# 原油価格の下落とユーロ圏経済

## ～負の影響が拡大する可能性も～

山口　勝義

**要旨**

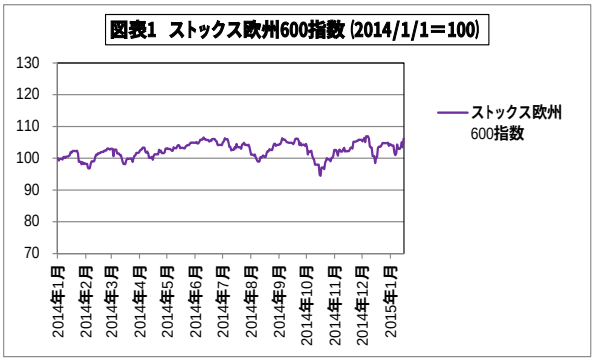
**原油価格の下落がユーロ圏経済に与える影響は、今後の価格推移に依存するほか、直接的のみならず間接的な影響が及ぶ可能性もあることから、その趨勢は見極め難い。ただし少なくとも、好影響のみならず負の影響が拡大するリスクに注意が必要となっている。**

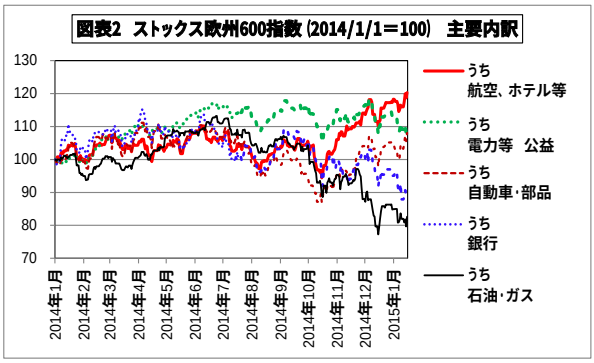
### はじめに

12 月に入り、原油価格の急落と、原油輸出への依存度の高いロシア経済の疲弊に対する懸念を主因として、世界の金融市場は大きな波乱に見舞われた。

この間、11 月 14 日に、国際エネルギー機関（IEA）が需給の緩みにより原油価格への下落圧力が強まるとの見解を示していたことで石油輸出国機構（OPEC）の対応が注目されたが、OPEC は同月 27 日の総会で生産量の現行水準での維持を決定した。このため原油価格は下げ足を速めることとなったが、これを受け下落を続けるルーブルに対し、12 月 16 日未明にはロシア中央銀行は政策金利を 6.5%引き上げ 17.0%とする緊急対策に踏み切った。それにもかかわらず、ルーブルは一時 1 米ドル＝80 ルーブル目前にまで急落したことで、市場の緊張感は一挙に高まった。

その後は原油価格やルーブルの急速な下落は一服し、ロシアでの通貨危機への発展やその他の資源国等を巻き込んだ混乱への拡大の懸念は軽減されたものの、原油価格の下値目途は見極め難く、市場は不安定な動きを続けている。欧州の主要株式を対象とするストックス欧州 600 指数についても、今のところ表面的には前回 10 月の波乱時よりも影響の程度は軽微に止まったかのように見受けられるが、その背後では業種毎のパフォーマンス格差が大幅に拡大するなど、今回の波乱に特有の動きが続いている（図表 1、2）。




（資料）　図表 1、2 は、Bloomberg のデータから農中総研作成。

以上の推移を踏まえれば、OPEC が当面のところ生産調整に動く気配がないなか、原油価格の下落がユーロ圏の実体経済に対し、今後しばらくの間、継続的に、しかも直接的のみならず様々な経路を経て間接的にも影響を及ぼす可能性が生じている点に注意が必要となっている。

## ユーロ圏への直接的な影響の波及

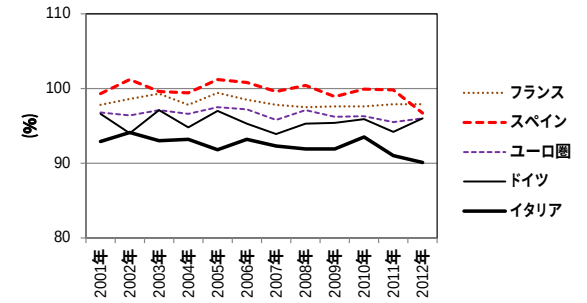
一部に石油関連企業の収益悪化などの負の影響はあるが、基本的に原油安は企業の製造や物流のコストを低下させ、製品価格の低下を通じて消費者にもメリットが及ぶことで、産油国から消費国への所得移転として働くことになる。しかも、産油国と消費国の経済構造の厚みの違いから、様々な波及効果を含めた消費国におけるプラスの総和が産油国におけるマイナス分を上回る可能性も存在している。ユーロ圏各国では原油関連の輸入依存度は高く、この好影響を享受し得る余地は大きいものと考えられる（図表 3）[注 1]。

しかしながら、ユーロ圏ではこうした好影響については幾分の留保が必要である。まず、ユーロ圏では欧州中央銀行（ECB）による追加緩和期待やギリシャを巡る不透明感の高まりなどから当面のところユーロ安傾向の継続が予想されるが、これに伴い米ドル建て原油価格下落効果の一部は減殺されることになる[注 2]。加えて、官民ともに債務の削減が課題であり、経済の供給面以上に需要面の弱さに課題があるなかでは、原油価格下落のプラスの効果が消費の拡大をも含め、順調に実体経済全体に浸透するとは限らない。

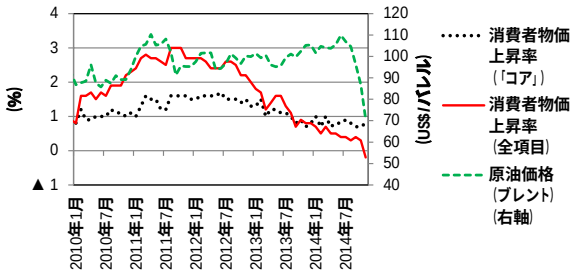
特に、ユーロ圏では消費者物価上昇率の低下（ディスインフレ）が進んでいる。直近の 14 年 12 月の値は全項目ベースで前年同月比▲0.2%と、09 年 10 月以来となるマイナス圏に沈んだほか、エネルギー価格等を除く「コア」の上昇率もプラスながらも低位にとどまっている。14 年秋以降の原油価格の大幅な下落は物価上昇率を更に低下させるものとみられるが、これは実質所得の上昇をもたらすものの、インフレ期待の後退で消費の先延ばしにつながるほか、実質金利の上昇や債務負担の増加などを通じて実体経済に重石となることが考えられる（図表 4、5）。

以上のように、原油価格下落による経済への直接的な好影響の波及は、ユーロ安やディスインフレの進行のために割り引いて考える必要があるものとみられる。

図表3　原油等の輸入依存度




図表4　ユーロ圏の消費者物価上昇率（前年同月比）と原油価格（月次データ）




（資料）　図表 3～5 のうち、原油価格は Bloomberg の、その他は Eurostat の、各データから農中総研作成。

図表5　ユーロ圏の消費者物価上昇率（前年同月比）　主要内訳　（単位 %）

| | 2013年12月 | 2014年7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全項目① | 0.8 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | ▲ 0.2 |
| うちエネルギーのみ② | 0.0 | ▲ 1.0 | ▲ 2.0 | ▲ 2.3 | ▲ 2.0 | ▲ 2.6 | ▲ 6.3 |
| うち食品、酒、タバコのみ③ | 1.8 | ▲ 0.3 | ▲ 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.0 |
| うち工業製品のみ④ | 0.3 | 0.0 | 0.3 | 0.2 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.0 |
| うちサービスのみ⑤ | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| ①から②を除く | 1.0 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| ①から②、③を除く（「コア」） | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |

## ユーロ圏への間接的な影響の波及

このほかユーロ圏経済に対する間接的な影響として、第一にロシア経済の疲弊を通じた影響、第二にその他の資源国等の経済情勢を経由した影響、そして第三に米国の経済動向等に伴う影響に、特に注意が必要ではないかと考えられる。

第一に、ユーロ圏経済との関連性が強く、イタリアとほぼ同程度の経済規模を有するロシアの経済情勢の悪化はユーロ圏経済に大きな影響を及ぼすことになる（図表 6、7）[注3]。ロシアのシルアノフ財務相は、12 月には 15 年の経済成長率が▲4%にまで落ち込む可能性を指摘しているが、原油価格の下落に加え、ウクライナ情勢にからむ経済制裁の早期の解除は期待し難いことからも、今後ロシア経済の低迷は更に深まる可能性がある。

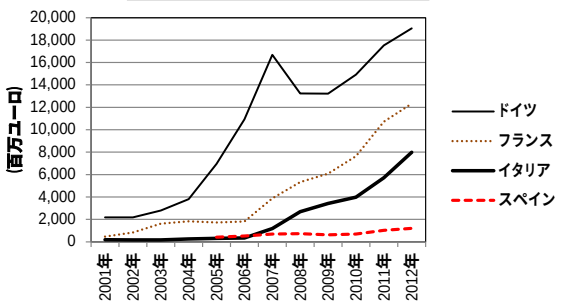
第二には、その他の資源国等の経済情勢である。世界経済の成長鈍化等で原油に限らずその他の資源についても幅広く価格が低下し、資源国の経済や財政を悪化させる可能性がある。また、資源価格の下落や米国の金融政策の方向性による米ドル高は、資本の流出のほか、米ドル建て債務の膨張という形で、資源国のみならずその他の新興国を含めたリスクの増大につながることになる[注4]。確かに多くの新興国では近年、外貨準備の積増し、経常赤字の縮小、変動為替相場への移行などを通じ、危機に対処する体力を強めてはいる。しかし、一国で危機が発生すれば、市場参加者のリスク回避姿勢の強まりにより、体力の強さにもかかわらず危機が容易に他国に伝播する事例が多く見られていることには注意が必要である。

第三に米国であるが、シェールオイル採掘業者の損益分岐点は低下していると

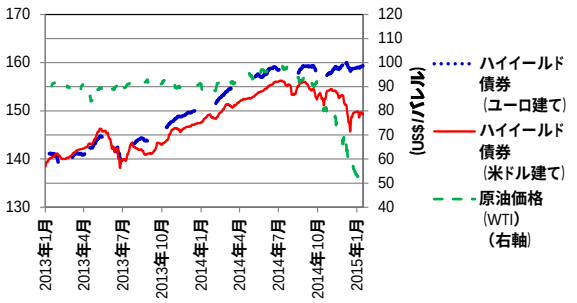
図表6　銀行の対ロシア与信額（上位5ヶ国）　（単位：百万米ドル）

| （14年6月末時点） | | フランス | イタリア | 米国 | 日本 | ドイツ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 与信額合計 | | 47,753 | 27,669 | 26,075 | 18,397 | 17,681 |
| 主な対象内訳 | 対　公的部門 | 3,925 | 1,988 | 3,614 | 3,150 | 290 |
| | 対　銀行 | 6,848 | 1,950 | 7,535 | 3,428 | 10,478 |
| | 対　民間（非銀行） | 36,980 | 23,721 | 14,926 | 11,819 | 6,913 |

図表7　対ロシア直接投資額（残高）




図表8　ハイイールド債券価格インデックス（2010/1/1＝100）




（資料）図表 6 は BIS の、図表 7 は Eurostat の、図表 8 は Bloomberg の、各データから農中総研作成。

されるものの、多くの業者が依存する米ドル建てハイイールド債市場には調整が生じており、これらの業者の資金繰り難が表面化する恐れがある（図表 8）[注5]。こうしたなか、ガソリン価格の低下などによる好影響のほかに、市場動向の観点からは、このところ金融資産全般で縮小が進んだクレジットスプレッドの水準や政策金利の引上げ時期等に及ぼす影響の有無などを含め、原油価格下落に絡む諸情勢への目配りが必要と考えられる。

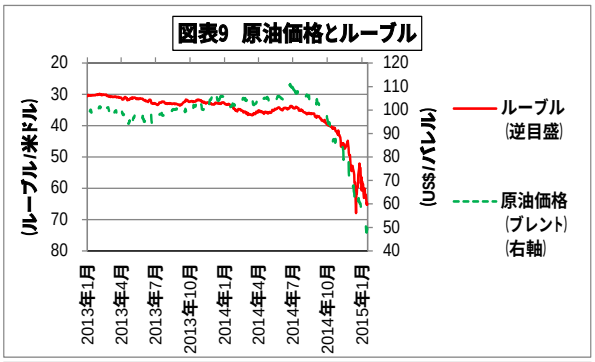
以上を勘案すれば、内需が弱く外需に大きく依存するユーロ圏経済にとっては、全体として間接的な負の影響が拡大する可能性が存在しているものと考えられる。

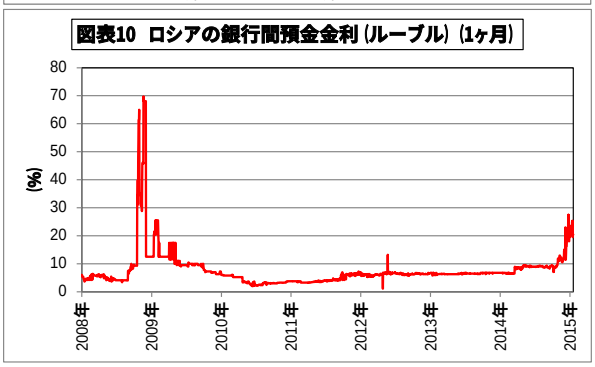
## おわりに

これらの間接的な影響のなかでは、特にロシア情勢に注意が必要と考えられる。同国は今回の波乱に際し、通貨介入や中銀による外貨供給の拡大、経営難の中堅銀行の支援などの様々な対策を打ってきたほか、外貨準備も現在のところ十分であるとみられている。しかし、原油価格とルーブルには強い連動性が認められるため、今後の原油価格の推移によっては市場や経済の混乱が更に深まる可能性がある（図表 9）。また、上記の危機対策にもかかわらず銀行間預金金利は低下しておらず、今後これに伴う影響が顕在化することが懸念される（図表 10）。

一方、折から世界的な異例な金融緩和の下で市場への資金流入が継続しており、経済のファンダメンタルズ等に比べ金融資産の価格は割高に推移しがちとなっている。また、主要各国間で金融政策の方向性の違いが生じていることもあり、今後は市場のボラティリティが急上昇する局面が一層増加するものと考えられる。原油価格の動向は、このような市場の不安定さを世界的な規模で複雑化させる要因であり、市場波乱の拡大を通じ実体経済に対して大きな負の影響を及ぼす可能性を有するものである。

以上の環境の下で、原油価格の下落がユーロ圏経済に与える影響は、下値に達する時期やその水準、その後の反転の程度等に大きく依存するほか、直接的のみならず間接的な影響が及ぶ可能性もあることから、今後の趨勢は見極め難い。ただし少なくとも、好影響のみならず、負の影響が拡大するリスクに注意が必要となっている点に留意すべきであると考えられる。（2015 年 1 月 21 日現在）




（資料） 図表 9,10 は Bloomberg のデータから農中総研作成。

---

(注 1) 図表 3 は、原油のほか LNG（液化天然ガス）等の関連商品を含む。輸入依存度は、輸出量差引後の輸入量を消費量で除したものである。

(注 2) 14 年央から 15 年初にかけ、原油価格（ブレント、米ドル建て）は約 57%下落した一方、通貨ユーロは対米ドルで約 16%減価した。これを前提とした単純な計算では、ユーロ換算後の原油価格の下落幅は約 48%にとどまることになる。

(注 3) 図表 6 は、主要 25 ヶ国中の対ロシア与信額合計上位 5 ヶ国を示している。この他の欧州の上位国としては、オランダ（15,696 百万米ドル）、スウェーデン（9,079 百万米ドル）があるが、スペインは 1,174 百万米ドルにとどまっている。

(注 4) 国際決済銀行（BIS）は 12 月、この点について、

・ 14 年半ば時点で、新興国向けの海外金融機関による貸出残高は 3 兆 1 千億米ドルに上るが、そのほとんどは米ドル建て

・ これまでに新興国の発行体による債券発行は 2 兆 6 千億米ドルに上るが、その 4 分の 3 は米ドル建てであるなどとして、注意喚起を行った。

詳細は、次を参照されたい。

・ BIS （5 December 2014） “BIS Quarterly Review December 2014”、およびその記者会見記録

(注 5) 次の記事によると、米国の 1 兆 3 千億米ドル規模のハイイールド債市場で、石油関連企業の発行残高が 16%（10 年前には 4%）に達するとしている。

・ Financial Times （28 November 2014）“Crude price slide weighs on energy debt”

なお、米国の原油採掘業者の高債務と原油価格下落の中での苦境については、次が参考になる。

・ Wall Street Journal （January 8, 2015）“Deep Debt Keeps U.S. Oil Firms Pumping”