

日米欧で異なる原油高の影響 インフレ・景気・金融政策のかく乱要因に

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
080-1069-4582

- 原油価格が再び上昇。地政学リスクの高まりやOPECプラスによる減産継続、中国経済に持ち直しの兆しが見られることを背景とした需要回復期待などを受け、需給両面から価格上昇圧力
- 原油価格上昇はインフレ率を押し上げ、特に日本や欧州のような資源輸入国では、交易条件悪化に伴う海外への所得流出と、それに伴う景気下振れが懸念材料に
- 原油高は、インフレ・景気への影響を通じて、局面が異なる日米欧の金融政策をかく乱する要因になる。夏場以降の世界経済を左右する重要な変数として、原油価格の動向が注目される

1. 再び上昇する原油価格と懸念される交易条件悪化の影響

原油価格が再び上昇している。原油取引の主要指標である米WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）先物価格は、今年1月頃より上昇に転じ、足元では1バレル80ドル台半ば程度の水準で推移している（図表1）。

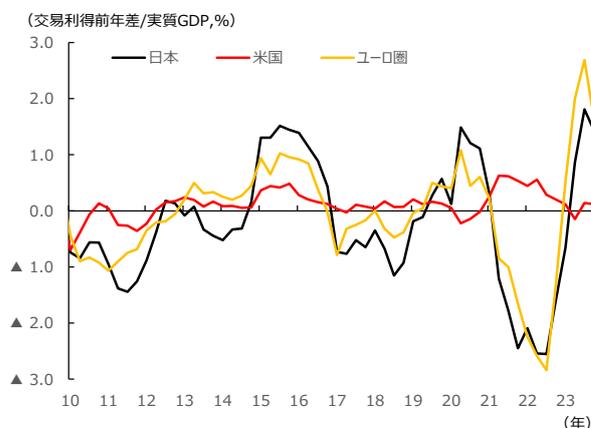
原油価格上昇の背景にはいくつかの要因がある。まず挙げられるのが、緊張が続く中東情勢だ。パレスチナのガザ地区を実効支配するイスラム組織ハマスとイスラエルが戦闘状態に入ってから半年が経過したが、停戦交渉はまとまらず未だに収束が見通せない。戦闘が長期化する中、4月1日には在シリア・イラン大使館がイスラエル軍によるものとみられる空爆により破壊され、イラン革命防衛隊の司令官が死亡した。イランがイスラエルへの報復を示唆するなど、緊張が一気に高まり、原油供給に悪影響

図表1 原油価格（WTI）



（出所）LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 日米欧の交易利得



（出所）内閣府、CEIC、Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

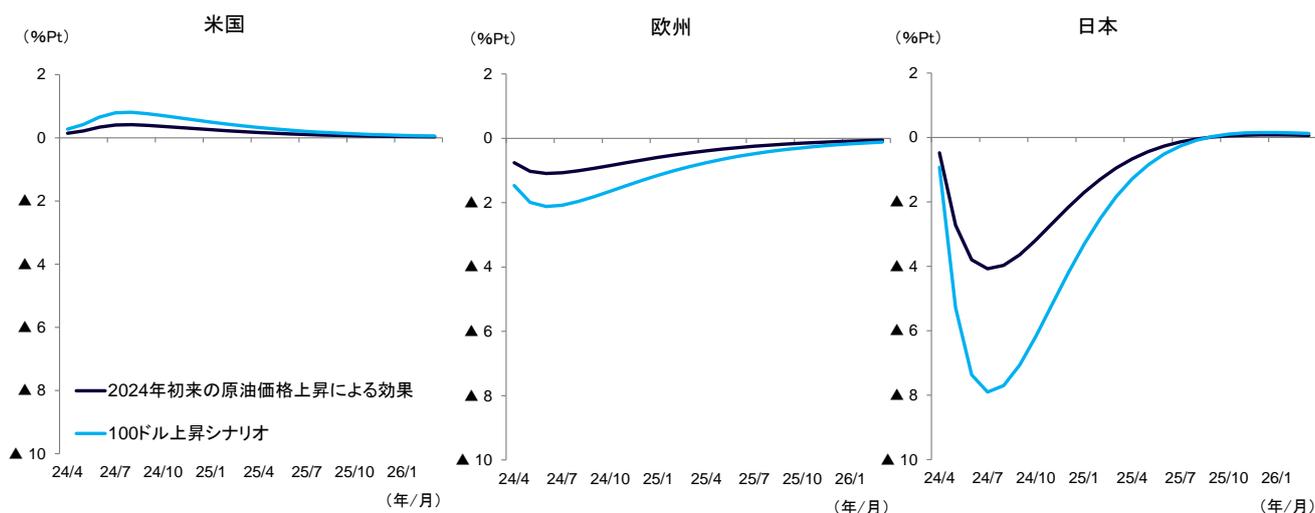
が及ぶ懸念が生じたことで価格上昇に拍車がかかった。イランは4月14日にイスラエルの軍事施設等を攻撃したが、イスラエル側がそれに報復する可能性に言及するなど、中東情勢を巡る不安は残存している。また、ロシアとウクライナの戦闘も原油相場に影響を与えている。ウクライナがロシアの石油関連施設を繰り返し攻撃し、ロシアの石油精製能力が低下したことが価格の押し上げ要因になっている¹。さらに、OPEC（石油輸出国機構）と非加盟の産油国で構成するOPECプラスによる原油減産の継続や、メキシコによる原油輸出一部停止も要因の一つだ。地政学リスクや減産により供給力が弱まる中で、中国国家统计局が公表した3月の製造業購買担当者景気指数（PMI）が50.8と、市場予想を上回り好不況の節目である50を超えるなど、需要に回復の兆しが出てきたことも原油価格上昇に寄与しているとみられる。

需給両面から原油価格に上昇圧力がかかる中で懸念されるのが、原油輸入国における交易条件悪化と、それに伴う国外への所得流出（交易損失の発生）だ。菅井他（2023）は、交易条件悪化に伴う所得流出が、家計の実質賃金低下と個人消費の抑制を通じて景気を下押しする可能性を指摘している。本稿では、2024年初からの原油価格上昇が交易条件に与える影響について日米欧を中心に分析した上で、それが各国経済や金融政策にどう作用するかを考察する。

2. 2024年初来の原油価格上昇によって、日欧の交易条件は▲1～▲4%Pt 悪化

前ページ図表2は、日米欧の交易利得・損失の推移を示している。ウクライナ戦争勃発後の資源価格急騰局面では、資源純輸出国である米国に交易利得が生じる一方、資源純輸入国・地域である日本や欧州の交易損失は大幅に拡大した。その後、資源価格が落ち着く中で日欧の交易条件は改善（前年差では交易利得が発生）していたが、イスラエルとハマスの戦闘開始に伴う昨年10月頃からの原油価格上昇などを背景に、日欧の交易利得は縮小に転じている。原油価格が足元で再び上昇していることを

図表3 直近の原油価格上昇による交易条件に対する影響の試算



(注) 原油価格の86ドル（2024年初対比：+20%）および100ドル（同：+40%）のショックを想定。変数はいずれも対数値を用い、交易条件（輸出物価÷輸入物価）および原油価格はHPフィルターによってトレンド成分を除去した系列を使用。期間は日本：1960年4月～2024年2月、欧州：2005年4月～2024年1月、米国：2015年1月～2024年2月。いずれも2期ラグ

(出所) 米国商務省、米国労働省、Eurostat、日本銀行、総務省、EIAより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

踏まえると、日欧の交易条件（輸出物価÷輸入物価）再悪化と、交易利得のさらなる縮小、もしくは交易損失の発生が懸念される。

2024年初からの原油価格上昇は各国の交易条件に対してどれほどの効果をもたらすのだろうか。以下では日本、欧州、米国（シェール革命以後）を対象に、交易条件、原油価格（WTI）、失業率からなるシンプルな3変数VARモデルを用いて、原油価格上昇が交易条件に与える効果を推計した。

分析に際しては、直近の原油価格上昇（1バレル86ドル、2024年初対比：+20%）に加えて、仮に原油価格が節目となる1バレル100ドルに到達した場合（2024年初対比：+40%）の効果を検証した。

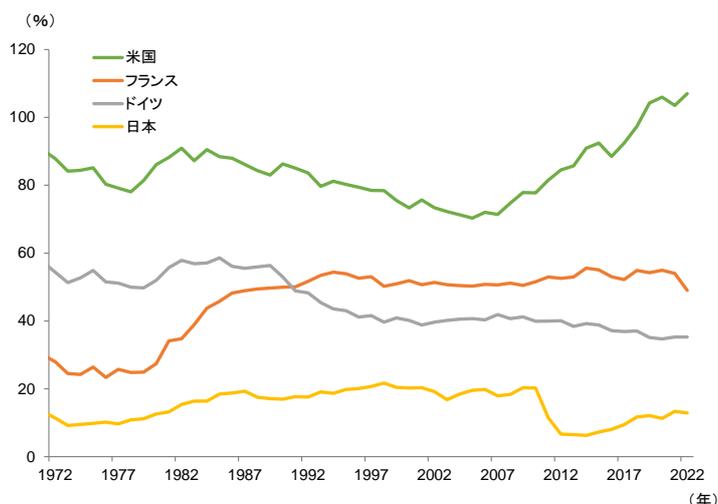
図表3では交易条件への影響をインパルス応答として試算した結果を示している。日本・欧州・米国のいずれについても波及が最大となるまでの期間は3~4カ月程度、収束するまでの期間は1年~1年半程度で共通しているが、波及の方向や幅には差異が見受けられる。直近までの原油価格上昇によって、米国には最大+0.4%Ptの交易条件の押し上げ効果が生じる一方、日本は最大▲4.1%Pt、欧州は最大▲1.1%Pt程度悪化すると試算される。さらに、原油価格が1バレル100ドルに到達した場合、米国の交易条件は最大+0.7%Pt程度改善する一方、日本は最大▲7.9%Pt、欧州は最大▲2.1%Pt悪化する結果となり、原油価格の一段の高騰が日欧の交易条件を大幅に悪化させ、米国との景況感格差が一層拡大する可能性が高いことを示している。なお、この試算は一時ショックの影響をみたものだが、原油価格が高止まりした場合、これらの下押し効果も持続的になることが想定される。

このように、原油価格の上昇による交易条件への影響は、米国では改善方向に働き、その幅はそれほど大きくない一方、日欧は悪化方向に働き、取り分け日本では悪化幅が大きくなることが示された。

この背景の1つとして、各国のエネルギー自給率（国内生産量÷総供給量）の差が考えられる。自国のみで国内のエネルギー需要を賄い、輸出している資源国（エネルギー自給率が100%超）は、原油価格が上昇すると交易条件が改善する。一方、エネルギーを輸入に依存する非資源国（エネルギー自給率が100%未満）は、原油価格上昇による負の影響を受けやすい。

図表4は各国のエネルギー自給率の推移を示したものである。2010年以降、シェール革命を経て米国のエネルギー自給率は上昇を続けており、2022年時点で107%に達している。また、ドイツやフランスなどの欧州主要国については、原子力発電や再生可能エネルギーの利用によって一定の自給率を保っているものの、原油・天然ガス等を輸入に依存しており、エネルギー自給率は30~40%台で推移している。一方で、日本は資源をほぼ全て輸入に依存しており、長年20%程度の自給率が続いてきた。2010年代以降は原子力発電利用の停滞もあって2022年時点で13%まで下がり、他の先進

図表4 エネルギー自給率の推移



(出所) IEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

諸国に比べても一段と低い水準で推移している。本分析で示したように、原油価格が現行水準で高止まり、あるいはさらに上昇した場合、エネルギーの輸入依存度が高い日本の交易条件悪化幅は、先進国のなかでも特に大きくなる懸念がある。

続いて原油価格の上昇と、それに伴う交易条件の悪化がインフレや景気に与える影響を試算する。

図表5は、日米欧を対象とした①直近の原油価格上昇によるインフレへの影響、および②図表3で示した交易条件の悪化を考慮した場合の消費への影響、についての試算結果を示している。

まず、①については米国と日本・欧州の差が目立つ結果となっており、直近の原油価格上昇によるインフレ（消費者物価）に対する押し上げ幅は、前年比寄与度ベースで米国が+0.14%Ptとなる一方、日欧は+0.25～+0.30%Ptと約2倍の影響が確認された。この背景には、前述したエネルギー自給率の差などがあると考えられる。また、②についても同様であり、今回の油価上昇に伴う交易条件の変化が消費にもたらす影響は、米国は若干のプラスとなる一方で、日欧は▲0.13～▲0.14%Ptの下押し要因となる。

なお、図表3で示したように、原油価格上昇に伴う日本の交易条件の悪化幅は欧州を大幅に上回る（日本：▲4.1%Pt、欧州：▲1.1%Pt）にも関わらず、インフレへの影響はむしろ欧州の方が大きくなっている（日本：+0.25%Pt、欧州：+0.30%Pt）。この理由はいくつか考えられるが、例えば、日欧のエネルギー構成の違いや、原油価格上昇がエネルギー以外のコア品目に波及する度合いの違いなどが背景にあると推察される。

3. 原油高はインフレ・景気への影響を通じて、金融政策の不確実性を高める要因に

以上の分析を踏まえれば、足元の原油価格上昇とそれに伴う交易条件の悪化は、特に日欧の景気や物価に大きな影響を与えることが示唆される。また、こうした経済・物価への影響は金融政策のかく乱要因にもなり得る。

前述の通り、交易条件が悪化すると、家計や企業の所得が海外に流出するため、個人消費や設備投資を中心に景気下押し圧力が強まる。日本では、実質賃金の減少が続く中、個人消費は2023年4～6月期から10～12月期まで3期連続で減少しているが、原油価格の再上昇は家計の節約志向を強め、消費支出を一層下押しする恐れがある。また、欧州経済もウクライナ侵攻以降のインフレやECB（欧州中央銀行）による利上げを受けて弱含みが続いているが、足元の原油価格上昇は消費や投資を中心に景気低迷を長引かせる要因になりかねない。

日米欧の金融政策への影響は、それぞれの局面が異なっているために複雑になりそうだ。

図表 5 直近の原油価格上昇と交易条件の変動による
インフレ・消費への影響の試算

(前年比寄与度、%pt)	日本	米国	欧州
①直近原油価格上昇による インフレへの影響	0.25	0.14	0.30
②交易条件の変動による 消費への影響	▲ 0.13	0.02	▲ 0.14

(注) いずれも2024年4月～2026年3月までの効果の平均値を使用。①は原油価格の86ドル（2024年初対比：+20%）ショックを想定し、原油価格（前年比）・失業率（前年差）・インフレ率（前年比）の月次データを用いた3変数VARモデルにより推計。②は、交易条件（前年比）、失業率（前年差）、実質個人消費（前年比）の四半期データを用いた3変数VARモデルを用いて交易条件1%の変動による実質個人消費への効果の平均を算出した後、図表3の推計結果を用いて試算。①②の推計期間・ラグは図表3と同じ。本分析結果はいずれも機械的な試算であるため、幅を持って見る必要がある

(出所) 米国商務省、米国労働省、Eurostat、日本銀行、総務省、EIA より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

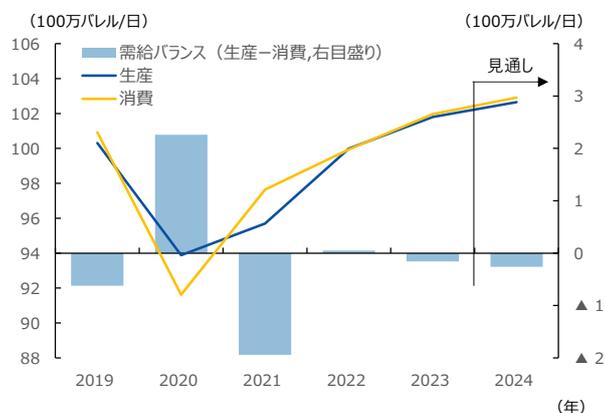
日本では、2024年度の春闘賃上げ率が33年ぶりに5%を上回る高い水準となったことを受けて、日本銀行が3月の金融政策決定会合においてマイナス金利解除とYCC（イールド・カーブ・コントロール）撤廃を決定し、金融政策の正常化に向けた第一歩を踏み出した。金融市場では政策金利の引き上げがいつになるかが注目されている。原油価格上昇が続いた場合、当面の物価押し上げ要因となるため、今夏以降の利上げを後押しする材料になる可能性がある。しかしながら、長い目でみると、交易条件悪化による海外への所得流出は、企業の賃上げ原資を蝕む要因となる。それによって2025年度の春闘賃上げ率が大きく低下してしまえば、来年度以降利上げを継続することは難しくなるだろう。加えて、足元では円安が進行しており、3月下旬以降、ドル・円レートは1ドル150円台での推移が続いている。円安はそれ自体が日本の交易条件悪化要因となるが、原油価格上昇による貿易赤字の拡大が意識されると、ますます円安が進み²、交易条件のさらなる悪化を招くことが懸念される。企業収益や家計の実質所得が圧迫されることにより景気後退に陥るリスクが高まれば、当然ながら政策金利の引き上げは頓挫するだろう。

ECB（欧州中央銀行）にとっても、原油価格上昇は今後の金融政策の不確実性を強める要因になる。ユーロ圏インフレ率は足元で2%台まで低下しており、ECBは次回6月の政策理事会で利下げを開始する可能性が高まっている。しかしながら、原油価格上昇によって物価・賃金が再加速した場合、ECBが利下げを継続することは困難になる。インフレと景気悪化が同時進行するスタグフレーションに陥りかねず、ECBは極めて難しい政策判断を迫られることになるかもしれない。

また、日欧に比べて影響が小さい米国も、上記の分析結果や菅井（2023）が示す通り、原油価格上昇によるインフレ率への波及自体は避けられない。足元でインフレが反転上昇の兆候を示す中で、利下げを模索するFRB（米連邦準備制度理事会）にとっても厄介なリスクとなるだろう。

EIA（米国エネルギー情報局）によれば、2024年の原油需給は、産油国の減産や需要の持ち直しを受けて、需要超過（生産量を消費量が上回る）が予想されている（図表6）。こうした状況で、中東情勢の緊迫化、長期化するロシア・ウクライナ戦争等、地政学リスクが高まっていることを踏まえると、原油需給がさらにひっ迫し、原油価格が一段と上昇する可能性は無視できない。2024年夏以降のインフレや各国の金融政策をかく乱する要因として、注視していく必要があるだろう。

図表 6 世界の原油需給の推移



(出所) EIAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

菅井郁・中信達彦・川畑大地（2023）「交易条件の日米欧比較と実体経済への影響— 資源価格の再上昇がインフレ・金融政策をかく乱 —」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2023年9月12日

菅井郁（2023）「米国のインフレ収束への逆風— 原油価格上昇はコアCPIを間接的に押し上げ —」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2023年8月18日

¹ 報道によれば、ロシアの石油精製能力は1割程度低下しているとされる

² 一般的には、貿易赤字が増えると、その分貿易相手国に支払う外貨が増えるため、円売り・外貨買い圧力が強まり、円安が進展する

[共同執筆者]

調査部	経済調査チーム	エコノミスト	菅井郁	kaoru.sugai@mizuho-rt.co.jp
調査部	経済調査チーム	エコノミスト	川畑大地	daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp
調査部	経済調査チーム	エコノミスト	中信達彦	tatsuhiko.nakanobu@mizuho-rt.co.jp

[PR] YouTube[®]動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●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、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。