

原油高、米国の景気後退リスク、FRBの金融政策

Topics

- ▶ ウクライナ侵攻が長期化すれば、原油などの資源価格が大きく上昇するリスクが高まる。高インフレの鎮静化を目指すFRBの政策運営は、原油高によってより難しくなった。
- ▶ 3月に入り原油価格が高騰しているが、1バレル=120ドル程度の原油高であれば米経済への影響は限定的にとどまる見込み。150ドルを超えて上昇すると、家計の実質所得の目減りが無視できない大きさとなり、米経済はプラスを維持しながらも停滞が長期化するとみられる。原油が200ドルを超えれば、個人消費の減少が大きくなるので、米国経済が景気後退に至る可能性が大きく高まる。

シニアエコノミスト 村上 尚己

ウクライナ危機で世界経済に暗雲

ロシアによるウクライナ侵攻によって、地政学リスクが極度に高まっています。米欧諸国により、ロシアに対して強力な経済制裁が課されました。大規模な戦争を行いながら、ロシア政府は通貨ルーブル体制を維持することが困難となり、同国の経済成長は大きく低下する可能性があります。

世界経済への影響という意味では、ロシアは世界経済全体に占める割合は約2%ですが、原油、天然ガス、パラジウムなどの資源の供給割合が大きいので、米欧諸国によるロシアを世界経済から断絶させる政策は、商品市況の価格上昇として現れます。WTI原油価格は、3月7日時点で1バレル=120ドル近辺まで急騰、ロシアからの原油供給禁止措置が更に広がれば大きく上昇する可能性があります（図表1）。

米国においてインフレ率の大幅な上昇が続く中で、2021年11月頃からFRB（米連邦準備理事会）はインフレ抑制を最重視する姿勢に大きく転換しました。コロナ禍からの回復に伴う、財市場での大幅な需要超過拡大に加えて、労働市場での需給改善から、需要回復が緩慢だったサービス部門においても需給がひっ迫しました。労働市場において、コロナによって退職者数が大きく増えるなど、FRBにとって想定外だったと思われる労働市場の供給状況の変化が起きました。このため、賃金上昇率は2021年後半から高い伸びとなっています（図表2）。

更に、ロシアによる軍事侵攻の長期化とともに、今後起こると予想される原油などの資源市場における供給変化がもたらす資源価格上昇は、米国にも大きな影響を及ぼす要因になるでしょう。

こうした中で、パウエル議長が言及したように、3月15-16日に開催されるFOMC（米連邦公開市場委員会）における25bpsの利上げ開始は既定路線となっています。原油などの資源市場における需給ひっ迫がインフレ期待を強めるので、5月以降のFOMCにおいても、中立的な政策金利に向けて利上げを継続する姿勢は簡単には変わらないとみられます。

地政学リスクの高まりがもたらす、経済成長の下振れリスクに対して、過去20年余りFRBは緩和的な金融政策を発動してきました。ただ、今回の地政学リスクについて、FRBはインフレ圧力要因と認識するので、当面は、金融引き締めを強める方向で政策対応が続く可能性が高いと考えられます。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

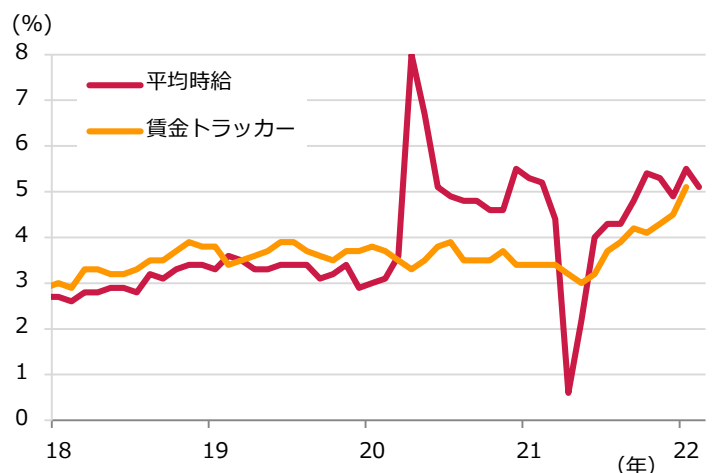
図表1

WTI原油先物価格の推移



図表2

賃金指数の動向（前年比）



景気後退に至るか否かは原油価格次第

原油などの資源価格高騰をうけて、FRBの金融政策運営により、経済・インフレ双方を安定させる政策対応の難易度が益々高まっています。

実際には、ロシアや欧州の経済停滞を通して、世界経済が減速すれば、ロシアとの貿易取引が小さい米国にも大きな逆風が吹きます。そして、資源価格高騰によって、米国の家計の購買力を低下させる経路で、経済成長の牽引役である個人消費も減速します。

金融財政政策が成長率を抑制する方向に作用する中で、成長率を下押しする追加の要因が増えたので、2022年内に米国経済がゼロあるいはマイナス成長まで低下する、景気後退に陥るシナリオも想定されるでしょう。

原油高がどこまで進むかは、戦争長期化の状況に依存するので極めて不確実性が高いです。以下では、原油高が米国経済への悪影響をもたらす度合いによって、シナリオ分析を行います。1970年代や80年代には、中東紛争などをきっかけに大幅な原油高となった後に、米国が景気後退に陥る場面がありました。当時の景気減速をもたらした理由は、必ずしも原油高だけではないと考えられますが、現在のウクライナ危機が、景気後退をもたらすリスクを考える参考になるでしょう。

ガソリンなど燃料関連消費支出の消費全体に占める比率をみると、大幅な原油高が起きた時に家計所得がどの程度目減りしたかが確認できます(図表3)。例えば1980年代初頭の景気後退局面では、原油高で家計の個人消費に占める、ガソリン等燃料消費の割合が2%ポイント増えて6%前後まで上昇しました。

原油が150ドル超まで上昇すると

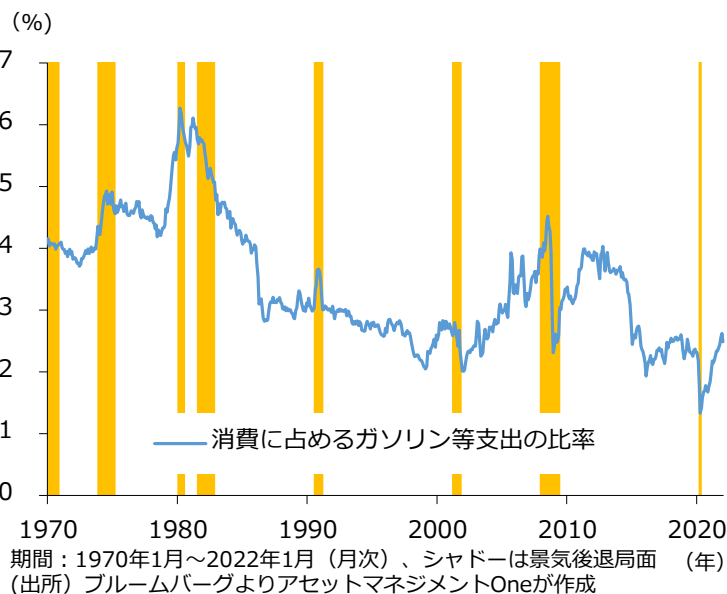
足元では、原油価格が80ドル台だった2022年1月時点で消費に占めるガソリン等の燃料消費の割合は約2.5%です。米国では、原油高が政治問題になっていましたが、2000年以降で見るとレンジの範囲内にあります。1月時点で既に80ドル台だった原油価格が3月に120ドル近傍まで、50%近く上昇しており、燃料消費が家計消費に占める割合は、足元では、3%台を超えたとみられます。ただ、地政学リスクの高まりで大幅な原油高とともに景気後退が起きた、1974年や1980年は、消費に占めるガソリン等燃料消費の割合は5%以上に高まりましたが、当時よりは依然低い状況にあります。現時点の価格上昇であれば、個人消費への悪影響は限定的とみられます。これが現状想定されるメインシナリオと考えています(図表4)。

今後、原油価格が150ドルに近づき上昇すると、どうなるのでしょうか。小売価格への価格転嫁の程度で変わりますが、供給ショックで原油高が起きた1990年前後の湾岸危機時よりも、ガソリン等の消費比率が高まるでしょう。

ただ、1990年初頭の米国では、金融システムが不安定化していたので、経済ショックに脆弱でした。一方で、現在は米国の金融システムが頑強とみられ、家計の負債比率が低下しているなどの理由から、当時と同様の原油高ショックには、ある程度は耐えられると推測されます。

図表3

米国消費に占めるガソリンなど燃料支出比率



図表4

原油価格に応じて想定される米経済のシナリオ

原油価格120ドル	家計所得への影響は限定、GDP成長率は2%台 FRBは年内5回程度の利上げ
原油価格150-180ドル	家計所得が目減り、GDP成長率は1%前後 FRBの利上げペースが早まる
原油価格200ドル超	家計所得大幅減、GDPマイナス成長(景気後退) FRBは年内に利上げ中断

(出所)アセットマネジメントOne

このため、原油価格が150ドルを超える水準までの上昇の場合は、米国は景気後退には至らずに、年率1%程度の若干のプラス成長を維持するソフトパッチにとどまるとみられます。経済成長が保たれる中で原油高になるので、FRBはインフレ抑制のために利上げペースを年央に早めるとみられ、2023年まで経済成長の停滞が長引くリスクが高まります。

原油が200ドルを超えると

更に、供給ショックによる原油高が実質消費を大きく押し下げるケースとしては、1980年初頭など同様の状況になるケースが想定されます(なお、2008年時に同様に大幅な原油高が起きましたが、当時の原油高は新興国の需要拡大期待がもたらしており、現在とは状況が異なると位置づけられると考えます)。原油価格が年初の水準から倍以上の、200ドルを超えて短期間で急騰して高止まる場合は、1980年など同様の実質消費の減少が起きるでしょう。この場合は、米国で家計所得が2%近く目減りして、更にグローバル経済の停滞とあいまって、米国経済が景気後退に至る可能性が高まります。このため、早々に原油価格が200ドルを超えて上昇する場合は、米経済は景気後退となり、FRBの利上げが2022年半ば以降打ち止めになると予想されます。

これらの原油高ケースはメインシナリオではないものの、可能性が低いリスクシナリオに位置付けられると、筆者は考えています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。