

世界経済見通し World Economic Outlook, 2006年4月

第2章の概要： 原油価格とグローバルなインバランス *Oil Prices and Global Imbalances*

作成：調査局エコノミスト
アレッサンドロ・レブッキ Alessandro Rebucci
ニコラ・スパタフォラ Nikola Spatafora

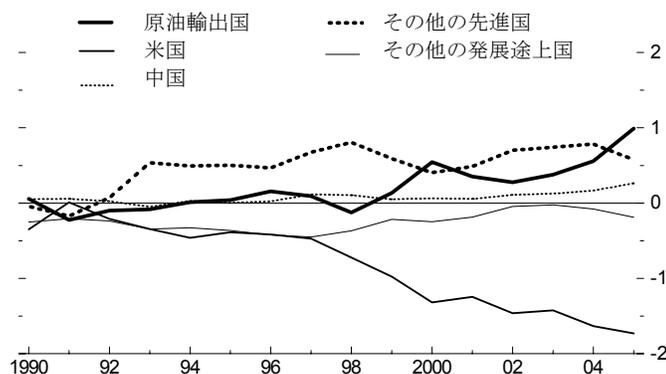
「世界経済見通し」の第2章は、原油価格の上昇による経常収支のインバランス（不均衡）への影響が過去の同様の局面より長く続き、不均衡に伴うリスクを高めると結論づけている。産油国は過去の浪費の経験に鑑み、支出に対してより慎重になっている。この結果、かなりの国でGDPの15%を超えている産油国の経常収支黒字が低下するには時間がかかると予想される。一方、石油消費国は、グローバル化の結果もあって、原油価格の上昇による物価への影響が限定的であり、対外的な資金調達環境も良好であることから、過去のケースほど調整を図る必要に迫られていない。

またこの章は、国際的な資本市場を通じたオイルマネーの還流もあって米国の金利が低く維持されており、それによる消費に下支えられ経常収支の赤字が膨らんでいると指摘している。高水準の海外資金流入は米国国債の利回りを、おそらく0.75%ポイント程度低く抑えている。オイルマネーによる資金調達環境への影響を正確に割り出すのは難しいが、さまざまな状況からみて、こうした資金流入の一部は原油関連と考えられる。

第2章のその他の主なポイントは以下のとおり。

- 高水準の原油価格は、既に広がっている世界的な対外不均衡をさらに拡大させている。ここ2年、米国の経常収支が悪化した原因の半分（GDPの約1%に相当）は原油価格の上昇と見てよい。

経常収支（世界GDPに占める割合%）



- **世界の経常収支の不均衡が調整されていないことは懸念すべき事態である。**これまでの「世界経済見通し」も指摘しているように、米国の膨大な経常収支赤字は米ドル安のリスクを高めており、それが米国の金利を大幅に押し上げ、リセッション（景気後退）を招く可能性がある。
- **IMF の分析によると、世界的な経常収支不均衡の調整を図るためには、石油消費国、石油輸出国双方の政策的措置が有益であると考えられる。**石油輸出国はその大半が途上国であるため、経済成長と生活水準に恒久的にプラスとなる分野（教育や社会基盤の整備など）の支出を増やす対策は、国内的な観点からも、世界的不均衡の是正に役立つという観点からも強く望まれよう。こうした支出は国内の供給、特に非貿易財とサービスの供給を増やすための構造改革によって支えられる必要がある。一方、石油消費国については、石油消費を減らすため、世界の原油価格の上昇を国内のエネルギー価格に完全に転嫁することが求められる。
- **これまで石油輸入国の経常収支は、原油価格の上昇後、速やかに調整される傾向があった。**エネルギー価格の上昇は、金利の上昇、成長率と国内需要の鈍化、為替レートと資産価格の変動をもたらしてきた。例えば、過去には原油価格の上昇に伴い、米国の実質 GDP 成長率が平均で最大 0.5%ポイント低下する一方、インフレ率は年率換算で 0.75%ポイント上昇した。他の国での影響はこれよりやや小さかった。今回は、金融政策の枠組みと信頼性の改善もあって金利はそれほど上昇しておらず、世界経済に対する原油価格上昇の影響はより限定的となっている。世界的な金融統合の深まりと、石油輸出国の支出が比較的抑制されていることが重なり、経常収支の調整はより緩やかに進んでいる。

世界経済見通し World Economic Outlook, 2006 年 4 月

第 3 章の概要 :

グローバリゼーションはインフレにどのように影響しているか *How Has Globalization Affected Inflation?*

作成 : 調査局

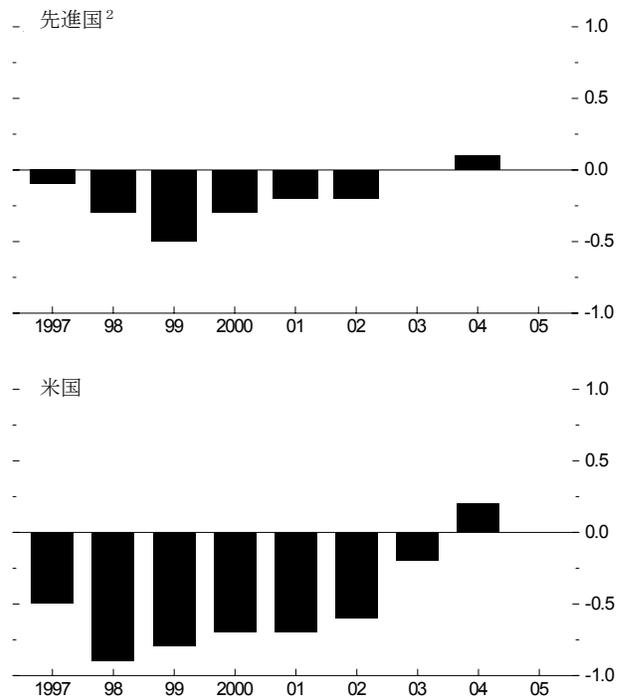
課長補佐 トーマス・ヘルブリング Thomas Helbling
エコノミスト フロレンス・ジョーモット Florence Jaumotte
エコノミスト マーティン・ソマー Martin Sommer

世界的な競争激化が進むなか、企業は価格を引き上げにくくなり、予見可能な将来でインフレは低く抑えられるのだろうか。この問題は、グローバリゼーションとインフレのつながりを探る「世界経済見通し」第 3 章で取り上げている。両者の関係が広く議論されるようになったのは、商品価格の大幅上昇、高成長、主要通貨圏における緩和的な金融政策スタンスにもかかわらず、先進国と多くの新興市場国の物価上昇率が過去 2 年際立って低い状態となっているからである。

この章では、過去 10 年において、グローバリゼーションがインフレに重要な影響を与えてきたことを分析している。IMF 職員の推計によると、石油を除く輸入品の価格を通じて、グローバリゼーションは先進国の物価上昇率を平均で年 0.25%ポイント低下させており、中でも米国ではこれを上回る年 0.5%ポイントの低下効果が見られる(図 1 参照)。しかも、世界的に余剰能力が増えた時期にはこれらの直接的な影響がより大きくなり、一部の先進国では実際のインフレ率を 1~2 年にわたり 1%ポイント以上低下させている。その具体例が 1997~98 年のアジア通貨危機と 2001~02 年の世界的な景気減速である。平均インフレ率が低いと、こうした効果は経済的に大きな影響をもたらす。このことはインフレ目標をあまりゼロ近くに設定すべきではないという考え方の根拠となる。ゼロに近づきすぎる目標を設定すると、この規模での輸入価格の低下がデフレを招来しかねない。

しかしこの章は、グローバリゼーションが向こう 1、2 年の低インフレを保証するものではないと指摘している。これは主に、

図 1
石油以外の輸入品の価格のインフレ率への貢献度¹
(年率変化)



出典 : EC 統計局 ; ハバー・アナリティックス ; 各国当局 ; 及び IMF 職員試算
¹インフレに対するグローバリゼーションの影響を測定するため、このシナリオでは実質輸入価格から原油価格を除外している。実質輸入価格の変化は、原油価格と原油以外の商品価格の寄与に分割してある。そのうえで 1997~2005 年について、輸入価格の変化に対する原油価格の寄与は実際の金額と同一で、原油以外の商品価格の寄与は過去の平均値である年間約 1.6%だったと仮定している。

²先進国グループはオーストラリア、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、イギリス、米国

世界的に底堅い成長と余剰能力の減少により輸入価格の低下によるインフレ沈静効果が減殺されてきているためである。むしろ、主なリスクは世界的な高成長継続見通しを背景に、今後、輸入価格がさらに上向きに転じインフレ圧力を強め、金融市場が現在想定している以上に大幅な金融引締めが必要になることであろう。

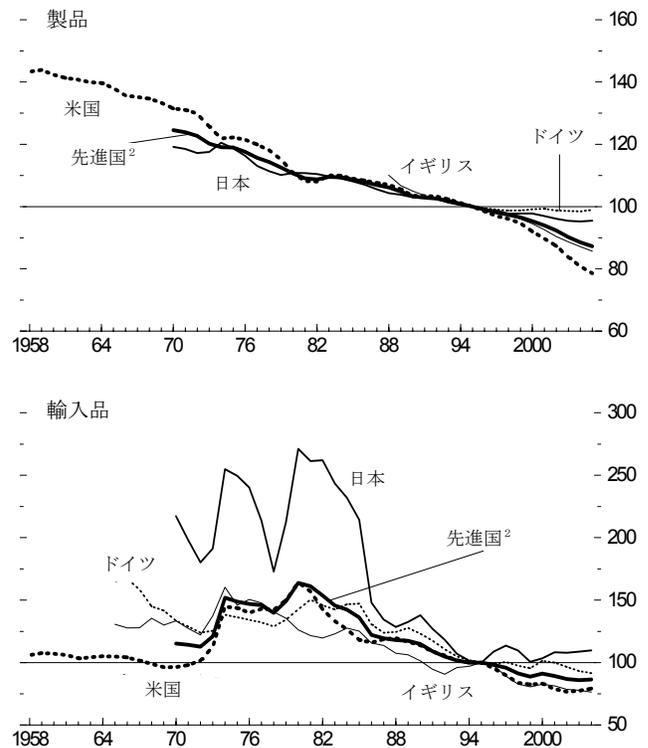
第3章のその他の主なポイントは以下のとおり。

- グローバリゼーションによってインフレが長期にわたって影響されるには、金融政策の包括的目標が変化しなければならない。例えば、中期的にインフレ動向を決定づける中央銀行のインフレ目標の変更などである。グローバリゼーションに関わる政策目標の変更は、インフレ目標（明示的、暗示的を問わず）がすでに一ケタ台と低い先進国では最近見受けられない。しかし、新興市場国や途上国では、開放政策を進めてきたことがここ数年の持続的なインフレ改善に重要な役割を果たしたと考えられる。

- グローバリゼーションは、国内生産能力の制約に対するインフレの感応度を低めるのに役立っている。これは、国内で生産・消費される多くの品目の価格が、海外の需給要因に左右されるようになったためだ。世界の経済状況、特に世界の生産能力の制約が国内のインフレに重要となってきたため、金融政策当局は今後、この点をより注視する必要がある。

- グローバリゼーションは、例えば繊維や電子機器など、国際競争にさらされやすい業種における価格と賃金の伸びを抑えている。これらの業種では、生産者価格と単位労働コストが、全業態の価格と単位労働コストの水準に比べて低下している。つまり、相対価格と相対コストが低下しているということだ。このことは製品と輸入品のいずれにおいても相対価格の低下として現われている（図2参照）。IMF 職員の推計によると、過去15年では、貿易の開放が進んで製造業における生産者価格上昇率が平均で年約0.3%ポイント相対的に低くなっている（サンプルは先進11カ国）。しかし、相対的な価格と単位労働コストの変化については、グローバリゼーションだけが最近のインフレ低下の要因ではないことに留意すべきだろう。（これ自体がグローバリゼーションに

図2
製品と輸入品の相対的価格¹
(1995年=100)



出典：EC 統計局；ハバー・アナリティクス；各国当局；IMF 職員試算
¹ 消費者物価上昇率（CPI）全体に対する製品の消費者価格と輸入品価格の比率
² 先進国グループはオーストラリア、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、イギリス、米国

関係しているとはいえ)生産性向上が、特にハイテク産業やサービス業などでは大きな役割を果たしている。実際に、製造業における価格の上昇は常にサービス業の価格上昇を下回っているが、一部のサービス業では90年代半ば以降、インフレ低下がより目立っており、製造業並みに全体の生産者価格インフレ低下に寄与している。

世界経済見通し World Economic Outlook, 2006 年 4 月

第 4 章の概要：

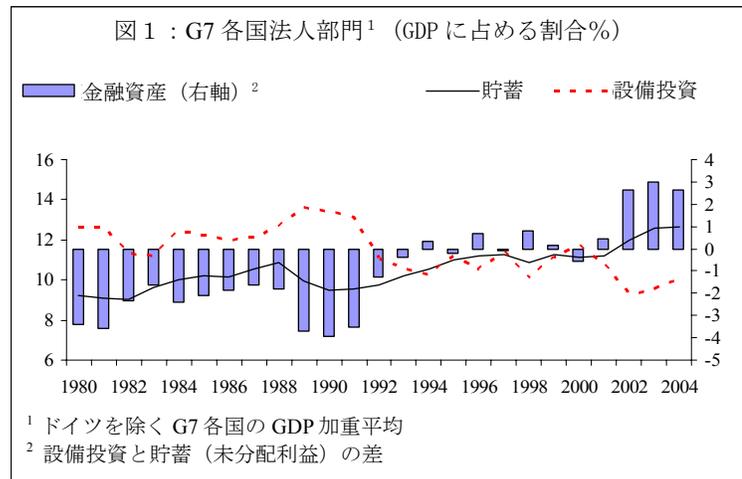
有り余るマネー：なぜ法人貯蓄が増加しているのか *Awash with Cash: Why Are Corporate Savings So High?*

作成：調査局シニア・エコノミスト
ロベルト・カルダレリ Roberto Cardarelli

法人の金融資産は記録的な速度で増加し、現在の世界的な長期金利低下の主要因となっている（図 1 参照）。2003-04 年（入手可能なデータで最新のもの）、先進 7 カ国の企業は 1.3 兆ドルの金融資産を蓄積した。これは、ベン・バーナンキ FRB 議長が世界的「過剰貯蓄」との烙印を押して有名になった、新興市場諸国と途上国の経常黒字と比較しても 2 倍以上にのぼる。

第 4 章で IMF は、企業の儉約ムードという新潮流について調査し、このまま持続する可能性は少ないという結論に達した。それは先進 7 カ国の余剰生産能力が低下しているため企業は設備投資を増やすことが見込まれる一方、最近の好調な企業収益を支えていたいくつかの要因が停滞すると予想されるからである。従って、家計貯蓄及び政府貯蓄が上昇し、企業行動の変化を相殺しない限り、長期金利は上昇するであろう。

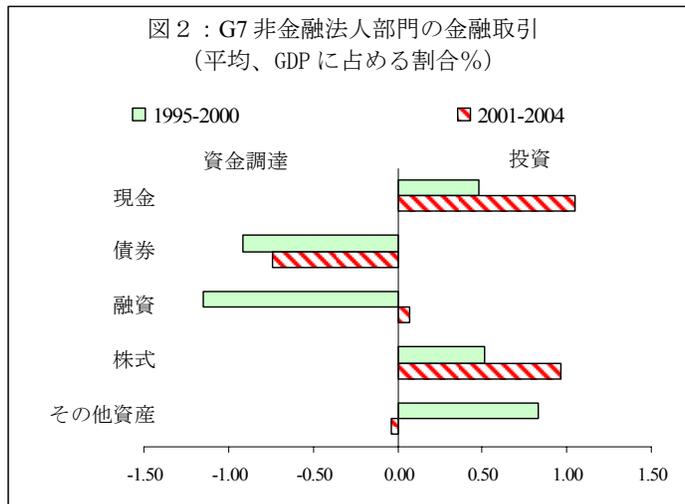
なぜ企業はこれほど貯蓄を増やしたのか。また、この事象は一時的なものか、それとも永続的なものか。一般的な見解の一つとしては、法人貯蓄の増加は 1990 年代に増加した過剰な債務及び物的資本に対する反動であり、一時的なものに過ぎないという見方がある。これら過剰の調整が完了すれば、法人部門は再び借り手側に戻るという理論である。



しかし、IMF の分析によると、問題はそれほど単純ではない。実際、債務返済は法人貯蓄増加の最大の理由ではない（図 2 参照）。先進 7 カ国すべてで純借入が 1990 年代後半から減少しているにもかかわらず、企業の負債比率は、カナダと日本を除き、1990 年代末期の水準付近にとどまっている。従って、法人貯蓄の増加は、高収益性といった一時的な要因と、企業のビジネス環境が以前より不確実になっているといった永続的な要因の双方によるものと考えられる。

具体的には、

- **企業収益が好調なのは、営業利益が著しく高いためというよりは、低金利と法人税支払の減少によるところが大きい。**
営業利益が大幅に増加した日本と米国でも、増加の推移は過去の循環的な変動の域内に収まっている。
- **設備投資金額の低迷は、少なくともある程度は資本財価格の相対的低下を反映している。**
技術の進歩により、資本財の相対価格が押し下げられ、一定の設備を得るために必要な名目支出が低下している。
- **企業は国内での資本蓄積から海外資産の購入に切り替えている。** 国内の物的資本に投資するのではなく、企業は海外で既存又は新規の固定資産を取得する拡大戦略を採用している。
- **現金保有の目標額が上昇した。** これは、企業が直面するビジネス環境の不安定化、無形資産の役割の増大（典型的により多くの内部資金を必要とする）、また場合によっては、積み立て不足の現行の年金債務への対応が要求される可能性などを反映している。



従って、法人貯蓄は1980年代や1990年代に比べ高水準を保つだろうが、今後数年間に現在のような歴史的な高レベルからは低下するものと考えられる。