

テーマ：原油価格再上昇のインパクト

発表日：3月15日（火）

～原油価格10ドル上昇で、GDPは▲0.3%ポイント押し下げ～

(No.N-101)

第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 副主任エコノミスト 新家 義貴
 TEL:03-5221-4528

(要旨)

原油価格が再び騰勢を強めている。今回の相場上昇ではドバイ原油価格の上昇幅が大きいことが日本経済にとっては問題だ。日本が輸入している原油の価格は中東産のドバイ（とオマーン）に連動して決定されるものが大半であるためである。

原油価格が元々想定していた価格よりも10ドル/バレル上振れた場合の影響を試算した。企業が輸入価格上昇に伴うコスト増を全く消費者に転嫁しないケースでは、経常利益が3.4%ポイント、GDPは0.3%ポイント押し下げられる。企業がコストをすべて転嫁するケースでは、企業収益は減少しないものの、家計所得が0.54%ポイント、GDPは0.2%ポイント押し下げられる。また、コストの2割を企業が最終的に価格に転嫁するケースでは、企業の経常利益は2.7%ポイント、家計所得は0.11%ポイント、GDPは0.3%ポイント押し下げられる。

このところの経済指標は、景気が最悪期を脱し、循環的に下げ止まりつつあることを示している。企業収益に関しても底堅い推移となっており、日本経済はマイナスショックに対する耐性が徐々についている。また、需要の増加に基づく原油価格上昇であれば、マイナスインパクトの一部は輸出増加により相殺される。原油価格高騰によって日本経済が今後腰折れしてしまう可能性は低いだろう。

ただし、今後も投機資金が流入を続け、原油価格がさらに上昇を長期間続けていくようであれば、日本経済への悪影響は決して無視し得ないものになる。今後の原油価格の情勢は、リスク要因として十分認識しておく必要がある。

上昇幅大きいドバイ価格

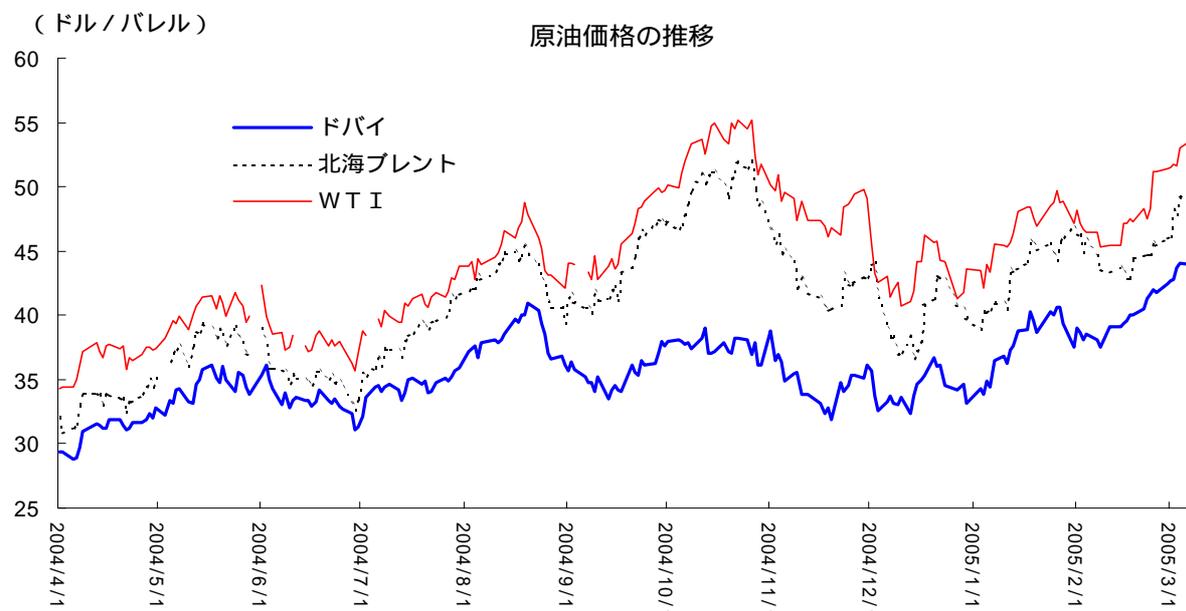
原油価格(WTI期近物)は昨年後半に急騰し、2004年10月27日には55.65ドル/バレルを付けたものの、その後いったんは落ち着きをみせ、12月には40ドル/バレル程度まで下落した。しかし年明け以降、原油価格は再び騰勢を強めており、3月10日には一時55ドルを越え、史上最高値に迫る局面もみられている。世界経済の回復期待の強まりやOPECの減産観測、夏場の米ガソリン需給逼迫懸念や欧州北西部と米北東部での寒波などを背景に、投機資金が流入しているようだ。

これほどの原油価格上昇は、ほとんどの人間にとって予想外だったと思われる。今年の2月には民間シンクタンクから2005年度の経済見通しが公表されているが、この見通しの前提となる原油価格は2005年度平均で40ドル/バレル(WTI)程度と、先行き下落していくことを見込む機関が多かった。この前提と足元の原油価格には10ドル以上の乖離があり、影響は無視できない。

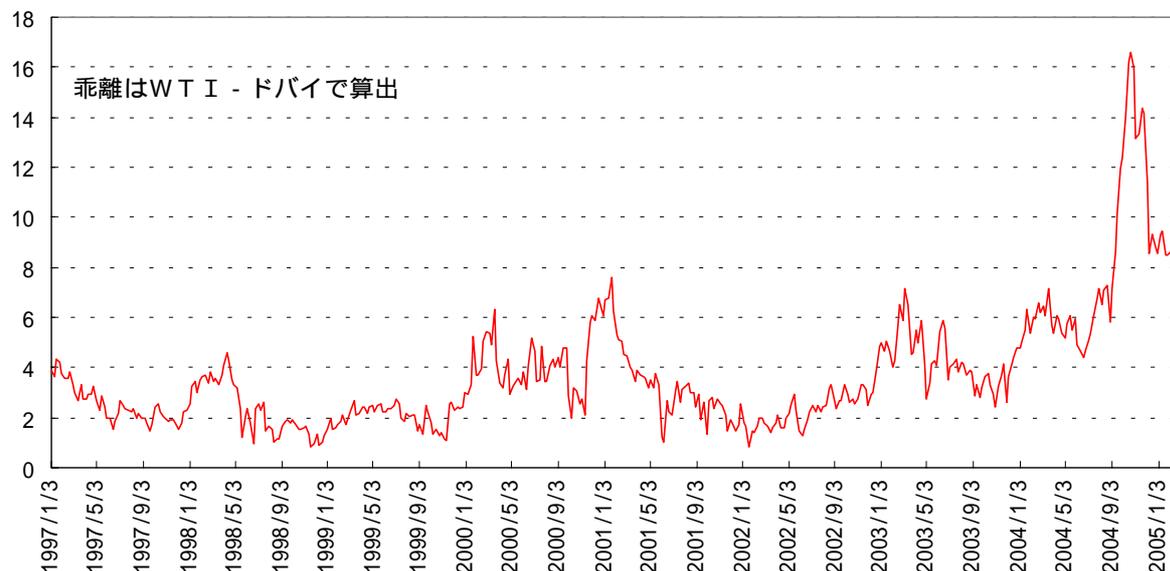
また、今回の相場上昇ではドバイ原油価格の上昇幅が大きいことも日本経済にとっては問題だ。日本が輸入している原油の価格は中東産のドバイ（とオマーン）に連動して決定されるものが大半であるためである。ドバイ原油は、WTIや北海ブレントなどに比べ、精製に相当程度の技術・設備が必要とされることから世界の需要が集中しておらず、2004年の原油価格急騰時にも他の油種と比較すると低水準を保っていた。そのため、前回の急騰時には、原油価格(WTI)の上昇幅の割には日本経済への悪影響は大きなものにはなら

ないという評価が多かった。しかし、ここへきて、ドバイ原油価格が上昇基調を強める形でドバイ原油とWTIとの乖離は急速に縮小している。足元でWTIはピーク(55.65ドル/バレル)並みの水準であるのに対して、ドバイは45ドル/バレル程度と、昨年10月の高値時点の38ドル/バレル程度と比べても、かなりの上昇となっている。

以下では、こうした原油価格の上昇が日本経済にどの程度の悪影響を与えるかを、一定の仮定を置いた上で試算する。



(ドル) WTIとドバイ原油価格の乖離幅の推移(週次)



原油価格10ドル上昇で、経常利益は3.4%ポイント押し下げ

初めに、原油価格上昇が日本経済に与える影響について整理してみよう。まず、原油価格上昇に伴う輸入額(単価)の増加により、企業の生産コストが増加する。仮に企業がコスト増分をすべて価格に転嫁できる

とすれば、企業は直接的な悪影響は受けない¹。この場合には、購入価格上昇に伴う実質購買力の低下を通じて、家計がコスト増をすべて負担することになる。一方、企業が価格転嫁を全く行えないという仮定を置けば、企業はコスト増分を企業収益の減少で穴埋めすることになる。この場合には、家計には直接的な損害はないものの、企業収益は減少する。結局のところ、輸入額増加によるコスト負担を、家計と企業の間でどう分配するかということに帰着する²。こうした企業と家計の負担増加が、設備投資や個人消費の減少を通じて経済に悪影響を及ぼすことになる。

ここでは、原油輸入量は2004年(暦年)から変化しないとの仮定の下、原油価格が元々想定されていた価格から年間平均で10ドル上振れた場合に、2005年の企業収益、家計所得がどの程度下押しされるかを試算した³。この場合、日本からの所得流出額は年間で約1.6兆円となる。

まずケースとして、企業がコスト増を全く転嫁しない場合では、経常利益が3.4%ポイント押し下げられることになる(対2004暦年実績)。

次に、ケースとして、企業がコストをすべて転嫁する場合では、企業収益は減少しないものの、家計所得が0.54%ポイント押し下げられる結果になる。

また、ケースとして、例えばコストの2割を企業が最終的に価格に転嫁すると考えると、企業の経常利益は2.7%ポイント、家計所得は0.11%ポイント押し下げられる。

これらの場合、GDPは、ケースとが0.3%ポイント、ケースが0.2%ポイント押し下げられる。

なお、足元では、素材産業など、川上に位置する業種では比較的価格転嫁は進んでいるのに対して、消費に力強さが依然感じられないなかで、消費者への価格転嫁は難しく、ガソリンや灯油などの石油関連製品を除けば川下における価格転嫁はほとんど進んでいない。企業物価指数でも、素原材料や中間財は上昇している一方で、最終財価格は下落が続いている。このように、企業は消費者への価格転嫁を限界まで抑制し、コスト増の多くを企業収益の減少で吸収しているため、ケース、もしくはケース程度が現在の経済状況に近いと思われる。

原油価格が想定より10ドル上昇した場合の企業収益、家計所得、GDPの押し下げ寄与
(単位、%)

	経常利益	家計所得 (可処分所得比)	GDP
ケース	3.4	0.00	0.3
ケース	0.0	0.54	0.2
ケース	2.7	0.11	0.3

ケース 企業がコスト増を全く転嫁しない
 ケース 企業がコストをすべて転嫁
 ケース コストの2割を企業が価格に転嫁

¹ 価格上昇に伴って、その財の需要が減少することは、ここでは想定しない。

² 厳密には、価格上昇により政府部門や輸出(を通じた海外部門)も一部コストを負担することになる。

³ 要するに、前提価格が40ドルだったものが、実際には50ドルだった場合に経常利益はどの程度押し下げられるかを試算している。なお、当社は元々2005年の原油価格は50ドル/バレルで高止まりすると想定していたため、この要因により見通しを修正する必要はない。

景気腰折れには至らないが、リスク要因であることは確か

1月の鉱工業生産指数では、これまでの調整の主因となっていた電子部品・デバイスにおいて、在庫調整が進展していることが示された。また、1月の景気動向指数でも、先行D I、一致D Iがそろって50を越え、ヒストリカルD I(簡便法)も2004年8月以来5ヵ月ぶりに50%を上回るなど、このところ景気の下げ止まりを示す指標が相次いでいる。1-3月期のQ Eも高い伸びが予想されており、景気が最悪期を脱し、循環的に下げ止まりつつあることは間違いなさそうだ。企業収益に関しても、確かに足元減速はしているものの依然として前年比二桁の高い伸びを続けるなど底堅い推移となっている。このように、日本経済はマイナスショックに対しての耐性が徐々に付いてきていると言える。また、そもそも原油価格高騰の背景の一つには、海外経済が順調に拡大していることによる需給逼迫期待という要因もある。需要の増加に基づく価格上昇であれば、マイナスインパクトの一部は輸出増加により相殺されるだろう。こうしたことから考えると、原油価格高騰によって日本経済が今後腰折れしてしまう可能性は低いと思われる。多少の悪影響は避けられないものの、吸収は十分可能だろう。

もっとも、現在の価格高騰は投機資金の流入による面もあり、実需に基づくものではない部分がかかなり大きいと思われる。こうした投機による価格上昇は輸出の増加を伴わないため、景気へのダメージは大きい。そのため、今後も投機資金が流入を続け、原油価格がさらに上昇を長期間続けていくようであれば、日本経済への悪影響は決して無視し得ないものになる。また、今回の試算では企業収益や家計所得の減少を通じた影響を計算したが、現実にはこの他にも、原油価格上昇が海外経済の需要減退を通じて輸出を抑制するルートや企業収益の減少が株価への悪影響をもたらすルートなども存在する。今後の原油価格の情勢は、リスク要因として十分認識しておく必要があるだろう。