

## 原油安による国際金融市場のリスクとは

～デフォルト発生のみならず、資金巻き戻しによる副作用にも留意～

発表日：2015年1月19日(月)

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)

- 国際金融市場では依然『カネ余り』の状況が続くなか、原油の需給に対する緩みが意識されたことで市況に調整圧力が掛かっている。一部産油国でのデフォルトが意識されており、それに伴う信用収縮は他の資源国や新興国に連鎖することも懸念される。資源国の中にはセーフティー・ネットを構築した国がある一方、それ以外の国では原油安の長期化がデフォルトを招き、国際金融市場のリスクになる可能性がある。
- 主要産油国である中東諸国は産油コストが他の地域に比べて低く、減産の誘因が乏しいことが原油相場の底値を探りにくい一因になっている。足下の水準でも中東諸国にとっては採算を上回るなか、さらなる相場下落の可能性も残る。一方、景気や財政の悪化は避けられず、財政補填のためSWFによる資金の巻き戻しに繋がれば、国際金融市場では信用収縮を通じた混乱するリスクがあることも要注意である。

### 《一部の産油国でデフォルトリスクが高まることで、他の資源国や新興国に連鎖する可能性には要注意》

- 国際金融市場では米国の利上げ実施のタイミングに注目が集まる一方、日銀による量的質的金融緩和の実施やECB（欧州中央銀行）が量的金融緩和に踏み切るとの期待から、依然として『カネ余り』の状況が続いている。こうした環境の下、年明け以降の金融市場を巡ってはリスクイベントが立て続けに起こるなかで世界的なマネーの動きは活発化しやすくなっており、様々な相場で値動きの荒い展開が続いている。昨年終盤にかけては『米ドル高』圧力が高まるなか、近年は世界経済のけん引役となってきた新興国の景気減速に伴う需要鈍化懸念で需給の緩みが意識され、原油をはじめとする資源価格の調整圧力が強まった。年明け以降もOPEC（石油輸出国機構）を中心とする産油国で減産の動きはみられず、需給は一段と緩むとの見方が強まっており、商品市況は底のみえない展開が続いている。こうした事態を受け、世界的なマネーは経済構造における鉱物資源の役割の高い『資源国』から流出する動きが強まっているほか、資源安が経営基盤に直結する資源関連企業もこうした圧力に直面している。多くの資源国では資源関連企業が国有企業であるため、これらの企業が抱える負債は実質的に公的性質を帯びており、公的債務は公表値以上になるとの見方がくすぶる。結果、一部の資源国が債務不履行（デフォルト）状態に陥り、それをきっかけに国際金融市場では信用収縮の動きが広がり、他の資源国や新興国で連鎖的なデフォルトを引き起こすことが警戒されている。こうした世界的なマネーの動揺の影響が最も色濃く現れているのはベネズエラであり、公表値ベースでも短期の対外債務残高が外貨準備高を上回るなど対外収支の脆弱さが意識されるなか、同国の債務保証コストは昨年末以降急上昇するなどの動きもみられる。さらに、中央政府の歳入の約半分を原油・天然ガス関連収入に依存するロシアを巡っては、昨年末以降主要格付機関による格下げの動きが広がっており、足下では主要3機関の格付が『投資適格』の最下限となるなか、各機関は追加的な格下げに動く可能性に含みを持たせる。こうした傾向

図1 ベネズエラの5年物CDSスプレッドの推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

は近年、資源高を追い風に高い経済成長を実現してきた資源国・新興国に押し並べてみられており、これらの国々の通貨は軒並み下落基調を強めている。また、一部の産油国では自国通貨の信認を高めるべく為替レートを実質的に米ドルと固定させるペッグ制を敷いてきたが、原油安の長期化に加え、海外資金の流出圧力が強まったことで為替相場の維持が困難になり、大幅な通貨切り下げを余儀なくされている。現時点においては、こうした動きをきっかけに対外債務のデフォルトに繋がる動きにはなっていないものの、一部には対外収支の構造が比較的脆弱な産油国がある上、歳入の大半を原油や天然ガスの関連収入に依存する国では財政状態の急速な悪化も避けられない。ただし、資源国の中には過去に拡大した原油及び天然ガス収入を原資に『国富ファンド（ソブリン・ウェルス・ファンド：SWF）』などを構築したことで、足下の原油安による悪影響を吸収し得る能力を備えているところが少なくない。その意味では産油国や資源国を発端としたデフォルトへの耐性は強化されているが、それでも上述のベネズエラのようにセーフティー・ネットの手薄な国があることを勘案すれば、原油安の長期化はこうした国のデフォルトをきっかけに、国際金融市場の心理を急速に冷やすリスクがあることに注意が必要だ。

### 《中東産油国の急激な財政悪化により、国富ファンドなどの巻き戻しの動きが金融市場をかく乱する可能性も》

- 先行きの原油市況を巡っては、直ちに下げ止まるかは不透明なところが大きい。その要因としては、有数の産油国である中東諸国などが現時点において減産の意向をみせていないことに拠る。サウジアラビアをはじめとする中東諸国では産油基地の多くが砂漠地帯などであるため、海底油田やシェールオイルなどに依存する他の産油国に比べて産油コストが極めて低水準である。結果、昨年半ば以降の原油価格の急落による財政などへの悪影響はあるものの、産油コストの高い国々と比較すればその影響は吸収可能な水準に留まっていると考えられる。したがって、足下の原油安によって『上振れ』した分の収入は確保出来なくなったとしても、そのことは必ずしも中東諸国に『損失』をもたらしてはならず、それ故に減産を行う誘因が働きにくくなっている。多くの中東の産油国では、海外への原油や天然ガスの輸出に対して長期的な契約を締結しており、短期的なスポット価格の下落がそのまますべて影響する訳ではない。こうしたことも、これまでの急速な原油価格の下落によって産油国経済自体への悪影響が懸念される状況にも拘らず、なかなか下げ止まりの兆候が出てこない一因になっており、市場の一部における一段の原油安が進むとの見方に繋がっている。そうした可能性は残っていると思われる一方、原油安の長期化は中東の産油国経済にとっても様々な形で悪影響を及ぼすことは避けられない。原油安の下落による交易条件の悪化は国民所得の下押し圧力となり、景気の足かせになることに加え、中東諸国の多くは歳入の多くを原油や天然ガスなどの関連収入に依存しており、財政悪化圧力が高まることが挙げられる。多くの中東産油国では国民などに対して徴税などが行われておらず歳入に占める税収の割合が極めて低いため、原油・天然ガス収入の減少は直截的に財政悪化を招く。また、景気の減速懸念が強まることを勘案すれば、政府に対して景気維持に向けた歳出拡大圧力が高まる可能性が見込まれ、これらの国々の財政は予想以上のスピードで悪化することも懸念される。中東産油国の公的対外債務残高は極めて低水準に留まるため、財政赤字の拡大に対して国債などの発行を通じて資金調達を行うことは容易である

図2 国際原油市況(WTI)の推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

が、原油市況の低迷が長期化する場合はそれに伴って対外的な信用が低下するリスクもくすぶる。その一方、サウジアラビアやUAE（アラブ首長国連邦）などの国々は過去の原油収入を原資にSWFを設立しており、これらは財政が急激に悪化した際には財政補填を行うことも役割の一つとなっている。例えば、サウジアラビアの対外準備資産は昨年末時点で約7400億ドルに達しているが、そのうちSWFに当たる海外投資は5440億ドルに達するなど国際金融市場における存在感は高い。多くの中東産油国がこうした

取り組みを進めてきたことを勘案すれば、これらの国際金融市場での存在感は極めて高いと判断できる。近年の原油高を背景に国際金融市場においては「オイルマネー」と称される中東からの資金流入が存在感を高めてきたが、これらの原資の多くはこうしたソブリン・ウェルス・ファンドを通じた資金流入であった。さらに、欧米の金融機関にとって中東諸国のソブリン・ウェルス・ファンドは『上客』となっており、SWFなどからの資金流入が元手となって世界的な資金取引を活発化させてきたことは想像に難くない。したがって、中東諸国のSWFが財政補填を理由に資金を引き揚げる動きをみせた場合、国際金融市場においてはこの返済に伴って信用収縮の動きが広がることも予想される。ここ数年、先進国主導による金融緩和も重なり世界的なマネーはかつてない規模に膨張してきたが、それだけに信用収縮に転じた場合の影響は計り知れないものになり得る。原油安の長期化はこうした点でも国際金融市場のリスク要因になる可能性には留意が必要と言えよう。

以上

図3 サウジの対外準備資産の推移

