



## 原油高騰下での日銀の金融政策をどうみるか？

客員研究員  
古金 義洋

### ○日銀は供給ショック対応の定石通り金利を据え置いたが、物価上振れ、景気下振れ双方のリスクが高まっているとの認識

2月末に始まった米国、イスラエルによるイラン攻撃を契機にホルムズ海峡の事実上の封鎖状態は続いている。原油価格高騰やエネルギー供給不安による世界経済の先行き不透明感が強まるなか、日銀は4月27～28日の金融政策決定会合で政策金利である無担保コール翌日物金利を0.75%に据え置くことを決めた。

4月上旬まで、OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）市場では、4月会合で利上げが実施されるとの予想が6割程度と高かった。過去の利上げ時の経験から、利上げ前には日銀から何らかのシグナルがあるはずとみる向きが多かったが、4月13日の信託大会での植田総裁のあいさつ（氷見野副総裁が代読）での利上げシグナルはなく、金融市場での利上げ観測も低下していった。

一方、今回の政策金利据え置き決定に対して、政策委員（議長である総裁を含め9名）のうち3人が、海外発の物価上昇の二次的波及の可能性や緩和的な金融環境を調整すべきとの考えから物価上振れリスクが高いとして反対した。

結局、今回、日銀は金融市場でコンセンサスになりつつあった利上げ観測にあえて逆らう形で、また、少数意見ながら日銀内での利上げを主張する意見が強まるなかで、利上げを見送ったことになり、注視すべきだろう。

日銀が利上げを見送ったのは、今回の原油高のような、供給ショックによる物価上昇は

一時的であると考えられるため、金融政策では対応せず、“look through”する（見過ごす）のが、いわば定石であるためだ。

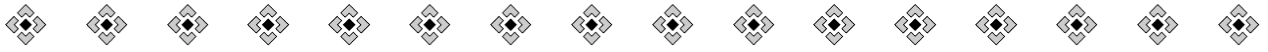
実際、日銀会合の翌26～27日の米FOMC（連邦公開市場委員会）、28日のECB（欧州中銀）理事会も同様に政策金利を据え置いた。ECB理事会では日本同様、4月上旬まで金融市場では利上げが実施されるとの見方がコンセンサスだったが、日銀会合同様、利上げを見送った。

もちろん、一時的で終わるはずの物価上昇が、その後、期待インフレ率を押し上げ、賃金上昇→物価上昇→賃金上昇といった形で、目標インフレを上回る高インフレが長期にわたって続くような場合には、金融を引き締めなければならない。逆に、原油高が景気を悪化させ、需給ギャップ悪化などにより、物価上昇率を目標以下に低下させるような場合、金融緩和で対応することが必要になる。

中央銀行としては、原油高による物価上昇が本当に一時的に終わるのか、そうではなく、それが期待インフレ率を押し上げてインフレが長期化するのか、それとも原油高が景気を悪化させインフレ率が逆に低下するのか、を見極めなければいけない。

現在の日銀の金融政策の基本的なスタンスは「基調的な物価上昇率が2%に近づいているなか、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」というものだ。

そして、植田総裁は、ここまで、政策金利



について「見通し期間の後半にかけてのどこかでは基調的な物価上昇率が目標の2%に達する」「(そうなれば)政策金利は概ね中立金利水準になっている」と述べてきた。

だが、これはあくまでも日銀の中心的な見通しが実現する場合、つまり、原油高による物価上昇が一時的で終わり、物価が予想外に上振れたり、景気が予想外に下振れたりしないような場合だ。

植田総裁は記者会見で、今回の現状維持の理由について、経済・物価の中心的な見通しの確度がかかなり低下し、リスクシナリオとして物価の上振れリスクと景気の下振れリスク(景気については特に大きな調整局面の来るリスク)の双方の確度が上昇していると説明した。

### ○過去、原油価格高騰は経済にどのような影響を及ぼしたか？

金融市場では、どちらかと言えば、物価の上振れリスクを重視し、早めの利上げが必要とみる向きが多いようだ。

だが、以下で示す通り、過去の原油価格高騰が経済に及ぼした影響を振り返ると、原油価格高騰は確かに物価上昇を加速させたケースもあったが、逆に、景気を悪化させたケースもみられた。

そして、過去の事例から、原油価格高騰がその後の経済にどのような影響を及ぼしていたかを決めていた重要な要因は、原油価格が上昇する直前の経済状況がどうだったか、という点だったことがわかる。

#### 1) 第一次、第二次オイルショックが日本経済に及ぼした影響

日本では1970年代に二度のオイルショックに見舞われたが、第一次オイルショック時は

狂乱物価に見舞われ、これに対して、第二次オイルショック時のインフレは比較的穏やかなものだった。

第一次オイルショックは1973年10月に勃発した第四次中東戦争を契機に、OPECが原油の供給制限と輸出価格の大幅な引き上げを行ったことが原因だった。この時の原油価格(日本の原油輸入単価)は、73年9月の3.3ドル/バレルから同年12月に5.0ドル/バレル、74年6月に11.3ドル/バレルと9か月間で4倍近くに上昇した。

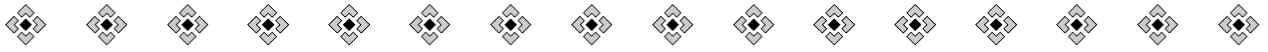
この時、消費者物価の前年比上昇率は、原油価格が高騰する前から上昇テンポを速めていた。1972年10～12月の4.9%から73年1～3月7.5%、4～6月10.3%、7～9月14.3%と原油価格高騰前にすでに二桁の上昇率になっていた。これに原油価格高騰が加わって物価上昇率は一段と加速し、消費者物価の前年比は翌74年1～3月には23.1%と20%超えの高インフレとなった。

確かに、第一次オイルショック時には、原油価格高騰のなかで20%を超える「狂乱物価」に見舞われた。だが、この高い物価上昇率は原油価格高騰前から続いており、その原因は田中角栄首相の列島改造計画を反映した景気過熱だったと考えられる。

景気過熱によるインフレに対応して、公定歩合(当時の日本の政策金利)は1973年3月までの4.25%から同年8月に7.0%へと、原油価格高騰前にすでに引き上げられていた。

原油価格高騰がインフレを一段と加速させたことから、公定歩合は同年12月に7%から9%へと一気に引き上げられ、9%の高金利による引き締めは1975年3月まで維持された。

景気は第4次中東戦争勃発翌月の1973年11月にピークを打ち、75年3月まで景気後退が



続いた。景気と利上げとの関係を見ると、景気後退局面入りとほぼ同時期に9%への利上げが行われていたことになる。

これに対して、第二次オイルショックは、1979年1月のイラン革命による石油需給ひっ迫が原因だった。

前年の1978年末にOPECは1979年中に4段階で原油価格を計14.5%引き上げることを決定していたが、そうした動きにイラン革命による需給ひっ迫が加わり、大幅な原油価格上昇となった。原油価格（輸入単価）は1978年12月の13.7ドル/バレルから79年12月25.4ドル/バレル、80年12月34.8ドル/バレル、81年6月38.2ドル/バレルと上昇した。第一次オイルショック時に比べると原油価格上昇テンポは緩やかで、2年半で3倍近くに上昇した。

消費者物価の前年比上昇率は原油価格高騰前の1978年10～12月時点で3.9%と、第一次オイルショック時における原油価格高騰前の物価上昇率に比べると低水準だった。同上昇率は1980年7～9月に8.7%へと加速したが、その後、上昇テンポは80年10～12月7.1%、81年10～12月4.3%と徐々に鈍化した。

インフレ率が20%を超え「狂乱物価」となった第一次オイルショックに比べ、第二次オイルショック時のインフレ率が10%未満で、比較的緩やかなものにとどまったのは、原油価格高騰が起きる前の経済状況が過熱しておらず、物価上昇率も比較的落ち着いていたためだと考えられる。

それでも原油価格高騰による物価上昇加速に対応して、やはり、政策金利である公定歩合は引き上げられた。1979年3月までの3.5%から79年4月4.25%、7月5.25%、11月6.25%、翌80年2月7.25%、3月9.0%と、最終的に第一次オイルショック時と同水準に引き上げられた。9%の高金利による引き締め

は、物価上昇率のピークアウト時にほぼ相当する80年7月まで続けられた。

第二次オイルショック時の景気は、イラン革命から約1年後の1980年2月にピークを打ち、景気後退は83年2月まで続いた。景気は、原油価格が高騰するなかで拡大局面がしばらく続いたが、景気と利上げとの関係を見ると、第一次オイルショック時と同様、景気後退局面入りとほぼ同時期に9%への利上げが行われていたことになる。

## 2) イラクのクウェート侵攻による原油価格高騰が米国経済へ及ぼした影響

1990年8月2日のイラクのクウェート侵攻に始まった湾岸戦争時の原油価格高騰は米国景気をリセッション入りさせ、コアインフレを加速させることはほとんどなかった。

当時の原油WTI価格は1990年8月初めの20ドル/バレル近辺から2か月後の10月に一時40ドル/バレルを超え、約2倍に値上がりしたが、翌91年1月17日に多国籍軍がイラク攻撃を開始すると高騰は終息した。原油価格が上昇した期間は約2か月強で、短期的、一時的な上昇だったとも言えない。

だが、この短期的、一時的な原油高によって、米国景気は1990年7月をピークにリセッション入りし、リセッションは1991年3月まで、9か月程度続いた。一時的な原油高がリセッションにつながったのは、それ以前のインフレに対応した金融引き締めが景気を徐々に鈍化させていたためだ。

当時の米国の実質GDP（各年10～12月）前年比は、1987年4.5%、88年3.8%、89年2.7%と鈍化し、イラクのクウェート侵攻直前の90年4～6月には前年同期比2.4%へと低下していた。米国経済は、徐々に上向きのモメンタムを失い始めている状況だったと言える。



景気減速にもかかわらず金融引き締めが続けられたのは、インフレが高止まっていたためだ。この時の食品・エネルギーを除くコアPCEデフレータの前年比上昇率は、イラクのクウェート侵攻前の1990年7月時点で4.1%と高く、金融引き締めが必要な状況だった。同上昇率は、その後の原油価格高騰の影響により同年8月4.4%、9月4.4%、10月4.3%としばらく高止まったが、同年11月以降は、原油価格が反落したことや景気後退の影響から鈍化していった。同上昇率は90年12月4.0%、91年12月3.5%、92年12月2.8%と鈍化していった。

政策金利のFF金利については、当時、高成長に伴ったインフレ加速により1988年2月の6.5%から89年3月には一時9.75%まで引き上げられ、イラクのクウェート侵攻直前の1990年7月に8.0%に引き下げられていたが、この高金利が景気の勢いを鈍化させる大きな要因になっていた。

原油高に対応してFF金利は8.0%のまま据え置かれたが、1990年10月以降は、リセッションに対応した利下げが実施され、90年12月末7.0%、91年12月末4.0%と引き下げられていった。

### 3) ロシアのウクライナ侵攻による原油価格高騰が米欧と日本の経済に及ぼした影響

2022年2月のロシアのウクライナ侵攻に際しては、西側先進国の対ロシア制裁でロシア産原油の輸出が減少するとの思惑から原油価格が高騰した。この時の原油WTI価格は、ウクライナ侵攻前の22年1月末時点の88ドル/バレルから、2か月後の同年3月に123ドル/バレルと約40%上昇した。

この時の原油価格高騰は、米欧においては一時的な物価上昇とはならず、賃金上昇を伴

ったインフレ加速となった。

米欧中銀は当初、供給ショックによるインフレは一時的だと判断して、インフレ対応は後手に回った感があったが、結局、予想以上のインフレ加速に対し、急速かつ大幅な利上げを余儀なくされた。

当時、米国ではコロナショック後の供給制約によって、ウクライナ侵攻前の2021年からインフレが高進し、労働力不足による労働需給ひっ迫により賃金上昇を伴った物価上昇が起きていた。

2020年から21年にかけての米国の物価・賃金動向をみると、食品・エネルギーを除くコアPCEデフレータの前年比は20年12月の1.5%から21年12月には5.2%へ、雇用コスト指数の前年比は20年10～12月2.5%から21年10～12月には4.0%へと、それぞれウクライナ侵攻以前から、伸びは加速していた。

にもかかわらず、パウエルFRB議長は、2021年当初から、物価上昇は「ベース効果」、つまり「2020年の春にロックダウンの影響で物価が下落した反動で、21年の春の前年比物価上昇率は高くなったが、それは一時的な上昇で終わるはず」と説明していた。

その後も「インフレは一時的」という見方にこだわり、2021年いっぱいインフレが加速するなかで、ゼロ金利政策を維持した。

ロシアのウクライナ侵攻直後の2022年3月になって、FRBはようやく利上げに着手し、FF金利は2023年7月にかけて5.5%に引き上げられた。

ウクライナ侵攻による原油価格高騰後、コアPCEデフレータの前年比は22年2月、9月にそれぞれ5.6%に加速し、雇用コスト指数の前年比は22年4～6月、10～12月にそれぞれ5.1%に加速したが、その後、それぞれ伸びは鈍化した。



ユーロ圏の状況もほぼ同じで、コロナショック後の供給制約により、ウクライナ侵攻前から物価や賃金は上昇し始めており、原油価格高騰がインフレを加速させた。ECBもインフレ対応面で後手に回ったが、結局、FRBの後を追う形で、利上げを急いだ。

これに対して、ウクライナ侵攻前の日本の経済状況をみると、物価や賃金の上昇率は低迷したままだった。

食料及びエネルギーを除く消費者物価の前年比は2020年12月のマイナス0.5%から、21年12月にマイナス1.3%とマイナス幅が拡大し、毎月勤労統計による所定内給与の前年比も20年12月マイナス0.1%、21年12月プラス0.1%とゼロ近くでの推移が続いていた。

ウクライナ侵攻後、原油価格高騰と円安により、エネルギーや食品を中心に物価は上昇したが、それが全般的に波及することはなかった。消費者物価全体の前年比は2023年1月に4.3%まで上昇したが、食料及びエネルギーを除く消費者物価の前年比は23年8月に2.8%まで上昇したものの、その後、同上昇率は鈍化した。

結局、この時の原油価格高騰は全般的な物価上昇に波及せず、期待インフレ率を押し上げたり、賃金上昇率を高めたりすることもなかった。春闘による賃上げの動きが高まり始めたのは、ウクライナ侵攻の2年後の2024年頃からだ。日銀は供給ショックによるインフレは一時的との判断で、金融緩和を維持した。

### ○企業の賃金・物価設定行動の積極化と緩和的な財政金融政策で物価上振れが起りやすくなっている

では、こうした経験を踏まえて、今後の日銀の金融政策運営をどうみるべきか。

まず、前提となっている米・イラン戦争の見通しについては、トランプ大統領の性格として言われている、TACO (Trump Always Chickens out. トランプはいつも尻込みする) からみて、金融市場が動揺すれば早期に解決方向に向かうという見方が多い。

だが、トランプ大統領自身で高率輸入関税を宣言した後、金融市場が動揺したためすぐに撤回した昨年のケースとは違い、今回はイランが相手でトランプ大統領の言いなりになってくれず、また、ホルムズ海峡封鎖という人質がとられ、始めてしまったイラン攻撃から逃げるに逃げられなくなっている。

このため、世界の原油供給の約2割を占めるホルムズ海峡の事実上の封鎖は当初、想定されていた以上に長期化している感がある。湾岸地域の石油施設の被害もあって、仮に、ホルムズ海峡の通航が可能となったとしても中東からの原油供給が元通り回復するには時間がかかるだろう。取り崩された備蓄や在庫を積み増すための需要も見込まれ、需給ひっ迫状況が続くことも考えられる。

日銀「展望レポート」の「中心的な見通し」を含め、大方の経済見通しの前提では、原油価格は徐々に低下に向かうという見通しが多い。「展望レポート」では、「先行きの原油価格は、2026年4月の1バレル105ドル程度を出発点に低下を続け、見通し期間終盤には70ドル台程度で推移すると想定」しているが、この「中心的な見通し」がそのまま実現する可能性はさほど高くないだろう。

では、リスクシナリオである、物価の上振れ、景気の下振れのどちらの可能性が高いのか。物価や賃金の上昇率が高まり、企業の賃金・物価設定行動も積極化している点を考慮すると、過去の経験からみて、物価の上振れの可能性は高まっているとみられる。



まず、消費者物価上昇率はガソリン暫定税率廃止などの影響を除けば2%を上回る状況が続き、賃金上昇率も、人手不足や春闘での高い賃上げ要求を背景に概ね2%を上回る状況になっている。物価や賃金の上昇率がマイナスあるいはゼロ程度と低迷していたウクライナ侵攻前の状況と明らかに異なる点だ。

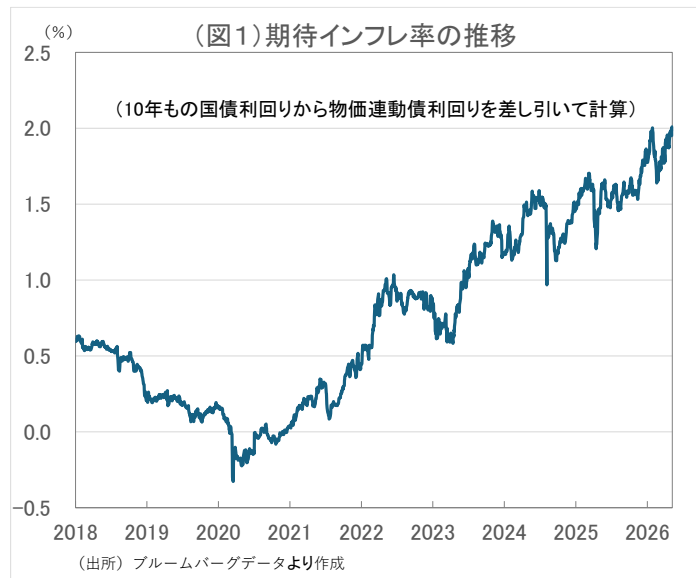
また、日銀が指摘している通り、企業の賃金・価格設定行動が積極化している。実際、3月調査、日銀短観では物価に関する企業の回答は、企業の価格設定行動が積極化し、物価見通しも上向いていることを示した。

川下の消費者に近い非製造業の価格判断DIをみると、大企業・非製造業の仕入れ価格判断DI（上昇マイナス下落）は昨年12月のプラス42から今回3月はプラス46に上昇、先行きはプラス53に跳ね上がり、同販売価格判断DIは昨年12月のプラス31から今回3月にプラス32とわずかに上昇した後、先行きはプラス40と大幅に上昇している。仕入れ価格上昇に合わせ、企業が販売価格引き上げに動こうとしている様子が示されている。

また、物価見通しである、企業の物価見通し（1年後）は、全規模・全産業で、昨年12月の2.8%から今回3月は3.1%へ上昇、物価全般の見通しについても昨年12月の2.4%から今回3月は2.6%へと上昇している。

さらに、緩和的な財政金融政策などが期待インフレ率を押し上げる要因になっているようだ。植田総裁によれば基調的インフレ率はなお目標の2%に届いていないと述べているが、10年もの国債利回りから物価連動債利回りを差し引いた期待インフレ率はすでに2%近くに上昇している（図1参照）。

現在の景気は、列島改造計画による積極財



政政策で過熱し、物価上昇率も原油価格高騰前から二桁台に高まっていた第一次オイルショック前のような状況ではないが、内閣府や日銀が試算する需給ギャップは2025年10～12月時点でいずれも小幅なプラスになっており、日本経済に供給余力があるわけではない。

そうしたなか、もともと「責任ある積極財政政策」のスタンスをとっていた高市政権は、原油価格高騰を受けてガソリン価格抑制のための補助金制度を強化しており、選挙公約だった食料品の消費税率引き下げが行われる可能性もある。

一方、金融政策については「現在の実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえ、経済・物価情勢に応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」道半ばの状況にある。

金融政策が緩和的であることは間違いなく、今後、物価上昇率が加速するなかで、政策金利が維持されれば、実質政策金利は一段と低下することになるだろう。

原油価格高騰前からもともと緩和的であっ



た財政金融政策は、原油価格が高騰するなかで一段と緩和的になることも予想される。

**○景気の下振れでも賃金・物価のスパイラル的な上昇が続く可能性がある**

以上の通り、直近の賃金や物価の動向などからみて物価の上振れリスクは高いと判断できるが、その一方で景気の下振れリスクは小さいのか。

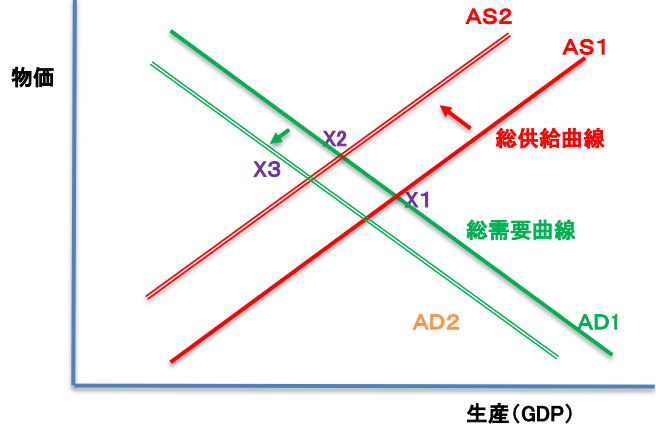
シェールオイル増産でエネルギー自給ができるようになった米国とは違い、原油高は日本から所得が海外に流出することを意味し、供給曲線が左上にシフトするだけでなく、需要曲線が左下にシフトする。このため、他の条件が同じなら、米国に比べ、物価の上振れより景気の下振れを心配する必要がある（図2参照）。

しかも、ホルムズ海峡の事実上の封鎖が続いている今回のケースでは、原油価格高騰に加えて、石油由来の製品の供給が滞り、さらにはエネルギー全般の供給が滞ることで、経済活動が大きく制約される懸念がある。

IEA（国際エネルギー機関）のエネルギー統計によれば、2024年の日本のエネルギー生産は、再生可能エネルギーを中心に0.3万PJ（PJはペタジュールでエネルギーや熱量を表わす単位）、輸入は1.4万PJ、輸出がほぼゼロで、総供給（生産+輸入-輸出）は1.6万PJとなっており、総供給に占める輸入の比率は高い。

しかも輸入のうち中東からの輸入の比率が高い。輸入は全体の1.4万PJのうち、それぞれ石炭0.4万PJ、原油0.5万PJ、石油製品0.2万PJ、天然ガス0.3万PJの形で輸入されているが、2025年の日本の通関貿易統計によれば、このうち中東に依存する部分は、原油が94%、石油製品が

(図2)原油価格上昇が経済へ及ぼす影響



原油高の供給ショック(総供給曲線を左上にシフトさせる)は物価を押し上げると同時に景気を悪化させる(X1→X2)さらに、日本のように原油を輸入する国にとって、原油高は所得の海外流出(総需要曲線を左下へシフトさせる)を意味し、景気を一段と悪化させる(X1→X2→X3)

63%、天然ガスが11%だ。

このため、中東からの原油、石油製品、天然ガスの輸入がストップする場合、日本のエネルギー輸入1.4万PJのうち、0.6万PJ(≒0.5×0.94+0.2×0.63+0.3×0.11)が失われる計算になる。これは日本の国内エネルギー総供給1.6万PJの39%に相当し、中東原油分の代替調達を早急に進めなければ、エネルギー不足は深刻なものになるおそれがある(表1参照)。

仮に、経済が大幅な調整局面に陥るようなことがあれば、通常は、需給ギャップの悪化による物価や賃金の上昇率鈍化が見込まれ

(表1)ホルムズ海峡封鎖によるエネルギー供給の変化 (単位:万PJ)

	2024年	ホルムズ封鎖の場合	増減率
生産	0.26	0.26	
輸入	1.41	0.80	-43.1
うち石炭	0.41	0.41	
原油	0.49	0.03	-94.0
石油製品	0.18	0.07	-63.0
天然ガス	0.32	0.29	-11.0
輸出	-0.05	-0.05	
総供給	1.56	0.95	-39.0

(出所)IEA資料、通関貿易統計により作成



る。だが、今回のケースで起こる可能性がある供給制約は、経済活動の停滞と同時に物価の上振れをもたらす。

期待インフレ率が上昇するなかでは、賃金と物価は景気動向とは無関係にスパイラル的に上昇する可能性があり、それが1970年代の米国におけるスタグフレーション局面で起きたことだ<sup>1</sup>。

賃金が上がれば、企業は賃金上昇分を製品価格に転嫁し、それがコスト面から物価を押し上げる。一方、景気調整局面では物価が上昇しても企業はコスト抑制のため賃上げをためらうとみられ、賃上げ抑制が物価上昇に歯止めをかける。

だが、欧米では、労働協定のなかに、消費者物価指数などを尺度とする生計費の上昇に応じて、一定の賃金引き上げを自動的に実行する、いわゆるCOLA（生活費調整、Cost Of Living Adjustment）条項が労使協定に盛り込まれていることがあり、景気調整局面でも物価上昇が賃金上昇につながった。

日本では労働協約にそうした条項が盛り込まれることこそ多くないが、政治主導で、物価上昇による実質賃金の目減りを賃上げによってカバーしようという動きが強いことに加え、人口減少を背景とする構造的な人手不足も賃金上昇要因だ。

そうした点でいえば、仮に、日本経済が大幅な調整局面に陥ったとしても、景気悪化の影響をさほど受けることなく、物価と賃金のスパイラル的な上昇が続く可能性はある。

ホルムズ海峡の封鎖が予想外に長期化した場合、原油価格高騰に加えて石油由来製品やエネルギーなどの供給制約によって、経済活

動が大きく制約され、景気は大幅な調整局面に陥る可能性があるだろう。

通常なら景気悪化は物価の上振れに歯止めをかけるが、今回は企業の積極的な賃金・物価設定行動と緩和的な財政金融政策により、物価の上振れの動きが強まりやすいと考えられるうえ、景気悪化の主因が供給制約であったとすれば、それも物価押し上げ要因になる。

結局、日本経済が景気的大幅な調整局面に陥る可能性は少なくないし、景気的大幅な調整局面下で、物価と賃金のスパイラル的な上昇も続く、スタグフレーションに陥る可能性も少なくないと考えられる。

仮にそうした事態になった場合、日銀は物価と賃金のスパイラル的な上昇を抑えるために、景気の調整局面での利上げといった、政治的にも難しい決定を迫られるおそれがある。

以上

<sup>1</sup> 古金義洋（2023）「賃金と物価のスパイラル的な上昇について」JA共済総合研究所、共済総研レポート 2023年12月