

## 景気後退の予測と政策対応

クラウディオ・ラッダッツ、ジェイ・スルティ

2017年10月3日



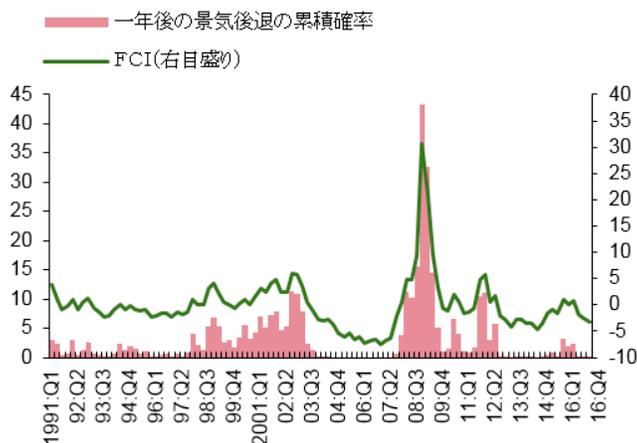
シンガポールのトレーディング・フロアの様子。金融市場の状況から経済の先行きについての貴重な情報が得られ、予測精度の向上に資する (写真: Caro/Oberhauser/Newscom)

国際金融危機からの得られた教訓の一つは、経済が力強く成長し金融市場も一見安定した状態が続いていても、突如として市場が混乱して予想もしなかった景気後退が起りうるということである。であるからこそ、政策当局としては金融市場の状況を常時注視することが重要である。ウォッチすべき指標は債券利回りから原油価格、為替レート、国内債務残高など、多岐にわたる。

[国際金融安定報告書](#)では金融市場から得られる情報を基に将来の成長へのリスクを定量的に把握

### リスクの予測

金融市況の指数 (Financial Conditions Index=FCI) を用い、一年後の景気後退の発生確率を推定することができる。FCIの上昇は世界的な金融市場環境の悪化を示し、これは一年後に景気後退に陥る可能性が高まったことを示している。



Sources: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; IMF, Global Data Source and World Economic Outlook databases; Thomson Reuters Datastream; and IMF staff estimates.



するために開発された斬新な手法を紹介している。これを利用し、リスクを未然に防ぐことも可能となる。

### 好調期の特徴

危機に至る前には足下の好調さに引きずられ企業も家計もリスクの高い行動に走りがちである。低金利にひかれ企業も家計も多額の債務を積み上げがちである。また、資産価格の上昇による担保価値の増加に加え、銀行の資本と利益も拡大する結果、銀行は融資条件を緩め、借入れと融資の一層の拡大が助長される。やがてこのような過剰借入れの蓄積に伴うリスクを市場が認識すると一転して資金調達コストが急騰し金融はタイト化する。これが企業倒産と銀行破綻の連鎖に繋がるというのが、1930年代以降最も厳しい不況に至ったメカニズムある。

今回開発した新手法は景気後退の兆候を統計的に見いだしている。向こう12ヶ月以内の景気の変調を予測するものとして、市場ボラティリティの上昇、投資家のリスク回避姿勢の拡大、信用スプレッドの拡大(超安全資産である米国国債と個別債券等の利回り差の拡大)などが特定された。また、予測期間を二、三年にのばせば、債務水準の上昇や信用拡張のペースが将来的な景気暗転の可能性を示している。

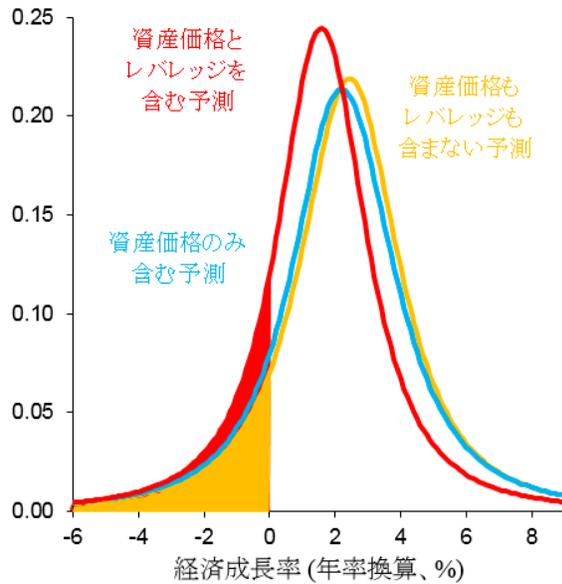
### 一次産品価格

当然のことながら、どの指標が重要かは経済構造によって異なる。企業の借入れコストの上昇や世界的なリスク認識の高まりはすべての国に共通して問題発生の予兆となっている。他方で、一次産品価格の上昇はオーストラリア、カナダ、ブラジルなどの資源輸出国にはプラスだが輸入国では景気後退リスクの高まりを示している。

## レバレッジ情報の利用

米国の金融市場の状況は危機直前の2016年末でも景気後退が予想されるものではなかった。しかし、レバレッジの拡大を勘案すれば、景気後退の可能性がより高い状況にあった。赤に塗られた領域はレバレッジを勘案したもので、勘案しない場合の確率を示す黄色い領域に比べ、大きくなっている。

(1年後の経済成長の確率分布)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; IMF, Global Data Source and World Economic Outlook databases; Thomson Reuters Datastream; and IMF staff estimates.



では、こうした知見に照らせば、現下の金融市場の状況はどのように解釈すべきであろうか。信用スプレッドも市場ボラティリティも低位で安定しており、当面あまり問題はないと思われ、これは良い兆候と言える。しかし債務の増加状況は、より将来的にはリスクがあることを示している。即ち、一旦信用スプレッドや市場ボラティリティが急騰すれば世界的な成長見通しが大きく悪化する可能性がある。

幸いにも、今般開発された手法を用いてリスクを予想し、適切な予防措置を講じることが可能である。いわゆるマクロプルーデンス政策を活用することで信用拡大を抑制し、景気後退のリスクを抑えることもできる。具体的には損失への備えとして銀行により多くの資本を積みせたり、個人が家を買う際の頭金の割合を引き上げたりするなどが考えられる。万一危機が迫っていると思われる場合には、中央銀行の政策金利の引き下げや、前回の危機の際にとられた資産買い入れ策や危機対応流動性ファシリティの導入なども考えられる。

\*\*\*\*\*



**クラウディオ・ラダッツ(Claudio Raddatz)**:IMF 金融資本市場局国際金融安定分析課長。世界銀行開発経済研究グループのエコノミスト、シニアエコノミスト(2008-2011)、チリ中央銀行経済研究主任(2011-2014)、同金融システム政策局長(2014-2017)を経て現職。マクロ・金融システム関連の学術論文を多数出版。チリ大学学士・修士、MIT 経済学博士。



**ジェイ・スルティ(Jay Surti)**:金融資本市場局国際金融安定分析課長代理。IMF 欧州局、アフリカ局を経て現職。主要研究対象は金融機関、金融市場およびマクロプルーデンス政策。ボストン大学経済学博士。