

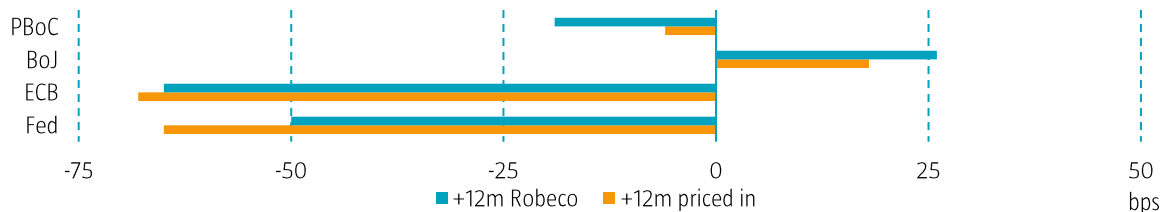
ピーク後の調整作業

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 利上げは一服
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 外部要因による引き締め
- ・ 中国人民銀行: 楽観している場合ではない
- ・ 日本銀行: 理解不能な古い世界

各国の中央銀行は、長期金利の上昇と金融環境の広範にわたる逼迫に留意しています。最近の ECB 政策理事会と米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、政策金利据え置き判断材料として、インフレ圧力緩和の兆しと合わせてこれらの点に言及されました。

金融引き締め効果を持続させるため、中央銀行は過度にハト派的な印象を与えないよう振る舞うと見られますが、米国とユーロ圏では、政策金利はピークに達した可能性が高いようです。FRB が利上げを再開する条件として、金融環境が緩和する中でインフレ圧力が再燃する必要があります。ECB の場合は、経済成長が極めて脆弱であることから、利上げ再開のハードルはさらに高いと見られます。日本では、金融政策は引き締め方向へと緩やかにシフトしています。前回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)」がさらに修正されたことを受けて、イールドカーブの 5~10 年ゾーンはアンダーパフォームする結果となりました。金融政策およびイールドカーブの方向性と変化のペースは現状のまま推移すると、ロベコは予想しています。一方、中国人民銀行の金融政策の方向性は依然として異なり、政策金利は中期的に横ばいから引き下げ方向で推移すると予想しています。

Figure 1 - Outlook for central banks policy rates



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 11 月 6 日現在 change 12m ahead, based on money market futures and forwards;

ARTICLE 2023 年 11 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): 利上げは一服

- パウエル議長は追加的な引き締めに消極的な姿勢を示唆
- 2024 年上半期を通して政策金利は横ばいで推移する見通し
- 米ドル金利のバリュエーションは高まりつつある

FRB は金融政策を当面据え置く方針

FRB が追加利上げを行う可能性は低下しています。11 月の FOMC において、この点が明確になりました。パウエル議長によると、FRB は引き締めバイアスを維持しています。また、FOMC メンバーの経済予測では、あと 1 回の追加利上げが引き続き想定されているものの、FOMC 後の記者会見における論調は異なるものでした。議長は質問に答える際に、ハト派的な回答をたびたび用意しましたが、明白な反応とは必ずしも言えないケースもあり、意図的に言葉を選んでいるという印象が残りました(雇用市場や最近の賃金データについて議論する際など)。パウエル議長の発言は議長独自のものではなく、FOMC に先立つ数週間にも、さまざまな FRB 当局者が追加利上げに消極的な姿勢を示していました。FRB は利上げバイアスを維持しているものの、利上げのハードルが高くなったことは明らかです。このスタンスは、最後に利上げを決定した時点(7 月 26 日)からの長期債利回りの上昇、金融環境の広範にわたる逼迫、クレジット・スプレッドの拡大、株価の下落とも大きく関係しています。そもそも、利上げの目的は与信状況と金融環境を逼迫させることであり、FOMC メンバーはこのような市場の動きを歓迎しました。パウエル議長は、金融環境の持続的な逼迫が利上げの代替効果をもたらす可能性を示唆しました。この発言を受けて債券とリスク資産の両方の価格が上昇し、金融逼迫の持続性について疑念が生じたのは自然なことと言えますが、FRB が追加利上げの方向に再び傾斜するには、経済指標の底堅さと長期債利回りの低下の両方の組み合わせが条件になるでしょう。このためロベコでは、追加利上げを基本シナリオから外し、その確率を 60%から 30%に引き下げ、政策金利は当面は据え置かれると予想しています。

Table 1 – What is priced in for the Fed versus our expectations

Fed funds rate (% upper bound)	5.50	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24
Change implied by FF Futures (bps)		1	-3	-33	-65
Our probably-weighted expectation (bps)		5	5	-5	-50
Our central scenario (bps)		0	0	0	-50
Fed funds rate central scenario (% upper bound)	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 11 月 6 日現在

ロベコのインフレ見通しと(コンセンサスより保守的な)経済成長見通しが実現した場合、初回の利下げは来年中頃になる可能性があります。今回、利上げを見送ったということは、FRB はかなり長期間にわたり、政策金利を据え置く必要性を認識していると言えるでしょう。このためロベコでは、基本シナリオとして、(おそらく最後となる)前回の利上げから丸 1 年経過した、来年 7 月に初回の利下げが決定されると予想しています。緩和の開始時期に関しては、遅くなる確率の方が高いと見ています。

米財務省は QT を実行しつつ一定のサポートを提供

米国債市場では、8 月に増発が発表されて以来、さらなる供給増を示唆するニュースが敏感に受け止められています。このような懸念が存在するため、米財務省が 11 月 1 日に、20 年債の入札規模を据え置き、10 年債と 30 年債の入札規模を小幅な増額にとどめる計画を発表した際に、市場は前向きに反応しました。この発表は、プライマリー・ディーラーからのフィードバックを取り入れることに前向きな米財務省の姿勢を反映するものであり、市場環境に関する不確実性を低減することになります。米財務省は来年 1 月に、買い戻しオペを発表すると予想されています。これは金融政策とは異なり、金利水準全体に影響を及ぼすことを目的とするものではありませんが、特定のオフザラン銘柄の流動性改善に寄与すると見られます。

重要なポイントとして、FRB のバランスシート縮小政策(量的引き締め(QT)政策)に修正が入ると期待するべきではありません。連邦準備銀行の外貨準備残高は引き続き潤沢であり、FOMC は現在の縮小ペース(最大で月間総額 950 億ドル)に問題はないとおそらく考えています。ここ数カ月間の米国債の下落とモー

ゲージ債スプレッドの拡大によっても、QTに関する方針はほとんど揺らいでいないようであり、少なくとも来年7~9月期までは現状が維持されると想定するべきでしょう。

Table 2 - US Treasuries curve

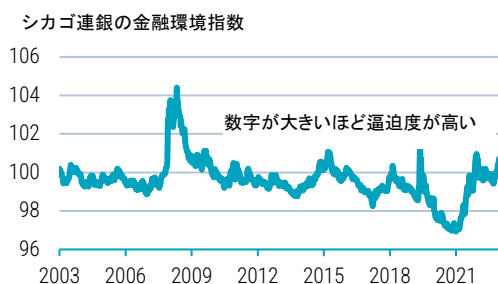
USTs	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	4.87	4.35	234	144
5yr	4.53	4.40	96	58
10yr	4.59	4.60	57	36
30yr	4.77	4.73	28	17

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在 *For a 1pd position over 12

スティーピングのトレンドが継続する見通し

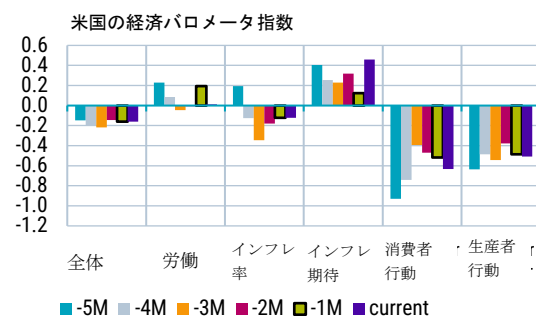
ここ数カ月間、米国債利回りは大幅な上方修正を経験し、イールドカーブのスティーピングが進んでいます。OIS(オーバーナイト・インデックス・スワップ)市場では、1年国債利回りの長期フォワードの水準が4%を超えるなど、市場が織り込む中立金利の水準は、ロベコの想定よりも100bp以上高い状況が確認されています。ロベコの推計が正しいとは限りませんが、100bpとは大きな開きであり、米ドル金利のバリュエーションが高まっていることを示唆しています。中立金利の推計値が切り上がり、市場が一定期間、中立金利というアンカーから乖離する可能性があることを、ロベコは認識しています。このため、政策金利の見通しなどを取り入れた短期の評価モデルが、米国10年国債の相対価値の改善を示していることは有益な情報であり、オーバーウェイト・ポジションを裏付ける材料になります。一方、ボラティリティの上昇と市場の勢いの強さは、オーバーウェイトを否定する論拠となるため、ポジションのサイズを決定するにはこの点に留意するべきでしょう。また、一部のスプレッド取引の魅力も増えています。例として、米国10年国債のロングとカナダ10年国債のショートを組み合わせる取引には、妙味が感じられます。金利見通しが徐々に変化することにつれて、米国債のイールドカーブがさらに正常化に向かう可能性があります。一方、ここまでの変動の大きさを踏まえると、スティーピングのトレンドに波乱が生じることも考えられます。以下の図表は、生産者の景況感が悪化したことを示しています。インフレは低下傾向にありますが、低下のペースは鈍化しています。雇用の創出状況は依然として堅調ですが、賃金上昇の勢いは徐々に弱まっています。

図表 1 - 金融環境は逼迫傾向



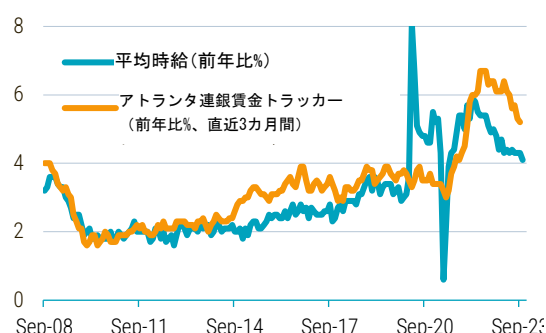
出所: ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在

図表 2 - パロメータ指数は生産者の景況感悪化を示唆



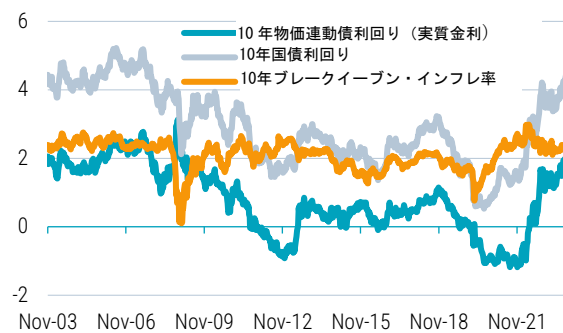
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在

図表 3 - 賃金の伸びは引き続き鈍化



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在

図表 4 - 実質利回りは上昇



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在

欧州中央銀行(ECB): 外部要因による引き締め

- 外部要因主導の長期債利回り上昇によって、ECB の政策金利がピークに達したとの見方が強まる
- 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に関する議論は、棚上げではなく先送りされることに
- 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への備えが肝要

一服感

ECB は 10 月の政策理事会において、政策金利の据え置きを「全員一致で」決定しました。政策金利を据え置くのは 2022 年 6 月以来初めてであり、利上げは 10 回連続で終了することになりました。ECB は声明文の中で、「インフレは高すぎる状態で長期間推移することが引き続き見込まれ、域内の物価上昇圧力は依然として強い」ものの「これまでの利上げの効果が引き続き金融環境に力強く波及し」「基調的なインフレを示す指標の多くは緩和傾向にある」と指摘しました。また、政策金利は、「十分に長い期間維持されれば」インフレ率を政策目標まで適時に戻す上で「重要な貢献を果たす」水準にあるとも強調しました。このことから、ECB 当局者の多くが、政策金利は頭打ちに達したため追加利上げは不要であると考えている様子が見えられます。

ラガルド総裁は記者会見の中でもこの点を指摘し、「ECB は着実に粘り強く取り組まなければならない」、政策波及効果のラグを踏まえると、経済環境は今後さらに逼迫するとの見方を強調しました。注目すべき点として、ユーロ圏内の利回りは米国債利回りの上昇によって押し上げられていると強調した上で、金融環境の「外部要因による」引き締めは考慮すべき波及的要因であると付け加えました。タカ派の理事が以前から示唆していたにもかかわらず、今回の理事会において、PEPP の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)について議論が行われなかったのは、おそらくこのためでしょう。とは言え、(先進国の多くの中央銀行と同じように)ECB は当面の間、インフレ克服の任務は終了していないとのメッセージを送る決意を固めているようであり、追加利上げの可能性は完全には否定されていません。留意すべき点として、ECB にとっては、利上げを実行する代わりに、PEPP の元本償還額の全額再投資を、部分的な再投資に切り替えることによって、政策スタンスを追加的に引き締めることも選択肢になります。この議論は早ければ 12 月に始まると思われそうですが、2024 年下期より前に始まることはないかとロベコは予想しています。

Table 1 – What is priced in for the ECB versus our expectations

ECB deposit facility rate	4,00	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24
Change implied by OIS (bps)		1	-8	-36	-68
Our probability-weighted expectation (bps)		1	-10	-35	-65
Our central scenario (bps)		0	0	-25	-50
ECB depo rate in central scenario (%)		4.00	4.00	3.75	3.50

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 11 月 6 日現在

Table 2 – DBR curve

	Spot yield	12m Fwd	Carry* (bp)
2y	2.96	2.26	-83
5y	2.54	2.30	-34
10y	2.65	2.61	-9
30y	2.92	2.88	-6

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

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023 年 11 月 6 日現在

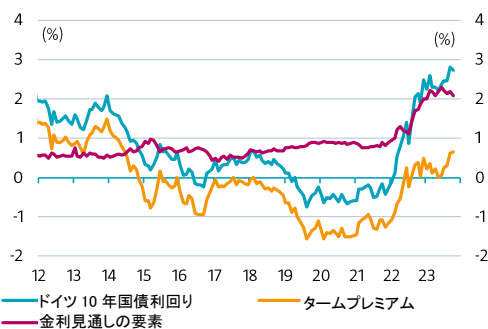
¹ ECB は 2023 年 7 月時点で、従来の量的緩和プログラムである資産購入プログラム (APP) の下での再投資を既に終了しています。

この先を展望すると、中銀預金金利は短期的に頭打ちに達する見通しであるものの、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%)に戻ると考えられます。実際のところ、来年を通してインフレ率が 2%に向けてさらに低下する見通しの中で、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)。具体的には、基本シナリオとして、ECB は来年中頃までに利下げを行うと予想しています。

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

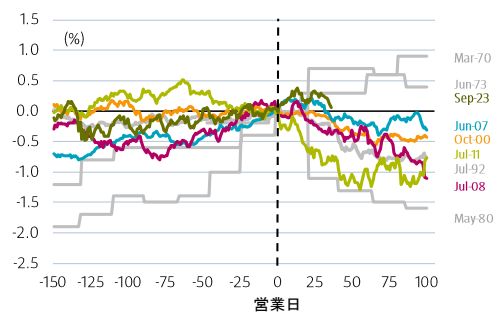
- ドイツ国債利回りは、債券市場が米国地銀セクター危機の影響下にあった 3 月中旬の底値以来、再び上昇基調にあります。もっとも、10 年国債利回りが 10 月初旬に新しい循環的なピーク(3%)に達する一方で、2 年国債利回りは 3 月初旬のピークを上回っていません。長期債利回りの上昇は、米国の堅調な経済指標と発行見通しに起因する米国債利回りの上昇によるところが大きく、ドイツ国債利回りのタームプレミアムの高値更新の要因となっています(図表 1)。
- 利回りはピークの水準からは低下したものの、5~10 年ゾーンのバリュエーションを踏まえ、ユーロのデレレーションに対する強気なスタンスは依然として正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 2.75%近辺(タームプレミアム調整後)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%、ECB のチーフエコノミストを務めるレーン専務理事が支持している模様)を引き続き大幅に上回ります。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、市場が織り込む中立金利の水準(~3%)は「遙かなる橋(高すぎる水準)」のように感じられます。
- イールドカーブに関しては、さらなるスティーピングの動きに引き続き備えています。短期的には 2 年/10 年を中心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、量的引き締めが進む見通しを考慮すると、特に 5~10 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」の流れの中で、拡大するリスクが特に高いと考えられます。

図表 1 - タームプレミアムの変動



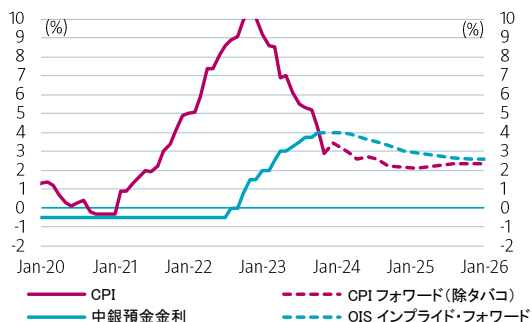
出所: ECB、ロベコ、2023 年 11 月 6 日現在 * FRB の ACM モデルに基づく推計(ロベコの Roderick Molenaar に感謝します)

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 11 月 6 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 11 月 6 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 11 月 6 日現在

中国人民銀行: 楽観している場合ではない

- 財政政策の緩和を受けて追加利下げは先送りされることに
- 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ュレーションを積み増す方針

政策対応に忙殺される当局

中国の7~9月期の実質GDP成長率(確定値)は、経済成長が勢いを増している様子を示唆しているものの、経済活動に関連するそれ以外のデータはそれほど前向きな内容ではありません。実際のところ、非常に幅広い低頻度・高頻度データを反映するロベコの経済バロメータ指数は、依然として低迷しています(7頁の図表4参照)。

いずれにしても、景気刺激策を継続する政策当局の取り組みは、経済に関する懸念が払拭されていない状況を示しています。中国人民銀行は9月に入って、これまでの緩和措置に続く形で、銀行の預金準備率(RRR)を追加的に引き下げ(5%適用行は対象外)、信用の供給を押し上げました。もっとも、ロベコの「クレジットインパルス」の指標が示すように、GDP1単位当たりの信用フロー(ネット)の伸びは、依然として低迷しています(7頁の図表3参照)。また、Tier1以外の都市では、住宅需要に好転の兆しが見られません。このような状況において、全国人民代表大会常務委員会が10月に、インフラ投資を下支える目的において、1兆人民元の国債追加発行枠を承認したのも、意外なことではありません。さらに、重要なポイントとして、10月末に開催された中央金融工作会議において、金利上昇の抑制に取り組む政策当局は、地方政府(および資金調達ビークル)における債務問題に取り組む方針を打ち出しました。

足元のインフレ環境において、緩和的な金融政策の維持が可能であることは、中国人民銀行にとって幸いなことと言えるでしょう。先行きに関しては、中国人民銀行はRRRをさらに引き下げるなどして、9~10月に上昇圧力を受けた短期市場金利を、政策金利のコリドー(7日物リバース・レポ金利と中期貸出制度(MLF)の1年金利から構成)の下限に誘導しようと試みると予想しています。その一方で、人民元安の環境下では、近い将来の利下げの可能性は限定的と見られます。もっとも、数カ月先を展望した場合、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1参照)。

Table 1 – 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)		8	-8	-10	-6
Our probability-weighted expectation (bps)		-2	-8	-14	-19
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

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在

中国国債利回りは、8月に年初来のボトムに達した後に、近い将来の追加利下げの可能性が遠のいたという市場の見方(ロベコの見方と一致)を背景に、イールドカーブの短期ゾーンが主導する形で上昇に転じました。10年債利回りは、10月末にかけて、ロベコが強気なスタンスを強化する水準(前回のセントラル・バンク・ウォッチャーにおいて言及したように、MLFの1年金利を25bp以上上回る水準)に近づきました。しかしその後、10年国債利回りは再び低下に転じたため、当面は中国国債の戦術的なアンダーウェイト推奨(他の先進国国債対比)を据え置きます。国債発行額の増額見通しを受けて、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。

Table 2 – DBR curve

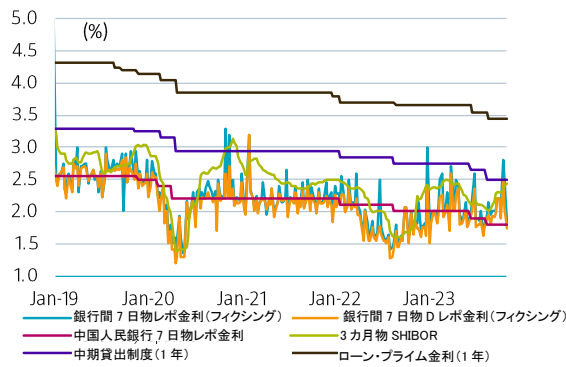
	Spot	12m Fw
2yr	2.37	2.51
5yr	2.52	2.69
10yr	2.66	2.75

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在

経済バロメータ指数: 改善は見られず

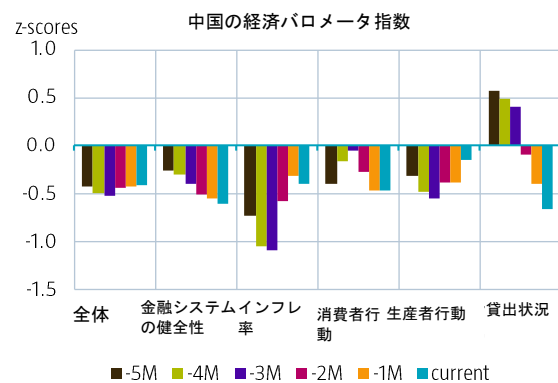
- 中国の経済バロメータ指数は、すべての項目が依然としてマイナスの領域にとどまるなど(7頁の図表2参照)経済成長が弱含む見通しを示しています。最近の目立った変化としては、「貸出状況」の項目に脆弱性の兆しが強まっています。主な要因としては、金融環境全般のさらなる逼迫、ソブリンCDSスプレッドの拡大、依然として(クレジットインパルスの観点からの)与信の伸び悩みが挙げられます。
- 「生産者行動」のZスコアは、PMI指数が改めて悪化したものの、小幅に改善しています。鉱工業生産、電力消費量、鉄道貨物輸送量の伸びがプラスに寄与しています。
- 一方、「消費者行動」のZスコアは、PMI雇用指数および住宅販売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。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、消費者は総じて慎重な姿勢を崩していないとの見方を裏付けています。
- また、「インフレ率」のZスコアは、サービス価格の上昇と生産者物価指数の下落ペースの鈍化を受けて、改善しています。コアインフレ率が1%をわずかに下回る水準で推移していることから、中国において幅広くデフレが定着する可能性を懸念するのは時期尚早であると見ています。

図表 1 – 代表的な政策金利および短期金利



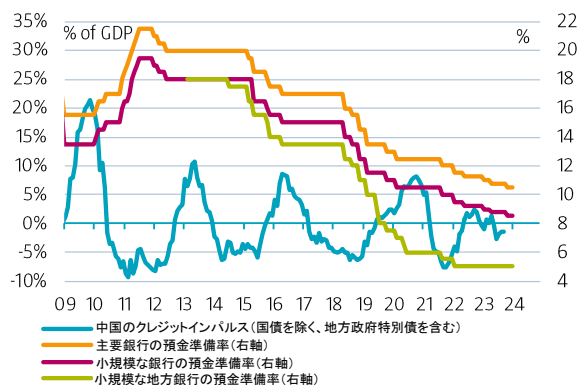
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在

図表 2 – 経済バロメータ指数は低迷状態



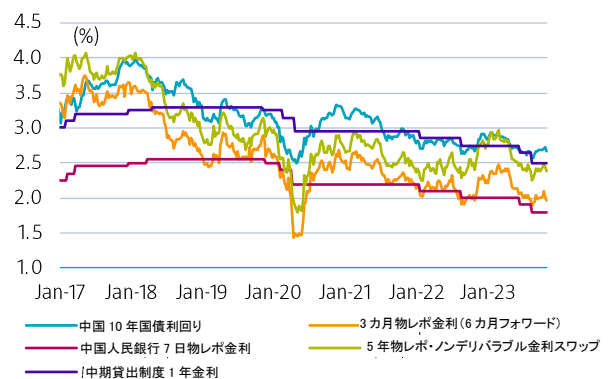
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在

図表 3 – 銀行の預金準備率とクレジットインパルス



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6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11月6日現在

日本銀行: 理解不能な古い世界

- 再度の小幅な修正
- インフレ見通しは上方修正される方向
- マイナス金利政策の終了

再度の小幅な修正

10月30～31日に開催された金融政策決定会合において、日銀はYCC運用のさらなる柔軟化を決定しました。事前予想はまちまちであり、日銀ウォッチャーの大多数が現状維持を予想する一方で、YCCの大幅な修正を求める声は少数にとどまり、また、全面廃止を示唆する声も聞かれました。決定会合を目前に控えて、日銀がYCCを大幅に修正するとの見通しを10月30日付けの日本経済新聞が報じたことを受けて、事前予想はかなり大幅に変化しました。結果を見る限り、日銀は今回も小幅な修正にとどめたと結論付けることが可能なようです。今回の政策修正において最も重要なポイントは、10年国債利回りの「変動幅の目途(±50bp)」を「上限の目途(1.0%)」に変更し、実質的に下限を撤廃したことになります。このため、利回りの上限を設定する政策に逆戻りしたとも考えられます。また、日銀が毎営業日行っていた、1.0%の固定水準での指し値オペ(金額無制限)の終了も決定されました。今後は、10年国債利回りが1%を超えた場合でも、日銀は大量に買い入れる必要がなくなるため、市場ではYCCの下で厳格な上限はもはや効力をもたないと解釈される可能性があります。この解釈は理論的には正しいかもしれませんが、慎重に理解すべきとロベコは考えています。日銀は市場介入に際して、10年国債利回りの水準よりも金利上昇のペースを重視する可能性があります。金利上昇のペースが急激であれば、日銀が臨時の買い入れオペや定例の指し値オペなどの形で市場に介入して、国債市場の安定化を図る必要が生じる可能性が高いと考えられます。植田総裁は記者会見において、そのような選択肢を排除すべきでないことを確認しています。

インフレ見通しは上方修正される方向

今後はインフレ見通しが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。2023年のコアインフレ率の予想は、7月時点の3.2%から3.8%に上方修正されました。また、2024年と2025年の予想も、それぞれ1.7%、1.8%から、いずれも1.9%へと引き上げられました。コアインフレ率は予想に織り込まれたと見る向きもあるでしょう。また、日本がようやくデフレ局面から完全に脱却したと主張することも可能かもしれませんが、今後については、足元のインフレの基調と来年の春闘(賃金交渉)に向けた力強いモメンタムを踏まえると、2024年1月の展望レポート公表後すみやかに、上方修正の幅が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見通しです。来年1月までの間、春闘の結果に関する明るいニュースが続けば、賃金上昇を伴う形での2%の物価安定目標達成が視野に入ると見ています。

Table 1 – What is priced in for the BoJ versus our expectations

Policy balance rate (%)	-0.10	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24
Change implied by futures (bps)		2	4	11	18	22
Our probability-weighted expectation (bps)		3	10	14	26	33
Our central scenario (bps)		0	10	10	25	25
Policy balance rate in central scenario (%)		-0.10	0.00	0.00	0.15	0.15

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在

マイナス金利政策の終了を検討する前に、2%のインフレ目標を達成する必要があると、日銀は示唆しています。これは、賃金と物価が互いに作用しながら上昇するという好循環を確立することに他ならず、非常に重要なポイントであると考えられます。2023年の春闘では、物価の上昇が賃上げにつながる証拠が確認されています。その結果、物価がさらに上昇して賃金の上昇につながれば、日銀は目標が達成されたと確信するかもしれません。賃金上昇の影響はサービスインフレの上昇につながるはずであり、実際のところ、年初来、サービス価格の上昇が確認されています。興味深いことに、日銀は、サービスインフレの上昇は原材料とエネルギーの投入コスト上昇の二次的影響によるところが大きく、賃金上昇の影響は小さいと判断しています。これに対して、ロベコでは、物価の上昇を受けて賃金が上昇するようになれば、物価と賃金のスパイラルの上昇が始まると見ています。2024年の賃金需要に注目すると、賃上げ要求が一段と強まっている証拠が確認され、物価と賃金のスパイラルの上昇が勢いを増している状況が反映されていると考えられま

す。他の先進国市場（欧州や英国）の経験を見る限り、中央銀行がこれを抑制するには、かなりの努力が必要になります。ロベコの見解では、日銀はこれまで以上に後手に回っているようであり、物価の上昇と賃金の上昇の間に相互作用が存在するのであれば、中央銀行には慎重な姿勢が必要になるでしょう。

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。コアインフレ率は中期的に1~2%の水準に落ち着く見通しです。その結果、日銀は年末までに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。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年国債に変更するか、あるいは10年国債利回りの変動許容乖離幅を±150bpに広げることによって、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。

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、7年国債利回りは年末までに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。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。

Table 2 - JGB curve

JGB Curve	Spot yield	12m Fw	Carry*	Hedged to EUR
2yr	0.13	0.31	14.2	16.2
5yr	0.42	0.61	18.9	19.7
10yr	0.88	1.10	17.1	17.5
30yr	1.82	1.90	9.9	10.1

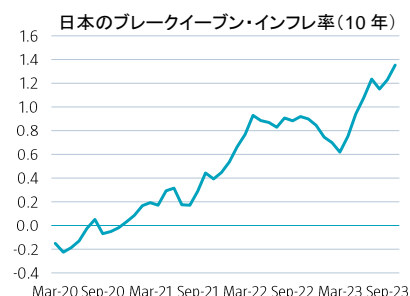
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2023年11月6日現在 * for 1pd

図表 1 - 金融環境は依然として緩和的



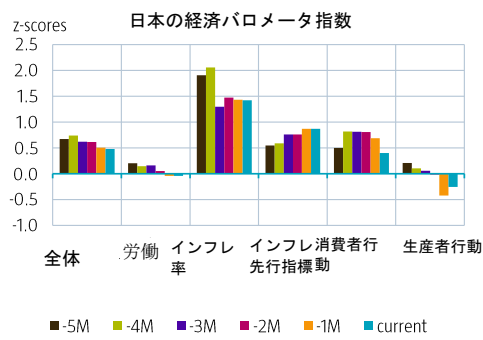
出所: ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、2023年11月6日現在

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11月6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11月6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11月6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