

# 総括

「強固で持続可能かつ均衡の取れた世界経済の回復」—G20のピッツバーグ・サミットで掲げられた目標は、決して容易に達成できるものではないことは明らかだった。従来のビジネス・スタイルに戻る以上のことが求められ、経済の再調整を実現する上で重要且つ困難な二つの措置が必要となる。

第一に、国内における再調整である。民間需要が崩壊した際、刺激策を実施したことで、産出高の下落に歯止めをかけることができた。しかし、最終的には刺激策から財政再建へと舵を切らなければならない。また、民需は力強く持続的成長を牽引するものでなければならない。

第二に、対外的な再調整である。米国をはじめ、過度に内需に依存していた多くの先進国は、これまで以上に純輸出に主軸をおかねばならない。一方、中国など、過度に純輸出に依存していた多くの新興市場国・地域は、一段と内需に頼る必要がある。

これら二つの再調整に向けた措置の進展は遅々たるものに留まっている。

先進国・地域の国内民需は、危機の前の金融界のやりすぎの是正作業や危機の後遺症がブレーキとなり、依然として弱い。危機の前、過剰に借入れを行った米国消費者は、貯蓄を増やし消費を控えている。これは長期的観点から見れば良い傾向ではあるが、短期的には需要の足かせとなる。住宅ブームは今では落ち込み、住宅投資は当面低調に推移するものと考えられる。また、金融システムが弱いことから信用逼迫の状態が続いている。

対外的な再調整は、依然として限定的なものとなっている。純輸出は先進国・地域の成長に寄与しておらず、米国は未だ巨額な貿易赤字を抱えている。多くの新興市場国・地域では、引き続き大幅な経常黒字の状態が続いており、資本流入に対しては、為替レートの切り上げではなく、主に外貨準備を積み増すことで対応している。外貨準備高はかつてないほどまでに増加しているが、今後もその傾向が続くと考えられる。

上記の結果が、強固さに欠け均衡が取れておらず、さらに持続性に問題がある回復である。これ

まで1年程の間は、在庫積み上げと刺激策が回復の原動力となっていた。前者はほぼ終了し、後者は次第に解消されていることから、消費と投資が回復を先導しなければならない。しかし、大半の先進国・地域では、消費・投資ともに弱く、純輸出にもほぼ改善が見られないことから、低成長に留まっている。失業率は高く低下していないに等しい。対照的に、金融界のやりすぎが限定的で危機の後遺症が僅かとなっている多くの新興市場国・地域では、消費、投資、及び純輸出が力強い成長を支えており、再び潜在産出高に近い状態となっている。

状況の改善に向けどのような施策が考えられるだろうか。

第一に、民需が弱いところでは、中央銀行は緩和的な金融政策を継続すべきである。しかし我々は現実的にならねばならない。これ以上多くを行うことは不可能であり、量的或いは信用の一層の緩和に過度の期待をすべきではない。低金利の継続が過度のリスクテイク姿勢を引き起こすという証拠はないものの、このようなリスクが現実となった場合は、政策金利の引き上げではなく、マクロプルデンシャル措置で対処すべきである。

第二に、必要と判断された場合、政府は金融部門の再建及び改革の双方を継続しなければならない。多くの銀行が依然として過小資本の状態にあり、信用逼迫が需要を抑制している。証券化は、将来の仲介システムで重要な役割を果たすことが求められるが、引き続き停滞している。金融改革は進んでいるが「大きすぎて潰せない」機関、規制の範囲、並びに国境を越える事項についての疑問が残されたままとなっている。改革を巡る不透明感を早急に緩和することで、金融システムが、需要及び成長を一段と支えることが可能となるだろう。

第三に、やはり必要と判断された場合、政府は財政再建に取り組まねばならない。現時点において重要なことは、刺激策の解消というよりも、債務の安定化そして最終的には債務の削減に向けた、現実的な中期的計画を提示することであり、これには、財政ルール、独立財政機関の設立、或いは給付金制度の段階的な改革などが含まれよう。これらは大半の国では未だ提案されていないが、不

可欠であり、一旦実施されれば、当面成長を持続させるための財政の柔軟性が、更に高まることになろう。

第四に、巨額の経常黒字を有する新興市場国・地域は、再調整作業を加速しなければならない。これは世界経済のみならず、当該国・地域のプラスにもなる。多くの国では、様々な歪みが消費レベルを極端に押し下げ、投資が過度に低く抑えられている。これらの歪みを撤廃し、消費及び投資を喚起することが望まれる。総じて、市場の情勢は、大規模な資本流入という形でこれらの国々を正しい方向へ進ませている。準備高の積み増しにより相殺されない限り、資本流入は為替レートの切り上げに繋がるだろう。さらに、マクロプルデンシヤル措置や資本規制も行うことで、国内消費向けに生産をシフトすることが可能となるだろう。最後に、資本が突然途絶える状況が引き続き懸念材

料となっている場合は、世界の流動性の供給をより効果的に行うことで、外貨準備高の積み増しを抑制することができるだろう。

以上述べた全ての事項は相互に関連している。先進国・地域が、これまで以上に力強い国内外双方の民需に主軸をおくことができなければ、財政再建の実現は困難になるだろう。さらにソブリン・リスクに対する懸念は、容易に成長を頓挫させる。先進国の成長が停止した場合、新興市場国・地域のデカップリングは困難だ。今日、国レベルでの慎重な政策の構築と国際レベルでの協調が、1年半前の危機の最悪の局面にあった時以上に重要だといえよう。

オリビエ・ブランシャール  
経済顧問

# 要旨

これまでのところ、経済は総じて予測通りの回復を見せているが、引き続き下振れリスクが高い状態になっている。大半の先進国・地域及び一部の新興市場国・地域は、依然として大規模な調整を行う必要がある。これらの国や地域の回復は緩慢であり、また失業率が高く大きな社会問題となっている。対照的に、新興市場及び途上国・地域は、グレート・リセッション(大規模景気後退局面)直前に、大きな金融界のやりすぎという問題がなかったことから、再び力強く成長している。健全且つ持続的な回復の実現には、再調整に向けた二つの措置、すなわち、先進国の民間需要を強化し財政再建を実現する国内での再調整、並びに米国など赤字国による純輸出の拡大と、アジア新興国など黒字国による純輸出の縮小を実現する、対外的な再調整を行うことが求められる。これら二つの措置は相互に密接に作用する。先進国の純輸出の増加は、需要及び成長の一段と高い伸びを意味し、財政再建の更なる余地を生むことになる。また、内需の拡大により、新興市場国・地域は輸出の減少に直面した場合でも、成長を維持することができる。これら再調整措置を支えるには、数多くの方策が必要となる。先進国では、健全な与信の伸びの回復に向け、金融部門の再建及び改革を加速化させるとともに、2011年初頭には財政調整を開始しなければならない。また、財政政策の余地を新たに作り出すために、今後の財政赤字を減らす計画を早急に策定することが肝要である。世界経済の成長が、予測以上に著しく鈍化する恐れがある場合は、財政政策を行使する余力のある国は、予定している財政再建の一部を延期することも可能であろう。一方、主な新興市場国・地域は、為替レートの柔軟性を一層向上させ、国内の成長源を更に発展させることが必要となるであろう。

## 経済活動は力強さを増したものの、金融の安定化プロセスは後退

2010年前半を通し、経済回復は力強さを増していった。世界経済は、7月の世界経済見直し

(WEO)改訂版の予測をおよそ0.5%上回る、約5.25%の成長を遂げた。急速な在庫の積み上げや続く設備投資の急増を背景に、製造と世界貿易が劇的に拡大した。多くの先進国では、消費者マインドの冷え込み、並びに家計所得や資産の減少により消費が抑制されている。2010年前半のこれらの国の成長率は約3.5%であったが、第二次世界大戦後で最悪の、景気後退局面から脱却している過程であることを考えると、低成長だと言える。民間設備投資の回復が雇用の一層の成長に結びつかない限り、回復は引き続き脆弱と見込まれる。一方、多くの新興市場国・地域では、家計支出は好調で投資が雇用創出を促すなど、約8%の成長を遂げた。このように、先進国と新興市場国・地域で回復のペースが異なることについては、第2章で詳細に検証している。

同時に、本報告書と同時に発表された2010年10月の国際金融安定性報告書(GFSR)で示しているように、金融の安定化へのプロセスは大きく後退した。市場のボラティリティが上昇し、投資家の信認は落ち込んだ。多くの証券取引所では、金融機関の株並びに欧州の市場の情勢が引き金となり、株価が下落した。ユーロ圏の脆弱な国の国債の大量の売りが、銀行システムに混乱を巻き起こし、金融システムの危機を引き起こした。これが回復の持続性を巡り既に存在していた懸念を増大させ、株価の更に幅広い下落を引き起こした。社債のリスクプレミアムは拡大し、5月の社債の発行は僅かにまで落ち込んだ。新興市場国・地域においても社債の発行は急減した。しかし、夏の初めには、金融情勢は再び改善を始めた。財政調整の早期の実施と、欧州中央銀行の証券市場プログラム(Securities Markets Program)、及びユーロ圏政府による欧州安定化メカニズム(European Stabilization Mechanism)という、欧州での前例のない規模での政策イニシアチブにより、テール・リスクは後退した。しかし、世界経済の回復へのリスクを巡る根強い懸念、なかでも国の財政及び銀行の脆弱性が根底に残っており、依然として大きな課題となっている。

## 回復のペースを巡る疑問

官から民へと需要の主軸を移行させる国内の再調整、並びに赤字国と黒字国との間での対外的な再調整を促す強固な政策が実施されていない。このことから、世界経済の回復は引き続き脆弱だと言える。世界経済は、2010年には4.8%、2011年には4.2%の成長が予測されるが、これは我々のこれまでの見通しと大筋で一致している。下振れリスクは引き続き大きい。WEOでは、新興市場及び途上国・地域の産出高については、2010年は7.1%、2011年は6.4%と予測している。一方、先進国・地域については、2010年後半及び2011年前半に一部の国・地域で著しい鈍化が予測されることから、2010年は2.7%、2011年は2.2%と僅かな成長に留まった後、経済活動は再び加速化すると考えられる。引き続き経済資源の余剰は著しく、失業率は高止まるだろう。過剰生産能力並びに高失業率が続くことから、2-3の新興市場国・地域を除き、インフレは総じて低いと予測される。成長見通しへのリスクは、主に下振れとなっている。しかし、先進国・地域における経済の低迷や縮小など、世界経済の急減速の可能性は、現在のところ低いと思われる。

## より積極的な政策が必要

必要とされている国内及び対外的な再調整を実現する上で、一段と積極的な政策が不可欠である。大半の先進国及び2-3の新興市場国・地域では、家計のバランスシートを強化し、高い水準にある公的債務を安定化させ且つその後削減し、また金融部門を再建・改革するなど、依然として大規模な調整が必要である。大半の先進国・地域では、金融政策は引き続き極めて緩和的でなければならず、財政支援策の解消に伴い経済活動が想定以上に弱まった場合には、金融政策を第一に行うべきである。先進国の政策金利は既にゼロ近辺にあることから、金融政策立案者は、財政支援策の解消に伴い民需が想定外に弱まった場合、さらに非伝統的な施策に頼らざるを得ない可能性もある。

財政調整は2011年に開始する必要がある。世界経済成長が予測以上にかなり鈍化する恐れがある場合、財政余地を有する国は、計画している財政再建の一部を延期することもできよう。先進国・地域が最も早急に取り組むべき課題のひとつ

が、2020年までに持続可能な財政状況に達するための計画を法制化することである。依然として激しい変動を見せる国債市場を前に、これは、財政政策の実施の余地を再び構築する上で、半年前より切迫した課題となっている。かつて予測されていた以上に経済活動が落ち込むリスクに対処するには、金融政策のみでは不十分な可能性もあることから、このような余地が必要となるだろう。

大半の国において、財政政策の引締めは、その影響を測ることは困難ではあるが、経済の縮小をもたらすと考えられる。第3章では、これまでの経験を詳しく検証し、先進国・地域における財政再建は、往々にして短期的に成長を損ねるとしている。現在、多くの先進国・地域で議論されているわけではないが、現実的且つ成長に配慮した中期的な財政再建計画の実施は、財政再建の民需へのデフレ効果を、当面抑制する上で有効だと期待される。また、このような計画には、急激に拡大している給付金などの支出プログラムの改革、並びに消費ではなく生産を優遇する税制改革などが含まれなければならないだろう。

ショックに対する回復の耐久力を向上させ、中期的に民需を維持するためには、先進国・地域による、金融部門へのより良い政策及び慣行が不可欠である。この面での進捗は遅々としたものになっている。一部の特有の問題が、複雑な金融の結びつきや、既に脆弱な信認が更に悪化することで、大きな波及効果をもたらす可能性があるのは明らかである。2010年10月のGFSRが明らかにしているように、危機が残した問題への対処が十全に進んでいないことで、先進国・地域の金融システムは依然として脆弱な状態にある。弱体化した銀行の破たん処理、再編、若しくは整理統合が早急に行われず、また機関投資家向けの市場が回復しない場合、回復を支えるために、さらなる財政支援策や低金利が必要となるが、これは、新興市場国・地域への波及など、新たな問題を引き起こす可能性がある。より広くは、政策当局は、バーゼル銀行監督委員会が提案した改善策を基に、規制改革を明確且つ特定するための努力を、継続して行う必要がある。これにより、強固且つ持続的な成長に不可欠な消費及び投資への、金融市場や金融機関による、より健全なベースでの一層の支援が可能となるだろう。

中期的に成長を強化する構造政策も、先進国・地域で必要なマクロ経済政策の正常化に寄与すると考えられる。マクロ経済政策で下支えを行うと

ともに、金融部門の再建及び改革を実施することが、雇用の更なる創出には不可欠ではあるが、多くの国・地域では、労働市場政策が中期的に成長を押し上げ、雇用創出を強化し、高い失業率を低下させるだろう。製品及びサービス市場の補完的改革は、競争を活性化し価格の上昇をより低く抑えることで、労働需要と実質賃金を引き上げ、雇用効果を高めることになるだろう。

多くの新興市場国・地域が再び高成長を見せているものの、依然として先進国の需要に大きく依存している。第4章では、耐久消費財や投資財の貿易に占める割合が高いことから、先進国・地域の輸入需要は、危機以前のトレンド以下に留まることを明らかにしている。結果、これらの国や地域の需要に大きく依存してきた新興市場国・地域が、危機以前と同水準の成長率を実現するためには、必要な対外的な再調整を支えつつ、成長の主軸を国内の成長源に一段と移行させなければならない。このことから、アジア新興国をはじめとした、過度に対外黒字を抱えている国々では、財政の引締めではなく、金融の引締めや為替レートの柔軟性の向上が、優先される必要がある。高い家計及び企業貯蓄率につながり、非貿易財部門への投資を阻んでいる歪みを撤廃することで、内需中心型の成長にむけた再調整が促されるだろう。このような再調整には、アジア主要国でのソーシャル・セーフティ・ネットの強化に加え、金融部門及び企業がバナンスの規制の一層の緩和や改革が必要となろう。その他の多くの新興市場国・地域では、内需が既に順調に回復している、或いは公的債務の水準が比較的高いことから、財政の引締めを直ちに開始することができる。また、多く

の新興地上国・地域でのインフレの上昇或いは高い与信の伸びは、金融の一層の引締めの必要性を示している。

多くの新興市場及び途上国・地域は、マクロ経済の枠組みを強化し、マクロ経済上のショックへの耐久力を向上させるなど、改革の第一段階を成功裏に完了させている。しかし、潜在成長力や雇用の維持或いは向上のためには、製品並びにサービス部門の規制の合理化や、人的資源の強化、並びに重要なインフラの構築などに、集中的に取り組むことが有益であろう。また、このような改革は、増え続ける資本流入を生産的に吸収し、世界の所得収束や対外的な再調整の加速化にも資すると期待される。WEOの第1章及び2010年10月のGFSRが強調しているように、先進国・地域と比較し、新興市場国・地域のパフォーマンスは改善し、先進国の利回りは当面低く機関投資家はエクスポージャーを多様化させることから、資本流入は中期的に増大すると考えられる。

全ての国による断固且つ協調的な政策対応が、グレート・リセッションの影響の抑制において不可欠である。総じて、金融危機の打撃を受けた国々は、危機以前のトレンドと比較し、恒久的な生産ロスに悩まされるのは、歴史から明らかである。しかし、各々の危機の結果は、実施された政策対応により大きく異なっている。これまでのところ、協調的な政策対応により、流動性逼迫の改善及び信認の再構築において大きく前進したが、これは経済活動の回復に不可欠である。政策当局者の今後の課題は、健全な中期的な成長軌道に回帰するために必要な、抜本的な調整作業を支える政策を協調的に実施することである。