

## 世界的低成長のなか資源安に直面する新興・資源国経済

### ～原油輸出国と輸入国とで異なる動き～

多田 忠義

#### 要旨

原油先物は15年に入り一段と下落し、一部の資源国では原油輸出額の減少が財政悪化を招くとの見方から、国債格下げとなったところもあった。一方、一部の輸入国では原油安で物価上昇圧力の低下や、燃料補助金の削減・廃止といった恩恵も見られた。世界的に低成長が意識される中で、原油安の影響がどのように波及するか注目したい。

#### 原油先物は1バレル=40ドル台へ

主要商品価格は、一段と価格下落が進行している(図表1)。OPEC(石油輸出国機構)は最新の月次レポートで、15年における世界石油需要量、非OPEC加盟国供給量を、14年12月の見通し(それぞれ92.26、63.34百万バレル/日)から上方修正した。図表2によれば、世界の石油需要量は次第に増加し、OPEC非加盟国は増産するとの見通しであることがわかる。原油安による所得移転とそれに伴う消費増が期待され、世界の原油需要量は増加を見込んでいるが、OPEC加盟国は減産を表明していないことから供給過剰に対する懸念は続いている。

なお、後述するが、インドなど、原油の輸入国の一部では、後述のとおり原油安の恩恵がみられ始めているほか、インドネシアでは、原油輸出自体は悪影響がみられるものの、インフレを伴わずに燃油に対する補助金削減が実行できるなど、正負両側面の影響がみられる国もある。

ただし、IMFが20日に発表した改訂版世界経済見通しでは、世界経済の成長率

が0.3%ポイント下方修正され、世界的に低成長が意識される中で、原油安の恩恵が景気下支えとなるかポイントとなろう。

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



図表2 OPEC需給見通し(15年1月版)

(百万バレル/日)

	14年	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	15年
世界石油需要量(A)	91.15	91.33	91.17	92.92	93.76	92.30
OPEC非加盟国供給量(B)(注)	62.05	63.58	63.35	63.38	63.79	63.52
(A-B)	29.11	27.75	27.82	29.54	29.97	28.78
OPEC加盟国生産量(C)	30.03	→ 見通し				
合計(A-B-C)	0.92					

(資料)OECD "Monthly Oil Market Report" (January 2015)

(注)OPEC加盟国が供給する天然ガス等を含む。

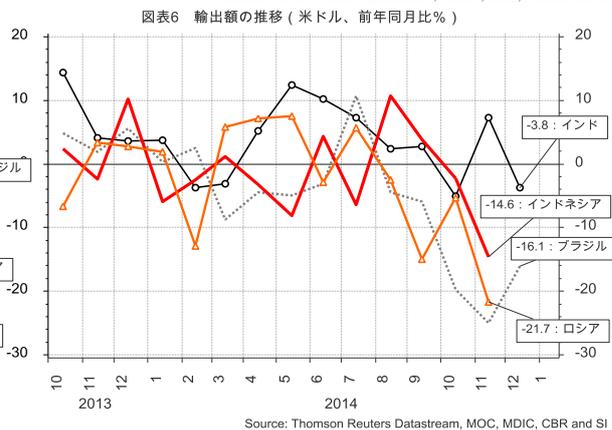
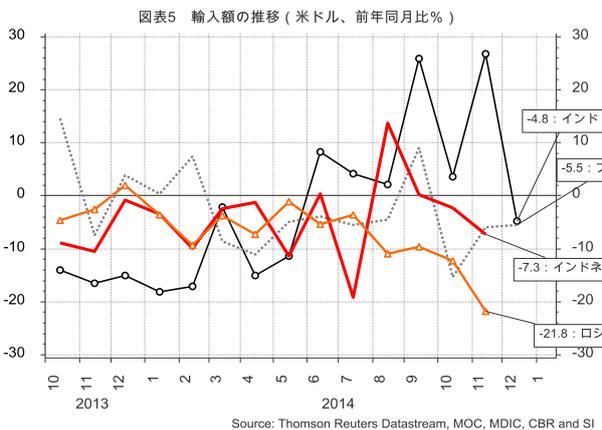
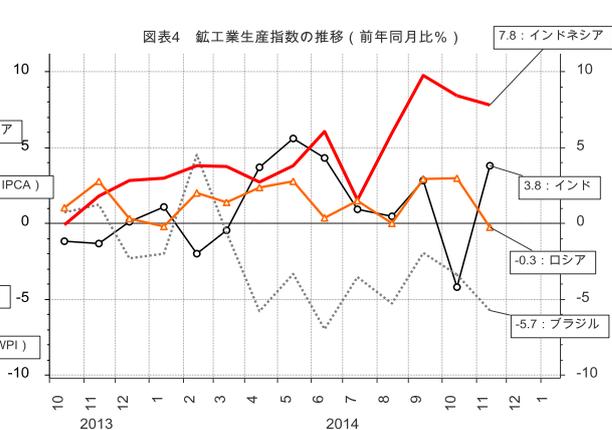
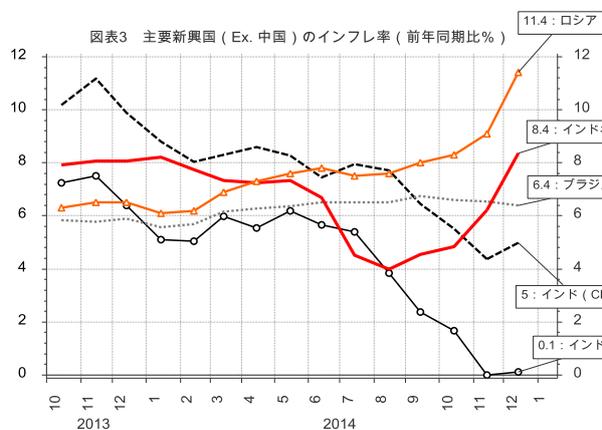
いて振り返ってみたい。

まず、原油輸入国である**インド**では、恩恵面が目立った。11月に続き、原油価格の下落で物価上昇圧力は縮小傾向で、12月の卸売物価指数(WPI)は前年比0.1%と、前月と変わらず、消費者物価指数もわずかに上昇しただけであった。一方、鉱工業生産指数は上昇に転じた。10月に大きく落ち込んだ製造業が持ち直したことが主因で、全体の伸びに対する寄与度は2.4%ポイントである。ただし、原油安による輸入額減の効果を金の輸入増の影響が上回り、12月も貿易赤字幅は拡大した。また、インド中銀は15日、足元の物価上昇は沈静化しているとして緊急の会合を開催し、主要政策金利をそれぞれ25bp引き下げた(レポレート:7.75%、リバースレポレート:6.75%)。

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、燃料補助金の削減に伴う交通費の上昇が大きく寄与し、12月の消費者物価は4ヶ月連続で上昇幅が拡大し、8.4%となった。一方、ジョコ大統領は14年末にガソリンの補助金を撤廃し、軽油については補助金額を固定化するなどの政策を15年1月から実施したが、原油安のため、補助金削減後のガソリン販売価格(7,600ルピア/L)は、廃止前の価格(8,500ルピア/L)から値下がりした(16日には一段の販売価格引き下げを実施)。そのため、財政構造改革の進展やインフラ投資の原資ねん出の点から、好感されている。こうした物価情勢を踏まえ、中銀は、1月15日に政策金利の据え置きを決定した。

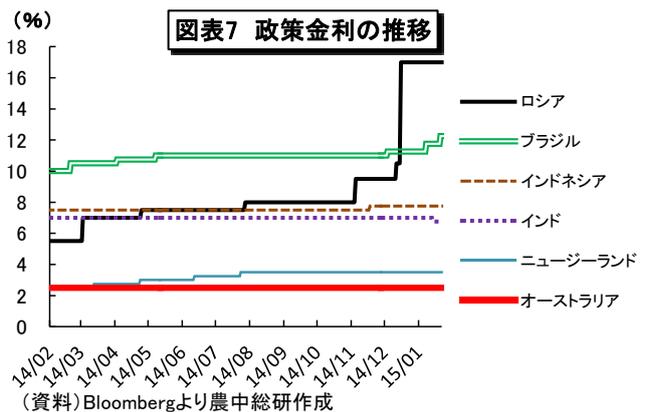
原油輸出国である**ブラジル**、**ロシア**では、ファンダメンタルズの悪化もあり、厳しい状況となっている。まず、**ブラジ**



ルでは、15年1月にルセフ大統領の2期目就任式が行われ、政府支出の抑制によってインフレ圧力の低下を目指す方針を表明した。12月の消費者物価指数（IPCA）は前年比6.4%と、11月から0.2ポイント鈍化し、中銀のインフレ目標（4.5%±2%）の範囲内となった。ただし、食料品価格の上昇圧力は依然として強い。貿易をみると、中国など主要輸出相手先の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5ヶ月連続で減少している。また、14年の貿易収支は14年ぶりに赤字へ転落した。鉱工業生産は、10ヶ月連続の前年割れとなった。

22日に開催された金融政策会合では、公共交通機関、電力の値上げや高止まりするインフレ上昇圧力に対応するため、政策金利の引き上げ（+50bp、12.25%）が決定された。

また、**ロシア**では、5ヶ月連続でインフレ上昇率が拡大した。ルーブル安は14年12月末にいったんは落ち着いたものの、1月に入り、原油価格が一段と下落したこ



とに加え、米格付け会社がロシア国債の格付けを投資適格級から引き下げるとの見方が広がり、再びルーブル売りが広がった。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ため、鉱工業生産指数は上向いていたが、11月の指数は減少に転じており、ロシア経済に対する先行き懸念が強まっている。なお、9日にフィッチがロシアの国債格付けを「BBB」から「BBB-」へ、16日にムーディーズは「Baa2」から「Baa3」へ、それぞれ1ノッチ引き下げ、更なる格下げ方向での見直し対象とした。もう一段の格下げとなれば、投機的格付け（投資不適格）となる。また、S&Pは1月末までに見直しを完了するとしている（現在「BBB-」）。

原油以外の資源輸出国に目を向けてみると、様々な動きがみられた。本レポートで定点分析している**オーストラリア**では、失業率（12月）が2ヶ月連続で改善し、雇用者数は3ヶ月連続で増加し、ポジティブ・サプライズとなった。12月の雇用増は、正規雇用者数の増加によるもので、11月の増加要因であったパートタイム雇用者数の増加とは対照的である（図表8、9）。中銀は2月3日に金融政策決定会合を開催予定であるが、1~3月期にも追加利下げするとの見方が根強いだけに、決定内容に注目が集まっている。



Source: Thomson Reuters Datastream

## 金融資本市場の動向と見通し

### ① 株価・為替

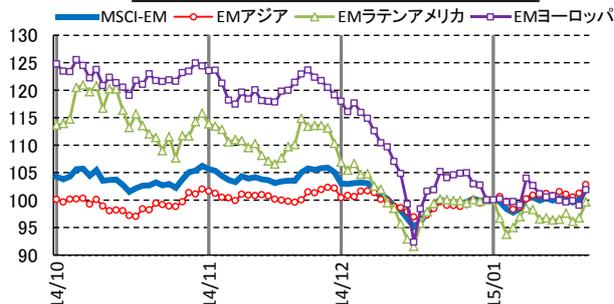
図表 10～12 に挙げる各国主要株式指数・対米ドル為替の騰落率を見ると、1ヶ月前に比べて通貨安、株安の流れは落ち着きを見せている。

国別にみると、12月に続き、ロシアのパフォーマンスは悪い。14年末にかけて、いったんルーブル安は落ち着きを取り戻したものの、15年初に原油価格が1バレル=50ドルを割り込み、国債価格付けも1ノッチ引き下げられたことで、再びルーブル売り、株安を招いた。特に、国債価格付けはもう1段の引き下げで投機的格付けとなるため、ロシア財政に対する不安が拡散するリスクが高まっている。

ブラジルでは、ルセフ大統領が財政改革や汚職対策に取り組む姿勢を示したものの、補助金削減等で公共交通費や電力代等、足元の物価がさらに上昇するとの見方が強まっているほか、ブラジルの経済成長率見通しが下方修正されたことを嫌気して、リアル安、株安となっている。

一方、インドでは中銀の利下げや資源価格の低下で、設備投資や消費が拡大すると

図表10 新興国株価指数(MSCI Index)



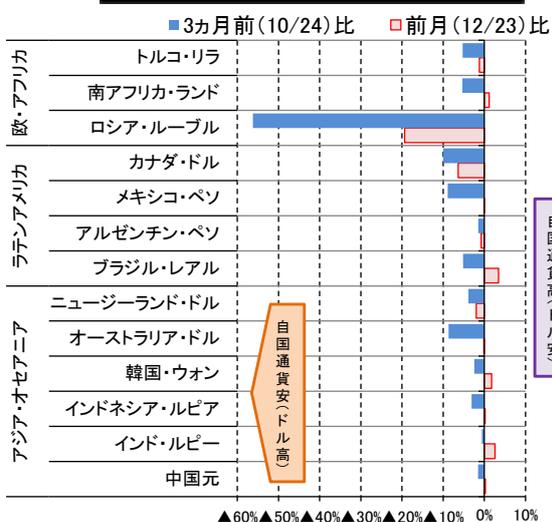
(資料) Bloombergより農中総研作成

の期待感が広がっており、ルピー高、株高となっている。

### ② 今後のポイントなど

IMFの改訂版世界経済見通しでは、資源価格の下落で、多くの資源輸出国における財政悪化が懸念され、世界経済にとって中期的に大きな重石となる、としている。原油価格をはじめとする商品価格にどの水準で底打ちがみられるか見通せていない。とはいえ、原油安で一部の輸入国では恩恵も見られ始めており、景気下支えとなることに対する期待もある。ただし、ECBによる量的緩和政策の実施や米利上げなどによって、新興・資源国におけるマネーの流出入が予想外の動きとなる可能性にも十分注意する必要がある。(15年1月23日現在)

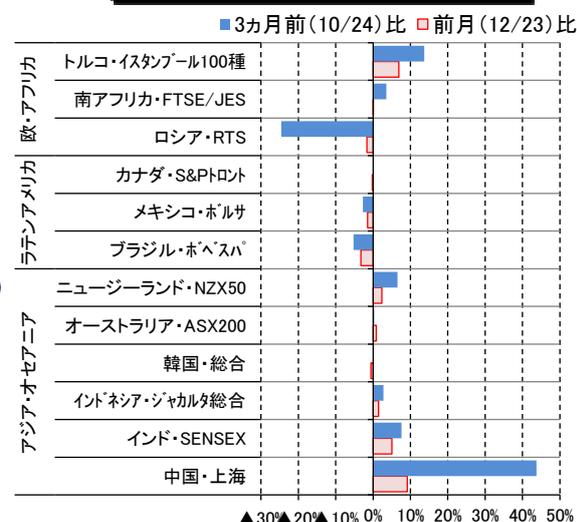
図表11 新興・資源国通貨:対米ドル騰落率



(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