

世界経済の減速とインフレ増大

世界経済は難しい局面を迎えている。多くの先進国・地域で需要が急速に後退する一方、新興及び発展途上国・地域を中心に世界的にインフレ率が上昇している。世界経済は2008年下期にかけて著しく減速し、2009年には徐々に回復すると見込まれる。また同時に、燃料及び商品価格の上昇により、特に新興及び発展途上国・地域においてインフレ圧力が増大しつつある。このような状況において、政策当局者にとってインフレ圧力の緩和こそが最優先課題であるが、それと同時に成長へのリスクにも目配りする必要がある。多くの新興国・地域において、金融政策及び一層の財政の引き締め、また場合によってはより柔軟な為替レート管理も必要とされている。主要先進国・地域においては、経済成長減速の一方でインフレ期待及び労働コストは安定していることから、金融政策引き締めの必要性は比較的低いとみられるが、インフレ圧力の動向を注意深くモニターしていく必要がある。

経済成長の減速が続く

昨年夏来の世界経済成長の減速は2008年後半も続き、2009年によりやく緩やかな回復に向かうと見られる。

先進、新興市場国・地域とも経済活動が後退し、第1四半期の成長率は4%パーセント（前年同期比）と、2007年第3四半期の5パーセントから減速した。第1四半期の減速は2008年4月の「世界経済見通し」で予測したほど急激ではなかったものの、最近の指標からは、2008年下期にはさらなる経済活動の減速が見込まれる。先進国・地域においては、企業の景況感と消費者マインドが引き続き悪化する中、鉱工業生産もさらに弱含んだ。新興国・地域においても、経済活動減速の兆しが見られる。

これらを背景に、世界の経済成長率は2007年の5パーセントに対し2008年は4.1パーセント、2009年は3.9パーセントと緩やかな伸びに留まると予測される（表参照）。第4四半期を前年同期と比較してみると、全体像がよりはっきりする。成長率は2007年の4.8パーセントから2008年には3.0パーセントに低下、その後2009年に4.3パーセントへと再び加速するとみられる。

- 2008年の米国経済の伸びは、上期の指標を反映し、年平均ベースで1.3パーセントに引き上げられた。しかし原油及び食料価格の上昇と厳しい信用状況を背景に消費の減速が見込まれることから、米国経済は年後半にややマイナス成長し、その後2009年には徐々に回復すると予測される。ユーロ圏及び日本の成長見通しについても、2008年下期の減速を見込んでいる。
- 新興及び発展途上国・地域の経済成長もまた、勢いを失うことが予測される。これらの国・地域の成長率は、2007年の8パーセントから、2008-2009年には7パーセント程度に低下すると見込まれる。中国の成長率は2007年の12パーセント程度から2008-2009年には10パーセント程度に抑えられるものと予測される。

世界経済の成長見通しに対するリスクについては、修正されたベースライン見通しからの上振れ、下振れリスクは同程度で均衡していると考えられる。金融リスクは引き続き高い水準に留まるとみられる。世界的な景気減速の中で損失が拡大すればさらに自己資本を圧迫し、与信能力を低下させる恐れがある。加えて後ほど述べるように、インフレ懸念が高まっており、景気減速への政策対応が制約される可能性がある。上振れの可能性としては、先進及び新興国・地域の需要は、2008年第1四半期に続き、商品価格と金融ショックに対して予想以

上の底堅さを示す可能性がある。

世界的な不均衡に関わるリスクもまた懸念材料として残る。米ドル安が続いていること、また貿易相手国に対し米国の経済成長が相対的に低いことにより、米国の経常赤字の見通しはより持続可能な水準で推移するとみられる。しかし、ユーロなどの為替が弾力的な通貨が米ドル調整の負担の大半を引き受ける一方、巨額の対外黒字を有する一部新興国・地域の為替レートの変動が小幅に留まっている事が示すように、経常収支の状況と為替の調整があまりリンクしていない。さらに、国際的な原油価格の高騰によって、石油輸出国の経常黒字は更に拡大する見通しだ。

インフレ懸念は増大

世界的な景気減速にもかかわらず、先進及び新興国・地域においてインフレ率が上昇しつつある。多くの国で、食料及び燃料価格の上昇がその主な要因となっている。原油価格は、生産余力の制約と非弾力的な需要を背景に、供給懸念に反応して大幅に上昇し、実質ベースで史上最高値を更新した。一方、食料価格も好調な需要の伸びの継続（バイオ燃料への利用による需要を含む）に天候不順が加わり、上昇した。

先進国・地域では、2008年5月の消費者物価指数が3.5パーセント（前年同月比）に上昇し、コアインフレ率は1.8パーセントに留まっているものの、各国中央銀行は懸念の高まりを表明している（図参照）。インフレ率上昇は新興及び発展途上国・地域で一段と顕著であり、インフレ率とコアインフレ率はそれぞれ8.6パーセント、4.2パーセントに上昇、2000年代に入って以来最も高い水準にある。こうした国・地域では、食料と燃料が消費バスケットに占める割合がより大きく、高い経済成長が続いてきたことから供給余力の縮小も進んだ。

先進国・地域では、インフレ圧力は需要の鈍化によって抑制される可能性が高く、商品価格が想定通りに安定化すれば、2008年のインフレ加速は2009年には反転すると見込まれる。新興及び発展途上国・地域では、商品価格の高騰、トレンドを上回る成長、緩和的なマクロ経済政策を背景に、インフレ圧力が急速に高まっている。従って、これらの国・地域のインフレ見通しは、2008年、2009年ともに1.5ポイント強引き上げられ、それぞれ9.1パーセント、7.4パーセントとなった。

食料及び燃料価格上昇により重大局面に直面する国も

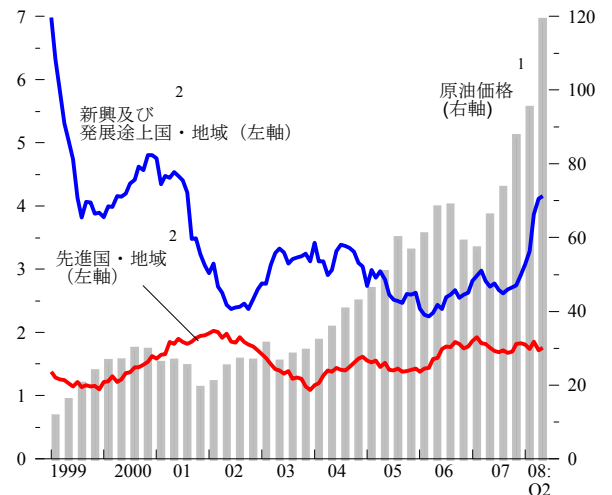
燃料及び食料を中心とする商品価格が2008年4月の「世界経済見通し」の発表時点から一段と高騰したことを受け、IMFによる商品価格の短期ベースライン見通しは引き上げられた（Annex参照）。原油価格のベースラインは、先物市場の価格上昇にあわせ、2008年4月の「世界経済見通し」から30パーセント引き上げられた。商品価格の上昇は世界経済に大きな影響を与えており、世界的なインフレ圧力の高まり、商品輸入国の購買力の低下が生じている。また一部の低・中所得国においては、最貧層に十分な食料を確保することが困難となっており、近年達成してきたマクロ経済の安定による恩恵を失う恐れに直面している。

Annexでは、食料及び燃料価格高騰の要因を検討し、当面価格上昇圧力が著しく緩和する可能性は低いと論じる。従って、特に低・中所得国において、インフレの高まりや外貨準備の激減を避けつつ貧困層に必要な食料を供給する方策を探ることが政策課題となろう。

価格上昇がフルに消費者に転嫁されれば、生産者による供給増及び消費者の需要減が促されよう。しかし、高

コアインフレ率と原油価格

(前年同期比パーセント、1バレル当りの米ドル価格)



出典：Haver Analytical、IMF Primary Commodity Prices database、IMFスタッフ算定

1 英国ブレント、ドバイ、ウエスト・テキサス・インターミディエートの原油価格の四半期ごとの単純平均

2 コアCPIの前年同期比変化率（パーセント）。購買力平価（PPP）に基づき加重平均。

騰する食料及び燃料価格による影響を緩和するために、一時的かつ対象を絞った社会的政策も必要である。さらに、この危機の原因及び影響に対処するために、多国間の取り組みが必要である。一部の低所得国は、輸入及び社会的支出をまかなうために国際社会の支援を必要としよう。また、ショックに適応するための政策設計に関する支援が必要な国もある。さらに、価格上昇に対する反応を強化するといった、商品市場における需給均衡を促進するための多角的な取り組みが必要となろう。

金融市場の混乱が引き続き大きな下振れリスク

市場環境は依然難しい状況にある。金融市場の混乱に対する断固とした政策対応、また銀行の資本増強に向けた有益な進展により、金融危機のリスクは後退したが、ここ数週間の動向にもあるように、市場環境は引き続き脆弱で、経済の減速に伴う損失の拡大が懸念される。同時に、バランスシートの改善が必要とされていることから、新たな与信活動も制約を受けている。そのため、先進国・地域における信用環境は今後数四半期にわたり厳しい状況が続くと見られ、金融部門のバランスシート改善に向けた努力が引き続き必要となろう。

これらの点については、7月下旬発表予定の「国際金融安定性報告書（GFSR）アップデート」でさらに詳しく述べられる予定である。

マクロ経済政策は需要減速とインフレ上昇両面を考慮する必要

政策当局者は、インフレ圧力の高まりを抑える必要があるが、経済の下振れリスクにも留意しなければならない難しい状況に直面している。

中央銀行の多くが金融政策を引き締めているが、実質金利は新興及び発展途上国・地域では概ねマイナスの水準に留まっており、とりわけ為替レート管理によって金融政策の柔軟性が制約を受けている国においてこれがみられる。

商品価格の高騰の波及効果と金融市場のストレスの持続が、特に先進国・地域において、景気減速に対する政策当局者の対応を困難なものとしている。これらの国・地域においては、最近の原油価格の上昇は政策引き締め論拠を強化するものではあるが、インフレ期待及び労働コストが引き続き十分に抑制されると見込まれること、また経済成長のモメンタムが弱いことから、政策を採用すべき状況に至っているとまでは言えない。とはいえ、インフレ圧力の動向については注意深くモニターする必要がある。新興国・地域において、特にトレンドを上回る経済成長が続いている場合には、最近のインフレの上昇を反転させるために金融政策及び一層の財政の引き締めが必要であり、場合によってはより柔軟な為替レート管理を組み合わせる必要がある。

表. 世界経済見通し

(単位はパーセント、付記がある場合を除く)

	前年比						第4四半期の比較		
	2006	2007	見通し		2008年4月WEOからの変化		推定値 2007	見通し	
			2008	2009	2008	2009		2008	2009
世界経済成長率¹	5.1	5.0	4.1	3.9	0.4	0.1	4.8	3.0	4.3
先進国・地域	3.0	2.7	1.7	1.4	0.4	0.1	2.6	1.0	2.3
米国	2.9	2.2	1.3	0.8	0.8	0.2	2.5	0.3	1.9
ユーロ圏	2.8	2.6	1.7	1.2	0.3	--	2.1	1.3	1.7
ドイツ	2.9	2.5	2.0	1.0	0.6	--	1.8	1.2	1.9
フランス	2.2	2.2	1.6	1.4	0.2	0.2	2.2	1.2	1.8
イタリア	1.8	1.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.1	0.8	0.8
スペイン	3.9	3.8	1.8	1.2	--	-0.5	3.5	1.0	1.6
日本	2.4	2.1	1.5	1.5	0.1	--	1.4	1.2	2.1
イギリス	2.9	3.1	1.8	1.7	0.2	0.1	2.8	1.3	2.2
カナダ	3.1	2.7	1.0	1.9	-0.3	--	2.8	0.7	2.6
その他先進国・地域	4.5	4.6	3.3	3.3	--	-0.1	5.0	2.2	4.9
アジア新興市場国・地域	5.6	5.6	4.2	4.3	0.2	-0.1	6.1	2.7	6.9
新興市場および途上国・地域 ²	7.9	8.0	6.9	6.7	0.2	0.1	8.5	6.3	7.5
アフリカ	5.9	6.5	6.4	6.4	0.1	--	...	...	...
サブサハラ地域	6.4	7.2	6.6	6.8	--	0.1	...	...	...
中央及び東ヨーロッパ	6.6	5.6	4.6	4.5	0.2	0.2	...	...	...
独立国家共同体(CIS)	8.2	8.6	7.8	7.2	0.8	0.7	...	...	...
ロシア	7.4	8.1	7.7	7.3	0.9	1.0	9.5	7.1	7.2
その他諸国	10.2	9.7	7.8	7.0	0.4	--	...	...	...
アジアの発展途上国	9.9	10.0	8.4	8.4	0.2	--	...	...	...
中国	11.6	11.9	9.7	9.8	0.4	0.3	11.3	8.8	11.1
インド	9.8	9.3	8.0	8.0	0.1	--	8.9	7.6	7.7
ASEAN-5	5.7	6.3	5.6	5.9	-0.2	-0.1	...	...	...
中東	5.5	5.9	6.2	6.0	0.1	-0.1	...	...	...
西半球	5.5	5.6	4.5	3.6	0.1	--	...	...	...
ブラジル	3.8	5.4	4.9	4.0	0.1	0.3	6.2	3.4	4.5
メキシコ	4.9	3.1	2.4	2.4	0.4	0.1	4.0	1.2	3.6
商品価格(米ドルベース)									
原油 ³	20.5	10.7	63.8	7.3	29.5	8.3	...	...	...
除化石燃料 (世界商品輸出に基づく加重平均)	23.2	14.1	14.6	-5.2	7.6	-0.3	...	...	...
消費者物価指数									
先進国・地域	2.4	2.2	3.4	2.3	0.8	0.3	...	...	...
新興市場および途上国・地域	5.4	6.4	9.1	7.4	1.7	1.8	...	...	...
LIBOR(パーセント)⁴									
米ドル	5.3	5.3	2.8	3.6	-0.3	0.2	...	...	...
ユーロ	3.1	4.3	5.0	5.3	1.0	1.7	...	...	...
円	0.4	0.9	1.1	1.5	0.1	0.7	...	...	...

注：実質実効為替レートは2008年5月21日-6月18日の水準に留まると想定。

¹ 四半期の推定値及び見通しについては、世界購買力平価（PPP）ウェイトでみて全体の90パーセントに相当する国・地域を含む。² 四半期の推定値及び見通しについては、PPPウェイトでみて新興および発展途上国・地域の約76パーセントに相当する国・地域を含む。³ 英国ブレント、ドバイ、ウエスト・テキサス・インターミディエートの原油価格の単純平均。1バレル当たりの2007年の平均原油価格は71.13米ドルであった。⁴ 先物市場の価格に基づき2008年は116.50米ドル、2009年は125米ドルと仮定。⁵ 米国および日本については6カ月物、ユーロ圏については3カ月物金利。

Annex. 高騰する燃料・食料価格：要因、見通し及びリスク

本稿では燃料・食料価格高騰の要因、見通し及びリスクについて検討する。原油と食料価格急騰の起点は、世界的に極めて力強い経済成長が見られた2003－2007年に遡ることができよう。新興及び発展途上国・地域における急速な経済成長は、とりわけ商品需要を高める結果となったが、これは、工業化の進展及び一人当たり国民所得の低水準からの急速な増加は一次産品需要の急速な拡大を伴うことが多いためである。このため、先進国・地域の景気減速が商品価格に与える影響の度合いは、過去の景気循環に比較して小さい。

しかし世界経済成長の好調さだけでは、1970年代初頭以来最も急激かつ広範な今回の商品価格高騰の説明がつかない。

本稿では概して、価格上昇に対する短期的な需給の反応の鈍さに加え、さまざまな供給上の問題が、燃料・食料価格の急騰の主な原因となっていると論じる。¹ 商品価格は、供給余力または在庫が限定されている場合、需要（または供給）ショックに特に強く反応する傾向があることはよく知られている。

原油市場では、世界的な景気回復が始まった時点ですでに生産は能力の限界に近くなっていたこともあり、供給は需要の拡大に反応できず、価格は力強い上昇トレンドを示した。一方、高騰する投資コストと技術上、地質学上、政策上の制約、また既存油田の老化のために、生産・流通能力の増強には時間を要するとの認識が行き渡り、供給余力が乏しく、市場が逼迫した状況が続くと考えられるようになった。原油価格が先物価格カーブのすべての期間にわたって高水準にあることは、高価格が維持されることによってのみ将来の需要を満たすために必要な大規模な投資が促される、という予想をある程度反映したものである。こうした環境のもと、原油価格は、地政学的リスクに関連したニュースなど、短期的な供給の混乱のリスクを示すニュースに極めて敏感に反応している。

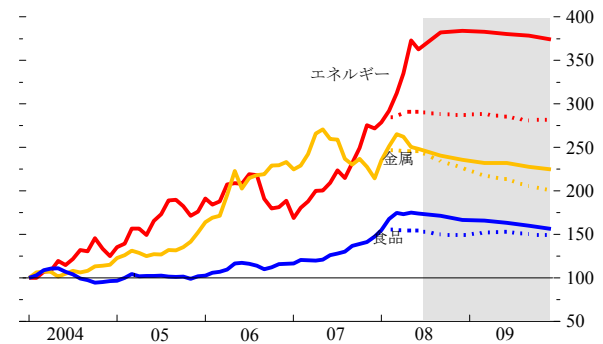
金融情勢もまた、原油及びその他商品価格の上昇圧力に一時的に追い討ちをかけた。特に為替レートといった金融指標の変化は、実需への影響を通じて、原油及びその他商品価格の上昇に影響を与える。これに対し、原油などの商品の資産クラスとしての存在感の高まりが、その価格動向に影響を及ぼしたことを示す有力な証拠はない。もっとも、市場心理の変化などといった純粋な金融要因が、短期的に価格に影響を及ぼす可能性はある。

次に食料に目を向けると、食料価格の高騰はいくつかの要因が重なったものである。全般的には、前述の通り新興及び発展途上国・地域の力強い経済成長を一部反映して、過去8年から10年以上にわたり、特に主要穀物や食用油など多くの食料で需要の伸びが供給の伸びを上回ってきた。その結果、世界におけるこれらの作物の在庫は1970年代半ば以来の低水準にまで落ち込んでいる。

全般的な価格上昇圧力は、2006年以降のさまざまな動向によって一段と強まった。

- 天候不順によって、多くの国で2006年と2007年両年の収穫高が減少するという、まれにみる事態に陥った。特に小麦の収穫が大きな打撃を受け、その結果小麦価格が高騰し、その影響は代替穀物（特にコメ）にま

主要商品価格¹ (2004年1月 = 100)



出典：IMF Primary Commodity Prices database

¹ 陰影部はIMFスタッフ予想、実線は現行見通し、点線は2月28日時点の見通しを示す。

¹ 多くの国における原油需要は近年、国際市場価格の上昇の影響をあまり受けない傾向を強めている。（“Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses”参照。

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf> で入手可能)

で波及した。

- 原油価格の上昇と政策支援が手厚さを増していることを反映し、先進国・地域においてバイオ燃料の増産が進み、食料需要を押し上げた。特に、トウモロコシを原料とするエタノールの生産増加は2006－2007年の世界のトウモロコシ消費の伸びの約4分の3に寄与した。その結果、トウモロコシだけでなく、その他の食用作物の価格も上昇し、上昇幅は劣るものの、食用油（消費代替と作付け代替の影響）、鶏肉と精肉（飼料価格の影響）の価格も押し上げた。
- 原油及びエネルギー価格の上昇は、輸送燃料及び肥料価格への影響（肥料は2006年初頭から3倍超に上昇）を通じて、食料品の生産コストを広く押し上げた。
- 自国内の食料供給を増やし、国内物価を引き下げることが目的とした食料輸出国による輸出規制の導入拡大が、世界的な価格の上昇圧力となっている。一部のコメ主要輸出国による輸出規制は2008年の米価急騰に大きく影響したと考えられる。

上記で述べたさまざまな要因の影響が長引く一方で在庫及び生産拡大余力は低水準に留まると思われるため、原油及び食料価格は引き続き、高水準で変動の大きい状態が続くと見られ、ベースライン見通しでも緩やかな下落を予想するに留まっている。原油生産は、新規操業開始による小規模な増産分の大半が既存油田の一段の収量低下によって相殺される可能性が高いことから、概して停滞状況が続くものと見込まれる。食品市況については、バイオ燃料の生産増加と新興及び発展途上国・地域からの引き続き堅調な純需要によって、今後も一部価格に圧力がかかると思われる。一過性の強い要因の中では、天候の影響は作物によって異なるであろう。例えば小麦の価格は、収穫増への期待から2008年3月につけたピークから約30パーセント低下している。しかし一方でトウモロコシと大豆の価格は、収穫に対する懸念からさらに上昇している。適切な政策インセンティブが実施されれば、基本的に食料部門は供給拡大に対する制約が石油部門ほど長期にわたることがないため、中期的には、食料価格は大幅に低下するとみられる。