

インフレ率の鈍化と安定的な成長 ソフトランディングへの道開ける

- 世界経済の成長率は、2024年が3.1%、2025年が3.2%と予測されており、米国といくつかの主要新興市場国・発展途上国における予想以上の底堅さと中国における財政支援が理由で、2024年の予測は2023年10月の「世界経済見通し（WEO）」における予測を0.2%ポイント上回っている。しかし、インフレと闘うために高水準にある中央銀行の政策金利と、債務の増大を受けた財政支援の縮小、基調的な生産性の伸びの弱さが経済活動の重しとなっており、2024年と2025年の予測は2000～2019年の歴史的平均である3.8%を下回る。供給側の問題が解消し、引き締め的な金融政策が続く中、インフレ率は大半の地域で予想以上に速く低下している。世界の総合インフレ率は2024年に5.8%へ、2025年に4.4%へと鈍化する見込みで、2025年の予測は下方改定された。
- ディスインフレと着実な成長に伴い、ハードランディング（強行着陸）となる可能性が低下し、世界経済成長に対するリスクは概ね均衡がとれている。上振れリスクとしては、ディスインフレの加速が金融環境のさらなる緩和につながる可能性がある。財政政策を必要以上に、また予測における想定以上に緩和すれば一時的により高い成長を実現し得るが、その後の調整コストが増大するリスクがある。構造改革の勢いが強まれば、生産性が上がり、国境を越えてプラスの波及効果が見られる可能性がある。下振れリスクとしては、紅海における攻撃が続くことなどの地政学的ショックや、供給の混乱によって一次産品価格が再度高騰したり、基調的なインフレが根強かったりすれば、金融政策の引き締めが長期化する可能性がある。中国における不動産部門の低迷の深刻化や、その他の地域における増税・歳出削減へ混乱を招くような転換も期待外れの成長をもたらしかねない。
- 政策当局者にとっての短期的な課題は、基調的なインフレの動きに合わせて金融政策を調整し、賃金と物価の圧力が明らかに解消しつつあるところではあまり引き締め的でないスタンスに順応することで、インフレ率が目標へ最終的に降下するように首尾よく政策を管理することである。同時に、多くのケースで、インフレ率が鈍化し経済が以前よりも財政引き締めの影響を吸収できるようになっている中、将来のショックに対処すべく財政余力を再構築し、新たな優先支出のために歳入を確保し、公的債務の増大を抑制するために財政健全化に改めて焦点を当てる必要がある。的を絞り慎重な順序付けを行った構造改革は、生産性の伸びと債務の持続可能性を強化し、より高い所得水準への収斂を加速させるだろう。過剰債務を回避し、必要な投資のための余地を生み出し、また、気候変動の影響を緩和するためには、とりわけ債務再編に関してより効率的な多国間協調が必要である。

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、ロシアによるウクライナ侵攻、そして生活費危機からの世界経済の回復は、予想外の底堅さを示している。インフレ率は2022年のピークから予想以上の速さで減速しており、雇用と景気に対するインフレの悪影響は予想さ

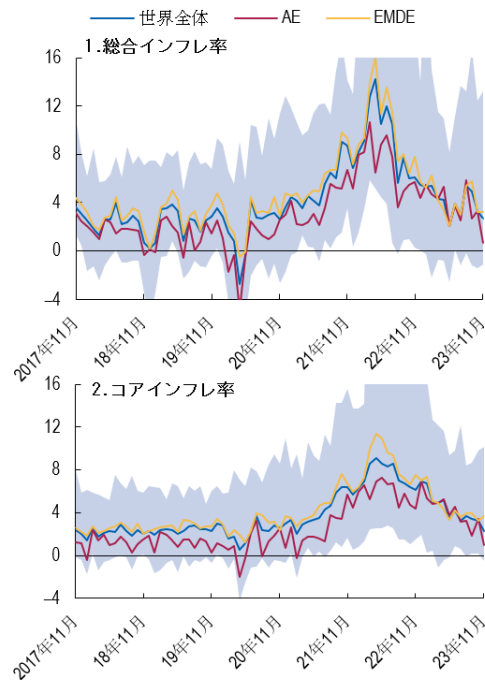
れたほど深刻ではない。これは、供給サイドの好ましい動向と中央銀行の引き締めによってインフレ期待がアンカーされていることを反映している。他方で、2024年には、インフレ対策を目的とした高金利と財政支援の縮小が成長の重しになると見られている。

主要国は底堅い成長。 米国、およびいくつかの主要新興市場国・発展途上国では、2023年下半期の経済成長が予想以上に堅調であったと推計される。いくつかのケースでは、政府支出と民間支出がそうした上振れに寄与し、緩和しつつあるものの依然としてタイトな労働市場を背景に実質可処分所得が伸びたことや、家計がパンデミック中に蓄積した貯蓄を取り崩したことで消費が支えられた。また、労働参加率が広い範囲で上昇し、パンデミック中に見られたサプライチェーンの問題が解決し、納期が短くなる中、供給サイドの拡大が本格化した。そのような増勢はどこでも見られるわけではなく、ユーロ圏では、消費者センチメントの低迷やエネルギー価格高騰の余波、金利感応度が高い製造業や企業投資の低迷を受けて成長が著しく伸び悩んでいる。低所得国では、借入コストが上昇する中で、パンデミック前（2017～2019年）の軌道と比較したGDPの損失が引き続き大きい。

予想以上に速いインフレ減速。 世界的に供給面で明るい動きが見られる中、インフレ率は予想よりも速く低下しており、直近の月次指標は総合インフレ率と基調的（コア）インフレ率の双方でパンデミック前の平均に近づいている（図1）。2023年第4四半期の世界の総合インフレ率は、季節調整済み前期比で、2023年10月のWEOにおける予測を約0.3%ポイント下回ったと推計されている。インフレ率の低下は、関連する価格ショック（特にエネルギー価格に関するもの）と、それに伴うコアインフレ率へのパススルーが解消されたことを反映している¹。また、インフレ率の低下は、求人数が減少し、失業率が若干上昇し、一部のケースでは移民の大量流入に関連して労働供給が増加したことにより、労働市場の逼迫が緩和したことも反映している。賃金の伸びは概して抑制されており、物価と賃金がともに加速するという賃金・物価スパイラルは定着していない。主要国では短期的なインフレ期待が低下しており、長期的な期待は安定的に推移している。

借入コスト上昇で需要冷え込む。 2023年には、主要中央銀行がインフレを抑制すべく政策金利を制約的水準にまで引き上げた結果、住宅ローンのコストが上昇し、企業は債務

図1 世界のインフレ率：加速、そして減速
（前月比、年率換算の変化率、季節調整済み）



出所：Haver Analytics、IMF職員の算出。
注：図は、「世界経済見直し」における世界GDP（2023年）の78%を占める57か国をサンプルとした中央値を描く（加重購買力平価ベース）。垂直軸は-4%から16%まで。帯は、全体の10から90パーセントのインフレ率を表す。コアインフレ率は、モノとサービスから食品とエネルギーを除いた消費者物価指数の変化（もしくはそれに最も近い指標）。AE＝先進国、EMDE＝新興市場国・発展途上国。

¹原油の年間平均価格は2023年に約16%下落した。2023年10月には、ガザ・イスラエル紛争の文脈で当初原油価格が上昇したが、その後、紛争の地域的なエスカレーションをめぐる懸念が低下する中で価格が低下した。

2024年1月「世界経済見通し改訂版」

を借り換える上で課題に直面し、信用の利用可能性が制約され、企業投資と住宅投資が低迷した。商業用不動産が特に圧力にさらされており、借入コストの上昇がパンデミック後の構造変化に拍車をかけている。しかし、インフレが和らぐ中、将来的に政策金利が低下するという市場の期待が、長期金利の低下と株式市場の上昇に寄与している（ボックス1）。とはいえ、長期借入コストは政府債務の拡大を一因として先進国と新興市場国・発展途上国の双方で高止まりしている。さらに、中央銀行の政策金利決定は次第に非同期的になりつつある。中央銀行が他国よりも早く政策を引き締めたブラジルとチリを含め、インフレ率が低下している一部の国では2023年下半期以降金利が低下している。インフレ率がゼロに近い中国では、中央銀行が金融政策を緩和した。日本銀行は短期金利をゼロに近い水準で維持している。

財政政策が経済格差を増幅。 先進国政府は2023年に財政政策を緩和した。米国はGDPがすでにパンデミック前の軌道を上回っていたが、回復が不完全なユーロ圏やその他の国々よりも大幅に政策を緩和した。新興市場国と発展途上国では平均して、産出量がパンデミック前のトレンドを一段と下回ったが、財政スタンスは概して中立的であったと見られる。例外はブラジルとロシアで、両国は2023年に財政政策を緩和した。低所得国では、流動性の逼迫と利払い費の増大（平均で一般政府歳入の13%と、15年前の約2倍の水準）によって必要な投資がクラウド・アウトされ、パンデミック前のトレンドと比較した大幅なGDP損失からの回復が阻害されている。2024年には、いくつかの先進国と新興市場国・発展途上国で、財政上の対応余地を再構築し、債務拡大を抑制するために、財政政策スタンスが引き締められると見込まれており、そうした変更は短期的に成長を減速させると見られる。

見通し

成長見通し：底堅いが緩慢

世界経済の成長率は、2023年には推計3.1%となり、2024年も3.1%にとどまった後、2025年には3.2%へと若干加速すると予測されている（表1）。2024年の予測は、2023年10月のWE0における予測と比較して約0.2%ポイント高くなっているが、これは中国と米国、そして主要新興市場国・発展途上国での上方改定を反映している。しかしながら、2024年と2025年の世界経済の成長率予測は歴史的な年平均（2000～2019年）である3.8%を下回っており、その背景には引き締め的な金融政策と財政支援の縮小、基調的な生産性の伸びの弱さがある。先進国では、ユーロ圏が2023年の低成長から回復し、米国の成長率が減速する中、成長率が2024年に小幅に減速した後、2025年に加速すると見られている。新興市場国と発展途上国では、2024年から2025年にかけて安定的な成長が期待されるが、地域によって格差がある。

世界貿易の伸びは、2024年に3.3%、2025年は3.6%になると予測されているが、これは歴史的な平均の伸び率である4.9%を下回っている。貿易の歪みの増大と地経学的な分断が引き続き、貿易水準の重しとなると見られる。グローバル・トレード・アラート（GTA）のデータによると、各国が導入した新規の貿易制限措置の数は、2019年の約1,100件から2022年には約3,200件、2023年には約3,000件に増えている。

2024年1月「世界経済見通し改訂版」

これらの予測は、燃料・非燃料一次産品価格が2024年と2025年に低下し、主要国で金利が低下するという想定に基づいている。原油の年間平均価格は2024年に約2.3%下落し、非燃料一次産品価格は0.9%下落すると予測されている。政策金利に関してIMF職員は、米連邦準備制度理事会と欧州中央銀行、イングランド銀行が2024年下半期まで現行の水準を維持した後、インフレ率が目標に近づくのに応じて徐々に引き下げると予測している。日本銀行は、総じて緩和的なスタンスを維持する見込みだ。

先進国では、成長率が2023年の1.6%から2024年には1.5%へと若干減速した後、2025年に1.8%へと上向くと予測されている。2024年の0.1%ポイントの上方改定は、米国が予想より堅調な成長を遂げる一方、ユーロ圏における成長率が予想より弱含むことによってそれが部分的に相殺されることを反映している。

- **米国**では、金融政策引き締めの一時的な遅延効果、漸進的な財政引き締め、労働市場の軟化による総需要の減速を受けて、成長率が2023年の2.5%から2024年は2.1%、2025年は1.7%に減速すると予測されている。2024年については2023年10月のWE0から0.6%ポイント上方改定されているが、これは、2023年の成長実績が予想を上回ったことに伴う統計上のキャリーオーバー効果を主として反映している。
- **ユーロ圏**では、ウクライナでの戦争に対するエクスポージャーが相対的に大きいことを受けて、2023年は成長率が推計0.5%と低くなったが、2024年は0.9%、2025年は1.7%へと回復すると予測されている。エネルギー価格ショックの影響が収束しインフレ率が低下するのに伴い、実質所得の伸びが下支えされ、家計消費が持ち直して回復の原動力になると見られる。しかしながら、2024年の成長率は2023年10月のWE0における予測から0.3%ポイント下方改定されている。これは、2023年の成長実績が予想を下回った影響が持ち越されることが主な理由である。
- 他の先進国の中では、**英国**で、遅れて現れたエネルギー価格高騰の悪影響が後退するのにつれて成長率が2023年の推計0.5%から2024年は0.6%へと若干加速し、2025年にはディスインフレによって金融環境の緩和がもたらされ、実質所得が回復するのに応じて1.6%になると予測されている。2025年の成長率が0.4%ポイント下方改定されたのは、パンデミック中の生産高の水準にかかる統計が最近、上方改定されたことで、成長が遅れを取り戻す余地が小さくなったことを反映している。**日本**では、産出量が引き続き潜在産出量を上回ると予測される。成長率は2023年の推計1.9%から2024年は0.9%、2025年は0.8%へと減速すると見られる。これは、円安やペントアップ需要、当初の事業計画の後ずれを受けた企業投資の回復といった2023年に景気を下支えした一時的要因が減退することを反映している。

新興市場国と発展途上国では、成長率が2024年に前年から横ばいの4.1%、2025年には4.2%へと加速すると見込まれている。2024年については2023年10月から0.1%ポイント上方改定されているが、これはいくつかの地域での上方改定を反映している。

- **アジアの新興市場国と発展途上国**では、成長率が2023年の推計5.4%から2024年は5.2%、2025年は4.8%に減速すると見られている。2024年については、中国経済を要因に、2023年10月の予測から0.4%ポイント上方改定された。**中国**の成長率は2024年

2024年1月「世界経済見直し改訂版」

が4.6%、2025年が4.1%になると予測されており、2024年については2023年10月のWEOから0.4%ポイント上方改定されている。この上方改定は、2023年の成長率が予想を上回った影響が持ち越されることと、自然災害対応の能力構築に対する政府支出の増加を反映する。インドでは、成長率が2024年、2025年ともに6.5%と堅調なまま推移すると予測されている。両年について昨年10月から0.2%ポイント上方改定されており、これは国内需要の底堅さを反映している。

- **欧州の新興市場国と発展途上国**では、成長率が2023年の推計2.7%から2024年には2.8%へと上向き、その後2025年には2.5%に減速すると予測されている。2024年については、ロシアを要因に、2023年10月の予測から0.6%ポイント上方改定された。ロシアの成長率は2024年が2.6%、2025年が1.1%になると予測されており、2024年については2023年10月の予測から1.5%ポイント上方改定された。その背景には、高水準の軍事支出ならびに賃金の伸びと労働市場の逼迫に支えられた民間消費を理由に、2023年の成長が予想を上回った影響が持ち越されることがある。
- **中南米・カリブ海地域**では、成長率が2023年の推計2.5%から2024年は1.9%に鈍化し、その後2025年には2.5%へ加速すると予測されている。2024年については、2023年10月のWEOにおける予測から0.4%ポイント下方改定されている。この下方改定は、アルゼンチンでマクロ経済の安定回復のための大幅な政策調整が行われる中で成長率がマイナスになることを反映している。同地域のその他の主要国に関しては、**ブラジル**と**メキシコ**について、成長率予測がそれぞれ0.2%ポイント、0.6%ポイント上方改定されている。これは、国内需要が予想より堅調であったことと主要貿易相手国の2023年の成長率が予想を上回ったことのキャリーオーバー効果が主な理由である。
- **中東・中央アジア地域**では、成長率が2023年の推計2.0%から2024年は2.9%、2025年は4.2%に上昇すると予測されている。2023年10月の予測から2024年については0.5%ポイント下方改定され、2025年については0.3%ポイント上方改定された。この改定は主に**サウジアラビア**に起因し、同国が2024年にOPECプラス（石油輸出国機構加盟国とロシアなど非加盟の産油国）の合意に沿って、また、別途独断によって、一時的に原油生産を減らすことを反映している。他方、非石油部門の成長は堅調に推移すると見られている。
- **サブサハラアフリカ**では、従来の天候ショックが収束し供給の問題が徐々に改善するのに応じて、成長率が2023年の推計3.3%から2024年は3.8%、2025年は4.1%に上昇すると予測される。2024年については2023年10月から0.2%ポイント下方改定。経済活動に対する運輸部門を含む物流上の制約が増大していることを理由に、**南アフリカ**の予測が引き下げられたことを主として反映している。

インフレ見直し：目標に向け着実に低下

世界の総合インフレ率は、2023年の推計6.8%（年平均）から2024年は5.8%、2025年には4.4%へと鈍化する見込みである。2023年10月の予測と比較して、2024年は改定なし、2025年については0.2%ポイント下方改定された。先進国の方が新興市場国と発展途上国よりもデysinフレが速く進むと見られており、先進国では2024年にインフレ率が

2024年1月「世界経済見通し改訂版」

2.0%ポイント鈍化して2.6%になるのに対して、新興市場国と発展途上国では0.3%ポイントの鈍化にとどまり8.1%になると予測されている。先進国については2024年と2025年の両方に関して予測が下方改定されたが、新興市場国と発展途上国については2024年の予測が上方改定された。これは、アルゼンチンにおいて、相対価格の調整や旧来の価格統制の廃止、過去の通貨価値下落、それに関連した物価への転嫁によって短期的にインフレ率が上昇すると見られていることが主な理由である。インフレ率が減速する要因は国によって異なるが、概して、依然タイトな金融政策とそれに関連した労働市場の軟化、そしてこれまでおよび現在のエネルギー相対価格下落の影響を受けたコアインフレ率の鈍化を反映している。

全体として、世界の約80%の国々において、2024年に年平均の総合インフレ率とコアインフレ率が鈍化すると見られている。インフレ目標がある国の中央値を見ると、2023年末に総合インフレ率と目標との差が1.7%ポイントあったと推定されるが、それが2024年第4四半期までに目標プラス0.6%ポイントにまで縮小する見込みだ。これらの国の多くは、2025年までに目標（または目標レンジの中間値）に到達すると見られている。いくつかの主要国でインフレ予測の軌道が下方改定されたことは、景気が若干上方改定されたことと合わせて、予想よりもソフトランディング（軟着陸）になることを示唆している。

2024年1月「世界経済見通し改訂版」

表1 「世界経済見通し（WE0）」の子週一覧
 （特に別段の記載がなければ、単位は増減の％表示）

	年間									
	推計				2023年10月 WE0見通しとの比較（注1）		第4四半期間（注2）			
	2022	2023	予測		2024	2025	推計	予測		
		2024	2025	2024	2025		2023	2024	2025	
世界 GDP	3.5	3.1	3.1	3.2	0.2	0.0	3.1	3.1	3.1	
先進国・地域	2.6	1.6	1.5	1.8	0.1	0.0	1.6	1.6	1.7	
米国	1.9	2.5	2.1	1.7	0.6	-0.1	2.9	1.5	1.9	
ユーロ圏	3.4	0.5	0.9	1.7	-0.3	-0.1	0.2	1.5	1.6	
ドイツ	1.8	-0.3	0.5	1.6	-0.4	-0.4	-0.1	1.1	1.9	
フランス	2.5	0.8	1.0	1.7	-0.3	-0.1	0.6	1.4	1.8	
イタリア	3.7	0.7	0.7	1.1	0.0	0.1	0.2	1.3	1.0	
スペイン	5.8	2.4	1.5	2.1	-0.2	0.0	1.5	1.8	2.1	
日本	1.0	1.9	0.9	0.8	-0.1	0.2	1.4	1.6	0.5	
イギリス	4.3	0.5	0.6	1.6	0.0	-0.4	0.9	0.6	1.8	
カナダ	3.8	1.1	1.4	2.3	-0.2	-0.1	1.1	1.9	2.2	
他の先進国・地域（注3）	2.7	1.7	2.1	2.5	-0.1	0.2	1.5	2.6	2.0	
新興市場国と発展途上国	4.1	4.1	4.1	4.2	0.1	0.1	4.3	4.3	4.1	
アジアの新興市場国と発展途上国	4.5	5.4	5.2	4.8	0.4	-0.1	5.2	5.5	4.7	
中国	3.0	5.2	4.6	4.1	0.4	0.0	5.4	4.4	4.0	
インド（注4）	7.2	6.7	6.5	6.5	0.2	0.2	5.0	7.8	6.7	
欧州の新興市場国と発展途上国	1.2	2.7	2.8	2.5	0.6	0.0	4.1	2.0	2.9	
ロシア	-1.2	3.0	2.6	1.1	1.5	0.1	4.4	1.4	1.0	
中南米・カリブ諸国	4.2	2.5	1.9	2.5	-0.4	0.1	2.2	1.7	2.6	
ブラジル	3.0	3.1	1.7	1.9	0.2	0.0	2.3	2.6	1.4	
メキシコ	3.9	3.4	2.7	1.5	0.6	0.0	3.4	1.9	1.4	
中東・中央アジア	5.5	2.0	2.9	4.2	-0.5	0.3	...	...	...
サウジアラビア	8.7	-1.1	2.7	5.5	-1.3	1.3	-4.5	2.8	5.4	
サブサハラアフリカ	4.0	3.3	3.8	4.1	-0.2	0.0	...	...	...
ナイジェリア	3.3	2.8	3.0	3.1	-0.1	0.0	2.7	3.3	2.9	
南アフリカ	1.9	0.6	1.0	1.3	-0.8	-0.3	1.0	1.2	1.3	
その他の情報										
市場レートに基づく世界成長	3.0	2.7	2.6	2.7	0.2	0.0	2.7	2.5	2.6	
EU	3.6	0.6	1.2	1.9	-0.3	-0.2	0.7	1.4	2.3	
ASEAN-5（注5）	5.5	4.2	4.7	4.4	0.2	-0.1	4.1	5.2	3.5	
中東と北アフリカ	5.6	2.0	2.9	4.2	-0.5	0.3	...	...	...
新興市場国・中所得国	4.0	4.2	4.0	4.0	0.1	0.0	4.3	4.3	4.1	
低所得発展途上国	5.2	4.0	5.0	5.6	-0.1	0.0	...	...	...
世界貿易量（財およびサービス）（注6）	5.2	0.4	3.3	3.6	-0.2	-0.1	...	...	...
先進国・地域	6.1	0.3	2.6	3.2	-0.4	-0.1	...	...	...
新興市場国と発展途上国	3.7	0.6	4.5	4.4	0.2	0.0	...	...	...
一次産品価格										
原油（注7）	39.2	-16.0	-2.3	-4.8	-1.6	0.1	-2.8	-6.1	-4.9	
燃料以外（一次産品の世界輸入量に基づく加重平均）	7.9	-6.1	-0.9	-0.4	1.8	-0.3	-2.0	1.5	0.2	
世界の消費者物価（注8）	8.7	6.8	5.8	4.4	0.0	-0.2	6.0	5.3	3.8	
先進国・地域（注9）	7.3	4.6	2.6	2.0	-0.4	-0.2	3.1	2.3	2.0	
新興市場国と発展途上国（注8）	9.8	8.4	8.1	6.0	0.3	-0.2	8.4	7.7	5.2	

注：貿易量および市場レートは2023年10月30日～11月27日の水準のままで推測すると仮定する。図：価格はその報告頻度の順で調整されている。集計された四半期データは季節調整済み。WE0「世界経済見通し」

1. 変化分は、2023年10月 WE0予測と今日の予測の差で、端数は四捨五入してある。2023年10月 WE0予測から予測が更新された因には漸異力平均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漸異力平均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、データと予測が対称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年の額に換算。インドの成長率は隔年ベースで見ると、2024年が5.7%で2025年が6.8%。

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. 輸出品と輸入品の成長率の単純平均（財とサービス）。

7. 米国ブレント、ドイツのフアテ、およびウエスト・テキサス・インターミディエイトの原油価格の単純平均。先物市場（2023年11月29日）に基づいた原油価格の固定価格は、2024年が米ドル換算で1バレル当たり平均\$79.10、2025年が\$75.31。

8. パノセラを除く。

9. 2024年と2025年の物価上昇率予測はそれぞれユーロ圏で2.8%、2.4%、日本で2.7%、2.0%、米国で2.2%、1.9%。

見通しに対するリスク

供給ショックが緩和するにつれてハードランディングの可能性が後退しており、世界の見通しに対するリスクはおおむね均衡している。他の潜在的要因がリスク分布を下振れ方向に押ししているものの、世界経済の成長には、さらなる上振れ余地がある。

上振れリスク。世界経済成長を予想以上に押し上げる要因がいくつかある。

- **デフレーションの加速** 燃料価格の下落が予想以上に物価に反映され、失業者に対する求人数の比率が一段と低下し、企業が利益率を圧縮して過去のコスト上昇を吸収する中、短期的にはインフレが予想以上に速く鈍化するリスクが再び現実味を帯びるかもしれない。こうした展開は、インフレ期待の低下と合わせると、中央銀行が政策緩和を進める促進剤になる可能性があるほか、企業、消費者、金融市場のセンチメントを改善し、成長を押し上げることに貢献し得る。
- **予想より遅い財政支援の縮小** 主要国政府は2024～25年に、必要以上に、また想定よりもゆっくりと財政支援を縮小する可能性があり、これは短期的に世界経済成長が予想を上回ることを意味する。ただ、財政支援の縮小に遅れが出ると、場合によってはインフレが加速し、公的債務が高水準にある中で借り入れコストの上昇と政策調整の混乱につながる可能性がある。それは後々、世界経済成長にマイナスの影響を与えることとなる。
- **中国経済回復の加速** 住宅購入者の利益を保護しつつ破産寸前の不動産開発業者の再編を加速することなど、不動産部門関連の改革を追加したり、財政支援の規模が予想を超えたりすると、消費者信頼感が高まり、民間部門の需要が増大し、国境を越えて経済成長の波及効果が生まれる可能性がある。
- **人工知能と供給側の改革** 人工知能は中期的に、労働者の生産性と所得を押し上げる可能性があるが、これは各国が人工知能の可能性を活用するかどうかにかかっている。先進国は、新興市場国や発展途上国よりも早く人工知能の恩恵を受ける可能性がある。その主な理由は、先進国の雇用が認知的能力を多く必要とされる役割に集中しているためである²。政策環境がより制約されている新興市場国と発展途上国では、供給を強化する改革の導入を加速させれば、国内および国外からの投資が予想以上に増えて生産性が向上し、より高い所得水準への収斂が加速する可能性がある。

下振れリスク。依然として、世界経済に対する有害なリスクがいくつか想定される。

- **地政学的ショック、気象ショックを背景にした一次産品価格の急騰** ガザ地区とイスラエルの紛争は、世界の原油輸出の約35%、およびガス輸出の14%を生産するより広範な地域に広がる可能性がある。世界貿易の流れの11%を占める紅海における攻撃が続く中、ウクライナでの戦争も進行しており、食料とエネルギー、輸送費が高騰し、世界経済が回復段階にある中で新たな供給ショックが起きる可能性がある。コンテナ輸送コストはすでに大幅に上昇しており、中東情勢は依然として不安定である。さらなる地政学的分断は、国境を越えた商品の流れを制約し、価格が一段と乱高下する可能性もある。洪水や干ばつを含むより極端な気象ショックは、エルニーニョ現象とともに、食料価格の高騰を引き起こし、食料不安を悪化させ、世界的な

²Mauro Cazzaniga, Florence Jaumotte, Longji Li, Giovanni Melina, Augustus J. Panton, Carlo Pizzinelli, Emma Rockall, Marina M. Tavaresの「Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work」を参照（IMFスタッフ・ディスカッション・ノート24/001、国際通貨基金、ワシントンDC、2024）。

デフレーションのプロセスが危険にさらされる恐れがある。

- **コアインフレの高止まりで生じる金融引き締め強化の必要性** たとえば、労働市場が引き続き逼迫していることや供給網混乱の再燃などにより、主要国のコアインフレ率の鈍化ペースが予想よりも遅かった場合、2023年初頭のように、金利見通しの上昇や資産価格の下落を引き起こされる可能性がある。このような動きは、金融安定リスクを増大させ、世界の金融情勢を引き締め、安全資産への逃避の資本移動を引き起こし、米ドルを押し上げ、結果として貿易と成長に悪影響を及ぼす可能性がある。
- **中国の成長鈍化** 問題を抱えた不動産部門向けの包括的な再編政策パッケージがなければ、不動産投資は予想以上に減少し、国内の成長と貿易相手国に悪影響を及ぼす可能性がある。地方政府の財政がひっ迫していることで意図しない財政引き締めが行われる可能性もあり、また、景況感が低迷する中で家計消費が減少する可能性もある。
- **財政再建へ混乱を招く展開** 債務比率の上昇に対処するため、多くの国では財政再建が必要である。しかし、想定を超えて過度に増税と歳出削減にシフトすれば、短期的には予想よりも成長が鈍化する可能性がある。市場の反応が良くなければ、信頼性のある中期的な財政再建計画がない国や債務危機のリスクに直面している国が、厳しい調整を行うような圧力を受けるかもしれない。低所得国や新興市場国では、債務危機のリスクが依然として高く、こうした国が必要とする成長を促す投資の余地が限られている。

政策上の優先事項

インフレ率が各地域で目標水準に向かって減速する中、中央銀行にとって短期的な優先事項は、金利を時期尚早に引き下げたり、引き下げを過度に遅らせたりせず、スムーズな着地を実現することである。インフレの要因やダイナミクスが国によって異なる中で、物価安定を確保するための政策ニーズはますます多様化している。同時に、多くの場合、債務が増加し、財政余地が限られている中で、インフレ率が減速し、各国が財政引き締めの影響を吸収しやすくなっていることから、財政再建に再び焦点を当てる必要がある。供給を強化する改革に一層注力することにより、インフレ抑制と債務削減の双方が促進され、生活水準が持続的に上昇する。

インフレ率鈍化の最終段階を管理する。 インフレ率が予想を上回るペースで減速したことで、多くの中央銀行が政策金利の引き上げから緩和的なスタンスへ移行している。この文脈において、賃金と物価の圧力が確実に落ち着くようにし、また、早まって「勝利宣言」をした印象を避ければ、後々インフレが予想外に上昇した場合に、政策を撤回しなければならない事態が予防される。同時に、基調的なインフレ率とインフレ期待の指標が明らかに目標と整合的な水準に向かっている場合には、政策金利が経済に反映されるまでに時間がかかることを考慮して、物価安定への継続的なコミットメントを示しつつ、より中立的な水準に金利を調整することが、経済弱含みの長期化と目標未達を回避

2024年1月「世界経済見通し改訂版」

するために必要となるかもしれない。すでに金融引き締めサイクルにあり、他国よりも早く利下げの道が開けた一部の新興市場国では、賃金・物価圧力に関する幅広い指標に基づいて金融政策の調整ペースを調節し続けることが適切である。借入コストが依然として高いため、金融部門の負担を回避するためには、資金調達状況を慎重に注視し、金融安定化ツールを導入する準備を整えることが引き続き重要である。

将来のショックに備えてバッファーを再構築し、債務の持続可能性を達成する。 財政赤字がパンデミック前の水準を上回り、債務返済コストが増大しているため、各国特有の状況に応じた調整ペースで信頼できる中期計画に基づく財政再建を進めることが、予算の余地を回復するために必要である。多くの場合、優先的な投資と脆弱な人々への支援を保護しつつ、持続的な期間にわたって財政余地を増やさなければならない。適切に調整された計画は、財政政策の信頼性を支え、民間需要の強さに対応して財政再建ペースを調整し、混乱をもたらすような調整が早期に集中する事態を回避することができる。国内歳入を動員し、支出の硬直性に対処し、制度的財政枠組みを強化することは、多額の支出ニーズを有する国においても、その他の国においても、調整の取り組みを支えるであろう。債務危機に陥っている国やそのリスクが高い国にとっては、秩序立った債務再編も必要かもしれない。G20共通枠組みおよびグローバルソブリン債務ラウンドテーブルを通じた債務解決に関するより迅速かつ効率的な調整は、債務危機の拡大リスクを軽減するのに役立つであろう。

持続的な中期成長を実現する。 目標を定め、慎重に順序立てされた構造改革は、政策余地が限られる中でも、生産性の伸びを促進し、中期的な成長見通しの低下を逆転させることができる。経済活動に対する最も厳しい制約を緩和する改革を組み合わせることで、短期的にも、結果として生じる生産の増加を前倒しし、国民の支持を確保することができる³。産業政策は、明確に特定できる外部要因や市場の重大な失敗がはっきりと分かっており、他のより効果的な政策の選択肢がない場合に追求することができるが、政策は世界貿易機関（WTO）の規則と整合的でなければならない。このような政策は、経済全体の適切な改革と優れたガバナンスの枠組みで補完されることで、成功する可能性が高い。カーボンプライシング、グリーン投資への補助金、エネルギー補助金の削減、炭素国境調整メカニズムは、グリーン移行を加速することができるが、WTOの規則との整合性を支援するように設計されなければならない。強靱性を支えるためには、気候変動への適応に関する取り組みとインフラへの投資も必要である。

多国間協力で強靱性を強化する。 世界がブロック経済に分断化されるコストを軽減するためには、共通の関心分野で協力を強化することが不可欠である。債務再編に関する調整に加えて、2023年の気候変動枠組条約締約国会議（COP28）での最近の合意を基盤として、気候変動の影響を緩和し、グリーンエネルギーへの移行を促進するために協力する必要がある。さらに、国内の規制枠組みを改善し、国際標準を調和させることなどによって、クリティカルミネラル（重要鉱物）の輸送を保護し、WTOの貿易紛争を解決す

³Nina Budina, Christian Ebeke, Florence Jaumotte, Andrea Medici, Augustus J. Panton, Marina M. Tavares, Bella Yaoの「Structural Reforms to Accelerate Growth, Ease Policy Trade-Offs, and Support the Green Transition in Emerging Market and Developing Economies」を参照（IMFスタッフ・ディスカッション・ノート23/007、国際通貨基金、ワシントンDC、2024）。

2024年1月「世界経済見通し改訂版」

る能力を回復し、人工知能のような破壊的な潜在力がある新技術の責任ある使用を確保することが優先事項である。IMF理事会による「第16回クォーター一般見直し」が完了したことは歓迎すべき一歩であり、今度は加盟国がそれぞれのクォーターの引き上げに同意する必要がある。

2023年10月の国際金融安定性報告書以降、インフレ圧力は引き続き後退しており、先進国の金融政策が今後数四半期にわたって緩和されるとの期待が高まっている。その結果、12月に金利見通しが大幅に低下し、リスク資産が大きく値上がりした。株式のバリュエーションの上昇、ボラティリティの低下、以前から見られる社債スプレッドの縮小などを背景に、世界の金融環境は10月以降、ネットベースで緩和している。（図1.1参照）。

世界の債券利回りは10月以降、長期債を中心に大幅に低下している。実質金利がカーブ全体を押し下げる主要因となっており、これは市場が将来の金利環境を再評価していることを反映している。例えば米国では、10年債の実質金利が世界金融危機以来の高水準まで上昇した後、2%を下回る水準まで反転した。その後、主要な中央銀行による金融緩和の規模とペースに対する投資家の期待が後退する中、利回りは2024年初めから上昇している。

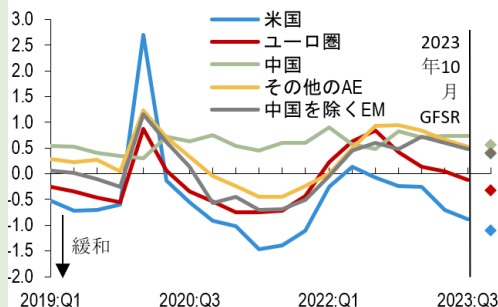
マクロ経済見通しに対する投資家の楽観的な見方とは対照的に、借り手の信用の質が悪化している。2023年に金利が上昇したことで融資需要が抑制されるとともに、

銀行のリスク許容度が低迷し続けたことから、銀行信用の伸びが低下している。一方で、一部の借り手の債務不履行が増え続けている。これまでのところ、中央銀行のバランスシート縮小は秩序立った形で進んでいる。しかし、金融システムの流動性低下が市場機能を圧迫し始めている兆候がある。特定の短期資金調達市場で特に顕著で、米国のレポ市場では金利が過去数か月間、散発的に急上昇している。

一部の国で需要が低迷していることや、借入コストの上昇により商業用不動産の借り手の債務不履行リスクが高まっていることから、銀行システムの商業用不動産へのエクスポージャーが依然として懸念事項である。欧州の不動産会社大手が最近倒産したことは、金利が不安定で不動産価格が下落している現在の環境下で、不動産部門が直面している脆弱性を再認識させる。米銀もまた、売却可能有価証券や満期保有証券の含み損が依然として大きい。年末に株式相場が反発したにもかかわらず、米国の地方銀行の株価純資産倍率は2023年3月の混乱からまだ完全には回復していない。

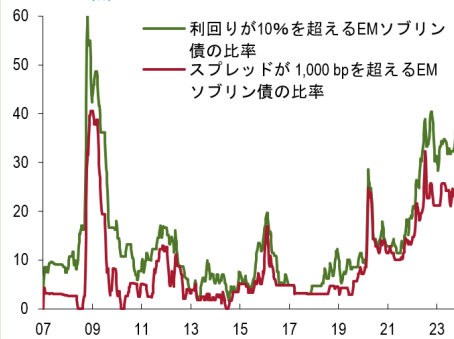
金利が大きく変動する中で、新興市場国の資産と米国債利回りの相関性が高まっている。先進国の利回り上昇は新興国からの資産流出につながっているが、現地通貨建て資産においては11月以降、この傾向が逆転している。それでも尚、この高金利下での金融環境は、脆弱な新興市場国や米国の金利に対する格差が急速に縮小している国に引き続き課題を突き付ける可能性がある（図1.2）。

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職員による計算。
注：23年4Q末のデータは高頻度データのプロキシ値を使用、AE=先進国、EM=新興市場国、GFSR=「国際金融安定性報告書」。

図1.2 利回りが高くスプレッドが広いEM
ソブリン債の比率
（%）



出所：Bloomberg Finance L.P.、IMF職員による計算。
注：フロンティア市場のデータは新興市場国のデータに含まれている。bp=ベースポイント、EM=新興市場国。

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10月の「国際金融安定性報告書」以降に見られた市場の展開を反映している。

主要国の実質GDP成長率 (変化率、%)

	推計		予測		2023年10月WEO見通し との比較 (*1)	
	2022	2023	2024	2025	2024	2025
アルゼンチン	5.0	-1.1	-2.8	5.0	-5.6	1.7
オーストラリア	3.8	1.8	1.4	2.1	0.2	0.1
ブラジル	3.0	3.1	1.7	1.9	0.2	0.0
カナダ	3.8	1.1	1.4	2.3	-0.2	-0.1
中国	3.0	5.2	4.6	4.1	0.4	0.0
エジプト (*2)	6.7	3.8	3.0	4.7	-0.6	-0.3
フランス	2.5	0.8	1.0	1.7	-0.3	-0.1
ドイツ	1.8	-0.3	0.5	1.6	-0.4	-0.4
インド (*2)	7.2	6.7	6.5	6.5	0.2	0.2
インドネシア	5.3	5.0	5.0	5.0	0.0	0.0
イラン (*2)	3.8	5.4	3.7	3.2	1.2	1.2
イタリア	3.7	0.7	0.7	1.1	0.0	0.1
日本	1.0	1.9	0.9	0.8	-0.1	0.2
カザフスタン	3.3	4.8	3.1	5.7	-1.1	1.1
大韓民国	2.6	1.4	2.3	2.3	0.1	0.0
マレーシア	8.7	4.0	4.3	4.4	0.0	0.0
メキシコ	3.9	3.4	2.7	1.5	0.6	0.0
オランダ	4.3	0.2	0.7	1.3	-0.4	-0.2
ナイジェリア	3.3	2.8	3.0	3.1	-0.1	0.0
パキスタン (*2)	6.2	-0.2	2.0	3.5	-0.5	-0.1
フィリピン	7.6	5.3	6.0	6.1	0.1	0.0
ポーランド	5.3	0.6	2.8	3.2	0.5	-0.2
ロシア	-1.2	3.0	2.6	1.1	1.5	0.1
サウジアラビア	8.7	-1.1	2.7	5.5	-1.3	1.3
南アフリカ	1.9	0.6	1.0	1.3	-0.8	-0.3
スペイン	5.8	2.4	1.5	2.1	-0.2	0.0
タイ	2.6	2.5	4.4	2.0	1.2	-1.1
トルコ	5.5	4.0	3.1	3.2	0.1	0.0
英国	4.3	0.5	0.6	1.6	0.0	-0.4
米国	1.9	2.5	2.1	1.7	0.6	-0.1

出所：国際通貨基金、世界経済見通し、2024年1月改訂版

注：主要国は世界GDPの約83%を占める。

1.変化分は、2023年10月WEO予測と今回の予測の差で、端数は四捨五入している。

2.データと予測数値は財政年度ベース。