

# 先行組を追いかける展開

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 三重の困難
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 動意は見られず
- ・ 中国人民銀行 (PBoC): 待機戦術を採用
- ・ 日本銀行: メッセージを探る

これまで市場では、ECB には時間差を置いて FRB に追随する傾向があると考えられていました。しかしながら、ここ 1 年半に関しては、そのような傾向は確認されていません。むしろ、ECB は金融緩和サイクルにおいて FRB に先行し、すでに中立的なスタンスに回帰しています。

FRB もほどなくして、中立金利に向けて先行して利下げを進めてきた ECB の動きに追随すると、ロベコは予想しています。実際のところ、足元の雇用の伸び悩み傾向や過去データの大幅な下方修正を受けて、9 月 17 日の米連邦公開市場委員会 (FOMC) において利下げサイクルを再開するという見通しが現在のコンセンサスとなっています。もっとも、物価の安定という政策目標を踏まえると、政治的な圧力が非常に強いとはいえ、「全面的な」金融緩和に踏み切る余地は限定的であると考えられます。過去の事例を振り返っても、政策金利の決定において政府首脳からの圧力に屈した中央銀行が、インフレの上昇に直面するケースは少なくありません。

一方、ECB は政策金利のサイクルにおいて、長期的な休止状態に突入した模様です。ラガルド総裁は 9 月の ECB 政策理事会後の記者会見において、インフレ低下局面の終了を示唆しつつ、ユーロ圏の経済情勢について楽観的な見方を示しました。

中国に目を向けると、中国人民銀行は最近、政策金利を据え置く姿勢を示しました。もっとも、地方政府の資金繰りや不動産セクターに関連する問題の長期化や、未解決の貿易摩擦、信用の伸びが鈍化する可能性を考慮すると、利下げサイクルが完了していない可能性もうかがえます。

日銀の政策見通しに関しては、ロベコは市場よりもややタカ派的な立場をとっています。市場の予想よりも早い段階で利上げが実施される可能性があるという見方が主な根拠になります。

## セントラル・バンク・ウォッチャー 2025 年 9 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

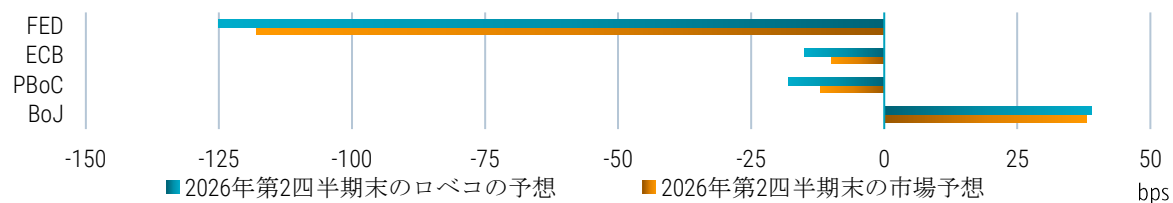


**Rikkert Scholten**  
グローバル・マクロ・ストラテジスト



**Phil McNicholas**  
グローバル・マクロ・ストラテジスト

図 1 - 中央銀行政策金利見通し



出所: ブルームバーグ、ロベコ(マネーマーケット先物・先渡取引に基づく)、2025年9月12日

## 米連邦準備制度理事会(FRB): 三重の困難

- 労働市場の脆弱性 = 金融緩和の必要性
- 物価の安定という政策目標を踏まえると、政治的な圧力が強いとはいえ、「全面的な」金融緩和に踏み切ることは不可能
- 来年 1~3 月期の中立金利回帰が視野に

## 「両立困難なデュアル・マンデート」と「中央銀行の独立性への脅威」

ロベコは 5 月初旬頃から、FRB は労働市場の環境悪化を受けて、9 月以降に金融緩和を余儀なくされるとの見方を提示してきました。その後数カ月間は、労働市場関連の指標が堅調だったため、この見方は楽観的に感じられたかもしれませんが、しかしその後、足元の雇用の伸び悩み傾向や過去データの大幅な下方修正を受けて、FRB は 9 月 17 日の FOMC において利下げサイクルを再開するという見通しが、現在のコンセンサスとなっています。

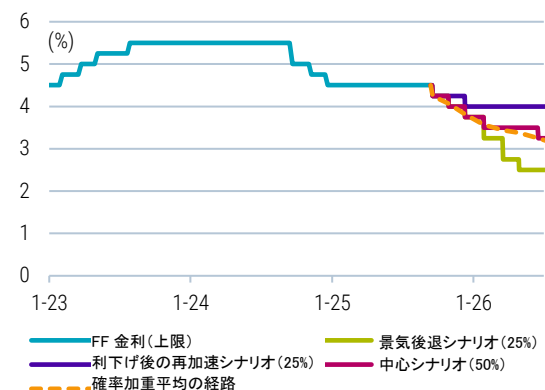
たしかに、FRB の「デュアル・マンデート(2 つの使命)」のうち、「物価の安定」の観点からは、積極的かつ迅速な緩和が求められているわけではありません。関税政策の影響は消費者物価に徐々に反映されるようになり、今後はさらに大きな影響が予想されます。このため、コア PCE デフレーター(現在、前年同月比+2.9%)は、今年後半に 3%を超える可能性が高いと見られます。FRB は、関税要因に基づく物価の上昇が一過性にとどまり、長期的なインフレ期待を不安定にしない展開を望んでいます。FRB に対する政治的な圧力が高まる結果、インフレ期待がさらに押し上げられる可能性が意識されているため、FRB の思惑どおりの展開になることを期待したいところです。

ひとたび利下げサイクルが始まれば、そのような圧力は弱まるかもしれませんが、しかしながら、インフレの上昇リスクが払拭されない中で、FRB が継続的な利下げにコミットするとは想定しにくい状況です。いずれにしても、パウエル議長の任期が満了する来年 5 月以降、理事会の姿勢が融和的になる公算が大きいように思われます。

要約すると、FRB は現在、3 つの課題に直面しています。「独立性に対する脅威」に立ち向かいつつ、「雇用の最大化」と「物価の安定」というデュアル・マンデートのバランスを図らねばなりません。

ロベコの中心シナリオでは、2026 年春までに合計 100bp の利下げが実施される結果、金融政策はより中立的なスタンスに戻ると引き続き予想しています。その後、FRB は 5 月以降まで様子見した上で、新しい議長のもと、最後の 50bp の利下げを決定すると予想しています。また、景気後退シナリオの確率を 25%と見込んでおり、このシナリオではより大規模な利下げにつながる可能性が高いと予想しています。その一方で、インフレの持続性が予想以上に強く、経済成長が再び加速する結果、利下げが小幅にとどまるシナリオの確率についても、25%と想定しています。これらのシナリオを総合すると、ロベコが予想するフェデラルファンド(FF)金利(確率加重平均)は、市場の想定と概ね一致します。

グラフ 2 - FF 金利の 2026 年 6 月までの 3 つのシナリオ



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025 年 9 月 12 日現在。

## 一定のステイプニング・バイアスを維持

市場では、FF 金利は 2.75~3.0%で底打ちすると予想されています。これは、長期的な中立金利のレンジの下限に相当します。このため、景気後退入りのリスクが顕著に高まらない限り、イールドカーブの 5 年ゾーンの利回りがこれ以上大きく低下するのは難しいかもしれません。

その一方で、イールドカーブ上では、特に最近のフラットニングの動きを考慮すると、タームプレミアムが依然として過小評価されている 10 年ゾーンよりも、5 年ゾーンのバリュエの方が大きいと引き続き考えています。実際、「2 年/5 年および 2 年/7 年」と「5 年/30 年」のバリュエーション・ギャップが過去と比べても大きいため、年限が 10 年までのステイプナーを選好しています。

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 9 月	25 年 12 月	26 年 3 月	26 年 6 月
FF 先物による変化(bps)		-27	-71	-96	-118
ロベコ加重平均予想(bps)		-25	-69	-106	-125
ロベコ中心シナリオ(bps)		-25	-75	-100	-125
FF 金利の中心シナリオ(%, 上限)		4.25	3.75	3.50	3.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2025 年 9 月 12 日

## 欧州中央銀行(ECB): 動意は見られず

- ECB は長期的な休止状態に突入
- 次のステップの方向性が注目される
- スティーブニングは長期ゾーンが中心に

### 利下げのハードルは高い

追加的な利下げのハードルは非常に高い、というのが9月のECB政策理事会(より具体的には理事会後の記者会見)における主な結論でした。ラガルド総裁は記者会見の場で、足元の経済情勢についてかなり前向きな見方を示す一方で、国際貿易に関する不確実性についても楽観的な見解を提示しました。また、インフレの低下局面が終了したと指摘する一方で、スタッフ予想において2027年のコアインフレ率の見通しを1.8%に引き下げた点は強調しませんでした。インフレが政策目標に近づいたため、政策理事会は金融政策が「ほどよい状況」にあるとの見方に落ち着いています。メッセージは明確であり、ECBが追加的な利下げに踏み切るには、何らかの形のショックが必要になると考えられます。ロベコが予想する通り、インフレ圧力が徐々に鈍化したり、ユーロ高が進んだりしても、おそらく、ECBの政策転換には不十分でしょう。

また、2つの関連テーマについても、ラガルド総裁のメッセージは非常に明確でした。1つは、フランスの債券市場の状況に関して、支援が必要な状況からは程遠いというメッセージであり、これは意外な反応ではなかったものの、ECBのスタンスを確認する好機となりました。もともと、債券が無秩序に売られる展開となれば、ECBが市場に介入する可能性は依然としてあります。ただし、そのような状況になるには、フランス国債の対ドイツ国債スプレッドが現在の水準(約80bp)から少なくとも50bp以上拡大し、他の債券にも影響が波及する必要があると考えられます。もう1つは、ECBのバランスシート縮小政策に関して、さらに長期化する可能性が高いというメッセージです。ラガルド総裁は、バランスシートの縮小は円滑に進行中であり、市場に対する影響は非常に小さいと指摘しています。何らかのショックが発生しない限り、縮小が終了するのは2026年ではなく、2027年になる見込まれています。

### 短期ゾーンの利回りにはさらなる調整余地も

ロベコでは、ECBの現状維持の方針が確認されたことで、市場は次のステップの方向性に注目し始めると予想しています。次のステップは利上げではなく、やはり利下げになる可能性が高いと考えています。貿易に関する不確実性は当面後退したかもしれませんが、再び重要なテーマとして浮上する展開も十分想定されます。2026年には、コアインフレ率は2%を下回る水準で推移する見通しであり、物価動向はさらなる金融緩和をおそらく許容するものと考えられます。その一方で、追加緩和に対して懐疑的な議論において重要なポイントは、ユーロ圏諸国の防衛費拡大やドイツのインフラ支出拡大を背景とする財政支出の拡大見通しです。ドイツ2年国債利回りは、2023年4月以降のように中銀預金金利(2.0%)より低い水準にとどまるのではなく、その水準近辺で揺れ動く展開が予想されます。

グラフ3 - ドイツ2年国債利回りの中銀預金金利(%)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025年9月12日現在。

その結果、ドイツ10年国債は上値が重い展開になると考えられます。短期的に見ると、ドイツ国債のオーバーウェイトを据え置く主な理由として、安全資産としての買いが入る可能性が挙げられます。7月以降、ユーロのイールドカーブ上では、短期ゾーンのスティーブニングが一服しました。当面はこの流れが続くと見られ、スティーブナーのポジションで妙味が生じるのは、10年を超える年限に限定される見通しです。その年限であれば、債券の供給増加や、年金基金の長期ゾーンに対する需要の縮小見通しが、好材料として働く可能性があります。

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(%)	2.0	25 年 9 月	25 年 12 月	26 年 3 月	26 年 6 月
市場価格による変動(bps)		0	-5	-10	-10
ロベコ加重平均予想 (bps)		0	-5	-10	-15
ロベコ中心シナリオ (bps)		0	0	0	0
ECB 預金金利の中心シナリオ(%, 上限)		2.00	2.00	2.00	2.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2025 年 9 月 12 日



## 中国人民銀行(PBoC): 待機戦術を採用

- バランスシート拡大政策が続く中、信用の伸びの改善を受けて政策金利は据え置き
- ただし、利下げサイクルは完了していない可能性も
- 利回り上昇局面を捉え、5～10年の中国国債に対して段階的に強気な姿勢に転じる方針

## 最近のコミュニケーションは慎重な緩和路線を示唆

中国人民銀行は5月に広範な金融刺激策(10bpの利下げを含む)を導入して以来、主要な政策金利である7日物リバース・レポ金利を1.40%に据え置いています。第2四半期の金融政策報告書をはじめとする最近のコミュニケーションからは、緩和バイアスを保ちつつ、政策金利を据え置く姿勢がうかがえます。

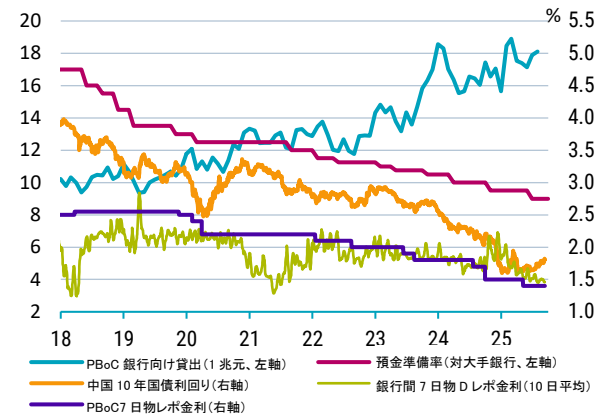
このアプローチは妥当と考えられます。株式市場のセンチメントが大幅に改善していることに加えて、歴史的に景気サイクルの転換に先行する傾向が見られる信用とマネーの伸びは、底堅さを増しています。また、2022年末以降、人民元の実効為替レートは20%近く下落するなど、特にインフレが持続的に低い水準にとどまっている現状(8月のコアインフレ率は前年同月比+0.9%)では、これ以上の人民元安誘導の必要性は限定的であると見られます。

とはいえ、課題も残存しています。地方政府の資金繰りや不動産セクターに関連する問題の長期化や、未解決の貿易摩擦、信用の伸びが鈍化する可能性<sup>1</sup>を考慮すると、利下げサイクルが完了していない可能性もうかがえます。

おそらく明確な方向性として、中国人民銀行は今後もバランスシートの拡大を継続し、国内経済や地方政府に対して間接的に(銀行経由で)資金支援を提供すると予想しています。一方、伝統的な金融政策手段に関しては、ロベコを中心シナリオでは、年末までに預金準備率(RRR)のあと1回の引き下げと政策金利の10bpの引き下げを引き続き予想しています。

その先を展望すると、政策金利に関するロベコの見通しは、現在の市場予想よりもわずかながらハト派寄りです(以下の表3参照)。

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、2025年9月12日現在。

## 中国国債に対して段階的に強気な姿勢に転じる方針

よくあることですが、株式市場のセンチメントが改善する中で、長期国債市場は弱含みの展開となっています。実際、中国10年国債利回りは、6月の水準を15bpほど、現在の政策金利を40bp上回る、1.80%近辺で推移しています。3月の状況を振り返ると、政策金利をこの程度上回るようになると、国内銀行の買い意欲が再び強まる傾向が確認されています。

短期ゾーンの利回りが横ばいで推移する一方で、2年/10年のカーブにはスティーピング傾向が見られますが、歴史的に見るとフラットな状態にとどまります。ロベコでは、中国の経済成長の継続的な下降トレンドに変化はなく、信用サイクルは再び鈍化するおそれがあるとの見方から、(さらなる上昇余地が残る)10年債利回りの上昇局面を捉えて、中国国債に対して段階的に強気な姿勢に転じる方針を掲げています。

<sup>1</sup> 中国人民銀行は第1四半期の金融政策報告書において、国内の銀行に対して「信用供与の強化」を求めたのに対して、第2四半期の

同報告書の中では「信用供与の拡大を安定的に支援し続ける」よう要請したと、ロベコは解釈しています。

表 3 - 中国人民銀行の織り込み済み予想とロベコの予想

人民銀7日物リバース・レポ金利 (%)	1.40	25 年 9 月	25 年 12 月	26 年 3 月	26 年 6 月
先物が示唆する変化 (bps)		-2	-5	-8	-12
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		-2	-8	-17	-18
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(%)		1.40	1.30	1.20	1.20

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2025 年 9 月 12 日

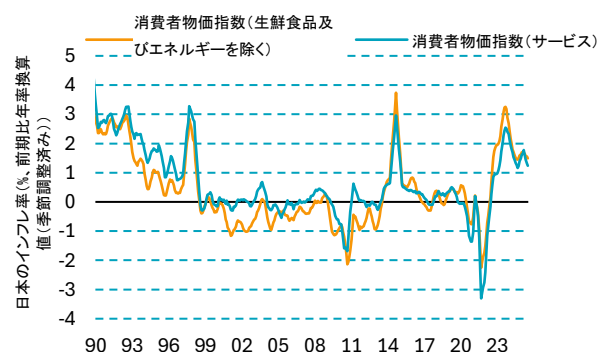
## 日本銀行: メッセージを探る

- ・ サービス価格インフレの進行が利上げを回避にする可能性
- ・ 日銀は内需の底堅さを背景にタカ派的な姿勢を維持
- ・ 総裁選の見通しが両極端な判断につながる

## 日銀はサービス価格上昇圧力に直面

金融政策の方向性が FRB や ECB と一致しないと見られるなど、日銀は依然として難しい舵取りを強いられています。コアインフレ率(6 カ月前比年率換算値、季節調整済み)は 1.5%近辺で推移しており、国内の歴史的水準と比べても、モメンタムは強い状態が続いています。これを支えているのはおそらくサービス価格インフレであり、賃金と物価がスパイラル的に上昇するリスクは払拭されていません。最近、2025 年 4~6 月期の実質/名目国内総生産(GDP)が大幅に増加したことによって、懸念は一段と強まっています。このため、市場では、2026 年初頭までは利上げが想定されていないものの、根強い物価上昇圧力を背景に、日銀の植田総裁は 9 月の金融政策決定会合において、10 月の利上げを示唆する可能性がありますと見ています。また、幅広い年限にわたる国債の買入れに関する追加のガイダンスを公表することで、地ならしを行うことも考えられます。

グラフ 5 - インフレ圧力は当面続く見通し



出所: マクロボンド、ロベコ、2025 年 9 月 12 日現在。

## 内需によって吸収される関税の影響

日本では、世界有数の電機メーカーが数多く存在するため、輸出セクターが注目されやすいのに対して、経済の国内志向性については十分に理解されていません。GDP に占める財・サービスの輸出収入の割合は 20%程度で、ユーロ圏の半分以下に過ぎません。このことが、トランプ関税が経済に与える影響がこれまでのところ限定的にとどまり、迅速な解決を求める国内の政治的な意欲が乏しい理由の 1 つと考えられます。緩慢な財政支出が経済成長を下押しする一方で、個人消費と企業投資は底堅さを発揮しています。このような状況が、GDP デフレーターを持続的かつ極めて力強い上昇基調を招いた日銀が、タカ派寄りのスタンスを採用する一因となっています。

ロベコは中心シナリオとして、年内に次回の利上げが決定され、2026 年 4~6 月期に再度の 25bp の利上げが決定されると予想しています。また、ロベコの確率加重平均ベースのシナリオは、市場が予想するよりも早いペースでの利上げを視野に入れているため、ややタカ派的な見方となっています。現在、2 年先 1 カ月のレートを見ると、政策正常化のターミナル・レートとして、1~1.25%のレンジが織り込まれていますが、これはロベコの見方とも一致します。このような見方から、日本国債のデレレーションをアンダーウェイトとしています。

## 長期国債市場はデジタル・フェーズに突入

日本の長期国債市場では、長年にわたって日銀の国債買入れが相場の方向性を支配してきましたが、ここにきて政治リスクが再燃しています。石破首相が就任後 1 年経たずして自民党総裁を辞任する意向を表明したことによって、財政見通しと日銀の独立性に関する想定に不確実性



が生じています。次期総裁として有力視されているのが高市早苗氏(アベノミクスの熱烈な支持者)と小泉進次郎氏(国民的人気を有し、穏健な政策を志向)であり、市場では両極端な判断が求められています。予測市場では高市氏が優勢であることから、長期債の利回りとボラティリティが上昇する可能性が意識され、日銀はイールドカー

ブの長期ゾーンのサポートに再び注力するよう迫られるかもしれません。これに対して、小泉氏の勝利は現状の継続を意味します。このため、バリュエーションに割安感が存在するものの、デュレーションとイールドカーブのエクスポージャーについては、慎重なスタンスを据え置きます。

表 4 - 日銀に対する市場予想と当社の見解

政策金利(%)	0.50	25 年 9 月	25 年 12 月	26 年 3 月	26 年 6 月
OIS が示す変化(ベースポイント)		1	16	27	38
当社の確率加重予想(ベースポイント)		0	21	30	39
当社の中心シナリオ(ベースポイント)		0	25	25	25
基本シナリオにおける政策金利(%)		0.50	0.75	0.75	0.75

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2025 年 9 月 12 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