

## 要旨

2016年半から続く安定した回復基調は今後も継続し、2018-19年の世界経済の成長率は、2017年と同じ水準を維持すると予測される。しかしその一方で成長にはばらつきが見られるようになり、一部の主要経済国ではすでに成長率がピークに達した可能性がある。世界経済成長に対する下振れリスクが過去6カ月の間に強まっており、予期せぬ上振れの可能性は遠のいている。

2018-19年の世界経済の成長率は3.7%と予想され、両年ともに今年4月時点での予測を0.2%ポイント下回る。アメリカ合衆国では財政刺激策の規模が引き続き拡大する中、依然として成長の勢いは強い。しかし、2000億ドル相当の中国からの輸入品に対する関税追加も含め、最近米国が発表した貿易措置の結果として、同国の2019年の成長予測は引き下げられている。ユーロ圏、イギリスについては、2018年前半に経済活動に対する予期せぬ抑制がかかったことから、成長予測が下方修正された。新興市場国と開発途上国に関しては、石油価格の上昇を背景に多くのエネルギー輸出国の成長見通しが引き上げられたが、アルゼンチン、ブラジル、イラン、トルコなどの国々については、金融環境の引き締めや地政学的な緊張、石油の輸入金額の上昇といった各国特有の要因が反映された結果、予想が下方修正された。最近発表された貿易措置を受けて、中国をはじめ複数のアジア諸国の経済成長にも、2019年には若干の減速が予測される。今後2、3年より先については、GDPギャップが縮まり、金融政策の正常化が続くことから、大半の先進国の成長率は10年前の世界金融危機以前の平均を大きく下回る水準である潜在成長率まで低下すると予想される。生産年齢人口の伸び率の鈍化と生産性の低迷が、中期的成長率の低下の第一の要因である。米国では、金融引き締めサイクルがピークに達すると予想される2020年に財政刺激策が解除されることから、成長は減速していくとみられる。中国では依然として堅調な成長が続くが、成長率は徐々に低下していくことが予想される。新興市場国および開発途上国の一部については、1人あたり成長率をはじめ、見通しは低調であり、この中には高い財

政健全化のニーズに直面している、または戦争や紛争が長期化している一次産品輸出国も含まれる。

政策の不確実性が高いことを背景に、世界経済の成長に対するリスクは下振れリスクが優勢である。高まる貿易障壁や、ファンダメンタルズが弱く政治的リスクが高い新興市場国からの資本フローの逆流など、2018年4月の「世界経済見通し(WEO)」で言及した下振れリスクの一部は、現在さらに顕著になっているか、もしくは部分的に現実のものとなりつつある。先進国では、金融市場の緩和的な環境が続く一方で、例えば貿易摩擦や政策不確実性が高まったとしたら、急速な引き締まりが起きるだろう。金融政策も、変化を引き起こす要因のひとつとなりうる。米国経済は完全雇用を超える水準にあるが、それにもかかわらず市場が予期する利上げのペースは連邦準備制度が計画するペースよりも緩やかである。したがって米国で物価上昇率が予想以上に高まると、投資家らが突然リスクの再評価を始めることになりかねない。先進国で金融環境が引き締まると、破壊的な影響を伴うポートフォリオの調整や急激な為替相場の変動が起きたり、特に脆弱性の高い国を中心に、新興市場国への資本フローがさらに減少したりする可能性がある。

現在の景気回復に伴って雇用と所得が増加し、バランスシートが強化されると同時に、バッファーを再構築する機会がもたらされた。しかし下振れリスクが上振れリスクを上回りつつある中、堅固で包摂的な成長の可能性を高める政策の実施は緊急性を増している。構造変化に対する保護主義的な対応を避け、財とサービスの貿易の継続的な成長を促進する協調的な解決策を見つけることが、世界経済の成長を維持・拡大していくためには依然として不可欠である。多くの国々の成長率が潜在成長率を上回るという状況の中、政策当局者は中期的に所得を引き上げ、皆に利益をもたらす改革の策定を目指すべきである。過剰生産能力の縮小と高まる下振れリスクを前にして、多くの国々が財政バッファーを再構築し、金融環境が急激に引き締められかねない状況に対して強靱性を強化する必要がある。

先進諸国では2017年下半期に経済活動がピークに達した後、2018年の上半期に勢いがやや衰えた。ユーロ圏とイギリスでは成長率が予測を下回った。世界貿易と工業生産の成長率は下降し、一部の高頻度指標は減速を示した。コアインフレ率は先進諸国間で大きなばらつきがみられ、ユーロ圏と日本では目標値を大きく下回ったが、イギリスと米国ではターゲットに近づいている。新興市場国と開発途上国については、エネルギー輸出国の経済活動は少しずつ改善を続けたが、一部の輸入国ではペースダウンしている。特に、国特有の要因と投資家心理の悪化も影響したアルゼンチン、ブラジル、トルコでは、経済活動がより著しく減速した。物価上昇率は新興市場国と開発途上国で全体的に上昇したが、これは一部、通貨の下落の浸透効果が反映された結果である。新興市場国と開発途上国の多くで金融環境がタイトになっている一方で、先進国では、米国でフェデラル・ファンド金利が上昇を続けているにもかかわらず、依然として成長を支持する環境が続いている。

2018-19年の世界経済の成長率は、2018年4月の「世界経済見通し(WEO)」の予測値を0.2%ポイント下回る3.7%と予想され、中期的に成長ペースが緩やかになるとみられる。世界の金融環境は金融政策の正常化につれて引き締まる見通しであり、4月以降実施された貿易措置が、2019年以後の経済活動を圧迫するだろう。米国では財政政策の結果として、2020年以降に勢いが失われるとみられる。中国の成長は、与信拡大のペースダウンと貿易障壁の高まりとともに減速すると考えられる。先進国では、生産年齢人口の増加率の著しい低下と生産性の低迷が、中期的な潜在産出量の伸びを妨げるだろう。新興市場国と開発途上国については、中期予測は一樣ではない。トルコを除くアジアやヨーロッパの新興市場国では明るい見通しが続くが、ラテンアメリカ、中東、サブサハラアフリカについては振るわず、一次産品輸出国の中期見通しは、現在の回復基調にもかかわらず依然とし

て全体的に低調であり、経済の多様化と財政の調整が必要とされる。イランに関する2018-19年の成長予想は、米国による制裁の再発動の影響を反映し、大きく下方修正された。トルコでは、市場の混乱や通貨の暴落、高まる不確実性が投資と消費需要を圧迫すると予想され、これらを理由に成長予想が大幅に引き下げられた。最近発表された貿易措置を受け、中国をはじめ複数のアジア諸国の成長見通しも下方修正されている。購買力平価基準で世界GDPの10%に相当する45カ国あまりの新興市場国・開発途上国において、2018-23年の1人あたりの経済成長が先進国の値を下回ると予想され、生活水準の面でさらに後れを取るようになるだろう。

世界経済成長予測に対するリスクは、短期的にも、それ以降についても、下振れリスクが優勢である。成長の勢いが鈍り、新興市場国と開発途上国の金融環境が以前よりタイトになっていることから、予期せぬ上振れの可能性は後退している。同時に、貿易障壁の拡大や、アルゼンチンやトルコといった対外ポジションが弱い新興市場国からの資本フローの逆流など、2018年4月の「世界経済見通し(WEO)」で明示された下振れリスクのいくつかが現在さらに顕著になっているか、もしくは部分的に現実のものとなっている。

世界経済見通しを脅かす主な要素としては、貿易摩擦の激化と、ルールに基づいた多角的貿易体制の放棄の可能性が挙げられる。2018年4月の「世界経済見通し(WEO)」以降、保護主義的な主張がだんだんと実行に移されており、中国から輸入する2000億ドル相当の製品を含め、米国が様々な輸入品に関税を課しているのに対し、貿易相手は報復措置や別の保護措置を実施または予告している。貿易摩擦が激しさを増し、それに伴って政策の不確実性が高まれば、経済活動と金融市場のセンチメントが落ち込み、金融市場のボラティリティが高まり、投資と貿易がペースダウンする。

貿易障壁が高くなれば、世界のサプライチェーンの混乱や新技術の伝播の減速が引き起こされ、最終的に世界の生産性と繁栄を妨げることになる。輸入制限が増えれば、貿易消費財の価格が上がり、低所得世帯が不釣り合いに大きな打撃を受けることになるだろう。

現時点ではまだ緩和的である金融環境が、先進国のより積極的な金融政策引き締めやその他のリスクの現実化によって市場センチメントが変化した結果、急激に引き締まることもあり得る。このような動きは、数年間にわたって蓄積されてきた脆弱性を顕在化させ、信頼を揺るがせると同時に、ベースライン成長予測の重要な決定要因のひとつである投資を停滞させるだろう。中期的にリスクを生じさせているのは、金融の脆弱性が今後も高まる可能性、低調な経済成長が見通される中での持続不可能なマクロ経済政策の実施、不平等の拡大、主流の経済政策に対する信頼の低下である。その他一連の非経済的リスクも関係している。これらのリスクがひとつでも現実化すれば、他にも負の変化が生じる可能性は高まるだろう。

回復基調が続く今の環境は、次の景気後退に備えてバッファーを構築し、金融環境が急激に引き締めかねない状況に対する耐性を強化すると同時に、成長の勢いを強めつつ皆に利益がもたらされるように行き渡らせ、中期的成長を加速させるような政策と改革を多国間レベルと国レベルの両方で実施する機会となっているものの、この期間は短くなりつつなる。

### 協力を促進

世界の国々は、それぞれの国境を越えて広がる課題に取り組むために力を合わせる必要がある。数十年間にわたるルールに基づいた世界貿易の統合の成果を維持し、拡大していくために、国々は協力して貿易のコストをさらに下げ、歪みを生じさせる障壁を増やすことなく、意見の相違を解決し

ていくべきである。協調的な努力はまた、金融規制の改革アジェンダの達成や国際課税の推進、サイバーセキュリティの強化、腐敗の撲滅、気候変動の緩和と適応に向けても、必要不可欠である。

### インフレ率を目標まで引き上げ、バッファーを構築し、過剰な不均衡に歯止めをかける

物価上昇率が低い国では金融緩和を続ける必要があるが、インフレ率が目標に近づいている国ではデータに基づいた正常化を、十分に周知を行ったうえで慎重に実行するべきである。次の景気後退期に向けたバッファーの再構築を目標とする財政政策が必要であり、潜在GDPと包摂性を支えるような公共支出・歳入の構成を決定しなくてはならない。米国をはじめとする、過剰な経常赤字と持続不可能な財政状況を抱えた完全雇用またはそれに近い国々では、公的債務を安定させて最終的には削減する必要がある。世界的な不均衡の拡大を助長し、米国と世界の経済に対するリスクを高めることになった景気循環増幅的な刺激策は撤回するべきである。一方でドイツのように経常黒字が過剰でかつ財政余力がある国は、潜在成長率を引き上げ、対外不均衡を解消するために公共投資を拡大するべきである。

### より包摂的で高度な成長の可能性を強化

あらゆる国が、生産性を向上させ、利益が広く分かち合われるように、構造改革と政策を導入するための好機をつかむ必要がある。その手段として例えば、技術の革新と伝播を推進する、女性と若者を中心に労働市場参加率を上昇させる、構造変化によって職を失った人々を支援する、教育と訓練に投資して雇用機会を増やすといった方法が挙げられる。

### 強靭性を構築

マクロプルーデンス政策とミクロプルーデンス政策は、金融バッファーの構築、レバレッジの上昇の抑制、過剰なリスクテイクの制限、サイバーセキュリ

ティへの脅威も含めた金融安定リスクの抑制といった課題に直面している。ユーロ圏内ではバランスシートの修復が依然として必要である。新興市場国は偶発債務とバランスシート mismatches の予防に努めるべきである。中国は最近の取り組みを土台として、たとえ一時的に成長が減速したとしても、今後も与信拡大を抑え、金融リスクに対処していく必要がある。第2章の主な所見のひとつとして、世界金融危機以前に財政状態がより健全であった国々と、為替相場制がより柔軟だった国々は、生産の損失が比較的少なかったことが示されている。マクロプルーデンス政策と有効な監督の重要性を強調する結果であるが、世界金融危機以前に金融脆弱性が高かった国は、より深刻な GDP 損失に苦しんだ。第3章の分析では、新興市場国と開発途上国が諸制度の強化を通じて利益を得るための重要な方策に焦点が当てられている。世界の金融環境が正常化しつつある現段階では、インフレ期待を効果的にアンカリングする信頼性の高い金融政策の枠組みによって、インフレと産出量の間のトレードオフを改善し、マイナスの外的ショックに対する経済の強靭性を高めることが可能である。

### 低所得開発途上国にとっての 収斂の見通しを改善

国連の持続可能な開発のための2030アジェンダに向けた継続的な進歩は、経済的な安全保障を強化し、世界人口に占める割合が増えている人々の生活水準を向上させていくために必要不可欠である。低所得開発途上国が一般的に大規模な公的債務を抱えていることから、これらの国々は財政状態を強化するために大きく前進すると同時に、貧困削減に向けて対象を的確に絞った措置を優先的に実施していく必要がある。また各国が金融制度の耐性を高めていかななくてはならない。人的資本への投資や、融資を受ける機会の拡大、インフラギャップの解消によって、経済の多様化を促進し、気候ショックに適応する能力を向上させることができるだろう。