

# 5つの波及経路で測る「原油安・円安」効果

みずほ総合研究所 経済調査部 主任エコノミスト

徳田秀信

足元の原油価格・為替相場は、2014年夏場に比べて約50%の原油安・約15%の円安水準にある。この水準が続けば、貿易赤字は半減し、実質GDPは約1%（約5兆円）押し上げられると試算される。ただし、原油安による期待インフレ率の低下が、「デフレインド転換の遅延」につながり、効果を減殺する可能性には注意が必要だ。

2014年夏頃から進行した原油安・円安による日本経済への影響が注目を集めている。足元（2015年1～2月平均）の原油・為替相場は、2014年1～7月平均の水準と比べると、原油価格（ドバイ原油ベース）は約50%下落し、ドル・円相場は約15%円安となっている。とくに、原油価格の下落幅は、リーマン・ショック時に匹敵するほどの大きさである。

本稿では、こうした原油安・円安の日本経済への影響について、足元の水準（ドバイ原油価格が約50ドル/バレル、為替相場が約118円/ドルで一定）が続くと仮定し、波及経路ごとに試算した。

## 企業収益の改善を通じ、実質GDPを1%押し上げ

次ページ図表1は、原油安・円安が日本経済に与える影響を整理したものだ。その波及経路は、大きく分けて5つ想定される。まず、原油安によって、①エネルギー関係の輸入コストが減少する。他方、円安が進むことで、②さまざまな品目の輸入コストが増加する。同時に円安は、③外貨建て輸出の円換算額を増加させて輸出収益の改善に寄与し、④価格競争力の向上をもたらして現地販売価格の引き下げを可能にするほか、⑤海外子会社からの配当などで構成される対外金融債権の利子・配当金を増加させる。

このうち、約50%の原油安は、価格変化の直接的な影響だけを計算すると、年間14兆円強に上る足元の原油輸入金額を半減（約7兆円）させる効果を持つ。また、日本が輸入するLNGの契約価格は、原油価格との連動性が高いため、原油安に伴って下落が見込まれる。みずほ総合研究所の推計では、50%の原油安によってLNGの輸入価格は約40%下落する。日本が1年間に輸入するLNGは約8兆円であるため、価格下落はLNG輸入コストを約3兆円減少させる計算となる。以上から、約50%の

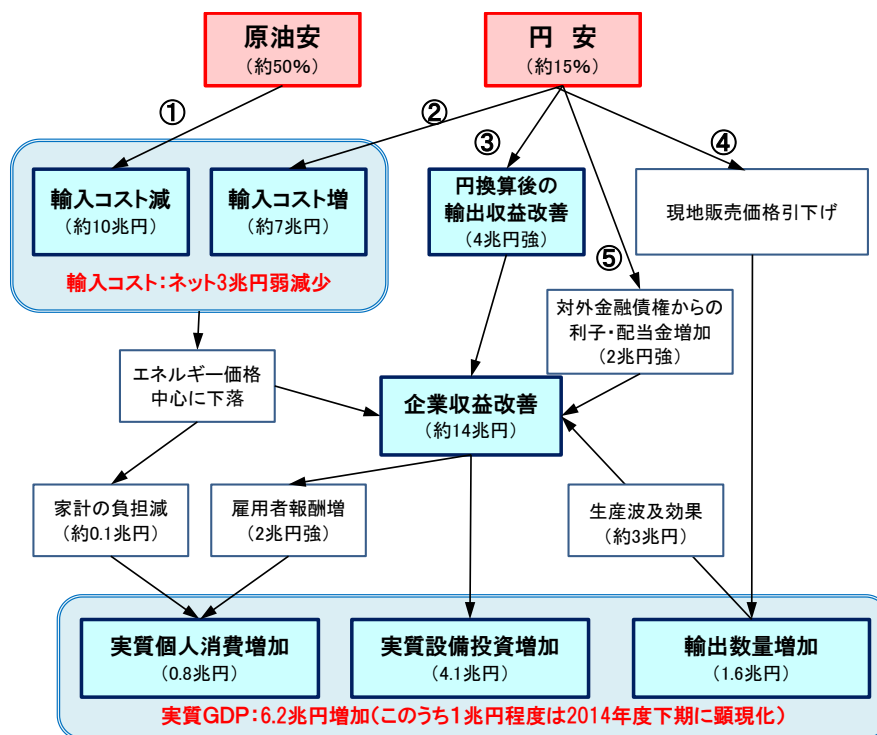
原油安によって削減される燃料（原油・LNG）輸入コストは、合計約10兆円となる。これは、年間の消費税収に匹敵する規模だ。

もっとも、約15%の円安が円換算後の輸入金額を押し上げるため、上記の削減効果は一部減殺されることになる。燃料（原油・LNG）輸入についていえば、約15%の円安によって輸入コストが約4兆円増加する。その結果、原油安・円安による燃料輸入コストの削減効果は約7兆円と試算される（燃料輸入コストが低下することによる輸入数量増加の影響は除く）。

さらに、燃料輸入以外の貿易取引への影響を含めて、原油安・円安の貿易収支に対する影響を試算すると、収支改善効果は約6兆円に上るという結果を得た。約50%の原油安によって8兆円弱の収支改善（燃料輸入コストの低下に伴う輸入数量増加の影響を含む）が見込まれる一方、約15%の円安によって収支が1兆円強悪化する。円安は輸出金額の押し上げ（約6兆円）に寄与するものの、円建て輸入価格の上昇による輸入コスト増（上記の燃料輸入コスト増が4兆円弱、燃料以外の輸入コスト増が3兆円強）がそれを上回るためだ。足元の貿易赤字額は年間10兆円強であることから、今般の原油安・円安は、貿易赤字を半減させるだけのインパクトがあると評価できる。

原油安・円安によるこうした輸入コストの減少は、企業収益の改善につながる。また、現地販売価格引き下げによる売上増が輸出数量の増加につながれば、国内の生産増をもたらすほか（生産波及効果）、海外子会社からの外貨建て配当などの円換算額が増加することも企業収益を押し上げる方向に働く。原油安・円安による企業収益（経常利益）への影響をみずほ総研マクロモデルによって算出す

図表1 原油安・円安の日本経済への波及効果



(注) 1. 図中の数値は2015年度の水準押し上げ効果。原油価格が約50ドル/バレル(約50%下落)、為替相場が約118円/ドル(約15%円安)で一定となった場合の影響を計算。過去の平均的な家計・企業行動を基に計算しているため、試算結果は相当の幅を持ってみる必要がある。  
 2. 図中の矢印はすべての波及経路を網羅しているわけではない。  
 (資料)内閣府、財務省などによりみずほ総合研究所作成

ると、年率約12兆～16兆円押し上げる結果となった。利益の押し上げ幅は、円安だけだと年率3兆～5兆円にとどまるが、約50%の大幅な原油安によって年率9兆～11兆円押し上げられることが大きい。足元の経常利益（60兆円強）と比べると、約2割増加する計算だ。

一方、原油安・円安に伴う企業収益の改善は、設備投資や賃金上昇を通じた個人消費の拡大に結びつき、さらには輸出数量が増加することで、実質GDPを押し上げる。そこで原油安・円安がもたらす最終的な経済効果を試算すると、実質GDPの水準は約6.2兆円（約1.2%Pt）押し上げられる結果となった。実際には2014年8月から原油安・円安が進行していたことから、このうち0.2%Pt分は2014年度中に顕現化すると見込まれ、2015年度の実質GDPは約1.0%押し上げられることになる。

### 最大のリスクは「期待インフレ率の低下」

以上の結果は原油価格・為替相場が前提どおりに推移した場合の試算値であり、前提となる原油価格や為替相場が変動すれば、試算結果も自ずと変わってくる。例えば、原油価格が70ドルまで回復すれば、GDP押し上げ効果は4.8兆円となり、金融市場でのリスク回避の動きなどから為替相場が110円/ドルの円高に振れば、効果は4.3兆円にとどまる（図表2）。それでも、少なくとも2014年1～7月期の原油価格（約105ドル/バレル）、為替相場（約102円/ドル）まで水準が戻らなければ、GDPに対しては押し上げる効果をもつ。

しかし、よいことばかりでもない。原油価格の下落は、企業収益の改善を通じて設備投資を押し上げる一方で、エネルギー価格を中心に物価を押し下げることから、期待インフレ率を低下させ、実質金利の上昇を通じて設備投資を抑制する効果もある。本稿のシミュレーションでも、期待インフレ率の低下を通じたマイナスの波及経路をある程度は考慮しているものの、現在のようなゼロ金利下では利下げによる実質金利の抑制という手段がとれないため、マイナスの影響がシミュレーション結果よりも大きく現れる可能性がある。日本経済が原油安のメリットを最大限に享受するためには、日銀が2014年10月末の金融政策決定会合後に声明文で指摘したような「デフレマインド転換の遅延」をもたらさないことが重要であり、インフレ期待の下振れリスクを今後も注視していく必要がある（了）。

図表2 原油価格・為替相場のケース別実質GDP押し上げ効果シミュレーション

		原油価格(ドル/バレル)						
		30ドル	40ドル	45ドル	50ドル	55ドル	60ドル	70ドル
円 為 替 相 場	110	6.4兆円	5.2兆円	4.6兆円	4.3兆円	3.9兆円	3.6兆円	2.9兆円
	115	7.5兆円	6.3兆円	5.7兆円	5.4兆円	5.0兆円	4.6兆円	4.0兆円
	118	8.3兆円	7.1兆円	6.5兆円	6.2兆円	5.9兆円	5.5兆円	4.8兆円
	125	9.5兆円	8.4兆円	7.7兆円	7.5兆円	7.1兆円	6.7兆円	6.1兆円
	130	10.6兆円	9.4兆円	8.8兆円	8.5兆円	8.1兆円	7.7兆円	7.1兆円

(注) 2015年度の実質GDPの水準押し上げ効果(原油価格・為替相場が2014年夏場の水準となった場合との比較)。過去の平均的な家計・企業行動を基に計算しているため、試算結果は相当の幅を持つ必要がある。

(資料) みずほ総合研究所作成

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。