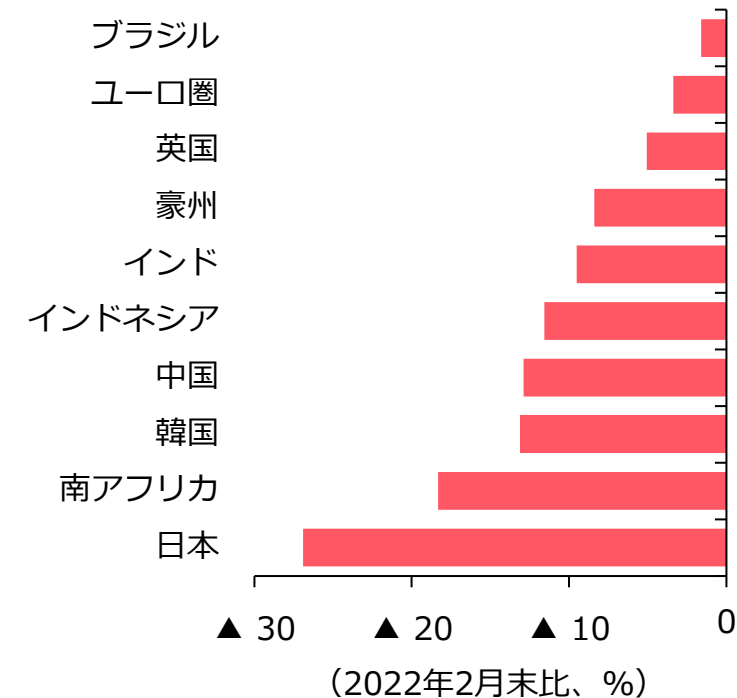
(注) ユーロ圏は主要リファイナンス・オペ金利
(出所) CEIC、各国中銀

▽インフレ率（CPI、前年比）

国名	24年4月	中銀 目標レンジ
ブラジル	3.7%	1.5-4.5%
ユーロ圏	2.4%	2.0%
英国	2.3%	2.0%
豪州	3.6%	2.0-3.0%
インド	4.8%	2.0-6.0%
インドネシア	3.0%	1.5-3.5%
中国	0.3%	(3.0%前後)
韓国	2.9%	2.0%
南アフリカ	5.2%	3.0-6.0%

(出所) LSEG、各国中銀

▽為替相場（対ドル、24年5月末）



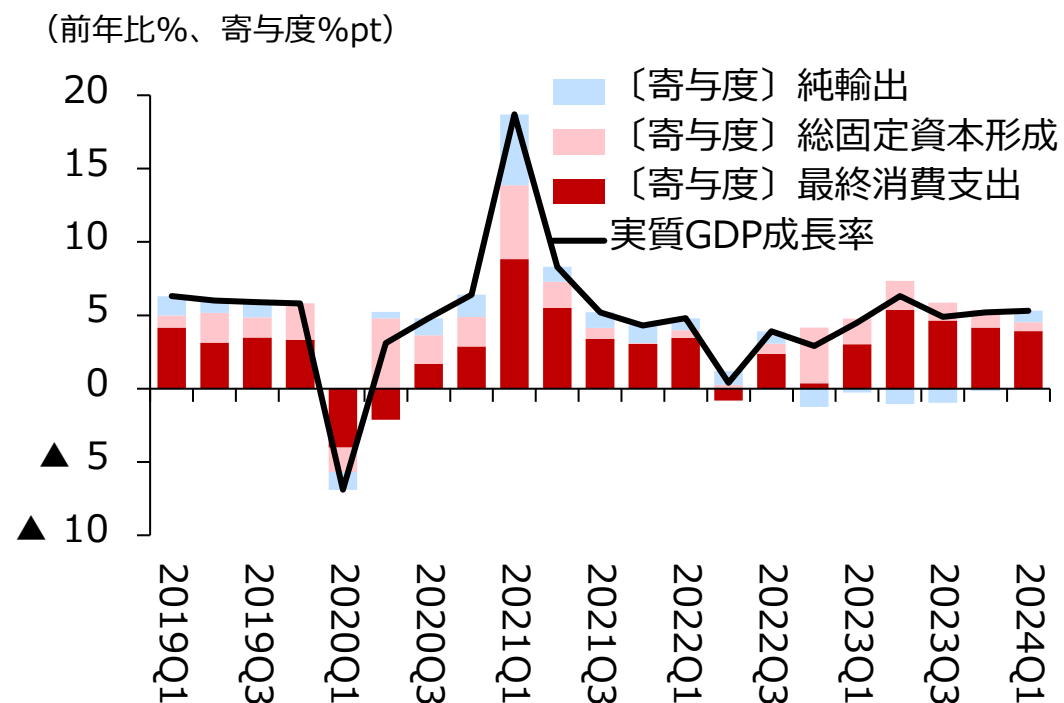
(出所) LSEG

現状・展望：24年1～3月期成長率は加速も多数の下振れ要因

景気は上振れるも、なお高い不確実性

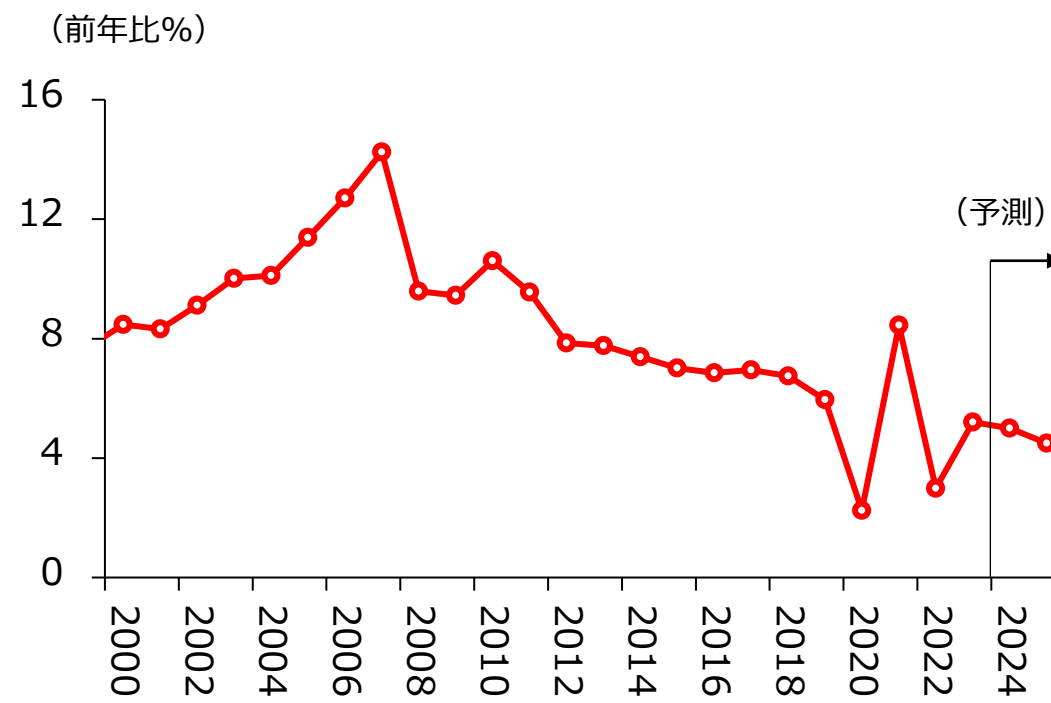
- **24年1～3月期GDP**：前年比では+5.3%、前期比年率では+6.6%と、いずれも予想を上回り、伸びが加速した。政府主導のインフラ投資が下支えとなったほか、堅調な最終消費支出や純輸出の拡大が成長を押し上げた。
- **今後の展望**：24年1～3月期の成長加速や、住宅支援策の強化、超長期国債（1兆元、GDP比0.8%）発行を財源とした景気刺激策の強化を受け、実質GDP成長率は24年に前年比+5%程度、25年には同+4%半ば程度が見込まれる。一方、住宅市場の低迷、中央・地方財政の悪化、中小金融機関の脆弱性といった下振れ要因を依然抱えており、リスクはダウンサイドに傾いているとみられている。

▽ 実質GDP成長率（寄与度別）



（出所）中国国家统计局 直近：2024年1～3月期

▽ 実質GDP成長率



（出所）年次経済審査に基づくIMFの見通し（5/28公表）

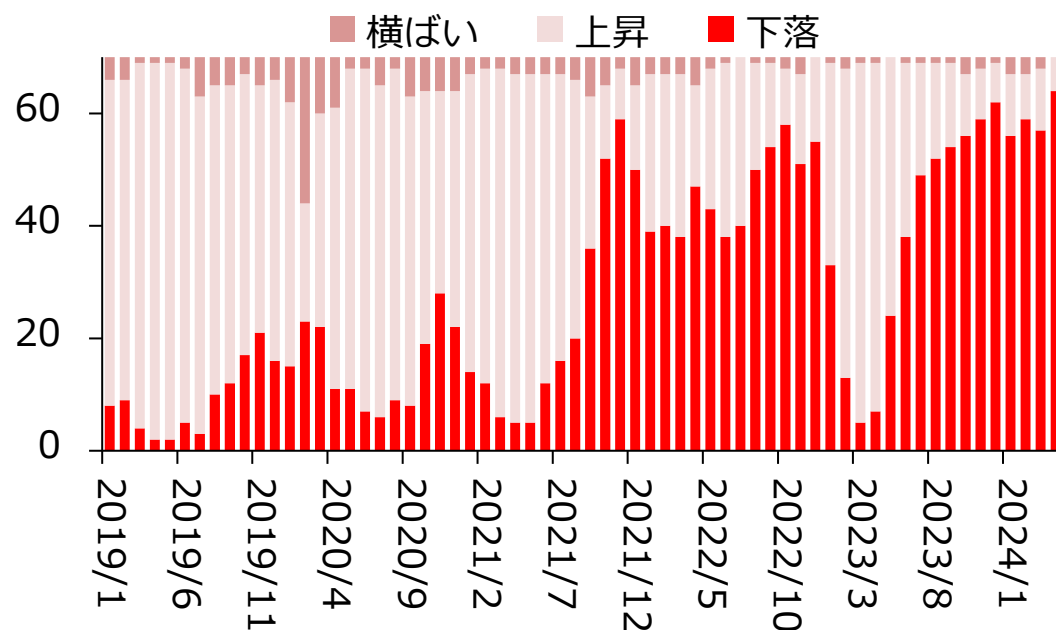
注目点：住宅市場は90年代に市場取引に移行して以来、最も厳しい局面

住宅市場の低迷が継続

- 2022年以降の住宅市場は、1990年代に市場取引に移行して以来、最も厳しい局面を迎えている。地方都市を中心に新築住宅価格は下落傾向にあり、販売低迷や債務総量規制などに起因した開発企業の経営悪化が物件の完工リスクを連想させ、新規購入を抑制。
- センチメントのさらなる悪化を防ぐため、中国政府は住宅セクター支援策として、住宅開発企業の合理的な資金需要を満たすことや、住宅需要の創出を目的とした都市化推進奨励金、売れ残りの住宅在庫の買い取りなどの施策を打ち出している。しかし、同セクターの債務再膨張への懸念などから大胆な政策転換は行われな可能性が高く、住宅市場の低迷は長期化する公算が大きい。

▽70主要都市新築住宅販売価格指数

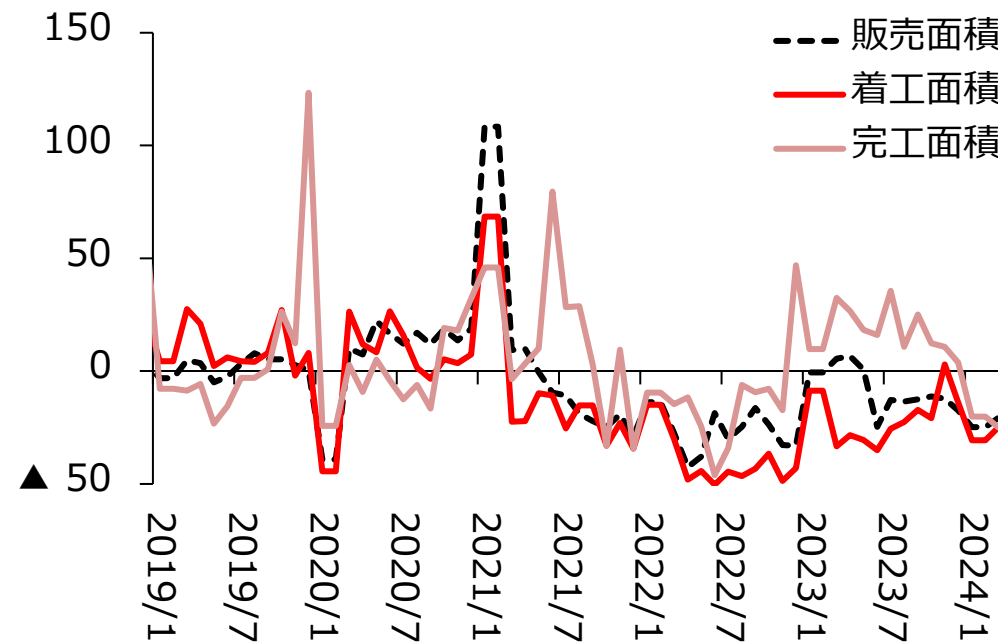
(都市数、前月比上昇・下落・横ばい)



(出所) 中国国家统计局 直近：2024年4月

▽新築住宅販売・着工・完工面積

(前年比、%)

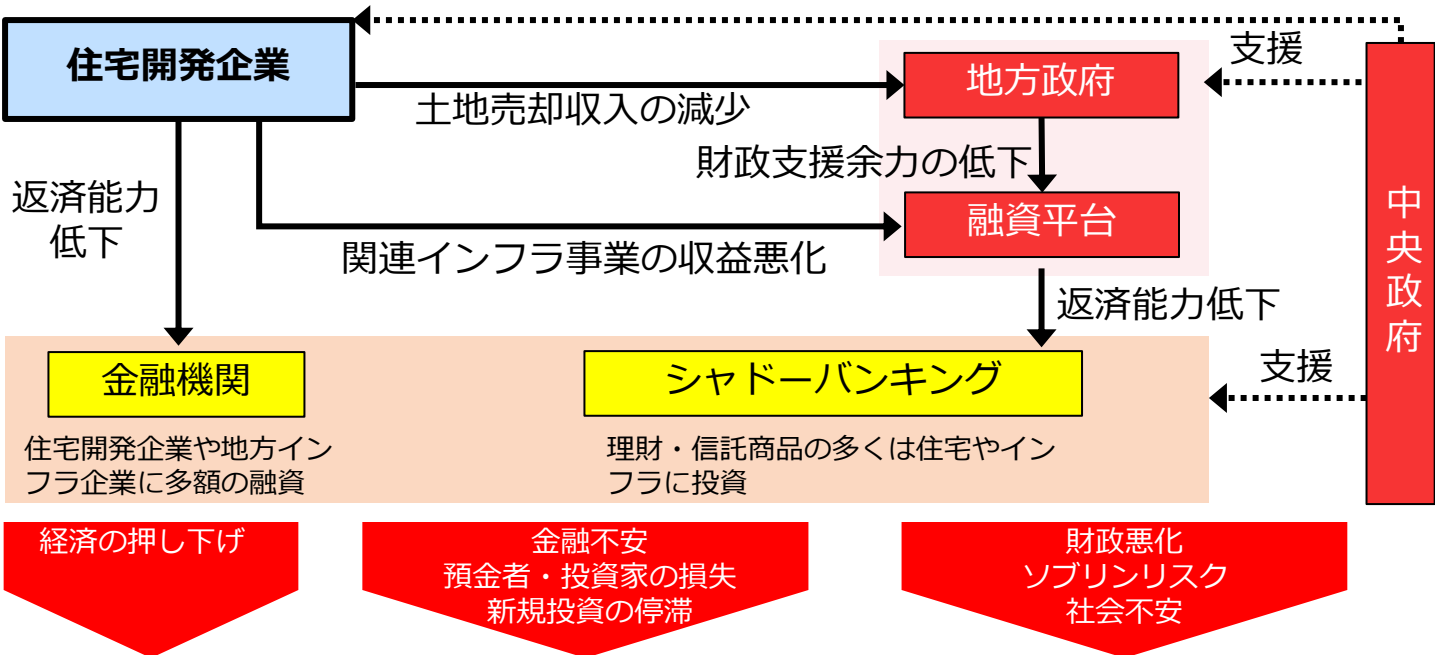


(出所) 中国国家统计局 直近：2024年4月

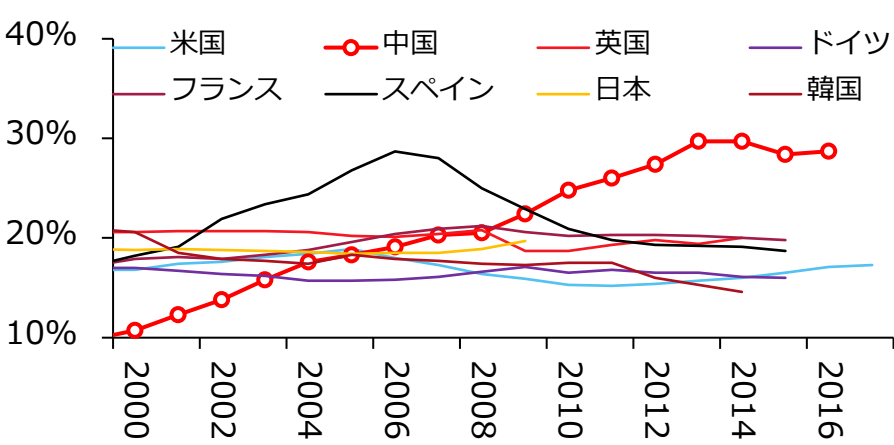
注目点：住宅不況が景気に波及するメカニズム

住宅市場の調整と経済・金融不安

▽住宅不況の主な波及経路

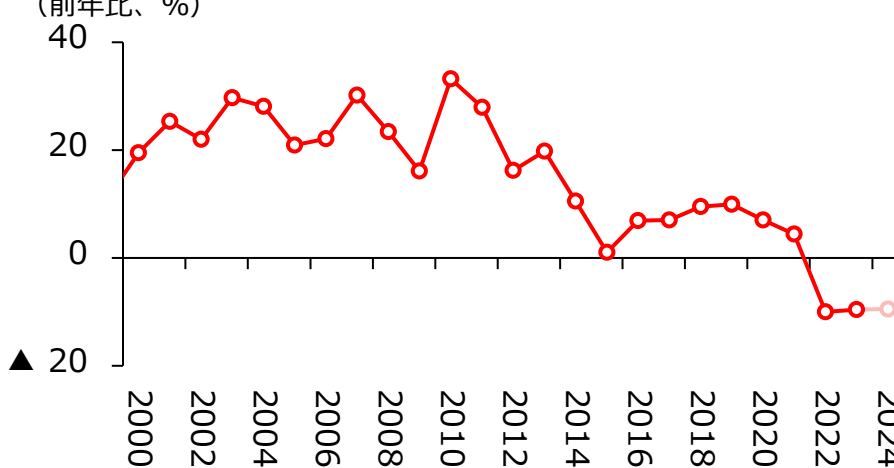


▽GDPに占める不動産関連活動の割合



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

▽不動産投資の推移



(出所) 中国国家统计局 *2024年：1～4月期実績

▽不動産セクターの経済・金融・財政へのインパクト

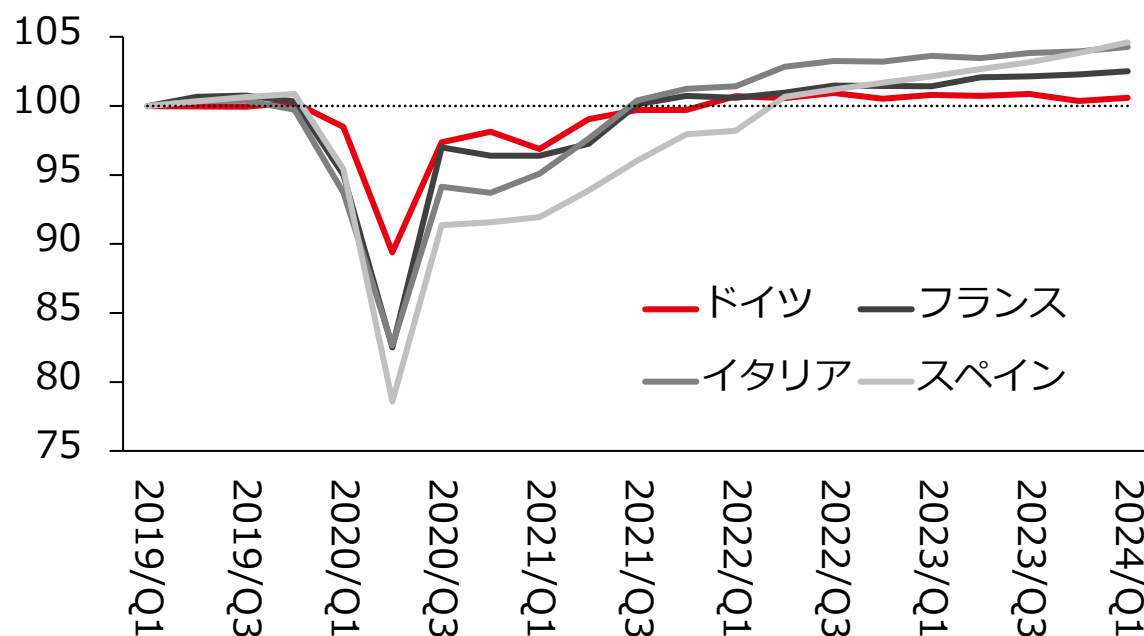
	不動産関連活動	不動産セクター向け金融機関融資残高	不動産・インフラ向け信託投資	地方政府関連債務（IMF試算）			
				地方政府債務	融資平台	他の債務	合計
兆元	32	54	11	32	31	35	98
GDP比、%	25%	42%	8%	40%	39%	43%	122%
統計時点	2022年	2023年末	2023年末	2023年末			

現状：停滞するドイツ経済

ドイツが足かせとなり、回復に遅れ

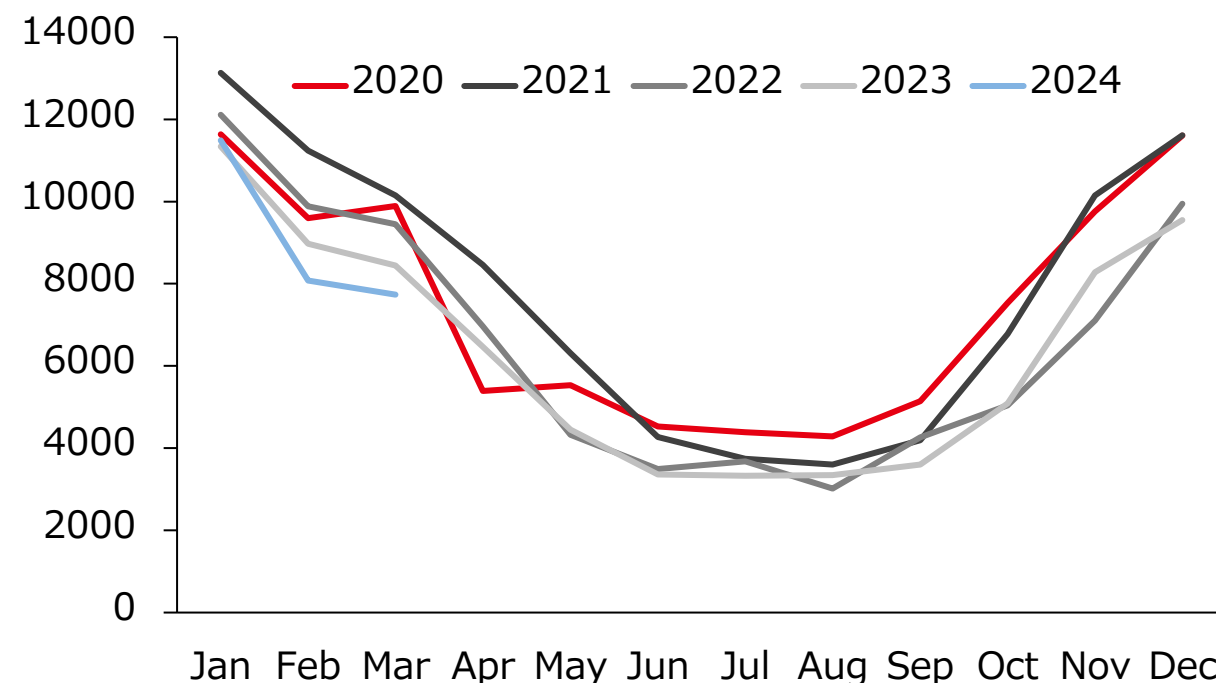
- **主要国別GDP**：ユーロ圏の主要国の内、フランス、イタリア、スペインは緩やかな回復傾向にあるものの、ドイツには停滞感が見られる。そのため、ドイツがユーロ圏経済の回復の足かせとなっている。
- **ドイツ・ガス消費量**：ドイツのガス消費量はコロナ禍以降一時増加したが、その後のガス価格の上昇やウクライナ危機による供給不安などを受け低迷。現在でもガス消費量はウクライナ危機前を下回る状態が続き、経済活動全般を圧迫。

(2019年Q1 = 100) ▽主要国別・実質GDP



(出所) 欧州連合統計局より丸紅経済研究所作成

(百万立方メートル) ▽ドイツ・ガス消費量



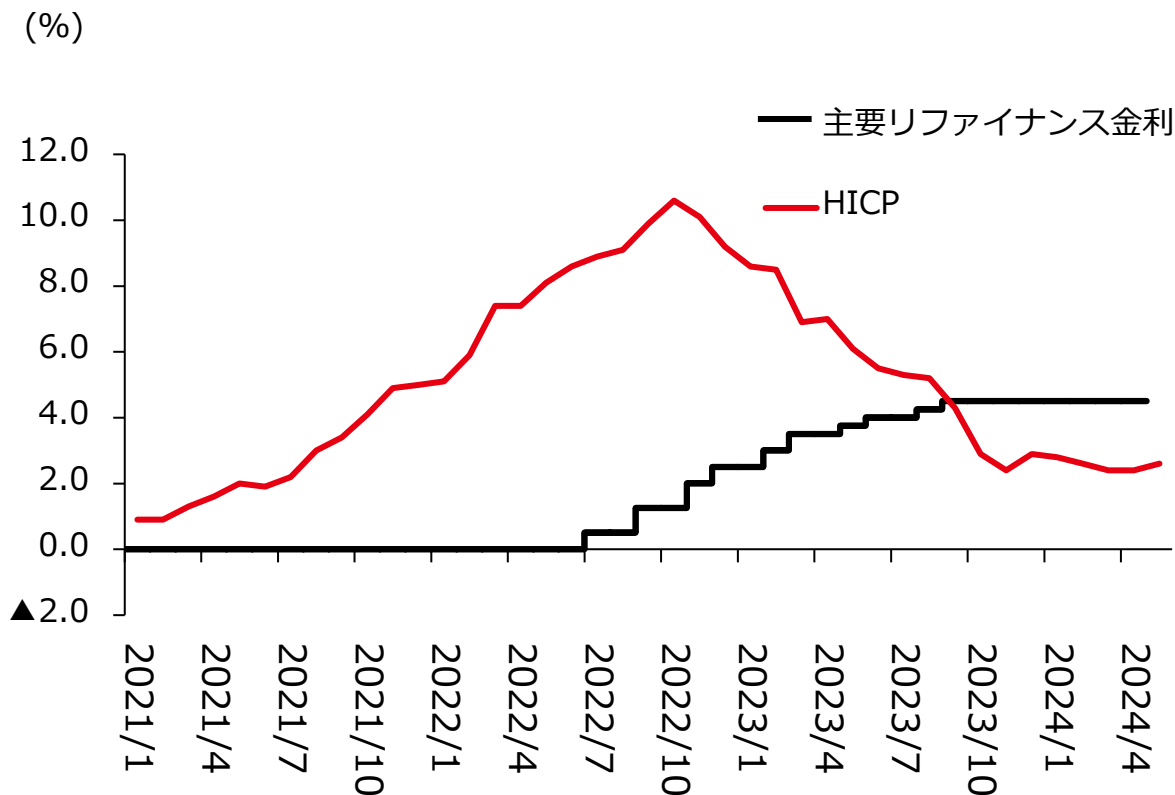
(出所) 欧州連合統計局より丸紅経済研究所作成

展望：インフレ率低下により整う利下げ環境

ECBは6月に利下げという見方が優勢

- **政策金利**：欧州中央銀行（ECB）の政策金利は4%台の高水準で推移。市場では6月にECBが利下げを実施するという見方が優勢。
- **主要国別融資残高**：インフレ率縮小後も政策金利が高水準で維持されたことで、ドイツ、フランスの融資残高の前年比伸び率は縮小、イタリアとスペインはマイナス圏が継続した。利下げ後は資金需要が回復することが期待されるが、政策金利の引き下げペースが緩やかという見方も強く、タイムラグを伴った限定的な押し上げにとどまる可能性に注意。

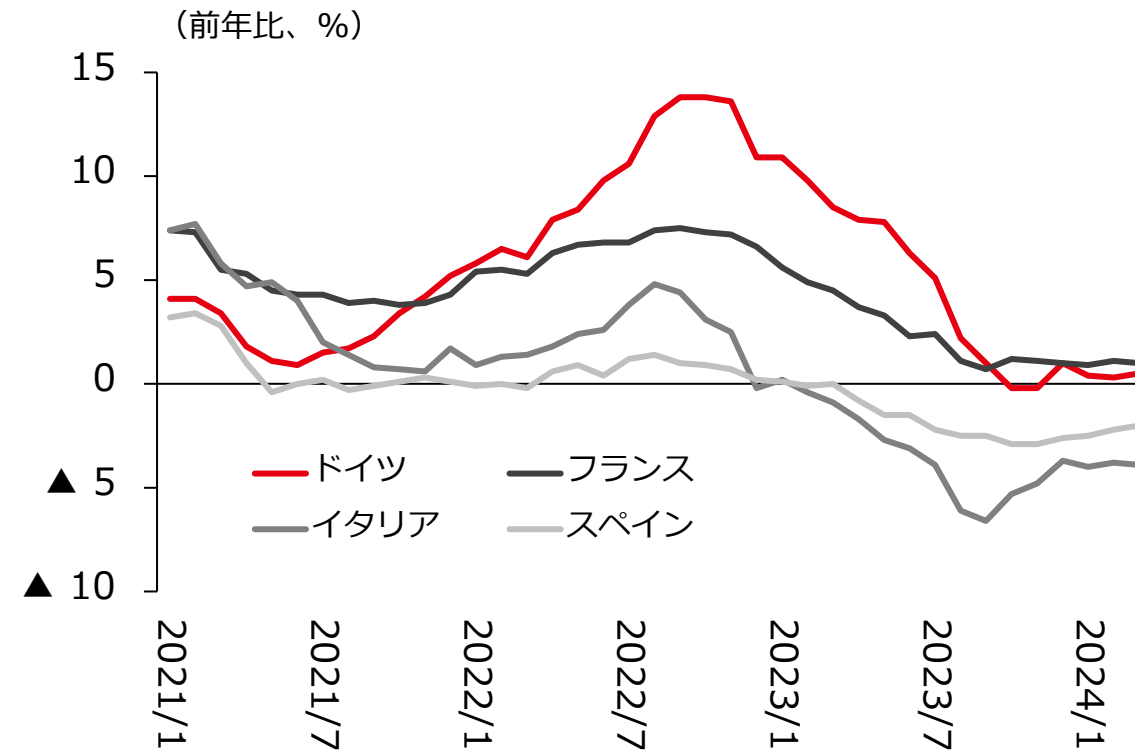
▽政策金利と消費者物価（HICP）の推移



(注) HICPは、前年比で表示。

(出所) 欧州中央銀行より丸紅経済研究所作成

▽主要国別国内非金融機関向け融資残高



(注) 直近は2024年3月、厳密には細かい点で定義が異なる点に注意。

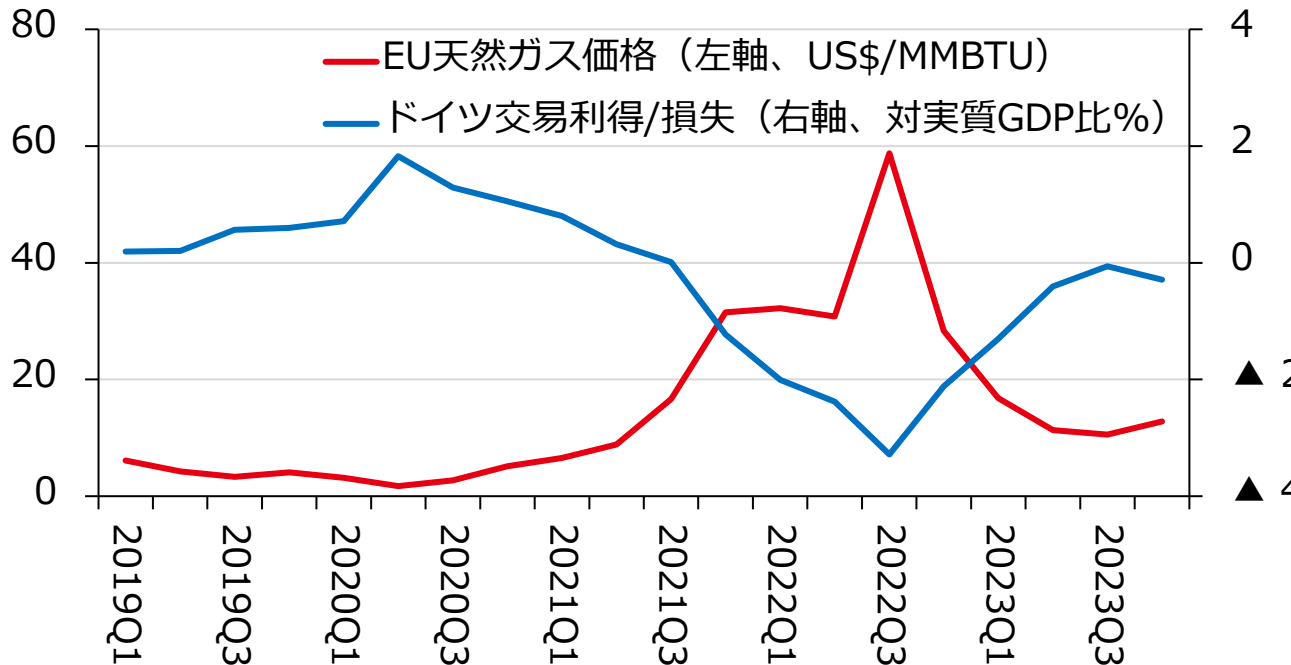
(出所) 欧州中央銀行より丸紅経済研究所作成

注目点：ガス価格高騰で製造業のコスト競争力低下

製造業比率が高い国は景気の戻りが弱い傾向

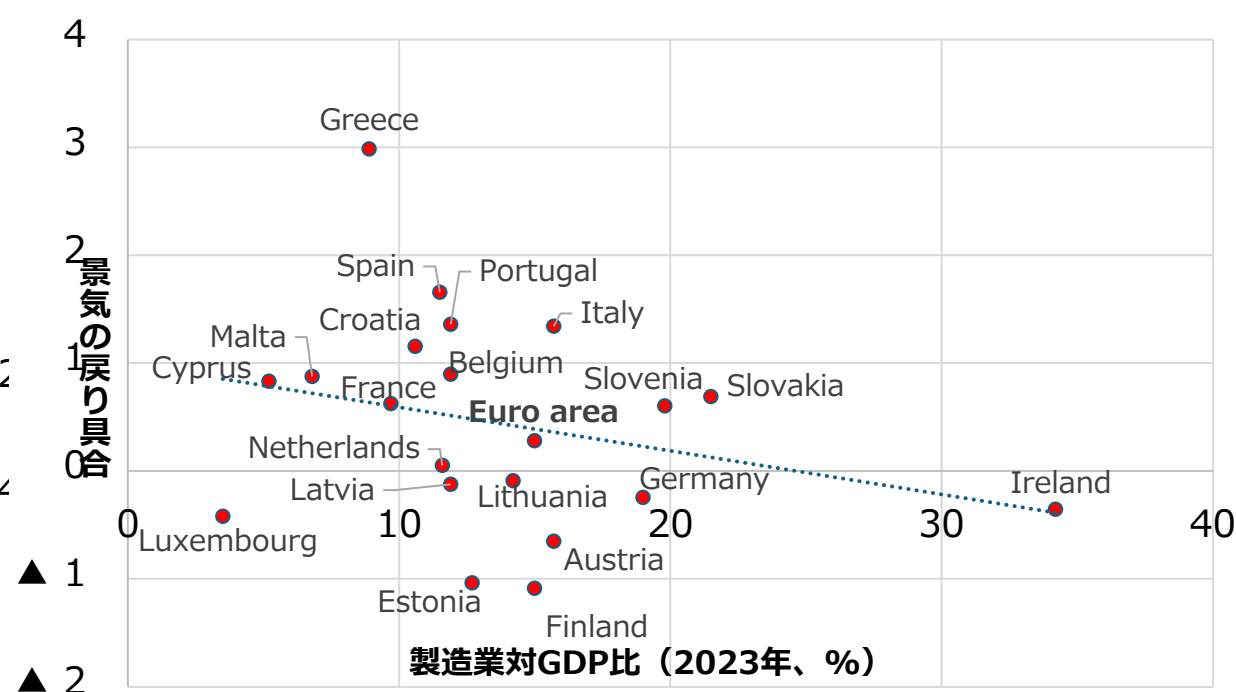
- ガス価格高騰で実質所得流出：**ロシア産ガス輸入制限によりガス価格が急騰。これを主因に交易条件（輸出価格指数÷輸入価格指数）が急激に悪化、それを通じたドイツの実質所得減少は2022年中に実質GDP比2.4%に達した。ガス不足の影響が年終盤に大きく出たことに加え、各主体とも所得減に貯蓄の抑制で対応した様子が確認され、同年の実質GDP成長率は前年比+1.8%と持ちこたえたが、2023年はその影響を引きずる形で成長率は前年比▲0.3%まで低下した。現在でもガス価格は高止まりし、交易条件の改善も不十分。
- ガス価格高騰で製造業のコスト競争力低下：**ガス価格高騰はコスト競争力低下を通じて製造業の足かせに。その結果ユーロ圏20カ国については、製造業対GDP比が高い国ほど景気の戻りが弱い傾向がみられる。

▽ドイツ：ガス価格上昇で22年は実質GDP比2%強の所得流出



（出所）EUROSTAT、セントルイス連銀

▽製造業比率が高い国は景気の戻りが弱い傾向

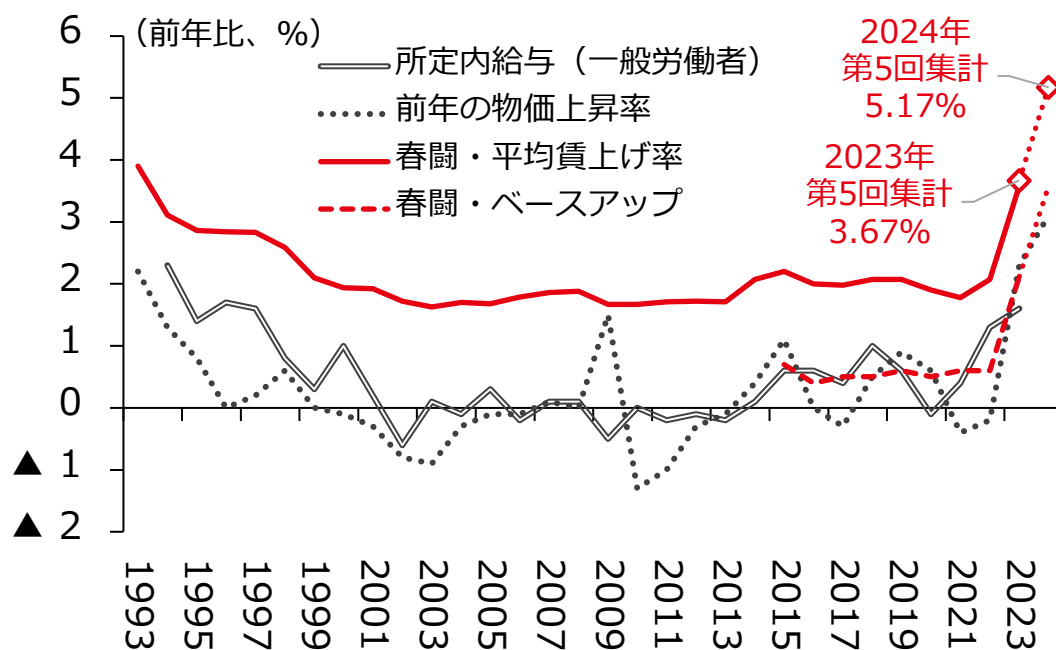


（出所）EUROSTAT、景気の戻り具合は「23年成長率(%) ÷ 13~22年平均成長率(%)」

現状：インフレで景気は冴えないが、予想を上回る賃上げ 前年の物価高や人手不足などを背景に、2年連続で高めの賃上げが実現

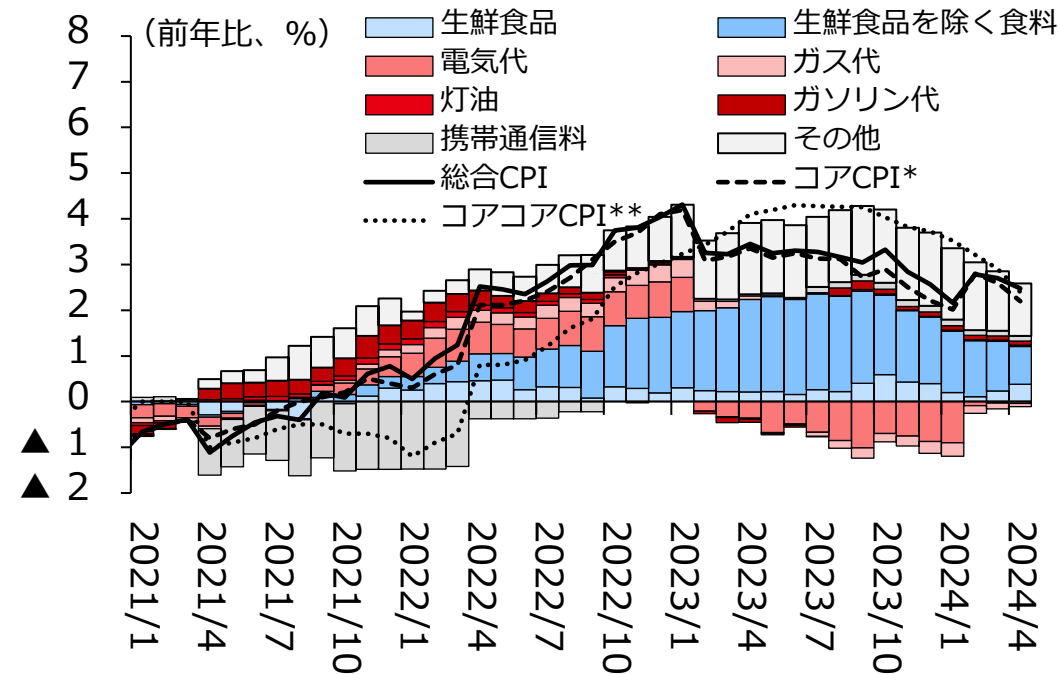
- ・ **景気は一進一退**：1-3月期はインフレや一時的な自動車生産停止でマイナス成長。4-6月期は前期の反動でプラス成長に転じる見通し。
- ・ **予想を上回る賃上げ**：前年の物価高や人手不足、好調な企業収益を背景に、2年連続で高めの賃上げ継続。春闘の平均賃上げ率は第5回集計時点で5.17%（うちベースアップ3.57%）と前年を上回る回答。中小組合も4.66%（うちベースアップ3.22%）と高水準を維持。
- ・ **足元では物価上昇に一服感**：4月のコアCPIは前年比+2.2%（3月同+2.6%）と上昇率が縮小。財・サービス別では、財価格は同+3.1%、サービス価格は同+1.7%とそれぞれ上昇率が前月から縮小。品目別では、原材料コスト高の一服に伴い食料品を中心に寄与度が縮小傾向。

▽春闘（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。
（出所）連合、厚生労働省、総務省より丸紅経済研究所作成

▽消費者物価（CPI）

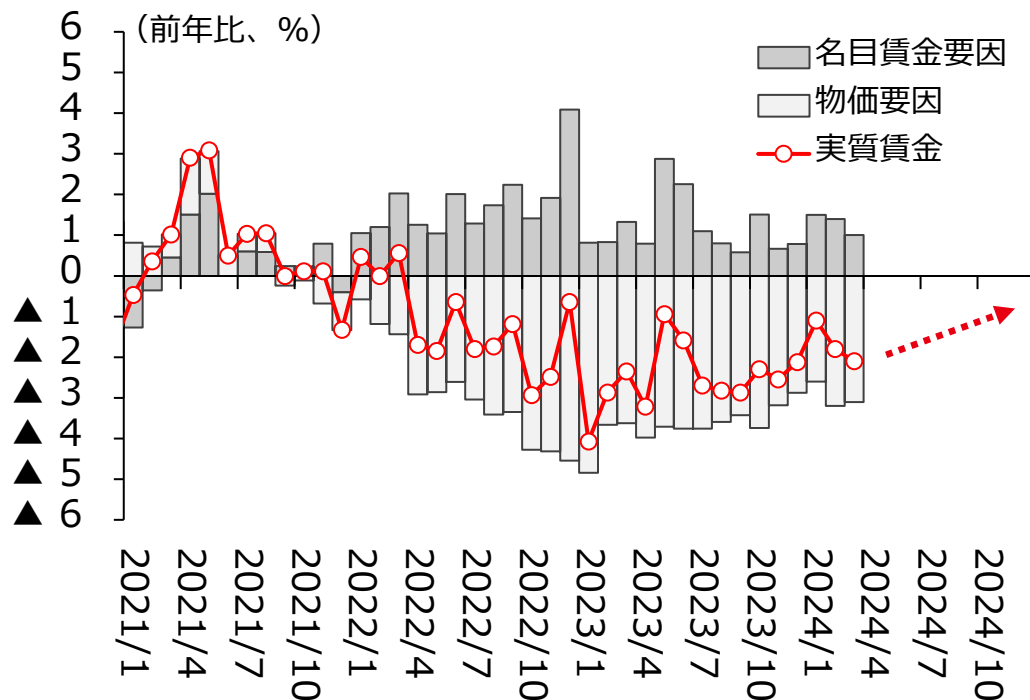


（注）*生鮮食品を除く、**生鮮食品及びエネルギーを除く
（出所）総務省

展望：根強いインフレで消費は緩慢な回復、設備投資が下支えるも低成長に 複数の要因による物価上昇率の再拡大が実質賃金の改善を遅らせる原因に

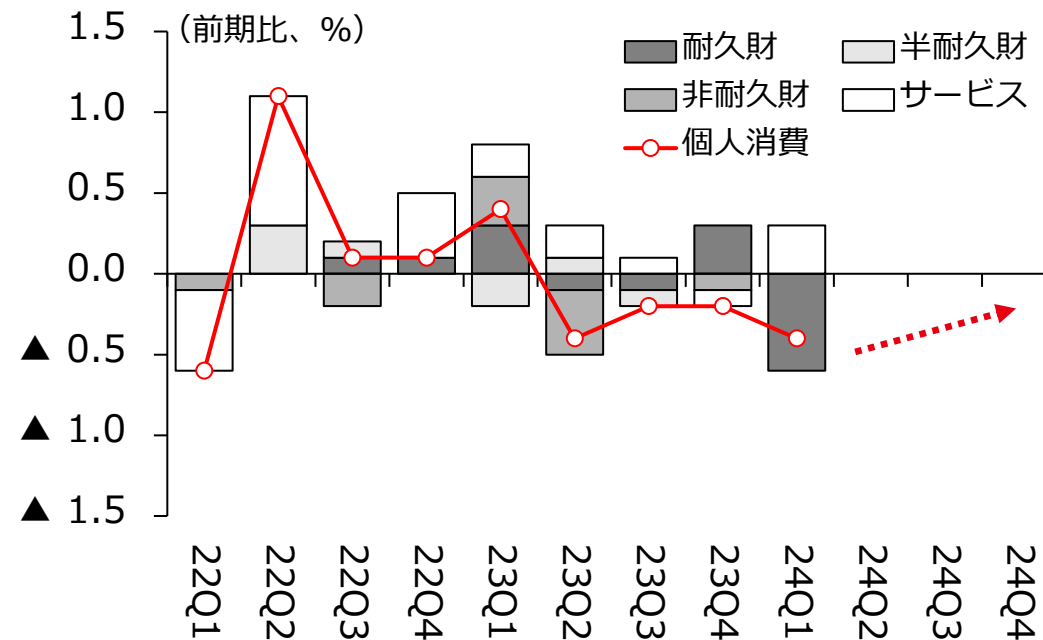
- ・ **物価は高止まり**：今後は、政府のエネルギー価格抑制策の段階的な終了や再エネ賦課金の引き上げなどに伴い上昇率が高止まる見通し。足元の円安は輸入物価の押し上げ要因となっており、年後半にかけてタイムラグを伴って価格転嫁の動きが再燃する可能性が高まる。
- ・ **実質賃金の改善に遅れ**：年後半にかけ春闘に伴う賃上げや賞与増に伴う名目賃金の上昇が見込まれ、所得・住民税減税も家計所得の改善に寄与する見通し。名目賃金の上昇率が高まる一方、物価上昇率も高止まることが見込まれ、実質賃金の改善には時間がかかる公算。
- ・ **消費の持ち直しは限定的**：実質賃金の改善が遅れることで消費の持ち直しは限定的となり、24年の日本経済は低成長にとどまる見通し。個人消費を中心とした総需要の伸びが芳しくない状況下では景気抑制的な利上げは進めづらく、日銀の利上げ余地は限定的となろう。

▽実質賃金



(出所) 厚生労働省

▽実質消費



(出所) 内閣府

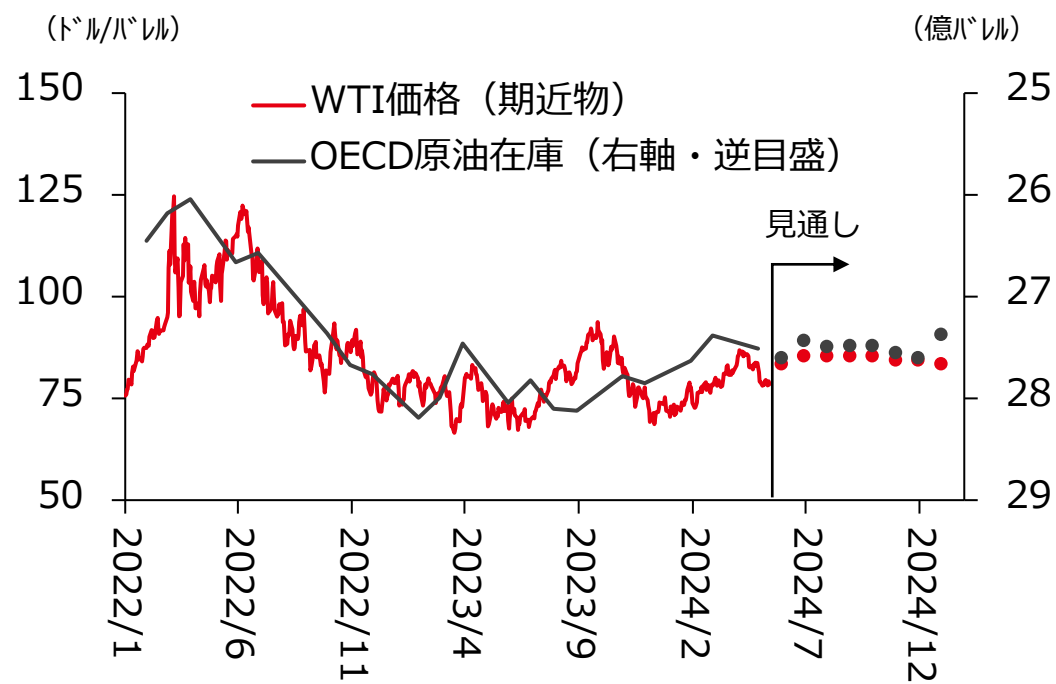
2. 市場環境

「市場の見方」と「中東の現実」のギャップ

過度な警戒感の後退するも、中東情勢の流動化は供給面のリスクとして引き続き残る

- 中東情勢の緊迫に伴う供給リスクを意識した買いはほぼ一巡。グローバルな需給関係では、OPECプラスによる自主減産の不透明感や米国等の増産を受け、供給超過が意識され始めている。
- 一方、世界の原油貿易量の3割、LNG貿易量の2割が通過するホルムズ海峡付近では、イランがイスラエル関係船舶を拿捕するなど、偶発的事態の発生の可能性が否定できない状況。中東情勢の先行きの不透明感が増す中、価格は下支えされる展開が予想される。

▽WTI価格とOECD原油在庫の推移



(注) OPECプラスによる追加自主減産が一定程度続くシナリオ。在庫は各月末時点。
(出所) LSEG、米エネルギー情報局（EIA）短期エネルギー見通し（24年5月版）

▽原油価格に影響を及ぼす主なリスク

上昇リスク	中東情勢の緊迫 イスラエルのパレスチナに対する攻撃継続やイランのライシ大統領死亡に伴う国内の動揺などは供給不安を想起。イエメンのフシ派やイランによる商船攻撃・拿捕を受けた紅海やホルムズ海峡の物流不安も。
	OPECプラスの減産継続 OPECプラスは2024年末まで協調減産体制を継続するほか、サウジアラビアやイラクなどは6月末まで追加の自主減産を実施。ロシアは日量47.1万バレルの追加の自主減産（輸出制限含む）を6月末まで行う方針。7月以降も追加の自主減産が市場の想定以上に継続されるようであれば価格にとって一定の下支え要因に。
下落リスク	中東情勢の緩和 4月のイスラエル・イラン間のミサイルや無人機による攻撃の応酬はいったんの落ち着きをみせた。
	供給超過への転換 EIAの予測では、供給は米国などの増産を受けて上方修正の一方、需要は米中など需要国景気の鈍化により下方修正。需給バランスは、2024年後半から供給超過となり2025年も継続する見込み。

（出所）各種報道より丸紅経済研究所作成

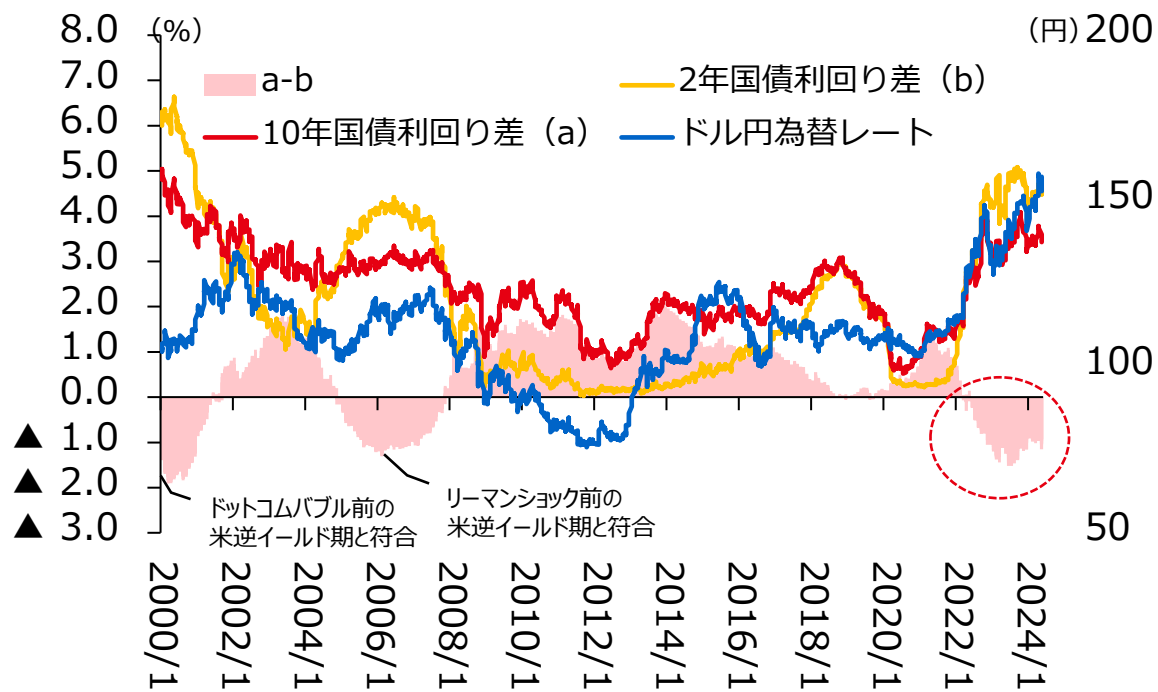
金利選好の強い状況が続く為替市場

日本の緩和的金融政策は財市場における不均衡を助長

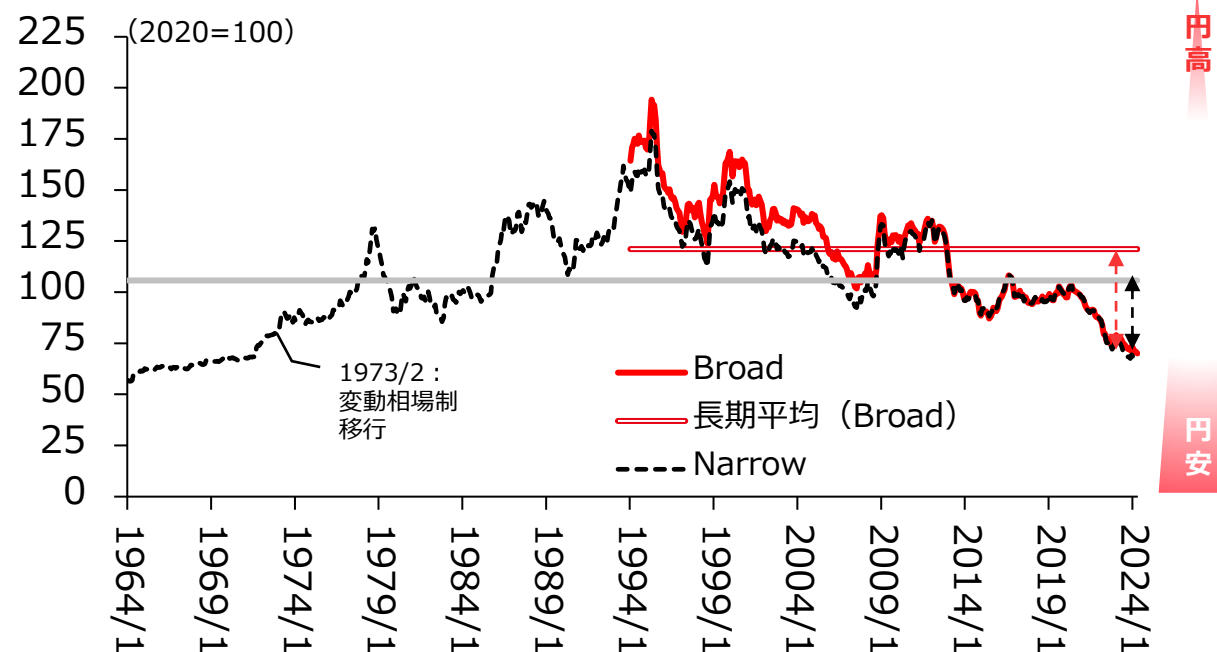
- 米利下げ時期の後ずれ観測と日銀の緩和的金融政策維持で、日米の長短金利は金利差獲得を狙うキャリー取引を活発化させやすい関係に。
- 一方、実質実効為替レート*は財の国際価格を収れんさせると想定される水準から大きく円安方向に乖離。財市場における不均衡の存在は、金融政策の転換などに伴うボラティリティ上昇局面で円の巻き戻しを大きくし、ショック発生時には円の急騰につながる恐れも。

(*) 主要貿易相手国との名目為替レートを貿易ウエイトで加重平均、インフレ調整を施した指数。インフレによる国家間の相対価格の変化が名目為替レートの変動により調整され、それを通じ国際価格が収れんしていくという仮定の下では、均衡的な水準（グラフでは長期平均値をそれと想定）を持ち、中長期的にはその水準に回帰することが見込まれる。

▽金利差と円相場： キャリー取引が活発化しやすい環境？



▽実質実効為替レート（円）： 財市場の円は歴史的割安



(注) 'Narrow' 先進国中心の27エコノミー（新興工業国の一部を含む）を対象とする指数
 'Broad' 中国をはじめより広範な新興国を加えた64エコノミーを対象とする指数
 (出所) 国際決済銀行 (BIS)

Marubeni

丸紅経済研究所

編集	チーフ・エコノミスト	榎本 裕洋
執筆	副所長	田川 真一
	シニア・アナリスト	李 雪連
	シニア・エコノミスト	佐藤 洋介
	シニア・エコノミスト	坂本 正樹
	エコノミスト	浦野 愛理
	エコノミスト	清水 拓也
	アナリスト	菅原 考史

〒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。