

世界経済見通し改訂見通し

WEO主要指標のアップデート

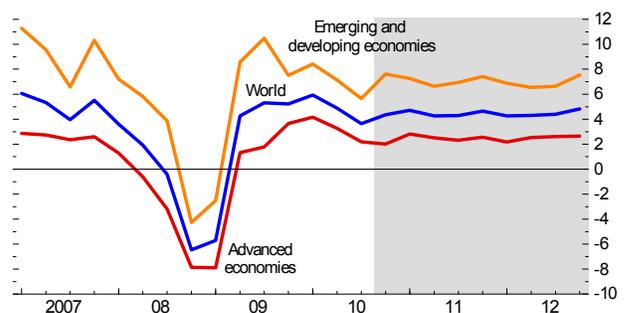
世界経済、回復は進むも足並みは依然として揃わず

世界経済は、依然として2つの異なるスピードで回復を続けている。先進国の経済活動は予測されていた程緩慢ではなかったが、依然として成長は抑制されており失業率は高く、ユーロ周縁国での新たなストレスが下振れリスクの要因となっている。多くの新興市場国の経済活動は引き続き活発で、インフレ圧力が顕在化するとともに、大規模な資本流入が一因となり景気過熱の兆候が見られる。途上国も、特にサハラ以南アフリカをはじめその大半は力強い成長を続けている。2010年後半の予測以上に力強かった経済活動、並びに今年経済を押し上げると期待される米国の新たな政策イニチアチブを受け、2011年の世界産出高は、4.5%拡大する見込みだが（表1及び図1参照）、これは2010年10月の世界経済見通し（WEO）予測を約0.25%ポイント上方修正したものである。一方、回復の下振れリスクも依然として高い。堅固な回復を実現するためには、ユーロ圏の財政及び金融面の問題の解決に向けた早急かつ包括的な措置、財政不均衡の是正政策、並びに、より広く言えば、先進国の金融システムの再建・改革のための政策が早急に必要である。また、これらは、主要な新興市場国による、景気過熱の圧力を抑制し対外的再調整を促進する政策に補完される必要がある。

回復を続ける世界経済

2010年第3四半期の世界経済の成長率は、年率3.5%強だった。同期間の成長率については、2010年第2四半期の5%成長からの減速が見込まれていたが、米国と日本の当初予測より順調だった消費を背景に、2010年10月のWEOの予測を上回った。特に日本に関しては、刺激策の実施が当初予測より好調となった一因であった。より広くは、危機の間に急激に落ち込んだ民需の回復に向け、主要先進国で足場が固まった兆候が顕著になってきている（図2）。新興市場及び途上国の第3四半期は、好調な民需、引き続き緩和的な政策スタンス、及び資本流入の回復が成長を下支えし、堅調だった。

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



Source: IMF staff estimates.



INTERNATIONAL MONETARY FUND

Washington, D.C. 20431 • Telephone 202-623-7100 • Fax 202-623-6772 • www.imf.org

表 1.1. 世界経済見通し

(特記が無い限り年変化率、パーセント)

	前年比						第4四半期の比較		
	2009	2010	見通し		2010年10月のWEOからの 変化		推定値 2010	見通し 2011	2012
			2011	2012	2011	2012			
世界経済成長率^{1/}	-0.6	5.0	4.4	4.5	0.2	0.0	4.7	4.5	4.4
先進国・地域	-3.4	3.0	2.5	2.5	0.3	-0.1	2.9	2.6	2.5
米国	-2.6	2.8	3.0	2.7	0.7	-0.3	2.7	3.2	2.7
ユーロ圏	-4.1	1.8	1.5	1.7	0.0	-0.1	2.1	1.2	2.0
ドイツ	-4.7	3.6	2.2	2.0	0.2	0.0	4.3	1.2	2.7
フランス	-2.5	1.6	1.6	1.8	0.0	0.0	1.7	1.5	1.9
イタリア	-5.0	1.0	1.0	1.3	0.0	-0.1	1.3	1.2	1.4
スペイン	-3.7	-0.2	0.6	1.5	-0.1	-0.3	0.4	0.8	1.9
日本	-6.3	4.3	1.6	1.8	0.1	-0.2	3.3	1.4	2.4
イギリス	-4.9	1.7	2.0	2.3	0.0	0.0	2.9	1.5	2.6
カナダ	-2.5	2.9	2.3	2.7	-0.4	0.0	2.7	2.7	2.6
その他先進国・地域	-1.2	5.6	3.8	3.7	0.1	0.0	4.5	4.7	2.9
新興工業経済地域 (アジアNIEs)	-0.9	8.2	4.7	4.3	0.2	-0.1	5.9	6.2	3.1
新興市場および途上国・地域^{2/}	2.6	7.1	6.5	6.5	0.1	0.0	7.2	7.0	6.8
中央および東ヨーロッパ	-3.6	4.2	3.6	4.0	0.5	0.2	4.3	3.5	3.9
独立国家共同体	-6.5	4.2	4.7	4.6	0.1	-0.1	3.5	4.8	4.3
ロシア	-7.9	3.7	4.5	4.4	0.2	0.0	3.4	4.6	4.3
除ロシア	-3.2	5.4	5.1	5.2	-0.1	-0.1	...	...	...
アジア途上国	7.0	9.3	8.4	8.4	0.0	0.0	9.1	8.6	8.4
中国	9.2	10.3	9.6	9.5	0.0	0.0	9.7	9.5	9.5
インド	5.7	9.7	8.4	8.0	0.0	0.0	10.3	7.9	8.0
ASEAN-5 ^{3/}	1.7	6.7	5.5	5.7	0.1	0.1	5.1	6.4	5.2
ラテンアメリカおよびカリブ諸国	-1.8	5.9	4.3	4.1	0.3	-0.1	4.8	5.0	4.3
ブラジル	-0.6	7.5	4.5	4.1	0.4	0.0	5.2	5.1	4.0
メキシコ	-6.1	5.2	4.2	4.8	0.3	-0.2	3.2	5.0	4.5
中東および北アフリカ	1.8	3.9	4.6	4.7	-0.5	-0.1	...	...	...
サブサハラアフリカ	2.8	5.0	5.5	5.8	0.0	0.1	...	...	...
南アフリカ	-1.7	2.8	3.4	3.8	-0.1	-0.1	3.6	3.4	4.1
メモ									
欧州連合	-4.1	1.8	1.7	2.0	0.0	-0.1	2.5	1.4	2.2
世界経済成長率 (市場為替レート換算ベース)	-2.1	3.9	3.5	3.6	0.2	-0.1	...	...	...
世界貿易量 (財・サービス)	-10.7	12.0	7.1	6.8	0.1	0.2	...	...	...
輸入									
先進国・地域	-12.4	11.1	5.5	5.2	0.3	0.1	...	...	...
新興市場および途上国・地域	-8.0	13.8	9.3	9.2	-0.6	-0.1	...	...	...
輸出									
先進国・地域	-11.9	11.4	6.2	5.8	0.2	0.3	...	...	...
新興市場および途上国・地域	-7.5	12.8	9.2	8.8	0.1	0.2	...	...	...
商品価格 (米ドルベース)									
原油 ^{4/}	-36.3	27.8	13.4	0.3	10.1	-4.1	...	...	...
除燃料 (世界商品輸出に基づく加重平均)	-18.7	23.0	11.0	-5.6	13.0	-2.4	...	...	...
消費者物価指数									
先進国・地域	0.1	1.5	1.6	1.6	0.3	0.1	1.5	1.6	1.6
新興市場および途上国・地域 ^{2/}	5.2	6.3	6.0	4.8	0.8	0.3	6.5	4.7	4.4
LIBOR (パーセント)^{5/}									
米ドル	1.1	0.6	0.7	0.9	-0.1	-0.5	...	...	...
ユーロ	1.2	0.8	1.2	1.7	0.2	0.4	...	...	...
円	0.7	0.4	0.6	0.2	0.2	-0.2	...	...	...

注: 実質実効為替レートは、2010年11月18日から12月16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。四半期データは季節調整済み。

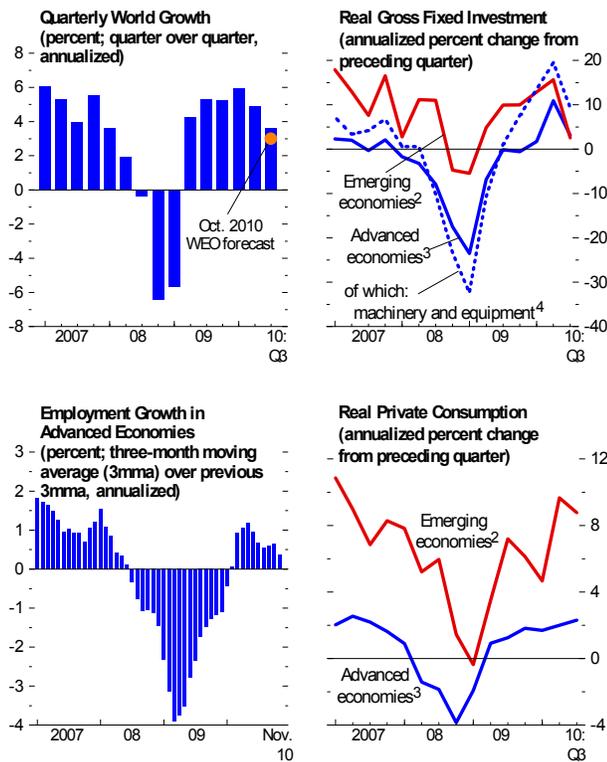
1/ 四半期の推定値および見通しについては、世界購買力平価 (PPP) ウェイトでみて、全体の90パーセントに相当する国・地域を含む。

2/ 四半期の推定値および見通しについては、PPPウェイトでみて新興および途上国・地域の約78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2010年の平均原油価格は78.93米ドルであった。2011年は89.50米ドル、2012年は89.75米ドルと仮定。

5/ 米国・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。

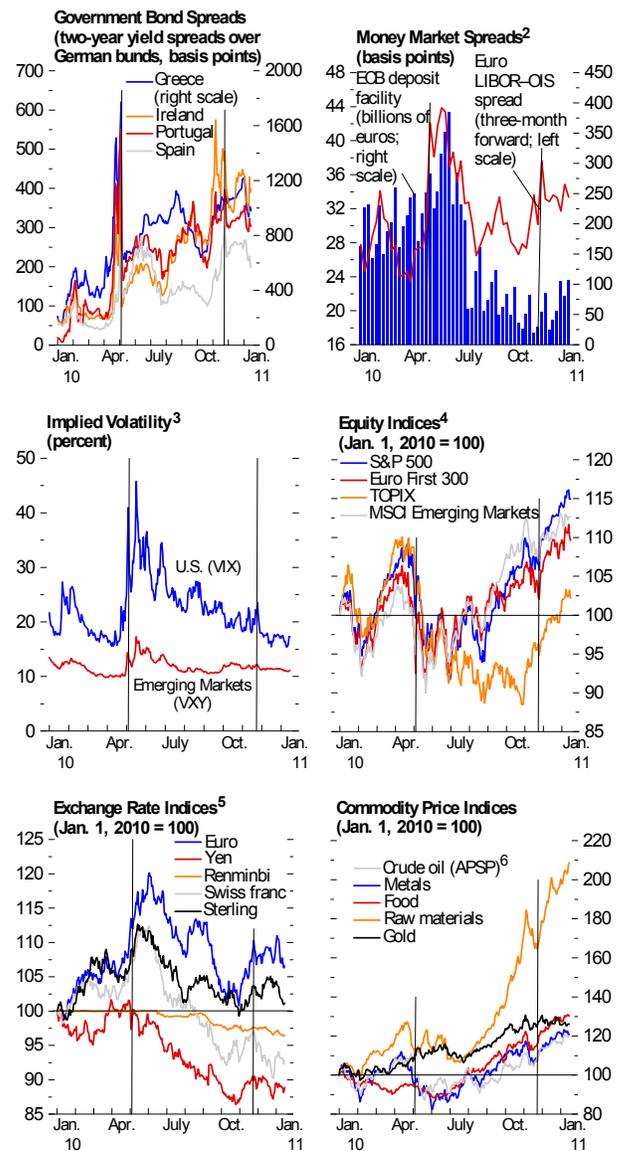
Figure 2. Recent Economic Indicators¹

Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

¹Not all economies are included in the aggregations. Aggregates are computed on the basis of purchasing-power-parity (PPP) weights unless noted otherwise.²Argentina, Brazil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Hungary, India, Indonesia, Latvia, Lithuania, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Romania, Russia, South Africa, Thailand, Turkey, Ukraine, and Venezuela.³Australia, 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.⁴PPP-weighted averages of metal products and machinery for euro area, plants and equipment for Japan, plants and machinery for the United Kingdom, and equipment and software for the United States.

2010年後半の世界の金融情勢は、脆弱性が依然として残る一方、総じて改善した。株式市場は上昇し、リスクプレミアムは縮小を続けた。また、主要先進国の銀行の貸出姿勢は、中小企業に対しても一段と緩和したものとなった。とはいえ、主要先進国の一部（米国など）では、依然として不動産市場及び世帯収入が低調で、証券化は低水準にあるなど、脆弱性が散見される。さらに、2010年第4四半期には昨年5月の出来事の再来といえる、金融の混乱がユーロ圏で再び起こった。アイルランド情勢に端を発したこの混乱では、銀行部門の損失や財政の持続可能性に対する懸念が、これらの国々でスプレッドの拡大を引き起こし、欧州の経済通貨同盟の設立以来で最大値を

記録するところもあった。夏のケースよりは穏やかではあったものの、資金調達圧力も再び台頭した。大きな違いは、金融市場の混乱の他国への波及が、限定的だったことが挙げられる。2010年中旬の混乱は、世界的にリスク回避傾向を急激に高め、新興市場地域など他地域でのエクスポージャーの縮小に繋がった。この混乱の中、市場はより見定めを行うようになった。リスク回

Figure 3. Recent Financial Market Developments¹

Sources: Bloomberg Financial Markets; Datastream; and IMF staff calculations.

¹Vertical lines on each panel correspond to May 10 and November 30, 2010.²ECB = European Central Bank; LIBOR = London interbank offered rate; OIS = Overnight index swap.³VIX = Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index, a measure of the implied volatility of options on the S&P 500 index; VXY = JPMorgan emerging markets implied volatility index, a measure of the aggregate volatility in currency markets.⁴TOPIX = Tokyo stock price index; MSCI = emerging markets stock price index.⁵Bilateral exchange rates against the U.S. dollar (increase denotes depreciation).⁶APSP = average petroleum spot price.

避の指標は上昇することなく、大半の地域で株式市場は大きく上昇し、また、金融ストレスは、主にユーロ周縁国に留まった（図3）。

回復は今後も続く...

以下に示すベースライン予測では、現在の政策措置により、金融の混乱とその実質的影響はユーロ周縁国に留まり、世界経済の回復への影響が限定的であることを前提としている。これは、これまでのところ、金融市場及び各地域の金融面の波及が限られており、また、2010年後半にはギリシャ危機以降にとられた政策対応が、世界経済の回復への影響を抑制したことを反映している。また、新興市場国の政策当局が、景気過熱圧力を抑制すべく、適時対応することも想定している。

2011年から2012年の先進国の経済は、2.5%のプラス成長となる見込みだが、これは2009年の景気後退による落ち込みを考えると依然として緩慢であり、高い失業率を大きく改善するには不十分である。しかし、主に米国が新たに2010年末に承認した一連の刺激策が、今年の経済成長を約0.5%押し上げると期待されることから、2010年10月のWEOから0.25%ポイントの上方修正となっている。また日本が承認した、成長に同様の影響を及ぼすと思われる政策パッケージが、2011年の穏やかな回復を下支えすると期待される。ユーロ周縁国の今年の成長率は下方修正されたが、これは、より力強い内需を受け上方修正されたドイツの成長に相殺される。

新興市場及び途上国は、2011年・2012年共に6.5%と、引き続き活発な成長が予測される。昨年の7%から僅かに鈍化しているが、2010年10月のWEOの予測から概ね変更はない。引き続きアジア途上国が最も急速な

成長を見せるが、他の新興市場地域も力強い回復を続けると見られる。特に、2011年には5.5%、2012年には5.75%の成長が見込まれるサハラ以南アフリカが、アジア途上国以外の全ての地域を上回る成長を見せるだろう。これは、同地域の多くの国々で内需が引き続き力強く、第一次産品への世界的需要が高まっていることを反映している（ボックス1）。

...大半の地域の金融状況は、引き続き安定する見込み

金融状況は今年、概ね引き続き安定若しくは改善する見込みである。主要先進国の銀行の貸出状況はさらに緩和され、非金融企業による債券の発行も増加すると考えられる。総じて回復は緩慢で、主なアジア新興国の貯蓄が引き続き高いレベルにあり、実質利回りは2011年を通して低水準に留まると思われる。米国では、財務省証券の利回りの見通しは不透明である。徐々に回復が力強さを増した財政に対する懸念あることから、利回りが押し上げられる可能性もあるが、量的緩和により抑制される可能性もある。

一方、ソブリン及び銀行リスク、現行或いは想定される緊縮措置の政治的実現性、並びに包括的解決策の欠如に対し、市場参加者が懸念を抱いているユーロ周縁国では、引き続き金融ストレスが高いと予測される。したがって、欧州周縁国の政府のソブリン・スプレッド及び銀行からの資金調達コストは、今年前半を通し高止まりした状況が続き、また金融の混乱の再燃の可能性もある。

ユーロ周縁国の混乱の拡大は抑えられるとしたベースライン・シナリオのもとでは、新興市場への資本流入は今後も大規模であ

り、金融状況も良好と考えられる。新興市場国政府及び企業による債券の発行は、2011年も堅調であろう。成熟市場の低金利と極めて旺盛な投資意欲は、今後も新興市場への資本流入－新興市場への資本流入は幾分スローダウンしているが－及び資産価格の上振れリスクとなるだろう。

ボックス 1. サハラ以南アフリカの経済見通し

大半のサハラ以南アフリカの国が世界金融危機から急速に回復しており、同地域の2011年の成長率は5.5%と予測される。しかし、回復のペースは同地域内でも一様ではない。大半の石油輸出国及び低所得国(LIC)の産出高の伸びは、危機以前の高いレベルに達しようとしている。一方、南アフリカとその近隣諸国の回復は、世界貿易の崩壊の一段と深刻な影響、並びに対策が困難な高い失業率を反映し、これらの国々と比較し抑制されたものとなっている。

今般の世界危機以前、サハラ以南アフリカは力強い成長を続けていた。とりわけ、2004年から2008年の同地域のLIC29カ国の成長率は6%以上と目覚しく、アジア途上国に次ぐ勢いであった。これは、改善した政治的環境、望ましい対外環境、及び健全なマクロ経済運営を反映したものであった。このように、同地域の大半の国において、危機当初の状態が力強かったことから、2007年から2008年の食糧・燃料価格の急騰や、引き続き起こった世界金融危機の最悪の影響を切り抜けることができた。多くの国が、財政出動を行い金利を下げることで、生産を支えた。この結果、同地域のLIC諸国は、2009年も約5%の成長を遂げたが、南アフリカを主とする中所得国グループの産出高は落ち込んだ。大半の石油輸出国の成長は、主にナイジェリアを除いて鈍化した。

現在、同地域の大半の国は、危機以前の成長率に回復している。2011年、LIC諸国は6.5%の成長が見込まれる。自動安定化装置や、公共投資・社会支援プログラムの拡大、並びに金融緩和政策の継続が、内需を支えている。また、主に一次産品市場を通じた、拡大を続ける対アジア貿易も回復に資している。南アフリカでは、産出の成長は回復したものの、高い失業率と抑制された信認が、引き続き回復の歩調を停滞させると予測されることから、2011年の成長率は約3.5%に留まると考えられる。

引き続き下振れリスクは続いている。サハラ以南アフリカの、大半の非産油国の主要貿易相手である欧州の回復ペースは、緩慢かつ不透明である。より直接的には、燃料・食糧価格の急騰が、多くの非産油国に大きな影響を与える。食糧価格の上昇は、食糧が消費バスケットに占める割合が高い都市の貧困層に、特に大きな影響を与えることになろう。これに対し政府は、ターゲットを絞ったソーシャル・セー

フティ・ネットを、関連財政コストとともに、検討する必要がある。特に、膨らみあがった財政赤字と産出量ギャップの縮小を踏まえ、これら圧力を管理することが、17の国政選挙(予定)が行われるなど、政治的に様々な予定が立て込んでいる2011年の同地域の重要な課題となろう。

同地域の大半の国の回復は目前に迫っており、マクロ経済政策の重点をシフトさせる必要がある:

- 危機の間、反景気循環的な財政政策を講じたことで、生産の伸びを支えることができたが、総じて財政赤字が拡大する結果となった。大半の国で、成長が潜在経済成長率に近づいている今、これらの拡大した赤字と、資金調達並びに中期的な債務の持続可能性との整合性について見直すべきである。成長を促進し、貧困を削減するためには、政府の歳出の内訳及び歳入の財源についても、見直しを行う必要がある。
- インフレは大半の国で抑制されており、金融スタンスは適切と思われる。しかし、政策当局は、特に、成長が潜在レベルに近づいていることから、商品価格の上昇に起因する圧力の可能性に注意を払う必要がある。
- その他、引き続き注視すべき政策分野として、金融部門のモニタリングをより徹底させ、規制をより健全なものとする、ビジネス環境を巡る政策の改善につとめる、更にはインフラ投資を含む、政府の歳出を計画しコントロールする堅牢な財政メカニズムなどが挙げられる。

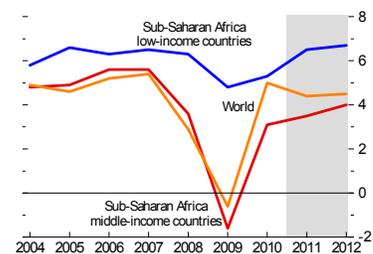
Sub-Saharan Africa: Growth by Country Groups

(Percent change)

	2004-08	2009	2010	2011	2012
				Latest projection	
Sub-Saharan Africa	6.6	2.8	5.0	5.5	5.8
Oil exporters	8.7	5.2	6.5	6.3	6.7
Middle-income Countries	4.9	-1.6	3.1	3.5	4.0
Low-income Countries	6.3	4.8	5.3	6.5	6.7

Source: IMF, World Economic Outlook database.

GDP Growth: Sub-Saharan Africa and World
(Real GDP growth, percent change)



Source: IMF staff estimates.

商品価格は引き続き高止まり、一部の新興市場国ではインフレが上昇している

2010年、原油・その他の一次産品の価格は、世界的な需要の大きさのみならず、一部の第一次産品の供給ショックを受け、著しく上昇した。価格への上昇圧力は、堅調な需要と、タイト化が続く市場への供給が鈍い状態が続くことから、2011年も続くと考えられる。これを受け、IMFの2011年の原油価格のベースライン見通しは、1バレル90ドルと、2010年10月のWEOの見通しの1バレル79ドルから上方修正となった。原油以外の第一次産品については、2010年終盤の天候による作物へのダメージが予想以上に大きく、また価格効果は、2011年の収穫期後によりやく解消されることが考えられる。結果、2011年の石油以外の一次産品の価格は11%上昇する見込みである。大半の第一次産品には、当面上振れリスクがある。

2010年の新興市場国における消費者物価の上昇は、上昇する食糧価格がその一因であった。しかし、食糧価格の高騰がかなり長引き、低所得世帯の家計を厳しい状態にしており、複数の国では物価のインフレが始まっている。さらに重要なことに、新興市場及び途上国の急成長により、これらの国の産出量ギャップが縮小或いは国によっては無くなった。これに伴い、景気過熱圧力が現実のものとなりだした国もある。これらの国の消費者物価は、今年6%上昇する見込みだが、これは2010年10月のWEOを0.75%ポイント上方修正したものとなっている。また、景気過熱の兆候が、急激な与信の伸びや上昇を続ける資産価格を通し顕在化している国もある。

一方、経済資源の余剰が依然として大きく、インフレ期待も安定しており、総じてイン

フレ圧力が今後も抑制されると見られる先進国では、状況は大きく異なっている。今年、インフレは2010年と変わらず1.5%に留まると考えられるが、これは2010年10月のWEOの予測を僅かながらも上方修正したものとなっている。

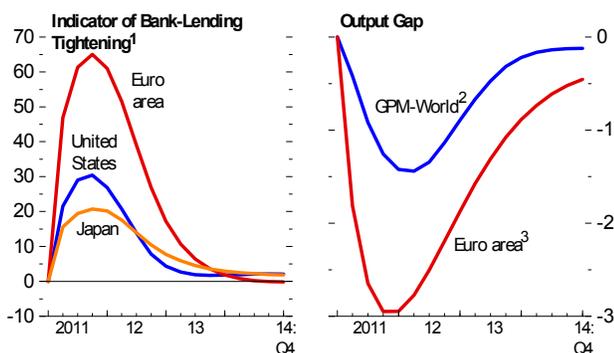
下振れリスクは引き続き高い

ユーロ周縁国の緊張が欧州中枢国に拡大する可能性、主要先進国の中期的な財政再建の策定に進展が見られないこと、米国不動産市場が引き続き弱いこと、高騰した商品価格、新興市場国の景気過熱やその後の急後退の可能性が、下振れリスクの要因である。上振れリスクとしては、先進国の予測以上に強力な民間設備投資の回復によるものが挙げられる。

欧州周縁国の金融の混乱が、欧州中枢国に拡大するリスクは、同地域の多くの先進国の金融機関が依然として弱く、そのエクスポージャーの透明性が欠如していることに起因している。結果、金融機関と政府は密接にリンクしており、相互に関係を及ぼしあっている。ユーロ圏の総産出高及び貿易に占める周縁国の割合は僅かなものだが、リスク回避の高まりと株価下落を通じた金融面の問題の波及、並びに中枢国との大規模な金融のつながりにより、成長・需要の停滞を引き起こし、世界経済の回復を妨げる危険性がある。特に、市場圧力が続いていることにより、主な銀行や政府が深刻な資金調達圧力に直面する可能性があり、問題が中枢国にまで波及する可能性もある。図4は、より波及効果が大きい場合の成長に及ぼすマイナスの影響を示したシナリオである。なおこのシナリオは、2010年7月のWEOアップデートで提示されたものと概ね同様のものとなっている。ここでは、政策措置が断固かつ十全・迅速に行われなか

ったことによる大規模なショックにより、ユーロ周縁国の証券と信用に著しい損失が生じた状態を想定している。これは、周縁・中枢双方の複数の国で、自己資本比率を著しく下落させることになる。このようなシナリオの下では、欧州の銀行は貸出の引締めを行うが、その規模は2008年のリーマンブラザーズの崩壊の際と同程度と考えられる。この結果、ユーロ圏の成長は、ベースラインと比較し約2.5%ポイント低くなると考えられる。また、米国の銀行の貸出姿勢のタイト化が欧州の水準の半分に留まるなど、世界の他地域への金融面の問題の波及効果が、限定的だと仮定すると、2011年の世界経済はベースラインより約1%ポイント低い成長を見せることになる。しかし、世界の他地域への金融面の問題の波及がより深刻だった場合、リスク回避傾向が一段と広がり、流動性が枯渇し株式市場が急落するといった事態が起これ、他の主要先進国の弱いバランスシートも相まって、世界経済の成長への影響は更に著しく大きいものとなる。

Figure 4. An Alternative Scenario of Intensified Financial Stress in the Euro Area
(Percentage point deviation from baseline)



Source: Global Projection Model GPM simulations.

¹Bank lending tightness is defined as the unweighted average of the responses to questions with respect to tightening terms and conditions published by the U.S. Federal Reserve's Quarterly Senior Loan Opinion Survey on Bank Lending Practices.

²GPM-World represents approximately 87.5 percent of world GDP.

³Based on a dynamic stochastic general equilibrium model, supplementing the GPM, that has a risky bank lending and financial accelerator mechanism.

また、先進大国の中期的な財政再建計画の策定が十分に進展していないことから、別

の下振れリスクも存在する。先日、米国と日本が刺激策を採った事で、中期的な財政の持続性の確保が一段と困難になった。したがって、中期的な債務の引き下げに向けた、より現実的な計画の構築が一層重要となっている。

上振れリスクとしては、主要先進国において、企業部門の力強い収益性に支えられた民間設備投資が、現時点での予測以上に速いペースで回復することが挙げられる。

新興市場国においては、主なリスクは、景気過熱、インフレ圧力の急激な高まり、更にはハードランディングの可能性と関連している。当面、成長への上振れリスクは、緩和的政策、有利な交易条件による第一次産品輸出国の利益、並びに資本流入の回復といったことにより、高いものとなっている。しかし、政策当局が発生しつつある景気過熱圧力や資産バブルへの対応において後手に回った場合、主要新興市場国のマクロ経済政策により、不動産及び信用市場でのブームと破裂のダイナミクスと、結果としてこれらの国でハードランディングが起きる危険性がある。現在、新興市場は世界の消費の約40%、世界成長の3分の2以上を占めることから、これらの国の減速は、世界経済の回復と、必要な再調整に深刻な打撃を及ぼすだろう。

リスクの低減、持続的成長には断固たる政策措置が不可欠

欧州周縁国と中枢国、金融ストレスと実体経済、先進国と新興市場国の短期的デカップリングの兆候が見られるものの、世界経済は引き続き密接に繋がっている。今後、世界経済の成長を維持しかつ強化するには、様々な国で脆弱性の低減並びに成長の再調整を実現する、数多くの措置が必要となる。

先進国の喫緊の課題は、ユーロ圏の金融ストレスの低減であり、中期的な財政再建と金融システムの必要な再建・改革を押し進めることである。このような成長促進政策は、これらの国々の主な課題である、慢性化した高い失業率の解決に資すると考えられる。また、資本流入への適切な対応、景気過熱圧力の抑制、対外的再調整の促進といった課題を抱える新興市場各国にも、プラスの波及効果をもたらすと期待される。

ユーロ圏では、下振れリスク対策として包括的かつ断固とした政策措置を迅速に行う必要がある。5月以降、国及びユーロ圏レベルで、財政収支の改善や構造改革の導入、莫大な流動性支援の強化、欧州中央銀行（ECB）による証券市場プログラムの導入、2013年以降恒常的な性質を持つ欧州安定メカニズム（ESM）に引き継がれる、欧州金融安定ファシリティー（EFSF）の暫定的設立など、重要な措置が講じられている。しかし、多くの国では、財政の持続可能性の更なる確保と成長の回復に向けた国レベルでの政策措置を一段と強化することが、引き続き重要である。市場は、依然として同地域の銀行の損失の可能性を懸念しており、今日までに行われたストレステストが安心材料とはなっていない。より現実的で徹底したストレステストを、新たに厳しく行うことで、状況がより明らかとなるだろう。また、これらが行われた後、早急に資本増強が行われる必要がある。一方、市場は下振れリスクに対処するための十分な資金が中枢国から提供され、また総じて政策アプローチは一貫していると確信する必要がある。このことから、想定されている恒常的なESMとEFSFは、十分に資金を確保し、また、それらを必要に応じ柔軟に活用することができなければならない。一方で、ECBは、金融の安定性の維持に向け、引き続き流動性

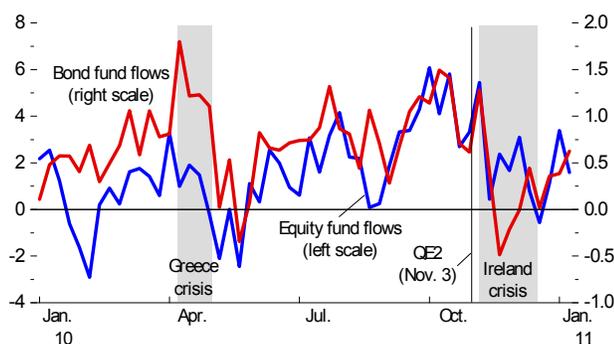
を提供し、債券の購入を積極的に進めることが求められる。

より広くは、先進国は、金融システムの再建・改革を引き続き押し進めなければならない。これは、与信状況の正常化に不可欠であり、回復を支える金融・財政政策の負担の軽減に繋がるであろう。必要な金融部門政策については、2011年1月の*国際金融安定性報告書（GFSR）*のアップデート版で詳細な検証を行っている。

脆弱な国家財政により、より持続的な財政軌道への移行を早急に行わなければならないことが浮き彫りとなった。これは、ユーロ周縁国のみならず主要先進国にも当てはまることである。短期的には、多くの主要先進国において需要が官から民へとシフトしている兆候が見られるが、これは現実的な中期的な再建計画の策定・実施を押し進めることができることを示している。米国での的を絞った施策の一部は、労働及び住宅市場が依然として弱いことから、現時点では正当化できるものの、先般実施された刺激策の成長への影響は、その財政コストが莫大な割には（その規模と比較し）比較的小さいと考えられる。米国の財政赤字は、2011年には10.75%に達し（ユーロ圏の2倍以上）、政府債務の総額は2016年にはGDPの110%を超えると予測される。現実的な中期的財政戦略の欠如が、結果として米国の金利の上昇に繋がると考えられるが、これは世界の金融市場と世界経済に混乱を引き起こしかねない。したがって、債務を中期的に引き下げる政策の策定が一段と不可欠となっている。このような施策には、給付金制度改革、裁量的な歳出の上限の設定、歳入拡大に向けた税制改革、並びに財政機構の設立・強化などが含まれよう。財政に関しては、2011年1月の*財政モニター・アップデート版*で詳細に検証している。

同時に、先進国は金融緩和を継続する必要がある。インフレ期待が引き続き安定し、高い失業率が続くならば、この政策は国内的には適切であり、実際効果的だったと考えられる。量的緩和の第二弾が差し迫っているという8月の報道の後、米国では長期金利が最安値を記録した。米国財務省証券の利回りは、以降、特に2010年の第4四半期に上昇したものの、これは主に、米国経済の見通しが改善したことに因るところが大きいと思われ、実際、見通しが改善したという見解は、株式市場の力強いパフォーマンスにより裏付けられている。しかし、対外的には、米国による量的緩和により、新興市場への大規模な資本の流出が引き起こされる可能性が懸念される。現時点では、新興市場への資本流入が昨今は減速しており、そのような影響は限定的である可能性を示している（図5）。

Figure 5. Net Fund Flows to Emerging Markets
(billions of U.S. dollars; weekly flows)



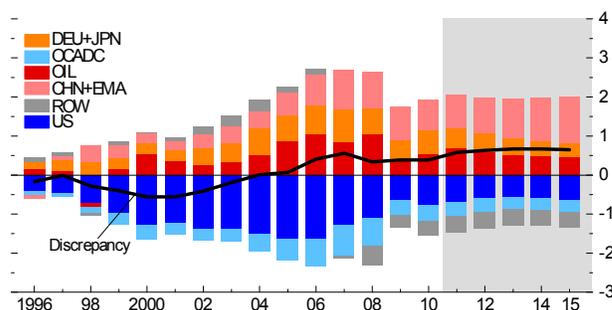
Source: EPFR Global.

一方、景気過熱圧力が顕在化をはじめた新興市場国は、金融の引締めを開始・継続しなければならない。この点から、多くの国による、最近の政策金利の引き上げは歓迎すべきことだったが、一部の国では更なる名目為替レートの切り上げがより望ましかっただろう。しかし、このような引締め策は、現在これらの多くの国が経験している大規模な資本流入を悪化させる可能性もあ

る。このことから、信用及び資産市場の過剰な伸びを抑制するプルーデントな措置を検討する必要があるだろう。

要因が新興市場国自身のより強いファンダメンタルズであれ、先進国のより緩和的な金融政策であれ、一部の新興市場への資本流入が回復したことで、適切な政策対応が求められる。一部の危機を早急に克服した新興市場国では、経常黒字が続いているが（図6）、実質実効為替レートは危機前のレベルとほぼ変わっていない。つまり、回復した資本流入に、外貨準備を一段と積み増すことで対応しているのである。これらの国については、通貨の切り上げが、景気過熱圧力への対応、並びに外需から内需への健全な再調整の促進に有益であろう。通貨が中期的ファンダメンタルズと整合的な水準以上に高い国は、財政調整が、金利の下落並びに内需の抑制に有益である。しかし、マクロ経済政策対応は、マクロプルーデントな措置の強化（より厳しいLTV：ローン資産価値比率や、資金調達の内容に対する規制など）や、場合によっては、資本規制により補完される必要がある。

Figure 6. Global Imbalances¹
(Percent of world GDP)



Source: IMF staff estimates.

¹CHN+EMA: China, Hong Kong SAR, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan Province of China, and Thailand; DEU+JPN: Germany and Japan; OCADC: Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Estonia, Greece, Hungary, Ireland, Latvia, Lithuania, Poland, Portugal, Romania, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Turkey, and United Kingdom; OIL: Oil exporters; ROW: rest of the world; US: United States.