

## 世界経済見通し 2015 年 10 月

### 第 2 章 要旨: 一次産品輸出国はどこへ向かっているのか。

#### 一次産品ブーム後の産出量の伸び

Aqib Aslam、Samya Beidas-Strom、Rudolfs Bems、Oya Celasun (チーム長)、Sinem Kılıç Çelik、Zsóka Kóczán。サポートチーム: Hao Jiang、Yun Liu。協力: Grace Bin Li, and Bertrand Gruss (IMF 調査局、経済モデリング課) Grace Bin Li, and Bertrand Gruss.

#### 要点

- 本章の分析は、一次産品価格の見通しが弱まったことで、2015～2017 年の一次産品輸出国の成長率は、2012～2014 年と比較し年約 1 パーセントポイント低下する可能性があることを示している。エネルギー輸出国では下げ幅はより大きく平均で約 2.25 パーセントポイントと推定される。
- 減速は単に景気循環的な現象ではなく、構造的な側面もある。輸出国の投資と、結果として潜在 GDP は、一次産品価格の下降局面において弱いペースで成長する傾向にある。
- 潜在成長率の低下は、政策対応に需要面の措置のみならず構造改革をも含むべきであることを示唆している。
- 為替相場の柔軟性は一過去 10 年間で一次産品輸出国の間で向上したが一、一次産品価格の下落の影響の軽減に資する。一次産品がベースとなる財政収入の減少と潜在成長率の低下により、財政政策を用いて減速に対処する余力に制約がかかる。

一次産品輸出国は現在、困難な岐路に立っている。世界の一次産品価格は過去 3 年間で大きく下落しており、産出量の伸びは、新興市場及び途上国・地域の一次産品輸出国・地域で大きく減速している。

適切な政策措置は、成長の減速度合いのみならず一次産品価格に関連した産出の変動が、主に構造的なものなのかあるいは景気循環的なものなのかにもよる。本章で

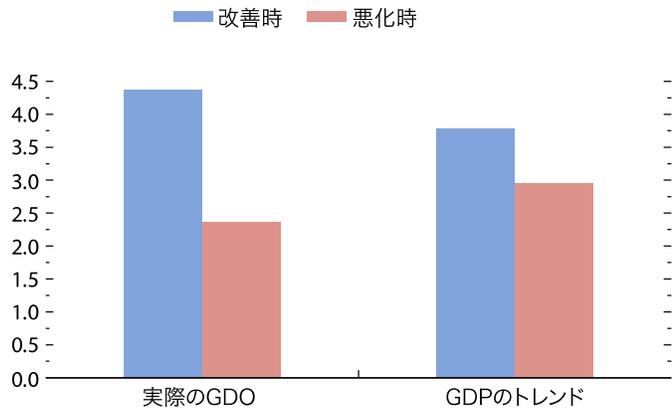
は、40 カ国以上の一次産品輸出国・地域の過去 50 年間のデータを用い、これらの分析にあたった。

本章でこれまでの関係性を分析したところ、一次産品価格の見通しが弱まったことで、一次産品輸出国の 2015～2017 年の経済成長率は、2012～2014 年と比べ年約 1 パーセントポイント低下する可能性がある。同期間のエネルギー輸出国の下げ幅は、過去 1 年間の原油価格の急落を反映し、平均で約 2.25 パーセントポイントとさらに大きくなると推定される。

現下の成長の減速には、景気循環的要因と構造的要因が組み合わさり、影響を及ぼしているようである。本章の実証的分析は、一次産品価格は純輸出国の需給ギャップと潜在 GDP 双方に影響することを示している。平均して、一次産品価格低下時における一次産品輸出国の産出量の伸びの低下の約 3 分の 2 が、成長の景気循環的な側面を原因とする傾向にある。残りの 3 分の 1 は、投資や潜在 GDP の低下を反映した、構造的な側面を原因とする傾向にある。

これらの国のマクロ経済政策枠組みは過去 10 年で改善した。これにより、輸出国は、一次産品価格の下降により良く対処できるようになっている。政府支出は、直近の一次産品価格ブームの際それほど反応を示さなかったことで、過去のブーム時に比べ一次産品ベースの財政収入をより多く蓄えることができた。これまでの下降時の産出量の伸びのより小幅な減速にも関係していた金融市場の深さと為替相場の柔軟性は、やはり多くの一次産品輸出国で向上した。

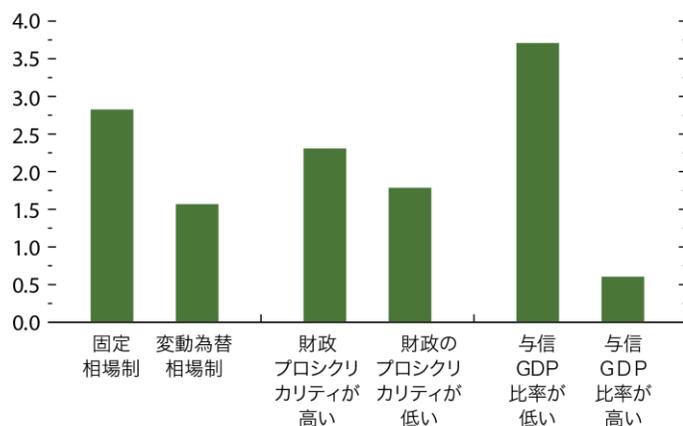
図1. 一次産品の交易条件の改善時・悪化時の実際の GDP 成長率及び GDP のトレンドの中央値 (パーセント)



出所: Penn World Table 8.1 及び IMF スタッフ算出

注: サンプルは、2000 年以前にピークを迎えた一次産品交易条件サイクルにおける新興市場及び途上国地域の一次産品輸出国。GDP のトレンドは、実際の資本ストックおよび平準化された雇用と全要素生産性の推計から算出。

図2. 一次産品交易条件の改善時・悪化時の産出量の伸びの差(平均): 政策枠組みと金融の深さの役割 (パーセントポイント)



出所: IMF、財政モニターデータベース、国際金融統計データベース、Penn World Table 8.1、IMF スタッフ算出

注: 棒グラフは、改善時とその後の悪化時の間の成長率の中央値の差を示す。為替相場制度は、Reinhard と Rogoff (2004 年) を基に分類。

しかし一方で、政策担当者は一次産品輸出国・地域の潜在成長力について現実的でなければならない。産出量が潜在力を下回ったという明確な証拠がある国では、需要支援策が資源の活用不足という高いコストを回避するうえで有効だろう。しかし、一次産品をベースとした財政収入の減少と為替の下落、そしてそのインフレへのパススルー効果が、マクロ経済政策を緩和する余力に制約をかけるケースが多い。

一次産品価格の下降時に潜在成長率が低下するという分析結果は、政策面で重要な意味を持つ。見通しの弱まりへの政策対応には、総需要面の措置のみならず、一次産品輸出国・地域で深く根付いたサプライサイドのボトルネックを緩和し生産性の伸びを促進する目的を絞った構造改革を含めるべきである。

## 世界経済見通し 2015 年 10 月

### 第 3 章 要旨: 為替相場と貿易 : 関連性は途絶えた ?

Daniel Leigh (チーム長)、Weicheng Lian、Marcos Poplawski-Ribeiro、Viktor Tsyrennikov。サポートチーム Olivia Ma、Rachel Szymanski、Hong Yang.

#### 要点

- 主要通貨の相場は、実質実効ベースで 10~30%とこれまでになく大幅に変動していることから、こうした変動がもたらす貿易への影響の可能性について議論が活発に行われるようになった。
- 為替相場の動きはかつてほど貿易と関係していないとする意見もある。これにより、政策形成が複雑化する可能性がある。
- 過去 30 年間の先進、新興市場及び途上国・地域のデータを基にした本章の分析は、為替相場の動きは依然として輸出と輸入に大きな影響を及ぼしていることを示している。
- 国あるいは地域の通貨が実質実効ベースで 10%下落した場合、実質純輸出が平均して対 GDP 比で 1.5%上昇する。なお、これは国によってこの数字を中心に大きく異なる。
- 為替相場と貿易の関連性が消滅したことを示す兆候はほとんど見られなかった。最近の為替相場の変動は、各国・地域間での純輸出の大幅なシフトを示唆している。為替相場は、引き続き貿易不均衡の是正に貢献することができる。

最近の為替相場の変動はこれまでになく大きい。米ドルは2014年中ごろより実質実効ベースで10%以上上昇した。一方、ユーロは2014年はじめ、そして円は2012年半ばと比較しそれぞれ10%以上、30%以上下落した。一部の新興市場及び途上国・地域の為替相場も、大きく変動している。

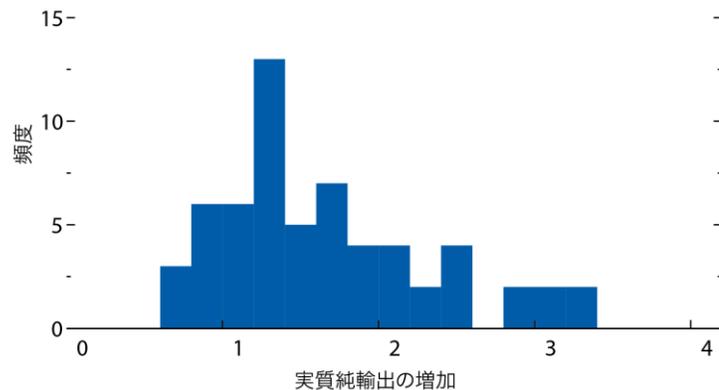
こうした通貨の変動が貿易に及ぼしえる影響に関し議論されている。従来の経済モデルを基に、輸出及び輸入に大きな影響を及ぼすと予測する意見がある。その一方で、特に日本など一部の国や地域の貿易収支の変化が限定的だと指摘する意見もあ

る。つまり、為替相場と貿易の間の関連性の明らかな途絶を示唆している。また、国をまたいで生産のフラグメンテーションが進んだことで、為替相場の貿易への関連性が減少したと論じる意見もある。

為替相場と貿易の関連性の途絶により、政策形成が複雑化する可能性もあることから、これを解明することは重要である。関連性の消滅により、金融緩和政策が導入されている際の通貨の下落の輸出の拡大効果が減ることで、金融政策の伝播の主要経路が弱まる可能性がある。また、これにより、輸入が輸出を超過するという貿易の不均衡を、相対的な貿易物価を調整することで是正するという手段が複雑化するかもしれない。

本章の分析は、為替相場の変動は依然として貿易に大きな影響を及ぼしていることを示している(図1)。本章では、先進、新興市場及び途上国・地域の過去30年間の経験进行分析した。これは、通常のサンプル数を大きく上回っている。同分析の結果、平均値を境に大きく異なるものの、平均すると、実質実効為替相場が10%下落すると、実質純輸出が対GDP比で1.5%増加することが判明した。その影響が明確に表面化するまでには数年かかるものの、調整の大半は最初の年に起こる。

図1: 実質実効為替相場の10%の下落の  
実質純輸出への影響  
(対GDP比、パーセント)



出所: IMFスタッフ算出

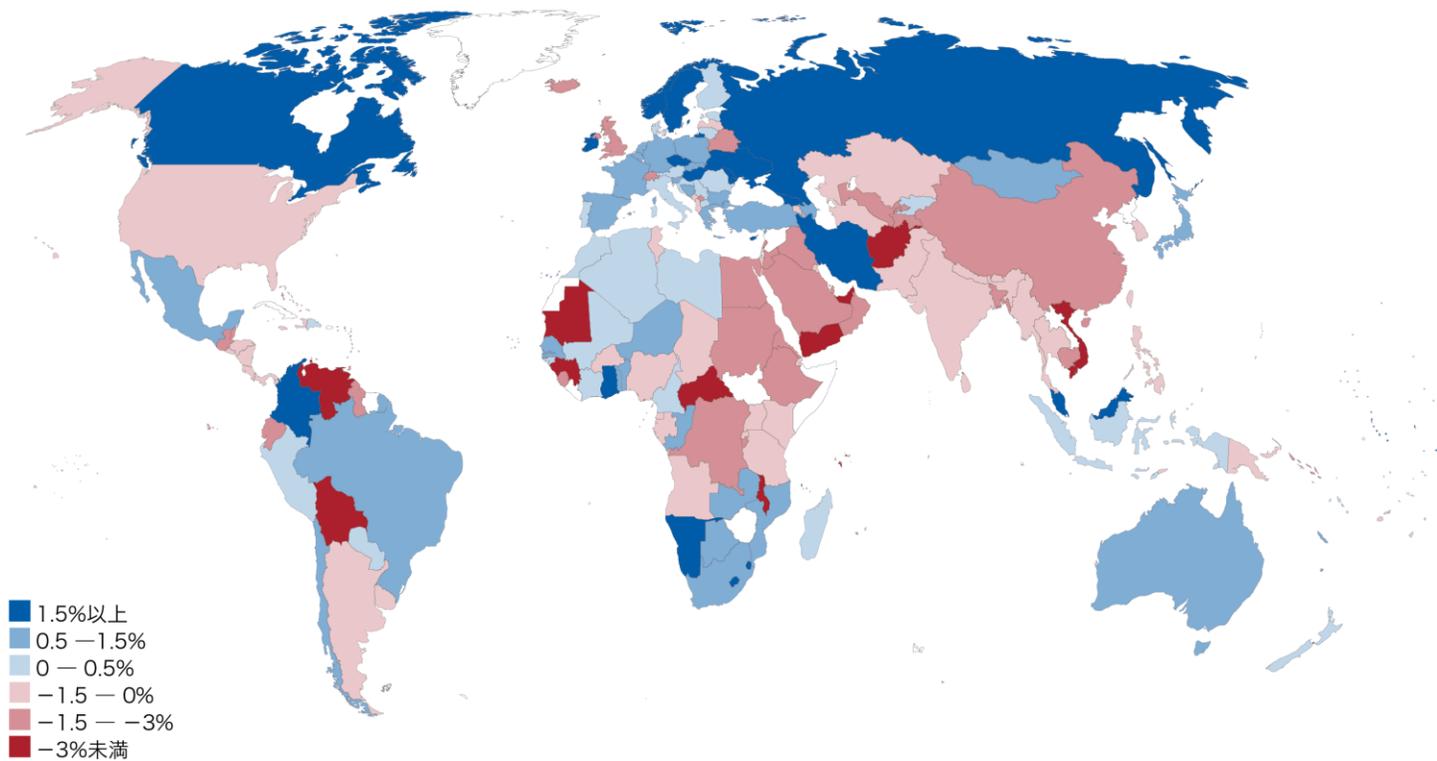
注: 図は、60サンプル国の各国の対GDP輸入・輸出比と、表3.1の生産者物価指数の平均を基にした貿易の弾力性を基に、実質純輸出の対GDP比の水準への長期的な影響を示す。

また、為替相場と貿易の関連性の途絶へのトレンドの兆候はほぼ見られなかった。生産の様々な過程が国を超え分散するグローバル・バリュー・チェーンの拡大により、他の国や地域の輸出のインプットとなる中間財の貿易と為替相場との関連性が弱まったとする証拠もある。しかし、グローバル・バリュー・チェーンの貿易の拡大は、何十年もの歳月を通し次第に進むものであり、また依然として伝統的な貿易が世界貿易の大部分を占める。さらに、相対的な輸出価格への貿易の反応度の弱まり、あるいは為替相場の貿易物価への影響の弱まりを示す兆候もほとんど見られなかった。このパターンの重要な例外は日本で、為替相場の大幅な下落にもかかわらず輸出の伸びは予測を下回っており、途絶の一定の証拠が見られる。しかし一方で、この輸出の低調な伸びは、日本特有の複数の要因を反映している。

以上のことから、最近の通貨の変動は、国や地域の間での実質純輸出の大規模なシフトを示唆している（図2）。2013年1月以降の通貨の変動は、実質的に純輸出が米国や通貨がドルと連動している国から、ユーロ圏や日本あるいは通貨がユーロや円と連動している国や地域へとシフトしていることを示している。（こうした直接的な影響に加え、輸出入の変化は、為替相場自体を動かす、ホームや貿易パートナー国の需要の伸びや一次産品価格の変動など、基本的なファンダメンタルズのシフトも反映している）通貨の減価を経験している国や地域のなかでも、国内経済に余力能力があり金融システムが正常に動いている国や地域で、輸出の拡大が最も大きくなる可能性が高い。

政策担当者にとり、この分析結果は、為替相場の調整が引き続き貿易の不均衡の是正に貢献することができるという重要な意味を持っている。為替相場の変動も、輸出入価格に引き続き大きな影響を与えており、インフレのダイナミクスと金融政策の伝播に大きな影響を及ぼす。

**図2. 2013年1月以降の実質実効為替相場の変動の実質純輸出への影響**  
(対GDP比、パーセント)



出所：IMFスタッフ算出

注：CPIをベースとした実質実効為替相場の2013年1月から2015年6月までの、実質純輸出対GDP比への影響。表3.1にある、平均CPIをベースとした為替相場の輸出入価格へのパススルー効果の推定値と輸出入価格の弾力性を基にしている。この平均値は全てのサンプル国・地域に適用。計算に使われた各国の輸出入のGDPに占める割合は、2012年のデータ。