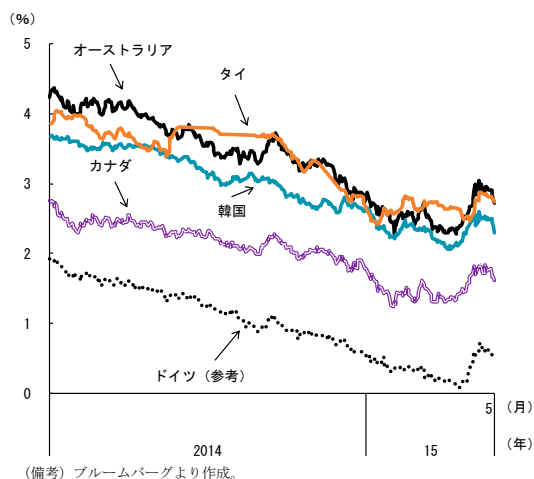


第1-5-10図 政策金利を引き下げた国の10年物国債利回りの推移：緩やかに低下



原油価格が低水準で推移すると、インフレ圧力が低下することから、一般的には緩和的な金融政策が維持される余地が大きくなると考えられる。こうした場合には、債券市場からの投資収益が期待できないため、株式市場やハイ・イールド債等のリスクの高い資産へ資金が流入し、これらのリスク資産が割高となる可能性がある。逆に、原油価格が反発するような地合いになると、資金が流入していた市場から資金の流出が生じる可能性もあることから、このような動きには注意が必要である。

## 7. エネルギー関連企業の負債

国際決済銀行（B I S）によると、原油や天然ガスのエネルギー関連企業の債務は06年の約1兆ドルから14年には約2.5兆ドルに増加した<sup>8</sup>。世界の債務総額は約199兆ドルという試算<sup>9</sup>もあり、一セクターの債務としては極めて大きいといえる。

エネルギー関連企業の債務が拡大した背景には、世界的な低金利を反映した資金調達環境の改善や、投資家の高利回りの債券への需要の高まり等がある。また、原油価格が上昇していたため、エネルギー関連企業の財務体質が改善したことも挙げられる<sup>8</sup>。

エネルギー関連企業の資金調達ではハイ・イールド債の発行が目立っている。14年時点でエネルギー関連企業の債券発行残高は1.6兆ドル、そのうちハイ・イールド債発行残高はおよそ2,000億ドルとも言われている<sup>10</sup>。アメリカでは、シェール事業の拡大に伴い、ハイ・イールド債指数に占めるエネルギー部門の割合が上昇している（09年末7.9% →

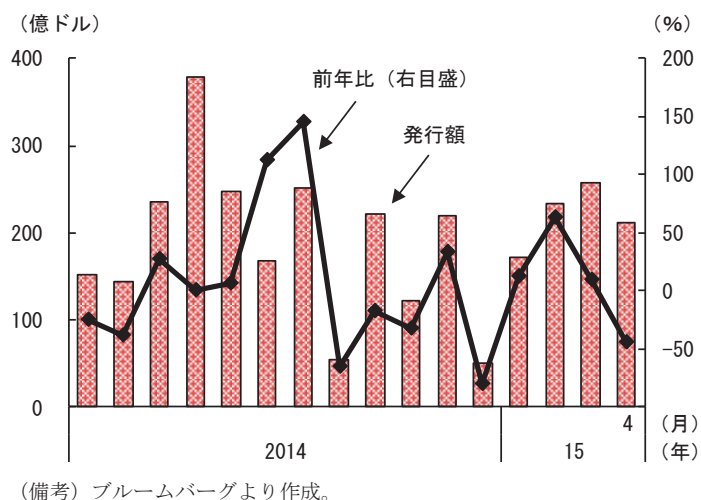
<sup>8</sup> Domanski *et al.* (2015)

<sup>9</sup> Mckinsey Global Institute (2015)

14年12月15日13.1%)<sup>10</sup>。

14年後半からの原油価格の下落後も、ハイ・イールド債は前年を上回るペースで発行されている（第1-5-11図）。

第1-5-11図 ハイ・イールド債の発行額：15年は前年を上回るペースで発行



ハイ・イールド債の利回りは、原油価格が急速に下落していた14年12月に急上昇した。15年1月にはテキサス州においてシェール・オイルの開発を行う企業が破たんしたことを契機として、シェール関連企業の業績不安等からハイ・イールド債が売られる局面がみられ、金融市場への波及が懸念された。しかし、その後、利回りは再び低下に向かっており、投資家のおう盛な債券への需要を反映した形となっている（第1-5-12図）。なお、アメリカで14年に発行された債券に占めるハイ・イールド債の割合は5%程度<sup>11</sup>であり、原油価格下落がアメリカ債券市場に与える影響は限定的であるとの見方もある。

<sup>10</sup> ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社（2014）

<sup>11</sup> アメリカ証券業金融市場協会のデータより計算。

第1-5-12図 ハイ・イールド債の利回りと原油価格：利回りは低下傾向



債務を増やしてきたエネルギー関連企業としては、アメリカのシェール関連企業のほかに中国のペトロチャイナやシノペック、ロシアのガスプロム、ルクオイル、ロスネフチなどの新興国企業が挙げられる。これらの企業では、原油安の影響で企業収益が落ち込み始めている。特に、ロシアでは14年後半以降のルーブル安によりエネルギー関連企業のドル建の債務負担が増加している。また、ムーディーズは15年2月にブラジルの国営石油会社ペトロbras（同社の負債総額は14年12月末時点で1,321億ドル、GDP比約5.6%）の格付けを引き下げ、投資不適格（Ba 2）とした<sup>12</sup>。

ハイ・イールド債の償還は石油・天然ガス関連企業では19年に、シェール関連企業では22年にピークを迎えると指摘されている<sup>13</sup>。原油価格は20年にかけて緩やかに上昇するとみられ（前掲第1-1-7図）、ハイ・イールド債の利回りも低下が続くなど、金融市場は落ち着きを取り戻しつつある。ただし、市場の予想に反して原油価格の低迷が長引いた場合には、エネルギー関連企業が資金繰りに窮し、債務返済能力に疑念が生じる可能性があるとの指摘もある。

<sup>12</sup> ペトロbras社の格付けの引下げに当たっては、政治家への不正献金疑惑の捜査の行方も考慮された(Moody's,2015)。

<sup>13</sup> 神尾 (2015)

## 第6節 まとめと展望

以上みてきたように、原油価格下落は、原油輸出国から原油輸入国への所得移転を通じて世界経済に大きな影響を与えている。支出性向の低い産油国から先進国を中心とする支出性向の高い国に所得が移転するため、世界全体としてはプラスの影響が大きくなると考えられる。

一方、プラスの影響はマイナスの影響よりも遅れて顕在化するとも考えられる。例えば、アメリカでは15年1～3月期には鉱業関連の生産や設備投資の減速が経済全体の下押し要因になったものの、個人消費等へのプラスの影響は明確には現れていない。ガソリン等の石油関連製品の価格下落による実質所得の増加が個人消費の増加につながってくれば、原油価格下落のプラスの影響が今後本格的に顕在化してくると考えられる。

また、原油価格下落のマイナスの影響が大きくなる可能性も否定できない。鉱業関連の生産や設備投資の景気下押し圧力が今後も続けば、個人消費のプラスの影響を減殺してしまうことも懸念される。消費者が原油価格下落に伴う実質所得の増加分を貯蓄や家計債務の返済に回すことになれば、個人消費が期待されるほど増加しない可能性もある。加えて、産油国の経済成長が減速する中で、ロシアの経済的苦境が長引いた場合には、ロシア向け輸出の減少を通じたユーロ圏経済へのマイナスの影響が懸念される。金融面では、エネルギー関連企業の業績への不安が高まれば、ハイ・イールド債市場が不安定化する可能性がある。第1節でみたとおり、原油価格は今後緩やかに上昇することが見込まれる。原油の需要は、中国経済が新常态に移行する中で10～13年のような高い伸びにはならないとみられるものの、世界経済の回復に伴って増加すると考えられる。また、市場が地政学的リスクの高まりを意識すれば、原油価格の上昇圧力になる。一方、シェール・オイルの開発に加えて、リビア等の生産回復等、潜在的に原油供給が増加する要因が今後も出てくるとみられる。

こうした中、各国政府は、原油価格下落を踏まえた経済政策運営を行うことが必要となる。原油輸入国は、原油価格下落による物価上昇圧力の低下を背景に当面は緩和的な金融政策を採用することが可能となる。また、一部のアジア諸国で既に行われているように、燃料補助金の削減により、財政健全化を図ったり、財政資金をインフラ投資等の成長戦略に振り向けたりすることが可能になる。産油国においては、低水準の原油価格が当面続くと見込まれる中、原油依存脱却の動きが進むことが期待される。原油以外の産業が成長をけん引できるようになれば、原油価格の変動による経済への悪影響を軽減することが可能となる。