



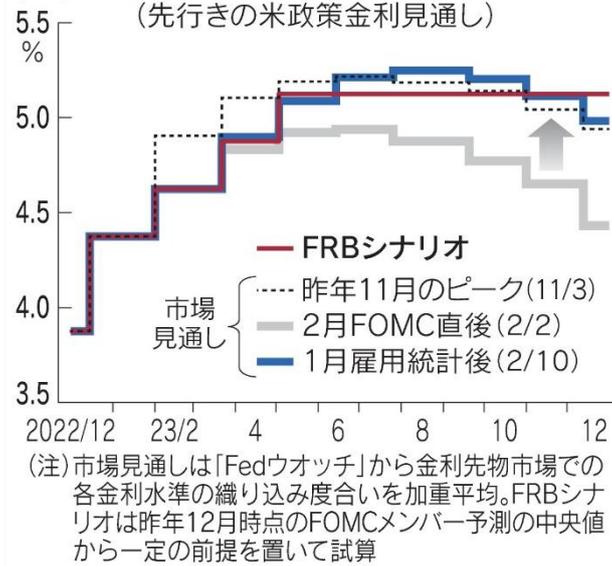
インフレ最終決戦 歩み寄る市場・FRB、危うい拙速転換

「強すぎる」米雇用統計が市場を大きく変えた。米連邦準備理事会（FRB）との間で溝があった政策金利の見通しをめぐり、市場がFRBに歩み寄っている。インフレとの闘いが終盤に差しかかるなか、金融市場の安定には追い風だ。だがインフレ率がこのまま一本調子で減速する保証はない。勝利宣言までの道のりはみえないままだ。

3日発表の1月分の雇用統計は非農業部門の雇用者数が前月比51万7000人増え、20万人弱だった市場予想をはるかに上回った。パウエルFRB議長は7日、「誰も想定していない強さだった」と舌を巻いた。

背後には大学のストライキ解消、天候要因など様々な要因が折り重なる。市場には「1月の急激な伸びが2月も継続するとは考えにくい」（米モルガン・スタンレー）との声が多い。それでも労働市場が過熱ぎみなほど堅調なことを改めて示したのは確かだ。

市場は急速にFRBのシナリオに接近したが…
(先行きの米政策金利見通し)



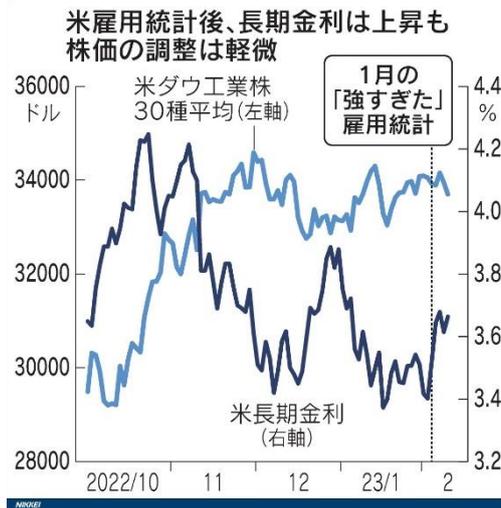
雇用統計の発表前、市場では早期の利上げ停止と利下げという「政策転換（ピボット）」への期待が広がっていた。政策金利の先物相場からはじいた政策金利シナリオをみると、利上げは春ごろに5%弱の水準で打ち止めとし、夏以降、利下げに転じる姿だった。

一方のFRB。昨年12月に示したのは、2023年の早くに5.0～5.25%まで利上げをして終着点（ターミナル金利）とし、年内いっぱい維持するシナリオだ。市場との溝は将来の波乱要因とされた。パウエル氏は1日の米連邦公開市場委員会（FOMC）後、金融引き締めを強調したが、「ディスインフレ（インフレ率の鈍化）」への言及がむしろ市場の転換期待を高めた。



雇用統計で様相は一変する。市場は、FRBの予想を上回る利上げの終着点を視野に入れた。年内の利下げ予想は変わらないが、1回分（0.25%）の織り込みは年末までずれ込んだ。FRBは24年中に計1.0%の利下げを見込んでおり、0.25%ずつ、年4回を前提とすれば、来年3月には利下げが始まる。実は利下げに関しても溝はかなり埋まっている。

データ次第で市場が再び緩和予想に先走る可能性はあるが、消費者物価指数の下振れを機に転換期待が強まる前の昨年11月上旬の水準に戻った事実は重い。市場とFRBの目線が近いほど、FRBが情勢変化に応じて政策運営を調整する際、市場が急変動して混乱に陥るリスクは小さくなる。



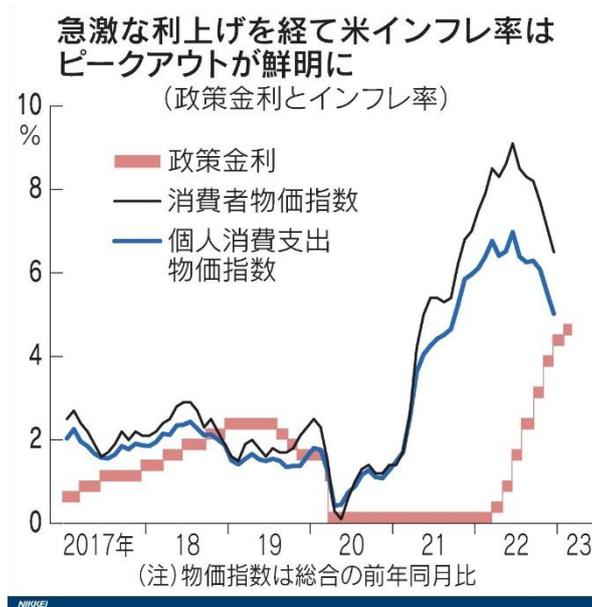
雇用統計後、米長期金利は上昇に転じ米株価も上値が重くなったが、調整は軽微だ。市場は「景気の強さ」と「インフレ警戒」の綱引きが続く。

FRBは雇用統計後もディスインフレの見立てを崩さない。目先、インフレ鈍化を主導する中古車などモノの価格が下げ止まる可能性を意識しているが、大きな反転上昇はないと踏む。高騰が続く家賃などの住居費も、先行する住宅価格や民間指標の動きから年後半のピークアウトを確信する。

残るは、なお上昇が止まらない「住居費以外のサービス価格」だ。こうしたサービスはコストの大半を人件費が占める。この分野の賃金上昇が減速するかが、インフレ鎮圧の最大の焦点となる。

朗報もある。米大統領経済諮問委員会（CEA）が8日、FRBの問題意識に寄り添うように「住居関連以外のサービス産業の平均時給」を公表した。新型コロナウイルス後の人手不足で急伸し、22年初めの上昇率は前年同月比で7~8%に達したが、足元は4.5~5.0%に縮小した。住居費以外のサービス価格の押し下げ要因として効いてくる可能性がある。

そうなれば失業の急増を伴わずに賃金上昇が減速し、景気後退を避けつつインフレを鎮圧できるシナリオもみえてくる。



そううまく事が運ぶのか。著名エコノミストのモハメド・エラリアン氏は9日付の論評サイトで「米インフレ率は鈍化しているが、問題が収束したと考えるのは危険」と訴えたうえで、「モノの価格下落が止まり、サービスインフレが持続することで、インフレ率が今年後半に3~4%で足踏み状態になる」確率が5割にのぼると判定する。

英調査会社オックスフォード・エコノミクスは世界で過去60年に起きた260のインフレ事例から今回と共通点のある事例を抽出した。分析の結果、インフレ率の鈍化は初期に急速に進行したあとは停滞する例が多いことがわかった。エコノミストのジェイミー・トンプソン氏は「歴史は早期の政策転換に警告を発している」と指摘する。

FRBは現段階でインフレ減速がはっきりした昨秋から1年半以内の利下げを意識しているといえる。市場の見方がFRBと一致したとしても、データ次第で「甘すぎた政策転換」に終わるリスクは残る。そのとき、市場の楽観論は雲散霧消することになる。

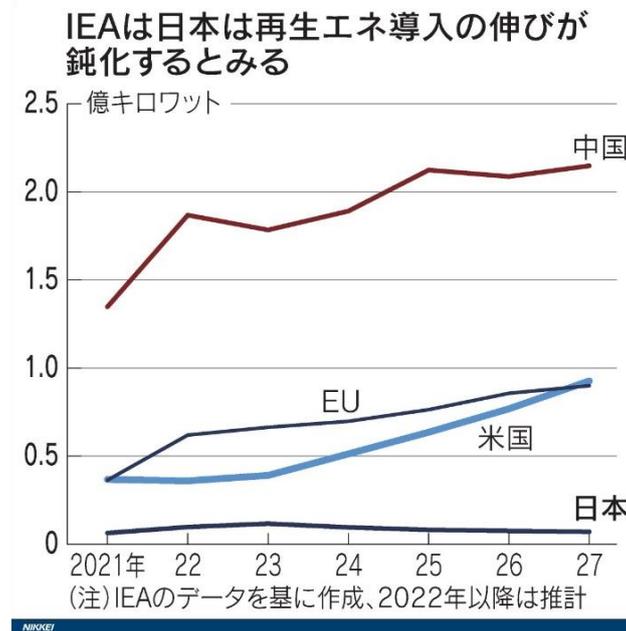


日本の脱炭素投資、米の6分の1 再生エネ出遅れ

政府は10日、2050年の温暖化ガス排出の実質ゼロをめざすGX（グリーントランスフォーメーション）基本方針と関連法案を閣議決定した。原子力発電所の建て替えを明記した。原発や再生可能エネルギーに充てる新たな国債を出し、民間資金と合わせ10年で150兆円超を投じる。世界の脱炭素投資は既に年1.1兆ドル（約145兆円）規模で日本は出遅れる。産業競争力の向上につながる効率的な使い方を探る必要がある。

ブルームバーグNEFによると、世界の脱炭素関連投資は22年だけで約145兆円に上った。中国は約72兆円、欧州連合（EU）は約24兆円、米国は約19兆円だった。日本は約3兆円どまりだ。新方針に基づいて23年度以降、単純平均で年15兆円に伸ばしても他の主要国・地域のペースに追いつかない。

ウクライナ危機による化石燃料の高騰を受け、世界では再生可能エネルギーが急拡大している。輸入燃料に頼らず自国で発電でき、エネルギー安全保障につながるためだ。



国際エネルギー機関（IEA）によると中国は22年に最大1億8000万キロワットの再生エネを増やしたもようだ。この伸び幅だけで日本が持つ全ての再生エネの発電設備を上回る。ロシア産の化石燃料の輸入が急減した欧州連合（EU）は6200万キロワット増だった。日本は1000万キロワット増にとどまる。

IEAの22年12月時点の見通しでは、日本は23年を境に再生エネの導入量の伸び率が鈍化する。気候変動対策などを柱としたインフレ抑制法が成立した米国は、米エネルギー情報局によると23年の1年間で太陽光の導入量が2910万キロワットになる見通しだ。ますます差が開きかねない。



新たなGX方針をテコに巻き返せるかは見通せない。官民150兆円のうち20兆円は政府がGX移行債で調達する。130兆円超は民間投資という想定だ。国が策定した工程表からは企業のインセンティブが見えにくく、計画通りに民間資金が集まるとは限らない。

投資先は再生エネに20兆円超、送電線や蓄電池に11兆円超、電気自動車（EV）など次世代自動車に34兆円超などと想定する。具体的な案件の選定や投資を促す政策づくりはこれからだ。

投資を促す実効的なルールづくりも課題だ。EUは一定規模以上の公共建築物や商業ビルで27年までに新築・既築を問わず太陽光発電の設置を義務化し、新築住宅は29年までに義務化する方向で検討している。日本は東京都が義務化を決めたものの、全国的な広がりはない。

脱炭素に逆行しかねない政策が並行して進む問題もある。政府は高騰するガソリン代や電気・ガス代の負担軽減に既に9兆円を措置した。

かつて日本の企業は太陽光パネルや蓄電池の開発、生産で世界の先頭ランナーだった。普及期に中国や韓国のメーカーに追い抜かれた。脱炭素の取り組みは中長期の国力を左右する。官民で150兆円の巨費を成長につなげる「賢い支出」に振り向けられるかが試される。



ロシア原油減産、OPECは穴埋めせず 価格一時2%上昇

ロシアのノバク副首相が10日、同国の原油生産を3月から日量50万バレル減らす方針を明らかにした。石油輸出国機構（OPEC）とロシアなどで作るOPECプラスとは別にロシア単独での減産に踏み切る。日米欧がロシア産原油に上限価格を設定したのに対抗する狙いで、OPECプラスは穴埋めしない方針だ。需給の逼迫懸念から海外の原油価格は一時2%上昇し、相場への上昇圧力が続く可能性がある。

原油価格の指標となる北海ブレント原油先物はロシアの発表を受けて10日、一時2%以上高い1バレル87ドル近くまで上昇する場面があった。

日量50万バレルはロシアの生産量の5%程度、世界需要の0.5%程度に相当する。ロシアはすでに上限価格を設定する西側諸国に石油を販売しない方針を示している。ノバク副首相は10日の声明で上限価格について「市場への不当な介入」だと批判した。3月以降の生産量を巡る対応については市場の状況を見て決めるという。

自主減産に踏み切るのはロシア産原油の価格下落に危機感を強めているためだ。主力油種「ウラル」の価格は足元で1バレル53ドル前後と国際相場より30ドル以上も安い。欧州連合（EU）の禁輸と輸入価格に上限を設ける主要7カ国（G7）の制裁が2022年12月から発動。買い手が減り、インドなど制裁不参加国に大幅に値引きして販売せざるを得なくなった。

ロシア産原油は制裁後 大幅に値引きされている



(注)ブレントは期近。ウラル原油は
ロッテルダム港着の本船渡し価格
(出所)リフィニティブ



ウメモト インフォメーション



2023年 2月 13日 担当 Jeong

大幅な割引販売が響き、ロシアの財政は急速に悪化している。政府の歳入のうち、石油・天然ガス収入は1月、前年同月比46%減少した。軍事費の支出も増加しており、22年12月から2カ月連続で財政赤字となった。

今回の自主減産は、OPECプラスが昨年11月から実施する日量200万バレルの減産措置とは別枠となる。ブルームバーグ通信によると、OPECプラスの関係者はロシアの減産を穴埋めする考えはないことを明らかにした。OPECプラスはこれまで生産方針を入念に擦り合わせてきており、ロシアが独自路線を歩むのは珍しい。

制裁発効後のロシアの原油生産の減少はある程度予想されてきた。欧州へ出荷できなくなり、西側企業との取引が断たれ設備の維持更新も難しくなっているためだ。国際エネルギー機関（IEA）の予測では22年12月時点で日量977万バレルだったロシアの原油生産量は23年後半には同810万バレル程度と、同170万バレル（17%）程度減少する見込みだ。

エネルギー・金属鉱物資源機構（JOGMEC）の野神隆之氏は「中国の経済回復で需要が膨らむなか、ロシアの生産減少が続くことで需給の逼迫感が意識されやすくなる」と指摘する。



ENEOS純利益74%減 23年3月期、原油安で在庫評価損

ENEOSホールディングスは10日、2023年3月期の連結純利益（国際会計基準）が前期比74%減の1400億円になる見通しだと発表した。従来予想を1900億円下回る。原油在庫の評価損や販売マージンの悪化に加え、製油所トラブルの影響で稼働率が想定を下回る。



原油価格の下落を受け、売上高を前期比35%増の14兆7000億円、営業利益を59%減の3200億円とし、それぞれ2000億円、2400億円下方修正した。主因は石油や石油化学品を販売するエネルギー事業の営業利益を90%減の500億円に下方修正したことだ。

通期の平均原油価格は1バレル96ドルと想定していたが、足元では約80ドルで推移しており、92ドルに見直した。この影響で在庫評価益が従来予想より1200億円少ない1000億円となる。評価益の縮小に加え、在庫影響を除いたベースの利益も1200億円目減りする。原油価格下落で、高値で仕入れた在庫で精製した製品を安く売ることが1080億円の不振要因となる。

製油所の生産トラブルも130億円の減益要因になる。10～12月期にも影響が残り、22年4～12月の稼働率は78%にとどまった。23年1～3月には80%を超える見通しだが、目標とした90%弱を下回る。ベテラン技術者が減っていることによる現場力の低下や設備の老朽化が背景にあり、人員増強などの対策を急ぐ。

フリーキャッシュフロー（純現金収支）は4700億円の赤字で、従来予想の1100億円の赤字から大幅に悪化する。税金など一時的な赤字要因2000億円を含むものの、営業利益の減少が響く。エネルギー事業を中心に設備投資を約1500億円減らすなどして、現金の流出を抑える。

同日発表した22年4～12月期連結決算は、売上高が前年同期比49%増の11兆3351億円、純利益が71%減の960億円だった。



円に先高観、振れ幅大きい展開も

円は対ドルで上昇しそうだ。日銀の政策修正への観測がくすぶり、円高圧力となっている。一方、週内に米消費者物価指数（CPI）の発表があり、円相場の振幅は大きくなる可能性がある。



前週の円相場は、日銀の新総裁に経済学者の植田和男氏を起用する人事案が伝わると、まずは1ドル=129円台まで円高・ドル安が進んだ。その後は円安方向への揺り戻しがあり、1ドル=131円台で取引を終えた。

野村総合研究所の木内登英氏は「植田氏は政策のバランスを重視し、副作用が大きい現在の政策（長短金利操作）の中身には修正を入れる」とみる。日銀が金融緩和を継続するとの見方は少なく、円高圧力が残る。

米消費者物価指数（CPI）の上昇率が市場予想を上回ると、一時的に円安が進む可能性がある。円相場は強弱両面の材料に反応し、変動が大きくなりそうだ。