

米国への依存 (Born in the USA)

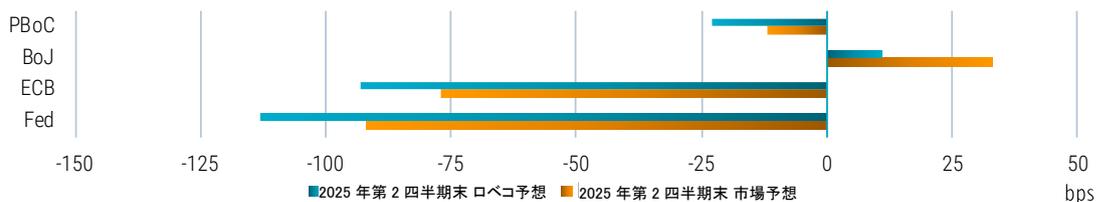
- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 9 月利下げへの狭き道
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 緩やかな緩和サイクル
- ・ 中国人民銀行: 一方向の政策
- ・ 日本銀行: 信認の維持

サービス価格インフレの低下が緩やかなペースにとどまる中で、財政緩和政策による景気の下支え効果を念頭に、各国の中央銀行は引き締め的な政策スタンスの解除を急いでいません。ECB がピークからの利下げに慎重に着手する一方、FRB は政策金利を据え置いています。しかしながら、インフレ圧力がさらに弱まり、労働市場の過熱感が和らぐ兆候が強まるようになれば、FRB が 9 月に初回の利下げに踏み切る可能性も維持されています。もっとも、米国の経済成長は鈍化しているとは言え、大幅に減速しているわけではなく、初回の利下げが大統領選挙後に持ち越されるリスクを無視することもできません。

これに対して、日銀と中国人民銀行の現在の政策スタンスは、極めて強く「米国に依存」しているようであり、自国通貨安の影響によって、(その影響がない場合よりも) 引き締め的なスタンスを余儀なくされています。実際、インフレ圧力が緩和の兆しが見られるにもかかわらず、日銀は今後 3 カ月の間に、何らかの形で「量的引き締め (QT)」と利上げを発表すると予想されています。また、中国人民銀行についても、必要な追加利下げを 10~12 月期まで先送りするのではないかと、ロベコは考えています。

ユーロ圏では、ECB が 9 月に追加利下げを実施する方向性に変わりはなく、FRB の「長期的な金利の高止まり (higher-for-longer)」という政策スタンスから受ける影響は、比較的小さいと思われます。しかし米国同様、財政問題がそれほど深刻ではないドイツやオランダといった国の長期債利回りも、スワップ金利を下回るパフォーマンスが続いています。米国大統領選挙が近づく中で、この傾向はさらに持続する可能性があります。

グラフ 1 - 中央銀行の政策金利の見通し



出所 Bloomberg、Robeco、2024 年末までの変化、金融市場先物とフォワードに基づく推定値、2024 年 7 月 1 日現在

セントラル・バンク・ウォッチャー 2024 年 7 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



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): 9 月利下げへの狭き道

- ディスインフレ傾向の継続と雇用の伸びの減速が早期利下げの条件に
- 中心シナリオは年内 2 回の 25bp の利下げだが、リスクは下振れ方向(1 回)に傾斜
- 経済成長の減速を受け米国債単独でのオーバーウェイト推奨に一步近づくも、いまだ時期尚早

2 つの条件(CPI の低下)が揃うことが必要

6 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) において、FRB は政策金利を据え置きました。その一方で、政策声明文の論調はややハト派的なものとなりました。5 月の声明文では、インフレ目標への回帰に向けた「一段の進展は見られなかった」と述べられたのに対して、6 月の声明文では、「緩やかながら一段の進展が見られた」という表現に変わりました。

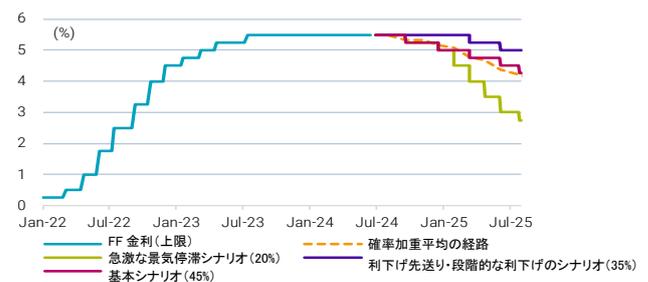
実際、5 月の消費者物価指数 (CPI) と個人消費支出 (PCE) 指数の数字は、コアインフレ率とサービス価格インフレ率 (住宅関連を除く) の大幅な低下 (前月比) を示したものの、6 カ月の変化率 (年率換算) は依然として過度に高い水準にとどまっています。FRB はおそらく、インフレ率が政策目標の水準に戻り、金融引き締めを解除を開始できると十分に確信するまでには、少なくとも 2 回、コアインフレ率が十分低下 (コア PCE 指数で前月比 0.2% 以上の低下) する必要があると考えているようです。このため、初回の利下げのタイミングとして 7 月の可能性はなくなり、9 月が現実的に最速のタイミングとなります。

ロベコの見解では、非農業部門雇用者数の減少を確認する必要があると考えています (すでに家計調査は労働市場の過熱感の大幅な緩和を示唆)。先行指標からは、GDP 成長率がこの先トレンド以下に低下する見通しが示唆されるなど、これは現実的な条件と言えるでしょう。このため、FRB は 9 月に初回の利下げを行った後に、大統領選挙後の 12 月に 2 回目の利下げを実施するという中心シナリオを据え置きます。しかし、FRB の最新の「ドットプロット (金利予測分布図)」が示すように、リスクは下振れ方向 (1 回) に傾斜していると見ています。実際、ロベコはシナリオ分析において (2 頁のグラフ 2 参照)、トランプ氏が政権に就いた場合に導入される関税によって、インフレが上昇する可能性を織り込み、FRB が年内

に利下げを一切行わず、来年も数回程度の利下げにとどめる確率を 35% と想定しています。

同時に、利下げがより速いペースで行われる景気停滞シナリオの確率も、相応に高い水準に据え置いています。3 つのシナリオを総合すると、ロベコが予想する年内のフェデラル・ファンド (FF) 金利の経路 (確率加重平均) は、市場の想定とおおむね一致します (3 頁の図表 1 参照)。一方、2025 年半ば以降については、市場の想定をやや下回ります。主な要因は長期の「中立」金利の推計レンジの違いであり、ロベコの推計レンジは 3.0~3.5% と FRB の予想の平均値 (2.9%) を上回る一方で、市場が現在織り込む水準 (~3.75%) を下回っていることに依ります。

グラフ 2 - FF 金利の 3 つのシナリオ (~2025 年 8 月)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 6 月現在

レンジ下限を下回るには大幅な景気減速が条件

名目 GDP 成長率が 4.5% 近辺で推移する状況において、財政リスクと長期中立金利のレンジ (3.0~3.5%) を考慮すると、10 年国債利回りのレンジ (4.25~4.75%) は妥当であると思われます。景気の先行指標がより明確に低下し始めれば、より強気な姿勢に転じるものの、当面は 5~10 年債の利回りが 4.50~4.75% の水準に達するのを確認した上で、クロスマーケットの米国債のオーバーウェイトを積み増す、あるいは単独でのオーバーウェイトに切り替える方針です。イールドカーブに関しては、引き続き 10 年や 30 年よりも 5 年ゾーンを強気に見ていますが、「長期金利の高止まり」や関税導入のシナリオの下でのフラットニング・リスクにも留意しています。また、大統領選挙が近づくにつれて、30 年国債はスワップ金利をさらに大きくアンダーパフォームする公算が大きいようです。

図表 1 – FED が織り込んでいる予想とロベコの予想との比較

FF 金利(%、上限)	5.50	24 年 9 月	24 年 12 月	25 年 3 月	25 年 6 月
FF 先物による変化(bps)		-15	-40	-70	-92
ロベコ加重平均予想(bps)		-16	-41	-73	-113
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)		5.25	5.00	4.75	4.50

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 7 月 1 日

欧州中央銀行(ECB): 緩やかな緩和サイクル

- インフレ指標が緩やかな利下げシナリオを左右
- 中心シナリオは四半期毎の 25bp の利下げ
- 無秩序なスプレッド拡大時には PEPP に基づく償還元本の再投資が最初の防衛線

経済指標に依存する ECB は段階的な利下げを容認

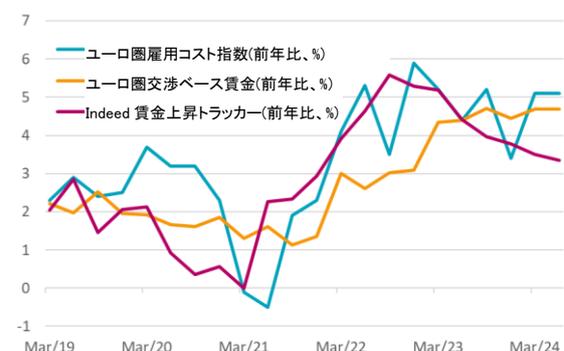
今後数カ月、ECB 当局者が利下げを示唆する余地はおそらく限定的になるでしょう。6 月の政策理事会では利下げが実施されましたが、スタッフ予測においてインフレ見通しが上方修正されたため、今後は経済指標による裏付けを確認しつつ利下げを進めるように、要求されることとなります。具体的には、サービス価格インフレと賃金交渉のデータによる裏付けが必要になると考えられますが、この両指標とも、5 月は予想を上振れする結果となりました。また、6 月のインフレ速報値が市場予想通りとなったため、理事会メンバーがインフレの先行きに十分な安心感を抱きつつ、次回の利下げを決定するためには、おそらく裏付けとなるようなデータが 2~3 カ月続く必要があります。このため、7 月 18 日の理事会における利下げの線は消えることとなります。9 月の理事会までには、物価に関する情報が新たに 2 カ月分入手されることになり、これによって 25bp の利下げを実施するのに必要な安心感が生まれると予想しています。その次の追加利下げのタイミングとしては、12 月の理事会が想定されるなど、緩和サイクルは非常に緩やかに進む見通しです。雇用の伸びが底堅さを保ち、景気後退入りの懸念が希薄な状態が続く限り、緩和ペースを加速する気運は高まらないでしょう。

政治的混乱への直接的な対応には後ろ向き

フランスにおいて解散総選挙が突如として発表されたことによって、ユーロ圏の国債市場には混乱が生じ、ECB の政策運営は一段と複雑になっ

ています。最近のフランス国債を中心とするスプレッドの拡大が、ECB にとって意味を持つことは明らかですが、本当に重要になるのは、金融政策の「伝達メカニズム」が著しく損なわれる場合に限られます。ECB としては、債券市場を支援するためにインフレ政策への信認を犠牲にしているという印象を、与えたくはないでしょう。むしろ、市場の混乱と金利政策に関連性がないことを、強調する可能性が高いでしょう。最近のスプレッド拡大を受けて、ラガルド総裁は「金融市場の健全な機能を注視している」とコメントしています。そのような姿勢が一定の安心感につながる可能性はありますが、市場に介入して政策支援を提供するハードルは、おそらく高くなるでしょう。スプレッドが大幅に、持続的に、無秩序に拡大した場合、「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。7 月 1 日以降、ECB は PEPP に基づく債券保有残高の削減を、月額平均 75 億ユーロのペースで開始しました。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 – 賃金伸び率の鈍化ペースは緩やかにとどまる (%)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024 年 6 月現在

ECB の政策金利見通しの下で、ドイツ国債利回りは狭いレンジで推移する見通し

雇用の伸びの底堅さとインフレの粘着性が持続する環境において、利下げを織り込む余地は限定されています。このことは、ドイツ5年国債の見通しにも影響を与えます。ロベコは現在、2.25

～2.75%のレンジで取引されると予想しています。一方、イールドカーブは歴史的にフラットな状態が続いています。ユーロ圏国債のイールドカーブは、大規模な財政赤字の長期化(供給面)と短期ゾーン利回りの低下見通しを背景に、スティーピングに向かうと予想しています。

図表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(%)	3.75	24年9月	24年12月	25年3月	25年6月
市場価格による変動(bps)		-18	-39	-59	-77
ロベコ加重平均予想(bps)		-20	-45	-65	-93
ロベコ中心シナリオ(bps)		-25	-50	-75	-100
ECB 預金金利の中心シナリオ(%, 上限)		3.50	3.25	3.00	2.75

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年7月1日

中国人民銀行: 一方向の政策

- 経済成長が伸び悩みインフレが低水準にとどまる中で、中国人民銀行は緩和バイアスを据え置く
- 人民元安圧力が弱まった段階で追加利下げの公算が強まるものの、バランスシート拡大政策が今後も重要な役割を担う見通し
- 景気が回復した場合、長期債利回りが再び反発する可能性が存在するものの、長期的な下降トレンドは続く見通し

引き続きバランスシート拡大政策が中心

中国では、製造業が輸出の伸びに支えられて緩やかに回復しているものの、経済のその他の分野(特に不動産セクター)では脆弱な状態が続き、経済全体のモメンタムの改善に水を差しています。実際、一時的に改善の兆しが見られたロベコの経済バロメータ指数は、再び悪化に転じています。また、CPIと生産者物価指数(PPI)の低迷が示すように、インフレは抑制された状態が続いています。

名目成長率の低迷が続く中でも、今年1月に銀行の預金準備率(RRR)の引き下げが決定されて以来、金融政策は変更されていません。今後の主要な政策金利と位置付けられる7日物リバース・レポ金利に至っては、最後の利下げ(10bp)は2023年8月にさかのぼります。人民元安の環境において金融政策の自由度が狭まったため、中国人民銀行は不動産市場の追加的な緩和策を打ち出しました。これには、住宅購入者の頭金比率の下限引き下げ、住宅ローン金利の下限撤廃、売れ残り住宅を購入し手頃な価格の住宅に転換するための国有企業(SOE)向け融資を支援する、3,000億人民元規模の再貸出制度の設定などが含まれます。

現時点では、一部のTier1都市を除いて、一連の政策は住宅販売の活性化に寄与していません。また、政府による不動産開発業者向けの土地売却も、低迷が続いています。このため、7月下旬の中央政治局会議において、追加的な措置が講じられることも考えられます。

金融政策に関しては、7~9月期の追加的な預金準備率引き下げの可能性を含めて、バランス

シートの拡大政策が、今後も主要な景気支援の政策チャネルになると予想しています(5頁のグラフ4参照)。また、下期後半に政策金利が10bp引き下げられる公算が大きいという市場の見方にも賛同しています(以下の図表3参照)。そのタイミングは、FRBの緩和開始時期に左右されると見られます。

グラフ4 - 中国人民銀行の政策手段 - トレンドの見極め



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年7月1日現在

中国国債利回り - 口先介入による反発

年初来、中国国債の短中期利回りの低下が断続的に続いています。一方、長期債の利回りも顕著に低下しているものの、4月末と6月には、政策当局が利回りの過度な低下に懸念を示したことを背景に、大幅に反発しています。また、中国人民銀行は7月1日に、現在の市場環境を「注意深く観察」した上で、プライマリー・ディーラーから長期国債を借り入れると発表しています。

長期債利回りの歴史的に低い水準に対して、政策当局が不満を抱いていることは明らかです。実際、10年債利回りは6月後半に、7日物リバース・レポ金利(1.8%)をわずかに40bp上回る水準(2.2%)まで低下しています。両者のスプレッドがここまで縮小したのは、2016年およびパンデミック危機が始まった2020年以来的のことになります。このため、不動産市場がある程度改善する可能性を考慮しつつ、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、人民元金利の長期的な下降トレンドはおそらく終了していないとの見方に基づき、小幅なアンダーウェイト推奨にとどめます。

図表 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 (%)	1.80	24年9月	24年12月	25年3月	25年6月
先物が示唆する変化 (bps)		-8	-10	-14	-12
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		-3	-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(%)		1.80	1.70	1.60	1.60

出所: ブルームバーグ、ロベコ、2024年7月1日

日本銀行: 信認の維持

- 利上げの見直し
- インフレ見直しに対する確信
- 円安の進行

政策の正常化

日銀が公表した6月の「金融政策決定会合における主な意見」からは、委員の間で政策正常化路線に対して自信が強まっている状況が読み取れます。根底にあるメッセージは、利上げの可能性さえ示唆しています。物価の上振れリスクが「高まっている」という点で、大方の意見が一致しているように思われます。実際、日銀の調査データ、PMI、短観からは、インフレ期待が高止まりしている状況が明確に確認されます。賃金上昇の期待についても同様です。一方で、実際のインフレの経路について考えると、状況はやや異なるというのがロベコの見解です。

今年に入って、インフレ率は着実に低下しています。足元で、米国型のコアCPIは2%を下回り、さらなる低下が見込まれています。総合インフレ率に関しては、ベース効果の影響によって変動がやや大きくなる見直しですが、年末にかけて低下の流れが続くと見られます。1~3月期のGDP、家計消費、鉱工業生産などのハードデータからも確認されるように、景気は期待、予想されていたほど堅調ではないという印象が残ります。さらに、賃金データは、春闘において形成された期待値を下回り続けています。植田総裁も、経済と賃金に関するロベコの評価と同じ意見であるために、ハト派的な発言を続けていると考えられます。

円安の進行

円安の進行によって、日銀は引き続き複雑な政策運営を余儀なくされています。為替政策は日

銀の管轄ではありませんが、金融政策における重要な考慮事項とされています。円安は輸入価格経由でインフレに影響し、長期的にはインフレの上昇要因となります。また、通貨の信認の議論とも関連し、円安が進むほど、国内投資家は本国通貨を敬遠するようになります。現在は1ドル=161円近辺で推移していますが、今後はこれまで以上に政策の方向性に影響を与えるようになると予想されます。円相場にはある程度の安定が求められます。少なくとも、より緩やかな円安の進行が望まれるでしょう。このような理由から、円安という市場の動きに後押しされる形で、日銀は利上げを余儀なくされる可能性があると考えています。ロベコでは、年内のすべての金融政策決定会合において、利上げが決定される、あるいは「量的緩和(QE)」およびバランスシート政策に関するガイダンスがさらに修正される可能性があると考えています。その一方で、植田総裁の経済とインフレに関するハト派的な評価についても、考慮すべきでしょう。利上げの可能性は高まりつつあるものの、市場のコンセンサスが示唆するように、既定路線とは言えません。

日本国債利回りは上昇へ

このような政策変更の可能性を受けて、7年国債利回りは9月末までに1%近辺で、10年国債利回りは1.35%近辺でそれぞれ取引されることになるでしょう。いずれのシナリオにおいても、10年国債利回りに強い上昇圧力がかかる結果、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7月1日現在

図表 4 - BOJ の織り込み済み予想とロベコの予想

政策金利 (%)	0.00	24 年 6 月	24 年 9 月	24 年 10 月	24 年 12 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
ロベコを中心シナリオ (bps)		10	10	25	25
中心シナリオにおける政策金利(%)		0.10	0.10	0.25	0.25

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