

2015年1月8日 全12頁

原油安の物価への影響と金融政策への示唆

“厳格な”インフレ目標がはらむ危険

エコノミック・インテリジェンス・チーム
エコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 本稿では原油価格の下落がコア CPI に与える影響を説明したうえで、原油価格の動向と金融政策の関係について考察した。原油価格は主にエネルギー価格を通じてコア CPI に影響を与えるが、エネルギー価格の内訳を細かく見ると、燃料費調整制度により原油価格の下落からややラグを伴ってコア CPI を押し下げる。また、原油価格の動向が金融政策運営に与える影響としては、下落した場合と上昇した場合の双方で、緩和的な金融政策が採られる可能性が示唆される。
- 原油価格とリンクした追加緩和は以下の2点において極めて危険である。第一に原油価格は極めてボラティルであることから、このような指標に金融政策がリンクされているとの憶測が生まれると、先行きの金融緩和・引き締めを観測に不透明感が強まり、市場を不安定化させる要因となりかねない。第二に、日本銀行自身が認めるように、原油価格の下落は中長期的には実体経済にとってプラスの現象であるにも関わらず、金融緩和を行ったということは、将来的に実体経済を加熱させすぎる可能性をはらむ。このことは、将来的には一層強力な金融引き締めを必要とするため、実体経済をも不安定化させかねない。

続落する原油価格が CPI を押し下げる公算

足下で原油価格の下落が止まらない。代表的な原油価格指標である、ドバイ原油のスポット価格は2014年のピークを付けた6月から約50%も下落し、世界経済に混乱をもたらしている(図表 1)。エネルギー資源の多くを輸入に頼っている日本にとっては、原油価格の下落は投入コストの低下を通じて企業収益の改善に繋がるため、本来歓迎すべき事態である。一方で、2%のインフレ目標達成を目指す日本銀行にとっては、原油価格の下落は物価の押し下げに作用するため、インフレ目標の達成を後ずれさせるリスクとなりかねない。加えて、現在の日本銀行の金融政策運営に見られるような、“厳格な”インフレ目標にのっとれば、原油価格の下落は、追加緩和の観測を生みかねず、市場の期待形成をボラタイルにしてしまうリスクをもちらむ。

そこで本稿では、原油価格の下落が物価に与える影響を整理したうえで、原油価格が下落している状況での金融政策運営について論じたい。

図表 1：ドバイスポット価格



原油価格が CPI に与える影響の整理

初めに、原油価格の下落がどのような経路を通じて CPI を押し下げるかを検証する。ややテクニカルな内容を含むが、詳細に議論することで、原油価格下落の影響の度合いや継続期間について解説したい。

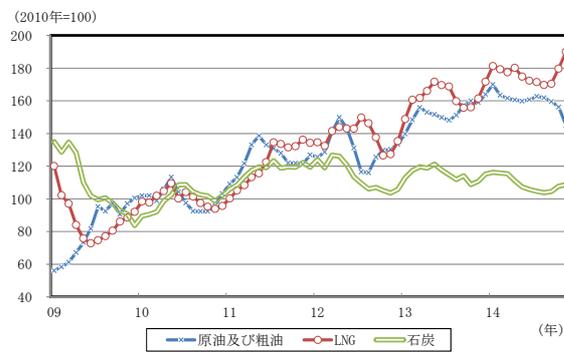
原油価格の下落が物価に与える影響を大きく分けると、①CPI の内訳項目である「エネルギー」物価の下落、②投入価格の下落を通じた企業収益や需給ギャップの改善による物価の押し上げ、という 2 つに分類することができる。このうち、②に関しては中長期的には物価を押し上げる要因に作用するが、短期的には決定的な影響を与えるほどのインパクトを持たないため、当面の金融政策について考察するという本稿の趣旨に照らして分析の対象とはしない。エネルギー物価にはさらに 5 つの内訳が存在しているが¹、これらのうちウェイトの大きい「電気代」と「ガソリン」に対して原油価格の下落が与えるインパクトを試算したい。

¹ 電気代、都市ガス代、プロパンガス、灯油、ガソリンの 5 つ。

「電気代」への影響

初めに「電気代」への影響を整理しよう。原油価格の変動は、電気料金のうち「燃料費調整単価」を変動させることで、物価に影響を与える。概要を述べると、貿易統計における各資源(原油、LNG、石炭)の輸入単価に、各電力会社で設定されている係数をかけ合わせる(図表3)ことで、平均燃料価格が決定され、これとあらかじめ設定されている基準燃料価格との差が「燃料費調整単価」として、月々の電気料金に加算(減算)される。ここで重要な特徴として、計算に用いられる輸入単価は3ヶ月前の3ヶ月後方平均値が用いられることが挙げられる。このため、原油価格の変動は3ヶ月後から徐々にその影響を顕在化させることになる。よって、2014年10月以降に原油価格が急速に下落した影響は、CPIの電気代には2015年以降に表れるとみられる。

図表2：資源別の輸入単価の推移



図表3：平均燃料価格算出のための各係数

	原油	LNG	石炭
北海道電力	0.47	0.00	0.79
東北電力	0.12	0.27	0.74
東京電力	0.20	0.44	0.25
中部電力	0.03	0.48	0.43
北陸電力	0.23	0.00	1.14
関西電力	0.23	0.30	0.50
中国電力	0.15	0.13	0.98
四国電力	0.21	0.05	1.06
九州電力	0.15	0.26	0.72

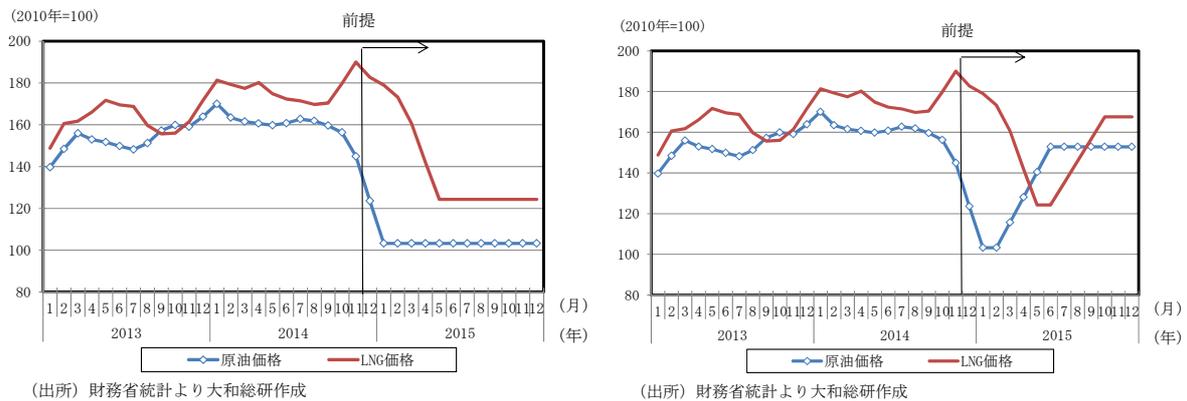
(出所) 各社ホームページより大和総研作成

電気料金は原油価格だけでなく、LNG 価格や石炭価格の影響も受ける。そこで次に、LNG 価格の動向が電気代に与える影響を見てみよう。原油に関してはすべての電力会社が平均燃料価格の算出に用いている一方で、LNG 価格に関しては一部の電力会社では算出に用いておらず、これらの地域では基本的には LNG 価格の変動は電気料金に影響しない。しかし、関東地方や中部地方、関西地方といった CPI のウェイトの大きい地域では総じて LNG 価格の係数が大きいことから、先行きの電気代を考えるうえで、LNG 価格の動向は注目になる。LNG 価格の一部は原油価格に連動して価格が決定される特徴を持つ。このため、急速な円安が進んだことで足下では上向きの動きとなっている LNG 価格に関しても、原油価格に引きずられる形で低下へ向かうとみている。

以上のような関係を考慮したうえで、2つのシナリオを用意し、原油価格の動向が電気代を通じて CPI(生鮮食品を除く総合、以下コア CPI)に与える影響を試算しよう。1つは原油価格横ばいシナリオ、もう一つは原油価格上昇シナリオである。前者では、原油価格が足下から横ばいで推移したと想定し、後者では 2015 年 2 月以降原油価格が急速に上昇に転じ、2015 年 6 月に 80 ドルに到達するケースを想定した。このように原油価格を外生的に定めようとして、原油と LNG の輸入単価を試算したものが図表 4 である²。

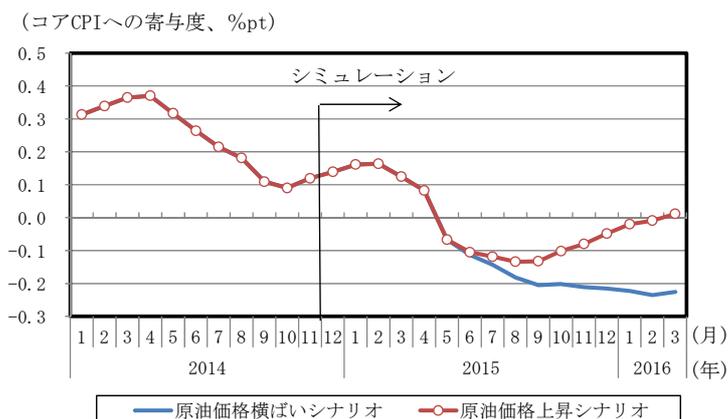
² 石炭に関しては足下の水準で横ばいと置いた。また、LNG と原油価格の時差相関を取ると 4ヶ月目に最大となることから、LNG 価格は原油価格に 4ヶ月遅れて連動すると仮定した。

図表 4 : 原油価格と LNG 価格 (左図 : 原油価格横ばいシナリオ、右図 : 原油価格上昇シナリオ)



このような前提のもと、電気代のコア CPI への寄与を試算したものが**図表 5**である。足下の水準で原油価格が推移した場合、2015 年度に入ったところから電気代はマイナスに寄与する公算である。一方、原油価格上昇シナリオにおいても、2015 年の後半までマイナス寄与の拡大が続く公算であり、足下の原油安はラグを伴って電気代を下押しする見込みだ。

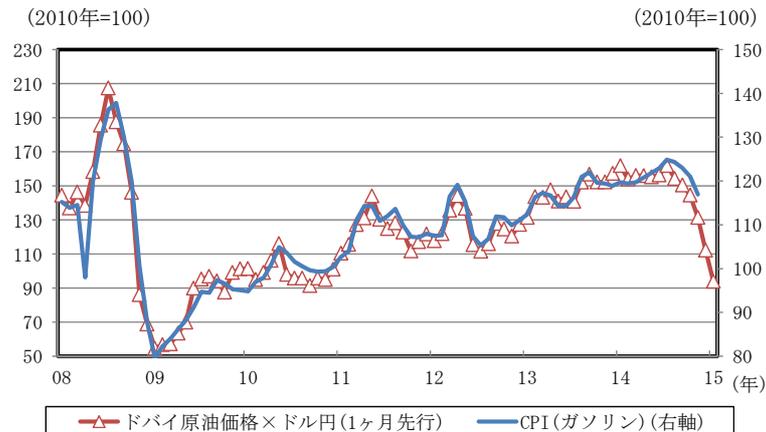
図表 5 : 電気代がコア CPI に与える影響



「ガソリン」への影響

次に、ガソリン価格変動の CPI への影響度合いについて考えたい。ガソリンの影響は電気代ほど複雑ではない。**図表 6**に示した通り、CPI のガソリンはドバイ原油価格にドル円レートに乗じたもの(すなわち、円換算した原油価格)に連動する。足下での原油価格の下落ペースは、円安によるドル円レートの減価ペースを上回っているため、円建ての原油価格は急速に下落している。このような関係を考慮すると、ガソリンについては電気代とは違い原油価格の下落が 1 ヶ月程度のラグを置いて物価を押し下げることになる。

図表 6 : CPI (ガソリン) と円建ての原油価格

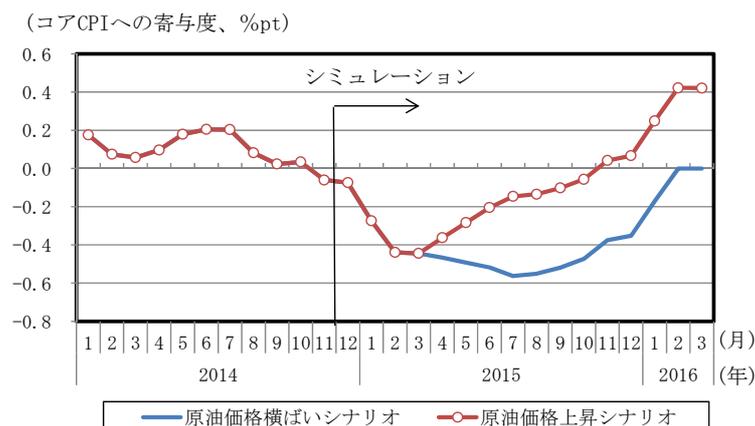


(注) CPIは消費税率引き上げの影響除く。

(出所) Bloomberg、日本銀行、総務省統計より大和総研作成

次に、上記の 2 つのシナリオをもとにガソリン価格がコア CPI を押し下げる影響を試算すると、2014 年 12 月以降、コア CPI に対するマイナス寄与が急速に拡大する見込みである。原油価格が上昇に転じなければ、最大で▲0.5%pt 程度 CPI を押し下げる可能性があり、他の項目次第ではコア CPI がマイナスに転じる可能性も排除できないだろう。一方で、現在の原油価格の低い水準によりハードルが下がる結果、原油価格上昇シナリオでは 2015 年度末にかけて、+0.4%pt 程度物価を押し上げる方向へ作用することになる。このため、原油価格の動向に応じて、コア CPI は上振れ・下振れの双方のリスクに警戒が必要だ。

図表 7 : ガソリン価格がコア CPI に与える影響



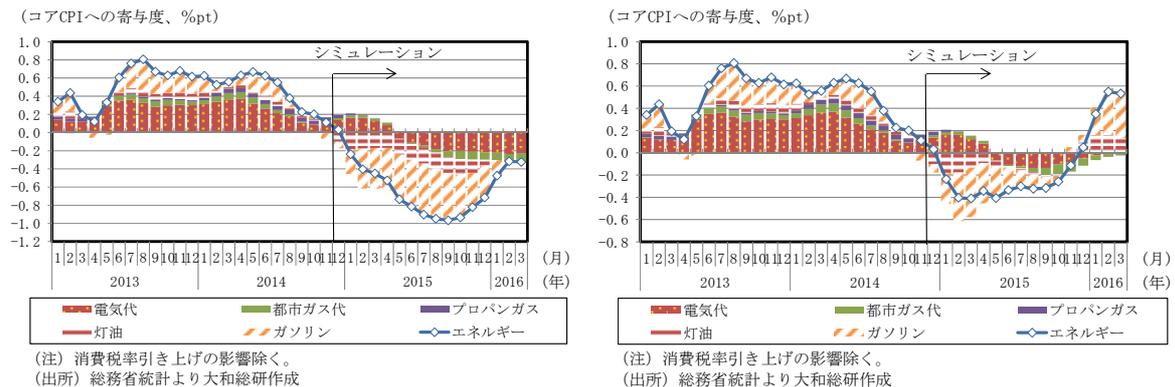
(注) 消費税率引き上げの影響除く。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

原油価格の下落がコア CPI に与える影響のまとめ

以上のような関係を考慮したうえで、エネルギー価格の下落がコア CPI へ与える影響を試算したのが、**図表 8** である³。足下ですでにマイナスとなっている「ガソリン」によるマイナス寄与が拡大することに加えて、「電気代」がタイムラグを伴って 2015 年度以降マイナス寄与となることで、エネルギーによる下押し圧力が拡大する見通しだ。

図表 8：エネルギー価格のコア CPI への寄与度(左図：原油価格横ばい、右図：原油価格上昇)



以上のように、足下での原油価格の下落は CPI に対して無視できないほどの影響を与えるだろう。このことは、2015 年度後半にかけて 2%の物価目標達成を目指す日本銀行にとって大きな障害となりかねない。一方で原油価格の水準が切り下がったことで、原油価格が上昇に転じた場合には、2016 年に入ったところからエネルギー価格が急速に物価を押し上げる方向へ作用し、物価目標の達成に貢献する可能性さえ残す。最も、早急に原油価格が上昇に転じない限り、2015 年度のコア CPI 上昇率は低空飛行を続ける公算であり、日本銀行の物価見通しは早期に修正を迫られるだろう。

ただし、冒頭で強調したように、エネルギーの純輸入国である日本にとって、また同様の経済構造を持つ日本の主要貿易相手国にとって、原油価格の下落は歓迎すべき事態であり、中長期的には需給ギャップの改善を通じて、物価を押し上げる方向に作用するはずだ。また、足下で悪化傾向にある消費者マインドにとっても原油価格の下落はポジティブな要因であるだろう。このため、エネルギー価格の物価への下押しにより、短期的に消費者物価指数が伸び悩んだとしても、「デフレへの逆戻り」や「日銀は追加緩和で対応すべき」などと過度に騒ぎ立てる必要はないと考える。

³ 推計に際し、「プロパンガス」は直近の水準から横ばいで推移、「灯油」は原油の輸入単価に、「都市ガス代」は LNG の輸入単価にそれぞれ連動すると仮定した。

今後の金融政策運営への影響

最後に、原油価格下落に伴うコア CPI の低下懸念が今後の金融政策運営に与える影響を考察したい。

黒田総裁の金融政策運営の特徴

今後の金融政策の展望を考えるに当たり、これまでの黒田総裁の金融政策の運営手法の特徴についてまとめたい。大きな特徴としては、①一貫して強気の景気・物価見通し、②サプライズ緩和、③戦力の逐次投入は行わない、という3点が挙げられる。これら3つの背景を推測することで、今後の金融政策運営へのインプリケーションを探りたい。

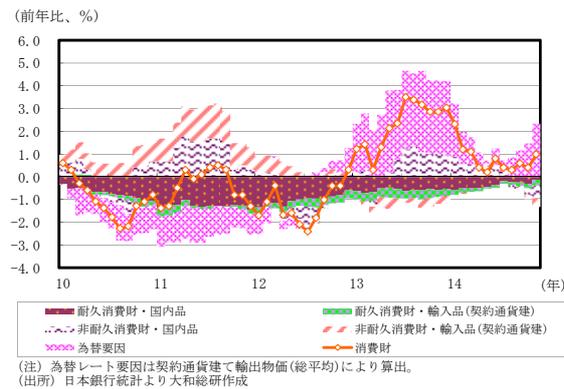
①強気の景気・物価見通し

第一の特徴としては、強気の景気・物価見通しが挙げられる。この意図は明快で、日本銀行自身が強気の姿勢を示すことにより、「期待へ働きかける効果」を通じて、設備投資や賃金に好循環を生み出すことにある。「期待へ働きかける効果」に頼る現在の金融政策では、経済状況に関わらず日本銀行は強気の姿勢を示す必要がある。ただし、実体経済と日本銀行の見解に乖離が生じている場合には、このような姿勢は“チープトーク”とみなされかねず、日本銀行のアナウンスメントに対する信認を失うリスクを伴う。

このようなリスクを冒してでも日本銀行が強気の見通しを立てる背景には、各国のインフレ目標導入の経緯があると考えられる。すなわち、90年代初頭にかけてインフレ目標を採用する中央銀行が増えたが、導入当初はインフレ目標という制度自体に懐疑的な見解が多く、多くの中央銀行は導入当初、厳格なインフレ目標を採用することで、このような懐疑的な見解を払しょくしてきた。その後、インフレ目標という制度への信認が高まった段階で、“厳格な”インフレ目標からより景気動向への対応を重視する“フレキシブル”なインフレ目標へと徐々に制度を変革させていった。

日本銀行のインフレ目標が現在のインフレ目標の主流である、フレキシブルなインフレ目標ではなく、厳格なインフレ目標であると感じさせる背景には、このような歴史的な経験がある。すなわち、現在の日本銀行の最優先事項は、インフレ目標への信認を高めることであり、このためにやれることは何でもやっているのだろう。ただし、90年代初頭の中央銀行がインフレファイティングの手段としてインフレ目標を導入した際には、利上げというインフレに対する強力なツールを持っていたのに対し、ゼロ金利制約に直面した状況でデフレファイティングとしてインフレ目標を導入した日本銀行には強力なツールがない。日本銀行執行部は量的・質的金融緩和にその役割を期待したのだろうが、円安を通じた影響以外には、物価に対する目立った影響は見られない(図表9)。まして、円安による投入価格上昇への懸念が高まるなか、一層の円安を導くことは困難となりつつある。円高の修正局面では政府、日銀ともに円安を実現することで利害が一致していたが、円安の進行に伴い、為替に関して政府と日銀の利害に若干の齟齬が見られるため、今後の金融政策運営では円安というツールに過大な期待をかけることは難しい。

図表 9 : 企業物価 (消費財)



②サプライズ緩和

現在の日本銀行の金融政策運営のもう一つの特徴としては、サプライズ緩和が挙げられる。黒田総裁が就任して以降の2度の緩和(2013年4月、2014年10月)では、事前の市場予想を大きく上回る規模の国債やリスク資産を購入することで、株価や為替を大きく変動させることに成功した。さらに2度目の緩和に関しては、多くのマーケット参加者が事前に予想していなかったタイミングで動いたことで、金融市場を大きく反応させることとなった。

2014年10月の追加緩和をマーケットが想定していなかった背景には、1つ目の特徴として挙げた「①強気の景気・物価見通し」が大きく関連している。2014年10月の追加緩和に至るまでの日本銀行のアナウンスメントを見ると、原油価格の下落は中長期的には日本経済にとってプラスであるというアナウンスメントを繰り返し、強気の経済・物価見通しを貫いていた。このため、マーケットでは2014年10月の追加緩和を想定していなかった。しかし、ふたを開けてみると日本銀行は強気の見通しを維持したまま、原油価格下落が物価を下押しすることで「デフレマインドの転換が遅延するリスク」に対応することを理由に追加緩和を決定し、裏をかかれた市場は大きく反応した。

③戦力の逐次投入は行わない

最後の特徴としては、戦力の逐次投入は行わず、追加緩和の後はしばらくの間静観する姿勢を表明している。これは、リーマン・ショックの後の金融市場の混乱に際し、度重なる外生ショックへの対応が後手に回ったとの考えから来ている。

戦力の逐次投入は行わないという方針も、他の2つの方針と密接に関係している。経済見通しを大幅に下方修正する中、追加緩和を行わないことは、インフレ目標制度への信認を失うことに繋がりがねないことから、日本銀行としては選択しにくい。このため、①の強気の景気・物価見通しは戦力の逐次投入を行わないための条件となる。また、逐次投入を行わないとアナウンスし、追加緩和への期待値を下げることで、サプライズ緩和の効果を大きく見せる効果も有する。

このように、現在の日本銀行による金融政策の特徴である、①強気の景気・物価見通し、②サプライズ緩和、③戦力の逐次投入は行わないという 3 つの方針はそれぞれ相互に深く関係している。特に、①強気の景気・物価見通しは、他の 2 つの方針の前提となる方針であるため、極めて重要であるといえる。

原油価格と金融政策の動向

上記のような方針を念頭に置きつつ、原油価格と金融政策の動向について考察しよう。2014 年 10 月末の追加緩和の決定理由が、原油価格下落に伴う物価の低下懸念であったことから、今後の追加緩和の動向についても原油価格の動きが大きく影響してくるとの見方が広がりつつある。実際、追加緩和以降も、原油価格は水準を切り下げており、前回の追加緩和のロジックに従えばいずれ追加緩和が必要となるだろう。ただし、原油価格とリンクした追加緩和は以下の 2 点において極めて危険である。第一に原油価格は極めてボラタイルであることから、このような指標に金融政策がリンクされているとの憶測が生まれると、先行きの金融緩和・引き締めを観測に不透明感が強まり、市場を不安定化させる要因となりかねない。第二に、日本銀行自身が認めるように、原油価格の下落は中長期的には実体経済にとってプラスの現象であるにも関わらず、金融緩和を行ったということは、将来的に実体経済を加熱させすぎる可能性をはらむ。このことは、将来的には一層強力な金融引き締めを必要とするため、実体経済をも不安定化させかねない。

今後の金融政策運営～原油価格が上がらないケース

仮に原油価格が急速に上昇しない場合、エネルギー価格はマイナス寄与を続ける公算であり、このことは、2015 年度の後半にかけて 2%のインフレ目標の達成を目指す日本銀行にとって大きな障害となる。このような状況のなか、日本銀行が採りうるいくつかの選択肢を検討したい。

選択肢①：強気の景気・物価見通し維持＋戦力の逐次投入は行わない

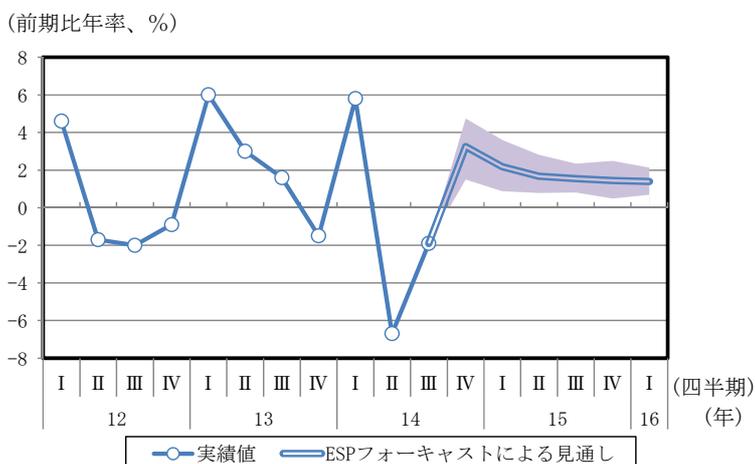
初めに考えられる選択肢としては、現状の強気の経済・物価見通しを維持したまま、現行の金融政策運営を継続するというものである。これはまさに現在の日本銀行の金融政策運営の方針そのものである。

この場合、エネルギー価格が大きな下押し圧力となる中、コア CPI を押し上げる要因を明示する必要がある。相次ぐ食料品の値上げなどは物価の押し上げ要因となることが期待されるが、エネルギー価格の下押し圧力をはねのけてまでコア CPI を 2%へ押し上げるほどのインパクトはない。このため、上記のシナリオを維持する場合には、需給ギャップの大幅な改善が物価を押し上げることを説明する必要があるだろう。

ただし、こうした方針を貫くことにはリスクも伴う。需給ギャップの改善が想定通りに行かなかった場合、追加緩和が遅れ、政策が後手に回ってしまったとの評価を受けかねない。実際、

現在の民間見通しは実質 GDP 成長率は徐々に減速していく姿を想定しており、このような見通しが実現した場合には、需給ギャップの改善ペースは緩慢であり、追加緩和への圧力が高まるだろう。

図表 10：実質 GDP 成長率の見通し



(注) シャドローは上位8機関と下位8機関の範囲。

(出所) 内閣府、日本経済研究センターより大和総研作成

選択肢②：強気の景気見通し維持＋サプライズ緩和＋物価目標達成期限の延長

このようなリスクを回避する方法としては、上記の選択肢②が挙げられる。原油価格による物価への下押し圧力を理由に1年間物価目標達成期限を延長する一方、原油価格の下落が实体经济にとっては良い影響を与えることを強調し、強気の景気見通しを堅持する。これにより「期待へ働きかける効果」を維持する一方で、物価の下落懸念に対応した追加緩和を行い、物価目標を1年後ずれさせて達成することに確実にコミットすることで、インフレ目標への信認の低下を抑える意図を持つ。

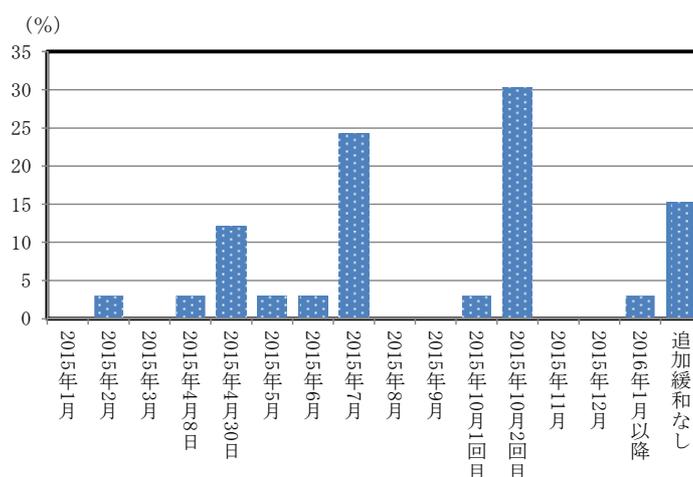
サプライズ緩和を行った場合には、金融緩和の効果を大きく見せることが重要である。そこでカギとなるのが、「タイミング」と「内容」である

タイミングについて検討すると、追加緩和以降に実施されたアンケートによると、次回の金融緩和の予想として、2015年4月、7月、10月との回答が多い。これらの月には展望レポート(及びその中間評価)の発表があるためである。市場とのコミュニケーションを図る上でも、展望レポートによる見直し改訂のタイミングで金融緩和に動きやすく、実際2014年10月の追加緩和も展望レポート発表と同時に行われた。ただし、同じく展望レポートの中間評価の発表がある2015年1月を予想する機関はない。前回の追加緩和のロジックに従えば原油価格が一層下落していることを理由とし、追加緩和に動くと考えるのが自然であるが、戦力の逐次投入は行わないという方針と矛盾することから、追加緩和を想定していないと考えられる。

最も予測者の少ない1月に追加緩和に動いた場合には、2014年10月と同様に市場の裏をかく形となり、大きなサプライズの効果を生むというメリットがある一方で、これまでの運営方針である「戦力の逐次投入は行わない」という方針への信認は失われるデメリットがある。「戦力

の逐次投入は行わない」という方針が有する、追加緩和への期待値を下げサプライズの効果を大きく見せる役割を失うことから、一層の追加緩和が必要になった場合には、「タイミング」を外すことによってサプライズを演出することは困難となる。他方、時期が後ろになるほど追加緩和を予想する機関が多いことからサプライズの効果は小さくなるものの、「戦力の逐次投入は行わない」という方針は保たれることになる。このように追加緩和のタイミングは、サプライズ緩和の効果というメリットと戦力の逐次投入は行わないという方針への信認の低下というデメリットの比較衡量によって決定されるだろう。

図表 11：次回の金融緩和の実施時期



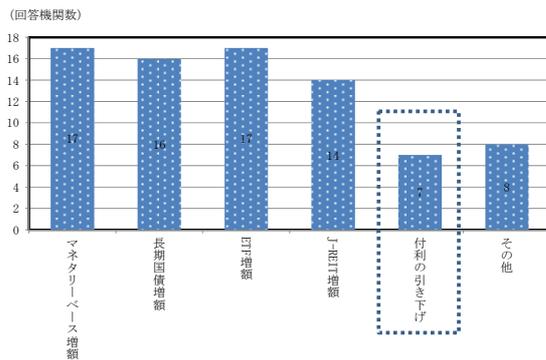
(注) 調査機関数は33。

(出所) Bloombergより大和総研作成。

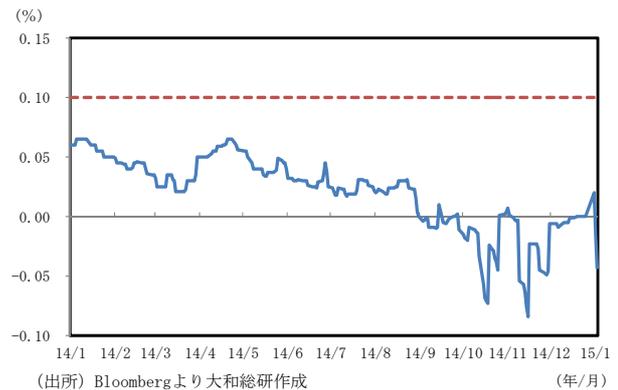
次に問題となるのが追加緩和の内容をどう見るかという点である。Bloombergのアンケートによると、追加緩和の内容としては長期国債やリスク資産の増額を挙げる機関が多い。ただし、マネタリーベース拡大のための主力材料である長期国債はすでに日本銀行の買入額が極めて大きくなっており、市場予想を上回る買入を行うことは困難になりつつある。リスク資産については買入余地は依然あると見られるが、買入額の増加幅は小さいことから、追加緩和の「規模」を通じたサプライズは起こしにくくなっている。

一方、同アンケートを注意深く見ると、追加緩和の手段として超過準備への付利の引き下げを予測している機関は少ない。超過準備への付利は短期金融市場の機能不全を防ぐことに加え、オペの札割れを回避する目的で導入されている。超過準備への付利をゼロにすると、金融機関は超過準備を保有するインセンティブが低下するが、このことはマネタリーベースの拡大を阻害する要因となるため、追加緩和の手段として付利の引き下げを予測する機関は少ない。ただし、足下でマイナス金利が定着しつつある中、付利に若干の引き下げ余地がうまれている。このため、従来のように「規模」や「タイミング」を通じてサプライズを生むことに限界が近づきつつある状況では、付利の引き下げという「手段」を通じてサプライズに走る可能性も否定できないだろう。

図表 12：追加緩和の手段に関するアンケート 図表 13：3ヶ月物 TB 利回りの推移



(注) 複数回答可。
(出所) Bloombergより大和総研作成。



今後の金融政策運営～原油価格が上昇するケース

次に原油価格が上昇するケースについて考えてみよう。シミュレーションで示したように、足下の水準が低くなっている分、原油価格が上昇に転じた場合に、物価への押し上げ寄与は大きくなりやすい。このため、原油価格が上昇に転じた場合には、コア CPI 上昇率が一時的に 2% にタッチする可能性は十分にあり得るだろう。

この場合、現在のような厳格なインフレ目標に従えば、物価上昇懸念へ対応するため、金融引き締めが必要となる。ただし、すでに述べたように、原油価格の上昇は实体经济にとってマイナス要因であることから、本来このような政策はあるべき政策とは真逆の政策となってしまう。

このような事態を回避するために、筆者は日本銀行は 2% のインフレ目標への信認が確立されたことを理由に、インフレ目標の運営を“フレキシブル”なものへと変更するとみている。このため、原油価格の下落が追加緩和の引き上げとなったこととは対照的に、原油価格上昇時には引締めやテーパリングを行わないものと考えられる。

まとめ

本稿では初めに原油価格の下落がコア CPI に与える影響を説明したうえで、原油価格の動向と金融政策の関係について考察した。原油価格は主にエネルギー価格を通じてコア CPI に影響を与えるが、エネルギー価格の内訳を細かく見ると、燃料費調整制度により原油価格の下落からややラグを伴ってコア CPI を押し下げる。また、原油価格の動向が金融政策運営に与える影響としては、下落した場合と上昇した場合の双方で、緩和的な金融政策が採られる可能性が示唆される。