

# BBLセミナー プレゼンテーション資料

2017年5月16日

「世界経済見通し—

勢いを得ている世界経済の今後の行方は？」

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

2017年5月

## 勢いを増す世界経済：今後の行くへは？

国際通貨基金 アジア太平洋地域事務所  
シニア・エコノミスト 柏瀬 健一郎



# 世界経済は改善しつつあるが 持続的な景気拡大には、包括的な政策が求められる...

- 世界経済の成長率は、2016年下期に回復し、2017年、2018年の年間成長率はさらに上昇見通し
  - 先進国・地域：短期的には循環的回復、中期的には抑制された成長
  - 新興市場及び途上国・地域：マクロ経済的に苦境にあった資源輸出国の経済活動は底打ちし、資源輸入国は引き続き堅調さを維持する見通し
- 下振れリスクは高い
- 政策優先事項：マクロ経済上の管理政策は各国経済によって異なるが、共通の目標は潜在成長率の引き上げ

# 今後の経済見通しは、どのような要因によって形成されていくのか？

## 先進国・地域

- 金融危機からの回復度のばらつき、循環的回復
- 米国の拡張的財政

## 新興市場及び途上国・地域

### 現在進行中の力...

- 中国のリバランス(再調整)
- 資源価格低下に対する調整
- 地政学的及び政治的要因

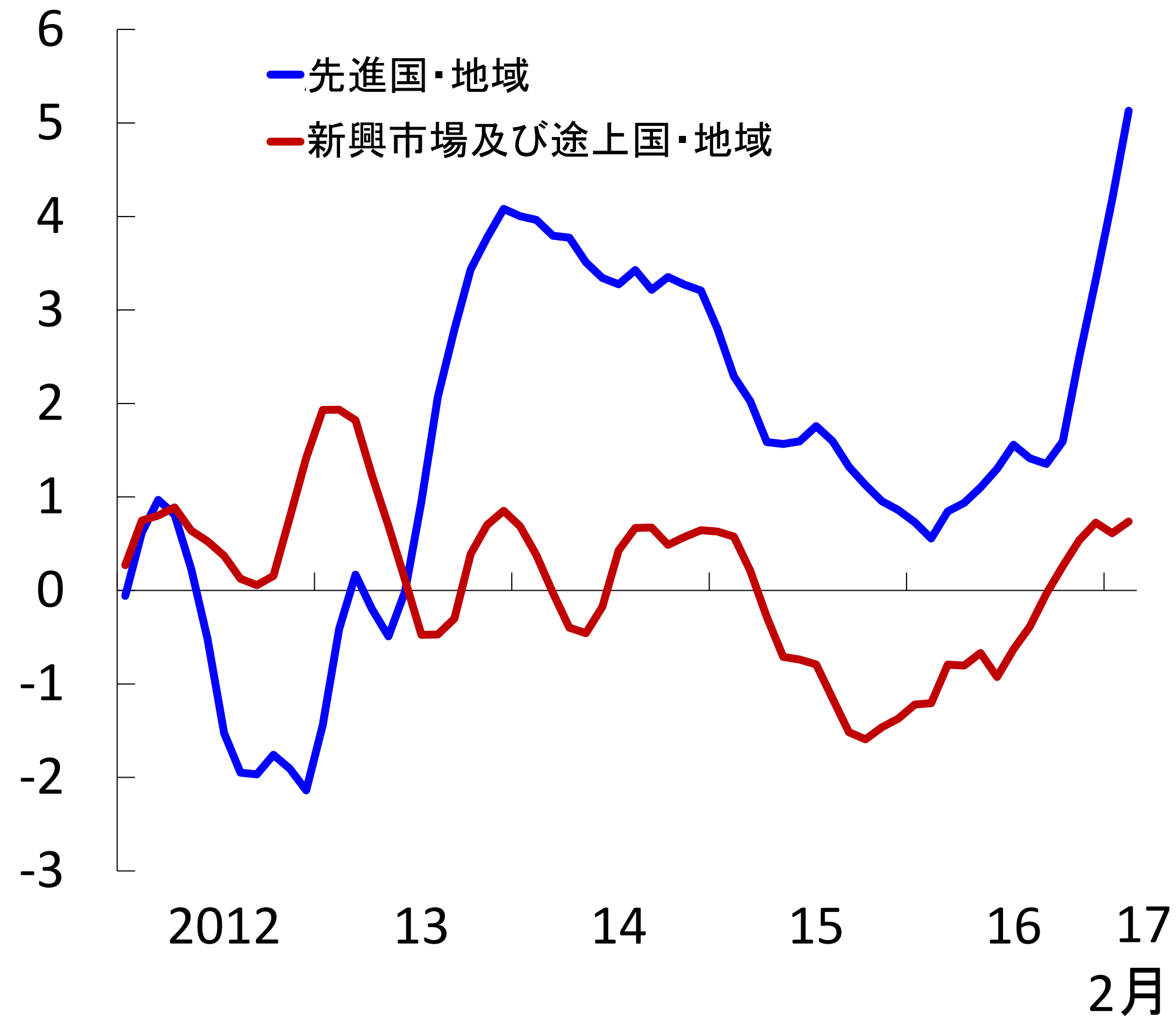
### ... 下地にあるのは...

- 人口動態の逆風
- 人口動態の趨勢
- 低い生産性の伸び率

# 勢いを増す世界経済：その背景は？

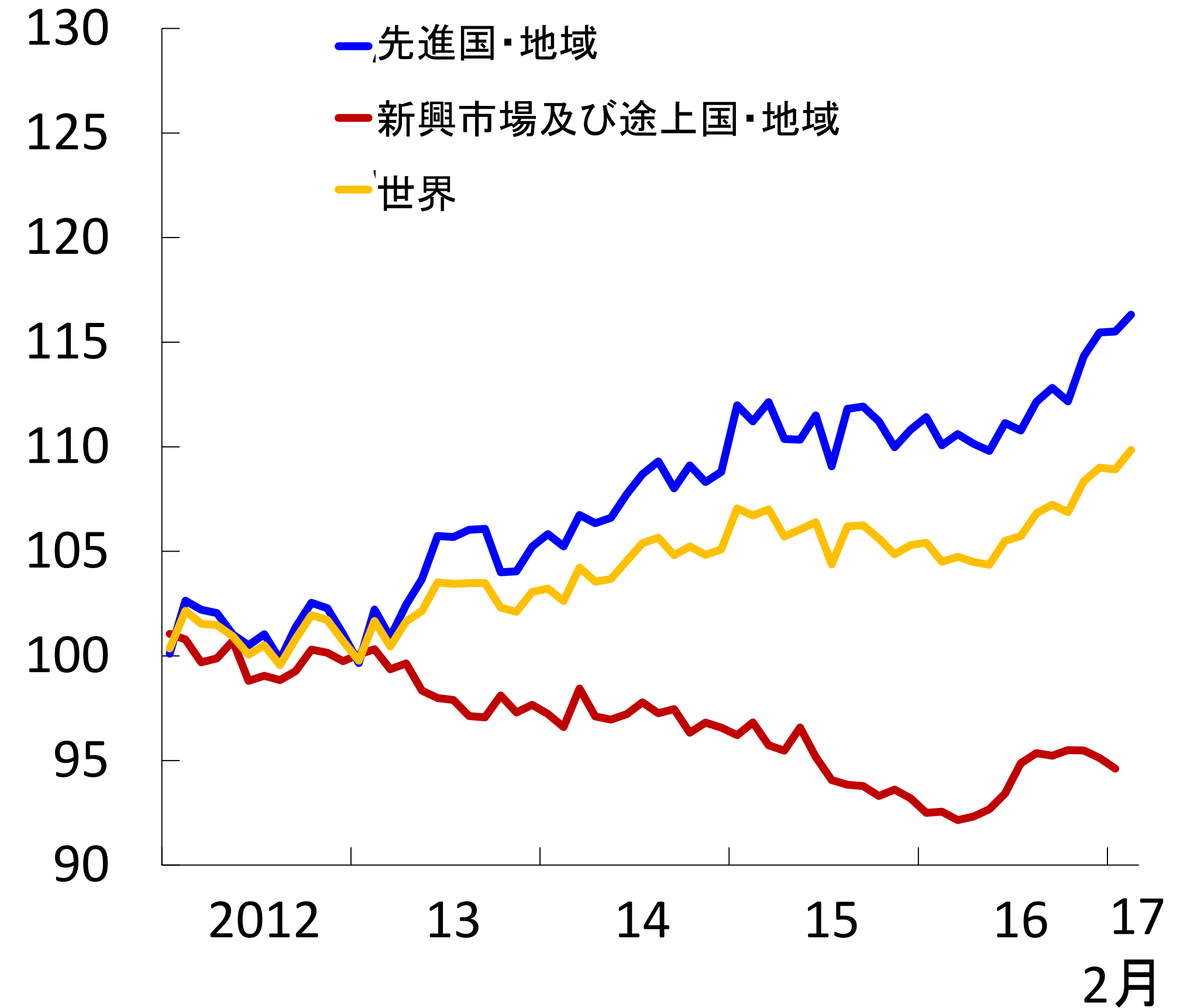
## 製造業PMI

(3か月移動平均;50からの偏差)



## 消費者信頼感指数

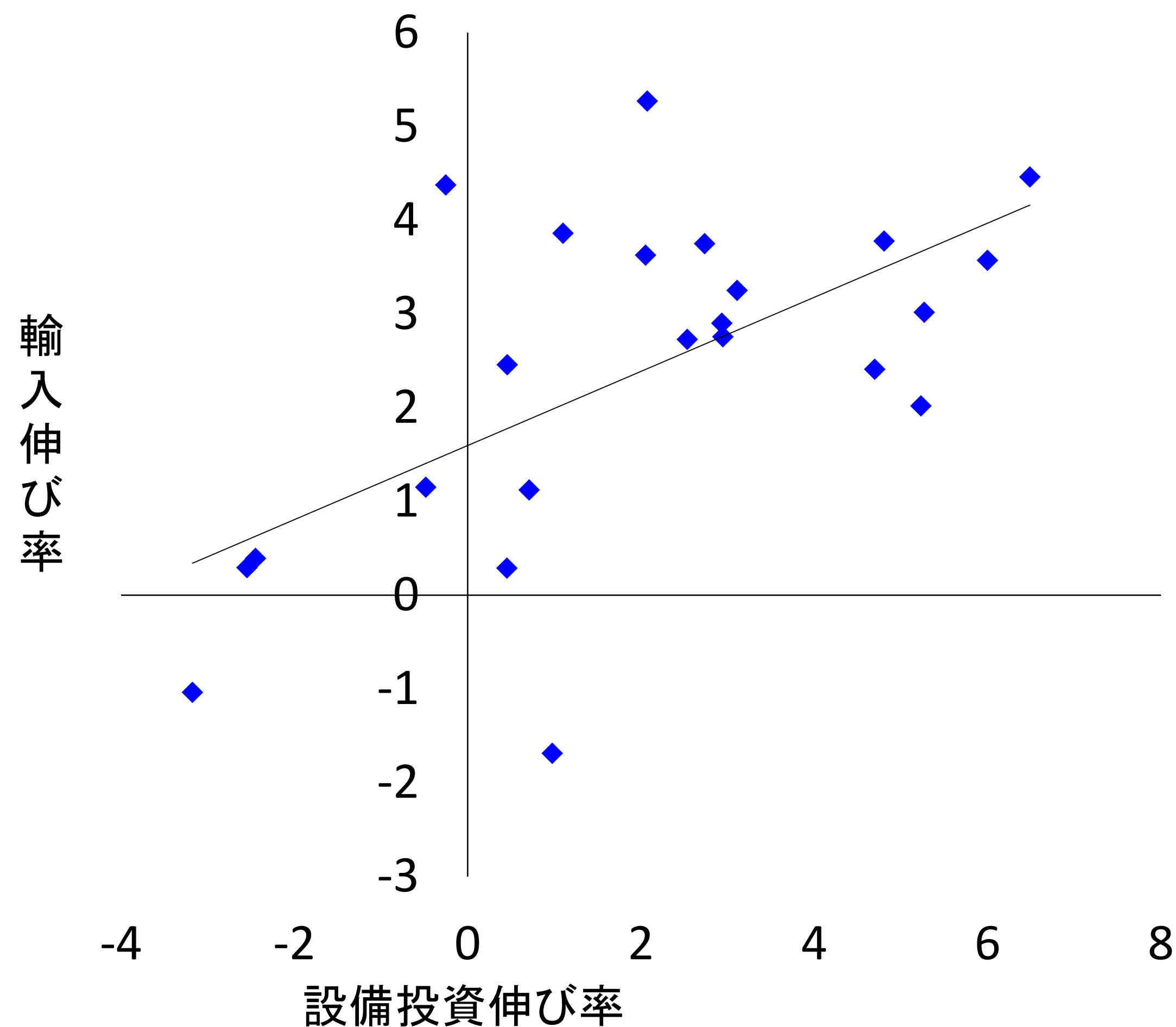
(指数:2010年=100)



# また、世界貿易は投資の拡大に沿って回復している...

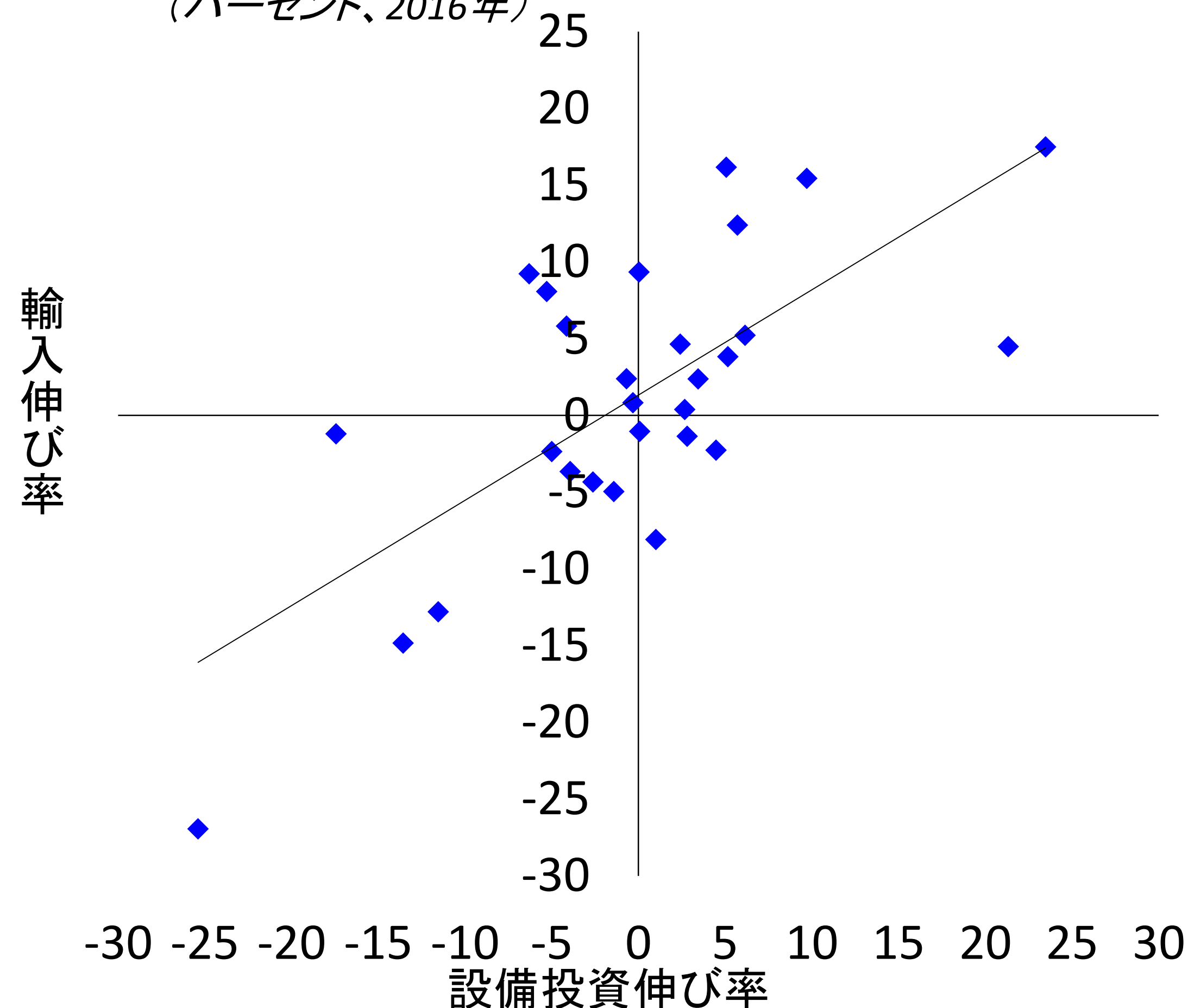
## 先進国・地域の貿易及び設備投資の伸び

(パーセント、2016年)



## 新興市場及び途上国・地域の貿易及び設備投資の伸び

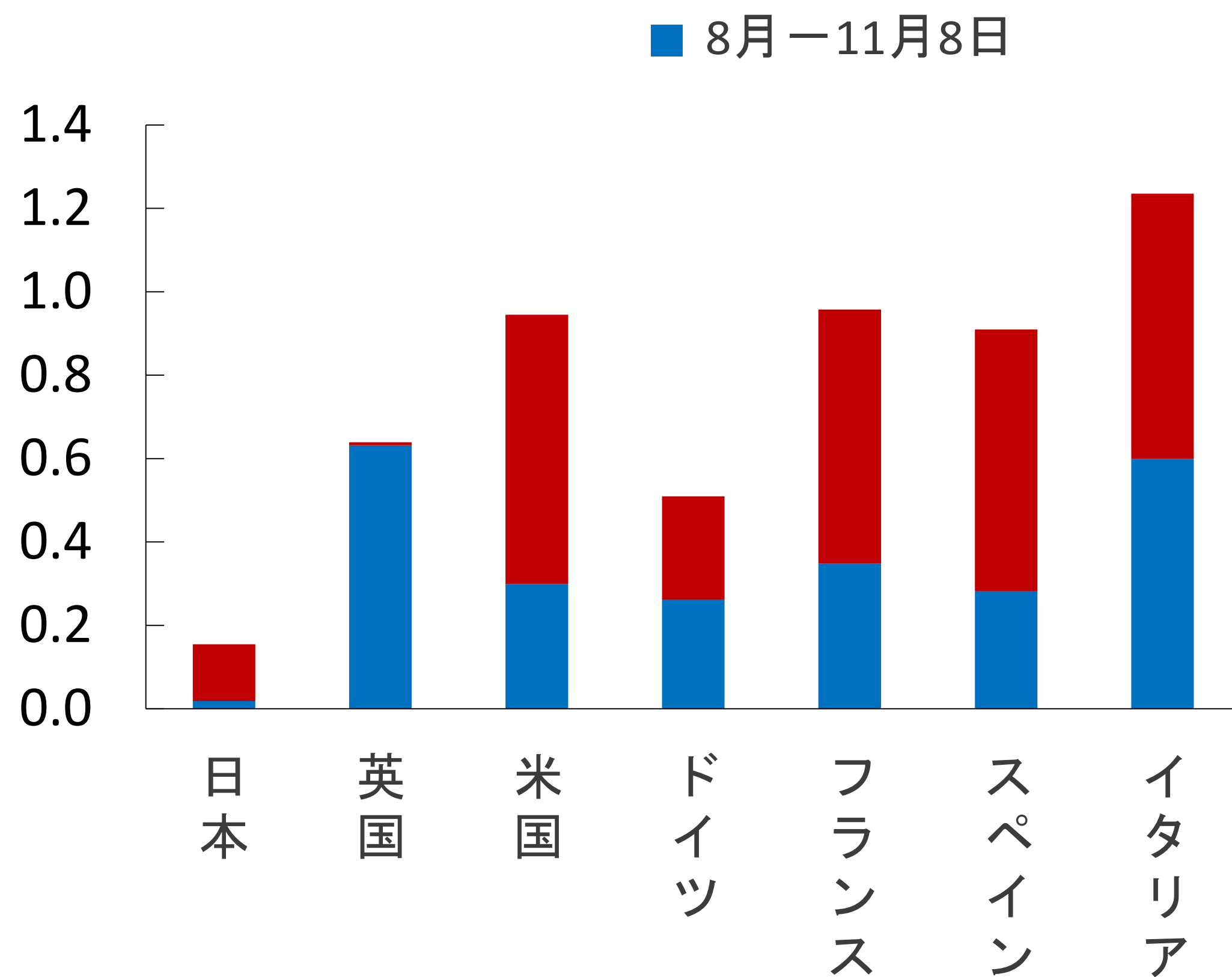
(パーセント、2016年)



# 債券市場にも、その影響が見られるが、ばらつきがある...

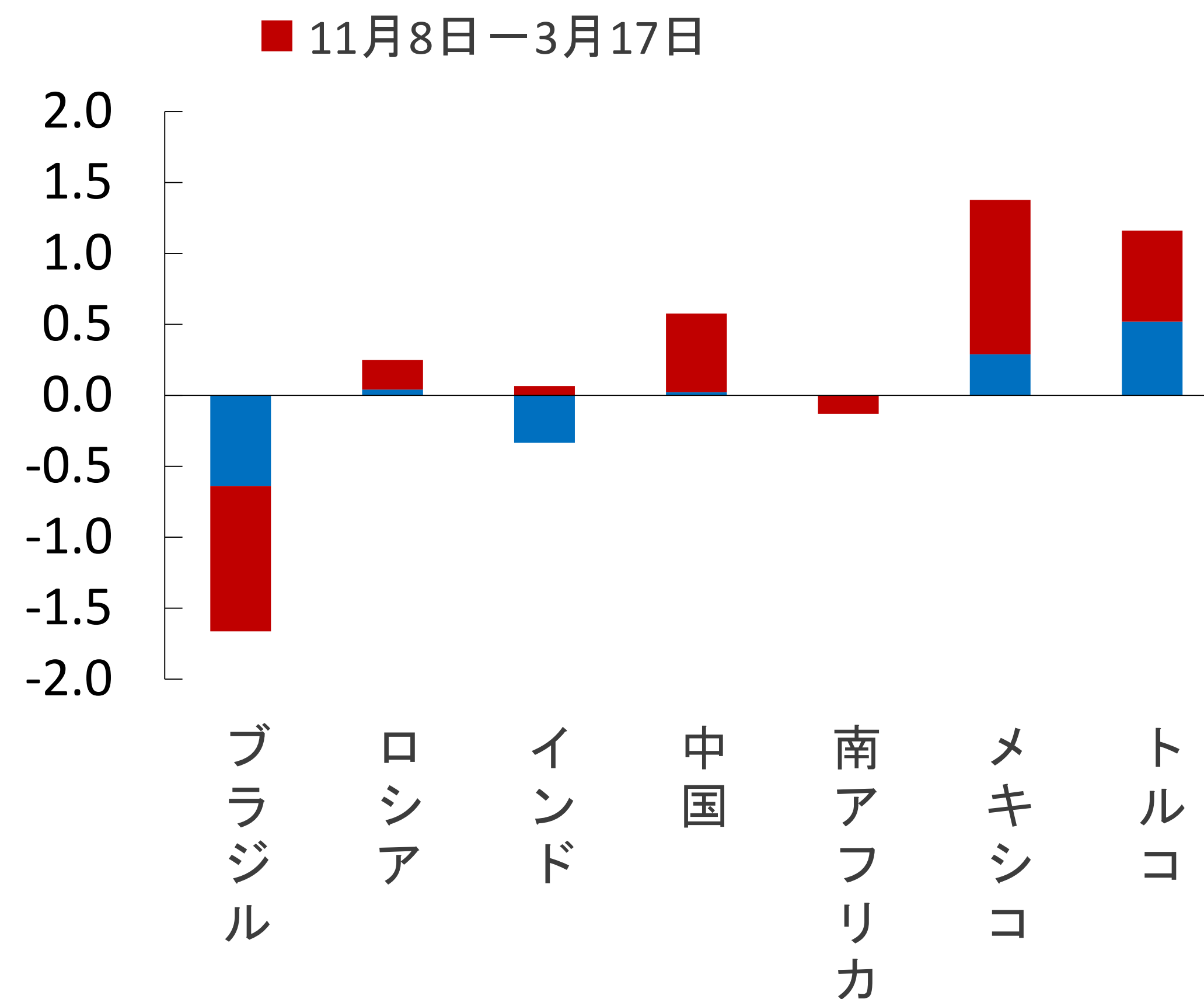
## 先進国・地域

(パーセント)



## 新興市場及び途上国・地域

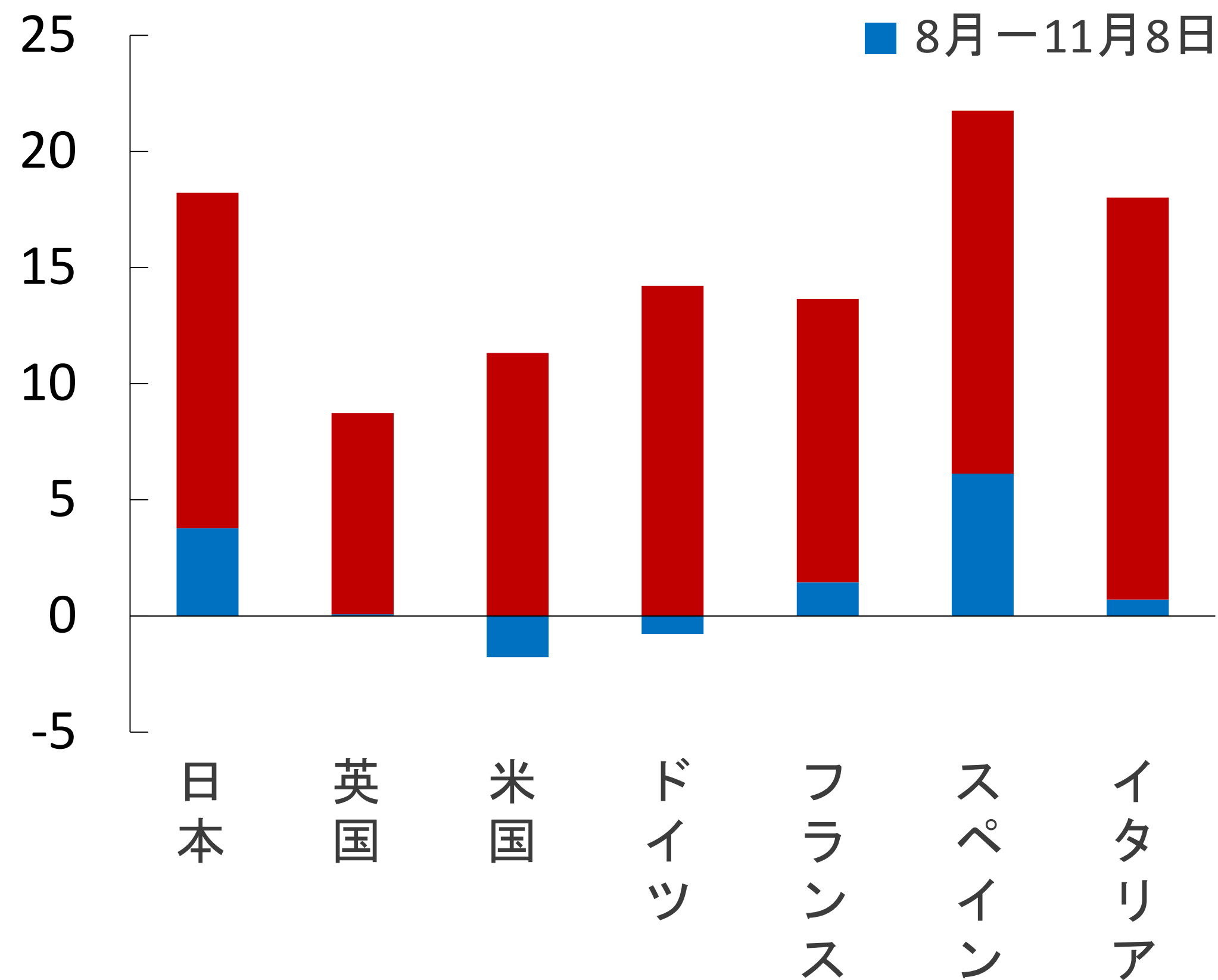
(パーセント)



# また、米大統領選以降、株価の上昇が見られる...

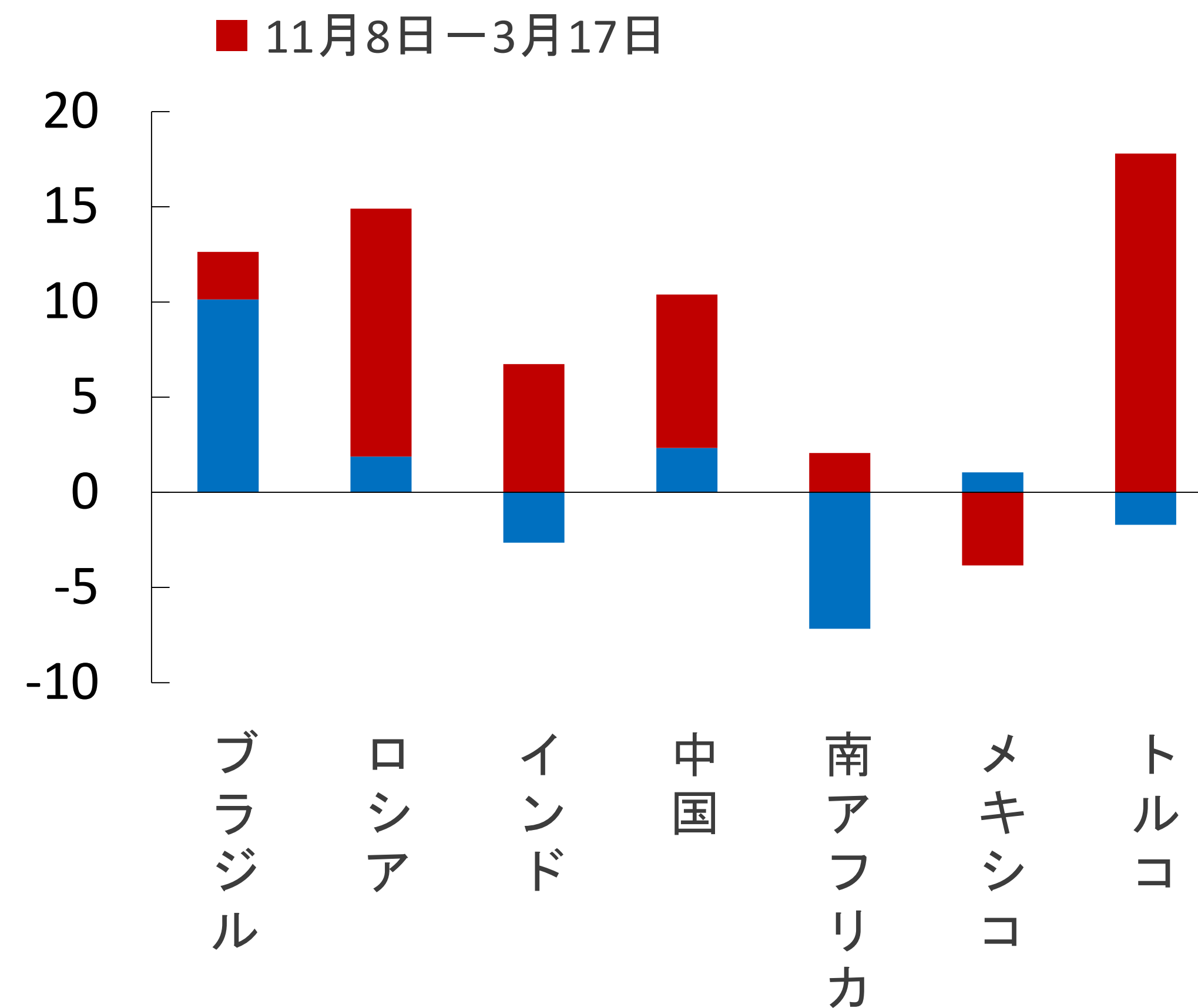
## 先進国・地域

(パーセント)



## 新興市場及び途上国・地域

(パーセント)

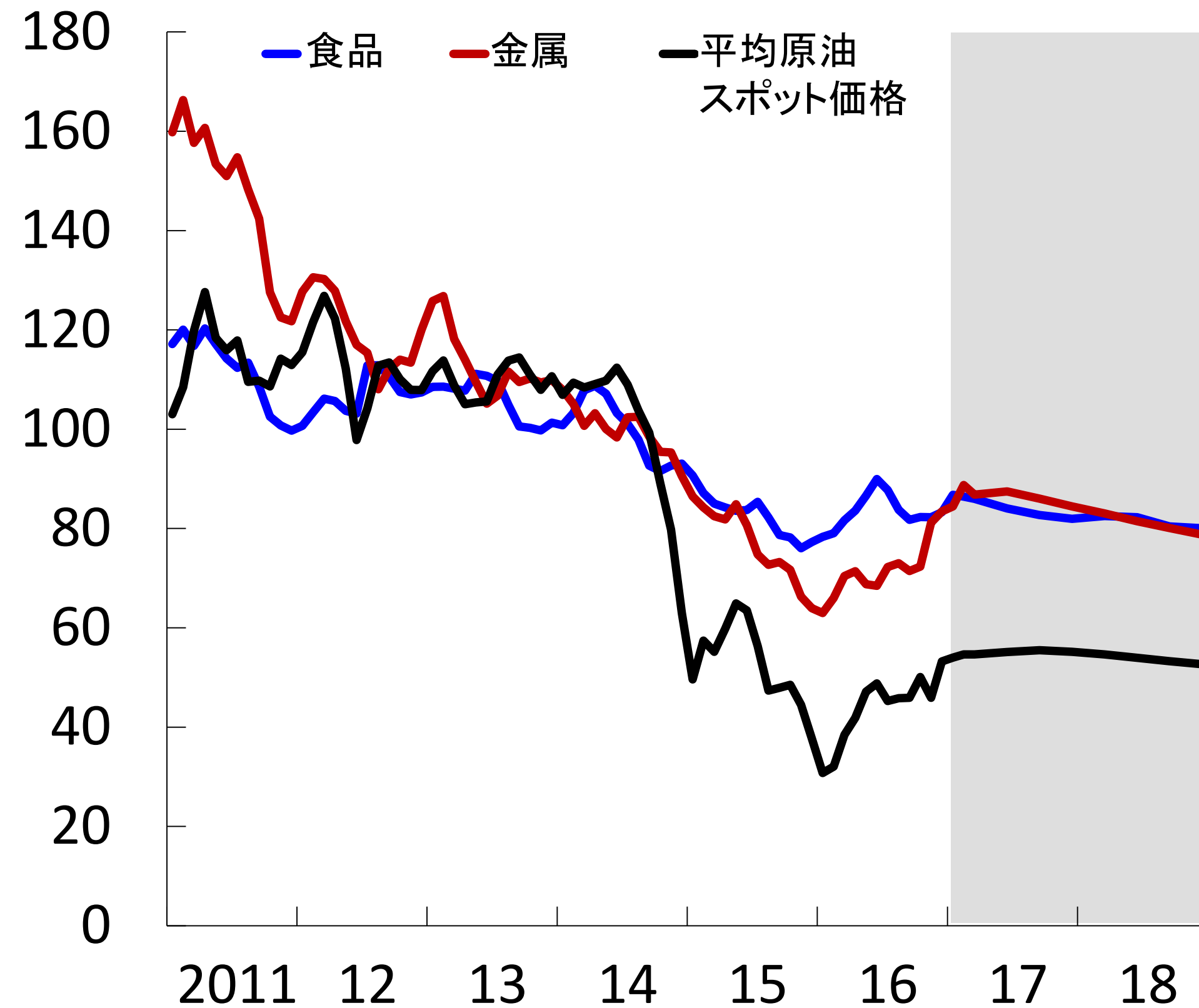




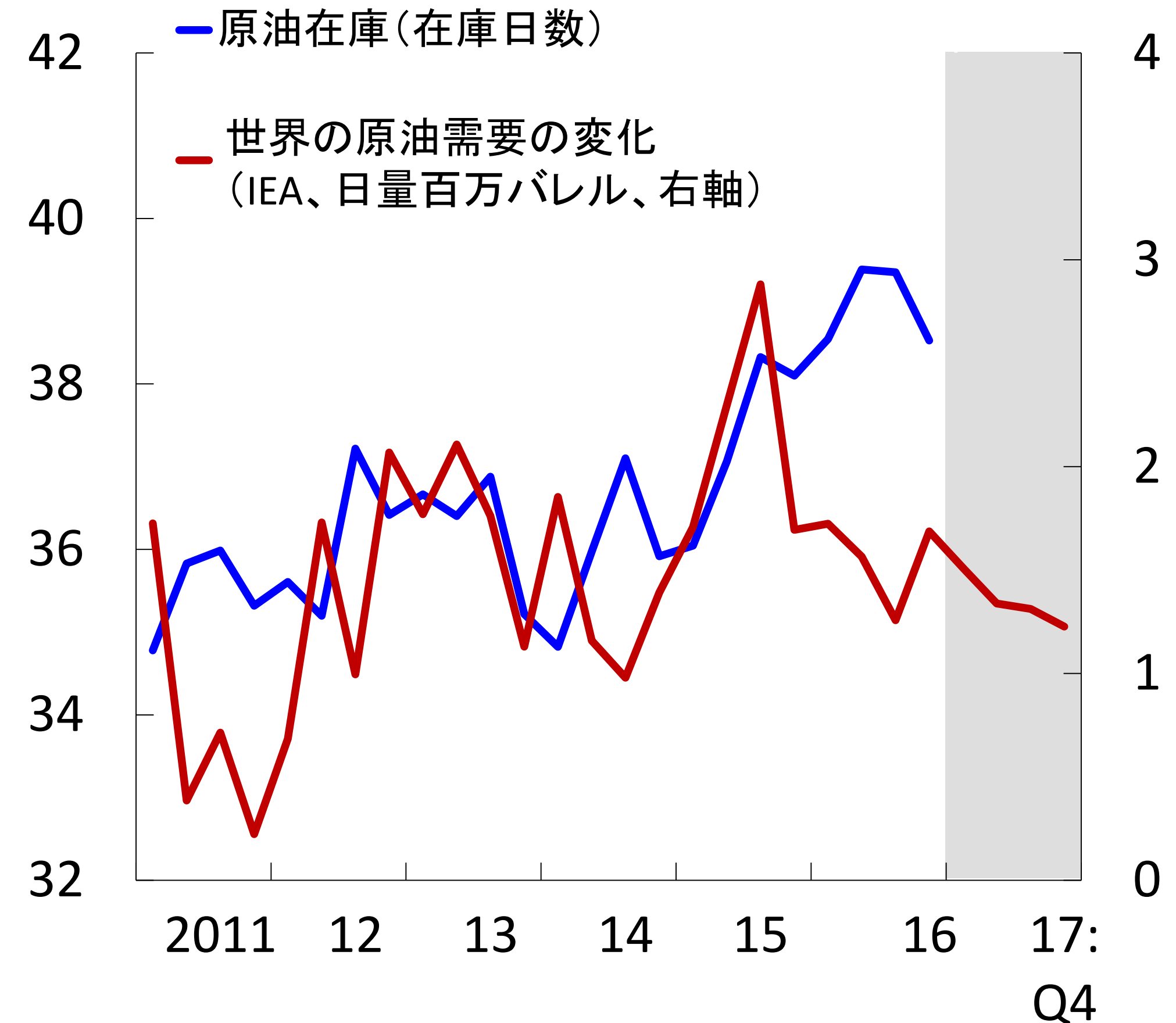
# 資源価格は底打ちしたものの、依然として低水準

## 実質一次産品価格指数

(米国消費者物価指数をデフレーターとして算出、  
指数、2014年=100)

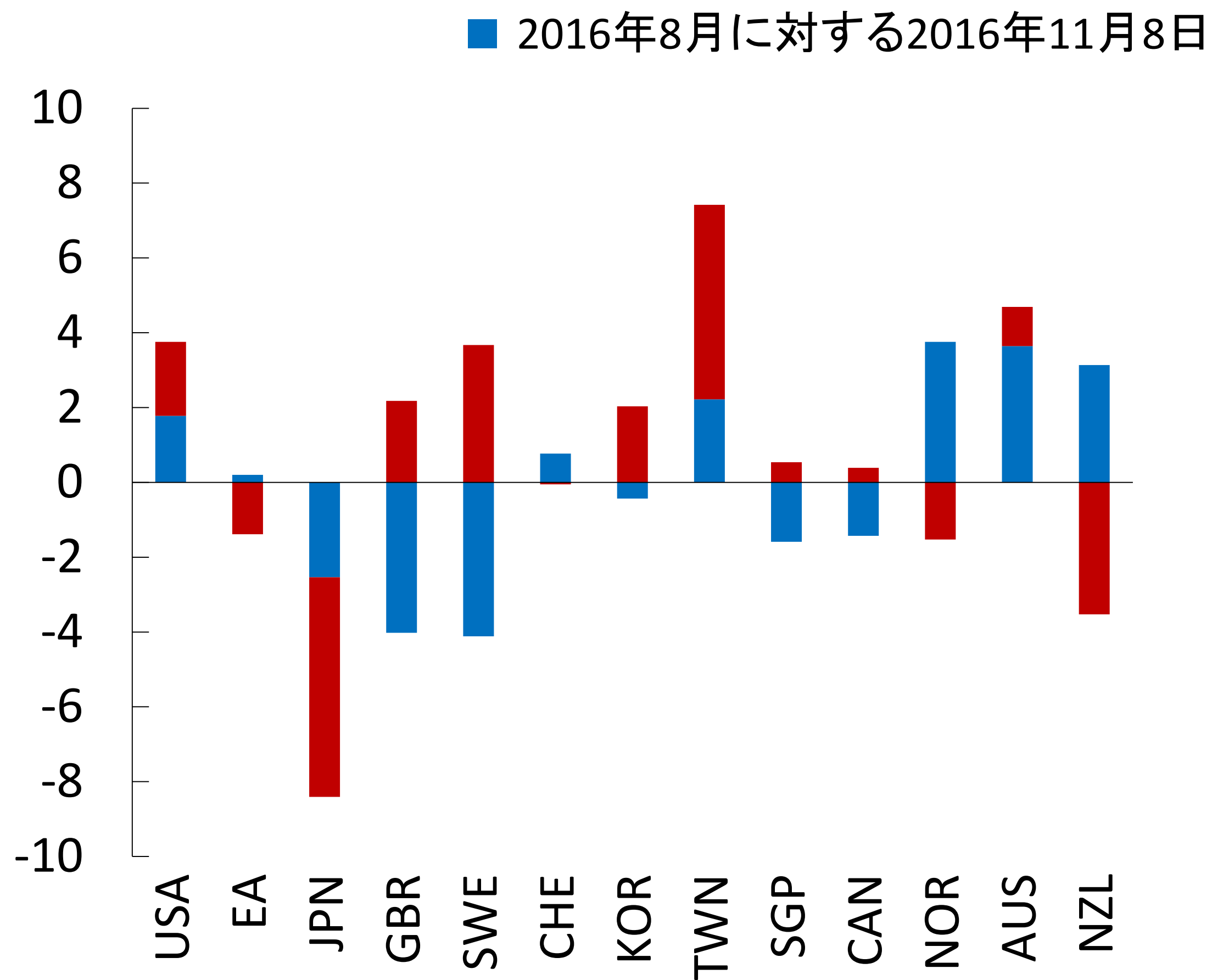


## 世界の原油需要及びOECD加盟国の原油在庫

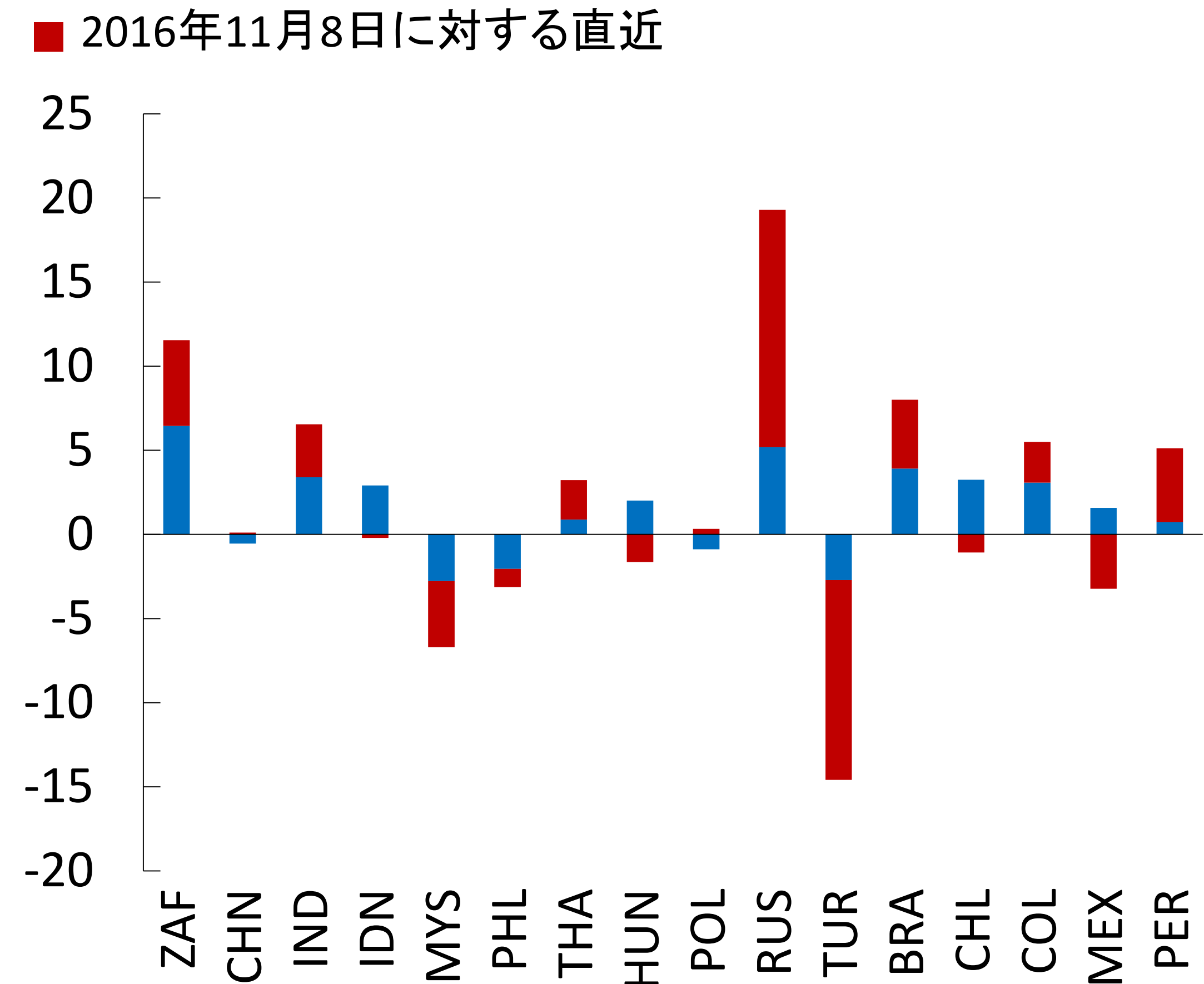


# それでは、実質実効為替レートはどのように変化したのだろうか？

先進国・地域  
(パーセント)



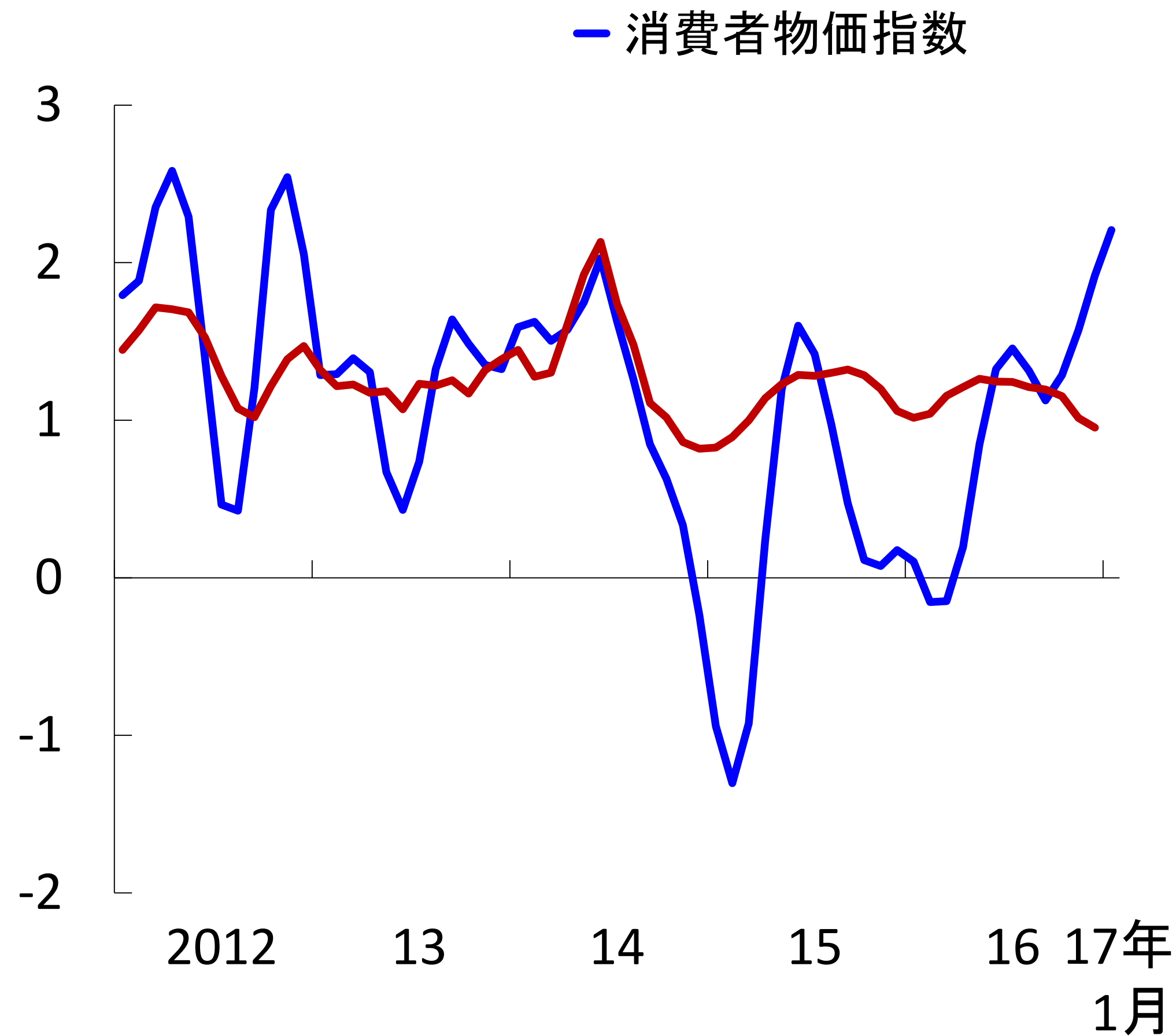
新興市場及び途上国・地域  
(パーセント)



# ばらつきはあるものの、先進国における総合インフレ指数は上昇

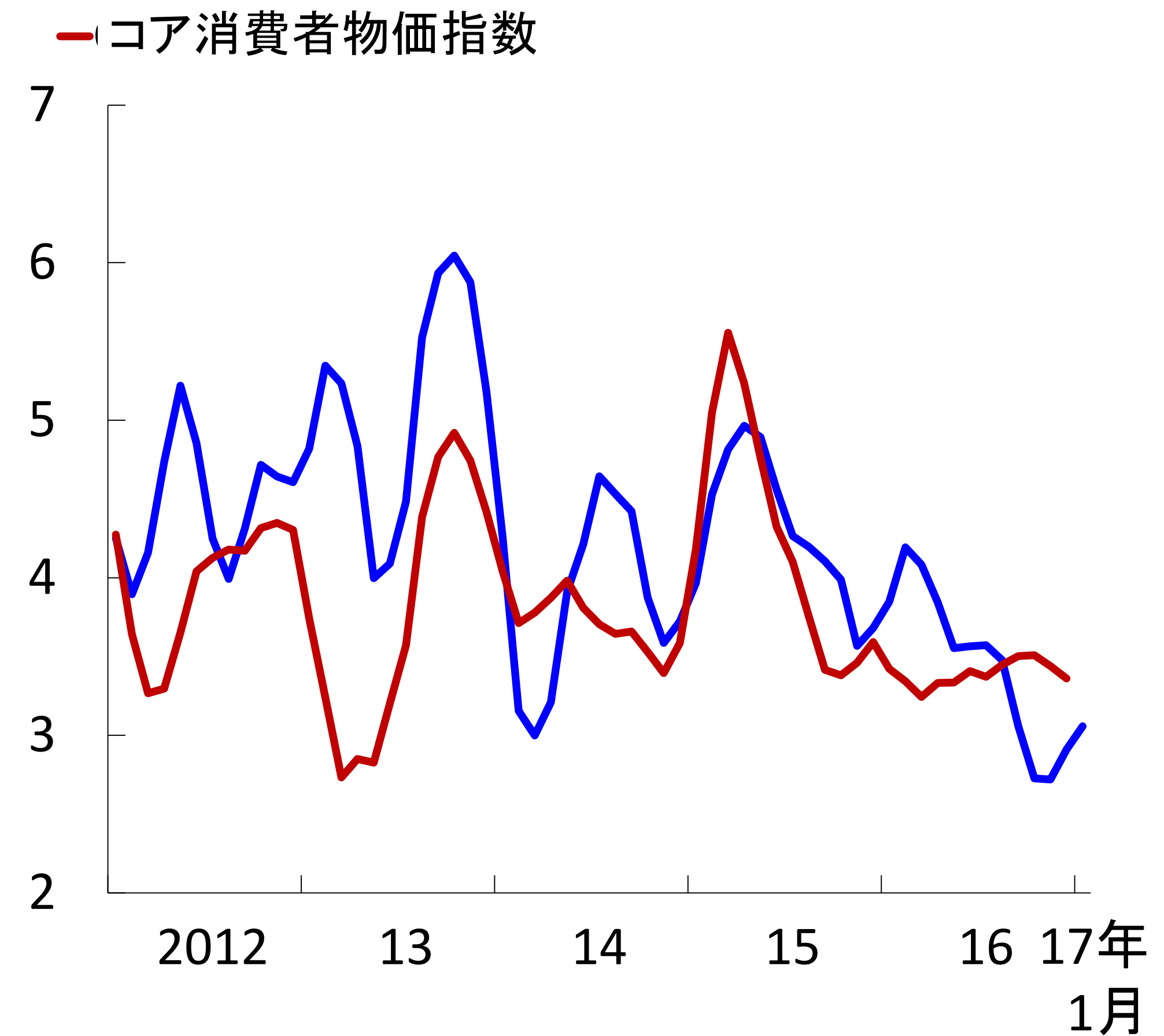
## 先進国・地域

(3か月移動平均、年率、パーセント)



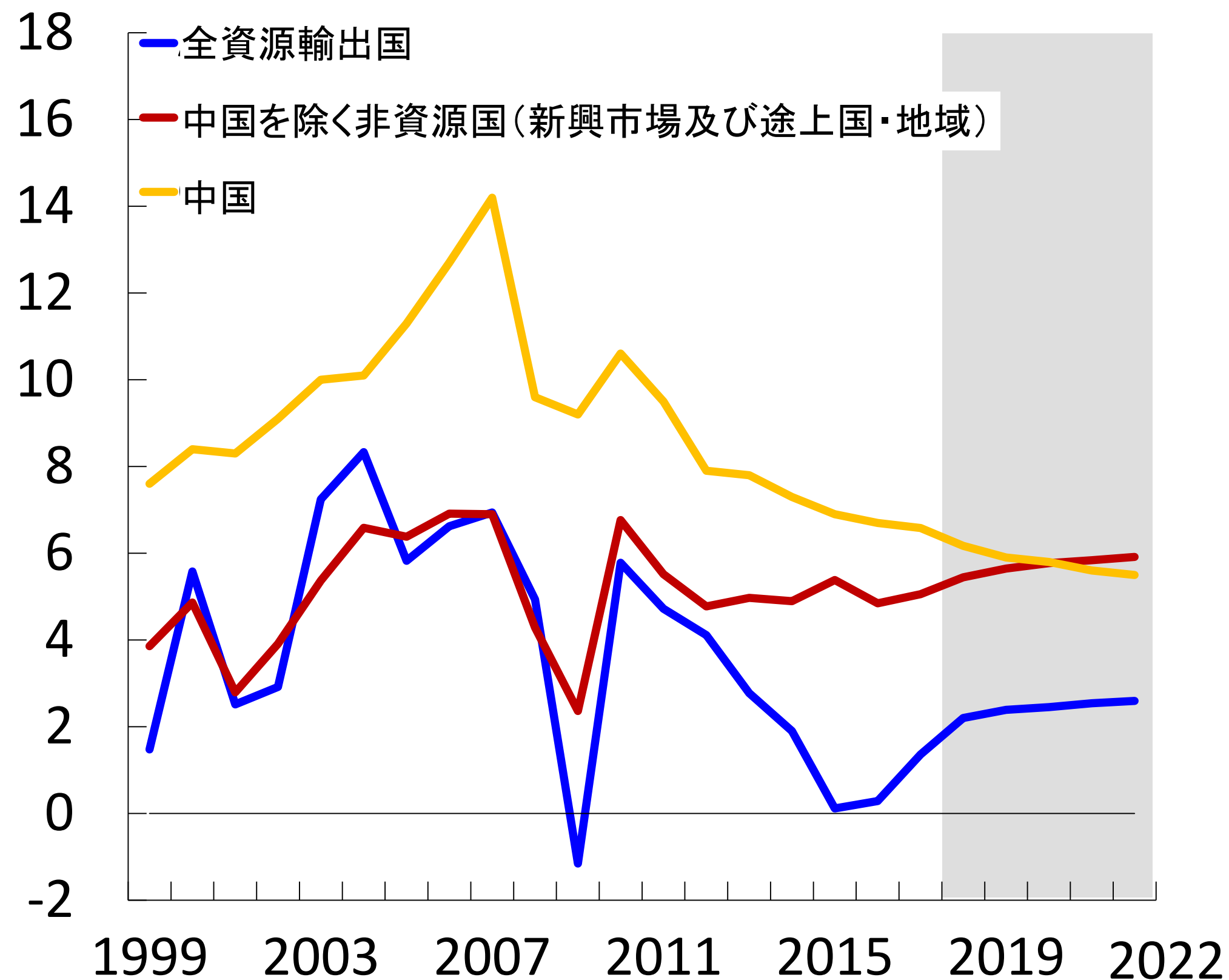
## 新興市場及び途上国・地域

(3か月移動平均、年率、パーセント)

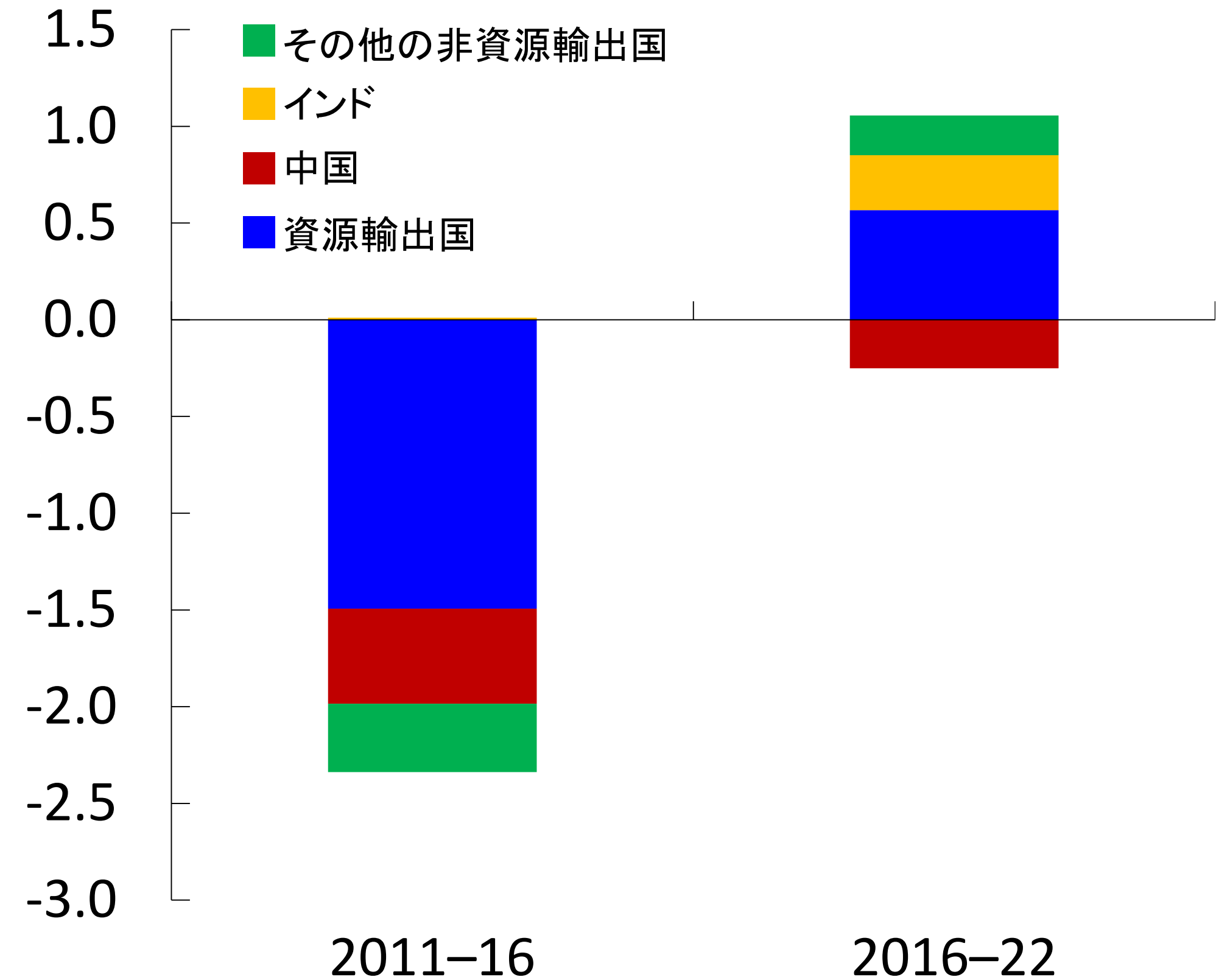


# 新興市場及び途上国・地域の成長パターンは、 資源輸入国と資源輸出国で異なる

## 新興市場及び途上国・地域の成長率 (パーセント)



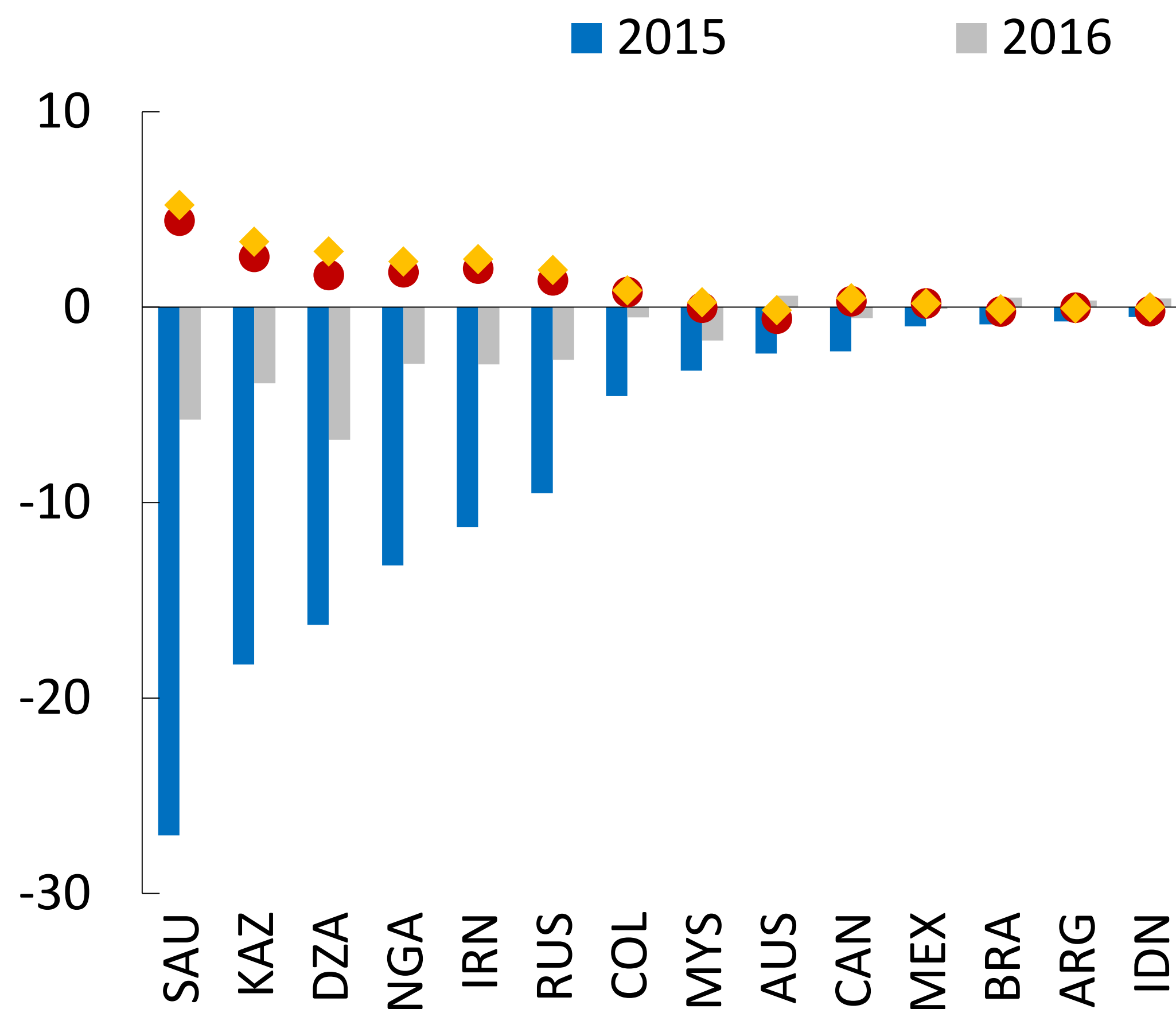
## 新興市場及び途上国・地域の成長率の変化 の寄与度 (パーセント)



# 新興市場：交易条件の偶発的利益及び損失が影響を及ぼしている

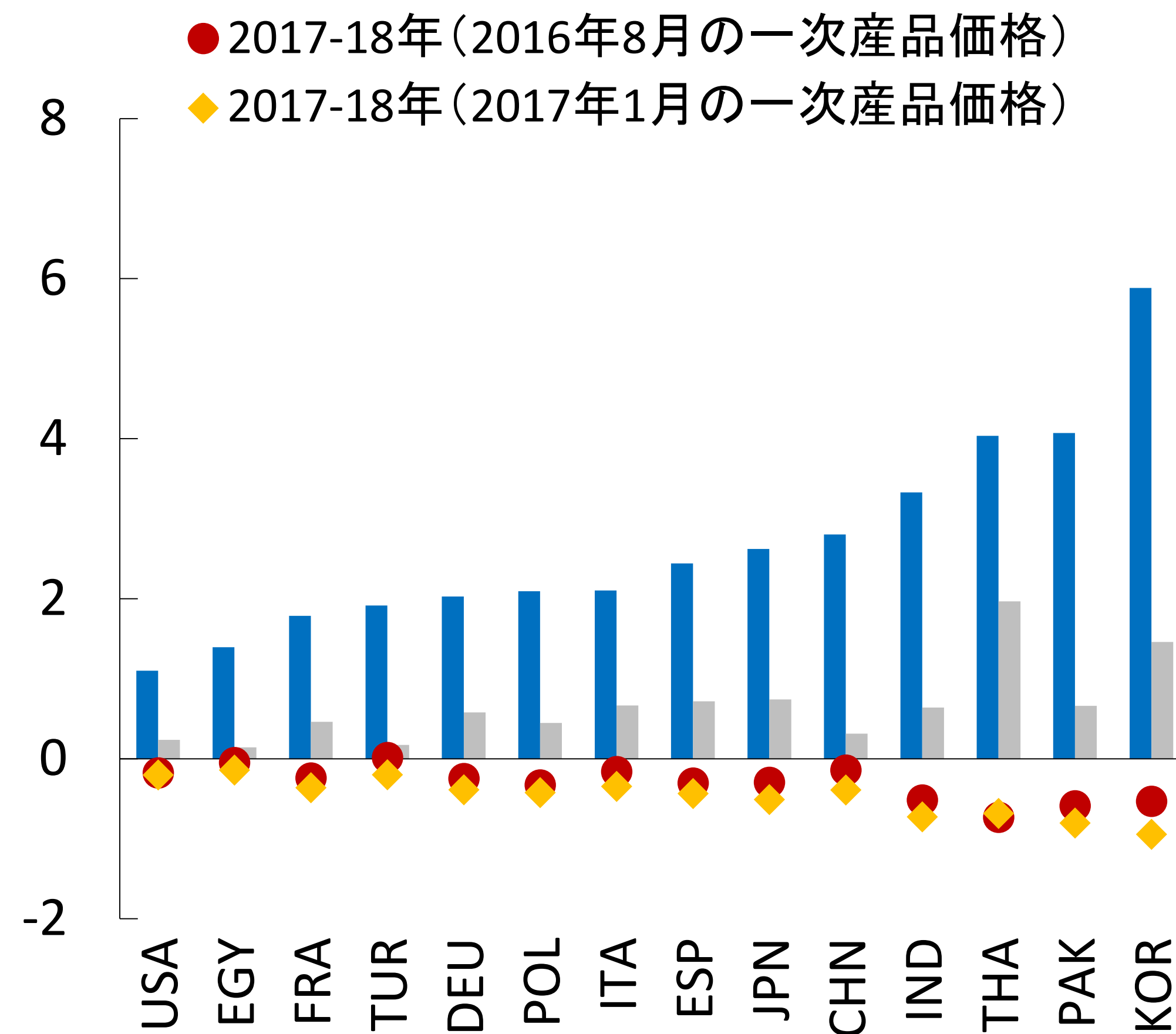
## 交易条件の偶発的損失

(GDP対比)



## 交易条件の偶発的利益

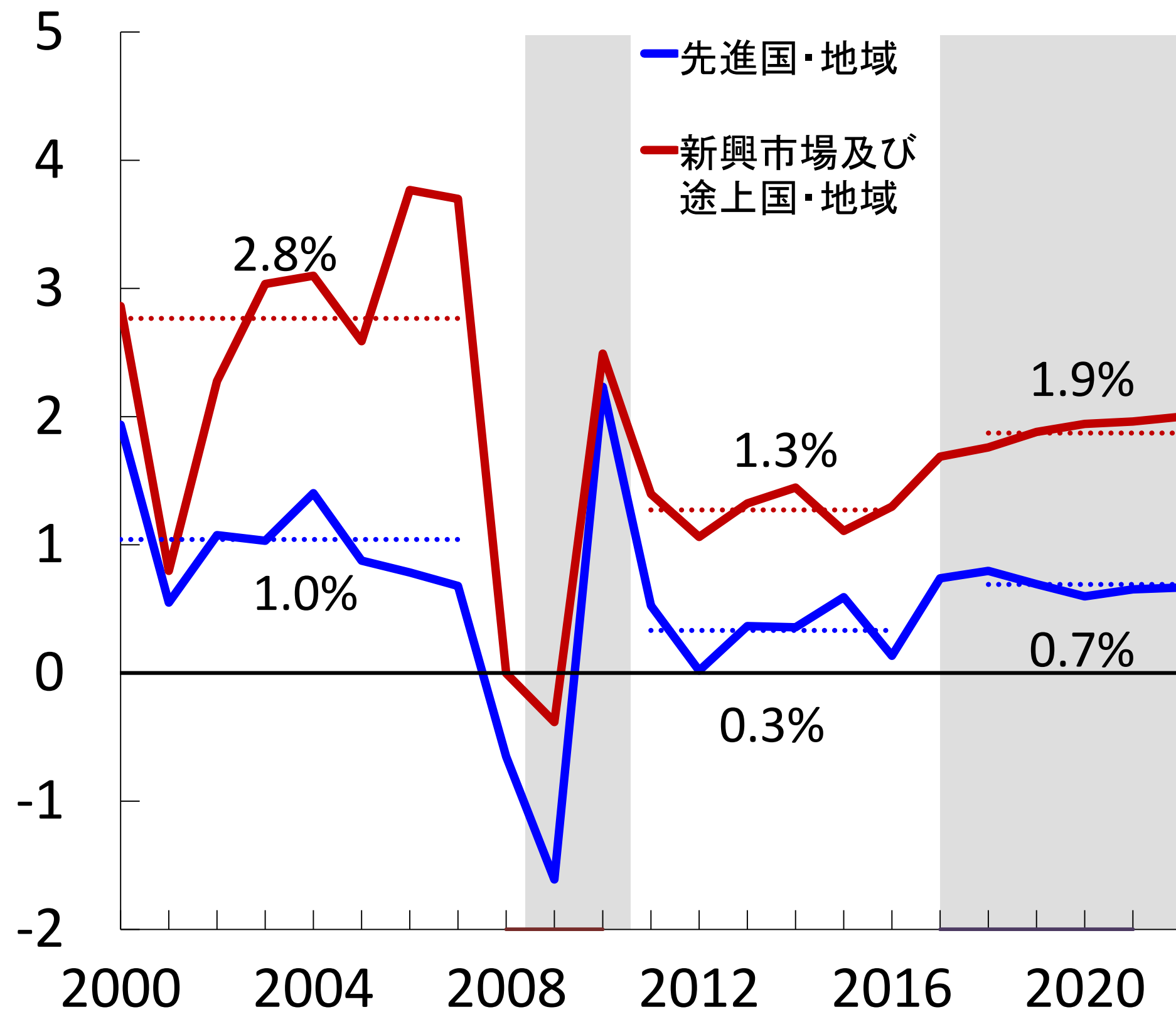
(GDP対比)



# 大きな課題の一つは、全要素生産性の伸び悩み

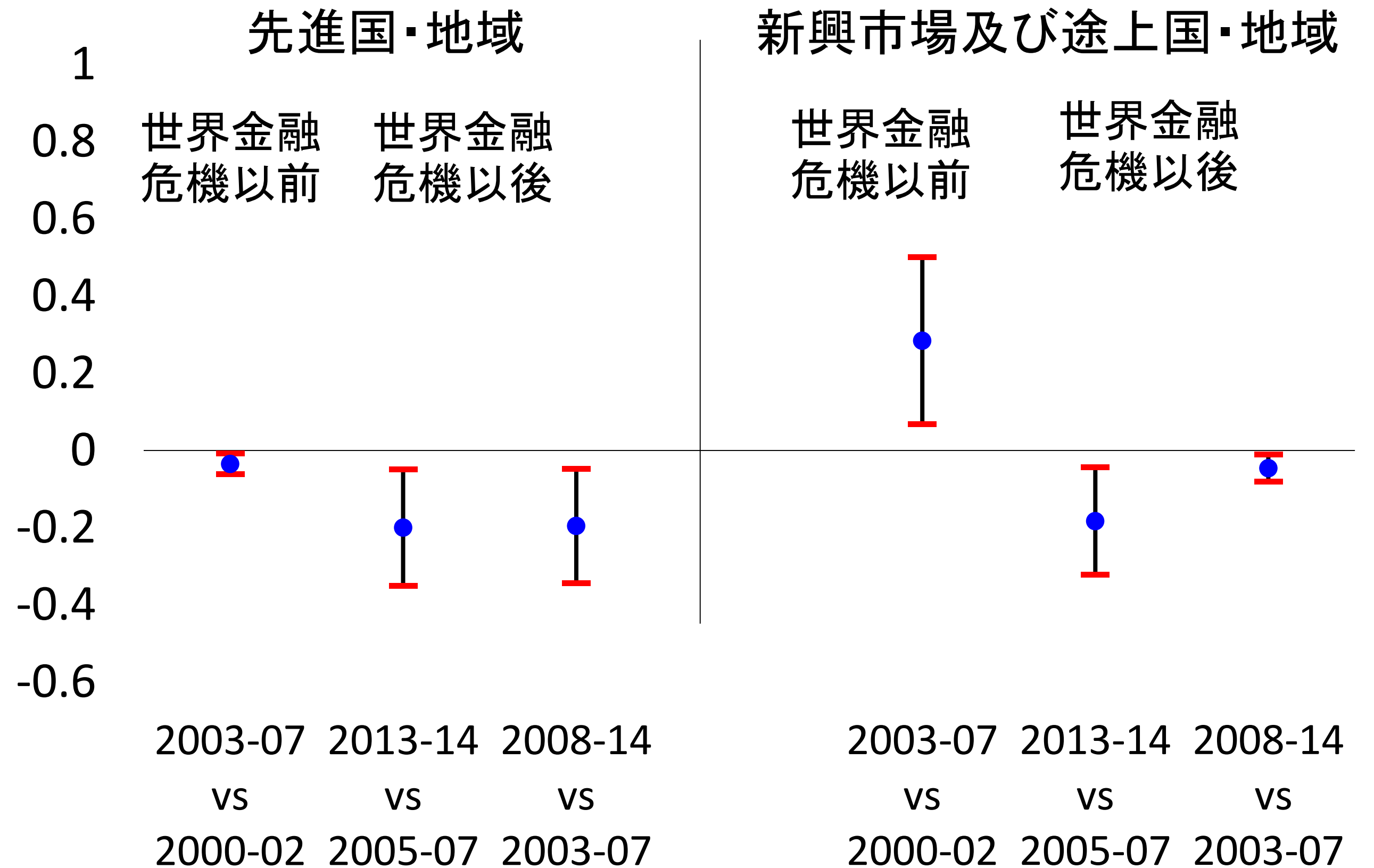
## 全要素生産性伸び率、2000—22年

(PPP—GDP加重後、点線は期間平均)



## 全要素生産性伸び率に対する資本蓄積の推定寄与度

(パーセント)



# 成長予測：先進国・地域

(前年比、パーセント)



世界



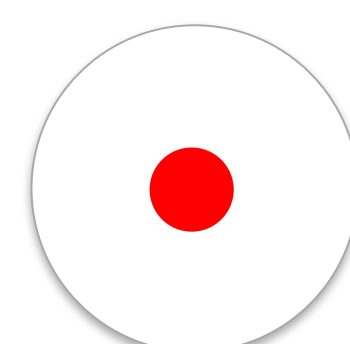
先進国・地域



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

2016

3.1

1.7

1.6

1.8

1.0

1.7

1.8

1.4

2.3

2017

3.5

2.0

2.3

2.0

1.2

1.7

1.6

1.9

2.5

2016年10月  
からの修正

0.1

0.2

0.1

0.9

0.6

0.2

0.2

0.0

0.0

2018

3.6

2.0

2.5

1.5

0.6

1.6

1.5

2.0

2.6

2016年10月  
からの修正

0.0

0.2

0.4

-0.2

0.1

0.0

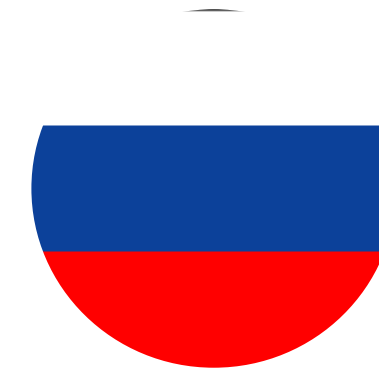
0.1

0.1

-0.1

# 成長予測：新興市場及び低所得途上国

(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

資源輸出国・  
地域

低所得途上国

**2016**

3.1

4.1

6.7

6.8

-3.6

-0.2

1.0

3.6

**2017**

3.5

4.5

6.6

7.2

0.2

1.4

2.3

4.7

2016年10月  
からの修正

0.1

-0.1

0.4

-0.4

-0.3

0.3

-0.2

-0.2

**2018**

3.6

4.8

6.2

7.7

1.7

1.4

2.9

5.3

2016年10月  
からの修正

0.0

0.0

0.2

0.0

0.2

0.2

-0.1

0.1



# 世界経済は勢いを増しているものの、下振れリスクが優勢

- **世界経済の統合に対する脅威**。内向的政策へのシフトは、需要や生産性に打撃を与える可能性がある
- **米国のマクロ経済政策**。予想以上に早いペースで進む米国の金融引き締めとドル高は、米国の経済成長を抑制し、脆弱な国々に悪影響を与えることも考えられる
- **新興市場国に対する金融環境の脅威**。一部の新興市場国における脆弱性（高水準の企業債務、収益性の低下、バランスシートのミスマッチ）は、投資家信頼感が急変するリスクに晒されている。中国の継続的な与信依存や再編の遅れは、最終的に破壊的調整のリスクが増していることを意味する
- **金融規制の大幅な緩和**。過剰なリスクテイクは、多くの損害をもたらす危機の可能性を高める
- **弱い需要とバランスシート**。一部の欧州国では、弱い需要、低インフレ、弱いバランスシート、生産性の伸びの鈍さといった要因の負の連鎖が続く懸念がある
- **経済以外のショック**。地政学的緊張、政治対立、激しい気象災害、テロ、安全保障上の懸念

## ... 重要な政策の選択が迫られている

### 先進国・地域

- 弱い需要、低いインフレが続く国々は、循環的な支援が望ましい
- 需給ギャップのない国々は、セーフティネットを強化し、潜在成長力を高める
- 公的負債を持続可能な軌道に乗せるために信頼される戦略が必要

### 新興市場及び途上国・地域

- 中国のリバランス(再調整)の支援と与信拡大の抑制
- 資源輸出国における資源収入の低下への対応
- 脆弱な新興市場及び途上国・地域では金融リスクを抑制
- 潜在成長力を高めるための構造改革

# アジア太平洋地域

逆波に備えるには？





## 主要メッセージ

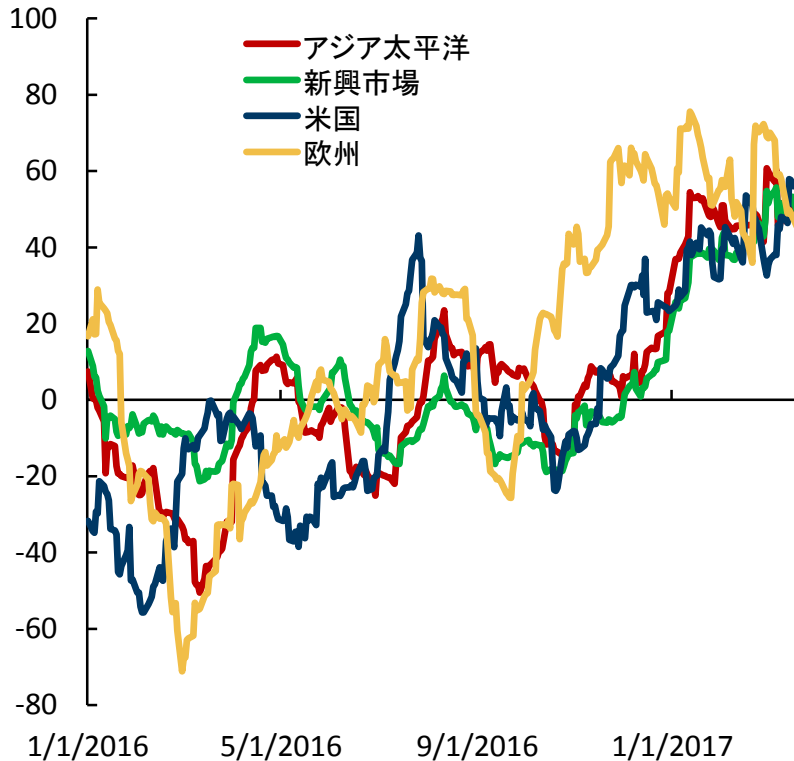
- 短期的には、アジア太平洋地域の見通しは引き続き明るく、世界的に見ても最も力強い
- 成長には上振れリスクが散見されるものの、見通しには大きな下振れリスクが優勢であり、不透明感が増している
- 中期的成長は、人口高齢化や生産性の限定的な上昇・収斂など、長期的な逆風に直面している



# アジアにおいても、2016年半ば以降、回復の勢いが増す

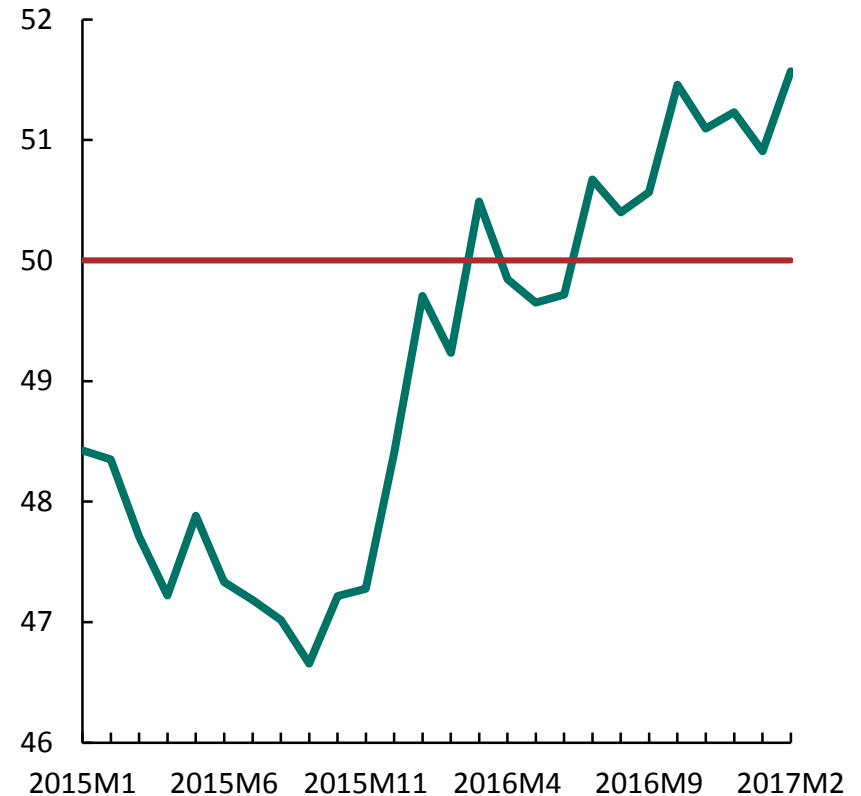
## エコノミック・サプライズ指数

(パーセント)



出所: シティ・グループ、ヘイバー・アナリティクス

## アジアPMI: 製造業



出所: IMF世界経済見通し(WEO)データベース、ヘイバー・アナリティクス、IMF算定

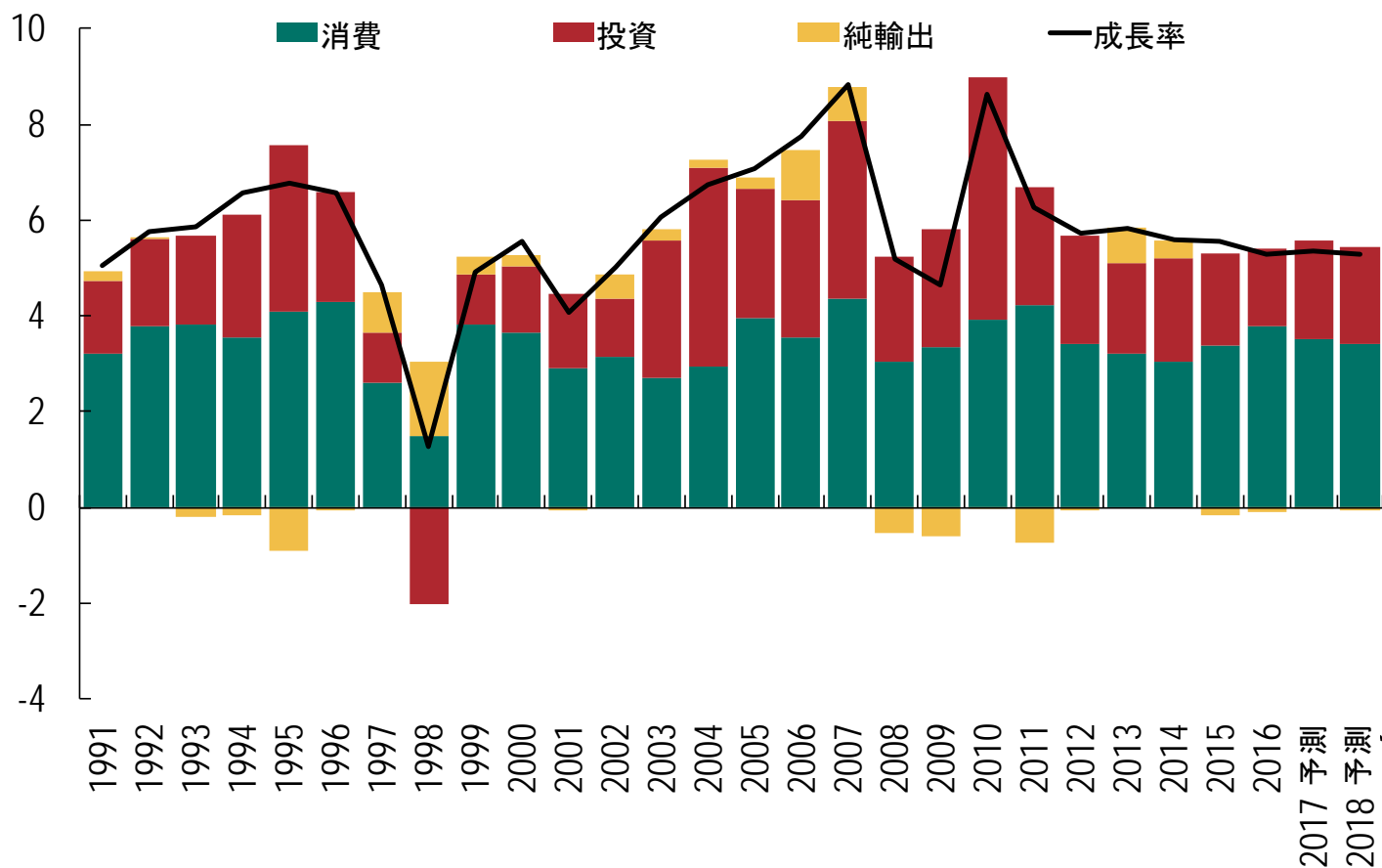
注: 総合指数は購買力平価(PPP)ウェイト



# 域内需要は力強い民間消費に支えられて堅調

## アジア: 成長率への寄与度

(前年比、パーセンテージポイント)



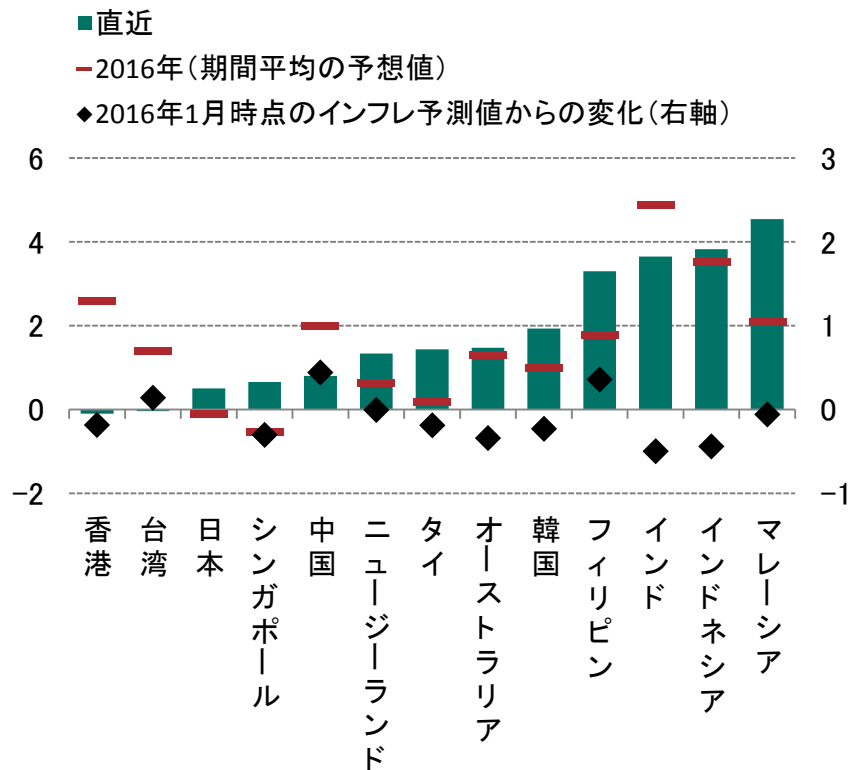
出所: IMF世界経済見通し(WEO)データベース、IMF算定



# 商品市況の回復は消費者物価指数をやや押し上げた

## アジア: 総合消費者物価指数と予測

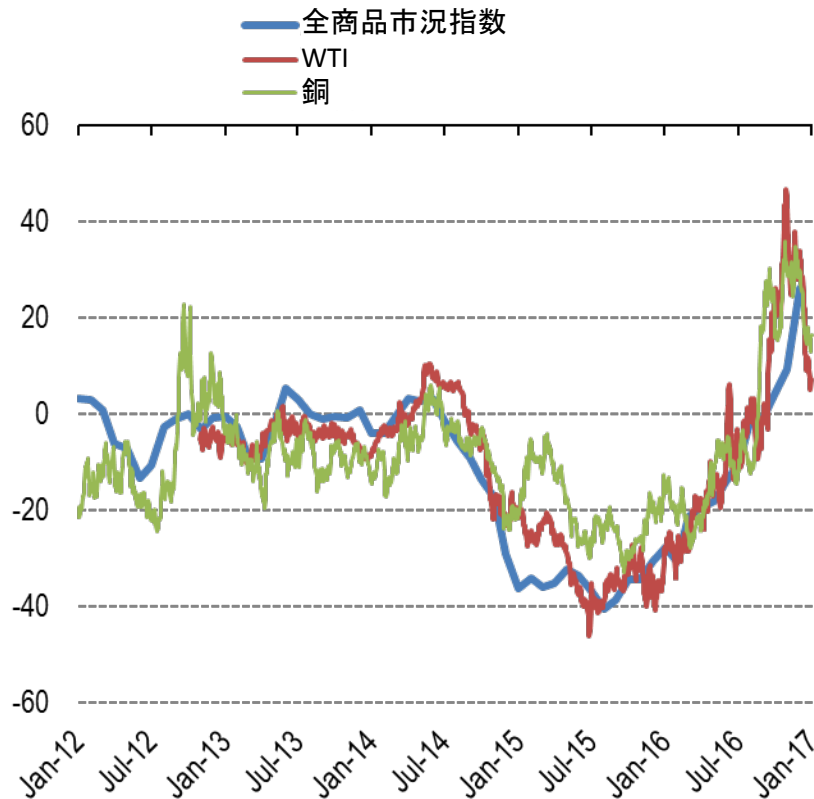
(前年比、パーセント)



出所: CEICデータ社、コンセンサス・エコノミクス、ヘイバー・アナリティクス、IMF世界経済見通し(WEO)データベース、IMF算定  
 注: インドのインフレ予測値及び2016年予測は財政年度ベース

## 商品市況

(前年比、パーセンテージ・ポイント)



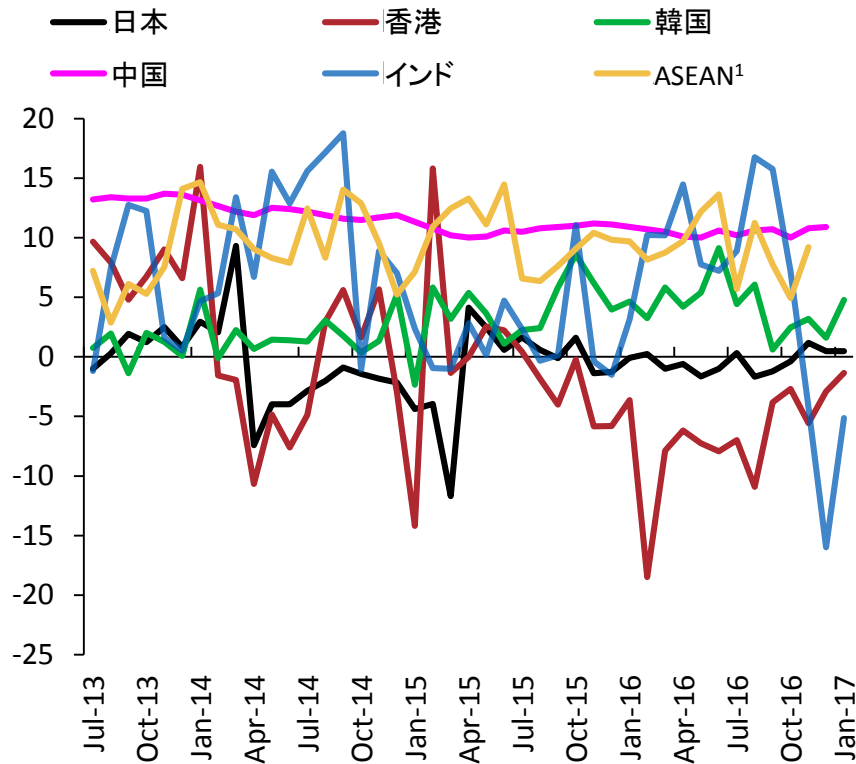
出所: ブルームバーグ、IMF  
 注: WTI = West Texas Intermediateの略



# しかし、回復の幅広さや持続可能性は依然不明確

## アジア主要国：小売売上高

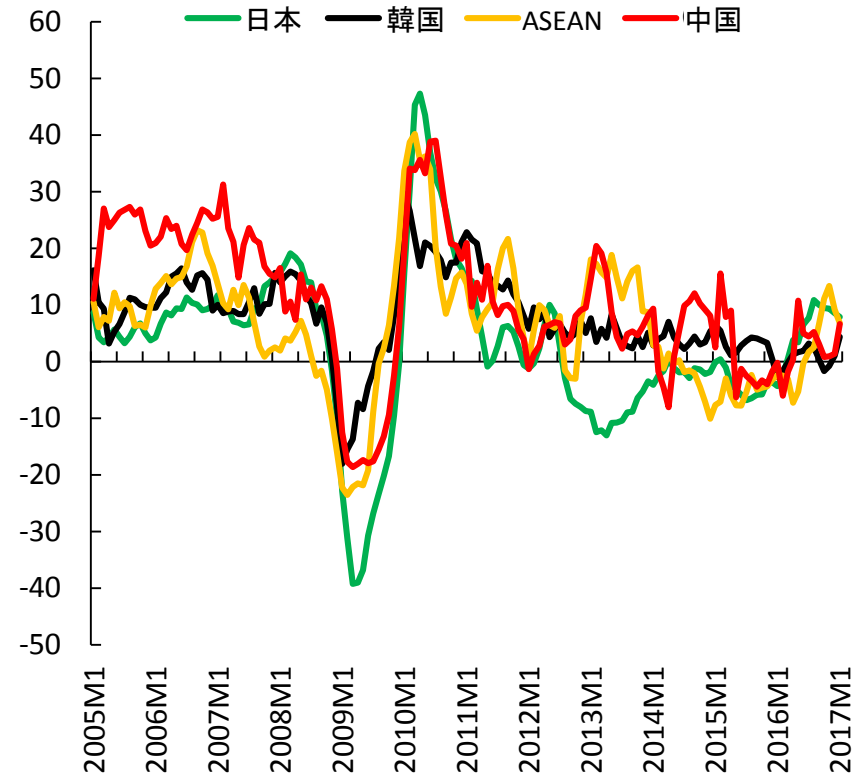
(前年比、パーセント)



出所: CEICデータ社、ヘイバー・アナリティクス、IMF算定  
<sup>1</sup> ASEANは、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ

## アジア主要国：各国・地域の輸出高

(前年比3ヶ月移動平均)



出所: CEICデータ社、ヘイバー・アナリティクス、IMF算定









# アジア地域の経済成長見通し



# アジア太平洋地域の短期見通しは引き続き明るく、世界的に見ても最も力強い

## 成長見通し：アジア主要国

(前年比)

	 世界	アジア	 中国	 日本	 インド	オーストラリア・ ニュージーランド	ASEAN	太平洋島 嶼国・そ 他小国
<b>2016</b>	<b>3.1</b>	<b>5.3</b>	<b>6.7</b>	<b>1.0</b>	<b>6.8</b>	<b>2.7</b>	<b>4.8</b>	<b>3.3</b>
<b>2017</b>	<b>3.5</b>	<b>5.5</b>	<b>6.6</b>	<b>1.2</b>	<b>7.2</b>	<b>3.1</b>	<b>4.9</b>	<b>3.3</b>
2016年10月 からの修正	0.0	0.1	0.4	0.6	-0.4	0.7	-0.2	0.0
<b>2018</b>	<b>3.6</b>	<b>5.4</b>	<b>6.2</b>	<b>0.6</b>	<b>7.7</b>	<b>3.0</b>	<b>5.1</b>	<b>3.8</b>
2016年10月 からの修正	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0	0.4	-0.1	0.1

出所：IMF算定

注：インドのデータ及び予測は財政年度ベース



# 経済成長見通しへのリスク



# 見通しは下振れリスクが優勢

## 短期:

- 上振れリスク: 力強い勢いと米国の刺激策の拡大
- 脆弱なバランスシートを踏まえた国際的な金融引き締め
- 主要国の内向的政策への傾斜
- 中国の経済構造改革が予想以上に難航

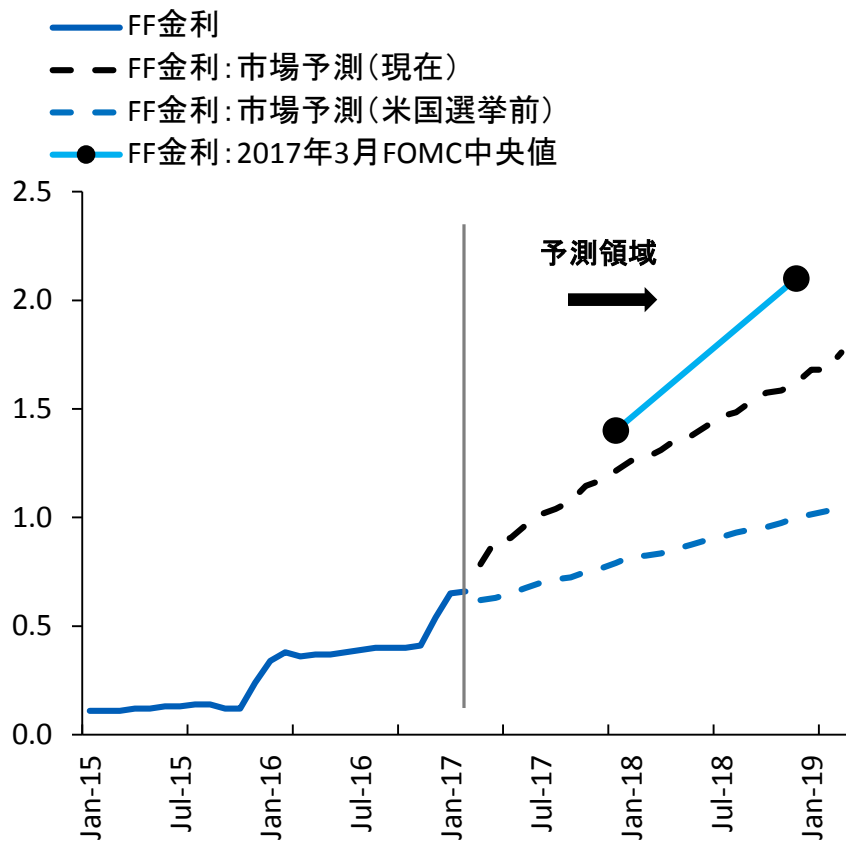
## 中期:

- アジアの一部では、豊かになる前に高齢化するリスク
- 生産性の伸びが鈍化、上昇・収斂は限定的に



# 予想以上の国際的な金融引き締めは、 資本フローのボラティリティを高める

## 米国：金利

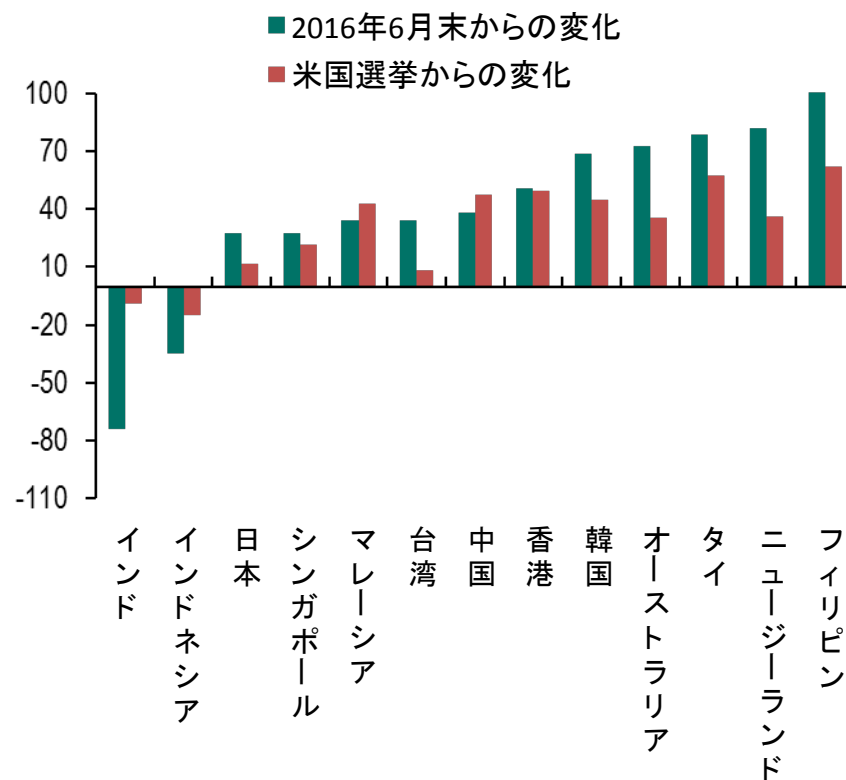


出所：ブルームバーグ

注：FOMC=Federal Open Market Committee

## アジア：10年国債利回り

(前年比、パーセント)



出所：ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス

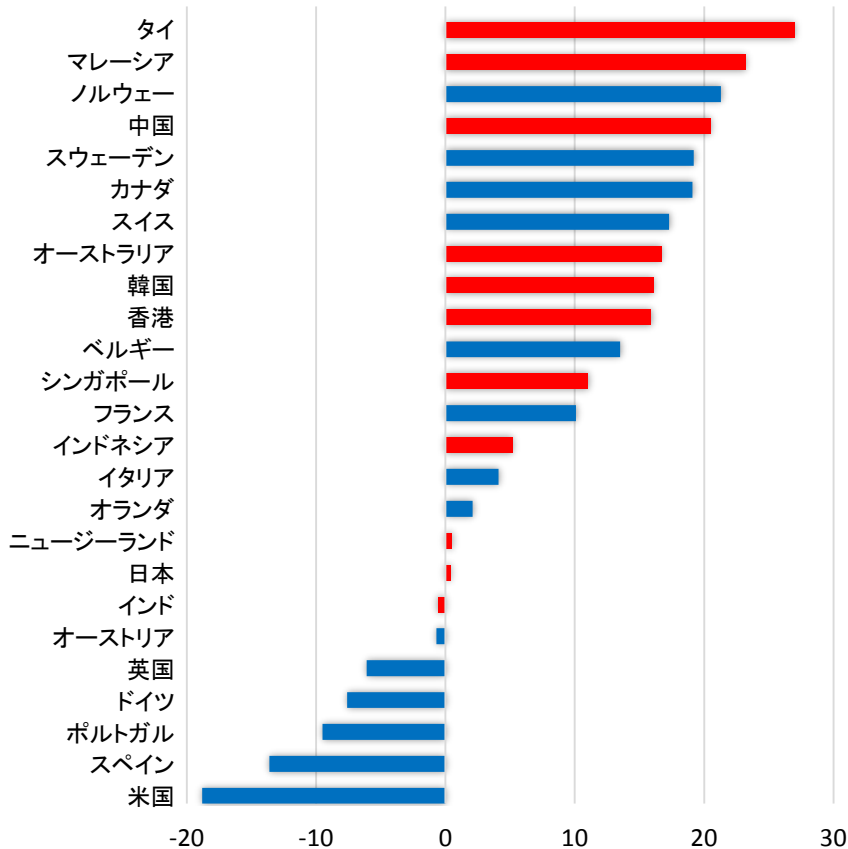
注：2017年3月24日時点



# 家計と企業の負債比率は高い

## 主要国：家計債務の対GDP比の変化

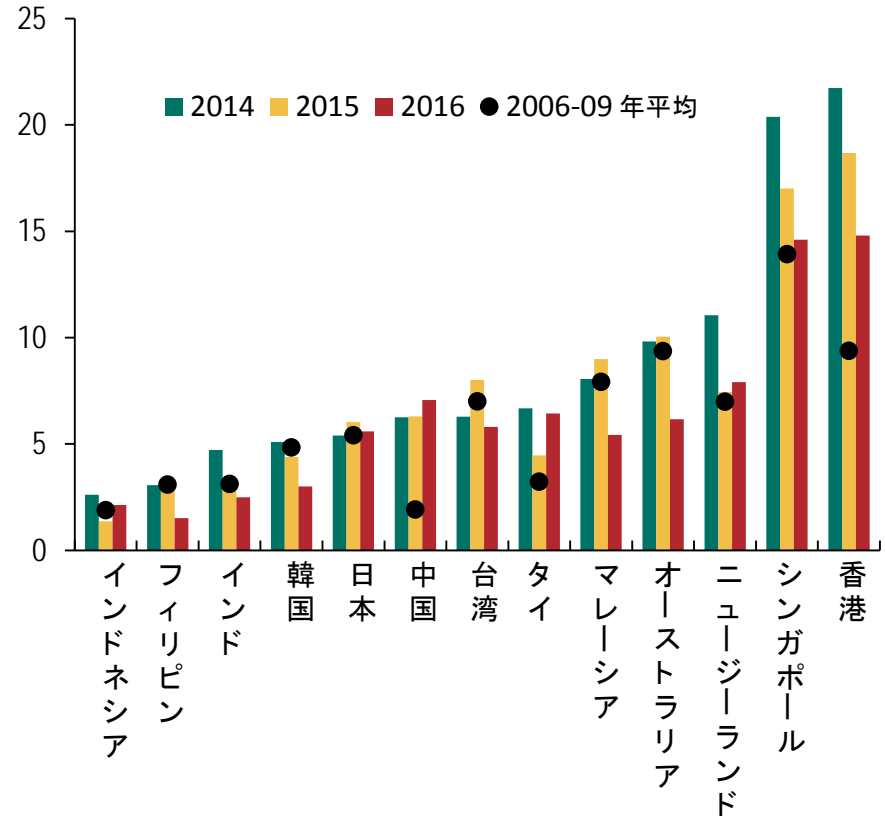
(パーセンテージポイント、2007年末から2015年末の変化)



出所：BIS、IMF算定

## アジア：非金融企業部門の債券発行額

(対GDP比)

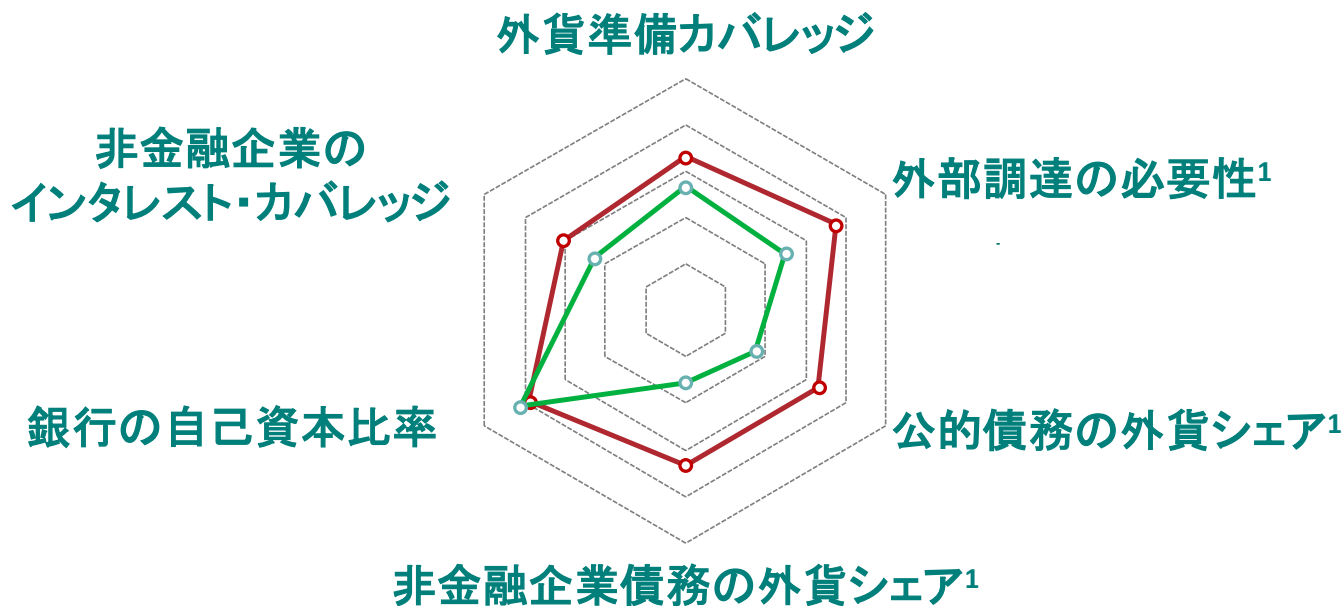


出所：ディールロジック、IMF世界経済見通し(WEO)データベース  
 注：債券発行額とシンジケート・ローン発行額を含む。データは居住地ベースで集計



# しかし、アジア新興市場国・地域は 外生ショックに対して相対的に強い

## 主要な脆弱性指標



—○— アジア新興市場の平均    —○— アジアを除く新興市場の平均

出所: IMF脆弱性エクササイズ・データベース、IMF算定

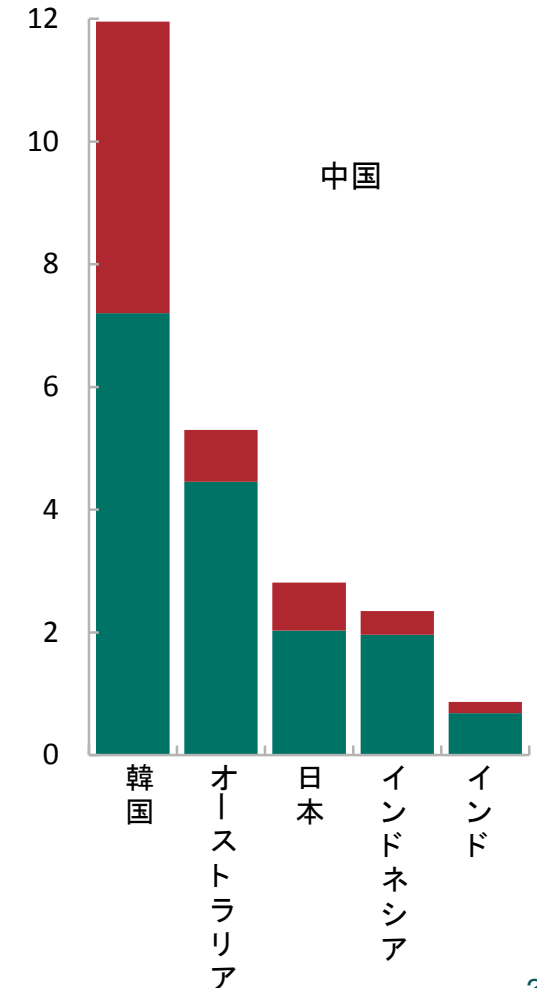
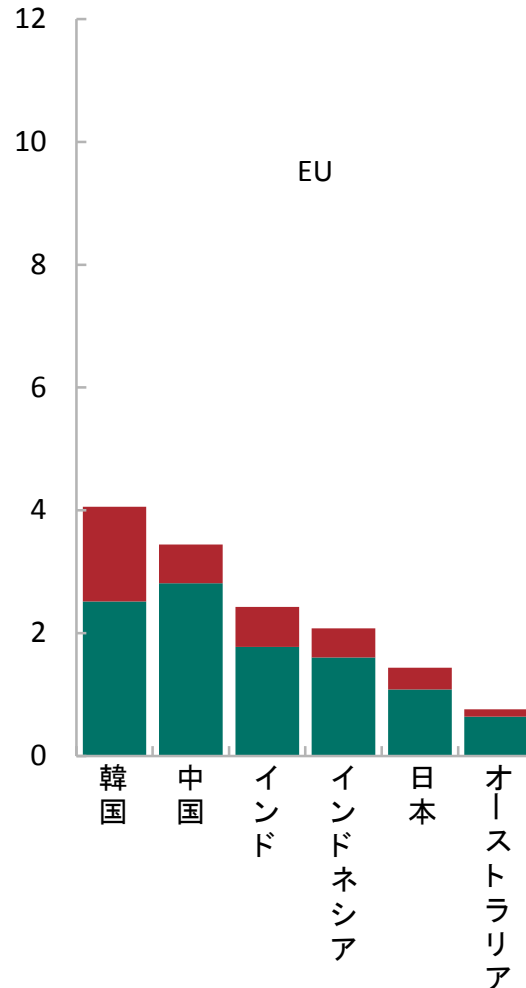
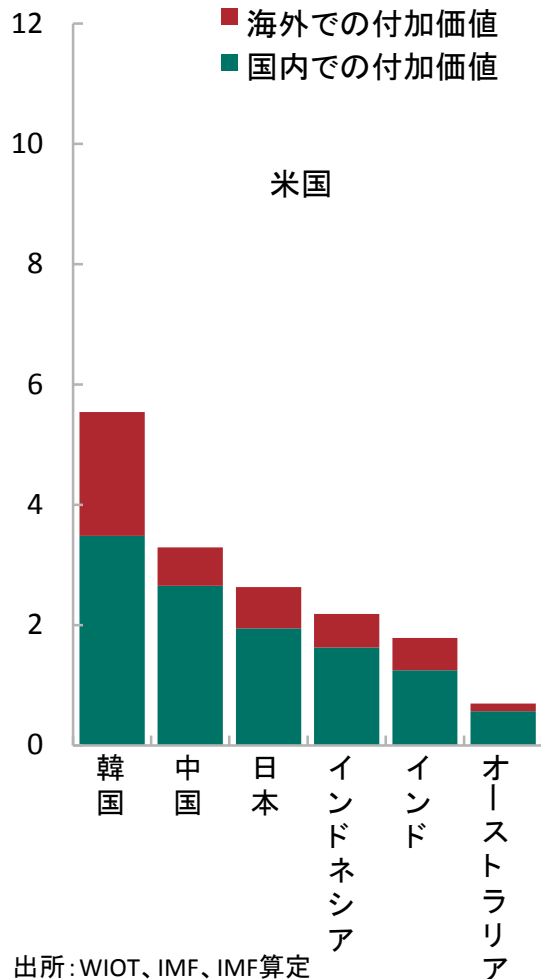
<sup>1</sup> 最大軸値が中心、最小軸値が外周部となる逆軸



# 主要な貿易相手国に対する 貿易エクスポージャーは高い

## 米国、EU、中国向けの輸出及び付加価値額

(対GDP比、2014年)



出所: WIOT、IMF、IMF算定



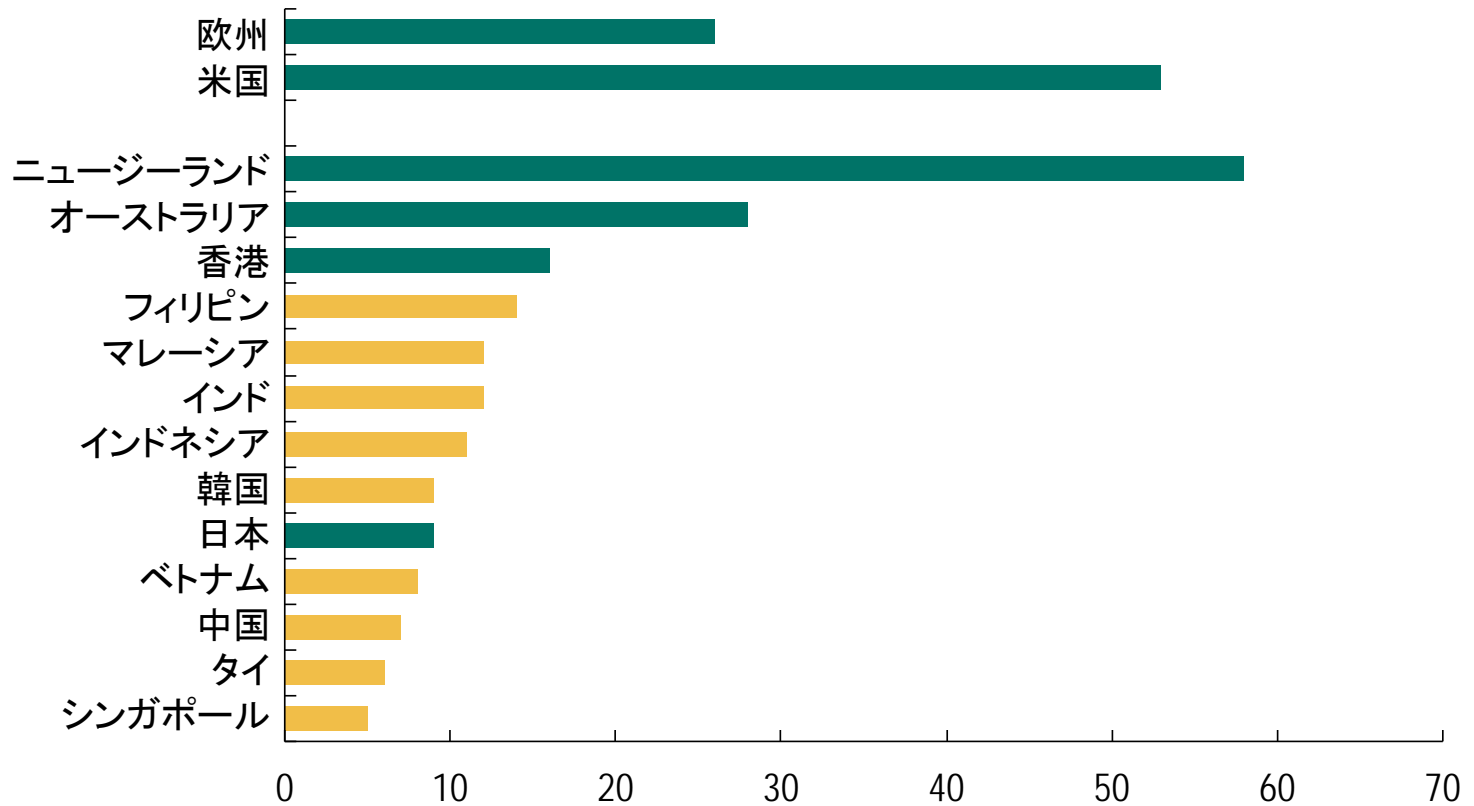


中期的には、逆風に直面



# その一つに、アジアは急速に高齢化している

## 老年人口指数が15%から20%に上昇するのにかかる年数



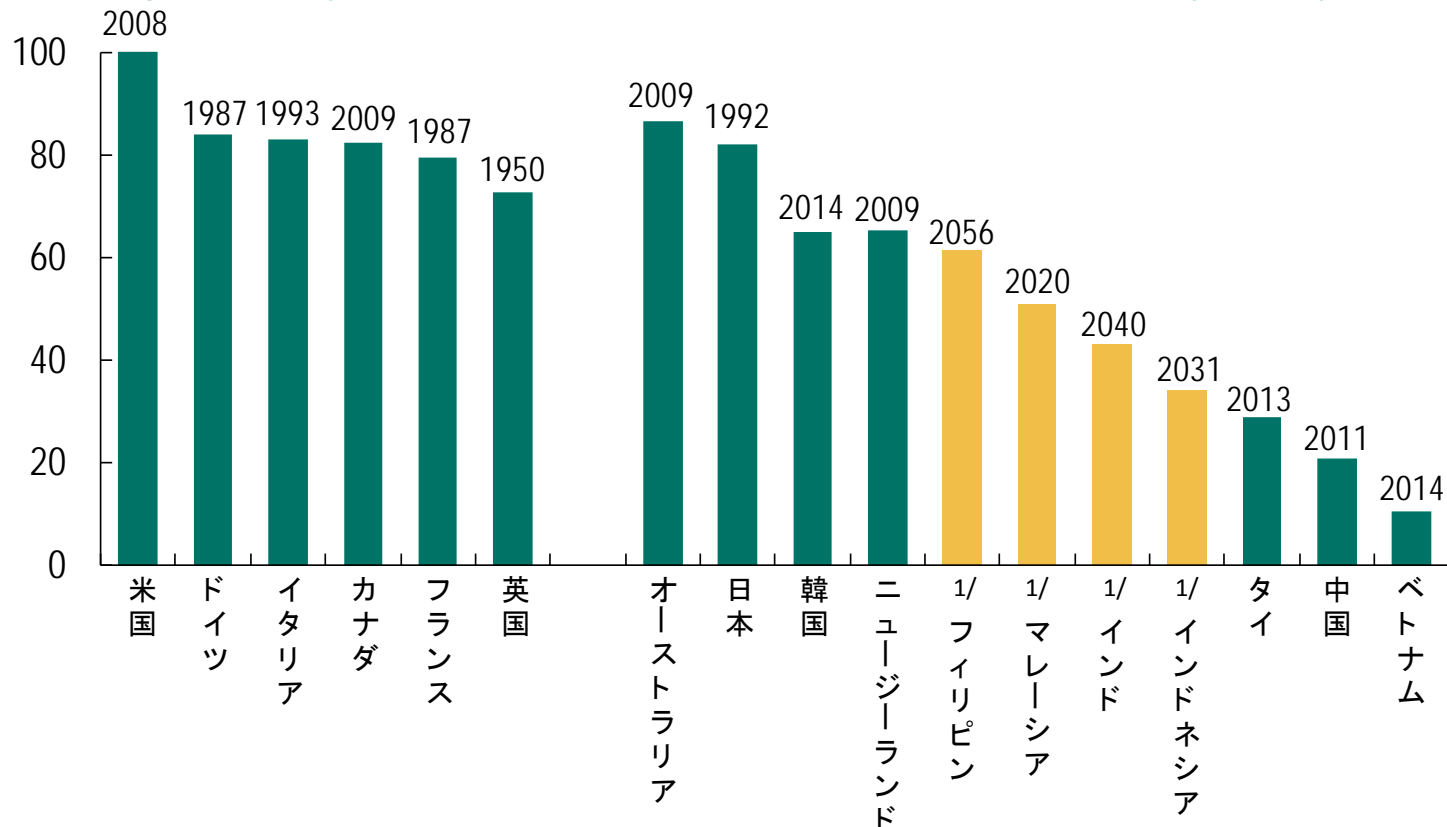
出所:国連の「世界人口推計 2015年改訂版」(出生率中位のシナリオ)に基づきIMF算定



# これは、豊かになるより前に高齢化する リスクを意味している

## 労働年齢人口比率がピークに達する年の一人あたり所得水準

(購買力平価ベース、各国のピークの年における対米国の一人あたり所得比率)



出所: IMF世界経済見通し(WEO)データベース、国連の「世界人口推計 2015年改訂版」(出生率中位シナリオ)に基づきIMF算定

1/ 予測値。



# 人口動態の変化は将来の成長に大きな影響を与える可能性がある

## アジア: 人口動態趨勢がベースライン成長率に与える影響

(パーセンテージポイント、実質GDP成長率に与える影響、2020年から2050年の平均)



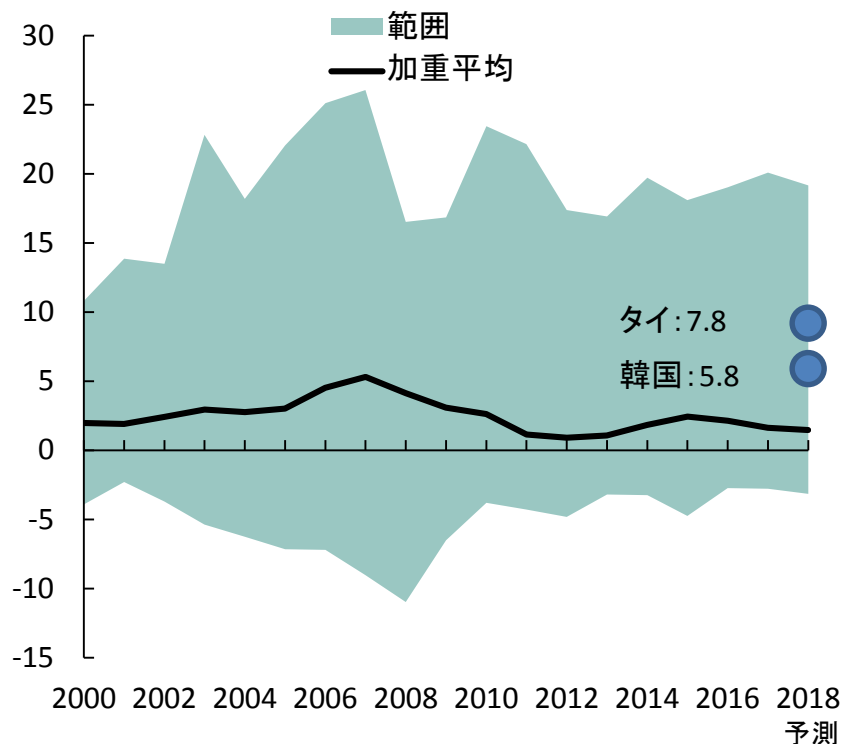
出所: AmaglobeliとShi(2016年)、国連の「世界人口推計 2015年改訂版」(出生率中位のシナリオ)、ペン・ワールド・テーブル9.0に基づきIMF算定



# それは経常収支にも影響を与えるが、総合的な影響は限定的

## アジア主要国: 経常収支

(対GDP比)

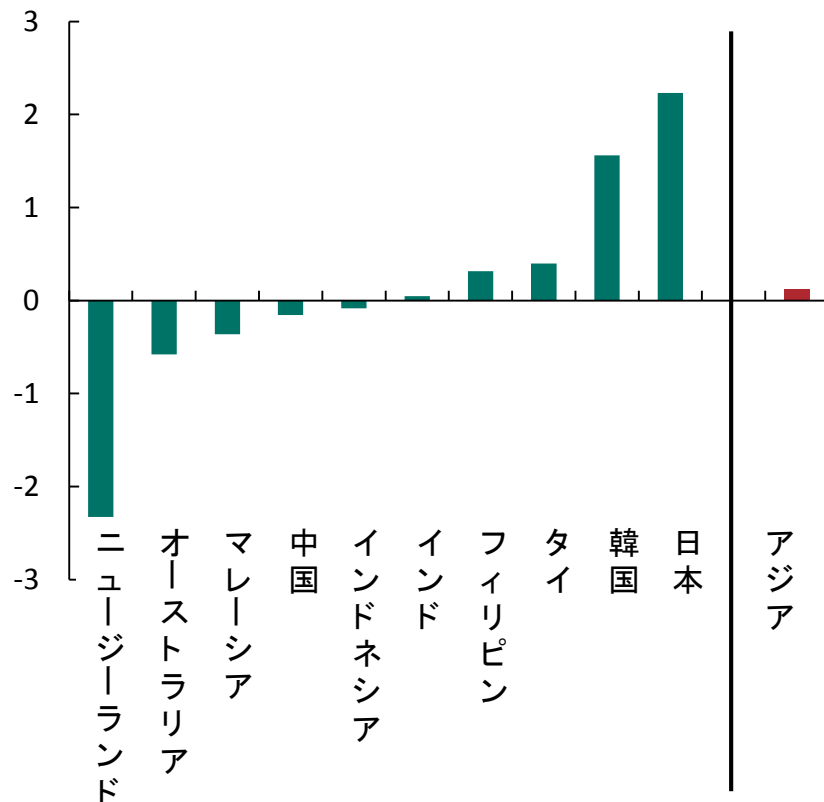


出所: IMF世界経済見通し(WEO)、IMF推計

注: アジア主要国は、オーストラリア、中国、香港、インド、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、台湾、中国、タイ、ベトナムを含む。

## 人口動態が経常収支に与える影響

(対GDP比、2020年から2030年までの変化)



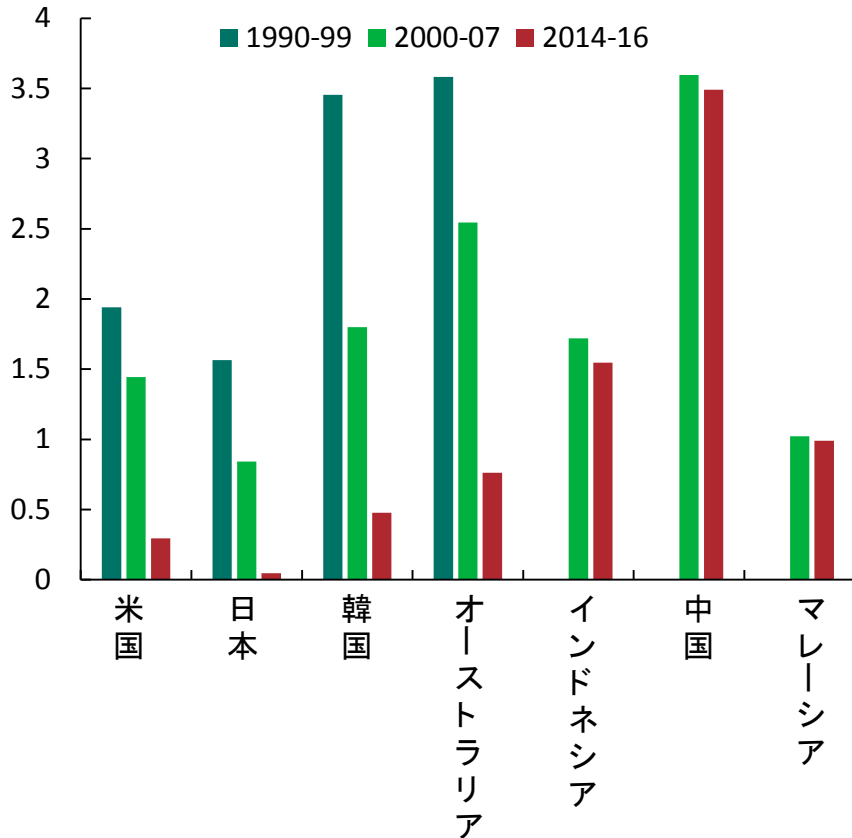
出所: 国連の「世界人口推計 2015年改訂版」(出生率中位のシナリオ)、IMF世界経済見通し(WEO)に基づきIMFスタッフ予測



# 高齢化に伴い、自然利子率はアジア全体で低下する見通し

## アジア主要国：実質自然利子率

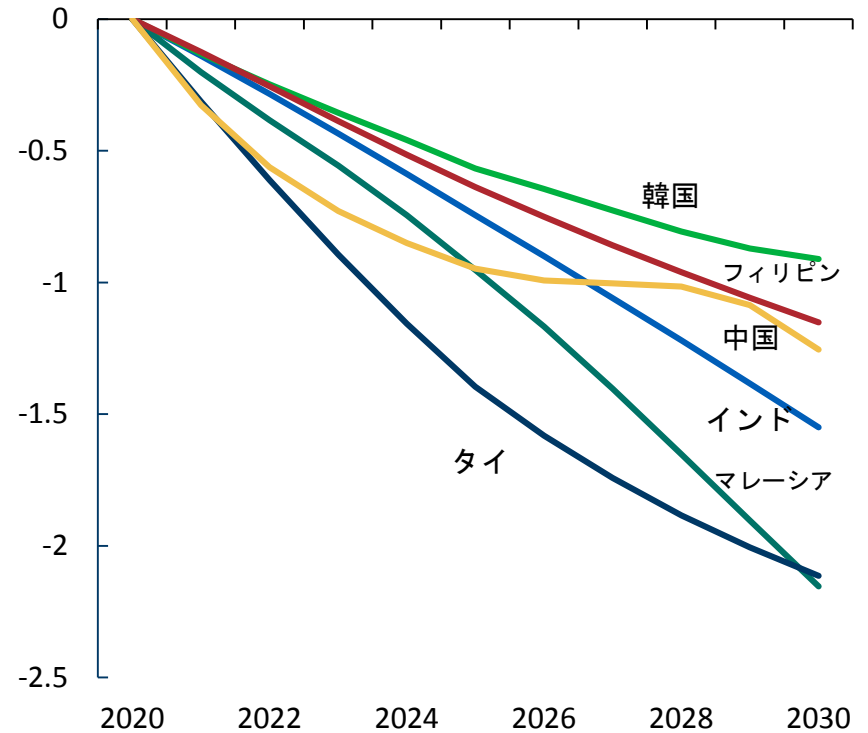
(パーセンテージポイント)



出所：IMF「国際金融統計」、ヘイバーアナリティクス、IMF推計

## アジア主要国：人口動態が10年実質金利に与える影響

(パーセンテージポイント、2020-30年の累積的变化)



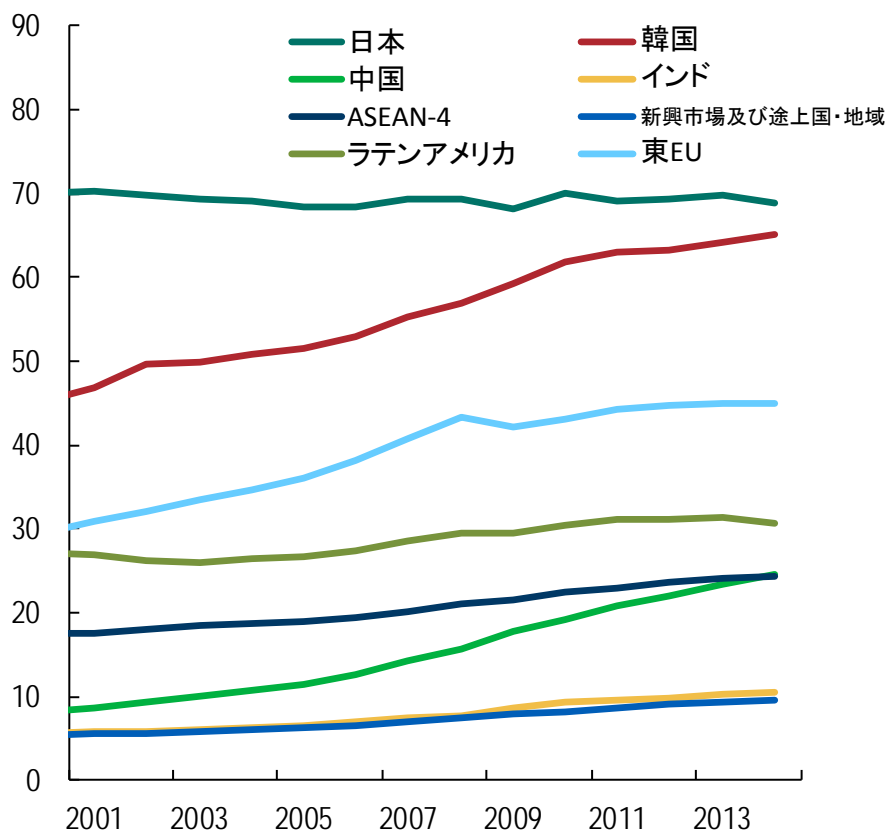
出所：IMFスタッフ予測



# 世界のリーダー諸国との所得のコンバージェンス (収斂)が見られる一方、生産性では見られない

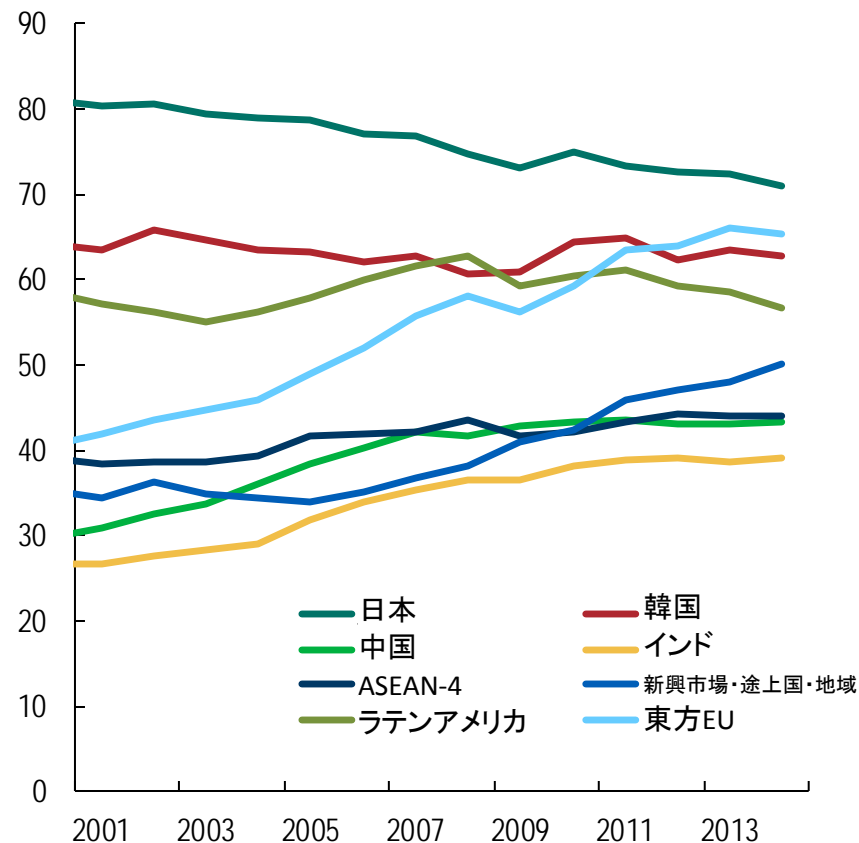
## 一人あたりGDP

(対米国一人あたりPPP比)



## 全要素生産性

(現在のPPP、米国=1)



出所: ペン・ワールド・テーブル9.0、IMF算定

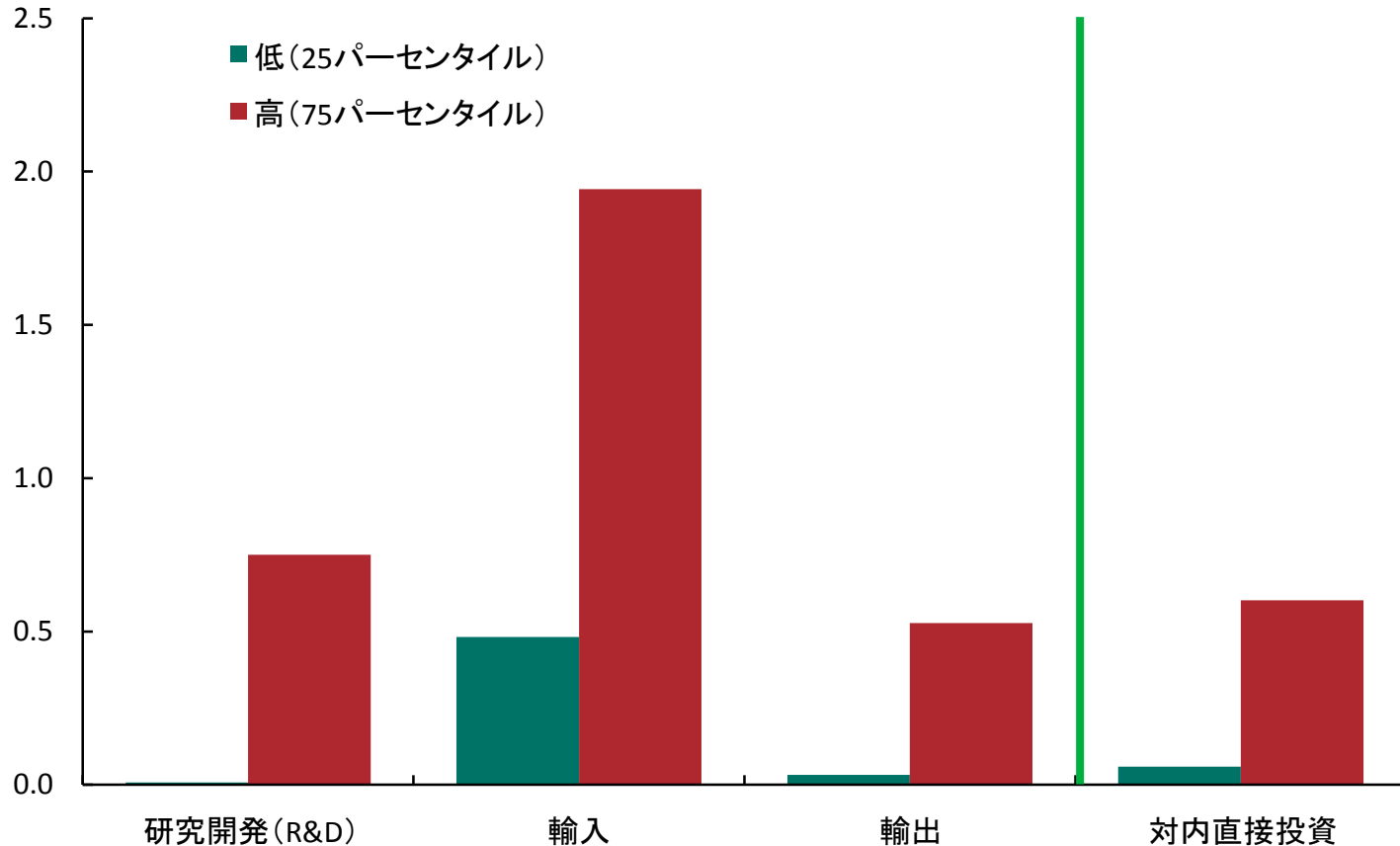
注: 全てのTFPはPPPで加重平均新興市場及び途上国・地域のGDPは、バングラデシュ、スリランカ、ベトナム、ブータン、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ネパール、フィジーを含む。ASEAN-4は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイを含む。新興市場及び途上国・地域のTFPはスリランカ、ラオス、フィジーを含む



# 開放度、人的資本、研究開発（R&D）が 生産性に重要

## 部門別労働生産性伸び率に予想される影響

(パーセンテージポイント)



出所：金融フロー分析データベース、IMF算定

注：25及び75パーセンタイルは、研究開発（R&D）支出、米国からの輸入、米国への輸出、全セクター及び国の対内直接投資を示す





# 政策提言



# 逆風と下振れリスクが存在する中で、どのような政策をとるべきか？

- 経済成長のモメンタムを支える
  - 3方面からのアプローチ(金融、財政、構造政策)は引き続き有効
  - アジアはバランスシートの脆弱性を考慮し、引き続きバッファを構築する必要がある
- 短期リスクに対処する
- 人口動態が与える課題に対処し、生産性を引き上げる
- 景気回復は構造改革を加速させる機会を与える
- 国別の政策提言



# アジアの短期リスクと対処する政策

リスク	政策
米ドル及び／または金利の一層の大幅な上昇	マクロプルーデンスの枠組みを強化する
貿易の混乱	為替の柔軟性
	貿易統合による利益の維持する
	多国間協調を継続する



# 人口動態の推移が与える課題に対処し、生産性を引き上げることは極めて重要

- 構造改革：労働市場と年金制度（各国で異なる）
- 高齢化が始まる前にマクロ経済政策を早期に調整
- 外生要因による追い風が弱まる中で、どのように生産性を引き上げるか？

# アジア太平洋地域

ご清聴ありがとうございました

