

みずほマーケット・トピック(2015 年 10 月 7 日)

IMF 秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～

昨日は IMF から秋季世界経済見通しが公表されている。副題が「低い商品価格への調整」となっていることにも表れるように、商品価格下落に関する分析が豊富に含まれている。世界経済は新興国の減速を筆頭として減速感を強めるとの見通しになっており、IMF としては今年 2 度目の下方修正。IMF の算出する不況確率は今年 4 月時点と比較して南米を中心に上昇しており、日米欧三極も同様の動きに。斯かる世界経済分析を踏まえて思うことは、米国が利上げを模索する時期として今が本当に相応しいのかどうかという根本的な論点だろう。今回の世界経済見通しでも IMF は確固たるインフレの兆候が出てくるまでは利上げを待つべきと釘を刺している。現状を丁寧に見れば見るほど、FRB は利上げの好機を逸したのではないかとの思いは強まるばかりである。

～IMF 世界経済見通し:新興国は惨憺たる下方修正～

昨日は IMF から秋季世界経済見通しが公表されている。副題が「低い商品価格への調整 (Adjusting to Lower Commodity Prices)」となっていることにも表れるように、主として商品価格下落に関する分析が多く見られている。特に、最近の動向及び今後の見通しを総括する Chapter1 の最後には「特集 (Special Feature)」として、「商品市場動向と見通し ～世界経済における鉄に焦点を当てながら～ (Commodity Market Developments and Forecasts, with a Focus on Metals in the World Economy)」といった分析も掲載されている。

IMF の世界経済見通し(秋季、2015年10月)

	2015			2016		
	(見通し)	(7月時点)	修正幅	(見通し)	(7月時点)	修正幅
世界	3.1	3.3	▲0.2	3.6	3.8	▲0.2
先進国	2.0	2.1	▲0.1	2.2	2.4	▲0.2
米国	2.6	2.5	0.1	2.8	3.0	▲0.2
ユーロ圏	1.5	1.5	0.0	1.6	1.7	▲0.1
日本	0.6	0.8	▲0.2	1.0	1.2	▲0.2
新興国	4.0	4.2	▲0.2	4.5	4.7	▲0.2
中国	6.8	6.8	0.0	6.3	6.3	0.0
ロシア	▲3.8	▲3.4	▲0.4	▲0.6	0.2	▲0.8
インド	7.3	7.5	▲0.2	7.5	7.5	0.0
ブラジル	▲3.0	▲1.5	▲1.5	▲1.0	0.7	▲1.7

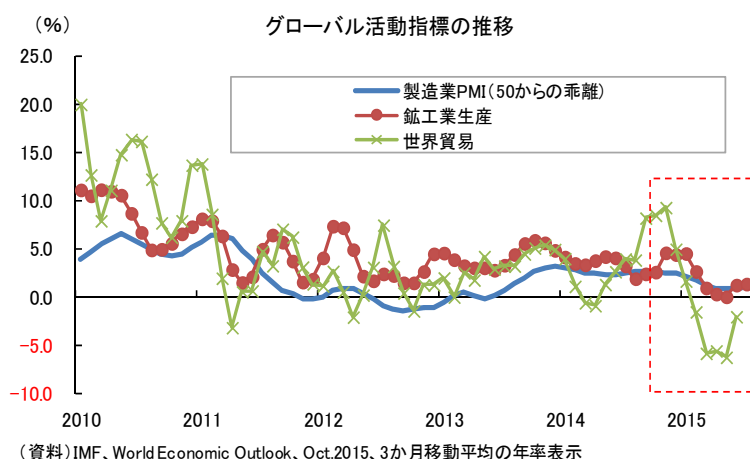
(資料)IMF "World Economic Outlook", 2015年10月

こうした問題意識の下で作られた世界経済見通しは、中国経済減速やこれに付随する商品価格低迷などを背景として、7 月時点から引き下げられている。これで今年に入ってから 2 回目の下方修正であり、世界経済の減速感が鮮明になった格好である。具体的に数字を 7 月時点と比較して見ると(表)、世界経済に関し、2015 年は+3.3%から+3.1%へ、2016 年が+3.8%から+3.6%へ引き下げられている。このうち、日米欧三極に関しては、2015 年/2016 年の見通しについて、日本が+0.6%/+1.0%、米国が+2.6%/+2.8%、ユーロ圏が+1.5%/+1.6%となっている(7 月時点の予測はそれぞれ、+0.8%/+1.2%、+2.5%/+3.0%、+1.5%/+1.7%)。このうち、米国の 2015 年だけが 7 月時点から唯一の上方修正となり、ユーロ圏の 2015 年が横這いとなった他は全て下方修正されてい

る。懸案の新興国については、中国は過去3か月の混乱にも拘わらず見通しの変更は無く(+6.8%/+6.3%)、従前のIMF予想が的中した格好となっている。だが、その他新興国では、惨憺たる下方修正が見られており、特にブラジルは2015年、2016年に関し、それぞれ▲1.5ポイント、▲1.7ポイントという異例の大幅下方修正となっている。

～「輸出の時代」は終わったのか～

今回から新たなチーフエコノミストとしてIMF世界経済見通しを率いることになったモーリス・オブストフェルド氏は前書きにおいて「世界同時に堅調な拡大局面へ回帰するという目標は、依然として実現できていない」と述べている。さらに同氏は、英フィナンシャル・タイムズ紙¹とのインタビューにおいて「もし我々が直近ないし過去数年の世界経済がどのような状況にあるのかを示す指標を見るとし

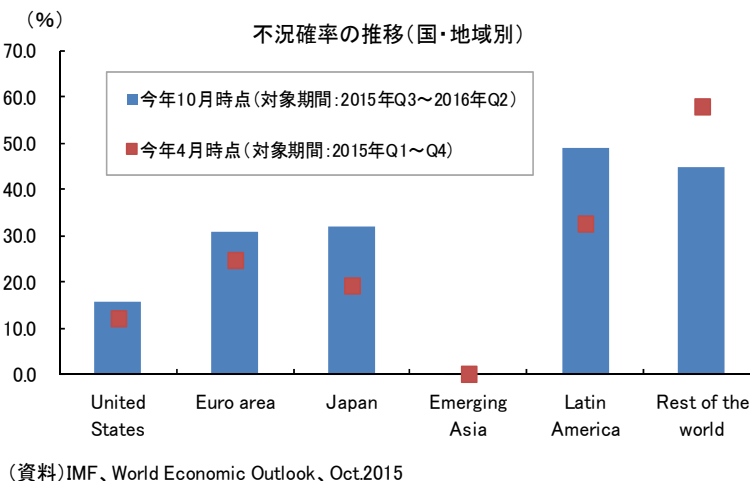


たら、特に新興国において、貿易取引がGDP成長率に呼応するように落ち込んでいることを目にするようになる」とも述べている。図はIMFが今回の見通しにおいて最初に掲載したグラフである。足許を見れば世界貿易が急縮小するに伴って、企業のマインドや生産活動が停滞していることが一瞥できる。世界貿易の縮小は中国を筆頭とする新興国の減速を反映したもののだろう。

ポスリーマンショックの局面を終えて、時代は中国の高成長に期待できないポストチャイナの局面に入ったとの論評は多いが、それは同時に中国の巨大市場を当て込んだ「輸出の時代」の終わりをも意味する。オブストフェルド氏は世界経済全体で潜在成長率が落ち込んでいる一因として生産性の伸び鈍化を指摘しているが、これも結局は中国を筆頭とする新興・資源国が成長のフロンティアとしての魅力を失う中で、企業部門を中心として消費・投資意欲が減退していることに起因するものと考えられる。

～利上げ時期を再考する時～

なお、IMF世界経済見通しにおいては、自身のモデルを用いて、不況確率ないしデフレ確率なる計数が算出され、春季・秋季の節目で公表されている。今年4月の春季見通しでは不況確率の低下が観測されていたものの、今回の秋季見通しでは南米を筆頭としてその確率が上昇している。ま



¹ *New IMF chief economist calls for better grip on growth*, Financial Times, 6th.Oct.2015.

た、南米ほどではないにしろ、殆どの先進国においても不況確率は軒並み上昇している(前頁図)。

斯かる世界経済分析を踏まえて思うことは、米国が利上げを模索する時期として今が本当に相応しいのかどうかという根本的な論点である。今回の世界経済見通しでも IMF は米国の雇用市場において広範な指標改善が確認されるとしながらも、依然として賃金情勢は弱く、2%へ向けた確固たるインフレの兆候が出てくるまでは利上げを待つべきと釘を刺している。さらには、現在のように金融市場のボラティリティが高く、その実体経済への波及が懸念される環境では効果的な金融政策のコミュニケーションが不可欠であると念押ししている。一昨日及び昨日の本欄ではもはや実体経済状況に照らして FRB は利上げのタイミングを逸したのではないかと議論を行ったが、今回の IMF 世界経済見通しを受けて、そういった思いは尚のこと強まるばかりである。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について「暫定」
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半年を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理