

セントラル・バンク・ウォッチャー
越えられない山はない
(インフレ抑制に必要な金利水準)

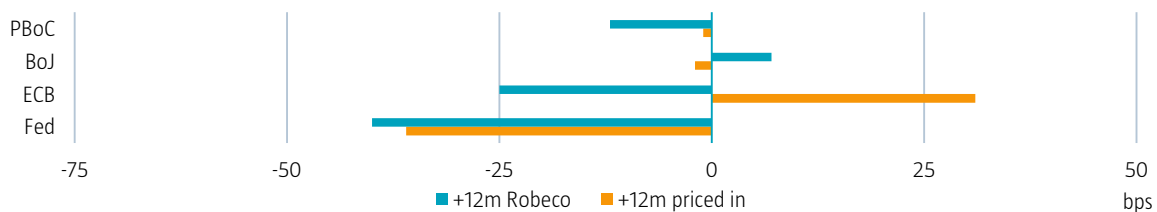
- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB) : 最終局面はさらに先送り
- ・ 欧州中央銀行 (ECB) : 保険にはコストが付随
- ・ 中国人民銀行 : 方針転換
- ・ 日本銀行 : 国際金融のトリレンマに直面

インフレ抑制のために越えられない山はない(必要だけ利上げを行う)というのが、FRB や ECB を含む先進国市場の多くの主要中央銀行からのメッセージでした。市場の中長期的なインフレ期待が比較的安定しているため、このメッセージは信用できると判断されたようですが、それには代償が伴います。

全般にインフレが大きく低下し始めた環境において、さらに抑制的な水準へと利上げを続けることによって、中央銀行は過剰な引き締めリスクを意図的に受け入れています。利上げは長期的なインフレ期待と比べて反転させることが容易なため、このリスクは取る価値があると見なされているようです。一方、日銀も他の中央銀行に続いて引き締めに移行するものの、足元でインフレと賃金の上昇ペースが緩慢であることから、引き締めのペースは緩やかになると予想しています。

先進国市場では、多くの中央銀行の利上げサイクルが7-9 月期期末まで延長されると見ていますが、中国人民銀行を取り巻く状況は全く異なります。中国では、パンデミック後の経済活動の再開や、景気の刺激を目的とする緩和政策の実施といった好材料があるにもかかわらず、経済成長が停滞しています。各中央銀行にとって、“越えられない山はない”の意味するところは異なるようです。

Outlook for central bank policy rates



Source: ブルームバーグ、ロベコ、マネーマーケット先物・先渡しに基づく12ヵ月先の変化予想。2023年7月3日現在

ARTICLE 2023年6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

FRB: 最終局面はさらに先送り

- 地銀セクターのストレスに関するセンチメントは沈静化
- FRB は年内 2 回の追加利上げを示唆
- 2 回の追加利上げの実現がロベコの基本シナリオ

引き締めサイクルの延長

FRB の政策に関するセンチメントは、急速に変化しています。地銀セクターにおけるストレスの影響は懸念されたよりも限定的であり、引き締めサイクルは延長される可能性が濃厚です。このことは、米連邦公開市場委員会 (FOMC) メンバーの最近のコメントや予想からも明らかです。6 月の FOMC では、年内にフェデラルファンド (FF) 金利は 50bp の追加利上げによって 5.6% に達すると、大方のメンバーが予想しました。予想が修正されることも珍しくありませんが、追加利上げは実施されるとロベコは見ています。

6 月の FOMC では、利上げが一時停止または見送りとされたものの、ロベコは基本シナリオとして、7 月 25~26 日の会合において 25bp の利上げが決定されると予想しています。前述のように、FOMC メンバーは、地銀セクターの危機が経済に及ぼす影響については警戒感を緩めているものの、雇用と賃金の高水準の伸びを受けて、インフレ水準を政策目標のに戻す進捗状況については引き続き懸念しています。FOMC はインフレ・ファイターとしての信認を、揺るぎないものにしたいと考えているようであり、雇用やインフレのデータが悪化しても、7 月の利上げを見送ることはおそくないと思われます。

この先数四半期にわたってインフレの低下が続き、年末までに総合インフレ率、コアインフレ率ともに 3.5% 近辺に達すると予想しています。もっとも、FRB が 9 月に利上げを見送るほどインフレが急速かつ着実に低下するかは、依然として不透明です。ロベコの推計によると、インフレは賃料の低下が主導する形で低下する見通しです。この見通しが実現すれば、FRB にとって好材料になりますが、一方で、FRB は現在、賃料以外のサービス項目においてインフレの抑制に注力しています。これらの項目についても価格の低下が見込まれていますが、9 月 19~20 日に開催予定の FOMC の前には、そのような傾向を裏付けるデータの発表は限られています。疑念が残る場合、インフレ見通しが過度に楽観的であるという印象を避けるため、FOMC はおそらく利上げに踏み切ることでしょう。このためロベコでは、7 月と 9 月の 2 回の追加利上げを基本シナリオとしています。少なくとも夏の間は、FRB はタカ派的なスタンスを維持すると想定するべきでしょう。そのようなスタンスは、金融環境全体の望ましくない緩和を避ける上で有益と考えられます。

引き締めサイクルの延長は、短期ゾーンの金利に重要な影響を及ぼします。市場に織り込まれる追加的な利上げ幅は比較的小さいため、利下げの予想時期が先送りになることの方が、重視されるでしょう。9 月の利上げが見送られたとしても、11 月に再び利上げを行う意向が表明されれば、同様の影響が生じる可能性があります。

What is priced in for the Fed, versus our expectation

	5.25	Sep/23	Dec/23	Mar/24	Jun/24
Fed funds rate (% upper l)	5.25	Sep/23	Dec/23	Mar/24	Jun/24
Change implied by FF Futures (bps)		29	16	-3	-36
Our probably-weighted expectation (bps)		40	35	19	-40
Our central scenario (bps)		50	50	25	-25
Fed funds rate central scenario (% upper bound)		5.75	5.75	5.50	5.00

Source: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 6 月 30 日現在

現在、市場は、7 月に 25bp の利上げが実施される確率を 80%、年末までに同じ程度の利上げの確率を 50% 程度織り込んでいます。このため、より短期的には、短期金利にさらなる上振れリスクが存在すると見ています。その一方で、今後数カ月間は、量的引き締め (QT) 政策は変更されないと予想しています。政府預金口座 (TGA) の残高補充を目的とする T ビル (米財務省短期証券) の発行によっても、連邦準備銀行の残高には目立った影響は生じていません。残高は FRB の評価水準 (2.5 兆ドル) を約 7,000 億ドル上回り、QT の 7 カ月分に相当するため、この観点からすると 2024 年初頭まで QT を継続することが可能になります。

過剰な引き締めリスクが高まる

米国の経済成長はこれまでのところ、意外なほど堅調に推移しています。労働市場の力強さに下支えされる形で、個人消費の高い伸びが設備投資と在庫の低迷の影響を相殺しています。その一方で、FRB が追加利上げを行う可能性が高いため、過剰な引き締めリスクが高まりつつあると考えています。金利はインフレ抑制的な水準に達しているため(ロベコが推計する中立金利のレンジは 2.5~3%)、この先、利上げが行われるたびに、経済成長へのさらなる悪影響が生じると予想されます。すでに悪影響の兆候は顕在化しつつあり、シリコンバレーバンク(SVB)の破綻や地銀セクターで生じたストレスに加えて、企業倒産は増加傾向にあります。FRB がインフレ抑制的なスタンスを打ち出す中で、金融政策の引き締めが経済成長に及ぼす下押し圧力は高まる公算が大きいことから、中長期ゾーンの金利はより安定的な段階に移行すると予想しています。また、過剰な引き締めリスクが高まるほど、今後の追加利上げが将来的な利下げにつながるリスクも高まります。

USTs	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	4.92	4.06	233	135
5yr	4.18	3.78	78	37
10yr	3.88	3.75	43	21
30yr	3.92	3.82	20	10

* for a 1pd position over 12 months

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 6 月 30 日現在

債券市場の状況

ここ最近、米国の債券市場では、利下げ見通しの剥落が主要な変動要因となっています。FF 金利の 2024 年 12 月時点の見通しは、5 月初旬の 2.7%をボトムに、7 月初旬までに 4.2%へと上昇しました。この動きを見る限り、地銀セクターのストレスに関連する質への逃避の動きは、市場価格からほとんど剥落したと判断することが可能でしょう。それでは、足元の流れの持続性については、どのような想定が現実的なのでしょうか。FF 金利先物の 2023 年 12 月限と 2024 年 12 月限のスプレッドは足元で-1.3%であり、昨年 12 月以降、-1.0%から-1.7%のレンジを形成しています。このレンジが維持され、利下げ見通しがさらに剥落する一方で、2 回の追加利上げが完全に織り込まれるようになれば、短期ゾーンの金利には 30~40bp 程度の上振れリスクが存在することになります。一方、10 年債利回りに関しては、短期ゾーンの金利とのベータを現在の水準(1.5)と仮定すると、上振れリスクは 25bp 程度と推計されます。ロベコでは、インフレと経済成長の減速見通しに基づき、上記の水準に近づくにつれてリスク・リターン特性の魅力が高まると予想しています。また、同じ分析によると、短期的に逆イールド化が進む可能性が示唆されています。ロベコは 3 月に、米国債の 2 年/10 年のスティープナーのポジションを削減しましたが、ポジション再構築を考える際に、大幅な水準調整をしている 5 年/10 年や 5 年/30 年などの代替案にも注目しています。

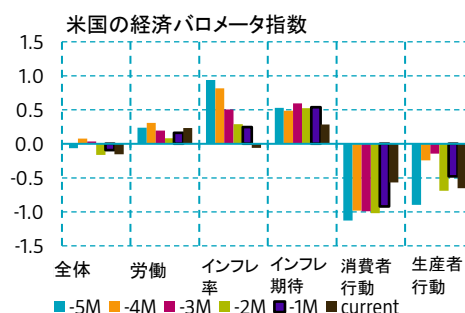
米国の経済指標は、インフレ圧力の後退を示唆しています。一方、金融環境は小幅ながら逼迫しています。

図表 1. 金融環境は安定的



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023 年 6 月 30 日現在

図表 2. パロメータ指数はインフレの低下を示唆



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023 年 6 月 30 日現在

図表 3. 粘着インフレ率は高い水準から反落



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年6月30日現在

図表 4. 米フォワードインフレ率は 2.5%程度で安定的に推移



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年6月30日現在

欧州中央銀行(ECB): 保険にはコストが付随

- ECBが政策決定に際してインフレ見通しよりもコアインフレ率の実績を重視する結果、中銀預金金利が4%を上回るリスクが浮上
- パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)のポートフォリオにおける元本償還額の全額再投資の早期終了の可能性の方が、拡大資産購入プログラム(APP)の下での保有資産売却の可能性よりも高い
- 下期に向けて利回りの低下とイールドカーブのスティープニングへの備えが引き続き肝要

金融政策はもはやフォワードルッキングではない

ECBは6月の政策理事会において、大方の予想通り25bpの追加利上げを決定しました。その結果、今回のサイクルにおいて、中銀預金金利の利上げ幅は累計で400bpに達しました(-0.5%から3.5%への利上げ)。声明文の中では、「インフレは減速しているものの、高すぎる状態が長期間続くことが見込まれる」との認識が示されました。また、「今後の政策判断において…インフレ率を遅滞なく2%の中期的な目標に戻すために、政策金利を十分に抑制的な水準に引き上げるよう努める…」とも指摘されました。その結果、「これまでの利上げの効果は金融環境に力強く伝播しつつある」にもかかわらず、理事会内部には政策金利をさらに引き上げるバイアスが存在する状況が示されました。ラガルド総裁は記者会見において、ECBは「目標を達成しておらず」、「やるべきことはまだあり」、ベースラインの経済見通しに重大な変化がない限り、7月も利上げを継続する可能性が極めて高いと発言することで、この状況を強調しました。また、スタッフ見直しにおいて、2023年と2024年のコアインフレ率の予想を上方修正したことについても強調しています。

6月の理事会以降も、政策当局の発言を通じて、ECBの現在の政策反応関数と今後数カ月間の方針について、より多くのことが確認されています。要約すると、コアインフレ率が明確に反転しない限り、利上げを停止する可能性は低いということになります。シュナーベル専務理事が説明したように、ECBはこの方針の下で、インフレ圧力が予想以上に持続するシナリオに対して保険をかけたいと考えています。これに対して、将来のインフレ見直しではなく、(歴史的に総合インフレ率のトレンドに遅行する傾向がある)コアインフレ率の実績をベースに政策を決定するのであれば、過剰な引き締めリスクにつながりかねないと、ロベコは考えています(エネルギー価格の状況次第では、総合インフレ率は10-12月期に3%以下の水準に低下する見通し)。言い換えると、インフレ上昇に保険をかける政策には、コストが付随する可能性が高いということになります。

その一方で、ロベコでは、3月は5.7%、5月は5.3%、6月は5.4%と推移してきたユーロ圏のコアインフレ率は、向こう3~6カ月の間に再び緩やかな低下基調に入ると予想しています。7月の利上げの後に、9月の追加利上げの可能性を排除するほどのペースで低下することはないにしても(経済成長と銀行貸出関連のデータが大幅に下振れしないことが前提)、10月に25bpの追加利上げによって中銀預金金利が4%を上回る展開は、避けられる見通しです。なお、市場では4%に達するシナリオが完全に織り込まれていることと(以下の図表参照)、10月の理事会前に銀行貸出サーベイが2回(7月と9月の理事会後)発表されることには、留意が必要です。さらに、ECBが政策金利を4%以上の水準まで引き上げる代わりに、PEPPのポートフォリオにおける元本償還額の全額再投資の早期終了を打ち出す可能性についても、考慮するべきでしょう。現時点では、ECBは元本の再投資

を「少なくとも 2024 年末までは」継続するとしていますが、これを前倒しで終了する可能性の方が、APP の下で保有資産を売却する可能性よりも高いように思われます。

What is priced in for the ECB versus our expectations

	3.50	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24
ECB deposit facility rate	3.50	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24
Change implied by OIS (bps)		39	49	45	31
Our probability-weighted expectation (bps)		38	36	10	-25
Our central scenario (bps)		25	25	0	-25
ECB depo rate in central scenario (%)		3.75	3.75	3.50	3.25

出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023 年 7 月 3 日現在

DBR curve	Spot yield	12m Fwd	Carry* (bp)
2y	3.28	2.55	-33
5y	2.62	2.28	-26
10y	2.45	2.30	-9
30y	2.41	2.33	-5

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

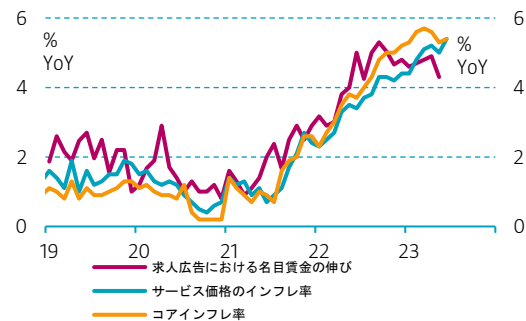
出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023 年 7 月 3 日現在

いずれにしても、ECB が中銀預金金利を 4% 以上の水準へと引き上げた場合、経済に対する打撃とデスインフレ圧力がさらに増幅され、2024~25 年の政策転換見通しが強まると想定されます。政策の転換に関連して、ロベコは引き続き、市場予想よりも早期に、中銀預金金利は 2.25% (ロベコが推計する中立金利のレンジの上限) を下回る水準に戻ると予想しています。実際のところ、総合インフレ率の低下が予想される中で、この先数年間にわたってインフレ抑制的な金利政策が維持されるという市場の見方を、引き続き疑問視しています(6 頁の図表 3 参照)。

下期に向けて利回りの低下とイールドカーブのスティープニングへの備えが引き続き肝要

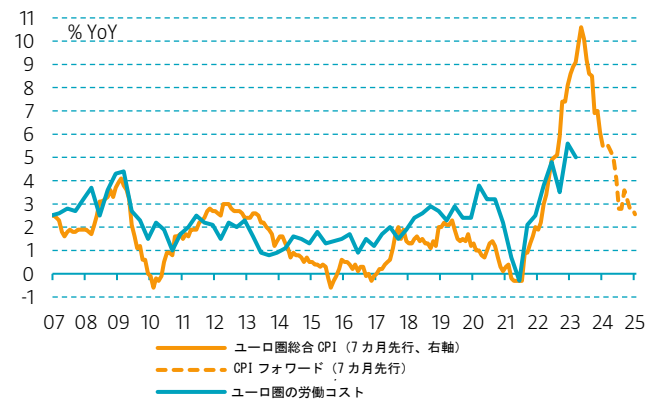
- ドイツ国債利回りは、債券市場が米国地銀セクター危機の影響下にあった 3 月中旬の底値以来、その後は再び上昇基調にあります。市場では再び、中銀預金金利の「到達金利(ターミナル・レート)」が 4% 台に達するとの見方が浮上するとともに、2024 年の緩和規模の見通しが大幅に縮小されたため、利回りの上昇は短期ゾーンが主導する形となっています。その結果、スワップ・スプレッドがネット・ベースで再び縮小した影響もあって、2 年国債利回りは 2 月下旬のピークに近づいています。一方、10 年国債利回りの上昇幅は比較的小さく、さらに長い年限のフォワードレートが引き続き安定していることから、2 月下旬のピーク(2.75%)を(少なくとも)25bp 下回る水準にとどまっています。とはいえ、ユーロの 5 年物 OIS のフォワード・レート(5 年先)は依然として 2.7% 近辺の水準で推移するなど、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、アナリストが推計する中銀預金金利の長期的な「中立的」水準の中央値(2%)を依然として上回ります。長期的な中立金利の 2.5% を超える水準への上昇が、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、(ロベコとしても)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を受けるものの(ロベコは引き続き 2023 年後半~24 年初旬に 10 年国債利回りが 2% を下回る水準に戻ると予想)、(特にスワップではなく現物の)ドイツ国債に関しては、(スワップ・スプレッドの縮小余地を踏まえて)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、ECB が新たに採用した“バックワードルッキング”な政策反応関数を踏まえると、景気見通しが低調であるにもかかわらず、市場がこの先数年間に大幅な利下げを織り込むには時間がかかることが挙げられます。
- イールドカーブに関しては、戦略的なポジションとして 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。スワップのカーブは引き続き、歴史的に見て逆イールド化が極端に進んでいます。10 年/30 年のカーブは、2008 年の事例と同じように、サイクル後期のフラットニングの影響を 2 年/10 年ほど受けにくいという見方を、ここでは考慮しています。2 年/10 年のカーブについても、ECB による最後の利上げのタイミングが明確になった段階で、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. 賃金が伸びる中でサービス価格の CPI とコア CPI が高止まりする展開を ECB は懸念するが…



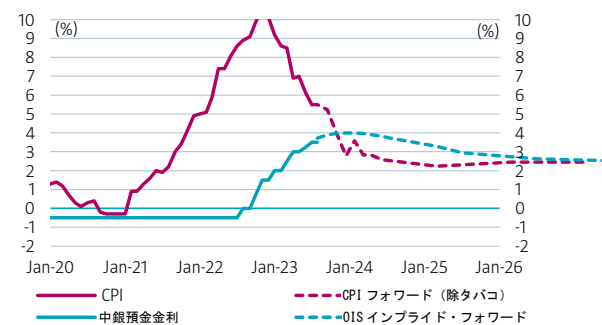
出所: ECB、Indeed、ロベコ、2023 年 7 月 3 日現在

図表 2. …賃金の伸びは総合インフレ率に追隨して低下する見通し



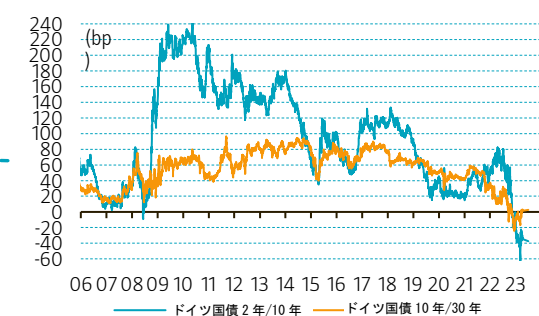
出所: ECB、ロベコ、2023 年 7 月 3 日現在

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 7 月 3 日現在

図表 4. ドイツ国債の 2 年/10 年、10 年/30 年のイールドカーブ



出所: ECB、ロベコ、2023 年 7 月 3 日現在

中国人民銀行: 方針転換

- 債務問題の再燃を受けて中国経済の回復シナリオが急変
- 市場では利上げバイアスが追加的な緩和期待に転じるも、人民元安を受けて緩和余地は限定的に
- 中国国債利回りの長期的な下方トレンドは不変だが、利回りが上昇するまでポジションの拡大を見送る方針

回復シナリオの急変

ロベコは前回のセントラル・バンク・ウォッチャーを公表した 4 月の時点で、中国における経済活動の再開がグローバル経済に与える浮揚効果と、中国経済全体の回復の力強さについて、すでに懐疑的な見方を示していました。それでもなお、期待を下回る個人消費の伸び、住宅需要のモメンタム喪失、信用の伸びの緩慢な回復、地方政府の資金調達スキームに関連する債務問題の再燃を背景に、経済活動の再開が主導する景気回復シナリオが急激に暗転したことに対して驚いています。

政策当局にとっても失望だったはずであり、実際、中国人民銀行は、5 月に預金金利の上限引き下げを国有銀行に対して指導したことに続いて、6 月には 7 日物リバース・レポ金利(現行:1.9%)と中期貸出制度(MLF)の 1 年金利(現行:2.65%)の 10bp の引き下げを決定しました。その結果、1 年物と 5 年物のローン・プライムレート(LPR)についても、同様の引き下げをもたらしました。

4 月時点では、ロベコは基本シナリオとして、年末にかけて政策金利は安定的に推移すると想定していました(追加利下げの可能性も小さいながら存在するとも指摘しました)。また、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て、利上げの予想は時期尚早であると主張しました。

経済成長を促進するため、遅くとも7月末の中央政治局会議の終了後までには、財政と不動産市場の刺激策が新たに導入される可能性が高いようです。その一方で、人民元が弱含む環境において、この先数カ月間は政策金利の引き下げ余地は限定的であると見られます。また、中国人民銀行が、銀行間7日物レポ金利(フィクシング)などの短期市場金利を、政策金利のコリドー(1.9%~2.65%)を下回る水準に誘導するとともに(7頁の図表1参照)、最近では農業支援/小企業支援の再貸出枠を総額2,000億人民元拡大したことにも、留意しています。コアインフレ率は1%を下回る水準で定着したようであり、総合インフレ率も前年比0%近辺で推移していることから、緩和バイアスを採用する根拠が存在することは明白です。総合的に判断して、ロベコはこの先3カ月の基本シナリオとして、銀行の預金準備率(RRR)の1回の追加的な引き下げを想定しています(前回の引き下げは3月)。その先を展望すると、市場における政策金利の織り込み状況には、下振れリスクが存在すると見えています(以下の図表参照)。

What is priced in for the PBoC versus our expectations

PBoC 7-day reverse repo (%)	1.90	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24
Change implied by forwards (bps)		-9	-9	-4	-1
Our probability-weighted expectation (bps)		-3	-4	-8	-12
Our central scenario (bps)		0	0	-10	-10
PBoC 7-day reverse repo in central scenario (%)	1.90	1.90	1.80	1.80	1.80

出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年7月3日現在

第2四半期には、中国国債が他の先進国国債をアウトパフォームした結果、米国債と中国国債のスプレッド(10年物)は年初来のレンジの上限まで再び拡大しました(8頁の図表3参照)。ロベコでは、バリュエーションの水準、足元で市場に織り込まれた政策金利の見通し、中国国債の供給見通しを踏まえて、中国国債の戦術的なアンダーウェイトを推奨しています(他の先進国国債対比)。その一方で、人民元金利の長期的な下方トレンドは変わらないとの見方に基づき、中国10年国債利回りが25bp以上上昇した段階で、強気のスタンスを再び強化する方針です。また、IMFが最新の[世界経済見通し](#)において、中国ではこの先数年間に均衡金利の水準がさらに大幅に低下すると予想していることにも、留意しています。

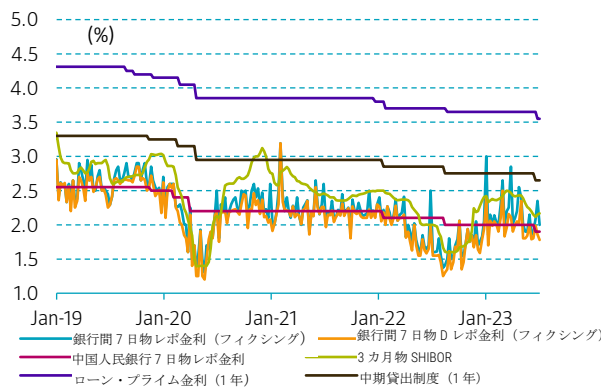
CGB curve	Spot	12m Fw
2yr	2.12	2.38
5yr	2.40	2.67
10yr	2.63	2.78

出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年7月3日現在

経済バロメータ指数: 再び悪化に転じる

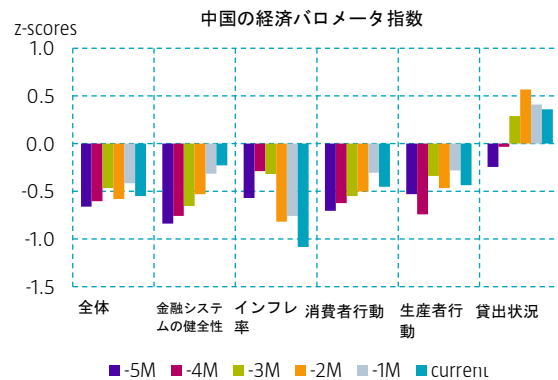
- 今年の初めには、中国の経済バロメータ指数は改善傾向にありましたが、市場のセンチメントと足並みをそろえるようにして、最近では大幅な悪化に転じています。幅広い項目において、経済のモメンタム喪失が確認されています(下記の図表2参照)。
- 「生産者行動」のZスコアが悪化した主な要因としては、鉄道貨物輸送量と鉱工業生産の伸びが急激に減速したことと、PMI新規受注指数が50を下回ったことが挙げられます。
- 一方、「インフレ率」のZスコアについては、生産者物価が依然として伸び悩んでいること、基調的なインフレ圧力が脆弱であることを背景に、さらに悪化しています。また、「貸出状況」のZスコアはプラス圏内を維持しつつも、信用のフロー(GDP対比)とマネーサプライ(M2)の伸びを反映する注目度の高いクレジットインパルス指標の悪化を受けて、低下しています。
- 年初にマイナス幅が最大であった「消費者行動」のZスコアにも、悪化の兆しが再浮上しています。主な要因としては、小売売上高、自動車販売台数、住宅販売の伸びが再び鈍化したことに加えて、(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がさらに大幅に低迷したことが挙げられます。限界消費性向の低迷は、中国では全ての消費者が経済活動の再開を受けて「リベンジ的」に浪費するつもりはないことを示すタイムリーな警告となっています。

図表 1. 代表的な政策金利および短期金利



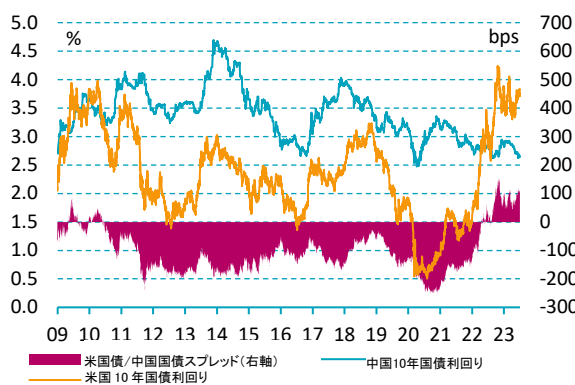
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年7月3日現在

図表 2. 経済バロメータ指数は悪化に転じる



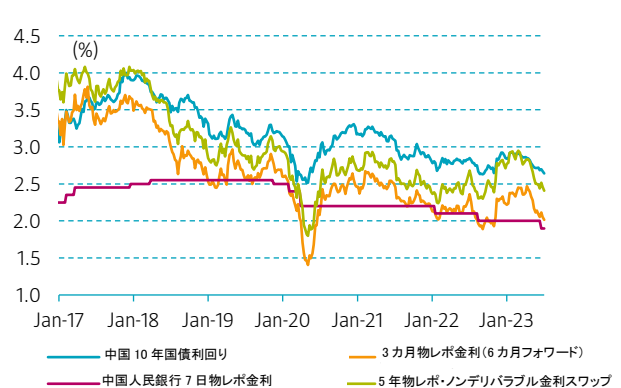
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年7月3日現在

図表 3. 米国債と中国国債の利回り格差の推移(10年物)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年7月3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7月3日現在

日本銀行: 国際金融のトリレンマに直面

- 何らかの妥協が必要
- 日銀内部における見解の隔たり
- 金利は上昇基調に

何らかの妥協が必要

日銀がハト派的なスタンスを引き続き強調する一方で(例: 6月の金融政策決定会合)、米国では経済指標が底堅さを維持し、短期ゾーンの利回りに上昇圧力を加えているため、市場では円安圧力が再燃しています。日銀は引き続き、物価安定の目標の持続的・安定的な達成につながるほど、インフレの実績と期待が加速していないとの見方を示しています。その結果、各国の中央銀行との政策スタンスの違いが拡大しています。ここ数週間にわたって円安が再び進行したため、政策当局は口先介入を試みるようになりました。財務省は、円安の動きが急激であると強調したことに加えて、通貨の安定を維持するためにいかなる選択肢も排除しないと明言しました。ロベコはこれを、外国為替市場への介入の警告と解釈しています。過去の事例では、円相場への介入は短期間に終わり、量的緩和(QE)に基づく買い入れの影響で国債利回りが同時に押し下げられることも多く、成果が限定的だったことから、この警告が信頼に足るかどうかは不明です。

ロベコは日銀についてコメントする際に、中央銀行の独立性と通貨の安定性は自由な資本フローという前提とは相容れないという、国際金融のトリレンマについてたびたび言及しました。FRBを始めとする各国の中央銀行が利上げを継続する中で、日銀はハト派的な政策スタンスに固執するのであれば、おそらく短期的には、円安がさらに進行する可能性を受け入れざるをえなくなるでしょう。一方、円安は(輸入物価の上昇を通じて)追加的なインフレ要因となり、金融システムの安定化リスクに発展しかねないことから、政府・財務省は異なる見解を示すかもしれません。いずれにしても、何らかの妥協が必要になります。

日銀内部における見解の相違

興味深いことに、現在の金融政策ミックスの妥当性について、日銀内部でも見解の相違が生じています。6月の「金融政策決定会合における主な意見」の中では、政策委員の間で物価トレンドに関する評価(特に上振れリスク)が分かれている状況が確認されました。また、「当面の金融政策運営について」の中では、物価と賃金の上昇リスクに対する認識が強まっていることが示されました。日銀が実施したアンケート調査において、家計のインフレ期待が短期、長期とも急激に高まっている様子が示されたのは、興味深いことと言えるでしょう。加えて、前述の「金融政策決定会合における主な意見」においては、労働市場の需給が比較的タイトな状態で推移する中で、(企業による投入コストの価格転嫁が進む結果)インフレ圧力が経済全体に広がり続けていることや、インバウンド需要が回復していることも確認されています。こうした状況は、日銀は従来のインフレ見通しが過度に低かったと認めざるを得なくなり、早ければ7月の決定会合において大幅な上方修正を余儀なくされることを意味すると、ロベコは考えています。つまり、潮目が変わりつつあるということです。

What is priced in for the BoJ, versus our expectation

	-0.10	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24
Policy balance rate (%)	-0.10				
Change implied by futures (bps)		-2	-2	-2	-2
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	-0.10	0.00	0.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年7月3日現在

投入コストと労働コストの増加を価格に転嫁する動きが広がる中で、特にバスケットを構成するサービス関連の項目において、インフレの持続性が強まっています。基調的なインフレ率(食品・エネルギーを除く)はしばらく前に2%を超える水準に達し、12カ月連続で着実に上昇しています。これまでもセントラル・バンク・ウォッチャーの中で、春闘(賃金交渉)の結果、あるいは労働市場が逼迫する結果として、ヘッドラインの賃上げ率が上振れするリスクを指摘しました。また、インフレ期待の高まりが定着しつつある証拠も確認されています。これは日本経済が新しいレジームに移行しつつある証拠であり、悪名高いデフレ・レジームからの脱却を示唆するものと言えるでしょう。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。

金利は上昇基調に

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似するものであり、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。日銀は、このような新しいインフレの均衡点を認識し始めています。サービス・セクターを中心に基調的なインフレ圧力が高まり続けており、賃金が力強く上昇する環境において、日銀は早ければ7月の決定会合において、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見ています。

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の副作用について数多く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。手順を考えた場合、日銀は7月の決定会合において最新のインフレ見通しを公表し、インフレ圧力が強固に定着しつつあることを確認すると予想しています。そうすることによってYCCを修正する機会が確保され、7月か9月の決定会合において、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浮上します。いずれの場合でも、10年国債利回りは年末には1%近辺で取引される見通しです。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。今年後半には、各国の中央銀行が到達金利に達する一方で、日銀がYCCの修正に着手する結果、いずれかの段階で円ロングのポジションに妙味が生じると予想しています。

JGB Curve	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	-0.07	-0.04	-0.9	1.1
5yr	0.06	0.18	7.5	8.3
10yr	0.40	0.58	12.4	12.8
30yr	1.24	1.34	7.5	7.7

* for a 1pd position over 12 months

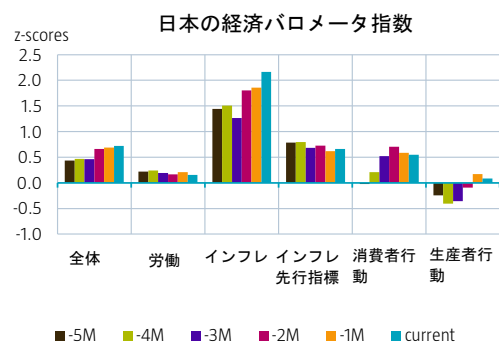
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年7月3日現在

図表 1. 金融環境は依然として緩和的



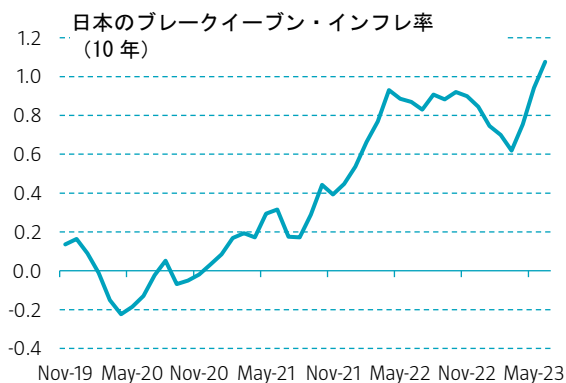
出所: ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、2023年7月3日現在

図表 2. 強いインフレ・モメンタム



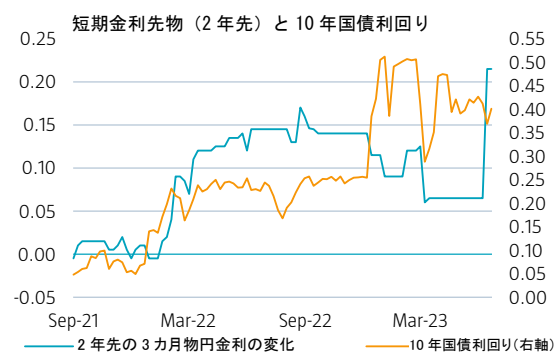
出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年7月3日現在

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、2023年7月3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、2023年7月3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