

原油高で再燃するインフレリスク 100ドルの原油価格が続けば4%インフレの懸念

調査部
 上席主任エコノミスト

井上 淳
 080-1069-4827
 jun.inoue@mizuho-rt.co.jp

- 足元のインフレは、企業の価格設定行動と賃上げノルムの変化を通じて、物価と賃金が相互に押し上げ合う内生的なインフレ構造へ移行した可能性がある
- インフレ構造の変化によってインフレ率のトレンドは従来より切り上がったと推測され、足元の原油高は2022～25年を上回るインフレにつながる懸念がある
- 原油価格が100ドルで高止まりした場合、エネルギー価格だけでなく食品インフレも再燃。インフレ率は4%近傍に達するおそれがあり、実質賃金の下押しを通じて、景気の下振れ要因となる

1. 原油価格の急騰で再燃する高インフレリスク

原油価格は、米国・イスラエルのイラン攻撃を機に急騰し、原油の代表的な価格指標であるWTI価格は過去1カ月の間、1バレル＝90～110ドルの高値で推移している（図表1）。ウクライナ侵攻後の資源高局面に匹敵する水準であり、日本では輸入インフレの再燃リスクが再び高まっている。本稿では、こうした懸念を踏まえ、足元の原油高が日本のインフレ率に及ぼす影響を考察する。

本稿のポイントは以下の3点である。第1に、現在の日本では賃金と物価が相互に押し上げ合う構造が形成されつつあり、その結果としてインフレ率のトレンドが以前より高い水準へ切り上がっている可能性がある。第2に、そのような構造変化のもとでは、足元の原油高による輸入インフレは、2022～25年の局面よりも大きな物価上昇をもたらす可能性がある。第3に、原油価格が100ドルで推移する場

図表 1 原油価格の推移



(注) 月中平均。直近値は2025年5月上旬の平均値
 (資料) LSEGより、みずほ総合研究所調査部作成

合、インフレ率は4%近傍まで上昇する可能性がある。

2章では、まずインフレ構造の変化をもたらすきっかけとなった2021～22年の輸入インフレが、どのように国内物価へ波及したのかを確認する。3章では、日本のインフレ構造の変化によって、インフレ率が以前より高まりやすくなっていることを定量的に分析する。4章では、原油価格が100ドルで高止まりした場合のインフレ率への影響をシミュレーションによって検証する。

2. 輸入インフレから国内インフレへの波及

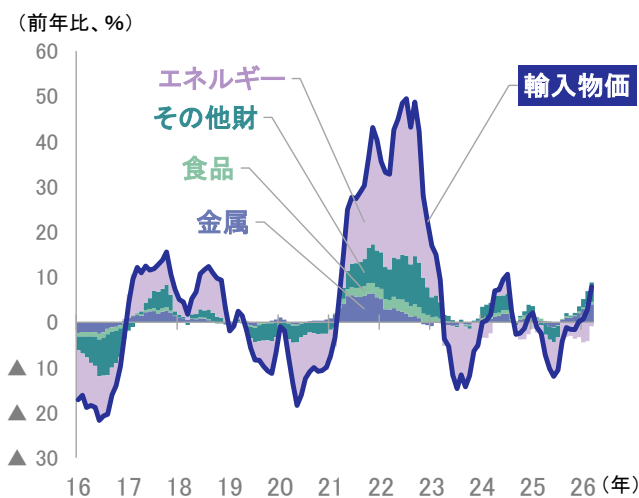
2022年以降の物価上昇は、まず輸入物価の上昇を起点としたコストプッシュ型インフレとして始まった。コロナ禍後の需要回復やウクライナ侵攻に伴う資源高、円安進行を受け、エネルギー、食品などの輸入価格が上昇し（図表2）、それが国内のエネルギー価格や食品価格へ波及したと考えられる。インフレ率の財・サービス別寄与度をみると、まずエネルギー価格が国内のインフレ率を押し上げ、その後、輸入食品価格の上昇からタイムラグを経て国内の食品価格が上昇している（図表3）。

さらに輸入インフレの影響は、エネルギーや食品にとどまらず、その他財にも波及していったと考えられる。企業にとっては、エネルギー価格や原材料価格の上昇を従来のような企業努力や利益圧縮だけで吸収することが難しくなった結果、価格転嫁の動きが広がり、その他財にも値上げの動きが徐々に波及していったことがうかがえる。

しかし、その後の動きは、単なる輸入インフレでは説明しきれない。輸入物価の上昇率は2023年以降鈍化したにもかかわらず、インフレ率（消費者物価上昇率）は従来よりも高い水準で推移し続けた。輸入インフレが一時的に国内物価を押し上げただけでなく、その過程で企業の価格設定行動が変化し、インフレが国内的な広がりを持つようになったことを示唆している。言い換えれば、輸入物価の上昇が一服した後も、変化した企業の価格設定行動を通じて高インフレが維持されるようになった可能性がある。

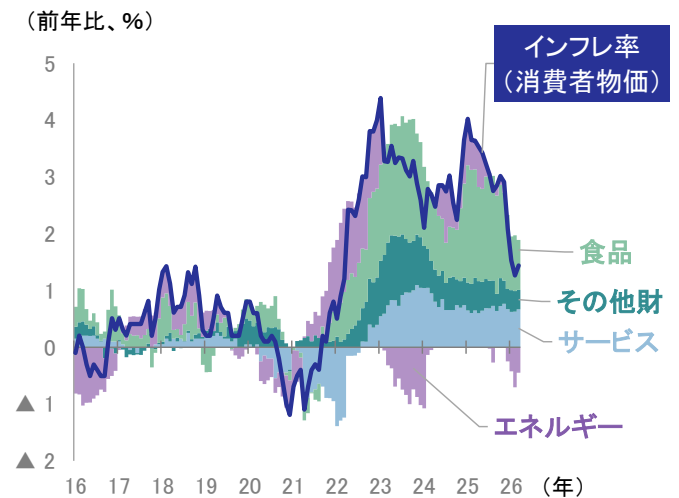
こうした国内的な広がりを考えるうえでさらに重要なのが、賃金との関係である。物価上昇は家計

図表 2 輸入物価の推移



(注) 直近値は2026年3月実績
(出所) 日本銀行「企業物価指数」より、みずほ総合研究所調査部作成

図表 3 国内インフレ率の推移



(注) 直近値は2026年3月実績
(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所調査部作成

の実質購買力を低下させるため、賃上げ要求を強める方向に作用する。実際、2023年以降は春闘賃上げ率が上昇し、名目賃金の伸びが高まった。図表4をみると、2022年を境に消費者物価が上昇し始め、その後を追うように名目賃金も上昇していることがわかる。特に2024年以降は名目賃金の上昇が加速しており、物価上昇が賃上げ圧力を高めてきたことがうかがえる。そして、賃金の上昇は新たな物価押し上げ要因になる。2022年以降のインフレ局面を通じて、企業の価格設定行動と賃上げノルムが変化したことで、賃金と物価が相互に押し上げ合う構造が形成されつつあると考えられる。

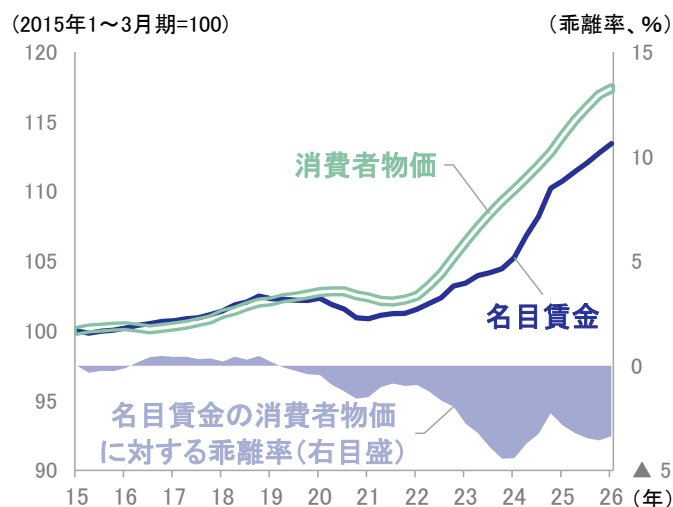
3. 高インフレを招きやすくなった新たなインフレ構造

前章でみたように、2022年以降の物価上昇は、輸入物価の上昇を起点として国内物価（消費者物価）へ波及し、さらに賃金上昇を伴いながら広がっていった。その結果、賃金と物価が相互に押し上げ合うインフレ構造が形成された可能性がある。そこで本章では、分析モデルを用いてインフレ率の変動要因を定量的に把握し、日本のインフレ率が従来よりも高まりやすい構造へ変化した可能性を検証する。

図表5は、本稿で用いた制約付きVARモデルの主要な経路を示した概念図である。このモデルは、輸入インフレを起点としながら、賃金と物価が相互に押し上げ合うようになった過程を定量的に把握することを目的としている。原油や輸入食品の外生的な価格上昇が発生すると、まずガソリンなどの石油製品や食品の国内物価を押し上げる。その後、国内物価の上昇は、それらを用いて製造されるその他財やサービスへと広がる。さらに、国内物価の上昇は家計の生活コストを高め、賃上げ要求を強める方向に働く。その結果として名目賃金が増加し、それが新たなコスト増として再び国内物価を押し上げるといった構造となっている。

このモデルを用いてインフレ率のヒストリカル分解を行うと、実際のインフレ率の変動を、輸入物価要因、国内物価要因、賃金要因、その他要因に分けて考えることができる。ここでいうヒストリカル分解とは、本稿のモデルに即していうと、ある時点のインフレ率の動きが、どの種類のショックに

図表 4 賃金と物価の推移



(注) 4四半期移動平均

(出所) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」より、みずほ総合研究所調査部作成

よってどの程度説明されるかを時系列的に分解する手法である。ショックとは、モデルが想定する変動からの乖離、すなわち説明変数の動きだけでは説明しきれない予想外の変化を意味する。

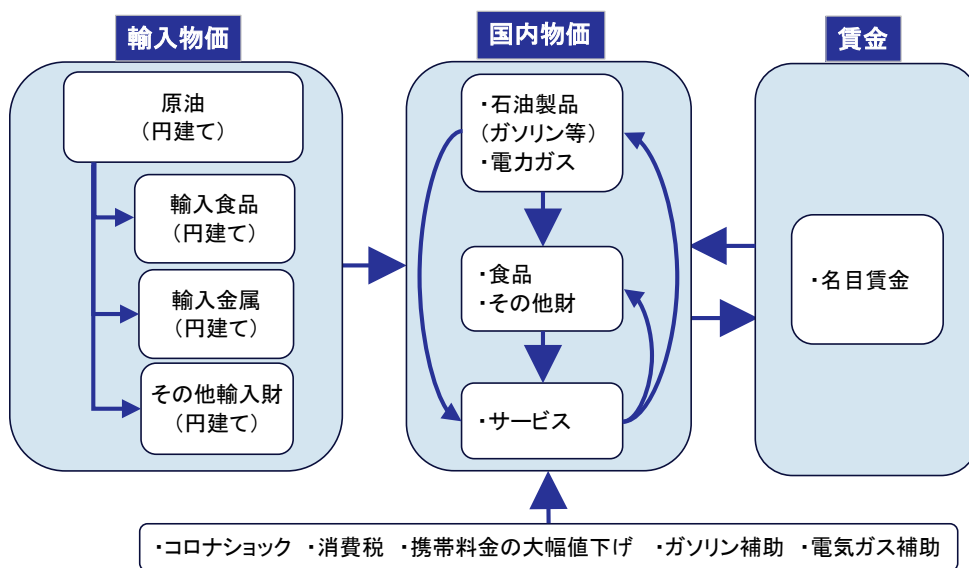
ショックが観察されること自体は、直ちに構造変化を意味するわけではない。短期的なかく乱やモデルの説明変数以外の未観測要因による変動もありうるためである。重要なのは、そのショックが一時的なものとして減衰していくのか、それとも一定方向にまとまって、ある期間にわたって残るのかという点である。図表6では、各要因の寄与を過去12カ月間の合計で示しており、前年比ベースの押し上げ・押し下げ寄与に相当する。一般に、一時的なプラスのショックが発生しても、その後に新たなショックが加わらなければ、その影響は時間の経過とともに減衰していく。そのため、起点との比較でみたインフレ率への押し上げ寄与も次第に縮小していくと考えられる。逆に、押し上げ寄与が一定期間にわたって残る場合には、単なる一時的なかく乱ではなく、モデルで推計した推計期間全体から得られた平均的な係数では十分に捉えきれない変化、すなわち価格設定行動や賃上げノルムの変化などの構造的な変化が生じた可能性が考えられる。

図表6をみると、2022年から2023年前半にかけてのインフレ加速は、輸入物価要因が大きな要因となっていたことがわかる。これは、原油や食品などの輸入価格上昇が国内のエネルギー価格や食品価格を押し上げたことを示していると考えられる。

しかし、輸入物価要因の寄与が縮小した2023年後半以降も、インフレ率は従来よりも高い水準で推移し続けた。その原因として図表6で確認できるのが、国内物価要因の持続である。輸入インフレの影響が鈍化していく中でも、国内物価要因がインフレ率の押し上げ要因として残るようになった。これは、企業の価格設定行動が変化し、輸入コストの上昇が一巡した後も、値上げが継続しやすい環境になった可能性を示唆している。

さらに足元では、賃金要因の寄与も拡大している。2024年以降の名目賃金上昇率の高まりは、物価上昇に追従する賃上げが、新たな物価押し上げ要因になり始めている可能性を示している。試算結果

図表 5 モデルを用いたシミュレーションの概要



(出所) みずほ総合研究所調査部作成

は幅を持って理解する必要があるが、本稿のモデル分析は足元で内生的なインフレ圧力が以前より高くなった可能性を示唆している。

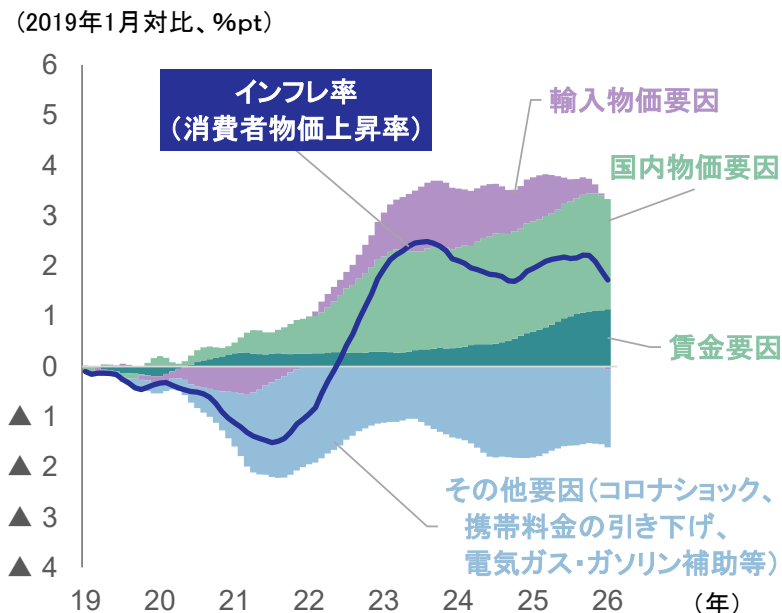
このことは、輸入インフレという外生ショックが収まった後も、企業の新たな価格設定や賃上げノルムを背景に、従来よりも高いインフレ率が持続しやすくなっていることを意味する。すなわち、2022年以降のインフレ局面を通じて、賃金と物価が相互に押し上げ合う構造が形成され、その結果としてインフレ率のトレンドが上方シフトした可能性がある。もしそうであれば、新たな輸入インフレが発生した場合、インフレ率が2022～25年の局面よりも大きくなる可能性がある。

4. 原油価格の高止まりで懸念される4%インフレ

3章でみたように、企業の価格設定行動の変化によって、現在の日本では輸入インフレが国内物価や賃金に波及しやすく、インフレ率のトレンドも従来よりも高まっている可能性がある。こうした状況の下では、足元の原油高による新たな輸入インフレは、2022～25年の局面以上にインフレ率を押し上げる可能性がある。以下では、最近1カ月の原油価格が1バレル＝90～110ドルで推移していることを踏まえ、原油価格が100ドルで高止まりした場合を例に、その影響をシミュレーションによって確認する。

図表7は、原油価格高騰が発生しなかった場合と、原油価格が100ドルで推移した場合のインフレ率を比較したものである。原油100ドルケースでは、インフレ率が4%近傍まで上昇する可能性が示されている。その背景には、原油高の影響が石油製品にとどまらず、幅広い品目へ波及することがある。原油価格が上昇した場合、まずガソリンや灯油などの石油製品価格が押し上げられる。さらに、石油

図表 6 インフレ率の要因分解



(注) 原油価格、財別の輸入物価、財サービス別の消費者物価、名目賃金の内生変数（対数階差）と、コロナ禍ダミー、消費税ダミー、電気ガス補助ダミー、ガソリン補助ダミー等の外生変数からなる制約付きVARモデルのヒストリカル分解を過去12か月分合計して算出した試算値。推計期間は2010年1月～2026年3月。図表では基調を見るために試算値の12か月移動平均を表示

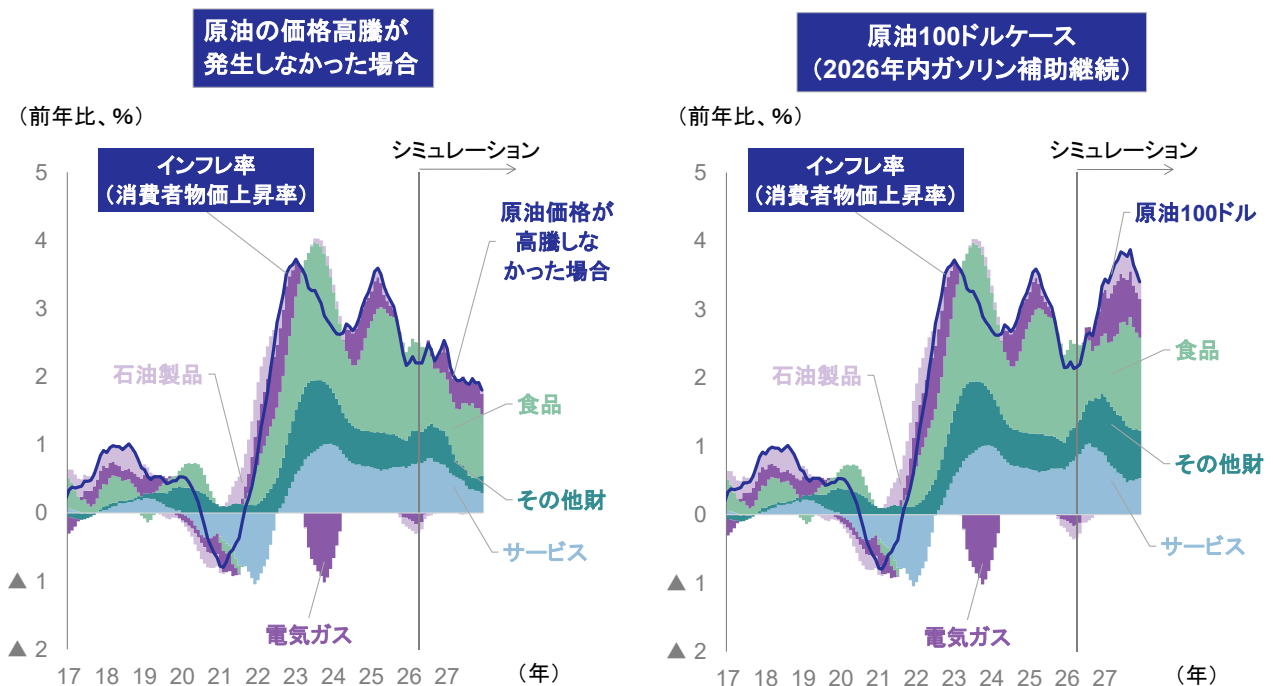
(出所) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」、LSEGより、みずほ総合研究所調査部作成

を原料とする包装資材、化学製品、各種中間財のコストが上昇し、それがその他財の価格にも波及していく。また、物流費や輸送費の上昇も、幅広い製品やサービスの価格を押し上げる。図表7でも、経済全体のコスト構造を通じて、幅広い品目がインフレ率を押し上げる構図が確認できる。

とりわけ注意すべきなのは、食品価格への波及である。食品は家計が高頻度で購入する必需品であり、その価格上昇は家計の負担感を強めやすい。原油価格の上昇は、輸送費や包装資材コストの上昇を通じて、食料品価格にも影響を及ぼす。2022～25年のインフレ局面では食品価格の上昇が高インフレの主因となっており、図表7のシミュレーションでも食品インフレが再燃する可能性が示されている。

2026年の春闘賃上げ率は2025年に近い水準での妥結となる見込みだが、図表7で示したインフレ率のシミュレーションが現実のものとなれば、実質賃金の伸びは再びマイナスに転じる可能性がある。さらに、原油高による企業業績の下振れを受けてボーナスが調整されれば、名目賃金は一段と下振れし、実質賃金の減少幅はさらに大きくなるおそれがある。賃金要因によるインフレ圧力はその分いくらか弱まるとしても、名目賃金が下振れすれば、実質賃金の減少は避けられないだろう。実質賃金が減少すれば、2025年に持ち直し基調で推移してきた個人消費は再び弱含むことになる。原油高の長期化は、日本経済にとって高インフレ再燃リスクであると同時に、景気減速リスクでもあり、留意が必要だ。

図表 7 インフレ率のシミュレーション



(注) 原油価格、財別の輸入物価、財サービス別の消費者物価、名目賃金の内生変数（対数階差）と、コロナ禍ダミー、消費税ダミー、電気ガス補助ダミー、ガソリン補助ダミー等の外生変数からなる制約付きVARモデル。推計期間は2010年1月～2026年3月。図表では基調を見るために試算値の前後3カ月を含む7カ月中心移動平均値を表示。「原油の価格高騰が発生しなかった場合」（左図）は、原油価格が2026年2月時点のEIA予測に沿って推移した場合のシミュレーション（出所）総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」、EIA、LSEGより、みずほ総合研究所調査部作成

[参考文献]

- 井上淳・池田亮平（2026）「日本の食品インフレの行方 ―上昇ペースは鈍化するが、物価押し上げ圧力は残存―」2026年1月29日
- 井上淳（2026a）「企業の賃上げノルムを様変わりさせた三つの要因」週刊金融財政事情 TREND ズームアップ経済統計、2026年2月24日
- 井上淳（2026b）「人手不足を背景に強気の賃上げ要求を掲げる労組」週刊金融財政事情 TREND ズームアップ経済統計、2026年3月3日
- 井上淳（2026c）「良好な経営環境を背景に企業も賃上げ定着に前向きな姿勢」週刊金融財政事情 TREND ズームアップ経済統計、2026年3月10日
- 井上淳（2026d）「実質賃金増加のカギを握る食料インフレの行方」週刊金融財政事情 TREND ズームアップ経済統計、2026年3月17日
- 井上淳（2026e）「試される所得主導の消費拡大 ―鍵を握る賃上げノルムの定着と原油高リスク―」2026年3月19日

© 2026 株式会社みずほ銀行

本資料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、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・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、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さい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。

本資料の著作権は弊行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。