

～海外情報～

2011年6月28日 全5頁

原油価格下落のメリットは『先進国＞新興国』

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

ただしゼロサムではなく、プラスサム

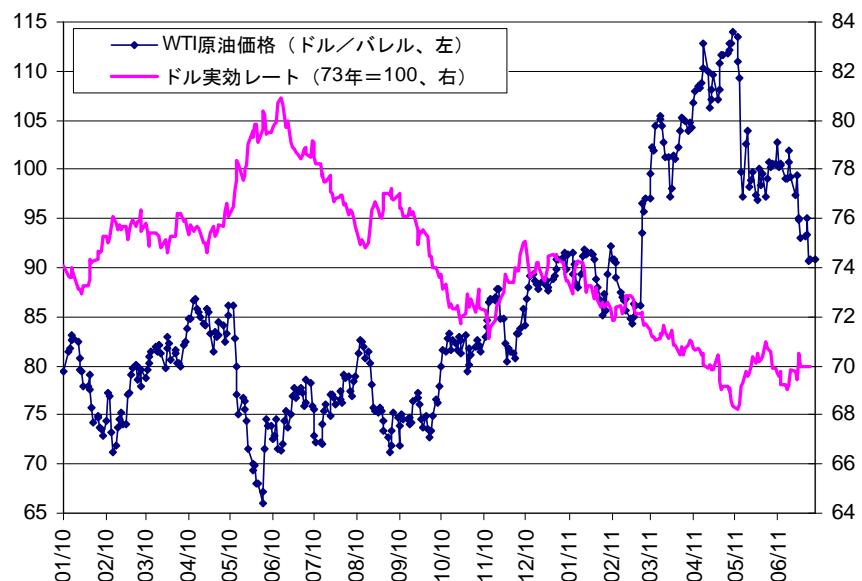
[要約]

- 原油価格の下落は世界経済の朗報だが、その直接的メリットは先進国が新興国を上回る。言い換えれば、これまでの原油高の悪影響が足元の景気減速の一因になっていた多くの先進国にとっては、暗雲が晴れつつある。新興国は原油の純輸入国であっても、政府の価格統制などで原油高の悪影響が相対的に限られていた。したがって、価格下落の好影響も小さいし、そもそも最近の景気減速と原油高の関連が薄い。
- もっとも、原油価格の下落はゼロサムではなく、世界経済にとってプラスサムであり、そのメリットは新興国にも及ぶ。新興国の相対株価の早期回復は難しかろうが、絶対水準的には好材料である。

原油価格の下落

100ドル/バレル近辺での細かいアップダウンが続いていた WTI 原油価格が、6月中旬以降、90ドル強まで下落している。米欧の景気鈍化懸念なども一因であるが、一番怖いのはファンダメンタルズを無視した原油高であるから、これは世界経済にとっては朗報である。

図表1 原油価格とドル



(出所) FRB、Bloomberg より大和総研作成

よく知られているように、原油価格はドルと逆方向に動くことが多い。一つには、例えばドル高局面において、他通貨建ての原油価格が値上がりするので、原

油の「実質価格」が一定に保たれるには、ドル建て表示の名目価格が下がらざるを得ないからだ。ここでの因果関係は「為替→原油価格」である。だがもちろん、逆の因果関係もある。原油高は原油の純輸入国である米国の実質所得を損ない、内需に負荷を与える。これらを通じて、原油高はドルを弱くする。ドルの実効レートは、4月末に下落が止まったが、それは原油価格の急騰局面が終わったことと無縁ではあるまい。ここでの因果関係は、「原油価格→ドル」と見るのが妥当である。

ではドル安の収束が、原油高に伴う米国の景気悪化懸念の後退を反映しているとするれば、何故それが米国の株安と同時進行してきたのか。株価がそれまで原油高にもかかわらず上がっていたからといえればそれまでだが、ひとつ考えられるのは、ドル安の収束自体が株価にはプラスではないということだ。また、景気は確かに為替を決める要因のひとつだが、金利政策や国際収支によって相当程度、その直接的インパクトは薄められる。例えば、原油価格の下落による経常収支の改善は、株価以上にドルに効く。結果として、最近の米国景気の鈍化懸念が、株価下落要因になるほどにはドル安要因になっていない。

いずれにせよ、原油価格の下落は米国の景気減速懸念を和らげる上でも重要な変化である。というよりも、最近の景気指標の悪化自体が、少なくとも部分的には4月までの原油価格高騰の結果であろう。原油価格の再高騰が避けられるのであれば、日本の震災に起因する供給ボトルネックの緩和と合わせ、米国の景気懸念はフェードアウトの方向にあると見てよいのではないか。

新興国への原油安メリットは限定的

多かれ少なかれ、同じことは欧州にも当てはまる。原油価格の上昇による海外への所得流出のインパクトは日本を含め、先進三極に大差はないからだ（20ドルの価格変化による所得流出はGDP比0.4~0.5%）。ドイツをコアとした欧州の景気は昨年末までポジティブサプライズの連続であり、その反動もあって、当面勢いは失われることになろうが、原油価格の下落によって失速の懸念は遠のく。日本については、電力供給制約下での生産能力建て直しというプロセスの中で、相対的に原油価格下落のインパクトは薄まることになろうが、経済活動正常化の後押しにはなる。

一方、新興国については、原油高のメリットは先進国で期待されるほどに大きくはならない可能性が高い。ひとつには、先進国と新興国とで大きく分けた場合、原油安によって先進国からの所得移転が減少する。もうひとつのポイントは、景気の局面との兼ね合いである。

いうまでもなく、新興国の中にも中国やインドなどの原油純輸入国は、原油価格の下落によって所得流出の減少という恩恵を受ける。国によって影響はまちまちなわけだが、新興国は総じて景気の息切れが目立っている。先進国に見られる足元の景気指標の悪化と異なり、ロシアを除くBRICsを中心に、2010年の景気が非常に好調で、それが同年後半以降の原油・ソフトコモディティの上昇と並存したために、少なからぬ国で継続的な金融引き締めが行われてきた。それが最近の景気減速の主要な背景の一つであり、その効果は原油価格が反落しても残る。

また、新興国の場合、原油価格の変動が川下に波及する時差が総じて長く、場合によってはほとんど波及しないケースも多い。これはエネルギーや石油製品価格に対する政府の統制の結果であるが、これも原油価格下落のメリットを縮小させる要因である。というのも、これは新興国に広く見られる景気減速が、そもそも原油価格上昇の悪影響によって生じているわけではないことを意味しているか

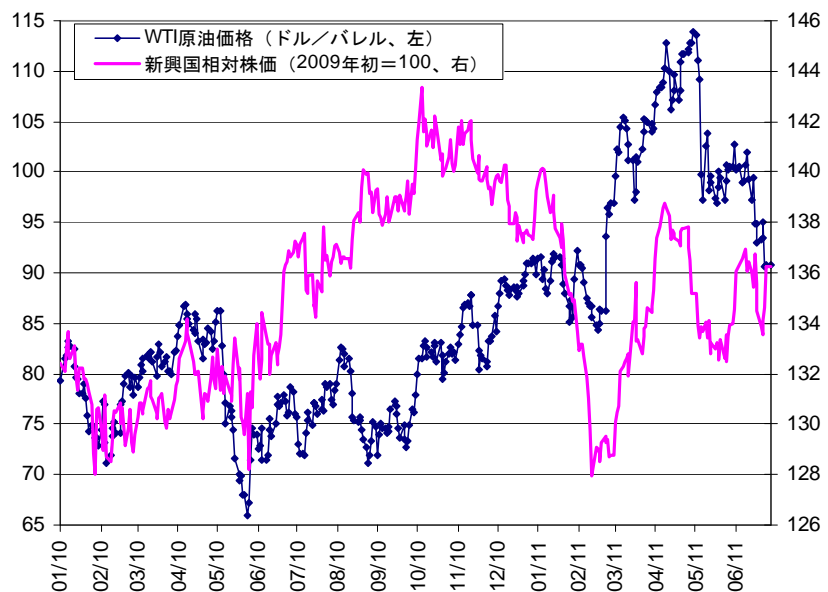
らだ。価格統制を行っている原油純輸入国にあっては、その所得流出の負担を政府が負っていたことになり、価格下落による負担の減少も政府に集中的に現れる。もちろん、これはいいことだが、最近の生産の減速や消費の息切れとは直接的な関係を持たない。

同じことはインフレ率にも言える。新興国の場合、これまでのインフレ圧力の主因は供給サイドでは食料品であった。もうひとつはいうまでもなく景気の良さ、賃金上昇率の速さである。エネルギー等は脇役であり、原油価格下落によるインフレ率沈静化のインパクトも先進国に比べれば限定的とならざるを得ない。むしろ、国によっては、これまで政府が一身に負ってきた原油価格上昇の負担を民間に転嫁する格好で、エネルギーや石油製品価格が遅れて引き上げられるケースも出てこよう。

もっとも、冒頭に述べたように、原油価格の下落はグローバル経済にとっての朗報であり、新興国も先進国ほど直接的ではないものの、メリットがデメリットを上回る。確かに、新興国全体としてみれば、原油価格の下落は所得移転の減少という実害につながる。しかし、そのデメリットは比較的数の少ない産油国に集中しており、多くの産油国にとって110ドル/バレルから90ドル/バレルへの下落が大きな痛手であるとは考えにくい(IEAの備蓄放出に憤慨しているイランなどは例外か)。

グローバル株価は回復、新興国の相対株価は不調

図表2 原油価格と新興国相対株価



(注) 相対株価はMSCI Emerging Markets IndexのMSCI All Country World Index比
(出所) MSCI、Thomson Reuters、Bloomberg、大和総研

エネルギー価格等に対する統制が緩い先進国では、原油価格の下落はすぐさま、例えばガソリン価格の下落につながり、家計・企業の実質購買力を回復させる。中国やインドは財政赤字の拡大が止まる。一方、サウジアラビアやアブダビは、財政黒字が縮小し、政府保有ファンドの拡大ペースが鈍化する。しかし、これを受けて直ちに公的支出が縮小するとは考えにくい。このような、所得移転が原油の輸出国と輸入国の「需要変動」に与える効果の非対称性から、原油価格の下落はグローバル経済にプラスであると考えられるのである。その恩恵は、中国やイ

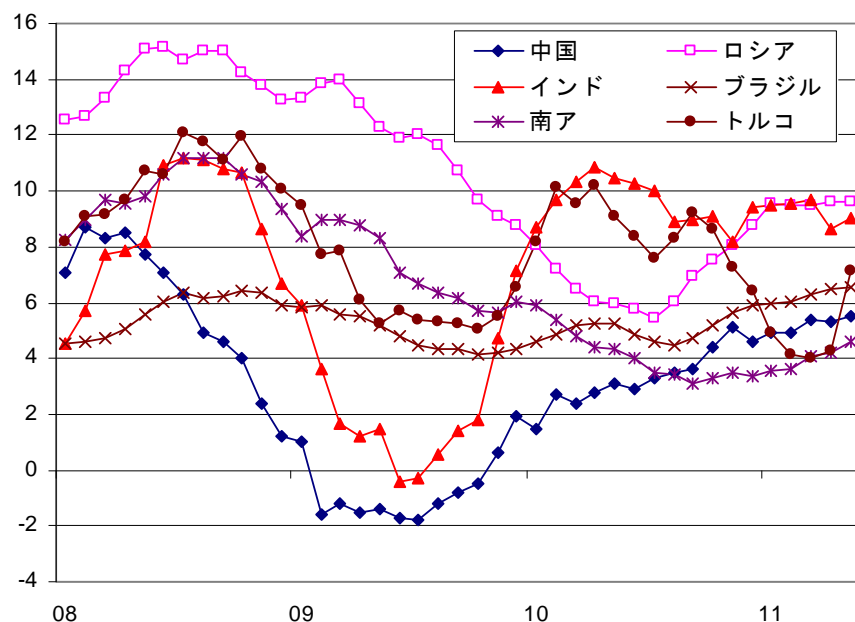
ンドも受けるが、民間部門が直接享受する先進国に比較すれば効果は限定的となる。株価については、グローバルレベルで回復の可能性が高まっている。新興国も絶対レベルでは非産油国を中心に環境は好転している。しかし、その相対株価はしばらく苦戦が続くことになろう。

広範な景気減速

ブラジルの4月の鉱工業生産は前月比▲2.1%、2009年以降では最大の落ち込みとなった。悪役は耐久消費財が同▲10.1%となったことであり、金利の引き上げ、個人向け融資抑制策などの一連の引き締め政策が、自動車を含む耐久財需要に効き始めたことが窺われる。このような中、ブラジル中央銀行は金利引き上げを継続しながらも4月以降、その幅を0.25%ポイントに留めている。引き締め解除が視野に入ってきた格好だが、それは懸案のインフレ圧力の沈静化に成功したためではなく、景気減速がより明確になり、引き締め継続のコストが増大しているからである。現在、市場のコンセンサスは次回7月に利上げが行われた後、2012年後半まで据え置き継続というものだが、インフレ圧力が残存する中での利上げ打ち止めを株価への支援材料となると見込むことは難しい。利上げ再開の可能性が燦り続けるからである。また、先に触れたように、これまでの利上げ（2010年4月以来の累計利上げ幅は3.5%ポイント）の効果が時差をもって顕在化することを踏まえれば、早期の内需回復を展望することは難しい。

ブラジルやインドは新興国の中でもフロントランナーの部類に入り、リーマンショック後の回復が速く、そのため、引き締め開始時期も減速に転じる時期も早かった。一方、例えばトルコはリーマンショック後の落ち込みの程度が著しかったこと、南アは回復のペースがたどたどしかったことなどから、比較的最近まで景気の拡大モメンタムを維持してきた。しかし、これらの国でもインフレ圧力が遅れて高じてきており、利上げ開始が近づいている。引き締めから景気減速にいたる、フロントランナーの後を追う可能性が高まっており、一時的ではあれ、景気減速が新興国を広く覆うことになりそうである。

図表3 物価上昇率（前年比%）



(注) インドは卸売物価、他は消費者物価
(出所) Haver、大和総研

これまでの経緯を考えれば、そこからの脱却を握るのはやはりフロントランナーであり、ブラジルやインドが引き締め解除の後に景気モメンタムを取り戻すことによって、新興国の景気再拡大の端緒が開かれるというシナリオを想定したいところである。しかし、そこでの引き締め解除はインフレ圧力の後退という根拠を伴っていなければならない。前半部分で述べた原油価格下落の効果と相まって、株式市場における新興国の相対評価が再度高まるには、しばらくの時間を必要としよう。

新興国相対株価の回復の可能性を高めるのは、原油価格が再高騰するケースである。述べてきた先進国の有利を導く材料が逆転し、新興国は全般として所得移転の恩恵を受ける。しかし、原油高の需要に対するマイナス・サムの帰結として、グローバル・リセッションのリスクが高まり、新興国市場は絶対株価の下落の中の相対株価の上昇にとどまることになるだろう。