

秒読みの最終段階へ

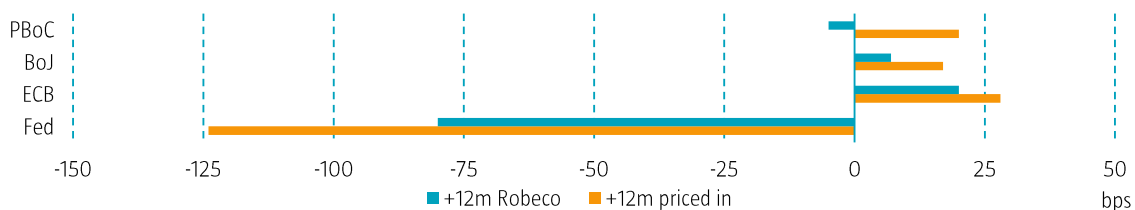
- ・ FRB: 最後の段階へ
- ・ ECB: いずれにしても政策転換に向かう
- ・ 中国人民銀行: 政策金利は安定的
- ・ 日本銀行: ピボット(政策転換)への地ならし

FRB と ECB は引き締めサイクルの終点に近づきつつありますが、ECB の場合、コアインフレ率の粘着性の高さやユーロ圏における賃金動向に鑑みると、一時停止するのはもう少し先になります。先行きを展望すると、欧州と比べて、米国においてインフレ圧力が後退する可能性が高く、いずれ景気後退に陥った場合には、FRBの方が早期に利下げに踏み切る公算が大きいと予想しています。

これに対して、日本銀行は引き締めサイクルに着手したところであり、「イールドカーブ・コントロール(YCC)」の再修正に向けた秒読みが始まった段階です。日本経済は、過去数十年間にわたって続いたデフレと賃金のゼロ成長というレジームから、ようやく脱却しつつあるように思われます。一方、中国では物価上昇圧力が依然として弱いことから、中国人民銀行は預金準備率(RRR)の引き下げを通じて緩和バイアスを維持しています。このことは、政策金利の初回利上げのタイミングが、市場の想定よりも遅くなる可能性を示唆しています。

世界の債券利回りは、2月に上昇した後、再び低下しました。これは、銀行の貸出状況が引き締め、追加的な金融引き締めの必要性が薄れたと考えられるためです。主要な中央銀行が利上げサイクルを一時停止する時期がいよいよ近づく中で、利回りはさらに低下する見通しです。

中央銀行の政策金利の見通し



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、2023年4月5日現在

ARTICLE 2023年4月

機関投資家向け ロベコ・グローバル債券マクロ・チーム



Martin van Vliet
グローバル・マクロ・ストラテジスト



Rikkert Scholten
グローバル・マクロ・ストラテジスト



Bob Stoutjesdijk
グローバル・マクロ・ストラテジスト

米連邦準備制度理事会 (FRB): 最後の段階へ

- 5月のFOMCでの利上げが基本シナリオ
- 次回FOMC以降については、FF金利の上振れ方向のリスクが大幅に後退
- 目先の展開を除き米国債の見通しについてより強気な方向に傾斜

テール・リスクの変化

FRBによる金融引き締め政策の影響が顕在化しつつあります。米国の地方銀行セクターにおける最近の混乱を見ても、明らかと言えるでしょう。今や明白な結論と思われることが、わずか数週間前まではそうではありませんでした。3月初旬頃には、米国経済を十分に冷却してインフレ圧力を抑制するために、6段階のフェデラルファンズ(FE)金利引き上げが必要であるとの声も市場では聞かれていました。

米国の金利市場において追加利上げが否定されるという意味ではなく(ロベコは5月に25bpの追加利上げを基本シナリオとして想定しています)、政策金利の上振れ方向のテール・リスクが後退するという意味において、これは重要な視点の転換となります。5月3日の米連邦公開市場委員会(FOMC)における政策判断は経済指標や金融環境に依存することとなり、現時点で利上げが既定路線となったわけではなく、フォワード・ガイダンスも限定的なものとなる見通しです。これは重要な変化と言えます。FRBはインフレを抑制するため金融環境に影響を与えようと試みると同時に、金融環境が政策判断に影響を与えることを容認していることにもなります。

シカゴ連銀が開発した、全米の金融環境を計測する金融環境指数には、各種のクレジット・スプレッド、株価のボラティリティ、住宅ローン金利、住宅価格、FRBの銀行貸出サーベイの結果を始めとする、金融関連のさまざまなデータが含まれています。FEDはこれらの条件が引き締まることを望んでいるはずですが、同時に、これがコントロールされたプロセスで引き締められることを期待しています。FRBが2022年3月に利上げを開始して以来、シカゴ連銀の金融環境指数は、1994年や2017年の利上げサイクルを上回る金融引き締めの度合いを示しています。しかしながら、1986年や1999年のサイクルの水準ほどではなく、また、コアインフレ率も当時より高いため、FRBはインフレ対策の信頼性に懸念を抱いています。このため、FRBが現時点で単純に利上げを停止することは考えにくく、そのようにすれば、金融市場に追加的な痛みが発生して、金融環境は一段と逼迫する可能性が高いでしょう。このような理由に基づいて、ロベコは5月に25bpの追加利上げを予想しています。一方、市場価格には、5月か6月に25bpの追加利上げが行われるシナリオとして、40%程度の確率が織り込まれるなど、短期的により多くの利上げが織り込まれるようになる可能性もうかがえます。そうは言っても、FRBが50bp刻みの利上げ路線に回帰する、あるいは、現在の水準から合計で50bpを超えるような利上げを行うとは考えにくく、3月初旬の水準まで短期金利が上昇したり、イールドカーブの逆イールド化が進んだりすることはないと予想しています。

What is priced in for the Fed, versus our expectations

	Jun/23	Sep/23	Dec/23	Mar/24
Fed funds rate (% upper bound)	5.00			
Change implied by fed funds futures (bps)	8	-44	-83	-124
Our probability weighted expectation (bps)	25	20	-20	-80
Our central scenario (bps)	25	25	-25	-75
Fed funds rate (% upper bound) in central scenario	5.25	5.25	4.75	4.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年4月5日現在

夏以降を展望すると、与信状況の逼迫化の影響は、国内の経済指標の悪化に反映されるようになって見えます。その結果、政策金利の下振れ方向のテール・リスクがより明確となり、短期ブーンの金利低下とイールドカーブのスティープニングにつながると考えられます。

銀行セクターのストレス再燃に対するFRBの対応

FRBは基本的に、信用供与と需給を調整する目的において、金融政策措置と資金調達・流動性ファシリティという2種類の政策手段を有しています。パンデミックの初期段階においては、両方の手段を最大限に活用する形で、政策金利を引き下げ、量的緩和(QE)を導入し、一連の資金調達・流動性ファシリティを新設しました。銀行セクターにおいて発生した今回のストレスに対しては、主な対応として、流動性ファシリティ(BTFP)の新設、米ドルのスワップラインの増額、経営難に陥った銀行の預金保険対象外の預金の保護支援、といった措置に踏み切りました。

その一方で、金融政策措置については、引き続きインフレを抑制する目的に特化して利用されています。ストレスが再燃した場合の対応も、おそらく今回の初期対応に沿ったものになると見られます。とは言え、ストレスが継続した場合、金融政策の方向転換が避けられないポイントに達することも考えられます。その場合、利上げの停止が容易に考えられる判断になります。FF 金利が高い水準まで引き上げられた現状に鑑みると、なおさらのことです。利上げを停止した後は、量的引き締め(QT)の停止が次の合理的なステップとなりますが、利下げに踏み切るためのハードルはさらに高いと考えられます。足元のインフレ率の水準において、政策金利を引き下げるには、雇用関連データがさらに大幅に悪化するか、市場の痛みがさらに強まるのが条件となります。前述の 2 頁の表は、ロベコが近い将来の利下げの確率は低いと判断していることを示しています。過去を振り返ると、現在と同様の金利水準において、FRB には最後の利上げから 2~8 カ月経過してから利下げを行う傾向が見られます。1997 年の事例では、停止期間は 18 カ月に及びました。もっとも、必要が生じた場合には、銀行セクターにストレスが生じた結果、与信状況が逼迫したと指摘することによって、FRB は利下げを正当化する可能性があります。

USTs	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	3.86	3.21	171	93
5yr	3.41	3.19	65	32
10yr	3.35	3.32	39	22
30yr	3.59	3.55	18	10

* for a 1pd position over 12 months

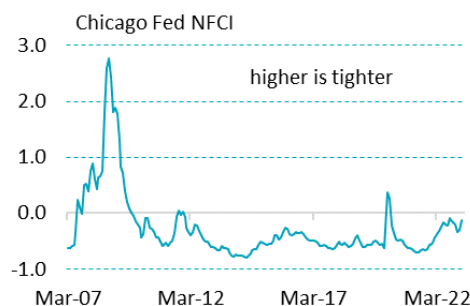
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 4 月 5 日現在

変わりゆく金利市場の環境

政策金利の見直しに関するロベコの見解と市場価格を比較すると、短期的には上振れリスクがある程度残存している様子がうかがえます。目先の展開を除いて、ロベコは米国債について強気な見方をしています。今回の引き締めサイクルの終了時点がより明確になったことが、利回りの調整局面において買い手の支援材料になると考えられます。サイクルの現段階においては、残存 2~5 年までの債券のオーバーウェイトを選好します。イールドカーブに関しては、2 年/10 年のスティープナー・ポジションの積み増しを推奨します。ここ数週間で、米国債のイールドカーブは再びスティーピング方向に振れています。依然として逆イールド化が進んだ状態にあります。また、10 年/30 年や 5 年/30 年と比べて、2 年/10 年のスティープナーの方が割安感が大きいように思われます。イールドカーブは循環的に変動するため、市場の注目が政策金利の引き上げから引き下げにシフトする過程で、逆イールドの状態から再びスティーピングに向かうと考えられます。

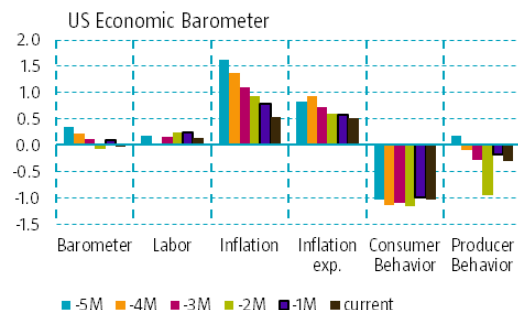
米国の経済バロメータ指数に注目すると、生産者の景況感と受注が冷え込んでいることを示唆する一方で、労働市場関連のデータは引き続き底堅さを維持しています。また、物価連動債市場においても確認されるように、インフレ圧力は緩和傾向にあります。

図表 1. 金融環境は逼迫傾向



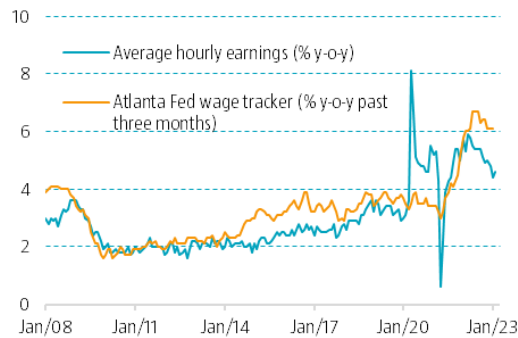
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 4 月 5 日現在

図表 2 バロメータ指数は経済成長とインフレの鈍化を示唆



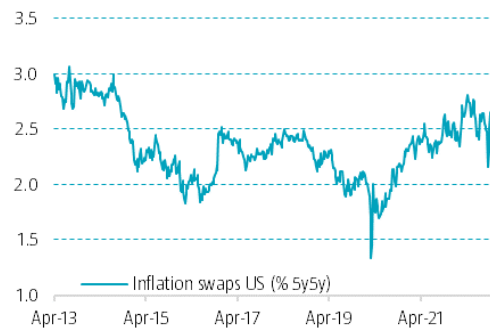
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 4 月 5 日現在

図表 3. 賃金関連の指標は転機を迎える



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年4月5日現在

図表 4. 米フォワードインフレ率は 2.5%程度で推移



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年4月5日現在

欧州中央銀行 (ECB): いずれにしても政策転換に向かう

- コア消費者物価指数 (CPI) の上昇を受けて、ECB は利上げや銀行の慎重スタンスを通じて、与信状況のさらなる引き締めを余儀なくされる方向に
- 2024 年以降の政策転換という見方は、総合インフレ率の低下と経済成長の伸び悩みを背景に強まる見通し
- 中期的には利回りの低下とイールドカーブのスティープニングが見込まれる

引き締めを一時停止するには時期尚早

銀行セクターが混乱する中でも、ECB は 3 月の政策理事会において、これまで示唆してきたように 50bp の利上げを実行しました。その一方で、追加利上げのペースとタイミングに関しては、「不確実性の高まり」によって「データ依存型のアプローチ」の重要性が強まったとして、明言を控えました。この先、政策金利は「今後の経済および金融関連のデータを踏まえたインフレ見通しの評価」に従って決定されることとなります。金融関連のデータの関連性が強まったことは、声明文中の「政策理事会は現在の緊迫した市場情勢を注意深くモニタリングし、ユーロ圏における物価と金融システムの安定性を維持するために、必要に応じて対応する用意がある」という文言によって、裏付けられました。

最近の銀行セクターをめぐる市場の神経質な動向により、今後の金利の方向性について、ECB は一段と慎重な対応を迫られていることは明らかです。しかし政策理事会は、依然として強いコアインフレ率の上昇圧力を念頭に、明確な引き締めバイアスを維持しています。実際、ラガルド総裁を含む何人かの理事は、2023 年の GDP 成長率に関する ECB の基本シナリオ (+1%) が実現した場合、「さらなる利上げが必要になる (more ground to cover)」との見方を強調しています。

ロベコの見解によると、今後の利上げ幅は直近 3 回の理事会とは異なり、50bp 未満になる可能性が高いと見られます。また、5 月 2 日に公表予定の銀行貸出サーベイ (6 頁図表 1 参照) において貸出基準のさらなる厳格化が確認されるなどして、経済と金融に関する脆弱性の (新たな) 兆候が見られれば、ECB が夏前にも利上げサイクルを一時停止する可能性が高まるとも考えています。このため、ロベコは基本シナリオとして、中銀預金金利は 25bp 刻みであと 2 回引き上げられると予想しています (6 月中旬に 3.5% に到達)。

年内の政策金利の引き上げ見通しに関して、過小評価している可能性があることは認識しています。市場の見方もまた同様であり、足元では 25bp 刻みで 2 回の追加利上げが織り込まれています (5 頁表参照)。しかし同時に、中銀預金金利が 4% 以上の水準まで引き上げられた場合、経済的なダメージやディスインフレ圧力がさらに増幅される公算が大きく、2024 年に政策転換するとの観測が強まるのではないかと考えています。ECB のリサーチにおいても確認されているように、歴史的にコアインフレ率は、(この先数四半期にわたって急速な低下が見込まれる) 総合インフレ率の上昇圧力の動きに遅れる傾向が見られます (6 頁図表 2 参照)。これとは別に、デポ金利が我々の予想する中立的な政策金利レンジの上限である 2.25% 以下の水準に戻るの、現在の市場予想よりもはるかに早いと考えています (6 頁図表 3 参照)。

What is priced in for the ECB versus our expectations

	3.00	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24
ECB deposit facility rate	3.00	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24
Change implied by OIS (bps)		39	54	48	27
Our probability-weighted expectation (bps)		48	55	45	20
Our central scenario (bps)		50	50	50	25
ECB depo rate in central scenario (%)		3.50	3.50	3.50	3.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年4月5日現在

DBR curve	Spot yield	12m Fwd	Carry* (bp)
2y	2.64	2.07	-32
5y	2.27	2.04	-15
10y	2.27	2.21	-1
30y	2.35	2.31	-2

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

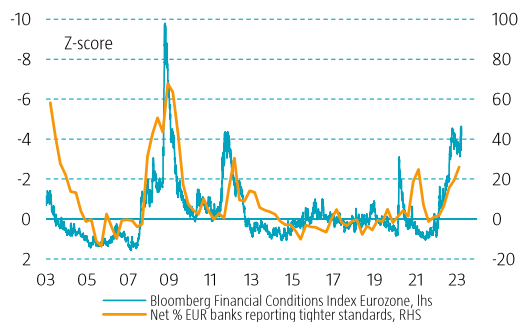
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年4月5日現在

量的緩和(QE)に基づく保有債券の再投資に注目すると、「資産買い入れプログラム(APP)」に基づく保有債券は、第2四半期末までの間は月平均150億ユーロ減額し、その後のペースはいずれ(おそらく5月に)決定するとの方針を、ECBは強調しています。下期に入って段階的な量的引き締め(QT)の方針を継続するか、小幅にペースアップすれば、タカ派のECB理事にとって、到達金利(ターミナル・レート)が4%以下の水準になることを容認しやすくなるでしょう。「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」に関しては、ECBは「少なくとも2024年末までは」元本の償還額を再投資すると予想しています。

中期的には利回りの低下とイールドカーブのスティープニングが見込まれる

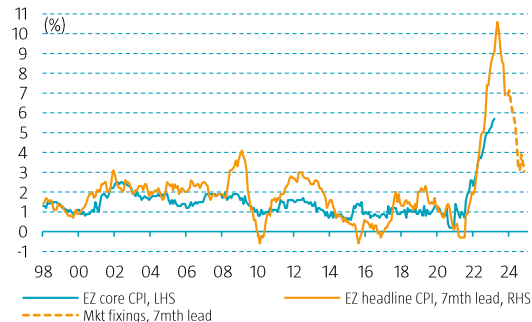
- ドイツ10年国債利回りは3月初旬に2.75%近辺まで上昇し、今回の利上げサイクルにおける高値を更新したものの、その後は大幅に低下して、足元では2.25%近辺で取引されています。利回り低下の一因は、最近の銀行セクターにおける混乱に端を発した質への逃避の動きに基づく(残存する)買い需要であり、このことはドイツ国債がスワップ対比でアウトパフォーマンス(ネット・ベース)したことから裏付けられます。加えて、金融市場がECBによる金融引き締めの見通しを下方修正したことも、要因として考えられます。
- 3月初旬には、市場では到達金利が4%を超えると指摘する声も聞かれましたが、足元では、今回の利上げサイクルにおいて中銀預金金利が3.5%程度の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。これは、ロベコの基本シナリオとも整合的な動きです。前述したように、インフレ圧力を抑制するために、3.5%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ますが、その場合、2024年に政策転換するとの観測が強まる可能性が高いでしょう。また、ユーロの5年物OISのフォワード・レート(5年先)は2.80%程度の水準に達し、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、ECBの中銀預金金利の長期的な「中立的」水準の推計値のレンジ(1.5~2.0%)を依然として明確に上回ります。このような長期的な中立金利の上昇が、財政政策の緩和によって合理的に説明されるかどうかは、疑問が残ります。
- このように、ユーロのデレレーションについては、中期的にバリュエーションの魅力が増している印象(ロベコは2023年後半~24年初旬に1.75%近辺の水準に戻ると予想)を受けるものの、(スワップではなく)現物のドイツ国債に関しては、オーバーウェイトを拡大することには引き続き慎重です。その理由として、コアインフレ率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(将来の)大幅な利下げを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。また、QTの拡大が見込まれる中で、ドイツ国債がスワップ対比でさらにアンダーパフォーマンスする展開も想定されます。
- イールドカーブに関しては、戦略的な(強気)ポジションとして5年/30年または10年/30年のスティープナーを(特にスワップ市場において)選好しています。引き続き、スワップのカーブは歴史的に見て逆イールド化が極端に進んでいます。また、5年/30年と10年/30年のカーブは、2008年の事例と同じように、2年/10年よりもいくぶん速いペースで再度スティープニングする可能性があると考えています。2年/10年のカーブについても、この先1~2年の間に平均回帰すると考えられます。スティープナーのポジションはアウトライイトでのオーバーウェイト・ポジションと比べて、長期の「中立」金利の(さらに)長期的な上昇の影響を受けにくいことを、ここでは指摘しておきます。

図表 1. 金融環境指数は信用のさらなる逼迫を示唆



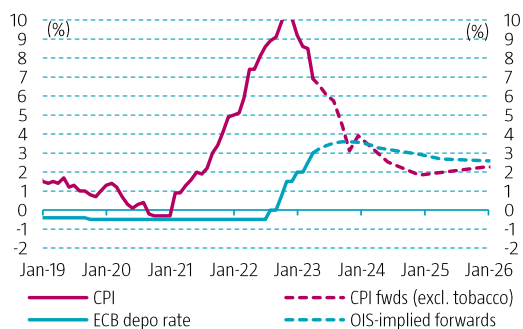
出所: ECB、ロベコ、2023年4月5日現在

図表 2. ユーロ圏の総合インフレ率はコアインフレ率に先行して変動する傾向



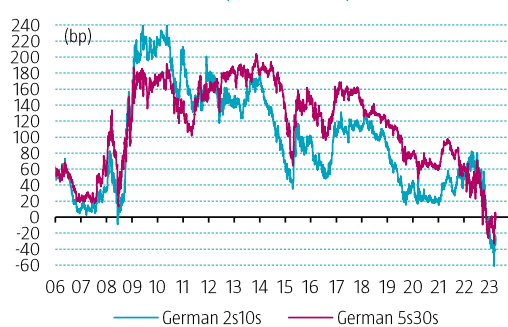
出所: ECB、ロベコ、2023年4月5日現在

図表 3. ECB の政策金利とインフレの見通し



出所: ECB、ロベコ、2023年4月5日現在

図表 4. ドイツ国債の2年/10年、5年/30年のイールドカーブ



出所: ECB、ロベコ、2023年4月5日現在

中国人民銀行: 政策金利は安定的

- 中国経済は回復基調にあるものの、最近の預金準備率の引き下げによって、利上げを懸念するのは時期尚早であることが確認される
- もっとも、短期金融市場では緩和的な地合いが反転
- 中国国債に関しては、利回りのさらなる上昇を確認した上で再び強気姿勢に転じる方針

利上げ懸念は時期尚早

中国では、消費者主導型の景気回復が着実に進んでいます。ロベコの見解によると、恩恵を受けるのは主に国内のサービス・セクターであり、先進国市場からの輸出拡大はあまり期待できないと見られます。個人消費の回復は、いずれサービス価格やコアインフレ率の上昇につながるはずですが、2月のコアインフレ率が前年同月比+0.6%と低調に推移するなど、現時点では物価上昇圧力は抑制されています。

基調的なインフレ圧力が抑えられたことで、中国人民銀行は先月、準備率が5.0%超の銀行を対象に銀行の預金準備率(RRR)を25bp引き下げると発表しました。その結果、銀行の加重平均預金準備率は、7.8%から7.6%に低下しました。引き下げのタイミングはロベコの予想よりやや早かったものの、2月に発表された第4四半期の金融政策執行報告書の論調を踏まえると、サプライズではありません。同報告書では、金融政策は経済に対する「持続的な支援」を提供し、強化するべきだと記述されています。最近、預金準備率の引き下げを通じて流動性が注入され、第2、第3四半期にも追加的な引き下げが十分想定されています。しかしながら、短期金融市場では年初ほど流動性の状況が緩和的ではなく、7日物レポ金利の水準(フィクシング)は、中国人民銀行のリバース・レポ金利以下の水準には、もはやとどまらないようになりました(8頁図表1参照)。

その一方で、政策当局は銀行と地方政府に対して、景気回復の地固めをサポートするよう指導を続けています。実際、クレジット“インパルス”がマイナス圏内に逆戻りすることがないように、銀行融資の供給は増加傾向にあります(9頁図表3参照)。また、年初には、中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会は、住宅販売需要を下支えする施策として、新築住宅価格の下落を経験した都市が、初回購入者向けの住宅ローン金利の下限を一時的に引き下げることが可能にするスキームを発表しました。主に新築よりも中古の市場において住宅販売に改善の兆しが見受けられるものの、不動産市場を浮揚させるために(コロナ後の)経済活動の再開だけでは十分でないという政策当局の考えが、この政策に反映されています。

先行きを展望すると、中国人民銀行は的を絞った緩和バイアスを当面は継続するものの、一方で主要な政策金利は安定的に推移すると予想しています(以下の表参照)。最近、再任が決まった易綱中国人民銀行総裁が、足元の金利水準は「適切」であると公言したことも、この見通しを裏付けると考えられます。債券利回りに注目すると、米国債利回りの動きと足並みを合わせるようにして、3月初旬以降はいくぶん低下しています。しかしながら、ロベコは、中国10年国債利回りが3%超に上昇する可能性は依然として高く、当面は中国国債を他の先進国国債対比でアンダーウェイトとする方針です。

実際にそのような水準に達することがあれば、次の理由に基づいて、中国国債のオーバーウェイトを再考する可能性があります。第1に、貸し出しの伸びを促す取り組みにもかかわらず、この先数カ月間にクレジット“インパルス”は一巡する可能性があります。第2に、年内に経済活動の再開を受けて景気が反発したとしても、中国経済の潜在成長率はこれまで一般的だった水準を下回る可能性が高く、市場において大規模な利上げサイクルの実施を織り込む動きにはつながらないと見られます。第3に、ロベコでは、中国経済全体、特に地方自治体セクターに内在するレバレッジの水準を踏まえ、この先数年にわたって政策金利の引き下げが必要になるという見方を変えていません。

What is priced in for the PBoC versus our expectations

PBoC 7-day reverse repo (%)	2.00	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24
Change implied by forwards (bps)		4	9	15	22
Our probability-weighted expectation (bps)		-1	0	0	-5
Our central scenario (bps)		0	0	0	0
PBoC 7-day reverse repo in central scenario (%)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年4月5日現在

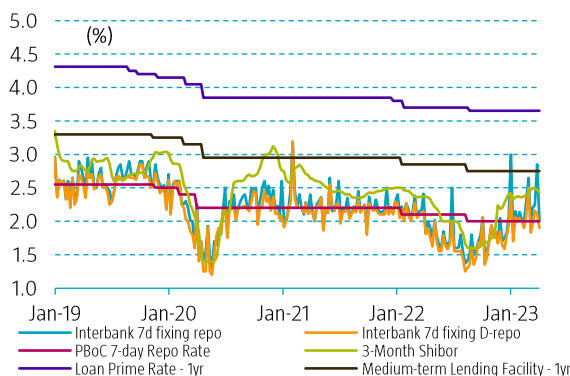
CGB curve	Spot	12m Fw
2yr	2.38	2.63
5yr	2.68	2.89
10yr	2.86	2.95

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年4月5日現在

経済バロメータ指数: 回復するも、ブームはまだ先

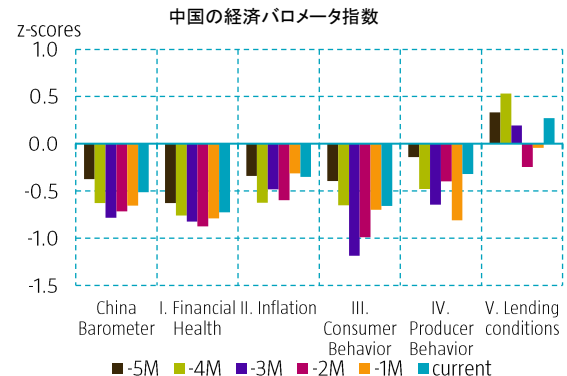
- ここ数カ月間、経済活動の再開を背景に、中国の経済バロメータ指数は予想通り着実に改善しています。回復の範囲は広範囲に及びますが、「生産者行動」と「貸出状況」が主導する形となっています。反対に、景気低迷期が長期化していたことから、「金融システムの健全性」は回復が最も遅れています。一方、「インフレ率」のZスコアについては、基調的なインフレ圧力の指標が再び上昇したため、先月は悪化しています。
- 「生産者行動」のZスコアが改善した主な要因としては、鉄道貨物輸送量および電力消費量の伸びの加速と、PMI新規受注指数が50を大幅に上回る水準に上昇したことが挙げられます。また、「消費者行動」のZスコアも、小売売上高と住宅販売の回復が牽引する形で、顕著に改善していますが、自動車販売台数の伸びが再び鈍化したことや、(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、引き続き大きな足かせとなっています。限界消費性向の低迷は、中国では全ての消費者が「反動的」に消費に走るわけではないことを、タイミング良く想起させるものです。
- 一方、プラス圏内を維持しているのは、信用のフロー(GDP対比)を反映する、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スコアと、マネーサプライ(M2)の伸びに限定されています。

図表 1. 代表的な政策金利および短期金利



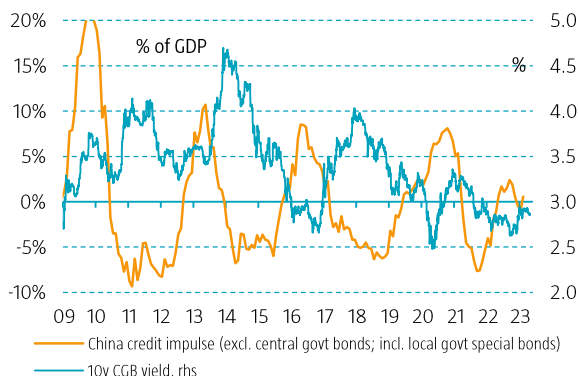
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年4月5日現在

図表 2. 経済バロメータ指数は再び改善



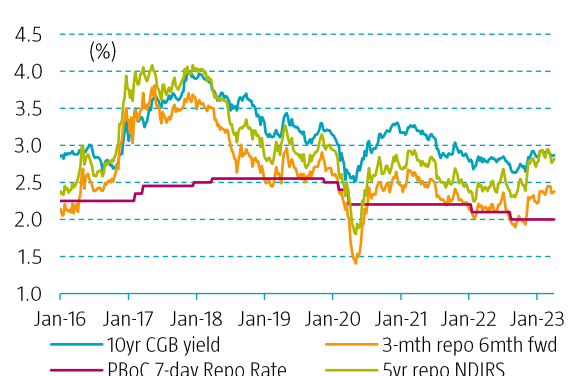
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年4月5日現在

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、2023年4月5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、2023年4月5日現在

日本銀行: ピボット(政策転換)への地ならし

- インフレは政策目標を上回る
- 賃金は上昇傾向
- YCC の再修正が視野に

インフレは政策目標を上回る

2月の日本の消費者物価指数(食品(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合)は前年同月比+2.1%と予想以上に上昇し、1992年12月以来初めて政策目標の水準(同+2%)を上回りました(消費増税の影響を受ける期間を除く)。日銀の植田新総裁は基調的なインフレを捉える際に、この簡明な指数を選好していることから、今後はこれがモニタリングすべき重要な指数になると考えています。実際、新総裁は2022年7月に日経新聞に寄稿した論考の中で、日銀が早期の引き締めを避けるべき理由として、日本のコアインフレ率の低さを指摘しています。米国、ユーロ圏、英国においては「(総合インフレ率と比べて)金融政策にとってより重要な中長期的なインフレ率の姿と相関が高い食品・エネルギーを除くインフレ率も2%を大幅に超えている」、そしてそのことがこれらの国において「急激かつ大幅な金融引き締めが進められている所以だ」と論じています。その上で、「一方、日本ではようやく22年4月からインフレ率が2%を超えたばかりだ。食品・エネルギーを除く基調的なインフレ率は5月時点で0.2%とほとんど上がっておらず、2%のインフレ率を持続的に実現するという目標には程遠い」と指摘し、日銀は金融緩和を維持すべきであると主張しています。

また、最近発表された日銀短観において、基調的な物価上昇圧力の粘着性を示す証拠が増えつつあります。第1に、(その傾向は弱まりつつあるものの)企業は投入コストの上昇分の価格転嫁を進めています。第2に、労働市場では逼迫傾向が続き、民間の雇用環境は大企業を中心にさらに逼迫する見通しです。この2つの要因(コストの価格転嫁継続に伴う利益率の改善と労働市場の逼迫)は、堅調な賃金上昇の持続性を示す兆候であり、また、基調的なインフレ圧力の蓄積が続いていることを示唆しています。

現在、日本では、投入コストの上昇に起因するインフレの高進と、一部サービス品価格の慢性的な伸び悩みという、二極化が起きていると考えられます。実際、インフレがこれ以上加速しないことを示す兆候も見受けられませんが、最近の生産者サイドにおけるサービス価格の上昇が、近い将来に消費者サイドに反映されるかどうかは、依然として不明です。とは言え、直近の日銀短観の結果は、物価の慢性的な伸び悩みがもはや基本シナリオではないという見方の(段階的な)変化を示すものと言えるでしょう。

賃金は上昇傾向

日本労働組合総連合会(連合)は3月17日に、2023年春闘(賃金交渉)の第1回集計結果(805の労働組合から集計)を公表しました。結果は予想を上回るものであり、平均賃上げ率は前年比+3.8%(定期昇給分込み)に達して、前年の同+2.14%を大幅に上回りました。基本給昇給の内訳を提供した612の労働組合については、加重平均のベースアップ率が同+2.33%となり、前年の同+0.5%から大きく上昇しました。

What is priced in for the BoJ, versus our expectation

	-0.10	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24
Policy balance rate (%)	-0.10				
Change implied by futures (bps)		14	14	16	17
Our probability-weighted expectation (bps)		0	0	6	7
Our central scenario (bps)		0	0	10	10
Policy balance rate in central scenario (%)	-0.10	-0.10	0.00	0.00	

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年4月5日現在

上振れリスクとして、多くの大企業が労働組合の要求を全面的に受け入れる結果、ヘッドラインの賃上げ率が前年比+3%程度に達するという可能性を、以前にも指摘しましたが、今回の結果はロベコの想定をも大幅に上回るものでした。今回の力強い結果は、家計と企業の双方におけるインフレ期待の高まりに概ね起因すると考えられます。労働組合側が高水準の賃上げを要求したのに対して、企業側は要求を踏まえてこれを受け入れました。このパターンが定着するかどうかは依然として不明ですが、コストプッシュ型であるにしても、インフレ期待の高まりが賃上げに反映されるという新しい枠組みに向けて、日本経済が移行しつつあることを今回の結果は示してい

るのかもしれませんが。賃上げ率の上昇は、サービス価格やコアインフレ率をさらに押し上げ、その結果インフレ期待が高まり、ひいては賃上げ要求をエスカレートさせる可能性があります。

YCC の再修正が視野に

今回の春闘の結果は、日本経済にデフレが定着する前の時代の結果に類するものであり、日本が新しいインフレの均衡点に移行しつつあることの、極めて重要な証拠であるとロベコは捉えています。コアインフレ率は中期的に 1~2%の水準に落ち着く見通しです。このような新しいインフレの均衡点に、植田新総裁率いる日銀が気づかないはずはありません。サービス・セクターを中心に基調的なインフレ圧力の蓄積が続く中、賃金が力強く上昇する環境において、日銀は現在の緩和的な金融政策ミックスから転換する構えであると考えています。

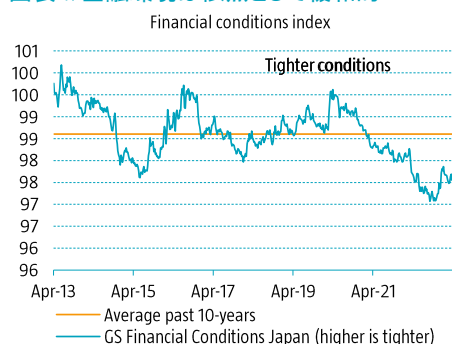
これまでもセントラル・バンク・ウォッチャーの中で、長年にわたるマイナス金利と YCC の副作用についてコメントしてきました。足元のインフレと賃金のダイナミクスの下で、ポリシー・ミックスを転換する機会が提供されると考えています。順序としては、日銀は 4 月の金融政策決定会合において、マイナス金利政策と YCC について「総括的な検証」を行う方針を発表し、その結果を 6 月の決定会合において公表すると予想しています。6 月の決定会合では、YCC に基づく 10 年国債金利の変動許容乖離幅を 50bp から 100bp に拡大するか、対象を 10 年国債から 5 年国債に変更する可能性が高いと考えられます。いずれの場合でも、10 年国債利回りは 1%近辺で取引される見通しです。もっとも、4 月の決定会合において、YCC の再修正に踏み切る可能性も否定できません。国債市場における投機筋の役割に対して非常に敏感な日銀が、(10 年国債利回りを 0.5%を大幅に下回る水準に押し下げよう) 4 月の政策変更に関する過度な観測が見られないのであれば、4 月の決定会合において変動許容乖離幅を 75bp か 100bp に拡大することも考えられます。いずれのシナリオにおいても、10 年国債利回りに強い上昇圧力がかかる結果、10 年/30 年のカーブはさらにフラットニングすると予想しています。2023 年を通して、日本国債の利回りが他の国債市場対比で切り上がる方向に修正される過程で、他の主要通貨対比で円高が進行すると引き続き考えています。

JGB Curve	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	-0.04	0.02	1.6	3.3
5yr	0.15	0.28	10.0	10.7
10yr	0.47	0.67	8.1	8.4
30yr	1.34	1.45	8.1	8.2

* for a 1pd position over 12 months

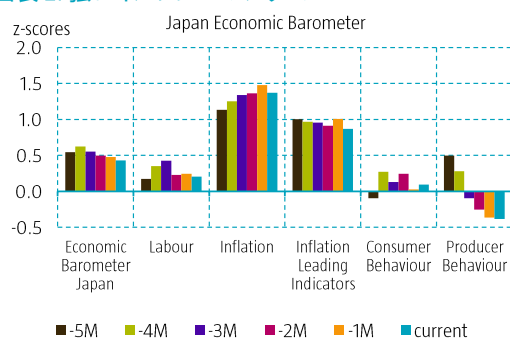
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 4 月 5 日現在

図表 1. 金融環境は依然として緩和的



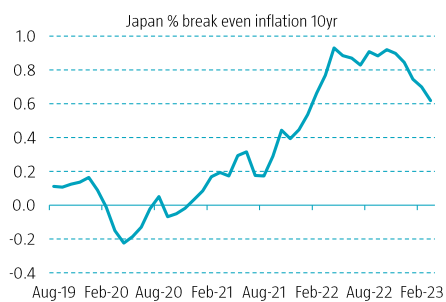
出所: ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、2023 年 4 月 5 日現在

図表 2. 強いインフレ・モメンタム



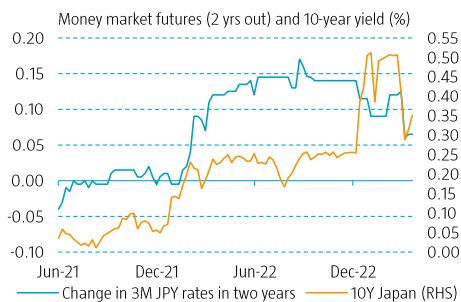
出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023 年 4 月 5 日現在

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、ロベコ、2023年4月5日現在

図表4. 市場による2年後の金融引き締め
織り込みはわずか



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年4月5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. (“RIAM”)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 RIAM 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。当資料及び記載されている情報、商品に関する権利は弊社または RIAM に帰属します。したがって、弊社または RIAM 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
