

(仮 訳)

G 2 0 コモディティ・スタディグループ報告書

要 旨

<近年のコモディティ価格の動きは重要な政策課題を提起>

この 10 年間は、コモディティ価格の大幅な変動が目立った。2008 年までは高騰したあと、金融危機の深刻化を受けていったん急落した。その後、2009 年初からは再び上昇に転じ、主要コモディティ（エネルギー、食料、ベースメタル等）の価格は、2008 年につけた既往ピークに近い水準、ないし、それを上回る水準に達している。コモディティ価格の変動は、総じて工業製品やサービスの価格に比べると大きい。過去のコモディティ価格の動きと比較しても、一部コモディティの近年の値動きは速く、振れ幅は大きい。

こうしたコモディティ価格の大幅な変動は、世界的に重要な政策課題を提起している。短期的には、インフレ圧力や実質所得の減少など、コモディティ価格の高騰や大幅な振れによって引き起こされるマクロ経済上の諸問題に対応していく必要がある。こうした問題は、コモディティの輸入依存度が高い低所得国でとくに深刻である。より長期的には、世界経済の更なる成長や一体化の進展にあわせて、コモディティ供給の拡大も確保していくことが鍵となる。こうした課題に対応していくことは、世界全体の経済・社会厚生を持続的な改善を実現する上で不可欠である。

<需給バランスの基本的な変化>

この 10 年間のコモディティ価格変動の主因は、主要コモディティの現物の需給バランス自体が大きく変化したことである。多くのコモディティにおいて、大幅な需要増加に供給の拡大が追いついていない。この結果、在庫や供給余力が減少し、コモディティ市場がショックに晒されやすくなっている。

コモディティ需要の増加は、主として、世界経済の急速な一体化と目覚ましい経済成長によって牽引されてきた。エマージング諸国における製造業の急成長が、都市化の進展や消費行動の変化とあいまって、エネルギー関連コモディ

ティやベースメタル、一部の農産物に対する需要増加を引っ張ってきた。こうした視点にたつと、コモディティに対する需要増加は、今日における経済のグローバル化の動きと密接に結び付いているものであり、コモディティに対する旺盛な需要が長期間続く可能性がある。

一方、供給能力は、様々なショックや長期間にわたる過少投資により、制約されてきた。短期的には、主要な食料・一次産品市場への供給ショック（より頻繁に起こるようになってきた天候不順や地政学的不安等）が、コモディティ価格の振れを引き起こしてきた。より根本的には、コモディティの生産やインフラ向けの投資が長期間に亘って低水準で推移したことが、需要増加への生産者の対応力を弱めてきた。

＜各国の国内での政策対応が世界のコモディティ市場に及ぼす影響＞

多くの国が、とくに食料やエネルギー価格の上昇によって生じる経済的、社会的影響を緩和するための政策対応をとってきた。とくに、2007年から2008年におけるコモディティ価格の高騰時には、多くの国が一時的にコモディティに対する輸入関税の引き下げ（廃止）や、輸出規制、公的在庫の積極活用、予備的在庫の積み増しなどを実施した。また、食料・エネルギー価格の世界的な上昇が弱い立場にある自国民に及ぼす影響を緩和するため、国内消費に補助金を出す国も多かった。

こうした各国の国内での政策対応は、しばしば世界のコモディティ市場に影響を及ぼしている。対症療法的な政策（関税、輸出規制、補助金等）は、市場の不均衡をもたらし、価格のボラティリティを増幅させ、価格安定化メカニズムとしての国際貿易の役割を弱めうる¹。より長期的にみると、国内外の市場の歪みは、資源配分の失敗や最適とはいえない供給体制を生み出しかねない。

バイオ燃料の生産を促す政策は、エネルギー市場と農業市場のリンケージを強める可能性がある。食料の生産・流通におけるエネルギーニーズの高まりと相俟って、バイオ燃料生産のために農産物を利用することが、エネルギー市場から食料価格へのパススルーを強めている可能性がある。バイオ燃料の使用は、達成義務のある消費目標や政策措置により押し上げられていることが多い。

¹ 2011年6月、G20農業大臣会合は、「安定的で、予測可能性があり、歪められることがなく、透明性の高い貿易システムは、食料と農産物の取引が制限なく行われる状態をもたらす、食料安全保障に資する」という点で合意した

(http://agriculture.gouv.fr/IMG/pdf/2011-06-23_-_Action_Plan_-_VFinale.pdf)。

＜コモディティ市場における金融投資家のプレゼンスの高まり＞

2000 年代半ば以降、コモディティ関連の金融市場に参入する金融投資家は著しく増加した。コモディティ・デリバティブ取引自体は以前から存在したが、過去数年で、コモディティ市場における投資家、投資商品、投資戦略の多様性は大きく拡大した。

幅広い金融投資家がコモディティ取引に参入することは、市場の深みと流動性を向上させることになり、市場機能の改善につながりうる。市場機能の向上は、生産者と消費者による価格変動リスクのヘッジに役立つ。また、多様な投資家の参入は、長期のコモディティ先物市場の発展に寄与すると考えられ、それは長期的な視点に立ったリスク管理や投資計画の立案を促進するだろう。より一般的には、十分に情報をもった金融投資家が参入することにより、価格シグナルの質が向上するだろう。もっとも、金融投資家が一方向に偏った群衆行動をとることによって巨額の資金の流れが生じ、コモディティの値動きを増幅する可能性が時としてあるほか、実体的な需給バランスと整合的なファンダメンタル価格から、コモディティ価格を一時的に乖離させてしまう可能性もある。

金融投資家の参入がコモディティ価格に与える影響については、評価はいまだ固まっていない。実際、現物需給の大きな変化によって、過去数年のコモディティ価格のトレンドを適切に説明することが可能である。また、先行研究をみても、金融投資家がファンダメンタルズからの持続的な乖離をもたらしているという証左は、限定的にしか存在しない。ただし同時に、幅広い金融投資家の参入が、コモディティ価格のボラティリティや、株式市場とコモディティ市場の相関に影響を与えているという見方は存在する。

世界経済の力強い成長が、コモディティ価格の主要な変動要因となってきた。また、とくに 2009 年以降においては、世界の緩和的な金融環境もコモディティ価格の上昇に寄与した可能性がある。そもそも金融政策は第一に、コモディティを含む全ての財の総需要に影響してきたが、そのほかのチャネルを通じて、コモディティ市場に影響を与えてきたと考えられる。また、国内だけでなく、グローバルな金融環境を考慮することも、金融政策とコモディティ価格のつながりをより深く理解するために重要だと考えられる。

＜コモディティ価格上昇はマクロ経済に大きな影響を与えてきた＞

多くのコモディティ輸入国では、コモディティ価格の上昇は短期的には経済成長を阻害する。もっとも、エマージング諸国の力強い成長が、コモディティ価格上昇が世界経済に与える負の影響を緩和している。コモディティ価格の大幅な変動によって、将来の計画立案をする際の不確実性が増大したり、資源配分が歪められてしまう場合には、コモディティ輸出国・輸入国双方の長期的な経済成長の見通しに及ぼす影響は大きなものとなりうる。

食料・エネルギー価格の上昇は、とくに低所得国において、所得分配と貧困に深刻な影響を与えてきた。食料価格の高騰による実質所得の低下は、家計所得の大部分を食費として支出する低所得国にとっては、極めて深刻な問題である。価格上昇により低所得者が食料を購入できないような状況は、社会不安の原因となりうる。

コモディティ価格の上昇は、世界的にインフレ圧力を高めた。この状況は、消費バスケットに占める食料とエネルギーの割合が高く、また、経済のスラックがあまりないエマージング諸国において、とくに顕著である。コモディティ価格の上昇が一般物価の上昇をもたらす二次的効果を防ぐことが重要である。

＜コモディティ市場が適切に機能するよう支援していくことは優先度の高い政策課題＞

コモディティ市場が健全に機能することは、世界経済の持続的成長の鍵となる。短期的には、逼迫した需給バランスに対応することや、コモディティ価格が上昇した際に、市場メカニズムにより供給増加が促される政策環境を目指していくことが重要である。おそらくさらに重要なことは、コモディティ増産に向けた投資を行うインセンティブを提供し、長期的に十分な供給能力を確保する上で、健全に機能する市場は不可欠ということである。

透明性の確保と情報の質の向上は、コモディティ市場の価格発見機能やリスク移転機能の向上につながる。これにより、生産者と消費者は、十分な情報のもとで意思決定を行えるようになり、効率的な資源配分につながるほか、長期的な投資・消費計画の立案を手助けすることにもなる。今後、比較可能なデータをタイムリーなかたちで入手できる環境をさらに整える取組みは、国際的なレベルで、市場がより適切に機能することを促進することになるだろう。更な

る透明性の確保と、コモディティ・デリバティブ市場の規制と監督に関して IOSCO からなされるであろう提言もまた、これらの市場の健全性に対する信認を強化することになるだろう。

コモディティ価格の動向が、とくに低所得国において、経済・社会面に与える大きな影響を踏まえると、政策の立案にあたっては、社会政策的な視点も踏まえることが必要である。対象を絞り込んだかたちでの政策対応は、より長期的に、市場機能や資源配分に対して意図せざる影響を及ぼすことを回避する上で重要である。

＜金融市場の安定への影響に関する分析の必要性＞

金融市場の安定という観点からも、コモディティに関連した金融市場の発展過程および、現物市場と金融市場のつながりについて、理解を深めることが大切である。

コモディティ市場に参加する金融投資家が増加することにより、市場流動性の厚みが増すとともに市場参加者の見方の多様性が高まる。こうした動きは、生産者と消費者のリスクヘッジのニーズを満たすことに貢献する。同時に、こうした構造変化が金融機関のエクスポートジャーやリスク管理、コモディティ市場全体の成長に及ぼす影響について、より詳細に分析しモニタリングすることが求められている。

＜重要性の増すグローバルな視点での政策対応＞

コモディティ市場が効率的に機能していくことを確保することや、コモディティ市場が成長することの経済的なインプリケーションを適切に把握するためには、国際的な視点が必要となる。

国際的なレベルでの定期的な情報共有や意見交換は、各国の国内政策が思いもよらない効果を他国にもたらしてしまうことを回避するための前提条件の一つである。各国の国内での政策対応が経済成長と物価にもたらす影響を十分に理解するためには、グローバルな視点が必要である。

以 上