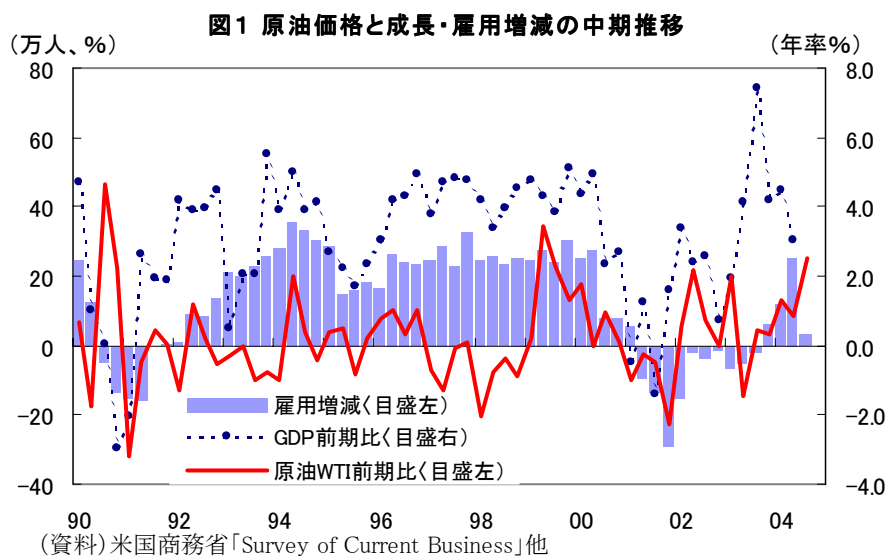


原油高騰が米国長期金利に与える影響

原油価格上昇は本来インフレ懸念から金利を押し上げる効果もある。金利低下をもたらすのは、原油高騰が成長鈍化を伴う場合に限られる。現在の原油価格は生産者の最終財価格比でみた相対価格（原油価格/最終財価格）が、過去 2 回の景気後退局面と同水準にまで上昇している点で収益圧迫のリスクはあるものの、当時と比べ企業収益の耐久度は格段に高く、直ちに景気鈍化をもたらす可能性は低い。今後はむしろ、減速懸念が晴れた場合の金利上昇リスクの方にも留意すべきであろう。

1. 原油価格と長期金利の関係 - 経済モデルによる整理

連邦準備制度理事会（FRB）による 8 月の F F レート利上げ（1.25%→1.50%）にも関わらず、米 10 年債レートは 6 月半ばの 4.89%から 8 月半ばには 4.2%台にまで急低下した。長期金利の低下をもたらしたマクロ要因として、4～6 月期の GDP 成長率の年率 3%への鈍化、これに伴い雇用増加数が月平均 20 万人増から 7 月 3.2 万人増への鈍化、50 ドルを窺う原油価格の高騰、がある。原油価格は 4～6 月期の 38 ドル/バレルから直近は 48 ドルと前期比 25%も上昇した（図 1）。



こうした変化を踏まえマーケットでは、原油価格上昇と株価下落・金利低下という組み合わせをシナリオの起点に据え、この先金利がどこまで低下するのか、という点が関心事項になっている。しかしながら、原油価格上昇は金利を押し下げる効果のみならず、インフレ懸念から金利を押し上げる全く反対の作用もある。この先、原油価格上昇により長期金利が上昇する可能性はないのか、現在のマクロ環境からみた原油高騰の耐久力はどの程度あるのか、という点について考察してみたい。

（原油価格上昇に対する過去の長期金利の振る舞い）

下の 2 つの表は、過去の米国経済において原油価格が四半期ベースで見て大きく上昇したときの、成長率と FF レート、長期金利と長短スプレッドに与える波及効果を、85 年から 04 年までの長期金利の時系列モデルを用いて再現したものである。

この期間の米国の一般的な原油価格上昇ショックを示した表 1 上段によれば、四半期ベースでみた大きな原油価格上昇ショック（1 標準偏差のショックに相当するもの）は前期比 13% 強の価格高騰であることがわかる。表 1 各列はこうした原油価格上昇ショックが、その後 5 四半期に亘って長短金利水準にどのように伝播していくかを示している。これによれば、政策金利である FF レートは、原油価格上昇に反応して期間を通じ 20bp 程度水準が上昇し、10 年債レートもこれに応じて 10bp 前後上昇するが、短期金利の上昇ほどではない。この結果、長短スプレッドは 10bp 程度縮小していく（表 1 ケース ①）。

表 1 原油価格上昇ショックが景気と金利に与える影響

ケース① 原油価格上昇ショックのみ

	実質GDP 前期比年率%	原油WTI価格 前期比%	消費デフレーター 前期比年率%	FFレート	10年債レート	長短スプレッド
				増減bp		
ショック当期	0.0	13.2	0.0	12	11	0
1四半期後	-0.2	1.7	0.0	21	10	-11
2四半期後	-0.1	-0.1	0.0	20	8	-12
3四半期後	0.0	-0.3	0.1	18	7	-11
4四半期後	0.0	-0.2	0.1	17	6	-11
5四半期後	0.0	-0.2	0.0	16	5	-10

ケース② 原油価格上昇に景気減速ショックを伴う場合

	実質GDP 前期比年率%	原油WTI価格 前期比%	消費デフレーター 前期比年率%	FFレート	10年債レート	長短スプレッド
				増減bp		
ショック当期	-1.9	13.5	0.0	1	-4	-5
1四半期後	-0.6	-0.3	0.1	-11	-11	-1
2四半期後	-0.2	-0.6	0.0	-17	-12	5
3四半期後	0.0	0.0	0.0	-18	-11	7
4四半期後	0.0	0.2	0.0	-17	-10	7
5四半期後	0.0	0.2	0.0	-16	-10	6

注) 上記結果は、(実質GDP、WTI、PCEデフレーター、FFレート、10年債レート、長短スプレッド)の6変量時系列モデルによる推計期間は85年1Q～04年2Q。住友信託銀行調査部推計。

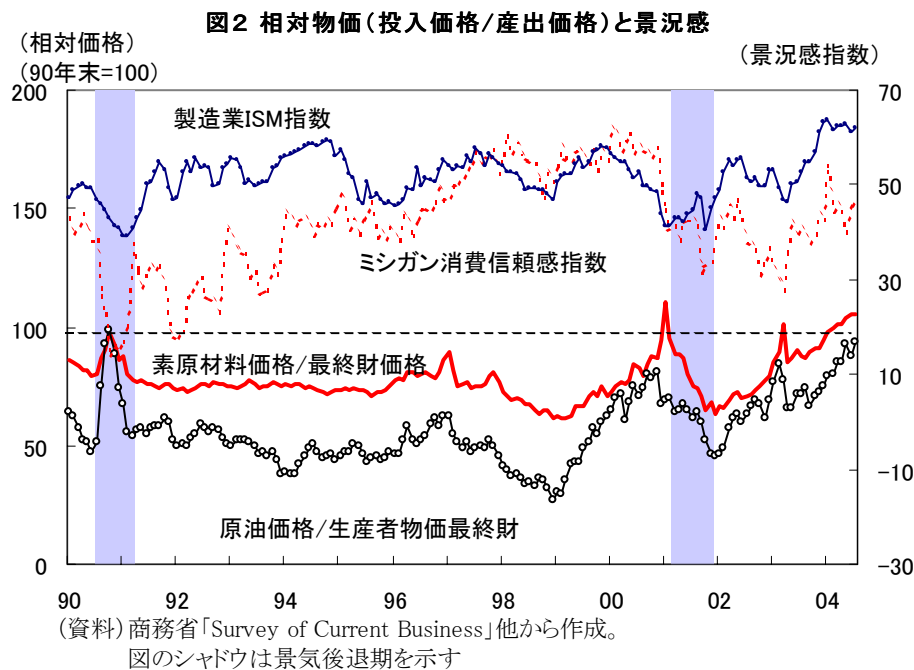
これに対し、原油価格上昇に成長鈍化が伴った場合を再現したのが下段ケースである。先の原油価格上昇に前期比 0.5% 前後の成長減速が加わると、FF レート、長期金利いずれも 10～18bp 低下していく。成長鈍化による利下げの効果が、インフレ懸念による利上げの効果を相殺し、長短いずれも低下圧力が懸かるのが過去の金利変動のパターンであった。

このように、原油価格に対する長短金利の反応は、ショックの組み合わせにより全く異なることを、時系列モデルは示している。そこで次に、現在の原油価格上昇が上記いずれの可能性が高いか、企業・家計の耐久度という観点から検討したい。

2. 原油価格高騰に対する企業・家計の耐久力

原油価格上昇が家計と企業に与える影響を端的に言えば、所得の流出と投入価格上昇による収益マージン縮小にある。家計にとっては、原油価格上昇がガソリン価格に波及し必需的な支出が増えることで、実質負担増による所得流出効果がある。他方、企業にとっては、最終財生産のために原油や素原材料を投入している財生産部門において、原油や素原材料価格上昇が最終生産価格に転嫁できない場合に企業収益が圧迫されるマイナス効果がある。

そこでまず、現在の原油価格が最終財価格との比較で相対的にどの程度高いかを過去 2 度の原油高による景気後退時期と比較してみた。下図によれば、最終財価格比でみた原油価格水準は、景気後退をもたらした 90 年の湾岸戦争時以来の水準にまで達している。さらに、素原材料価格も同様に、最終財価格比でみてこの 15 年で最も高い水準にある（図 2）。



今回の原油価格高騰を受けて、マーケットが専ら株価と金利の低下という反応をみせたのも、過去と比べて最終財価格比で見た原油価格はかなり高い水準にあることが背景にあることが想像できよう。最終財価格比でみた高騰はすなわち、投入価格上昇の割に最終財価格が転嫁できていないことを意味し、企業収益をその分圧迫する。過去 2 回の景気後退期では、こうした企業マージンの縮小が企業の景況感を悪化させ、雇用の鈍化を通じて消費マインドの急低下をもたらした。

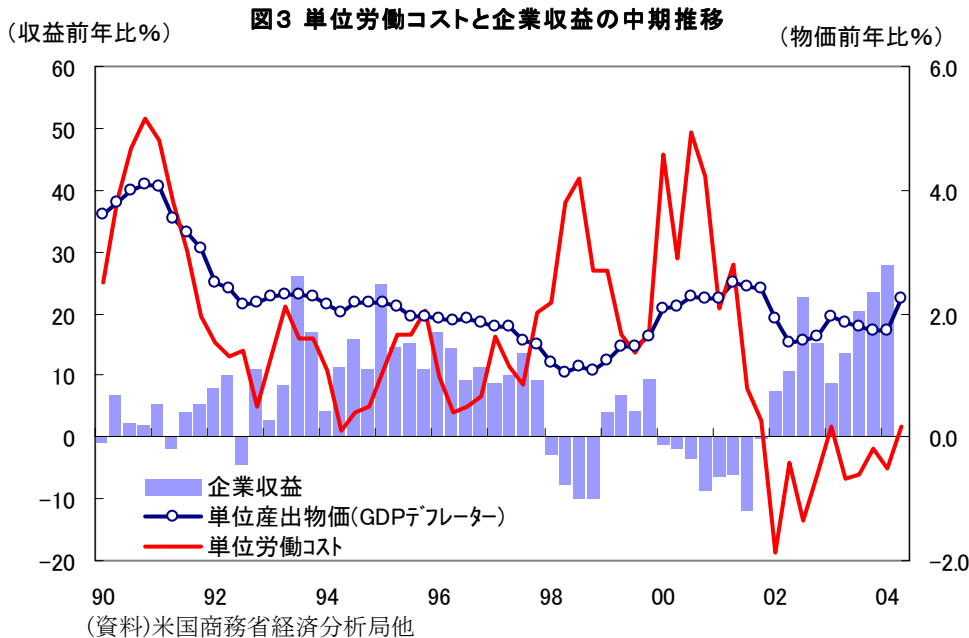
しかしながら、以下でみるように企業・家計共に原油高騰に対する耐久力は、過去 2 回の原油高騰・景気後退期に比べると格段に高い。

（過去と比べ高い企業の耐久力）

過去の原油高騰時と決定的に異なるのは、労働生産性の向上によって単位労働コストが低く抑えられており、原油価格などのコスト上昇を十分吸収できる点にある。

下図は、湾岸戦争とイラク戦争前後の時期を含めた企業収益と GDP デフレーター、単位労働コストの関係を示している。図から明らかなように、生産一単位当たりの産出価格の伸び率が単位当たり労働コストを上回る、すなわち産出価格上昇が投入コスト上昇を上回って単位マージンが拡大すると企業収益は高まる（図 3）。

過去 2 回の景気後退を伴った原油上昇期はいずれも、むしろ単位労働コストが GDP デフレーターを上回り、企業収益環境が脆弱であった。対して 04 年は労働生産性上昇により単位労働コストが前年比ゼロ近傍に低く抑えられ、投入財価格上昇に直面してもなお、企業収益がプラスを維持できる環境にある。



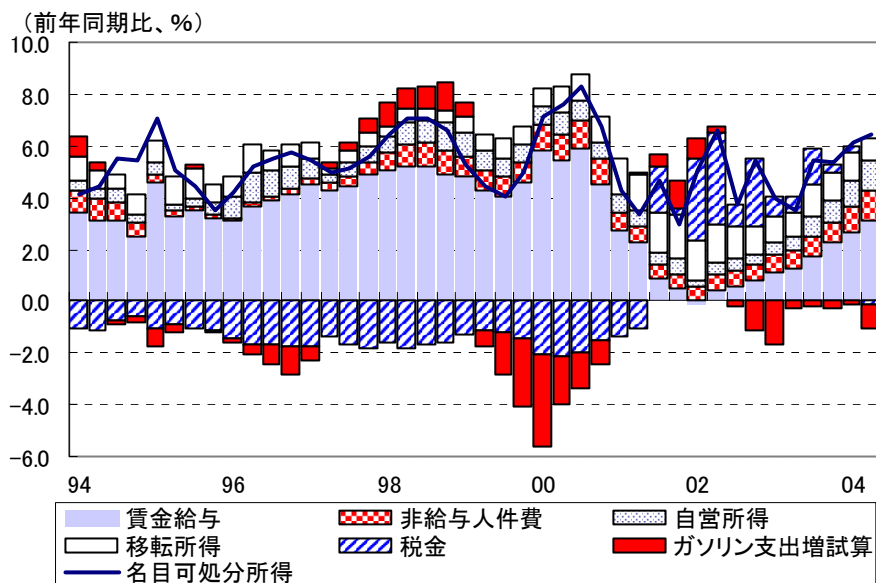
（ガソリン価格上昇の家計支出へのインパクト）

加えて、ガソリン価格上昇による所得減の効果も現時点では影響は軽微と考えられる。ガソリン支出が消費全体に占める割合は平均的に 3～4%に過ぎず、足元は在庫が十分であるため、ガソリン価格は原油価格と逆に若干低下傾向にある。

仮に原油価格上昇がダイレクトにガソリン価格上昇につながったとの想定で計算しても、04 年 4～6 月期の名目家計所得ベースの寄与度は前年比 1%弱という水準となる（次頁図 4）。01 年の減税施行前の税支出寄与度よりやや少なく、イラク戦前後に原油が前年比 100%以上上昇した際の試算値に比べてまだ低い。

もちろん、過去の税支出と同程度の支出増となれば消費への影響も無視できないが、ガソリン価格の増減は原油価格よりもマイルドであるため、実際のマイナス効果は、図 4 の寄与水準（図のガソリン支出試算）よりもずっと低いものとなろう。

図4 名目可処分所得の寄与度とガソリン支出増試算



(資料)住友信託銀行調査部作成。ガソリン支出増試算は寄与度に含まれない

3. 結論 - 長期金利の上昇シナリオへの反転にも留意すべき

冒頭で整理したように、原油価格上昇はインフレ懸念から金利上昇期待を醸成する効果と、景気減速を伴うことで金利低下圧力をもたらす2つの作用がある。その分岐点は、結局のところ、企業収益及び家計所得が原油価格上昇という所得減少要因に対してどの程度耐久力を有しているか、という点につく。

現在の原油高騰は、産出価格比でみて過去2回の景気後退期と同等かそれ以上のレベルにあることから、確かにリスクとして認識する必要があるだろう。しかしながら、これまで見てきたように過去2回の原油高騰局面に比べると、労働生産性の上昇を背景にした低い単位労働コストのおかげで企業収益は格段に余裕があり、雇用・家計所得の伸びを手堅く両立できる環境にある。各種受注統計、販売統計の7月の数字が大きく持ち直していることも踏まえると、原油価格高騰が需要を損ない、企業景況感や消費マインドが大きく低下し、景気全体の減速をもたらすとは考えにくい。

このように現時点のマクロ環境が原油価格高騰に対する耐久力を有しているとすれば、原油高騰と成長減速という組み合わせよりも、原油高騰のみのショックに止まる可能性が高まるだろう。とすれば、原油高騰で長期金利の低下を期待するシナリオから、経済指標の好転をきっかけに、物価とFFレート上昇を背景として長期金利が上振れるシナリオが主流となる可能性も十分にある点には注意が必要だろう。

(木村：kimurato@sumitomotrust.co.jp)