

リスク・オフ・ムードに押される新興・資源国経済

～商品安を受けて株、通貨の連鎖安～

多田 忠義

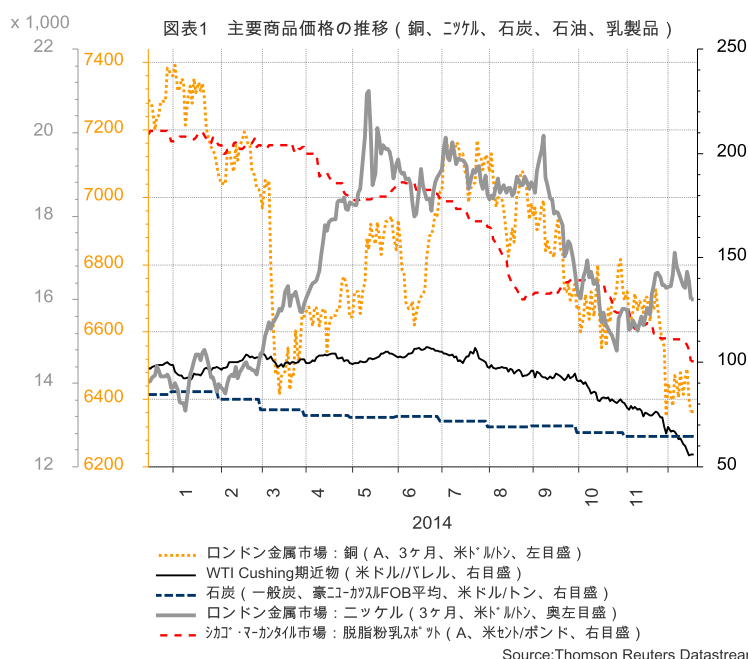
要旨

原油の大幅下落をはじめとする商品安の継続から資金を米ドルへ逃避させる動きが一段と強まった。こうしたリスク・オフ・ムードに押されるかたちで新興・資源国の株、通貨は連鎖安となっている。

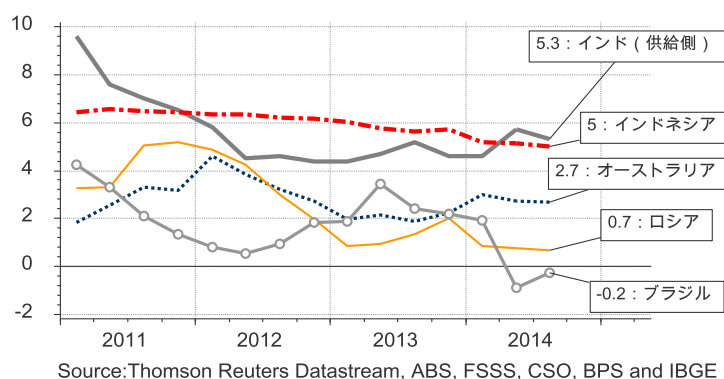
原油先物は1バレル=50ドル台へ

主要商品価格は、総じて下落傾向に歯止めがかかっていない(図表1)。OPEC(石油輸出国機構)総会で加盟国が減産に合意しなかったことに加え、OPECが15年原油需要見通しを下方修正したこと、IEA(国際エネルギー機関)も需要見通しを引き下げたことも売り材料となり、原油(WTI期近物)は、約5年ぶりに1バレル=60ドルを割り込んだ。このほか、石炭、鉄鉱石や脱脂粉乳など幅広い品目でスポット価格や先物価格は下落した。

こうした中、新興・資源国の7~9月期実質成長率が出そろった。図表2に掲載した国では成長ペースをほとんど減速させた。そのため、商品安やそれに伴う株安、通貨安となった10~12月期の実質成長率はさらに減速する可能性もある。資金引き揚げや、世界的な需要不足に直面する中、



図表2 新興・資源国の実質成長率(前年比%)



新興・資源国経済を下支えするためには内需の喚起も必要であろう。ゆえに、大規模なインフラ投資計画を実行に移しつ

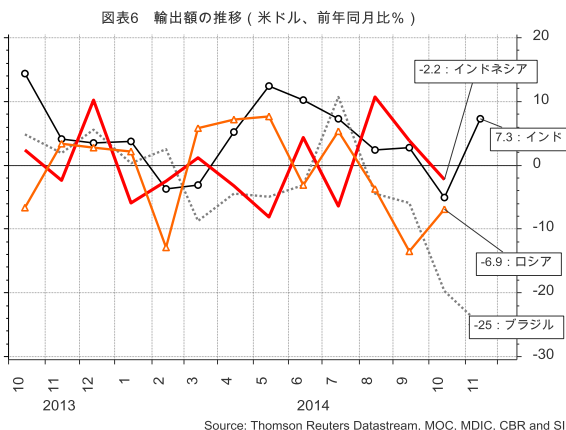
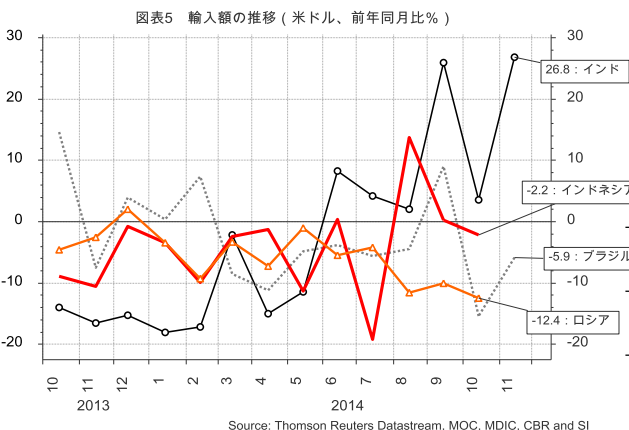
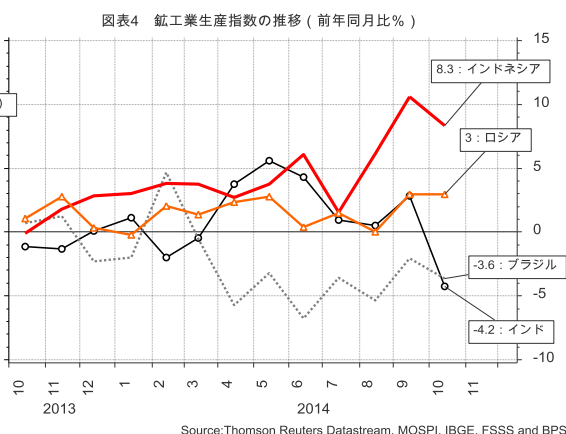
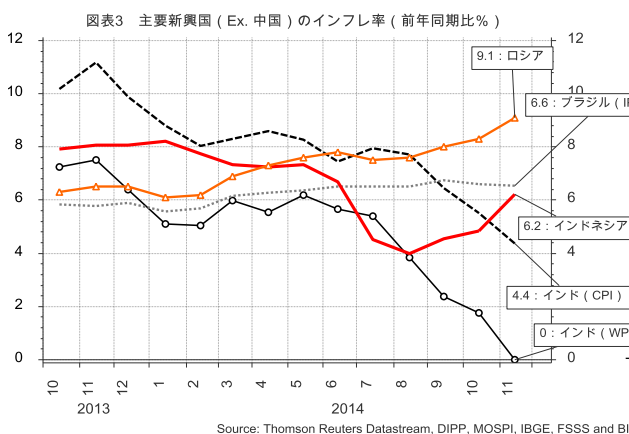
つあるインド、インドネシアなどでは、中期的な視点で経済成長を見ていく必要がある。

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。

インドでは、10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、11月の卸売物価指数(WPI)は前年比0.0%と、09年9月以来の低い伸びとなった。鉱工業生産は7ヶ月ぶりに前年比マイナスで、製造業における減産の影響（▲6.1%ポイント）が大きかった。また、資本財は前年比▲0.3%など、事前予想に反してネガティブな内容となったが、11月の製造業PMIなどで改善がみられるほか、原油価格の更なる下落もあり、センチメント改善も踏まえれば、一時的な落ち込

みである可能性が高い。ただし、原油安にもかかわらず、金の輸入増が響き、11月の輸入は拡大し、貿易赤字となった。なお、中銀は足元の物価上昇は大幅に鈍化しているものの、引き続き推移を見極める必要があるとし、主要政策金利を据え置いた（12月2日）。ただし、今後の動向次第では、15年の早い時期に利下げする可能性も示唆した。

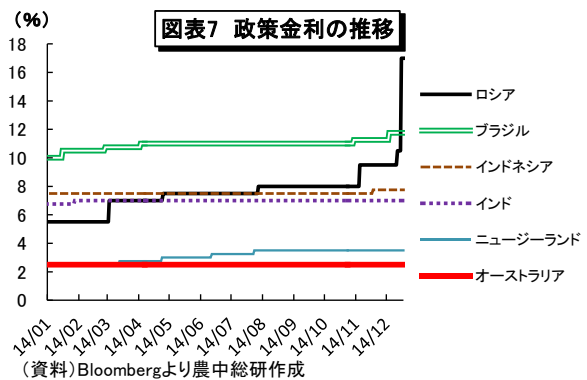
ブラジルでは、中銀は12月3日、市場の予想通り、政策金利引き上げ（0.5%引き上げ、11.75%へ）を決定した。11月の消費者物価指数(IPCA)は前年比6.6%と同水準で、レアル安や食料品上昇の影響が続いている。貿易をみると、中国など主要輸出相手先で輸入額が減少していることに加え、資源価格の下落も影響し、輸出は4ヶ月連続で減少している。また、国内景気も引き続き弱含んでいることか



ら、鉱工業生産は前年割れが9ヶ月連続となった。

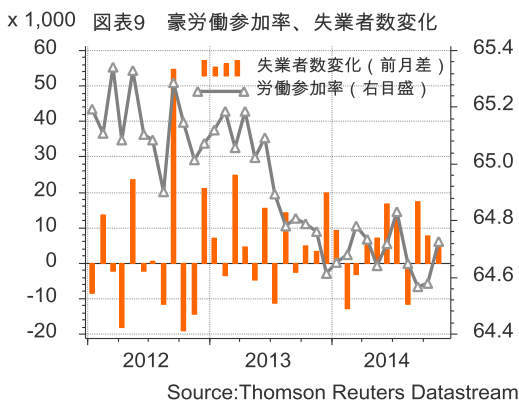
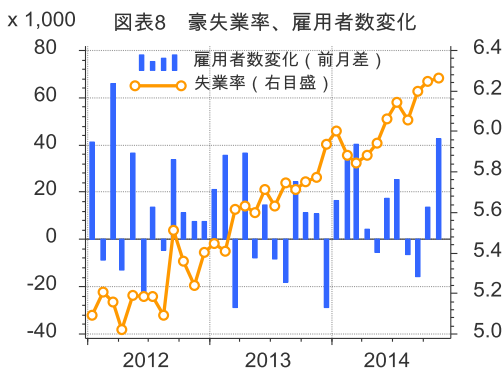
インドネシアでは、燃料補助金の削減に伴う交通費の上昇が大きく寄与し、11月の消費者物価は3ヶ月連続で上昇幅が拡大し、6.2%となった。ただし、中銀は、12月11日に政策金利の据え置きを決定した。

ロシアでは、4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や、対ロシア制裁を科した諸国に対し、ロシアが対抗措置として農水産物を禁輸していることで食品価格が高騰しており、11月の消費者物価指数は9.1%と、予想外の上昇幅となった。そこで、中銀は12月11日、主要政策金利を100bp引き上げ、10.5%としたが、ルーブル急落に歯止めがかからず、16日に緊急でさらに650bp引き上げ、17.0%とした。一方、輸入禁止措置による国内生産への代替が始まっていること



で、鉱工業生産(10月)は前年比でみると2ヶ月連続で拡大している。

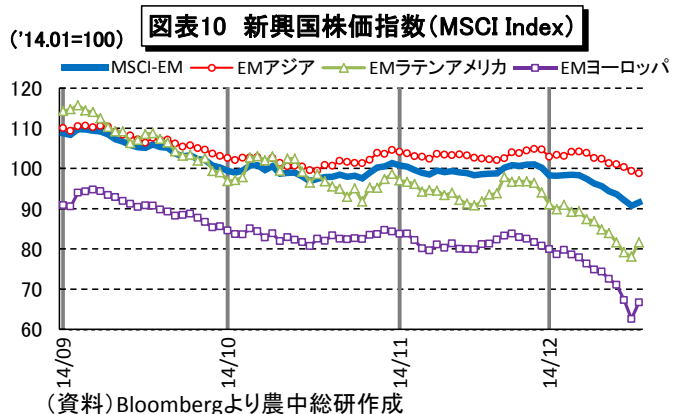
オーストラリアでは、失業率(11月)は4ヶ月連続で悪化し、02年以来の水準まで上昇した。中身をみると、雇用者数は10月から予想外に増加したほか、労働参加率が改善しているが、ほとんどがパートタイム労働者の増加(4.1万人増)によるものである(図表8、9)。中銀は、15会合連続で政策金利の据え置きを決定した(12月2日)が、市場参加者は、こうした労働市場に改善が見られないことを背景に、15年1~3月期にも追加利下げに踏み切るとの見方が強まっている。



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ヶ月前に比べて通貨安、株安がさらに進行し、商品安も相まって、リスク・オフ・ムードの連鎖安となっている。



国別にみると、ロシアのパフォーマンスの悪さが際立っている。特に最近1ヶ月のルーブル下落率は30%、14年初来比で見ると、80%を超えている。このところ続く原油などの商品安、ウクライナ情勢を巡って経済制裁が継続していること、米国で制裁強化に向けた法案が可決されたこと（15日）など、ロシアに対するセンチメントの悪化で、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、中銀は前述のとおり政策金利の利上げを実施したほか、為替介入も実施している。緊急利上げ直後のルーブル相場は下げ止まらなかったが、金融機関に対する支援策表明もあり、17日には1ドル=60ルーブル台まで買い戻された。

ブラジルでは、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）が、原油価格の下落に直面したことに加え、汚職捜査を受けて業績発表を延期していることなどで株価を押し下げているほか、同国の軟調な経済指標や中国の貿易や生産関連の指標も弱含んだことで株価を押し下げている。こうした弱いセンチメントの継続は、レアル売りにも影響し続けている。

インドネシアでは、ルピアが16年ぶりの安値となった。また、政権与党が議会の少数勢力であるため、最大野党のゴルカル党との連立協議を実施したが、不調に終わったことも株安、ルピア安を加速させた。なお、急速なルピア安に対応するため、中銀は16日、ドル売り介入を実施したことを明らかにした。

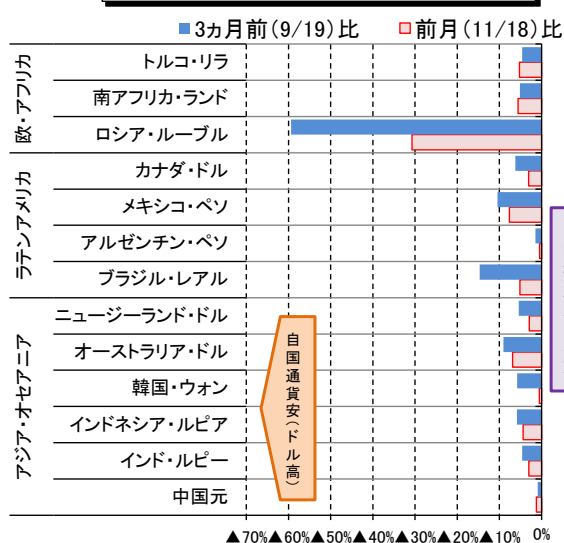
また、インドやマレーシアでも12月中旬にドル売り介入した可能性があるとして、一部で報じられている。

② 今後のポイントなど

11月時点に比べ、原油価格の下落が進んだことを踏まえ、新興・資源国経済の成長見通しはやや下方に変更せざるを得ない状況である。OPECが減産に応じない姿勢を崩していないほか、OPECやIEAが発表した15年需要見通しが下方修正となったことで、原油安に拍車をかけている。原油価格が下げ止まる材料に乏しく、1バレル=40ドル台まで下がるとの見方もあるほか、米利上げの見通しは不変とみられ、当面「新興国売り」の情勢が続くだろう。

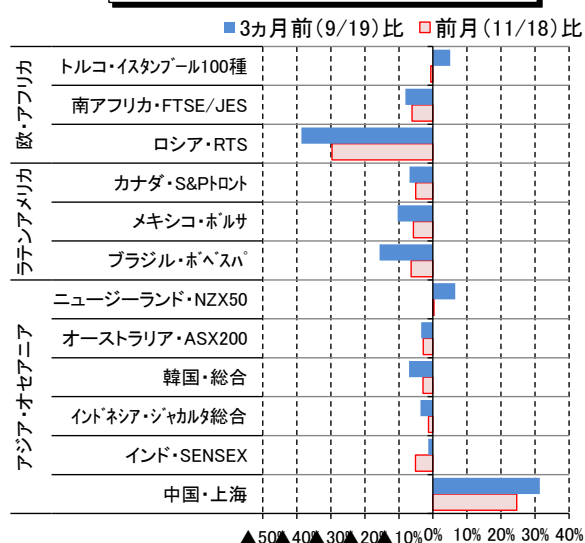
（14年12月18日現在）

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