



今、好調な経済 これは「ニューノーマル」ではない

[モーリス・オブストフェルド](#)

2018年1月22日



世界で広く、経済成長が加速している。だが、今好調な経済はおそらく複数の要因が重なって反映された結果だ
(写真はインドのボンベイ Ingram Publishing-Newscom)

2018年を迎え、世界経済の成長も加速している。最新の「[世界経済見通し \(WEO\) 改訂見通し](#)」では、2018年と2019年の成長率の見通しをともに3.9%に上方修正した。両年ともに、昨年10月の見通しよりも0.2%ポイント、また、昨年の経済成長率に対するIMFの現在の推計よりも0.2%ポイント高い数値となっている。

これは喜ばしい知らせではあるが、今日の経済の勢いは複数の要因が重なり合って反映された結果であり、こうした要因が同時に作用している状態が長続きする可能性は低い。この点を政治指導者や政策担当者は意識しておく必要がある。世界金融危機はもう過去の出来事に過ぎないと感じられるかもしれないが、経済成長を阻害する構造的問題に対処するとともに、成長の恩恵を社会に行き渡らせ、政策バッファーや耐性の強化に向けた迅速な行動をとらなければ、次の景気後退が訪れる時期が早まり、その景気後退から抜け出すことはさらに困難となるだろう。

どの国であっても、政府は今、次の3つの質問に向き合わなければいけない。1つ目の問いは、長期的に経済の効率性とGDP水準をどう高めるか。2つ目は、現在は上向いている景気が突然失速したり、もっと言えば、新たな危機によって終わりを迎えたりする可能性をどう軽減し、同時に経済の耐性と包摂性をどう支えるか。3つ目は、次の景気後退に対抗するために必要な政策手段をどうすれば確実に備えることができるか。

短期的展望

まず、世界経済の現状を基に、その短期的な展望をどう考えるか。

これまでのGDP成長の加速は主にヨーロッパとアジアによるところが大きいですが、成長率の改善は米国やカナダ、そして主要な新興市場国の一部でも起こってきている。顕著な例としては2016年に経済の縮小を経験したブラジルとロシアであるが、この2か国に加えて、トルコの経済成長率も改善した。短期的には、こうした勢いが概ね持続するだろう。アメリカで最近承認された税制改革は、例外的な時限措置によって投資意欲が刺激されることが大きな理由となって、同国の経済成長を今後数年間目に見える形で加速させるだろう。アメリカ経済の成長が短期的に加速すれば、一時的ではあるにせよ、アメリカの貿易相手国に経済成長面で好ましい波及効果をもたらされるだろう。しかし同時に、アメリカの経常収支赤字を膨らませるとともに、ドル高を誘発し、さらには国際投資の流れに影響を及ぼす恐れがある。

世界的に投資が拡大していることも背景の一つだが、貿易が再び世界の所得の伸び率を上回って拡大している。また、一次産品輸出に依存する国々は一次産品価格上昇の恩恵を受けている。

複数の国々では、完全雇用が回復しつつあるが、インフレ圧力は依然弱く、名目賃金も伸び悩んでいる。金融環境は相当に緩和的であり、株式市場は活況を呈し、政府の長期借入コストも低く、社債の上乗せ金利も縮小している。また、新興市場国と発展途上国にとっては、借入条件が魅力的なものになっている。

現在、景気が上昇している理由

現在の景気は偶然に生じたものではなく、すでに2016年の半ばから定着し始めていた。これは緩和的なマクロ経済政策によるところが大きく、こうした政策が市場のセンチメントを支え、その自己回復の過程を速めた。

世界の主要国はこれまで長年にわたって、また、現在も緩和的な金融政策を実施しており、これが今の緩和的な国際金融環境を支えている。確かに、米連邦準備制度理事会は徐々に利上げを続けているが、慎重に進めており、2016年初頭に起きた混乱時には想定されていた利上げの時期を先送りするなど、賢明な対応が見られる。また、これまで大規模な資産の買

入れを行うことでユーロ圏の経済成長に大きく貢献してきた欧州中央銀行も、その資産買入れの規模を縮小する方向に向かってはいるものの、利上げはさらに先のことだというメッセージを発している。

しかも総合的に見ると、過去数年間にわたって先進国・地域は、縮小的財政政策から概ね中立的な財政政策に転換してきた。一方、中国は、2010年代半ばにその経済成長が鈍化して以降は大規模な財政出動を行って成長を下支えしてきた。それが中国の貿易相手国にも大きなプラスの波及効果を及ぼした。もちろんアメリカは、極めて緩和的な財政政策に舵を切ろうとしており、これが世界経済にもたらす影響は複雑だろう。

「ニューノーマル」ではない

IMFの見解では、確かに現在の回復局面は歓迎すべきものであるが、「ニューノーマル」になる可能性は低く、中期的には下振れリスクに直面しており、そのリスクは時間とともに拡大する可能性がある。IMFの中期経済成長予測にもある程度反映されているが、現在の勢いが長続きしないだろうと考える理由はいくつかある。

- この景気上昇局面を引っ張っているのは先進国・地域だが、そのアウトプット・ギャップがいったん縮小されると、経済成長のペースが長期経済成長率に逆戻りするだろう。先進国の長期経済成長率は世界金融危機以前の成長率をかなり下回るとIMFは今でも予想している。IMFは先進国・地域全体の経済成長率を2018年は2.3%と予測しているものの、その長期潜在成長率は最高でも2018年の成長率予測の約3分の2にすぎないと見ている。人口構造の変化や伸び悩む生産性に伴う課題に直面するのは明らかだ。こうした問題は人材や研究に大きな投資を行うように求めている。燃料輸出国の見通しはとりわけ厳しく、自国経済の多様化を図る方法を見出さなくてはならない。
- 世界第一と第二の経済大国が足元の経済成長と今後の短期成長を牽引しているが、成長が減速する方向に進むと考えられる。中国は、過去2-3年に実施してきた財政刺激策を縮小し、当局がその意図を表明したように、急激な与信の伸びを押さええて金融システムの強化を図るだろう。これらの政策に足並みを揃える形で、必要なリバランス政策が現在進められているが、その過程では、今後成長率がこれまでよりも低くなることが予想される。アメリカに関して言えば、減税措置がGDPに及ぼす効果がどんなものであっても、限りなく完全雇用に近づいている経済にあっては、その効果は、主に投資への支出を刺激する時限措置が失効したり、連邦債務の拡大が財政を圧迫したりするのに応じて、経済成長率の鈍化という形でのちに部分的に相殺されるだろう。
- 確かに、緩和的な金融環境と財政による下支えは景気回復に重要な役割を果たしてきたが、同時に債務という遺産も生じた。先進国も新興国も同様に政府債務が増加し、一部の国々においては民間企業や家計の債務も膨らんできた。インフレ率や金利は今の

ところ依然低いものの、もしかすると政策面で景気循環増幅的な展開が生じる結果、現在の水準から突然上昇することも考えられる。そうなると、金融環境は世界的に引き締められ、場合によっては市場による債務の持続可能性の再評価を引き起こす可能性もある。今高騰している株価も危険にさらされ、破壊的な価格調整のリスクが高まるだろう。

- ヨーロッパやアジア、北米で経済成長が加速しているにもかかわらず、中東やサブサハラ・アフリカについては朗報があまりない。サブサハラ・アフリカでは主要国の経済が振るわず、これが重石となった。異常気象に見舞われ、ときに内戦の影響もあって、経済成長は鈍化し、かなりの移民が流出した。ラテンアメリカの一部主要国の経済は顕著な改善を見せているが、同地域全体の経済成長は今年、ベネズエラで続く経済崩壊が足枷となるだろう。
- 現在の景気回復によって、世界金融危機時に最低に達した雇用や総所得が増加してはいる。しかし、多くの先進国・地域で実質賃金が伸び悩み、国民所得に占める労働分配率が低下し、雇用の二極化が進んでいる状況に直面して、有権者は政策担当者に幻滅を感じ、彼らに成長の恩恵を社会に行き渡らせる能力がないのではと疑っている。しかしながら、国家主義や独裁主義的な統治モデルへ向かうことは、結果的に自国の経済改革を頓挫させ、国際的な経済統合からの離脱につながる可能性がある。こうした展開が起これば、長期的経済成長の展望は損なわれ、すでに過去数十年にわたって取り残されてきた人々が大きな不利益を被ることになるだろう。新興市場国や低所得国では格差が大きく、経済成長がより包摂的なものにならないければ、これは将来いつか訪れる混乱の種であり続けるだろう。

政策当局が立ち向かうべき課題

おそらく最大のリスクは、現状に安住してしまうことだろう。今の世界経済は好調であるように見えるかもしれない。しかし、政策担当者は短期的視点ではなく、さらに先を見て慎重にならなければならない。ゆったりと今の心地よさに浸っておきたい誘惑に駆られても、政策を講じて今の景気回復を強固なものにすべきだし、政策にはそれが可能である。今こそ政策バッファーを構築するとともに、金融の不安定化リスクに対する防御を強化し、構造改革、生産的なインフラや人材に投資をおこなう時である。次の景気後退局面は私たちが考えている以上に早く訪れるかもしれない。次の景気後退に立ち向かうために活用できる手段は10年前に比べ大幅に限定的となっている。この大きな理由は、公的債務が大きく膨張したからだ。

非常に多くの国が景気上昇局面にあることから、多国間協力を必要とする課題に取り組む上で理想的なチャンスが到来している。こうした課題の例としては、サイバー攻撃を含む世界金融の不安定化リスクへの対処、多国間貿易システムの強化、資金洗浄対策を含む国際租

税政策に関する協力、低所得国での持続可能な開発の推進が挙げられる。とりわけ喫緊の重要課題となっているのは、特に気候変動によって生じる修復不可能な環境被害に取り組むことだ。

最新予測 経済成長率予測は、さらに明るい見通しに (%変化)

	推計		予測
	2017年	2018年	2019年
世界GDP	3.7	3.9	3.9
先進国・地域	2.3	2.3	2.2
アメリカ	2.3	2.7	2.5
ユーロ圏	2.4	2.2	2.0
ドイツ	2.5	2.3	2.0
フランス	1.8	1.9	1.9
イタリア	1.6	1.4	1.1
スペイン	3.1	2.4	2.1
日本	1.8	1.2	0.9
イギリス	1.7	1.5	1.5
カナダ	3.0	2.3	2.0
他の先進国・地域	2.7	2.6	2.6
新興市場国と発展途上国	4.7	4.9	5.0
独立国家共同体 (CIS)	2.2	2.2	2.1
ロシア	1.8	1.7	1.5
ロシア以外	3.1	3.4	3.5
アジアの新興市場国と発展途上国	6.5	6.5	6.6
中国	6.8	6.6	6.4
インド	6.7	7.4	7.8
アセアン原加盟5カ国	5.3	5.3	5.3
ヨーロッパの新興市場国と発展途上国	5.2	4.0	3.8
ラテンアメリカ・カリブ諸国	1.3	1.9	2.6
ブラジル	1.1	1.9	2.1
メキシコ	2.0	2.3	3.0
中東、北アフリカ、アフガニスタン、パキスタン	2.5	3.6	3.5
サウジアラビア	-0.7	1.6	2.2
サブサハラアフリカ	2.7	3.3	3.5
ナイジェリア	0.8	2.1	1.9
南アフリカ	0.9	0.9	0.9
低所得途上国	4.7	5.2	5.3

出典: IMF 2018年1月 世界経済見通し (WEO) 改訂見通し



INTERNATIONAL
MONETARY FUND



モーリス・オブストフェルドは IMF 経済顧問兼調査局長。カリフォルニア大学バークレイ校を一時休職中。バークレイ校では経済学部の Class of 1958 教授。1998 年から 2001 年には、経済学部長も務めた。コロンビア大学 (1979-1986) とペンシルバニア大学 (1986-1989) にて常勤で務めた後、ハーバード大学での客員を経て、1991 年にバークレイ校に教授として着任。1979 年に MIT で経済学博士号、1975 年にケンブリッジ大学(キングス・カレッジ)修士号、1973 年にペンシルバニア大学で学士号をそれぞれ取得。

2014 年 7 月より 2015 年 8 月までオバマ大統領の経済諮問委員会メンバー。2002 年から 2014 年まで日本銀行金融研究所の名誉顧問。国際計量経済学会とアメリカ芸術科学アカデミーのフェロー。これまでに、ティルブルグ大学の Tjalling Koopmans Asset Award やブダペストにあるライク・ラズロ・カレッジのジョン・フォン・ノイマン賞、キール大学の Bernhard Harms Prize などを受賞してきた。また、アメリカ経済学会の Annual Richard T. Ely Lecture、インド準備銀行の L. K. Jha Memorial Lecture、プリンストン大学の Frank Graham Memorial Lecture など多くの特別講義を行ってきた。アメリカ経済学会の実行委員兼副会長。IMF や世界の多くの中央銀行に対して顧問を務め、こうした場所で講義を行ってきた。

国際経済の主要な教科書である「International Economics(第 10 版、2014 年、ポール・クルーグマン、マーク・メリッツ)」、「Foundations of International Macroeconomics (1996 年、ケネス・ロゴフ)」の共著者である。また、為替相場や世界金融危機、世界の資本市場や金融政策に関する論文を 100 本以上発表している。