

原油急落はバブル崩壊と相似形

発表日：2007年1月23日(火)

～1バーレル=50ドルの定着が消費者物価、貿易収支に与える影響～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

WTI 価格は、1月に入って急落の様相である。今までの上昇パスと下落の変化を過去のバブル崩壊時の株価と重ねると相似形が描ける。投機的なマネーが相場を押し上げてきた後は、相場は似たかたちで下落していくのだと考えられる。このまま1バーレル=50ドル近辺の価格が続くと、消費者物価のコア指数は2007年4月以降にマイナス転化する可能性がある。一方、貿易収支に関しては、年間3.1兆円程度の黒字幅の拡大が予想される。

バブル崩壊のパスと酷似する原油下落

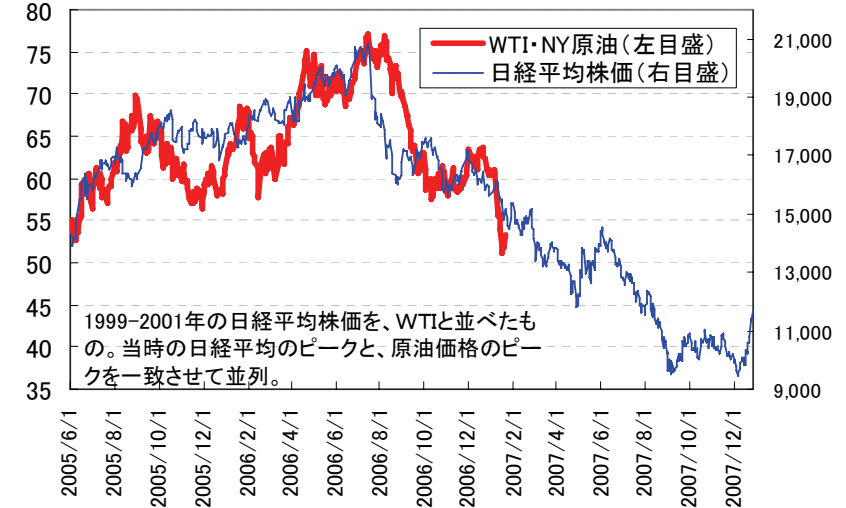
ニューヨーク原油先物相場 (NYMEX) では、2007年1月に入ってWTI 価格 (ウェスト・テキサス・インターメディアイト) が1バーレル50ドル近くまで急落した。原油価格は2006年7月に一時1バーレル77ドルまで達した後、僅か半年で3割強も下落したことになる。

実はこのWTIの値動きの形状に注目すると、過去、株式市場でバブル崩壊を経験した2000年の日経平均株価の値動きに極めてよく似ている (図表1)。2000年のITバブル崩壊時の株価については、1980年のバブル崩壊時の株価とほぼ同じようにピークをつけた後、一旦リバンドしてから、その後で漸次水準を切り下げていく格好になっている。つまり、足元のWTIも、過去2回のバブル崩壊と今のところ同じような動きになっているのである (図表2)。これは、巨大な投機的資金の流入によって嵩上げされた原油相場が、世界的な金融引き締め効果によって、逆回転を余儀なくされている状況を暗示している。

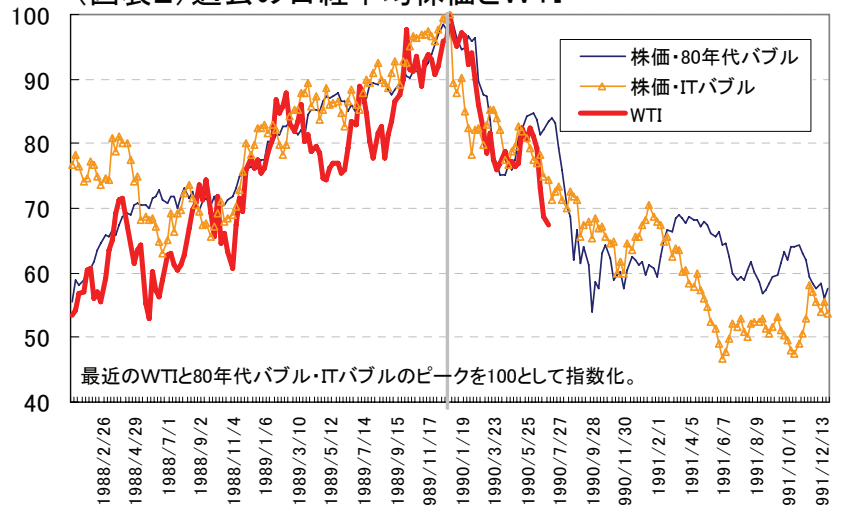
ただし、この原油急落が、ITバブル崩壊や80年代バブルの崩壊時のように、实体经济の全般的悪化に移行していくかどうかは

明言できない。なぜならば、株式・為替を含めた金融市場では、全般的な相場下落が起こっていないからである。

ドル (図表1) ITバブル崩壊と似たパスを描く原油価格



(図表2) 過去の日経平均株価とWTI



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

商品市況の中をみても、金・銀・白金などでは原油高騰と歩調を合わせて価格上昇が起こってきたが、それらの相場は現時点では堅調さを維持している。それどころか、大豆とうもろしの市況は、原油相場からの資金シフトの可能性もあって、足元の相場がかえって急騰している。こうした状況は、全般的なバブル崩壊とは様相が異なっていると言えよう。

もうひとつ、世界的な過剰流動性が方向転換したかどうか不明言できない。世界の流動性の資金源である日本の円資金は、日銀が1月の追加利上げに失敗したこともあって、潤沢な供給が続きそうだからである。これまで日銀が金融緩和状態を維持してきたことは、活発なキャリートレードが行われる素地をつくってきた。そのため、米国、欧州、アジア諸国が金融引き締めを行っても、世界の過剰流動性は容易に収縮せず、世界的な金融引き締め効果が減殺されてきた。

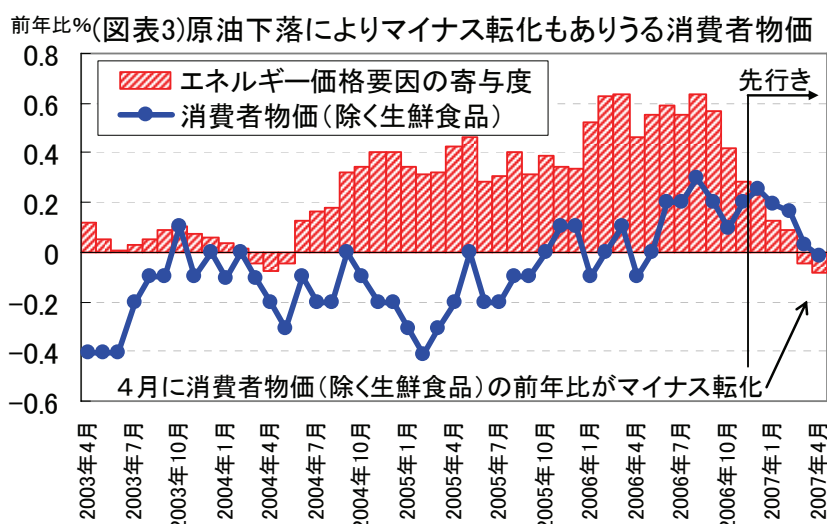
原油反落は消費者物価を押し下げる

さて、原油価格の下落が一時的ではないと考えると、实体经济にはどんな影響を与えそうだろうか。日本国内への影響としては、エネルギー価格の下落を通じて、消費者物価を押し下げる効果が予想される。

これまでの消費者物価指数は、エネルギー価格要因の嵩上げによって、ピーク時の2006年8月にはその要因が前年比で+0.6%ポイントもコア指数を押し上げていた（2006年8月の消費者物価CPIは前年比+0.3%）。

もっとも、2006年後半になって原油価格が下落方向に変化したために、目下、その影響が消費者物価を押し下げ始めている。WTIの下落については、2~6か月のタイムラグを伴ってエネルギー価格に波及してくる。そのラグを織り込んで、先行きに消費者物価が押し下げられる効果を計算することができる。

結論から言えば、2006年後半からのエネルギー価格の下落を織り込んだ場合、消費者物価コアは2007年4月に前年比がマイナスに転じる可能性がある（図表3）。留保条件を述べて置くと、現時点では今後の円安進行が十分に織り込めないで、1ドル=120円の前提で計算している分、物価上昇を過小評価しているくらいはあるが、それでも消費者物価が4月以降に大きく引き下げられる可能性は濃厚だ。



出所:総務省「消費者物価」、先行きは筆者推計。
エネルギー価格要因は灯油、ガソリン、都市ガス、プロパンガス、電気代。

当面の物価動向を個別に仔細にみると、2007年1~3月は電気料金が、ピークだった2006年7~9月の平均燃料費価格を反映して値上げされる。航空運賃、タクシー料金、トイレトペーパー、タイヤなどの費目についても1~3月には値上げが予定されている。これらのプラス要因は、同時に進行する灯油、ガソリンの押し下げをほぼ相殺するだろう。しかし、4月になって電力料金などが2006年10~12月以降の原油下落を織り込み始めると、消費者物価は大きく落ち込み、さらに2007年1月の原油急落が浸透すれば前年比ベースでもマイナスに変化する可能性がある。

そうした事情を勘案すると、2007年度に消費者物価を0.5%のプラスと予想する日銀の見通しは、早晩下方修正されるだろう。日銀に対しては、「再びデフレに戻ることがないように」と釘を刺されてきただけに、表面上の問題とはいえ、消費者物価がマイナスになれば追加利上げを進めることは困難になるだろう。

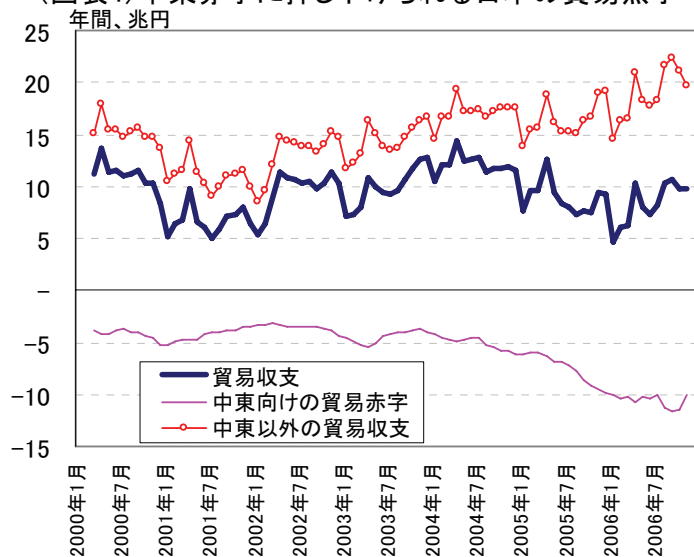
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

日本の貿易収支は黒字拡大

これまで、日本の貿易黒字は今次景気拡大局面が輸出主導の回復を遂げてきた割には、その黒字幅の拡大が目立ってこなかった。その理由は、2005年以降原油高騰を背景に、中東地域との貿易赤字が拡大し、全体の黒字を減殺してきたことが大きかったことにある。日本の貿易黒字は、中東の貿易赤字を除いてみると、その黒字幅は着実に増えていたのである（図表4）。

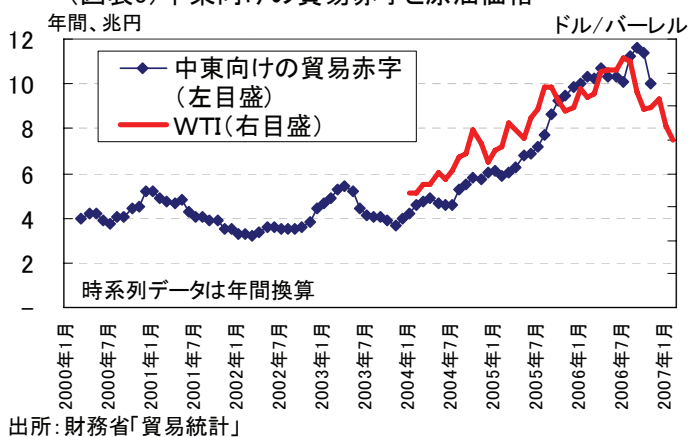
そうした状況下、原油価格の急落は、今後、中東地域の赤字を縮小させるため、日本全体の黒字を拡大させることになるだろう。中東に対する日本の貿易赤字額と、原油価格を並べると、両者はほぼ平行に推移している（図表5）。中東向けの貿易赤字は、1バーレル=50ドル付近に原油反落が進むことで、年間+3.1兆円の改善が進むと予想される。そうすると、2005年12月～2006年11月の貿易黒字は8.5兆円（2005年度7.9兆円）であるが、そこから貿易黒字は年間11.6兆円のペースに増えると見込まれる。足元のペースで計算すると、原油価格が1バーレル=50ドルになることで、日本の貿易黒字は1.37倍に増える格好になる。

（図表4）中東赤字に押し下げられる日本の貿易黒字



出所：財務省「貿易統計」

（図表5）中東向けの貿易赤字と原油価格



出所：財務省「貿易統計」

ここまで原油急落の影響を考えてきたが、その影響を総括して述べると、企業収益にはコストプッシュ圧力が減じられることがプラスであろうし、個人消費にとってもコストプッシュが購買力を海外に移転させる部分のマイナスが少なくて済むのだからプラスと言える。

一方、追加利上げを行おうとする日銀にとっては、表面的には物価指標の押し下げが利上げには不利である。とは言え、原油価格の下落によって、景気拡大の基盤がさらに強まるのであるから、中長期的な金利正常化には必ずしもマイナスではあるまい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。