

2015年3月16日 全10頁

# 原油安の波及経路とインパクト

原油安は日本経済にとって大きなメリット、景気拡大の追い風に

エコノミック・インテリジェンス・チーム  
エコノミスト 橋本 政彦

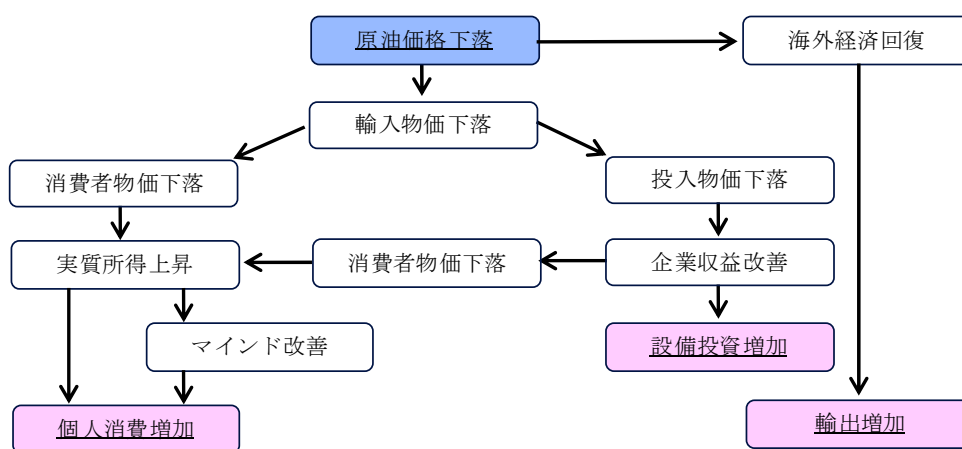
## [要約]

- 足下で原油価格は反転の兆しが見られているものの、2014年夏までの水準に比べるとなおも低い水準で推移しており、原油価格の低下が経済を押し上げる効果に対する期待感は大きい。そこで、本稿では既往の原油安が経済に及ぼす経路を確認した上で、日本経済にどの程度の影響を与えるかを検証する。
- 原油価格の下落は消費者物価を押し下げ、家計の購買力を向上させる。国際原油市況の下落が消費者物価に転嫁されるには数ヶ月のタイムラグを伴うことから、エネルギー価格水準は2015年春頃までは低下が続くのがほぼ確実な情勢である。消費税率引き上げによる効果が剥落することもあり、実質賃金は2015年4-6月期にはプラス圏に転じる公算が大きい。実質賃金の増加は個人消費を押し上げる要因となることに加えて、消費者マインドの改善にもつながるとみられ、個人消費は当面高い伸びが期待できるだろう。
- 企業部門については、輸入物価の下落が収益を押し上げる要因となる。過去の関係に照らすと、輸入物価の下落から半年程度のタイムラグを置いて企業の変動費率は低下する傾向にあり、既往の原油価格下落が本格的に企業収益を押し上げるのは2015年半ば頃以降となるだろう。原油価格が50%下落した場合の企業収益（営業余剰）に与える影響を試算すると、全産業ベースでは+4.6%押し上げられるとの結果になった。製造業では+9.8%、非製造業では+3.9%収益が押し上げられ、個別業種ごとに見ても、大半の業種で収益が改善する。
- 原油安が日本経済に与える影響を、マクロ経済モデルを用いて試算すると、2014年6月時点で105ドル/bblだった原油価格が下落したことによって、2014~2016年度の実質GDPの水準はそれぞれ2014年度:+0.20%、2015年度:+0.50%、2016年度:+0.41%押し上げられる。2014年初から半ばにかけて停滞した日本経済には、足下で自律的回復に向けた動きが見られているが、原油安がさらなる追い風となって、その回復はより力強さを増すことになるだろう。

## 原油価格は 2014 年半ば以降急落

国際原油市況は 2014 年夏をピークに急速に下落した。国際的な原油価格の指標となる WTI で見ると 2014 年 6 月時点で 100 ドル/bbl を上回って推移していたが、一時 50 ドル/bbl を下回る水準まで低下した。驚くべきことに、半年余りの間に半値以下の水準まで下落した計算となる。足下で原油価格は反転の兆しが見られているものの、2014 年夏までの水準に比べるとなおも低い水準で推移しており、原油価格の低下が経済を押し上げる効果に対する期待感が高い。そこで、本稿では既往の原油安が経済に及ぼす経路を確認した上で、日本経済にどの程度の影響を与えるかを検証する。

図表 1：原油価格下落が経済に影響を与える経路のイメージ図



(注) 図示した波及経路は主要なものであり、必ずしも全ての波及経路を示していない。  
(出所) 大和総研作成

## 原油安が家計部門に与える影響

### エネルギー価格の下落で消費者物価は 2015 年春には前年割れへ

原油価格下落は、家計、企業の双方にとってプラスの効果をもたらすとみられるが、初めに家計部門に与える影響について考える。原油価格の下落は消費者物価を押し下げることによって家計購買力を改善させる。すなわち、原油価格の下落によってどの程度物価が押し下げられるかが、家計に対する影響を測る上では重要となる。図表 2 は、①原油価格高止まりシナリオ、②上昇シナリオ、③標準シナリオ、④低迷シナリオの 4 つのシナリオにおける、CPI エネルギーおよびコア CPI 変化率の予測値を描いたものである（各シナリオの詳細は図表 2 脚注参照）。

まず、CPI エネルギーに着目すると、エネルギー価格は原材料価格すなわち国際原油市況に強く連動するため、夏場以降の原油価格の下落に対応して、足下まで下落傾向が続いている。また、エネルギーのうち「電気代」は価格改定制度上、原油などの燃料価格に数ヶ月のタイムラグを伴って変動する<sup>1</sup>。このため、仮に足下で下落が一服している原油価格が上昇基調に転じた

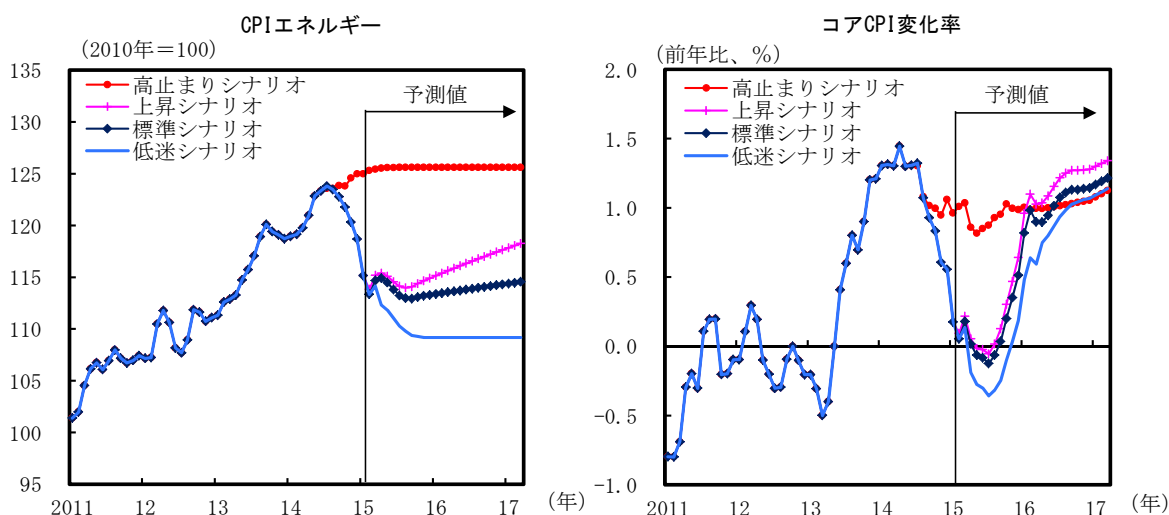
<sup>1</sup>原油価格が CPI エネルギーに与える影響については、久後翔太郎「原油安の物価への影響と金融政策への示唆」（2015 年 1 月 8 日）参照。

[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/sothers/20150108\\_009330.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/sothers/20150108_009330.html)

としても、エネルギー価格水準は2015年春頃までは低下が続くのがほぼ確実な情勢である。

次に、シナリオごとにコア CPI 変化率を試算すると、仮に原油価格が下落せずに推移していた場合、コア CPI は前年比+1%程度での推移が続いていたとみられることから、エネルギー価格の低下がコア CPI 全体を大きく押し下げていることが確認できる。すでに指摘した通り、エネルギー価格は国際原油市況に遅れてより一層低下する見込みであることから、コア CPI に対する押し下げ寄与が、先行き数ヶ月間程度は拡大する公算が大きい。もし原油価格の低下傾向が続かなければ、エネルギーによるマイナス寄与は徐々に縮小することになるが、2014年末からの原油安は速度が非常に速く、変化幅も大きかったため、原油上昇シナリオにおいても、当面エネルギーによる前年比で見たコア CPI 変化率に対する押し下げ効果が続くと思われる。

図表 2：原油価格変動が CPI エネルギーおよびコア CPI に与える影響に関する試算



(注) 消費税の影響を除く試算値。各シナリオにおける原油価格 (WTI) の前提は以下の通り。

高止まりシナリオ：2014年6月以降、105ドル/bblで横ばい。上昇シナリオ：2017年3月時点で85ドル/bblまで上昇。

標準シナリオ：2017年3月時点で65ドル/bblまで上昇。低迷シナリオ：2015年3月以降、40ドル/bblで横ばい。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

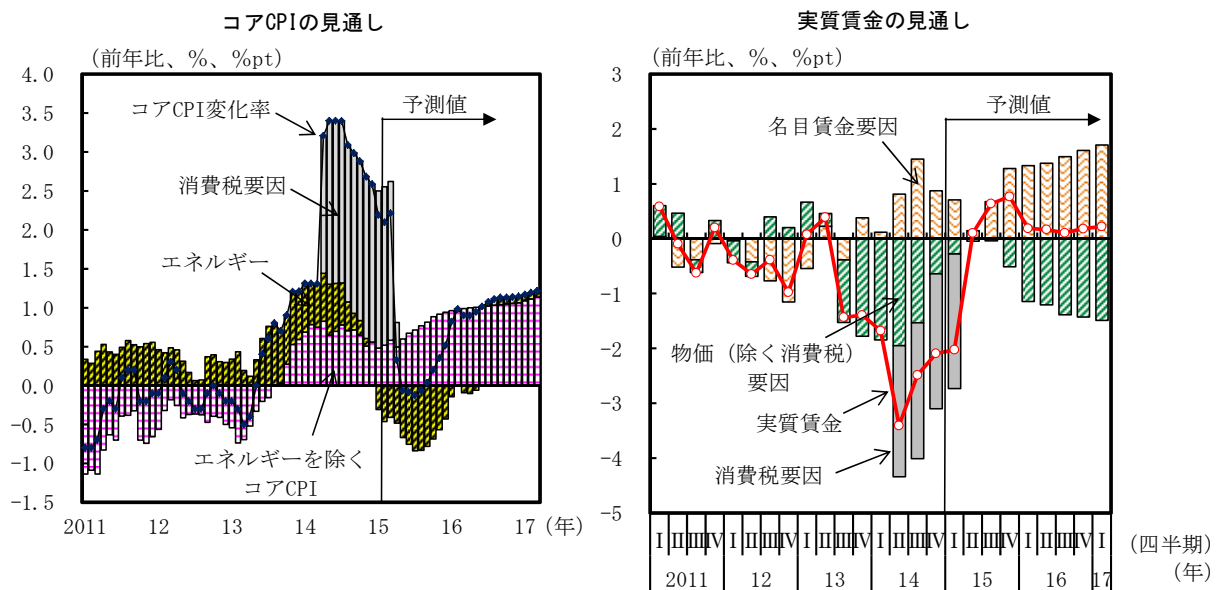
### 実質賃金は2015年4-6月期には前年比プラスに

原油価格の下落を踏まえて、コア CPI の先行きを見通すと、2015年内についてはエネルギーによる押し下げがコア CPI の上昇を抑制する要因となろう。①足下で回復に向けた動きが見られている景気については拡大傾向をたどり、マクロ的な需給ギャップは改善が続く見込みであること、②原油安と同時に進行した円安による物価押し上げ効果が当面残存することなどから、エネルギー以外の物価については上昇傾向が継続する見通しである。しかしながら、エネルギー価格下落による物価の下押し幅は一時的にエネルギー以外の要因による物価押し上げ幅を上回るとみられることに加えて、2014年4月の消費税増税による物価の押し上げ効果も2015年4月には剥落するため、コア CPI は2015年春頃には前年割れとなる公算が大きい。

物価上昇率が一旦マイナスに転落する中、これまで低迷が続いてきた実質賃金は急速に改善するとみられ、消費税増税による影響がなくなる2015年4-6月期には実質賃金の前年比伸び率

はプラスに転じるとみられる。また、後述するように、原油価格の下落は企業収益の改善要因となり、その一部が家計に分配されることで名目賃金を押し上げる要因となろう。エネルギー価格下落による物価下押し圧力は徐々に剥落し、物価上昇幅は2015年後半から再び上昇幅を拡大させていくとみられるものの、名目賃金も上昇基調が続くことから、実質賃金はプラス圏での推移が継続すると予想している。消費税増税に伴う物価上昇が実質賃金を押し下げ、そのことが増税後の個人消費停滞の要因になったことは記憶に新しいところであるが、今後実質賃金が増加に転じるとみられることは、個人消費を活性化させる大きな原動力となるだろう。

図表3：コアCPI、実質賃金の見通し



(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

### 実質賃金の増加は消費者マインドの改善にも寄与

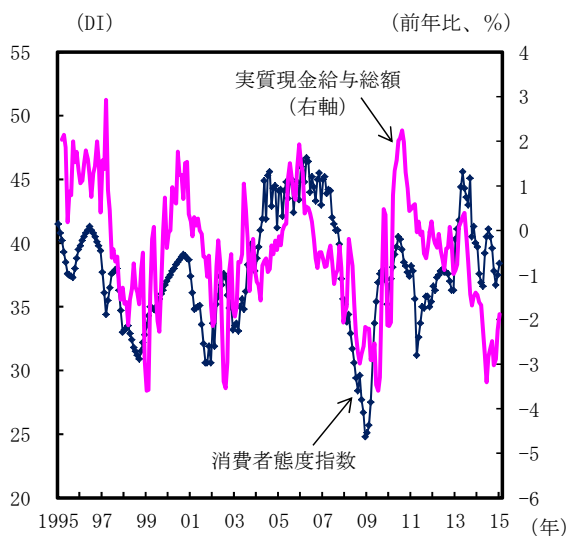
さらに、実質賃金の増加には消費者マインドを改善させる効果も期待される。実質賃金と消費者マインドの関係を確認すると（図表4）、両者の間にはごく緩やかながらも連動性があることが分かる<sup>2</sup>。消費者マインドの動向を見ると、2014年秋頃から年末にかけては円安による輸入品価格の上昇を主因に弱含みで推移していたものの、足下では持ち直しの動きが見られている。景気ウォッチャー調査の判断理由を確認してみると、原油やガソリン価格の下落を歓迎する声が数多く寄せられており、実質賃金の増加が消費者マインドの改善に寄与している様子が見える。前項で見たように、ここまでの原油価格下落によって、今後実質賃金は急速に押し上げられる見通しであり、先行きについても消費者マインドは改善傾向をたどる可能性が高い。

消費者マインドの改善には、家計の消費性向が高まることを通じて、個人消費を増加させる効果が期待される。実際、アンケート調査による消費者マインドと、現実の消費行動によって

<sup>2</sup> ここで用いている消費者態度指数は「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の4つの意識指標によって構成されている。それぞれの意識指標と名目、実質賃金の相関係数を比較すると、「収入の増え方」に関しては、実質賃金よりも名目賃金との相関が高いものの、「暮らし向き」、「耐久消費財の買い時判断」については、実質賃金との相関のほうが高い。

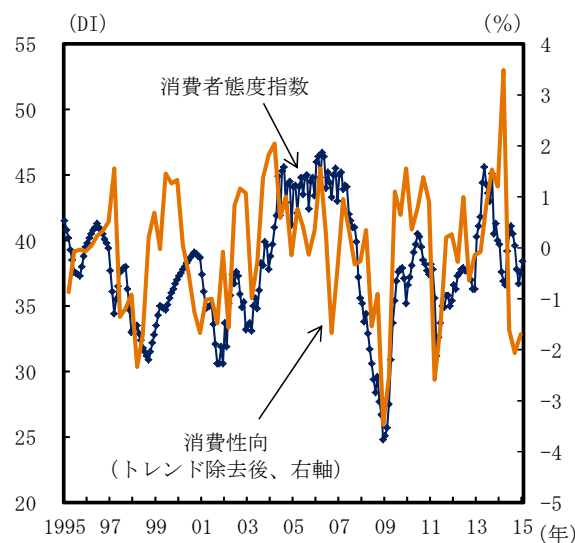
確認される消費性向はおおむね連動している（**図表 5**）。消費性向は、消費者マインドの悪化傾向が下押し要因となったことに加えて、消費税増税後の反動減による悪影響から、低水準での推移が続いてきた。しかしながら、増税に伴う悪影響が緩和しつつある中、実質賃金の増加が消費者マインドの改善に寄与するため、今後消費性向は上昇する公算が大きい。実質賃金の急速な改善が個人消費を押し上げることに加えて消費性向が上昇することで、個人消費は当面高めの伸びが期待できるだろう

図表 4：実質賃金と消費者マインド



(注) 実質現金給与総額は3ヶ月後方移動平均値の前年比。  
(出所) 厚生労働省、内閣府統計より大和総研作成

図表 5：消費者マインドと消費性向



(注) 消費性向は民間最終消費支出/雇用者報酬。  
HPフィルターによるトレンドを除去した値。  
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

## 原油安が企業部門に与える影響

### 2015 年内は輸入物価、投入物価の下落が続く

次に、企業部門に与える影響を考える。企業にとって原油価格の下落は原燃料を中心とした投入コストを引き下げ、収益を押し上げる要因となる。また、企業収益の改善は、設備投資を誘発することに加えて、賃金への分配を通じて個人部門にもその恩恵が波及する可能性が高く、前項で確認した原油安による実質賃金の増加による家計需要の拡大を一層強化することになる。

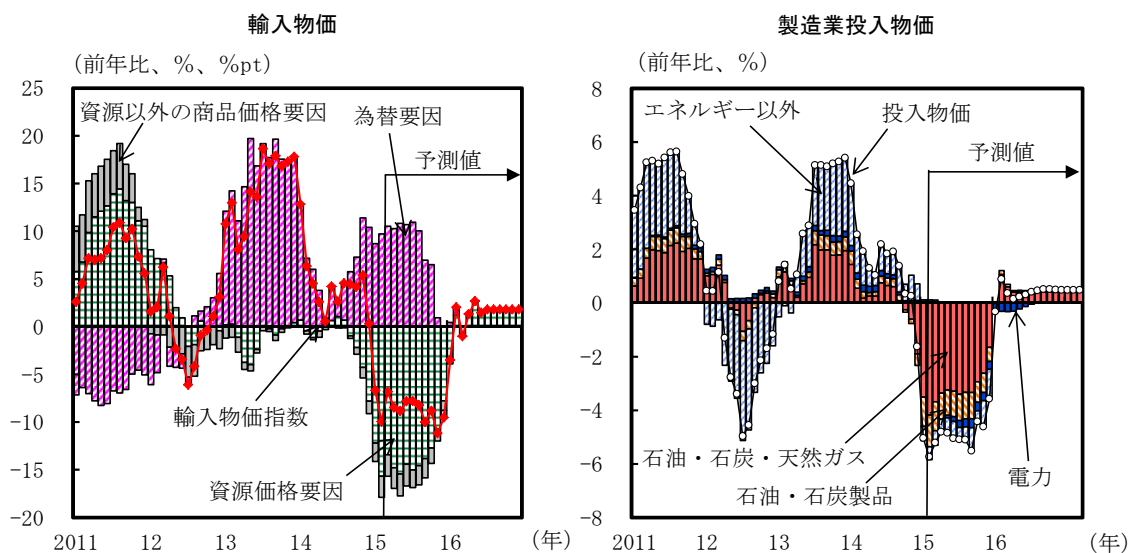
企業の投入コストに与える影響が大きい輸入物価の変化を「資源価格要因」、「為替要因」、「資源以外の商品価格要因」に分けてみたものが**図表 6**である。これを見ると、2012 年末以降、継続的に円安が進行する中で輸入物価は前年を上回っての推移が続いてきたが、原油価格の急落による「資源価格要因」の押下げによって、2014 年 12 月には前年割れに転じた。また、国際原油市況は 2015 年 1 月をボトムに下げ止まっているものの、輸入物価は国際原油市況に 1 ヶ月程度遅れて変動することから、2 月まで資源価格要因による押下げが拡大し、輸入物価のマイナス幅は急速に拡大した。

ただし、先行きに関しては、原油価格が下げ止まる中で「資源価格要因」によるマイナス寄与は徐々に縮小する見通しである。他方、原油安に先行して進行した円安による輸入物価の押

し上げ圧力が2015年半ばをピークに縮小する見通しであることから、原油価格の急騰や、急速な円安の進行が無い限り、輸入物価の前年比変化率は2015年末までマイナスで推移する公算が大きい。

企業の投入コストである投入物価の推移を見ても、輸入物価の下落を主因に2014年12月に2年ぶりの前年割れとなった後、2015年1月には低下幅が大きく拡大している。先行きについても、輸入物価の下落が続く中、2015年内は前年を下回っての推移が続くとみられ、前年比ベースの企業収益に対しては押し上げが継続する見通しである。原油安の影響が既に顕在化し、投入物価を大きく押し下げている「石油・石炭・天然ガス」、「石油・石炭製品」による寄与は2015年後半にかけて徐々に縮小していくとみられる。一方、消費者物価の「電力代」と同様に、産業用電力価格についても燃料費調整制度によって、国際商品市況に半年程度遅れて低下するとみられることから、「電力」は2015年後半以降、投入物価を押し下げることになるだろう。

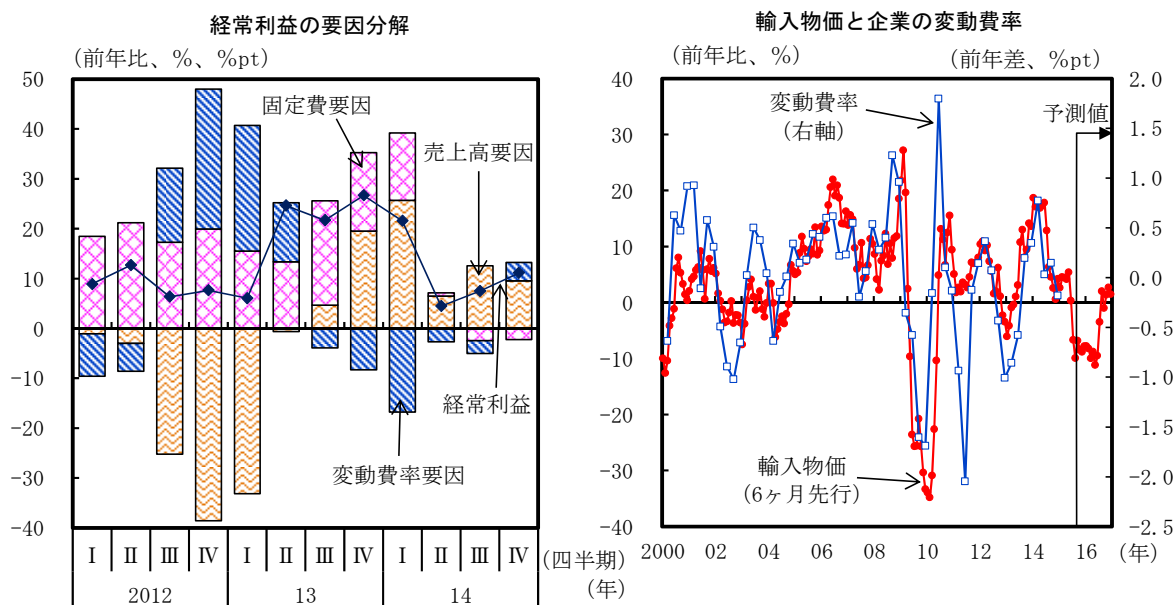
図表6：輸入物価、製造業投入物価の見通し



(注) 原油価格 (WTI) は2017年3月時点で65ドル/bb1まで上昇、ドル円レートは2015年3月以降120円/ドルで横ばいと仮定。  
 輸入物価のうち、資源以外の商品価格は2015年3月以降、契約通貨ベースで横ばいと仮定。  
 投入物価のうち、エネルギー以外は2015年2月以降、横ばいと仮定。  
 (出所) 日本銀行統計より大和総研作成

こうした原油安による収益の押し上げ効果は既に顕在化しており、実際に統計上でも確認できる。法人企業統計に見る2014年10-12月の全産業（金融業、保険業を除く）の経常利益は、前年比+11.6%と7-9月期（同+7.6%）から増益幅が拡大したが、売上高の増加幅が前期から縮小し、人件費を中心とした固定費負担が増加するなかで、変動費率の低下が増益幅拡大の要因となった（図表7左）。変動費率と輸入物価の関係をみると（図表7右）、変動費率は輸入物価に半年程度遅れて変動する傾向がある。既述したように、輸入物価の前年比低下幅は2015年に入って大きく拡大しており、2015年内は前年比▲10%程度での推移が見込まれる。このため、企業の変動費率は2015年半ばに向けて一層低下する公算が大きく、原油価格下落による収益の押し上げは今後本格化すると見込まれる。

図表 7：経常利益の要因分解、輸入物価と企業の変動費率



(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

### 50%の原油価格下落は企業収益を 4.6%押し上げ

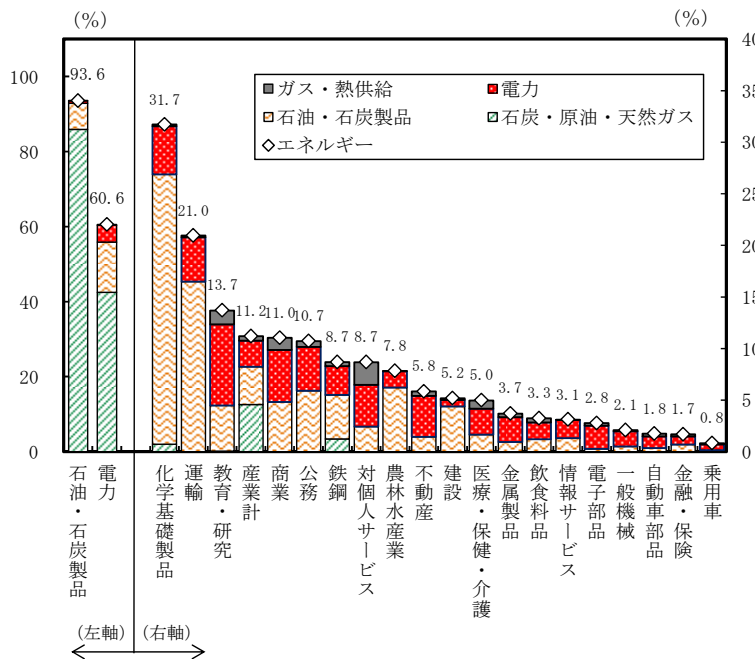
ただし、原油価格下落による収益の押し上げ幅は産業・企業のコスト構造に大きく依存しており、その影響度は一様ではない点には留意が必要である。業種ごとに企業の間接投入に占めるエネルギーの割合を見たものが**図表 8**である。これを見ると、「石油・石炭製品」と「電力」の2業種では原油が投入されている一方で、大半の業種では原油が直接的に投入されるわけではなく、加工された石油・石炭製品、および電力として投入されている。すなわち、多くの業種は原油安の影響を直ちに受けるのではなく、原油価格が石油・石炭製品や電力料金に転嫁されて初めてメリットが生じる。当然、こうした石油・石炭製品価格や電力料金の低下などは、石油・石炭製品製造業や電力業にとっては販売価格の低下であり、収益の悪化要因となる。過去の関係性に照らせば、製造業全体では投入物価1%の変化に対して、産出物価は0.5%程度変動する（価格転嫁率50%）となっており、コスト低下による効果は販売価格に転嫁されることで相当程度軽減されるとみられる。

こうした投入産出構造を基に、原油価格が50%下落した場合の企業収益（営業余剰）に与える影響を試算すると（**図表 9**）、全産業ベースでは+4.6%押し上げられるとの結果になった<sup>3</sup>。業種別の内訳を見ると、製造業では+9.8%、非製造業では+3.9%収益が押し上げられ、個別業種ごとに見ても、大半の業種で収益が改善する。過去の平均的な価格転嫁率を用いると、「石油・石炭製品」については、投入価格低下によるメリットを大きく享受する一方で、販売価格低下の影響でむしろ収益は押し下げられるという結果になった。上記の試算は2011年時点の投

<sup>3</sup> ここでの試算は、経済産業省「平成23年延長産業連関表」を基にしているため、試算結果は図表7で用いた法人企業統計ベースの企業収益とは一致しない。

入産出構造を基にした試算であり、価格転嫁率についても過去の平均的な値を用いていることから、試算結果にはある程度の幅を持って見る必要があるが、原油価格の下落が幅広い産業にとって収益を押し上げる要因となるということは間違いないだろう。

図表 8 : エネルギー投入が各産業の中間投入に占める割合



(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

図表 9 : 50%の原油価格下落が企業収益（営業余剰）に与える影響

	金額 (10億円)	変化率 (%)
全産業	3,894	4.6
製造業	1,055	9.8
飲食料品	54	1.4
パルプ・紙・紙加工品	33	8.6
化学	513	36.3
石油・石炭製品	-98	-65.4
窯業・土石製品	52	12.9
鉄鋼	305	64.5
非鉄金属	19	15.6
金属製品	18	5.6
一般機械	28	2.6
電気機械	12	4.0
情報通信機械	4	3.8
電子部品	16	17.8
輸送機械	46	5.8
精密機械	4	2.5
非製造業	2,838	3.9
農林水産業	77	2.3
建設	233	51.7
電力	506	61.9
卸売・小売	349	2.3
金融・保険	20	0.3
不動産	20	0.3
運輸	530	25.2
情報通信業	53	1.3
対個人サービス	124	2.2

(注) 2011年の投入産出構造を基にした試算値。

(出所) 経済産業省、日本銀行統計より大和総研作成

## 原油価格下落は貿易相手国経済を通じて、輸出も押し上げ

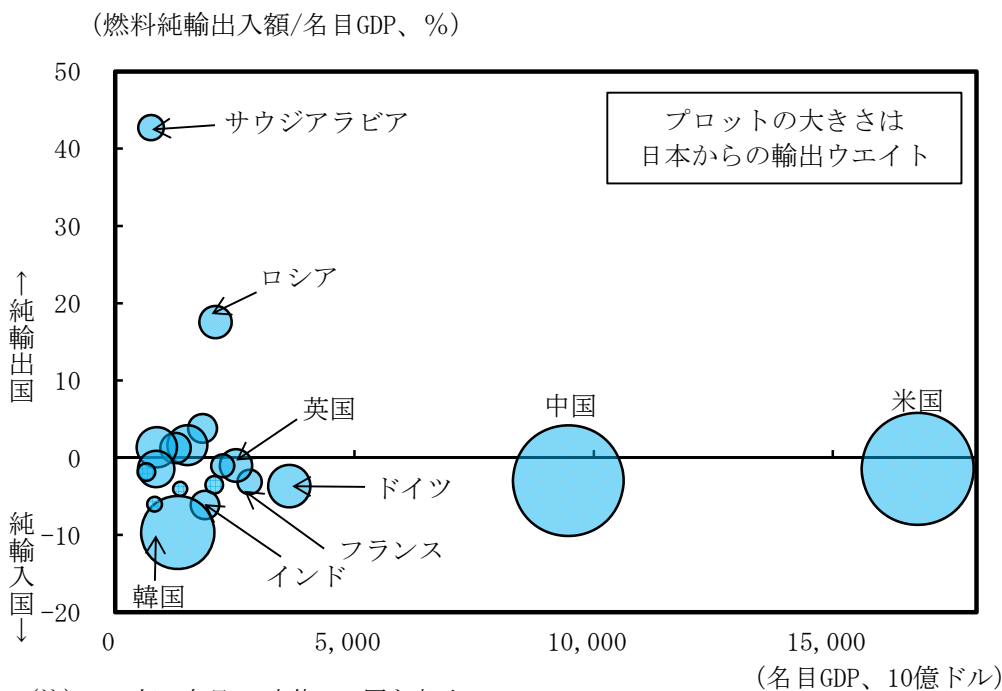
ここまで輸入物価下落による内需の拡大に注目してきたが、原油価格の下落は日本の輸出を押し上げる効果を持つ点も指摘しておきたい。輸出物価の下落が日本経済に好影響を与えるのと同じメカニズムを通じて、原油安は多くの国にとってメリットとなり、経済を押し上げる効果を持つと考えられる。

当然、原油安によってメリットを受けるのは、原油を輸入することで所得が海外に流出している原油純輸入国であり、中東諸国やロシアに代表される産油国では原油輸出による所得が大きく目減りすることで景気が下押しされる。ただし、このような産油国の世界経済におけるプレゼンスはそれほど大きくなく、数としても純輸入国のほうが圧倒的に多い（図表 10）。日本との貿易関係を見ても、主な輸出相手国は軒並み原油純輸入国であり、産油国向けの輸出金額が全体に占める割合は決して大きくないことから、日本の輸出にとってはプラスの効果が期待できるだろう。産油国の景気減速が金融市場を経由して世界経済全体にマイナスの効果を持つ可能性や、たとえば米国のように原油純輸入国であっても資源を産出している国では、資源開発向けの投資が減少するという影響についても注意が必要であるが、こうしたマイナス効果は原油安が世界経済に与えるプラス効果を下回ると考えられる。



なお、輸入の4割弱にも上る資源の輸入金額が大きく減少するため、貿易収支赤字は大幅に縮小し、経常収支黒字幅は大きく拡大する見込みである。貿易収支については、東日本大震災をきっかけに赤字での推移が続いてきたが、原油価格の急落によって、これまで見通せなかった黒字化が現実味を帯びてきている。

図表 10：国・地域別にみた経済規模と燃料純輸出入



(注) 2013年の名目GDP上位20ヶ国を表示。

(出所) 国連、IMF統計より大和総研作成

## 原油安の影響に関するマクロシミュレーション

### 原油価格の下落は2015年度の実質GDPを+0.50%押し上げ

最後に、ここまでの議論を踏まえた上で、原油安が日本経済に与える影響を、マクロ経済モデルを用いて試算したものが図表11である。シミュレーション結果によれば、2014年6月時点で105ドル/bblだった原油価格が下落したことによって、2014～2016年度の実質GDPの水準はそれぞれ2014年度：+0.20%、2015年度：+0.50%、2016年度：+0.41%押し上げられる。また、実質GDP成長率に対する影響はそれぞれ+0.20%pt、+0.31%pt、▲0.09%ptとなる<sup>4</sup>。

需要項目別の内訳を見ると、実質賃金の増加を背景に個人消費、住宅投資の増加が見込まれることに加えて、企業収益の増加が設備投資を押し上げる要因となろう。また、企業収益の増加分は一部が賃金として家計に分配されるとみられ、企業所得の増加は家計需要の増加にも寄与することとなる。なお、原油価格下落による物価の押し下げによって、実質金利が上昇し、

<sup>4</sup> 実質GDPに対する影響は2015年度に比べて2016年度のほうが小さくなり、その結果として2016年度の実質GDP成長率に対する影響はマイナスとなっているが、これは「原油価格高止まりシナリオ」では原油価格が横ばいで推移すると仮定しているのに対し、「標準シナリオ」では原油価格が緩やかに上昇すると仮定しているためである。

住宅投資や設備投資を抑制する要因となるが、そのマイナス効果は所得増加によるプラス効果を下回るものと考えられる。

物価については、輸入物価の下落によってCGPI、CPI、ともに押し下げられ、内需デフレーターは大きく低下することとなるが、控除項目である輸入デフレーターが大きく低下することで、GDPデフレーターは上昇する。この結果、名目GDPは実質GDP以上に押し上げられることになる。

図表 11：原油価格下落が日本経済に与える影響

		実質GDP %	個人消費 %	住宅投資 %	設備投資 %	輸出 %	輸入 %	名目GDP %	GDPデフレーター %	GDP成長率 %pt
原油価格高止まり シナリオとの差	2014年度	0.20	0.27	0.46	0.94	0.16	0.96	1.19	0.99	0.20
	2015年度	0.50	0.77	1.92	2.24	0.33	2.53	2.42	1.91	0.31
	2016年度	0.41	0.57	1.54	2.24	0.29	2.14	2.31	1.89	-0.09
前回予測前提 との差	2014年度	0.06	0.08	0.11	0.29	0.06	0.29	0.36	0.30	0.06
	2015年度	0.16	0.26	0.64	0.60	0.11	0.79	0.61	0.45	0.10
	2016年度	0.09	0.14	0.35	0.40	0.06	0.46	0.35	0.26	-0.07

		経常収支/ 名目GDP %pt	輸入物価 %	輸出物価 %	CGPI %	コアCPI %	鉱工業生産 %	第三次産業 活動指数 %	全産業活動 指数 %
原油価格高止まり シナリオとの差	2014年度	1.12	-7.38	-0.83	-1.11	-0.32	0.38	0.21	0.22
	2015年度	2.17	-14.67	-1.68	-2.36	-0.88	0.99	0.53	0.58
	2016年度	2.14	-13.05	-1.45	-2.10	-0.77	0.86	0.48	0.52
前回予測前提 との差	2014年度	0.34	-2.34	-0.29	-0.38	-0.09	0.11	0.06	0.07
	2015年度	0.54	-4.45	-0.54	-0.74	-0.30	0.30	0.16	0.18
	2016年度	0.35	-2.62	-0.31	-0.44	-0.22	0.18	0.10	0.11

(注1) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション。表中の値は標準解との水準の乖離率・幅。

(注2) 原油高止まりシナリオはWTIが直近ピークの2014年6月以降、105ドル/bblで横ばいと仮定。

前回予測前提は、WTIが2015年1-3月期以降、70ドル/bblで横ばい。詳細は「第183回日本経済予測（改訂版）」（2014年12月8日）を参照。

(出所) 大和総研作成

以上、見てきたように、原油価格の下落は様々な経路を通じて、多くの経済主体、および日本経済全体にとって非常に大きなメリットをもたらす。2014年初から半ばにかけて停滞した日本経済は、足下で自律的回復に向けた動きが見られているが、原油安がさらなる追い風となって、その回復はより力強さを増すことになるだろう。

— 以上 —