



2023年 1月 13日 担当 アノジ

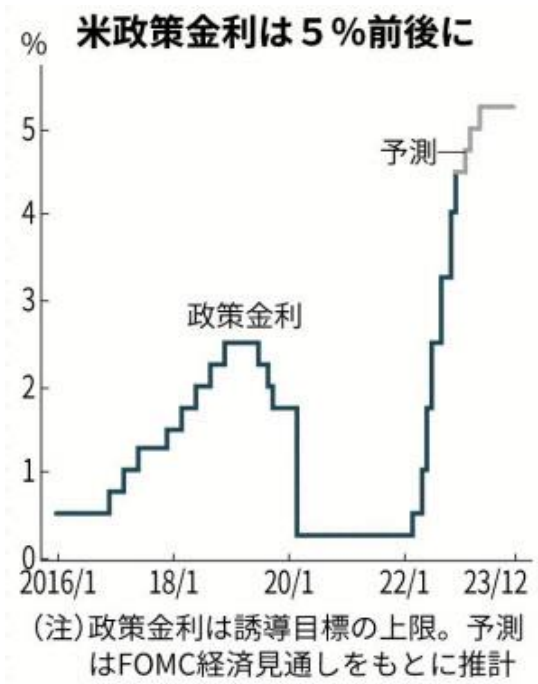
2023年の米金融政策を問う FRB 利下げ

2023年の世界経済は米国でくすぶるインフレと景気後退への懸念がきっかけに同時不況に入るかが焦点となる。利上げを続けてきた米連邦準備理事会（FRB）は危機リスクを抑え込みながら難しい舵取りを迫られる。FRB 副議長を務めたアラン・ブラインダー氏と、ハーバード大教授のカーメン・ラインハート氏に米金融政策の展望を聞いた。

——米連邦公開市場委員会（FOMC）は米国の23年の経済成長率を0.5%とし、景気後退を回避するとみている。

「景気の軟着陸（ソフトランディング）の可能性は5割以下だと思うが、1~2カ月前より可能性が高くなっている。仮に景気後退になったとしても穏やかなものになる理由がいくつかもある」

「利上げの到達点はFOMC参加者より少し低く予想する。4.75~5.0%あたりだ。インフレ率の低下について、かなり楽観的になっている。景気は減速しており供給網（サプライチェーン）のボトルネックは劇的に解消している」



——23年にFRBが利下げに転じる可能性は。

「ほぼゼロだ。23年に深刻な景気後退に陥るなら政策金利を引き下げるだろう。ただ不況にならないか、非常に小さな景気後退なら、そんなに早く利下げはしない」

——海外のリスクは。

「欧州は深刻な景気後退に陥る可能性がある。米経済の大きな輸出先だ。日本が長短金利操作（イールド・カーブ・コントロール）を放棄したらどうなるか。これも私がFOMC参加者なら考慮すべきリストに入れる」

「日銀は日本経済を支え続けることをためらってはいけない。日本のインフレ率は世界のほとんどすべての地域より低い。短期間であれば2%のインフレ率が3%になったとしても破滅的な出来事にはなり得ない。これから日本の輸出先の海外経済が減速し、いくつかは景気後退に陥る。それは日本の輸出に影響を与えるだろう」

——もし米議会が物価目標の引き上げを強く要求したら、FRBは抵抗できるのでしょうか。

「答えはおそらくイエスだ。単に抵抗するのではなく、法制化させない十分な数の議員を説得するということだ。実は私は政治がインフレ目標を決め、中央銀行にそれを追求させる自由を与えるべきだと長く考えてきたが、米議会にはその意欲がなかった。なのでFRBが空白を埋めるために2%目標を作った。議会が連邦準備法を改正して別の目標を作ればFRBはそれを追求する義務があるが、議会がそんなことをするかどうかは疑わしい」



2023年 1月 13日 担当 アノジ

中銀の脱炭素、欧米で温度差

世界の主要中央銀行が気候変動問題を巡り対応に苦慮している。10日に開催した国際会議では、欧州中央銀行（ECB）が脱炭素対応の政策に踏み込む一方、米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は「目標として不適切」と否定した。温暖化が景気や物価に与える影響が不透明で、中銀の独立性の観点からも温度差が鮮明だ。

「中銀は脱炭素への移行を支援する努力を重ねるべきだ」。10日、スウェーデンのストックホルムで開いた国際会議で、ECBのシュナーベル専務理事が口火を切った。ECBが保有する社債で、脱炭素に資する企業の銘柄を重点的に買い入れる。グリーン国債への資産入れ替えも念頭に、金融政策を通じて欧州域内の気候変動対応を後押しする姿勢を明確にした。

シュナーベル氏が意識したのは高インフレが脱炭素の取り組みを阻害するリスクだ。利上げの継続でインフレを抑制しなければ、金利上昇に伴う負担増よりも先行き不透明感から投資マネーが萎縮する事態を警戒する。物価の安定と脱炭素の両立は無縁ではないという考えだ。

国際会議はスウェーデンの中央銀行であるリクスバンクが「中銀の独立性」をテーマに主催した。米欧日の中銀関係者や経済学者らが 100 人規模で参加。質疑応答を交えながら、気候変動問題や中銀デジタル通貨（CBDC）など中銀を取り巻く課題を討議した。

日銀の黒田東彦総裁も登壇し、脱炭素社会の実現に意欲を示した。日銀は 2021 年 12 月から金融機関の気候変動対応の投融資を後押しする資金供給策を導入しており、メガバンクや地方銀行など計 60 以上の金融機関が制度を利用する。「今後 5 年から 10 年程度は必要な改善を実施しながら継続していく」と粘り強く成長マネーを後押しする方針を示した。

「明確な議会立法がなければ、FRB が金融政策や監督手段を使って気候関連の目標を達成するのは不適切だ」。対照的だったのは FRB のパウエル議長だ。銀行監督の分野などで気候変動対応の責任を負うと私見を示しつつも「明確な法的権限のないまま新たな目標を掲げれば、我々の独立性を損なうことになる」と距離を置いた。

問題は気候変動がもたらすリスクが超長期かつ予見しにくい点だ。温暖化を放置すれば自然災害の増加などを通じて物価や景気が不安定になる恐れがある半面、一義的には環境政策を担う政府が責任を負うべきだとの意見も根強い。中銀が特定の分野に関与を強めるこ

とで市場をゆがめれば、経済全体に広く影響を及ぼす金融政策の原則から逸脱するとの懸念もある。

「良いことをしようという大きな熱意の中で、中銀の独立性を危険にさらすことを危惧している」。国際会議に登壇した英イングランド銀行（中銀）のキング元総裁は淡々と指摘した。ウクライナ危機に伴う急激なインフレへの対応に追われ、停滞気味だった気候変動問題。中銀の政策領域が広がるなか、対応の是非を巡りジレンマが改めて浮き彫りになっている。

日経新聞

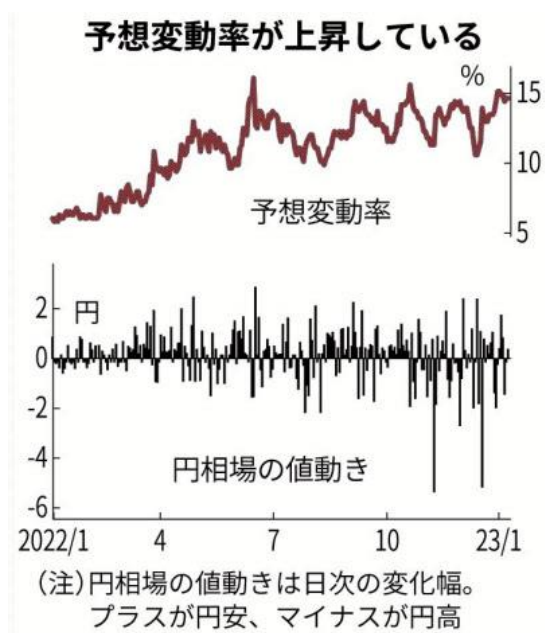


2023年 1月 13日 担当 アノジ

円オプション市場、「再利上げ」に身構え

予想変動率が3カ月ぶり高水準 金利差縮小、円高へ思惑

外国為替市場で円高・ドル安の進展を想定する投資家が増えている。通貨オプション市場に織り込まれている円の予想変動率（インプライドボラティリティー）は3カ月ぶりの水準に上昇した。計算上、現在の水準より大幅な円高が進む可能性を示している。日銀が再び事実上の利上げを決定し、日米金利差の縮小から相場が円高方向に動くとの思惑が背景にある。



足元の円相場の予想変動率（対ドル、1 カ月物）は 14%前後と、昨年 10 月以来の高水準になっている。市場が予想する今後 1 カ月間の変動を年率換算した値で、7 割の確率で上下に 14%振れる。つまり、現在の円相場の場合、円高方向で 1 ドル=110 円台まで上昇、円安では 150 円台まで下落するほどの大きさだ。

通貨オプション市場では円買い・ドル売りの権利（円コール・ドルプット）を買う取引が目立つことから、予想変動率の上昇は円高・ドル安を見込んだ取引の影響が大きいとみられる。

通貨オプション市場の需給の偏りを示す「リスクリバーサル」をみても、市場の円高予想が強まっていることがわかる。足元の数値はマイナス 1.4%程度と、4 カ月前からマイナス幅が 2 倍に広がっている。マイナス幅が大きいほど円売り・ドル買いの需要より、円買い・ドル売りの需要が強いことを示す。

日銀は 17～18 日に金融政策決定会合を開く。昨年 12 月の会合に続き、今回も長期金利の変動幅の拡大など、事実上の利上げに踏み切るとの見立てがある。利上げによって日米金利差が縮小すれば、円相場は円高・ドル安方向に動きやすい。

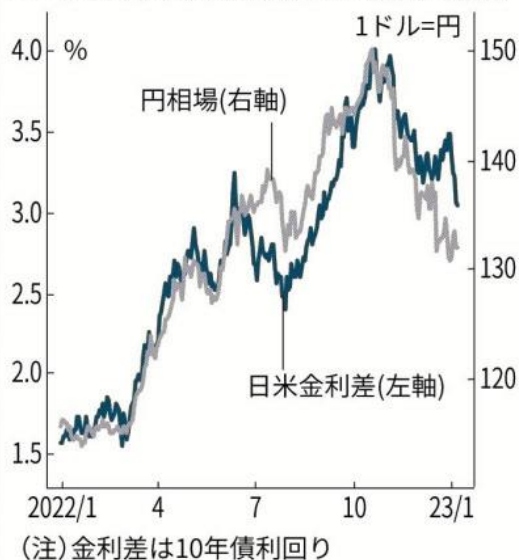
通貨オプション取引は為替変動リスクをヘッジ（回避）したい輸出入企業や機関投資家に加え、オプション取引で利益を狙うヘッジファンドなど投機筋が参加する。「1 カ月物な

ど短期のオプション取引は海外の投機筋による取引が多い。投機筋が日銀の緩和修正を見込んでいる証拠」とSBIリクイディティ・マーケットの鈴木亮氏は指摘する。

債券市場でも日銀の緩和修正を見込み、国債の予想変動率が高止まりしている。オプション取引と、変動金利と固定金利を交換するスワップ取引を組み合わせたスワップション市場に織り込まれる1年後の10年債利回りの予想変動の幅は足元で0.6%台と、22年初の0.2%程度から3倍に拡大している。

10年債利回りの上昇（債券価格は下落）を想定する声は多く、単純計算で利回りは最大1%強まで上昇する可能性があることを示す。三菱UFJモルガン・スタンレー証券の鶴田啓介氏は「日銀の政策修正の可能性が拭えない状況では市場の警戒は続く」と指摘する。

22年11月以降は急速に円高が進行



為替や債券の予想変動率が高まった場合、実際の相場は大きく動くことが多い。特に予想変動率が高まる際は市場の見立てが一方に偏っているケースが多いため、予想が外れた際に相場は一気に逆方向に動きやすい。

たとえば、円相場の予想変動率が約 16%まで高まった昨年 6 月は日銀の緩和修正期待が反映されていた。当時は米連邦準備理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）がそれぞれ大幅に利上げするとの見方が広がっていたほか、スイス中銀が市場予想に反して利上げしたことで日銀も追随するとの思惑が強まっていた。ただ、6 月の会合で日銀は金融緩和策を据え置いた。円高予想が強まっていた市場では一気に円売り・ドル買いが加速し、円相場は日銀会合後に約 2 円も急落した。

足元の為替相場は円高・ドル安方向、債券相場は利回り上昇に期待する投資家が多い。そのような中で 17~18 日の日銀会合で政策修正が見送られれば、急速な円安・ドル高や利回りの低下を招く可能性がある。

日銀の黒田東彦総裁は昨年 12 月の会合後も、「イールドカーブ・コントロールの枠組みのもとで金融緩和を続ける」と従来の主張を繰り返している。相場が逆方向に動くリスクにも注意が必要だ。



2023年 1月 13日 担当 アノジ

中国、家計の節約志向なお

コア物価上昇 0.7%どまり 12月、コロナ混乱続く

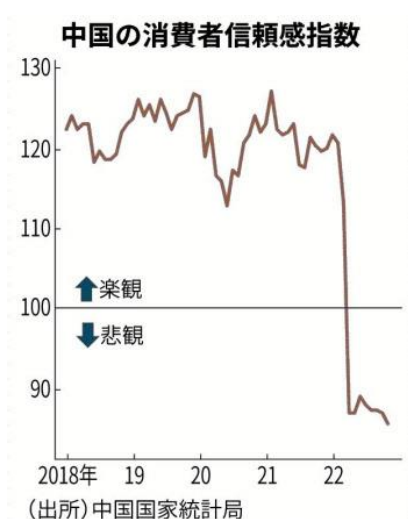
中国の消費者物価指数（CPI）が伸び悩んでいる。2022年12月の総合指数は前年同月比1.8%上がったが、家計の購買力を映すとされる食品とエネルギーを除くコア指数の上昇率は0.7%にとどまった。新型コロナウイルスをめぐる混乱で消費者心理が悪化し、節約志向が根強い。



国家统计局が12日発表した。総合指数の上昇率は前月より0.2ポイント拡大した。生鮮果物やイモ類など食品の値上がりが主因だ。コア指数の伸びも前月より0.1ポイント大きくなったが、22年7月以降は1%を割り込んでいる。1%台半ば～2%台だった新型コロナの感染拡大前と比べると伸び悩みが鮮明だ。

政府は22年12月7日、新型コロナの封じ込めを狙った「ゼロコロナ」政策を緩和した。その後、大都市を中心に感染が急拡大。消費が低迷し12月の家具類の価格上昇は0.1%にとどまった。一方、省をまたぐ移動制限の緩和で飛行機のチケット代は3割近く上昇した。

23年に入り、大都市ではコロナ感染がピークを越えたとの見方が多い。4年ぶりに移動制限がない春節（旧正月）休暇を迎え、消費の持ち直しを期待する声は多い。



気がかりなのが3年に及ぶゼロコロナ政策で冷え込んだ消費者心理だ。国家统计局によると同政策が緩和される前の22年11月の消費者信頼感指数は確認できる1990年1月以降で最悪となった。上海市のロックダウン（都市封鎖）で景気が急激に悪化した2022年4月に付けたこれまでの最低水準を下回った。

消費者心理を示す指数は実際の消費行動を占う先行指数として関心を集める。家計の節約志向など消費者心理を改善させるには、雇用や所得の持続的な改善が欠かせない。消費が本格的に回復し需要がけん引する形で物価上昇率が拡大するまでには、一定の時間がかかりそうだ。

原材料の価格転嫁圧力も今後の消費者物価の変動に影響しそうだ。12月の卸売物価指数（PPI）の内訳をみると、産業構造の川上や川中にあたる生産財は前年同月比1.4%下落し、3カ月連続でマイナスとなった。川下の最終製品など生活財は1.8%上昇した。

日経新聞



2023年 1月 13日 担当 アノジ

ロシア2023年石油生産量高い課税で削減の見通し

ロシア2023年石油生産量

高い課税で削減の見通し

【モスクワ】ロシアが今年、高い課税により石油生産量削減を余儀なくされる見通しだ。EU（欧州連合）やG7（主要7カ国）は昨年12月5日から、ロシア産石油に対して輸入禁止措置や価格上限設定策を導入し、ロシアの石油・ガス売却に打撃を与えている。

欧米の制裁措置発動を受け、ロシアのノヴァク副首相は、石油生産量を今年初め5%

7%削減して対応する可能性を示唆している。実際にロシア政府は欧米の制裁措置の影響緩和のため、新規油田に優遇税制措置を導入する一方、成熟油田を同措置の対象外としていることから開発の減速を招き、生産量減少は必至となりそうだ。

情報筋は、ロシアの原油・コンデンサート生産量が今年、前年の1074万バレル（5億3500万バレル）から、980万バレル（4億9000万バレル）まで減少する見通しとしている。あるアナリストは「OPECプラスの減産の一環ではなく、企業各社は高い資源採取税によって、生産量を削減することになるだろう」と話している。

【モスクワ】ロシアのプーチン大統領は昨年12月27日、G7（主要7カ国）によるロシア産石油価格への上限設定に従う各国へ石油輸出を禁止する法令に署名した。

政策は、EU加盟国以外による海上のロシア産輸入の継続を許可するが、上限を超えて売却されるものは輸送の友好的で、米国などのロシア政府の歳入には影響がない。しかしロシアのシリアノフ財務相は、G7の政策の

石油禁輸法令へ署名

G7の価格上限策に従う国対象

ロシア大統領

U（欧州連合）、オーストラリアは昨年12月5日、海上輸送されるロシア産原油価格へ60%の上限を設定。同

ための欧米の保険会社や海運業者の利用を禁止している。今回のプーチン大統領による当該国への原諸外国などによる国際法と矛盾する活動への直接的な対応であり、最終的なバイヤーまでのすべての供給チェーン公表している。

影響でロシアの財政赤字が今年、計画上のGDP（国内総生産）の2%を上回る可能性を公表している。



2023年 1月 13日 担当 アノジ

アマニ油・キリ油じり安

103.6
94.3
92.5
75.4
87.4
72.5
83.3
92.0
70.2
112.4
90.2
87.7
84.7
149.9
78.0
93.8
80.9
106.8
86.5
89.6
88.4

アマニ油・キリ油 じり安

原料収穫順調 だぶつく

アマニ油とキリ油の国際市況がじり安となっている。今季の原料収穫が順調だったなか、中国のロックダウンなどによる需要不振で供給がだぶついているもよう。ロシア

のウクライナ侵攻を受け高騰していた他の植物油脂市況がピークアウトしたことも遠因のようだ。アマニ油は主産地カナダの昨季分原料収穫が天候不順で振るわないな

か、ロシアのウクライナ侵攻を機に欧州需要家がロシア・カザフスタン品からカナダ品の買い付けにシフト。キリ油は主産地中国の原料収穫不振とロックダウンによる物流停滞でいずれも需給がタイト化した。国内では円安影響も含めた調達コスト高で昨年初以降、値上げせざるを得ない状況が続いていた。

しかし秋以降、中国各地のロックダウンで両製品ともに工業用の需要が低迷。同時に原料収穫が好調に転じ供給が例年並みに上乘せされたため、需給がだぶつきだしたようだ。パーム油など他の植物油脂の価格がピークアウトしたことも市況を下押ししているようだ。この先、ロックダウンを緩和した中国の景気動向次第で底入りするとみられている。