

いずれにしても利下げの方向

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 春が終わるまでには利下げが実現
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 最終段階での思索
- ・ 中国人民銀行: 政策対応を迫られる
- ・ 日本銀行: ハト派的スタンスでの利上げ

利上げに際しては後手に回った先進諸国の中央銀行が、高水準に達した政策金利の引き下げに慎重になるのは当然のことと言えるでしょう。労働市場が相対的にタイトなままであり、差し迫った(あるいは深刻化する)経済停滞に対する懸念が後退し、インフレ率低下にあと一步のところ課題を突き付けられていることを考えると、なおさらのことです。そうは言っても、いずれにしても利下げは実行されるであろうと、ロベコは考えています。金融システムにトラブルが生じたり、経済成長が急速に鈍化した場合には比較的早いタイミングで、(ロベコが予想するように)インフレのさらなる低下に伴い金融政策スタンスの緩和が可能になる場合には比較的遅いタイミングで、利下げは実行されると考えられます。総じて言えば、FRB と ECB による初回の利下げが 4~6 月期(後半)になるという現在の市場の想定と、ロベコの見方は一致しています。

債券のバリュエーションを評価する上では、初回の利下げの正確なタイミングよりも、今後数年間の金利見通しの方が重要になります。財政政策が緩和的な環境において、政策金利はパンデミック前よりも高い水準に落ち着く可能性が高いとの見方には賛同するものの、その一方で市場が(昨年 7~9 月期のように)過剰に反応する兆候も見受けられるようになり、足元で政策金利の着地点は「過度に高い水準」で織り込まれています。

これに対して、インフレの水準が低く経済成長が脆弱な中国では、中国人民銀行に対して追加緩和を求める圧力が強まっています。実際、追加利下げの可能性は高まりつつありますが、今後もバランスシートを活用した刺激策が中心になると予想しています。日本では、日銀は緩やかな引き締め路線を進めています。マイナス金利政策はいずれにしても年内に終了する見通しです。

セントラル・バンク・ウォッチャー 2024 年 2 月号

機関投資家向け配布資料



Martin van Vliet
グローバル・マクロ・ストラテジスト

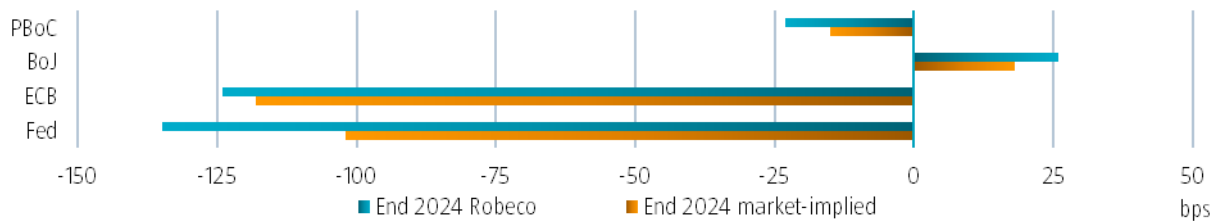


Rikkert Scholten
グローバル・マクロ・ストラテジスト



Bob Stoutjesdijk
グローバル・マクロ・ストラテジスト

図 1 - 中央銀行の政策金利の見通し



出所: Bloomberg、ロベコ。金融市場先物とフォワードに基づく、2024 年末までの変化。2024 年 2 月 9 日現在

米連邦準備制度理事会 (FRB): 春が終わるまでには利下げが実現

- 雇用が力強く伸びる中で早期の利下げ見通しは後退
- 今後のインフレ環境において、6 月以降に段階的な利下げの開始が可能になる見通し
- 最近の利回り急上昇を受け、イーロドカーブの中期ゾーンではバリュエーションが魅力が高まる

「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」状況に

昨年 12 月に公表したセントラル・バンク・ウォッチャーでは、FRB の利下げに関する 2 つのシナリオについて議論しました。インフレが落ち着くことによって「利下げが可能になる」シナリオと、経済成長の悪化によって「利下げを余儀なくされる」シナリオの 2 つです。1 月の雇用統計を中心に、最近の経済指標は、前者のシナリオの確率が上昇していることを示唆しています。この場合、FRB はインフレが低位で安定するのをあと数カ月ほど確認した上で、想定通りの小刻みな利下げを開始する見通しです。インフレが安定的に推移することが、利下げの重要な前提条件になります。パウエル議長は 1 月 31 日に開催された米連邦公開市場委員会 (FOMC) 後の記者会見において、インフレのさらなる低下を確認する必要があるわけではないことを明確にしたものの、FRB 当局者は、インフレが低い水準で推移する昨夏以降の展開を強く望んでいます。最近 6 カ月間のコア PCE デフレーターとコア消費者物価指数 (CPI) の平均値はそれぞれ 0.15%、0.27% であり、前者が 0.2%、後者が 0.3% を超えないことが、利下げ開始の条件になると考えられます。ロベコでは、賃料インフレ低下の影響が強まるとの見方から、これは現実的な条件であると見ています。FRB としても、堅調な経済成長と雇用のデータを無視することはできませんが、パウエル議長のコメントから判断すると、主にインフレ見通しに対する影響が金融政策の方向性にとって重要になると考えられます。FRB の視点では、現在のフェデラルファンド (FF) 金利と中立金利の乖離が大きく、利下げの余地が存在します。インフレの動向が許容範囲内であれば、FRB はハードランディングよりもソフトランディングを選好するでしょう。最近の賃金関連の指標は、一定の安心材料を提供すると見られます。10~12 月期の雇用コスト指数によると、賃金の伸びは年率 3.6% となり、望ましい水準 (3.5%) に近づいています。高止まりしていたアトランタ連銀の賃金トラッカーでさえも、1 月は 5.0% (3 カ月移動平均、年率換算) と大幅に低下しています (前年比では 4.7%)。

表 1 - FRB の織り込み済み予想とロベコの予想

	5.50	24 年 3 月	24 年 6 月	24 年 9 月	24 年 12 月
FF 金利 (上限)	5.50	24 年 3 月	24 年 6 月	24 年 9 月	24 年 12 月
FF 先物による変化 (bps)		-5	-39	-80	-102
ロベコの加重平均予想 (bps)		0	-30	-75	-135
ロベコの基本シナリオ (bps)		0	-25	-75	-125
FF 金利の基本シナリオ (%上限)		5.5	5.25	4.75	4.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 2 月 12 日時点。

緩やかなペースでの利下げにはメリットも

FOMCメンバーが少なくともあと3カ月はインフレが抑制されている状況を確認を望むと仮定すると、初回の利下げの現実的なタイミングは5月1日に開催予定のFOMCになります。ロベコは引き続き基本シナリオとして、FRB当局者が慎重になることを考慮して、利下げサイクルは6月に始まると予想しています。夏前に利下げを始めることには、重要なメリットが存在します。米国大統領選挙が11月5日に予定されているため、選挙直前に政策を変更すれば、FRBが選挙プロセスに介入しているという批判にもつながりかねません。同じことが、段階的かつ予測可能な利下げの軌道を想定する論拠にもなります。また、インフレが予想に反して再び上昇に転じた場合に、政策を転換せずに一時停止しやすくなることも、段階的なアプローチの追加的なメリットと言えるでしょう。このため、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。おそらく、FRBは政策金利を中立的からややインフレ抑制的な水準に維持する意向であり、その場合、政策金利は2025年6月に中立金利のレンジの上限(ロベコの推計では3.25~3.5%)に落ち着くと予想されます。一方、労働市場が大幅に冷え込んだ場合、政策金利がより速いペースでより低い水準まで引き下げられる展開も想定されますが、医療や教育などの非景気循環セクターにおける構造的な人手不足を背景に、雇用の伸びはプラス圏内を維持する公算が大きいと見られます。ロベコでは、利下げサイクルを「余儀なくされる」シナリオの確率を25%、インフレ圧力の再燃を受けて12月まで利下げが先送りされるという弱気シナリオの確率を15%に、それぞれ設定しています。

早ければ7月にも量的引き締め(QT)縮小の可能性

FRB当局者によるバランスシートの縮小ペース(現時点では米国債が月600億ドル、モーゲージ債が月350億ドル)の減速に関する議論は、ロベコが予想していたよりも早期に始まりました。現在の議論を踏まえると、縮小ペースは7月以降に減速する可能性があります。7月頃には、(FRBへの預け金として利用される)リバースレポ・ファシリティの残高はほぼ枯渇する見通しです。

図表2 - 米国債カーブ

米国国債	スポット	12ヵ月フォワード	キャリー*	ユーロヘッジ
2年	4.48	3.96	218	132
5年	4.14	3.98	87	51
10年	4.18	4.14	50	29
30年	4.38	4.32	25	15

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年2月12日時点。*For a 1pd position over 12 months

中期ゾーンを中心にバリュエーションの魅力が増す

足元で、大規模な利下げを予想する見方が後退したことを受けて、米国債の利回りは大きく上昇しました。その結果、市場が織り込む利下げの見通しは、ロベコの強気シナリオよりも低い水準から、ロベコの確率加重の金利見通しに近い水準へと切り上がりました。長期フォワード利回り(5年先5年)は4.1%となり、ロベコによる中立金利の推計値を上回る水準まで戻しました。このように、特に5年ゾーンにおいては、米国債をオーバーウェイトとする根拠が強まっています。その一方で、大統領選挙後に財政政策に関する不確実性の高まりが市場のテーマになるとの見方から、10年を超える年限の割安感についてはそれほど確信していません。米国債のイールドカーブに関しては、5年/30年と5年/10年が再びスティーピングすると予想しています。初回の利下げ時期の1カ月ほど前になった段階で、2年/10年のポジションとの入れ替えを図る可能性があります。

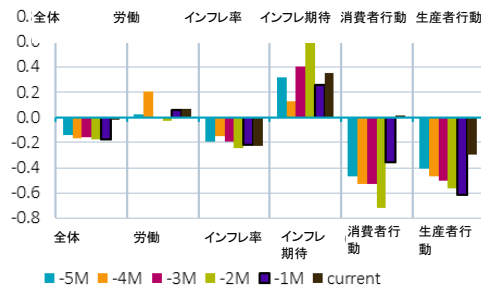
最近の指標からは、雇用の伸びが堅調な一方で、インフレ期待が安定的に推移している様子が見えます。

図表 1 - 足元で金融環境は総じて安定的に推移



出所: ゴールドマンサックス、ロベコ、ブルームバーグ、2024年2月12日現在

図表 2 - バロメータ指数は「生産者行動」のスコア改善を受け上昇



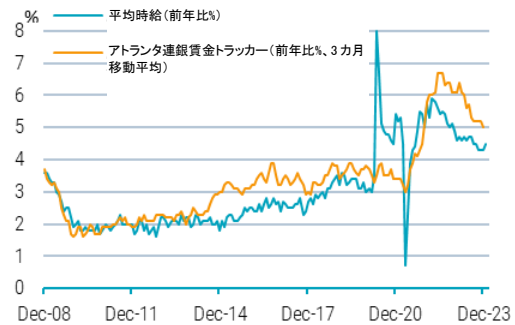
出所: ロベコ、ブルームバーグ、2024年2月12日現在

図表 3 - インフレ・スワップは狭いレンジで推移



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2024年2月12日現在

図表 4 - 賃金の伸びは鈍化傾向に



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2024年2月12日現在

欧州中央銀行(ECB): 最終段階での思索

- ECBは4~6月期に政策を転換する見通し: 転換時期の遅れは急速なペースでの利下げを示唆
- ECBによる最新の自然利子率の推計と整合的な形で、中銀預金金利は2025年上期に2%近くに着地する見通し
- イールドカーブの正常化がさらに進む見通し: 2~5年ゾーンには比較的大きくラリーする余地も

初回の利下げまでの最後の1マイル

ECBは1月の政策理事会において、前回、前々回の理事会に続いて政策金利の据え置きを決定しました。また、近い将来の利下げの可能性に対する前向きなコメントも聞かれませんでした。声明文の中で「基調的なインフレが低下傾向にある」ことを認めると同時に、ハト派的なスタンスに転じて「域内の物価上昇圧力は高止まりしている」という文言を削除する一方で、ラガルド総裁は「利下げを議論するのは時期尚早」であると強調することによって、ECBは「今年の夏に」利下げを開始する可能性があると言及したダボス会議でのスタンスを維持しました。

ユーロ圏ではECBが望むよりも賃金の伸び率が高止まりしている国も多く、そのことが2%のインフレに向けた「最後の1マイル」の妨げになることを、ECBは懸念しているように思われます(シュナーベル専務理事は最近のインタビューでこれを裏付けています)。ECBは、求人広告における賃金の伸びや総合インフレ率の低下などを材料に、賃金の上昇圧力が実際に弱まるのを改めて確認したいと考えています(5頁の図表1参照)。量的引き締め政策(QT)に関しては、「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下半期に月額平均75億ユーロ削減しつつ、年末で再投資を終了する方針を据え置いています(「資産購入プログラム(APP)」の下での再投資は既に終了)。

ロベコは基本シナリオとして、ECB は次回 3 月の理事会では政策金利を据え置くと予想していますが、引き続き 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、ユーロ圏では経済の停滞とインフレ率の低下が続くと予想しています(コアインフレ率は 1 月の年 3.3% から 4 月には年 2.5% 近辺まで低下すると想定)。

ECB が今春の賃金交渉の結果を見極めた上で方向転換に着手する方針を採用した場合、4 月の利下げは見送られ、4~6 月期の利下げ幅が 25bp にとどまる可能性もあります。その場合でも、6 月に予想される初回の利下げが 50bp になることも考えられるため、当面は基本シナリオを据え置きます。最近数週間に、賃金の上昇圧力が容易に緩和されないことを示す兆候や、米国の経済成長指標の改善を背景に、6 月までの利下げ幅が 50bp 未満にとどまるリスクが高まりつつあるという市場の見方には、ロベコも賛同します(以下のテーブル 1 参照)。利上げサイクルにおいて後手に回ったと評価されている ECB が、利下げを拙速に開始するリスクについて懸念していることが、利下げ先送りの主な理由であると見られます。

図表 1 ECB の織り込み済み予想とロベコの予想

ECB 預金ファシリティ金利	4.00	24 年 3 月	24 年 6 月	24 年 9 月	24 年 12 月
OIS による変化(bps)		-2	-36	-81	-118
ロベコの加重平均期待値(bps)		-2	-38	-76	-124
ロベコの基本シナリオ(bps)		0	-50	-75	-125
中心シナリオにおける ECB の預金金利(%)		4.00	3.50	3.25	2.75

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024 年 2 月 9 日時点。

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。昨年 12 月末の段階で、イールドカーブ上にはやや行き過ぎた利下げ見通し(累積ベース)が織り込まれているとの見方が、浮上するようになりました(5 頁の図表 2 参照)。しかし足元では、政策金利は 2025 年に「中立的な」領域の上限で下げ止まると予想されているため、この先数カ月間に市場が(累積ベースで)追加的に利下げを織り込む余地が存在しています。

図表 2 - DBR カーブ

	スポット	12 カ月フォワード	キャリー* (bps)
2 年	2.68	2.05	-98
5 年	2.30	2.10	-41
10 年	2.36	2.33	-14
30 年	2.56	2.54	-8

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

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024 年 2 月 9 日時点。

イールドカーブはさらに正常化する見通し

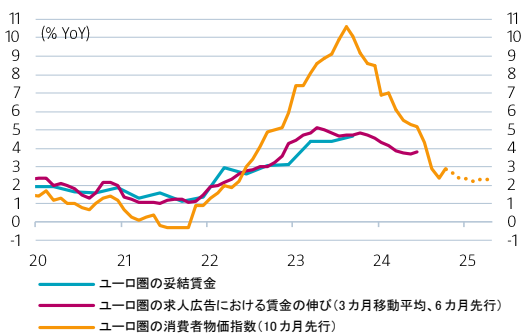
- 昨年 10~12 月期には、インフレ低下という好材料を受けて債券市場がラリーする中で、ドイツ国債利回りの上昇トレンドは急停止しました。5 年債利回りは 12 月下旬に 1.85% まで低下しましたが、これは米国の地銀セクターが混乱を極めていた 2023 年 3 月の取引時間中に達したボトムに並ぶ水準になります。その後、ECB を始めとする各国の中央銀行による近い将来の利下げ観測が後退したため、利回りは上昇に転じています。
- 市場では現在、中銀預金金利が 2025 年半ばまでに 2.3% 近辺に戻るシナリオが織り込まれています(6 頁の図表 2 参照)。これは、ロベコが推計する中銀預金金利の長期的な「中立的」水準(1.75~2.25%、

¹ ロベコが推計する名目中立金利の水準は、2% のインフレ目標に上乗せされた ECB による最新の実質自然利子率の推計(中央値)と整合的な水準です。

ECBによる最新の推計とも整合的)をわずかに上回る水準です。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残されているものの、米国経済が底堅さを発揮する兆候を踏まえ、デュレーションのポジションを積み増すのは時期尚早であると見られます。むしろ、5年債利回りが2.4%を上回るタイミングを待つべきと考えます。利上げサイクルの終了直後に相場が反落するのは、珍しいことではありません(6頁の図表3参照)。

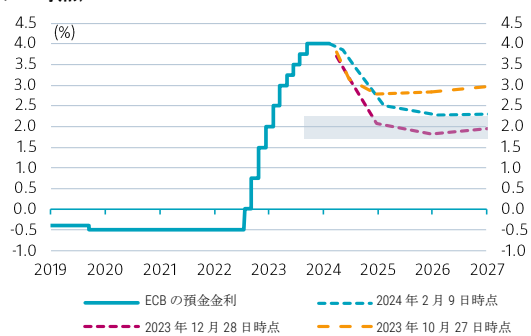
- イールドカーブに関しては、5年/10年、5年/30年、10年/30年が主導する形で、さらに再びスティーピングする動きに引き続き備えています。これらの年限は、利上げサイクルの終了時に2年/10年よりも大幅にスティーピングする傾向があります(6頁の図表4参照)。2年/5年と2年/10年のカーブに関しては、利下げが差し迫った段階で大幅にスティーピングする傾向が、歴史的に見受けられます。スワップ・スプレッド(対ドイツ国債)に関しては、レポ・レートの上昇を受けて、特に10年ゾーンにおいてさらなる縮小余地が残存しています。一方、短期ゾーンのスワップ・スプレッドについては、金融市場における「リスク・オフ」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。また、30年ゾーンのスワップ・スプレッドに関しては、縮小の余地はほとんどない、あるいは全くないと見ています。

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



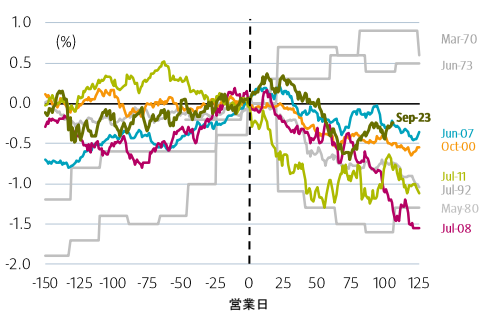
出所: ECB、ロベコ、2024年2月9日現在

図表2 ECBの預金金利の変遷と市場に織り込まれた見通し(表記の3時点)



出所: ECB、ロベコ、2024年2月9日現在 注: 灰色の網掛け部分はロベコが推計する中銀預金金利の中立的水準のレンジ(名目)

図表3 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、2024年2月9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、2024年2月9日現在

中国人民銀行: 政策対応を迫られる

- インフレが低く経済成長が脆弱な状況において、中国人民銀行には追加緩和を求める圧力が強まる
- バランスシート政策が重要な役割を担う一方で、追加利下げの可能性が高まる
- 経済成長が持続的に回復すれば利回りが上昇する可能性はあるものの、長期的な下方トレンドは不変

バランスシートの拡大という大雑把な政策

中国では、経済協力開発機構(OECD)の先行指標の改善が示唆するように、鉱工業生産の伸びは回復基調にあるものの、全体として経済情勢は引き続き低迷しています。このような構図は、ロベコの経済バロメータ指数によっても裏付けられます(次頁参照)。注目すべき点として、「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見通しを示唆していますが、そのためには不動産

市場の安定が最低限必要になります。これまでのところ、前向きな動きは限定的であり、実際、中古住宅の販売に改善が見られる一方で、最近数ヶ月間に不動産関連の規制がさらに緩和されたにもかかわらず、新築住宅の販売は総じて低迷しています。

その一方で、経済情勢が全般に低迷しているため、コアインフレ率の低さ(1月は前年比+0.4%)やGDPデフレーターの前年割れ(2023年10~12月期は前年比▲1%)が示すように、インフレ圧力は極めて抑制されています。春節(旧正月)の影響で1月にマイナス幅をさらに拡大させた総合消費者物価指数(CPI、1月は前年比▲0.8%)に関しては、中国人民銀行が10~12月期の金融政策報告書において提示した、年内にはわずかながらプラスに転じるという見通しにロベコも賛同しますが、中国人民銀行に追加緩和を求める圧力はほとんど変わらないでしょう。

ロベコの予想通り、中国人民銀行は1月に政策金利の引き下げを見送りました。代わりに、国債の円滑な発行を促進しつつ、短期市場金利を低めに誘導する目的により、銀行の預金準備率(RRR)を再び50bp引き下げました(5%適用行以外)(7頁の図表1参照)。加えて、不動産投資を下支えするため、担保付き補完貸出制度(PSL)の下で新規の融資を実行しました。さらに、1月25日付けで、中小企業および農業向けの再貸出・再割引の金利を25bp引き下げました。

今後を展望すると、経済成長の下支えと地方政府が直面する債務問題への対応として、バランスシートの拡大政策(8頁の図表2参照)が引き続き重要な役割を担うと予想しています。その一方で、年央までに利下げが実行される可能性が極めて高いという市場の見方にも、賛同しています(以下の図表1参照)。

図表1 - PBoCの織り込み済み予想とロベコの予想

PBoC 7日物リバースレポ(%)	1.80	24年3月	24年6月	24年9月	24年12月
先物による変化(bps)		-4	-11	-17	-15
ロベコの加重平均期待値(bps)		-4	-10	-16	-23
ロベコの基本シナリオ(bps)		0	-10	-10	-20
基本シナリオにおけるPBoCの7日物リバースレポ(%)	1.80	1.70	1.70	1.70	1.60

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年2月9日時点。

昨年12月半ばにかけて、中国10年国債利回りは3カ月にわたり10bpという狭いレンジで推移していましたが、中国人民銀行による新たなバランスシート拡大政策の導入と株式市場の低迷を背景に、債券市場では買いが優勢となり、春節を前に10年国債(および5年国債)利回りは今回のサイクルで最も低い水準を下回りました。市場金利がもう一段低下するには、おそらく追加利下げが必要になります。このため、現時点では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)を愛好します。3~6カ月先を展望した場合、先進国国債の中期ゾーンの方が、利回りの低下余地が大きいと見ています。

その一方で、人民元金利の長期的な下方トレンドがさらに続くとの見方に基づき、10年国債利回りが中期貸出制度(MLF)の1年金利(現時点で2.5%)を20bp程度上回る水準まで上昇した段階で、強気のスタンスを再び強化する方針です。

図表2 - CGBカーブ

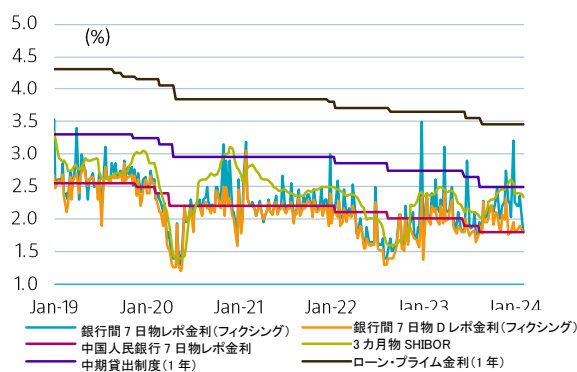
	スポット	12ヶ月フォワード
2年	2.15	2.35
5年	2.29	2.50
10年	2.43	2.52

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年2月9日時点。

経済バロメータ指数: 改善こそ見られないが...

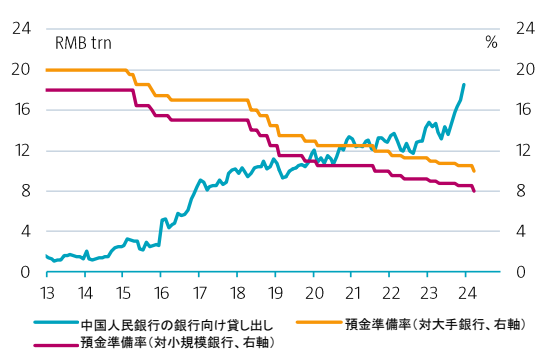
- 中国の経済バロメータ指数は、国債利回りの方向性とも整合的な形で、経済成長が全般に弱含む見通しを引き続き示しています(8頁の図表4参照)。しかしながら、全体のスコアが横ばいで推移する一方で、項目間の格差が広がりつつあります(7頁の図表3参照)。実際、ここ数カ月間は、「金融システムの健全性」、「インフレ率」、「消費者行動」のZスコアがさらに悪化する一方で、「生産者行動」と「貸出状況」のZスコアは緩やかに改善しています。
- 「貸出状況」の改善は、金融環境の一定の緩和と(クレジットインパルス観点からの)全般的な与信の伸びの拡大を背景としていますが、マネーサプライ(M2)のトレンド改善にはつながっていません。一方、「生産者行動」の改善は、鉱工業生産のさらなる伸びと電力消費量および鉄道貨物輸送量の増加を反映しています。
- このように回復の兆しが見られ、この先数カ月間に経済情勢全般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雇用指数および全体的な不動産販売データの伸び悩みに加えて、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。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



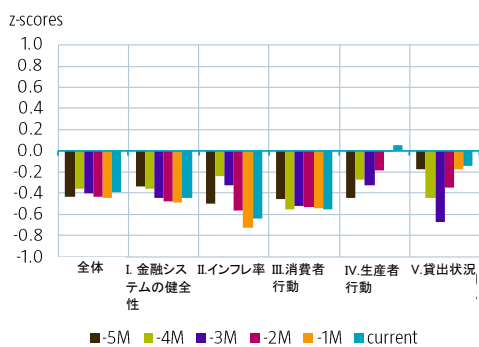
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年2月9日現在

図表2 - 中国人民銀行は大々的にバランスシートを拡大



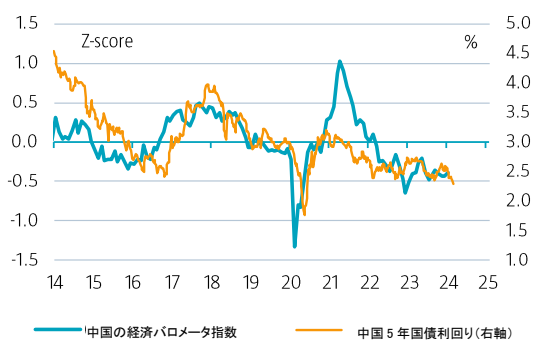
出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年2月9日現在

図表3 - 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、2024年2月9日現在

図表4 - 経済バロメータ指数と中国5年国債利回りの推移



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年2月9日現在

日本銀行: ハト派的スタンスでの利上げ

- 個人消費の低迷
- ハト派的なスタンス
- 日本国債のアンダーウェイトを据え置くも、推奨終了のタイミングが近づく

個人消費の低迷

この先3~6カ月間、日銀が市場対応においてマクロ的な視点を維持することは明らかです。長期的な視点から見ると、日本経済が本当にデフレから脱却したかどうか、名目ベースで過去30年間の水準を相応に上回る経済成長を達成できるかが重要になりますが、この点についてロベコは確信していません。名目成長率が持続的に上昇しなければ、日本株のさらなる上昇を見込むことは難しいでしょう。このような観点から、ロベコは家計消費の低迷を懸念しています。最近2週間の経済指標は、警告のシグナルを発しています。次回発表されるGDP統計では、日本経済は実質ベースで相応に成長しているものの、主な牽引役は輸出であり、民間消費は引き続き下押し要因となっている状況が確認されると予想しています。個人消費に関しては、パンデミック後の経済活動再開の効果は薄れつつあると見られ、日銀もこの状況にある程度認識しているため、タカ派的な発言が想定される中で、かなりハト派寄りの発言を続けていると考えられます。個人消費の低迷は重要な要素であり、現時点で金融政策正常化の進行を阻害する要因にはならなくても、正常化のタイミングを遅らせたり、規模に影響を及ぼすことはあるでしょう。

これまでもセントラル・バンク・ウォッチャーの中で指摘したように、金融政策の正常化に向けた次のステップにおいて、名目賃金の伸びがカギを握ると予想しています。日銀は、消費者物価指数が伸び悩む中で、今年の後半に名目賃金の伸びが加速すると予想していました。ロベコでは、高インフレが高賃金につながる因果関係と、その逆方向の因果関係が存在すると見て、慎重なスタンスで臨んでいます。まず、総合インフレ率とコアインフレ率の低下は、非常に高い水準の需要を抑制します。また、企業サイドでは、(利益率の大幅な低下につながるため)、インフレ率と生産者物価の動向を上回るような名目賃金の引き上げ要求に応じることに、二の足を踏むでしょう。とは言え、賃金動向は重要なポイントであり、次は数週間前に始まった春闘(労使間の賃金交渉)が注目される見通しです。第1回の集計結果は、3月15日に発表される予定です。すでに調査結果では、約3.5%の賃上げという当初ガイダンスが示されていますが、前述の理由から下振れリスクの方が高いと見ています。さらに、実際の春闘の結果と広範な賃金水準の間に乖離が生じ得ることも、注意する必要があります。昨年の実績は3.6%の賃上げでしたが、賞与や残業手当の違いから、最も広範な賃金指標の上昇は2%にとどまりました。このように、春闘は重要な材料ですが、その数字は注意深く解釈する必要があります。

ハト派的なスタンス

日銀は現状の政策スタンスを据え置いているため、次回以降の決定会合では、金融政策のさらなる正常化に関するガイダンスに注目が移ると予想しています。前述の理由から、正常化のステップは小幅にとどまる見通しです。個人消費の脆弱性と総合インフレ率およびコアインフレ率の低下傾向を踏まえ、日銀は2月と3月の金融政策決定会合における政策変更にはそれほど意欲的ではなく、春闘の結果発表を待つ構えであると考えられます。したがって、植田総裁率いる日銀はハト派的なスタンスを維持すると予想されます。この見方に対する大きなリスク要因は円相場の動向であり、他国の中央銀行が利下げのタイミングを先送りしつつ、規模を縮小する結果、円安のリスクが高まり、日銀は早期の対応を余儀なくされる可能性があります。この意味において、日銀は依然として(他国の)政策を受け入れる立場(policy taker)であり、その立場にリスクが伴わないわけではありません。

図表 1 - BOJ の織り込み済み予想とロベコの予想

政策金利(%)	-0.10	24年3月	24年6月	24年9月	24年12月
先物による変化(bps)		2	4	11	18
ロベコの加重平均期待値(bps)		6	10	20	26
ロベコの基本シナリオ(bps)		10	10	25	25
基本シナリオにおける政策バランス率(%)		0.00	0.00	0.15	0.15

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年2月12日時点。

日本国債のアンダーウェイトを据え置くも、推奨終了のタイミングが近づく

ロベコでは、4～6 月期に開催されるすべて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)」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。単純に、円相場の動向と国債利回りの無秩序な変動が要因となりえますが、国内の経済情勢とインフレ率が低下に転じた状況を踏まえると、日銀が大規模で大胆な措置を講じる必要性は後退しています。ロベコでは引き続き、日銀はマイナス金利政策を終了させ、早ければ 4～6 月期にも初回の利上げを予告することに意欲的であり、今回の利上げサイクルにおけるピークの水準は 25bp になると予想しています。YCC をさらに修正するかどうかは、国債市場の動向や円相場の波乱状況によって決まると見られます。円安がさらに進行した場合、日銀が YCC の下で 10 年国債利回りの「上限の目途」を 50bp 上方修正して 1.5% とする、あるいは上限の目途を概ね維持しつつ参照国債を 10 年から 5 年に変更したとしても、意外ではありません。その結果、短期金利はさらに小幅に上昇して、円相場を下支えする可能性があります。

YCC を含む政策の変更を受けて、7 年国債利回りは 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。今年 1 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ことにできれば、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 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くなると考えられます。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。

図表 2 - JGB カーブ

JGB カーブ	スポット	12 ヶ月フォワード	キャリー*	ユーロヘッジ
2 年	0.11	0.20	11.5	13.2
5 年	0.27	0.43	14.6	15.3
10 年	0.72	0.94	16.6	17.0
30 年	1.79	1.83	10.2	10.4

* for 1pd position over 12 months

出所: ブルームバーグ。2024 年 2 月 12 日時点。

図表 1 - 金融環境は依然として緩和的



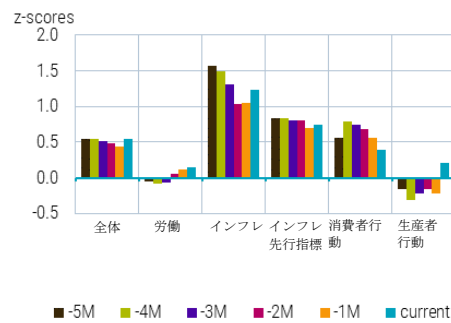
出所: ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、2024 年 2 月 12 日現在

図表 3 - ブレークイーブン・インフレ率の力強い改善



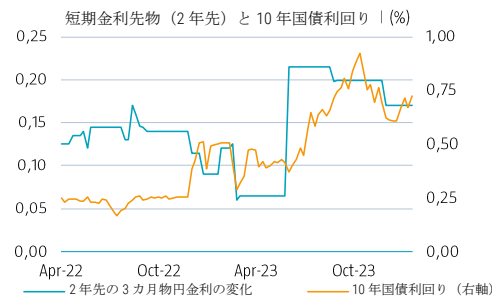
出所: ブルームバーグ、2024 年 2 月 12 日現在

図表 2 - 経済バロメータ指数: インフレのモメンタムはそれほど強くない



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2024 年 2 月 12 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、2024 年 2 月 12 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. (以下“ロベコ”)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弊社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。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社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