

# 独自路線を歩む中央銀行

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 利下げの見送り
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 段階的なアプローチ
- ・ 中国人民銀行: 創造的な手法によるバランスシートの拡大
- ・ 日本銀行: 小さな一歩か大きな飛躍か

米国ではサービス価格の高止まりが長期化の様相を呈しているため、市場は FRB が他の先進国の中央銀行に先駆けて利下げに踏み切ることにはないと結論に至ったように思われます。ロベコは、ECB は「独自路線」を歩み、より早い段階で金融緩和を開始し、おそらく 6 月の政策理事会において 25bp の利下げから開始するだろうという点で一致しており、実際、理事会はこのシナリオを前提にしていると考えられます。したがって、ユーロ圏の債券に対して前向きなスタンスを強めることが合理的であり、さらに言うと、過去の歴史を参考にすれば、スウェーデンのように利下げが差し迫った市場では、イールドカーブにスティーピング・バイアスを示すはずであり、コモディティ価格の急騰がこれに対するリスクとなっているのは間違いありません。

FRB の次の一手が利下げではなく利上げであるとの見方に転じるのは、ロベコの見解からすれば拙速であるように思われます。実際、第 3~4 四半期には利下げが可能な状況になると見ていますが、近い将来に良好なインフレ統計が得られるか、米国経済の頑強性が揺らぐ兆候が現れることが条件になります。一方、バランスシート政策はより早い段階で変更される見通しであり、「量的引き締め (QT)」は早晚ペースダウンすると見られます。

その他の地域では、中国人民銀行と日銀はいずれも、金融政策の舵取りにおいて「独自路線」を継続する可能性が高いようです。中国人民銀行については、人民元安の圧力を受けて政策金利のコリドーの追加的な引き下げを第 3 四半期まで先送りする可能性はあるものの、一方で、近い将来に追加的なバランスシートの拡大政策を導入すると予想しています。これに対して、日銀は年内に 2 回の追加利上げを実施する見通しであり、タイミングは円相場の動向に左右されるでしょう。

## セントラル・バンク・ウォッチャー 2024 年 4 月

機関投資家向け資料



**Martin van Vliet**  
グローバル・マクロ・ストラテジスト

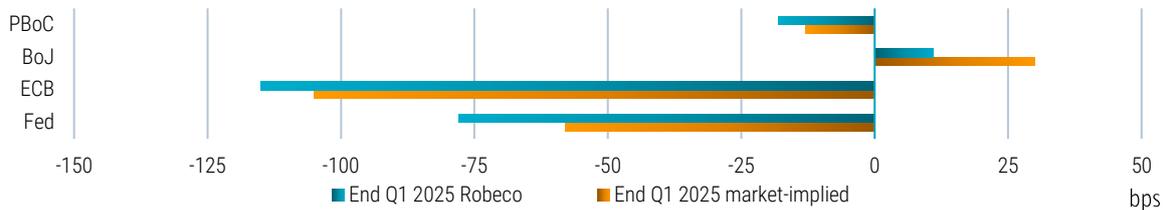


**Rikkert Scholten**  
グローバル・マクロ・ストラテジスト



**Bob Stoutjesdijk**  
グローバル・マクロ・ストラテジスト

図表 1 - 中央銀行の政策金利の見通し



出所: Bloomberg、ロベコ、短期金融市場の先物および先物に基づく 2024 年末までの変化。2024 年 4 月 15 日

### 米連邦準備制度理事会 (FRB): 利下げの見送り

- ・ サービス価格の上昇を受けて 6 月の利下げ見通しが後退
- ・ 新たな基本シナリオでは年内の利下げは 1~2 回にとどまる
- ・ 名目 GDP 成長率が堅調に推移する限り、米国債のオーバーウェイト推奨には慎重

### サービス価格の過熱感是对応が困難な領域に達したか

経済成長率が昨年同期のように 3%を超えることはないにしても、米国経済の力強い成長モメンタムは持続しています。小規模企業の雇用計画には大幅な縮小の兆しが見受けられるものの、事業所調査によると、おそらく移民を中心とする労働力供給の増加に支えられて、雇用の伸びは総じて底堅さを維持しています。移民関連の要因は、賃金上昇率の指標が低下傾向にあることとも整合的です。

現時点では、賃金上昇率の鈍化は、まだサービス価格上昇の大幅な減速にはつながっていません。それどころか、サービス企業が価格決定力を維持する環境において、米国の 3 月のコア消費者物価指数 (CPI) は 3 カ月連続で予想を上振れし、6 カ月の変化率は年率換算で 4%近くに達しています (4 頁の図表 1 参照)。FRB が選好する PCE 指標はそれほど心配するものではないようです。しかし、(突然のセンチメントショックがない限り) 6 月の初回利下げの可能性はないという市場の見方に、ロベコも賛同しています。FRB 理事たちはおそらく、インフレ率が政策目標の水準に戻り、金融引き締め解除に十分と確信する前に、コアインフレ率が利下げと整合的な方向に継続的に動くのを確認する必要があると考えているでしょう。

確認の作業は 9 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) までかかる見通しであり、中小企業の雇用計画が示すシグナルが正しければ、雇用の伸びの減速が支援材料になる可能性があります。11 月初旬の大統領選挙後に、12 月の FOMC において 2 回目の利下げが決定される見通しを、ロベコは修正後の基本シナリオに織り込んでいますが、その一方で、年内に一度も利下げが実行されないシナリオの確率を、40%程度まで引き上げています<sup>1</sup>。

同時に、利下げがより速いペースで行われる景気停滞シナリオの確率を引き下げています。3 つのシナリオ (4 頁の図表 2 参照) を総合すると、ロベコが予想する年内のフェデラル・ファンド (FF) 金利の経路 (確率加重平均) は、市場の想定とおおむね一致します (以下の図表 1 参照)。

図表 1 - FRB の織り込み済み予想とロベコの予想

FF 金利 (上限)	5.50	24 年 6 月	24 年 9 月	24 年 12 月	25 年 3 月
FF 先物による変化 (bps)		-5	-23	-40	-58
ロベコの加重平均予想 (bps)		-3	-19	-41	-78
ロベコの基本シナリオ (bps)		0	-25	-50	-75
FF 金利の基本シナリオ (%上限)		5.50	5.25	5.00	4.75

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 4 月 15 日時点。

<sup>1</sup> 言うまでもなく、SOFR (担保付翌日物調達金利) のオプション取引価格が示すように、次の一手が利下げではなく利上げになる確率はゼロではありませんが、ここでは最も現実性が高いと考えられる 3 つのシナリオにフォーカスしています。

2025年については、ロベコの見通しは市場の想定を小幅に下回ります(4頁の図表3参照)。主な要因は長期の「中立」金利の推計レンジの違いであり、ロベコの推計レンジは3.0~3.5%とFRBの予想の中央値(2.6%)を大幅に上回る一方で、市場が現在織り込む水準を下回ります。また、今後、財務レバレッジの高いハイイールド企業や中小企業、多額の消費者ローンを抱える低所得世帯は、FRBの「長期にわたる高金利政策」の影響を一段と受けようになると考えられます。

#### QTは6月までにペースダウンする見通し

3月のFOMC議事要旨では、QTを「かなり早い時期に」ペースダウンする方向性が強調されました。5月初旬か遅くとも6月のFOMCにおいて、月600億ドルの縮小額を半減する方針が発表されると予想しています。

図表2 - 米国債カーブ

米国債	スポット	12カ月フォワード	キャリー*
2年	4.93	4.59	-48
5年	4.60	4.48	-29
10年	4.56	4.54	-13
30年	4.65	4.62	-7

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年4月15日時点。\*For a 1pd position over 12 months

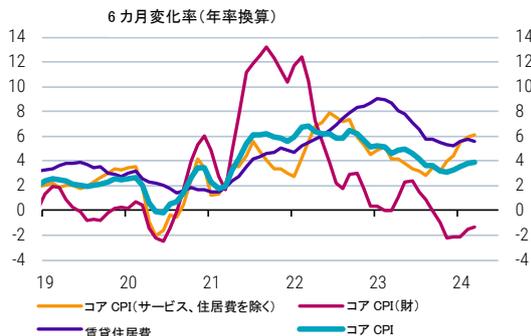
#### バリュエーションの魅力は増しているが…

年初来、FRBの利下げ見通しが市場価格から段階的に剥落する過程で、米国債のバリュエーションの魅力は増していると考えられます。この見方は、OIS市場において長期の中立金利が過度に高い水準(3.75~4%程度)で織り込まれているというロベコの見解によっても、裏付けられます。とはいえ、潜在GDP成長率に現時点で減速の兆しがほとんど見られないことから、財政見通しや長期利回りに反映されるタームプレミアムが依然として抑制されている点を考慮すると、10年国債利回りの水準(4.5%)は過度に高いようには見えません。注目すべき点として、ロベコが推計する長期中立金利のレンジの中央値(3.25%)に、FF金利と米国10年国債利回りのスプレッドの過去平均(約120bp)を加えると、4.5%という金利水準に符合します。

景気の先行指標が(改善ではなく)悪化に転じた場合(4頁の図表4参照)、上記の評価を見直す必要が生じるものの、当面は5~10年債の利回りが4.75%に近づくのを確認した上で、米国債を他の国債対比でオーバーウェイトとすることを検討する方針です。

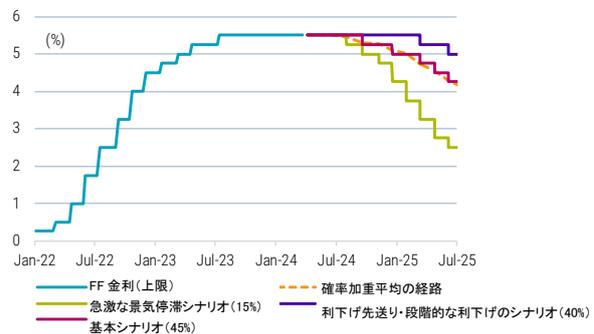
イールドカーブに関しては、スティーピング・バイアスを据え置きます。同時に、財政懸念の台頭(長期債利回りの上昇要因)や明確な利下げサイクル見通しの再浮上(インフレ率の下振れサプライズか金融システムにおけるショック・イベントの発生が条件)が、急激なスティーピングの条件になる可能性も認識しています。また、スティーピング・ポジションに対する短期的なリスク要因としては、原油価格の急騰に伴うスクォフへの転換が挙げられます。

図表 1 - サービス価格の上昇によりコアインフレ率は上昇



出所: ゴールドマンサックス、ブルームバーグ、ロベコ、2024年4月15日現在

図表 2 - FF 金利のシナリオ分析



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年4月15日現在

図表 3 - 確率加重平均の経路と市場が想定する水準



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年4月15日現在

図表 4 - OECD の先行指標(米国経済)と米国 10 年国債利回りの推移



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年4月15日現在

### 欧州中央銀行(ECB): 段階的なアプローチ

- ECB は 6 月に利下げを開始する意向を示唆
- 今後数四半期の緩和ペースは緩やかになる見通し
- イールドカーブはスティープニングする見通し

### 利下げの意向を示唆しつつ、事前に明確な経路を示さず

ECB は 4 月 11 日に開催された政策理事会において、政策金利を据え置く一方で、6 月に利下げを開始する意向を確認しました。ラガルド総裁は、インフレが政策目標に収束することについて確信を強める「より多くの情報」が、6 月までに得られるだろうと指摘しました。また、インフレ見通しの重要な判断材料である賃金上昇率の鈍化について、声明文の内容が楽観的であったことも注目に値します。ラガルド総裁は 6 月の利下げ開始の方向性を明確に打ち出す一方で、事前にその方針や「特定の金利経路」にコミットすることを避けました。今後も経済指標に依拠した政策運営が続く見通しです。

バランスシート政策の方針を変更する意向は、表明されませんでした。ECB は引き続き、「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ています(「資産購入プログラム(APP)」の下での再投資は昨年 7 月に終了しています)。

ECB のインフレ見通しにおいて賃金の伸びは重要な判断材料であり、政策理事会はいくぶん警戒感を保っています。ここ数週間、賃金に関する明るい材料が報じられています。ECB が欧州企業を対象に行った 4 月の四半期調査によると、賃金の上昇見通しが顕著に鈍化している状況が確認されました。1 月の同調査においては、1 年先の見通しが 4.5%だったのに対して、今回は 3.8%まで低下しました。また、1 年先の販売価格の見通しも、1 月時点の 4.5%から今回は 3.3%まで低下しています。この他に、ユーロ圏の求人広

告における賃金上昇率(Indeed社のデータ)が2月の3.7%から3月には3.3%に減速したことも、明るい材料と言えるでしょう。

また、ECBが4月に公表した銀行貸出サーベイでは、信用の状況がわずかながら改善している様子が見えましたが、貸出条件が以前ほど厳格化されなかったことは、プラスに受け止められています。一方、資金需要の状況はまだ模様となっており、特にドイツにおいて住宅ローン需要が増加する見通しであるのに対して、企業の借入需要は引き続き低迷すると予想されています。

政策金利が中立的な水準を上回り、インフレ圧力が徐々に後退するなど、ECBには利下げの余地が存在すると見られます。とはいえ、政策金利の経路は引き続き経済指標次第であり、調整のスピードは他国の中央銀行の政策決定にある程度影響される見通しです。ロベコは基本シナリオとして、ECBは6月に25bpの利下げを決定し、9月と12月にも同様の水準の利下げを行うと予想しています。現在、確率加重シナリオは、基本シナリオとおおむね同様の水準となっています。6月の利下げは可能性が高いとはいえ、確定したわけではなく、今後数四半期は利下げの幅を拡大する余地や、頻度を増やす余地はほとんどないと見えています。9月以降には刺激策を強化する余地が生じることも考えられ、ロベコの確率加重シナリオにもそのような展開が反映されています。

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6月	24年9月	24年12月	25年3月
OISによる変化(bps)		-19	-54	-81	-104
ロベコの加重平均期待値(bps)		-20	-50	-85	-115
ロベコの基本シナリオ(bps)		-25	-50	-75	-100
中心シナリオにおけるECBの預金金利(%)		3.75	3.50	3.25	3.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年4月15日時点。

来年以降を展望すると、政策金利は引き続き中立的な水準を大幅に上回ることから、金融緩和を継続する余地が見受けられます。

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	2.88	2.14	-88
5年	2.40	2.12	-42
10年	2.39	2.31	-15
30年	2.55	2.47	-8

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

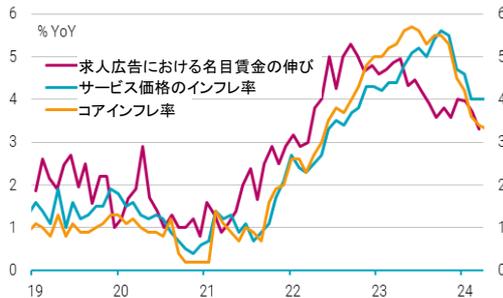
出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年4月15日時点。

### イールドカーブはスティープニングする見通し

- 欧州の債券利回りは昨年12月末から3月にかけて上昇基調をたどり、ドイツ10年国債利回りは約60bp上昇して2.5%近辺の水準に達しました。ここ数週間は、政策金利の見通しが安定したため、利回りはこの水準近辺で比較的安定しています。
- 市場が織り込む2025年9月時点の中銀預金金利は、80bp以上上方修正されて2.7%近辺となり、ドイツ5年国債利回りと同様の水準(2.5%)に達し、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%)を上回るようになりました。ロベコは引き続き、中立的な水準を超える利回りには割安感があると考えています。世界的な債券の売り圧力が持続した場合、ECBの政策見通しと連動するドイツ国債の5年ゾーンは、比較的安定的に推移すると予想しています。

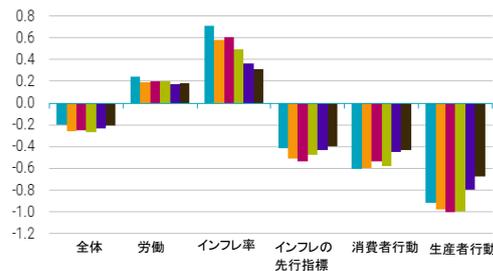
- ドイツ国債のイールドカーブは、さらにスティーピングする可能性があると考えています。金融政策サイクルのこの段階における過去の平均よりもフラットニングの度合いが強く、今後想定される金融緩和策によって短中期ゾーンはある程度下支えされると予想しています。その一方で、長期ゾーンの債券がラリーする余地は比較的小さいと考えています。世界的な債券供給量の増加とインフレ・リスク・プレミアムの上昇が、長期債の見通しの重しとなっています。

図表 1 - 賃金の伸びは鈍化傾向



出所: ブルームバーグ、Indeed、ロベコ、2024年4月15日現在

図表 2 - 「生産者行動」のデータは底打ちした



出所: ロベコ、2024年4月15日現在

図表 3 - 企業向け融資の伸びは依然として低調



出所: ECB、2024年4月15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: ブルームバーグ、2024年4月15日現在

中国人民銀行: 創造的な手法によるバランスシートの拡大

- 経済成長に一時的な明るい兆候が見られた場合でも、中国人民銀行は緩和バイアスを据え置く
- 追加利下げの公算が強まるも、バランスシート拡大政策が今後も重要な役割を担う見通し
- 長期債利回りは長期的な下方トレンドが続くものの、成長が持続的に回復すれば反発する可能性あり

利下げよりもバランスシート拡大政策を選好

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、鉱工業生産の回復基調が持続しているものの、経済のそれ以外の分野(特に不動産市場)の弱さが、経済全体のモメンタムの改善に水を差してきました。しかし最近になって、ロベコの経済バロメータ指数は、数カ月ぶりに上昇に転じています(次頁参照)。

もっとも、中国人民銀行が近い将来に緩和バイアスを解除する可能性が高いというわけではありません。結局のところ、景気回復の勢いは依然として脆弱であり、食料品価格の下落幅が縮小したことによって、総合消費者物価指数(CPI)はマイナス圏を脱したものの、インフレ圧力は依然として予断を許さないほど弱い状態にあります。実際、中国人民銀行は3月29日に開催された第1四半期の金融政策委員会(MPC)において、経済成長を後押しする方針を据え置きました。その一方で、長期債利回りの変動を注視する方針が強調されたことは、注目に値します。政策声明文に新たに盛り込まれたこの文言から、長期国債の発行増加に起因する国債利回りの急激な上昇圧力の抑制に注力する、中国人民銀行の姿勢がうかがえます。

ロベコがこれまで予想してきたように、中国人民銀行は昨年第3四半期に利下げを行って以来、主要な政策金利(7日物リバース・レポ金利および中期貸出制度(MLF)の1年金利)の追加的な引き下げを見送ってきました。その一方で、1月には銀行の預金準備率(RRR)を再び引き下げ、2月には新規住宅ローンの金利負担を軽減する目的において、5年物のローン・プライムレート(LPR)を25bpと大幅に引き下げました。

今後を展望すると、この先数カ月の間にRRRが再び引き下げられる可能性が高く、銀行による再貸出・再割引ファシリティの利用拡大と相まって、中国人民銀行のバランスシートは継続的に拡大する見通しです(8頁の図表2参照)。また、第3四半期までに主要な政策金利のコリドーが10bp引き下げられる公算が大き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 - 中国人民銀行の織り込み済み予想とロベコの予想

人民銀7日物リバース・レポ金利 (%)	1.80	24年6月	24年9月	24年12月	25年3月
先物が示唆する変化 (bps)		-3	-5	-9	-13
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		-3	-7	-11	-18
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	1.60

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年4月15日時点。

### 中国国債利回りの低下余地

中国10年国債利回りは、昨年12月上旬から低下基調に転じたものの、3月上旬以降は、短期債利回りの低下が続く中でも横ばいで推移しています。足元では、7日物リバース・レポ金利(1.8%)をわずかに50bp上回る2.3%程度の水準で推移していますが、両者のスプレッドがここまで縮小したのは、2016年およびパンデミック危機が始まった2020年以降のことになります。このため、経済成長が回復する一時的な兆候を考慮しつつ、中国国債を他の先進国国債対比で戦術的にアンダーウェイトとしました。

人民元金利の長期的な下降トレンドは不変であるとの見方に基づき、10年国債利回りがMLFの1年金利(現在は2.5%)を(再び)10bp以上上回った段階で、強気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カ月フォワード
2年	1.87	2.11
5年	2.11	2.32
10年	2.28	2.37

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年4月15日時点。

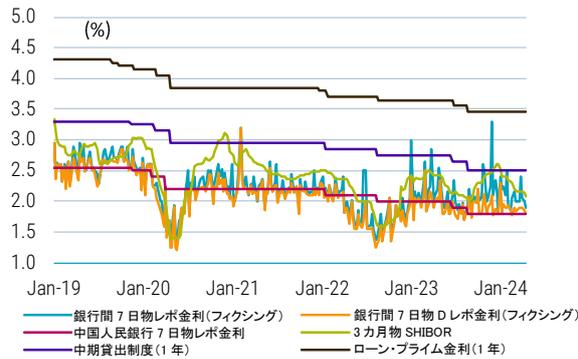
### 経済バロメータ指数: サプライサイドの経済学

- 一般にこの時期は、春節(旧正月)の影響によってデータに歪みが生じるため、中国経済の情勢判断は通常よりも難しくなります。その上で、入手可能なデータは、ロベコの経済バロメータ指数によって把握される全般的な経済成長のモメンタムが、国債利回りの循環的な上昇にはつながっていないものの、いくぶん改善していることを示しています(8頁の図4参照)。
- バロメータ指数の改善を牽引したのは「生産者行動」のZスコアであり、製造業PMI新規受注指数のさらなる上昇、鉱工業生産(実績値)のより急速な改善、電力消費量の伸びを受けて、プラスに転じています。
- とはいえ、軟調な小売上高と不動産販売のデータ、限界消費性向の指標の低迷を背景に、「消費者行動」のZスコアが低迷していることから確認されるように、一部では脆弱性が残存しています。さら

に、「貸出状況」のZスコアは、ソブリン CDS スプレッドの拡大や、与信およびマネーサプライ(M2)が再び増加に転じたことを受けて、新たに弱含む兆しを示しています。

- その一方で、「インフレ率」のZスコアの低さは、直近の生産者物価指数(PPI)およびコアインフレ率の水準(それぞれ-2.8%、0.6%)からも明らかのように、中国経済における基調的なインフレ圧力が引き続き非常に抑制されているという見方を裏付けています。

図表 1 - 代表的な政策金利および短期金利



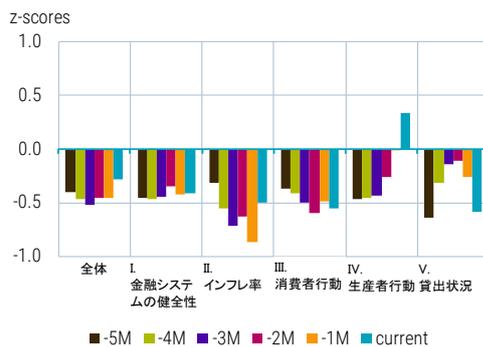
出所: ブルームバーク、ロベコ、2024年4月15日現在

図表 2 - 中国人民銀行のバランスシートは拡大傾向



出所: ブルームバーク、ロベコ、2024年4月15日現在

図表 3 - 経済バロメータ指数: 一時的に改善



出所: ブルームバーク、ロベコ、2024年4月15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: ブルームバーク、ロベコ、2024年4月15日現在

## 日本銀行: 小さな一歩か大きな飛躍か

- 経済成長の正常化
- 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

### 個人消費の脆弱性

ロベコが現在掲げる今後 2~3 年間の日本経済の成長見通しは、名目ベースの景気停滞(いわゆる「失われた 30 年」にわたるデフレ)から、緩やかに正常な経済成長(1.5~2%程度の成長率)への移行と要約されます。ロベコでは、日本経済がデフレから脱却し、コアインフレ率が長期的に 1%近辺の水準に落ち着くことを示す、明確な証拠が存在していると考えています。パンデミック後の個人消費の変化は、賃金決定プロセスの微細な変化と相まって、コアインフレ率をデフレの領域から明確に押し上げるには十分であると見ています。とはいえ、日本の経済成長とインフレに関するコンセンサスはかなり高く、GDP 成長率は 3%超の水準に、コアインフレ率は構造的に 2%の水準に近づいています。これらのコンセンサス見通しは高すぎるように思われます。ただ、同様に、こうした期待はコンセンサスに合致しており、日銀が高い水準の着地点に向けて長期的な利上げサイクルに取り組むという、タカ派的な見通しにつながっています。この点については、ロベコは確信していません。

このように楽観的な見解を維持するためには、2つの点を確認する必要があると考えられます。第 1 に、実質消費が第 2~3 四半期に持ち直すことを確認する必要があります。実際、個人消費は軟調に推移しています。日銀の消費活動指数(実質、旅行収支調整済)を見る限り、個人消費は依然として低迷しています。同じように、消費マインドも大幅に落ち込んでいます。また、日銀の調査によると、家計は物価の上昇(高水準のインフレ)を予想しています。全般に個人消費のペースはパンデミック後に加速しているものの、それほど大きな変化は確認されていません。個人消費の大幅な増加は、経済成長率が構造的に上昇するための前提条件になります。第 2 に、賃金の大幅な増加を通じて、CPI(サービス)を長期的に上昇するかどうかを確認するには、数カ月の時間を要します。このように、賃金の動向が重要なポイントになります。春闘(労使間の賃金交渉)の結果は有望に見える一方で、賃金への全般的な波及効果が極めて低かったことに注目しています(春闘の結果=4.5%、賃金水準の全般的な伸び率=1.8%)。さらに、足元の経済環境において、小規模企業にとって賃金の大幅な引き上げが可能かどうか、ロベコは懐疑的に見えています。

### ハト派的なスタンス

日銀は政策金利を 10bp 引き上げることによって、小さな一歩を踏み出しました。ロベコでは、これは大きな飛躍であると考えています。第 1 に、日銀によるマイナス金利政策終了の決定は、金融市場において歓迎される見通しです。マイナス金利政策は、地域金融機関と金融市場の機能に多大な悪影響を及ぼしました。第 2 に、今回の措置は、それ自体は小さな一歩に過ぎませんが、おそらくより意義深い金融政策の正常化の始まりを意味します。さらに、政策金利が再び主要な金融政策手段となったことは、円相場に対する日銀の影響力がいくぶん強まったことを意味します。とはいえ、ロベコの見解によると日銀の現在の政策スタンスがハト派的であることを、ここでは強調しておきます。現在の政策金利は中立金利をわずかながら下回る水準であり、進行中の量的緩和(QE)プログラムと合わせて考えると、日銀は引き続き景気刺激策に取り組んでいると考えられます。

図表 1 - BOJ の織り込み済み予想とロベコの予想

政策金利(%)	0.00	24 年 6 月	24 年 9 月	24 年 12 月	25 年 3 月
先物による変化(bps)		3	14	23	30
ロベコの加重平均期待値(bps)		3	5	11	11
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(%)		0.10	0.10	0.25	0.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 4 月 15 日現在

植田総裁は、インフレ率を金融政策によって政策目標を上回る水準か、目標と整合的な水準へと構造的に誘導するというガイダンスを、口頭で確認しました。日本国債と日本円の値動きからも確認されるように、

市場はこのガイダンスを(極端に)ハト派的なメッセージとして受け止めました。したがって、現在の政策スタンスは大きなリスクを内包するものであり、円安につながっています。

### 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、年内のすべての金融政策決定会合において、ガイダンスがさらに修正される可能性があると考えています。また、年末までに2回の追加利上げ(10bpと15bp)を予想しています。利上げのタイミングは、第2~3四半期の円相場と経済の動向によって決まると見えています。もっとも、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、日銀が短期的に大きく大胆な措置を講じる必要性は後退しています。実際、インフレ圧力が弱まり、ピークアウトする一方で、経済成長は全般に減速しています。ロベコでは引き続き、日銀は大胆な追加措置を講じるのは遅く、円安がさらに進行した場合に限定されると見えています。追加的な政策の是非は、国債市場の動向や円相場の波乱状況次第と考えられます。

このような政策変更の可能性を受けて、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ことになるでしょう。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なれば、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、年末時点では他の主要通貨対比で円高が進行すると想定していますが、短期的には円安が進むと予想しています。

図表 2 - JGB カーブ

JGB カーブ	スポット	12カ月フォワード	キャリー*	ユーロヘッジ
2年	0.27	0.41	23.0	24.7
5年	0.48	0.61	13.6	14.3
10年	0.86	1.06	17.5	17.9
30年	1.91	1.98	10.8	10.9

\* for 1pd position over 12 months

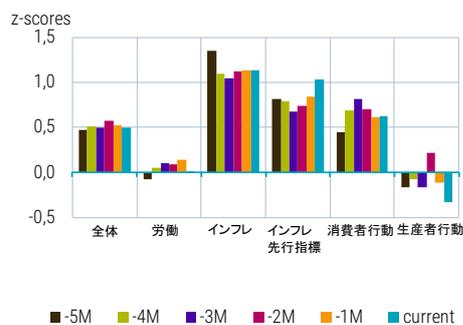
出所:ブルームバーグ、2024年4月15日現在

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、2024年4月15日現在

図表 2 - 経済バロメータ指数: 労働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4月15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4月15日現在

図表 4 - 市場による2年後の金融引き締めはわずか



出所: ブルームバーグ、2024年4月15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