

世界経済の潮流 2015年

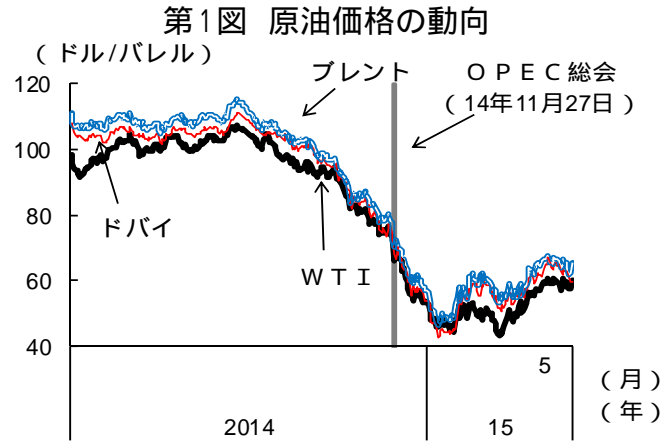
< 2015年上半期 世界経済報告 >

原油価格下落と世界経済～メリットとリスクの総点検～
(概要)

2015年6月

内閣府
経済財政分析・海外担当

- 原油価格は14年6月末頃から15年1月末にかけて50%以上下落(第1図)。国際機関の試算によると、原油価格の下落は世界経済全体の実質GDPを0.5～0.7%ポイント程度押し上げ(第2表)。
- 原油価格下落の背景としては、(1)需給バランスの緩み(供給面:アメリカにおけるシェール・オイル生産拡大、需要面:中国を始めとした新興国や先進国の需要鈍化)、(2)アメリカが金融政策の正常化に向かう中で、原油市場における投機的な動きが弱まったこと(第3図)が挙げられる。これに加えて、14年後半以降、サウジアラビアの減産見送りによって、供給超過が続くと予想が高まった(第4図)。
- 原油価格は2020年にかけて緩やかに上昇する見通し(第5図)。

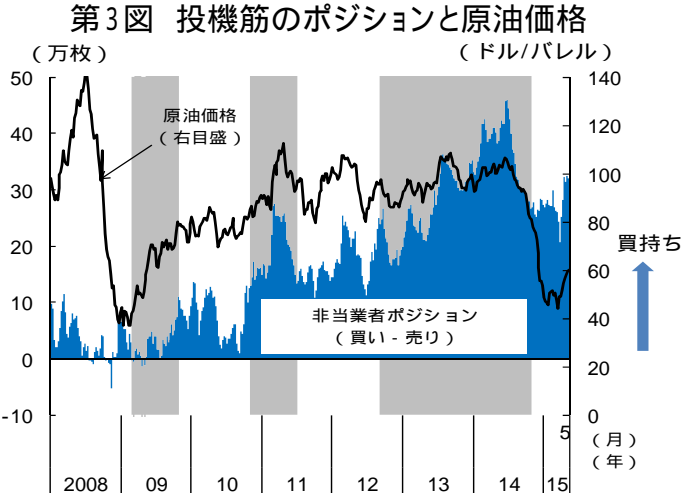


第2表 原油価格下落による世界経済の実質GDP押し上げ効果 (国際機関の試算)

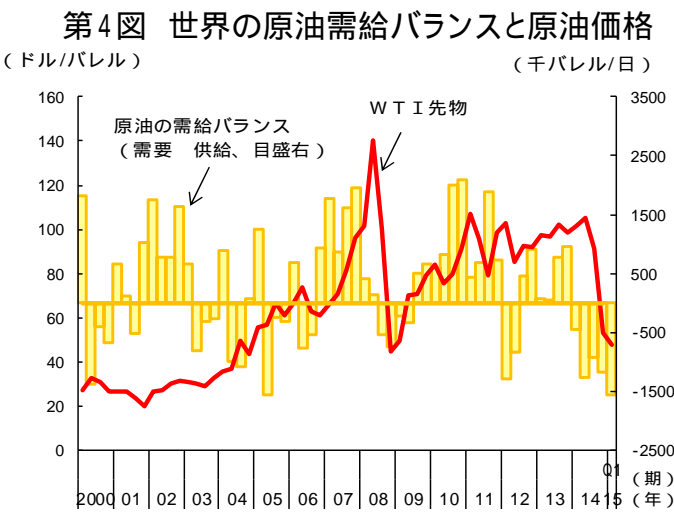
	15年	16年	試算の前提
IMF	+0.7%p	+0.9%p	原油価格の40%下落 (14年8月時点から)
世界銀行	+0.5%p	-	原油価格の30%下落 (14年と15年の平均価格を比較)

(備考) IMF、世界銀行より作成。

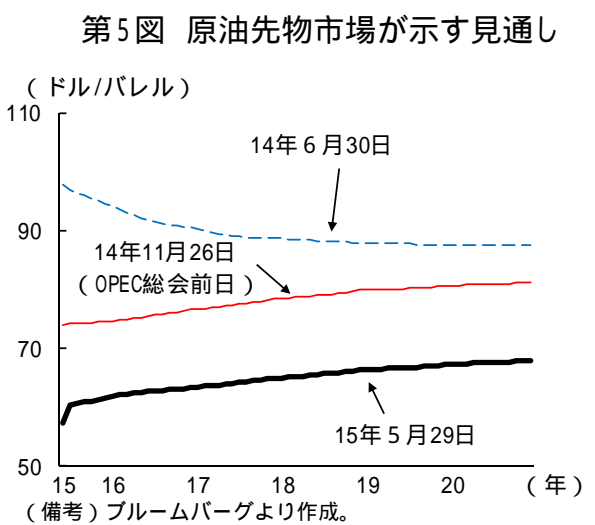
(備考) ブルームバーグより作成。



(備考) 1. アメリカ商品先物取引委員会、ブルームバーグより作成。
2. 網掛け部分はアメリカ量策の緩和の実施期間。
3. 非当業者とはヘッジファンド等。



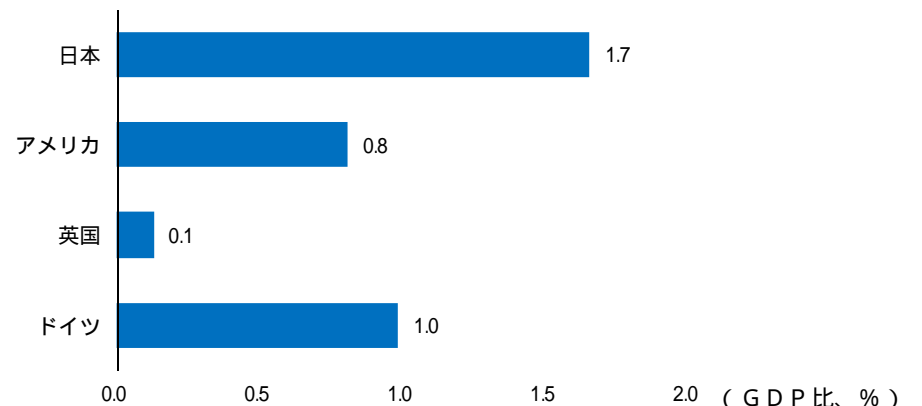
(備考) IEA、ブルームバーグより作成。



(備考) ブルームバーグより作成。

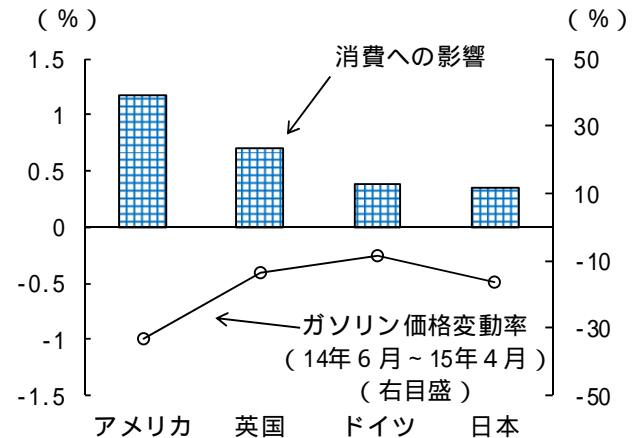
- 先進国の多くは原油の純輸入国であり、原油価格の下落は先進国全体としては経済にプラス。
- 貿易収支: アメリカ、ドイツ、日本では、原油価格下落によって貿易収支がGDP比0.8～1.7%改善(第1図)。
- 家計部門: 原油価格の下落はガソリン価格等の低下を通じて、家計の実質所得を押し上げ。アメリカのガソリン消費の節減額は個人消費の約1%に相当(第2図)。
- 企業部門: 原油価格の下落は企業収益に全体としてプラスの影響を及ぼすと考えられるが、産油国のアメリカ及び英国ではエネルギーセクターの大幅な減益が企業収益を下押し(第3図)。同様に米英では生産及び設備投資にマイナスの影響がみられる(第4図)。

第1図 原油価格下落が貿易収支に与える影響

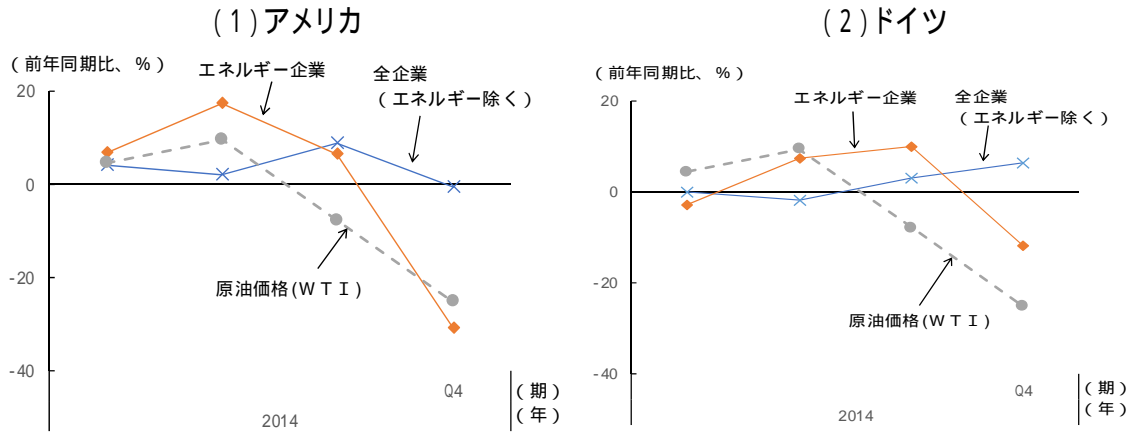


(備考) 各国の原油輸入単位コストの差(14年6月と15年2月の差)から貿易収支の差額を算出。

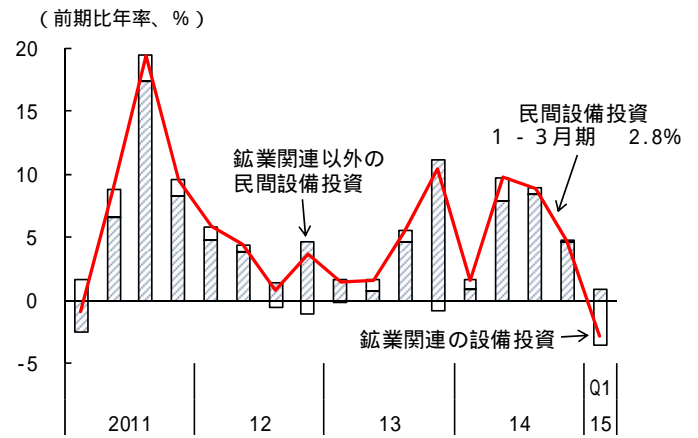
第2図 ガソリン価格下落の消費への影響



第3図 企業の営業収益の推移

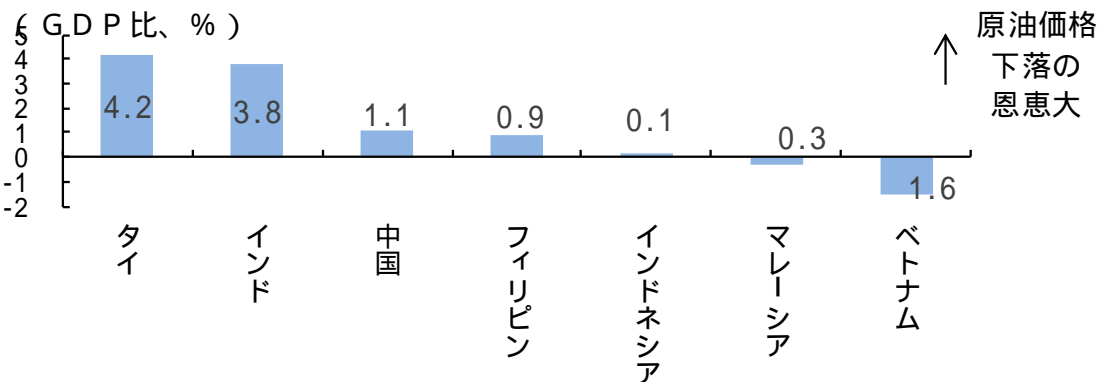


第4図 アメリカの鉱業関連の民間設備投資の推移



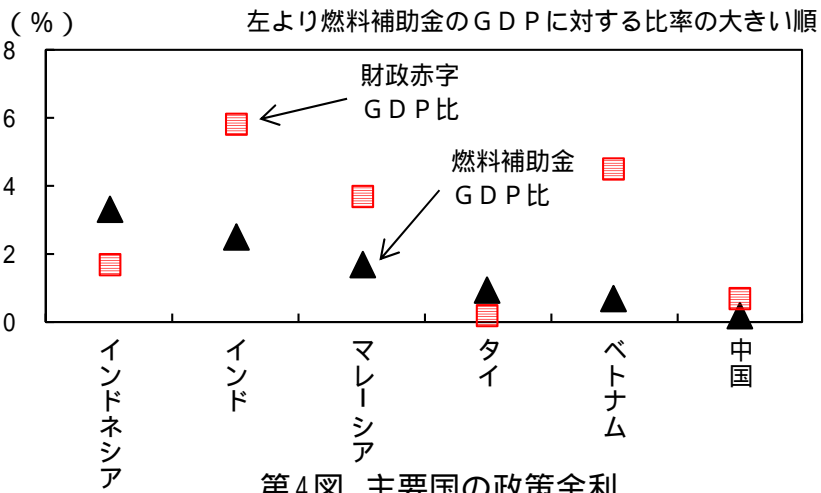
- 原油価格の下落は、実質所得の増加、企業の生産コストの低下等により、アジア新興国に総じてプラスの影響を与えるとみられる。原油等の輸入依存度の高いタイ、インド等では恩恵が大きい(第1図)。
- 原油安により財政上の負担となっていた燃料補助金(第2図)を削減する動きが加速。また、削減により生じた資金をインフラ等の新たな成長基盤の強化に向ける動きもみられる(第3表)。一方、原油以外の鉱物資源の純輸出国であるインドネシア及びマレーシアでは、原油価格以外の資源価格の下落もあり、企業収益が悪化し、財政面で税収減も懸念される。
- 物価上昇率の低下は景気刺激のための金融緩和の余地を拡大させる(第4図)。一方、利下げは内外金利差等による資金流出や、自国通貨安による輸入インフレを生じさせる懸念があることから、金融政策当局は難しい舵取りを迫られている。

第1図 原油価格の低下による貿易収支の改善幅



備考) 数値は13年原油純輸入量 × (WTIの13年平均価格 - 15年1～3月期平均価格) のGDP比。

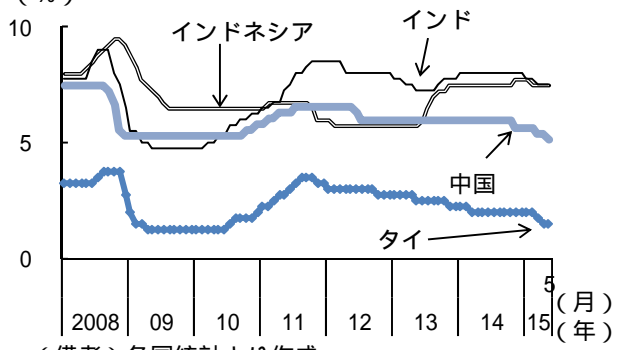
第2図 財政赤字と燃料補助金規模(GDP比、13年)



第3表 燃料補助金削減の動き

	インドネシア	インド	マレーシア
燃料補助金削減	・15年1月 ガソリンへの補助金を撤廃	・14年10月 軽油への補助金を撤廃	・13年9月 ガソリン・軽油価格の引上げ ・14年12月 ガソリン・軽油への補助金を撤廃
財政改善分の振向け先	・インフラ投資、低所得者層向けの医療、教育分野		・農業、教育、保健等の分野

第4図 主要国の政策金利



(備考) 各国統計より作成。

- 産油国の経済は原油輸出に大きく依存。産油国の原油輸出のGDP比は2010～13年で約3割(第1表)。
- 歳入は原油・天然ガスからの収入に依存(第2表)。燃料補助金は財政の負担となっているが、アジア諸国と同様に削減の動きもみられる。
- 15年の財政収支及び経常収支は、多くの国で赤字の見込み(第3図)。原油価格下落に対する耐性は国によってばらつき(第4表)。
- 資源依存度の高い国では資源価格に左右され輸出が不安定となる傾向(第5図)。持続的で安定した発展を実現するためには産業の多角化が不可欠。UAEやカタールでは産業の多角化を進める動きがみられる。

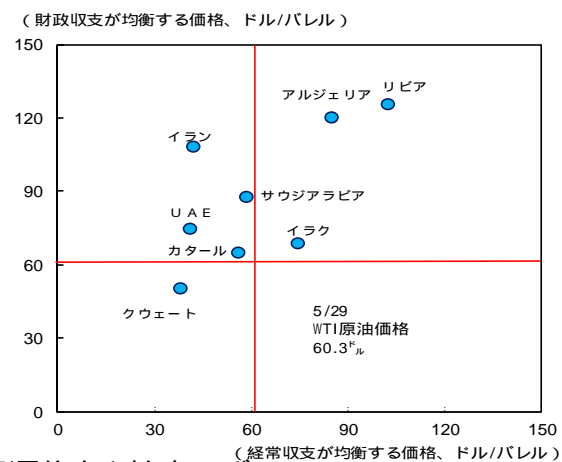
第1表 原油輸出の名目GDP比 (%)

	1995～99	2000～04	05～09	10～13	95～99年と10～13年の差
サウジアラビア	28.1	36.2	46.3	43.1	15.0
ベネズエラ	19.4	22.7	26.3	19.8	0.4
ロシア	6.5	11.9	13.5	13.6	7.1
OPEC加重平均	25.3	34.3	37.2	30.5	5.3

第2表 主要産油国の税制と歳入構造 (%)

主要産油各国の税制	法人税	個人所得税	消費税・付加価値税	歳入に占める原油・天然ガス収入の割合(13年)
サウジアラビア		x	x	87.7
クウェート		x	x	85.6
カタール		x	x	42.4
UAE		x	x	78.7
ロシア				50.0
ベネズエラ				46.6

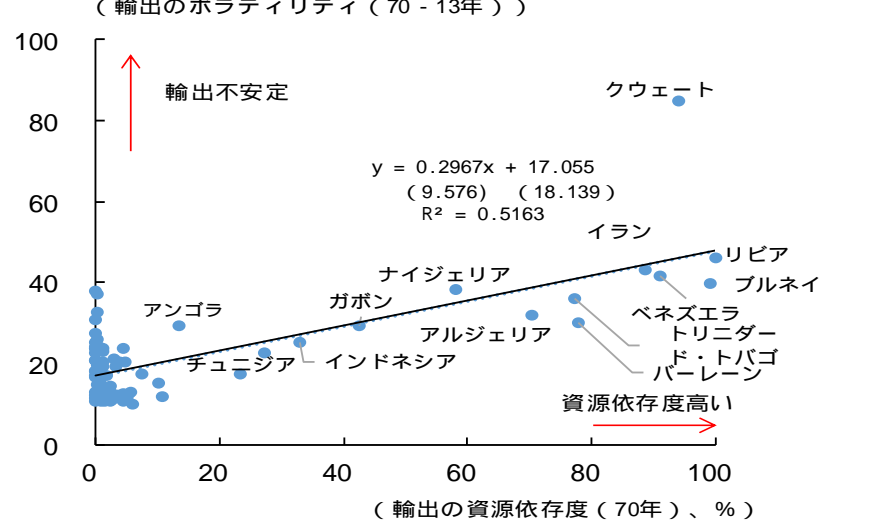
第3図 均衡原油価格



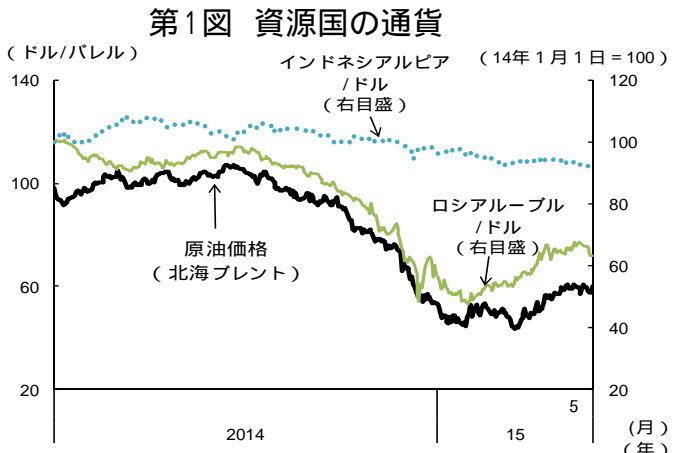
第4表 原油価格下落の耐性

	格付け (ムーディーズ)	外貨準備/輸入月数 (14年6月 15年1月)		対外債務 (GDP比、%)	対外純債権国
投資適格	Aa2	UAE [安定的]	3.2 3.3	42.6	n.a.
		クウェート [安定的]	9.2 8.7	21.1	
		カタール [安定的]	8.6 8.4	69.1	n.a.
	Aa3	サウジアラビア [安定的]	38.6 38.3	9.9	
投機的	Ba1	ロシア [ネガティブ]	13.4 10.5	29.1	
		アンゴラ [安定的]	7.6 6.8	19.3	
	Ba3	ナイジェリア [安定的]	5.5 5.0	2.6	
		エクアドル [安定的]	2.3 1.4	21.6	x
	B3	ベネズエラ [安定的]	3.6 3.7	52.3	

第5図 資源依存と輸出のボラティリティ



- 原油価格の下落によって、原油輸出国の通貨、とりわけロシアルーブルが大幅に減価(第1図)。
- ロシアやベネズエラは実体経済の悪化により、対外債務の返済能力に懸念も指摘。ロシアは民間債務が中心であり、公的債務のデフォルトリスクは低いとされるが、ベネズエラは今後償還の山場を迎えるため、政府の経済運営が注目される。また、両国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(第2図)。
- 原油価格の下落を背景に利下げを行う国が増加しており(第3図)、金利は低下傾向で推移。
- エネルギー関連企業でハイイールド債の発行が目立つ。シェール・オイルの開発を行う企業の破たん(15年1月)を契機に金融市場への波及が懸念されたが、現在は利回りは低下(第4図)。
- 原油価格下落の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可能性。一方で、鉱業関連の生産や設備投資の景気下押し圧力が続くリスクもある。



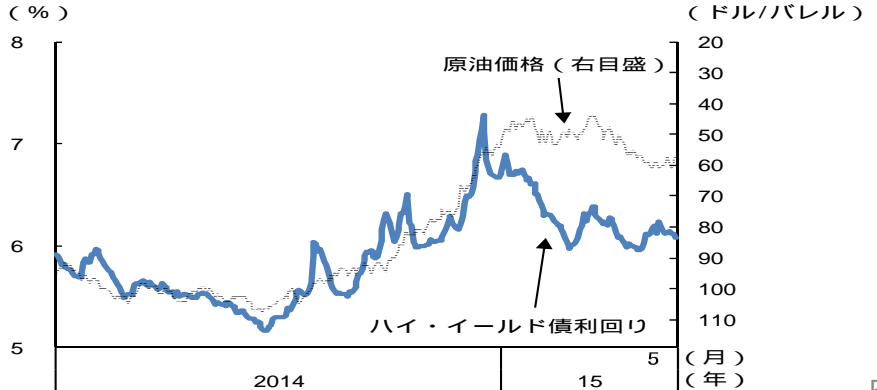
第2図 ロシアとベネズエラの与信残高

	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

第3図 原油価格下落を背景に利下げした国(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%

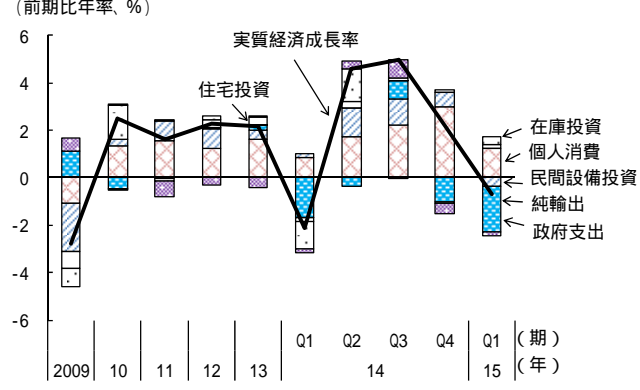
第4図 ハイイールド債の利回りと原油価格



第2章第1節 金融政策正常化に向けて歩みを進めつつあるアメリカ経済

- 雇用・所得環境の改善が個人消費の増加に結びつく好循環が形成され、景気は回復が続いている(第1図)。
- FRBでは金融正常化に向けた動きが進みつつある(第2表)。
- 時間当たり賃金はおおむね横ばいであるものの、最近小売等で賃上げの動き。賃金・報酬と諸手当を含む雇用コスト指数は短期失業率が4.5%を下回った14年以降から伸びが上昇傾向(第3図)。
- 今後も回復が続く見込みであるものの、ドル高(第4図)や原油価格下落の影響がリスク要因。
- 中間層の所得は低下傾向。労働者をスキル別にみると、中スキルの下(例:機械オペレーター)に分類される労働者のシェアが低下傾向(第5図)。賃金は高スキルほど伸びる傾向(第6図)。スキル向上のための教育・職業訓練が一層重要になっている。

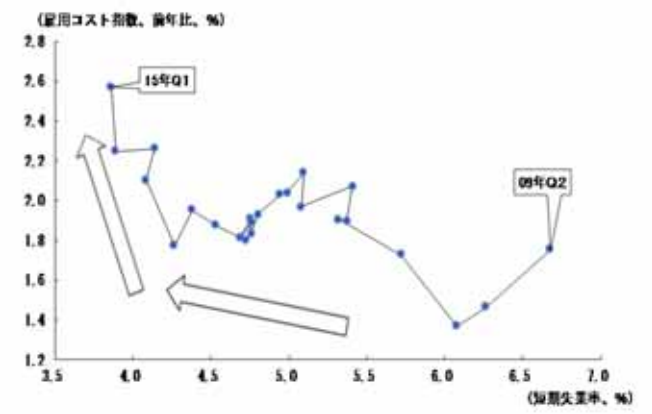
第1図 実質経済成長率



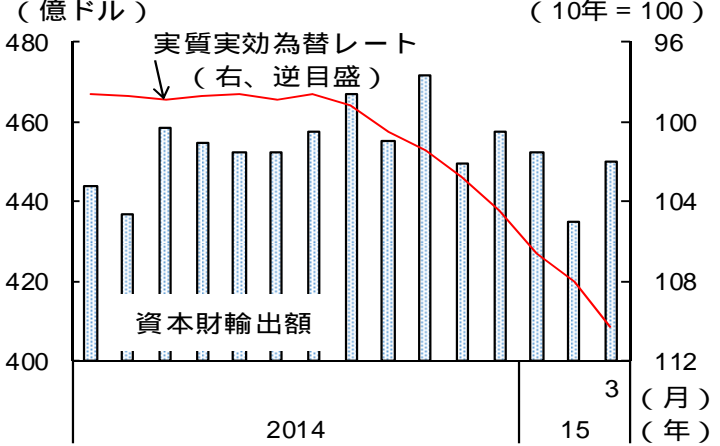
第2表 FOMCの声明文の推移

〈現在〉		〈前回利上げ開始前〉	
年月	声明文	年月	声明文
14年10月	相当な期間現在の政策金利を維持することが適切	03年12月	緩和的な金融政策は相当な期間維持できる
14年12月	金融政策の正常化開始に向けて辛抱強くなれる	04年1月	緩和的な金融政策を解除するのに辛抱強くなれる
15年1月	同上	04年3月	同上
15年3月	・4月の会合で政策金利を上げる可能性は低い ・労働市場が一層改善し、インフレ率が中期的に目標の2%に戻ると合理的な自信が得られた場合は利上げが適切となる	04年5月	緩和的な金融政策は慎重なペースで解除される
15年4月	・同上 (ただし、次回会合での政策金利に関する言及なし)	04年6月	初回利上げ(1.00% 1.25%)

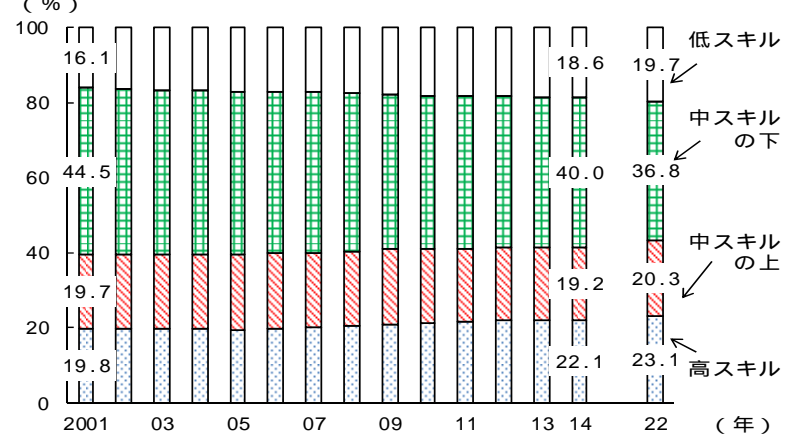
第3図 賃金の動向 - 短期失業率と雇用コスト指数



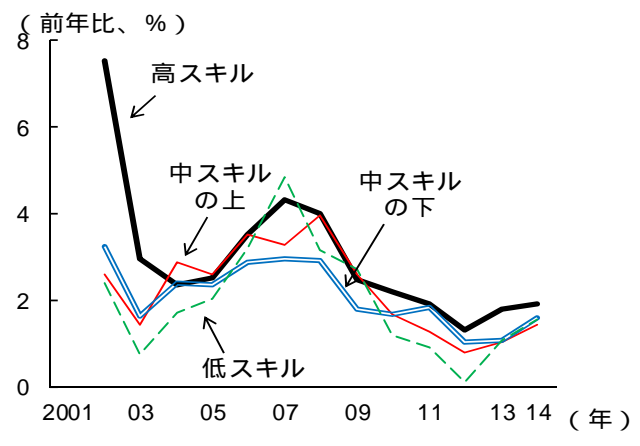
第4図 資本財輸出と実質実効為替レート



第5図 スキル別雇用者のシェア

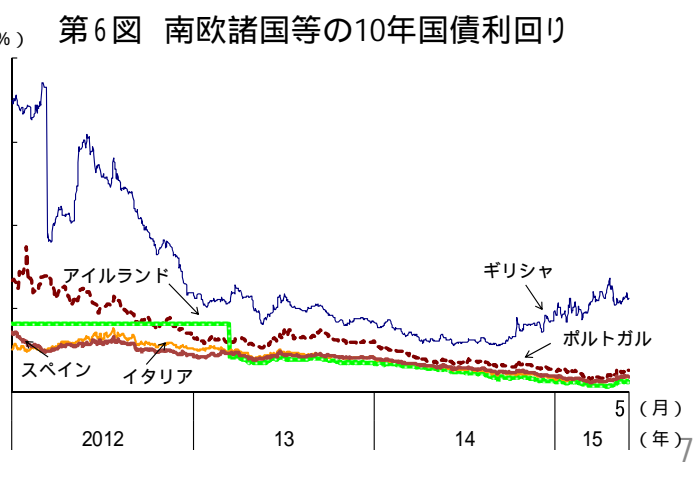
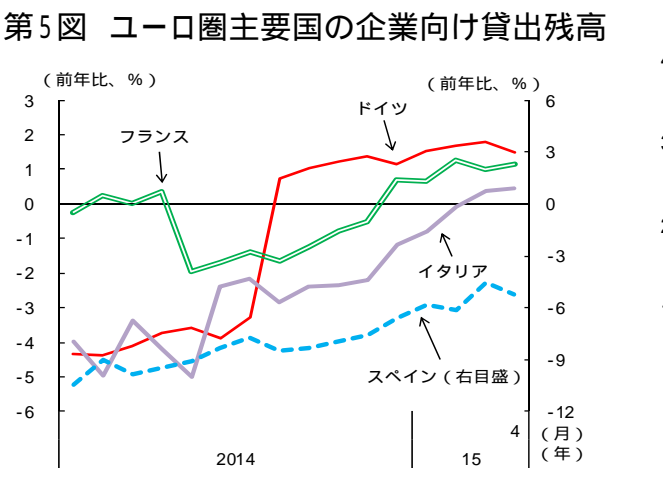
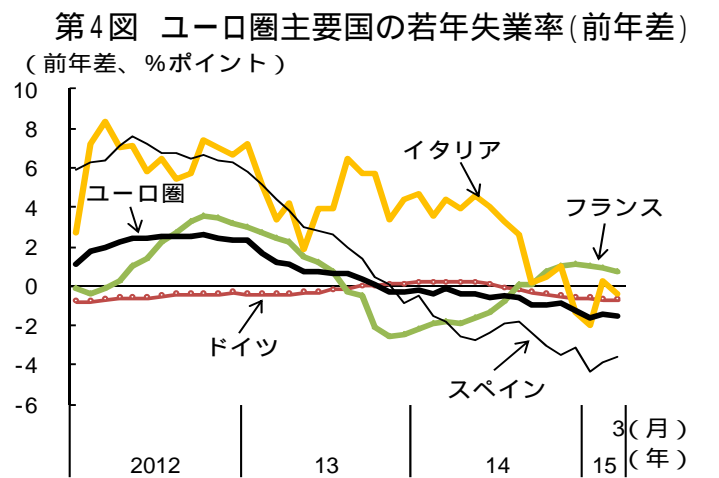
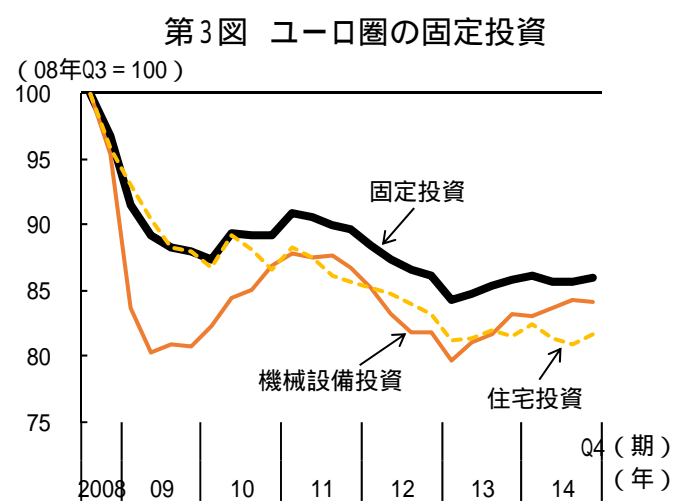
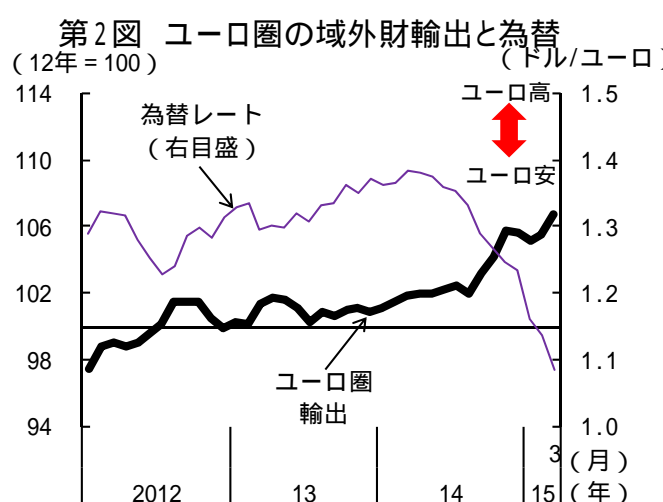
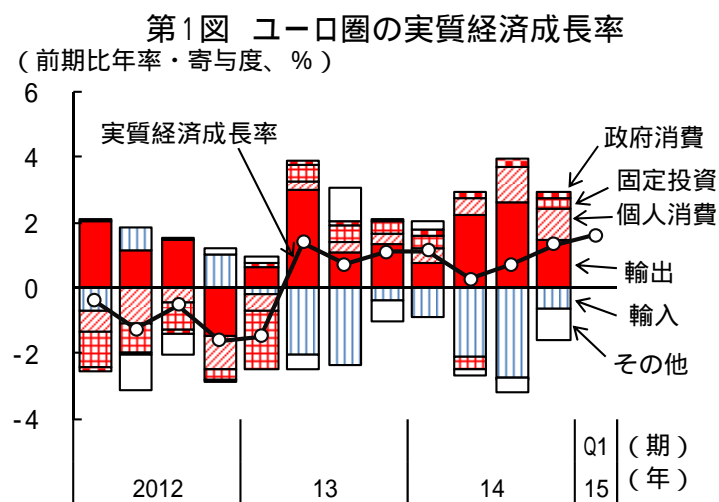


第6図 スキル別の賃金の動向



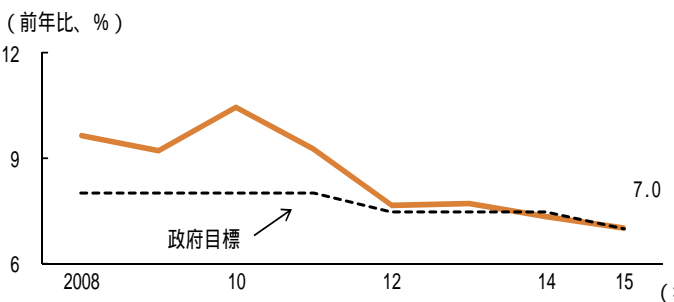
第2章第2節 ヨーロッパ経済 ~ユーロ圏は個人消費を中心に持ち直し~

- ユーロ圏の景気は、物価下落による実質賃金の増加等により個人消費を中心に持ち直し(第1図)。また、ユーロ安により輸出も増加傾向にあるが(第2図)、ロシア向け輸出の減少が引き続き下押し要因に。
- 投資は依然として世界金融危機以前のレベルを大幅に下回っている(第3図)。こうした状況を受け、欧州委員会は中長期的な経済成長のために3年間で合計3,150億ユーロ(ユーロ圏GDP比約3%)の投資プランを策定。
- ユーロ圏の若年失業率は、これまでの対策の効果もあり15年3月には22.7%と1年前の24.2%から低下(第4図)。
- デフレ懸念の高まりに対し、ECBは3月から国債購入を含む量的緩和策を実施。これまでの金融緩和の効果もあり、企業向け銀行貸出は増加傾向(第5図)。
- ギリシャのデフォルト懸念による他の南欧諸国等への影響はこれまでのところほとんどみられない(第6図)。



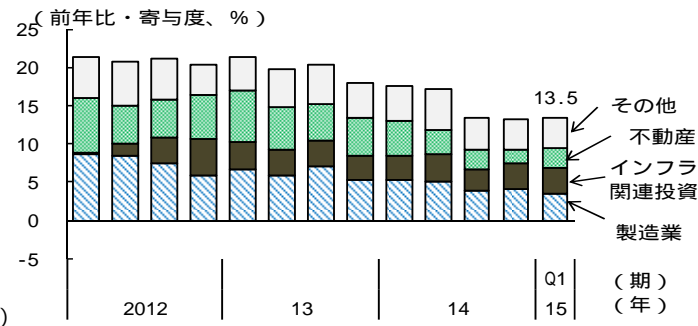
- 中国では、構造改革(過剰生産・設備、過剰信用の解消等)を進め、成長の質を重視した政策運営を実施。こうした成長を「新常态」と呼んでおり、このことが成長率の低下の背景の一つとなっている(第1図)。
- 構造改革には痛みを伴うため、その着実な進展を図るためには経済の安定成長が必要とされるが、投資、輸出は減速し、景気の下振れ圧力が強まっている(第1~3図)。また、政府が目指す経済の安定成長の主要目標である雇用をみても弱い動きとなっている(第4図)。
- 政府は15年目標の7%成長実現のために、財政・金融政策の活用(第5図)による景気の安定化に努めているが、どこまで政府の景気下支え策が実効性を発揮できるか不確実性も高い。
- 中国経済の安定成長は、中国自身だけでなく世界経済にも極めて重要であるため、中国政府の適切な政策運営が期待される。

第1図 実質経済成長率



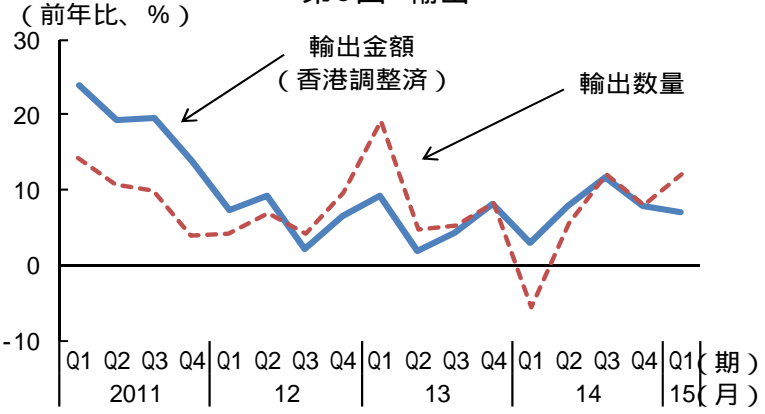
(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 15年は1~3月期。

第2図 固定資産投資

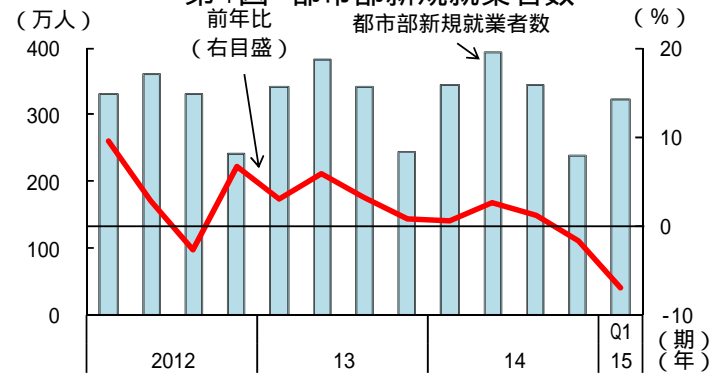


(備考) 1. 中国国家統計局より作成。伸び及び金額はすべて名目値。
2. インフラ関連投資は、水利(ダム)・鉄道・道路等への投資額の合計。

第3図 輸出

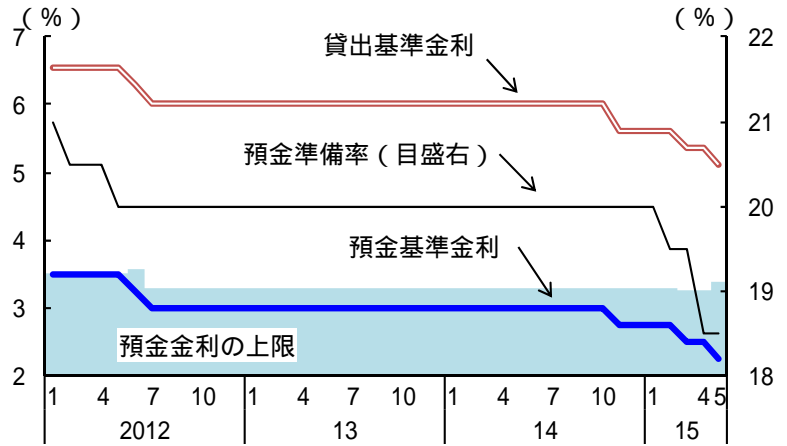


第4図 都市部新規就業者数



(備考) 1. 中国人的資源・社会保障部より作成。
2. 累計で出される公表値を単四半期に直した。

第5図 政策金利



● 世界経済：緩やかな回復が続く

➤ 先行きのメインシナリオ

アメリカの回復、ユーロ圏の景気の持ち直しが続くことなどにより、緩やかな回復が続く。

(国際機関の見通しでは、15年の実質経済成長率はおおむね3%台前半)

➤ リスク：

(1) アメリカの金融政策正常化

正常化のプロセスで国際金融市場が大きく変動し、新興国経済から資金流出が起き、实体经济に影響をもたらす可能性。想定以上に金利が上昇すれば、アメリカ国内の設備投資や住宅投資が影響を受ける可能性。

(2) 中国経済の先行き

成長が想定以上に減速した場合、中国の外需に依存する国々の輸出への懸念。構造改革が円滑に進まない場合、過剰設備が解消されず過剰生産によって企業収益の悪化等の懸念。

(3) ヨーロッパの政治リスク

ギリシャの反緊縮を掲げる新政権は、債務返済・軽減をめぐる交渉が難航。ギリシャ国債のデフォルトリスクの懸念。9月以降には南欧で総選挙、反緊縮を掲げる政党が台頭する可能性。

(4) 地政学的リスク

- ウクライナ情勢をめぐっては15年2月に停戦合意。欧米のロシアへの経済制裁は合意の完全履行が解除の条件だが、見通しは立たず。ウクライナでは著しく景気悪化。
- 中東やアフリカの一部でイスラム過激派が台頭、今後の推移によっては原油価格の上昇圧力になり得る。