

総括

－「世界経済見通し」と「国際金融安定性報告書」－

世界経済は当初の予測以上に好調な回復を見せているが、多くの先進国では低調な一方大半の新興市場並びに途上国では堅調と、そのペースは国により異なっている。世界経済の成長率は4.25%に達する見込みである。先進国の中では、米国が欧州や日本と比較し好調な滑り出しを見せた。新興市場並びに途上国では、アジア新興国が回復を先導している一方、多くの欧州新興国や国家独立共同体（CIS）は遅れをとっている。このように、当面回復は各国独自のペースで続くと考えられる。

回復が軌道に乗ったことにより、世界の金融の安定性へのリスクは低下したが、安定が確固たるものになったわけではない。危機発生時から2010年にかけて危機の影響を最も受けた国々の銀行の評価損を、我々は2009年10月の国際金融安定性報告書（GFSR）の2.8兆ドルから2.3兆ドルへと引き下げた。しかし、こういった全体像に隠されているものの、銀行システム内部の状態は均一から程遠く、資本不足や資産の劣化のリスクが高く慢性的に収益性が低いといった問題を抱えているところも依然として散見される。これまでレバレッジ解消のプロセスには、収益と資本への打撃となった悪化を続ける資産の存在が大きく影響してきた。しかし今後は、銀行がレバレッジを解消し、資本と流動性のバッファーを高めることから、資金調達圧力や銀行のバランスシートの負債の影響が増すと考えられる。またこの結果、特に先進国で民間部門の与信の回復が抑制されるだろう。

多くの新興市場国の好調な成長見通し及び主要国の低金利に起因する、一部の新興市場国への資金流入の回復は歓迎すべきだが、場合によってはインフレーションや資産価格の上昇をもたらす可能性もある。これまでのところ、危険が指摘されるところが幾つかあるものの、バブルにつながる明確な証拠は金融システム全体では存在しない。リスクは長期に渡り累積されていくと思われる。国境を越える資金の移動の回復に伴い実効為替レートにも変化が起こった。つまり、米ドルの下落とその他の先進・新興市場国の変動通貨の上昇である。しかし、これらの変化は限定的なものであり、世界の経常収支の不均衡が再び拡大すると考えられる。

景気見通しは依然として非常に不透明で、財政の脆弱性に起因する下振れリスクが表面化した。多くの先進国で、政策が使い果たされたか或いは政策運営の余地がこれまで以上に限られたものとなっていることが、大きな懸念材料となっている。さらに、先進国のソブリンリスクにより金融の安定性の向上が損なわれ危機が長引く危険性もある。公的債務の急増と国のバランスシートの悪化が、銀行システムや国境を越えて波及する可能性もある。

以上のことから、世界経済と金融システムの持続的回復に向けた政策対応が不可欠なのは明白であり、政策アジェンダは重要事項を広範に網羅する必要があるだろう。

今後の重要課題として、国家財政の脆弱性の軽減が挙げられる。多くの先進国では、現実的な中期財政再建戦略を策定し且つ伝達することが急務であり、政府の対 GDP 総債務残高比の中期的な引き下げの明確なスケジュールの策定や、過度の公的債務の劣化が生じた場合に備えた緊急時の対策を盛り込まなければならない。今後、マクロ経済の動向が予測通りだった場合、大半の先進国は 2011 年には大掛かりな財政再建に着手しなければならない。一方で、回復が依然として脆弱なことから 2010 年に予定されている財政刺激策は、リスク・プレミアムが大幅に上昇している国を除き、十全に実施される必要がある。リスク・プレミアムが大幅に上昇している国では、財政再建の早急な実施が求められる。また給付金関連の改革は、例えば法的な定年年齢の引き上げ或いは医療保険サービスのコストの低下など、短期的需要を抑制しない形で迅速に実施する必要がある。

世界規模での金融緩和政策の解消及び新興市場国への資金流入の管理などを巡り、更なる課題が存在する。主要先進国では、インフレ期待が安定している限り、財政再建の進行に伴い引き続き緩和的な金融政策を実施することが可能となるだろう。これは、中央銀行が金融部門に対し行った緊急支援の解消を始めたとしても、可能だと考えられる。また主要新興市場国及び一部の先進国では、回復のペースが速く資本流入が再び活発化していることから、他国に先駆け金融引き締め策に着手することになるだろう。インフレ圧力や資産価格のバブルの証拠は限定的ではあるものの、しっかりとした監視と早期の対応が不可欠である。対外バランスが比較的均衡が取れている新興市場国の通貨の過度の切り上げへの対応策は、マクロ経済・プルーデンス政策の複合政策を反映したものであることが求められる。詳細に関しては、*世界経済見通し (WEO)* 及び *GFSR* を参照されたい。

失業対策も重要な政策課題である。先進国において失業率が高止まりしていることから、一時的な失業が長期的な失業へと変化することが主に懸念される。短期的な回復を支えるマクロ経済、及び銀行部門の健全性（並びに労働集約型のセクターへの与信）の回復を図る金融部門への政策の推進のみならず、複数の労働市場政策が労働市場へのダメージの抑制の一助となるだろう。特に、適切な失業保険が家計の信託を担保すると共に貧困層の急増を防ぐ上で不可欠であり、教育や訓練なども失業者の労働力への復帰に貢献する。

レバレッジ解消の次の段階が円滑に行われ、より安全で競争力に富んだ力強い金融システムが構築されるよう、持続的な金融の安定性を支える政策が求められる。存

続が不可能な金融機関の迅速な整理並びに将来的に業務を継続する見込みがある機関の再建がカギとなろう。全ての「大きすぎて潰せない」金融機関が、金融システム上での重要な立場を背景とした資金調達における有利な立場を利用し、今後さらに巨大化するようなことがないよう留意する必要がある。安全なものから証券化を開始することも、特に家計や中小企業向けの資金貸付を支える上で不可欠であろう。

今後は、規制改革のアジェンダについての合意が必要となる。改革の方向性は、資本の質の向上と増資及び流動性リスクの管理の強化といった点で定まっているが、その規模は未だ明確ではない。さらに「大きすぎて潰せない」金融機関並びにシステムミック・リスクの問題への対処のための改革が不透明であることから、金融機関が今後の計画を打ち立てることが困難な状況になっている。政策当局は、金融システムについてその安全性の促進、及び革新性と効率性の維持のバランスを正しく見極めることが求められる。店頭デリバティブ市場をはじめ、金融システムの安全性の向上及びそのインフラの強化に特化した様々な提案については、GFSRで検証している。

最後に、世界が中期的に高成長を維持できるか否かは、世界の需要の再調整にかかっている。これは、危機以前に過度の対外債務を抱えていた国々は、潜在的成長及び需要へのダメージを抑制しながら、国家財政の再建を図る必要があることを意味する。同時に、過度の赤字を抱えた国が需要を抑制することから、過度の経常黒字を抱えていた国は、成長を維持するために内需をさらに促進する必要がある。過度の赤字を抱える国の通貨の切り下げ、そして必然的に黒字国の通貨の切り上げが行われなければならない。黒字国・赤字国双方における金融部門の改革並びに成長加速型の構造政策により、再調整プロセスを支える必要がある。

オリビエ・ブランシャール
経済顧問

ホセ・ビニャルス
金融顧問

世界経済見通し 2010年4月

要旨

2010年の世界のGDPは、2009年の0.5%のマイナス成長から改善し、約4.25%となる見通しである。力強いスタートを切った国は、他の国々の成長が金融部門や家計のバランスシートへのダメージが長引くことで低迷していることから、引き続き回復を牽引すると考えられる。経済活動は依然として非常に緩和的なマクロ経済政策に依存しており、また財政の脆弱性が表面化したことから、下振れリスクにさらされている。大半の先進国は、2010年も引き続き財政並びに金融政策により、成長と雇用を下支えしなければならない。しかし同時に、これらの国の多くは、公的債務を抑制し且つ後に適切な水準にまで引き下げるための、現実的な中期的戦略を早急に導入する必要がある。同様に金融部門の再建及び改革も最重要課題である。一方、多くの新興市場国は再び急速な成長を見せており、資本流入の高まりを受け緩和的なマクロ経済政策を緩めだしている。今後の新興市場国の課題としては、先進国の成長が比較的弱いとの予測から、増加を続ける資本流入を吸収し且つ、過熱とその後の急後退のサイクルを新たに引き起こすことなく、内需を育成することが挙げられる。

回復は、当初の予測以上に好調

各国の経済活動の回復ペースが、多くの先進国では低調な一方大半の新興市場並びに途上国では堅調と、国により異なっているものの、世界経済は当初の予測以上に好調に回復している。回復の活性化には政策支援が不可欠であった。金融政策は非常に拡張的であり、異例ともいえる流動性の供給により支えられている。財政面では、深刻な景気低迷への対応策として大規模な景気刺激策を実施した。先進国の中では、米国が欧州や日本と比較し好調な滑り出しを見せた。新興市場並びに途上国では、アジア新興国が回復を先導している。ラテンアメリカ主要国やその他の新興市場並びに途上国の成長も堅調になってきている一方、欧州新興国や独立国家共同体（CIS）の多くは引き続き遅れをとっている。サハラ以南のアフリカも、世界危機の影響を上手く切りぬけており、過去の景気後退局面後と比較し堅固な回復を見せると予測される。

実体経済並びに金融活動は、相互に支えあう形で回復しているが、一部のセクターは引き続き信用へのアクセスが困難な状況にある。短期金融市場は安定した。社債並びに株式市場は反発している。先進国では銀行の貸出基準の厳格化が終結しつつあり、信用危機は底を打ったようにみえる。多くの新興市場並びに途上国では、

与信の伸びが再び加速している。それにもかかわらず、金融情勢は危機以前と比較し、依然として困難なものとなっている。特に先進国では、銀行がバランスシートの改善に継続して取り組むことから、銀行の貸付の問題は引き続き成長の足かせとなる可能性がある。また、特に消費者や中小企業など資本市場へのアクセスが限られている部門が、今後も借入の制約に直面する可能性が高い。さらに、財政赤字と公的債務の増大がソブリン・リスク・プレミアムの上昇に拍車をかけ、回復の新たなリスクとなっている先進国も2~3カ国見られる。

実体並びに金融活動と同様に、先進国から多くの新興市場国への国境を越える資金フローも力強く回復したが、その要因として、新興市場国・地域の急成長や大きな利回格差、さらには投資家のリスク選好の回復などが挙げられる。国境を越える資金の移動の回復に伴い実効為替レートにも変化が起こった。つまり、米ドルの下落とその他の先進・新興市場国の変動通貨の上昇である。しかし、危機以前のレベルと比較すると変化は総じて限定的なものであり、世界の経常収支の不均衡が再び中期的に拡大すると考えられる。

回復は引き続き各国のペースで

世界経済は今後も回復を続ける見込みだが、その速度は地域内外で異なる。2010年及び2011年の世界経済成長率はそれぞれ4.25%に達すると予測される。先進国については、2009年に産出高が3%以上落ち込んだ後、2010年には2.25%、2011年には2.5%の成長が予測される。新興市場並びに途上国の成長率は、2009年は僅か2.5%だが2010年から2011年にかけては6.25%超が見込まれる。また、第1章と2章で示す通り、力強いスタートを切った国は、他の国々の成長が、金融部門や家計のバランスシートへのダメージが長引くことで低迷していることから、引き続き回復を牽引すると思われる。主要先進国の回復は、過去の景気後退期からのものと比べ比較的緩慢となるだろう。同様に、多くの欧州新興国並びにCISの回復は、他の新興市場国と比較し低調なものとなると予測される。

様々なリスクが薄れたものの、景気見通しは依然として非常に不透明である。特に先進国の公的債務の増加に伴うリスクが急激に表面化し、リスクは総じて下振れとなっている。短期的なリスクとしては、2010年4月の金融安定性報告書

(GFSR) で示す通り、現状のままではギリシャの流動性とソルベンシーに対する市場の懸念が高まり、公的債務危機が勃発し他国に波及していく恐れがある。より広義には、多くの先進国で、政策が使い果たされたか或いは政策運営の余地がこれまで以上に限られたものとなっていることから、脆弱な回復が新たなショックにさらされており、大きな懸念材料となっている。また、特に米国並びに一部の欧州では、不動産に対する銀行のエクスポージャーが引き続き下振れの材料となっている。

回復を持続・下支えする政策が不可欠

この度の景気後退局面で累積した巨額な公的債務を踏まえ、多くの先進国の出口戦略は、財政再建と金融部門の再建に焦点を絞ったものでなければならず、これにより、インフレ圧力或いは金融市場の不安定要因となることなく、緩和的な金融政策を引き続き実施することが可能となるだろう。新興市場及び途上国の優先課題は、財政政策の実施の余地及び経常収支の状況次第である。また、主要先進国が巨額な赤字を抱え明確な中期的財政再建戦略を有していないことは、他の先進国や新興市場国・地域の資金調達コストにマイナスの影響を及ぼしかねない。このことから、財政政策の波及の問題については、主要先進国の対策が求められる可能性があるだろう。

中期的な財政再建戦略の実施が喫緊の課題

深刻な景気低迷への主要な対策として財政政策が実施された。同時に、経済活動が停滞し景気刺激策を実施（前者と比較し影響は大きくないものの）したことにより、先進国の財政赤字は GDP の約 9% にまで拡大した。これらの国の政府債務の GDP 比は、現政策路線のままでは 2014 年には GDP の 100% 超となる見込みだが、これは、危機以前と比較し 35% ポイント程高いものとなっている。

短期的には、回復が脆弱なことから 2010 年に予定されている財政刺激策は、リスク・プレミアムが大幅に上昇している国を除き、十全に実施される必要がある。リスク・プレミアムが大幅に上昇している国では、財政再建の早急な実施が求められる。今後、マクロ経済の動向が予測通りだった場合、大半の先進国は 2011 年には大掛かりな財政再建に着手しなければならない。これらの国では、潜在成長率を支える施策に重点をおいた、現実的な財政調整政策を早急に策定し実施することが肝要であるが、政府の対 GDP 総債務残高比の中期的な引き下げの明確なスケジュールの策定などが主要な政策となるだろう。また給付金関連の支出については、将来の支出を削減しつつ現在の需要を抑制しない形で、改革を推進することが求められる。

多くの新興市場国の財政上の課題は、重要な例外を除き、多岐に渡っている。これらの国における公的債務の問題はこれまで以上に地域化しており、グループとして、これらの国々の公的債務比率は GDP の約 30%~40% となっている。しかしその高い成長率を考慮するならば、この問題は近々減少傾向に回帰すると予測される。多くのアジア新興国は、比較的公的債務が低い状態で危機を迎えたことから、拡張的な財政スタンスを維持することが可能であるが、これは、外需依存型の成長と内需依存型の成長のバランスの再調整の一助となるだろう。一方、これらの国々は物価の上昇や金融の不安定化の高まりに警戒すると共に、景気過熱への対策として自国通貨の切り上げを行う必要がある。その他の主要新興市場国は、財政政策を

行使する余力が少ないことから、経済回復が一層軌道に乗った段階で支援の解消に着手することが求められる。低所得国における財政政策も同様に、民需並びに外需の回復に伴い、中期的な戦略を見据えた政策に方向転換する必要がでてくるだろう。

金融緩和の解消は慎重に行うとともに資本流入を管理する必要がある

設備稼働率が依然として低くインフレ期待も十全に安定していることから、大半の国ではインフレは抑制された状態が続く。著しいインフレの上振れリスクは、物価動向が不安定だった経験がある、或いは経済政策の余地が限られている新興市場国・地域に限られる。主要先進国では、インフレ圧力が引き続き抑制されるならば、財政再建の進行に伴い引き続き緩和的な金融政策を実施することが可能となるだろう。これは、中央銀行が金融部門に対し行った緊急支援の解消を始めたとしても、実現が可能だと考えられる。より速いペースで回復している主要新興市場国及び一部の先進国では、中央銀行が既に金融緩和の段階的な解消を開始したか、若しくは開始すると市場が予測している。これらの国は、主要先進国より速いペースでの回復が予測されることから、他国に先駆け金融引き締め策に着手することになるだろう。新興市場国の中には、一部の部門で過剰生産能力の問題が生じ、また不良貸付先にも資金が流れる様子を見せていることから、信用の引き締めが不可欠な国もある。

過度の黒字を抱える新興市場国では、需要過多に陥った際、名目実効為替レートの切り上げを行い、金融政策の引き締めを行うべきである。また、同施策は、需要の再調整や資本流入を推進するための財政支援の継続に起因する問題への対処にも有効である。一方他国では、金融の引き締めは複雑な問題を引き起こす可能性もある。というのは、金融引き締めにより多くの資本を引き寄せ、通貨の切り上げにつながり、結果競争力を阻害する可能性もあるからだ。為替レートのオーバーシュートが懸念される場合は、金利への圧力の緩和を企図した財政の引き締め、外貨準備高の積み増しのほかに、新たな歪みが生じる危険性に留意した上での資本流入の管理の厳格化、又は資本流出に対する管理の緩和なども視野にいれることが必要となるだろう。

金融部門は再建・改革されなければならない

多くの先進国の回復を持続させるには、財政調整と共に金融部門の再建と改革の更なる前進が急務である。さらに、金融市場の非効率性及び規制と監督の失敗がこの度の危機の大きな要因であったことから、より強固な金融システムを構築する上でこれらの改善が喫緊の課題となっている。

先進国については、2010年4月のGFSRは、2007年から2010年の銀行の評価損（実績及び見込み）及び貸倒引当金を2.8兆ドルから2.3兆ドルにまで引き下げたが、その3分の2は2009年末までに認識済みだとしている。金融部門の効率化、並びにプルーデンス政策とその枠組みの改革により、金融政策の実効性が向上すると共に、流動性の十全な供給により再び危険な投機が行われるリスクが軽減されることが期待される。同時に、新興市場国は資本流入が増加すると見込まれることから、プルーデンス政策及びその枠組みの強化に向けた取り組みを継続する必要がある。

失業対策と雇用の創出に向けた対策が不可欠

高い失業率は深刻な社会問題である。先進国の失業率は2011年を通し約9%にとどまり、その後徐々に低下していくと見られる。第3章では、先進国の失業動向が、生産の減少や労働市場制度の違いや、金融ストレスや住宅価格の崩壊をはじめとする様々な要因の違いから、著しく異なっていることを示している。さらに、多くの国で、多数の労働者が潜在失業状態にある、若しくは労働力からドロップアウトしたことから、完全失業率の統計に表れている以上に問題は深刻である。このような中、一時的な失業が長期的な失業となり潜在成長率の低下を招く恐れがあり、これが主な懸念事項となっている。労働市場へのダメージを抑えるためには、可能な限りマクロ経済政策により適切に回復を支えることが肝要である。同時に、賃金のフレキシビリティを促し失業対策を適切に行うことが必要である。

世界の需要の再調整が景気浮揚と持続的成長のカギ

世界経済が高成長軌道を維持するためには、危機以前に過度の対外債務を抱えていた国々は、潜在的成長及び需要へのダメージを抑制しながら、国家財政の再建を図る必要がある。同時に、過度の赤字を抱えた国は、今後歳入が期待できないという前提の下で需要（そして輸入）を抑制することから、過度の経常黒字を抱えていた国は、成長を維持するために内需をさらに促進する必要がある。過度の赤字を抱える国の通貨の切り下げ、そして必然的に黒字国の通貨の切り上げが行われなければならない。黒字国・赤字国双方における金融部門の改革並びに構造政策により、再調整が支えられる必要がある。政策当局者は、財政政策と構造改革をはじめとした政策の相乗効果を有効に活用することが求められる。

世界の需要の再調整は決して目新しい課題ではない。第4章では、巨額の経常黒字を抱える国々の過去の経験を検証している。この中で、様々なマクロ経済及び構造政策が、自国通貨の切り上げによる生産の縮小に対抗する上で重要な役割を果たしたことから、経常黒字からの転換は、通常経済成長の失速を伴わないことが明らかとなっている。