

## 世界経済回復の断層線 亀裂の広がり

- 2021年4月の「世界経済見通し(WEO)」における予測以降、経済見通しをめぐる各国間の差はさらに拡大している。ワクチンへのアクセスが世界経済の回復を二分する主要な断層線として浮上している。ワクチンを利用できるかによって、本年後半に経済活動のさらなる正常化が期待できる国々(ほぼすべての先進国)と、引き続き感染の再拡大や新型コロナによる死者数の増加に直面することになる国々という2つのブロックに分かれているのだ。しかしながら、現在のところ感染者数が非常に少ない国々でも、別の場所でウイルスが流行している限り、回復は確実とはならない。
- 世界経済は2021年に6.0%、2022年に4.9%の成長を遂げると予測されている。世界全体の2021年の成長率予測は2021年4月WEOの数値から変わっていないが、相互に相殺し合う修正がなされている。新興市場国・発展途上国についてはアジアの新興市場国を中心に2021年の見通しが下方修正されている。対照的に先進国の見通しは上方修正された。これらの改訂はパンデミックの動向と政策支援の変化を反映している。2022年の予測が0.5%ポイント上方修正されているのは、先進国、とりわけ米国の予測が上方修正されたことに主に起因している。これは、米国で2021年後半に追加財政支援の立法化が予期されていることと、より広く先進国全体で医療指標の改善が見られることを反映している。
- 最近の物価上昇圧力は、主としてパンデミックに関連した異例の動きと一時的な需給ミスマッチを反映したものである。こうした混乱がひととおり物価に反映されてしまえば、不確実性は高い状態が続くが、物価上昇率は2022年には大半の国でパンデミック以前のレンジを回復すると見込まれる。一部の新興市場国・発展途上国においても、食料価格の上昇などに関連して、物価上昇率が高い水準となることが予想される。中央銀行は、概して一時的な物価上昇圧力を無視し、基調的な物価ダイナミクスがより明らかになるまでは引き締めを回避すべきである。金融政策見通しに関する中央銀行の明確なコミュニケーションが、インフレ期待を形成し、金融環境の時期尚早なタイト化を防ぐ上で鍵となる。しかしながら、そうした一時的な圧力がより持続的なものになるリスクがあり、中央銀行は先制的な対応を求められる可能性がある。
- 世界経済のベースライン予測を取り巻くリスクは下向きとなっている。ワクチンの普及が予想よりも遅ければ、ウイルスのさらなる変異を可能にするだろう。金融環境は、例えばインフレ期待が予想よりも速く上昇した場合に先進国で金融政策見通しの見直しが行われると、急速にタイト化する可能性がある。新興市場国と発展途上国がパンデミックの悪化と外部金融環境の悪化という二重の打撃に見舞われる場合には、回復が後退し、世界経済の成長率は本見通しにおけるベースライン予測を下回ることになるだろう。

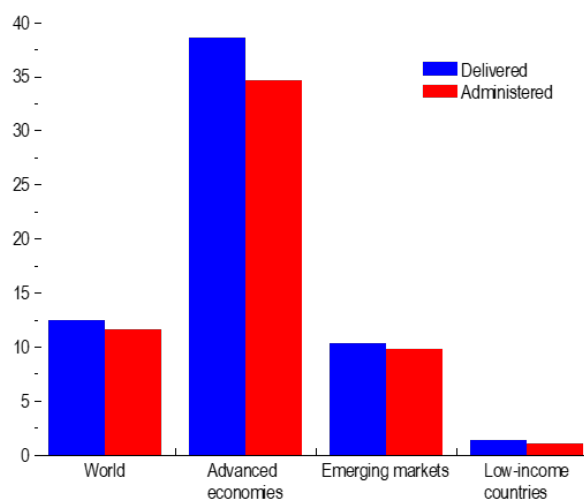
- 多国間行動は、各国間の格差を縮小し、世界経済の見通しを改善する上で、非常に重要な役割を担っている。当面の優先事項は、世界全体で公平にワクチン接種を進めることである。世界保健機関(WHO)および世界貿易機関(WTO)、世界銀行によって承認されたIMF職員による500億ドルの提案では、パンデミックを終息させるために、明確な目標と実践的な施策を現実的な費用で提示している。資金調達上の制約を抱えている国々は、国際流動性へのスムーズなアクセスも必要としている。IMFが提案した6,500億ドルの特別引出権(SDR)一般配分は、すべての国の準備資産を増強し、流動性の制約の緩和に資することになる。各国は、温室効果ガス排出削減のために共同の取り組みを強化する必要もある。こうした多国間行動は、危機の段階に応じて調整され、持続可能かつ包摂的な回復を促進する国レベルの政策によって補強することができる。協調的かつ正しく方向づけられた政策が実施されるかによって、すべての国が持続的な回復を享受する未来になるか、多くの国が保健危機と戦う一方で少数の国では事態が正常化するという断層の亀裂が広がる未来になるか、明暗が分かれるだろう。後者の未来において正常化が進む国でも、感染再拡大の脅威には常にさらされることになる。

## 見通しを規定する要因

2021年4月の「世界経済見通し(WEO)」公表以降、世界の一部地域ではパンデミックが悪化した。同時に、迅速なワクチン普及が患者数の急速な減少に役立った地域もある。ワクチン普及のペースと政策支援における差が影響して、各国経済の分岐が一層進行しつつある。しかし、感染が制御されているように見えるところでも、円滑で持続的な回復が保証されているわけではない。

**ワクチン:** 先進国では人口の40%近くがワクチン接種を完了している。これに対して、新興市場国ではワクチン接種完了者の割合はその半分以下であり、低所得国ではごくわずかにすぎない(図1)。ワクチンへのアクセスは、本年後半に経済活動のさらなる正常化が期待できる国々(ほぼすべての先進国)と、引き続き感染の再拡大や新型コロナウイルスによる死者数の増加に立ち向かうことになる国々という2つのブロックに世界経済の回復を分断する主要な断層線となっている。現在、サブサハラアフリカが感染の第3波に見舞われているほか、ラテンアメリカの一部では新規死者数が高水準にとどまっております、南・東

Figure 1. Vaccine Courses  
(Percent of population)



Sources: Airfinity, and IMF staff calculations.

Note: Latest data available are for July 6, 2021. Bars show the ratio of vaccine courses needed for full vaccination (two doses generally, but one dose for Johnson & Johnson and CanSino) either delivered or administered to population by WEO economy group.

南アジアの一部では事態への懸念が依然残っている。

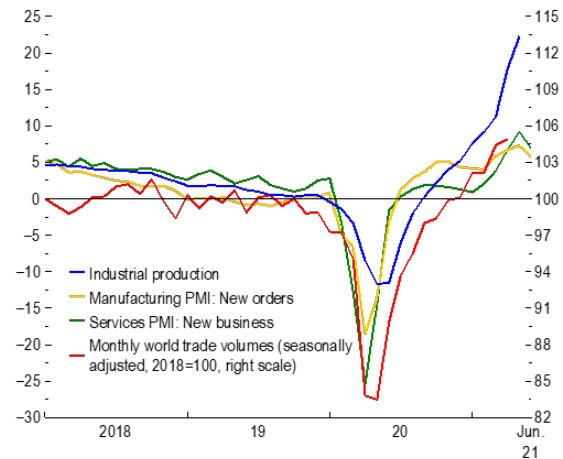
**政策支援:** 分岐にさらに拍車がかかっているのは、米国における大規模な財政支援や、その他の先進国(フランス、ドイツ、イタリア、韓国、イギリスなど)による新規措置の効果が持続しているためだ(「[財政モニター](#)」の[国別新型コロナ対応財政措置データベース](#)を参照)。

他方、多くの新興市場国・発展途上国では、財政バッファの再構築が試みられている。ブラジルやハンガリー、メキシコ、ロシア、トルコなどの国々では、物価上昇圧力を回避するために金融政策の正常化にも着手している。

**新たな変異株と余波、そして需給ミスマッチの影響を受けた不均一な回復:** 第1四半期のGDP実績値は、アジアとラテンアメリカを中心に全体として予想を上回るものとなったが、欧州ではロックダウンの再開によって予想を下回る結果となった。第2四半期の高頻度データは、特に感染がより良く制御されている国々において、回復が製造業以外にもサービス業へと広がっていることを示している(図2)。

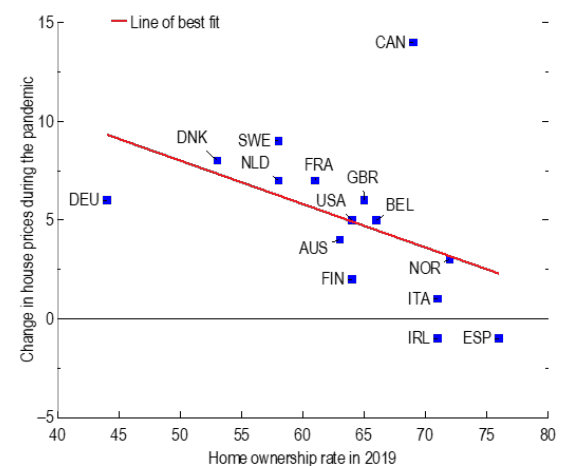
- **新たな変異株:** ある層の住民がウイルスとその変異株に感染しやすい状態が続く限り、安定した回復が保証される場所は存在しない。インドをはじめ新たな感染の波に見舞われた国々では、回復に深刻な後退が生じている。イギリスでは、ワクチンの普及によって入院者数が減少していたにもかかわらず、デルタ株の蔓延によって経済活動再開の最終段階を延期せざるをえなくなった。中国・広東省では、数か月間にわたって新規感染者数が最小限に抑えられていた後に流行が発生したため、5月に移動制限

**Figure 2. Global Activity Indicators**  
(Three-month moving average, annualized percent change, deviations from 50 for PMIs, unless noted otherwise)



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Haver Analytics; Markit Economics; and IMF staff estimates.  
Note: PMI above 50 indicates expansion while below 50 indicates contraction. PMI = purchasing managers' index.

**Figure 3. House Price Acceleration and Pre-Pandemic Home Ownership Rates**  
(Percent)



Sources: Mack and Martinez-Garcia (2011); Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.  
Note: The change in real house price index is calculated between 2019:Q4 and 2020:Q4. The home ownership rate is the share of households owning a home (outright or with a mortgage) pre-pandemic (2019 or previous latest year available).

が課された。同様に、オーストラリアでも6月に対象を絞ったロックダウンが再導入された。

- **余波:** 世界経済が昨年経験した未曾有の激動が引き続き余波をもたらしており、世界の一部地域において回復を圧迫している。輸送コンテナが空のまま寄港数の少ない港に放置されている一方で交通量の多い航路ではその不足が生じており、購買担当者調査で報告されている原材料の納入の遅延につながっている。
- **需給ミスマッチ:** こうした一時的と見られる不足は、例えば住居や在宅勤務用の電子機器へと支出パターンがシフトする中で発生した。パンデミックに伴う持家住宅需要の高まり(一部のケースでは恐らく総じて低い住宅ローン金利によって後押しされたもの)と一致する形で、住宅価格はパンデミック以前に持家率が相対的に低かったところで上昇幅が大きくなっている(図3)。こうした支出パターンの変化と供給の中断によって、マイクロチップ等の部品の不足が発生し、例えば自動車業界などでボトルネックを引き起こしている。
- **物価上昇圧力:** 現在見られる年間物価上昇率の急な高まりは、部分的には昨年一次産品価格が低かったことに自動的に起因するベース効果の結果である。さらに、一時的と思われる上述の需給ミスマッチも物価上昇の理由となっている。例えば、コンテナ運賃指数は2020年半ば以降大幅に上昇している。

こうした課題がある中で、金融環境は概して引き続き景気を下支えするものとなっている。金融市場のセンチメントは、世界経済回復への期待を受けて総体的には強気なまま推移している(ボックス1参照)。最新のWEOから読み取れる全体像は、最近ボラティリティの高まりが見られたものの大きな変化はなく、株式市場は好調で、信用スプレッドはタイトで、新興市場国のハードカレンシー建てファンドに対する健全な資金流入が見られる。こうした資産価格があいまって、引き続き世界経済のベースライン見通しが概して上方に押し上げられている。

### 2022年にかけて継続すると予想される景気回復軌道の分岐

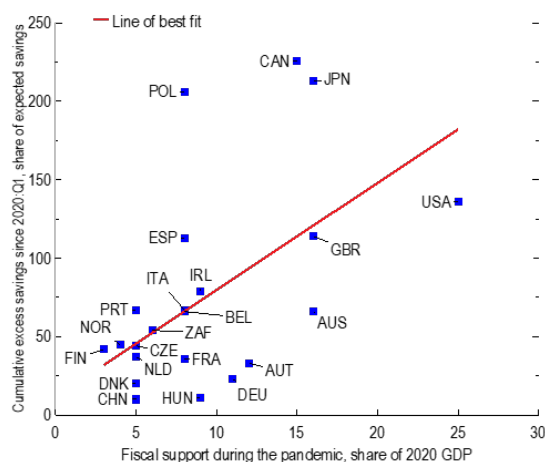
ベースライン予測は上述の各要因の影響を反映するとともに、以下の主要な前提を基礎としている。

- **ワクチン、治療法、パンデミック:** ウイルスの地域内における感染は、より適切に的を絞った予防策とワクチン・治療法へのアクセス向上を通じて、2022年末までにどの場所でも低水準に抑えられると予想されている。先進国では、総じて2021年夏までにワクチンが広く利用可能となる見込みである。一部の新興市場国では、今年後半にかけて同じ地点に到達すると見られている。大半の国では、2022年末までに広範なアクセスを実現できると思われる。一部の国では、各国固有の状況に応じて、他に先駆けて域内の感染を低い水準に抑えることができるだろう。しかしながら、ベースラインではワクチンが広く利用可能になる前にさらなる感染の波が発生する可能性を想定している。

- **財政政策:** 予測では、米国において現政権が提案している「米国雇用計画」と「米国家族計画」の総規模に沿う形で追加の財政支援が行われることを前提としている。ベースラインでは、見込まれる「次世代のEU基金」による補助金と融資もEU加盟国の予測に織り込んでいる。ボックス2で指摘しているとおり、大半の新興市場国では2021年に財政赤字が縮小すると予測されている。
- **金融政策:** 主要中央銀行は、2022年末までの予測期間を通じて政策金利を変更せずに維持すると想定されている。一部の新興市場国の中央銀行は支援を縮小し始めており、2021年後半にはさらに多くの中央銀行がそれに続く予想されている。
- **一次産品価格の上昇:** 一次産品価格は2021年4月WEOにおける想定よりもかなり早いペースで上昇すると見られる。世界経済の回復が力強さを増す中で、原油価格は2020年の低い水準を60%近く上回るまでに上昇すると予想される。原油以外の一次産品価格は、特に金属および食料の大幅な価格上昇を反映して、2020年の水準を30%近く上回るまで上昇すると見られる。

● **民間の活動への引き継ぎ:** 過去5四半期にわたって対人接触の多い活動や旅行が抑制されていた間に家計の超過貯蓄が蓄積されており、それが今回の未曾有の景気後退と回復の重要側面のひとつとなっている。図4に示すとおり、貯蓄はいわゆる真水の財政支援の規模が大きい国でより多く蓄積される傾向があった。可処分所得の減少が和らげられたからだ。経済活動の再開に応じて、こうした貯蓄も原資となって、民間支出が上向くことが期待される。超過貯蓄の取り崩しのスピードが、回復のペースと物価上昇圧力を左右することになる。予測では、緩やかな超過貯蓄の取り崩しを伴いながら、異例の政策支援から民間主導の成長への引き継ぎが円滑に進むと想定している。IMF職員による分析では、パンデミック以前の家庭貯蓄率が相対的に低かったところで貯蓄の蓄積が大きくなったことが示唆されており、多少の平均への回帰と家計純資産の積み増しがあった点を示している。このことは、短期的な支出意欲を圧迫すると考えられる。

Figure 4. Household Savings and Government Support during the Pandemic (Percent)



Sources: Eurostat; Organisation for Economic Co-operation and Development; U.S. Bureau of Economic Analysis; and IMF staff calculations.  
 Note: Fiscal support includes a above-the-line fiscal measures governments have announced or implemented in response to the COVID-19 pandemic between January 2020 and March 17, 2021. Cumulative excess savings are household gross savings from 2020:Q1 to 2021:Q1 or the latest quarter available, exceeding what is expected based on a linear trend calculated from 2017:Q1 to 2019:Q4 for each country. Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

**世界経済の成長率:** 世界経済は 2021 年に 6.0%、2022 年に 4.9%の成長を遂げると予測されている(表 1)。2021 年の予測値は 4 月時点から変わっていないが、パンデミックの進展と政策転換における差異を反映して、先進国・地域と新興市場国・発展途上国の間で相互に相殺し合うような修正がなされている。2022 年の予測が 0.5%ポイント上方修正されているのは、米国で追加の財政支援が予定され、世界経済にその波及効果がもたらされることを主に反映している。

- **先進国・地域:** 2021-22 年の成長予測は上方修正されている。これは、ワクチンの普及が進み追加の財政支援が行われる中で、2021 年後半にさらなる正常化が期待されることによる。米国経済の見通しが大幅に改善しているのは、2021 年後半に予定されているインフラ投資促進と社会的セーフティネット強化に関する立法の効果に由来している。この追加支援策によって、米国の GDP 成長率は 2021 年に 0.3%ポイント、2022 年に 1.1%ポイント押し上げられると見られ、貿易相手国にもプラスの波及効果を及ぼすことになる。こうした動きは、日本について今年前半の感染数増加に伴う制限強化を受けて、2021 年の予測が下方修正されていることで部分的に相殺されている。日本では、ワクチン接種の進捗と経済活動の完全再開に応じて、2021 年後半にはより力強い回復が見込まれており、2022 年の成長率予測は上方修正されている。フランスやドイツ、イタリア、スペインでも今年後半にかけて同様に回復の勢いが増すことが期待され、2022 年にもそれが持ち越されることになる。

## 2021年7月「世界經濟見通し(WEO)改訂見通し」

**Table 1. Overview of the World Economic Outlook Projections**  
(Percent change, unless noted otherwise)

	Year over Year						Q4 over Q4 2/		
	2019	2020	Projections		Difference from April 2021 WEO Projections 1/		2020	Projections	
			2021	2022	2021	2022		2021	2022
<b>World Output</b>	<b>2.8</b>	<b>-3.2</b>	<b>6.0</b>	<b>4.9</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>4.8</b>	<b>3.9</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.6</b>	<b>-4.6</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>-3.0</b>	<b>5.9</b>	<b>2.6</b>
United States	2.2	-3.5	7.0	4.9	0.6	1.4	-2.4	8.0	2.8
Euro Area	1.3	-6.5	4.6	4.3	0.2	0.5	-4.7	4.8	2.7
Germany	0.6	-4.8	3.6	4.1	0.0	0.7	-3.3	4.9	1.4
France	1.8	-8.0	5.8	4.2	0.0	0.0	-4.6	4.5	2.5
Italy	0.3	-8.9	4.9	4.2	0.7	0.6	-6.5	4.7	2.9
Spain	2.0	-10.8	6.2	5.8	-0.2	1.1	-8.9	7.4	2.8
Japan	0.0	-4.7	2.8	3.0	-0.5	0.5	-1.0	2.2	1.6
United Kingdom	1.4	-9.8	7.0	4.8	1.7	-0.3	-7.3	7.3	2.1
Canada	1.9	-5.3	6.3	4.5	1.3	-0.2	-3.1	5.4	3.6
Other Advanced Economies 3/	1.9	-2.0	4.9	3.6	0.5	0.2	-0.7	4.1	2.9
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>3.7</b>	<b>-2.1</b>	<b>6.3</b>	<b>5.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.2</b>	<b>1.6</b>	<b>3.9</b>	<b>4.9</b>
Emerging and Developing Asia	5.4	-0.9	7.5	6.4	-1.1	0.4	3.6	4.3	5.9
China	6.0	2.3	8.1	5.7	-0.3	0.1	6.3	4.2	6.2
India 4/	4.0	-7.3	9.5	8.5	-3.0	1.6	1.5	4.2	4.9
ASEAN-5 5/	4.9	-3.4	4.3	6.3	-0.6	0.2	-2.7	4.5	6.3
Emerging and Developing Europe	2.5	-2.0	4.9	3.6	0.5	-0.3	-0.2	3.4	3.5
Russia	2.0	-3.0	4.4	3.1	0.6	-0.7	-1.9	3.9	2.7
Latin America and the Caribbean	0.1	-7.0	5.8	3.2	1.2	0.1	-3.4	3.2	2.5
Brazil	1.4	-4.1	5.3	1.9	1.6	-0.7	-1.2	2.2	1.9
Mexico	-0.2	-8.3	6.3	4.2	1.3	1.2	-4.6	5.0	3.2
Middle East and Central Asia	1.4	-2.6	4.0	3.7	0.3	-0.1	...	...	...
Saudi Arabia	0.3	-4.1	2.4	4.8	-0.5	0.8	-3.9	4.8	3.5
Sub-Saharan Africa	3.2	-1.8	3.4	4.1	0.0	0.1	...	...	...
Nigeria	2.2	-1.8	2.5	2.6	0.0	0.3	-0.6	2.6	2.4
South Africa	0.2	-7.0	4.0	2.2	0.9	0.2	-4.2	1.2	3.1
<i>Memorandum</i>									
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.4	-3.6	6.0	4.6	0.2	0.5	-1.2	5.2	3.5
European Union	1.8	-6.0	4.7	4.4	0.3	0.5	-4.4	5.1	2.8
Middle East and North Africa	0.8	-3.0	4.1	3.7	0.1	0.0	...	...	...
Emerging Market and Middle-Income Economies	3.5	-2.3	6.5	5.2	-0.4	0.2	1.6	3.9	4.9
Low-Income Developing Countries	5.3	0.2	3.9	5.5	-0.4	0.3	...	...	...
<b>World Trade Volume (goods and services) 6/</b>	<b>0.9</b>	<b>-8.3</b>	<b>9.7</b>	<b>7.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.5</b>	...	...	...
Advanced Economies	1.4	-9.2	8.9	7.1	0.4	0.7	...	...	...
Emerging Market and Developing Economies	-0.2	-6.7	11.1	6.9	2.8	0.2	...	...	...
<b>Commodity Prices (US dollars)</b>									
Oil 7/	-10.2	-32.7	56.6	-2.6	14.9	3.7	-27.6	50.8	-6.5
Nonfuel (average based on world commodity import weights)	0.8	6.7	26.5	-0.8	10.4	1.1	15.4	17.1	-2.3
<b>Consumer Prices</b>									
Advanced Economies 8/	1.4	0.7	2.4	2.1	0.8	0.4	0.4	3.0	1.9
Emerging Market and Developing Economies 9/	5.1	5.1	5.4	4.7	0.5	0.3	3.2	5.1	4.1
<b>London Interbank Offered Rate (percent)</b>									
On US Dollar Deposits (six month)	2.3	0.7	0.3	0.4	0.0	0.0	...	...	...
On Euro Deposits (three month)	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	0.0	0.0	...	...	...
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	...	...	...

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during May 5–June 2, 2021. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted. WEO = World Economic Outlook.

1/ Difference based on rounded figures for the current and April 2021 WEO forecasts. Countries whose forecasts have been updated relative to April 2021 WEO forecasts account for approximately 80 percent of world GDP measured at purchasing-power-parity weights.

2/ For World Output, the quarterly estimates and projections account for approximately 90 percent of annual world output at purchasing-power-parity weights. For Emerging Market and Developing Economies, the quarterly estimates and projections account for approximately 80 percent of annual emerging market and developing economies' output at purchasing-power-parity weights.

3/ Excludes the Group of Seven (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries.

4/ For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis and GDP from 2011 onward is based on GDP at market prices with fiscal year 2011/12 as a base year.

5/ Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam.

6/ Simple average of growth rates for export and import volumes (goods and services).

7/ Simple average of prices of UK Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in US dollars a barrel was \$41.29 in 2020; the assumed price, based on futures markets (as of June 2, 2021), is \$64.68 in 2021 and \$63.02 in 2022.

8/ The inflation rate for the euro area is 1.8% in 2021 and 1.3% in 2022, for Japan is -0.1% in 2021 and 0.6% in 2022, and for the United States is 4.0% in 2021 and 3.3% in 2022, respectively.

9/ Excludes Venezuela.

- **新興市場国と発展途上国**:このグループの国々だが、2021年の成長率予測が4月WEOから0.4%ポイント下方修正されている。アジア新興市場国についての下方修正がその主な理由だ。インドの成長率予測は、3月から5月にかけて見られた深刻な新型コロナウイルス感染第2波と、その後退からの景況感の回復が遅いと見込まれることを受けて、下方修正されている。ASEAN 原加盟5か国(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム)でも同様の力学が働いており、最近の感染の広がりが景気の足かせとなっている。同時に、中国についても、公共投資と全体的な財政支援の縮小を受けて、2021年の成長率予測が0.3%ポイント下方修正されている。その他の地域では、主に第1四半期の実績値が予想を上回ったことを反映して、2021年の成長率予測は概して上方修正されている。ラテンアメリカ・カリブ諸国についての成長率予測の上方修正は、主にブラジルとメキシコについて予測が引き上げられたことに由来している。両国で第1四半期の実績値が予想を上回ったほか、メキシコについては米国の見通し改善に伴うプラスの波及効果、ブラジルについては交易条件の上昇が背景としてある。中東・中央アジアについては、モロッコやパキスタンなど一部の国で景気が堅調なことが理由として、成長率予測が上方修正されている。ただし、下方修正された国もあり、それは部分的に相殺されている。サウジアラビアについては、非石油部門の成長率予測は上方修正されているものの、全体としてのGDP成長率予測は4月WEOから下方修正されている。これは、今年に入って石油生産が石油輸出国機構(OPEC)プラス(OPEC加盟国とロシアなど非加盟産油国で構成)の生産割当量を下回ったためである。サブサハラアフリカの2021年成長率予測は4月WEOから変わっていない。南アフリカについては、第1四半期の実績値が予想を大きく上回ったことを受けて予測が上方修正されているが、その他の国における下方修正によってそれは相殺されている。サブサハラアフリカでは、パンデミックをめぐる状況の悪化が域内の回復を圧迫することになると予想される。
- **低所得途上国**の2021年成長率予測は0.4%ポイント下方修正されている。ワクチン普及の遅れが回復を圧迫する主な要因となる(ただし、先進国からの外需の高まりによってそれは部分的に相殺される)。IMF職員による分析では、低所得途上国においてパンデミック対策のためにほぼ2,000億ドル、また、パンデミック以前に見られた先進国との格差解消の軌道を回復するためにさらに2,500億ドルが必要になることが示されている(IMF「[低所得途上国におけるマクロ経済の動向と見通し\(2021\)](#)」を参照)。低技能労働者と若者については労働市場での見通しが他の層と比較して引き続き厳しいものとなっており、格差が拡大し、所得が極度の貧困ラインを下回る危険が高まっている。2020年から2021年にかけて、パンデミック以前の予測をさらに8,000万人近く上回る人々が極度の貧困に陥る可能性が高い。

**世界貿易**:短期的な供給の混乱はあるものの、世界貿易量は2021年に9.7%増加し、2022年には若干減速して伸び率が7.0%になると予測されている。商品貿易の回復は、当初パンデミック関連の調達や耐久消費財、医療機器に集中していたが、より広範囲に広が

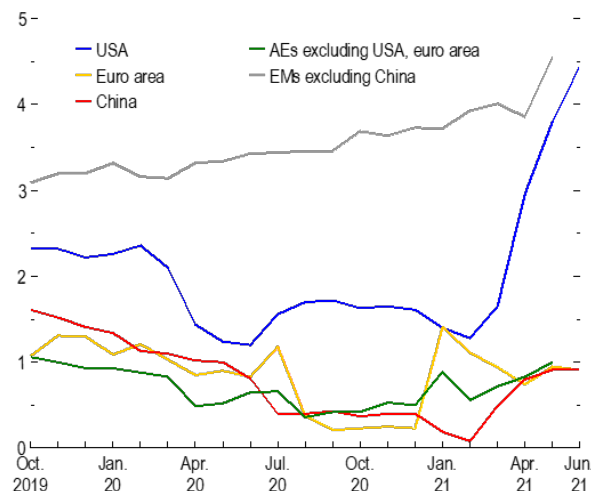


ることになる。サービス貿易の回復は、世界中で感染が低水準に抑えられるまで国外旅行が低調となることに伴い、より緩やかになると見られている。

## インフレ期待が上昇した場合には最近の物価上昇圧力が持続的なものになる可能性あり

物価上昇率が高くなっているケースもあるが、これまでのところ物価上昇圧力は大方抑制されている。サブサハラアフリカと中東・中央アジアの一部の新興市場国・発展途上国では、食料不足と世界的な食料価格上昇を受けて食料価格が大幅に上昇している。通貨価値の下落も輸入品価格を押し上げており、全体的な物価上昇に拍車をかけている。しかし、エネルギー価格と食料価格の影響を除いたコアインフレ率は、引き続き大方抑制されている。米国における最近のコアインフレ率の上昇(中古車、木材、航空券の価格上昇によって大半が説明される)も、余剰生産能力の急速

Figure 5. Core Inflation  
(Annual percent change)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.  
Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging market economies.

な解消というよりはパンデミックに伴う混乱を主に反映している。ドイツで昨年導入された付加価値税の時限的な引き下げが終了したことや、米国で家賃・住宅ローンの支払い猶予措置の終了に伴い消費者物価中の住居費が上昇したことなど、一時的に物価に影響を与える要因によっても物価上昇率が暫定的に押し上げられている。

賃金の伸びはこれまでのところ概して安定的に推移している。米国では最近賃金の伸びが上向いているものの、アトランタ連邦準備銀行の「賃金上昇トラッカー」によって12か月おきに観察されている賃金は労働市場により広範な圧力があることを示してはいない。カナダおよびスペイン、イギリスのデータからも、賃金の伸びが今年は概して安定的に推移しているという同様のパターンが見て取れる。

**物価上昇率の見通し:** 大半のケースでは、一時的な混乱がいったん物価に反映されてしまえば、2022年には物価上昇率はパンデミック以前のレンジ内に収束するだろう。この判断は、3本の柱に依拠している。すなわち、ホスピタリティ産業や旅行業といった一部の業界では人手不足や採用難が報告されているとはいえ、労働参加率の低下にもかかわらず労働市場にはかなりのスラック(需給の緩み)が残存していること、インフレ期待がしっかりと安定していること、そして、スラックの変化に対する価格の感応度を引き下げた構造的な要因がこれまでと同様に引き続き作用すると見られ、自動化等の一部の要因は強まった可能

性もあることだ。しかしながら、一部の新興市場国・発展途上国では、食料価格の圧力が持続し、原油価格の上昇が輸入国に時間差で転嫁されることなどに関連して、2022年にかけて物価上昇率が高い水準で推移すると予測される。

見通しにとっての重要な問題は、こうした状況においてインフレ期待がどのように推移するかである。未曾有の景気後退を経て、現在進む前例なき復興においては、多くの要因が作用している。例えば、需要が加速して一時的な供給不足やロジスティクス上のボトルネックに直面している、一次産品価格が上昇している、大規模な財政支援や緩和的な金融政策が依然として実施されている、家計の超過貯蓄が経済再開に伴って取り崩されていく可能性が高い、といった要因である。これらの一時的な圧力がより持続的なものになる恐れがある中で、以上のような要因が組み合わさることにより、中期的なインフレ期待の上昇を引き起こす可能性がある(現在は大半の国で中央銀行の目標付近にアンカリングされているように見える)。物価上昇要因の解釈と金融政策の見通しに関する中央銀行の明確なコミュニケーションがそうしたインフレ期待を形成する上で引き続き非常に重要となる。

### 下方に傾くリスク

世界経済のベースライン予測を取り巻く不確実性は依然として大きく、それは主として新興市場国・発展途上国の見通しに関連している。成長が結果的に予想よりも力強いものになる可能性がある一方で、短期的には下振れリスクが優勢となっている。

上振れリスクとしては、ワクチンに関する国際協調の強化によって新たな感染の波と新たな変異株の出現が阻止されること、保健危機が想定よりも早く終息すること、とりわけ新興市場国・発展途上国において経済活動のより早い正常化が可能になることがある。さらに、保健危機が予想よりも早く終息した場合には、家計が想定よりも早く超過貯蓄を取り崩し、景況感が改善し、企業によるより前倒しの投資支出が増加する可能性がある。

下振れリスクとしては、新興市場国・発展途上国においてワクチンを調達・供給する際のロジスティクス上の障害によりワクチン接種のペースが想定よりも遅くなる場合に、成長率が予想を下回ることが考えられる。そうした遅れは、新たな変異種の拡散を可能にし、ワクチン接種を完了した人々へのブレークスルー感染のリスクを高めることになる。さらに、雇用見通しや所得の安定性についての家計の不安が残る場合には、家計による超過貯蓄の取り崩しはより緩やかとなる可能性があり、総支出が圧迫されうる。

パンデミック関連の要因以外にも、米国において、実際に成立するインフラ・家族支援パッケージが当初の発表よりも小規模となるか、あるいは景気に対する乗数効果が想定よりも小さくなる場合には、予定されている財政刺激策の効果が予想を下回る可能性がある。そうなれば、米国の成長率はベースライン予測を下回り、貿易相手国に対する波及効果も小さくなる。

また、例えば物価上昇圧力が予想以上に長引き、(米国などで)金融政策見通しの見直しが再度行われる場合や、企業の倒産件数が顕著に上昇する場合、あるいは暗号資産等

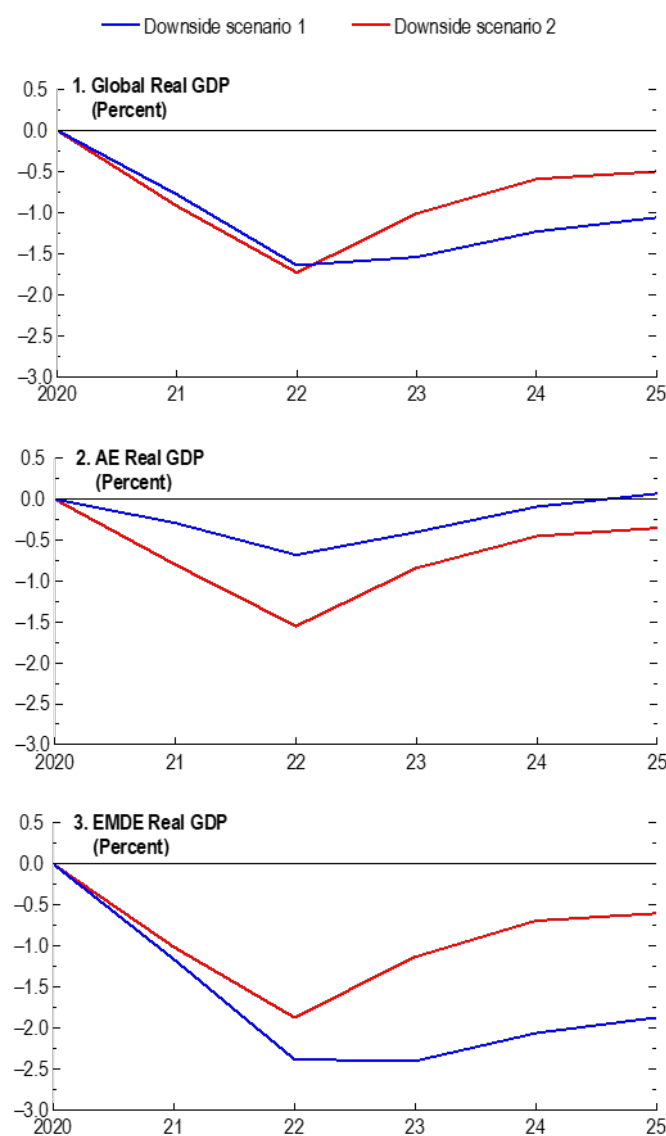
のセグメントにおける価格調整によってより広範な投げ売りが引き起こされる場合などに、金融環境が急激にタイト化すると、成長率がベースライン予測を下回る可能性がある。とりわけ新興市場国と発展途上国は、外部金融環境のタイト化と保健危機の深刻化という二重の打撃に見舞われる可能性があり、世界経済の回復に見られる断層の亀裂を広げかねない。成長率が低下すれば、結果として債務のダイナミクスにさらなる負の影響を与え、財政リスクが高まるだろう。

最後に、社会不安や地政学的緊張、重要インフラに対するサイバー攻撃、そして気候変動が原因で頻度と深刻度を増している気象関連の自然災害も、回復をさらに圧迫することになりかねない。

シナリオ分析: パンデミックの推移に関連した2種類の重要な下振れリスクについて、代替シナリオで検討を行っている。この代替シナリオでは、標準的なSIRモデルとIMFのG20モデルを参考にした疫学モデルから得られた分析を組み合わせている。ひとつ目のシナリオでは新興市場国と発展途上国に注目し、ふたつ目のシナリオでは新たな変異株が先進国にももたらしうるリスクについて検討している(図6)。

第1のシナリオでは、2021年後半に新興市場国と発展途上国で新たな変異株が新たな感染の波を引き起こすと想定している。ワクチンの供給は、ベースラインと同様に、徐々にしか増加しないと想定している。移動制限が必要となることにより、2021年後半から2022年初頭にかけて景気は減速する。さらに、先進国における物価上昇圧力がより持続的であることが判明し、金融政策の正常化がベースラインの想定よりも早まる。世界の長期金利が上昇し、新興市場国・発展途上国の見通しに対する投資家の懸念に応じてスプレッドが大幅に拡大する中で、新興市場国・発展途上国では金融環境がタイト化する。先進国には貿易を通じて負の波及効果が及ぶ。世界GDPは、ベースライン予測を2021年に約0.75%、2022年に1.5%以上下回ることになる。2022年よりも先にはGDPが回復し始めるが、成長の鈍化と新興市場国・発展途上国における金融環境の顕著なタイト化によって倒産件数が増加し、世界GDPは2025年までベースラインを約1%下回ることになる。世界GDPの損失は2025年までに累積で約4.5兆ドルとなる。新興市場国・発展途上国がその影響を真正面から受け、約3.5兆ドルの損失を被ることになる。

Figure 6. Alternative Evolutions in the Fight against the COVID-19 Virus  
(Deviation from baseline)



Source: IMF, G20 Model simulations.

Note: AE = advanced economy; EMDE = emerging market and developing economy.

第2のシナリオでは、感染力のより強い新たな変異株がワクチン接種率の低い国だけでなく、ワクチン忌避によってすでにワクチン接種のペースが落ちているか、あるいは今後そうなる可能性がある多くの先進国にもリスクをもたらすと想定している。このシナリオでは、超強力な感染力を持つウイルス変異株の出現が持つ意味と、それが新興市場国・発展途上国と先進国における疫学的・経済的成果に与える影響について検討している。主な前提は、この新たな変異株の感染力がアルファ株よりも50%強力であること、この新たなウイルス株に対してもワクチンの有効性は同じであること、ワクチン接種がベースラインの想定どおりに進むこと、しかしワクチン忌避によって最終的にはワクチン接種者の数が頭打ちとなることである。さらに、感染率の上昇によって多くの先進国においても移動量が減少し、また、移動と経済活動の関係は2020年第4四半期と2021年第1四半期に観察されたものと同じであると想定している<sup>1</sup>。イギリスやカナダのようにワクチン接種率が高い国では影響は軽微と考えられる一方、インドやインドネシアのようにワクチン接種が遅れている国はG20諸国の中で最も大きな打撃を受けることになる。景気低迷の長期化によって、各国の供給能力が持続的なダメージを受けると想定している。世界経済の成長率は、2021年と2022年にベースラインを0.8%ポイント以上下回ることになる。新興市場国と発展途上国のGDP成長率は、2021年と2022年にベースラインを約1%ポイント下回ることになる。他方、先進国ではワクチン忌避と世界的な波及効果によって、2021年と2022年にGDP成長率がベースラインを約0.75%ポイント下回ることになる。世界GDPは2025年までベースラインを依然約0.5%下回るが、2025年までの損失の累積は第1のシナリオに非常に近似しており、4.5兆ドルを若干下回る程度となる。しかしながら、損失の分布は異なっており、先進国の累積損失が2.5兆ドル以上とより大きな割合を占めることになる。

## 分岐に歯止めをかけるには効果的な多国間行動が必要

重大な下振れリスクと、パンデミックを世界全体で制圧するという各国共通の目標に鑑みて、世界経済の見通しを改善し各国間の格差拡大を抑える上で多国間行動が重要な役割を担っている。

**世界的なワクチン接種:** 世界全体でワクチンへの迅速なアクセスを保証し、ベースラインで想定されたペースよりも普及のスケジュールを大幅に早めることが最優先事項である。国際社会は、十分な数の人々にワクチンを接種し、世界的な集団免疫を実現するための取り組みを大幅に強化する必要がある。それによって人命が救われ(2021年7月のIMF「[G20サーベイランスノート](#)」を参照)、新たな変異株の出現が阻止され、世界経済の回復が数兆ドル押し上げられることになる。IMF職員は最近、パンデミックを終息させるための提案を行った。世界保健機関(WHO)および世界銀行、世界貿易機関(WTO)の[賛同](#)を得たこの提

---

<sup>1</sup> 本シナリオの土台となっている前提とSIRモデル分析については近刊のIMFワーキングペーパー「A Pandemic Forecasting Framework: An Application of Risk Analysis」に詳細を掲載している。

案では、2021年末までにあらゆる国で人口の40%以上、2022年半ばまでに同60%以上にワクチンを接種するとともに、十分な診断法と治療法を確保することが目標として掲げられている<sup>2</sup>。そのためには、無償資金と譲許的融資の事前提供が約500億ドル規模で必要になると試算されている。

- **きわめて不平等なワクチン普及**: 2021年6月末現在、世界全体で約30億回分のワクチンが接種されているが、そのうちほぼ75%を先進国と中国が占めている。低所得国では、1回でも接種を受けた人の割合は1%に満たない。低所得国の多くは、ワクチンの共同調達の手組みであるCOVAXやアフリカ・ワクチン入手トラスト(AVAT)に主に依存している。2021年6月末現在、それらの手組みを通じて約90か国に対して1億回分弱のワクチンが供給されている。
- **40%・60%目標**: 2021年末までにワクチン接種率40%の目標を達成するには、世界全体でワクチン接種の進捗を持続させ、ワクチン接種の公正な分配を確保することが必要となる。2021年6月末現在、世界全体のワクチン接種ペースは1日当たり約4,000万回となっており、中国だけでそのうちの2,000万回以上を占めている。高所得国では1日当たり700万回の接種が行われている。これとは対照的に、低所得国における接種は1日10万回に満たない。IMF提案の目標を達成すべく、低所得国や低中所得国に対するワクチンの供給・納入を大幅に増加させる必要がある。半数近くの国では、1日当たりの接種回数が最近、2021年末までに40%目標を達成する上で必要な回数を下回っている(図7)。

---

<sup>2</sup> 以下を参照。

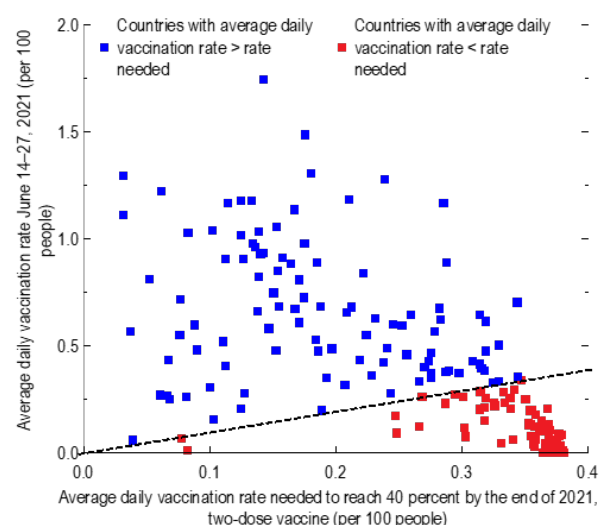
Agarwal and Gopinath, [IMF SDN 2021/004](#).

- 公平なアクセスを確保するための優先行動：国際社会は最近、COVAX に対する追加資金拠出を約束した。これは、低所得国 91 か国の住民の約 30%をカバーするのに十分だと考えられている。COVAX による発注や AVAT 等の地域的な手配、さらに二国間の取引を組み合わせることにより、ほぼすべての新興市場国・発展途上国が最終的には 60%の接種率目標を達成できる見込みの一方で、供給の大半は 2021 年末から 2022 年にかけてようやく行われる可能性が高い。こうした遅れによって、世界の人口の大きな部分がウイルスに感染しやすい状態のままとなり、新たな変異株のリスクが高まることになる。

したがって、余剰ワクチンを抱える国がワクチンを寄付し、ワクチン製造業者が低所得国や低中所得国への供給を優先し、ワクチンと原材料に関する輸出制限を撤廃することが緊急に求められている。最近、G7 が本年中に約 5 億回分のワクチンを提供すると約束したことは心強いが、上述のワクチン接種の目標水準を達成するにはさらに多くのことを行わなければならない。2021 年中に合計 10 億回分のワクチンを分配する必要があり、そのうち少なくとも 2 億 5,000 万回分は 9 月までに実施しなければならない。ブースター接種分のワクチンを供給し、既存の生産設備に生じる予期せぬ不具合に対するバッファーを構築するためには、世界のワクチン生産能力の拡大に投資することが求められる。主要国による前倒しの公的資金提供と購入契約は、プロセスを加速しサプライチェーン全体への追加投資にインセンティブを与える上で役に立つだろう。このサプライチェーンには、原材料から充填・仕上げ施設用の設備、拡張された倉庫・流通までが含まれる。同時に、ウイルスの変異を追跡し、コロナ禍の医療面および経済面での負担を抑制するために、さらに約 250 億ドルの無償資金が必要となる。

資金調達上の制約を抱える国に対する支援。多くの国は、債務水準が高く、医療支出や社会支出を拡大するための財源が限られている中で危機を迎えることになった。こうした国々の危機対策を支援する上では、国際流動性へのアクセスが非常に重要となる。6,500 億ドル相当の特別引出権(SDR)一般配分に関する IMF の提案は、既存の準備資産を補うという長期的かつ世界的な必要性に対処するものである。この配分のうち、約 2,750 億ドル

Figure 7. Gaps in Vaccination Rates across Economies (Percent)



Sources: Our World in Data; and IMF staff calculations.  
Note: Outliers with average above 3 are not depicted to maintain scale. Countries that have already reached 40 percent are excluded. Dashed line indicates the 45-degree line.

が新興市場国と発展途上国に割り当てられることになると思われる。こうした国々の多くが、必要不可欠な医療・社会支出ニーズを充足するか、自国経済をより広範に下支えするか、あるいは対外借入に係る義務を履行するかという難しい選択を迫られている中で、SDRの配分は制約の一部を軽減し、こうした国々がトレードオフをより良く管理する助けとなる。G7による賛同が最近表明されたが、対外ポジションが強固な国からより脆弱な国へとSDRを振り向け直すことによって、新規配分の効果が一層高まると考えられる。SDRの配分は、資金調達上の制約を抱える国がコロナ禍の影響を緩和できるようにIMFによって、また、より広範な多国間での協力下ですすでに行われている取り組み(債務支払猶予イニシアティブなど)に加わることになる。公的債務が持続不可能な場合や資金調達ニーズが非常に大きい場合には、債権者は債務返済期限を延長し、利払いと債務返済を猶予し、あるいはG20によって合意された共通枠組みの下で明示的に債務を削減すべく、当該国と協力しなければならない。より一般的には、利益移転の抑制につながる国際的な法人税の最低実効税率が導入されれば、新興市場国と発展途上国においても税収の増加に資すると考えられる。

**気候変動の緩和:**もうひとつの主要な共通課題は、炭素排出を削減して地球の気温上昇を遅らせ、健康面や経済面で壊滅的な結果が生じるのを回避することである。気候変動の影響に対して最も脆弱な国々は、世界全体の排出量に占める割合が最も小さい国々であり、気候変動問題に対処するための財源が限られていることが多い。カーボンプライシングを中心に据えた多面的な戦略が求められている。ただし、その設計は、必要に応じて同等の排出削減成果を達成するための代替メカニズムを備える形で柔軟に行う必要がある。主要排出国は、各国の発展水準に応じて差異化された国際的な最低炭素価格の導入に向けたプロセスを主導すべきである。カーボンプライシング・メカニズムから得られる収入は、エネルギー転換によって生活に打撃を受ける人々に対する補償的な移転の財源としたり、大気汚染が健康や認知発達に与える負の影響を相殺するための救済的な社会支出を拡大したりするのに活用できる。それと同時に、再生可能エネルギー生成の加速やバッテリー貯蔵技術の向上、電気自動車充電ステーションの増設、建物の改修を通じて低炭素化への移行を促進するためには、グリーンインフラの推進とグリーン技術研究に対する補助金が必要となる(こうした政策の実施の詳細については2021年6月公表のIMF「G20 Note [“Reaching Net Zero Emissions”](#)」を参照)。[2020年10月のWEO第3章](#)で述べられているように、こうした多面的なアプローチによって、移行に伴う世界GDPの損失を合理的な範囲に抑えつつ、必要な排出削減を実現することができるだろう。

### 回復を強化するための国レベルでのバランス取り

分岐に歯止めをかけ、負の波及効果を抑制し、各国レベルでの政策余地の制約を緩和するためには、効果的な多国間行動が求められる。国レベルでの政策によって、こうした取り組みを補強し、持続可能で包摂的な回復を促進する必要がある。

**危機の段階に応じた政策:**2021年4月WEOでは、パンデミックの各段階に応じて調整された政策について概説した。まず、医療支出と影響を受けた世帯・企業に的を絞った支



援を優先することによって**危機の急性期を脱すること**、次に、ロックダウンに伴う人的資本蓄積の後退を逆転させるための是正措置など、利用可能な余地に応じてより広範な財政・金融政策支援に重心を移して**回復を確実なものとする**こと、そして最後に、長期的な目標を前進させることによって**未来に投資すること**である。長期的な目標は、生産能力を拡大すること、(炭素輸出業者の移行リスクを管理しつつ)低炭素化への移行を加速すること、デジタル化の利点を活かすこと、社会的セーフティネットや教育、労働者訓練の強化を通じて恩恵が公平に行き渡るようにすること等だ。財政措置は、債務が持続可能な水準を維持するよう信頼性のある中期的な財政枠組みに合致するものでなければならない。こうした個別事情に即したアプローチは、各国の政策行動の最重要指針として引き続き妥当である。

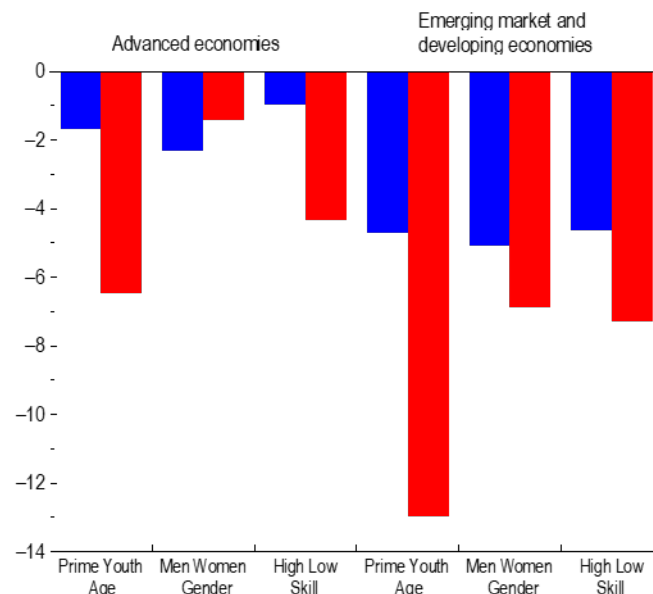
現在各国は第1段階にあるか、第2段階に移行しつつある。とはい

え、GDPがパンデミック以前の水準を取り戻したか取り戻しつつあるところでも、とりわけ労働市場の観点から見ると、回復は依然として完了にはほど遠い。雇用は2020年第2、第3四半期の底からは脱したものの、就業率は概してパンデミック以前の水準を下回ったままである(図8)。さらに、雇用の回復には大きなばらつきが見られ、世界全体で若者と低技能労働者が、また新興市場国・発展途上国の女性がより大きな打撃を受けている。就業率が低迷し続けている理由としては、複数の要因の組み合わせが考えられる。すなわち、保健危機が継続して経済活動の完全再開が依然として妨げられていること、労働者が職場における健康リスクに懸念を抱いていること、回復

をめぐる不確実性の残存を受けて企業が従業員の新規採用を躊躇していることなどである。先進国を中心に一部の国では、各種給付や失業保険が所得減少を緩和する上で効果的である反面、再就職を遅らせている可能性がある。

**難しいバランス:** 回復を完遂するための政策には、3つの段階を通じて複数の目標の間で難しいバランスを取ることが必要になり、多くの場合、政策対応の余地も限られている。ワ

**Figure 8. Employment Rate**  
(Average percent difference from 2019:Q4 to 2021:Q1)



Sources: International Labour Organization; Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.  
Note: The bars are derived from year fixed effects in a regression of each employment rate class on time and country fixed effects, to account for sample changes (see Karabarbounis and Neiman 2014). High skill = tertiary education and above; Low skill = post secondary, nontertiary education and below. Prime age = 25 to 54 years old; Youth = 15 to 24 years old.

ワクチン接種率と入院率は、ある国が第2段階に移行したかを判断する手がかりとなり、したがって回復を後押しするための政策選択を導く助けとなる。

- **財政政策**は、ワクチンの生産・流通インフラや医療従事者、ワクチン接種率向上のための公衆衛生キャンペーンに関するものを含む医療支出を引き続き優先する必要がある。それを遂行するための財政政策余地は国によって異なる。財政余地がより限定的な新興市場国・発展途上国では、対象が絞られていない補助金や経常的な支出から医療支出や社会支出、インフラ支出へと支出を振り向けることが、必要な財源の一部を捻出する助けとなる。しかし、国内の歳入源が限られる中でパンデミック関連支出やより広範な開発支出のニーズに直面する低所得途上国を中心に、多くの国では上で述べたように強力な国際支援が必要となる。医療指標次第で広範な経済活動の再開が可能となる場合には、的を絞ったライフラインや各種給付、短時間労働制度を縮小することができる。それによって、回復の第3段階の目標(「未来への投資」)を前進させるための公共投資を含むより広範な支援も可能となる。そうしたイニシアティブは、例えばひとたび回復が確実となった際に導入すべく事前承認された歳入措置を伴う、信頼性のある財政枠組みに組み込まれる必要がある。それには世論の支持を得るための計画立案と慎重なコミュニケーションが求められるだろう。そうすることで、短期的な支援を提供すること、将来の景気後退に対処すべく財政の準備を整えておくこと、そして長期的な構造目標を達成することの間のトレードオフをより良く管理する余地が生まれることになる。これは、債務水準が高く、財政リスクとバッファを再構築する喫緊の必要性とに直面している国々にとっては特に有用となりうる。
- **金融政策**: 中央銀行は、概して一時的な物価上昇圧力を無視し、基調的な物価ダイナミクスがより明らかになるまでは引き締めを回避すべきである。しかしながら、一時的な圧力が持続的なものになるリスクがあり、中央銀行は先制的な対応を強いられる可能性がある。この種の前例のない回復においては、中央銀行が金融政策見通しについて明確なコミュニケーションを行うことがより一層重要となる。回復が軌道に乗り、ワクチン接種が進んでいるところでは、米連邦準備制度が6月に行ったように、中央銀行は異例の金融政策支援の終了について発信し始めることが可能だ。より一般的には、中央銀行はカナダ銀行が4月と7月に資産買い入れプログラムを縮小した時のように、回復が予想よりも早く勢いを増していると各種指標から見て取れる場合には迅速に行動を起こす準備を整えておく必要がある。
- **金融セクター政策**は、支援策の性急な終了によって倒産が急増することを回避しつつ、支援策を過度に長く維持することで生産性の低いゾンビ企業が寿命を延ばすのを防ぐという、難しいバランスを取ることを迫られている。信用保証や債務返済猶予、不良債権の分類の緩和と引当ガイドラインなど、2020年以降にとられた異例の措置は、依然苦戦している対人接触の多い業界に焦点を合わせるなど、徐々に対象を絞り込む必要がある。政策当局は、ノンバンク金融機関の規制枠組みに関してさらに前進し、監督を強化し、銀行と企業のバランスシートに関するデータ収集を増強する必

要がある。さらに、倒産処理の枠組み・機構を強化することや、迅速な私的整理を導入することも必要となる。

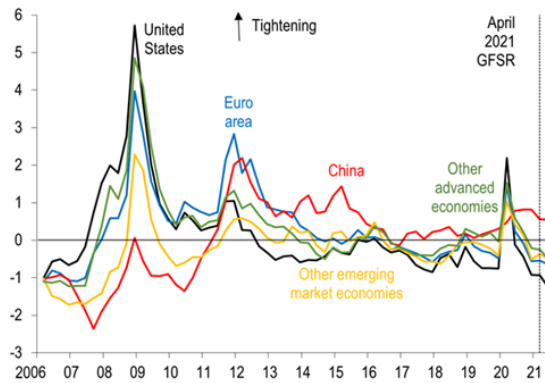
- **外部金融環境のタイト化に備える:** 米国の金融政策が引き締められた場合、新興市場国で通貨がドルに対して下落し、輸入価格の上昇が現地のインフレをもたらし、イールドカーブがスティープ化すると、新興市場国の中央銀行が国内の不均衡に対応する余地が制約される可能性がある。そのような場合には、とりわけ多額の外貨建て借入を行っている者を対象に可能であれば債務返済期限を延長することで金利の上昇に備え、また、バランスシート上のミスマッチのさらなる蓄積を防ぐことが賢明だろう。

ひとたび保健危機の抑え込みが可能となり、各国経済が確実に回復軌道に乗った際には、デジタル化や低炭素化への移行など新たな成長機会に沿う形での雇用や融資、その他の投入物のシフトにインセンティブを与えるよう、徐々に政策の焦点を合わせる必要がある。また、各種政策によって社会的セーフティネットを強化し、不可欠な医療・教育支出を保護し、労働者訓練に財源を充当し、コロナ禍後のより広範な労働市場参加を促進すべく子育てと高齢者ケアに投資を行って、恩恵が広く公平に行き渡るようにする必要もある。より累進的な課税によってこうしたイニシアティブの財源を手当てし、税の抜け穴を塞ぎ、租税支出を削減することは、格差を緩和するとともに、次の景気後退に向けて財政バッファーを再構築する助けとなるだろう。

回復は、世界全体でパンデミックが克服されるまでは確実なものとはならない。多国間レベルと各国レベルで協調的かつ正しく方向づけられた政策対応が行われるかによって、すべての国が持続的な回復を享受する未来になるか、多くの国で保健危機との闘いが長期間にわたって続く一方で少数の国では感染再拡大の脅威に常にさらされながらも事態が正常化するという断層の亀裂が一層拡大する未来になるか、明暗が分かれるだろう。

新型コロナウイルスの変異株が憂慮され、物価上昇率の高まりが想定よりも長期化する可能性が懸念されているものの、金融環境は非常に緩和的な状態が継続しており、歴史的な分布のおよそ 10 パーセントイルのところに位置している。先進国では、アメリカを中心として、金融環境が 2021 年 4 月の GFSR 以降さらに緩和し、世界金融危機以降では例を見ない水準となっている(ボックス図 1.1)<sup>1</sup>。こうした緩和の原動力となってきたのは、株価の高まり、信用スプレッドの収縮、住宅価格の急上昇だ。大半の新興市場国では、金融政策が複数の国々で引き締められて資産価格上昇が相殺されており、金融環境はほとんど変化していない。

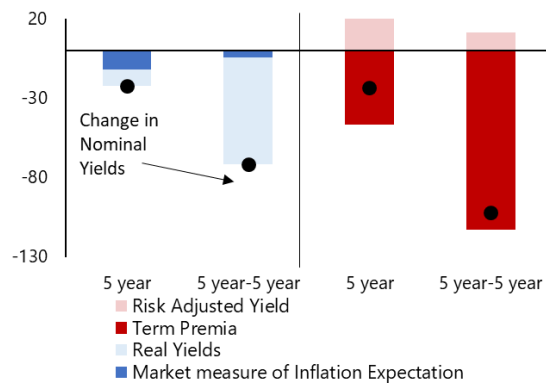
ボックス図 1.1 金融環境指数  
(標準偏差で表示された平均値からの乖離幅)



出所: Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics, Refinitiv I/B/E/S, IMF 職員の試算  
注: 「GFSR」は「国際金融安定性報告書」を意味する。

10 年物米国債の名目利回りは、3 月半ばにかけて約 70 ベーシスポイント上昇したが、2021 年 4 月頭以降、ボラティリティが大きい中で顕著に低下してきている。米国の利回りが見せている動きを分解してみると、主としてタームプレミアムの低下に伴って 10 年物の利回りが下がっているが、連邦公開市場委員会 (FOMC) の 2021 年 6 月会合以降、政策金利が今後上向くと想定されるようになってきているために、部分的に相殺される結果となった(図 1.2)。事実、投資家は FOMC の見解を以前の想定よりタカ派的になっていると解釈して

ボックス図 1.2 ベンチマークとなる 10 年物米国債の名目利回りを左右している要因 (ベーシスポイント)



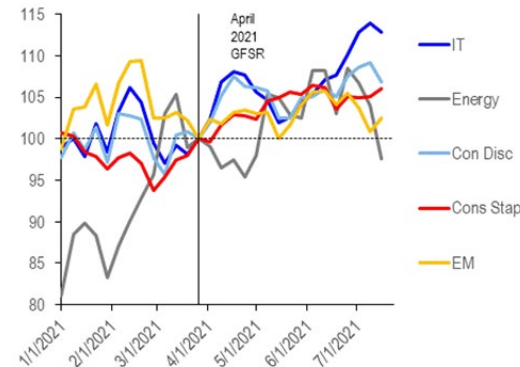
出所: Bloomberg Finance L.P. のデータをもとに IMF 職員が算出

いる。実質利回りも 5 年先スタート 5 年物フォワード実質利回りを中心に下がっており、投資家の中で米国の長期的な成長に対する期待が低下していることを示唆している。対照的に、インフレ期待に関する市場ベースの指標はさほど変わっていない。一方で、金利のボラティリティが特に償還期日が近い部分で高まっている。これは、物価上昇の見通しに関する不透明感が高まり、連邦準備制度による政策正常化プロセスが予想よりも早く始まるとの懸念を反映している。連邦準備制度が想定よりも早く利上げを行うのではという懸念は新興市

場にも波及している模様であり、新興市場国通貨の利回りが高止まっている。ここ数か月にかけて、一部の新興市場国では中央銀行が国内の物価上昇圧力に対応して金融政策のタイト化を進めてきており、それが現地通貨建て債券の利回り上昇に寄与している。さらに、投資家は、今後数年間の金利に関してかなりの上昇を織り込みつつあるようだ。

世界株価指数は、経済回復の力強さやウイルス変異株についての懸念があるにもかかわらず、収益性が見通しが明るくなってきている点を主に反映して上昇している。株式指数が最も伸びたのは米国とラテンアメリカであり、欧州とアジア新興市場国がそれに続く。エネルギー部門を中心に調整が最近見られたものの、主要産業はいずれも好調であり、産業間の差異もコロナ禍のこれまでの局面と比較して小さくなっている(ボックス図 1.3)。市場から読み取れる株価のボラティリティも、最近では変動が幾分見られるものの、歴史的な平均水準を下回るところまで低下している。

ボックス図 1.3 世界株価指数  
(2021年3月26日を100とする指数)



出所: Bloomberg Finance L.P. のデータをもとに IMF 職員が算出  
注: Con Disc = 一般消費財、Cons Stap = 生活必需品、EM = 新興市場国、GFSR = 国際金融安定性報告書、IT = 情報技術

投資適格社債・高利回り社債の世界的なスプレッドは世界金融危機後の最低水準まで縮小してきている。こうした縮小は信用格付の着実な改善や債務不履行率の低下を反映しているものの、直近では、投資家が自分たちの抱えている信用リスクに見合う適切な報酬を受け取っていないのではとの懸念が生じている。この点は、感染が再拡大している場合に特に当てはまる。新興市場国の現地通貨建て・外貨建ての社債のスプレッドも、全体的に縮小してきている。政府や非金融企業、金融機関による外貨建て債券発行はいずれの主要地域においても堅調である。これは、対外資金調達しやすい環境になり、投資家も強いリスク選好を示している点を反映している。最近、新興市場国・フロンティア市場国による外貨建て債券の発行も急増してきているが、中国を除く新興市場国への現地通貨の流入は依然として力強さに欠ける。

リスク資産市場で価格の評価が高まり、住宅価格が複数の国々で上昇し、株式市場・クレジット市場でボラティリティが低い状態が続くという現状の下では、物価上昇率と金融政策の見通しに見直しが生じた場合、米国金利の現在の低水準からの急上昇、あるいは金融環境の急なタイト化が生じるかもしれない。こうしたタイト化は新興市場国に負の波及効果を及ぼすかもしれない。景気回復が緒についたばかりの国、政策余地が限定的な国、政府・民間のレバレッジが高い国にとっては特に有害になりかねない。

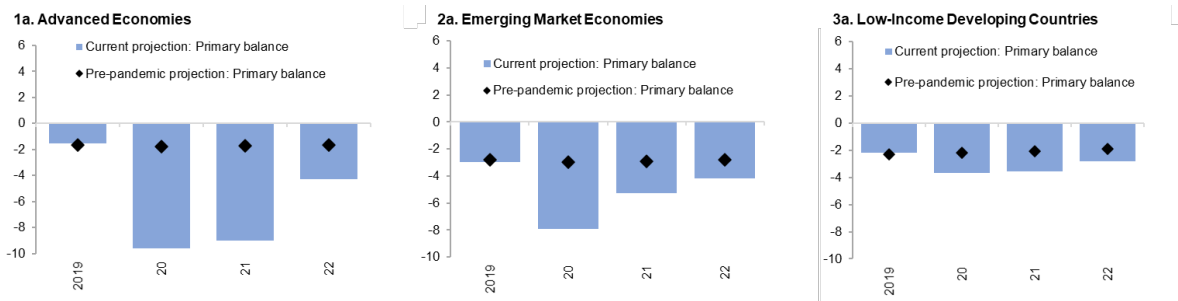
本ボックスの執筆者はセルゲイ・アントーシヤン、陳穎媛、ロヒト・ゴエル、シェエリヤー・マリク。

<sup>1</sup> 2021年4月「国際金融安定性報告書(GFSR)」のデータ締切日は2021年3月31日。

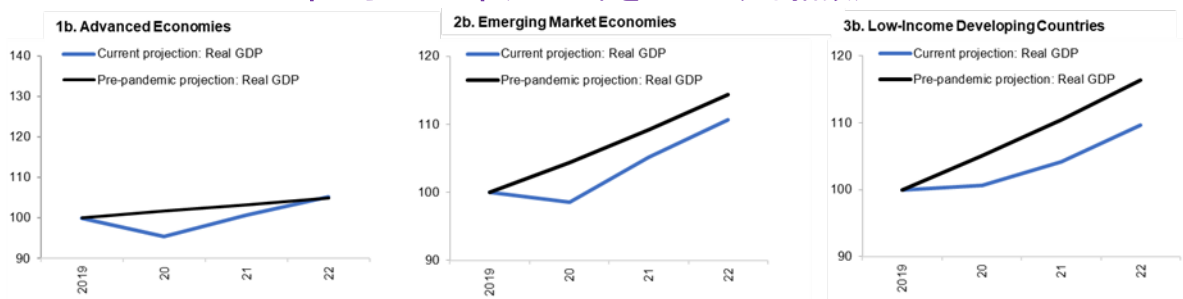
## ボックス 2 財政の動向と見通し

世界の政府債務は、2020年には対世界 GDP 比 100%近くという前代未聞の水準に達し、2021年と2022年も同様の水準にとどまると予測されている(ボックス表 2.1)。世界の財政赤字の平均は、今年4月のWEO以降0.5%ポイント減少しており、2021年は対GDP比8.8%になると予測される。この要因となっているのは米国と中国の赤字予測の縮小だが、この縮小分は欧州(ドイツ、フランス、イタリア)の赤字予測の増加により部分的に相殺されている。資金調達が可能なのは自国経済に財政支援を提供し続けており、所得水準の異なる国家間ですでに生じている政策対応規模や復興度合いの差は、一層広がっている(ボックス図 2.1、2.2)。パンデミック対策として発表されている財政措置は、2021年7月上旬時点で16.5兆ドルにのぼると試算されている<sup>1</sup>。先進国では4.6兆ドルのパンデミック関連歳入・歳出措置が2021年以降も活用されていくことになる一方で、新興市場国や低所得発展途上国では大半の措置が2020年で満了している。

**ボックス図 2.1 一般政府財政収支予測に対するコロナ禍の影響、2019年から2022年(対GDP比)**



**ボックス図 2.2 実質 GDP 予測に対するコロナ禍の影響、2019年から2022年(2019年を100とする指数)**



出所: IMFの世界経済見通し(WEO)データベースのデータをもとにIMF職員が算出  
注: プライマリーバランスとは、収支全体から純利払いを除いたもの。図1bにはレバノン、シリア、ベネズエラは含まれない。パンデミック以前の予測は2020年1月の「世界経済見通し(WEO)」における予測。

2021年4月の「財政モニター」が公表されて以降、先進国は財政支援の提供を継続して、コロナ禍の影響を緩和し、自国経済の回復を支援してきた。米国ではバイデン政権が、2兆

<sup>1</sup> 詳細は「[財政モニター](#)」の国別新型コロナ対応財政措置データベースを参照。

ドルの「米国家族計画」と2.3兆ドルの「米国雇用計画」という複数年にわたる支出策パッケージ2点を提案しているが、これらは対2021年GDP比18%に相当する<sup>2</sup>。これらの計画によって脆弱な世帯が継続的に支援されるものの、計画の主目的は、経済の回復をより力強いものにするることである。「米国雇用計画」では、人的資本と物的資本を構築して長期的経済成長や経済の変革を促進することにも重点を置いている。同様に公的な投資や目標に注力する復興基金「次世代のEU」は、6月に初となる債券を発行し、200億ユーロの資金を調達した。くわえて、2021年3月下旬から4月にかけて新型コロナウイルス感染の新たな流行が発生したフランス、ドイツ、イタリアなど一部のEU加盟国は、補正予算を承認したり、企業やコロナ禍の打撃を受けた労働者や医療制度に対する財政支援を延長したりした。さらに、イタリア、マルタ、ポルトガルなど数か国では、企業向け流動性支援プログラムが延長されている。オーストラリアとカナダの2021年度予算にはそれぞれ、対GDP比で約5%相当の新たな複数年復興支援策が含まれている。

世界全体では、2021年の財政赤字は、今年4月のWEOにおける予測より対GDP比0.4%ポイント減少して対GDP比9.9%になると予測される。下方修正の理由となったのは、他の先進国における新型コロナ関連の追加支援策分を相殺して余りあるほどに、米国の景気刺激策がより多く後ろ倒しになったことだった。先進国の債務は2021年末の時点で対GDP比122.5%になると予測される。今後の財政措置は、景気回復が始まった後には財政のバッファーを再構築する、信頼性ある中期戦略に根差したものとすべきだ。実際に、カナダや英国など、現行の支援策を維持しつつ中期計画を発表している国もある。

新興市場国の2021年の財政赤字予測は対GDP比7.1%で、今年4月のWEOにおける予測より0.5%ポイント縮小した。中国や南アフリカをはじめとする一部の国については、2021年前半の財政の実績値または成長率の見直しに基づいて赤字予測が下方修正された。ブラジルやインドなどその他の国では、繰り返し発生している感染流行の波がもたらす経済的影響を軽減するために追加財政措置が提案されている。政府債務は、主に中国での増加により、2021年に65.1%まで増加すると予測される。一部の国によるインフレ防止のための金利引き上げは、財政政策で経済を下支えする余地の減少につながる可能性が高い。政策は、中期的財政枠組みに組み込まれるべきだ。財政余力が枯渇し財政リスクが高まっている国は、混乱を招くような債務状況とならないようにすることに一層重点を置くべきである。信頼性の高い財政ルールのある国は、より緩やかな調整を目指しうるかもしれない。

低所得途上国を見ると、全体としての2021年財政赤字は、今年4月WEOにおける予測から0.3%ポイント上方修正された。その主な理由は、燃料補助金の復活や、ナイジェリアに

---

<sup>2</sup>これらふたつの政策パッケージについては、最終的な規模や措置も、措置がどの程度新型コロナに関連しているのかも不確かであるため、「[「財政モニター」の国別新型コロナ対応財政措置データベース](#)」には含まれていない。

## 2021年7月「世界経済見通し(WEO)改訂見通し」

おける新型コロナや安全保障関連の追加支援策などだ。とはいえ対 GDP 比で 5.2%と全体的な財政赤字は先進国や新興市場国に比べればはるかに低水準にとどまっている。これは、資金調達面の制約を反映しており、低所得途上国の約 60%が債務返済に支障をきたすリスクが高い、あるいは支障をすでにきたしていると評価されている。2021 年の公的債務の対 GDP 比は 48.5%になると予測される。いくつかの低所得途上国は自国の債務を再編する意向を表明しており、チャド、エチオピア、ザンビアは G20 の共通枠組みに基づく債務救済を求めている。景気回復が底堅くなった後は、国連の持続可能な開発目標の達成を目指しつつ債務の持続可能性をも実現するには、国内で歳入を増やし、歳出の効率性を高め、中期的な財政枠組みを作り、民間部門の活動を促進する構造改革を実施していく必要がある。

中期財政計画作成の一環として、各国はリスクとリスク軽減策の分析を実施すべきだ。バッファーが減っていることや、見通しが不透明であること、また企業向けの新型コロナ関連融資や信用保証を含め今後数年間に現実化しかねない財政的脆弱性があることなどを考えると、こうした分析は重要だ。成長率と同様に、リスクも国によって差がある。各国は、とりわけ債務残高が高く通貨が準備通貨でない国は、世界の金利が予想以上に上昇した場合、対応の余地が少なくなる。



## ボックス表2.1 一般政府の財政収支と総債務(2018年から2021年)

(対GDP比)

Table 1.1. General Government Overall Fiscal Balance and Gross Debt, 2018–21  
(Percent of GDP)

	Overall Fiscal Balance						Gross Debt					
	2018	2019	2020	Current	2020	Difference	2018	2019	2020	Current	2020	Difference
				Projections		from April				Projections		Projections
				2021		2021						2021
<b>World</b>	-3.0	-3.7	-10.3	-8.8	0.5	0.5	82.3	83.7	98.7	98.8	1.4	-0.1
<b>Group of Twenty (G20)</b>	-3.6	-4.3	-11.3	-9.7	0.5	0.6	89.7	91.5	108.4	108.7	1.8	0.2
<b>Advanced Economies</b>	-2.5	-3.0	-10.9	-9.9	0.8	0.4	102.5	103.7	122.8	122.5	2.7	0.0
Advanced G20	-3.1	-3.6	-11.8	-11.0	0.8	0.6	111.2	112.7	133.9	133.5	3.0	-0.2
United States <sup>1,3</sup>	-5.4	-5.7	-14.7	-13.3	1.1	1.8	106.6	108.2	133.6	134.5	6.5	1.7
Euro Area	-0.5	-0.6	-7.2	-7.9	0.4	-1.2	85.8	84.0	98.0	100.1	1.2	1.9
Germany	1.8	1.5	-4.5	-7.2	-0.3	-1.8	61.8	59.7	69.7	73.0	0.8	2.7
France	-2.3	-3.1	-9.2	-9.3	0.7	-2.1	98.0	97.6	115.1	117.2	1.6	2.0
Italy	-2.2	-1.6	-9.5	-11.1	0.0	-2.3	134.4	134.6	155.8	157.8	0.2	0.6
Spain <sup>2</sup>	-2.5	-2.9	-11.0	-8.6	0.5	0.4	97.4	95.5	120.0	120.1	2.9	1.8
Japan	-2.7	-3.1	-10.7	-9.2	1.9	0.2	232.5	235.5	254.6	256.5	-1.6	0.0
United Kingdom	-2.2	-2.3	-13.5	-11.7	0.0	0.0	85.8	85.2	103.7	107.0	0.1	-0.2
Canada <sup>3</sup>	0.3	0.5	-10.9	-7.4	-0.2	0.4	88.8	86.8	117.8	111.0	0.0	-5.3
Australia <sup>4</sup>	-1.3	-4.4	-9.6	-8.7	0.3	1.7	41.7	46.6	58.1	62.6	-5.0	-9.5
Korea	2.6	0.4	-2.2	-2.9	0.6	0.0	40.0	42.1	47.9	51.8	-0.8	-1.3
<b>Emerging Market Economies</b>	-3.8	-4.7	-9.7	-7.1	0.1	0.5	52.5	54.8	64.0	65.1	-0.3	0.0
Excluding MENAP Oil Producers	-3.9	-4.9	-9.8	-7.3	0.1	0.6	54.3	56.3	66.0	67.6	-0.1	0.5
Emerging G20	-4.3	-5.4	-10.3	-7.5	0.1	0.8	53.3	55.9	65.4	67.2	-0.2	0.5
Asia	-4.5	-5.9	-10.8	-8.5	0.1	0.8	54.4	57.3	67.3	71.0	-0.4	1.1
China	-4.7	-6.3	-11.2	-8.3	0.2	1.3	53.8	57.1	66.3	70.3	-0.5	0.7
India	-6.3	-7.4	-12.8	-11.3	-0.5	-1.3	70.2	73.9	89.4	90.1	-0.2	3.5
Indonesia	-1.8	-2.2	-5.9	-6.2	0.0	0.0	30.4	30.6	36.6	41.9	0.0	0.5
Europe	0.3	-0.7	-5.6	-3.7	0.3	-0.2	29.7	29.2	37.9	37.5	0.3	0.5
Russia	2.9	1.9	-4.0	-1.1	0.1	-0.3	13.6	13.8	19.3	18.0	-0.1	-0.1
Turkey	-3.8	-5.6	-5.3	-5.9	0.1	-0.2	30.2	32.6	39.5	40.2	2.7	3.1
Latin America	-5.1	-4.1	-8.8	-5.3	0.0	0.4	67.5	68.4	78.3	73.5	0.6	-2.4
Brazil <sup>5</sup>	-7.1	-5.9	-13.4	-6.3	0.0	2.0	85.6	87.7	98.9	91.8	0.0	-6.6
Mexico	-2.2	-2.3	-4.5	-3.3	0.1	0.1	53.6	53.3	61.0	59.9	0.4	-0.6
MENAP	-2.7	-3.9	-9.7	-5.7	0.2	0.0	44.1	49.0	54.9	50.7	-1.6	-3.0
Saudi Arabia	-5.9	-4.5	-11.3	-3.5	-0.2	0.3	19.0	22.8	32.5	30.0	0.1	-1.0
South Africa	-4.1	-5.3	-12.0	-9.2	0.2	1.3	56.7	62.2	77.1	77.5	0.0	-3.3
<b>Low-Income Developing Countries</b>	-3.4	-3.8	-5.5	-5.2	0.0	-0.3	42.7	44.2	49.0	48.5	-0.5	-0.1
Nigeria	-4.3	-4.7	-5.8	-5.5	0.1	-1.2	27.7	29.2	35.0	32.9	-0.1	0.9
<b>Oil Producers</b>	0.0	-0.5	-8.3	-4.5	0.0	-0.2	44.1	45.5	57.9	54.7	-0.9	-1.5
<b>Memorandum</b>												
World Output (percent)	3.6	2.8	-3.2	6.0	0.1	0.0						

Source: IMF staff estimates and projections.

Note: All country averages are weighted by nominal GDP converted to US dollars (adjusted by purchasing power parity only for world output) at average market exchange rates in the years indicated and based on data availability. Projections are based on IMF staff assessments of current policies. In many countries, 2020 data are still preliminary. For country-specific details, see "Data and Conventions" and Tables A, B, C, and D in the April 2020 *Fiscal Monitor* Methodological and Statistical Appendix. MENAP = Middle East, North Africa, and Pakistan; WEO = *World Economic Outlook*.

<sup>1</sup> For cross-country comparability, expenditure and fiscal balances of the United States are adjusted to exclude the imputed interest on unfunded pension liabilities and the imputed compensation of employees, which are counted as expenditures under the 2008 System of National Accounts (2008 SNA) adopted by the United States but not in countries that have not yet adopted the 2008 SNA. Data for the United States in this table may thus differ from data published by the US Bureau of Economic Analysis.

<sup>2</sup> Including financial sector support.

<sup>3</sup> For cross-economy comparability, gross debt levels reported by national statistical agencies for countries that have adopted the 2008 System of National Accounts (Australia, Canada, Hong Kong SAR, United States) are adjusted to exclude unfunded pension liabilities of government employees' defined-benefit pension plans.

<sup>4</sup> The underlying projection does not reflect impacts of the most recent lockdowns in Australia, and subsequent fiscal measures announced by the Commonwealth and the New South Wales governments. Projections for 2020 are based on actual estimates for the fiscal year 2019-20 and IMF staff projections for the fiscal year 2020-21 (ended June 2021). Gross debt is based on the market value.

<sup>5</sup> Gross debt refers to the nonfinancial public sector, excluding Eletrobras and Petrobras, and includes sovereign debt held by the central bank.