

## 商品安で二極化する新興・資源国経済

### ～ロシア、ブラジルの景気弱含みが際立つ～

多田 忠義

#### 要旨

商品安により、資源輸出国は景気悪化の懸念が強まっている。特にロシアでは、ウクライナとの紛争や経済制裁、ブラジルでは原油安に加え株価に影響力を持つ国営石油公社の汚職疑惑などの要因も加わり、通貨安・株安に歯止めがかからない。一方、インドやトルコなど資源の多くを輸入に依存している新興国では、貿易赤字の縮小が期待されることから、ファンダメンタルズの改善に寄与している。

#### 資源輸出国は商品安で景気悪化も

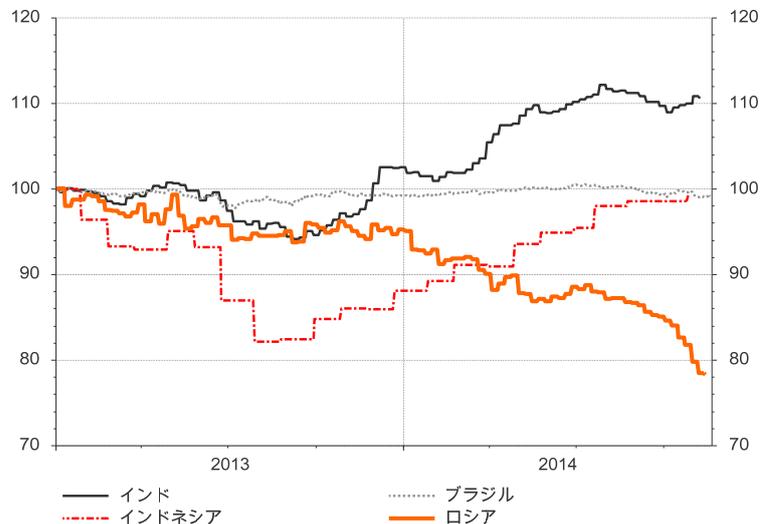
商品安が止まらない。図表1に示した主要商品の現物、先物取引価格は、総じて下落傾向に歯止めがかかっていない。特に、原油（WTI期近物）は、約4年ぶりの1バレル＝70ドル台へ突入し、原油輸出国の景気を悪化させている。

商品安は資源輸出国の通貨安を招き、外貨準備の減少をもたらすこともある。図表2をみると、外貨準備を減少させているのはロシアである。同国では、資源安、経済制裁、西欧諸国との対立などにより通貨安が続いており、為替介入の影響もあって急速に外貨準備を縮小させている。

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2 外貨準備高の変化（13年1月＝100）

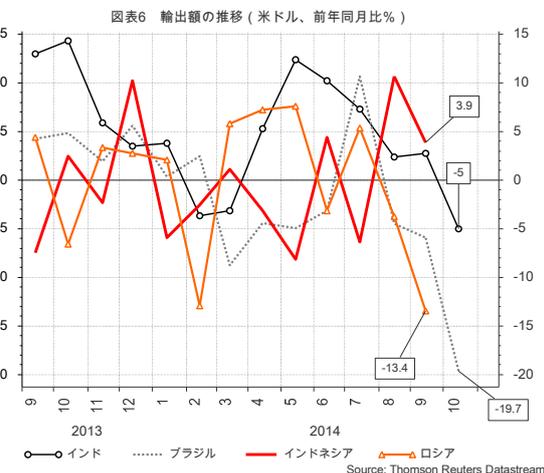
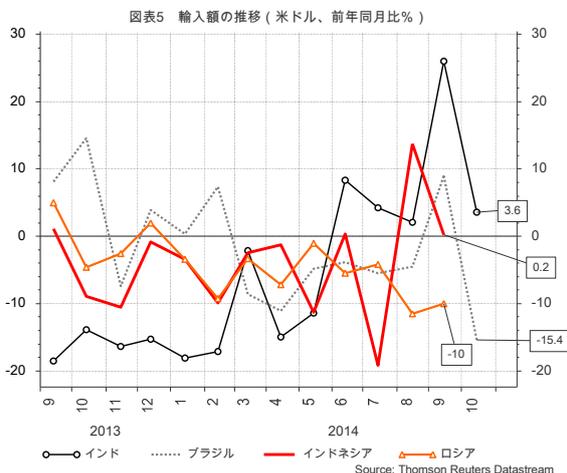
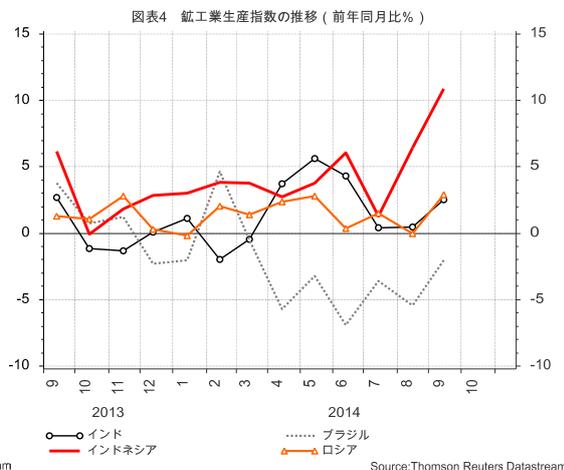
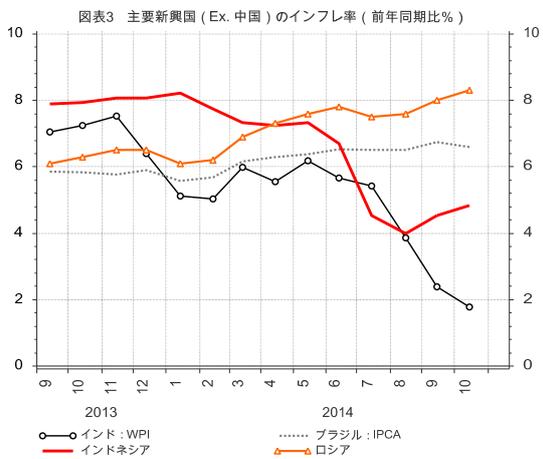


(図表5~6)、政策金利(図表7)について振り返ってみたい。

**インド**では、9月に引き続き、原油価格の下落で物価上昇率はさらに鈍化し、卸売物価指数(WPI)は前年比1.8%と、09年9月以来の低い伸びとなった。鉱工業生産は6ヶ月連続の前年比プラスで、電力が0.4%ポイントの寄与に対し、製造業は3ヶ月ぶりにプラス寄与(2.0%ポイント)となった。また、資本財は前年比11.6%増で、設備関連の需要が高いことを裏付ける内容である。10月の輸入は増加したものの、原油価格の下落やルピー高により輸入額増加率は縮小した。なお、こうした原油安による貿易赤字の縮小期待は、トルコなどの原油輸入国でもみられる。

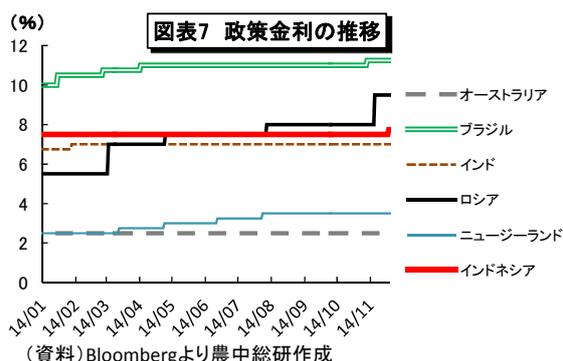
**ブラジル**では、中銀は10月29日、予想外の政策金利引き上げ(0.25%引き上げ、11.25%へ)を決定した。10月の消費者物価指数(IPCA)は、レアル安の影響などで上昇幅を拡大させた。中国などの輸出先経済が弱いことで輸出は3ヶ月連続で減少している。また、国内景気も弱含んでいることから、鉱工業生産は前年割れが7ヶ月連続となった。なお、大統領選挙は10月26日に決選投票が実施され、ルセフ氏が大統領に再選された。

**インドネシア**では、電気代や生鮮食料品価格が上昇したことを受けて物価上昇圧力が強まった。ジョコ大統領は17日、燃料補助金の削減を実施し、政策実行力をアピールした。中銀は、11月13日に一旦政策金利の据え置きを決定した



ものの、18日に臨時会合を開催し、燃料価格上昇に伴うインフレ圧力の緩和、ルピア安を抑制するため、主要政策金利(BIレート)を25bp引き上げ7.75%とすることを決定した。3日に発表された7~9月期の経済成長率は前年比5.0%と、過去5年で最も低い水準となった。未精錬鉱石の輸出禁止が続くほか、輸出相手先である中国、日本や東南アジアの景気が弱含んでおり、同国の経済成長は内需拡大や外国からの投資が鍵となりそうである。

**ロシア**では、3ヶ月連続でインフレ上昇率は拡大した。ルーブルが過去最安値を更新し続けていることが主な要因で、中銀は10月29日、主要政策金利を150bp引き上げ、9.5%とした。欧米諸国の経済制裁で資本流出が加速し、夏以降の原油価格の下落がロシア経済の悪化に追い打ちをかけている。冷え込んでいる国内需要や海外からの資源需要に経済制裁が加



わり、輸出入額はともに前年割れが続いている。一方、鉱工業生産(9月)は前年比で拡大へ転じた。

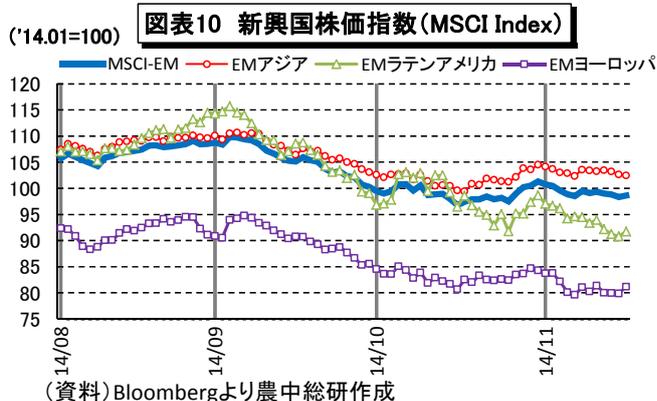
**オーストラリア**では、失業率(10月)は3ヶ月連続で悪化した。上昇幅は抑えられた。中身をみると、雇用者数が9月から増加に転じたほか、労働参加率が改善しており、雇用環境はさほど悪化していない(図表8、9)。中銀は、14回連続で政策金利の据え置きを決定した(11月4日)が、この会合の議事要旨では、政策金利が一定期間据え置かれるとの見通しや、豪ドルがなおも過大評価されているとの見方を改めて示した。



## 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、1ヶ月前に比べて自国通貨安は進んだ一方で、株価は横ばい、ないし上昇している。ただ



し、ロシアとブラジルについては株安、通貨安が際立っている。

国別にみると、ロシアでは、原油などの商品安、ウクライナ情勢を巡って経済制裁が継続していること、さらに制裁強化に向けた動きが一部にあるとの報道によるロシア経済に対する心理の悪化などを背景に、ルーブルの先安観から米ドル等の外貨を早期に調達しようとする動きでルーブル安に歯止めがかからず、株安も進行した。こうした通貨安に対し中銀は為替介入を実施してきたが、外貨準備の減少に直面したことも踏まえ、11月1日にドル売り介入額の上限を3.5億ドルに設定した。しかし、ルーブル安への歯止め効果は限定的であったため、中銀は10日、管理相場制から変動相場制へ移行し、足元のルーブル相場はようやく下げ止まっている。

ブラジルでは、ルセフ現大統領が次期大統領に再選（10月26日）されたことを巡って、先行き不安が相場の下押し圧力になっている。これに加えて、株価指数に対する寄与度の高いブラジル石油公社（ペトロbras）で汚職疑惑が浮上したことも、株価の押し下げに拍車をかけている。

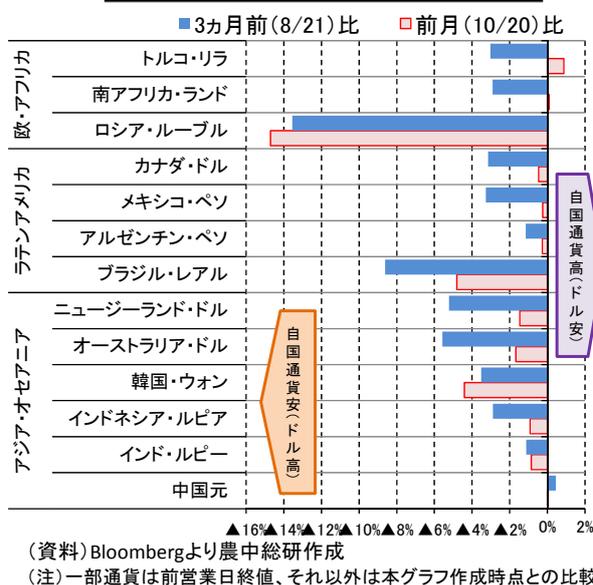
インドネシアでは、燃料補助金削減の決定（17日）が好感されており、株価、ルピアともに買われている。ジョコ大統領が政策実行力を示した形となったことも好材料で、インドと同様に、政策期待による資金流入がインドネシア経済を成長をサポートする可能性が出てきた。

韓国では、これまでのウォン高・円安により日本製品に対する価格競争力低下が進行しているとの見方もあり、緩和を含む政策期待からウォン安に拍車がかかった。

## ② 今後のポイントなど

10月時点から新興・資源国経済の成長見通しに大きな変更はない。原油価格の先行きに注目すると、世界経済の成長ペースは当面鈍化するとの見通しが織り込まれていることから、原油需要の高まりは期待できない。一方、OPECなどの産油国では、原油価格が下落しているにもかかわらず減産に動いていないことも、価格の下押し圧力となっている。これ以上の供給過剰は産油国にとってメリットは小さく、ある程度の生産調整局面を迎え、さらなる原油安は想定しづらい。（14年11月21日現在）

図表11 新興・資源国通貨：対米ドル騰落率



図表12 新興・資源国主要株価指数騰落率

