

2016年1月25日 全6頁

原油安と低インフレが引き起こす金融市場への副作用

警戒されていたのは ECB の 2%弱インフレ目標の引き下げ

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 61

ロンドンリサーチセンター
シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

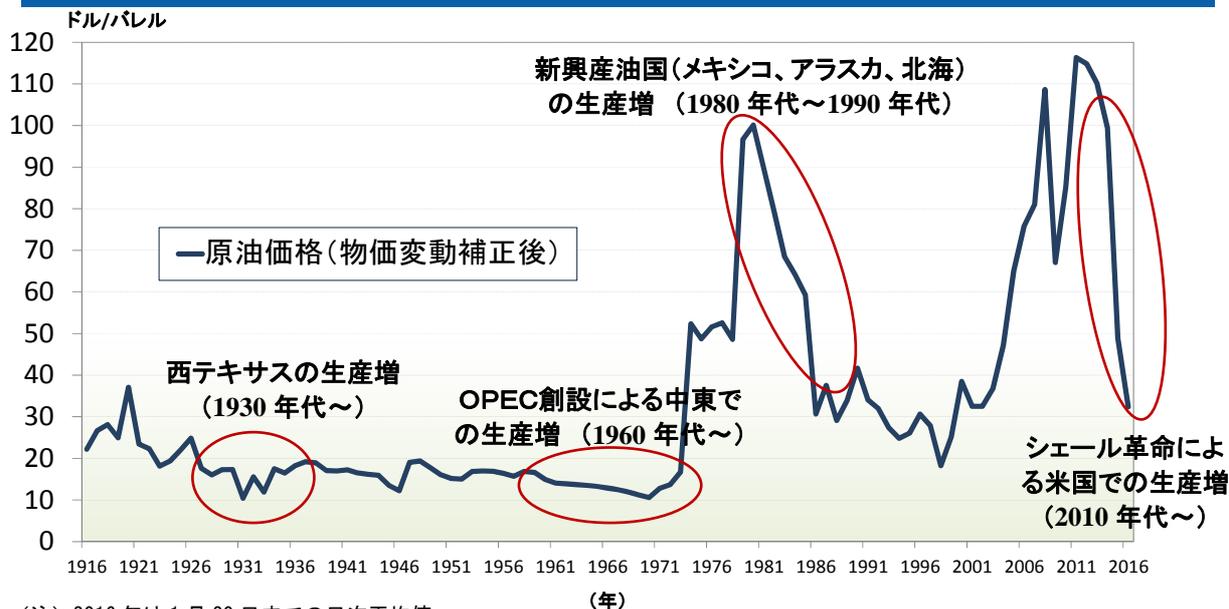
- 年明け以降進む原油安と中国経済の減速を巡る不安から先進国、新興国問わず主要株式市場は大きく下落した。ただし実体経済と金融市場が完全にリンクする訳でなく、株式市場暴落が即ち世界経済の減速を意味するものではない。同様に、原油価格の下落は非資源国にプラスで資源国にマイナスとステレオタイプで結論づけることは一概には出来ない。
- 原油価格下落に歯止めを掛けるために、OPEC とロシアとの協調減産が市場では期待されていた。しかし当面は、経済制裁解除によるイランの国際市場復帰の増産に押されて産油国間での市場シェア拡大の競争が過熱し双方一斉に増産しかねず、減産シナリオは想定しづらいとの見方が優勢となる。
- OPEC の雄であるサウジアラビアは、過去最大規模の財政赤字に直面しており、現在のペースで外貨準備の切り崩しがつづけば、ドルペッグ制廃止の可能性は十分にある。また 1998 年のアジア通貨危機の際、外貨準備が枯渇し対外債務の約 10 分の 1 まで落ち込んだことで、ルーブルの切り下げにまで追い込まれたロシアの二の舞となる危険性もはらむ。
- 2016 年 1 月 21 日、欧州中央銀行 (ECB) は定例理事会を開き、政策金利である主要オペ金利 (短期買いオペ : 売出し条件付き債券買いオペ = レポ) を 0.05% に、また中央銀行預金金利をマイナス 0.3% と据え置いている。ドラギ総裁は、足元の原油安に伴うマーケットの混乱を受けて、次の理事会 (3 月 10 日開催予定) で、追加緩和を検討することを示唆した。
- 今回の理事会で警戒されていたのは、インフレ目標 (インフレ・ターゲット) の引き下げであろう。昨年度の実質 GDP 成長率の上ブレや、足元の銀行貸出調査結果で一段の企業貸し出し需要増が予想されている状況を見ると、無理に期限内に 2%弱の目標の達成にこだわる必要はないのではという議論がシティで広がりつつある。

年明け以降の原油価格の暴落

年明け以降進む原油安と中国経済の減速を巡る不安心理から先進国、新興国問わず主要株式市場は大きく下落している。ただし実体経済と金融市場が完全にリンクする訳でなく、株式市場暴落が即ち世界経済の減速を意味するものではない。これと同様に、原油価格の下落は非資源国にプラスで資源国にマイナスとステレオタイプで結論づけることは一概には出来ない。価格下落がどのようなメカニズムで各国の景気減速に結びつくか、正しい理解が必要となる。

過去を振り返れば、原油価格の大幅な調整は、およそ 30 年に一度発生している。その発端は 1930 年代の西テキサスの生産増 (当時の価格で 0.1 ドル/バレルまで下落)、1960 年代の OPEC 創設時の中東地域での生産増、1980 年代から 1990 年代にかけての新興産油国 (メキシコ、アラスカ、北海等) の生産増とみるのが一般的であり、直近 2010 年代のシェール革命による米国の生産増を合わせると過去 100 年間で合計 4 回発生していることが分かる。このスパンで見れば、リーマン・ショックの直前は、原油価格が極端に高すぎる一方、現在の原油価格は過去 100 年の最安値の水準までに至っていないことが伺える。今年もさらなる原油の供給増加が懸念されているため、予断を許さない状況が続く。

図表 1 100 年間の原油価格の推移 (約 30 年間に一度訪れる原油価格の大幅調整)



(注) 2016 年は 1 月 20 日までの日次平均値

(出所) BP Statistical Review of World Energy 2015 より大和総研作成

産油国の事情により減産調整は期待できず原油価格の低迷は当面続く

また、昨今の原油安を引き起こしたのはシェール革命への対抗措置として増産体制をとり続けるサウジアラビア発の危機であるというのが大方の見方である。2014 年 11 月 27 日に OPEC がシェール企業を牽制するように減産見送り (日量 3,000 万バレルの生産維持) を決定したことも、同国の意向が強く反映されたといわれている。また、2016 年 1 月 2 日のシーア派聖職者の

処刑は、国内の反体制派やシーア派であるイランに対し強硬な姿勢をみせるためとの指摘がある一方、地政学的リスクを高めようとイランとの関係悪化を生み出し、原油価格を引き上げるための演出とも言われる。ただしこれはイラン側の反発を生み、政治的な協調減産の意思を低下させ、年明け以降のさらなる原油安を招く結果となった。

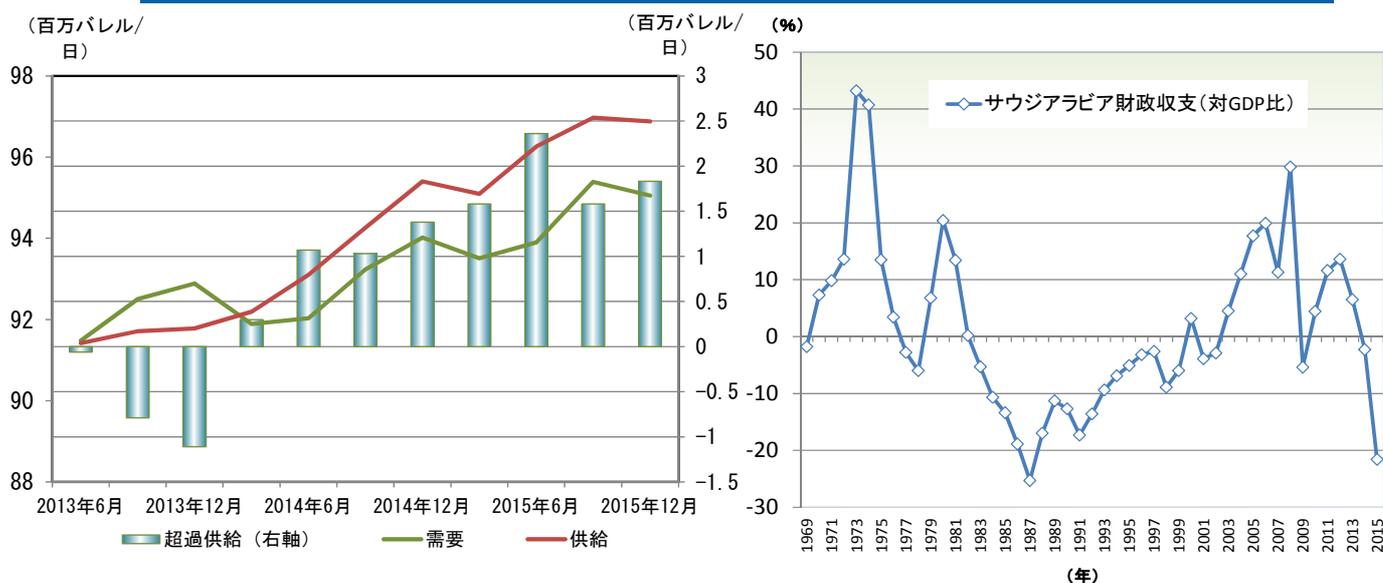
原油価格下落に歯止めを掛けるために、OPEC と（OPEC 非加盟国の）産油大国であるロシアとの協調減産も市場では期待されていた。しかし当面は、経済制裁解除によるイランの国際原油市場復帰の増産¹に押されて産油国間での市場シェア拡大の競争が過熱、むしろ双方一斉に増産しかねず、減産シナリオは想定しづらいとの見方が優勢である。採算ラインを下回ったシェール企業の撤退にともない、既に原油供給量が減少し始めている米国を横目に、OPEC は他の産油国と減産に向けた政治的な合意形成の兆しが見られないことから、当面、供給増加に拍車がかかる可能性も否定できない。原油 20 ドル割れもリスクシナリオとして想定する必要がある。

またロシアが減産しない理由の一つにサウジアラビアとの通貨管理体制の違いも挙げられる。サウジアラビアの通貨リヤルは、昨今の原油安による外貨準備の急減により 30 年以上採用してきたドルペッグ制の廃止の危機に瀕している。一方、2014 年 11 月に変動相場制に移行したロシアの通貨ルーブルは、2016 年 1 月 20 日の段階で、対ドルレートが過去最低となる 1 ドル/80 ルーブルを既に突破しているにもかかわらず、エリビィラ・ナビウリナ、ロシア中央銀行総裁は（外貨準備を減らしてまで）当面の為替介入は否定しており、国内経済においてそこまで悲観論は出ていない。なぜならば、資源国で変動相場制を採用していれば、自国通貨安になるほどドル建て資源の輸出増はルーブル建て国内利益を増加させ、資源安を相殺する効果がある。そのため通貨安により海外投資は減少するものの、いわゆる近隣窮乏化政策により国内経済は景気回復基調となることが期待されるため、減産する理由は乏しい。一方、サウジアラビアはシェア拡大に向けた増産の賭けに出ているが、ドルペッグ制を採用するため資源安が国内利益の減少に直結するため、いつまで継続できるか疑問視する声も多い。

また、現在のサウジアラビアは過去最大規模の財政赤字に直面しており、現在のペースで外貨準備の切り崩しがつづけば、ドルペッグ制廃止の可能性は十分にある。1998 年のアジア通貨危機の際、外貨準備が枯渇し対外債務の約 10 分の 1 まで落ち込んだことで、ルーブルの切り下げに追い込まれたロシアの二の舞となる危険性もはらむ。

¹ 設備の老朽化により、直ぐに宣言したほどの原油量が供給できるかは疑問視されているが、各国の脅威となっていることには違いない。

図表2 原油の需要供給量とサウジアラビアの財政収支



(注) 2015年のサウジアラビア財政収支(対GDP比)はIMFの予測値

(出所) Haver Analytics, IMF, 国際エネルギー機関より大和総研作成

次回会合での追加緩和は示唆、警戒したのはインフレ目標の引き下げ

2016年1月21日、欧州中央銀行(ECB)は定例理事会を開き、政策金利である主要オペ金利(短期買いオペ: 売出し条件付き債券買いオペ=レポ)を0.05%に、また中央銀行預金金利をマイナス0.3%と据え置いている。年明け以降のマーケットの混乱により、今回理事会での追加緩和発表の憶測も流れていたが、結果的に金融政策に大きな変更はなかった。ドラギ総裁は、2015年12月の追加緩和(預金ファシリティ金利マイナス0.2%→マイナス0.3%、16年9月末→17年3月末までの半年間延長等)の効果を見定めてから、次の理事会(3月10日開催予定)で、追加緩和を検討することを示唆した。また記者会見の質疑応答では、3月の追加緩和のヒントをドラギ総裁がいかに示すかに記者の質問は集中していたが詳細に関する発言はなかった²。

一方、今回の理事会でドラギ総裁のサプライズとして最も警戒されていたのは、インフレ目標(インフレ・ターゲット)の引き下げであろう。昨年度の実質GDP成長率の上ブレや、足元の銀行貸出調査結果で、一段の企業貸し出し需要増が予想されているユーロ圏の状況を見ると、無理に期限内に目標(ターゲット)の達成にこだわる必要はないのではという議論がシティブでは広がりつつある。既にECBも政策余地は限られていて、ECBの能力に市場が見切りをつけつつある中、ただでさえ年初より動揺が隠せないマーケットの状況をみると、無理な達成目標の維持は、金融システミックリスクの増大につながりかねないとの警戒感がある。ユーロ圏では、財政統合は頓挫し、機動的な財政出動ができない状況が続いており、金融政策一本では、現在の期間内にインフレ目標の達成ができないというコンセンサスを市場にすり込む作業を開始す

2 現在の予想では、①QEのさらなる期間延長(2017年3月末→2017年9月末まで半年間)、②月額購入額の引き上げ、③購入対象債券の拡大、④預金ファシリティ金利のさらなる引き下げ(マイナス0.3%→マイナス0.4%)等が選択肢といわれる。予想されている追加緩和の内容は様々であるが、前回会合の議事録でも明らかになったように、一部のメンバーが示す、“マイナス金利のさらなる引き下げ(マイナス0.3%→マイナス0.4%)”が現実的ともいわれている。

るかが注目されていた。

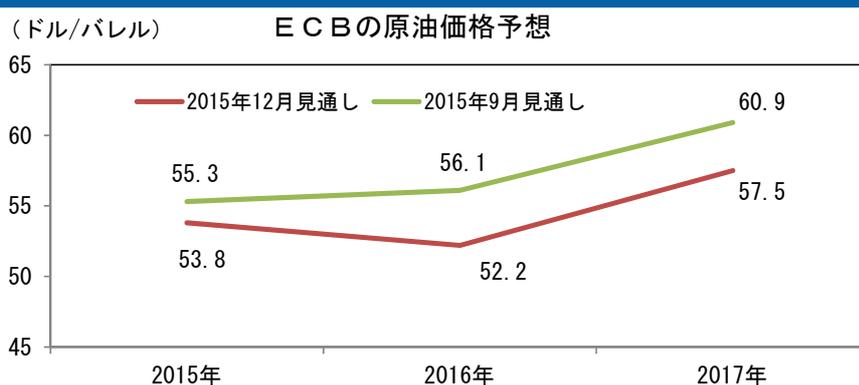
ただし会見の場で、ドラギ総裁はこれを明確に否定、2%弱のインフレ目標は絶対に諦めず、達成時期（中期的な目標³）も変更しないとかなり強い口調で記者会見を終了した（ドラギ総裁が厳しい口調に変わり、焦りの色を隠せない姿が印象的）。ECBは、インフレ目標の引き下げは苦境に立つ南欧諸国をさらなる難局に落とし入れる懸念があると警戒している可能性が高い。停滞する成長を刺激するためにもより高いインフレ目標の設定を求めているともいえよう。

3月の定例理事会での追加緩和の方向性とそれを狙う投機筋

2016年のECBの原油価格の見通しは、52.2ドル/バレルであることを考慮すると、3月に2016年の1%のインフレ見通しを引き下げることが確実となっている。原油価格の下落による低インフレの長期化は、賃上げの抑制にもつながりかねないため、ドラギ総裁の苦悩は続きそうだ。

一方、昨今のシティで警戒されていたのは、無理な量的緩和の目標にこだわり、明確な出口戦略が無いまま、資産買い入れを継続することである。各国国債のECBの保有シェアが上がるほど、市場での流動性が枯渇し、投機筋の格好のターゲットとなるリスクが上昇する。特に、ECBの買い入れ額が最も多いドイツ国債を現在のペースで買い続け、（3月の次の理事会でも予想されている）2017年9月末までの半年間の追加緩和の延長に踏み切れば、発行額に占めるECBの保有シェアは、心理的節目である50%にまで達する。ECBがさらなる追加緩和で、資産買い入れ額を積み上げ続けるなら、何らかの買い入れフレームワークの変更後⁴に追加緩和に踏み切ることがシステミックリスクを低減する意味でも求められる。

図表3 ECBの原油、インフレ率およびGDP成長率見通し



実質GDP成長率予想(%)			
項目	2015年	2016年	2017年
ECB予想(旧:2015年9月3日)	1.4	1.7	1.8
↓	↓	↓	↓
ECB予想(新:2015年12月3日)	1.5	1.7	1.9

CPIインフレ率予想(%)			
項目	2015年	2016年	2017年
ECB予想(旧:2015年9月3日)	0.1	1.1	1.7
↓	↓	↓	↓
ECB予想(新:2015年12月3日)	0.1	1.0	1.6

(出所) ECBより大和総研作成

3 ただし、ドラギ総裁は、どの程度の期間が中期的であるかは議論の余地があるとの見解も示している。

4 現在のQEのフレームワークでの各国への投資割合は、ECBへの出資比率（キャピタル・キー）にプロラタで決定されている（ABSPP、CBPP3を除く）。現在のユーロ圏の置かれた状況において、QEの効果を高めるためにも、既に景気回復が顕著なドイツ国債の過剰購入を防ぐ上でも出資比率に応じた買い入れ制限を撤廃すべきとの意見も多かったが、ドラギ総裁は会見の中で撤廃に関して否定している。

また、年明けからの不安定な金融市場は、ヘッジファンド等の投機筋がトレンドフォローのシナリオにかける好機と捉える可能性も高い。極端な量的緩和による市場流動性の低下は、いつの時代でも金融市場に大きな歪みを生み出す。原油価格の下落に加えて、ECBの限られた金融政策手段に対して投機筋が大胆なポジションを仕掛けてくることに注意する必要がある。中東のSWFが大幅にそのポジションを清算する中、シティではアジア通貨危機以来のヘッジファンド等の投機筋の存在感が、再び脅威となるのかその動向が注目されている。

(了)