

世界経済見通し 2011年4月

第3章 要旨：原油不足と、成長・世界の不均衡

トーマス・ヘルブリング (Thomas Helbling：チーム長)、
ジュン・シク・カン (Joong Shik Kang)、
マイケル・クムホフ (Michael Kumhof)、ダーク・ミュア (Dirk Muir)、
アンドレア・ペスカトーレ (Andrea Pescatori)、ショーン・ロチ (Shaun Roache)

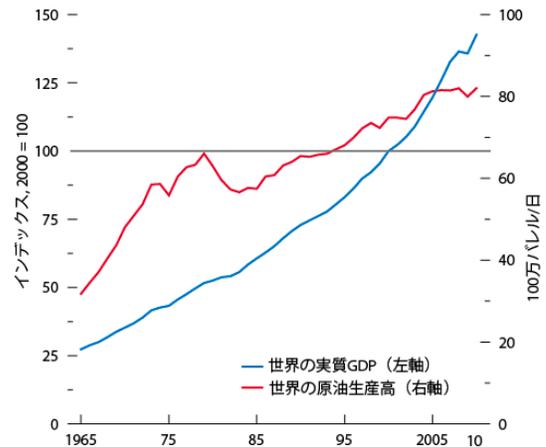
要点

- 世界の原油市場では、原油不足が拡大の一途をたどる時代に突入した。これは、新興市場の原油需要が急増している一方で、原油の供給率の伸びが縮小していることを反映している。
- 原油不足が段階的かつ穏やかに進む場合、これが最も可能性のあるシナリオと考えられるが、この場合、中期的な世界経済の成長への影響は少ないと考えられる。しかし、原油不足あるいはその成長への影響がより大きくなるリスクも残っている。
- 原油供給のマイナスのショックが長引いた場合、世界の資本フローが急増し、経常収支の不均衡が拡大する可能性がある。
- 今後は、原油不足の状況に想定外の変化が起こった場合への調整を促し、中期的原油不足が予測以上に大きかった場合のリスクの低減を図ることを、政策の焦点とする必要がある。

本章では、原油不足に起因する世界経済の見通しへのリスクに焦点を当てている。我々は、原油不足の現状を分析するとともに、世界経済成長、及び世界的不均衡への中長期的影響を評価した。

原油価格の上昇が続く現在のトレンドは、原油不足が拡大の一途をたどる時代に突入したことを示している。この背景には、速いペースで成長を続ける新興市場が世界の原油消費の伸びを押し上げている一方、供給制約が存在することから、原油の供給の伸び率が縮小傾向にあることがあげられる。特に後者においては、古くなった油田の割合が高くなっていることが足かせとなり、原油市場への供給に伴う生産コストと機会費用を押し上げていることも反映している。

世界の原油の生産高と実質GDP



出典：BP、Statistical Review of World Economy及びIMFスタッフ算出

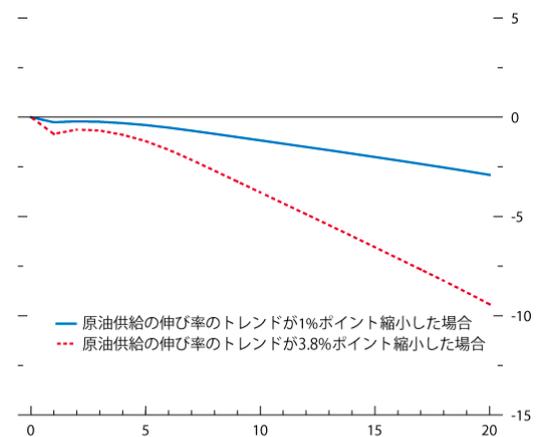
なかでも短中期的に、価格変動への原油の需要と供給の感応度が低くなっており、これが不足に拍車をかけている。一方で、世界の原油の長期的所得弾性値は、一次エネルギーの所得弾性値を下回っている。これは、石油保存にむけた努力、技術の変化、経済のサービス業への一層のシフトが、原油の需要へ大きな影響をもたらすことを示している。

原油不足は、必然的に世界成長の大きな障害になると結論付けるのは早急である。我々のシミュレーション分析は、他の供給見通しとも合致しているが、これによると、段階的かつ穏やかに原油不足が進行した場合、中長期的には世界成長への影響は小さいと考えられる。特に、原油供給の伸び率のトレンドが、想定外に1%ポイント（1.8%から0.8%）と大きく減少した場合でも、世界の年成長率の縮小は、中長期的に0.25%未満に過ぎない。

原油不足と世界のGDP成長率¹

(差異-%、X軸-年)

原油供給伸び率のトレンドが、1%ポイントと大きく縮小した場合、中長期的な世界経済成長率の縮小は、0.25%未満となる見込みである。しかし、原油不足やその成長への影響が、著しく大きくなるリスクも存在する。



出所：IMFスタッフの算出

¹世界：全ての国の合計は、世界GDPの78.78%を占める

しかし、原油不足あるいはその成長への影響が一段と著しいこともありえることから、このような世界経済への穏やかな影響を当然だと受け止めるべきではない。供給は、地政学的リスクなど下振れのリスクにさらされており、原油不足が一段と深刻になり、大規模な変化が突然起こる可能性もあることを示している。成長への影響も比例して大きくなるだろう。加えて、再分配と部門シフトを考えれば、世界経済が、我々の予測通り、原油不足が進行を続ける状況に対し円滑な調整を行うことができるかは不透明である。生産性への影響によっては、成長への影響はより大きなものとなる可能性もある。

原油供給のマイナスのショックが長引いた場合、原油輸出国から輸入国への国際的資本フローが急増し、経常収支の不均衡が拡大する可能性がある。これは、経常収支の不均衡の拡大と大規模な資本フローに関連するリスクの軽減の必要性を明確に示すものである。また、金融部門が金融部門の安定性に不可欠なこのようなフローの効率的な仲介機能を担うことから、同部門の改革の継続も不可欠である。

原油不足の影響を緩和する上で必要な政策措置は、大きく2分野に渡っている。第一に、原油不足が想定外に大きく拡大することもあることから、政策当局は、現行の政策枠組みが、そういった事象への調整を促すものであるか見直しを行う必要がある。相対価格と資源の調整を促進するマクロ経済政策と、価格シグナルの役割を強化する構造政策が望ましいだろう。第二に、持続的な代替エネルギーの開発など、原油不足のリスクを低減する政策を検討する必要があるだろう。

報道資料

世界経済見通し 2010年4月

第4章 要旨：国際的な資本フローは予測可能か？

ジョン・ブルードン (John Bluedorn)、ルパ・ダッタグプタ (Rupa Duttagupta)
(チーム長)、ジェイミー・グアハルド (Jaime Guajardo)、ペティア・トパロヴァ
(Petia Topalova)、サポート：アンジェラ・エスピリツ (Angela Espiritu)、
ムラド・オモエフ (Murad Omoev)、アンディ・サラツァー (Andy Salazar)
ジェシー・ヤン (Jessie Yang)

要旨

本章では、国境を越える民間資本フローの性質を分析、以下のような結論を得た。

- 新興市場へのネット（純）資本フローは、世界危機の後、非常に短い期間で回復したが、資本フローの水準ではなくペースの面で著しかった。
- ネットフローの変動性は時間をかけ幾分増したが、その継続期間は総じて短いものとなっている。
- 新興市場へのネットフローは、世界レベルで金利が低くリスク選好が高いなど、世界の金融状況が緩和的な場合に一時的に上昇し、その後減少する傾向にある。
- 米国と金融の直接の結びつきが高い程、米国の金利の変化のネット資本フローへの影響は大きい。米国と金融の直接の結びつきがある国では、ネットフローは、その連関性のレベルに応じ、米国の金融の引き締めにより一段と大きなマイナスの影響を受けるが、これは、米国金利の上昇が想定外でありまた世界の金融状況が緩和的な場合に、一層大きいものとなる。

新興市場へのネットの資本フローは、2009 年中旬から力強い回復を見せた。回復は、ネットフローの水準よりも、その速さで著しいものがあった。ネットフローが非常に力強かった地域（ラテンアメリカ、アジア新興地域など）においても、ネットフローが急増したアジア危機（1991 年～1997 年）や世界金融危機（2004 年～2007 年）が発生する前の平均値と同水準であり、これまでの最高値を越えることはなかった。

ネット資本フローは、これまで 30 年間で僅かに変動性を増したが、総体的にその期間は短いものである。新興市場へのネットフローは、先進国へのフローと比較し若干ボラティリティに富む。また、銀行や民間部門の債務、投資ポートフォリオ債務など、債務を形成するフローは、他と比較し幾分変動性があり継続期間は短い。

新興市場への資本フローは、世界の金融状況と平行した動きを見せると考えられる。特に、新興市場へのネットフローは、世界レベルで金利、リスク回避傾向が共に低いなど世界の金融状況が緩和的な場合に急増し、その後減少する。また、新興市場の成長パフォーマンスが先進国より好調な場合、一時的に新興市場のネットフローは先進国より多くなる。資本フローの増減は、銀行をはじめとする民間フローに最も影響される。

米国と金融の直接の結びつきがある国のネット資本流入は、関係が全く無い国と比較し、米国の金融政策の引き締めにより、一段とマイナスの影響を受ける。米国との直接の金融の結びつきは、その国の対外資産や負債の合計に占める米国の資産及び負債の割合で計測される。米国の金融との直接の結びつきがある国では、その数値は平均 16%である。このような国では、米国の実質金利が約 5 ベースポイント想定外に上昇した場合、ネットフローは、米国とのそのような金融の結びつきを持たない国が経験する数値に加え四半期以内に GDP 比で 0.5%ポイント減少する。このようなマイナスの追加的影響は、時間を経るにつれ大きくなる。一方、実際に金利が上昇した場合（部分的或いは完全に予測可能である場合）には、その影響は遙かに小さいものとなる。

米国と直接の金融の結びつきがある国のネットフローの、米国の金融引き締めへの感応度に影響する要素はいくつか存在する。米国と金融の直接の結びつきのレベルに比例して増加し、金融状況が（金利やリスク選好など）緩和的な場合に、より強いものになる。しかし、このマイナスの追加的影響は、金融の直接の結びつきを有する新興市場の成長パフォーマンスが強力でかつ国内の金融市場が比較的深化している場合、小さいものとなる。

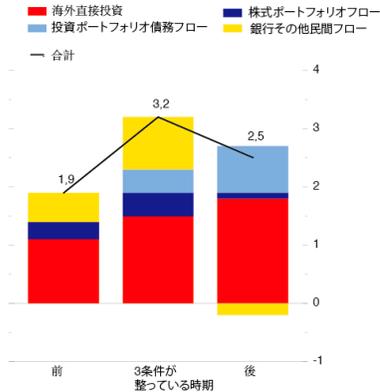
資本フローの変動性は、新興市場・先進国共に今後も存在すると考えられる。このような変動が、経済成長と金融の安定性を損なわないようにすることが重要である。第 1 章で詳細に分析しているように、変動する資本フローを前にしても力強い成長

を維持するためには、政策当局者はマクロ経済政策、プルデンシアルな金融の監督、そしてマクロプルデンシアルな施策を適切に組み合わせることが求められる。

民間資本の新興市場へのネットフローと世界の金融状況 (GDP比)

新興市場国への民間資本のネットフローは、世界的に金利が低く、リスク回避傾向が低く、新興市場と先進国の成長に大きな違いがある場合に、顕著である。

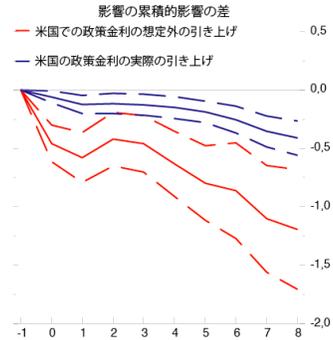
低金利、低VIX、成長の大きな差 1991-93, 1996, 2004-07



出所: IMF国際収支統計、各国のデータ、IMFスタッフの算出
 注: 各グラフの値は、上記の条件が一般的であった時期複数年間の平均を表す。年間データは、各国の資本のネットフローの合計を、名目GDP (共に米ドル) で割ったもので算出。低金利、低リスク回避、新興市場の力強い成長パフォーマンスは、世界の実質金利、リスク回避、及び先進国と新興国の成長の差異が、1980年から2009年の平均値を下回る場合と定義。

米国の金利引締め、世界の民間資本のネットフローへの影響の差異 (GDP比)

想定外の米国の金利の引締めは、米国と金融上直接の結びつきがある国々に、結びつきが無い国と比べ、即座に統計上大きなマイナスの影響を及ぼす。実際の米国の金利の上昇に見られる影響は、遙かに小さい。



出所: IMFスタッフによる算出
 注: X軸は、インパルス後の四半期数を示す。金融のつながりが平均値である国において、想定外の金利の引き上げが行われた場合の、四半期がゼロのインパルスは、1標準偏差を標準とした。基本インパルスはレジェンドに表示。点線はエラーの標準的差範囲を示す。