

下げ止まりつつあるも方向感に乏しい新興・資源国市場

～今後の商品価格と米利上げ時期に注目～

多田 忠義

要旨

原油は約1ヶ月ぶりに1バレル=50ドル台を回復し、底入れを模索する段階となった。しかし、全体的にみると商品価格は弱いままであり、一部の資源国では、商品安の影響が雇用悪化や通貨安・株安という形で影響が拡大している。また、米利上げ時期に対する思惑が交錯しており、通貨は方向感に乏しい動きとなっている。

原油先物は1バレル=50ドル台を回復

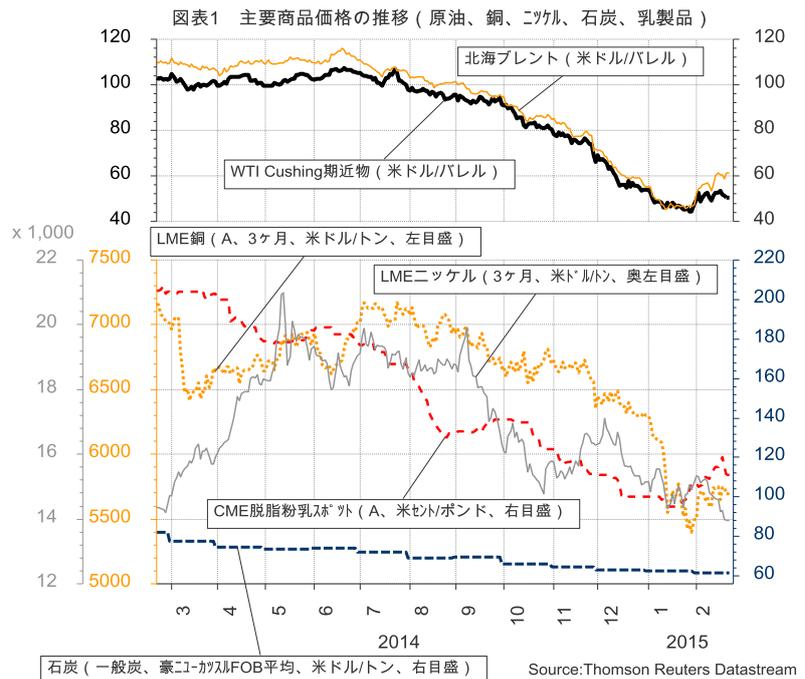
主要商品価格は、一部で底入れを模索する動きとなっている(図表1)。北米では石油掘削設備(リグ)の稼働数が減り始めており、原油価格(WTI先物期近物)を下支えし始めた。また、銅先物(LME)も1月末以降、底入れを模索する動きがみられる。

OPEC(石油輸出国機構)は15年2月(最新)の月次レポートで、15年の世界石油需要量を1月時点から概ね据え置いた一方、非OPEC加盟国供給量を、1月の見通し(63.12百万バレル/日)から下方修正した(図表2)。

世界経済に対する弱気な見方などが続いているが、原油の供給過剰感が一部で後退したこともあり、原油価格は一旦下げ止まったものとみられる。

なお後述するが、1月末から2月にかけても新興・資源国で利下げが相次いだ。インドネシアなど原油の(純)輸入国では、原油安によるイ

ンフレ率が低下し、それを受けた利下げを実施した一方、ロシアやオーストラリアなどの資源輸出国では、原油安による経済成長の下押し圧力を緩和させるため



図表2 OPEC需給見通し(15年2月版)

	(百万バレル/日)						15年1月版見通し		
	14年	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	15年(X)	15年(Y)	X-Y	
世界石油需要量(A)	91.15	91.36	91.18	92.96	93.76	92.32	92.30	0.02	
OPEC非加盟国供給量(B)(注)	62.06	63.44	63.05	62.87	63.12	63.12	63.52	▲0.40	
(A-B)	29.09	29.93	28.13	30.10	30.64	29.21	28.78	0.43	
OPEC加盟国生産量(C)	30.03	見通し							
合計(A-B-C)	0.94								

(資料)OECD "Monthly Oil Market Report" (February 2015)
 (注)OPEC加盟国が供給する天然ガス等を含む。

の利下げを実施し、商品安の影響はまちまちである。

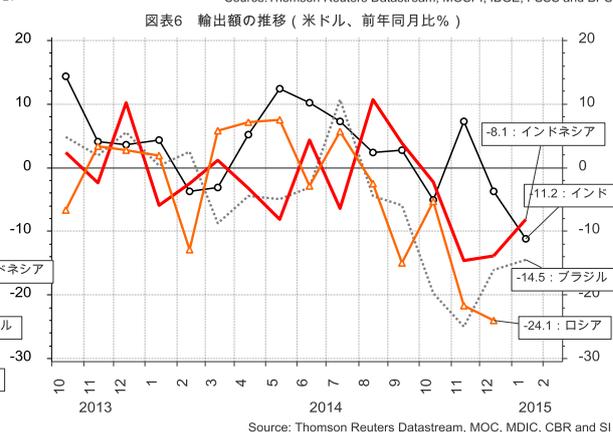
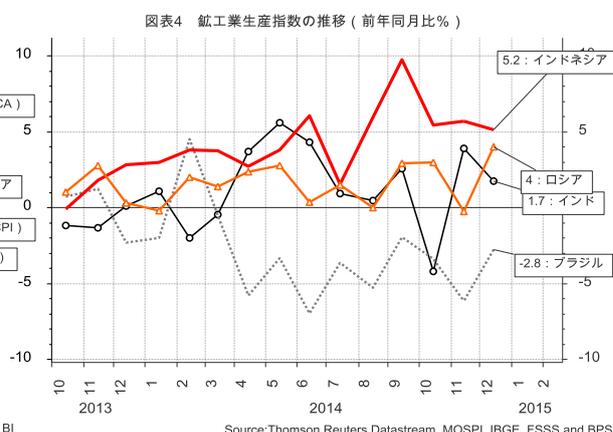
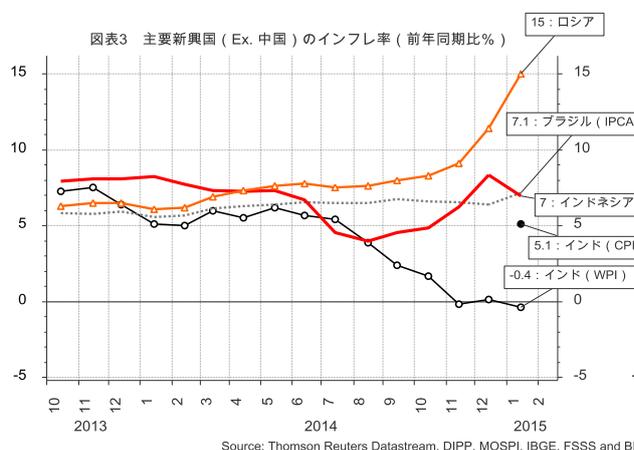
以下、主要新興・資源国のインフレ率（図表3）、鉱工業生産指数（図表4）、貿易（図表5～6）、政策金利（図表7）について振り返ってみたい。

まず、原油輸入国である**インド**では、1月に続き商品安の恩恵がみられた。物価上昇圧力は原油価格の下落によって縮小傾向で、1月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲0.4%と2ヶ月ぶりの下落、消費者物価指数はウェイト変更と野菜価格の上昇を受け12月から上昇幅が拡大し、同5.1%であった。鉱工業生産指数（12月）は前年比1.7%と2ヶ月連続で上昇したが、市場予想を下回ったほか、11月（同3.9%）からも鈍化した。製造業の伸びが予想を下回ったことに加え、鉱業がマイナス寄与（▲0.3%）だったことも影響した。このため、追加利下げ期待が出始め

ている。

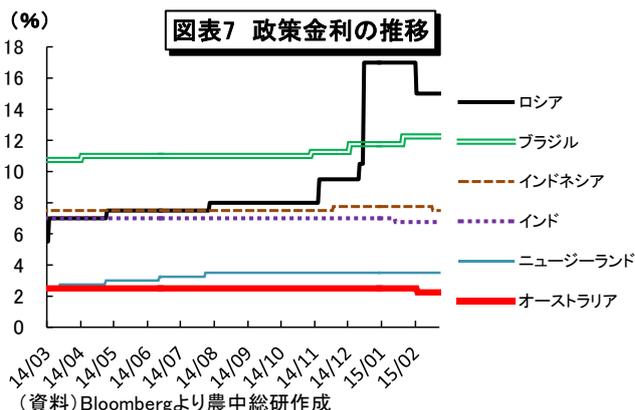
次に、原油輸出国でありながら純輸入国でもある**インドネシア**では、政府が2度にわたりレギュラーガソリンの値下げを実施したことでインフレ圧力が緩和し、1月の消費者物価は前年比7.0%と12月から鈍化した。原油価格の下落を受け、インフレ圧力が緩和しているため、中銀は17日、政策金利（BIレート）を25bp引き下げ、7.5%とした。中銀は一段のインフレ率低下を見込んでいると声明を発表したこともあり、年内に追加利下げ（100bp程度）が実施されるとの見方が散見され始めている。

2月16日には、ジョコ政権が初めて編成した15年度の予算が成立した。燃料補助金の支出額を大幅削減できたものの、原油安による歳入減もあり、インフラ整備への支出（投資）額拡大は制約を受けたことに留意する必要がある。



一方、資源輸出国ではさえない動きが続いている。まず、**ブラジル**では、再びインフレ上昇圧力が高まっている。1月の消費者物価指数(IPCA)は前年比7.1%と、12月から0.7ポイント上昇し、中銀のインフレ目標(4.5%±2%)の範囲を上回っている。補助金削減等で公共交通費や電気代等が上昇した結果が反映された。貿易をみると、主要輸出相手先の多くで経済成長が減速し、輸入額が減少していることに加え、資源価格の下落も影響したことで、輸出は6ヶ月連続で減少している。また、鉱工業生産は11ヶ月連続の前年割れとなった。

また、**ロシア**では、6ヶ月連続でインフレ上昇率が拡大した。1月末以降、原油価格(北海ブレント)が上昇し、ルーブルは下げ止まったが、ウクライナ情勢の影響等を受け、小幅高にとどまる。輸出入は、対ロシア制裁の影響もあり、前年比でマイナスが続いている。また、資源輸



出による収入が歳入の一部となっているため、財政に対する懸念は高まっており、S&Pは27日、ソブリンの格付けを「BB+」(見通しはネガティブ)へ1ノッチ引き下げし、投機的とした。また、ムーディーズも2月20日、「Baa3」から投機的水準である「Ba1」に1ノッチ引き下げた。16日にロシア経済発展省が発表した15年の成長率見通しでは、▲0.4%から▲3.0%に下方修正された。

なお、中銀は1月30日、予想外の利下げ(▲150bp)に踏み切った。中期的に見ればインフレは鈍化するとの見通しに立ち、国内景気の回復を優先したとみられる。

オーストラリアでも、資源輸出不振による景気減速が雇用指標に表れた。失業率(1月)は、12年半ぶりに6.4%へ上昇、雇用者数は減少、失業者数は増加となった(図表8、9)。このところ、豪雇用統計は数字の振れが大きいですが、失業率は引き続き上昇傾向であることが確認された。

こうした雇用情勢の悪化を織り込む形で、中銀は2月3日、政策金利を1年半ぶりに25bp引き下げ、過去最低の2.25%とすることを決定した。中銀は追加利下げを示唆しており、豪経済の底入れには時間を要する見通しである。



Source: Thomson Reuters Datastream

金融資本市場の動向と見通し

① 株価・為替

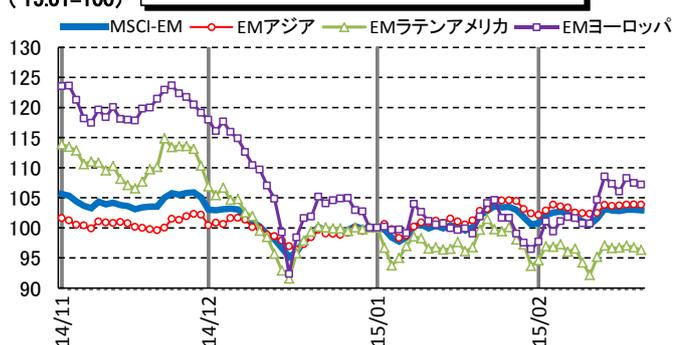
図表 10～12 に挙げる各国主要株式指数・対米ドル為替の騰落率を見ると、2月は、原油価格が1バレル=50ドル台を回復した後もみ合っていることや、米利上げ時期は堅調な雇用などを背景に、後ろ倒しにならないとの思惑が浮上し、通貨安（米ドル高）となった。一方、原油価格の変動が落ち着くなか、世界的な株高や金融緩和を背景に、リスクオフムードが幾分和らぎ、株価は上昇した。

国別に見ると、ロシアのパフォーマンスは改善している。国債価格付けの引き下げで通貨・株ともに売られる場面もあったが、原油指標（北海ブレントスポット価格）が1月末以降回復したこともあり、通貨、株ともに買い優勢となっている。

ブラジルでは、財務相が為替介入に対し消極的な発言（1月30日）をしたことや、足元の物価がさらに上昇したこともあり、レアル安となっている。

一方、インドでは中銀が政策金利を据え置いたことなどで、先行き期待感が剥落し、

図表10 新興国株価指数(MSCI Index)



(資料) Bloombergより農中総研作成

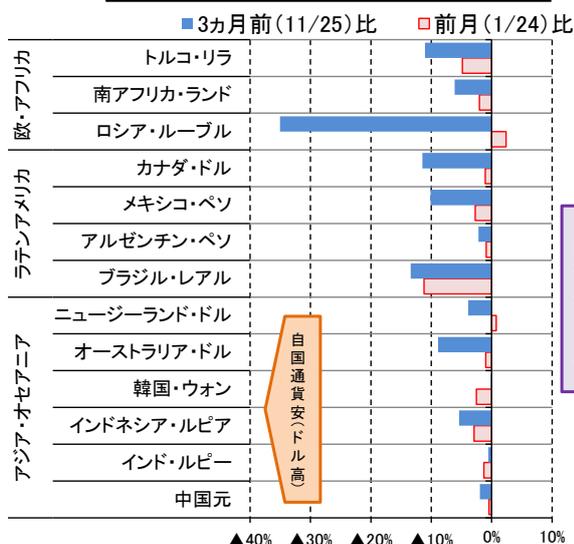
2月上旬にルピー安、株安となったが、予算案に対する期待感などで、ルピー、株ともに前月の水準まで戻している。

② 今後のポイントなど

原油は下げ止まりの兆しも見せ始めたが、下落し続けている商品価格もある。そのため、資源輸出国の経済に与えた輸出額の減少等の影響は、当面経済成長率の低下などに残るとみられる。また、ギリシャの財政問題やウクライナなどの地政学的リスク、米利上げ時期をめぐる思惑の交錯などで新興・資源国の金融資本市場が荒れるリスクを残している。

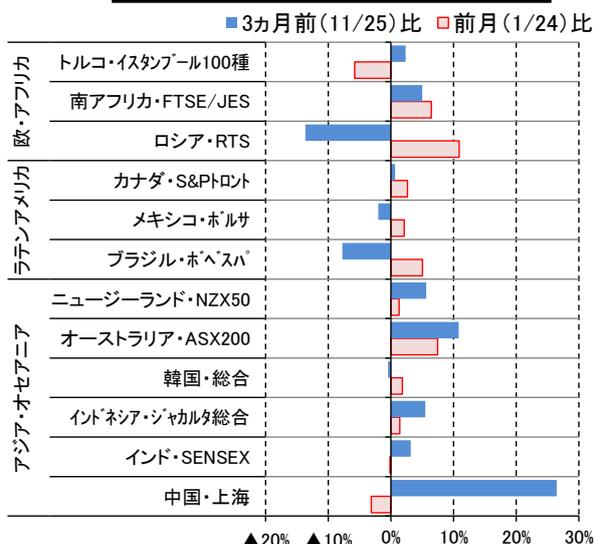
(15年2月23日現在)

図表11 新興・資源国通貨:対米ドル騰落率



(資料) Bloombergより農中総研作成
(注)一部通貨は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

図表12 新興・資源国主要株価指数騰落率



(資料) Bloombergより農中総研作成
(注)一部株式は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較