

国際通貨基金

世界経済見通し 改訂版

陰り見え、不透明感増す

2022年
7月



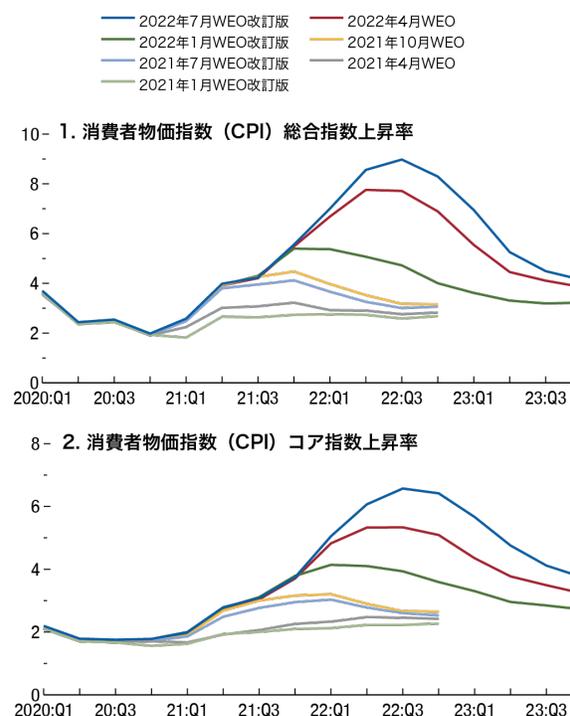
- 経済は2021年に一時的に回復が見られたが、その後諸リスクが現実化し始める中で、2022年になって経済動向に次第に陰りが見られるようになってきている。今年第2四半期の世界GDPは、中国とロシアで景気が低迷し、米国で消費者支出が予想を下回ったことを理由として、マイナス成長となった。パンデミックによってすでに弱体化していた世界経済は、いくつかのショックによって打撃を受けた。すなわち、米国や主要欧州諸国を中心に世界全体で物価上昇率が予想を上回り、金融環境の引き締めを招いたほか、新型コロナウイルスの感染拡大とロックダウンを受けて中国の景気が予想以上に減速し、また、ウクライナにおける戦争によってさらなる負の波及効果がもたらされた。
- ベースライン予測では、世界経済の成長率は今年の6.1%から2022年は3.2%に減速する。これは、2022年4月の「世界経済見通し(WEO)」における予測を0.4%ポイント下回っている。米国については、年初来の成長鈍化と家計購買力の低下、金融政策の引き締めを要因として、成長率予測が1.4%ポイント下方改定されている。中国については、ロックダウンの強化と不動産危機の深刻化によって成長率予測が1.1%ポイント下方改定されており、それは世界全体への重大な波及効果を伴っている。欧州については、ウクライナにおける戦争に伴う波及効果と金融政策の引き締めを反映して、大幅な下方改定が行われている。世界の物価上昇率は、食料・エネルギー価格、および長引く需給の不均衡を理由として上方改定されている。今年のインフレ率は先進国では6.6%、新興市場国・発展途上国では9.5%に達すると予測されており、それぞれ0.9%ポイント、0.8%ポイントの上方改定となっている。2023年には、インフレ抑制的な金融政策の影響が出ると見られており、世界GDPの成長率は2.9%にとどまる。
- 見通しに対するリスクは圧倒的に下方に傾いている。ウクライナにおける戦争によって欧州のロシアからのガス輸入が突然停止する可能性があるほか、労働市場が予想以上に逼迫したりインフレ期待のアンカーが外れたりすればインフレを抑制することがより困難になりかねず、世界的な金融環境のタイト化が新興市場国・発展途上国において債務危機を誘発する恐れがあり、新たに新型コロナウイルスの感染拡大とロックダウンおよび不動産部門における危機の一層の段階的悪化が起これば中国の成長が一層圧迫されかねず、また、地政学的な分断が進めば世界貿易と国際協調を阻害しかねない。諸リスクが現実化し、インフレ率がさらに上昇し、2022年と2023年の世界経済の成長率がそれぞれ約2.6%、2.0%に低下するという現実味のある代替シナリオの下では、経済成長が1970年以降の実績の下位10%に入ることになる。

- 物価の上昇によって世界全体で生活水準が圧迫され続けている中、インフレの抑制が政策当局者の最優先事項となるべきである。金融政策の引き締めは必然的に現実の経済コストを伴うが、先延ばしにすればコストを増大させるだけである。対象を絞った財政支援によって最も脆弱な人々に対する影響を緩和することができるが、パンデミックによって政府財政が逼迫しており、全体としてインフレ抑制的なマクロ経済政策スタンスが求められている中、そのような政策は増税または政府支出の削減によって相殺することが必要となる。金融環境のタイト化は金融安定性にも影響を与えることになるため、マクロプルーデンス政策手段の賢明な活用が求められるほか、債務再編枠組みの改革が一層必要となる。エネルギー・食料価格の特定の影響に対処する政策は、価格を歪めることなく最も影響を受けている人々に重点を置くものでなければならない。また、パンデミックが続く中、将来の変異株に対する防御としてワクチン接種率を上げる必要がある。最後に、気候変動の緩和には、排出を抑制し投資を拡大してグリーンへの移行を加速させるために、引き続き緊急の多国間行動が必要である。

見通しを左右する要因

下振れリスクの現実化に伴い世界的に景気減速が深刻化している。2021年には一時的に回復が見られたが、その後2022年になって経済動向には次第に陰りが見られるようになっている。第1四半期に予測を若干上回った世界の実質GDPは、第2四半期には中国とロシアにおける景気低迷を受けて、2020年以来のマイナス成長になったと推定されている。2022年4月の「世界経済見通し(WEO)」で取り上げた下振れリスクが現実化しつつある。米国や欧州の主要国を中心に世界中でインフレ率が上昇して、世界的に金融環境の急激な引き締めを招いているほか、新型コロナウイルスの感染拡大とロックダウンを受けて中国で景気が予想以上に減速し、ウクライナにおける戦争が国境を越えてさらなる負の影響を及ぼしている。

図1 世界の物価上昇率予測：予想を上回る上昇の連続 (%)

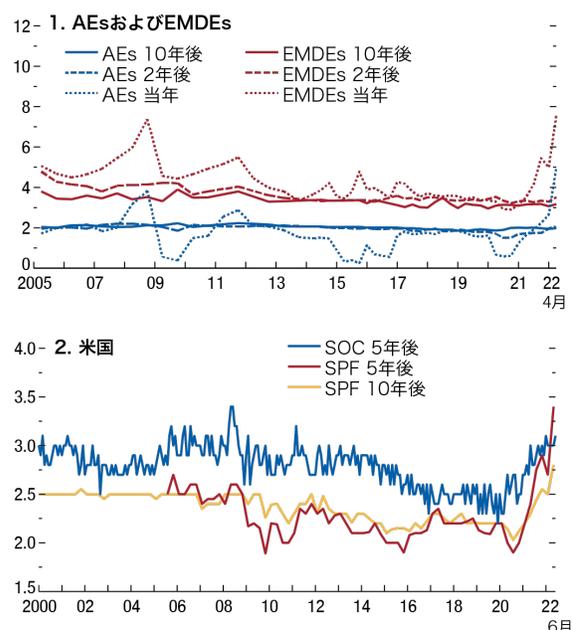


世界の物価上昇率がまたしても予想を上回り、中央銀行によるさらなる引き締めを促している。

2021年以降、消費者物価はWEOを含む大方の予想を上回る速度で上昇し続けている(図1)。米国では、2022年6月に消費者物価指数が前年比で9.1%上昇し、英国でも5月に9.1%上昇するなどインフレ率が40年ぶりの高水準となっている。ユーロ圏では、6月のインフレ率が8.6%に達し、通貨同盟の発足以来最高となった。同様に懸念されるのは、新興市場国・発展途上国でも第2四半期のインフレ率が推計で9.8%に達したことだ。食料・エネルギー価格の上昇や、多くの部門における供給制約、また、多くの国で需要がサービスへと再びシフトしていることによって、総合インフレ率が押し上げられている。しかし、コアインフレ率に関する各種指標に表れているとおり、基調インフレ率も上昇している。これは、特に先進国で、供給制約や労働市場の逼迫を通じてコスト圧力が転嫁されていることを反映している¹。先進国でも新興市場国・発展途上国でも、概して賃金の伸びが物価上昇に追いついておらず、家計の購買力が大幅に低下している。長期的なインフレ期待は、大半の主要国では安定的に推移しているものの、一部の指標によれば、米国などでは上昇し始めている(図2)。主要先進国の中央銀行は、入ってくるデータに合わせて、金融支援の縮小をより断固として進め、2022年4月のWEOにおける予想よりも速いペースで政策金利を引き上げている。いくつかの新興市場国・発展途上国では、中央銀行が先進国における過去の引き締めサイクルよりも積極的に利上げを実施している。それに伴って住宅ローン金利を含む長期借入コストが上昇し、また、世界的に金融環境がタイト化していることによって(ボックス参照)、株価が急落しており、成長の重石となっている。それと同時に、新型コロナ関連の公的支援パッケージも段階的に縮小されている。

中国の景気減速が世界的なサプライチェーンの混乱に拍車をかけている。新型コロナウイルスの感染拡大と、当局のゼロコロナ戦略の一環として導入された制限措置によって、経済活動に

図2 より長期的なインフレ期待 (%)

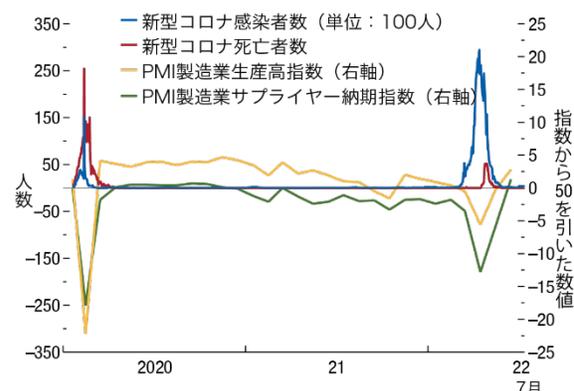


出所：Consensus Economics、フィラデルフィア連邦準備銀行、ミシガン大学、IMF職員による試算
注：パネル1は各グループごとにコンセンサス予想の中央値を示している。Consensus Economics社の予測は、当年の消費者物価指数上昇率の予測と2年後の物価上昇率の予測。10年後の期待インフレ率については、6~10年後予想の平均。SOCの5年後予想は、5~10年後の期待インフレ率の平均。SPFの長期予想は、それぞれ5年後と10年後の期待インフレ率の平均。AEsは先進国・地域、EMDEsは新興市場国・発展途上国、SOCは消費者調査、SPFは専門家予測調査を指す。

¹Romain Duval, Yi Ji, Longji Li, Myrto Oikonomou, Carlo Pizzinelli, Ipppei Shibata, Alessandra Sozzi, Marina M. Tavares “Labor Market Tightness in Advanced Economies” IMF Staff Discussion Note 2022/001、ワシントンDC、国際通貨基金。

広範かつ深刻な混乱が生じている(図3)。世界の主要なサプライチェーン・ハブである上海では、2022年4月に厳格なロックダウン措置が導入され、市内全域で約8週間にわたって経済活動の停止が余儀なくされた。第2四半期には、消費の減少を要因として、実質GDPが前期比2.6%の大幅なマイナス成長になった。これは、パンデミックが勃発した2020年第1四半期に前期比10.3%のマイナス成長を記録して以来最悪の状況となっている。その後、感染力のより強い変異株によって、新型コロナの感染者数が憂慮すべき増加を見せている。中国の不動産部門の危機が悪化していることも、販売と不動産投資の足を引っ張っている。中国における景気減速は、世界に影響を及ぼしている。ロックダウンによって世界的なサプライチェーンの混乱に拍車がかかり、国内支出の減少によって中国から貿易相手国に対する財・サービスの需要が低下している。

図3 中国における新型コロナ感染拡大とサプライチェーンの混乱



出所：中国国家統計局、中国国家衛生健康委員会、IMF職員による試算
注：PMI=購買担当者景気指数。

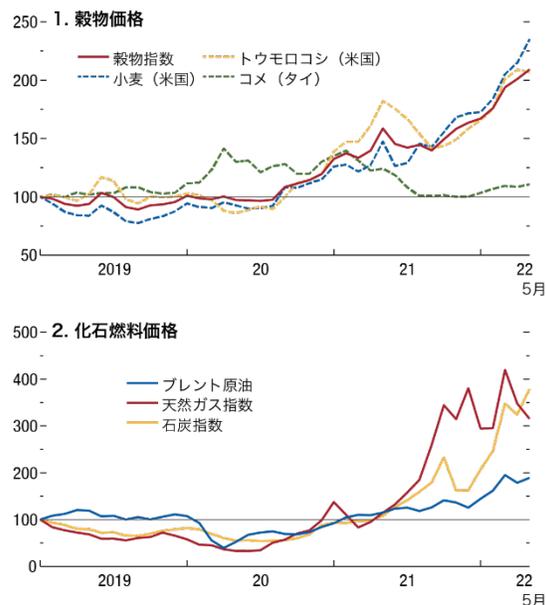
ウクライナにおける戦争が継続し、広範囲にわたって困難を引き起こしている。戦争の人的コストが増加しつつあり、ロシアの侵攻以来900万人の人々がウクライナを脱出したほか、引き続き人命が失われ、物的資本が破壊されている。2022年4月以降、主要先進国はロシアに対する追加の金融制裁を課した。また欧州連合(EU)は、2022年8月以降石炭の輸入を禁止し、2023年以降海上輸送によるロシア産石油の輸入を禁止することに合意した。EUはまた、2022年末までに、第三国に対するロシア産石油の海上輸送について付保と与信をブロックすると公式に表明した。それと同時に、石油輸出国機構(OPEC)は9月に予定されていた原油増産を前倒しすることに合意し、G7はロシアによる原油輸出に価格上限を設定する可能性を検討することを計画している。こうした相殺するような動きによって、昨年比での国際原油価格の上昇は2022年4月のWEOにおける予測をわずかに下回っている。直近では、ロシアから欧州へのパイプラインによるガス供給が1年前の水準の約40%にまで大幅に減少しており、6月に天然ガス価格が高騰する要因となった。ロシア経済は、原油輸出および非エネルギー輸出が予想よりも持ちこたえたことを受けて、第2四半期のマイナス成長幅は前回の予測を下回ったと推定されている。さらに、国内の金融セクターに対する制裁の影響が食い止められ、労働市場の悪化が予想を下回ったことで、国内需要も一定の底堅さを見せている。これに関連して、欧州の主要国に対する戦争の影響は、エネルギー価格の上昇や消費者信頼感の低下、サプライチェーンの混乱の継続と投入コストの増加に伴う製造業の勢いの鈍化によって、予想よりも大きいものとなっている。

食料危機が悪化している。世界の食料価格は、ここ数か月間は安定しているが、引き続き2021年の水準を大きく上回っている(図4)。小麦等の穀物価格を中心とする世界的な食料価格の上昇を招いている主な要因は、ウクライナにおける戦争である。いくつかの国における輸出制限が世界的な食料価格の上昇に拍車をかけているが、その一部は最近になって撤廃されている。消費に占める食料品の割合がより大きい低所得国は、食料価格上昇の影響を最も深刻に受けている。価格の上昇幅が最も大きい農産物(特に小麦やトウモロコシ)に傾斜した食生活を送っている国や、食料輸入への依存度がより高い国、そして主要食料品の国際価格が国内価格に大きく転嫁されている国が最も苦境に立たされている。サブサハラアフリカをはじめとして、住民が戦争前からすでに深刻な栄養不良と超過死亡に見舞われていた国は、とりわけ深刻な影響を受けている。

待ち受ける景気低迷、支配的な下振れリスク

前節で概説した動向によって、今回の見通しは非常に大きな不確実性を伴うものとなっている。以下に説明するベースライン予測は、いくつかの前提に基づいている。例えば、ロシアから欧州への予期せぬ天然ガスの供給削減がこれ以上行われないうこと、長期的なインフレ期待が安定的に推移し続けること、インフレ抑制のための金融政策引き締めによって国際金融市場の無秩序な調整が悪化しないことなどである。しかしながら、こうしたベースラインの前提のうち一部または全部が崩れるリスクはかなり大きい。これに関連して、経済の不確実性を示す諸指標と

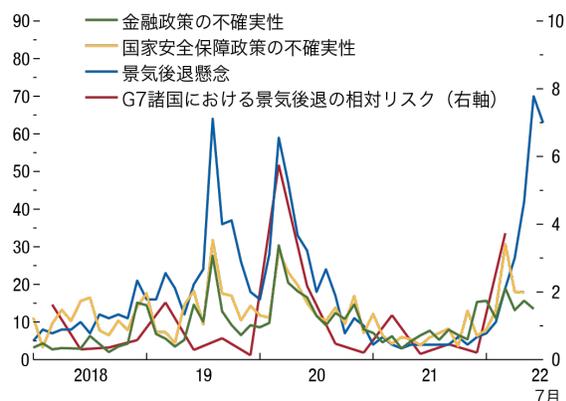
図4 食料・エネルギー価格の上昇
(指数、2019年1月=100)



出所：IMF「Primary Commodity Price System」、IMF職員による試算
注：穀物指数は大麦、トウモロコシ、コメ、ソルガム、小麦で構成される。天然ガス指数は欧州および日本、米国の天然ガス価格指数で構成される。石炭指数にはオーストラリアおよび南アフリカの石炭が含まれる。

景気後退の到来への懸念がこの数か月間で高まっている。景気後退が起こる確率の推定値も上昇している。例えば、資産価格から見て取れる情報に基づくと、G7 諸国が景気後退に陥る確率は通常の数倍に当たる15%近くと推定されており(図5)、ドイツについては25%近くに達している²。米国に関しては、アトランタ連邦準備銀行の予測モデル「GDPNow」などの一部の指標によって、すでにテクニカルな景気後退(2四半期連続のマイナス成長)入りしていることが示唆されている。全体として、リスクと不確実性の高まりを踏まえ、今回のWEO改訂見通しでは、ベースラインシナリオを補完するものとして、短期的に現実化する可能性があるいくつかの下振れリスクの影響を具体的に説明する代替シナリオを特に重視している。世界経済が追加のショックに見舞われれば、経済的成果はさらに悪化するだろう。

図5 不確実性とリスクの高まり
(指数、右軸は比率)



出所：Scott R. Baker, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, "Measuring Economic Policy Uncertainty," *Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131 (4): 1593–636、John C. Bluedorn, Jörg Decressin, and Marco E. Terrones, "Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions?" *International Journal of Forecasting*, 2016, 32 (2): 518–526、Googleトレンド、IMF職員による試算
注：金融政策の不確実性は10分の1に尺度を変更してあり、Baker, Bloom, and Davis (2016)に基づいている。国家安全保障政策の不確実性も10分の1に尺度を変更してある。景気後退懸念は世界全体における「景気後退」という単語のGoogle検索数に基づいており、数値は2008年以降の最高点と比較した検索インタレストを表している。G7諸国における景気後退の相対的比率は平常時の景気後退発生確率に対する現時点の確率の比率を示している。

2.1 ベースラインシナリオ

世界経済の成長率。 ベースラインシナリオでは、世界経済の成長率は2022年に3.2%となり、2023年には若干減速して2.9%になる。これは、2022年4月のWEOにおける予測をそれぞれ0.4%ポイント、0.7%ポイント下回っている(表1)。いくつかのケースでは、2022年第1四半期の成長実績が予想を上回ったことによって、その後の景気減速が相殺されており、2022年の年間成長率の下方改定が相対的に小幅となっている。2022年から2023年にかけての世界経済の成長率予測が下方改定されているのは、中国および米国、インドの成長率予測が下方改定されていることが要因である。これは、2022年4月のWEOで指摘した下振れリスクの現実化を反映している。すなわち、ロックダウン延長に伴う中国の景気減速の深刻化、インフレ圧力を緩和

² 景気後退の確率は、資産価格と株式市場のボラティリティの動向を踏まえ、次の四半期に景気後退が始まる可能性の推定値を示している。方法論に関する詳細は、John Bluedorn, Jörg Decressin, Marco Terrones "Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions?" *International Journal of Forecasting*, 2016, 32 (2): 518–26を参照。

するために主要中央銀行が利上げ幅を拡大するという予想に関連した世界的な金融環境の引き締め、そして、ウクライナにおける戦争の波及効果である。2022年から2023年にかけて3%に近い成長が予測されるため、世界的な景気後退と関連付けられることがある世界 GDP または 1人当たり世界 GDP の減少は現在のところベースラインシナリオの一部にはなっていない。しかしながら、第4四半期前年比ベースの成長率予測は、2022年後半に景気が著しく悪化することを示している(表1)。先進国については総じて下方改定が行われている一方、新興市場国と発展途上国については基調的な動向に対するエクスポージャーに差があるために、改定にはよりばらつきがある。

- すでに述べたとおり、主要先進国については、2022年と2023年の成長率予測が概して下方改定されている。米国のベースライン成長率は、2022年と2023年について、それぞれ1.4%ポイント、1.3%ポイント下方改定されている。これは、家計購買力の低下や金融政策の引き締め強化によって予想される影響などを理由に民間消費の勢いが大きく衰え、2022年上半年期の成長が予想を下回ったことを反映している。ユーロ圏の成長率予測も、2022年に0.2%ポイント、2023年に1.1%ポイント下方改定されている。イタリアにおける観光業と産業活動の改善見通しが、フランス、ドイツおよびスペインにおける成長率予測の大幅な下方改定によって相殺されて余りあるためだ。その背景として、ウクライナにおける戦争の波及効果があるほか、欧州中央銀行(ECB)が2022年7月に2011年以来初となる利上げを実施し、純(ネット)資産購入を終了することで、金融環境がタイト化すると想定されている。いくつかの欧州諸国では、「次世代のEU」基金によって景気が下支えされている。
- 新興市場国・発展途上国に関しては、2022年と2023年の成長率予測の下方改定は、主に中国の急激な景気減速と、インドの成長鈍化を反映している。そのため、アジアの新興市場国・発展途上国において改定幅が大きくなっており、2022年のベースライン成長率は0.8%ポイント下方改定されている。この下方改定には、中国の成長率予測が上述した新型コロナウイルスの感染拡大とロックダウンを主な理由として1.1%ポイント引き下げられ、(2020年のコロナ禍発生当初を除きここ40年余りで最低の)3.3%になったことも含まれている。同様に、インドについても、成長率見通しが0.8%ポイント下方改定されて、7.4%となっている。インドに関しては、下方改定は主に対外環境が悪化したことと、金融引き締めが加速したことを反映している。その他の地域については、成長率のベースライン予測は概して上方改定されている。欧州の新興市場国と発展途上国では、2022年には実質GDPがマイナス成長になると見られているものの、成長率は2022年4月のWEOにおける予測から1.5%ポイント改善している。他方で、2023年にはプラス成長が見込まれているが、成長率予測は0.4%ポイント下方改定されている。これは、2022年のロシアの輸出が予想よりも好調であることと、2023年にロシアに対して追加制裁が課されることが最近発表されたことを背景としている。ラテンアメリカ・カリブ諸国についても、大国(ブラジル、メキシコ、コロンビアおよびチリ)の回復がより力強いものになることを受けて、2022年の成長率予測が0.5%ポイント上方改定されている。中東・中央アジアおよびサブサハラアフリカ諸国の見通しは、化石燃料と金属の価

格上昇が一部の一次産品輸出国に与える影響を反映して、概して変化がないか、上向いている。

物価上昇率。世界の物価上昇率についてのベースライン予測もより悲観的なものになっており、2022年は第4四半期前年比ベースで8.3%と、2022年4月のWEOにおける予測である6.9%から上方改定されている。2022年の物価上昇率予測の上方改定幅は、先進国においてより大きくなっており、先進国では物価上昇率が第4四半期前年比ベースで2022年4月のWEOにおける4.8%の予測を上回って6.3%に達すると見られている。これには、英国(2.7%ポイント上方改定され10.5%)やユーロ圏(2.9%ポイント上方改定され7.3%)などの主要国・地域で総合インフレ率が大幅に上昇することが要因となっている。2023年の予測にはそれほど変化は見られず、第4四半期前年比ベースで0.2%ポイントの上方改定にとどまっている。これは、中央銀行が政策を引き締め、エネルギー価格のベース効果が反転するのに応じて物価上昇率が低下するという信頼感を反映している。新興市場国と発展途上国では、2022年に物価上昇率が第4四半期前年比ベースで10.0%に達すると予測されている。これらの国々では、各国間で改定幅により大きなばらつきが見られる。アジアの新興市場国・発展途上国では(中国における景気減速と穀物価格の上昇が限定的であることもあって)上方改定が比較的小幅となっているのに対して、ラテンアメリカ・カリブ諸国(3.0%ポイント)や欧州の新興市場国・発展途上国(2.9%ポイント)についてはより大幅な上方改定が行われている。

2022年7月「世界経済見通し(WEO)改訂版」

表1. 「世界経済見通し(WEO)」の予測一覧
(特に別段の記載がなければ、単位は増減の%表示)

	年間								
	2020	2021	予測		2022年4月WEO予測との比較(注1)		第4四半期間(注2)		
			2022	2023	2022	2023	2021	予測	
世界GDP	-3.1	6.1	3.2	2.9	-0.4	-0.7	4.4	1.7	3.2
先進国・地域	-4.5	5.2	2.5	1.4	-0.8	-1.0	4.7	1.3	1.5
アメリカ	-3.4	5.7	2.3	1.0	-1.4	-1.3	5.5	1.0	0.6
ユーロ圏	-6.3	5.4	2.6	1.2	-0.2	-1.1	4.7	0.7	2.1
ドイツ	-4.6	2.9	1.2	0.8	-0.9	-1.9	1.8	0.5	1.5
フランス	-7.9	6.8	2.3	1.0	-0.6	-0.4	4.9	0.4	1.1
イタリア	-9.0	6.6	3.0	0.7	0.7	-1.0	6.4	0.6	1.6
スペイン	-10.8	5.1	4.0	2.0	-0.8	-1.3	5.5	1.3	2.3
日本	-4.5	1.7	1.7	1.7	-0.7	-0.6	0.4	2.4	0.6
イギリス	-9.3	7.4	3.2	0.5	-0.5	-0.7	6.6	0.1	1.3
カナダ	-5.2	4.5	3.4	1.8	-0.5	-1.0	3.2	2.5	1.7
他の先進国・地域(注3)	-1.8	5.1	2.9	2.7	-0.2	-0.3	4.6	2.0	2.8
新興市場国と発展途上国	-2.0	6.8	3.6	3.9	-0.2	-0.5	4.2	2.1	4.7
アジアの新興市場国と発展途上国	-0.8	7.3	4.6	5.0	-0.8	-0.6	3.8	4.0	4.7
中国	2.2	8.1	3.3	4.6	-1.1	-0.5	3.5	4.1	3.2
インド(注4)	-6.6	8.7	7.4	6.1	-0.8	-0.8	3.9	4.1	7.2
ASEAN原加盟5か国(注5)	-3.4	3.4	5.3	5.1	0.0	-0.8	4.7	3.4	6.1
ヨーロッパの新興市場国と発展途上国	-1.8	6.7	-1.4	0.9	1.5	-0.4	6.1	-7.0	7.7
ロシア	-2.7	4.7	-6.0	-3.5	2.5	-1.2	4.8	-13.9	4.8
中南米・カリブ諸国	-6.9	6.9	3.0	2.0	0.5	-0.5	3.9	1.8	2.1
ブラジル	-3.9	4.6	1.7	1.1	0.9	-0.3	1.6	1.5	1.5
メキシコ	-8.1	4.8	2.4	1.2	0.4	-1.3	1.2	2.9	1.0
中東・中央アジア	-2.9	5.8	4.8	3.5	0.2	-0.2	...	...	...
サウジアラビア	-4.1	3.2	7.6	3.7	0.0	0.1	6.7	6.9	3.7
サブサハラアフリカ	-1.6	4.6	3.8	4.0	0.0	0.0	...	...	...
ナイジェリア	-1.8	3.6	3.4	3.2	0.0	0.1	2.4	2.1	2.3
南アフリカ	-6.3	4.9	2.3	1.4	0.4	0.0	1.8	2.2	1.7
その他の情報									
市場レートに基づく世界成長	-3.4	5.8	2.9	2.4	-0.6	-0.7	4.4	1.6	2.5
EU	-5.8	5.4	2.8	1.6	-0.1	-0.9	4.9	0.9	2.8
中東・北アフリカ	-3.4	5.8	4.9	3.4	-0.1	-0.2	...	...	...
新興市場国・中所得国	-2.2	7.0	3.5	3.8	-0.3	-0.5	4.3	2.0	4.7
低所得途上国	0.1	4.5	5.0	5.2	0.4	-0.2	...	...	...
世界貿易額(財およびサービス)(注6)	-7.9	10.1	4.1	3.2	-0.9	-1.2	...	...	...
先進国・地域	-8.8	9.1	5.3	3.2	-0.3	-1.4	...	...	...
新興市場国と発展途上国	-6.2	11.7	2.2	3.3	-1.8	-0.9	...	...	...
一次産品価格(米ドル)									
原油(注7)	-32.7	67.3	50.4	-12.3	-4.3	1.0	79.2	28.6	-13.4
燃料以外(一次産品の世界輸入量に基づく加重平均)	6.7	26.1	10.1	-3.5	-1.3	-1.0	16.4	5.7	-0.6
世界消費者物価(注8)	3.2	4.7	8.3	5.7	0.9	0.9	5.6	8.3	4.1
先進国・地域(注9)	0.7	3.1	6.6	3.3	0.9	0.8	4.9	6.3	2.3
新興市場国と発展途上国(注8)	5.2	5.9	9.5	7.3	0.8	0.8	6.1	10.0	5.7

注:実質変動率(注1)は2022年5月30日～6月27日の水準のまま一定で推移すると仮定する。国・地域はその経済規模の順番で列挙されている。集計された四半期データは季節調整済み。

WEO = 「世界経済見通し」

- 変化分は、2022年4月WEO予測と今回の予測の差で、端数は四捨五入してある。2022年4月WEO予測から予測が更新された国々は購買力平価ベースで測定したときに世界GDPの約90%を占めている。
- 世界の総生産(新興市場国と発展途上国)においては、四半期の推計と予測は購買力平価加重による年間の世界(新興市場国・発展途上国)GDPの約90%(80%)を占める。
- G7(カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、イギリス、アメリカ)とユーロ圏諸国を除く。
- インドについては、データと予測が財政年度ベースで表示されており、2011年以降のGDPは2011-2012財政年度を基準とした市場価格によるGDPに基づく。
- インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム
- 輸出額と輸入額の成長率の単純平均(財とサービス)。
- 英国ブレント、ドバイのファテ、およびウェスト・テキサス・インタミディエイトの原油価格の単純平均。2021年における原油価格の平均価格は米ドル表示で1バレル当たり83.07。先物市場(2022年6月29日)に基づいた想定価格は、2022年については\$103.88、2023年については\$81.07。
- ベネズエラを除く。
- ユーロ圏の物価上昇率は2022年と2023年にそれぞれ7.3%、3.9%、日本では1.9%、A52%、1.3%、アメリカでは7.7%、3.0%。

世界貿易。2022年と2023年の世界貿易の伸びは、世界的な需要の落ち込みとサプライチェーンの問題を受けて、これまでの予測よりもさらに鈍化する可能性が高い。2022年に見られるドル

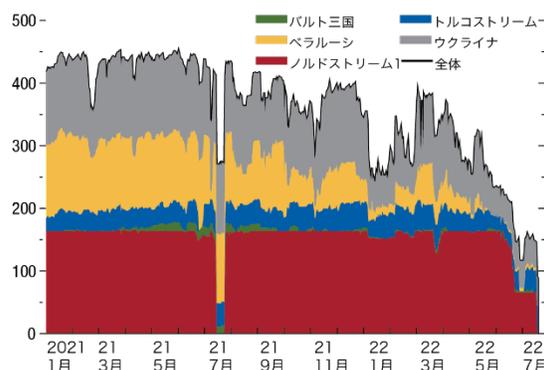
高(6月時点で名目実効レートで2021年12月から約5%上昇)も、貿易決済におけるドルの支配的な役割や、ドル建て債務を抱える国の需要や輸入に及ぼす負のバランスシート効果に鑑みて、世界貿易の伸びを鈍化させた可能性が高い。

2.2 下振れリスク

リスクバランスは、世界の景気動向に負の影響を与えかねない様々な要因によって、真つ直ぐ下向きになっている。以下の点が特に懸念される。

ウクライナにおける戦争によって、エネルギー価格がさらに上昇する。2022年4月以降、ロシアから欧州へのパイプラインによるガス供給が昨年水準の約40%にまで急激に減少しており(図6)、そのことが最新の予測において4月の予測からの下方改定に反映されている。最新のベースライン予測は、供給量が主要欧州諸国のエネルギー自給目標に沿う形で2024年半ばまでに低い水準へとさらに減少するという予想も織り込んでいる。しかしながら、2022年から2023年にかけてのガス供給量の水準をめぐっては、大きな不確実性が存在する。2022年中に欧州諸国に対するロシア産ガスの輸出が完全に停止すれば、エネルギー価格の上昇を通じて世界全体で物価上昇率を大幅に押し上げることになると考えられる。その場合、欧州ではエネルギーの配給制を強いられ、主要産業部門がその影響を受ける可能性があるほか、国境を越えた負の波及効果によって2022年と2023年のユーロ圏の成長が大きく低下しかねない。

図6 ロシアからEUへのパイプラインガス供給の減少
(百万立方メートル/日)



出所：欧州送ガス系統運用者ネットワーク(ENTSO-G)、ウクライナ・ガス輸送システム運営会社(GTSOU)、IMF職員による試算
注：入手可能な最新データは2022年7月12日自転のもの。最近のデータは暫定数値。EU=欧州連合。

停止すれば、エネルギー価格の上昇を通じて世界全体で物価上昇率を大幅に押し上げることになると考えられる。その場合、欧州ではエネルギーの配給制を強いられ、主要産業部門がその影響を受ける可能性があるほか、国境を越えた負の波及効果によって2022年と2023年のユーロ圏の成長が大きく低下しかねない。

物価上昇率が高止まりする。物価上昇率は総じて2024年末までにパンデミック前に近い水準を回復すると見込まれている。しかし、いくつかの要因によって、物価上昇率が勢いを維持し、長期的なインフレ期待が上昇する可能性がある。ウクライナにおける戦争によって食料・エネルギー価格にさらなる供給関連のショックが加われば、総合インフレ率を急上昇させ、コアインフレ率に転嫁され、金融政策のさらなる引き締めを誘発することになりかねない。そうしたショックは、十分に深刻である場合には、インフレの高進を伴う景気後退(「スタグフレーション」)を引き起こす恐れがあるが、この点はベースラインシナリオには含まれていない。労働市場の逼迫度はいくつかの国で歴史的に高い水準にあり、労働者は次第にこれまでの生活コストの上昇に対する補填を要求するようになる可能性がある。企業には、利幅を圧縮することで労働コストの上昇を吸収する可能性が一定程度あるかもしれない。物価上昇が賃金インフレに先行していたところや、企業に買い手独占力がある産業や場所の場合には特にそうだ。しかし、企業が労働コストの上昇を吸収できなければ、インフレ率のさらなる上昇を招き、賃金と物価のスパイラルの上昇を引き起こしかねない。また、政策当局者が労働市場の逼迫度とそれがインフレに与える

影響を過小評価したり、政策の引き締めを十分に行わなかったりして、長期的なインフレ期待のアンカーが外れるのを阻止するのに失敗する可能性もある。同様に、経済の生産資源のうち使用されている部分が増えるのに応じて、つまり、供給曲線の該当部分が非弾力的になるのに応じて、需要の変化に対する価格の感応度が高まった可能性もある。その場合、インフレ率が急上昇した後に政策が過度に引き締められれば、インフレ率は同じように急激に下落する可能性がある。

デysinフレのコストが予想を上回る。 主要中央銀行は、利上げを実施することで、高インフレに対応している。しかし、景気後退を誘発することなくインフレ率を低下させるのにどの程度の政策引き締めが必要かを正確に見定めることは困難である。過去のデysinフレ期においては、当初のインフレおよびインフレ期待の水準や、賃金と価格の硬直性、需要の落ち込みに対する価格と賃金の反応の程度、財政政策のスタンスなど、いくつかの要因がデysinフレの経済的コストに影響を与えてきた。こうした要因の推移によって政策当局者が意表を突かれ、あるいは、政策当局者が中立金利水準など適切な政策スタンスの判断を誤れば、今後のデysinフレによる調整が現時点での予想よりも混乱を生むものとなりかねない。1980年代初頭に先進国が経験したような、金融政策の引き締めに関連した過去のデysinフレ事例は、インフレ抑制の代価として高失業を伴い、コストが高くつくことが多かった。今回は、当初のインフレ率がより低く、インフレ期待もより低く、よりしっかりと固定されており、先進国の労働市場や製品市場により大きな柔軟性が見られるため、過去の事例よりもコストは小さくなるだろうと考えられる。しかしながら、政府と企業のレバレッジが上昇していることによって、政策引き締めの効果が増幅され、インフレに対して断固たる行動をとるといふ中央銀行の意思が影響を受ける可能性がある。その場合、インフレ期待が大幅に上昇すれば中期的な GDP 損失が潜在的に拡大し、より大幅な利上げを促すことになりかねない。景気後退のリスクは2023年に特に顕著である。2023年には、いくつかの国で成長率が底を打つと見られているほか、パンデミック中に蓄積された家計貯蓄がすでに減少に転じた後で、小さなショックであっても経済を停滞させる可能性がある。例えば、最新の予測によれば、米国では2023年第4四半期の実質 GDP 成長率が前年比0.6%にとどまり、同国では景気後退を回避することがますます困難となる(表1)。いくつかの先進国では、金利の上昇と低成長が相まって、債務のダイナミクスが悪化し、高債務国を中心に国債と社債のスプレッドが拡大することになる。実際、金融環境のタイト化はすでにユーロ圏内で借入金利の格差や「金融の分断」リスクをめぐる懸念につながっており、金融政策の伝播を潜在的に損なっている。

金融環境のタイト化が新興市場国・発展途上国における債務危機を招く。 先進国の中央銀行がインフレ対策として利上げを実施するのに伴い、世界中で金融環境がタイト化し続けることになる。その結果借入コストが上昇するが、それに応じて国内の金融政策が引き締められない場合には、外貨準備に圧力がかかって対ドルで通貨安となり、ドル建ての純債務を抱える国ではバランスシート上の評価損が発生する。そうした難題は、政府の財政状況がすでに多くの国で逼迫しており、財政政策支援の余地が少なくなっている中で浮上することになる。現在、低所得

国の60%が政府債務の返済に支障をきたしているか、そのリスクが高くなっており、10年前の約25%から増えている³。新興市場国と発展途上国からの広範な資本逃避によって、そのリスクが増幅される恐れがある。新興国債券のスプレッドはすでに上昇しつつある(図7)。高インフレおよび成長減速と組み合わさった借入コストの上昇は、1970年代から1980年代初頭を彷彿とさせる。1970年代には、エネルギー価格の上昇に伴う石油輸出の余剰資金が新興市場国の債券市場への資金流入を後押しした。中央銀行は1980年代初頭に高インフレ対策として政策を引き締め、そのことが無秩序な対外調整

や、ラテンアメリカを中心に一部のケースでは債務不履行につながった。今日、同様のショックによって同じような不均衡がもたらされる可能性はあるだろうか。エネルギー価格ショックの原因は両方のケースでほぼ同じであるものの、重要な違いがいくつか存在する。第一に、実質原油価格の上昇幅は今回のケースの方が小さく、また、現在では世界的に生産活動の石油への依存度は以前よりも低下している。第二に、一部の新興市場国・発展途上国を含め、政策引き締めの開始は今回の方が早かった。くわえて、新興市場国と発展途上国では、政策枠組みが以前よりも概して強固になっている。第三に、オイルダラーの還流が新興市場国・発展途上国において不均衡を引き起こす時間的余裕は今回の方が少なかった。とはいえ、こうした好ましい変化があるにもかかわらず、他の主要二国間債権国に対するエクスポージャーが高まったことや最近のパンデミックによって新たな脆弱性が生じており、多くの国で公的債務を拡大させるとともに将来の潜在成長力を低下させている。

中国の景気減速が長引く。 ベースライン予測では、2022年下半年にロックダウンからの回復が見られ、全体的なGDP成長率は2022年に3.3%、2023年は4.6%となる。上振れリスクとしては、実質的な財政支援の発表や、当局がブースター接種拡大キャンペーンの成功を受けて成長面のトレードオフを解消すべくゼロコロナ戦略の再調整を行うことなどがある。下振れリスクとしては、感染力のより強い変異株のより大規模な感染拡大が起こり、ゼロコロナ戦略の下でさらに広い範囲でロックダウンが導入されることなどがある。さらに、不動産部門における価格調整とバランスシート調整が遅れば、突発的な危機の拡大や、より広範なマクロ金融波及効果を伴う調整の長期化を招く恐れがある。中国における持続的な景気減速は、世界全体に強力な波

図7 新興市場国の債務：高まる脆弱性
(3週間平均、%)



出所：Bloomberg Finance L.P.、JPモルガン新興国債券指数、IMF職員による試算
注：bpsはベースポイントを、EMBIGは新興国債券指数であるEMBIグローバルを指す。

³Guillaume Chabert, Martin Cerisola, Dalia Hakura, “Restructuring Debt of Poorer Nations Requires More Efficient Coordination” IMF ブログ、2022年4月7日。

及効果をもたらすと考えられるが、その性質は需要と供給双方の要因のバランスに左右されることになる。例えば、供給のボトルネックがさらに悪化すれば世界全体で消費財価格の上昇を招きかねないのに対して、需要が低下すれば一次産品への圧力と中間財の価格上昇が緩和される可能性がある。

食料・エネルギー価格の上昇が広い範囲で困難や飢餓、不安を引き起こす。 エネルギーや食料は代替がきかない必需品であるため、価格の上昇は家計にとって特に痛みを伴う。電子機器や家具、娯楽など、他の項目の価格が上昇する場合には、各家庭は単にその項目の支出を減らすか、あるいはなくすことも可能である。食料品や暖房、そして生計を立てる上で不可欠な場合も多い移動に関しては、支出を抑えることははるかに難しくなる。そのため、現在の状況は、経済のみならず社会の安定をも脅かしている。パンデミックの急性期が過ぎて以降、不安が高まりつつある。これは、パンデミック中の方が不安が抑えられ⁴、食料・エネルギー価格の上昇が不安の確かな先行指標であることを示唆する IMF の研究と整合的である⁵。不安は必ずしも発生するわけではないが、物価と社会の安定の関係は、貿易障壁の増加や、極暑あるいは肥料不足による凶作が、さらなる困難や飢餓、不安を引き起こす恐れがあることを意味している。こうしたリスクは、黒海の封鎖を含めウクライナ侵攻によってもたらされたロジスティクス上の障害を緩和することで軽減することができる。

世界経済の分断がさらに進む。 中期的な見通しに対する深刻なリスクのひとつは、ウクライナにおける戦争によって技術基準やクロスボーダー決済システム、準備通貨が互いに異なる地政学的ブロックに世界経済が分断されてしまうことである。これまでのところ、リショアリング(生産拠点の国内回帰)を示す証拠は限定的であり、世界貿易はパンデミック発生以降予想を上回る底堅さを見せている。分断は、気候変動に対処するための多国間協力の有効性も低下させるとともに、目下の食料危機が常態化しかねないというさらなるリスクをももたらす可能性がある。

2.3 定量的な影響: 世界的な代替シナリオ

化石燃料の輸出が減少し、インフレ期待が上昇し、金融環境がタイト化する。 政策当局者にとっての重要な関心事のひとつは、潜在的なリスク源を理解することにとどまらず、それが世界経済に与える影響を測定することである。本節では IMF の G20 モデルを用いつつこの課題に応え、とりわけ関連性があり現実味のある以下の 4 つの下振れリスクが現実化する場合の経済的影響を分析する。

⁴Philip Barrett, Sophia Chen “Social Repercussions of Pandemics” IMF Working Paper 21/21、ワシントン DC、国際通貨基金。

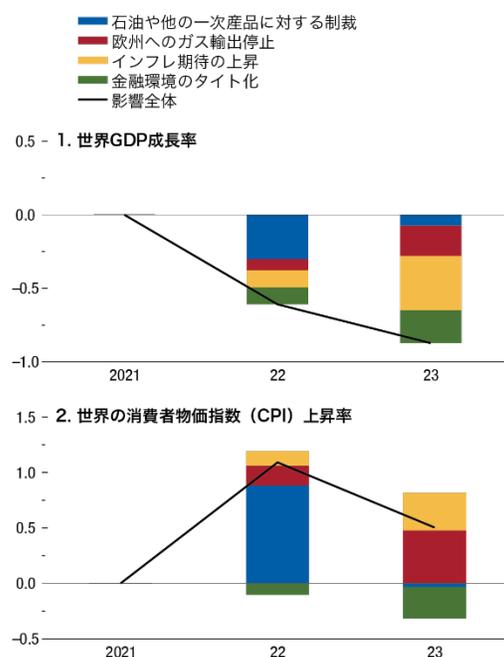
⁵Chris Redl, Sandie Hlatshwayo “Forecasting Social Unrest: A Machine Learning Approach” IMF Working Paper 21/263、ワシントン DC、国際通貨基金。

- ロシアのウクライナ侵攻を受けた制裁がますます厳格になり、2022年下半期以降、ロシアによる石油輸出がベースライン比でさらに30%減少する。
- 欧州諸国による輸出禁止またはロシアによる供給削減を理由として、ロシアから欧州へのガス輸出量が2022年末までにゼロになる。
- インフレ期待がより持続的に高止まりする。
- 政策当局者による高インフレ対応と投資家の懸念を受けて金融環境がタイト化し、国債と社債のリスクプレミアムとタームプレミアムを押し上げる。

GDPの低下、世界的なインフレ率上昇。 図8は、これらのショックが世界経済に与える全体的な影響を示している。世界経済の成長率は、ベースライン予測と比較して2022年に0.6%ポイント、2023年に0.9%ポイントそれぞれ低下し、2022年は約2.6%、2023年は2.0%になると考えられる。過去にそれほど低い年間成長率を記録した例はわずかしかない(1970年以降、世界経済の成長率が2%を下回ったのは5回のみ)。ベースラインと比較したGDPの減少全体(2023年までに1.5%)のうち、約5分の2は化石燃料の制約が及ぼす直接的な影響によって説明され、インフレ期待上昇と金融環境のタイト化がそれぞれ残りのおよそ3分の1と4分の1を占める。国際商品市場も敏感に反応すると考えられ、世界的な原油供給の減少によって価格が約30%押し上げられる。ガスに関しては、世界供給に占めるロシアの割合が相対的に大きく、配送網の柔軟性が低いため、反応はより劇的なものになり、価格は約200%急騰することになる。消費者物価上昇率に対する影響は、異なる時点における各ショックの相対的強度に左右される。短期的には、物価とインフレ期待の上昇がもたらす直接的な影響によってインフレ率が約1%ポイント上昇する。その後は、需要の低下と金融環境のタイト化が支配的となり、2023年以降インフレ効果は緩和されると考えられる。

もろに影響を受ける欧州。 このシナリオでは、世界的な一次産品価格の上昇と金融・財政環境の引き締めによって程度は異なるもののほぼすべての国が影響を受ける中で、ショックが広い

図8 世界的な代替シナリオ
(ベースラインからの乖離、%ポイント)



出所：IMF「G20モデル」によるシミュレーション、IMF職員による試算

範囲に影響を及ぼすと考えられる。このシナリオにおいて特に大きな影響を受けるのは欧州であり、EUでは2023年の成長率がベースライン比で1.3%ポイント低下し、ほぼゼロ成長となる⁶。

政策上の優先事項

脆弱な人々を保護しつつ、物価の安定を回復する。 現下の局面では、インフレを制御下に置くことが政策上の主な優先課題となる。なぜなら、物価の安定が経済的厚生と金融安定性の持続的な増進にとっての前提条件であるからだ。インフレを抑制するための金融政策と財政政策、構造政策の適切な組み合わせは、国によって異なり、物価圧力の原因と程度に左右される。

- 基調的なインフレ率とインフレ期待が持続的に上昇し、目標の水準を大幅に上回っている国では、金融政策を引き締めるべく断固たる行動をとり、中央銀行がバランスシートを縮小するとともに実質金利を引き上げる必要がある。短期的には、そうした政策によって、実体的な経済活動の低下や失業の増加、賃金の低下と引き換えにインフレが抑制される。景気が減速すると、低賃金層や雇用形態が不安定な人々、あるいは貯蓄や融資へのアクセスが乏しい人々など、近年最も直接的に打撃を受けた人々がまたしても最も大きな影響を受ける可能性が高い。脆弱な人々を保護し、経済的コストを軽減するとともに、資産価格への影響を抑制することへの配慮は、金融引き締めのパースを緩める正当な理由と映るかもしれない。しかしながら、そのような漸進主義がディスインフレに伴うコストの抑制につながるという証拠はほとんどないため、この種のアプローチは逆効果になる可能性が高いと考えられる。インフレ期待のアンカーが外れる前に低位で安定したインフレ率を回復することによって、投資と成長を促す環境が整備され、後からより急激で混乱を招くような調整を行う必要性が回避されるだろう。
- ディスインフレ期には、財政政策が特別な役割を果たし、対象を絞った一時的な財政移転を通じて、必要となる景気冷却が最も脆弱な人々に及ぼす影響を緩和することになる。可能な場合には、そのような影響緩和は自動安定化装置を通じて行われるべきである(2020年4月の「世界経済見通し(WEO)」および「財政モニター」を参照)。さらに、全体的なマクロ経済政策スタンスの緩和に関して金融政策を補完すべく、財政政策を変更する場合には景気変動調整後に(最低でも)財政中立的になるようにし、債務の持続可能性と矛盾しない信頼性のある中期的な財政枠組みの範囲内でそれを行う必要がある

⁶ ロシアから欧州への天然ガスの供給停止がGDPに与える影響をめぐっては、大きな不確実性が存在する。中東欧のいくつかの国では、ロシア産ガスがエネルギー消費のかかなりの割合を占め、インフラ上の制約によって短期的にロシア以外から十分な量のガス(主に液化天然ガス)を輸入することは不可能と見られるため、影響は特に大きくなる可能性がある。家庭用小売価格へのガス価格の転嫁を大幅に遅らせたり阻止したりする政策は、需要調整を産業側に集中させ、GDPに対する影響を増幅させることになるだろう。Flanagan, M., Kammer A., Pescatori A., Stuermer, M., 2022. [How a Russian Natural Gas Cutoff Could Weigh on Europe's Economics.](#)

る。公共部門の賃金抑制はインフレ圧力の緩和しうる一方、民間部門における価格と賃金を直接抑制することを主眼とする政策は、過去にしばしばコストが大きく非効果的であったことが判明しているため、一般的に避けるべきである。

- 構造改革も総供給の拡大を通じてインフレ対策の一翼を担いうる。ただし、インフレに短時間で影響を与える可能性は低い。勤労所得控除の引き上げや子育て支援金の増額、新型コロナのワクチン接種と治療へのアクセス向上、移民受け入れ政策の改革など、労働供給を増やすための政策は生産性と実質所得を押し上げるとともに、インフレ率を下げることに貢献すると考えられる。新興市場国と発展途上国では、ビジネス環境の改善やグリーン投資、デジタル化によって総供給を押し上げることも可能である。

信用の引き締めと金融の不安定化に備える。 金融環境のタイト化は国際資本市場に影響を及ぼし、いくつかの面で政策対応を必要とすることになる。金融機関は、金利の上昇に伴って純利益が拡大するが、融資組成が減少し債務不履行率が高まるのに応じて損失を被る。これらの要因間のバランスによって、金融セクターの健全性とマクロプルーデンス政策手段の適切な活用が左右されることになる。最善の場合でも、景気の減速に伴って企業倒産の可能性が高くなるため、効率的で実効的な破産手続きと破綻処理枠組みがとりわけ重要となる。脆弱性が高まっている部門に対する銀行のエクスポージャーがある国では、マクロプルーデンス政策の厳格化が正当化される。同様に、金利上昇と税収減によって、ソブリン発行体の中には債務の返済に支障をきたすものも出てくる。しかし、債務危機を解決するメカニズムは、多様な債権者間で競合する請求権をめぐる協調的な合意を形成することの難しさに阻まれて、緩慢で予測がつかないものになっている。迅速かつ円滑で効率的な再編を確保するために、G20の共通枠組みの実施を改善することが緊急に求められている。金融環境のタイト化が各国の財政状況と対外ポジションに与える圧力によって、今後数年間は多国間機関による支援が果たす役割が増大する可能性が高い。柔軟な為替レートだけでは外的ショックの吸収が不可能なところでは、政策当局者が為替介入や危機シナリオ下での資本フロー管理措置などを通じて対応できるように備えておく必要がある。債務水準が高いところでは、政府は先制的に外貨建て借入への依存を低減させるべきである。IMFの予防的な取極や実行中の取極を含め、準備通貨の流動性に迅速かつ信頼できるアクセスがあることによって、各国は調整政策を秩序ある形で実施するための余裕を確保できる。そのような国際協調は、個別の国にとってのみならず、危機の拡大を阻止することで世界経済全体にとっても重要なセーフティネットとなる。ユーロ圏では、適切に設計されたECBの分断化防止策を通じて金融分断リスクに対処することが妥当である。そうした政策手段は、既存の条件付きの国債買い入れプログラム(OMT)や、欧州安定メカニズム(ESM)の融資プログラムを補完し、ユーロ圏全体のマクロ経済環境に基づいて政策金利を設定する任務をより一層行いやすくするだろう。ただし、そのようなツールによって市場に歪みが生じ、価格がファンダメンタルリスクを反映し損ねることがあってはならない。

食料・エネルギー危機に対処する。 全般的なインフレ以外に、食料・エネルギー市場における特定の課題に対処するには、別個の政策対応が必要となる。ウクライナ侵攻と黒海の封鎖を終

結させれば、国際市場に対する一次製品の供給が増加するだろう。また、各国政府は食料とエネルギーの買いだめは避け、その代わりに、国内の不足を防ぐべく導入されながら実際には世界価格の上昇をもたらしている食料輸出禁止などの貿易障壁を撤回すべきである。食料安全保障上の懸念への対処を支援するために、世界貿易機関(WTO)の加盟国は、2022年6月の第12回閣僚会議において、世界食糧計画(WFP)による購入を輸出制限から除外することを決定した。一般的に、各国政府は価格の自由な変動を許容しなければならない。価格が高いことは資源が希少であることの重要なシグナルであり、その保全と生産を促すからだ。食料とエネルギーの価格を、各人の支払い能力に関係なくあらゆる人にとって低く維持すれば、公費負担で高価な製品の過剰消費を奨励することになり、また、小売業者の利幅を圧迫することで供給を減少させ逆効果になりかねない。過去においても、価格統制のみで生活コストを持続的に引き下げられたことはない(1971年に米国で導入された価格統制がその一例である)。その代わりに、低所得層や、(子どもや高齢者など)食料やエネルギーの不足によって痛手を被るリスクが特に大きい人々を対象に、的を絞った現金給付を通じて生活水準に対する影響を緩和することは非常に有効となりうる。最も脆弱な人々を支援するのに十分強力なセーフティネットがない国では、必要に応じて給付水準を引き上げたり給付対象を拡大したりして、既存の最も効率的なプログラムを拡充することができる。エネルギーや食料の補助金が存在する国では、今後数年間で補助金を廃止することにコミットしつつ、徐々に消費者に対して国際価格を転嫁する必要がある。食料安全保障上の懸念があり、他の選択肢が残っていない場合には、政府は必要に応じて価格補助金や主要食料品の直接配布などの時限的措置を検討し⁷。民間銀行とのリスク分担を伴う補助金付き融資や部分保証付き融資の形でエネルギー依存型企业に対して一時的な支援を提供することも、企業倒産の防止を可能にし、サプライチェーンの維持と経済的損失の連鎖の回避につながる。

経済の混乱を抑制しつつ、パンデミックのリスクを回避する。 世界の大半の地域で新型コロナウイルスのパンデミックによる深刻な影響は後退しつつあるが、ウイルスと共生するコストを最小化する機会がまだ存在する。IMFがパンデミックに関する提案の中で掲げた、2022年半ばまでに人口の70%にワクチンを接種するという目標を約130か国が達成できず、検査や治療へのアクセスにおいても同様の格差が根強く残っている。普遍的なワクチン接種は、慢性化する健康関連の欠勤とさらなる変異株に対する最善の防御策であることに変わりはなく、ワクチン接種を奨励する広範な公衆衛生キャンペーンによって後押しする必要がある。各国政府は、ワクチンの供給と流通に関するボトルネックを解消し、治療への公平なアクセスを確保するための取り組みも強化すべきである。将来の感染症流行に対するより良い体系的な対応と、コロナウイルス全

⁷David Amaglobeli, Emine Hanedar, Gee Hee Hong, Céline Thévenot “Fiscal Policy for Mitigating the Social Impact of High Energy and Food Prices” IMF Note 2022/001、ワシントン DC、国際通貨基金を参照。

般により広く有効なワクチンを含む新しいワクチン技術に公的支援を行うことが引き続き不可欠である。

低炭素経済への移行を円滑化する。 気候変動の緩和には、引き続き緊急の多国間行動が必要である。しかし、ウクライナにおける戦争とエネルギー価格の高騰によって、各国政府には応急措置として石炭等の化石燃料に頼るよう圧力がかかっている。政策当局者と規制当局は、そうした措置が一時的でエネルギー不足を補うだけのものであり、全体の排出量を増加させず、排出削減につながる再生可能エネルギーへの投資を促進することを確認しなければならない。グリーンエネルギーの供給を増やすための信頼性のある包括的な気候政策を至急加速させる必要がある。今回のエネルギー危機は、クリーンでグリーンなエネルギーの自給を目指す政策が各国の国家安全保障目標といかに両立しうるかも物語っている。財政政策によって、移行コストをもろにかぶる世帯や企業を対象に移行の円滑化を図るべきである。最近設置された IMF の強靱性・持続可能性トラスト(RST)を通じて、各国が気候変動やパンデミックへの備えを含むより長期的な構造的課題に対する強靱性を構築するのを支援することも可能である。

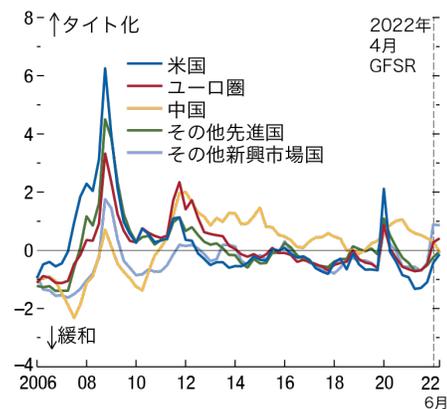
2022年4月の「国際金融安定性報告書(GFSR)」以降、世界の金融環境は急激にタイト化している。新興市場国ではタイト化の度合いが2020年3月のピーク時の水準に近づいているが、先進国では長期平均の水準に回帰するにとどまっている(図1.1)。

金利の上昇と企業評価額の低下が先進国における動きを牽引している。経済見通しをめぐる不確実性の増大によって市場のボラティリティが高まり、債券市場と株式市場の双方で流動性が非常に低下している。大半の新興市場国では、今年の春に金融環境が急激にタイト化し、足元では歴史的基準に照らしてかなり逼迫している。通貨安とドル資金調達スプレッドの拡大によって対外借入コストが上昇している一方、インフレ対策の手段として金融政策の引き締めが継続されている。暗号資産は劇的な下落に見舞われ、暗号資産投資商品に大幅な損失が生じ、アルゴリズム型ステーブルコインや暗号資産ヘッジファンドの破綻を招いたが、より広範な金融システムに対する波及効果は今のところ限定的である。

先進国では、持続的なインフレ圧力を抑制しインフレ期待の上放れを阻止すべく取り組む中央銀行の積極的な対応とコミュニケーションを受けて、ソブリン債の利回りが急上昇している(図1.2)。中央銀行は積極的に政策金利を引き上げており、数十年ぶりの大幅な利上げを実施した例も見られる。その結果、4月のGFSR以降、各国で市場予想の政策金利経路が上方にシフトしている。直近では、主に景気後退の懸念を受けて、世界的に金利はこれまで以上に上昇した分が一部押し戻されている。

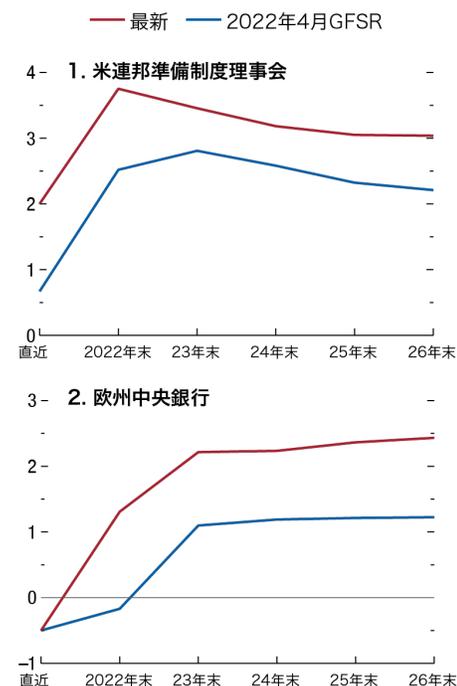
先進国では、実質金利の上昇があらゆる年限における債券利回り上昇の主要因となっており、また、市場ベースのインフレ期待指標の低下によってこの期間中に実質金利が部分的に相殺されている。より長期的なインフレ期待(5年先スタート5年物フォワード)は高い水準で比較的安定して推移しているのに対して、5年物の

図1.1 各地域の金融環境
(平均からの標準偏差)



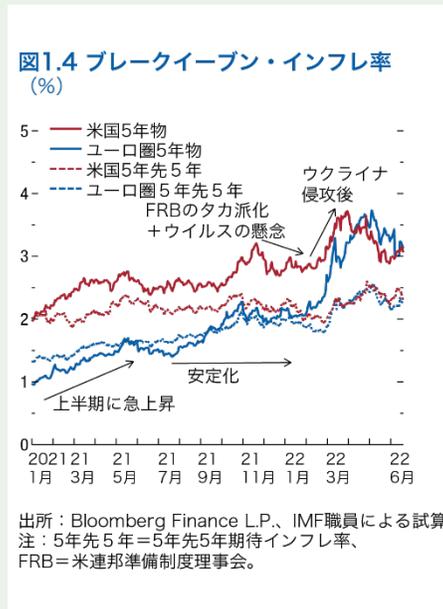
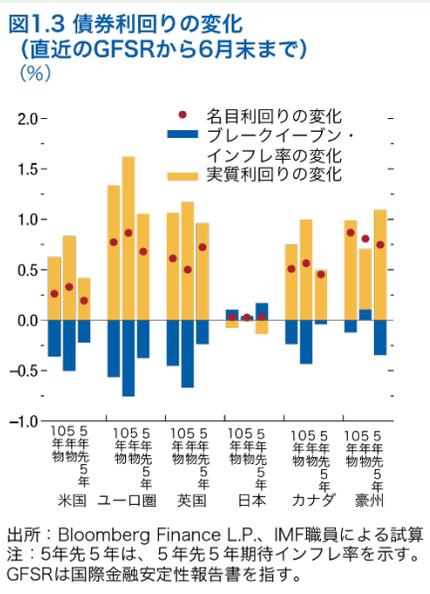
出所：Bloomberg Finance L.P.、IMF職員による試算
注：GFSR=国際金融安定性報告書。

図1.2 先進国・地域の政策金利予想 (%)

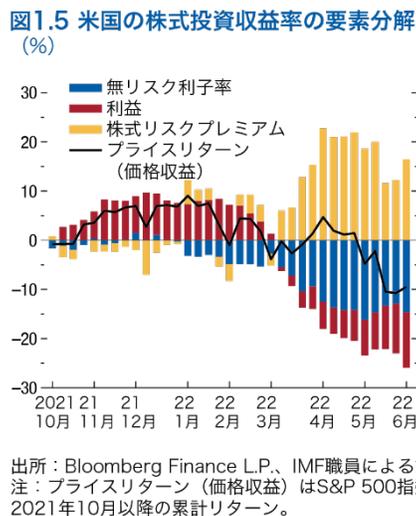


出所：Bloomberg Finance L.P.、IMF職員による試算
注：GFSR=国際金融安定性報告書。

期待インフレ率はロシアによるウクライナ侵攻以前の水準を概して回復している。これは、短中期的な総需要の減退に対する投資家の懸念の高まりを部分的に反映している。こうした懸念を踏まえ、足元では市場予想の政策金利経路が2023年と2024年に一部の先進国で利下げが行われることを示唆している(図1.3)(図1.4)。

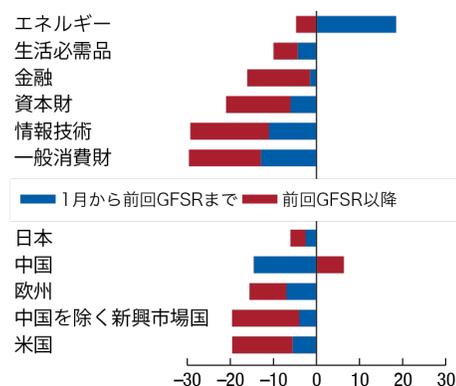


投資家のリスク選好は4月のGFSR以降大幅に低下している。いくつかの部門や国で資産価格の過大評価が見られることを背景に、株価が急落している(図1.5)。米国の株価が急落した背景には、重要な要因のひとつとして金利の上昇がある(分解モデルに基づく。2020年10月のGFSRを参照)。大企業はコストの上昇に伴う利益率の低下を報告している一方、アナリストの利益予測は経済見通しに対する懸念から下方改定の勢いが増しているように見られる。先進国の社債スプレッドは2年ぶりの水準に拡大しており、新規資金調達のコストを反映する社債利回りは世界金融危機以来最高の水準まで上昇している。世界的に高利回り債のデフォルト率は歴史的に低い水準で底を打ったと見られており、また、新規の債券発行は大幅に減速している。



一般消費財や情報技術など、割高と見られていたセクターでは、前回の GFSR 以降、株価が急落している(図 1.6)。景気循環株(金融など)や、エネルギー等の投入コストに敏感なセクター(資本財など)でも大幅な下落を記録している。地域別に見ると、米国株式市場のパフォーマンスがパンデミック後の回復を牽引した後に悪くなっている。これには、同市場のセクター構成が一因となっている。新興市場国(中国を除く)や欧州でも株価が大幅に下落している。リスク回避センチメントや、先進国における金利上昇をめぐる懸念が新興市場国に負の影響を及ぼしている。2022年第2四半期に中国株はほとんど影響を受けなかったが、ロックダウンや経済成長をめぐる懸念を踏まえ、投資家は慎重な姿勢を維持している。欧州の各市場は、ウクライナにおける戦争に近接していることと、ロシアに対するエクスポージャーによって、影響を受けている。日本では、円安と緩和的な金融政策によって株価が支えられている。

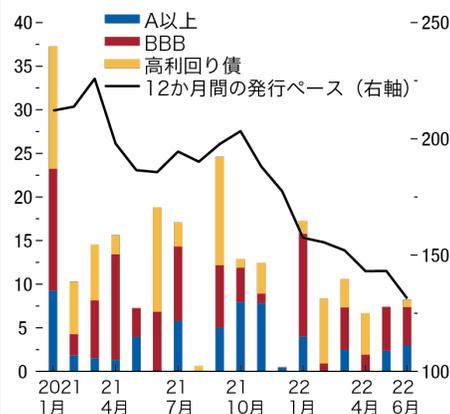
図1.6 世界のセクター別・地域別の株式投資収益率(2022年)(%)



出所：Bloomberg Finance L.P.、IMF職員による試算
注：GFSR=国際金融安定性報告書。

先進国における利上げと、世界的な金融環境のタイト化に伴って、新興市場国の発行体にとっては債務脆弱性と資金調達リスクが高まっており、低格付けの発行体を取り巻く金融環境が最も顕著にタイト化している(図 1.7)。投資適格未満の発行体のスプレッドは4月以降104ベーシスポイント拡大しており、現在では債券の流通利回りが10%を超えている新興市場国の借り手は全体の約3分の1に上っている。これは世界金融危機以来の高い割合である。環境の悪化は外貨建ての債券発行にも影響を及ぼしており、発行ペースは2015年以来最も遅くなっていて、2021年比で40%以上減少している。減速は見られるものの、高格付けの発行体はこの数か月間も引き続き資本市場にアクセスできている。ただし、プレミアムが大きく、年限が短くなっている。それとは対照的に、多くのより脆弱な発行体は、市場から事実上締め出されている。現地通貨建て債券や株式に対する証券投資資金の流入も、国によってかなりの差異があるものの、引き続き著しい圧力に直面している。これまでのところ投資家は、インフレと金融政策に関する見通しや、一次産品市場へのエクスポージャーに基づいて、引き続き新興市場国間で取り扱いに差をつけていると見られる。

図1.7 新興市場国のソブリン債発行(10億米ドル)



出所：Bond Radar、IMF職員による試算

2022年7月「世界経済見通し(WEO)改訂版」

このボックスは、金融資本市場局国際市場分析課が担当した。4月7日をデータ締切日とした2022年4月の「国際金融安定性報告書(GFSR)」以降の市場動向に関する最新情報を提供している。