

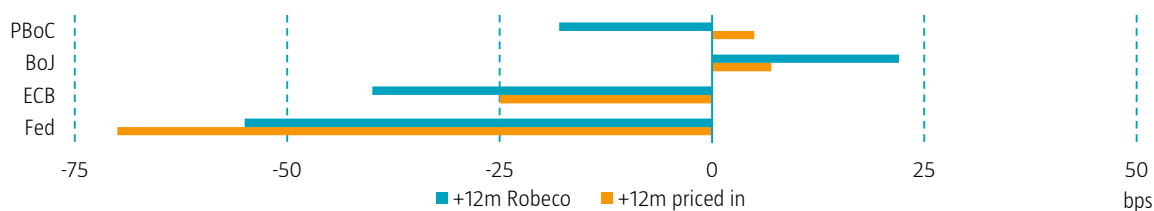
遙かなる橋 (A Bridge Too Far)

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): タカ派的スタンスを維持
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 今が最後のチャンス
- ・ 中国人民銀行: 三重苦
- ・ 日本銀行: 静かなる出口戦略

市場では引き続き、FRB と ECB は利上げサイクルの最終局面を迎えた、あるいは最終局面に近いと想定されているものの、ここ数カ月間で、今後の政策金利見通しは大幅に変わっています。原油相場の上昇や米国経済の底堅さを背景とした(物価連動債の)実質利回りの上昇からも明らかなように、この先数年間の利下げのペースは緩やかになり、政策金利の均衡水準が切り上げるというシナリオが、市場に織り込まれるようになっています。

ロベコでは、政策金利がパンデミック前より高い水準に収束する公算が大きいとの見方には賛同するものの、足元で市場が織り込む「中立的な」政策金利の水準は「遙かなる橋(高すぎる水準)」のように感じられます。そのように考える根拠の1つは、長期的な中国の政策金利見通しです。最近の不動産関連の緩和措置によって、中国人民銀行に追加利下げを求める圧力はいくぶん弱まるものの、利下げのプロセスはさらに続く予想しています。さらに、経済のハードランディング・リスクが解消されないことを踏まえて、先進国国債の中長期利回りがさらに上昇したタイミングで、デュレーションを積み増すことを推奨します。例外は日本国債であり、日銀によるマイナス金利政策(NIRP)の終了が近づく中で、引き続き7~10年利回りの上昇と10年/30年のフラットニングを引き続き警戒しています。

Outlook for central bank policy rates



Source: Bloomberg, Robeco, change 12m ahead, based on money market futures and forwards; 11 September 2023

ARTICLE 2023年9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): タカ派的スタンスを維持

- FRB は次の利上げによって引き締めサイクルを終了する見通し
- 利上げサイクルの次のステージでは「より高く、より長く (higher for longer)」がキーワードに
- 利上げサイクルの終了はスティープナー・ポジションの支援材料

リスク・マネジメントの観点から最後の追加利上げが予想される

ロベコは基本シナリオとして、FRB は 25bp の利上げをあと1回行うと予想しています。タイミングとしては、11 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) が有力です。

FRB 当局者は、これまで以上に経済指標に依拠した (data dependent) 政策運営を行うというメッセージを伝えています。6 月と 7 月のインフレ指標は大方の予想通り、もしくは予想をわずかに下回るハト派的な内容でした。また、求人数を始めとする労働市場のデータは、経済が徐々に正常化しつつあることを示唆しています。もっとも、引き続き個人消費の伸びが予想以上に強いため、FRB の経済情勢評価には迷いが生じると見られます。その意味で、FRB がもう一段の利上げに踏み切ることも考えられます。利上げする場合、金融を必要以上に引き締めてしまうリスクが付随しますが、市場では現在、9 月の利上げの可能性は低いと見られているため、11 月ではなく 9 月に利上げが行われた場合の方が、そのリスクは高まると思われれます。仮に FRB が利上げを見送れば、市場の利下げの予想時期が前倒しされる結果、金融環境が時期尚早に緩和される可能性があります。これは FRB にとって望ましくない展開であり、インフレ・ファイターとしての信認喪失につながります。ひとたび失われた信認を回復するのは、容易ではありません。このようなリスク・マネジメント上の観点から、スタンスを変更する緊急性が生じない限り、FRB はタカ派的な姿勢を維持する公算が大きいでしょう。このため、9 月の FOMC において利上げを見送ったとしても、11 月に利上げする意向を強調すると予想されます。

ロベコは 11 月の利上げを基本シナリオとしていますが、確率加重の見通しで 60% の確率とするなど、確定的な予測ではありません。利上げの主なメリットは、アナウンスメント効果になるでしょう。コアインフレ率の低下が続く中で再度の利上げを行うことで、2% のインフレ目標を重視する姿勢を市場に確信させることができるでしょう。追加利上げが経済に不必要な打撃を与える可能性はありますが、景気が急激に冷やされた場合でも、利下げによって対応可能であると FRB は確信しています。

What is priced in for the Fed, versus our expectation

Fed funds rate (% upper	5.50	Dec/23	Mar/24	Jun/24	Sep/24
Change implied by FF Futures (bps)		-6	-17	-41	-73
Our probably-weighted expectation (bps)		15	15	-20	-55
Our central scenario (bps)		25	25	0	-50
Fed funds rate central scenario (% upper bound)		5.75	5.75	5.50	5.00

Source: Bloomberg, Robeco; 10 September 2023

利上げサイクルは概ね完了したと見られ、11 月の FOMC 以降は新しいフェーズが始まる見通しです。長期にわたって金利をインフレ抑制的な水準に据え置く可能性があるという内容のフォワードガイダンスが、新たなフェーズの特徴になる可能性が高いようです。

コアインフレ率がさらに低下し、3% を下回る水準になれば、利下げを可能にする条件が整うと見られます。消費者物価指数のコア指数は来年 3 月か 4 月にも 2% 台まで低下する見通しですが、コア PCE デフレーターに関しては、おそらくもう少し忍耐強さが必要になるでしょう。もっとも、FRB がインフレ率の低下だけで政策判断をする可能性は低く、経済成長の鈍化 (特に労働市場の環境悪化) がより説得力のある利下げ検討開始のトリガーとなるでしょう。ロベコは最近の経済成長関連のデータの底堅さを踏まえて、初回の利下げ時期の予想を 3 ヶ月先送りして来年 6 月としています。

利上げ終了後もバランスシートの縮小路線は継続

バランスシート縮小政策 (量的引き締め (QT) 政策) は、利上げ終了後も継続すると予想しています。連邦準備銀行の残高は引き続き潤沢であり、2024 年 6 月末まで QT を継続することが可能です。パウエル FRB 議長は、利下げと QT の継続が両立しようとさえ指摘しています。

最近数ヵ月間、米国の債券市場では、利下げ見通しと中立金利の水準の再考が、主要な変動要因となっています。ロベコの見解では、中立金利の水準は切り上がったものの、名目ベースで3%を超えることはないと考えられます。5年先5年のフォワードで見ると、市場では現在3.75%程度の水準が織り込まれていますが、9月20日に開催予定のFOMCにおいて提示される経済・政策見通しの中で、この件に関するFRB当局者の最新の見解が示される見通しです。FRBの見解は、中立金利を下回らない範囲で利下げを行う余地を示唆するため、市場にインパクトを与える可能性があります。「長期予想の中央値」が3%以上に引き上げられれば、タカ派的なスタンスとして捉えられる公算が大きいです。

USTs	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	4.99	4.31	243	144
5yr	4.42	4.17	87	45
10yr	4.30	4.21	49	26
30yr	4.38	4.29	24	13

* for a 1pd position over 12 months

Source: Bloomberg, Robeco; 11 September 2023

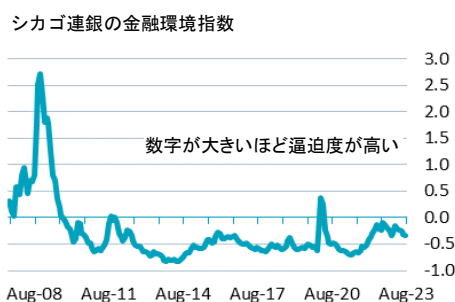
債券市場の状況

市場が織り込む中立金利の推計値とロベコの推計値の差を踏まえ、デューレーションのポジションについてはオーバーウェイトに傾斜しています。同時に、FRBがタカ派的なバイアスを維持していることから、債券市場の地合いが近い将来に変わるとは予想していません。したがって、当面はこのような状況が続くと見られることから、値下がりしたタイミングに限定した押し目買いを推奨します。

利上げサイクルの終了見通しは、イールドカーブのスティープニングにつながると予想しています。分散を図る目的において、既存の2年/10年のスティープナー・ポジションの他に、他の年限(10年/30年など)のポジションや割安感の見られる米国外の市場(カナダ市場など)に注目しています。

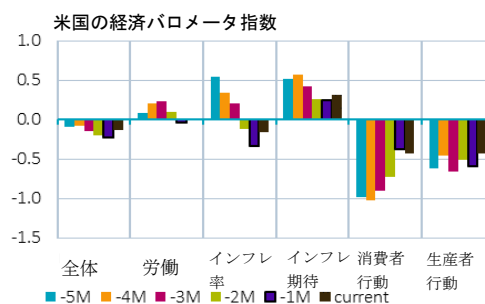
以下の図表は、インフレ期待が引き続き安定的に推移する一方で、労働市場の環境が正常化に向かいつつある様子を示しています。

図表 1. 金融環境は引き続き安定的



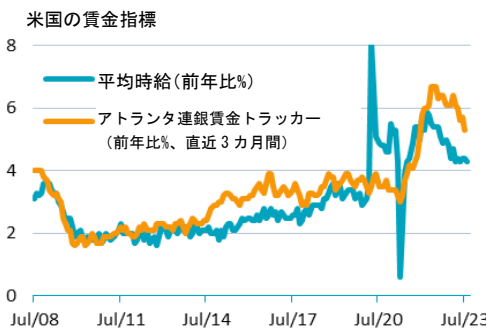
出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年9月11日現在

図表 2 バロメータ指数はインフレの低下を示唆



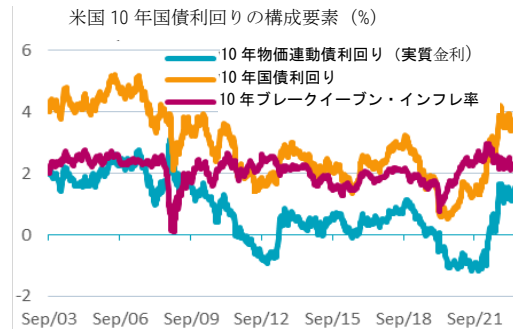
出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年9月11日現在

図表 3. 賃金の伸びは鈍化



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年9月11日現在

図表 4. 実質利回りは急上昇



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2023年9月11日現在

欧州中央銀行(ECB): 今が最後のチャンス

- ECB が 4%まで利上げする機会は近く消滅する見通し
- 資産購入プログラム(APP)の保有資産売却の可能性よりも、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の元本償還額の全額再投資の早期終了の可能性の方が高い
- 下期は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

最後の追加利上げの是非

ECB は 7 月下旬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ける、中銀預金金利の利上げ幅は累計で 425bp に達しました(-0.5%から 3.75%への利上げ)。声明文の中では、「インフレは引き続き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設定する(前回は「引き上げる」)よう努める」とも指摘されました。その結果、ECB の利上げサイクルが終了間近であることが、概ね確認される形となりました。ラガルド総裁は記者会見において、政策理事会は経済指標に全面的に依拠するようになり、9 月以降の政策判断に関しては「利上げ」の可能性も「一時停止」の可能性もあるという、オープンマインドな姿勢を強調しました。

7 月の理事会以降も、ECB 当局者からは上記の方針に概ね沿う内容の発言が聞かれています。タカ派サイドの理事は依然として、9 月の 25bp の追加利上げを視野に入れているように思われます。おそらくは、9 月に公表される経済・物価見直しによって、(9 月に一時停止した)利上げを 10 月に再開することがより困難になることを認識しているのでしょう。実際、ドイツの鉄道旅行価格や消費者物価指数(HICP)における観光業の構成比率見直しによるベース効果などによって、9 月はコアインフレ率(年率換算ベース、速報値は 9 月 29 日公表予定)が大幅に低下すると予想されています。また、ユーロ圏の経済成長見直しは、ECB の現在の基本シナリオ対比で、引き続き悪化する可能性が高いようです。

このため、タカ派サイドの理事にとっては、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」をかけるために、4%への利上げを実現する今が最後のチャンスであると考えられます。今回、一時停止が決定された場合、利下げは視野に入っていないといった、非常にタカ派なメッセージが牽制球として発せられると予想しています。また、この先数カ月間は、インフレ期待が低下する中で政策金利を据え置くという判断は、(すでに)金融政策の引き締めを意味するという考え方に、言及される機会が増えると予想しています。

量的緩和(QE)に関しては、(7 月時点で再投資が停止された)APP の下で保有資産を売却する可能性は、PEPP の下で元本償還額の全額再投資を前倒しで終了する可能性(現時点では少なくとも 2024 年末までは継続する方針)よりも低い、という見方を据え置きます。もっとも、PEPP の前倒し終了に関する議論が活発になるのは、おそらく 10 月以降になると見られます。

市場価格に関しては、10-12 月期中銀預金金利が 4%に達するシナリオが完全に織り込まれたことに注目しています(以下の図表参照)。その先を展望すると、中銀預金金利は市場(および ECB)が予想するよりも早期に、「中立的な」領域(ロベコの推計では 1.75~2.25%)に戻ると引き続き予想しています。実際のところ、インフレ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見方を、引き続き疑問視しています(6 頁の図表 3 参照)。

What is priced in for the ECB versus our expectations

	3.75	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24
ECB deposit facility rate	3.75				
Change implied by OIS (bps)		19	13	-5	-25
Our probability-weighted expectation (bps)		18	10	-20	-40
Our central scenario (bps)		25	25	-25	-50
ECB depo rate in central scenario (%)		4.00	4.00	3.50	3.25

Source: Bloomberg, Robeco; 11 September 2023

DBR curve	Spot yield	12m Fwd	Carry* (bp)
2y	3.09	2.44	-58
5y	2.63	2.40	-28
10y	2.63	2.57	-9
30y	2.76	2.72	-5

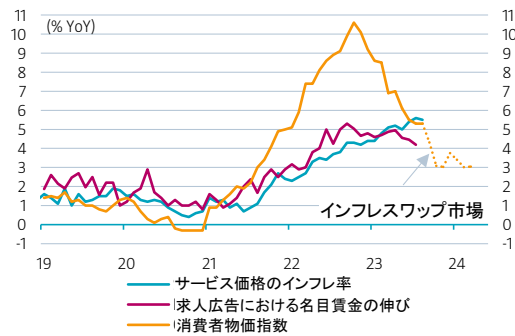
* for a 1pd position in cash bonds over 12 months

Source: Bloomberg, Robeco; 11 September 2023

下期は利回りの低下とイールドカーブのステイプニングへの備えが引き続き肝要

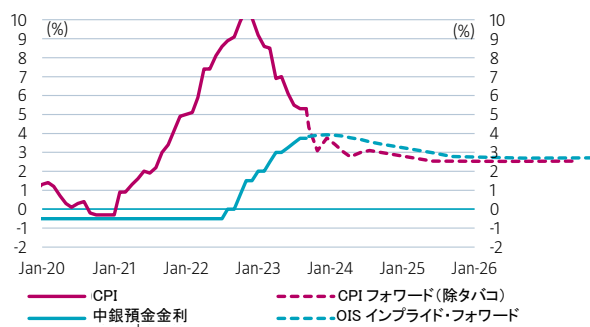
- ドイツ国債利回りは、債券市場が米国地銀セクター危機の影響下にあった 3 月中旬の底値以来、再び上昇基調にあります。もっとも、10 年国債利回りは 2 月下旬のピーク(2.75%)までは戻していません。一方、2 年国債利回りに関しては、7 月初旬にピークに達したものの、市場では ECB による利上げが概ね終了したとの確信が強まる中で、その後は緩やかな低下傾向にあります。
- 5~10 年ゾーンのバリュエーションを見る限り、ユーロのデュレーションに対する中期的に強気なスタンスは正当化されると考えています。実際、ユーロの 5 年物 OIS のフォワード・レート(5 年先)は 3%近辺で推移するなど、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%)を大幅に上回ります。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との見方には賛同しますが、ロベコの推計によると、市場が織り込む長期的な中立金利の水準(~3%)は「遙かなる橋(高すぎる水準)」のように感じられます。
- とはいえ、(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)デュレーションのポジションを積み増すことには引き続き慎重です。その理由として、ECB が採用したより「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 年のステイプナーを(特にスワップ市場において)引き続き選好しています。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。ステイ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。スワップ・スプレッドに関しては、10 年ゾーンを中心に、さらなるタイトニングに備えています。一方、短期ゾーンのスワップ・スプレッド(対ドイツ国債)の方が、全般的な「リスク・オフ」の流れの中で、あるいは政府預金に対する利払い停止を決定したドイツ連銀に他の中央銀行が追随する動きの中で、ワイドニングするリスクが高いように思われます。

図表 1. 賃金関連の先行指標はすでに減速の兆し



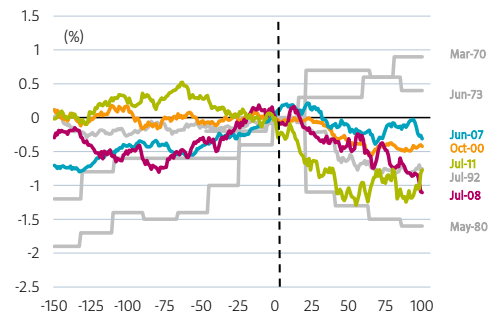
出所: ECB、Indeed、ロベコ、2023年9月11日現在

図表 3. ECB の政策金利とインフレの見通し



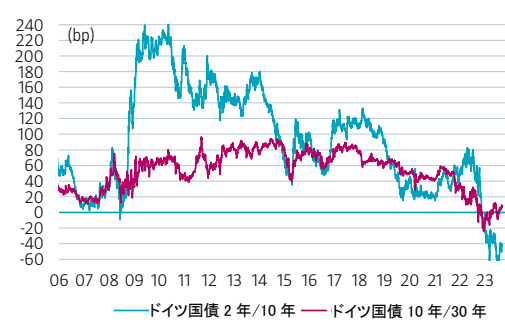
出所: ECB、ロベコ、2023年9月11日現在

図表 2. 10年国債利回りの変化(ECB/ドイツ連銀の利上げ時(t=0))



出所: ECB、ロベコ、2023年9月11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9月11日現在

中国人民銀行: 三重苦

- 最近の不動産関連の緩和措置によって、中国人民銀行に追加利下げを求める圧力は弱まる
- 中国国債利回りの長期的な低下傾向は不変
- 利回りがさらに上昇したタイミングでデレートを積み増す方針

多くの政策手段を駆使する中国人民銀行

前回のセントラル・バンク・ウォッチャーを公表した7月以降、経済バロメータ指数からも読み取れるように(8頁参照)、中国の経済見通しはさらに悪化しています。これは、地方政府(および資金調達ブーム)における債務問題の深刻化に関連しており、これは過去数年間の不動産セクターにおける動向から生じています。同時に、6月に政策金利とローン・プライムレート(LPR)が引き下げられた後も、Tier1都市以外では住宅販売が改善されないため、不動産デベロッパーの苦境が深刻化しています。個人消費の一部はサービス関連にシフトしているものの、消費者は総じて慎重な姿勢を崩していません。一方、財に対する世界的な需要の鈍化によって、輸出の伸びは頭打ちとなっています。

このような経済情勢において、人民元安がさらに進んでいるにもかかわらず、中国人民銀行は8月に、7日物リバース・レポ金利と中期貸出制度(MLF)の1年金利をそれぞれ10bp、15bpずつ追加的に引き下げると決定しました。また、その後数週間にわたって、特に小規模な銀行の純金利マージンが(さらに)縮小する事態を避けるために、商業銀行の預金金利を低めに誘導しました。その一方で、人民元安のペースを緩やかにするため、外貨預金準備率(RRR)の6%から4%への引き下げを余儀なく行いました。これだけでは不十分との見方からか、政策当局は8月末に、不動産関連の緩和措置を強化しています。具体的には、初回と2回目の住宅購入者に適用される頭金の最低比率の引き下げと、新規および既存の住宅ローンの金利引き下げを発表しました。不動産バブルを計画的に縮小させることがいかに困難であるかを、一連の政策は表わしているとロベコは考えています。

先行きに関しては、最近の不動産関連の緩和措置はセンチメントに好影響を及ぼし、経済の短期的見通しの改善に寄与する公算が大きいです。このため、長引く人民元安圧力を踏まえても、近い将来に政策金利が追加的に引き下げられる可能性は低下しています。(7月のように)総合インフレ率がマイナスになることと、デフレが始まることには、大きな違いがあることは留意が必要です。デフレの判断に際しては、再び上昇トレンドに入ったと見られるコアインフレ率の方が、おそらく重要であると思われます。このため、ロベコはこの先3カ月間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が、それ以外の(主要な)政策金利の引き下げについては、確率は50%未満であると見ています。中国人民銀行が「ステルス」緩和として、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(1.8%~2.50%)を下回る水準に誘導していることも、留意しています(8頁の図表1参照)。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、引き続き下振れリスクが存在すると見ています(以下の図表参照)。

What is priced in for the PBoC versus our expectations

PBoC 7-day reverse repo (%)	1.80	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24
Change implied by forwards (bps)		-2	-4	-1	5
Our probability-weighted expectation (bps)		-4	-8	-12	-18
Our central scenario (bps)		0	-10	-10	-20
PBoC 7-day reverse repo in central scenario (%)	1.80	1.70	1.70	1.70	1.60

Source: Bloomberg, Robeco; 11 September 2023

6月の政策金利の引き下げおよび一連のマクロ経済指標の低迷を背景に中国国債がラリーする一方で、米国債利回りが循環的な高値を更新したため、8月に入って米国債と中国国債のスプレッド(10年物)は、2022年のピークを超える水準まで拡大しました(8頁の図表3参照)。その後、中国国債の利回りはいくぶん上昇しています。しかしながら、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、経済情勢を踏まえて、ロベコでは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、MLFの1年金利を25bp以上上回る水準まで利回りが上昇した段階で、強気のスタンスを再び強化する方針です。

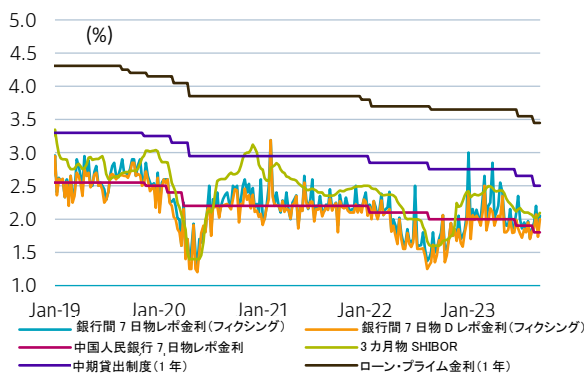
CGB curve	Spot	12m Fw
2yr	2.25	2.52
5yr	2.49	2.70
10yr	2.66	2.76

Source: Bloomberg, Robeco; 11 September 2023

経済バロメータ指数: 刺激策の必要性

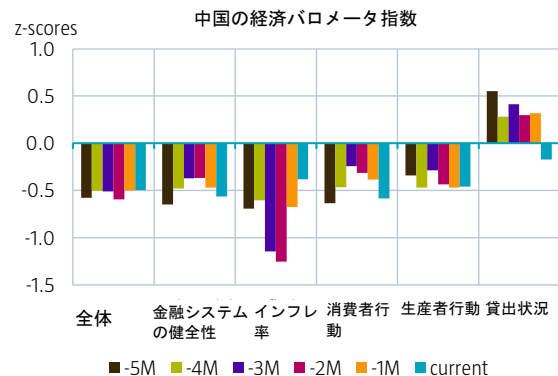
- 中国の経済バロメータ指数は、すべての項目がマイナスの領域に落ち込むなど(8頁の図表2参照)、経済成長が引き続き弱含む見通しを示しています。最近の目立った変化としては、「消費者行動」の項目に脆弱性の兆しが強まっています。主な要因としては、小売売上高、自動車販売台数、住宅販売の伸びが鈍化したことに加えて、(家計の貯蓄預金残高に対する当座預金残高の割合を示した)限界消費性向の指標がさらに大幅に低迷したことが挙げられます。限界消費性向の長引く低迷は、経済活動の再開後にサービス関連の支出へのシフトが進んだにもかかわらず、消費者は総じて非常に慎重な姿勢を崩していないことを示す、タイムリーな警告となっています。
- 「貸出状況」のZスコアも、金融環境の逼迫、ソブリンCDSスプレッドの拡大、与信の伸び悩みを反映するようにして、マイナスに転じています。また、「生産者行動」のZスコアは、鉱工業生産の伸びのさらなる減速を、PMI新規受注指数の改善が相殺する形で、横ばいで推移しています。
- 一方、「インフレ率」のZスコアは、PMI投入価格指数と価格課金指数の上昇、コアインフレ率の上昇を受けて、改善しています。このことから、中国において幅広くデフレが定着する可能性は極めて低いと思われます。

図表 1. 代表的な政策金利および短期金利



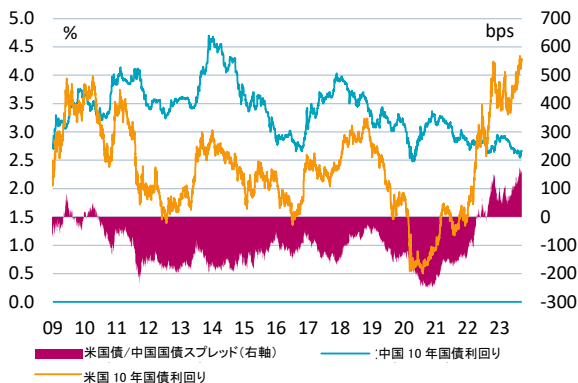
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年9月11日現在

図表 2. 経済バロメータ指数は 低迷状態



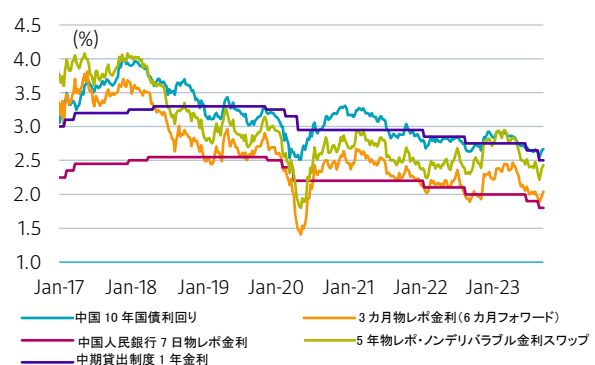
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年9月11日現在

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9月11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9月11日現在

日本銀行: 静かなる出口戦略

- 金融緩和の縮小
- 選択肢の設定
- マイナス金利政策の終了

金融緩和の縮小

最近数カ月間、日本のインフレと経済成長のデータは総じて堅調に推移しています。実際のところ、基調的なインフレ圧力の粘着性はかなり強まったようであり、インフレ予想は上振れが続いています。総合インフレ率は横ばいで推移していますが、これは公共料金やエネルギー価格に対する政府補助金の影響に他なりません。娯楽・文化の分野におけるサービス・セクターのインフレは極めて高く推移しており、足元でコアインフレ率(食品・エネルギーを除く)は3%に近づいています。先行指標からも、サービス・セクターのインフレの力強さが持続することがうかがえます。同じように、経済成長も従来の予想より良好に推移しています。製造業が世界的に低迷しているため、日本の製造業セクターも若干苦戦していますが、大幅に悪化しているわけではありません。サービス・セクターにおける成長は依然として非常に堅調であり、さらに加速しています。日本の場合、パンデミック後の経済活動の再開は他国よりもかなり遅れていたため、足元でサービス・セクターは全面的な経済再開の恩恵を享受する過程にあると考えられます。欧米諸国においては、経済活動再開のサイクルが従前の予想よりはるかに長く続いたため、日本の潜在成長率がこの先数四半期にわたって下支えされても不思議ではありません。労働市場も底堅さを維持しています。失業率は低い水準にとどまり、特にサービス関連のセクターにおいては求人人数が増加傾向にあります。春闘(賃金交渉)の影響は、全体として賃金関連の指標に及びつつあります。さらに、来年の春闘においても、堅調な結果が得られると予想されます。足元でインフレ率が賃金の伸び率(平均値または中央値)を上回り、家計の購買力がさらに悪化していることから、賃上げ圧力は強まる見通しです。全体として、日本経済は比較的堅調であり、基調的な物価動向(コアインフレ率)はおそろしく底堅い状態です。以前にも指摘したように、緩和バイアスに固執する日銀は、金融政策ミックスを再考する必要に迫られるでしょう。

選択肢の設定

日本経済は基調的な物価動向(コアインフレ率)の底堅さと合わせて、違和感を覚えるほど強くなっているという認識を、日銀は強めていると見られます。意外なことではありませんが、植田日銀総裁は9月9日に単独インタビューに応じて、かなりタカ派的なスタンスを示しました。発言の内容は、経済指標に依拠する姿勢を強め、インフレの上振れリスクを重視する方向への、日銀のコミュニケーションの変化を反映するものです。今回のインタビューは、緩和バイアスを短い期間で排除する選択肢や、さらには将来的な利上げの地ならしを行う選択肢を日銀が設けていることを示唆しています。

What is priced in for the BoJ, versus our expectation

	-0.10	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24
Policy balance rate (%)	-0.10					
Change implied by futures (bps)		2	4	11	18	22
Our probability-weighted expectation (bps)		2	4	6	7	7
Our central scenario (bps)		0	0	10	10	10
Policy balance rate in central scenario (%)	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00

Source: Bloomberg, Robeco; 11 September 2023

経済および物価の動向を踏まえると、このタイミングでのインタビューは注目に値するものであり、また、円安の動きも一定の役割を果たしているとロベコは考えています。円安はかなり進み、追加的なインフレ圧力を生じさせる見通しです。同じように、金融システムの安定性は、適切な対応を怠ればリスク要因として浮上します。財務省が最近、介入に向けた発言を強化していることは、偶然ではないと見ています。

マイナス金利政策の終了

今年の春闘の結果(および来年の見通し)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。特にサービス・セクターにおいて潜在的な物価圧力が高まり続けており、賃金上昇率も大幅に高まっていることから、日銀は現在の緩和的な金融政策ミックスから、引き締め路線に向かう構えであると

見えています。その結果、年末までに 10bp の利上げを行い、マイナス金利政策を終了する可能性が高いと考えています。9 月の金融政策決定会合ではタイミングが早すぎるかもしれませんが、10 月か 12 月の決定会合において利上げが決定される公算は非常に大きいでしょう。マイナス金利政策の終了は、かなり前から政策の悪影響を受けてきた国内の金融セクターにとっては、歓迎されることになるでしょう。

今年に入って、日銀は「イールドカーブ・コントロール(YCC)」にいくつかの修正を加えています。現時点では、10 年国債利回りの変動許容乖離幅は±100bp に設定され、±50bp が変動幅の目途(参照ポイント)とされています。このため、実質的に 75bp が利回りの上限として機能しています。日銀は早ければ 9 月の決定会合において、±50bp の参照ポイントを廃止すると同時に、2024 年に想定される追加的な変更について言及すると予想しています。もっとも、金融システムの安定化リスクを踏まえると、YCC の廃止は不可能であり、今後も存続すると引き続き考えています。一方で、日銀は YCC の対象を 10 年国債から 5 年国債に変更することによって、イールドカーブの長期ゾーンの正常化をさらに進めることに前向きであると見えています。

このように、年内のすべての金融政策決定会合において、YCC と政策金利の変更が決定される可能性があると考えています。YCC を含む政策の変更を受けて、10 年国債利回りは年末までに 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。日本の国内投資家にとっては、国外の債券関連の資産クラスと比べて、為替リスクをヘッジした投資は優先されています。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、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	0.03	0.19	4.9	6.8
5yr	0.28	0.45	12.3	13.1
10yr	0.70	0.91	15.3	15.7
30yr	1.71	1.70	8.7	8.9

* for a 1pd position over 12 months

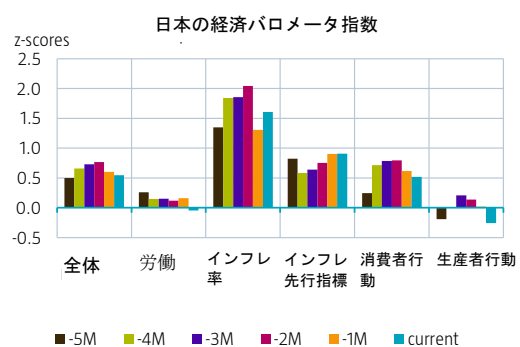
Source: Bloomberg, Robeco; 11 September 2023

図表 1. 金融環境は依然として緩和的



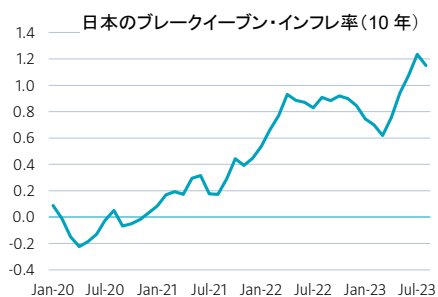
出所: ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、
2023 年 9 月 11 日現在

図表 2. 強いインフレ・モメンタム



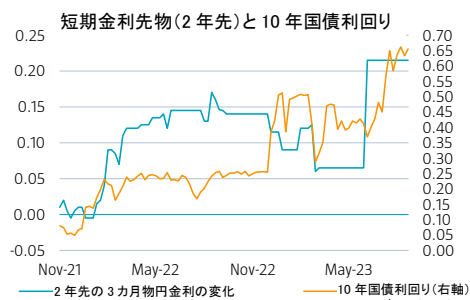
出所: ロベコ、ブルームバーグ、
2023 年 9 月 11 日現在

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9月11日現在

図表 4. 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、2023年9月11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