

世界でマクロ経済の変化を引き起こしている力がいかに複雑で、そのために結論を容易に導き出すことがいかに困難であるか一本総括をまとめるにあたり、私はこの事実には驚愕した。以下で詳細に論じたい。

二つの根底に流れる力が中期的にこうした変化を司っている。

依然として多くの国が金融危機及びユーロ圏危機双方の遺産を抱えている。程度こそ異なれ、銀行は弱く債務—公的、企業、家計—は高水準にあり引き続き支出と成長の重しとなっている。そして低成長によりレバレッジ解消のペースが遅くなっている。

潜在成長率が低下している。第3章で示すように、先進国・地域の潜在成長率は危機前にすでに下降を始めていた。全生産性の減速とともに高齢化が影響している。危機はこれを悪化させ、投資が大きく減少し資本の伸びがさらに低下する結果となった。第4章が示すように、危機から脱出する過程で資本の伸びは回復するが、高齢化と弱い生産性の伸びが、今後も足かせとなるだろう。影響は新興市場国・地域でさらに顕著であり、高齢化、資本蓄積の減少、生産性の伸びの減速があいまって今後、潜在成長率を大きく押し下げることになろう。見通しが一段と抑制されたことが、ひいては今日の支出と成長の減速を引き起こしている。

こうした根底にある力に加え、原油価格の下落と為替相場の大きな変動という、国や地域により様々な影響を与える2要素が大きく影響している。

原油価格の急落は驚きであった。事後的な分析が多くなされたが、なかでも、石油輸出国機構(OPEC)の戦略の変更とあいまって非伝統的なソースからの供給が着実に増加したという点に着目した分析が最も有力だった。こうした分析の大半は、下落が長期的に続く可能性が高いことを示唆している。

価格の下落は、原油輸出国から輸入国へと実質所得の大きな再配分をもたらした。早い段階で、米国からユー

ロ圏、中国、インドといった原油輸入国で、実質所得の上昇が支出の上昇をもたらしている兆候が見られた。原油輸出国は、程度はそれほどではないものの支出を削減した。多くは潤沢な外貨準備高を備えており、支出を漸次減らししていくことが可能である。

為替相場は、異例とも言える大きな振れを見せている。主要通貨のなかでもドルが大きく値を上げるなか、ユーロと円が大きく下落している。こうした動きは、米国が今年ゼロ金利の制約から抜け出すと予測される一方で、ユーロ圏や日本ではそうした見通しが無いなど、金融政策の大きな差異を反映していることは明白である。この明らかな違いが長い間指摘されていたことを踏まえれば、ここで驚くべきことは、為替相場が実際にこうした動きを見せるまでにどれほど時間がかかったかということではないだろうか。ユーロ圏と日本がともに再び後退するリスクを抱えていた場合、ユーロと円の下落は助けとなろう。米国は、ドル高の負の影響を相殺する政策を実施する余力をある程度備えている。以上のことから、為替相場のこうした調整は、最終的には世界経済にとり良い知らせだと考えるべきである。

ここで上に示した四つの力を総合してみる。危機の遺産の影響で苦境にある国もあれば、そうでないところもある。潜在成長率の低下に苦しむ国もあれば、そうでないところもある。原油価格の下落から利益を得る国もあれば、これが損害となるところもある。本国通貨がドルと連動しているところもあれば、ユーロや円と連動しているところもある。さらに、これにロシアの経済問題やブラジルの弱さといった2-3の特異な状況も加わる。詳細な分析評価が必要であることは驚くにあたらない。最終的に、先進国・地域が今年は昨年より改善し、新興市場及び途上国・地域は、昨年からの減速することから、世界経済の成長率は昨年とほぼ変わらないというのが我々の基本予測シナリオである。しかしこうした総合的な数字は、根底で進む多様な展開を正當に評価するものではない。

ベースラインシナリオからリスクに目を向けてみる。リスクは上昇したのだろうか。私はマクロ経済リスクは若干減少したと見ている。昨年の主なリスク、すなわちユーロ圏の景気後退は軽減し、デフレリスクも減少した。しかし一方で、金融リスク及び地政学的リスクが上昇している。為替相場であれ原油価格であれ相対的価格の大きな変動は、敗者と勝者を生む。エネルギー関連会社や産油国を囲む状況は厳しさを増しリスクも上昇する。ドル建てで借入れをしている米国以外の企業や政府も同様である。こうした為替相場が大きく変動する状態が続くならば、さらなる金融リスクを生み出し通貨戦争をめぐる議論を再燃させるかもしれない。金融市場を大きく揺るがしたギリシャ危機を忘れることはできない。ウクライナと中東の混乱は、現時点においてシステミックに経済的影響を及ぼしていないものの、混乱が続いている。

最後となったが、状況の多様性に鑑みれば、政策助言を国ごとに調整しなければならないことは明白である。とは

いえ、いくつかの全般的な原則が引き続き有効である。短期的・長期的に経済成長を維持するための措置が今後も不可欠である。ユーロ圏の量的緩和の導入で、先進国・地域の金融政策は概ね可能なことを成し遂げてきた。一部の国には財政政策発動の余地があるものの、限られている。原油価格の下落により、エネルギー補助金を削減するとともに、これをよりターゲットを絞ったプログラムに置き換える良い機会が生まれた。前回の「世界経済見通し」で我々が示したインフラ投資の拡大は引き続き重要である。さらに、構造改革で奇跡は起こすことはできないが、これにより当面、産出レベルを引き上げ成長を拡大することができる。適切な政策手段の内容は国により異なる。こうした改革の多くと短期的な政治的コストが関連していることを踏まえれば、慎重に改革の取捨選択をすることが課題であろう。

オリビエ・ブランシャール
経済顧問

世界経済は引き続き緩やかなペースで成長しており、主要な国や地域の見通しはばらついている。2015年の成長率は、2015年1月の「世界経済見通し(WEO)」の改定見通しから変わらず、3.5%を予測している。昨年と比べ、先進国・地域の見通しが改善している一方で、新興市場及び途上国・地域の成長率は、主に一部の大規模な新興市場国・地域及び原油輸出国の見通しが弱まったことを反映し、低下する見通しである。

中・長期的トレンド、世界的ショック、或いは各国・各地域特有の多くの要因といった、いくつかの複雑な力が見通しを形作っている。

- 新興市場国・地域では、過去4年間の成長が予想以上に下振れしたことで、中期的な成長見通しへの期待が低下した。
- 先進国・地域では、高齢化、弱い投資、停滞する全要素生産性の伸びが潜在GDPの見通しを覆っている。潜在成長率低下の見通しが、今日の投資を弱めている。
- 先進国・地域の一部、そして複数の新興市場国・地域が、需給ギャップのマイナスの長期化や高水準にある民間あるいは公的(もしくは双方)債務といった、危機の遺産への対処に追われている。
- 大半の先進国・地域で、インフレ率・インフレ期待ともにターゲットを下回っており、依然として下降しているケースもある。これは、とりわけ、高債務や低成長といった危機の遺産を抱え、金融政策の緩和の余地をほとんど、あるいは全く備えていない国にとり懸念事項である。
- 多くの先進国・地域で長期債の利回りが一段と低下、記録的な水準にある。これが、インフレ期待の低下ではなく実質金利の低下を反映している限り、回復を支える。
- 原油価格の下落(相当程度、供給要因を反映している)は、世界レベルそして多くの原油輸入国で成長の押し上げ要因となるが、一方で、原油輸出国の活動の重石となるだろう。

- ここ数カ月で、主要通貨の為替レートは大きく変化した。これは、国の成長率の差異、金融政策の違い、及び原油価格の下落を反映している。こうした変化は、マクロ経済の状況がより困難で政策余地が限られている国に需要をシフトさせることで、世界経済の見通しのプラスとなろう。こうした国や地域での苦境の深刻化とその波及効果の可能性というリスクが低下するという結果となろう。

こうした力の正味の影響は、先進国・地域の成長見通しが2014年から上昇した一方で、新興市場国・地域の成長が減速するとの見通しに現れている。しかしながら、新興市場及び途上国・地域が引き続き2015年の世界経済の成長の70%以上を担う。

この新興市場国・地域の成長見通しは、一段と抑制された一部の大規模な新興市場国・地域の見通し、及び原油価格の急落による一部主要原油輸出国の活動の弱まりを主に反映している。中国当局は、与信と投資の最近の急激な伸びに起因する脆弱性の軽減に一段と注力すると見られる。よって、本見通しでは、投資、なかでも不動産投資がいつそう鈍化すると想定している。ブラジルの見通しは、早魃、マクロ経済政策の引き締め、及びペトロプラスの捜査の影響も関係している弱い民間部門の心理が影響している。ロシアの成長見通しは、原油価格の急落と地政学的緊張の高まりの経済的影響を反映している。その他の新興市場の一次産品輸出国・地域は、原油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、中期的成長の大きな打撃となることが予測される。新興市場国・地域の成長率は2016年には好転し、世界経済の成長率を3.8%まで押し上げると考えられる。これは、主にロシア、ブラジル、ラテンアメリカの他の諸国といった2015年の成長が弱い国や地域での、活動にかかる下押し圧力が一部弱まることを主に反映している。

多くの新興市場及び途上国・地域の、成長を支えるマクロ経済政策の余力は依然として限られている。しかし、原油輸入国では、原油価格の低下により、インフレ圧力と対外脆弱性が減少するだろう。また、石油補助金を導入している国や地域では、原油価格の下落により、ある程度の財政余地、または必要に応じて財政ポジションを強化する余地が生まれるかもしれない。原油輸出国は、大きな交易条件ショックを吸収し、財政面そして対外的に増大した脆弱性に対処しなければならない。財政余地を備えた国は、原油による歳入の減少にあわせ公的支出を段階的に調整することができる。ある程度為替相場に柔軟性のある原油輸出国では、相場下落が調整を促すだろう。新興市場及び途上国・地域も、資本の蓄積を支える措置（インフラのボトルネックの解消、貿易と投資にかかる制限の緩和、ビジネス環境の改善など）や、（教育、及び労働市場・製品市場の改革を通じた）労働参加と生産性の向上を支える措置を含め、重要な構造改革課題を抱えている。さらに、原油価格の下落はエネルギー補助金のみならず、エネルギー課税制度の改革の機会でもある（先進国・地域も含める）。

先進国・地域は概ね、原油価格の下落の恩恵を受けている。2015～2016年の米国の成長率は、原油価格の下落、一段と緩やかなペースで進む財政調整、及び緩和的な金融政策スタンスの継続により内需が支えられることから、金利の段階的な上昇が見込まれさらに最近のドル高が純輸出の一部重石となるにもかかわらず、3%超に達する見込みである。2014年の第2四半期・第3四半期の成長が弱かったユーロ圏は、原油価格の下落、低金利、及びユーロの下落に支えられ、回復の兆しを見せている。2014年が期待以下に終わった日本もまた、円安と原油価格の下落が後押しし、好転すると見られる。

成長が緩やかでばらつきを見せるなか、先進国・地域では、実際の総産出量・潜在GDPの押し上げが引き続き重要な政策課題である。こうした国や地域の多くでは、大

規模な需給ギャップの長期化、及びデイスインフレ・ダイナミクスが主なマクロ経済政策の課題である。これまでのWEOで指摘したように、これらは、金融政策がゼロ金利下限により制約を受けている場合、経済活動のリスクとなる。非伝統的な措置によるものも含めた緩和的な金融政策は、実質金利の上昇を防ぐうえで引き続き不可欠であり、欧州中央銀行による、ソブリン資産購入を通じ資産購入プログラムを拡大するとして最近の決定を歓迎する。一部の先進国・地域ではインフラ投資の拡大、そしてより大局的には構造的経済改革の実施は極めて正当である。優先課題は異なるものの、こうした国や地域の多くにとり、民間の過剰債務への対策措置とともに、高齢化を踏まれば労働参加及び雇用のトレンドの強化のための改革はプラスとなるだろう。

世界経済の成長にかかるリスク分布は、2014年10月のWEOと比べ均衡が取れているものの、依然下振れに偏っている。原油価格による需要のさらなる押し上げが、大きな上振れリスクである。しかし、2014年10月のWEOが特定した最も際立った下振れリスクが依然存在している。地政学的緊張が高まり主要な国や地域に影響を及ぼすかもしれない。金融市場における混乱を引き起こしかねない資産価格の変動も引き続き懸念される。債券市場のタームや他のリスクプレミアムは、歴史的に低い水準にあるが、この資産価格を作る根底にある流れ（主要先進国・地域における極めて緩和的な金融政策）は、2015年に変化をはじめると見られる。混乱の要因としては、こうした要素に対する期待の変化に加え、より一般的には想定外のポートフォリオ・シフトなどがある。また、ドルの急騰がさらに進むことで、なかでも新興市場国・地域など他のところで、金融の緊張を引き起こす可能性もある。先進国・地域におけるスタグネーション及び低インフレのリスクは、こうした国や地域の一部で短期的成長見通しが最近上方修正されたものの、依然存在している。