

世界経済見通し 2009年10月

要旨

深刻な世界的景気後退の後、広範な公的介入が需要を下支えし金融市場の不透明性とシステムリスクを低減したことにより、経済成長率は上向きに転じた。金融システムは依然として脆弱であり、公共政策は徐々に打ち切る必要があるうえ、資産価値の暴落を受けた国や地域の家計部門は高い失業率に対処すると同時に貯蓄を引き上げていくとみられるため、景気回復ペースは緩やかなものになる。

重要な政策要件は引き続き金融部門の健全性建て直したが、回復が確固たるものになるまでマクロ経済政策で支援する必要がある。しかし、政策立案者は異例な水準にある公的介入からの秩序ある撤退を求められている。

世界的景気後退は終焉へ、しかし回復ペースは緩やか

アジア諸国の力強い成長に加え、その他地域の経済も下げ止まりあるいは緩やかな回復に向かっているため、世界経済は拡大基調に戻った感がある。先進諸国では、前例のない公的介入によって経済活動が安定化し、国によっては成長率がわずかとはいえプラスに戻っている。アジア経済の回復に牽引され、新興国ならびに途上国は概ね回復の先陣を切っており、多くの場合、このところの商品価格の反発と政府支援策が寄与している。欧州の新興国と独立国家共同体(CIS)の多くは今回の危機で大きな痛手を負い、全般的に回復は諸外国に比べて出遅れている。

回復ペースは緩やかであり、経済活動は危機前の水準を依然として大幅に下回っている。成長を後押ししているのは製造業の回復と在庫サイクルの改善であり、小売売上高の下げ止まり、消費者信頼感の改善、住宅市場の回復を示す兆しも出てきている。経済見通しの改善に伴い、商品価格は今年前半の底から回復し、世界貿易も拡大しつつある。

現在の回復は、先進国全般と多くの新興国が強力な公共政策により需要を押し上げ、世界不況に対する危惧を概ねぬぐい去ったことで実現した。世界不況に対する危惧によって、経済活動と貿易は第二次世界大戦以来最大の落ち込みを記録していたが、中央銀行は大幅な利下げ、流動性注入や与信維持といった異例の措置によって迅速に対応した。各国政府は大規模な財政刺激策を打ち出すと同時に、政府保証や資金注入によって銀行を支援した。これによって、不透明感が軽減するとともに信頼感が増して金融情勢は改善し、多くの市場が力強く反発し世界的に資金の流れも回復した。しかし、低所得者層にとっては非常に厳しい状況が続いている。より一般的に言えば、2009年10月の「国際金融安定性報告書」が強調しているように、反転するリスクは市場の重大な懸念材料であり、多くの金融ストレス指標は高いままの状態が続いている。

今後に目を向けると、現在の回復を後押ししている政策は徐々にその効力を失い、実体経済と金融の勢いは徐々に高まっているとはいえ依然として弱い。具体的には、財政刺激策は姿を消し、在庫積み増しの影響はゆっくりと終息していくとみられる。一方、多くの国々において金融情勢がタイトな状況が続いて

いるため、消費と投資は緩やかな拡大にとどまる見通しである。したがって、世界経済は2009年に約1%縮小した後、2010年には3%程度の成長を達成すると予測するが、これは金融危機前の数値を大幅に下回る水準である。今回の予測では、2009年7月の「世界経済見通しアップデート」を小幅に上方修正した。

- ・先進国については、2010年後半まで失業率の上昇が見込まれるため、2010年の大半を通じて低成長が予想される。GDPは2009年の3.5%のマイナス成長から2010年には約1.25%のプラス成長になる見通しである。回復が顕著なのは2009年第4四半期と2010年第4四半期の比較においてで、2010年第4四半期の実質GDP成長率は前年同期比約1.75%と、2009年後半の0.5%(年率)、前半の2%のマイナス成長から改善することが見込まれる。
- ・新興国については、実質GDP成長率は2009年の1.75%から2010年には約5%に上昇すると予測している。回復の主役は中国、インドを中心とするアジアの新興国である。他地域の新興国は、景気刺激策ならびに世界貿易と金融情勢の改善により小幅ながら回復に向かっている。

成長の下振れリスクは徐々に後退しているとはいえ、引き続き懸念される。当面のリスクは回復の失速である。政策主導の回復が民間需要の力強い回復の始まりと誤解される恐れがあるため、金融緩和策と財政政策を時期尚早に打ち切ることは重大なリスクと考えられる。総じて、脆弱な世界経済は原油価格の上昇、新型インフルエンザの猛威、地政学的状況の悪化、あるいは保護主義の再来といったショックに依然として影響を受けやすい状況にある。

しかし、金融情勢が予想以上に速く回復していることから分かるように、短期リスクは必ずしも下振れ方向だけではない。特に、1930年代の世界恐慌再来に対する恐怖を軽減する政策とそれに伴う金融市場におけるセンチメントの力強い回復は、多くの先進国及び新興国の消費と投資を予想以上に押し上げる可能性がある。

中期的にみると、主要先進国を中心に持続的成長にとって重大なリスクが散見される。金融面では、今回の危機を引き起こした張本人とみなされている企業の救済に対する国民の根強い疑念が金融部門の再建に向けた公的支援の障害となり、長期的な低迷を招く恐れがある。マクロ経済政策面では、金融部門を支援した結果等を含む財政悪化が最大のリスクである。

2010年以降:世界経済の再調整

中期的に健全な成長を維持するためには、今回の危機がもたらした供給混乱の是正と世界の需要パターンの再調整が不可欠である。

潜在成長率の低下

投資と生産性の持続的な拡大に向けて適正な信用を供与するためには、金融機関の再構築と市場の修復が必要であるとともに、業種を問わず労働力の再配置が求められる。第4章で取り上げた過去の経緯をみると、金融危機後には生産が深刻かつ長期的な打撃を受けるがその度合いを測ることは難しく、

結果も同様ではない。目下の中期的生産予測は危機前の水準を大幅に下回っており、潜在生産力のロスと一致している。金融危機ならびに不動産不況で打撃を受けた国々を中心に、投資はすでに大幅に落ち込んでおり、企業の倒産あるいは再編によるスクラップレートの上昇も相まって有効な資本ストックは減少している。さらに、多くの先進国では中期的に失業率の高止まりが予想される。

需要サイドの再調整

力強い回復を維持するためには、供給サイドの修復に努める一方で世界の需要パターンの調整も行う必要がある。具体的には、輸出主導型の経済政策によって経常黒字を積み上げてきた国々は内需と輸入の拡大が求められる。それによって、米国、英国、ユーロ圏の一部、欧州の多くの新興国など、経常赤字を抱え資産価格(株式あるいは住宅)の急落に直面している国々は内需低迷を補完することができよう。需要サイドの転換を実現するためには、供給サイドの変革も必要である。そのためには、金融システムの再建、コーポレートガバナンス(企業統治)ならびに金融仲介業務の改善、公共投資の支援、警戒感による貯蓄増を抑制するための社会的セーフティネットの改革などに向けた施策が求められる。これ以外の分野も含めて各国がこぞって改革に努めたとしても、世界需要の再調整には長い時間がかかり、より柔軟な為替レートによって支援されることになろう。

政策面の課題

今後も政策の優先課題は、金融部門の健全性建て直しと回復の地盤が固まるまでのマクロ経済政策による下支えだが、政策立案者は異例ともいえる水準に達している公的介入からの撤退を視野に入れる必要がある。景気刺激策を早急に打ち切れれば目先のリスクは増大するように見えるが、危機後の中期的なマクロ経済戦略の策定は財政ソルベンシーに対する信頼感の維持、価格および金融の安定性にとって重要である。課題となるのは、公的介入の早すぎる打ち切り(金融安定性と景気回復のプロセスを損なう可能性がある)と長期間にわたる継続(インセンティブを歪め、国家財政に打撃を与える可能性がある)の中間の道を探すことである。

金融引き締めに移るタイミング

金融当局が直面している問題は、いつ金融引き締めに移り、どうやって膨れ上がった中央銀行のバランスシートを修正するのだが、バランスシートが通常よりかなり膨らんだままであっても金融引き締めに移る手段はあるため、この2つの目的は必ずしも大きく相反するわけではない。中央銀行がバランスシートの拡大を修正するペースは、市場環境の正常化と介入方法によって左右される。

引き締め策に移るタイミングについては、先進国と新興国は異なった課題を抱えている。先進国の場合、アウトプットギャップが大きい間は低インフレ率が続くと思われるため、中央銀行(少数の例外を除く)には金融緩和を長期間継続する余裕がある。さらに、金融政策担当者は財政支援策を徐々に打ち切ることによる影響を緩和する必要が出てくるだろう。新興国の場合は国によって状況が異なる。多くの新興国は先進国よりも早く金融緩和策に終止符を打つことが妥当であろう。国によっては、新たな資産バブルの発生を防ぐために為替レートの柔軟性を高め、先進国に倣った過度の緩和策を避けて引き締めに移る必要があるかもしれない。

2009年10月の「国際金融安定性報告書」が強調しているように、多くの国々では少なくとも2010年中は中央銀行による支援が必要とみられ、また一部の中央銀行のバランスシートに積み上がった流動性の低い資産を解消するにははるかに長い時間がかかるだろう。一方、中央銀行には金融引き締めに必要な資金を吸収するための手段を保有している。短期的な問題より先に目を移したとき、金融政策の面で今回の危機がもたらした教訓は何であろうか。過去の例をみると、資産バブルの崩壊からくる経済への深刻な打撃に対し、比較的安定したインフレ率と成長率はほとんど助けにはならない。成長率とインフレ率は、資産価格暴落を予測するファクターとしては信頼性に欠ける。第3章で述べるように、信用伸び率や経常収支の方が信頼性は高く、金融当局はこうした要因にもっと注目すべきかもしれない。したがって、内需と資産価格に対する懸念が高まる状況では、向こう1～2年にわたり金融当局は単にインフレ抑制が必要とする以上に引き締めを行うことを考慮すべきであろう。第3章では、国家経済の安定化に向けマクロprudentialな手法を導入し、インフレターゲットを補完することを考慮すべき点についても論じている。マクロprudentialな手法には信用サイクルに直接関与するという利点があるため、経済を安定させるうえで金利の役割を補完するのに効果的である。しかし、達成目標は現実的でなければならない。

財政の安定性を保護する一方で財政支援を継続

多くの国々はすでに巨額の赤字と増大する公的債務を抱えているが、景気回復が確かなものとなるまでは財政刺激策を続ける必要があり、成長への下振れリスクが現実化すれば現在の計画よりも規模を拡大するか期間を延長する必要性が出てくるかもしれない。したがって、各国は必要に応じて新たな政策を打ち出す準備を求められる。同時に、回復の足取りが確固としたものになれば、財政を持続可能な軌道に乗せるための改革を進めることによって赤字の大幅削減と長期的な財政是正措置を打ち出す必要がある。こうした赤字削減を効果的に支えるのは、適切な財政ルールや強力な実行メカニズムなど堅固な財政的枠組みであろう。このような枠組みやルールは景気が回復した際に支出圧力を抑制するうえで有用な役割を果たし、投資家に赤字と債務は最終的に解消するという安心感を与えることができる。この点は、将来起こりうるショックへの対処に必要な景気対策の余地を十分につくり、金融市場への国民の支持を回復するために極めて重要である。

金融部門の再建とprudentialな枠組みの改革

持続的成長を回復するためには、金融部門の再建とprudentialな枠組みの改革が不可欠である。融資が通常レベルに戻るには金融業務のリストラがカギとなる。2009年10月の「国際金融安定性報告書」で詳しく説明したように、これにはバランスシートの浄化、資本増強、新たな資金調達モデルとprudentialな枠組みに沿った事業計画が求められる。現段階では、銀行のバランスシートから不良資産を処理するプロセスはほとんど進行していない。目下の最大の問題は資産の劣化が続いている点である。その意味で、存続可能な銀行の資本増強や再編ならびに存続が難しい銀行の慎重な処理に向けた適切な戦略を構築するため、銀行の経営状況を分析する公的なストレステストは重要である。この面では、国によって進捗状況が異なり、資本増強への支援が政治的障害に直面しているという懸念を引き起こしている。市場には明確な出口戦略を表明する必要がある。銀行は向こう2年間「借り換えの壁」に直面しているため、ロールオーバーリスクが増大している。こうした状況下においては、公的支援への依存を低

減するために市場ベースのインセンティブを利用してゆっくと時間をかけてプログラムを段階的に廃止する必要がある。

抜本的な改革については、最悪の危機は乗り越えたとの観測の高まり、国家が競争優位性を失ったかもしれないという恐れ、あるいはテクニカル要因によって真っ先にとるべき最善の改善策は実施できないとの懸念などによって、思い切った改革が損なわれるべきではない。2009年10月の「国際金融安定性報告書」が強調しているように、注目すべき課題は4つある。第一に、現在「大き過ぎて、あるいは影響が強すぎて潰せない」金融機関を増やさないことに加え、規制の範囲を広げて柔軟性を高め重要な金融機関を対象に加えることである。第二に、金融機関の透明性と情報開示の向上およびガバナンスの改革を通じて有効な市場規律を促進する必要がある。第三に、銀行に対して資本増強ならびに不況期に備えて好況時に準備金を積み上げるマクロプルデンシャルな枠組みが必要である。最後に、国際的な取引を行う金融機関が直面する課題に対処するため、国家間の協調・協力体制の強化が求められる。

構造的・社会的政策の課題

多くの先進国では失業率の上昇、途上国の大半では貧困が今後も大きな問題となるであろう。第4章で挙げたデータは、金融危機の後は失業率が急上昇し、長期間にわたって高水準で推移することを示している。

雇用の崩壊を食い止めるためには、賃金上昇率の抑制さらには賃金カットさえ必要になる。低所得者層が賃金調整によって受ける打撃は、所得税減税などの政策により社会的な反発を回避することができよう。また、雇用のマッチング向上と研修などにより失業増加と賃金低下を抑制できる。

ここ10年で1人当たり実質GDPが初めて低下したサハラ以南のアフリカ諸国を中心に、途上国では貧困層が急増する可能性がある。こうした国々が苦勞して手に入れた経済的安定を維持するためには、先進諸国からの持続的支援が不可欠である。

アントニオ・フェイタス (Antonio Fatas)、プラカシュ・カンナン (Prakash Kannan)、パウ・ラバナル (Pau Rabanal)、アラスデア・スコット (Alasdair Scott)

要点

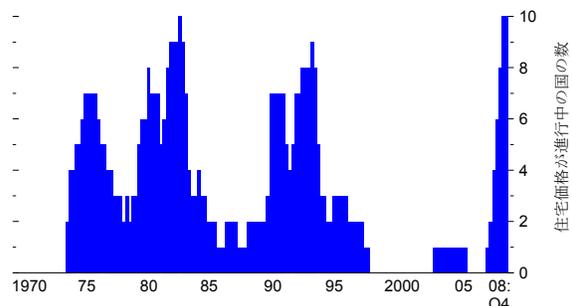
- 金融政策立案当局は、マクロ金融リスクを一段と重視すべきである。つまり、たとえインフレがほぼ抑制されているように見えても、資産市場や信用市場における危険な過剰流動性の積み上がりを防ぐために、より早い段階でより踏み込んだ金融状況の引き締めを行う必要がある。
- 本章では、過去の資産価格崩壊の前には急速に膨張する信用、経常収支の悪化、住宅投資への大規模なシフトといった予兆が多く見られたことを明らかにしていく。インフレが概ね抑制されていたため、中央銀行はこうした不均衡の拡大を事実上容認し、壊滅的な崩壊のリスクを高めた。
- 金融政策に対してより広範なアプローチをとることは容易ではないだろう。責任範囲の拡大や新たな政策ツールが必要になるかもしれない。政策立案当局は、判断力をもって資産価格を動かす原動力を見極めるとともに、思慮分別をもってコスト拡大につながる政策の誤りを避ける必要がある。資産価格の動きが持続不可能か、持続可能かを見極めるのは本質的に困難であるため、現実的な期待を持つことが重要である。

本章は、最近の資産価格崩壊の事例から金融政策が何を学ぶべきかを検証している。

本章は過去の事例を調査し、資産価格暴落へとつながるようなマクロ経済上の共通パターンがあるかどうかを検証し（図1を参照）、最新の危機を含むこうした崩壊への道筋における金融政策の役割を検討したうえで、金融政策が物価上昇率の安定のみならず、それ以上の責任を果たすべきか、それをどのように果たするか、またそれにはどんな得失が潜んでいるかを考察している。

図1. 住宅価格の崩壊

住宅価格の崩壊は過去40年にわたり、株価暴落と同様に比較的頻繁に一定の間隔を置いて発生している。現在のもも含め、その間には多くの国で住宅価格と株価が同時に崩壊する同時発生（クラスタリング）がいくつか発現している。



出所：IMF スタッフ算定

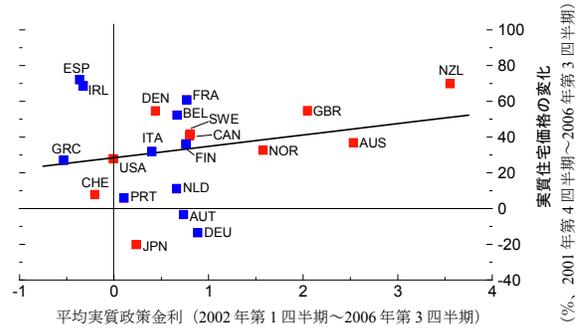
本章の分析によると、今回の危機の元凶は金融政策ではなかった。一部の国では、確かに長年の金融緩和政策が現在の危機につながったという一定の証拠が存在するが、それが世界経済全体の好景気とその後の崩壊の主たる構造的原因であった可能性は低い。国による金融政策決定の違いが、そのまま住宅価格や株価の上昇幅の差となって現れているわけではない（図2を参照）。

しかし、今回の危機の前には、政策立案当局が気づいてもよかつたはずの予兆があった。今回の危機に至る前、先進国のインフレは狭い範囲に収まっており、その意味で中央銀行は責務を十分に果たしていた。しかし、中央銀行は金融状況の緩みを容認し、壊滅的な崩壊のリスクを高めた。一般に資産価格崩壊の前には信用、国内総生産（GDP）に占める投資の比率、経常収支赤字、資産価格が上昇しており、資産価格崩壊の有効な先行指標となっている。対照的に、インフレと生産はそれほど変わった動きを示していない（図3を参照）。

このため、金融政策立案当局が資産価格崩壊の防止により重点を置くことは有効と考えられる。モデルを使った分析によると、景気過熱の兆候、信用バブルや資産価格バブルの兆候に対して通常より強力な金融政策対応をとることは、マクロ経済の変動を抑えるうえで当然といえる。つまり、インフレが抑制されているように見える場合でも、危険な過剰が積み上がるのを防ぐために、より早い段階でより踏み込んだ金融状況の引き締めを行う必要がある。

図2. 実質住宅価格の変動と実質政策金利

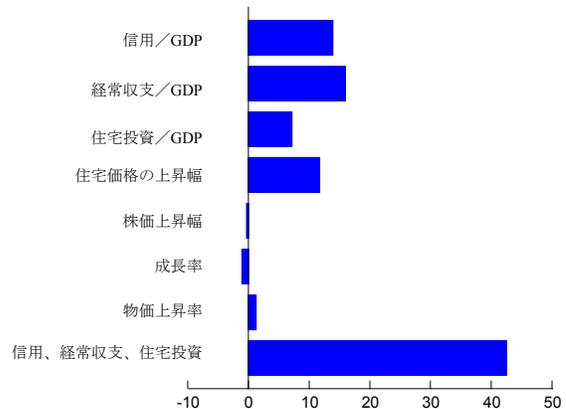
一般的な名目金融政策金利のある国では、ここ数年の実質金利の緩和幅が大きいほど実質住宅価格の上昇幅も大きくなった。先進国全体ではここ数年、実質政策金利と実質住宅価格の間に強い相関関係はほとんどなく、数カ国では金融状況がタイトであったにもかかわらず、住宅価格が大きく上昇した。



出所：国際決済銀行、ブルームバーグ・フィナンシャル・マーケット、ハバリー・アナリティクス、各国当局、経済協力開発機構、トムソン・データストリーム、IMF スタッフ算定

図3. 住宅価格崩壊の先行指標

この図は、警戒信号が出た後1〜3年で発生した崩壊の回数を、崩壊の通常確率に対する百分率で示したものである。1985年以降の住宅価格崩壊については、信用、経常収支、住宅投資それぞれの対GDP比の通常確率からの偏差が大きいと、迫り来る崩壊の可能性が高まる。生産の伸びとインフレは適切な先行指標ではない。



出所：IMF スタッフ算定

信用市場のサイクルを抑えるために特別に設計された時變的な「マクロ健全性」手段を導入すれば、金融政策の支援になりうる。提案の中には、金融機関がレバレッジの上昇を受けて自己資本を自動的に増強する、もしくは政策立案当局が所要引当金についての裁量権を有する、いわゆる「ダイナミック・プロビジョニング（動的引当金）」がある。最大限の効果を上げるには、金融政策決定とマクロ健全性手段が緊密に連携していなければならない。

中央銀行の責務については、これを拡大して、マクロ金融の安定に対する明らかな懸念を組み込む必要があるかもしれない。ただし、政策立案当局がより広範なアプローチに基づいて金融政策を行うのであれば、なぜその措置をとるのか、その直接の目的は何か、また、その措置がマクロ経済と金融の安定という長期目標とどのように一致するのかについて、きわめて慎重に説明する必要があるだろう。

しかし、そうしたより広範なアプローチによって何が実現できるかについては、現実的な期待にとどめるべきである。信用が急増し資産価格が急上昇しても、生産性が改善していれば正当化されうるため、好景気の背後にある環境が良性か悪性かを事前に見分けるのは困難である。実証的にも確認されているが、金融の脆弱さを最もよく示す指標でさえ誤ったシグナルを送るといったぶれが多く、政策を誤るリスクは高い。マクロ健全性に基づく政策ツールを硬直的に用いると政策ミスにつながりかねないため、一定の裁量権が必要である。

世界経済見通し 2009年10月

第4章 要旨：何が痛手か？：金融危機後の中期的な生産活力

ラビ・バラクリシュナン (Ravi Balakrishnan)、ペティヤ・コエバ・ブルックス (Petya Koeva Brooks)、ダニエル・レイ (Daniel Leigh)、イリーナ・タイテル (Irina Tytell)、アブドル・アビアド (Abdul Abiad)

要点

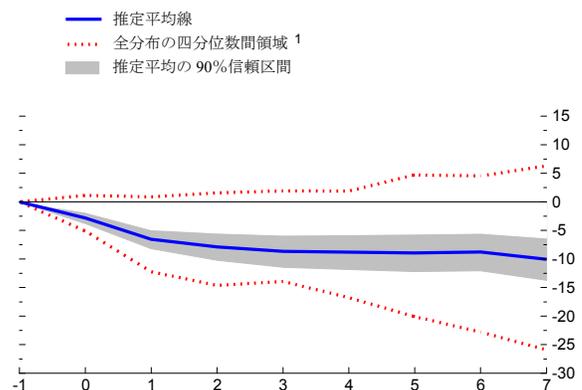
- 銀行の危機は一般に、最終的に成長が戻ってきても生産水準には長期的な影響を与えるものである。雇用と投資の減少、生産性の低下はいずれも持続的な生産ロスをもたらす。ただし、これは国によって大きな差がある。
- 当初の状況は最終的な生産ロスの規模に大きく影響する。また、短期的なマクロ経済刺激策と構造改革への取り組みは、生産ロスを和らげる傾向がある。
- 分析結果によると、これまでの強力なマクロ経済政策対応によってロスは軽減しているとみられる。構造改革の実施も生産ロスに歯止めをかける一助となりうる。

第4章は、金融危機後の中期的な生産実績に関する新たな証拠を提示している。ここでは、多くの国で過去40年間に発生した88の銀行危機後の中期的な生産活力を検証している。本章はまた、危機前の状況と危機後の政策とを関連づけながら、中期的な結果に大きな開きが生じたことを説明しようと試みている。

危機の中身によって結果には大きな差が生じているものの、平均的な国では、危機から7年後でも生産水準が危機前のトレンドを約10%下回っている。この結果は、先進国でも新興国でも同じである。明るい材料として、平均すると、銀行危機は永久に生産の中期的な伸びを減速させるわけでないと思われる点が挙げられるが、これも国の状況によってばらつきがある。

銀行危機後の生産の変化

(危機前のトレンドに対する割合；-1年からの平均差；
t=0は危機の初年、横軸は経過年数)



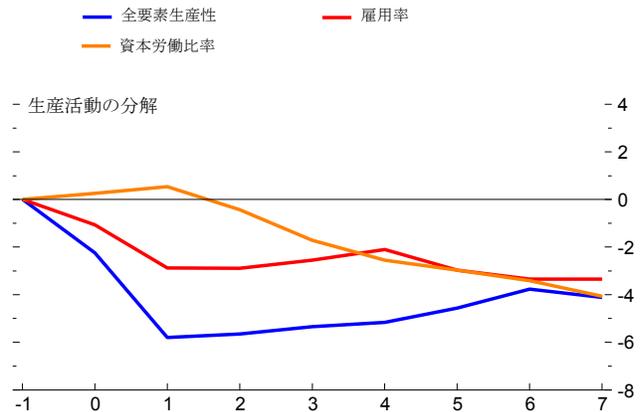
出所：世界銀行『世界経済・社会統計』、IMFスタッフ算定

1 四分位数間領域はすべての危機の中央値50%を示す

危機後の生産減少の動きは、雇用率、資本労働比率、生産性が概ね同じような比率で低下したことに起因している。短期的にみると、生産ロスの主因は全要素生産性にあるが、中期的にみると、全要素生産性の水準は危機前のトレンドに向けて持ち直しつつある。対照的に、資本労働比率と雇用比率は低下傾向を辿り、トレンドから乖離し続けている。これは危機によって信用供給が一段と細り、投資が冷え込む傾向にあるためである。また、危機によって、セクター全般にわたって大規模な労働の再配置が促され、スキルの熟練度が損なわれることもあるため、実質失業率の大幅悪化が長引く傾向にある。

生産活動の分解

(危機前のトレンドに対する割合；-1年からの平均差；t=0は危機の初年、横軸は経過年数)



出所：ボスワースとコリンズ（2003年）、世界銀行『世界経済・社会統計』、IMF スタッフ算定

当初の状況は生産ロスの規模に大きく影響する。短期的な生産状況は、中期的な結果を見るうえで信頼できる予測因子である。また、危機前の投資比率の高さは、中期的な生産ロスの大きさを示す優れた予測因子である。

中期的な生産ロスは避けられないわけではない。回避に成功し、最終的に危機前の趨勢を上回っている国もある。危機後の生産活力を予測するのは難しいが、実証例を見ると、危機後に短期的なマクロ経済刺激策を実施した国は、中期的な生産ロスが小さくなる傾向にある。また、構造改革の取り組みがより良好な中期的結果を生んでいることを示す材料もあるが、危機後の適切な政策決定についてはもちろん「万能薬」は存在しない。

この分析には、今回の銀行危機に直面した国々に冷静な中期的生産見通しを提供するという意味がある。大規模な財政・金融刺激策という形で実施されている現在の強力なマクロ経済政策対応は、生産に対する危機の影響を和らげるのに有効と考えられる。しかし、それでも残る生産ロスへの懸念は、中期的な生産を押し上げ、危機後のセクター間の資源シフトを促すための改革を断行することの重要性を浮き彫りにしている。