

# 悩ましいバランスシート運営

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): QT 終了を急ぐ
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): (使い古された) 正当なキャッチフレーズを繰り返す
- ・ 中国人民銀行 (PBoC): QE に類する政策
- ・ 日本銀行: 賃金交渉を見極める構え

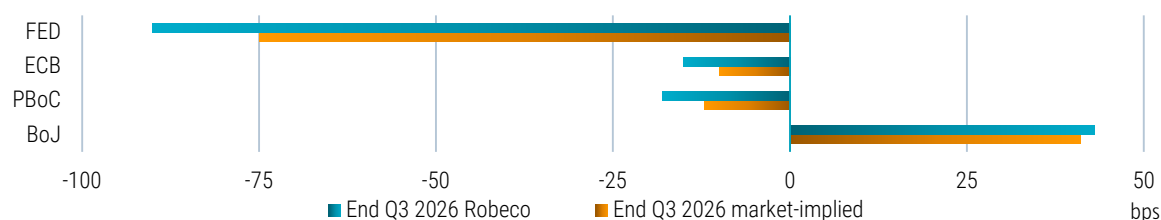
FRB によるバランスシート縮小の動きが進む中で、米国の金融市場では軋轢が生じつつあります。短期金融市場における資金需給の逼迫を受けて、FRB は「量的引き締め (QT)」を 12 月 1 日に終了することを決定しました。ロベコでは、FRB は来年初めにも「準備金管理目的による買い入れ (RMP)」を開始し、バランスシートを名目国内総生産 (GDP) の伸びと歩調を合わせて再び拡大させていくと予想しています。その結果、短期金利の上昇圧力はある程度緩和され、12 月に利下げが見送られた場合でも、今後数カ月から数四半期にかけてさらに低下していくと見込んでいます。

一方で、ECB のバランスシート縮小政策は順調に進んでいます。シュナーベル専務理事は最近の講演において今後のバランスシート調整の方針を打ち出し、債券保有額の縮小を、QT とは異なる「量的正常化 (QN)」のプロセスとして位置付けました。このプロセスを終了しないという同理事の意向は、理事会全体の考え方を反映している可能性が高いようです。

対照的に、中国人民銀行はバランスシート拡大の方向に傾斜しています。10 月には、利回りの上昇を抑えつつ、景気を刺激する目的で、中国国債の買い入れ再開を発表しています。

バランスシート運営で最も頭を悩ませているのは日銀でしょう。日銀のバランスシートは 1 年以上前から縮小傾向にあり、今後 2 年間にわたって、より速いペースでの縮小が見込まれています。利上げと国債市場における日銀の影響力低下が重なる結果、市場金利は上昇傾向にあります。ロベコでは、高市新政権が金融・財政の緩和を選好する意向を示していることを踏まえて、金利動向を注視していく方針です。

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 11 月 14 日

## セントラル・バンク・ウォッチャー 2025 年 11 月

Marketing material for professional investors, not for onward distribution



**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): QT 終了を急ぐ

- 小休止することはあっても緩和サイクルが終了したわけではない
- FRB は近い将来にバランスシートの拡大を再開する見通し
- 5 年のスワップ・スプレッドに注目しつつ、ステープニング・バイアスを維持

## 警戒感が浮上するも緩和路線は維持される

ロベコは 5 月以降、労働市場の環境悪化を受けて FRB は緩和サイクルを再開し、インフレ・リスクが払拭されない状況においても中立的な政策スタンスにいずれ回帰すると予想してきました。これまでのところ、シナリオ通りの展開となっています。

パウエル議長の発言に注目すると、10 月末の時点では、インフレの上振れリスクが残存していると指摘しつつ、12 月の米連邦公開市場委員会(FOMC)における追加利下げは「既定路線ではない」と強調しています。その一方で、金融政策が「やや引き締めの」と見られるとも述べています。このため、追加緩和の余地は残されているとロベコは判断しています。

したがって、12 月の FOMC において現状維持が決まったとしても、緩和サイクルが終了する可能性は低いと考えられます。ロベコの中心シナリオでは、引き続き、ターミナル・レート(政策金利の着地点)を 2.75~3.00%のレンジと想定しています。労働市場の環境が改善しない場合、この水準に達するのは 2026 年上期か、もしくは新しい FRB 議長が着任する 5 月以降になる可能性があります。なお、次期議長候補としては、米国家経済会議委員長のケビン・ハセツ氏と、ブラックロックのグローバル債券担当最高投資責任者のリック・リーダー氏を有力視しています。

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、追加利下げが小幅にとどまるシナリオの確率についても、30%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、市場の想定をわずかながら下回ります(以下の表 1 参照)。

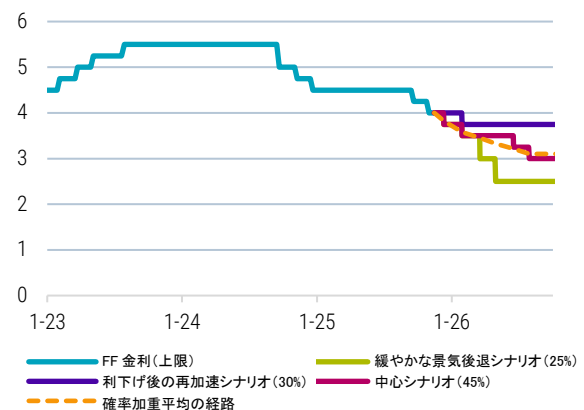
また、短期金融市場における資金需給の逼迫を受けて、FRB は有価証券保有残高の縮小

(「量的引き締め(QT)」)を 12 月 1 日に終了することを決定しました。これは大方の予想よりも、そしてパウエル議長が 10 月に提示したフォワードガイダンスの意向よりも早いタイミングになります。

12 月以降、FRB が保有する米国債の償還元本は全て幅広い年限の米国債に、モーゲージ債(MBS)の償還元本は全て米財務省短期証券に、それぞれ再投資されることになります。

ロベコでは、ニューヨーク連銀が公表した公開市場操作に関する年次報告書(2024 年)において予告されていたように、FRB は来年初めにも「準備金管理目的による買い入れ(RMP)」を開始し、バランスシートを名目 GDP の伸びと歩調を合わせて再び拡大させていくと予想しています。これを「量的緩和(QE)」と呼ぶ向きもありますが、端的に言えば、FRB は GDP の約 20%に相当する額の米国債を恒久的に現金化する、ということになります。

グラフ 2 - FF 金利の 2026 年 9 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 11 月 14 日現在。

## ステープニング・バイアスを維持

市場では、FF 金利は 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に収まる水準であり、短期ゾーンの金利が大幅に低下するには、労働市場の環境悪化を示すデータが必要となります。一方、イールドカーブに目を向けると、(名目および実質の)タームプレミアムが依然として過小評価されている 7 年債や 10 年債よりも、2 年債や 5 年債のバリュエの方が大きいと引き続き考えています。実際のところ、10 年のブレイクイーブン・インフレ率は 2.30%であり、過度に低い印象を受けます。また、

ディーラー規制の緩和は、特に3～5年ゾーンの現物債(対スワップ金利)がアウトパフォームする可能性を高めるでしょう。5年国債のロングを推

奨する目安としては、スワップ・スプレッドが32bpを下回る水準に注目しています。

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 12 月	26 年 3 月	26 年 6 月	26 年 9 月
FF 先物による変化(bps)		-13	-34	-57	-75
ロベコ加重平均予想(bps)		-18	-55	-79	-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)		3.75	3.50	3.25	3.00

出所:ブルームバーグ、ロベコ 2025 年 11 月 14 日

### 欧州中央銀行 (ECB): (使い古された) 正当なキャッチフレーズ

- ECB は政策変更の理由は乏しいと判断
- デュレーションを積み増す水準を模索
- 長期ゾーンのステイプニングは継続する見通し

#### インフレ圧力は徐々に沈静化

ECB 政策理事会は現在の政策金利の水準に概ね納得しているというのが、前回の理事会やここ数週間の要人発言から確実に感じられる印象です。実際、「ほどよい状況 (in a good place)」という表現は陳腐化しつつあるため、ECB の政策担当者は新しいキャッチフレーズを探し始める必要があるかもしれません。「使い古された」表現ではありますが、そのメッセージには同意せざるを得ません。

足元の経済情勢を踏まえると、早急に行動すべき理由はほとんどありません。インフレの動向についても、小幅な低下が見込まれるとはいえ、2% の政策目標近辺にとどまる見通しです。また、急激に上昇していたユーロ相場も落ち着きを取り戻し、安定的な経済成長とインフレの見通しを支えています。市場の見方も同様で、政策金利が安定的に推移するとの見通しが織り込まれ、今後半年については利上げバイアスよりも利下げバイアスの方がいくぶん強くなっています。ロベコの見方も一致しています。中心シナリオでは、今後数四半期は政策金利が据え置かれると予想する一方で、確率加重平均の見方は利下げの方向に傾斜しています。

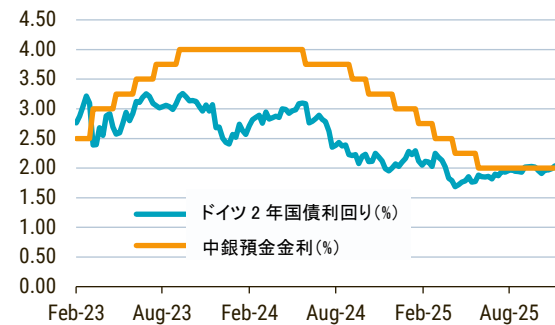
#### リスクは引き続き利下げの方向に傾斜

国際貿易に関するリスクは後退しているものの、貿易摩擦がネガティブなショックを生じさせる可能性は、依然として払拭されていません。一方で、インフレ・リスクは概ね均衡しているものの、上振れの可能性はやや低下していると考えられます。賃金の伸びが鈍化傾向にあることが、この流れを後押しするなど、当面は利下げより利上げの方がハードルは高いと見られます。

ECB が休止状態に入ったことで、短期金利のボラティリティが上昇する可能性があります。もっとも、足元の経済情勢を踏まえると、短期金利の急激な変動は想定されません。ここ最近、ドイツ国債は軟調に推移していますが、10 年債には 2.75% 近辺で、5 年債には 2.35% 近辺で、ロング・ポジションの投資妙味が見受けられます。イールドカーブに関しては、ユーロの長期デュレーションに対する (年金基金の) 需要が減少する一方で

供給が増えることから、10 年超の年限にステイプニングの余地が残ると予想しています。

グラフ 3 - ドイツ 2 年国債利回りと中銀預金金利 (%)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025 年 11 月 17 日現在。

しばらく言及されることのなかった ECB のバランスシート政策にも、一定の注目が集まるようになりました。シュナーベル専務理事は最近の講演 ([ユーロシステムの新しいバランスシートに向けて](#)) の中で、流動性不足に際しての望ましい政策について説明しています。足元でユーロの流動性が不足しているわけではありませんが、今後、低下傾向に転じたとしても、ECB には保有債券の削減を直ちに停止する考えがないようです。

代わりに、まず標準的なリファイナンス・オペを拡大し、その後、(必要に応じて) 長期の構造的なリファイナンス・オペ (LTRO) の導入を検討することが想定されています。さらに、LTRO 導入後しばらくしてから、主に短期の有価証券に投資する構造的な有価証券ポートフォリオを新設する可能性が想定されています。これは FRB のアプローチとは明確に異なります (前セクション参照)。

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 12 月	26 年 3 月	26 年 6 月	26 年 9 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	-10	-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 11 月 17 日

### 中国人民銀行(PBoC): QE に類する政策

- 中国人民銀行は国債の買い入れを再開
- その結果、政策金利/預金準備率引き下げの可能性は当面遠のく
- 同時に長期債の利回りに上限を設定

#### QE に類する政策

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。

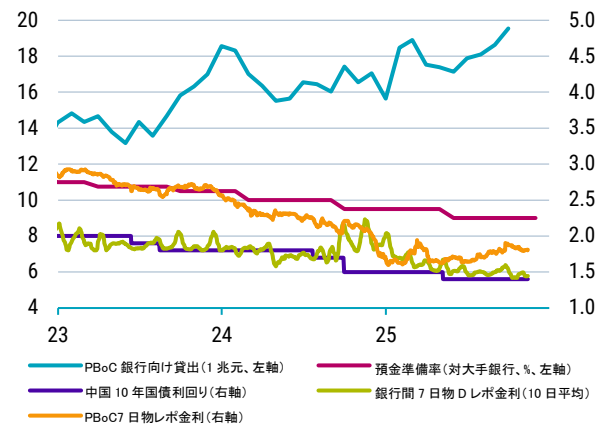
その一方で、5月以降も、経済と金融市場を下支えする目的で、バランスシートの拡大を続けています。10月には、月末から中国国債の買い入れを再開する方針を発表しています。この措置は、株価上昇に伴う債券利回りの上昇に、歯止めをかける狙いがあると見られます。

その背景には、2つの要因があると考えられます。第1に、米中間の貿易摩擦はひとまず落ち着いたものの、輸出依存度の高い中国経済は依然として脆弱であり、また、住宅市場にも目立った回復の兆しがほとんど見受けられません。第2に、インフレ圧力は引き続き抑制されています。10月にプラス圏に回復した総合インフレ率は、食品とエネルギーに関連するベース効果の影響によって、今後数カ月は小幅に上昇する可能性があります。しかし、コアインフレ率(直近で前年同月比1.20%)については、前月の上昇の要因が金価格の上昇だったこともあり、再び弱含む可能性があります。

2024年下期に長期国債利回りが大幅に低下した局面では(グラフ4参照)、中国人民銀行は発行残高の2.5%以上に相当する国債の買い入れを実施しました(ロベコによる試算)。今回、同年10~12月期に類する規模の買い入れは想定されていませんが、ロベコが年末までの実施を見込んでいた預金準備率(RRR)の引き下げと政策金利の10bpの引き下げは、2026年に持ち越される可能性が高いと考えられます。

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引き続き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 - 複数の政策手段を駆使



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025年11月14日現在。

#### イールド・コントロール

中国10年国債利回り(現在、1.80%近辺)は、中国人民銀行による国債買い入れの停止直後にあたる年初の水準(1.60%)よりは高いものの、上昇幅は比較的限定的です。

9月の段階では、利子所得に対する税制変更の影響により、一時的に2%の水準が視野に入ったものの、中国人民銀行による第2次国債買い入れの発表後、1.80%近辺が実質的な上限となりました。また、2年/10年のスプレッドは、35bpを挟んだ狭いレンジで取引されています。

実質的にイールドカーブ・コントロールが導入されたため、10年国債利回りが2%を超える水準に向けて再び上昇する可能性は当面遠のいたようですが、ロベコは引き続き、長期ゾーンの中国国債の小幅なアンダーウェイトを維持する方針です。また、2年/10年のカーブのスティープニング・バイアスも据え置きます。その一方で、アンダーウェイトをさらに縮小する目標水準を下方修正しています。

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 12 月	26 年 3 月	26 年 6 月	26 年 9 月
先物が示唆する変化 (bps)		-3	-6	-12	-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 11 月 14 日

## 日本銀行: 賃金交渉を見極める構え

- 様子見の姿勢が続く
- 来年1月の利上げが最有力
- 高市新政権のもと財政リスクが浮上

### 政策委員の意見が分かれる

日銀は10月の金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定しました。金利の据え置きに対する賛成は7名、反対は2名と、意見が分かれる形となりました。来春の賃金交渉を控えて動向を見極めるために、今回は様子見の判断に至ったことが、議事要旨から確認されています。この動向は、今年12月/来年1月の決定会合よりも前に、各労働組合の発表や、1月に公表予定の地域経済報告を通じて、明らかになる見通しです。賃金交渉の初期の動きとして、日本最大の産業別労働組合であるUAゼンセン（全国繊維化学食品流通サービス一般労働組合同盟）は、10月下旬に2026年の春闘で6%の賃上げを要求する方針を発表しています。

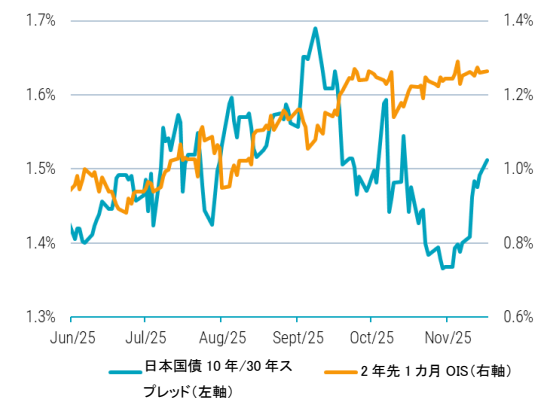
### 「1%、2%、3%の目標」に向けて順調に進む

その一方で、日本経済は日銀が掲げる目標（実質経済成長率＝1%、物価上昇率＝2%、賃金上昇率（実現ベース）＝3%）に向けて、引き続き順調に進んでいます。賃金上昇率（実現ベース）については、一部の指標で3%を下回るケースが見られますが、サンプリング・バイアスが影響している可能性を日銀は指摘しています。一方、物価上昇率は政策目標を上回る水準で推移しています。なかでもエネルギーと食品の影響が大きく、円安の傾向が長期化の要因となっています。また、対米関税が貿易の構成要素に影響しているため、ヘッドラインのGDP成長率には不安定な動きが見られるものの、子細に見ると、国内消費は底堅さを維持しています。

ロベコは中心シナリオとして、年2回のペースで利上げが実施され、2年後には1.5～1.75%近辺の水準でピークに達すると、引き続き予想しています。また、ロベコの確率加重平均ベースのシナリオは、市場の織り込み状況と概ね一致しています。テールリスクとして、米国経済の減速や日本経済の「1%、2%、3%の目標」に沿った成長路線からの逸脱に起因して、日銀がいずれ正常化路線の中止を余儀なくされるというシナリオが、引き続き想定されています。

今後を展望すると、日銀が追加的なガイダンスを提示しない限り、12月の利上げの可能性は低いと予想しています。また、12月後半に市場流動性が低下する見通しであることも、1月の利上げ確率を押し上げています。この間、残存10年までの国債利回りは、日銀の据え置き見通しを背景に小動きの展開となっていますが、高市政権の財政政策に不確実性が存在するため、ロベコは日本国債を小幅なアンダーウェイトとしています。

グラフ5-2年先の織り込み状況と10年/30年スプレッド



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025年11月17日現在。

### 長期ゾーンのフラットナー・トレードの好機を注視

自民党と日本維新の会の連立合意に基づき、高市早苗氏が日本の首相に就任しました。高市首相は、緩和的な金融・財政政策を支持していることで広く知られています。市場にとって、最初の重要な試金石は、今月閣議決定される補正予算案になると予想されています。高市首相は、歳出を「躊躇なく」拡大し、より柔軟な予算運用を認める方針を表明しています。事実上、これまでの政権の財政再建に向けた取り組みが、後退することになります。その結果、長期債利回りの動きが不安定になる展開も想定されます。緩やかな利上げ路線というロベコの中心シナリオと、非常にステイプなイールドカーブの形状に注目すると、長短金利差の縮小が利益につながるフラットナー・ポジションを構築する好機が到来していると考えられます。日本国外の債券市場では、多くの場合、政策金利の引き上げに伴い10年/30年のイールドカーブがフラットニングする傾向が見られますが、日本ではそのような動きは確認されていません。

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 12 月	26 年 3 月	26 年 6 月	26 年 9 月
OIS が示す変化(ベースポイント)		8	22	32	41
当社の確率加重予想(ベースポイント)		9	23	33	43
当社の中心シナリオ(ベースポイント)		0	25	25	50
基本シナリオにおける政策金利(%)		0.50	0.75	0.75	1.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2025 年 11 月 17 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