

これまで、回復のスピードは、新興市場及び途上国・地域では力強く先進国・地域では弱いというように二極化していた。しかし、現在では三極化に姿を変えつつある。新興市場及び途上国・地域は引き続き力強く成長しているが、先進国・地域では、米国とユーロ圏の間の差が一段と広がりつつあるように見受けられる。

我々の見通しはこういった情勢を反映している。新興市場及び途上国・地域の2013年の成長率は5.3%、翌2014年は5.7%に達する見込みである。米国の2013年の成長率は1.9%、2014年は3%となる見込みだが、対照的にユーロ圏は2013年はマイナス0.3%、2014年は1.1%と予測している。

2013年の米国の成長率はそれ程高くないように見えるかもしれない。実際、この数字は依然として高い失業率を大きく改善するには不十分である。しかし、GDPの約1.8%という極めて強力な、率直に言えば余りにも強力な財政健全化を前にしても、この数字を実現することになる。実際、民需の基調は力強い。これは、米連邦準備制度理事会の「時間軸政策」の下で政策金利は低く設定されるだろうとの期待と、住宅や耐久消費財への需要が抑制されてきていることを一部背景としている。

ユーロ圏のマイナス成長という見通しは、周縁国の弱さのみならず中核国の弱さも一部反映している。ドイツの成長は力強さを増しているが、それでも2013年の成長率は1%に満たないと考えられる。フランスでは2013年はマイナス成長になる見通しだが、これは、財政健全化、低調な輸出パフォーマンス及び低い信認が組み合わさった状況を受けてのものである。これにより、中核国が周縁国に対し必要に応じ支援を行う能力が疑問視されるかもしれない。イタリアやスペインといった大半のユーロ圏周縁国は、2013年は大きく縮小すると予想される。インターナル・デバリュエーション・プロセスが徐々に進んでおり、こういった国のほとんどが、次第に競争力をつけてきている。しかし、外需は弱い内需を埋め合わせるほど強くない。依然として、弱体化した銀行、弱い政府、そして低迷を続ける経済活動の間の負のフィードバック・ループを通し、これら要因が相互に影響し合いさらに悪化している。

日本は、今後についての明確な政策を打ち立てた。日本では、デフレと、低成長或いはゼロ成長の期間が長期に渡り続いたが、新政府は、積極的な量的緩和策、正のインフレーションターゲット、財政刺激、および構造改革を基盤にした新たな政策を発表した。この政策が短期的に成長を押し上げると考えられ、実際我々の2013年の成長率1.6%という見通しはこれを反映している。しかし、公的債務の水準が高いことから、中期的財政健全化計画を欠いた状態で財政刺激策に着手することには危険が伴う。これにより、投資家がリスクプレミアムを求める可能性が高まり、結果、債務が持続不可能になるだろう。

先進国・地域の全体像はこのように様々な状況が入り混じっているが、対照的に、新興市場国・地域は順調である。一次産品価格の高騰、低金利、そして大規模な資本流入といった今日一般的となっている状況が、与信ブームと景気過熱に至るケースがこれまでは多かった。しかし、今日、政策当局の取り組みにより、総需要と潜在GDPは概ね近似している。同時に、潜在成長率は、危機前のトレンドと比較し複数の主たる新興市場国・地域で明らかに落ち込んでいる。国により状況は異なるものの、この落ち込みの一部は政策による歪みに起因していることを示す材料もあり、歪みへの対策が求められる。

政策について

米国は、財政健全化の適切な道筋の特定に集中すべきだろう。一律歳出削減により、債務の持続可能性を巡る懸念は軽減されたが、これはそのまま突き進んで良い道ではない。現段階ではより小規模に適切な財政健全化を行い、後に財政健全化を集中して進めることにコミットすべきであろう。

ユーロ圏では、これまで1年間で、銀行同盟のためのロードマップの作成など制度面で前進した。欧州中央銀行による国債買取制度プログラムは現時点で実施されていないが、それでもテールリスクの低下につながった。しかしこれは十分ではない。周縁国で借り手が直面する金利は、依然として余りにも

高く回復を確保するものではない。また、政府を弱体化させることなく銀行を強化するための更なる措置が早急に必要である。同時に、民間需要が弱いということは、自動安定化装置を機能させる余力のある国ではそうすべきであり、財政余地を備えた国は、これ以上の措置を採るべきであることを示している。

新興市場国・地域は別の課題を抱えている。そのひとつが資本フローへの対応である。新興市場国・地域の見通しは基本的に魅力的であり、先進国・地域の低金利と相まって、多くの新興市場国・地域でネットの資本流入が続き為替圧力も継続することになる。これは望ましいプロセスであり、世界経済が健全性を取り戻すためには避けては通れない世界レベルでの再調整の一環である。同時に、既に経験してきたよう

に、資本フローは大きく変動する可能性があり、マクロ経済管理をより困難にする。資本受け入れ国の課題は、資本フローがマクロ経済或いは金融の安定性への脅威となる場合、フローのボラティリティの低下に務めつつ、基調トレンドを受け入れることである。

総括すれば、米国に関する良い知らせはユーロ圏の新たな懸念材料と共にやってきた。各国間の相互連関性が強力であることから、不均衡な経済回復にもやはり危険が伴う。一部のテールリスクは低下したが、今は政策当局が気を緩める時ではないのである。

オリビエ・ブランシャール
経済顧問

要旨

世界経済の見通しは再び改善したが、先進国・地域の回復の道のりは今後も平坦ではないだろう。世界の成長率は2013年は3.25%、翌2014年には4%に達すると予測される。先進国・地域の経済活動は2013年後半から次第に加速する見込みである。民間需要は、米国では一段と堅調に推移しているが、ユーロ圏では依然として著しく緩慢である。新興市場および途上国・地域の経済活動は、既に勢いを増している。

先進国・地域の見通しは、改善するも陰しく 国や地域により異なる

これまで半年間で、先進国・地域の政策当局は、世界経済の回復の最大の短期的リスクのうちの二つ、すなわち、ユーロ圏の崩壊の危機と米国の「財政の崖」からの転落による急激な財政収縮を回避することができた。金融市場はこれに呼応し広く持ち直した。さらに2013年4月の国際金融安定性報告書(GFSR)でも明確に示すように金融の安定性も改善した。

金融市場が持ち直したことで、資金調達環境が改善し信認を支えるなど、経済回復を下支えている。しかし、成長見通しには概ね変化がないようである。米国の民需は、クレジット市場と住宅市場の回復に伴い力強さが見られるようになったが、当初の予測以上に大規模な財政調整により、2013年の実質GDP成長率は2%程度にとどまると見られる。ユーロ圏では、周縁国政府を取り巻く環境が改善したものの、銀行が低収益率と低資本により苦境にあり与信が制約されていることから、この改善がまだ企業や家計に伝わっていない。同時に、多くの国や地域の経済活動は、財政調整が継続され、競争力の問題やバランスシートの弱さといったことから、抑制されることになろう。以上に加え、回復に水を差す恐れのある新たな政治・金融リスクが表面化している。これらを踏まえ、実質GDPは2012年と比べ対GDP比0.25%縮小すると考えられる。対照的に、日本は、財政及び金融刺激策主導の回復により、実質GDP成長率は1.5%に達するだろう。

総じて、2013年の先進国・地域の成長率は1.25%と2012年と変わらず緩やかな成長ペースが予測される。とは言うも

の、本世界経済見通し(WEO)の予測は、政策当局が挫折することなくコミットメントを遂行することを前提としており、実体経済にかかるブレーキが引き続き改善されることを基盤にしている。結果、先進国・地域の2013年の実質GDP成長率は、前半こそ弱いもののその後2%を超えると予測される。2014年は米国の約3%成長に後押しされ、平均で2.25%となる見込みである。

新興市場及び途上国・地域では経済活動が 再加速化

新興市場および途上国・地域は2012年に著しく鈍化した。これは、主要先進国・地域の需要の急減速、国内政策の引き締め、主要な新興市場国・地域の一部で投資ブームが終焉したことなどの影響によるものだった。しかし、消費者の需要が底堅く、マクロ経済政策に大きな変化は予測されず、また輸出が回復するなど、アジアとサブサハラアフリカ(サハラ以南アフリカ)の大半と、ラテンアメリカ及び独立国家共同体(CIS)の多くの国や地域でより高い成長が見られる。欧州新興国では、欧州先進国の需要が徐々に回復するに従い、回復の再加速が期待できよう。しかし、中東及び北アフリカの各国は、国内で進む難しい移行への対応に苦しんでいる。南米の数カ国は、高インフレと為替相場圧力の上昇に直面している。

途上国経済からは良いニュースも入ってきている。一部の比較的規模の大きい新興市場国・地域の潜在成長率の推定値は近年低下しているものの、その他においては確実に改善している。実際、本見通しの第4章は、今日の多くのダイナミックな低所得国の見通しは、1960年代・70年代のケースと比較し力強く見えることを明確に示している。

より広範なリスク

従来からの危機と新たな混乱が存在する一方で、最も深刻な短期的リスクの一部への欧州と米国の直近の対応によ

りリスクの短期的な展望は改善した。現在、ユーロ圏の主な短期的リスクは、調整疲れや弱体化したバランスシート、周縁国における与信チャンネルの毀損、ユーロレベルでの経済同盟・通貨同盟の強化に向けた進捗が不十分であることなどが中心である。米国及び日本では、リスクは主に中期的な財政政策に関連している。短期的には、今年度末に自動的な支出削減(一律歳出削減)の代わりに後半に集中して行う措置を米国議会が選択しなかった場合、2013年末以降の成長率は予測より若干低くなるだろう。より懸念すべきは、債務上限の引き上げの失敗であろう。しかし、必要な行動を取らずこのような自滅的なリスクが生じる可能性は低いとみられる。中期的には、下振れリスクは、米国及び日本では強固な財政健全化計画の欠如、ユーロ圏では低成長期間の長期化を引き起こしかねない、巨額な民間債務、限られた政策余地そして制度面での進捗の遅れなどを中心としている。また、多くの先進国・地域では非伝統的かつ緩和的な金融政策による歪み、多くの新興市場及び途上国・地域では過剰投資や資産価格の高騰が、中期的下振れリスクの中心になっている。これらのリスクへの対策がなされなければ、世界の経済活動は定期的に減速を繰り返す可能性が高い。同様に、想定以上に強力な政策対応が採られるならば、経済活動のより力強い回復を促すこともあろう。

政策当局は、手を緩めてはならない

先進国・地域では、緩やかな需要を支えるべくあらゆる賢明な政策措置を講じる必要がある。しかし、巨額のソブリン債に付随するリスクにより財政政策の実行余地が限られたものになっている。需要と債務に関するあらゆる懸念に対処できる特効薬は存在しない。むしろ、財政調整は、需要に対するダメージを当面抑制する措置を足場に段階的に進めるべきであり、金融政策により引き続き経済活動を下支えする必要がある。また、金融政策の波及を高めるために、実効性の高い金融部門政策が必要であり、潜在GDPと世界の需要の再調整を促すための構造政策なども不可欠である。金融政策については、第3章が、インフレ期待がはるかにしっかりと安定しており、経済活動を支える中央銀行の余地が一段と拡大しているという主要分析結果を示している。しかし、2013年4月のGFSRで詳述されているように、中央銀行は政策に起因する金融の安定性リスクに十分留意しなければならない。

財政政策に目を向けると、根気強くしかし段階的に財政健全化を進めることが極めて重要であり、米国と日本については、これに加えて包括的な中期赤字削減計画の策定及び実施が肝要となっている。とくに日本については、公的債務水準が極めて高い状態での刺激策の再開に関連したリスクが大きいことから、これらは喫緊の課題である。米国では、3年にも及ぶ協議にもかかわらず政策担当者は給付金や税制の改革のための信頼に足る計画で合意に至っておらず、また当面の見通しが改善したことで、火急速やかにこの問題で前進しなければならぬという認識が薄れたように見受けられることが懸念される。特定の要件や各国の詳細については、2013年4月の財政モニターで詳細に示している。

2013年4月のGFSRは、弱体化した銀行のリストラと、場合によっては家計や弱った企業という借り手に過剰債務への対処手段として従来の倒産以外の道を提供するなど、金融部門の修復と改革を一層進めなければならないと強調している。これまでWEOでも、多くのユーロ圏諸国の競争力の再構築と中期的成長見通しの押し上げで構造改革が果たす重要な役割を強調していた。

一方、新興市場及び途上国・地域では、政策のある程度の引き締めが、中期的に適切であるようだ。その際は、金融政策から着手すべきであり金融部門で表面化しつつある行き過ぎを抑制するため、必要に応じ健全性措置で支える必要があろう。最終的には、政策当局は財政収支の水準を政策遂行のための十分な余地を確保できるまで戻す必要がある。早急に大々的な措置が必要な国もあろう。また、中期的に限定的な改善のみで良いところもあろう。

政策の波及効果

先進国・地域の回復は険しくマクロ経済政策ミックスは偏っており、新興市場国・地域の政策形成を複雑化している。日本におけるより一層緩和的な金融政策やその他の要因を背景に円が大きく値を下げたことで、最近になり再び懸念が浮上した。とは言うものの、競争的な切り下げに関する訴えは誇張的と考えられよう。現時点において、中期的ファンダメンタルズから大きく逸脱している主要通貨はないようである。米ドルやユーロは若干過大評価されており、人民元はやや過小評価されているようだ。円の評価についての情報は複雑である。

通貨を巡る様々な懸念へ対処するにあたって、全ての国と地域が国内および対外バランスを促進する政策を追求すべきである。このためには、主要な先進国・地域では、中・長期的財政調整計画、給付金制度改革およびバランスシートの修復を一段と進める必要がある。これにより、短期的な財政政策の制約が弱まり、これがバランスシートの改善とともに、余りにも重い負担がのしかかっている金融政策からの圧力の軽減につながるだろう。一方、新興市場及び途上国・地域は異なる

課題を抱えている。主な対外収支黒字国・地域は、為替相場が一段と市場で決定されるようにすべきであり、消費主導型経済成長への移行に向け経済を再調整する構造政策を実施する必要がある。他の国や地域では、流入する資本の健全な吸収を促すための構造政策を実施する必要がある。こういったフローが経済の不安定化を引き起こす恐れがある場合は、深刻な国内不均衡の蓄積を防ぐため、マクロプルーデンス政策措置や資本フロー管理措置を導入することができよう。