



セントラル・バンク・ ウォッチャー 雲行きの変化

- FRB: テーパリングに向けた慎重な歩み
- ECB: 金利のガイダンスから量的緩和のガイダンスへ
- 中国銀行: 的を絞った緩和の是非
- 日本銀行: サステナビリティの導入

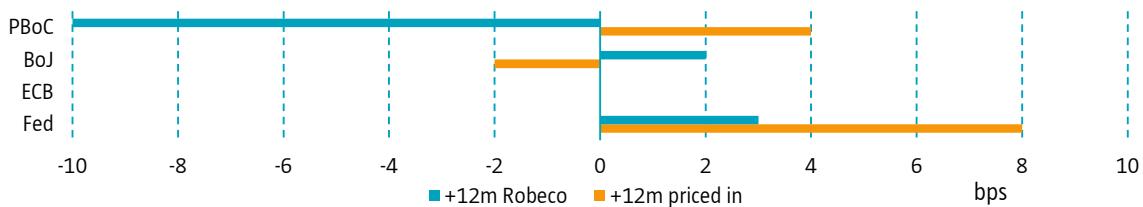
新型コロナウイルスのデルタ株の世界的拡大が続くなかで、各国の金融政策対応には顕著な違いが見受けられます。ロックダウンが再び適用されたニュージーランドでは、準備銀行(RBNZ)は予定された利上げを見送りましたが、ロベコでは年内には利上げが実行されると予想しています。一方、韓国銀行は、デルタ株が拡大するなかでも、予定通り8月に利上げを実行しました。中東欧と中南米においても、複数の中央銀行が利上げサイクルに着手しています。4大中央銀行の中でも、政策のアプローチには違いが見受けられます。中国では、感染拡大の再燃と不動産セクターに対する従来の引き締め政策の影響が経済成長に及んだため、中国銀行は金融緩和によって対応しています。一方、ECBと日本銀行に関しては、足元でECB高官の発言がメディアの注目を集めているものの、金融政策変更に関する重要な決定が発表されるのは年末近くになるとみられます。感染者数の急増に見舞われる米国においても、FRBは年内にテーパリング(量的緩和の縮小)を開始する意向を示しています。

Article
機関投資家向け
2021年8月

ロベコ・グローバル債券マクロ・チーム
Martin van Vliet
Rikkert Scholten
Bob Stoutjesdijk

今回のセントラル・バンク・ウォッチャーでは、中央銀行のサステナビリティに関する政策にも注目しました。雲行きが変わりつつあるのは、金融政策に限られた話ではないようです。

政策金利見通し



出所:ブルームバーグ、ロベコ、金利市場の先物とフォワードから推計する 12か月の政策金利

米連邦準備制度理事会(FRB): テーパリングに向けた慎重な歩み

- FRBは年内にテーパリングを開始する構え
- FOMC委員の利上げ開始に関するコミュニケーション管理が次の課題に
- 金利上昇に備えたポジショニングがコンセンサスであり、上昇余地は限定される見通し

テーパリング計画は順調

FOMC委員の間には、年内のテーパリング開始を強く支持する声が存在しています。その根拠としては、ジャクソンホール会合におけるパウエル議長の発言、7月のFOMC議事録、FOMC委員による最近の発言が挙げられます。ロベコでは、FRBは9月にもテーパリング開始を予告すると予想しています。正式な発表と詳細の提示については、11月のFOMCになる可能性があります。テーパリングを「確定」させるために、8月の雇用統計が堅調な水準(80万人程度)になると市場は期待するとみられます。8~10月の雇用の伸びが大幅に減速(40万人未満)した場合には、テーパリングの発表が延期されることも考えられますが、おそらく方向性が変わることはないでしょう。また、新型コロナウィルスの動向が綿密な計画を狂わせる可能性があることも事実ですが、FRBの発言を見る限り、経済情勢が大幅に悪化しない限りはテーパリング再考という展開にはならないでしょう。

What is priced in for the Fed, versus our expectation						
	Effective Fed funds rate	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22
Change implied by FF Futures (bps)	0.09	-1	-1	-1	2	8
Our probably-weighted expectation (bps)	0	0	0	0	0	3
Our central scenario (bps)	0	0	0	0	0	0

出所:ブルームバーグ、ロベコ

次のステップは利上げ期待の管理

年内のテーパリング開始が基本シナリオになったことを受けて、パウエル議長の次なる課題は、初回の利上げのタイミングに関するコミュニケーションとセントチメントの管理にシフトする見通しです。議長はこの課題を認識した上で、ジャクソンホール会合の講演の中で「資産買い入れ縮小のタイミングとペースには、利上げ開始のタイミングに関するシグナルを直接的ににじませる意図はない」というメッセージを発しました。もっとも、経験上、市場が異なる見解を形成することは考えられます。利上げの見通しが現実的なものとなれば、短期ゾーンの金利のボラティリティは上昇する可能性があります。短期ゾーンに「ミニ・サイクル」を形成させないためにも、17名のFOMC委員には慎重にコミュニケーションを図る必要が生じるでしょう。投資家の立場では、FRBからのコミュニケーションを吟味することが、(これまで以上に)重要になるでしょう。

FOMC 委員の中ではクラリダ副議長の影響力が大きいため、初回の利上げのタイミングに関する同副議長の最近のガイダンスに注目する価値がありそうです。8月4日の講演では、「インフレと失業の見通しが実現した場合、FF金利の目標レンジを引き上げるために必要な3つの条件は、2022年末までに満たされる」と想定している」と述べています。

これは早いタイミングと言えるでしょう。ロベコでは2023年第2四半期になる公算が大きいと見ていますが、シグナルは重要な意味を持ちます。おそらくFRBは、初回の利上げのタイミングに関して一定の柔軟性を確保したいと考えています。大方の委員は足元のインフレ上昇が概ね一過性のものだと考えていますが、インフレ圧力が残存する可能性は不透明であるとも指摘しています。このような状況において、テーパリングを早期に開始した上で、2022年第4四半期の早い時期までに完了させることは難しくないでしょう。縮小ペースを緩めることは常に可能ですが、開始時期を遅らせた場合、プロセスの加速を強いられる恐れがあります。その場合、市場において、FRBは「後手に回っている」と評価される可能性があります。また、ロベコでは、米国債と住宅ローン担保証券(MBS)の買い入れは比例配分的に縮小されると予想しています。

USTs	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	0.22	0.61	18	-22
5yr	0.79	1.15	29	13
10yr	1.30	1.55	20	11
30yr	1.92	2.00	9	6

* for a 1pd position over 12 months

出所:ブルームバーグ、ロベコ

より伝統的なイールドカーブの反応

6月のFOMC以降、FRBは2%のインフレ目標の上振れをある程度は容認するものの、目標を大幅にかつ持続的に超えるインフレの上昇は容認しない、というメッセージを発してきましたが、クラリダ副議長の発言によってこの点が確認されました。また、このように伝統的な政策対応に対して、イールドカーブも従来通りの動きを示すとみられます。実際、6月以降のフラットニングは、FRBの政策転換の青写真と整合的な動きでした。また、フラットニングと長期金利の大幅な低下は、長期ゾーンの大規模なデュレーション・アンダーウェイトのポジショニングに後押しされた可能性があります。修正という形で金利水準が低下した後に、イールドカーブが再びステイピングする余地は残されていますが、そのような動きは、予想される長期的なフラットニング・トレンドにおいて一時的な振り戻しと捉えられるでしょう。さらなるフラットニングの余地を検討するに際して、実質金利(10年物物価連動国債の水準で-1.1%)が昨年7月の水準から不变であることを指摘したいと思います。2013年のテーパリングの事例では、10年物物価連動国債の利回りが1.7%に上昇する一方で、ブレークイーン・インフレ率は0.6%に低下しました。今回、実質金利が小動きにとどまっていることは、インフレ上振れの阻止を企図するFRBの姿勢が、市場において完全には信任を得ていないことを示唆しています。2~5年に関しては、当面の間、2013~2015年の青写真が示唆するよりも保守的な目標を設定するべきでしょう。

金利の想定レンジに対する意味合い

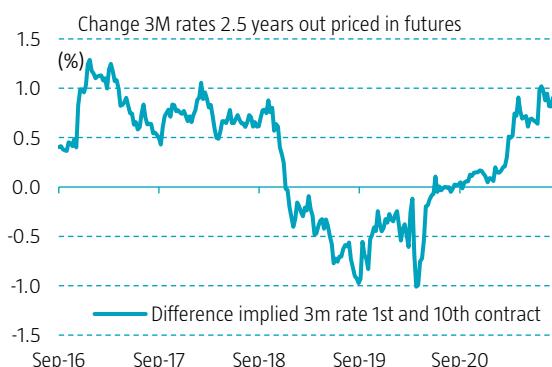
長期金利は60bp低下したものの、市場では引き続き金利上昇に備えたポジショニングが中心であることを、ロベコ独自のポジショニング分析の結果は示しています。したがって、長期金利が6月に達した水準まで戻すことは困難になると予想されます。一方、2~5年ゾーンについてはそれほど困難ではなく、年内にも従来の水準を更新するとみられます。また、米国債の発行額は大幅に減少する見通しであり、予想されるFRBによるテーパリングの影響が相殺されることにも留意する必要があります。想定レンジの下限に関しては、前回のセントラル・バンク・ウォッチャーで示した水準を据え置きます。2年先の政策金利として織り込まれた水準と、10年債利回りに対応するイールドカーブのスプレッドを結び付けると、レンジの下限は1.1%近辺となります。これは、7~8月に確認された水準と一致します。5年債利回りについて同様の推計を行ったところ、アンダーウェイト・ポジションに魅力が生じる水準は0.7%近辺となりました。一方、2年ゾーンに関しては、0.2%未満の水準でショート・ポジションの積み増しを検討したいと考えます。

FRB と気候政策

気候変動に関しては、FRB は ECB や日本銀行(次頁以降参照)とは異なるスタンスを採用しています。経済と金融システムに与える影響について研究することにコミットしつつも、政策において積極的なアプローチを採用する可能性は低いようです。とは言え、このテーマに関連するプレッシャーも強まりつつあります。ジャクソンホール会合の開催に合わせて、気候変動防止のデモが予定されていましたが、会合がバーチャル・イベントに切り替わったため、デモも予定変更となりました。

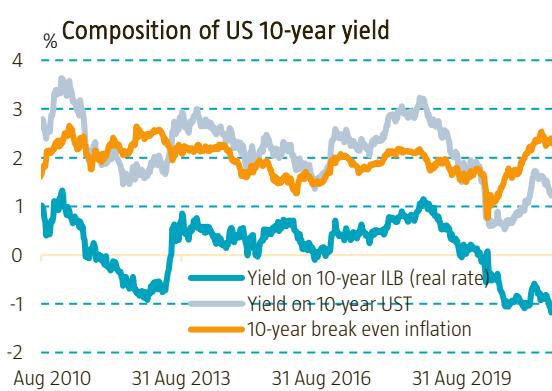
経済活動の再開を背景に第 2 四半期に強まった経済のモメンタムは、足元では横ばいとなりました。インフレ期待も同様のパターンをたどっています。利上げ期待は 6 月のピークに近い水準です。

図表 1. 金利見通しは 6 月のピークに近い



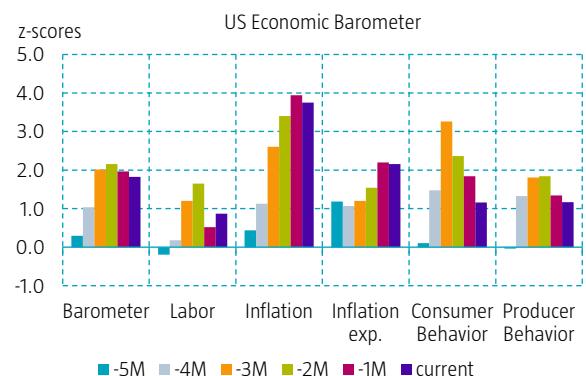
出所:ブルームバーグ、ロベコ

図表 3. 実質利回りは低水準で推移



出所:ブルームバーグ、ロベコ

図表 2. バロメータ指数はピークを過ぎ安定



出所:ブルームバーグ、ロベコ

図表 4. フォワード・インフレ率は高水準で推移



出所:ブルームバーグ、ロベコ

欧州中央銀行(ECB): 金利のガイダンスから量的緩和のガイダンスへ

- ECB の政策金利に関するフォワード・ガイダンスの変更により、再び PEPP に脚光
- 量的緩和の拡大見込みが強まったものの、年末近くまでは決定されない見通し
- ドイツ国債の利回り低下の反転には、米金利の上昇と PEPP のペースダウンが必要

再び PEPP に注目が集まる

7 月 22 日の ECB 理事会のポイントは、政策金利に関するフォワード・ガイダンスと新しい 2% のインフレ目標および金融戦略の整合性を確保することに尽きるでしょう。ECB の「パンデミック緊急購入プログラム (PEPP)」

の先行きについては、議論されなかったようです。最近、チーフエコノミストのレーン理事が詳細に説明したように、利上げを実現させるには 3 つの条件が整う必要があります。第 1 に、ECB の予測期間の終点よりも「十分早い時期」に、期待インフレ率が 2% に達する必要があります。「十分早い時期」とは、予測期間の半ば(1~1.5 年後)を指すとみられます。第 2 に、期待インフレ率は「予測期間の残りの期間を通して安定的」に 2% を維持する必要があります。第 3 に、「基調的な」インフレ率が政策目標に十分近付く必要があります。これらはいずれも、「インフレ率が目標をやや上回って推移する移行期間を示唆する可能性」があります。ECB はストラテジー・レビューにおいて FRB 型の「平均インフレ目標(AIT)」政策の採用には消極的でしたが、時期尚早な形での利上げに否定的であることも明白です。

7 月の理事会後に、ユーロ圏諸国の借り入れコスト(GDP 加重)はインフレ調整後ベースで最も低い水準を更新しました(図表 1)。これは資金調達環境の好転を示唆するため、理事会のハト派にとっては好材料になるでしょう。このため、年末にかけて新規発行額が減少することや、保有残高が既に高水準に達していること(図表 2)を合わせて考えると、第 4 四半期を通じて PEPP の増額(ネットで月平均 800 億ユーロ程度)を継続する必要性が低下したと主張することも可能でしょう。とは言え、欧州全域におけるデルタ株の感染拡大やワクチンの効果低減の影響を踏まえると、市場の関心は、第 4 四半期の正確な買い入れペースよりも、現時点では「少なくとも 2022 年 3 月末まで」とされる PEPP に基づくネット買い入れの先行きに集まることになるでしょう。

この点については 9 月の政策理事会で議論される可能性がありますが、年末近くまでは PEPP の期限(現時点では「少なくとも 2022 年第 1 四半期末まで」とされる)が正式に決定されることはない予想しています。このため、当面は、PEPP の総額は 1 兆 8,500 億ユーロから増額されることなく、2022 年半ばまでに段階的に終了するという基本シナリオを据え置くことにします。この時期は、ECB が CSPP の下での社債買い入れの配分において、明示的に気候変動基準を採用し始める時期と重なります。その一方で、PEPP が(予防的に)拡大される可能性や、段階的終了時に「資産買い入れプログラム(APP)」の月間買い入れ額が一時的に増額される可能性が高まったことも、認識しています。実際、レーン理事は「債券全体のネット供給額と APP の金額を切り離して考えることはできない」として、後者の可能性を明確に指摘しています。債券全体のネット供給額は、来年もパンデミック危機前の水準を上回る見通しです。

いずれにしても、政策金利引き上げの条件が近い将来に整う可能性は低いようです。実際、総合インフレ率が年末近くに 3% の水準まで上昇するシナリオは幅広く認識されていますが、反対に、2022 年にはインフレ目標を大幅に下回る水準まで低下する見通しです。このためロベコでは、今後 2 年以内に利上げが実施される確率は低いという市場の見方に賛同しています。

What is priced in for the ECB versus our expectations

	-0.50	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22
ECB deposit facility rate	-0.50	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22
Change implied by OIS (bps)	0	0	-1	-1	0	0
Our probability-weighted expectation (bps)	-1	-1	-1	0	0	0
Our central scenario (bps)	0	0	0	0	0	0

出所:ブルームバーグ、ロベコ

DBR curve	Spot yield	12m Fwd	Carry* (bp)
2y	-0.73	-0.82	-8
5y	-0.71	-0.68	2
10y	-0.43	-0.33	10
30y	0.04	0.08	5

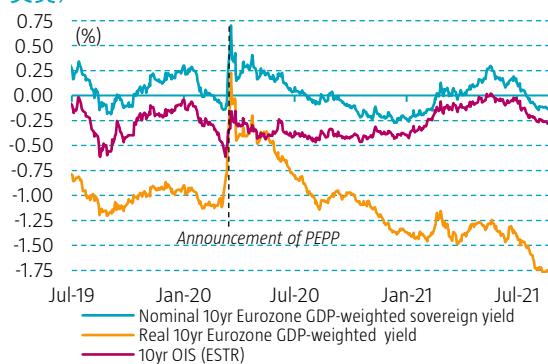
* for a 1pd position over 12 months

出所:ブルームバーグ、ロベコ

ドイツ国債利回りの低下が反転するには米金利の上昇とPEPPのペースダウンが必要

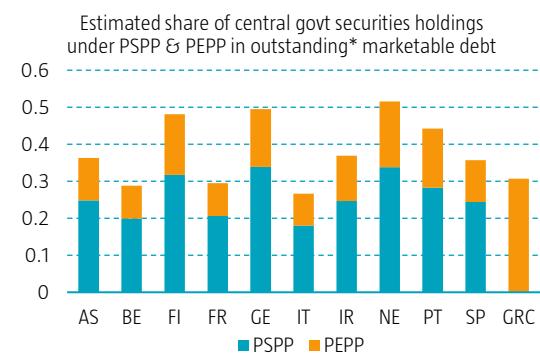
- ドイツ10年債利回りがプラスに転じる期待は夏季休暇中にさらに後退し、7月末から8月初旬にかけては-0.50%近辺まで低下しました。その要因としては、欧州全域におけるデルタ株の感染拡大を背景に(市場において)経済成長とインフレの見通しがさらに下方修正されたこと、(前頁で論じたように)政策金利に関するECBのフォワード・ガイダンスの強化が認識されたこと、ユーロ圏国債の発行ペースが鈍化するなかECBの買い入れが拡大する状況において、ターム・プレミアムが縮小したことが挙げられます(図表3)。ターム・プレミアムの縮小は、ドイツ国債のスワップ・スプレッドがネットで拡大したことにも反映されています。
- 今夏の上昇相場において、ドイツではイールドカーブのフラットニングがさらに進みました。2年/5年のスプレッドは、ロベコが良好なリスク・リターン評価を踏まえてステークナーを推奨した水準(4bp)を下回りました。
- 全体的な金利水準の見通しに関連して、最近のターム・プレミアムの縮小が全面的に反転するには、第4四半期以降のPEPPによるネット月間買い入れ額の減少と米金利の上昇が必要になる見通しです。同時に、ECBが新たなフォワード・ガイダンスを提示したことによって、今後2年間に利上げが市場価格に織り込まれる余地は限定されるとみられます。このため、この先数カ月間については、ドイツ10年債利回りはせいぜい-0.25%/-0.20%近辺までの上昇にとどまるでしょう。
- 一方、(FRBによる)テーパリングの影響、リフレ・トレードのさらなる縮小に起因して、ユーロ圏のブレークイープン・インフレ率には下押し圧力がかかる可能性はありますが、ユーロ圏の総合インフレ率上昇に関する不透明感が払拭されることや、バリュエーション格差の存在を考慮すると、ユーロ圏のブレークイープン・インフレ率は米英を上回る見通しです。この先、ドイツ国債のイールドカーブとスワップ・スプレッドは、明確な方向感を維持すると予想しています。

図表1. ユーロ圏の10年国債利回り(GDP加重、名目および実質)



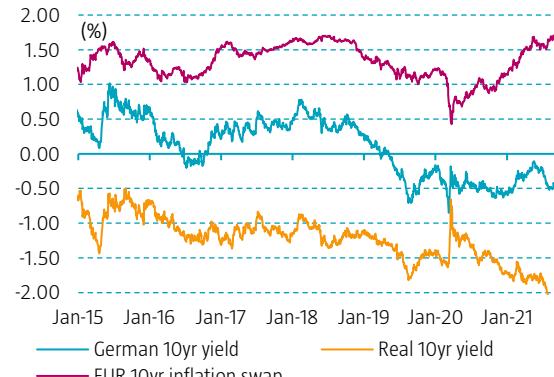
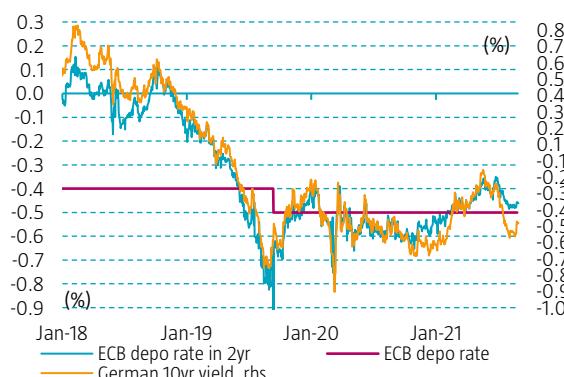
出所:ブルームバーグ、ロベコ

図表1. 2021年7月のECBの推定市場シェア



出所:ブルームバーグ、ロベコ *短期/長期国債発行残高に占めるPEPPによる保有残高の比率; 長期国債発行残高に占めるPSPPによる保有残高の比率

図表3. ECBによる直近の利上げ時とドイツ10年国債利回り 図表4.ドイツ10年国債利回り(名目および実質)



中国人民銀行: 的を絞った緩和の是非

- 金融当局は経済成長の下振れリスクを強く意識するように
- 与信に関する窓口指導との的を絞った銀行預金準備率の追加的引き下げだけでは不足する可能性も
- 特に長期的な時間軸において、中国国債に対する前向きな評価を維持

中国人民銀行は与信成長の安定化を公約するとともに、的を絞った追加緩和に言及

最近の地方都市における感染の急拡大は、ワクチン接種が進むなかでも、「ゼロ・トレランス」政策の下で、新型コロナウイルスが経済活動に大きな打撃を与えることを思い起こす契機となりました。影響の全体像は、8月の経済活動指標に反映される見通しです。最近の感染拡大再燃の最悪期は過ぎたようですが、ワクチンの効果低減を一因として集団免疫が近い将来に獲得される目処が立たないことから、感染拡大は今回が最後ではないと想定することが肝要でしょう。同時に、不動産セクターに対する従来の引き締め政策と、与信成長を人為的に抑制した影響が、この先数四半期において中国の経済成長を下押しする公算が大きいでしょう(次頁の経済パロメータ指数の項を参照)。

政策当局もこの点を強く意識するようになり、金融システムの不安定化リスク抑制を目的とする債務削減の取り組みを進めるなかで、低成長を容認する姿勢は強まっているものの、マクロ経済政策スタンスの緩和を決定しました。具体的には、インフラ投資の下支えを目的とする地方債の前倒し発行といった財政政策の緩和と、金融・信用緩和が実行されることになります。実際、中国人民銀行は最近の民間銀行との会合において、「与信成長の安定化」と新型コロナウイルスの影響を受けた中小企業に対する資金調達コストの引き下げを要請しています。また、銀行預金準備率(RRR)の的を絞った引き下げなどを通じて、郊外地域を追加的に支援する姿勢を示しました。これは、7月に決定されたRRRの全面的な引き下げに続く政策です。

しかしロベコでは、基調的なインフレ圧力が脆弱な状況において、これらの政策が経済成長の下方トレンドを反転させるために十分であるとは確信していません。このため、中国人民銀行は追加的な対応を迫られる可能性が高いとの見方を据え置きます。実際、銀行融資の金利決定の基準となるローン・プライム・レート(LPR)の引き下げも求められるでしょう。また、銀行の利ざや縮小を避けるため、中期貸出制度(MLF)の1年金利(2.95%)と人民銀行の7日物リバース・レポ金利(2.20%)を含む、政策金利のコリドーの引き下げも必要になるかもしれません。対照的に、金融市場では、この先数四半期において短期市場金利が上昇する方向性が意識されているようです(以下の図表参照)。

What is priced in for the PBoC versus our expectations

PBoC 7-day reverse repo	2.20	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22
Change implied by forwards (bps)		2	-1	1	2	4
Our probability-weighted expectation (bps)		-2	-4	-10	-10	-10
Our central scenario (bps)	0	0	-5	-5	-5	-5

出所:ブルームバーグ、ロベコ

そのようななかでも、市場が政策見通しを評価し直したことを受け、中国国債の利回りは低下傾向にあり、7月末以降、10年債利回りは2.80～2.95%のレンジで推移しています。この先数カ月間については、2022年に向けて「与信推進力(クレジットインパルス)」をプラス圏内に戻すために、債券の供給が増加する見通しを考慮する必要があります。このため短期的には、政策金利が引き下げられない限り、利上げ見通しの完全な後退を背景とする10年債利回りの低下は、せいぜい2.70～2.75%のレンジまでにとどまると思われます。

ロベコでは中長期的な観点から、とりわけ他の市場におけるポジションとの組合せとして、中国国債の(戦略的な)ロング・ポジションを引き続き選好しています。潜在的な売り圧力が抑制されていることに加えて、全般に高水準の債務残高や人口構成の見通しを背景に、政策金利の均衡点が低下するとの見方を踏まえての判断です。また、(オフショア)クレジット市場のストレスが短期金融市場に波及する結果生じる潜在的な金利上昇圧力に対して、オフショアのノンデリバラブル金利スワップ(NDIRS)市場は国債市場よりも脆弱であると引き続き考えています。NDIRSは固定金利方式の7日物銀行間市場レポレートと連動していますが、同レポレートにノンバンクの金融機関のレートが含まれていることも、脆弱性の一因と考えられます。

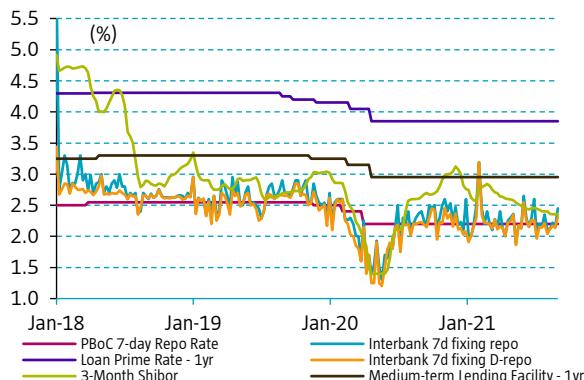
CGB curve	Spot	12m Fw
2yr	2.46	2.74
5yr	2.67	2.93
10yr	2.85	3.07

出所:ブルームバーグ、ロベコ

経済パロメータ指數は景気の減速を裏付ける

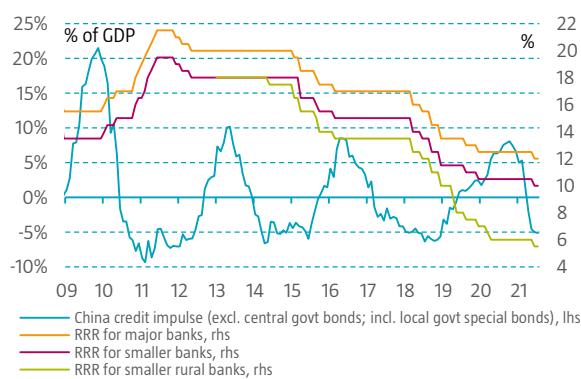
- 中国の経済パロメータ指數は6月までは回復基調にありましたが、その後は悪化に転じています。これまでも、与信推進力の指標とマネーサプライ(M2)の伸びから構成される「貸し出し状況」のZスコアの悪化が、景気減速リスクを示唆してきましたが、同スコアは最近では低い水準で安定しています。周知のように、最近では、地方都市における新型コロナウイルスの感染拡大と洪水に伴う混乱が、景気の減速傾向をさらに強めています。
- その他の構成要素に注目すると、「生産者行動」のZスコアは引き続き相対的には高い水準にあるものの、鉄道貨物輸送量、鉱工業生産、工業用金属価格の伸び悩み、PMI新規受注指數の悪化を主な要因として、8月には50未満の水準へと低下しています。また、PMI雇用指數は反発したものの、自動車および小売り全般の販売低迷、(家計の貯蓄預金残高に対する当座預金残高の割合を示した)限界消費性向の指標の低迷を受けて、「消費者行動」はさらに大幅に悪化しています。
- 生産者物価指數(PPI)の上昇とコアインフレ率のさらなる正常化が、製造業PMI投入価格指數とサービス業PMI産出価格指數の下落を相殺したことを受け、「インフレ率」のZスコアはプラス圏内にとどまっています。全般に基調的なインフレ圧力が抑制されているため、中央銀行にとって、経済成長の下振れリスクに対応することが可能な状況にあります。

図表1. 代表的な政策金利および短期金利



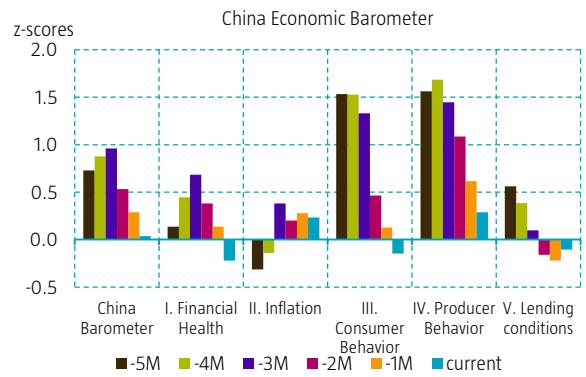
出所:ブルームバーグ、ロベコ

図表3. 銀行の預金準備率とクレジットインパルス



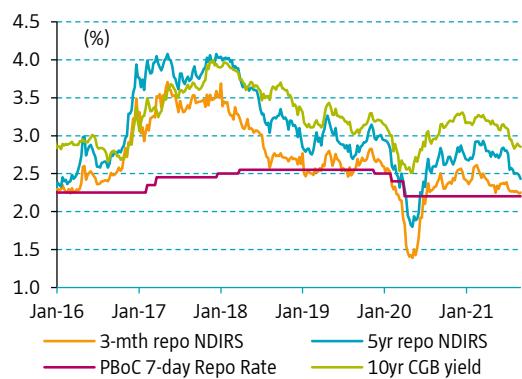
出所:ブルームバーグ、ロベコ

図表2. パロメータ指数は回復から反転



出所:ブルームバーグ、ロベコ

図表4. 代表的な短期金利および長期金利



出所:ブルームバーグ、ロベコ

日本銀行: サステナビリティの導入

- ・ 気候変動政策の導入
- ・ インフレに与える影響は限定的
- ・ 待たれる経済活動の再開

気候変動政策の導入

主要国においては、気候変動への対応が喫緊の課題となっています。国際金融の世界では、金融安定理事会(FSB)がイニシアティブをとる形で、多くの中央銀行と金融当局が金融システムの安定を目指して気候関連の政策を拡大してきました。最近では、先進国の多くの中央銀行が気候変動対応を金融政策の枠組みに取り入れていますが、現時点では限定的な動きにとどまっています。日銀も気候変動対応の採用を表明した中央銀行の1つですが、他の政策当局と比べると、政策のアプローチと手段は具体的なものであり、大きな影響力を持つ可能性があります。今回、金融機関の投融資を後押しする新しい資金供給制度の骨子案が公表されました。これには、グリーンローン/ボンド、サステナビリティ・リンク・ローン/ボンド、トランジション・ファイナンスが含まれます。グリーンボンドの買い入れのみを採用した先進国市場の他の中央銀行とは、この点において異なります。貸付利率はゼロとされ、制度利用のインセンティブを与えるため、供給残高の2倍が日銀当座預金のマクロ加算残高に追加されることになります(預本金利は現行のマイナス金利(-0.10%)ではなく0%)。これにより、ロベコが従来からセントラル・バンク・ウォッチャーにおいて指摘してきた、マイナス金利が銀行の収益性に与える影響が緩和されることになり、銀行にとっては関連融資を行う追加的なインセンティブが生まれます。この制度は2021年第4四半期にスタートし、2031年3月末まで実施される予定です。

インフレに与える影響は限定的

気候変動は、中長期的に経済、物価、金融システムの安定に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。日銀は、気候問題に対する金融政策対応によって、悪影響を抑制できると考えています。このような政策対応は、物価の変動を相殺するため需要サイドの管理を目指した伝統的な金融政策の考え方とは、必ずしも整合的ではありません。気候変動の視点を取り入れ、供給サイドの変数を目標に設定することは、伝統的な金融政策の考え方とは矛盾するものです。とは言え、金融政策を用いて市場の失敗に対応し、気候変動リスクに対処することによって、金融システムの不安定性や経済・物価に対する悪影響を緩和することは可能であるとの主張にも、妥当性があります。このような対応は、金融機関や一般企業に気候変動リスクへの対応を促すことによって、市場の中立性に寄与するものとして、正当化できると考えられます。

What is priced in for the BoJ, versus our expectation

	-0.10	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22
Policy balance rate	-0.10	Sep-21	Dec-21	Mar-22	Jun-22	Sep-22
Change implied by futures (bps)	0	0	0	0	0	-1
Our probability-weighted expectation (bps)	0	0	1	2	4	
Our central scenario (bps)	0	0	0	0	0	

出所：ブルームバーグ、ロベコ

日銀はこの制度を早期に導入し、市場中立的なアプローチを採用する構えです。タクソノミーの問題を避けるために、グリーンボンドを自ら直接買い入れることはせず、気候変動リスクに対処する投融資の選択を資金供給先の金融機関の裁量に委ねています。このような制度設計によって、迅速な導入が可能になると同時に、この取り組みに関する一定の情報開示を求めて、規律が担保されることになります。制度の大枠は、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)などの FSB による規制の枠組がベースになります。グリーンウォッシングのリスクは残りますが、民間セクターの気候変動リスクに対する取り組みを促す日銀のアプローチには賛同したいと思います。

ロベコでは、気候変動の影響緩和において、金融政策が果たす役割は限定的であると考えています。諸政策(税制、助成金、規制など)の効果が発揮されやすいのは、金融システムの不安定化や市場の失敗といった問題に対してですが、それでも、日銀の政策は企業が気候変動リスクに対応する動きを後押しする可能性があると考えています。日銀は気候変動問題をマクロ経済の安定性に対するリスク要因と捉えていますが、一方で、近い将来にインフレ率を2%の物価安定目標へと引き上げる試みにおいて、今回の措置が効果的であるかどうかは疑問です。もっとも、このテーマに関する世界的なトレンドや日銀が追加的な政策を講じる可能性については、先入観を持たずに入注目しています。企業が気候変動リスクに対処せず、経済や物価に悪影響が及ぶリスクを抑制する上で、日銀の政策は効果を発揮する可能性があると考えています。

待たれる経済活動の再開

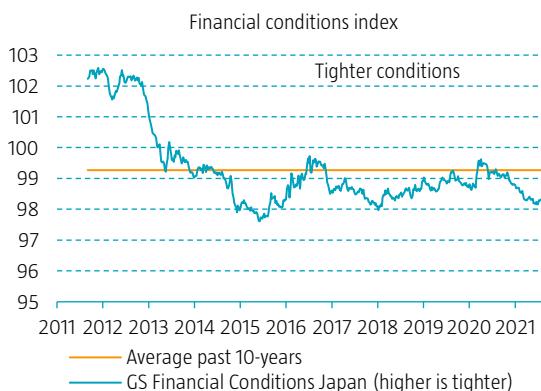
景気動向に関しては、日本は非常に興味深い状況にあります。本稿の執筆時点において、日本のワクチン接種のペースは世界最速であり、接種率は数週間以内に他の主要先進諸国に肩を並べる見通しです。日本政府は今後、2四半期にわたって適用されてきた緊急事態措置やロックダウンに類する措置を緩和し、特にサービス業において経済活動の再開を図ると予想しています。その結果、第3、第4四半期の経済成長率は底上げされる見通しです。いずれにしても、第2、第3四半期の経済成長率は、製造業の底堅さを背景に非常に堅調に推移しています。サービス業の活動が再開するタイミングは、ワクチン接種の状況に依存しています。オリンピック/パラリンピックの影響により、新規感染者数は高水準で推移していますが、9月には増加ペースが落ち着くと予想しています。第4四半期にはサービス業、製造業とも非常に堅調なパフォーマンスが見込まれるため、日銀は「イールドカーブ・コントロール(YCC)」の部分的な修正を図り、10年国債利回りの変動幅を10~20bp程度広げることで自由度を高める可能性があるとみています。また、10年未満の買い入れに重点を置くことによって、30年ゾーンを中心にイールドカーブをステークピング方向に誘導する方針を維持すると予想しています。その結果、30年ゾーンについて、国内の金融セクターは待望のリスク・プレミアムを享受することになります。さらに、金利変動幅の拡大と買い入れ年限の10年未満へのシフトが実現した場合、30年国債利回りが95bps近辺まで上昇することも十分考えられます。

JGB Curve	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	-0.14	-0.13	-6.9	-7.1
5yr	-0.12	-0.12	-1.3	-1.4
10yr	0.02	0.10	6.0	6.0
30yr	0.64	0.69	4.8	4.7

* for a 1pd position over 12 months

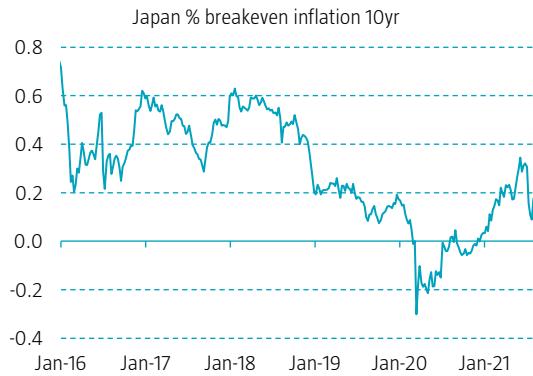
出所:ブルームバーグ、ロベコ

図表1. 資金繰り環境は緩和傾向



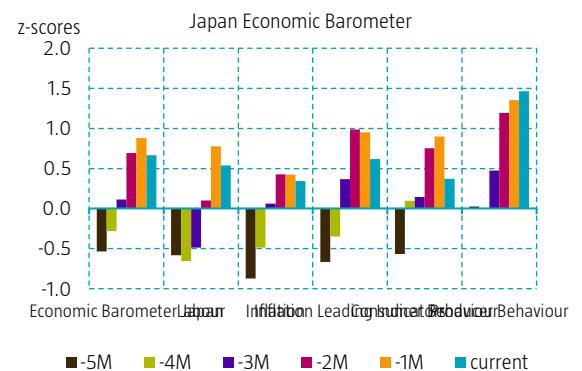
出所:ゴールドマンサックス、ブルームバーグ

図表3. ブレークイーブン・インフレ率の改善



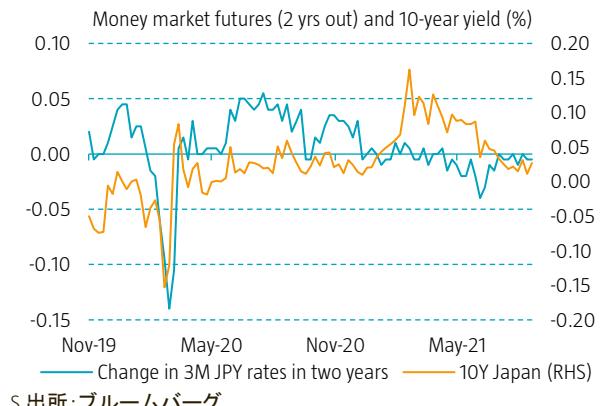
出所:ブルームバーグ

図表2. 景気回復



出所:ブルームバーグ、ロベコ

図表4. 市場では短期金利は2年後も横ばいとの見方



出所:ブルームバーグ

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等： ロベコ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2780 号
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会