

国際通貨基金

# 世界経済見通し 改訂版

感染件数の増加、  
景気回復の停滞、  
そしてインフレ率の上昇

2022年  
1月



### 感染件数の増加、景気回復の混乱、そしてインフレ率の上昇

- 世界経済は、前回予想よりも悪化した状況で2022年を迎えている。新型コロナウイルスの新変異株「オミクロン株」が蔓延したことを受けて、各国は再び移動制限を課した。エネルギー価格上昇と供給中断によって、予想以上に広範囲に渡る激しいインフレが起きており、これは米国と新興市場国・発展途上国の多くで顕著である。さらに、中国における不動産部門の減速や民間消費の予想を下回る回復により限定的な成長見込みとなっている。
- 世界経済の成長率は、2021年の5.9%から2022年には4.4%まで減速する見込みである。10月の世界経済見通し(WEO)における2022年の予測から0.5%ポイントの引き下げとなり、世界二大経済大国の予測の下方改定を大きく反映する形となった。米国に関しては、ベースライン予測から財政政策パッケージの「ビルド・バック・ベター(よりよき再建)」を取り除いた想定の見直しや、金融緩和解除の前倒し、継続する供給不足から、1.2%ポイントの下方改定になった。中国では、厳格な新型コロナ政策に起因するパンデミック関連の混乱と、不動産デベロッパーの間で長期化している金融ストレスによって、0.8%ポイントの下方改定となっている。2023年の世界経済成長率は3.8%に減速する見込みである。前回予測から0.2%ポイント引き上げられたが、この上方改定の主要因は、成長を押し下げている足元のマイナス要因が2022年後半に解消された場合の機械的な持ち直しにすぎない。この予測は、ワクチン接種率が世界全体で向上して治療の効果が高まると仮定し、2022年末までにほとんどの国で健康障害が低水準まで治まることを条件としている。
- 目下のサプライチェーンの混乱と高水準のエネルギー価格が2022年にも継続することから、高インフレは10月WEOの予想よりも長引くと考えられる。インフレ期待が安定し続けるとの想定のもとに、2022年に需給の不均衡が解消され、主要経済国の金融政策が反応すれば、インフレは徐々に沈静化するだろう。
- 世界経済のベースライン予測を取り巻くリスクは下振れしている。新型コロナの新たな変異株が出現すれば、パンデミックはさらに長期化し、経済に新たな混乱を引き起こす恐れがある。さらに、サプライチェーンの混乱、エネルギー価格の乱高下、局所的な賃金上昇圧力は、インフレや政策路線に伴う不確実性の高さを浮き彫りにしている。先進国が利上げを実施するに伴い、金融安定性を取り巻くリスクや、新興市場国・発展途上国の資本フロー、通貨、財政状況に関するリスクが顕在化する可能性があり、債務水準が過去2年間で大幅に上昇したことがさらに追い打ちをかけている。地政学的緊張が高いことから他の世界規模のリスク

が具現化する懸念も拭い切れず、進行中の気候非常事態によって大規模な自然災害が起きる可能性は今後も高いままだ。

- パンデミックが猛威を振るい続ける今、効果的な世界保健戦略の重要性がかつてないほど高まっている。新型コロナに新たな変異株が出現するリスクを軽減するためには、世界中にワクチン、検査用品、治療薬を行き渡らせなければならない。そのためには、ワクチンを増産するとともに、国内配送システムを改善し、世界のワクチン分配の公平性を高める必要がある。多くの国では、金融政策としてインフレ圧力を緩和するために引き締め路線を継続する一方で、財政政策としては、パンデミック初期ほどの余力がなくとも、保健・社会支出を優先しつつ、最も被害を受けた人への支援に重点的に取り組むべきであろう。こうしたもとで、流動性アクセスを維持し、必要に応じて債務再編を順序よく進めるためには、国際協力が不可欠である。壊滅的な気候変動のリスクを軽減すべく、気候政策への投資も欠かすことができない。

## 見通しを左右する要因

10月 WEO 発表以降のマイナスの展開により、世界経済は当初の見通しより悪化した状況で 2022 年を迎えている。オミクロン株の発見に伴って、2021 年末には移動制限が強化され、金融市場のボラティリティが高まった。供給混乱は今も経済活動の重石である。その一方で、インフレは米国を中心として予想以上に広範かつ急激に進んだ。こうした圧力に加えて、中国不動産部門の減速は終息の兆しが見えておらず、民間消費の回復も前回の見通しより緩慢なものになっている。

**パンデミックの支配は続く**：10月頭以降、世界の1日あたりの新型コロナ平均死者数は7000人程度であり、昨年8月の同約1万人から減少した。ワクチンの普及は、まだ偏りが見られるものの重要な役割を果たしており、55%以上の人少なくとも初回接種を済ませている。ただし、11月末のオミクロン株出現が脅威となって、この暫定的な回復が後退してしまう懸念がある。1月中旬の時点で、オミクロン株はデルタ株よりも感染力が強いと言われているが、症状は比較的軽症とみられる。入院者数や死者数への正味の影響はまだ未知数だ。本ベースライン予測は、健康障害（重症化、入院、死亡）の発症数が2022年末までにほとんどの国で低水準まで減少することを条件としている。これは、[IMFの新型コロナ収束に向けた提案](#)<sup>1)</sup>に沿った形でワクチン接種率が大部分の国で2022年末までに達成されること、治療へのアクセスが広範にわたって可能になること、そしてこの二重の取り組みがオミクロン株や新たに登場する変異株に対して有効であることが大前提である。新興市場国・発展途上国の一部では2022年にワクチン接種率目標を達成できない見込みになって

---

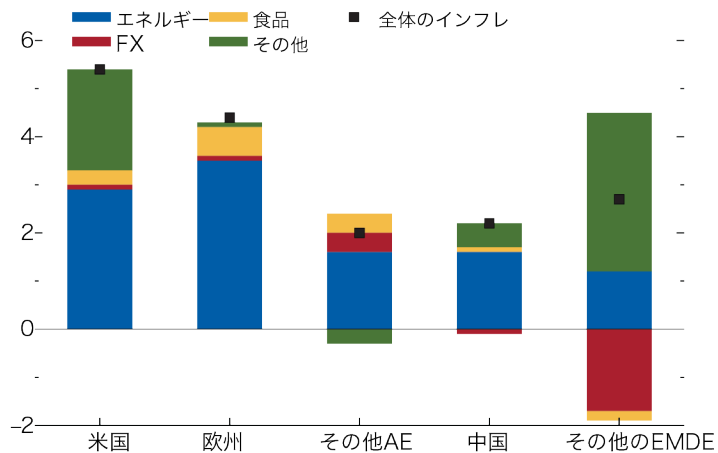
<sup>1)</sup> ルシーラ・アガワル、ギータ・ゴピナート、2021年。「新型コロナ収束に向けた提案」。スタッフ・ディスカッション・ノート、2021年(004)。

おり、十分に広範な接種が実現するには 2023 年を待たねばならないと予測されている。

**2021 年下半期に想定外の下振れ：**供給混乱は第 4 四半期になっても続き、欧州と米国を筆頭に世界の製造業の足かせとなった。新型コロナ感染者数が（特に欧州で）再び増加に転じたことも、広範な回復を阻んだ。中国では、新型コロナ流行による混乱、停電による工業生産の中断、不動産投資の落ち込み、想定以上に早い公共投資の引き揚げのすべてが下半期の減速の要因となっている。11 月には世界的に好転の兆しが見られ、世界貿易が回復するとともに、サービス業指数と鉱工業生産指数が想定外に上振れしたが、これはそれ以前の落ち込みを部分的にしか相殺していない。

**拡大する物価圧力：**直近の数か月間で顕在化したリスクは、新変異株の出現だけではない。2021 年下半期にはインフレ率が一貫して上昇し続けており、諸要因の比重は地域によって異なっている（図 1）。化石燃料価格は昨年にかけてほぼ倍増しており、エネルギー費用を押し上げて高インフレを引き起こしたが、これは欧州に顕著である。食品価格の高騰は、例えばサブサハラアフリカで高インフレの原因となった。一方で米国などでは、サプライチェーンの混乱、港湾の混雑、ターミナル側の制約、財の需要高もまた物価圧力の拡大を招いている。中南米・カリブ諸国などでは、輸入品価格の高騰がインフレに寄与した。

図 1 インフレの変化、2020年12月～最新  
(パーセントポイント)



出所：Haver Analytics、IMF職員の試算。  
注：「インフレの変化」は2020年12月から最新の利用可能なデータまでの消費者物価指数の前年同月上昇率の差を指す。各色の棒は、インフレ変化に対する各項目の影響を示す。FXは、Carrière-Swallowなどの（2021）の試算を基に、短期的な通貨下落によって生じたインフレを指す。サンプルは、全ての項目のデータが揃っている国で、欧州26か国とその他の先進国2か国、EMDE15か国を網羅する。購買力平価の加重平均で集計。AE=先進国、EMDE=新興市場国と発展途上国、FX=輸入量で加重平均した名目実効為替レートの下落。

**金融環境は世界全体で引き締められた**（ボックス参照）。米国では、物価圧力と賃金圧力が拡大していることを受けて、米連邦準備理事会制度が資産購入のテーパリング（量的緩和政策の縮小）加速を決定し、2022 年には想定よりも早いペースで利上げを行うシグナルを出した。欧州中央銀行（ECB）は、「パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）」の純資産購入を 2022 年 3 月に終了すると発表した一方で、長期的な「資産購入プログラム（APP）」の下で純購入額を一時的にやや増額させる予定

である。ECB は、インフレが中期的なインフレ目標で安定する方向に適切な進展が見られるまで、主要政策金利を現行水準に据え置くとともに表明した。

## 世界経済成長率は鈍化、インフレは長期化の見通し

世界経済成長率は、2021年の5.9%から2022年には4.4%まで減速する見込みであり、2021年10月「世界経済見通し」の予測から0.5%ポイントの下方改定となった（表1）。ベースライン予測には、オミクロン株の拡大に伴う移動制限や、国境封鎖、健康への打撃から予想される影響が織り込まれている。こうした影響は国によってばらつきがあり、ウイルスに対する国民の感受性、移動制限の程度、感染が労働供給に与える影響の予測、そして対人接触の多い部門の重要性に左右される。以上の障壁は、2022年の第1四半期に重くのしかかるだろう。マイナスの影響は第2四半期になれば緩和し始めると考えられるが、この予測は、オミクロン株の世界的な流行が勢いを失い、かつ、さらなる移動制限を要する新変異株にウイルスが変異しないことが前提である。この予測は、2022年1月18日時点の情報に基づいたものだ。

先進国における2022年の予測の改定に目を向けると、米国は、ベースライン予測から財政政策パッケージの「ビルド・バック・ベター（よりよき再建）」を取り除いた想定の見直しや、金融緩和解除の前倒し、継続する供給不足を要因として、1.2%ポイントの下方改定となった。カナダでは、2021年の年末にかけてデータが弱含んだことや2022年の外需が弱まる見通し（米国の改定と関連している）から、0.8%ポイントの下方改定となった。ユーロ圏はサプライチェーンの逼迫や新型コロナによる混乱が長引いていることから、比較的小幅ながらも、0.4%ポイント下方改定された。ドイツの成長率予測については、同国がサプライチェーンのショックに晒されていることを主因として0.8%ポイント引き下げられた。2021年末に課された移動制限は、2022年初めにおけるユーロ圏の成長を抑制すると予想される。英国の成長見通しは、オミクロン株による混乱や供給の逼迫（特に労働市場とエネルギー市場で顕著）により、0.3%ポイント引き下げられ、4.7%となった。

2022年見通しの引き下げには、一部の主要新興市場国の改定も反映されている。中国では、不動産部門の混乱が広範な鈍化の前兆となった。ゼロコロナ戦略によって移動制限が敷かれ、建設業部門における雇用の見通しが悪化していることから、民間消費は予想されていたよりも伸び悩む公算が大きい。不動産業への投資が低迷していることも相まって、2022年の成長率見通しは4.8%であり、10月時点の見通しに対して0.8%ポイント引き下げられた。これは中国の貿易相手国の見通しにもマイナス影響を与える。成長見通しはブラジルでも弱まり、インフレとの闘いが招いた強い金融政策対応は、同国の内需を圧迫させるだろう。メキシコにおいても、程度は異なるが類似の動向が見られる。さらに同国では、米国の下方改定につられる形で、2022年の外需見通しも想定より悪化した。ロシアは、凶作に加え、想定以上に深刻な第3波に見舞われたことから僅かに引き下げとなった。南アフリカの成

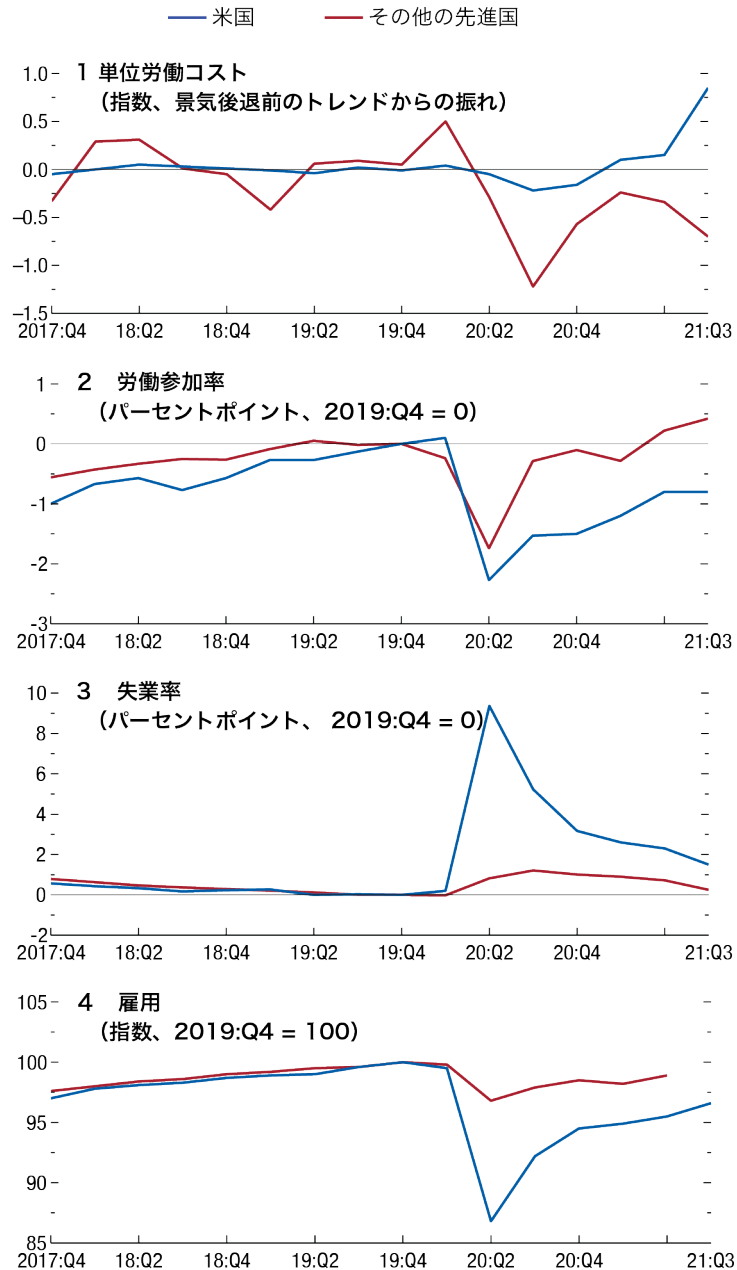
長率予測は、2021 年下半期が予想よりも低迷したことや、景況感が引き続き弱含んでいることを受けた軟調な投資見通しから、下方改定された。

2023 年世界成長率の上方改定は、大部分が機械的な反動である。最終的には、2022 年の成長を押し下げているショックが次第に緩和される結果、2023 年の世界

GDP 成長率はわずかに加速すると予測されている。パンデミックに関連しない大幅な改定では、インドにおける 2023 年の見通しが、金融部門の業績が予想よりも良好であることに基づき、与信の伸び率（およびそれに伴う投資と消費）が改善するという見込みから引き上げられた。日本の 2023 年の成長見通しも、外需が改善する見通しと財政政策の継続を勘案して 0.4%ポイント上方改定された。とはいえ、2023 年経済成長率の上方改定は、2022 年の引き下げから巻き返しを図る上では不十分である。2022 年と 2023 年の世界の累積成長率は、前回予測よりも 0.3%ポイント低下すると予想されているからだ。

インフレ率は短期的には高水準で推移する見込みであり、2022 年に先進国で平均 3.9%、新興市場国・発展途上国で平均 5.9%に達した後、2023 年に減速するだろう。中期的なインフレ期待が安定し続け、パンデミックの影響が軽減するという想定のもと、サプライ

図2 労働と賃金



出所：Haver Analytics、経済開発協力機構（OECD）、IMF職員の試算。  
注：全てのパネルは2019年第4四半期との比較。パネル1は労働コスト指数で、パンデミック前のトレンドからの振れを示す。2017年第4四半期から2019年第4四半期までの四半期観測を使用した回帰直線によって推定。パネル2は、入手可能なデータにおける15-64歳の労働参加率を示す。購買力平価の加重平均で集計。「その他の先進国」には30か国が含まれる。

チェーンの混乱が緩和し、金融政策が引き締められ、需要が財中心の消費からサービスに移行して均衡を取り戻せば、高インフレは徐々に沈静化するであろう。また、石油価格の急激な高騰も 2022 年から 2023 年にかけて落ち着き、それに合わせて消費者物価指数も落ち着くと考えられる。先物市場で示唆されているように、2022 年に石油と天然ガスの価格はそれぞれ約 12%、約 58% 上昇した後（どちらの上昇幅も 2021 年と比較すると遥かに低い）、需給の不均衡が解消するにつれて 2023 年に反落すると予想される。同様に、食料価格は 2022 年に約 4.5% まで上昇ペースが鈍化し、2023 年には下落すると予想される。多くの国において、雇用や労働力はパンデミック以前の水準に回復しているものの、名目賃金の伸びは抑制されたままである（図 2）。ただし米国は例外であり、失業率が劇的に低下すると同時に、名目賃金が右肩上がりに上昇している。ここに、他国に見られない米国労働市場の逼迫ぶりが浮き彫りになっている。もし米国の労働参加率がパンデミック以前の水準を下回り続け、就労意欲を失った労働者が様子見を続ければ、労働市場のさらなる逼迫が物価高に拍車をかけかねない。そこで米連邦準備理事会は 2021 年 12 月に、資産購入のテーパリング加速を発表し、2022 年末までの FF 金利見通しを前回のフォワードガイダンスから 50bp 高の 0.75-1.00% まで引き上げる姿勢を示した。

米国における量的緩和政策の縮小は、世界金融環境の引き締めを促進し、新興市場国と発展途上国の通貨に圧力をかけると見られている。また、金利上昇に伴い世界中で借入コストが上がり、財政を圧迫することになるだろう。高水準の外貨建て債務を抱える国では、金融環境の引き締め、為替レートの下落、そして輸入インフレ上昇という三重の圧力を前に、金融政策と財政政策のトレードオフが困難なものになると予想される。2022 年には多くの新興市場国および発展途上国で財政健全化が見込まれているが、パンデミックで増加した債務負担が今後何年にも渡って慢性的な課題となるだろう。

表1 「世界経済見通し (WEO)」の予測一覧  
(特に別段の記載がなければ、単位は増減の%表示)

	前年比						Q4の前年同期比(注2)			
	2020	推定		予測		2021年10月のWEO予測から の変化(注1)		推定	予測	
		2021	2022	2023	2022	2023	2021	2022	2023	
<b>世界GDP</b>	<b>-3.1</b>	<b>5.9</b>	<b>4.4</b>	<b>3.8</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	
<b>先進国・地域</b>	<b>-4.5</b>	<b>5.0</b>	<b>3.9</b>	<b>2.6</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>	<b>1.8</b>	
米国	-3.4	5.6	4.0	2.6	-1.2	0.4	5.3	3.5	2.0	
ユーロ圏	-6.4	5.2	3.9	2.5	-0.4	0.5	4.8	3.2	1.8	
ドイツ	-4.6	2.7	3.8	2.5	-0.8	0.9	1.9	4.2	1.6	
フランス	-8.0	6.7	3.5	1.8	-0.4	0.0	5.0	1.9	1.7	
イタリア	-8.9	6.2	3.8	2.2	-0.4	0.6	6.2	2.5	1.7	
スペイン	-10.8	4.9	5.8	3.8	-0.6	1.2	4.9	5.0	2.5	
日本	-4.5	1.6	3.3	1.8	0.1	0.4	0.4	3.6	1.1	
英国	-9.4	7.2	4.7	2.3	-0.3	0.4	6.3	3.8	0.5	
カナダ	-5.2	4.7	4.1	2.8	-0.8	0.2	3.5	3.9	1.9	
その他の先進国(注3)	-1.9	4.7	3.6	2.9	-0.1	0.0	3.8	3.4	2.5	
<b>新興市場国と発展途上国</b>	<b>-2.0</b>	<b>6.5</b>	<b>4.8</b>	<b>4.7</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.3</b>	<b>4.8</b>	
アジアの新興市場国と発展途上国	-0.9	7.2	5.9	5.8	-0.4	0.1	3.7	5.4	5.7	
中国	2.3	8.1	4.8	5.2	-0.8	-0.1	3.5	5.1	5.0	
インド(注4)	-7.3	9.0	9.0	7.1	0.5	0.5	4.3	5.8	7.5	
ASEAN-5(注5)	-3.4	3.1	5.6	6.0	-0.2	0.0	3.5	5.6	5.9	
欧州の新興市場国と発展途上国	-1.8	6.5	3.5	2.9	-0.1	0.0	5.8	2.2	3.0	
ロシア	-2.7	4.5	2.8	2.1	-0.1	0.1	4.2	2.1	1.8	
中南米とカリブ諸国	-6.9	6.8	2.4	2.6	-0.6	0.1	3.7	1.8	2.6	
ブラジル	-3.9	4.7	0.3	1.6	-1.2	-0.4	0.6	1.5	1.4	
メキシコ	-8.2	5.3	2.8	2.7	-1.2	0.5	2.9	3.4	1.9	
中東と中央アジア	-2.8	4.2	4.3	3.6	0.2	-0.2	..	..	..	
サウジアラビア	-4.1	2.9	4.8	2.8	0.0	0.0	5.2	5.3	2.8	
サブサハラアフリカ	-1.7	4.0	3.7	4.0	-0.1	-0.1	..	..	..	
ナイジェリア	-1.8	3.0	2.7	2.7	0.0	0.1	2.4	2.1	2.3	
南アフリカ	-6.4	4.6	1.9	1.4	-0.3	0.0	1.3	2.6	0.9	
<b>その他の情報</b>										
市場レートに基づく世界成長	-3.5	5.6	4.2	3.4	-0.5	0.3	4.2	3.9	2.8	
欧州連合(EU)	-5.9	5.2	4.0	2.8	-0.4	0.5	4.9	3.5	1.9	
中東と北アフリカ	-3.2	4.1	4.4	3.4	0.3	-0.1	..	..	..	
新興市場国・中所得国	-2.2	6.8	4.8	4.6	-0.3	0.0	4.0	4.3	4.8	
低所得途上国	0.1	3.1	5.3	5.5	0.0	0.0	..	..	..	
<b>世界貿易額(財およびサービス)(注6)</b>	<b>-8.2</b>	<b>9.3</b>	<b>6.0</b>	<b>4.9</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.4</b>	..	..	..	
先進国・地域	-9.0	8.3	6.2	4.6	-0.7	0.6	..	..	..	
新興市場国と発展途上国	-6.7	11.1	5.7	5.4	-0.7	0.0	..	..	..	
<b>一次産品価格(米ドル)</b>										
原油(注7)	-32.7	67.3	11.9	-7.8	13.7	-2.8	79.2	-4.7	-6.8	
燃料以外(一次産品の世界輸入量に基づく加重平)	6.7	26.7	3.1	-1.9	4.0	-0.4	17.2	1.5	-1.6	
<b>消費者物価</b>										
先進国・地域(注8)	0.7	3.1	3.9	2.1	1.6	0.2	4.8	2.8	2.0	
新興市場国と発展途上国(注9)	5.1	5.7	5.9	4.7	1.0	0.4	5.9	5.1	4.3	

注: 実質実効為替レートは2021年12月10日~1月7日の水準のまま一定で推移すると仮定する。国・地域は経済規模の順番で列挙されている。

集計された四半期データは季節調整済み。WEO = 「世界経済見通し」

(注1) 変化分は、2021年10月WEO予測と今回の予測の差で、端数は四捨五入している。

2021年10月WEO予測から予測が更新された国は購買力平価ベースで測定した際に世界GDPの約90%を占める。

(注2) 「世界GDP」においては、四半期の推計と予測は購買力平価加重による年間の世界GDPの約90%を占める。

「新興市場国と発展途上国」においては、四半期の推定と予測は購買力平価加重による年間の新興市場国・発展途上国GDPの約80%を占める。

(注3) G7(カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、イギリス、アメリカ)とユーロ圏諸国を除く。

(注4) インドについては、データと予測が財政年度ベースで表示されており、2011年以降のGDPは2011-2012財政年度を基準とした市場価格によるGDPに基づく。

(注5) インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

(注6) 輸出額と輸入額の成長率の単純平均(財とサービス)。

(注7) 英国ブレント、ドバイのファテ、およびウェスト・テキサス・インターメディアートの原油価格の単純平均。

2021年における原油価格の平均は米ドル表示で1バレル当たり\$69.07。先物市場(2022年1月10日)に基づいた想定価格は、2022年が\$77.31、2023年が\$71.29。

(注8) 2022年と2023年の物価上昇率はそれぞれユーロ圏で3.0%、1.7%、日本で0.7%、0.7%。米国では5.9%、2.7%。

(注9) ベネズエラを除く。

世界貿易は、全般的な拡大ペースに従い、2022年から2023年にかけて緩やかな伸びになる見通しである。パンデミックが2022年に勢いを失う想定のもとで、サプライチェーン関連の問題は2022年後半には収まると予想される。それに伴い世界の財の需要が縮小すれば、不均衡の緩和にも寄与するだろう。観光業などの国境を越えたサービス貿易は低迷が続く見込みだ。

## 見通しに対するリスク

リスクバランスは下振れに傾いており、世界経済の見通しは5つの主要な疑問に大きく左右される。



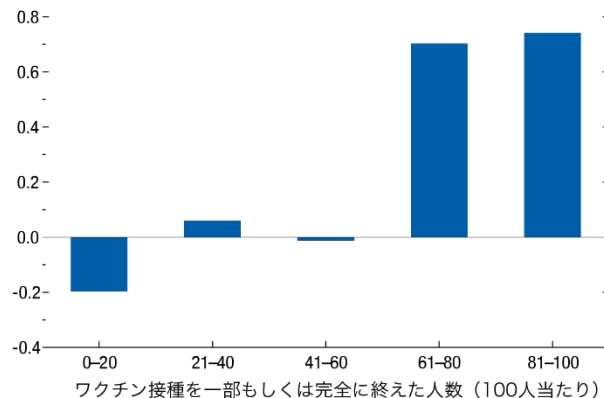
パンデミックは今後どんな道筋を辿るのだろうか。ワクチン接種プログラムは、ほとんどの先進国で迅速かつ効果的に展開されたのに対し、多くの新興市場国・発展途上国では遅々として進んでいない。この緩慢な進捗は、ワクチン接種率が低い国において回復を停滞させる一因になっている（図3）。

最も喫緊な健康上のリスクは、オミクロン株の影響である。症状は従来より軽度であっても感染力は高いとされており、労働力不足を助長し、病院を今以上に逼迫させるとともに、移動制限がさらに厳格化されて第1四半期以降まで長期化する恐れがある（ベースライン予測も同じ想定である）。こうしたリスクが現実のものとなれば、世界成長率はベースラインを下回る可能性がある。

また、この世界成長率見通しは、健康障害（重症化、入院、死亡）の発症数が2022年末までにほとんどの国で低水準まで減少することを前提としている。しかし、多くの国では現在ワクチン接種率が低迷しているため、新たな変異株が出現するリスクが高まっている。新型コロナが広範囲かつ長期的に蔓延するほど、ワクチンの効かない新たな変異株がパンデミックの時計の針を戻す可能性も大きくなる。感染を抑制すべく度重なる移動制限が必要になれば、社会的な不満もますます募るであろう。

米国における量的緩和政策の縮小は、世界金融環境にどのような影響を与えるか。パンデミック回復プログラムが部分的な原因となってインフレが上昇し、繰越需要の規模が依然として大きい今、米国は金融政策の引き締めを行う必要がある。ただし、その程度やペースについてはまだ不透明だ。WEQの予測は、2022年3月に資産購入が終了し、2022年と2023年にそれぞれ3回ずつ利上げが行われることを前提としている。これは、インフレ率を中期的な目標である2%に戻すための条件とも整合性がある。だがそこには上振れリスクが存在する。インフレ率は、予想を超える可能性もある。例えば、供給混乱が長引き、賃金圧力がインフレを助長した場合などだ。局面が変化すれば、異なる政策スタンスが必要になるだろう。こうした変化のコミュニケーションは慎重を要する問題であり、市場に強い反応をもたらすリスクをはらんでいる上に、今度はそうしたリスクが金融市場環境のタイト化を引き起こすかもしれない。米連邦準備理事会の（実際あるいは予想の）政策変化に対する市場の反応は、米国の量的緩和政策縮小が新興市場国・フロンティア市場国を中心

図3 2021年GDPの改定幅（平均）  
（パーセントポイント、2020年10月との比較）

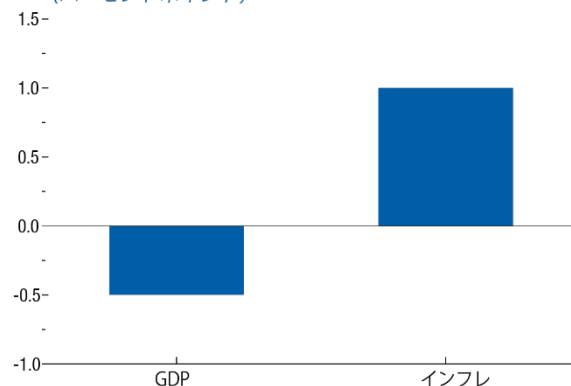


出所：Our World in Data、IMF職員の試算。  
注：「2021年GDPの改定幅」は、2020年10月の世界経済見通しにおける2021年実質GDP成長率予想とIMF職員による最新の試算の差を示す。単純平均。

に他国へどう波及するかを決定付けるだろう。このような変化の伝達や理解が不十分だと、安全資産への逃避を誘発してしまい、リスクの高い借り手のスプレッドが拡大する恐れがある。そうなれば、新興市場国の通貨、企業、財政状態に過度な圧力が生じかねない。

サプライチェーンの混乱はいつ緩和するか。先進国を中心に財の消費へシフトしたことは、パンデミック中、世界のサプライチェーンネットワークに過度な負担をかけた。この問題は、輸送および人員配置を妨げたパンデミック関連の障害に加えて、ジャストインタイム物流や低い在庫水準に内在する脆弱性で一層悪化した。その結果世界貿易に生じた混乱は、輸入消費財の不足と価格高騰を引き起こしている。米国では財の消費へのシフトが拡大しているため、混乱はとりわけ深刻であった。IMF 職員による分析では、供給混乱が 2021 年の世界 GDP 成長率を 0.5-1.0%ポイント押し下げた一方で、コア・インフレ率を 1.0%ポイント押し上げたことが示唆されている（図 4）。

図4 2021年の混乱が世界GDPとコアインフレ率に与えた影響  
(パーセントポイント)



出所：Haver Analytics、IMF職員の試算。  
注：IMF職員のグローバル・マクロ・モデル「Flexible System of Global Models」で特定した世界の供給網の混乱による影響を示す。

世界海運の余剰輸送能力が限られていることも一因だが、ボトルネックはしばしばターミナル側にあり、トラックや他のサービスが港湾から船荷を運び出すペースが追いつかず、後続の船舶が荷役を開始できないという状況に陥っている。こうしたサプライチェーンの混乱は時間とともに緩和していくはずだが、その主な根拠は需要の比重がサービスに戻る見込みにある（家計が購入できる耐久財には限りがある）。ベースラインでは需給の不均衡が 2022 年内に解消へ向かうと想定している。しかしながら、不均衡が長引くほど、今後の物価上昇期待に波及する見込みも高まり、世界経済へのリスクも拡大する懸念が大きくなる。また、公衆衛生の状況変化に適応する上で必要な物資のフローが港湾の混雑で阻まれていることから、世界サプライチェーンの機能不全は、パンデミック再燃に適応するための各国経済の余力も削っている。オミクロン株の影響は港湾の効率をさらに制限し、輸送問題を拡大させ、消費者による財からサービスへの需要バランス回復を遅らせる可能性があり、ひいては需給の不均衡を悪化させる恐れがある。

逼迫した労働市場は賃金を押し上げ、慢性的な高インフレを引き起こすか。ベースライン予測では、インフレが今後 1 年間で緩和し、インフレ期待も安定し続けると予想している。しかし、慢性的な生活費上昇と逼迫した労働市場を背景として、労働者が賃金の引き上げを要求し、企業側もそれに応じることを余儀なくされるリ

スクは否めない。その結果として上昇した労働コストがさらに物価を押し上げてしまうことから、インフレサイクルの長期化に対処するために積極的な政策措置が必要になるであろう。こうしたリスクが特に顕著なのが米国であり、同国では労働市場のスラック（需給の緩み）が解消したように思われ、労働コストが上昇した。さらに、米国のインフレは住居費関連も含め広範に及んでいる模様で、供給の混乱は欧州やアジアよりも長期化する見込みである（後述の考察を参照）。それに加えて、対面サービス業（レジャー・ホスピタリティ産業など）から離れた労働者たちはパンデミックが続く限り復職に消極的になり、こうした産業の労働力不足を招く可能性もある。以上のことから、パンデミック以前の活動が再開し、需要がサービス消費へとバランスを取り戻すにつれて、これらの職業の賃金が中期的なインフレの重要な指標となるだろう。

**中国不動産の減速は深刻化するだろうか。** 中国が広範囲に渡って減速すれば、主に物資輸出国や新興市場国に飛び火し、世界の見通しにも悪影響を与えるだろう。ベースライン予測では、高レバレッジの不動産デベロッパーに関連するリスクを抑制しようと厳格な政策が敷かれ続けていることを反映し、2022年の不動産投資の成長が大幅に鈍化すると想定している。不動産の減速が深刻化し、バランスシートの圧力が不動産デベロッパー以外にも拡大すると、それに晒される銀行や他の金融仲介機関が経済全般への与信縮小を強いられる恐れがある。こうした展開になれば、投資と消費の後退を招き、全体的な成長率の伸びが抑制される結果、物資輸出国に悪影響が及ぶだろう。

以上の疑問に加えて、**進行中の気候非常事態**が世界経済に深刻なリスクをもたらしている。大規模な自然災害が発生する可能性は高まりつつあり、あらゆる国の脅威となっている。このことは、2021年にすべての大陸で確認された異常気象（洪水、干ばつ、山火事）の規模からも明らかだ。こうした異常気象が頻発すると、脆弱な（そしてワクチン接種率が低くなりがち）低所得国に甚大な被害をもたらすと同時に、世界のサプライチェーンをさらに逼迫させるという、二重の打撃に見舞われるだろう。グラスゴー開催の気候会議（COP26）では野心が表明されたものの、地球温暖化ガスを削減するための現行のコミットメントでは、世界の気温上昇幅を産業革命前の水準から2.0度以内に抑える目標には遠く及ばない。

**その他の要素：**東欧や東アジアなどの地政学的な緊張は、サプライチェーン、世界貿易、そして政策協力を危険にさらしている。社会不安は、パンデミック初期に軽減したものの、食料・エネルギー価格の高騰が部分的な原因となって一部の国で再燃している。さらに、2018年から2019年にかけて実施された関税引き上げの多くが現在も維持され、国境を越えた技術摩擦も未だに際立っている。これらの要素はすべて、回復への道に立ちほだかる追加の障害になりうる。

## 政策当局はどのように対応すべきか

パンデミックの出口と経済の完全回復は、どちらも国際社会の手の届く範囲にある。しかしながら、パンデミック初期よりも財政余地が限られ、インフレ率が上昇していることは、困難な政策課題を突きつけており、大胆かつ効果的な国際協力が不可欠である。

**健康政策:** パンデミックを終息させるには、ワクチン、検査用品、治療薬、個人用防護具（PPE）などの新型コロナ関連ツールの根強い利用格差を是正しなければならない。だが、こうしたツールの展開スピードには危惧するほどの格差が存在する。高所得国ではワクチン完全接種者が人口に占める割合が約 70%であるのに対し、低所得国では同率が 4%を下回っているからだ。IMF は[新型コロナ収束に向けた提案](#)で 2021 年末までのワクチン接種率目標（ブースター接種を除く）を 40%と設定していたが、世界人口の 27%を占める 86 か国がこれを達成できていない。この 86 か国では、2021 年末までのワクチン接種率目標を達成する上で合計 9 億 7400 回分のワクチンが不足していたのだ。このグループでは、ほぼすべての国においてワクチンが予測不可能な形で供給されており、約半数の国が受け入れ能力に制約を抱え、国内配送を拡大するための支援を必要としている。また、検査にも深刻な格差があり、高所得国の検査率は低所得国に比較すると約 80 倍も高い。

現在、世界目標には広い合意があるものの、世界が協力し合わなければ達成は不可能である。オミクロン株が拡大したことで、緊急対策の必要性は一層高まった。そのためには、ワクチン、検査用品、治療薬、PPE、そして発展途上国の国内配送をめぐる資金ニーズに対処する必要があり、ACT アクセラレータ（Access to COVID-19 Tools Accelerator）の不足資金である約 230 億ドルを拠出することはその手段のひとつだ。COVAX や「アフリカ・ワクチン入手トラスト (AVAT)」を通じて発展途上国に公平かつ予測可能なワクチン供給を保証するためには、迅速な行動が必要とされている。受け入れ能力の拡大には、国内配送コストに関する支援、ワクチンに対する躊躇の払拭、そして医療インフラの改善が必須であり、利用可能になったタイミングでワクチンを投与できる体制を各国に整えていかなければならない。国際社会は、IMF が設定した上述の接種率を達成すべくすべての国を支援するという目標と、接種率が高い国でブースター接種を展開する努力のバランスを取るべきである。世界が一体となって努力を払わなければ、ウイルスがさらに変異を起こし、パンデミックの世界的な脅威を拡大させてしまう可能性が高まるだろう。また、経口抗ウイルス剤の効果は感染を適時に特定できるかに左右されるため、検査の改善は今後も不可欠である。最後に、ワクチンをはじめ人命を救う医療ツールの生産拠点を迅速に分散できるように、世界の技術移転のインセンティブを高め、ライセンスの取り決めを行うことも検討すべきだ。

免疫獲得率の水準が高い国は、感染者数を増加させるリスクと、制限継続がもたらす経済的な損害とのバランスを取りながら、慎重な舵取りを求められることになるだろう。また、政策当局者は、新変異株が発見された国に対して処罰的な措置を

取らないよう配慮し、時期を得た形で将来的な進展を公表するインセンティブを奪わないようにすべきである。

**金融政策:** オミクロン株が出現する前から、インフレ圧力は多くの国で広範に拡大していた。一部の新興市場国・発展途上国と一握りの先進国では、中央銀行が既に利上げを実施している。一部の国では、低調な雇用回復がさらに遅れるリスクを犯しながらも、物価圧力に先手を打つことの恩恵を優先するという厳しい選択が政策引き締めへの決断に反映されている。政策対応は、国ごとに異なるインフレと雇用の進展状況や、中央銀行の政策枠組みがもつ強度に応じて変わってくるだろう。ユーロ圏と日本は、回復を確実に定着させるために特別支援策を継続する見込みである。これとは対照的に、一足早く回復が進んでいる米国では、金融支援が2022年に解除される見込みが非常に高く、今後は金利が高水準へと幅広く戻ることが予想される。新興市場国が政策対応に踏み切る時期と程度は不透明だ。パンデミックの状況が変化し続けるなかで、国内においても、世界の供給混乱に起因する輸入インフレにおいても、複雑な様相を呈すると考えられる。こうしたもとの、今後のインフレ圧力の主要指標を注視する必要性は論を待たないであろう。注目したい指標としてはまずインフレ期待がある。次に賃金上昇率と単位労働コストが挙げられるが、これは需要がサービス消費へとバランスを取り戻しているためである。そしてコスト圧力が価格に転化する見込みを予測できる企業の利益率がある。

金融市場の過剰な反応を回避するためには、金融政策の効果的なコミュニケーションが重要な手段となる。インフレ期待が上昇し、物価圧力の長期化リスクが明確に感じられる国では、中央銀行がデータに基づく秩序だった金融緩和解除について情報発信を続けるべきである。オミクロン株の影響をめぐる異例の不確実性に鑑みれば、これはとりわけ重要性を帯びている。中央銀行は、パンデミックが再び悪化すれば金融支援の縮小ペースを再調整する必要があるかもしれないと明確に伝えるべきだ。

さらに、多くの部門において金融の脆弱性が引き続き高まっていることから、金融政策の引き締めは、特に明確に情報伝達されない場合、金融の安定性に影響を及ぼす可能性がある。もし投資家が経済や政策の見通しをさらに再評価すれば、市場リスクの突然の価格調整（リプライシング）が起き、そのような脆弱性と相互作用し、金融環境のタイト化つながる可能性がある。政策当局者は早期に措置を講じ、脆弱性が高い部分を対象に特定のマクロプルーデンスツールを強化すべきである。

**外部金融環境のタイト化への対策:** 先進国の量的緩和政策縮小は、新興市場国・発展途上国の中央銀行と政府に課題を突きつけるだろう。国外の収益率が高いと、外国への資本流出を誘発し、新興市場国・発展途上国の通貨に下落圧力がかかってインフレ率が上昇する。それに対応する引き締めを行わない限り、官民双方で外貨負債の負担が増加するだろう。しかし政策の引き締めは、国内の借り手が与信を得られにくくなるため、国内にも損害をもたらす。全般的に見れば、政策引き締めは

多くの新興市場国と発展途上国において、インフレ率上昇の長期化という脅威を回避する上で適切であろう。さらに、2013年のテーパー・タントラムを含めた前回の引き締め局面と比較すると、新興市場国は全般的に強靱性が高く、準備高が多くて経常収支が良好である。しかし金融の脆弱性は残存しており、多くの国では公的・民間債務の水準が高まっている。金利が上昇すると債務返済の負担が著しく増大する恐れがあるのだ。

財政状況が強固で政策枠組みが明確な国ほど、タイト化した世界金融環境に上手く対応できる体制が整っていると考えられる。一般論を言えば、新興市場国の借り手は、可能であれば債務の期限を猶予するとともに、通貨のミスマッチの蓄積を抑制すべきである。為替レートの柔軟性もまたショックの吸収に寄与する場合がある。しかしながら、市場に歪みを抱え、バランスシートの脆弱性が市場へのアクセスを制限している国では、資本フローの反転の影響で金融の安定性が危険に晒されるかもしれない。こうした国々では、無秩序な市場環境を整えるために為替介入が必要になり、一時的な資本フロー管理の措置を講じることが望ましいかもしれない。ただし、こうした施策は、必要なマクロ経済上の調整の代替策となってはならない。より全般的には、政策当局者はレバレッジ解消や再編成を順序よく円滑に行えるように、必要に応じて破綻処理制度を強化すべきである。

今後の引き締め局面で圧力を最小限にとどめるには、国際協力も欠かすことができない。準備通貨の流動性へ迅速にアクセスできる体制は、諸リスクの世界的な増幅に対する重要なバッファーとなる。IMFの融資取極（予防的融資またはディスバースメント）は、ショックの影響を軽減する重要な緊急策として活用できる。大規模な資金ニーズや持続不可能な債務を抱えている国では、流動性救済策では不十分かもしれない。こうした場合に備えて、債務処理を目指すG20共通枠組みを迅速に活用できるように整備すれば、適時かつ秩序立った債務再編を実施するための効果的なメカニズムとなるはずである。要請した国々の初期の事例では、プロセスに大幅な遅延が生じており、プロセスを前進させて対象国を拡大していくためにも改善は急務である<sup>2</sup>。

**財政政策：**歳入が急減する中でパンデミック関連費用を捻出した結果、公的債務が過去最高水準に達したことを背景に、財政は今後数か月から数年にわたって圧迫される見通しである<sup>3</sup>。金利が上昇することで、短期の外貨借入を行っている国を中心に、借り入れコストも上昇する見込みである。その結果として、多くの国では今後数年にわたって財政赤字を縮小する必要があるが、健全化の度合いについては回

---

<sup>2</sup> クリスタリナ・ゲオルギエバ、セイラ・パザルバシオグル、2021年。「G20の債務処理のための共通枠組みを強化する必要あり」。IMFブログ、2021年。

<sup>3</sup> ヴィトール・ガスパール、パウロ・メダス、ロベルト・ペレリ、2021年。「過去最高の226兆ドルに達した世界債務」。IMFブログ、2021年。

復ペースに合わせるべきだ。仮にパンデミックが悪化すれば、財政の余力が許す限り、健全化のペースを緩めてもよいだろう。再び移動制限が敷かれるような場合、政府は最も深刻な影響を受ける家計と企業のライフラインなどのプログラムを適宜再開し、最も脆弱な層の国民に向けた支援を拡充すべきである。しかし政策余地は遥かに限られているため、支援の的をよく絞ることが、財政の持続可能性を維持する上で欠かせない。信頼に足る持続可能な中期的財政計画には、イニシアティブを織り込んでいくべきである。高水準の債務を抱えている低所得国がこうした財政支援策を展開するには、国際社会による断固とした支援が必要だからだ。一方で予想よりも成長が上振れし、経済成長が堅調な国（チリ、ペルー、コロンビアなど）では、危機対策の特別支出を終了し、歳入動員を行う余地があろう。

最終的に多くの国では、過剰債務のリスクを回避するために成長率の上昇と健全な税収が求められる。こうした課題から、構造改革（次の段落を参照）や財政枠組みの強化が一層不可欠なものとなっている（[「財政モニター」、2021年10月](#)）。

**構造改革:** 長期的に成長率を上昇させるためには、本格的な構造改革と、パンデミックの後遺症を相殺する是正措置が必要とされる。中でも注目したい点は、ロックダウンと社会的距離の確保によって中断された多くの児童の教育だ。この問題は、代替の教育手段（オンライン授業など）が容易に実施できない低所得国では極めて深刻である。中断された学習の遅れを取り戻せなければ、学校休業は個人の生涯賃金と経済全体の生産性成長に長期的な影響を与えるものと考えられる。また、各国はパンデミックで形成された労働市場に適応できるように、必要に応じて労働者の知識・技能を刷新することで、デジタル化が進むであろう経済においても有給雇用を確保するように図るべきである。こうしたもとで、パンデミックはデジタル化に向けた努力と新技術の採用を後押しする絶好の機会となっている。喫緊の課題としては関税や非関税障壁が挙げられ、これらを削減することによって、世界全体の供給混乱とインフレ圧力の軽減につながるほか、より長期的な展望からも資源の分配の円滑化につながりうる。こうした努力は、サプライチェーンを強化するための国際協力と相まって、予備的貯蓄動機を低下させ、今後の打撃に対する柔軟な適応を可能にするだろう。

**気候政策:** 現行の気候非常事態は、一刻も早い対応を世界に迫り続けている。グラスゴーの気候会議で掲げられた新たな目標を実現し、壊滅的な世界気候変動を食い止めるには、炭素価格の下限など、遥かに強力な協力に基づく世界規模の政策が必要である。カーボンプライシングや化石燃料削減の補助金は、グリーンな公共投資や、再生可能エネルギーと貯蔵技術の研究助成金、そしてエネルギー転換に悪影響を受ける人への補償金など、政策対応に必要とされる他の施策の資金も生み出す。こうした国レベルの施策を、適切な資金調達に基づく多国間の気候変動金融イニシアティブによって強化し、すべての国が必要な緩和措置や適応措置に投資できるよう図るべきだ。

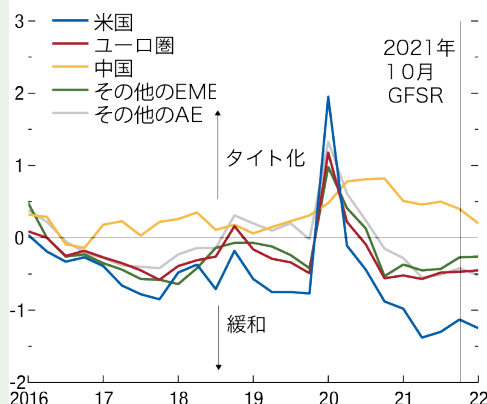
## インフレリスクが高まり、世界金融環境はタイト化している

金利上昇やオミクロン株拡大を受けて最近引き締めが見られたものの、金融環境は10月の「国際金融安定性報告書(GFSR)」以降総じて緩和的な状態が続いている(図1.1)。前回以降に新規感染者数が急増したことで、世界金融市場のボラティリティが高まり、事業再開が遅れ、物価上昇の見通しが不透明になっている。物価圧力が想定以上に長引く中で、先進国の中央銀行は政策正常化に向けて措置を講じ、一部の新興市場国では政策当局者が金融政策の引き締めを継続した。その結果、短期金利のインプライド・ボラティリティ(予想変動率)は大幅に上昇しており(図1.2)、市場予想の政策金利の上昇に追随する形となった(図1.3)。実質金利の上昇に牽引された世界の長期金利は、2022年初頭以降、パンデミック勃発以後の最高水準にまで急上昇した。これは、米連邦準備理事会による政策正常化プロセスが加速するという認識を部分的に反映しており、オミクロン株の影響が懸念された12月の下落を相殺している。一方で、市場ベースのインフレ期待指標は過去数週間で低下しており(図1.4)、2021年の上昇に対して部分的に逆転している。実質金利の上昇はリスク資産価格の重石となり、株式市場がやや軟化した。

**新興市場国資産は、インフレや政策見通し、米連邦準備理事会が予定している政策引き締めを懸念材料に引き続き圧力を受けている。** フロントティア市場国を筆頭に、外貨建て債券のスプレッドが拡大している。新興市場国の資本流入もまた圧力を受け続けており、外貨建て債券発行は減速し、中国を除く現地通貨の流入は依然として力強さに欠ける

(図1.5)。市場の指数はインフレ圧力の期待値を示しているが、地域によって大きなばらつきが見られる。物価圧力上昇に対処するべく、多くの新興市場国では中央銀行が利上げを継続しており、一部の国では政策金利がパンデミック以前の水準に

図1.1 金融環境指標  
(平均からの標準偏差)



出所：Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、IMF職員の試算。  
注：GFSR＝国際金融安定性報告書。EME＝新興市場国経済、AE＝先進国経済。

図1.2 インプライド・ボラティリティ指数  
(パーセント)



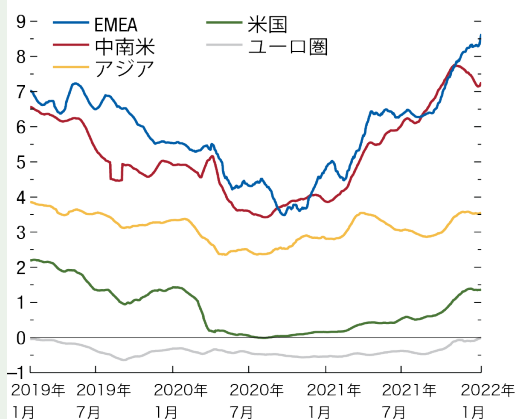
出所：Bloomberg Finance L.P.、IMF職員の試算。  
注：¹米ドルとユーロ、ポンドのスワップション・ボラティリティ指数(1Y1Y)の平均。  
²S&P 500とEuro Stoxx 50、日経225のインプライド・ボラティリティ指数の平均。



まで戻っている。市場参加者は、中南米と欧州新興国を中心に、こうした新興市場国の引き締め局面が向こう数四半期にわたり続くという見方をしている (図 1.3)。先進国による政策の正常化プロセスが新興市場国にも波及すると、実質金利が著しく上昇する恐れがあるだろう。財政赤字と外部資金調達ニーズが高水準であるにもかかわらず、こうして国内金融環境がさらにタイト化すれば、多大な負担となつて、緒についたばかりの成長回復を危険にさらしかねない。

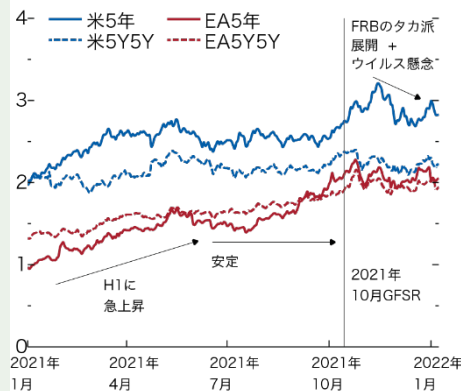
リスク資産は株価評価が高まる中でボラティリティの高まりに直面している。1月初旬、世界のリスク資産市場は、北アメリカとテクノロジー部門を中心に、実質金利上昇の圧力にさらされ、急激なリプライシングに対する高リスク資産の脆弱性を露呈させた。しかしながら、依然マイナスの実質金利 (図 1.6) と堅調な企業業績が株式市場を支え続けている。第3四半期には、サプライチェーン問題、インフレ圧力、労働コスト上昇をめぐる懸念にもかかわらず、ほとんどの主要国の企業はアナリストの予想を上回って非常に高水準の利益を計上した。多くの企業は現在バランスシートが健全な顧客にコスト上昇を転嫁することができ、一部の企業はデジタル化と自動化へのシフトを加速させている。ほとんどの部門の業績は2022年にパンデミック以前の水準を上回ると予想されているが、国際旅行に関連する部門は依然として新型コロナの進展に打撃を受けやすいままだ。バリュエーション・モデル (予想株価収益率など) は、バリュエーションが高まっていることを示している。信用市場では、債券スプレッドが2019年の平均水準を依然として下回っているが、2022年初頭には僅かに拡大した。暗号資産は大幅に下落しているが、その原因は、米規制当局が2022年に先立って2021年11月上旬に行った暗号資産に関する取り組み「暗号スプリント」<sup>4</sup>と、リスク回避のセルオフである。

図1.3 2年先の政策金利の市場予想  
(パーセント、スワップ市場)



出所：Bloomberg Finance L.P.、IMF職員の試算。  
注：EMEA = 欧州新興国と中東、アフリカ

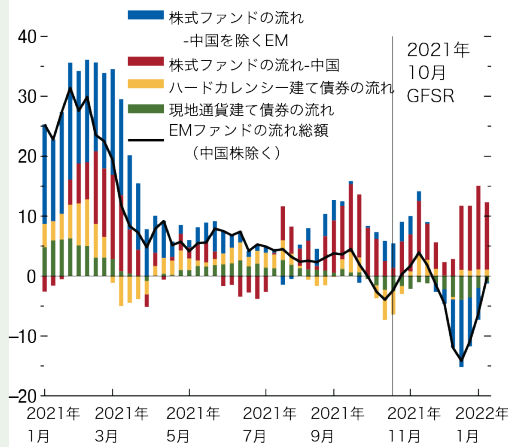
図1.4 市場ベースのインフレ期待  
(パーセント)



出所：Bloomberg Finance L.P.、IMF職員の試算。  
注：EA = ユーロ圏、GFSR = 国際金融安定性報告書、Y = 年。

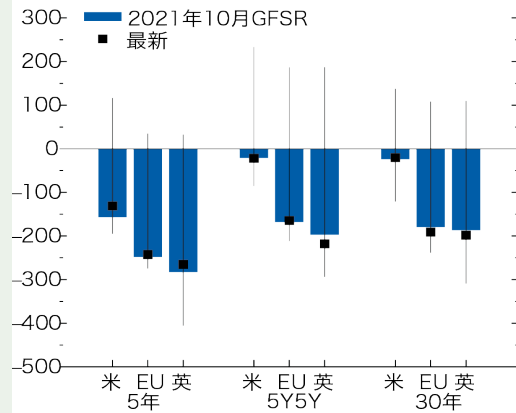
<sup>4</sup> 連邦準備理事会、連邦預金保険公社、および米国通貨監督局は、2021年11月23日付で「暗号資産ポリシープリント・イニシアティブ」に関する共同声明を公表した。いわゆる「暗号スプリント」とは、当局が共同で実施している「ポリシープリント」の一部である。その目的は、暗号資産関連の活動に共通の規制枠組みを提供することであり、法的な妥当性や、安全性、健全性、消費者保護、そして既存の法令の順守に焦点を合わせている。

図1.5 新興国市場への資産の流れ  
(単位: 10億米ドル)



出所: Bloomberg Finance L.P., MSCI, IMF職員の試算。  
注: EM = 新興国市場、GFSR = 国際金融安定性報告書。

図1.6 実質利回り  
(ベーススポイント、スワップ市場)



出所: Bloomberg Finance L.P., IMF職員の試算。  
注: 縦棒は10年の歴史的レンジを示す。

本ボックスの執筆者はセルゲイ・アントーシヤン、ロヒト・ゴエル、シェエリャー・マリク。2021年10月「国際金融安定性報告書 (GFSR)」のデータ締切日は2021年9月30日であり、本ボックスではそれ以降の市場の進展に関して最新情報を提供している。