

第3章 要旨：実現可能なターゲットの設定：商品価格の変動と金融政策

ジョン・サイモン (John Simon) チーム長、ダニエル・リー (Daniel Leigh)、
アンドレア・ペスカトーレ (Andrea Pescatori)、アリ・アリッキ (Ali Alich)、
ルイス・カタオ (Luis Catão)、オンドラ・カメニク (Ondra Kamenik)、
ヘージン・キム (Heejin Kim)、ダグラス・ラクストン (Douglas Laxton)、
ラファエル・ポर्टィヨ (Rafael Portillo)、
フェリペ・ザーナ (Felipe Zanna)

要点

- 中央銀行の信頼性が確保され、遊休生産能力を抱える国では、商品価格に起因する総合インフレ率が高い状況に対し、特段の注意を払う必要はない。
- 中央銀行の信頼性が十分でなく、過剰な需要圧力下にある国々では、食料価格ショックは、特に大きな二次的影響を及ぼす可能性があり、これらの国々には、一段と積極的な政策措置が求められる。
- 消費に占める食料の割合が高く金融政策の信頼性が低い場合、商品価格はインフレに一段と大きな影響を及ぼす。これは、一部の新興市場及び途上国で見取ることが出来る。
- 商品価格の変動は、総合インフレ率ターゲットの達成を困難にする可能性がある。総合インフレ率ターゲットの達成に向けた取り組みを進めることで、中央銀行の信頼性を損ない、経済の不安定化を引き起こす可能性がある。
- 基調的インフレ率をターゲットとすることで、信頼性の構築、ひいてはより良い経済状況につながる。基調的インフレは様々な指標を基にすることができる。実現可能なターゲットを設定することが望ましい。

本章は、商品価格の変動のインフレへの影響、並びに適切な金融政策上の措置について検証している。最近の世界の商品価格の動きは激しい（図を参照）。消費バスケットに占める食料の割合が高くインフレ期待が十分に安定していない国々では、商品価格の変動のインフレへの影響は、一段と大きくかつ長期に渡ることが判明した。これは、一部の新興市場及び途上国で見られる。

基調的インフレとは、中期的に持続する可能性があるインフレ率の推移を示した指標である。このような指標は一時的な商品価格ショックの影響を受けない。ひとつの可能性のある指標として、食料・燃料価格を除いた、コア・インフレが考えられる。総合インフレ予測も活用することができる。最適な指標は国により異なる。

商品価格ショックへ対応するにあたり、中央銀行がターゲットの設定に使うインフレ指標の選択は、中央銀行の信頼性への影響を踏まえれば、重要である。初期段階において、金融政策の信頼性が低く消費バスケットに占める食料の割合が高い国々では、総合インフレではなく基調的インフレを重視することで、信頼性の構築が容易なものとなる。その理由は、商品価格の変動が激しい場合、基調的インフレ率と比較し総合インフレ率のターゲットの達成は、困難だからである。信頼性が改善することにより、インフレ期待の一層の安定化、並びに産出高と総合インフレ率の変動の水準の抑制につながる。

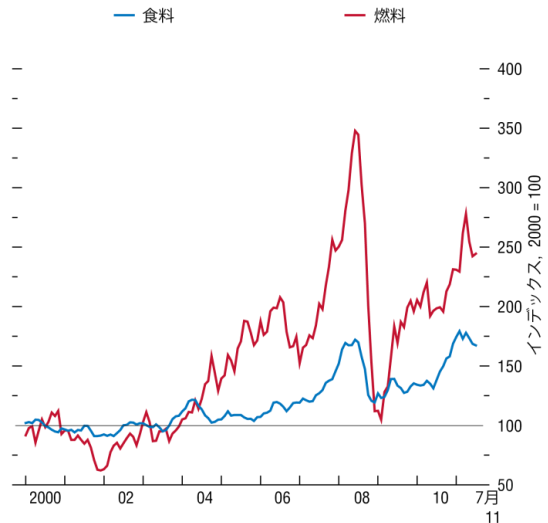
本章の主要な政策メッセージは「達成可能なものをターゲットとする」ことである。通常、商品価格へのショックの発生を予測することは困難であり、また往々にしてこれらショックが長期化することはないことから、信頼の構築を図る中央銀行は、総合インフレではなく基調的インフレに基づいた政策目標を設定することが望ましい。総合インフレ率をターゲットとすることで、総合インフレ率の乱高下を抑えることができるが、経済は激しい変動を繰り返すことになろう。食料及び商品価格の安定化が産出高・雇用の安定化より重要である場合は、これを選択することが望ましい。

中央銀行の信頼性が高く遊休生産力を抱える国々は、商品価格に起因する総合インフレ率が高い状況に対し、特段の注意を払う必要はない。インフレ期待が十分に安定しているなど、中央銀行の信頼性が高く、大規模な遊休生産能力を抱えている国では、食料価格ショックにより総合インフレ率が上昇した場合でも、緩和的な金融

図3.1 世界の商品価格（2000年~2011年）

（実質、米国消費者物価指数で割って算出）

2000年以降、食料および燃料価格は大きく上昇している。食料・燃料価格は、2008年に、2000年の水準をそれぞれ80%、250%上回りピークに達した。現在は同比で80%、175%上回っており、現在、構造的な要因により更なる上昇の可能性が懸念されている。



出所：Haver Analytics及びIMFスタッフによる算出

政策を継続することができる。一部の主要先進国及び新興市場国が、現在この状況にある。

需要圧力下でありインフレがターゲットを上回っている国々では、食料価格ショックは、特に大きな二次的影響を引き起こす可能性がある。これは、これらの国々は外需の動向に留意しながら、他の国々より一段と積極的な政策対応を取る必要があることを示している。初期段階における実際のインフレ率とターゲットの差が大きいほど、インフレ率の上昇による信頼の喪失が深刻となる。一部の新興市場および途上国が現在においてもこのような圧力下にある。

世界経済見通し 2011年9月

第4章 要旨 誕生とともに別れたか？財政赤字と貿易赤字の双子の赤字

アブドル・アビアド (Abdul Abiad) チーム長、ジョン・ブルードン (John Bluedorn)、ジェイミー・グアハルド (Jaime Guajardo)、マイケル・クモフ (Michael Kumhof)、ダニエル・リー (Daniel Leigh)

要点

- 財政政策は、各国の対外バランスに長期的かつ多大な影響を与えることから、世界の需要の再調整を行ううえで重要な役割を担う。財政赤字をGDP比で1%削減した場合、経常収支を同0.5%超改善することが判明した。
- 国内の消費と投資の鈍化とともに輸入が鈍り、また往々にして財政の引締め後に起こる通貨価値の下落により輸出が増加することから、経常収支は改善する。
- 為替レートが固定されている或いは、金融刺激策の余地が限定的な場合、財政再建に伴う経常収支の調整は、そうでない場合と比較し、その規模は同程度だが、より困難を伴うものになる。経済活動は一段と縮小し、国内の賃金と物価の圧縮はより厳しいものとなる。
- 各国が財政政策の引締めを同時に行った場合、経常収支への影響を考える上で、他国と比較し、各国がどの程度再建を行うかという点が重要である。各国の財政調整計画の現時点でのパターンでは、ユーロ圏の不均衡は削減し、アジア新興国の貿易黒字は縮小するが、米国の経常赤字は拡大するだろう。

財政調整は、今後の世界経済を形成する主要な要素の一つとなる。財政の持続可能性の回復に向け、多くの先進国は財政赤字を削減する必要がある。一方、新興市場および途上国は、財政政策の余地の再構築、或いは景気過熱圧力の抑制に向け引締めを行っている。

これらの財政調整は、対外バランスにどのような影響を与えるだろうか。米国や一部のユーロ圏など、財政赤字と貿易赤字という双子の赤字を抱える国々の政策立案者は、財政再建によるこれら二つの赤字削減の実現を期待しているかも知れない。一方、中国、ドイツ、日本のように、財政再建により貿易黒字がさらに拡大する可能性がある国もある。これらを明確にすべく、本章では過去30年間に渡る先進国の財政政策の変化を分析し、モデル・シミュレーションを行った。

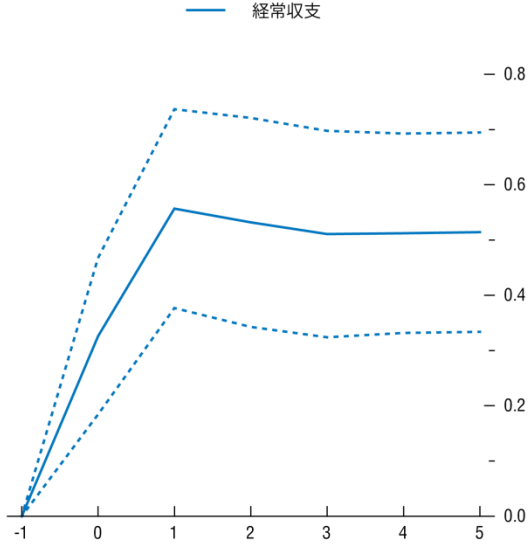
財政政策は、経常収支に長期的かつ大きな影響を与えることが判明した。GDP比で1%規模の財政再建を行った場合、経常収支は2年以内に同0.5%超改善し、さらにその効果は中期的に持続する。経常収支は、内需の減速による輸入の減少のみならず、自国通貨の下落による輸出の拡大により改善する。

金融政策が制約下にある場合、経常収支の調整は、そうでない場合と比較し、その規模は同程度だが、より困難を伴うものとなる。政策金利が既にゼロ近傍にある、或いは為替レートを固定していることから、財政再建の縮小効果を相殺するために政策金利の引き下げが行えない場合、内需は一段と急激に縮小する。実質為替レートは減価するものの、「内的減価」と呼ばれる国内の賃金及び物価のより大幅な圧縮を通じたプロセスを通じたものとなる。しかし総体的に、経常収支はGDP比で1%の財政再建に対し同約0.5%改善する。これらのケースは、通貨同盟に加盟するユーロ圏の国々や、米国や日本など金利がゼロ近傍の国々に当てはまる。

多くの国が同時に再建を行った場合、経常収支への影響を考える上で、他国と比較し、各国がどれ程再建を行うかという点が重要となる。これは、全ての国が同時に経常収支を改善することは不可能だからだ。オーストラリア、カナダ、英国、及び一部のユーロ圏の国々などの財政再建措置は、比較的規模が大きくかつ恒久的なものとなる見込みである。これらの国々では、財政調整は対外バランスにプラスの影響をもたらす。ドイツ及びアジア新興国も再建を行っているが、これらと比較すると小規模であり、対外黒字の削減につながると考えられる。最後に、米国については、恒久的な財政再建措置は比較的小規模なものとなる見込みであり、米国の経常赤字の削減には、影響はほとんど無いと考えられる。

GDP比1%の財政再建の経常収支への影響

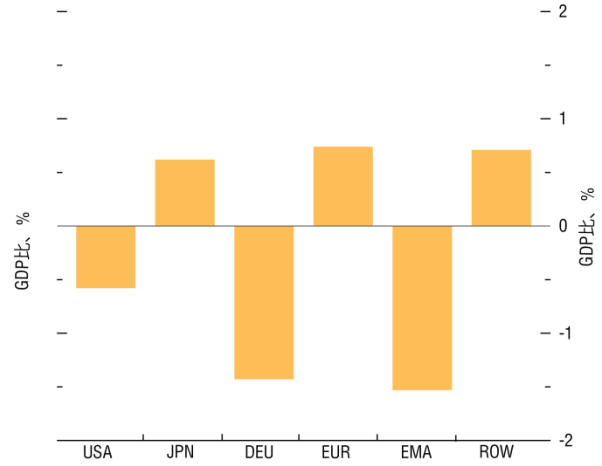
財政政策は、対外バランスに長期的かつ大きな影響を及ぼす。GDP比1%の財政再建を行うと、通常、2年以内にGDP比0.5%超の経常収支の改善が見られ、これは中期的に続く。



出所：IMFスタッフによる算出
注：X軸は年を表す。t=0は財政再建の年を示す。点線は、点推定の90%の信頼区間を示す。

計画されている財政調整の経常収支への長期的影響 (2010年以降)

各国が異なる規模の財政調整計画を実行することで、ユーロ圏では不均衡の削減、アジア新興国では対外黒字の縮小、米国では経常赤字の拡大という影響をもたらす。



出所：IMFスタッフによる算出
注：DEU：ドイツ、EMA：アジア新興国、EUR：ユーロ圏（除ドイツ）、JPN：日本、ROW：その他の国々、USA：米国