

2023 年 4 月 12 日

通貨ニュース

IMF 世界経済見通し: 金融システム不安に警戒感を示す

4 月 11 日に国際通貨基金(IMF)は世界経済見通し(WEO)を公表した。IMF は毎年 4 月と 10 月に WEO の公表を行い、1 月と 7 月には直近の WEO のアップデートを行っている。WEO によると、世界経済の 2023 年 GDP 成長率見通しに関して、前回(2023 年 1 月)の+2.9%(前年比、以下同様)から+2.8%へ下方修正された(図表 1、2、3)。前回、1 年ぶりに成長率見通しが上方修正されたが、再度引き下げに転じた格好だ。また、2024 年に関しても+3.0%へ小幅ながら下方修正となった。

先進国全体では、2023 年の GDP 成長率見通しが前回の+1.2%から+1.3%へ小幅ながら上方修正された(図表 1、4、6)。国・地域別で確認すると、日本(+1.8%→+1.3%)の下方修正が目立つ結果となった一方で、英国(▲0.6%→▲0.3%)や米国(+1.4%→+1.6%)に加え、ユーロ圏(+0.7%→+0.8%)等主要国は概ね小幅ながら上方修正された。なお、先進国に関し、2024 年の GDP 成長率に関しては前回の+1.4%から不変だった。

新興途上国全体では、2023 年の GDP 成長率見通しが前回の+4.0%から+3.9%へ小幅に下方修正された(図表 1、5、7)。国・地域別では、南アフリカ(+1.2%→+0.1%)や欧州新興途上国(+1.5%→+1.2%)に加え、ブラジル(+1.2%→+0.9%)などで下方修正が目立った。他方で、サウジアラビア(+2.6%→+3.1%)やロシア(+0.3%→0.7%)などの上方修正要因もあり、全体としては小幅な下方修正にとどまったようだ。なお、新興途上国に関し、2024 年の GDP 成長率に関しては前回の+4.2%から変化はなかった。

片や、世界のインフレ率(消費者物価指数)に関して WEO によると、2023 年に+7.0%(前年比、以下同様)、2024 年に+4.9%と予測されている(図表 1、8～11)。前回からそれぞれ+0.4%、+0.6%の上方修正である。先進国全体では、2023 年に+4.7%、2024 年に+2.6%との予測。新興途上国全体は、2023 年に+8.6%、2024 年に+6.5%との予測になっている。先進国のインフレ率見通しは前回からほとんど変化がなかったが、新興途上国においては 2023 年に+0.5%、2024 年に+1.0%の幅で大きく上方修正されたかたちだ。

IMF は、成長率見通しに関し、ダウンサイドリスクが大きい旨を引き続き指摘した。具体的には、①中国経済回復の遅れ、②ウクライナ戦争の激化、③新興国の債務危機、④高インフレ率の定着等を前回同様に指摘したことに加え、今回新たに⑤金融システム不安による金融環境の深刻なひっ迫、を挙げた。そのうえで、金融不安が示現した場合の「代替シナリオ」を提示、その場合では世界の GDP 成長率見通し(2023 年)は+2.5%程度、2024 年は+2.8%程度まで下押すだろうと述べた。このシナリオの下では、リーマンショック期とパンデミック期を除けば 21 世紀で最も低い成長率となる。特に米国を中心に先進国の成長率が落ち込むだろうと指摘した。

市場営業部

長谷川 久悟

03-3242-7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

将来的な金融政策の手詰まりに警鐘を鳴らす

4 月 10 日に IMF は WEO の第 2 章『The Natural Rate of Interest: Drivers and Implications for Policy』を先んじて公開した。この章では、自然利子率に関し、過去の推移、そして将来の予測に関する分析を行うとともに、金融政策や財政政策に関する示唆を与えている。

第 2 章の中でも目を引いたのが、今後自然利子率が低位にとどまる、あるいは低下していく中で、各国中央銀行の政策に大きな制限がかかる可能性を指摘していることだ。IMF の試算に基づけば、主要国の自然利子率は 2051 年にかけて概ね低下するようだ(図表 12、13)。足許ではハイペースな利上げに伴い実質金利は上昇傾向にあるが、これは必ずしも自然利子率の上昇を意味するわけではない、と IMF は指摘している。過去、自然利子率の低下はネットの資本フローに影響を与えるグローバルな要因に加えて、全要素生産性の伸びと、出生率や死亡率の変化、あるいは退職後の生活期間といった人口動態要因によってもたらされたと述べたうえで、そのトレンドは今後も続くと総括した。

個別国に目を移すと、フランスや日本の自然利子率は小幅に上昇すると予測されるものの、依然マイナス圏での推移を継続するとの試算だ。片や、他の先進国は小幅な低下にとどまっているものの、新興国・途上国の自然利子率は顕著な低下が予測されている。人口ボーナスの剥落や生産性向上の鈍化が背景にありそうだが、中国とインドの自然利子率は 2051 年までにゼロ%近傍まで下押すとの試算だ。

上記の試算の上で、IMF は中央銀行の金利操作による金融緩和効果が弱まると指摘し、今後さらにバランスシート政策やフォワードガイダンスに依存する可能性に警鐘を鳴らした。さらに、自然利子率低下とともにデフレに陥るリスクにも触れ、多くの国が低成長と不完全雇用で長期間閉じ込められると警戒感を示した。IMF の指摘の通り、各国中銀のバランスシートの規模はここ数年で飛躍的に拡大した(図表 14、15)。もちろん、FRB や ECB 等はすでに QT に着手しており、さらに拡大を継続する可能性は低い。しかしながら、長期的に考えた際、IMF の指摘するように自然利子率が低下し利下げによる緩和効果が弱まってしまう場合、中央銀行としてはバランスシート政策に頼らざるを得ない可能性もあろう。もしそういったシナリオが具現化する場合、グローバルに中央銀行の日銀化が進むケースもあり得るのではないかと。もちろん、国ごとに潜在成長率や人口動態、生産性は異なり、自然利子率が低まるからと言って利下げ余地が狭まるとは限らない。ただし、先んじて低成長、デフレ、低金利の環境に置かれた日本経済と日銀は、今後の主要国中銀による金融政策のヒントになりえる可能性を秘めているのではないかと。

とはいえ、仮に主要国が低成長、デフレ、低金利の環境に陥ったとして、日銀のような大規模金融緩和政策を行えるとは限らないだろう。特に、イールドカーブ・コントロール(YCC)のように明確にターゲット金利を決め無制限に国債を買い入れる方策は難しい。図表 16、17 においては、IMF の『Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies』と『Sovereign Debt Investor Base for Emerging Markets and Developing Economies』をもとに主要国の国債発行残高における海外投資家の保有割合を示したが、日本のそれは主要先進国の中では最も低位にとどまってきた。海外投資家の割合が高い以上、国債金利の完全なコントロールを志向するハードルは非常に高い。RBA が 2 年足らずで YCC を撤廃し、後に「利回り目標を秩序立った形で停止できず、中銀の評判が一定のダメージを被った」と反省の弁を述べたことは記憶に新しいだろう。一方で、新興国・途上国の海外投資家の保有割合は日本より低位にとどまっ

ているケースが多い。ただし、こちらに関してはそもそも実質的な財政ファイナンスとしての側面も否めず、国内保有割合が高いから金利のコントロールが可能だというロジックは成立しないだろう。

かかる中、本邦では植田和男氏が正式に日銀新総裁に就任した。市場では、新体制の日銀が大規模金融緩和政策の出口に向かうとの観測も根強い。今後もし IMF が懸念するように世界の主要国が低成長、デフレ、低金利に陥るのであれば、まさに現在そこからの脱却を目指している日本こそが最大の前例になる公算が高い。昨年は歴史的な利上げを行った FRB が金融政策の話題のほとんどを占めていたように思うが、向こう数年は日銀が注目を集める機会も増えるのではないかな。

図表 1: IMF 世界経済見通しの詳細

IMFの成長率見通し(暦年ベース、%)		見通し		2023年1月見通しとの比較		
		2022	2023	2024	2023	2024
世界		3.4	2.8	3.0	▲ 0.1	▲ 0.1
先進国		2.7	1.3	1.4	0.1	▲ 0.0
	米国	2.1	1.6	1.1	0.2	0.1
	ユーロ圏	3.5	0.8	1.4	0.1	▲ 0.2
	ドイツ	1.8	▲ 0.1	1.1	▲ 0.2	▲ 0.3
	フランス	2.6	0.7	1.3	0.0	▲ 0.3
	イタリア	3.7	0.7	0.8	0.1	▲ 0.1
	スペイン	5.5	1.5	2.0	0.4	▲ 0.4
	日本	1.1	1.3	1.0	▲ 0.5	0.1
	英国	4.0	▲ 0.3	1.0	0.3	0.1
	カナダ	3.4	1.5	1.5	▲ 0.0	▲ 0.0
	その他先進国	2.6	1.8	2.2	▲ 0.2	▲ 0.2
新興途上国		4.0	3.9	4.2	▲ 0.1	▲ 0.0
	アジア新興途上国	4.4	5.3	5.1	▲ 0.0	▲ 0.1
	中国	3.0	5.2	4.5	0.0	▲ 0.0
	インド	6.8	5.9	6.3	▲ 0.2	▲ 0.5
	ASEAN5	5.5	4.5	4.6	0.2	▲ 0.1
	欧州新興途上国	0.8	1.2	2.5	▲ 0.3	▲ 0.1
	ロシア	▲ 2.1	0.7	1.3	0.4	▲ 0.8
	ラテンアメリカ・カリブ諸国	4.0	1.6	2.2	▲ 0.2	0.1
	ブラジル	2.9	0.9	1.5	▲ 0.3	▲ 0.0
	メキシコ	3.1	1.8	1.6	0.1	▲ 0.0
	中東・中央アジア	5.3	2.9	3.5	▲ 0.3	▲ 0.2
	サウジアラビア	8.7	3.1	3.1	0.5	▲ 0.3
	サブサハラアフリカ	3.9	3.6	4.2	▲ 0.2	0.1
	ナイジェリア	3.3	3.2	3.0	0.0	0.1
	南アフリカ	2.0	0.1	1.8	▲ 1.1	0.5
世界貿易額(財・サービス)		5.1	2.4	3.5	0.0	0.1
消費者物価	世界	8.7	7.0	4.9	0.4	0.6
	先進国	7.3	4.7	2.6	0.1	▲ 0.0
	新興途上国	9.8	8.6	6.5	0.5	1.0

(資料) IMF、Macrobond、みずほ銀行

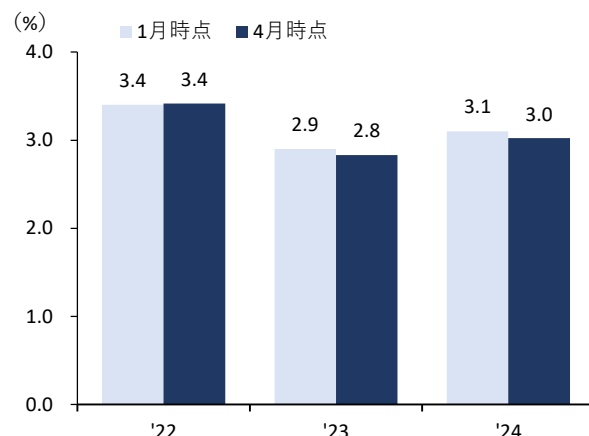
※インドについては、データと予測を財政年度ベースで表示しており、2011年以降の GDP は 2011-2012 財政年度を基準とした市場価格による GDP に基づく。

図表 2: 世界の GDP 成長率の推移



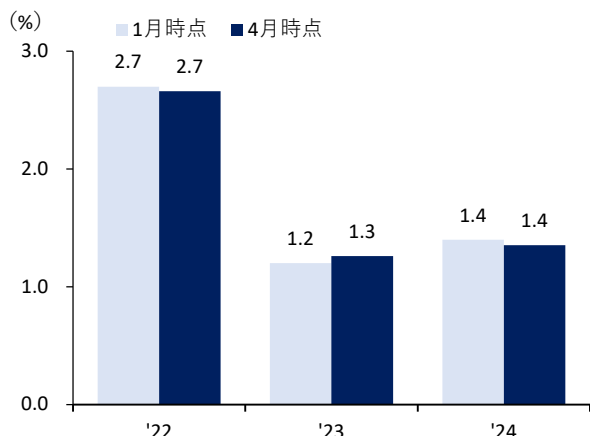
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行
※2023 年以降は IMF の予測値

図表 3: 世界の GDP 成長率予測



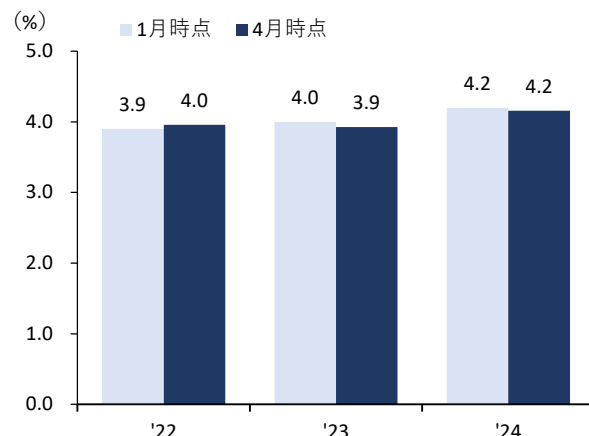
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 先進国の GDP 成長率予測



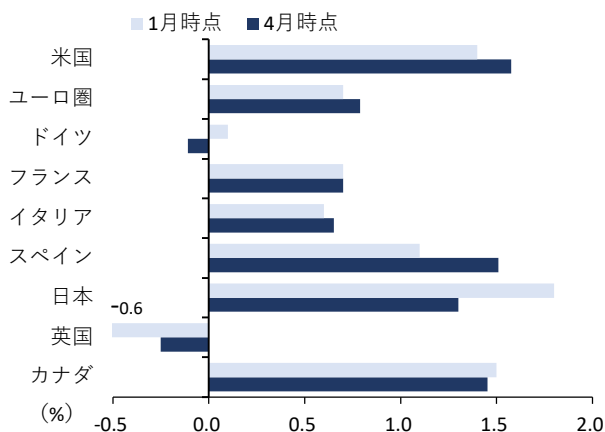
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 5: 新興途上国の GDP 成長率予測



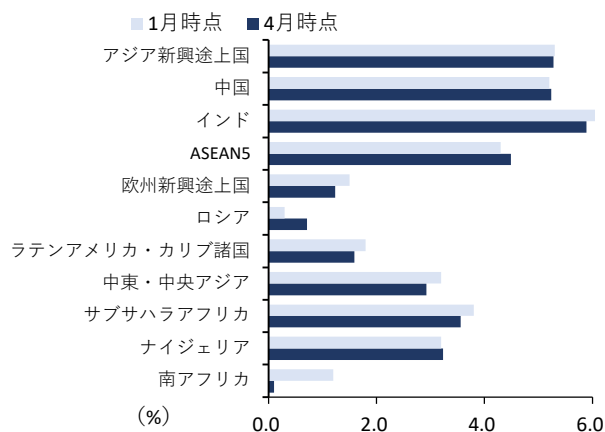
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 6: 先進国の GDP 成長率予測 (23 年、個別国・地域)



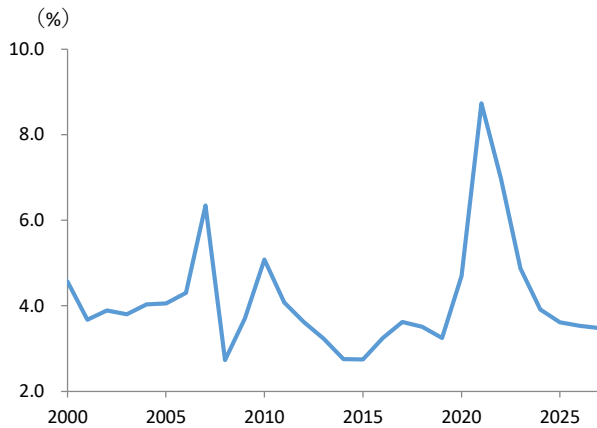
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 7: 新興途上国の GDP 成長率予測 (23 年、個別国・地域)



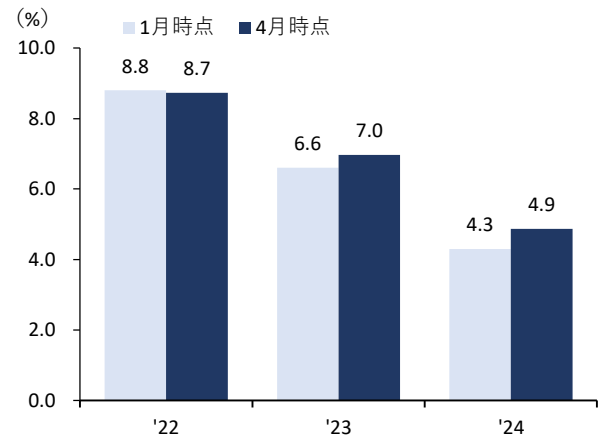
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 8: 世界のインフレ率の推移



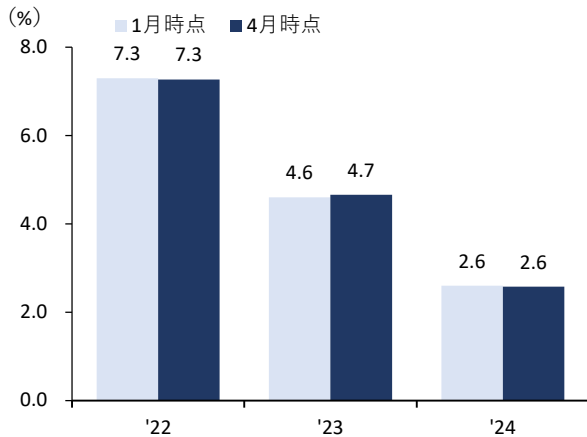
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行
※2023 年以降は IMF の予測値

図表 9: 世界のインフレ率予測



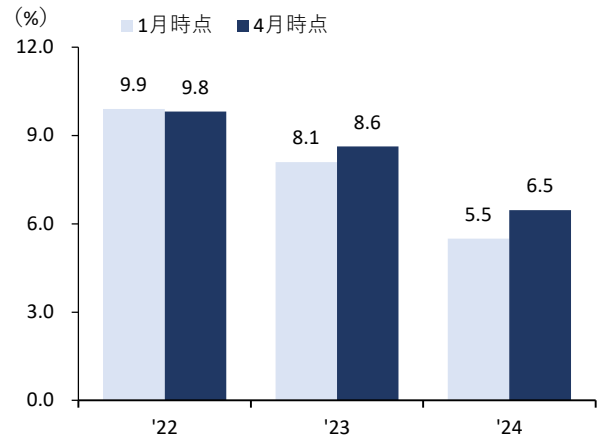
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 10: 先進国のインフレ率予測



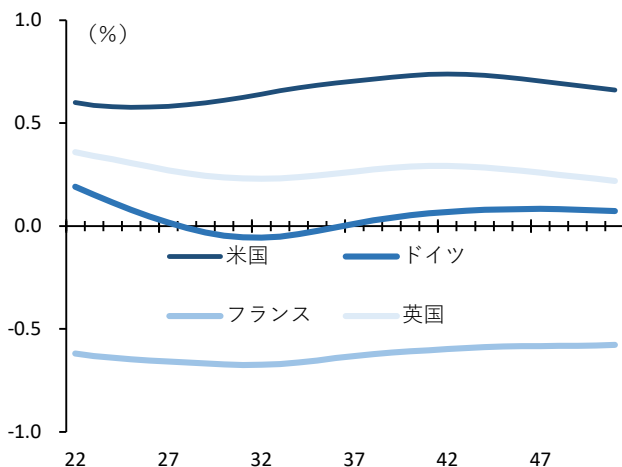
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 11: 新興途上国のインフレ率予測



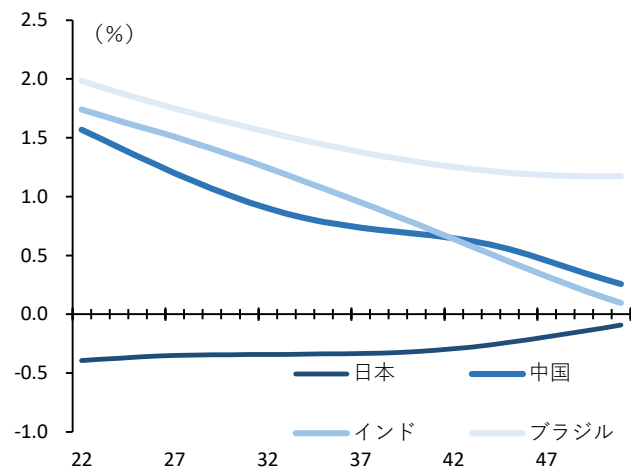
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 12: 自然利子率の推計



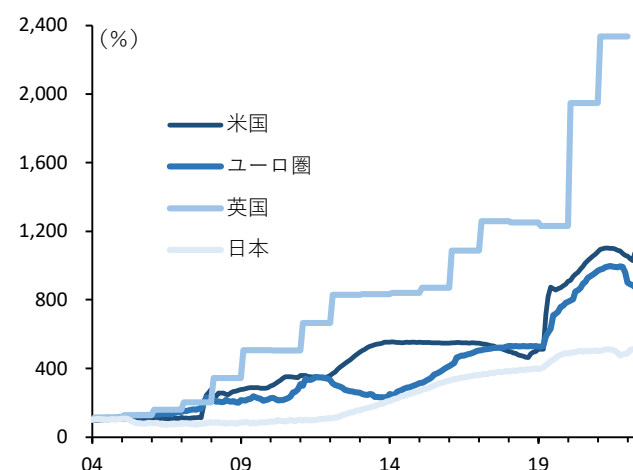
出所: IMF、みずほ銀行

図表 13: 自然利子率の推計



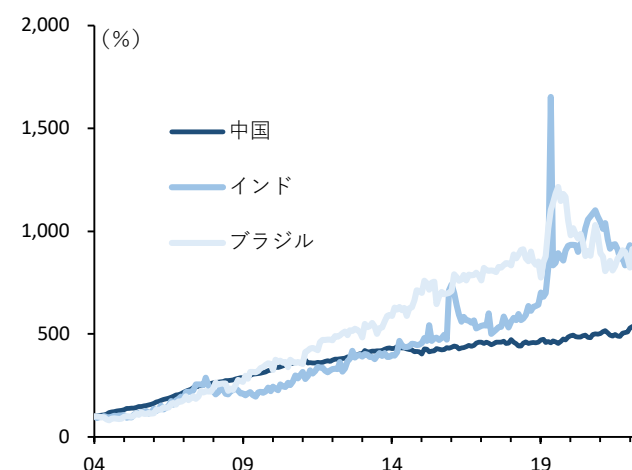
出所: IMF、みずほ銀行

図表 14: 中央銀行のバランスシート規模の推移



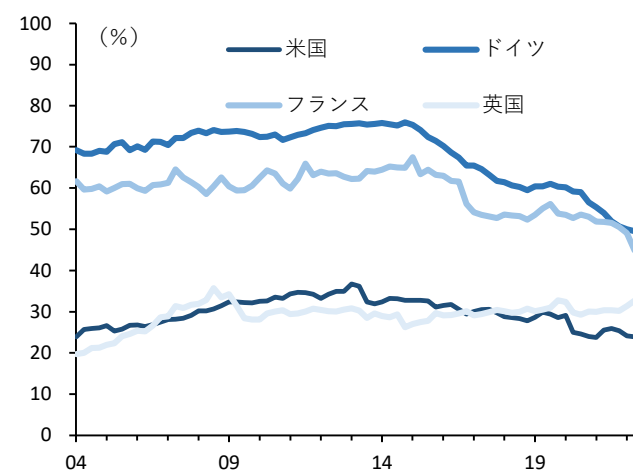
出所: Macrobond、みずほ銀行
※2004 年末=100

図表 15: 中央銀行のバランスシート規模の推移



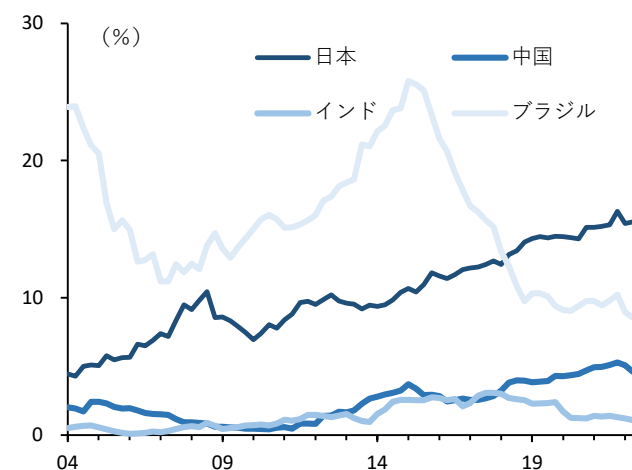
出所: Macrobond、みずほ銀行
※2004 年末=100

図表 16: 各国国債発行残高に占める海外投資家の保有割合



出所: IMF、みずほ銀行

図表 17: 各国国債発行残高に占める海外投資家の保有割合



出所: IMF、みずほ銀行

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。