

# 原油レポート

< 原油高でもインフレが抑制されている理由 >

## 1. 原油市況 ~ 高値圏での推移が続く

原油相場(WTI、期近物)は、イスラエルのレバノン侵攻により供給懸念が強まった7月14日につけた78.40ドルが当面のピークになっている。その後8月14日には、イスラエルとレバノン政府が国連安全保障理事会の停戦決議を受諾し、レバノン情勢による供給懸念は和らいでいる。米景気減速観測の強まりなどを背景に、18日には、一時70ドルを割れた(終値は、71.14ドル)。

しかし、他の問題に起因する供給懸念は根強い。イラン核開発問題では、イランが6月上旬に提示された6ヶ国案に対する検討結果を8月22日までに回答するとしており、その内容が注目される。また、安保理では、イランのウラン濃縮活動停止期限を8月末とする決議が採択されており、今後、事態が緊迫する可能性もある。一方、ナイジェリアで武装勢力の攻撃等による生産障害が拡大していることに加え、アラスカの油田では老朽化したパイプラインの腐食が見つかり、減産につながっている。

## 2. トピック ~ 原油高でもインフレが抑制されている理由

投入コストの上昇による企業収益へのマイナス影響は、現局面では52兆円と、第1次石油危機(52兆円)、第2次石油危機(43兆円)に匹敵する規模になっている。

しかし、過去の石油危機の時と現局面について企業業績の状況をみると、石油危機時には企業の利益は減少していたのに対して現局面では増加している、石油危機時には価格転嫁が大幅に進められたのに対して現局面は価格転嫁があまり行われていない、という大きな違いがある。

価格転嫁をした場合の方が企業は収益を確保しやすいように思われるが、現実にはそうはなっていない。現局面で、価格転嫁を行わないのに利益が確保できている理由は、輸出を中心に売上数量の伸びが確保できていること、人件費など固定費が抑制できていることである。これらにより利益が増加しており、現局面では、販売価格への価格転嫁を進めなくても済んでいるといえる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問合せ先】 芥田 (E-mail: tomomichi.akuta@murc.jp)

次回公表日: 2006年9月4日(月)頃

本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。

また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

「原油レポート」のメール配信サービスを提供しています。ご希望される方は、「原油レポート配信希望」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。また、配信停止をご希望される方は、「原油レポート配信停止」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。

## 1. 原油市況；高値圏での推移が続く

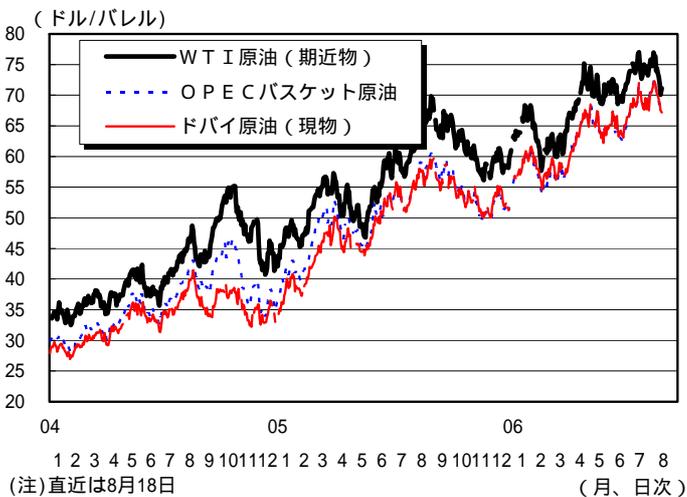
原油相場（WTI、期近物）は、イスラエルのレバノン侵攻により供給懸念が強まった7月14日につけた78.40ドルが当面のピークになっている（14日の終値は77.03ドル）。8月14日には、イスラエルとレバノン政府が国連安全保障理事会の停戦決議を受諾し、レバノン情勢による供給懸念は和らいでいる。加えて、米景気減速観測の強まりなどを背景に、18日には、一時70ドルを割れた（終値は、71.14ドル）。

しかし、他の問題に起因する供給懸念は根強い。イラン核開発問題では、イランが6月上旬に提示された6ヶ国案に対する検討結果を8月22日までに回答するとしており、その内容が注目される。また、安保理では、イランのウラン濃縮活動停止期限を8月末とする決議が採択されており、今後、事態が緊迫する可能性もある。一方、ナイジェリアで武装勢力の攻撃等による生産障害が拡大していることに加え、アラスカの油田では老朽化したパイプラインの腐食が見つかり、減産につながっている。

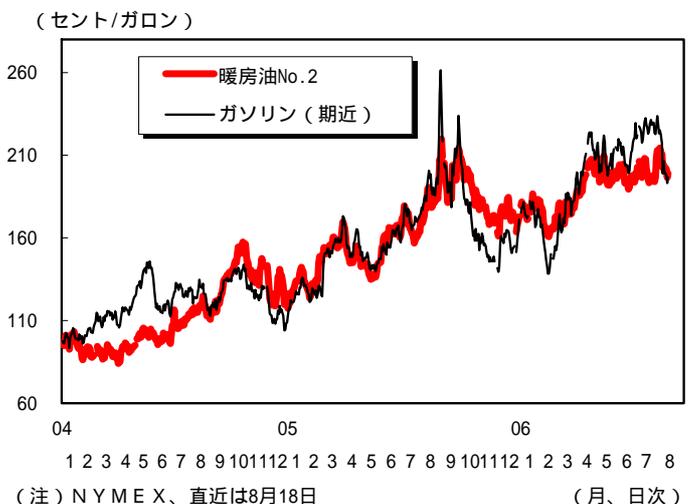
直近（8月18日時点）の先物カーブを見ると、価格のピークは2007年8～9月物になっている（図表5、6）。先物市場における投機筋のポジション（long-short）をみると、8月15日には、原油の買い超幅は拡大が続いたが、ガソリンの買い超幅は縮小が続いた（図表7、8）。

米国をはじめ世界の原油在庫は潤沢であり、足元の原油需給は緩和気味とみられ、また米国のガソリン需要のピーク期はあと1ヶ月弱で終わる。先物市場では、ガソリンの価格が暖房油価格を下回り始めており（図表2）、はガソリン需給の逼迫に対する懸念は後退している。もっとも、ガソリンなど石油製品への需要は底堅く、地政学リスクへの懸念やハリケーンへの警戒感も強いいため、原油相場は高値圏での推移が続くと見込まれる。しかし、来年にかけて、世界景気の減速が見込まれるため、相場の上値は限定的であろう。

（図表1）原油市況の推移

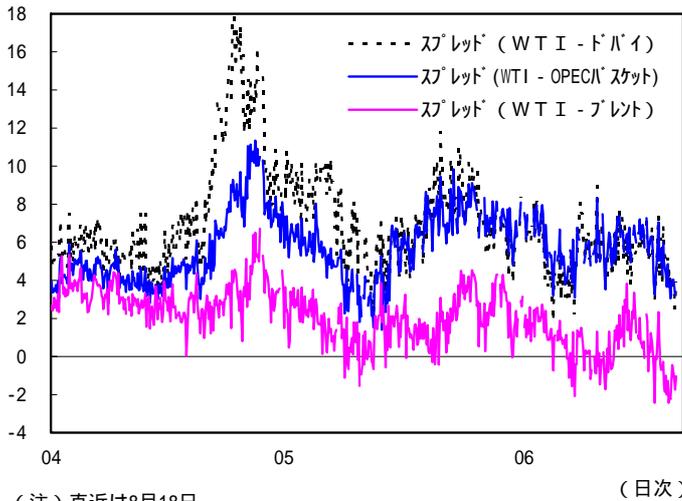


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



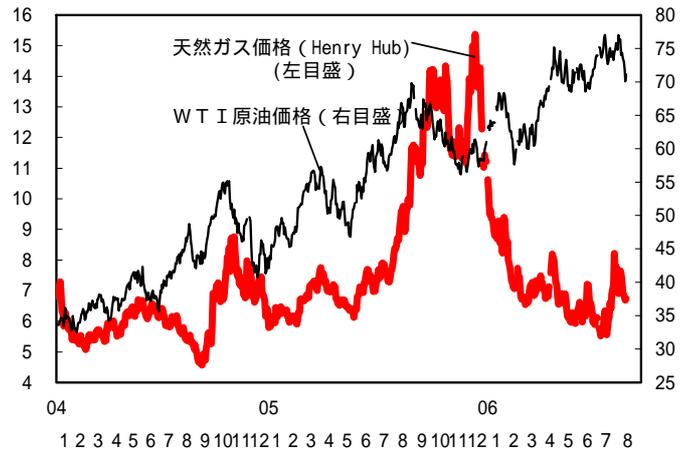
(注) 直近は8月18日

(日次)

(図表4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

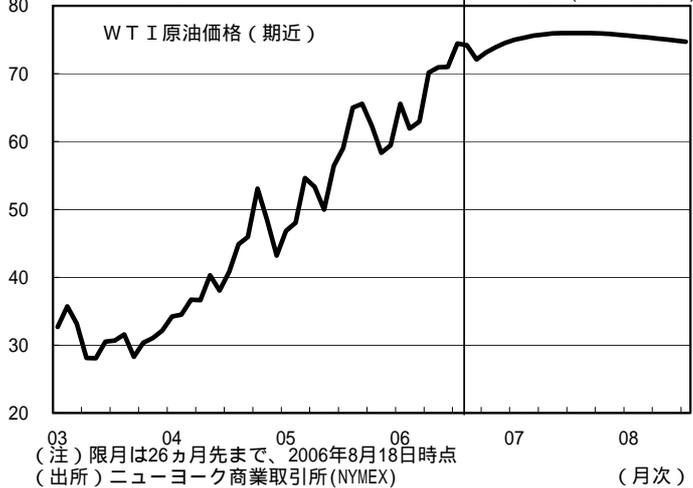
(ドル/バレル)



(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略 (注2) 直近は8月18日の値

(図表5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)

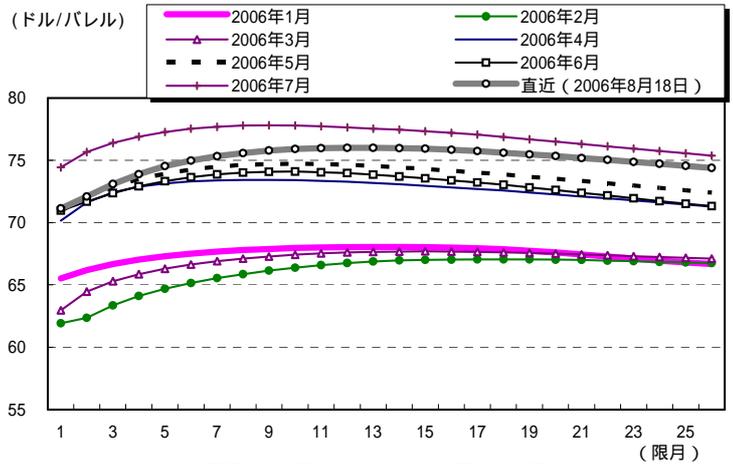


(注) 限月は26ヵ月先まで、2006年8月18日時点 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(月次)

(図表6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)

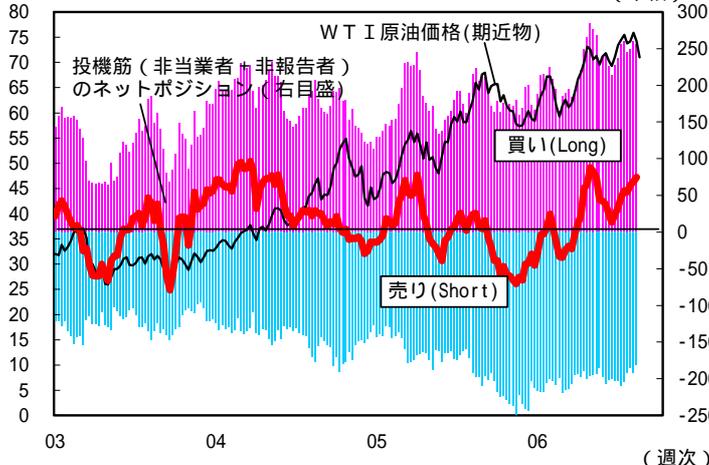


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格 (出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)



(注1) 直近は8月15日時点

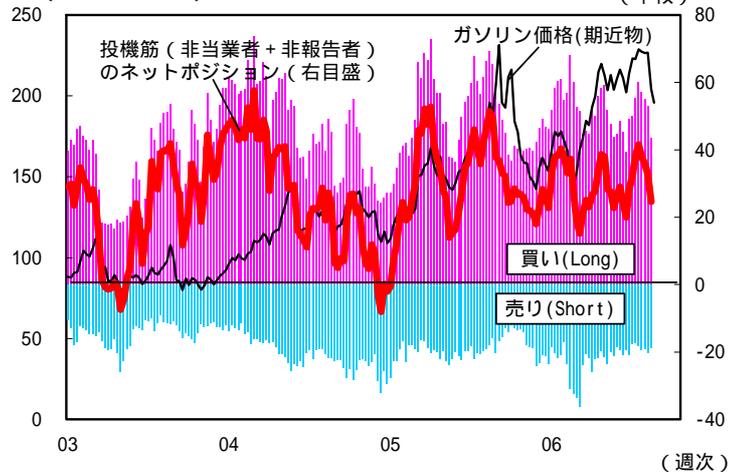
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

(出所) CFTC

(図表8) 投機筋のポジション(ガソリン)

(セント/ガロン)

(千枚)



(注1) 直近は8月15日時点

(注2) 価格はUnleaded Gasoline。ポジションはGASOLINE BLENDSTOCK (RBOBと)UNLEADED GASOLINEの合計

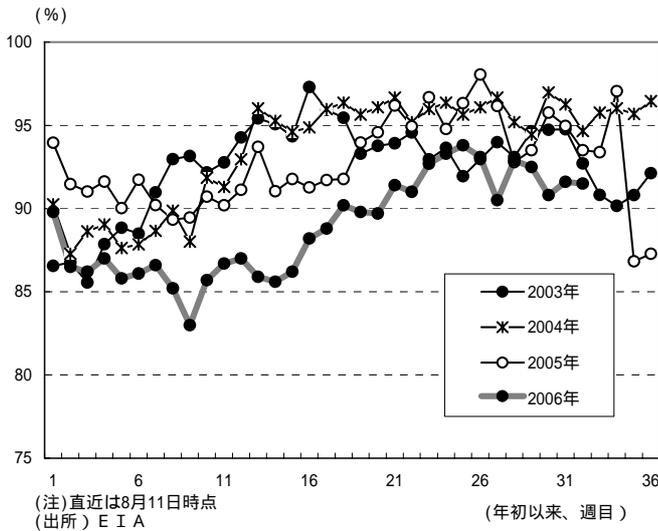
(出所) CFTC

## 2. 米国の需給動向

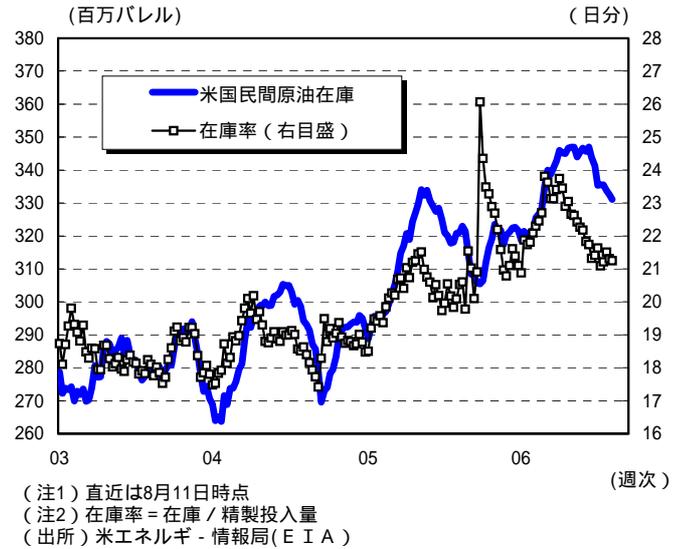
### (1) 原油需給；在庫は緩やかな減少傾向

米国の製油所の稼働率は一時、平年並みにまで回復していたが、メンテナンスによる操業停止が平年よりも多く、原油の需要は抑制されている(図表 9)。一方で、原油の供給面をみると、輸入と国内生産はともに伸び悩んでおり、今後、アラスカでの減産の影響も出てくる。なお、例年秋にかけて原油在庫は減少する傾向が続ある(図表 10)。

(図表 9) 米国の製油所の稼働率



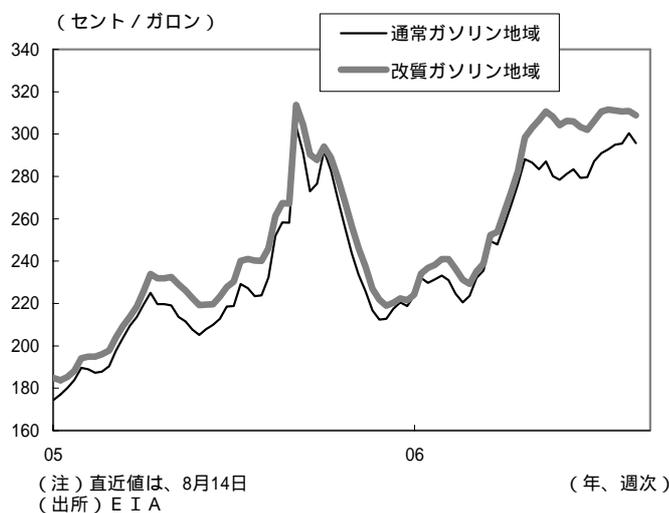
(図表 10) 米国の原油需要と原油供給



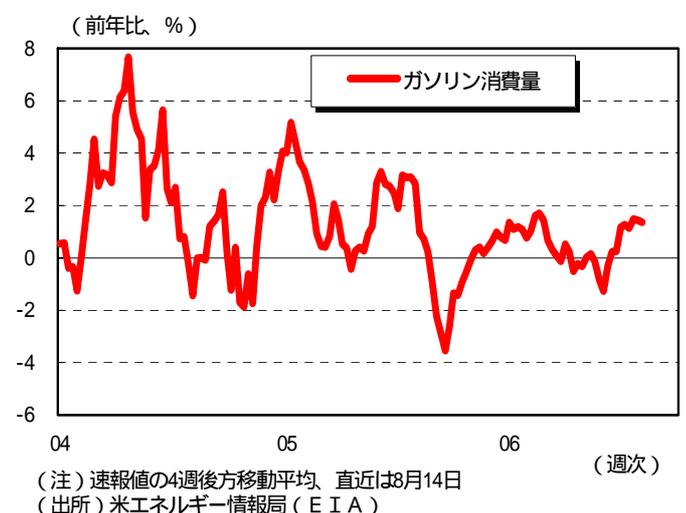
### (2) 石油製品；ガソリン消費は底堅い

ガソリン小売価格は横ばい圏で推移している。通常レギュラーが1ガロン=2.96ドルと前週の3ドルから小幅下落し、改質レギュラーも6週間ぶりに3.1ドルを若干下回った。一方、ガソリン消費量は前年水準を上回っている(図表 11)。なお、ガソリン需要のピーク期は間もなく終わるため、市場でのガソリン需給逼迫への懸念はおさまりつつあるとみられる。

(図表 11) ガソリン小売価格の推移



(図表 12) ガソリン消費量の推移



### 3. O P E Cの生産動向

8月の月報～需要見通し小幅引き下げ

7月のO P E Cの原油生産は前月比24万バレル減少した。なお、O P E Cは8月16日に発表した月報で、2006年の原油需要見通しを8万バレル下方修正し、日量8453万バレルとした。しかし、ダウコルO P E C議長は、「生産を抑制し、生産目標の調整を行う必要が生じるとは思わない」と、年内に生産枠の変更を行わない意向を示唆した。

#### 地政学リスク

イスラエルのレバノン侵攻問題では、11日に国連安全保障理事会による停戦決議が採択され、イスラエル、レバノンの両国政府は14日からの停戦で合意し、履行されている。ただし、事態は依然として、一触即発とみられ、予断を許さない。

一方、イラン核開発問題では、7月31日に国連安全保障理事会が、6月上旬に提示した6ヶ国による包括提案に対するイランの受け入れ期日を8月31日とする決議を採択した。また、イランは、その包括提案に対する検討結果を8月22日までに回答するという姿勢を続けている。

こうした中、20日にイラン外務省のアセフィ報道官が「ウラン濃縮の停止は検討事項でない」と発言している。イラン側は、従来より、核エネルギーの平和利用を正当な権利としており、ウラン濃縮関連活動の全面停止を拒否することが見込まれる。一方で、回答の中には、核問題打開に向けたイラン側の提案が示されるものとみられている。こうしたイラン側の対応に対して、欧米サイドの反発が見込まれ、安保理が濃縮停止期限とした31日まで駆け引きが激しくなると予想される。

(図表13) O P E Cの生産動向

国名	生産量(7月)	生産量(6月)	超過量(7月)	生産枠(05年7月～)	産油能力	稼働率	(万バレル/日)	
							生産余力(7月)	
サウジアラビア	915.0	922.0	5.1	909.9	1,130.0	81.0%		215.0
イラン	380.0	385.0	-31.0	411.0	400.0	95.0%		20.0
クウェート	246.0	250.0	21.3	224.7	255.0	96.5%		9.0
U A E	256.0	256.0	11.6	244.4	260.0	98.5%		4.0
カタール	81.0	81.0	8.4	72.6	82.0	98.8%		1.0
ベネズエラ(注4)	252.0	258.0	-70.3	322.3	270.0	93.3%		18.0
ナイジェリア	220.0	225.0	-10.6	230.6	260.0	84.6%		40.0
インドネシア	90.0	91.0	-55.1	145.1	96.0	93.8%		6.0
リビア	170.0	170.0	20.0	150.0	170.0	100.0%		0.0
アルジェリア	138.0	138.0	48.6	89.4	140.0	98.6%		2.0
O P E C 10カ国	2,748.0	2,776.0	-52.0	2,800.0	3,063.0	89.7%		315.0
イラク	213.0	209.0	-	-	220.0	96.8%		7.0
O P E C 11カ国	2,961.0	2,985.0	-	-	3,283.0	90.2%		322.0

(注1) 超過量(7月) = 生産量(7月) - 生産枠(05年7月～)。生産枠制度は05年10～12月の間は中止

(注2) 産油能力は、30日以内に生産可能で、かつ90日以上持続可能であることが条件。

(注3) サウジアラビアとクウェートの生産量には中立地帯の生産量が1/2ずつ含まれる。

(注4) ベネズエラの実生産量は生産枠には入らない重質油(約59.0万バレル/日)が含まれる。

(注5) 稼働率(%) = 生産量(7月) / 産油能力 \* 100

(注6) 生産余力 = 産油能力 - 生産量(7月)

(資料) Bloomberg

#### 4. トピック；原油高でもインフレが抑制されている理由

原油をはじめとした一次産品価格が上昇し、素材製品の価格も上昇している。素材製品価格の上昇は、自動車や電気製品をつくる際の投入コストの上昇を意味している。しかし、投入コストが上昇しても、企業の産出価格はそれほど上昇しているわけではない。

過去の石油危機時に比べて、これまでのところ産出価格の上昇が抑制されている背景について考えてみた。

##### コスト上昇の企業業績への影響についての考え方

原油価格高騰などによるコスト上昇に直面した企業はどのような対応が考えられるであろうか。まず、売上(数量)を増やすことが考えられる。売上増によるコストの吸収は、残業が増えたり、忙しくてもあまり儲からなかったりという可能性があるが、それほど自社や顧客の痛みを伴うわけではない。

次に、人件費など固定費を圧縮する方法が考えられる。たしかに 90 年代からリストラを続けてきた企業がさらに大幅に固定費を削減するのは難しいかもしれないが、これまでのところ過去の石油危機の局面に比べて、人件費などが抑制されていることで企業収益が下支えされている。固定費の削減は、会社や従業員にとっては痛みを伴う。

そして、コストの上昇を製品価格に転嫁する方法がある。これは顧客に負担を強いることになり、値上げを受けて顧客が購入数量を控えるようになると、企業の売上数量は減少するリスクが出てくる。

最後に、売上数量の増加、固定費圧縮、価格転嫁、によってカバーできなければ、利益の減少、につながることになる。

##### 過去の石油危機時と現局面の企業業績の比較

投入コストの上昇による企業収益へのマイナス影響は、試算によると、現局面では 52 兆円<sup>(注)</sup>と、第 1 次石油危機(52 兆円)、第 2 次石油危機(43 兆円)に匹敵する規模になっている(図表 14)。

しかし、過去の石油危機の時と現局面について企業業績の状況をみると、大きな違いがある。第 1 次・第 2 次石油危機の時には企業の利益は減少していたのに対して現局面では増加している、第 1 次・第 2 次石油危機の時には価格転嫁が大幅に進められたのに対して現局面は価格転嫁があまり行われていない、という点である(図表 14)。価格転嫁の大きさは、第 1 次石油危機が 53 兆円、第 2 次石油危機が 33 兆円に対して、現局面は 17 兆円にとどまっていると試算される。

つまり、価格転嫁をした場合の方が企業は収益を確保しやすいように思われるが、現実

---

(注) 52 兆円という数字は、2002 年度(初年度)と 2005 年度(最終年度)の 3 年間の累積の値である。また、例えば、原油価格の上昇による石油精製業の投入コスト増、ガソリン価格上昇による運輸業の投入コスト増、輸送料金の上昇による製造業の投入コスト増、など各段階での投入コストの増加が合計された数値でもある(グロスの投入コスト増加の意味)。

にはそうはなっていないということである。

### 価格転嫁しない中での好業績

価格転嫁を行わないのに利益が確保できている理由を、石油危機時と現局面を比較することによってみると、大きな違いを2点指摘できる。まず第1に、売上数量の伸びが確保できていることである（図表14）。世界経済の拡大によって輸出が増加していることが好影響を及ぼしている。輸出の増加は、その生産のための中間財の需要を誘発し、設備投資を喚起していると考えられる。

第2に、固定費の抑制である（図表14）。過去の石油危機時には、人件費を中心に固定費の増加傾向が続き、企業収益を圧迫したのに対して、現局面では90年代から継続しているリストラの効果によって固定費を抑制できていることが、企業収益を下支えしている。

つまり、輸出の増加とリストラ効果により、現局面では利益が増加しており、販売価格への価格転嫁を進めなくても済んでいるといえる。逆に、過去の石油危機の時には、売上の増加や固定費の抑制がままならない状況下で、販売価格の引き上げを行わざるを得なくなり、そのことが需要（売上数量）を減退させることに繋がってしまったともいえるであろう。

（図表14）投入コスト上昇の吸収状況（製造業）

（単位：兆円）

	1973～76年度	1979～82年度	2002～05年度
（利益減少要因）			
投入コストの上昇	51.6	42.5	51.9
（利益増加要因）			
→ 売上数量増加による吸収	23.2	19.4	42.1
（うち輸出分）	5.0	4.5	11.6
→ 固定費圧縮による吸収	-17.5	-12.4	1.3
（人件費）	-12.5	-8.6	1.8
（利払い費）	-3.8	-1.9	0.5
（減価償却費）	-1.2	-1.9	-1.1
→ 価格転嫁による吸収	53.1	32.7	17.0
（販売価格上昇）	（販売価格上昇）	（販売価格上昇）	（販売価格上昇）
經常利益減少額	3.0	1.8	-10.0
（利益減少）	（利益減少）	（利益減少）	（利益増加）

（注1）2000年価格表示。在庫変動等や交絡項の影響により、經常利益の変動額と内訳の変動要因の合計は一致しない

（注2）売上高÷産出価格＝産出数量、売上原価÷投入価格＝投入数量、とした。

投入コスト上昇の影響は、（最終年度の投入価格－初年度の投入価格）×（投入数量の期間平均）により計算。

売上数量増加による吸収は、（最終年度の産出数量－初年度の産出数量）×（産出価格の期間平均）により計算。

売上数量のうち輸出分は、売上数量増加による吸収×（輸出増加額／売上増加額）により計算。

価格転嫁による吸収は、（最終年度の産出価格－初年度の産出価格）×（産出数量の期間平均）により計算。

（資料）日本銀行「物価指数統計月報」、財務省「法人企業統計季報」