

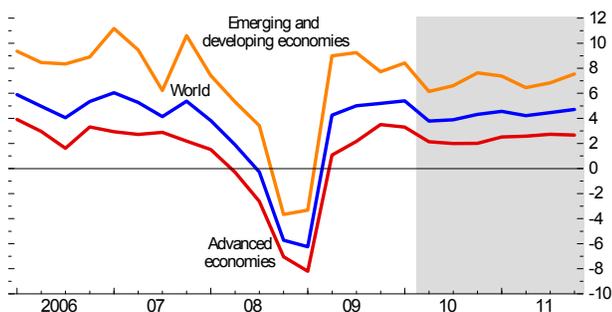
## 回復を妨げることなく信認の回復を目指す

2010年及び2011年の世界経済の成長率は、各々約4.5%、約4.25%となる見通しである。2010年4月の世界経済見通し(WEO)と比較し、2010年は今年前半の力強い経済活動を反映し、約0.5%ポイントの上方修正となっているが、2011年は据え置かれている(表1、図1)。同時に、再び金融に混乱が生じたことから、下振れリスクは急激に上昇している。このような状況を背景とした新たな見通しは、特にユーロ圏において、信認の再構築及び安定化に向けた政策が実施されるかにかかっている。より広くは、先進国による政策努力は、現実的な財政再建、すなわち給付金プログラム及び税制度の改革など、中期的に成長見通しを押し上げる施策に焦点を絞ることが求められる。金融緩和策に支えられ、財政措置は、金融部門改革及び成長と競争力の強化に向けた構造改革に補完される必要がある。また、新興市場国・地域は、構造改革や場合によっては為替相場の柔軟性の向上を図るといった政策を通し、世界需要の再調整に貢献することが求められる。

## 金融ショック、勢いを増していた世界経済に打撃

2010年第1四半期の世界経済の成長率は、主にアジアの堅調な成長を背景に、2010年4月のWEO見通しを上回る、年率5%強に達した。より広くには、民間需要の成長の

**Figure 1. Global GDP Growth**  
(Percent; quarter-over-quarter, annualized)



Source: IMF staff estimates.

兆しを見て取ることが出来た。世界の实体经济の指標は、4月を通して力強く5月には高いレベルで安定した。工業生産と貿易は二桁台の成長を見せ、消費者マインドは引き続き改善し、先進国では雇用が回復を始めた(図2)。総じて、春全般のマクロ経済の動向は、緩やかだが確実な回復という大半の先進国に対する予測と、力強い成長という多くの新興市場並びに途上国・地域に対する予測を裏付けるものとなった。

一方、財政の持続性、政策対応、及び今後の成長見通しに対する信認の低下を反映した最近の金融市場の混乱が、見通しに暗い影を落としている。ギリシャや他の脆弱性を抱えたユーロ圏の国々の財政状況や競争力に対する懸念に端を発した、先進国の財政の持続性の問題が5月に表面化したことは決定的であった。



表 1. 世界経済見通し

(特記が無い限り年変化率、パーセント)

	前年比						第4四半期の比較		
	2008	2009	見通し		2010年4月のWEOからの 変化		推定値	見通し	
			2010	2011	2010	2011		2009	2010
<b>世界経済成長率 1/</b>	<b>3.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>	<b>4.2</b>	<b>4.3</b>
<b>先進国・地域</b>	<b>0.5</b>	<b>-3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>
米国	0.4	-2.4	3.3	2.9	0.2	0.3	0.1	3.2	2.6
ユーロ圏	0.6	-4.1	1.0	1.3	0.0	-0.2	-2.1	1.1	1.6
ドイツ	1.2	-4.9	1.4	1.6	0.2	-0.1	-2.2	1.3	1.7
フランス	0.1	-2.5	1.4	1.6	-0.1	-0.2	-0.4	1.5	1.7
イタリア	-1.3	-5.0	0.9	1.1	0.1	-0.1	-2.8	1.1	1.3
スペイン	0.9	-3.6	-0.4	0.6	0.0	-0.3	-3.1	-0.1	1.2
日本	-1.2	-5.2	2.4	1.8	0.5	-0.2	-1.4	1.1	3.0
イギリス	0.5	-4.9	1.2	2.1	-0.1	-0.4	-3.1	2.1	1.9
カナダ	0.5	-2.5	3.6	2.8	0.5	-0.4	-1.1	4.0	2.6
その他先進国・地域	1.7	-1.2	4.6	3.7	0.9	-0.2	3.1	3.4	4.6
新興工業経済地域 (アジアNIEs)	1.8	-0.9	6.7	4.7	1.5	-0.2	6.1	4.3	6.3
<b>新興市場および途上国・地域 2/</b>	<b>6.1</b>	<b>2.5</b>	<b>6.8</b>	<b>6.4</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>5.7</b>	<b>6.9</b>	<b>6.8</b>
中央および東ヨーロッパ	3.1	-3.6	3.2	3.4	0.4	0.0	2.0	2.3	3.5
独立国家共同体	5.5	-6.6	4.3	4.3	0.3	0.7	...	...	...
ロシア	5.6	-7.9	4.3	4.1	0.3	0.8	-3.8	3.7	3.9
除ロシア	5.3	-3.4	4.4	4.7	0.5	0.2	...	...	...
アジアの発展途上国	7.7	6.9	9.2	8.5	0.5	-0.2	9.8	9.0	8.7
中国	9.6	9.1	10.5	9.6	0.5	-0.3	12.1	9.8	9.6
インド	6.4	5.7	9.4	8.4	0.6	0.0	7.3	10.3	8.0
ASEAN-5 3/	4.7	1.7	6.4	5.5	1.0	-0.1	5.1	4.9	6.8
中東および北アフリカ	5.3	2.4	4.5	4.9	0.0	0.1	...	...	...
サブサハラアフリカ	5.6	2.2	5.0	5.9	0.3	0.0	...	...	...
西半球	4.2	-1.8	4.8	4.0	0.8	0.0	...	...	...
ブラジル	5.1	-0.2	7.1	4.2	1.6	0.1	4.4	5.3	4.3
メキシコ	1.5	-6.5	4.5	4.4	0.3	-0.1	-2.4	3.5	4.3
メモ									
欧州連合	0.9	-4.1	1.0	1.6	0.0	-0.2	-2.2	1.3	1.7
世界経済成長率 (市場為替レート換算ベース)	1.8	-2.0	3.6	3.4	0.4	0.0	...	...	...
<b>世界貿易量 (財・サービス)</b>	<b>2.8</b>	<b>-11.3</b>	<b>9.0</b>	<b>6.3</b>	<b>2.0</b>	<b>0.2</b>	...	...	...
輸入									
先進国・地域	0.5	-12.9	7.2	4.6	1.8	0.0	...	...	...
新興市場および途上国・地域	8.6	-8.3	12.5	9.3	2.8	1.1	...	...	...
輸出									
先進国・地域	1.8	-12.6	8.2	5.0	1.6	0.0	...	...	...
新興市場および途上国・地域	4.5	-8.5	10.5	9.0	2.2	0.6	...	...	...
<b>商品価格 (米ドルベース)</b>									
原油 4/	36.4	-36.3	21.8	3.0	-7.7	-0.8	...	...	...
除燃料 (世界商品輸出に基づく加重平均)	7.5	-18.7	15.5	-1.4	1.6	-0.9	...	...	...
<b>消費者物価指数</b>									
先進国・地域	3.4	0.1	1.4	1.3	-0.1	-0.1	0.8	1.1	1.5
新興市場および途上国・地域 2/	9.3	5.2	6.3	5.0	0.1	0.3	4.9	6.1	4.1
<b>LIBOR (パーセント) 5/</b>									
米ドル	3.0	1.1	0.6	0.9	0.1	-0.8	...	...	...
ユーロ	4.6	1.2	0.8	1.2	-0.1	-0.4	...	...	...
円	1.0	0.7	0.5	0.6	-0.1	-0.1	...	...	...

注:

実質実行為替レートは2010年4月29日-5月27日の水準に留まると想定。成長率集計の際の各国のウェイトは改定値を使用。国名がアルファベット順になっていない場合は、経済力をベースとした順となっている。四半期データは季節調整済み。

1/ 四半期の推定値およ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。

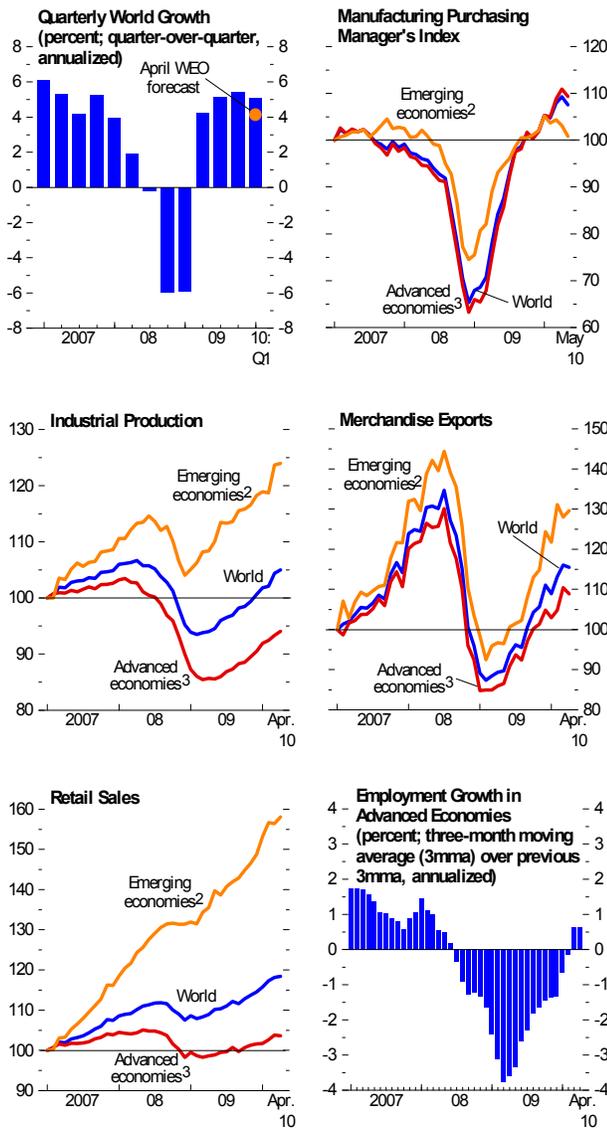
2/ 四半期の推定値および見通しについては、PPPウェイトでみて新興および発展途上国・地域の約79パーセントに相当する国・地域を含む。

3/ インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

4/ 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2009年の平均原油価格は61.78米ドルであった;2010年は75.27米ドル、2011年は77.50米ドルと仮定。

5/ 米国・日本は過去6ヶ月のレート。ユーロ圏は過去3ヶ月のレートを使用。

**Figure 2. Recent Economic Indicators<sup>1</sup>**  
(Index; January 2007 = 100; unless noted otherwise)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

<sup>1</sup>Not all economies are included in the regional aggregations. For some economies, monthly data are interpolated from quarterly series.

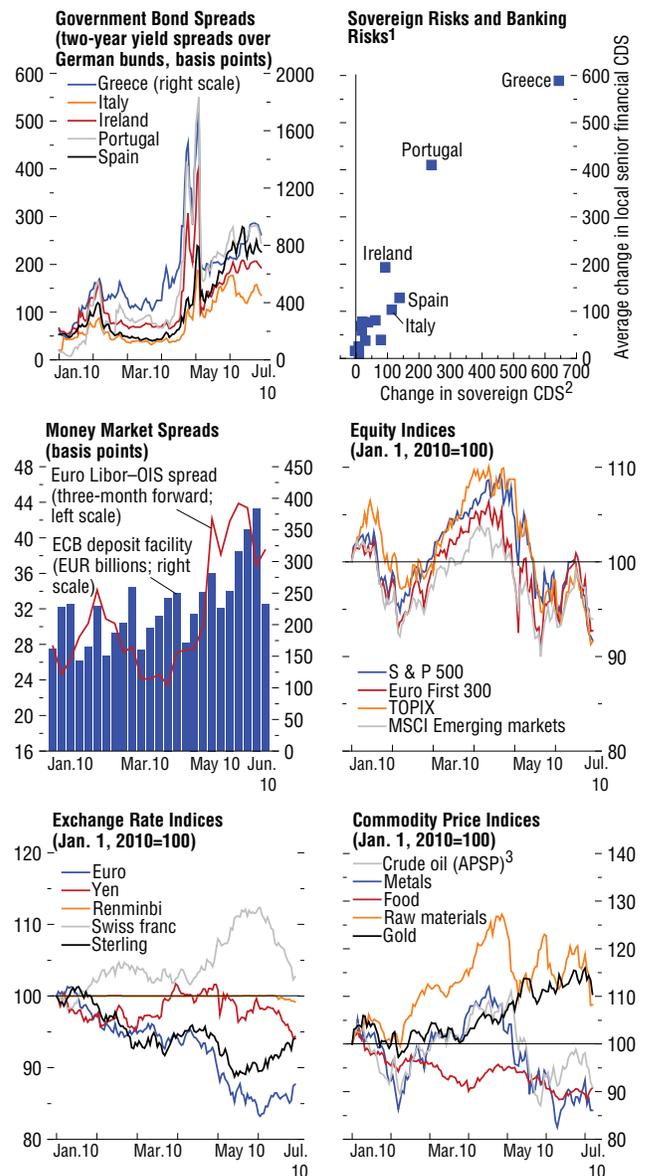
<sup>2</sup>Argentina, Brazil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Hungary, India, Indonesia, Latvia, Lithuania, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Romania, Russia, South Africa, Thailand, Turkey, Ukraine, and Venezuela.

<sup>3</sup>Australia, Canada, Czech Republic, Denmark, euro area, Hong Kong SAR, Israel, Japan, Korea, New Zealand, Norway, Singapore, Sweden, Switzerland, Taiwan Province of China, United Kingdom, and United States.

ソブリン・リスクに対する懸念が欧州の銀行部門へと波及した。政策対応をめぐる不透明感も手伝い、資金調達圧力が再び台頭し、インターバンク市場に広がりを見せた。同時に、世界経済の回復の持続性に対する疑念が表面化した。リスク選好が低下し、

市場が今後の見通しを引き下げたことから、新興市場国・地域を含めた他の地域で大規模な資産の投げ売りが行なわれ、通貨、株、及び一次産品市場で大きな変動を引き起こした(図3)。

**Figure 3. Recent Financial Market Developments**



Sources: Bloomberg Financial Markets; Datastream; and IMF staff calculations.

<sup>1</sup>October 2009–June 2010.

<sup>2</sup>CDS = credit default swap rates.

<sup>3</sup>APSP = average petroleum spot price.

原理上は、新たな金融の混乱は、内需・外需の変化や為替レートの変化など、複数の

形態で実体経済に波及していく可能性がある。特に欧州での金融部門のソブリン・リスクへのエクスポージャーに対する不透明感の高まりや、増加を続ける資金調達コストを背景に、銀行の与信は収縮する恐れがある。さらに、悪化した消費者マインドと企業景況感が、民間消費及び投資を押し下げる可能性もある。財政再建が内需の低迷を引き起こす可能性もある。リスクプレミアムの上昇がユーロの切り下げを伴った場合は、切り下げが純輸出を押し上げ欧州の成長に対するマイナスの影響を総体的に緩和するだろう。しかし、金融及び貿易の結びつきを通し、他の国や地域へマイナス成長の影響が大きく波及する危険性もある。当初はリスク選好が低下し、新興市場並びに途上国・地域への資本流入が減少するだろう。しかし、比較的堅調な成長が見込まれ公的債務も低い状態であることから、新興市場国・地域のなかには、投資先として一部先進国より魅力的となっているところもあり、最終的には資本流入が増加すると考えられる。

## 更なる金融混乱も、世界経済は回復基調に

現時点では、最近の金融ストレスの成長への影響は未知数である。これまでのところ、世界レベルでは、実体経済へのマイナスの波及を示すものは無いに等しい。結果、以下に示す見通しは、ユーロ圏の成長に対する僅かなマイナスの影響を加味したものとなっている。また、ユーロ圏の見通しは、新規に設立された（金融の安定の維持を目的とした）欧州安定化メカニズムの、適宜の活用に左右されるが、十全に調整された銀行システムの信認の再構築に向けた政策の成功裏の実施がより重要となる。これらの結果、ユーロ圏の金融市場は、次第に安定し改善に向かうと見られる。金融の混乱を契機に行なわれた追加的財政再建（GDP

の約0.5%に相当）の、金融状況の悪化というマイナスの影響は、ユーロ切り下げのプラス効果に相殺されるものの、2011年のユーロ圏の成長を損なうと思われる（2010年4月のWEOと比較：約0.25%ポイント）。

他地域への波及は限定的で、新興市場及び途上国・地域への資本流入の混乱は、一時的なものと考えられる。しかし、下方シナリオも存在し、金融状況が更に悪化した場合、金融や貿易といった経路を通じた国境を越える波及効果により、世界経済成長へ遥かに大きなマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

アジア先進国の第1四半期の成長が特に当初の予測以上に力強かったことを主な背景に、2010年の先進国の産出高は、総じて2.5%上昇すると見込まれる。これは前回見通しを0.25%ポイントと僅かながらも上方修正したものである。実際、第4四半期ベースでの見通しは、2.25%と概ね据え置きとなっており、金融の混乱の結果2010年後半の成長が低調との見込みを示している。

2011年の先進国の成長率は2010年4月のWEOからほぼ変更がなく、2.5%と見込まれる。米国では（民需の勢いが増すことで）前回より幾分堅調な成長を予測するも、（金融の混乱による）ユーロ圏の若干弱い成長見通しに相殺される。総じて、各国で大きくばらつきはあるものの、緩やかな回復を引き続き予測したものとなっている。これらの国の成長上の課題は、高いレベルの公的債務、失業、そして国によっては銀行貸出の制約といったものが挙げられる。

新興市場並びに途上国・地域の2011年の産出高は僅かに鈍化し、年率6.5%となる見通しである。これは、2010年4月のWEOから概ね変更がない。しかし、第4四半期ベースでは0.5%ポイントの下方修正が行なわれ6.75%の成長が予測されている。当見通しは、

当該国・地域のなかでばらつきはあるものの、総じて引き続き堅調な成長を反映したものとなっている。

### ボックス 1. アジア太平洋地域経済見通し

国際金融市場での新たな緊張にもかかわらず、2010年前半もアジアは世界金融危機から力強く回復を続けた。第1四半期のGDPは、概ね2010年4月のWEOの予測以上に堅調なものとなっており、高頻度データは、第2四半期も引き続き経済活動が力強い展開を見せたことを示している。

引き続き堅調な輸出と国内の民需が、アジアの経済活動を支えている。2010年4月のWEOで予測したように、世界及び国内の在庫サイクル、並びに先進国の最終需要の回復が輸出を押し上げている。また、政策環境が引締められ、ユーロ圏の金融が混乱した結果資本流入や株の評価額にこれまで以上に大きな変動が見られたが、国内の民間需要は地域全体を通し2009年の基調を維持した。特に、稼働率が改善し資本コストが引き続き比較的抑制されていることから、民間の設備投資はこれまで以上に堅調となっている。

これらを背景に、アジアの2010年のGDP成長率は、4月のWEOの見通しである約7%から、約7.5%へと上方修正された。2011年は、在庫サイクルが一巡し、刺激策が一部の国で解消されることから、一層緩やかなながらも持続的（約6.75%）になると予測される。

成長のペースと原動力は、引き続き地域内で大きく異なる。中国では、今年はこれまでのところ、輸出が力強く回復し内需が堅固であることから10.5%の成長が見込まれる。2011年は与信の伸びの抑制及び金融の安定性の維持のための施策がさらに採られることから成長が鈍化し、約9.5%となる見込みである。インドでは、堅調な企業収益と良好な金融状況が投資を促進すると見られ、2010年は約9.5%まで成長が加速し、その後2011年には8.5%に落ち着くと思われる。新興工業経済地域（NIEs）と東南アジア諸国連合（ASEAN）は各々、輸出と国内民需の急増により2010年の成長率は約6.5%、その後鈍化し2011年は各々4.75%、5.5%が見込まれる。日本は、主に2010年前半の輸出が当初の予測以上に堅調だったことから、2010年には約2.5%の成長が見込まれるが、2011年には財政刺激策が段階的に解消され約1.75%へと鈍化する。オーストラリア及びニュージーランドは、2010年の約3%の成長の後、2011年には引き続き商品価格が高止まりすることから国内民需を押し上げ、各々3.5%、3.25%の成長が見込まれる。

2010年の成長の基本見通しは上方修正されたものの、ユーロ圏の金融市場の混乱を受け、今年後半そして2011年の下振れリスクは強まっている。ユーロ圏の大半の脆弱な国々とアジアの直接の金融の連関は限定的だが、欧州の回復の失速は世界成長に波及し、貿易及び金融の経路を通じアジアに影響を与える可能性もある。多くのアジアの国（特にNIEsとASEAN各国）は外需に大きく依存しており、その貿易の欧州への依存度は、少なくとも米国へのそれと同規模である。しかし、外需にショックが発生した場合、アジア地域の成長に大きく貢献しているアジアの国々（中国、インド、インドネシア）の大規模な内需が、成長を支えると見られる。欧州全体の与信の問題は、特に外貨での資金調達に依存している国に、銀行の資金調達や企業金融を通じて波及し大きな影響を及ぼす可能性もある。また、世界的にリスク回避傾向がさらに高まると、アジア地域からの資本の流出を引き起こし、株の評価額が減少し、良好な金融状況と内需のプラスのフィードバックを弱める危険性がある。

しかし、これが現実となった場合、アジアの中央銀行は試験済みの手法を再度迅速に活用することで、市場の凍結を克服することができよう。日本銀行が2010年5月に発表した、米ドル・スワップ取極の再締結がこの例としてあげられる。また多くの国は、政策運営の更なる余地を有しており、实体经济へのマイナスの波及を緩和するために、予定している金融及び財政刺激策の解消を遅らせることも可能だろう。

**Asia: Real GDP**  
(Year-over-year percent change)

	2009	2010	2011
		Latest projection	
<b>Asia</b>	<b>3.6</b>	<b>7.5</b>	<b>6.8</b>
of which			
Japan	-5.2	2.4	1.8
Australia	1.3	3.0	3.5
New Zealand	-1.6	3.0	3.2
<b>Newly Industrialized Asian Economies</b>	<b>-0.9</b>	<b>6.7</b>	<b>4.7</b>
Hong Kong SAR	-2.8	6.0	4.4
Korea	0.2	5.7	5.0
Singapore	-1.3	9.9	4.9
Taiwan Province of China	-1.9	7.7	4.3
China	9.1	10.5	9.6
India	5.7	9.4	8.4
<b>ASEAN-5</b>	<b>1.7</b>	<b>6.4</b>	<b>5.5</b>
Indonesia	4.5	6.0	6.2
Malaysia	-1.7	6.7	5.3
Philippines	1.1	6.0	4.0
Thailand	-2.2	7.0	4.5
Vietnam	5.3	6.5	6.8

Source: World Economic Outlook database.

アジア(ボックス1) 及びラテン・アメリカの主要な新興市場国・地域が、今後も回復を先導する。金融混乱のユーロ圏の成長及び商品価格への影響が現時点では比較的穏やかなことから、サハラ以南のアフリカの途上国及び全地域の第一次産品産出国の成長見通しは、総じて良好である。迅速な政策対応とより強固な経済枠組みが、多くの新興市場国・地域の内需の活性化と資本の呼び込みに寄与している。世界貿易の回復もこれらの多くの国・地域の回復を支えている。

## 総じてインフレは引き続き抑制される

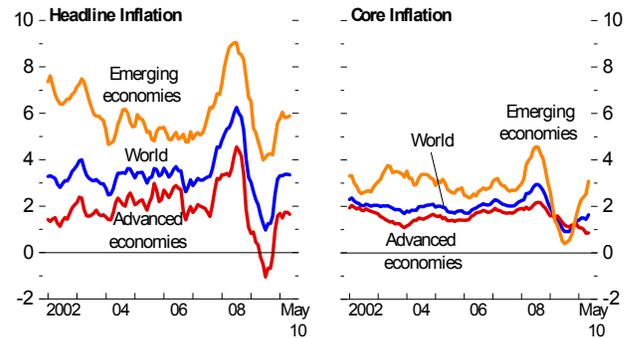
5月と6月初旬に金融市場にショックが発生した際、世界需要が低迷するという予測を一部反映し、多くの商品価格が下落した。最近になり、金融の混乱が実際に波及するという懸念が和らいだことを受け、価格はある程度回復した。同時に、リスク選好が低下したことで金の価格が上昇した。先物市場の動向を反映し、IMFの原油価格のベースライン見通しは、2010年は1バレル75.3ドル、2011年は同77.5ドルへとそれぞれ下方修正された(2010年4月のWEOでは各々80ドル、83ドル)。当初の予測以上に好調だった4月の市況を一部反映し、非燃料商品価格指標の見通しは総じて据え置かれた。

インフレ圧力は先進国では引き続き抑制される見込みだ(図4)。稼働率が引き続き低く、インフレ期待も安定していることから、先進国のインフレ圧力は抑制され、消費者物価指数も2010年・2011年ともに約1.25~1.5%にとどまると考えられる。多くの先進国では、成長見通しが比較的弱く、引き続き経済資源の余剰が大きいことから、デフレのリスクが依然として存在する。

対照的に、新興市場並びに途上国・地域では、インフレは2010年には6.25%まで上昇し2011年には5%に低下する。

**Figure 4. Global Inflation**

(Twelve-month change in the consumer price index unless otherwise noted)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

## 世界経済の成長への下振れリスクが一層高まる

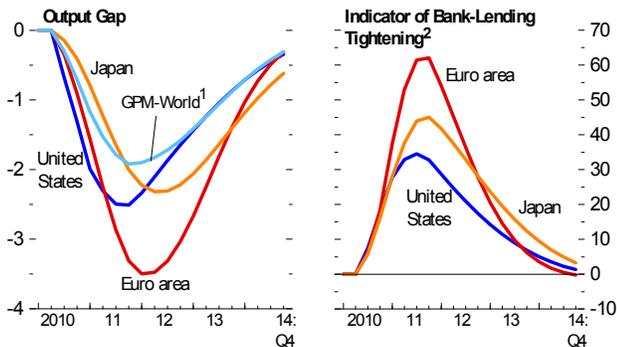
下振れリスクは急激に高まっている。主な短期的リスクは、ソブリン・リスクへの懸念の高まりを背景とした、金融ストレスの増大及び拡大である。これは、資金調達コストを一層増大させると共に、銀行のバランスシートを劣化させることから、貸出状況は逼迫し、企業景況感及び消費者マインドを低下させ、さらに為替相場の急変を引き起こす可能性がある。貿易と金融の連関を踏まえれば、最終的には世界需要を大幅に低迷させる可能性もある。

考える成長への影響を示すために、図5ではIMFの世界見通しモデル(GPM)を使い別のシナリオを提示している。このシナリオでは、ユーロ圏の金融状況と内需へのショックの衝撃が、2008年のものと同程度と仮定している。またモデルシミュレーションでは、特に米国における金融市場への大々的な波及を組み込んでいるが、このシナリオでは、株価の下落が民間消費の低迷を引き起こすと考えられる。金融並びに貿易のマイナスの波及を考えると、他地域でも成長は抑制されよう。この下方シナリオでは、2011年の世界経済の成長はベースラ

インと比較し約 1.5%ポイントのマイナスとなると予測している。

**Figure 5. Downside Scenario: Additional Worsening in Financial Stress**

(Percentage points deviations from baseline)



Source: Global Projection Model simulations.

<sup>1</sup>GPM-World represents approximately 87.5 percent of world GDP.

<sup>2</sup>Bank lending tightness is defined as unweighted average of the responses to questions with respect to tightening terms and conditions published by the quarterly senior loan opinion survey on bank lending practices.

さらに、過度に厳格な或いは計画不足の財政再建により、依然として弱い内需が押さえ込まれると、先進国の成長見通しはマイナスの影響を受ける可能性もある。また、規制改革を巡る状況、並びに銀行の貸出や経済活動全般への影響が不透明であることに起因するリスクも存在する。さらに、米国の不動産市場が再び悪化する可能性もあり、これが更なる下振れリスクとなっている。先進国におけるこのような成長への下振れリスクは、急成長を見せつつも、一定の景気過熱のリスクに直面しているアジア及びラテン・アメリカの主要国のマクロ経済管理を複雑化する。

## 待ち受ける大きな課題

このような不透明な状況を背景とした全般的な政策課題は、回復を妨げることなく、金融市場の信託を再構築することである。

ユーロ圏では、十全に調整された信託の再構築のための政策が特に重要である。2010年7月の国際金融安定性報告書 (GFSR) ア

ップデートで指摘しているように、金融面の当面の優先課題は、新規に設立された欧州安定化メカニズムを完全に運用可能とする、銀行のエクスポージャー（対公的債務を含む）を巡る不透明感を払拭する、欧州の銀行が確実に十分な資本バッファを所有するようにする、流動性支援を継続するといったことが挙げられよう。

世界レベルでは、緩和的な金融状況を維持し、金融部門改革を加速させ、世界需要の再調整を行なう一方で、財政赤字を中期的に削減するための現実的な計画の実施を重要視した政策が求められる。

## 「成長に配慮した」中期的な財政再建計画が早急に求められる

中・長期的に財政赤字を削減する、大胆且つ現実的な戦略への強いコミットメントが最も重要である。このような計画は、例えば複数年にわたるターゲットを定めた拘束力のある法律の制定などが考えられるが、年金給付金や公的な医療制度の改革、給付金以外の支出を恒久的に減らす、税構造の改善、財政制度の強化といった政策措置に焦点を当てる必要がある。このような手段により、将来の財政の負担を減らし国の供給能力を高めることで、これまで通常見られた、財政再建による内需への短期的なマイナスの影響を緩和することになる。

短期的には、財政調整の程度と種類は各国の状況、特に回復のペースと財政面での信託の喪失リスクを勘案した上で、決定する必要がある。なお、財政面での信託の喪失リスクは、現実的な中期的財政再建計画の導入により緩和される。

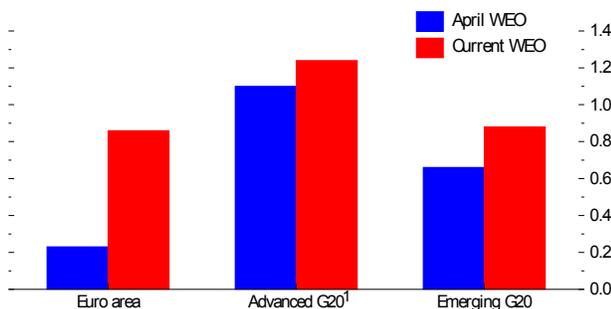
大半の先進国では、引締め策を早く実行することにより、回復の兆しを損なう可能性があることから、2011年以前に引締め策を行なう必要はない。しかし、新たに刺激策

を追加すべきではない。現時点で、2011年の財政再建計画は、平均でGDPの1.25%ポイントに相当する構造的収支上の変化にあたる財政の縮小を必要としているが、これは総じて適切である（図6）。

政府の資金調達に困難をきたしている国は、早急に財政再建に取り掛からなければならない。これらの国では、政治的には困難だが率直な施策を講じることでコミットメントを明確に打ち出す必要がある。より広くは、中期的な財政再建に確実にコミットできない国々は、市場のマイナスの反応に押され、調整をさらに前倒して行なわざるを得ない状況となる可能性もある。

一方、速い成長を見せる先進並びに新興市場国・地域は、引締めを現時点で開始することができる。金融状況の引締めが資本流入圧力を悪化させる場合は、需要圧力を抑制するために、金融政策ではなく財政政策を活用することが望ましい国もあろう。対照的に、過度の対外黒字を抱え比較的公的債務が低い国は、必要とされている内需主導への再調整にむけ、財政の引締めではなく金融の引締め及び為替レートの調整を優先すべきであろう。

**Figure 6. Fiscal Adjustment in 2011**  
(Change in structural balance; percent of GDP)



Source: IMF staff estimates.  
<sup>1</sup>Advanced G20 includes euro area countries (Germany, France, Italy).

**金融及び為替政策は、世界需要の再調整を支える必要がある**

金融政策は引き続き、重要な政策手段である。インフレ圧力が抑制されていることから、大半の先進国では今後当分の間、引き続き非常に緩和的な金融状況を維持することができる。これは、早期且つ大規模に財政再建を行なった場合の成長へのマイナスの影響、並びに金融市場の不安の緩和に寄与するだろう。さらに、成長への下振れリスクが現実となった場合、多くの先進国は金融政策を第一に行なうべきである。このような場合、複数の主要国の政策金利が既にゼロに近いことから、各国中央銀行は、金融状況の緩和にむけ、これまで以上にバランスシートに頼る必要が再びでてくるかもしれない。

金融政策に求められる措置は、新興市場並びに途上国・地域では一層多様なものとなっている。インフレの上昇若しくは資産価格圧力下にある成長のペースが速い主要な新興市場国・地域の一部は、適切に金融の引き締めを行なっており、市場はこれらを見越した値動きを見せている。しかし金融政策上の措置は双方向の流れに引き続き対応可能でなければならず、特に、世界経済成長の下振れリスクが現実となった場合、迅速に政策方針の転換を行なう必要が生じることもある。

過度の対外黒字を抱える新興市場国・地域では、例えば需要の再調整もしくは新たな資本フローを促進するために継続している財政支援により、需要圧力が過度に高まった場合、金融の引き締めは、名目実行為替レートの切り上げで支える必要がある。この流れのなかで、為替相場のオーバーシュートを巡るあらゆる懸念は、金利への圧力緩和を図る財政の引き締めや、外貨準備の積み増し、マクロプルーデンシャル措置、そして場合によっては資本流入のコントロールの強化 - この場合は新たな歪曲を生み出す可能性も念頭に置く必要がある - や、資本流

出へのコントロールの緩和などで解決可能だろう。

## 金融システム改革は加速されなければならない

金融市場に最近新たに緊張が生じたことで、金融システムの改革及び銀行システムの健全性の回復を早急に実現する必要性が明らかとなった。多くの先進国では、銀行の資本増強、整理統合、破綻処理もしくは再編、そして規制改革において一層の進展が求められる。また、現在そして今後の信用の質の悪化に対応し、今後想定されるより高い資本水準を満たすため、大幅な資本バッファが必要となる場合もある。銀行部門の資本増強或いは再編が完全に終了しなければ、経済活動への与信の流れは引き続き損なわれるだろう。2010年7月の *GFSR* アップデートで示すように、来る債務の借換えを踏まえ、銀行の資金調達は引き続き懸念事項となっている。

透明性の向上も重要課題である。対ソブリン・リスクを含む銀行のエクスポージャーを巡る不透明感を払拭することで、欧州のインターバンク市場の圧力を緩和すると共に、市場心理が改善するだろう。2010年7月の *GFSR* アップデートで示すように、欧州で現在行なわれているストレステストの結果を公表することは、正しい方向性にむけた第一歩である。しかし、これは必要に応じた現実的な資本水準の強化計画、並びに株式を公開しておらず、また四半期報告を公表していない欧州の金融機関の業務の透明性の向上に向けた一層の取り組みにより、補完されるべきである。

また、規制環境を巡る不透明感の緩和、並びに長期に渡り待たれている改革を早急に実施することも必要である。これが実現しない場合、政策の不透明感が、与信を行い回復を支えるという銀行の意識を妨げるこ

とになるだろう。それゆえ、規制改革の実施にむけた現実的且つ一貫した計画と工程表を策定し、不透明感を払拭する必要がある。単独措置は、特に市場の信認が揺らいだ場合、意図しない結果を引き起こしかねないことから、避けるべきである。

## 世界需要の再調整と主要な構造改革が今後の成長を支える上で不可欠

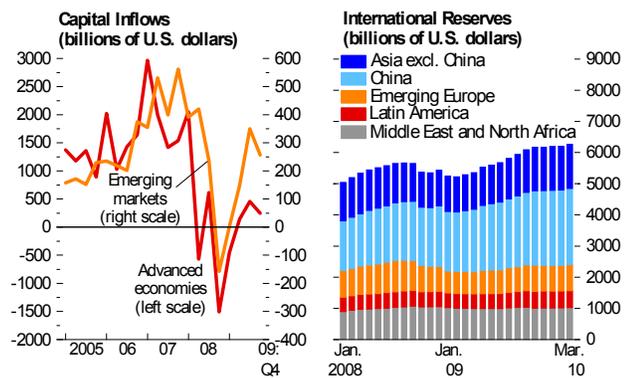
最後となるが、現在行なわれている世界需要の再調整のための作業は、大胆な政策対応により支えられることが肝要である。金融市場及び資本フローが、為替圧力を通し、世界需要の再調整をある程度既に促進しているものの、多くの国が外貨準備の積み増しなどを行ないこの圧力に対抗している（図7）。

過度の対外黒字を抱える国々は、需要をより内需型へと移行する作業を、ソーシャル・セーフティ・ネットの改革やサービス部門の生産性の向上に向けた構造改革、そして様々な場で為替相場の柔軟性の向上などを行い、継続する必要がある。過度の対外赤字を抱える国は、財政再建及び金融部門の改革が、需要の再調整の一助となるだろう。

しかし、力強い成長なくしては、財政再建を成功裏に行なうことは困難である。特に大規模な財政調整のニーズに直面している国では、中でも製品及び労働市場における構造改革が、潜在的成長力を押し上げ且つ競争力を向上させるために必要である。また、投資促進措置は、税制改革への取り組みと比較し、短期的には内需を低迷させる可能性が少ないことから、こちらを優先させるべきである。

総じて、中期的には、大胆で補完的な政策努力が、強固で均衡ある持続的成長の促進には不可欠である。

Figure 7. Capital Flows to Emerging Markets



Sources: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; IMF, *International Financial Statistics*; and IMF staff calculations.