

# 資源価格下落で二極化する資源国

## ～グローバル・マネーフローレビュー～

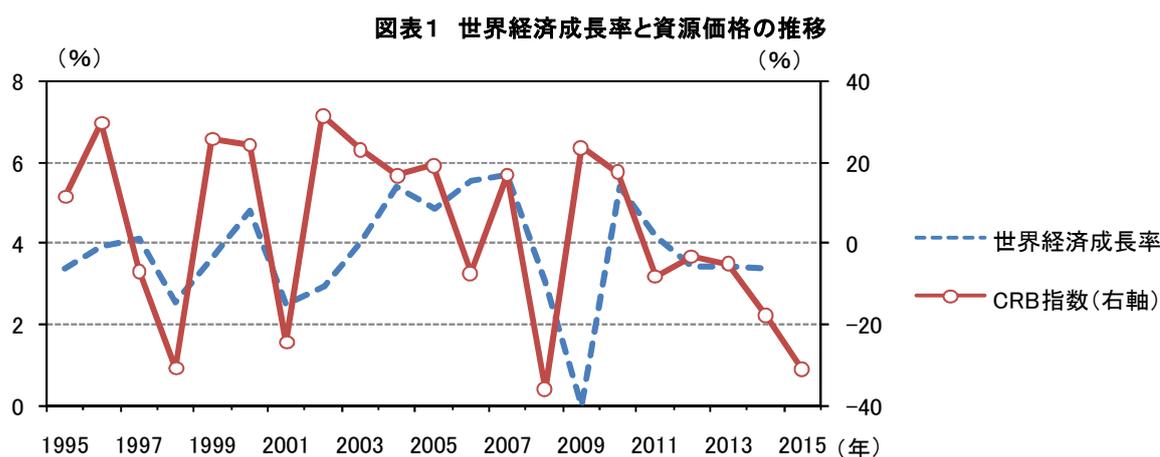
### <要旨>

資源価格が下落する中、資源輸出国からの海外資金流出懸念が高まっているのかを資源国の基礎的経済状況の差異を起点に考察した。鉄鉱石・銅・原油の主要輸出国であるオーストラリア・ブラジル・チリ・ロシアの4ヶ国では、経済状況は二極化している。インフレ状況の相違から民間消費の底固さに差がありオーストラリア・チリではプラス成長を維持しているのに対し、ブラジル・ロシアでは大幅な通貨安の進行とマイナス成長が続いている。

こうした経済状況を反映し、マイナス成長のブラジル・ロシアの間でも、海外資金流入が資金流出を上回るブラジルと、資金流出が継続するロシアに分かれる。係る相違は、長期的な成長期待にもとづく海外資金流入と、短期的なリスク回避からの資金流出の程度の差によって生じていると見られる。但し、ブラジルでも2015年7・8月に対内証券投資が流出に転じる等の変化もあり、成長期待を上回る短期的なリスク回避的行動によって資金流出が本格化するか否かには当面注意を払う必要があるだろう。

### 1. 世界経済減速を示唆する資源価格下落

中国の先行き不透明感の高まりを受けて資源価格の下落が加速している。過去20年間の世界経済成長率と、商品価格指数(トムソン・ロイター・コモディティCRB指数)の変化率の推移をみると、資源価格下落は世界経済の減速を先取りしているようにもみえる(図表1)。

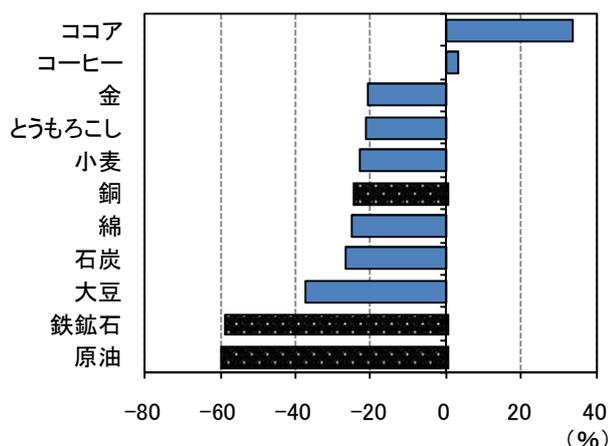


(注) 前年比。CRB指数の2015年は8月の前年同月比

(資料) IMF世界経済見通し2015年4月、Bloomberg

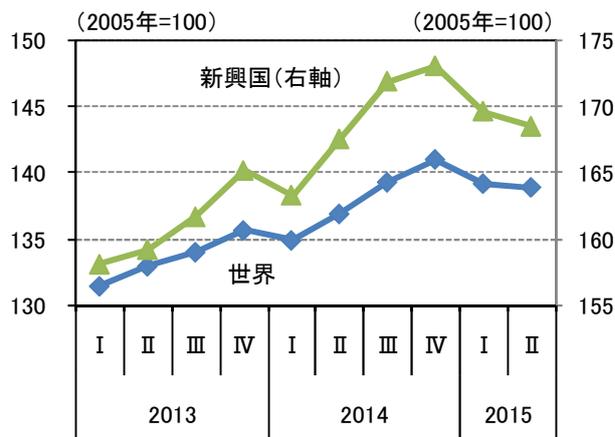
資源価格は一部の食品を除き幅広く下落しており、世界貿易の輸出数量も2015年に入り減少している(次頁図表2・3)。そこで本稿では、資源価格の下落により資源輸出国の経済・信用力がどの程度悪化し、海外投資家による資金流出への懸念が高まっているのかを考察する。

図表2 資源価格



(注) 2014年8月末から15年9月15日の変化率  
(資料) Bloomberg

図表3 世界貿易輸出数量



(注) 四半期平均  
(資料) オランダ経済政策分析局

資源価格下落が資源輸出国からの資金流出に繋がる経路は次のように考えられる。まず、資源価格下落により経済状況が悪化し、税収や企業収益の落ち込みから国・企業の信用力も悪化し、資金調達環境に影響が出る。次に、係る環境変化を受けて、海外投資家が見通し(期待)を下方修正し、資金流出に転じる。そして、実際に資金流出が発生すれば、通貨下落とインフレ悪化により経済状況・信用力がさらに悪化し、下方修正された期待が自己実現する形で資金流出が加速するという負の連鎖に陥ることもあり得る。但し、経済状況の変化は各国の資源輸出比率に比例するとは限らず、投資家の行動もその国の経済成長期待に伴う投資の時間軸次第で異なり得ることから、資源価格下落の影響は各国で様ではないと考えられる。

そこで、今回対象とする資源としては、価格下落の大きい原油・鉄鉱石に加え、世界景気の先行指標とされる銅を選び、その主要産出国の中から産出シェア・資源輸出比率の高さを勘案、オーストラリア・ブラジル・チリ・ロシアの4ヶ国(以下、4ヶ国)を抽出した(図表4)。

なお、サウジアラビアは表が示す通り原油産出シェア・輸出比率とも高く、原油安もあり外貨準備残高はこの1年で約1割減少している。但し、同国の対外純債権残高は2014年末時点で約8千億ドルに上っておりGDP1年分に相当することから、通貨の対ドルレート固定(ペッグ制)も当面は持続可能と考え、サウジアラビアは今回分析の対象外とした。

図表4 原油・鉄鉱石・銅の産出国

原油			鉄鉱石			銅		
国名 (GDP順位)	シェア (%)	資源輸出比率 (%)	国名 (GDP順位)	シェア (%)	資源輸出比率 (%)	国名 (GDP順位)	シェア (%)	資源輸出比率 (%)
米国(1)	13	10	中国(2)	47	6	チリ(42)	31	85
サウジアラビア(19)	13	85	オーストラリア(12)	20	80	中国(2)	9	6
ロシア(10)	12	78	ブラジル(7)	10	63	ペルー(53)	7	71
カナダ(11)	5	48	インド(9)	5	36	米国(1)	7	10
中国(2)	5	6	ロシア(10)	3	78	オーストラリア(12)	5	80

(注) 2014年。GDP100位以内。資源輸出比率はUNCTAD統計のPrimary Commodities金額を全輸出金額で除したもの  
(資料) 米内務省 MINERAL COMMODITY SUMMARIES 2015、BP Statistical Review of World Energy June 2015、UNCTAD、IMF

## 2. 二極化する資源輸出4ヶ国の経済状況

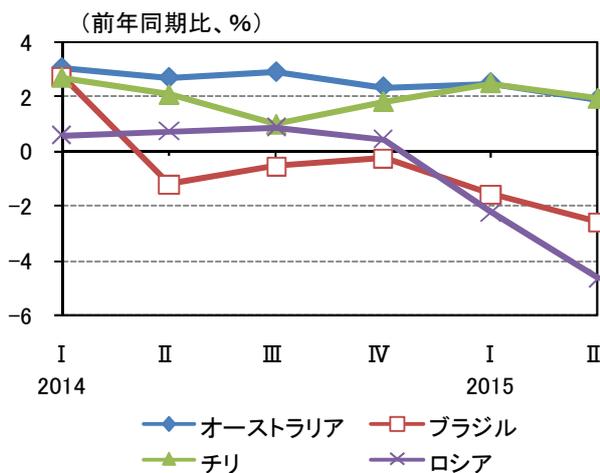
取り上げた4ヶ国の経済状況はプラス成長を維持するオーストラリア・チリとマイナス成長に転じたブラジル・ロシアに二極化している。4ヶ国とも総固定資本形成はマイナス基調であるが、民間消費では異なり、オーストラリア・チリで底固いのに対して、ブラジル・ロシアではマイナスに転じている。ブラジル・ロシアでは食料品価格の上昇や通貨安による輸入物価上昇等からインフレが進み、家計の実質的な購買力が減少し、民間消費のマイナスに繋がっていると考えられる。

以上の相違を具体的に4ヶ国の主要な経済指標から確認してみると、オーストラリア・チリでは、実質 GDP 成長率は減速気味ながらも前年同期比+2%前後を維持し、インフレ率もオーストラリアは2%未満、チリは4%台で落ち着いている(図表5・6)。両国ともこの1年の通貨の対米ドル下落率は2割前後であり、緩やかなインフレ率と通貨安は、景気減速を受けて中銀が実施したこの1年で通算 0.5 ポイントの利下げを可能とさせる背景でもあった。

対してブラジルは、2014 年第二四半期からマイナス成長に転じ、15 年第二四半期は前年同期比▲2.6%成長にマイナス幅が拡大したが、インフレ率は上昇を続け 15 年7月は 9.6%に達し、この1年でブラジルレアルの対ドル下落率は7割を超え、中銀は景気後退下に通算 3.25 ポイントの利上げを余儀なくされており、2015 年中は政策金利を現行の 14.25%で据え置くとみられる。

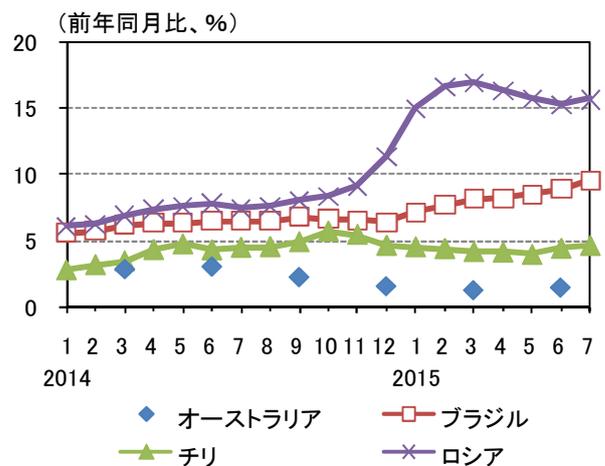
ロシアも2015 年第一四半期からマイナス成長に転じ、第二四半期は前年同期比▲4.6%にマイナス幅が拡大したが、インフレ率は 2015 年に入り 15%を超えており、この1年でロシアルーブルの対ドル下落率は7割を超えた。中銀は 2014 年8月から 12 月の間に9ポイントの大幅利上げをした後に6ポイントの利下げに転じ、政策金利は 11%となり、今後もインフレ動向をにらみつつ緩やかな利下げ継続を示唆している。しかし、この1年では未だ通算3ポイント利上げした状況であり、足もとのインフレ動向や通貨安が再び進行しつつあることから利下げを継続出来るは疑問である(次頁図表7・8)。

図表5 4ヶ国の実質 GDP



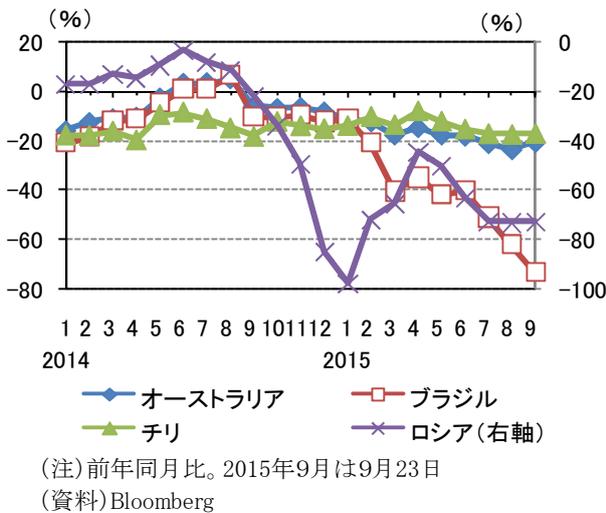
(資料)各国統計局・中銀、CEIC

図表6 4ヶ国のインフレ率

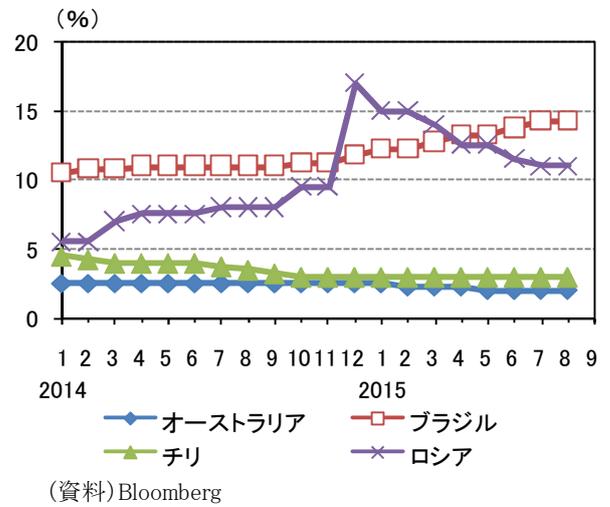


(資料)各国統計局、CEIC

図表7 4ヶ国の通貨対ドル変化率



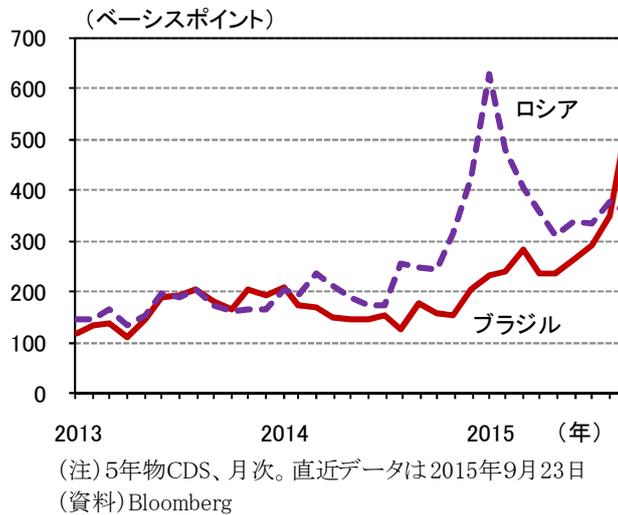
図表8 4ヶ国の政策金利



### 3. ブラジル・ロシアでさらに二極化する海外資金の動き

ブラジルとロシアはマイナス成長・高インフレ・大幅な通貨下落と経済状況が悪化しているが、信用リスクを取引するクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)のプレミアム(デフォルトに備える一種の保険料)水準をみると、2015年初めにはロシアのプレミアム水準が急上昇・低下したのに対して、ここ数カ月ではブラジルの上昇ペースが加速している(図表9)。

図表9 CDS 推移

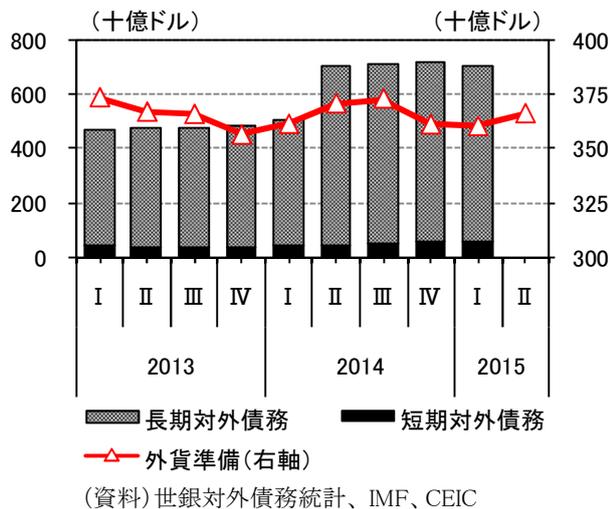


世界銀行の対外債務統計と、より最近までの資金の動きをみることのできる国際収支上の対内投資の動きをみると、海外資金の動きは両国で二極化している。ペースは鈍化しているものの、ブラジルでは資金流入が続いている一方、ロシアでは資金流出が継続している。こうした相違は、長期的な成長期待にもとづく海外資金流入と、短期的なリスク回避からの資金流出の程度の違いによって生じているとみられる。

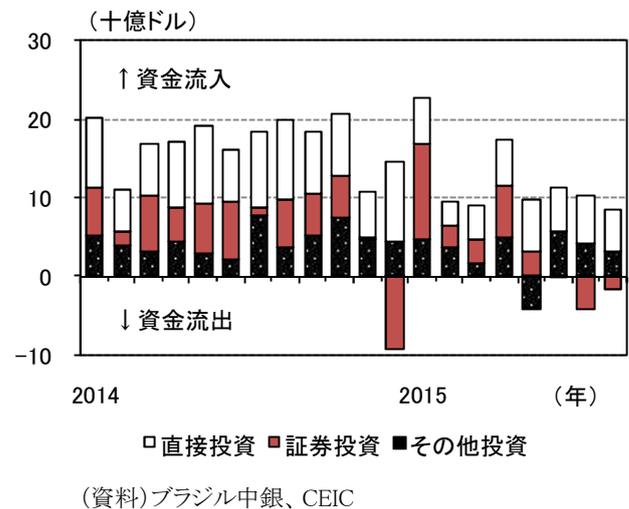
まず、ブラジルの対外債務残高は2015年3月までの1年で約4割増加(海外資金が流入)し、対内投資も2015年8月まで月次で流入を続けている。もっとも、2014年と比較すると資金流入のペースは鈍化しており、15年7月・8月には「足の速い資金」とも言われる対内証券投資が月次で流出に転じ、9月には財政再建の遅れ等から大手格付会社の1社がブラジル政府の外貨建て長期債格付けを非投資適格級に引き下げた(図表10・11)。

ブラジルは国連中位推計によれば2030年まで生産年齢人口の増加が見込まれ、領土・民族紛争のリスクは低いことから長期的には成長が期待でき、滞留性の高い直接投資資金の流入継続は同国の長期的な成長性を評価する海外投資家が存在することを示唆している。但し、対内証券投資が15年7月・8月に流出に転じたこと、財政再建等の施策の進捗に不透明感があることから、長期的な成長期待にもとづく資金流入を短期的なリスク回避からの資金流出が上回る可能性はやや高まっていると考えられる。

図表10 ブラジルの対外債務・外貨準備残高



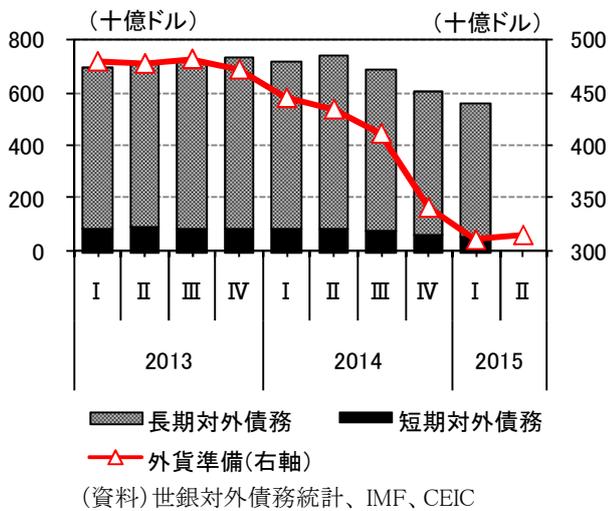
図表11 ブラジルへの対内投資フロー



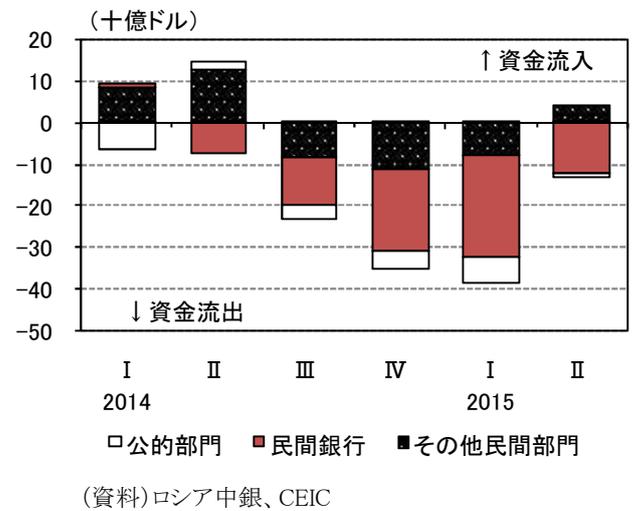
これに対してロシアの対外債務残高は2015年3月までの1年で約2割減少(海外資金が流出)し外貨準備残高も約3割減少した。対内投資はプラスを維持するブラジルとは対照的に2014年第三四半期から資金流出が続いている。最近では、2015年第二四半期以降流出のペースが鈍化し、銀行を除くその他民間部門には資金が流入するなどの変化が見られる(次頁図表12・13)。

ロシアは既に人口減少社会であり長期的な成長期待は低いことに加え、2014年3月のウクライナ危機により欧米の経済制裁に至った。係る紛争リスクの顕在化に資源価格下落も相まって資金流出から通貨下落とインフレ悪化による経済状況・信用力のさらなる悪化、資金流出の加速という負の連鎖に陥ったが、制裁から約1年が経過し、リスク回避的な資金は一旦流出を終えつつあることから資金流出のペースが鈍化したとも考えられる。

図表 12 ロシアの対外債務・外貨準備残高



図表 13 ロシアへの対内投資フロー



#### 4. まとめと展望

資源価格が下落する中、資源輸出国からの海外資金流出懸念が高まっているのかを資源国の基礎的経済状況の差異を起点に考察してきた。鉄鉱石・銅・原油の主要輸出国であるオーストラリア・チリ・ロシアの4ヶ国だけを取り上げて見ても、各国経済状況は二極化している。

資金流出懸念を加速させるのが海外投資家の姿勢変化であるとするれば、経済状況の変化は各国の資源輸出比率に比例するとは限らず、投資家の行動もその国の経済成長期待に伴う投資の時間軸次第で異なり得る。マイナス成長のブラジル・ロシアの間でも、海外資金流入が資金流出を上回るブラジルと資金流出が継続するロシアに分かれ、係る相違は、長期的な成長期待による海外資金流入と、短期的なリスク回避による資金流出の程度の差により生じていると見られる。

足もとの状況から先行きを展望すれば、ロシアでは長期的な成長期待にもとづく資金流入はブラジルほど期待出来ないものの短期的なリスク回避からの資金流出は一巡しつつあるようにも見える。その一方で、ブラジルでは2015年7・8月に対内証券投資が流出に転じる等の変化もあり、長期的な成長期待にもとづく資金流入を短期的なリスク回避からの資金流出が上回る可能性はやや高まっている。今後1～2年の時間軸では、ブラジルで成長期待を上回るリスク回避的行動から資金流出が本格化するか否かには注意を払う必要があるだろう。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi\_Taku@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。