

中央銀行の政策スタンスの変化に伴う市場金利の変動を考察する

本稿は、グローバル・インベストメント・ストラテジストである Guillermo Felices、欧州エコノミストである Ritush Dalmia、インベストメント・ストラテジストである George Jiranek が 1 月 29 日に執筆したブログ “Insights from Cutting Through Central Bank Narratives” の内容を PGIM ジャパン株式会社が要約し邦訳したものであり、情報提供のみを目的として作成されたものです。

<要旨>

政策金利は債券利回りに直接的な影響を及ぼす。その結果、経済や金融資産の価値にも影響が及ぶことから、多くの市場参加者は政策金利の見通しに大きな関心を払っている。足元で中央銀行はフォワード・ガイダンスからデータ次第の政策運営にシフトしており、市場が織り込む政策金利の水準は大きく変動するようになっている。

こうした中、本稿で取り上げる確率的分析アプローチは、足元の大きな変動の背景を明らかにするとともに、ファンダメンタルズに基づく政策金利見通しと市場が織り込む金利水準を比較するためのツールにもなる。

- 一般的に投資家は、先物金利を通じて市場の政策金利予想の変動を評価している。しかし、それでは、先物金利に内在する、その予想が実現する確率の分布を見落とすことになる。米国やユーロ圏など、金融市場が深く高度に発達した一部の先進国のオプション市場は、特定の時間軸における最も可能性の高い政策金利の推移と比較して、市場予想が上昇あるいは低下方向に偏っていることを示唆する。
- 政策金利の推移に対する市場の織り込み、そして上下の方向性を巡るリスクは、投資家に3つの重要な洞察を提供する。
 - その 1：市場の中心シナリオ（および、それに付随するテールシナリオ）と我々の確率的分析アプローチに基づく評価は比較可能である。例えば、市場の織り込みは、中央銀行は経済を冷やすために政策金利を高位に維持することを示唆している一方、我々の評価では、高い金利が維持される可能性は相応に低いことが示唆されている。このような違いは、興味深い投資機会の基礎となる可能性がある。
 - その 2：我々の確率的分析アプローチに基づく評価は、投資家の見方の動向に関する洞察を提供する。特に、米欧の金融政策見通しに乖離が生じた 2024 年末に市場の織り込みが大きく変化したことについては後述したい。
 - その 3：この確率的分析アプローチを用いて、短期金利が景気後退の可能性を示唆し得るかといったテールリスク分析を実施することができる。

中央銀行の政策スタンスを巡る市場織り込みの変化

- 市場の織り込みを巡る確率分布を評価するために、我々は中央銀行の政策スタンスを「緩和的」、「中立」、「制約的」の3つに区分している。こうした区分を踏まえた上で、最近の市場の織り込みの変動についての要因と背景を考察し、2025 年末時点における市場の金利予想、およびその生起確率について検証を行った。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

- 2024 年初頭の米国では、市場は「緩和的」、「中立」、「制約的」の各政策スタンスが実現する確率をほぼ同水準ずつ織り込んでいた。その後、3 カ月連続で消費者物価指数（CPI）が大幅に上昇したことを受け、市場が織り込む「制約的」の生起確率は4月中旬には約60%まで上昇した。しかし、インフレ率が鈍化し始めると「中立」の生起確率が上昇し、夏場に労働市場の減速を示す指標が発表されると「緩和的」の生起確率が上昇した。さらに、米国大統領選挙の結果を受けて景気に対する楽観論が高まったことに加え、堅調な経済指標の発表が相次いだことから、再び市場が織り込む「制約的」の生起確率が上昇し、市場が織り込む政策金利は4.0%を上回る水準となった。
- 欧州でも同様の変化が見られ、2025 年末の政策金利が「制約的」な水準になるとの市場の織り込みは2024 年5月に70%近くにまで達した。その後、7-9 月期に欧州中央銀行（ECB）が利下げを開始すると市場が織り込む各政策スタンスの確率は大きく変化し始め、10-12 月期に低調な経済指標の発表が続くと、市場が織り込む ECB の政策スタンスは米連邦準備制度理事会（FEB）とは大きく乖離するようになった。現在、ECB は2025 年末までに政策金利を「中立的」な水準まで引き下げるとの見方が優勢となっている。

米欧の政策金利見通しは通常見られないほど乖離

- 前段のように、2024 年半ば時点において FRB の政策金利見通しは ECB を約 130bps 上回っていたが、2025 年になるとその較差は 200bps 近くまで拡大した。両者の政策スタンスに対する市場の織り込みに目を向けると、市場が織り込む2025 年末に向けての FRB の中心的なシナリオが「制約的」（55%）であるのに対し、ECB は「中立」、すなわち中立金利までの利下げ（60%）となっている。
- こうした見通しの乖離は、米欧の成長の差に加えて、トランプ政権の政策がもたらす影響が反映されていると考えられる。政策がどのような影響をもたらすかを判断することは難しいが、市場は米国の成長率とインフレ率は押し上げられると見ていることが示唆される。さらに、関税のような一部の政策は、米国は欧州の主要な貿易国であることを踏まえると、欧州経済に対してリスクをもたらしている。

米国と欧州の景気後退確率を評価する

- 米欧の市場織り込みの乖離は、それぞれの市場が米欧の景気後退の確率をどのように織り込んでいるのか、といった疑問も提起している。一般的に、「緩和的」な金利水準は景気後退もしくは景気後退の兆候を示すものであり、景気後退の確率の代替になると考えられる。
- 2025 年1月時点では、米国の「緩和的」の生起確率は約6%（つまり、市場が織り込む米国の景気後退確率は6%）となっている。一方で、欧州は18%である。これに対して、当社エコノミストはファンダメンタルズ分析に基づいた米国の景気後退確率を15%、欧州は20%と予想している。こうしたファンダメンタルズに基づく見通しと市場の織り込みとの乖離は投資機会をもたらす可能性がある。
- こうした確率は時間の経過とともに変化しており、継続的に追跡調査することで、市場が織り込む景気後退確率がどのように変化したか確認することができる。市場が織り込む米国の景気後退の確率は2024 年7月から10月初旬にかけて10%前後から40%弱に上昇した後、堅調な経済を背景に足元では6%まで低下している。

- 欧州については、緩やかな成長回復とインフレ鈍化を反映して 7 月時点の景気後退確率は 10%程度だったが、ドイツ経済の低迷や米国の関税強化に対する懸念などから 40%まで上昇した後、11 月以降は経済の安定化や FRB の利下げペース減速などを受けて足元で再び低下傾向にある。

結論

- 先物金利が同じ水準にあれば、同じような金利見通しを示すものであるかもしれないが、市場は全く異なる確率分布を織り込んでいる可能性がある。こうした中、確率的分析アプローチとファンダメンタルズに基づく分析を組み合わせることで、市場とは異なる見方を裏付けることができる。
- 実際、米国経済に関して、足元で市場は相対的にタカ派的な FRB と低い景気後退確率を織り込んでいるが、我々は今後の経済見通しに関する各シナリオの生起確率についてよりバランスの取れた見方をしており、これが 2025 年の米国国債市場に対する我々の楽観的な見方の裏付けとなっている。

データの出所(特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム、2025 年 1 月 29 日現在。

留意事項

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した “Insights from Cutting Through Central Bank Narratives” をPGIMジャパン株式会社（以下当社）が要約し邦訳したものです。PGIMフィクスト・インカムは、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIM インクの債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM 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 392 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ116475

4269003-20250226
