

グローバル・ウォッチャー

2008/5/30

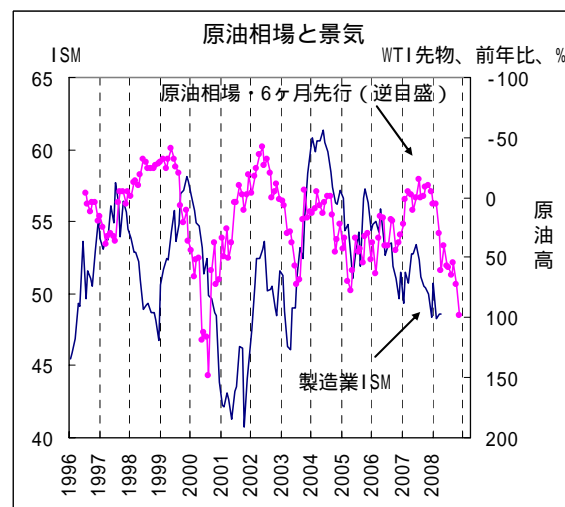
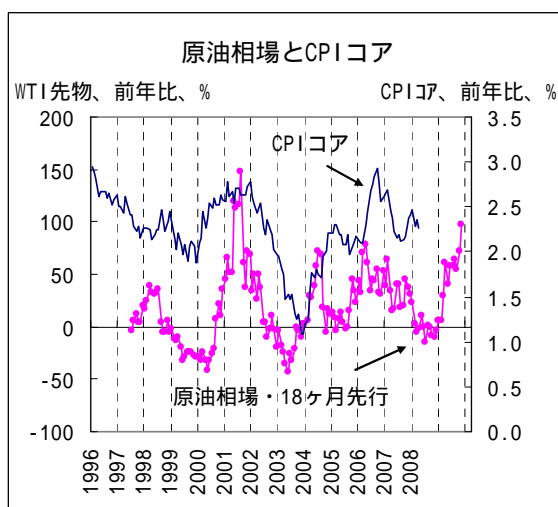
市場営業統括部
チーフ・エコノミスト 山下 えつ子
電話 03-3282-5879

原油相場の高騰と Fed の金融政策

原油相場は昨年末の 95.88 ドル/バレル(WTI 先物)から 3 月末には 101.58 ドル、4 月末 113.46 ドル、5 月 21 日 133.17 ドル、と高騰している。かたや、米国の金融政策は 4 月末の FOMC で FF レートが 2%まで引き下げられたところで様子見スタンスに移った模様。市場は早くも米国の年内の利上げを織り込み、2 年債利回りは 2.68%、10 年債利回りは 4.08%(29 日)へと上昇している。

住宅関連指標や消費関連指標は引き続き米国景気の脆弱さを示す一方、耐久財受注のように企業セクターの底固さを示唆する経済指標も発表されている。また、インフレ指標は PPI や CPI ヘッドラインが原油相場上昇の影響を受けて上昇する一方、コア CPI は落ち着いている。足許で発表される経済指標は強弱入り混じり、今年後半から来年にかけての景気見通しは依然として不透明だ。だが、原油高がインフレ懸念を招き、Fed がそう遠くない将来、利上げで対応するだろう、との思惑が強いのが現局面である。これについて以下簡単に考えてみる。

下のグラフは原油相場とインフレおよび景気の関係を示したものである(それぞれ波及にタイムラグがあるため、原油相場の動きを先行させてある)。景気には今年後半は下押し圧力が加わり続け、一方、インフレ(コア CPI)は今年後半は比較的落ち着いて推移するが来年になると上昇圧力が大きく働いてくることをグラフは示唆している。

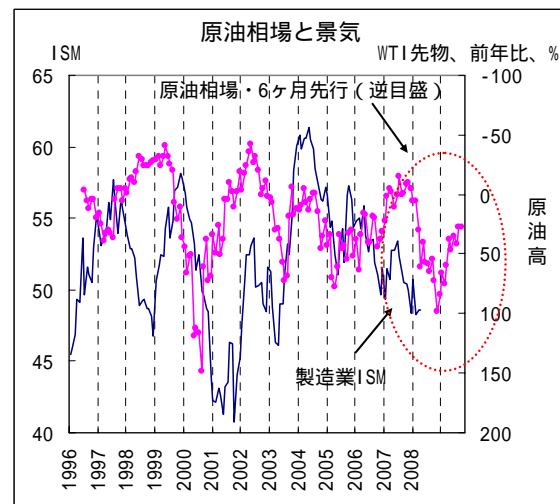
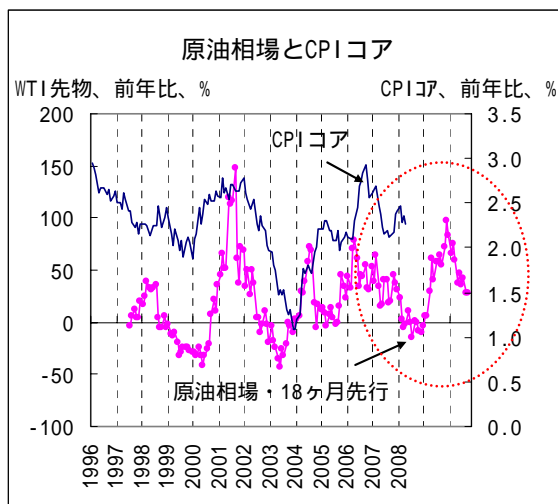


Fed が 21 日に公表した 4 月時点の経済見通しは次頁表の通りで、2009 年のインフレ見通しはマイルドである。しかし、見通し作成時には WTI 先物が 110 ドルだったため、その後 Fed のイ

インフレ見通しは下表よりは上方修正され、Fed 内部のインフレ警戒感も強まったと考えられる。

	2008 年	2009 年	2010 年
実質 GDP	0.3% ~ 1.2%	2.0% ~ 2.8%	2.6% ~ 3.1%
PCE デフレーター	3.1% ~ 3.4%	1.9% ~ 2.3%	1.8% ~ 2.0%
コア PCE デフレーター	2.2% ~ 2.4%	1.9% ~ 2.1%	1.7% ~ 1.9%

では、原油相場 (WTI 先物) が 130 ドルで推移し続けると仮定した場合、先の二つのグラフはどうか。下のグラフのように、コア CPI は 2009 年に上昇した後、2010 年には低下、景気は来年回復し始める。



こうしたグラフは簡便なものに過ぎず、大前提となる原油相場の見通し自体も極めて不透明である。しかし、Fed が原油高を背景に利上げを急ぐのか、そうではないのかを考えるうえでは役立つだろう。

原油高が続いた場合は短期的なインフレリスクは高まるのだが、景気の減速見通しと中期的なインフレ低下の見通しを理由として Fed は利上げを見送ることになると考えられる。一方、原油相場が投機的な動きから大幅に下落した場合には、インフレリスクは和らぐが、2009 年以降の景気見通しが上方修正され、意外に Fed のインフレ警戒トーンは和らがない可能性がある。

なお、景気減速感が強まり需給見通しの悪化から原油相場が大幅に下落した場合には、景気見通しもインフレ見通しも下方修正され、Fed 内部の利上げ議論も市場の利上げ観測も消えることになるだろう。

原油相場の動向が債券相場や株式相場を大きく動かしているが、実際に Fed から発信されるニュアンスはこのようになると思われる。

(了)