

原油価格の大幅下落が持つ意味

目 次

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> I. はじめに II. 今回の原油価格下落の背景 <ul style="list-style-type: none"> 1. 原油供給の増加 2. 新興国の景気減速 III. 原油価格下落が世界景気に及ぼす影響 <ul style="list-style-type: none"> 1. 価格変動の所得再分配効果 2. 世界 GDP は増えるか減るか 3. 米国エネルギー関連投資への影響 IV. 「逆オイルショック」の経験 <ul style="list-style-type: none"> 1. 1986 年にも原油価格が半値に下落 2. 「逆オイルショック」と世界景気 | <ul style="list-style-type: none"> V. 「通貨戦争」についての考察 <ul style="list-style-type: none"> 1. 「通貨戦争」の判定は困難 2. 「通貨戦争」の帰結 3. もしも「通貨戦争」が起こったら VI. 各国経済への影響 <ul style="list-style-type: none"> 1. マクロ経済への影響 2. 国際金融市場への影響 3. 日本の金融政策に対する影響 VII. 原油価格の先行き VIII. おわりに |
|---|---|

野村証券経済調査部 桑原 真樹

要約と結論

1. 2014 年以降、世界経済を原油価格の大幅下落が見舞った。夏場までは北海ブレントで 1 バレル = 100 ドルを上回っていたが、秋以降に下落ペースを速め、2015 年 1 月には一時 40 ドル台半ばまで達した。
2. 今回の原油価格下落の原因の一つが、シェール革命により米国で原油生産が増加していることにある点については、異論は少ないと思われる。加えて、経済規模に比して原油消費量の多い新興国の景気が、中国を中心に減速していることから、これらの国における需要の減退も価格下落に寄与したとみられる。ただし、先進国を含む世界景気全体が大きく減速しているわけではない。
3. 原油価格の下落は、原油輸出国から原油輸入国への所得移転をもたらす。その結果世界 GDP（国内総生産）が増えるか減るかは、所得が減少した輸出国での支出減と、所得が増加した輸入国での支出増のどちらが大きいかで決まると考えられる。主要な原油輸出国は数が限られているため、原油価格の下落は所得が一部の国に集中する状態が緩和されることを意味する。一般的に、所得水準が低い方が支出性向は高いため、所得集中の緩和は世界需要をネットで増加させると考えることができる。
4. 1986 年にも、短期間で原油価格がほぼ半減する「逆オイルショック」が起こった。当時、米国と日本は他の理由で景気減速局面にあったが、少なくとも欧州の家計支出は増加した。原油価格の下落が世界景気にとってポジティブとなりうることを示す一つの事例であろう。

5. 現在多くの中央銀行が、相次いで金融緩和に踏み切っている。世界が「通貨戦争」状態にあることを指摘する声もあるが、それぞれの中央銀行が通貨安を志向しているのではなく、原油価格下落によるインフレ率の低下などに対処しているだけかもしれない。仮に「通貨戦争」が起こった場合、それは多くの国で金融緩和が行われることを意味し、それだけを考えれば世界景気にポジティブとなりうる。
6. 国によって原油価格下落が景気に与える影響は異なる。米国や英国では、エネルギー産業による投資減速が、家計消費の増加によってほぼ相殺されよう。ユーロ圏、日本、多くのアジア諸国にとってはポジティブ、一方でカナダ、インドネシア、マレーシア、ロシアなど原油輸出国にとってはマイナスだろう。対外借入が比較的多いロシアが国際金融市場に与える影響については注視する必要がある。

I. はじめに

2014年秋以降、世界経済を原油価格の大幅下落が見舞った。夏場までは北海ブレントベースで1バレル=100ドル、WTIベースでも90ドルを上回っていたが、秋以降に下落ペースを速めた。価格水準が同80ドルを切る中、11月27日のOPEC（石油輸出国機構）総会で減産が決定されるか否かが注目されたものの、実際には減産は見送られ、12月半ばには北海ブレントベースで60ドル前後、WTIベースで50ドル台半ばにまで下落した。同21日には、サウジアラビアのヌアイミ石油・鉱物資源相が、バレル当たり20ドルに下がってもOPECの減産の意思決定

とは無関係である旨発言し、それがその後市場に伝わる形でさらに下落が加速、2015年1月には一時40ドル台半ばまで達した。本稿執筆時点（3月20日）では北海ブレントは50ドル台半ばにまで値を戻しているものの、WTIでは再び40ドル台半ばとなっている（図1）。

1970年代のオイルショックの事例を引くまでもなく、原油価格の変動はこれまでも世界経済に大きな影響を与えてきた。半年で約半値に下落という大きな変動を前に、それが今後の世界経済に対してどのような意味を持つのかについて、市場が不安感を強めたのも不思議ではない。本稿では、2014年以降の原油価格大幅下落がもつ意味について、いくつかの角度から取り上げてみたい。

図1 原油価格の推移



(注) WTI（米国軽質油）の価格。データは月平均値で、直近は2015年3月20日の値。
 (出所) ブルームバーグより野村作成

II. 今回の原油価格下落の背景

原油価格が下落するという事は、それだけを見れば経済活動を行う際に必要な費用が減少するという事であるから、世界景気にとってはプラスのはずである。しかし、そもそもなぜ原油価格はそこまで大きな下落を見せたのだろうか。

1. 原油供給の増加

今回の原油価格下落の過程では、OPECの盟主たるサウジアラビアの動きが注目された。冒頭でみたように、同国は事実上、カルテルによる価格維持政策を放棄し、市場シェア維持へと舵を切ったとみられる。ただ、サウジアラビアのこうした政策転換が原油価格下落の主因であるというよりは、むしろ原油市場を巡る様々な環境の変化が同国に戦略の変更を迫ったと解釈する方が正しいだろう。

一般的に、価格は需要と供給のバランスによって決定されると考えられる。シェール革命により、米国での原油生産は2011年半ばの日量550万バレル程度から、2014年12月には同900万バレル以上へと6割以上増加しており、しかも現在も増加基調にある。今回の原油価格下落の少なくとも一つの背景が、シェール革命による供給量の増加、あるいはそれに対する期待にあることに異論の余地は少ないだろう。

ただそのこと自体は、需要の減退も価格下落の一因であった可能性を否定するものではない。もし、今回の原油価格大幅下落が、世界景気の大減速で原油に対する需要が大きく減少したことによってもたらされた部分もあるのだとすれば、原油価格下落がもたらすプラス効果だけをとりえて素直に喜ぶわけにはいかなくなる。

この点について考察するために、世界の主要な21カ国・地域の実質GDP成長率を加重平均した「主要国実質GDP成長率」を作成した(図2)。確かに昨年の世界景気は大



(注) 主要国・地域は、米国、ユーロ圏、英国、日本、カナダ、オーストラリア、中国、インド、ブラジル、ロシア、韓国、台湾、香港、シンガポール、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、メキシコ、トルコ、南アフリカ。各国・地域の前年同期比実質GDP成長率及びインフレ率を、2010年の名目ドル建てGDPで加重平均した。CPI(消費者物価指数)は総合。GDPの直近値は2014年10-12月期で、未公表の国については同7-9月期の値を用いた。CPIの直近値は2015年1月単月の値。

(出所) ブルームバーグより野村作成

大きく加速していたわけではなく、むしろやや減速していたように見受けられるが、それでもある程度の水準は保っていたようだ。

一方、同じ国・地域ベースで「主要国 CPI インフレ率」を計算すると、これまで半年程度のラグとともに「主要国 GDP 成長率」と連動してきたことがわかるが、直近では原油価格の下落により、GDP 成長率に比べてインフレ率の落ち方が大きくなっている。つまり全体としてみれば、原油価格下落の主因は需要の減退ではなく、供給の増加であったように見える。

2. 新興国の景気減速

もちろん、先進国と新興国は区別して議論する必要がある。図2に含まれる国・地域のうち、先進国の GDP は全体の約7割、新興国は約3割である一方、原油消費量の割合は先進国が53%、新興国が47%である(2013年)。GDP 規模に比べて相対的に新興国の原油消費額が大きいということは、新興国景気の方が原油価格に対して大きな影響をもつということになる。

そこで、「主要国実質 GDP 成長率」を先進国と新興国に分けてみると、2014年10-12月期における先進国の成長率は、比較的低いとはいえ前年同期比+1.5%程度と、均してみれば2011年以降目立って減速しているわけではない。一方、新興国の成長率は同+4%程度と、2011年以降で最低水準となっ

ている。中国を中心とする新興国の景気減速も、原油価格下落の一因であった可能性がある(図3)。

結局、昨年以降の原油価格急落の原因は、米国シェール革命による供給量の増加と新興国における景気減速、あるいは将来のそれらに対する期待と解釈できるのではないか。ただし、先進国景気は底堅く推移しており、世界景気全体が失速しているわけではない。



(注) 先進国・地域は、米国、ユーロ圏、英国、日本、カナダ、オーストラリア。新興国・地域は中国、インド、ブラジル、ロシア、韓国、台湾、香港、シンガポール、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、メキシコ、トルコ、南アフリカ。各国・地域の前年同期比実質 GDP 成長率及びインフレ率を、2010年の名目ドル建て GDP で加重平均した。直近値は2014年10-12月期で、未公表の国については同7-9月期の値を用いた。

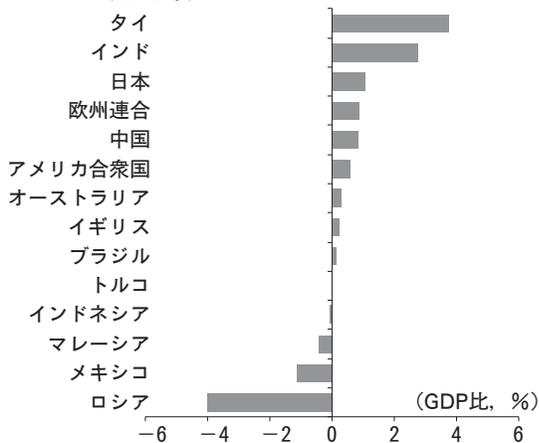
(出所) ブルームバーグより野村作成

Ⅲ. 原油価格下落が世界景気に及ぼす影響

1. 価格変動の所得再分配効果

仮に原油価格下落の背景が、世界景気の全面的な減速によるものではないという点については安心してよいとしても、それが世界景気に対して本当にプラスか、という点には疑問が残るかもしれない。原油価格が下落すると、原油を輸出している国の収入が減少する一方、輸入している国は安く原油を手に入れることができる。理屈の上では、原油価格の下落は輸出国から輸入国への所得移転であり、それだけを考えれば世界経済に対する影響は差し引きゼロである。

図4 原油価格下落が貿易収支に与える影響 (2015年)



(注) 北海ブレント原油価格が、2014年の1バレル＝100ドルから、2015年に同62ドルに変化した場合の貿易収支の変化を示した。天然ガスなど他のエネルギー価格の変動は考慮していない。

(出所) 各種貿易統計資料等より、野村作成

図4は、原油価格が1バレル＝100ドルから62ドルへ下落したと仮定した場合の、各国の貿易収支変化幅を試算したものだ。言うまでもなく、エネルギー輸入国の貿易収支は改善し、エネルギー輸出国の貿易収支は悪化することになる。代表的なエネルギー輸入国である日本は、他の先進国と比較しても原油価格下落によって受けることのできる恩恵は大きい。一方、ロシアやメキシコなど、輸出国が割を食う形となる。

2. 世界 GDP は増えるか減るか

問題は、その先だ。原油価格が下落すれば、実質的に所得が増える原油輸入国では支出が増える一方、所得が減る輸出国では支出が減るだろう。原油価格の下落が世界のGDPにとってネットでプラスかマイナスかは、所得移転によって引き起こされる輸入国での需要増加と、輸出国での需要減少のどちらが大きいか、という問題に言い換えることができる。

この点については、以下のような推論が成立するのではないか。生産活動に際し原油を全く使わない国はないだろうが、世界の主要な原油輸出国は数が限られている。つまり、原油価格の上昇は、世界中の多くの国から一部の国へと所得が集中することを意味する。重要なのは、所得が集中した一部の国は、到底それを使いきることはできないだろうという点だ。産油国の経常収支黒字が、原油価格

上昇と合わせて大きく増加する傾向があるのがその傍証と言えよう（図5）。つまり、原油価格の上昇は、世界GDPをネットで減少させる可能性が高い。

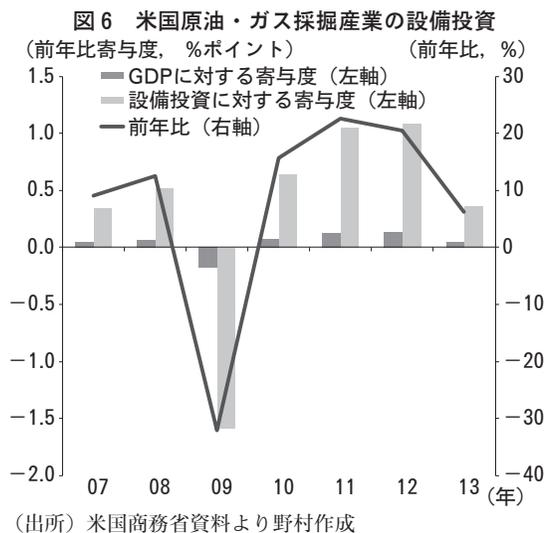
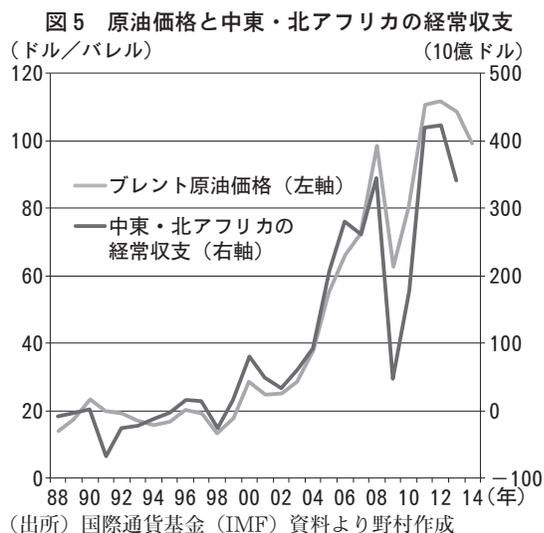
逆に、原油価格の下落は、使いきれないほどの資金をもっていた一部の国から世界中に所得を移転させることになる。それによって失われる需要はもともと少ない一方、所得が増えた国ではある程度の需要増加を見込むことができる。だとすれば、原油価格の下落は、世界のGDPに対してネットでプラスと言えるのではないか。

3. 米国エネルギー関連投資への影響

もちろん、今局面で特に考えなくてはならない問題は、米国におけるエネルギー関連投資である。構造改革の過程にある欧州と中国に多くを期待できない中、世界景気は米国へ

の依存度を強めているとみられる。その米国では過去数年、シェール革命に伴うエネルギー産業での投資ブームが起き、景気が押し上げられていたはずだ。原油価格が下落することによりシェール関連投資が大幅に減速すれば、米国景気の回復シナリオそのものに黄信号がともる、との懸念を持つ向きもある。

ただし冷静に見れば、そもそもエネルギー関連投資による米国成長率への寄与は、2010～13年の4年間、毎年0.1%程度であり、決して大きくない（図6）。そもそもそれほど寄与度が大きくなかったものが減速に転じても、影響は限られるのではないか。一方、原油価格の下落は、家計部門にとっては恩恵である。米国景気が腰折れしてしまう可能性は低いと判断できる。

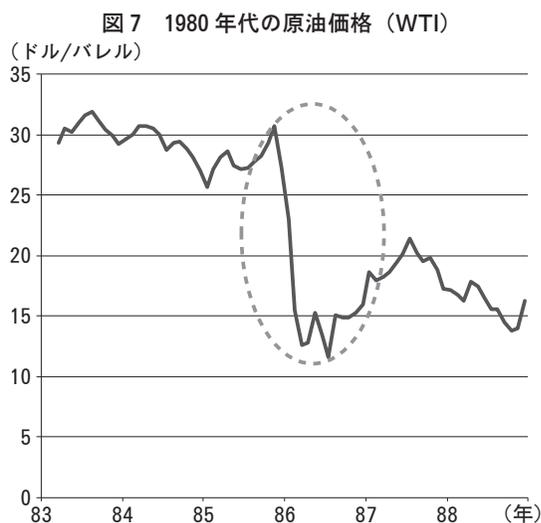


IV. 「逆オイルショック」の経験

1. 1986年にも原油価格が半値に下落

実は、原油価格が短期間のうちに半値にまでなってしまった経験は、今回が初めてではない。1986年にも、短期間のうちに原油価格が半分になっており、これを「逆オイルショック」と呼ぶ向きもあるようだ。現在と水準感は大きく異なるが、1985年秋まで1バレル＝30ドル前後で推移していた原油価格は、同年末から下落を始め、1986年2月以降同年末まで概ね15ドルで推移している(図7)。

その背景は、今局面と似ていて興味深い。当時も、軟調な世界景気や、北海油田の開発



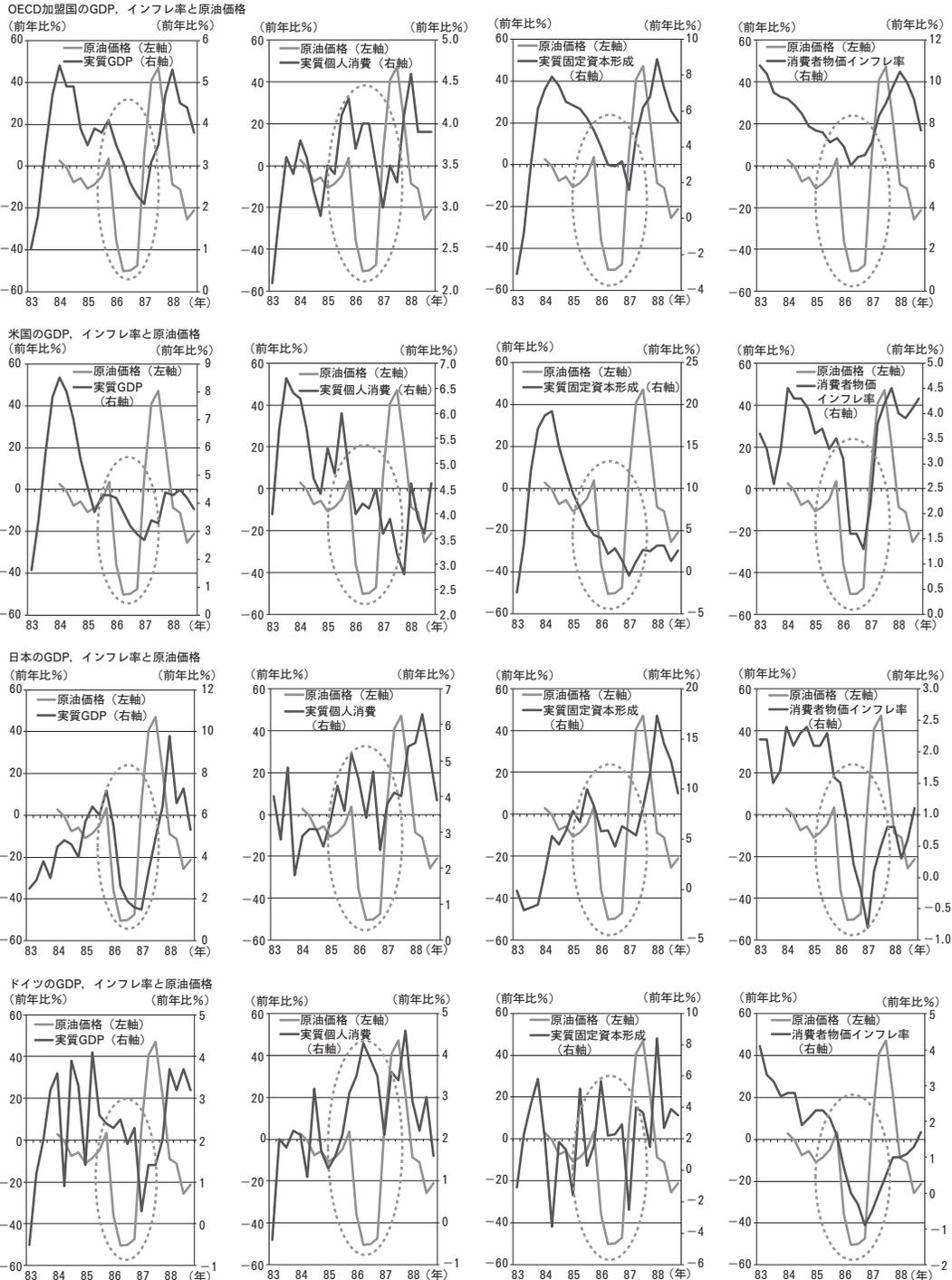
(出所) ブルームバーグより野村作成

による非 OPEC 諸国での原油生産の増加により、原油市場の需給は緩和しがちであった。1984 年末まで OPEC は減産目標を打ち出していたものの、OPEC 内での協調が進まなかったのに加え、非 OPEC 産油国の協調も得られなかった。OPEC の盟主であったサウジアラビア一国だけでは生産調整はかなわず、同国は 1985 年 7 月に生産調整の役割を果たすのをやめることを宣言、同 9 月には実質的な値引きとともに増産に踏み切った。さらに、12 月の OPEC 総会では、それまでの価格重視からシェア重視へと方針が転換され、原油価格の下落を決定的にしたと考えられる。

2. 「逆オイルショック」と世界景気

当時の世界景気の情勢を確認してみよう(図8)。OECD (経済協力開発機構) 全体の実質 GDP 成長率は、1984 年初頭をピークにすでに減速傾向にあった。現局面と異なり、そもそも先進国景気の減速そのものが原油需要伸び悩みの理由であった可能性が示唆される。また、1985 年に原油価格が半値に下落したこと自体が、景気サイクルを大きく転換させたとはまでは言えなそうだ。

図8 実質GDP、インフレ率と原油価格



(出所) OECD, ブルームバーグより野村作成

国別にみると、OECD 諸国の景気減速の主因は米国であったことがわかる。特に米国の固定資本形成は、1984年の前年比2ケタの伸びから、1987年にかけてはほぼゼロ%にまで減速している。レーガノミクス下で進んでいた過度なドル高が、国際収支の悪化と民間設備投資の減速を招いたとされている。1985年9月のプラザ合意などをきっかけにドル高は大きく修正されたものの、即座の景気立ち直りにはつながらなかったようだ。原油価格下落は明確にインフレ率を低下させているが、それに伴う個人消費の加速は目立たなかった。原油価格下落の影響が、プラザ合意後のドル安によって一部相殺されたことも影響した可能性がある。

日本についても、原油価格下落が内需に与える影響は目立っていない。円高と相まってインフレ率は大きく低下したものの、急激な円高が1985年後半から1986年末にかけての円高不況を引き起こしていたことが理由の一つであろう。

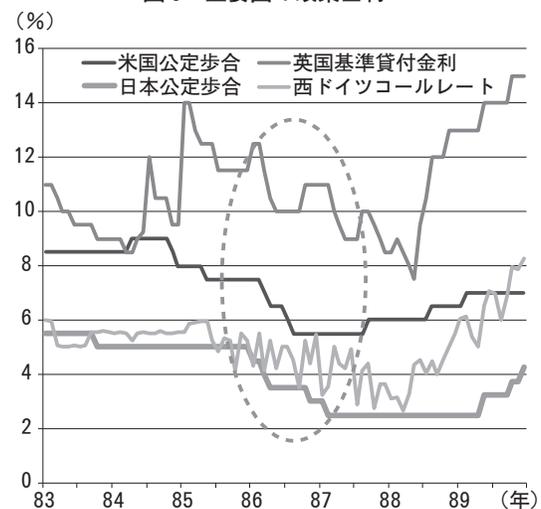
原油価格下落の影響が比較的明確に見て取れるのは、英国や西ドイツなどの欧州諸国だ。もともと景気が緩やかな回復局面にあったこれらの国については、原油価格の下落とドル高一服に伴うインフレ率の低下が、特に個人消費の増加につながったように見える。

金融政策について確認すると、「逆オイルショック」の時期はおおむね金融緩和の時期に相当していたようだ(図9)。各国の政策

金利は、引き下げ方向で運用されている。もちろん、原油価格の下落が金融緩和の主因であったとは言いにくい。すでに述べたように、米国景気は以前から減速しており、同国は1984年末から利下げ局面に入っていた。米ドル高の一服は、他の国にも利下げ余地を提供したと考えられる。ただ、そうした環境の中であって、原油価格の下落が利下げをさらに容易にしたことは想像に難くない。

1986年の「逆オイルショック」の経験から言えるのは、原油価格の下落が実際に世界景気にとってはポジティブとなりうるという点であろう。確かに、米国と日本については他の理由で景気減速局面にあったため影響は見えにくかった。またその意味では、原油価格が半値に下落することそのものが景気サイ

図9 主要国の政策金利



(出所) 米連邦準備制度理事会 (FRB), 英国中央銀行 (BOE), ドイツ連邦準備銀行, 日本銀行資料より野村作成

クルを大きく変化させてしまうまでの影響を持つわけではないとも言えよう。ただ、少なくとも欧州の家計部門についてはかなり明確な好影響が見られた。また、インフレ率が低下することで中央銀行が金融緩和に動きやすくなるという経路を通じても、原油価格下落は世界景気にとってプラスに働きやすいと考えられる。

V. 「通貨戦争」についての考察

1. 「通貨戦争」の判定は困難

原油価格の下落で中央銀行が金融緩和に動きやすくなる、という推論との関連で最近目立つのは、実際に金融緩和が相次いでいる点だ。日本銀行は2014年10月に、大方の予想を裏切って量的・質的金融緩和の積み増しに動いた。欧州中央銀行も、予想されていたとは言いながら2015年1月に量的金融緩和の導入を決定した。その後も、インド、トルコ、カナダ、ロシア、オーストラリアなど、頻繁に市場予想が裏切られる形で金融緩和の動きが相次いでいる（図10）。金融緩和は通貨の下落につながりやすいため、現在の世界は「通貨切り下げ競争」あるいは「通貨戦争」の状態にあると考える向きもある。

ただ、実際に「通貨戦争」が起きているかを判定するのは容易ではない。各国の金融政策が、純粹に自国のインフレ率と実体景気のみを見て運営されており、他国の中央銀行の動きは気にしないと仮定してみよう。この場合でも、たとえば米国のような大国の景気減速をきっかけに多くの国の景気が同時に減速すれば、結果的に多くの中央銀行が相次いで利下げに踏み切ることとなり、あたかも「通貨戦争」が起きているように見えるだろう。

図2に見られるように、現在の世界の実質成長率は、ある程度の水準を保っているとはいえ加速はしていない状況にある。インフレ率については、原油価格下落の影響により急速に下落している状況だ。このような世界経済環境の下では、多くの中央銀行が、純粋に自国の景気やインフレ率の減速、あるいはそれらに対する懸念から同時に金融緩和に動いても不思議ではない。

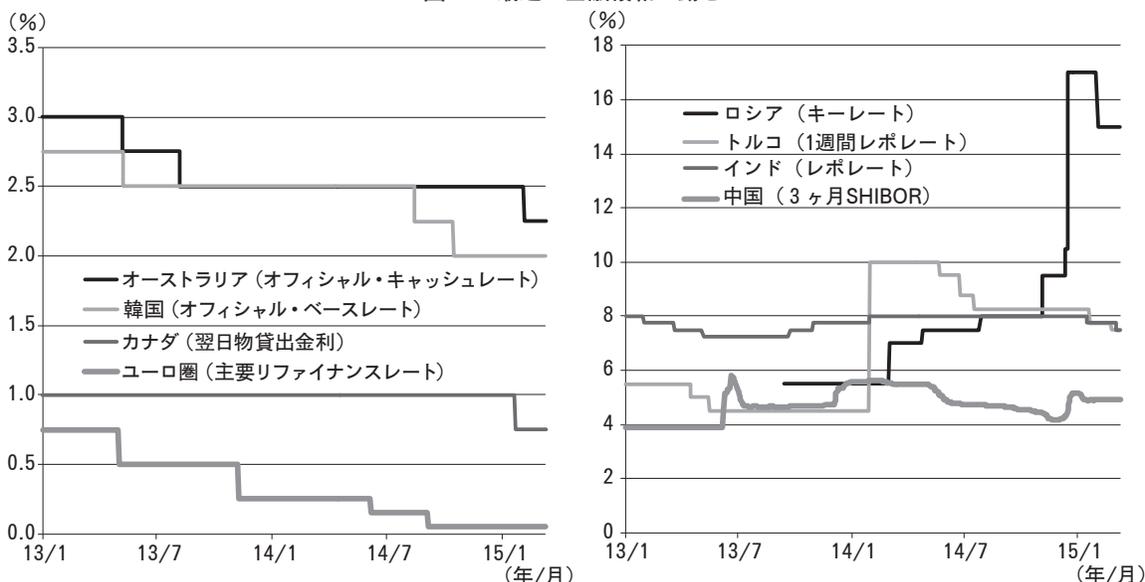
一方で、それぞれの中央銀行が金融緩和を行う際、本国通貨の上昇を避けるため他の中央銀行以上の緩和を行いたいという気持ちが露ほどもない、ということを実証するのもまた難しいと思われる。だからこそ、金融緩和が相次げば「通貨戦争」が脚光を浴びることになる。

2. 「通貨戦争」の帰結

厳密な定義はともかくとして、「通貨戦争」のような状況が懸念される一つの理由は、それがあくまで近隣窮乏化政策に過ぎない、との印象があるからではないか。自国が為替レートを切り下げた場合、自国の輸出が増えて景気が改善する一方、逆に輸出が減る他国では景気が悪化する。こうした見方に立てば、為替レートの切り下げ競争は結局ゼロサムゲームであり、世界景気全体には貢献しないばかりか、国際関係の悪化を招く分悪影響すらある。

ただし実際には、「通貨戦争」はゼロサムゲームではない。景気刺激を狙った通貨安が志向されるときには、金融緩和がセットにな

図10 最近の金融緩和の動き



(出所) ブルームバーグより野村作成

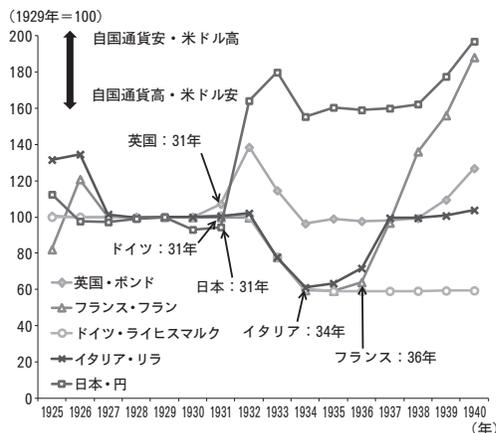
ると考えられるからだ。各国が自国通貨高を一切認めないという姿勢で「通貨戦争」に臨むような場合には、確かに為替レートが全く動かないということもあり得よう。ただし金利水準は世界的に低下していくことになるため、その分各国の内需が刺激され、世界経済の成長にはネットでプラスとなると考えることができる。

「通貨戦争」の実例として有名なのは、1930年代であろう。図11は、各国の対ドルレートを示している。当時は、金本位制からの離脱が為替レートの切り下げを意味していた。金本位制からいち早く離脱した日本円や英国ポンドは、1930年代前半に対ドルで減価した。1930年代後半にはこれらに加え、フランス・フランやイタリア・リラも下落している。

ただ、「通貨戦争」により世界の景気が悪

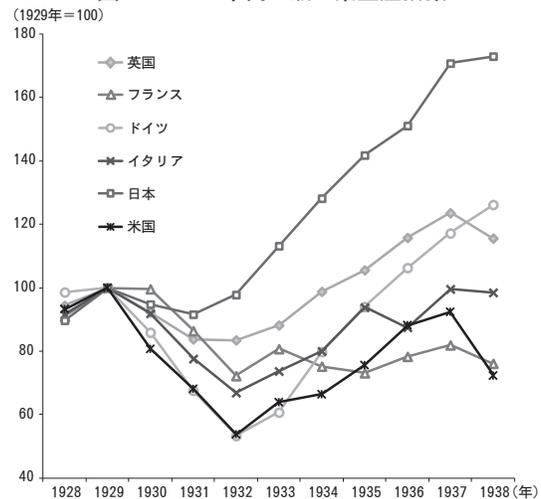
化してしまったわけではない。鉱工業生産を見ると、世界恐慌後、どの国もしばらく減少基調を辿っていたが、他国に先行して通貨を切り下げた日本と英国は、比較的早いタイミ

図11 為替レート（対米ドル）と金本位制離脱のタイミング



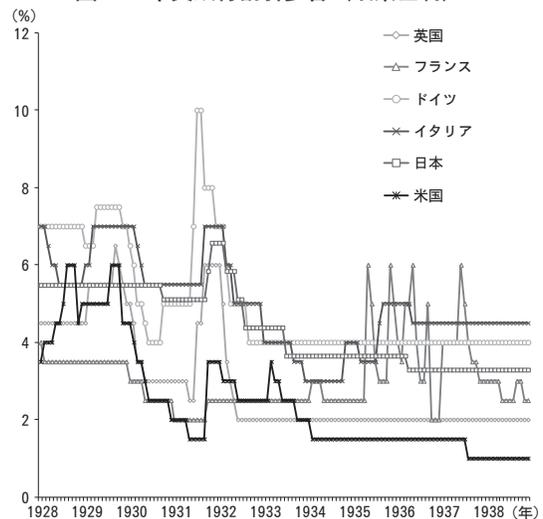
(出所) 日本銀行「外国経済統計」より野村作成

図12 1930年代の鉱工業生産指数



(出所) 日本銀行「外国経済統計」より野村作成

図13 中央銀行割引歩合（政策金利）



(出所) 日本銀行「外国経済統計」より野村作成

ングで増加基調に転じている（図 12）。1930 年代後半に至っては、各国の鉱工業生産は全体的に回復を示している。この理由の一つは、世界的な低金利政策に求めることができるだろう（図 13）。通貨安志向とセットになった低金利政策が、世界景気を下支えしたと考えられる。

3. もしも「通貨戦争」が起こったら

ここではあくまで仮定の話として、今後世界経済が「通貨戦争」のような状態に突入するとしてみよう。この場合、今後も多くの中央銀行が金融緩和を続けるはずであるから、それだけを見れば、1930 年代のように世界経済全体の景気にはプラスの影響があると考えられる。

1930 年代と大きく異なる点があるとするれば、それは多くの先進国においてはすでに金利がほぼゼロ%にまで低下してしまっており、金利低下からの恩恵を受けにくい点である。個々の国によって事情は異なるだろうが、仮に「通貨戦争」が起きた場合、そのことによって追加的な景気浮揚効果を受けやすいのは、まだ金利水準が比較的高い位置にある新興国だと考えることができる。

一方、金融緩和の余地が限られている先進国については、通貨高による景気への悪影響を緩和しようとするれば、リスク資産価格の引き上げに頼るのが一つの選択肢になるかもしれない。日本銀行は既に ETF（上場投資信

託）を買い入れているが、こうした動きが加速したり、他の中央銀行に広がったりすることも想定しておくべきだろう。

もちろん、「通貨戦争」に伴うリスクにも気を付けておかなければならない。新興国においては、自国のファンダメンタルズと乖離した金融緩和が行われるとすれば、過度な景気刺激効果や資産価格上昇をもたらし、景気が将来不安定化するリスクを生むことになる。先進国においては、中央銀行にできることは限界に達したとの見方が強まれば、財政支出で景気をサポートすべきとの意見が台頭し、現在多くの国で進められている財政再建の流れが変わるリスクが想定される。また、新興国・先進国を問わず、「通貨戦争」をきっかけに国際関係が悪化する場合、極端なケースでは関税引き上げ競争に発展し、世界の通商が滞ってしまうようなリスクにも気を付けなければならないだろう。

ただし今のところ、世界が「通貨戦争」の状態にあるとは言えないように思える。特に FRB（連邦準備制度理事会）は 2015 年中の利上げを視野に入れており、「通貨戦争」とは真逆の動きが想定されている。日本にはそもそもデフレ脱却という大義があるし、インフレ率がマイナスに突入したユーロ圏についても非伝統的金融緩和を行う十分な理由があると言えよう。

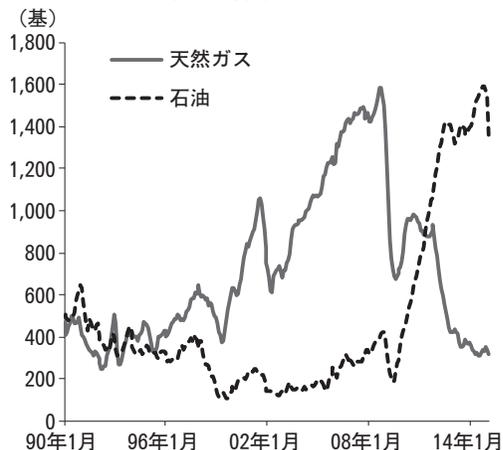
VI. 各国経済への影響

1. マクロ経済への影響

ここまでは、2014年秋以降の原油価格の大幅下落が、世界経済との関連でどのような意味を持つかを論じてきたが、野村証券グローバルエコノミストチームでは、それぞれの国・地域に対する影響についても個別にまとめている（表1）。

米国においては、原油生産は近年急拡大し、09～12年にかけて石油掘削設備（リグ）数がほぼ5倍に増加した（図14）。石油掘削リグの急増は、いわゆる水圧破碎技術を用いて、これまで非生産的とみなされてきたシェール層からの原油抽出により生産が急拡大したことを反映している。これが米国にお

図14 ベーカー・ヒューズ社公表の石油・ガス掘削設備数



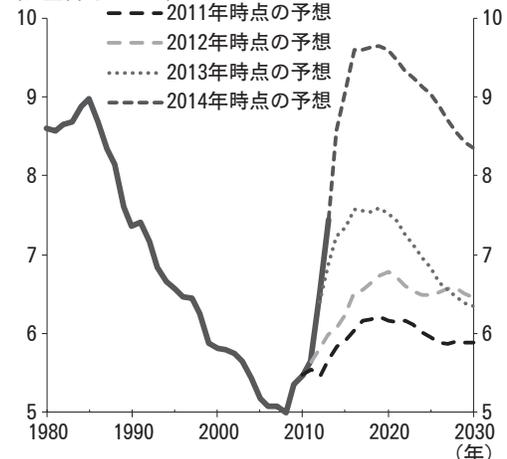
(出所) ベーカー・ヒューズ, ブルームバーグ, 野村

ける石油生産の大幅かつ予想を上回る急拡大につながっている（図15）。

原油価格の下落は、米国における石油・ガス産業の設備投資の減少につながろう。実際、14年12月初め以降、米国内の石油掘削リグ稼働数は2割以上減少している。また、米国内で操業している石油探査企業は、15年に設備投資を約4分の1削減する意向を明らかにした。

ただし重要なのは、家計消費については逆に増加する可能性が高い点である。原油価格の下落は、インフレ率を下落させるが、これは家計にとっては実質的な所得の増加となる。設備投資に対するマイナスの影響と、個人消費に対するプラスの影響がほぼ打ち消しあい、原油価格の下落は米国GDP全体の成長率に大きな影響を及ぼさないと考える。金融政策に対する影響も小幅であろう。

図15 米国の石油生産：実績値と従来予想



(出所) 米エネルギー情報局, 野村

表1 原油価格下落の影響：2015年

	実質 GDP 成長率 (前年同期比%)	CPI 上昇率 (前年同期比%)	コア CPI 上昇率 (前年同期比%)	経常収支 (対 GDP 比%)
米国				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	3.2	1.7	1.6	-1.8
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	3.2	-0.1	1.5	-2.1
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	3.2	-1.5	1.5	-3.1
カナダ				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	2.4	1.6	1.5	-2.9
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	1.9	1.2	1.8	-2.8
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	1.6	1.0	1.4	-3.1
ユーロ圏				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	1.0	0.9	1.0	-
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	1.1	-0.1	0.6	2.5
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	1.4	-1.0	0.5	3.0
英国				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	2.1	2.0	-	-
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	2.7	0.4	-	-3.8
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	2.7	0.1	-	-3.8
ロシア				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	2.0	5.0	5.1	1.5
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	-4.4	13.1	12.3	2.7
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	-8.6	16.8	17.4	3.8
日本				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	-	1.1	1.1	-0.4
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	1.3	0.2	0.2	3.6
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	1.5	-0.1	-0.2	4.4
中国				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	6.8	3.2	2.3	-0.2
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	6.8	1.5	1.4	2.5
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	7.1	0.8	0.9	3.0
インド				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	6.3	7.2	-	-2.1
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	6.4	5.4	-	-1.0
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	7.0	4.5	-	-0.3
インドネシア				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	5.8	6.2	-	-2.5
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	5.2	7.1	-	-3.0
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	4.9	5.5	-	-3.5
韓国				
14年6月時点 (1バレル=100ドル)	4.0	3.3	-	5.0
基本シナリオ (1バレル=59ドル)	3.0	1.7	-	8.2
リスクシナリオ (1バレル=30ドル)	3.3	1.2	-	10.0

(出所) 野村

北海油田企業がある英国についても、原油価格の下落による好影響と悪影響がほぼ相殺されるという、米国と似たパターンが想定される。ユーロ圏、日本については、原油価格の下落は基本的にポジティブであろう。特に日本については、原油をほぼ100%輸入に依存しており、価格下落の恩恵が大きいことはすでにみたとおりだ。ユーロ圏については、データの制約があるものの、域内でシェール開発投資はほとんど行われておらず、投資減速による悪影響は小さいと考えられる。

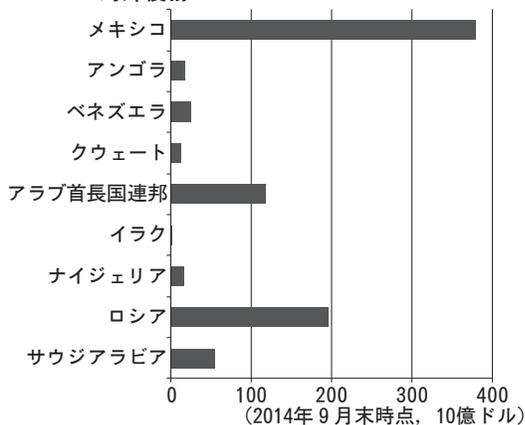
日本を除くアジア諸国についても、全体としてみれば原油輸入経済であり、原油価格下落の恩恵を受けやすい。特に、構造改革が進むインドについては、+4%のインフレ目標を早期に達成しやすくなるなど、恩恵を受けやすいのではないかと考えられる。

逆に、原油価格下落で景気に対するマイナスの影響を被るのは、原油輸出国であるカナダ、インドネシア、マレーシア、ロシアなどであろう。特に、原油依存度が高く、エネルギー鉱物産業とその関連業界がGDPの2割を占めるロシアについては、原油価格下落のGDPに対する悪影響は大きくなるだろう。なお、同国における特殊な状況を考慮し、表1では原油価格下落とともにルーブル安を想定したため、インフレ率は原油安ケースの方が高くなっている。また、内需の落ち込みによる輸入減少を想定し、経常収支も原油安ケースの方が改善している。

2. 国際金融市場への影響

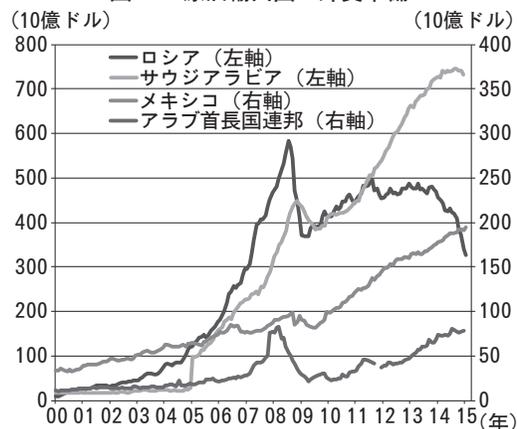
主要な原油輸出国の中では、特にロシアやメキシコの対外債務が大きい(図16)。原油価格下落をきっかけにこれらの国の通貨が大きく下落、あるいは対外債務がデフォルトに

図16 主な石油輸出国のBIS加盟銀行に対する対外債務



(出所) 国際決済銀行 (BIS) 資料より野村作成

図17 原油輸出国の外貨準備



(出所) 国際通貨基金 (IMF) 資料より野村作成

追い込まれるような場合には、国際的な金融システムに対する悪影響を通じて世界経済の不透明性を高めるリスクがある点には注意が必要である。

特にロシアについては、ウクライナ問題を巡る混乱を受けて早い段階から通貨ルーブルが下落、外貨準備も明確な減少を始めている（図17）。ただ、ロシアの場合、図16に示した対外債務のうち、公的債務は1割程度にとどまる。問題は民間債務であるが、ロシア企業はオンショア・オフショア合わせて約1,800億ドルの外貨を保有しているようだ（図18）。2015年には710億ドルの対外債務支払いが予定されているが、全体としてみればそれに十分な支払い余力は有していること

になる。

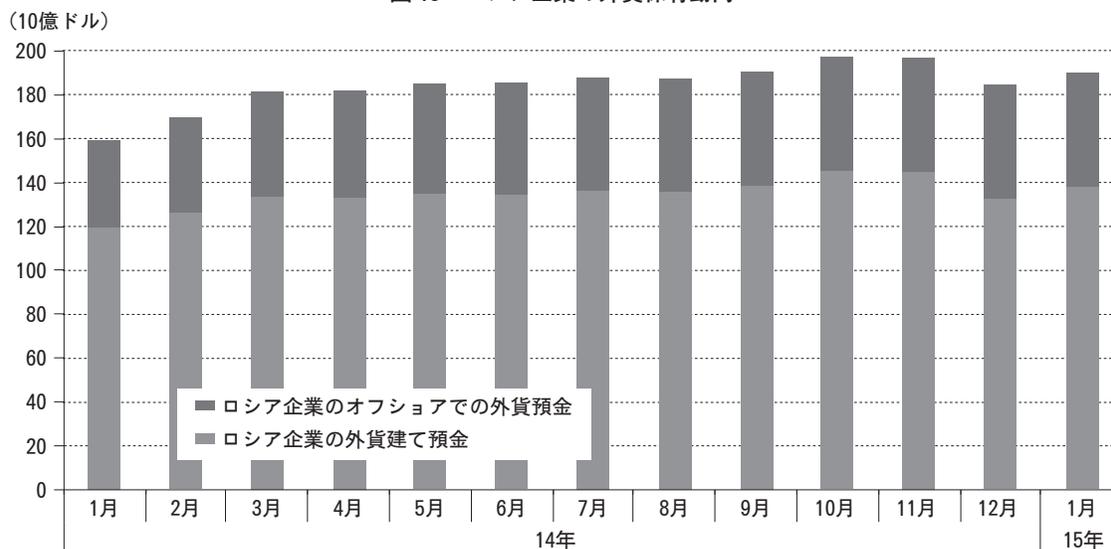
原油価格の下落が産油国、特にロシアの対外債務支払いに与える影響は今後も注視していくべきであろう。ただし当面は、多くの企業がデフォルトに陥る可能性は低いのではないかと。

3. 日本の金融政策に対する影響

日本への影響は、別建てで論じておきたい。エネルギー輸入国の日本にとって、原油価格の下落そのものがGDPを押し上げる可能性が高い点については異論は少ないと思われる。そのほかに注目度が高いのは、貿易収支やインフレ率への影響であろう。

我々は、輸入エネルギー価格の低下や輸出

図18 ロシア企業の外貨保有動向



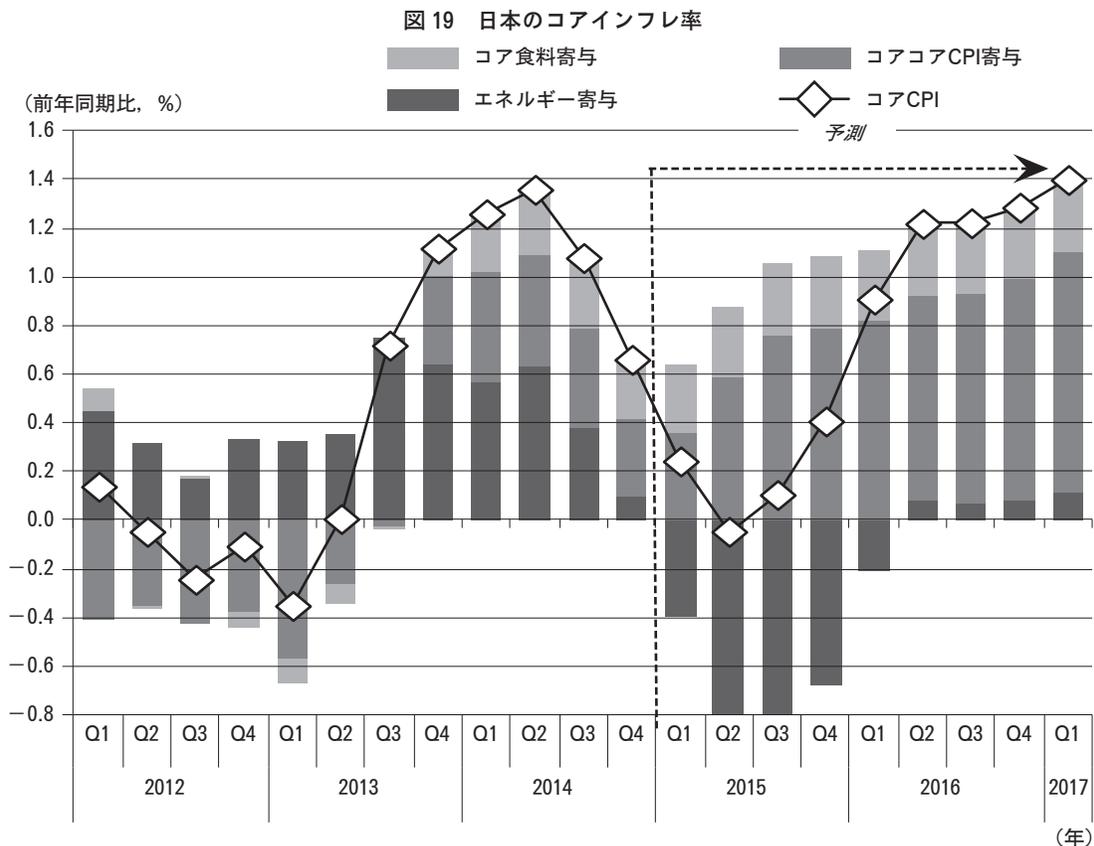
(注) ロシア企業のオフショアでの外貨預金は四半期データを分割。直近は9月末なので、それ以降は横ばいとしている。
(出所) ブルームバーグより野村作成

数量の増加を受け、日本の貿易収支は2015年4-6月期以降に黒字に転じるとみている。その後黒字が定着するか否かは、原油価格のその後の動きだけでなく輸出数量や為替レートの前提などに依存するので判断が難しいが、後に述べるように原油価格が2015年後半に1バレル=70ドルに上昇するような場合には、貿易収支はほぼ均衡するイメージではないか。

消費者物価インフレ率（生鮮食品を除き、

消費増税の影響を除くベース。以下コアインフレ率）は、4-6月期にゼロ%にまで低下、あるいは一時的にマイナスになってもおかしくないと考えている。見解が分かれるのは、こうしたコアインフレ率の動きに日本銀行がどう反応するかではないか。

2014年10月、原油価格が下落を始め、コアインフレ率も1%にまで低下する中、日本銀行は量的・質的金融緩和の拡充に踏み切った。どのような理由であれ実際のインフレ率



(注) コアインフレ率は、生鮮食品を除く消費者物価ベースのインフレ率。消費増税の影響を除く。
 (出所) 総務省、野村

が低下することで、デフレマインドの転換が遅延するリスクが高まるため、それを未然に防ぐ目的での追加緩和、との説明であった。どのような理由によるインフレ率の低下でもデフレマインド転換の遅延が生じる、という部分を重視すれば、確かにコアインフレ率がゼロ%となった場合、日銀は追加緩和に踏み切ると考えるのが妥当であるように思われるかもしれない。

しかしより精緻に解釈すると、インフレ率の低下によりもたらされるのはあくまでデフレマインドの転換が遅延するリスクであり、実際に遅延すると言っているわけではない。黒田総裁の他の発言などから判断する限り、そのリスクが顕在化するか否かは景気の動向にも依存する、という思考的な枠組みが前提になっているとみられる。2014年10月の緩和は、インフレ率が低下したのに加え、4-6月期、7-9月期とマイナス成長が続いたように景気も弱かったため、リスク顕在化の可能性が高まったと判断されたゆえとみるべきであろう。

2015年について野村では、前年の後半からすでに増加基調に転じている輸出にけん引される形で、しっかりとした成長が戻ってくる年になると考えている。だとすれば、原油価格下落の影響でコアインフレ率は低下するが、景気は順調であり、デフレマインドの転換が遅延するリスクは小さいとの判断が下される可能性が高いのではないかと。日銀が、た

とえば4月にも追加金融緩和に踏み切る可能性は低いと判断される（ただし野村では、2015年度を中心とする期間における2%のインフレ目標の達成が危ぶまれることから、日銀は2015年10月に追加金融緩和に踏み切ると予想している）。

VII. 原油価格の先行き

本稿では、2014年秋以降の原油価格下落の背景、それがもたらす影響について、幅広い観点から考察を行った。様々な影響が想定できるだけに、今後の展開から目が離せない。そこで最後に、原油価格の先行きについても、若干の考察を加えておこう。それを見通すのは難しいが、油田開発の採算が一つの鍵を握るのは確かだろう。

米国エネルギー省が公表している米国石油会社のデータによれば、世界平均でみて操業コストは1バレルあたり約13ドル、開発コストは約24ドル、合わせて約37ドルだ。ただし、海底油田に限ると、操業コストの約13ドルは変わらないものの、開発コストが約65ドルと大きく、総コストは80ドル近くなる。これらの数字は幅を持ってみる必要があるものの、2015年1月に一時到達した1バレル＝40ドル台半ばのような水準では、シェールオイルだけでなく海底油田の開発も困難になり、いずれは原油供給が抑制されて供給不足に陥る可能性が高い。つまり、1バレル＝40ドルの水準は長期的な持続安定性に欠けることになる。

一方、米国のシェールオイルについては、一か所で井戸を掘っても短期間で生産量が減少するため、短期間に連続して井戸を掘り続けなくてはならないという性格があり、操業

コストと開発コストを分けて考えるのが難しい。国際エネルギー機関（IEA）によれば、その米国シェールオイルの生産コストは広く分布しているが、再び1バレル＝100ドルを超えて価格が上昇した場合、ほとんどの油田で採算がとれるようになり、シェールオイル生産が拡大して供給過剰をもたらすだろう。

結局、長期的に持続可能な原油価格の水準は、海底油田の開発が可能で、かつシェールオイルについても生産性の高い油井のみからの生産が許容される水準であり、おそらくは70～80ドル程度ではないか。問題は、いつ頃その水準に戻るかであるが、米国での原油生産増加は続いており、価格停滞傾向が長びくリスクは否定できない。ただ同国においては既に掘削機の稼働数が減少を始めている。供給過剰状態が徐々に解消されていく形で、原油価格は2015年後半に70ドル近辺まで上昇する方向を見込む。

Ⅷ. おわりに

本稿では、2014年秋以降の原油価格下落の背景、それがもたらす影響について、幅広い観点から考察を行った。ただし忘れてはならないのは、本稿で扱うことができたのは、あくまで原油価格が「変化」したことによる影響である。

我々が考察しなければならないのはそれだけではない。原油価格が1バレル＝100ドルで一定の世界と、同50ドルで一定の世界が、同じ世界だとは思えない。たとえば、1バレル＝100ドルの世界では貿易赤字、同50ドルの世界では貿易黒字の国があったとしよう。この国の通貨は、100ドルの世界では長期的に下落しやすく、50ドルの世界では上昇しやすいと考えられる。長期的な為替レートの方角性が異なれば、企業行動も異なるのではないだろうか。

このように、原油価格の「変化」ではなく、「水準」が異なる世界の比較も重要な論点であるが、それは今後の課題としたい。

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティテット LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・インド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリード支店(「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適合しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、懲罰的、補償的、罰則的、特別なあるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないと考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定を簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて: アナリストによるトレード推奨については、以下の 2 通りに分類されます; 戦術的 (tactical) トレード推奨は、向こう 3 ヶ月程度の見通しに基づいています; 戦略的 (strategic) トレード推奨は、向こう 6 ヶ月から 12 ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、

経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAEの「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ:本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会のNI 31-103のセクション8.25に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所屬アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付けに関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内REIT、国内ETF、国内ETNを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は2,808円(税込み)の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETFは連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、売の場合には差し引いた額)に対し最大1.026%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合)は最大7,668円(税込み)の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は2,808円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の33%以上)で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約3倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は4,320円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動10年:直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定5年、固定3年:2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成35年度以降に償還するもの(第17回償以降)については、額面金額を下回しません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.