

通貨ニュース(2016年2月19日)

原油安により高まる中南米債務危機の可能性、飛び火は欧州へ

前回の「逆オイルショック」は原油価格の長期低迷を示唆

原油価格は、現在「逆オイルショック」と呼ばれるほどの急落に見舞われている。WTI原油先物で見ると2014年上半旬までは100ドル/バレル近辺で推移していたのが、足許は30ドル割れが定着しつつある。先進国における省エネ技術の発展や中国経済の低迷により需要が伸び悩む中、供給量だけが増加し続けたことが主因となっている。更に、米国のシェールオイル発掘やイランの経済制裁解除に伴う主要国への原油輸出再開も供給過剰を加速させた。こうした中でも、サウジアラビアを始めとした主要産油国間での減産調整は遅々として進んでおらず、今月の16日に生産量維持に向けた合意形成に着手したばかりである。

1986年にも同様の事態が発生している。オイルショック以降、原子力発電の導入により先進国の原油需要が減少したことや非OPECの筆頭だったノルウェーなど北海油田勢の生産増加により、原油価格は低下。アラビアンライト石油価格(※)で見ると、28ドル/バレル近辺だったのが、8ドル台まで急落した。絶対値は違うものの、ピーク時からの下落率は今回とほぼ同様(▲78%)となっている。なお、この時もサウジアラビアはシェア維持を優先させて、生産量の調整を放棄。結果、原油価格の本格的な上昇は、湾岸戦争時を除き、中国経済が台頭する2000年頃まで見られなかった。こうした前例に照らせば、今回の原油価格の低迷は長期化する恐れもある。

※WTI原油先物は1983年5月より取引が開始された。そのため、それ以前の原油価格については中東産油国の原油参照価格であるアラビアンライトで市場実勢を確認する必要がある。

国際為替部

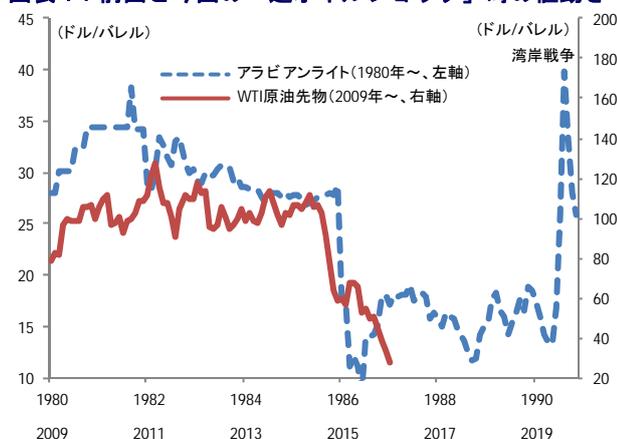
マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

図表1：前回と今回の「逆オイルショック」時の値動き



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(注)前回はアラビアンライト石油価格、今回はWTI原油先物を使用

図表2：主要産油国 対外短期債務(対外債準備比率)

	(単位: %)		
	2011年	2012年	2013年
(中南米)			
ベネズエラ	68.4	65.8	118.9
アルゼンチン	56.9	59.8	72.6
メキシコ	44.7	55.8	59.8
コロンビア	33.2	27.9	27.7
ブラジル	12.0	8.7	9.3
(アジア)			
マレーシア	48.4	66.4	77.0
インドネシア	34.7	39.2	47.7

(資料)世界銀行、みずほ銀行

(注)ロシアや中東諸国は世界銀行のデータベースに対外短期債務データがないため、集計から除外した

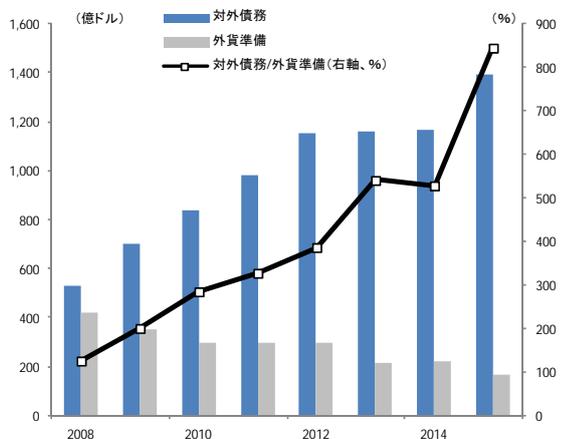
「逆オイルショック」が債務危機に発展する可能性があるのはベネズエラ

原油価格の低迷が長期化した場合、懸念されるのは資源国の貿易赤字拡大とそれに伴い対外債務の支払い能力が棄損することである。この能力については、外貨準備対比で見た対外短期債務(対外債務の内、1年以内に支払い期限が来る債務)が重要な指標となる。過去の新興国通貨危機のケースに鑑みると、対外短期債務が外貨準備を上回ると債務危機発生の可能性が高まる。

世界銀行(2013)の集計データで確認できる主な産油国の内、対外短期債務が危険水準まで上昇しているのは、ベネズエラのみであった。そのほか、アルゼンチンやマレーシアも高水準となっている。このうち、アルゼンチンは投資家と債務再編の協議を進めており、既に一部の投資家とは合意に達した。また、マレーシアについて、マレーシア中銀(BNM)のデータを基に2013年以降の推移をみると、対外短期債務の積み上がりペースは緩やかとなっているものの、度重なるドル売り介入で外貨準備が急激に減少しており、外貨準備対比で見た対外短期債務は危険水準付近まで上昇(マレーシア中銀データ、2015年9月末:外貨準備比91%)。2015年12月末時点では外貨準備残高は増加に転じてはいるものの、注視が必要な状態にある。

既に対外短期債務が危険水準まで上昇しているベネズエラについては、債務不履行(デフォルト)の可能性が高まっている。チャベス前大統領政権時に貧困層を含む拡張的な財政政策を実行したため、短期債務も含む対外債務全体で見ると、2015年9月末時点で外貨準備の8倍以上の水準となってしまう。しかも、貿易赤字が定着しており、外貨準備は年々減り続けているため、日に日に支払いが困難になっている状態である。26日(金)に15億ドル相当の債券償還が迫っていると報道されているが、残り164億ドル(2015年12月末時点)となった外貨準備を切り崩して払わざるを得ない状況に追い込まれている。原油安が続けば、早晩に債務不履行に陥る可能性が高い。そうなれば、ベネズエラへの貸し出しを行っている欧州銀行や米国銀行も債権の減免に応じざるを得ないだろう。

図表3: ベネズエラ 対外債務と外貨準備



(資料)ベネズエラ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行
(注)2015年は9月末の数値

図表4: 中南米諸国 一次産品が輸出に占める割合

	構成比 (%)	GDP (%)
ベネズエラ	95.5	27.1
ペルー	88.5	19.9
チリ	86.2	25.1
コロンビア	83.5	13.6
アルゼンチン	68.8	11.7
ブラジル	65.3	7.0
メキシコ	27.3	8.6

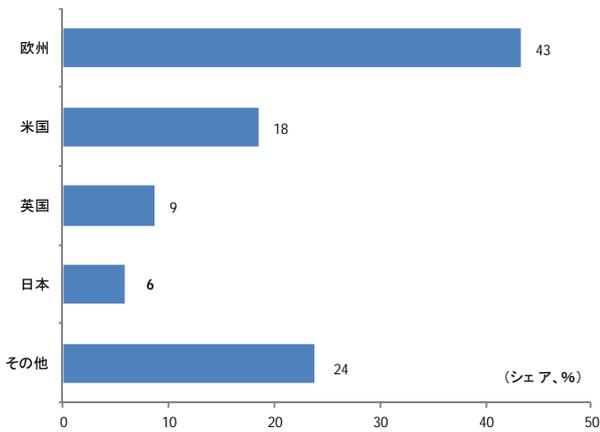
(資料)「資源価格下落と中南米経済」みずほ総研 西川氏
(注)2012年のデータに基づく、ベネズエラのみ2011年のデータ

中南米債務危機に発展した際はスペインに飛び火か

中南米の対外債務総額に占めるベネズエラの割合は、わずか 0.6%にしか過ぎない。しかしながら、86年の時のように原油安の低迷が長期化すれば、ベネズエラに止まらず、第一次産品が輸出の主力となっている中南米諸国の債務不履行に対する懸念は高まり続けるだろう。中南米諸国からの資本流出圧力が高まり続けることで、新興国通貨市場での中南米通貨のアンダーパフォームは継続すると予想する。

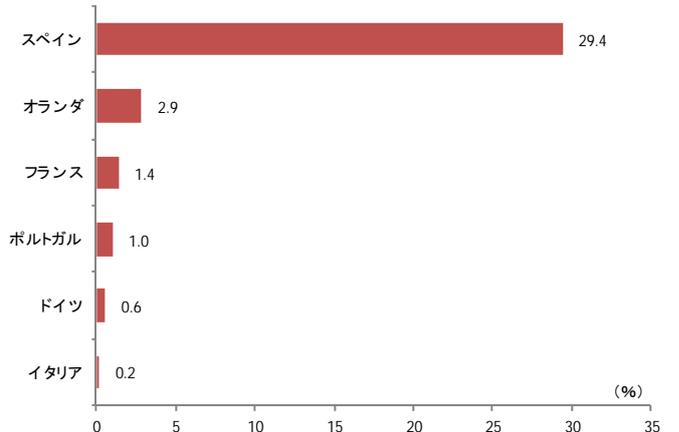
そうなった場合、懸念されるのは信用危機の飛び火である。旧宗主国ということもあり、中南米諸国向け与信の内、欧州が占める割合が一番大きいものとなっている。欧州の中南米諸国向け与信規模は対 GDP 比で 3.7%であり、他の主要国(米国:1.2%、英国:3.3%、日本:1.5%)対比で大きく抜きん出ているわけではないものの、欧州個別国に目を向けるとその限りではない。とりわけスペインの中南米向け与信額は、対 GDP 比で 29.4%と欧州主要国対比でも飛びぬけて高い。「逆オイルショック」による商品価格低迷が中南米諸国の経済を大きく押し下げ、中南米債務危機に発展してしまった場合、主要国間で悪影響を最も受けやすいのがスペインと言えよう。

図表 5：中南米諸国への与信シェア



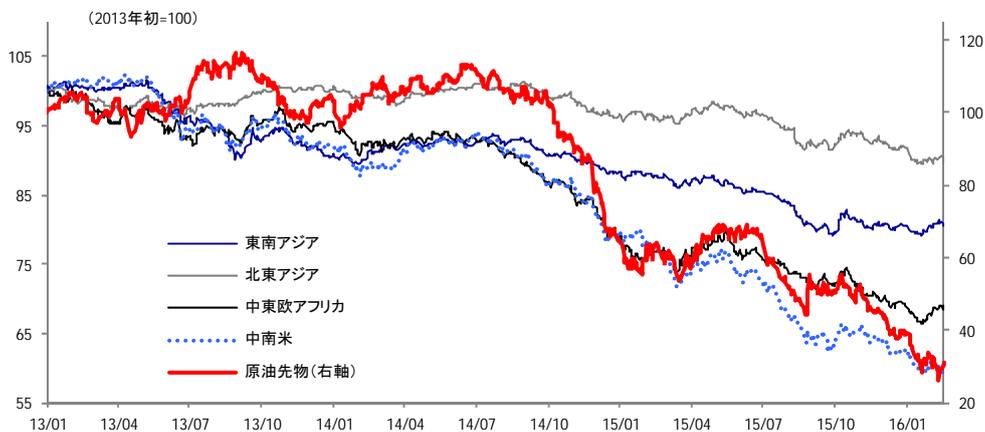
(資料)CEIC、みずほ銀行
(注)2015年9月末のデータに基づく

図表 6：中南米諸国への与信（主要欧州国、対 GDP）



(資料)BIS、みずほ銀行
(注)2015年9月末のデータに基づく

図表 7：新興国通貨と原油価格の推移（地域別パフォーマンス、2013年初=100）



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行 (注)2016年2月19日迄のデータに基づく

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。