

序文

2025年4月の「世界経済見通し(WEO)」は異例の状況下でまとめられた。まず、調査局のベチャ・コエバ・ブルックス副局長とそのチーム、そして最後の最後まで国別予測を改定するためにたゆまぬ努力を続けたIMF内の190の国別チームの職員の多大な努力に心より感謝申し上げる次第である。4月2日の米国政府の発表を受け、われわれはその時点でほぼ確定していた予測を破棄し、通常2か月以上かかる出版サイクルを10日未満で急速に進めることになった。

2025年1月の「世界経済見通し(WEO)改訂版」の公表後間もなく、米国が主要貿易相手国や重要セクターに対する関税をいくつも発表し、4月2日にはほぼすべての国を対象に関税を課した。予定されている関税引き上げの多くは今のところ保留状態だが、さまざまな措置と対抗措置の組み合わせにより、米国と世界の関税率が100年ぶりの高水準まで上昇している。ただし、こうした関税引き上げの背景は100年前と大きく異なる。前世紀とは異なり、現在の世界経済は、経済と金融面で非常に統合されていることが特徴で、サプライチェーンと資金の流れが世界中隅々まで巡っている。こうした動きが潜在的に逆方向に向かうと、経済を大混乱させる主要な要因となる恐れがある。

このため、4月2日に関税が急激に上がり不確実性が急速に高まったことで、短期的に世界経済の成長が大幅に減速すると見ている。これがIMFの中心的シナリオ、すなわち「参照予測」であるが、今後の貿易政策が予測不可能であることと、多様な経路を通じた各国への関税の影響の違いを反映して、考えられる道筋は数多く存在する。これらについては、第1章で詳しく説明する。

しかし、共通している点として、関税は、それを課す国にとってマイナスの供給ショックとなることが言える。競争力のない財の生産に資源を再配分することとなり、その結果、総生産性が失われ、経済活動が低下し、生産コストと物価が上昇するためだ。さらに関税は、中期的には、競争を減らすことにより、国内生産者の市場支配力を高め、革新へのインセンティブを減らし、レントシーキングの機会をいくつも生み出す。貿易相手国にとって、関税は概して負の外需ショックとなり、貿易フローの経路変更から利益を

享受できる国があったとしても、外国の顧客を自国産品から遠ざける。

現代の複雑なグローバル・サプライチェーンを踏まえるとこうした影響は増幅される。取り引きされる財の多くは、最終製品となる前に何度も国々を渡る中間投入財である。特定のセクターにおける混乱は、パンデミックの際に見られたように、潜在的に大きな乗数効果を伴う形で、世界の投入・産出のネットワークの上流から下流にまで伝播する可能性がある。こうした混乱を予期して、IMFは今年の世界貿易の成長率予測を1.5%ポイント下方改定した。2026年には小幅な回復が見込まれる。

貿易政策をめぐる不透明感も、われわれの見通しを押し下げる大きな要因となっている。多くの企業が、自社市場だけでなく、サプライヤーや顧客の市場へのアクセスに関する不確実性が高まる中で、まず、一時停止し、投資と購入を削減するだろう。同様に、金融機関は、新たな環境への企業のエクスポージャーを評価できるようになるまで、企業に対する信用供給を再評価するだろう。不確実性の高まりとそれに伴う金融環境の厳格化は、世界的な負の需要ショックとなり、経済活動の重石となるだろう。短期的には、これが支配的な状況となることが大いに考えられる。これは原油価格の急落に表れている。

関税が為替レートに与える影響は単純ではない。まず、関税を課す国である米国では、過去の事例と同様に、通貨が上昇する可能性がある。これは、輸入の需要の減少に伴って外貨需要が減るだけでなく、関税対象国が負の需要ショックに対応するために金融政策スタンスを緩和する可能性も反映している。しかし、関税の発表直後に見られたように、政策の不確実性の高まりと、米国の成長見通しの鈍化、(これまでのところ秩序立っている)ドル資産に対する世界的な需要の調整がドルの重石となる可能性がある。中期的には、関税によって米国の貿易財部門の生産性が貿易相手国よりも低下する場合には、ドルが実質ベースで下落する可能性がある。

現時点では、流動的な状況である中、リスクが依然として下振れ方向に明確に傾いている。世界経済は過去4年間、一連の深刻なショックが起きた際に驚くべき強靭性を示し、今も大きな傷跡がある。ここにきて、再び厳しい試練に直面している。バッファがより限られている新興市場国と発展途上国は特

にそうだ。より直近のリスクとしては、貿易の報復措置によって、貿易摩擦が軽減するどころか、さらに激化し、世界経済の成長にマイナス影響をもたらすことだ。成長見通しの悪化と不確実性の高まりに対して市場がマイナスな反応を示した場合、金融環境はさらに(そしておそらく突然)厳格化する可能性がある。銀行は総じて潤沢な資本を維持しており、市場の動きもこれまでのところ秩序を保っているが、リスクオフが本格化した場合には銀行と市場の底堅さが試されるかもしれない。2025年4月の「国際金融安定性報告書」では、こうした市場の動向を詳細に評価している。しかし、ここには明るい兆しもある。各国が関税に関する現在の構えを緩め、貿易政策の明確さと安定性を実現するために協調すれば、見通しは即座に明るくなり得る。

政策面での処方箋としてわれわれは、慎重さ、明確性、そして協調の強化を強調する。第1に、貿易政策に関して、メッセージは明確だ。安定を取り戻し、互恵的な貿易協定を見出すこと。どのような新しいアーキテクチャが出現するかはまだ明らかでない。しかし、企業は今後、予測可能性を必要とする。そして世界経済は、一部の国による非関税障壁の広範な適用や貿易を歪める措置など、長年のギャップに対処するような、十分に機能するルールに基づいた貿易制度を必要としている。

第2に、複数の課題に直面する中で、金融政策は先手を打たなければならない。一部の国は関税やサプライチェーンの混乱に直面し、インフレとGDPのトレードオフが大きくなる可能性がある。前回のインフレショックの後、間もなく新たなインフレショックが起き、こうした国ではインフレ期待があまりアンカーされない可能性がある。こうした国々では、政策を力強く引き締めなければならない。一方で、負の需要ショックが支配的となり、政策金利を引き下げなければ経済が低迷する国もある。どのような場合でも、金融政策枠組みの信頼性、そしてその土台である中央銀行の独立性が引き続き鍵となる。

第3に、為替市場は強いボラティリティにさらされる可能性がある。特に新興市場国においては、舵取りが難しいかもしれない。IMFの「統合的な政策枠組み(IPF)」に沿って、現在のように基本的な政策要因によって相場が変動している場合には、各国は自

国通貨が自然と調整されるようにすることが重要である。IPFは、各国が為替市場に介入することが賢明であり得る特定の条件を詳しく示している。

第4に、財政当局は、高債務、低成長、資金調達コストの上昇に関連する既存の脆弱性に加えて、より厳しいトレードオフに直面している。ますます神経質な相場展開となる中で債券利回りへの圧力が高まれば、財政の安定性が脅かされかねない。さらに、新たな支出圧力が財政の脆弱性をさらに圧迫している。貿易政策によって深刻な影響を受けるリスクがある分野への支援を求める声が高まるだろう。ある程度の支援は不可避であり、望ましい場合さえもあるかもしれないが、引き続き対象を絞り、自動的なサンセット条項を組み込むべきだ。過去4年間の経験は、財政支援を停止するよりも開始する方が簡単であることを示唆している。サンセット条項はまた、適切な期待値を設けることに役立つであろう。さらに、一部の国、特に欧州では、新たな防衛関連支出が恒久的に増加している。

こうした新規支出の財源はどのように賄われるべきか。財政余地の乏しい国にとっての答えは単純明快だ。予算枠内にとどまる以外に選択肢はほとんどない。さもなければ、中期的な債務の持続可能性が脅かされ、悲惨な結果となる恐れがある。財政余力が十分な国の場合には、基本的な財政原則の下、追加支出のうち一時的なもの(例えば、新しい環境への適応を助けるための一時的な支援や、防衛能力を再構築するための当初の支出増大)のみを債務で賄うべきである。恒久的な支出の新たなニーズは、別の支出削減や歳入動員の強化によって相殺されるべきである。こうした点については、2025年4月の「財政モニター」でさらに詳しく説明している。

第5に、弱い中期的成長見通しの流れを変える取り組みを継続しなければならない。これは、全要素生産性の向上を意味する。全要素生産性は、イノベーションの足かせとなっている既存の根深い構造的制約に対処することや、技術的ブレークスルーを活用することによって高められる。生成人工知能の最近の進歩はそのような可能性を提供し、各国はそれを責任ある形で活用するための体制を整えるべきだ。これは、必要なデジタルインフラストラクチャを開発したり、人工知能の移行から

恩恵を受けるために必要なスキルを習得したりするための政策を導入することによって達成できる。

同報告書の分析章では一歩離れて、労働供給と経済成長の連関が中期的にどのように作用するかを探る。人口構造の非同期的な変化と移民という相互に関連するテーマに注目する。第2章「シルバー経済の台頭」では、成長と財政における人口動態の逆風に起因する課題に焦点を当てつつ、人々が長生きするだけでなく、より健康に生きる「健康な高齢化」において大きく進歩してきたことを示す。これは、労働参加率の向上や男女格差の縮小に資する政策とあいまって、高齢化の悪影響の一部を相殺することができる。第3章「道筋と分岐点」では、移民の受入国における移民

政策が、出身国、通過国、周辺国に与える波及効果に焦点を当てている。そこでは、新興市場国と発展途上国にますます移民と難民が流れ込んでおり、移民の統合を改善し、スキルのミスマッチを抑え、地元のインフラへの圧力を緩和する政策が大きな効果を発揮し得ることが強調されている。

ピエール・オリヴィエ・グランシャ
経済顧問