

政策が変わる中、変化のない見通しが複雑な要素を覆い隠す

今年4月、米国は貿易政策のルールや規範から大きく逸脱する形で、ほとんどの貿易パートナーに対して大規模な関税賦課を発表した。当時の複雑さと、状況の変わりやすさ、そして発表された政策を巡る不確実性に鑑みて、2025年4月の「世界経済見通し(WEO)」では、控えめな数値から重大な数値まで、貿易ショックの最終的な深刻度合いに応じた、世界経済成長率の下方改定に関する一連の推定値を提示した。

それから6か月が経過した今の状況はどうだろうか。幸いなことに、世界経済への負の影響は、当初予測の下限の水準にある。民間部門は上半期に輸入を前倒しし、貿易フローの経路変更のためにサプライチェーンを迅速に再編成することで機動性を示した。さまざまな国々と米国との間では、貿易協定の交渉が行われた。世界の残りの地域は貿易体制を概ね開放した状態に保ち、全般的に自制を保った。こうした下で、現在の世界経済成長率予測は、今年が3.2%、来年が3.1%となっている。

関税の急上昇がきっかけとなったショックは、世界の経済成長に一切影響を与えなかった、と結論付けてもよいのだろうか。それは早計であり、不適切でもある。

「早計」と言うのも、米国の実効関税率は依然として高く(約19%)、貿易摩擦は世界経済に今も暗い影を落とし、貿易政策の不確実性が高い状態のままであるからだ。貿易の経路が恒久的に変化し、世界経済の効率性が徐々に低下するにつれ、企業が関税を顧客へ転嫁するため、貿易摩擦の影響は時間と共に拡大する可能性が高い。過去の経験が示唆するところによれば、全体像が明らかになるまでに長い時間を要するかもしれない。

「不適切」と述べたのは、貿易政策以外にも重要な力が複雑な見通しを形作っているからである。米国では、移民政策の厳格化によって外国出身の労働者による労働供給が減少していることが、もうひとつの負の供給ショックとなっている。だが現在のところ、長年の力強い雇用成長に続く循環的な労働需要の低迷を背景に、概ね、需要と供給が同程度減少し、互いに相殺している。このため、失業率にほとん

ど変化はないが、労働市場は不安定な均衡状態にある。第2に、ドル安が幾分進んでいることから、金融環境が引き続き極めて緩和小である。第3に、人工知能(AI)関連の活発な投資ブームが起きているほか、2026年には、やや拡張的な財政政策が講じられる見込みだ。こうした需要の力は、GDPを支える傍らで、関税の価格圧力を増大させている。

世界の残りの地域では、関税以外にも一時的な要因と構造的な要因が働いている。米国関税に最も打撃を受けた中国では、実質実効為替レートの急落、アジア・欧州パートナーに向けた前倒し輸出の急増、そして若干の財政拡大を原因として、成長率は僅かな減速が見込まれる。ユーロ圏では、ドイツの財政拡大が2025年の成長を促進する役割を果たした。新興市場国と発展途上国は、ドル安を背景とした金融環境の緩和の恩恵を受けた。そして、改善された強固な政策枠組みを一因として目覚ましいレジリエンスを示し続けた。このテーマは第2章で考察している。

「不適切」と述べたもうひとつの理由は、その他の要因による相殺を勘案しても、関税ショックは依然として、すでに勢いに欠ける成長見通しに、暗い影を落としているからだ。世界経済の成長は今年下半期に減速すると見込まれ、来年になっても部分的にしか回復しない見通しだ。2024年10月WEOの予測と比較すると、2026年末までの世界GDPは累計で約0.2%の損失となる。米国は昨年の予測に対して成長が下方改定、インフレが上方改定となっており、ネガティブな供給ショックを示唆していることは明らかである。

従って、上半期が堅調だったにもかかわらず、見通しは依然として明るくなく、リスクも下振れに傾いている。変わりゆく見通しの均衡にとって主要なリスクの一部を以下に示す。

第1に、現在のAIブームには1990年代後半のドットコム・バブルといくつかの類似点がある。新しいテクノロジー(当時はインターネット、現在はAI)に対する市場の楽観的な見方が、株価を押し上げ、技術中心の投資ブームを巻き起こし、強力なキャピタルゲインで消費を支える。こうした状況は自然利子率を引き上げる可能性がある。もしAIブームが衰えずに続く場合、需要圧力がさらに強まり、引き締め政策が必要になるというリスクがある。実際に、米連邦準備

制度はインフレ圧力を抑制するために、1999年6月から2000年5月の間に累計175ベースポイントの利上げを行う必要があった。また、新しい汎用テクノロジーが導入される時期によく見られるように、利益に対する過度の期待が最終的に満たされないリスクもある。2025年10月「国際金融安定性報告書（GFSR）」で詳細を検討している大規模な市場の価格調整が起きれば、総資産と消費に影響が及び、金融市場全般に波及していく可能性がある。

第2に、中国の見通しは依然として弱い。不動産バブルが弾けてから4年以上が経過したが、不動産部門は今も基盤が安定するに至っていない。不動産投資が縮小する中で、経済は債務デフレサイクルの瀬戸際に立っている。さらに大きな懸念事項は、製造業の輸出という、中国経済の成長の力強い押し上げ要因が維持されるのか、先行きが不透明なことだ。製造業への大規模な補助金が限界に達し、こうした補助金が非常に不適切な資源配分に寄与している兆候が増えている。このことは、電気自動車や太陽光パネルなどの一部の主要産業で生産性が力強く向上している一方で、経済全体の生産性が向上していないという事実が如実に物語っている。第3章で詳説している通り、各国は経済を再形成するために産業政策を活用するようになっているが、これには多くの隠れた財政コストが伴うことが多い。

第3に、各国は公共財政のひっ迫を本格的に解消する必要がある。成長見通しが低下し、実質金利が上昇し、債務水準が高まり、一部の国では防衛や国家安全保障などの項目に新しい支出を充てなければならない今、財政の均衡を保つことが困難になりつつあり、大きな外的ショックが生じた場合、各国は脆弱な状況に置かれてしまうだろう。4月のセルフオフではすべての主要先進国でスプレッドが拡大し、長期利回りが著しく低下したのはスイスなど資産の避難先として安全な一握りの国のみだった。これは、財政を巡る懸念がコア債券市場に広まっていることを反映している。公的援助が縮小したことを加味すれば、低所得国の状況はさらに脆弱である。雇用機会の欠如が急速に社会不安の高まりにつながりうる国の数は増えており、特に失業率が高く選挙権をもたない若年層でその懸念が強い。

第4に、中央銀行のような政策決定機関に対する圧力が高まっている。こうした圧力が実を結んだ場合、政策決定の信頼性において何十年もの苦労を経て実現した進歩の多くが失われかねない。過去のWEO報告書で実証したように、中央銀行と、物価安定を実現する中銀の能力への信頼があれば、経済

が昨今の生活費危機のように大きなショックに打撃を受けても、インフレ期待をしっかりと安定させることができる。

下振れリスクが優勢であっても、すべてが悲観的なわけではない。いくつかの上振れリスクで見通しがたちまち明るくなる可能性もある。第1に、政策の不確実性が解消あるいは軽減すれば、世界経済を大きく押し上げるだろう。2025年10月のWEOは、より明確で安定した二国間・多国間の貿易協定が締結されて、世界経済政策の不確実性が大きく減少すれば、世界GDPがごく短期的に0.4%増加しうを示している。こうした協定に基づき関税を引き下げれば、GDPはさらに約0.3%増加する。第2に、AIが投資に影響を与えるだけでなく、全要素生産性を向上させる可能性も十分にある。WEO報告書では、控えめな仮定に基づき、AIという要素が、短期的に世界GDPを追加で0.4%押し上げうることを示している。

これは政策が信頼と予測可能性を回復できるだけでなく、そうなるべきであり、信頼と予測可能性を取り戻せば、成長見通しが改善することを改めて強調している。貿易政策では、貿易関係の性質の変化を反映するために貿易ルールを更新し、可能な場合は貿易関係を深めることに目標を据えるべきだ。

財政政策は、財政の脆弱性を段階的かつ着実に軽減することを目指すべきだ。2025年10月「財政モニター」で考察している通り、財政支出の効率性を高めることは肝要であり、民間投資誘発の取り組みにもつながる。金融政策は引き続き各国に合わせつつ、透明性を確保すべきだ。金融政策機関の独立性を維持することは、マクロ経済の安定性にとって前提条件である。テクノクラート機関には中核的なマンデートに専念できる条件を整え、データ提供も含めて必要なツールを提供しなければならない。

長期的な見通しを改善する努力は継続しなければならない。マクロ経済の安定性は必要な前提条件だが、各国政府は、民間の起業家が、イノベーションを起こし、繁栄し、未来の成長を生み出せるように図るべきである。部門単位で産業政策を実施する誘惑に駆られるかもしれないが、エビデンスは、そうした政策の効果が極めて限定的で、副作用も大きいことを示唆している。その代わりに、横断的政策を活用することが望ましい。具体的には、教育、公的研究、公共インフラ、グッド・ガバナンス（良い統治）、金融とマクロ経済の安定性への投資のほか、民間部門における柔軟性やイノベーションの必要性和、リスク抑制の必要性和とのバランスを、念入りに取った規制環境への投資だ。

最後に、過去数十年に大きな利益をもたらした多国間の枠組みや機関を強化する取り組みも継続する必要がある。これまで世界がレジリエンスを示してきた重要な理由をもうひとつ挙げるとすれば、それはほとんどの国が貿易政策における報復を自制し、優れた貿易協定を築こうと模索し、十分に確立された世界貿易の規範のもとで活動し続けていることである。最近の地政学的緊張は、適応性のある実質的な多国間システムの必要性が以前よりはるかに大きいことを裏付けている。なぜならば、短期的なコストや利益に集中するのは易しいが、世界の課題に直面する時の協調こそが、より豊かで頑健な世界経済を築くための礎であり続けるからだ。

ピエール・オリヴィエ・グランシャ
経済顧問