

第5節 国際金融市場等への影響

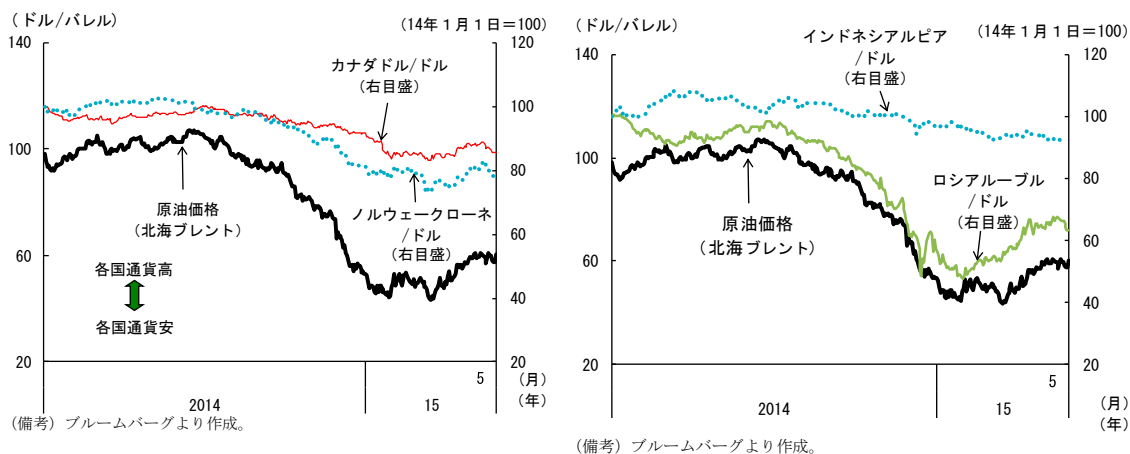
原油価格の下落は国際金融市場にも影響を与えている。以下では、原油価格の下落が資源国の通貨の下落をもたらしていることを概観した上で、多くの国の金融政策が緩和的なスタンスを取っていることを確認する。また、世界的な金融緩和の下でこれまで原油関連産業への資金流入が進んできたことから、原油価格下落に伴う懸念材料としての原油関連産業の負債を分析する。

1. 原油価格と資源国の通貨

原油価格の下落は、とりわけ資源国の通貨の下落という形で国際金融市場の変動をもたらした。資源国のうち、先進国で代表的なカナダとノルウェー、新興国で代表的なロシアとインドネシアについてその通貨動向をみると、特にロシアルーブルはOPECが減産を見送った2014年11月27日からドルに対して最大30%下落した¹（第1-5-1図）。

原油価格とロシアルーブルの相関係数を取ると、過去の2回の原油価格下落局面よりも今回の下落局面の方が相関係数は高くなっている（第1-5-2表）。これは、ロシアの原油依存度が上昇傾向にあるため、原油価格の変動に通貨が反応しやすくなっていることを反映していると考えられる（本章第4節参照）。

第1-5-1図 資源国の通貨と原油価格：ルーブルが大幅に下落



¹ ドル/ルーブルは、0.021（14年11月27日）から0.014（15年1月30日）まで下落した。

第1-5-2表 ロシアルーブルと原油価格の相関係数

下落局面	開始月	終了月	相関係数
1	2000年11月	02年1月	0.762
2	08年7月	09年2月	0.856
3	14年7月	15年3月	0.988

- (備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. 原油価格は北海ブレント、ロシアルーブルはルーブル/ドルを使用。
 3. 相関係数は日次データを使用して計算。

2. 過去のロシア通貨・金融危機との比較

14年末のロシアルーブルの大幅な減価は、ロシアの98年通貨・金融危機を想起させるとの指摘もなされた。98年の危機の際には、アメリカの大手ヘッジファンドが事実上の経営破たんに陥り、金融システム不安が懸念された。これに対し、ニューヨーク連銀は民間の投資銀行や商業銀行に救済を呼びかける措置を採り、金融市場のシステムック・リスクを防いだ²。

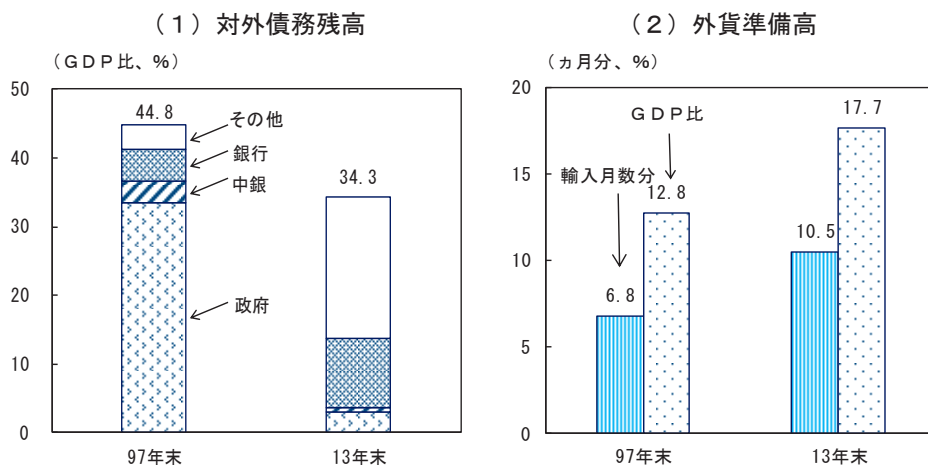
98年の危機の要因としては、97年に大量にロシアに流入していた短期資本が、巨額の財政赤字や政治の混乱、原油価格の下落等を背景に国外に流出したことが挙げられる。98年8月には、短期国債償還のための財源不足の懸念等から国債利回りが急騰するとともに、株価や通貨が急落した。ロシア政府は、これを受けて通貨ルーブルの事実上の切り下げ³や政府が保有する対外債務支払いの一部を90日間停止する（事実上のデフォルト）等の措置を採った。

98年の危機時と比較すると、今回は、(1)対外債務は民間債務中心であること、(2)外貨準備が潤沢であること、の二点が異なっている（第1-5-3図）。

² 経済企画庁（1998）

³ ルーブルの目標相場圏の変動幅の拡大によりルーブルを事実上切り下げた。しかし、これがルーブルの更なる暴落を招き98年9月には目標相場圏を放棄し変動相場制に移行した。

第1-5-3図 ロシアの対外債務と外貨準備高（前回危機との比較）：
今回は民間債務が中心、外貨準備は大幅に増加



(備考) 1. IMF、ロシア中銀、ブルームバーグより作成。
2. 外貨準備は金を除く。

3. ロシアとベネズエラの対外債務

前節でみたとおり、ロシアやベネズエラでは原油価格下落の影響を受けて実体経済が顕著に悪化しており、これらの国々の問題が国際金融市場に変動を与えるリスクが懸念される。

ロシアの対外債務の償還スケジュールをみると、返済のピークは15年後半からとなっている（第1-5-4図）。対外債務のほとんど（約9割）は民間債務であり、公的債務の割合は低い。外貨準備は取り崩しが続いているが、輸入月数比、短期対外債務残高比でみると余力がある状況である。このため、98年のような公的債務のデフォルトが発生するリスクは低いとされている（前掲第1-4-12表）。

民間債務は石油企業が多くを占めているとみられるが、ロシアの石油企業の生産コストはサウジアラビア並みに低く、原油価格下落には耐性がある⁴。従って、ただちに資金繰りに窮するような問題にならないと指摘されているものの、原油価格の下落が長期間にわたって続く場合には注意が必要である。

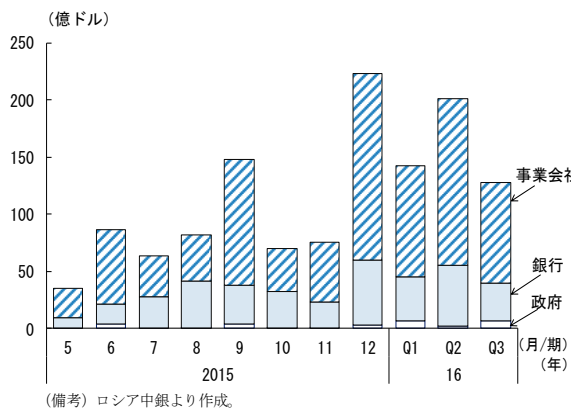
ベネズエラの対外債務（国債）の償還は、直近では16年2月がピークとなっている（第1-5-5図）。マドゥロ大統領は資金繰りに奔走しており、報道によれば、中国から累積50億ドルの支援を受け、15年3月には更に10億ドルの支援が決定したとされている。原油

⁴ ロスネフチ（ロシアの国営石油会社）の生産コストは4ドル/バレルと世界で最も低い水準。また、ルクオイル（ロシアの大手石油会社）の損益分岐点は25ドル/バレル。

に依存した経済でありながら、原油の価格競争力は低いという構造問題を抱える中、今後の政府の経済運営が注目されている。

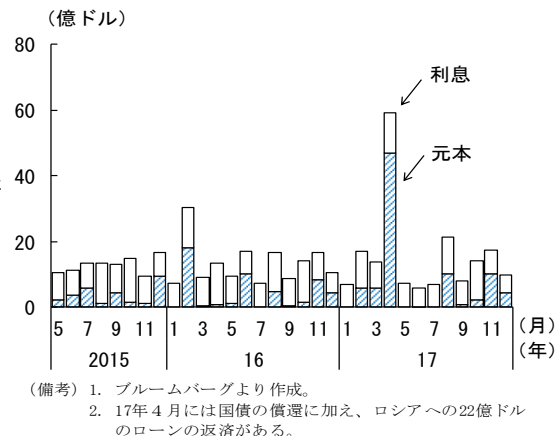
第1-5-4図：ロシアの対外債務の償還

スケジュール：15年後半から増加



第1-5-5図：ベネズエラの対外債務(政府)

の償還スケジュール：16年2月が直近のピーク



また、ロシアやベネズエラ向けの与信が各国の海外向け与信全体に占めるウェイトは大きくないため（第1-5-6表）、仮にロシアやベネズエラが債務不履行となっても、国際金融市場の混乱は限定的と考えられる。

第1-5-6表 各国銀行のロシア、ベネズエラへの与信残高（14年7～9月期）

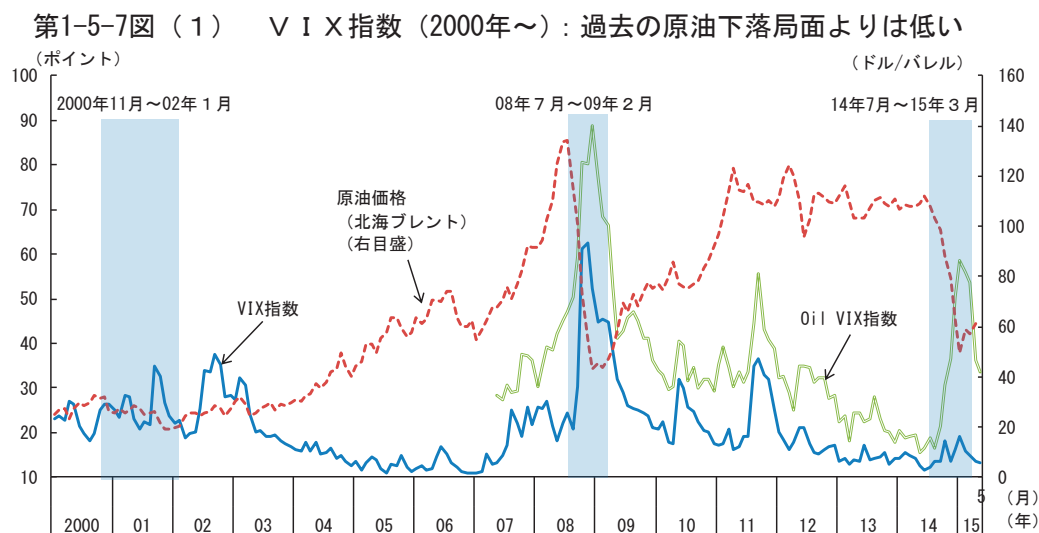
	ロシアへの与信残高 [約2,209億ドル]		海外与信全体に占めるロシアのシェア (%)	ベネズエラへの与信残高 [約333億ドル]		海外与信全体に占めるベネズエラのシェア (%)
		シェア (%)			シェア (%)	
1	フランス	21.4	1.61	スペイン	64.0	1.39
2	イタリア	12.9	3.50	アメリカ	7.8	0.08
3	アメリカ	9.7	0.67	スイス	5.9	0.11
4	ドイツ	8.8	0.73	フランス	2.6	0.03
5	日本	8.1	0.53	英国	1.6	0.01

(備考) BISより作成。

4. 原油価格のボラティリティ

原油価格のボラティリティ指数⁵をみると、14年8月頃から上昇し始め15年1月には世界金融危機後のピークの11年8月⁶を超えた。世界金融危機の頃（08年後半から09年初め）ほどではないものの、原油価格はここ数年で最も値動きが激しい状況になっている。（第1-5-7図(1)）。

一方、今回の原油価格下落局面において、投資家のリスク回避度を表すVIX指数は14年10月15日に14年の最高値である26.25を記録し、12月16日にも23.57まで上昇したものの⁷、15年5月現在落ち着いた動きとなっている。また、過去の原油下落局面（2000年11月～02年1月、08年7月～09年2月）と比較すると、VIX指数の水準は低い（第1-5-7図(1)、(2)）。原油価格の値動きは激しいものの、金融市場全体でみれば投資家の不安が高まっている訳ではない。



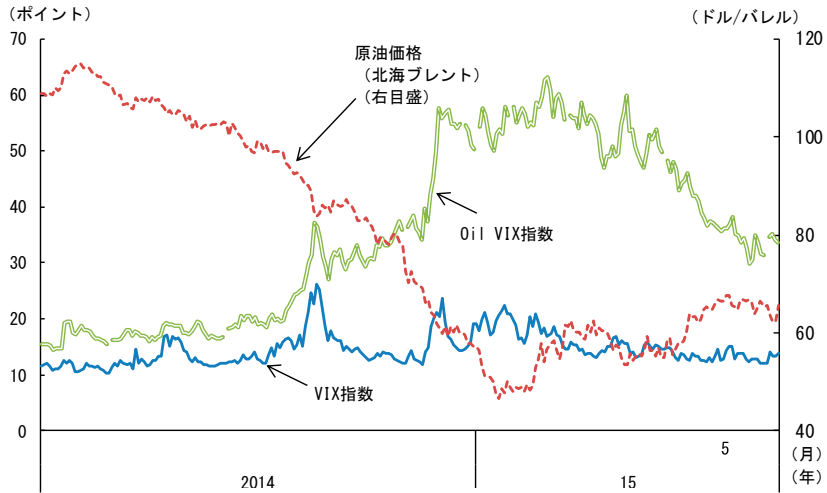
- （参考）1. ブルームバーグより作成。
 2. Oil VIX指数は2007年5月から公表。
 3. 網掛け部分（2000年11月～02年1月、08年7月～09年2月、14年7月～15年3月）は、原油価格下落局面を表す。

⁵ 原油価格のボラティリティ指数（Oil VIX指数）は、シカゴ・オプション取引所（CBOE）が、アメリカン証券取引所に上場されている原油に投資するETFを対象とするオプション取引のボラティリティを元に算出、公表している指数。数値が高いほど投資家が相場の先行きに不透明感を持っているとされる。

⁶ 11年8月8日にS&Pが米国債を格下げし（AAA→AA+）、これに伴いダウが634ドル安を記録。CBOE原油価格ボラティリティインデックスは、翌8月9日に61.82を記録。

⁷ VIX指数は14年10月15日に26.25、この頃ユーロ圏の国（独、仏含む）で過去最低金利を更新。アメリカでも1年4か月ぶりの低水準を記録。同年12月16日に23.57。前日に、ルーブル下落に伴ってロシア中銀が大幅な利上げ（11.5→17%）を行った。

第1-5-7図 (2) VIX指数 (14年6月～)



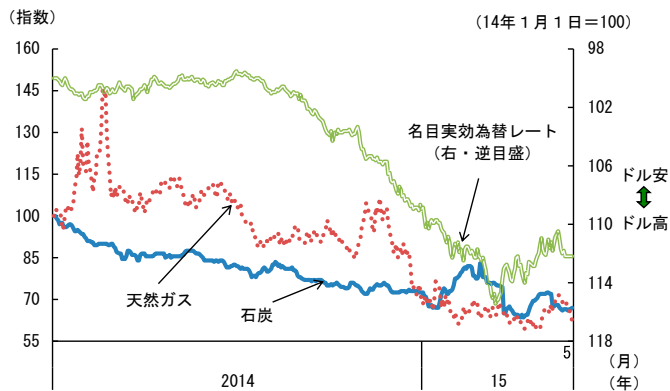
(参考) 1. ブルームバーグより作成。
2. Oil VIX指数は公表されない日もあるため、一部グラフに切れがある。

5. 資源価格への影響

原油以外のエネルギー関連の資源価格をみると、原油価格の下落に加えて、世界経済の回復が緩やかなものにとどまっていることもあって下落している。特に天然ガスは原油価格と連動して低下している。

また、燃料系の資源はドル建てで取引されているものも多く、ドル高になると他通貨建てでは相対的に割高になるため、需要の低下により価格を調整する圧力が生じていることも価格下落要因の一つと考えられる (第1-5-8図)。

第1-5-8図 燃料系の資源価格と名目実効為替レート (ドル) : 特に天然ガスが下落



(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. 天然ガスは、NY商業取引所のヘンリーハブの先物価格。
3. 石炭は、インターコンチネンタル取引所の先物価格。
4. 名目実効為替レートは、下に行くほどドルが増価。

6. 金融政策や金利への影響

エネルギー関連の資源価格の下落は、カナダやオーストラリア、インドネシアといった資源国の実体経済にマイナスの影響を与えている。例えば、IMFによるカナダの15年の経済成長率見通しは、14年10月時点の2.4%から15年4月時点では2.2%に下方修正された。

一方、原油価格の下落は、本章第2節でみたとおり（前掲第1-2-4図）、消費者物価上昇率の低下につながっている。

こうした中、15年に入って政策金利の引下げを行う国が増えている（第1-5-9表、前掲第1-3-9図）。資源国のカナダやオーストラリアでは、資源価格の下落が経済に悪影響を与えるため、景気下支えを意図しているとしている。非資源国については、(1)インドでは、原油安がインフレ率の低下につながっているため、利下げにより成長加速を追求できる環境にあるとしているが、(2)トルコやタイではデフレリスクへの対処を意図しており、その政策目標に違いがみられる。

第1-5-9表 原油価格下落を背景として利下げを行った国（例）

実施日	国名	政策金利	
		利下げ前	利下げ後
15年1月21日	カナダ	1.00%	0.75%
15年2月24日	トルコ	7.75%	7.50%
15年3月4日	インド	6.75%	6.50%
15年3月12日	韓国	2.00%	1.50%
15年4月29日	タイ	1.75%	1.50%
15年5月5日	オーストラリア	2.25%	2.00%

(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. 直近の利下げのみ。

また、最近では、世界的に金利は低下傾向で推移している。金融政策正常化の方向に舵を切ったアメリカを除いて、日本やヨーロッパを始めとして世界的には緩和的な金融政策が続いている。15年3月9日には欧州中央銀行が量的緩和を開始した。このような状況の下で、政策金利を引き下げた国の国債利回りは緩やかに低下している（第1-5-10図）。