

## 世界経済見通し 2008年10月 要旨

1930年代以降で最も深刻な成熟市場における金融ショックに直面し、世界経済は大幅な減速局面にさしかかっている。世界経済成長は2008年に著しく減速し、2009年後半になってようやく緩やかな回復に向かう見通しである。インフレ率は商品価格の急騰を背景に高水準となっているが、低下するとみられる。状況はこれまでにないほど不透明であり、著しい下振れリスクにさらされている。金融情勢安定化と同時に、経済活動の停滞への対処とインフレの防止が緊急の政策課題である。

### ストレス下の世界経済

世界経済は、数年にわたる高成長の後、急速に減速しつつある（第1章および第2章）。経済活動は、類を見ない金融ショックと依然高水準にあるエネルギーおよびその他商品価格により打撃を受けている。多くの先進国・地域は景気後退期に突入しつつあり、新興国・地域の成長も鈍化している。

2007年8月の米国サブプライム・モーゲージ市場の暴落に端を発した金融危機は、ここ6ヵ月にさらに深刻化し、今9月に入って混乱の新たな局面を迎えた。世界金融システムのあらゆるところでその影響が見られており、新興市場への影響も拡大しつつある。支払能力に対する懸念の高まりが主要な米国及び欧州金融機関の破綻につながり、信頼は大きく揺らいだ。これに対して米国及び欧州の政策当局は、巨額の流動性供給、脆弱な金融機関の処理に向けた迅速な介入、預金保護の拡大、また最近米国で可決された、公的資金による銀行からの問題資産買い入れのための法案といった、市場安定化のための異例の措置をとってきた。しかし本報告書発行時点において、未だ状況は非常に不透明である。

同時に、2004年以来の食料・燃料価格の上昇と需給ギャップの縮小を受けて、インフレ率はこの10年来見られなかった水準まで上昇している。第3章で分析しているように、消費者物価指数の上昇は新興及び発展途上国・地域で特に大幅となっている。その背景には、これらの国は消費バスケットに占める食料品の割合が高いうえ、成長率がなおかなりの水準で推移しており、インフレ期待に勢いがつきやすいことがある。ただし、金融政策でインフレ目標を採用している国は全般によく健闘している。先進国・地域では、原油価格の上昇が総合インフレ率を押し上げているが、基調的なインフレ圧力は比較的よく抑え込まれているようだ。

新興及び発展途上国・地域の経済が益々世界経済に統合されていく中での持続的な景気拡大が続いた後、最近になって世界的な経済パフォーマンスが悪化した。しかし、振り返ってみると、マクロ経済や規制政策が緩和的であったために、世界経済はその「制限速度」を超えて拡大し、金融、住宅、商品市場間の不均衡を拡大させていたのかもしれない。同時に、市場自体の運営の不備と政策の欠陥があいまって均衡化メカニズムが有効に働かず、市場のストレスの高まりに至った。

### 回復の兆しは未だ見えず、回復過程も緩やかなものとなるであろう

先行きについては、金融情勢はきわめて厳しい状況が続くとみられるため、世界の成長の足かせとなるだろう。ベースライン予測では、米国及び欧州当局による最近の取り組みによって金融情勢が安定化し、金融システムを脅かすような追加的な事態の発生は避けられると想定している。しかし、銀行のバランスシートから問題資産を除くための米国の計画が成功裏に実行に移されたとしても、しばらくはカウンターパーティーリスクは引き続き極めて高い水準に留まるとみられ、主要金融市場の流動性回復には今しばらく要することになるだろう。さらに、世界経済の減速に伴ってさらに与信に伴う損失が増える可能性がある。このような状況下で、金融機関の新規増資は非常に困難な状態が続くとみられる。したがって、2008年10月の「国際金融安定性報告書」で述べられたように、必要とされているレバレッジ解消のプロセスは長引くとみられ、少なくとも2009年いっぱいには信用創造と景気の足取りは重いと考えられる。

しかしながら、いくつかの要因を背景に2009年後半に緩やかな回復への地ならしが進むとみられる。

- ・ 商品価格は、過去20年をはるかに上回る水準で高止まりするものの、落ち着く見通しである。2008年は原油価格が50パーセント以上も上昇したが、それによる交易条件の悪化要因は2009年には解消し始め、石油輸入国の消費を押し上げるとみられる。
- ・ 米国の住宅セクターは来年ようやく底を打つと予想され、2006年以来の成長の足を引っばってきた大きな要因が解消されると見込む。住宅価格の安定化は住宅ローン関連損失の抑制につながるほか、米政府が先ごろファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）の政府系住宅金融機関2社を管理下においたことは、住宅セクターに対する信用供給を支えるとみられる。他の先進国・地域では住宅サイクルとその関連の調整は今しばらく避けられる可能性があるものの、金融危機の全般的な影響は深刻であるだろう。
- ・ 新興国・地域は、その勢いは落ちるものの、高い生産性の伸びと政策の枠組みの改善が、回復の支援材料になるとみられるが、金融危機が長引くにつれ、影響の

度合いも強まると予想される。

こうしたことから、ベースライン予測は、2008年7月の『世界経済見通しアップデート』から大幅に下方修正された。世界の年間平均成長率は、2007年の5.0パーセントから2008年は3.9パーセント、2009年は3.0パーセントと、2002年以来最も低い水準に減速する見通しである。2008年後半から2009年前半にかけて、先進国・地域は景気後退もしくはそれに近い状況に至ると見込まれ、2009年後半に予測される回復も、過去の例と比べて非常に緩やかなものとなろう。ほとんどの新興・発展途上国・地域においても、成長率はトレンドを下回る水準に鈍化すると見込まれる。インフレについては、景気悪化と商品価格の安定化が重なって物価上昇のペースが落ちるとみられ、先進国・地域のインフレ率は2009年に2パーセント以下に戻ると予想される。新興及び発展途上国・地域のインフレ率は、このところの商品価格上昇の消費者への転嫁が続いているため、低下はより緩やかになると見られる。このベースライン見通しに関しては、大幅な下振れリスクが存在している。主なリスクは、相互に関連する2つの金融上の要因である。すなわち、金融市場の緊張状態がきわめて強いままに推移する可能性と、レバレッジ解消による信用収縮がベースライン見通しの想定以上に深刻化し、長引く可能性である。加えて、米国の住宅市場の悪化が想定より深刻かつ長引く可能性、また、欧州住宅市場がより広範囲に弱含む恐れもある。インフレの高等が成長の妨げとなるリスクは、世界経済の減速傾向を受けての商品価格の下落を背景に、中立的なものとなってきている。同時に、資本フローの混乱の可能性及び保護主義圧力の高まりの恐れが、回復に対する更なるリスクとなり得る。

金融市場のストレスと景気減速の関係については第4章で取り上げており、今回の事例と過去の事例を比較している。それによると、銀行セクターから生じた金融市場のストレスは一般に、株式市場や為替市場に由来するストレスよりも経済へのマイナス影響が大きく、また、アームズ・レングス型の金融仲介機能へのシフトがその影響を増幅した可能性があるとの分析がなされた。第4章ではまた、危機発生直前の状況も重要であると指摘している。米国と西欧では、今回の景気反転期における非金融企業のバランスシートが比較的健全であり、それが底堅さの源泉となっている。しかし金融ストレスが長引けば、これらバランスシートもリスクにさらされることとなろう。

第6章では、長期的で大幅な経常収支赤字を抱える国々についての懸念を提示している。世界的なレバレッジ解消により新興国・地域が海外資金を確保しにくくなる場合には、この懸念は特に重要となる。この章は、新興国・地域によって経常収支の動きに大きな差異があることの原因を探り、欧州新興国・地域が多額の経常赤字を抱えるに至ったことは資本勘定の自由化、金融改革、欧州の経済統合がもたらし

た成長機会で説明できるとしている。しかし、長期にわたる大幅な赤字は急激な修正を余儀なくされる可能性があり、固定為替相場制度のもとではこうしたリスクが高まる。実際、大幅な経常収支赤字を抱える多くの国・地域はすでに、小幅な赤字もしくは黒字の国に比べ、金融市場の混乱によってはるかに大きな影響を受けている。

### 板ばさみに苦しむ政策当局者

世界中の政策当局者は現在、景気減速局面にある経済を立て直しつつインフレの発現を避ける一方で、金融の安定化を図るという極めて困難な課題に直面している。現在の状況では多国間の取り組みが特に重要であり、これは金融市場の混乱の收拾、商品市場の需給逼迫の緩和、食料輸入額の増加が重荷となっている低所得国の支援に向けた取り組みのいずれの分野でも要請される。

政策当局は、金融安定化に向けての政策を積極的に行っている。この極めて困難な目標達成のためには、納税者の利益とモラルハザードの問題を念頭に置いた上で、問題資産の処理、銀行資本の再建促進、資本調達市場における流動性の回復といった金融システムにかかわる問題に対処するための包括的な措置をとる必要がある。各国レベルでのアプローチに関して国際的な協調を行うことで、共通の問題への取り組みを可能とし、また、国家間でマイナスのインセンティブが生じる事態を避けるべきである。

不動産関連資産の買取というイニシアティブが米国によってとられることにより、不良資産処理の必要性から銀行にかかっている圧力は今後緩和され、安定的な資金調達源と信頼の回復の支援材料となろう。しかし、銀行の資本拡充にも公的資金が必要となると見られる。西欧では、断固としたコミットメントと共同の協調的対応が信頼回復のために必要であり、問題資産の認識と銀行の資本増強を迅速に行う必要がある。主な課題として、大規模な問題多国籍金融機関への対応や、預金保護の拡大を行う際に各国間の整合ウエイを確保することなどを含む様々な局面において適応可能な合意を形成することが挙げられる。

先進国・地域のマクロ経済政策運営については、経済活動を下支えし、金融と実体経済の間の悪循環を断ち切ると同時にインフレリスクにも目を配ることが重要である。

- ・ 急速な景気悪化と需給ギャップの拡大は、インフレ圧力の抑制に寄与するとみられる。インフレ圧力の軽減と経済の先行き見通しの悪化により金融緩和の余地が生じている場合もあり、特に短期金利が比較的高い水準にあるユーロ圏と英国はその例にあたる。

- ・ 財政政策については、自動安定化機能が景気へのショックを和らげるうえで有効な役割を果たしているため、その機能を十分に発揮させるべきである。ただし、自動安定化機能に伴う財政動向が、財政の長期的な持続可能性と整合的であることが前提である。成長への下振れリスクが顕在化した際には、裁量的な財政刺激策によるてこ入れが考えうるが、このような刺激策は迅速かつ十分に的を絞ったものであり、財政の安定性を損なわないものとする必要がある。現状では、財政的余地は、全般的な景気刺激策よりも、必要に応じて金融、住宅セクターの安定化を後押しするために留保しておくべきである。いずれは中期的な財政再建目標を守るため、実施された景気刺激策による赤字拡大を相殺するような調整が必要になるとみられる。

マクロ経済政策の優先課題については、政策当局が成長とインフレ・リスク双方を考慮に入れる必要があるため、新興及び発展途上国・地域間では国・地域によりかなりのばらつきがある。

- ・ 外部環境の悪化と総合インフレ率が低下し始めていることから、多くの国・地域では主なリスク懸念が景気減速に移りつつある。懸念の中心が移りつつあることから、金融引き締めサイクルを停止することは適切な措置であり、これは商品価格によるインフレへの二次的影響が限定的である国において特にあてはまる。急激な資本流出が起こった際には、為替レートの変動によりその圧力を緩和しつつ、十分な流動性を確保するべく迅速な措置がとられる必要がある。さらには、緊急時の対応を事前に準備することなどを通して、金融ストレスの予防、管理、解消のための対応能力の改善の努力を強化する必要がある。
- ・ 一方、食料価格の高騰、持続的な高成長、供給不足の深刻化、公的部門を中心とする賃金上昇を背景に、インフレ圧力がなおも強まっている国もある。このところの世界的な商品市況の軟化によりこれら圧力がやや弱まる可能性はあるものの、過去数年来のインフレ抑制努力の成果が失われる危険にさらされている。いったん信頼が失われれば、それを取り戻すには相当のコストと時間がかかるとみられる。したがって、こうした国においては、金融政策スタンスのさらなる引き締めが必要な場合もある。
- ・ 為替相場を厳格に管理している国では、難しい状況に直面している。より柔軟な為替相場を容認すれば、金融調節の余地が広がることからインフレ圧力の高まりの抑制に有用である。もちろん、為替相場制度の選択に関しては、金融市場の発展度合いや輸出基盤の多様性を含め、他の点も考慮する必要がある。
- ・ 財政政策も有用な役割を果たしそうな国においては、需要の伸びを抑制し、インフレ圧力を軽減する上で歳出の抑制は効果的であろう。これは特に、固定為替相場を採用している経常赤字国にとって重要である。通貨を米ドルにペッグさせて

いる石油輸出国では、財政支出の重点を供給のボトルネック軽減に置く事が考えられよう。新興国・地域では、経済見通し悪化に対して景気対策としての財政政策の余地が過去に比べて大きくなってきたが、第5章の分析では、財政の持続可能性に対する信頼が確立されていなければその効果が期待できないであろうことが示された。より一般的には、食料と燃料への一律補助金はコストが極めて大きくなってきている一方で本質的に非効率であることから、生活費の増大に苦しむ貧困層の支援に的を絞ったプログラムがより望ましい。

### 改革が必要な政策の枠組み

世界経済の減速により、どのようなマクロ経済政策の枠組みをとるかに関する決定と、金融及び商品市場に影響を与える政策の妥当性についての懸念が生まれている。

#### *「Leaning against the Wind」を可能にするための枠組み*

例えば好況期におけるより強力な政策対応をとるなど、資産価格のバブルと崩壊を避けるための政策を考案することへの関心が、現下の状況を反映して高まっている。有望なアプローチとして、信用創造が本質的に景気変動を増幅する傾向があることにかんがみ、これを軽減するため、マクロ健全性の要素を規制の枠組みに導入することが考えられる。また、資産価格の動き、とりわけ価格が急激に動くか、ファンダメンタルズから大きくかけ離れた動きをしているとみられる場合は、この価格変動に対し逆らう (*Leaning against the Wind*) ような方向で金融政策枠組みを展開することを検討することも考えられる。尤も、こうした枠組みの構築には様々な複雑な論点がある。

財政政策の枠組みをより信頼性の高いものにする事で、財政政策の景気対策上の有効性を高められないかという点についても関心が高まっている。景気対策としての財政政策の弱点は、かねてから、目先の決定に偏りがちな政治経済的な環境にある。その結果、多くの国では、好況期に財政を引締めることで財政政策発動の余地を十分に作っておけなかったため、不況期に有効な裁量的刺激策がとれるない、あるいは、長期的な財政の安定性の回復すべく苦心している。第5章では、よりルールに基づいた政策の枠組み——金融政策における制約付き裁量への動きに類似してものだが——及びより強力な財政のガバナンス・メカニズムへのシフトが多くの国で見られることを指摘し、これにより景気対策としての財政政策の有効性が高まる可能性を指摘している。

#### *規制、監督上のインフラの不足を埋める*

金融システムに対する喫緊の脅威に対処するだけでなく、今回の金融危機によって明らかとなった多くの弱点に取り組むためにも、強い決意に基づく努力が行われている。2008年10月の『国際金融安定性報告書』にもあるように、個々の金融機関がより有効で抵抗力のあるリスク管理を確保することが最も重要な目標であり、こ

のための措置としては、より確実な所要自己資本比率の設定、流動性管理の仕組みの強化、オンバランスシート、オフバランスシート双方におけるリスク開示の改善などがあげられる。危機解決の枠組み強化もまた重要な課題である。

さらに今回の金融市場の混乱により、各国の金融安定確保のための枠組みが金融市場のイノベーションとグローバル化に追いつけず、その結果国境を越えて悪影響が波及していく実態が浮彫りにされた。各国金融監督当局間で、国境を越えた協調と協働を強化することが必要であり、特に、市場と主要金融機関の両方における金融ストレスを特定、対処、解消するためにはこれが欠かせない。

### **省エネ対策の推進と石油・食料供給の拡大**

最近になって商品価格が下落しているが、それを理由に商品市場の緊張状態を軽減する努力を怠るべきではない。代替資産としての商品への投資家の関心の高まりや投機的な動きによって、商品価格に構造的または持続的な影響を与えられたという具体的証拠はほとんどみられないが、市場心理の急変や金融市場での流動性の高さによって短期的な価格の動きを増幅させたこともあったかもしれない。このため、長期的には需給バランスの均衡を促す政策、短期的には市場のタイト化を増長させるような措置を避けるための政策に重点を置くべきである。このような政策として、国際的な価格変動の国内市場への転嫁を進めることや、省エネ対策の推進があげられる。また先進国・地域におけるバイオ燃料への補助金削減により、食料価格への圧力を軽減することができるだろう。一般に、価格上昇に対して供給側の対応を強化するような政策を優先すべきである。その一方、食料価格の高騰によって生じた人道的問題への取り組みには、最貧国経済に対するドナー支援の強化が欠かせないだろう。

### **世界的不均衡の是正**

商品価格の上昇により、石油輸出国の経常黒字が拡大する一方、石油輸入国の経常赤字が膨らみ、世界的不均衡がさらに拡大している。増えた収入の一部を貯蓄に回したいという輸出国の姿勢は妥当な反応であり、これに伴う黒字国から赤字国への資金還流は有効に働いている。米ドルが減価し、中期的均衡水準に沿ったレベルに近づいたこともあり、石油を除くベースでの米国の経常赤字は大幅に縮小した。しかし、米ドルの下落は、主にユーロその他の変動為替相場制を取る通貨に対しておきている。

2005年に国際通貨金融委員会が承認し、2006年に「世界的不均衡に関する多国間協議（マルチラテラル・コンサルテーション）」がまとめ上げた多国間戦略は、現在でも有効であるが、その実施は柔軟に行う必要がある。米国の財政再建はこれまで

どおり重要な中期目標だが、当面は財政刺激策による景気対策と金融機関の安定化に向けた公的支援も必要な措置である。人民元の実質実効レートが増価は、中国にとって、成長の柱を国内需要にシフトさせるという大きな戦略にも、金融政策の有効性を高めるといふ目的にも合致する。中東の石油輸出国については今後、積極的な支出増を控えるとともに、供給のボトルネック軽減により重点を置くことが、国内経済の過熱を抑えることに役立つであろう。一方、ユーロ圏と日本では、製品・労働市場の改革を推し進め、潜在成長率を高めることが望まれる。

最後に、貿易と資本フローに対する保護主義圧力が高まりつつあるが、これは今後の回復に対するリスクになると懸念される。現在のドーハ・ラウンドのこう着状態を打破できれば、ここ数年の高い世界成長を支えたオープンな多角的貿易システムの強化に役立つとみられる。同時に、政府系投資ファンド(SWF)は経常黒字国の投資機関として拡大を続けている。これらのファンドのガバナンス、投資、及びリスク管理に関する原則と業務慣行については SWF 間で最近合意された (サンチャゴ原則)。この合意を受け、この種のファンドに対する懸念が緩和され、SWF を通じた資本流入に非生産的な制限を課す動きが生じる恐れを低減する効果が期待できるだろう。更に、OECD の下で現在、資本の受け手国に対するガイドライン策定が進められており、これは、SWF に対し、公正で透明性が高く、自由な市場へのアクセスを確保するのに寄与するとみられる。



世界経済見通し 2008年10月  
 第3章 要旨：インフレ再燃か？商品価格とインフレ

トーマス・ヘルブリング (Thomas Helbling)、ダグラス・ラクストン (Douglas Laxton)、バレリー・マーサー-ブラックマン (Valerie Mercer-Blackman)、イリーナ・タイテル (Irina Tytell)

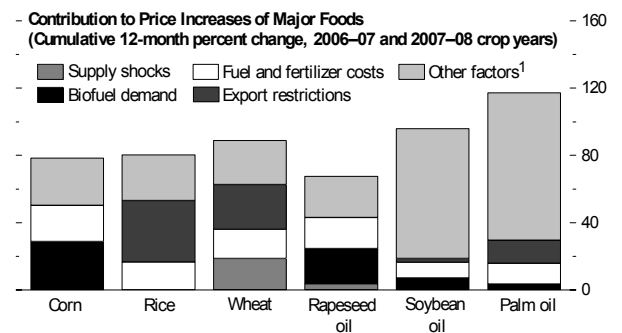
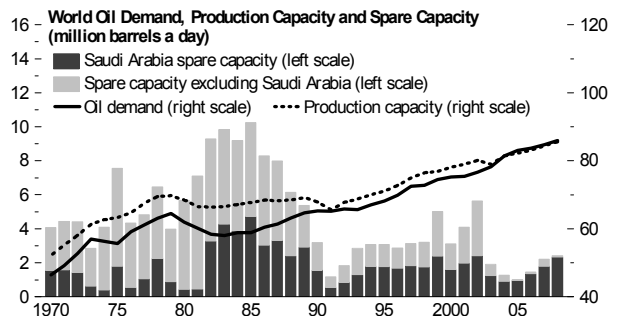
要点

- 最近になり商品価格は若干軟化したが、価格上昇の背景となった要因の多くは依然として残っており、過去と比べても高水準で推移する見通しである。
- 商品価格高騰の物価への転嫁圧力が続くことと、基調的インフレへの波及の危険性を反映し、新興及び発展途上国・地域ではインフレ・リスクが依然として高い。先進諸国では、金融危機によるデフレ効果からインフレ・リスクは急速に解消している。
- いくつかの新興及び発展途上国・地域では、インフレによる影響を抑制するために迅速かつ断固とした金融政策が肝要となる。景気過熱などその他要因によりすでにインフレ率が高い国、あるいは政策の信頼性が低い国においては特に重要である。

世界的に、1970年代初頭以来最も広範かつ継続的な商品価格の上昇が続いている。高騰の背景には、世界経済の力強い成長、商品価格上昇初期から続く特定セクターにおける余剰能力不足と低水準の在庫、供給面での対応の遅れなどがある。加えて、各商品固有の要因が最近の食料価格急騰に影響しており、補助金を誘因としたバイオ燃料生産関連の需要、主要作物の供給の急減、貿易制限などがあげられる。また、エネルギー価格の上昇が食品価格を押し上げるといった連鎖反応も大きな要因となっている。(最初の図参照) 一方、商品が金融資産の役割を強めつつある点に関しては、価格に顕著な影響を与えているとはみられない。

最近になり商品価格は若干軟化したが、価格上昇の背景となった要因の多くは依然と

Recent Developments in Oil and Major Food Markets



Sources: British Petroleum Statistical Review of World Energy (2008); International Energy Agency; U.S. Department of Agriculture; U.S. Energy Information Administration; and IMF staff calculations.  
<sup>1</sup>Including spillovers and substitution effects.

して残っている。2008～09年には世界経済の減速が見込まれること、天候不順による主要農産物の供給逼迫が今年には解消されることと、原油供給量の増加を反映し、このところ商品価格は下落傾向にある。しかし、供給不足と低在庫は当面続くとみられ、主要新興国・地域では需要の伸びが引き続き堅調である。その結果、商品価格は過去と比べても高水準に留まると見られ、且つ大きく変動する可能性もある。

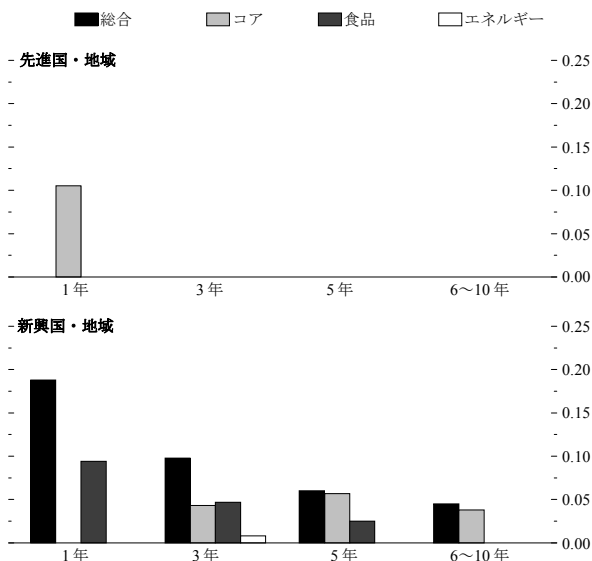
商品価格急落がなければ、新興及び発展途上国・地域を中心にインフレ・リスクは当面近年の水準を上回って推移すると見られる。多くの新興及び発展途上国・地域では商品価格高騰の転嫁の過程が続いており、基調的インフレへの波及のリスクは解消されていない。本章では、波及のリスクは金融政策がインフレ期待を安定化させうるかどうか、また最終支出に占める商品（特に食品）の比重に大きく依存することを実証的に示す。

新興及び発展途上国・地域はこれらの面で弱みがあり、インフレ期待が昂進し、二次的な波及を抑えられないリスクが高い（2番目の図参照）。また、最近の商品市況関連のショックは本章の分析対象期間中の経験よりも深刻かつ長期に亘っているため、世界経済の減速がより顕著にならないかぎり、インフレ率には上振れリスクがあるう。

多くの国では、インフレ抑制には、一層の金融引き締め策を打ち出すことが肝要である。特に、すでにインフレ率が高い国、あるいは政策の信頼性が低い国においては重要である。最近の商品価格軟化でインフレが落ち着き始める可能性もあるが、とりわけ経済成長が堅調で、為替制度が金融政策の制約になっている一部の国では潜在的なインフレ圧力が依然として懸念される。インフレへの対応が遅れると金融政策の信頼性が損なわれ、インフレを下げるためにより厳しい金融政策が必要となり、産出減少面で高いコストを支払うことになる。

#### インフレ率の変動に対する期待インフレ率の変動<sup>1</sup>

(1年後、3年後、5年後、6～10年後の期待インフレ率;インフレ率が1%ポイント変動した場合の期待インフレ率の変動幅)



出所：コンセンサス予想、IMFスタッフによる算定  
<sup>1</sup>2003年以降の年2回の母数データに関するパネル回帰分析で得た統計的に有意な係数に基づく。コア・インフレ率は食品とエネルギーを除く。

世界経済見通し 2008年10月  
 第4章 要旨：金融ストレスと景気悪化

スビール・ロール (Subir Lall)、ロベルト・カルダレッリ (Roberto Cardarelli)、  
 セリム・エレクダグ (Selim Elekdag)

要点

- 金融危機において銀行セクターの混乱を伴う場合には、より深刻かつ長期的な景気減速がもたらされる可能性が高い。
- 金融ストレスの発生に先駆けて、信用の急増、住宅価格の上昇、家計及び非金融企業部門の借入の増大がある場合、景気悪化に陥る可能性が高い。
- 米国経済の現状は、銀行セクターに由来する金融ストレスの後、景気後退を経験した過去の事例に類似する部分がある。

本章では、これまでの金融ストレスの事例と経済活動への影響について考察した。過去30年間に先進17ヶ国で発生した銀行、証券、為替市場における113の事例を特定し、金融ストレス指標を作成した。このうち、約半数は銀行、残りは証券もしくは為替市場に主に由来している。

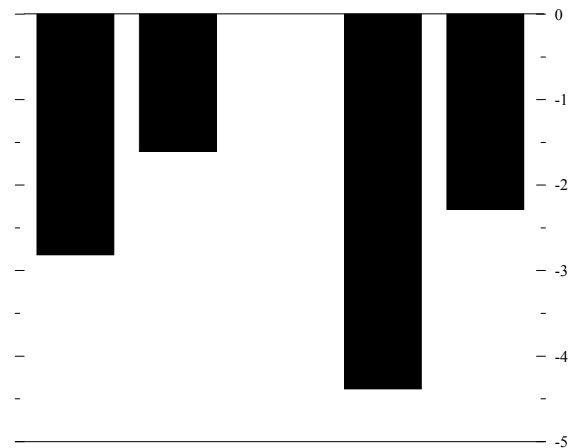
この指標に基づく、現在発生している金融ストレスは米国にとってこれまでに最も深刻な事例のひとつであり、本章で検証対象としたほぼ全ての国に及ぶほど最も広範な事例のひとつである。

これらの事例の検討から、金融ストレスが必ずしも景気減速あるいは景気後退をもたらすものではないことが示された。事実、景気減速・後退に至ったのは事例全体の約半数であった。

しかし、金融ストレス（特に銀行セクターに集中している場合）の後発生した景気減速・後退は、金融ストレスがなかった場合に比べてかなり深刻である。とりわけ銀行セクター

金融ストレスと生産ロス

景気減速期と後退期の累計生産ロス<sup>1</sup>(中央値; 対GDP比)



金融ストレスが先行した場合 金融ストレスが先行しなかった場合 金融ストレスが先行した場合 金融ストレスが先行しなかった場合  
 景気減速 景気後退

出所: ハーパー・アナリティクス、OECD「Analytic Database」、OECD「経済見通し(2008)」、IMFスタップによる算定

<sup>1</sup>景気減速期については、生産がホドリック・プレスコット・トレンドを下回った場合の累計生産ロス、景気後退期については回復までの累計生産ロス。

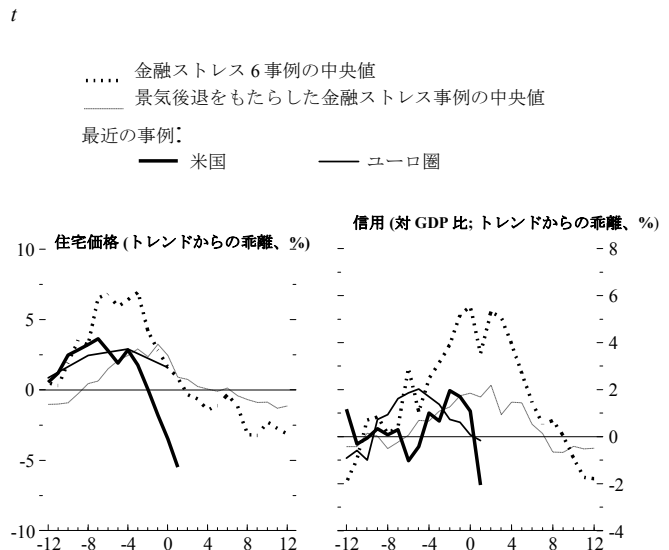
におけるストレスの後発生した景気減速・後退においては、経済生産の累計ロスが金融ストレスがなかった場合の2~3倍となり、その期間も2~4倍に達している。

銀行セクターに由来する金融ストレスが景気減速・後退に繋がるかどうかは、どのような要因によるのだろうか。本章では、初期条件が極めて重要であることが示された。特に金融ストレスが景気悪化を招くリスクは、その発生以前の住宅価格の上昇幅と信用の拡大幅に左右される。さらに、非金融企業の借入依存度の高さが金融ストレス後のより大幅な景気悪化と関連する一方で、家計部門の収支不均衡の度合いは景気悪化がリセッションに至るか否かを決定する重要な要因であると示された。

銀行セクターにストレスが発生した場合、経済活動が急速に縮小するリスクは、アームズ・レングス型の金融システムにおいてより高い。実際、アームズ・レングス型の金融システムが発達した国々では、金融ストレス後の景気後退局面において経済活動がより低迷する傾向が強い。これは、市場中心の金融仲介システムが整備された国の場合、銀行システムのレバレッジ（資産の自己資本に対する比率）が景気とともに変動する程度（プロシクリカルな程度）が相対的に高いためとみられる。とはいえ、アームズ・レングス型の金融システムが必ずしもストレスに陥りやすいわけではない。

現在発生している金融ストレスの事例を過去の事例と比較した結果、米国経済が急激に悪化する可能性は依然として極めて高いと考えられる。今回の金融ストレスにおける米国の資産価格、信用総量、家計部門の純借入額の状況は、リセッションに陥った過去の事例に類似している。リセッションのリスクを相殺する要因としては、金融ストレス発生時の企業のバランスシートが比較的堅調であったこと、およびFRB（米連邦準備制度理事会）による積極的な金融緩和策がある。ユーロ圏では、金融混乱の前に資産価格と信用比率が急上昇していたにもかかわらず、家計部門のバランスシートが相対的に堅固なことが、急激な景気悪化を防ぐのに多少役立つかもしれない。

米国とユーロ圏における今回の金融ストレスと、過去の事例との比較<sup>1</sup>  
(金融ストレス発生時はt=0; 横軸は四半期数)



出所: 欧州中央銀行、ハーバー・アナリティクス、IMF「国際金融統計」データベース、OECD「Analytic Database」、OECD「経済見通し(2008)」、IMFスタッフによる算定  
<sup>1</sup>数字は全て実質値

こうした状況においては、金融ストレスに対処し、金融システムの資本の再生に向けた政策当局の断固とした行動が極めて重要と思われる。本章の分析では、金融ショックが実体経済に影響を及ぼす過程における、ブローカー/ディーラーや投資銀行

を含めた中核的金融仲介機関の果たす役割の重要性が明らかになった。したがって、景気悪化を軽減するためにはこうした金融仲介機関の資本基盤の立て直しが重要である。

スティーブン・バーネット (Steven Barnett)、マーク・デブロック (Mark De Broeck)、アンナ・イバノバ (Anna Ivanova)、デヘン・キム (Daehaeng Kim)、マイケル・カンホフ (Michael Kumho)、ダグラス・ラクストン (Douglas Laxton)、ダニエル・リー (Daniel Leigh)、アラスデアール・スコット (Alasdair Scott)、スベン・ジャリスターン (Sven Jari Stehn)、スティーブン・シマンスキー (Steven Symansky)

要点

- 本章では、裁量的財政政策は経済活動に影響を与えうるが、その効果は多くの場合あまり大きくなく、時には逆方向の効果を与える恐れもあることが示された。適切な対象に対し時限的な財政政策をタイミング良く実施することは現実的には難しいというのがこれまでの経験である。また、新興国・地域を中心に政府債務の持続可能性への懸念が、財政出動による景気刺激策の有効性を制約している可能性がある。財政刺激策を発動する余地を確保するためには好況時に財政状況を改善しておく必要があるが、これは容易ではない。
- 景気対策としての財政政策の効果は、「債務バイアス」問題の軽減に向けた自動安定化機能の活用、あるいは財政ガバナンスの強化によって高めることが可能である。

本章では、景気変動に対する財政政策の役割について検証する。裁量的財政政策が生産を刺激するのか、それともプラス効果よりマイナス効果の方が大きいのかという点に焦点を当てる。

裁量的財政政策は、景気減速局面において金融政策よりも実施される頻度が少なく、また実施まで時間がかかるため時宜を逸することが多い。また、裁量的財政政策にはしばしば緩和バイアス（景気拡大局面における引締策より減速局面における緩和策の方が多い）が見られ、公的債務は増加する傾向がある（「債務バイアス」の存在）。

これに対し、自動安定化機能は好不況に対称的に作用する。先進諸国・地域では、裁量的財政政策は景気安定化の方向で作用した場合がほとんどだが、新興諸国・地域では景気変動を拡大—すなわち、好況期にさらに景気を刺激し不況期に抑制したケースが多い。

さらに本章では、裁量的財政政策にはある程度の景気変動の安定化効果がある一方、重要な留意点もあることが示された。先進諸国と新興諸国・地域の間には重要な違いがあることが新たに明らかになった。平均すると、裁量的財政政策の1パーセントは発動時点でGDPを約0.1~0.2パーセント押し上げる。しかし、長期的な効果の

面では先進諸国ではプラスで、短期的な効果を上回る可能性すらあるが、新興諸国・地域では長期的にはマイナスである。これは、政府債務の持続可能性への懸念が大きな影響を及ぼしているためとみられる。家計部門や企業部門は将来的な増税あるいはインフレを予想し支出を削減し、国際資本市場はこうしたリスクに対処するためにより高い金利を課す可能性がある。

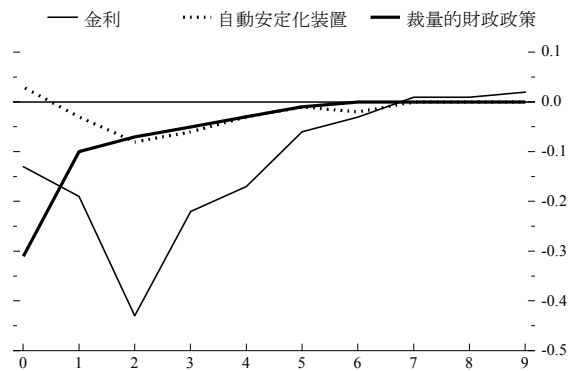
裁量的財政政策を成功に導くためには、政府は好況時に財政状況を改善し、刺激策があくまでも時限的な措置であることを強く示さなければならない。景気刺激策の内容も重要である。歳出調整よりも歳入調整による政策転換の方が成長押し上げ効果は大きいようであり、これは歳出増を反転させることが難しいためかもしれない。

景気対策としての財政政策の効果は、自動安定化機能の充実を拡大、あるいは財政ガバナンスの強化により向上する。たとえば、税金、移転・支出プログラムを景気動向とリンクさせ、自動安定化機能の効果を高めることができる。自動安定化機能を拡充するメリットは、景気サイクルを通じて対称的に作用するため債務バイアスを回避できるとともに、景気減速局面では速やかな効果が期待でき、政治バイアスに左右されにくい点である。また、景気動向と財政政策の長期的な影響について重点的に透明性の高い評価を下すなど財政ガバナンスを強化し、債務バイアスの低減・裁量的財政政策への信頼性向上に努めることもひとつの方法である。

### G7 諸国における過去の財政政策

(乖離、%; 横軸は四半期数; 0はショックの発生時; 対象は1992年第1四半期-2007年第4四半期)

需要が縮小すると、金融当局はすぐに利下げを実施し、効果が最も大きいのは2四半期後である。自動安定化装置の作用により、財政バランスは即座に低下する。財政バランスに対する裁量的財政政策の効果は当初はゼロに近く、その後も自動安定化装置に比べて効果は小さい。



出所: IMF スタッフによる算定

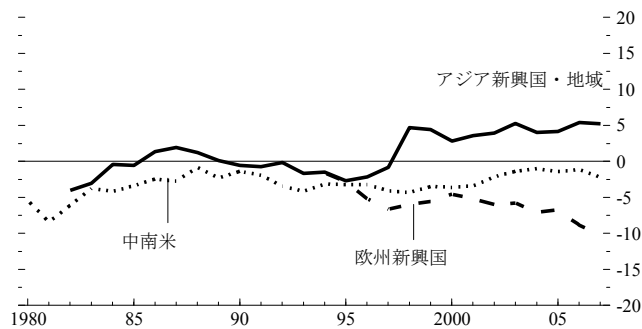
ステファン・ダニンジャー (Stephan Danninger)、フロレンス・ジョーモット (Florence Jaumotte)

要点

- 1990年半ば以降、新興市場国・地域において経常収支の不均衡が広がり、欧州新興国・地域では経常赤字が拡大する一方、アジア新興国・地域は多額の経常黒字を有している。
- 欧州新興国・地域においては、国内の急速な金融自由化とEUとの統合を背景に資本流入が増加し、長期的かつ時によって大幅な経常赤字が発生してきた。しかし、一部の欧州新興国・地域にみられる資本勘定の開放性の高さと同様に為替制度は、急激な状況の変化のリスクを孕んでいる。とはいえ、EUの一員であることは重要なリスク緩和要因である。
- アジア新興国・地域の経常黒字の重要な要因は、欧州新興国・地域に比べて資本勘定及び金融セクターの開放性が低いことにある。しかし、標準的な要因では経常黒字の大半を説明することはできない。為替レートの水準、また外貨準備高を積み上げる姿勢が影響していることを示す事例が散見される。

本章では、新興国・地域間における経常収支の不均衡拡大について検証する。2007年には、平均するとアジア新興国・地域で経常収支黒字の対GDP比が約5パーセントとなった一方、欧州新興国では経常赤字の対GDP比が10パーセントに達した（図参照）。アジア新興国・地域においては、大幅な経常黒字が続いている国がある半面、相当な赤字を抱える国もあり、ばらつきが顕著である。また、1997～98年のアジア危機の後に顕在化した韓国と「アジアの虎」の経常黒字はここにきてマレーシアを除いては減少しているが、中国の経常黒字は2002～2003年以降大幅に拡大している。

平均経常収支（対GDP比）



出所: IMF「国際収支統計」、IMFスタッフによる算定

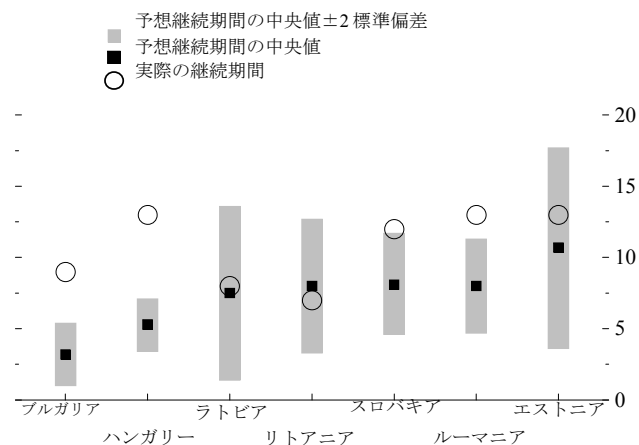


金融自由化の度合いを中心とする構造要因が、地域によって傾向が異なることの背景にある。欧州新興国の大幅な経常赤字には、膨大な資本流入と外銀による進出の急拡大をもたらした国内金融市場ならびに資本勘定の急速な自由化が関係している。EUへの統合により経済および政策の安定性が改善するとの期待も外国資本の流入を加速させた。アジア新興国・地域は一般的に資本勘定の開放性が低く、金融市場の自由化も他地域に比べて立ち遅れている。

しかし、アジア新興国・地域の経常黒字をもたらした原因の大半は説明できない。これを説明する一つの仮説は、為替レートが過小評価されているとするものであり、この点を裏付ける根拠もいくらかはある。しかし、為替レートの過小評価が意図的な政策（アジア危機後にみられた外貨準備高の増強など）を反映したものなのか、それとも1997年以降の経常黒字を促すことになった別の何らかの要因にあったのかを検証することは難しい。こうした要因の特定は困難である。

他の新興諸国・地域に比べて、欧州新興国の経常赤字は巨額であるだけでなく、長期化している。平均して、欧州新興国では過去9年半にわたって経常赤字が続いており、他の新興国の例に比べても約3年長く、しかも多くの国で継続中である。赤字発生前の高い対外資産残高、成長機会、資本勘定の自由化などの経済要因が長期的な経常赤字の背景にあるが、本章の推計では、欧州新興国の大半における経常赤字は、予想される期間の上限にあるか、もしくはこれを上回っている（図参照）。

経常赤字の継続期間（年）



出所: IMF スタッフによる算定

欧州新興国の長期的な経常赤字は国の基本的な特性と説明は出来るが、ハードランディングの可能性を排除するものではない。経常赤字の解消例を分析した結果、ハードランディングをもたらすリスク・ファクターがいくつかあることが判明した。固定為替制度と開放性の高い資本勘定はいくつかの欧州新興国に共通した要素である。固定為替制度を採用する理由はさまざまだが、特にユーロ圏へ加入したいということが大きな動機となっている。固定為替制度を採用したいなら、製品市場と労働市場の柔軟性を確保し、強力な金融規制・監督の枠組みを整え、内外バランスに対応したマクロ経済政策を実施することによって、外的要因に対する脆弱性に対抗する必要がある。