

原油相場の低迷長期化の影響を考える

～産油国で財政悪化や外貨準備減少の上、新たなリスクに発展する可能性も～

発表日：2015年12月7日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 国際金融市場では米国の利上げ実施を織り込む動きが強まる一方、先週のOPEC総会は機能不全が露呈するなど、原油相場低迷の長期化も懸念されている。OPEC内の意見対立も重なり減産の動きは合意に至らないなか、来年早々にはイランの原油供給も予想され、供給過剰状態はしばらく続くと見込まれる。
- 原油安の長期化でサウジなどは向こう数年に金融資産が枯渇するリスクが懸念されている。金融資産に比較的余裕がある国でも、財政補填に向けて金融資産を取り崩す動きが出る可能性がある。国際金融市場でオイルマネーの縮小が世界的な信用収縮を招く端緒になる可能性には注意が必要になっていると言える。
- ロシアではルーブル安が原油安の悪影響を相殺している模様だが、経済自体は極めて厳しい。トルコとの関係悪化はスタグフレーションの深刻化に繋がるリスクもある。原油安による景気低迷の長期化は社会不安のリスクを高めることで、新たな地政学リスクを表面化させる可能性にも注意が必要であろう。

《財政悪化が進み、外貨準備減圧力が強まるなか、国際金融市場のリスクや地政学リスクなどに発展する可能性も》

- 国際金融市場においては、今月の米国FRB（連邦準備制度理事会）による利上げ実施がほぼ規定路線となるなど、ここ数年は市場に動揺を与える要因となってきた米国の金融政策の正常化を織り込む動きがみられる一方、足下では原油をはじめとする国際商品市況の行方が不安定要因となる可能性が懸念されている。先週4日、OPEC（石油輸出国機構）は総会を開催したものの、加盟国内における意見対立が影響して具体的な生産目標を提示出来ない事態となるなど、名実ともに「機能不全」に陥っている。OPECはこれまで、日量3000万バレルと世界の推定需要の約3分の1に相当する加盟国の生産枠を設定することで価格カルテルとしての役割を担ってきたが、過去1年半余りに亘って生産実績はこれを上回る状況が続いてきたものの、過去数回の総会では加盟国間の調整は進まなかった。こうした状況は、昨年11月の総会においてサウジアラビアが主導する形で価格よりも供給量を優先する方針に舵が大きく切られたことが影響しており、今回については生産目標自体に関する議論もなされなかったとされている。サウジアラビアを中心とする加盟国の思惑は、ロシアをはじめとするOPEC非加盟国や北米などのシェールオイルなどといった競合相手から市場シェアを奪還することを目的としたものと考えられる。ただし、今回の決定によって実質的に加盟国は「青天井」で生産拡大を行うことが可能になると見込まれており、昨年後半以降に調整模様が強まり、その後も低迷が続いている原油相場にとって今後も引き続き上値の重い展開となることが懸念されている。なお、足下ではOPEC非加盟国を中心に相当程度の減産を実施する動きがみられるものの、依然として全世界的には原油の供給過剰状態が続いているなか、今後は新たな原油供給を巡る火種が発生することが懸念されている。というのも、欧米諸国によるイランに対する経済制裁が解除されることに伴い、早ければ来年早々にもイランが石

図1 原油相場(WTI)の推移



(出所) THOMSON REUTERS より第一生命経済研究所作成

油の増産に踏み切ることと同国産原油が国際市場に流入すると見込まれており、それによって供給過剰状態が継続することは避けられない見通しとなっている。サウジアラビアをはじめとする多くの産油国ではすでに石油掘削設備の稼働率が高水準で推移しており、足下の水準から一段と増産させる余力は必ずしも高くないと見込まれる。その一方、生産水準の低下はコスト増を招くとともに、輸出額の減少を通じて各国経済に打撃を与える可能性があり、安易に減産に動くことも出来ない「チキンレース」状態に陥っていると判断出来る。こうした事態を招いている一因には、OPECの有力加盟国であるサウジアラビアとイランの間の複雑な関係も影響しているものと考えられる。中東におけるスンニ派の大国であるサウジアラビアとシーア派の大国であるイランとの間は長期に亘って「冷戦」に近い関係が続いてきたが、いわゆる「アラブの春」と呼ばれる中東諸国で民主化の波が起こり、独裁政権が崩壊した国々ではその後の主導権争いを巡ってサウジアラビアとイランの「代理戦争」とも呼べる展開に陥った国が少なくない。内戦状態が続くイエメンやシリアなどはその典型例とされ、これらの国々では混迷の度合いが強まる一方、イランを巡っては核協議に関連して欧米各国は経済制裁解除への動きを進展させるなか、サウジアラビアは域内における相対的な地位低下が懸念されている。こうしたこともサウジアラビアがOPEC内において強硬な姿勢をみせる一因になっているとみられ、この動きは今後も続いていく可能性が高いと見込まれる。次回総会は来年6月に予定されているが、今後OPECが原油市場に対して影響力を行使出来る環境にないことを勧告すれば、原油相場低迷の長期化は避けられなくなっていると判断することが出来る。

- 原油相場の調整が長期化していることで、主要産油国においては輸出のみならず、財政を原油収入に大きく依存する国が少なくなく、相場低迷による歳入減が財政状況の急速な悪化を招いているほか、輸出低迷による対外収支の悪化が外貨準備の減少に繋がるといった動きがみられる。さらに、中東産油国などでは自国通貨の為替レートを米ドルにペッグ（固定）させている国もあり、そうした国では対外収支の悪化などに伴い自国通貨に下落圧力が掛かりやすくなるなか、自国通貨買い（米ドル売り）の為替介入によって通貨安定を図り、こうしたオペが外貨準備の急減少を招く事態も確認されている。

したがって、原油相場の低迷が今後も長期化することになれば、多くの産油国において対外バランスの一段の悪化が進むことで、これまで強固とされてきた経済構造が大きく損なわれる可能性も懸念される。IMFは今年10月、現行の政策運営を続けることを前提に向こう5年以内にサウジアラビアの金融資産が枯渇するリスクがあるとの見方を示すとともに、オマーンやバーレーンに対しても同様のリスクが表出する可能性を示唆した。というのも、サウジ

図2 サウジアラビアの対外準備資産残高の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

ラビアをはじめとする中東諸国は石油基地の大半が砂漠地帯にあるなど、海底油田やシェールオイルなどに比べて採掘コストが相対的に低い優位性がある。その一方、サウジアラビアは上述のように周辺国で「代理戦争」を行うなど同国の軍事費は世界第4位と極めて高い水準にあるなか、同国の歳入の8割以上を原油関連収入に依存しているため、財政均衡に必要とされる原油相場の水準は高くならざるを得ない。こうしたことで同国は苦境に立たされる事態に陥っている一方、余剰生産能力が相対的に高い同国にとっては輸出シェア維持に向けて「近隣窮乏化作戦」に奔走している面は否めない。事実、足下では対外準備資産は減少基調を強めており、原油相場がしばらく低迷を続ける状況となれば、こうした傾向は一段と強めることが予想され、サウジ経済は

一段と苦境に立たされることが予想される。他方、中東諸国のなかでは相対的に金融資産に厚みがあるとされるクウェートやカタール、アラブ首長国連邦（UAE）だが、原油相場の低迷が長期化する事態となれば、金融資産の原資である「オイルマネー」が逆流することで国際金融市場の動揺を招く可能性が予想される。中東諸国がオイルマネーを背景に設立したSWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）はここ数年、世界的に投資の動きを活発化させており、欧米の金融機関などにとってSWFが上客となってきたことは、金融取引の裾野拡大を促す一因になってきたと考えられる。しかしながら、中東のSWFが財政補填の観点から国際金融市場から資金を引き揚げる動きを強める事態となれば、これをきっかけに国際金融市場で信用収縮の動きが広がり、これまでの「カネ余り」によって表面化して来なかったリスクが表出する可能性も考えられる。国際金融市場においては、原油安自体が「リスクオフ」の材料として捉えられる素地があることを勘案すれば、市場の動揺やその影響を一段と増幅させることに繋がる可能性もあろう。

- 原油や天然ガスに財政を大きく依存している国としては、中東産油国以外ではロシアが挙げられる。年明け以降の財政収支は、原油安の長期化に伴う歳入減が影響する形で赤字状態が続いているなか、同国政府は一段の財政悪化に歯止めを掛けるべく歳出削減に取り組む姿勢をみせており、折からの原油安が景気の足を引っ張るなかで景気に下振れ圧力が掛かる事態を招いている。なお、ロシアでは今年から通貨ルーブルの為替制度が変動相場制に移行されており、昨年後半以降に原油安によってルーブル安圧力が強まったことを受けて、足下の輸出にとっては原油安の影響をルーブル安が相殺するなどの効果が出ている。結果、OPEC非加盟国のなかには減産に動く国が出ている一方、ロシアは減産に消極的とみられており、こうした姿勢がOPECの対応を難しいものにしていく可能性が考えられる。こうしたことから、昨年後半以降はルーブル安圧力の高まりを受け、当局がルーブル買い（米ドル売り）の為替介入を積極的に実施したことも重なり減少基調を強めた外貨準備だが、年明け以降は為替介入の必要性が後退したことで減少に歯止めが掛かる動きがみられるなど、状況は一時に比べて大きく改善している。しかしながら、ロシアでは食料品をはじめとする日用品の多くを海外からの輸入に依存するなか、ルーブル安による輸入物価の上昇はインフレ圧力の昂進に繋がっており、景気低迷とインフレが並存するスタグフレーションに陥るなど、経済自体に明るい材料は見出せない

図3 ロシアの対外準備資産残高の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

展開が続いている。さらに、先月末にはシリアにおけるIS（通称イスラム国）掃討に向けた空爆に関連して、戦闘機がトルコの領空を侵犯したとして撃墜されたことから、同国政府はトルコに対して農産物の輸入禁止をはじめとする経済制裁に踏み切ったほか、トルコに対して情報戦を繰り広げる事態となっている。ただし、上述のようにロシアは生鮮品を中心とする食料品をトルコなどに依存していることを勘案すれば、一連の経済制裁によって国内物価は一段と高騰することでロシア経済自体の首を絞めることにも繋がりがかねない可能性には注意が必要である。折しも原油安が景気の足かせとなっているなか、この長期化が避けられなくなっていることに加え、物価高も収まらない状況となれば、国民生活の困窮が同国内においてテロの温床となるなどの新たな問題を生むリスクがある。他方、ロシア政府にとっては財政悪化に歯止めを掛ける観点から歳出削減に向けた取り組みが必要になっているが、上述のようにプーチン政権はシリアでの空爆を活発化させるなど軍事費には拡大圧力が一段と強まっていると考えられる。その一方で、過度な歳出削減は景気自体を下押しさせる可能

性があるなか、社会が不安定化するリスクが高まる事態となれば元も子もない。このように、経済面以外にも様々なリスクが表面化する可能性があり、主要産油国の経済運営はこれまで以上に困難さが増している。

以 上