

国際通貨基金

世界経済見通し 改訂版

短期的な強靱性、
続く課題

2023年
7月



短期的な強靱性、続く課題

- 世界経済成長率は2022年の推計3.5%から減速して、2023年と2024年はともに3.0%となる見込みだ。2023年の予測値は2023年4月の「世界経済見通し（WEO）」における予測よりも若干高くなっているものの、歴史的な水準に照らすと依然低迷したままである。インフレに対処するための中央銀行による政策金利の引き上げが引き続き経済活動の重しとなっている。世界の総合インフレ率は、2022年の8.7%から2023年は6.8%、2024年は5.2%へ鈍化する見込みだ。基調的な（コア）インフレ率は、よりゆっくりとしたペースで鈍化する見込みで、2024年の予測値は上方改定された。
- 米国の債務上限問題が最近解決され、また、今年初めには米国とスイスの銀行部門の混乱を封じ込めるために当局が強力な対応をとったことにより、金融部門の混乱に関する当面のリスクは抑制されている。これによって、見通しに対する負のリスクは軽減された。しかし、世界経済の成長に対するリスクバランスは依然として下方に傾いている。インフレ率は高止まりしかねず、ウクライナにおける戦争の激化や極端な気象関連事象などさらなるショックが発生して、インフレ率がさらに上昇する可能性さえあり、その場合には、より緊縮的な金融政策が発動されるだろう。市場が中央銀行によるさらなる政策引き締めに適応する過程では、金融部門の混乱が再発しかねない。中国の回復は、未解決の不動産問題などを理由に減速し、国境を越えた負の波及効果をもたらす可能性がある。ソブリン債務問題はより広範囲の国々に拡大するかもしれない。上振れリスクとしては、インフレ率が予想より早く低下して、金融引き締め政策の必要性が低くなるほか、国内需要が再び底堅さを発揮する可能性がある。
- 大半の国では、金融の安定性を確保しつつ持続的なデフレーションを達成することが引き続き優先課題となる。そのため、中央銀行は物価の安定を回復し、金融監督とリスク監視を強化することに集中し続けるべきである。市場のストレスが顕在化する場合には、各国はモラルハザードの可能性を軽減しつつ迅速に流動性を供給しなければならない。また、財政調整の構成を、最も脆弱な層に的を絞った支援を提供できるようにするものとしつつ、財政バッファを構築する必要もある。経済の供給サイドの改善を行うことは、財政健全化とインフレ率の目標水準へのより円滑な低下を促進するだろう。

見通しを規定する要因

新型コロナウイルスのパンデミックとロシアによるウクライナ侵攻からの世界経済の回復は、経済部門間あるいは地域間の格差が拡大する中で、減速しつつある。

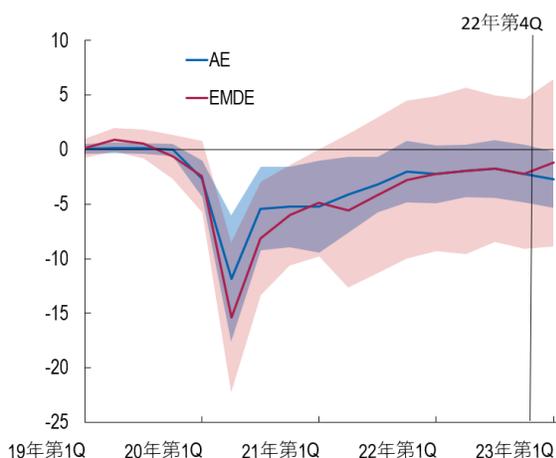
世界保健機関（WHO）は5月に、新型コロナウイルスがもはや「世界的な公衆衛生上の緊急事態」ではないと発表した。サプライチェーンはほぼ回復しており、輸送費とサプライヤー納期はパンデミック以前の水準に戻っている。しかし、2022年に成長の妨げとなった要因が残存している。インフレ率は高止まりしており、家計の購買力を抑制している。中央銀行がインフレへの対応として行う金融引き締めは、借入コストを押し上げ、経済活動を制約している。銀行部門の健全性をめぐる当面の懸念は後退しているが、高金利は金融システム全体に浸透しており、先進国の銀行は貸出基準を大幅に厳格化していて、信用供給が抑制されている。金利上昇の影響は財政にも及んでいる。債務コストの上昇に見舞われている貧困国では特にそれが顕著であり、優先的な投資の余地が限られている。その結果、世界の最貧国を中心に、パンデミック前の予測と比較したGDPの損失が依然として大きい。

こうした逆風にもかかわらず、2023年第1四半期に世界の経済活動は底堅く推移した。主にサービス部門がその底堅さの原動力となった。先進国（観光に依存する南欧諸国を含む）ではパンデミック後のサービス消費への回帰が完了しつつあり、また、いくつかの新興市場国・発展途上国においても第1四半期にそれが加速した（図1）。しかし、移動がパンデミック前の水準に戻る中で、さらなる加速の余地はより限定的である模様だ。

同時に、製造業を含む非サービス部門が弱含んでおり、第2四半期の高頻度指標はより広い範囲で景気が減速していることを示している。財の消費が軟化し、将来の地経学的状況をめぐる不確実性が高まり、生産性の伸びが低迷し、金融環境が陰しさを増す中、企業は生産能力への投資を縮小している。主要先進国では、総固定資本形成と工業生産が急減速するか縮小しており、それが国際貿易と新興市場国における製造業の足を引っ張っている。国際貿易ならびに製造業における需要・生産の指標は、すべて一層の悪化を示している。米国を中心に、先進国ではパンデミックの最中に積み上がった過剰貯蓄が解消しつつあり、生活費に対するショックや、信用の利用可能性がさらに限定されることに伴うショックなど、種々のショックから身を守るためのバッファが薄くなっていることを示唆している。

インフレとの戦いは続く。多くの国でインフレ率は低下しているものの引き続き高い水準で推移しており、各国間あるいはインフレ指標間で格差が見られる。欧州におけるガス備蓄の積み増しや、中国における予想を下回る需要を受けて、エネルギー・食料価格は2022年のピークから大幅に下落しているが、食料価格は依然として高い水準にあ

図1 サービス部門の付加価値：
パンデミック前のトレンドからの距離
(%)



出所：Haver Analytics、IMF職員の見算。
注：線は平均値を表し、帯は平均値の周囲の1標準偏差を表す。先進国のサンプル国18か国は、AUSとCAN、CHE、CZE、DEU、DNK、ESP、FRA、GBR、ISR、ITA、KOR、NOR、NZL、SGP、SWE、TWN、USA。新興市場国・発展途上国のサンプル国16か国は、ARGとBRA、CHL、CHN、COL、HUN、IDN、IND、MEX、MYS、PER、PHL、RUS、THA、TUR、ZAF。国際標準化機構（ISO）の国名コードを使用。AE＝先進国、EMDE＝新興市場国・発展途上国。

る。こうした動向は、サプライチェーンの正常化と合わせて、多くの国で総合インフレ率の急速な低下に寄与している。しかしながら、コアインフレ率は低下が概して緩やかであり、依然として大半の中央銀行の目標を大きく上回っている。コアインフレ率の持続性は、検討対象となる国によるが、総合インフレ率に対する過去のショックがコアインフレ率に波及していることや、企業利益が高水準で推移していること、あるいは、特に生産性の伸びの弱さによって単位労働コストが押し上げられる中で賃金の高い伸びを伴って労働市場が逼迫していることを反映している。しかし、これまでのところ、平均的な先進国では物価と賃金がともに持続的に加速するという賃金・物価スパイラルが定着しているようには見えず、長期的なインフレ期待は安定を維持している。コアインフレ率の持続性を受けて、主要中央銀行は金融政策のさらなる引き締めが必要になると発信している。米連邦準備制度理事会（FRB）は6月の会合で利上げを一時停止したが、今後の追加利上げについてシグナルを発しており、オーストラリア準備銀行やカナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行（ECB）は利上げを継続している。他方で、東アジアを中心に、パンデミック下の移動抑制により他よりも長期にわたってサービス需要が制限された一部の国では、コアインフレ率が低いまま推移している。中国では、インフレ率が目標を大きく下回っており、今般中央銀行が政策金利を引き下げた。日本銀行は、イールドカーブ・コントロールを伴う量的・質的金融緩和で金利をゼロに近い水準に維持している。

銀行部門の急性ストレスは後退したが、信用の利用可能性は逼迫している。当局による迅速な対応のおかげで、2023年3月の銀行パニックは抑制され、米国の問題のある地方銀行とスイスのクレディ・スイスに限定された。そのため、2023年4月の「世界経済見通し（WEO）」以降、世界の金融情勢は緩和している（ボックス1）。これは、金融市場の銀行部門に由来する金融安定性リスクへの懸念が低下した可能性を示す兆候である。しかし、金融引き締め政策は、（資金調達コストの上昇を通じて）直接的に、かつ、（信用リスクの増大によって）間接的に、引き続き一部の銀行を圧迫している。米国と欧州の銀行貸出調査は、2023年第1四半期に銀行が信用へのアクセスを大幅に制限したことを示唆しており、それは今後数か月間にわたって続くと思われる。企業向け貸出はこのところ減少しており、不動産関連融資も同様である。

経済再開による押し上げを経て、中国の回復が勢いを失いつつある。中国では、今年初めに当局が厳格なロックダウン政策を放棄した際に製造業の活動とサービスの消費が回復した。そして、サプライチェーンが正常化し、企業が受注残を消化すべく生産を急ぐ中で、純輸出が大きく寄与する形で経済が2月、3月と2か月連続で成長した。しかしながら、不動産部門の継続的な脆弱性が投資の重しとなっているほか、外需の低迷が続いており、高い若年失業率（2023年5月時点で20.8%）が労働市場の弱さを示している。6月までの高頻度データは、2023年第2四半期になって勢いが軟化していることを裏付けている。

成長の減速、構成のシフト

世界経済の成長率は、年平均ベースで、2022年の3.5%から2023年と2024年はともに3.0%に減速すると予測されている（表1）。2023年4月の「世界経済見通し

（WEO）」における予測と比較すると、成長率は2023年については0.2%ポイント上方改定されているが、2024年については変化していない。2023年と2024年の成長率予測は、過去（2000～19年）の年平均である3.8%を依然として大きく下回っている。また、GDP全体で見ても、1人当たりGDPで見ても、広範な所得グループで歴史的平均を下回っている。引き続き先進国が2022年から2023年にかけての成長率低下の主な要因となっており、サービス業の好調が製造業の低迷と各国特有の要因によって相殺されている。新興市場国・発展途上国では、2023年と2024年の成長見通しは概ね安定している。ただし、地域間で顕著な違いが見られる。前年比で見た世界経済の成長率は、2022年第4四半期に底を打った。しかし、一部の主要国では、成長率が底を打つのは2023年下半年以降になると見られている。

世界貿易の伸びは、2022年の5.2%から2023年は2.0%へと鈍化した後、2024年には3.7%まで持ち直す見込みだが、2000～19年の平均である4.9%を大きく下回ることになる。2023年の伸び率鈍化は、世界的な需要の動向だけでなく需要の構成が国内のサービスへとシフトしていることや、遅れて現れた米ドル高の影響（インボイス通貨として広く米ドルが用いられているためドル高は貿易を減速させる）、貿易障壁の高まりを反映している。

これらの予測は、燃料・非燃料一次産品価格や金利に関するものを含む、いくつかの想定に基づいている。原油価格は2022年に39%上昇したが、2023年は世界の経済活動の減速を反映して約21%下落すると予想されている。世界の金利に関する想定は、4月以降主要中央銀行が金融引き締めを実行したり、そのシグナルを発したりしていることを受けて、上方改定されている。FRBとイングランド銀行は、現在では2023年4月の「世界経済見通し（WEO）」における想定以上に利上げを行い（FRBの場合にはピークは約5.6%）、その後2024年には利下げを開始すると見られている。ECBは、2023年中に政策金利をピークとなる3.75%まで引き上げ、2024年には徐々に利下げすると想定されている。さらに、短期的なインフレ期待の低下に伴い、実質金利は名目金利が低下し始めた後も下がらない可能性が高い。

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4四半期期間（注2）		
	推計		予測		2023年4月WEO見通しとの比較（注1）		推計	予測			
	2021	2022	2023	2024	2023	2024	2022	2023	2024		
世界GDP	6.3	3.5	3.0	3.0	0.2	0.0	2.2	2.9	2.9		
先進国・地域	5.4	2.7	1.5	1.4	0.2	0.0	1.2	1.4	1.4		
米国	5.9	2.1	1.8	1.0	0.2	-0.1	0.9	1.4	1.1		
ユーロ圏	5.3	3.5	0.9	1.5	0.1	0.1	1.8	1.2	1.5		
ドイツ	2.6	1.8	-0.3	1.3	-0.2	0.2	0.8	0.5	1.5		
フランス	6.4	2.5	0.8	1.3	0.1	0.0	0.6	0.9	1.6		
イタリア	7.0	3.7	1.1	0.9	0.4	0.1	1.5	0.9	1.1		
スペイン	5.5	5.5	2.5	2.0	1.0	0.0	3.0	1.8	2.2		
日本	2.2	1.0	1.4	1.0	0.1	0.0	0.4	1.5	1.0		
イギリス	7.6	4.1	0.4	1.0	0.7	0.0	0.6	0.5	1.3		
カナダ	5.0	3.4	1.7	1.4	0.2	-0.1	2.1	1.6	1.8		
他の先進国・地域（注3）	5.5	2.7	2.0	2.3	0.2	0.1	1.0	1.8	2.1		
新興市場国と発展途上国	6.8	4.0	4.0	4.1	0.1	-0.1	3.1	4.1	4.1		
アジアの新興市場国と発展途上国	7.5	4.5	5.3	5.0	0.0	-0.1	4.2	5.3	4.9		
中国	8.4	3.0	5.2	4.5	0.0	0.0	3.1	5.8	4.1		
インド（注4）	9.1	7.2	6.1	6.3	0.2	0.0	6.1	4.3	6.4		
欧州の新興市場国と発展途上国	7.3	0.8	1.8	2.2	0.6	-0.3	-1.3	2.7	2.0		
ロシア	5.6	-2.1	1.5	1.3	0.8	0.0	-3.1	1.9	0.8		
中南米・カリブ諸国	7.0	3.9	1.9	2.2	0.3	0.0	2.6	0.8	2.9		
ブラジル	5.0	2.9	2.1	1.2	1.2	-0.3	2.5	1.3	2.2		
メキシコ	4.7	3.0	2.6	1.5	0.8	-0.1	3.7	1.9	1.7		
中東・中央アジア	4.4	5.4	2.5	3.2	-0.4	-0.3	...	...	...
サウジアラビア	3.9	8.7	1.9	2.8	-1.2	-0.3	5.5	2.0	2.9		
サブサハラフリカ	4.7	3.9	3.5	4.1	-0.1	-0.1	...	...	...
ナイジェリア	3.6	3.3	3.2	3.0	0.0	0.0	3.2	2.6	3.6		
南アフリカ	4.7	1.9	0.3	1.7	0.2	-0.1	1.3	0.9	2.0		
その他の情報											
市場レートに基づく世界成長	6.0	3.0	2.5	2.4	0.1	0.0	1.8	2.5	2.4		
EU	5.5	3.7	1.0	1.7	0.3	0.1	1.8	1.5	1.7		
ASEAN-5（注5）	4.0	5.5	4.6	4.5	0.1	-0.1	4.7	4.6	4.8		
中東と北アフリカ	4.0	5.4	2.6	3.1	-0.5	-0.3	...	...	...
新興市場国・中所得国	7.1	3.9	3.9	3.9	0.0	-0.1	3.1	4.1	4.1		
低所得発展途上国	4.1	5.0	4.5	5.2	-0.2	-0.2	...	...	...
世界貿易額（財およびサービス）（注6）	10.7	5.2	2.0	3.7	-0.4	0.2	...	...	...
先進国・地域	9.9	6.1	2.3	3.2	-0.1	0.3	...	...	...
新興市場国と発展途上国	12.2	3.7	1.5	4.5	-0.9	-0.2	...	...	...
一次産品価格											
原油（注7）	65.8	39.2	-20.7	-6.2	3.4	-0.4	8.8	-13.0	-4.9		
燃料以外（一次産品の世界輸入量に基づく加重平均）	26.7	7.9	-4.8	-1.4	-2.0	-0.4	-0.4	-0.0	0.8		
世界の消費者物価（注8）	4.7	8.7	6.8	5.2	-0.2	0.3	9.2	5.5	3.9		
先進国・地域（注9）	3.1	7.3	4.7	2.8	0.0	0.2	7.7	3.3	2.5		
新興市場国と発展途上国（注8）	5.9	9.8	8.3	6.8	-0.3	0.3	10.5	7.4	5.1		

注：実質実効為替レートは2023年05月02日～2023年5月30日の水準のまま一定で推移すると仮定する。
 注：地域はその経済規模の順で列挙されている。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」

1. 変化分は、2023年4月WEO予測と今回の予測の差で、端数は四捨五入してある。2023年4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の約90%を占めている。
2. 世界全体（新興市場国と発展途上国）では、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（新興市場国・発展途上国）GDPの約90%（約80%）を占める。
3. 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。
4. 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、2022-23年度（2022年4月から）は2022年の欄に表示。インドの成長率を暦年ベースで見ると、2023年が6.6%で2024年が5.8%。
5. インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。
6. 輸出額と輸入額の成長率の単純平均（財とサービス）。
7. 英国ブレント、ドイツのファテ、およびウェスト・テキサス・インターメディアートの原油価格の単純平均。
8. 先物市場（2023年06月04日）に基づいた原油価格の想定価格は、2023年が米ドル表示でバレル当たり平均\$76.43、2024年が\$71.68。
9. ベネズエラを除く。

先進国については、引き続き2023年に成長が大幅に減速することが予測されている。成長率は2022年の2.7%から2023年は1.5%となるが、これは2023年4月の「世界経済見通し（WEO）」から0.2%ポイント上方改定されている。先進国の約93%で2023年に成長率が低下すると予測されており、これらの国では2024年の成長率が1.4%にとどまると見込まれている。

- **米国**では、成長率が2022年の2.1%から2023年は1.8%となり、2024年には1.0%へとさらに減速すると予測されている。2023年については、第1四半期の消費の伸びが底堅かったことを理由に、予測が0.2%ポイント上方改定された。それは、依然逼迫している労働市場によって実質所得の伸びが支えられたことと、自動車の購入が回復したことを反映している。しかし、そうした消費の伸びの勢いが持続する見込みはない。消費者はパンデミックの最中に蓄積した過剰貯蓄をすでに大部分使い果たしており、また、FRBがさらなる利上げを行うと見られているからだ。

- **ユーロ圏**の成長率は、2022年の3.5%から2023年に0.9%へと減速した後、2024年には1.5%に持ち直すと予測されている。予測は概ね変わっていないが、2023年については構成に変化が見られる。サービスと観光が堅調であることを踏まえ、**イタリア**については0.4%ポイント、**スペイン**については1.0%ポイント、それぞれ成長率が上方改定された。他方、**ドイツ**に関しては、2023年第1四半期に製造業生産高の低迷と経済の収縮が見られたため、成長率を0.2%ポイント下方改定して-0.3%としている。
- **英国**の成長率は、2022年の4.1%から2023年に0.4%へと減速した後、2024年には1.6%に持ち直すと予測されている。2023年については0.7%ポイントの上方改定となっており、これはエネルギー価格下落が信頼感に与える影響によって消費と投資が予想を上回ったことや、（ウィンザー枠組み合意を受けて）ブレグジット後の不確実性が低下したこと、3月の世界的な銀行ストレスの解消に伴い金融部門が強靱であることを反映している。
- **日本**の成長率は、2022年の1.0%から2023年はペントアップ需要と緩和的な政策を支えに小幅に上方改定されて1.4%に上昇すると予測されている。その後、2024年には、それまでの刺激策の効果が消失するのに応じて成長率が1.0%に減速する。

新興市場国・発展途上国の成長率は、概して安定的に推移し、2023年は4.0%、2024年は4.1%になると予測されており、2023年についてはプラス0.1%ポイント、2024年についてはマイナス0.1%ポイント、それぞれ小幅に改定された。しかし、このように平均が安定している裏には格差があり、新興市場国・発展途上国の約61%では2023年に成長が加速する一方、低所得国と以下で説明する5つのうち3つの地域を含むそれ以外の国々では成長がより緩やかになる。

- **アジアの新興市場国と発展途上国**では、成長率が2023年に5.3%に達した後、2024年は5.0%に若干減速する見込みである。これは、2024年について予測がわずかに（0.1%ポイント）下方改定されていることを反映している。**中国**の成長率予測は、2023年は5.2%、2024年は4.5%と変わっていないが、その構成には変化が見られる。消費の伸びは概して2023年4月の「世界経済見通し（WEO）」における予測に沿って推移したのに対して、投資は国内で続く不動産不況のため予測を下回った。予想以上に好調であった純輸出が投資の低迷を一部相殺しているものの、世界経済の減速に伴ってその寄与度は低下しつつある。**インド**の成長率は、2023年は4月の予測から0.2%ポイント上方改定されて6.1%になると予測されている。これは、国内投資が拡大した結果、2022年第4四半期の成長率が予想を上回ったことに伴う勢いを反映している。
- **欧州の新興市場国と発展途上国**では、2023年の成長率が4月から0.6%ポイント上方改定されて1.8%に上昇し、2024年は2.2%へとさらに加速すると予測されている。**ロシア**の2023年成長率予測は、0.8%ポイント上方改定されて1.5%となっている。これは、（小売や建設、工業生産に関する）ハードデータが今年上半期の好調ぶりを示しており、大規模な財政刺激策がその力強さの原動力となっていることを反映している。

- **中南米・カリブ諸国**では、成長率が2022年の3.9%から2023年は1.9%に減速すると見込まれている。ただし、4月から0.3%ポイント上方改定された。2024年には成長率が2.2%に達する見込みである。2022年から2023年にかけての減速は、2022年中に見られたパンデミック後の経済再開に伴う急速な成長が最近になって衰えたことや、一次産品価格の下落を反映している。2023年の予測が上方改定された背景には、**ブラジル**の成長が予想よりも力強く、予測が4月の「世界経済見通し（WEO）」から1.2%ポイント引き上げられ2.1%になったことがある。2023年第1四半期に農業生産が増加し、サービス業の活動にプラスの波及効果をもたらしたことがその理由である。また、**メキシコ**の成長が力強さを増していることも背景にある。遅れていたパンデミック後のサービス業の回復が定着したことと、米国の底堅い需要に伴う波及効果を受けて、同国の成長率予測は0.8%ポイント上方改定されて2.6%となった。
- **中東・中央アジア**の成長率は、2022年の5.4%から2023年は2.5%に減速すると予測されている。これは0.4%ポイントの下方改定であり、**サウジアラビア**の成長率が2022年の8.7%から2023年は1.9%（1.2%ポイントの下方改定）へと予想よりも急激に減速することが主な要因である。サウジアラビアの2023年の成長率予測が下方改定されたのは、OPECプラス（石油輸出国機構とロシアなど非加盟の産油国）の合意に沿って4月と6月に減産が発表されたことを反映している。他方、「ギガプロジェクト」の実施に伴うものを含む民間投資は、引き続き石油以外の力強いGDP成長の支えとなっている。
- **サブサハラアフリカ**の成長率は、2023年に3.5%へと低下した後、2024年には4.1%に持ち直すと予測されている。**ナイジェリア**では、石油部門における安全保障上の問題を理由に、2023年から2024年にかけて4月の予測に沿う形で成長率が徐々に低下すると予測されている。**南アフリカ**では、電力不足を反映して2023年に成長率が0.3%に低下する見込みである。ただし、第1四半期にサービス業の活動が底堅かったことから、2023年4月の「世界経済見通し（WEO）」から予測が0.2%ポイント上方改定された。

総合インフレ率に比べて低下が緩やかなコアインフレ率

世界の総合インフレ率は、年平均で2022年の8.7%から2023年は6.8%、2024年には5.2%へと鈍化する見込みである。これは概ね4月の予測と同じだが、パンデミック前（2017～2019年）の水準である約3.5%を上回っている。世界の約4分の3の国々において、2023年に年平均総合インフレ率が鈍化すると見られている。金融政策の引き締めによって徐々にインフレが抑制されると見込まれるが、2023年に予測されるディスインフレーションの中心的な要因は国際商品価格の下落である。各国間のディスインフレのペースの違いは、一次産品価格の動きに対するエクスポージャーの差や、景気過熱の度合いの違いといった要因を反映している。2023年の予測は0.2%ポイント下方改定されているが、これは中国でインフレが抑制されていることが主な理由である。2024年の予測は、コアインフレ率が予想よりも高いことを反映して、0.3%ポイント上方改定された。

コアインフレ率の低下は概してより緩やかである。世界全体では、コアインフレ率が年平均で2022年の6.5%から2023年は6.0%、2024年には4.7%に低下する見込みである。コアインフレは、主に先進国において、予想よりも持続性が高いことが判明しつつある。先進国については、2023年4月の「世界経済見通し（WEO）」と比較して、コアインフレ率の予測が2023年は0.3%ポイント、2024年は0.4%ポイントそれぞれ上方改定された。世界の2023年のコアインフレ率は、中国のコアインフレが予想を下回ったことを反映して0.2%ポイント下方改定された。2024年は0.4%ポイント上方改定された。年平均ベースでは、約半数の国で2023年にコアインフレ率が低下しないと見られるが、第4四半期の前年同期比ベースで見た場合には、四半期データが入手可能な国の約88%でコアインフレ率が低下する見込みである。全体として、インフレ目標がある国のうち、2023年は96%の国で、2024年は89%の国でインフレ率が目標を上回ったまま推移すると予測されている。

見通しに対するリスク

世界経済成長に関するリスクのバランスは依然として下振れ方向に傾いているが、2023年4月のWEO以降、マイナスリスクは後退した。米国の債務上限問題が解決したことでソブリン債の金利が急上昇するリスクが減った。金利が急上昇していたら、借入れコストの上昇ですでに苦しんでいる国への圧力が一段と高まっていたであろう。米国とスイスにおける銀行部門の混乱を封じ込めるために当局が迅速かつ強力な行動をとったことで、差し迫ったより広範な危機のリスクを減らすことができた。

上振れリスク。世界経済成長がベースライン予測よりも良くなるのがこれまで以上に真実味を帯びてきた。コアインフレ率は予想よりも早く鈍化する可能性がある。エネルギー価格の下落が予想以上にインフレ率に反映されたことや、コスト増加を吸収するために企業利益率が抑制されたこと、その他にも考えられる要因はある。また、求人数の減少は、労働市場の緩和に大きな役割を果たす可能性があり、インフレを抑制するために失業率を上昇させなければならない可能性が減る。こうした展開により、金融政策の引き締め必要性が減り、「軟着陸」が実現する。世界各地で、内需が予想以上に底堅い可能性もある。2023年第1四半期がそうであった。数多くの国で、消費者はパンデミック中に積み上げた貯蓄をまだ使い果たしていない。最近見られる底堅い消費動向が一段と続く要因となりうる。中国の政策支援が現在の予想より大きくなった場合、これまでに手法が実証されている家計への給付であれば特に、経済回復を一段と支え、世界へプラスの波及効果を生み出す可能性がある。ただこうした展開は、インフレ圧力を高めることになり、金融政策姿勢をより引き締める必要が出てくる。

下振れリスク。最近、予想外に成長が好調だったが、現実的なリスクは引き続き下振れ方向に偏っている。

- **長引くインフレ：**労働市場が引き締まっていることと、過去の為替レート下落が反映されてきたことが、インフレ率を押し上げ、多くの国で長期のインフレ期待が上放れするリスクが出てくる。一部の国における賃金設定の制度は、賃金に対するインフレ圧力を増幅させる可能性がある。さらに、エルニーニョ現象によって気温が予想以上に極端に上昇し、干ばつが悪化、一次産品価格が上がる恐れがある。ウ

ウクライナでの戦争が激化する可能性もあり、そうなれば食料と燃料、肥料の価格が一段と上がる。この点において、黒海穀物イニシアティブが最近停止されたことは懸念事項である。このようなマイナスの供給ショックは、各国に異なる影響を与える可能性があり、コアインフレとインフレ期待のダイナミックがまちまちになり政策対応に相違が生じ、為替がますます変動することとなる。

- **金融市場における価格調整：**金融市場は金融政策の引き締め見通しを、4月以降、上方改定したが、それでも尚、政策当局者が示唆しているよりも控えめな引き締めに予想している。2023年第1四半期で見られた通り、不利なインフレ指標が出た際に資産価格の下落と金利に関する予測が急に上方改定されるリスクが高まる。こうした動きにより金融情勢がさらに逼迫し、バランスシートが依然として金利リスクに対して脆弱である銀行やノンバンク金融仲介機関にストレスをかける。商業用不動産へのエクスポージャーがある銀行やノンバンク金融仲介機関は特にそうだ。ショックが伝染する可能性があり、安全資産への逃避とそれに伴う準備通貨価格の上昇が起こると、世界貿易と世界経済成長への負の波及効果を引き起こすだろう。
- **中国の緩慢な回復：**最近の展開により、中国の成長予測を取り巻くリスク配分が下振れ方向にシフトしており、地域内外の貿易相手国に悪影響を及ぼす可能性がある。主なリスクとしては、不動産開発業者の再編が迅速に行われない中で不動産部門の不振が予想以上に伝染すること、信頼感が低迷している中で消費が予想を下回ること、地方政府の税収減に伴う意図しない財政引き締めなどが挙げられる。
- **過剰債務の悪化：**世界の金融情勢は2023年3月に見られた銀行部門のストレス時以降、総じて和らいだ（ボックス1）が、新興市場国と発展途上国の借り入れコストは依然として高く、優先課題への支出の余地が限られているほか、過剰債務のリスクが高まっている。国債の信用スプレッドが1,000ベーシスポイントを超える新興市場国と発展途上国の割合は6月時点で25%と高止まりしている（2年前はわずか6.8%）。
- **地経学的分断化の進行：**ウクライナでの戦争やその他の地政学的緊張がある中で世界経済がさまざまなブロックに分断されるリスクが高まる可能性があり、貿易（特にクリティカルミネラルなどの戦略物資）や国境を越えた資本の動き、テクノロジー、労働者、多国間決済への規制が増えることとなりうる。こうした動きにより、一次産品価格が一段と不安定になったり、国際公共財の礎となる多国間協力が妨げられたりする可能性がある。

政策上の優先事項

インフレを乗り越える。コアインフレ率が根強く高止まりしている国の中央銀行は引き続き、インフレ抑制へのコミットメントを明確にするべきだ。実質金利が中立金利を上回る中、基調的なインフレが落ち着いてきている明確な兆しが見えるまで引き締め姿勢が必要だ。さまざまな先行き不透明感によって、中央銀行の取り組みが複雑化している：中立金利の水準や政策が伝播するまでの時差は、確信をもって推定値を出すことが難しく、また、伝播メカニズムの効力は経済部門によって異なる可能性がある。こうした不確実性を考慮すると、必要に応じて金融安定を維持するためのツールを引き続き活用しつつ、データに基づいて政策を調整し、物価圧力が十分に後退する前に金融を緩和

する事態を回避することが正当化される。物価安定を回復する主な責任は中央銀行にあるが、公的債務の持続可能性を確保することを目的とした政府支出の削減や増税も、総需要を減らしたり、ディスインフレ戦略の全体的な信頼性を強化したりすることによって、インフレをさらに緩和することができる。経済が過熱し、インフレと失業のトレードオフが激しい国は特にそうである。

金融の安定を保ち、ストレスに備える。金融政策の急速な引き締めが引き続き、金融部門を圧迫している。監督の強化（バーゼル III の実施と猶予措置の撤廃）と、銀行部門のさらなるストレスの発生を予測するためのリスク監視が妥当であろう。監督の強度は、銀行のリスクとシステム上の重要性に見合ったものでなければならず、また、ノンバンク金融部門における監督のギャップに対処することが不可欠である。銀行やノンバンクの新たなリスクに対処するために、先手を打つ形でマクロプルーデンス政策措置を採用することも考えられる。市場の緊張が発生した場合、モラルハザードのリスクを軽減しつつ、迅速かつ強力に流動性支援を提供するツールを展開することで、波及を抑えることができる。中央銀行には債務超過問題に対処する能力が備わっていないため、実質的な資源を動員する必要がある場合に備えて、政府が財政スペースを再構築することが重要である。外的ショックのリスクにさらされている国は、IMF の予防的融資取極めを含め、国際金融機関が提供する世界的な金融セーフティネットを十分に活用することができる。

脆弱層を保護しながら財政バッファを再構築する。財政赤字と政府債務がパンデミック前の水準を上回っているため、多くの場合、信頼できる中期的な財政再建が、機動的な予算編成の余地を回復し、債務の持続可能性を確保するために必要である。現在、先進国と新興市場国・発展途上国のいずれにおいても、財政再建は 2024 年に GDP の平均 0.5%になると予測されている（構造的財政収支の変化に基づく）。国際市場にアクセスできる国にとって、財政再建のペースは、民間需要の強さ次第であるべきだ。財政再建の構成は、最も脆弱な人々に的を絞った支援を保護すべきである。エネルギー補助金のような、価格シグナルを鈍らせるものを含め、対象を絞っていない財政措置を段階的に廃止することが正当化される。エネルギー価格が広範にわたりパンデミック前の水準に戻っているのも尚さらそうだ。各国が過剰債務に陥っている、またはそのリスクが高い場合、債務の持続可能性を達成するためには、適切なタイミングで財政再建を実施するだけでなく、債務再編も必要となる可能性がある（2023 年 4 月の WEO 第 3 章）。

発展途上国や低所得国への資金不足を緩和する。大規模な短期の対外資金調達需要によって、多くの新興市場国や低所得国の債務返済能力が限界に近付いている。国債スプレッドは歴史的な水準で高止まりしており、短期借入に依存する多くの国の市場アクセスを妨げている。短期的な借入コストを低下させる前向きなシグナルを出し、債務危機の拡大リスクを回避するためには、G 20 共通枠組みやグローバルソブリン債務ラウンドテーブルを通じたものを含め、債務解決に関するより迅速かつ効率的な調整が必要である。ザンビアと公式債権者委員会との最近の合意は、歓迎すべき一歩である。

供給サイドを改善し、気候変動へのレジリエンスを強化する。労働市場への参加を促したり、求職活動や雇用マッチングの摩擦を減らしたりと、労働市場を緩和させる改革は、財政再建を促進し、インフレ率を目標水準にスムーズに低下させる。人手不足である職種のための短期研修プログラムや、テレワークおよび休暇制度を通じて労働の柔軟性を高めるための労働法規の成立、定期的な移民流入の促進などが挙げられる。市場の失敗が十分に確立されていれば、財政余地次第ではあるが、慎重に設計された産業政策を追求することができる。ただ、国内調達規制や貿易障壁は、生産性を低下させ、貿易関係を弱体化させ、食料安全保障を危険にさらし、より高い所得水準に収斂しようとする国を足止めする可能性があるため、避けるべきである。各国の脱炭素化目標を考えると、十分なエネルギー供給を確保するためには、クリーンエネルギー投資を推進しなければならない。グリーン移行を加速させ、気候変動を緩和し、人工知能などの潜在的に破壊的な新興技術を規制するためには、多国間協力が不可欠である。

金融市場はますます明るい模様で、金融情勢はおおむね緩和され続けている。2023年4月の「国際金融安定性報告書」以降、中央銀行はさらなる金融引き締めが必要になる可能性があるとの認識を示してきた。イールドカーブは引き続き右下がりに反転している状態で、景気後退懸念が顕著である中でも、金融情勢はおおむね緩和してきた(図1.1)。テクノロジー部門の上昇と株高は、金融引き締めによるディスインフレーションの動きを一部巻き戻し、この緩和状態を支えてきた。このような状況では、インフレが予想外に上昇した際に金融資産の急激な価格調整を引き起こす可能性がある。結果として生じる世界的な金融情勢のタイト化が、金融システムの既存の脆弱性と相互作用を起し、引き締め状態を増幅させる。

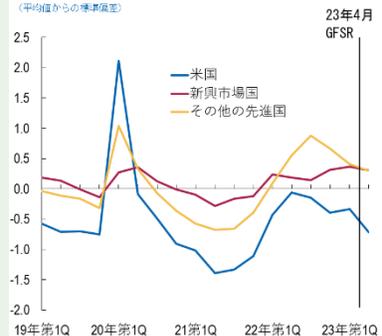
当面の銀行部門への懸念は和らいだが、先進国の銀行融資の伸びは鈍化しており、高金利は信用状況の悪化につながる可能性が高い。米国で預金が地方銀行から大手銀行やマネー・マーケット・ファンドへ移行する状況は一段落したが、金融環境の引き締めによって、銀行やノンバンク金融仲介機関が引き続き苦戦している。ユーロ圏では、資金調達源として条件付き長期リファイナンスオペ(TLTRO)に頼ってきた銀行が、資金の返済義務に直面している。米国では、最近の債務上限問題の後に見られている量的引き締めと大量の財務省証券の発行が、銀行システムからのさらなる資金流出につながる可能性がある。一方、金利の上昇が影響し始め、借り手(法人)の信用の質が低下している。これにより信用コストが上昇し、銀行融資がさらに縮小し、企業の債務発行が鈍化している。さらに、多くの法域で商業用不動産(特にオフィススペース)や住宅用不動産の価格が下落すれば、負債を抱えた世帯や企業への圧力が増し、脆弱なセクターにエクスポージャーがあるノンバンク金融仲介機関が弱体化する可能性がある。

主要新興国市場は、この不確実な環境の中で総じて回復力を維持し、2023年3月の銀行部門の混乱をおおむね回避した。しかし、新興市場国やフロンティア市場においては、国債の格付けが低い国の多くが、国際市場へのアクセスを維持することに苦戦している。第2四半期は、投資適格級ソブリン債のспレッドが過去の平均水準にとどまっていたが、投資適格級以下のソブリン債は引き続き、発行する際にспレッドが歴史的レンジを大きく上回っていた(880 ベーシスポイント)。特に、18か国超においてспレッドがディストレスト水準(1,000 ベーシスポイント超)にある。2023年現在までのところ、спレッドが高水準にあることによってフロンティア市場にとって新たなハードカレンシー建てソブリン債の発行が非常に困難な状況だ(図1.2)。

ボックスは金融資本市場局の国際市場分析課が作成。2023年3月30日までのデータを反映した2023年4月の「国際金融安定性報告書」以降の市場動向を反映する。

図1.1 金融環境指数

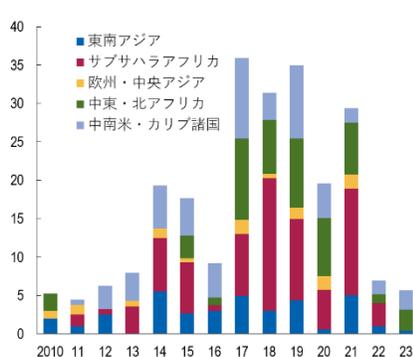
(平均値からの標準偏差)



出所: Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics, 各国のデータ、IMF職員の算出。
注: 金融環境指数(FEI)は、利用可能な最新の変数を使用している。新興市場国のサンプル国はロシアとトルコ、ウクライナを除く。指数は、リスクの価格設定を把握するように設計されている。実質住宅価格を含むさまざまな価格指標が組み込まれているが、貸借対照表や信用成長指標は含まれていない。詳細は、2018年10月の国際金融安定性報告書(GFSR)のオンライン上の別紙1.1を参照。

図1.2 フロンティア市場の地域別ソブリン債発行

(十億米ドル)



出所: Bond Radar, IMF職員の算出。
注: JPモルガン次世代市場指数でソブリンと定義されている44のフロンティア国に、ユーロ債を発行した低所得国を加えたものに基づく数値。2023年の値は年初来の累計。