

2014年12月24日 全9頁

原油安から消費者物価への波及効果について

原油価格が10%下落すると、コアCPIを▲0.18%pt程度押し下げ

エコノミック・インテリジェンス・チーム
エコノミスト 長内 智

[要約]

- 原油価格の大幅な下落は、世界経済及び金融資本市場に様々な影響を及ぼすだけでなく、エネルギー輸入価格の下落を通じて、わが国の最優先課題である「デフレ脱却」の実現を大きく後退させる要因ともなり得る。本稿では、2014年の原油市場の動向を概観することによって原油価格が急落した背景を整理するとともに、原油価格の下落がわが国の消費者物価に及ぼす波及経路や影響度について考察する。
- 原油価格の推移をドバイ原油現物価格とWTI原油先物価格によって確認すると、2014年前半は、いずれも高値圏での推移が続き、6月に年初来高値を記録した。2014年後半の原油価格急落の要因としては、(1)地政学的リスクの緩和、(2)世界経済の減速に伴う需要減少懸念、(3)原油産出国の減産に対する消極姿勢が供給過剰懸念を強めたこと、(4)商品市場から通貨ドルへの投資資金の流出、が挙げられる。
- 原油の国際市況価格の下落は、原油輸入価格と液化天然ガス(LNG)の輸入価格を下落させ、その後は、主に以下の3つの波及経路を通じて、消費者物価指数に影響を及ぼす。まず、家計のエネルギー購入価格が低下して、直接的に消費者物価指数を押し下げる。次に、企業の間接投入コストが減少するとともに、最終消費財の販売価格の値下げが進み、これらが消費者物価指数に対してマイナスに作用する。最後に、家計の実質購買力の高まりや企業収益の増加、交易条件の改善などを通じて、実体経済やマクロの需給バランスが改善する。このため、中期的には、この経路から消費者物価指数に上昇圧力が生じることになる。
- 原油価格の下落から消費者物価指数への波及経路を踏まえると、まず検討しなければならないことは、家計側の経路を通じた影響の大きさである。今回の試算結果に基づくと、原油価格が10%下落すると、エネルギー価格は、「コアCPI(生鮮食品を除く総合)」を▲0.18%pt程度押し下げる。原油価格は6月の高値から約5割下落しており、その影響が全て顕在化すると、コアCPIは▲0.91%pt程度も押し下げられることになる。

はじめに

2014年の国際商品市場における最も重要な出来事として、原油価格の急落が挙げられる。日本の原油輸入価格の基準となるドバイ原油現物価格は、地政学的リスクの高まりなどを背景に、111ドル/バレル台の高値を6月に記録したものの、その後は下落基調に転じ、12月には60ドル/バレルを割り込んだ。つまり、原油価格は、わずか半年で約5割下落したわけである。こうした原油価格の大幅な下落は、世界経済及び金融資本市場に様々な影響を及ぼすだけでなく、エネルギー輸入価格の下落を通じて、わが国の最優先課題である「デフレ脱却」の実現を大きく後退させる要因ともなり得る。そこで、本稿では、2014年の原油市場の動向を概観することによって原油価格が急落した背景を整理するとともに、原油価格の下落がわが国の消費者物価に及ぼす波及経路や影響度について考察する。

原油価格は地政学的リスクによる高止まりから下落

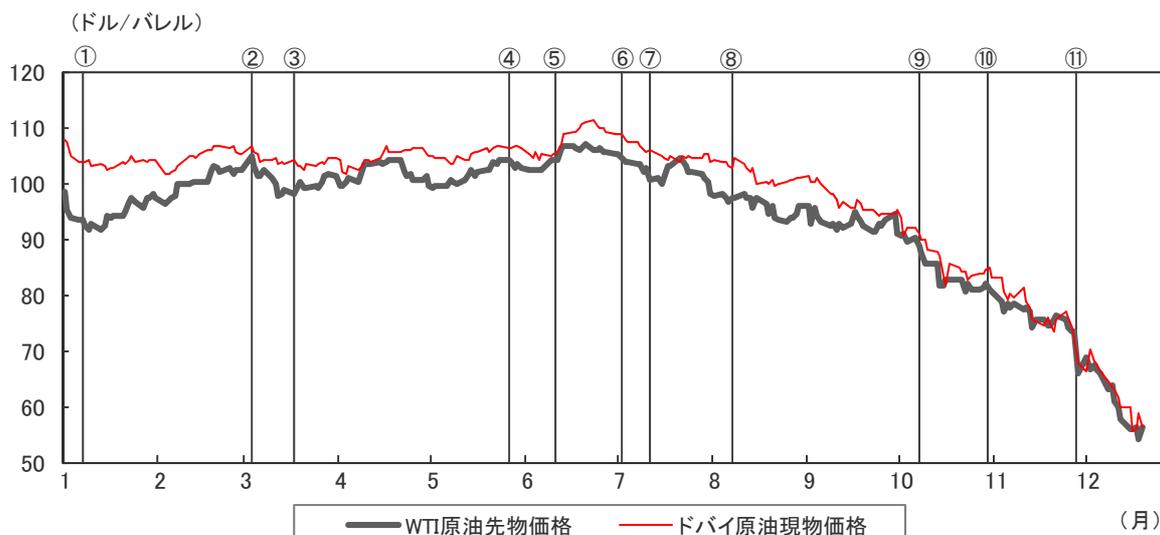
原油価格の推移をドバイ原油現物価格とWTI原油先物価格によって確認すると、2014年前半は、いずれも高値圏での推移が続き、6月に年初来高値を記録した（**図表1**）。この主因は、中東と東欧における地政学的リスクの高まりである。WTI原油先物価格に関しては、米国を襲った歴史的な大寒波や米国原油在庫の減少も2014年1～2月の価格上昇に寄与した。

中東と東欧の地政学的リスクについて少し整理すると、2013年以前から続いている懸念事項として、核開発問題後の経済制裁に伴うイランの原油輸出量と生産量の減少、シリアの内戦の長期化、リビアの武装勢力による油田や石油輸出ターミナルの封鎖、などが指摘できる。2014年に入ると、これらに加えて、ウクライナ危機（国内の親欧米派と親ロシア派の激しい衝突、クリミア半島の独立とロシアへの編入など）や、「イスラム国（ISIS）」の侵攻拡大によるイラク情勢の悪化も大きな国際問題となった。

地政学的リスクを背景とする原油価格の上昇圧力が緩和し始めたのは、2014年6月下旬である。2014年7月以降の原油価格は、高値圏で推移した前半から一転して、下落基調が続いた。秋頃から原油価格の下落ペースが加速したことから、1980年代半ばの「逆オイルショック」の再来との見方も浮上した。原油価格急落の要因としては、(1)地政学的リスクの緩和、(2)世界経済の減速に伴う需要減少懸念、(3)原油産出国の減産に対する消極姿勢が供給過剰懸念を高めたこと、(4)商品市場から通貨ドルへの投資資金の流出、が挙げられる。

第一に、地政学的リスクについては、ウクライナ大統領選挙後に同国の政治情勢がこう着状態となる中で、イラクやリビアにおいて原油の供給不安が緩和した。イラクとイスラム国との武力衝突は、イラク第二の都市モスルなどの北部で激しい状況が続いたものの、大規模油田のある南部まで戦闘地域が拡大しなかったことから、イラクの原油生産と輸出に対する影響は限定的なものに留まった。また、7月に入ると、リビアの武装勢力が東部の石油輸出ターミナルの操業再開を表明するなど、国内紛争に改善の動きが出始めたことで、同国の原油供給に対する懸念も幾分和らいだ。

図表 1 2014年の原油市場の主要イベント



- ①米国で歴史的な大寒波(1月初～)
- ②ロシアが、地元政府とともに、ウクライナ南部のクリミア半島の全域をほぼ掌握(3月2日)
- ③クリミア自治共和国議会が、ウクライナからの独立とロシアへの編入要請を決議(3月17日)
- ④ウクライナ大統領選挙で、親欧米派のポロシェンコ氏が勝利(5月25日)
- ⑤「イスラム国(ISIS)」が、イラク第二の都市であるモスルを制圧(6月10日)
- ⑥リビア東部の武装勢力が、石油ターミナル2つの操業を再開すると表明(7月2日)
- ⑦IEAの月報で石油需要見通しが下方修正(7月11日、翌月以降も下方修正が相次ぐ)
- ⑧オバマ大統領が、「イスラム国」に対するイラクでの限定的な空爆を承認(8月7日)
- ⑨IMFが、2014年と2015年の世界経済成長率の予測値を下方修正(10月7日)
- ⑩FRBが、FOMC(10月28～29日)で「量的緩和政策(QE3)」の終了決定(10月29日)
- ⑪OPECが、ウィーンの本部で開催した総会において原油の減産を見送り(11月27日)

(出所) ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)、Bloomberg、各種報道より大和総研作成

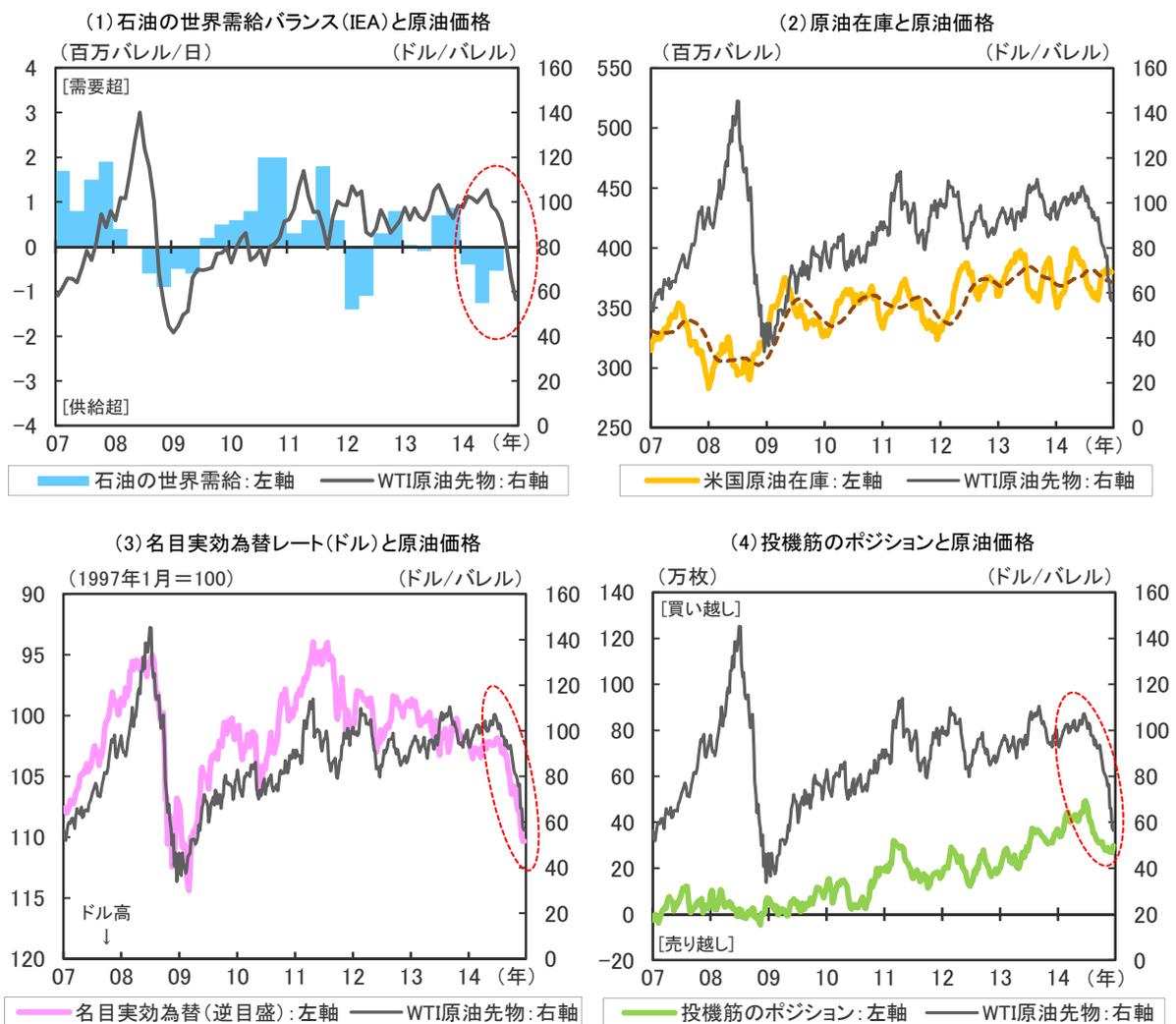
第二に、中国や欧州の景気減速感が高まる中で、世界の石油需要が減少して、需給バランスが悪化するとの見方が強まった。国際エネルギー機関(IEA)は、2014年7月の石油市場月報において2014年の石油需要予測を下方修正し、その後も下方修正を相次いで行った。地政学的リスクが幾分和らぐ中で、IEAの下方修正に伴う需給バランスの悪化懸念が市場で材料視され、原油価格の下落が加速した。実際、IEAによる石油の世界需給バランス(需要-供給)を見ると、2014年に入ってから供給超過の状況に転じていることが確認できる(図表2-(1))。さらに、国際通貨基金(IMF)が、2014年10月に公表した「世界経済見通し(WEO)」の改訂版において、2014年と2015年の世界経済成長率の予測値を下方修正したことも原油相場を大きく動かした。なお、米国では、夏頃から原油の在庫を調整する動きが進んだものの、それが原油価格を下支えするような効果は見られない(図表2-(2))。

第三に、石油輸出国機構(OPEC)は、ウィーンの本部で開催した2014年11月の総会において、原油価格の下落に歯止めをかけるための減産を行わずに、現行の生産枠を維持することで合意した。原油市場では、OPEC加盟国が減産を行うか否かについて見方が分かれていたが、今回の決定を受けて供給過剰懸念が強まり、原油価格は急落した。OPEC加盟国の中でも賛否が割れていたようだが、たとえ原油価格が下落することになっても原油生産の市場シェアを低下させたくないという国々が強く反対したため、減産の見送りが決定された。

第四に、米国経済が他国に比べて良好であることや、日欧と米国の金融政策スタンスの差などを背景とするドル高の進行が、商品市場からの資金流出を招いたと考えられる。一般的に、ドルとエネルギー価格には、前者が上昇すると後者が下落するという逆相関の関係が観察され、今回もドル高と原油安が同時進行していることがわかる（**図表 2-（3）**）。これは、主要な商品がドル建てで取引されており、ドル高になると、他通貨の国にとっては商品価格が割高になるため、需要減少などを通じて商品価格を調整する圧力が生じるからである。また、商品と通貨ドルの投資資産としての代替性も逆相関を生む要因となる。

また、原油先物市場における投機筋のポジションを確認すると、2012 年後半から 2014 年 6 月までは、ネットの買いポジションが増加傾向にあり、水準もかなり高くなっていった。しかし、7 月以降は、投機筋のネットの買いポジションが急速に減少しており、それも原油価格の下落に大きく作用した格好である（**図表 2-（4）**）。

図表 2 原油価格を取り巻く環境



(注1) 図表(2)の点線は、26週移動平均値。

(注2) 図表(3)の名目実効為替レート(ドル)は、Broadベース。

(注3) 図表(4)の投機筋のポジションは、非商業+非報告。

(出所) ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)、米国商品先物取引委員会(CFTC)、米国エネルギー情報局(EIA)、米国連邦準備制度理事会(FRB)、国際エネルギー機関(IEA)、Bloombergより大和総研作成

原油価格の下落を受け、直接的な物価押し下げ効果が先行して顕在化

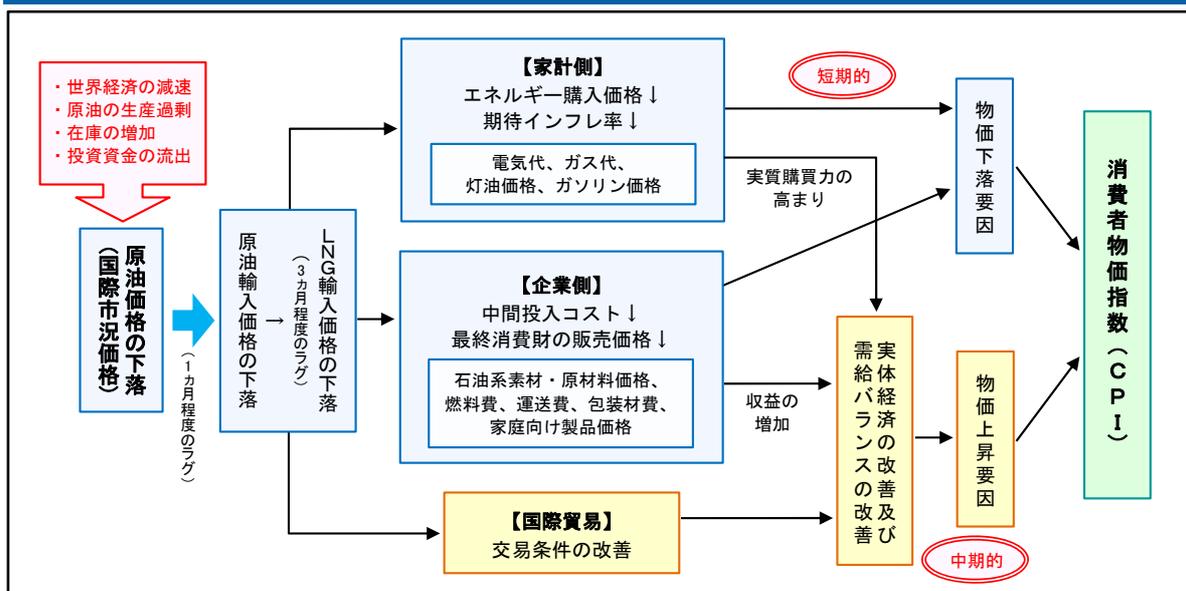
これまで原油価格が急落した背景について概観してきたが、それでは原油価格の下落によって、わが国の消費者物価指数（CPI）にはどのような影響があるのだろうか。基本的に、原油の国際市況価格の下落は、1ヵ月程度の時間的なラグを伴い原油輸入価格に反映され、さらに原油輸入価格から3ヵ月程度遅れて液化天然ガス（LNG）の輸入価格を下落させる¹（**図表 3**）。その後は、主に以下の3つの波及経路を通じて、消費者物価指数に影響を及ぼすことになる。

まず、家計のエネルギー購入価格が低下して、直接的に消費者物価指数を押し下げる。原油輸入価格から消費者物価指数に至るまでの波及ラグは、エネルギーごとに異なるものの、いずれも後述する他の経路と比べて相対的に短い傾向にある。つまり、原油価格の下落を受け、家計側の物価押し下げ効果が先行して顕在化するのだ。また、エネルギー購入価格の下落は、家計の期待インフレ率を低下させることによって、物価を下押しする効果もある。

次に、企業の間接投入コストが減少するとともに、最終消費財の販売価格の値下げが進み、これらが消費者物価指数に対してマイナスに作用する。ただし、原油価格下落の影響は、企業間取引の価格低下が小売段階に転嫁される過程で大きく減殺されることから、企業側を通じた消費者物価指数への影響度は、家計側の経路よりも限定的なものに留まると考えられる。

最後に、家計の実質購買力の高まりや企業収益の増加、交易条件の改善などを通じて、実体経済やマクロの需給バランスが改善する。このため、中期的には、この経路から消費者物価指数に上昇圧力が生じることになる。なお、足下では、消費税増税の影響によって GDP ギャップ（内閣府の公表値）のマイナス幅が拡大しているため、マクロの需給バランスの改善を通じた物価押し上げ効果については、しばらく慎重にみる必要があると考える。

図表 3 原油価格の下落から消費者物価指数への波及経路



(出所)大和総研作成

¹ これは、長期契約の LNG 輸入価格が過去の原油輸入価格に連動するように決定されているためである。将来的に、スポット契約の割合が増えて、長期契約の割合が減ると、両者の連動性は低下することになる。

原油価格が5割下落すると、直接的にコアCPIを▲0.91%pt程度押し下げ

以上のような原油価格の下落から消費者物価指数への波及経路を踏まえると、まず検討しなければならないことは、家計側の経路を通じた影響の大きさである。このため、今回は、原油価格のエネルギー価格（電気代、ガス代、灯油価格、ガソリン価格）に対する価格弾性値を利用して、その影響度を試算する²。電気代とガス代については、LNG輸入価格との関係が強いことから、原油輸入価格とLNG輸入価格の連動性も考慮した。

まず、結論を先に述べると、原油価格が10%下落した場合、エネルギー価格は、「コアCPI（生鮮食品を除く総合）」を▲0.18%pt程度押し下げる（**図表4**）。前述したように、原油価格は6月の高値から約5割下落しており、その影響が全て顕在化すると、コアCPIは▲0.91%pt程度も押し下げられることになる。マイナス寄与は、ガソリン価格（▲0.40%pt程度）が最も大きく、電気代がそれに続く。コアCPIにおけるウエイトは、ガソリン価格より電気代の方が大きいものの、ガソリン価格の下落率が電気代を大幅に上回るため、押し下げ寄与で見ると、両者には2倍程度の差が生じるという結果になった。

エネルギー価格の変化率を確認すると、今回の試算結果では、原油価格が5割下落しても、ガソリン価格は2割程度しか下落（40%程度の価格転嫁）しない点に留意が必要である。直観的には、原油価格の大部分がガソリン価格に転嫁されると考えやすいが、実際の価格転嫁率は思った以上に低い。これは、ガソリンの小売価格に占める原油コストの比率が約40%であることによる。原油コスト分に限ると、原油価格の下落はほぼ100%転嫁（この例では、原油コストが5割程度下落）される計算になる³。

図表4 原油価格下落のコアCPIに対する影響度

	原油の国際市況価格				
	10%下落	20%下落	30%下落	40%下落	50%下落
電気代 (ラグ6~8ヵ月)	-0.04%pt	-0.08%pt	-0.12%pt	-0.16%pt	-0.20%pt
ガス代 (ラグ6~8ヵ月)	-0.03%pt	-0.06%pt	-0.09%pt	-0.12%pt	-0.15%pt
灯油価格 (ラグ2ヵ月程度)	-0.03%pt	-0.06%pt	-0.09%pt	-0.12%pt	-0.16%pt
ガソリン価格 (ラグ1ヵ月程度)	-0.08%pt	-0.16%pt	-0.24%pt	-0.32%pt	-0.40%pt
合計(全ての影響 が顕在化した場合)	-0.18%pt	-0.36%pt	-0.54%pt	-0.73%pt	-0.91%pt

(注1) 影響度は、2004年から直近までの価格弾性値によって試算した。

(注2) ラグ数は、時差相関係数の大きさを基に設定。

(注3) 電気代とガス代は、原油輸入価格とLNG輸入価格の連動性も考慮した。

(出所) 大和総研作成

² 影響度の試算方法が複数あることや、利用するデータ期間によっても影響度の大きさが異なるため、今回の結果は、ある程度の幅を持って見る必要がある。

³ 同様に、灯油の小売価格に占める原油コスト分は60~70%であることから、原油価格が5割下落しても、灯油価格は、30~35%程度下落に留まる。石油製品小売価格の構成比については、資源エネルギー庁(2014)「石油流通における現状と課題について」などを参照。

次に、原油価格下落の影響が顕在化するタイミングは、ガソリン価格と灯油価格が1~2ヵ月程度と早い一方で、電気代とガス代は半年以上の時間的なラグを伴う傾向にある。電気代とガス代の波及ラグが長いのは、それぞれ「燃料費調整制度」、「原料費調整制度」という仕組みによって、燃料コストの変動分を価格に反映させることになっており、この制度によって自動的に半年程度の時間的なラグが生じるためである。原油価格下落の影響を考える上では、エネルギーごとに異なる波及ラグの長さについても考慮する必要がある。

最後に、円安進行の消費者物価指数への影響についても検討しよう。名目実効為替レート(円)は、2014年6月から半年で1割強の円安となっており、それが輸入価格の上昇を通じて、消費者物価指数の上昇に作用する⁴。内閣府の「平成25年度 年次経済財政報告」の分析に基づく、名目実効為替レート(円)の1%ptの減価によって、コアCPIが+0.03%pt程度押し上げられるため、6月以降の円安はコアCPIを+0.3%pt程度押し上げる計算である⁵。6月以降、原油価格の下落がコアCPIを▲0.91%pt程度押し下げ一方、円安進行が+0.3%pt程度押し上げることから、単純に両者を合計すると、コアCPIは▲0.61%pt程度押し下げられることになる。

原油価格が大きく反転しないと、コアCPIはマイナスに転落する可能性も

現在、原油の国際市況価格は底が見えない状況にあり、リーマン・ショック後の急落局面で記録した30ドル/バレル台を意識する見方も出始めている。当時と比べると、世界経済及び金融資本市場は安定しているものの、シェール革命及び産油国の減産先送りを背景とする供給側の過剰感や、投機筋のネットの買い越し額の水準調整が十分でないことなどを鑑みると、先行き不透明感は依然として強く残っている。

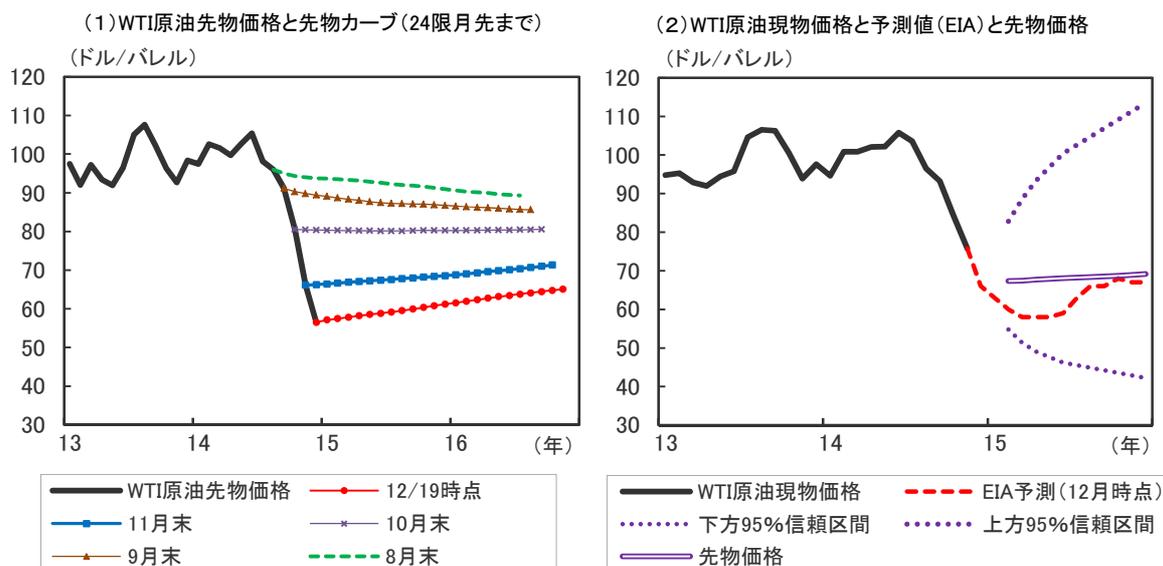
原油価格の先行きについて、WTI原油先物市場の先物カーブと米国エネルギー情報局(EIA)のWTI原油現物価格の予測値(12月時点)を確認すると、いずれも原油価格は50ドル/バレル台で下げ止まり、徐々に上昇するという見通しになっている(図表5)。ただし、その上昇ベースは極めて緩慢であることから、原油価格の下落による消費者物価指数の下押し圧力はしばらく残る見込みである。また、前者が毎月下振れしていること、後者の下振れシナリオ(先物)において40ドル/バレル台まで下落することが想定されていることには注意する必要がある。

仮に、両者の現在の見通しを基にすると、コアCPIの前年比(消費税を除くベース)は、来年の春以降にマイナスに転落する可能性もある。今後は、円安進行などを背景に値上げが相次いでいる食料品が、物価の押し上げに作用するとみられるものの、こうした値上げの動きが他の商品まで広がらなければ、エネルギー価格の下押し圧力を相殺することは難しいと考える。

⁴ 12月の名目実効為替レート(円)は、国際決済銀行(BIS)のウエイトと12月1日~12月19日の為替レートの平均値を基に計算した大和総研の推計値。

⁵ 内閣府の分析の対象期間には、企業の価格転嫁が困難であったデフレ期も含まれているため、推計値が低めに出ている可能性が指摘できる。現在、わが国はデフレ状況にはなく、企業の価格転嫁の動きが継続していることも踏まえると、今回の円安の影響は0.03%ポイントより上振れする公算が大きい。特に、エネルギーよりもウエイトの大きい食料品の値上げが相次いでおり、その影響を慎重に見極める必要がある。

図表5 原油価格の先行き



(注) 図表(2)の信頼区間は、先物価格の信頼区間。

(出所) ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)、米国エネルギー情報局(EIA)、Bloombergより大和総研作成

原油価格の下落で、政府と日本銀行の物価判断に相違が生じる可能性

おわりに、今回の原油価格の下落が、政府の「デフレ脱却」と日本銀行の「物価安定の目標(消費者物価の前年比上昇率で2%)」の判断にどのように影響を及ぼすか検討したい。まず、両者は基本的に同じ方向を向いているが、物価の基調判断として重視する指標が異なっているため、両者の基調判断に差が生じる可能性がある。具体的には、政府の「月例経済報告」では、内閣府が試算する「コアコア CPI (生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合)」を中心に消費者物価指数の基調を判断しているのに対して、日本銀行は「コア CPI (生鮮食品を除く総合)」を重視している⁶。

内閣府のコアコア CPI にはエネルギー価格が含まれないことから、原油価格の下落によって、直ちに政府の消費者物価指数の基調判断が大きく下方修正されることはないと思われる。実際、リーマン・ショック後の原油価格の急落局面にあたる、2008年12月の「月例経済報告」の表現を見ると、「消費者物価は、石油製品価格が下落しているが、それを除いた基調としては横ばいとなっている」と記述されており、原油価格の下落がガソリンなどの石油製品価格に及ぼす影響を除いて基調判断を行っていたことが確認できる。このため、足下の内閣府のコアコア CPI の動向を勘案すると、直近2014年12月の基調判断(「消費者物価は、このところ横ばいとなっている」)は、当面下方修正されずに現状維持が続くと想定される⁷。

⁶ 一般に、コアコア CPI とは、「食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合」を指す場合が多いと思われるが、内閣府が試算するコアコア CPI はそれとは異なるものである。また、政府と日本銀行のいずれも、1つの指標のみにとらわれず、複数の指標を用いて総合的に基調を判断していることは言うまでもない。

⁷ なお、内閣府のコアコア CPI には、生鮮食品、米類、鶏卵以外の食料品が含まれるため、今後の食料品の値上げ動向次第では、石油製品価格を除くベースの基調判断が上方修正される可能性もあろう。

他方、コア CPI にはエネルギー価格が含まれることから、原油価格の下落は、短期的に見ると、日本銀行のコア CPI の見通しを下方修正させる要因となり得る。2015 年 1 月 20 日～21 日に開催される日本銀行の金融政策決定会合では、「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）の中間評価が行われて、政策委員の物価見通しが修正されるが、大きな焦点は 2015 年度見通しの修正内容である。具体的には、物価見通しの上限（現在、前年度比+1.9%）に位置する政策委員が、下方修正を行うか否かに注目したい。

次に、原油価格の下落に伴ってコア CPI の前年比が低下傾向を辿り、日本銀行の「物価安定の目標」の期限内での達成が危ぶまれると、日本銀行が追加緩和に踏み切るとの観測が高まることになる⁸。特に、コア CPI の前年比（消費税を除くベース）が+0.5%を下回って±0.0%に近づくことになれば、追加緩和を早期に実施すべきとの声が増えよう。直近のブルームバーグ・ニュース社のアンケート調査によると、市場関係者の中では、展望レポートが公表される 2015 年 10 月、もしくは展望レポート（2015 年 4 月公表）の中間評価が行われる 2015 年 7 月の金融政策決定会合で、日本銀行が追加緩和を行うとの見方が多い。

なお、筆者は、「逆オイルショック」のような外性ショックへの対応としては、追加緩和の実施ではなく、目標達成時期の延期も検討すべきだと考えている。これは、外性ショックに伴う物価下落に対して金融政策の短期的な効果が限られることや、今回の原油価格の急落がリーマン・ショック後のような景気悪化を伴っていないこと、さらには、長い目で見ると原油価格の下落が物価上昇要因にも働くことなどによる。いずれにせよ、日本銀行は、原油価格の下落が「物価安定の目標」に及ぼす影響に関して、市場との対話をより一層強化する必要があるだろう。

最後に、今後の基本シナリオとして、日本経済は、原油価格下落のプラス効果が徐々に顕在化する中で、しっかりとした成長軌道に戻ると考えており、エネルギー価格を通じた物価の下押し圧力もやがては剥落する。そして、その時こそ、わが国がデフレから脱却し、日本銀行の「物価安定の目標」を達成するための絶好の好機到来である。今重要なことは、足下の原油価格の下落に過度に振り回されず、国内外のリスク要因を丹念に点検し、来年の秋以降に訪れると見込まれる好機を決して逃さないように注意深く政策運営を行うことだと考える。

⁸ 現在、日本銀行は、「物価安定の目標」の達成時期を、「2015 年度を中心とする期間」としている。