

テーマ：景気回復の重石になる原油価格

2014年7月10日(木)

～2008年並上昇で家計負担増+2.1万円/年、今年度経済成長率▲0.22pt押し下げ～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 日本の石油会社が産油国から輸入する原油価格が上昇している。仮にイラクなどの地政学的リスクの高まりによる供給懸念が原油価格を押し上げれば、日本経済に悪影響が及ぶ可能性がある。
- 2008年にはサブプライムローン問題をきっかけにマネーが先進国の金融商品から商品市況にシフトし、WTI先物価格が147ドル/バレルにまで上昇した。そして、個人消費や設備投資の悪化を通じて2008年3月からの景気後退局面入りの引き金を引いた。
- 2008年の円建てドバイ原油価格は、年平均で+19.8%程度上昇した。仮に今年も同程度の上昇率を記録すれば、消費者物価を通じて今年度の家計負担を2.1万円/年以上増加させる。また、今期の売上高要因で+3.3%ptのプラスに働く一方で、変動費要因で▲12.9%ptのマイナスに働くことを通じ、今期の経常利益を▲9.6%pt押し下げることになる。更に、今年度の実質GDP成長率を▲0.22%pt程度押し下げる要因となる。
- 過去の原油価格との関係を用いれば、2014年4-6月期、7-9月期の交易損失は季節調整値でそれぞれ25.1兆円、25.9兆円程度になると予測され、2014年1-3月期に過去最高を記録した同24.5兆円を更に上回る可能性がある。これは、日本のように原油をはじめとした資源の多くを海外に依存する国々にとって所得が資源国へ流出し続ける環境にあることを意味する。
- 来年10月の消費税率引き上げの判断の際には、今年7-9月期の経済成長率が重視されるため、原油高騰に伴う景気への悪影響が現実のものとなれば、今年12月に予定されている消費税率引き上げの判断に影響を及ぼすかもしれない。

●はじめに

日本の石油会社が産油国から輸入する原油価格が上昇している。6月分の長期既契約の価格によると、サウジアラビア産の代表油種で前月比+2%上昇しており、半年ぶりの高値となっている。

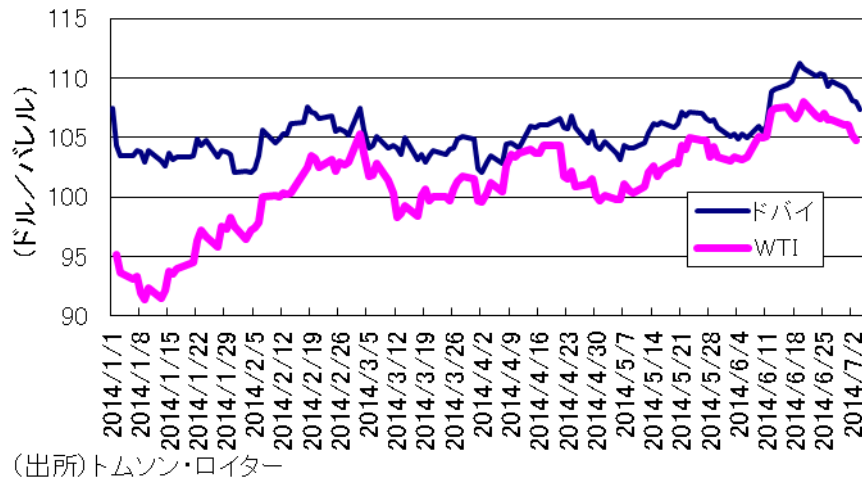
原油価格が上昇すれば、企業の投入コストが上昇する一方で、その一部が産出価格に転嫁される。このため、変動費の増分が売上高の増分に対して大きいほど、利益に対する悪影響が大きくなる傾向がある。最近では2007年から2008年にかけて原油価格が高騰した。その際、レギュラーガソリンの価格は全国平均で180円/ℓを超えた。また、公共交通機関の利用が増えた一方で、燃油サーチャージの高騰で海外旅行客が減り、自家用車を利用した外出も激減した。

最も象徴的な影響としては、2008年に景気後退の引き金を引いたことである。企業では投入コストの上昇を通じて企業収益が大きく圧迫され、価格上昇が最終製品やサービスまで転嫁された。このため、家計にとっても消費者物価の上昇を通じて実質購買力の低下がもたらされ、売上面からも企業収益に悪影響が及んだ。そして、個人消費や設備投資の悪化を通じて2008年3月からの景気後退局面入りを認めざるを得なくなったという経緯がある。2008年と言えば、サブプライムローン問題をきっか

けにマネーが先進国の金融商品から商品市況にシフトし、特にWTI先物価格は147ドル/バレルにまで上昇した。

以上の事実を勘案すれば、仮にイラクなどの地政学的リスクの高まりによる供給不安が原油価格を押し上げれば、日本経済に悪影響が及ぶことは否定できない。

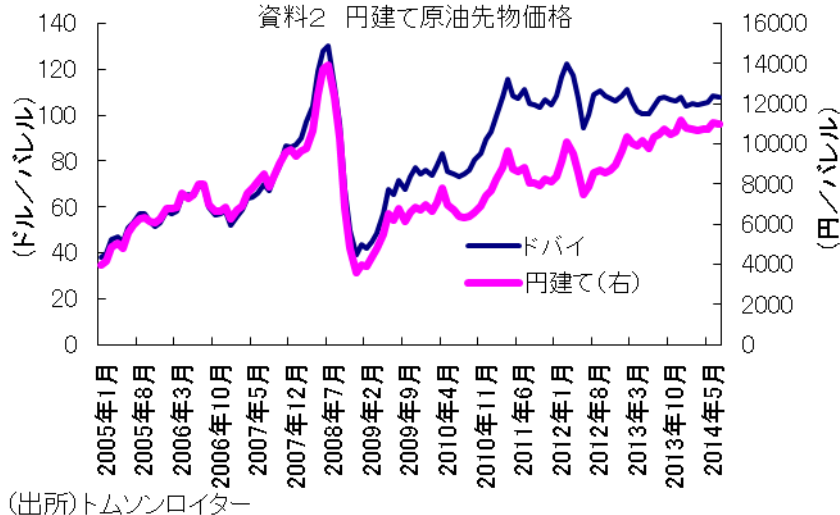
資料1 原油価格の推移



●家計の負担増は+1,788円/月

円建ての原油先物価格を見ると、今年1～7月までの平均価格は10,795円/バレルに達し、昨年平均から+4.8%上昇している。一方、2008年には急騰の後の急落により年平均で9,649円/バレルにとどまったが、前年比で見れば+19.8%も上昇したことになる。

資料2 円建て原油先物価格



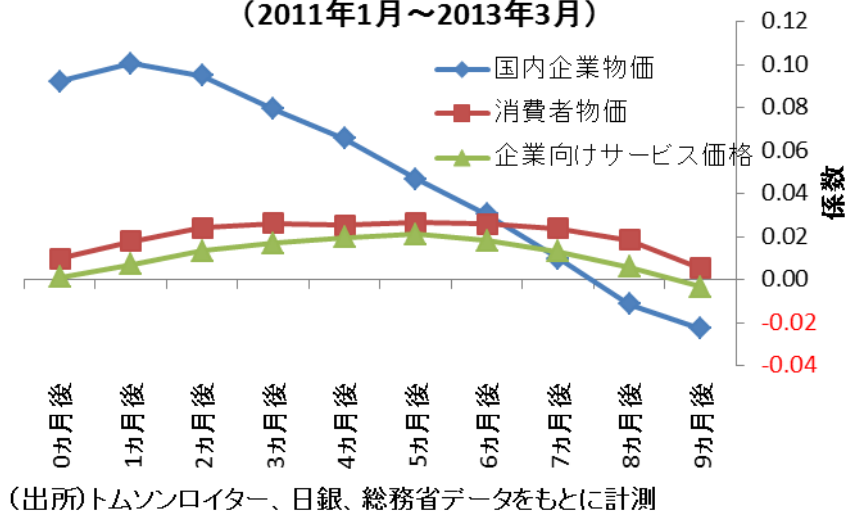
そこで、各物価統計を用いて円建てドバイ原油価格と各物価の前年比の関係を見ると、川上の財ほど押し上げ圧力が強まるようだ。事実、2011年1月～2014年3月の原油価格と各物価の時差相関係数を調べると、国内企業物価で1ヵ月後、消費者物価と企業向けサービス価格で5ヵ月後が最も高くなる。そして、円建てドバイ原油価格の+1%上昇はそれぞれ国内企業物価を約0.10%、消費者物価

を約 0.027%、企業向けサービス価格を約 0.021%押し上げる関係があることが分かる（資料3）。

従って、この関係を用いて今年の原油価格が 2008 年と同程度の上昇率となった場合の影響を試算すれば、円建て原油価格が+19.8%上昇することにより、国内企業物価が $19.8\% \times 0.10\% \div 1.98\%pt$ 程度の押し上げ圧力となる。それに続くのが消費者物価で $19.8\% \times 0.027\% \div 0.54\%pt$ 程度、そして企業向けサービス価格も $19.8\% \times 0.021\% \div 0.42\%pt$ 程度の押し上げ圧力となり、幅広く物価に影響が出る。

特に、消費者物価が上昇すれば、家計にも負担増をもたらす。このため、2013 年における二人以上世帯の月平均支出額約 33.9 万円（総務省「家計消費状況調査」）を基にすれば、0.54%pt の消費者物価の上昇は家計負担を $33.9 \text{万円} \times 0.54\% \div 1,788 \text{円/月程度}$ 、年に換算すれば約 2.1 万円以上増加させる計算になる。

資料3 円建てドバイ原油価格との時差相関係数
(2011年1月～2013年3月)



●円安の好影響を上回る原油高の悪影響

一方、資本金 1000 万円以上の非金融法人企業の経常利益を要因分解し、2000 年代後半以降の円建て原油価格と時差相関係数を調べると、円建て原油価格の 1% 上昇は 1 四半期後の売上高要因に +0.16%pt、2 四半期後の変動費要因にそれぞれ▲0.65%pt 程度寄与する関係があることが分かる（資料4、資料5）。従って、今年の円建て原油価格が 2008 年並に+19.8%上昇すると仮定すれば、今期の売上高要因が+3.3%pt 増益に働くのに対し、変動費要因が▲12.9%pt 減益に働き、都合今期から来期にかけての経常利益を▲9.6%pt 程度押し下げることになる。

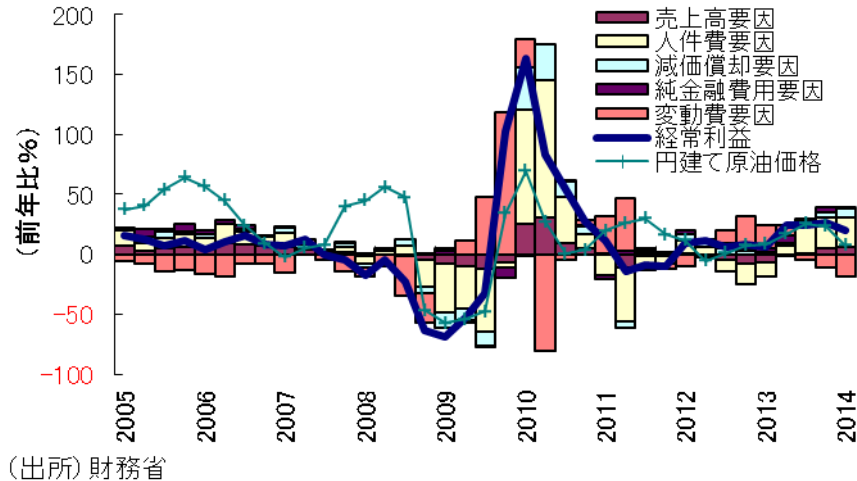
(注) 要因分解は以下の通り

$$\begin{aligned} \Delta\pi / \pi (-1) = & \Delta S \cdot (1 - v - w - r - d) / \pi (-1) \quad \dots \text{売上高要因} \\ & - S \cdot \Delta v / \pi (-1) \quad \dots \text{変動費要因} \\ & - S \cdot \Delta w / \pi (-1) \quad \dots \text{人件費要因} \\ & - S \cdot \Delta r / \pi (-1) \quad \dots \text{金融費用要因} \\ & - S \cdot \Delta d / \pi (-1) \quad \dots \text{減価償却費要因} \end{aligned}$$

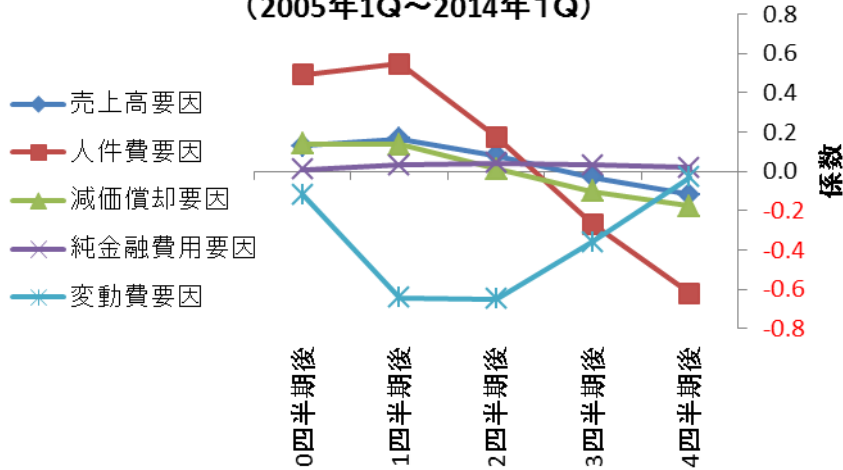
π : 経常利益、 S : 売上高、 v : 売上高変動費比率、 w : 売上高人件費比率、 r : 売上高純金融費用比率、 d : 売上高減価償却費比率、 Δ : 前年差

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

資料4 経常利益と円建て原油価格



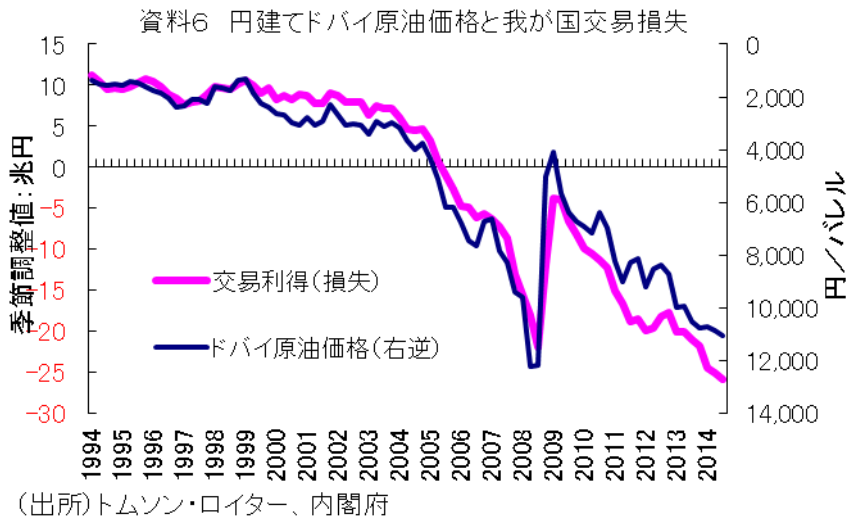
資料5 円建てドバイ原油価格との時差相関係数
(2005年1Q～2014年1Q)



より現実的な経済全体への影響について、内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル（2011年版）」の乗数を用いて試算すれば、今年の原油価格が2008年と同程度の上昇率となった場合、今年度の実質GDP成長率を▲0.22%pt押し下げる要因となる。このように、足元の円安・原油高はマクロ全体で見ても、無視できない悪影響が生じる可能性がある。

また、原油価格と我が国の交易利得（損失）には強い相関がある（資料6）。交易利得（損失）とは、一国の財貨と他国の財貨との数量的交換比率である交易条件が変化することによって生じる貿易の利得もしくは損失のことであり、輸出入価格の変化によって生じる国内と海外における所得の流入の損失を示す。そしてこの関係に基づけば、2014年4－6月期、7－9月期の交易損失は季節調整値でそれぞれ25.1兆円、25.9兆円程度となり、2014年1－3月期に過去最高を記録した同24.5兆円を更に上回る可能性がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



●原油価格が来年10月の消費税率引き上げの判断を左右する可能性も

近年はシェール革命により米国の原油輸入が減っており、世界の需給条件の緩和を反映して原油価格の抑制要因となっている。しかし、シェール革命で米国が中東情勢の安定にあまり力を入れなくなると、依然として中東原油に大きく依存している日本は、その影響を受ける可能性がある。このため、今後も中東情勢の緊迫が持続すれば、ドバイ産の原油価格は更なる供給懸念の状態が続こう。一方、今後は米国経済がQE3の出口終了に伴い利上げ観測が高まることが予想され、原油の取引通貨であるドルはさらに上昇する可能性がある。従って、今後もしばらく原油の輸入価格は高水準で推移し、中期的に見ても原油の輸入価格が高止まる可能性がある。

これは、日本のように原油をはじめとした資源の多くを海外に依存する国々にとって所得が資源国へ流出し続ける環境にあることを意味する。従って、資源の海外依存度が高い日本経済は資源価格上昇の悪影響を相対的に受けやすく、構造的に苦境に立たされやすい環境にあるといえよう。

尚、足元の原油先物価格は先月後半をピークに足元では落ち着いた動きになっている。しかし、イラク情勢の緊迫化による原油高騰のインパクトが現実のものとなれば、政府が今年12月に最終判断するとされている来年10月の消費税率引き上げの判断に大きく影響を及ぼすかもしれない。というのも、判断の際に最も重視される経済指標が、今年12月に公表される7-9月期のGDP二次速報値とされているためである。このため、本来原油価格が落ち着いていれば年率換算で2%を上回るはずだった経済成長率が、イラク情勢の悪化による原油高騰に伴い成長率が年率換算で2%を下回ることも想定される。

足元の景気に関しては、消費増税に伴う駆け込み需要の反動による落ち込みから、夏場にかけて回復するとみられている。しかし、今後の景気動向を見通す上では、中東情勢緊迫化による原油高騰といったリスク要因も潜んでいることには注意が必要であろう。