



## インフレ、強弱のシグナル 需要減と供給制約が混在 景気動向映す銅2割安・欧州天然ガスは高止まり

世界的な景気後退のリスクが広がるなか国際商品市況が強弱双方に分かれる二極化が進み、インフレ圧力の行方を不透明にしている。景気の先行きを占うとされる銅相場下落が続く半面、ロシアが供給を絞る欧州天然ガスは上昇圧力が強く、欧州発のエネルギー高の波は世界に及びつつある。米連邦準備理事会（FRB）は利上げペースの減速を検討するが、景気後退と物価高が併存するスタグフレーションの懸念もくすぶり、中央銀行の政策運営は難しさが増している。

世界経済が急減速している。国際通貨基金（IMF）は7月26日、2022年の実質成長率見通しを4月時点の3.6%から3.2%に下方修正し、「まもなく世界は同時不況の淵に立たされるかもしれない」との厳しい見方を示した。

歴史的な高インフレに対抗する米欧の利上げに加え、中国のロックダウン（都市封鎖）が逆風となっている。国際商品市況は通常、経済活動と密接に関連するため、世界的に景気減速の懸念が強まるケースでは下落する品目が目立つ。

景気減速に伴い需要が衰えれば、いわば「自動調整」の仕組みが働き、資源高が落ち着いてインフレが減退するというのが経済の通常の姿だ。

今回も金属や穀物は多くの品目で下落している。製造業で使う非鉄金属はロシアによるウクライナ侵攻後に一旦急騰したが、景気後退懸念が高まると反落。銅やアルミの相場は侵攻前に比べ2割安と大幅に安い。銅は世界の消費の約半分を占める中国の需要減が響く。アルミは自動車の減産で需要が減っている。

小麦やトウモロコシなどの穀物も北米での収穫や作付けの進展などを背景に侵攻前比で1割弱安い。ウクライナの穀物の黒海経由での輸出が再開されるとの観測も相場を抑えている。

一方で景気減速下でもエネルギー分野は高騰が続く。筆頭が欧州の天然ガス相場だ。指標のオランダTTFは7月26日以降、1メガワット時当たり200ユーロ超まで急騰。70〜80ユーロ前後で推移していた侵攻前の2倍を超える。ロシアの国営ガスプロムが欧州向けの主要パイプライン「ノルドストリーム1」を経由したドイツへのガス供給量を8割削減すると発表したためだ。

欧州ガスの急騰は、欧州の液化天然ガス（LNG）輸入の増加観測を通じて、足元でアジアのLNG相場にも波及している。市場関係者によれば、アジアのLNGのスポット（随時契約）価格指標は足元で100万BTU（英国熱量単位）あたり40ドル超と、侵攻直後以来の高値圏で推移する。

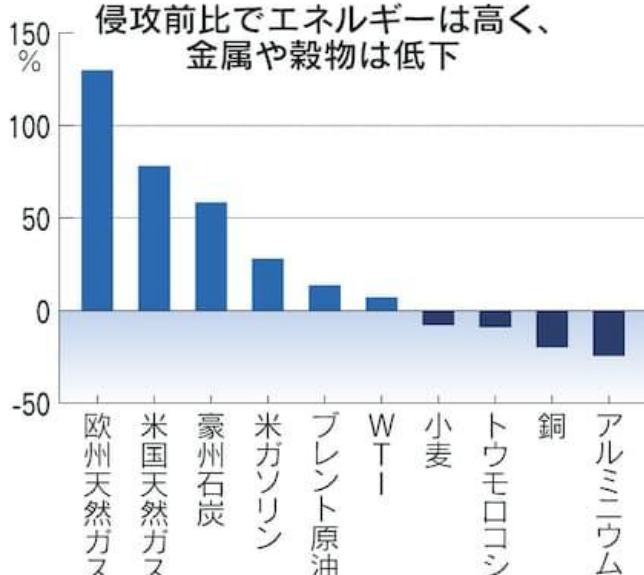
欧州が8月からロシアからの輸入を禁止する石炭も高騰が続く。発電用石炭（一般炭）は指標のオーストラリア産のスポット価格が1トン410ドル前後と、侵攻前に比べ6割高い水準で推移。高騰する天然ガスの代わりに相対的に安価な石炭を使うケースが増え、需給の逼迫感が強まっている。

7月28日公表の米国の4〜6月期実質国内総生産（GDP）速報では、機械的には景気後退入りとみなされる2四半期連続のマイナス成長となり、需要面からのインフレ圧力の減退も意識されるようになった。FRBは今後、利上げ減速の時機を探る。市場では年末の利上げ打ち止めと来年早々の利下げへの転換を織り込む動きが出ている。

米国では6月中旬以降のガソリン価格の落ち着きがインフレ予想を減退させた。だが欧州発のエネルギー高が今後波及すれば、インフレ圧力が一段と強まる可能性がある。日本総合研究所の松田健太郎氏は「エネルギーの供給制約が残る中では様々なコストが高止まりせざるを得ず、インフレ圧力はそう簡単には収まらない」とみる。

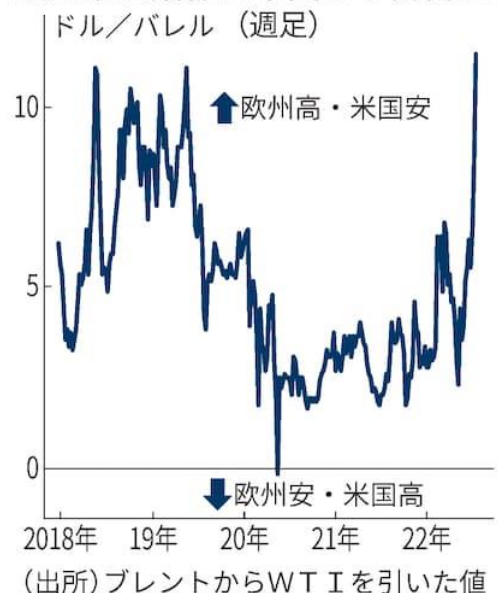
国際エネルギー機関（IEA）は、23年にかけてロシア産原油の総供給量が現状より2割程度落ち込むと予想する。原油は先高観が強く、7月29日の米国市場では指標のWTI（ウエスト・テキサス・インターメディアート）が再び1バレル100ドルの大台を回復した。ロシア産の影響を受けやすい欧州の指標の北海ブレント原油は1バレル110ドル台と侵攻前比14%高い。

エネルギー高が直撃するユーロ圏では欧州中央銀行（ECB）が7月に利上げ局面に入った。だがドイツなどではエネルギー高自体が経済主体の購買力を奪い、スタグフレーションのリスクも高まる。FRBは今後の利上げペースを減速し、景気後退を覚悟して金融引き締めを続けざるを得ない。



(注)7月29日終値時点。2月23日との比較。豪州石炭は2月18日比

### 欧州原油指標は米国より割高に





2022年 8 月 1 日 担当 小松

## OPEC事務局長、生産協定にロシアの参加不可欠と強調

[31日 ロイター] - 石油輸出国機構（OPEC）のハイサム・アルガイス事務局長は、OPECと非加盟産油国でつくる「OPECプラス」が生産協定を結ぶ上でロシアの参加は不可欠だとの見方を示した。クウェート紙アルライが31日、独占インタビューとして伝えた。

アルガイス氏は、ロシアを「世界のエネルギー地図における巨大で主要、かつ強い影響力を持つプレーヤー」と表現するとともに、OPECと決して競合する関係にはないと述べた。

OPECプラスは8月3日に会合を開き、9月の生産量据え置きを検討する見通し。アルガイス氏にとってはOPEC事務局長として初めての会合になる。

また同氏は「最近の原油価格上昇はロシアとウクライナの戦争だけに起因するわけではないと強調する姿勢は変えない」と発言。あらゆるデータからは、ロシアのウクライナ侵攻前から原油価格が緩やかに累積的に上がり始めたことが分かり、それは市場に増産余力が不足しているとの認識が広がったためだと指摘し、実際増産余力を持つ国はごく少数に限定されていると付け加えた。



## 三井物産と 国産SAF製造

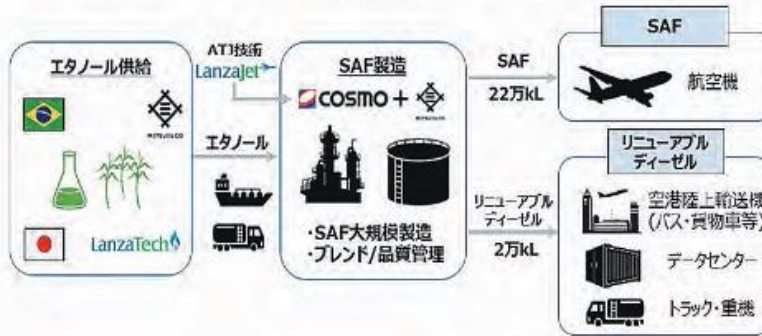
コスモ

### 米ATJ技術使い共同検討

コスモ石油は三井物産と、SAF（持続可能な航空燃料）の国内での製造事業実現に向けて共同検討に入ることと合意した。コスモのプラント安定操業・ジェット燃料品質管理・物流実績と、三井のエタノール調達機能を組み合わせ、安定したSAFのサプライチェーン構築を実現し事業創出につなげる。

三井が出資する、米国ランサジェット社が開発したATJ（アルコール・トゥ・ジェット）

事業イメージ



ト）技術を用い、2027年度までに年産22万総の国産SAF製造供給を目指す。副産物として生成されるリニューアブルディーゼル2万総は、空港内の輸送機やトラック・重機などへの販売を検討

高効率で大規模な生産に優位性をもつATJの特徴を生かし、コスモの製油所でSAFの大規模生産を実現する。両社は気候変動対策事業の拡大を重点課題としており、SAFの製造を中長期的な事業機会とし、国内製造事業の拡大を図る。

また原料エタノールの将来的な国産化も視野に入れる。航空業界の脱炭素化に向けて、低炭素液体燃料の安定供給に貢献していく考え。

コスモSAF供給2030年目標年30万kl  
コスモ石油は、SAF（持続可能な航空燃料）の供給目標を2030年時点で年間30万klに設定した。

また原料エタノールの将来的な国産化も視野に入れる。航空業界の脱炭素化に向けて、低炭素液体燃料の安定供給に貢献していく考え。

炭素循環型社会、持続的経済成長の実現を目指す

■「産業用物質生産システム実証」の研究開発領域



バイオ生産システム事業のイメージ

2020年度からスタートした「カーボンリサイクル」

新エネルギー・産業技術総合開発機構（NEDO）は7月29日、バイオ

## バイオものづくりシステム実証 出光興産など6件採択

NEDO

ものづくり分野における産業用物質生産システムの実証性を示す事業で、出光興産の「非可食バイオマスを原料とした酵母による油脂の新規生産方法の開発」など6件の研究開発テーマを新たに採択したと発表した。同実証事業を通じてバイオ由来製品の創出を加速させる狙い。

実現を加速するバイオ由来製品生産技術の開発」事業の一環。バイオ由来製品創出に向けた実生産への橋渡し検証事例を増やすために、昨年度に引き続き、22年度にも研究開発テーマを公募した。今回の公募で出光興産のほか採択された研究開発テーマは次の5件。高砂香料工業の「フロー連続単離法と増殖非依存型バイオプロセスによるローズ香料の生産システム実証」、千代田化工建設の「植物による高度修飾タンパク質の大量生産技術の開発」、小川香料の「有用な香料中間体の生産システム開発と実証」、digzymeの「放線菌宿主によるカンナヒノイド化合物生産システム実証」、ハリマ化成と地球環境産業技術研究機構（RITE）の「高吸収型天然カロテノイドの大量生産システム実証」。



## 日銀から「安上がりの借金」いつまで 財務省は暗転警戒

財務省が7月29日に発表した2021年度の国の決算で思わぬ臨時収入があった。1兆2583億円にのぼる日銀からの納付金だ。当初の想定を3割ほど上回り、税収の2%近くに相当する20年ぶりの大きな額となった。

日銀は毎年度、日銀法53条に基づき納付金を払う。収益から人件費などの経費をさし引いたうえで将来の損失に備えた引当金や税金をのぞいたのが剰余金。剰余金の5%を法定準備金として積みため、さらに500万円の配当金を支払った残りが納付金となる。

財務省が21年度当初予算を組んだ時点で想定した9783億円から上振れしたのは日銀の好決算のためだ。金融緩和で大量に保有する国債の利息収入に加え、上場投資信託（ETF）の分配金が増えた。円安の進行により外貨預金や外貨建て資産の価格も円換算で膨らんだ。

巨額の納付金は国と日銀のお金のやりとりをいびつな形にしている。21年度の日銀の実質的な国債利息の受け取りは1兆1233億円。国債の過半を持つ最大の貸主でありながら、国に支払うお金のほうが1350億円も多い。納付金を実質的な利息収入を上回るのは3年連続で、差は年々開いている。国にとっては日銀から極めて安上がりで借金できているように見える。

こうした状況に財政拡張論は勢いづく。自民党の積極財政派の急先鋒（せんぼう）である西田昌司氏は「政府が日銀に支払う利払い費の多くは政府の財布に戻ってくる」と語る。国庫の負担は小さいのだから国債を増発しても問題ないとの主張につながる。

安上がりの借金など持続しないとみる財務省は気をもむ。「金融緩和の出口はいずれくる。そのときにはすべてが逆回転する」。緩和の出口で日銀が民間銀行などから預かる当座預金の金利が上がったり、円高で外貨建て資産が円換算で値下がりしたりすれば、日銀の損益は赤字になりかねない。赤字なら納付金はなくなる。

過去20年をふり返ると金融政策や為替の変動で納付金は浮き沈みしてきた。最も少ない10年度は443億円まで減った。

国債金利の上昇や日銀の買い入れ縮小が現実になれば納付金をもらえないどころの騒ぎではなくなる。新型コロナウイルス感染症対策のための短期債の増発が響き、借換債の発行は年150兆円を超える。借り換えのたびに金利負担が増す。安定消化に向けて日銀にかわる受け皿を探す必要がある。

23年4月に異次元緩和を主導してきた黒田東彦・日銀総裁の任期が満了する。市場が次の総裁に緩和修正のにおいを感じ取れば逆回転が始まる。借金が高くつくことを認識する時はそう遠くないかもしれない。