

序文

世界経済は強靭性を保っているものの、成長はまちまち、この先には数々の課題が

世界経済は依然として、非常にレジリエントであり、インフレ率が目標水準に回帰していく中、成長率は安定的に推移している。これまで波瀾万丈の道のりだった。パンデミック後のサプライチェーンの混乱から始まり、ロシアが始めたウクライナでの戦争が誘因となった世界的なエネルギー・食料危機、インフレ率の急上昇、それに続いた世界各国同時進行の金融引き締めである。

それでもなお、数多くの悲観的な見通しに反して、世界は景気後退を免れ、銀行システムは大方、強靭性を保った。そして主要な新興市場国への資本流入が突然停止するようなこともなかった。インフレ率の急上昇は、深刻で、生活費危機につながったものの、制御不可能な賃金物価スパイラルを誘発することはなかった(2022年10月「世界経済見通し」を参照)。それどころか、世界のインフレ率は、上昇したペースとほぼ同じ速さで、低下している。

世界経済成長率は前年比ベースで2022年末に2.3%で底を打ち、その後間もなく総合インフレ率の中央値が9.4%でピークをつけた。われわれの最新の予測によると、経済成長率は2024年と2025年に約3.2%で安定し、総合インフレ率の中央値は2024年末の2.8%から2025年末には2.4%へ鈍化する。大半の指標がソフトランディングを示唆している。

市場は、各中央銀行が引き締め策からの出口に向かっていくとの見通しを歓迎した。金融情勢が和らぎ、株式のバリュエーションが急騰し、中国を除く大半の新興市場国へ資本が活発に流入し、一部の低所得国とフロンティア市場国は市場アクセスを取り戻した(2024年4月「国際金融安定性報告書」を参照)。

さらに明るい材料として、パンデミックによる経済への後遺症(パンデミック前の予測と比較した生産高の落ち込み予測)は、新興市場国を中心に大半の国・地域で当初予想よりも小さくなる見込みだ。雇用が力強く伸びたことが一因だった。驚くべきことに、米経済はすでに、パンデミック前のトレンドを上回っている。

底堅い成長とデysinフレの加速を踏まえ、エネルギー価格のショックが当初予想より速く薄れたり、多くの先進国へ移民が大量に流れ込むことで労働の供給が大幅に回復したりと、供給面で好調な展開が見込まれる。断固とした金融政策、および金融政策枠組みの改善が、インフレ期待のアンカーに役立った。新興市場国では特に言えることだ。しかし、「世界経済見通し」の第2章で主張する通り、世界金融危機以降、固定金利住宅ローンの比率が上昇し家計債務の水準が下がったことで、これまでのところ総需要への打撃が限定的だったとみられる米国などの国において、金融政策の効果波及が今般、控えめだった可能性がある。

こうした歓迎すべき展開があったものの、数多くの課題が残っており、断固とした行動が必要である。

まず、インフレの動向は心強いが、まだ闘いは終わっていない。やや気がかりなことに、総合インフレ率およびコアインフレ率の最新の中央値が上昇した。これは一時的かもしれないが、慎重な姿勢を保つだけの理由はある。インフレに関する進展は大半が、エネルギー価格の下落と、財のインフレ率が歴史的平均を下回ったことによるものだ。後者は、サプライチェーンの制約が解消されたこと、および中国の輸出価格が下落したことが一因だった。ただサービスのインフレ率は、時には執拗なまでに高止まりしており、デysinフレの道のりを妨げる可能性がある。インフレ率を目標水準まで下げることが依然として優先事項である。

第2に、世界全体の数字は、各国間の大きな相違を隠している。米国で最近見られた並外れた成長は確かに見事であり、世界的な成長の主たる原動力ともなっているが、長期的な財政の持続性にすぐわれない財政スタンスなど、底堅い需要要因を反映している(2024年4月「財政モニター」を参照)。これは短期的に、デysinフレプロセスへのリスクとなるだけでなく、長期的に資金調達コストを世界的に押し上げるリスクがあるため、世界経済の財政・金融安定性リスクを高める。何かが変わらなければならない。

ユーロ圏の成長は今年、加速するものの、非常に低い水準からである。金融引き締めや過去のエネルギーコストの名残、そして計画済みの財政再建

が経済活動の重しとなっている。賃金が引き続き大幅に伸びていること、そしてサービスのインフレ率が高止まりしていることで、インフレ率の目標水準への回帰が遅れる可能性がある。米国と違い、景気過熱の兆候はほとんどなく、欧州中央銀行は、成長の過度な鈍化や物価が目標を下回る事態を避けるために、金融緩和への旋回を慎重に調整しなければならない。労働市場は力強いように見えるが、欧州企業が景気回復を見越してこれまで労働力を保蔵していたのだとしたら、景気回復が実現しない場合には労働市場の底堅さは幻想で終わることになる。

中国経済は、長引く不動産セクターの不況が打撃となっている。与信のブームと崩壊は、勝手に素早く解消されるものではなく、中国のケースも例外ではない。根本的な原因に対処する力強い措置と改革がなければ国内需要は冷え込んだ状態がしばらく続くであろう。公的債務の動向も懸念される。不動産危機が地方財政危機へ転化していけばなおさらである。国内需要が落ち込んでいる中で対外黒字が拡大する可能性がある。ここでのリスクは、地政学的環境がすでに緊迫している中、貿易上の緊張が一段と高まることである。

一方、その他の主要な新興市場国は経済が力強い。グローバル・サプライ・チェーンの再編や米中間における貿易の緊張の高まりが追い風となっているケースさえもある。「世界経済見通し」の第4章で示す通り、世界経済においてこうした国々の足跡が増しており、今後の世界の成長を支える上で、これまで以上に大きな役割を果たすことになる。

厄介な展開は、多くの低所得発展途上国とその他の世界の格差が広がっていることだ。低所得発展途上国の成長見通しは下方改定され、インフレ見通しは上方改定された。さらに憂慮すべきことに、低所得発展途上国(一部の主要国を含む)のパンデミックによる経済の後遺症(パンデミック前の予測と比較した生産高の落ち込み予測)は、その他の地域とは対照的に、上方改定された。最も貧しい国々がパンデミックや生活費危機からいまだ抜け出せないでいることを示唆する。さらに、紛争によって今も、人命が失われ、不確実性が高まっている。こうした国にとって、成長を促進するような国

内・対外直接投資を呼び込む構造改革へ資金を振り向けること、そして国内資金動員を強化することが、借り入れコストを管理したり開発目標を達成しつつ資金調達の可能性を減らしたりする上で支えとなるであろう。こうした国では若年人口が大きく、その人的資本を改善する取り組みが必要である。

第3に、インフレ率が後退するにつれ、実質金利は上昇し、公的債務比率を低下させる力学に陰りが見えてきた。高債務に見舞われている新興市場国では特にそうだ。各国は、財政バッファの再構築へと舵を切らなければならない。信頼できる財政再建は、資金調達コストを抑え金融安定を改善する上で役に立つ。マイナスの供給ショックがより頻繁に起き、社会的セーフティネットや気候変動への適応、デジタルトランスフォーメーション、エネルギーの安全保障、防衛への歳出ニーズが拡大する中で、財政再建を政策の優先事項としなければならない。ただ、2023年4月の「世界経済見通し」で示した通り、これは決して簡単ではない。財政再建は、国債市場にその条件を押し付けられるときよりも、経済が成長している局面で実行された場合、そして信頼性がある場合に、成功しやすい。インフレが抑制されている国で、財政バッファを再構築するための信頼性がある複数年の取り組みに従事している国は、金融政策が経済活動を支える一助となりうる。見習うべき例として、1993年に米国で実施された財政再建と金融緩和のエピソードが挙げられる。

第4に、中期的な成長見通しが依然として歴史的な低水準にとどまっている。「世界経済見通し」の第3章は、成長見通しの鈍化のさまざまな要因を掘り下げる。主な要因は全要素生産性の鈍化だ。全要素生産性鈍化のかなりの部分は、セクター内や一国内で資本と労働の配分の誤りが増えていることからきている。より迅速で効率的な資源配分を促進することが成長を押し上げる助けとなるであろう。中期的には、人工知能(AI)が生産性を大幅に向上させることが大いに期待される。それが実現する可能性はあるが、労働・金融市場が深刻な混乱に直面する可能性も高い。AIのポテンシャルを活かすには、各国がデジタルインフラを改善し、人的資本に投資し、グローバルな規則の策定で協調する

ことが必要だ。中期成長見通しはまた、地政学的分断の高まりと、2019年以降の貿易制限措置および産業政策の急増によって損なわれている。世界貿易の結びつきはすでに変わっており、効率性が失われている可能性がある。より広範には、世界協調と多国間主義への打撃となっている。

最後に、気候変動に強いグリーンな将来を実現するためには、世界的に多額の投資が必要となる。経済成長が排出集約的でなくなってきたここ数十年の動向から分かるように、排出量削減と経済成長は両立できる。それでもなお、排出量が依然として増えている。より多くの取り組みが至急、必要である。先進国と中国では、グリーン投資が健全なペースで拡大してきた。マイナスの影響がある化石燃料への補助金を削減すること

で、グリーン投資を増やす財政的余裕ができる。他の新興市場国・発展途上国が最も力を入れなければならない。こうした国々はグリーン投資を大幅に増やし化石燃料投資を減らさなければならないのだ。これには先進国と中国の技術移転、および大規模な資金調達(大部分が民間セクターからだが、一部は譲許的)が必要である。

こうした点において、そしてその他多くの事項についても、多国間枠組みと協力なくしては進展がほとんど望めないであろう。

ピエール・オリヴィエ・グランシャ
経済顧問

世界的にデフレーションが進行した2022-23年を通して、経済活動は驚くほど底堅かった。世界的にインフレ率が2022年につけたピークから落ちていく中、スタグフレーションや世界的な景気後退に対する警告に反して、経済活動は安定的に伸びた。予想を上回る政府支出と家計消費などの需要の動向、および労働市場参加率が予想外に上昇したことを中心とする供給能力の拡大が支えとなり、雇用と所得の伸びが安定的に推移した。中央銀行が価格の安定を取り戻すために大幅に利上げしたにもかかわらず経済が持ちこたえたのは、主要先進国の家計が、パンデミック中に蓄積したかなりの額の貯蓄を活用できたことも反映している。さらに、第2章で示す通り、住宅ローンと住宅市場が、パンデミック前の10年間続いた低金利環境下で変化したことが、利上げの短期的影響を和らげる要因となった。インフレが目標水準に近づき多くの国・地域で中央銀行が政策を緩和方向に巡回させる中、高水準の政府債務を抑制するために、増税や歳出削減を伴って財政政策が引き締められることが成長の重しとなる見込みだ。

世界経済成長率は、2023年に3.2%になると予測されており、2024年、2025年とも同じペースが続く見込みだ。2024年の成長予測は、2024年1月の世界経済見通し(WEO)改訂版のときから0.1%ポイント上方改定され、2023年10月のWEOからは0.3%ポイント上方改定された。経済成長のペースは歴史的水準と比べると低い。これは、依然として高い借り入れコストや財政支援の後退などの短期的要因と、新型コロナウイルスのパンデミックとロシアのウクライナ侵攻、生産性の伸びの弱さ、地経学的分断の悪化という長期的要因がともに働いている。世界の総合インフレ率は、年平均で2023年の6.8%から2024年は5.9%、2025年には4.5%へと鈍化する見込みである。先進国は新興市場国・発展途上国よりも早くインフレ目標に到達するであろう。世界経済成長率の5年後予測は3.1%であり、数十年ぶりの低水準となる。低中所得国にとって、より高い生活水準へ追いつくペースは鈍化しており、世界経済の格差が根強いことを示唆する。第3章で示す通り、比較的弱い中期的見通しは、一人当たりGDPの伸びが鈍化することを反映している。一人当たりGDPの伸びが鈍化する

主な要因は、構造的な制約が根強く残っていることから資本と労働力が生産的な企業へ流れることが妨げられているためである。第4章では、中国やその他の主要な新興市場国の世界経済に占める割合が増えていることから、これらの国の成長見通しが低下することが、貿易相手国の見通しにも影響することを指摘する。

世界経済見通しのリスクは概ねバランスが取れている。下振れリスクとしては、ウクライナでの戦争やパレスチナ自治区ガザでのイスラエルの紛争を含む地政学的緊張を要因として再び価格が急騰する可能性がある。労働市場が依然ひっ迫している地域でのコアインフレ率の高止まりと相まって、金利見通しの上昇と資産価格の下落を招きうる。また、主要経済国間でデフレーションのペースが徐々に異なってきたことが、金融部門を圧力にさらすような通貨変動を引き起こす可能性がある。高金利は、当初予想されていたよりも景気冷却効果が強いかもしれない。固定金利住宅ローンがリセットされ家計が多額の債務を抱えることで経済的ストレスが生じるためだ。中国は、問題を抱えている不動産部門に関する包括的な対策を打たない限り、成長が鈍化する可能性があり、そうなれば貿易相手国が打撃を受ける。多くの国で政府債務が高い水準にある中で、増税や歳出削減への急転換は経済活動を弱め信頼を損ない、気候変動によるリスクを減らすための改革と支出への支援を抑制してしまう。地経学的分断化が悪化する恐れがあり、そうなれば財と資本、人の流れの障壁が高くなり、供給サイドのペースが低下することが予想される。上振れリスクとしては、財政政策が必要以上に、かつ当初予測よりも大幅に緩和的であった場合、短期的に経済活動が増える可能性がある。ただこれは後々、よりコストのかかる政策調整が必要となるリスクを伴う。また、労働市場参加率が一段と高まりインフレ率が予想以上に速く低下する可能性がある。そうなれば中央銀行は金融政策緩和の計画を前倒しすることができる。人工知能(AI)と予想以上に力強い構造改革によって生産性の伸びが加速することも考えられる。

世界経済がソフトランディングに近づく中、中央銀行にとって直近の優先事項は、政策を時期尚早に緩めることも、政策緩和を遅らせ過ぎてインフレ

世界経済見通し

目標を下回ってしまうことも避けて、インフレがスムーズに着地できるようにすることである。同時に、中央銀行がより緩和的な姿勢を取る中で、財政政策は、予算の柔軟性や優先的投資に充てる余裕を作るため、また、債務の持続可能性を確保するため、中期的な財政再建計画の導入に改めて注力する必要がある。国によって状況がまちまちであるため、政策対応も国ごとの状況に合わせるべきだ。供給サイドを強化する改革を加速させれば、インフレ

抑制と債務削減が促進され、成長がパンデミック前の時代の高い平均水準へ押し上げられ、高い所得水準への収斂が加速されるだろう。地経学的分断化および気候変動のコストとリスクを抑え、グリーンエネルギーへの移行を加速し、債務再編を促進するには多国間協力が不可欠である。