



# Weekly エコノミスト・レター

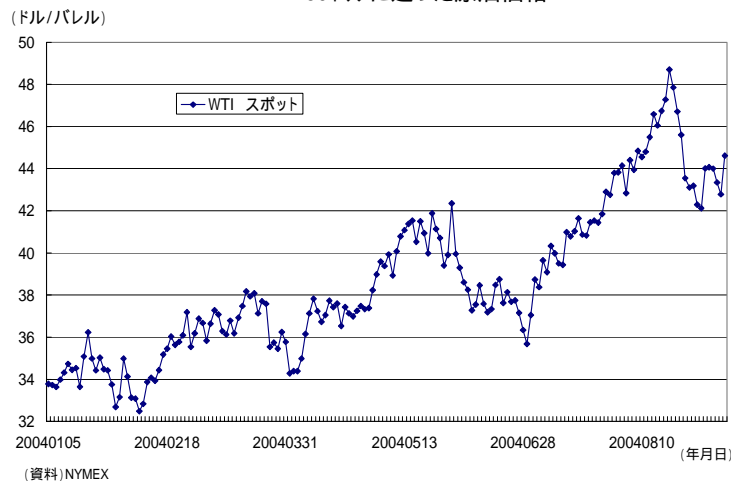
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 原油価格上昇の影響～二次 QE 後経済見通し

< 2004 年度 3.3%、2005 年度は 1.1% 成長 >

1. 原油価格上昇の影響は、交易条件の悪化による所得流出規模では石油危機に比べてかなり小さく、インフレ抑制のための経済政策によるマイナスの影響も見込まれないなど、国内要因による影響は小さいと見られる。しかし、中国の石油依存度が高いことなどから、海外経済の減速による輸出の鈍化を通じた影響が懸念される。
2. 9月10日発表の4-6月期の実質経済成長率（二次速報）は、前期比横這いだった設備投資が同1.2%増に上方修正されたものの、在庫投資の下方修正から同0.3%へとわずかながら下方修正となった。これを反映して、8月18日発表の2004・2005年度経済見通しを微修正した。2004年度の実質成長率は3.3%、名目成長率は0.9%と見込まれる。2005年度は実質成長率が1.1%、名目成長率は0.0%に減速するだろう。

50ドルに迫った原油価格



経済調査部門

(03)3512-1884

チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち) (03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北 4 - 1 - 7 : (03)3512-1800

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

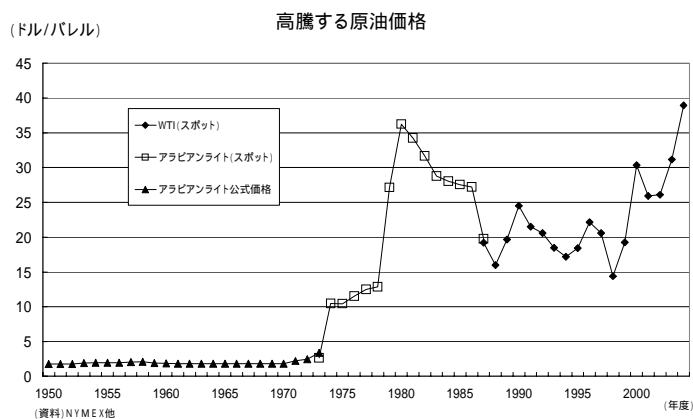
## 原油価格上昇とその影響

### 1. 上昇した原油価格

(原油価格上昇の影響経路)

原油価格(WTI スポット価格)は8月に入って急速に上昇し、一時1バレル50ドルに迫る勢いだったが、その後1バレル45ドルを割る水準へとやや落ち着きを見せている。原油価格が上昇した背景には、イラク情勢が依然として不安定であるなど中東情勢の緊張や、ロシア石油大手ユコス経営破綻への懸念、ベネズエラの政局不安による供給不安、世界的な金融緩和を背景に投機的資金が流入したなどの短期的な要因がある。長期的な要因としては、経済の急速な発展により中国やインドなどの原油輸入量が増加していることがある。

米国の政策金利が緩やかながら引き上げられていくと見られることや、ベネズエラの国民投票でチャベス大統領の罷免が否決されたことを受けて原油輸出混乱への懸念が後退したことなど、短期的な要因は徐々に剥落していくと見られる。しかし、長期的な需給の逼迫要因は残っており、原油価格は高止まりする恐れがあるだろう。原油価格の上昇によって日本経済が需要面から影響を受けるルートは、一般的には、交易条件の悪化による所得の流出、インフレ抑制のための経済政策による影響、海外経済の減速による輸出の鈍化、の3つに分けて考えられよう。



(所得流出による影響)

第一の経路では、価格の上昇によって原油輸入金額が増加し、国際収支の黒字が減少するとともに所得が国内から産油国に流出するため国内の購買力が低下し、消費の減少や設備投資の縮小をもたらす。ここでは日本からの輸出価格の上昇を無視して、以前と同量の原油を輸入するのに必要な資金が価格上昇によってどれだけ増加したかという所得流出側に注目することとする。8月の平均価格が続いた場合を考えれば、所得流出額は3兆8000億円余りで、名目GDP比で0.8%となる。過去2回の石油危機では所得流出の規模が名目GDP比で3%以上にのぼったことに比べれば、今回は規模が小さく影響も小さいと考えられる。

石油危機との比較で見た影響度

	第一次石油危機		第二次石油危機		今 回	
代表的原油価格 (1バレル当り)	1972年度	2.50ドル	1978年度	13.86ドル	2001年度	24.12ドル
	1974年度	11.48ドル	1980年度	36.34ドル	2004年8月	44.93ドル
油種	アラビアン・ライト 公式販売価格		アラビアン・ライト スポット		WTI スポット	
価格上昇		4.6倍		2.6倍		1.9倍
原油輸入額	1972年度	1兆2566億円	1978年度	4兆8260億円	2001年度	4兆4347億円
所得流出額 (名目GDP比)		4兆5136億円 3.3%		7兆8275億円 3.8%		3兆8216億円 0.8%
実質GDP成長率 (%)	1972年度	9.1	1978年度	5.4	2001年度	-1.2
	1973年度	5.1	1979年度	5.1	2002年度	1.1
	1974年度	-0.5	1980年度	2.6	2003年度	3.2

(資料) 通関統計、国民経済計算、ニッセイ基礎研究所試算

( 経済政策の影響 )

二度にわたる石油危機では、原油価格の上昇がきっかけとなって国内で賃金上昇と物価上昇の悪循環が発生しインフレが激化することを防止するために、財政・金融政策による総需要抑制策が採用された。しかし、デフレ脱却が課題となっている現状では、政策的に需要を抑制してインフレを防止する必要性が無く、今回はこのルートから経済がマイナスの影響を受けることは考えられない。金融政策では、二度の石油危機では公定歩合が9%にまで引き上げられるなど金融引締めが行われた。しかし、現状では消費者物価は前年比で依然下落しており、日本銀行が行っている量的緩和政策が早期に解除されるとは見込み難い。また、財政赤字による政府債務残高累増のため2003年度には公的固定資本形成は前年度比実質12.1%の減少となっており、この面では財政政策は原油価格の上昇以前から需要抑制的であるとも言える。しかし、原油価格の上昇に対応してこれ以上に公共事業の削減幅を拡大し、石油危機時の様にインフレ抑制のために需要を抑制するという事は考えにくい。

経済政策の比較

	第一次石油危機		第二次石油危機		今 回	
金融政策 (公定歩合)	1972年度末	4.25%	1978年度末	3.50%	2003年度末	0.10%
	1973年12月	9.00%	1980年3月	9.00%		
財政政策 (公的固定資本形成) (前年度比実質)	1973年度	7.3%	1979年度	1.8%	2003年度	12.1%
			1980年度	1.7%		

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「金融経済統計月報」

( 海外経済を通じた影響 )

IEAは、原油価格が1バレル当たり10ドル上昇した場合の影響について、OECD諸国のGDPは0.4%低下するとしている。IEAの結果を用いれば原油価格が1バレル当たり20ドル上昇した場合でも、世界経済の減速による日本の輸出減少の影響は、波及効果を考慮しても日本の実質GDPを0.3%程度押し下げる効果があるに過ぎない。しかし、このところ日本からの輸出増加の主因となっている中国の原油依存度(GDP1単位当たりの原油消費量)は、OECD諸国の平均を100として232と高い。同額の原油価格上昇による影響はOECD諸国の二倍の0.8%と見込まれている。加熱気味の経済を緩やかに減速させようとしている中国にとって、原油価格の上昇は経済の軟着陸をさらに難しくさせる要因である。

中国は石油依存度が高く経済への影響が大きい

	石油集約度	実質GDPへの影響
OECD	100	0.4
中国	232	0.8

(出所)IEA(国際エネルギー機関)

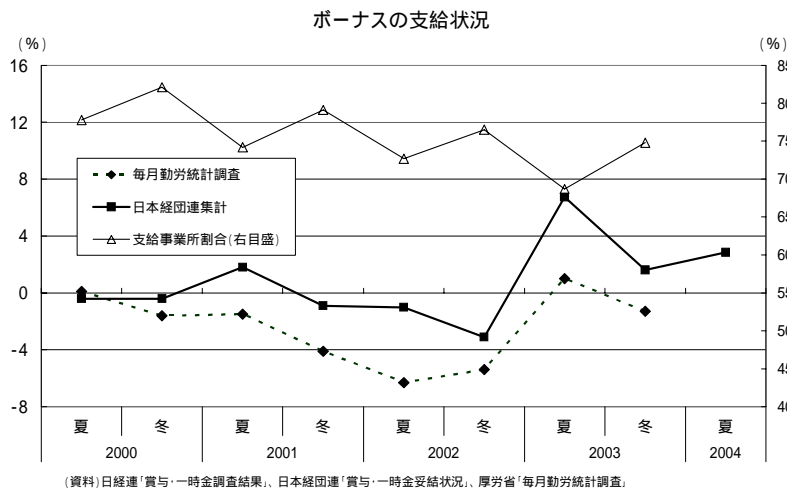
Analysis of the impact of high oil prices on the global economy May

また IEA のレポートでは輸入原油への依存度が低い米国の影響は、日本や欧州各国に比べて小さいとしているが、ガソリン価格の上昇が米国の家計消費を圧迫して米国経済の回復シナリオを崩してしまう恐れがある。原油価格の上昇は、来年度の日本経済を取り巻く海外経済の不安定要因を拡大させるものであり、大きなリスク要因であると考えられる。

## 2 . 2005 年度は 1.1%成長

( 低迷する家計所得 )

9 月 10 日に発表された第二次 QE では、一次 QE に比べて設備投資の伸びが上方に修正されたが、在庫投資が下方修正されたことなどにより、4-6 月期の実質経済成長率は前期比 0.3% ( 年率 1.3% ) と 0.1 ポイントの下方修正となった。



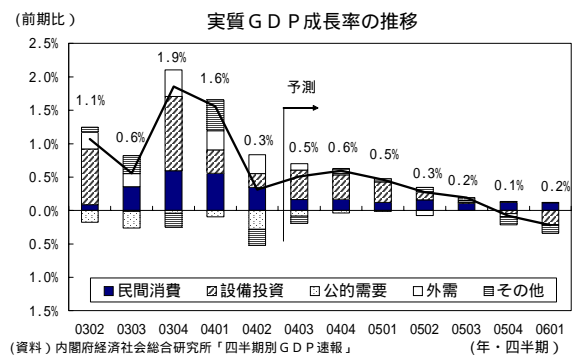
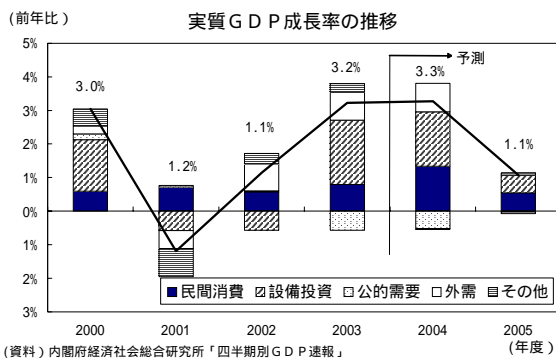
消費支出は前期比で実質増加を続けており一見堅調に見えるものの、懸念材料が多い。猛暑やオリンピックによる消費の押し上げ効果が喧伝されているが、個別の産業や企業には大きなプラス効果があるものの経済全体への効果は大きなものではない。7月の消費支出(全世帯)は前年同月比実質 1.1%の増加となったが、昨年の7月の消費が総報酬制への移行による手取り所得の減少で前年比 3.9%減と大きく落ち込んでいたことを考慮すれば、むしろ弱い数字と言うべきである。季節調整値で見ても、6月の前月比実質 4.0%に続き 0.5%の減少となっている。

家計の所得が伸び悩んでいることは、今後の消費の大きな不安材料である。「本俸は増加しなくても企業収益の増加を反映してボーナスが増加する」という期待は裏切られている。2003年の夏

のボーナスは前年比1%の増加となったが、冬は1.3%の減少となった。日本経団連やマスコミなどの集計では今夏のボーナスは前年比増加となっているが、毎月勤労統計ではボーナスが含まれている項目である「特別に支払われた給与」は、前年比で6月4.7%、7月0.6%の減少となっている。ボーナスを支給する企業の割合は低下傾向にあり、派遣やパート労働者の比率が上昇していることも、大企業の正社員を対象とした各種調査との乖離が拡大する要因となっている。低下傾向にあった失業率が7月は4.9%と6月に比べて0.3%ポイント上昇し、2003年12月以来6ヶ月連続で前年比増加を続けていた就業者数は6月、7月と二ヶ月連続で減少となるなど、雇用情勢の改善の動きにも変化が見える。常用雇用指数が増加に転じ、有効求人倍率も改善を続けていることから、雇用情勢が急速に悪化するとは考えられないが、今後の動向は要注意であろう。

(2005年度は景気後退へ)

2004年度は実質成長率3.3%、名目成長率も0.9%のプラスとなるだろう。一次QE後に民間予測機関から発表された経済見通しでは、2005年度は2004年度に比べ減速するという見方が一般的であった。経済財政諮問会議に民間委員が提出した「平成17年度マクロ経済の想定」でも実質経済成長率は2%強と見込まれている。問題は、2005年度の成長率が2%台への緩やかな減速にとどまるのか、景気後退に至るような1%台への大幅なものとなるかである。米国の双子の赤字問題や中国の景気過熱の解消のために外需の鈍化が見込まれるため、外需の寄与度はほぼゼロに縮小するだろう。原油価格の高騰が続けば海外経済の不透明感はさらに増幅される。家計所得が伸び悩む中で社会保険料や税負担の増加が見込まれるため消費の伸びが低下するなど、内需がこうした影響を補うことは難しく、2005年度には日本経済は大きく減速する恐れが大きい。設備投資の伸びが2.9%に低下すること、消費の伸びも1.0%へ縮小することなどから、実質成長率は1.1%となるだろう。名目成長率は2005年度には0.0%に低下すると見込まれる。



(米国、欧州の経済見通しは今週末9月17日(金)のWeeklyエコノミスト・レターに掲載します。)



# 日本経済の見通し (2004年4-6月期2次QE(9/10発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2004.8)

	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測	2004/4-6 実績	7-9 予測	10-12 予測	2005/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2006/1-3 予測	2004年度	2005年度
実質GDP	3.2	3.3	1.1	0.3	0.5	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1	0.2	3.3	1.0
内需寄与度	(2.4)	(2.4)	(1.1)	(0.0)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.2)	(0.0)	(0.2)	(2.5)	(1.0)
内、民需	(3.0)	(2.9)	(1.1)	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(3.0)	(1.1)
内、公需	(0.6)	(0.5)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.4)	(0.0)
外需寄与度	(0.8)	(0.8)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.8)	(0.1)
民間最終消費支出	1.4	2.5	1.0	0.6	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	2.5	1.0
民間住宅投資	0.3	0.8	1.2	0.4	0.5	0.7	1.0	0.5	0.9	0.8	0.1	0.8	1.1
民間企業設備投資	12.2	9.5	2.9	1.2	2.5	2.0	1.7	0.6	0.0	0.2	1.2	8.3	3.5
政府最終消費支出	1.0	1.1	1.0	0.3	0.0	0.0	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	1.1	1.0
公的固定資本形成	12.1	13.8	4.4	7.0	2.1	1.1	1.6	1.3	0.7	0.3	1.2	12.0	4.5
輸出	11.0	13.2	3.5	3.5	1.8	1.5	1.0	0.7	0.6	0.4	0.5	13.2	3.5
輸入	4.9	8.8	5.4	1.9	1.5	1.8	1.4	1.8	0.7	1.0	0.7	9.3	5.6
名目GDP	0.8	0.9	0.0	0.5	0.3	0.3	0.0	0.0	0.1	0.3	0.7	1.2	0.1

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

(単位、%)

	2003年度	2004年度	2005年度	2004/4-6	7-9	10-12	2005/1-3	4-6	7-9	10-12	2006/1-3	2004年度	2005年度
鉱工業生産(前期比)	3.5	5.8	0.3	2.6	0.1	0.7	0.6	0.2	0.3	0.4	0.7	6.2	0.7
国内企業物価(前年比)	0.5	1.7	0.6	0.9	1.6	2.0	2.3	2.1	1.2	0.1	0.9	1.7	0.2
消費者物価(前年比)	0.2	0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1
経常収支(兆円)	17.3	17.6	15.8	19.0	17.5	17.0	16.7	16.1	15.8	15.8	15.6	17.7	15.9
(名目GDP比)	(3.4)	(3.5)	(3.1)	(3.8)	(3.5)	(3.4)	(3.3)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.5)	(3.1)
失業率(%)	5.1	4.6	4.6	4.6	4.7	4.6	4.5	4.5	4.6	4.7	4.8	4.5	4.5
住宅着工数(万戸)	117	116	116	115	116	117	116	116	116	115	115	116	116
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.1	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
為替(円/ドル)	113	109	106	110	110	109	108	107	106	106	106	109	106
原油価格(ドル/バレル)	30	40	38	35	43	41	40	39	38	38	38	38	36
経常利益(前年比)	16.9	12.6	0.3	34.3	9.9	7.8	3.7	0.9	0.6	0.8	1.5	7.4	0.3

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(日本経済担当)			
シニアエコノミスト	斎藤 太郎 (さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@nli-research.co.jp
研究員	篠原 哲 (しのはら さとし)	(03) 3512-1838	shino@nli-research.co.jp
(金融・為替担当)			
主任研究員	熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち)	(03) 3512-1833	kumagai@nli-research.co.jp
(米国経済担当)			
主任研究員	土肥原 晋 (どいはら すずむ)	(03) 3512-1835	doihara@nli-research.co.jp
(欧州経済担当)			
主任研究員	伊藤 さゆり (いとう さゆり)	(03) 3512-1832	ito@nli-research.co.jp

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)