

**Investment
Institute**

中央銀行間の政策の乖離は いつまで続くのか？

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2024年8月



「経済成長、労働市場、消費といったマクロ・データは、中央銀行の利下げ決定に影響する重要な変数である。これらのデータに変化があれば、政策決定のタイミングに影響を与える可能性がある。」



「FEDの利下げ期待と収益改善を背景にしたラリーの拡大は、これまで見落とされてきた市場セグメントの復活に繋がる可能性がある。」



「割高となった市場以外に成長を求める投資家にとって、新興国市場への分散投資は、良いチャンスになろう。」

今月のトピック

中央銀行間の政策の乖離はいつまで続くのか？

MAHMOOD PRADHAN

HEAD OF GLOBAL
MACROECONOMICS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

FEDERICO CESARINI

HEAD OF DM FX
STRATEGY -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

重要ポイント

中銀間の金融政策の乖離が為替レートに大きく影響する可能性は低いであろう。米ドル以外の主要通貨も、最近の動きとの比較において、決して弱いわけではなく、欧州のターミナル・レートに対する市場の予想も米国と大きく変わらないためである。

世界の金融情勢は米長期金利の影響を強く受けるようになっており、米国の財政赤字と債務残高見通しが悪化すれば、長期金利のターム・プレミアムが上昇するリスクがある。

中心シナリオではないが、エネルギーの供給と価格へのショックは欧州の通貨安を誘引し、国内のインフレ率に急速に影響する可能性がある。

中央銀行の政策金利に格差が生じる可能性がある。

粘着性が高い構成要素に違いはあるものの、多くの先進国におけるディスインフレのペースは、ほぼ同様の道筋をたどっている。したがって、中銀間の政策金利が大きく乖離する可能性は低い（アムンディの中心シナリオ）が、ECBとBOEが、FEDより速いペースで利下げを進める可能性は否定できない。このシナリオは、ユーロ圏と英国のイールドカーブのスティープ化を示唆しているが、一部で懸念されているような大幅な通貨安にはつながらないであろう。欧州の為替レートに対する、より大きなリスクは、相対的な低金利よりも、（予期せぬ）エネルギー価格ショックに起因するものであろう。以下で、その理由を説明する。

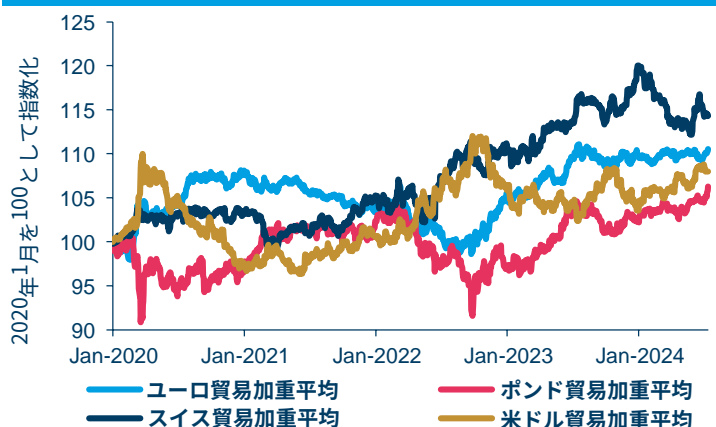
今まで、米ドルは例外的に強かったが、他の主要通貨（ただし、円は除く）も貿易加重ベースでは上昇している。

インフレ懸念、地政学的緊張、景気後退懸念といった世界的なマクロ経済動向は、米国経済の底堅さとともに対主要通貨で米ドルを下支えしてきたが、他の主要通貨も、最近の動きと比較してみると、決して弱くなっているわけではない。さらに、欧州のターミナル・レートの市場予想は、パンデミック前に比較して、大幅に高くなっており、米国のターミナル・レート予想と大差はない。このため、欧州の為替レートが継続的に弱くなることはないであろう。

通貨安に対する懸念は行き過ぎ

中央銀行の政策金利に乖離が生じるケースにおいては、通常、利下げ継続を不可能にする2つの主要なリスクがある：1)為替レートの下落、2)為替レートの下落からのインフレへの波及。政策金利の乖離は軽視できるものではないが、このサイクルでは、どちらのリスク要因もそれほど心配する必要はないと思われる。第一に、2024年に入ってからFEDは他の多くの中銀と比べてタカ派的にだったにもかかわらず、為替レートのボラティリティは異例といえるほどに低かった。米国のディスインフレによって、FEDは利下げバイアスを維持することができ、予想インフレ率の分布と米国のフォワード金利の両方を引き下げてきた。

主要通貨は貿易加重平均では上昇している



出典：Amundi Investment Institute、ブルームバーグ。日付は2024年7月12日現在。

相対水準でのターミナル・レート予想が米ドルをサポート



出典：Amundi Investment Institute、ブルームバーグ。日付は2024年7月12日現在。米ドル・インプライド政策金利優位性＝米国の予想政策金利-G10通貨の政策金利（DXY構成銘柄のウェイトを使用）、金利は6ヶ月後、12ヶ月後、2年後の平均。

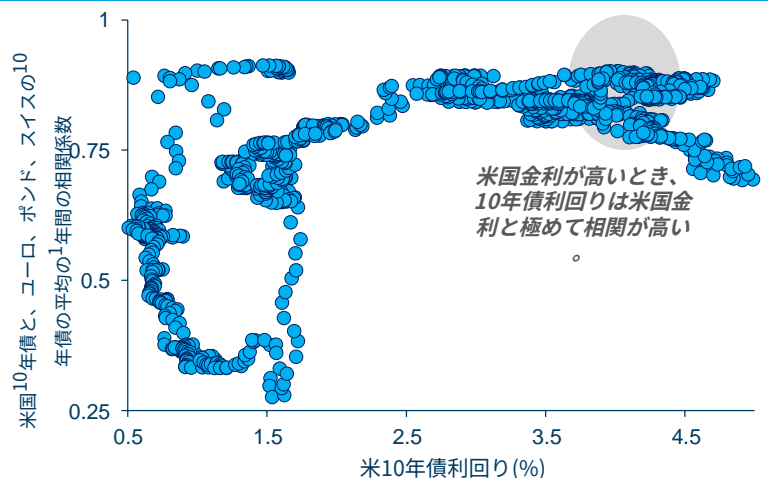
第二に、為替レート下落のインフレ率への影響は比較的小さいと推定される（ユーロが1%ポイント下落した場合のユーロ圏のインフレ率への影響は約0.10%ポイント）。第3の要因も、これに関連するが、ECBとBOEが成長ショックへの備えとして、抑制的な政策スタンスを緩和しきれていないことである。このような成長へのサポートは、長期的には為替レートを上昇させるだろう。第4に、利回りの絶対水準が重要である。ユーロと英国のターミナル・レートは、パンデミック前の水準よりも大幅に高くなると予想される。

しかし、政策金利の乖離は欧州のイールドカーブのスティープ化も示唆

世界の長期金利の動向は、特にパンデミック以降、（主に米国市場の規模の大きさを反映して）米国の長期債利回りの影響を強く受けている。

これまでのところ、米国で大きなターム・プレミアムが発生していないため、世界の金融市場は、その恩恵を受けてきた。なぜなら、米国の政策金利は（インフレとともに）低下すると予想されていたし、米国は外国資本をしっかりと引きつけ続けてきたためである。しかし、米国の財政赤字と債務見通しが悪化し続ければ、中期的にはターム・プレミアムが上昇する可能性がある。これは、欧州中央銀行が管理しなければならない真のリスクでもある。利下げが少し早いだけでは起き得ない、大きくスティープ化したイールドカーブとなる可能性がある。さらに、利回りの絶対水準も重要である。

欧州10年債利回りと米国10年債利回りの相関



出典アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年7月12日現在。

量的緩和と、米国以外の国債のマイナス利回りの時代がは終了したが、米国債利回りの上昇は、より大きな影響をもたらすだろう。米国の債券発行や財政の機能不全に対する市場の懸念が引き金を引いて、米国のターム・プレミアムが大幅かつ急激に上昇した場合、為替にも強い影響が及ぶ可能性がある。この場合、特に、円などの低金利通貨への影響が懸念される。

中心シナリオではないが、新たなエネルギー・ショックも為替レートに影響を与える可能性がある。アムンディの中心シナリオでは、石油・ガス価格は緩やかな下落基調を見込んでいる。しかし、エネルギーの供給と価格のショックはユーロを始めとする欧州通貨の下落を誘い、域内のインフレ率に急速に上昇させる可能性がある。ほとんどのコモディティ価格は米ドル建てであるため、貿易加重為替レートの上昇は輸入インフレの抑制には役立たないだろう。

マクロ経済フォーカス

分断化された世界における中国の政策選択

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

CLAIRE HUANG

SENIOR EM MACRO STRATEGIST - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

中国の政策は、外からの地政学的圧力と明確な内部統治理念という2つの支配的な力によって再構築されつつある。特に、米国との緊張が高まったことで、中国は自立に焦点を当てた戦略へと舵を切った。その結果、中国は、産業政策を強化せざるを得なくなり、サプライチェーンの独立性の確保と製造能力の拡大を目指すこととなった。

国内においては、政策立案者の間で、過去の景気刺激策の課題を踏まえた批判的な再評価が行われ、経済のリバランスの必要性が強調されている。好都合にも、世界情勢が、この転換を後押ししており、中国政府が、景気刺激策よりも、緊縮財政と構造改革に力を入れることの説得力を高め、正当性を与えている。

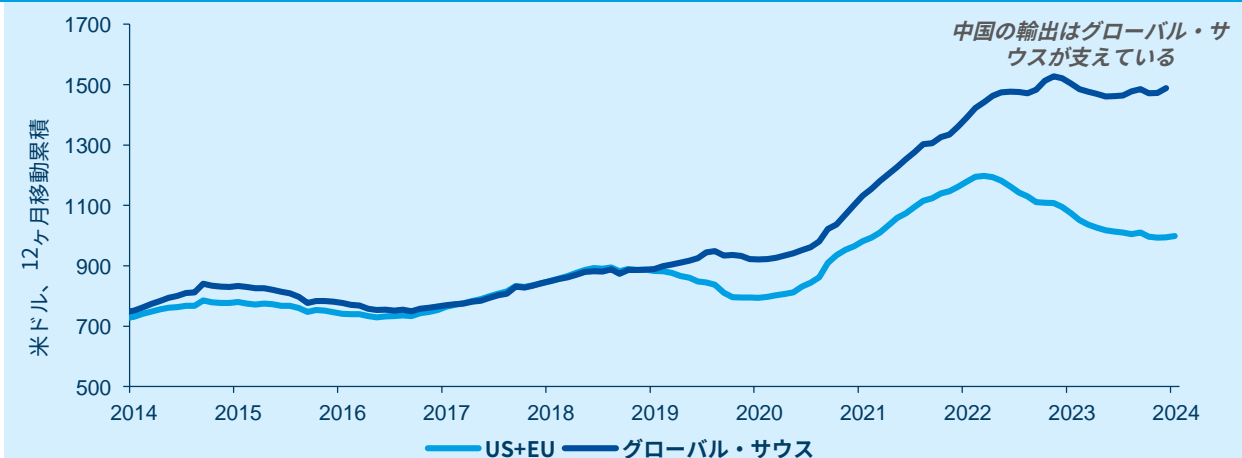
したがって、下記のような中国の今後の政策見直しに対応する必要が出てきている：

1. 過度な金融化を防ぐ政策が、資本の無制限な拡大をもたらした過去の自由化努力を覆す可能性；
2. 特にグローバル・サプライチェーンの重要なポイントにおける工業生産能力を強化する政策；
3. 国家安全保障と経済発展のバランスを取るため、選択的に経済を開放する政策

こうした戦略的選択を踏まえると、市場が好んで用いる伝統的な景気刺激策が実施される可能性は限定的と思われる。その代わりに、中国は財政規律を重視し、緩やかな金融緩和によって補完しながら、緩やかな財政赤字を維持する可能性が高い。この政策はインフレを抑制する力として働く可能性が高く、慎重な評価が必要である。

中国の景気刺激策依存からの脱却は、新たな分析モデルを必要としている。

地政学的圧力で中国の輸出動向が変化



出典：CEIC、Amundi Investment Institute グローバル・サウスとは、アフリカ、ラテンアメリカとカリブ海諸国、イスラエル、日本、韓国を除くアジア、オーストラリアとニュージーランドを除くオセアニアを指す。データは2024年7月現在。

マクロ経済スナップショット



米国経済は年前半で成長減速の兆しを見せ始め、後半も、内需（特に消費）が鈍化し、減速傾向が続くと予想される。労働市場が軟調となり、賃金の伸びが低下していることから、インフレ率も、2023年よりもペースは落ちるものの、緩やかな低下基調が続くと予想する。



ユーロ圏の経済活動は、遅れていた賃金の伸びがインフレ率に追いつき、購買力が回復するにつれて実質所得が改善、投資も年後半にはキャッチアップする可能性が高いことから、これらに支えられて年内に潜在成長率に収束していくであろう。サービス業での粘着性は高いものの、インフレ率も目標に向かって低下し続けるだろう。



抑制的な金融政策の継続と、限定的な財政余地は、英国の中期的な成長見通しが低調であることを示唆している。しかしながら、継続的なインフレ率の低下と実質所得の改善に支えられ、消費は底を打ち、投資は徐々に増加、潜在成長率に向け回復する見込み。



日銀がさらなる金融政策正常化の糸口をつかむかどうか注目が集まっている。市場は年内の追加利上げを織り込んでいるが、経済体制の変革がまだ初期段階であることを考えれば、引き締めは時期尚早とアムンディは考えている。賃金は改善の兆しを見せているが、基本的なインフレ指標の多くはピークか、すでに低下方向にある。

中国の第2四半期GDPが予想を下回ったことを受け、中国中銀は緩和サイクルを再開し、7月に政策金利を10bp引き下げた。国債の増発によって財政支出が加速すると予想される。追加的な緩和努力は中国の成長を一時的に回復させると予想されるが、構造的な逆風を考慮すると、その後は再び景気減速となろう。



インドのインフレ率は、インド中銀の目標内に留まろうが、予想期間を通じて、そのレンジの上半分での動きとなろう。とはいえ、良好なベース効果により、夏場には中央目標以下まで低下する可能性もある。インド中銀が更新した中立金利の予想値1.4~1.9%は、7%前後の潜在成長率に支えられており、金融緩和への緩やかなアプローチを補強している。



メキシコ経済は、選挙前後の歴史的な動きを経験したあと、もはや2023年のような力強い拡大は継続していない。最近のコア・インフレがより穏やかになったこともあり、メキシコ中銀の緩和の扉は少し開いてきており、8月に引き下げを実施すると予想される。しかし、アムロ政権最後の月（9月）は多忙を極めており、また、米国の選挙（11月5日）が近づいているため、追加利下げは政策と政治に左右されるイベントとなろう。



マクロ環境は良好で、ブラジルの経済活動は加速、一方でインフレ率は徐々に緩やかになり（前年比ではベース効果がネガティブに作用するため、前四半期比）、經常収支は堅調な状態にある。しかし、不確実性の高い財政状況を反映したインフレ懸念の高まりにより、ブラジル中銀は緩和サイクルを「中断」せざるを得なかった。最近発表された歳出凍結は非常に歓迎すべきことだが、その実現には時間がかかるであろう。



アムンディの予想

マクロ経済予想

2024年7月現在のマクロ経済予想

年間平均,%.	実質GDP成長率、前年比			インフレ率(CPI)、前年比,%.		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
先進国	1.6	1.5	1.5	4.7	2.8	2.3
米国	2.5	2.3	1.7	4.1	3.3	2.5
ユーロ圏	0.6	0.8	1.2	5.4	2.4	2.2
ドイツ	0.0	0.2	1.0	6.1	2.4	2.3
フランス	0.9	0.9	1.3	5.7	2.5	2.1
イタリア	1.0	0.8	0.9	5.9	1.4	2.2
スペイン	2.5	2.1	1.6	3.4	3.2	2.2
イギリス	0.1	0.8	1.3	7.5	2.4	2.1
日本	1.9	0.6	1.4	3.3	2.4	2.0
新興国	4.3	4.2	4.0	5.8	5.4	4.0
中国	5.2	4.8	3.7	0.2	0.4	0.5
インド	7.8	6.6	6.1	5.7	4.8	5.8
インドネシア	5.0	5.1	4.9	3.7	2.8	3.2
ブラジル	2.9	2.0	2.3	4.6	4.3	3.5
メキシコ	3.2	1.8	1.5	5.6	4.5	3.8
ロシア	3.6	3.0	1.5	6.0	7.3	5.7
南アフリカ	0.7	0.8	1.4	5.9	5.2	4.6
トルコ	4.5	4.5	2.5	53.4	59.0	28.9
世界	3.2	3.1	3.0	5.3	4.4	3.4

中央銀行の政策金利予想,%.

	2024年7月	2024年第4半期		2025年第2四半期	
		アムンディ	コンセンサス	アムンディ	コンセンサス
米国*	5.50	5.00	5.35	4.25	4.75
ユーロ圏**	3.75	3.00	3.70	2.50	3.15
英国	5.25	4.25	5.14	3.75	4.65
日本	0.10	0.10	0.25	0.50	0.50
中国***	3.35	3.15	3.25	2.85	3.25
インド****	6.50	6.25	6.20	6.00	5.95
ブラジル	10.50	10.50	10.25	10.00	9.50
ロシア	16.00	16.00	16.15	14.00	13.65

Source:Amundi Investment Institute.Forecastsareasof24July2024.CPI:consumerpriceindex.*:UpperFedFundstargetrange.**:Depositrate.***:One-yearloanprimerate.****:Repurchaserate.Q42024indicatesendofDecember2024;Q22025indicatesendofJune2025.

アムンディの予想

金融市場予想

債券利回り

2年債利回り予想,%.

	2024年7月	アムンディ 2024年第4四半期	コンセンサス 2024年第4四半期	アムンディ 2025年第2四半期	コンセンサス 2025年第2四半期
米国	4.38	3.90-4.10	4.30	3.60-3.80	4.11
ドイツ	2.65	2.30-2.50	2.60	2.10-2.30	2.38
イギリス	3.93	3.70-3.90	3.80	3.60-3.80	3.87
日本	0.35	0.30-0.50	0.50	0.40-0.60	0.52

10年債利回り予想,%.

	2024年7月	アムンディ 2024年第4四半期	コンセンサス 2024年第4四半期	アムンディ 2025年第2四半期	コンセンサス 2025年第2四半期
米国	4.22	3.90-4.10	4.30	3.90-4.10	4.28
ドイツ	2.44	2.20-2.40	2.50	2.20-2.40	2.53
イギリス	4.14	3.80-4.00	4.10	3.70-3.90	4.19
日本	1.06	1.10-1.30	1.20	1.20-1.40	1.32

為替レート

	2024年7月	アムンディ 2024年第4四半期	コンセンサス 2024年第4四半期	アムンディ 2025年第2四半期	コンセンサス 2025年第2四半期
ユーロ/米ドル	1.08	1.12	1.08	1.13	1.10
ユーロ/円	167	167	165	159	162
ユーロ/英ポンド	0.84	0.86	0.85	0.86	0.85
ユーロ/スイスフラン	0.96	1.03	0.98	1.04	1.00
ユーロ/ノルウェークローナ	11.96	11.62	11.28	11.35	11.00
ユーロ/スウェーデンクローネ	11.68	11.60	11.30	11.52	11.00
ドル/円	154	150	153	140	147
豪ドル/米ドル	0.66	0.69	0.68	0.71	0.69
ニュージーランドドル/米ドル	0.59	0.61	0.62	0.63	0.63
米ドル/人民元	7.26	7.30	7.25	7.20	7.18

出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート。

Forecastsareasof24July2024.Q42024indicatesendofDecember2024;Q22025indicatesendofJune2025.


Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Get the latest updates on:



-  Geopolitics
-  Economy and Markets
-  Portfolio Strategy
-  ESG Insights
-  Capital Market Assumptions
-  Cross Asset Research
-  Real and Alternatives

[Visit our Research Center](#)

Visit us on



Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第350号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
日本証券業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会