

米国経済：FRBは原油高の影響見極めのため利下げを休止

中東情勢の緊迫化による原油高騰に対し、FRBは様子見姿勢を強めるだけでなく、ややタカ派的(利下げに消極的)な情報発信が目立つ。2022年より前の原油高局面では、FRBは景気悪化を懸念してハト派的な対応もみられた。もっとも、2022年の原油高は、コロナ禍以降のインフレ高進の一要因として扱い、利上げに向かったことが重要な教訓となっているとみられる。さらに、足もとでは、トランプ関税の影響もあり、インフレが長期化するなど、インフレ期待を押し上げかねない要因が複数存在することも、FRBを慎重にさせている可能性がある。そのため、雇用情勢が大きく悪化しない限り、FRBの利下げ再開は、原油高のコアインフレやインフレ期待に対する影響が小さいと確証を持つことが条件となり、時期は早くても夏頃になると予想する。ただし、高金利の長期化は国内需要を圧迫するため、一旦利下げが再開されれば、一定のペースで利下げが進むと見込む。

原油高騰にタカ派的な反応を示す FRB

2月末の米国とイスラエルによるイランへの軍事作戦以降、原油価格は大幅に上昇し、WTI原油価格は100ドル/バレル近辺で高止まりしている。そうした中、3月17～18日に開催されたFOMCでは、先行きの不確実性が高いとして、FRBは政策判断に慎重な姿勢を示した。原油高のような、インフレと景気悪化の両方を引き起こす供給ショックの場合、FRBは金融引き締めか緩和かで迷うことになる。

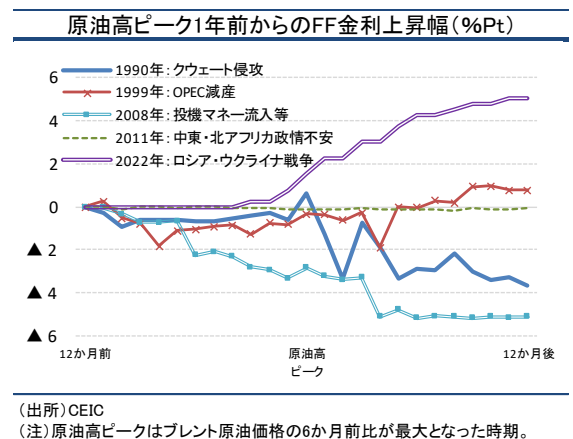
ただ、最近のFRB高官の情報発信はややタカ派的、利下げに消極的なものが多い。3月FOMCのパウエル議長の記者会見では、景気に対しては比較的楽観的な見方を示す一方、インフレに関しては「原油高を簡単に無視すべきでない」、「インフレの状況に改善がなければ利下げしない」などと述べた。また、最もハト派なFRB高官の一人であるウォラー理事も、3月上旬には「原油高は一過性のもの」と発言していたが、最近ではインフレへの影響を懸念し始めている。

過去の多くの原油高局面ではハト派的

FRBは、今回のタカ派姿勢と対照的に、1970年代のオイルショック後の過去の原油高局面には、景気悪化を懸念したハト派的な姿勢を取ることも多かった。原油高局面のFF金利の推移をみると、例えば、2011年の中東・北アフリカの政情不安、いわゆる「アラブの春」による原油高の際にはゼロ金利が維持され、2008年の投機マネー流入などによる原油高の際には、景気悪化もあって利下げが進んだ(右図)。

一概に原油高局面といっても、景気動向や雇用情勢など経済環境が様々に異なる。そのため、原油価格の上昇がFF金利を押し下げる方向に作用していたかどうかを確かめるために、過去20年間のFF金利と、原油価格を含めたいくつかの経済変数との関係を確認した。具体的には、下式のように、FF金利を、その時点の中立金利、インフレギャップ、失業率ギャップ、期待インフレ率、(原油価格に伴う)ガソリン価格で説明できるか確認した。

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、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。



(推計式)

$$\begin{aligned}
 \text{FF 金利} = & \text{中立金利} - 2.78^{***} + 0.89^{***} \times \text{インフレギャップ} - 0.15^{***} \times \text{失業率ギャップ} \\
 & (-5.43) \quad (9.92) \quad \quad \quad (-3.48) \\
 & + 1.02^{***} \times \text{期待インフレ率} - 0.06^{***} \times \text{ガソリン価格上昇率} \\
 & (4.05) \quad \quad \quad (-9.90)
 \end{aligned}$$

中立金利：FOMC 経済見通しと HLM モデルから算出

インフレギャップ：コア PCE デフレーターとインフレ目標 2% の差

失業率ギャップ：失業率と NAIRU (FRB、CBO から推計) の差

期待インフレ率：10 年物ブレイクイーブンインフレ率

ガソリン価格上昇率：ガソリン価格の前年比 (マイナスの場合は 0 とする)

推計期間は 2006 年 1 月から 2026 年 1 月。括弧内は t 値。***は 1 % 有意。Adjusted R2 : 0.56

ここでは、FRB が、(インフレギャップや失業率ギャップに基づく) テイラールール¹を意識しつつ、それとは独立して、期待インフレ率とガソリン価格を政策判断の情報としたとの仮定を置いている。その場合、テイラールールに従って金融政策が運営されたとするより、FF 金利の説明力が有意に向上した。期待インフレ率とガソリン価格が、FRB の金融政策の判断材料となってきた可能性はあろう。

そして、ガソリン価格の上昇は、FF 金利を押し下げる方向に影響する結果となった。このことから、ガソリン高騰でインフレと消費冷え込みが同時に意識される中で、景気悪化の方がより意識され、利下げ方向に影響してきたことが示唆される。1970 年代のオイルショックを乗り越え、インフレ期待が抑制されれば、原油高が持続的なインフレスパイラルを招くことはないとの自信が FRB にあったと考えられる²。

2022 年原油高が FRB の重要な教訓に

それでは、今回の原油高騰に際して、FRB が景気悪化より、インフレへの影響に配慮するタカ派的な姿勢をとっている理由はなぜか。第一には、現在が利下げ局面のため、政策判断の先送りは利下げの遅れとなり、タカ派的なスタンスが生じてしまうことが挙げられる。ただ、もう一つは、2022 年の原油高を巡る経験が FRB 内で深く根付いていることも考えられる。

FF 金利の推移に関して、ロシア・ウクライナ侵攻に伴う原油高が起きた 2022 年前後は、その他の原油高局面と異なる動きをしている。2022 年の原油高局面には、コロナ禍の回復期のインフレ上昇³の最中に起

¹ テイラー米スタンフォード大教授が提唱したもので、FF 金利をインフレギャップと需給ギャップに見合った水準に設定すべきとするルール。FRB は必ずしもテイラールールに従っていないものの、このルールで示された考え方を参考にして政策運営がなされている可能性がある。

² 原油価格が、コアインフレ率や期待インフレ率に影響を及ぼすかどうかに関しては様々な研究がなされている。米国では影響が小さいとする研究が多いが (Ignacio Presno and Andrea Prestipino (2024). FEDS Notes: Oil Price Shocks and Inflation in a DSGE Model of the Global Economy.、Lutz Lilian and Xiaoqing Zhou (2023). Federal Reserve Bank of Dallas: Oil Price Shocks and Inflation. など)、影響を及ぼすとの研究もある (Olivier Coibion and Yuriy Gorodnichenko (2013). Is the Phillips Curve Alive and Well After All? など)。

³ コロナ禍後のインフレの長期化は、米政府からの巨額な現金給付などに支えられた需要インフレに加え、原油高だけでなく半導体不足、労働力不足などの供給制約といった複合的な要因が背景にあるとの見方。

きたことから、当初から利上げが進められた。しかしながら、その後大幅利上げに追い込まれたことを踏まえると、初期の利上げペースが十分であったかには議論の余地が残る。一方で、積極的に利上げを進めたことで、インフレ期待が抑制できたとの見方もある⁴。いずれにしても、2022年の原油高局面でタカ派的な姿勢をとることが重要であったことを教訓とし、今回も警戒感を強めているのは自然な流れであろう。

インフレ期待の抑制は利下げ再開の必要条件

先行きを見すえると、雇用情勢に大きな悪化がない状況のもとでは、原油高がコアインフレ率の上昇や期待インフレ率の上昇を招いていないとの自信を得るまでは、利下げを再開し難いと考えられる。

特に、現在はインフレ期待を上昇させ得る要因が複数ある（下表）ことも問題を複雑にしている。最も懸念されるのは、5年間も2%超のインフレが続き、トランプ関税の価格転嫁も収束しきっていないことである。インフレ2%超が当然となれば、インフレ期待は上昇しやすい。また、トランプ政権によるFRBの信認を脅かす動きなどもある。FRBは利下げに慎重になりやすいだろう。

要因	現状
高インフレ実績・見通し	<ul style="list-style-type: none"> ・5年間インフレ2%超 ・トランプ関税の価格転嫁継続 + ・原油高・ガソリン高
FRBへの信認低下	<ul style="list-style-type: none"> ・トランプ政権による利下げ圧力、独立性侵害
財政悪化	<ul style="list-style-type: none"> ・減税などによる財政悪化拡大+イラン軍事費？
その他（賃金上昇、自国通貨安、制度・構造要因）	—

4月中にイラン情勢が改善に向かうと仮定しても、原油高がコアインフレやインフレ期待に対して大きな影響を及ぼしていないことを確認するまでに数か月かかるとみられる。これらを加味すると、6月FOMCでの利下げは難しく、早くても、夏ごろの利下げ再開を見込む。ただ、利下げ停止が続くと、金利高止まりとそれに伴う株価下押しから、国内需要への悪影響が強まる。一旦利下げが再開されれば、景気下支えの必要性から、一定のペースで中立金利水準まで利下げが進むことが考えられる。

⁴ 次の研究では、2022年のFRBの政策が、期待インフレの抑制に奏功した可能性がある旨の結論を得ている。Wataru Miyamoto, Rami Najjar and Thuy Lan Nguyen (2025). Federal Reserve Bank of San Francisco: The Changing Sensitivity of Interest Rates to Oil Supply News.