

market:update

金融経済の見通し

2024年3月18日

日銀とFRB：どちらの影響度が大きいのか

FRB：利下げ開始時期は？

米連邦準備制度理事会（FRB）は、世界の基軸通貨である米ドルの金融政策を司っていることから、国際的な関心を集めます（水曜日）。現在、金融市場にとって、FRBの利下げ開始時期が主な関心事となっています。この点に関して、2月の労働市場は顕著に減速した一方、インフレは加速しており、経済指標は相反する方向性を示しています。金融市場もデータの解釈に苦慮しているようで、6月に利下げが行われる確率は55%程度に留まっています。

金利感応度が高く、これまでしばしば経済全体の先行指標となってきた住宅不動産市場も、6月の利下げの有無を見極めるための判断要因となりそうです。住宅不動産市場が底堅く推移すれば、FRBの利下げは後ずれする可能性があります。NAHB指数（月曜日）、新築住宅建築許可件数（火曜日）、新築住宅着工件数（火曜日）、中古住宅販売件数（木曜日）などが注目されます。

我々は現在、FRBが6月に利下げを開始して、年末までに25bpの利下げを3回実施すると想定しています。従って、金融市場が織り込む見通しと大きな違いはありません。しかし基本的には、FRBが利下げをさらに遅らせる、あるいは引き下げ幅をさらに縮小するリスクは高いとみています。

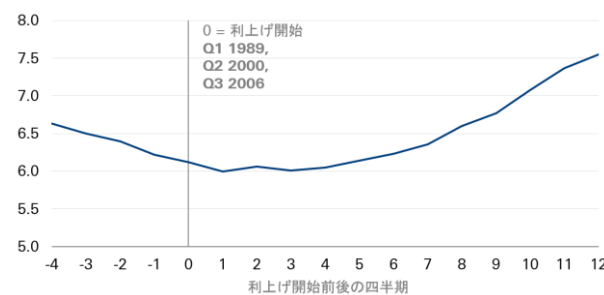
日銀：世界経済の隠れたペースメーカー？

一見すると、日銀は過去の利上げで不運に見舞われてきたようにみえます。過去数十年の3回の利上げ局面では、それぞれ1989年第1四半期、2000年第2四半期、2006年第3四半期に利上げサイクルが始まりましたが、いずれも約1年後に世界的な景気後退に見舞われ、日銀はすぐに金利を巻き戻さなければなりません。次のグラフは、世界経済の景気サイクルの指標として、3つの利上げサイクルにおけるOECDの失業率の平均を示しています。これは、日銀の利上げ開始から間もなく、世

界の失業率が上昇し始めたことを明確に示しています。

日銀は世界的な景気後退が始まる直前に利上げを行うことが多かった

OECDの平均失業率（単位：%）



出所 Refinitiv Datastream、Metzler；2023年12月31日現在

しかし、それは不運によるものではなかったのかもしれない。つまり、日銀の利上げが世界的な景気後退の一因になったとも考えられます。日本は、世界の多くの国にとって重要な資金供給源だと考えられているからです。

円キャリー・トレードは、日本円で借入を行い、外貨に交換し、その資金を海外金融市場で運用するというもので、海外金融市場の流動性の源泉となっています。加えて、日本の対外資産は10兆米ドルを超えています。国内金利の変化は、日本の投資家の国内への資金還流を引き起こす可能性もあります。したがって日銀による利上げは、世界的な流動性の引き締めとして機能する可能性があります。

日銀は今週（火曜日）、政策金利を-0.1%から0.0%に引き上げるとみられます。これは、より技術的な性質のものであるとみられ、本格的な利上げサイクルの開始を意味するものではないように思われます。そのため、世界の流動性に対するリスクはまだ低いと考えられます。

本格的な利上げサイクルの開始には、賃金の伸びが3.0%程度まで加速する必要があるとみられます。今年の春闘は、大幅な賃上げで妥結する可能

market:update

性が高く、これは今年さらなる利上げの余地も残していると言えるでしょう。

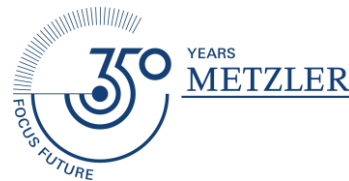
ECB、6月の利下げ開始を予想

欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁は利下げについて、「6月に利下げを行う可能性が高く、また少なくともその後続く会合で利下げを継続する可能性が高い。」との旨、これ以上ないほどはっきりとした見通しを示すことになると思われる。

欧州経済は低迷し、インフレ率は低下していません。金融市場では、ECBが近いうちに政策金利を大幅に引き下げるとの見方がほぼコンセンサスとなっているため、エコノミストの経済見通しに利下げによる効果が加味されるでしょう。それに伴い、秋の経済見通しも明るくなり、ZEW指数の改善にも反映されるとみられます。対照的に、購買担当者景気指数（PMI）（木曜日）とIfo景況感指数（金曜日）は、現在の経済状況と1ヶ月先までの見通しを反映する傾向があるため、これら2つの指標は、まだ大幅な回復は期待できないと思われる。



メツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク



- 1) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 5) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 9) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10) 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W24-011