

スピード感の違い

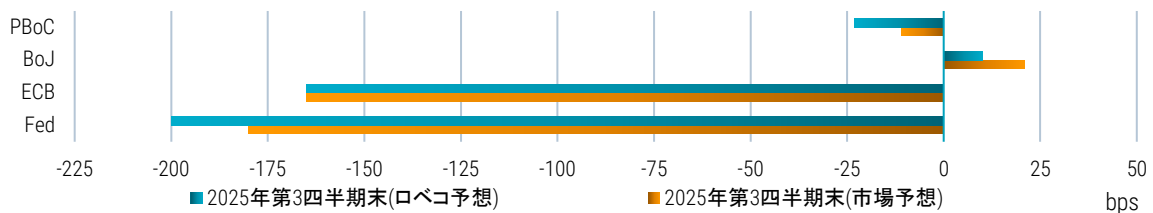
- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 中立金利への道のり
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 経済成長への懸念
- ・ 中国人民銀行: 多方面からの政策対応
- ・ 日本銀行: 政策の整合性

インフレの低下傾向が続き、雇用の見通しが悪化する中で、FRBとECBに対して緩和を求める圧力が強まっています。FRBはこの夏の初めに利下げをためらう姿勢を見せ、ECBも金融緩和に二の足を踏んでいましたが、両中央銀行はすでに50bpの利下げを実施しました。両者が(緩和の)スタートを切ったことは明白であり、追加の緩和に向けた準備が整っているように見受けられます。欧米ともに、経済成長と労働市場に関する先行指標が軟調に推移しているため、政策発動を促す圧力が一段と強まっています。両中央銀行も、2025年半ばまでに政策金利を中立的な水準に誘導すると、ロベコは予想しています。

一方、中国人民銀行は、何年も前に(緩和の)スタートを切っており、今では完全な緩和モードに移行しています。経済および不動産市場の低迷と物価の下落傾向が続く中で、政策当局は「もう我慢できない」と考えたに違いありません。9月下旬に一連の景気刺激策が発表されたことに加えて、政策当局のコメントからは追加緩和の方向性もうかがえます。少なくとも、年末までに銀行の預金準備率(RRR)がさらに25~50bp引き下げられると、ロベコは予想しています。

これに対して、日本銀行は金融政策の引き締めに着手したものの、上記の主要中央銀行とは異なり、スピード感をもって行動する必要性を感じていません。最近の審議委員等の発言からは、近い将来の利上げや積極的な引き締め路線への転換の可能性は低いと考えられます。実際、ロベコの中心シナリオにおいても、年内の追加利上げを想定していません。

図1 - 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。2024年10月3日の金融市場先物・先渡取引に基づく

セントラル・バンク・ウォッチャー 2024年10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): 中立金利への道のり

- 雇用悪化リスクを重視する観点から、選挙後に 50bp の追加利下げを行うハードルは低い
- 2025 年半ば頃の中立的な水準への到達が中心シナリオ
- 2~5 年債利回りの上振れ余地は限定的、スティーピングを予想

FRB はソフトランディング実現に注力:ハト派バイアスを示唆

インフレ率が依然として「やや高止まり」しているにもかかわらず、米連邦公開市場委員会(FOMC)は9月の会合において、FF金利の目標レンジを 50bp 引き下げ、4.75~5.00%とすることを決定しました。通常よりも大幅な利下げとなります。今回の「再調整」は、労働市場の底堅さを維持することを目的としたもので、長引くインフレの上振れリスクに対する懸念よりも、雇用の最大化という(第2の)政策目標に対する下振れリスクの懸念が優先されたこととなります。

FRB は今回の金融政策でも依然として引き締めの方向であると見ており、次回以降の会合において追加緩和を進める方向にあります。この方向性は最新の「経済見通し(SEP)」によっても裏付けられており、FOMC 参加者の中央値は、年内2回の会合で合計 50bp の追加緩和を示しています。また、SEP では、(FOMC の基本シナリオ通りに)今後発表される指標が経済活動の底堅さを示す場合、50bp 刻みでの利下げの継続が FOMC 参加者のコンセンサスではないことも示されています。実際、パウエル議長は記者会見において、「50bp 刻みが新しい利下げのペースであると考えべきではない」と述べています。しかし、FRB はソフトランディングへの誘導に注力していると思われることから、年内に 50bp の追加利下げを決定するハードルは低いとロベコは見ています。

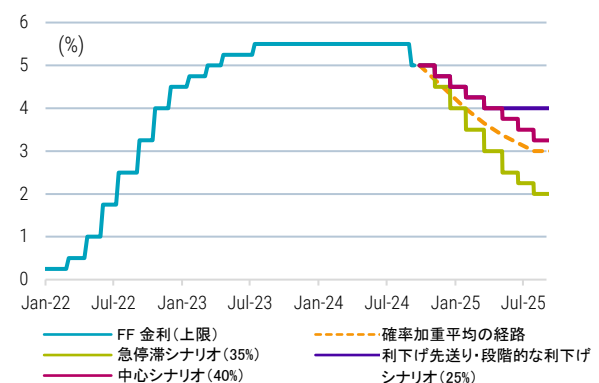
その先を展望すると、中心シナリオとして、政策金利は 2025 年半ば頃に中立的な水準(ロベコの見方では 3~3.25%近辺)に回帰すると予想しています。これは、今回提示された長期の FF 金利予測の中央値(2.875%)よりやや高い水準であり、基調的な予測トレンドのレンジ(2.5~3.5%)の上半分に相当します。

ロベコはシナリオ分析において、先行指標の下振れを考慮しつつ、より大規模な緩和を要するハードランディングの実現確率を 35%に引き上げ

ました。その一方で、トランプ氏が政権に就いた場合に予想される関税の導入によってインフレリスクが高まるケースなど、FRB が緩和サイクルを中断する確率を 25%と想定しています(グラフ 2 参照)。

3つのシナリオを総合すると、ロベコが予想する FF 金利の経路(確率加重平均)は、年内については市場の想定とおおむね一致しますが(以下の図表 1 参照)、来年については市場の想定を小幅に下回ります。

グラフ 2 - FF 金利の 3つのシナリオ(~2025 年 9 月)



出所:ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 10 月 3 日現在

2~5 年債利回りの上振れ余地は限定的、さらなるスティーピングを予想

市場では、来年 7~9 月期までに政策金利が 3%近辺まで低下する見通しが織り込まれています。経済成長と雇用のデータが今後さらに悪化して、ハードランディングに対する懸念が強まった場合には、さらに大幅な(=拡張的な)緩和見通しが織り込まれる可能性があります。その一方で、ソフトランディングへの誘導に前向きな FRB の姿勢を考慮すると、短期金利が大幅に上昇するリスクはそれほど高くないと考えられます。

ロベコでは、米国 5 年国債利回りの当面の水準として、3.25~3.80%のレンジを想定しています。イールドカーブに関しては、引き続き 10 年や 30 年よりも 2~5 年ゾーンを強気に見ています。長期ゾーンのタームプレミアムは、2022 年のボトムからは顕著に上昇しているものの、財政リスクを考慮すると、依然として過度に低いように思われます。

表 1-FRB の織り込み済み予想とロベコの予想

FF 金利(%、上限)	5.00	24 年 12 月	25 年 3 月	25 年 6 月	25 年 9 月
FF 先物による変化(bps)		-63	-125	-160	-180
ロベコ加重平均予想(bps)		-68	-135	-181	-200
ロベコ中心シナリオ(bps)		-50	-100	-150	-175
FF 金利の中心シナリオ(%、上限)		4.50	4.00	3.50	3.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 10 月 3 日

欧州中央銀行(ECB): 経済成長への懸念

- ECBは10月に利下げを決定する方向
- 毎回の政策理事会における利下げが現在の中心シナリオ
- フランスの問題の波及的影響はこれまでのところ限定的

軟調な経済成長見通しを背景とするバランスの変化

6月と9月に中銀預金金利を25bpずつ引き下げたECBの政策理事会は、現在、利下げのペースを加速するか、これまで通り四半期ごととするか、という問題に直面しています。ロベコでは、10月の政策理事会においても利下げが決定され、緩和ペースが加速すると予想しています。ラガルド総裁は経済指標に依拠する方針(data dependence)を強調すると見られますが、ロベコは中心シナリオとして、2025年4~6月期までは「毎回の理事会における25bpの利下げ」というペースが維持されると予想しています。その主な理由は、成長率の低迷が続いていることです。4~6月期のGDP成長率が前期比+0.2%にとどまったことに加えて、購買担当者景気指数(PMI)やIFO企業景況感指数をはじめとする先行指標も、ここ数カ月間は低迷しています。経済成長に対する楽観的な見通しが後退する一方で、総合インフレ率がすでに1.8%に達するなど、2%のインフレ目標達成への自信はおそらく高まっているでしょう。

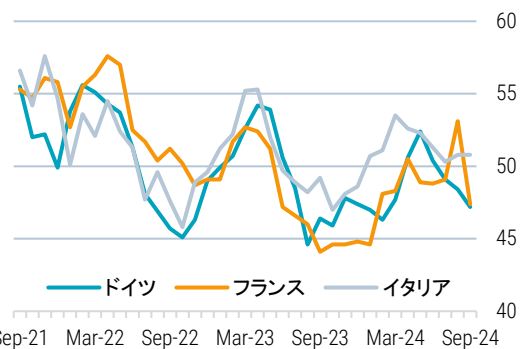
コアのサービス価格インフレの粘着性が持続するなど、一部には懸念が残っています。粘着性の一因は賃金の伸びです。4~6月期の伸び率は3.5%と鈍化しているものの、これを2%程度の水準に戻すには追加的な対応が求められます。したがって、コアインフレ率が現在の2.7%からインフレ目標の水準に戻るまでには、ある程度の時間がかかるでしょう。このような状況は緩和のペースにも影響する見通しですが、現在のインフレ抑制的な政策金利の水準には、利下げの余地が存在します。また、同様の措置をとる中央銀行が増えていることも、利下げを容易にしています。ロベコは、ECBが2025年6月に政策金利が中立的な水準(2%)に達するまで、毎回の理事会において25bp刻みの利下げを行うと予想します。この基本ケースから逸脱する余地は小さいと思われる。政策金利が中立金利の水準を下回るとすれば、急激な信用収縮や労働市場の環境が悪化した場合でしょう。一方、2%を大幅に上回る水準に据え置くと、脆弱な景気回復に悪影響を及ぼす可能性があります。市場では、ロベコ

の基本ケースに近い政策見通しが織り込まれています。

ECBにフランスの問題への対応を求める圧力は限定的

フランスでは、2024年度の財政赤字が対GDP比6%近くに達すると見込まれているなど、市場では同国に対する懸念が払拭されていません。これまでのところ、その他のユーロ圏国債のスプレッドは堅調に推移しています。このため、フランスの問題は、ECBの政策がユーロ圏経済全体に波及することに影響を与えていません。このことは、ECBが市場介入の必要性をほとんど感じていないことを示唆しています。実際、この問題に関する政策担当者のコメントは、ほとんど聞かれていません。以前にも指摘したように、市場にストレスが生じた場合、「最初の防衛線」は「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」に基づく償還元本の再投資の方針転換になるでしょう。ECBは年末までに再投資を終了する方針ですが、外的圧力によって、計画が流動的になる可能性があります。

グラフ3 - PMIは弱い経済成長見通しを示す



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年10月3日現在

債券市場では最近のトレンドが続く見通し

ドイツ国債の利回りは、年初来のレンジを超えて変動しました。割高感存在するものの、緩和を進めるECBに逆らう動きは推奨できません。2001年の小規模な緩和局面においても、利下げ幅は「わずか」150bpにとどまりましたが、サイクルがかなり進行するまで債券は下支えされました。ユーロ圏の国債市場では、夏場を通してイールドカーブがスティープニングしたものの、歴史的にはフラットな状態が続いています。世界的な財政懸念が長期金利を押し上げる中で、スティープニングの流れは継続すると予想します。

表 2 - 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(%)	3.50	24 年 12 月	25 年 3 月	25 年 6 月	25 年 9 月
市場価格による変動(bps)		-55	-110	-150	-165
ロベコ加重平均予想(bps)		-50	-100	-155	-165
ロベコ中心シナリオ(bps)		-50	-100	-150	-150
ECB 預金金利の中心シナリオ(%、上限)		3.00	2.50	2.00	2.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 10 月 3 日

中国人民銀行: 多方面からの政策対応

- FRB が開いたドアを勢いよく通り抜ける中国人民銀行
- 利下げ幅は 10bp 刻みに戻るものの、追加的な政策対応が予想される
- 金融、財政両サイドからの緩和を受け、長期債利回りには上昇圧力が加わる

強引な緩和政策 - 今後も継続が見込まれる

「もう我慢できない」。景気回復を軌道に乗せる取り組みにも関わらず、経済および不動産市場の低迷と物価の下落傾向が続く中で、中国の政策当局はこう考えたに違いありません。

そのような中で、9 月下旬に、中国人民銀行主導のもと、次のような一連の景気刺激策が実施されました。

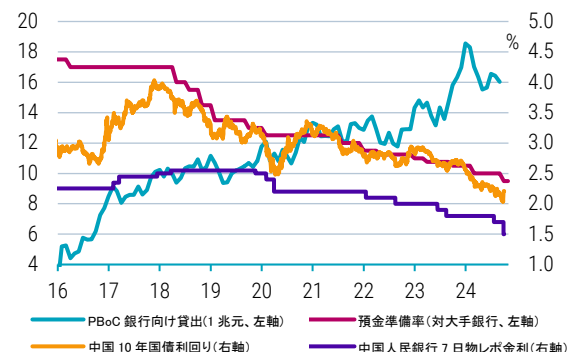
- 主要政策金利である 7 日物リバース・レポ金利の 20bp の引き下げ、1 年物中期貸出制度 (MLF) の 30bp の引き下げ
- 商業銀行向け預金準備率 (RRR) の 50bp の引き下げ
- 不動産市場の新たな緩和措置として、銀行に既存の住宅ローン金利を新規の住宅ローン金利の水準まで引き下げよう要請。2 軒目の住宅ローンの最低頭金比率を 25% から 15% へ引き下げ
- 株式市場を下支えするための政策ツールの新設 (非銀行系金融機関が中国人民銀行から直接借り入れを行うための流動性供給プログラム、上場企業の自社株買いを支援するための銀行向け再融資プログラムなど)

政策当局のコメントからは、追加的な金融緩和の意向がうかがえます。少なくとも、年末までに預金準備率がさらに 25~50bps 引き下げられると予想され、さらに政策金利に関しても、おそらく 10bps 程度の、小規模な追加利下げの可能性もあります。仮に年内ではないにしても、金融市場において想定されているように (以下の表 3 参照)、来年上半年にも実施される可能性が高いようです。

また、財政政策もさらに緩和される見通しであり、個人消費の刺激 (1 兆元)、地方政府の債務削減 (1 兆元)、国有銀行への資本注入 (1 兆元) などのための国債の追加発行の計画が報じられています。

このような背景のもと、中国人民銀行のバランスシートは今後も拡大すると予想しています (グラフ 4 参照)。これらは純粋な量的緩和政策とは呼べないにせよ、実質的には同じようなものとロベコでは考えています。

グラフ 4 - 中国人民銀行の政策手段 - 多方面からの対応



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 10 月 3 日現在

ブル・フラットニングから緩やかなベア・スティーピングへ

中国では、4 月末と 6 月に、政策当局が長期債利回りの歴史的な低下について懸念を表明しました。にもかかわらず、7 月から 8 月にかけても、短中期ゾーンより緩やかながら、長期債利回りの低下傾向が続きました。

その後、一連の刺激策の発表を受けて、長期債利回りは上昇に転じ、イールドカーブのステイプニングがさらに進んでいます。このトレンドはさらに続く可能性が高いため、中国国債の他の先進国国債対比でのアンダーウェイトを据え置きます。ただし、人民元金利の継続的な下降トレンドはおそらく終了していないと見ており、小幅なアンダーウェイトにとどめることを推奨します。

表3 - 中国人民銀行の織り込み済み予想とロベコの予想との比較

人民銀7日物リバース・レポ金利 (%)	1.50	24年12月	25年3月	25年6月	25年9月
先物が示唆する変化 (bps)		-4	-9	-12	-11
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		-5	-11	-16	-23
ロベコの中心シナリオ (bps)		0	-10	-20	-20
人民銀7日物リバース・レポ金利の中心シナリオ (%)		1.50	1.40	1.30	1.30

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年10月3日

日本銀行: 政策の整合性

- 追加利上げの公算は小さい
- 日銀短観は景気の回復傾向を示す
- 日本国債のアンダーウェイトを据え置き

追加利上げの公算は小さい

今回も、近い将来の利上げや積極的な引き締め路線への転換の可能性は低いという見方を繰り返します。日銀は、植田総裁の最近のメディア向け発言や9月の「金融政策決定会合における主な意見」の中で、為替レートの動向や国内の経済成長およびインフレに関連するファクターを評価する「時間的余裕」があることを明らかにしました。FRBが大規模な利下げを実施しつつ、追加利下げの方向性を示したことが、円安圧力を緩和するという意味で、日銀にとって若干の支援材料となりました。また、経済情勢と基調的な物価動向に関して、日銀の評価と市場のコンセンサスの間にはズレが生じています。植田総裁が指摘するように、日銀は景気が脆弱であると考える一方で、インフレが政策目標の水準に構造的に戻ったと確信するには至っていないと述べました。また、同総裁が、賃金の伸びがサービス価格インフレの上昇につながっていないとの見方を明確に示したように、10～11月のサービス価格インフレ指標の底堅さを確認することが、利上げの条件になるとロベコは考えます。このため基本ケースとして、来年1月の利上げを想定する一方で、円安基調が再燃した場合に日銀がやや前倒しで行動する可能性にも留意しています。

短観は景気回復を示唆

ここ最近、ハードデータ、ソフトデータとも、景気が底打ちを示しています。指標とされる日銀短観において、製造業と個人消費の改善傾向が示唆されていることは、特に注目に値します。製造業の景況感、中国経済の成長鈍化、円高の進展、天候要因にもかかわらず、全般に底堅さを維持しています。業種別に見ると、半導体需要の回復を受けて、電気機械が比較的堅調な回復を遂げています。また、造船・重機等、金属製品、非鉄金属、化学の業況判断も改善しています。中国で大規模な追加刺激策が計画されていることから、世界の製造業はさらに上向くと予想されます。もっとも、中国において景気刺激策が全面的に実施されるかについては、引き続き懐疑的に見えています。一方、減税と実質賃金の改善によって、個人消費は下支えされています。また、建設や不動産の業況判断が改善するなど、国内向けセクターの景況感には全体的に底堅さが見受けられます。情報サービスの業況判断は小幅

なマイナスとなったものの、全セクターの中で最も高い水準を維持しています。

日本国債のアンダーウェイトを据え置き

経済成長が加速し円安が進む中で、このような政策変更の可能性を受けて、市場では追加的な引き締めを織り込む必要があります。ただし、日銀が引き締め政策を実行するとは限りません。ロベコは引き続き、10年国債利回りの年末時点の水準を1.35%近辺としています。10年国債利回りに強い上昇圧力がかかる結果、いずれのシナリオにおいても、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年国債の投資妙味が高まると考えられます。

グラフ5 - 緩和的な金融環境



出所: ブルームバーグ、ゴールドマンサックス、ロベコ、2024年10月3日現在

表 4-BOJ の織り込み済み予想とロベコの予想の比較

政策金利 (%)	0.00	24 年 10 月	24 年 12 月	25 年 1 月	25 年 3 月
先物による変化(bps)		6	9	16	21
ロベコの加重平均予想 (bps)		3	5	11	11
ロベコの中心シナリオ (bps)		0	0	10	10
中心シナリオにおける政策金利(%)		0.00	0.00	0.10	0.10

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 10 月 3 日

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