

独自の路線を進む中央銀行

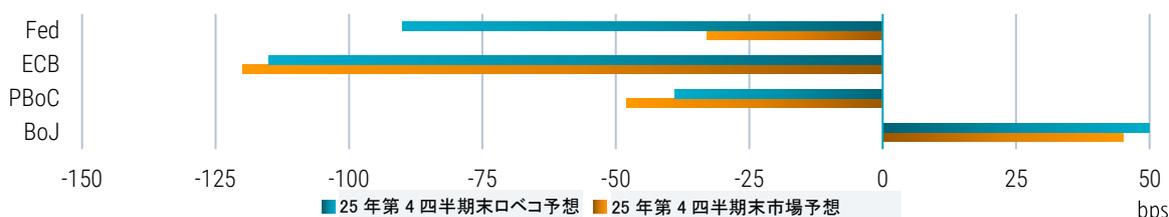
- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 利下げペースの減速
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 方向性の設定
- ・ 中国人民銀行 (PBoC): 財政面でのサポート
- ・ 日本銀行: 波風を立てずに

主要中央銀行は、今後数カ月間の金融政策の枠組みについてそれぞれ異なる路線を描いています。FRB は 12 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) において、年明け後も利下げ路線を継続するものの、緩和のペースは減速するとの見通しを明確にしました。新政権による関税政策の詳細や、それがインフレに及ぼす影響が不透明であることが、ペースダウンの一因と考えられます。

この不透明感は、米国外においても、さまざまな形で影響を及ぼしています。例えば、中国人民銀行 (PBoC) は、経済成長見通しに影を落とす別の要因への対応に追われ、追加緩和の方向に進む可能性が高いようです。また、ECB にとっては、米国との間の潜在的な関税の問題が、経済成長見通しの不確実性をさらに高めています。ユーロ圏のインフレ率は、通商政策の行方によっては小幅な上昇圧力を受ける可能性があるものの、それでも政策目標の水準に向けて低下していると見られ、中立金利の水準、あるいはそれ以下の水準への利下げは現実的であると考えられます。

一方、日銀は政策金利の急激な変更には後ろ向きであり、12 月の政策決定会合において現状維持を決定しました。変化のペースは緩やかながらも、利上げ路線は維持されると予想しています。足元の日本経済は金融政策の引き締めを受け入れられる状況にあり、対外貿易政策がこの路線を逸脱させることはないと考えられます。

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12月19日時点の金融市場先物・先渡取引に基づく

セントラル・バンク・ウォッチャー 2024年12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



Rogier Hoogeveen
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): 利下げペースの減速

- 雇用の下振れリスクを考えると、緩和サイクルの終了は時期尚早となる可能性
- 一方で、インフレの上振れリスクが存在するため、長期の中立金利への回帰は緩やかなペースになる見通し
- クロスマーケットおよびイールドカーブのポジショニングとして5年ゾーンには割安感が存在

利下げの見送りは終了にあらず

インフレが「いくぶん高い水準」とどまり、トランプ新政権が予定する通商政策と財政政策が新たなインフレ上昇要因を生じさせるにもかかわらず、12月のFOMCでは、フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標レンジを25bp引き下げ、4.25~4.50%とする方針が決定されました。今回の追加措置は、雇用の最大化目標に対するリスクを回避することを狙いとしています。

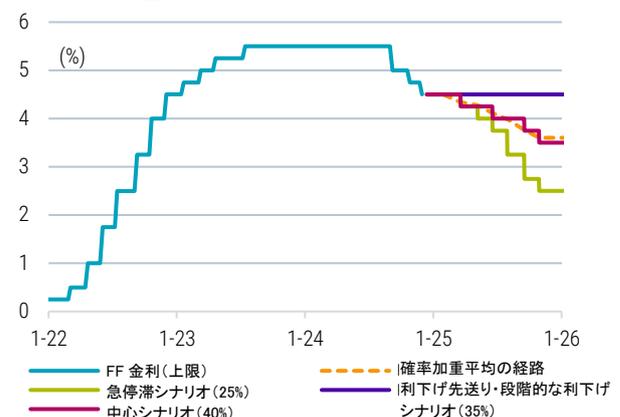
政策スタンスが「大幅に緩和」されたことによって、FRBにとって追加的な利下げは緊急の課題ではなくなりました。実際、パウエル議長が記者会見においてコメントしたように、FOMCは「追加的な措置においてより慎重になる可能性」があり、「プロセスの新たなフェーズに入った」こととなります。このスタンスは最新の「経済見通し(SEP)」によっても裏付けられ、おそらくは2025年のコアPCEデフレーター予想が上方修正されたことを背景に、FOMC参加者の2025年の政策金利見通し(中央値)は50bpの追加利下げにとどまり、翌2年間の合計は75bpとなりました。また、長期のFF金利の予測(中央値)は、2.875%から3.0%へとさらに上方修正されています。

今後を展望すると、来年1月のFOMCでは政策金利は据え置かれる見通しです。雇用の伸びに対する下振れリスクが払拭されず、また、FRBはソフトランディングへの誘導に注力しているため、ロベコは中心シナリオとして、政策金利は2025年末までに“中立的な”水準(ロベコの見方では、長期のFF金利の基調的な予測トレンドのレンジ(2.8~3.6%)の上半分に相当)に回帰すると引き続き予想しています。

その一方で、来年1年間の利下げが予想よりも小幅にとどまる、あるいは見送られるシナリオの確率が上昇していることも、十分に認識しています。今回、FRBが年間を通して利下げを見送るシナリオの確率を35%と想定しました。同時に、最近の先行指標の改善を考慮して、より速いペースでの緩和が必要になるハードランディング・シナリオの確率を25%に引き下げました。

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、来年上半年については市場の想定をわずかに下回り(以下の表1参照)、来年下半年については市場の想定を大幅に下回ります。

グラフ2 - FF金利の3つのシナリオ(~2025年12月)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年12月19日現在

5年ゾーンにクロスマーケット・ベースで投資妙味、スティーブニング・バイアスを採用

現在、市場には4%をやや下回る水準のターミナル・レート(政策金利の着地点)が織り込まれています。これは、多くのFOMC参加者が想定する長期のFF金利のレンジ上限を、25bp以上上回る水準になります。

このため、債券市場では、クロスマーケット(対カナダ5年国債や対韓国10年国債など)およびイールドカーブのポジショニングとして、5年ゾーンにバリューが生じています。実際、米国債のイールドカーブ上では、引き続き10年や30年よりも短期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、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)	4.50	25 年 3 月	25 年 6 月	25 年 9 月	25 年 12 月
FF 先物による変化(bps)		-14	-23	-27	-33
ロベコ加重平均予想 (bps)		-16	-39	-74	-90
ロベコ中心シナリオ (bps)		-25	-50	-75	-100
FF 金利の中心シナリオ(%、上限)		4.25	4.00	3.75	3.50

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 12 月 19 日

欧州中央銀行(ECB): 方向性の設定

- ECB は毎回の理事会において 25bp の利下げを継続
- 利下げのペースを加速するほど経済成長は脆弱ではない
- ドイツ国債を買い始める水準はそれほど遠くない

中立的な水準に向けて

ECB は 10 月以降、利下げのペースを加速させ、毎回の政策理事会において 25bp 刻みで利下げを実施しています。先日開催された 12 月の理事会を前に、市場では 50bp の利下げも選択肢になりうるとの見方が出たものの、ラガルド総裁は記者会見において、サービス価格インフレの高止まりに言及しつつ、こうした見方には特に反応しませんでした。ロベコは中心シナリオとして、現状の利下げペースが維持される結果、中銀預金金利は来年 6 月までに現在の水準 (3.0%) から 2.0% まで低下すると予想しています。

ユーロ圏の中立金利は、おそらく 2% からそれほど遠くない水準にあると考えられ、ECB のスタッフは 1.75~2.50% との見方を示しています。中銀預金金利が 2% に近づくにつれて、それ以降の利下げは、これまでほど「機械的」ではなくなると予想しています。リスクはより大規模な利下げの方向に傾斜していますが、何より経済指標による裏付けが必要になります。ロベコは 2025 年 12 月時点の中心シナリオとして、中銀預金金利の水準を 2.0% に設定する一方で、加重平均予想を 1.8% に近い水準としています。

一方で、インフレの動向は、金融緩和を可能にすると予想しています。総合インフレ率は、12 月に一時的に上昇に転じたものの、来年 2 月には 2% に戻る見通しです。コアインフレ率に関しては、来年夏に 2.3% の水準に向けて緩やかに低下すると予想しています。また、経済成長見通しも、ECB を利下げの方向へと緩やかに導いています。ユーロ圏の経済成長は停滞しているものの、労働市場に対する影響はこれまでのところ限定的であり、南欧諸国では失業率が低い水準で推移しています。製造業の業績は非常に低調ですが、サービス業の継続的な成長が雇用を生み出しています。

ECB からのフランス国債に対する支援は期待薄

フランスでは政治情勢が依然として不安定であ

り、フランス国債の対ドイツ国債スプレッドは高止まりしています。「パンデミック緊急購入プログラム (PEPP)」のポートフォリオにおける再投資のデータを見ると、再投資資金をフランス国債市場に振り向ける形で、ECB が同市場に一定のサポートを提供している様子が確認できます。とはいえ、支援の規模は限定的であり、PEPP に基づく再投資は今年末に終了する見通しです。一方、ECB の伝達保護措置 (TPI) のもとで、フランスが支援を受ける展開は想定されていませんが、フランス情勢の不安定化が他の市場に波及した場合、同措置がバックストップとして機能することは考えられます。

グラフ 3 - ECB の PEPP に基づく再投資状況 (6~9 月)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 12 月 19 日現在

最近の下落を受けドイツ国債の魅力が再浮上

最近の世界的な債券の売り圧力を、ドイツ国債市場はある程度免れてきました。ユーロの金利市場では、ファンダメンタルズの悪化や財政見通しの厳格化に加えて、テクニカル要因の改善が、相対的に有利に働いています。特に長期年限のユーロ金利スワップ市場では、テクニカル要因の改善が明確に観察されています。当面は、ECB が「毎回の政策理事会における 25bp 刻みでの利下げ」の路線から大きく逸脱する余地は極めて小さいと考えられます。この路線は、来年 6 月か、その少し先までは完全に織り込まれているため、ドイツ国債の見通しについてはそれほど期待感を抱きにくい状況です。もっとも、ロベコの見解では、ECB が中立金利 (2%) を大幅に上回る水準で利下げを終了する展開よりも、これを下回る水準まで継続する展開の方が可能性高いと考えます。したがって、ロベコは現在の 2.3% 水準から 10 年物ドイツ国債を買い入れ、2.0% を目標とする方針です。

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(%)	3.00	25 年 3 月	25 年 6 月	25 年 9 月	25 年 12 月
市場価格による変動(bps)		-60	-100	-115	-120
ロベコ加重平均予想 (bps)		-50	-105	-115	-115
ロベコ中心シナリオ (bps)		-50	-100	-100	-100
ECB 預金金利の中心シナリオ(%、上限)		2.50	2.00	2.00	2.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 12 月 19 日

中国人民銀行: 財政面でのサポート

- PBoC、来年上期に広範な緩和政策実施を示唆
- 中央銀行のバランスシートが財政の追加緩和をサポート
- 来年3月末にかけ国債発行増と成長回復を受けてイールドカーブはスティープニングの方向へ

金融政策が中心に

最近の政策当局のコメントからは、財政・金融政策の両サイドから経済成長の支援を拡充する意向がうかがえます。実際、来年度の追加刺激策の実施されるかどうかは、仮定の話ではなくタイミングの問題となっています。

財政面では、米国新政権の関税政策の詳細が明らかになるまで、当局は経済への起爆剤を温存したいと考えているようです。

その一方で、「適度に緩和的な(moderately loose)」金融政策と分類されるスタンスを、2010年以降初めて採用するなど、中国人民銀行は来年上期に少なくとも20bpの利下げを実施する構えです。また、商業銀行向け預金準備率(RRR)の追加的な引き下げも視野に入ります。

経済情勢に注目すると、11月のコアインフレ率は0.3%と極めて低い水準にとどまります。また、住宅販売に安定化の兆しが見られるものの、近い将来の不動産市場の実質的な回復を期待させるほどの説得力はありません。さらに、銀行定期預金に対する旺盛な需要を見る限り、消費者は依然として支出に対して非常に慎重であると考えられます。

預金準備率引き下げの目的の1つは、来年度に国債の大量発行が予定される中で、商業銀行による消化を支援することであると考えられます。実際、中国人民銀行のバランスシートは今後数四半期にわたって拡大する見通しです(グラフ4参照)。その結果、人民元の下落圧力が強まり、対米ドル・レートは早晩1ドル=7.30元を下回ると予想されます。

現在、金融市場では、2025年半ばまでに50bp程度の利下げ見通しが織り込まれていますが(以下の表3参照)、中国人民銀行にとって、来年はバランスシートの拡大がより重要な政策手

段になると予想されるため、市場の反応はやや行き過ぎであると見ています。市場の緩和見通しよりも、ロベコが慎重になるのは久しぶりのこととなります。

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12月18日現在

イールドカーブのスティープニング

中国国債の利回りは、短期、長期年限とも、ここ数年間で最も低い水準まで低下しています。ロベコでは、人民元金利の継続的な下降トレンドは終了していないと見ていますが、クロスマーケット・ベースおよび短期年限の国債対比で、長期年限の国債がアンダーパフォームする可能性は高まっていると考えられます。

具体的には、ここ半年間は70~95bpのレンジを形成し、足元では80bp近辺で推移している2年/30年のスプレッドは、来年上期には上記レンジの上限に向けて、さらには上限を超える水準まで広がると予想しています。主因は、国債発行額の増加圧力と名目GDP成長率の上昇見通しです。

表 3 - 中国人民銀行の織り込み済み予想とロベコの予想

人民銀7日物リバース・レポ金利 (%)	1.50	25年3月	25年6月	25年9月	25年12月
先物が示唆する変化 (bps)		-27	-43	-48	-48
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		-17	-33	-38	-39
ロベコの中心シナリオ (bps)		-20	-30	-40	-40
人民銀7日物リバース・レポ金利の中心シナリオ (%)		1.30	1.20	1.10	1.10

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年12月18日

日本銀行: 波風を立てずに

- 今回は据え置きながらも将来的な利上げの可能性は高い
- より構造的なインフレ上昇のエビデンスが必要
- 日本国債をアンダーウェイトとし、イールドカーブのフラットニングを予想

1 度に 1 つの指標を消化

日銀は 12 月の金融政策決定会合において、政策金利の現状維持を決定する一方で、引き続き、将来的な利上げの可能性を示唆しました。植田総裁が来春に予定される春闘の賃金交渉データを確認する必要性に言及していたこともあって、日本のメディアは今回の会合が開催される前から利上げの可能性は低いと報じていました。また、今回の会合に際して、日銀は「金融政策の多角的レビュー」を公表し、非伝統的な金融政策（イールドカーブ・コントロールや量的緩和など）は通常の金融政策の代替手段になりえないこと、非伝統的な政策手段を継続することによって日本国債市場の機能に長期的なマイナスの影響が生じたという、2 つの重要な結論を提示しました。このため、将来的に非伝統的な金融政策の利用を増やすためのハードルは高くなったと考えられます。

ハードデータは引き続き景気回復を示唆

ロベコでは、経済指標は利上げサイクル継続の支援材料になると予想しています。コアインフレ率（生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は、数カ月前の前年同月比+2.0%程度の水準から同+2.3%に上昇しています。また、より動きの速い 3 カ月前比年率換算値は、上昇ペースがいくぶん速いことを示しています。ここでは、インフレ上昇圧力の大部分が、サービス価格ではなく財価格の上昇に起因していることを指摘しておきます。また、賃金の伸びは加速し、2024 年の春闘賃金交渉で提示された水準に近づいています。

賃金の伸びとインフレ期待が、過去 25 年間のデフレ局面よりもやや高い水準のインフレ見通しを示し続けているため、日銀は臨戦態勢に戻っ

たと考えられます。ここでは、大規模な利上げサイクルに移行する可能性は低いことを強調しておきますが、その一方で、金利水準の変化は、インフレ見通しの上方修正が示唆するように、これまでほど緩和的でない政策スタンスへの回帰として捉えるべきでしょう。インフレの水準が構造的に 1.5~2% 近辺へと切り上がるようになれば、日銀にとって、政策金利の段階的な一定程度の引き上げが可能になるでしょう。ロベコは現在、利上げのタイミングとして、来年 3 月の金融政策決定会合が最も有力であると見ています。その頃までには、来年 1 年間の賃金動向がより明確になるはずですが、賃金の上昇がサービス関連のインフレ上昇につながるようになれば、日銀は 2026 年に政策金利を 1% 近くまで引き上げる可能性があります。

日本国債のアンダーウェイトを据え置き

日本国債のリスク・リターン特性は、アンダーウェイトを据え置く方が有利であることを示しています。ロベコは 10 年国債のアンダーウェイトを縮小する水準として、1.25% 近辺を目標としています。これは、2 年後の政策金利が 1% に達することを織り込んだ短期ゾーンの金利見通しに対応する水準です。一方、30 年国債は、引き続きイールドカーブ全体の動きと非常に強く連動しています。この先、金利水準の方向性に対するイールドカーブの連動性は低下し、10 年/30 年のイールドカーブはフラットニングすると予想しています。

グラフ 5 - 賃金上昇率の改善が実現



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 12 月 19 日現在

表 4 - BOJ の織り込み済み予想とロベコの予想

政策金利 (%)	0.25	25 年 3 月	25 年 6 月	25 年 9 月	25 年 12 月
先物による変化(bps)		23	32	40	45
ロベコの加重平均予想 (bps)		21	30	34	50
ロベコの中心シナリオ (bps)		25	25	25	50
中心シナリオにおける政策金利(%)		0.50	0.50	0.50	0.75

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 12 月 19 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をご遠慮ください。

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