

セントラル・バンク・ ウォッチャー 進行中の作業

Sustainable Investing Expertise by
ROBECOSAM

- FRB: 1970 年代の教訓
- ECB: ほど遠い水準
- 中国人民銀行: 流れに逆行する政策の継続
- 日本銀行: フラットニングの大幅な進行

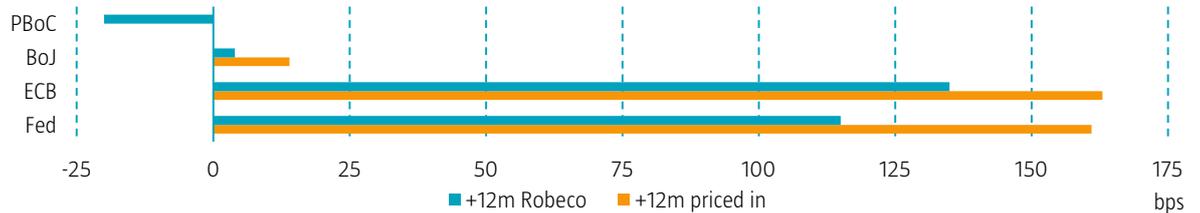
各国の中央銀行による目標に向けた作業は進行中ですが、意味合いはそれぞれ異なります。FRB は政策金利をインフレ抑制的な水準へと、さらに大幅に引き上げる方針を掲げています。ECB も同様の方向に向かいつつあると見られ、9 月の政策理事会では大幅な追加利上げの必要性が明確に打ち出されました。両者にとって、中立金利の水準(金融政策がインフレ抑制的となる水準)が切り上がったかどうか、重要な問題の 1 つとなります。金融市場はこの問題に対する答えを提示することになるでしょう。イールドカーブのフラットニングや逆イールド化は、政策スタンスがインフレ抑制的であることを既に示唆しています。

中国人民銀行にとって「進行中の作業」とは、他国において顕在化したようなインフレの高進を避けつつ、不動産市場の低迷や新型コロナウイルスの感染拡大がもたらす経済的影響に対応することを意味します。ロベコは引き続き、中国の金融政策は引き締めに向かうのではなく、さらに緩和される可能性の方が高いと見ています。一方、日銀に関しては、政策スタンスの転換に向けた動きは非常に限定的であると見られます。方針転換の原動力となりうるインフレの動向は、端的に言ってほとんど変わっていません。そうは言っても、円安圧力が強まる中で、イールドカーブ・コントロール(YCC)には何らかの形で修正が加わると予想しています。まさに進行中の作業と言えるでしょう。

Article
機関投資家向け
2022 年 9 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9月12日現在

米連邦準備制度理事会 (FRB) : 1970年代の教訓

- FRBは金融引き締め継続にコミット
- 利上げ終了のタイミングを見極める上で、市場の反応がカギを握る見通し
- 最後から2番目の利上げが重要な買いシグナル

追加的な作業

FRBはインフレ率を押し下げること、インフレ期待の高い水準での固定化(anchored)を避けることにコミットしています。長期的な消費者物価指数に対する見通しが非常に安定的に推移しているのに対して、短期的な見通しは大幅に切り上がっています。物価が急上昇する期間が長引くほど、高水準の物価見通しが消費行動に反映される可能性が高まります。パウエル議長はジャクソンホール会議での講演において、このことを「行動の合理化」と呼んでいます。物価上昇の過熱感を冷やすために介入しなければ、インフレ高進と賃金上昇の相互増幅作用を長期化させることにもなりかねません。そのような賃金と物価のスパイラル的な上昇を避けるためのコストは、ひとたび発生してしまった後に克服するコストと比べて、はるかに安くなります。ここ数カ月間にFRB高官が発したメッセージの中では、このテーマに関連するものが中心でした。

また、インフレの性質が変わりつつあることも、FRBの政策においておそらく重視されています。足元では、労働市場の過熱や賃料インフレの高進といった国内要因の重要性が高まりつつあります。これらのインフレ要因に対して、金融政策を通じて重要な影響を与えることが可能であると考えられるからこそ、FRB高官にとってインフレ抑制的な政策にコミットすることが容易になるのかもしれませんが。

中立金利の水準を見極めることが重要に

足元の金利水準において、金融政策がインフレ抑制的となる水準を見極める重要性が高まっています。パウエル議長は7月の連邦公開市場委員会(FOMC)において、中立金利として2.5%という水準に言及しました。議長は6月の経済・政策見通し(SEP)における長期的な政策金利見通しの中央値(ドット・プロット)を根拠としていますが、中立金利の水準は固定化されたものではありません。長期的には2.5%であったとしても、現在の環境において、景気を冷やし始める金利の水準がこれより高いことも考えられます。このため、9月21日のFOMCの後に公表されるSEPにおける長期的なドット・プロットの水準が非常に重要になります。ロベコは上方修正されると予想していますが、2.75%程度にとどまるのであれば、影響は軽微なものとなるでしょう。一方で、3%近く、あるいは3%を上回るような水準であれば、相応の影響が生じるでしょう。このことから、今回の利上げサイクルにおいて、政策スタンスをインフレ抑制的な方向に転換する観点から、政策金利のピークは3%ある程度上回ると想定されます。

What is priced in for the Fed, versus our expectation

Effective Fed funds rate	2.33	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23
Change implied by FF Futures (bps)		72	154	167	161
Our probably-weighted expectation (bps)		74	135	140	115
Our central scenario (bps)		75	125	125	125

出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月12日現在

引き締め終了に向けた3つのシナリオ

ロベコは基本シナリオとして、9月のFOMCでは75bp、11月のFOMCでは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3.5~3.75%に達する見通しです。それ以上の利上げが実現するかどうか、あるいはそれ以上の利上げが求められるかどうかは、おそらく以下の3つの動向に依存することになります。

1. インフレが明確に反転するかどうか。賃料やその他サービスなどの粘着性インフレの要素については特に重要です。
2. 労働市場の逼迫状況がどの程度緩和されるか。
3. クレジット・スプレッド、株価、長期金利、米ドル相場などの市場指標に基づいて、金融環境が十分に引き締まるかどうか。

リスク資産にとっては、インフレの反転が理想的なシナリオとなるでしょう。米国では、6月以降にガソリン価格が20%以上下落し、中古車価格も下落し始めていますが、粘着性インフレの要素に関しては、現時点で反転の兆しはほとんど見受けられません。また、労働市場の逼迫状況は小幅ながら和らぎつつあり、FRBは足元の労働参加率の上昇を歓迎するとみられます。その一方で、労働市場の過熱感、当面は解消されない公算が大きいでしょう。したがって、9月以降の金融政策の牽引役としては、3つ目のポイントが最も有力になると考えられます。FRBによる引き締めを受けてリスク資産が下落した場合には、11月の利上げがおそらく最後になるでしょう。一方、利上げが好意的に受け止められた場合には、痛みが生じるまで継続される可能性もあります。リスクが利上げサイクルの長期化に傾斜していることから、ロベコのFF金利の加重平均予想値は、基本シナリオを小幅に上回っています。一方、この先数四半期に量的引き締め(QT)路線に修正が加わるとは、予想していません。米国債に関しては、発行額が増額され、クーポンが安定的に供給されると概ね予想しています。第4四半期以降の金利の方向性を形成する上で、QTが何らかの役割を果たすと考えられますが、現時点では時期尚早と言えるでしょう。

米国経済が金融政策の大幅な引き締めに対応できるかどうかは、依然として不明です。「正常な」引き締めサイクルにおいても、適切な政策を実行していくことは至難の業ですが、インフレ率がここ10年間で最も高い足元の環境では、さらに困難と言えます。また、「パウエル議長率いるFRB」が市場からのシグナルの解釈に苦慮するケースが複数存在する一方で、リチャード・クラリダ前副議長の退任に伴い、フォワードルッキングな政策の考え方に関する認識に隔たりが生じています。ロベコは基本シナリオとして、過度な引き締めによってリスク資産にはさらなる悪影響が及ぶと予想しています。その結果、FRBは、現時点で予想されているよりも早期に、緩和に転じることを余儀なくされる公算が大きいでしょう。このため、ロベコによる2023年半ばの政策金利予想は、低めに設定されています。

USTs	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	3.54	3.55	181	63
5yr	3.41	3.36	67	17
10yr	3.29	3.36	38	12
30yr	3.44	3.43	16	4

* for a 1pd position over 12 months

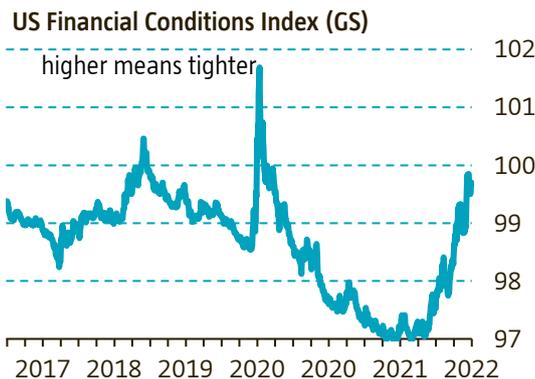
出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月12日現在

最後から2番目の利上げを待ちつつ、スティープナーを構築

イールドカーブ上では、短期ゾーンの金利はピークを超えて上昇しているものの、長期ゾーンの金利は6月の水準を上回るに至っていません。引き締めサイクルの現段階においては、2年先のFF金利の見通しが長期金利に大きな影響を及ぼす傾向が見られます。短期的には、政策金利見通しを上方修正する方向にリスクが傾斜しているため、中期ゾーンにも上振れリスクが存在すると見ています。通常、債券市場では、サイクル最後の利上げのタイミングが予想の対象となり、数週間前から織り込まれるようになります。このため、デュレーションのポジショニングにおいては、最後から2番目の利上げのタイミングが極めて重要になります。9月のFOMCがこれに該当することも考えられますが、これは最速のシナリオと言えるでしょう。イールドカーブのポジショニングに関しては、フラットニングが大幅に進行したタイミングを捉えて、2年/10年または5年/10年のスティープナーを構築したいと考えています。一方、10年/30年のスプレッドについては、引き続き0~30bpのレンジで推移するとの見方に基づき、戦術的な投資機会が浮上する可能性があると考えています。

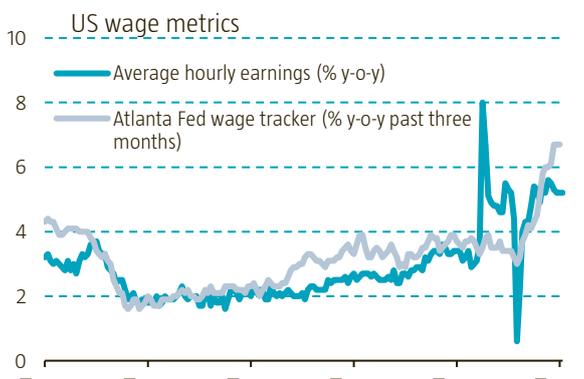
米国の労働市場関連のデータは、非常に堅調な水準から弱含むようになりました。また、消費者の景況感と個人消費の伸びが鈍化する一方で、生産者の景況感は底堅さを維持しています。一方、原油価格の下落に合わせて、ブレイク・イーブン・インフレ率は低下傾向にあります。

図表 1. 米国では金融引き締めが継続



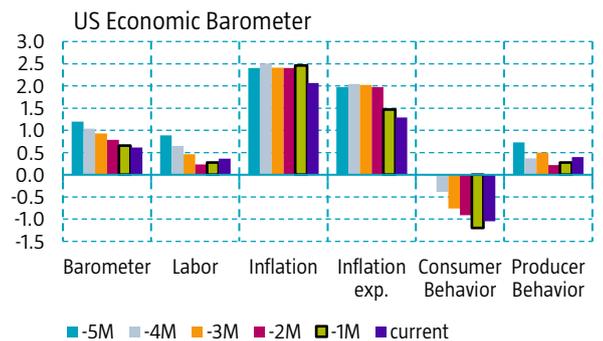
出所：ロベコ、ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、2022年9月12日現在

図表 3. 賃金指数に若干の乖離



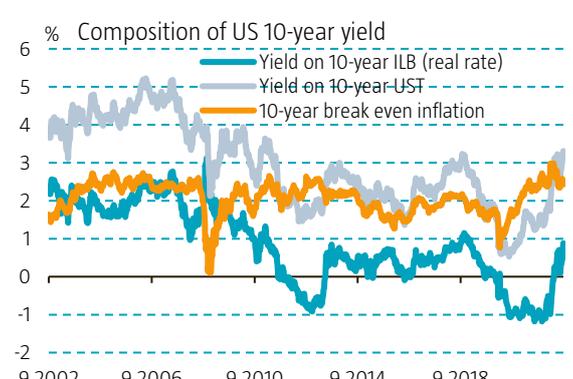
出所：ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月12日現在

図表 2. バロメータ指数はさらに鈍化



出所：ロベコ、ブルームバーグ、2022年9月12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9月12日現在

欧州中央銀行(ECB): ほど遠い水準

- 政策金利はピークから「ほど遠い水準」にあるが、来年 2 月にはピークに達する可能性もあるとラガルド総裁は示唆
- この先数年間は中銀預金金利が 2%を大幅に上回る水準で推移するという市場の想定に対して、ロベコは懐疑的
- 引き続きイーールドカーブのフラットニングとスワップ・スプレッドの縮小を予想、担保資産不足の長期化が依然としてリスク要因

ピーク水準が切り上がる可能性はあるが、高止まりするとは限らない

ECB は 9 月の政策理事会において、インフレ圧力が拡大し強まっていることを踏まえて、75bp の利上げを決定しました。その結果、中銀預金金利は 0.75%と、2011 年半ば以降で最高水準に達しました。声明文中で、「需要を抑制し、インフレ期待が持続的に上昇するリスクに備えるために」次回以降、何回かの理事会において利上げを継続する見通しが明記されたことは、重要なポイントです。ラガルド総裁は[記者会見](#)の席で、「何回かの理事会」とは 2~3 回の趣旨であることを明言しました。この発言からは、利上げサイクルが 2022 年 12 月から 2023 年 2 月の理事会で終了する可能性と同時に、政策金利は来るべきピークから依然として「ほど遠い水準」にあるとの指摘から、(1 回あたり)25bp を超える規模の追加利上げが決定される可能性があることがうかがえます。

これとは別に、金融政策の効果を短期市場金利に確実に波及させるために、銀行の超過準備に適用する金利の二階層制度の停止が決定されました。その結果、中央銀行の口座に保有する超過流動性全額に対して、中銀預金金利が適用されることになりました。理事会に先立ち、銀行の多額の流動性に対して引き続きゼロ金利が適用されることを、市場参加者は懸念していました。最近では、ゼロ金利が適用されることによって、T ビルの利回りとレポレートの上昇が、短期年限のスワップ金利の上昇に遅れる現象が生じていました。また、各国政府が ECB に預ける現金残高(現時点で~5,000 億ユーロ)に対する 0%の金利上限が維持される可能性に対する懸念も、この現象の一因となっていました。この上限は一時的に[撤廃](#)されることになりました。ECB がレポ市場における担保資産不足の兆候を認識しつつ、「金融政策の波及効果の有効性を維持」することに注力していることは、心強い限りですが、これから年末にかけて、T ビルの利回りとレポレートが改めてアウトパフォーマンスするリスクが解消されたわけではありません。

担保資産不足の問題の確実な処方箋は、有価証券の貸借取引を通じたドイツ国債担保の借り入れコストを引き下げることに加えて、ECB が量的緩和(QE)に基づく保有債券の再投資を全面的に停止することになるでしょう。しかし当面の間は、ECB は償還資金の再投資を、「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」については「少なくとも 2024 年末まで」、「資産買い入れプログラム(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」継続する方向性を模索しています。もっとも、次回 10 月の政策理事会において、QT に関する議論が開始される可能性は高いようです。

インフレ率が年内は 9%に近い水準かこれを上回る水準にとどまる見通しを踏まえると、次回以降 3 回の理事会において 150bp 近くの利上げが実施されるシナリオが金融市場に織り込まれている状況も、合理的と考えられます(以下の図表参照)。しかしながら、6~12 カ月後およびそれ以降を展望した場合、中銀預金金利が 2%を(大幅に)上回る水準で推移するという市場の想定に対して、ロベコは懐疑的に見えています(7 頁の図表 1 参照)。実際、とりわけ循環的な経済成長見通しの悪化に鑑みると、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 参照)。

What is priced in for the ECB versus our expectations

	0.75	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Sep-23
ECB deposit facility rate	0.75				
Change implied by OIS (bps)		116	156	163	165
Our probability-weighted expectation (bps)		110	140	135	135
Our central scenario (bps)		100	125	125	125

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 9 月 9 日現在

DBR curve	Spot yield	12m Fwd	Carry* (bp)
2y	1.31	1.40	63
5y	1.55	1.60	32
10y	1.69	1.81	22
30y	1.79	1.81	6

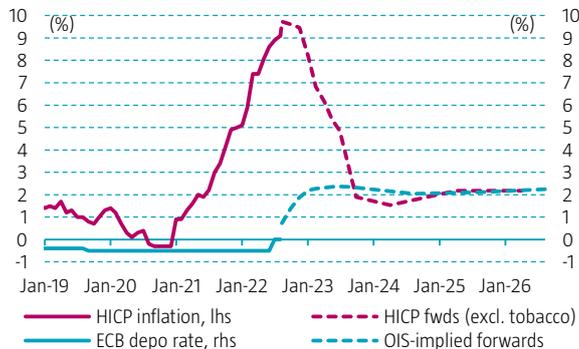
* for a 1pd position in cash bonds over 12 months

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月9日現在

引き続きイールドカーブのフラットニングとスワップ・スプレッドの縮小を予想、担保資産不足の長期化が依然としてリスク要因

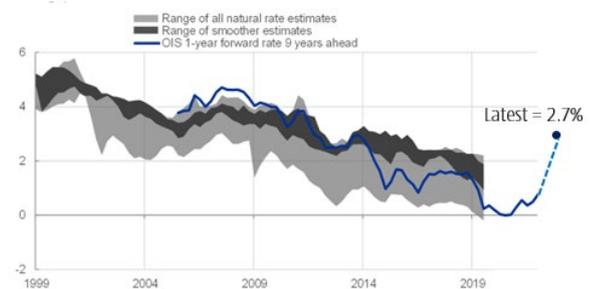
- 夏の間中に、ドイツ 10 年国債利回りは 6 月半ば頃に達したピークから大幅に低下したものの、その後は反転して概ね元に戻っています。今回、再び上昇に転じた主因は政策金利見通しの上方修正であり、市場では現在、来るべきサイクルにおいて中銀預金金利が 2.25%を上回る水準でピークに達するシナリオが織り込まれつつあります。同時に、米国 10 年国債利回りの上昇と足並みを合わせる形で、タームプレミアムも反発しています(次頁の図表 3 参照)。
- 先ほども指摘したように、今回の利上げサイクルにおいて、2%を大幅に上回る水準への利上げが必要になる可能性は認識しているものの、ECB がその水準で維持す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 2.75%に近づき、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明確に上回っています(次頁の図表 2 参照)。このため、特にスワップにおいては、10 年ゾーンのアンダーウェイトを推奨することはためらわれます。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(次頁の図表 4 参照)。
- このように、長期ゾーンのユーロのデュレーションについては、バリュエーションの魅力が増している印象を受けるものの、現時点では大規模かつ単独でのオーバーウェイト推奨を見送ります。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、景気見通しが低調であるにもかかわらず、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ます。リスク要因としては、米国債市場が牽引する形で 10 年国債利回りがさらに上昇した場合、ユーロの 1 年物 OIS のフォワード・レート(9 年先)が長期的な「中立的」水準からさらに乖離してしまうことが挙げられます。
- ドイツのスワップ・スプレッドに関しては、供給の増加と QT に関連して担保資産不足の問題が緩和される中で、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、第 4 四半期に入って担保資産に対する需要が再燃した場合、スワップ・スプレッドの縮小(特に 2 年ゾーン)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



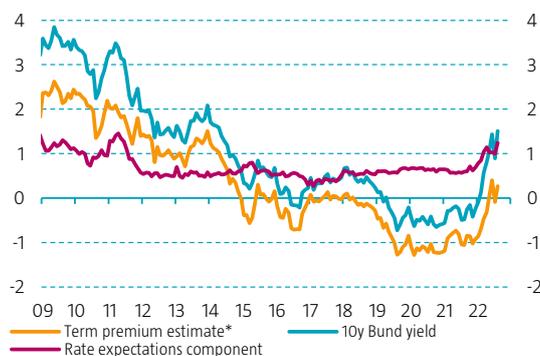
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月9日現在

図表 2. 市場は新しい長期的な自然利子率を容認



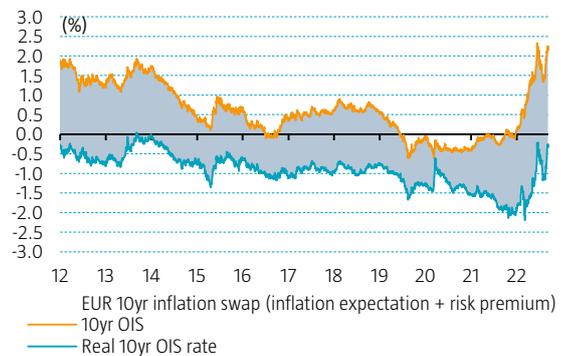
出所: ブルームバーグ、ECB、ロベコ、2022年9月9日現在

図表 3. タームプレミアム



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月9日現在
 * FRB の期間構造モデル (ACM モデル) に基づく推計、Roderick Molenaar に感謝の意を表します。

図表 4. ドイツ 10 年国債利回り (名目および実質)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月9日現在

中国人民銀行: 流れに逆行する政策の継続

- 新型コロナウイルスの感染拡大と不動産市場の低迷が引き続き経済成長の足かせに
- ロベコの金融政策見通しでは緩和バイアスを据え置き
- 短期ゾーンが主導する形でイールドカーブがさらにスティープニングするタイミングを捉えて、フラットニング・ポジションに転じる方針

中国 10 年国債には引き続き強気

中国では依然として、ゼロ・コロナ政策が経済成長の足かせとなっています。経済活動に打撃を与えているのは、一連のロックダウン措置をはじめとする諸々の制約だけではありません。将来の感染拡大に関する不透明感が払拭されないことが、企業投資や個人消費を引き続き下押ししています。また、10年間にわたって経済成長を牽引してきた不動産市場も、脆弱な状態が続いています。実際、地方政府による大規模な緩和政策を中心とする諸政策にもかかわらず、住宅需要には回復の兆しが見受けられません。

経済成長を主に下支えているのはインフラ投資であり、これをさらに強化するため、直近の中国国務院会議(8月24日開催)において、政策銀行による3,000億人民元(GDPの0.3%相当)の追加的な信用支援が要請されました。しかしながら、ロベコの見解では、2022年の平均成長率を目標の5.5%近くまで押し上げるためには不十分な規模であると見られ、目標達成は非現実的であるとの見方がコンセンサスになっています。確

かに、注目度の高い「クレジットインパルス」が既にマイナス圏内から脱却しているため(次頁の図表 3 参照)、2023 年の早い時期に、世界経済がある程度下支えされる可能性もありますが、貸し出しの量よりも質の方が重要になりうると主張することも可能でしょう。また、これまでのところ、クレジットインパルスは、2012 年や 2015 年の景気低迷時以降に見られた水準を、引き続き大幅に下回っています。

経済成長が依然として脆弱な一方で、経済バロメータ指数が裏付けるように(次頁の図表 2 参照)、豚肉を始めとする食品価格の上昇を主な要因として、総合インフレ率は上昇しています。もっとも、基調的な物価上昇圧力は依然として軟調であり、コアインフレ率は 1%未満の水準にとどまっています。

このような状況において、中国人民銀行は 8 月半ばに、7 日物リバース・レポ金利と中期貸出制度(MLF)の 1 年金利を 10bp 引き下げました。流動性が緩和的な状況において、政策金利のコリドーを既に大幅に下回る水準で推移していた短期市場金利には、ほとんど影響が及びませんでした(次頁の図表 1 参照)、その後 8 月後半に、銀行のローン・プライムレート(LPR)の引き下げが可能になりました(1 年物 LPR については 5bp、住宅ローン金利との関連性の深い 5 年物 LPR については 15bp の引き下げ)。ロベコでは、中国人民銀行がここ最近、金融政策には調整の余地が存在すると示唆したことを踏まえて、金融市場の見方とは異なり、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)。その一方で、(ロベコが予想するように)食品価格の上昇が総合インフレ率をさらに小幅に押し上げているものの、経済成長に対する懸念の高まりを受けて銀行預金準備率(RRR)の引き下げが求められるようになるまでの間、中国人民銀行が数カ月間にわたって様子見姿勢から政策金利を据え置く展開も、相応に現実的であると見えています。

What is priced in for the PBoC versus our expectations

PBoC 7-day reverse repo	2.00	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Sep-23
Change implied by forwards (bps)		0	0	0	0
Our probability-weighted expectation (bps)		-5	-13	-20	-20
Our central scenario (bps)		0	-10	-15	-15

出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 9 月 9 日現在

8 月 15 日の利下げ決定に伴い、中国 10 年国債利回りは 2 月以降のレンジ(2.75~2.85%)を突き抜けて低下し、足元では 2.6%をわずかに超える水準で推移しています。その結果、米国 10 年国債の利回りを約 70bp 下回ることとなり、両者の格差は 2009 年以降で最大となっています。新型コロナウイルス対策や不動産市場の見通しに目立った変化の兆しが見られないため、この先数カ月間に関しては、中国 10 年国債利回りが急激に上昇するリスクは限定的と見られます。一方、ロベコは政策金利見通しの緩和バイアスを維持すると同時に、残存 12 カ月までの短期市場金利が 7 日物リバース・レポ金利を既に大幅に下回る水準で取引されていることにも留意しています。したがって、総合インフレ率が上昇する可能性を念頭に置きつつ、短期ゾーンが主導する形でイールドカーブがさらにスティーピングするタイミングを捉えて、フラットニング・ポジションに転じる方針を掲げています。6~12 カ月後およびそれ以降を展望した場合、全般に高水準の債務残高や人口構成の見通しを背景に、均衡利利率が低下する結果、この先数年間に中国国債が他国の国債をさらにアウトパフォームするとの見方を据え置きます。

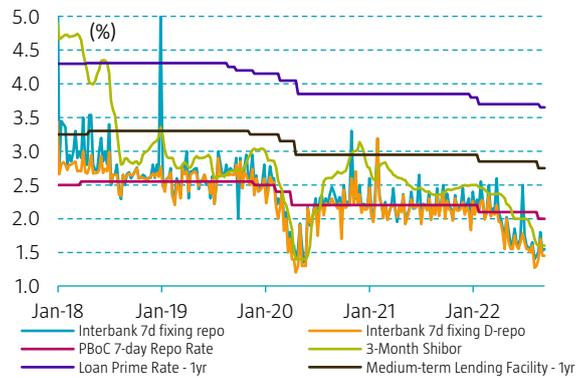
CGB curve	Spot	12m Fw
2yr	2.02	2.39
5yr	2.38	2.66
10yr	2.62	2.81

出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022 年 9 月 9 日現在

経済バロメータ指数は足踏み状態

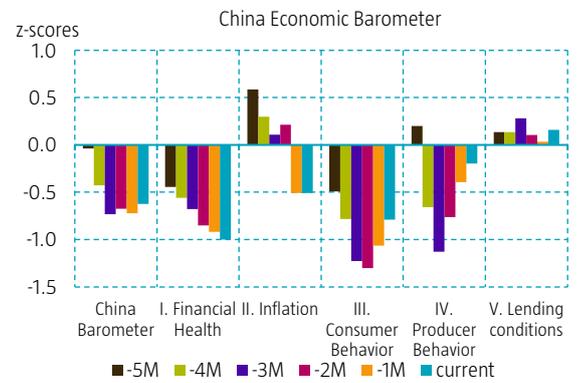
- ここ数カ月間は、中国の経済バロメータ指数はマイナス圏内で推移していますが、下げ止まり感も見受けられます(以下の図表 2 参照)。主な要因は「生産者行動」であり、鉄道貨物輸送量、電力消費量、PMI 新規受注指数の反発を反映する形となっています。
- また、自動車販売台数の急増(政策的側面も存在)や PMI 雇用指数の一定の伸びを背景に、「消費者行動」も小幅に改善しています。もっとも、依然として低調な住宅販売と(家計の貯蓄預金残高に対する当座預金残高の割合を示した)限界消費性向の指標の大幅な低迷が、引き続き「消費者行動」の Zスコアの大きな足かせとなっています。
- 一方、引き続き、信用のフロー(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、マイナス圏内を脱しています。マネーサプライ(M2)の伸びも、支援材料となっています。また、「インフレ率」の Zスコアは、生産者物価指数(PPI)と(食品を除く)消費者物価指数(CPI)の低下を受けて、マイナス圏内に落ち込んでいます。

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9月9日現在

図表 2. バロメータ指数は足踏み状態



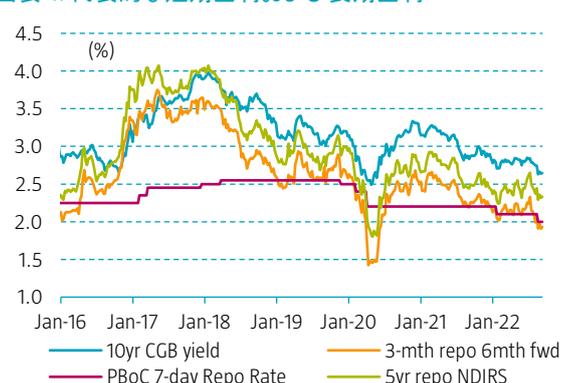
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月9日現在

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9月9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9月9日現在

日本銀行: フラットニングの大幅な進行

- 金融政策の乖離
- 円相場下落
- 長期債利回りの低下

金融政策の乖離

先進国市場における中央銀行の中で、日銀は引き続き最も異端的な存在であると言えるでしょう。インフレ期待を活性化させる目的によりハト派的なスタンスを維持すると同時に、インフレの安定性と持続性を確保する目的で景気を下支えするなど、G10 諸国の中央銀行とは引き続き一線を画しています。なかでも、賃金と物価が安定的かつ持続的に上昇するようになるまでは緩和を継続する方針を表明していることは、注目に値します。このようなスタンスは、賃金ターゲット政策と解釈される可能性もあります。また、今冬のボーナス水準と来春の年次賃金交渉の結果を確認した上で、名目賃金が上昇傾向にあり、実質賃金の伸びがマイナス圏内から脱却することを見極めるまでは、緩和的なスタンスを維持するという意向もうかがわれます。

相対的にハト派的な日銀のアプローチも、ある程度は正当化されるでしょう。食品やエネルギーに関連するインフレ圧力に対しては、多くの側面において財政政策措置(ガソリン補助金など)が講じられているため、インフレ率は 3%程度と比較的低い水準にとどまっています。さらに、日本の経済成長の枠組みは G10 諸国よりも複雑であり、経済活動に対する新型コロナウイルスの影響が残存する一方で、世界経済の減速が製造業に与える下押し効果は明確になりつつあります。このような観点から、2%の物価安定目標に安定的かつ持続的に達するまでは、緩和バイアスを中立化させる形でフォワード・ガイダンスを修正するなどして、日銀が政策の正常化を急ぐ可能性は低いとロベコは考えています。

円相場下落

緩和スタンスを採用する日銀と、引き締めスタンスを採用する主要各国の中央銀行との間の金融政策の乖離を背景に、円相場は軟調に推移しています。40 年ぶりの円安に対して、財務省を始めとする当局関係者から厳格なメッセージが相次いだことを受けて、為替介入が差し迫っているという観測が強まりつつありますが、近い将来に市場介入が実行される公算は小さいとロベコは考えています。第 1 に、円相場の下落は、日本の交易条件の悪化によって十分説明がつく動きです。第 2 に、円相場を安定させるには国際的な協調が求められ、そのためには金融市場が非常事態に陥っている必要がありますが、現状はそうではありません。そうは言っても、円安が進むほど、財務省による市場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る。

日銀にとって、インフレに対して見込まれる中期的な影響をどのように軽減できるかを明確に評価しない限り、円安に対する前向きな姿勢を貫くことは一段と難しくなっていると、ロベコは考えています。とはいえ、先ほども指摘したように、そのような懸念に効果的に対応するのは時期尚早であると思われる。政策当局が近い将来に行動を起こすためには、インフレ期待が政策目標から「逸脱(unanchor)」するか、日本の金融市場にストレスの兆しが生じる必要がありますが、現時点ではいずれも顕在化していません。このためロベコは、日銀は 9 月に開催予定の次回の金融政策決定会合において、緩和バイアスを据え置くと予想しています。もっとも、G10 諸国の中央銀行が引き締めモードを堅持する中で円安傾向が続くのであれば、そのようなスタンスを維持することは一段と難しくなるでしょう。このため、10 月か 12 月の決定会合において、10 年国債金利の変動許容乖離幅を拡大することにより、イールドカーブ・コントロール(YCC)の修正が決定されると予想しています。

What is priced in for the BoJ, versus our expectation					
Policy balance rate	-0.10	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Sep-23
Change implied by futures (bps)		1	4	10	10
Our probability-weighted expectation (bps)		0	0	1	2
Our central scenario (bps)		0	0	0	0

出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月12日現在

長期債利回りの低下

ここ数四半期の間、長期債利回りは大幅に上昇しています。これまでも同じように、長期債利回りの大幅な上昇を受けて、YCC の上限 (0.25%) が突破されるリスクが高まったと判断した際には、日銀は通常のオペを増やすとともに、10 年超のセクターを含めて臨時のオペを実行するなどして、上昇を封じ込めた経緯があります。今回に関しては、円相場に与える影響を踏まえて利回り上昇を抑制するのに慎重になると、一部の市場参加者は考えるかもしれません。YCC に固執する限りは、金融政策の独立性、為替レートの安定性、資本の自由な移動を同時に実現するというトリレンマ (三重苦) に、引き続き直面することになるでしょう。このため、他の G10 諸国の中央銀行が金融引き締めを継続する限り、円安のバイアスが残存する可能性もあります。しかしながら、黒田総裁が繰り返し指摘してきたように、日銀は金融政策の運営に際して為替レートを明示的な目標としていないこと、経済成長を下支えするために長期債利回りを抑制することが現行の YCC の目的であることを踏まえ、日銀は長期債利回りを抑制するためのオペを継続するとロベコは予想しています。過去数カ月間においては、日銀は 5 年と 10 年に的を絞ってきましたが、20 年と 30 年についても明示的な目標を設定すると見えています。日本の経済成長が弱含む中で、超長期年限の重要性は高まりつつあります。

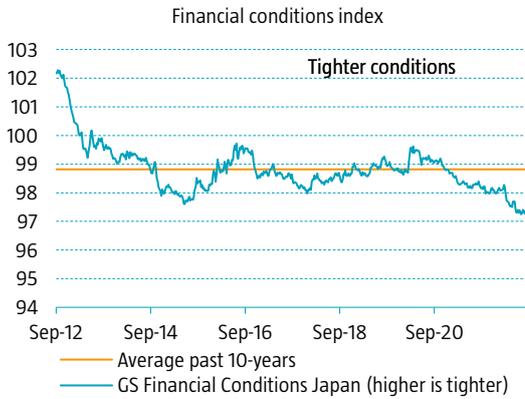
このため、利回りの上昇圧力が短期的に強まるようになれば、中期的な時間軸で運用を行う投資家にとって、ロング・ポジションを構築する機会や積み増す機会が到来すると、引き続き考えています。なかでも、20 年債と 30 年債のアウトライト (単独) でのロング・ポジションには大きな魅力があります。また、25bp 程度の収益を目標に、10 年セクターのアンダーウェイトを選好しています。実質的に、イールドカーブはフラットニングし始めると予想しています。年内に YCC の修正が決定されれば、10 年債利回りが急激に上昇する結果、フラットニング傾向はさらに強まると見えています。

JGB Curve	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	-0.08	-0.06	-1.6	-0.5
5yr	0.05	0.16	8.6	9.0
10yr	0.24	0.43	5.0	5.2
30yr	1.28	1.36	8.7	8.8

* for a 1pd position over 12 months

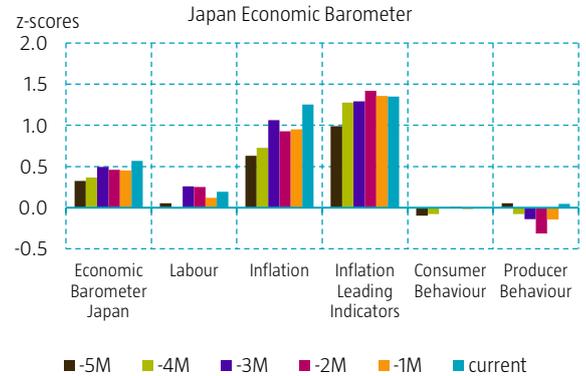
出所:ブルームバーグ、ロベコ、2022年9月12日現在

図表 1. 資金繰り環境はさらに緩和



出所：ロベコ、ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、2022年9月12日現在

図表 2. 強いインフレ・モメンタム

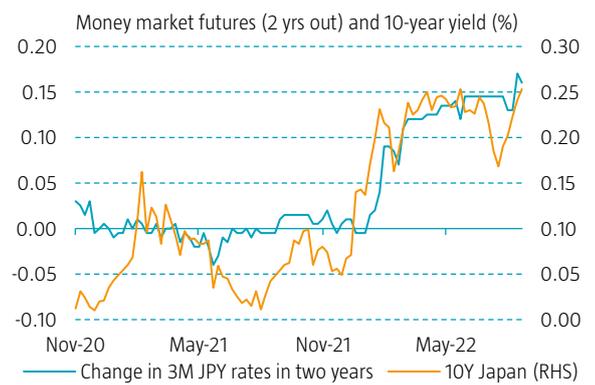


図表 3. ブレーク・イーブン・インフレ率の力強い改善



出所：ブルームバーグ、2022年9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9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
