

世界経済見通し 2011年9月

総括

我々の前回4月の世界経済見通し（WEO）の予測と比較し、経済の回復は著しく不透明なものとなっている。二つのマイナスの展開が相まって、世界経済は苦境にある。第一に、今年はじめより先進国の成長がより鈍化したことがあげられる。総じて我々は、この鈍化傾向にある中、この展開を見抜くことはできなかった。第二に、財政と金融の不確実性が著しく増幅したことがあげられる。これは、8月以降特に顕著となっている。これらは個々においても憂慮すべきことだが、二つが重なり合い相互に作用しあうことで、さらに懸念が高まる。見通しの改善とリスクの軽減にむけた、力強い政策が早急に求められる。

経済は、2010年は力強い伸びを見せたものの、2011年には減速した。当初、これは、さほど大きな懸念を引き起こすには至らなかった。在庫サイクルの終了及び財政再建を理由に、我々は既にある程度の減速は予測していた。しかし、日本の地震や津波、或いは石油供給へのショックといった単発的な出来事は、さらなる鈍化のもっともな要因であり、また、当初の米国のデータは、自らの減速規模を低く評価していた。実際の数字により、それ以上のことが起こっていたことが明らかとなった。

現実に起こっていたことは、我々が過去のWEOで幾度となく主張してきた「強固で持続可能かつ均衡ある成長」を実現するうえで不可欠な、二つの再調整作業の失速であった。

第一は、国内での再調整である。財政刺激策から民間需要へのシフトが不可欠である。実は、大半の先進国（日本を除く）の財政状況は改善に向かっている。しかし、民間需要への引き継ぎが行われていない。その理由は国により様々である。しかし、厳しい銀行融資、住宅ブームの後遺症、多くの家計の高いレバレッジといった全ての要素が、我々が予測した以上に回復の大きなブレーキとなっている。

対外的な再調整については、米国など経常赤字を抱える先進国は、外需の拡大により低迷する内需を補う必要があるが、中国など経常黒字を抱える新興市場国においては、前者とは反対、すなわち外需から内需へのシフトを意味する。しかし、この調整が行われていない。危機の間不均衡は縮小したものの、これは、これらの国々による構造的な調整ではなく、新興市場と比較し先進国の産出高が大幅に縮小したことが主な要因だった。今後は、不均衡が縮小ではなく拡大するものと考えられる。

第二のマイナスの展開は、財政および金融の不確実性が増幅したことである。多くの国の公的債務の安定化の実現性について、市場は明らかにこれまで以上に懐疑的となっている。さしあたっては、この懸念は欧州周縁国の一部の小国に向けられていた。しかし時が経ち成長見通しが悪化するに伴い、これらはより多くの欧州の国々へ、さらには欧州を越え日本や米国といった国々にまで広がっていった。主に欧州において、国への懸念が、これらソブリン債を保有する銀行への懸念へと変わっていった。このような懸念により、銀行は高い水準で流動性を確保し融資の引き締めをおこなうなど、資金フローが部分的に凍結した。未知への恐れは大きい。株価が下落した。上記のようなことが、数ヶ月のうちに支出にマイナスの影響を及ぼすと考えられるが、実際、8月の数字はこれが既に始まっていることを示している。

弱い基調的成長と財政および金融の連関性が、相互に影響を及ぼしあう可能性が高く、ここにリスクが存在する。低成長は債務の持続可能性の達成をより困難にし、財政の安定性についての市場の懸念が増す。また、低成長はより多くの不良債権につながり、銀行を弱体化させる。計画の前半で集中して行う財政再建がさらに成長を押し下げる可能性もある。弱体化した銀行及び厳しい銀行融資にも同様の影響を及ぼす可能性がある。基盤が弱体化した銀行並びに資本増強の必要性により、財政の安定性への懸念が増す。下振れリスクは実在するのである。

ここまで先進国に注目して来たが、それは、現時点において総じて新興市場国は上記に述べたマイナスの展開の影響下にないからである。新興市場国は、変動的な資本フローへの対処に追われているが、概ね高成長を維持している。実際、景気過熱の手前にある国もあるが、見通しはここでもまた、多くの国々にとりこれまで以上に不透明となっている。リスク・シナリオの下では、輸出環境は悪化し資本フローは一段と変動的となる可能性がある。輸出の低迷は、おそらく商品価格の値下がりとともに、低所得国に課題を突きつけることになるだろう。

低迷基調と高い下振れリスクを踏まえれば、以下3点に立脚した力強い政策措置が不可欠である。

第一に、財政政策である。財政再建は、性急過ぎてはならない。さもなければ、成長が頓挫してしまうだろう。ペースは遅すぎてはならない。さもなければ、信頼性を損ねることになるだろう。そのペースは各国の状況を踏まえたものでなければならぬが、引き続き現実的な中期的再建を中核とすべきである。成功裏に終わらすためには、外部からの大々的な支援が必要な国もある。財政政策に加え、低金利の継続、

銀行融資の拡大、住宅市場の問題処理プログラムなど、内需を支える施策の導入が肝要である。

第二に、金融面での措置である。財政を巡る不確実性は一夜にして消滅することはない。最も楽観的な想定においても、先進国の成長は当分低迷すると見られる。その間、融資の拡大および成長のベースラインの押し上げのみならず、より重要なことだが、負のフィードバック・ループのリスクの低減のために、銀行は強化されなければならない。欧州をはじめとする一部の銀行にとり、これは、民間あるいは公的資金を活用した、資本バッファの積み増しが必要となる可能性を示している。

第三に、対外的な再調整である。これまで述べてきた政策措置をもってしても、米国をはじめ危機に見舞われた国々の内需が、自らの力のみで十分な成長を確保することは困難である。すなわち、これらの国々の輸出は拡大しなければならないが、これはつまり、世界の他の地域からの純輸出の縮小の必要性を示している。中国など一部のアジアの国々は巨額の経常黒字を抱えており、需要の軸足を外需から内需へとシフトさせる再調整計画を示している。これらの計画は瞬時に導入することは不可能だ。しかし、可能な限り早急に実施される必要がある。この世界レベルでの再調整作業によりはじめて、我々は先進国の、ひいては世界の他の国々のための、より力強い成長を期待することができるのである。

オリビエ・ブランシャール
経済顧問

要旨

世界経済は、新たな危険な段階に入った。世界の経済活動は弱まり一段とばらつき、信認は最近になり急激な落ち込みを見せ、下振れリスクが高まっている。構造的脆弱性が残存するなか、今年は数々のショックが国際経済を立て続けに襲っている。日本は、東日本大震災と津波に襲われ大きな被害を受けた。一部の石油産出国では動乱が拡大した。米国経済に目を向けると、公的需要から民間需要への移行が行き詰まり、ユーロ圏は深刻な金融の混乱に直面、世界の市場ではリスク資産が投げ売りされた。実体経済への波及の兆候が増している。先の危機に襲われた先進国が抱える構造上の問題は、当初の予測以上に困難で、各種改革の策定・実施プロセスは複雑を極めている。結果、これらの国々の経済は引き続き拡大するものの、その足取りは弱く様々な問題に直面することになるだろう。新興市場国については、鈍化した外需の生産への影響に対し、政策をさほど引き締めることなく対応が可能な国々を筆頭に、引き続き力強く成長を続けると見られるが、見通しは再び不透明感を増している。

世界経済見通し (WEO) では、世界経済の成長率は2012年全体を通し、2010年の5%超から約4%に鈍化すると予測している。先進国の実質GDP成長率は、2011年はおおよそ1.5%と緩慢だが、2012年は、2011年の第2四半期の大半を通し経済活動を抑制していた一時的な要因が徐々に解消されることから、2%に達する見通しである。しかし、これは、欧州の政策立案者がユーロ周縁国の危機を押さえ込み、米国が経済活動への支援と中期的財政再建の間で適切なバランスを取り、世界の金融市場のボラティリティの上昇がないことが前提である。さらに、先進国の金融緩和策の解消は、一旦停止される見通しだ。このようなシナリオの下、生産能力の制約が表面化しはじめ、政策の引き締めが多くが実行に移されていることなどから、2012年の新興市場及び途上国の成長率は、依然として非常に堅固なペースながらも、約6%と鈍化する見通しである。

下振れリスクにさらされていることは明白であり、政策立案者は以下2点に特に留意する必要がある。

- 第一に、ユーロ圏の危機に対し、2011年7月21日のEUサミットにおいて断固とした政策対応を取ることで合意したものの、同危機は政策立案者のコントロールの範疇を超えたものとなってしまった。7月のサミットのコミットメントの早急な批准が必須だが、当面は、国債市場の秩序を維持するため、欧州中央銀行 (ECB) による強力な介入の継続が不可欠となっている。各国首脳は、国政及びユーロの信頼性の維持に向け、必要なあらゆる手段を講じるというコミットメントを堅持する必要がある。さらに、インフレ圧力が弱まっており、金融部門およびソブリン問題を巡る緊張が高まっていることから、成長とインフレの下振れリスクが続くようならば、ECBは、政策金利を一段と引き下げるべきである。

- 第二に、米国の経済活動は既に軟化しているが、財政再建を巡る政治的な硬直状態、脆弱な住宅市場、家計の貯蓄率の急上昇、および金融情勢の悪化などから、さらなる衝撃を受ける可能性がある。深刻な政治的分裂が、米国の政策の行方を著しく不透明にしている。性急な財政の切り詰めを選択することで、債務をより持続可能な水準にまで削減する長期的な改革が行われず、見通しが一段と悪化するという深刻なリスクが存在する。住宅市場をめぐっては、過剰供給や底を打つ気配がない価格の下落など不本意な報道が聞こえてくるのみで、株式市場は急激な調整局面に入った。他の動向も含めこのような一連の流れは、家計のレバレッジ解消の加速化につながり、貯蓄率の更なる上昇を引き起こす可能性がある。米国の経済活動の下振れリスクが増していることを背景に、連邦準備制度は、より大胆な支援を実施する用意がなければならず、現実的な中期的措置が選択されるならば、財政再建は後半に集中して行うこともできよう。

上記のうちいずれかが現実となった場合、世界経済の成長に大きな影響を与えることになろう。新たなストレスにより、既に著しく脆弱な状態にある先進国の金融市場・制度が弱体化する可能性もある。商品価格が急速に下落するとともに、世界貿易・資本のフローも急激に縮小し、新興市場及び途上国の成長を押し下げることにもなろう。これが世界成長にどの程度の減速を引き起こすかは、より詳細に下方シナリオで説明している。すなわち、ユーロ圏と米国の2012年の経済活動は、WEOの予測よりも3%ポイント近く落ち込むなど、景気後退局面に逆戻りする可能性もある。他の国々へも多大な影響を及ぼすだろう。

新興市場及び途上国自身に起因するリスクは、これほど深刻なものとはならないと考えられる。景気過熱の兆候については、特に金融・健全性監督当局は引き続き注意深く監視を続ける必要がある。また、一部の国では、商品価格、及び社会的・政治的混乱に関連したリスクが今後も大きく立ちはだかるだろう。

経済活動はばらついた拡大をみせ、多くのリスクが経済を脅かしているが、これらは、WEOがこれまで指摘した二つの再調整作業の実現に、世界経済が依然として取り組んでいることを示している。第一に、需要は、公的部門から民間部門に移行しなければならない。多くの国がこの点では著しい前進を遂げたが、主要先進国は遅れている。第二に、対外黒字を多く抱える国々は、内需への依存を高める必要があり、対外赤字を多く抱える国々は外需への依存を強めなければならない。この再調整作業が未だ折り返し地点に達したのみである¹。主要な先進並びに新興市場国は、再調整作業を進めかつ多くの下振れリスクから自らを守るべく、政策を強化しなけ

¹Blanchard Oliver, Gian Maria Milesi-Ferretti, 2011年「(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?」IMF スタッフディスカッションノートNo. 11/03 (Washington: International Monetary Fund)。この課題についての更なる検証については、Lane Philip, Gian Maria Milesi-Ferretti, 2011年「External Adjustment and the Global Crisis」IMFワーキングペーパーNo. 11/197 (Washington: International Monetary Fund) を参照のこと。

ればならない。政策形成の際には、世界の新たな環境を反映した調整が必要となる。すなわち、多くの先進国及び危機に見舞われた新興市場国の潜在成長力の低下、著しく脆弱な金融部門、先進国の高水準にある財政赤字と公的債務、及び先進国のソブリン信用リスクの違いや、多くの新興市場国の経済面での頑健性の強化などを勘案する必要がある。

需要の公から民への再調整：危機に襲われた国々は、バランスシートの修復、並びに金融部門の再建や改革の加速化を、金融緩和政策を主軸にして行うという欲求を抑えなければならない。財政政策は、信頼性の喪失と回復の弱化という二つのリスクの間のバランスを取るものでなければならない。財政調整は既に開始され、多くの国が大きな進捗を見せている。中期的財政計画の強化と給付金制度改革の実施が、信頼性および財政の持続可能性の確保に不可欠であり、バランスシートの修復、成長および雇用の創出を支えるための政策の余地を作り出すうえで必須である。同様に、実体経済部門の短期的見通しの改善が、中期的調整計画の信頼性を高めるうえで有効に作用するだろう。マクロ経済環境が著しく悪化した場合は、財政政策の実施の余地がある国々は、自動安定化機能を十分に活かし、調整を一段と後半に集中して行うことを選択することができよう。

- ユーロ圏では、弱体化した国と金融機関の間の負の循環を断ち切る必要がある。脆弱な金融機関には、資本の増強を要請しなければならないが、これは民間で解決できることが望ましい。民間での解決が不可能な場合、公的資金の投入あるいはEFSFの支援、さらには再編あるいは清算も視野にいれなければならないだろう。中期的財政再建計画は、適度に野心的である。一方、周縁国の課題は、財政再建と構造改革、および海外からの支援の間で適切なバランスを取りながら、調整の継続を図ることである。
- 米国の最重要課題の一つは、公的債務を持続可能な軌道に乗せ、回復を維持するための政策を行う中期的財政再建計画を策定することである。これには、住宅及び労働市場の調整の緩和を通したものも含まれる。米国雇用法（The American Job Act）は、必要とされていた経済に対する短期的な支援となるだろうが、歳入を上げ給付金関連支出の伸びを抑制する、断固とした中期的財政計画により支えられなければならない。
- 日本政府は、地震と津波の被災地の復興と開発への当面のニーズに対応するとともに、より大胆な施策を用い著しく高い水準にある公的債務に対処しなければならない。

上記の全ての国では、給付金制度及び税制改革の大きな進歩が、内需の強さに比例したペースで短期的財政再建計画を行い、回復のさらなる弱化を抑制するための余地を生み出すことになろう。

外需から内需への再調整：世界成長の維持のためには、この面での進捗が一段と重要である。一部の新興市場国（ラテンアメリカの一部の国々）では、理想レベル以上に内需が旺盛であり、逆のケースの国々もある（主要なアジア新興国など）。前者については、構造的財政赤字の大幅削減、或いは一部の国では金融緩和策の解消を一段と進めることで、旺盛な内需を抑制しなければならない。後者については、投資と比較し貯蓄の高い割合を減らすべく構造改革を推進するとともに、通貨の大幅な上昇が必要となる。このような政策により、先進国に端を発した各種ショックへの頑健性が強化されるとともに、中期的な潜在成長力を高めることにつながるだろう。

グレート・リセッション（大規模景気後退局面）は、特に先進国の実体経済部門の一部の問題を悪化させた。米国の失業率の改善は、非常に緩慢なペースとなる可能性がある。失業率は第二次世界大戦後の最高水準には達していないものの、危機の中での雇用の喪失は未曾有のレベルであり、しかも、これは、その前10年間にわたる低迷した雇用パフォーマンスに加えてのことだった。家計の将来の収入見込みに対する懸念は、1980年代初頭以来最も高い。このようななか、住宅市場の調整の緩和と労働市場政策の一層の積極化を優先事項とすべきである。しかし、多くの点で問題は非常に大きく、短期的に回復を維持するための財政政策の余地を拡大するための、給付金制度および税制の改革などマクロ経済政策の大きな転換が必要である。ユーロ圏では、金融の混乱に起因する様々な大きな問題を除くと、状況は多岐に渡っている。家計は、総じて米国ほど懸念を抱えておらず、雇用の喪失は周縁国の危機に襲われた国々を除き、米国ほど深刻ではなかった。周縁国の主な構造的課題は、競争力の再構築と維持に向け、能力の向上を図る改革の実施である。

世界のその他の地域の構造的課題は非常に大きく異なっている。一部の新興市場国への大規模な資本流入は、製品市場やサービス市場を外国資本に一段と開き、金融の安定性枠組みの強化を図るなど、これらの国々の受容能力の向上の必要性を明確に示している。また、食料価格の高騰により、多くの新興市場および途上国は、十分にターゲットを絞ったソーシャル・セーフティ・ネットを開発しなければならない。

一方、世界の需要の再調整のペースが遅く、食料価格は高騰し、先進国の成長見通しは緩やかなものであることから、主要国の長期金利は今後も低水準に留まると考えられる。このような状況は、他の国でリスク・テイクを助長する可能性がある。巨額のスケールのマネー・リサイクルが、金融のアクシデントを伴わずに行われたことは稀有な例であったことは、経験から明らかである。与信の著しい伸び、ブームに沸く不動産市場、金融市場への巨額のフローなど、過剰なリスク・テイクの兆候は、既に一部の先進および新興市場国で散見される。またより広くは、先の金融危機により、国際金融システムがホールセール資金調達市場の混乱に対して、非常に脆弱であることが浮き彫りとなった。国レベルでは、ホールセール資金調達市場が枯渇するおそれがある場合、流動性を注入する暫定的な制度を導入するなど中央銀行は対応を行って来たが、国際レベルではそのようなメカニズムは存在しない。

総じて、先の金融危機は、世界レベルでのリスク・シェアリングのメカニズムの規模および対象を早急に拡大する必要性を明らかにした。同メカニズムは、国際金融市場の規模と全く比例しないものとなっている。

今後も貿易が世界経済の回復を支えるよう、政策立案者は引き続き保護主義の圧力に屈してはならない。同じく、長期戦となっている世界貿易機関（WTO）の貿易をめぐるドーハラウンド交渉は現在重要な局面にあり、国民にドーハラウンドの利点を積極的に伝えることも含め、政治指導者は、交渉を前進させるための現実的な計画の作成に敢然とかつ高い配慮を持って取り組むことが重要である。この交渉が決裂するならば、世界の貿易制度は崩壊し、WTOおよび多国間主義の衰退を引き起こすことになろう。

特に先進国において、政策の強化が実現しなかった場合、問題が山積した脆弱な回復がこれらの国々を待ち受けるのみである。一段と力強く協調的な政策対応は、多大な利益をもたらす可能性がある。G20の相互評価プロセス向けにIMFが別途提出した報告書で示したように、先進国が成長を促進する中期的財政再建プログラムを導入し、新興市場の黒字国が需要を再調整する政策を実施し、さらに全ての国々で潜在成長力を押し上げる構造計画を行うならば、世界のGDPに大きな刺激をもたらすこととなろう²。さらに重要なことは、家計および銀行によるバランスシートの調整の促進措置を伴うことで、これら政策は、先進国の成長の「失われた10年」を未然に防ぐことになろう。この「失われた10年」が現実のものとなった場合、全ての国にとり致命傷となる。しかし、この実現には、政策立案者による、国内での困難な政治経済的課題への対処と同時に、危機のピーク時と同様の力強い連携の機運の復活が不可欠となろう。

²20ヶ国グループ、2010年「G20 Mutual Assessment Process—Alternative Policy Scenarios」を参照のこと。同レポートは、国際通貨基金のスタッフが、6月26日—27日のG20カナダ・トロントサミット向けに、G20の相互評価プロセスのために作成したものである（Washington: International Monetary Fund）。
www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf。