

セントラル・バンク・ ウォッチャー 注目の広がり

Sustainable Investing Expertise by
ROBECOSAM

- FRB: 利上げのペースを模索
- ECB: 賽は投げられた
- 中国人民銀行: 利下げを求める声に抵抗
- 日本銀行: 大規模な政策変更は想定外

ロベコは 3 月に公表した「セントラル・バンク・ウォッチャー」において、債券市場では、足元のロシアによるウクライナへの軍事侵攻とサプライチェーンの混乱に関連したショックを吸収する中で、「スタグフレーション（'stagflation'）」に関して「景気停滞（'stag'）」よりも「インフレ（'flation'）」が注目されていると指摘しました。3 月から 4 月にかけては、このような構図が概ね定着していたものの、足元で顕著な変化が見られるようになりました。一例を挙げると、FRB による利上げを織り込む市場の動きは極めて速いペースで進んできましたが、パウエル議長の発言が過度な利上げ懸念を払拭したこともあり、最近では安定しつつあります。また、イングランド銀行は 5 月の金融政策委員会において、予想より小幅な利上げにとどめると同時に、英国経済が景気後退入りする可能性について懸念を表明しています。「インフレ（'flation'）」に対する注目が薄れていないことは確かですが、経済成長リスクに対する注目の高さも鮮明になっています。

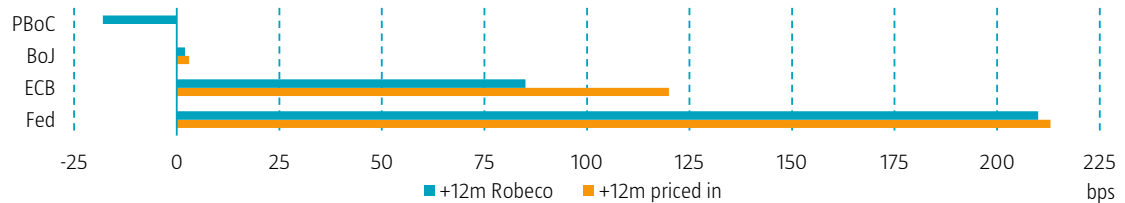
このような注目の変化は、中央銀行が利上げを既に開始している市場において、特に顕著になっています。ネットの量的緩和が終了していないユーロ圏においては、ECB が早期に利上げサイクルを開始することの是非が、議論の対象になりつつあります。利上げの好機がいつまで目の前にあるのかは、誰にもわかりません。

また、多くのアジア諸国においても、利上げは不可避であるように思われますが、中国と日本は例外です。中国では経済成長の問題を反映して、中国人民銀行に金融緩和を求める圧力が、日本ではインフレ圧力の弱さを背景に、日本銀行に政策スタンスの現状維持を求める圧力が、それぞれ持続すると予想しています。

Article
機関投資家向け
2022 年 5 月

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

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、2022年5月12日現在

米連邦準備制度理事会(FRB): 利上げのペースを模索

- 50bp 刻みでの利上げが基本シナリオに
- インフレ圧力には引き続き対応が必要
- (米国債の)買いシグナルが初めて浮上したものの、確実性に欠ける

急速な利上げの見通しに対する最初の揺り戻し

FRB の今後数カ月にわたる対応として、50bp 刻みでの利上げ、6 月からの量的引き締め(QT)開始、政策金利(FF 金利)が 2~2.5%近辺に達した段階での政策の再評価、が示されています。これはパウエル議長をはじめとする影響力の大きい理事(アトランタ連銀のボスティック総裁など)から発せられたメッセージでした。5 月の FOMC を前に、複数の理事が 75bp 刻みでの利上げの可能性について言及したことから、パウエル議長は望ましい利上げ幅についてのスタンスを明確にする必要性を感じていたようでした。ここ数カ月間、利上げを織り込む市場の動きが急速に進む中で、初めてハト派的なトーンとなった 5 月の FOMC 後のメッセージは過度な利上げ懸念を払拭することになりました。4 月の消費者物価指数(CPI)が(ピークを下回ったものの)市場予想から上振れしたことを踏まえると、75bp 刻みでの利上げの可能性が完全に否定されたとは言えません。しかし上記のメッセージを受けて、そのような議論を再開するハードルはかなり高くなったとみられます。基調的なインフレ圧力(賃金、賃料など)がさらに強まること、おそらく議論再開の条件になるでしょう。ロベコの基本シナリオとは異なりますが、粘着性インフレが現在の高い水準にとどまる場合には、足元で想定されているよりも大幅な引き締めが必要になることも考えられます。もっとも、その場合でも、50bp 刻みの利上げが追加されることになるかもしれません。

What is priced in for the Fed, versus our expectation

Effective Fed funds rate	0.83	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23
Change implied by FF Futures (bps)		52	139	188	213
Our probably-weighted expectation (bps)		50	150	200	210
Our central scenario (bps)		50	150	200	200

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年5月12日現在

短期ゾーンの金利が一時的に安定する可能性

米国では、賃金の伸びを示す指標の一部(平均時給など)に減速の兆しが見られるようになり、また、賃料の伸びを示す先行指標のいくつかも横ばいとなっています。とはいえ、基調的なインフレ圧力について「警報を解除」するのは引き続き時期尚早と言えるでしょう。賃金に関するアトランタ連銀のデータからは、さらに広範なカテゴリーにおいて底堅さが持続している様子がうかがえます。また、雇用コスト指数(第1四半期は前四半期比+1.4%)も引き続き高い水準で推移しています。これらの指標は安定化に向かう見通しですが、同時に、さらなる利上げを織り込もうとする市場の動きを阻止するための前提条件になるでしょう。現時点(5月12日)では、6月、7月、9月のFOMCにおいて50bp ずつの利上げが決定されるシナリオが、完全に織り込まれてい

ます。その場合、FF 金利は 9 月の段階で 2.25% 近辺に達することになります。その後、予想される利上げのペースは大幅に減速し、FF 金利は 2023 年 6 月に 3% 近辺でピークに達すると想定されています。FRB がタカ派的なメッセージを後退させたことと、4 月のインフレ率がコンセンサス予想を上回ったことを総合的に考えると、ここ数カ月間に大きく上昇した短期ゾーンの金利が、ある程度安定することも十分考えられます。政策金利が本当に 3% 近辺でピークに達するかどうかについて、結論は出ていませんが、おそらく 50bp 刻みの利上げが 1~2 回実施された後に、より活発な議論が行われるでしょう。ロベコでは 2018 年の経験に照らして、米国経済が 2.5~3.0% を超える政策金利の水準に対応できるかどうか、懐疑的にみています。

2017~19 年の 3 倍の規模に相当するバランスシート調整

FRB は利上げに加えて、6 月からはバランスシートの縮小(QT)に着手する見通しです。当初の縮小額上限は月 475 億ドル(米国債が 300 億ドル、モーゲージ担保証券(MBS)が 175 億ドル)に設定され、9 月以降は月 950 億ドル(同 600 億ドルおよび 350 億ドル)に引き上げられます。このペースで進むと、2025 年の早い時期には望ましいバランスシートの規模に達する見通しです。現在のバランスシートの規模は GDP 対比 37% 程度ですが、望ましい規模として、同 22% 近辺に縮小すると想定しています。ここで、GDP 対比 15% の縮小が、2017~19 年におけるバランスシート縮小の 3 倍の規模に相当することには、留意する必要があります。FRB にとってもバランスシート調整の影響を推計するのは困難な作業であり、パウエル議長は記者会見において、今回の QT の効果は年 1 回 25bp の利上げ効果(あるいはそれ以下)に相当すると示唆しています。

USTs	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	2.58	3.16	168	36
5yr	2.81	3.04	63	8
10yr	2.83	3.01	35	5
30yr	2.98	3.03	13	0

* for a 1pd position over 12 months

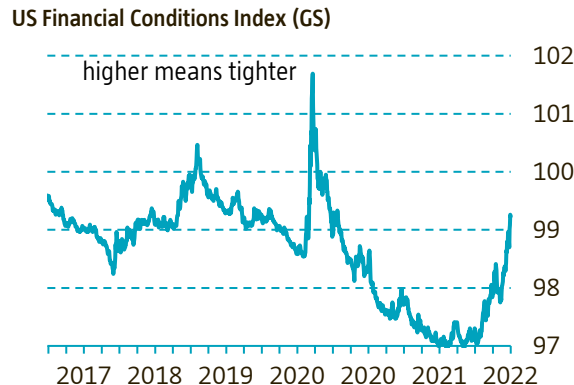
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

フラットナー戦略の終了、買いシグナルの見極め

年内の金融引き締めを先取りする動きを背景に、2022 年第 3~4 四半期における FF 金利の見通しが、2 年国債利回りの主要な決定要因となっています。当面の間、「50bp の利上げが 3 回」というシナリオと、「50bp の利上げが 1 回と 75bp の利上げが 2 回」というシナリオが綱引きする形で、市場価格が形成される公算が大きいようです。その結果、2 年国債利回りは 2.5% から 2.9% のレンジを形成する見通しです。現時点の水準(5 月 12 日時点で 2.6%)は、このレンジの中心からそれほどかけ離れてはいません。長期ゾーンのバリュエーションを評価する上で短期金利先物価格を基準にすると、現時点で 10 年国債利回りの水準は 3.0% 程度になりますが、これも実際の水準と大きく変わりません。もっとも、インフレ率が高い水準で推移していることや、地政学リスクが払拭されないことを踏まえると、推計値には大きな不確実性が伴うことに留意するべきでしょう。米国債のイールドカーブが大幅にフラットニングしたことを受けて、ロベコではフラットニング・ポジションの選好を低下させています。イールドカーブ取引の新たな投資機会としては、10 年/30 年のスティープナーが考えられます。加えて、デュレーションに関して強気な姿勢に転じるタイミングを模索しています。過去の事例を参考にすると、2 年/10 年が逆イールド化した上で、利上げサイクルにおいて最後から 2 番目の利上げ時期に近づくタイミングが、オーバーウェイト・ポジションを構築し始める時期のシグナルとして有力になります。今回は、4 月上旬に 2 年/10 年が一時的に逆イールド化したタイミングを除いて、そのようなシグナルは明確に確認されていないことから、オーバーウェイトとするにはやや時期尚早と言えるでしょう。

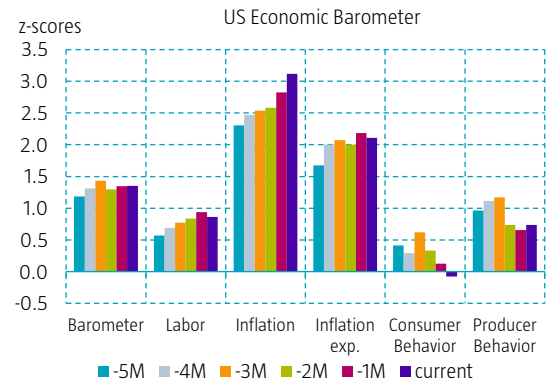
以下の図表において特に注目すべき点として、個人消費が悪化、労働市場のデータが正常化する一方で、インフレ率とインフレ期待の水準は非常に高い水準で推移しています。

図表 1. 米国の急激な金融引き締め



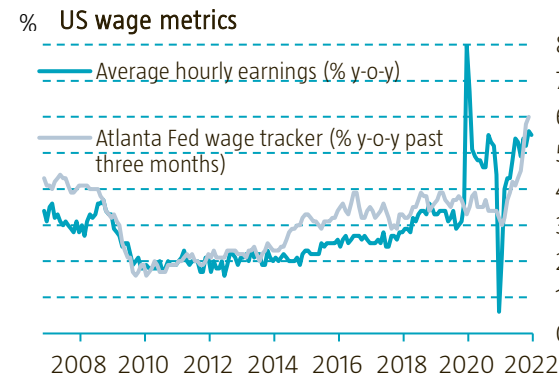
出所: ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、ロベコ、
2022 年 5 月 12 日現在

図表 2. バロメーター指数は消費者行動の弱さを示す



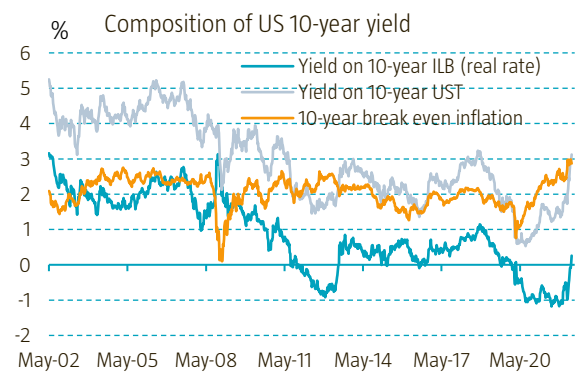
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

図表 3. 賃金の伸びは高まる



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

図表 4. 実質金利を中心とした利回りの上昇



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

欧州中央銀行(ECB): 賽は投げられた

- ECB のタカ派はマイナス金利政策の早期終了を求める構え
- 大規模な利上げが織り込まれる一方で、自然利子率の水準も上昇(ロベコの見方は懐疑的)
- 引き続きスワップ・スプレッドの縮小とイールドカーブのフラットニングを予想、米国債利回りの上昇と金利スワップの固定金利払いのポジション拡大がリスク要因

タカ派は早期対応を求める構え

「賽は投げられた」という言葉は、ユリウス・カエサルが軍隊を率いて北イタリアのルビコン川を渡った際の言葉が由来とされています。多くの ECB の理事も同じように、金利政策の正常化を開始するプロセスに関連して、覚悟を決めたように思われます。ラガルド総裁は 4 月の ECB 政策理事会において、「資産買い入れプログラム(APP)」に基づくネットの債券買い入れを第 3 四半期に終了した上で、(インフレ圧力が強まっているにもかかわらず)「しばらく後に」政策金利の正常化に着手することを公約しました。その時点では、利上げ開始時期は 9 月が妥当であると示唆しているように思われました。しかしながら、ここ数週間は、パネッタ専務理事などの例外を除く多くの理事が、最速で 7 月の利上げ開始シナリオを含めて、早期正常化のシナリオを示唆するようになりました(ちなみに、7 月(July)はユリウス・カエサルにちなんで名付けられた月です)。このような変化の背景には、何があるのでしょうか。

第 1 に、インフレが継続的に予想を上振れしていることが挙げられます。4 月には、燃料税の減税を含む財政措置の効果もあってエネルギー価格の上昇は一服したものの、コア品目と食品のインフレはさらに急速に上昇しました。このため、インフレがまだピークに達していないとの見方が意識されています。この先数カ月間に、原油価格が再び上昇トレンドに入った場合にはなおさらのことです。また、ECB が昨年取りまとめた「戦略見直し」を踏まえて、政策理事会は持ち家に居住する場合のコストを、金融政策を判断する補足的な指標に反映させる方針です。このコストを含めた場合、コアインフレ率(足元で 3.5%)が 0.4~0.5ppt 押し上げられることにも留意しています。ECB がタカ派寄りに傾斜した 2 つ目の理由として、インフレ期待が逸脱してしまうことへの懸念の高まりが挙げられます。実際、ECB が最近実施した消費者期待調査では、3 年先のインフレ期待は急速に上昇して、ECB の中期政策目標(2%)を超えるようになりました(7 頁の図表 2 参照)。第 3 に、ユーロ圏の経済成長率は顕著に減速しているものの、(現時点では)すべての経済指標が近い将来の景気後退入りを示唆しているわけではありません。ドイツ連邦銀行のナゲル総裁は、「初期の金融政策対応を行う機会が緩やかに閉ざされつつあり、年内に何らかの措置を講じなければならない」と述べています。

重要な点は、ほとんどの ECB の理事が緩和縮小に言及する一方で、金融政策を抑制的な領域に移行することには言及していないことです。これに対して金融市場では、2023 年 3 月までに 25bp 刻みで 5 回程度の利上げが織り込まれ(以下の図表参照)、その後も同年末までに 50~75bp の追加利上げが想定されています。ECB が 200bp 以上の利上げを実行し、ましてその水準を維持できるとは考えにくい状況です(全てのユーロ圏加盟国が、そのようにタイトな金融環境に構造的に対応できるとは思えません)。その一方で、インフレ圧力が強いために、市場が(その後の)利下げを早期に織り込むのが容易ではないことも認識しています。

What is priced in for the ECB versus our expectations

ECB deposit facility rate	-0.50	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23
Change implied by OIS (bps)		3	49	85	120
Our probability-weighted expectation (bps)		2	45	80	85
Our central scenario (bps)		0	50	75	75

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

ECB が足元で市場に織り込まれている利上げシナリオの実現に近づくには、前提条件として、欧州の債券市場における分断を回避する必要があります。ECB はこの目的において、「OMT(国債買い入れプログラム)」よりもコンディショナリティ(制約条件)が緩やかな、新しい危機対応ツールの開発を検討しているとみられます。開発が完了するまでの間、ECB は QT の実行には慎重な姿勢で臨み、「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」および APP の下で買い入れた債券の償還金を、2023 年に入っても当面は全額再投資する可能性が高いようです。

DBR curve	Spot yield	12m Fwd	Carry* (bp)
2y	0.06	0.56	45
5y	0.53	0.81	31
10y	0.86	1.06	21
30y	1.03	1.10	7

* for a 1pd position over 12 months

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

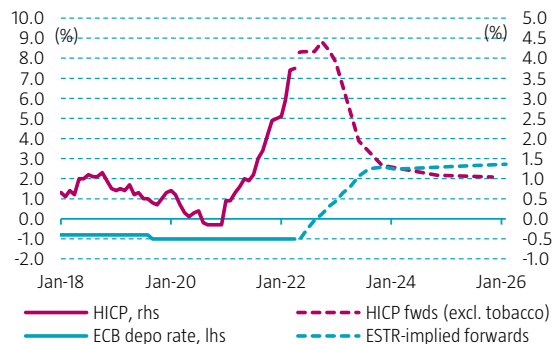
引き続きスワップ・スプレッドの縮小とイールドカーブのフラットニングを予想し、米国債利回りの上昇と金利スワップの固定金利払いのポジション拡大がリスク要因

- 経済成長見直しには悪化傾向がみられますが、ここ数週間、ドイツ 10 年国債利回りの上昇トレンドは継続し、ECB が量的緩和(QE、2015 年初頭に開始)を継続していた時期に達したピークを上回りました。イールドカーブのスティープニング傾向からもうかがえるように、また、他の先進諸国においても 10 年国債利回りが上昇している状況ともおそらく関連することですが、金利上昇見通しとタームプレミアムの拡大が売り圧力を持続させているとみられます。しかしながら、ドイツの 10 年のスワップ・スプレッドは、ウクライナにおける軍事侵攻がエスカレートした 3 月初旬に達したピークの水準まで、再び拡大しています。部分的には、クレジット市場におけるリスク・オフの流れを背景とする、質への逃避による国債購入の動きが関連していると

みられますが、Euribor 参照金利スワップを中心に固定金利払いのフローが続いていることも、要因として挙げられます。実際、金利スワップ市場では、10 年/50 年のイールドカーブが極端に逆イールド化しているとみえています。

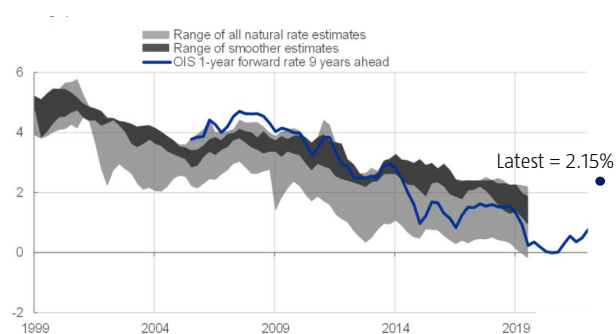
- 前述のように、ECB が 200bp 以上の利上げを実行し、その水準を維持することは考えにくい状況です。また、ユーロの 1 年物 OIS のフォワード・レート(9 年先)は約 2.15%となり、タームプレミアムに関する調整と OIS 政策金利間の調整が相殺し合うと想定した場合、中銀預金金利の長期的な「中立的」水準の推計値のレンジを既に上回っています(7 頁の図表 3 参照)。これらは長期債のオーバーウェイトを後押しする材料になります。確かに、債券の**実質**利回りは依然としてコロナ前より低い水準ですが、ブレイクイーブン・インフレ率(インフレスワップの金利)の上昇は、インフレ・リスク・プレミアムの復活を部分的に反映しているように思われます。一方、このことが、インフレ・リスク・プレミアムを確実に反映する将来の名目債券利回りのバリュエーションに対して、どのような意味を持つのかはそれほど明確ではありません。
- ロベコは債券に対して強気になったとは言え、現時点でユーロのデュレーションの**大幅な**オーバーウェイトには消極的であり、(米国債との組み合わせなど)クロスマーケットのポジションとしてロング・ポジションを取ることを選好しています。その理由として、第 1 に、過去を振り返ると、インフレがおそらくピークアウトしておらず、初回の利上げも実現していない段階で、ドイツ 10 年国債のスポット利回りがピークに達するのは、異例のことと考えられます。第 2 に、インフレが高い水準で推移する中で、(将来的な)利下げを 5~10 年ゾーンに織り込むのは容易ではありません。同時に、市場が ECB の金利正常化を織り込んだ場合、(最近の英国のように)2 年/10 年のイールドカーブに一時的なスティーピング圧力がかかるリスクが存在することにもなります。一方で、前回、ECB が引き締めを開始する 2~3 カ月前には、2 年/5 年と 2 年/10 年のカーブには(スティーピングではなく)フラットニング傾向が見られたことを指摘しておきたいと思います。
- ドイツのスワップ・スプレッドに関しては、戦略的なタイトニング・バイアスを維持しています。量的緩和による買い入れペースが大幅に鈍化する中で、ドイツ国債の発行額が増額され、また、6 月には長期リファイナンスオペ(LTRO)の早期返済が予想されることから、ドイツ国債の(将来の)希少性プレミアムは縮小する見通しです。また、金利のボラティリティが低下した段階で、金利スワップで固定金利を払う動きは後退すると予想しています。

図表 1. ECB の政策金利とインフレの見込み



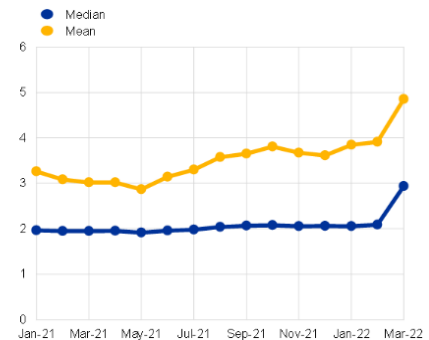
出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

図表 3. 市場では自然利子率が上昇したと認識



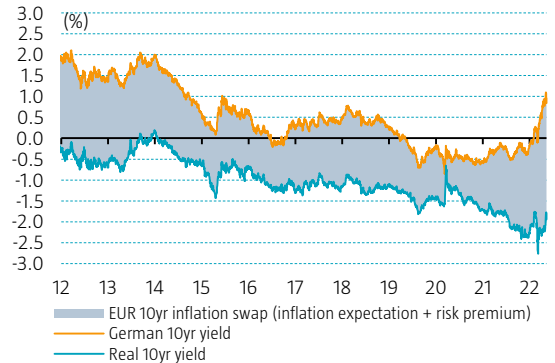
出所:ECB、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

図表 2. ECB の消費者調査による 3 年後の期待インフレ



出所:ブルームバーグ、ECB、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

図表 4. ドイツ 10 年国債利回り(名目及び実質)



出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

中国人民銀行: 利下げを求める声に抵抗

- 政策当局は経済成長見通しを下支えするため、財政支援と隠れた金融緩和の道を選択
- 金融市場の見方とは異なり、ロベコは政策金利見通しの緩和バイアスを維持
- 多くの先進国国債と比べて、中国 10 年国債がラリーする余地は大きく、売り圧力は小さい

中国人民銀行は利下げを見送り隠れた金融緩和の道を選択

新型コロナウイルスのオミクロン株の感染拡大、ゼロ・コロナ政策の継続、ロックダウンの導入によって、中国の経済見通しはさらに悪化しています。経済環境の脆弱性は、ロベコの経済バロメータ指数によっても確認されています(9 頁の図表 2 参照)。上海をはじめとする一部の大都市では、行動制限の解除方針が示されつつありますが、北京で生じている問題を見る限り、この先数カ月の間に感染が次第に収束して正常な状態に持続的に戻るという見通しは、かなり楽観的であると思われます。むしろ、中国におけるコロナ政策の大規模な転換が必要になるかもしれません。

経済成長見通しを下支えして、困難に直面する企業と消費者を支援するために、政策当局は主に財政支援策と信用支援策を講じてきました。具体的には、不動産市況が経済成長の深刻な足かせとなった 2015 年と同じように、経済成長率が 2022 年度の目標を大幅に下振れする事態を避けるため、インフラ投資が促進されています。また、不動産関連では、複数の都市において住宅ローン金利が追加的に引き下げられるなど、従来の不動産規制がさらに緩和されています。しかしながら、ロックダウン措置はプラスに作用することなく、住

宅需要は依然として低調なようであり、政策当局は、住宅は「住むためのものであって、投機のためのものではない」という主張に固執しています。

金融政策関連では、中国人民銀行は1月に主要な政策金利(中期貸出制度(MLF)の1年金利と7日物リバース・レポ金利)を10bp引き下げたものの、(4月のコアインフレ率が0.9%まで低下したことから確認されるように)基調的なインフレ圧力が抑制されているにもかかわらず、追加利下げを求める声には抵抗しています。その代わりに、(i)銀行預金準備率(RRR)の予想より小幅な引き下げ(実質的に30bpの引き下げ)、(ii)銀行による(中小)企業向け融資を促進するための、低金利での借り換え制度の拡充、(iii)銀行に対して預金金利を引き下げよう指導するとともに、短期市場金利を政策金利のコリドー以下に誘導することによる「隠れた金融緩和」(9頁の図表3参照)、といった政策を選択しました。

政策金利の追加的な引き下げに二の足を踏む姿勢は、大方の先進国、新興国において金融政策が引き締めに向かう環境において、人民元に下押し圧力が生じることと関連しているように思われます。また、金融システムに内在するレバレッジの高さを踏まえて、2015年のような積極的な利下げをためらう姿勢も、見え隠れしています。しかしながら、金融市場の見方とは異なり、ロベコは政策金利見通しの緩和バイアスを維持しています(以下の図表参照)。

What is priced in for the PBoC versus our expectations

PBoC 7-day reverse repo	2.70	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23
Change implied by forwards (bps)		0	0	0	0
Our probability-weighted expectation (bps)		-5	-8	-12	-18
Our central scenario (bps)		-10	-10	-10	-10

出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年5月12日現在

中国国債利回りの動きを見ると、グローバルな債券ポートフォリオにおいて保有する(分散)効果が明確に確認されます。2月以降、中国10年国債利回りは、2.75%から2.85%の狭いレンジで推移しています。その結果、多くの先進国、新興国国債との利回りの差はさらに急激に縮小し、足元では米国債利回りを下回るようになりました(30年債を除く)。中国人民銀行は当面、政策金利の追加的な引き下げを見送る構えですが、戦略的な観点から、5~10年の中国国債のオーバーウェイト・ポジションを引き続き選択しています。全般に高水準の債務残高や人口構成の見通しを背景に、この先数年間に均衡利子率が低下するとの見方を踏まえての判断です。この先数カ月間に、供給の増加に起因して金利上昇圧力が生じるリスクは、管理可能な範囲と思われる。中国人民銀行は政策金利の引き下げを見送るにしても、流動性を潤沢に保ち、短期市場金利の上昇を抑える可能性が高いようです。

CGB curve	Spot	12m Fw
2yr	2.29	2.59
5yr	2.57	2.87
10yr	2.82	3.03

出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年5月12日現在

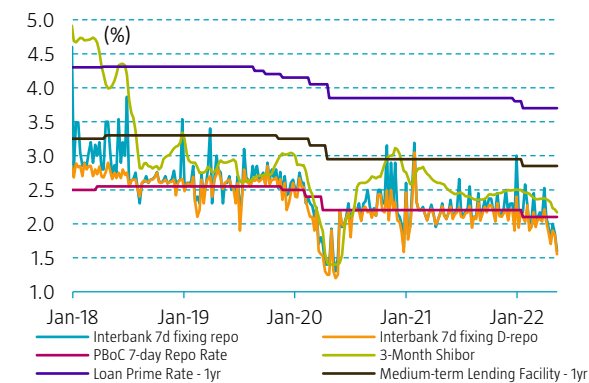
経済バロメータ指数は依然として低迷

- 意外なことではありませんが、ここ数カ月間、中国の経済バロメータ指数はマイナス圏内でさらに低下しています。4月の確定値発表が進む中で、さらに弱含む展開が想定されます。
- Zスコアが最も低いのは「消費者行動」であり、主な要因としては、居住用不動産販売に関連する深刻な悪影響、ロックダウンに起因する小売売上高の落ち込み、(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)限界消費性向指標の大幅な低迷、PMI雇用指数の悪化が挙げられます。
- 2021年末の段階ではプラス圏内を維持していた「生産者行動」のZスコアは、電力消費量の伸び悩みとPMI新規受注指数の下落を主因として、足元で大幅に悪化しています。
- 一方、信用のフロー(GDP対比)を反映する、注目度の高い与信推進力の指標などから構成される「貸出状況」のZスコアには、比較的明るさが見受けられます。与信推進力は底打ちしたようですが(9頁の図表

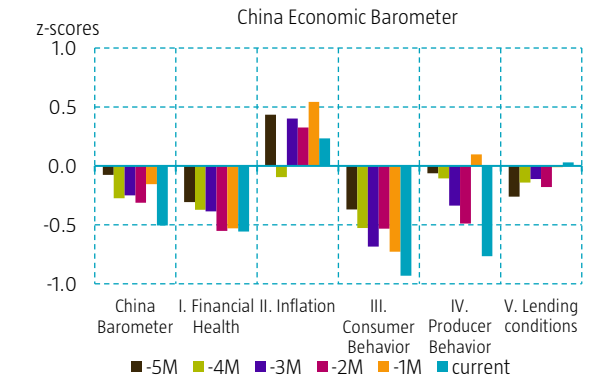
3 参照)、依然としてプラス圏内を回復していません。さらに、政策当局による強力な窓口指導の影響を踏まえると、一部の新規銀行融資のクオリティにも疑問が残ります。

- 「インフレ率」の Z スコアは、製造業 PMI 投入価格指数と生産者物価指数 (PPI) が高い水準で推移していることを受けて、プラス圏内を維持しています。もっとも、これらの指数の上昇圧力は、内需の底堅さというより供給や輸入に関連する要因を背景にするものとみられ、ポジティブなメッセージを伴わないため、慎重な見方が必要です。さらに、消費者物価の上昇圧力は依然として弱く、世界的な金融引き締めの流れに抗する中国人民銀行には、政策を調整する余地が存在しています。

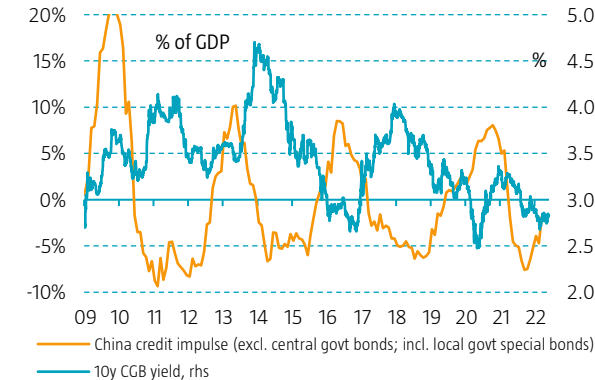
図表 1. 代表的な政策金利および短期金利



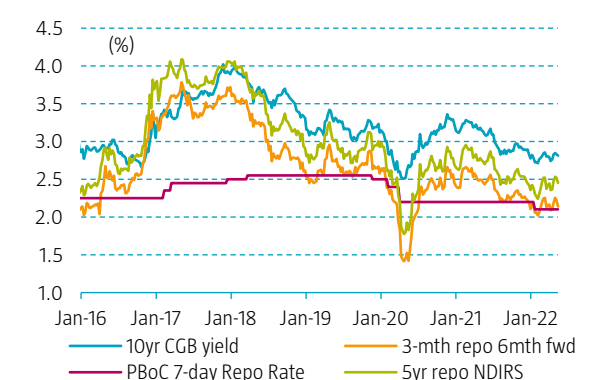
図表 2. バロメータ指数は低迷



図表 3. クレジットインパルスのサイクルが長期金利に先行



図表 4. 代表的な短期金利および長期金利



日本銀行: 大規模な政策変更は想定外

- 円相場よりインフレが重要
- 実質所得の喪失
- 政策の変更は限定的

円相場よりインフレが重要

日銀は4月の金融政策決定会合において、政策金利に関するフォワードガイダンスを含めて、金融政策の枠組みを据え置く方針を決定しました。10年物国債の0.25%の利回りでの指値オペを毎営業日実施すると発表することによって、「イールドカーブ・コントロール(YCC)」の枠組みにコミットする姿勢を強調したことが、唯一の(小さな)サプライズだったのかもしれませんが。ここで重要なメッセージは、政策を据え置くことによって急激な円安が進行したことに対して批判が強まっているにもかかわらず、日銀には2%のインフレ目標を放棄する意思がないというものでした。実際、今回の決定会合を受けて円安はさらに進行し、本レポートの執筆時点では1ドル=130円近辺で取引されています。円安は日本にとって悪いことばかりではないという立場に日銀と財務省が固執する限り、足元の円安のダイナミクスが近い将来に変わる展開を想定することは難しいでしょう。円安は大幅に悪化していた日本の交易条件にはプラスに作用するため、現時点では、ロベコはこの点で日銀の立場を支持します。

各国の中央銀行が金融引き締めに転じる意向を示唆するようになってから、円安傾向が続いています。米国およびG10諸国と日本の実質金利の格差は大幅に拡大し、日本円から高金利通貨への資本流出が生じています。黒田総裁はことあるごとに、日本経済に与える好影響に触れつつ、円安を理由に日銀が政策金利とYCCに関するガイダンスの方向性を変えることはないとの立場を明確にしていますが、輸入品価格の値上がりや物価と家計の実質購買力に与える影響を軽視するのは早計であるとロベコでは考えています。実際のところ、総合インフレ率は継続的に予想を上振れしているため、今夏に3.0%を超えるシナリオも非現実的とは言えません。生鮮食品を除く「ノーマルな」コアインフレ率は、今夏に1.7%近辺でピークに達する可能性があります。一方で全ての食品とエネルギーを除く「実際の」コアインフレ率が、0.5%を超えるのは難しい状況です。このように、円安は総合インフレ率には影響するものの、基調的なコアインフレ率に与える影響は限定的です。とは言え、円安の環境下で総合インフレ率が3.0%を上回る、あるいは3.0%に近づくことになれば、日銀が何らかの引き締めを行うとの見方が浮上するようになるでしょう。日銀が経済のファンダメンタルズや基調的なインフレに照らして利上げを行う、あるいはYCCの枠組みを変更する可能性は低いようですが、円安や国民感情を背景に、金融引き締めを余儀なくされる展開は考えられるかもしれません。

もっとも、物価の安定をマニフェストとする政策当局の立場では、過度な円安は懸念材料であり、円安や食品、エネルギー価格の上昇が個人消費に与える悪影響については十分認識されています。さらに、日本が過度な円安をターゲットにしていると貿易相手国から見なされることについて、政府は神経質になっています。このためロベコでは、日銀と財務省には円安のペースを緩やかにするため何らかの対応が必要になると考え、財務省は「1ドル=135円」の水準で口先介入を開始し、「1ドル=140円」の水準を超えて初めて実際の介入に踏み切るとの見方を据え置きます。また、介入の目的は円安の進行を緩やかにすることであって、円安の下限を設定することにはならないと想定しています。円の外国為替市場における規模と財務省が保有する外貨準備の水準を比較すると、下限を設定しようとするのは、非現実的な試みであるように思われます。

実質所得の喪失

市場では、金融政策を予測するための最も重要な変数として、もっぱらインフレの動向が注目されていますが、おそらく実体経済も同じように重要であるとロベコでは考えています。エネルギー価格とインフレ率の上昇が個人消費に課税効果をもたらすことを考えると、今年の後半に景気が弱含む見通しであるのは、日本だけではありません。実際、3月末にビジネスと移動に対する制限が解除され、経済活動の再開が進んでいるにもかかわらず、小売業と卸売業の売り上げは軟化傾向にあり、また、主要な消費者動向調査においては、家計が先行きの見通しと支出傾向について保守的になっている様子が見えられます。また、円安も追い風となって製造業は比較的持ちこたえているものの、家計の消費行動が保守的であることから、全体として力強く質の

高い経済成長は見込まれないとロベコでは考えています。エネルギー小売価格の上昇抑制を目的とするガソリン等石油製品の販売業に対する補助金や、低所得の家計に対する給付金の支給など、家計を支援するための緊急財政措置が決定されたことは、経済成長にとって支援材料となります。しかしながら、日本では、インフレ期待が長期にわたって非常に低い水準で推移し、関連して賃上げも小幅にとどまる中で(このため企業は産出価格の引き上げに二の足を踏んでいました)、消費者は物価に対して非常に敏感になっています。GDP成長率の回復が弱含む結果、日銀がフォワードガイダンスを修正するのは困難になると考えています。

What is priced in for the BoJ, versus our expectation						
Policy balance rate	-0.10	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23
Change implied by futures (bps)		0	0	1	2	8
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、2022 年 5 月 12 日現在

政策の変更は限定的

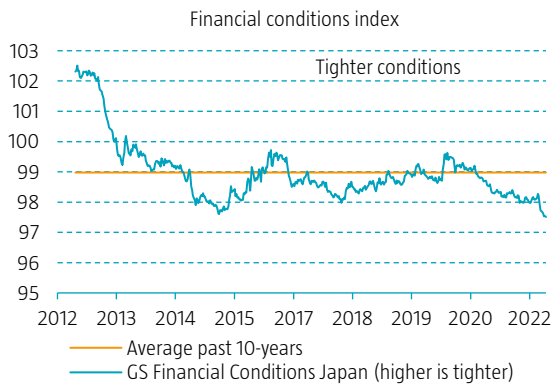
引き続き、日銀が政策金利の見通しや YCC の枠組みを変更する好機は、7 月までに開催予定の金融政策決定会合になるとみています。これまでも「セントラル・バンク・ウォッチャー」において指摘したように、日銀は YCC やマイナス金利政策などの政策について、長期的には経済に恩恵よりも害をもたらすと考えているため、好機を見出し次第、変更すると予想しています。今夏にインフレがピークに達する可能性を念頭に、軟調な円相場のダイナミクスも踏まえて、日銀は 10 年国債に適用するレンジを拡大するか、適用対象を 10 年国債から 5 年国債に短期化することによって、YCC の枠組みを変更すると予想しています。さらに、政策金利の緩和バイアスを除外することも想定されます。政策決定のタイミングを予測するのは困難ですが、6 月の決定会合において緩和バイアスが除外され、7 月の決定会合において YCC の枠組みが変更されると予想しています。10 年国債利回りは 0.35~0.45%に、30 年国債利回りは 1.35%に上昇する可能性があります。

JGB Curve	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	-0.03	0.01	0.4	0.3
5yr	0.04	0.10	3.8	3.7
10yr	0.22	0.35	7.3	7.3
30yr	0.93	0.94	5.4	5.4

* for a 1pd position over 12 months

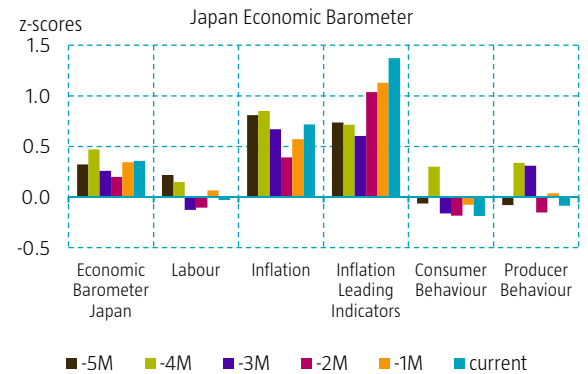
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

図表 1. 資金繰り環境は緩和傾向



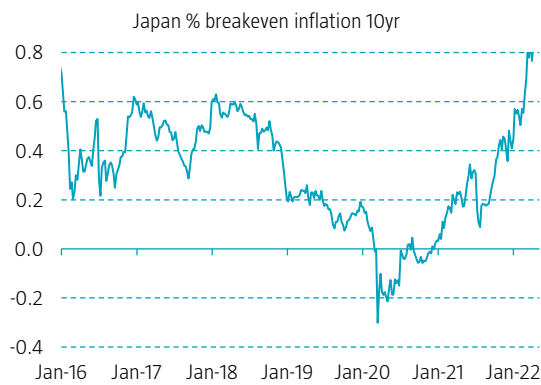
出所: ゴールドマン・サックス、ブルームバーグ、
2022 年 5 月 12 日現在

図表 2. 景気回復は鈍化



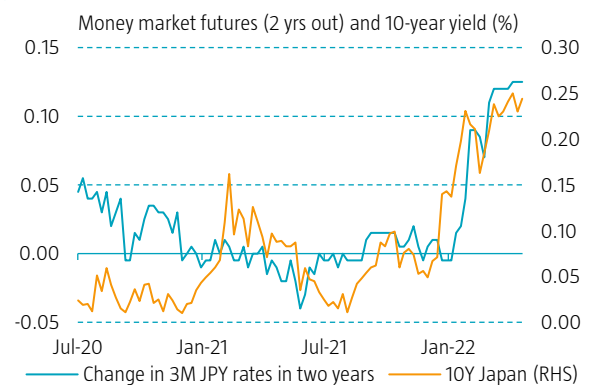
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 5 月 12 日現在

図表 3. ブレーク・イーブン・インフレ率の力強い改善



出所: ブルームバーグ、2022 年 5 月 12 日現在

図表 4. 市場による 2 年後の金融引き締めへの織り込みはわずか



出所: ブルームバーグ、2022 年 5 月 12 日現在

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
