

2009年1月28日

## 低迷する世界経済と迫られる政策対応

2009年の世界経済成長率は、0.5%まで落ち込むと予測される。これは第二次世界大戦以降最悪の数値である。多岐にわたる政策の実施にもかかわらず、金融市場の極端な逼迫が続いており、実体経済の悪化を引き起こしている。金融部門の機能が回復し、与信市場が動き出さない限り、持続可能な経済回復は見込めない。この実現に向け、信頼性の高い貸倒れ損失の認識を行わせ、中期的観点に存続可能な金融機関を選別し、存続可能と判断される金融機関に対し資本注入と不良資産の切り離しを内容とする公的支援を行う、新たな政策イニシアチブが求められる。また、財政金融政策による総需要の下支えをさらに強化しかつ当分の間そうしたスタンスを維持する必要がある。同時に、長期的な財政の安定を確保するための戦略も必要となる。これらの政策の策定・実施に際し、国際協調が必要不可欠である。

### 深刻な経済低迷期に突入した世界経済

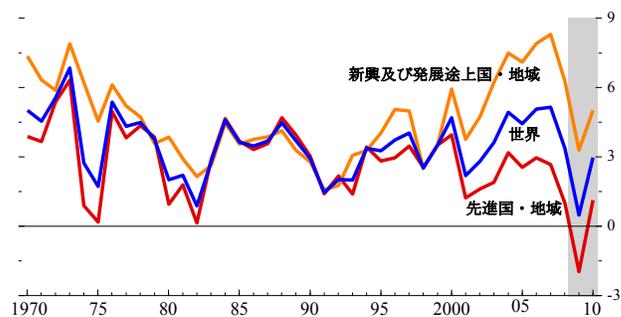
2009年の世界経済成長率は0.5%へと減速する見通しである。これは購買力平価GDPで加重平均した数値であり、市場為替レートを用いた加重平均では、成長率はマイナスになると予測される(表1.1及び図1)。これは、2008年11月の改訂WEO比約1.75%ポイント下方修正にあたる。信用収縮への対策を続け、拡張的な財政金融政策を採ることで、世界経済は2010年には徐々に持ち直し、成長率も3%に回復すると予測される。しかし、見通しは非常に不透明であり、この回復のタイミングとペースの実現は強力な政策の実施如何にかかっている。

### 金融市場は引き続きストレス下に

資本の追加注入や信用リスクの軽減にむけた様々な施策に関わらず、金融市場は2008年11月の改訂WEOで想定した以上に長期にわたり非常に厳しい状況にある<sup>1</sup>。10月末比で見ても、政府保証の付与にも関わらず、先進国・地域の資金調達市場のスプレッドはごくゆっくりとし

か縮小しておらず、クレジット市場のスプレッドは依然としてピーク時の水準に近い。新興

図1 GDP成長率  
(パーセント)



出所：IMF スタッフ推計

国・地域でのソブリン・スプレッドとコーポレート・スプレッドは最近多少は縮小気味だが、依然として高水準にとどまっている。経済の先行き悪化の見通しを反映し、先進国でも新興市場でも株価はほとんど回復していない。為替市場は、引き続き振幅が激しい状態が続いている。

金融市場は2009年を通し逼迫した状態が続くとみられる。先進国・地域がこうした厳しい状況から脱却するためには、金融セクターのリストラを行い、損失の規模に関する不透明感を除去

<sup>1</sup> 「国際金融安定性報告書 市場アップデート 2009年1月」参照。

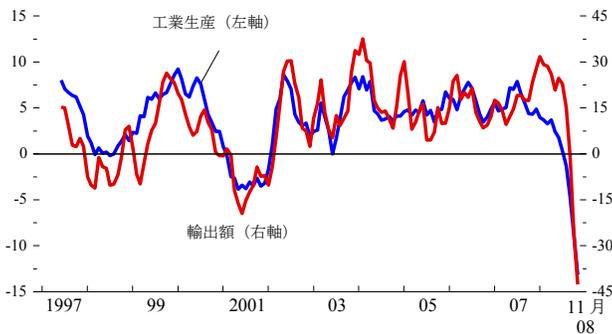
し、実体経済の鈍化と金融システムの悪化の悪循環を断ち切る強力な政策の実施が必要であろう。新興国・地域においては、金融市場は当面きわめて厳しいものとなると予想され、多額な債務の借換えが必要な企業を抱える地域では特に厳しいものとなるであろう。

### 実体経済と金融部門間の悪循環が被害を拡大

世界の生産と貿易は2008年末にかけて急落した(図2)。政策対応にもかかわらず不透明感は払拭されず、金融危機が長引いている。このため、先進並びに新興国・地域での資産価値は大きく下落し、家計部門資産が減少、その結果消費需要への下方圧力が続いている。さらに、こういった極めて不透明な状況は、家計や企業による支出の先送りにつながっており、消費財や資本財に対する需要が減少している。同時に、信用市場の混乱の拡大が家計支出を制約し、生産と交易の縮小を引き起こしている。

### 図2 世界工業生産および貿易の伸び

(変化率(3ヶ月前比)、年率換算)



出所: Haver Analytics および IMF スタッフ推計

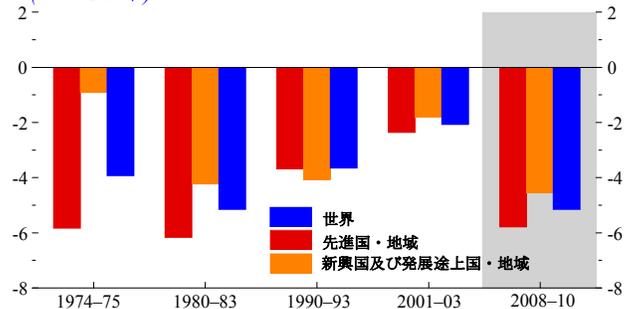
### 先進国・地域の経済は第二次世界大戦以来最悪の景気後退に局面に

この不透明な状況を背景に、2009年の先進国・地域の産出高は2%縮小すると予測される。年次ベースでのマイナス成長は戦後初のことであ

り、経済産出の累計ロス(潜在生産力比)は、1974年から75年、そして1980年から82年に見られたものと同程度の規模に達するものと見込まれる(図3)。しかしながら、金融市場の段階的な正常化を支えるより包括的で協調的な政策が採られ、多くの先進国において大規模な財政刺激策と大幅な金利引下げが実施されるならば、2009年末にかけて産出は回復を始め2010年には1%程度上昇すると見込まれる。この間に米国の住宅市場が安定化し回復の支えとなるものと期待される。

### 図3 世界経済減速時における潜在生産量に対する経済産出の累積ロス

(パーセント)



出所: IMF スタッフ推計

### 新興及び途上国・地域の経済は深刻な景気減速局面に

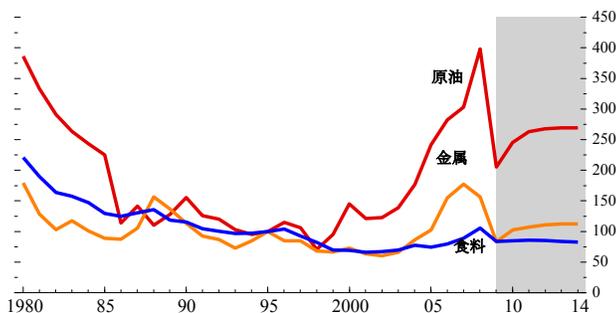
新興及び途上国・地域の成長率は急激に鈍化し2008年の6.25%から2009年には3.25%へと下降する見込みである。この背景には、長引く輸出需要の減退と貿易信用の縮小、商品価格の下落、対外資金調達環境の大幅悪化(大規模な対外収支不均衡を抱える国について顕著)などがある。多くの新興国ではより堅固な経済枠組みが整ってきていたため、以前に比べると成長を支えるための政策発動の余地があり、結果現下の空前の外生ショックの影響を緩和することが出来ている。このため、これらの国々は深刻な景気減速を経験するものの、これまでの世界的な景気後退時に比べても遜色の無い、あるいは

より高めの成長を維持できるものと見込まれる。アフリカ諸国を始めとする途上国もまた、これまでのマクロ経済政策の改善のおかげで困難により適切に立ち向かうことができるであろう。しかし、アフリカ大陸は、貧困レベルが高く第一次産品への依存度も大きいことから、他の地域と比べると弱い立場にあるといわざるをえない。

### 沈滞する世界成長、商品価格の高騰に終止符

世界需要の落ち込みが商品価格の崩壊を引き起こした（図4）。生産の削減と地政学的リスクの高まりにもかかわらず、原油価格は、実質ベースではまだ1990年代を上回っているものの、2008年7月の最高値から60%以上も下落している。IMFの原油価格の基本シナリオは、2009年は1バレル50ドル、2010年は1バレル60ドルと下方修正されており（11月の改訂WEOではそれぞれ68ドル、78ドル）、しかもこのシナリオから下方にはずれる可能性のほうが高い。金属及び食糧価格見通しも同様に最近の動きを反映して下方修正されている。これらの価格の下落は、多くの第一次産品輸出国の成長見通しを押し下げる要因となっている。

図4 実質商品価格  
(1995 = 100)

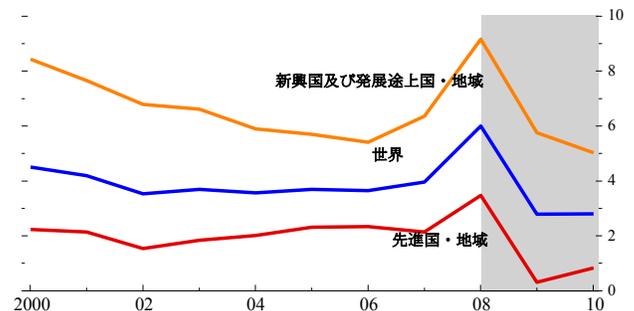


出所：IMF スタッフ推計

### インフレ圧力は緩和

実体経済の不振と商品価格の下落によりインフレ圧力が緩和されている（図5）。先進国・地域の消費者物価指数は、2008年の3.5%から2009年には過去最低の0.25%へと低下した後、2010年には0.75%へと若干回復する見込みである。さらに、一部先進国・地域では消費者物価上昇率が極端に低い（もしくはマイナスの）状態が続く局面が生じると見られる。新興及び途上国・地域においてもインフレは2008年の9.5%から2009年が5.75%、2010年には5%と低下する見込みである。

図5 CPI（消費者物価指数）インフレ率  
(パーセント)



出所：IMF スタッフ推計

### 世界的な金融・財政政策が 成長維持に大きく寄与

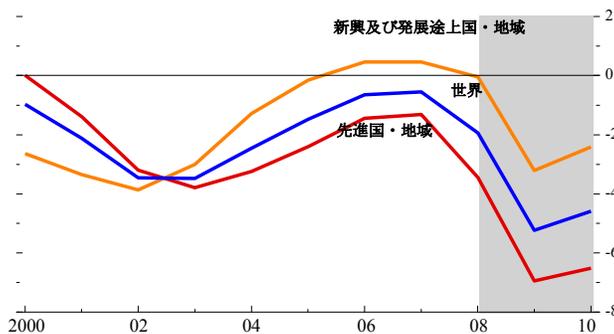
見通しの急激な悪化とインフレ圧力の緩和を受け、先進国の中央銀行は政策金利の引き下げと信用供与改善にむけた強力な政策を実施した。就中インフレ圧力の緩和を受け、政策金利はここ数ヶ月で大幅に引き下げられた。もともと、インフレ期待の低下により実質金利への効果は軽減されてしまっている。11月の改訂WEOでの見通しと比べ、2009年の短期市場金利は米国、ユーロ圏、そしてイギリスにおいて約0.75%ポイント低くなると想定されているが、これは市場予想に合わせたものである。新興国・市場の

中央銀行も同様に、政策スタンスの緩和と市場流動性の改善へと動き出している。

経済低迷への対策として、多くの政府が財政面からの経済刺激策を発表している。これを受け、11月の改訂 WEO とは異なり、当予測においては大規模な財政拡大を織り込んでいる。具体的には、2009年の G-20 諸国の財政刺激策は GDP の 1.5% に及ぶと想定している。財政の自動安定化機能の効果や資産価格の急落による歳入減、金融部門救済費用の負担による財政赤字の拡大も見込まれる。その結果、2009年の先進国・地域の財政収支は 3.25% ポイント悪化し、GDP 比 7% の赤字となると見込まれる（図 6）。

**図表 6 一般政府財政収支**

(対 GDP 比、パーセント)



出所：IMF スタッフ推計

### 見通しはこれまでに無く不透明である

現下の金融危機の影響が非常に大きく、世界経済が未知の領域に入り込んでしまったことから、下振れリスクが支配的な状況が続いている。金融市場の逼迫と不透明な状況の改善にむけ断固たる措置が講じられない限り、実体経済と金融市場の悪循環は強まり、世界の経済成長はさらに惨状を呈することになりかねない。加えて、いくつかの先進国・地域ではデフレのリスクが高まっており、また、対外資金調達の困難が続き新興国・地域の企業部門が大きな打撃を受け

る恐れもある。さらに、財政政策は短期的には景気の下支えのための重要な役割を果たしているが、政府が財政の長期的な持続可能性維持に向けた戦略を明確にしない限り、公的債務の発行の急増は市場の望ましくない反応をまねく恐れがある。

見通しから上振れする可能性もある。特により強力な政策の実施を受け、世界の金融状況が予想以上に早い改善を見せる可能性もある。これは消費者マインドと企業景況感を改善させ信用収縮を緩和し、世界経済を押し上げることに繋がる。

### 強固で相互補完的な政策努力が経済活性化のカギ

これまでの政策努力は（流動性供給、預金保護、資本増強計画を通して）金融の安定への差し迫った危機の解決に向けられてきた。しかし、これらは金融機関の長期的な健全性（ソルベンシー）をめぐる不透明感の払拭には有効な手段ではなかった。損失認識や不良債権の処理のプロセスが完了していない。故に、金融部門に対する政策はこのプロセスの推進に重きを置くべきである。貸倒れ損失の内容が信用でき、かつその認識が統一的に行われることを強制し、存続可能な金融機関に対し公的支援を行うことを内容とすべきである。このような政策は、破綻銀行の処理、「バッドバンク」を含む不良資産の処理のための公的機関の設立といった施策によって補完されるべきであり、また、公的な負担が過大にならないようにすべきである。

金融政策は、引き続き重要な政策手段である。当見通しは政策金利の大幅な引き下げを織り込んでいる。もともと、金融市場が混乱の最中にあるうちは、金利の引下げが経済を下支えする効果には限界があろう。一部主要国では金利がゼロに近づいており、中央銀行は、自らのバラ

ンスシート用いて金融をさらに緩和する政策対応を模索している。金融政策の重点は（高スプレッドと低流動性に陥っている）枢要な信用市場の回復に置かれるべきである。

現状では、多くの先進国・新興国による財政刺激策の時宜を得た実施が世界成長の重要なカギとなる。当見通しは強力で協調された政策の実施を前提としており、その実施が少しでも遅れれば見通しは悪化しかねない。政策の発動余地がある国は状況がさらに悪化した場合には追加的な施策を実施するとの決意を明確にすべきである。刺激策は主に一時的な施策で構築すべき

であり、中期的な財政枠組みの中に位置づけられるべきである。この財政枠組みは景気刺激に伴う財政赤字の増大が経済の回復とともに減少に向かうことを保障し、人口高齢化圧力を前にしても維持可能な財政安定を確保するものでなくてはならない。財政的な余地が限られている国は、対外環境の悪化への対応余地を残しつつ、金融部門への支援と信用の流れの確保のための支出に重点を置くべきである。しかしながら、途上国が苦労の末得た経済上の成果を失うことが無い様、予算の引き締めの中でも対外援助の削減を避けることが重要である。

表 1.1 世界経済見通し

(特記がない限り年変化率、パーセント)

	前年比				第4半期の比較				
	2007	2008	見通し		2008年11月WEOからの変化		推定値	見通し	
			2009	2010	2009	2010	2008	2009	2010
<b>世界経済成長率<sup>1</sup></b>	<b>5.2</b>	<b>3.4</b>	<b>0.5</b>	<b>3.0</b>	<b>-1.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>3.4</b>
先進国・地域	2.7	1.0	-2.0	1.1	-1.7	-0.5	-1.1	-0.5	1.6
米国	2.0	1.1	-1.6	1.6	-0.9	0.1	-0.7	--	2.0
ユーロ圏	2.6	1.0	-2.0	0.2	-1.5	-0.7	-0.7	-1.4	0.9
ドイツ	2.5	1.3	-2.5	0.1	-1.7	-0.4	-1.2	-1.0	0.4
フランス	2.2	0.8	-1.9	0.7	-1.4	-0.8	-0.5	-1.8	2.2
イタリア	1.5	-0.6	-2.1	-0.1	-1.5	-0.1	-1.5	-1.3	0.8
スペイン	3.7	1.2	-1.7	-0.1	-1.0	-0.9	-0.4	-1.5	0.5
日本	2.4	-0.3	-2.6	0.6	-2.4	-0.5	-3.0	-0.2	0.8
イギリス	3.0	0.7	-2.8	0.2	-1.5	-0.9	-1.8	-1.5	0.8
カナダ	2.7	0.6	-1.2	1.6	-1.5	-1.4	-0.4	-0.4	2.0
その他先進国・地域	4.6	1.9	-2.4	2.2	-3.9	-1.0	-1.6	0.1	2.7
新興工業経済地域 (アジアNIEs)	5.6	2.1	-3.9	3.1	-6.0	-1.1	-3.4	0.6	3.3
新興市場及び途上国・地域 <sup>2</sup>	8.3	6.3	3.3	5.0	-1.8	-1.2	4.5	3.5	5.8
アフリカ	6.2	5.2	3.4	4.9	-1.4	-0.5	...	...	...
サブサハラ地域	6.9	5.4	3.5	5.0	-1.6	-0.7	...	...	...
中央及び東ヨーロッパ	5.4	3.2	-0.4	2.5	-2.6	-1.3	...	...	...
独立国家共同体 (CIS)	8.6	6.0	-0.4	2.2	-3.6	-2.3	...	...	...
ロシア	8.1	6.2	-0.7	1.3	-4.2	-3.2	2.7	-1.3	1.9
除ロシア	9.7	5.4	0.3	4.4	-1.3	-0.3	...	...	...
アジアの発展途上国	10.6	7.8	5.5	6.9	-1.6	-1.1	...	...	...
中国	13.0	9.0	6.7	8.0	-1.8	-1.5	6.8	7.5	8.1
インド	9.3	7.3	5.1	6.5	-1.2	-0.3	5.1	5.3	7.1
ASEAN-5	6.3	5.4	2.7	4.1	-1.5	-1.3	4.1	3.1	4.5
中東	6.4	6.1	3.9	4.7	-1.5	-0.6	...	...	...
西半球	5.7	4.6	1.1	3.0	-1.4	-1.0	...	...	...
ブラジル	5.7	5.8	1.8	3.5	-1.2	-1.0	4.3	2.2	4.2
メキシコ	3.2	1.8	-0.3	2.1	-1.2	-1.4	--	0.2	3.3
メモ									
欧州連合	3.1	1.3	-1.8	0.5	-1.6	-0.8	...	...	...
世界経済成長率 (市場為替レート換算ベース)	3.8	2.2	-0.6	2.1	-1.7	-0.7	...	...	...
<b>世界貿易量 (財・サービス)</b>	<b>7.2</b>	<b>4.1</b>	<b>-2.8</b>	<b>3.2</b>	<b>-4.8</b>	<b>-2.5</b>	...	...	...
輸入									
先進国・地域	4.5	1.5	-3.1	1.9	-3.0	-1.8	...	...	...
新興市場及び途上国・地域	14.5	10.4	-2.2	5.8	-7.0	-3.6	...	...	...
輸出									
先進国・地域	5.9	3.1	-3.7	2.1	-5.0	-1.8	...	...	...
新興市場及び途上国・地域	9.6	5.6	-0.8	5.4	-5.8	-3.5	...	...	...
<b>商品価格 (米ドルベース)</b>									
原油 <sup>3</sup>	10.7	36.4	-48.5	20.0	-16.7	9.7	...	...	...
除化石燃料 (世界商品輸出に基づく加重平均)	14.1	7.4	-29.1	7.3	-10.4	6.3	...	...	...
<b>消費者物価指数</b>									
先進国・地域	2.1	3.5	0.3	0.8	-1.1	-0.8	2.6	0.3	0.9
新興市場及び途上国・地域 <sup>2</sup>	6.4	9.2	5.8	5.0	-1.3	-0.5	7.6	4.7	4.2
<b>LIBOR (パーセント)<sup>4</sup></b>									
米ドル	5.3	3.0	1.3	2.9	-0.7	-1.4	...	...	...
ユーロ	4.3	4.6	2.2	2.7	-0.8	-0.8	...	...	...
円	0.9	1.0	1.0	0.4	--	-0.3	...	...	...

注: 実質実効為替レートは2008年12月8日-2009年1月5日の水準に留まると想定。成長率集計の際の各国ウェイトは改定値を使用。

<sup>1</sup> 四半期の推定値及び見通しについては、世界購買力平価 (PPP) ウェイトでみて全体の90パーセントに相当する国・地域を含む。<sup>2</sup> 四半期の推定値及び見通しについては、PPPウェイトでみて新興および発展途上国・地域の約76パーセントに相当する国・地域を含む。<sup>3</sup> 英国ブレント、ドバイ、ウエスト・テキサス・インターメディアートの原油価格の単純平均。1バレル当たりの2008年の平均原油価格は97.03米ドルであった。2009年は50.00米ドル、2010年は60米ドルと仮定。

<sup>4</sup>米国および日本については6カ月物、ユーロ圏については3カ月物金利。