

(参考仮訳)

世界経済見通し 2009年4月

要旨

世界経済は、大規模な金融危機と急激な信頼喪失を背景に、深刻な景気後退に陥っている。マイナス成長のペースは2009年第2四半期以降、鈍化するとみられるが、2009年全体では世界の生産は1.3%のマイナス成長となり、2010年は約1.9%の小幅回復にとどまると予想される。この反転が実現するかは、金融緩和と財政支援によって引き続き需要をてこ入れするとともに、金融部門の回復に向けた取り組みを強化することにかかっている。

最新の経済情勢と金融の動き

世界経済は、金融危機と経済活動の低迷によって深刻な影響を受けている。先進諸国は、2008年第4四半期に実質GDPが7.5%という史上最悪の減少幅を記録し、2009年第1四半期の生産もほぼ同ペースでの落ち込みが続くと予想されている。米国経済が極度の金融逼迫と住宅部門の落ち込みの継続で最も打撃を受けたとみられるが、西欧とアジア先進国も貿易の激減と自国の金融問題の悪化、および一部の国内市場では住宅市場の調整に苦しんでいる。新興国経済も深刻な打撃を受けており、第4四半期には全体で4%のマイナス成長となった。悪影響は金融と貿易の経路を通じて波及しており、特に製造品輸出への依存が大きい東アジア諸国、および好調な資本流入が成長を支えていた欧州新興国と独立国家共同体(CIS)諸国への影響が目立っている。

世界景気の急激な冷え込みに伴い、インフレ圧力は急速に弱まっている。商品価格が年央の高値から急落したため、中東、CIS諸国の所得が特に大きく落ち込んでいるほか、中南米、アフリカでも多くの商品輸出国の所得が急減している。同時に、景気悪化は賃金の上昇を抑え、企業の利益率を低下させている。その結果、先進国における12ヵ月間消費者物価上昇率は、2009年2月に1%以下となったが、コアインフレ率は1.5%–2%程度にとどまった。ただし日本は明らかな例外である。また、インフレは新興国でも大幅に抑制されているが、一部のケースでは為替レートの下落がインフレ低下の勢いを削いでいる。

広範で時に異例ともいえる政策対応は、金融市場の安定化と生産減への歯止めという面ではそれほど前進しておらず、景気悪化と極度の金融逼迫の間の負のフィードバックを断ち切れていない。これ以上のダメージを食い止める取り組みとしては、公的資本の注入と一連の流動性支援、金融緩和、財政出動による景気刺激策がある。4月初めのG20会合以降、センチメントに回復の兆しもあり心強いが、金融市場への信認は未だ低く、景気の早期回復への期待感が損なわれている。

2009年4月の『国際金融安定性報告書（GFSR）』は、すべての金融機関が2007～2010年に米国でオリジネートされた資産から被る損失額を2兆7,000億ドルと推定している。この推定値は、主に経済成長の見通し悪化により、2009年1月のGFSRの推定値2兆2,000億ドルから更に増加した。世界全体の貸出債権の償却見込みは約4兆ドルと推定され、そのうち3分の2は銀行が、残りは保険会社、年金基金、ヘッジファンド及びその他の仲介業者が負担することになるだろう。過剰な不良資産に加え、どの金融機関が今後も支払能力を維持するかについての不透明感から民間資本は様子見を決め込んでおり、世界中で銀行が与信を絞り込んでいる（今後もそれが続くとみられる）。資金逼迫は、先進国の銀行の短期資金市場をはるかに超えて広がっている。金融機関以外の多くの事業法人は運転資金を確保できず、一部の企業はより長期の借入調達にも支障をきたしている。

特に懸念されるのは、新興国から外国人投資家と外銀が一斉に撤退し、その結果、資金調達圧力が増したことである。証券の新規発行はほぼストップし、銀行関連の資金フローは縮小、債券のスプレッドは急上昇し、株価は下落、為替市場は大きな圧力にさらされている。これは一般的なリスク回避の高まりという域を超え、先進国の銀行とヘッジファンドが被った打撃や、成熟市場で増えている保証措置を背景にした資金を安全な「傘」の下に移動させたいという欲求、新興国の経済の先行きと脆弱さに対する懸念の高まり、といった一連のマイナス要因を反映している。

金融危機の重要な副作用は、安全への逃避と母国回帰（ホームバイアス）であり、それが世界の主要通貨に影響を与えている。2008年9月以降、米ドル、ユーロ、円はすべて実質実効ベースで上昇した。米ドルに連動している中国人民元や中東諸国などの通貨も上昇している。一方で、他の多くの新興国通貨は、外貨準備を使った下支えにもかかわらず急落している。

見通しとリスク

『世界経済見通し（WEO）』の予測は、たとえ政策立案当局が尽力しても、金融市場の安定化にはこれまでの想定よりはるかに長い時間がかかるとの前提に立っている。このため、成熟市場の金融逼迫は2010年に入ってもしばらくは続く予想され、その後は、不良債権関連の損失がより明確になることと公的資金注入で銀行破たんへの懸念が後退し、カウンターパーティ・リスクと市場のボラティリティが低下し、より流動性の高い市場環境が戻ってくるにつれ、金融状況はきわめて遅いペースで改善するとみられる。先進国の民間部門への与信全体は、2009年、2010年とも減少する見通しである。一方、新興国、途上国は、2009年、2010年とも海外からの資金調達がきわめて困難になると予想される。このことは

第4章の内容と一致する。第4章では、成熟市場の金融ストレスの度合いが急激で、しかもそれが銀行システムに集中していることから、新興国への資本フローは今後大幅に減少し、回復は鈍いと指摘している。

WEOの予測はまた、マクロ経済政策の強力な支援があるとの前提に立っている。主要先進国では政策金利がゼロまで低下するか、その近辺にとどまるとみられる一方、中央銀行は引き続きそのバランスシートの規模と構成の両方を活用して信用の逼迫状況を緩和する方法を模索している。G20の構成国・地域では2009年にGDP比で2%、2010年に同1.5%の財政刺激策が実施される見通しであるため、財政赤字は先進国、新興国とも急激に拡大すると予想される。またWEOの予測では、商品価格は先物市場の価格動向に従って、2009年に現在の水準近辺で推移した後、2010年にわずかに上昇すると想定している。

断固とした政策措置が実施され、かつ第2四半期以降にマイナス成長のペースが鈍化するとしても、現時点の2009年の世界経済見通しは1.3%のマイナス成長と、1月の『WEO改訂見通し』から大幅に下方修正されている。これは第2次世界大戦後最悪の景気後退となる。しかもこの景気減退は世界全体に及んでいる。国民一人あたりの生産量は、世界経済の4分の3を占める国々で減少すると予想され、ほぼすべての国の成長率が2003～2007年の実績から大幅に減速している。2010年はプラス成長に戻ると予想されるが、1.9%という成長率は過去の回復期と比べても弱い。これは、金融危機後の回復は他の場合より大幅に鈍いという第3章の説明と一致する。

現在の見通しは前例がないほど不透明であり、大幅な下振れリスクが存在する。最大の懸念材料は、特に政策的措置への国民の支持が限定的であるため、金融状況の悪化と景気減速の負のフィードバックを断ち切るための政策が今後も不十分ではないかという点である。主な伝播経路としては、企業と家計の債務不履行の増加によって金融機関の資産価格が下落し、バランスシートの損失がさらに膨らむこと、また信頼回復への取り組みをいっそう困難にするような、新たな金融システム上の出来事が生じることが挙げられる。さらに、きわめて不透明な状況では、高率の予備的貯蓄が財政出動の乗数効果を低下させたり、資金状況の緩和に向けた措置を実施してもレバレッジ解消のペースが落ちない可能性があることなどから、財政・金融政策に弾みが見つからないこともありうる。プラス面としては、金融逼迫には断固たる措置がとられるとの確信を市場に与えられるような、大胆な政策が実施されれば、信頼と支出を回復させることができよう。

危機が終息しても、生産の伸びは最近の水準を大きく下回るにとどまり、移行期間は厳しいものになるとみられる。金融レバレッジを引き下げる必要性から、特に新興国と途上国ではここ数年の水準に比べて信用の伸びが低くなり、資金調達機会も減少すると考えら

れる。加えて、多くの先進国では人口高齢化が進展するなか、巨額の財政赤字を圧縮する必要が出てこよう。さらに、主要国では家計が当面、貯蓄の建て直しを続ける可能性がある。これらすべてが中期的にみて、実際の成長と潜在的成長に重くのしかかってくるとみられる。

政策課題

こうした困難で不透明な見通しにより、金融・マクロ経済政策の両面で強力な措置が求められている。過去の金融危機の事例によると、根本的な問題への取り組みが遅れば景気減退がさらに長引き、税金と経済活動のコストはさらに増える。政策立案当局は、政策の選択肢による諸外国への波及効果に留意しなければならない。貿易、金融の相手国を支援する取り組みは、財政刺激策と国際的な資金調達の流れに対する公的支援を含め、世界の需要をてこ入れするうえで有効であり、そのメリットを多くの国が共有できる。逆に、貿易と金融における保護主義への傾斜は世界全体にとって大きな打撃となる。これについては、1930年代の近隣窮乏化政策（beggar-thy-neighbor policies）の事例がはっきり警鐘を鳴らしている。

金融部門の再編を推進

この時点で最大の政策優先課題となるのが、金融部門の再編である。この面での着実な進展は景気回復を確実なものにするための必須条件であり、金融・財政刺激策の有効性を大幅に高めよう。短期的には、これまでの GFSR で取り上げた 3 点の優先課題が引き続き適切である。すなわち、(1)金融機関が確実に流動性を確保できるようにする、(2)不良債権を識別し対処する、(3)弱体化しているが存続可能な金融機関の資本基盤を強化する。(1)については取り組みが進行中である。しかし、他の 2 点に対する政策のイニシアチブは更に強力に推し進められる必要がある。

恒久的な解決をみるためには、不良資産に対する信頼できる損失評価が何よりも重要である。そのため各国政府は、予想される経済状況と将来の収益フローの価値推定に基づいて、証券化クレジット商品を現実的に評価するための共通の基本手法を確立する必要がある。また、これらのエクスポージャーからさらに損失が発生するのではとの不透明感を大幅に払拭するための措置も必要である。銀行の不良債権処理は、十分な資金的裏づけと透明性を維持した実施が確保できる限り、さまざまな手法が有効性をもちうる。

資本増強の手法は、直近の損失の評価と現実的な将来の償却見通しの両方を勘案しながら、金融機関の長期的な存続可能性を慎重に評価することを基本としなければならない。前提

条件にもよるが、GFSR の推定によると、必要な資本額は米国の銀行で 2,750 - 5,000 億ドル、欧州の銀行で 4,750 - 9,500 億ドル（英国の銀行を除く）、英国の銀行では 1,250 - 2,500 億ドルにのぼる可能性がある¹。監督当局は個々の銀行ごとに資本増強の必要性を評価しているため、銀行の資本の質、すなわち資金調達、事業計画、リスク管理プロセスの堅牢性、報酬体系の妥当性、経営力についての確証を得る必要がある。また、監督当局は、最低規制要件と予想外の損失発生を吸収する資本余力の必要性を考慮しながら、金融機関の自己資本要件の適切な水準を決める必要がある。資本不足でも存続可能な銀行は直ちに資本増強を行い、政府からの公的資金の注入によって（可能であれば民間資本も投入）、市場の信認を回復できる水準まで自己資本比率を引き上げるべきである。当局は、信頼を回復し資金見通しを改善するため、普通株式の形で資本を提供する準備を整えるべきであり、民間部門の解決策がまとまるまで一時的に公的管理下に置くといった方法を伴う場合もある。存続不能の金融機関には直ちに介入し、閉鎖や合併を通して処理する必要がある。必要な公的資金はかなりの額になるだろうが、打開策の実施に手間取れば、必要額はさらに膨らむだろう。

新興国でも、金融逼迫に対応するための広範な取り組みが必要になる。企業部門は大きなリスクにさらされており、企業借入に対する政府の直接支援が必要であろう。一部の国ではまた、輸出市場関連の企業を中心に企業への銀行融資を国が保証したり、さまざまな手段を使って貿易金融に一種のセーフティネットを提供したりしており、貿易の流れを促進し、実体経済への打撃を抑えている。さらに、万が一状況がさらに悪化して大規模な再編が生じる場合に備え、危機管理計画を構築しておくべきである。

世界的な逼迫悪化を避けるため、いっそうの国際協調が求められている。国レベルの対応が世界的に悪影響をもたらすことのないよう、金融政策については特に協調と協働が重要である。同時に、国際通貨基金（IMF）を含めた国際的な支援は、各国が実体経済への金融危機の影響を防止するうえで有効とみられ、特に途上国では貧困層への影響を食い止めるのに役立つはずである。経済政策で良好な実績を持つ国が一時的な困難に直面した場合に活用できるよう、IMF が最近の改革で融資制度の柔軟性を向上させたことや、G20 サミットの合意にみられるように IMF の融資資金を増額させることは、民間資本の流れが突然停止した場合のリスクに対する国際金融コミュニティの対応能力を高めることにつながるだろう。

¹ 低い方の額は全資産に占める有形普通株式株主資本（TCE）の割合を 4%までのレバレッジ適正レベルにするために必要な資本に相当する。高い方は、TCE の割合を 1990 年代中頃の水準である 6%にするのに必要な資本に相当する（「GFSR」2009 年 4 月号参照）。

金融政策の緩和

先進国では、さらなる金融緩和の余地があれば積極的に活用し、デフレのリスクに対抗する必要がある。多くの国の政策金利はすでにゼロの限界に近づいているが、政策の余地が残っている場合はそれを迅速に活用すべきである。同時に、明快なコミュニケーション戦略が重要である。中央銀行は、必要な限り長い期間、緩和的な金融状況を維持することにより、デフレ回避に向けた強い姿勢を明確に示すべきである。今後、利下げの効果を支えるべく、中央銀行自身はそのバランスシートの規模と構成の両方を用いて信用仲介機能を支えるような、従来とは異なる措置を実施しなければならないケースが増えると思われる。可能であればこうした措置は、信用分配の決定を民間部門に委ね、中央銀行のバランスシートを信用リスクから守りながら、混乱した市場をできる限り安心させるような内容とするべきである。

新興国も、金融を緩和し、経済見通しの悪化に対応する必要がある。しかし、多くの新興国では、資金調達の流れがきわめて脆弱なため、対外安定性を維持する必要性にも迫られており、中央銀行の仕事はいちだんと複雑になっている。先進国と大きく異なり、新興国による市場からの資金調達は、その国の信用力への懸念がはるかに大きいこともあり、急激な混乱、資金の急停止（sudden stops）の状態に陥りやすい。新興国はまた、外貨建て借入が大きく、為替レートの下落がバランスシートを大きく傷つける可能性がある。このため、多くの新興国の中央銀行は、世界的な景気減退を受けた利下げを実施しているものの、海外からの資本流入のインセンティブを維持し、無秩序な為替レートの変動を避けるため、その利下げは十分に慎重に実施されている。

今後、重要な課題になるのは、現在の異例の金融緩和策をどのようなペースで止めていくかの判断であろう。ペースが速すぎると、ただでさえ弱いとみられる景気回復を腰折れさせてしまう恐れがある一方、ペースが遅すぎると景気が過熱し、新たな資産価格バブルを招きかねない。

景気刺激策と財政の安定のすり合わせ

景気減退の深刻さと金融政策の有効性の限界を考えると、世界経済に短期的な刺激を与えるうえで、財政政策は重要な役割を果たさなければならない。過去の事例によると、財政政策は、金融危機に由来する景気後退を短期間で終わらせるのに特に有効である（第3章）。ただし、財政出動の余地は、その取り組みが信頼を損なう場合には限られてくる。このため各国政府は、短期的な景気拡大策を打ち出す一方で、中期的な財政見直しへの不安を取り除くという、難しい舵取りを迫られている。景気回復が定着した時点で財政再建が必要

になり、これを支えるのが強力な財政の中期的枠組みである。しかし、財政再建の発動は時期尚早であってはならない。各国政府は2009年に大規模な刺激策を打ち出したが、すでに明らかなのは、2010年もその規模を拡大しないまでも継続させる必要があり、また財政余力のある国は新たな刺激策を実施する準備を進める必要もあるだろう。各国の刺激策が他国に波及し、世界経済に寄与することを考えると、こうした取り組みは可能な限り、各国協調の下に実施されるべきである。

景気刺激策と財政安定のジレンマにどのように対応すればよいのか。ひとつのカギはどのような景気刺激策を選ぶかにある。できる限り、これらは一時的でありかつ最大効果が得られるものでなければならない（例えば、策定済みか既存のプロジェクトへの支出の前倒しや、負債に苦しむ家計への時限的な減税措置）。また、インフラ支出など、その国の潜在生産力を長期的に高めるような対策に的を絞ることが望ましい。二番目に、各国政府は短期的な財政赤字の解消と公的債務の抑制への決意を明確にするためにも、短期的な景気刺激への取り組みを中期的な財政構造の強化に向けた改革によって補完する必要がある。三番目の点として、多くの国で財政構造への信頼改善に最も貢献するのは、人口高齢化から生じる財政課題への対応に具体的な前進を示すことだろう。現在の金融危機のコストはもちろん膨大だが、高齢者の社会保障費、医療費の増大による将来のコストからみれば、たいした金額ではない。これらのプログラムに対する信頼性の高い改革は、財政に直ちに大きな効果をもつことはないだろうが、財政の見通しを大きく変化させ、ひいては短期的な財政出動のための余力の確保に役立つと考えられる。

中期的な政策課題

今回の危機を招いた市場の混乱の根底には、長期にわたる高成長、低金利、低ボラティリティ、政策の誤りから生じた楽観主義があった。金融規制は、金融イノベーションの活況の裏に隠れたリスクの集中や誤ったインセンティブに対応できていなかった。マクロ経済政策は、金融システムと住宅市場におけるシステムミックリスクの蓄積に注意を払っていなかった。

このことは、政策立案当局にとっての重要な中期的課題である。金融部門政策における目下の課題は、金融システムに関わるすべての金融機関をカバーするため規制の枠を広げ、より柔軟性を高めることである。また、規制に対してマクロ健全性の監督の手法を取り入れる必要がある。これには、景気循環の増幅効果（プロシクリシティ）を軽減する報酬体系や強固な市場決済の取り決め、非流動的な証券に対応する会計基準、市場規律を育むためのリスクの性質と所在に関する透明性、システム全体の流動性管理の改善などが含まれよう。マクロ経済政策については、中央銀行はより広範なマクロ健全性監督の視点も採

用し、資産価格の動きや信用の急増、レバレッジ、システミックリスクの蓄積などに注意を払うことにより、物価の安定のみならず金融の安定にもしかるべき注意を払うべきである。財政政策の立案当局は、財政赤字を縮小し、公的債務を持続可能な軌道に乗せる必要がある。

世界的な政策の協調と協働は、より優れた早期警戒システムとよりオープンなリスク通報をベースに強化すべきである。特に金融部門における政策協調については、一国内の動きが他国に大きな影響をもたらす可能性があるため、緊急性が高い。同時に、ドーハラウンド（新多角的貿易交渉）の早期妥結は世界の成長見通しを押し上げるとみられる。また多くの新興国や途上国については、IMF を含む二国間、多国間の強力な支援が、金融危機による経済・社会への悪影響を食い止めるのに役立つであろう。

報道資料

世界経済見通し 2009年4月

第3章 要旨：景気後退から回復へ：その時期と強さ

マルコ・E.テロネス (Marco E. Terrones)、アラスデアール・スコット (Alasdair Scott)、
プラカシュ・カンナン (Prakash Kannan)

要点

- ・ 金融危機を伴う景気後退は深刻になる傾向があり、こうした景気後退からの回復の足取りは一般に弱い。こうした景気後退が世界で同時発生すれば、景気後退はさらに長引き、その後の回復もいちだんと弱くなる傾向がある。
- ・ 景気対策は、景気後退を終わらせ、回復を力強いものにするうえで有効となり得る。中でも、積極的な財政政策は効果が高いと思われる。金融政策はこうした景気後退を短縮する一助となり得るが、通常の場合より有効性が低い。
- ・ これらのことから判断して、現在の景気後退は異例に長期的で深刻なものになる可能性が高く、回復も鈍いと考えられる。しかし、金融セクターの信頼回復に向けた対策に加え、強力な景気対策を実施すれば、回復見通しが改善する可能性がある。

本章は、景気後退と回復のパターン、およびマクロ経済政策の役割について検証している。調査対象は、先進 21 カ国の 1960 年から現在までの景気サイクルである。このサンプルでは、今回の景気後退を除くと金融危機を伴ったと考えられる景気後退が 15 回あり、世界で同時発生した景気後退は 1975 年、1980 年、1992 年の 3 例となっている。

一般に景気後退は短命で、回復は力強い。典型的な景気後退の期間は 1 年程度だが、拡大期は 5 年以上続くことが多い。景気後退からの回復は、その反発効果が現れることにより力強いものとなる。先進各国の景気後退と拡大のパターンは徐々に変化している。1980 年代中盤以降は景気後退の頻度が減り、落ち込み幅も緩やかになる一方、景気拡大はより長期間続くようになった。

しかし、ショックの種類によって、景気後退と回復時のマクロ経済と金融のダイナミズムも違ってくる。特に、金融危機を伴う景気後退は一般に深刻で、長期化している。一般に金融危機は、急激な貸出の増加と資産価格の大幅上昇が続いた後に生じる。こうした景気後退からの回復は、一般世帯が家計のバランスシートを修復するために貯蓄率を上げよう

とすることもあり、民間需要と信用の不振に足を引っ張られることが多い。これらの回復は一般に、為替レートの下落と単位コストの低下を背景とした純輸出の改善が主導している。

世界で同時発生する景気後退は、他の例に比べて長期化、深刻化する。 今回の景気後退を別にすると、1960年以降では、サンプル対象の先進21カ国のうち10カ国以上が同時に景気後退に陥った例が、1975年、1980年、1992年の3度あった。こうした同時進行した景気後退の期間は、平均すると一般的な景気後退の期間の1.5倍である。外需が弱くなるため、回復の足取りは鈍く、特に米国も景気後退に陥っている場合にはその傾向が顕著となる。1975年と1980年の例では、米国の輸入急減が世界貿易の大幅縮小の一因となっている。

分析によると、**金融危機と世界的な景気悪化が組み合わさると、かつてないほど深刻で長期的な景気後退をもたらす公算が大きい。** この組み合わせは過去にあまり例がないため、慎重に推論を引き出す必要がある。しかしながら今回の景気減退は、同調性がきわめて高く、深刻な金融危機を伴っているという事実からみて長引く可能性が大きく、回復も平均を下回ると考えられる。

マクロ経済政策は、景気後退の厳しさを和らげ、回復を早める上できわめて重要な役割を果たし得る。 金融政策は一般に景気後退を終わらせ、回復を力強いものにするうえで重要な役割を担っているが、金融危機においては有効性が劣る。一方、財政政策は上述の3例ではより確実な支援策になったとみられ、財政政策は、経済主体がよりタイトな流動性制約に直面している際にはより有効であるという結論を裏付けている。また、財政刺激策は回復をより力強いものにする。ただし、公的債務の水準が高い国については、回復の力強さに対する財政政策の効果はより小さいことが判明している。

現在の世界的な景気後退への対応では、協調的な金融、財政、金融部門政策が必要である。 短期的には、総需要を下支えするため大胆な金融・財政政策措置が求められている。こうした措置を行う場合でも、過去の金融危機から学ぶべき最も重要な教訓のひとつは、マクロ経済政策を有効なものにし回復を根付かせるためには、金融セクターの信頼回復が極めて重要だということである。

(参考仮訳)

報道資料

世界経済見通し 2009年4月

第4章 要旨：相互のつながりがどのように影響したか：
先進国から新興国への金融ストレスの伝播

ステファン・ダニンジャー (Stephan Danninger)、ラビ・バラクリシュナン (Ravi Balakrishnan)、
セリム・エレクダグ (Selim Elekdag)、イリーナ・タイテル (Irina Tytell)

要点

- ・ 先進国の金融危機は、金融上のつながりを主な伝播経路として、強力かつ急速に新興国に波及している。
- ・ 新興国に大規模な融資を行っている先進国の金融機関が支払能力の問題に直面していることから、危機後の新興国への資本流入は減少が長引く可能性がある。
- ・ 個々の国の脆弱さを軽減するだけでは、先進国の大規模な金融ショックから新興国を守れないため、先進国と新興国の双方による協調的な政策対応が必要である。

本章は、新興国を対象とする新しい金融ストレス指標を用いて、金融ストレスが先進国から新興国にどのように伝播しているかを検証している。『世界経済見通し 2008年10月号』では先進国を対象とする類似の指標を取り上げたが、今回の新興国の指標は株式市場、為替市場、銀行セクターの動きをカバーしている。18の新興国・地域の1997年以降の動きを月次ベースで示したものである。

この指標を用いた分析によると、過去の事例では先進国の金融危機は新興国に強力かつ急速に伝播している。このパターンの通り、2008年第3四半期に先進国で生じたかつてない急激な金融ストレスの高まりは、新興国に多大な影響を与えた。第4四半期には、金融ストレスはすべての新興経済地域の金融システムのあらゆるセグメントで高まり、平均してアジア危機の際に見られた水準を上回った（最初の図）。

金融ストレスの伝播の度合いは、先進国と新興国間の金融上のつながりの深さ、具体的には銀行貸出を通じた関わり合いの度合いと関係している。平均すると、新興国のストレスは先進国のストレスとほぼ1対1で動いているが、国によって大きなばらつきがある。ストレス連動性の実証的分析によると、先進国と金融上（すなわち銀行、ポートフォリオ、海外直接投資）のつながりが深ければ深いほど、金融ストレスの波及の度合いも高くなる。今

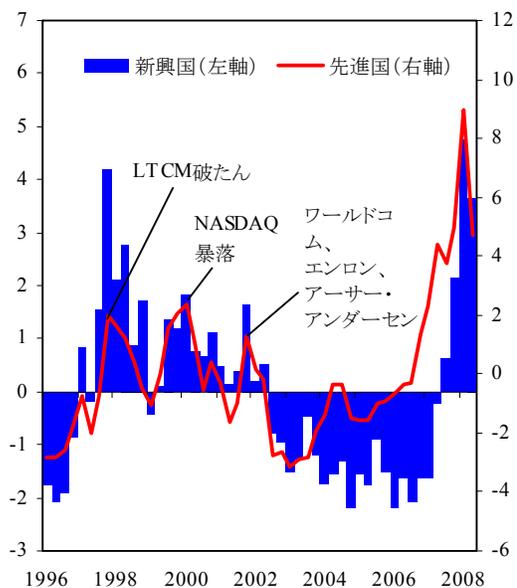
回の危機では、銀行貸出というつながりがストレス伝播の主な要因になったとみられる。

欧州新興国と西欧との間には銀行貸出を通じた緊密な関係があり、それが欧州新興国で生じている金融混乱の重要な要因である。1990年代中盤以降、西欧諸国の銀行は新興国への銀行貸出では首位に立ってきた。2007年末時点の新興国におけるその資産は、先進国のGDPの10%に達していた。これに対して、カナダ、日本、米国の銀行の貸出額は合計でもGDPの2.5%にとどまっている。欧州新興国への債権額は、それ自身の対GDP（貸出先GDP）比でみて新興経済地域の中で際立って高い（2番目の図）。

過去の実例からみて、今回の危機で銀行が果たしている重要な役割を考えると、新興国への資本フローの減少は長期化する可能性がある。先進国の銀行システム全体にストレスがかかった際の過去の事例（1980年代初めの中南米の債務危機、1990年代の日本の銀行危機）を見る限り、資本フローの減少は大規模で長引く傾向がある。欧州新興国はその債務比率の高さから、かなりの影響を受けると考えられる。

金融ストレスのさらなる高まりや広がり为了避免するには、先進国と新興国による協調的な政策対応が必要である。個々の国の脆弱さを軽減しても、先進国の大規模な金融ショックから新興国を守ることはできない。本章では、経常収支と財政収支が良好であっても、金融危機の間は先進国からの金融ストレスの伝播を和らげる効果はほとんどない事を示している。しかし、経常収支や財政収支が良好であることは、新興国の実体部門への影響緩和に役立つと考えられるうえ、金融ストレスが一段落した際には金融の安定と海外からの資本流入の再構築を促す可能性がある。

金融ストレス・レベルの比較
(指標のレベル、GDP加重合計)



先進国の銀行に対する負債 (2007年)
(貸出先GDPの比率)

