

**第3章 要旨 吠えなかった犬の推理：**  
インフレは口輪をはめられたのか、それともただ眠っているだけなのか。

著者: John Simon (主執筆者)、Troy Matheson、Damiano Sandri

要点

- グレート・リセッション（大規模景気後退局面）の間、様々な大きなショックにもかかわらず、インフレにほとんど変化は見られなかった。インフレという犬が吠えなかった理由は：
  - インフレ期待が引き続き中央銀行の目標値近傍で安定している。
  - 名目賃金カットに対する抵抗やその他の硬直性は、循環的失業の増加のインフレに対する下方圧力が限定的だったことを示している。
- 長期的なインフレ期待が確実に安定しているならば、回復基調が強まるなか、インフレもまた安定した状態が続く可能性が高い。すなわち、犬には口輪がはめられており、吠える可能性は低い。ゆえに、金融当局は、高インフレへの懸念を理由に強力な金融緩和の追求を躊躇すべきではない。
  - 経済を一時的に過剰に刺激（おそらく産出量ギャップの規模の誤った認識によるもの）してもインフレへの影響は僅かである可能性が高い。
  - 中央銀行の独立性の維持がインフレ期待、すなわちインフレの安定のカギである：口輪をはずすことはあってはならない。

インフレは近年非常に穏やかである。これまでの景気後退は総じて大きなインフレの下降を伴ったが、グレート・リセッションでは下降することはほぼなかった（図 3.1）。グレート・リセッションでのこの状況は、産出量ギャップが小さく大幅に増加した失業の大半が構造的なものであることの証左だとする推察も耳にする。すなわち、こういった意見は、現在進められている金融刺激策により失業率は改善するかもしれないが、これは景気過熱とインフレの昂進という犠牲を伴うと懸念している。また、インフレの安定は、中央銀行によるインフレ・ターゲティングが、インフレ期待すなわちインフレの安定に成功したことを反映していると論じる声も聞かれる。

本章の分析により、グレート・リセッション及び緩慢な回復期に、インフレ期待は、インフレ目標値近傍で安定していたことが判明した。先進国・地域の長期的なインフレ期待は、実際のインフレ率で大きな差があるものの、目標値近辺にある。デフレが長期化している日本でさえ、2012年2月に発表された1%という目標値近傍に引き続きとどまっている。さらに、中央銀行の信頼性の向上と相まって、こういった相関性が次第に強まっていることが分かった。

インフレの平均的水準が下降するにつれ、循環的失業の変化に対するインフレの感応度が小さくなった。図 3.5 は、1975 年以降のインフレと循環的失業のクロスカントリーの平均値を四半期ごとにまとめたものを、いくつかの時代ごとにカーブフィッティングし回帰直線で示したものである。総じて、インフレと失業の関係性が比較的大きかったように見える 1970 年代末～80 年代初めでは、インフレは高い水準にあった。1985 年～1994 年にはこれが小さくなっているが、これは中央銀行が現在のインフレターゲット制度の確立に着手した時期であり、多くの国や地域がディスインレーションを経験した時だった。1995 年以降はかなり平らになっているが、これはインフレ率が約 2%と安定している時である。こういった分析は、本ペーパーの複雑な計量経済モデルにより裏付けられている。

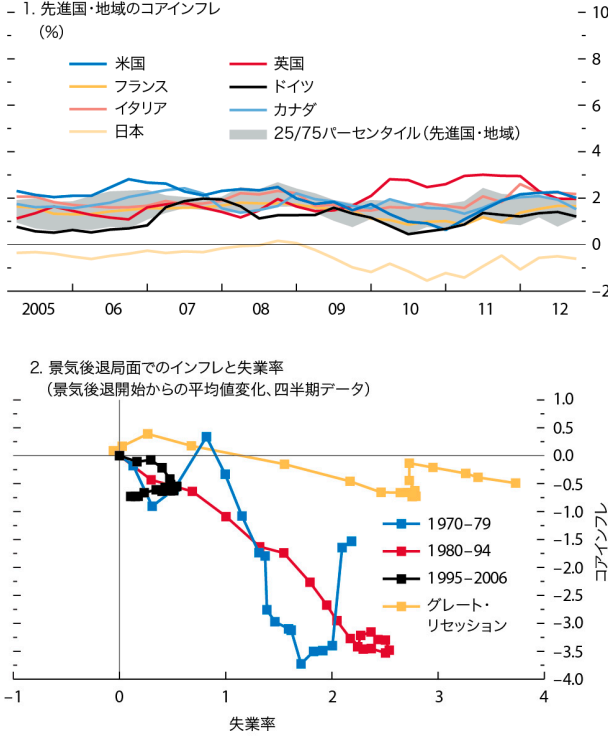
長期的インフレ期待がしっかりと安定しているならば、金融当局は、高インフレに関する懸念を理由に大幅な金融緩和政策の追求を躊躇すべきではない。実際、比較的平らなフィリップス曲線と極めて安定したインフレ期待という組み合わせは、経済の一時的な過熱（おそらく産出量ギャップの規模に対する誤った認識に起因すると考えられる）のインフレへの影響は僅かである可能性が高いことを示している。

中央銀行の独立性の維持が、インフレ期待、すなわちインフレの安定のカギである。1970 年代の米国とドイツの経験は、政治的圧力と中央銀行の独立性が限られていることからインフレリスクが生じることを想起させる事例である。フィリップス曲線が平坦になるほど、金融拡張のインフレへの影響は少なくなることを示しているが、政治的判断が金融政策の決定に影響を及ぼすようになるとリスクが生じるのは歴史から明らかである。

インフレが穏やかであることで油断が生じるかも知れない。しかし、気を緩めることは誤りであろう。消費者物価が低インフレであることは、必ずしも経済の不均衡が存在しないことと等しいわけではなく、インフレ・ターゲット値でのインフレが、経済の余剰能力が全く存在しないことを常に意味するとは限らない。2000 年代、幾つかの国で低インフレと激しい住宅インフレが同時に見られた。現在は、ターゲット値近傍でのインフレと高い失業率が同時に発生しているのである。

図3.1 新たなインフレ動向

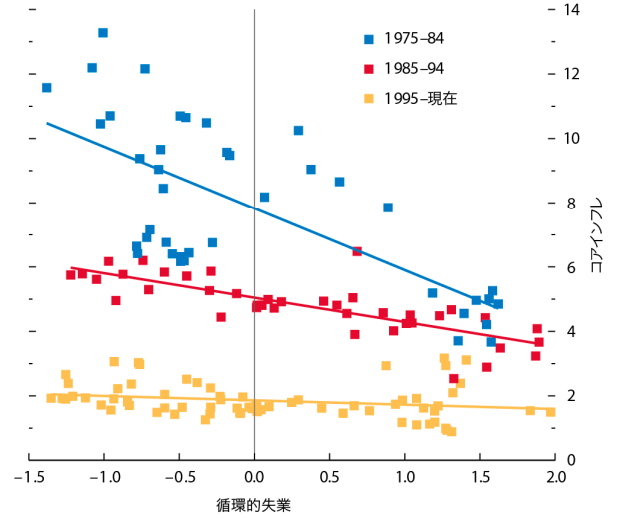
グレート・リセッションの際に失業率が大きく上昇したにもかかわらず、ほとんど全ての先進国・地域でインフレは際立って安定していた。これは、失業率が上昇する時にインフレがより大きく低下した1970年代、80年代の景気後退と大きく異なる点である。



出所：経済協力開発機構 (OECD)、IMFスタッフ算出

図3.5 インフレと循環的失業 (%, 先進国・地域平均)

インフレの平均的水準は1970年代のピークから、中央銀行のデフレーション政策の成功を背景に下がった。また、インフレ水準の低下に伴い、循環的失業とインフレの関係が弱まったように見えることも注目に値する。



出所：OECD、IMFスタッフ算出  
注：点は先進国・地域のインフレと循環的失業の平均値を表す(四半期データ)。

第4章 要旨 未知の世界を進む：  
今日のダイナミックな低所得国は成功できるか。

著者: John Bluedorn、Rupa Duttagupta (チームリーダー)、  
Jaime Guajardo、Nkunde Mwase、Shan Chen、Angela Espiritu

要旨

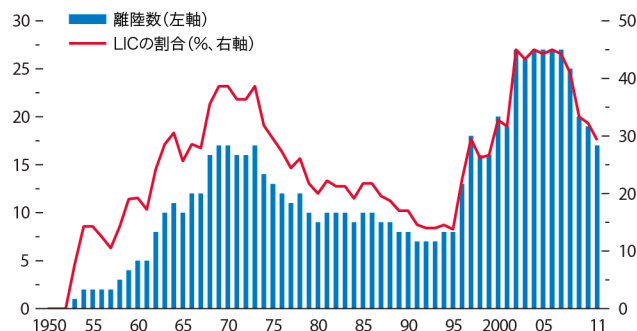
- 低所得国 (LIC) の成長パフォーマンスは過去 20 年間で大きく改善し、力強い成長離陸の割合が増加した。しかし、この展開は堅牢なのか、或いは 1960 年代・70 年代初めに離陸を果たした幾つかの国と同様、最終的に失望することになるのか懸念される。
- 本章では、ダイナミックな LIC 諸国の最近の波を、過去の例のなかでも主に 1960 年代及び 70 年代のダイナミックな LIC の波と比較した。結果、以下のことが明らかになった。
  - 重要な類似点: 両ケースとも、離陸を果たせなかった LIC と比較し、投資率が高く輸出が力強い成長を見せた。
  - 著しい違い: 今日のダイナミックな LIC は過去のケースと比べ、経済の脆弱性がはるかに低く成長を維持した。これは、借入資金による投資ではなく海外直接投資への依存がより高く構造改革が一段と迅速に進められたことを一部反映している。
- 今日のダイナミックな LIC は、その一段と力強い政策と低い脆弱性を背景に、過去に多くのダイナミックな LIC を苦しめた経済の悪化リスクにより良い対処が可能な立場にあるはずである。しかし、マクロ経済の不均衡への警戒と構造改革の継続が、更なる前進には不可欠である。

LIC は、成長離陸の第二の波とともに戻って来た。しかし、このより力強いパフォーマンスは今後も続くのかが懸念される。なかでも、

- 離陸は回復した。成長離陸は (定義: LIC の一人当たりの産出量が、最低でも 5 年間・平均 3.5% 成長率で拡大) 1960 年代及び 70 年代初期の第一の波の後に減少したが過去 20 年間で回復した。
- 最近の離陸は、1990 年代以前のケースと比べより長い期間続いた。今日のダイナミックな LIC の半分以上でグレート・リセッションの間も拡大が続いた。
- 最近の離陸は、第一次産品関連のみに限ったものではない。最近の離陸の約 3 分の 1 は、製造業を中心に据えた LIC (バングラデシュ、カンボジア)、或いは支

低所得国における新たな・現在進行している離陸数

成長の離陸が始まった或いは継続している低所得国の割合は、1990 年代から急激に拡大した。これらダイナミックな LIC の半分以上 (全 LIC 諸国の 3 分の 1 に相当) は、グレート・リセッション以降の世界経済の鈍化にもかかわらず、2011 年も離陸を続けた。



出所: IMFスタッフ算出

配的なセクターが存在しない LIC（モザンビーク、タンザニア）で起こっている。残りの 3分の2は資源が豊富な国（ガーナ、モンゴル）或いは農業を基軸とした国（エチオピア）あるいは両方（ラオス）で発生している。これまでのところ、今日の LIC 諸国の中で資源に恵まれたダイナミックな LIC が最も力強い成長を見せている。しかし資源豊富な LIC の多くが離陸を果たすことができなかつた。1990 年代以前では、資源が豊富な LIC は離陸を果たしてもやがて他に追い抜かれ、また離陸することがなかつた LIC の中では最も成長が緩慢だった。

- 悪化に関する懸念が残っている。現在・過去のダイナミックな LIC では、離陸後 10 年間で一人当たりの国民所得が 50~60% 上昇する傾向が見られた。しかし、過去のダイナミックな LIC の中には、次第に経済が大きく鈍化し所得の上昇分さえ失った国もあった。このことから、過去の例と比較し最近の離陸は脆弱性が薄れているかが、今日の主な疑問点となっている。

離陸により、開発における資本蓄積と貿易面での統合が果たす重要な役割が浮き彫りになった。現在と過去の離陸のケースを見ると、離陸しなかつた LIC と比べ、投資率や貯蓄率が高く輸出もより大きな成長を見せた。

しかし、第二の波のダイナミックな LIC は、第一の波の LIC 諸国より強固な経済基盤の恩恵を享受することになる。第一の波の LIC 諸国では、離陸後に不均衡が拡大したが、第二の波の LIC 諸国では、離陸後にインフレと債務が縮小し実質為替レートの競争力が増した。現世代の累積債務はより少ないがこれは、海外直接投資への依存を高め、また前世代と比べ投資水準が低かつたにもかかわらず力強い成長が継続したことを反映している。また、これら LIC 諸国は、規制負担の軽減や、インフラの改善、教育水準の向上、所得格差や政治的安定性の改善など、構造改革や制度改革の面でもより優れた実績を上げている。

経済面・金融面の脆弱性の軽減に向けた取り組みの継続が重要であることが、歴史を見れば明らかである。ケーススタディは、LIC は国内および対外的な不均衡を縮小し離陸することができたものの、その全てがこれを持続できたわけではなかつたことを示している。弱い経済への対策や包括的な構造改革を一貫して進めた国々は成長を持続することができた（1960 年代~80 年代のインドネシア及び韓国）。不均衡が拡大した国々では、経済離陸が突然終わりを迎えたり、何十年にも渡り力強く成長を続けた後でも一次的に中断することがあった（1980 年代のブラジル及び 1990 年代のインドネシア）。景気循環増幅的政策を避け、とりわけ世界的な超低金利を背景とした過剰な対外債務を回避することが、今日の LIC 諸国への主な教訓だと言える。

今日のダイナミックな LIC 諸国が政策面で成果を挙げているのは良い兆候だが、これらの国々は依然として対策が必要な数々の課題を抱えている。力強い成長に加え、生活水準、保健や教育といった面で幅広い改善が必要であり、貧困削減にも取り組まねばならない。また、多くの LIC 諸国は、成長が一部セクターのみに集中しており、これに起因するリスクから自らを保護するために、多角化を一層進める必要もあろう。しかし、こうした LIC 諸国が、改善した政策基盤を維持し構造改革の機運を持続することができれば、各々の開発目標の達成に向け順調に前進し、過去に多くのダイナミックな LIC 諸国を苦しめた様々な困難を回避する可能性が高くなるだろう。