

## 慎重な景気予測が大ハズレした理由

先進国で続く製造業の低迷。それでも景気後退は起こらなかった。経済常識は変わってしまったのか。

森田長太郎 オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう  
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影：大澤 誠



数々の不安要素が指摘される中で米国をはじめとした先進国経済は堅調を維持している

2 024年の世界経済の動きを一言で表すと、「慎重な見方が裏切られた1年」ということになるのではないかと。

ちょうど1年前、米国でも欧州でも、高インフレを抑えるためそれ以前の2年間に行われた急激かつ大幅な利上げの影響によって、景気は減速に向かい、場合によってはリセッション（景気後退）が起ころうかもしれないと懸念されていた。この予想を最も大きく裏切ったのが米国経済だった。1年前の市場では24年の米国の経済成長率は1%強と予想されていたが、実際には3%近くになりそうだと。

米国を筆頭として予想外に堅調なコースをたどった24年の世界経済だが、その中身を見ると特徴的な動きがいくつかあった。景気減速予想が裏切られた主な要因は①インフレの沈静化に伴い実質賃金

が上昇したこと、②ユーロ圏を除く地域、とくに米国で拡張的な財政運営が続いたことだ。それ以外に各地域で共通する特徴的な動きとして指摘できるのは、製造業が総じて低迷を続ける中でサービス業主導の景気拡大となったことである。

製造業とサービス業の格差を各国のPMI（購買担当者景気指数）の1年間の平均値で見ると、米国は製造業が50で、サービス業が55。ユーロ圏はそれぞれ46、52。日本は49、53だった（50が中立水準）。一般的に製造業の振幅はサービス業よりも大きく、景気のボトム（大底）付近では製造業が相対的に低くなり、景気の回復とともに製造業がサービス業を上回って、成熟段階でサービス業が徐々にキャッチアップする、というパターンになる。景気サイクルのボトムから1〜2年が経過した24年に、製造業の水準がこれだけサービス業の水準を下回っている状況は異例である。

世界的に見られるサービス業の対製造業での優位、そしてサービス業主体でここまで経済成長が維持されている状況は、いったい何を意味しているのか。

製造業が低迷している1つ目の要因は、コロナ禍初期段階におけ

る「モノの需要」急増に対する反動がまだ続いているということ。2つ目の要因は、金融危機以降に世界の製造業の牽引車となっていた、中国経済の低迷が続いていることである。そして、最大の理由といえそうなのが、モノの分野においてグローバルな需要を牽引するほどの大ヒット消費財がコロナ禍前からなくなっていることだ。過去2年間、米国だけでなく世界の株式市場を牽引してきたエヌビディアは、自らは生産ラインを持たないファブレス企業であり、携帯電話などと異なりAI（人工知能）は消費財ではない。

これまでの経済的な常識として、生産性の伸び率は製造業のほうがサービス業より高く、製造業が成長を牽引する国・地域では経済成長率も高くなるというのがあった。しかし、現在の主要先進国を比べると、経済全体に占める製造業の比率が最も低く、その比率が低下し続けている米国の生産性の伸びが最も大きくて、経済成長率も最も高い。逆に、製造業の比率が上昇し続けている日本などの生産性の伸びは小さいという構図になっている。さらに過去1〜2年における主要先進国での大きなトピックとして、欧州の製造業大国であったドイツの成長低迷もある。

サービス産業が経済成長を牽引する構図が世界的に強まった結果として、景気の振幅が小さくなるという大きなプラスの効果も生じつつある。一般的に製造業は付加価値単位当たりの設備ストックの水準がサービス業よりも高く、投資サイクルの振幅を生みやすい。とくに米国では、付加価値ベースの製造業比率は10%程度まで低下していることから、投資の調整の結果としての景気後退は発生しにくくなっている。

### 世界経済が変調する日

では、サービス業が牽引する米  
国経済と、製造業の比率が高い日  
本やドイツ、中国などの成長格  
差は今後も開き続けるという、シ

ンプルな結論で終わってしまうのか。そして、その構図の中で米国が牽引して世界経済の堅調な成長が続いていくという結論は変わらぬのだろうか。

おそらく、当面のところはこの結論が大きく変わることはなさそうだ。しかし長期的には、少し異なる側面も見えてくるように思われる。

そもそも、将来的には製造業とサービス業の境界自体がそうとう曖昧になってくる可能性がある。すでに主要な製造業の現場ではデジタルテクノロジーの占める比率が以前に比べて格段に上昇している。IoT（モノのインターネット）がキーワード化したのはまさにこの状況を指す。そして現在の

米国の経済成長を牽引しているといわれるAI技術の進展は、巨大なデータセンターの増設と膨大な電力需要を伴うものだ。そこには「製造業＝機械設備投資」「サービス業＝労働集約」というステレオタイプとは懸け離れた、新たな構図ができ上がりつつある。

その意味では、「従来型の製造業の投資循環」を起点とする大きな景気調整は今後も起こらないかもしれない。だが、デジタルあるいはソフトウェア技術と生産活動が複合的に関係するような形で大きな投資調整が起こることが将来的にないとはいえない。そうした事象が起きたとき、現在の「米  
国主導の堅調な世界経済」の構図  
が変調を来す可能性もある。

### 1月6～12日の経済日程

6日(月)

東京証券取引所・大発会  
独2024年12月CPI  
(消費者物価指数)発表  
米24年12月PMI  
(購買担当者景気指数)発表

7日(火)

ユーロ圏24年12月CPI発表  
米24年11月貿易収支発表  
米24年12月ISM  
非製造業景況指数発表

8日(水)

米24年12月FOMC  
(連邦公開市場委員会)議事要旨  
公表

9日(木)

ユーロ圏24年11月小売売上高発表

10日(金)

米24年12月雇用統計発表