

第3節 世界経済のリスク要因

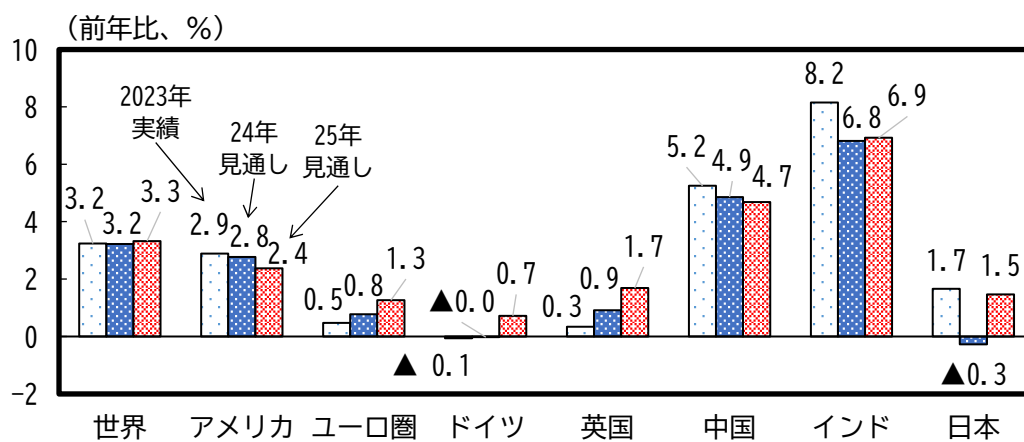
これまで、第1章で中国経済について、第2章第1節、第2節で欧米経済について分析した。本節では、前節までの分析結果及び世界経済の見通しを踏まえて、先行きのリスク要因について分析する。

1. 世界経済の見通し

(世界経済は安定して成長する見込み)

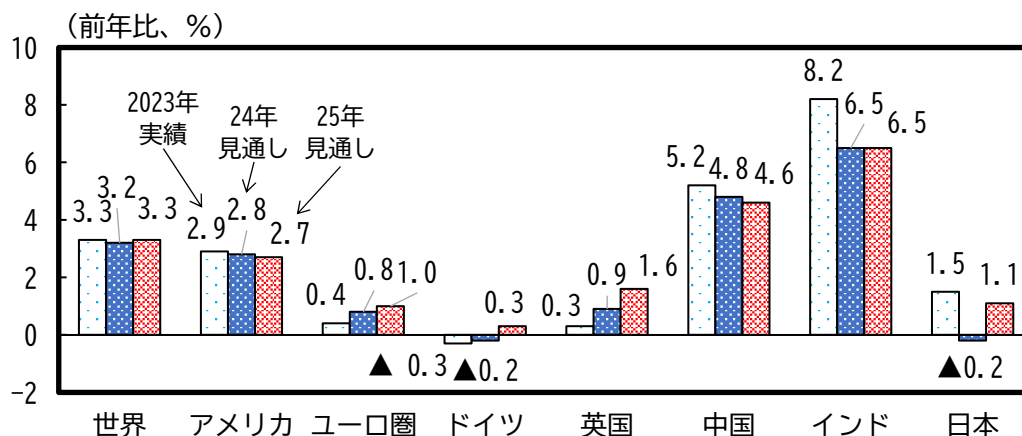
2024年12月に公表されたOECDの経済見通しでは、金融引締めの影響が緩和していくとともに、物価上昇率の低下に伴う政策金利の更なる引下げが金利動向に敏感な民間投資等を支えることにより、2025年の世界経済の成長率は3.3%に高まると予測されている(第2-3-1図)。2025年1月に公表されたIMFの中間見通しにおいても、2025年の世界経済の成長率は3.3%と堅調に推移することが予測されており、各国についてもおおむねOECDと変わらない見通しとなっている(第2-3-2図)。

第2-3-1図 OECDによる世界及び各国の実質GDP成長率見通し(2024年12月)



(備考) OECD(2024b)により作成。インドは年度の値。

第2-3-2図 IMFによる世界及び各国の実質GDP成長率見通し（2025年1月）



2. 先行きのリスク要因

国際機関は2025年の世界経済について安定的な成長を予測しているが、本項では、前節までの分析結果を踏まえた先行きのリスク要因について整理する。

（アメリカの政策動向）

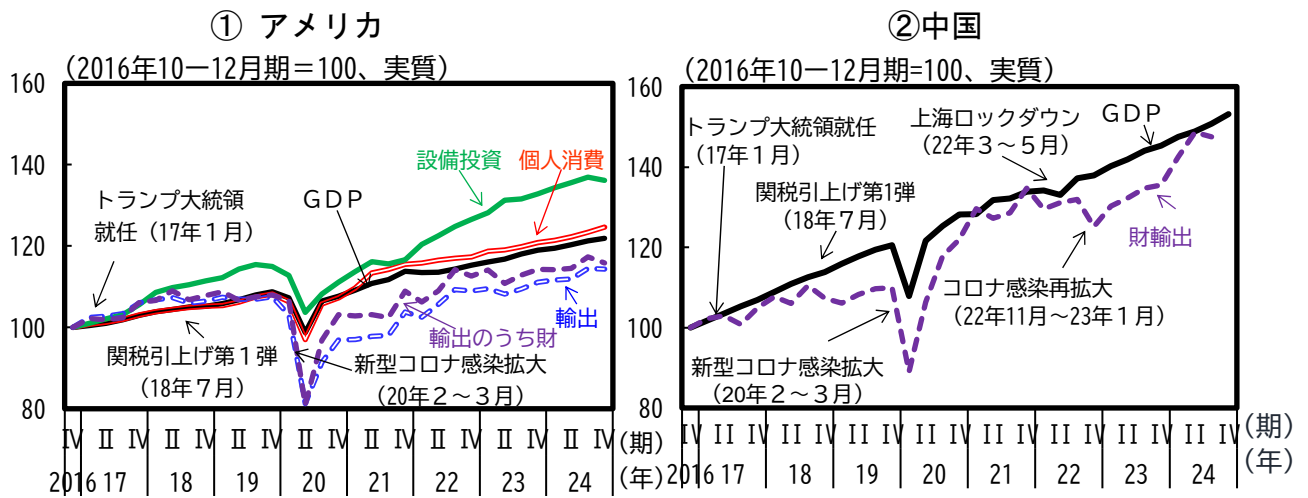
2024年11月5日¹⁷⁹に行われたアメリカ大統領選挙では、中国に対する関税の引上げ、法人税率の引下げ、不法移民の強制送還等の政策を主張した共和党のトランプ候補が民主党のハリス候補に勝利し、2025年1月20日に大統領に就任した。第2章第1節で示したとおり、トランプ大統領は、就任直後、移民政策やエネルギー政策、気候変動対策等、アメリカ内外の経済に影響を与え得る様々な分野についての大統領令に署名を行った（第2-1-68表）。

アメリカは世界のGDPの約4分の1を占めており、アメリカ経済の動向は世界経済に大きな影響をもたらし得る。特に関税については、第一次トランプ政権時の米中貿易摩擦では、2018年以降数次にわたり、米中間で相互に関税を引き上げた結果¹⁸⁰、2018年後半以降、アメリカ・中国ともに輸出は頭打ちとなった（第2-3-3図）。通商政策は、貿易等を通じて、直接的・間接的に世界各国の経済へ影響を与える可能性があることから、アメリカの政策動向とその影響には留意が必要である。

¹⁷⁹ アメリカ時間。

¹⁸⁰ 内閣府（2024b）

第2-3-3図 2017年以降の米中の経済動向



（欧米における高い金利水準の継続）

欧米の中央銀行の政策金利は、2023年夏以降のピーク時から低下したものの（第2-1-107表）、依然としていわゆる中立金利よりは高い水準が継続している（第2-3-4表）。

欧米において政策金利が引き下げられる一方で、アメリカの長期金利は2024年10月以降上昇に転じており、アメリカの金利上昇に連動して英国でも長期金利は上昇、ドイツも2025年初にかけて上昇基調となっている（第2-3-5図）。このため、家計の住宅ローンの利払い費負担や企業の資金調達コストの高止まりから、経済活動が過度に抑制されることにより、景気が下振れるリスクは継続すると考えられる。また、政府による利払い費の高止まりにより、財政悪化への懸念が高まり、更に長期金利が上昇するリスクも考えられる。

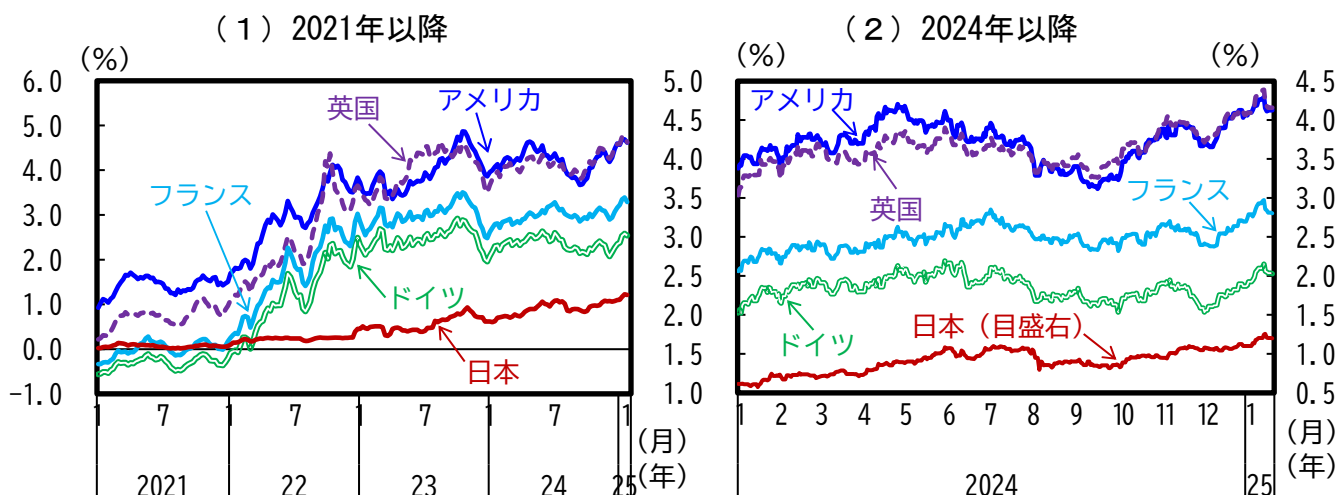
さらに、ドイツやフランスでは、第2章第2節で示したとおり、財政規律の維持をめぐる状況が消費者マインドや設備投資マインドの低下を通じて消費や設備投資を押し下げる可能性があることにも留意する必要がある。

第2-3-4表 欧米の中央銀行の中立金利の見方

アメリカ	長期F F金利見通しの中央値：3.0%（2024年12月） ※FOMC参加者による「経済のバランスが保たれ、最大限の雇用と物価の安定を達成する金利」の想定を集計したものの中央値。
ユーロ圏	12月12日の会見における欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁発言： スタッフの試算では、1.75%から2.5%のレンジにあると考えられているが、適切な時期になれば議論になるであろう。
英国	イングランド銀行（BOE）企業アンケート調査（2024年12月）による中立金利（拡張的でも緊縮的でもない金利）の中央値：3.25%。

（備考）FRB、ECB、BOEにより作成。

第2-3-5図 日米欧主要国の長期金利



（備考） 1. ブルームバーグにより作成。
2. いずれも10年債利回り、週平均。
3. 2025年1月20日までのデータ。

（備考） 1. ブルームバーグにより作成。
2. いずれも10年債利回り、日次データ。
3. 2025年1月20日までのデータ。

（中国における不動産市場の停滞の継続に伴う影響）

第1章で分析したとおり、中国では、不動産市場の停滞が継続する中で、相次いで打ち出された政策は製造業投資等の供給面の増加をもたらしているが、政策支援を受けた一部の品目を除けば消費は横ばいにとどまっており、景気は足踏み状態が続いている。我が国のバブル崩壊後の経験も踏まえると、人口減少局面での不動産市場の停滞は、解消に時間を要し、当面継続することが考えられる。不動産市場の停滞が長期化したり、住宅価格等の一層大幅な下落が生じたりすることによって更に中国の景気が下押しされた場合、貿易や投資を通じて世界全体としても景気が下振れるリスクがある。

(中東地域やウクライナ侵略をめぐる地政学的リスク)

足下の地政学的リスク指数をみると、ウクライナ侵略開始の影響があった2022年3月、イスラエル及びパレスチナ武装勢力間の衝突が発生した2023年10月と比較すると低いものの、中東情勢が悪化した2024年8月以降再び水準が高まっている（第2-3-6図）。

中東情勢は、イスラエル及びパレスチナ武装勢力間の衝突が発生した2023年10月7日以降、緊迫が続いており、欧州とアジア間の海運がスエズ運河を回避し、喜望峰回りとなる動きが続いている（第2-3-7図）。

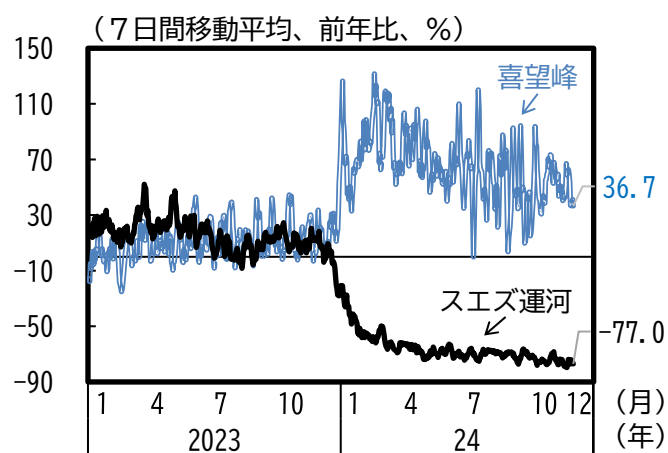
また、ウクライナ侵略を受けて、欧州におけるエネルギー供給制約も継続しており、こうした地政学的緊張の高まりによって、例えば原油供給の減少、途絶が発生した場合、エネルギー価格の上昇を通じて、世界各国の物価上昇率に影響を与える可能性が考えられるため、中東地域やウクライナ侵略をめぐる情勢を引き続き注視する必要がある。

第2-3-6図 地政学的リスク指数



- (備考) 1. Caldara and Iacoviello (2022).
<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> より 2025年1月30日にダウンロードしたデータにより作成。
2. 1985年から2019年の平均を100とした指数。
2024年12月までの月次データ。
3. アメリカ、英国、カナダで発行される主要10紙における地政学上の悪影響に及ぼす出来事に関する記事の数を月ごとに集計し、算出した指数。

第2-3-7図 スエズ運河と喜望峰を通過する積載量



- (備考) 1. IMF Port Watch により作成。
 2. 貨物船とタンカーの合計。
 3. 2024年12月1日までのデータ。

付注2-1 住宅取得能力指数の試算について

1. 概要

アメリカにおける住宅取得能力指数（Housing Affordability Index：HAI）の2024年12月～2026年12月までの値を、一定の仮定の下で試算する。

2. データ出所

全米リアルター協会、FRB、米連邦住宅貸付抵当公社

3. 全米リアルター協会による住宅取得能力指数の計算方法

中古住宅価格中央値を*MEDPRICE*、住宅ローン金利を*IR*としたとき、住宅価格の2割を頭金として支払うことを仮定すると、住宅を購入した際の毎月の支払額*PMT*は以下のとおり。

$$PMT = MEDPRICE \times 0.8 \times \frac{IR/12}{1 - \frac{1}{(1 + IR/12)^{360}}}$$

家計における毎月の収入に対する住居費の支払いは、25%が妥当であると仮定したとき、住宅の購入に見合う家計所得を*QINC*、家計所得中央値を*MEDINC*とすると、住宅取得能力指数*HAI*は以下のとおり。

$$QINC = PMT \times 4 \times 12$$

$$HAI = \frac{MEDINC}{QINC} \times 100$$

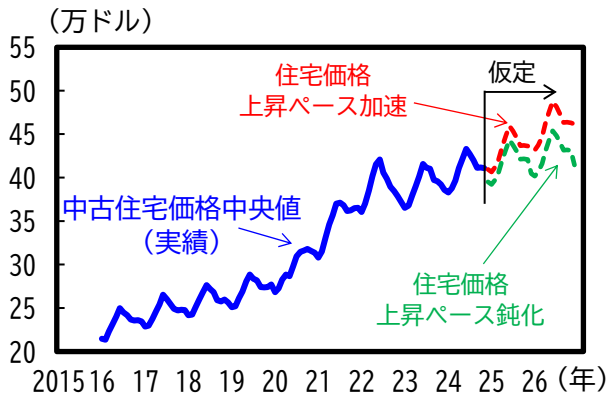
4. 住宅取得能力指数の先行きの試算

中古住宅価格中央値*MEDPRICE*、住宅ローン金利*IR*、家計所得中央値*MEDINC*のそれぞれについて、以下の仮定をおいた上で、住宅取得能力指数*HAI*の先行きの試算を行った。

(1) 中古住宅価格中央値*MEDPRICE*

中古住宅価格中央値は、上昇ペースが加速（年率6.2%）、または、鈍化（年率2.4%）すると仮定した（図1）。

図1 中古住宅価格中央値（実績と仮定）



2015 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25 26 (年)
 (備考) 1. 全米リアルター協会により内閣府作成。
 2. 仮定は内閣府試算。期間は2024年12月以降。

(2) 住宅ローン金利IR

まず、FF金利と住宅ローン金利（30年物固定）について、両者の関係を以下の推計式で推計した。

$$IR_t = \beta_0 + \beta_1 FFR_t + \varepsilon_t$$

IRは住宅ローン金利（30年物固定）、FFRはFF金利¹⁸¹、 β_0, β_1 はパラメータ、 ε は誤差項。推計期間は2000年1月～2024年12月、なお、FF金利誘導目標範囲が0.00%～0.25%となっていた2008年12月～2015年11月、2020年3月～2022年2月は除外した。最小二乗法による推計結果は以下のとおり。

$$\widehat{IR}_t = 4.36^{***} + 0.49^{***} \widehat{FFR}_t$$

(0.131) (0.029)

決定係数 R^2 : 0.53

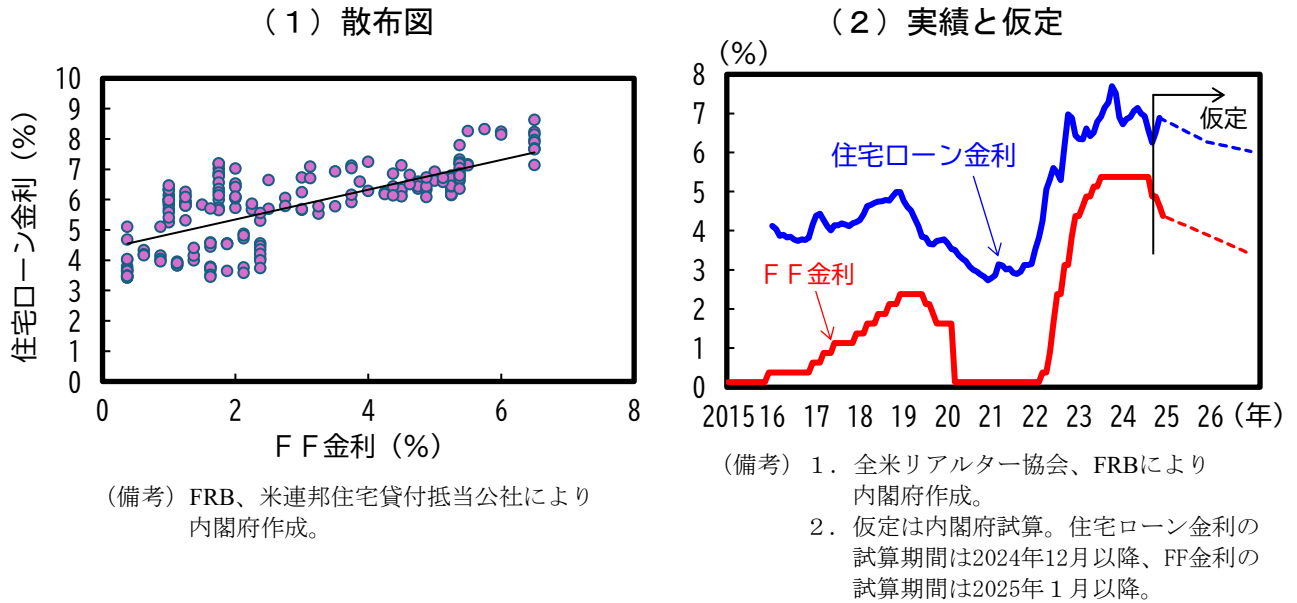
※ ***は有意水準1%で有意であることを示す。括弧内はロバスト標準誤差。

FF金利と住宅ローン金利（30年物固定）の関係は、図2（1）のとおり。

なお、FOMCによる見通し（2024年12月）では、FF金利が2025年末に3.9%、26年末に3.4%まで低下していくことが示されたため、本試算においては上記推計を用いて、住宅ローン金利は26年末にかけて6.0%まで緩やかに低下していくと仮定した（図2（2））。

¹⁸¹ FF金利誘導目標に範囲が導入された2008年12月以降は、FF金利誘導目標範囲の中央値とする。

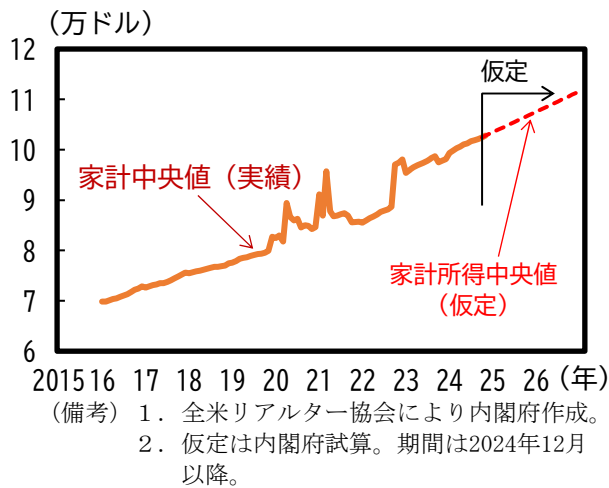
図2 FF金利と住宅ローン金利



(3) 家計所得中央値MEDINC

家計所得中央値は2023年以降のトレンドに沿って増加していくことを仮定した(図3)。

図3 家計所得中央値(実績と仮定)



付注2-2 失業率の前月差の要因分解

1. データ出所

アメリカ労働省

2. 要因分解の方法

労働力人口を L 、労働参加率を α 、就業者数を E 、16歳以上人口を N 、そのうちアメリカ生まれ人口を N_N 、外国生まれ人口を N_F とすると ($L = \alpha N$, $N = N_N + N_F$)、失業率 U は以下のとおり書くことができる。

$$U = \frac{L - E}{L} = 1 - \frac{E}{L} = 1 - \frac{E}{\alpha N} = 1 - \frac{E}{\alpha(N_N + N_F)}$$

ここで、 U を独立なパラメータ N_N, N_F, α, E に関する関数

$$f(N_N, N_F, \alpha, E) \equiv 1 - \frac{E}{\alpha(N_N + N_F)}$$

とみなし、全微分すると、

$$\begin{aligned} df(N_N, N_F, \alpha, E) &= \frac{\partial}{\partial N_N} f(N_N, N_F, \alpha, E) dN_N + \frac{\partial}{\partial N_F} f(N_N, N_F, \alpha, E) dN_F \\ &\quad + \frac{\partial}{\partial \alpha} f(N_N, N_F, \alpha, E) d\alpha + \frac{\partial}{\partial E} f(N_N, N_F, \alpha, E) dE \\ \Leftrightarrow df(N_N, N_F, \alpha, E) &= \frac{E}{\alpha N^2} dN_N + \frac{E}{\alpha N^2} dN_F + \frac{E}{\alpha^2 N} d\alpha - \frac{1}{\alpha N} dE \end{aligned}$$

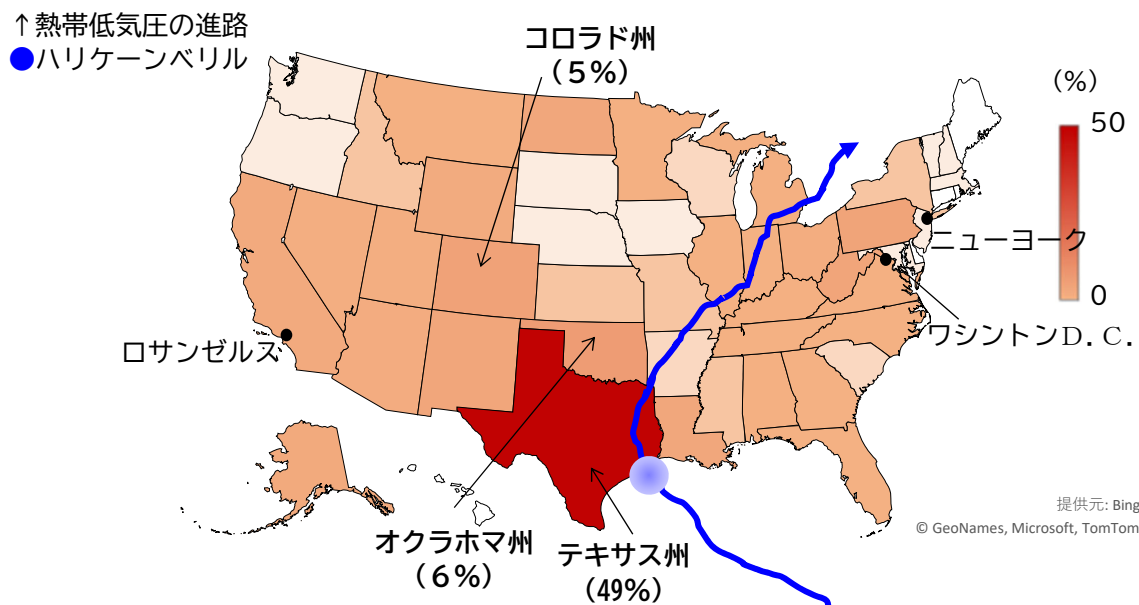
と書くことができることから、以下の近似式が成り立つ。

$$\Delta U \approx \frac{E}{\alpha N^2} \Delta N_N + \frac{E}{\alpha N^2} \Delta N_F + \frac{E}{\alpha^2 N} \Delta \alpha - \frac{1}{\alpha N} \Delta E$$

このため、上記近似式から、右辺第一項をアメリカ生まれ人口要因、第二項を外国生まれ人口要因、第三項を労働参加率要因、第四項を就業者数要因として、失業率の前月差を要因分解ができる。第2-1-77図は、上記近似式を用いて失業率の2023年1月以降の累積変化を要因分解したものである。

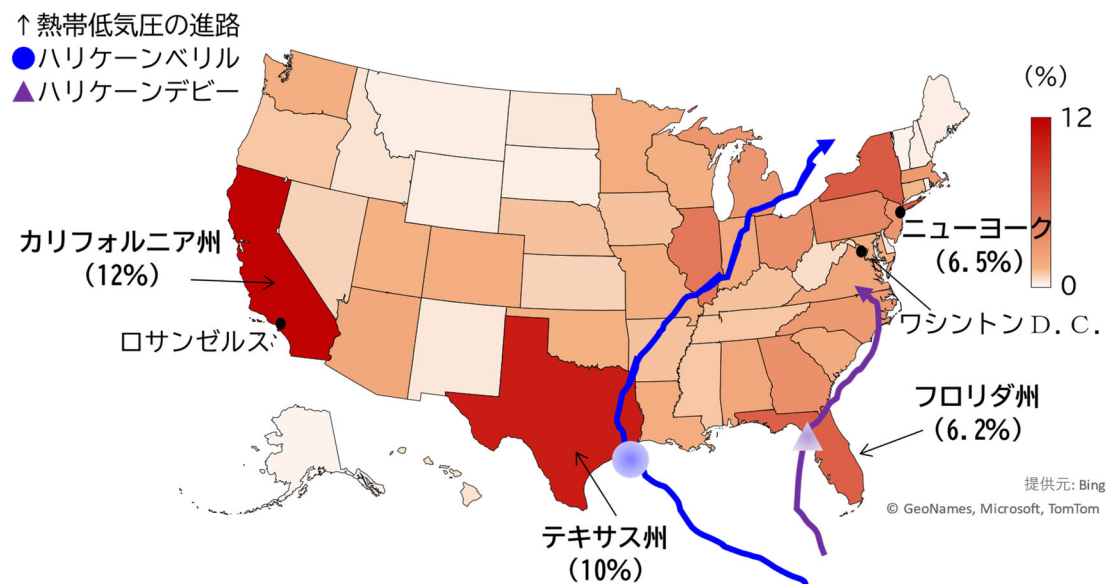
付図2-3 ハリケーンの進路と産業別付加価値シェア

図1 鉱業の付加価値シェアとハリケーン・ベリル



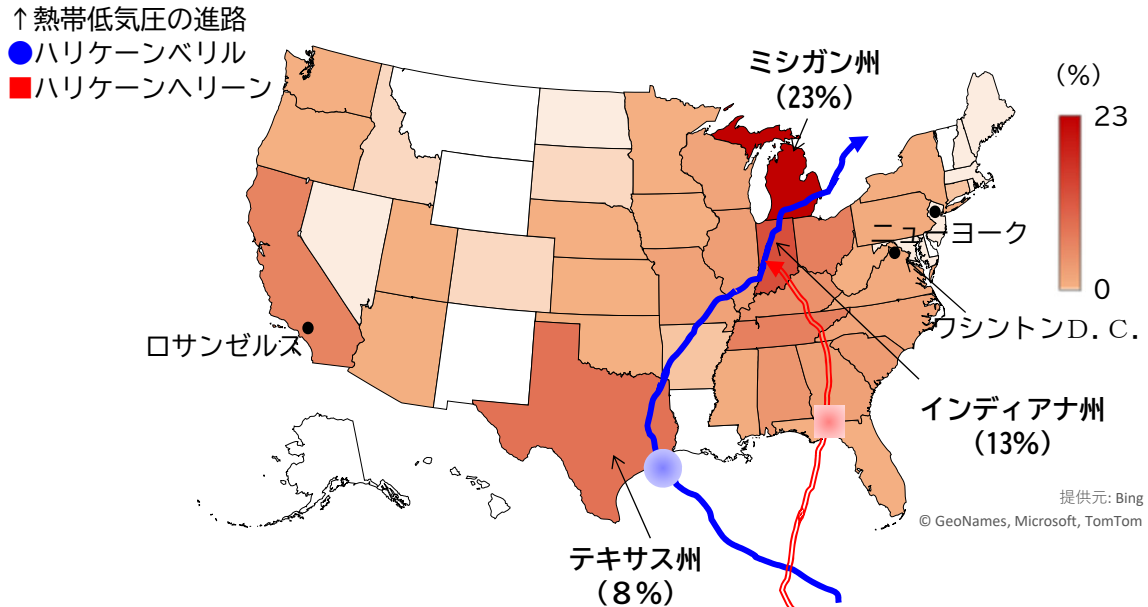
(備考) アメリカ商務省、アメリカ海洋大気庁により作成。鉱業の付加価値シェアは、各州の鉱業の名目付加価値が全米の鉱業の名目付加価値に占めるシェア。2023年値。

図2 公益の付加価値シェアとハリケーン・ベリル、デビー



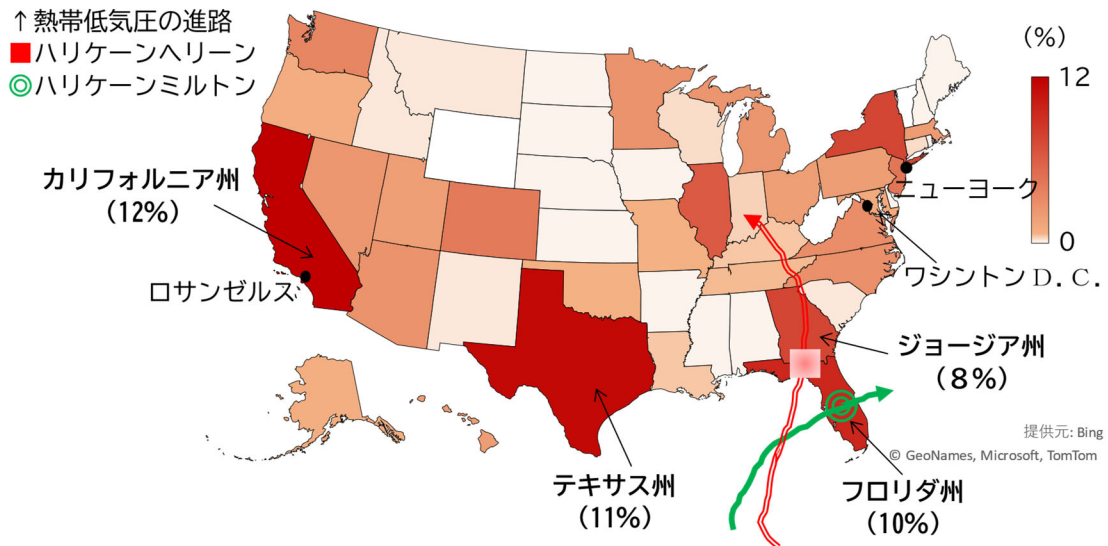
(備考) アメリカ商務省、アメリカ海洋大気庁により作成。公益の付加価値シェアは、各州の公益の名目付加価値が全米の自動車・同部品の名目付加価値に占めるシェア。2023年値。

図3 自動車・同部品の付加価値シェアとハリケーン・ベリル、ヘリーン



(備考) アメリカ商務省、アメリカ海洋大気庁により作成。自動車・同部品の付加価値シェアは、各州の自動車・同部品の名目付加価値が全米の自動車・同部品の名目付加価値に占めるシェア。2023年値。

図4 航空輸送の付加価値シェアとハリケーン・ヘリーン、ミルトン



(備考) アメリカ商務省、アメリカ海洋大気庁により作成。航空輸送の付加価値シェアは、各州の航空輸送の名目付加価値が全米の航空輸送の名目付加価値に占めるシェア。2023年値。