

(参考仮訳)

IMF「世界経済見通し」

2007年4月

要旨

先ごろの金融市場の一時的な混乱にもかかわらず、世界経済は2007年、2008年にかけて依然、高い成長を維持するとみられる。米国経済は以前予想されたより鈍化しているものの他国への波及は限定的で、世界経済は持続的に成長していると考えられる。インフレ・リスクも和らいでいる。景気の先行きに対するリスクは総じて6ヶ月前と比べると低減していると思われる。しかし、金融リスクへの懸念が高まっており、景気見通しは依然として下振れリスクのほうが大きい。

世界の経済環境

世界経済は2006年に力強く拡大し、成長率は5.4パーセントとなった(第1章)。米国では、住宅市場の急激な冷え込みが逆風となって成長ペースが減速したが、8月以降の原油価格の下落が個人消費を下支えした。ユーロ圏では、内需拡大を背景に6年ぶりの高い成長率を記録した。日本は年央に一時景気が停滞したものの、経済活動は年末にかけて盛り返した。新興市場国および途上国では中国とインドが高成長を牽引した一方、他の地域でも高水準の商品市況と景気を後押しする金融環境を追い風にモメンタムが持続した。

2006年前半には高成長と原油価格の上昇によってインフレ懸念が生じたが、8月以降の原油価格下落によりインフレ圧力は後退した。高成長およびインフレ懸念の後退を背景に、世界の金融市場は全般に活況を呈している。2007年2月から3月にかけての金融市場の一時的な混乱や米国のサブプライム住宅ローン市場への懸念の高まりにもかかわらず、株式市場は史上最高値に迫る水準を維持している。また、長期債の実質利回りは依然、長期トレンドを下回り、大半の市場でリスク・スプレッドが縮小している。

外国為替市場では、米ドルは主に対ユーロ、対ポンドで下落している。円相場も、低金利が続くと見通しから資本流出が加速したこともあって一段安となったが、2007年初めにやや持ち直した。中国の人民元は対ドルの増価率がやや加速したにもかかわらず、実質実効ベースでは小幅の減価となっている。米国では輸出拡大を背景に原油を除く貿易収支赤字が対GDP比で縮小したものの、2006年の経常収支赤字はGDPの6.5パー

セントに拡大した。一方日本、中国、中東石油輸出国の黒字はさらに拡大した。

主要国の中央銀行はここ数ヶ月、それぞれ様々な政策課題に直面している。米国の連邦準備制度理事会（FRB）は2006年6月以来政策金利を据え置き、景気を冷やすリスクと依然として残るインフレ懸念のリスクのバランスをとる舵取りを行っている。欧州中央銀行（ECB）と欧州各国の中央銀行は金融緩和の解除を続行している。日本銀行は、2006年7月のゼロ金利政策の解除以来、きわめてゆっくりとしたペースで政策金利を引き上げてきた。中国、インド、トルコを含む一部の新興市場国も金融政策を引き締められている。

先進国では2006年も財政基盤の強化が進んだ。ドイツ、日本、米国で財政赤字は大幅に縮小した。財政状況の改善は主に、景気拡大による好調な税収増が原因だった。

見通しとリスク

2007年と2008年の世界の経済成長率はともに4.9パーセントと、2006年を0.5パーセントポイント程度下回ると予想される。今年の米国経済の成長率は2.2%と、2006年の3.3パーセントから減速する見通しだが、住宅部門の重しが解消するのに伴って徐々に成長が上向くものと見込まれる、(第2章)。ユーロ圏でも、金融緩和の段階的解除とさらなる財政再建もあって、成長率は鈍化すると予想される。日本は、2006年並みの成長が続くと見込まれている。

新興市場国および途上国では、2006年よりペースがやや落ちるとみられるものの、引き続き力強い成長が見込まれる。世界の金融市場の状況は良好で、商品市況は先ごろの下落にもかかわらず高水準を維持していることから、これらの国々には今後も追い風になるとみられる。中国経済は2006年の急激なペースからやや減速するとみられるものの、2007年、2008年も高成長が続く見通しで、インド経済も引き続き急速に伸びると予想される。農産物や鉱物などの資源（コモディティ）が豊かな国でも好調の持続が見込まれる。

2006年9月の「世界経済見通し」の時点より後退してはいるものの、この成長見通しに対しては依然、下振れリスクが存在する。主だった不透明要因を挙げると、住宅部門の悪化により米国経済が予想以上に減速する可能性、金融市場のボラティリティーが史上最低水準から上昇することでリスク資産からの資金の引き上げが生じるリスク、需給ギャップが引き続き縮小することにより、特に原油価格が再び急騰した場合にインフレ圧力が再燃する可能性、そして可能性は低いものの経済的コストの高いリスクとして、

大規模な世界的不均衡の無秩序な解消といったものがある。

見通しに対するリスクを評価する際の一つの焦点は、米国が予想以上に急激に減速した場合、世界経済の米国からの「切り離し (decoupling)」が可能かどうかである。今のところ、2006年初め以来の米国経済の冷え込みは、国境を接するカナダとメキシコを除けば他国への影響は限定的なものにとどまっている。第4章で述べるように、これには多くの要因が関わっている。すなわち、米国の景気減速は比較的輸入性向が低い住宅部門に集中していること、米国からの波及効果は通常、全面的な景気後退局面よりも景気サイクル中盤での減速時には小さくなること、減速が米国単独のショックによるものであって世界共通の要因によるものではないこと、などである。とはいえ、米国経済が急激に減速すれば、世界の成長により重大な影響を及ぼすことになるだろう。

より長期的な視点からみると、近年の良好な生産性の伸びを損なう動きが生じれば、世界の成長には明らかにマイナスである。高い生産性の伸びは、技術革新と世界的な貿易自由化の進展、国境を超えた資金フローの拡大、より安定したマクロ経済政策の枠組みと金融システムが組み合わさって確保されてきた。したがって、これらの背景が揺るがないこと、そして、人口の高齢化や地球温暖化などといった世界の持続的な高成長を脅かす恐れのある動きに対して適切に取り組むことが不可欠である。

特に懸念されるのは、保護主義的な動きが貿易と海外投資を抑制する可能性である。そうしたことが起これば、世界経済統合の進展によるメリットが縮小する恐れがある。第5章は、国際貿易の急拡大と新技術の導入がいかに世界の労働市場の統合の進展につながり、それが労働の供給国と受入国双方の成長と所得増に寄与した一方で、分配面に影響を及ぼしたかということについて論じている。こうした状況下で、技術と貿易をめぐる最近の動向から特に影響を受けやすい仕事に就く人々を支援するための施策をさらに実施する必要がある。具体的には、より優れた教育制度や柔軟な労働市場、経済の変化を妨げることなくその影響を緩和する福祉制度などである。

政策面の課題

先進国

先進国の中央銀行は、それぞれの景気サイクルの局面やインフレ圧力の程度によって、金融政策の運用面で異なる課題に直面している。米国については、連邦準備制度理事会による金利据え置きの方針は今のところ適切であるが、今後の金融政策は、想定される成長とインフレのリスク・バランスが今後発表されるデータによってどう影響されるかに左右されよう。ユーロ圏では、成長率が潜在成長率近辺かそれを上回ると予想される

うえ、稼働率と物価に一段の上昇圧力がかかる可能性があるため、夏までに金利を4パーセントに引き上げる必要があるように思われる。日本については、金融緩和の解除は景気拡大の力強さが持続していることを裏付ける証拠に基づいて、徐々にのみ実施すべきであろう。

財政政策については、人口の高齢化に直面するなかで経済の活力を維持するためには、必要に応じて自動的に安定化機能をはたす余地を残しつつも、財政再建と改革の実現をめざすべきである。財政再建を着実に前進させるには、人口高齢化に伴って増大する支出、特に医療保険や年金の支出を圧縮するとともに歳入基盤の弱体化を避けるための抜本的な改革が重要となる。

景気拡大が堅調な今こそ、潜在的成長率の下支えをめざす構造改革を一層推し進めるべきである。特に大きな課題は、グローバル化が進む経済においても十分な雇用機会が創出されること、裕福でない層が貿易の拡大と新技術の導入のもたらす豊かさをより享受できるようにすることである。ユーロ圏と日本では、生産性向上を目指す改革に一定の前進がみられるが、サービス部門と金融部門を中心にまだやるべきことは多い。また米国では、医療保険の受給と雇用の密接な相関関係を弱め、労働力の移動性（モビリティ）を高めることなどによって、経済の柔軟性を高める余地がある。

新興市場と発展途上国

多くの新興市場諸国や途上国が抱える課題は、大量の外貨流入に直面しながらマクロ経済・金融の安定を維持することである。アジアの数カ国では為替レートが過去6ヶ月間に大幅に上昇したが、中国に関してはより柔軟な為替制度をとることで金融政策をより安定的な形で運営することができるようになるべきであろう。欧州の新興市場諸国では、膨大な経常赤字と急速な信用の拡大に伴うリスクを最小限に抑える政策が必要である。中南米諸国では最近、公共部門の財政基盤の強化が進んだが、それをさらに確実なものにしていく必要がある。コモディティの輸出国では景気の過熱を避けるため、輸出収入と政府歳入の急増を今後も注意深く管理していくべきだろう。

構造改革については、最近の進展にはばらつきがあり、「やるべき課題」は依然、山積している。アジアを始めとした各国で、サービス部門の一層の自由化は生産性の向上を持続・拡大させる一助となろう。中南米諸国では、労働市場の改革を加速させることで低い生産性を引き上げるのに寄与するであろう。インフラ整備と天然資源の開発では、安定的で透明性が高くバランスのとれた制度の構築は、長期的成長の重大な阻害要因となりうるボトルネックや腐敗、投資の欠如といったリスクを減らすのに役立つと考えら

れる。

多国間イニシアチブと政策

巨大な世界的不均衡の円滑な解消を促すためには、協調的な政策実施が必要である。IMF の多国間協議でも議論されているが、こうした協調的アプローチにおける重要な構成要素として挙げられるのは、米国についてはより積極的な財政再建や民間貯蓄の阻害要因を減らす対策といった貯蓄率引き上げを目指す努力、ユーロ圏と日本においては成長促進を目指す改革の推進、一部のアジア新興市場国、なかんずく中国においては消費振興策と為替レートの上昇に向けての為替レートの柔軟化である。中東の石油輸出国では、原油価格の下落と支出の増大によって対外黒字が減少すると予想されているが、消化能力を超えない範囲で支出をさらに増やす余地は残っている。

第3章で強調したように、市場主導による実質実効為替レートの動きは、世界的不均衡の調整を支える重要な役割を果たすと考えられる。通貨の減価は生産コストの抑制に役立ち、部門間で資源を円滑にシフトさせることによって経常収支赤字の縮小に必要な需要のリバランスをもたらす可能性がある。歓迎すべきことに第3章では、米国の貿易動向が実質為替レートの変動に反応しにくいという、いわゆる「弾力性悲観論」はオーバーな議論であると示している。これは、実質実効ベースでの中期的なドルの下落が、米国の経常収支赤字の縮小に寄与する可能性があるとの見方にも一致する。最も効果的なのは、米ドル相場のこの再調整と平行して、中国、日本、中東石油輸出国など、恒常的な経常収支黒字を抱えてきた国々の実質為替レートが上昇することだろう。

最近になって多国間貿易交渉（ドーハ・ラウンド）が再開されたことは歓迎すべきことである。ドーハ・ラウンドにおいて、保護主義のリスクを減らすために多国間貿易の大胆な改革を実現し、多国間のルールをさらに強化することで合意できれば、世界経済の先行きにとって大きなプラス材料となる。また、世界経済の持続的拡大と世界的不均衡の段階的解消にとっても、貿易をめぐる改革など、為替相場の変動に応じた資源の円滑な再配分を阻害する要因を取り除く動きは大切である。

報道資料

世界経済見通し 2007年4月

第3章 要旨：為替レートと対外不均衡の調整

ロベルト・カルダレッリ (Roberto Cardarelli)
アレッサンドロ・レブッキ (Alessandro Rebucci)
調査局

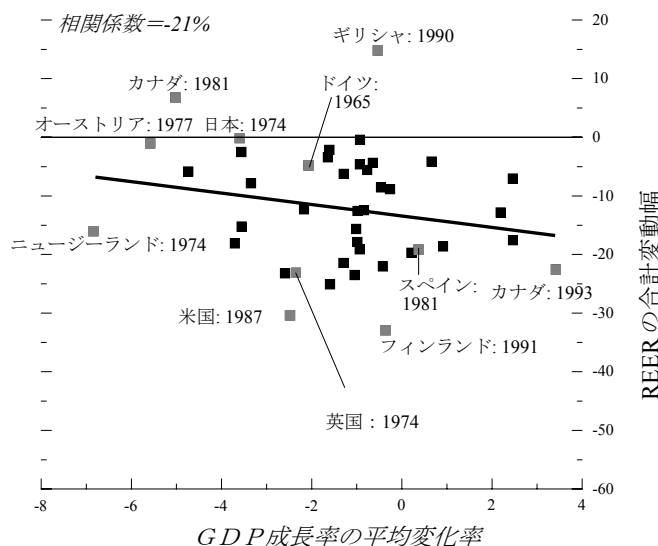
要点

- 実質為替レートの変動は、需要のリバランス（調整）とともに世界的不均衡の是正に役立つ。実質ベースでの米ドル相場の減価と経常黒字国の通貨の増価によって、需要のシフトだけの場合に起こる生産の低下に伴う経済的コストが緩和され、不均衡の是正に寄与する。
- 米国貿易収支の実質為替レートの変動に対する感応度は多くの文献で報告されているものより大きい可能性がある。
- 実質為替レートの変動に対する貿易収支の感応度は、経済の柔軟性が高いほど大きい。

実質為替レートの変動は、対外不均衡の縮小に必要な需要のリバランスを円滑に実現する助けとなる。過去40年間に経常赤字が持続的かつ大幅に反転した42のケースを分析したところ、先進国経済では自国通貨が比較的大幅に下落した場合のGDP成長率の下げ幅が比較的小さかった(図表参照)。

対外不均衡の調整には、実質為替レートの変動に加えて国内政策も重要である。過去の経験では特に、経常赤字国は貯蓄率を引き上げ強力な財政再建を行うことで国際収支の調整局面におい

先進国経済：実質実効為替レート (REER) の合計変動幅と赤字反転局面におけるGDP成長率の平均変化率



ても投資と成長率が維持される傾向が見られた。

先進国および新興市場諸国では、対外黒字の反転の際には実質為替レートの上昇を伴う傾向が見られた。さらに、黒字の縮小に際しては概して、財政金融政策の緩和に伴う内需拡大が見られた。

米国貿易収支は米ドルの実質価値の変化に対する感応度がこれまで通常考えられているよりも大きい可能性がある。標準的な実証分析のための貿易モデルでは、実質為替レートに対する米国の貿易量の感応度を過小評価する傾向がある。これは、各セクターの反応の大幅な違い（集計バイアス）や、輸入品が米国から輸出された中間材を含む度合いを考慮していない（垂直統合バイアス）ためである。さらに、急速にグローバル化が進む経済において企業間競争が激化していることを反映し、米国の貿易の価格弾力性は長期的に徐々に上昇する傾向を見せている。具体的には第3章の分析によると、GDP比1%の米国貿易赤字の縮小のために必要な米ドルの実質レートの減価は10%未満で可能である。これに対して、経済論文に多くみられる試算では、貿易赤字が同程度縮小するには、米ドルが実質で10~20%下落する必要があるとされることが多い。

実質為替レートの変動に対する貿易収支の感応度は、経済の柔軟性が高いほど大きい。製品市場や労働市場の硬直性、あるいは保護貿易主義のために企業が貿易活動に参入したり撤退したりすることが困難な国ほど、一定の対外不均衡の調整に必要な実質為替レートの変動幅は大きくなる。

報道資料

世界経済見通し 2007年4月
第4章 要旨：列車は切り離せるか？
世界経済における波及効果と景気循環

トーマス・ヘルブリング(Thomas Helbling)、ピーター・ベレジン(Peter Berezin)、
アイハン・コーゼ(Ayhan Kose)、マイケル・クムホフ(Michael Kumhof)、
ダグ・ラクストン(Doug Laxton)、ニコラ・スパタフォラ(Nikola Spatafora)
調査局

要点

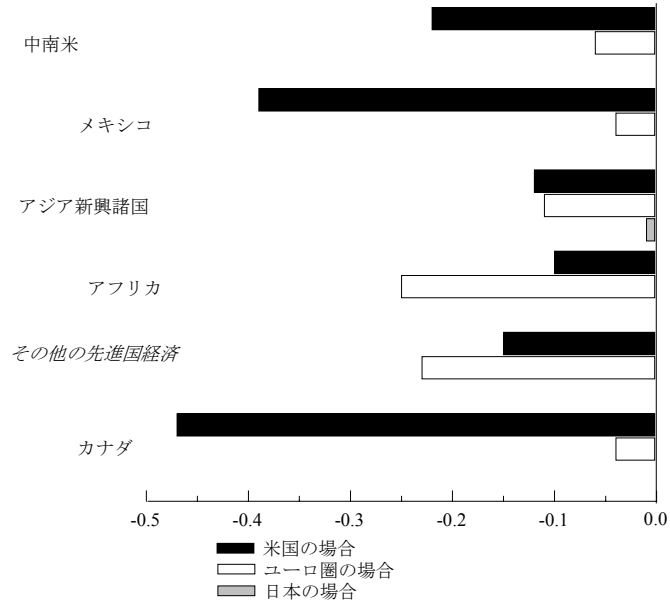
- 米国経済の減速は他の先進国や途上国の経済成長に波及（スピルオーバー）する可能性がある。特に貿易や金融面でつながりが強い国ほどその可能性が大きい。
- これまでのところ米国経済の減速は主に米国の国内住宅市況の冷え込みに起因しており、他地域の経済成長への影響は限定的である。しかし住宅市況の落ち込みが米国の消費や企業投資に拡大した場合、他国経済も非常に大きい波及効果を受ける可能性があるが、迅速かつ柔軟な施策によって対処できるだろう。
- 過去の経験では、経済成長が世界同時に減速するのは、米住宅市況の冷え込みといった特定の国の動きというよりも、多くの国に同時に影響を及ぼす共通した要因を反映する場合である。

第4章の分析では、「米国がくしゃみをするとう世界が風邪を引く」という言い回しが依然として適切な表現であり、実際に米国の経済成長に支障が生じると他の地域にも影響が及ぶことを示している。また米国発の波及効果の潜在的な規模は徐々に大きくなっており、よく言われる通り、貿易や金融面の統合が進むほど国境を越えた波及効果も増大するとみられる。

しかし経済成長への波及効果を重視しすぎてはならない。各国への波及効果の度合いを、経済成長率の鈍化を尺度に推計すると、概ね米国自体の経済成長率の下げ幅を大きく下回る。こうした波及効果が最も大きいのは、貿易や金融面で米国とのつながりが強い国、特に中南米諸国および一部の先進国である。米経済成長率が年間1ポイント低下した場合、中南米地域の成長率は平均0.2ポイント、メキシコとカナダの成長率は同0.4ポイント以上押し下げられる（最初の図表）。これに対してアフリカや中東への波及効果はかなり小さい。また、米国発の波及効果の潜在的な規

模はこれまで徐々に拡大しており、よく言われる通り、貿易や金融面の統合が進むほど国境を越えた波及効果も増大するとみられる。

成長鈍化と波及効果：地域別影響度
(ユーロ圏、日本、および米国の成長率が1ポイント低下した場合の影響)

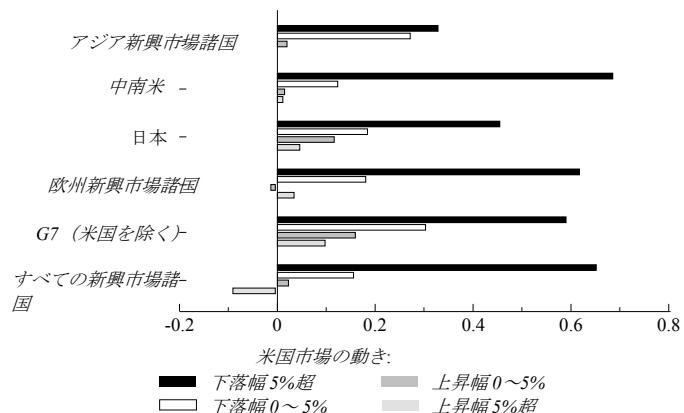


米国発の波及効果が大きいのは、景気循環半ばにおける減速時よりも米国が完全な景気後退局面にある時期である。景気後退局面には米国の輸入が急減する上、金融市場が低迷すると資産価格の国際的な連動性が大幅に増大することが一因にある。

(2番目の図表)

しかし過去に世界各国でほぼ同時に経済成長率が低下したのは、米国一国の状況が他国に波及したというよりも、世界情勢に起因した場合である。例えば1970年代半ばの世界経済の鈍化は第1次石油ショックが、2000年代初めの鈍化はITバブルの崩壊が主因だった。

国内株式市場と米国株式市場のリターンの相関度
1991-2006



米国（あるいはその他の主要経済国・地域）の経済に支障が生じた場合、波及効果は政策次第で抑制できたり悪化したりする。将来を見越した金融政策や柔軟性のある為替政策は、内需や外需の鈍化による景気への悪影響を減じる傾向がある。半面、近視的で柔軟性に乏しい金融政策には波及効果の悪影響を増幅する危険性がある。

世界経済の現状については、米国経済の減速が引き続き国内住宅市況の冷え込みを主因とする限り、他地域の成長への波及的な影響は限定的にとどまるとみられる。特に欧州経済が力強いことからその可能性が高いといえる。ただ、米住宅市況の落ち込みが米国の消費や企業投資に拡大した場合は他地域への波及効果は増大すると予想される。その場合、政策当局者は外需軟化の影響を和らげるため、先を見越した柔軟性のある政策をタイムリーに実施する必要があるだろう。

報道資料

世界経済見通し 2007年4月
第5章 要旨：労働力のグローバル化

フロレンス・ジョーモット(Florence Jaumotte)、イリーナ・タイテル (Irina Tytell)
調査局

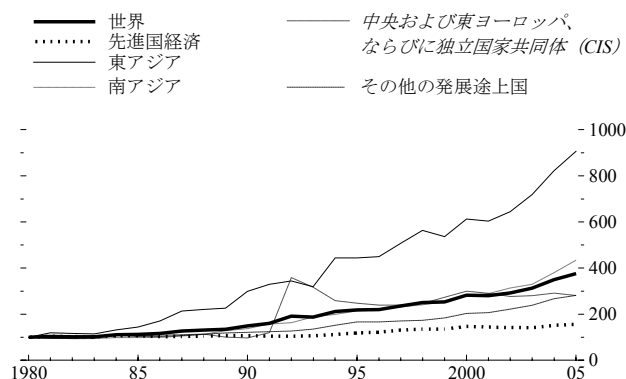
要点

- 世界の人口増加ならびに中国、インド、旧東欧圏の世界貿易システムへの急速な統合を背景に、過去20年間で世界の実効労働力は4倍に増加した。
- 労働力のグローバル化によって、先進国や新興市場諸国では労働報酬が上昇するとともに先進国では所得の労働分配率が低下した。ただし労働分配率に関しては、急速な技術革新が及ぼした影響の方が大きかった。
- グローバル化は世界経済の持続的成長にとって重要ではあるが、所得分配にもこれまで以上に留意する必要がある。労働市場の機能向上や教育や研修機会の拡充、変革の流れを妨げることなくその衝撃を吸収できる社会的セーフティネット（安全網）整備といった政策が求められる。

過去20年間で労働力のグローバル化が進行した。第5章の推計によると1980年以降、人口増加ならびに中国、インド、旧東欧圏の世界経済への統合によって世界の実効労働力は4倍に増加し（最初の図表）、2050年までにさらに2倍以上増加する可能性がある。

地域別労働人口（輸出加重ベース）

(指数、1980=100)

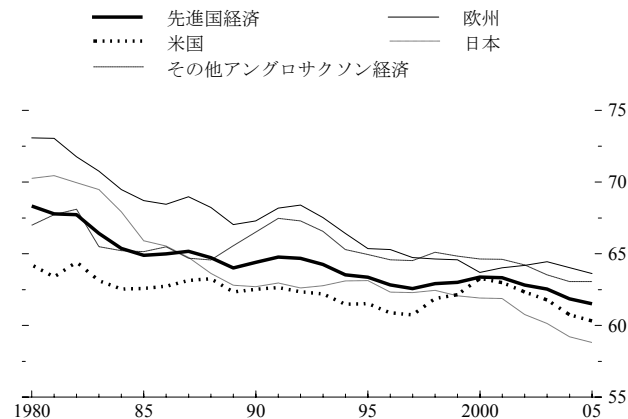


先進国は、最終財の輸入や中間財生産のオフショアリング、労働者の移民といった形で、拡大する世界の労働力を直接、間接的に利用している。オフショアリング—海外の関連会社や独立企業に中間財の生産をアウトソーシングすることを意味する—は近年、多くの注目を集めたが、経済全体で見ると規模は依然小さい。例えば、先進諸国の総生産のうちオフショア生産による労働力利用の比率は約5%に過ぎない。また、移民労働力の利用も、目立った例外である米国を除き、大半の国では貿易と比べてその規模は小さい。

新興市場国や途上国の労働力が世界の労働力市場に取り込まれた結果、先進国経済は大きな恩恵を受けた。輸出拡大のチャンスは大きく増え、生産コストの低下や生産効率の向上によって生産性や生産量も上昇した。その結果、労働報酬も増加している。本章の試算では、過去25年間の貿易財価格の下落によって先進国での生産と実質労働報酬がいずれも平均6%上昇している。新興市場国・地域においても、近年、製造業部門の賃金が急上昇している。

こうしたプラスの効果がある一方、労働力のグローバル化によって労働者が手にする収入の比率（労働分配率）は低下している。先進国では1980年代初め以降、労働分配率は平均約7ポイント低下し（2つ目の図表）、中でも欧州諸国と非熟練部門における落ち込みが最も大きい。ただし、労働分配率に影響する要因という点では、労働力のグローバル化はその1つに過ぎず、むしろ急速な技術革新が及ぼす影響の方が大きい。これは特に非熟練部門で顕著である。企業の労働コスト削減を目指す改革（とりわけ企業が支払う賃金と労働者の手取り賃金の差を生む「税金のくさび」を減らす政策）や労働市場の柔軟性を高める改革を実施した国では、概して労働分配率の低下幅は小さかった。

所得の労働分配率（国グループ別）
（対GDP比）



今後重要なのは、労働力のグローバル化や技術革新を最大限に享受する一方、こうした変化の所得分配への影響に適切に対応することであり、次のような政策目標が考えられる。

- **労働市場の機能の向上**：企業の労働コストを減らしたり斜陽産業から成長産業への労働力移動を容易にする政策を実施し、調整過程における一助とする。雇用を継続しなくても健康保険を受給できるようにしたり年金のポータビリティを向上させる政策も一部の国では有用と考えられる。
- **教育や研修機会の拡充**：熟練労働者は非熟練労働者よりも ICT 革命による労働環境の変化に適応しやすい。教育や研修機会の拡充により、アジアを中心とする新興市場国で増加する熟練労働層に対する国内労働力の競争力を高めることができる。
- **調整過程における社会的セーフティネットの整備**：変革の流れを妨げることなくその衝撃を吸収できるだけの所得支援を提供することが求められる。