

2024年の世界経済

～安泰か、失墜か？～



BNPパリバ証券 グローバルマーケット統括本部副会長

中空 麻奈

2024年の世界経済は安泰なのか、あるいは、大きなリスクが顕在化するのか。どちらに行くかはっきりしない部分が残るため、さまざまな見方が混在している。その背景には、まだら模様となっている経済統計があり、どちらに比重を置くかだけでも、ストーリーが異なることになっている。私見は些かネガティブサイドに寄っている可能性を否定しない。しかし、ネガティブなストーリーがあれば、こういうことだ、と見ていただければ幸いである。

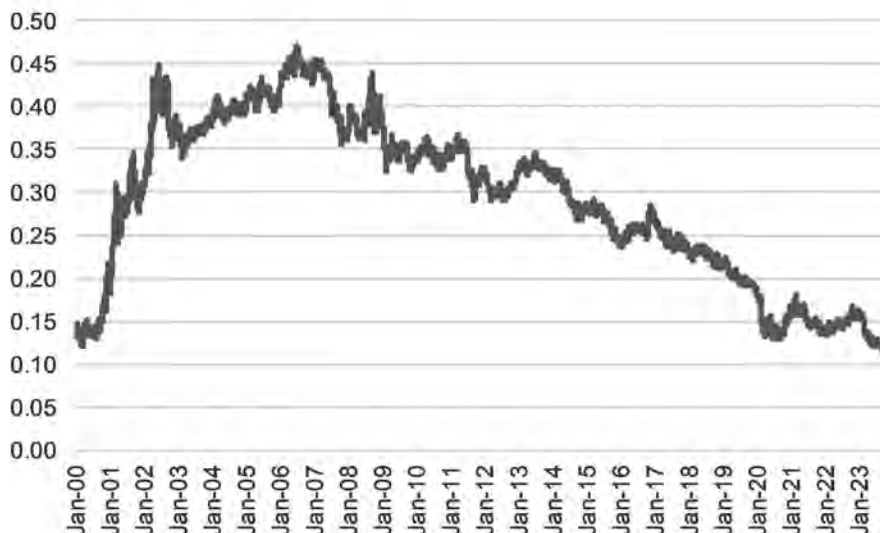
目次

1. 世界経済の概要：二極化と金利の副作用
2. 米国の懸念点
3. 欧州の懸念点
4. 中国及び新興国の懸念点

1. 世界経済の概要：二極化と金利の副作用

まず、人によって見方に差があることを考える上で、図表1は相応のインプリケーションがあるのではないか。これは、分子にラッセル2000指数（Russell 2000 Index：ラッセル3000種指数の2000小型株で構成したもの）、分母にナスダック100指数（NASDAQ市場の時価総額上位100銘柄、除く金融セクター）を取ったものである。この指標が下落傾向にあるということは、小型株の下落が顕著なのか、大型株の上昇が顕著なのか、あるいはその両方か、ということと捉えられる。つまり、市場は全体的に強いのではなく、一部のメガ企業が株価を含めて牽引してしまっている、ということが言えるのではないか。現状の株価の強さはそうした二極化を示しているに過ぎないという仮説が成り立つ。そもそも技術

(図表1) RTY/NDXレシオ



(出所) ブルームバーグ、BNPパリバ

のある一部の企業群が抜群に強く、経済安全保障上の観点から交渉力を増し、国よりも強い状況（ソブリンよりパワフルな企業が実際に存在するという）を作り出しているように見えている謎をどう捉えるか。これが金融市場にあるリスクを覆い隠してしまっているのではないかと考えられる。

一方で、世界のインフレ懸念も相応に進んだことは確かである（図表2）。米国や欧州では2022年に5%程度の大きな金利上昇を体験したが、その背景には8-10%程度までの大幅な物価上昇があったことが確認できよう。ただし、大方の国のインフレは2022年4-7月にかけてピークアウトし、3-4%程度の物価に収束されつつある。翻って、日本は緩やかな金利上昇を続け、このところの物

価上昇により世界と同様に3%程度の物価水準を達成しそうな勢いである。経路が異なるだけで結果としては同じところまで来た、と言っても過言ではない。

異次元の低金利政策が世界中で採用されたのは、コロナ禍もあり、選択の余地がなかったのかもしれないが、その後の物価上昇と金利上昇による急速な正常化は、当然、世界の景況感に急ブレーキをかけることになる。これまでのところ、金利上昇による副作用はそれ程大きくはないが、これからはそれが徐々に出てくるはずである。そうした観点から言えば、世界経済は大きなリスク要因を抱えていることは間違い無いのではないか。リスクに関して、地域別に見ていくことにしよう。

(図表2) グローバルに見たCPI推移



(出所) 総務省消費者物価指数および各国政府資料よりBNPパリバ

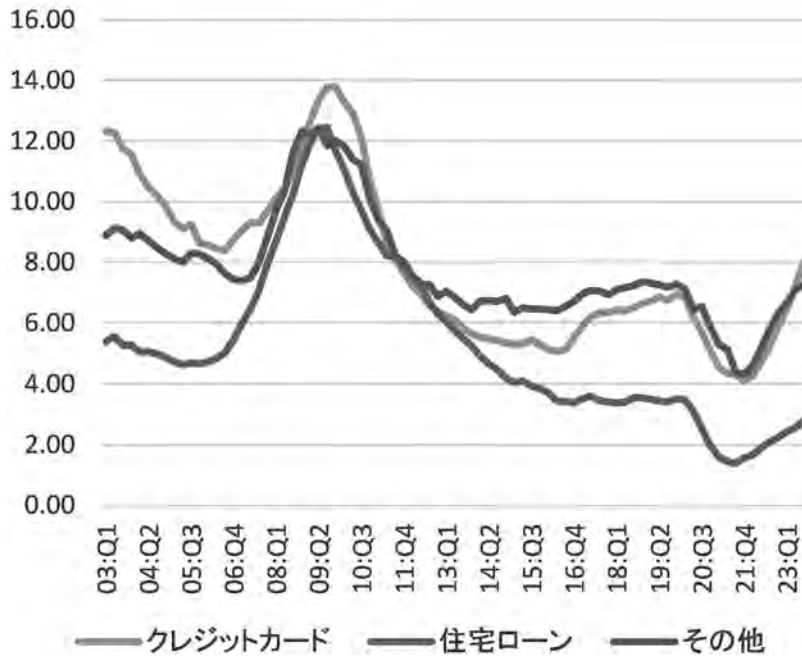
2. 米国の懸念点

米国経済はそれ程弱くないという見方が定着している。さまざまな指標を見ても、一方向で弱い、と言ったものは多くないのは確かである。企業業績はそれ程悪化していないし、企業業績の足を引っ張りかねないと懸念していた過剰在庫もこのところ急速に解消してきていることもある。

しかし、あれ程タイトに推移してきた強い雇用市場に緩みが出てきている。仕事の見つけ易さに比較し、見つけ難いとする受け止めがアンケート調査でもわかるようになってきている。2023年当初の金融機関のいくつかが破綻ないしは再編したことにより、銀行の貸

出態度が硬化したこともあり、貸し渋りによる事業会社の貸出需要の低迷も見られている。何より気になるのは超過貯蓄の低下だ。超過貯蓄はコロナ禍にさまざまな給付金や補助金を受けた家計が消費抑制も相まって、トレンド以上に貯蓄した、まさにその部分を呼ぶ。その超過貯蓄分は徐々に使われてきたのだが、2024年第1四半期には枯渇することになるであろう。米国国民を所得・資産に応じて5分位に分類して見ていくと、富裕層を除き、超過貯蓄は枯渇することがわかっている。資産を見ても、富裕層の保有資産は有価証券であり、売却すれば簡単に現金化でき消費の原資になりうるが、それ以外の層の保有資産は不動産で簡単には売却できない。消費するための資金がなければ借入れるしかないが、

(図表 3) 各種ローン30日延滞率推移



(出所) Federal Reserve、FRBNY、BNPパリバ

銀行の貸出態度は事業会社にも硬化している中、個人が簡単に借入残高を増やせるタイミングではない。貯蓄がない、資産がない、借入れできない場合の選択は、消費を止めるしかない。消費が止まればGDPの成長の抑制には必ずなる。また、それでも消費をしたいのか、このところBNPL (Buy Now Pay Later) 市場^(注1)が急激に大きくなっていることが伝えられている。文字通り「先に買い、後で支払う」市場だが、お金がなければ後払いもできない可能性は否定できない。BNPL市場の対象は若年層が多いとされているが、これからの支払い動向を気にしなくて良いのだろうか。さらに、このところ、既存

の借入れ(クレジットカードなど)の延滞率が上がってきていることも気になる(図表3)。学生ローンは、バイデン政権による減免措置が8月31日までなされてきたこともあり、未だ延滞率に大きな変化は見られていないものの、10月から支払いが再開している中、他のローンの延滞率に影響が出ないか、心配しておく必要があるのではないかと。米国がどれだけ景況感を悪化させても、それなりに常に強いのは私見ではリスクマネーが大きく動くことにある。家計部門のみならず企業部門も含めて、資金の流れに目詰まりを起しているのだとすれば、これからの米国経済はそれ程強いはずがない。Weworksのデフォル

トは、その経営不安が取り沙汰されていたため、過度なクレジットイベントにはならなかったが、今後も同じとは限らない。

こうしたことから米国の景気には歯止めがかかってしまうと見ているが、これだけではない。2024年は米国大統領選挙がある。現時点ではトランプ前大統領の返り咲き説も実しやかに話されているが、いずれにせよ、景気を鼓舞するための措置は取られることになる。財政政策が惜しみなく使われ、景気浮揚を命題とするようになる。そうでなくとも米国の債務は法定上限を2025年1月まで先延ばしにしている最中である。言い方を変えれば、新大統領にとっては2024年の11月にめでたく大統領の座を射止めた途端、法定上限問題をどうするかで板挟みになるトラップが最初から仕掛けられている、ということになる。2024年12月頃からは米国国債のデフォルトリスクが懸念されることになることが必至と言える。

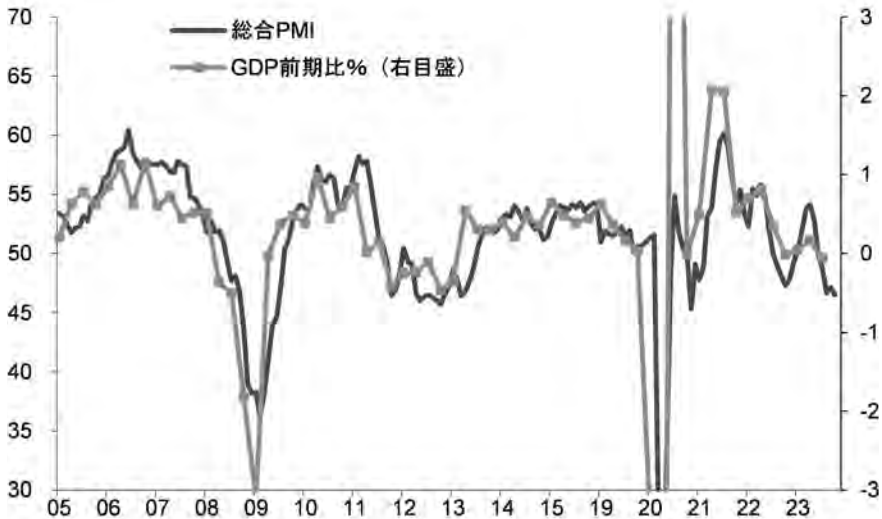
そもそも米国国債は、2023年に格下げないしは見通しの引き下げが相次いで行われるなど懸念が拭えない。この格下げの原因が、米国政治が安易に法定上限を政争の具にし過ぎていること、すなわちガバナンスの欠如によることを踏まえれば、これから繰り広げられる大統領選挙は、気候変動対策のみならず懸念材料になりかねない、ことを意味していると言えるのではないかと。

■ 3. 欧州の懸念点

翻って欧州はどうか。米国に比較すると大きな動きになっていないように見えているが、今後の景況感はやはり下向きを見ておく必要がある。ユーロ圏の総合PMIとGDP成長率の推移を見たのが図表4である。これらには強い相関が認められることがわかる。PMIの動向を見れば、今後GDP成長率はマイナス圏内に突入することもない話ではなさそうだ。

しかしながら、こうした状況でも一足飛びに景気悪化という判断にはならない。それにはまだら模様の経済統計が欧州でも見られるからである。第一に、力強い賃金動向である(図表5)。物価上昇は一服と見て、ECBラガルド総裁は金利上昇を当面ストップすると宣言したが、その割には賃金上昇が止まらない。組合の強い欧州において、妥結賃金がなかなか下がっていく様子がないのを見ると、このまま金利上昇を止め続けておけば、賃金上昇からインフレが加速する可能性もある。第二に、これまで企業の足枷になっていた在庫が減少し、新規受注が増え始めたことがある。これらは企業業績が改善する可能性とその期待を示すものである。第三にエネルギー問題に対する対応が堅実であることがある。Fit for 55を受け継ぐ形で、RePower EU^(注2)を公表。これによってロシア依存のエネルギー問題を回避する策とともに中長期策として

(図表 4) ユーロ圏の総合PMIとGDP



(出所) Markit、Macrobond、BNPパリバ

脱炭素の促進を決めたあと、2023年3月にはネットゼロのトランジションに資するセクターへの支援^(注3)を決めるなど矢継ぎ早に手を打った。EUの国家補助金の出方が国によって偏っており、特にドイツに対しての補助金が多いことが後々問題にならないとも限らないが、現段階では、欧州ではとりわけ大きなエネルギー問題に対してうまく対応できていることはプラス材料である。

だが、米国と同様、過剰貯蓄は終わりつつあり、欧州の銀行の貸出態度も硬化中である。言い方を変えると、米国と同様、それ程資金が潤沢に回っていない可能性がある、ということになる。オーストリアの不動産大手シグナ・グループ^(注4)が資金繰りに苦慮していることが11月に報道されたが、これがリスクマネーの目詰まりを示しているのか、単に個

別企業の経営の失敗が背景なのかどうかは、見極めていく必要がある。

さらに、欧州で最も気になるのが欧州の信用力の礎とも言える財政ルールを弛緩させている事実である。そもそも欧州はマーストリヒト条約に基づく債務・財政ルールを厳格に維持してきた。債務残高対GDP比を60%以内にする、とか、財政赤字対GDP比を3%以内にする、というのがそれ。厳格なルールであるがゆえ、コロナ禍の現状においては維持が難しくなっていた。そのため、3年の時限でルールを棚上げ、まずはコロナに打ち勝つことを潔しとすることになったわけだ。2024年予算作成時にはこのルールを戻すはずだったが、同時に多少は財政ルールを緩めようという話し合いも進められてきた。たとえばこの目標を達成できない国があった場合、

(図表5) ユーロ圏の消費者物価と賃金 (前年比、%)



(出所) Macrobond、BNPパリバ

財政調整をしなければならないのだが、その期間を4年とし、さらに改革期であれば7年でも良いことにしようとしている。先に述べた債務基準も廃止とするか、あるいはさらに緩めるか、ということも焦点になっている。仮にこれまで通りの基準を維持し、かつ、財政ルール of 適用を戻すのであれば、イタリア、スペイン、フランスなど欧州における大国がすでに違反していることが明らかであるため、財政ルールの再設定や厳格化に二の足が踏まれている格好なのである。財政規律が守られない場合、EUはGDP比0.2%の制裁金(最大0.5%)を取ることを決めている。これを覆すには、国数で55%以上、人口比60%以上の賛成が必要となるため、簡単には覆らない。見直し協議がどうなるかは、欧州信用力の動

向を見る上でも大事だが、2024年6月には欧州議会選挙があり、見直し協議そのものにかかる時間はそれ程ない。

しかも、早々にドイツがこのルールの棚上げを決めてしまった。ドイツは他国に比較しても景況感を悪化させていることやショルツ首相の人気がないことも手伝って財政政策をしっかりと打ち出したいという事情が勝った形だ。最も厳格に財政ルールを守ってきたドイツの財政弛緩は信用力の悪化を示しかねず懸念されることに他ならない。

そもそもドイツの財政ルールはタガが外れてしまっているのかもしれないリスクもある。ドイツではCDU・CSU(キリスト教民主・社会同盟)が、パンデミック関連の600億ユーロの基金・信用枠をEKF(エネルギー

一気候基金)に移管したことに對して、政府を裁判所に提訴したことがあった。基金は特定の事業目的のために国が積み立てている資金であり、その転用は認められていないのが普通である。そのため、11月15日にドイツ憲法裁判所はこれを違憲と判断した。この顛末が示すものは、ドイツにおいても、財政ルールが弛緩しているという事実に他ならない。

■ 4. 中国及び新興国の懸念点

BNPパリバ証券においてグローバルの企業171社に8月末から9月にかけて“今後1年間のリスク要素は何か”というアンケートを実施した。その結果、1位は中国の景気後退であった。中国投資を本格的に行えている投資家がそれ程多くないことを考えると、投資家へのアンケートではこうならないかもしれないのだが、中国の景気後退リスクが大きく捉えられていることは一面だとと言える。

中国は銀行の構造改革から不動産の構造改革に手をつけ、恣意的な構造強化^(注5)を行ってきた。しかし、厳格にやり過ぎた面も否定できず、これをきっかけに恒大グループなど大手のデベロッパーの経営問題が明るみに出始めたことは周知の事実であろう。中国の不動産は工事が完了する前に売り渡しが行なわれることも多く、手付金や前払い金など多くが支払われなくなってしまう。負債金額が大きいことから、家計部門のみならず、サプライヤーなど多くの関連企業もあり、景況感

には重くのしかかっている。

また、不動産投資に大きく依存している地方債務も気になる場所である。地方債務については、すでに100兆円あるとも言われており、これが支払われなければ、国が地方政府の債務を補填するしかなくなり、懸念がより大きくなる。

ただし、中国は積極的に政策を取っていることは確かである。金融政策としては、政策金利の引き下げや住宅ローンの金利を引き下げのための措置を取っているし、特に、不動産政策については、初回購入者向け住宅ローン金利のさらなる引き下げや、住宅ローン頭金比率の引き下げ、さまざまな手数料の引き下げを実施し不動産取引コストを引き下げる措置を取っている。10月、11月の党大会においてこうした経済再編プログラムが議論されており、それが実施されることで景況感にはプラスの効果が出てくることが期待される。つまり、中国経済については、経済政策が効いて景気上向きになるところ、不動産セクターの回復が遅れ、頭を抑えられた形になっていると考えられる。

新興国については、米国経済の金利上昇があったことに加え、中国経済が振るわなかったことがあるため、そもそも冴えなかった。そこに、ロシアによるウクライナ侵攻により、食料品及びエネルギー価格が上昇したことで物価が上がったため、金利上昇を余儀なくされたこともある。加えての、イスラエル・ハマス問題はさらに物価上昇をもたらしてもお

かしくはない。金利が上昇すれば、景気には下押し圧力になる。こうしたことから、新興国は冴えない状況が続いている。その割には、2022年にデフォルトしたのがガーナ、スリランカ、パキスタンくらいであり、大きな問題としては浮上しなかった。よって、今後も個別リスクが浮上する可能性については見ておきたい。財政支出プレッシャーが大きいのはブラジル、南アフリカ。リファイナンスリスクが大きいのはアルゼンチン、エジプト。ポーランドは財政支出が大きくなる見込みであり、エジプトはIMFとの合意がどうなるかなどが注目される。新興国も一枚岩ではない。個別リスクに注目して見守る必要がある。

世界中にリスクが存在する。強い景況感が本当に打ち出されるなら、指摘したいずれのリスクも先送りになる公算が大きい。しかし、述べてきた通り、米国を中心に景況感には足枷をはめる形になるのではないかと。欧州も米国と同じで冴えない中、中国は中国で完全に景況感を良くできない。それだけでなく、デフレ不況の輸出国になりかねない状況でもある。

2024年は人によっては好況や力強い金融市場を予想する向きもあろう。注目する経済統計の違いやポイントによって、解釈が異なるためである。しかし、ネガティブなシナリオ、リスク要素は指摘した通りである。年始から、金融市場に力強い状況が続いた場合も、その

あたりのリスクがどうなっているのかを観察することは意味があるのではないかと。まさに、転ばぬ先の杖、となるはずだ。

(注1) 2023年11月29日日本経済新聞によると、米国のBNPL市場は2019年に100億ドルに満たなかったのに対し、2023年には同1000億ドル近い水準となっている。わずか5年で10倍のスピードで拡大している

(注2) 2022年5月18日に公表。2021年7月に原案を公表していたFit for 55パッケージの修正版

(注3) 2023年3月29日に決定した Temporary Crisis and Transition Framework。グリーンディール産業計画、ネットゼロ産業法を踏まえたもの

(注4) 2023年11月28日ブルームバーグで報道された。シグナ・グループは商業用不動産が金利上昇によって打撃を受け、資金繰りに困窮し、短期的な流動性ニーズを満たすために資金調達を急いでいることを伝えている

(注5) 2020年に中国政府は大手不動産開発業社の負債額を管理するなど規制を導入した

