

世界の経済成長は低調でその活動の原動力は変化しており、下振れリスクが残っている。中国をはじめ景気循環のピークが終わりを迎えつつある新興市場国・地域の数が増加している。これらの国や地域の成長率は、先進国・地域を今後も大きく上回る見通しだが、景気循環的・構造的な理由を背景にここ数年の高い水準に達することはないだろう。米国では数四半期に渡り民需が堅調である。公的部門の需要は縮小しているがその勢いも2014年には衰え、より高い成長のための基盤が構築されることになろう。日本経済は力強く回復しているが、財政政策の引き締めに伴い2014年には勢いを失うだろう。ユーロ圏は、景気後退局面から這い出しつつあるが、経済活動は引き続き緩慢と予測される。これら先進国・地域は大きな余剰能力を抱え、インフレ圧力は引き続き抑制されると考えられる。

こういった成長のダイナミクスの変化が新たな政策課題を提起しており、政策の波及効果により一段と大きな懸念が引き起こされるかもしれない。最近の二つの動向が、世界経済の当面の道筋を形作ることになろう。第一に、米国の金融政策は転換点を迎えつつあるという市場の確信が高まりつつある。連邦準備制度理事会による量的金融緩和措置の漸次縮小に関するコメントは、米国をはじめとした多くの国や地域で長期利回りの想定外の大幅な上昇を引き起こした。その後連邦準備制度理事会が資産購入規模の据え置きを決定し他国でも政策措置が採られたが、大きく低下していない。第二に、中国の成長はこれまでと比較し中期的に減速するとの確信が強まっている。成長率が、政府のターゲットである7.5%まで低下するようなら、当局が強力な刺激策を打ち出すだろうといったこれまでの見通しが見直される必要がでてきている。

2013年10月の「国際金融安定性報告書(GFSR)」では、こういった認識の変化の波及が既にどのように金融システムの一つのミニ・ストレステストとして機能しているかを説明している。新興市場国・地域では、この波及効果が

それまでの脆弱性と相まって、望ましい調整と好ましくない調整双方の引き金となった。望ましい調整とは、増え続ける競争力の問題の軽減の一助となる資本フローの変化であり通貨の下落などである。最も下落した通貨は、総じて「2013年対外部門の安定性に関するパイロット報告書」で過大評価と判断された通貨だった。しかし同時に、ボラティリティが上昇しており、オーバーシュートのリスクが投資と成長を圧迫する可能性もある。

今後、世界の経済活動はやや力強さを増すと予測されるが、見通しは依然として下振れリスクにさらされている。経済活動の勢いの源は、2014年の産出高の拡大ペースが約2%と予測される先進国・地域となろう。これは、2013年より約0.75パーセントポイント高い。この上昇見通しの原動力は、力強さを増す米国経済であり、財政引き締めの明らかな緩和(日本を除く)、及び著しく緩和的な金融状況である。ユーロ圏の成長は、周縁国経済が極めて弱く引き続き抑制されよう。新興市場及び途上国・地域の2014年の成長率は、今後も財政政策が概ね中立的で実質金利が比較的低いと考えられることから、約5%になる見込みだ。失業率は、多くの先進国・地域そして中東や北アフリカを中心とした新興市場国・地域で今後も受け入れ難いほど高いだろう。

古いリスクが総じて残っている中、新たな下振れリスクが表面化した。本稿執筆時、米国では政治的こう着から連邦政府が閉鎖となった。本見通しは閉鎖期間は短く、ここで想定するように裁量的支出が承認・執行されること、さらに10月中旬に債務上限に達する見通しだがこれを早急に引き上げることを前提としている。この3点には不確実性が伴う。短期的な閉鎖の米国経済へのダメージは限定的だと考えられるが、長引くことになれば極めて危険だといえよう。さらに重要なことは、債務上限の即時引き上げに失敗するようなことがあれば、米国の選択的デフォルトにつながり、世界経済に深刻な打撃を及ぼすかもしれない。

こうした差し迫ったリスク以外については、2013年10月の「国際金融安定性報告書」は米国の金融緩和が縮小される見通しであり、これが新たな市場の調整を引き起こすとともに、金融の行き過ぎが進む地域とシステム的な脆弱性を露呈させる可能性もあると強調している。こうしたなか、新興市場国・地域は、経済見通しの弱化と国内の脆弱性の増大への対応に迫られる一方、為替と金融市場のオーバーシュートの問題を抱えることになる可能性もある。なかには国際収支に大きな混乱が生じる国もあるかもしれない。ユーロ圏では、銀行の健全性や信用経路の回復といった未達成の課題と企業の過剰債務からリスクが引き続き発生している。また、日本では財政健全化及び構造改革が不十分だった場合、特に財政に深刻な下振れリスクをもたらすかもしれない。この点について、2013年10月の「財政モニター」は、主に日本と米国をはじめ主要先進国・地域の、巨額の公的債務残高と具体的な措置を伴った中期的調整計画及び強固な給付金改革の欠如が折り重なり、財政リスクは依然として極めて高いレベルにあると強調している。また、財政の脆弱性が程度は異なれど新興市場や低所得国・地域でも蓄積している。一方、地政学的リスクが再燃している。

政策担当者は、世界経済を瀬戸際から遠ざけるという決意を示した。新たな崖といわれる事案とは別に、緩慢な世界成長が長期化しており懸念が増している。金融の分断が根強く残っており民間債務の遺産的影響が予測を超えて大きい。加えて、新興市場国・地域の不均衡とサプライサイドのボトルネックによるよるめき、日本の長期化したデフレなどを原因にユーロ圏の経済成長が依然として若干レベルにとどまっており、中期的に考えられる下振れリスクの一つといえよう。一方、米国の量的緩和の終了は現時点での予測以上に大きくかつ長期的な世界レベルでの金融環境のタイト化を伴うかもしれない。結果、世界経済の中期的成長は、4%強まで再加速するのではなく、年3%を若干上回る程度にとどまる可能性もある。先進国・地域の金融政策が長年に渡りゼロ金利に張り付く可能性があり一層懸念される。さらに、時間とともに、全ての先進国・地域の巨額な公的債務及びユーロ圏で続く金融の分断が、新たな危機を引き起こす可能性もある。

こうした下方シナリオの可能性や新たな危機の発生を未然に防ぐには、先進国・地域を中心とした一層の政策努力が必要である。金融システムの修復やユーロ圏における銀行同盟の採択、日本や米国による強固で具体的措置に裏打ちされた中期財政調整と給付金改革の策定・実施といった従来の課題の解決が待たれる。以上に加え、ユーロ圏と日本は特に、労働市場の内部で働く労働者や企業と外部関係者に公平な機会を提供するための改革、製品市場やサービス市場への参入の障壁を是正するための改革などを通じ、潜在GDPの引き上げを図る必要がある。米国の金融政策の新たな課題は、成長、インフレ、金融の安定性の見通しの変化を前に慎重にその道筋の変更を図ることである。過度の引き締めは取り消しは難しく、世界の成長は中期的成長率とインフレ見通しを上回るのではなく下回る可能性もある。

新興市場及び途上国・地域は、新たな政策課題に直面している。適切な政策ミックスと調整ペースは、産出量ギャップ、インフレ圧力、中央銀行の信頼性、財政政策実施の余力及び脆弱性の性質に照らし、国や地域により異なることとなる。しかし、多くの国や地域は、政策優先事項5点を共有している。第一に、政策担当者は為替相場がファンダメンタルズの変化に合わせて変化するようにすべきだが、過度のボラティリティをならすための介入を含め、無秩序な調整リスクに警戒する必要があるかもしれない。第二に、金融政策の枠組みの信頼性が不十分な国や地域では、強固な名目アンカーを提供することを一段と重視すべきかもしれない。第三に、最近の与信のブームのレガシーリスクや資本フローから生じる新たなリスクを踏まえると、金融の安定性を保護するためにブルーデンシャルな措置を講じるべきであろう。第四に、財政健全化は、経済活動が大きく急激に悪化する恐れがなく資金調達環境が財政の拡大を許さないようであれば、継続する必要がある。これは、2013年10月の「財政モニター」でより詳細に議論している。最後に、多くの国や地域では、公共インフラへの投資、製品市場やサービス市場への参入の障壁の撤廃、そして、中国については投資中心から消費中心への成長へ再調整するという、新たな構造改革が必要になっている。