

世界経済見通し改訂見通し

WEO主要指標のアップデート

相反する流れ

- 原油価格の下落が、世界の経済成長を押し上げることになる。この下落は供給の増加を主に反映したものだ。しかし、この底上げは、多くの先進及び新興市場国・地域で低下する中期的成長に対する期待への調整が続いていることによる投資の弱さといった、他の負の要因の影響により完全に打ち消されかつ相殺レベルにとどまらなないと考えられる。
- 2015~2016年の世界経済成長率は、2014年10月の「世界経済見通し(WEO)」予測から0.3%下方修正し、それぞれ3.5%、3.7%となる見通しである。この下方修正は、中国、ロシア、ユーロ圏、及び日本の見通しの再評価、並びに原油価格の急落による一部の主要な原油輸出国・地域の経済活動の弱まりを受けてのものである。成長見通しが上方修正された唯一の主要経済国・地域は米国である。
- 世界経済の成長にかかるリスクの分布は、10月に比べより均衡が取れている。主な上振れリスクは、原油の供給ショックがどれほど継続するか不確実ではあるが、原油価格の下落によるより大きな押し上げである。下振れリスクは、特に原油価格の下落が、原油輸出国で対外的脆弱性及びバランスシートの脆弱性を誘発するなど、新興市場国・地域の国際金融市場のセンチメントとボラティリティのシフトに関連している。ユーロ圏と日本では、スタグネーションと低インフレが引き続き懸念事項となっている。

2014年10月のWEO発表以降、四つの主要な動向が世界の見通しを形作ってきた。

第一に、9月以降、原油価格が米ドルで約55%下落した。この下落は、ひとつは新興市場国・地域をはじめとした一部主要経済国・地域の需要が予想外に弱かったことによるものである。また、この下落は工業用金属価格の低下にも反映されている。しかし、原油価格がはるかに大きく下落したことは、石油輸出国機構(OPEC)が、米国をはじめとする非OPEC国の生産量の着実な上昇にもかかわらず、現在の生産水準を維持すると決定するなど、供給側の要因が大きく作用したことを示している。原油先物価格は、この先何年間の原油価格の回復は部分的であることを示しているが、これは、オイルセクターの投資と今後の能力の拡大への、原油価格下落の予想されるマイナスの影響と整合的となっている。

第二に、2014年第3四半期の世界経済の成長率は、概ね予測どおり3.75%まで上昇したが(第2四半期・3.25%からの上昇)、これは主要経済国・地域の間でみられる大きな成長の差を覆い隠した。な

かでも、米国は予測以上に力強い回復を見せたが、日本をはじめとする他の全ての主要経済国・地域の経済パフォーマンスは予測を下回った。こうした国や地域の成長が見通しに満たなかったことは、これまでWEOで指摘したとおり、中期成長見通しに関する期待の低下への調整が続きかつ長引いていることが、大きく影響していると見られる。

第三に、主要経済国・地域で成長のより大きな差が見られるなか、米ドルは、2014年10月のWEOで使用した数値と比べ、実質実効ベースで約6%上昇した。対照的に、ユーロ及び円はそれぞれ約2%、8%下落し、一次産品輸出国・地域をはじめとした多くの新興市場国・地域の通貨が下落した。

第四に、一次産品輸出国・地域をはじめとする多くの新興市場国・地域で、金利とリスクプレミアムが上昇し、高利回り債やエネルギー価格の影響を受ける商品のリスクプレミアムも拡大した。自国通貨建ての株価指数は、世界的に10月から概ね変化がないものの、主要先進国・地域の長期国債の利回りは、セーフヘブン効果や一部での経済活動の弱まりを反映しさらに低下した。



10月のWEOの発表以降の動向は、成長見通しに相反する影響を及ぼす。プラス面としては、供給要因による原油価格の下落は（既述のように、その反転は徐々にかつ部分的だと考えられる）、むこう約2年間、原油輸入国・地域の購買力と民需を押し上げることで、世界の成長率の押し上げることになる（ボックス参照）。その影響は、新興市場及び途上国・地域の原油輸入国・地域と比べ、末端価格へのパススルー効果がより大きいと考えられる先進原油輸入国・地域で、一段と大きいだろう。前者については、価格下落に伴う想定外の利益の多くは、政府に回ると考えられ（たとえば、エネルギー補助金の削減という形で）、これらを財政の強化に利用することができよう。しかし、原油価格下落による押し上げは、米国以外の主な経済国・地域でのより低い中期的成長への調整により打ち消されかつ相殺レベルにとどまらないだろう。2015年～2016年の世界経済の成長率見通しは、それぞれ3.5%、3.7%と2014年10月のWEOから0.3%下方修正となった（表1）。

主要先進国・地域では、米国は2014年第1四半期にマイナス成長を記録した後、予想を上回る回復を見せた。失業率はさらに改善し、ドル高と原油価格の下落も受けて、インフレ圧力は一段と抑制された。2015～2016年は、金利が徐々に上昇すると予測されるが、原油価格の低下に内需が支えられ、財政調整は一段と穏やかになり、緩和的な金融政策スタンスによる支えが続くなか、成長率は3%を超えるだろう。しかし最近のドルの上昇により、純輸出が減少するだろう。

ユーロ圏では、2014年第3四半期の成長は予測より若干弱かった。これは主に、弱い投資に加えインフレ率とインフレ期待の低下が続いたことによる。経済活動は、原油価格の下落や金融政策の一層の緩和（既に金融市場では広くこれを予期しており、金利に反映されている）、より中立的な財政政策スタンス、及び最近のユーロの下落により、支えられるだろう。しかし、こうした要素は、新興市場国・地域の成長の弱まりの輸出セクターへの影響も一部反映した投資見通しの弱まりで相殺

されるだろう。また、経済回復は10月の時点での見通しより若干減速し、成長率は年率で2015年は1.2%、2016年は1.4%と予測される。

日本経済は、2014年第3四半期に事実上の景気後退局面に入った。国内の民需は、前四半期での消費税率の引き上げ後、インフラ支出の増加という緩衝材にもかかわらず期待ほど加速しなかった。追加的な質的・量的金融緩和や消費税率再引き上げの延期といった政策対応が、経済活動の段階的な回復を支えるとみられる。また、原油価格による押し上げと円の下落とともにこれら政策対応により、2015～2016年に成長はトレンドを上回るまで強化するだろう。

新興市場及び途上国・地域の成長率は、2015年は4.3%で概ね安定し、その後2016年には4.7%まで上昇するだろう—2014年10月のWEO予測よりペースは弱い。この減速の要因は3点である。

- *中国の成長率の低下とアジア新興国・地域への影響*：中国の投資の伸びは2014年第3四半期に低下し、主要な指標はさらなる減速を示している。当局は、最近の急速な与信と投資の伸びに起因する脆弱性の減少に一段と注力すると考えられることから、見通しでは、基本的な減速に対する政策対応はそれほど採られないと仮定している。中国の成長の鈍化は、地域レベルでも重要な影響をもたらすだろう。そしてこれが、アジア新興国の大半の成長見通しの下方修正の原因のひとつである。一方インドでは、原油価格の下落による交易条件の改善、及び政策改革後の工業活動と投資活動の好転により、外需の弱まりが相殺されることから、成長見通しに概ね変更はない。
- *大きく弱まったロシアの見通し*：見通しは、原油価格の急落と地政学的緊張の、直接的な影響や信認への影響を通じた経済への影響を反映している。また、ロシアの急減速とルーブル安により、独立国家共同体（CIS）グループの他の国や地域の見通しも著しく弱まった。

表1. 世界経済見通し

(特記しない限り年変化率、%)

	前年比						第4四半期の比較		
	2013	2014	見通し		2014年10月のWEO見通しからの変化		2014 推定値	2015 見通し	2016
			2015	2016	2015	2016			
世界経済成長率 1/	3.3	3.3	3.5	3.7	-0.3	-0.3	3.1	3.4	3.9
先進国・地域	1.3	1.8	2.4	2.4	0.1	0.0	1.7	2.7	2.3
米国	2.2	2.4	3.6	3.3	0.5	0.3	2.6	3.4	3.2
ユーロ圏	-0.5	0.8	1.2	1.4	-0.2	-0.3	0.7	1.4	1.4
ドイツ	0.2	1.5	1.3	1.5	-0.2	-0.3	1.0	1.7	1.3
フランス	0.3	0.4	0.9	1.3	-0.1	-0.2	0.3	1.2	1.3
イタリア	-1.9	-0.4	0.4	0.8	-0.5	-0.5	-0.5	0.9	0.8
スペイン	-1.2	1.4	2.0	1.8	0.3	0.0	1.9	1.8	1.7
日本	1.6	0.1	0.6	0.8	-0.2	-0.1	-0.3	1.6	0.2
イギリス	1.7	2.6	2.7	2.4	0.0	-0.1	2.7	2.7	2.2
カナダ	2.0	2.4	2.3	2.1	-0.1	-0.3	2.4	2.1	2.1
その他の先進国・地域 2/	2.2	2.8	3.0	3.2	-0.2	-0.1	2.3	...	...
新興市場及び途上国・地域 3/	4.7	4.4	4.3	4.7	-0.6	-0.5	4.5	4.1	5.4
独立国家共同体	2.2	0.9	-1.4	0.8	-2.9	-1.7	-1.5	-3.5	1.8
ロシア	1.3	0.6	-3.0	-1.0	-3.5	-2.5	0.0	-5.4	1.9
除ロシア	4.3	1.5	2.4	4.4	-1.6	-0.2	...	...	...
アジア新興市場及び途上国・地域	6.6	6.5	6.4	6.2	-0.2	-0.3	6.4	6.3	6.2
中国	7.8	7.4	6.8	6.3	-0.3	-0.5	7.4	6.7	6.3
インド 4/	5.0	5.8	6.3	6.5	-0.1	0.0	5.6	6.5	6.6
ASEAN-5 5/	5.2	4.5	5.2	5.3	-0.2	-0.1	4.6	5.1	5.5
欧州新興市場及び途上国・地域	2.8	2.7	2.9	3.1	0.1	-0.2	2.9	...	...
ラテンアメリカ及びカリブ諸国	2.8	1.2	1.3	2.3	-0.9	-0.5	1.1	...	...
ブラジル	2.5	0.1	0.3	1.5	-1.1	-0.7	-0.3	0.1	2.2
メキシコ	1.4	2.1	3.2	3.5	-0.3	-0.3	2.6	3.4	3.5
中東、北アフリカ、アフガニスタン、パキスタン	2.2	2.8	3.3	3.9	-0.6	-0.5	...	...	...
サウジアラビア 6/	2.7	3.6	2.8	2.7	-1.6	-1.7	...	...	...
サブサハラアフリカ	5.2	4.8	4.9	5.2	-0.9	-0.8	...	...	...
ナイジェリア	5.4	6.1	4.8	5.2	-2.5	-2.0	...	...	...
南アフリカ	2.2	1.4	2.1	2.5	-0.2	-0.3	1.0	1.9	2.8
メモ									
低所得途上国	6.1	5.9	5.9	6.1	-0.6	-0.5	...	...	...
世界経済成長率(市場為替レート換算ベース)	2.5	2.6	3.0	3.2	-0.2	-0.2	2.4	2.9	3.2
世界貿易量(財及びサービス)	3.4	3.1	3.8	5.3	-1.1	-0.2	...	...	...
輸入									
先進国・地域	2.0	3.0	3.7	4.8	-0.6	-0.2	...	...	...
新興市場及び途上国・地域	5.5	3.6	3.2	6.1	-2.9	-0.2	...	...	...
商品価格(米ドルベース)									
原油 7/	-0.9	-7.5	-41.1	12.6	-37.8	14.6	-28.6	-19.5	9.6
非燃料(世界商品輸出に基づく加重平均)	-1.2	-4.0	-9.3	-0.7	-5.2	0.1	-7.4	-4.5	-0.4
消費者物価指数									
先進国・地域	1.4	1.4	1.0	1.5	-0.8	-0.4	1.4	1.0	1.8
新興市場及び途上国・地域 3/	5.9	5.4	5.7	5.4	0.1	0.2	5.8	6.3	5.6
LIBOR(パーセント)									
米ドル(6カ月)	0.4	0.3	0.7	1.9	0.0	0.3	0.3	1.1	2.6
ユーロ(3カ月)	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1
日本円(6カ月)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1

注: 実質実効為替レートは、2014年12月8日～2015年1月5日の水準にとどまると想定。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になっている。四半期データは季節調整済み。

1/ 四半期の推定値及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%に相当する国・地域を含む。

2/ G7(カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、イギリス、米国)及びユーロ圏諸国を除く。

3/ 四半期の推定値及び見通しについては、新興市場及び途上国・地域の約80%に相当する国と地域を含む。

4/ インドについては、データと見通しは年度ベースで提示。成長率は、市場価格GDPをベースとしている。ファクター・コストベースのGDP見通しは、2013/14年は4.7%、2014/15年は5.6%、2015/16年は6.3%、2016/17は6.5%。

5/ インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

6/ サウジアラビアについては、2015～2016年の成長見通しの修正は、国民経済計算の基準年を2010年に再設定したことを一部反映している。これにより、経済におけるオイルセクターのシェアが高まるとともに、2013年、2014年の実質成長率の推定値が下方修正となった。

7/ 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バレルあたりの2014年の平均原油価格は96.26米ドルだった。2015年は56.73米ドル、2016年は63.88米ドルと仮定。

- 一次産品輸出国・地域の潜在成長率を下方修正: 多くの新興市場及び途上国・地域の一次産品輸出国・地域では、原油価格や他の一次産品価格の下落の交易条件及び実質所得への影響が、中期的成長により大きな重石としてのしかかると予測されるなど、これらの国や地域の成長の回復は、2014年10月のWEO見通しと比べ弱いあるいは遅れると見込まれる。たとえば、ラテンアメリカ及びカリブ海諸国の成長見通しは、2015年は1.3%、2016年は2.3%に下方修正となった。湾岸協力理事会の加盟国など原油輸出

国・地域のなかには、2015年に政府支出を大きく削減しないため財政バッファを活用すると考えられるところもあるが、他の多くの輸出国・地域の、経済活動を下支えするための金融政策・財政政策の対応余地は限られている。また、原油価格及び一次産品価格の下落は、サブサハラアフリカの成長見通しの弱まりの原因にもなっており、特にナイジェリア及び南アフリカの見通しは一段と抑制されたものになっている。

見通しにかかるリスク：古いリスクと新たなリスク

今後の原油価格の見通しと価格下落の根本的な要因が極めて不確かであることが、世界経済見通しに新たなリスクを投げかけている。上振れリスクとしては、原油価格の下落による世界的な需要の押し上げが、特に先進国・地域で現在見通しに反映されているより、さらに大きくなる可能性がある。しかし、原油価格は、下方向にオーバーシュートした可能性もあり、供給サイドが原油価格下落に対し見通し以上に強力に対応した場合、予想以上に早期にあるいは強力で回復する可能性もある。他の重要な下振れリスクも残存している。国際金融市場では、市場のシフト及び深刻な不安定化が起こるリスクが依然高止まりしている。主要経済国・地域の経済活動のサプライズ、あるいは不均衡な世界経済の成長が続くなかでの米国の金融政策の正常化の道筋でのサプライズなどが、こういったリスクを現実のものとする引き金となりかねない。新興市場国・地域は、資本フローの反転に直面する可能性もあることから、特にリスクにさらされている。原油価格の急落とともに、こうしたリスクは原油輸出国・地域で上昇しており、対外的な脆弱性やバランスシートの脆弱性が増大している。一方で、原油輸入国・地域は、バッファが拡大した。ユーロ圏では、インフレ率が一段と低下しており、金融政策を通じた対応が依然遅いことから、国内・外生に関わらず負のショックが、低インフレあるいは価格下落の長期化を引き起こすかもしれない。多くの主要経済国・地域では、今後の潜在GDPの見通しにかかる下振れリスクが一部続いており、短期的な需要に影響するかもしれない。地政学的リスクは、世界の原油市場の混乱という関連したリスクの評価は供給の流れ（純）が十分であることを踏まえ下げられたものの、今後も高いと予想される。

政策

2015~2016年の世界経済の成長見通しが弱まったことは、これまでのWEOでも指摘してきたように、実質的産出量・潜在産出量の引き上げが、大半の国や地域の政策優先課題であることを一段と明確に示している。マクロ経済政策の優先事項は異なるものの、先進市場、新興市場同様に多くの国や

地域で、構造改革が喫緊の課題である。大半の先進国・地域では需給ギャップが依然大きく、インフレはターゲットに達しておらず、金融政策は、引き続きゼロ金利下限により制約を受けている。このことから、原油価格下落による需要の押し上げは歓迎すべきことだが、一部では追加的な政策措置が必要となっている。特に、主要な国や地域でインフレ率が一時的であれさらに低下しインフレ期待がさらに下がるのであれば、金融政策は実質金利の上昇を防ぐために、他の手段を用いることで緩和的な金融政策を継続しなければならない。財政調整は回復及び長期的成長を支えるためにその内容とペースを調整しなければならない。この点で、一部の国や地域でのインフラ投資の拡大は、極めて正当である。新興市場国・地域の多くで、成長を支えるマクロ経済政策の余力は依然限られている。しかし一部では、原油価格の下落によりインフレ圧力と対外的脆弱性が軽減されることで、中央銀行は政策金利の引き上げを見送る、あるいは引き上げをより段階的に行うことができよう。

原油輸出国・地域では、原油による利益が通常、歳入の大きな割合を占めるが、その経済規模に比例しより大きなショックを経験している。過去の原油高の際に巨額の資金を蓄積し財政余力のある国や地域は、財政赤字を拡大させたり原油価格の下落にあわせた支出調整をより段階的に行うために、こうした資金に頼ることができる。その他の国や地域にとっては、為替相場の大幅な下落の承認が、経済に対するショックの影響を緩和する主な手段となろう。なかには、こうした下落が高インフレの長期化やさらなる下落につながるといった可能性を回避するために、金融の枠組みを強化しなければならない国や地域もあろう。

原油価格の下落はまた、原油輸出・原油輸入国・地域双方において、エネルギー補助金制度と税制の改革を行う機会にもなる。原油輸入国・地域では、広く一般的に導入しているエネルギー補助金の撤廃分を、よりのめを絞った移転、または関連したところでは赤字の削減、あるいは適切な条件下における公共投資の拡大などに振り分けるべきである。

原油価格下落の世界経済への影響¹

供給サイドの変化による原油価格の下落は、原油を輸入する側かあるいは輸出する側かで大きな違いがあるものの、世界経済の成長を押し上げる。世界経済への影響は、ひとえに想定される原油供給のシフトの規模とその継続期間による。長期化するほど、より多くの消費者や企業が消費と生産を調整することになる。

原油価格の下落の今後の原油供給への影響は極めて不透明であることを踏まえ、アレズキとブランシャール（2014年）は、原油価格の今後の供給に関連した変化について、異なる仮定に基づいた二つのシナリオを検証した。第1のシナリオでは、2014年10月のWEOのデータと比べ、2019年までのWEOでの原油価格の下落の60%が、供給シフトを原因としている（言い換えるならば、このシナリオは、原油価格は2015年には22%、2019年には13%下落することを想定している）。第2のシナリオでは、初期の段階で供給シフトが価格下落の60%の原因だが、その後2019年までにその影響が解消される（価格下落への供給サイドの対応による）としている。第1のシナリオのもとでは、供給変化により2015～2016年の世界のGDPがそれぞれ0.7%、0.8%拡大する。第2のシナリオでは、10月のWEOの原油価格の変化予測と比べ、同じような最初の段階での供給変化により、世界のGDPが2015年には0.3%、2016年には0.4%拡大する。

こうした原油価格の下落の世界的な影響は、国により異なる結果を覆い隠す。原油輸入国・地域は、消費者の実質所得の上昇と最終財の生産コストの低下から利益を得よう。原油輸入国・地域のなかでも、消費と生産の原油集約度が異なるが、このシナリオ分析で使われたシミュレーションは、2015年には中国では0.4～0.7%のGDPの増加及び米国では0.2～0.5%の増加を示している。多くの原油輸入国・地域にとり、原油価格下落による押し上げは、大幅ではあるものの、最近の対米ドルでの通貨下落により幾分抑制されよう。これは、自国通貨建てで原油価格の下落はより小規模になる可能性を示唆している。原油輸出国・地域では、実質所得と利益は広く減少する。しかし多くは、純原油収入の大半を通常手にする政府が、支出を調整するか否かによるだろう。バッファーを備えている国では、支出の調整は段階的に行うことが可能で、これは所得や経済活動へのマイナスの影響を制限することになる。しかし、ロシアでの最近の動向が示すように、マクロ経済政策により、成長へのマイナスの影響を緩和することができない原油輸出国への影響はより大きくなる可能性がある。

¹このボックスは、2014年12月22日にウェブサイト<http://blog-imfdirect.imf.org>に掲載された、ラバ・アレズキ、オリビエ・ブランシャールのブログ「最近の原油価格低迷をめぐる7つの疑問」を基にしている。