

BBLセミナー プレゼンテーション資料

2016年5月20日

「世界経済見通し—『よろめく世界経済
—余りにも長期にわたる緩慢な成長』」

柏瀬健一郎

※資料の引用は、IMFのウェブサイトに掲載されている 世界経済見通し
本文及び図表から直接の引用とし、出典を明記してください

<http://www.rieti.go.jp/jp/index.html>



世界経済見通し (WEO)

2016年4月

よるめく世界経済一

長期にわたる緩慢な成長

国際通貨基金(IMF) 柏瀬健一郎



世界経済見通し： 成長率は依然として緩やか。ばらつきがあり、下振れリスクを伴う！

ベースライン

- 先進国・地域の2016年経済成長率は2015年に極めて近いと予測
- 2017年は若干の改善を予測
- 新興市場国・地域の2016年の経済成長率はわずかながら改善を予測
- ストレス下にある国・地域の経済状況が正常化するにつれ、2017年はよい力強い回復が見込まれる
- 経済パフォーマンスは国ごとにより異なる

リスク

- 新興市場国・地域への資本フローの無秩序な落ち込みが金融安定化を損なうリスク
- 中国のリバランスとその波及効果
- 一次産品価格の低迷が輸出国に与える影響（新興市場国・地域及び低所得国）
- 困窮状態にある国で長引く景気後退
- 経済以外の原因によるショック

先進国・地域において、成長率は更に下方修正...

(前年比、パーセント)



世界



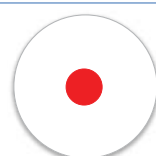
先進国・地域



米国



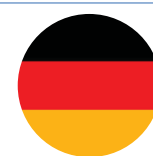
英国



日本



ユーロ圏



ドイツ



カナダ



アジアの他の
先進国

2015 **3.1** **1.9** **2.4** **2.2** **0.5** **1.6** **1.5** **1.2** **2.1**

2016 **3.2** **1.9** **2.4** **1.9** **0.5** **1.5** **1.5** **1.5** **2.2**

2016年1月からの修正 -0.2 -0.2 -0.2 -0.3 -0.5 -0.2 -0.2 -0.2 -0.2 -0.3

2017 **3.5** **2.0** **2.5** **2.2** **-0.1** **1.6** **1.6** **1.9** **2.6**

2016年1月からの修正 -0.1 -0.1 -0.1 0.0 -0.4 -0.1 -0.1 -0.2 -0.4

...そして、新興市場及び低所得途上国でも。 (前年比、パーセント)



世界

新興市場及び途
上国・地域

中国

インド

ブラジル

ロシア

一次産品輸出
国・地域

低所得途上国

2015

3.1

4.0

6.9

7.3

-3.8

-3.7

0.7

4.5

2016

3.2

4.1

6.5

7.5

-3.8

-1.8

1.0

4.7

2016年1月からの
修正

-0.2

-0.2

0.2

0.0

-0.3

-0.8

-0.5

-0.9

2017

3.5

4.6

6.2

7.5

0.0

0.8

2.6

5.5

2016年1月からの
修正

-0.1

-0.1

0.2

0.0

0.0

-0.2

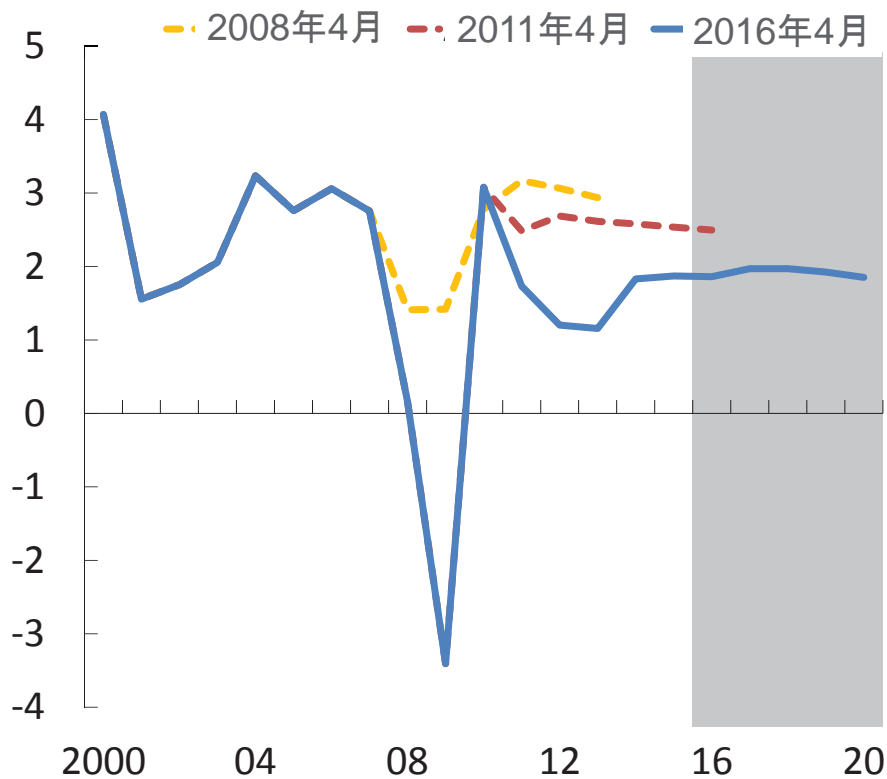
-0.2

-0.4

世界経済は2017年以降、徐々に回復していく見通し。

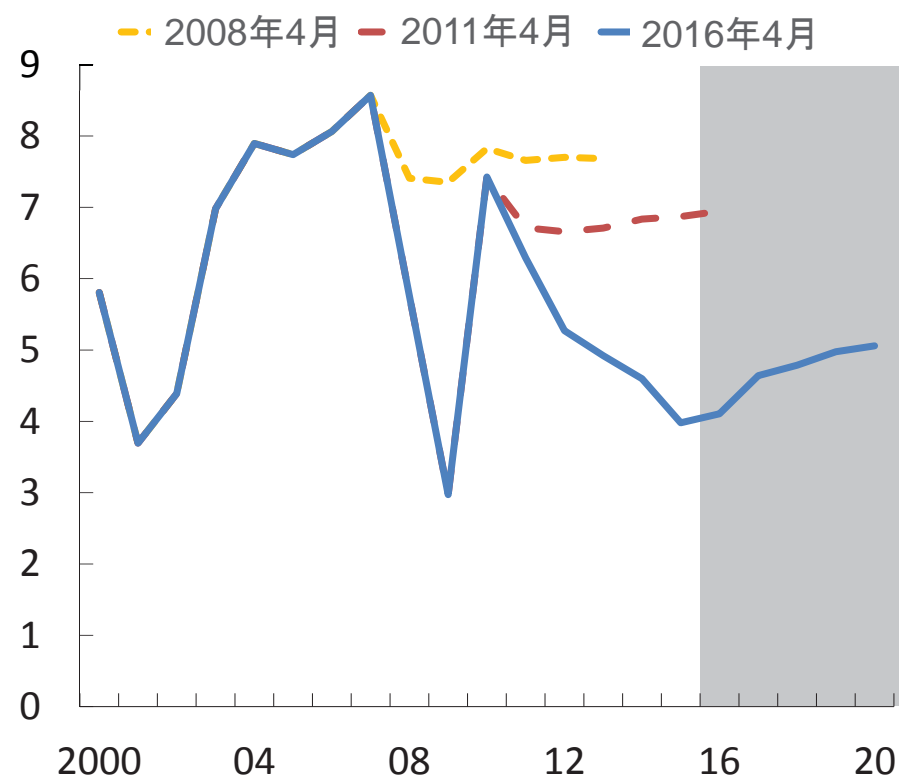
先進国・地域: 実質GDP成長率

(パーセント、過去のWEO予測)



新興市場: 実質GDP成長率

(パーセント、過去のWEO予測)



それでは、世界経済見通し(ベースライン)の前提は？

- 現在ストレス下にある国・地域の経済状況が緩やかに正常化
- 中国経済のリバランスが成功し、経済成長率のトレンドは低めながら、依然として高い水準を維持
- 原油価格が緩やかに回復し、一次産品輸出国の輸出が加速
- 他の新興市場及び途上国・地域の成長が回復

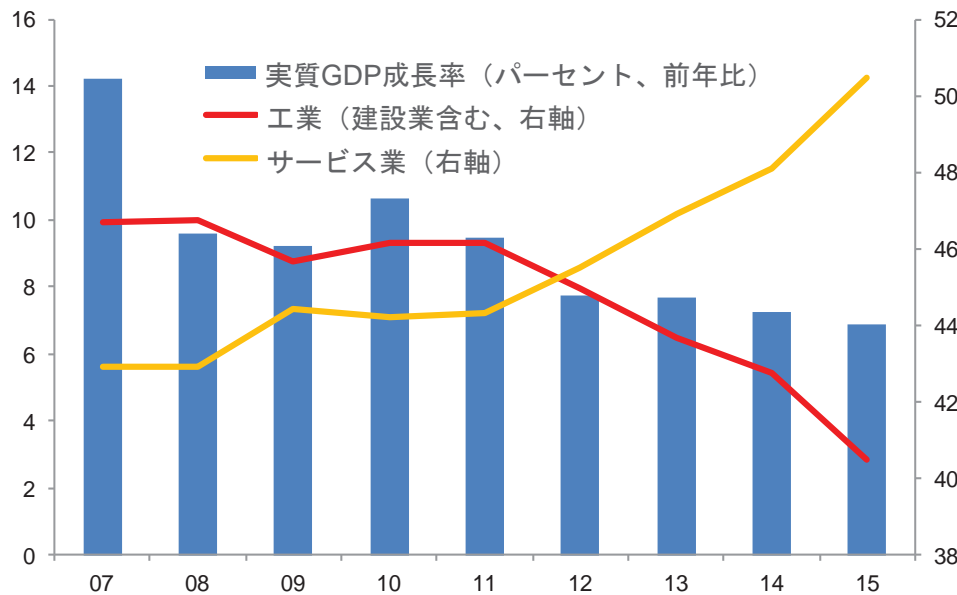
世界に及ぶ経済の再調整が見通しを形作っている。 その主要なものは？

1. 中国経済の減速とリバランス
2. 原油を中心とした一次産品価格の下落継続
 - 関連するグローバル投資・貿易の減速
 - 国、セクターにおける再分配の影響
3. 新興市場国・地域への資本フローの減少

1. 中国経済の減速とリバランス

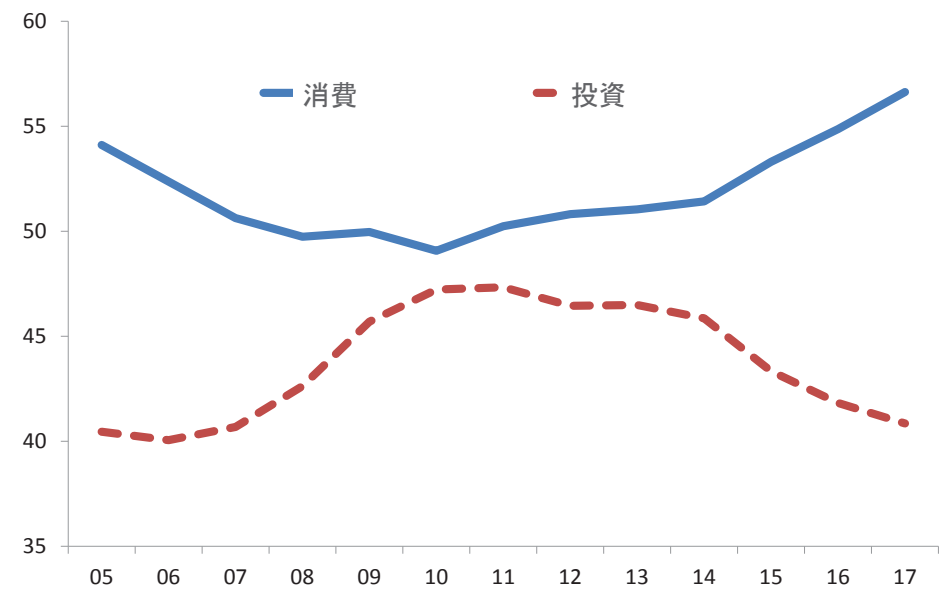
GDPに占める工業の比率が低下し...

粗付加価値の比率
(対GDP比、パーセント)



...投資の比率も減少

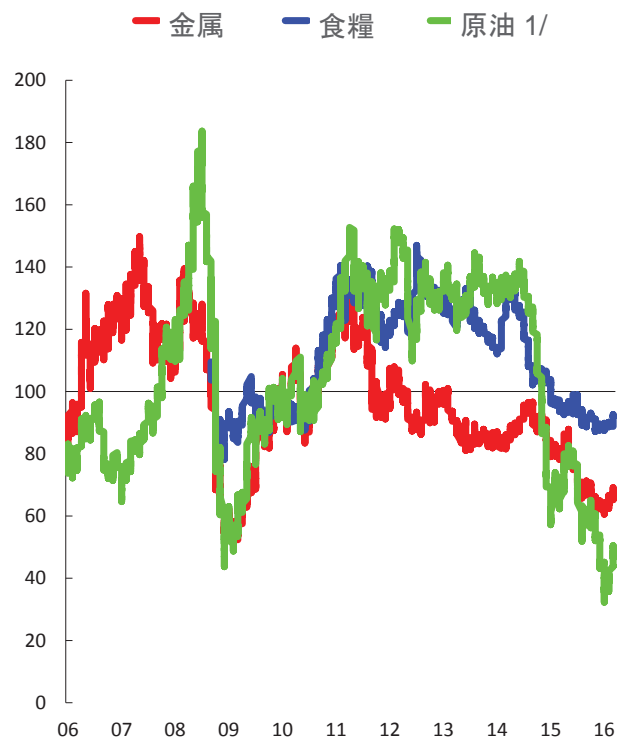
支出による粗付加価値の比率
(対GDP比、パーセント)



2. 原油を中心とした一次産品価格は依然として低迷...

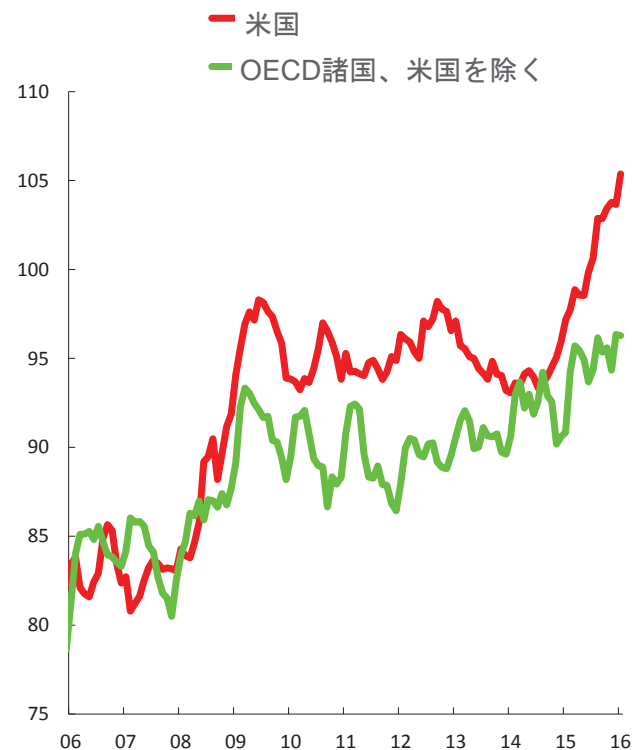
一次産品価格指数

(2010年1月1日=100)



原油在庫

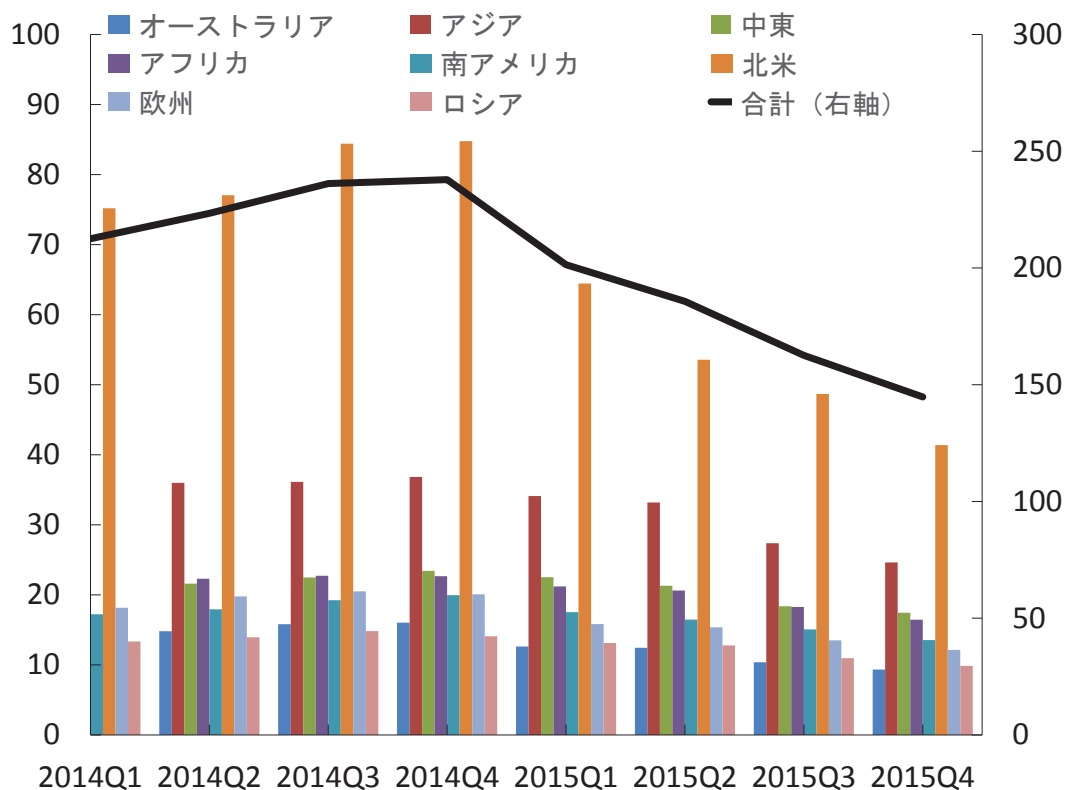
(先渡し需要日数)



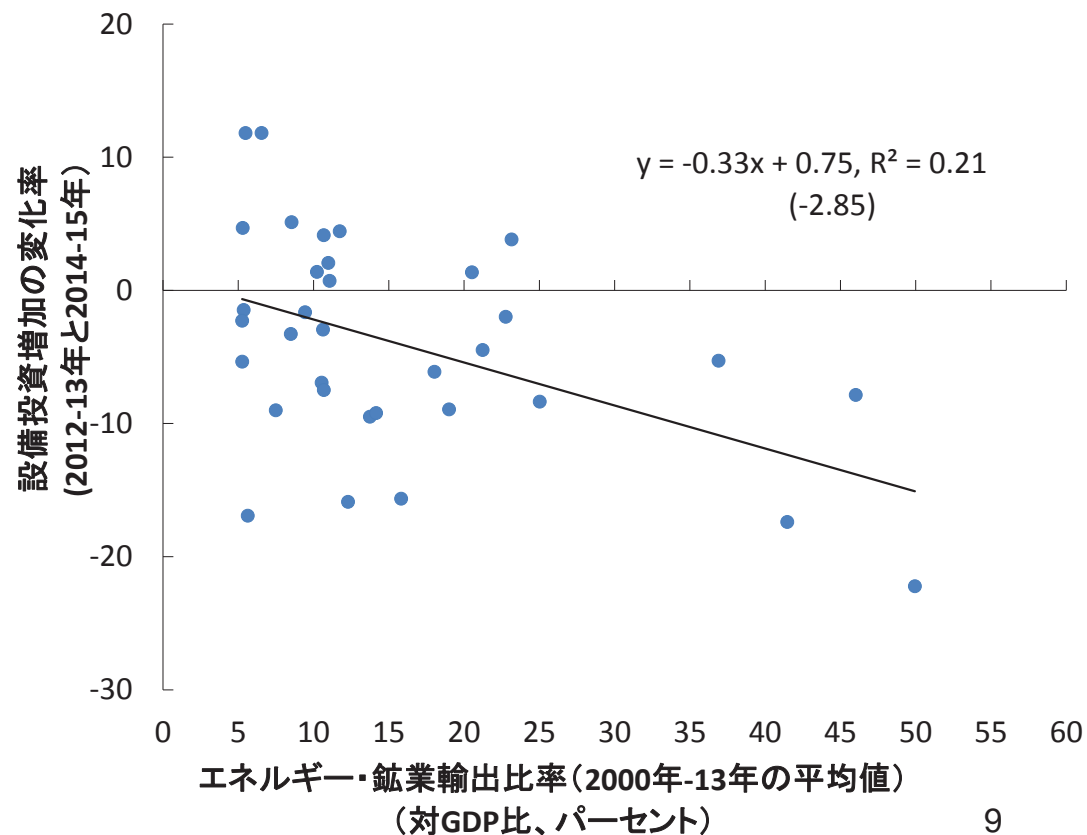
出所: IMF 世界経済見通し (WEO)、IMF プライマリー・コモディティ・プライス・システム、国際エネルギー機関 (IEA)
1/ APSP (原油スポット価格の平均): 北海ブレント原油、ドバイ、ウエスト・テキサス・インターミディエートの単純平均

... 世界のエネルギー及び採掘投資が減少。 その幅は輸出依存度の高い国において大きい。

主要産出国：原油及び天然ガスの実質設備投資への寄与度(四半期毎)
(10億ドル)

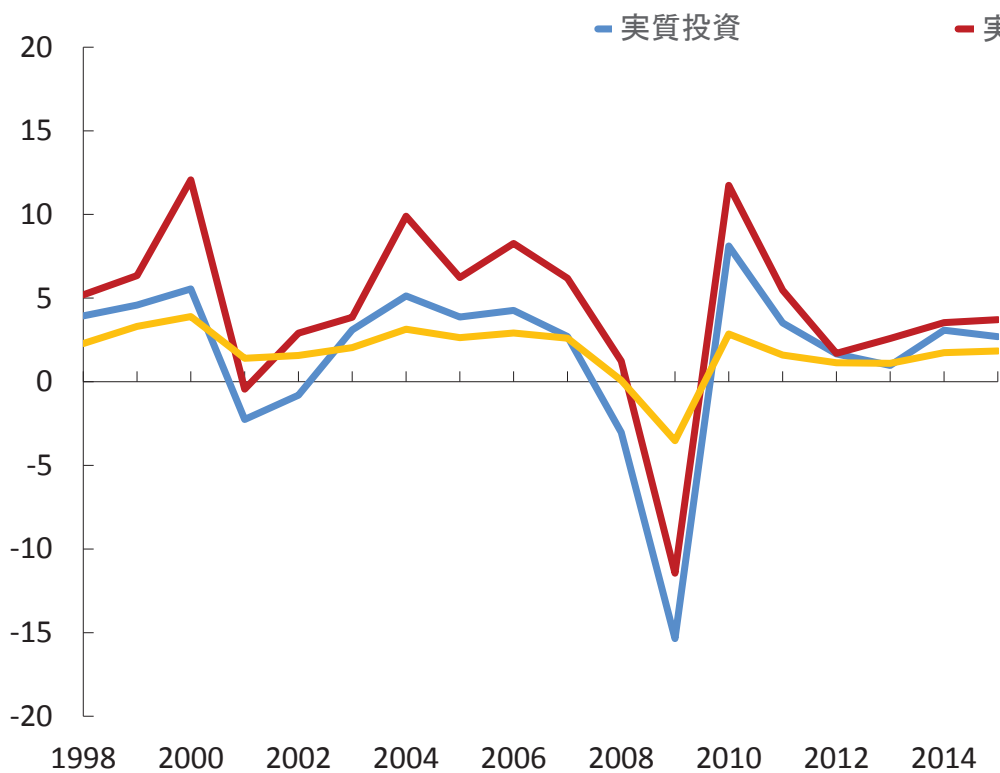


設備投資増加の変化率とGDPに占めるエネルギー・鉱業輸出比率の相関

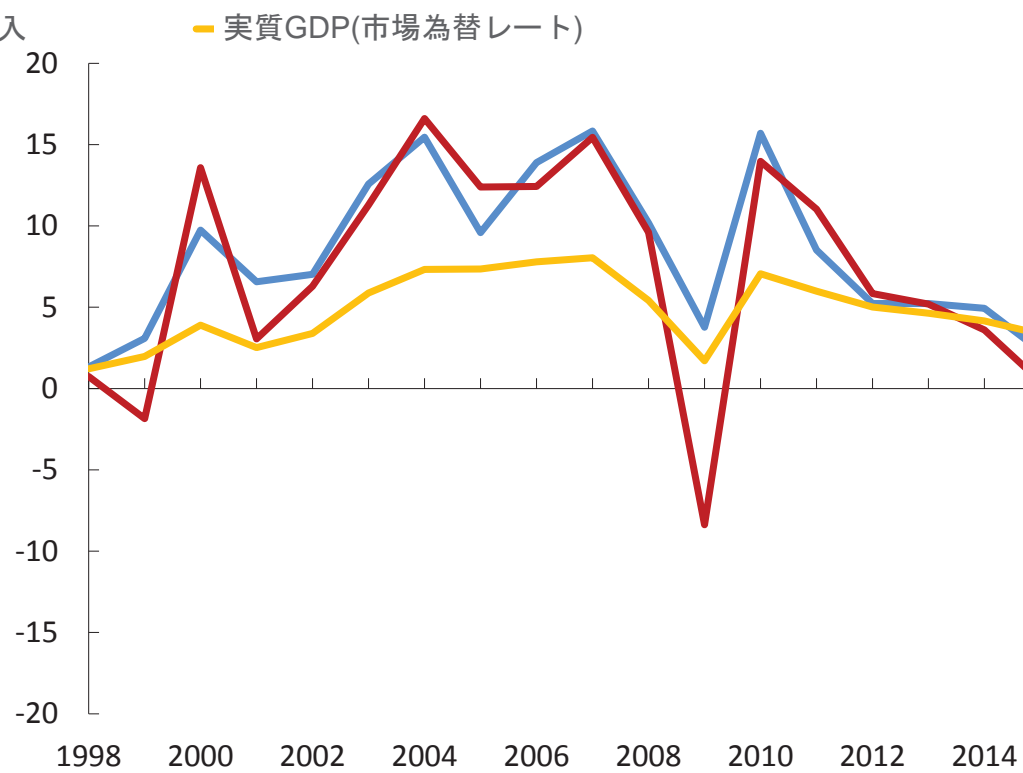


更に重要なことは、世界における投資の低迷が 貿易に下押し圧力をかけている...

先進国・地域

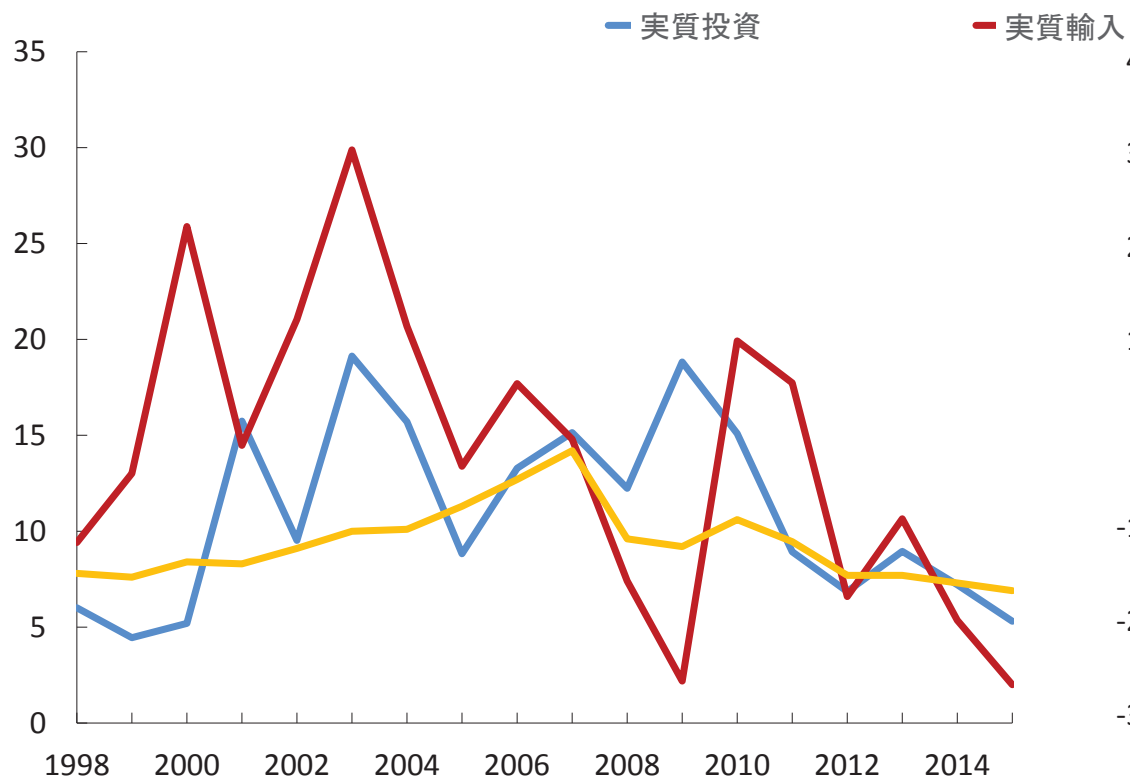


新興市場及び途上国・地域

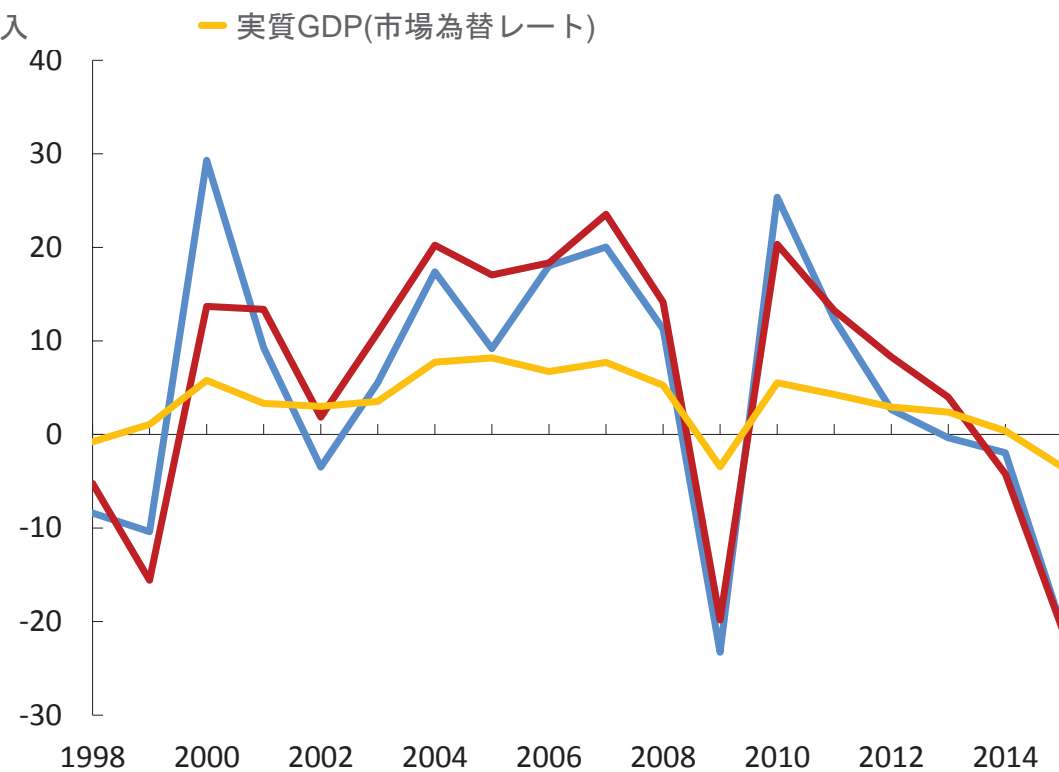


...その圧力は、中国や資源輸出国において顕著。

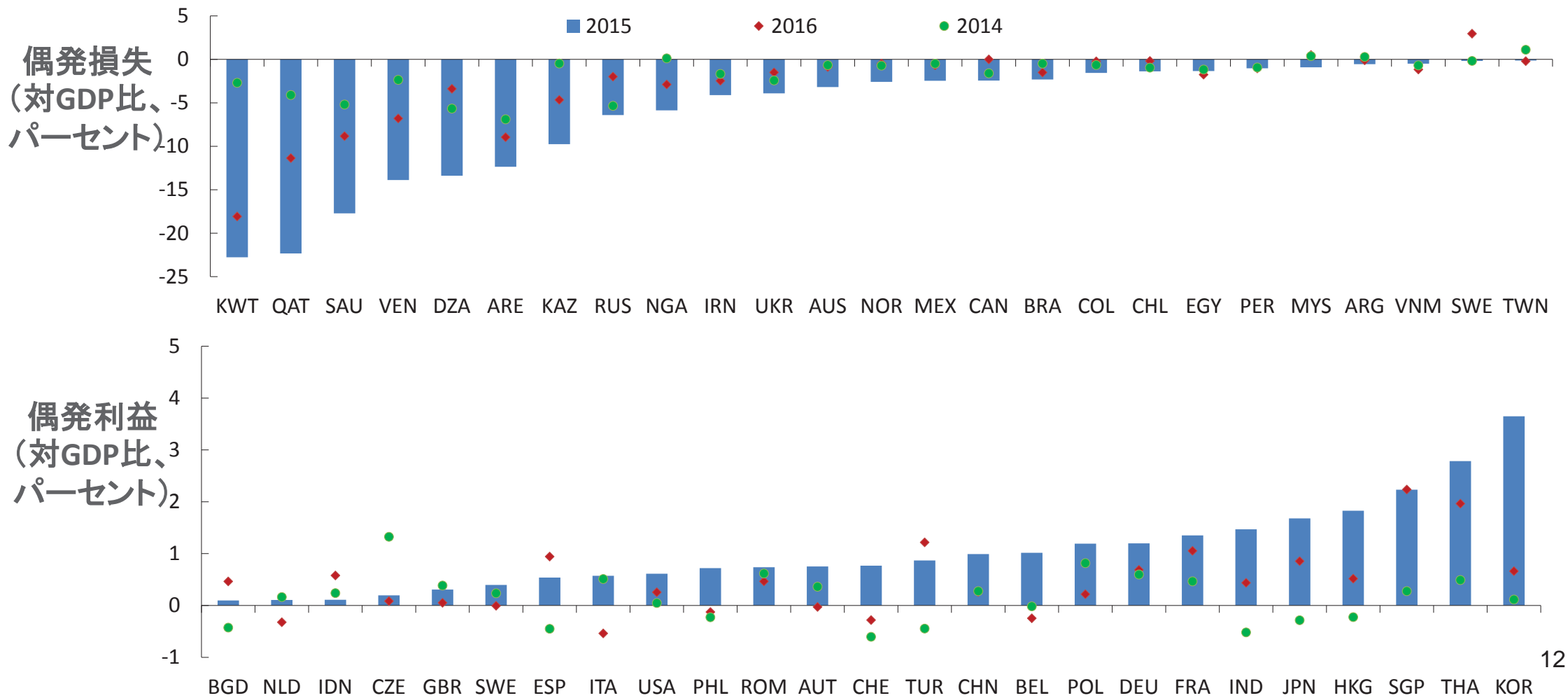
中国



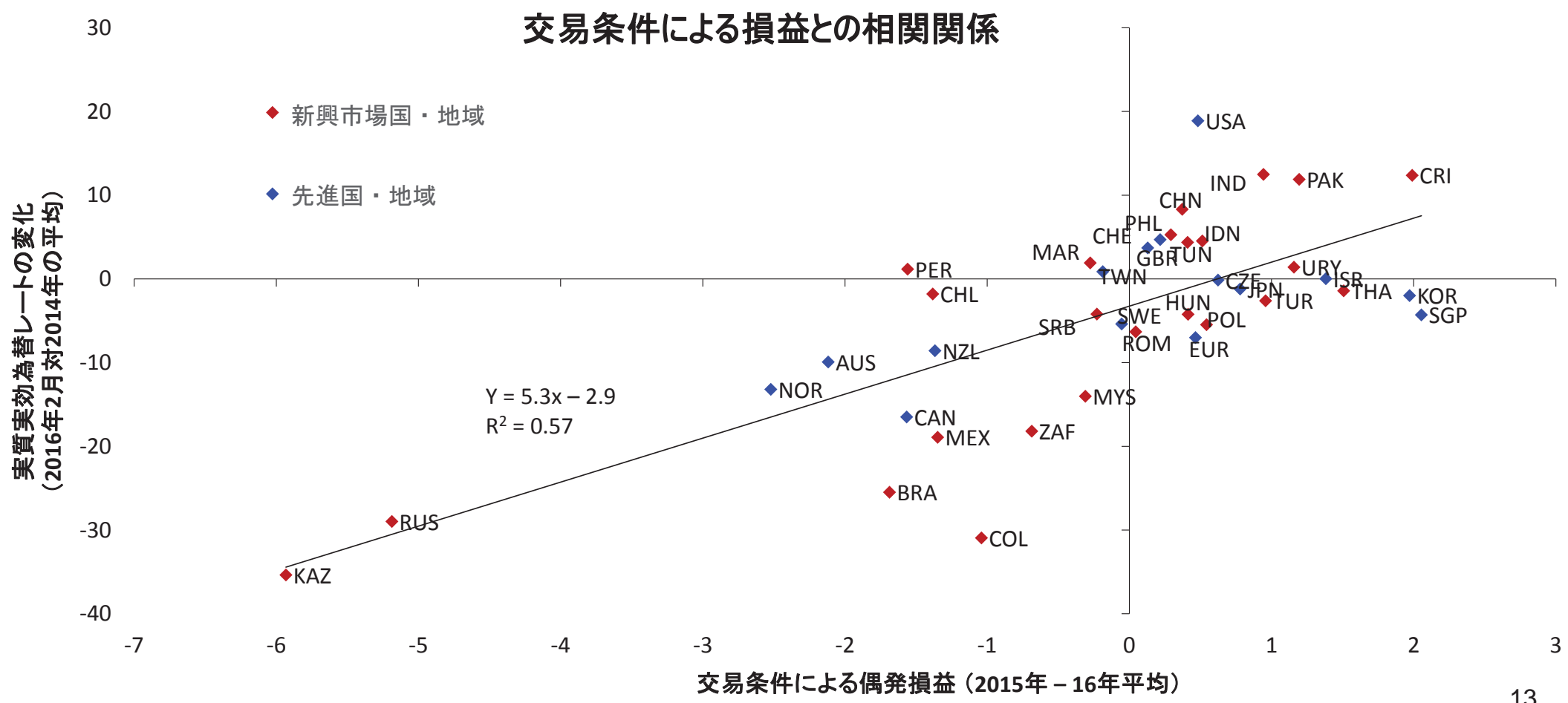
主要な一次産品輸出国



交易条件の大幅な変化によって、偶発的な損益が発生...

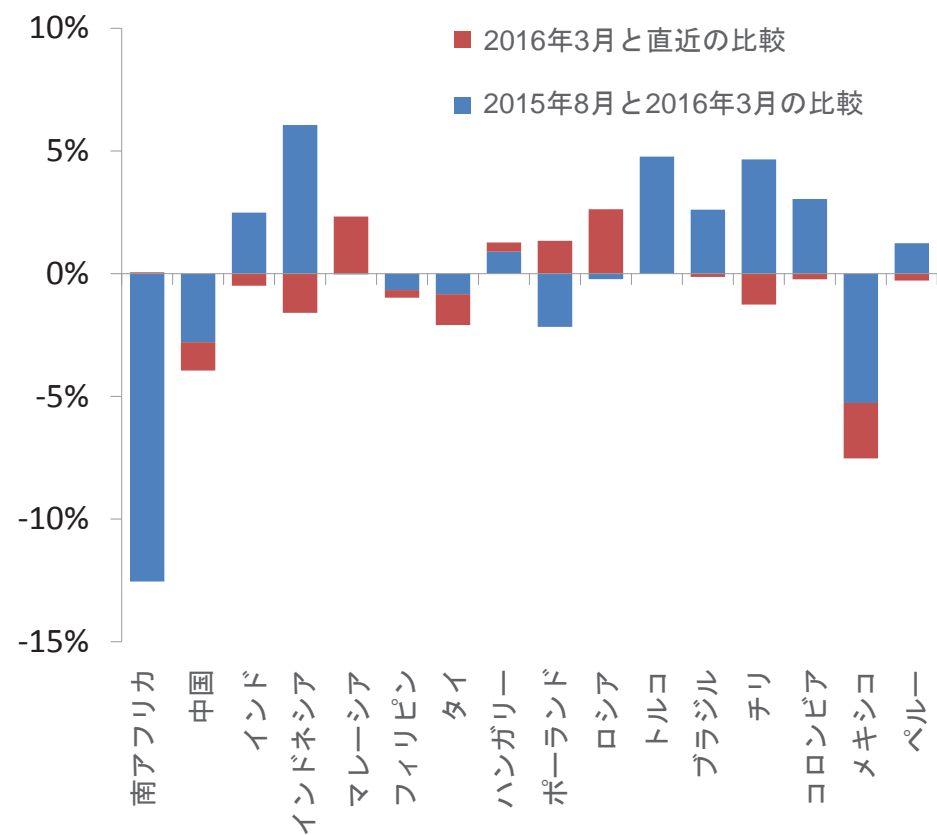
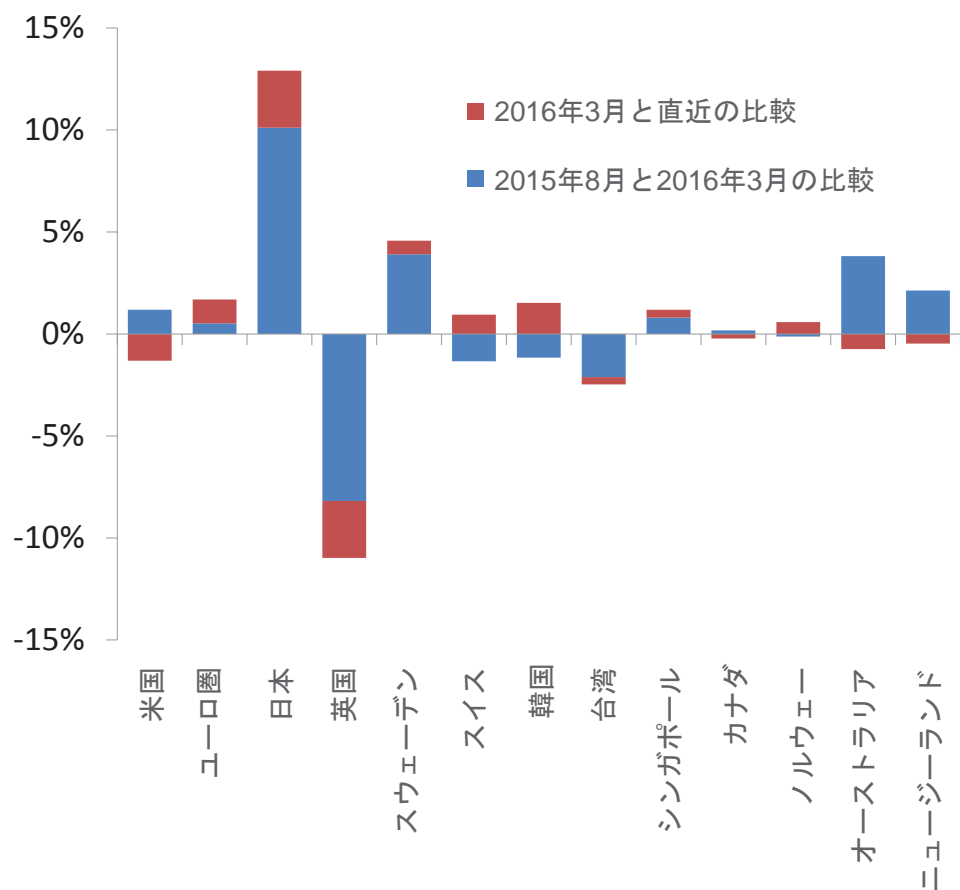


... 2014年以降の実質実効為替レートの変化にも影響を及ぼしている。



出所: IMFスタッフ推定

実効為替レートも国によっては大きく変動 (2015年8月 - 2016年4月)

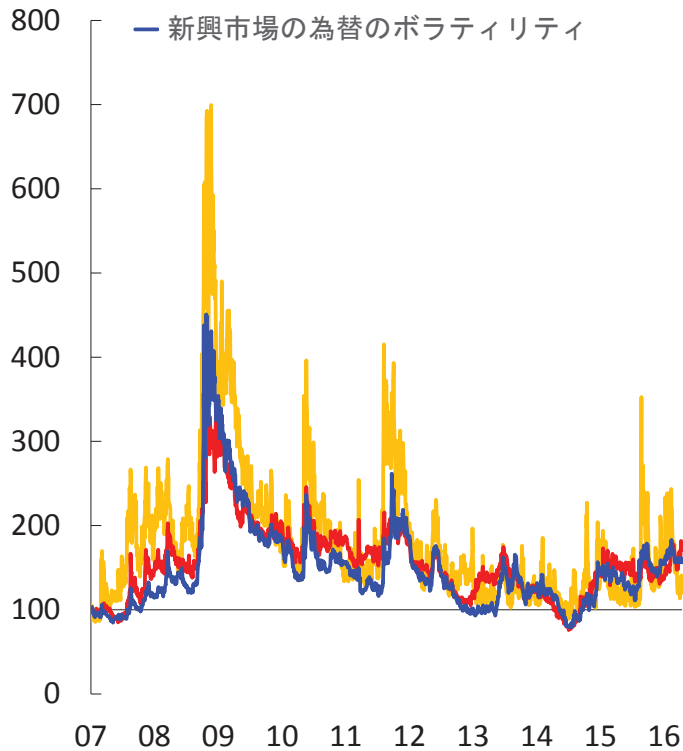


そして、金融情勢は不安定でタイト化...

金融市場のボラティリティ

(指数、2007年1月1日 = 100)

- VIX (ボラティティ・インデックス)
- G7 為替のボラティリティ
- 新興市場の為替のボラティリティ

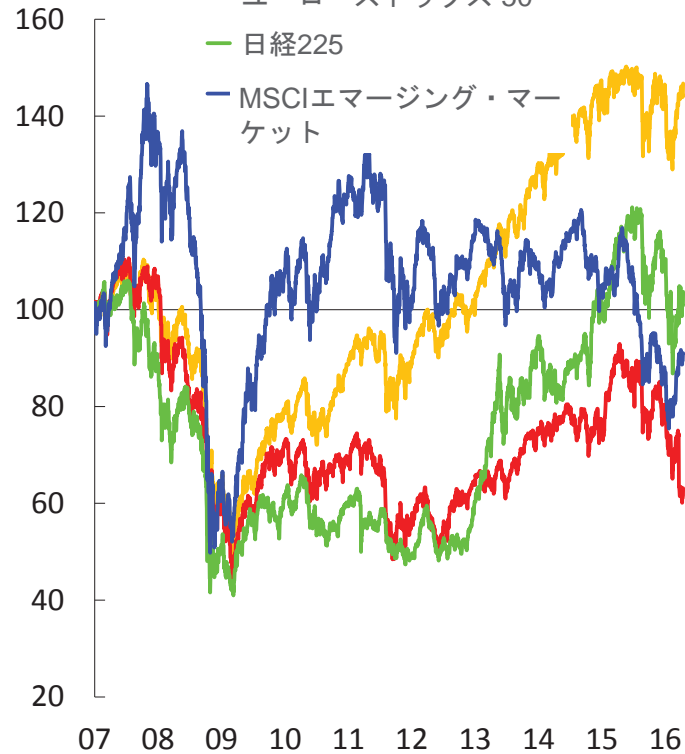


出所：ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス、IMFスタッフ算定

株価

(指数、2007年1月1日 = 100)

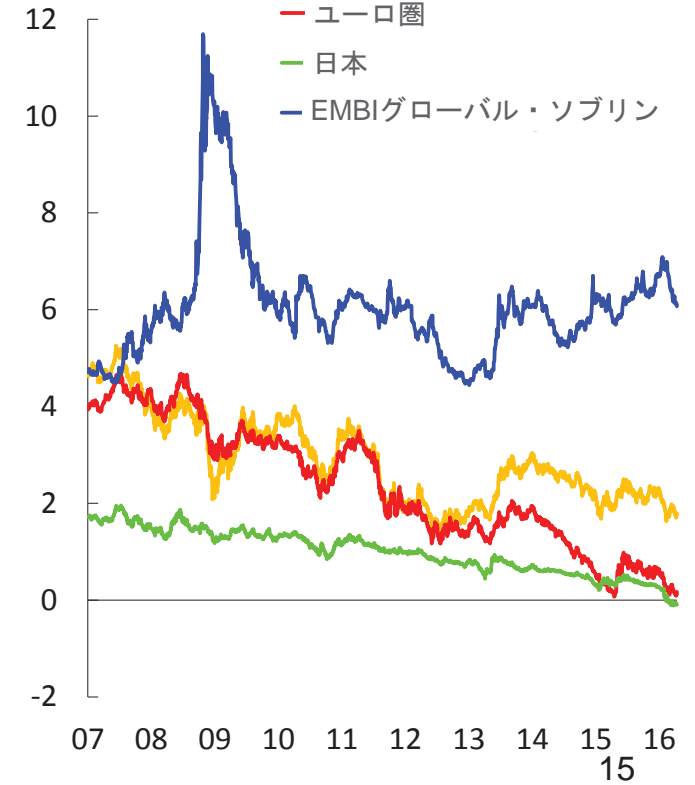
- S&P 500種株価指数
- ユーロ・ストックス 50
- 日経225
- MSCIエマージング・マーケット



国債の利回り

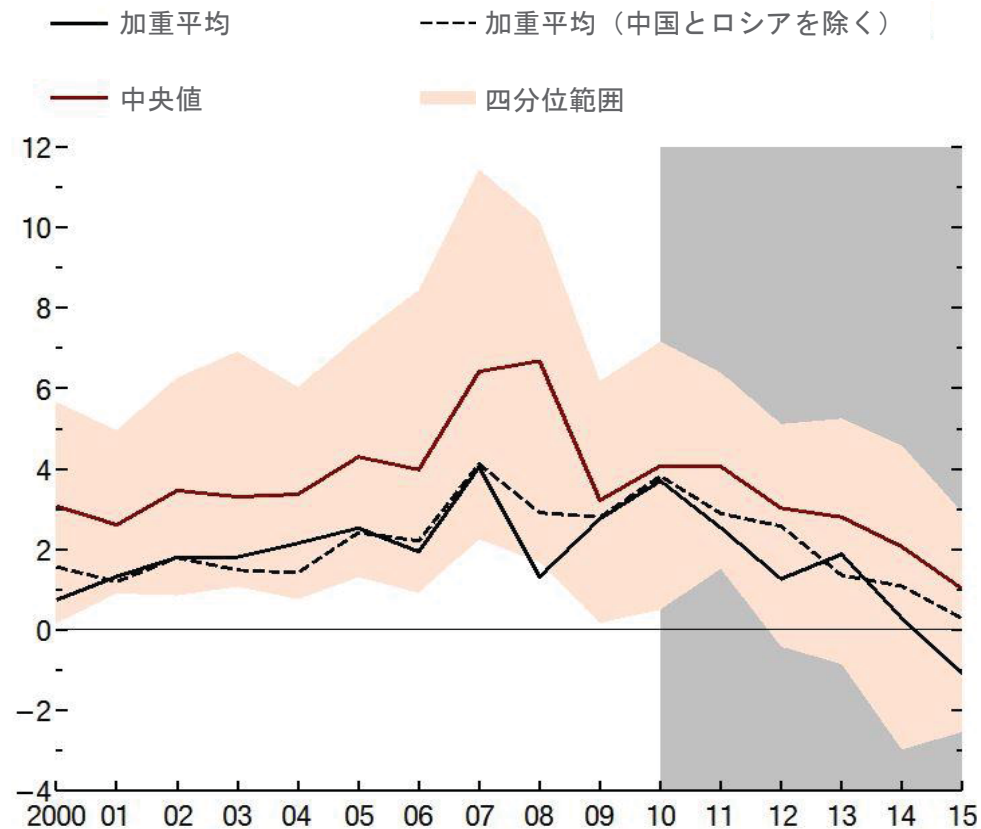
(パーセント)

- 米国
- ユーロ圏
- 日本
- EMBIグローバル・ソブリン



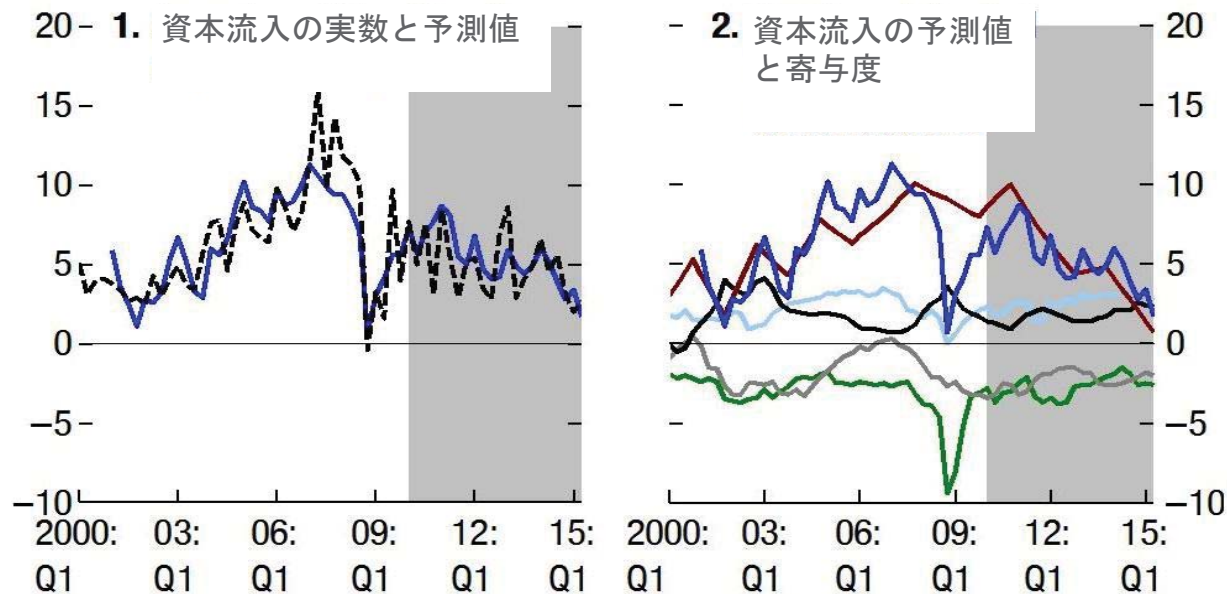
3. 新興市場国・地域への資本フローが広範囲に及び減速...

新興市場国・地域への正味資本流入
(2000年 - 2015年Q3、対GDP比、パーセント)



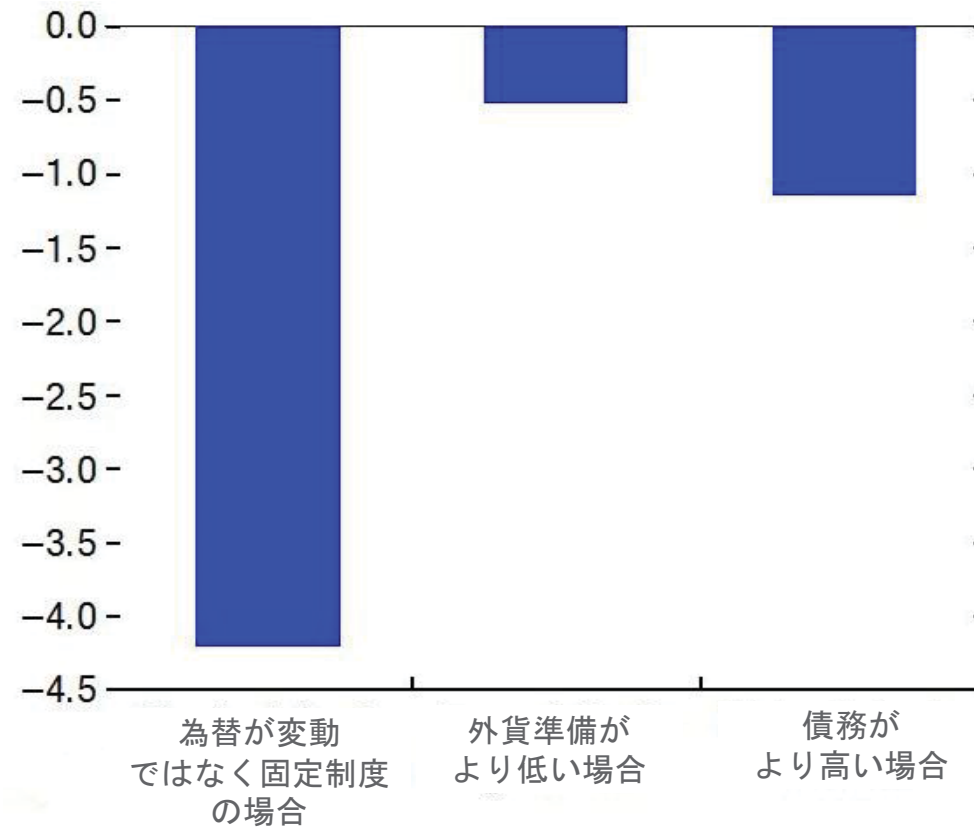
それは、新興市場と先進国の成長率の差違の縮小に強く関連。

最近の資本流入の減少におけるグローバルな要因 (2000年 - 15年3Q、対GDP比、パーセント)



また、国ごとの固有事情も資本流入減少に影響を及ぼしている。

資本流入減少の差(2010-2015年)
(対GDP比、パーセント)



このような世界経済における、必要な政策提言は？

先進国・地域

- 金融緩和とバランスシート調整の継続
- テーラードされた(個別の)構造改革の実施
- 財政支援(出動余地のある国ではインフラ投資による緩和、必要に応じて成長を阻害しない調整)

新興市場及び途上国・地域

- 為替レートを緩衝装置として引き続き利用(リスクを監視)
- 金融緩和/財政政策の前にトレードオフを見極める
- 秩序立った構造改革
- 金融監督及びマクロプルーデンスの枠組みを強化

すべての国

- 同時不況を回避するためには、協調的な政策的措置も必要、緊急対応策を早急に作成
- グローバルなセーフティネットと財政改革政策を拡大
- 難民や疾病など、その他の公共問題に協調して対処する必要

秩序立った構造改革の必要性も重視。

製品・労働市場改革がマクロ経済の成果に与える影響

(構造改革の効果は、改革のタイプ、総合的経済状況、考慮される時間枠で異なる)

改革分野	正常な経済状況		脆弱な経済状況		強い経済状況	
	短期	中期	短期	中期	短期	中期
製品市場	+	++		+	+	++
雇用保護法制			-	--	+	++
失業給付	+	++	-		+	++
税のくさび(労働市場)	++	++	++	++		
労働市場活性化政策	++	++	++	++		

出所：IMFスタッフ推定

注：マクロ経済の成果は、産出高／雇用：+(-)は、それぞれプラス(マイナス)の効果を示す。“+”“-”の数は影響の強さを示す。

労働税減税および労働市場活性化政策への支出増加の効果は他より小さいが、こうした措置が予算中立の形で導入されたときは継続的にプラスの効果を及ぼす。

アジア太平洋地域における経済見通し

激動の時代—アジアの更なる飛躍に向けて





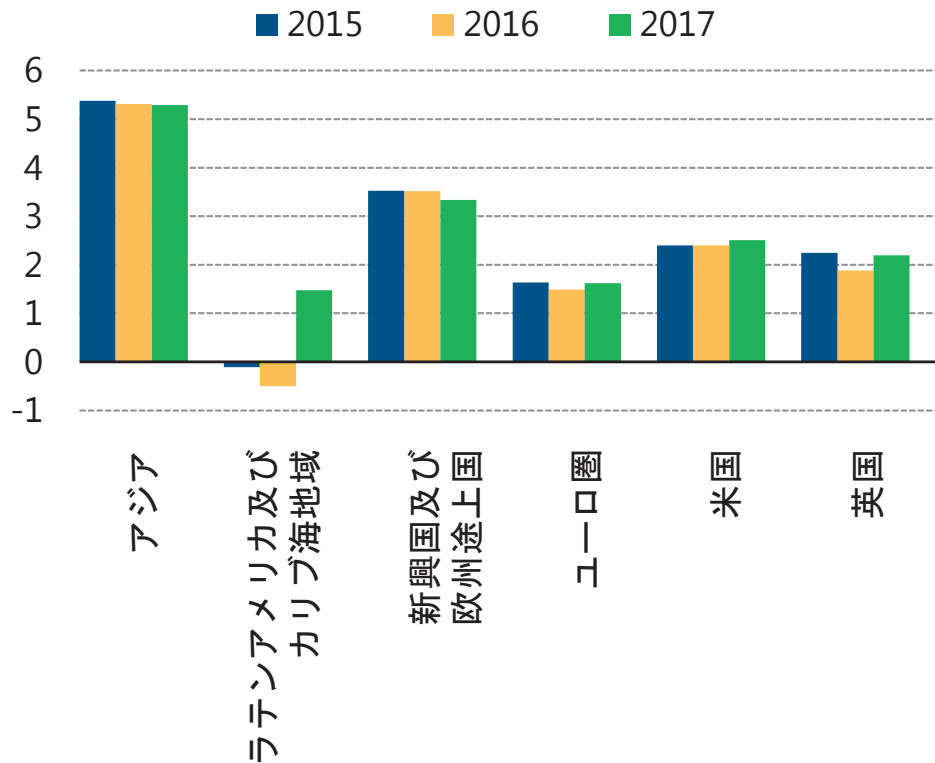
主要なメッセージとロードマップ

- アジアは今なお世界の成長エンジン
- 短期的には下振れリスクが支配的
- 中国のリバランスと波及効果は短期的には周囲に悪影響を与える可能性があるが、中期的には概ね恩恵を与える
- アジアは引き続き政策バッファを確立し、脆弱性に対処すべき



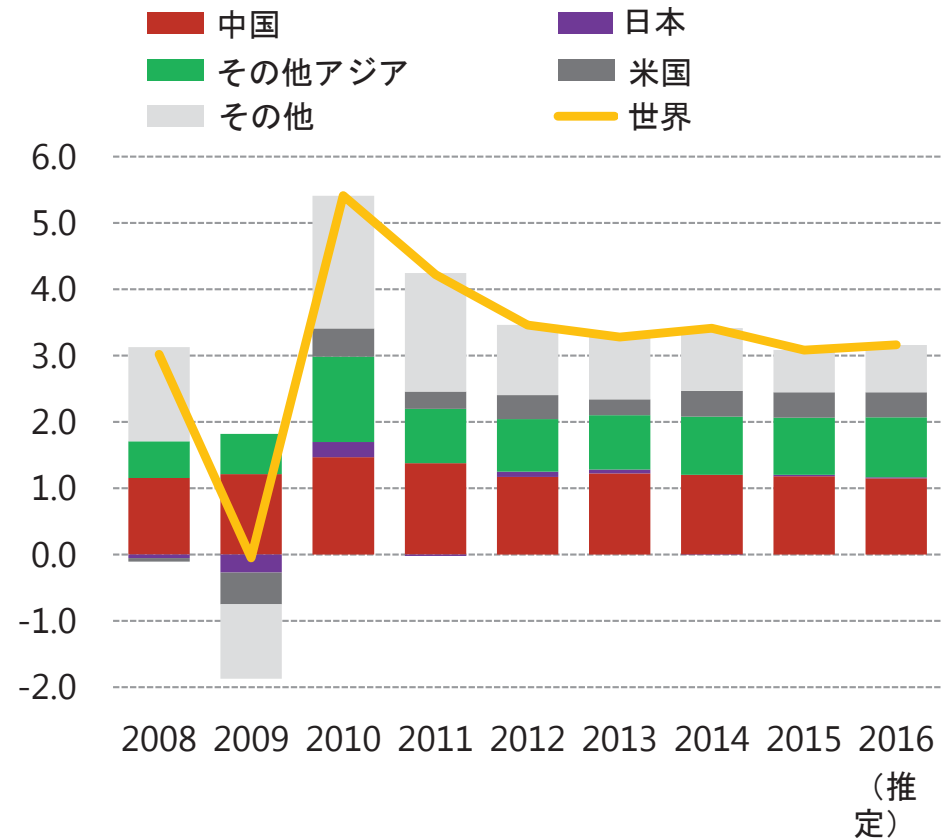
アジアは世界経済成長率の3分の2に 引き続き貢献...

世界: 実質GDP成長率
(前年比、パーセント)



出所：IMF世界経済見通し（WEO）データベース

世界経済成長率への寄与度：2008年 - 16年
(パーセントポイント)



出所：IMF世界経済見通し（WEO）データベース



しかし、アジア経済見通しはいくつかの要因によって圧迫されている。

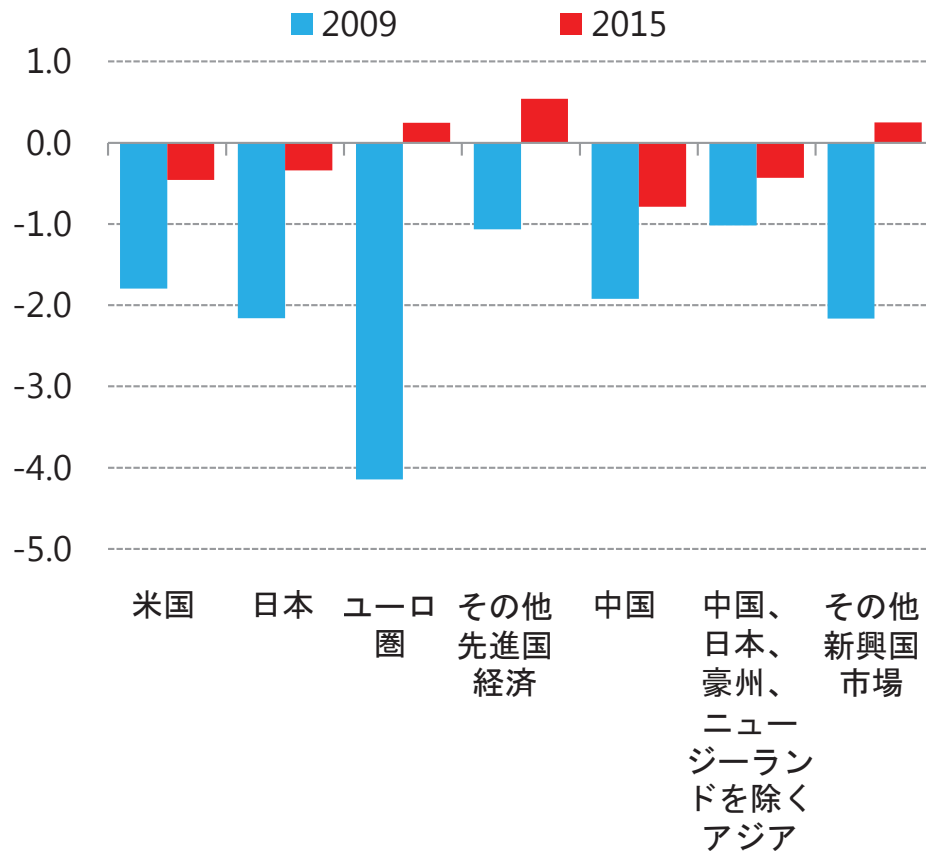
- 世界経済の回復の弱さと貿易の鈍化
- 国際金融情勢のタイト化
- 中国のリバランス
- 国内要因

上振れリスク：輸入国にとっての一次産品価格、貿易協定の進展、2016年の中国経済成長の加速

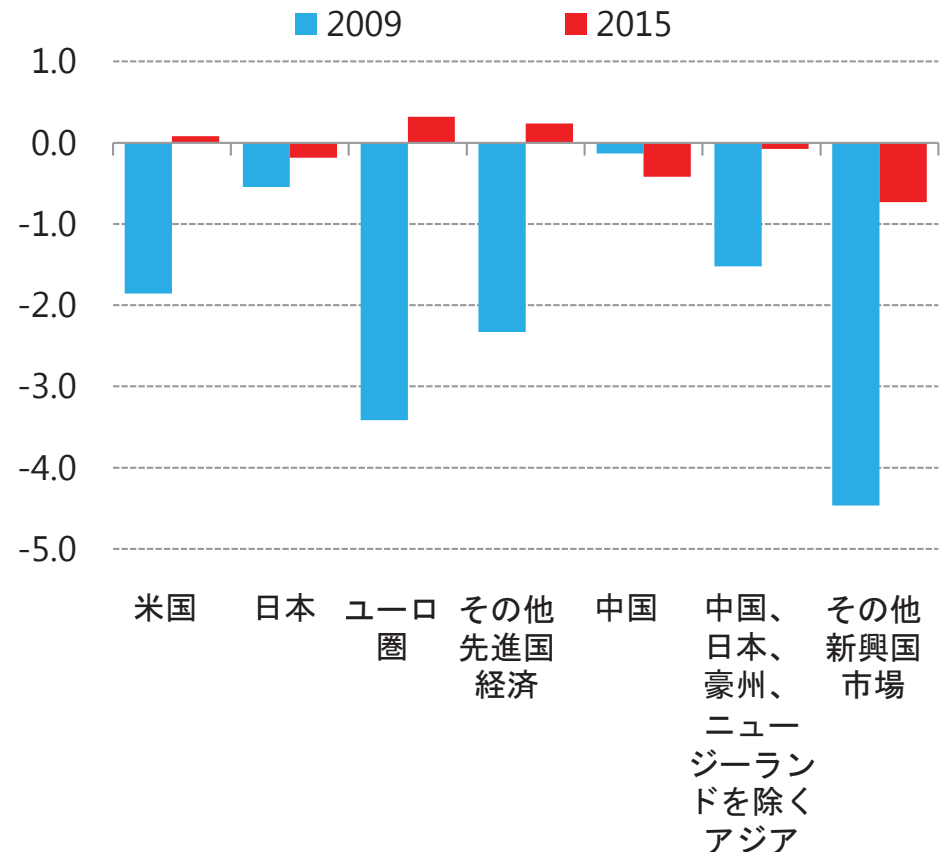


特に、外需の弱さがアジアの輸出に影響...

世界輸出量伸び率の変化への寄与度
(前年比、パーセント)



世界の輸入量伸び率の変化への寄与度
(前年比、パーセント)

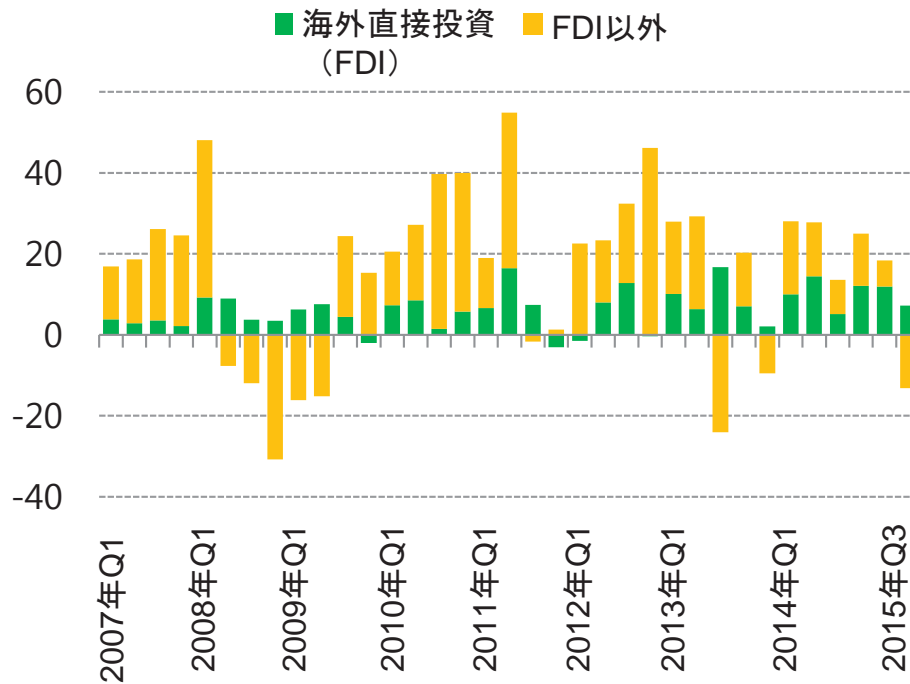


出所：IMF世界経済見通し（WEO）データベース、IMFスタッフ算定



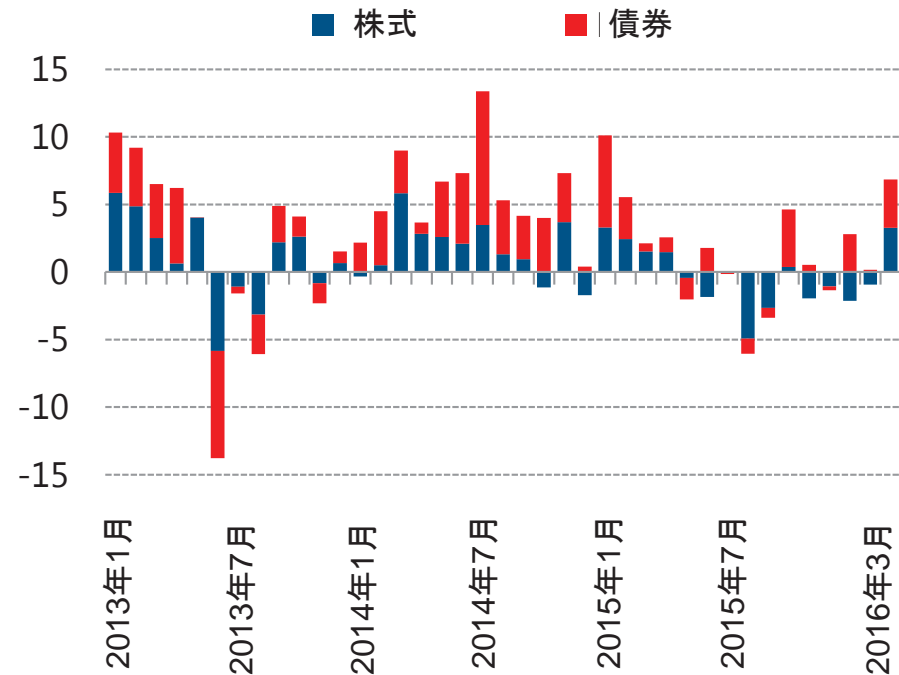
...資本フローと為替レートの圧迫が続き、 国際金融情勢はタイト化している。

中国を除くアジア新興国: 資本フロー
(10億ドル、プラス=資本流入)



出所：IMF、IFSデータベース、CEICデータ・カンパニー、
ヘイバー・アナリティクス、IMFスタッフ算定

中国を除くアジア新興国: ポートフォリオ・
フロー
(10億ドル、プラス=資本流入)



出所：ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス、IMFスタッフ算定
注：株式のカバレッジ：インド、インドネシア、フィリピン、タイ
債券のカバレッジ：インド、インドネシア、タイ



中国からの潜在的波及効果は依然として顕在！

波及効果のチャネル：

- **貿易**： 中国向け一次産品と中間財の輸出の減少
- **金融**： ボラティリティの上昇と資本流出
- **一次産品価格の下落**： いくつかの輸出国には悪影響、輸入国には恩恵
- **好機**： 中国向け消費財、サービス及びIT関連輸出、労働集約型セクター



その波及効果に対する
エクスポージャーは国により異なる。

一次産品価格のチャネル

一次産品の
純輸出国

IND
PHL

NZL

AUS

IDN

MYS

金融
チャネル

貿易
チャネル

JPN

THA

KOR

VNM

SGP

TWN

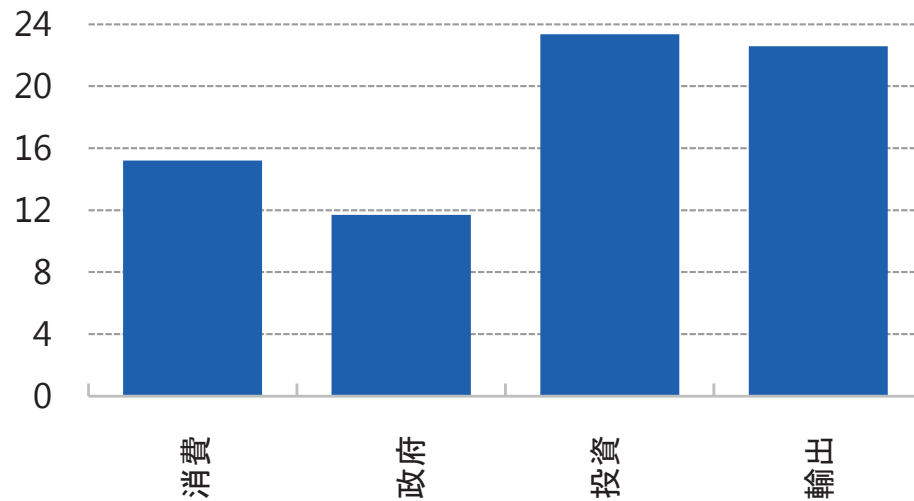
中国・香港に対する金融債権
の比率がGDPの10%超または
世界のリスク回避に敏感

中国の最終需要に対
する輸出が付加価値
ベースでGDPの4%超



中国の消費を軸とした経済成長へのリバランスは 投資財を中心とする輸入の落ち込みを招いている。

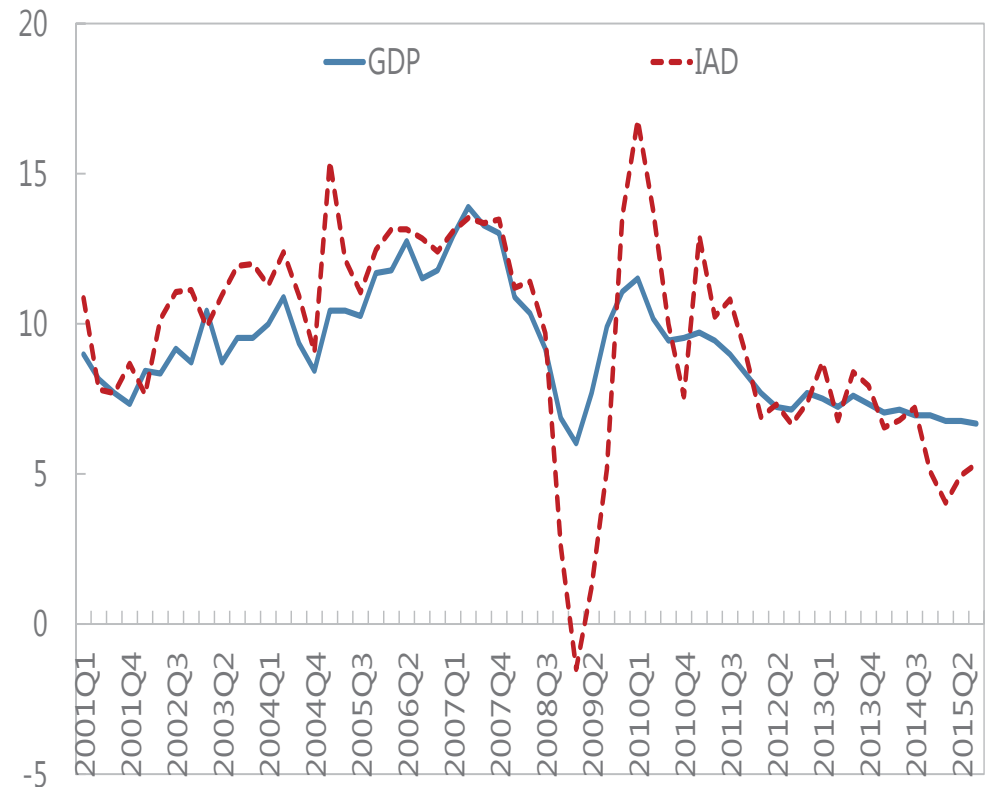
中国: GDPの要素に占める輸入集約度、2011年
(パーセント)



Source: "China and Asia in Global Trade Slowdown", by GH Hong, J Lee,

GDP と輸入調整需要(IAD)

(実質成長率、パーセント)



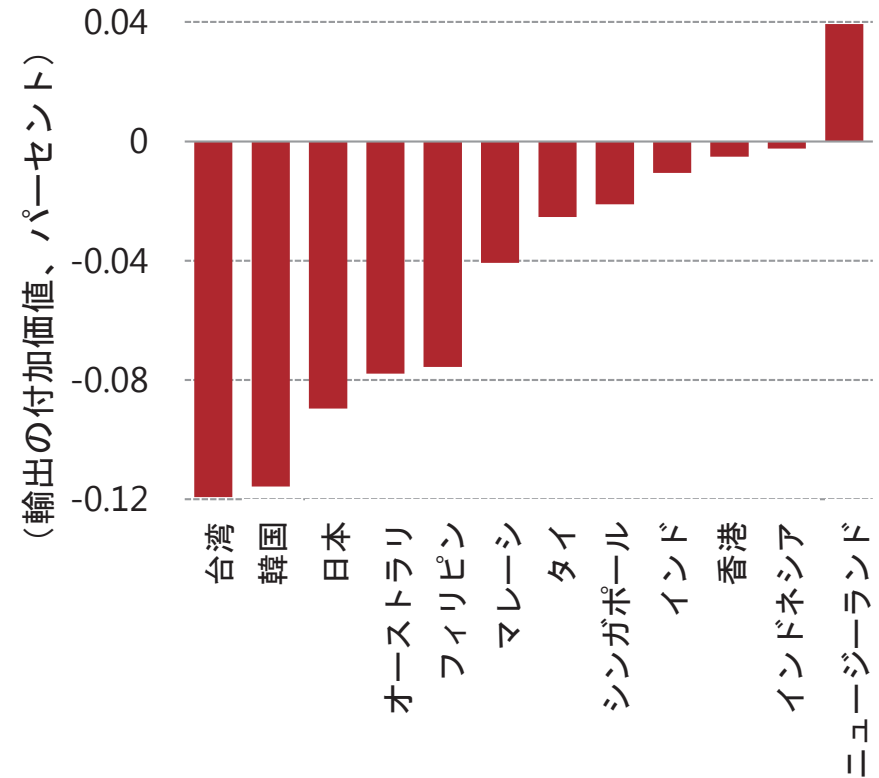
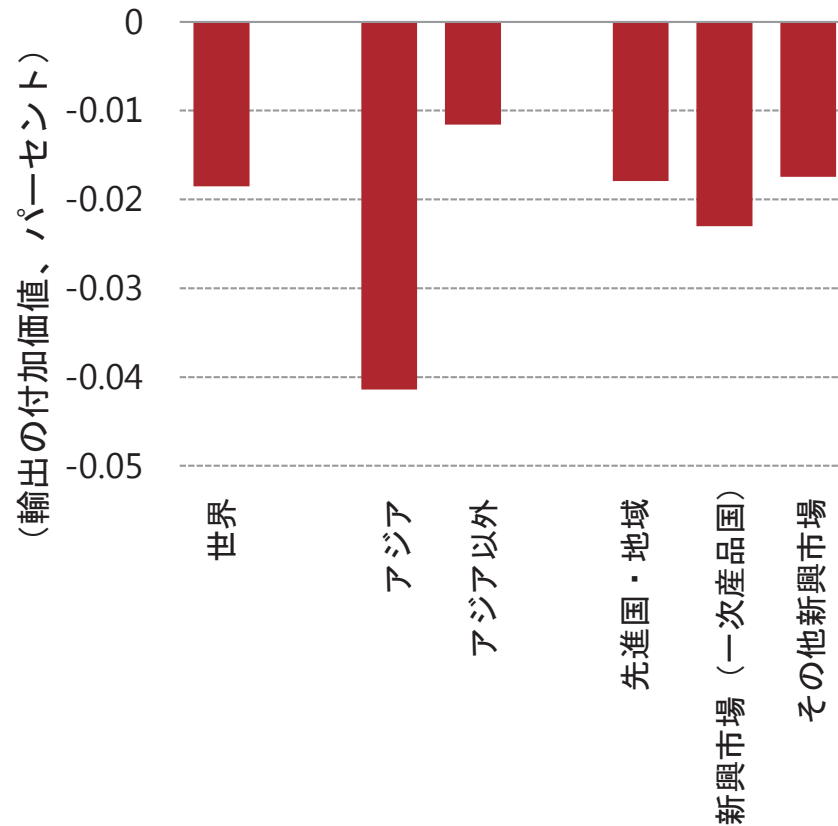
Sources: Staff estimates.



つまり、貿易の波及効果が顕著である国は
中国の投資需要へのエクスポージャーが比較的高い。

推定順位: 輸出相手国に対する中国のリバランスの影響

(中国の消費[投資]の1パーセントポイントの増加[減少]による影響、パーセント)



出所：2016年4月、アジア太平洋局 地域経済見通し (REO)

注：新興市場 (一次産品国) = 一次産品を輸出する新興市場、その他新興市場 = 一次産品を輸出しないその他の新興市場

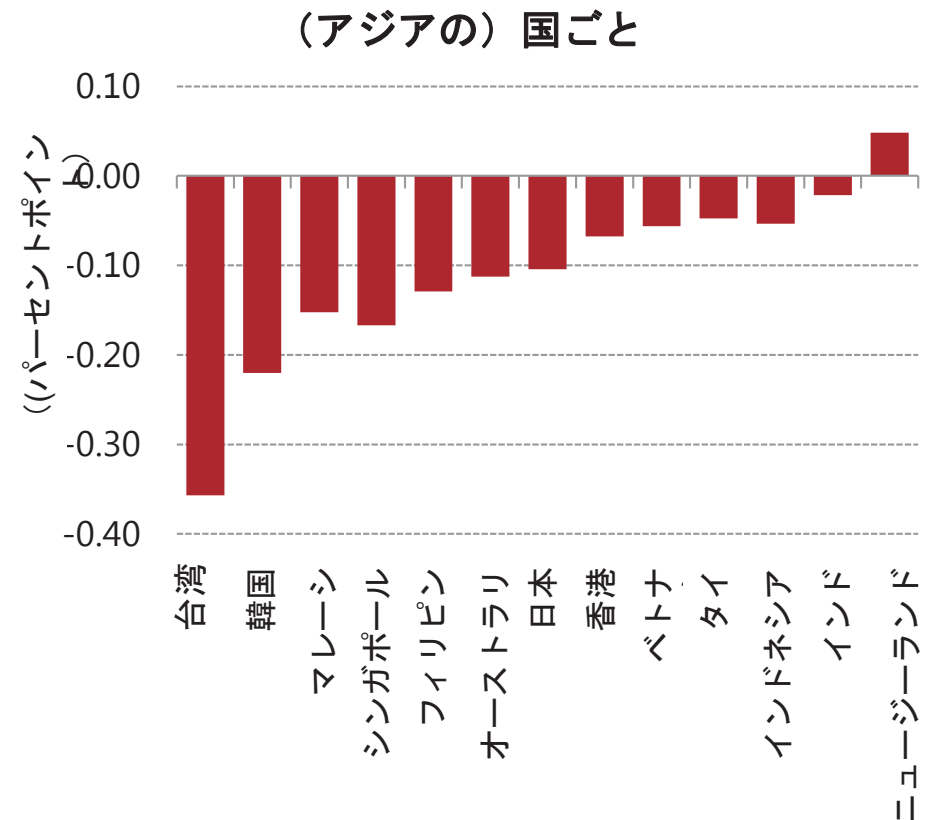
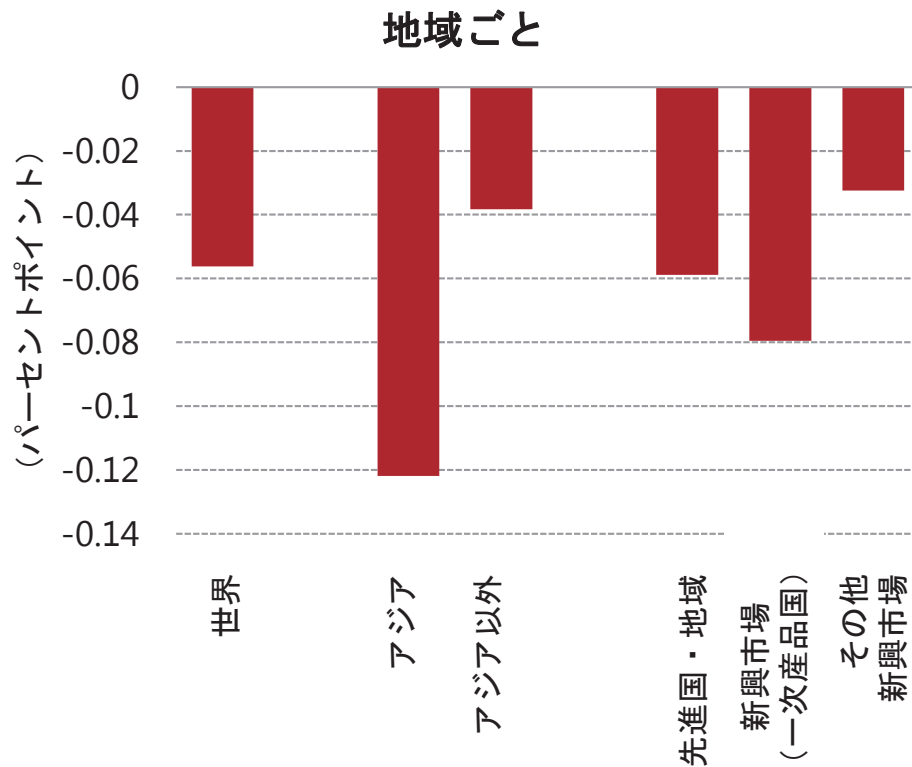


その波及効果を通して、中国のリバランスは貿易相手国の経済成長へ著しい影響を及ぼしている。

輸出相手国のGDP成長率への影響(2011年以降の平均)

(リバランスを行わないシナリオに対して、

中国の消費増加率が3.1パーセントポイント増加し、中国の投資増加率が2.5パーセントポイント減少)



出所：IMF スタッフ推定

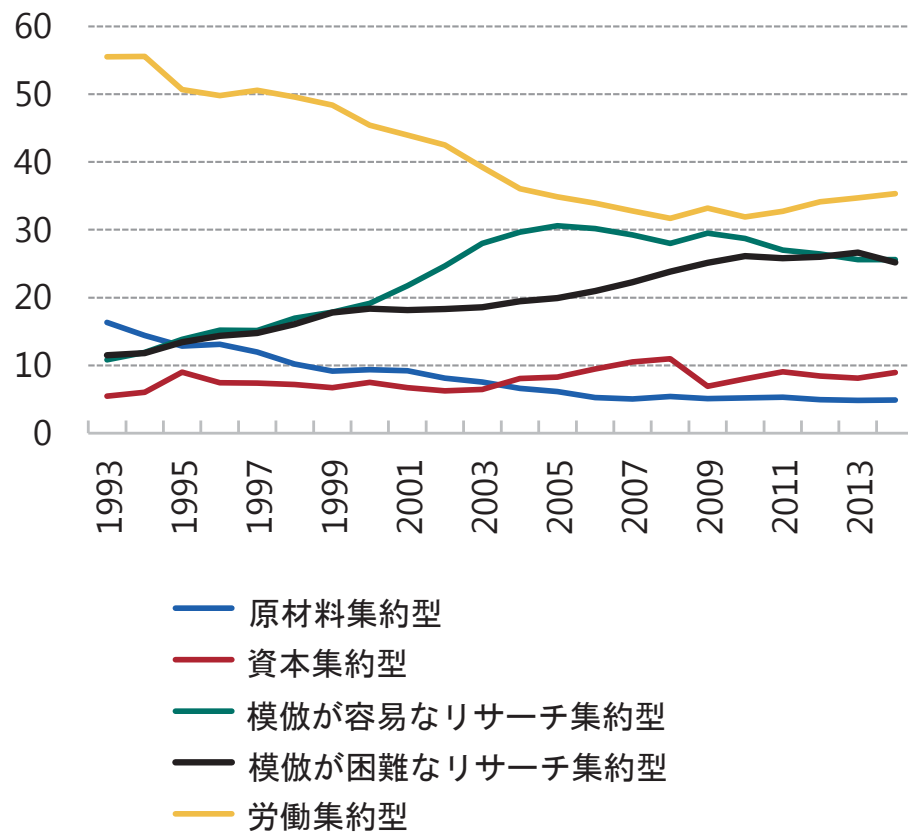
注：新興市場（一次産品国）＝一次産品を輸出する新興市場、その他新興市場＝一次産品を輸出しないその他の新興市場

出所：IMFスタッフ推定



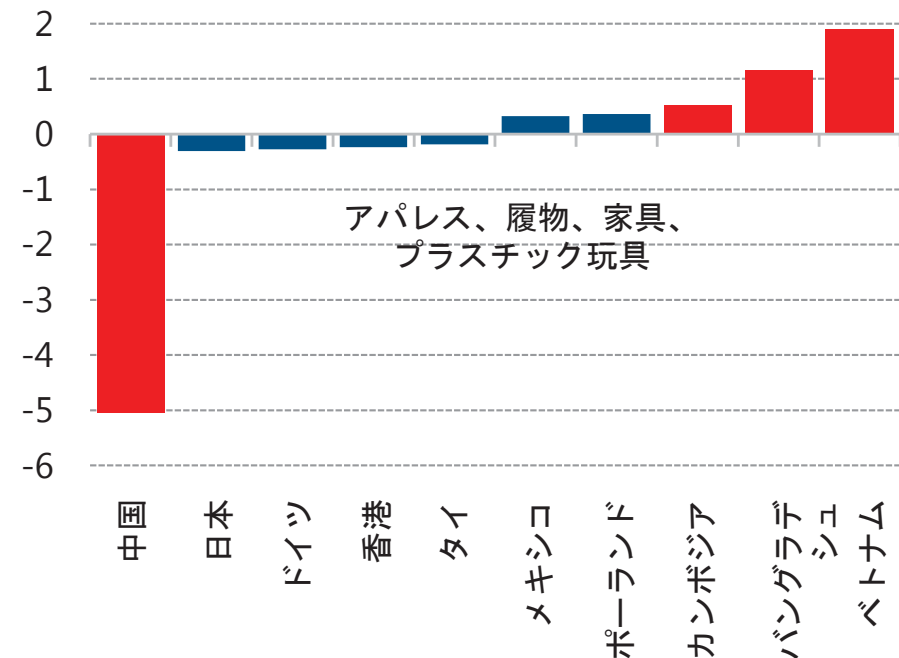
中国がバリューチェーンの上位に移行するにつれ、 労働集約型生産者に好機が訪れる。

中国輸出：要素集約度による分類
(中国輸出に占める割合、パーセント)



出所：商品貿易統計、IMFスタッフ推定

主要な低価格商品の市場占有率の変化
(2010年以降に変化率が最大の5カ国と最少の5カ国、
パーセントポイント)



出所：商品貿易統計、IMFスタッフ推定



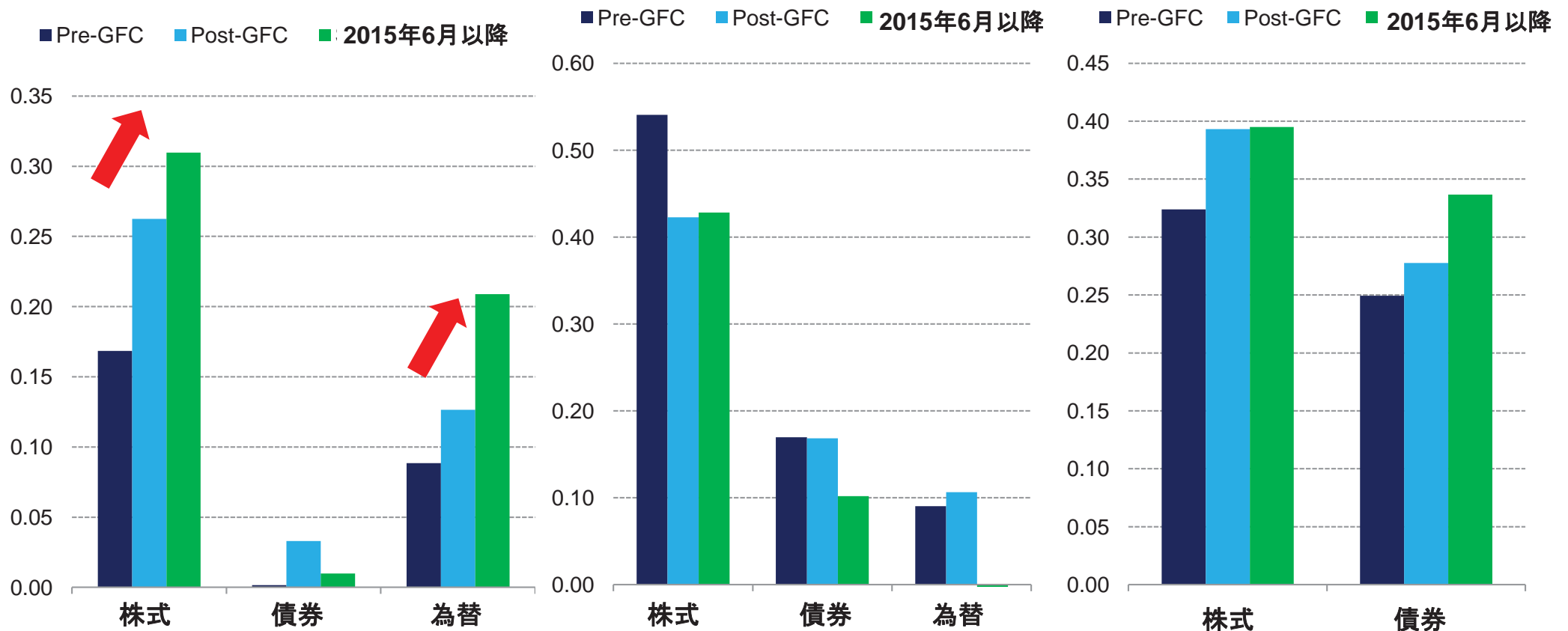
金融チャンネルにおける中国との相関関係は？

相関関係: アジア市場対

中国

日本

米国

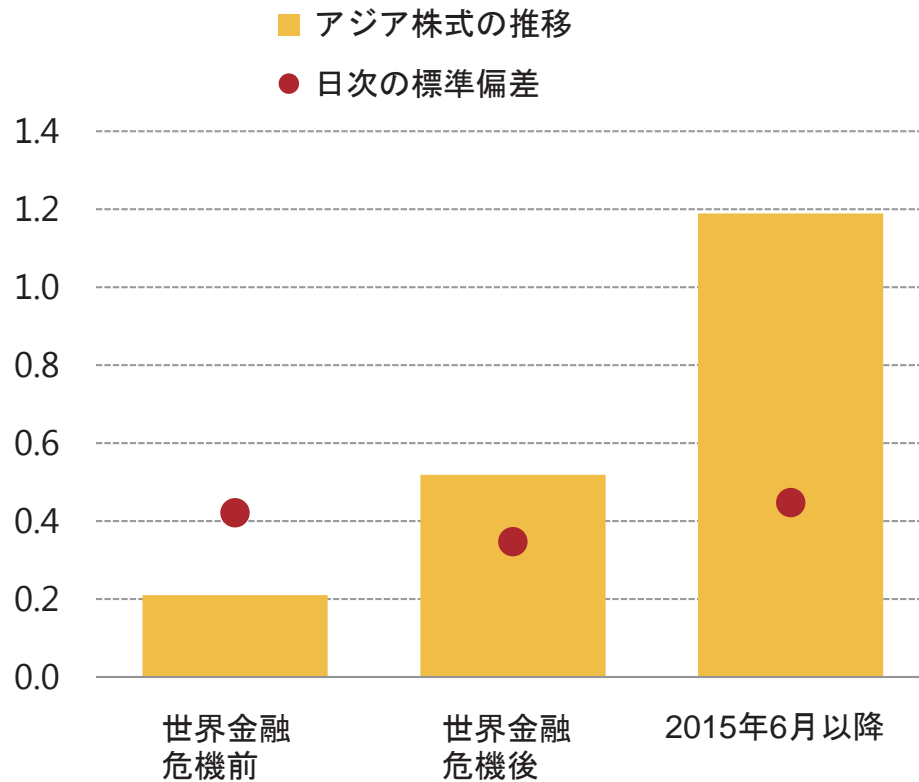


Note: アジア諸国は、オーストラリア、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ、ニュージーランドを含む。

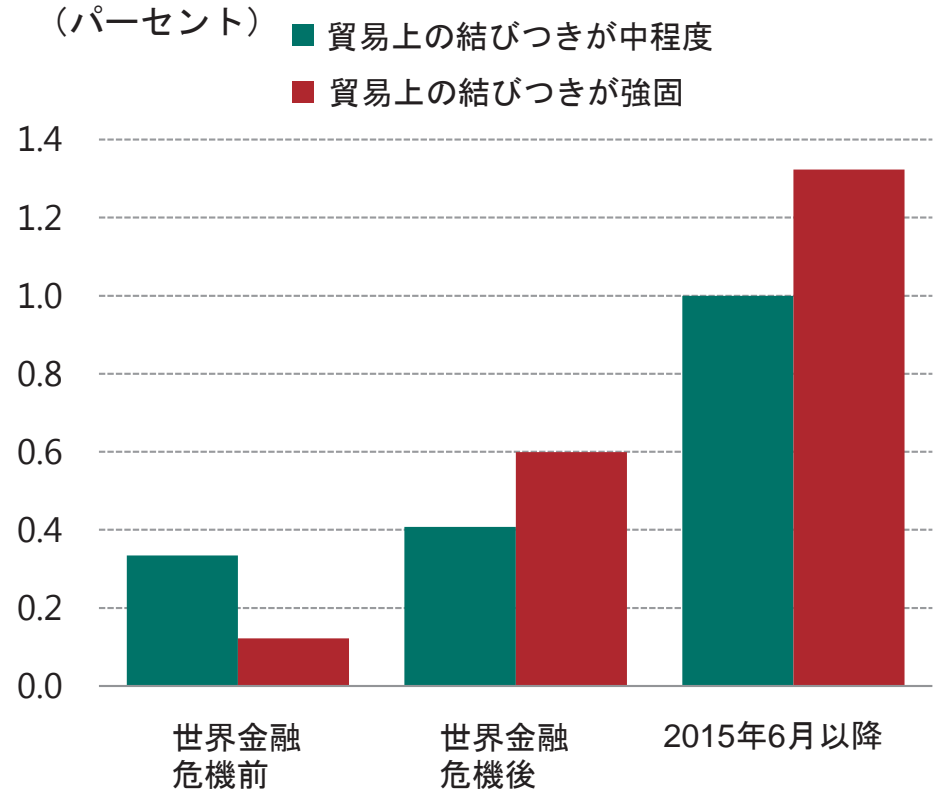


中国との貿易上の結びつきが大きく作用： 強固な国にとっては、金融上の波及効果は増大基調。

中国からのショックに起因する地域の 株式市場の推移 (パーセント)



中国からのショックに起因する地域の株式市場 の推移 (中国との貿易上の結びつきの強さによる分類) (パーセント)



出所：2016年4月、アジア太平洋局 地域経済見通し (REO)

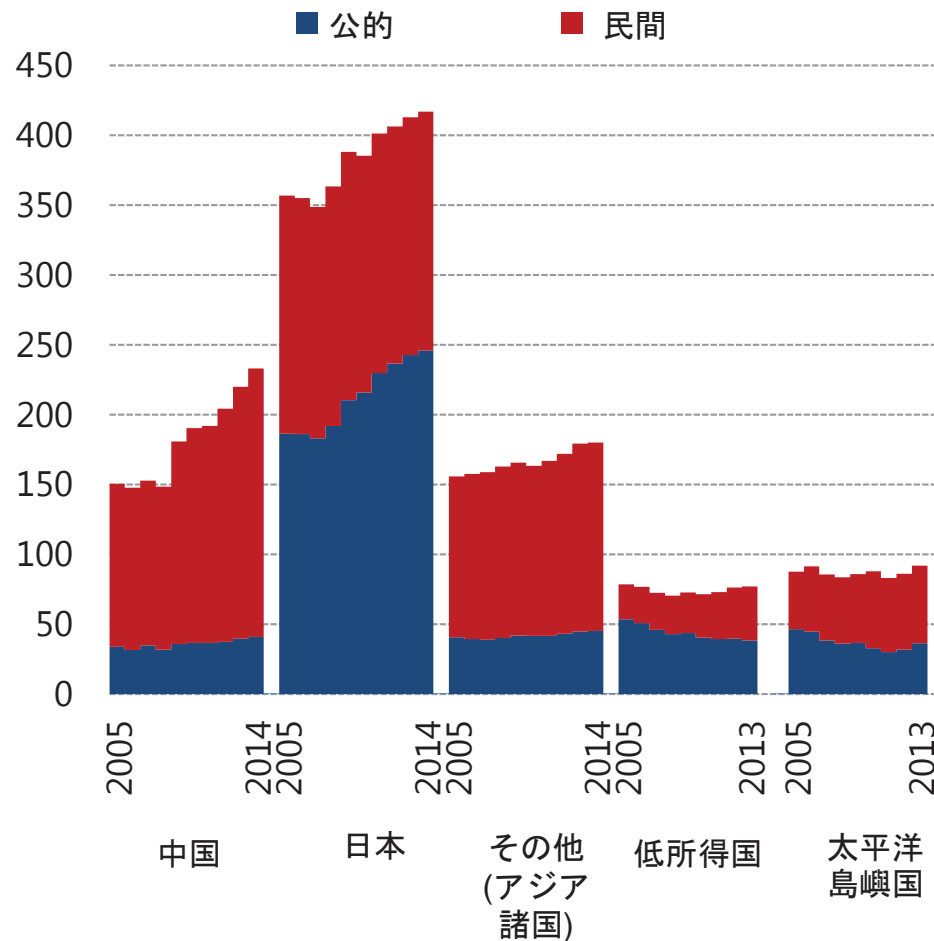
注：世界金融危機前 = 2001年1月 - 2007年12月、世界金融危機後 = 2010年6月 - 2015年6月、2015年6月以降 = 2015年7月 - 2016年1月
貿易上の結びつきは付加価値ベースでの中国の最終需要に対する輸出に基づく。



懸念すべきリスクは？

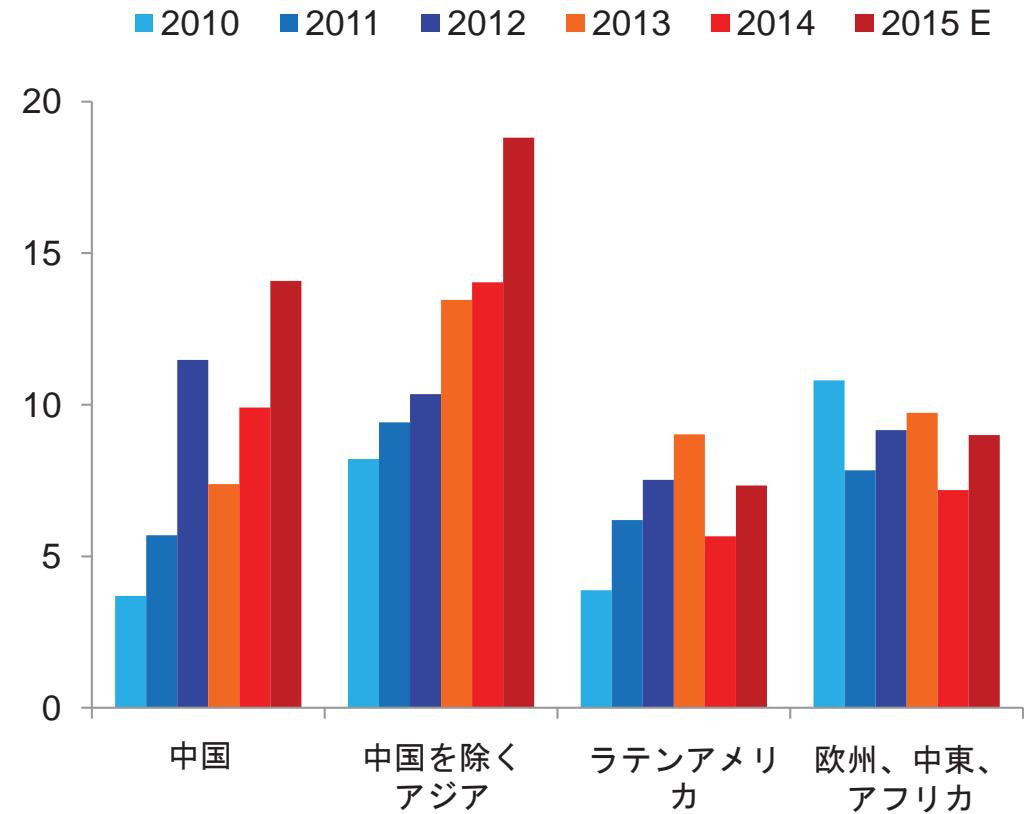
世界金融危機後のアジアの力強い経済成長は民間債務増加を背景としていた。

アジア太平洋局管轄国の債務対GDP比の平均
(GDPに基づく加重平均)



新興市場企業: 潜在的リスクを有する債務

(インタレスト・カバレッジ・レシオが1未満の企業の債務が総額に占める比率、パーセント)



出所：2016年4月、国際金融安定性報告書（GFSR）

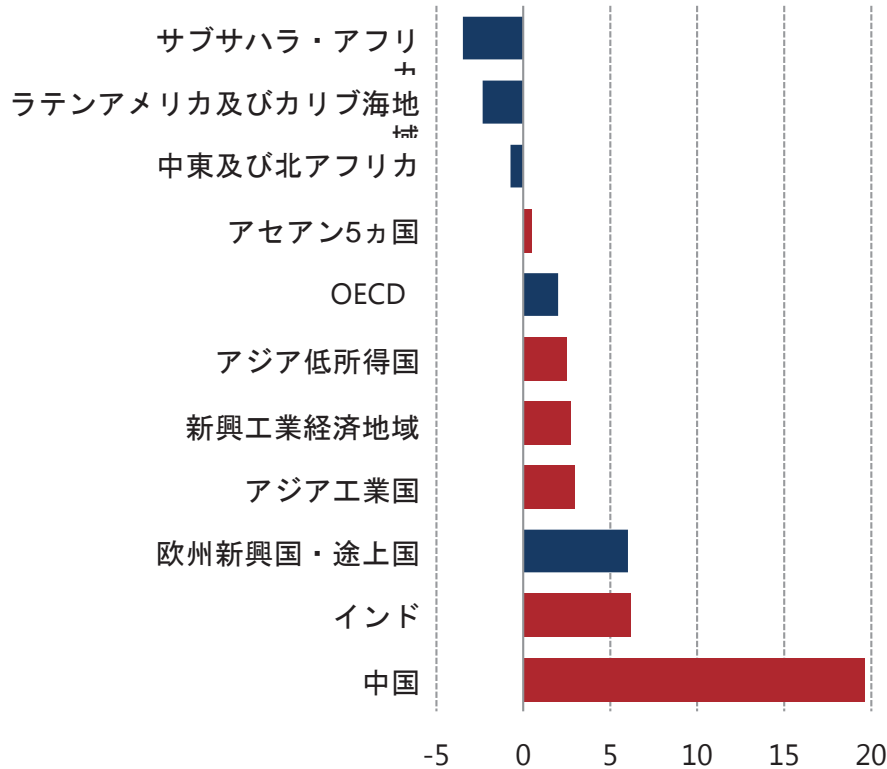
注：中国を除くアジア＝インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ



課題は他にも？ アジアの所得格差の拡大が成長の阻害となる可能性も...

地域比較: 所得格差

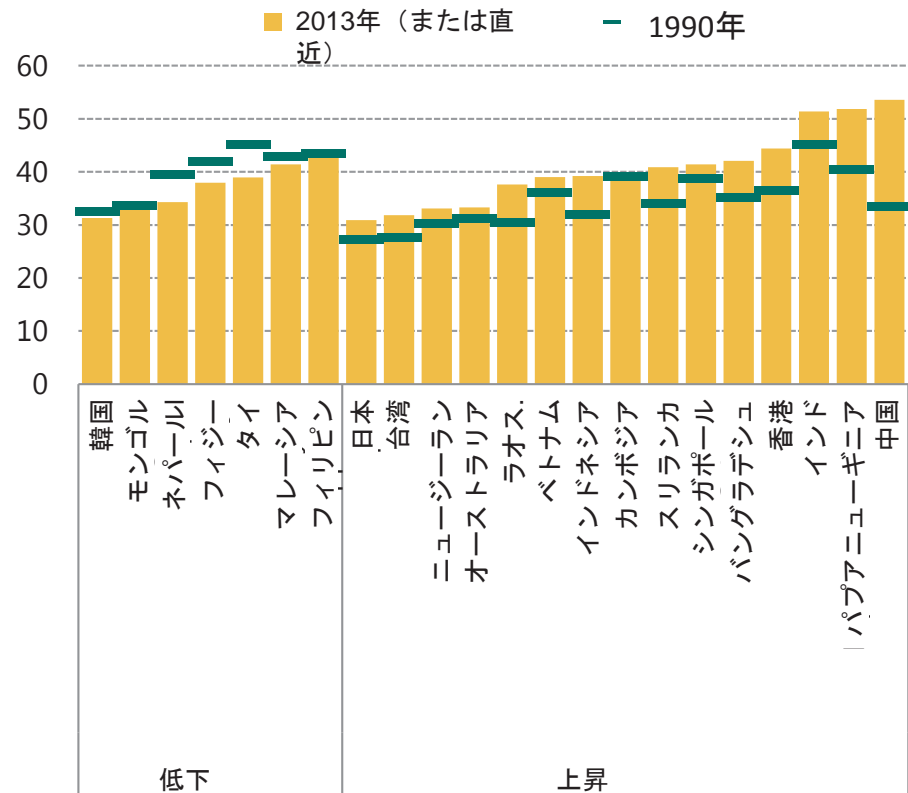
(正味ジニ係数、1990年の以降の変化、
地域全体の単純平均)



出所：標準化された世界の所得格差データベース (SWIID) Version 5.0、WEOデータベース、IMFスタッフ算定

アジア主要国: 正味ジニ係数

(ジニポイント)



出所：標準化された世界の所得格差データベース (SWIID) Version 5.0、IMFスタッフ算定



アジアの更なる飛躍に向けて： 波乱に満ちたグローバル環境での舵取りをどうすべきか？

アジアの概観

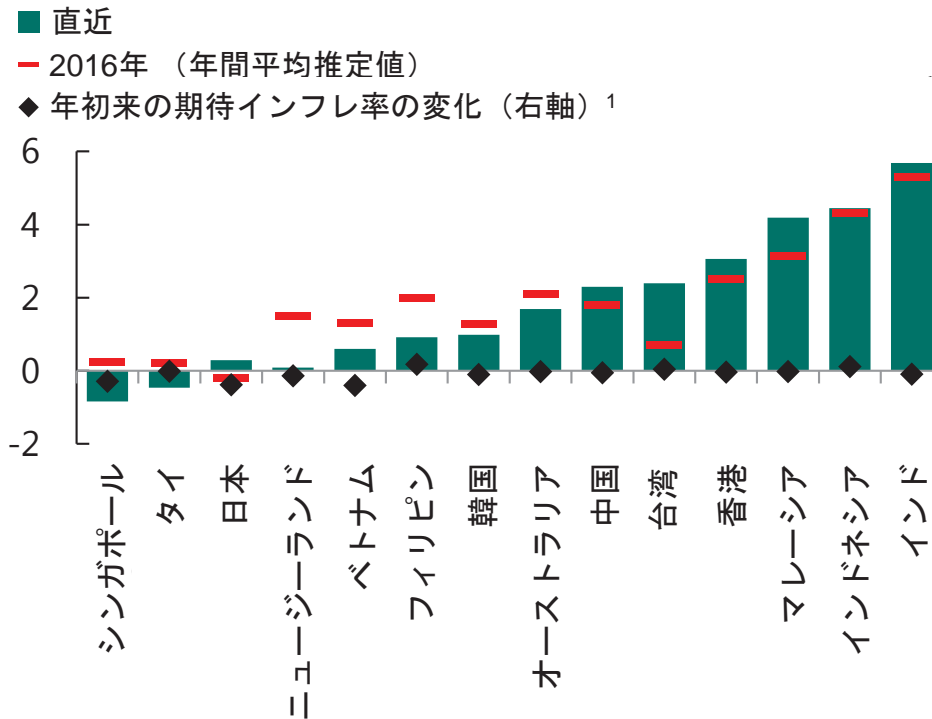
- 経常収支のポジションが強く、外貨準備高のバッファも大きい
- インフレ率が低く、必要に応じ利下げの余地がある
- 以前よりマクロプルーデンスの枠組みが強化

構造改革により、世界のリスクに対する地域の耐性をさらに強化できる



アジアのインフレ率は低い水準に留まっており、 必要に応じ利下げの余地がある。

アジア：消費者物価指数及び期待インフレ率 (前年比、パーセント)

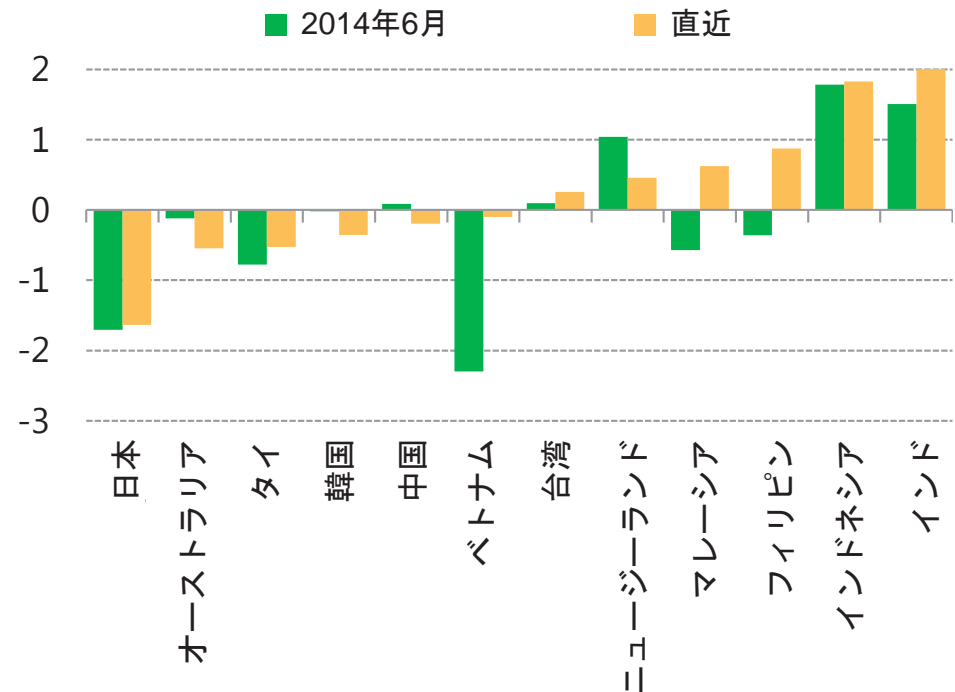


出所：2016年4月、APD REO

1パーセントポイント

注：インドの期待インフレ率及び2016年の推定値は年度ベース

アジア：実質政策金利 (パーセント)



出所：2016年4月、ARD REO

注：実質政策金利は、コンセンサス・エコノミクスによる1年後のインフレ率予測に基づく。日本については、無担保コール翌日物金利を使用。インドについては、3ヵ月物財務省短期証券の金利を政策金利の代わりに使用。



構造改革がグローバルリスクに対する耐性を高め、潜在成長率を下支えすることができる。

最近の数例:

- **中国**：預金金利自由化、新しい為替相場制度の導入、地方政府の財政整備を目的とした財政改革
- **インド**：補助金の見直し、農業改革（新たな作物保険スキームなど）、柔軟なインフレ目標の採用
- **日本**：女性の労働力参加の増大、企業統治改革
- **マレーシア**：燃料補助金の撤廃、物品・サービス税（GST）の導入
- **タイ**：エネルギー価格改革、中期的インフレ目標の導入



アジアにおける主要な政策課題は？

主要課題

政策提言

中国

与信の増加

与信配分の向上、企業と銀行の耐性の強化

日本

リフレーションと
財政の持続可能性

総合的、連携した政策パッケージ

インド

企業と銀行セクターのひずみ

投資を促進させるための構造改革導入の加速、
企業／銀行の耐性の強化

豪州及び
ニュージー
ランド

一次産品価格低下への適応

協調的な金融及び財政政策、構造改革

アセアン
4カ国

外部環境のひっ迫

政策バッファの確立と構造改革の継続、必要に応じ
マクロ・プルーデンシャル政策を活用

アジア
フロンティア
諸国

マクロ環境の脆弱性

マクロ政策の枠組みをさらに強化

小国

自然災害／気候変動
及びリスク回避

耐性の確立及び潜在成長率の強化



そして最後に...

- アジアは今なお世界の成長エンジンであるが、外部環境はより困難になりつつある。
- 政策当局者は与信の急速な増加と企業・銀行の脆弱性に対応し、構造改革を敢行する必要がある。
- 下振れリスクが現実となった場合に備え、アジアは活用可能な強力なバッファ構築を継続すべきである。