

Market Watching

市場レポート

テーマ：世界経済は原油高にどこまで耐えられるのか

発表日：2005年8月25日（木）

～原油上昇が金利上昇に繋がれば、向こう1年がいいところ？～

(No. MW-22)

 第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

昨年とは似て非なる今年の原油急騰

原油価格は相変わらず強含む傾向が続いている。WTI（期近物、1バレルあたり。以下特に断らない限り原油価格は同指標を指す）は6月23日に初めて60ドル台に乗せた後、しばらくは一進一退となったが、7月に入ってからはじり高傾向を辿り、8月入り後は一時67.10ドルにまで上昇、60ドル台での推移が続いている。

昨年同様、原油価格の上昇ペースが加速したきっかけを作ったのはOPEC総会での原油生産枠の引き上げ措置である。本来であれば原油生産枠の引き上げは需給の緩和に寄与するため、原油価格を押し上げる効力を持つ。しかし、サウジアラビアなど生産余力のある国では、実際には生産枠以上の生産を行っている。このため、生産枠の引き上げはアナウンスメント的な側面が大きく、これをもって世界の原油需給が大きく変わるわけではない。加えて、生産枠の引き上げにより、却って増産余地が乏しいことにスポットライトが当たることとなり、将来の需給逼迫懸念を高めることとなった。

こうした点で、特に6月以降目立った原油価格の上昇加速は、昨年6月以降の加速局面と極めてよく似ている。一方で、全く異なる点がある。それは、昨年は世界経済はちょうど循環的に減速する局面にあったのに対し、今年はそのからの立ち直り、すなわち循環的に加速する局面にあるということだ。昨年の原油価格は夏場に北米をハリケーンがたびたび来襲したこともあって、しばらくは上昇傾向が続いたものの、秋から冬場にかけては需給の緩和から▲28%程度もの調整を演じた。これに対し、今年是世界経済が今後徐々に明るさを増してくると予想されることから、需給の緩和による原油価格調整に期待することは難しいと判断される。



02年以降の上昇は、最終需要が底堅い“第二次オイルショック”パターン

ここで、過去の代表的な原油価格急騰局面（第一次石油危機、第二次石油危機、湾岸危機）と、今回（02年以降）の原油価格の上昇パターンを比較する。

急騰前からピークまでの原油価格の上昇率という観点では第一次石油危機が+293.6%と最も高いが、今回もほぼそれに並ぶ上昇率となっており、遜色はない。また、第二次石油危機や湾岸危機も+150%を超える上昇となっているが、第一次石油危機や今回に比べるとやや低い。ただし、原油価格の上昇という点で異なるのは、そのペースである。急騰直前からピークまでの上昇率を、その期間を考慮して年率換算すると、最も上昇ペースが速かったのは湾岸危機で年率+1940%、次いで第一次石油危機で同+1455%と、文字通り“爆騰”と

言える。逆に、今回は同+43%、第二次石油危機が同+39%と、第一次石油危機や湾岸危機に比べると上昇ペースは緩やかと言えよう。

主要原油急騰時における米個人消費動向比較

	第一次石油危機 73.2Q~74.1Q (三四半期)	第二次石油危機 78.4Q~81.4Q (12四半期)	湾岸危機 90.3Q~91.1Q (三四半期)	今回 02.1Q~ (14四半期)
原油価格	直前価格→ピーク	2.96→11.65	12.70→34.00	16.25→41.15
	ピークまでの上昇率	+293.6%	+167.7%	+153.2%
	期間内年率換算上昇率	+1454.6%	+38.8%	+1940.0%
実質個人消費	当該期間の年率換算上昇率	▲2.3%	+0.6%	▲2.3%
名目エネルギー消費 対可処分所得比率	期間直前の比率	5.6%	6.5%	5.0%
	当該期間のピーク	6.5%	7.9%	5.6%

(注) それぞれの期間は、原油価格の動きなどをもとに筆者が設定。

原油価格は、第二次石油危機までがアラビアンライトで月末値ベース、湾岸危機以降はWTI先物(期近物)で日次ベース。

次に、それぞれの原油急騰時期における実体経済の動向を、米国を例に取ってみることとする。足下で、日本や欧州に世界経済の牽引車としての力があるとは言い難く、世界経済の動向を左右するのは米国経済であるという現実から、同国の動向は世界経済にとって重要な鍵を握る。日本経済は企業の収益性改善などからかなりの程度回復力が増していると判断されるが、輸出が失速するなどすれば相応のダメージは免れ得ない。市場動向という点でも、米国の株式や債券市場の動向は、世界の株式・債券市場に大きな影響を与える可能性が高い。こうしたことから、過去の原油急騰局面における米国経済の動向を確認することは、今後の世界経済の動向を見る上でも重要であるといえよう。

そこで、上昇ペースが極めて速かった第一次石油危機と湾岸危機における米国の実質個人消費動向を見ると、当該期間の実質個人消費伸び率は年率換算でいずれも▲2.3%と、消費が失速したことが確認される。逆に、上昇ペースが比較的緩やかだった第二次石油危機時の実質個人消費は一旦は減少に転じたものの短期間のうちに盛り返し、期間を通せば同+0.6%と、見方によっては予想外に底堅く推移した。第二次石油危機を実質個人消費が前期対比減少に転じた80年1~3月期までとそれ以降とに分けると、前半の原油価格上昇率は年率+77%であったのに対し、後半は同+37%と上昇ペースに差がある。無論、それぞれの時期における景気循環のタイミングなども影響していると考えられ、消費への影響が原油価格上昇スピードだけで説明できるわけではないが、直感的には上昇ペースが速いほど個人消費への影響も強く出やすいことは頷けよう。消費者はエネルギーコストが増すことにより他の消費を抑制せざるを得なかっただけでなく、エネルギー価格の猛烈な上昇に対して将来の生活不安を強く感じた結果、消費全般が失速した可能性がある。逆に、上昇ペースが緩やかな場合は、エネルギーコストの上昇が他の消費を圧迫する構図は変わらないと判断されるものの、上昇ペースが緩やかなため経済環境が激変するとの不安感までは覚えず、高い価格水準にも徐々に慣らされている可能性がある。実際、名目可処分所得に占める名目エネルギー消費支出の割合はエネルギー価格の上昇によって各原油急騰局面でも急上昇しているが、上昇幅が大きかったからといって消費が失速したというわけではない。すなわち、エネルギーコストの負担割合が増すことにより、他の財やサービス消費が抑制される可能性はあるものの、必ずしもそれだけで消費が失速してしまうわけではないことがわかる。

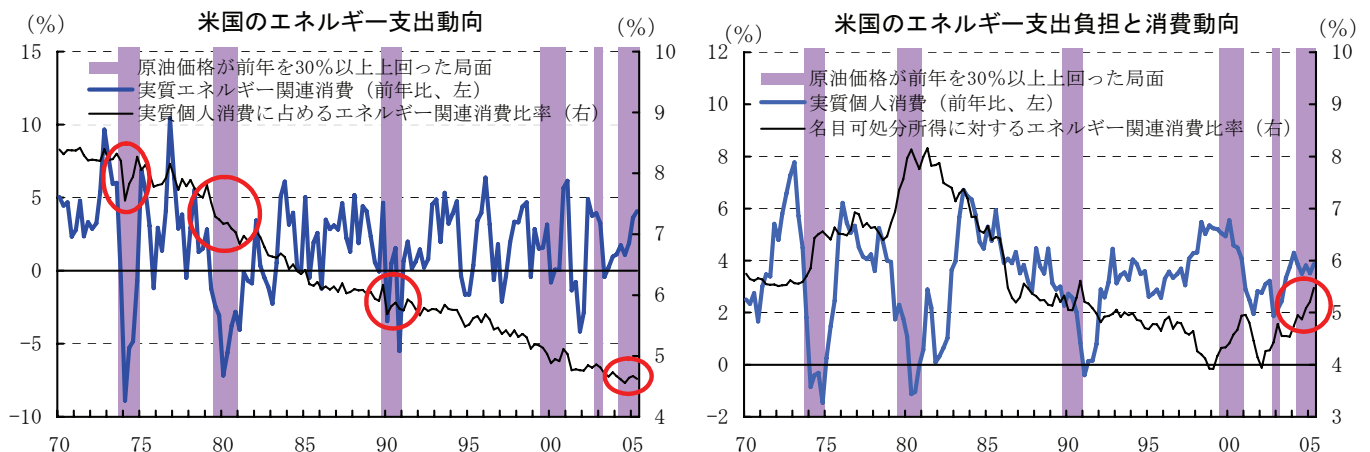
需要下押し“破断界”は予想以上に近づいている可能性

ここで今回の原油上昇局面での米消費動向を確認すると、期間内の実質個人消費は年率+3.2%と好調に推移している。消費好調の要因は低金利や住宅価格の上昇など様々挙げられているが、原油価格上昇と絡めて考えれば、消費マインドが高水準を保っていることが挙げられよう。これに対し、過去の原油急騰局面では消費者マインドは急低下していた。足下で、原油価格の上昇が消費行動にそれほど大きなインパクトを与えていないことは、実質個人消費に占めるエネルギー支出割合が低下していないことから裏付けられる。エネルギー

コストの上昇が生活を圧迫すると感じれば、一般的にはガソリンや電気代などを節約し、それが実質ベースでのエネルギー消費を抑制する形で統計に表れてくるはずだ。実際、過去の原油急騰局面では、同割合が顕著に低下していた。

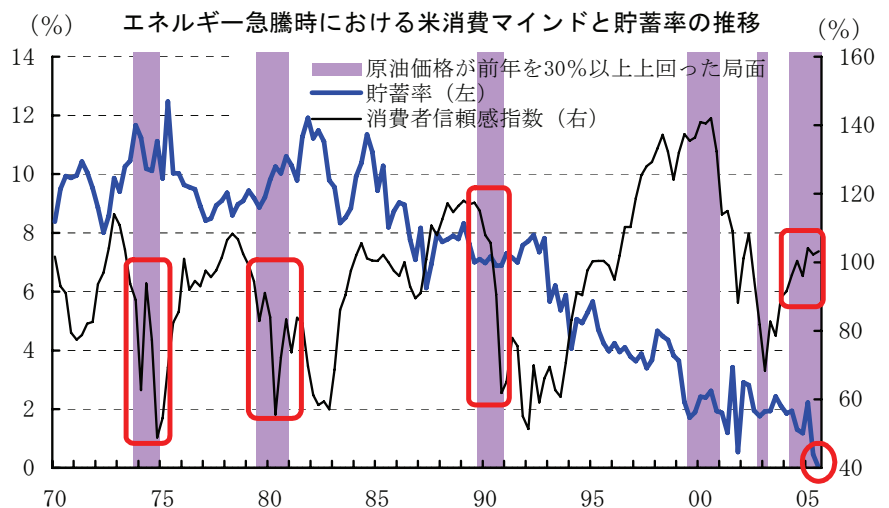
では、雇用・所得環境が堅調さを保つなどして消費マインドが高水準を保持さえすれば、原油価格が緩やかな上昇を辿る限り、個人消費は目立って減速しないのか？ 実は危険なシグナルはいくつか存在する。

一つは、名目可処分所得に対するエネルギー消費支出の割合が上昇傾向を辿った結果、足元では湾岸危機時のピークや第一次石油危機直前とほぼ水準となっていることが挙げられる。いずれも省エネに努めエネルギー消費を抑えただけでなく、その他の消費支出も抑制せざるを得なくなる水準と言え、今後さらに原油価格が上昇傾向を辿りエネルギー関連の消費支出が上昇した場合には、消費者は財布の紐を引き締める可能性がある。



二つ目は、貯蓄率がゼロにまで低下していることが挙げられる。金利の低下や住宅価格の上昇を背景にした住宅ローンのリファイナンスやホームエクイティローンなどによって、米国の消費者は所得を上回るペースで消費を拡大させてきた。今後もこうしたパスで消費者の(見かけ上の)財布の中身が増えていけば問題はないかもしれない。

しかし、金利低下に歯止めがかかる、あるいは住宅価格の上昇が止まれば、消費者は所得の増分以上に消費を拡大することは困難になろう。このとき、なおも原油価格が上昇すれば、消費者はエネルギー消費を抑制して他の消費拡大を維持するか、少なくともエネルギー支出が増える分だけ他の消費を抑制する必要がある。ただし、これまでの傾向から判断すれば、米消費者はエネルギー消費を抑える時には他の消費も抑える傾向が強い。



以上二つの側面からは、いずれも消費に急ブレーキがかかる“破断界”が予想以上に近い可能性が見て取れる。足下で、世界経済は04年からの循環的な停滞時期を乗り切り、ちょうどこれから再加速していくタイミングである。したがって、米個人消費を取り巻く環境は比較的良好で、景況感の改善や所得の増加によって支えられる余地は大きい。原油価格上昇によるエネルギーコストの上昇という消費にとって負の力と、景気回復という正の力との綱引きになるが、そのパワーバランスを決定するのが今後の原油価格の上昇ペースと、住宅価格動向(ないしは金利動向)ということになろう。

これまでと明らかに異なる“落ち着いた物価”だが

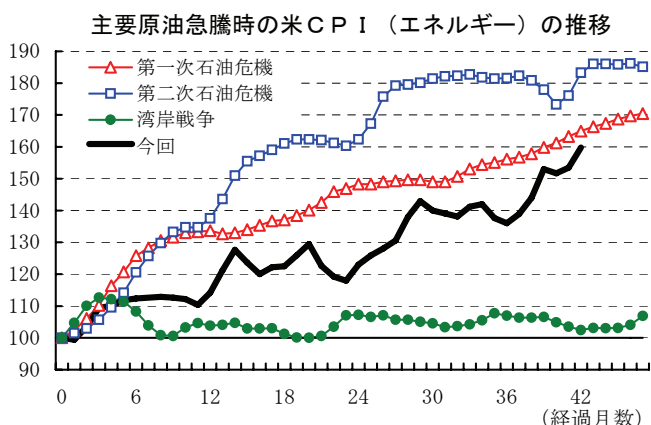
物価面については、過去の原油価格急騰時期とは全く異なる展開を見せている。過去3回の原油価格急騰局面では、いずれも米消費者物価はエネルギー価格だけでなく、エネルギーや食料品を除いたコアベースの物価も上昇率が加速した。これに対し、今回ではエネルギー物価こそ2ケタの上昇となっているものの、コア物価に関しては原油価格急騰前の上昇ペースからさらに鈍化している。

主要原油急騰時における米物価動向比較

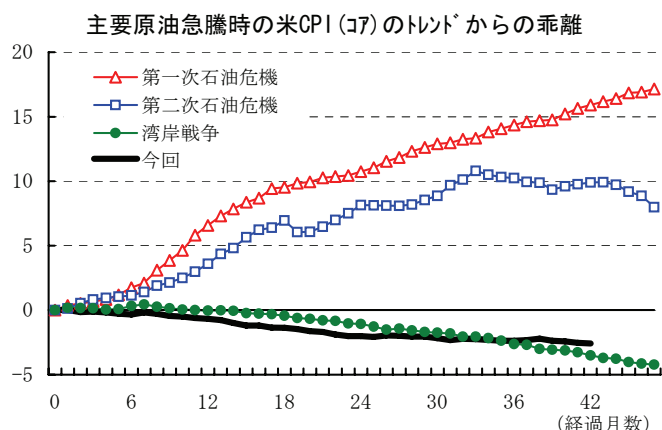
	第一次石油危機 73.20~74.10 (3四半期)	第二次石油危機 78.40~81.40 (12四半期)	湾岸危機 90.30~91.10 (3四半期)	今回 02.10~ (14四半期)	
原油価格	直前価格→ピーク ピークまでの上昇率	2.96→11.65 +293.6%	12.70→34.00 +167.7%	16.25→41.15 +153.2%	
	期間内年率換算上昇率	+1454.6%	+38.8%	+1940.0%	+43.3%
消費者物価 <コア>	直前1年間の年率換算上昇率	+3.2%	+7.9%	+4.9%	+2.7%
	当該期間の年率換算上昇率	+5.8%	+10.8%	+5.5%	+1.8%
消費者物価 <エネルギー>	直前1年間の年率換算上昇率	+5.2%	+7.0%	+0.5%	▲13.0%
	当該期間の年率換算上昇率	+30.3%	+20.7%	+17.3%	+14.3%

(注) それぞれの期間は、原油価格の動きなどをもとに筆者が設定。

原油価格は、第二次石油危機までがアラビアンライトで月末値ベース、湾岸危機以降はWTI先物(期近物)で日次ベース。



(注) それぞれ当該時期の前月を100とする。



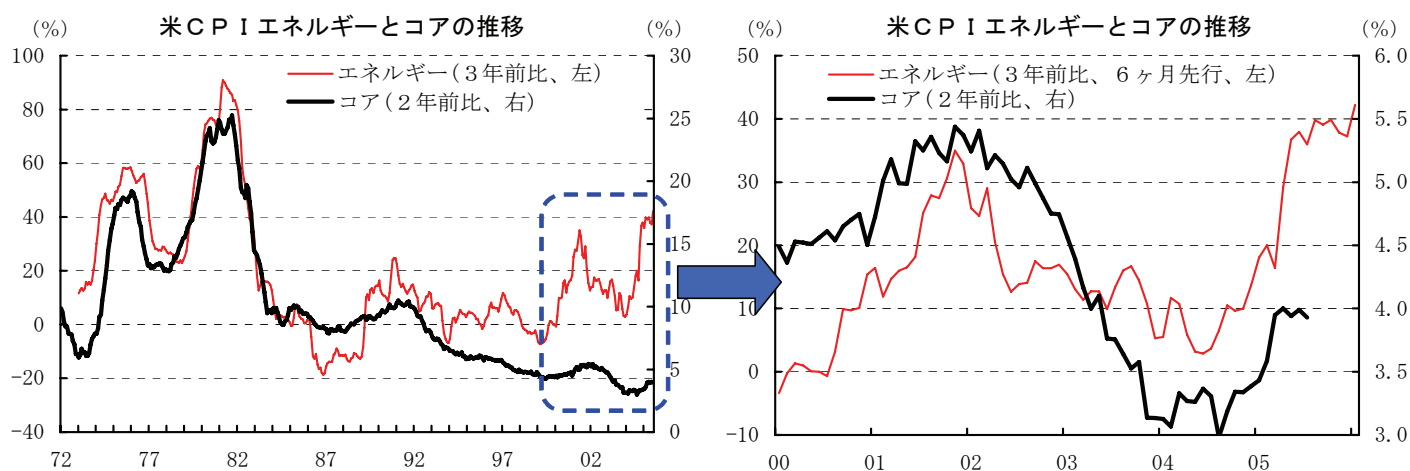
(注)トレンドからの乖離は、当該時期の前2年間の平均上昇率を”上昇トレンド”とし、そのペースで当該期間も上昇した場合と実績との乖離。

このように足下で物価が落ち着いている背景には、海外の安価な製品との価格競争が厳しいこと、消費者の低価格志向が定着していること、高い生産性によってコスト増分を企業が吸収する余地があること、などが挙げられる。こうした状況は短期的に大きく変わるとは見込み難く、コアベースの物価が急騰するようリスクは極めて小さいと考えられる。

しかし、これはあくまでも過去の原油価格急騰時のような加速は見込み難いというだけで、限界的には上昇ペースがアップする可能性はあると判断される。米消費者物価のエネルギーとコアのそれぞれの上昇率の推移を見ると(エネルギー価格が他の財やサービスに直ちに転嫁されるわけではなく、むしろ累積的な影響が大きいと判断されるため、エネルギー物価は3年前比、コア物価は2年前比伸び率を使用)、85年頃までは両者の動きは極めて近く、エネルギーコストの上昇が他の財やサービスに直ちに転嫁されていた可能性が高いことを示唆している。ところが、85~94年頃には両者の関係はかなり“緩慢”なものとなり、95年以降の相関度はさらに低下、ほとんど相関していないようにも見られる。そこで、00年以降の両物価の動きに焦点を当ててみると、両物価の動きは半年程度のラグをおいてほぼ同一方向に動いていることが確認される。このことから、エネルギー物価が他の財やサービス価格に転嫁される割合は、生産性の上昇などを背景に大幅に低下しているも

の、全く転嫁されていないわけではないことが窺われる。

今後については、エネルギー物価とコア物価とのタイムラグを勘案すれば、今後米消費者物価はコアベースでも上昇率を高めていく可能性は十分にある。また、エネルギー価格の上昇に対し、これまで需要があまり抑制されていないことも、価格転嫁を促す要因になり得ると判断される。



原油価格高騰の世界経済への影響

ここまで足下の原油価格の高騰が経済面に与える影響について、過去の原油価格急騰時と比較しながら、世界経済への影響度が最も大きい米国について見てきた。その結果、①今次局面での原油価格の上昇ペースは、過去の局面と比べれば、相対的に緩やかと言える、②最終需要は、エネルギーコストの緩やかな上昇に対して耐性を持つ傾向があり、それがこれまでの消費堅調に繋がった、③一方で、米貯蓄水準に余裕がないことなどを勘案すれば、需要が落ち込む“破断界”に近いところにきている可能性がある、④今次局面では物価の落ち着きが際だつ特徴であるが、僅かながらエネルギーコストの上昇が他の財などに転嫁されつつあると見られ、コアベースの物価上昇率はしばらく上昇する可能性がある、ことがわかった。

これをもとに今後の世界経済を展望すると、原油価格の上昇がこれまで同様、年率50%前後のペースにとどまるのであれば、しばらくは最終需要が大幅に落ち込むリスクは小さいと考えられる。米国を中心に、日本を含めた他の国も景気回復基調を辿る公算が大きい。ただし、インフレ率はじわじわと上昇し、最終的にはインフレ懸念による金利上昇によってまず米国景気が減速、つれて日本や欧州、アジアの外需鈍化、生産活動の低下が予想される。ここに至るまでの時間は不明だが、原油価格の上昇ペースが崩れない限り、向こう1年程度で金利上昇→景気減速まで見えてくる可能性がある。一方、原油価格が急上昇する場合（年率100%以上の上昇が3ヶ月程度は持続するイメージ）、米消費者センチメントの悪化により、かなり早い段階で需要の失速懸念が高まろう。インフレ懸念は台頭しないと見られることから金利はむしろ低下すると予想されるため、実際に個人消費などが失速するかどうかの判断は難しいが、足下で想定されているような経済シナリオからは下ブレするリスクが高い。

判断が難しいのは“破断界”がいつ訪れるかということだが、緩やかな原油価格上昇シナリオでは破断界が1年以内に訪れなくても金利上昇によって1年程度で米景気は減速、破断界が1年以内に訪れれば金利は上昇しないものの、やはり米景気は1年以内に減速する可能性がある。逆に原油価格の上昇が急加速する場合は、消費マインドの悪化と破断界の訪れるタイミングはほぼ同時ということになろう。

原油価格の上昇の実質GDP成長率や消費者物価に与える影響を試算すれば、日米欧ではそれほど大きな差はないものの、アジアには相対的にネガティブな影響が強いとの結果が出る。しかし、実際には原油価格の上昇ペースによって、その影響度合いはかなりの程度差があると予想される。上記の例でも、原油価格が緩やか

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。

に上昇し、米最終需要の破断界が早期に訪れれば、インフレ懸念の高まりによる金利の上昇余地も限定的になるため、たとえば住宅バブルの崩壊などを巻き込みながら米国景気が失速するような事態は避けられる可能性がある。この場合、日本など他国から米国への輸出の落ち込みも、相対的に小さなものとどまる。日本などでも、内需がしっかりとしていれば、景気全体の落ち込みは避けられるかもしれない。逆に破断界が訪れず、金利が上昇することによって最終需要が落ち込むようなシナリオでは、米国景気の減速度合いは大きくなるリスクが高まる。マーケットでも、金利の上昇が限定的なケースに比べて、リスク許容度が大きく低下する公算が大きい。そうなれば、日本や欧州、アジア地域でも実体経済に大きな影響が及ぶほか、マーケットの落ち込みがさらに景気減速に拍車をかける可能性が出てくる。

原油価格が10%上昇した場合の経済への影響

	日本	米国	ユーロ圏	アジア
実質GDP	▲0.05	▲0.07	▲0.09	▲0.18
企業収益	▲1.35	▲0.90	—	—
株価	▲2.25	▲0.75	▲1.58	—
株によるGDP押し下げ	▲0.04	▲0.04	▲0.02	—
株を含めたGDPへの影響	▲0.09	▲0.11	▲0.11	▲0.18
消費者物価	+0.08	+0.13	+0.08	+0.35

(出所) 各国統計より第一生命経済研究所作成

(注) 日本、米国の株価については、企業収益マイナス分の影響を試算。

アジア、ユーロ圏については、当該地域GDPと株価の相関から株への影響を算出。

アジアについては、株価下落によるGDP押し下げの影響は試算せず。

最後に、今後の原油価格動向についてだが、①引き続き短期的な供給不安が大きい（高い稼働率、地政学的リスクの残存）、②世界的に景気は踊り場の状況から脱し、再加速する局面にある、③中長期的な需要の増大に対処できるような供給能力拡大の兆候がないことなどから、上昇トレンドが続く公算が大きい。一方で、米国での製品在庫率は04年に比べて改善傾向にあることから、突発的な事態を除けば原油価格が急加速して上昇する可能性はそれほど高くはないと判断される。原油価格が下落するには、世界の需要が減速する、すなわち世界的な景気減速が必要と見られる。要するに、いずれにせよ景気が減速するまで原油価格の上昇トレンドは継続すると考えられる。また、景気が減速しなければしなだけで、原油価格の上昇ペースが加速するリスクも高まると見られ、どのようなシナリオを迎えるにせよ、世界経済の“おいしい局面”はそれほど長続きしないかもしれない。

