



## Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治

ワシントン駐在員事務所 所長

(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp

ワシントン情報 (2006 / No.049)

2006年7月31日

### 原油価格高騰下での好況持続の理由

～米国議会予算局報告書～

中東情勢不安を背景に NY 原油価格は一時期 1 バレル 78.40 ドルの高値をつけるなど、近年の原油高騰には一向に収束の兆しが見えない。議会予算局 (CBO) は先月 21 日、原油価格高騰が米国経済に与える影響について報告書を発表<sup>1</sup>。原油価格高騰は 2006 年の米国 GDP を 1%押し下げるとの推計を示す一方、1970 年代のオイルショック後のような景気後退が到来する公算は低いと指摘した。以下、同報告の概要について報告する。

#### 【CBO 報告書のエネルギー市場分析】

CBO 報告書によると、過去数年間における原油価格の高騰は世界的な石油需要の拡大に負うところが大きい。米国や欧州、ロシアでは 2005 年を通じて原油消費拡大ペースが幾分沈静化した。アジア、中東、中南米諸国では継続的に石油需要が拡大した。こうした需要要因に加え、昨年夏のハリケーン「カトリーナ」による被害、産油国ナイジェリアの政情不安、ロシアの政治動向に対する外国投資家の懸念、イラク石油施設に対する破壊活動の継続といった供給要因が、原油価格上昇を助長。米国国内ガソリン生産容量の 5%を占める製油所 3 施設は、ようやく今年の春に完全稼働の状態を回復。2006 年は、ガソリン精製規制に伴って使用増量の見込まれるエタノール価格の高騰が、ガソリン価格に上昇圧力を加えると懸念されている。

近年の原油価格が米国外の需給要因に大きく影響を受けてきたのと対照的に、天然ガスの価格は米国内の需給要因に負うところが大きい。米国内の天然ガス供給は原油に比較して輸入依存度が低い。天然ガスの国内生産量は 2003 年以降減少。ハリケーン来襲に伴う天然ガス生産量の減少は天然ガス価格に著しい影響を与えた。

1970 年代のオイルショックによる原油高騰は供給減少を主因とする一時的な現象としての側面が強かったが、近年の石油価格高騰は持続的な原油需要増加を主因としている。大半の市場アナリストは原油価格が今後長い期間に渡って高止まりを続けると見ている。2003 年以前は原油供給量が産油国の生産容量を大きく下回っていたが、現在では原油の世界生産量が短期的な生産容量の限界点に近づいている。その結果、原油価格は需給要因の変動に著しく過敏な状態にある。

#### 【エネルギー価格高騰が米国経済に与えた影響】

<sup>1</sup> Congressional Budget Office, "The Economic Effects of Recent Increases in Energy Prices" 原文は以下のウェブサイト  
で入手可：<http://www.cbo.gov/ftpdocs/74xx/doc7420/07-21-Energy%20DIST.pdf>

CBO 報告書によると、米国の石油総コストの GDP 比率は、2003 年の時点でわずか 2%。近年の石油価格の約 2 倍近い上昇は、石油製品への需要の減少を通じて石油供給量を 10% 減少させると推計されるが、GDP に与えるその直接的影響は単純に計算してわずか 0.2% である。影響が懸念されるのはむしろ以下のような需要サイドの派生的効果であると言う。

1. 石油コストの増分に見合って非エネルギー製品に対する国内需要が減少する。
2. 石油会社および石油会社株主に巨額の所得移転が生じる。
3. 消費者信頼感の悪化を通じて総需要に影響する。

Global Insight 社の経済モデルを用いた同報告のシミュレーション分析によると、近年のエネルギー価格上昇は米国 GDP 成長率を 2004 年に 0.25%、2005 年に 0.5% 減少させたと推測され、2006 年には減少分は 1.0% に達すると予測される<sup>2</sup>。

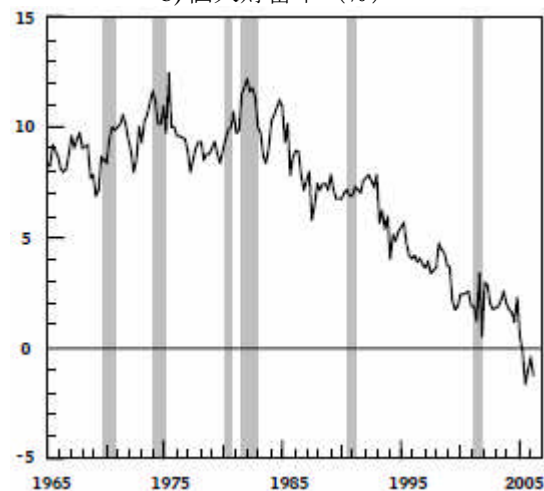
エネルギー価格上昇の影響を比較的大きく受けたのは家計部門である。家計部門のエネルギー支出は過去数年間を通じて急速に増大。2003 年には年間 3,800 億ドル (44 兆円) だった家計エネルギー支出は、2006 年上半期には年間ベースで 5,800 億ドル (67 兆円) に 53% も増大した。同期間を通じて、一世帯当たりの平均家計エネルギー支出は、毎年 1,700 ドル (20 万円) ずつ増加した計算になる。可処分所得に占める割合で見た場合、家計エネルギー支出は 2002 年の 4% 未満から 2005 年には 6% にまで上昇し、この期間のエネルギー価格上昇で家計所得の実質成長率は押し下げられた。ところが、こうした状況にもかかわらず、実質で見たエネルギー消費量、並びにエネルギー以外の消費には大きな変化が見られない。このしわ寄せとして生じたのは、個人貯蓄率の低下である。個人貯蓄率は過去数年間の急激な減少を続け、2005 年にはゼロ以下の水準に落ち込んだ。米国の家計は急激なエネルギー価格の高騰に家計貯蓄を掘り崩すことで対応したことになる。

図表 1：家計エネルギー支出と貯蓄率の推移 (1996 年～2006 年第 1 四半期)

a) 可処分所得に占めるエネルギー支出の割合 (%)



b) 個人貯蓄率 (%)



出典：CBO, “The Economic Effects of Recent Increases in Energy Prices” Figure 2-1, 2-3

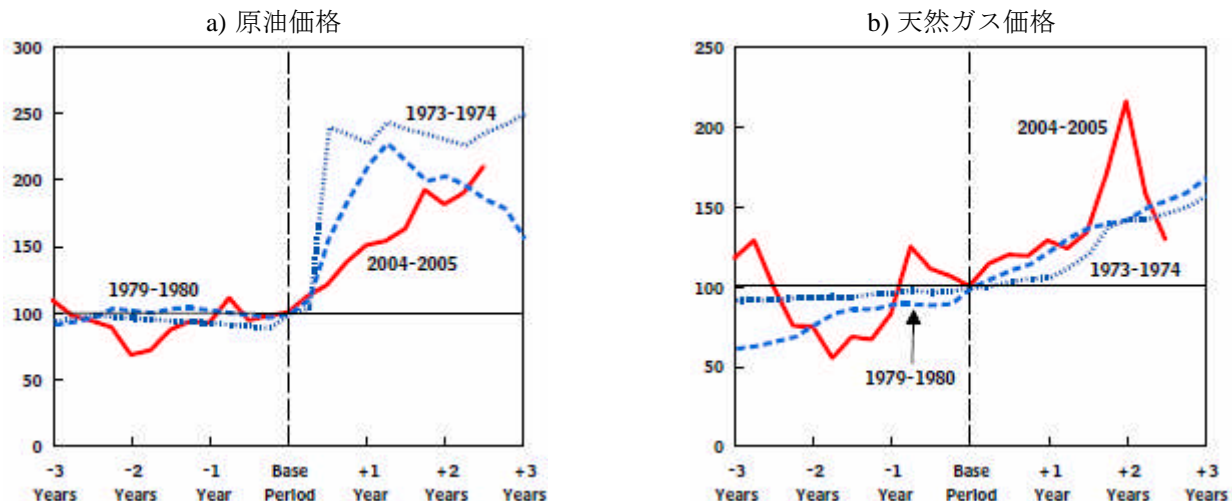
<sup>2</sup> 2004 年から 2006 年を通じてエネルギー価格上昇率は年率 2% (エネルギー価格上昇以前の GDP 価格指標平均成長率) を維持し、金融当局は Taylor rule に従って政策運営を行うという想定に基づく。

石油製品価格の上昇という悪材料にもかかわらず個人消費が堅調な伸びを維持したこともあり、企業部門はエネルギー価格高騰の影響をほとんど受けなかったように見える。米国企業収益は2006年前半を通じて過去40年間で最高の水準に達した。企業収益の増加にはエネルギー関連企業が貢献した部分も大きいですが、その他の企業もエネルギー価格の増加を消費者に転嫁、ないしは労働賃金増加圧力を抑制することに成功した。個人消費の継続的拡大を受け、企業の投資支出も堅調に推移。エネルギー価格高騰はエネルギー部門の固定資本投資を促進する結果となった。上掲のシミュレーション分析の結果によると、エネルギー価格高騰が企業収益に与えた影響はごく軽微であると言う。

【70年代のオイルショックとの相違の原因は何か？】

1973年の中東戦争に伴う第1次オイルショック、1978年イラン革命後の第2次オイルショック、1991年の湾岸戦争に前後した石油価格高騰など、過去の原油価格高騰は米国経済に大きな影響を及ぼしてきた。ところが過去3年間の原油価格の高騰にもかかわらず（懸念する意見もあるが）、米国は概ね堅調な経済成長を維持している。

図表2：エネルギー上昇ペースの比較（第1次/第2次石油ショック当時と2004～2005年）



出典：CBO, “The Economic Effects of Recent Increases in Energy Prices” Figure 3-3

確かに、近年における原油価格高騰は、1970年代の2度のオイルショックに比べると上昇テンポは幾分緩やかである。しかし、2003年から2年半を経た現在では価格上昇の割合も第1次オイルショックの水準に近づいており、天然ガスに至ってはオイルショック当時よりも高騰している。CBO報告書は近年の原油価格高騰が米国経済にさほど大きな影響を与えなかった理由として、①石油価格高騰に対するマクロ経済反応の相違、②米国の金融政策への信認とインフレ期待の相違、③規制環境の変化による経済の柔軟性の向上の3点に言及している。

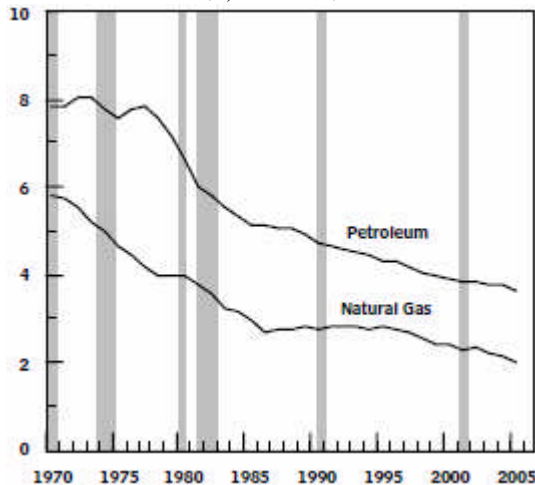
原油価格の急激な高騰に際し、1970年代当時は消費者信頼感が急速に悪化。個人貯蓄率は先行きに対する不安から増加した。既にピークを越した企業固定投資は減速し、世界的な景気後退から輸出が鈍化した。同時に原油を除く輸入価格もまたそれぞれ22%（1973年）および13%（1979年）の急騰を見せ、世界的にインフレーションが進行。不況とインフレが同時進行するスタグフレーションが深刻化した。ところが、近年の原油価格高騰に対して、米国経済は

極めて異なる反応を示している。家計の資産価値の上昇や低インフレ環境の持続に支えられ、個人消費および消費者信頼感は比較的堅調に推移。一方で、個人貯蓄率は急速に低下した。企業投資支出は 2001 年の景気後退局面から回復する状態にあり、対外輸出も世界経済の堅調な推移に支えられた。物価上昇率は国内のみならず世界的に低位の状態を保ち、2004 年/2005 年の非エネルギー輸入価格増加率はわずか 3%に過ぎない。

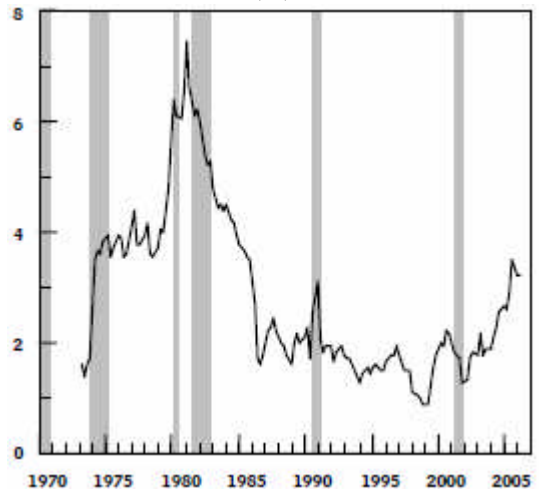
こうした原油価格高騰に対する 70 年代と今日の状況の相違はいかに生じたのか？ これを説明する理由として、一般にはサービス分野拡大に伴う経済の原油依存度の減少を指摘する意見がある。CBO はこうした見解に懐疑的な見方を示している。同報告によると、確かに物量単位の米国の総エネルギー依存度（GDP 比）は趨勢的に大きく減少して来た。しかし、名目で見ると米国の石油消費量の GDP 比率には 1973 年当時と大きな違いが無い。 CBO 報告書は、むしろ 1970 年代当時と近年を大きく区別するの経済的要因として、金融政策の経済的効果を挙げている。高インフレ環境が持続した 1970 年代は金融当局のインフレ抑制能力に懐疑的な見方が支配的であった。しかし、その後の金融政策と適宜な引き締め政策の実施に伴い、金融政策への信頼感は向上し、長期的なインフレ期待が抑制された。

図表 3：GDP に占めるエネルギー消費量（1970～2005 年）

a) 実質 GDP1 ドル当たりのエネルギー消費熱量 (1,000 BTU)



b) 石油消費額（名目）が GDP に占める割合 (%)



出典：CBO, “The Economic Effects of Recent Increases in Energy Prices” Figure 3-7

CBO 報告は、更にこうした金融政策を支援する経済環境の変化として、規制緩和を通じた経済の柔軟化に言及している。連邦政府は第 1 次オイルショック当時、賃金/価格規制によって経営難に陥った製油業者を救済するために、「緊急石油割当法（Emergency Petroleum Allocation Act : EPAA）」を制定。大手石油会社に中小製油業者への石油配分を義務付けた同法は、オイルショック以前に入荷された石油の価格統制を維持する一方、オイルショック後の入荷石油に価格規制免除を認めると言う二重規制制度を作り出した。結果的に、ガソリンの価格統制維持や原油価格統制廃止を期待した「古い石油」の出し惜しみは石油供給量を抑制。オイルショックの影響をさらに助長した。しかし、1980 年代以降、石油業者の在庫管理慣行は価格統制廃止と原油先物市場の発達により大きく変化。既に 1991 年の湾岸戦争の際には、石油在庫が比較的安定的に推移したことが確認されている。



CBO 報告によると、住宅金融市場の規制変化もエネルギー価格高騰の影響緩和に大きく緩和したと考えられる。1970年代当時は金融機関の貸出金利が連邦規制 Regulation Q によって制限されており、貸出金利上限を超える市場金利の上昇は銀行の与信絞込みを通じて住宅ローンなどの貸出減少を招いた。CBO 報告は、近年ではより柔軟な金融システムを通じて家計部門への与信提供の拡大を持続することが可能になったと指摘する。

原油価格の高騰が 70 年代のようなスタグフレーションを今日引き起こしていない原因は、先進国経済におけるエネルギー消費の GDP 比率の低下のみでなく、金融政策とインフレ期待の抑制、経済システムの柔軟化、更には報告書はふれていないが、経済・金融のグローバル化による、産油国の貿易黒字の経常収支赤字国（米国）への円滑な還流などの諸点から説明されるべきであろう。しかし、全てが上手く行っていると考えるのは楽天的過ぎるであろう。原油価格の高騰にもかかわらず、米国が経済成長を維持している代償として払っている家計貯蓄率、あるいは国内貯蓄率の一段の低下が最終的にどのような調整をもたらすかについては長期的な注意が必要であろう。

(担当：前田武史)

(e-mail address : [tmaeda@us.mufg.jp](mailto:tmaeda@us.mufg.jp))

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。