

## 原油安と ASEAN

### 【ポイント】

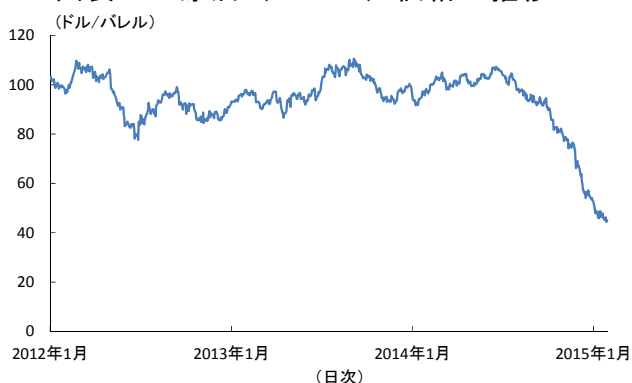
1. 原油価格急落の背景として、原油をめぐる近年の需給構造の変化があるが、そもそも実力対比で買われ過ぎていた反動が出たという側面もあり、その点、近い将来大きく値を戻す展開はあまり期待しない方が良さそうだ。
2. ASEAN 主要 6 カ国の為替市場への影響をみると、大幅な下落を記録したマレーシア、インドネシア、シンガポールと、概ね横ばい圏での推移となったフィリピン、ベトナム、タイとで、市場の反応は大きく異なった。
3. 足元の原油安・資源安は、各国のインフレ率の押し下げに繋がっており、金融政策も引き締め方向から緩和方向への転換が起きつつある。
4. ASEAN には資源の純輸入国が多く、今回の原油を中心とした資源安は全体として経済への恩恵が大きいですが、更なる資源相場下落など、市場の変調には注意が必要である。

昨年夏以降の原油価格の大幅な下落が、世界経済や金融市場の新たな火種として浮上する中、同じ ASEAN（東南アジア諸国連合）の中でも影響を大きく受けている国と、そうでない国との違いが鮮明になっている。影響を受けている国はいわゆる資源国であるが、米国の利上げ観測を巡る思惑や地政学リスクの台頭も、足元で新興国の金融市場を不安定化させる要因となっている。本稿では、こうした市場環境の変化を踏まえながら、ASEAN 各国の通貨や金融政策の見通し等について概観する。

### 1. 急落する原油価格と各国為替レートの推移

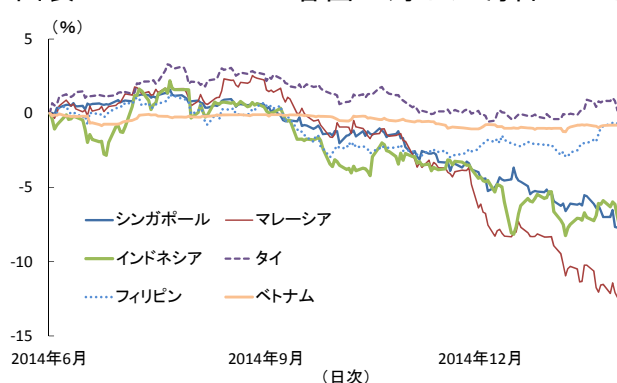
昨年 7 月頃まで 1 バレル＝100 ドル前後で推移していた原油先物価格（WTI）は、その後下落基調に転じ、2 月上旬現在は同 45 ドル前後と、半値以下の水準に沈んでいる（図表 1）。市場参加者の多くが予想していなかった今回の急落劇の背景として、①米国のシェール革命によるオイル供給量の増加、②米連邦準備理事会（FRB）の量的緩和終了に伴う流動性縮小観測、③中国や欧州など世界経済の減速に伴う需要の低迷、④OPEC（石油輸出国機構）総会での減産見送り、⑤投機資金の流入等で原油相場が近年実力から乖

図表 1. 原油（WTI）価格の推移



(資料)ブルームバーグより富国生命リサーチ(シンガポール)作成

図表 2. ASEAN各国の対ドル為替レート



(資料)ブルームバーグより富国生命リサーチ(シンガポール)作成

離れた高値圏での推移を辿っていたこと、等が指摘されているが、そもそも投機資金などで膨らんでいた原油のプチバブルが弾けて、市場が新たな価格の均衡点を模索し始めたのだとすると、需給バランスに変化をもたらす新たな動きが出てこない限り、近い将来大きく値を戻す展開は期待できないだろう。

図表 2 は、原油の急落が始まる前の 2014 年 6 月 2 日時点の対米ドル為替レートを基準として、ASEAN 主要 6 カ国（シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナム）の為替レートの騰落状況を示したグラフである。全般に底堅い推移を辿っていた ASEAN 各国通貨であるが、2014 年 9 月以降、米 FRB の早期利上げ観測の台頭や原油価格急落によるリスク回避姿勢の高まり等から、下落基調に転じた。1 月末までの騰落率を確認すると、大きく値を崩しているのは、マレーシア（▲12.4%）、インドネシア（▲7.7%）、シンガポール（▲7.7%）の 3 カ国で、フィリピン（▲0.7%）やベトナム（▲0.7%）、タイ（+0.2%）の 3 カ国については、概ね横ばい圏での推移となっている。

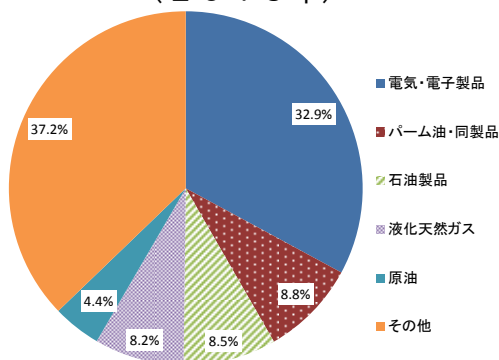
## 2. 為替レート変動の背景

今回の原油急落局面において、為替市場からの資金流出が顕著だった 3 カ国の中で、いわゆる資源国と呼ばれる国は、マレーシアとインドネシアの 2 カ国である。経常収支や財政収支の悪化懸念などから、売られやすい地合いとなった。

マレーシアは長らく原油の純輸出国であったが、本原稿の執筆中に「2014 年にマレーシアが原油や石油製品の純輸入国に転じた」との速報ニュースが飛び込んできた。同国は予てより、原油の埋蔵量に限りがあることから、純輸入国に転じるのは時間の問題と見られていたが、予想より少し早いタイミングで“その時”が訪れたようだ。原油安が通貨の売り材料となってきた経緯を考えると、市場へのインパクトは幾らかあるかもしれない。但し、そもそもマレーシアにおいて、資源部門の稼ぎ頭は原油ではなく、天然ガスやパーム油である。両者合計の輸出シェアは 2013 年の統計で約 17%と、一大輸出品目となっているが（図表 3）、これらは原油とは違って輸入が皆無に等しいので、貿易収支に対して直接的なインパクトがある。通貨リングが今回大幅に下落している背景として、天然ガスやパーム油の価格が原油安に連動する形で下落傾向を強めていることの影響が多分にあるだろう（図表 4）。これら資源価格が今後も軟調に推移する場合、マレーシアは格好の“売り対象国”となり、為替が売られやすい地合いが続くものと予想される。

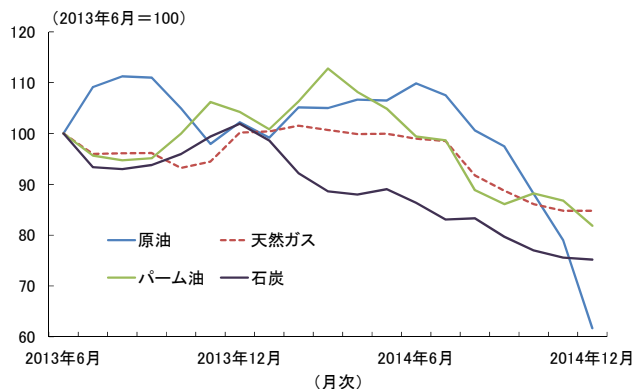
同じく産油国であるインドネシアは、原油生産量の減少や国内消費量の拡大基調を背景に、2004 年に原油の「純輸入国」に転落しており、近年は「原油・石油製品」で巨額

図表 3. マレーシア輸出品目別シェア  
(2013年)



(資料) マレーシア統計局より富国生命リサーチ(シンガポール)作成

図表 4. 資源価格の推移



(資料) IMFより富国生命リサーチ(シンガポール)作成

の貿易赤字を計上している。従って、原油価格の下落は貿易収支の改善に繋がるなど、同国経済にとってプラスとなる。一方、石炭やパーム油、天然ガスについては「純輸出国」となっており、これら資源の価格が下がると貿易収支の悪化に繋がる。従って、原油価格下落によるプラス効果と、その他の資源価格が下落することによるマイナス効果の、両方を分析しなければインドネシアへの影響は計れないことになる。この点、昨年夏以降の「その他資源」の下落率が、原油の下落率よりも小さい現時点における評価としては、「両方の効果を合算すると貿易収支への影響は概ねトントン、若しくは多少のプラス」と見る向きが多いようである。そんな中、今次局面で同国の為替下落率が大きくなったのは、インドネシア＝資源国との連想が働き、一部の資金が引き上げられた可能性が考えられる。また、構造的な問題ではあるが、同国の巨額の経常赤字や高いインフレ率なども、下落の背景にあるだろう。いずれにしても、各資源の今後の価格推移次第で、インドネシアの需給が変わってくる点には留意が必要である。

一方、インドネシアと同等の下落率を記録したシンガポールは、国土が狭く天然資源を持たない。資源価格の下落は同国経済にとって恩恵になるし、貿易黒字の拡大にも寄与する。また、今次局面において、理論上は通貨高の方向に作用していたはずである。従って、為替が反対の方向に動いたのには、別のストーリーが必要となる。下落の最大の理由は、通貨バスケット内でウェイトが大きいマレーシアの通貨が大幅に下落したことである。シンガポールは、主要な貿易相手国との貿易実績に基づいて設定される「通貨バスケット」を参照し、自国通貨の変動を一定の範囲に抑えるよう市場介入する管理変動相場制を採用している。今回のシンガポールドルの特異な動きは、貿易関係の深い隣国マレーシアの通貨価値下落に引きずられる形で、或いはそれに合わせる形で減価した結果だと解釈できる。また、シンガポール金融管理局（MAS）は1月28日に予想外の金融緩和を表明したが、これも通貨の押し下げ要因となった。

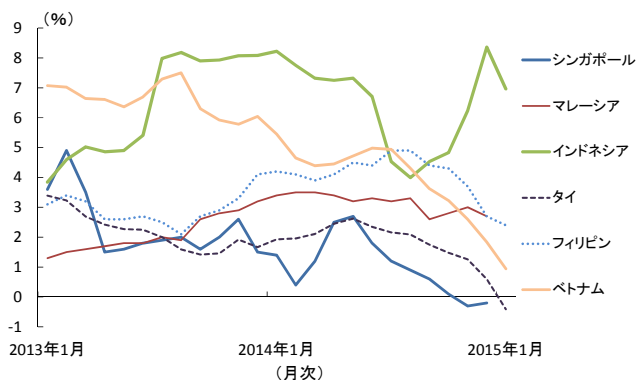
これまで通貨が減価している3カ国について見てきたが、横ばい圏で推移している残りの3カ国の状況はどうだろう。タイやフィリピンは、原油・石炭・天然ガスなど、化石燃料の純輸入国であり、資源価格の下落は両国の経済や通貨にとってプラスとなる。また、フィリピンは昨年7月と9月に2回連続で政策金利の引き上げに踏み切っており、このことも通貨の下支え要因となった可能性がある。一方、産油国であるベトナムは、原油の輸出で稼ぐ一方、石油製品の多くを輸入に頼るなど、プラスとマイナスの両面がある。プラスの影響を享受するのは、安くなった石油製品の恩恵を受ける民間部門であり、マイナスの影響を被るのは、原油の売上減が歳入の減少に繋がる政府部門である。政府歳入の約10%を原油の売上げが占める同国だけに、その影響を懸念する声がある。一方で、消費の活性化や企業収益の向上による税収の拡大など、歳入減の影響を和らげる効果も見込めるため、原油価格が今より大幅に下げない限り、マイナスの影響は限定的と見る向きもある。尚、ベトナムドンは、中央銀行が発表する公表レート（中間値、対米ドル）から上下1%の変動幅の中で取引が行われる管理フロート制を採用しているため、通貨の切り下げや切り上げが行われない限り、概ね米ドルに連動して動くという特徴がある。今次局面では、昨年6月と今年1月にそれぞれ1%の通貨切り下げが行われたが、その影響もあり、小幅ではあるが対米ドルで減価している。尚、ベトナム中銀は2015年の通貨切り下げ幅を2%以内に留める方針を示しており、その点、ベトナムドンは今後も暫く安定した推移を辿る可能性が高い。

### 3. 金融政策への影響

これまで原油安・資源安が各国の貿易収支や通貨に与える影響を見てきたが、短期的

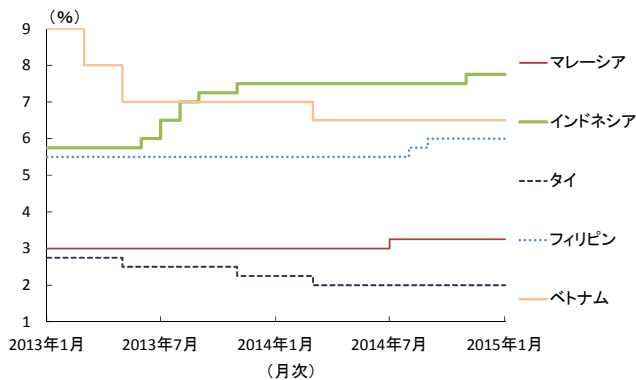
には、インフレ率の下押し効果や、その金融政策への影響も注目される。図表 5、6 は ASEAN 各国のインフレ率の推移、政策金利の推移を表したグラフである。インフレ率をみると、インドネシアとマレーシアを除く 4 カ国で、昨夏以降顕著な下落傾向が見られる。シンガポールは 2014 年 11 月に前年比▲0.3%、12 月も同▲0.2%とマイナス圏に沈み、前述の通り今年 1 月に金融緩和（通貨高の誘導ペースの緩和）に踏み切っている。また、タイも今年 1 月に同▲0.41%と 2009 年 9 月以来のマイナス圏に沈んだ。コアインフレが安定しているため 1 月の会合では金利据え置きとなったものの、7 人の委員のうち 2 人が利下げを主張した。ベトナムは 1 月に同+0.94%と 1 月としては約 10 年ぶりの低水準を記録し、フィリピンではインフレ圧力の緩和を背景に、昨年 9 月の利上げを最後に金利の再引き上げを見送っている。一方、産油国として長年ガソリンやディーゼル燃料に巨額の補助金を付与してきたマレーシアとインドネシアは、足元の原油価格急落のタイミングを上手く捉え、財政収支改善のため補助金の削減や撤廃に踏み切っているが、これにより原油安による物価の押し下げ効果が相殺され、インフレ率は横ばい若しくは上昇気味での推移となった。インドネシアでは補助金付き石油燃料の価格を 30%引き上げるとの発表に合わせ、11 月に利上げが行われたが、その後は更なる原油安の追い風もあり、中銀は追加の利上げを迫られていない。マレーシアについては、インフレ圧力の緩和が継続すれば、将来的な金融緩和の可能性が高まってこよう。

図表 5. ASEAN各国のインフレ率



(資料)ブルームバーグより富国生命リサーチ(シンガポール)作成  
 (備考)シンガポールとマレーシアは2014年12月まで、他は2015年1月までのデータ

図表 6. ASEAN各国の政策金利



(資料)ブルームバーグより富国生命リサーチ(シンガポール)作成

#### 4. おわりに

資源価格の下落は、資源国から消費国に所得の移転をもたらす。資源国の経常収支や財政収支にマイナスの影響を及ぼす一方、原材料やエネルギーの価格が下落することで、消費国の個人消費や企業収益にとってはプラスとなる。

ASEAN には資源の純輸入国が多く、今回の原油を中心とした資源安は、全体として経済への恩恵が大きい。但し、マレーシアについては、今後貿易黒字・経常黒字に縮小圧力が掛かることが予想され、前述の補助金カットのプラス効果はあるものの、財政収支も悪化する見込みである。政府は既に歳出の削減に乗り出しているが、輸出の低迷とも相俟って、今後経済に下押し圧力が掛かり易くなるだろう。もう一段の大幅な資源価格の下落があれば、影響はより大きなものとなる可能性があるだけに、今後の資源価格の動向には注意が必要である。もっとも、そのような状況になれば、世界の産油国のデフォルトや新たなグローバル危機の発生の方こそ、懸念される事態かもしれない。

(富国生命リサーチ (シンガポール) 成江 新吾)