

## 原油安と資源国と新興国

～近年の世界経済のけん引役の直面する環境には大きな差が生まれる～

発表日：2014年12月9日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

## (要旨)

- 国際金融市場では米国の利上げ時期を巡って「米ドル高」が意識されるなか、供給要因も重なる形で足下では急速に原油安が進んでいる。先進国には交易条件の改善や購買力向上を通じてプラスの効果が期待される原油安だが、近年世界経済のけん引役となってきた資源国や新興国にとっては見え方が異なる。目下は世界的なマネーの動きの変化が予想されるなか、この影響は投資家の新たな評価軸になるであろう。
- 資源国と言っても特徴は異なるが、足下の原油安は輸入減や交易条件の悪化が景気の下押し圧力になることは避けられない。また、対外収支の悪化は通貨安を招く要因にもなっており、足下の「米ドル高」と相俟って輸入物価を通じたインフレ懸念に繋がる可能性がある。ロシアでは経済制裁の影響も重なり海外資金の逃避が進むなか、資金需給のひっ迫がさらなる景気減速をもたらす厳しい状況に直面しよう。
- 資源を輸入に依存する新興国では、原油安は先進国同様の効果をもたらすと期待される。アジアでは補助金で燃料価格を低位に抑える政策が採られ、これが財政悪化や対外収支の悪化を招く一因になってきた。原油安は構造改革を後押しする動きに繋がるなど好影響も出ている。また、中国やN I E Sなどにも原油安はインフレ圧力の後退などの効果をもたらしており、景気にプラスの効果が出ると見込まれる。
- 先行きは米国の利上げなど国際的なマネーの変化が懸念されるなか、海外投資家は経済構造を含めた新興国にシビアな判断を下すことは避けられず、資源国には厳しい展開が待ち受けていると言えよう。

- ここ数ヶ月、米国F R B（連邦準備制度理事会）による金融政策の正常化に向けた取り組みが着実に進むなか、国際金融市場ではF R Bによる利上げ実施の時期に注目が集まっている。足下の米国景気はこれまでの予想を上回るペースで着実に回復しており、一部では早期の利上げ実施を見込む動きがみられるなか、こうした見方を反映する形で「ドル高」圧力が強まりやすい環境となっている。ドル高はドル建て決済される商品価値の下落に繋がるため、国際金融市場においてはドルで決済される原油をはじめとする商品市況に調整圧力が掛かりやすくなっている。さらに、ここ数年は米国におけるいわゆる「シェール革命」で世界的な原油増産の動きが広がっている上、11月のO P E C（石油輸出国機構）総会では加盟国間で減産に向けた合意に至らないなど供給要因も重なり、足下の原油市況は急速に調整している。足下の原油価格は5年以上ぶりの低水準にまで低下しており、米国や日本、欧州など原油を輸入に依存している先進国にとっては物価下落を通じて実質的な「減税」と同じ効果をもたらすことから、景気にプラスの効果を与えることが期待されている。その一方、近年の世界経済のけん引役となってきた資源国や新興国などにとり、足下の原油市況の調整による影響は経済構造の違いが大きく左右しており、プラスにもマイナスにも作用することが考えられる。さ

図1 国際原油価格の推移



らに、「資源国」と一口に言っても、その国によって輸出する鉱物資源の種類は多岐に亘るため、すべての「資源国」は必ずしも産油国であるとは限らないが、足下では中国景気の減速などを背景に資源価格は押し並べて調整する状況にあることから、品目ごとの差が見えにくくなっている。また、近年は先進国を中心とする金融緩和の影響で国際金融市場におけるマネーの膨張が急速に進んでおり、云わば「カネ余り」の状況が続いてきたことから、リスク選好的な環境下では収益を求める投資資金が新興国や資源国などに流入する動きが強まってきた。しかし、今後は米国による利上げ実施など世界的なマネーの動向に影響が出る事象が近づきつつあるなか、原油をはじめとする商品市況の調整が資源国や新興国の実体経済に与える影響は、その後のマネーの動きを判断する要因になることが予想される。昨年来の国際金融市場の動揺を経て、投資家は投資対象としての新興国や資源国を見定める動きを強めているが、商品市況の調整はこうした動きが広がるなか新たな評価軸を加えることになると見込まれる。

- 商品市況の調整の影響を最も受けるのは、文字通り「資源国」であることは言を待たない。輸出財である商品市況の下落は輸出価格の調整を通じて交易条件の悪化を招き、国民所得を下押しすることで景気の足かせになることは避けられない。さらに、資源価格の調整は多くの資源国で輸出額の急速な縮小を招いて貿易収支、ひいては経常収支を悪化させることに繋がり、それに伴って自国通貨安基調に転じることが予想される。国内の産業基盤が鉱業部門に集中していることから、日用品をはじめとする消費財全般を輸入に依存する国にとっては、輸入物価を通じたインフレ圧力を招くことも考えられる。特に、足下では米国FRBによる利上げ実施観測などを背景に「ドル高」が意識されやすい環境にあることから、資源価格の動向を追い風に景気拡大を実現してきた国々では近年、資源価格の上昇が景気拡大をもたらし、それによって高い収益を目指す海外資金が流入する動きがみられたものの、今後はこれらの流れが逆回転するリスクに対する意識が高まることも懸念される。また、新興国として発展途上段階にある資源国においては、鉱業部門が国有企業によって独占ないし半独占化される傾向があり、それに伴って財政面で歳入を資源関連収入に依存している例が少なくない。こうした国においては、資源価格の調整は歳入減少を通じて財政状況の悪化を招き、資源価格の下落が景気減速に繋がる状況にも拘らず財政出動の余地が狭まる事態も予想される。なお、ここでは「資源国」と一括りにしているが、これらの国々の経済構造をみるとGDPに占める個人消費など内需の割合が比較的高く、2000年代の経済成長はこれら内需がけん引役になってきた国は少なくない。近年における資源価格の高止まりは交易条件の改善を通じて国民所得の拡大に繋がってきたほか、海外資金の流入により国内の資金需給が改善したことも内需を押し上げる好循環をもたらしており、これらの国々の経済成長を促す一因になってきた。足下では依然として先進国による金融緩和に伴う「カネ余り」の状況が続いており、世界経済を巡っても先進国を中心とする緩やかな景気拡大が見込まれることで当面はリスク選好が高ま

図2 資源国輸出の鉱物資源比率(14年)

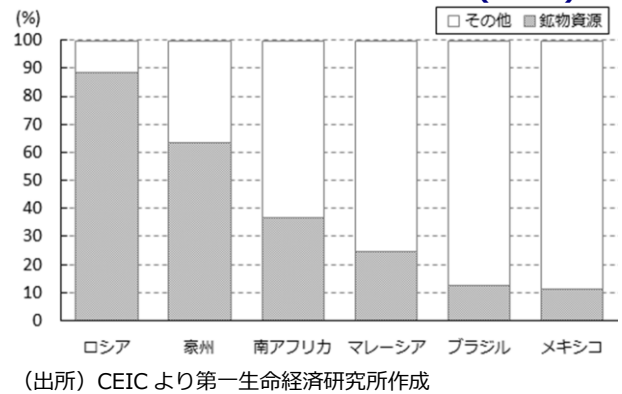
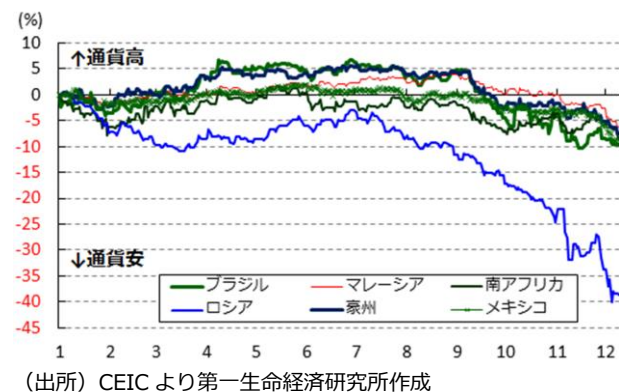


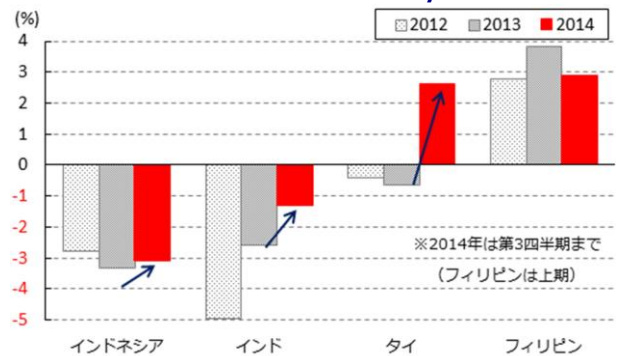
図3 資源国通貨の対ドル騰落動向の推移



りやすい環境にあり、高収益を求める資金の動きが活発化する余地は残されている。しかし、先行きにおいては上述のように米国の利上げなどのイベントが控えるなか、世界的なマネーの動きが再び動揺する可能性も考えられることを勘案すれば、ドル高基調が強まることで資源価格のさらなる調整が促される事態も予想され、海外投資家にとっては投資先として資源国が劣後していくことも考えられよう。ロシアについては、輸出に占める鉱物資源の割合が極めて高い上、経済構造上も鉱業部門の割合が相対的に高く、財政面でも中央・地方併せると歳入の3分の1を原油及び天然ガス関連収入が占めるなど、様々な面で資源依存が高い国と言える。足下における急速な原油価格の下落は景気の下押し要因になっている上、ウクライナ問題をきっかけとする欧米諸国からの経済制裁も重なり、同国からの資本逃避が起こるなど海外資金の受け入れが極めて難しくなっていることも景気の足かせになっている。さらに、同国政府は通貨ルーブルについて通貨バスケット制を採用してきたが、海外資金の大量流出に伴ってルーブル安圧力が強まった結果、中銀は為替維持を図ることが難しくなり、変動相場制への移行を余儀なくされる事態に陥っている。ロシアについては、欧米による経済制裁という特殊事情が影響している側面はあるものの、その他の資源国通貨においても通貨安圧力が強まるなど総じて資金流出に直面している様子が確認されており、資金需給動向を通じて景気にも悪影響を与えることは避けられないと予想される。

- 一方、鉱物資源を輸入に依存する新興国にとっては、足下における原油市況の調整は先進国と同様にインフレ圧力の後退を通じて実質購買力の向上が促され、景気の押し上げに繋がることが期待される。こうした恩恵を最も受けると期待される新興国としては、アジアを中心とする地域になると見込まれる。特に、ASEANをはじめとする東南アジア諸国の多くでは依然として国民に占める低所得者層の割合が高く、原油市況の上昇に応じてエネルギー価格が上昇した場合、こうした所得階層における負担感が一段と高まりやすいことから補助金によってエネルギー価格を低水準に抑える政策が採られている。しかし、近年は原油市況が急激に上昇基調を強めてきたことから、財政支出に占める補助金支出の割合が高まり財政の足かせとなることに加え、インフラ投資などに十分な歳出を廻すことが出来ず、経済のボトルネックの解消が進まないなどの問題を抱えてきた。さらに、原油市況の上昇による輸入増は貿易収支の悪化を招いており、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えるなどファンダメンタルズの脆弱化を引き起こす要因にもなってきた。昨年来の国際金融市場の動揺に際しては、急激な資金流出に直面する新興国群（いわゆる「フラジャイル・ファイブ」）が注目を集めたが、アジア新興国からはインドとインドネシアが含まれた（その他はトルコ、ブラジル、南アフリカ）。インドについては国内における原油使用量の7割を中東などからの輸入に依存している上、歴代政権は農村部などを対象に補助金を通じて肥料や燃料の価格を抑える方策が採られており（歳出の約10%に上る）、世界金融危機後は同国景気の減速感が強まる中で財政的に負荷が掛かる傾向が強まってきたことも重なり、財政状況は急速に悪化した。インドネシアにおいても同様に低所得者層を対象に燃料価格を抑えるべく歳出の15%に上る巨額の補助金を計上してきたが、原油市況の高止まりによって補助金総額は年々膨れ上がる傾向が強まるなど、財政の足かせになってきた。さらに、補助金によって燃料価格が低く抑えられてきたことから、近年の経済成長に伴う需要拡大が見込まれる以上に燃料需要が急拡大しており、これに伴う輸入の急

図4 アジア新興国の経常収支/GDPの推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成



拡大は両国で貿易赤字の拡大を招くなどの弊害に繋がった。しかし、このところの原油市況の調整により輸入に下押し圧力が掛かっていることを受けて両国では経常赤字幅の圧縮が進んでいるほか、その他のアジア新興国においても輸入減によって経常収支に改善の動きがみられるなどの効果が出ている。また、市況の調整によって補助金削減のハードルが下がっていることから、インドやインドネシアでは補助金削減により燃料価格の引き上げに踏み切る動きが出ており、財政健全化の取り組みが進むことも期待されている。また、近年における原油市況の高止まりはエネルギー資源を輸入に依存するアジア新興国にとってインフレ圧力に繋がってきたことに加え、多くのアジア新興国では依然として国民に占める低所得者層の割合が高く、消費支出に占めるエネルギー支出が大きくなる傾向があることから、物価動向を大きく左右してきた。原油市況の調整は物価抑制を促すことで家計部門を中心とする実質購買力の向上に繋がっており、近年のアジア新興国は個人消費を中心とする内需が景気のけん引役になってきたことを勘案すれば、直接的に内需を押し上げる効果が生まれると期待される。東南アジア同様にエネルギー資源を輸入に依存する中国や、N I E S 諸国などにおいても、原油市況の調整は物価上昇圧力の後退を通じて実質購買力を押し上げるほか、交易条件の改善を通じて国民所得の拡大を促す効果があり、先行きの景気にとってはプラスの効果に繋がると見込まれる。

- このように、近年の世界経済のけん引役となってきた新興国と資源国であるが、足下の原油をはじめとする資源価格の調整による影響は大きく異なっており、彼らが直面する環境には差が生じることは避けられない。特に、先行きは米国の利上げ実施時期を巡る思惑などを理由に国際金融市場におけるマネーの動きが大きく変化する可能性が懸念されている。近年の経済成長の一翼を海外資金の流入による資金需給環境の変化に負ってきた新興国や資源国にとっては、これを安定的に受け入れるための構造作りが不可欠になっているが、現時点においては資源国には厳しい状況が避けられないと見込まれる。今後は海外資金がよりシビアに新興国と資源国の選別を強める動きが広がり、それによって当面の成長力が左右される展開が続くものと予想される。

以 上