

世界経済見通し改訂見通し

WEO主要指標のアップデート

FOR RELEASE:
2008年11月6日

国際通貨基金 (IMF)
Washington, D.C.

急激な減速の見通しを受け、新たな刺激策が必要とされる

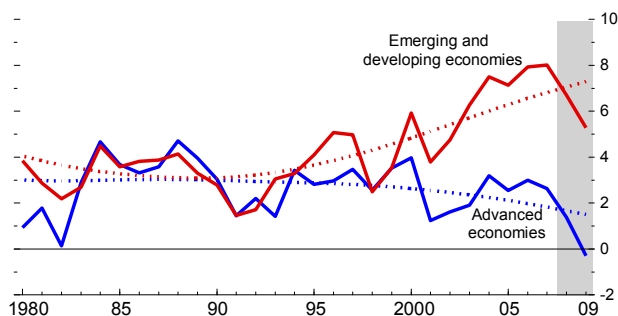
ここ一ヶ月で金融セクターのレバレッジ解消が進み、生産者・消費者マインド双方が冷え込む中、世界経済成長率に関する今後の展望は悪化した。これを受け、2009年の世界のGDP成長率は、10月のWEO予測より0.75%ポイント低い2.2%となる見通しである。先進国・地域の2009年の成長率は通年でマイナスと予測されるが、このような落ち込みは戦後初である。新興及び発展途上国・地域においては、2009年の成長率は明らかに鈍化するものの、5%に達すると予測される。しかしながら、これらの見通しは、現行の政策を基にしたものである。世界規模での金融市場支援及び更なる財政刺激策と金融緩和の実施により、世界成長率の減速を抑えることが可能であろう。

急激に減速する世界経済

世界経済成長率は、先進国・地域の経済停滞に伴い、2007年の5%から鈍化し、2008年は3.75%、そして2009年にはわずか2%強にとどまる見通しである（表1）。

- 先進国・地域経済は、2009年には年率で0.25%のマイナス成長となる見通しであるが、これは2008年10月のWEO見通しを0.75%ポイント下方修正したものとなっている。減速の規模は1975年及び82年に見られたものと同程度ではあるが、成長率がマイナスとなるのは戦後初となる（図1-2）。回復は2009年末ごろから始まると予測される。

Figure 1. Real GDP Growth and Trend
(Percent change)

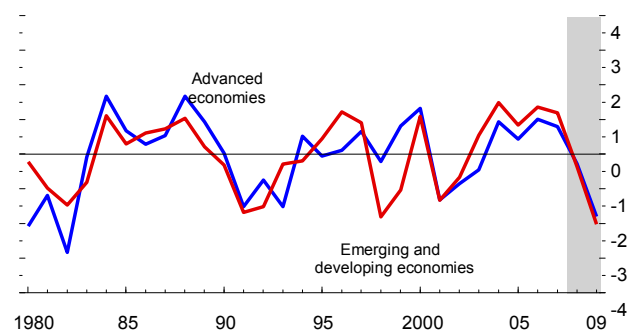


Source: IMF staff estimates.

米国経済は、家計部門が、実物資産や金融資

産の価格下落、また金融市場のタイト化に対処するのに伴い、打撃を受けよう。ユーロ圏の成長は、金融市場のタイト化と信頼感の低下の影響を強く受けよう。日本は、純輸出による成長への下支えが減退すると予測される。

Figure 2. Real GDP Growth—Deviation from Trend



Source: IMF staff estimates.

- 2009年の実質GDP成長率の下方修正は、新興及び途上国・地域においては若干大きく、平均1%引き下げられた。これを受けて当該地域の成長率は5%とされたが、過去のビジネスサイクルの低調期（1990、1998、2001年など）に比べると高い水準となっている。しかし高い成長率トレンドを考慮すると、新興国・地域における景気後退の規模は先進国におけるそれと同程度であり、また過

去のサイクルで見られたのと同様である。下方修正の程度は、地域によってかなり異なる。もっとも影響を受けたのは、商品価格の急激な下落をうけた第一次産品輸出国と、国際市場での資金調達や流動性に大きな問題を抱えている国々である。中国を含む東アジア諸国については下方修正幅が比較的小さい。この背景として、金融情勢が相対的に堅調であること、商品価格の下落による交易条件の改善、また、既にマクロ経済緩和政策への移行を実施している、という3点が挙げられる。

見通しが弱まるにつれ、商品価格は低下

世界的な需要の低迷を受け商品価格は下落している。石油輸出国機構（OPEC）の原油生産削減決定にもかかわらず、世界的な経済低迷と米ドル高、また金融危機の影響により、原油価格はピーク時より50%以上下がりが、2007年初期以来の水準に戻っている。市場における展開を鑑み、IMFによる2009年の原油価格のベースライン見通しは、10月のWEOの1バレル100米ドルから、68米ドルへと下方修正された。同様に、金属及び食糧価格も、最近記録したピークから下落している。これにより先進国・地域並びにヨーロッパとアジアの新興国・地域における家計負担が軽減される一方、その他多くの新興国・地域の成長見通しを押し下げる結果となっている。

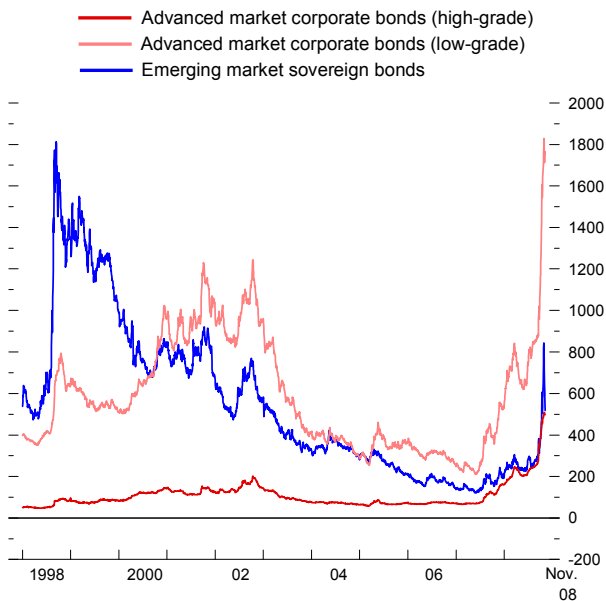
商品価格の安定化と景気後退の加速は、インフレ圧力の抑制に寄与するとみられる。先進国・地域では、消費者物価指数が2009年末までに1.5%以下に低下すると予測される。新興国・地域においても、より緩やかなペースではあるが、インフレは緩和される見込みである。しかし、これらの国の多くでは、高い商品価格と現地の供給に対する引き続いての圧力が、賃金及びインフレ期待に影響していることから、インフレ・リスクは、依然として大きいものがある。

金融危機回復の兆し見えず

市場は資産のレバレッジ解消、価格下落、投資家による償還といった、負のサイクルに突入している（図3）。信用スプレッドは困難なレベルまで拡大し、主な株式市場の株価指標は10月に約25%下落した。新興市場はさらに厳しいプレッシャーにさらされた。10月初旬以来、公的債務のスプレッドが2倍に拡大して2002年の水準まで戻り、ベンチマークとなるEMBIGインデックスに含まれる国の3分の1以上でスプレッドが1,000ベースポイント以上となっている。新興株式市場は、その価値が現地通貨建てで約3分の1減少、さらに、広範な通貨の減価により米国ドル換算では40%以上下落した。

金融ストレスの根本的要因の解決と需要の下支えのために、包括的な政策的措置が実施されているが、成果が完全に得られるまでには時間がかかる。これら政策には、ディストレス資産の買い上げや、銀行の資本強化のための公的資金の投入、包括的な保証の提供、そして、主な中央銀行による政策金利の協調利下げといったものが含まれる。

Figure 3. Advanced and Emerging Markets: Sovereign and Corporate Bond Spreads, 1998–2008¹
(In basis points)



Sources: Bloomberg Financial Markets; Datastream; JP Morgan; Moody's KMV; Thomson Reuters; and IMF staff calculations.
¹The corporate bond spreads are derived as the difference between the asset swap spread and the commensurate London interbank offered rate.

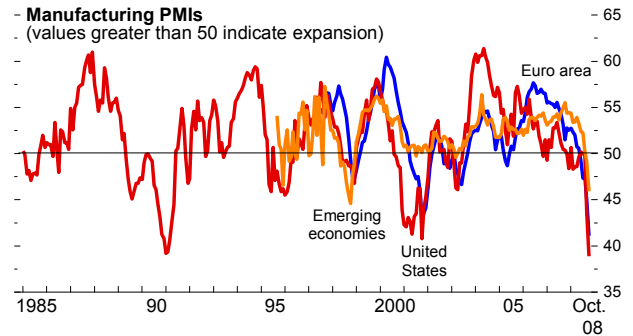
市場はこれらの政策的措置に反応を示し始めてはいるが、迅速な政策実行にもかかわらず、金融ストレスは2008年10月のWEOで予測された以上に深く長引く様相を呈している。金融、経済双方の情勢が悪化するにともない、市場は、企業債務不履行率及び債券や融資の損失が当初の予想より遥かに高いものになると見越した値動きを見せている。これは、混乱が途上国にまで広がりを見せ、資本増強ニーズが高まっていることが一因と考えられる。したがって、金融情勢は当初の予想以上に長期に渡って厳しい状況が続くとみられ、政策措置への反応も鈍いと考えられる。

消費者と企業は収入・収益見直しを見直し

金融危機の直接的影響の他に、経済活動は、低迷する信頼感からもますます圧力を受けている。金融危機がより深まりを見せるにつれ、家計及び企業の双方が今後の雇用と収益について予想以上に長期にわたり厳しいものになると予測

(図4)、その結果、特に耐久消費財や投資に対する支出を減らしている。

Figure 4. Business Confidence Indicators



Sources: Haver Analytics; and IMF staff estimates.

マクロ経済政策の緩和は限定的

このところのインフレリスクの軽減により、主だった中央銀行による政策金利の利下げの環境が整ったといえる。昨今の政策金利引下げを踏まえ、2009年の金利は、WEO10月予測比で米国とユーロ圏では1%低く、また日本では0.25%低いものと予測しているが、これは市場の期待に沿ったものである。他の先進国・地域も利下げを実施している。一方、新興国・地域においては政策はまちまちであり、資本流出対策として利上げを実施した中央銀行がある一方、経済活動の下支えのため金利引下げに踏み切ったところもある。

需要下支えのための財政政策を発表した政府もある。しかしながらこういった政策は、総じて限定的なものであり、今現在まだ検討中で実施に移されていない景気刺激策は見通しに反映されていない。その結果、2009年の財政政策スタンスは概してニュートラルなものになると見込まれる。特に、景気サイクルの変動を調整したベースでは、2009年の先進国・地域の一般政府財政赤字は、新たな施策が導入されない限り、2008年と大きな違いはないと予測される。

非常に不透明な経済見通し

金融情勢は、引き続き深刻な下振れリスクにさらされている。多くの国で実施されている強力な政策対応により金融システム崩壊のリスクは回避した。とはいえ、経済活動に対する金融危機の潜在的影響に関しては、多くの理由から、引き続き警戒が必要とされる。その理由のひとつとして、レバレッジ解消プロセスが当初の見込みより深刻化し、かつ長引く可能性があげられる。また、集中的なレバレッジ解消により、多くの新興国・地域において、大規模な資本流出と為替相場の無秩序な下落が引き起こされるリスクが拡大するおそれがある。さらに先進国・地域でデフレのリスクが高まっていることも懸念材料である。ただし、インフレ期待が安定的であることを考えると、その危険はまだ小さいといえる。

現状においては上振れリスクは限定的なものであるといえよう。しかしながら、金融セクターに関する政策の内容が明らかになり、実施に移されれば、金融状況が予想以上の速さで改善される可能性もある。当面は、非金融企業のバランスシートが比較的健全であることから、投資の大幅な削減を防ぐのに役立つものと考えられる。こうした状況のもとでは、信頼は迅速に回復し、家計・企業各部門の消費の急速な回復も可能となるであろう。

最も重要なことは、WEO 見通しは上振れおよび下振れシナリオも含め、政策が目下の世界成長見通しの悪化に対応していないということを前提としていることであるといえる。

ダメージを食い止めるには、より強力なマクロ経済対策が不可欠

成長を支え、金融セクターの健全性を回復させるためには、これまで発表された政策に加えて更なるマクロ経済刺激策が必要なことは明白である。金融政策の緩和余地は、特にインフレ懸念が抑制されていることから、有効に活用され

るべきである。しかしながら、困難な金融状況とレバレッジ解消を考えると、金融緩和の効果は相対的に小さい可能性もあることから、金融政策のみでは十分でない可能性がある。また、政策金利が既にゼロに近い国では、更なる金融緩和の実施余地は限られている。これらのことから、より広範にわたる財政刺激策が求められよう。財政刺激策は、十分にターゲットを絞り、緩和的な金融政策の下、財政的余地のある国々で実施することにより、初めて効果を発揮するのである。

金融セクター政策には、更なる強化と協調の余地

これまで金融セクター政策は、強力な対応を見せてきている。しかし、これら政策を更に強化、明確化し、一層の協調を図ることにより、融資と需要のより早い回復の機運を高めることができる。今後の見通しにもよるが、現在の資本増強に向けた努力を拡大する必要がある可能性があるだろう。それに加えて、様々な保証や資産買上げプログラムについて、その範囲と法的根拠が明確に特定されるべきであり、一方で、中央銀行による流動性供給は継続して、十分に実施されるべきである。また、企業・家計両部門での山積する債権問題について、効果的かつ予測可能な解決策構築に向けたニーズがある国もあるだろうが、こうした対策は債権者である銀行にとって価値を維持するのに資することとなるだろう。重要なことは、国境を越えて一貫した対応策が必要だということである。国境をまたぐ大規模な組織については、現在協力的な措置が存在していないが、個々の国の枠組みには限度があることから、こうした取り決めの整備が重要な課題であるといえる。さらに金融支援と保証の拡充にあつては、新興国・地域を含め国境を越えた効果が潜在的にあるということに留意すべきである。最後に、金融システムのオーナーシップに関して、公的部門の出口戦略が構築される必要がある。

Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Projections*(Percent change, unless otherwise noted)*

	Year over Year						Q4 over Q4		
	2006	2007	Projections		Difference from October 2008 WEO Projections		Estimates 2007	Projections	
			2008	2009	2008	2009		2008	2009
World output¹	5.1	5.0	3.7	2.2	-0.2	-0.8	4.8	2.5	2.4
Advanced economies	3.0	2.6	1.4	-0.3	-0.1	-0.8	2.6	0.3	0.3
United States	2.8	2.0	1.4	-0.7	-0.1	-0.8	2.3	0.4	-0.5
Euro area	2.8	2.6	1.2	-0.5	-0.1	-0.7	2.1	0.1	--
Germany	3.0	2.5	1.7	-0.8	-0.2	-0.8	1.7	0.3	-0.3
France	2.2	2.2	0.8	-0.5	-0.1	-0.6	2.2	-0.4	0.2
Italy	1.8	1.5	-0.2	-0.6	-0.1	-0.4	0.1	-0.4	-0.1
Spain	3.9	3.7	1.4	-0.7	--	-0.5	3.2	0.2	-0.6
Japan	2.4	2.1	0.5	-0.2	-0.2	-0.7	1.4	-0.3	0.4
United Kingdom	2.8	3.0	0.8	-1.3	-0.2	-1.2	2.9	-0.9	-0.5
Canada	3.1	2.7	0.6	0.3	-0.1	-0.9	2.8	--	1.0
Other advanced economies	4.5	4.7	2.9	1.5	-0.2	-1.0	5.0	1.8	3.0
Newly industrialized Asian economies	5.6	5.6	3.9	2.1	-0.1	-1.1	6.1	2.2	4.4
Emerging and developing economies ²	7.9	8.0	6.6	5.1	-0.3	-1.0	8.5	5.9	5.7
Africa	6.1	6.1	5.2	4.7	-0.7	-1.3	...	...	...
Sub-Sahara	6.6	6.8	5.5	5.1	-0.6	-1.2	...	...	...
Central and eastern Europe	6.7	5.7	4.2	2.5	-0.3	-0.9	...	...	...
Commonwealth of Independent States	8.2	8.6	6.9	3.2	-0.3	-2.5	...	...	...
Russia	7.4	8.1	6.8	3.5	-0.2	-2.0	9.5	5.9	5.8
Excluding Russia	10.2	9.8	6.9	1.6	-0.7	-4.6	...	...	...
Developing Asia	9.8	10.0	8.3	7.1	-0.1	-0.6	...	...	...
China	11.6	11.9	9.7	8.5	-0.1	-0.8	11.3	9.0	8.3
India	9.8	9.3	7.8	6.3	-0.1	-0.6	8.9	6.6	6.0
ASEAN-5	5.7	6.3	5.4	4.2	-0.1	-0.7	6.6	4.4	5.2
Middle East	5.7	6.0	6.1	5.3	-0.3	-0.6	...	...	...
Western Hemisphere	5.5	5.6	4.5	2.5	-0.1	-0.7	...	...	...
Brazil	3.8	5.4	5.2	3.0	--	-0.5	6.2	3.9	3.2
Mexico	4.9	3.2	1.9	0.9	-0.1	-0.9	4.2	0.6	1.5
<i>Memorandum</i>									
European Union	3.3	3.1	1.5	-0.2	-0.2	-0.8	...	...	...
World growth based on market exchange rates	3.9	3.7	2.6	1.1	-0.1	-0.8	...	...	...
World trade volume (goods and services)	9.4	7.2	4.6	2.1	-0.3	-2	...	...	...
Imports									
Advanced economies	7.5	4.5	1.8	-0.1	-0.1	-1.2	...	...	...
Emerging and developing economies	14.9	14.4	10.9	5.2	-0.8	-5.3	...	...	...
Exports									
Advanced economies	8.4	5.9	4.1	1.2	-0.2	-1.3	...	...	...
Emerging and developing economies	11.2	9.6	5.6	5.3	-0.7	-2.1	...	...	...
Commodity prices (U.S. dollars)									
Oil ³	20.5	10.7	40.2	-31.8	-10.6	-25.5	...	...	...
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	23.2	14.1	9.4	-18.7	-3.9	-12.5	...	...	...
Consumer prices									
Advanced economies	2.4	2.2	3.6	1.4	--	-0.6	3.0	2.9	1.4
Emerging and developing economies ²	5.4	6.4	9.2	7.1	-0.2	-0.7	6.7	7.2	5.9
London interbank offered rate (percent)⁴									
On U.S. dollar deposits	5.3	5.3	3.0	2.0	-0.2	-1.1	...	...	...
On euro deposits	3.1	4.3	4.5	3.0	-0.3	-1.2	...	...	...
On Japanese yen deposits	0.4	0.9	1.0	1.0	--	-0.2	...	...	...

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during September 26–October 24, 2008.

¹The quarterly estimates and projections account for 90 percent of the world PPP weights.

²The quarterly estimates and projections account for approximately 76 percent of the emerging and developing economies.

³Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$71.13 in 2007; the assumed price based on future markets is \$99.75 in 2008 and \$68.00 in 2009.

⁴Six-month rate for the United States and Japan. Three-month rate for the euro area.