

2015年2月23日 全10頁

日本経済見通し：原油安が日本経済に与える影響は？

原油価格の下落は2015年度の実質GDPを+0.50%押し上げ

エコノミック・インテリジェンス・チーム
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 長内 智
エコノミスト 橋本 政彦
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之

[要約]

- 日本経済のメインシナリオ：2014年10-12月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2014年度が前年度比▲0.9%（前回：同▲0.5%）、2015年度が同+1.9%（同：同+1.8%）、今回新たに予測した2016年度が同+1.8%である。当社が従来から指摘してきた通り、日本経済は、2014年1月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、景気後退は同年8月前後までの極めて短い期間で終了した可能性が高い。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。
- 日本経済に関する3つの論点：今回の経済見通し改訂に際しては、①原油安の影響、②設備投資の国内回帰、③ユーロ圏経済の日本化（Japanization）、という日本経済に関する3つの論点を検証した（→詳細は、熊谷亮丸他「第184回 日本経済予測」（2015年2月20日）参照）。本稿では、これらの3つの論点の中で「原油安の影響」について解説したい。
- 原油安が日本経済に与える影響は？：2014年夏場以降の急激な原油価格の下落は家計、企業の双方にメリットをもたらし、景気拡大を後押しするとみられる。家計部門では、物価下落によって購買力が向上することに加えて、実質賃金上昇によるマインドの改善も個人消費を押し上げる要因となるだろう。企業部門では、コスト低下が収益の押し上げ要因となり、設備投資や賃金の増加にもつながるとみられる。マクロモデルを用いたシミュレーションによれば、2014年夏場以降の原油安によって、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。

1. 日本経済のメインシナリオ：景気は緩やかに拡大

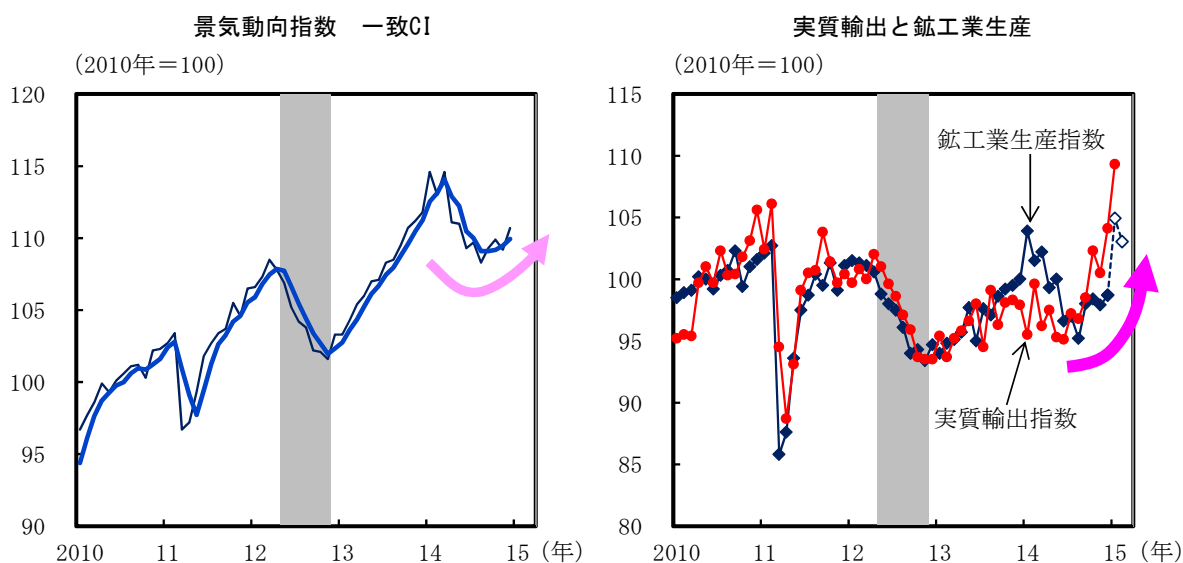
日本経済のメインシナリオ

2014年10-12月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2014年度が前年度比▲0.9%（前回：同▲0.5%）、2015年度が同+1.9%（同：同+1.8%）、今回新たに予測した2016年度が同+1.8%である。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

わが国の実質GDPは2014年4-6月期から2四半期連続のマイナス成長となり、景気動向指数の一致CIを見ても、2014年1月をピークに低下傾向となっていた。しかしながら、実質GDPは2014年10-12月期には3四半期ぶりのプラス成長に転換し、悪化傾向にあった景気動向指数も2014年8月を底に持ち直しの動きが続いている。景気動向指数の一致指数による基調判断は2014年12月に「改善を示している」へと上方修正されており、2014年1月を山にして始まった景気後退局面は8月前後までの極めて短い期間で終了し、9月以降、景気は再び拡張局面入りしたとみられる（図表1）。

景気拡大の背景には、増税後の反動減によって大きく落ち込んだ個人消費が底堅い雇用・所得環境を背景に、徐々に持ち直したことがある。また、円安進行による押し上げ効果もあり、企業収益は改善傾向が続いており、設備投資などの企業部門の需要も底堅い。加えて、2012年末からの景気拡張局面において伸び悩んできた実質輸出は、2014年半ばに入り増勢を強めている。こうした内外需の拡大を受けて、製造業の生産についても2014年の年央から持ち直しの動きが見られている。また、企業の生産計画についても強気の見通しが示されていることから、景気の底入れ感が強まっていると判断できよう。

図表1：一致CI、実質輸出と鉱工業生産



(注) シャドローは景気後退期。景気動向指数の太線は3ヶ月移動平均値。

鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

日本経済に関する3つの論点

今回の経済見通し改訂に際しては、①原油安の影響、②設備投資の国内回帰、③ユーロ圏の日本化 (Japanization)、という日本経済に関する3つの論点を検証した (→詳細は、熊谷亮丸他「第184回 日本経済予測」(2015年2月20日)参照)。本稿では、これらの3つの論点の中で「原油安の影響」について解説したい。

日本経済が抱える4つのリスク要因

日本経済のリスク要因としては、①消費税増税の先送りを受けた将来的な「トリプル安 (債券安・円安・株安)」の進行、②中国の「シャドーバンキング」問題、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の4点に留意が必要である。

日銀の金融政策

当社は、メインシナリオとして、日銀が掲げる「物価上昇率2%」目標の期限内の達成は困難だと考えている。日銀は、2015年秋口をめどに追加金融緩和に踏み切るとみられるが、金融緩和のタイミングが大幅に前倒しとなる可能性もあるだろう。

2. 原油安が日本経済に与える影響は？

原油価格は2014年半ば以降急落

本章では、日本経済に関する第一の論点である「原油安の影響」について検証したい。

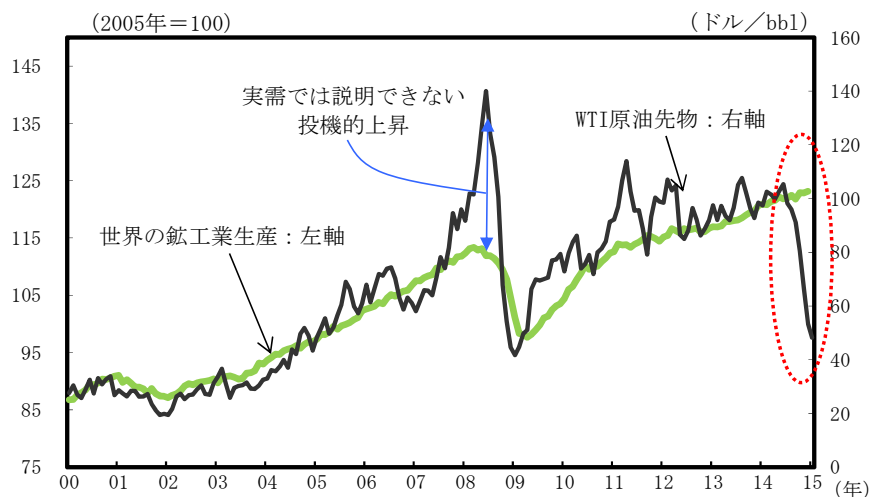
国際原油市況は2014年夏をピークに急速に下落した。国際的な原油価格の指標となるWTIは2014年6月時点で100ドル/bblを上回って推移していたが、一時50ドル/bblを下回る水準まで低下した。驚くべきことに、半年余りの間に半値以下の水準まで下落した計算となる。

原油価格の適正な水準を厳密に特定するのは非常に困難であるが、需給によって決定されるフェアバリュー（適正価格）を、実際の原油価格が下回っていれば、原油純輸入国を中心に実体経済に対するプラスの効果が発現することが期待される。

世界的な原油需要の代理変数である世界の鉱工業生産と、原油価格の関係を見たものが**図表2**である。まず、過去の関係性に注目すると、2000年以降、両者の動きはおおむね連動してきたことが分かる。しかし、2007年～2008年の原油価格が急騰した時期に関しては、世界経済の改善速度を大きく上回るペースで原油価格が上昇しており、この時期の原油高は実需ではなく、投機資金流入によってもたらされたものであった可能性が示唆される。その後、リーマン・ショックによって世界経済が悪化する中、原油価格も急落することとなったが、この一時期を除けば、原油価格は世界的な実体経済の動向によっておおむね説明できる水準での推移が続いてきた。

一方、足下の原油価格の水準を見ると、従来、原油価格に対して相当程度の説明力を有してきた世界の鉱工業生産が示唆する水準と比べて大きく下振れしていることが分かる。足下の世界経済は、堅調な米国経済にけん引される形で、減速しつつも依然として緩やかな景気拡大を続けており、決してリーマン・ショック時のような急速な景気後退に陥っているわけではない。結論として、足下の原油価格急落は主として供給要因によるものであり、世界経済の緩やかな回復が続く中での原油安は、世界経済、日本経済に大きなメリットをもたらすとみられる。

図表2：世界経済と原油価格



(出所) オランダ経済政策分析局、NYMEXより大和総研作成

2.1 原油安が家計部門に与える影響

原油安が消費者物価に与える影響

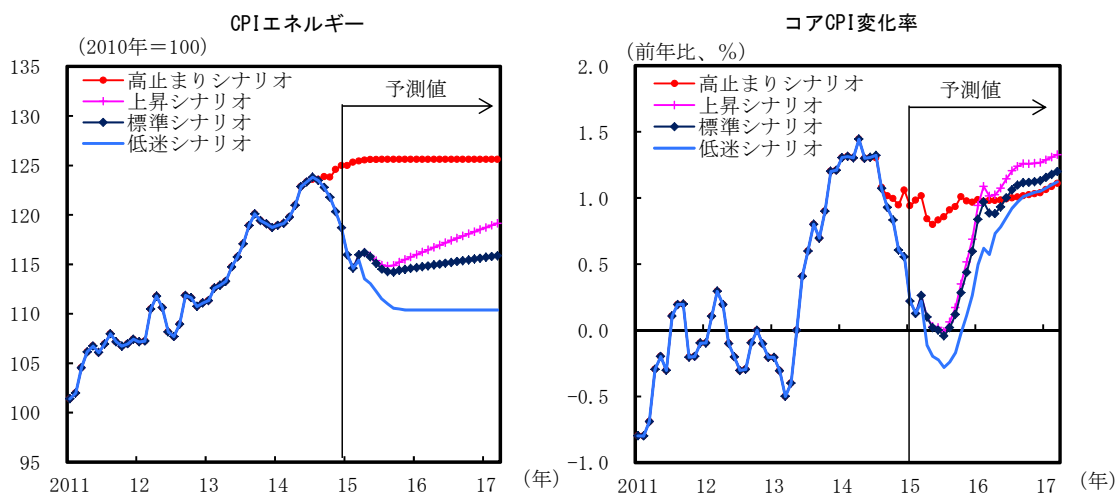
原油安は様々な経路を通じて日本経済に影響を与える。

最初に消費者物価に与える影響を確認しておきたい。**図表 3** 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 3** 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¹。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 3：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

¹ 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。

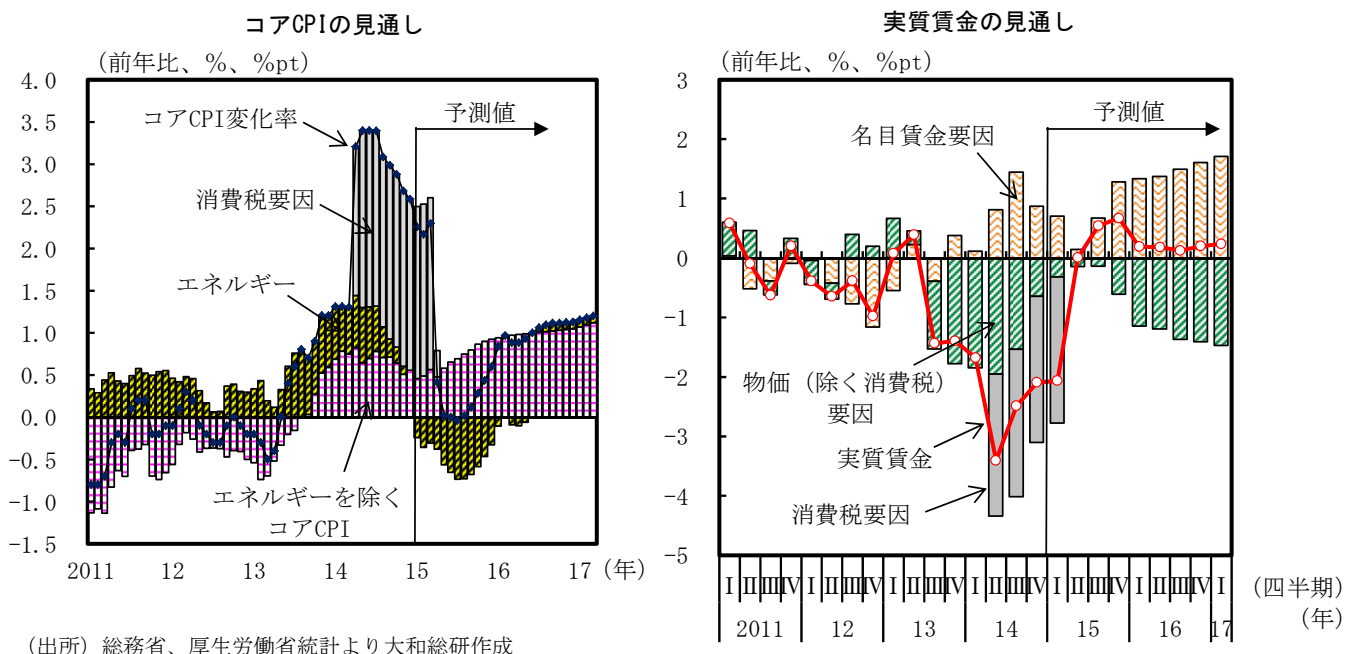
http://www.dir.co.jp/research/report/japan/sothers/20150108_009330.html

エネルギー価格下落が実質賃金の押し上げ要因に

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可能性が高まっている。

物価上昇率がいったん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公算が大きい。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 年半ば頃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 4：コア CPI、実質賃金の見通し

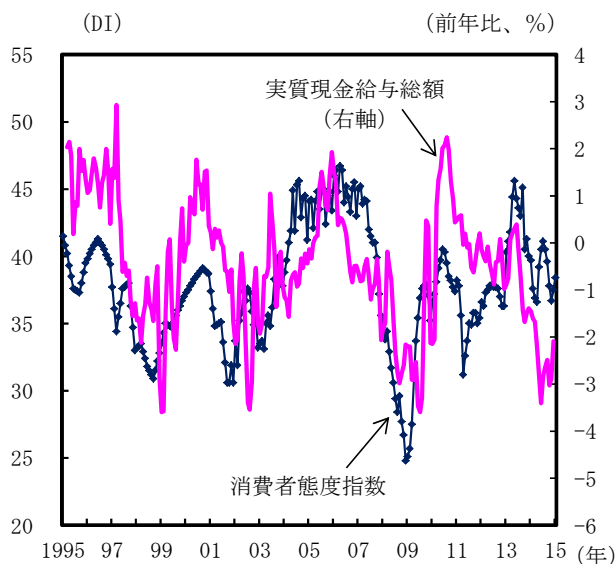


実質賃金の増加は消費者マインドの改善にも寄与

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 5**）、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²。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うかがえる。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だろう。

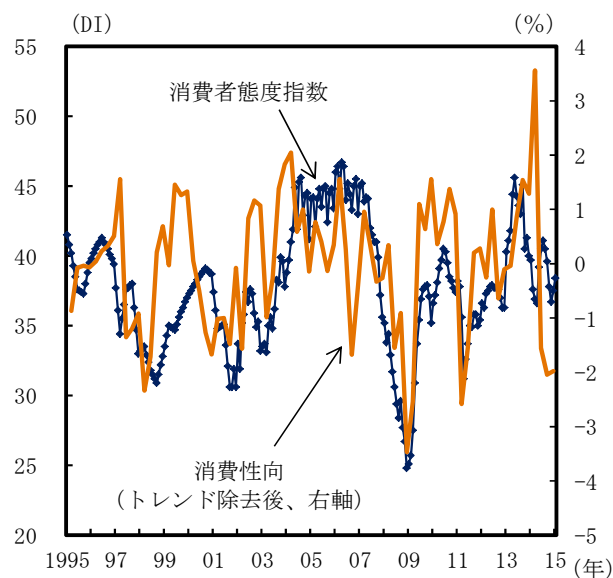
消費者マインドの改善には、家計の消費性向が高まることを通じて、個人消費を増加させる効果が期待される。実際、アンケート調査による消費者マインドと、現実の消費行動によって確認される消費性向はおおむね連動している（**図表 6**）。消費性向は、消費者マインドの悪化傾向が下押し要因となったことに加えて、消費税増税後の反動減による悪影響から、低水準での推移が続いてきた。しかしながら、増税に伴う悪影響が緩和しつつある中、実質賃金の増加が消費者マインドの改善に寄与するため、今後消費性向は上昇する公算が大きい。消費性向上昇の意味するところは、個人消費が所得の増加率に対して高めの伸びとなることに他ならない。

図表 5：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 6：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

² 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。

2.2 原油安が企業部門に与える影響

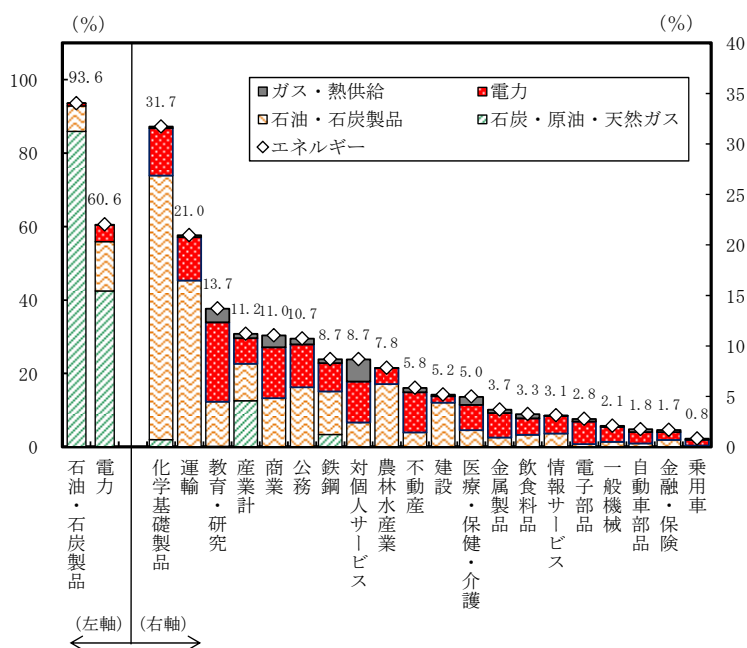
50%の原油価格下落は企業収益を4.6%押し上げ

原油安は企業部門にとっても収益改善要因となる。資源の大半を輸入に頼る日本では、原油安がデメリットとなる企業は一部に限られ、多くの企業はプラスの影響を受ける。原油安で変動費率が押し下げられることで多くの企業の損益分岐点が低下し収益性が改善するだろう。

ただし、こうした収益押し上げ効果は産業・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。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7**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のである。

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8**）、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。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。なお、上記の試算は2011年時点の投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ことは言うまでもない。

図表7：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8：50%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

2.3 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

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9**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。

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、原油価格の下落による物価の押し下げによって、実質金利が上昇し、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。

また、輸入の4割弱にも上る資源輸入金額が大きく減少することで、貿易収支赤字が大幅に縮小し、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。

以上、見てきたように、原油価格の下落は日本経済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。

図表9：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	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
		%pt	%	%	%	%	%	%	%
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

図表 10：日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2014.10-12	2015.1-3	4-6	7-9	10-12	2016.1-3	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	2.2 -0.5	2.4 -1.3	2.2 1.1	1.8 2.2	1.7 2.1	1.8 2.0	2.1	-0.9	1.9	1.8
経常収支 (季調済年率、兆円)	11.4	17.5	18.1	18.7	19.4	20.0	0.8	8.5	19.1	20.4
失業率 (%)	3.5	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.9	3.5	3.3	3.2
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	2.7	2.3	0.1	0.0	0.4	0.9	0.8	2.9	0.4	1.1
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.40	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60	0.60	0.43	0.53	0.70

(注) 予測値は原則として大和総研・第184回日本経済予測による。
(出所) 各種統計より大和総研作成