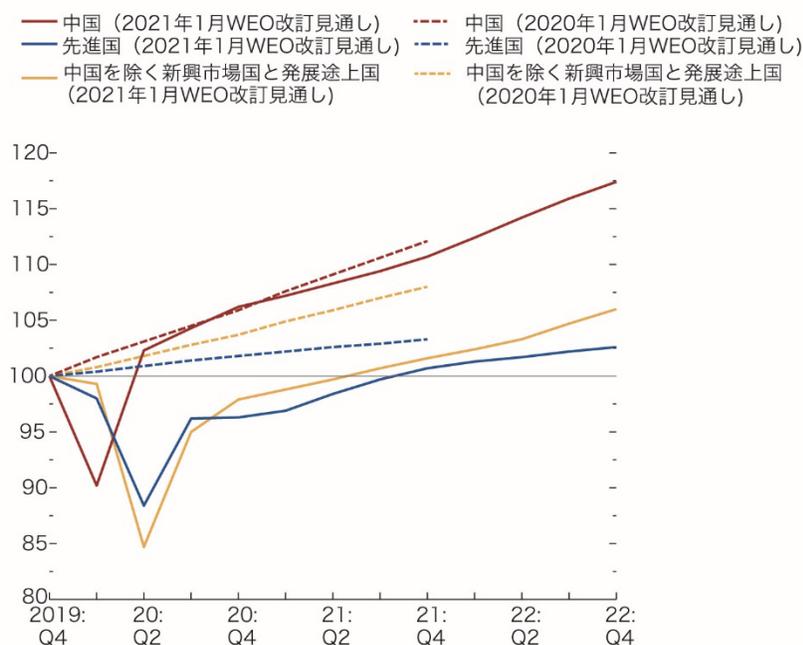


政策支援とワクチンが経済活動を活性化させる見込み

- 最近のワクチン承認によって今年後半にはパンデミックが収束に向かうとの期待が高まっているものの、新たな感染の波や、ウイルスの新しい変異種が見通しにとって懸念の種となっている。世界経済は異例の不確実性の中、2021年に5.5%、2022年に4.2%の成長を遂げると予測されている。2021年については、前回の予測から0.3%ポイント上方修正されている。これは、本年後半にはワクチンの後押しを得て景気が加速するという期待と、いくつかの主要国における追加的な政策支援を反映している。
- 本年予測されている成長の回復は、女性や若者、貧困層、インフォーマル労働者、対人接触の多い部門に従事する人々に深刻な負の影響をもたらした2020年の大幅な落ち込みに続くものである。2020年の世界経済の成長率はマイナス3.5%と推定されており、前回の予測を0.9%ポイント上回っている(これは、同年下半期の勢いが予想以上に強かったことを反映している)。
- 景気回復の力強さには各国間で大きなばらつきが出ると予測されており、医療介入へのアクセスや政策支援の有効性、国際的な波及効果による影響、危機発生時の構造的特徴が決め手となる(図1)。
- 回復が確実に軌道に乗るまでは政策行動によって実効的な支援を行う必要がある。その際、潜在GDPを引き上げ、すべての人を利する参加型成長を実現し、低炭素化を加速するという重要な緊急課題の進捗に重点を置くべきである。2020年10月の「世界経済見通し(WEO)」で述べられているように、炭素価格の引き上げを最初は小幅だがその後着実にを行う一方でグリーン投資を強化すれば、パンデミックによる景気後退からの復興を支えつつ必要な炭素排出削減を実現できる。
- あらゆる場所でパンデミックを制御するためには、強力な多国間協調が求められる。こうした多国間協調の努力には、すべての国のワクチンへのア

図1 復興格差
先進国・地域と新興市場国・発展途上国についてのWEO予測
(2019年第4四半期を100とする指数)



出所：IMF職員の見算
注：WEO = 世界経済見通し

アクセスを加速すべく COVAX ファシリティに対する資金拠出を強化すること、ワクチンの全世界的な流通を確保すること、すべての人が手頃な価格で治療法にアクセスしやすくなるようにすることが含まれる。低所得途上国を中心に、多くの国は債務水準が高い中で危機を迎え、パンデミック下で債務水準はさらに上昇する見込みである。国際社会は引き続き緊密に協力し、こうした国々が国際流動性に適切にアクセスできるようにする必要がある。公的債務が持続不可能な場合には、適格国はG20で合意された共通枠組みの下で債務を再編すべく、債権者と協力しなければならない。

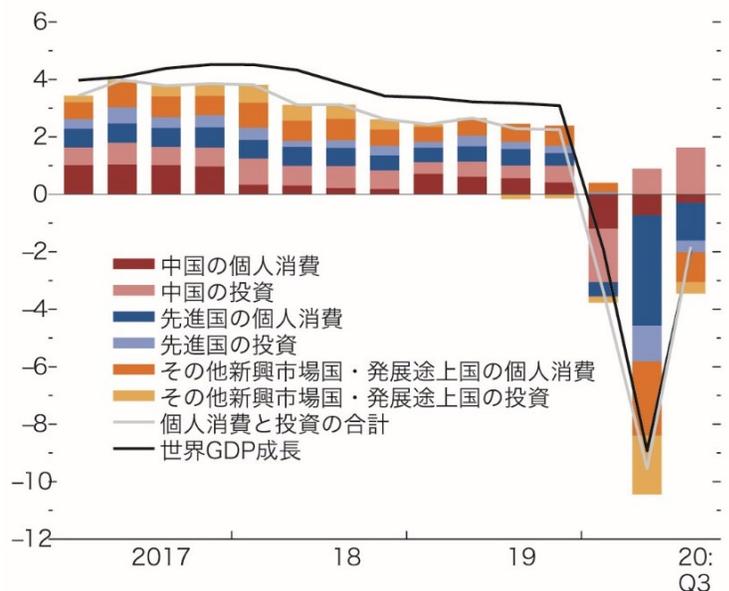
世界経済の見通しに係る考慮事項

2021-22年の見通しにとって、より力強い出発点。 ワクチンが複数承認され、一部の国では12月にワクチンの接種が始まったことにより、パンデミックが収束に向かうとの期待が高まっている。くわえて、昨年10月の「世界経済見通し(WEO)」以降に公表された経済データは、2020年下半期に概して各地域で予想を上回る回復の勢いが見られたことを示唆している。パンデミックの人的犠牲は大きく、今も拡大しつつある一方で、経済活動は時間の経過とともに対人接触の多い活動の低迷に適応しつつあるように見える。さらに、米国や日本をはじめとして、2020年末に発表された追加的な政策措置によって、2021-22年に世界経済がさらに下支えされることが期待される。こうした動向は、2021-22年の世界経済の見通しにとって、出発点が以前の予測で想定されていたよりも力強いものになっていることを示している。

なお残る懸念。 しかしながら、新しい変異ウイルスによるものも含めて2020年末に見られた感染拡大や、ロックダウンの再開、ワクチンの流通に関するロジスティクス上の問題、接種率をめぐる不確実性が好材料と対照をなしている。2020年の深刻なマイナス成長による長引く被害を抑え、持続的な回復を実現するには、保健・経済政策の面で残された課題は多い。

3つの問い。 こうした動きは、世界経済の見通しにとって、相互に関連した3つの問いを投げかけている。第一に、感染拡大抑制に必要な各種制限によって、ワクチンが社会全体に効果的な保護をもたらすようになるまでの間に、経済活動は短期的にどの程度影響を受けることになるか。第二に、ワクチン展開への期待と政策支援は経済活動にどのように影響するか。第

図2 世界GDP成長に対する消費と投資の寄与分 (%ポイント、対前年比)



出所：Haver Analytics、IMF職員の見算
注：データは世界GDPの73.8%を対象としている。

三に、金融環境と一次産品価格はどのように推移するか。ベースライン予測には、こうした未知の事柄についての判断が必要となる。

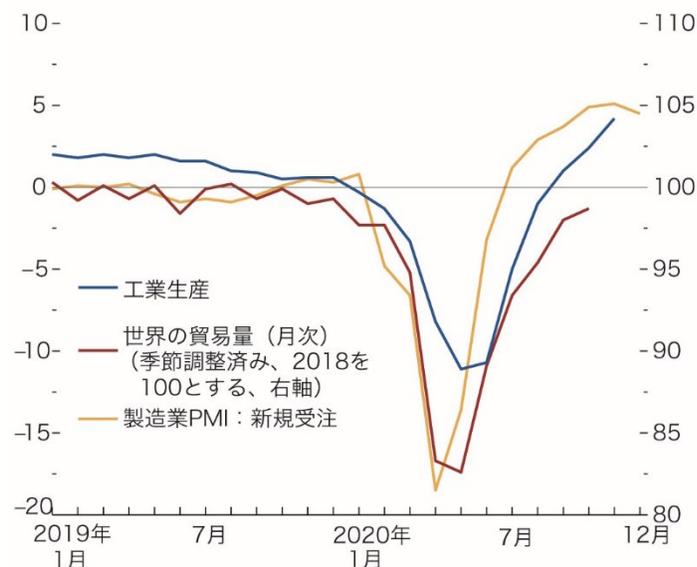
感染と制限措置によって2021年初頭には勢いが鈍化。2020年第3四半期のGDP実績値は、多くの国・地域で予想を上回り(オーストラリア、ユーロ圏、インド、日本、韓国、ニュージーランド、トルコ、米国)、その他の国でも予想に沿うものとなった(中国、メキシコ)。各項目のうち、民間消費の回復が最も大きかった。投資の改善は、中国を除き、比較的鈍い(図2)。支出の内訳からは、繰延需要が顕在化し、テレワークへの適応が見られたことが示唆される。こうした支出の多くは一度限りのものであることを踏まえると、ひとたび調整が済めば消失する可能性が高い。高頻度データは、新規受注や工業生産、世界貿易などに関して、昨年第4四半期に若干の減速が見られたことを示唆している。米国の12月の雇用統計も、非農業部門雇用者数が2020年4月以来初めて純減したことを示している。さらに、サービスの生産も引き続き低迷しており、感染拡大対策のための制限措置が再導入されていることに伴い、今後数か月間にさらに低下する可能性が高い。

ワクチンと治療法がより容易に利用できるようになり、対人接触の多い活動の拡大が可能になるのに応じて、景気は2021年初頭に鈍化した後、第2四半期には勢いを増すと見られる。

- **ワクチン、治療法、感染拡大防止の取り組み。**2021年夏には先進国と一部の新興市場国でワクチンが広く利用可能となり、2022年下半年期までには大半の国でも利用可能になるというのがベースラインの想定である。これは、前回予測時における想定よりもスケジュールが早まっている。ワクチン普及のスピードは、各国固有の要因により、各国間で異なると想定している。さらに、2021-22年の間に、世界全体で治療法が次第により効果的であり入手しやすいものになると期待される。また、ワクチンが広く利用可能になるまでは、新しい変異ウイルスの感染拡大防止を含めロックダウンの可能性もあることもベースラインの想定に入れている。
- **パンデミックの今後の展開。**ワクチンの利用可能性が高まり、治療法が改善され、検査・追跡が行われれば、どの場所においても2022年末までには域内でのウイルス感染を低

図3 世界経済活動の指数

(3か月移動平均、年換算した%変化、別段の表記がなければ製造業PMIは50からの乖離)



出所：オランダ経済政策分析局 (CPB)、Haver Analytics、Markit Economics、IMF職員による試算

注：PMI = 購買担当者景気指数

水準に抑えられると期待される。一部の地域・国では、各国固有の状況に応じて、他に先駆けて域内の感染をわずかにすることができるだろう。

- 一部の国では追加的な財政政策支援によって景気浮揚が図られようとしているが、多くの国では 2021 年に財政赤字が縮小することになると見られる。次世代 EU 基金の始動のほか、最近では米国や日本など、一部の国で発表されている 2021 年向けの大規模な財政支援は、先進国における経済活動の底上げにつながり、貿易相手国にプラスの波及効果を及ぼすことになる。しかしながら、2021 年 1 月の「財政モニター・アップデート」で指摘しているとおおり、景気回復に伴って自動的に歳入が増加し歳出が減少することにより、2021 年には多くの国で財政赤字が縮小すると予測されている。

プラスに働く金融環境。 主要中央銀行は、2022 年末までの予測期間を通じて現行の政策金利を維持すると想定されている。その結果、金融環境は先進国に関しては概して現行水準が維持され、新興市場国・発展途上国に関しては徐々に改善することが期待される。後者のグループ内では、(2020 年中も多額の外債発行が可能であった)投資適格国と、(さらなる借り入れを行う余地が限られ、パンデミック下で最近まで国際市場へのアクセスがなかった国が多い)高利回り国との間の差は、回復が確実なものとなる過程で縮小すると見られる。2021 年 1 月の「国際金融安定性報告書(GFSR)アップデート」で指摘しているとおおり、各市場は政策支援の継続を見込んでおり、2021 年の見通しを楽観視している。

一次産品価格の上昇。 世界経済の回復が予測されていることを受けて、2021 年に原油価格は 2020 年の低い水準から 20%余り上昇すると予想されるが、2019 年の平均は大きく下回ったままとなる。原油以外の一次産品価格も上昇し、2021 年には特に金属価格が高騰すると見られている。

2021年1月「世界経済見通し(WEO)改訂見通し」

表1. 「世界経済見通し(WEO)」の予測一覧
(特に別段の記載がなければ、単位は増減の%表示)

	年間						第4四半期間 (注2)		
	推計		予測		2020年10月WEO見通しとの比較(注1)		推計	予測	
	2019	2020	2021	2022	2021	2022	2020	2021	2022
世界GDP	2.8	-3.5	5.5	4.2	0.3	0.0	-1.4	4.2	3.7
先進国・地域	1.6	-4.9	4.3	3.1	0.4	0.2	-3.9	4.6	1.9
アメリカ合衆国	2.2	-3.4	5.1	2.5	2.0	-0.4	-2.1	4.0	2.0
ユーロ圏	1.3	-7.2	4.2	3.6	-1.0	0.5	-6.8	5.8	2.0
ドイツ	0.6	-5.4	3.5	3.1	-0.7	0.0	-5.3	5.2	1.7
フランス	1.5	-9.0	5.5	4.1	-0.5	1.2	-8.2	7.4	2.0
イタリア	0.3	-9.2	3.0	3.6	-2.2	1.0	-8.3	4.2	2.3
スペイン	2.0	-11.1	5.9	4.7	-1.3	0.2	-9.8	7.1	2.0
日本	0.3	-5.1	3.1	2.4	0.8	0.7	-2.3	2.7	1.6
イギリス	1.4	-10.0	4.5	5.0	-1.4	1.8	-8.3	6.0	1.9
カナダ	1.9	-5.5	3.6	4.1	-1.6	0.7	-4.0	3.7	2.7
他の先進国・地域(注3)	1.8	-2.5	3.6	3.1	0.0	0.0	-2.2	4.5	1.9
新興市場国と発展途上国	3.6	-2.4	6.3	5.0	0.3	-0.1	0.9	3.7	5.4
アジアの新興市場国と発展途上国	5.4	-1.1	8.3	5.9	0.3	-0.4	3.2	3.8	6.4
中国	6.0	2.3	8.1	5.6	-0.1	-0.2	6.2	4.2	6.0
インド(注4)	4.2	-8.0	11.5	6.8	2.7	-1.2	0.6	1.7	7.8
アセアン原加盟5か国(注5)	4.9	-3.7	5.2	6.0	-1.0	0.3	-3.2	5.2	6.1
ヨーロッパの新興市場国と発展途上国	2.2	-2.8	4.0	3.9	0.1	0.5	-2.7	4.8	3.0
ロシア	1.3	-3.6	3.0	3.9	0.2	1.6	-4.6	5.3	2.6
ラテンアメリカ・カリブ諸国	0.2	-7.4	4.1	2.9	0.5	0.2	-4.8	2.3	2.8
ブラジル	1.4	-4.5	3.6	2.6	0.8	0.3	-1.9	1.6	2.6
メキシコ	-0.1	-8.5	4.3	2.5	0.8	0.2	-5.4	2.2	2.4
中東・中央アジア	1.4	-3.2	3.0	4.2	0.0	0.2	...	...	...
サウジアラビア	0.3	-3.9	2.6	4.0	-0.5	0.6	-3.1	3.5	4.0
サブサハラアフリカ	3.2	-2.6	3.2	3.9	0.1	-0.1	...	...	...
ナイジェリア	2.2	-3.2	1.5	2.5	-0.2	0.0	...	...	...
南アフリカ	0.2	-7.5	2.8	1.4	-0.2	-0.1	-6.2	2.8	0.6
その他の情報									
低所得途上国	5.3	-0.8	5.1	5.5	0.2	0.0	...	...	...
市場レートに基づく世界成長	2.4	-3.8	5.1	3.8	0.3	0.0	-2.0	4.3	3.1
世界貿易額(財およびサービス)(注6)	1.0	-9.6	8.1	6.3	-0.2	0.9	...	...	...
先進国・地域	1.4	-10.1	7.5	6.1	0.4	1.0	...	...	...
新興市場国と発展途上国	0.3	-8.9	9.2	6.7	-1.0	0.8	...	...	...
一次産品価格(米ドル)									
原油(注7)	-10.2	-32.7	21.2	-2.4	9.2	-5.4	-27.6	13.5	-2.2
燃料以外(一次産品の世界輸入量に基づく加重平均)	0.8	6.7	12.8	-1.5	7.7	-2.0	15.4	2.0	-0.1
消費者物価									
先進国・地域(注8)	1.4	0.7	1.3	1.5	-0.3	-0.1	0.5	1.5	1.6
新興市場国と発展途上国(注9)	5.1	5.0	4.2	4.2	-0.5	-0.1	3.2	3.8	3.7
ロンドン銀行間取引金利(%)									
米ドル預金(6か月)	2.3	0.7	0.3	0.4	-0.1	-0.1	...	...	...
ユーロ預金(3か月)	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	0.0	-0.1	...	...	...
日本円預金(6か月)	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	...	...	...

注: 実質実効為替レートは2020年10月23日~11月20日の水準のまま一定で推移すると仮定する。国・地域はその経済規模の順番で列挙されている。

集計された四半期データは季節調整済み。WEO = 「世界経済見通し」

- 変化分は、2020年10月WEO予測と今回の予測の差で、端数は四捨五入してある。
2020年10月WEO予測から予測が更新された国々は購買力平価ベースで測定したときに世界GDPの90%を占めている。
- 「世界GDP」においては、四半期の推計と予測は購買力平価加重による年間の世界GDPの約90%を占める。
「新興市場国と発展途上国」においては、四半期の推計と予測は購買力平価加重による年間の新興市場国・発展途上国GDPの約80%を占める。
- G7(カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、イギリス、アメリカ)とユーロ圏諸国を除く。
- インドについては、データと予測が財政年度ベースで表示されており、
2011年以降のGDPは2011-2012財政年度を基準とした市場価格によるGDPに基づく。
- インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム
- 輸出額と輸入額の成長率の単純平均(財とサービス)。
- 英国ブレント、ドバイのファテ、およびウェスト・テキサス・インターメディアエイトの原油価格の単純平均。
2020年における原油価格の平均価格は米ドル表示で1バレル当たり\$41.29。
先物市場(2021年1月4日)に基づいた想定価格は、2021年については\$50.03、2022年については\$48.82。
- 2021年と2022年の物価上昇率はそれぞれユーロ圏で0.9%、1.2%、日本で-0.1%、0.5%。アメリカでは両年とも2.1%。
- ベネズエラを除く。

世界経済の成長は2021年下半期に加速の見込み

前項で挙げた想定に基づきベースライン予測を行った。

世界経済の成長率。世界経済は、2020年は3.5%のマイナス成長であったと推定されるが、2021年は5.5%、2022年は4.2%のプラス成長を遂げると予測されている(表1)。2020年の推定値は、昨年10月の「世界経済見通し(WEO)」における予測を0.9%ポイント上回っている。これは、2020年下半期に概して各地域で予想よりも力強い回復が見られたことを反映している。2021年の成長見通しは、0.3%ポイント上方修正されている。その背景には、いくつかの主要国における追加的な政策支援と、本年後半にはワクチンの後押しを得て景気が上向くと期待があり、それは感染拡大に伴う短期的な勢いの鈍化を上回っている。この上方修正は、特に先進国について大きくなっている。これは、米国や日本を中心とする追加的な財政支援に加えて、ワクチンが新興市場国・発展途上国に比べて早期に広く利用可能になると期待を反映している。

世界貿易。世界的な経済活動の回復に合わせて、世界貿易量は2021年に8%増加した後、2022年には若干減速して伸び率が6%になると予測されている。しかし、世界中で感染が減少するまでは国際観光と商用旅行が低迷することに伴い、サービス貿易の回復は商品貿易に比べて緩やかになると見られている。

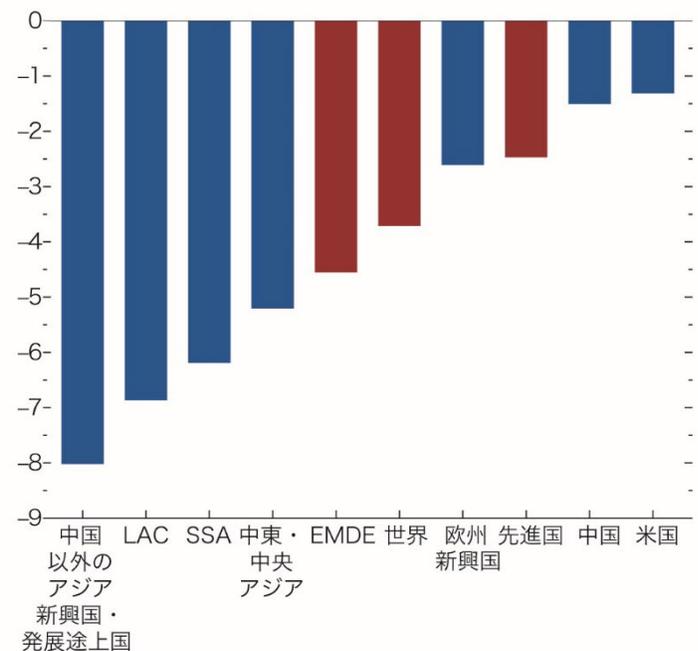
物価上昇率。景気は2021-22年に回復することが予想されるものの、GDPギャップの縮小は2022年以降になると見られている。GDPギャップが引き続きマイナスとなるに伴い、物価上昇率は2021-22年に低水準のまま推移すると予測される。先進国では、概して中央銀行の目標を下回って1.5%にとどまると予想される。新興市場国・発展途上国では、物価上昇率は4%強になると予測されるが、これは同グループの歴史的な平均を下回る。

各国間の回復に見られる差の拡大

不完全でばらつきの大きい回復。世界の経済活動は、新型コロナ前である2020年1月の「世界経済見通し(WEO)」予測を引き続き大きく下回ることになる(図4)。予測される回復の力強さには国によって差があり、それは保健危機の深刻さや、(経済の構造や

図4 失われたGDP 地域別に見たコロナ危機前との比較

(2022年GDP水準についての現行予測とコロナ前に出された2020年1月WEO予測の比較。差分の%表示)



出所：IMF職員の試算

注：EMDE = 新興市場国と発展途上国、LAC = ラテンアメリカ・カリブ諸国、SSA = サブサハラアフリカ

対人接触の多い部門への依存度に関係がある)国内経済活動の中断の程度、国際的な波及効果による影響、そして重要な点だが持続的な損失を抑えるための政策支援の有効性によって左右される。

- **先進国**では総じて世帯や企業に対する広範な財政支援(直接的な税制・歳出措置や資本注入、融資、保証)の提供が可能となっているほか、中央銀行が資産買い入れプログラムの拡大や融資のための資金供給制度、あるいは場合によっては政策金利の引き下げを通じてそうした財政支援を補強している。先進国では、強力な政策支援が行われ、また、2021年夏にはワクチンが広く利用可能になると予想されていることを受けて、新型コロナウイルス前との見通しと比較したGDPの損失は他の国々よりも相対的に小さいと予測される。景気回復の道筋は先進国内でもばらつきがあり、経済活動が米国と日本では2021年下半期に2019年末の水準まで回復すると予測されているのに対して、ユーロ圏やイギリスでは2022年に入っても2019年末の水準を下回ると見られている。このように大きな差が生じるのは、かなりの程度、感染に対する各国間の行動反応や公衆衛生対応の違い、移動の減少に対する経済活動の柔軟性と適応力、以前からのトレンド、そして危機発生時における構造的硬直性を反映している。米国については、2020年下半期に見られた強い勢いの影響が持ち越されることと、2020年12月に成立した財政パッケージによる追加支援を踏まえて、2021年の成長率予測を昨年10月の「世界経済見通し(WEO)」における予測から2%ポイント上方修正した。同様に、日本についても、2020年末に決定された財政措置に伴う追加的な景気対策を主な理由として、2021年の成長率予測を0.8%ポイント上方修正している。こうした上方修正は、ユーロ圏の2021年の成長率予測が下方修正されたことによって部分的に相殺される。ユーロ圏では、2020年末になって経済活動の鈍化が見られており、感染が拡大しロックダウンが再開される中で2021年初頭もそれが継続すると予想されている。
- **新興市場国・発展途上国**においても、回復の道筋は分岐すると予測されている。効果的な感染拡大防止策と強力な公共投資策、そして中央銀行による流動性支援によって力強い回復が促進されている中国と、その他の国々との間で、差が大きく広がると見られる。国際的な旅行の正常化には時間がかかると予想され、また、原油価格の見通しが低迷していることに鑑みて、石油輸出国と観光を基盤とする国では見通しがとりわけ厳しいものとなっている。2020年10月の「世界経済見通し(WEO)」で指摘したとおり、パンデミックによって貧困削減に関する過去20年の進展が逆戻りすると予測されている。2020-21年に、9,000万人近くの人々が極度の貧困に陥る可能性が高い。各地域で、脆弱性や経済構造、危機前の成長トレンドに加えて、パンデミックの深刻度、そしてその影響を抑えるための政策対応の規模によって回復のあり方が決まってくる。注目すべき成長率予測の修正として、インド(2021年につき2.7%ポイントの上方修正)が挙げられる。これは、ロックダウン緩和後に2020年の回復が予想よりも力強かったことの影響が持ち越されることを反映している。

後遺症(長引く供給能力の毀損)。予測は、国内での感染が低水準に落ち着くまで各国経済が社会的距離の確保に適応するというを引き続き前提としている。一部の国では景気の底からの雇用の回復が過去の景気後退と比べて概して早いようにも見えるが、多くの国で依然として多くの人々が失業や不完全就業の状態にある(例えば米国では、雇用者数が2020年2月よりも900万人少なくなっている)。さらに、2020年10月の「世界経済見通し(WEO)」で述べたとおり、各集団間で危機の負担のかかり方は均等ではない。教育水準の低い労働者や女性、若者、対人接触の多い部門に従事する人、そしてインフォーマル労働者の場合に、生計と所得の喪失が不釣り合いに大きくなっている。労働市場環境には各国固有の違いがあり、後遺症の度合いには差が生じることになる。対人接触の多い産業への依存度が高い国や一次産品輸出国、そして休校措置によって人的資本の蓄積が大幅に後退した国は、特に供給能力の毀損が長引く可能性にさらされている。

見通しに対するリスク

ベースライン予測は異例の不確実性を伴っている。(欧州を中心とする)感染拡大を受けた新たな制限措置は、2021年初頭の成長率が予測を下回る可能性を示唆するものであるが、その他の要因がリスク分布を反対の方向に動かしている。パンデミック以外では、12月にイギリスの欧州連合(EU)離脱の条件が合意に至ったことによって、合意なきブレグジットという下振れリスクが解消された。

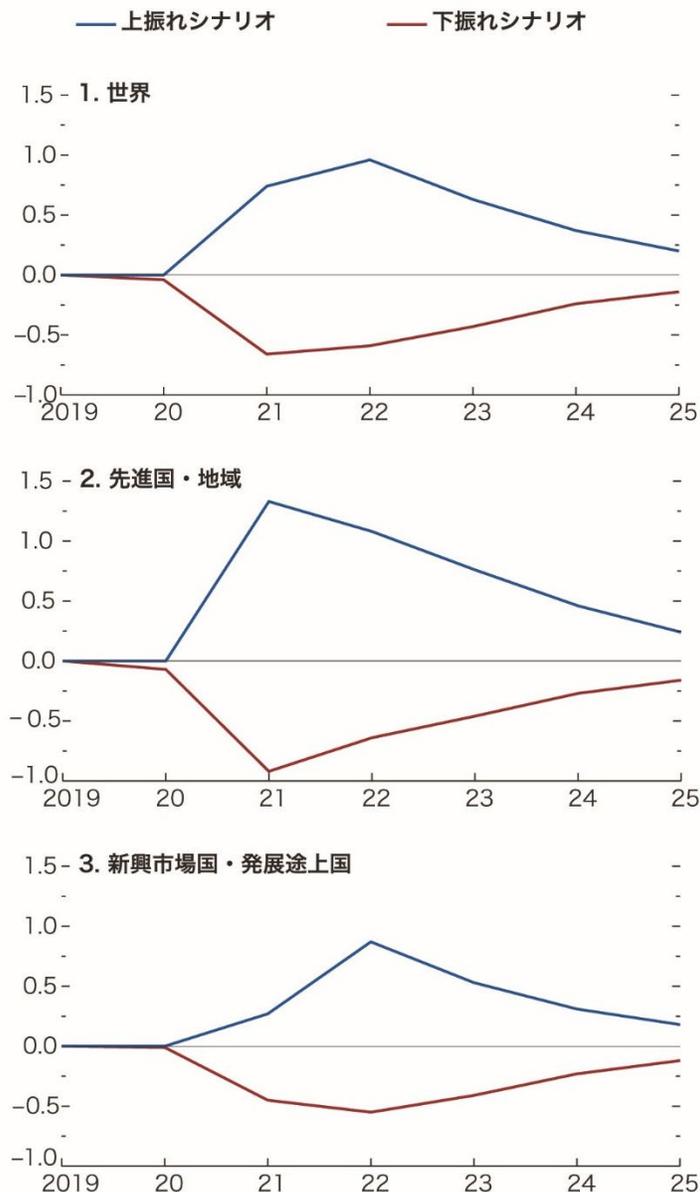
- **上振れリスク**としては、ワクチンの製造(新興市場国で開発中のものも含む)や流通、治療法の有効性に関するさらなる好材料によって、パンデミックの収束がベースラインの想定よりも早まるという期待が高まり、企業と家計の景況感を改善する可能性がある。そうなれば、消費や投資、雇用の回復が強化され、企業は需要増大を見込んで採用を行い、生産能力を拡充するだろう。その結果、所得が伸び、支出の増大やより前倒しの支出が下支えされることになる。その場合、世界経済の成長率はベースライン予測を上回るだろう。また、財政政策支援がベースラインの想定以上に実施され、貿易相手国にプラスの波及効果が及ぶ場合には、世界の経済活動を一層押し上げると考えられる。
- **下振れリスク**としては、(新しい変異株を含む)ウイルスの感染拡大防止が困難であることが判明し、ワクチンが広く利用可能となる前に感染者と死亡者が急増し、自発的な対人距離の確保やロックダウンが予想よりも強力となった場合に、成長率が結果的にベースライン予測を下回る可能性がある。医療介入の進歩が予想よりも遅ければ、パンデミックから比較的早く脱却できるという期待が損なわれ、景況感を低下させることになりかねない。具体的には、ワクチン普及に遅延が生じたり、ワクチン忌避によって接種率が上がらなかつたり、ワクチンによる免疫の有効期間が予想よりも短い結果に終わったり、治療法の前進が限定的となったりする可能性がある。格差の拡大やワクチン・治療法へのアクセスの不平等などを理由として社会不安が高まれば、景気回復はさらに困難なものとなりかねない。さらに、回復が確実に根を下ろす前に政策支援が終了すれば、存続可能だが流動性不足に陥った企業の倒産が増加し、さらなる失業や所得減少につながり

かねない。それを受けて金融環境がタイト化すれば、脆弱な借り手の借り換えリスクを高め、すでに多数にのぼる債務返済に支障をきたす国の数を増やし(2021年1月「財政モニター・アップデート」)、企業と世帯の破綻を増加させる(2021年1月「国際金融安定性報告書(GFSR)アップデート」)ことになりうる。

シナリオ分析。こうした側面の一部については、IMFのG20モデルを用いつつ、2つの代替シナリオにおいて検討している。いずれのシナリオにおいても、新型コロナの感染者数とワクチン普及の効果という、見通しの基礎となる主要な不確実性に焦点を当てている。

こうした代替シナリオの下での動向が経済活動にもたらすと推定される影響を図5に示してある。上振れシナリオでは、世界GDPの水準は2021年にベースラインを約0.75%上回り、2022年にはベースラインからの差が約1%に拡大する。上振れシナリオでは、ワクチンの普及が早まると想定されているものの、先進国が多くの新興市場国よりも早くワクチンを受領するという点は変わらず、結果として景気の加速は先進国の方が早くなる。そのため、景気の加速は先進国では2021年に、新興市場国では2022年により顕著となる。下振れシナリオでは、ワクチンの普及がベースラインに比べて順調に進まず、先進国でも新興市場国でも広く利用可能となるのが遅れ、ワクチンが利用可能となった後も接種への抵抗が大きくなる想定がなされている。世界的な経済活動の低下に伴い、脆弱な新興市場国ではリスクプレミアムが若干上昇することにもなると想定している。しかしながら、一部の新興市場国と大半の先進国では、中央銀行が金融環境のタイト化を阻止しうると想定している。このシナリオでは、世界の経済活動は2021年にベースラインを約0.75%下回るが、2022年にはベースラインへの回復に向け反転を開始する。ここでも、ベースラインからの乖離が先進国では2021年に、新興市場国では2022年により顕著となる。

図5 実質GDP シナリオの数値
(ベースラインからの乖離)



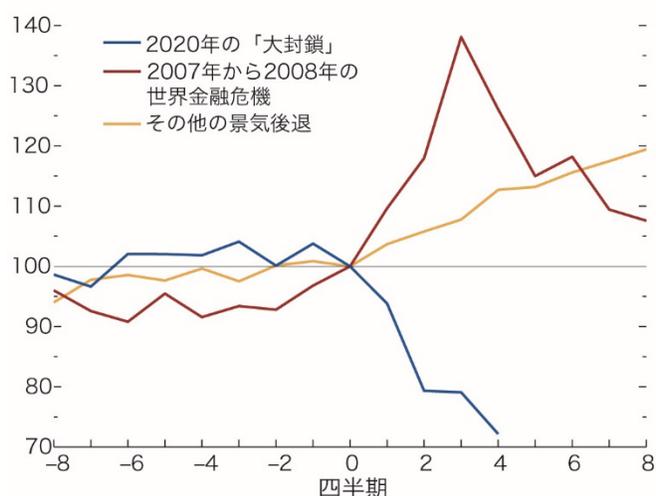
出所：IMFのG20モデルシミュレーション

より力強い復興を実現する政策

景気後退期における政策の有効性
2020年10月の「世界経済見通し(WEO)」で議論したように、積極的かつ迅速な金融政策、財政政策、金融セクター政策がさらに悪い結果を避ける上で貢献した。一部の場合には、流動性の制約に直面している世帯を中心として、家計への給付が個人消費を速やかに押し上げた¹。企業への給付や信用保証、金融機関への貸出促進策があいまって、こうした措置がとられなければ生じたかもしれない企業倒産を防いだ。一方で、そもそも持続不可能な一部企業が存続する結果につながっており、これは将来的に全体的な生産性の足かせになる可能性がある。IMF職員は1990年から新型コロナ危機までを対象として13の先進国について分析を行ったが、その結果、過去の景気後退期と異なり、今般の景気後退期に実は倒産が減少していることが判明している(図6)。この倒産の減少は、一部諸国において破産手続に猶予が設けられたことも部分的に反映しているかもしれない。2020年10月の「世界経済見通し(WEO)」で議論したように、投資家、債権者、所有者の間で損失を分配する効率的な企業倒産法制が処理すべき破産手続が残ってしまった場合に重要となるだろう。また、処理を迅速化するために特別な私的整理枠組みの強化(または制定)が必要になりうる。

政策目標。こうした成功を土台として、政策はワクチンが牽引する経済活動の正常化が進むまでの間、効果的な支援を確実に提供し、昨年の深刻な景気後退から生じる永続的な損害を抑制すべきだ。また、経済を短期的に支える政策は、強靱で公正な成長の軌道へと経済を導くという中期的な目標を同時に前進させるべきだ。この点において、潜在GDPを

図6 倒産
(指数、直近の景気後退が始まる前の四半期を100とする)



出所：CEIC、各国政府当局、IMF職員の試算

注：13か国のデータ。1990年第1四半期から2020年第3四半期までを対象としているが、データが存在する期間にはばらつきがある。直線は各種の景気後退期の平均を示している。直近の景気後退が始まる前の四半期を0とした。「大封鎖」については、どの国についても2019年第4四半期を0としている。世界金融危機については、各国ごとに2007年から2008年の間に実質GDPの最大値が見られた日の四半期を0としている。その他の景気後退期については、各国ごとに異なり、1990年から2006年と2009年から2019年の間にマイナス成長が2四半期連続で続いた場合に景気後退期としている。

¹ 米国における給付効果の分析については例えば次を参照。

Baker et al.2020, "Income, Liquidity, and the Consumption Response to the 2020 Economic Stimulus Payments", NBER Working Paper No. 27097; and Chetty et al.2020 "The Economic Impacts of COVID-19: Evidence from a New Public Database Built Using Private Sector Data", NBER Working Paper No. 27431.

押し上げたり、貧困層を守ったり、誰もが恩恵を受けられる参加型の成長を確実化したり、必要な低炭素依存への転換を加速させたりする取り組みが有用となるだろう。

- **医療のための資源。**最重要優先事項は変わらず医療制度がどの場所でも十分な資源を持ち、世界中でパンデミックに打ち克てるようにすることだ。これはつまり、ワクチンの購入・供給、検査、治療法、個人保護具のため、また、医療施設への投資のために十分な資金を確保することを意味する。また、医療制度の能力が低い国々に国際社会が知見や器具の提供によって支援することが引き続き重要となる。国際社会はさらに、どの国でもワクチン普及を加速させるために緊密に協力すべきだ。そのために例えば、COVAX ファシリティの資金強化、ワクチンの全世界的な供給の確実化に取り組める。
- **持続的な損失を抑制するための経済政策。**公衆衛生面での努力は、パンデミックの各段階に応じて調整かつ適切に設計された経済政策によって今後も補われる必要がある。現地で多数の感染が生じており、対面接触を減らすことが不可欠な場合には、ライフラインを保持すべきだ。これには、失業者や収入減となる企業(パンデミックがなければ存続可能な企業)への給付が含まれる。現地での感染が少なく、経済活動が正常化し始めている場所では、長期的に規模を削減していくパラメーターを設けてライフラインを段階的に縮小できる。例えば、短時間労働制度下で非労働時間賃金の政府負担割合を減らすことを採用補助金で補いつつ実施できる。さらに、こうした国々では、必要に応じて復興を支えるために広範な刺激策を展開すべきだ。優先分野は、人的資本蓄積における後退に対策を打つための教育支出、生産性の伸びを加速させるためのデジタル化、再生可能エネルギーへの依存を高めたり省エネを強化したりするためのグリーン投資が例として挙げられる。2020年10月の「世界経済見通し(WEO)」で述べられているように、炭素価格の引き上げを最初は小幅だがその後着実にを行う一方でグリーン投資を強化すれば、パンデミックによる景気後退からの復興を支えつつ必要な炭素排出削減を実現できる。

格差に対処するための政策。こうした努力を補うかたちで、失業した労働者が再就職できる可能性を高めるための職業技能研修プログラムへの投資、必要に応じた社会扶助の強化(例えば、低所得世帯を対象とした条件付き給付や医療費給付)、社会保険の拡大(失業手当受給条件の緩和、有給の家族休暇や疾病休暇の対象拡大)を展開できる。こうした措置はすべて、今般の危機によって労働市場に生じた不均等な影響への対処と格差拡大の抑制に貢献することになるだろう。

こうした目標を達成するための政策余地は国によって異なる。こうした制約条件のために所得グループごとに大きく異なる対応が講じられる結果となった([2020年10月「世界経済見通し\(WEO\)」](#)とIMF「[財政モニター](#)」)。

- **先進国・地域**にとっての借入コストは依然として非常に低い水準にあり、これを機会として復興を持続させるために必要に応じた財政支援を展開できる。さらに、先進国・地域全体でインフレ期待は安定的であり、物価上昇圧力も高くない。そのため、復興がしっか

りと根を下ろすまでの間、緩和的な金融政策が維持されるべきである。こうした政策が講じられることで、より大きな制約が課された国々にもプラスの波及効果が生じることになるだろう。そして、復興段階において各国間の政策スタンスの差が大きくなることで証券投資の流れが変わり破壊的な影響をもたらす可能性を低減することができる。

- **新興市場国**は、債務の持続可能性がリスクにさらされておらず、インフレ期待のアンカリングがしっかりしている場合、財政・金融政策による支援を維持すべきだ。新興市場国の中央銀行が資産買い入れプログラムの実行を継続している場合、その目的が明確に伝達されるべきであり、とりわけ物価安定を担う役割との整合性が重要な点となる。政策余地の考慮の他にも、マクロ経済や金融の安定性に向けた戦略(為替政策を含む)は、個別経済の構造や各国が復興期に直面するショックの種類によって異なることになるだろう。深化した金融市場を持ち、バランスシート上のミスマッチが少ない国々は為替の変動相場制がショックを効果的に吸収したり、資源配分の失敗を抑制したりできる。バランスシート上に脆弱性を抱え、市場に摩擦がある国々では、為替介入と一時的な資本フロー管理の措置が一部の条件下では、国内の物価上昇率や GDP の動向に反応する自律的な金融政策の強化のためなど、有用となりうる([Adrian, Gopinath and Pazarbasioglu, 2020](#)を参照。日本語訳あり)。しかし、こうした施策が必要なマクロ経済上の調整の代替となってはならない。
- **低所得途上国**は政策余地がはるかに少なく、その多くが債務の膨らんだ状態で今般の危機を迎えているが、こうした債務はパンデミックが続く間にさらに拡大する見込みだ。こうした国々が危機のコストや貧困の増大に打ちのめされることがないようにするためには、贈与、譲許的融資、債務救済を通じた国際社会からの支援が不可欠になるだろう。

債務再編が一部諸国については不可避になるかもしれない。政策余地に欠ける場合、一時的な流動性の救済が緩和に資する可能性があるが、一部諸国についてはソブリン債が持続不可能な場合にこれが不十分となりうる。こうした場合には、G20 で合意した新しい共通枠組みの下で適格な国々が債権者と債務再編に向けて取り組むべきだ。より一般的には、秩序ある債務再編を支えることを目的とした債務の国際枠組みの改善が当該国のためになるだけでなく、制度全体にとっても有益である([Georgieva, Pazarbasioglu, and Weeks-Brown, 2020](#)を参照。日本語訳あり)。

パンデミック後に強靱で公正な復興を実現する

危機の遺産に対処する。[2020年10月の「世界経済見通し\(WEO\)」](#)に詳述したように、危機が収束しだすと政策当局は危機が残すだろう後遺症への対策を優先しなければならない(こうした後遺症の一部は危機前から存在した傾向の悪化である)。例えば、生産性の伸び悩み、格差拡大、貧困層の絶対数の大きさ、債務増加、人的資本蓄積の後退といった問題だ。

政策効果を増幅する一斉の対策。経済規模が大きく、公共投資を行う財政余地のある国々が一斉に公共投資を拡大することで、各国個別の行動の効果を強化し、貿易のつながりを

經由して国境を越えた波及効果を拡大することができる。[2020年11月のG20サーベイランスノート](#)で議論しているように、グリーンなインフラや生産性の伸びを押し上げるデジタル化を重視することで、一斉に行う公共支出は同規模の支出を各国が個別に行う場合よりも相対的に大きく世界 GDP を中期的に引き上げることになるだろう。

より緊密な多国間協調。パンデミックから直接的に生じる諸問題への対処の他にも、各国は気候変動緩和の努力を強化するために緊密に協力すべきだ。くわえて、貿易やテクノロジーの緊張の土台となっている経済問題や、ルールに基づく多国間貿易制度の抜け穴を解消するために、さらに緊密な多国間協調が必要となるだろう。