

世界経済見通し 2011年4月

総括

世界経済は、総じて予測通りの回復を続けている。実際、我々の見通しは2011年1月のWEO改訂見直しから概ね変わっておらず、2011年、2012年ともに世界経済成長率を約4.5%と予測している。先進国の成長率は、僅か2.5%にとどまると見られる一方、新興市場及び途上国の成長率は、先進国の見通しより遥かに高い6.5%を見込んでいる。

景気の二番底を懸念する声が聞かれたが、これは我々の当初の想定とは異なるものであり、実際これは現実とならなかった。先進国の初期の回復は、在庫サイクルと刺激策に後押しされたもので、後々成長が失速する恐れが指摘されていた。現在、在庫サイクルはほぼ一巡し、刺激策は財政再建に取って代わられたが、総じて民間需要がこれらの役割を引き継いだ。

商品価格が新たな懸念事項となった。力強い需要の伸びと供給ショックが相まって、商品価格は当初の予測以上に上昇した。これは、1970年代に経験したスタグフレーションを想起させるが、回復を頓挫させる様子は見取れない。先進国では、石油のシェアが減少し、物価スライド賃上げが一般的でなくなり、インフレ期待が安定化している。これら全てを踏まえると、成長やコア・インフレへの影響は僅かと考えられる。しかし、消費に占める食料及び燃料の割合が先進国よりも高く、金融政策の信頼性が往々にして低い新興及び途上国の前途には、より大きな課題が待ち受けている。インフレは、当面高止まりする可能性があるが成長に大きな影響を及ぼすとは考えられない。石油供給面での一層の混乱が、回復のリスクとして懸念される。

一方、回復には依然としてばらつきが見られる。

大半の先進国では、産出高は依然として潜在能力を大きく下回っている。失業率は高くなっているが、低成長基調にあることからこのような状況は今後も長く続くであろう。低成長の要因として、危機前の過剰及び危機の後遺症が挙げられる。特に米国など多くの国では、住宅市場の不振が続いており、住宅投資は低迷している。危機自体が財政ポジションの急激な悪化を引き起こしたことから、財政の持続可能性への市場の不安が払拭されないまま、財政再建へと舵を取らざるを得なくなった。また、多くの国では、銀行が、積み重なる不良債権を前に自己資本比率の引き上げに追われている。

低成長、財政への懸念、及び金融市場の圧力が折り重なって発生した欧州連合（EU）周縁国の問題は特に深刻である。低成長・マイナス成長と高金利の中、財政と金融

部門の持続可能性を再び確立するには、著しい困難を伴う。EU 周縁国が直面している問題は非常に深刻だが、潜在成長力の伸びが基本的に低いという、より広範な問題を提起している。著しい低成長が続く限り、調整は非常に困難である。

先進国への政策助言は、2010 年 10 月の WEO から概ね変更はないが、銀行のバランスシートのエクスポージャーのより明確な認識、必要に応じた銀行の資本増強の迅速な実施、賢明な財政再建の導入（ペースが速過ぎれば成長を頓挫させ、遅過ぎれば信頼性を損ねる）、金融部門の規制及び監督機能の見直し、さらには特に欧州における潜在成長率の向上に向けた改革の一層の重視など、助言の一部が取り入れられたのみとなっている。

対照的に、新興市場国では、危機の後遺症が長く尾を引くことは無かった。先進国と比較し、概して危機当初の財政及び金融ポジションが強固であったことから、危機のマイナスの影響を大きく受けることはなかった。成長は高く金利は低いことから、財政調整は遥かに容易である。概ね輸出は回復し、外需の落ち込みは主に内需拡大で穴埋めされた。先進国に比べ好調な見通しや高金利を背景に、資本流出は資本流入に取って代わった。

このように大半の新興市場国は、産出量ギャップの消滅とより大規模な資本フローの中での景気過熱の回避という、先進国と大きく異なる課題を抱えている。対応策として、財政再建及びより高い金利を組み合わせた、産出高を最大限の水準で維持する為の施策の導入、並びに資本流入に起因するシステムック・リスクの蓄積の回避に向けた、必要の際には資本規制も視野にいたしたマクロプルデンシヤル措置の実施を 2 本柱としたものが求められる。為替レートの上昇は、金利の上昇と資本流入の拡大を伴う可能性があり、抵抗を試みる国は多い。しかし、これは実質所得を引き上げるなど、望ましい調整作業の一部であることから、抵抗は賢明な選択とは言えないだろう。

総じて、世界のマクロ的な経済政策課題に変更はないが、時間の経過とともにより喫緊の対応が求められている。持続的回復の実現に向け、先進国は財政再建を遂行しなければならない。その実現と成長の維持において、先進国は一段と外需に頼る必要がある。対照的に、新興市場国は、外需への依存を弱め内需を一段と活かす必要がある。新興市場通貨が先進国通貨に対して上昇することは、世界規模での再調整作業において極めて重要である。国レベルでの慎重な政策の策定、並びに世界レベルでの協調が、2 年前の危機の最悪期と同様現在でも肝要である。

オリビエ・ブランシャール
経済顧問

要旨

回復は勢いを増しているものの、先進国の失業率は依然として高く、新興市場国では新たなマクロ経済リスクが蓄積している。先進国では、需要の官から民への移行が進んでおり、財政支援策の解消に伴う景気の「二番底」の危険性は薄れている。金融情勢は引き続き極めて脆弱ではあるものの、改善している。多くの新興市場国では、需要が堅調で景気過熱が政策上の問題となりつつある。サハラ以南アフリカの国々をはじめとする途上国も、再び力強く持続的な成長を見せている。一方、食料及び商品価格が上昇を続け、貧困世帯の新たな脅威となり社会的・経済的緊張を高めているが、特にこれは中東や北アフリカで顕著となっている。原油価格は2011年以降上昇傾向にあるが、余剰生産能力など供給面での情報を分析すると、混乱の経済活動への影響はこれまでのところ限定的と考えられる。日本は、大震災により多くの犠牲者を出した。この震災のマクロ経済への影響は、不透明感が強く残るものの、小さいだろう。総じて、回復は力強さを増してはいるものの原油の供給の伸び率が縮小しているなど、2011年から2012年の世界の実質GDP成長率は、2011年1月のWEO改訂見通しから概ね変更はない。しかし、下振れリスクは強まっている。

2011年及び2012年の世界の実質GDPの伸び率は、2010年の5%から僅かに落ち込み、約4.5%と予測される。先進国と、新興市場及び途上国の実質GDP成長率は、各々2.5%、6.5%になる見込みである。下振れリスクは引き続き上振れリスクを上回っている。先進国では、財政のバランスシートは依然として脆弱で不動産市場は停滞しているが、これは特にユーロ圏の一部で主な懸念材料となっている。銀行や政府が資金調達のために迫られているなど、金融情勢も下振れリスクにさらされている。また、石油をはじめとする商品価格、これに関連しているが不透明な地政学的情勢、さらには新興市場国の資産市場の景気過熱とブームを背景に、新たな下振れリスクが蓄積している。しかし、先進国企業バランスシートは強固で、新興市場及び途上国の需要は活発であり、これらが想定外に成長のプラスの影響となる可能性もある。

これまでの政策的課題の多くは依然として取り組まれておらず、一方で新たな問題も顕在化している。先進国においては、賃金上昇圧力が抑制され、インフレ期待が十全に安定し、また銀行の与信が停滞している限りは、緩和的な金融政策を継続し回復強化を支える必要がある。同時に、財政については、一段と強固な財政ルールと制度に支えられた財政再建計画及び給付金制度改革を実施し、中期的に持続可能な軌道に乗せる必要がある。これは、特に米国において、世界的な混乱につながる債券市場の変化に起因するリスクの低減に向け、喫緊の課題となっている。実際、米国の2011年の政策プランの焦点は再建から拡大へと逆戻りしている。2011年度に見込まれる赤字の削減に向けた取り組みが不可欠であり、裁量的歳出の削減にむけた施策は有効である。しかし、想定される中期的な赤字の大幅削減には、社会保障や税制改革など、より広範な施策が不可欠である。

日本については、当面の財政上の優先課題は復興支援である。復興に向けた取り組みが行われ被害規模の把握が一層進んだ段階で、公的債務比率の中期的な引き下げのための明確な財政戦略と、復興のための支出をリンクさせることを主要課題とすべきであろう。ユーロ圏の情勢は大きく改善したものの、市場は依然として、市場圧力下にある国々の見通しに懸念を抱いている。市場は、ユーロ圏レベルでの、断固とした財政調整、銀行の再建、並びに競争力と成長の促進の為の改革の実現に向けた、十分かつ低コストの柔軟な資金調達メカニズムを必要としている。より広くは、大胆なストレステストと再建及び資本増強プログラムを実施し、ユーロ圏の銀行の信認の回復に努めなければならない。また、世界の金融システムの改革は概ね途上にある。

多くの新興市場国及び一部の途上国では、現在のブームとも言える状況が、今後1年で景気過熱に発展しないよう万全を期すことが求められる。生産が拡大を続け能力の限界に達し、また食料及び燃料価格の高騰が、消費バスケットに重くのしかかり賃金上昇圧力を引き起こすなど、インフレ圧力もさらに高まる可能性がある。実質金利は引き続き低く、財政政策は危機以前と比較し著しく緩和的となっている。各国の景気循環状況及び対外環境により、各々の適切な措置は異なってくるが、多くの新興市場国は、マクロ経済政策の引き締めを行わなければならない。

- 対外黒字を抱える国の多くは、自国通貨を管理し財政上の問題には直面していないが、金融緩和の解除と為替レートの上昇が、インフレ圧力と信用の過剰な伸びの抑制など国内のバランスの維持、並びに世界需要の再調整を支えるうえで不可欠である。
- 多くの対外赤字国は、短期的には為替相場のオーバーシュートも念頭におきつつ財政及び金融政策を引き締める必要がある。
- 一部の黒字及び赤字国では、与信と資産価格の急激な伸びが、金融の安定性を脅かす危険性がある。これらの国の政策当局には、安定性の保護と一段と頑健な金融システムの構築に向けた早急な対策が求められる。
- 新興市場及び途上国の多くは、食料価格の高騰に苦しむ貧困世帯の支援に十全にターゲットを絞った支援を行う必要がある。

危機の後、新興市場への資本フローは極めて急速に回復した。しかし、フローは不安定で、先進国の著しく低い政策金利が引き上げられ、再び新興市場国から流出する可能性もある。各国各々の環境によるが、適切なマクロ経済政策及びプルデンシャル政策が実施されていると仮定すると、資本流入の抑制のための施策が、資本フローの過剰なボラティリティの実体経済への影響の緩和に資することになる。しかし、このような施策はマクロ経済の引き締めの代替策ではない。

回復がより強固な中期的基盤に乗る為には、世界の需要の再調整の更なる進展が不可欠である。これには、主な対外赤字国による財政調整や、主要黒字国による貯蓄を押し上げている歪みを排除する構造改革や為替レートの柔軟性の向上など、多くの国が対策を進める必要がある。

ここで示す政策対応の概要については、広く合意がなされている。しかし、危機の最悪期を脱した今、政策当局間で行動と連携が必要だとの認識が低下している。先進国が、自国の困難な政治経済に関連する状況を理由に、財政調整の実施を引き伸ばすことは誤りであろう。また、主な対外黒字国の貯蓄を押し上げている歪みの排除は、主要先進国の成長及び財政再建の達成に寄与すると期待されるが、一方の進展が不十分だとして、他方で対応が後手に回ることがあってはならない。新興市場国が、インフレ圧力の上昇を前に為替レートの調整を引き伸ばすことは得策ではない。多くの新興市場国は、先進国が引き締め策に着手するまで、政策の追加的引き締めを遅らせるべきではない。政策当局の目下の課題は、他国の政策にかかわらず、このような政策対応が経済的利益となることを、自国民に納得させることである。