

世界経済見通し 2013 年 10 月

第 3 章要旨 一緒に踊っているか。

波及効果、共通ショック、そして金融や貿易の連関が果たす役割

アブダル・アビアド (チームリーダー)、ダビデ・ヒューセリ、
セブネム・カレムリ・オズカン、アンドレア・ペスカトーリ共著

要点

- 世界金融危機は、各国の経済の同時変動のかつてない増加をもたらした。しかし、この増加は過去の事例でもそうだったように、長くは続かなかった。2010 年以降、欧州の混乱にかかわらず、世界全体で経済の連動性はほぼ通常のレベルに回帰した。
- 2009 年の同時変動の増加の大半は、世界規模のパニックあるいは「警告」といった共通ショックで説明される。伝統的な金融連関もストレスが国境を越えて広がる一助となったが、その程度は限られていた。
- 政策担当者への重要な教訓は以下の通りだ：
 - 大規模な金融ショックが最も重大だ：経済の同時変動の大幅増加は金融危機下で起こる傾向が強い。
 - 規模が重要だ！世界的視点から見ると米国からの波及効果が最も重大で、ユーロ圏、中国、日本は、各々の地域内の波及の主要な源となる。
 - 米国の金融政策ショックの波及効果は、金利を介して伝わり、自国の通貨を米ドルにペグしている国々は、そうでない国々よりもその影響を強く受ける。
 - 金融のグローバル化は「必然的に」各国間の経済の連動性を引き起こすとの伝統的な考えは、危機が起こるまで「あてはまらない」：平常時には金融連関は資源を最も効率的に配分し、資本を最も生産性の高い場所へ移動させる。
 - 生産の同時壊滅を引き起こすにあたっての共通ショックの重大性は、金融部門、財政両面での政策協調により得られる潜在的利益を示唆している。

大規模景気後退局面（グレートリセッション）での、経済の連動性の増加はかつてないものだったが、一時的なものに終わった。世界金融危機のピーク時には、世界経済の動向は近年見られなかったほどに足並みが揃っていた。各国・地域の GDP 成長率の相関関係は、危機に至るまでの数年は穏やかなものだったが、2007 年から 09 年にかけて急激に上昇した（図 1 参照）。この連動性の増加は先進国経済間に限らず、世界全ての地域間で観察された。ただ、これは一時的で、2010 年以降は、欧州の混乱にもかかわらず、ほぼ危機以前の水準まで低下した。

金融や貿易の連関など伝統的な連関では、この生産の連動性の急上昇を完全に説明することはできない。世界金融危機時に、貿易連関は各国に危機を波及させる大きな原因とはならなかった。金融連関は金融ストレスを国境を越え波及させる役割を果たしたが、世界的パニックや不透明性の増大、また投資家のリスクとリターンへの姿勢を変えた「警告」など、他の要因が共通ショックとなって、生産の同時変動を増大させるのにはるかに大きな役割を果たした。

地域及び世界的な経済の相関関係の大きな上昇は、金融危機時に起こる傾向にある。金融ショックは、たとえそれが個別の国を襲ったものであっても、地域的にも世界的にも経済の連動性を急激に上昇させがちな共通ショックとしてしばしば作用する（図 2 参照）。規模が大きく世界の金融中心地となっている米国のような経済でこうした危機が起これば、世界の生産の同時変動性への影響は不釣り合いなほど大きなものになる可能性がある。

米国金融ショックは 2007～2009 年の危機時に、他の時期のものとは比べ約 4 倍大きい波及効果を生み出した。このため、世界金融危機は、生産への影響という意味では、その根底にあった米国金融ショックの規模から予想されたものよりはるかに強く、世界的パニックや自己充足的なショック期待など他の観察不能な要因が大きな役割を果たしたとの推測を補強する材料となった。

波及効果の規模は、そのショックの性質と、ショックが発生した国・地域との連関の強さによって変わる。たとえば、米国やユーロ圏での財政引き締めはこれらの経済とより強い貿易関係を持つ国々に最も影響する一方、米国の金利正常化は、金利チャンネルを通じて米ドルに自国通貨をペグしている国々に主に影響を及ぼすだろう（図 3 参照）。これと対照的に、変動相場制を採用している国々は、自国の為替相場がショック吸収の役割を果たすことになる。

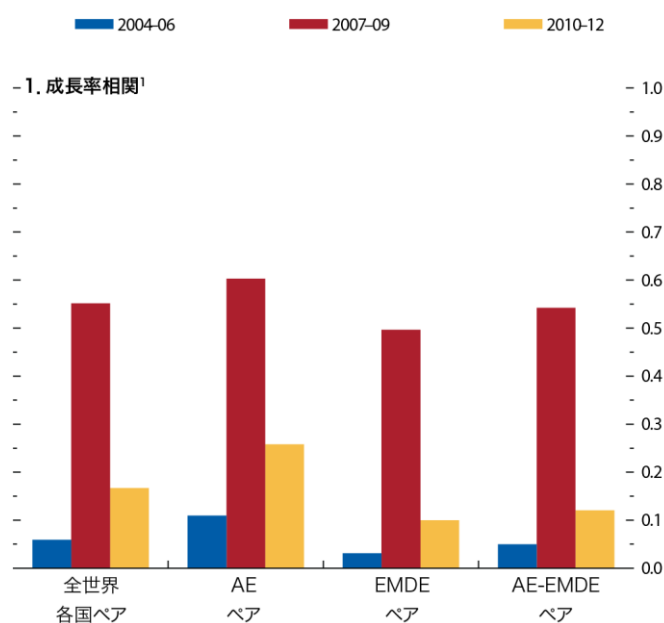
金融のグローバル化が各国間の生産の連動性の増加を「必然的に」もたらすとの伝統的な考え方は、危機が起こる前には当てはまらない。金融連関は各国間で金融ストレスを伝播させるが、実際の供給と需要ショックが大きな影響力をもつ平常時には、金融連関は資本を国際的に効率的に配分し、最も生産性の高い場所へ移動させる。肝心なことは金融の一層の統合のメリットを保ちながら、政策協調

や協働の強化を含むより優れた金融機関へのブルーデンシヤルな監視を通じて、統合深化に伴うリスクを最小化させることだ。

同時的生産壊滅時には政策協調による潜在的メリットが期待できる。たとえば、世界的パニック時には、流動性の協調的供給が危機対応において不可欠だが、財政政策を協調して行うことで、不十分な刺激策（ただ乗り）や、過度の刺激策（他国がただ乗りしている場合）を防ぎ、各国の刺激策に必要な額を節約できる。

図1. 2004～2012年の生産の連動性の推移

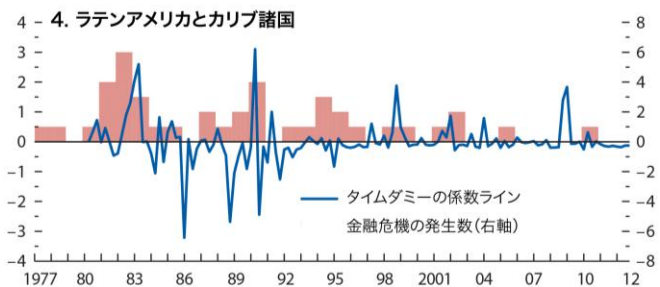
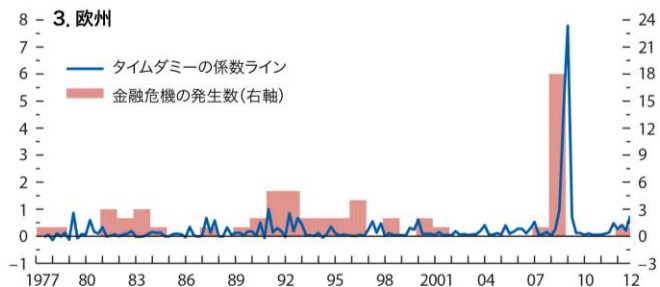
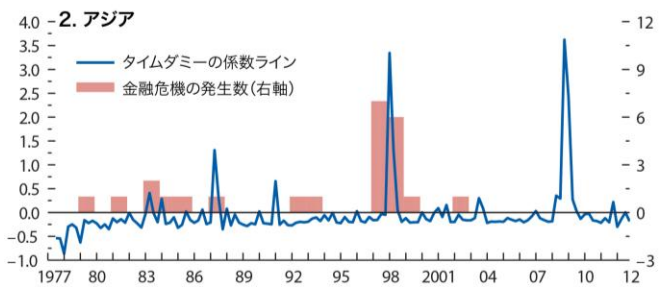
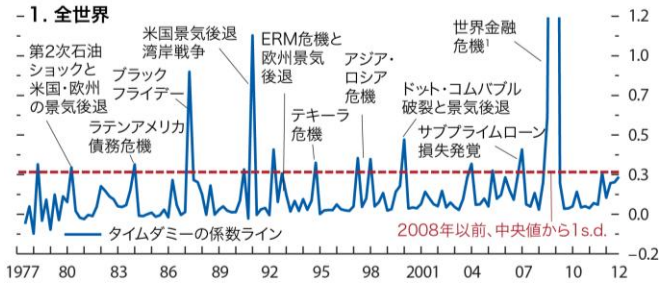
成長の相関、あるいはトレンド要因を除いた生産相関のいずれの方法で計測されたにせよ生産の連動性は2007～2009年の金融危機ピーク時に急激に上昇した。しかし、ここ数年は急激に落ちている。



出所：Haver Analytics、IMF世界経済見通し、経済協力開発機構、IMFスタッフ計算
 注：サンプル国は34の先進国と29の新興市場及び途上国。
 AE＝先進国ペア EMDE＝新興市場及び途上国ペア、AE-EMDE＝先進－新興市場及び途上国ペア。国グループについては付録3.1を参照
 1四半期GDP成長率のペアワイズ相関の単純平均

図2. 「共通ショック」の裏には何が？

世界的な運動性の急上昇は、石油ショック、金融ショック、そして主要先進国・地域の景気後退など良く知られる歴史的な事案に対応している。地域的な生産の運動性は、同時変動性を増加させる上で金融危機が主要な要因になっていることを裏付けるものである。

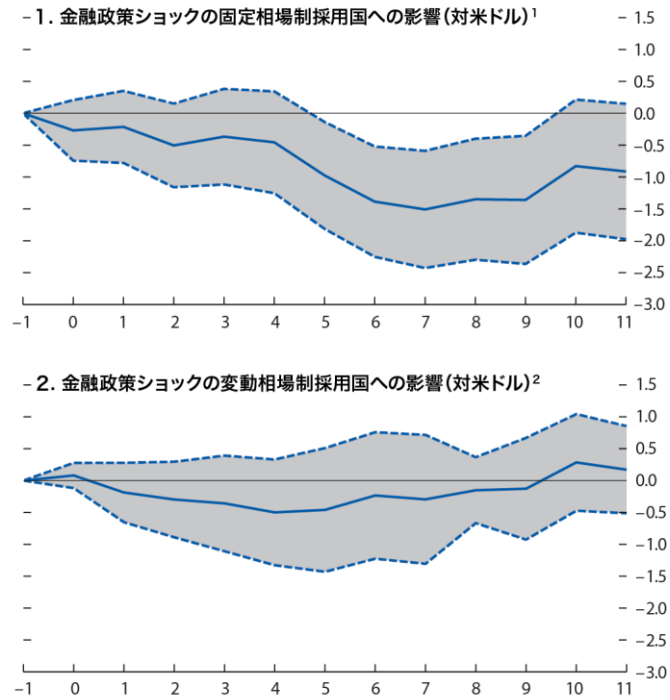


出所: Laeven and Valencia(2012年)とIMFスタッフ計算

注: s.d.=標準偏差、LA=ラテンアメリカ、ERM=為替相場メカニズム。青線は国ペアとタイムダミーを用いた同時期の疑似相関性の回帰分析によって得られたタイムダミーをプロット。米国とユーロ圏の景気後退は、それぞれ全米経済研究所と経済政策研究センターによる。金融危機には通貨、債務、システミックな銀行危機の危機を含める。Laeven and Valencia(2012年)。ある国が同じ年に二つ以上のタイプの危機を経験した場合(通貨・銀行危機など)は、それを一つの危機として数える。

¹時間固定効果は2008年第4四半期と2009年第1四半期に5を上回った

図3 金融政策ショックのインパクト
(100ベースポイント)



出所：IMFスタッフ計算

注：破線は点推定値の90%信頼区間を示す

¹y軸は工業生産水準への累積影響を示す。x軸＝単位・月数。t=0は政策ショックが
起こった月を示す

²x軸＝単位・月数。t=0は政策ショックが起こった月を示す

ジョン・サイモン（主執筆者）、ジャロミール・ベネス、
ジェイミー・グアジャルド、ダミアノ・サンドリ共同執筆

要点

- 外国資本流入の大幅な変動により国内経済がかく乱される度合いは、これにより経常収支の変動という実体経済の調整が引き起こされる国々と比べ、これが外貨準備の変化や国内居住者による資本流出などの金融部門の調整に結びつく国々では低くなっている。
- 歴史を振り返ると、新興市場国・地域（EMEs）では、混乱を伴う実体経済の調整が起こる傾向にあった。つまり資本流入の急拡大は国内でのブームと経常収支赤字に結びつき、資本流入が逆転すると、かく乱的危機が生じた。
- しかし最近10年間を見ると、一部のEMEsは、より大規模な金融部門調整が行われた結果より強力な頑健性を示すようになった。つまり、外国人投資家が引き揚げると、国内居住者が割って入り、海外に投資していた資産を国内へ還流させた。世界金融危機の間、これらEMEsのGDP、消費、そして失業率ははるかに安定していた。
- 資本流入の変動を金融部門の調整を通し吸収した頑健なEMEsは、以下の相互補強する特質を示した。
 - 信頼の高い中央銀行と反景気循環的な財政・金融政策を実施するより強固な制度を持ち、
 - 金融のより強力な監督と規制を実施し、
 - 為替相場制度はより柔軟で資本フローの規制が限定的である。
- この分析は、頑健性が不十分なEMEsが、変動の大きい資本流入に対しより効果的に対処する一助となる改革の道を提唱するものだ。これらの改革は、民間の金融部門の調整を促すことにより、資本流入の陰の部分と資本流出の陽の部分でバランスさせるものだ。

EMEs への資本フローは多くの政策担当者にとり特別な問題であり、常に懸念されるところである。この懸念は 1997~1998 年のアジア危機に代表される苦い経験から生まれたものだ。この危機では資本流入の急拡大が過剰な信用膨張をあとに、経常赤字の拡大、通貨価値の上昇、そして国際競争力の喪失を招いた。この資本流入が逆転するや、厳しい金融混乱に代表されるような痛みを満ちた調整を余儀なくされた。

しかし、こうした反応は全ての **EMEs** に共通しているわけではない。**EMEs** のなかには、資本流入が経常収支の破裂ではなく金融部門の調整を引き起こしたケースもあった。この調整では、国内居住者による資本流出全体が外国人投資家による変動の大きい資本流入を相殺する傾向にある。外国人投資家が国内に資本を移すと、国内居住者が海外投資を行う傾向にある。そして外国人投資家はそのポジションを清算すると、国内居住者は海外資産を引き揚げることが多い。こうした行動は、純フローの自動調整弁として働き、経常収支の大きな変動を防いでいる。

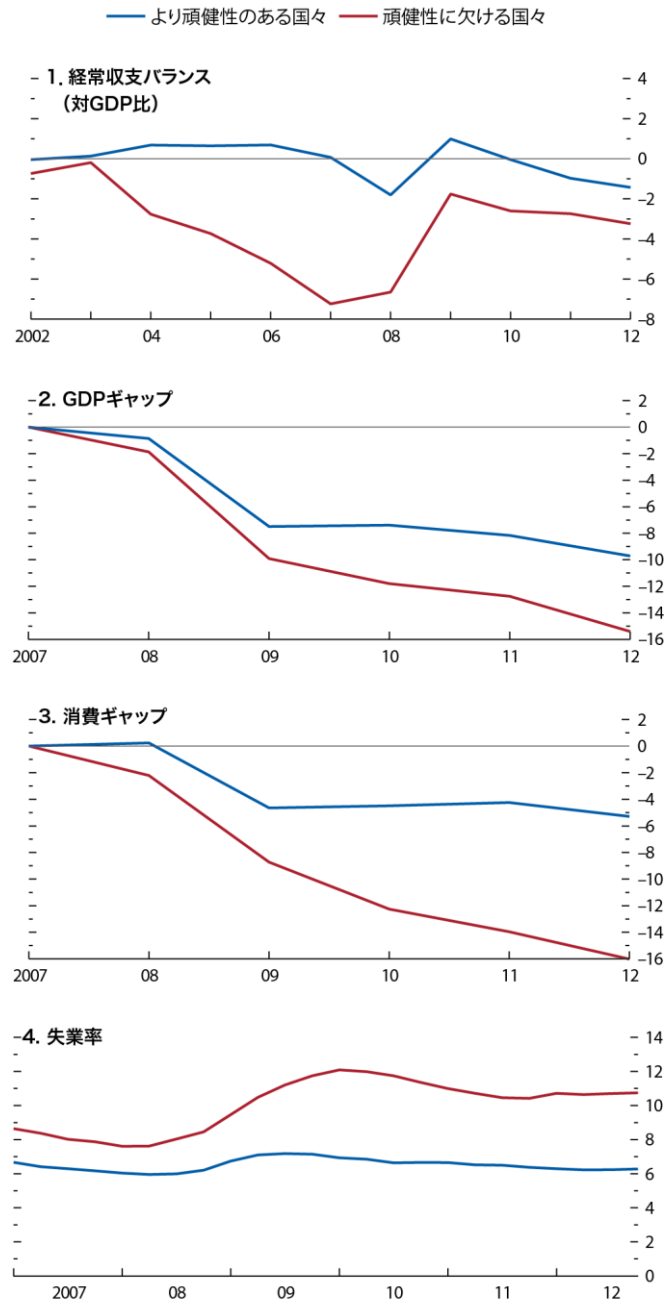
総資本流入の変動に対しより大がかりな金融部門の調整を実施した **EMEs** は、そうでなかった国と比べ世界金融危機をかなり良く持ちこたえた。図 4.2 はこうした国々が、格段の抵抗力を示したことを証明している。経常収支の変動はより小さく、GDP 成長と消費拡大の伸び率の縮小幅が小さく、失業の増加もより少なかった。

第 4 章は金融部門の調整の恩恵を受けたより高い頑健性を備える **EMEs** と、より大規模な実体経済の調整に追い込まれた抵抗力の小さな **EMEs** を分ける、カギとなる幾つかの特徴を特定している。傾向として、より抵抗力のある国々は、信頼の高い中央銀行と反景気循環的な財政・金融政策を実行するより良い制度を備えた国であることが多い。また、資本流入が強力な時に金融仲介機関が不適切なリスクを取ることを防ぐより良い金融規制と監督を備えている。最後に、為替制度がより柔軟で資本フロー規制が限定的で、居住者が効率的に資本を国際移動させることができ、またそうする適正なインセンティブも備えている。

この分析は、十分な頑健性を備えていない **EMEs** に対しより安定的な金融部門の調整を促す一助となる改革の道を提唱している。チリ、チェコ共和国、マレーシアのケーススタディに基づき、第 4 章はまず国々がその金融部門と政策機関を強化することから始めるべきと提唱している。いったんプルデンシャル規制と信頼度の高い金融・財政政策が実施されれば、残る資本フローにかかる規制、或いは為替制度を柔軟化する段階へ進むことができる。

図4.2 経常収支、GDP、消費、及び失業率
(単位は%、中央値)

頑健性の弱い国々は、世界金融危機に至るまでの数年間は経常収支がより悪化し、その後は急反転を経験した。これらの国々はまた、危機前のトレンドと比べGDPと消費のより急激な収縮と失業のさらなる増大に見舞われた。



出所：IMFスタッフ計算