

第3章 要旨 家計債務への対応を考える

著者： Daniel Leigh (チーム・リーダー)、 Deniz Igan、
John Simon、 Petia Topalova

要点

- グレート・リセッション（大規模景気後退局面）以降、多くの国が、資産価格の下落後の高水準の家計債務負担という問題を抱えている。本章では、住宅価格の急落後の家計債務の影響を分析するとともに、経済面へのダメージの軽減に向け、国が選択可能な政策を検証する。
- 住宅価格の急落や景気後退局面の影響は、そこに至るまでに積み上がった家計債務が巨額であるほど、より深刻かつ長期化する傾向にある。経済の低迷は、住宅価格の下落とそれ以前に蓄積された過剰債務が組み合わさった結果を反映している。
- 住宅価格の急落期における経済活動の過度の縮小を抑制するには、金融緩和や、ソーシャル・セーフティネットを通じた財政移転といったマクロ経済政策が不可欠である。しかしながら、マクロ経済政策には限界がある。
- 家計の債務水準の引き下げと債務返済負担の軽減に向けた良く練られた大胆な政策を採ることで、一定の財政コストで、家計によるレバレッジ解消の経済活動へのマイナスの影響を緩和することが可能である。

多くの国が、グレート・リセッション以前に積み上がった家計債務負担という問題を抱えている。2007年に至るまでの5年間で、先進国および一部の新興市場国で、家計債務の対所得比率が歴史的水準にまで膨らんだ。アイスランド、アイルランド、スペイン、英国、米国といった国々で資産価格ブームが同時期に発生したが、これは、資産に対する家計債務の割合が総じて安定していたことから、資産価格の急落

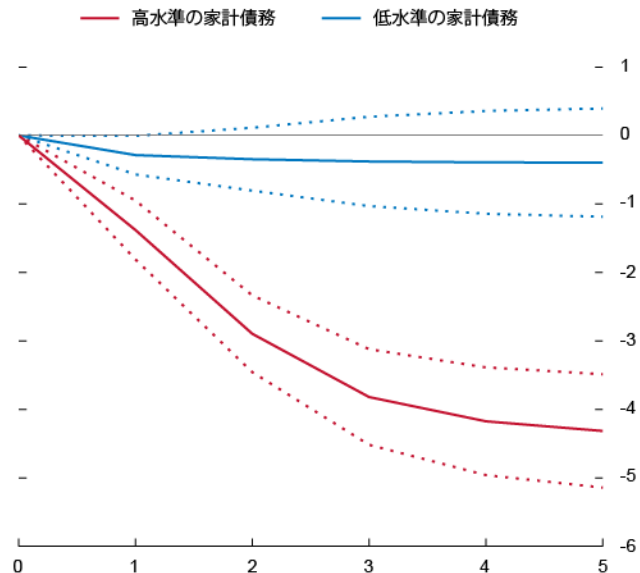
へのエクスポージャーの拡大が覆い隠されていたことを意味する。住宅価格の下落に伴い、多くの家計で負債に対し資産が目減りし所得も減ったことから、住宅ローンの返済が一段と困難となった。今日、家計によるデフォルトや差し押さえ、投売りが一部の国々で広がっている。

これは、経済パフォーマンスへどのような影響を及ぼすだろうか。過去30年の先進国についての分析で、住宅価格の急落や景気後退局面の影響は、そこに至るまでに積み上がった家計債務が巨額であるほど、より深刻かつ長期化する傾向にあることが判明した。すなわち、家計消費と実質GDPは一段と落ち込み、失業率は上昇し、債務の完済或いは債務不履行による家計のレバレッジ解消がより顕著となり、経済の低迷が少なくとも5年に渡り続く。住宅価格の急落後の経済活動の縮小規模が一段と大きいことを踏まえると、住宅価格の一層の落ち込みのみが影響しているとは言えない。また、銀行危機の発生のみでは説明がつかない。むしろ、深刻な経済縮小は、住宅価格の下落と住宅価格急落以前のレバレッジの蓄積が組み合わさった結果だと言えよう。これらの定型化された事実は、家計債務とレバレッジ解消が、経済低迷の深刻化と長期化を引き起こすとした最近の理論モデル予測と一致している。

家計債務問題を前に、政府が採ることができる成長支援策とは。家計のレバレッジ解消に関する過去および現在の事例の分析は、家計がレバレッジ解消を進める間、経済活動の過度の縮小を防ぐうえで、マクロ経済政策が不可欠であることを示している。例えば、1990年代のスカンジナビア諸国のケースが示すように、失業者世帯に対するソーシャル・セーフティネットを通じた政府移転支払いにより、所得を押し上げ債務返済能力の向上を期待することができる。また、なかでも変動金利で住宅ローンを組んでいる場合、金融緩和を行うことで、住宅ローンの支払い負担を即座に軽減し家計のデフォルトを防ぐことが可能である。さらに、金融部門へ支援を行うことで、劣化した家計のバランスシートが銀行の貸出意欲に影響するリスクに対処する

住宅価格の急落と家計消費 (%)

住宅価格急落に至るまでの家計債務の積み上げが巨額であるほど、急落期における家計の実質的消費の落ち込みは激しい。



出所：IMFスタッフ算出

注：X軸は年、T=0は住宅価格急落の年を表す。点線は1標準誤差バンド。家計債務の水準については、価格急落に至るまでの3年間の家計債務の対所得比率の増加が中央値を上回るものを高水準、下回るものを低水準と定義する。

ことができよう。しかし、マクロ経済刺激策には限界がある。名目金利のゼロ下限制約により、十分な利下げを行うことができず、高水準の債務を抱えていることで、財政移転の余地が抑制される可能性もある。

的を絞った家計の債務再編政策により、大きな成果が期待できる。1930年代の米国や今日のアイスランドのように、大胆かつ包括的なプログラムを導入することで、比較的低い財政コストで、家計のデフォルトや差し押さえの件数を大幅に減少させ、債務返済の負担を大きく軽減することができる。さらに、住宅価格の下落と総需要の低下という相互循環的な関係を防ぐことも期待できる。しかし、これらのプログラムが成功するには、その内容を慎重に策定する必要がある。適格基準が過度に厳格であったり、十分にインセンティブが組み込まれていない場合には、プログラムの効果は限られたものとなろう。一方、その対象を過度に広く設定した場合、深刻な副作用を引き起こすとともに、金融部門の健全性を損なう可能性がある。

世界経済見通し 2012年4月

第4章 要旨 国際商品価格の変化と一次産品輸出国

著者： John Bluedorn、 Rupa Duttagupta (チーム・リーダー)、 Andrea Pescatori、
Stephen Snudden

要点

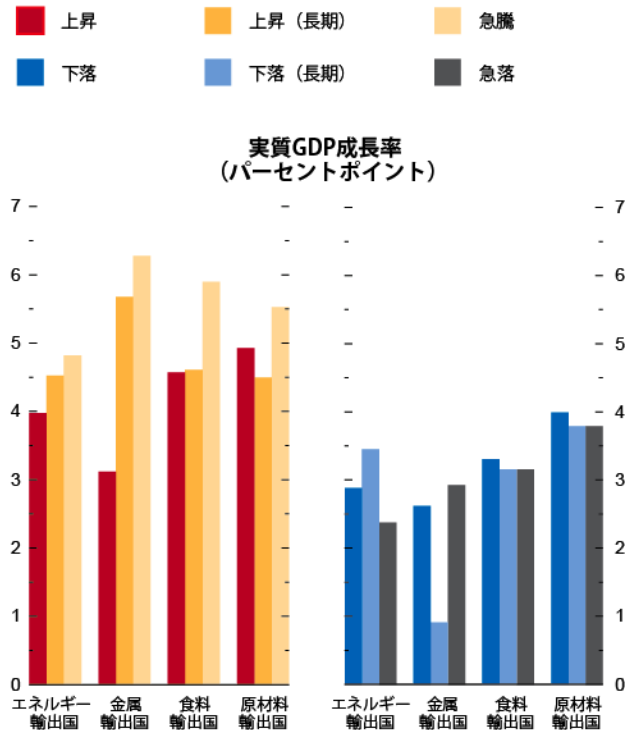
- これまで10年に渡り、一次産品輸出国は、国際商品価格の上昇の恩恵を受け、低迷する世界経済に対し耐性を示して来た。しかし、依然として下振れリスクが高いことから、一次産品輸出国の短期的見通しをめぐり懸念が指摘される。国際商品価格が横ばいあるいは下落した場合、これら輸出国はどのような政策を採るべきであろうか。
- 一次産品輸出国は、国際商品価格のサイクルに対し脆弱である。なかでも、世界の経済活動の急激な落ち込み(拡大)は、国際商品価格の大幅な下落(上昇)や輸出国のGDPおよび対外収支の著しい悪化(改善)を引き起こす。
- 輸出国は、国際商品価格の上昇期には予想外の収入を蓄え、下落傾向にある場合にはこの蓄えを使い経済の安定化を図る必要がある。しかし、歳入が恒久的に増加する場合、これらを公共投資や減税に活かし、長期的に産出高を押し上げ厚生を改善することが最善策だと言える。
- 現在、国際商品価格の見通しは不透明であり世界経済成長は下振れリスクにさらされている。このようななか、一次産品輸出国はどのような備えが必要だろうか。一時的なショックに対するバッファーを財政面で構築する一方、国際商品価格のトレンドに関する最新の情報を取り入れる制度的能力の改善が、賢明なアプローチだといえる。

世界経済が低迷し国際商品価格が引き続き高止まっているなか、一次産品輸出国は、現在どのようなリスクに直面しているだろうか。本章では、輸出国の経済パフォーマンスを、実質 GDP、与信の伸び、対外収支および財政収支で測定した。結果、これらの国々の経済パフォーマンスは、国際商品価格の変化と引き続き密接に関係しており、その上昇に伴い向上し下落に伴い悪化することが判明した。通常、エネルギーおよび金属価格の下落は2~3年続き、価格はピーク時から底値へ向けて実質的に40~50%下落する。これは、価格上昇時と比較し、下落時では実質 GDP 成長率が0.5~1パーセントポイント縮小する可能性を示している。また、価格サイクルが、通常より急激に変化するあるいは長期化する場合、国際商品価格の変化の間の経済パフォーマンスの差が大きくなる。

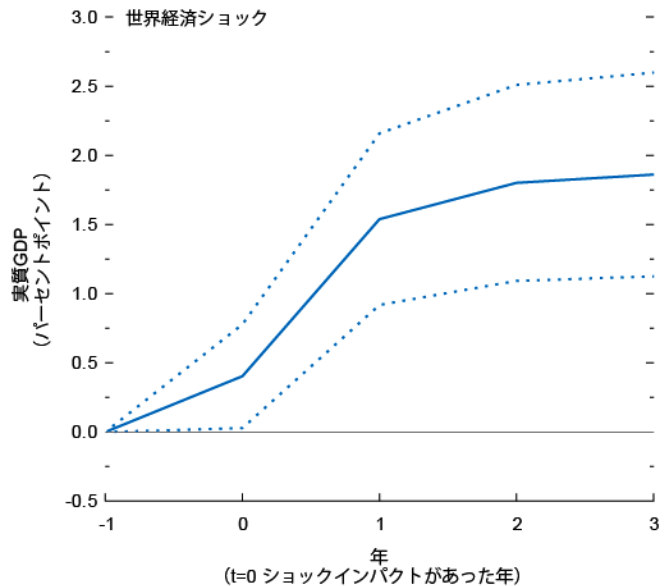
世界経済の情勢の悪化により、国際商品価格が急落した場合、一次産品輸出国へはどのような影響があるだろうか。世界の経済活動に起因する国際商品価格の変化は、一次産品輸出国の経済パフォーマンスに大きな影響を及ぼす。なかでも、原油輸出国への影響が最も大きい。原油の実質価格を約12%押し上げる1年を通じた世界経済ショックは、即座に原油輸出国の実質 GDP を0.4%、その後3年間で約2%押し上げる。

総じて、一時的な国際商品価格の変化に対しては、カウンターシクリカルな財政政策を採ることが最善だが、他国への影響を加味した場合、この提言には調整が必要となる。輸出国は、輸出品価格の

国際商品価格変動期の、一次産品輸出国のマクロ経済パフォーマンス



原油価格の実質的变化の、原油純輸出国への影響



上昇の背景要因が需要・供給にあるにかかわらず、上昇期には一次産品に関連する収入の増加分を蓄え、下落時にボラティリティーを抑制すべくそのバッファーを活用すべきである。このような政策スタンスは、純債務の水準が低く、金融政策がインフレ目標政策と柔軟な為替相場制度のもとに運用されている場合に、最も効果的であり、これは価格上昇のボラティリティーの緩和に資する。しかしながら、他の国や地域での国際商品価格に影響する生産性ショックを相殺することが不可能な場合、主要な一次産品輸出国は、他国への影響を考慮し協調的な措置を採る必要がでてくることから、若干カウンターシクリカルな要素を減らした財政政策を採り、世界経済への生産性ショックの影響の中和に貢献することが必要となるかもしれない。

国際商品価格に起こった変化が永続的となる可能性がある場合、一次産品輸出国はどのような対応をとる必要があるだろうか。国際商品価格の変化が持続的あるいは永続的な性質を有すると判明している場合、歳入の恒久的な増加あるいは減少への調整が主な課題となる。価格が上昇する場合、公共投資の拡大と労働税や資本税の減税を行い、民間部門の生産性、産出高、厚生 of 改善に努めるべきであろう。しかし、国際商品価格の変化が一時的かあるいは恒久的なものであるかの正確な判断は、実際には困難である。このことから、国際商品価格のトレンドに関する最新の情報を次第に取り入れながら、国際商品価格のあらゆるシクリカルな変化に対処するために、政策枠組みの強化を図ると共に財政面でのバッファーを構築する必要がある。