

国際通貨基金

世界経済見通し 改訂版

緩慢な経済成長
インフレ、ピークに達する

2023年
1月



国際通貨基金

世界経済見通し 改訂版

緩慢な経済成長
インフレ、ピークに達する

2023年
1月



緩慢な経済成長 インフレ、ピークに達する

- 世界経済成長率は、2022 年の 3.4% (推定値) から、2023 年に 2.9% へ鈍化した後、2024 年には 3.1% へと加速する見込みだ。2023 年の予測は、2022 年 10 月の世界経済見通し時点から 0.2% ポイント上方修正されたものの、歴史的 (2000—2019 年) な平均である 3.8% を下回っている。物価上昇に対処するための中央銀行による利上げと、ロシアのウクライナでの戦争が引き続き、経済活動の重しとなっている。中国では 2022 年に新型コロナウイルスの急速な感染拡大が成長の妨げとなったが、最近国境を再び開放したことで当初の予想よりも速い回復の道筋がついた。世界のインフレ率は、2022 年の 8.8% から、2023 年に 6.6%、2024 年に 4.3% と鈍化していく見込みだが、両年とも依然としてパンデミック前 (2017—2019 年) の水準である約 3.5% は上回っている。
- リスクのバランスは依然、下振れ方向に傾いているが、2022 年 10 月の WEO 以降、下振れリスクは和らいだ。上振れリスクとしては、各国で見られる繰延需要によって景気が押し上げられることや、インフレが予想よりも速く落ち着くことが挙げられる。下振れリスクとしては、中国で健康衛生の状況が深刻化し回復が抑制されたり、ロシアのウクライナでの戦争が激化したり、世界的な金融環境のタイト化により過剰債務が悪化したりすることがあり得る。また、悪材料となるようなインフレ関連のニュースに金融市場が反応し急激な価格調整が起きたり、地政学的分断が一段と進み経済成長を抑制したりすることも考えられる。
- 生活費高騰の危機が続く中、大半の国において優先課題は引き続き、持続的なデフレーションを達成することだ。金融環境のタイト化と成長の低下が金融と債務の安定性に影響し得ることを踏まえ、マクロプルーデンスツールを活かし、債務再編枠組みを強化することが重要だ。中国で新型コロナウイルスのワクチン接種を加速させることは、経済回復を守り、国境を越えたプラスの波及効果につながるだろう。財政支援は、食品とエネルギー価格の高止まりの影響を最も受けた層に的を絞り、一般を対象とした財政支援措置は廃止すべきだ。ルールに基づく多国間体制から得られる利益を維持し、排出量の抑制とグリーン投資の拡大によって気候変動を緩和するためには、多国間協力の強化が不可欠である。

見通しを規定する要因

世界的なインフレとの闘い、ウクライナでのロシアの戦争、中国での新型コロナウイルス感染の再拡大は、2022 年に世界経済活動を抑制した。最初のふたつの要因は 2023 年においても経済の重しとなる。

こうした逆風にもかかわらず、2022 年第 3 四半期の実質 GDP は、米国とユーロ圏、主要な新興市場国や発展途上国を含む多くの国で驚くほど好調であった。GDP が予想外に

好調だった原因は、多くの場合、国内にあった。労働市場が逼迫する中で予想を上回る民間消費と投資が見られたほか、財政支援も予想を上回る水準だった。経済再開に伴い家計は、貯蓄を取り崩すことなどにより、特にサービス業への繰延需要を満たし、家計支出が増えた。また、需要を満たすために企業投資が増えた。供給面では、ボトルネックの緩和と輸送コストの低下により投入価格への圧力が和らぎ、自動車などこれまで制約を受けてきた部門が持ち直した。エネルギー市場は、ロシアのウクライナ侵攻による衝撃に対して、予想以上に急速に適応した。

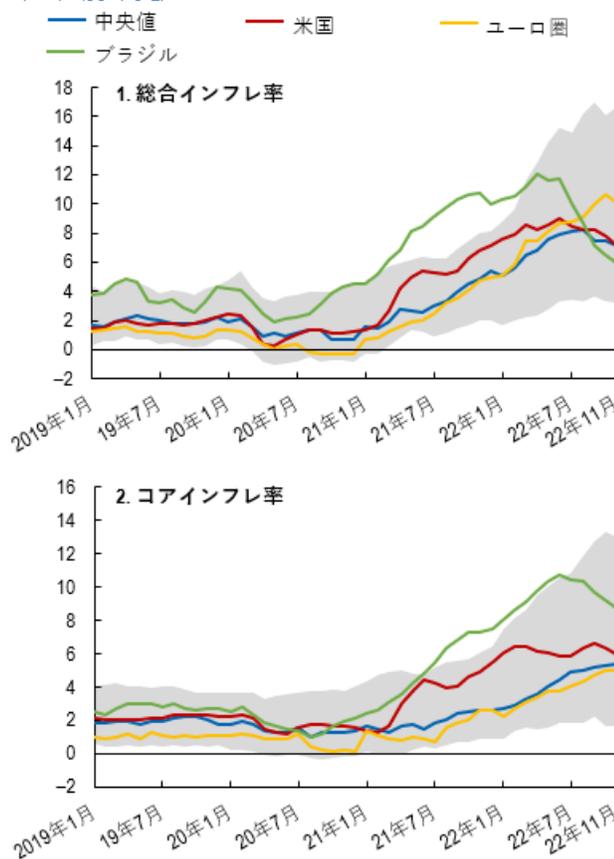
しかし、2022年の第4四半期には、すべてではないにせよ大半の主要国で景気の上向き傾向が弱まったと推定される。米国は予想を上回る成長を保っており、消費者は引き続きこれまでに貯蓄したものを使って消費し（個人貯蓄率は2005年7月を除いて60年超ぶりの低い水準にある）、失業率は過去最低水準に迫り、雇用機会も豊富である。一方、他の地域では経済活動に関する高頻度データ（企業景況感や消費者信頼感指数、購買担当者景気指数、モビリティ指数など）が総じて、景気減速を示している。

新型コロナにより中国経済が一層減速。北京など人口密度の高い地域で新型コロナウイルスの大規模な集団感染が複数発生したことで中国の経済活動は、第4・四半期に鈍化した。感染拡大により繰り返しロックダウンが導入された後、11月と12月に規制が緩和され、経済の全面再開の道筋がついた。不動産投資は縮小し続けている。不動産市場の危機が長引く中、開発業者の債務再編がゆっくりと進展している。依然として、開発業者が引き渡しできていない販売済み住宅が大量に残っており、住宅価格の下押し圧力が高まっている（住宅価格の下限が設定されていることから、これまでのところ相場の下落は限定的）。当局は追加的な金融・財政政策の緩和や、高齢者のワクチン接種の新たな目標、未完成の不動産プロジェクトの竣工を促す措置で対応した。しかし、景況感は2022年後半に低迷し続けた。中国の減速は、世界貿易の成長と国際商品価格を押し下げた。

効き始める金融政策。金融政策の引き締めによって需要が冷え込みインフレが抑制され始めている兆候は明らかであるが、2024年まで完全な影響を目にすることはないだろう。世界の総合インフレ率は2022年第3四半期にピークに達したもようだ（図1参照）。燃料と非燃料の一次産品価格が下落し、米国とユーロ圏、中南米を中心に総合インフレ率が低下した。しかし、基礎的（コア）インフレ率は大半の国でまだピークに達しておらず、パンデミック前の水準を大きく上回ったままである。これまでのコストショックによる二次的な影響や、逼迫した労働市場に伴う底堅い賃金の伸びが見られる中で高止まりしている。中期的なインフレ期待は総じて安定しているが、統計によっては上昇している。こうした動きを受け、特に米国やユーロ圏では、中央銀行が予想よりも速いペースで利上げし、金利が当初予想よりも長い間高止まりすることを示唆している。ブラジルなど引き締めサイクルを終えた一部の国では、コアインフレ率が低下している。金融市場はインフレニュースに敏感に反応しており、中央銀行がさらなる引き締めの決意を示しているにもかかわらず、最近インフレ率の鈍化を示す指標が公表された際、利下げを見越して株式市場が上昇した（ボックス1）。米国の総合インフレ率がピークに達し、米国以外の複数の中央銀行が利上げを加速したため、ドルは9月以降下落したが、依然として1年前より大幅に高い。

欧州に冬到来。ウクライナ戦争によって大きなマイナスの交易条件ショックに直面した欧州の経済成長は2022年、予想以上に持ち堪えた。第3四半期の消費と投資の統計に表れるこのレジリエンスの一因は、エネルギー危機の影響を受けた家計や企業に対する政府支援と、経済再開による活力である。政府支援は欧州連合のGDPの約1.2%（純予算ベースの費用）に相当する額だった。ロシア産以外のガスと液化天然ガスが増えガス

図1 総合インフレとコアインフレ、共にピークか（%、前年比）



出所: Haver Analytics、IMF職員による計算。

注: 図は先進国18か国、新興市場国・発展途上国17か国の総合インフレ率とコアインフレ率の推移を示す。コアインフレ率は、モノとサービスから食品とエネルギーを除いた物価の変化（もしくは最も近い指標）。ユーロ圏（およびデータが入手可能なその他の欧州諸国）については、エネルギーと食品、アルコール、タバコを除く。灰色の範囲は、全経済圏の10から90パーセントのインフレ率を表している。

需要が縮小し、冬が例年より暖かかったことが要因でガス価格は予想以上に下落した。しかし、経済再開による成長の勢いは減速しているもようだ。第4四半期の高頻度データは、製造業とサービス業が縮小していることを示唆している。消費者信頼感や景況感も悪化した。いくつかのユーロ圏諸国と英国ではインフレ率が約10%、もしくはそれを超えており、引き続き家計を逼迫している。イングランド銀行と欧州中央銀行 (ECB) が利上げのペースを上げているため、金融環境が引き締まり、住宅部門などの需要が冷え込んでいる。

見通し

成長率底打ち

世界全体の成長率は、2022年に3.4%だったと推計されているが、2023年に2.9%へ減速した後、2024年に3.1%へ加速すると見込まれている。2022年10月の予測と比較すると、2022年の予測と2023年の予測はどちらも約0.2%ポイント高い。多くの国で予想外のプラスの展開と予想を上回る回復力が見られたことを反映している。世界的な景気後退期には、世界GDPまたは一人当たりGDPがマイナス成長となることがよくあるが、今回はこうした事態を見込んでいない。それでもなお、2023年と2024年に予測される世界経済の成長率は、過去(2000—19年)の年間平均である3.8%を下回っている。

2023年に予想される成長率の低さは、先進国を中心にインフレに対応するため、中央銀行が金利を引き上げている点と、ウクライナでの戦争とを反映している。成長率が2022年から2023年にかけて低下している理由は先進国にある。新興市場国と発展途上国では成長が2022年に底を打ったと推定されている。中国では、2023年に経済が完全に再開され、成長が加速すると予想される。2024年にはウクライナでの戦争の打撃から徐々に回復し、インフレが落ち着く中で両方の経済グループで成長が加速するだろう。世界貿易の伸びは、世界的な需要の動きをたどると、供給のボトルネックが緩和するにもかかわらず、2023年に2.4%へ鈍化する。2024年には3.4%に加速する見込みだ。

これらの見通しは、10月以降に燃料・非燃料の一次産品価格が概ね下方修正されたことや、金利が上方修正されたことなど、複数の予測に基づく。2023年は、原油価格が約16%下落する見込みで、非燃料一次産品が平均して6.3%下落する見通しだ。世界の金利は、政策当局が10月以降、ますます引き締め意向を実際に示したか、示唆したことを受け、予測が上方修正された。

先進国では、成長率が2022年の2.7%から2023年には1.2%と大幅に減速した後、2024年には1.4% (0.2%ポイントの下方修正) となる見込みだ。先進国の約90%では、2023年に成長が鈍化する見込みだ。

- **米国**では、成長率が2022年の2.0%から2023年には1.4%、2024年には1.0%へ減速すると予測されている。2024年は、下半期に成長が回復し、大半の先進国と同

様に、第4四半期は前期比ベースで2023年を上回るペースで伸びる。2023年の成長率は、2022年の内需の底堅さの持ち越し効果を反映して0.4%ポイント上方修正されたが、2024年の成長率は、米連邦準備理事会（FRB）の利上げペースがより急激で、2023年に金利が約5.1%のピークに達することを受けて0.2%ポイント下方修正された。

- **ユーロ圏** の成長率は、2023年に0.7%で底を打ち、2024年には1.6%に加速すると予測される。2023年見通しの0.2%ポイントの上方修正は、欧州中央銀行（ECB）による利上げの加速と実質所得の浸食の影響があった一方で、2022年の景気が持ち越されたことや、卸売エネルギー価格の下落、エネルギー価格統制や現金給付という形での購買力を下支えする財政支援の追加発表が相殺要因となったことを反映する。
- **英国の** 2023年の成長率予測は-0.6%と、財政・金融政策の引き締めや金融環境のタイト化、依然として高いエネルギー小売価格が家計を圧迫していることを反映して、10月から0.9%ポイント下方修正された。
- **日本の** 成長率は、金融・財政政策の継続的な支援のもと、2023年には1.8%まで加速する見通しだ。円安による企業利益の増加や当初の事業計画の後ずれが、企業投資を後押しするだろう。2024年には、過去の景気刺激策の効果がなくなるにつれて、成長率が0.9%に減速する見込みだ。

新興市場国・発展途上国の成長率は、2022年の3.9%から2023年は4.0%、2024年は4.2%と緩やかに加速する見通しだ。2023年は0.3%ポイントの上方修正、2024年は0.1%ポイントの下方修正だった。新興市場国と発展途上国の約半数は、2022年よりも2023年の成長率が低い。

- **アジアの新興国と発展途上国** の成長率は、2022年に4.3%と、中国経済が重しとなり予想以上に減速した後、2023年と2024年はそれぞれ5.3%と5.2%に加速する見込みだ。**中国**は、2022年第4四半期に実質GDPが減速したことを踏まえ、2022年の成長率予測が0.2%ポイント押し下げられ3.0%となった。成長率が世界平均を下回るのは40年超ぶりである。中国の成長率は、2023年に急速な移動の増加を反映して5.2%に加速し、2024年には4.5%へ減速した後、ビジネスのダイナミズムが低下し、構造改革の進展が遅れる中、中期的には4%未満に落ち着くと予測される。**インドの** 成長率は、2022年の6.8%から2023年には6.1%に減速し、2024年には6.8%に加速する見込みだ。外部からの逆風にもかかわらず内需は底堅く推移すると見られる。**ASEAN5** 各国（**インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ**）の成長も同様に、2023年には4.3%に減速し、2024年には4.7%に加速する見通しだ。
- **欧州の新興国・発展途上国** の成長率は、2022年に0.7%で底を打ち、2023年には10月の予測から0.9%ポイント上方修正され、1.5%となる見込み。これは、2022年の**ロシア**の経済収縮が当初予測より小さく（予測された-3.4%に対して実際は-2.2%になると推定）、その後2023年に緩やかなプラス成長が続いたことを反映する。現在G7が導入している原油価格の上限の水準では、ロシアの原油輸出力が大

大きく影響されることはないと思われる。ロシアの貿易は引き続き、制裁国から非制裁国に移行している。

- **中南米・カリブ海**地域では、成長率が2022年の3.9%から2023年には1.8%に減速する見通し。2023年の予測は10月以降0.1%ポイント上方修正された。予測の修正は、**ブラジル**の成長率が0.2%ポイント、**メキシコ**が0.5%ポイント押し上げられたことを反映する。両国は、予想外の内需の底堅さ、主要貿易相手国経済の予想を上回る成長、そしてブラジルは財政支援が予想より大きかったことが追い風となった。同地域の成長率は2024年に2.1%に加速すると予測されているが、金融環境のタイト化、一次産品の輸出価格の下落、貿易相手国の成長率予測の下方修正を反映して、0.3%ポイント押し下げられた。
- **中東・中央アジア**の成長率予測は2023年に、2022年の5.3%から3.2%に減速し、10月以降0.4%ポイント下方修正された。**サウジアラビア**の成長が、2022年の8.7%(予想を1.1%ポイント上回った)から2023年には2.6%と、1.1%ポイント下方修正され、予想よりも急激に減速したことが主な要因だった。2023年の下方修正は主に、OPECプラス(石油輸出国機構とロシアなど非加盟国の産油国)の合意に沿った石油生産量の減少を反映しているが、非石油製品の生産は引き続き堅調に伸びると予想される。
- **サハラ以南のアフリカ**では、新型コロナウイルスのパンデミックの影響が長引く中、2023年の成長率が3.8%と緩やかな伸びを維持すると予測されるが、10月以降やや上方修正された。2024年には4.1%に持ち直す。2023年のわずかな上方修正(0.1%ポイント)は、**ナイジェリア**の石油部門の不安定性に対処するための措置により、2023年に同国の成長が加速していることを反映する。対照的に**南アフリカ**では、2022年に新型コロナウイルスの危機を経て経済が再開し景気が持ち直した後、外需の弱さや電力不足、構造的制約を反映して、2023年の成長率は半減し1.2%になると予測されている。

インフレのピーク

約84%の国・地域で、2023年の(消費者物価指数の)総合インフレ率が2022年よりも低くなると予想される。世界のインフレ率は、2022年の8.8%(年間平均)から、2023年に6.6%へ、2024年に4.3%へ鈍化する見込みだが、両年ともパンデミック前(2017—2019年)の水準である約3.5%を上回っている。予測されるディスインフレは、世界的な需要の低迷による燃料・非燃料の国際商品価格の下落が一因である。また、金融引き締めが基調的な(コア)インフレ率に及ぼす冷却効果も反映しており、世界のコアインフレ率は2022年第4四半期の6.9%(前年比)から2023年第4四半期までに4.5%へ低下すると予想されている。それでも、ディスインフレには時間がかかる。2024年までに、総合インフレ率とコアインフレ率(年間平均予測)がパンデミック前の水準を上回る国・地域はそれぞれ82%と86%となる見通しだ。

先進国では、年間平均インフレ率が2022年の7.3%から2023年には4.6%、2024年には2.6%に低下すると予測されており、いくつかの国・地域では物価目標を上回っている。**新興市場国と発展途上国**では、年間インフレ率が2022年の9.9%から2023年

には 8.1%、2024 年には 5.5%に低下すると予測されており、パンデミック前(2017—19 年)の平均である 4.9%を上回っている。 [低所得途上国](#) では、インフレ率が 2022 年の 14.2%から 2024 年には 8.6%に減速すると予測されており、依然として高いが、パンデミック前の平均に近い水準だ。

見通しに対するリスク

成長率が低下しインフレ率が上昇する余地がある中、世界経済見通しに対するリスクのバランスは依然として下振れ方向に傾いているが、2022 年 10 月の世界経済見通し以降、マイナスリスクは和らいでいる。

表1 「世界経済見通し (WE0)」の予測一覧
(特に別段の記載がなければ、単位は増減の%表示)

	年間						第4四半期間 (注2)		
	推計		予測		2022年10月WE0見通しとの比較 (注1)		推計	予測	
	2021	2022	2023	2024	2023	2024	2022	2023	2024
世界GDP	6.2	3.4	2.9	3.1	0.2	-0.1	1.9	3.2	3.0
先進国・地域	5.4	2.7	1.2	1.4	0.1	-0.2	1.3	1.1	1.6
米国	5.9	2.0	1.4	1.0	0.4	-0.2	0.7	1.0	1.3
ユーロ圏	5.3	3.5	0.7	1.6	0.2	-0.2	1.9	0.5	2.1
ドイツ	2.6	1.9	0.1	1.4	0.4	-0.1	1.4	0.0	2.3
フランス	6.8	2.6	0.7	1.6	0.0	0.0	0.5	0.9	1.8
イタリア	6.7	3.9	0.6	0.9	0.8	-0.4	2.1	0.1	1.0
スペイン	5.5	5.2	1.1	2.4	-0.1	-0.2	2.1	1.3	2.8
日本	2.1	1.4	1.8	0.9	0.2	-0.4	1.7	1.0	1.0
イギリス	7.6	4.1	-0.6	0.9	-0.9	0.3	0.4	-0.5	1.8
カナダ	5.0	3.5	1.5	1.5	0.0	-0.1	2.3	1.2	1.9
他の先進国・地域 (注3)	5.3	2.8	2.0	2.4	-0.3	-0.2	1.4	2.1	2.2
新興市場国と発展途上国	6.7	3.9	4.0	4.2	0.3	-0.1	2.5	5.0	4.1
アジアの新興市場国と発展途上国	7.4	4.3	5.3	5.2	0.4	0.0	3.4	6.2	4.9
中国	8.4	3.0	5.2	4.5	0.8	0.0	2.9	5.9	4.1
インド (注4)	8.7	6.8	6.1	6.8	0.0	0.0	4.3	7.0	7.1
欧州の新興市場国と発展途上国	6.9	0.7	1.5	2.6	0.9	0.1	-2.0	3.5	2.8
ロシア	4.7	-2.2	0.3	2.1	2.6	0.6	-4.1	1.0	2.0
中南米・カリブ諸国	7.0	3.9	1.8	2.1	0.1	-0.3	2.6	1.9	1.9
ブラジル	5.0	3.1	1.2	1.5	0.2	-0.4	2.8	0.8	2.2
メキシコ	4.7	3.1	1.7	1.6	0.5	-0.2	3.7	1.1	1.9
中東・中央アジア	4.5	5.3	3.2	3.7	-0.4	0.2	---	---	---
サウジアラビア	3.2	8.7	2.6	3.4	-1.1	0.5	4.6	2.7	3.5
サブサハラアフリカ	4.7	3.8	3.8	4.1	0.1	0.0	---	---	---
ナイジェリア	3.6	3.0	3.2	2.9	0.2	0.0	2.6	3.1	2.9
南アフリカ	4.9	2.6	1.2	1.3	0.1	0.0	3.0	0.5	1.8
その他の情報									
市場レートに基づく世界成長	6.0	3.1	2.4	2.5	0.3	-0.1	1.7	2.5	2.5
EU	5.5	3.7	0.7	1.8	0.0	-0.3	1.8	1.2	2.0
ASEAN-5 (注5)	3.8	5.2	4.3	4.7	-0.2	-0.2	3.7	5.7	4.0
中東と北アフリカ	4.1	5.4	3.2	3.5	-0.4	0.2	---	---	---
新興市場国・中所得国	7.0	3.8	4.0	4.1	0.4	0.0	2.5	5.0	4.1
低所得発展途上国	4.1	4.9	4.9	5.6	0.0	0.1	---	---	---
世界貿易額 (財およびサービス) (注6)	10.4	5.4	2.4	3.4	-0.1	-0.3	---	---	---
先進国・地域	9.4	6.6	2.3	2.7	0.0	-0.4	---	---	---
新興市場国と発展途上国	12.1	3.4	2.6	4.6	-0.3	0.0	---	---	---
一次産品価格									
原油 (注7)	65.8	39.8	-16.2	-7.1	-3.3	-0.9	11.2	-9.8	-5.9
重平均)	26.4	7.0	-6.3	-0.4	-0.1	0.3	-2.0	1.4	-0.2
世界の消費者物価 (注8)	4.7	8.8	6.6	4.3	0.1	0.2	9.2	5.0	3.5
先進国・地域 (注9)	3.1	7.3	4.6	2.6	0.2	0.2	7.8	3.1	2.3
新興市場国と発展途上国 (注8)	5.9	9.9	8.1	5.5	0.0	0.2	10.4	6.6	4.5

注: 実質実効為替レートは2022年10月26日~2022年11月23日の水準のまま一定で推移すると仮定する。国・地域はその経済規模の順で列挙されている。集計された四半期データは季節調整済み。WE0=「世界経済見通し」

1. 変化分は、2022年10月WE0予測と今回の予測の差で、端数は四捨五入してある。2022年10月WE0予測から予測が更新された国々は購買力平価ベースで別定したときに世界GDPの約90%を占めている。

2. 世界全体 (新興市場国と発展途上国) では、四半期の推計と予測は購買力平価加重による年間の世界 (新興市場国・発展途上国) GDPの約90% (約80%) を占める。

3.G7 (カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、イギリス、アメリカ) とユーロ圏諸国を除く。

4. インドについては、データと予測が財政年度ベースで表示されており、2022-

23年度 (2022年4月から) は2022年の欄に表示、インドの成長率を暦年ベースで見ると、2023年が5.4%で2024年が6.8%。

5. インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。

6. 輸出額と輸入額の成長率の単純平均 (財とサービス)。

7.

英国ブレント、ドバイのファテ、およびウェスト・テキサス・インターメディアエイトの原油価格の単純平均。先物市場 (2022年11月29日) に基づいた原油価格の想定価格は、2023年が米ドル表示でバレル当たり平均\$81.13、2024年が\$75.36。

8. ベネズエラを除く。

9. 2023年と2024年の物価上昇率はそれぞれユーロ圏で5.7%、3.3%、日本で2.8%、2.0%、米国では4.0%、2.2%。

上振れリスク—想定される上振れリスクには、2022年の第3四半期のように、国内支出に関する予想外のプラス材料などがあるが、これはインフレを一段と押し上げることとなる。同時に、インフレ率が予想を下回り、金融引き締めが緩和されるという上振れリスクのシナリオもあり得る。

- **繰延需要による景気押し上げ**：パンデミック中の財政支援に伴う民間貯蓄の積み増しと、多くの地域で見られる依然としてタイトな労働市場と堅調な賃金の伸びに支えられて、繰延需要が成長見通しにとって引き続き上振れリスク要因となっている。最近のデータによると一部の先進国では、（一部のユーロ圏諸国や英国のように）家計が依然としてネットでみて過剰貯蓄を積み増しているか、（米国のように）十分な貯蓄が残っている。これにより、特に観光を含むサービスの消費が一段と増える余地がある。しかし、需要の増加はコアインフレを引き起こし、金融政策をさらに引き締めるきっかけとなり、その後予想よりも強い経済減速につながる可能性がある。繰延需要はまた、中国の力強い回復を後押しする可能性がある。
- **デシインフレの加速**：一部の先進国では、求人数の低下に伴い労働市場の圧力が緩和されれば、必ずしも失業率が上昇することなく賃金インフレが冷めることが考えられる。また、消費が財からサービスに戻るにつれて、モノの価格が急激に下落すればインフレがさらに押し下げられる可能性もある。こうした動きは、金融の引き締めの程度を抑えられる軟着陸（ソフトランディング）に繋がり得る。

下振れリスク—複数の下振れリスクが引き続き、世界経済見通しを圧迫し、成長を押し下げ、そして多くの場合、インフレを一段と押し上げている。

- **中国の回復失速**：特に大都市圏以外では、依然として人口の免疫レベルが低く、病院の収容能力が不十分なため、大きな健康被害が回復を妨げる可能性がある。不動産市場の危機の深刻化は依然として脆弱性の主な原泉であり、開発業者によるデフォルトが蔓延し、その結果として金融部門が不安定になるリスクがある。世界の他の地域への波及効果は、主に需要の減少、そして潜在的な波及効果は新たなサプライチェーンの問題である。
- **ウクライナでの戦争激化**：ウクライナでの戦争の激化は、特に欧州と低所得国にとって、依然として脆弱性の主要な原泉である。欧州ではガス価格が予想されたよりも低いほか、十分なガスを貯蔵しているため、この冬にガス不足となる可能性は低い。しかし、ロシアからのエネルギー供給が大幅に減少したことを踏まえると来年の冬に向けて再び蓄えを補充することは困難であろう。それが非常に寒い冬であったり、中国のエネルギー需要が回復することで価格が急上昇したりする場合は特にそうだ。黒海穀物イニシアティブを延長できなければ食料価格が上昇する可能性があり、家計や企業への影響を和らげるための予算余地が限られている食料不安に直面する低所得国にさらなる圧力をかけるだろう。また、食料や燃料の価格が上昇すると、社会不安が高まる可能性がある。
- **過剰債務**：10月以降、新興市場国と発展途上国の国債のスプレッドは、世界的な金融環境の緩和（ボックス 1）とドル安を背景に、小幅に縮小している。低所得国の約

15%が債務危機に陥っていると推定されており、さらに45%が債務危機のリスクが高く、新興市場国の約25%が高リスクにさらされている。パンデミックによる高水準の債務、成長の鈍化、借入コストの上昇の組み合わせにより、これらの国・地域、特に短期的なドル資金調達ニーズが大きい国で脆弱性が悪化する。

- **インフレの長期化**：労働市場の逼迫が長引くと、賃金の伸びが予想を上回る可能性がある。ウクライナでの戦争や中国経済の予想以上に速い回復によって石油、ガス、食料の価格が予想よりも高くなると、総合インフレ率が再び上昇し、それが基調的なインフレに転じる可能性がある。こうした動きは、インフレ期待のアンカーを外す原因となり、金融政策を一段と引き締める必要が出てくる可能性がある。
- **金融市場の突然の価格調整**：総合インフレ率の低下に対応して金融環境が時期尚早に緩和された場合、インフレ防止政策が複雑化し、追加の金融引き締めが必要となることが考え得る。同じ理由で、悪材料となるインフレの統計が発表されれば、突然資産の価格調整が起き、金融市場のボラティリティを高める可能性がある。こうした動きは、流動性や重要な市場の機能を圧迫し、実体経済に波及効果をもたらしかねない。
- **地政学的分断**：ウクライナでの戦争と、ロシアに敵対行為をやめるよう圧力をかけることを目的とした国際的な制裁措置によって、世界経済はブロック化されているほか、米中貿易摩擦など、地政学的緊張が以前より高まっている。資本、労働者、送金の国境を越えた移動に対する制限が強化されることで分断が激化し、国際公共財に関する多国間協力を妨げかねない。¹国境を越えたフローが中断されれば、代替を見つけるまでに時間がかかるため、断片化のコストは、特に短期的に高くなる。

政策上の優先事項

世界的なディスインフレの確保：大半の国では、目標水準に向けたインフレ率の持続的な低下を達成することが引き続き優先課題である。実質政策金利を引き上げ、基調的なインフレ率が明らかに低下するまで金利が中立的な水準を上回ったままにしておくことによって、インフレ期待が上放れするリスクを回避できるだろう。中央銀行の明確なコミュニケーションとデータの変化に対する適切な対応は、インフレ期待をアンカーし、賃金と物価の圧力を軽減することに資する。市場に流動性リスクがある中、中央銀行のバランスシートを慎重に縮小していく必要がある。漸進的かつ着実な財政引き締めは、需要のクールダウンに貢献し、インフレとの闘いにおいて金融政策に掛かる負荷を減らすだろう。産出量が潜在産出量を下回ったままで、インフレが抑制されている国では、金融・財政緩和を維持することが適切かもしれない。

新型コロナウイルスの再燃を阻止：進行中のパンデミックに対処するためには、ワクチン接種率が依然として低い国で、ワクチン接種と医薬品へのアクセスを促進するための協調的な取り組みと、パンデミックに備える措置の展開が必要である。後者にはデータ

¹ 「地経学的分断と多国間主義の未来」 IMF スタッフディスカッションノート 2023/001 を参照。

のシーケンシングと共有を国際的に推し進めることが含まれる。中国では、ワクチン接種の対策を脆弱なグループに集中し、ブースターと抗ウイルス薬の接種率を高水準に維持することで、深刻な健康被害のリスクを最小限に抑え、経済回復を守り、国境を越えたプラスの波及効果をもたらすことができる。

金融の安定性の確保：各国の状況に応じて、金融部門の脆弱性の高まりに対処するため、マクロプルーデンスツールがある。住宅部門の動向を監視し、過去数年間に住宅価格が大幅に上昇した国・地域でストレステストを実施することが適切であろう。中国では、不動産危機を解決し、金融の安定と成長に波及するリスクを軽減するために中央政府が行動することが優先すべき事項である。完成前の住宅の購入者を引き渡し不能のリスクから守るための一時的なメカニズムを強化し、問題のある開発業者を再編することなどが考えられる。世界を見ると、世界金融危機後に導入された金融部門の規制がパンデミック中、銀行部門のレジリエンスに貢献したが、規制の緩いノンバンク金融部門には、目立たない形でリスクが蓄積されている可能性があり、そのデータと監督のギャップに対処する必要がある。また、暗号資産分野における最近の混乱は、共通の基準を導入し、暗号資産の監視を強化する緊急の必要性を浮き彫りにしている。

債務の持続可能性の回復：成長率の低下と借入コストの上昇により、いくつかの国で公的債務比率が上昇している。債務が持続不可能な場合、改革パッケージ（財政再建や成長を促すサプライサイドの改革を含む）の一環として早期に再編や返済期限の延長を実施することで、後々、より破壊的な調整が必要になる事態を回避できる。

弱者への支援：世界的なエネルギーと食料価格の高騰は、生活費高騰の危機を引き起こした。各国政府は家計や企業を支援して迅速に行動し、成長への影響を緩和し、時には物価統制によってエネルギー価格から総合インフレへの転嫁を制限した。一時的かつ広範な措置はますますコストがかかるようになっており、こうした措置を撤回し、的を絞ったアプローチに置き換える必要がある。エネルギーの価格シグナルを維持することで、省エネが促進され、エネルギー不足のリスクが抑えられる。対象を絞る方法としては、収入や人口統計に基づき適格世帯へ現金を給付するなどの社会的セーフティネット、または過去のエネルギー消費に基づく電力会社を介した現金給付が挙げられる。補助金は一時的なものであり、必要に応じて高所得世帯や企業に対する一時的連帯税などで歳入を増やす措置によって相殺されるべきである。

供給の強化：サプライサイドの政策は、成長を妨げる主要な構造的要因（市場支配力、レントシーキング、厳格な規制と計画、非効率な教育など）に対処し、強靱性の構築、ボトルネックの削減、価格圧力の緩和に役立つ可能性がある。グリーンエネルギー技術のサプライチェーンへの投資を協調的に推進することは、エネルギー安全保障を強化し、グリーン移行の進展を促進することに資するだろう。

多国間協力の強化—地政学的な分断から生じるリスクを制限し、基本的な共通の関心事項における協力を確保するために、緊急に行動しなければならない。

- **パンデミックの抑制**： ワクチンと治療法の世界的な流通におけるボトルネックを解消するには、グローバルな調整が不可欠だ。新しいワクチン技術の開発と将来の流行に対する体系的な対応の設計に関する大衆の支持も引き続き不可欠である。
- **債務危機への対処**： G20 の共通枠組みイニシアティブの下で債務処理を要請した国々については進展が見られており、さらに進展させるには一段と多くの取り組みが必要になるだろう。また、共通枠組みの対象とならない中所得国を含む、より広範な国・地域における債務解決メカニズムについても合意しなければならない。パリクラブ以外の債権者や民間債権者は、協調的・効果的・タイムリーな債務解決プロセスを確保する上で重要な役割を担っている。
- **世界貿易の強化**： 世界貿易体制の強化は、貿易の分断化に伴うリスクに対処する。対策としては、食料の輸出や医薬品などの必須品目に対する制限の撤回、農業および産業への補助金などの重要な分野における世界貿易機関(WTO)ルールの更新、WTOに基づく新協定の締結と実施、WTO 紛争解決システムの完全復活が挙げられる。
- **国際金融セーフティネットの活用**： 世界経済に危機が相次ぐ中、IMF の予防的融資制度を積極的に活用し、ショックに直面している低所得国に国際社会からの支援を振り向けることなど、国際的な金融セーフティネットを最大限に活用することが適切である。
- **グリーン移行の迅速化**： 各国政府の気候変動目標を達成するためには、信頼できる気候緩和策を迅速に実施する必要がある。カーボンプライシングまたは同等の政策に関する国際的な調整は、より速い脱炭素化を促進するであろう。脆弱な国への援助を含め、気候ショックに対する強靭性を構築するためには、世界的な協力が必要である。

投資家がインフレと金融政策の見通しを再評価する中、金融安定性リスクは総じて高止まりしている。世界の金融環境は2022年10月の「国際金融安定性報告書」以降、金利サイクルに関する市場の期待の変化が主な要因で、いくぶん緩和している(図1.1)。政策金利見通しの最も高い水準である到達金利は上昇しているが、市場はその後の金利低下も、10月の予想より速く、より大幅になると見ている(図1.2)。その結果、世界の債券利回りが最近低下し、企業スプレッドが縮小し、株式相場が反発した。とはいえ、中央銀行はインフレ対策のために金融引き締めを継続する可能性が高く、こうした姿勢によって経済が景気後退に陥る可能性があるとの懸念が、主要先進国で高まっている。

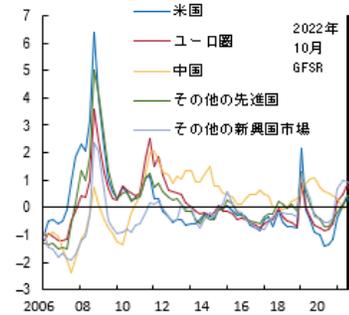
一部の主要先進国において総需要の伸びが減速しインフレが予想を下回ったことから、将来の政策金利引き上げペースがさらに落ちるとの見方が投資家の間で高まっている。企業利益の見通しは、需要の減速による逆風で引き下げられ、大半の地域で利益率が縮小している。また、調査に基づく景気後退の確率は、特に米国や欧州で高まっている。

しかし、依然としてインフレ見通しの上振れリスクはある。最近では総合インフレ率が鈍化した。コアインフレ率は大半の地域でかたくなに高く、労働市場は依然としてタイトであり、エネルギー価格はウクライナで進行中のロシアの戦争によって圧力がかかっており、サプライチェーンの混乱が再び現れる可能性もある。こうしたリスクを抑えるためには、金融環境をさらに引き締める必要があるだろう。さもなければ、中央銀行はインフレ目標を達成するために政策金利をさらに引き上げなければならない可能性が出てくる。

景気後退リスクの高まりと金融政策の不確実性により、市場のボラティリティが高い。先進国の多くの中央銀行は利上げ幅を縮小したが、インフレを抑えるためには、金利を長期間にわたって引き上げる必要があるとも明確に述べている。リスク資産は、企業利益がさらに縮小した場合、または中央銀行のコミュニケーションを踏まえて投資家が金融政策の見通しを再評価した場合、大幅に値下がりする可能性がある。世界的には、ドル高がやや反転したことでリスク選好度が高まり最近の緩和に寄与した。一部の新興市場の中央銀行は、インフレがピークに達した可能性があるという暫定的な兆候の中で引き締めを一時停止している。

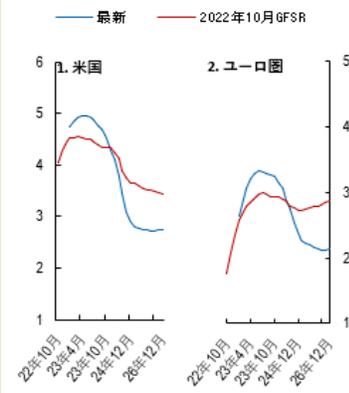
金融市場のボラティリティは引き続き高止まりすると予想され、市場流動性の低さによってさらに悪化する可能性がある。一部の資産クラス(米国債など)では、流動性が新型コロナウイルスのパンデミック中であった2020年3月の水準に悪化している。中央銀行がバランスシートを縮小する中で(量的引き締め)、市場流動性は引き続き厳しい状況が続くとみられる。

図1.1 世界金融環境：一部地域
(平均からの標準偏差)



出所：Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、各国のデータ、IMF職員による計算。
注：GFSRは「国際金融安定性報告書」。

図1.2 市場が示唆する政策金利見通し (%)



出所：Bloomberg Finance L.P.、IMF職員による計算。