

私が1年前に国際通貨基金の現職に就任した際、我々の懸念の中心は、国内のリバランス(再調整)が続く中国の成長見通し、苦境にあった一次産品輸出国、そして米連邦準備制度理事会が2006年以降で初の利上げに踏み切るタイミングとその影響だった。今日、安定した成長パフォーマンスにより中国の短期的懸念は減少し、一次産品価格は部分的だが回復し、予定されていたFRBの利上げは終わった。こうした展開の後、世界の資産市場は落ち着いており、先進国・地域の株価は高く、市場ベースのボラティリティの尺度は低く、また新たに新興市場国・地域へ資本が流入している。さらに、我々の基本予測は今後、世界経済の成長は改善するとの見通しを示している。こうした予測される改善の原動力は、新興市場及び途上国・地域である。圧力下にある国や地域の状況が次第に正常化し、中国の成長率は減速しているが引き続き高く、その他のところでは回復の勢いが増している。

しかし、詳細に見ていけば安堵することはできない。中国の安定した成長は、実体経済・金融部門での必要な調整を減速させるマクロ経済の刺激策によるところが大きい。一次産品輸出国は、採取部門へのこれまでの過剰投資に苦しんでおり、財政調整と経済の多様化というより長期的な課題も抱えている。また、米国の雇用市場は力強さをさらに増しているが、一方で、連邦準備制度理事会は、金利の第2次引き上げは大きなリスクを伴うと判断、海外での懸念される経済情勢について何度か言及している。

資産価格及び新興市場への資本の流入は、先進国・地域の超低金利が支えているが、これは昨年10月時点で認識されていたより大幅に長く続きそうである。しかし、低金利の長期化はプラスの面もある一方、経済の困難な現実も反映している。今後の世界経済の成長と生産性についての我々の見通しは、最近の期待未満の結果に照らし低下した。デフレ圧力は続いている。また、世界経済における政策の不確実性は、情報をベースとした指標に反映されているように、上昇している。現在の見通しは引き続き抑制されている。

政治的緊張により、先進国・地域が政策の不確実性の中心となっている。なかでも最も劇的だったのが、6月23日のイギリスの欧州連合(EU)離脱をめぐる投票が予想外の結果に終わったことで、イギリスと残りの27EU加盟国との貿易・金融の今後の関係を不透明なものにしている。これが、欧州全土で投資と雇用を冷え込ませかねない政治的・

経済的不確実性を生み出している。経済面の懸念とその他の要因に加え、ブレグジットをめぐる国民投票は、国境を越える移住者への不満を反映しておりこれが、欧州での国粋主義的な機運を炊きつけ、欧州統合の今後に疑問を呈する結果となっている。中東の悲劇的な状況から逃れてきた多くの難民の吸収は困難で、こうしたトレンドを一段と悪化させている。一般的に、欧州の分権派政治勢力により、経済改革を進めるところかこれを維持することも困難になっている。同じような緊張が米国の政治の場でも見られ、現在の大統領選挙戦のはじめから反移民・反貿易を支持する発言が目立っていた。世界的に見て、保護主義的貿易措置が増加している。

世界経済見通しの内容

最新の本世界経済見通しがこうした懸念の一部を扱っているのは偶然ではない。第1章で世界見通しの概要を示し、第2章では国際貿易量の伸びの最近の減速の背景を分析している。その主な要因は、総需要、特に投資の伸びの減速である。投資は資本財や中間投入財といった形で国際貿易のフローを生み出す傾向にある。同時に、貿易自由化措置の勢いが弱まっていること、一部の保護主義的措置の復活や、(おそらく関連した)グローバルバリューチェーンの後退も、大きく影響している。貿易の減速の一部は、過去に貿易の成長の原動力となっていた様々な動きの自然な成熟化も反映しているかもしれない。しかし、より懸念すべき圧力も影響している可能性が高く、これらが今度はビジネスのダイナミズムや生産性の伸びを低下させるかもしれない。

第3章では、多くの国・地域で長期化している低インフレ、及びこれと一次産品価格の下落、残る需給ギャップ、世界的な余剰生産能力、並びにインフレ予想が定まらなくなっている可能性との関係性を扱っている。ここでは、インフレ予想に関する中期的指標が、現時点では中央銀行の合理的なレベルでターゲット近傍にあるが、事実上政策金利が下限に達している国では、中期的インフレ予想の、期待を下回るインフレ結果への感応度が上昇しているとしている。リスクは、予想がターゲットから下方に乖離し、こうした国・地域を低インフレあるいはデフレの罠に引き込みながら、実質金利を引き上げ結果、金融政策の実効性を削ぐことになるということだ。

最後に第4章では、最近の世界的な経済情勢・政治情勢を動かしている二つの顕著な国をまたぐ経済への波及的影響、つまり中国の減速と移住者の影響を検証している。中国経済からの波及的影響は、主に貿易のつながりや中国の成長ショックの一次産品価格への影響を通し、1990年代半ばより大きく増加している。世界における中国の役割が増したことで、より持続可能な消費及びサービスに軸足を置いた成長枠組みに円滑に近づくことができるよう、その国内不均衡に対処する重要性が一段と増している。移住者については、本章は、移住者の母国・受入国双方に影響を及ぼすと指摘している。おそらく最も衝撃的な点は、熟練・非熟練移住者がともに同じように、彼らを受け入れる先進国・地域で長期的に生産性にプラスの効果をもたらすという結果だろう。さらに、こうした効果により一人当たりの所得が所得層全体で広く上昇する。移民の受け入れの削減を求める声は、こうした所得への効果に扉を閉ざすことになり、労働力の高齢化のマイナスの影響をさらに悪化させることになる。

政策的含意

本世界経済見通し全体を通して共通している脈絡は、世界経済の回復が依然として弱く不安定であるということであり、世界経済の回復が直面する脅威である。特に主要な政策金利がゼロ近傍にあり需要が少ないという環境では、緩慢な成長が、投資が落ち込み、生産性の伸びが落ち込み、労働市場がダイナミックさに欠け人的資源が損なわれるなか、低下を続ける悪循環に陥る可能性がある。さらに、成長率の低下は、所得格差の拡大と移住者をもたらす影響への懸念と併せ、政治的な緊張を生み、建設的な経済改革を阻み貿易統合を後退させる一因となる。こうした緊張は、課税ベースの縮小を前に社会給付金の支払いを果たそうと苦心すればするほど悪化するのみだ。

一部では、現在の経済成長率は受け入れることができるもので歴史的な平均と一致しているとする声や、一人当たりで見ればむしろ好ましいようだと言及する向きもある。こうした議論は、多くの先進国・地域で残る大幅なスラックと、景気後退局面にあるあるいは一人当たりの所得が低迷している多くの新興市場及び途上国・地域の存在を忘れている。中国の必要なりバランスとともに、人口動態といった外生的な要因が一人当たりの所得の伸びの重石になっている可能性もある。しかし、雇用と所得を世界レベルで促進する重要な機会が、短絡的な政策アプローチで失われているのである。

残る需給ギャップを解消し、デフレと戦い、潜在GDPを浮揚させるには何をすることができるだろうか。

疲弊した金融政策を（財政余地があるところでは）財政政策と構造改革で支える包括的な3本柱からなる政策アプローチが不可欠だ。財政余地が限られている場合でも、支出及び歳入の構成を、短期的成長と将来の生産能力を支えるよう見直す余地がある。しかし、経済の不確実性の原因のひとつが、こうした三つのツールそれぞれが経済的・政治的制約を抱えているのではないかという懸念であり、これが政策担当者が新たな世界的減速という局面に積極的に対応をとることを阻むかもしれない。しかし、政策が一貫した枠組みに立脚し、この枠組みが市場にこうした手段をどのように利用し時間をかけ目的を達成するのかを伝え、中期的なインフレ目標と財政の持続可能性を保護しながら、これらの相乗効果を利用する政策をとることで、政策余力を構築することができる。これは、国内での政策の連携である。国際レベルで協調することで、各国の需要底上げ措置間のプラスの効果が波及的に影響し相互に補強し合うことで、さらに多くの政策余力を作り出すことができる。国際レベル・国レベルでの連携により、それぞれの成果を足したものを上回る結果を残すことになる。

政策枠組みは、経済の変化がもたらす所得分配への負の影響—技術的、グローバル化、あるいは他の情勢などその原因に関わらず—を緩和する措置を含むべきである。適応力を備えたスキルを身につけるための教育への投資は、社会保険メカニズムの改善と適切な所得税制度とともに、最先端の金融市場にアクセスできる人のみならず全ての人々のためにリスクシェアリングと耐性を強化することができる。貿易統合が前進するという見通しを保護することが極めて重要である。貿易を敵対視する世界環境は、一次産品輸出国そして低所得国全般が、新たな輸出モデルを構築し豊かな国との所得ギャップを徐々に解消していくことを困難にするだろう。またこれは、世界の生産性の伸び、知識と技術の普及、そして投資を広く抑止するだろう。要するに、貿易の時計の針を戻すことは、世界経済の現在の低迷を悪化させ長期化させるだけである。

国際協力は、より幅広い国際公共財にかかわる問題、たとえば、難民や気候、伝染病や安全保障、企業課税や金融の安定性でも必要だ。相互連関性がますます高まる世界においては、各国政府がその利益が交差する多くの分野で協調的に取り組むことで、より高い成長と安定を実現することができるのである。

モーリス・オブストフェルド
経済顧問

2016年の世界経済の成長率は3.1%まで鈍化した後、2017年には3.4%まで回復するだろう。4月の見通しを2016年・2017年ともに0.1パーセントポイント下方修正した。これは、欧州連合離脱というイギリスの6月の国民投票結果(ブレグジット)、及び予測より弱い米国の成長により先進国・地域の見通しがさらに抑制されていることを反映している。金融政策がより長期にわたり緩和的であると予測されるなか、こうした情勢は、世界的に金利の一層の下方圧力となっている。ブレグジット・ショックに対し市場は秩序は保ち安心させるものだったが、イギリスと欧州連合の制度的枠組み・貿易枠組みの行方が不確実であることから、最終的にこれがどのような影響を及ぼすのかは依然として極めて不透明である。新興市場国・地域に対する金融市場のセンチメントは、先進国・地域の金利低下の見通し、中国による成長への政策支援を受けて同国の経済の短期的見通しに対する懸念が減少したこと、そして一次産品価格が若干上昇しかつ安定してきたことを受け改善した。しかし、見通しは、国や地域で大きくことなる。たとえば、アジア新興市場国・地域全般、なかでもインドは力強く成長しているが、サブサハラアフリカは、急激に減速している。

先進国・地域の抑制された見通しは大きな不確実性と下振れリスクに晒されている。これが政治への不満をさらに増大させ、統合に反対する政策にさらに支持が集まることになるかもしれない。新興市場及び途上国・地域のなかには、依然として一次産品価格の低下への調整で困難な政策課題を抱えているところもある。こうした懸念される見通しにより、成長を促進し脆弱性を管理する広範な政策対応の必要性がかつてないほど増している。

進行中の再調整、長期的趨勢、及び新たなショックが重なり合った複雑な情勢が現在の見通しを形作っている。こうした要因は、総じて成長のベースラインが抑制されていることを示唆しているが、それだけではなく、今後の経済見通しが極めて不透明であることも示している。最近数カ月の予測されていなかった変化のひとつが、英国の欧州連合離脱という国民投票の結果である。ブレグジットをめぐる、イギリスと欧州連合の長期的関係がどのようなものになるのか、またその相互貿易・金融のフローがどの程度減少するかなど大半がまだ過程段階にあり、明確になるに

は何年という月日が必要だろう。さらに不透明感を増大させているのは、国民投票結果の、他のEU加盟国の政治に関するセンチメント、そして大衆迎合的な内向きの政策採用への世界的な圧力への影響である。

進行中の重要な再調整は、中国のリバランス(再調整)や一次産品輸出国による交易条件の悪化の長期化へのマクロ経済・構造面の調整などで、特に新興市場及び途上国・地域で際立っている。先進国・地域(及び一部の新興市場国・地域)の見通しで重要な役割を果たしているのが、人口動態・労働市場の趨勢といったゆっくりとした変化だ。しかし、加えて生産性の減速の長期化も影響を及ぼしている。その理由は十分に理解されておらず、一方でこれが所得の伸びを阻害し政治不満のひとつの要因となっている。

世界経済見通し(WEO)の基本シナリオは、2016年の世界経済の成長率は3.1%まで減速し、翌年3.4%まで回復すると予測している。2016年の見通しは、前半の米国の経済活動が見込みより弱かったこと、そしてブレグジットに伴う重要な下振れリスクの具体化を反映している。イギリスの国民投票結果への金融市場の反応は抑制されている。しかし、経済、政治、そして各種制度をめぐる不透明感が増大し、中期的にイギリスと他の欧州連合の貿易フロー・金融フローは減少する可能性が高いことから、なかでもイギリスのマクロ経済に負の影響を及ぼすとみられる。以上のことから、先進国・地域の2016年の成長率を1.6%に下方修正した。

新興市場及び途上国・地域の成長は、5年連続して減速したが2016年に若干力強さを増し4.2%に達する見込みで、今年予測される世界の成長の4分の3強を占めるだろう。しかし、その見通しにはばらつきがあり総じてこれまでより弱くなっている。外部資金調達状況が、先進国・地域の利下げの見通しにより緩和したが、その他の要因が経済活動に重くのしかかっている。たとえば、中国の減速がこれにあたり、その波及的な影響は、輸入を中心とした資源を多く必要とする投資への依存が減ったことで大きくなっている。また、一次産品輸出国による歳入の減少への調整が続いている。先進国・地域からの需要は引き続き弱く、一部の国では国内衝突、政治的不和、地政学的緊張が続いている。アジア新興市場国、特にインドは引き続き耐性

のある成長を見せているが、サブサハラアフリカの経済大国（ナイジェリア、南アフリカ及びアンゴラ）は、一次産品価格の下落と難しい国内の政治事情・経済情勢が相まって、著しい減速あるいは景気後退局面にある。ブラジル及びロシアでは、引き続きマクロ経済状況は厳しいが、その見通しは前回の4月の見通しと比べ若干力強さを増している。

2017年には、新興市場及び途上国・地域の見通しが改善し、米国経済は、在庫調整による押し下げ効果が減少し投資が回復するなど勢いを若干取り戻すことから、回復が加速するだろう。より長期的には、先進国・地域の見通しは、人口動態が逆風として働き生産性の伸びが弱いことから引き続き抑制されているが、新興市場及び途上国・地域の成長は中期的にさらに力強さを増すと考えられる。しかし、これまでのWEOでも指摘したように、こうした見通しは幾つかの重要な想定を基にしている。

- ・ 現在ストレス下にある国・地域の状況の段階的な正常化。これまでより控えめな水準ではあるが一次産品輸出の全般的な回復を伴う。
- ・ 中国経済の漸次的な鈍化とリバランス（再調整）。中期成長率は約6%と、新興市場及び途上国・地域の平均を引き続き上回る。
- ・ その他の新興市場及び途上国・地域の頑健な成長

経済的要因・非経済的要因がともに、これら想定の実現を危うくしており、またより大局的には基本見通しがリスクに晒されている。なかでも、直近数カ月で最近のWEOが警告してきたリスクの一部が一層顕著になってきた。第一に、政治的不和と内向きの政策である。ブレグジットをめぐる国民投票の結果と米国の大統領選のキャンペーンは、国境を越える経済統合の恩恵に関するコンセンサスに綻びが生じていることを如実に物語っている。成長が弱いなか、国際競争が雇用や賃金に及ぼす影響についての懸念から、保護主義的政策アプローチが人々をひきつけているが、これは、世界貿易のフローやより大きくみれば統合への潜在的影響をはらんでいる。生産性のダイナミクスが引き続き満足なレベルに達していないなかで、所得の伸びが弱いことから、不平等な所得分配（かつこれが拡大している）をめぐる懸念が増している。こうした趨勢の変化をめぐる不透明感が、企業の投資や採用に関する決定を遅らせ、結果、短期的経済活動が減速する一方、内向き政策へのシフトが、国境を越える政治的不和を悪化させるかもしれない。

第2のリスクは、先進国・地域のスタグネーションである。世界経済の成長が依然緩慢であるなかで、民需の不足が長期化すると見通しにより、低成長・低インフレが根付く可能性がさらに具体性を帯びてきた。これは特に、バランス

シートが依然として毀損している一部の先進国・地域で顕著である。同時に、先進国・地域における低インフレの長期化により、インフレ予想が定まらなくなり、予想される実質金利の上昇および消費の縮小とともに、最終的には成長全体とインフレがさらに低下するリスクをはらんでいる。

これまでにWEOが指摘した他のリスクが引き続き見通しに重要な影響を及ぼす可能性がある。中国で現在進められている調整とこれに関連した波及的な影響は、中国に関する当面のセンチメントが今年はじめの深刻な懸念レベルから回復したように見えるが、引き続き影響を及ぼしている。投資、産業、輸出への依存から、消費とサービスに一段と軸足を移すという同国の経済の移行は、時には想定以上に困難を伴い、一次産品輸出や機械輸出、さらには金融の波及経路を通し間接的に影響が及ぶ国々に大きな影響をもたらす可能性もある。与信の対GDP比率が依然として上昇を続け国営企業の債務の処置とガバナンスに関する懸念への対処で決定的な進展が見られないことから、調整が混乱を伴うリスクが高まっている。こうしたなか既述のリスクは、現在中国が頼っている短期的な成長促進措置により上昇している。より一般的には、新興市場国・地域の金融環境が直近数カ月で改善を続けているが、一部の主要な新興市場国・地域で根底にある脆弱性が残っている。これらの国や地域は、とりわけ一次産品輸出における政策のバッファの再構築の必要性和、膨大な企業債務、収益性の低下、弱い銀行のバランスシートにより、投資家の信認の急激な変化に晒されている。さらに、一連の経済以外の要因が様々な地域の見通しに引き続き影響を及ぼしている。たとえば、東部アフリカ、南部アフリカの早魃の影響の長期化、一部の中東・アフリカの国での内戦や内紛、近隣国や欧州の国々への難民流入という悲劇、世界で繰り返されるテロ行為、ラテンアメリカ、カリブ地域、アメリカ南部及び東南アジアでのジカウイルスの流行などである。仮にこうした要因が悪化すれば、総合的に市場のセンチメントに大きな打撃を及ぼし、需要と経済活動を阻害することになる。

上向きの展開には、ブレグジット国民投票後のショックからの金融市場の秩序ある価格回復、米国の労働市場の改善の持続、及び一次産品価格の最近の緩やかな上昇などがある。この一次産品価格の上昇は、一次産品輸出にかかる圧力の一部を緩和するはずだ。こうした展開は、勢いが想定以上に回復する可能性を示しているが、これは、各国が実際の総産出量と潜在GDP促進のための包括的な枠組みを導入することで、一段と強化されるかもしれない。

世界経済の基本見通しは、対象期間の残りの期間で今年の抑制された成長ペースが上向くことを示しているが、一

方で、近年、成長見通しの下方修正が繰り返されているように後退の可能性は高い。こうしたなかでの政策の優先課題は、成長の勢いの改善、デフレ圧力との戦い、耐性の構築など目標により各国・地域で異なる。しかし、共通のテーマは、これ以上成長が期待からはずれることのないようにすること、また成長促進で政策は実効性に欠けている、あるいは成長の配当は高位所得層のみに集まるというダメージを及ぼす認識に対処するため、あらゆる全ての政策手段に頼った措置を緊急に講じることが必要だということである。

先進国・地域では、需給ギャップが依然としてマイナスで賃金圧力が総じて抑制されている。さらに、低インフレ(一部ではデフレ)の長期化のリスクが上昇している。このことから、金融政策は引き続き緩和的でなければならず、必要に応じて非伝統的な戦略に頼らなければならない。しかし、緩和的な金融政策だけでは、需要を十分に底上げすることができない。よって、活用可能な余力に見合った脆弱者を保護する政策を中心とし中期的成長見通しを促進するような財政支援が、勢いをつけ中期的なインフレ予想の継続的な下降を防ぐには引き続き不可欠となっている。公的債務と社会給付金の支出が拡大している国では、中期的な財政健全化への信頼できるコミットメントで、当面の支援を行う追加的な余力を生み出すことができよう。また、財政政策は、需要と長期的な潜在成長率を最も力強く支えるような施策に支出を集中させるべきである。より大局的には、緩和的な金融政策は潜在成長率の低下に対処することができる構造改革を伴わなければならない。たとえば、労働参加の促進や労働市場のマッチングプロセスの改善、研究開発やイノベーションへの投資促進のための取り組みなどである。2016年4月のWEOが第3章で論じているように、一貫した十分に伝達された政策枠組みのなかでしっかりと組み込まれた需要支援策と国の構造的ニーズをターゲットとした改革と併せて行う包括的な政策が、短期的な経済活動と中期的な潜在GDPを活性化させることができよう。

新興市場及び途上国・地域の共通した広義の政策目標は、製品、労働及び資本市場の歪みを是正し、教育及び医療に賢明な投資を行うことで人々により良い機会を提供することにより、より高い所得グループに持続的に近づくことであ

る。こうした目標は、金融の脆弱性及び反転のリスクの恐れがない環境ではじめて実現することができる。金融部門以外の債務が既に膨大でかつこれが増えており、対外負債がヘッジされていない、あるいは長期的な投資での資金繰りのために短期的な借入に大きく依存している国や地域は、より強力なリスク管理慣行を導入し、通貨及びバランスシートのミスマッチを抑制しなければならない。

一次産品価格の落ち込みで最も大きな打撃を受けた国々では、マクロ経済の安定性の再構築のための調整が急務である。これは、ペッグ制に頼っていない国にかかる圧力を為替相場が完全に吸収できるようにすること、インフレの急騰に対処するために必要などころでは金融政策を引き締めること、そして必要な財政健全化が可能な限り成長促進的であるようにすることが必要であることを示唆している。

低所得途上国は、不可欠な資本ニーズや社会支出に支出し、債務管理を強化し、経済の多様化と生産性の向上につながる教育分野を含めた構造改革を実施しながら、財政のバッファーを再構築しなければならない。

こうした政策は、国レベルで不可欠だが、全ての国グループにとり国独自の優先課題に細心の注意を払いながら世界全体で広範に実施した場合に、より効果的となろう。

多くの国で成長が弱く政策余力が限られているなか、金融の安定性にかかるリスクを最小化し世界レベルで生活水準の改善を持続させるためには、複数の面で多国的取り組みを継続することが必要である。こうした努力は、複数の面で同時進行で行わなければならない。政策担当者は、経済統合の長期的な利点に議論の焦点を改めてむけ、十分にターゲットを絞った社会イニシアティブが確実に負の影響を受けている人々を助け、再研修を通して拡大しているセクターに彼らが吸収されるよう促すことで、世界貿易への反発に対処しなければならない。国レベル・国際レベルの実効的な銀行の破綻枠組みが不可欠であり、ノンバンクの仲介業者に起因する新たなリスクに対処しなければならない。より強固なグローバルセーフティネットが、堅固なファンダメンタルズにもかかわらず、経済以外の圧力を含め国境を越える伝播や波及的影響に脆弱であろう国々を守る上で、かつてないほど重要になっている。