

## ハト派の装い

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 必ずしもタカ派ではない次期議長候補
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 必要な場合の利下げ余地の存在
- ・ 中国人民銀行 (PBoC): 利下げ以外のあらゆる施策の投入
- ・ 日本銀行: 円安と国債利回り不安定化の板挟み状態

ロベコでは、ケビン・ウォーシュ次期 FRB 議長候補をタカ派と評価するのは適切ではなく、同氏は 6 月までの追加利下げを支持すると予想しています。また、FRB のバランスシートが大きすぎるかもしれないという見方に関しては、銀行システムの潤沢な準備預金を減らす方向に金融調節を変えない限り、実質的な規模縮小は容易ではないと考えます。

考えられるシナリオとしては、今後数年にわたり FRB のバランスシート(現時点で GDP の約 20%相当、グラフ 1 参照)の拡大ペースが経済成長率以下に抑えられる、あるいは保有債券の平均残存年限の短縮を加速する方針が打ち出される展開が想定されます。ウォーシュ氏がバランスシート政策を選好するという市場の見方にかかわらず、ロベコは引き続き、米国債のイールドカーブ上で 10 年よりも 2~5 年の相対価値が高いと見ています。

一方で、ECB の金融政策は「ほどよい状況 (in a good place)」にあります。ユーロ高の大幅な進行がタカ派的なスタンスを弱める方向での圧力となり、ハト派が主導権を握る可能性があります。ロベコは引き続き、短期ゾーンのユーロ金利については低下方向のバイアスを維持しています。

また、中国人民銀行は、民間銀行の純金利マージンを維持するために、主要な政策金利の引き下げを回避するべく、あらゆる手段を講じています。もともと、最近の構造的金融政策ツール金利の引き下げや、債券の買い入れを通じたイールドカーブ管理政策の継続などの動きを見る限り、同行のスタンスが依然として明確にハト派寄りであることがうかがえます。ロベコは引き続き、政策金利に関して、少なくともあと 1 回の利下げを予想しています。利下げが行われる時期は、1~3 月期末か 4~6 月期初頭を想定しています。

対照的に、日銀が円相場と長期債利回りのボラティリティ抑制を目指すのであれば、ハト派色を弱める必要が生じる見通しです。ロベコは中心シナリオとして、年内に少なくとも 2 回の利上げ (25bp 刻み) を予想しています。

### セントラル・バンク・ウォッチャー 2026 年 2 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

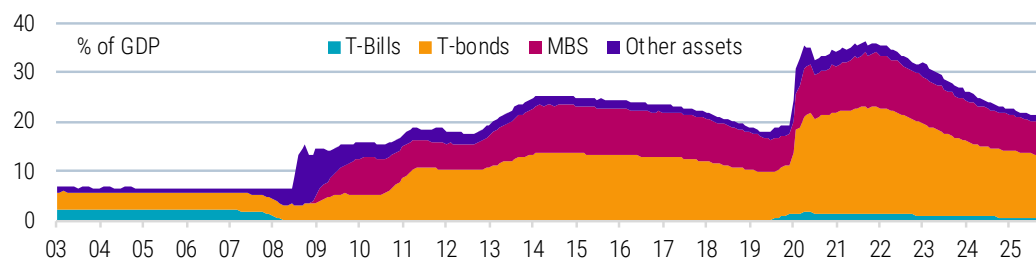


**Rikkert Scholten**  
グローバル・マクロ・ストラテジスト



**Rogier Hoogeveen**  
グローバル・マクロ・ストラテジスト

グラフ 1 - FRB の保有資産残高(対 GDP 比)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2026 年 2 月 6 日現在。

## 米連邦準備制度理事会(FRB): 必ずしもタカ派ではない次期議長候補

- 緩和サイクルは休止状態だが、終了していない可能性が高い
- ウォーシュ次期 FRB 議長候補は懸念されていたほどタカ派寄りではない
- 水準は変わったもののスティーピング・バイアスを維持

### 緩和サイクルは現在休止状態だが、終了していない可能性が高い

足元の状況にはどこか既視感があります。2024～25 年の同時期と同じように、FRB は 2025 年 9～12 月に利下げを実施した後、26 年 1 月には据え置きを決定しました。

1 月の米連邦公開市場委員会(FOMC)後の記者会見は、当面の間、休止状態が続く可能性が十分にあることを示す内容でした。パウエル議長は経済と労働市場の動向についてより前向きな見方を示しつつ、中立的なフォワードガイダンスを維持しました。

その一方で、ロベコは引き続き、年内に少なくとも 2 回の追加利下げ(25bp 刻み)を予想しています。この予想は、労働市場に減速の兆しが新たに見られることと、FOMC の構成がハト派寄りに変わる見通しに基づくものです。特に、ケビン・ウォーシュ新議長の下での初の委員会開催が見込まれる 5 月以降には、緩和バイアスがより鮮明になると見えています。

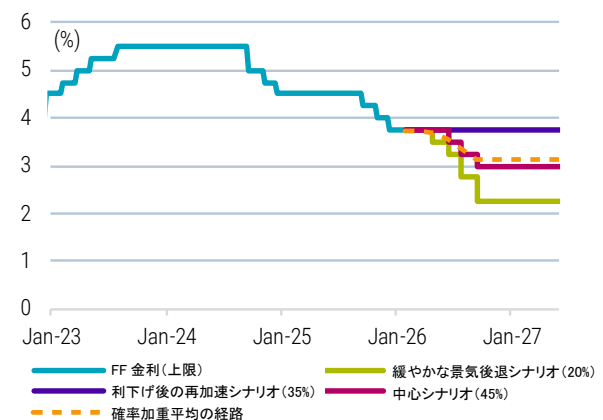
グラフ 2 は、年内に 3 回の利下げ実施というロベコの現在の中心シナリオと代替のシナリオを、それぞれの確率と合わせて示したものです。これらのシナリオを総合すると、ロベコが予想するフェデラルファンド(FF)金利(確率加重平均)は、市場の想定を引き続きわずかながら下回ります(以下の表 1 参照)。

FRB のバランスシートが大きすぎるかもしれないというウォーシュ氏の見方に関しては、マネーマーケットが円滑に機能するために必要な超過準備預金を減らす方向に金融調節を変えない限り、実質的な規模縮小は容易ではないと考えます。考えられるシナリオとしては、今後数年にわたり FRB のバランスシート(現時点で GDP の約 20%相当)の拡大ペースが経済成長率以下に抑えられる、あるいは SOMA(System Open Market Account: FRB が保有する国債・MBS などの公開市場操作用の勘定)ポートフォリオの平均残存年

限の短縮を加速する方針が打ち出される展開が想定されます。いずれにしても、FRB が米国債市場から全面的に撤退するという思惑を避けるべく、ウォーシュ氏は慎重に対応すると見られます。

パウエル議長が議長任期の満了後も、2028 年まで理事として FRB に残るかどうか、大幅な利下げ余地の存在を示唆するミラン理事の留任判断に、影響すると見込まれます。同議長は、自身に対する司法省の捜査が終了した後、態度を明確にすると考えられます。また、上院では、ウォーシュ氏の承認手続きを進めるには、捜査の終了が前提になるとの声が上がっています。

グラフ 2 - FRB の 2027 年 6 月までの 3 つのシナリオ



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2026 年 2 月 6 日現在。

### スティーピング・バイアスを維持

市場では現在、実効 FF レート(EFFR)が約 45bp 低下して、FOMC の長期的な「中立金利」のレンジの中ほどに相当する 3.2%近辺に達するという見通しが織り込まれています。ロベコでは、このような市場環境と、米国経済が適度なモメンタムを維持するとの見方に基づき、デュレーションについておおむね中立的なスタンスを据え置いています。一方、イールドカーブに目を向けると、長期ゾーンのタームプレミアムが名目、実質とも依然として過小評価されているとの見方から、10 年債よりも 2 年債や 5 年債のバリューの方が大きいと引き続き考えます。実際のところ、10 年のブレイクイーブン・インフレ率は 2.30～35%であり、過度に低い印象を受けます。また、近い将来に銀行規制のさらなる緩和が見込まれるため、3～5 年の米国債のロング・ポジションについて(SOFR ベースのスワップ対比で)前向きなスタンスを維持します。

表 1 – FRB の織り込み済み予想とロベコの予想

FF 金利(%, 上限)	3.75	26 年 3 月	26 年 6 月	26 年 9 月	26 年 12 月
FF 先物による変化(bps)		-5	-23	-44	-56
ロベコ加重平均予想(bps)		-5	-24	-64	-64
ロベコ中心シナリオ(bps)		0	-25	-75	-75
FF 金利の中心シナリオ(%, 上限)		3.75	3.50	3.00	3.00

出所: ブルームバーグ, ロベコ 2026 年 2 月 6 日

## 欧州中央銀行(ECB): 必要な場合の利下げ余地の存在

- 利下げは議論されなかったものの、必要な場合の利下げ余地は存在
- 利回りの再上昇に伴い投資機会が生じる
- 長期ゾーンのステイプニングは継続する見通し

### ECB は中立的な見通しを示す

2月に開催されたECB政策理事会では、政策金利の変更を急がない姿勢が確認されました。声明文の中で、経済の強靱性に対する自信が示されましたが、足元の不透明な国際情勢を踏まえると、これは特に注目に値するポイントです。また、言及されなかった点も重要であり、最近のECB関係者からユーロ高についての言及があったものの、今回の理事会では触れられませんでした。ラガルド総裁も、ユーロ高の影響は昨年12月のスタッフ見通しに十分反映されているとして、重要視しませんでした。また、その他の質問に対してもタカ派的な姿勢を示し、例えば、総合インフレ率が足元で1.7%と政策目標の水準を下回っていることについて、中期のベースライン見通しに「まったく影響しない」との見解を示しました。このように、利下げのハードルが高いという印象を受ける一方で、利上げのハードルも少なくとも同程度に高いと見られます。今回の理事会においても、利上げ方向の議論が行われた形跡は見られていません。

### ユーロ高の影響は無視できない

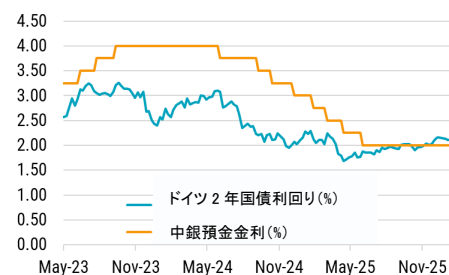
ロベコにとって、インフレが下がり続けていることやユーロ高が続いていることは引き続き重要な材料です。ただし、これらの動きがすぐに利下げにつながるわけではありません。利下げを行うには、もっと大きな経済的な変化が必要です。しかし、インフレの低下やユーロ高のおかげで、もし外部から予期せぬショックが起きた場合には、利下げに踏み切る余地が生まれているとも言えます。

今後数四半期にわたって、コアインフレ率(直近で2.2%)と賃金の伸びはさらに減速する見通しです。また、経済成長率については、財政支出の

拡大が追い風になるものの、1.5%近辺にとどまる可能性が高いと見られます。その結果、今後数四半期の展望として、ロベコは「政策金利の現状維持(=中心シナリオ)」と「外的イベントへの対応としての利下げ」という2つのシナリオを想定しています。

ユーロ圏の債券市場では、政策金利が横ばいから低下方向で推移すると見通しのもとで、短期ゾーンの利回りは、日常的な変動を伴いながらも、一定程度下支えされると見込まれます。足元の利回り水準(ドイツ5年国債利回り=2.4%)では、特に5~7年のユーロ圏国債のロング・ポジションに投資妙味が見受けられます。一方、ドイツ国債のイールドカーブに目を向けると、ここ数カ月はステイプニング傾向が続いています。ユーロの長期デューレーションに対する(年金基金の)需要が減少する一方で、供給が増えると思込まれるため、10年超の年限にはステイプニングの余地が残ると予想しています。

グラフ3 - ドイツ2年国債利回りと中銀預金金利(%)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2026年2月6日現在。

ECBの保有債券残高は、安定的なペースで縮小しています。ECBは次のようなバランスシート政策を、新たに選好しています。ユーロの流動性不足という事態に際して、保有債券の削減を直ちに停止する代わりに、まずは標準的なリファイナンス・オペを拡大し、その後、(必要に応じて)長期の構造的なリファイナンス・オペ(LTRO)の導入を検討します。その次の段階として、短期債券を中心としたポートフォリオを新設するという戦略を想定しています。

表 2 - ECB の織り込み済み予想とロベコの予想

ECB 預金ファシリティ金利(%)	2.0	26 年 3 月	26 年 6 月	26 年 9 月	26 年 12 月
市場価格による変動(bps)		-1	-4	-7	-7
ロベコ加重平均予想 (bps)		-5	-8	-10	-10
ロベコ中心シナリオ (bps)		0	0	0	0
ECB 預金金利の中心シナリオ (%、上限)		2.00	2.00	2.00	2.00

出所: ブルームバーグ, ロベコ; 2026 年 2 月 6 日



### 中国人民銀行(PBoC): 利下げ以外のあらゆる施策の投入

- 中国人民銀行は複数の政策手段を駆使するも…
- …追加的な公開市場操作/預金準備率引き下げには依然として消極的
- 長期債利回りの上昇余地は、国債買い入れオペにより引き続き限定される

### 中国人民銀行は主要な政策金利の引き下げに依然として消極的

中国人民銀行は1月半ばに、担保付き補完貸出制度(PSL: Pledged Supplementary Lending)をはじめとする各種の構造的な流動性供給ツールの金利を、25bp 引き下げると発表しました。また、貸出枠の拡大も決定されています。

その一方で、主要な政策金利である7日物リバース・レポ金利の引き下げは見送られました。これは、民間銀行の純金利マージンへの配慮したためと考えられます。構造的ツールの金利引き下げによって、銀行は中央銀行からより低い金利で資金を調達でき、一定の負担軽減効果が得られるためです。

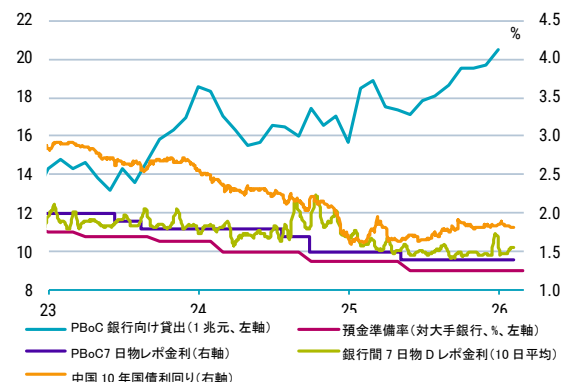
政策発表後の記者会見では、追加的な金融緩和の余地があるとの認識が示され、リバース・レポ金利と預金準備率(RRR)の引き下げの可能性は高いというロベコの見方を裏付ける内容となりました。内需とインフレ圧力は依然として脆弱であり、また、住宅市場回復の兆しは確認されていません。

もっとも、マネーサプライ(M2)の伸びとクレジットインパルス(信用の増加ペースの変化をGDP比で示す指標)が小幅ながら改善しているため、年内に国内の景気循環のモメンタムが強まる可能性が完全に失われたわけではありません。そのような展開となれば、追加利下げの必要性は低下すると見られます。

それでもなお、ロベコは引き続き、現時点の政策金利に関する中心シナリオとして、少なくともあと1回の利下げが実施されると予想しています。次の利下げのタイミングとしては、1~3月期末か4~6月初頭を想定しています。この見通しは、現在の市場予想よりも引き続きわずかながらハト派寄りです(以下の表3参照)。

最後のポイントとして、中国人民銀行の国債買い入れオペ再開に関する最近のコメントは、ロベコの予想通り2024年末時点ほど踏み込んだ内容ではありませんでしたが、国債利回りの急激な上昇を抑える姿勢は維持されていると見られます。

グラフ4 - 中国人民銀行の銀行向け貸出は増加傾向



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2026年2月6日現在。

### 上値を抑えるイールド・コントロール

中国10年国債利回りは、1月に中国株式市場が堅調なスタートを切ったことを受けて1.90%に達した後、足元では1.80%近辺の水準で推移しています。ロベコでは、長期年限の中国国債に対して前向きなスタンスに転じる目安として、1.90%を魅力的な水準と見ています。この見方は、中国経済の構造的な見通しを一部反映しているほか、前述した中国人民銀行による実質的なイールド・コントロール政策を考慮したものです。現時点では、アンダーウェイトを維持する方針です。

ロベコがスティーピング・バイアスを推奨した昨年11月以降、2年/10年のイールドカーブのスティーピングが進み、スプレッドは45bp近辺に達しています。2年債利回りは1.40%をわずかに下回り、7日物リバース・レポ金利に近づいているため、イールドカーブの形状は主に10年債利回りの動きに左右されると予想しています。

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 (%)	1.40	26 年 3 月	26 年 6 月	26 年 9 月	26 年 12 月
先物が示唆する変化 (bps)		-1	-9	-9	-7
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		-2	-8	-11	-13
ロベコの中心シナリオ (bps)		0	-10	-10	-10
人民銀7日物リバース・レポ金利の中心シナリオ (%)		1.40	1.30	1.30	1.30

出所: ブルームバーグ, ロベコ; 2026 年 2 月 6 日



## 日本銀行: 円安と国債利回り不安定化の板挟み状態

- 高市首相率いる自民党の地滑りの勝利
- 日銀は政策金利の段階的な正常化を進める
- 円安が依然として最大のインフレ要因

### 政策委員 1 名が反対票を投じる

日銀は昨年 12 月の金融政策決定会合において、政策金利を過去数十年で最も高い水準に引き上げた後、今年 1 月の会合では 8 対 1 の賛成多数で据え置きを決定しました。「金融政策決定会合における主な意見」の中では、2%の物価安定目標達成の“勝利宣言”に近い状況にあることが確認され、いくつかの具体的な条件を前提に、今春にも達成される見通しが示されました。

これは昨年の米価急騰の影響が剥落し、電気ガス料金に対する時限的な補助が実施されるなど、1～3 月期にかけてインフレに下押し圧力がかかる状況下での評価になります。

### 自民党の地滑りの勝利

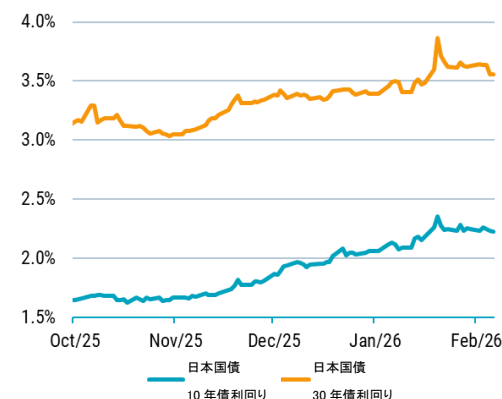
自民党が衆議院選挙において 465 議席中 316 議席を獲得したことで、今後は法案成立のハードルが下がります。単独で衆議院の 3 分の 2 以上を確保したことにより、参議院における否決を覆すことが可能になるからです。選挙公約に盛り込まれた食料品消費税ゼロの時限措置は、毎年 GDP の約 0.8%に相当する財源負担を伴います。この措置の発表は、世界中の債券市場に動揺をもたらしました。日本ではプライマリーバランスが GDP 比 0.9%程度の小幅な赤字であり、その一方で、高水準の名目成長率が極めて高い政府債務の対 GDP 比率を押し下げています。今後は市場金利の上昇に伴い債務の返済負担が急増するため、連立政権は綱渡りの政策運営を強いられることになります。歴史的に、自民党は多くの野党勢力よりも財政規律を重視する立場でしたが、今後は高市政権の実際の政策運営が試されることになります。

### 6 月の次回利上げ予想を維持

ヘッドラインの消費者物価指数 (CPI) は 1～3 月期に低下する見通しです。利上げのタイミングが 6 月であれば、政策当局は (5 月に公表される) 4 月の CPI の内容を考慮することが可能になります。日本では、新年度の開始に合わせて価格改正を行う企業が多く、4 月の物価指標は特

に重要な意味を持ちます。また、6 月の決定会合では、国債買い入れの減額計画が見直される可能性があり、その中で四半期ごとの段階的な減額方針が維持されるとロベコは予想しています。6 月以降については、年 2 回の利上げペースの継続を想定する一方で、インフレ圧力が広がる場合に利上げが前倒しされる可能性も視野に入れています。また、市場では、ターミナル・レート (政策金利の着地点) の水準として、日銀が想定する中立金利のレンジの中央値に相当する 1.75%が織り込まれています。物価上昇は、財 (モノ) の価格と円安の影響が大きいため、抑制的な水準まで織り込まない市場のスタンスは妥当であると考えられます。

グラフ 5 - 10 年国債と 30 年国債の利回り推移



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2026 年 2 月 6 日現在。

ロベコでは、政治リスクと日銀の見通しを念頭に、日本国債に対するデュレーション戦略には引き続き慎重なスタンスであり、イールドカーブではフラットニング・ポジションを採用しています。また、需給が不均衡で値動きの激しい長期ゾーンのパフォーマンスを、敬遠しています。日銀は国債発行残高の半分以上を保有しているものの、年限は 10 年債に集中しています (発行残高の約 70%)。これに対して、30 年債の保有額は残高の 4 分の 1 に過ぎません。このため、長期ゾーンでは市場流通比率が高く、国内投資家の需要が追いつかないため、(短期的な市場の動きに左右されやすい) 海外投資家が供給の超過分を吸収する構図となっています。

表 4－日銀に対する市場予想と当社の見解

政策金利(%)	0.75	26 年 3 月	26 年 6 月	26 年 9 月	26 年 12 月
OIS が示す変化(ベースポイント)		7	26	42	56
ロベコの確率加重予想(ベースポイント)		8	24	42	60
ロベコの中心シナリオ(ベースポイント)		0	25	25	50
基本シナリオにおける政策金利(%)		0.75	1.00	1.00	1.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ; 2026 年 2 月 6 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.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