

原油価格と世界経済：複雑な関係

モーリス・オブストフェルド、ジアン・マリア・ミレシ＝フェレッティ、ラバ・アレズキ

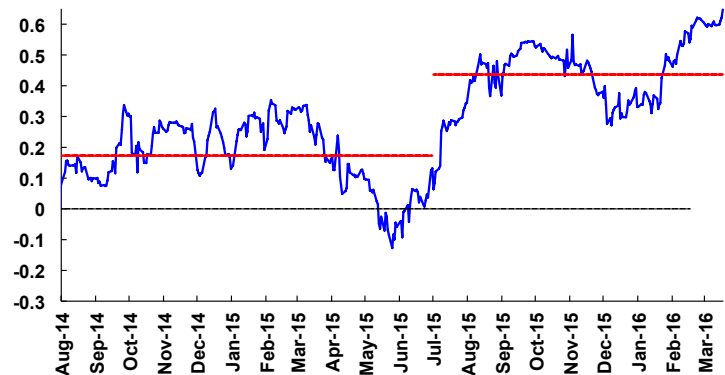
2016年3月24日

原油価格は1年半以上落ち込んだままです。しかし、2016年4月の世界経済見通しが示すように、広く期待されていた世界経済への「カンフル剤」はまだ現れていません。逆説的に、我々は、価格がある程度回復し先進国・地域が現在の低金利環境からの脱却で前進をはじめようやく、世界的な低価格の恩恵が現れる可能性が高いと論じています。

世界経済の成長があらゆる国々で次第に減速するなか、2014年6月以降原油価格は米ドルで約65%（約70ドル）下落しました。この間ドルが20%上昇した（名目実効ベース）ことを考慮しても、現地通貨での原油価格下落幅は平均で60ドルを超えています。こうした状況に対し、我々IMFスタッフを含めた多くのウォッチャーは困惑しています。我々は、原油価格の下落により、明らかに輸出国・地域は打撃を受けるが、輸入国・地域にはこれを相殺する以上のプラスの効果をもたらされることから、世界経済にとりネットでプラスになると考えていました。こうした確信の背景には、主に原油輸入国と輸出国の間には貯蓄行動である特定の違いがあるという想定がありました。その想定とは、欧州をはじめとした原油輸入地域の消費者の、所得から消費に回す消費限界消費性向は、サウジアラビアといった輸出国より高いというものです。

世界の株式市場は、この理論を支持していないことは明らかです。過去6か月以上、原油価格が下落すると株式市場も下落しています—原油価格の下落が最終的に世界経済を支えるのであれば、我々が予想しなかった展開です。実際、2015年8月から、株と原油価格の単純な相関関係はプラスであるばかりでなく（図1）、2014年8月からそれまでの間と比べると2倍になっていることが分かります（前代未聞というほどのレベルまでではありませんが）。

図1
株と原油：足並みが揃った変化
過去6か月間、株価と原油価格の間に驚くべきプラスの相関関係が見られる。
(株式市場と原油価格、日割りリターン(60日ローリングウィンドー)の相関関係)



出所: Datastream
* WTI原油価格とMSCI USAリターンの相関関係
注: 赤い横線は、同時期の平均的な相関関係を示す。

過去の原油価格の急激な変化の例では、明らかにカウンターシクリカルな影響を及ぼす傾向にありました。たとえば、大幅な上昇の後には世界経済の成長が鈍化する、などです。今回は違うのでしょうか。原油価格と成長の関係に影響を及ぼす要因は幾つありますが、多くの先進国・地域の名目金利がゼロあるいはゼロ近傍にあるということが、これまでの例と大きく異なる点だと我々は考えています。

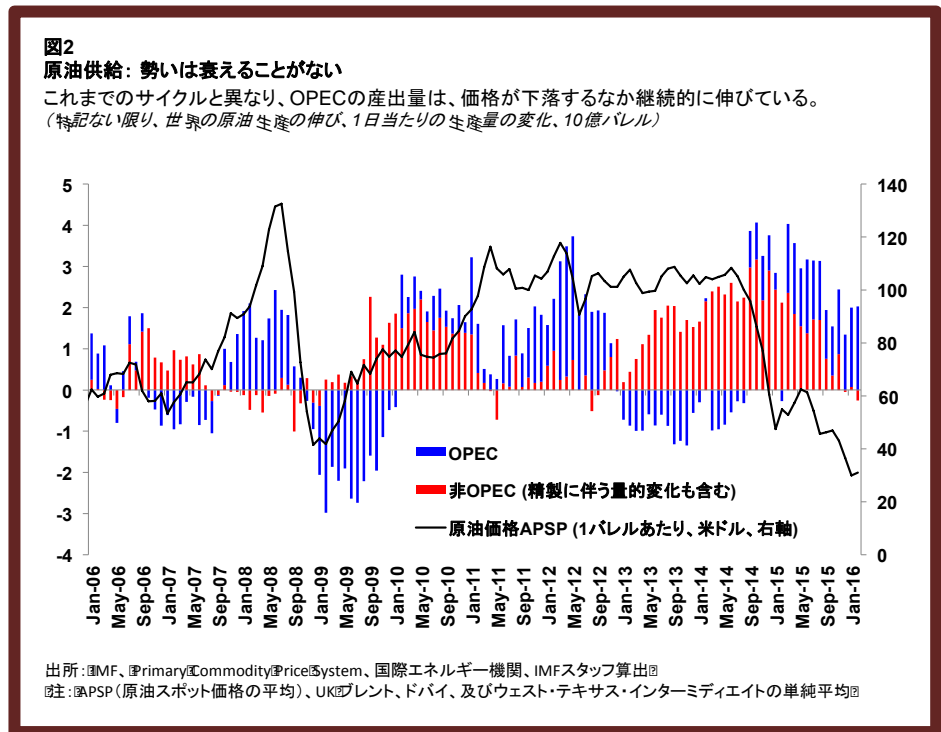
供給 VS 需要

原油価格の動向の影響を予測する際のひとつの明らかな問題は、世界的な供給の増加、あるいは世界的な需要の減少、そのどちらもが世界価格の下落を引き起こす可能性があるということです。しかし後者の場合、直近数四半期と全く同じパターン（価格の下落が世界経済の成長の減速を伴い、原油価格の下落がクッションとなるが成長の減速を反転させる可能性は低い）となると予測するでしょう。

需要の減速は疑うまでもなくこのストーリーの一部です。しかし、供給の増加も少なくとも同じように重要であるとの証拠があります。より一般的に、原油の供給は、石油輸出国機構（OPEC）加盟国の記録的な産出量を背景に力強くなっています。そして、これに加え現在ではイランそして非 OPEC 諸国らの輸出があります。さらに、米国のシェール原油の供給は当初、価格の下落を前にしても驚異的な耐性を示していました。図 2 は、それまでのサイクルと異なり、価格が下落するなかでいかに OPEC の生産が成長を続けているかを示しています。

そして、需要が相当強力で原油の純輸入国である米国でさえ、原油安が成長の大きな刺激とはなっていないようです。計量経済学や他の研究は、需要の減速は最近の原油安の原因の一部に過ぎず（2分の1から3分の1の間ほど）、供給の増加が残りの要因だとしています。

そうすると謎は残ったままです。つまり、原油安のプラスの影響はいったいどこに現れるのか。



この疑問に答えるため、近々発表予定の2016年4月の世界経済見通しは、原油輸入国・地域、そして原油輸出国・地域の2015年の内需の伸びと、2015年4月時点での我々の予測（原油価格の初の大幅下落後）を比較しています。世界の需要の下方修正の大部分は、原油輸出国によるもの（彼らの世界のGDPに占める割合は約12%と比較的小さいですが）でした。しかし、原油輸入国・地域の内需も、原油価格の下落幅が予測を上回ったにもかかわらず、我々のそれまでの予想と大差がありませんでした。

肉眼で消費へのプラスの効果が見えない理由を理解するには、原油輸出国・地域、原油輸入国・地域の需要の内容をより詳しく見る必要があります。

原油輸出国・地域の内需

実は2015年の原油輸出国・地域の内需は、我々の前年の予測より大幅に弱いものでした。このマイナスのサプライズは、消費の弱まりと特に投資の弱まりを反映していました。豊かな原油輸出国・地域は、その外貨準備や政府系ファンドに頼ることができます。実際にその大半がそうしましたが、一方で彼らも政府支出を大幅に削減しています。貧しい国の借入能力がこうした国より大幅に低いのは言うまでも無く、対外債務の水準が余りにも高くなれば危機のリスクが生じます。大半が大幅に経常黒字を減らすか赤字を増やし、ソブリンスプレッドは上昇しました。こうした国々の国内消費は、非直線的に大きく減少する可能性があります。一時に大幅な為替相場の下落が輸入品の値段を押し上げるといった影響を及ぼしたりします。なかでも公共投資が急激に落ち込みました。資本財のほとんどが輸入品で、そして財政調整が必要な時、通常まず削られるのが資本消費です。もちろん、原油価格に無関係の要因が原油輸出国の経済活動にのしかかっている場合もあります。たとえば、イラク、リビア、イエメンの国内の衝突やロシアの制裁などです。

原油安により民間部門の探鉱と採鉱活動の利益が減っているのは言うまでも無いことで、これはその資本支出の削減も引き起こします。イスタッド・エナジーによると、2014年から2015年にかけての原油やガス部門の世界の資本支出の落ち込みは、約2,150億ドルに達しました。これは、世界の固定資本形成の約1.2%（または世界のGDPの0.3%を若干下回る規模）に相当します。エネルギー関連投資の世界的な落ち込みで米国が大きな割合を占めるなど、一部の原油輸入国も大きな打撃を受けています。

原油輸入国・地域の内需

実は、先進原油輸入国・地域たとえばユーロ圏などでは、消費へのある程度のプラスの影響が見られます。それでもその効果は期待を若干下回っています。そして投資の伸びも期待未満となっています。これは、先に述べた米国のエネルギー関連投資の予想外の大きな落ち込みも反映しています。新興市場及び途上国・地域の原油輸入国の状況は様々です。先進国・地域と比べこうした国々は通常、国際的な燃料価格の国内の燃料価格へのパススルー効果は限られており、なかには燃料補助金を削減したところもあります。確かに、政府の財政ポジションの改善が最終的には減税や公共支出の拡大につながるでしょう。しかし、そのプロセスは時間がかかる可能性もあり、さら

に様々な軋轢や課税漏れが生じる可能性があります。総じて、こうした原油輸入国・地域の内需の伸びは、一他の一次産品の輸出国である一部の国の困難なマクロ経済状況にもかかわらず一概ね予想と合致していました。

ゼロ金利下での驚くべきマクロ経済学

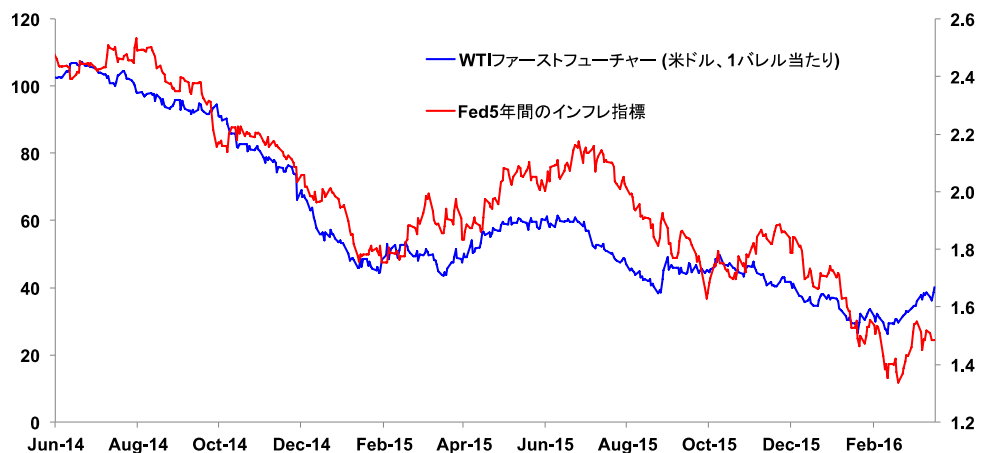
原油輸入国・地域の需要の回復を妨げている可能性のある要因がもうひとつあります。

これまでの価格サイクルと比べると、今回の原油安は緩慢な経済成長の時期と一致しています。経済成長が極めて緩慢であることから、主要中央銀行には、成長を支えデフレ圧力と戦うために金融政策で金利をさらに下げる余地がほぼあるいは全くありません。

なぜこれが問題なのでしょう。30年以上前の1970年代・80年代に、[マイケル・ブルーノとジェフリー・サックス](#)がまとめた経済学の論文が、原油の供給を理由とした価格の上昇がどのようにスタグフレーション（インフレ上昇と成長の鈍化が組み合わさった現象）を引き起こすか説明しています。スタグフレーションは、エネルギーを利用する生産者にかかるコスト上昇の直接的な結果です。これによりコスト上昇分をカバーするために生産者は、生産を減らし労働力を減らし価格を引き上げます。

30年前と比べれば生産のインプットとしての原油の重要性は減ったものの、この推論は、原油価格下落の際に逆に作用するはずです。つまり、生産コストが値下がり、雇用が増え、インフレの低下につながるでしょう。しかし、このルートは、中央銀行が金利を下げられない時に問題を引き起こします。政策金利がこれ以上上げられないことから、生産コストの低下によるインフレの低下は、実質金利を引き上げ、需要を抑え生産や雇用の拡大を押さえつける可能性が極めて高いのです。実際、総体的な数字が両者とも落ち込むかもしれません。このようなことが現在一部の国で起こっている可能性があります。図3は、原油予想価格が低いことが予想インフレ率を押し下げる効果があることを示しています。これは、米国の原

図3
原油価格とインフレ
低原油価格がインフレ予想を押し下げている。



出所：Bloomberg, L.P., Citi Market Commentary, 2016年1月28日。
注：図は長期的インフレ予想を測定したもの。Fed5年間のインフレ指標と原油価格（ウェスト・テキサス・インターミディエイトファーストフューチャー）との比較を基に算出。

油先物価格と長期インフレ予想の市場ベースの指標との間に、最近強力な直接的な関係性があることを示しています。

また、ゼロ金利下にあるということは原油高への「ひねくれた」反応を示唆しているかもしれません。デフレ圧力との戦いにある場合、中央銀行がインフレ上昇への対応策として積極的に政策金利を引き上げる可能性は低くなります。結果、原油高が対称的に実質金利が下がることで成長を拡大する可能性があります。

もちろん、中央銀行が、政策金利を引き上げることで現在の原油安の恩恵を高めることができる結論づけることは誤りでしょう。それどころか、他の条件が同じである場合、こうした措置は実質金利の上昇で成長に悪影響を及ぼしかねません。我々が主張しているのは単に、原油輸入国でマクロ経済状況により中央銀行の金利が極めて低い必要があるとき、原油価格の下落は所得へのプラスの影響と相反する形で実質金利を動かしかねないということです。

今後

原油安が続くことは、金融政策の実施を複雑化し、インフレ期待を不安定化させ今後の道筋を危険にさらします。さらに、現在の歴史的な原油安は、企業や政府のデフォルトなど様々な混乱を引き起こし、こうした混乱が今度は既に神経質な展開を見せ始めている金融市場に影響を及ぼしかねません。こうした負のフィードバックループの可能性により、国際社会による需要の下支えが一連の各国による構造改革や金融部門改革とともに一火急の課題となっています。



ラバ・アレズキ：IMF 調査局コモディティ部門責任者。コモディティ、国際マクロ経済、開発経済で多数の著書を発表。IMF のアフリカ、中東、中央アジアへのさまざまなミッションを先導及び参加。ブルッキングス研究所とオックスフォード大学の外部フェロー。学術誌などへの多くの論文発表する一方、複数の書籍を監修。フランス国立行政学院の統計学で修士号、欧州大学院で博士号取得。



ジアン・マリア・ミレシ＝フェレッティ：国際通貨基金調査局副局長。世界経済見通しや波及効果報告書といったマルチラテラル・サーベイランスに関する同局の作業を監督。前職は、西半球局の副局長。対米代表団長を務める。ローマ・ラ・サピエンツァ大学で経済学士号（1985年）、ハーバード大学で博士号取得（1991年）。ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス勤務の後 1993年に IMF に移る。

国際資本移動、国際金融統合、経常収支の持続可能性、資本規制、課税と成長、政治経済についての多くの論文を著名なジャーナルに発表。論文「The External Wealth

of Nations Mark II」(共著フィリップ・レイン)は、2007～2008年に Journal of International Economics で発表された最優秀論文としてバグワティール賞を受賞。1996年より、ロンドンの Center for Economic Policy Research (CEPR)のリサーチフェロー。



モーリス・オブストフェルド：国際通貨基金の経済顧問兼調査局長。カリフォルニア大学バークレー校休職中。バークレー校では経済学教授で1998年より2001年まで経済学部長。コロンビア大学(1979-1986)とペンシルバニア大学の教授(1986-1989)、ハーバード大学の客員教授(1989-90)などを経て1991年からカリフォルニア大学バークレー校教授。1979年にマサチューセッツ工科大学で博士号。ペンシルバニア大学で学士号(1973年)、ケンブリッジ大学のキングスカレッジで修士号(1975年)を取得。

2014年7月より2015年8月までオバマ大統領の経済諮問委員会メンバー。それに先立ち2002年から2014年まで日本銀行金融研究所の名誉顧問。国際計量経済学会及びアメリカ芸術科学アカデミーのフェロー。受賞歴：ティルブルグ大学の Tjalling Koopmans Asset Award、ライク・ラズロ・カレッジ(ブダペスト)のジョン・フォン・ノイマン賞、キール大学の Bernhard Harms Prize など。アメリカ経済学会 Annual Richard T. Ely Lecture、インド準備銀行 the L. K. Jha Memorial Lecture、プリンストン大学 the Frank Graham Memorial Lecture で講義。アメリカ経済学会の実行委員兼副会長。IMF や世界各国の中央銀行で顧問及び指導。

国際経済の主要な教科書である「International Economics (第10版、2014年、ポール・クルーグマン、マーク・メリッツ)」、「Foundations of International Macroeconomics (1996年、ケネス・ロゴフ)」を共著。また、為替相場、世界金融危機、世界の資本市場、及び金融政策に関する論文を100本以上発表している。