最近の原油価格低迷をめぐる 7 つの疑問

ラバ・アレズキ、オリビエ・ブランチャード[1]
2014 年 12 月 22 日

原油価格は最近急落し、全ての人々、つまり生産者、輸出業者、政府、そして消費者に影響を与えている。総体的に考えれば、われわれはこの動向を世界経済にとってのカンフル注射としてみている。 今回のシミュレーションは、正式な世界経済予測ではないが、2015 年の世界の GDP を原油価格が下落しなかった場合と比べて 0.3 パーセントから 0.7 パーセント押し上げるとの結果を得た。ただ、この複雑で現在も変化している事象には、それ以上のことがある。このブログでは、とりあえず現在及び今後の原油市場のメカニズム、さまざまなグループの国々および金融安定性への影響、そして政策担当者がそれぞれの自国経済への影響にどう対処すべきかを探った。

要約:

- *われわれは原油価格の 6 月からの急落の裏に供給と需要の双方の要因が働いていることを発見した。先物市場は、原油価格がいずれ反転するものの、近年の水準までは回復しないことを示唆している。しかし、事態が展開するにつれ、供給と需要の作用についてはかなりの不確実さが伴っている。*

- *価格急落の影響の現れ方は各国で千差万別であるが、ある程度共通する特徴もある。先進国の原油輸入国で、また新興市場国の中の原油輸入国ではそれ以上に、実質家計所得が向上する一方材料価格が低下し、国の対外収支ポジションが改善する。一方、原油輸出国は国家収入が減少し、国家予算や国際収支が圧迫される。*

- *金融安定性に対するリスクは高まったが、その程度は限定的なものにとどまっている。原油価格低迷による為替へのプレッシャーは、原油輸出国のロシア、ナイジェリア、ベネズエラの一握りの国にこれまでのところ限られている。ただ、世界的な金融連関性を考慮すると、こうした展開は、世界全体での監視強化を要求するものだ。*

- *原油輸出国は、この価格下落で必要となる調整を、急激な財政支出削減することなく実施することを望んでいる。ただ、外貨準備が不十分で確固とした財政規律が確立されていない国にとっては、予算と為替に対する圧力は甚大になる可能性がある。金融政策が適切さを欠けば、これはインフレの昂進と通貨のさらなる下落を招きかねない。*

---

[1] このシミュレーションについては、トーマス・ヘルブリング、ベン・ハント、ダグラス・ラクストン、プラカシュ・ラウンガニ、松本哲人、ジアン・マリア・ミルセイ・フェレッティの各氏、そして統計モデル、商品相場チーム、及びアフリカ、アジア太平洋、欧州、財政、中東中央アジア、金融資本市場、戦略政策審査、西半球の各局スタッフの貢献に感謝するものだ。また、リスタッド・エナジー社と同社のペ・マグナス・ニスビーン氏には原油製造のための資本支出とコスト構造についての独自データを提供いただきとりわけ感謝している。

- *原油価格の下落は多くの国にエネルギー関連の補助金削減と、それで浮いた資金をより目標を絞った所得移転の機会を与えるとともに、一部の国ではエネルギー関連の増税と他の税の引き下げを可能にした。*

- *需要が弱く、伝統的な金融政策がほぼすべて実施されてしまったユーロ圏と日本では、原油価格の下落の中で中期的なインフレ期待を安定させるには中央銀行のフォワードガイダンスが不可欠である。*

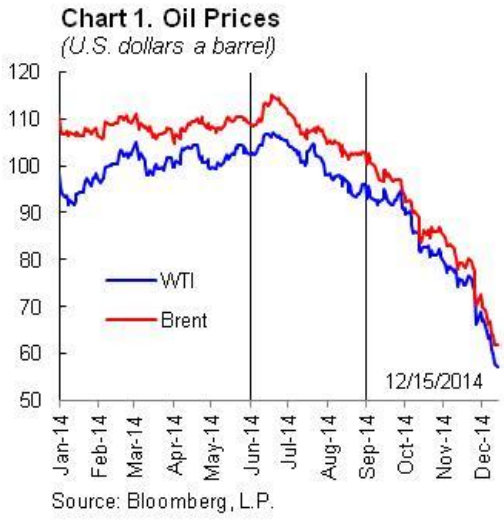
繰返しとなるが、この原油価格下落の影響シミュレーションは、IMF の正式な 2015 年及びそれ以後の世界経済の予測をするものではない。それは 1 月の「世界経済見通し」の改訂版で行うことを予定しており、その中では成長やインフレ、世界不均衡や金融安定性に影響を与える他の潮流も点検する。

そして以下この小論では、原油価格下落をめぐる 7 つの主要な疑問について解明を試みた。

1. **原油の需要、供給それぞれが下落に果たしている役割は何か。**
2. **この供給変化はどの程度根強く続くのか。**
3. **世界経済へはどんな影響を与えそうか。**
4. **原油輸入国へはどう影響しそうか。**
5. **原油輸出国へはどう影響しそうか。**
6. **金融への影響はいかに。**
7. **原油輸入国、輸出国の政策対応はいかにあるべきか。**

1. 原油の需要、供給それぞれが下落に果たしている役割は何か。

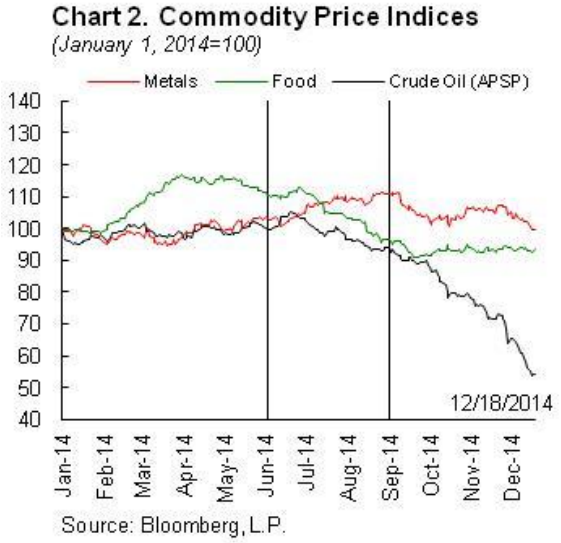
原油価格は 6 月からはほぼ 50 パーセント、9 月からは 40 パーセント下落した (図 1 参照).[2] 金属価格は通常原油価格より世界の経済活動により大きく左右されるが、今回はやはり下落してはいるものの、原油よりはかなり小幅だ (図 2 参照). この簡単に見て取れる観察は原油市場に特殊な要因、特に供給関連の要因が、原油価格の下落を説明するのに重要な役割を果たしていることを示唆するものだ。



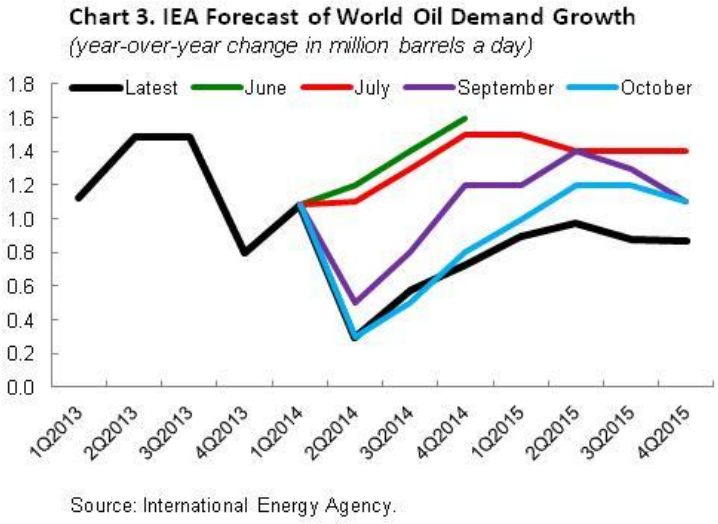
より丹念な観察もこの結論を補強する。国際エネルギー機関（IEA）の 6 月と 12 月の間に行われた需要予測の修正（図 3 参照）は、原油供給の短期的弾力性の試算と相まって、この期間の予想外の需要の低下は価格下落の 20%分から 35%分にしかならない。

[2] これらの価格変化はIMFの原油スポット価格平均（APSP）によっている。APSPは北海ブレント、ドバイ、ウェスト・テキサス・インターミディエイト（WTI）の単純平均値だ。

供給サイドでは、原油生産の予想外の増加を含む多くの要因が事実としてみてとれる。これは一部には政情不安にもかかわらずリビアの 9 月の原油生産の回復が予想より速かったことやイラクの原油生産が影響されなかったことによっている。[3]しかし、主な要因は石油輸出国機構（OPEC）内の最大の生産国であるサウジアラビアが、他の OPEC 諸国や非 OPEC 諸国からの増え続ける供給に対応する措置を取らないことを公言したことと、それに続き、予想される供給過剰にもかかわらず 11 月に OPEC が全体の 1 日当たりの生産量の上限を 3000 万バレルに据え置いたためだ。



世界原油生産の着実な増加は、「吠えないイヌ」とみられた可能性がある。つまり、原油価格は世界原油生産の増加傾向にもかかわらず、原油価格は OPEC が導入したフロアプライス（適正下値）に対する認識のために 比較的高い水準にとどまっていたのだ。しかし、その結果として起きた（需給状況に応じた生産調整を行う）スイング・プロデューサーの姿勢変化は、世界の将来の原油供給量予測の根本的変化をもたらす一助となり、それが転じて原油価格下落のタイミングと規模を説明し、価格を公正な競争が行われている市場価格に近付けた。これと同じような大幅な下落は 1986 年に起きているがその時は、サウジアラビアがスイング・プロデューサーとなることを自発的にやめて原油価格を 27 ドルから 13 ドルへ急落させた。価格が 27 ドルまで戻ったのはその 15 年後の 2000 年だった。



伝統的な需要・供給要因の他に、一部には原油の「金融化」を指摘する向きもある。つまり、原油や他の商品が金融投資家によって一つの「資産」として考えられて、価格の下落の一因は

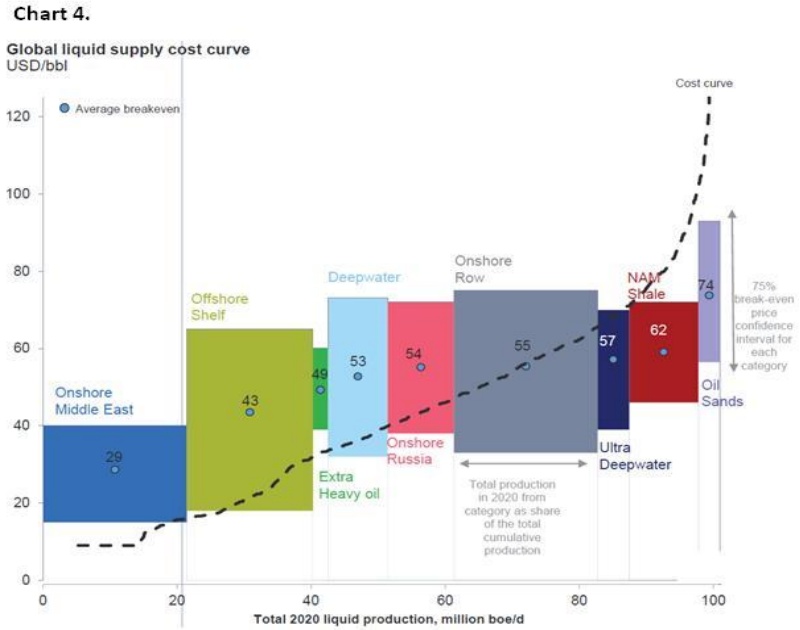
[3] しかし IEA の最新の報告では、リビアの 9 月の増産は、11 月に反転、減産に転じている。

それに対する「投機」だったとの見方だ[4]。 しかしそれが原因とする証拠はほとんどみあたらない。IEA の最新のレポートによると、原油在庫はこの 2 年で最高水準に達し、それは価格低下でなく上昇の期待を示唆しているからだ。

この供給変化はどの程度根強く続くのか。

これは主に次の **2 要因**に左右される:

第一には OPEC、とりわけサウジアラビアが将来生産を削減する意志があるかどうかだ。これは転じて、同国の戦略変更の背景となった動機と、その変更に際しての地政学及び経済的要因の相対的重要性に部分的には決定される。1 つの仮説は、非 OPEC 諸国からの供給が着実に増える中で、サウジアラビアがスイング・プロデューサー役を続け、高価格を維持する代償が高すぎると判断したということだ。もし、それが正しく、原油売却収入低下の痛みが他の OPEC 諸国やロシアにより広範な削減を受け入れさせるものでなければ、この戦略変更がすぐに変わることは考えづらい。もう一つの仮説は、これは OPEC 主要国と比べ一部の非 OPEC 国の採掘コストが高いことを見越して、OPEC が当面利益や投資の減少させて、ゆくゆくは非 OPEC 国の供給を減らそうと狙っている可能性もある。（原油採掘法の違いによるもう 1 バレル増産するためにどれくらい限界コストが上昇するかを示した曲線を含む図 4 を参照のこと）



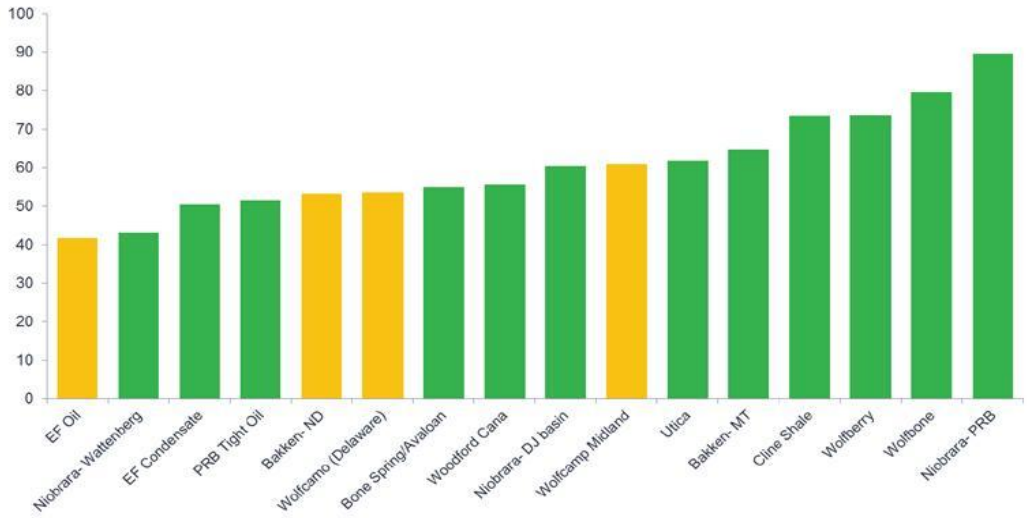
Source: Rystad Energy research and analysis.

第 2 の要因は、低原油価格に対し、生産のための投資と実際の生産がどう対応していくかだ。原油生産のための設備投資支出が減少し始めたことを示すいくつかの事実がある。 リスタッド・エナジーによると、2014 年の第 3 四半期の主要石油各社の設備投資は 2013 年の同時期に比べ 7%減少している。

[4] アルゼキ、ラウンガニ、ヴァン・デル・プロエグ、ヴェナブルの 2014 年論文とその引用文献を商品相場の変動を引き起こす経済基礎的諸条件と金融化の議論のために参照の事。

また、同社の予測によると、設備投資は 2017 年まで著しく下がることを示している。シェールのような非伝統的な原油は現在日量 9300 万バレルの産出量のうち 400 万バレルを占めているが、バッケン、イーグル・フォード、パーミアンなどの主要シェール油田で採掘されるシェールにとって採算の取れる価格は、通常 60 ドル足らずとなる。（米国のシェール油田の採算価格については図 5 を参照の事）
現在 1 バレル＝55 ドル程度の価格水準でのリスタッド・エナジー社の予測では、生産量は減少する可能性があるものの、2015 年では前年比 4%弱の穏やかな減少となるとみられる。ただ、利益率は大幅に下がり、価格低下に対するヘッジをかけなかった一部の借入金比率の高い企業は既に金融ストレス下にあり、設備投資と雇用を大幅に削減している。

Chart 5. Average WTI breakeven oil* price for different US shale plays

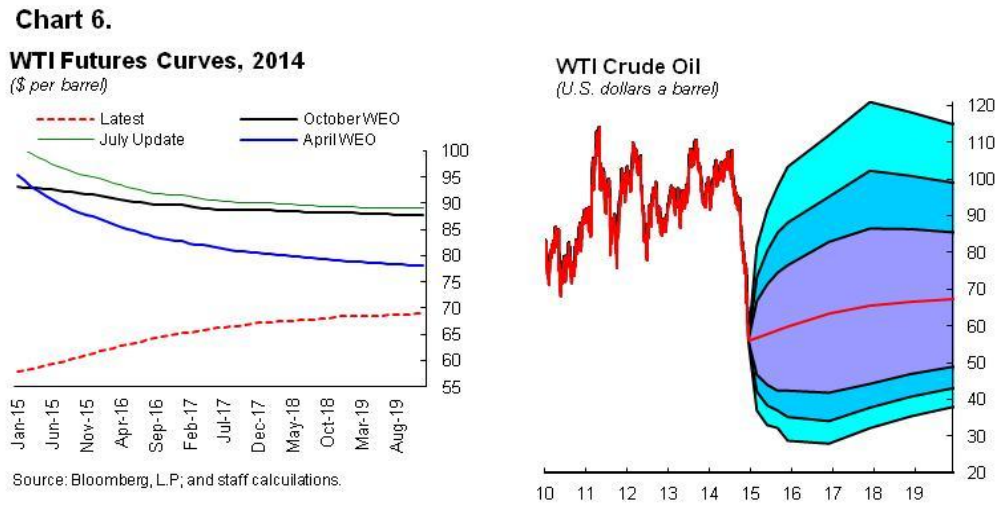


Source: Rystad Energy research and analysis.

このため、他の条件が一定ならば低価格の供給量に与える影響は当初の減少と比較しても減って、その結果価格がある程度は回復するはずだ。これは図 6 の左側に示されてもいるが、先物市場価格が 2019 年までに 1 バレル＝73 ドルまで上がることが予想されている。

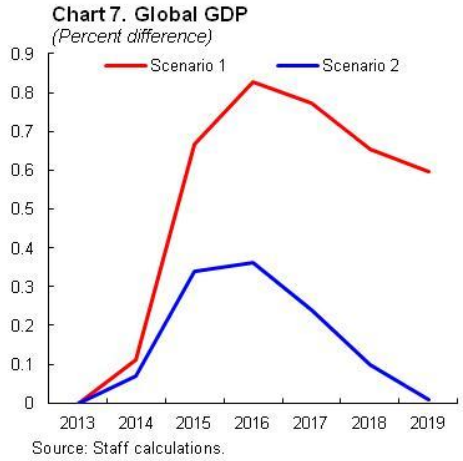
これらの予測の不確実性は供給要因だけでなく需要要因からも生まれている。

供給サイドでは、たとえば OPEC の戦略変化の可能性とリビア、イラク、ウクライナ、そしてロシアの地政学的緊張を過小評価できない。需要サイドでは、世界の経済活動にまつわる不確実性と、その結果としての原油需要の不確実性は高い。 これは図 6 の右側のパネルに示されているオプション価格に基づく先物価格の予測分布にとりわけよく示されている。2019 年の価格が 48 ドルから 85 ドルの間に収まるとの統計学上の信頼帯は 68%で、95%の信頼帯では 38 ドルから 115 ドルと広がり、実際として大変幅のあるものになっている。



世界経済へはどんな影響を与えそうか。

原油価格の供給の変化による低下は、全体としてみれば世界経済にとり良いニュースだ。そして当然のこととして原油輸入国と原油輸出国の間で所得の再分配が発生する。この影響を数量化する上での鍵を握る前提はこの供給変化がどの程度の規模でどの位続くかである。この前提がその調整過程だけでなく、消費者と企業の当初の反応を決めるためだ。



供給変化の相対的重要性について現在も将来も不確実性を伴うことを前提としてわれわれは 2 つのシミュレーション結果を提示する(この結果は他の条件を一定として得られたもので、世界経済の予測ではない。このため、世界経済に影響しそうな他の全てのショックを無視して得られたものだ)。そして 2 つのシミュレーションとも合理的な範囲での前提を想定したものだ。最初のシミュレーションは供給の変化が、先物市場での価格変動の 60%の原因となることを前提としている。2 番目のシミュレーションはやはりスタート時点においては供給変化が価格低下の原因の 60%と想定しているものの、この供給変化が時の経過とともに上に説明した理由で解消され、2019 年には変化の価格低下への貢献度はゼロとなるというものだ。[5]

下に提示されたシミュレーション結果は、原油価格低下の供給要因部分だけをとらえている(価格低下の需要要因部分は、世界経済の活動の減速の原因というよりは結果であろう)。このシミュレーションで使用された原油価格予測は、先物契約をベースにした IMF の価格予測に基づくものだ。

[5] 第 2 シナリオにおける供給要因は 2014 年が 60%、来年は 45%、2016 年が 30%、その翌年には 20%となり、さらにその後の 2 年は 10%とみている。

世界の GDP へ及ぼす結果は図 7 に示されている。第 1 シミュレーションは、ベースラインのシナリオと比較して、世界の生産が 2015 年には 0.7%、翌年には 0.8%増加するとの結果となった。また、予想通り第 2 シミュレーションでは、生産への影響はより小さく、2015 年で 0.3%、翌年には 0.4%との結果だった。これらの結果の範囲は、先進国経済用の既存の経験的推定値を使って得られた予測を含んでいる。ブランチャードとガリの 2009 年に行った予測では、供給要因で引き起こされた恒常的な 10%の価格低下は、米国の GDP を約 0.2%引き上げる。[6] 価格低下の供給要因部分を 25%（つまり全体で 40%下がったうちの 60%）とすると、これらの試算は生産が約 0.5%上昇することを含意する。

これらの世界経済に対する結果は、国によって低価格の影響が均一にはならないことを隠してしまっている。このシミュレーションでの勝ち組は原油の純輸入国で、負け組は純輸出国となる。しかし、両グループともその中で国によって大きな差が生じる。

原油輸入国へはどう影響しそうか。

原油価格低下の原油輸入国に及ぼす影響には主に 3 つの経路がある。第 1 の経路は実質所得増加の消費に与える影響だ。第 2 は最終製品の製造コストの低下と、それによる利益と投資への影響だ。第 3 の経路は、総合、コア両方のインフレ率への影響だ。

この影響の強さは国によって変化する。

たとえば、実質所得への影響は米国にとってはユーロ圏や日本より小さくなる。米国の場合は現在原油消費量の半分以上を自国生産しているからだ。実質所得、及び利益への影響は、その国の産業の 1 生産単位当たりのエネルギー消費量によって変化する。中国とインドは先進国よりこの単位エネルギー消費量が先進国と比べて大幅に高いので、原油価格低下からより大きな恩典を受ける。GDP に占める原油消費量割合は米国が 3.8%に対し、中国は 5.4%、インドとインドネシアは 7.5%となっている。[7]

コアインフレ率に対する影響は、原油価格低下の総合インフレ率に対する直接的影響と原油価格の賃金や他の価格に対する転嫁の両方によって左右される。その転嫁率の高低は実質賃金の硬直性、つまり名目賃金が消費者物価の変化にどう変動するか、とインフレ期待がある一定の水準に抑えられているかによる。

平常時であれば、金融政策はコアインフレ率の低下に対し、その低下幅以上の名目金利引き下げを行い、実質金利が下がるようにして対応する。しかし、現在は平常時ではなく、主要先進

[6] ドイツのブンデスバンクは原油価格低下の影響として、10 ドルの価格下落は 1 年目に GDP を 0.2%引き上げ、フランスの当局は同じ幅の原油価格低下が 2 年後に 0.1%引き上げるとの試算結果を最近それぞれ出している。学界文献としてはハミルトンが 2003 年、キリアンが 2009 年にそれぞれ、原油価格の変化とマクロ経済の関係についての経験的調査結果を発表している。 両論文には価格の変化が供給ショックによるものか需要ショックによるものかの見極めに関する議論も含まれている。ボーマイスターとピアーズマンが 2012 年、またピアーズマンとバン・ロベイズも同じく 2012 年、キャシンらが 2013 年にそれぞれ原油価格の生産に対する影響を国別や時期別に試算している。B

[7]原油コストの割合は、2004 年から 2014 年までの原油消費と GDP の比率で計算された。関連統計の出典は 2014 年版 BP 統計レビューとスタッフの独自計算による。

国では既にゼロ金利の制約を受けているため、量的緩和が残された手段となっている。ゼロ金利の制約から抜け出すことが近づいている米国は、このインフレ率の低下に対しゼロ金利の終結を遅らせることによって対応できる一方、ゼロ金利が今後も長く続くことが予想されるユーロ圏と日本は伝統的な金融政策を実質的に変更することはできない。

われわれのシミュレーションは可能な限り単位エネルギー消費や原油の国内生産比率、金融政策の制約度の違いを反映させている。また、米国、ユーロ圏、日本ともインフレ期待は抑制されていると仮定した結果、転嫁率は約 0.2 とし、総合インフレ率が 1%ポイント下落するとコアインフレ率の 0.2%ポイントの低下となる。

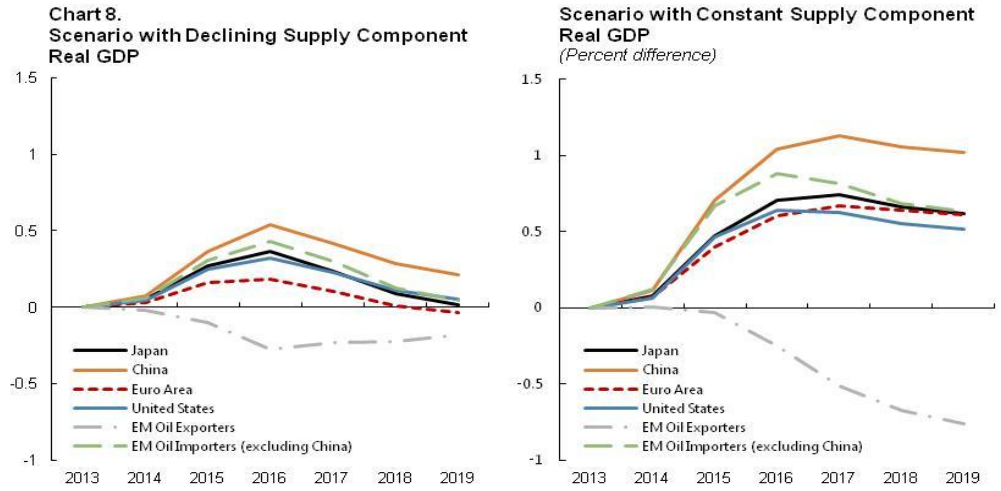
2 つのシミュレーションのうち第 1 のシミュレーションでの GDP への影響は図 8 に示されている。

両方のシミュレーションにおいて中国に対する影響は日本、米国、ユーロ圏のどれよりも大きかった。中国の場合 2015 年の GDP の増加はベースラインより 0.4%-0.7%、2016 年は 0.3% - 0・6%多かった。米国の場合は 2015 年が 0.2% - 0.5%、2016 年が 0.3% - 0.6%多かった。(このシミュレーションでは、原油価格低下を受けて政府が何らかの対策を取ることによってそれが相殺される可能性分は考慮しなかった。たとえば、中国は原油価格低下に対応して金融・財政政策引き締めを決定する可能性がある).

他の影響も関連するが、シミュレーションはそれらを考慮しなかった。以下のようなものがある。

6 月以来、原油価格の低下とは無関係に円は 14%、ユーロは 8%低下しているが、これは原油価格の低下が円とユーロのベースではドルベースと比べて小さかったことを意味している。円の場合は 36%、ユーロの場合は 40%だった。これらの通貨下落は、われわれのシミュレーションと比べて日本とユーロ圏での価格低下のインパクトをやや減じた。

エネルギー源に対する比例的ではなく一定の大きな税、つまり石油 1 ガロンや 1 リットルに対して固定されたドルやユーロの量の税金が課されている国の場合、ある特定割合の原油価格の下落に比べ、消費者や企業が実際支払う代金の低下割合が小さくなる。また、国によっては原油価格の低下をエネルギー補助金の削減に使う可能性がある。これは IMF が奨励している政策だが、やはり消費者と企業が支払う原油代金の減少幅が小さくなる可能性がある。



Source: Staff calculations.

一部の原油輸入国は、原油輸出国で起こることに大きく依存しており、それが原油価格低下の恩恵を小さくする可能性がある。たとえば、ベネズエラのペトロカリブの枠組みからの所得移転の恩恵を被っているカリブ諸国の低所得の原油輸入国は、ベネズエラ自体が価格低下の大きなプレッシャーを受けるため、所得移転が著しく削られる可能性もでて来る。コーカサスや中央アジアの国々も原油を輸出する隣国、特にロシアの成長減速からマイナスの影響を被る可能性が高い。これらの隣国が非原油輸出や送金を減らすためだ。エジプト以東の中東諸国とパキスタンも、非原油輸出、湾岸協力理事会諸国からの公的所得移転や送金が減ることにより、とりわけ中期的に悪影響を受ける可能性もある。

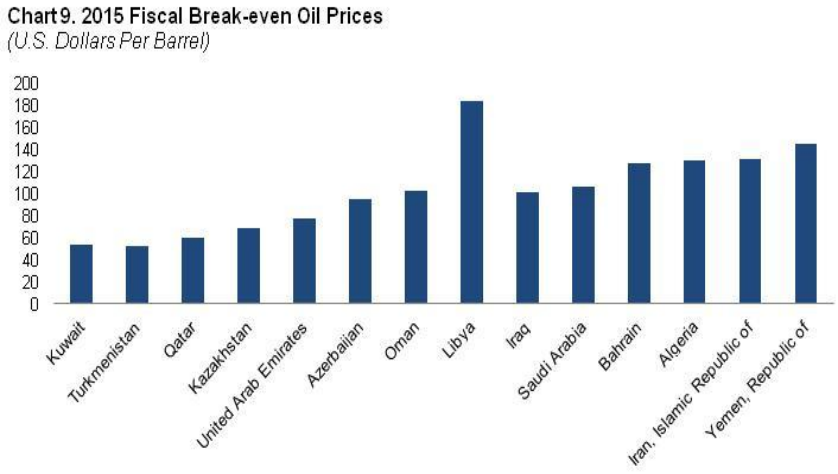
原油輸出国へはどう影響しそうか。

図 8 が示すように、原油輸出国にとってその影響は、驚く事ではないが、ネガティブなものだ。しかし、これもまた国によってかなりの差異がある。

全ての国において実質所得が下がり、原油生産からの利益も減少する。これは原油輸入国への影響として起こることのちょうど反対のイメージを成している。しかし、その減少度合いと原油価格低下の GDP に対する影響も、その国家の原油輸出への依存度合いと、その収入の何割が国家に入るかによって大きく差がでて来る。

原油輸出国の経済における原油輸出の占める割合はおしなべて高い。別の言い方をすれば、原油輸出国は、原油輸入国よりはるかに原油へ依存している。

いくつかの例を挙げるとすると、エネルギー生産はロシアの GDP の 25%、輸出の 70%、連邦政府収入の 50%を占める。中東地域では湾岸協力理事会諸国で、連邦政府収入における原油の割合は GDP の 22.5%、輸出の 63.6%を占める。アフリカではガボンとアンゴラ、コンゴ民主共和国で原油輸出が GDP の 40% - 50%、ギニアではそれが 80%となっている。アンゴラやコンゴ民主共和国、ギニアでは政府収入の 75%を原油が占める。ラテンアメリカでは、エクアドルで原油が公的収入の 30%、輸出の約 55%を占め、ベネズエラではそれぞれ 46.6%、約 94%となっている。[8] これらの数字は原油輸出国が直面している試練の規模を表している。

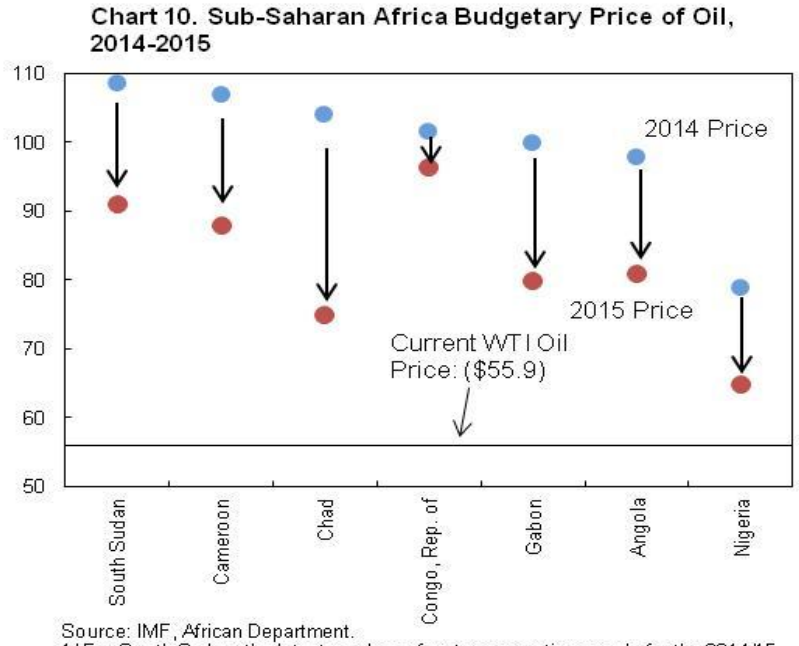


大半の国において原油価格低下の機械的な影響は、財政赤字となる確率が高い。原油輸出国の脆弱性を表す一つの方法はいわゆる財政採算分岐点、つまり原油輸出国政府の財政収支が均衡する原油価格だ。

[8] ベネズエラの場合、公的部門に占める原油の割合の入手可能なデータは 2013 年のもので、それは中央政府収入に対するものだ。

その採算分岐点価格は国によって大きく異なるが、概ね大変高い水準だ。[9] 中東及び中央アジア諸国を見ると、採算分岐価格はクウェートで 1 バレル＝54 ドル、リビアが 184 ドル、サウジアラビアで 106 ドルとなっている（図 9 を参照）。採算分岐価格が入手不可能な国については予算原油価格、つまりある国家の政府が予算編成に際してその前提とする想定原油価格が、価格低下に対する脆弱性を測るもう一つの尺度となる。

アフリカ諸国では、2015 年の予算編成用想定原油価格が実際の価格の下落を勘案して下方修正された（図 10 を参照）。ラテンアメリカでは、その予算用価格はエクアドルが 79.7 ドル、ベネズエラが 60 ドルとなっている。



Source: IMF, African Department.
1/ For South Sudan, the latest number refers to assumptions made for the 2014/15 fiscal year budget (July-June).

一部の国は以前の価格変動時に比べて、その調整を行うための準備が良く出来ている。2、3 の国では財政規則や予備資金などの政策クッションを設けたり、より信頼のおける金融枠組みを導入した。それはノルウェーなどのように、国内財政バランスと対外収支バランスの切り離しを助けるものだ。

しかし、多くの国ではその調整とは財政緊縮化や成長鈍化、通貨下落を意味する。通貨下落については多くの原油輸出国が固定為替制度を取っているためその達成がより難しくなっている。そしてインフレ期待が十分に抑制されていない国では通貨下落はインフレの昂進につながる可能性がある。

[9] この採算分岐価格の計算は、通貨下落の相殺効果を考慮していない。一般的に原油輸出国通貨の下落は、自国通貨ベースの輸出代金の増加となり原油価格低下による代金減少の一部を相殺する。

金融への影響はいかに。

原油価格の下落は金融的な影響を持つ。直接的には原油価格自体の下落による影響で、間接的にはそれによって引き起こされる為替相場の調整による影響だ。

低原油価格はエネルギー部門の企業、とりわけドルでの借入金がある企業の財務状況を脆弱化させる。そしてそれはエネルギー部門の企業に多額の債権を持つ銀行や他の組織の財務状況も弱めることになる。その企業の金利支払いに対するキャッシュフローの比率を示す金利カバー比率が 2 を下回っている企業は、新興市場国で 31%に上っており、それらの企業のいくつかはリスクにさらされていることを示唆している。また新興市場国の高利回り社債のスプレッドの代表的指数である CEMBI スプレッドは 6 月からは 100 ベーシスポイント上昇した。

過去 2、3 年に多くの原油輸出国で金融安定性の観点から実施されたストレステストでは、一部の銀行がその審査に合格しなかった国の数は 2、3 にとどまり、それは必要な資本増強が多くても GDP の 2、3%ポイントであることを示唆している。しかし、そのストレステストの結果はあまり役立たない可能性がある。テスト時から資本バッファーや利益率が変化してしまった可能性があるためだ。経済制裁の金融部門への影響を考慮すると、ロシアはその両方の観点からみて、状況が急速に変化している国の好例といえる。全体としてみると、低原油価格の銀行に及ぼす影響は、その価格下落と経済活動に及ぼす影響、それが転じて資本バッファーに及ぼす影響がどの程度継続するか、にかかっている。

また、低原油価格は通常、原油輸入国の通貨、とりわけ米ドルの上昇と、原油輸出国の通貨の下落につながる。原油価格の下落はロシアやナイジェリアを含む多くの国の通貨の唐突な下落に貢献した。原油価格の下落はロシアのルーブルの下落の複数の原因の 1 つでしかないが、同通貨は今年初めと比較すると 40%、9 月からだと 56%下落している。通貨の管理された下落は原油輸出国の調整過程を助ける半面、ドル建ての債務を負っている企業や国の財務問題を悪化させる。そしてインフレ期待が抑制されていない国々では、管理されていない通貨下落は大変厳しい高インフレにすばやくつながりかねない。

もし継続すれば、原油価格の低迷は多額のドル債務とエネルギー関連企業への債権をもつ債券所有者と銀行に、集中した実質的な影響を及ぼす。しかし、世界全体の銀行システムのこのリスクへのエクスポージャーは、資本の小さくはない増強が必要になるほど大きくはない可能性が高く、一方で原油を輸入する国や企業部門の信用状況の向上により部分的には相殺されるはずだ。とはいえ、一部の原油輸入国は同輸出国と金融部門のつながりがあり、輸出国の経済、金融状況の展開から影響を受ける可能性がある。たとえばオーストリアの銀行はロシアに対する大きなエクスポージャーを抱えており、その一部の株価は最近急落している。

ただ、この比較的楽観的な分析は、明確な警告とともに発せられなければならない。世界金融危機の教訓の一つは 価格と通貨の大きな変動と、それに含意される一部の国や企業の財務状況の不確実性の増大は 、リスクの再評価や資本フローの変化に影響する世界的なリスク回避の増大につながり得る。これはロシアで起きているような別の出来事と同時に起こると、さらにその現実性が高まる。このテールリスクを完全には排除できない。

7.　原油輸入国、輸出国の政策対応はいかにあるべきか。

原油価格の下落に対する適切な政策対応は、当然ながらその国が原油の輸入国か輸出国かによって異なる。その例外となるのが、原油価格の低下によって輸出入国両方へもたらされるエネルギー補助金とエネルギー税改革のチャンスだ。IMF は長い間政府がエネルギー補助金の廃止により浮いた資金を、より的を絞った所得移転に使うことを支持してきた[10]。 原油低価格は補助金の廃止をより低い政治コストで達成する大きなチャンスを開く。たとえば、インドでは最近ディーゼル補助金を減額することができたが、価格が上昇しなかったため、それに対する反発は起こらなかった。そして多くの先進国において、エネルギー税を増税して、そこから得た資金で労働税など他の税を引き下げるチャンスを提供する。

それでは原油輸入国はどうであろうか。通常時のマクロ経済が良好な国、つまり需給ギャップがなくインフレ率は目標値にあり経常収支が均衡している国に対するアドバイスは、過去の原油価格の変動から学ばれた研ぎ澄まされたものだ。すなわち金融政策は総合インフレ率が低くなっていることを勘案して、期待インフレ率が安定することを確かにし、安定したコアインフレ率を維持するよう努力することだ。これが金利を引き上げるのか引き下げることを意味するのかは明確でない。経済の需要の伸びは金利引き上げを必要とする一方で、コアインフレ率の下落を防ぐためには金利の引き下げが必要となる。一般的にいって、金利操作がどのような状態を作り出したとしても、経常収支の改善は為替相場の上昇を引き起こす可能性が高い。この通貨高は自然で望ましいものだ。

しかし、現在は通常時ではない。大半の大きな先進国は実質的な需給ギャップが存在し、インフレ率は目標を下回り従来型の金融政策は金利が既にゼロ近辺になっているため制約された状態だ。これは、需要の増大がこの段階では歓迎されるべきもので、金利引き下げで相殺できないインフレ率の低下はより危険であることを示唆している。この背景を考えると、中期的インフレ期待を安定させ、継続するデフレを避けるためにフォワードガイダンスを使うことが不可欠となる。

原油輸出国の適切な政策対応は原油輸入国のそれと方向性が逆なだけで同じ種類のものと考える向きもあろうが、原油輸入国は輸出国と 2 つの重要な点で異なっている。第 1 に原油輸出国が価格低下から受けるショックの規模は、国の経済の大きさとの割合で見た場合、原油輸入国と比べはるかに大きい。第 2 に国家歳入への原油収入の貢献度は通常の場合輸出国でははるかに大きい。このため全ての国で、原油価格が低下し、しばらくの間低価格が続くリスクは政府支出を抑える必要性が生まれることを意味している。

過去の高い原油価格時に大きな資金を蓄積した国においては、しばらくの間、財政赤字を増大させて、この資金を取り崩して使うことは適切である。これは為替の固定相場制を採用し、調整に必要な為替の実質的な下落にしばらく時間のかかる原油輸出国にとっては特にそうだ。

[10] エネルギー補助金の改革についてはクレメンツとほか数人の共著の 2013 年の論文を参照の事。また、多くの国でエネルギー価格が、エネルギー消費によるマイナスの外部性を全て反映させた水準を下回っていることを突き止めた 2014 年のパリーとほか数人共著の論文を参照の事。

そのような財政的余裕がなく、財政赤字を増大させる余地が限られている国については、調整はより厳しくなろう。そうした国は通貨の大きな実質下落が必要となる。そしてその下落が継続するインフレ上昇とさらなる為替下落につながることを避けるための強力な金融枠組みを必要とする。これは 2、3 の原油輸出国にとって本当に試練となる。

References

Arezki, R. , Loungani P. , van der Ploeg, R. and Venables T. , (2014). Understanding International Commodity Price Fluctuations, Journal of International Money and Finance, Vol 42, April, pp. 1-8.

Blanchard, Olivier J. and Jordi Gali, 2009. The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s? in J. Gali and M. Gertler (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy,* University of Chicago Press (Chicago, IL), 373-428.

Baumeister Christiane & Gert Peersman, 2013. "The Role Of Time-Varying Price Elasticities In Accounting For Volatility Changes In The Crude Oil Market,"Journal of Applied Econometrics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 28(7), pages 1087-1109, November.

Cashin, Paul, Kamiar Mohaddes, Maziar Raissi, and Mehdi Raissi (2014). “The differential effects of oil demand and supply shocks on the global economy”, *Energy Economics*, Volume 44, July 2014, Pages 113-134.

Clements, Benedict, and others, *Energy Subsidy Reform: Lessons and Implications* (Washington: International Monetary Fund).

Hamilton, James D., 2003. "What is an oil shock?" Journal of Econometrics, Elsevier, vol. 113(2), pages 363-398, April.

Kilian, Lutz, 2009. "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market," American Economic Review, American Economic Association, vol. 99(3), pages 1053-69, June.

Parry, Ian, and others, 2014, *Getting Energy Prices Right: From Principle to Practice* (Washington: International Monetary Fund).

Peersman, Gert & Van Robays, Ine, 2012. "Cross-country differences in the effects of oil shocks," Energy Economics, Elsevier, vol. 34(5), pages 1532-1547.