セントラル・バンク・ウォッチャー

トランプ関税がもたらす不確実性

ROBECO
The Investment Engineers

- 米連邦準備制度理事会（FRB）: 利下げ続行前の小休止
- 欧州中央銀行（ECB）: 中央銀行としての役割
- 中国人民銀行（PBoC）: 停止でなくペースダウン
- 日本銀行: 段階的な利上げ路線

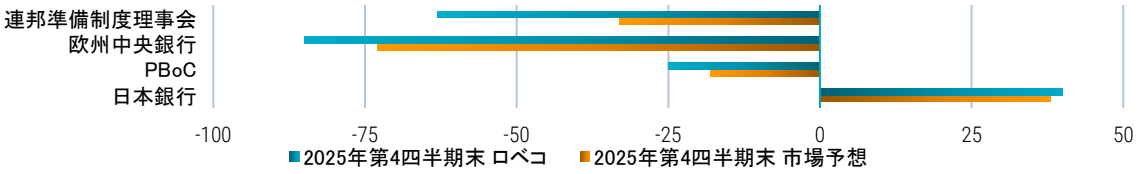
トランプ新政権の通商政策が世界のインフレ動向にどのような影響を及ぼすかについて、不透明感が増しています。このような環境において、今後数カ月間、主要中央銀行は金融政策の舵取りにおいて独自の路線を維持することが予想されます。

米国では、インフレが政策目標を上回り労働市場が底堅く推移する中で、**FRB は様子見の姿勢を採っているようです。**もっとも、政策スタンスは依然として抑制的であると見られており、緩和バイアスは維持されています。従って、ロベコは中心シナリオとして、失業率が再び上昇するリスクを念頭に、FRB は年央までに「中立的な」水準に向けた利下げを再開すると予想しています。リスク・シナリオとしては、関税の導入がインフレ期待を押し上げることで様子見の状態が長期化すると考えています（次の一手が*利上げ*となる確率は低いというのがロベコの見解です）。

その一方で、ECB は「毎回の政策理事会における 25bp の利下げ」というペースを維持しています。欧州諸国に対するトランプ関税の影響は、総合的に見ると、中銀預金金利を 2%以下の水準に戻す方向性を後押しする可能性が高いようです。

中国に目を向けると、政策金利と預金準備率（RRR）の追加的な引き下げを示唆していた中国人民銀行は、債券市場の上昇を抑える目的で短期市場金利を高めに誘導しています。利下げは予告通り実施されるとロベコは考えますが、そのタイミングは依然として不透明であり、米中間の関税を巡る対立によって状況は複雑化しています。これに対して日銀は、植田総裁の最近のコメントが示すように、先進国の主要な中央銀行の方向性に逆行する形で***段階的な*利上げ路線を据え置き、**年内に 25bp の追加利上げを 2 回実施する見通しです。

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、2025 年 2 月 20 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 2025 年 2 月
機関投資家向け資料

Martin van Vliet
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙ・ﾏｸﾛ・ｽﾄﾗﾃｼﾞｽﾄ

Rikkert Scholten
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙ・ﾏｸﾛ・ｽﾄﾗﾃｼﾞｽﾄ

Rogier Hoogeveen
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙ・ﾏｸﾛ・ｽﾄﾗﾃｼﾞｽﾄ

米連邦準備制度理事会(FRB): 利下げ続行前の小休止

- トランプ政権のリフレ政策に関する不透明感等から、FRB は様子見の姿勢を採用
- 年内には中立金利に向けた利下げを再開する見通し
- 米国債のロング戦略では 5 年ゾーンに引き続き投資妙味が存在

熟慮のための小休止

昨年下期に合計 100bp の利下げを実施した米連邦公開市場委員会(FOMC)は、1 月に、フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標レンジの据え置き(4.25%-4.50%)を決定しました。今回の決定は、十分に周知されていました。これまでは、労働市場の需給は「全般に緩和的」と評価されていましたが、今回は、労働市場の需給が「底堅く」、インフレが「いくぶん高止まり」していることが、政策判断の根拠として挙げられました。

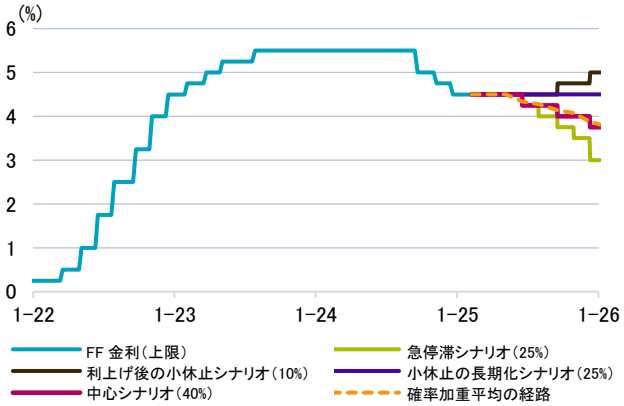
パウエル議長は記者会見で、政策の調整を急ぐ必要がないこと、追加利下げの条件として、インフレが 2%の政策目標に戻るか、労働市場の軟化の実質的な進展を確認する必要があると繰り返しました。政策金利が長期的な中立金利を「大幅に上回る」など、金融政策スタンスは引き続き抑制的と評価されています。また、FRB はインフレのさらなる低下を予想しており、緩和バイアスを維持していることは明らかです。

今後を展望すると、FRB は 3 月の FOMC において、政策金利を据え置く模様です。実際、トランプ新政権の関税政策に伴う(財)インフレの上振れリスクが新たに生じたため、利上げ休止期間が長期化する可能性が高まっています。同時に、FRB が何としても避けたいと考える失業率の上昇が、リスクとして浮上することも十分想定されます。ロベコは、賃金とサービス価格インフレがさらに鈍化する見通しを踏まえて、FRB は 2026 年半ばまでの「中立的な」の水準(ロベコの見方では 3.25%-3.50%)への回帰を目指して今年 6 月までに緩和サイクルを再開する、という中心シナリオを据え置きます。

今回、緩和ペースの(再)加速につながるテール・シナリオの確率を 25%と想定しました。また、インフレ期待の高まりなどをきっかけに、年内に*利上げ*が必要になるシナリオを 10%と想定しました。

これら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、今年上期については市場の想定とおおむね一致し(以下の表 1 参照)、今年後半から 2026 年にかけては市場の想定を下回ります。

グラフ 2 – FF 金利の年末までの 4 つのシナリオ



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025 年 2 月 20 日現在

米国債のロング戦略では 5 年ゾーンに引き続き投資妙味が存在

現在、市場ではターミナル・レート(政策金利の着地点)として 4%近辺の水準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、(政府効率化省(DOGE)が新設されたとはいえ)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。ただし、インフレの上振れリスクを考慮すると、デュレーション・リスクを積み増す際には慎重な姿勢が肝要であり、5 年債利回りが 4.50%を上回るのを待つべきと考えます。

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)		−2	−12	−23	−32
ロベコ加重平均予想（bps）		−2	−16	−36	−63
ロベコ中心シナリオ（bps）		0	−25	−50	−75
FF 金利の中心シナリオ（%、上限）		4.50	4.25	4.00	3.75

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025 年 2 月 20 日

欧州中央銀行（ECB）: 中央銀行としての役割

- ECB は毎回の理事会において 25bp の利下げを継続
- ドイツ 5 年国債の利回り水準に割安感が再浮上
- イールドカーブのスティープニングがさらに進む可能性

中立的な水準に向けて

ECB は昨年 10 月以降、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。3 月 6 日に開催予定の次回理事会においても、この路線は維持される見通しです。2024 年 6 月に利下げが始まって以来、中銀預金金利は合計 125bp 引き下げられ、足元で 2.75%となりました。利下げを可能にしたのはインフレの減速と経済成長の停滞であり、この状況は今後も続くと予想されます。1 月のインフレ率は 2.5%と予想を上振れしたものの、中銀預金金利の見通しを大きく変えるものではありません。上昇幅は小さく、今年後半には 2%の政策目標に戻ると予想されます。最近発表されたユーロ圏の経済成長関連の指標は、ほとんどが景気の低迷を確認する内容でした。昨年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.1%と予想を下回り、また、製造業の景況感は低迷が続いています。

ここ数週間、対米貿易における関税の脅威を背景に、経済見通しに関する不確実性が高まっています。新しい関税政策は現時点では発効しておらず、追加的な不確実性を抱えた状態です。この件について問われた ECB のラガルド総裁は、「わかっているのは、関税が世界的に悪影響を及ぼすということだけ」と述べています。

中立金利の推測値は大方の予想通り

現在、多くの中央銀行が金融緩和サイクルを進めていますが、中立金利の水準はサイクルの自然な着地点についての手がかりを提供するため、最近多くの議論の的となっています。2 月 7 日には、ECB のスタッフがこのテーマに関するレポートを公表し、政策決定の分析における重要性について幅広く留保した上で、「1.75−2.25%」という推計レンジを提示しました。このレンジはハト派的であると解釈され、このテーマに関するラガルド総裁の直近のコメントを裏付ける形となりました。もっとも、中立金利に関する議論が決着したわけではありません。2 月 19 日には、ECB のシュナーベル専務理事は英紙フィナンシャル・タイムズとのインタビューの中で、2.5%という中銀預金金利の水準はすでに中立的と言えるかもしれない、と指摘しました。同専務理事がタカ派的な理事会メンバーと見なされている点には留意が必要ですが、4 月の理事会以降の利下げプロセスでは追加的な議論が必要になり、これまでのように「機械的」ではなくなる公算が大きいようです。

ECB の政策金利に関するロベコの見通しに変化はありません。6 月までの政策理事会において毎回 25bp 刻みの利下げが実施され、中銀預金金利は 2.0%に達すると予想しています。2.0%を下回る可能性の方が上回る可能性より高いものの、いずれにしても経済指標による裏付けが必要になるでしょう。2025 年 12 月時点の中心シナリオとしては、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%としています。

グラフ 3 – ECB の政策金利予想（2 年先）とドイツ 5 年国債利回り

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025 年 2 月 19 日現在

ドイツ国債利回りに割安感が存在

ロベコは短期年限のユーロ金利に低下余地があると見て、ドイツ 5 年国債を現在の 2.3%水準から買い入れ、2.0%を目標とする方針です。また、引き続き、イールドカーブのスティープニングを予想します。欧州において、防衛費調達を資金使途する起債が増加した場合、長期債に大きな影響が生じる可能性が高いと考えます。

表 2 – ECB の織り込み済み予想とロベコの予想

ECB 預金ファシリティー金利(%)	2.75	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)		-25	-55	-68	-73
ロベコ加重平均予想（bps）		-25	-75	-80	-85
ロベコ中心シナリオ（bps）		-25	-75	-75	-75
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、2025 年 2 月 19 日

中国人民銀行: 停止でなくペースダウン

- 中国人民銀行は短期市場金利を高めに誘導しつつも追加緩和路線を堅持
- 財政緩和を支援するためバランスシートはさらに拡大する見通し
- 長期債利回りにはさらなる上昇余地も、短期ゾーンの上昇には一服感

起爆剤の温存

中国人民銀行は昨年 12 月に、商業銀行向け預金準備率（RRR）の近い将来の引き下げを含む、追加緩和の可能性を示唆しました。しかしながら、預金準備率の引き下げを見送る一方で、レポ金利を高めに誘導して中国国債相場の上昇を抑えるため、銀行間市場の流動性を引き締めました。

もっとも、2 月に公表された金融政策報告書（2024 年 10～12 月期）において「適度に緩和的な（moderately loose）」金融政策を実施する必要性が強調されるなど、預金準備率を追加的に引き下げるとともに、年央までに政策金利を少なくとも 10bp 引き下げる方向性に変わりはないというのがロベコの見解です。

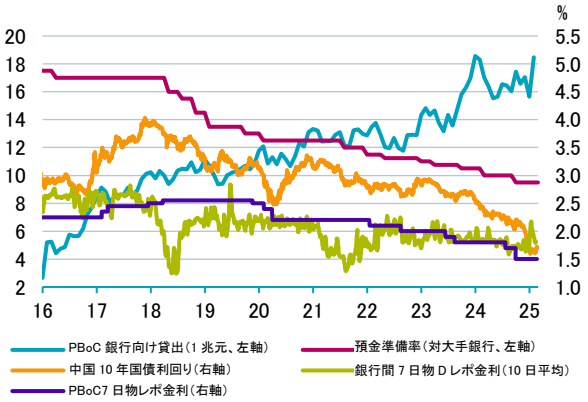
昨年 12 月と今年 1 月のコアインフレ率は平均で前年比＋0.5%と低い水準にとどまりました。また、住宅販売には安定化の兆しが見られるものの、近い将来の不動産市場の力強い回復を示唆するほどの説得力はありません。さらに、銀行定期預金に対する旺盛な需要を見る限り、消費者は依然として支出に対して慎重であると考えられます。

預金準備率引き下げの目的の 1 つは、国債の大量発行（詳細は 3 月初旬に開催予定の「両会（Two Sessions）」後に判明する見通し）を控えて、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持続し、対米ドル・レートは年内に 1 ドル

＝7.30 元を下回ると、ロベコの中心シナリオでは予想しています。

足元で金融市場では、短期市場金利と短期年限の中国国債利回りの急激な上昇を受けて、事実上、2 カ月前ほど大幅な利下げシナリオは織り込まれていません。これはロベコの見解と一致するシナリオです（以下の表 3 参照）。中国人民銀行にとって、今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、引き続き予想します。

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、2025 年 2 月 20 日現在

再びスティープニングする可能性

1 月に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ました。その後は、短期年限を中心に反発の動きが見られます。（前述のように）これは中国人民銀行による誘導という側面が非常に強いと考えられます。中国国債の 2 年/30 年のイールドカーブは、ロベコの予想に反して、ここ数年間で最もフラットな水準（40～45bp 近辺）に近づいています。

今後を展望すると、中国国債の 2 年/10 年と 2 年/30 年のイールドカーブは、大量発行と景気回復のさらなる兆しを背景に、再びスティープニングすると予想しています。人民元金利の*継続的な*下降トレンドにおおむね変化はないとの見方から、中国 10 年国債について、1.85～1.90%の利回り水準でより強気な姿勢に転じています。

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 (%)	1.50	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)		-3	-10	-14	-18
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		-7	-15	-23	-25
ロベコの中心シナリオ (bps)		0	-20	-30	-30
人民銀7日物リバース・レポ金利の中心シナリオ(%)		1.50	1.30	1.20	1.20

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025 年 2 月 20 日

日本銀行: 段階的な利上げ路線

- 1 月の利上げはサプライズとならず
- 景気に明るい兆し
- 円金利のデカップリング

サプライズとならず

日銀は 1 月の金融政策決定会合において、この 1 年間で 3 回目となる利上げを決定し、政策金利を 0.5%に引き上げました。政策委員会は、今春の賃金交渉の結果が(3 月に)発表される前に、1 月の地域経済報告において今年も前年同様に賃上げの可能性が高いことを示す十分な根拠を確認した上で、行動に踏み切りました。利上げの方針は、決定会合の数週間前から示唆されていたため、サプライズとはなりませんでした。2 月上旬には、最もタカ派的なメンバーの 1 人である田村審議委員が、政策金利を 2026 年 4 月までに少なくとも 1%程度まで引き上げておくことが必要であると発言しています。市場では現在、この水準が受け入れられています。

景気に明るい兆し

日本経済は底堅く推移しているようであり、昨年 10～12 月期の GDP 成長率は、個人消費の改善が大きく寄与する形で、予想を上回りました。景気調査では、労働市場において記録的な人手不足の状況が続いていることが確認されています。

引き続き、インフレ上昇圧力の最大の要因は財価格であり、インフレ見通しが根本的に変わるためには、サービス価格インフレの持続的な上昇がカギを握ります。財価格の上昇は賃上げ要求につながっているものの、サービス価格インフレに完全には反映されていません(グラフ 5 参照)。

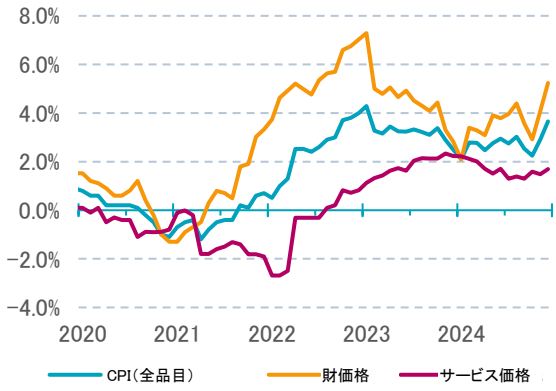
また、日銀は 2025 年度および 26 年度のコア CPI(消費者物価指数)の見通しを 2.1%に上方修正するなど、インフレの上昇を予想しています。円相場が 1 ドル＝150～157 円近辺で安定しているため、円安がインフレに及ぼすベース効果は弱まり始めるでしょう。

ロベコは中心シナリオとして、今年 7 月と 12 月の追加利上げ実施を予想しています。このスケジュールであれば、金利上昇が経済に与える当初の影響を確認し、インフレ圧力が広がりを見せる証拠を収集するための時間的余裕が十分に確保されるはずです。日銀の政策金利の経路(確率加重平均)に関するロベコの予想は、市場の織り込み状況とおおむね一致しています。

イールドカーブの動きは正常な状態へ

1 月の金融政策決定会合以降、日本国債の利回りは世界の債券市場の動きとは独立して上昇し、10 年債利回りは約 20bp 上昇しています。金利の上昇が継続する条件として、利上げサイクルが 2026 年末まで続くシナリオか、長期債利回りが政策金利見通しからデカップリングする(切り離される)シナリオのいずれかを、市場が織り込み始めることが挙げられます。ロベコは後者の可能性の方が高いと考えます。日本国債をアンダーウェイトに据え置く一方で、イールドカーブの形状の正常化が続くと見て、10 年/30 年のフラットニングを予想するポジションを構築しています。

グラフ 5 – 財価格が CPI の主要な変動要因



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025 年 2 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 (%)	0.50	25 年 3 月	25 年 6 月	25 年 9 月	25 年 12 月
先物による変化(bps)		1	15	26	38
ロベコの加重平均予想(bps)		0	9	25	40
ロベコの中心シナリオ(bps)		0	0	25	50
中心シナリオにおける政策金利(%)		0.50	0.50	0.75	1.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2025 年 2 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