



## OECD Economic Outlook: No. 82 - December 2007

Summary in Japanese

### OECD エコノミック・アウトルック 82 号—2007 年 12 月

日本語要約

#### リスクへの対処

最近、いくつかのショックが OECD 諸国を襲っている。金融の混乱、住宅市場の冷え込み、エネルギーその他の一次産品価格の上昇などである。しかし幸いなことに、そうしたショックに見舞われたのは、成長が複数の要素によって下支えされていた時期であった。所得と消費を押し上げる雇用水準の高さ、金融損失と信用収縮に直面する中で投資と底堅さを支える高水準の企業収益と強固なバランスシート、新興経済諸国の堅調な成長に牽引されて今も活況を維持している世界貿易などである。したがって、目先の成長は OECD 圏のほぼすべての国で下方修正されているものの、本アウトルックで描かれている基本シナリオは、最近のショックからすると、実際にはさほど悪いわけではない。基本シナリオは、現在の先行き不透明感が強まる状況の中で最も確率の高いシナリオであり、以下を伴う。

- 米住宅部門の調整が加速し、目先の成長を低水準へと引き下げるものの、リセッションの引き金にはならず、失業率を小幅押し上げるだけにとどまる。今後 2 年間、インフレ率はより安心できる水準へと復帰し、対外赤字の最近の減少は維持される—いずれも、原油・一次産品価格高にもかかわらず実現する。
- ユーロ圏の景気は米景気と部分的にデカップリングし、能力制約の影響が出始めた時点における足元の成長率は、限定的に目先減速する。当面の逆風が後退すると、成長は潜

在成長率へと復帰し、総合インフレ率は望ましい水準へと低下する。

- 弱まっているとはいえ、なお続いている日本の景気拡大は今後も対外部門に牽引されるが、やがて経済をデフレから脱却させ、よりバランスの取れた成長パターンの到来を告げる。

問題は、このシナリオの確率分布が、ダウンサイドの分布が厚いファットテールになっていることである。主なネガティブリスクとしては、住宅市場の冷え込みが予測以上に大幅もしくは広範囲になる、金融市場が一段と混乱する、すでに高騰している一次産品価格に更なる上昇圧力がかかる、といったことが挙げられる。

以上を背景に、経済政策は不測の事態の発生に備えるべきである。適切な政策設定がこうしたリスクに対処する上で有益になり得る政策分野がいくつかある。

インフレ期待はしっかりと抑えられているため、多くの中央銀行はインターバンク市場への流動性供給や市場の想定より大幅な利下げを通じて、金融の混乱に機動的に対応することができている。低インフレ期待により、原油・一次産品価格上昇への調整がしやすくなっていると同時に、必要に応じて金融政策で住宅市場の冷え込みにも対応することができる。結局、時に痛みを伴う長期のデイスインフレ・プロセスを通じて培われてきた、インフレ率は今後も低水準を維持するとの信頼感は、政策上の大きな資産となっている。

しかし、インフレ期待の抑制は今後も続くとは限らない。実際、多くの OECD 諸国では GDP ギャップは縮小してきており、今では一その正確な規模が分からないことは認めざるを得ないものの—小さくなっているか解消している。さらに、OECD 諸国はコストショックにも見舞われている。原材料価格は急騰しており、部分的にはそれとの関連で、輸入中国製品のデイスインフレ効果が薄らいできている。インフレ期待がじりじりと上昇している兆しが出れば、この極めて重要な政策上の資産を保護するために、目先の景気鈍化という形で代償を支払う必要に迫られるかもしれない。

財政面に目を転じると、近年の財政収支は、主に歳入の増加により、予算を上回る好結果となっている場合が多い。この歳入増の一部は、とりわけ金融や住宅と関連した企業活動の高利益を反映したものであり、一時的なものである可能性が強い（企業部門の貯蓄・投資に関する章を参照）。さらに、現在の歳入増は達成されたものというより、景気循環による性格が強い。経験則によれば、トレンド的な伸びは景気循環のピーク時には過大に評価され、それ故、税収の景気循環による部分は過小に評価される、というのが普通である。

税収増という思わぬ幸運に恵まれた結果、財政再建の推進力はすでに低下しているように思われる。

現時点で立法化されているか明確に発表されている政策をベースにした OECD 諸国の予測を見ると、OECD 全体の足元の財政赤字削減にはまったく進展が見られない。これは、特に将来的に歳出圧

力の強まりが見込まれることを考えると、遺憾である。今後、一時的な歳入増に基づく恒久的な歳出増や減税という決定が、そのような余裕のない国で行われる恐れがある。これは足元の財政ポジションが悪化することを意味する。その後、成長のダウンサイドリスクが現実化すれば、財政ポジションの悪化が表面化し、財政のビルトイン・スタビライザー機能が、まさに必要とされるときに、十分に働かなくなってしまう可能性がある。したがって財政政策は、歳入増にもかかわらず、堅実な状態を保つことが必要である。

ローンを組成・証券化し、分売するという金融モデルは、これがなければ信用を受けられなかった可能性のある借り手が信用を受け、リスクがリスク選好者に配分されることを可能にした。しかし、このモデルには米国のサブプライム市場の崩壊で明らかになった複数の欠陥もある。そうした欠陥の1つは、様々なリスクが金融システムのどの部分に集中しているのかに関する情報不足である。さらに、リスク評価の変更を受けて資産価格を見直し、損失を認識するのには時間がかかることもわかってきた。リスク保有者に関する不透明感と損失認識の遅れが相まって、一部の市場では流動性の枯渇が生じている。

資産価格を見直し、損失を認識するプロセスが続く限り、金融市場は先行き不透明感とショックへの脆弱性、この両方の源泉であり続ける可能性が強い。したがって、必要とされる価格の見直しと損失の認識をスピードアップする行動が有益となろう。同時に、規制機関と監督機関は、金融機関の財政状態への信頼感を急速に回復させたいという意向と信用供給の深刻な収縮の引き金になるリスクの間でバランスを取る必要もある。いずれ時が来れば、将来の機能不全を未然に防ぐにはこのモデルの規制枠組みを変更する必要があるかどうか、あるとすればどのように変更する必要があるかについて、教訓を引き出さなければならない。

各国は金融の混乱や住宅関連の弱さから様々な形で打撃を受けており、今後も受けることだろう。こうした状況の中、市場経済の自然な反応の1つは通貨価値の見直しである。こうした動きは、不安定の源泉にならない限り、需要を需要が落ち込んでいるところに振り向け直すことによって、必要な調整プロセスを促進する機会が多い。最近のドル安がまさにそうである。予測は為替レートが変化しないことを前提としているが、ダウンサイドリスクの程度が国によって異なることが明らかになれば、為替レートの調整を伴う可能性が高い。そうなれば、通貨高に直面している国の景気や通貨安に見舞われている国のインフレに対して懸念が生じる。しかし、こうした圧力を介入政策の口実にすべきではない。通常、金融政策により、そのほとんどを相殺できるからである。現在の状況下で為替レートに関して注目すべき点は、人民元の上昇がこれまでのところ限定的であることだ。景気過熱と高水準の国内インフレの症状が出ていることを考えると、人民元より速い上昇は、中国自身の利益にかなっているように思われる。直接介入や規制手段によるインフレ抑制にさほど注力しなくて済むようになり、今後の経済にとってもメリットがある。同時に、現時点でより大きなダウンサイドリスクを抱えている他の国へと需要をシフトすることにも寄与する。

タイムリーかつ秩序ある為替レートの調整は、OECD 諸国の保護主義圧力を緩和することにも寄与する可能性がある。保護主義圧力は貿易にとってばかりでなく投資にとってもリスクである。予測される経常収支不均衡の規模を考えると、多くの国—特に産油国—は輸出によって得た多額の資金を還流させるとともに、政府系ファンドや同様のビークルを通じた投資によって、還流資金のリターンを大きくしようとするだろう。保護主義圧力は、貿易分野であろうと投資分野であろうと、企業の景況感に有益な作用をしない。大きなダウンサイドリスクがあるときにはなおさらだ。最善の対応は多角的な環境—貿易に関してはドーハ・ラウンド、投資に関してはOECD など多くのフォーラム—における進展ということになるだろう。

書籍の全文は [www.oecd.org/bookshop?9789264041622](http://www.oecd.org/bookshop?9789264041622) 以下でアクセス可能です。

© OECD 2007

本要約は **OECD** の公式翻訳ではありません。

本要約の転載は、OECD の著作権と原書名を明記することを条件に許可されます。

多言語版要約は、英語とフランス語で発表された **OECD** 出版物の抄録を翻訳したものです。

**OECD** オンラインブックショップから無料で入手できます。 [www.oecd.org/bookshop/](http://www.oecd.org/bookshop/)

お問い合わせは OECD 広報局著作権・翻訳部にお願いいたします。

[rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org)

fax: +33 (0)1 45 24 99 30

OECD Rights and Translation unit (PAC)  
2 rue André-Pascal, 75116  
Paris, France

Visit our website [www.oecd.org/rights/](http://www.oecd.org/rights/)

