

2018年10月5日

通貨ニュース

新興国：石油輸入依存度も選別基準に - インドとインドネシアの通貨安を警戒

- 代表的な原油価格である WTI 価格は、2017 年半ば 1 バレル 50 ドル台で推移していたが、2017 年後半から上昇基調となり、足許では 1 バレル 75 ドルまで上昇している。2017 年以降は原油の消費量が生産量を上回っており、こうした需給の改善が原油価格の上昇をもたらしたと考えられる。
- 原油価格の変化に及ぼした影響を需要要因と供給要因に区別することは容易ではない。だが、2018 年は景気拡大モメンタムが鈍化している一方、米国の対イラン経済制裁やベネズエラの混乱による供給不足が懸念されていることを踏まえると、最近の原油高については供給要因の影響が強まっている可能性がある。
- 石油輸出国機構 (OPEC) は 6 月の定例総会で協調減産を一部緩めることで合意。原油高を避けるためサウジアラビアなどにさらなる増産を求める動きが出ていたが、主要産油国は、9 月 23 日に開いた会合で原油の増産を見送った。原油の供給懸念が拡がる中で、一部では 1 バレル 100 ドル突破が視野に入ったとの声も上がるなど、市場では先高感が強まっている。
- 原油高は世界経済全体で見れば、石油消費国から産油国への所得移転をもたらす。新興国では、石油輸入依存度の高く、かつ双子の赤字を抱えるインド、インドネシア、フィリピンは原油高の影響が懸念される。
- 為替市場では経常赤字国通貨の下落が目立つ状況が続いているが、足許では原油相場の動向も新興国通貨のパフォーマンスを左右しそうだ。特にインドとインドネシアは、アルゼンチンとトルコに次ぐ通貨安ショックの震源地として注視する向きもあり、今後の動向には十分に警戒が必要である。

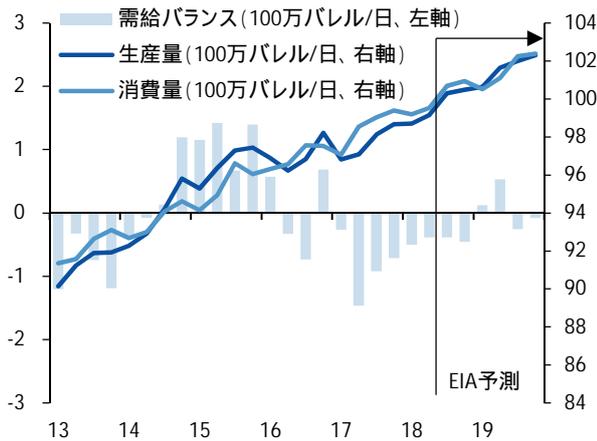
国際為替部
マーケット・エコノミスト
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

供給懸念で強まる原油先高感

原油価格が上昇している。北米の代表的な原油価格である WTI 価格は 2014 年半ばの 1 バレル 100 ドル超から急落し、2016 年 1 月には 30 ドルを割り込んだ。その後は 6 月にかけて 50 ドル台まで回復し、2017 年半ばまで横ばい圏での推移が続いたが、2017 年後半から再び上昇基調となり、足許では 75 ドルまで上昇している。欧州で代表的な原油価格の北海ブレント価格は 85 ドルまで上昇しており、2014 年 11 月以来の高値をつけている。

図表 1 は米エネルギー省 (EIA) が公表している原油の世界生産量と消費量および在庫増減 (需給バランス) を示している。これを見ると、2017 年以降は原油の消費量が生産量を上回っており、こうした需給の改善が原油価格の上昇をもたらしたと考えられる。原油の消費量は右肩上がりの傾向にあるが、2017 年は先進国を中心とした世界経済の成長加速が需要 (消費) を大きく押し上げたと思われる。ただし、2018 年に入り景気拡大のモメンタムは明らかに鈍化しており、需要は弱含んでいる。

図表 1:世界の原油需給バランス



出所: 米エネルギー省 (EIA)、みずほ銀行

図表 2: OECD 加盟国の商業原油在庫(100 万バレル)



出所: 米エネルギー省、ブルームバーグ、みずほ銀行

消費量の増加に伴い生産量も段階的に増えているが、2017 年以降は OPEC とロシアなど非 OPEC の主要産油国による協調減産によって生産量の伸びが抑制されている。OPEC と一部の非 OPEC 産油国は 2016 年 12 月に原油生産を協調して削減することで合意。減産は 2017 年 1 月から開始され、2 度の延長を経て 2018 年 12 月まで原油生産量を一定以下 (減産規模は OPEC 加盟国が日量約 120 万バレル、非加盟国が約 60 万バレル) としている。協調減産の成果は、しばしば OPEC の声明文に登場する経済協力開発機構 (OECD) 加盟国の石油在庫減少に表れている。2017 年 1 月の減産開始以降、減産参加国の目標通り、OECD 石油在庫は減少し始め、2016 年半ばに 31 億バレルを超えていた在庫は、2018 年 8 月時点で約 28 億バレルに減少している。協調減産の具体的目標の 1 つは過剰気味の在庫を「過去 5 年平均」まで減らすこととされたが、2018 年 3 月時点で当初の目標を達成した。もっとも、直近の 5 年平均は在庫急増後の数字も含み平均値が上がっているため、急増前の水準からは未だ距離がある。急増前の水準は 26 億 5,000 万バレル程度であり、この水準に戻すのならば、さらに 1~2 億バレル程度の減少が必要となる。

原油価格の変化に及ぼした影響を需要要因と供給要因に区別することは容易ではない。だが、上述したように 2018 年は景気拡大モメンタムが鈍化している一方、イランやベネズエラの供給減少が懸念されていることを踏まえると、最近の原油価格の上昇については供給要因の影響が強まっている可能性がある。米国は 2018 年 5 月に単独でイラン核合意¹から離脱し、イランに対する経済制裁²を再び発動すると発表した。米国は今回の制裁を「史上最強」の制裁としており、11 月以降、イランの石油製品の輸出量「ゼロ」を目指すとしている。イランの原油輸出は日量 212 万バレル (2017 年)、石油製品は日量 99.2 万バレル (2017 年時点) であり、合計日量 300 万バレル超の輸出に制限がかかる可能性がある。最大の輸入国である中国やインド (両国で約 50% を占める) は米国の要請に応じないと報じられているものの、それでも原油市場は日量 100 万バレル超の供給が減少する可能性がある。

¹ 核兵器開発の疑惑をかけられたイランと米英仏独中ロが 2015 年 7 月に結んだ合意。枠組みはイランの核開発活動を最長 25 年にわたり制約するもので、最初の 10 年間には特に厳しい制限が課せられる。その見返りとして、2016 年 1 月に米欧が金融制裁や原油取引制限などの制裁を緩和した。ただ、制限付きでも核能力は維持されたため、トランプ米大統領は 2016 年の大統領選挙期間中から非難してきた。

² 90 日後に第 1 弾 (8 月 6 日が猶予期限、8 月 7 日から貴金属や鉄鋼、自動車部品などの取引が制限された)、180 日後に第 2 弾 (11 月 4 日が猶予期限、11 月 5 日から海運・造船、石油関連、外国金融機関によるイラン中央銀行との取引などが制限される) を発動する。

また、ベネズエラでは2016年頃から急激に原油生産量が減少している(図表3)。ベネズエラはOPECの一国として減産に参加しているが、2016年から生産量の減少が始まっていることから明らかなように、協調減産の結果というよりは自国都合により生産量の減少を食い止めることができない状態と言える。ベネズエラの原油生産量が減少している要因としては、財政難・政情不安・施設の老朽化などの影響と考えられており、今後も回復は見込めないと見る向きが多い。

米国の対イラン経済制裁やベネズエラの混乱による供給不足への懸念が出たことから、OPECは6月の定例総会で7月以降、原油の協調減産を一部緩めることで合意した。協調減産は日量120万バレルの減産目標に対し、実際には目標の150%にあたる日量180万バレル程度が減産されていたため、当初目標に抑えるというものであったが、実質的には増産した格好である。米国のイランへの制裁発動期限が近づく中で、米国は原油高を避けるためサウジアラビアなどにさらなる増産を求めていたが、OPECとロシアなど非OPECの主要産油国は、9月23日に開いた会合で原油の増産を見送った。原油の供給懸念が広がる中で、一部では1バレル100ドル突破が視野に入ったとの声も上がるなど、市場では先高感が強まっている。

原油高で一部の新興国はさらなる苦境に

原油高は世界経済全体で見れば、石油消費国から産油国への所得移転をもたらす。産油国では、石油輸出収入が増加し、経常収支および財政収支が改善し、エネルギー・セクターを中心に企業収益が増加する。他方、石油輸入国では、石油輸入金額の増大により経常収支が悪化し、企業収益が圧迫され、企業の生産コストが上昇しインフレが加速するなど、原油高がマイナスに作用する。政府が燃料補助金を支給している場合には、原油高で支給が増加し、財政収支の悪化をもたらす恐れもある。

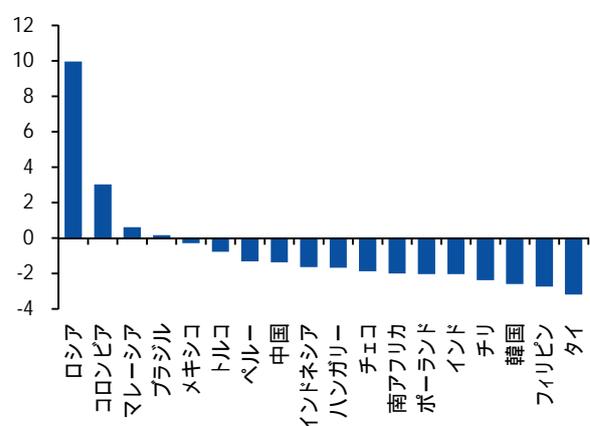
先進国の多くは石油の純輸入国であるため、原油高は物価上昇などを通じて景気にマイナスの影響を及ぼす。一方で、新興国には石油の産油国と消費国の双方が存在し、国によって影響が異なる。また、石油は純輸入国でもその他のコモディティ輸出国である場合、原油高が全般的なコモディティ価格上昇につながれば、原油高の負の影響は緩和されることになる。ただし、原油高による経済への影響は先進国よりも新興国に強く現れる。これは、新興国経済は先進国よりもエネルギー集約的で、かつ省エネ技術が発達している先進国と比べてエネルギー効率が低いからだ。

図表3:ベネズエラの原油生産量(100万バレル)



出所:米エネルギー省、Macrobond、みずほ銀行

図表4:石油純輸出(2017年時点、対GDP比%)



注:タイは2016年時点。石油の純輸出は、原油および石油精製品の輸出から輸入を差し引いた。

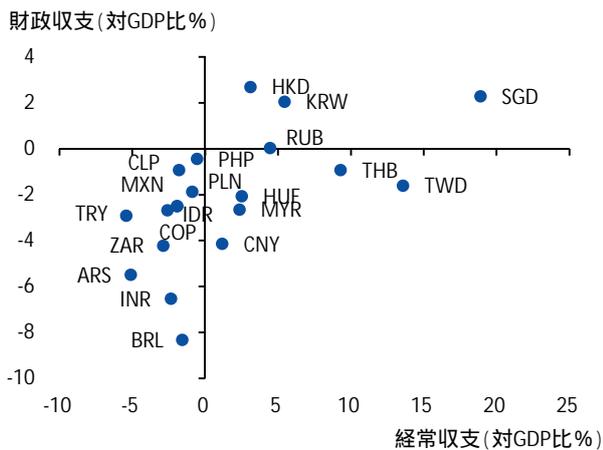
出所:国連商品貿易統計(Comtrade)、IMF、みずほ銀行

図表4は原油および石油精製品の純輸出の対GDP比を示したものである。主要新興国のうち、石油純輸出国はロシアとコロンビアの上位2か国が目立っており、対GDP比はそれぞれ10.0%、3.0%となっている。これらの国は原油高でかなり大きなメリットを享受する可能性が高い。他方、石油純輸入国のうち対GDP比でみた上位5か国はタイ、フィリピン、韓国、チリ、インドの順であり、アジア諸国が目立つ。その後はポーランド、南アフリカ、チェコ、ハンガリー、インドネシアと続くが、これらの国は石油純輸出国とは対照的に、原油輸入金額の増大により経常収支が悪化し、インフレ率は上昇するなど原油高が経済にマイナスに作用することになる。

新興国の経常収支および財政収支の状況を確認すると、過去数か月に通貨安ショックを経験したアルゼンチンとトルコのほか、ブラジルやコロンビア、メキシコなどラテンアメリカを中心に一部の国で双子の赤字を抱えている。アジア諸国は、財政収支はまちまちだが、経常収支は黒字の国が多く、相対的にファンダメンタルズは良好である。アジアではインドとインドネシアに加え、近年ではフィリピンも双子の赤字を抱えており、この3か国は原油価格の上昇により明確に打撃を受けるとみられる。また、トルコについては石油純輸入の対GDP比ではそれほど大きくはないものの、通貨安によって自国通貨建てで見た原油価格は一段と上昇しており、既に持続可能でない規模に膨らんでいる経常赤字を悪化させ、高水準のインフレ率を加速させることになるため、やはりダメージは大きいだろう。

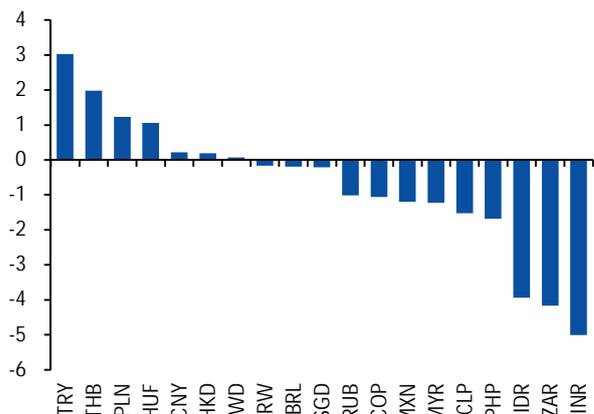
高値圏で推移していた原油価格が一段と上昇傾向を強めた8月半ば以降の新興国通貨の騰落率をみると、INR、IDR、ZAR、PHPの下落が目立つ結果となっている(図表6)。昨秋からFRBがバランスシート縮小に着手し、同時に四半期ごとの利上げを継続する中、春先からは新興国からの資本流出が続いている。こうした状況で対外経済部門に脆弱性を抱える新興国通貨は売り圧力にさらされており、基本的に下落幅の大きな通貨は経常赤字国である。足許では、石油の輸入依存度でも新興国を選別する動きがみられているようであり、原油相場の動向が新興国通貨のパフォーマンスを左右しそうだ。今後も原油高が続くならば、石油の純輸入国は通貨売り圧力が強まり、経済状況は悪化すると見込まれる。特にインドとインドネシアは、アルゼンチンとトルコに次ぐ通貨安ショックの震源地として注視する向きもあり、今後の動向には十分に警戒が必要だ。

図表5: 経常収支と財政収支(2018年 IMF 見通し)



出所: IMF、みずほ銀行

図表6: 新興国通貨騰落率(8月15日~10月4日)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。