

MRI ECONOMIC REVIEW

2015年3月9日
株式会社三菱総合研究所
政策・経済研究センター

資源安と新興国経済—アジアには追い風、ロシアは窮地

ポイント

- 中国の成長鈍化と商品市場における資金フローの変化を背景に、資源価格に根強い下落圧力
- 資源安による経済影響は、国ごとに幅があるものの、アジア新興国では総じてプラス
- 一方、ロシア経済は原油安で窮地に。ロシア経済低迷による欧州経済への波及に留意

(1) はじめに

資源価格は下落傾向、11月以降は原油価格が急落

2014年春以降、中国など新興国経済が減速する中、資源価格の下落傾向が強まった。特に鉄鉱石、石炭、銅などの価格は中国の成長鈍化を受け、下落が続いてきた(図表1)。また、原油・天然ガスの価格は、14年夏以降、シェールオイル産出による供給増の影響などから下落傾向にあったが、14年11月のOPEC減産見送りを受け急落し、一時原油価格(WTI)が50ドル/バレルを割れた。

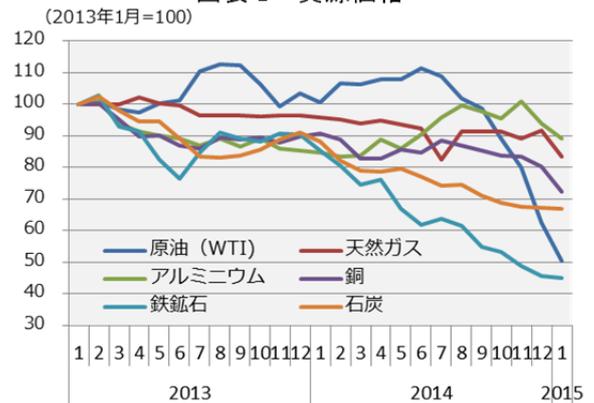
今後を展望すると、原油や天然ガス価格についてはOPECや米国など、供給面での動きが大きな鍵を握っていることは間違いない。一方で、資源価格全体では、中長期の需要動向にも目配りが必要だ。そこで本稿では、第1に、資源価格の先行きについて、需要面に注目し、中国経済や商品市場への資金フローの変化から考察する。第2に、資源安による新興国経済への影響について分析する。第3に、原油安による影響を大きく受けるロシア経済の現状とリスクシナリオについて整理する。

(2) 需要面からみた資源安の背景

中国は資源消費大国として台頭

需要面からみると、中国経済の動向が鉄鉱石や石炭、銅を中心とする資源価格へ大きな影響を与えている。2003年以降、中国経済は高成長を背景に、資源消費大国としてのプレゼンスを高めてきた。石炭

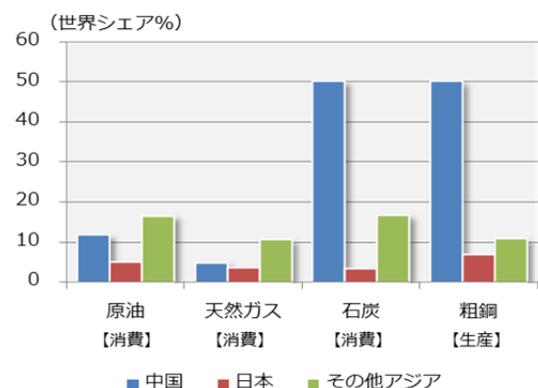
図表1 資源価格



注：天然ガスはロシア-ドイツ国境価格

出所：IMFより三菱総合研究所作成

図表2 資源の中国・アジアシェア



注：2013年データ、粗鋼のみ2014年生産高

出所：BP Statistical Review of World Energy 及び World Steel Association 資料より三菱総合研究所作成

(消費) や粗鋼 (生産) をみると、13 年時点での中国の世界シェアは 50% を占めている (図表 2)。また、World Metal Statistics (13 年) によれば、同国の建設需要の急成長などから、銅やアルミニウム、ニッケルなどの非鉄金属 (消費) 需要も拡大し、世界シェアの 40%~50% に達している。

一方、中国の原油 (消費) や天然ガス (消費) における世界シェアは、それぞれ 13 年時点で 11.8%、4.8% と低いものの、01 年以降、世界シェアは上昇を続けている (図表 3)。世界の資源価格に対する中国経済のインパクトが年々拡大してきた様子が窺われる。

中国の成長鈍化が資源安を助長

しかしながら、中国の実質 GDP 成長率は 10 年 (前年比+10.4%) 以降ピークアウトし、14 年は同+7.4% と 24 年ぶりの低成長となった。政府による過剰投資の抑制に加え、素材や製品の在庫上昇や、住宅価格の下落などの不動産市況の悪化も続き、建設・不動産投資の低迷が顕著だ。建設投資の落ち込みは中間財としての資源需要の低迷につながり、資源価格への下落圧力を生んでいる。

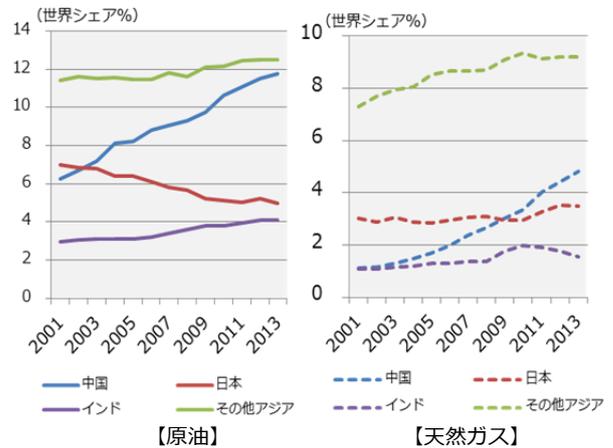
実際に、11 年以降の中国の不動産投資の前年比と、鉄鉱石、石炭、銅の各価格をみると、強い相関関係がみられる (図表 4: 各相関係数は 0.8-0.9)。実需面から、中国の投資鈍化が資源価格の押し下げ要因となった可能性が示唆される。

資金フローの変化も影響し、下落圧力は続く

実需の変化に加え、商品市場における資金フローの変化も見逃せない。これまで投資家は、中国を中心に新興国での強気の需要見通しを裏付けとして、商品市況の先行きを楽観視する傾向にあり、商品市場への投資資金の流入が続いてきた。しかし、新興国経済の成長鈍化により需要見通しが弱含んだことに加え、14 年後半には、米国の量的緩和政策の終了から、徐々にリスクオフ姿勢が強まった。こうした流れの中、商品市場では資金流出圧力が高まってきたことも資源安の背景にある。

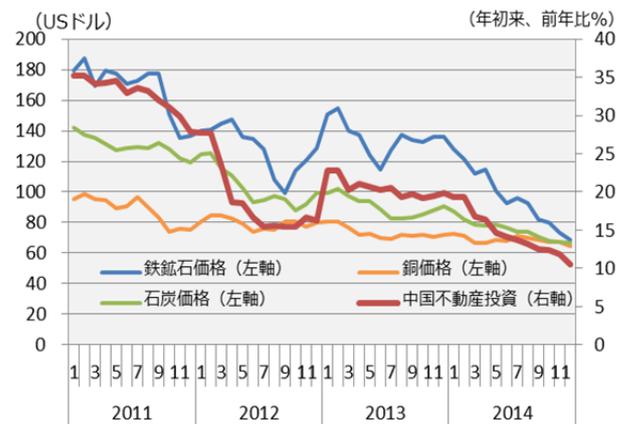
先行きを展望すると、中国政府は安定成長へ向けた成長鈍化を「新常态」への移行として容認しており、中国の成長鈍化は 15 年以降も継続すると見込まれる。また、15 年半ば以降に米国で政策金利引き上げの動きが本格化すると予想され、これらの経済環境を考慮すると、実需の面からも資金フローの面からも資源価格への下落圧力は当面続くと考えるのが妥当であろう。

図表 3 アジアの原油・天然ガス消費



出所: BP statistical Review of World Energy より
三菱総合研究所作成

図表 4 中国の不動産投資と資源価格



注: 鉄鉱石、石炭価格はトン当たり、銅価格は 10 キロ当たり。
出所: IMF、Bloomberg より三菱総合研究所作成

(3) 新興国経済への影響

資源安の影響は国ごとに幅

一般的に、資源安は資源輸出国から資源輸入国への所得移転として作用し、資源輸出国にはマイナス、資源輸入国にはプラスの影響が想定される。もっとも、各国の経済構造などを考慮すると、影響度は国ごとにばらつきがみられる。経済への大まかなインパクトを確認するために、輸出から輸入を差し引いた純輸出の対GDP比をみてみよう（図表5）。

原油・天然ガスなど化石燃料の輸出依存度が高い中東やロシアでは、資源純輸出の対GDP比は高く、原油安による経済全体への影響は甚大だ。

一方で、豪州、ブラジル、南アフリカなどは、金属資源の輸出が多いものの、原油など資源の一部は海外から輸入しており、資源安によるマイナスの影響はその分相殺される。

アジア新興国では総じてプラス

アジア新興国では、資源安は総じてプラスの影響を及ぼすとみられる。具体的には、資源安を通じ、①貿易収支の改善効果、②燃料補助金や補助金削減に対する負担軽減、③インフレ率低下による利下げ余地の拡大（図表6）、④資源安の恩恵を受ける先進国への輸出増が期待できる。

第1に、アジアでは、資源全体で輸入超の国も多く、資源安による貿易収支の改善効果が期待できる。中国、フィリピン、インド、タイなどでは、資源全体で対GDP比3%～10%程度の輸入超である。マレーシア、インドネシアでは資源全体では輸出超だが、インドネシアでは原油が輸入超であるほか、両国とも資源輸入も少なくないため、資源純輸出の対GDP比はマレーシアが5.4%、インドネシアが2.1%にとどまる。

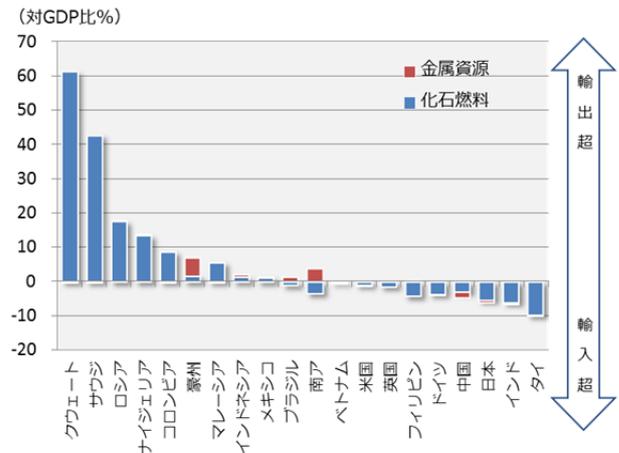
燃料補助金による財政負担軽減や、エネルギー価格上昇抑制効果も

第2に、マレーシア、インドネシアでは、長年懸案となってきた燃料補助金との関係で、原油安によるプラス効果が期待できる。燃料補助金は、東南アジア各国で国内のエネルギー価格上昇を抑制する目的で導入された。しかし近年、マレーシア、インドネシアでは財政圧迫要因として問題視され、13年以降、政府は燃料補助金削減を進めてきた。こうした中、原油安は、①燃料補助金による財政負担をさらに軽減する効果、②補助金削減で民間部門が支払うエネルギーコスト上昇を緩和する効果の2つの側面から、両国経済にプラスに働くとみられる。

利下げ余地の拡大や輸出増で景気下支え

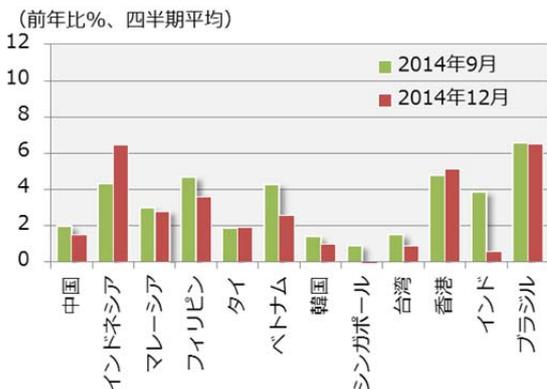
第3に、資源安によるインフレ率低下により、各国で利下げ余地が拡大している点も好材料だ（図表

図表5 資源の純輸出（2013年）



出所：UN Comtrade、IMF より三菱総合研究所作成

図表6 新興国の消費者物価



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

6)。すでに中国（14年11月、15年2月）、インド（15年1月、3月）、インドネシア（15年2月）が利下げを実施し、今後は、利下げによる内需下支え効果が期待できる。

第4に、資源安の恩恵から日米などの先進国経済が好転すれば、アジア新興国から先進国への輸出増も期待できる。資源安は総じてアジア新興国の成長下支えに寄与しよう。

（4）ロシア経済への影響

原油安で窮地に追い込まれるロシア

対照的に、ロシア経済は窮地に追い込まれている。同国は輸出の7割を原油や天然ガスなどの化石燃料に依存しており、2014年11月以降の原油安進行を受け、通貨ルーブルが急落（図表7）。原油安に加え、14年春以降のウクライナ問題に端を発する欧米からの経済制裁も影響し、海外に資金が流出、外貨準備高も減少（図表8）しており、対外的な厳しさは増している。

また、ロシア政府は財政収入の5割程度をエネルギー関連に頼っている。15年入り後も原油価格は15年度予算策定の前提（当初予算：ウラル原油100ドル／バレル）を大幅に下回っており、政府は歳出削減を打ち出し、財政運営も困難化している。

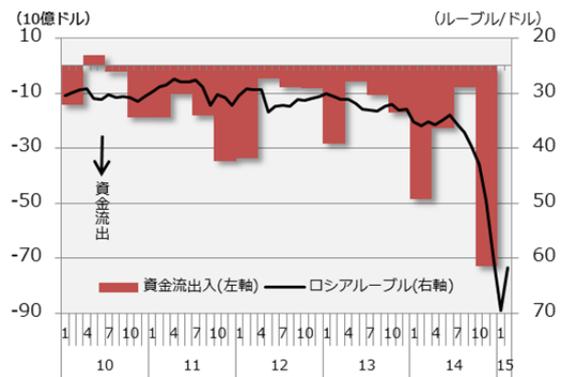
こうした状況を受け、ロシアの14年の実質GDP成長率は前年比+0.6%と低迷、ロシア政府も回復には数年を要すると認めている。国債格下げの動きも加速しており、すでにS&P（1月）とムーディーズ（2月）がロシアの長期国債格付けを投機的水準（S&P「BB+」、ムーディーズ「Ba1」）まで引き下げた。

金融危機は回避可能も、欧州経済への影響が懸念材料

98年のロシア危機前（97年）と比較すると、ロシアの対外債務（対GDP比）は97年の45%に対し14年は32%にとどまり、外貨準備高も97年に比べて潤沢なため（図表9）、即座に対外的な危機に陥る状況ではない。

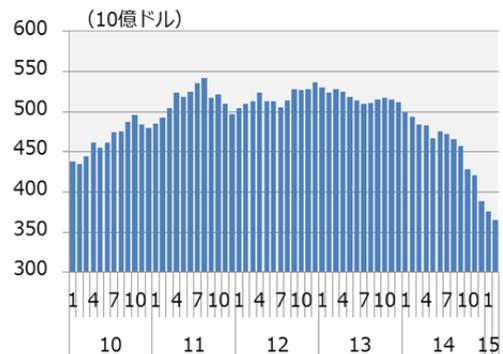
しかし、対外債務のうち民間債務が6割を占める（図表9）。経済制裁によるロシア企業の資金調達難も相まって、今後、民間企業の債務返済や投資資金調達に支障が出ることも想定される。

図表7 ロシアの為替、資金流出入



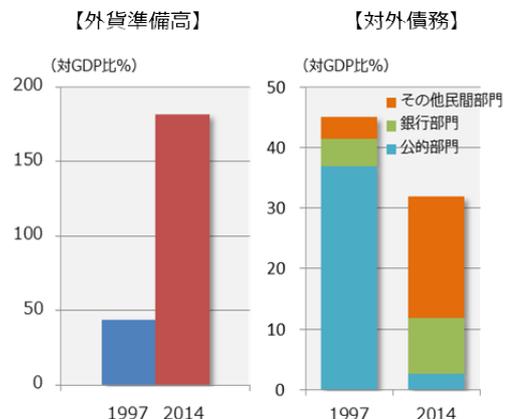
出所：Bloomberg、ロシア中銀より三菱総合研究所作成

図表8 ロシアの外貨準備高



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表9 ロシアの98年危機前（97年）との比較



出所：Bloomberg、IMF、CEIC、ロシア中銀より三菱総合研究所作成

また、ロシアは投資・貿易面で欧州各国との結びつきも強く、14年9月時点でロシア向け与信の7割超を欧州系銀行が占めている（図表10）。ユーロ圏のロシア向け輸出（13年）は域外輸出の約7%を占め、14年以降はロシア向け輸出の減少が低成長を続ける欧州経済の足かせとなっている。当面は、ロシア経済低迷の長期化が欧州経済のさらなる停滞につながるリスクに目配りが必要であろう。

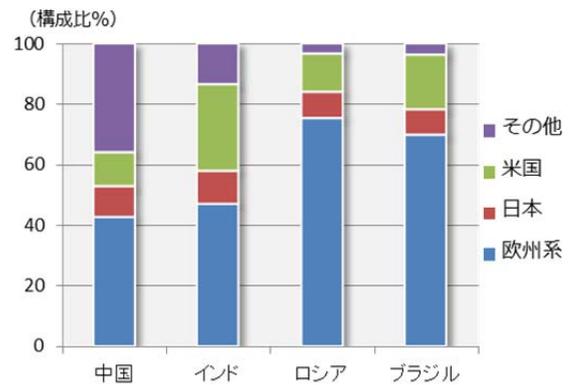
（5）まとめ

ロシア発のリスク伝播には当面注意が必要

中国経済の減速、とくに投資鈍化から、資源価格への下押し圧力は当面続くと見込まれる。一方で、アジア新興国では資源安によるプラス効果が期待でき、資源安自体が景気下支えに寄与するであろう。従って、資源安と新興国の実体経済の低迷という負の構図は避けられるとみられる。

もともと、ロシアでは経済へのマイナスの影響が避けられず、欧州経済への波及も懸念される。また、15年は米国金融政策の正常化が予想され、ロシアを中心に新興国からの資金流出圧力が再度強まる可能性も高く、金融市場経由での波及にも注意を要する。97-98年のアジア通貨危機やロシア危機時と比較すれば、新興国の経済ファンダメンタルズは総じて改善している。しかし、ブラジル、インド、インドネシアなどは経常収支の赤字を抱えるなど、対外的な脆弱性を内包する国も多い。ロシア経済の混乱が、新興国市場全体の不安定化を引き起こす可能性はゼロではない。

図表10 貸出国別の新興国向け与信



注：2014年9月時点

出所：BISより三菱総合研究所作成

〈本件に関するお問い合わせ先〉

株式会社 三菱総合研究所 〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目10番3号
 政策・経済研究センター 対木さおり 武田洋子 電話: 03-6705-6087 E-mail: stsuiki@mri.co.jp
 広報部 峰尾 電話: 03-6705-6000 FAX: 03-5157-2169 E-mail: media@mri.co.jp