

レジリエントな世界経済、なんとか前進格差は広がる

世界経済は、パンデミックやロシアのウクライナ侵攻、生活費高騰の危機による打撃からゆっくりとではあるが回復し続けている。振り返ってみると、世界経済の強靱性には目を見張るものがある。戦争によるエネルギーと食料市場の混乱、そして数十年ぶりの高インフレに対処するための世界的な金融の引き締めにより、世界経済は、鈍化したものの停滞はしなかった。それでも、成長率は依然として低く、地域によってまちまちである。そして格差は広がる一方だ。世界経済はなんとか前進しているが、勢いは弱い。

世界の経済活動は昨年末に底を打ち、インフレ率（総合およびコアインフレ双方）は徐々に落ち着いてきている。ただ、パンデミック前のトレンドへ完全に復帰する道のりは遠ざかる一方のようだ。新興市場国と発展途上国では特にそうだ。

IMFの最新の予測によると、世界経済の成長率は2022年の3.5%から今年には3%、来年に2.9%へと鈍化していく。2024年の数値は7月時点の予測から0.1%ポイント下方改定された。これは歴史的な平均を大幅に下回る。

総合インフレ率は引き続き減速しており、2022年の前年比9.2%から今年には5.9%、2024年は4.8%となる見込みだ。食品とエネルギー価格を除くコアインフレも、総合インフレよりペースは遅いものの、低下する見通しで、2024年に4.5%になると予測されている。

結果として、経済見通しはソフトランディングのシナリオとますます一致している。経済活動が大きく低迷することなくインフレは落ち着くであろう。失業率の上昇が非常に限定的となる（3.6%から2025年までに3.9%）見通しの米国では特にそうだ。

しかし、確かな格差が現れている。経済の失速は、新興市場国・発展途上国よりも先進国の方が鮮明だ。先進国では、米国は予想外に堅調で、消費と投資が底堅かった一方、ユーロ圏の見通しは下方改定された。多くの新興市場国はレジリエンスを示し、見通しは予想を上回った。中国が例外で、不動産危機と信頼感の低下により逆風が強まっている。

世界経済に3つの力が働いている。まず、サービス業はほぼ完全に回復した。ここ1年間、サービスへの力強い需要により、中国やドイツなど、製造業の強い国々と比べて、フランスやスペインのように主要な観光先となっているところなど、サービス業が盛んな国々が底堅かった。労働集約的なサービス業への力強い需要はまた、労働市場の引き締めや、サービス部門のインフレの助長・長期化につながった。しかしここに来て、製造業の減速が続く中でサービス業の活動も弱まっており、これは2024年にはサービス業のインフレ率が鈍化し、労働市場と経済活動が弱まることを示唆する。

第2に、経済活動鈍化のひとつの要因が、インフレを落ち着かせるために必要な金融政策の引き締めであり、これが景気に影響を及ぼし始めている。ただ国によりその影響はまちまちだ。信用環境のタイト化が住宅市場や投資、経済活動を圧迫している。変動金利型住宅ローンの割合が高い国や、家計が貯蓄に手を出す意欲が低い、もしくはその余裕がない国では特にそうだ。米国とユーロ圏では企業破綻が増えている（ただそれまでは歴史的に低い水準にあった）。また、各国は利上げサイクルにおいて異なる段階にある。（日本を除く）先進国ではピークに近づいている一方、ブラジルやチリなど一部の新興市場国はすでに緩和し始めている。

第3に、インフレと経済活動は、去年の一次産品価格のショックによって形作られている。ロシアからのエネルギー輸入に大きく依存している国では、そうでない国よりもエネルギー価格が大幅に上昇し、経済もより大幅に鈍化した。IMFが最近実施したいくつかの研究によると、コアインフレ圧力は、ユーロ圏ではエネルギー価格の上昇を反映した部分が大きいのにに対し、米国では労働市場のひっ迫を反映している。

先進国の労働市場は、軟化の兆しはあるものの、失業率が歴史的な低水準にあることが経済活動を支えており、依然として好調である。今のところ、「賃金物価スパイラル」の兆候はあまり見られず、実質賃金はパンデミック前の水準のままだ。さらに、(歓迎すべきことに)多くの国で賃金の散らばりが大幅に縮小した。この縮小は、高所得者にとって柔軟なリモートワークの快適さの価値が高く、こうした高所得者層の賃金圧力が軽減されたことを反映している。

リスク

銀行セクターで見られた深刻な混乱などの極度のリスクは4月以降、和らいでいるが、依然として下振れ方向に傾いている。

まず、中国の不動産危機が一段と悪化する可能性があり、これは世界経済にとって大きなリスクである。政策課題は複雑だ。信頼を回復するには、経営難に陥っている不動産開発業者を速やかに再編し、金融の安定を維持し、地方財政の逼迫に対処する必要がある。不動産価格が急激に下落すると、銀行や家計のバランスシートが悪化し、金融面での波及効果が深刻となりうる。一方、不動産価格が恣意的に押し上げられると、バランスシートはしばらくは守られるものの、他の投資機会が阻害され、新規建設が減り、土地の売り上げ減少を通じて地方政府の歳入に悪影響を及ぼす可能性がある。いずれにせよ、中国経済は信用主導型の不動産成長モデルから機軸を移す必要がある。

第2に、地政学的緊張が改めて高まっていることや、気候変動に伴う混乱により、一次産品価格がより不安定になる可能性がある。OPECプラス(石油輸出国機構加盟国と非加盟産油国)が供給削減を延長したことを背景に、石油価格は6月以降、約25%上がった。食料価格は高止まりしており、ウクライナでの戦争激化により一段と混乱する可能性がある。そうなれば低所得国の多くに大きな困難をもたらすであろう。言うまでもなく、これはデysinflation戦略にとって深刻なリスクとなる。地経学的分断化もまた、重要な鉱物などの一次産品の価格が地域間でますます広がる要因となった。同報告書の第3章で分析するように、これは今後、マクロ経済に深刻なリスクをもたらす可能性がある。クライメート・トランジション(低炭素社会の実現に向けた移行)に対してもリスクとなる。

第3に、基調的インフレ率と総合インフレ率はともに落ち着いてきたものの、依然として高過ぎる水準にある。短期的なインフレ期待は、現在はピークをつけたもようだが、目標を大きく上回っている。同報告書の第2章で詳述するように、インフレとの闘いに勝つためには、こうした短期的なインフレ期待を後退させることが重要である。労働市場の逼迫と、一部の国で見られる貯蓄の増加、エネルギー価格の動向の悪化を踏まえると、インフレ圧力が一段と高まり、中央銀行が今よりも強力な措置をとらなければならないことになりかねない。

第4に、多くの国で、債務水準が高く、資金調達コストが上昇しており、成長が鈍化し、政府の資金需要と利用可能な資金のミスマッチが拡大する中、財政バッファーが損なわれている(2023年10月「財政モニター」を参照)。これにより、危機への脆弱性が高まっている国が多く、財政リスクを管理することが重要であることが改めて浮き彫りになる。

最後に、金融引き締めにもかかわらず、多くの国で金融環境が緩和している(2023年10月「国際金融安定性報告書」を参照)。危険なのは、特に新興国

市場においてリスクが急激に再評価されることで、米ドルがさらに上昇し、資本が流出し、借入コストと過剰債務が増大することである。

政策

我々のベースラインシナリオでは、中央銀行が緊縮的な姿勢を維持する中で、インフレが後退し続ける。多くの国が引き締めサイクルのピークに近づく中、追加的な引き締めはほとんど必要ない。しかし、時期尚早な緩和は過去18か月間の措置の効果を台無しにすることになる。デイスインフレが確実に進行し、短期的なインフレ期待が低下するようになれば、政策金利を下方に調整することで、インフレ率が目標に近づくまで金融政策スタンス(すなわち実質金利)を据え置くことができる。

財政政策は金融政策の戦略を支え、デイスインフレを後押ししなければならない。2022年には、パンデミックの緊急財政措置の多くが失効する中、財政政策と金融政策は同じ方向を向いていた。2023年には、前年ほど両者の間に整合性が見られなくなった。最も懸念すべきは、財政が大幅に悪化した米国である。米国の財政政策はプロシクリカルであってはならない。インフレサイクルのこの段階では特にそうだ。より広範には、あらゆる国においても、財政政策は、エネルギー補助金を廃止するなどして、パンデミックやエネルギー危機によって大きく損なわれた財政バッファを再建することに焦点を当てるべきである。

また、視野を中期的な見通しに戻さなければならない。中期的な視野で見ると、状況が暗くなってきている。新興市場国と発展途上国を中心に、中期的な成長見通しは弱い。その影響は深刻である。先進国の生活水準との格差を縮めるペースがずっと遅く

なること、財政的余裕が減ること、債務の脆弱性とショックへのエクスポージャーが増大すること、パンデミックと戦争による傷跡を克服する機会が失われることなどだ。

成長率の低下と金利の上昇、財政余地の縮小を踏まえると、構造改革が鍵となる。より高い長期的成長は、特にガバナンス、ビジネス規制、対外(貿易・投資)セクターに焦点を当てた一連の構造改革を慎重に導入することによって達成できる。これらの「第一世代」改革は、成長を解き放ち、その後の改革(信用市場の改革なりグリーン経済への移行なり)をより効果的なものにする一因となろう。

多国間協力は、すべての国が確実に成長を押し上げることに資する。第1に、世界貿易機関のルールに反し、国際貿易を歪めるような政策を避けるべきである。第2に、各国は、農産物と同様に、クライメート・トランジション(低炭素社会の実現に向けた移行)に必要な重要な鉱物の流通を守るべきである。このような「緑の回廊」は、ボラティリティを低下させ、グリーン経済への移行を加速させるのに役立つであろう。

最後に、すべての国は、共通の目標に向けた進展を妨げる地経学的分断を食い止めることを目指すべきであり、透明性と政策の確実性を高め、世界で共有できる繁栄を促すような、ルールに基づく多国間の枠組みへの信頼を回復するために取り組むべきである。十分な資金を備えたIMFを中心とする強固なグローバル金融セーフティネットが不可欠である。

ピエール・オリヴィエ・グランシャ
経済顧問