

2010年1月26日9時30分解禁

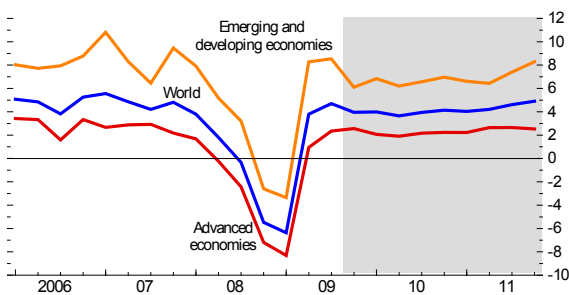
回復は政治主導・各国の速度で

世界経済は当初の予測以上に力強く回復しているが、その速度は地域ごとに異なっている(表1・図1)。近年で最も深刻な景気後退に見舞われた後、経済の回復の動きは確固たるものとなり、その動きは2009年後半には先進国にまで広がりを見せた。2010年の世界の生産高は4%上昇すると見込まれ、2009年10月の世界経済見通し(WEO)に比べ0.75%ポイントの上方修正を行った。大半の先進国において、景気回復の動きは過去の水準と比較して引き続き緩慢なものとなる見込みである一方、新興国及び途上国の多くは、主として好調な内需に支えられ経済活動は比較的力強いものになると予測される。今後は、回復の動きが不安定な地域では引き続き景気の下支えを行いつつ、世界の需要の不均衡を解消していくことが求められる。

前例のない規模での刺激策に支えられ、実体経済は回復している。

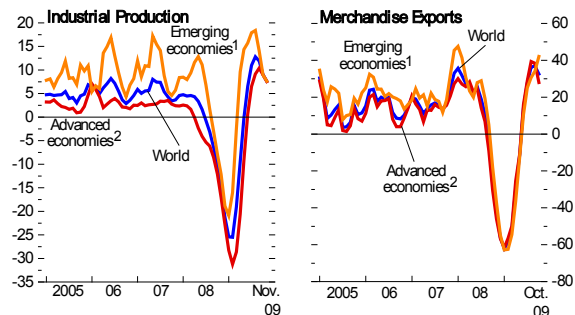
世界の生産・貿易は2009年後半に回復に転じた(図2)。異例とも言える政策支援により大恐慌の再来は回避され、金融・実体双方において信頼は力強く回復した。先進国では、在庫循環は改善に転じ、米国の消費が予測以上に強力だったことにより、プラスの成長が見られた。主要な新興国及び途上国では、在庫循環の改善並びに世界貿易の正常化が大きな役割を果たしたものの、国内最終需要も力強く回復を後押しした。

Figure 1. Global GDP Growth
(Percent; quarter-over-quarter, annualized)



Source: IMF staff estimates.

Figure 2. Selected High-Frequency Indicators
(Annualized percent change of 3-month moving average over previous 3-month moving average unless otherwise noted)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

¹Argentina, Brazil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Hungary, India, Indonesia, Latvia, Lithuania, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Romania, Russia, Slovak Republic, South Africa, Thailand, Turkey, Ukraine, and Venezuela.

²Australia, Canada, Czech Republic, Denmark, euro area, Hong Kong SAR, Israel, Japan, Korea, New Zealand, Norway, Singapore, Sweden, Switzerland, Taiwan Province of China, United Kingdom, and United States.

このような世界経済の回復を支えたのは、過去に例のない規模で実施された刺激策である。主要先進国の中央銀行のバランスシートはこれまでになく膨張し、多くの先進国及び新興国において、金利は過去最低水準まで引き下げられ、非常に拡張的な金融政策が採られている。また、財政政策においても、深刻な景気後退に対応するため、大規模な刺激策が実施された。金融部門へ



表1. 世界経済見通し

(特記がない限り年変化率、パーセント)

	前年比						第4四半期の比較			
	2008	2009	見通し		2009 WEO からの変化		推定値 2009	見通し		
			2010	2011	2010	2011		2010	2011	
世界経済成長率¹	3.0	-0.8	3.9	4.3	0.8	0.1	1.3	3.9	4.3	
先進国・地域	0.5	-3.2	2.1	2.4	0.8	-0.1	-0.7	2.1	2.5	
米国	0.4	-2.5	2.7	2.4	1.2	-0.4	-0.3	2.6	2.4	
ユーロ圏	0.6	-3.9	1.0	1.6	0.7	0.3	-1.8	1.1	1.8	
ドイツ	1.2	-4.8	1.5	1.9	1.2	0.4	-1.9	1.0	2.5	
フランス	0.3	-2.3	1.4	1.7	0.5	-0.1	-0.5	1.6	1.6	
イタリア	-1.0	-4.8	1.0	1.3	0.8	0.6	-2.4	1.3	1.1	
スペイン	0.9	-3.6	-0.6	0.9	0.1	0.0	-3.1	0.1	1.2	
日本	-1.2	-5.3	1.7	2.2	0.0	-0.2	-1.8	1.8	2.5	
イギリス	0.5	-4.8	1.3	2.7	0.4	0.2	-2.8	1.9	3.1	
カナダ	0.4	-2.6	2.6	3.6	0.5	0.0	-1.6	3.6	3.5	
その他先進国・地域	1.7	-1.3	3.3	3.6	0.7	-0.1	3.0	2.7	4.0	
新興工業経済地域(アジアNIEs)	1.7	-1.2	4.8	4.7	1.2	0.0	5.8	3.1	5.4	
新興市場および途上国・地域²	6.1	2.1	6.0	6.3	0.9	0.2	4.3	6.4	6.9	
アフリカ	5.2	1.9	4.3	5.3	0.3	0.1	...	...	...
サブサハラ地域	5.6	1.6	4.3	5.5	0.2	0.0	...	...	...
中央および東ヨーロッパ	3.1	-4.3	2.0	3.7	0.2	-0.1	1.2	-0.2	5.9	
独立国家共同体	5.5	-7.5	3.8	4.0	1.7	0.4	...	...	...
ロシア	5.6	-9.0	3.6	3.4	2.1	0.4	-6.2	2.4	4.3	
除ロシア	5.3	-3.9	4.3	5.1	0.7	0.1	...	...	...
アジアの発展途上国	7.9	6.5	8.4	8.4	1.1	0.3	...	...	...
中国	9.6	8.7	10.0	9.7	1.0	0.0	10.7	9.3	9.4	
インド	7.3	5.6	7.7	7.8	1.3	0.5	5.9	9.6	8.3	
ASEAN-5 ³	4.7	1.3	4.7	5.3	0.7	0.6	3.6	4.8	5.5	
中東	5.3	2.2	4.5	4.8	0.3	0.2	...	...	...
西半球	4.2	-2.3	3.7	3.8	0.8	0.1	...	...	...
ブラジル	5.1	-0.4	4.7	3.7	1.2	0.2	3.1	3.9	3.7	
メキシコ	1.3	-6.8	4.0	4.7	0.7	-0.2	-3.0	3.2	5.4	
メゾ										
欧州連合	1.0	-4.0	1.0	1.9	0.5	0.1	-1.9	1.3	2.2	
世界経済成長率(市場為替レート換算ベース)	1.8	-2.1	3.0	3.4	0.7	0.0	...	...	...
世界貿易量(財・サービス)	2.8	-12.3	5.8	6.3	3.3	1.1	...	...	...
輸入										
先進国・地域	0.5	-12.2	5.5	5.5	4.3	1.1	...	...	...
新興市場及び途上国・地域	8.9	-13.5	6.5	7.7	1.9	1.3	...	...	...
輸出										
先進国・地域	1.8	-12.1	5.9	5.6	3.9	0.5	...	...	...
新興市場及び途上国・地域	4.4	-11.7	5.4	7.8	1.8	2.0	...	...	...
商品価格(米ドルベース)										
原油 ⁴	36.4	-36.1	22.6	7.9	-1.7	4.0	...	...	...
除化石燃料(世界商品輸出に基づく加重平均)	7.5	-18.9	5.8	1.6	3.4	-1.3	...	...	...
消費者物価指数										
先進国・地域	3.4	0.1	1.3	1.5	0.2	0.2	0.7	1.2	1.5	
新興市場及び途上国・地域 ²	9.2	5.2	6.2	4.6	1.3	0.1	4.7	6.5	3.0	
LIBOR(パーセント)⁵										
米ドル	3.0	1.1	0.7	1.8	-0.7	-1.6	...	...	...
ユーロ	4.6	1.2	1.3	2.3	-0.3	-0.4	...	...	...
円	1.0	0.7	0.6	0.7	0.0	0.0	...	...	...

注: 実質実効為替レートは2009年1月1日 - 2009年12月1日の水準に留まると想定。成長率集計の際の各国のウェイトは改定値を使用。

国名がアルファベット順になっていない場合は、経済力をベースとした順となっている。

¹ 四半期の推定値及び見通しについては、世界購買力平価(PPP)ウェイトでみて全体の90パーセントに相当する国・地域を含む。

² 四半期の推定値及び見通しについては、PPPウェイトでみて進行及び発展途上国・地域の約77パーセントに相当する国・地域を含む。

³ インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

⁴ 英国ブレント、ドバイ、ウエスト・テキサス・インターミディエートの原油価格の単純平均。1バレル当たりの2009年の平均原油価格は62.00米ドルであった。

2010年は76.00米ドル、2011年は82.00米ドルと仮定。

⁵ 米・日本は過去6ヶ月のレート。ユーロ圏は過去3ヶ月のレートを使用。

の公的支援も、金融・実体部門間の負の連鎖を解消するために不可欠だった。しかし、自律的な（つまり、政策に誘導されたものではない）民需が根付いていることを示す指標は、少なくとも先進国ではほとんど見当たらない。

回復は異なる速度で進んでいる。

先進国の産出高は、2009年の急落の後、2010年には2%の成長が予測され、前回の見通しを0.75%ポイント上方修正した。その後2011年には成長率は2.5%に達すると予測される。とはいうものの、先進国経済の回復は、過去と比較し弱含みなものになると考えられ、2011年の後半に至っても、実質生産高は危機以前のレベルを下回ると考えられる。さらに、高止まった失業率・巨額の公的債務、完全には回復していない金融システム、そして一部の国で見受けられる弱い家計のバランスシートが、先進国経済が回復する上での更なる課題となっている。

新興国及び途上国の成長率は、2009年には2%にとどまるものの、2010年は約6%に達すると予測され、前回見通しから約1%ポイントの上方修正となる。2011年には生産がさらに加速すると考えられる。新興国市場では、より強固な経済枠組みと早急な政策対応により、これまでに経験したことのない外生ショックの影響を緩和し、資本流入の再生に瞬く間に成功した。

初期条件、外生ショック、政策の違いを反映し、各国の成長パフォーマンスは著しく異なると予測される。たとえば、欧州の一部の先進国や中・東欧諸国・国家独立共同体（CIS）の多くが回復に遅れをとっている一方、アジアの主要な新興国は世界経済を先導するところまで持ち直している。また、商品価格の回復は、第一次産品産出国の成長を支えている。2009年の減速がわずかな程度にとどまったサブサハラ地域の多くの

途上国は、2010年に回復に向かうと考えられる。先進国同士でも、成長軌道は異なっている。

金融状況はさらに好転するも、依然として課題は多い。

金融市場は、生産活動が改善したことにより当初の予測以上に早く回復した。それにもかかわらず、金融をめぐる環境は依然として危機以前より困難な状況にあると言え（2010年1月の国際金融安定性報告書を参照）、特に下記の点が懸念される：

- 金融市場は安定し、銀行の貸付基準は緩和され、中核市場の銀行の大半は、中央銀行による緊急措置や政府保証に以前ほど依存していない。それにもかかわらず、資本の再構築が必要とされ、証券化の動きも弱く、また主に商業不動産関連をはじめとする資産評価額のさらなる目減りの可能性を考慮すると、銀行融資は今後も低迷する可能性が高い。
- 高利回り債市場が取引を再開するなか、株式市場は回復し、社債の発行は記録的レベルに達した。しかし、社債発行の急増は、民間部門への銀行の与信の減少を相殺するまでには至っていない。したがって、資本市場へのアクセスが限られ、これまで政府による融資のプログラム・保証に頼ってきた消費者や中堅・中小企業は、依然として信用の制約に直面する可能性が高い。
- 投資家がこれまで以上に国の差別化を行うようになっていることから、巨額な政府財政赤字や債務に苦しんでいる小国が国債の引き受け手を探すことが難しくなっている。

比較的早急に健全な成長軌道へ回帰している多くの新興国においては、市場へのポートフォリオ・フローが持ち直し、金融をめぐる環境が改善する一方、資産価格評価に

ついでに新たな懸念が生じている。しかし、大半の地域では、グローバルに展開している銀行がレバレッジの解消に努め、国境を越えた銀行融資は縮小している。したがって、それらの資金に依存していた国では、国内の信用の伸びが抑制されるだろう。

商品価格は回復している

回復の初期の段階で、在庫レベルが総じて高かったにもかかわらず、商品価格は大きく上昇した。おしなべてこれは、アジア新興国の回復が好調であるとともに、他の新興国でも回復が始まったこと、さらにグローバルな金融情勢が改善したことによるものである。

今後商品価格は、新興国をはじめとする世界の強い需要に支えられ、小幅ながらもさらに上昇する見込みだ。しかし、多くの第一次産品部門において、平均以上の在庫を抱えていることに加え、大規模な余剰能力を持って余していることを踏まえると、商品価格の上昇圧力は、穏やかなものになると見込まれる。結果、IMFによる2010年の原油価格のベースライン見通しには変更はなく、2011年についてはわずかに上方修正を行った（2009年10月のWEO見通しの1バレル79ドルから同82ドル）。その他の非化石燃料価格についても若干上方修正を行った。

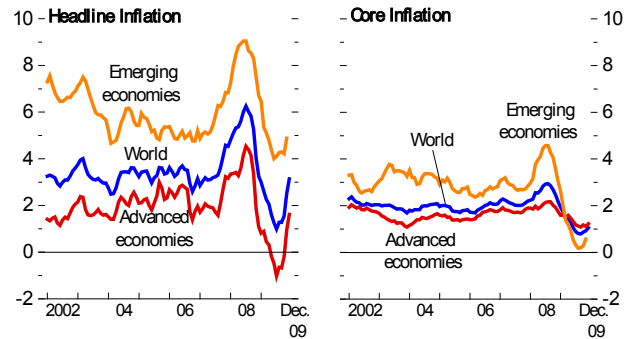
大半の国・地域では インフレ圧力は引き続き抑制される

依然として資本稼働率は低くインフレ期待は安定していることから、物価上昇圧力は抑制される見込みである（図3）。エネルギー価格の反発は人件費の緩やかな上昇を上回ることから、先進国の消費者物価指数は、2009年の0%から2010年は1.25%まで回復する見込みである。新興国並びに途上国においては、経済の低迷の影響がさらに軽減し、資本流入が増加することを背景に、

これまで以上の物価上昇圧力に直面する国もあり、2010年のインフレ率は6.25%まで上昇すると考えられる。

Figure 3. Global Inflation

(Twelve-month change in the consumer price index unless otherwise noted)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

双方向に大きなリスクが潜んでいる

経済見通しには依然として大きなリスクが存在する。

上振れリスクとしては、信頼の回復及び不透明感の軽減が、引き続き金融市場におけるマインドを予測以上に改善するとともに、資本移動、貿易、民間需要の予測を上回る上昇を引き起こす可能性がある。また、雇用促進を図る米国のあらたな政策イニシアチブは、米国並びに世界経済の成長をさらに促進することが期待される。

主な下振れリスクとしては、時期尚早且つ支離滅裂に景気刺激策から出口戦略に移行することで、世界経済の成長及び不均衡是正の動きが損われる危険性が挙げられる。また、主要先進国では、正常に機能しない金融システムや住宅市場、あるいは上昇を続ける失業が、家計支出の回復への予想以上の足かせとなることも見過ごせないリスクである。さらに、予算状況の悪化あるいは財政の持続性への懸念が増し、金融市場

が不安定化し、家計・企業の借入コストが引き上げられることで、景気の回復が妨げられることも懸念材料となろう。また商品価格の上昇により、先進国の回復が遅れる可能性も下振れリスクとして挙げられる。

持続的回復と出口戦略に向けて、政策努力の継続が不可欠となる

これらをふまえ、政策当局者が直面している課題は、金融部門の再建・実体部門の再編を図りつつ、官から民へ、または対外赤字国から黒字国へ、需要をシフトさせ不均衡を是正するという点である。しかしこれらの不均衡の是正は容易に成し遂げられるものではない。先進国の多くが金融部門の再建・改革に引き続き追われている一方で、多くの新興国は資本流入の急増に伴う問題に取り組んでおり、より力強い内需を喚起し経常黒字の減少に有効な、為替レートの切り上げに抵抗している国もある。

金融政策に関しては、当面基調インフレが低く失業が高いと考えられることから、多くの中央銀行は、今後1年は低金利を維持することが可能であろう。同時に、インフレ予想を安定化させ、物価上昇への懸念・金融の不安定の再燃を抑制するために、政策当局者は、金融支援策の解消に向けた信頼に足る戦略を構築し、かつその説明を行うべきである。比較的堅調に経済活動及び信用が回復している国では、他に先駆け金融の引き締めを行う必要があるだろう。

財政政策に関しては、景気の回復が未だに脆弱であることから、当面、経済活動を支えるべきであり、2010年に予定している刺激策は十全に実施される必要がある。しかし、財政の持続性に関する懸念が高まっている国においては、信頼に足る出口戦略を構築、説明することが期待される。多くの場合、出口戦略の一環として、危機対応の刺激策の段階的な解消のみならず、プライマリー・バランスの長期にわたる大幅な改

善が不可欠である。また、財政調整策としては、貧困層保護や対外支援への支出に留意した上での財政赤字の削減、または給付金支払い制度の改革などを取り上げる必要がある。

民需が自律的になった際には、様々なことを考慮したうえで、緩和的な金融並びに財政政策を終了するにあたっての優先事項を決めなければならない。例えば、巨額の財政赤字・債務により持続性及びソブリン・リスクに対する懸念が高まっているか（これは、多くの国が第一に考慮しなければならない点である）、低金利が資産価格のバブルを引き起こす危険性はないか、さらには為替レートが切り上げもしくは切り下げ圧力の下にないか、或いは中期的なファンダメンタルズを反映したものであるべきだという圧力の下にないか、さらに金融及び財政政策は、内需の変化にどれほど迅速に対応すべきか、などが考慮される必要があるだろう。

先進国並びに大きな打撃を受けた新興国では、金融部門の再建を継続することが非常に重要である。これらの国では、今後も銀行の不良資産処理及び再編に取り組むことが求められる。危機当初より続けられた金融部門への財政支援策は、段階的に解消されるべきである。例えば、事態の改善とともに、こういった施策が魅力的な選択肢とならないようにするなどして、解消することも可能であろう。政策当局者は、金融部門をより実効的且つ抵抗力のあるものにする一方で、今後の不安定要素を取り除き、金融危機が再来した場合の対応策を再構築するという観点から、金融部門の改革に大胆に取り組む必要があるだろう。

新興国の中には資本流入の急増への対応策に迫られる国もでてくるだろう。これは複雑な課題であり、国によって適切な政策は異なるが、金利への圧力の緩和を図るための財政の引き締め、為替レートの切り上げ

もしくは柔軟な運用などが、考えうる対応策として挙げられよう。資本の流入は、大規模且つ一時的なものであることから、状況次第ではあるものの、新たな資産価格バブルの出現を抑制し、外貨準備の蓄積を一定限度まで認め、また資本流入のある程度の規制を目指すマクロプルデンシャル政策が、適切な政策の一つとなりうるだろう。

政策当局者は大きな構造政策上の課題に直面している。過度の対外黒字及び国内貯蓄率を有する先進国並びに新興国での世界不均衡の是正は、内需の下支え・非貿易部門の発展を支援することにより促進されよう。その一方で、成長を内需に依存している地域では、資源を貿易部門に振り分ける必要があるだろう。