

世界経済が、戦後最も広汎に影響を及ぼした深刻な景気後退局面から脱して6年が経過した。しかし力強く同時に拡大する世界経済成長への回帰の実現は依然として困難だ。本世界経済見通しが示す最新の予測は、全ての国が直面している課題を明確に示している。国別の予測は大きく異なるものの、最新の見通しは予想される短期的な成長率を若干、しかしほぼ全ての国や地域について下方修正した。さらに、世界経済にかかる下振れリスクは、僅か数カ月前と比較し一段と顕著になっているようだ。

先進国・地域の短期的な経済成長の力強さはこれまでより増したようにみえるが、一方で、新興市場及び途上国・地域では弱くなっている。これらの国や地域が世界の産出量に占める割合は増加しており、今後も世界経済成長の大部分を占めることになる。先進国・地域に目を向けると、直近の危機の遺産が減少している。これは金融政策による下支えの長期化と財政中立性への回帰とあいまって、総合的な産出量の伸びの加速化と失業率の低下を支えている。しかし一方で、デフレ圧力が引き続き残っている。回復が最も進んでいるのは米国とイギリスで、両国ではまもなく金融政策を引き締める可能性が高い。一方、ユーロ圏や日本の回復は相対的に一時的なものである。先進国・地域以外では、成長の減速の理由は、一次産品価格の下落（一部先進国・地域にも負の影響を与えている）から、過去の急激な与信の伸びに起因する過剰債務や政治的混乱など多岐に渡っている。いうまでもなく、複数の要因を抱えている国の状況が最も悪く、一部はインフレ率の上昇にも直面している。新興市場及び途上国地域全体について我々は、2015年には5年連続の成長率の低下を記録するだろうと予測している。

成長の減速という予測の根拠はなにか。第一に、現在生産性の伸びが緩慢だがこれは、長期的な潜在成長率が、これらの国や地域で広く低下したかもしれないことを示唆している。投資の低迷の長期化は、労働生産性と賃金の上昇が限定的な原因のひとつである。しかし、労働だけ

ではなく生産の全ての要因をあわせた生産性もおそらく緩慢となっている。最新の世界経済見通しが示すように、総需要の低迷が投資意欲を削いでいる要因のひとつである。予想される潜在成長率の緩慢な伸び自体が総需要を湿らせ、さらに投資を抑制するなどまさに負のサイクルである。一部の国では高齢化がさらに投資を押さえ込んでいる。制度的欠点や不安定な政治が障害となっているところもある。より極端なケースでは、政治紛争により世界中で多くの人々が国内・国外で行き場を失っている。経済的社会的コストは計り知れない。

第1章は、景気後退は生産性レベルのトレンドのみならず生産性の伸びのトレンドにも恒久的に負の影響を及ぼすかもしれないことを示している。このメカニズムにより、現在の低い生産性が見通しが、2007年後の混乱の結果でもあるようにみえるだろう。経済歴史家のなかには、中国や旧ソビエト諸国の世界市場経済への参画と情報伝達技術の革新で一時的に急激にシフトしたものの、戦後の世界経済の成長は、技術革新の大きな影響により覆い隠されているが、実は次第に衰退しているという意見を呈す人もいる。これに対し、ロボット工学からバイオエンジニアリングと多くの分野で斬新なイノベーションが進んでいると反論する意見もある。しかし、1世紀前の電力化のように、こうした進歩が産出量が国民所得で計測される商品の生産プロセスで具体化するには何十年とかかるかもしれない。こうした議論の答えを見つけることができるのは時間のみである。

原油や他の一次産品の輸出国にとり、価格の変動は需給ギャップと潜在GDPの双方に影響を及ぼすことから、直近の一次産品価格の変動も短期的そして長期的な産出量の見通しに影響を及ぼす。これまで、中国経済の変化も理由に価格は劇的に変動し、低所得一次産品輸出国に特に大きな影響を及ぼしている。今日最大の金属輸入国である中国は、2000年代から2011年まで極めて速いペースで成長した。一次産品価格の上昇に伴い、輸出国はキャパシティに大幅な投資をし国内成長を促進した。しかし、最近に

なり中国の指導者は成長の減速を目標に据えた。これは、当局がそれまでの輸出と投資中心の経済からサービスを含む消費を中心とした経済へと再調整を図ろうとしているからである。本章の第1章及び第2章が示すように、金属をはじめ実質的な一次産品価格の大半が、2011年のピークから下落した。8月の半ばから金融のボラティリティが特徴となっているが特に直近数週間で大きく下落した。本報告書発表時点では、最近の下落が下方へのオーバーシュートをあらわしているのか定かではないが、それ以前の下落の影響は既に一次産品の輸出国の成長率に現れている。第2章は、平均してその結果の下落の約3分の1が成長の構造的側面(主に投資の減少による)によるものであるとの推計を示している。

なかでも一次産品輸出国の通貨が特に急激に下落している。しかし、新興市場国・地域への資本流入の減少という一般的なトレンドは、米ドル、ユーロ、及び円に対してこれら国・地域の通貨がより広く下落する結果となった。第3章は、こうした為替相場の変動は、通貨が下落している国の純輸出の伸びと関係していることを示唆している。これは、柔軟な為替相場による異なる成長率への自然な調整プロセスの一環である。結果として、比較的優れた成長パフォーマンスを見せる一部の先進国・地域の経常収支赤字が拡大するかもしれないが、こうした為替相場の調整は、「通貨戦争」の国際的な動きとしてではなく、通常通りに自然なショックの吸収と認識することが重要である。実際、これまでの大規模な資本流出を前に新興市場国が為替相場を調整するという試みは、世界の金融の安定性に大きなマイナスの影響を及ぼした。

為替の大幅な下落は、バランスシートにマイナスの影響を及ぼすリスクをはらんでいる。最も顕著な起こりうる問題としては、新興市場国・地域の法人による海外での外貨建

て借り入れである。そのようなリスクへの対処策は、大規模な外貨準備のバッファー、海外でのエクイティファイナンスの拡大、そして自国通貨建てオンショア融資の拡大というトレンドである。無論、中国の潜在成長力に関する懸念の再燃、ユーロ圏におけるギリシャの今後、原油価格の急落の影響、及び波及的な影響といった、市場のボラティリティを誘発しかねない他のリスクも残っている。先進国・地域及び中国では、依然としてバランスシートの調整の足かせとなっているデフレ圧力が、完全に消滅していない。

成長のパフォーマンスの改善や強靱性の構築に努める全ての国に適切な、唯一の政策の処方箋セットは存在しない。しかし、各国が抱える共通の課題を踏まえると、聞き慣れた一般的な原則の一部を引き続き適用することができる。新興市場及び途上国・地域は、米国の金融政策の正常化に備える必要がある。先進国・地域は、危機の遺産が残っているところではこれに引き続き対処しなければならない。同時に、需給ギャップがマイナスで財政に余力がある国や地域は、財政措置で補完しながら金融緩和を継続すべきである。なかでも、長期実質金利が極めて低い時には、インフラ投資は極めて正当であるように思われる。投資は、潜在成長率を改善するひとつの手段ではあるが、ターゲットを絞った構造改革も重要なプラスの効果を及ぼすことができる。こうした改革は、将来の成長を促すのみならず、成長の強靱性の向上にも資する。また、低所得国の輸出ベースの多様化の助けにもなる。全ての国で、ミクロプルーデンス/マクロプルーデンスな政策枠組みを引き続き強化することも、国内あるいは海外発であろうと関係なく経済ショックへの強靱性を支えることになろう。

モーリス・オブストフェルド  
経済顧問

## 要旨

2015年の世界経済成長率は、3.1%となる見通しである。これは、2014年よりも0.3パーセントポイント低く、2015年7月の世界経済見通し(WEO)改訂見通しの予測を0.2パーセントポイント下回っている。主要国・地域の見通しには依然としてばらつきがある。昨年と比較すると、先進国・地域の回復は若干改善するが、その一方で、新興市場及び途上国・地域の経済活動は、5年連続で減速する見込みである。この減速は主に、一部の主要新興市場国・地域及び原油輸出国の見通しの弱まりを反映している。一次産品価格が下落し、新興市場国・地域への資本フローが減少するとともにその通貨に圧力がかかり金融市場のボラティリティが上昇するなか、特に新興市場及び途上国・地域の見通しにかかる下振れリスクが上昇している。

世界経済の回復は引き続き緩やかで、そのペースは数カ月前の予想を再び下回っている。各国特有のショックや情勢が影響しているものの、長期にわたる先進国・地域の緩やかな回復ペースと新興市場国・地域の成長率の5年連続の低下は、共通した中期的・長期的な要因も同様に大きな影響を及ぼしていることを示唆するものだ。たとえば、危機以後続く生産性の低い伸びであり、一部先進国・地域に残る危機の遺産であり(高水準の公的・民間債務、金融部門の弱さ、低投資)、人口動態の変化である。また、多くの新興市場国・地域で危機後の与信と投資のブーム後の調整が進み、中国の成長の再調整の影響は大きく国を超え広がっている。さらに、需要の弱まりと生産能力の上昇が一次産品価格の下落を引き起こした。本WEO第2章及び第1章の一次産品の特集では、一次産品価格の下落の原因とその影響を詳細に分析している。また2015年10月の財政モニターは、一次産品価格の変動の管理における財政政策と財政政策枠組みの役割を検証している。

元が下落し世界的にリスク回避が高まり多くの新興市場国・地域通貨が下落し、世界レベルで株価の調整が急激に進んだ後、8月には金融市場のボラティリティが急上昇

した。これ以前のボラティリティの一時的な上昇は、ギリシャの債務交渉を巡る様々な出来事と中国の急激な株価下落、その後に中国当局が6月～7月にかけて講じた政策措置と関連していた。米国による政策金利の初の引き上げが迫り世界見通しが悪化するなか、新興市場国・地域の金融環境は春以降、特に直近数週間でタイト化している。ドル債のスプレッド及び長期の現地通貨建債券の利回りは平均して50～60ベースポイント上昇した。株価は下落している。また為替相場は下落あるいは圧力下にある。対照的に、先進国・地域の金融環境は変わらず緩和的で、米国と英国で政策金利引き上げが迫っているにもかかわらず、実質金利は引き続き低い。

一次産品価格は、特に直近数週間で下落した。原油価格は、1月の底値から春に上昇した後急落した。これは、供給が堅固で、イランの核問題で合意に達したことを受けた産出量増加の見通し、世界の需要の弱まりなどを反映している。金属価格も下落した。これは、世界の需要、特に中国の一次産品が必要な分野への集中した投資と製造活動の減速に関する懸念、そしてそれまでの鉱業投資ブームを受けた供給の拡大による。

柔軟な為替相場制を採用している多くの一次産品輸出国に目を向けると、一次産品価格の低下が大幅な為替の下落を引き起こした。しかし、より広く新興市場国・地域の通貨は、春特に8月以降に急落した。一方で、主要先進国・地域の通貨の変動は2014年8月～2015年3月と比較すると直近数カ月は穏やかである。変動通貨の間のこうした再調整は、基底にあるファンダメンタルズの変化を多分に反映している。成長見通しが弱まった国や交易条件が悪化した国が、世界的な調整の一環である通貨の下落圧力に直面している。第3章で論じるように、長期にわたり為替相場が急激に変動している国は、純外需で大きな変化を経験する可能性が高い。

こうした世界的な要因—及び国別の情勢—が、2015年及び2016年の回復がこれまでの予想より若干弱く、下振れリスクが上昇していることを示している。

先進国・地域の成長率は、今年と来年、若干上昇するだろう。今年の展開は、原油価格の下落、緩和的な金融政策、そして一部では通貨の下落などに支えられた、ユーロ圏の緩やかな回復の強化と日本のプラス成長への回帰を主に反映している。先進国・地域の改善は、カナダやノルウェーといった一次産品輸出国、及び日本を除くアジア（特に、韓国と台湾）の成長率の低下により抑制されている。失業率は低下しているが、基本的な生産性の伸びは回復がより根付いている米国を含め依然として弱い。これは、中期見通しに関する懸念を高めている。成長率のある程度の改善が2016年には予想されるものの（特に北米）、投資の減少、好ましくない人口動態の状況、及び弱い生産性の伸びを反映し、中期的見通しは依然として抑制されている。原油価格は、最近他の一次産品価格同様さらに下落したが、これは一次産品の純輸入国である大半の先進国・地域の需要を支えるだろう。しかし、新興市場国・地域の減速は、輸出の弱まりを意味することになるだろう。

一次産品価格が再び下落したことで、むこう数カ月の先進国・地域の総合インフレは再度下振れ圧力にさらされるとともに、回復が進むなか期待されていたコアインフレ率の上昇も遅れることになるかもしれない。コアインフレは一段と安定しているが、総じて中央銀行の目標を大幅に下回っている。失業率の低下や中期的な潜在成長力の弱まりにもかかわらず、インフレの見通しは引き続き抑制されるだろう。

新興市場国・地域の成長見通しは、国や地域により大きく異なる。しかし、5年連続で成長率が低下するなど総じて見通しは弱まっている。これには様々な要因が組み合わさり影響している。要因とは、原油輸出国の成長率の低下、輸入が多く必要な分野への投資への依存を弱めた中国の減速、与信及び投資ブーム後の調整や、原油以外の一次産品価格の値下がり後の、ラテンアメリカを含む原油以外の一次産品の輸出国の見通しの弱まり、並びに複数の国における地政学的緊張と国内の衝突などである。

大半の新興市場国・地域にとり、外部環境は一段と難しくなっている。通貨の下落が、純輸出国を支えるだろうが、先進国・地域の回復が弱く中期的成長見通しが緩やかであることを踏まえると、こうした国や地域からの「引き」がこれまでの予測より一段と控えめになるだろう。新興市場国・地域への資

本フローは直近四半期で鈍化している。米国の政策金利のゼロ金利制約下からの脱却は、対外金融環境のある程度のタイト化に関連する可能性が高い。さらに、これまでのところ中国の成長の鈍化は予想通りだが、その国境を越える影響は予想以上に大きいようだ。これは、一次産品価格（特に金属）の下落と中国への輸出の減少（特に東アジアの一部の国や地域）に現れている。

2016年には新興市場及び途上国・地域の成長は回復すると予測される。これは、景気後退が相対的にそれほど深刻ではなかったこと、あるいは2015年に経済が悪化していた国々の状況が一部正常化すること（ブラジル、ロシア、一部ラテンアメリカ諸国及び中東諸国を含む）、先進国・地域の経済活動のより力強い回復の波及的影響、及びイランへの制裁措置の緩和を主に反映している。中国の成長は、徐々にだが一段と鈍化すると考えられる。

一次産品低価格、世界経済の予測以下のペースでの成長、及び世界の金融環境のタイト化という見通しが、低所得国の見通しにのしかかっている。巨額の経常収支赤字を抱えている国もあるが、これらの国は、海外貯蓄と、特に資源が豊かな国の潤沢な海外直接投資への容易なアクセスの便益を受けていることから、外生の金融ショックに極めて脆弱となっている。

リスクバランスは、引き続き下振れに偏っている。原油や他の一次産品の価格の下落は、一次産品輸入国の需要をある程度押し上げるかもしれないが、一次産品輸出国の見通しを複雑化する可能性もある。こうした国の中には既に初期段階の厳しい状況に直面しているところもある。中国当局は、金融の脆弱性を軽減し、経済における市場の役割を強化させるための改革を遂行しながら、経済活動を過度に減速させることなくより消費中心の成長にシフトするという目的の達成で難しいトレードオフに直面している。新興市場国は短期的に、一次産品のさらなる下落と米ドルの急騰（一部の国の企業のバランスシートのさらなる重荷となるかもしれない）に対し引き続き脆弱である。金融市場のボラティリティの上昇が、先進国・地域の金融の安定性に試練を突きつけた（たとえば、リスクプレミアムの突然の拡大などを伴った場合など）、金融環境のタイト化や資本フローの反転などを通じ、新興市場国・地域に多大な波及的影響をもたらす可能性もある。

先進国・地域の主な中期的リスクは、とりわけ新興市場及び途上国・地域の見通しが弱まるなかで世界の需要がさらに低迷した場合、既に低い成長がスタグネーション近傍まで低下することである。こうしたなか、インフレ率がターゲットを大幅に下回る状態が一段と定着するかもしれない。新興市場国・地域の中期的リスクは、中国の「ハードランディング」あるいは潜在成長率の大幅な減速、さらにより広く一般的な潜在成長率の減速からの波及的効果に起因する。

需要の下支えと構造改革を通し実際の総産出量と潜在GDPの双方を引き上げることが、引き続き経済政策の優先課題である。先進国・地域では、必要に応じた金融部門のリスクを押しさえ込むマクロブルーデンス政策とともに、緩和的な金融政策が引き続き不可欠である。財政余力と大幅な需給ギャップがある、あるいは純外需に大きく依存している国は、特にインフラ投資の拡大を通し、短期的に財政スタンスを緩和すべきである。実際、需要支援が信認と多くの先進国・地域で停滞している投資を引き上げることができるならば、これは、潜在GDPの促進にも寄与しよう。構造改革課題は、国により異なる。しかし、その主な柱は労働参加と雇用のトレンドを強化し、労働市場の調整を促し、過剰債務という遺産に対処し、特にサービスなど製品市場における参入の障壁を減らす措置である。

より困難な外部環境において、新興市場及び途上国・地域は、実際の成長率及び潜在成長率が減速するなか、需要

の下支えと脆弱性を軽減するという難しいトレードオフに直面している。多くの国や地域が、これに対しマクロ経済政策を緩和した。しかし、成長パフォーマンス、マクロ経済状況、一次産品価格のショックへの反応、対外、金融、財政の脆弱性が異なることを踏まえれば、更なる緩和の余地は国により大きく異なる。

- 原油輸入国では、原油価格の下落が価格圧力と対外脆弱性を減少させた。これは、金融政策にかかる負荷を軽減するだろう。しかし、こうしたプラスの効果は、他の一次産品を輸出している原油輸入国では、輸出価格の低下とその後の為替相場下落により相殺されている。
- 財政余力を備えていない原油輸出国は、原油関連の収入の減少により公的支出の削減が必要である。余力がある国は、財政ポジションを徐々に調整することが適切だが、中期的調整計画は政策の信頼性が維持されるよう策定し開始すべきである。
- 為替相場が柔軟な一次産品輸出国では、通貨の下落が交易条件の損失の需要への影響を相殺するうえで有効である。しかし、急激な為替相場の変動は、一部の国では高い企業レバレッジと外貨へのエクスポージャーに関連した脆弱性を悪化させる可能性もある。
- 生産性を高め生産のボトルネックを撤廃するための構造改革が多くの国と地域で早急に必要となっている。