

2011年9月の世界経済見通し(WEO)の発表後まもなく、ユーロ圏は再び深刻な危機に陥った。

イタリアとスペインの財政の持続可能性に対する市場の懸念は、国債の利回りの急激な上昇を引き起こした。銀行が保有する一部資産の価値が疑問視され、この様な銀行が投資家に対し融資のロールオーバーを説得することができるのか、疑問となった。資金調達問題を懸念した銀行は、信用凍結に踏み切った。信認は落ち込み経済活動は低迷した。

しかし、力強い政策対応がとられたことで事態が好転した。スペインの選挙と、イタリアによる新首相の選出が、投資家にある程度の安心感を与えた。財政協定の採択は、赤字と債務に対処するというEU加盟国のコミットメントを示した。最も重要な点は、欧州中央銀行(ECB)による流動性の供給により、銀行のロールオーバー・リスクが当面回避されソブリン債圧力が軽減したことだと言える。

危機の最悪期が過ぎ去り、米国経済に関する喜ばしいニュースが報道され、楽観志向が幾分戻った。しかし過度に楽観視すべきではない。新たな欧州危機が発生しなくとも、大半の先進国・地域は依然として成長に大きなブレーキがかかっている。さらに、危機が新たに発生するリスクも依然として存在しており、先進および新興市場国・地域に影響を及ぼす可能性がある。

ベースラインについて注目してみる。当分、名目金利がゼロ近傍にあると考えられるにもかかわらず、先進国の需要が何故拡大しないのかという疑問もあろう。その理由として、これらの国々の成長に、程度に差があるものの、財政健全化と銀行のレバレッジの解消という二つの要因がブレーキをかけていることが挙げられる。両者とも、必要な調整を反映しているが、短期的に成長の減速要因となっている。

大半の先進国で、財政健全化が進められている。今年の循環的変動調整後のプライマリーバランスの赤字が平均で対GDP比1ポイント弱減少し、乗数効果を1とした場合、財政再建によ

り、先進国の成長率は約1ポイント縮小することになる。

銀行のレバレッジ解消は、主に欧州に影響を及ぼしている。銀行のレバレッジ解消は必ずしも民間部門への与信の縮小を意味するものではないが、与信のさらなる引き締めに影響すると示す証拠もある。我々の最も可能性のある推定によると、これにより今年ユーロ圏の成長が、さらに1パーセントポイント縮小する可能性がある。

我々の見通しは、これらの影響を反映している。我々は、なかでも欧州で成長は引き続き低迷し、当分失業率は高止まりすると予想する。

新興市場国・地域もこれらの情勢と無縁ではない。先進国経済の低迷は、輸出の伸びの鈍化となった。さらに金融をめぐる不透明性が、リスク嗜好度の急激なシフトと相まって、変動的な資本移動につながった。しかし、多くの場合、新興市場国は堅調な成長を維持するための政策余地を十分に有している。しかし、このような見解が、状況は国により異なるという事実を覆い隠すことが往々にしてある。すなわち、景気過熱に警戒が必要な国もあれば、産出量ギャップがマイナスで、成長維持のための政策を実施することができる国もある。総じて、我々は9月の見通しに若干下方修正を加えたものの、新興市場国・地域では成長が持続すると考える。

リスクに関しては、原油市場に影響する地政学的緊張がリスクであることは間違いない。しかし、欧州での深刻な危機の再発が、主なリスクであることは変わらない。「防火壁」の構築が完成したとき、大きな進歩を遂げることになる。投資家心理の悪化の影響を乗り越える支援や、財政健全化と改革を進める時間的猶予をさらに提供するために、必要に応じて資金を動員することが可能となる。しかし、防火壁のみでは、一部の国が抱える財政や競争力、成長に関する困難な問題を解決することはできない。マクロ経済面或いは政治面での悪いニュースが、昨年の秋に経験したようなダイナミックスを引き起こすリスクが残存している。

政策に話を移すと、財政健全化と銀行のレバレッジ解消の長期的な好ましい影響と短期的な悪影響の間のバランスの最善の取り方に、多くの議論が集中している。

財政政策については、早急な財政健全化に対する市場からの圧力により複雑になっている。さらに、財政引締め策に対する市場の反応は、財政健全化を求める一方で成長の減速に伴い否定的な反応を示すなど、若干一貫性に欠けているように見られることから、更に複雑化している。適切な戦略はこれまでと変わらない。すなわち、早急な財政調整は信頼性の点から必要だが、支出トレンドの縮小、および支出と赤字を漸次的かつ自動的に削減する財政システムとルールの導入の決定を行うなど、長期的な信頼に足るコミットメントを求めるべきである。この点での進展が、なかでも米国と日本で不十分である。しかし、この面で更なる進展がなくとも、短期的な財政健全策については、現水準で概ね適切だと思われる。

銀行のレバレッジ解消をめぐる課題は二つある。財政政策と同様、第一の課題はレバレッジ解消全体の適切なペースの見極めである。第二に、レバレッジ解消により、国内のみならず他国でも信用収縮を引き起こすことがないようにしなければならない。一部公的資金による銀行の資本増強は、既にアジェンダにはないようだが、検討する必要があるかもしれない。これが、与信と経済活動の拡大につながることから、注

入した資金は、他の財政措置と比較しても、一段と容易に取り戻すことが可能であろう。

リスク軽減政策については、焦点は明らかに欧州である。政府と銀行の連関性の軽減を図る措置を導入すべきであり、たとえば、ユーロレベルの預金保険や銀行の破たん処理制度の構築から、ユーロ建て債券の共通市場の創設など、限定的な形でのユーロ債の導入といったことが考えられよう。これらの措置は早急に必要であり、危機がじきに発生するとなった場合、効果を発揮するだろう。

一步下がってみると、欧州をはじめとする先進国・地域の持続的な成長の拡大が、おそらく最も重要だが最も達成が困難な課題であろう。成長の低迷は、低調なベースライン予測の原因となるのみならず、財政調整を困難にしかつそのリスクを高める。差し当たっては、需要を高める措置に集中すべきである。今後、潜在成長力を高める措置にも注力する必要がある。望むべくは双方を行う措置であるが、そのようなものは無いに等しいだろう。しかし、より現実的には、長期的に有益で、かつ短期的に需要を抑制しない改革を求める必要がある。これらの改革の特定と、その短期的な潜在的な負の影響への対策を、政策の最優先課題とすべきであろう。

オリビエ・ブランシャール
経済顧問

世界経済の見通しは、2011年に大きく悪化した後、再び次第に力強さを増している。しかし、下振れリスクは依然として高い。2011年の後半に、米国の経済が改善を見せ、ユーロ圏が混迷する経済危機に対しより良い政策をとったことで、世界経済が急激に減速する可能性が低下した。結果、主要な先進国・地域では、再び経済の回復が緩慢ながらも見込まれ、大半の新興市場および途上国・地域では、引き続き比較的堅調な成長が予測される。しかし、この改善の足取りは極めて脆弱である。政策担当者は、中期的に健全な成長を実現するうえで不可欠な、抜本的改革を継続しなければならない。また、先進国・地域では産出量ギャップが大きいことから、依然として低調な成長を支えるべく、当面は政策を調整する必要がある。

2012年の世界経済の成長率は、2011年後半と2012年前半の経済活動の低迷を受け、2011年の約4%から3.5%に落ち込むと考えられる。2012年1月の世界経済見通し(WEO)改訂版で、ユーロ圏の政府と銀行部門の情勢の悪化によるダメージを背景に、2011年9月のWEO見通しを下方修正した。ユーロ圏を含めた大半の国や地域の成長率は、2012年1月のWEO改訂版予測より若干力強いものとなる。第1章で述べるように、2012年を通し経済活動が再び加速することで、2013年の世界の成長率は約4%に回復する見込みである。ユーロ圏は、ソブリン債務危機、総体的な信認の喪失、銀行のレバレッジ解消の実体経済への影響、市場圧力を受けた財政健全化の影響などを背景に、2012年は穏やかな景気後退局面に入ると引き続き予測される。欧州の様々な問題を理由に、先進国・地域のグループとしての経済活動は、2012年、翌2013年の成長率が、それぞれ僅か1.5%、2%と予想されるなど、引き続き期待を裏切るものとなる。これらの国や地域の雇用創出は引き続き低迷し、失業者はさらなる所得支援および職業訓練、再訓練、職業紹介の面での支援が必要となる。新興市場および途上国・地域の実質GDP成長率は、2011年の6.25%から、2012年は5.75%へと鈍化すると考えられるが、その後、マ

クロ経済政策の一層の緩和と外需の改善を背景に、2013年には6%まで再加速する見込みである。第2章で論ずるように、ユーロ圏危機の伝播は欧州の他の国々に大きく影響することになる。一方、欧州以外の国や地域では、金融のボラティリティは一段と増加するものの、ユーロ圏危機が再燃しなければ、経済活動への大きな影響はないだろう。

システミックリスクの軽減において政策が果たした役割は重要であるが、ここで立ち止まってはならない。欧州中央銀行(ECB)の三年満期のリファイナンス・オペ(LTROs)、欧州の防火壁の強化、野心的な財政調整プログラム、および製品市場と労働市場の大々的な改革の実施がユーロ圏の情勢の安定化に寄与し、銀行や政府にかかる圧力が軽減された。しかし、懸念は引き続き残る。また、先の給与税減税と失業保険給付の延長により、米国経済に悪影響を及ぼす可能性があった。財政の急激な引き締めを回避することができた。より広く見ると、多くの先進国・地域が、中期的な財政健全化のための堅牢なプログラムの策定と導入において大きく前進した。同時に、新興市場および途上国・地域では、これまでの政策の改善が功を奏している。しかし、さらなる措置を取らなかった場合、ユーロ圏の問題が容易に再燃し、米国では2013年に著しく急激な緊縮財政が選択される可能性がある。

以上を踏まえ、これまでの世界経済見通しで繰り返し指摘してきたように、下振れリスクは引き続き高い。あいにく、これまでに指摘したリスクの一部が現実となった。この度のWEOの各予測は、これまでの下方シナリオと比較し若干良いというだけである¹。引き続き、ユーロ圏危機の一層の悪化による一段と広範なリスク逃避が、当面の懸念材料である。本WEOで詳しく検証しているように、このシナリオは、当予測と比較し、世界およびユーロ圏の産出高が、2年で各々2%、3.5%落ち込む可能性を示している。また、地政学的不透明性が、原油価格の急騰を引き起こす可能性もある。原油価格が約50%上昇

¹ 2011年1月のWEO改訂版の下方シナリオを参照

議論は、個人ではなく国を対象としているが、この問題がユーロ圏危機への対処を非常に困難にしている。どちらにしても、需要を支える的を絞った介入は、遥かに高いコストを伴うマクロ経済プログラムと比較し、大幅な効果を発揮すると思われる。モラルハザードの問題は、規制と監督の強化により一部対処することも可能である。

新興市場および途上国・地域では、力強いマクロ経済政策と構造政策が引き続き効力を発揮しているものの、国内では脆弱性が次第に蓄積している。これまで10年に渡り、これらの国や地域の多くが、急速な与信の伸びと国際商品価格の上昇に支えられ、予測以上に良い状態にある。与信の伸びが金融の深化の現れである限り、これは成長へのプラスの影響となっている。しかし、大半の国や地域では、銀行融資の質に対する疑念を深めることなく、信用が現在のペースで拡大を続けることは不可能である。また、国際商品価格が、地政学的緊張により短期的に急騰するものの、これまで10年間で見られたような高い水準で推移するとは考えられない。これは、第4章で論じたように、財政政策をはじめとした様々な政策が、潜在成長率の低下に適応する必要があることを示している。

新興市場および途上国・地域では、力強い経済活動、高い与信の伸び、変動的な資本フロー、高止まっている国際商品価格による景気過熱圧力と、エネルギー価格に起因するインフレと財政ポジションのリスクの再燃の抑制に努めながら、先進国・地域からの大きな下振れリスクに対処すべくマクロ経済政策を適切に調整することが、当面の主要な課題である。適切な対応は異なるだろう。マクロ経済政策がほぼ正常化している国や地域では、短期的には先進国・地域からの需要の低下への対応に焦点を絞るべき

だろう。同時に、マイナスの波及効果や変動的な資本フローに対応する用意がなくてはならない。他の国や地域では、マクロ経済政策の余地の再構築とプルーデンシャルな政策と枠組みの強化に引き続き取り組む必要がある。金融政策担当者は、原油価格の高騰がより広範なインフレ圧力とならないよう警戒する必要がある。また、財政政策は、補助金の対象を最も脆弱な世帯のみとするなど、公的部門のバランスシートへのダメージを抑制しなければならない。

最近の情勢に照らし、グレート・リセッションの間に急激に縮小した世界の経常収支の不均衡は、再び拡大することないと考えられる。これは主に、危機前に巨額の対外赤字を抱えていた国や地域の特徴であった過剰消費の伸びが疲弊し、黒字国のより高い消費に相殺されていないことによる。結果、世界経済は、危機直前までの好況期と比較し、全ての地域で需要と成長の損失を経験した。主要な黒字国・地域による、これまで以上に市場が決定する為替レートシステムに支えられた、消費拡大へのシフトを進めるリバランスは、これらの国のみならず世界全体の見通しの改善に貢献するだろう。

緊縮財政のみでは、主要国・地域経済の停滞に対処することはできない。より力強い協力者からのリソースを活用し、調整を緩和し根本的な問題(米国の弱い家計、ユーロ圏の弱い政府)により良くターゲットを絞った政策が必要である。政策担当者は、非伝統的な金融支援に伴うリスクを過剰に懸念するあまり、中央銀行の政策実施余地を制限することがないようにしなければならない。非伝統的な政策は抜本的改革の代替とはならないが、より良い政策とより高い世界成長の可能性を著しく毀損する債務デフレの罠に、新たな主要国が陥るリスクを抑制することができよう。