

金利の丘を駆け下りる(利下げの工程表)

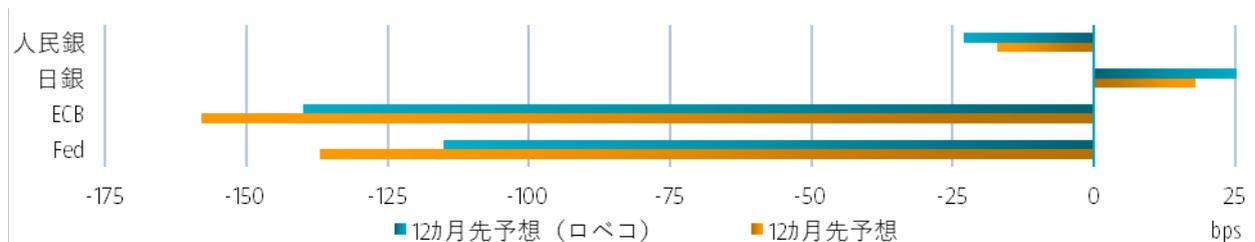
- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 転換期を迎える
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 高原状態は長続きしない見通し
- ・ 中国人民銀行: 先を急がず
- ・ 日本銀行: 正常化が最善策

先進国の中央銀行の「長期にわたって金利は高止まりする (higher for longer)」というメッセージを市場が再考する過程で、今年半ば以来の長期債利回りの上昇は、わずか 6 週間の間に完全に反転しました。この動きは、物価動向の好転により牽引されており、経済のハードランディングに対する懸念はそれほど大きくありません。しかし今後、予想外に経済成長が下振れする局面が起これば、債券市場がさらにラリーする展開も十分想定されます。

政策金利が長く横ばい状態にとどまることはないという市場の見方には、ロベコも賛同します。もっとも、米国とユーロ圏では、賃金上昇率が依然として高すぎる状況を FRB と ECB が懸念しているため、利下げは来年 4~6 月期以降になる可能性があります。また、政策金利がインフレ抑制的な領域にとどまる期間が長期化するほど、中立的な状態に戻るまでの期間は短くなると考えられます。とりあえず、中央銀行が丘を駆け下り始めるまでの間は、頂上からの眺めを楽しむことにしましょう。

日銀と中国人民銀行は、引き続き独自の路線を歩んでいます。日銀は緩やかな引き締め過程にあり、来年 3 月末までにマイナス金利政策を終了する見通しです。一方、中国人民銀行は中期的な政策金利低下の見通しを早急に受け入れようとはせず、バランスシートを活用した景気刺激策に舵を切っているように見られます。

図表 1 - 各国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。短期金融市場の先渡および先物に基づく 12 ヶ月予想の変化。2023 年 12 月 19 日時点。

セントラル・バンク・ウォッチャー 2023 年 12 月

機関投資家向け



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): 転換点を迎える

- 注目は利下げにシフト
- 市場の動きは過去の事例を超える
- このような環境においてイーールドカーブはスティーピングする可能性も

FRB のハト派的なメッセージがラリーの火付け役に

今年7月の利上げが今回のサイクル最後の利上げとなり、来年半ばにも利下げが始まる可能性が高まっている、というのが12月13日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)の主要なメッセージでした。今回の会合で、FOMCメンバーは経済・政策見通し(SEP)のドットチャートにおいて、2024年にそれぞれ25bp3回の利下げを明記し、市場を驚かせました。これに加えて、2025年には100bpの利下げが示されました。SEPは意見を集約したものであり、実際の結果は大幅に異なることもあります。重要なシグナル効果が内包されています。FOMC後の記者会見において、パウエル議長は早期の利下げ見通しを否定しようとはせず、SEPのハト派的なメッセージが追認する形となりました。このため、FRBのコミュニケーションに関して、誤解の余地はほとんどなくなりました。もっとも、FOMCの数日後に、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁は利下げ観測を牽制しています。

インフレの低下が続くことによって利下げの道が開かれるという考え方には、ロベコも賛同します。ロベコの予想によると、コアインフレ率は来年3月か4月に再び3%を下回る見通しです。パウエル議長は、インフレ率の2%台への低下が利下げの重要な条件になるとは指摘しませんでした。これは関連性の深い水準であると考えられます。来年3月20日のFOMCまでに約25bpの利下げが行われる見通しが、市場には織り込まれているものの、そのような早期の利下げが実現するには、雇用の伸びが急激かつ大幅に鈍化する必要があると考えています。その場合、「利下げが可能になる」というよりも「利下げを余儀なくされる」という状況に近いと思われます。ロベコでは、早期の利下げ開始のタイミングとしては5月のFOMCの方がより現実的であると見ており、(7月予想から前倒しして)6月12日のFOMCにおける初回の利下げを基本シナリオとしています。また、信用引き締め効果が時間差をもって発現する結果、経済成長率は0%に向けて減速するものの、失業率の上昇は緩やかなものにとどまると予想しています。医療や教育の分野における構造的な人手不足によって、引き続き雇用の伸びは下支えされる公算が大きく、雇用者数が減少に転じにくい状況となっています。もっとも、失業率を安定させるには毎月11万人程度の雇用増を維持する必要がありますが、これは容易なことではなく、少なくとも求人者数や雇用に関する消費者調査などの先行指標のモメンタムとは、整合的な状況ではありません。

テーブル1 - FRBの織り込みとロベコの予想

FF金利(上限 %)	5.50	24年3月	24年6月	24年9月	24年12月
FF先物が示唆する変化 (bps)		-21	-67	-110	-137
ロベコ 加重シナリオ(bps)		0	-20	-70	-115
ロベコ 基本シナリオ(bps)		0	-25	-75	-125
FF金利の基本シナリオ(上限 %)		5.50	5.25	4.75	4.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2023年12月18日時点。

緩和サイクル開始時期の予想は重要な意味を持ちますが、現実的な利下げのペースや着地点の目標も、少なくとも同じように重要なテーマとなります。FRBにとって、「利下げを余儀なくされる」のではなく「利下げが可能になる」シナリオにおいては、段階的かつ予測可能なペースが合理的であると、ロベコは考えています。したがって、毎回のFOMCにおける25bp刻みの利下げを、基本シナリオとして想定しています。また、FRBは中立金利のレンジの上限(ロベコの推計では3.25~3.5%)まで利下げを行うと見ています。会合ごとに25bp刻みのペースでその水準に戻すには、丸1年(8回のFOMC)を要することになります。

雇用者数の伸びが持続的にマイナスで推移するシナリオにおいては、利下げのペースはさらに加速するでしょう。また、インフレが再び加速的に上昇した場合には、利下げの開始時期を遅らせるか、終了時期を早めることも考えられます。いずれもロベコの基本シナリオとは異なりますが、こうしたケースも想定しておく必要があるでしょう。

今後数四半期にわたり量的引き締め(QT)政策は変更されない見通し

足元で、FRB のバランスシート縮小政策(量的引き締め(QT)政策)は、自動操縦モードで実施されています。この政策に関して真剣な議論が始まるのは、来年半ばごろになる見通しです。連邦準備銀行の残高は驚くほど安定的に推移していますが、来年半ば頃には、(FRB への預け金として利用される)リバースレポ・ファシリティはほぼ枯渇する見通しです。現時点では、FRB は来年 10~12 月期に QT の縮小開始を発表した上で、その翌年初めに終了すると見られます。

テーブル 2 - 米国国債カーブ

米国国債カーブ	スポット・イールド	12 ヵ月フォワード	キャリー*	ユーロヘッジ
2 年	4.41	3.67	209	120
5 年	3.89	3.69	78	41
10 年	3.89	3.84	46	25
30 年	4.00	3.93	21	11

*For a 1pd position over 12 months

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2023 年 12 月 18 日時点。

イールドカーブはスティーピングする可能性も

金融政策の転換見通しを背景に、米国債は大幅な上昇となりました。こうした動きは、従来の初回利下げを控えた市場の反応と一致するものの、今回はかなり速いペースで進んでいます。米ドルの長期フォワード利回り(5 年先 5 年)は 3.5% 近辺まで低下し、ロベコが想定する中立金利のレンジの上限に近づきました。このため、ポジションのサイズを縮小しつつも、ロング・バイアスを維持するべきと考えられます。イールドカーブに関しては、11 月初旬からフラットニング傾向にあるものの、米国債のカーブは再びスティーピングすると予想しています。金融政策サイクルの現段階において、5 年/30 年のスティーパーを選択していますが、初回の利下げ時期が近づくにつれて、2 年/10 年のポジションとの入れ替えを図る方針です。

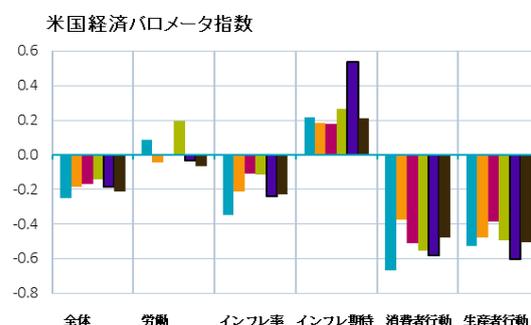
金融環境が緩和する一方で、インフレ関連のデータとスワップ市場の価格は、物価変動ペースのさらなる鈍化を示唆しています。

図表 1 - 金融環境は緩和



出所: ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、ロベコ 2023 年 12 月 18 日現在

図表 2 - バロメータ指数は横ばいで景況感の悪化を示唆



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 12 月 18 日現在

図表 3 - インフレ・スワップは狭いレンジで推移



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月18日現在

図表 4 - 実質利回りは低下



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月18日現在

欧州中央銀行(ECB): 金利の横ばい状態は長続きしない見通し

- ECB は来年 4~6 月期に政策を転換する見通し
- 開始時期の遅れはより急速な利下げを示唆 - 中銀預金金利は 2025 年上半年に 2% 近辺に低下の見通し
- 来年は利回りの低下とイールドカーブの正常化がさらに進むことに

不可避な事態の先送りを試みる ECB

ECB は 12 月の政策理事会において、大方の予想通り政策金利の据え置きを決定しました。その一方で、来年下半年に「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」に基づく債券保有残高を月額 75 億ユーロ削減しつつ、同年末で再投資を終了することによって、「バランスシートの正常化を進める」決定を行いました(「資産購入プログラム(APP)」の下での再投資は既に終了)。これは、消極的な量的引き締め(QT)のペースが市場の予想よりも遅いことを示しています。

金利政策のハト派的な方向転換に備えていた市場では、理事会前には来年 3 月までの 20bp の利下げが織り込まれていたものの、ECB は市場の見方を受け入れることに消極的でした。実際、表明文の中で「(ユーロ圏における) 基調的なインフレ圧力がさらに緩和した」と認める一方で、「域内の物価上昇圧力は高止まりしている」と強調しています。また、この姿勢は ECB スタッフ予想においても反映され、ユーロ圏のコアインフレ率が今後 2 年間にわたって 2% を超える水準で推移するとの見通しが示されました。さらに、ラガルド総裁は記者会見において、利下げについては「まったく」議論しておらず、インフレに対する警戒感を緩めるのは時期尚早であると強調しています。

そうは言っても、先行きを決定するのは過去のフォワード・ガイダンスではなく、今後の経済指標であり、ロベコは基本シナリオとして、ECB は来年 1 月と 3 月の理事会においても政策金利を据え置くと予想しています。その一方で、図表 1 で示したように、来年 4~6 月期(4 月と 6 月に理事会開催予定)には 50bp の利下げを想定しています。その前提として、足元では年 3.6% 近辺で推移しているコアインフレ率が来年 4 月に 2.5% を下回る水準に戻り¹、ユーロ圏経済はこの先数四半期にわたって景気停滞またはマイルドな景気後退が続くと予想しています。

テーブル 1 -- ECB の織り込みとロベコの予想

ECB デポ金利	4.00	24年3月	24年6月	24年9月	24年12月
OIS が示唆する変化 (bps)		-14	-69	-121	-158
ロベコ 加重シナリオ(bps)		-8	-37	-90	-140
ロベコ 基本シナリオ(bps)		0	-50	-75	-125
ECB デポ金利 基本シナリオ(%)		4.00	3.50	3.25	2.75

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月18日時点。

¹ それでもなお、ECB の中期的なインフレ目標を小幅に上回る水準ですが、ドイツ連銀でさえも、1993 年にコア消費者物価指数が 5% を超えていた時点で、主要な政策金利を 8% 超の水準から 6% 以下へと引き下げた事例があります。

リスクとして残るのは、ECB が方向転換を開始する前に、来春の賃金交渉の結果を見極めるため、4～6 月期の緩和規模が縮小、あるいは 6 月の 50bp の利下げの緩和サイクルの開始自体を差し控えることです。しかし、主要な賃金関連の先行指標が順調に推移していることは、安心材料として捉えられます(6 頁の図表 1 参照)。

いずれにしても、2～5 年債のバリュエーションを評価する際には、初回の利下げの正確なタイミングはそれほど重要ではないかもしれませんが、それよりも、この先数年間の政策金利の軌道の方が重要になるでしょう。ロベコは以前から、ECB の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%)に戻ると主張してきました。ここ数週間の債券利回りの急激な低下を受けて、中銀預金金利は 2025 年半ばまでに 2%に戻るという見通しが織り込まれるようになりました(6 頁の図表 3 参照)。ロベコの見解によると、これは理にかなった動きであり、むしろ、いくぶん前倒しされる余地もあると見ています。

テーブル 2 - ドイツ国債カーブ

		12 カ月フォワード	キャリー* (bps)
2 年	2.51	1.67	-110
5 年	2.00	1.70	-45
10 年	2.02	1.96	-17
30 年	2.21	2.16	-9

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

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 12 月 18 日現在

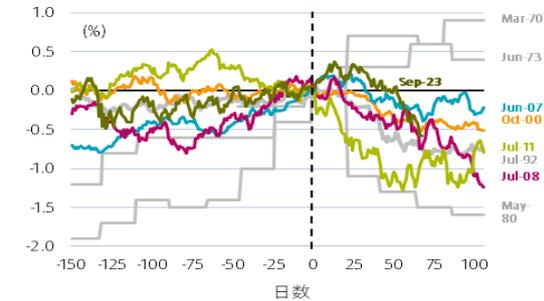
来年に向けて利回りの低下とイールドカーブのさらなる正常化が進む見通し

- 10～12 月期に入ってドイツ国債利回りの上昇トレンドは急停止し、10 年債利回りは 10 月初旬に達した 3%のピークを 100bp 近く下回るようになりました。短期債も上昇に転じたものの、近い将来の利下げという市場の見方を ECB が(現時点では)受け入れていないことから、利回りの低下は 10 年債にやや遅れをとっています。
- 市場では現在、中銀預金金利が 18 カ月以内に 2%に戻るシナリオが織り込まれています(6 頁の図表 3 参照)。また、ユーロの 5 年物 OIS のフォワード・レート(5 年先)は、2.5%近辺(タームプレミアム調整前)で推移していますが、これはロベコが推計する中銀預金金利の長期的な「中立的」水準(1.75～2.25%)からそれほどかけ離れていません。もっとも、2 年および 10 年という時間軸において、市場が政策金利の着地点をより低い水準で織り込む可能性は、引き続き残されています。このため、デフレーションのオーバーウェイト・ポジションを完全に解消するのは時期尚早であると考えています。とはいえ、エネルギー関連のベース効果とエネルギー価格引き下げ政策の巻き戻し効果を背景に、ユーロ圏のインフレ率の下落が一時的に押し戻されるため、この先数週間に何らかの調整局面を迎える可能性は否定できません。
- イールドカーブに関しては、さらに再びスティーピングする動きに引き続き備えています。短期的には 2 年/5 年と 2 年/10 年を中心に、さらに再びフラットニングするリスクを認識しています。スワップ・スプレッド(対ドイツ国債)に関しては、レポ・レートの上昇を受けて、特に 10 年ゾーンにおいてさらに縮小する余地が残されています。一方、短期ゾーンのスワップ・スプレッドについては、金融市場における「リスク・オフ」の流れに対して(より)脆弱であり、タイトナー・ポジションのリスク・リターン特性の魅力は低減しています。

図表 1 - 賃金関連の先行指標はインフレに合わせて低下し始める **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 12 月 18 日現在



出所: ECB、ロベコ、2023 年 12 月 18 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 12 月 18 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 12 月 18 日現在

中国人民銀行: 先を急がず

- 低インフレの環境においても中国人民銀行は追加利下げを急がず
- 足元で財政政策、不動産政策、バランスシートの緩和が大きな役割を果たす
- 中国国債利回りの長期的な低下傾向は不変

バランスシート政策を優先

OECD による中国関連の先行指標は、(工業部門における)成長モメンタムの改善を継続的に示しているものの、ロベコの経済バロメータ指数によると、経済情勢は依然として低迷しています。もっとも、その一因は低インフレの環境であり、貸出状況などのフォワードルッキングな構成要素は、景気が循環的にいくぶん改善する可能性を示唆しています。

その見通しは、住宅ローンの増加によって裏付けられています(8 頁の図表 3 参照)。来年には、不動産開発業者向けの貸し出し支援が強化されれば、不動産市場はそれほど経済活動の下押し要因にならないと見られます。また、この 1 年間で顕著に鈍化したインフラ整備の動きを下支えする目的において、国債発行額が増額されました。当然のことながら、とりわけ地方政府の債務問題を念頭に、ロベコは構造的な経済見通しに対して慎重な見方を変えていません。

その一方で、インフレ圧力は非常に抑制された状態にあり、豚肉価格の下落を背景に、11 月の総合インフレ率はマイナス幅をさらに拡大させています。コア消費者物価指数(CPI)は前年比+0.6%と、横ばいで推移しています。それでもなお、年次の中央経済工作会議後に発表された声明文の中で示唆されたように、中国人民銀行は追加利下げを急いでいないと見られます。

その代わりに、中国人民銀行は引き続き、国債を確実かつ円滑に発行するための流動性の注入と、一定の上昇圧力にさらされた短期市場金利の低め誘導に注力しています(8 頁の図表 1 参照)。また、地方政府が直面する債務問題に対応しつつ、不動産開発業者を支援する目的において、銀行向けの貸し出しを中

心にバランスシートを拡大する方針を維持する可能性が高いようです。もっとも、政策金利に関する次の一手は、利上げではなく利下げになる公算が大きいという市場の見方には、ロベコも賛同しています(以下の図表 1 参照)。

テーブル 1 - 人民銀の織り込みとロベコの予想

人民銀7日物リバースレポ金利 (%)	1.80	24年3月	24年6月	24年9月	24年12月
先物が示唆する変化 (bps)		-19	-30	-24	-17
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		-5	-11	-17	-23
ロベコの基本シナリオ (bps)		0	-10	-10	-20
人民銀7日物リバースレポ金利の基本シナリオ(%)	1.80	1.70	1.70	1.70	1.60

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月18日現在

9月以降、短期ゾーンの利回りの上昇傾向が続き、近い将来の追加利下げを予想する市場の見方が後退(妥当な動きであるとロベコは見ています)する中で、中国10年国債利回りは10bpという狭いレンジで推移しています。2年/10年のカーブは、ヒストリカル・レンジの下限に近づいたと見ています。

10年債利回りは、ロベコが強気なスタンスを再び強化する水準(中期貸出制度(MLF)の1年金利を25bp程度上回る水準)である2.75%近辺には達していないことから、中国国債の戦術的なアンダーウェイト(他の先進国国債対比)を引き続き選好します。国債発行額の増額や景気の一時的な反発を受けて、利回りが上述の水準を上回ることも考えられますが、ロベコは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を変えていません。

テーブル 2 - 中国国債カーブ

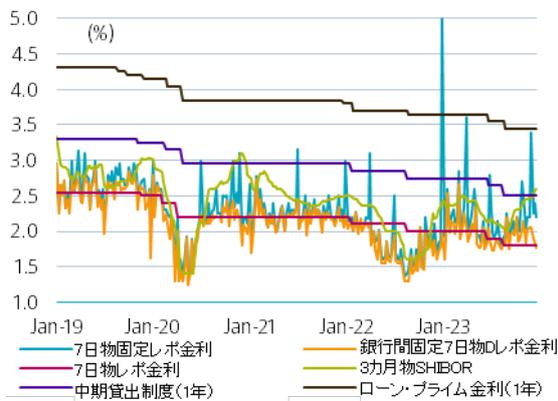
	スポット	12ヵ月 フォワード
2年	2.35	2.43
5年	2.48	2.63
10年	2.63	2.70

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月18日現在

経済バロメータ指数: 改善こそ見られないが...

- 中国の経済バロメータ指数は、すべての項目が依然としてマイナスの領域にとどまるなど(8頁の図表 2 参照) 経済成長が弱含む見通しを示しています。しかしながら、全体のスコアが横ばいで推移する一方で、項目によって異なる動きが見受けられます。ここ数カ月間は、「金融システムの健全性」と「インフレ率」が悪化傾向にあります。後者については、サービス価格および生産者物価指数の伸び悩みと、PMI 価格指数の悪化に起因しています。
- 対照的に、「生産者行動」と「貸出状況」のZスコアは改善しています。前者については、鉱工業生産のさらなる回復と、電力消費量および鉄道貨物輸送量の増加によるものです。後者については、ソブリンCDS スプレッドの大幅な縮小と、(クレジットインパルスの観点からの) 全般的な与信の伸びの拡大を背景としています。
- このように一部の構成要素には回復の兆しが見られ、この先数カ月間に経済情勢全体が改善する可能性がうかがえます。その一方で、「消費者行動」のZスコアの長引く低迷は、消費者の慎重な姿勢がすぐには解消されない見通しを示しています。「消費者行動」のZスコアは、PMI 雇用指数の伸び悩みに加えて、(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の低迷を背景に、低調に推移しています。販売促進措置などの政策支援によって自動車販売が増加しなければ、さらに低調だったと見られます。

図表 1 - 代表的な政策金利および短期金利



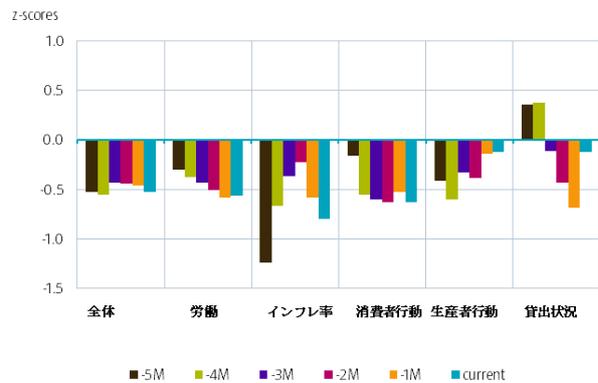
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月18日現在

図表 3 - 住宅ローン貸出のモメンタムは改善



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月18日現在

図表 2 - 経済バロメータ指数: 全体は横ばい推移、項目によって異なる動きも



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月18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12月18日現在

日本銀行: 正常化が最善策

- 現状維持を決定
- 利上げに向けた地ならし
- 日本国債のアンダーウェイトを据え置き

現状維持を決定

日銀は12月18～19日に開催した今年最後の金融政策決定会合において、「イールドカーブ・コントロール(YCC)」、資産買い入れ、フォワード・ガイダンスを始めとする金融政策の枠組みを、すべて現状維持とする方針を決定しました。国債利回りの小幅な低下や円相場の下落といった市場の反応を見る限り、市場参加者はさらに踏み込んだ変更を予想していたと見られます。興味深いことに、フォワード・ガイダンスは変更されませんでした。日銀は、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことによって、賃金の上昇を伴う形で、2%の物価安定目標を持続的に実現することを目指し、必要があれば追加的な金融緩和措置を講じるとコメントしました。このようなスタンスは、植田総裁や氷見野副総裁による最近のメディア向けコメントやインタビューの内容とは、かなり矛盾していると感じます。12月初旬に総裁・副総裁がともにコメントを発したため、今回の決定会合における政策変更について、地ならしを進めている印象がありました。しかしながら、ロベコでは、日銀の次のステップを考える場合、春闘(賃金交渉)の結果や賃金動向の方がより重要であると考え、今回の決定会合の方向性を慎重に見守っていました。来年1～3月期に政策が大幅に変更される方が、納得感があります。

利上げに向けた地ならし

今回の決定会合では現状の政策スタンスが維持されたため、次回以降の決定会合において日銀が利上げに関して発する必要があるフォワード・ガイダンスに、注目は移ると予想しています。ガイダンス提示の最速のタイミングとしては、来年年明けに植田総裁が行うインタビューの場が想定されるものの、1月の決定会合において提示される可能性の方が高く、その方が適切でしょう。政策声明文の中で変更の可能性があるのは、日銀の今後の方針に関する文言であると考えられます。なかでも、緩和バイアスに関する文言の変更や、インフレのオーバーシュート型コミットメントの削除が想定されます。仮に削除されることになれば、マネタリーベース拡大の柱である、国債の買い入れ縮小への期待が強まる可能性があります。これに合わせて、利上げのシグナルが発せられることも想定されます。さらに、政府が示唆するように、国債発行額が大幅に削減されることになれば、グロスの買い入れオペの規模縮小やネットの国債保有額の縮小に対する期待が、追加的に生じる可能性があります。日銀に対してアウトライトのQTを求めているわけではありませんが、そのシナリオも否定できません。ここでは、正常化プロセスの一環として、日銀のバランスシート政策を軽視するべきではないというのが、重要なメッセージになります。このアプローチの利点は、縮小する日銀当座預金に対する利払い負担が減少すると同時に、利回りの上昇を受けて保有国債の収益が改善するため、ネガティブ・キャリーの影響を軽減できることです。

テーブル1 - 日銀の織り込みとロベコの予想

短期金利 (%)	-0.10	24年3月	24年6月	24年9月	24年12月	25年3月
先物が示唆する変化 (bps)		2	4	11	18	22
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		8	10	20	26	37
ロベコの基本シナリオ (bps)		10	10	25	25	35
基本シナリオのポリシー・バランス金利 (%)		0.00	0.00	0.15	0.15	0.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月18日現在

インフレと賃金の見通しが引き続き重要になるでしょう。なかでも、コアインフレ率の見通しに対する注目が日増しに高まっています。今後については、足元のインフレの基調と来年の春闘に向けた力強いモメンタムを踏まえ、2024年1月の展望レポート公表後すみやかに、コアインフレ率の上方修正幅が緩やかに拡大すると予想しています。このシナリオにおいては、インフレ見通しは2%の物価安定目標と一致するか、これと非常に近い水準になると見られ、日銀にとっては、前述の方向性で正常化プロセスを続けることが可能になるでしょう。

日本国債のアンダーウェイトを据え置き

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を示す証拠であると、ロベコは捉えています。コアインフレ率は構造的に1%近辺の水準に落ち着く見通しです。また、パンデミック後のサービス関連支出や賃金の動向について、欧米諸国が経験した教訓から日本が学ぶことが重要であると考えています。日本がパンデミック後に経済活動を全面的に再開したのは今年の年明けと非常に遅く、その後のサービス、観光、コア品目に対する支出傾向は欧米諸国と類似していますが、これは強い懸念材料であると見ています。欧米諸国が経験した教訓は明確であり、物価の上昇は賃金の妥結点を押し上げ、さらなる物価の上昇を招きます。このような物価と賃金の因果関係は従来の常識に反するものであり、日銀は過小評価しているのではないかと考えられます。

ロベコでは、来年1~3月期に開催される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、7年国債利回りは来年6月末までに1%近辺で、10年国債利回りは1.25%近辺でそれぞれ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。2024年にかけて、日本国債の利回りは他の国債対比で切り上がる方向で修正される見通しであり、為替ヘッジコストを考慮すると、日本の国内投資家にとっては、30年国債は国外の債券関連の資産クラスと比べて投資妙味が高いと考えられます。引き続き、他の主要通貨対比で円高が進行すると予想しています。各国の中央銀行が到達金利に近づく一方で、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。

テーブル 2 - 日本国債カーブ

日本国債カーブ	スポット・イールド	12ヶ月フォワード	キャリー*	ユーロヘッジ
2年	0.06	0.16	8.8	10.6
5年	0.24	0.39	13.5	14.3
10年	0.62	0.85	15.1	15.5
30年	1.55	1.67	9.2	9.3

* for 1pd position over 12 months

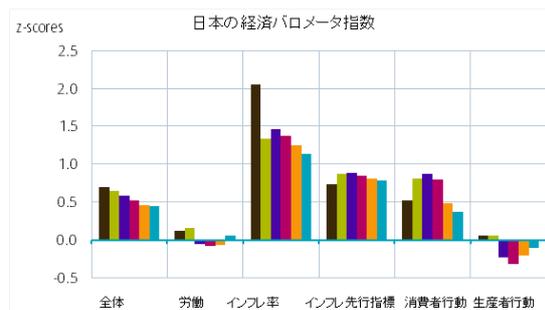
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年12月19日現在

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12月19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12月19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12月19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12月19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