

## みずほマーケット・トピック(2024 年 4 月 18 日)

## IMF 世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～

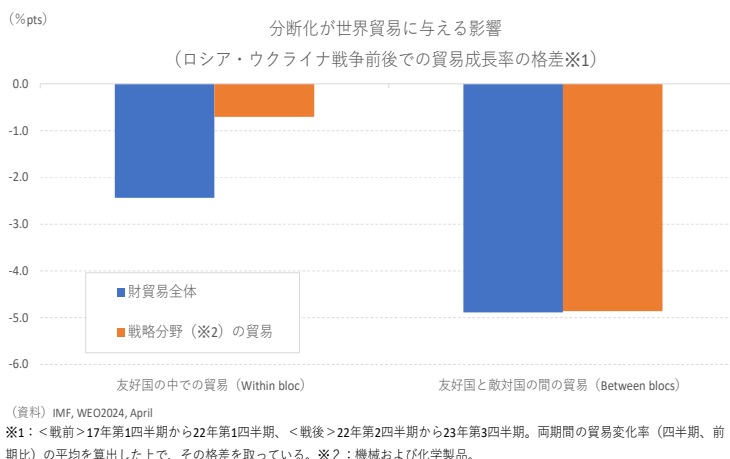
一昨日は IMF から春季世界経済見通し(WEO)が公表されている。昨年 4 月の WEO では地政学リスクを背景に世界の直接投資行動が分断化(fragmentation)しており、それはグローバリゼーションの巻き戻し、さしずめ「スローバリゼーション(slowbalization)」であるとの議論が展開された。今回、スローバリゼーションというフレーズこそ使われていないものの、引き続き重要なテーマとして明らかに意識されている。貿易や直接投資のような国境を越える経済活動は明らかに細っており、それが世界経済の効率性を損ない、結果的にインフレ圧力の残存に繋がっている可能性は否めず。今年に入ってから米国の中立金利水準がシフトアップしているという議論が捗々しいが、これもスローバリゼーションの一環という可能性も。構造的にインフレが粘着性を伴っているという立場を取るならば、FRB 利下げへの道のりは大分遠く、あったとしても大きな利下げ幅は期待しかねるという含意になる。円安に悩む日本にとっては頭の痛い話だが、日本にとっては対内直接投資を引き込みやすい環境にはなっているという前向きな見方も可能。

## ～米国のおかげで「steady」な世界経済～

一昨日は IMF から春季世界経済見通し(WEO)が公表されている。2024 年の世界経済の実質 GDP 成長率は今年 1 月の暫定改定値から+0.1%ポイント引き上げられ+3.2%とされた。今回のサブタイトル「Steady but Slow: Resilience amid Divergenc(安定かつ緩慢、まちまちな様相の中、強靱性も)」はインフレ高止まり、欧州および中国の低迷、2 つの地域にまたがる戦争の継続などの逆風にもかかわらず大崩れすることのない世界経済の近況を良く表している。もっとも、世界経済の大崩れを支えているのはほぼ米国であり、同国の 2024 年の成長率は+2.1%から+2.7%へ 3 か月で+0.6%ポイントも引き上げられている。これに対し、ユーロ圏は+0.9%から+0.8%へ▲0.1%ポイント、日本は+0.9%で横ばい、中国も+4.6%で横ばいと殆ど上方修正に貢献できていない。米国だけであれば「steady(安定)」だったところ、他国も合わせると「slow(緩慢)」というのが実情である。

## ～スローバリゼーション、再び～

1 年前となる 2023 年 4 月の WEO では地政学リスクを背景に世界の直接投資行動が分断化(fragmentation)しており、それはグローバリゼーションの巻き戻し、さしずめ「スローバリゼーション(slowbalization)」であるとの議論が展開されており、本欄でも詳しく取り扱った。今回、スローバリゼーションというフレーズこそ使われていないものの、最初の BOX



欄で「国際貿易に既に影響を与えつつある分断(Fragmentation Is Already Affecting International Trade)」と題した分析が披露されている。ここでの分析ではまず、世界経済を 2 つブロックに分けている。1 つは仮想的なブロック A として「オーストラリア、カナダ、欧州連合、ニュージーランド、アメリカ合衆国からなるブロック」、もう 1 つは仮想的なブロック B として「中国、ロシア、および 2022 年 3 月 2 日の国連総会でロシアに味方した国々からなるブロック」に分けている。それぞれのブロックについてロシア・ウクライナ戦争前後に関する貿易変化率を算出し、減少幅を比較している(期間は図中の注釈を参照)。

前頁図に示されるように、貿易全体で見た場合、ブロック内とブロック間では減少幅が倍以上違っており、特に戦略分野(機械や化学製品など)の貿易に限って言えば、ブロック内では殆ど減少が見られないのに対し、ブロック間では大幅に減少している。ロシア・ウクライナ戦争に端を発する分断は世界貿易を確実に分断しており、後述するように、目下収まることのないインフレ高進の背景としても一考に値するのではないと思われる。

なお、BOX 欄では特に米中の貿易関係が弱くなっていることにも言及があり、米国の輸入総額に占める中国のシェアは 2017 年の 22%から 2023 年は 14%へ約▲8%ポイントも減少したことが指摘されている。2017 年が起点とされているのは当然、トランプ政権発足に合わせたものであり、今年 11 月に再選を果たせば、この動きがさらに加速するということも意味する。ちなみに米国が有していた中国拠点も 2017 年から 2022 年に間にメキシコやベトナムなどへリバランスされており、サプライチェーンが間延びし、効率性が犠牲にされているとの指摘もある。こうした直接投資の引き揚げと再構築を巡る動きに関し、1 年前の WEO を受けて本欄では以下のように記述していた:

- 企業が FDI の再構築(relocation)を検討する際、直接投資を行う国(多くは先進国)に対して政治的な距離がある国(多くは新興国)は FDI の流出に見舞われやすくなる。結果的に、FDI が流入する国と流出する国の分断化が深まっていけば、世界経済のアウトプット(生産量)は大きなロスを被るというのが IMF の分析である。

実際、IMF の分析と懸念通りに世界経済の分断と減速は進展しているのが現状と見受けられる。

### ～スローバリゼーションとインフレ～

今回の WEO においては、BOX 欄以外でも「分断(fragmentation)」のフレーズは頻出しており、報告書全体で検索すると 202 ページで計 45 回も登場する。世界経済を語る上での重要な事実となっているのは間違いないだろう。例えば数あるダウンサイドリスクの 1 つとして「地形学的な分断の強まり(Geoeconomic fragmentation intensifying)」が挙げられており、これによって「証券投資および直接投資のフローが削減され、技術革新や新しい科学技術の採用も遅れる。また、資源取引も制限されるため、生産量や資源価格の乱高下に繋がる」と明記されている。こうした点も 1 年前の WEO で再三懸念されていた経済現象である。実際、ダウンサイドリスクが記述されている部分には昨年 WEO や GFSR を参照にせよ、とも付記されている。

こうして貿易や直接投資のような国境を越える必要のある経済活動が効率性を失い、今までもよりも時間やコストをかける必要が出てきてしまったことが、思い通りに制御できないインフレの背景に

あるのではないか。これらは煎じ詰めれば生産性の低下を意味する。経済活動における生産性が損なわれれば、価格は抑制されず、上昇する方向に力がかかる。今年に入ってから米国の中立金利水準がシフトアップしているという議論が捗々しいが、これもスローバリゼーションの一環として起きている現象という考え方もある。構造的にインフレや高金利が粘着性を持ち始めているのだとすれば、米国の利下げへの道のりは大分遠く、あったとしても大きな利下げ幅は期待しかねるという含意になる。円安に悩む日本にとっては頭の痛い議論である。一方、西側陣営に属する日本にとっては直接投資を引き込みやすい国際環境になっているという前向きな理解も可能ではあろう。

金融市場部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です  
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                                      |
|-------------|-----------------------------------------------------------------|
| 2024年4月17日  | 前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～                                          |
| 2024年4月16日  | 最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安                                         |
| 2024年4月15日  | 依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～                                      |
| 2024年4月12日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)<br>週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～) |
| 2024年4月11日  | 「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～                                    |
| 2024年4月10日  | 過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～                                      |
| 2024年4月9日   | 対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ                                |
| 2024年4月8日   | 独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～                                            |
| 2024年4月5日   | 週末版                                                             |
| 2024年4月4日   | ECBは6月利下げに向けて第一関門突破                                             |
| 2024年4月3日   | 外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)                                    |
| 2024年4月2日   | デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？                                        |
| 2024年4月1日   | デジタル赤字は日本だけの問題なのか？                                              |
| 2024年3月29日  | 週末版                                                             |
| 2024年3月27日  | 円安・円高双方のリスクになる連続利上げ                                             |
| 2024年3月25日  | 23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～                                    |
| 2024年3月22日  | 週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)                                 |
| 2024年3月21日  | 「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～                                    |
| 2024年3月18日  | 「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場                                         |
| 2024年3月15日  | 週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)                             |
| 2024年3月14日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)                                     |
| 2024年3月13日  | 春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～                                     |
| 2024年3月12日  | 最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～                                        |
| 2024年3月11日  | 最大の円高リスクは日銀の連続利上げ                                               |
| 2024年3月8日   | 週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)                                     |
| 2024年3月6日   | 世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～                                          |
| 2024年3月5日   | ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～                                       |
| 2024年3月1日   | 週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)                       |
| 2024年2月27日  | ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～                                             |
| 2024年2月26日  | 日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～                                            |
| 2024年2月22日  | 週末版                                                             |
| 2024年2月21日  | 1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～                                       |
| 2024年2月20日  | 日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～                                        |
| 2024年2月16日  | 週末版                                                             |
| 2024年2月15日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)<br>本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～            |
| 2024年2月14日  | 「新時代の赤字」と原油と同質性                                                 |
| 2024年2月13日  | 投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～                                        |
| 2024年2月9日   | 週末版                                                             |
| 2024年2月8日   | 仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～                                             |
| 2024年2月7日   | PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～                                  |
| 2024年2月2日   | 週末版(ソフトラディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)                              |
| 2024年2月1日   | FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～                                         |
| 2024年1月29日  | 日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～                                          |
| 2024年1月25日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)                                   |
| 2024年1月24日  | 日銀金融政策決定会合～繰り込んで円安の怖さ～                                          |
| 2024年1月23日  | ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～                                          |
| 2024年1月22日  | 「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い                                           |
| 2024年1月19日  | 週末版                                                             |
| 2024年1月18日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)<br>「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～          |
| 2024年1月17日  | 「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ                                         |
| 2024年1月16日  | マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～                                      |
| 2024年1月15日  | マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～                                      |
| 2024年1月12日  | 週末版                                                             |
| 2024年1月11日  | ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～                                           |
| 2024年1月10日  | 震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～                                      |
| 2024年1月9日   | 米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～                                         |
| 2024年1月5日   | 週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)                         |
| 2024年1月4日   | 24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」                                       |
| 2023年12月22日 | 週末版(本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～)                        |
| 2023年12月20日 | 日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～                                        |
| 2023年12月18日 | 2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～                                      |
| 2023年12月15日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)                                |
| 2023年12月14日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)<br>FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～      |
| 2023年12月13日 | 最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～                                         |
| 2023年12月12日 | 12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～                                     |
| 2023年12月11日 | 24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～                                    |
| 2023年12月8日  | 週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)                                    |
| 2023年12月7日  | ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～                                       |
| 2023年12月6日  | 対内直接投資の胎動と今後への展望                                                |
| 2023年12月4日  | 24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～                                       |
| 2023年12月1日  | 週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)                         |
| 2023年11月28日 | ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望                                            |
| 2023年11月24日 | 週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)                                |
| 2023年11月21日 | 円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～                                        |
| 2023年11月20日 | 過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)                                        |
| 2023年11月17日 | 週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)                              |
| 2023年11月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)<br>1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか        |
| 2023年11月14日 | ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか                                         |
| 2023年11月13日 | 24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～                                     |
| 2023年11月10日 | 週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)                            |
| 2023年11月9日  | 「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～                                    |
| 2023年11月2日  | 週末版                                                             |
| 2023年10月30日 | 150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～                                       |
| 2023年10月27日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)                         |
| 2023年10月26日 | ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～                                      |
| 2023年10月23日 | サービス収支に透ける製造業の行動変化                                              |
| 2023年10月20日 | 週末版                                                             |
| 2023年10月19日 | 本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～                                      |