

資源価格下落によるインドネシア、マレーシアへの影響をどうみるか

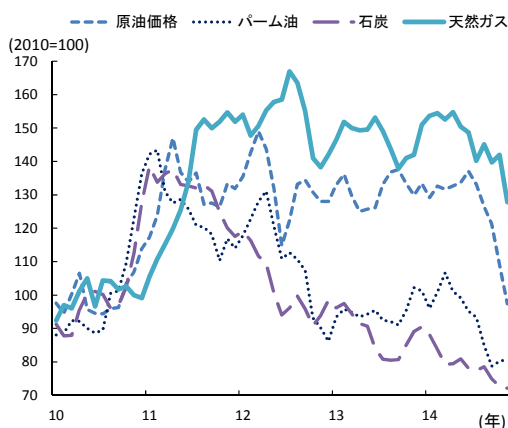
みずほ総合研究所
 調査本部 アジア調査部
 03-3591-1385

- 原油を中心とする資源価格の下落は、インドネシアについては、石油関連貿易赤字の縮小につながり、財政収支も小幅に改善することなどから、景気への影響はややプラスと考えられる
- 他方マレーシアについては、天然ガスの貿易黒字が縮小することに加え、歳入減少を主因として財政が悪化することから、景気への影響はややマイナスとみられる
- 原油価格の大幅な下落が今後も続けば、マレーシアについては、貿易・財政収支のさらなる悪化につながり、景気が大きく下押しされることに留意が必要だ

1. はじめに

原油価格が大幅に下落している。原油価格は、これまで投機や地政学リスクによって需給環境以上に高い水準で推移してきた（図表1）。しかし、米国のQE3（量的緩和第3弾）終了を控えた2014年10月ごろから、金融緩和の終了により投機需要がこれまでほど上昇しなくなるという投資家のマインドの変化を受けて軟調傾向に転じた。さらに、11月27日のOPEC総会による原油減産見送りを受けて下落が進んだ。

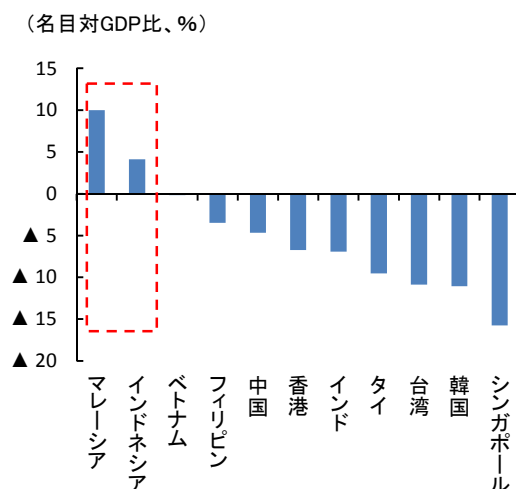
図表1 原油など主要資源価格



（注）原油価格はWTI、ブレント、ドバイの平均値。天然ガスは日本向け価格。石炭はオーストラリア、コロンビア、南アフリカ産の平均値。

（資料）World Bank

図表2 アジア主要国・地域の資源関連貿易収支



（注）値はHS15、25、26、27の貿易収支。

（資料）UN Comtrade、IMF

アジアの主要国・地域は、原油の純輸出国であるマレーシアを除けば、原油価格下落により恩恵を受けるものと考えられる。しかし、原油価格下落の根底には、新興国の成長鈍化に伴い資源需要が軟化していることがあり、価格下落圧力は資源全般に及ぶことが懸念される。資源全体で見れば、マレーシアだけでなくインドネシアも純輸出国であるため（図表2）、資源価格全体の低下により、景気が下押しされる懸念が大きい。こうした懸念を背景に、両国の通貨に対する下押し圧力が強まっている。

本稿では、原油を中心とした資源価格の低下が、インドネシア、マレーシアの景気にどういった影響を与えるかについて考察する。

2. 資源関連の純輸出への影響をどうみるか

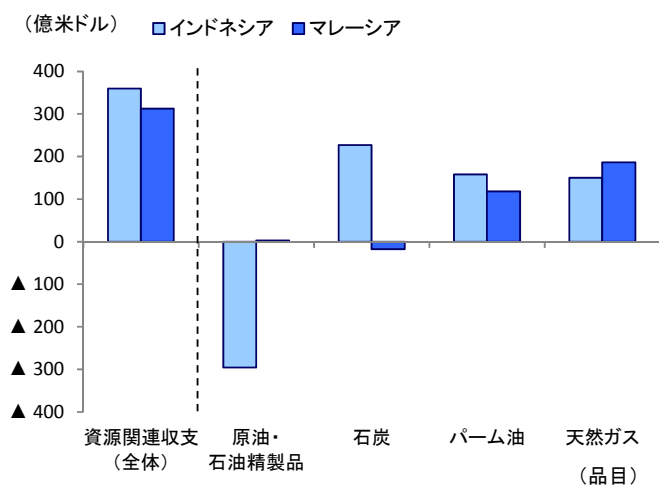
原油など資源価格下落による両国への悪影響としてまず想定されるのが、資源関連を中心に純輸出の黒字額が減少することではないだろうか。本節では、両国の資源関連輸出の構造を整理した上で、純輸出への影響をみていく。

（1）原油のほか、天然ガス、パーム油、石炭の価格が影響

インドネシアとマレーシアは資源純輸出国である。品目別に、両国の資源純輸出の構造をみると（図表3）、まず、原油・石油精製品については、両国とも産油国であるものの、インドネシアは大幅な赤字である¹一方、マレーシアは小幅な黒字である。よって、原油価格下落による原油・石油精製品の純輸出を通じた影響は、インドネシアの場合は赤字幅が削減されるためプラスである。マレーシアの場合、純輸出額は黒字だが小幅のため、原油価格下落による純輸出への影響はほとんどないだろう²。

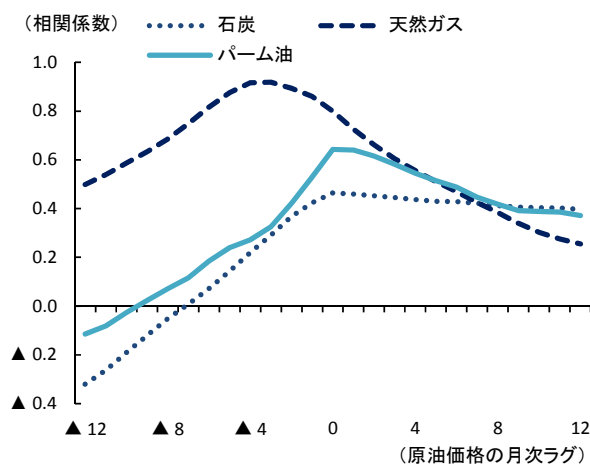
一方、原油・石油精製品以外の品目については、両国ともパーム油、天然ガスで大幅な黒字額を得ている。このほかインドネシアについては、石炭でも大幅な黒字となっており、原油を含む資源関連全体では黒字となる。

図表3 資源関連収支・品目別（2013年）



(資料) UN Comtrade

図表4 原油価格との時差相関



(注) サンプル期間は2009年1月から2014年11月。

(資料) World Bank

以上から、資源価格低下による両国の純輸出への影響を考察する場合、原油以外では、天然ガス、パーム油、加えてインドネシアの場合は石炭の価格動向が鍵を握るといえよう。

(2) 天然ガス価格は今後下落、これに比べて石炭等の価格下落は小幅にとどまる見込み

本稿では考察の前提として、まず原油価格の先行きについては、①2015年第1四半期に底入れし、その後は下げ止まる、②2015年通年のWTIは55ドル/バレル程度になる、と想定する。前述の通り、新興国を中心とする需要の軟化に伴い、資源価格全体に下落圧力がかかっているとすれば、天然ガス³、パーム油、石炭の価格も原油価格に一定程度連動して下落すると考えられる。

その点を確認するために、リーマンショック以降の天然ガス、パーム油、石炭価格と原油価格の時差相関を計測すると(図表4)、まず、天然ガスについては、相関係数が原油の4カ月先行ラグで0.9程度となり、天然ガスは1四半期程度遅れて原油と連動する傾向が強いという結果が得られた。この背景には、日本の液化天然ガス輸入価格は原油価格にリンクする決定方式となっている場合が多いことがある。

一方、パーム油、石炭価格は同時ラグである程度の相関が示されたものの、天然ガスほどの高い相関はみられない。この背景には、石炭やパーム油は、中国を中心とする新興国の景気減速懸念が顕在化して需要拡大が期待しにくくなったことに加え、資源国の供給能力の拡大等に伴って需給が緩和したことを反映して、すでに2011年半ば以降から、下落基調に転じていたことがある。

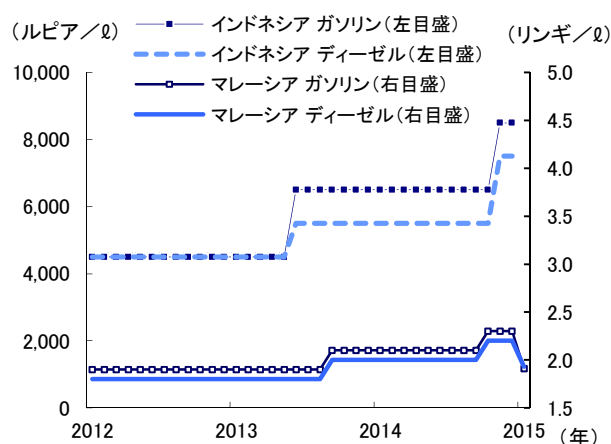
まとめると、夏場以降の原油価格下落により、日本向け天然ガスは2015年上期頃に現在の水準から下落する可能性が高いとみられる。一方、石炭やパーム油は、既に需給を反映して低水準まで下落しており、今後下落したとしても天然ガスと比べて小幅にとどまると想定される⁴。

(3) インドネシアへの影響は比較的軽微、マレーシアへの影響が大きく、純輸出を下押し

以上の考え方を踏まえて、両国への影響を考察すると、まずインドネシアについては、資源純輸出額の黒字の中で、価格下落率が比較的小幅にとどまるとみられる石炭やパーム油の割合が高いことから、貿易黒字縮小効果はそれほど大きくはないだろう。むしろ、前述した原油・石油関連製品の価格低下による貿易赤字削減の効果が大きく、純輸出にはプラスとなろう。

他方、マレーシアの場合、原油価格下落による直接的な原油・石油関連製品の黒字縮小効果はそれほど大きくないものの、天然ガスの純輸出額が大きいため、原油価格に連動して天然ガス価格が下落することにより貿易収支が大きく悪化し、純輸出額全体が目減りするだろう。こうした状況の中で企業収益が圧迫され、特に石油・ガス関連セクターを中心に投資が減り、内需が一定程度下押しされ

図表5 補助金付燃料価格の推移



(資料) 各国統計、Bloomberg、CEIC data

よう。

3. 物価の変動を通じた個人消費への影響をどうみるか

原油価格の下落は、インフレ圧力の低下を通じて実質所得を増加させ、個人消費を押し上げると想定される。本節では、両国の物価への影響を整理した上で、個人消費にどういった影響を与えるかを検討したい。

(1) 両国とも燃料補助金削減で国内燃料価格が上昇しており、当面消費押し上げ効果は限定的

インドネシア、マレーシアともに、これまで政府は、燃料価格の急激な上昇から国民を守るため、補助金により燃料の小売価格を低く抑える燃料補助金制度を採ってきた。こうした燃料補助金制度は、石油の消費量の拡大、ひいては輸入量の拡大をもたらし、財政収支、経常収支を悪化させるため、両国経済の構造的な問題になっていると指摘されてきた⁵。

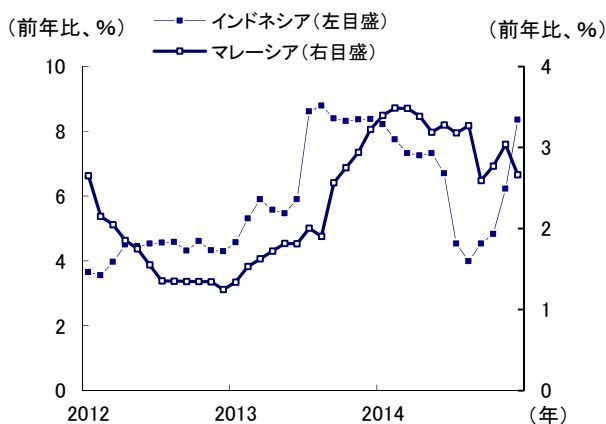
両国は、財政赤字削減やインフラ投資などへの支出分配増加に向けて、こうした問題を抱える燃料補助金制度の改革に乗り出していたが、原油価格の下落等を契機に、その動きを強化している。インドネシアは、2014年11月に燃料補助金の削減を表明し、補助金付きディーゼル、ガソリンの価格を、それぞれ1リットルあたり2,000ルピア引き上げた。マレーシアも、10月に補助金付きディーゼル、ガソリン（RON95）をそれぞれ1リットルあたり0.2リンギ引き上げた（図表5）。

原油価格が下落しているにもかかわらず、こうした改革への取り組みの結果、国内燃料小売価格が上昇したことから、マレーシアについては11月、インドネシアについては12月まで、物価上昇率は加速した（図表6）。このため、原油価格低下による実質所得改善を通じた個人消費押し上げ効果は出にくくなっていた。

(2) 燃料補助金改革の進展で、原油価格下落が続けば今後は個人消費押し上げが発生

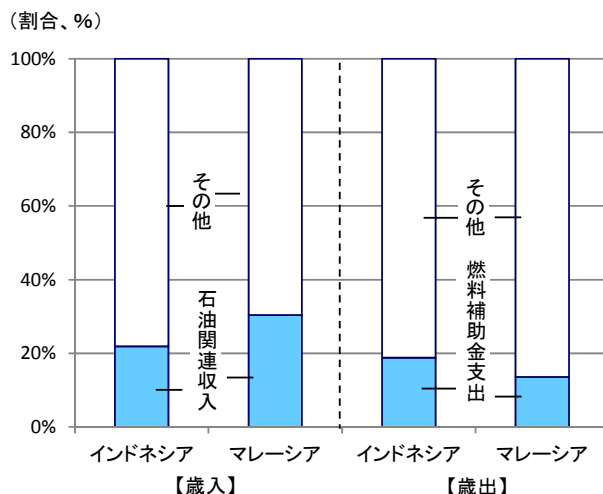
その後、両国とも、さらに踏み込んで国内燃料小売価格を国際市況と連動させる改革を実施している。インドネシアについては、2015年1月1日よりガソリンに対する補助金が撤廃され、管理フロート

図表6 消費者物価指数



(資料) 各国統計、CEIC data

図表7 石油関連歳出入の割合



(注) 1. 石油関連歳入の内訳については、脚注6、7を参照。

2. マレーシアの歳出は2012年度予算、それ以外は2013年度予算による。

(資料) 各国統計、CEIC data

方式（過去1カ月の原油の国際価格を参考にして販売価格を決定）に移行した。また、ディーゼルに対しては、補助金支出額に上限を設けると定められた。また、マレーシアについても、2014年12月1日付で、ディーゼル、ガソリンに対する補助金を撤廃して、管理フロート方式に移行した。こうした改革の進展を踏まえると、原油価格の下落が続いた場合、両国とも燃料価格は低下して物価に下落圧力がかかり、実質所得改善を通じて個人消費を押し上げる効果が期待されよう⁶。

4. 財政収支への影響をどうみるか

両国は産油国であることから、石油関連収入が歳入全体に占める割合は小さくなく、原油価格下落による財政収支悪化が懸念されている。一方で、上述したように、燃料補助金削減による支出減少から財政収支改善効果も期待される。本節では、原油価格下落が両国の財政収支に与える影響を考えてみたい。

（1）原油価格の下落は歳入を減少させるが、燃料補助金支出の減少で相殺

はじめに、両国の石油関連収入をみると（図表7）、インドネシアは歳入全体の約2割⁷、マレーシアも歳入全体の約3割を占める⁸。石油関連収入は概ね原油の国際価格と連動する傾向にあるため、原油安で両国の石油関連収入は減少するだろう。

一方、両国の燃料補助金支出をみると、インドネシアでは歳出全体の約2割、マレーシアも約1.5割を占める。原油価格の下落と、それを契機とする先述の補助金改革により、財政支出負担も軽減される見込みである。

以上から、原油価格下落による歳入減少が見込まれる一方で、燃料補助金支出も減少することから、財政収支が大幅に悪化するリスクは低く、むしろ改善する可能性もある。

両国の財政収支への影響を検討するため、2015年に通年のWTIが55ドル/バレルになると仮定して簡易的な試算を行うと、インドネシアについては、財政収支が名目GDP比0.4%程度改善する一方、マレーシアについては名目GDP比0.7%程度悪化する見込みである。試算結果は幅を持つてみる必要はあるものの、インドネシアについては財政改善効果が大きく、逆にマレーシアについては財政収支悪化の可能性が高いといえる⁹。財政収支の悪化を防ぐために、マレーシア政府は2015年1月20日に2015年度の予算案見直しを発表し、歳出を55億リンギ（名目GDP比0.6%程度）削減する方針を示した。これにより、国営企業への助成金や、公共車の購入などの政府消費の減少が見込まれ、景気は一定程度下押し圧力を受ける可能性がある。

ただし、マレーシアでは、2015年4月からGST（物品・サービス税）が導入されて歳入強化が図られることで、石油関連収入減少による歳入減がある程度相殺される見込みだ。この結果、公共投資や政府消費の大幅な削減を迫られて景気が大きく下押しされる事態は避けられよう。

（2）マレーシアの場合、原油価格の下落継続によるリスクなどに留意が必要

マレーシアについては、以下のようなリスクにも留意が必要だ。第1に、原油価格の下落が続けば、石油関連収入がさらに減少して補助金撤廃による支出削減額を上回り、結果として財政赤字が拡大するリスクがある¹⁰。第2に、GST導入と同時に、特定品目の軽減税率や低所得者層向け支援策が多く実

施される見込みであること、また小売店などがGST徴収に向けたシステム導入などの対応面で遅れていることも指摘されており、実際の歳入増加分は期待ほど大きくならないリスクがある。第3に、GDP比5%超にあたる600億リンギ程度の大型補正予算による景気対策が実施される可能性が浮上している。補正予算が奏功して、景気が浮揚すれば、税収が増える可能性もあるものの、短期的には財政赤字悪化懸念が高まることとなろう。

こうしたケースが現実化した場合には、財政赤字が想定以上に拡大し、大幅な公共投資の削減などを迫られ、景気が大きく下押しされる可能性もある。

5. おわりに

(1) 原油など資源価格下落は、特にインドネシアの景気にそれほど大きなインパクトはない

以上、原油を中心とした資源価格下落の影響をインドネシア、マレーシアの両国で考察してきた。原油、天然ガス、パーム油、石炭の価格が本稿の想定通りに推移する場合、総じてみて、両国の景気への悪影響が深刻になることは避けられよう。

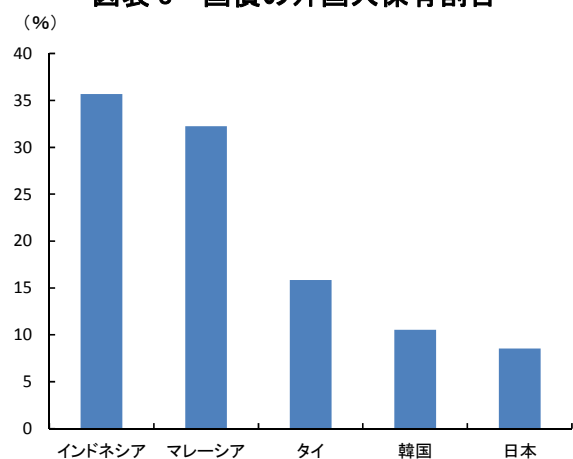
インドネシアの場合、石油については、純輸入国であること、純輸出額が大きい石炭やパーム油の価格は、小幅な下落にとどまるとみられるから、資源価格下落による影響はむしろプラスだろう。物価については、燃料補助金削減の実施により12月まではむしろインフレ圧力が強まり、消費の押し上げ効果はそれほど大きくなかったとみられるが、今後は、これまでの原油価格の低下を受けてインフレ圧力が低下していくことで、消費を押し上げる可能性も出てきた。財政についても、石油関連収入の減少が見込まれる一方、燃料補助金削減により、歳出も相当程度減らすことができるため、財政赤字に与える影響は軽微なものにとどまるとみられる。総じてみて、資源価格下落による景気への影響はプラスの方が大きいと考えられる。

マレーシアの場合、石油関連の貿易収支はほぼ均衡しているものの、原油と同じく大幅な価格下落が予想される天然ガスの黒字額が大きいことから、資源価格下落によるマイナスの影響は小さくない。物価については、インドネシアと同様の結論である。財政については、石油関連収入減少の影響が大きく、財政はある程度悪化するものの、前述した歳入強化により大幅な財政赤字拡大にはならない見通しだ。総じてみて、資源価格下落による景気への影響はややマイナスといえる。

(2) 原油価格下落が続いた場合、マレーシアの景気下押し圧力の強まりが懸念

本稿の想定とは異なり、原油価格の下落がさらに続いた場合の影響を考えると、インドネシアでは石油関連純輸出の赤字額がさらに縮小し、個人消費の押し上げ効果も大きくなるなどプラスの影響が

図表8 国債の外国人保有割合



(注) 2014年4～6月期の値。

(資料) Asian Bonds Online

大きくなる見込みである。一方、マレーシアは物価下落により個人消費の押し上げも期待されるものの、天然ガス純輸出の黒字額のさらなる縮小や財政赤字額が大きくなる可能性が高く、総じてマイナスの影響が大きくなる見込みである。マレーシアについては、インドネシアと比べて相対的にはリスクが大きいといえよう。特にGST導入に伴う低所得者層対策や大型補正予算実施により財政悪化懸念が高まるリスクには留意が必要だ。インドネシア、マレーシア両国とも外国人の国債保有割合が高く（図表8）、財政悪化懸念は資金流出と通貨下落につながりやすい。

11月27日のOPECでの減産見送り決定後、両国とも急激な通貨下落に見舞われた。本稿で考察した通り、原油価格が現在の想定以上に大幅に下落しない限り、両国の景気への影響はそれほど大きくはないと考えられるが、市場全体でのリスクオフモードが高まったことで、リスク面が外国人投資家にやや強く意識されたことによるものと評価できよう¹¹。

今後、両国の通貨下落圧力がさらに強まらないようにするためには、外国人投資家に対して、経済のファンダメンタルズ強化に向けた改革に取り組んでいると示すことが重要だ。本稿でみてきた通り、両国ともに燃料補助金削減などの財政改革に取り込んでおり、その点では高く評価される。今後も、こうした財政改革に加え、投資環境の改善に向けた改革などを積極的に続けていくことで外国人投資家の信頼を得ることができれば、短期的な資金流出を防ぐだけでなく、中長期的にも対内直接投資を呼び込むことができよう。この結果、両国における為替レート的大幅下落は避けられ、経済・金融の安定化につながっていくだろう。特にマレーシアについては、原油を中心とした資源価格の下落継続による脆弱性があることから、財政赤字削減に向けた取り組みなどの改革動向に注視すべきである。

【参考文献】

- IMF (2006) “Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC) Fiscal Transparency Module”
IMF Country Report No. 06/330
- World Bank (2014) “Malaysia Economic Monitor: Towards a Middle-Class Society” (December 2014)
- 井上淳 (2014) 「原油相場の新たな展開～地政学・金融相場から需給相場への転換～」 (みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年12月9日)
- 菊池しのぶ (2014a) 「インドネシアの燃料補助金の弊害～中長期的な観点から抜本的な制度改革が求められる～」 (みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年3月26日)
- (2014b) 「資源価格下落で悪化するオーストラリアの交易条件」 (みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年12月17日)
- 杉田智沙 (2014) 「マレーシア：進み始めた財政改革～財政は改善の方向も中期的課題は残る～」 (みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年3月27日)
- 宮嶋貴之・中村拓真 (2014) 「マレーシアの輸出は復活したのか～輸出増加の持続に向けた構造的課題への対応が必要～」 (みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年10月31日)

¹ 石油エネルギー技術センター（2014）などによると、インドネシアでは、油田とインフラの老朽化により原油の生産が停滞するとともに、精製の分野においても外国投資を呼び込むためのインセンティブの欠如などから投資があまり活発ではなく、精製能力も低水準で推移してきた。インドネシア全体では、こうした問題を背景として石油の供給能力は伸び悩む一方、経済成長に伴って石油の消費量が拡大した結果、2000年代半ばに純輸入国となり、石油部門の貿易赤字額は年々拡大している。

² マレーシアでは、経済発展に伴う所得水準の増加や低所得者層向け支援策などもあって、石油精製品の輸入額が近年増加しているが、中東から安価な石油精製品を輸入して自国への供給を行っている。品質の高い自産の軽質油は、輸出用の石油精製品の生産に使われている。マレーシアの石油精製品輸出については、宮嶋・中村（2014）を参照されたい。

³ なお、インドネシア、マレーシアの天然ガス輸出に占める日本向けのシェアはそれぞれ35%、63%であり、両国とも天然ガスは日本向け輸出が中心であるため、本稿では、日本向け天然ガス価格を考察対象とする。

⁴ パーム油価格については、2014年12月にマレー半島東海岸で起こった大洪水の影響で、パーム油生産量が激減したことから、今後需給ひっ迫により短期的には価格が上向くという見方も出ている。

⁵ こうした両国の燃料補助金制度の詳細、この制度が経済に与える悪影響等については、菊池（2014a）、杉田（2014）を参照されたい。

⁶ なお、マレーシアについては、足元の原油価格の下落を一因として、12月のインフレ率はすでに前期から低下している。図表5をみると、1月にはガソリン、ディーゼル価格が下がっており、インフレ率のさらなる低下が見込まれる。

⁷ インドネシアの石油関連収入の内訳は、石油・ガス所得税、石油・ガスのロイヤルティ・投資収益、国営企業からの利潤総額の2/3の3項目。なお、IMF（2006）に基づき、国営企業からの利潤のうち2/3を国有石油会社プルタミナからの利潤と仮定した。

⁸ マレーシアの石油関連収入の内訳は、石油所得税、石油ロイヤルティ・投資収益、輸出関税、国営石油公社ペトロナスからの受取配当の4項目。

⁹ 試算ではインドネシアルピア、マレーシアリングの対米ドルレートはいずれも2014年から1割減価すると仮定した。

¹⁰ なお、インドネシアについては、歳入に占める石油関連収入の割合がマレーシア対比で小さく、歳出に占める補助金の割合がマレーシア対比で大きい。このため、原油価格下落が石油関連収入を縮小させる効果と比べて、補助金を縮小させる効果の方が大きく、簡易的な試算によると、原油価格が下落すればするほど、財政収支が改善するとの結果が得られる。

¹¹ なおインドネシアについては、政権与党が議会で多数派を形成できていないことや名目GDP比3%程度の経常収支赤字が続いていることなど、政治・経済の不安定性も通貨下落の背景にあるとみられる。

【共同執筆者】

アジア調査部主任研究員

菊池しのぶ

shinobu.kikuchi@mizuho-ri.co.jp

アジア調査部主任エコノミスト

宮嶋貴之

takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp