

決して楽な道のりでないことは見え ていた

新型コロナウイルスのパンデミックやロシアによるいわれのないウクライナ侵攻によって大きな打撃を受けた世界経済は、表面的には、徐々に回復しそうに見える。中国経済は、経済活動再開以来、力強く回復している。サプライチェーンの途切れは再開され、戦争によるエネルギー・食品市場の混乱も後退している。また、大半の中央銀行が一斉に大規模な金融引き締めを進めていることの成果が表れ始めるとみられ、物価上昇率は徐々に目標水準に戻るだろう。

IMFの最新の予測によると、世界経済の成長率見通しは今年、2.8%で底を打ち、2024年にはやや加速して3.0%となる。世界のインフレ率は、2022年の8.7%から今年は7.0%、2024年には4.9%へと、当初予想よりも遅いペースではあるものの鈍化していくだろう。

とりわけ、新興市場国と発展途上国経済の多くは既に一足先に回復が進んでおり、成長率が2022年の2.8%（第4四半期の前年同期比）から今年は4.5%へ加速する。成長が鈍化しているのは主に先進国であり、特にユーロ圏と英国では今年の成長率予測がそれぞれ0.7%と-0.4%（第4四半期の前年同期比）へ鈍化する。2024年は1.8%と2.0%へそれぞれ回復する見込みだ。

しかし、水面下では混乱が高まりつつあり、最近見られた銀行部門の問題が想起させるように、経済の状態はかなり脆弱である。

インフレは、たった数か月前と比べても予想以上に高止まりしている。世界のインフレ率は鈍化しているが、これは主にエネルギーと食料価格の急速な下落を反映している。ただ、変動の激しいエネルギーと食品を除くコアインフレ率は、多くの国でいまだにピークに達していない。今年のコアインフレ率は5.1%（第4四半期の前年同期比）へ鈍化するとの予測だが、1月の世界経済見通し改訂版から0.6ポイントも上方改定されたほか、目標水準を大幅に上回っている。

先進国で労働市場が引き続き、かつてないほど逼迫する中、経済活動も金融引き締めにも関わらず堅調な動きを見せている。引き締めサイクルのこの

段階では、生産と雇用がもつと鈍化している兆候が見られてもおかしくない。ただ実際は、過去2四半期の生産とインフレ率の推計値が上方改定され、需要が予想よりも強いことを示唆している。金融政策をさらに引き締めるか、より長く引き締め続ける必要が出てくる可能性がある。

制御不能な賃金物価スパイラルのリスクを懸念すべきだろうか。現時点では、賃金物価スパイラルに陥るとは思っていない。名目賃金上昇率は引き続き、物価上昇率に大きく遅れをとっており、実質賃金が急激かつ前例のない規模で下落していることを示唆している。労働市場の逼迫を考えると、この状況が続く可能性は低く、実質賃金は回復するはずである。企業の利益率は近年急上昇しており（物価が急速に上がる一方で賃金の伸びが緩慢である状況の表れ）、人件費の増加を総じて吸収できるはずである。インフレ期待が十分にアンカーされている限り、賃金物価スパイラルが制御不能になることはない。ただし、時間はかかるかもしれない。

さらに懸念されるのは、我々が報告書で繰り返し警告してきたように、過去12か月間の急激な引き締めが、金融部門に深刻な副作用をもたらし始めていることである（2022年10月の世界金融安定性報告書および2023年1月世界経済見通し改訂版）。低インフレと超低金利の環境が長期間続いた後、昨年、金融政策が急速に引き締められたことは、長期債券の大幅な損失につながった。金融システムの安定性は、公的資金に頼ることなく損失を吸収する能力にかかっている。昨年秋に見られた英国の国債市場と金融の動揺と、最近米国で起きたいくつかの地方銀行の破綻を含む銀行の混乱は、銀行とノンバンク金融機関双方に重大な脆弱性があることを示している。どちらの場合も、当局は迅速かつ強力な行動を取り、これまでのところ危機の拡大を封じ込めることができている（2023年4月世界金融安定性報告書）。しかし、金融システムは再び試されるかもしれない。

またしても、下振れリスクが大きい。不安を抱える投資家はしばしば、次に表面化しそうな脆弱性を探す。グローバルなシステム上重要な銀行でありながら経営難に陥っていた欧州の銀行であるクレディスイスに対してもそうだった。レバレッジや信用、金利のリスクへのエクスポージャーが異常に高い金融機

関、短期資金調達への依存度が高い金融機関、または財政余地が限られている国・地域にある金融機関が次のターゲットになりうる。ファンダメンタルズが弱い国もそうだ。世界的に金融環境が急速に引き締まると(「リスクオフ」ショック)、大規模な資本流出やリスクプレミアムの大幅な拡大、安全資産への逃避によるドルの急上昇、信頼感の低下や家計支出・投資の減少による世界的な経済活動の急減速など、新興市場国と発展途上国を中心に信用供与と財政に劇的な影響を与える可能性がある。このような深刻な下振れシナリオでは、世界の一人当たりGDPがマイナスに転じる水準に迫る。その確率は約15%と推定している。

したがってわれわれは、経済成長が歴史的な水準と照らし合わせて低迷したままで、金融リスクが高まる中でも、インフレがまだピークに達していないという、危険な時期に突入している。政策当局にはこれまで以上に、確かな手綱さばきと明確なコミュニケーション力が必要とされる。適切な行動方針は、金融システムの状況次第だ。金融システムが現在のように適度に安定している限り、金融政策は引き続き、インフレ率の低下にしっかりと焦点を当てるべきだ。希望の光はある。銀行部門の混乱により、銀行は、資金調達コストが上がったうえ、慎重に行動する必要が出てきたため、貸出を削減する。それは経済全体の活動を抑制する一因となる。それ自体が、さらなる金融引き締めを必要を幾分緩和するはずである。しかし、中央銀行がインフレとの闘いを放棄するという見方が出れば、利回りが低下したり銀行が正当な範囲を超えて経済活動を支援したり、中央銀行の任務が複雑化したりと、逆の効果をもたらすであろう。財政引き締め政策も大きな役割を果たすことができる。経済活動を冷やすことで金融政策を下支えし、実質金利をより早く低位の自然利子率の水準に戻すことができる(2023年4月WEO第2章)。適切に設計された財政再建は、喫緊の課題である財政バッファの再構築と金融安定性の強化にも役立つ(2023年4月WEO第3章、2023年4月財政モニター)。

システミックな金融危機が差し迫っている場合には、金融システムと経済活動双方を守るために、

政策を慎重かつタイムリーに再調整しなければならない。ただ、たとえ金融の混乱が今後も起きるとしても、われわれは現在、システミックな金融危機の状況に陥っているわけではないということは強調しておきたい。規制・監督当局は、市場のストレスを積極的に管理し、監視を強化することにより、金融市場の混乱が本格的な金融危機に転化しないように今すぐ行動すべきだ。これはまた、新興市場国と発展途上国にとって、グローバルな金融セーフティネットへの適切なアクセスを確保することを意味する。金融セーフティネットの例としては、IMFの予防措置や米連邦準備制度(FRB)の海外・国際金融当局(FIMA)向けレポファシリティ、そして関連する場合には、中央銀行のスワップラインへのアクセスが挙げられる。統合的な政策枠組み(IPF)に沿って、為替相場は、金融の安定性リスクを増大させたり物価の安定を脅かしたりしない限り、できるだけ調節されるべきだ。

最後に、われわれの最新の予測では、中期的な成長も全体的に減速する。5年先の成長予測は、2011年の4.6%から2023年の3.0%へ徐々に鈍化した。この減速は、中国や韓国など、以前は急速に成長していた経済の伸びが鈍化したことを一部反映している。次のことは予測できる。各国経済が収束するにつれて成長は鈍化する。しかし、最近の減速には、より不吉な力がはたらいている部分もあるかもしれない。パンデミックの傷跡、構造改革のペースが鈍化し、地経学的な分断化の脅威が高まり、貿易摩擦が激化し、直接投資が少なくなり、分断化された「ブロック」間でのイノベーションとテクノロジー採用のペースが遅くなっていることなどである(2023年4月WEO第4章)。分断化された世界は、すべての人にとっての進歩を妨げるだろう。また、気候変動やパンデミックへの備えなどの地球規模の課題に取り組める可能性も低い。私たちはその道を絶対に避けなければならない。

ピエール・オリヴィエ・グランシャ
IMF経済顧問