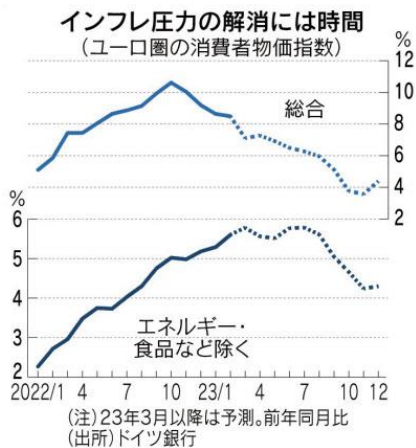




欧米中銀、利上げジレンマ金融システム安定とインフレ抑制

銀行不安が米国から欧州へと広がり、欧米中銀の利上げ路線が試練を迎えている。金融システムの安定には利上げの減速や停止が望ましいが、インフレを再加速させるリスクがある。欧州中央銀行（ECB）は16日、3会合連続となる0.5%の利上げを決めたが先行き不透明感は強い。米連邦準備理事会（FRB）は21～22日の会合で利上げを見送るとの観測もくすぶる。



「物価の安定と金融の安定は相反するものではない」。16日、ECBのラガルド総裁は記者会見で、インフレ抑制と金融システム安定の両立を目指す姿勢を示した。市場の不安を抑えるため慎重に言葉を選び、ユーロ圏の銀行経営の安定を繰り返し強調した。

金融システムの脆弱さが、利上げを進める欧米中銀をジレンマに陥らせている。米シリコンバレーバンク（SVB）の10日の経営破綻に続き、15日には金融大手クレディ・スイス・グループの経営不安が再燃した。

市場参加者はクレディ・スイス以外の金融機関にも厳しい目を向ける。ロイター通信によると、ECBは監督対象の金融機関に対し、クレディ・スイス向けの投融資の調査に乗り出した。

利上げの長期化は景気後退や債券の含み損拡大を通じて、銀行経営の打撃となる。逆風が強まるなか、ユーロ圏の銀行は融資に慎重になり始めている。ECBによると、ユーロ圏の企業向け貸出判断指数（厳格化から緩和を引いた割合）は1月調査でプラス26となり、欧州債務危機以来11年ぶりの厳しさとなった。



金融システムが揺らぎ、景気悪化との悪循環に突入するのが、最悪のシナリオだ。だが、利上げ停止や利下げの判断はそう簡単ではない。

ECB が警戒するのは、インフレの想定外の長期化だ。ラガルド氏は記者会見で「インフレ率は長い間、高すぎる状態が続くと予測される」と懸念を示した。

ドイツ銀行の試算では、ユーロ圏の消費者物価指数はエネルギーや食品などを除くベースで7月に5.8%上昇と過去最高水準に達する見込み。物価上昇率の目標とする2%への低下はいまだに道筋がみえない。

根強いインフレの裏には、賃金上昇の広がりがある。ユーロ圏の妥結賃金は2022年10～12月期に前年同期比で2.9%上昇した。3%近い引き上げは米金融危機後の09年に並ぶ高さだ。1月のユーロ圏の失業率は6.7%とほぼ過去最低の水準で、人手不足が賃金を押し上げ、サービス価格などを中心に物価を押し上げるという構図が強まっている。

2月の物価上昇率はユーロ圏20カ国のうちドイツなど7カ国で1月よりも高まった。特にフランスは過去最高を更新し、米国同様にインフレの粘着性が目立っている。

21～22日の米連邦公開市場委員会（FOMC）でも、FRBが利上げの再加速見送りや中止を決めるかが注目される。一時は0.5%利上げが既定路線とされたが、SVB破綻で市場の景色は一変。金融先物市場では15日に一時、見送りが約6割まで織り込まれた。

米国でも地銀の融資姿勢が厳しくなって経済成長が鈍化し、高インフレを押し下げるとの見方がある。15日の金先市場では、年内に4回分の利下げを織り込むという極端な動きもみられた。

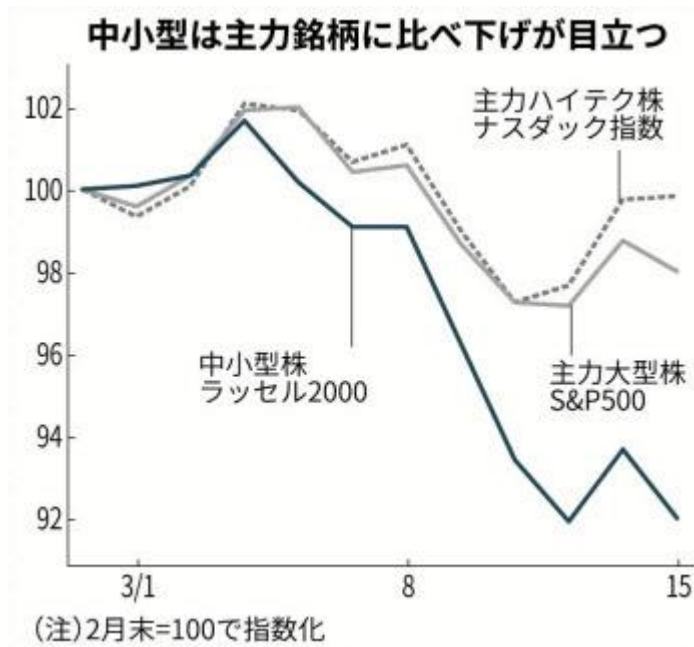
次回のFOMCでは参加者らによる経済見通しも公表される。前回22年12月時点で5.1%（中央値）としていた23年末見通しの修正に加え、年内利下げの可能性についてパウエル議長がどう説明するかにも注目が集まる。



2023年 3月 17日 担当 アノジ

米国、中小型企业株下げ鮮明株価指数が1週間で7%下落

米シリコンバレーバンク（SVB）の経営破綻の余波で、米株式市場で中小型企业の株価が下落している。代表的なラッセル2000株価指数は直近1週間の下落率が7%と、主要銘柄で構成するS&P500種総合株価指数などに比べ大きい。米地方銀行が中小型企业への融資を絞り、経営の自由度が低下する懸念が出ているためだ。企業活動が停滞して景気が減速すると、経営体力が弱い中小型企业は業績への打撃がより大きくなることも意識されている。



ラッセル 2000 は米企業の時価総額で上位 1001~3000 位の銘柄を組み入れ、一般に米国内の売上高比率が高いとされる。15 日の米株式市場で、同指数は前日比 1.7%低い 1745.94 だった。ハイテク銘柄が中心のナスダック株価総合指数（同 0.05%高）、米国を代表する主力株で構成する S&P500（同 0.7%安）に比べ下げが目立つ。

ナスダック指数とラッセル 2000 はともに 23 年初から堅調に推移し、S&P500 を上回る上昇率だった。22 年 12 月の消費者物価指数（CPI）など 1 月以降に発表された経済指標で物価上昇が鈍る兆候が表れ、米連邦準備理事会（FRB）の利上げペースが減速するとの期待が高まった。金利の上昇やそれに伴う景気の落ち込みが避けられるとして、中小型株のほか金利上昇時に下がりやすいハイテク株に資金が流入していた。

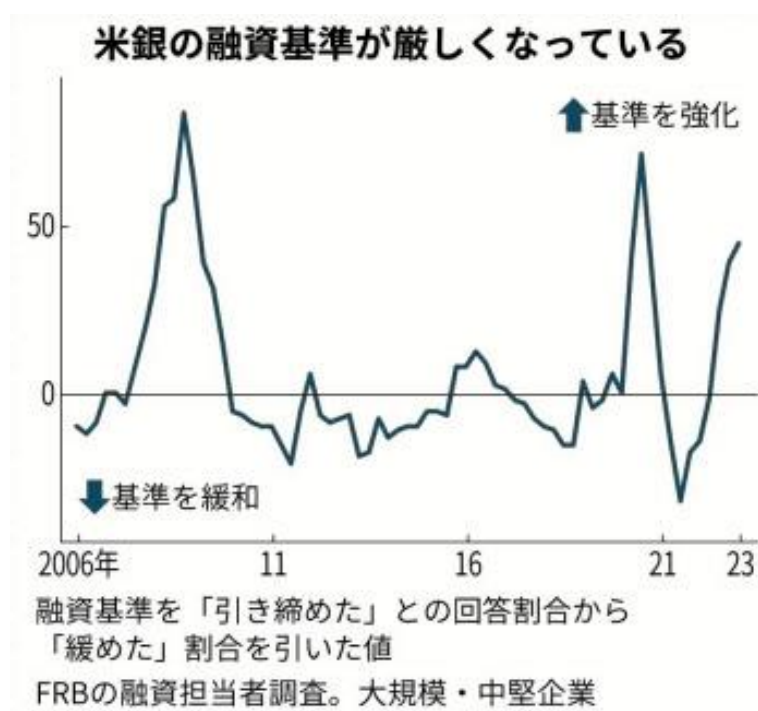
SVB への経営不安が台頭した 8 日以降、中小型企業への懸念が広がった。ラッセル 2000 の 15 日までの下落率は 7.1%に達し、S&P500（2.5%安）、ナスダック指数（1.2%安）を上回った。22 年末と比べたパフォーマンスも、S&P500 を下回った。

SVB 破綻をきっかけに、米地方銀行の経営環境の悪化が浮き彫りになった。利上げに伴い保有債券に含み損が発生している。銀行の融資姿勢が厳しくなると、貸出先である中小型企業は設備投資や採用といった経営の拡大がしにくくなり、業績の低迷を招く懸念が広がる。

企業活動が落ち込めば、景気の減速につながる。米国内での取引が多い中小型企业は、グローバル企業に比べ米経済の悪化の影響を受けやすい。売上高の減少に伴う業績悪化といった打撃も、グローバル企業より大きくなるとの見方が出ている。

米ゴールドマン・サックスは15日、SVB問題を受けて23年10~12月期の米国内総生産（GDP）成長率予想を前年同期比1.2%増と0.3ポイント引き下げた。「中小銀行は預金引き出し対応への流動性を確保するため、貸し出しに慎重になる」ことで、米銀全体の総貸出残高は2.5%（約3000億ドル）縮小するとみる。

ゴールドマンは、貸し出しの減少は0.25%利上げ1~2回分に相当する引き締めの影響をGDP成長率に及ぼすと推計する。



FRB の利上げを背景に、米銀行の融資判断はすでに厳しくなっている。FRB が四半期に一度、融資担当者に実施する調査では大規模・中堅企業を対象する貸し出し基準の指数（厳しくするほどプラス）は1月、プラス44.8と「厳格にした」との回答割合が「緩めた」を大幅に上回った。

新型コロナウイルスの流行で景気が冷え込んでいた、20年7月の調査以来の水準だ。

SVB の破綻をきっかけに、銀行の融資姿勢は一段と厳しくなる可能性がある。

米投資会社アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トーステン・スロック氏は仮にFRBが23年後半に利下げに転じても「中小金融機関のバランスシート修復には今後数四半期かかる」と指摘する。

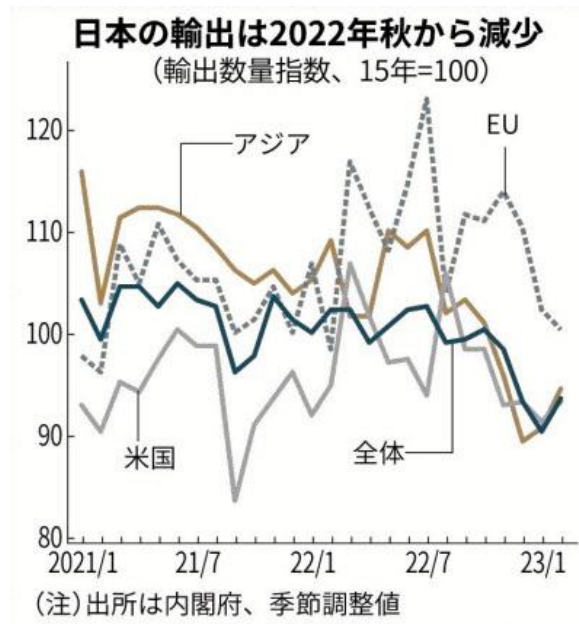
同氏はこれまで、利上げ局面でも米景気が好調さを維持できるという「ノーランディング（無着陸）論」を唱えていた。15日のメモでは「事実が変われば見方も変わる」とし「我々はハードランディング（急激な失速）に向かっている」と姿勢を一変させ、市場の話題を呼んだ。

投資家は、経営体力があるグローバル企業に資金を向け始めた。15日はアルファベットやマイクロソフトがいずれも前日に比べ2%上昇した。「質への逃避」が株式市場でも進む可能性がある。



輸出、外需低迷で減速 貿易赤字 2月 8976 億円

財務省が 16 日発表した 2 月の貿易統計で、貿易赤字は 8976 億円となった。19 カ月連続の赤字で、2 月としては比較可能な 1979 年以降で最大の赤字額だった。輸入の伸びが輸出を上回り、輸出は数量ベースでの落ち込みも目立つ。世界経済の減速を受け、赤字の解消は難航しそうだ。



2 月の貿易統計で、輸入は前年同月比で 8.3% 増の 8 兆 5523 億円だった。石炭や液化天然ガス (LNG) が増えた。前年比で為替レートは 14% の円安となり、ドル建ての原油価格も前年を上回っている。

輸出は米国向けの自動車などが伸び、6.5%増の7兆6547億円だった。全体としては輸入の伸びが上回り、輸出額から輸入額を差し引いた貿易収支は赤字が拡大した。

資源高や円安が一服するなか、赤字の縮小を難しくする要因のひとつが輸出の低迷だ。貿易統計をもとに内閣府が算出する輸出数量指数（季節調整値）は2022年10月をピークに前月比で減少傾向にある。

23年2月は前月比で3.5%上昇となった。1月は中国の春節による休暇で輸出が落ち込んでいた。その反動も出たとみられる。2月の指数は22年10月と比べて6.7%低い水準にとどまっている。

地域別では米国、欧州、アジア向けがいずれも輸出数量で10月と比べて5~10%少なくなっている。前年同月比の品目別では、米国向けは原動機や電算機、欧州向けは自動車部品、中国向けは自動車や半導体電子部品などが落ち込む。

米欧はインフレ対応の利上げで景気の先行きが不透明になっている。中国は新型コロナウイルス禍の混乱の影響が残り、世界的な半導体需要の低迷も輸出にはマイナス要因となる。

第一生命経済研究所の大柴千智氏は「景気が上向き始めている中国向けは持ち直しが期待できるが、米欧の落ち込みで輸出全体も低迷が続く」と予測する。



2023年 3月 17日 担当 アノジ

菜種・大豆油の高騰一服 5%安

加工食品や外食料理などに使う食用油の値上がり圧力が弱まってきた。菜種油の1~3月の大口取引価格は前期（2022年10~12月）比で5%安と、前期の4%安より下げ幅が拡大した。大豆油も2四半期連続で下落した。原料の国際価格の高騰が一服したことに加え、国内の外食需要の回復も鈍いためだ。食用油相場の高騰が収まれば、様々な食品値上げも和らぐ材料になる。

大口取引価格は四半期ごとに、製油各社とマーガリンなどを手がける加工油脂各社が原料相場や為替、需要動向を参考に交渉する。決着した価格は小口の外食店向け（業務用）の油の値段の目安にもなる。

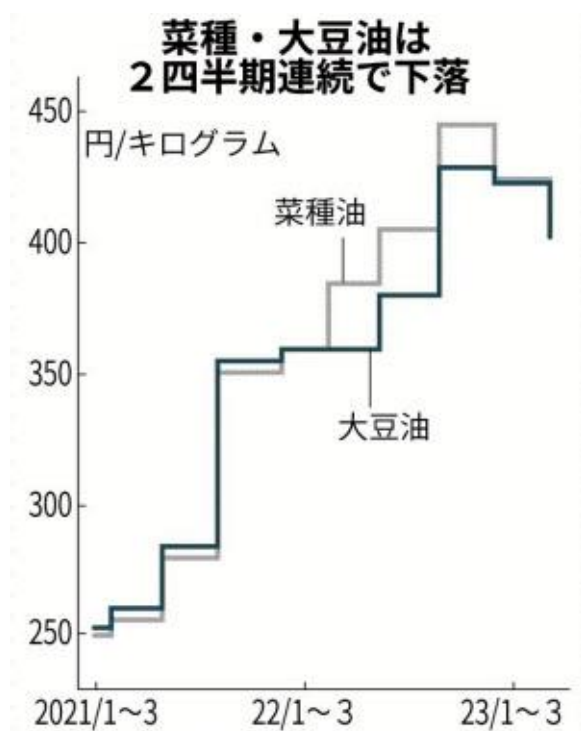
マーガリンなどに使う菜種油の1~3月期の大口価格は1キログラム402円前後と、前期に比べ22.5円安くなった。一部取引ではさらに下がったようだ。値下がりも2四半期連続となった。

原料の調達コストの低下が背景だ。1~3月交渉の参考になった22年10~12月のインターコンチネンタル取引所のウィニペグ菜種先物は、1トン850カナダドル前後で推移した。史上最高値をつけた22年5月の約1200カナダドルと比べ3割安い水準だ。世界最

大の菜種輸出国カナダの 22～23 年度の生産量が、高温などで不作だった 21～22 年度を上回る見通しで、需給緩和が意識された。

製油各社は菜種の大半を輸入に頼っている。交渉期間中の為替相場が円高方向に触れたことも、菜種の輸入コストをやや軽くした。

もうひとつの背景が菜種油在庫の増加だ。製油各社は原料を絞って食用油を作り、残りをミールとして家畜のエサ向けに供給している。ミールの販売は比較的底堅く、結果として油の生産が続いた。一方、マーガリンなどの国内需要は鈍い。日本マーガリン工業会（東京・中央）によると、マーガリンの 22 年 10～12 月の生産量は前年同期を 5% 下回った。マヨネーズやドレッシングも不振だった。新型コロナウイルス禍からの経済活動の再開が進んでも、外食向け需要の戻りはなお途上だ。



農林水産省によると、22年12月末の菜種油在庫量は前年同月末に比べ約7割増となる約4万7900トンに膨らんだ。在庫の増加を背景に、需要家側が求めた値下げ要請に製油会社が応じた。

菜種油と用途が重なる大豆油の1~3月の大口価格も前期比20円（5%）安の1キログラム402円前後で決着した。高値の菜種油から「マーガリンなどに混ぜる大豆油の割合を増やす」（加工油脂会社）動きもあったが、需要は総じて振るわない。大豆油の在庫量も22年12月末時点で前年同月末比8%増の約3万2200トンにかさんだ。

原料の大豆も、国際指標の米シカゴ商品取引所の先物価格が22年12月下旬時点で1ブッシェル15ドル程度。17ドル台後半だった22年6月の水準からは下がった。シカゴ大豆油相場も軟調だった。

製油各社は4~6月の菜種油などの大口価格について、1~3月と同水準を需要家に提示する構えのようだ。しかし需要家は一段の下げを求めそうだ。

大口取引価格の下げ決着に対し、主に個別の外食店などに提供する一斗缶の価格は3月上旬時点で、菜種油、大豆油とも1缶（16.5キログラム）当たり7200円前後と前月から横ばい。ただ「相対取引の現場では200~300円ほど低い品も出回り始めている」（都内の問屋）。

在庫の重さから製油各社の売り姿勢が強まっているようだ。外食の停滞が長引けば、一斗缶の価格も先安観が強まってくるとみられる。



2023年 3月 17日 担当 アノジ

食用油下落、食品値上げの緩和材料に

コロナ禍やウクライナ危機に伴う世界の資源高を背景に、国内の食用油相場も値上がりが続いていた。製油大手は21年以降、大口取引価格の引き上げとともに、業務用や家庭用の菜種油など汎用油について計6回の値上げを表明。スーパーなどの店頭価格も上昇した。

様々な加工食品や外食料理に使われる食用油が先行的に値上がりしたことは、ほかの多くの食品値上げラッシュの一因にもなってきた。

食用油相場の高騰の一服は、こうした値上げラッシュにとっては緩和材料となる。もちろん加工食品などのコストのうち、食用油の占める割合は限られる。実際、食用油を使う食品でも、キューピーや味の素が鶏卵価格などの高騰を理由に4月からのマヨネーズの値上げを打ち出すといった動きはある。店頭価格への浸透も続く見通しだ。

食用油も依然高値だが、値下がり基調がどう進み、食品産業や外食産業がどう受け止めるか。今後の食品値上げの方向感も占う。