

セントラル・バンク・ ウォッチャー インフレ懸念に対する警戒感

Sustainable Investing Expertise by
ROBECOSAM

- FRB: 景気が減速する中での金融引き締め継続
- ECB: インフレとの戦いと分断への対応
- 中国人民銀行: 金利水準よりも信用の伸びを重視
- 日本銀行: 強まる圧力

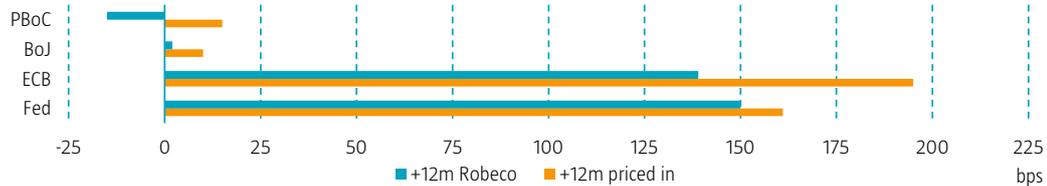
ここ数週間、景気後退に対する懸念が強まり、複数の金属や農産物の価格が下落したことを受けて、債券市場では中央銀行による利上げ見通しを大幅に後退させるようになりました。市場には、景気が悪化すると中央銀行はインフレという魔人を瓶に戻しやすくなる、という暗黙の了解が存在しています。とは言え、インフレ率が低下する兆しが明確に確認されていないため、中長期的なインフレ期待の政策目標からの「逸脱(unanchored)」懸念が、急速に消滅する可能性は低いようです。このため、近い将来に景気後退に陥った場合に、中央銀行の政策支援が制限的なスタンスになる可能性も考えられます。例外は中国であり、インフレ圧力、インフレ期待とも抑制されていることから、中国人民銀行は緩和バイアスを維持しています。米国では、FRB が FF 金利を中立的な水準に戻すために、7 月と 9 月に大胆な利上げが予想されます。3%を大幅に上回る水準まで FF 金利を引き上げることが可能かどうかは、現時点では不明です。

ユーロ圏では、ECB による 11 年ぶりの利上げが迫る中で、利上げを可能にするための新しい分断化(fragmentation)防止ツールに、注目はシフトしています。現在、市場では、ECB が中銀預金金利を-0.5%から1.75%を超える水準まで数年間にわたって継続的に引き上げる、という見通しが織り込まれていますが、ロベコでは引き続きこれを懐疑的に見えています。一方、日銀に関しては、国債の買い入れを通じた「イールドカーブ・コントロール(YCC)」を堅持することによって金融刺激策を継続するなど、先進国市場における例外的な対応が認識されています。もっとも、現在の政策には、円安の加速や、国債市場での流動性リスクの高まりなどの代償が伴っています。いずれの動きも、日銀がYCCを無期限に継続できない状況を浮き彫りにしているため、この先数カ月の間に政策が変更されると予想しています。

Article
機関投資家向け
2022 年 7 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7月4日現在

米連邦準備制度理事会(FRB): 景気が減速中での金融引き締め継続

- 現時点で断固たる措置を講じなければ、先々さらにインパクトの強い引き締め策が求められるリスクも
- インフレ圧力低下シナリオにおいてのみ、急激な金融引き締めは回避可能に
- 買いシグナルが近づく

現時点で痛みを受け入れる方が好ましい結果に

FRBは6月のFOMCにおいて75bpの利上げを決定した上で、7月27日のFOMCにおいて75bpか50bpの追加利上げを実行する方針を打ち出しました。FRBがインフレの問題に真剣に取り組むようになったという印象を受けます。6月のFOMCにおいて、大規模な利上げを実行しつつ、警戒されていたほどタカ派色の強くないコメントを残すことによって、市場全体のセンチメントを比較的落ち着いたことについては、評価に値するでしょう。もっとも、大胆な利上げの効果を最大限生かすチャンスを失ったとみることもできます。インフレ圧力を抑制しつつ、インフレ期待が政策目標から逸脱してしまうリスクを緩和することがFRBの目標なのであれば、穏やかなレトリックによってオブラートに包もうとするよりも、断固たる措置を講じると同時にタカ派なメッセージを伝える方が、おそらく好ましいでしょう。FRBは利上げをすることによって、景気後退の回避よりも、物価上昇圧力を押し下げるために金融環境を意図的に悪化させています。FRBの行動とメッセージがタカ派的であるほど、政策の効果は大きくなり、引き締めプロセスが短縮される可能性があります。

FRBの観点からは、現時点で可能な限りタカ派的に行動することの他にも、2つのシナリオが存在します。1つ目は、インフレが自律的に低下に向かい、金融引き締めが不要となるシナリオです。2つ目は、引き締めのペースを緩め、インフレ圧力が抑制されないリスクを受け止めるシナリオです。適切なレベルの引き締めによって、経済全体に対するダメージを最小限に抑えつつ、景気を円滑に減速させることが可能となる、金融政策上の均衡点となる領域が存在するはずですが、その領域はわずかで、FRBが到達するのは至難の業です。均衡点にたどり着けないのであれば、現時点では引き締めサイドに傾斜する方が望ましいようです。必要が生じた場合、政策金利を再び迅速に引き下げることが可能ですが、制御不能となったインフレ期待の抑制を試みると、より長期的で、場合によってはより甚大な影響を伴う引き締めサイクルに発展することも十分考えられます。

6月に行われたFOMC以降の情報発信を見る限り、現時点で政策措置を講じつつタカ派的なメッセージを発信することには、メリットとデメリットが存在するとの認識が、FRB高官の間で強まっていると結論付けることも可能でしょう。このため、ロベコは基本シナリオとして、7月27日のFOMCにおいて75bp、9月のFOMCにおいて50bpの利上げが決定されると予想しています。その結果、FF金利は2.75~3.0%に達することになります。その後、11月にも25bpの追加利上げを想定していますが、金融環境や景況感が、3%を大幅に上回るような政策金利の水準を許容するかどうかについては、疑問が残ります。実際のところ、9月以降は利上げが難しくなることも考えられます。その場合、利上げの役割は完了します。しかしながら、その時点において、金融環境が大幅には逼迫化しておらず、インフレ圧力も弱まっていないければ、少なくともいずれかの条件が変化するまでは、追加利上げに備えるべきでしょう。

What is priced in for the Fed, versus our expectation

Effective Fed funds rate	1.58	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23
Change implied by FF Futures (bps)		124	177	182	170
Our probably-weighted expectation (bps)		130	155	170	150
Our central scenario (bps)		125	150	150	125

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

ロベコの基本シナリオでは11月の利上げで打ち止め

市場では現在、FRBが年末までに、現在の1.5~1.75%から3.25~3.5%へと利上げする見通しが織り込まれています。FRBは少なくとも中立的な水準(2~2.5%とみられる)まで政策金利を引き上げる方針を固めているため、7月の大幅な利上げはほぼ既定路線と言えるでしょう。予想される引き締めサイクルが、方向転換されることはあるのでしょうか。ひとたび政策金利が中立的な水準に達すれば、インフレ率が明確に低下する兆しが確認された段階で、FRBは引き締めサイクルを中断することをためらわないでしょう。「明確に」とは、基調的なインフレ圧力の落ち着きを示す材料が、数カ月間続けて確認されるような状況を意味します。この意味において、5月のコアPCEデフレーターが前年同月比0.3%と予想を下回り、消費者のインフレ期待が下方修正されたことは歓迎されるでしょう。ただし、消費者物価指数(CPI)のコア指数(除く食品・エネルギー)または総合指数が、同0.5%を下回るという裏付けも必要になります。また、賃料インフレの安定化や、アトランタ連銀が計測する賃金上昇率の落ち着きも、支援材料になるでしょう。その場合、利上げサイクルが中断もしくは終了されるのは、最速のシナリオでおそらく9月になりますが、ロベコの基本シナリオでは、その時期を11月とみています。また、現時点では、利上げサイクルが長期化する可能性も否定できませんが、その確率が低下傾向にあることを直近のデータは示しています。7月のFOMCにおいて、インフレ率の低下を示すデータを確認することなく、FRBが利上げ幅を「わずか」50bpにとどめると同時に、タカ派色を後退させるとしたら、ロベコにとってはサプライズとなります。その場合、短期的に安心感が生じる可能性もありますが、より大きな問題が先送りされてしまう恐れがあります。

9月以降、FRBのバランスシート縮小(量的引き締め(QT))においては、縮小額がその上限となる月950億ドル(米国債が600億ドル、モーゲージ担保証券(MBS)が350億ドル)に達する見通しです。GDP対比で見ると、2017~19年に行われたQTの3倍の規模に相当します。その結果、金融環境の引き締めに寄与するとみられますが、それほど大きなインパクトにはならないでしょう。ニューヨーク連銀のスタッフによる最近の推計によると、全体の影響は累計50~75bpの利上げと10年のタームプレミアム50bpの上昇に相当するとみられます。

USTs	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	2.83	2.92	152	8
5yr	2.88	2.94	61	1
10yr	2.88	3.01	34	2
30yr	3.10	3.10	13	-1

* for a 1pd position over 12 months

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

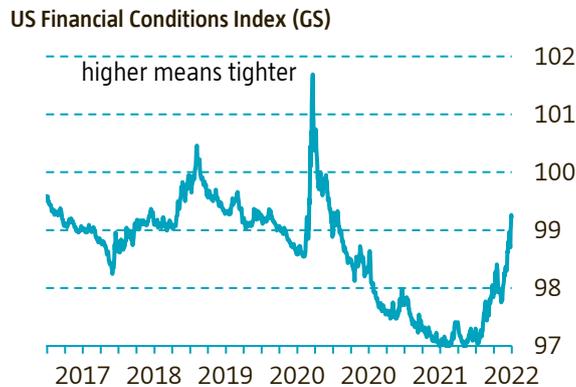
買いシグナルが近づいている模様

ここ数カ月間に金利が急上昇したことを踏まえ、ロベコの関心は、米国債をオーバーウェイトとするタイミングを示唆するシグナルの見極めにシフトしています。1960年代以降のデータを分析したところ、総合インフレ率がピークに達する時期を名目利回りの転換点を見極めるシグナルとするのは、適切でないことがわかりました。コアインフレ率も同様に、金利のピーク時とは数カ月間のタイムラグが存在するなど、有力なシグナルにはなりません。一方で、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、2年/10年のイールドカーブが逆イールド化するタイミング(数カ月遅行する傾向)と、最後から2番目の利上げのタイミングが、比較的信頼性が高いことが確認されました。ロベコの基本シナリオの下では、最後から2番目の利上げは9月と想定されていますが、インフレデータの動向によっては、これより遅れることも十分考えられます。最後から2番目の利上げとして考えられる最速のタイミングは、おそらく7月27日のFOMCになるでしょう。一

方、4月に一時的に逆イールド化した2年/10年のイールドカーブは、再び逆イールド化する一歩手前までできていますが、この動きも、この先数カ月間にオーバーウェイトに転じる条件が整いつつあることを示しています。一方、イールドカーブのポジションに関しては、フラットナーからスティープナーへの移行期にあります。5年/10年と10年/30年のスティープナーには、潜在的に興味深い投資機会が見受けられます。現時点では、5年のロングと2年および10年のショートを組み合わせたバタフライ戦略を推奨します。

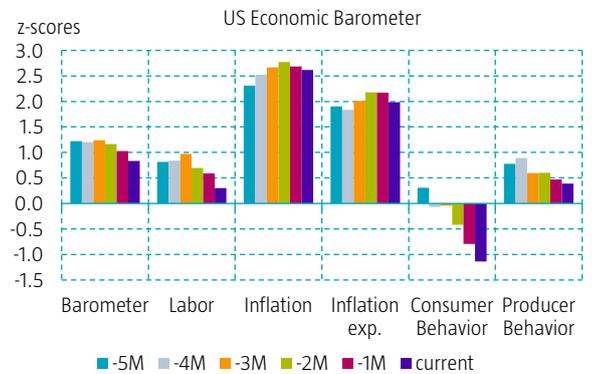
ここ数カ月間、消費者の景況感と住宅関連のデータが、米国の経済バロメータ指数低下の主な要因となっています。足元で5年先5年のインフレスワップに反映されるインフレ期待は、2.5%近辺の水準で安定的に推移しています。金融環境は依然として逼迫しているものの、2018年の大半の時期に見られた水準に留まっています。

図表 1. 米国では金融引き締めが継続



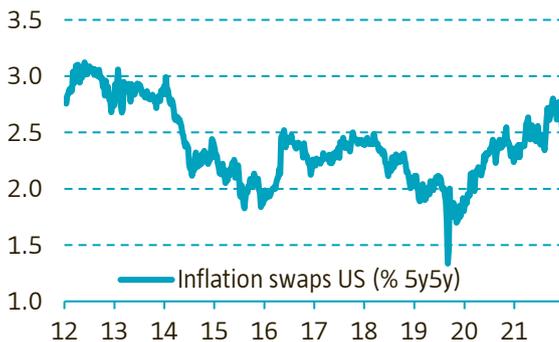
出所：ロベコ、ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、2022年7月4日現在

図表 2. バロメータ指数では消費者行動が鈍化



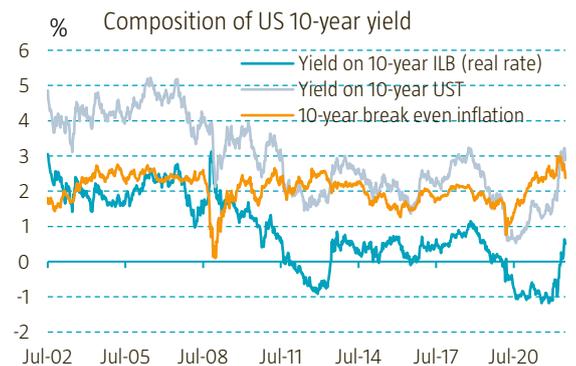
出所：ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

図表 3. インフレ期待は安定的に推移



出所：ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

図表 4. 10年債の実質金利は最低水準から1.8pp上昇



出所：ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

欧州中央銀行(ECB): インフレとの戦いと分断への対応

- 利上げによる正常化プロセスを後押しする分断化防止ツールが策定されても、景気後退入りリスクの高まりによってプロセスは阻害されることに
- 長期年限のフォワードが示唆するように、政策金利が継続的に 1.75%へと引き上げられるシナリオを想定するのは困難
- 引き続きスワップ・スプレッドの縮小を予想、リスクオフの展開と金利スワップの固定金利払いの増加がリスク要因

ECB はどこまで到達できるのだろうか

インフレ圧力が拡大し強まっていることを受けて、ECB は 6 月の理事会において、残存する量的緩和(QE)プログラムである「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終了すると発表しました。また、7 月中に 25bp の利上げを実施した上で、(おそらく)9 月にはより大きな 50bp の利上げを行う方針を、事実上発表しました。(スイス国立銀行が 6 月に実施したような)50bp 刻みの利上げを皮切りに利上げサイクルを開始するためのハードルは、非常に高かったものとみられます。ECB は声明文と記者会見において、足元の高いインフレ率がインフレ期待と賃金水準に影響を及ぼし、定着してしまうリスクへの懸念を強めていることを、非常に明確に示しました。

6 月の理事会終了後の数日間に、欧州の債券市場においてコア国と周縁国の国債利回りの格差がさらに拡大したことが、新たな懸念を喚起しました。1 週間と経たずして臨時会合が開催され、「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」のポートフォリオから生じる償還資金の再投資を柔軟に運用する方針が決定されました。PEPP においてもキャピタルキー(加盟国の経済規模に応じて定められた ECB への出資比率に基づく国債購入割り当て)が適用されていることから、ロベコではこれを一時的な対応であるとみています。つまり、ある加盟国の国債の償還資金を、別の加盟国の国債への追加的な再投資資金に充当した場合でも、最終的にキャピタルキーからの乖離は修正する必要があるためです。ECB もこの点を認識しているようであり、臨時会合における 2 つ目の決定事項は、ユーロ圏全体において金融政策の効果を均等に波及させるために、新しい分断化防止ツールの策定を加速させることでした。ツールの骨子は、7 月中に合意されると予想しています。2012 年に「国債買い入れプログラム(OMT)」が導入された時と同じように、7 月の段階で詳細は公表されず、次回 9 月の理事会までに合意されることも考えられます。その際に、QE 関連の保有資産に関して、再投資を行う期間を短縮することが、合わせて決定される可能性も否定できません(現状では、PEPP については「少なくとも 2024 年末まで」、APP については「政策金利の引き上げを開始した日からかなりの期間」とされる)。

新しいツールの特徴としては、事前に金額制限は設けられず、OMT のような残存年限制限(3 年)も設定されないと予想しています。また、コンディショナリティ(制約条件)は比較的緩やかなものとなり(欧州金融安定ファシリティ(EFSF)/欧州安定メカニズム(ESM)のプログラムではなく、財政の再建と改革に紐付けされる形)、QE 関連債券をアクティブに売却するのではなく、公開市場操作(ECB 証書の発行など)を通じた不胎化が実行されると予想しています。実際に各国国債の対ドイツ国債スプレッドの拡大抑制に成功した場合、6 月の政策声明文において示唆されたように、「継続的な」利上げサイクルを開始する体制が整うことになるでしょう。もともと、ECB がどの程度のスピードでどこまで利上げを実行できるのかは、経済指標に左右されることになるでしょう。ユーロ圏では、ドイツにおける暫定的な財政緩和策の影響を主因として、7 月のコアインフレ率が 3.8%から 3.7%へと小幅に低下したものの、エネルギーの卸売価格が急落しない限り、第 4 四半期までに高進したインフレが明確な改善を示すようになる可能性は低いとみられます。

このため、景気減速の兆候が強まっているにもかかわらず、金融市場には年内残り 4 回の理事会における累計 125bp 以上の利上げ(次頁の図表参照)と、2023 年と 2024 年における追加的な 75bp の利上げが、依然として織り込まれています。長期年限のフォワードが示唆するように、ECB が政策金利を持続的に 1.75%まで引き上げることに成功するとは、考えにくい状況です(7 頁の図表 1 参照)。実際、すべてのユーロ圏諸国が、そのようにタイトな金融環境(名目ベース)に構造的に対応できるとは思えません(7 頁の図表 2、3 参照)。景気見通しが悪化するにつれて、理事会内部での溝が深まるとみられます。要約すると、ロベコの基本シナリオで

は、利上げサイクルの中断や将来的な中止を引き続き想定しています。その一方で、インフレ圧力が強いために、市場がこのシナリオを早期に(完全に)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	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23
Change implied by OIS (bps)		76	139	172	195
Our probability-weighted expectation (bps)		75	123	135	139
Our central scenario (bps)		75	125	150	150

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

DBR curve	Spot yield	12m Fwd	Carry* (bp)
2y	0.57	0.88	80
5y	0.98	1.14	47
10y	1.27	1.45	30
30y	1.60	1.63	10

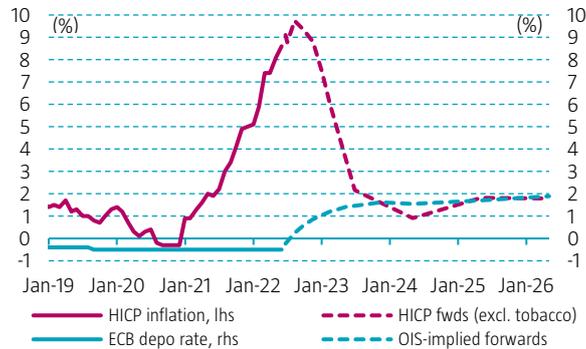
* for a 1pd position in cash bonds over 12 months

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

引き続きスワップ・スプレッドの縮小を予想、リスクオフの展開と金利スワップの固定金利払いの増加がリスク要因

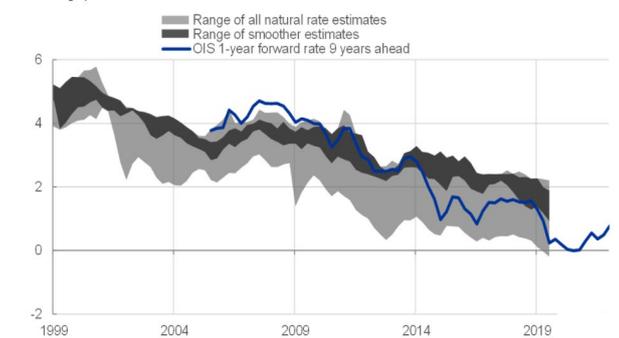
- ドイツ10年国債利回りは、6月半ば頃に達したピークからは大幅に低下したものの、上昇トレンドを維持しています。6月に利回りがさらに上昇した要因としては、政策金利の上昇見通しと、金利のボラティリティが高止まりする中でのタームプレミアムのさらなる拡大が挙げられます。欧州の経済成長見通しのさらなる悪化を受けて、ここ数週間は利上げ見通しが下方修正されるようになり、今回の利上げサイクルにおいては、政策金利が(2%を超える水準ではなく)1.50~1.75%程度でピークに達するシナリオが、市場には織り込まれつつあります。
- 先ほども指摘したように、ECBが政策金利を**継続的に**200~225bp引き上げることに成功するとは、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2.50%を上回り、タームプレミアムに関する調整とOIS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2参照)。このため、特にスワップにおいては、5~10年のアンダーウェイトの推奨はためらわれます。10年物OISの**実質レート**が、過去10年間におけるレンジの上半分の水準で推移していることにも留意が必要です(7頁の図表4参照)。
- ロベコはユーロのデレーションに対して以前より強気になったとは言え、現時点で**大幅に**オーバーウェイトとすることは消極的であり、(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、インフレが当面は高止まりする見通しの中で、景気後退入りのリスクが高まっているにもかかわらず、市場が(将来的な)利下げを5~10年ゾーンに織り込むには時間がかかることが挙げられます。一方で、2年/10年のカーブに関してはフラットニング・バイアスを据え置き、10年/30年のスティープナー・ポジションをとることによって、さらにブル・スティーピングするリスクをヘッジする方針です。
- ドイツのスワップ・スプレッドに関しては、ドイツ国債のレポ市場において一定の正常化が進む一方で、金利スワップで固定金利を払う動きが枯渇するとみて、戦略的なタイトニング・バイアスを維持しています。同時に、景気後退入りのリスクが高まる中で、スワップ・スプレッドの縮小が実現するまでに時間がかかる可能性についても認識しています。

図表 1. ECB の政策金利とインフレの見込み



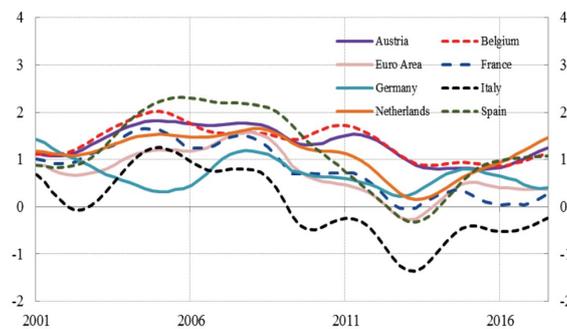
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 7 月 4 日現在

図表 2. 市場は新しい自然利子率を容認



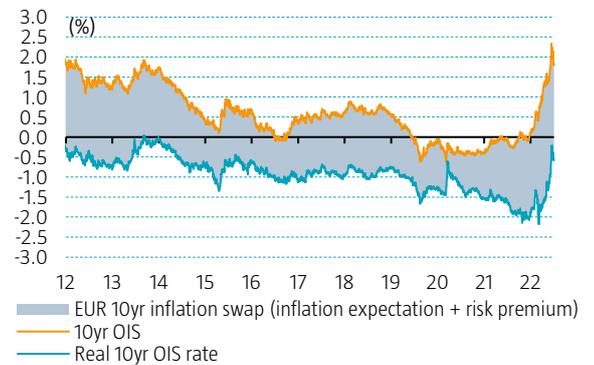
出所: ブルームバーグ、ECB、ロベコ、2022 年 7 月 4 日現在

図表 3. イタリアの推定自然利子率*はユーロ圏平均以下



出所: 自然利子率: 推計、牽引力と金融政策の課題 (Brand et al. (2018)), ECB、ロベコ、2022 年 7 月 4 日現在
* 実質ベースで表示

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 7 月 4 日現在

中国人民銀行: 金利水準よりも信用の伸びを重視

- 新型コロナウイルスに関連する行動制約が緩和される中で、政策当局は経済成長を下支えするため財政支援の道を選択
- ゼロ・コロナ政策、脆弱な消費需要、インフレ圧力の抑制といった状況が、引き続き政策金利の見通しに歪みを生じさせる
- 5 年金利のさらなる上昇を確認した上で、(クロスマーケット・ベースでの)オーバーウェイトを積み増す方針

金利見通しには引き続き歪みが存在

中国における新型コロナウイルスに関する状況は、1~2 カ月前から改善したように思われます。ロックダウン措置の対象は、以前より縮小されるようになりました。その結果、経済バロメータ指数のプラス転換には至っていませんが(9 頁の図表 2 参照)、移動に関する指標と高頻度マクロ・データは反発しています。一方、新型コロナウイルスに関する政策は、海外渡航者や感染者との濃厚接触者に対する隔離期間が短縮されたことから明らかなように、いくぶん緩和傾向にあると理解しています。とは言え、ゼロ・コロナ政策が実際に終了するまでの間は、感染拡大時の制約強化は将来的に再び生じる可能性があると思定しておくのが無難でしょう。

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、政策当局はインフラ投資強化に全力を注いでいます。地方債の発行が増額されたことに加えて、政策銀行に対するインフラ向け融資の割り当てが引き上げられました。また、不動産関連では、地方政府による従来の不動産規制がさらに緩和されただけでなく、隠れた財政刺激策の一形態でもある「住宅購入補助券」制度が(再び)導入されています。緩和策やロックダウン解除後の経済活動の再開を背景に、大都市を中心に不動産販売は回復基調にありますが、住宅需要が好転したと結論付けるのは時期尚早とみられます(中国人民銀行が最近実施した預金者向けサーベイにおいても、この慎重な見方が裏付けられている)。もっとも、経済活動が(見込みを含めて)全般に回復し、総合インフレ率も上昇しているため、コアインフレ率の上昇圧力は依然として抑制されているものの、政策金利が大幅に引き下げられる可能性は低下しています。

金融政策関連では、中国人民銀行は 1 月に中期貸出制度(MLF)の 1 年金利と 7 日物リバース・レポ金利を 10bp 引き下げて以来、銀行預金準備率(RRR)の通常より小幅な引き下げ(実質的に 30bp の引き下げ)、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、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 1 参照)といった政策を講じてきました。注目すべきは、第 2 四半期の金融政策実施報告書から、「マクロレバレッジ(民間(企業+家計)債務の対 GDP 比率)を基本的に安定的に維持する」という公約が削除されたことであり、注目度の高い「クレジットインパルス」をプラス圏内で(さらに)上昇させる姿勢を強めている様子がうかがえます(9 頁の図表 3 参照)。これを達成するために、金利を引き下げるのではなく、信用の伸びを積極的に調整する手段を選好しているとみられます。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)。この先 6~9 カ月の間に、多くの国々が景気後退入りする可能性がある状況において、利上げよりも利下げの可能性の方が依然として高いように思われます。

What is priced in for the PBoC versus our expectations

PBoC 7-day reverse repo	2.10	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23
Change implied by forwards (bps)		0	4	14	15
Our probability-weighted expectation (bps)		-3	-6	-9	-15
Our central scenario (bps)		0	-5	-5	-10

出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 7 月 4 日現在

中国国債利回りの動きを見ると、2 月以降、10 年国債利回りが 2.75%から 2.85%の狭いレンジで推移しているのに対して、5 年国債利回り、特に 5 年物オフショア・ノンデリバラブル金利スワップ(NDIRS)のレートは、上昇傾向にあります。5 年と 10 年の利回り格差がさらに縮小するのを見極めた上で、5 年国債の(クロスマーケット・ベースでの)オーバーウェイト積み増しを検討する方針です。4 月に預金金利改革が実行されたことを受けて、預金金利が 1 年物ローン・プライムレート(LPR)と 10 年国債利回りを参照するようになったことには、留意する必要があります。ロベコの見解では、10 年国債利回りが急上昇した場合には、(銀行にとっては確実に)問題が生じやすくなったとみられます。より構造的には、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結果、国債利回りも低下するとの見方を据え置いています。

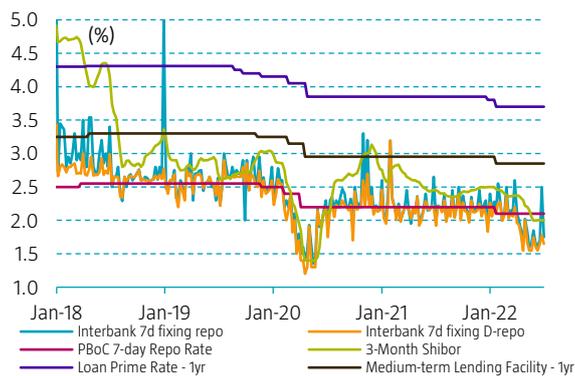
CGB curve	Spot	12m Fw
2yr	2.29	2.70
5yr	2.67	2.93
10yr	2.84	3.02

出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 7 月 4 日現在

経済バロメータ指数に下げ止まり感

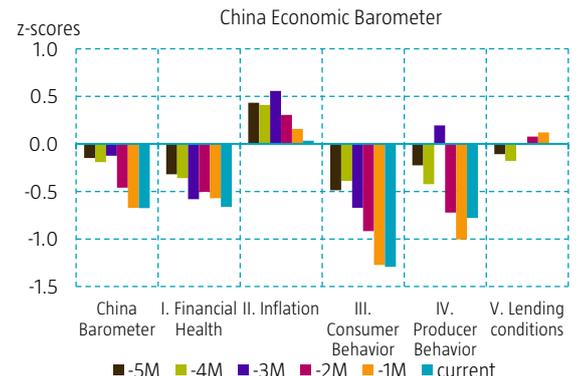
- ここ数カ月間、中国の経済バロメータ指数はマイナス圏内でさらに低下しています。もっとも、6月に移動が活性化した状況が幅広いマクロ・データに反映されるようになるなど、下げ止まり感が台頭し、いくぶん上昇する兆しも見受けられます。
- Zスコアが最も低いのは「消費者行動」であり、主な要因としては、依然として低調な小売売上高と、(家計の貯蓄預金残高に対する当座預金残高の割合を示した)限界消費性向の指標の大幅な低迷が挙げられます。
- これに対して、鉱工業生産、鉄道貨物輸送量、PMI 新規受注指数の反発を反映して、「生産者行動」には改善の兆しが見受けられています。
- 一方、信用のフロー(GDP 対比)を反映する、注目度の高いクレジットインパルス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、ようやくマイナス圏内を脱しています(以下の図表3参照)。
- 「インフレ率」の Zスコアは、生産者物価指数(PPI)が低下しつつも依然として高い水準で推移していることを受けて、小幅ながらプラス圏内を維持しています。また、基調的なインフレ圧力を計測する指標は依然として弱く、世界的な金融引き締めの流れに逆らう中国人民銀行には、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



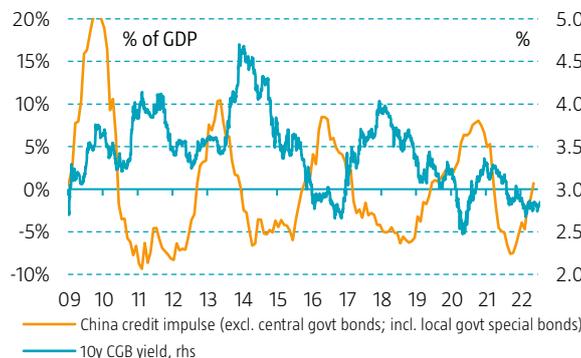
出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

図表 2. バロメータ指数は未だに低迷



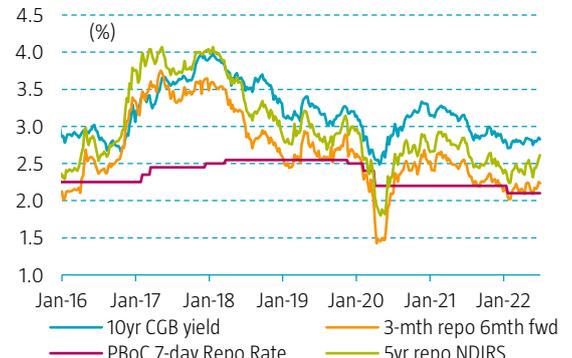
出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

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



出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

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、2022年7月4日現在

日本銀行: 強まる圧力

- 日銀は当面現状を維持
- 円安傾向の継続
- 政策転換も視野に

日銀は当面現状を維持

日銀は前回の金融政策決定会合において、金融政策の変更が視野に入ったとの観測を否定する形で、金融政策を再び現状維持としました。実際、金融市場では、決定会合を前にして、日銀は YCC の適用対象を 10 年国債から 5 年国債に短期化するか、単に 10 年国債金利の変動許容幅を 25bp 拡大することによって、YCC の枠組みを変更するとの観測が存在していました。このため、10 年国債利回りには大きな上昇圧力が加わりましたが、6 月の決定会合で、金融政策と緩和バイアスを現状維持とする方針が 8 対 1 で決定され、10 年国債利回りは低下に転じました。FRB による 75bp の利上げや、スイス国立銀行やオーストラリア準備銀行による予想外の動きに代表されるように、各国の中央銀行がタカ派色を強め、市場に対するメッセージに即して行動しているタイミングにおいて、緩和バイアスを維持した日銀の独自性は、一段と強まることになりました。その結果、日銀と日銀以外の中央銀行の間の金融政策のギャップは、当面はさらに拡大することになります。日銀は経済と物価についての評価を概ね据え置き、総合インフレ率が予想通り上昇する中で、パンデミック危機からの経済活動再開のモメンタムが残存しているとして、日本経済はやや持ち直していると指摘しました。その一方で、コア CPI(日本では生鮮食品を除くベース)インフレ率は、エネルギーや食品の価格上昇を主因として、2%の水準に達する公算が大きいものの、第 4 四半期に入ってベース効果が反映されるようになると、急速に低下する可能性が高いと強調しています。このように、日銀はインフレ上昇を一過性のものとみる立場を堅持しています。実際、基調的なインフレ圧力をよりの確に計測する指標である食品とエネルギーを除く CPI は、基調的なインフレ圧力がほとんど存在しないことを示しています。同指数は、第 3 四半期には 0.8%に達する見通しですが、他国と比較した場合には特に、ほとんど問題ない水準と言えるでしょう。この点においても、インフレの上振れリスクに対する警戒感を強めるようになった他の中央銀行とのギャップは、拡大しつつあります。

円安傾向の継続

日銀が金融政策において各国の中央銀行と一線を画したことは、円相場に重大な影響を及ぼしています。主要各国との金融政策の乖離を受けて、顕著な円安トレンドが進行中であり、市場の注目を集めています。円安が進むほど、財務省による為替介入と金融政策の方向転換の可能性に関する観測が、強まることでしょう。おそらく予想に反する形で、日銀は円相場に関して沈黙を守っていますが、日銀の評価が市場に与える潜在的な影響(政策転換に関する市場の観測を煽り立てるリスクなど)を考慮してのことだと思われます。代わりに、リスク評価において、「金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」と述べるにとどめています。しかしながら、7 月 10 日の参議院選挙に向けて円安加速の懸念が強まり、与野党間の争点になっている状況を踏まえると、日銀が自らの評価を明示することなく、円安に対して実質的に前向きな姿勢を貫くことは、確実に難しくなっています。実際、円安トレンドが持続する結果、いずれは総合インフレ率が上昇するのではないかという懸念も存在します。同じように、インフレの高進は個人消費に課税効果が生じやすく、他の多くの国における状況と同じように、インフレが政治問題に発展するリスクも存在します。

What is priced in for the BoJ, versus our expectation

	-0.10	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Sep-23
Policy balance rate	-0.10					
Change implied by futures (bps)		1	1	4	10	10
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 7 月 4 日現在

輸出の国際競争力を高めるなど、円安にはメリットも存在すると言う点で、ロベコは日銀の立場を部分的に支持します。とは言え、ポリシーミックス(政策の組み合わせ)にはコスト・ベネフィット分析が必要になります。日銀は現在、投機筋を排除する目的による最割安銘柄(CTD)に的を絞った買い入れを含めて、大量の日本国債を買い入れることによって YCC の目標を維持せざるを得ない状況にあり、その結果、国債市場の流動性は完全に枯渇し、金融システムの安定性リスクが高まっています。

政策転換も視野に

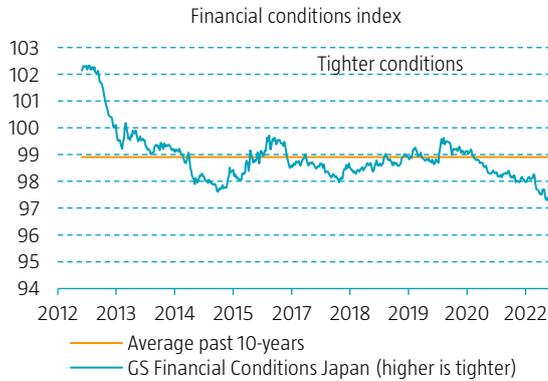
これまでも「セントラル・バンク・ウォッチャー」でお伝えしてきたように、日銀が緩和バイアスの(部分的な)除外に着手するタイミングがようやく到来したと考えています。ネガティブな外部要因が山積する中で、政策当局がこのスタンスを維持することは一段と困難になっています。この意味において、コスト・ベネフィット分析による評価は悪化しつつあります。実際、ロベコでは、円安の流れが止まらない中で、国債市場の流動性が枯渇するなど、日本の金融システムの安定性リスクについて懸念しています。日銀は問題意識を強め、勝てない勝負を戦っていることを認識しているのだと思われます。この意味において、最新の GDP とインフレの見直しを含む四半期の展望レポートが公表される、7 月の金融政策決定会合は興味深いものとなるでしょう。信用を維持したいのであれば、円相場とその影響について、より明確に説明する必要があります。このためロベコでは、過去の「セントラル・バンク・ウォッチャー」において言及した見方、すなわち、今夏の決定会合が金融政策の変更を発表するのに最適なタイミングになるという見方を据え置きます。当初のステップは、10 年国債金利の変動許容乖離幅を 25bp 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ことになるでしょう。実際のタイミングには不透明感が残りますが、この意味において、7 月か 9 月の金融政策決定会合が「ライブ」の会合になるでしょう。何らかの変更が発表された場合、10 年国債利回りは上昇するしかないことを踏まえ、10 年国債先物のアンダーウェイトを据え置きます。

JGB Curve	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	-0.07	-0.04	-1.4	-0.9
5yr	0.01	0.12	4.5	4.6
10yr	0.22	0.39	4.5	4.6
30yr	1.26	1.27	7.9	7.9

* for a 1pd position over 12 months

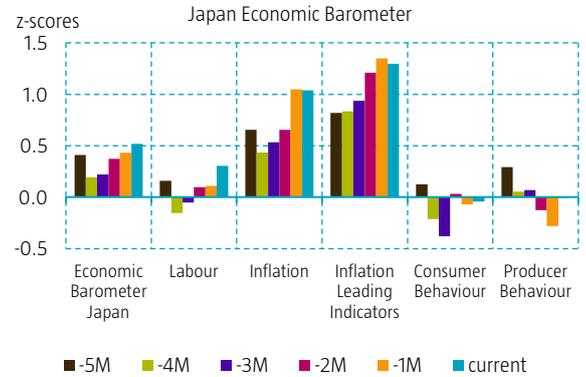
出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4日現在

図表 1. 資金繰り環境は緩和傾向



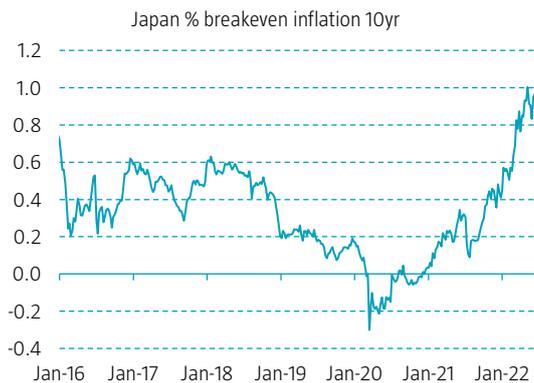
出所:ロベコ、ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、2022年7月4日現在

図表 2. 景気回復は鈍化



出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年7月4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7月4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7月4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
--