

基礎研 レポート

世界経済の現状と注目点 —米国の一人勝ちが続くのか—

経済研究部 主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

1—はじめに

世界経済は2020年以降、コロナ禍やロシアによるウクライナ侵攻（以下、戦争）といった、大きなショックに見舞われてきた。また、今後も1月20日に米国大統領に就任したトランプ氏の政策によって、世界経済に新たな変化が生じる可能性が高い。

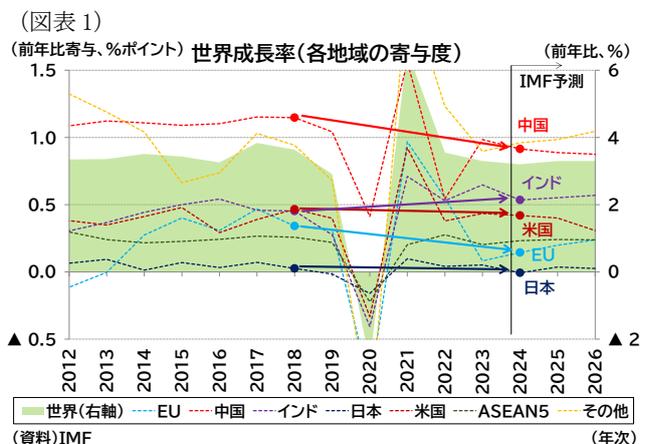
本稿では、今後の経済を予想する土台として、過去のショックにより生じた世界経済や主要地域への影響を、適宜、国際比較を交えつつ振り返りたい。

2—2024年までの振り返り

まず、コロナ禍から足もとまで世界全体の成長率を確認しておきたい。

IMFによれば、コロナ禍前の世界成長率は2018年で3.6%、2019年で2.9%だった。そして直近2024年の成長率は3.2%とされている。コロナ禍や戦争といったショックや高インフレを経験したものの、現在はコロナ禍前並みの成長率に回復していると評価できる。ただし、地域ごとの世界成長率への寄与を見ると、コロナ禍前と足もとで状況が異なっている。

主要地域の世界成長率への寄与を見ると（図表1）、コロナ禍前は中国が1%ポイント超で世界成長をけん引、次いで米国、インド、EUが0%ポイント台半ば程度の寄与となっていた。一方、足もとの状況を見ると、中国の高成長で世界成長率を押し上げるという構図は不変だが、その牽引力は1%ポイント弱まで低下した。インドは世界成長率への寄与を高め、米国の寄与は概ね同程度、EUの寄与は低下している。なお、日本については、世界経済に占めるシェアが低いこと、成長率自体が低位であることから、コロナ禍前も直近も世界経済の押し上げ寄与はほぼゼロである。



したがって、世界成長率は3%前後を維持しているものの、地域別には「インドは台頭」「中国は減速」「EUも減速」「米国は底堅い」状況にある。

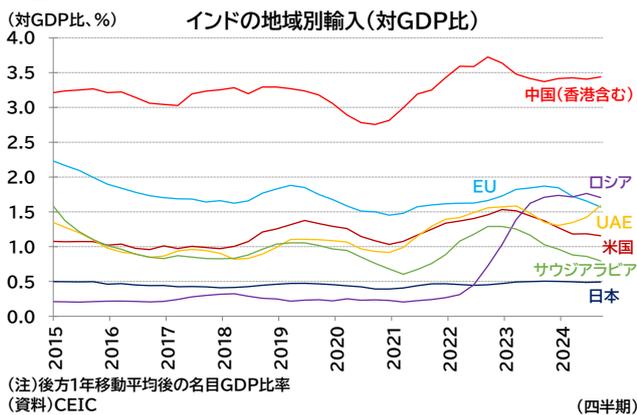
1 | インドの台頭と西側諸国への影響

インドはコロナ禍で一時的に成長が落ち込んだものの、その後は投資を中心とした堅調な内需に支えられ高成長を遂げている。ただし、インドの高成長は必ずしも「西側諸国」の成長にとっては押し上げ要因になるとは限らない点は留意が必要だろう。

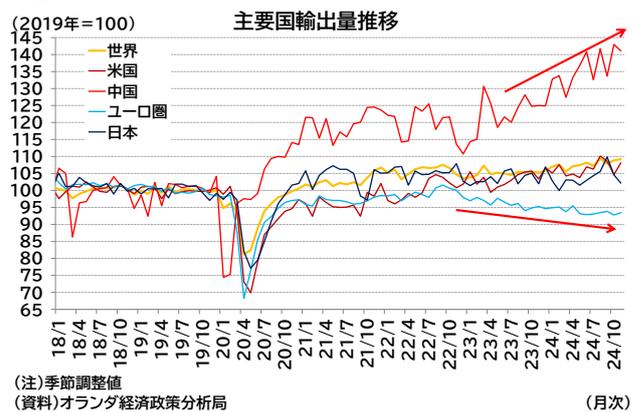
インドでは、貿易赤字の改善や国内産業振興を重視しつつ、戦争後は価格面で優位となったロシアからの資源輸入を増やすといった経済的な実利を優先した貿易を行っている（図表2）。こうした「国内生産重視」「実利外交」はインドの高成長の米国やEUなど西側諸国への波及を弱める要因となっている¹。

以下では米国経済の底堅さに触れ、米国の需要が世界貿易の回復に貢献し主要国に波及して輸出の下支えになったと見られる点に触れるが、インドの場合は、世界成長への寄与が増しても、中国やロシアなどと結びつきが強く、必ずしも西側諸国の成長の下支えとしては多くを期待できないと考えられる²。

（図表2）



（図表3）



2 | 中国・EUの減速と競争力格差

中国とEUの減速については、貿易面から整理すると状況を捉えやすい。

世界貿易は、コロナ禍後の巣ごもり消費による拡大と、その後の反動減を経験したのち、世界貿易量の伸び率は一時のマイナスからプラス成長に回帰している。ただし、地域別には戦争以降、顕著に中国からの輸出が増加する一方、ユーロ圏からの輸出が減少傾向にある（図表3）。

背景には中国の内需不振と欧州の輸出環境悪化がある。中国では不動産不況など国内経済の課題が顕在化し内需が低迷する一方、EVなど政府主導による産業高度化政策を推進し生産能力が維持・拡大されたため国外に対しては輸出競争力（特に価格競争力）を増すこととなった（いわゆる「過剰生

¹ こうした要因とは別に、「インドでは製造業の発展の立ち遅れから、(i)輸出品目の一次産品から機械製品等への重点シフトが緩慢であること、(ii)中国からの輸入ウェイトが高まっている」ことが指摘されており、後者のインドの対中輸入シェアが拡大により、これまでも西側諸国への波及が抑制されていたと考えられる。内閣府(2023)「第2章 インドの発展の特徴と課題」『世界経済の潮流 2023年 I アメリカの回復・インドの発展』(25年1月27日アクセス)。

² なお、インドのGDP統計自体に対する信憑性の問題も指摘されている。例えば、Megha Mandavia and Tripti Lahiri「高成長インド経済、GDPに映らない実態」『ウォールストリートジャーナル日本版』2024年6月4日(25年1月27日アクセス)

産問題」。欧州では、戦争勃発後に資源価格の高騰や、資材価格の上昇、人手不足、過剰規制、煩雑な行政手続きなどが輸出競争力の弱さとして目立つこととなった。

その結果として、世界貿易に占める欧州の輸出シェアが中国に奪われることになっている。欧州の成長減速はこうした競争力低下や、それを受けた域内投資意欲の後退が要因となっている。

3 | 米国経済の強さとその要因

上述した通り、米国経済はインドとともに世界経済の成長下支えに寄与していると言えるが、22年以降の高インフレに見舞われた際には、現在の堅調な成長が持続すると予想する向きは少なかった。

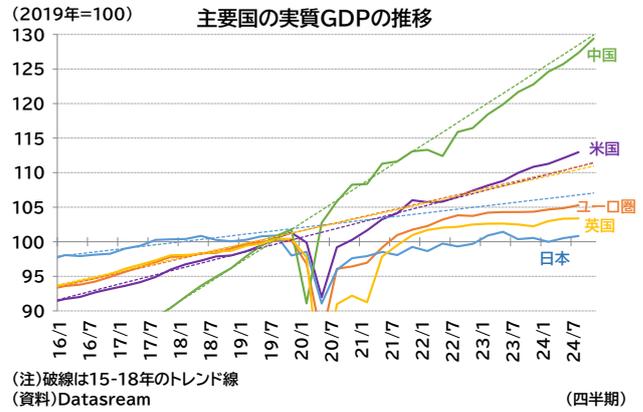
特にインフレに対応するための急速な利上げにより、長短金利差がマイナス（いわゆる「逆イールド」）になったことは米国の景気後退入りを想起させた³（図表4）。しかし、実際の米国経済はコロナ禍前のトレンドを上回る堅調さを見せている（図表5）。

米国の積極的な金融引き締めにもかかわらず成長がむしろ堅調だった理由として本節では「①交易条件改善」「②高金利耐性」「③財政緩和」「④新陳代謝」といった要因を指摘したい。

(図表4)

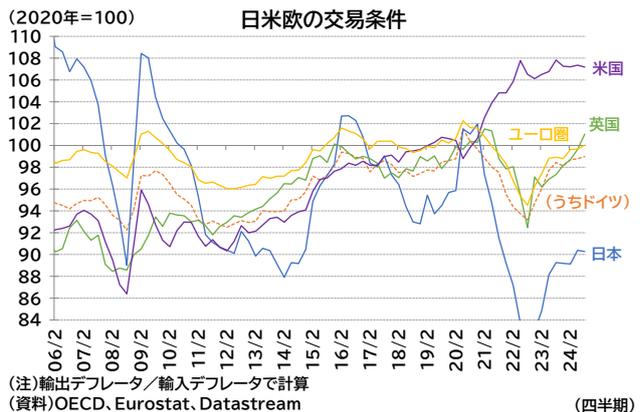


(図表5)



①米国では戦争により交易条件が改善した。戦争により世界的には商品価格が高騰し、インフレ率の押し上げ、成長率の押し下げ要因となったが、地域別に見れば所得が資源の消費地から資源の供給地に移転された。特に産油国の交易条件は改善する状況にあった。米国も産油国であり、供給ショックでインフレ率が押し上げられたが、同時に所得流入による好影響ももたらされている（図表6）。

(図表6)

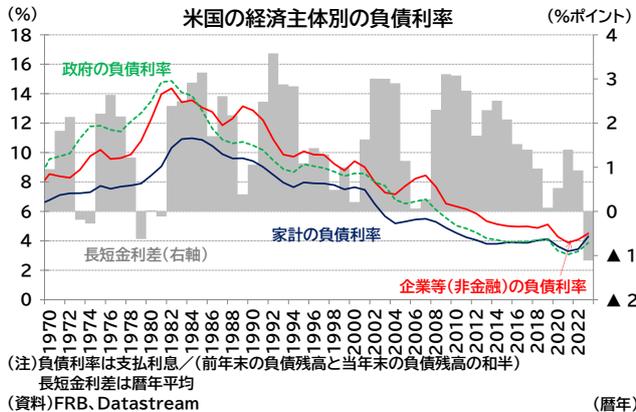


②高金利耐性については、利上げ以前の経済状況が企業や家計に金利上昇への耐性をつけさせたという点である。具体的には、金融危機以降には

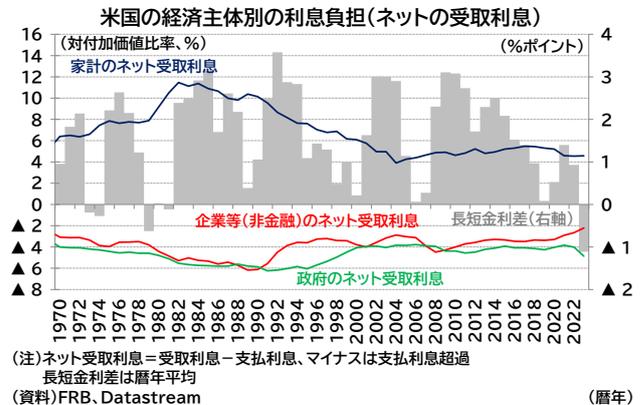
³ 過去の経験則として、逆イールドが発生した金融引き締め時には景気後退に見舞われていたことから、米国経済の景気減速を予想する向きが多かった。Arturo Estrella and Mary R. Trubin, [The Yield Curve as a Leading Indicator: Some Practical Issues](#), *New York Fed Current Issues in Economics and Finance*, July/August 2006 Volume 12, Number 5 (25年1月27日アクセス)。

先進国で民間債務を積み上げる機運が乏しく⁴、低金利の時期が長期にわたり、固定金利による調達比率を高めることで企業の債務コストが抑制されていたこと⁵などが挙げられる。コロナ禍期間で手元流動性を十分に提供されていたことも中央銀行が金利を引き上げた後に資金調達を行う必要性を低下させた可能性があるだろう。

(図表 7)



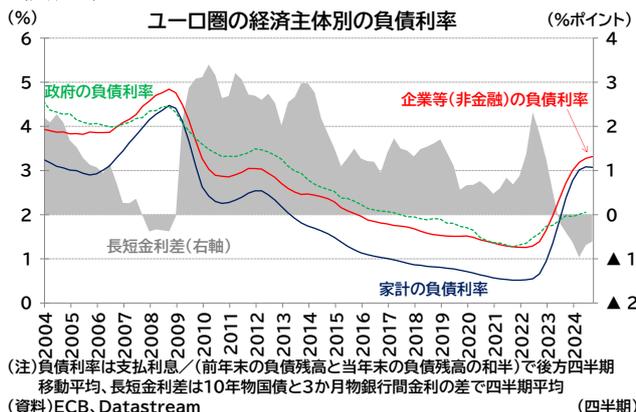
(図表 8)



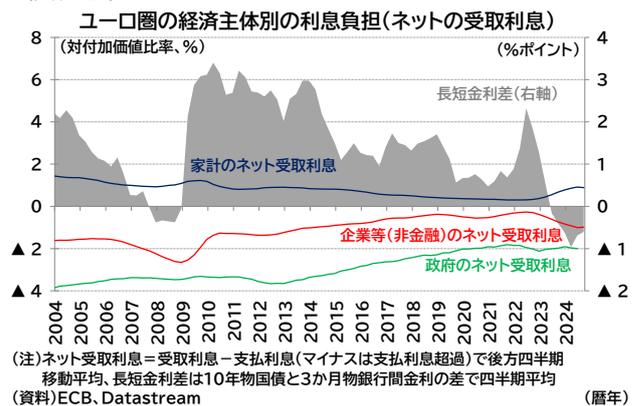
実際、負債コスト（負債利率、負債残高に占める利払い負担の割合）の推移を見ると（図表 7）、過去の利上げ局面（長短金利差の縮小局面）では企業を中心に増加しているが、金融危機以降は負債コストが大幅に低下し、直近の利上げ局面における負債コスト水準は低水準にある。また、受取利息も加味したネットの利払い（対経済規模比）で見ると（図表 8）、むしろ直近では企業の利払い負担は減少している（図表 8 の赤線のマイナス幅が縮小している）

なお、利上げ以前の経済状況は他地域でも類似していたと思われるが、例えばユーロ圏では、足もとの企業や家計の負債コストの上昇幅が大きく、ネットの利払い負担も増加している。米国は相対的に見て利上げによる負債コストへのインパクトが限定的だと評価できる（図表 9・10、ただし、データの制約上、ユーロ圏は 2024 年 7-9 月期が最新、米国は 2023 年暦年が最新である点に留意が必要）。

(図表 9)



(図表 10)



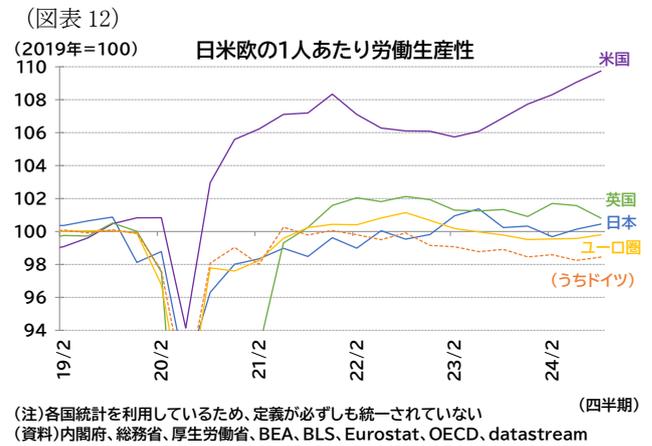
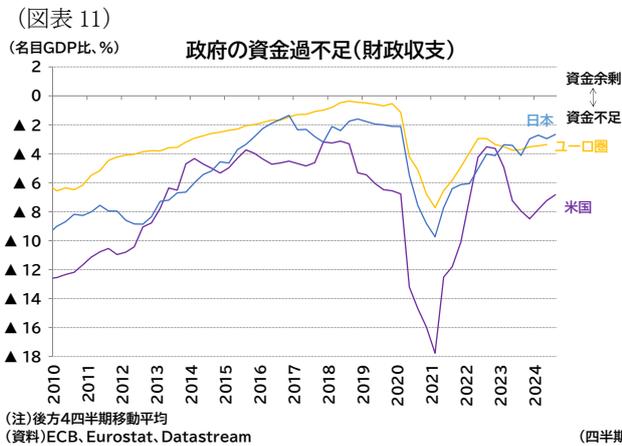
このほか、経済のサービス化（製造業や建設業など資本集約的な産業割合が多い方が経済の金利対

⁴ 例えば、内閣府 (2018) 「第 1 章 民間債務からみた世界経済のリスクの点検 第 2 節 世界における民間債務の現状」『世界経済の潮流 2018 年 I』 (25 年 1 月 27 日アクセス)

⁵ 例えば、Miguel Ampudia, Egemen Eren and Marco Jacopo Lombardi (2023), Non-financial corporates' balance sheets and monetary policy tightening, BIS Quarterly Review, 18 September 2023 (25 年 1 月 27 日アクセス)。

する反応が大きくなる) や供給網のグローバル化 (世界的な供給網が構築されることで、国内の需給とインフレ率の関係が弱まる) も⁶金利の上昇に対する企業活動の感応度を弱める (高金利への耐性となる) 要因と言える。

③財政緩和については、コロナ禍期間に金融緩和政策を積極化させたことの財政版であり、特に米国の財政支出規模は、ユーロ圏や日本と比較しても大きかった⁷ (図表 11)。



④新陳代謝については、コロナ禍などのショックが、労働や資本を生産性の高い分野へのシフトを促したとするもので、FRBもこの要因を強調している⁸。

米国ではコロナ禍によって失業の増加や企業の倒産が他地域と比較して顕著であったが、ショックからの回復過程においては、生産性の高い業界に資源が再配分されたとする。これに対して、欧州や日本では雇用維持や企業存続に政策の重点が置かれたため、ショック時の失業や倒産は限定的であったが、その後の回復過程における生産性の向上も乏しかった可能性がある。こうしたショックにより新陳代謝が促されたことが経済の生産性を高めた可能性がある。例えば、労働生産性の指標で見ると、米国はショック後に他地域と比較しても顕著に上昇していることが分かる (図表 12)。

4 | 日本の立ち位置

以上、インド、中国、欧州 (EU)、米国の状況について概観してきたが、本節では日本の立ち位置について簡単に確認しておきたい。

まず、日本のコロナ禍以降の特徴は、堅調な米国だけでなく、景気減速感が目立つ欧州と比較しても出遅れているという点である (前掲図表 5)。例えば、生産指数を見ると、輸出競争力の低下が懸念されるユーロ圏以上に低水準にある (図表 13)。日本では、24 年以降に自然災害や自動車業界の不正認証問題など供給制約が発生しており、こうした一時的な要因が成長の障害になっているが、基調的

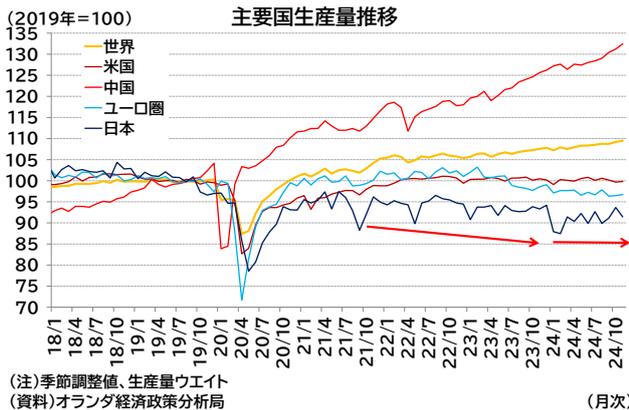
⁶ 例えば、[Isabel Schnabel, The last mile, 2 November 2023](#) (25 年 1 月 27 日アクセス)、[Christine Lagarde, Setbacks and strides forward: structural shifts and monetary policy in the twenties, 20 September 2024](#) (25 年 1 月 27 日アクセス)。

⁷ 米国ではインフレというデメリットを享受しつつも、意図的に積極財政を講じたとする意見もある。例えば、[Robin Brooks and Ben Harris, The US recovery from COVID-19 in international comparison, The Brookings Institution Commentary, October 17, 2024](#) (25 年 1 月 27 日アクセス)。

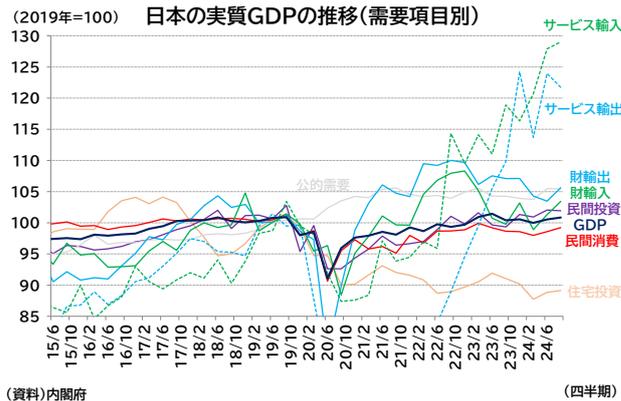
⁸ [Francois de Soyres, Joaquin Garcia-Cabo Herrero, Nils Goernemann, Sharon Jeon, Grace Lofstrom, and Dylan Moorel, Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies? FEDS Notes May 17, 2024](#) (25 年 1 月 27 日アクセス)。

に見てもコロナ禍以降の回復力の弱さは目立っている。

(図表 13)

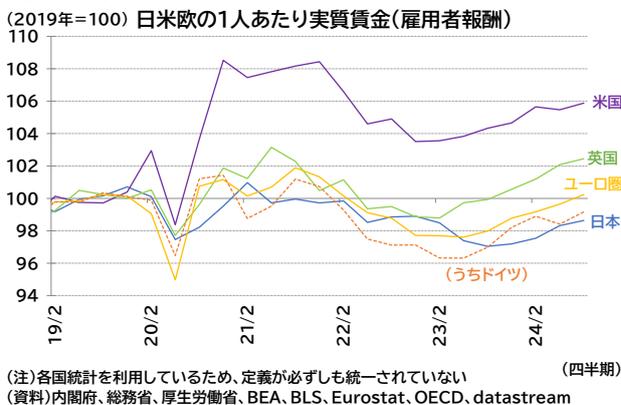


(図表 14)



日本のGDPを需要項目別に見ると、インバウンド収入を含むサービス輸出は大幅に伸びているものの、主要項目である民間消費の弱い状況が続いている(図表 14)。高インフレを受けて日本でも2023年以降の春闘では賃上げ率が急上昇し、名目賃金では上昇が続いているが、他地域と比較するとインフレ率に対して賃上げペースは緩慢で、実質所得の回復が遅れていることが内需の弱さにつながっている(図表 15)。

(図表 15)



3—2025年以降の注目点

前章では、コロナ禍以降の経済状況を各地域の比較も交えて確認してきた。

さて、今後、2025年以降の経済はどのようになるだろうか。多くの識者が指摘するように、今年大統領に返り咲いたトランプ氏の影響は欠かすことができない。1月20日の就任後、多くの大統領令に署名し、また経済政策についても様々な言及をしているが、今後、実際にどの政策が具体的に実行されるのかについては、不透明な部分も大きい。

IMFは1月17日に世界経済見通しの改訂版を公表したが、その「ベースラインシナリオ」では、公表時点の政策が前提とされ、トランプ政権後に実施・変更されると見られる政策は織り込まれていない。この「ベースラインシナリオ」によれば、世界成長率は25年で3.3%とされ、現状並みの成長が期待されている(前掲図表1も参照)。地域別には、米国で高成長維持、中国で減速、欧州や日本の成長率がやや加速すると見込まれている⁹。

そこで、本稿でもまずトランプ氏の政策を考慮しない「ベースラインシナリオ」に対して、前章での整理を踏まえて、筆者が特に注目する点をひとつ挙げておきたい。それは、今年も米国経済の強さが維持されるのか、である。

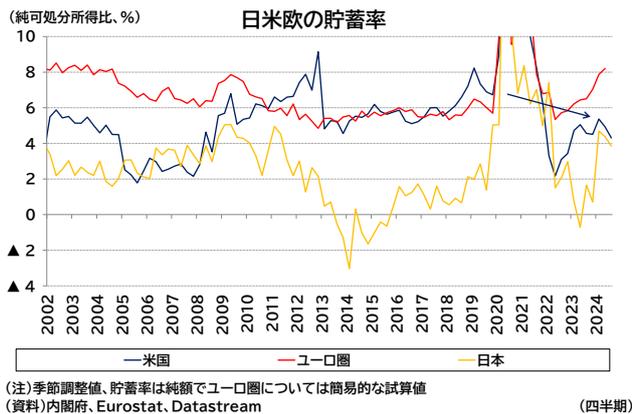
⁹ 高山武士 (2025) 「IMF 世界経済見通し—ベースラインは安定成長だが不確実性は高い」『経済・金融フラッシュ』2025-01-20 (25年1月27日アクセス)。

1 | 米国経済の「謎」

F R Bは、欧州や日本と異なり米国の貯蓄率がコロナ禍前を下回っている状態、つまり消費が活性化している状況が持続されている点を「謎 (A Mystery)」と言及している (図表 16)¹⁰。

米国ではコロナ禍期間中に蓄積された「過剰貯蓄」はすでに消失、ストックベースの富 (純資産) も実質で見るとコロナ前から推計される水準を下回っており、現在の消費水準が維持可能なのかという疑問が残る状況である¹¹。現在は良好な雇用環境 (低失業率、賃金上昇の継続)、株価上昇といった要因が所得・消費を支える要因となっていると見られるが、例えば株価は割高感を示すP E Rが歴史的な高水準にあるなど (図表 17)、A Iブームによる過熱感が高まっており、金利の高止まりが懸念されるなかで調整 (株価下落) が起きるリスクも意識される。

(図表 16)



(図表 17)



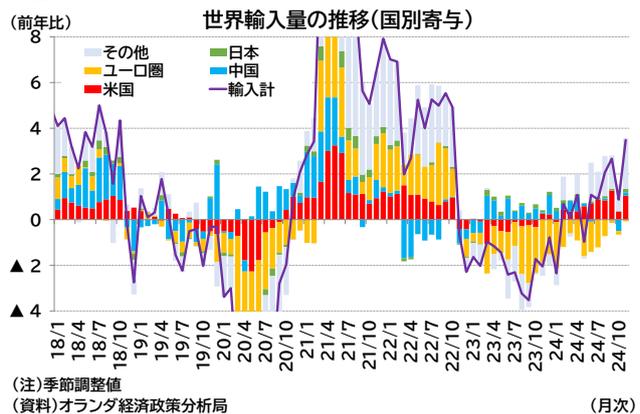
米国の成長減速は、世界にも波及しやすいと見られる。前章で見たように世界貿易量の伸び率は一時のマイナスからプラス成長に回帰しているが、米国の輸入が世界貿易をけん引している面も大きいと考えられる (図表 18)。それだけに、米国が落ち込めば、財貿易を再び冷え込ませる可能性がある。これは、中国の成長を下支えしている外需の落ち込みや、ユーロ圏のさらなる輸出低迷をもたらす可能性がある。

すでに指摘したように、これまで「逆イールド」に代表されるような米国の景気後退懸念は、外れ続けてきた。顕在は、コロナ禍前と比較しても強い成長が持続しているが、新陳代謝が進んだ結果としての新しい高成長経路なのか、あるいはコロナ禍前への「正常化」が進み、成長減速などの調整が起きるのかに注目している。

新陳代謝の結果として潜在成長率が上振れた

とすれば、高い株価も正当化されるかもしれない。一方で現在の消費が持続可能ではなく、仮に米国

(図表 18)



¹⁰ Thomas Klitgaard and Matthew Higgins, [Spending Down Pandemic Savings Is an “Only-in-the-U.S.” Phenomenon](#), Liberty Street Economics, October 11, 2023 (25年1月27日アクセス)。

¹¹ [Hamza Abdelrahman and Luiz Edgard Oliveira, Pandemic Savings Are Gone: What’s Next for U.S. Consumers?](#) May 3, 2024 SF Fed Blog (25年1月27日アクセス)、[Hamza Abdelrahman, Luiz E. Oliveira, and Adam Hale Shapiro, The Rise and Fall of Pandemic Excess Wealth](#), February 26, 2024, FRBSF Economic Letter (25年1月27日アクセス)。

経済が腰折れすれば、世界経済全体が下振れするリスクとなる。

2 | トランプ 2.0

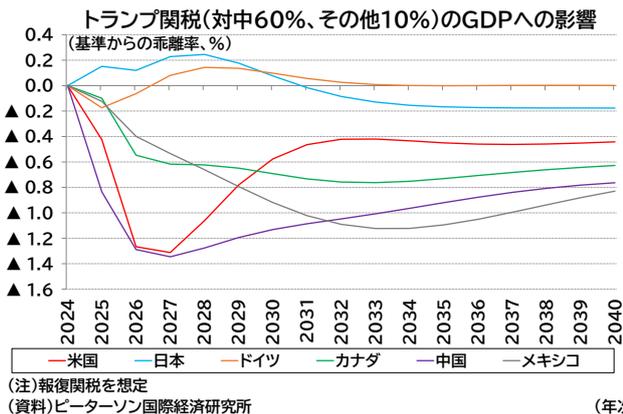
最後にトランプ大統領の掲げる政策について触れておきたい。

トランプ氏の掲げる政策のうち、経済を大きく左右すると見られる政策は、税制、通商政策、移民政策、規制緩和である¹²。なかでも、世界的に大きな影響を及ぼすと見られるのは通商政策（以下、トランプ関税）だろう。

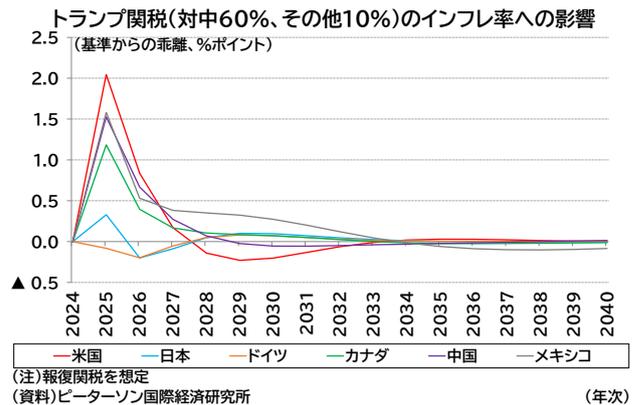
例えば、ピーターソン国際経済研究所はトランプ氏の政策に関する種々の試算をしており、米国が中国に60%、その他地域に10%関税を課し、米国が報復関税を課された場合、中国や米国のGDPは1%以上押し下げられ、インフレ率を1.5%から2%近く押し上げるとされている（図表19・20）。

他方、ドイツや日本への影響は限定的となる。これは、両国において「直接的な対米輸出減」の影響と「中国から米国への輸出減少を代替するための輸出増」の影響が相殺されるためと考えられる。インフレ率でも、「直接的な米国からの輸入物価増」の影響と「中国の米国への輸出が減少した分、中国産の輸入品が安価となる」影響が相殺されるだろう。米国と結びつきの強いカナダやメキシコでは、いずれも前者の「直接的な対米輸出減」の影響が大きいとみられ、GDPの押し下げやインフレ率の押し上げ幅が大きくなっている。

(図表 19)



(図表 20)



ただし、トランプ関税も対象（品目や国）や強度（税率）、タイミング（時期）で各国への影響は異なってくる。当面の経済動向については、「ベースラインシナリオ」にこうした政策の影響を加味したいくつかのシナリオを想定することはできても、「メインシナリオ」を描きにくい状況と言える。

重要な点は、トランプ大統領の政策によって、前節で述べたような「ベースラインシナリオ」から外れる可能性が高まること、場合によっては前述の米国の腰折れリスクシナリオを高めてしまうことだろう。トランプ 2.0 は経済面でも要注目と言える。

¹² 窪谷浩 (2024) 「米国経済の見通し—25年以降の経済見通しはトランプ次期政権の政策が左右」『Weekly エコノミスト・レター』2024-12-09 (25年1月27日アクセス)。