

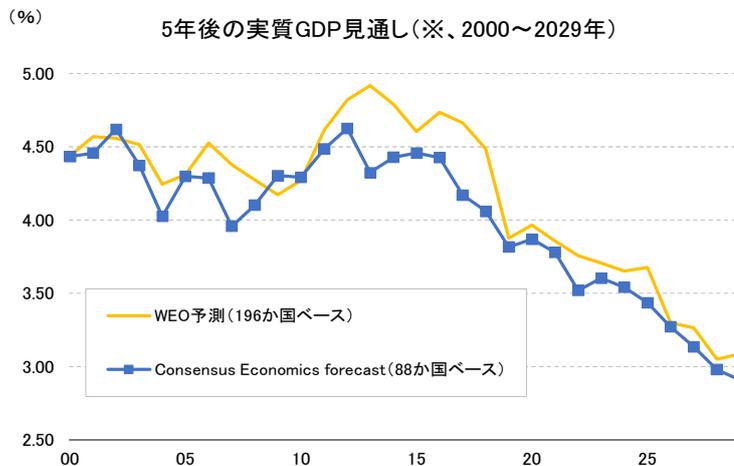
みずほマーケット・トピック(2024年4月23日)

世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～

先週の本欄では IMF 世界経済見通し(WEO)に関して、第 1 章の総論部分を取り上げたが、第 3 章の議論も興味深いものであった。同章では「世界経済の中期的成長の鈍化:流れを変えるには」と題し、過去四半世紀以上にわたる世界経済の鈍化傾向を真正面から要因分析している。同章の冒頭では世界経済に関し、「より低い成長率レジームへの潜在的な下方シフト」が指摘されている。金融危機後に資本と労働の最適な分配が損なわれ、それが全要素生産性(TFP)の悪化に繋がり、世界経済の下方シフトに寄与している事実が定量的に示されていることは分かりやすい。なお、IMFは先進国における移民政策の必要性を明記しており、その活用を進めることで2030年に予想される先進国の労働力の1%相当が賄えるという分析も提示。現実はそのままで単純ではないが、経済分析を詰めるほど移民政策の必要性に気づかされるという厳しい現実を感じる。既に活用できる労働力が枯渇する日本にとって全く他人事ではない指摘。

～下方シフトする世界経済～

先週の本欄では IMF 世界経済見通し(WEO)に関し、昨年に続き分断(fragmentation)がテーマ視されている事実を確認した。地政学的な分断を抱えた世界経済が非効率を強いられる中、世界経済はより貧しくなりやすくなっているというIMFのメッセージは第 1 章の総論部分から読み取れるものである。しかし、他章ではより各論に踏み込んだ上でこの主張が補強されている。なかでも第 3 章では「世界経済の中期的成長の鈍化:流れを変



(資料)macrobond ※例えば「2029年は2024年4月のWEO」の見通しを使用

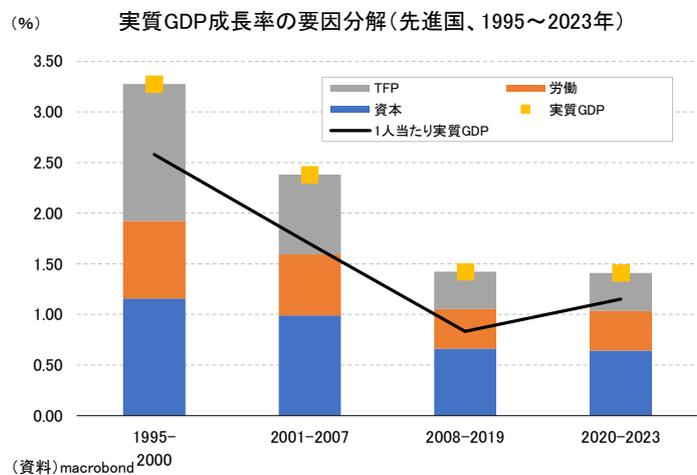
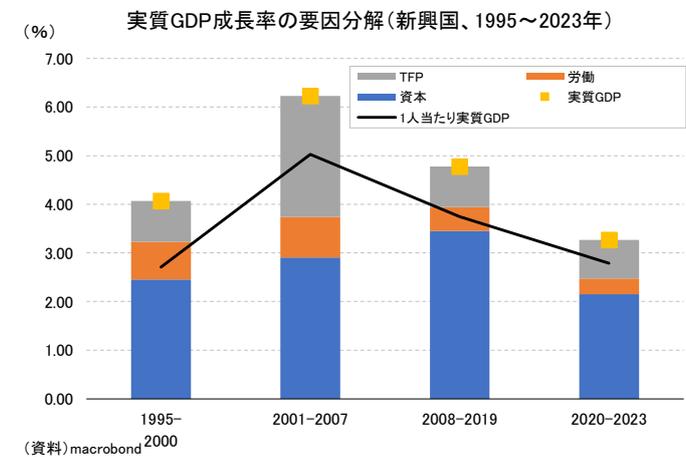
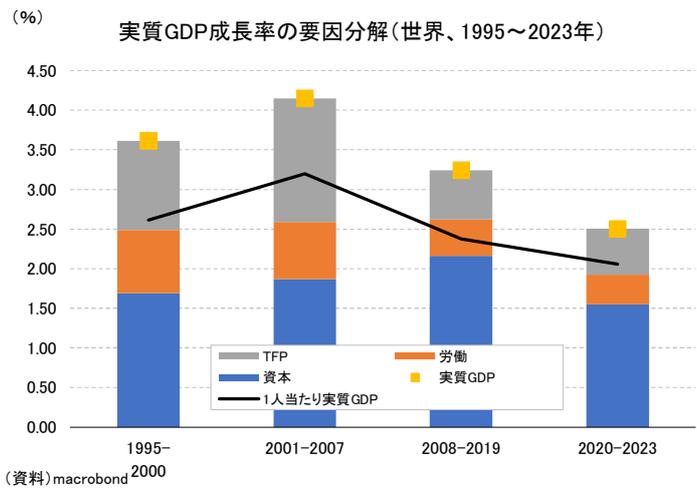
えるには」と題し、世界経済の鈍化傾向を真正面から要因分析している。同章の冒頭では「より低い成長率レジームへの潜在的な下方シフト(a possible downshift to a lower-growth regime)」が指摘されており、世界経済の地盤沈下についてコンセンサスが仕上がりつつある状況を紹介している。図は当該時点での5年後予想(例えば2029年であれば2024年3月WEOの予測値)を繋いだものだが、世界経済の勢いは確実に削がれつつある。世界経済の成長率が鈍化すれば、貧困削減は進まず、生活水準も軒り下がる。当然、鈍化する成長見通しの下では設備投資なども抑制されるため、自己実現的に成長率は押し下げられることになる。もちろん、一部の国では政府債務の返済可能性に直面する可能性も出てきかねない。世界経済がそのサイクルの間際にあり、何らかの処方箋を検討する必要があるというのが第 3 章で示される問題意識だ。

～労働力とTFP でつまづく世界経済～

なぜ、こうした事態に陥っているのか。全ての議論を紹介するには紙幅が足りないが、結論から言えば、成長の源泉である資本・労働・全要素生産性(TFP)のうち、TFPの著しい鈍化が世界経済の足枷となっている事実をIMFは指摘する(右図・上)。過去四半世紀程度の世界経済を振り返れば、2000年代初頭から成長が加速し、この状況は金融危機が発生する2008年まで続いた。この「2000年代初頭から加速し、2008年前後で途切れる」というパターンは基本的に新興国に当てはまる話で、本文中では「資本フローや生産性に影響するグローバル化の盛衰(the ebbs and flows)を反映したもの」と明記されている。先週の本欄でもスローバリゼーションのフレーズと共に確認したように、世界的にグローバル化の巻き戻し(現象としては直接投資フローの減少)は2008年以降に始まっている。それまでグローバル化(象徴的には直接投資)の恩恵で成長率を高めてきた

新興国(や低所得国)がリーマンショックを契機としてそれを失い、世界経済全体の失速に寄与してきた実情が透ける。その後、足許に至るまではTFPと労働力の伸び鈍化によって徐々に成長率が抑制される時代に入っていることが分かる(右図・下)。2つの図を見れば、基本的にこの軌道は世界経済と一緒にあることが分かる。金融危機以降の新興国失速が世界を駆動している感はある。

片や、先進国は2000年代初頭から既に成長率の鈍化が始まっていた。1990年代後半をピークとしてTFPの伸びは顕著に鈍化し、高齢化を背景とする労働力の縮小も相まってかなり幅を持って成長率が切り下がっている(図)。特に、IMFはいくつかの大規模な経済(カナダ、中国、イギリス、アメリカ)が2008年頃にこの転換点を経験したとしている。なお、分析によれば2008年以降、労働年齢人口(15歳から64歳)に関しては世界の約92%で伸びが鈍化しており、約44%では減少に転じているとの事実も紹介されている。基本的に先進国と新興国の殆どがこの



傾向に当てはまるが、低所得国に分類される国々ではまだ人口動態の恩恵を受けており、今後、世界で増える労働力の3人中2人はインドかサハラ以南のアフリカを出身としているという。しかし、それらの国が世界経済のけん引役になるにはまだ年月がかかる話だ。

～世界経済はダウンシフトしているのか？～

IMF は結論として、先進国や新興国における労働力人口の減少、資本蓄積の低迷、結果としてのTFP成長率鈍化が続く限り、世界経済の成長率はパンデミック以前の歴史的平均を大幅に下回ると結んでいる。この点、より生産性の高いセクターに労働力や資本を分配できるような政策が望まれるというのが IMF の提案だが、まさに「言うは易く行うは難し」であり、機動的にそれができる国は現実的には多くない。強いて計算が立つ政策を挙げるとすれば、既存の人口動態を最大限生かすことで労働力の制約を緩和するという視点である。高齢者の活用、教育機会の拡大、育児支援の拡充、女性参加の促進などが代表的な施策であり、既に日本やドイツといった人口減少の激しい先進国で着手されてきた論点でもある。また、最近の政策議論では定番ではあるが、AI によって得られる利益が公平に再配分されるように制度的な工夫が必要が求められるとの提案も見られた。それらが遂行される限りにおいて「世界経済見通し全てが暗いというわけではない(The global medium-term prospects are not all doom)」と一応の議論を収束させている。

総じて目新しい発見や指摘があったとは言えないが、金融危機後に資本と労働の最適な分配が損なわれ、それが TFP を押し下げ、世界経済の下方シフトに寄与している事実が定量的に示されたことは分かりやすいものだった。

～Japan は登場せず。やはり移民なのか？～

なお、過去の本欄では「AI に仕事を奪われる」という懸念は今後の日本にとっては懸念というより希望だと議論したことがある。もちろん、それは極論かもしれないが、本筋としては今回の IMF の主張とさほど趣旨は変わるまい。今後の日本は既に現在進行形で着手されている女性や高齢者の活用に加え、AI による生産性改善がどうしても必要になる。世界の先進国全体で第3章の議論から最も学ばねならないのは恐らく日本だろう。しかし、人口動態を主因としてTFPが低迷し、成長率が伸びなくなっている個別事例として日本が登場するのではないかとの思いを抱きながら読み進めたが、22 ページにおよぶ文章中で1度も「Japan」という単語は出てこなかった。途中、金融危機前後(2008年頃)に労働力人口が減少し始めるという転換点を経験した大国としてカナダ、中国、イギリス、米国などが紹介されているが、そのくんだりでも日本への言及は無かった。それ以前から失速と停滞を経験する日本は2008年以降の世界経済減速を分析する材料になり得ないのかもしれない。

確かに、WEO で提案されているような労働力人口に係る施策(高齢者や女性活用など)は既に着手済みであり、それでも停滞が終わらない日本に対する分析は別途検討されるべきなのかもしれない。日本の現状に目をやれば、既に人口減少ゆえの経済活動の制約がそこかしこに生じ始めており、名目賃金上昇を通じて一般物価が押し上げられ、実質成長率は押し下げられる展開も可視化されつつある。高齢者や女性の活用だけで果たして間に合うのか。AI 活用で穴が埋まる勝算があるのか。より直接的な一手が必要なのではないか。そう思わせる現状は確かにある。

～移民に救われる先進国～

この点、第 3 章には「世界的な労働供給の不均衡は先進国における移民労働者の重要性を示唆している」との指摘があった。先進国における移民政策の必要性を明記しており、その活用を進めることで 2030 年に予想される先進国の労働力の 1%相当が賄えるという定量的な予想も出している。結果、世界の経済成長率も+0.2%ポイント押し上げられるとも試算されている。既存の労働力人口(高齢者や女性)を最大限活用しつつ、移民と AI の積極活用も進めよということになる。これらは全て日本経済の未来を語る上で当てはまる議論になるのだろう。筆者は全くもって移民推進派ではないし、政治的に推進するとしても国民的議論を要するテーマではあるが、経済分析を詰めるほど、その必要性に気づかされるという厳しい現実を感じる。

金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の賃上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～要結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見直し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナール発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の岩」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字圏が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～