

# IMF「世界経済見通し」

2006年9月

## 要旨

### 世界の経済環境

- 世界経済は 2006 年上期も拡大を続け、経済活動はほとんどの地域で予想を達成するか、これを上回った(第 1 章)。米国では、第 2 四半期以降、成長は鈍化したものの、第 1 四半期の成長は特に堅調だった。経済の拡大はユーロ圏でモメンタムを増し、日本でも続いた。新興市場諸国、特に中国の経済は急成長し、低所得諸国も商品相場の高騰に助けられ、好調な成長を維持した。
- 同時に、高成長の持続が余剰能力を吸収したため、一部の国でインフレ圧力が徐々に高まっている徴候が見られる。原油価格の上昇に押し上げられ、多くの先進国で名目インフレ率が中央銀行が安心と考える範囲を上回る状況がしばらく続いているが、ここに来てコアインフレ率とインフレ期待が上昇している兆しが認められるようになっており、中でも米国はこれが最も顕著である。日本ではデフレがようやく終わったことを示す徴候が続々と現れている。
- 原油および金属価格は最高値を更新した。好調な GDP の成長を背景に、世界の市場で余剰能力が逼迫していることが価格を下支えし、原油の場合は、中東における地政学的緊張の高まりと、一部の他の主要産油国(特にナイジェリア)における生産リスクが価格支援要因となった。先物市場は原油価格が当面、高水準を維持することを示唆している。
- 主要中央銀行はこうした状況に金融引き締めで対応した。米国の連邦準備制度理事会は 6 月まで利上げを継続したが、8 月には一旦、引き締めを休止した。欧州中央銀行はこの数ヶ月間、さらに金利を引き上げ、日本銀行は 7 月にゼロ金利政策に終止符を打った。米ドルは対ユーロで下落し、対円でも対ユーロほどではなかったものの値を下げた。一方、長期金利は上昇した。
- インフレ懸念の高まりとよりタイトな金融状況は、5-6 月に先進国の株式市場の幾分の下落と、一部新興市場の資産価格に一連の大幅な変動をもたらしたが、7 月以降、市場は比較的安定している。一部の国では、中央銀行が利上げを実施し、金融市場を沈静化させてインフレ圧力を封じようとしたため、成長が鈍化している可能性はあるものの、こうした動きのほとんどは、経済的リスクをファンダメンタルに再検討するというよりは、大幅な相場上昇に続く調整と考えられ、経済成長に大きな打撃を及ぼす可能性は小さいと考えられる。
- 世界的不均衡は依然、大きい。輸出の伸びが加速しているにもかかわらず、米国の経常収支

赤字は2007年にGDPのほぼ7パーセントに達すると予想されている。石油輸出国と多くのアジア諸国の経常収支黒字は高水準を維持すると予想され、中国の黒字はGDPの7パーセント超を維持している。

## 見通しとリスク

- 2006年と2007年の世界の経済成長予測は、いずれも2006年4月時点のWorld Economic Outlookの数字を0.25パーセントポイント上回る5.1パーセントと4.9パーセントにそれぞれ上方修正されている。
- 米国の経済成長率は住宅市況が冷え込む中、2006年の3.4パーセントから2007年は2.9パーセントに鈍化すると予想される。日本の成長率もサイクルの成熟化に伴って減速するとみられる。ユーロ圏は、年内は経済回復のモメンタムを維持すると予想されるが、ドイツの成長率は予定されている増税により2007年に低下するだろう。新興諸国と発展途上国の経済は極めて堅調な成長が続き、中国経済は最近の急成長ペースを維持すると予想される。
- 世界経済見通しに対するリスク・バランスに関してはダウンサイド・リスクが大きく、IMFスタッフ予想は、2007年に成長率が3.25パーセント以下に低下する確率を6分の1としている。最も顕著なリスクは、インフレ圧力の増大により現在予想されている以上の金融引き締めが必要になること、限りある余剰生産能力と地政学的不透明感を背景としたさらなる原油価格上昇の可能性、そして米国の住宅市況が予想以上のペースで冷え込み、米国経済がより急激に減速する引き金となることなどである。
- 世界的不均衡の無秩序な巻き戻し(disorderly unwinding)の可能性も依然、懸念材料となっている。実際には、こうした不均衡は市場の主導によりスムーズに巻き戻される可能性が高いが、そのためには、投資家は何年もの間、ポートフォリオに占める米国資産の比率を引き上げ続ける必要があるだろう。米国金融市場は深度があり洗練されているため、最近の多額の経常収支赤字への資金調達は容易であった。しかし、無秩序な調整リスクは依然、ある程度存在しており、これが世界経済に多大な負担を強いる可能性がある。

## 政策面の課題

### 先進国

- 先進国の中央銀行はこの先、成長とインフレに対する相対的リスクについて慎重に検討する必要があるだろう。米国の連邦準備制度理事会は経済成長率の鈍化局面におけるインフレ率の上昇という困難な状況に直面しているが、インフレ期待を抑えることが重要であることを考えると、ある程度の追加的金融引き締めが依然、必要かもしれない(第2章)。日本では、インフレ率が急上昇する危険性はほとんどない一方で、デフレ再燃は経済にとって犠牲が大きい

ことから、金利上昇ペースは緩やかなものになると予想される。ユーロ圏では、経済が予想通りに拡大すれば追加利上げが必要になる可能性が高いが、現在のところインフレ圧力はほぼ封じ込められているようで、引き続き成長に対するダウンサイド・リスクがあることから、政策担当者はさらなる金融引き締めについては慎重に対処する余裕があるだろう。

- 人口の高齢化に直面している経済大国のほとんどで、財政再建が依然、極めて大きな課題となっている。多くの国が今後の財政再建について検討しているが、いずれも十分に野心的なものとなっていないか、明確な政策措置の裏付けを欠いている。社会保障制度の基盤の健全化を進め、容赦なく続く医療費の増大を抑える効果的な方法を探る必要がある。
- 成長見通しの改善には、ビジネス環境と世界的な競争力を改善するための構造改革が依然、欠かせない。ユーロ圏では、リスボン戦略のいっそうの前進(特にサービス分野におけるよりオープンな競争とより柔軟な労働市場、ならびに金融セクター改革)が、生産性の伸びの向上と雇用チャンスの改善のカギを引き続き握っている。日本では、公共セクター改革、労働市場の柔軟性と金融セクターの効率を強化する方策、そしてサービスセクターの生産性向上に向けた改革などが優先課題である。
- 第4章では、金融システムの違いが先進国の経済サイクルにいかに関与を及ぼすかを検証している。そして借り手と貸し手の長期的関係に基づく取引、もしくは「市場型」取引の度合いによって金融システムを特徴づけた新たな指数を構築している。一般に銀行の仲介機能の低下と、金融市場の役割拡大のトレンドが認められるが、そのペースは国によって異なり、金融システムには依然、重大な差があると同章はみている。また、こうした金融システムの違いが景気循環のパターンに影響を及ぼす可能性があることを示す証拠もいくつか提示している。具体的には、市場型金融システム(*arm's length financial systems*)が多いシステムでは、世帯は所得の変動に応じて消費をより平準化することができる一方で、支出は資産価格の変動に対してより敏感になる可能性がある。関係に基づくシステムでは、企業の投資は景気後退局面によりスムーズに対処できるようだが、市場型金融システム(*arm's length financial systems*)は構造変化に応じた資源の再配分を得意とするようである。
- この10年間、ほとんどの国で市場型取引型金融システムへの流れが進んだが、技術革新と規制による障害の排除を背景に、こうした動きは今後も続くと考えられる。政策担当者は労働市場の柔軟性を高める補完的改革の実施、従業員の年金プランのポータビリティの向上、そして破産手続きの強化など、こうした現在進行中の変化から最大限の恩恵を引き出すことが必要となろう。監督や規制に関する政策は、ますます高度化する金融セクターと足並みを揃える必要があるが、マクロ経済政策の管理においては、起こりうる景気サイクルのパターンの変化を反映するために適応することが必要となる。

## 新興市場と発展途上国

- 新興市場と発展途上国の政策担当者は、継続的に脆弱性を低減し、現在の成長のモメンタムの維持を助けるような改革を実施することで、より課題の多い世界の環境に適応しなければならない。最近の展開は、新興市場の経済が依然、世界の金融市場の乱高下から影響を受けやすいことを思い起こさせるものであった。危険な状態にある国とは、公共部門のバランスシートが依然、脆弱で、多額の経常赤字を抱え、インフレ期待を上手く抑えられない国などがリスクにさらされている。欧州の新興国の多くの国で、多額の経常赤字をまかなうのにをますます民間債務に頼るようになってきていることは懸念材料である。また、新興市場と発展途上国で市場志向の改革を進めるためにはさらなる方策が必要であり、特に競争の障害を減らし、活発な民間セクター主導の成長を可能にする環境作りが重要である。
- 第3章はアジアの目覚ましい成長を分析し、将来的に力強い成長を維持するために何をすべきかに焦点を絞っている。同章は、アジアの良好な政策環境が、堅固な全要素生産性(TFP)の堅調な伸びと、同地域における物質的ならびに人的資本の速やかな蓄積のカギとなってきたことを示している。実際、良好な政策環境を確立することの重要性は、現在の発展途上国(アジアとその他の地域の両方)が、日本や新興工業経済地域(NIEs)などの、すでに経済発展を達成した国々から学ぶべき最も重要な点である。貿易の自由化、教育機会の改善、金融の発展を促す方策、そして企業家精神の奨励などは、現在進行形の農業部門から工業やサービス部門への現在進行中の資源のシフトを促進するだろう。産業、特に比較的手厚い保護を受けるサービス部門の生産性を向上する努力も重要な成果をもたらすと考えられる。サービス部門での競争を促す政策には、参入障壁の撤廃、海外投資の奨励、規制緩和などが含まれる。
- 第5章は燃料以外の商品の価格見通しについて調査している。これらの商品(特に金属)の価格は近年、急上昇しており、こうした商品の輸出事業者が石油輸入代金の上昇で被った損失を軽減している。同章は、商品価格上昇の主因は中国を中心とする旺盛な需要で、供給のボトルネックも一因であるとしている。加えて同章は、投機筋は市場に流動性を供給する役割を果たした可能性はあるものの、投機的な動きが商品相場の大きな原動力になっていた様子はないとしている。金属価格は需要の増大に対応するため、新たな生産能力が稼働し始めるのに伴って、金属価格は中期的に低下していくと予想される。商品(特に金属)の輸出国の政策に関する主な助言は、こうした価格の高騰が持続すると想定すべきではないということである。現在の価格高騰でもたらされた収入は、後々から削減することが困難な分野への支出拡大に充当するのではなく、非商品部門の将来の成長を支えるために確保しておくか、投資すべきである。

### 多国間イニシアチブ

- 共同的な政策努力は世界の不均衡を円滑に減らす助けとなるだろう。最も実現の可能性が高いのが、米ドル相場のさらなる下落、多くの黒字国通貨の為替レートの上昇(特にアジアの一

部と産油国)といった、諸国間の需要のリバランスを伴う民間セクター主導による秩序だった調整であることに変わりはない。しかし、より無秩序に不均衡が解消されるリスクも依然あり、そうなれば世界経済は大きな打撃を被るだろう。こうした無秩序な調整のリスクは、世界の主要経済国が持続的に一連の政策を実施することで大幅に軽減することが可能である。具体的には、米国の国民貯蓄を押し上げる方策(財政再建を通じた方法を含む)、欧州と日本における構造改革のいっそうの推進、アジア新興経済の内需(中国の消費、およびその他の地域の投資)を押し上げのための改革と外国為替レートの柔軟性の向上、すでに順調に進んでいる投資プロジェクトの大幅な増強が歓迎される中東を中心とした、産油国における生産能力の制約吸収に資する高リターン分野への支出の拡大(すでに順調に進んでいる投資プロジェクトの大幅な増強も歓迎される)、といった政策である。共同で多国間のアプローチをとれば、それぞれの行動に伴う潜在的リスクが他の地域で同時に遂行されている政策イニシアチブによって軽減されるという確信につながり、政策遂行の助けになると考えられる。IMF による現在の多国間協議はこのプロセスに貢献することができよう。

- 多国間貿易の自由化のプロセスを再活性化するための努力が必要である。多角的通商交渉(ドーハ・ラウンド)が明らかに行き詰まっているのは非常に残念なことである。無差別(MFN:最恵国)待遇ベースの貿易の自由化が、世界の新たな成長チャンスの扉を開く最善の道であることに変わりはない。保護主義の圧力の脅威に断固として抵抗する必要がある
- 世界のエネルギー市場における価格高騰と価格の大幅な変動は依然、大きな懸念材料であり、これに対処するにはあらゆる側面からの持続的な努力が必要となろう。十分な生産および精製能力を構築するための投資拡大が必要な一方で、適切な消費者向けインセンティブの導入はいっそうの省エネを促すだろう。

シニア・エコノミスト: ニコラ・スパタフォラ (Nikola Spatafora)

エコノミスト: フロレンス・ジョーモット (Florence Jaumotte)

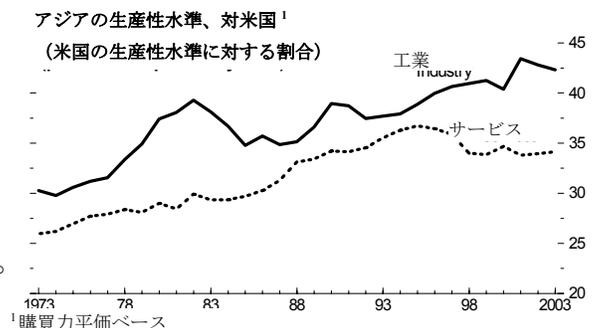
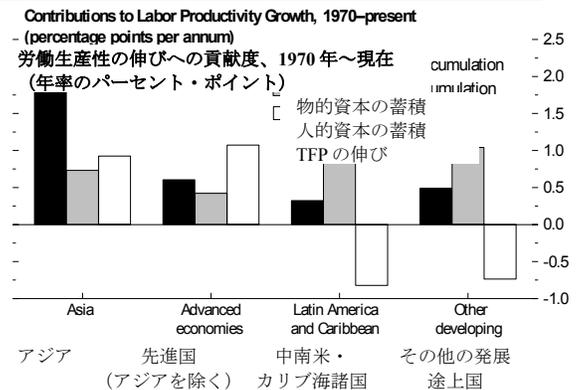
調査局

要点

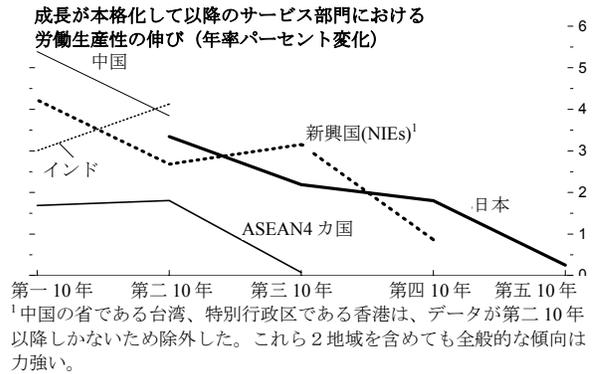
- アジアの目覚ましい経済成長は、強力な政策環境に支えられた高水準の投資と急速な生産性の向上によるものであった。
- 急速な成長を持続させるにはいくつかの重要な課題を克服することが必要だろう。
  - ますます重要となっているサービス部門の生産性の伸びを押し上げるための改革の実施。
  - 農業部門から工業、サービス部門への資源のシフトを継続させるための政策的支援の提供。
  - 後発国における政策的枠組みの強化。

アジアの国民一人当たりの実質所得は1950年以降、7倍に拡大した。国民一人当たりの生産はアジア全体で年平均4パーセント増加し、新興工業国 (NIEs) や中国などの高成長国では5パーセントを越える伸びとなった。この成長を牽引したのは全要素生産性 (TFP) の顕著な改善のほか、物的、人的資本の急速な蓄積である。その背景には、アジアにおける全般的に強力な政策環境がある。

しかしながら、多くのアジア諸国が先進国並みの所得水準を達成するには、まだ道のりは遠い。依然、高水準にある貧困率を低下させるには、この所得水準へと収斂させていくことが不可欠である。このため、高い生産性の伸びに絶えず刺激を与える政策が必要である。特に以下の点を重視している。



- 重要な課題はサービス部門の生産性の伸びを押し上げることである。サービス部門の生産性はまだ米国の水準の3分の1程度にとどまっているにもかかわらず、先進国経済への追い上げは足踏みしている。仮にこの10年間、サービス部門の生産性が工業部門の生産性並みに向上していたならば、総生産の伸びは年間1.5パーセント上乗せされていたはずである。今後、サービス部門の生産性を向上できるかは、競争の促進、参入障壁の排除、規制の簡素化、人的資本の充実に左右されよう。



- 農業から工業及びサービス部門への継続的移行を促す政策を実施すれば、地方の貧困を軽減し、成長を促進するのに役立つだろう。1970年以降、米国の生産性水準に対するアジアの追い上げ幅の約4分の1は、農業から工業、サービス部門への労働シフトによるものであった。それでも、アジアの発展途上国全体では農業が雇用全体のほぼ半分を占めており、ベトナムやカンボジアなどの後発国では60パーセントに達している。これらの国々では、さらなる貿易自由化、金融システムの拡大と充実、人的資本の強化、柔軟な労働市場の育成、全般に脆弱なインフラの整備などが経済の構造的変化を持続させるのに役立つだろう。
- アジア域内、域外の後発国はともにアジアの成功を手本とすべきである。1970年以降、アジアの急成長とは対照的に、その他の発展途上国の成長率は年平均1パーセントにとどまっており、アジア域内でも依然、国民一人当たりの所得がきわめて低い一群の国が残っている。アジアの成功例は、安定したマクロ経済的枠組み、貿易の開放性、制度面の充実、充実した金融システムが力強い持続的成長のカギとなることを示している。

第4章 要旨：金融システムは経済サイクルにどう影響しているか？

課長補佐：スビール・ロール (Subir Lall)

シニア・エコノミスト：ロベルト・カルダレッリ (Roberto Cardarelli)

エコノミスト：イリーナ・タイテル (Irina Tytell)

調査局

要点

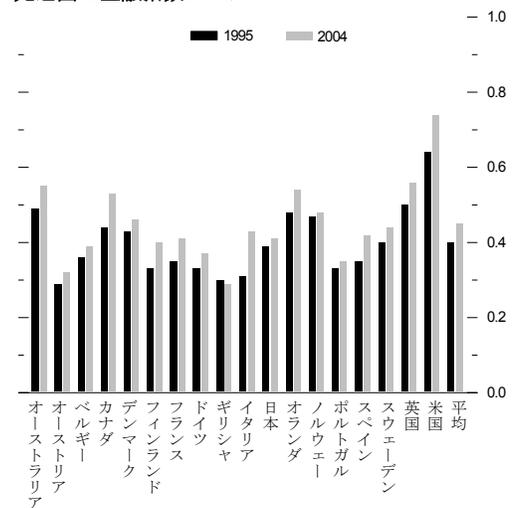
- 先進国における金融システムの違いが経済サイクルに影響を与えている。
- いわゆる「市場型 (arm's length)」金融システム (英国、米国を含む) では、家計は借入を増やして消費を支えることができるが、その一方で負債が増大し、金利の上昇と資産価格の下落の影響を受けやすくなる。
- より「相対型 (relationship-based)」である欧州の金融システムは、経済の衰退部門から成長部門に資源を移転させる能力が劣るため、生産性を高め、技術革新と国際化の波に対応するための取り組みを阻害している。

本「世界経済見通し」の第4章は、金融システムと経済サイクルの関係についてIMFが行った新たな調査の報告である。主な結論は以下の通りである。

- 先進国の金融システムは、新技術と規制緩和によって変貌を遂げつつあるが、国によって大きな違いが残っている。

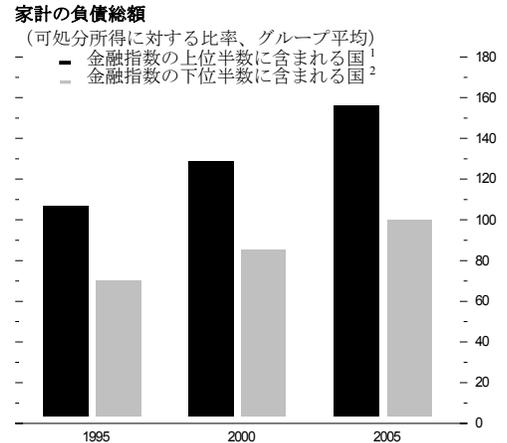
この章では独自の新指数を用いて、オーストラリア、カナダ、オランダ、英国、米国の金融システムが、欧州の大部分および日本の金融システムに比べ、市場型 (arm's length) 取引、つまり当事者が互いについて、公開されたもの以外に特別な情報や知識をもたない取引に大きく依存している状況を明らかにしている。欧州の大部分と日本では近年、こうした市場型取引の重要性が高まってはいるものの、なお長期的な借り手と貸し手の関係に頼る部分が大きい。

先進国の金融指数スコア

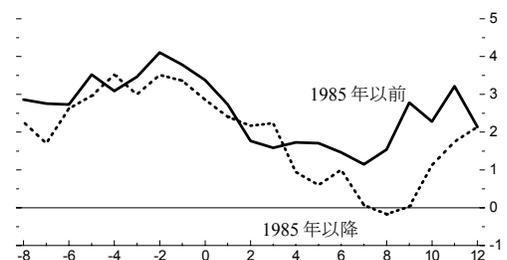


出所：金融指数で用いた出所については補足資料 3.1 を参照。

- 市場型金融システムの家計は借入が容易で、それが個人消費を支えているが、資産価格の下落の影響を受けやすい。英国や米国のようによく発達した市場型金融システムでは、家計は持ち家の価格上昇に応じて借入ができるため、それが消費を促し、高い経済成長を支えている。しかし、これによって家計の負債は増大し、市場型システムにおける家計の負債額は2005年に、平均で可処分所得の160パーセントと、相対型のシステムの100パーセント未満を大きく上回った。したがって、市場型システム下の家計は金利上昇と資産価格の下落の影響をより受けやすい。このため、例えば市場型システムの国では前回の住宅バブル崩壊時に、消費の伸びが崩壊開始時点の平均3パーセント（前年比）から2年後にはゼロとなった。米国の住宅市場の鈍化は、米国と世界の経済見通しにとって大きなリスクである。



住宅バブル崩壊に対する個人消費の反応、1970～2005年<sup>3</sup>  
(前年比パーセント変化、不変価格、X軸四半期)



出所：EC 統計局、OECD の金融取引勘定；OECD 分析的データベース；IMF スタッフ計算

<sup>1</sup> 含まれる国はオーストラリア、カナダ、デンマーク、イタリア、オランダ、ノルウェー、スウェーデン、英国、米国

<sup>2</sup> 含まれる国はオーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、日本、ポルトガル、スペイン

<sup>3</sup> 含まれる国はオーストリア、カナダ、デンマーク、イタリア、オランダ、ノルウェー、スウェーデン、英国、米国。ゼロはバブル崩壊が始まった直前の四半期を意味する。

- 相対型取引に依存する金融システムは、技術革新とグローバル化がもたらす新たな成長機会への対応において、市場型金融システムより効率が悪い。これは、相対型においては典型的な借り手と貸し手の関係が既存産業の既存企業に有利に働く傾向があるが、市場型システムでは借り手との長期的関係に基づく制約がそれほど足かせにならないからである。このため、市場型システムでは衰退産業から成長産業への資源の再配分が容易で、生産性の伸びには大きなプラス要因となる。このことは過去10年、労働生産性の伸びがオーストラリア、英国、米国に大きく出遅れている欧州にとっては特に重要な点である。
- 金融システムの違いが、現在の世界的な不均衡を説明するひとつの要因と考えられる。米国の金融システムは（オーストラリア、英国のシステム同様）、他の国をはるかに上回る規模で家計の借入を増加させ、それによって貯蓄を押し下げ、経常収支赤字を膨らませてきた。また、高度に発達し、流動性の高い米国の金融市場は海外の貯蓄者に魅力的な投資機会を提供しており、それが米国の財政赤字の穴埋めにも役立ってきた。例えば、米国の8兆ドルに

のぼる不動産担保証券市場では、海外投資家が10パーセント前後を占めている。しかし、他の金融システムが米国に追いついた場合、不均衡の穴埋めがより困難となる可能性が高い。

この章では、金融システムが今後も進化を続け、大きな経済的利益をもたらす一方で、政府当局に難しい課題を突きつけると指摘する。この章では、以下の3つの重要な政策的結論を強調している。

- **金融政策。**家計がその資産、特に住宅を借入の担保として利用しているため、金融政策が経済に影響を与える道筋として、資産価格に対する金利変動の影響がますます重要になってくると思われる。各国中央銀行は、このサイクル中に金融引き締め動く際、金利の上昇が家計支出により大きな影響を与えるかどうかをよく見極める必要がある。特に、市場型金融システムに最も近い国々ではそれが必要だろう。
- **規制、監督政策。**金融システムが変化するのに伴い、新たな分野でリスクが浮上するとみられるため、金融の規制、監督当局がそれに適応していくことが重要である。例えば米国では、規制当局は、インタレスト・オンリー、ネガティブ・アモチゼーション型ローン（元本返済が行われない、あるいは金利が一部元加される住宅ローン）の急増がもたらす結果に特に気を配る必要がある。
- **進行中の金融システムの変化は、他の分野の政策変更によって支援されて始めてそのメリットがフルに実現される。**市場型金融システムの主な利点のひとつは、衰退部門から成長部門に資源をより効率的に再配分できるという点である。このプロセスは、年金及び健康保険制度のポータビリティを改善させることなど、労働市場の柔軟性を高める改革と、成長が望めない企業の退出を促す破産法制に支えられる必要がある。最後に、強力だが明確な社会的セーフティネットがあれば、個人を十分に支援し、新たな雇用機会のための再訓練にも役立つだろう。

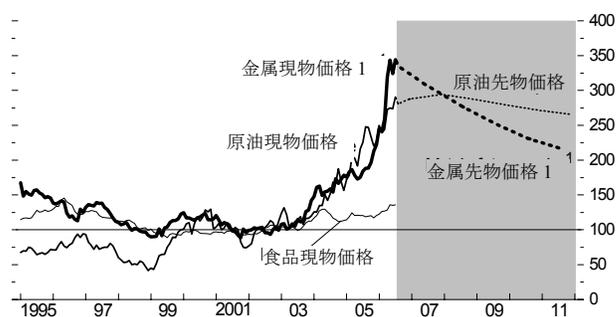
要点

- 金属価格は大幅に上昇している。ここ数年での世界の主要金属消費量増加の半分に寄与した中国を中心に需要が旺盛で、供給面での対応を上回っているためである。
- 一般的な見方とは裏腹に、投機による商品価格への影響は限定的であるようだ。
- 先行きについてIMFでは、新規生産能力の稼働開始に伴い、金属価格は現行水準から徐々に下落すると分析している。

多くの商品価格は今年、記録的水準に達した。金属価格は実質ベースで2002年から180パーセント上昇し、原油価格の上昇幅(実質ベースで157パーセント、右図)すら上回っている。第5章では、現在の燃料を除く商品の価格高騰について考える要因の寄与度を評価するとともに、現在の価格水準が持続するかどうかを検証する。<sup>1</sup>

本章ではまず金属価格を取り上げ、価格高騰の主な原動力は世界の需要、特に中国での需要の急速な伸びが供給の拡大を上回ったためと指摘している。例えば、アルミニウムの消費は2002~2005年で7.6パーセント増加し、それ以前の10年間の伸び3.8パーセントを大幅に上回った。金属産業での長期投資計画策定によって生じるラグのために、金属価格は予想外の需要増大局面に際し急激に上昇する可能性がある。中国の役割については、この4年、中国は世界の主要金属(アルミニウム、銅、鋼鉄)の消費純増分の半分程度を占め

主要商品価格  
(2002年=100、名目ベースの月次データ)



出所: パークレイズ・キャピタル、ブルームバーグ・ファイナンシャル・マーケットズ L.P.、IMF、コモディティ・プライス・システムデータベース、IMFスタッフ計算  
1 アルミニウム、銅、鉛、ニッケル、錫、亜鉛の価格の加重平均

<sup>1</sup>本章は、2005年4月の「世界経済見通し」の原油市場調査「原油市場はタイトな状態が続くか?」を補足するもの。

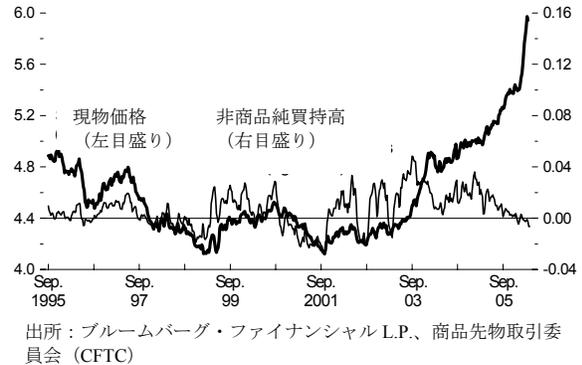
ている。その急速な成長と世界経済におけるシェア拡大を背景に、中国は今後とも商品市場を牽引する重要な役割を担うと予想される。

この章では、世界的な高成長に対して、食品およびその他非燃料商品の価格が金属価格に比べてはるかに鈍い反応しかみせていない点を指摘する。これにはいくつかの要因が働いている。まず、所得増に伴う金属の利用が、農産物の消費を上回っていること。第二に、農業部門では価格変動に対する供給面での対応が金属産業よりはるかに迅速であること。ここ数年の食品価格の緩やかな上昇は、概ね米ドル為替レートの変動と投入コストの増加、特に、原油価格に連動する肥料の投入コスト増を反映したものである。

一般的な見方とは対照的に、金融投資家は非燃料商品の価格動向を左右する大きな役割を果たしていないようだ。商品先物市場での投機的投資はここ数年、大幅に増加しているが、投資家はロングとショートのパポジションをともに建てているため、市況への影響は相殺されている。ネットの投機的ポジションの動きが現物価格の変動を先導しているという統計的資料はほとんどない（むしろ逆で、投資家は価格動向を作り出すというより、それに追随しているようだ）。例えば、銅市場の投機的ポジションは、今年初めに銅価格が上昇した時期に減少した（右図）。

銅価格と投機的投資

(現物価格は対数、非商品純買持高は百万件単位)



今後の見通しについては、金属価格は現在の高値から反落すると予想される。アルミニウムと銅の市場を分析すると、これら二金属の価格は、世界の成長、生産能力の増強、需要と供給の価格反応性に関するさまざまな想定から判断して、持続可能な水準を超えていると考えられる。基本的なシナリオでは、アルミニウムと銅の実質年平均価格は2010年までにそれぞれ35パーセント、57パーセント下落すると予想されている。この結果は過去の実績とも一致する。つまり、金属価格は中期的に生産コストへと収斂する傾向があるが、現在の価格は生産コストを大きく上回っているということだ（コストに対する市場価格の倍率は主要金属で1.5～2.75倍）。また、先物市場もこの先5年は大半の金属の価格が漸次下落すると予測している（前ページ図参照）。

現在の非燃料商品の価格高騰が一時的現象であることを考えると、輸出国の政策担当者は、予想外の収益増の大半を支出にまわさず残しておくか、非商品部門の将来的な成長を支えるためにこれを活用することがきわめて重要である。