

# 原油ショックが揺さぶる金融政策

- ・ 米連邦準備制度理事会(FRB): 引き締めか否かの境目での政策運営
- ・ 欧州中央銀行(ECB): 追加対応に備える
- ・ 中国人民銀行(PBoC): 様子見の姿勢
- ・ 日本銀行: 利上げの方向性は変わらず

イランを巡る中東情勢の緊張を受けたエネルギー価格の高騰は、世界中の中央銀行にとって、金融政策を揺さぶる原油ショック(Crude disruption)となっています。インフレ期待の抑制を目的に、想定していた緩和路線の先送りを余儀なくされるケースや、当初の予想に反して利上げのシグナルを発する必要に迫られるケースが見受けられます。

世界全体で見ると、エネルギー価格上昇の長期化がもたらす影響は、地域ごとに異なります。アジアは中東からのエネルギー輸入の依存度が高いため、影響がとりわけ深刻であるというのが大方の見方です。もっとも、アジア域内でも国ごとに状況は大きく異なり、エネルギー備蓄が豊富な中国と日本は、比較的有利な立場にあります。ただし日本経済の場合、労働市場の逼迫を背景に過熱感が残るため、2022年にユーロ圏と米国が見舞われたインフレ高騰が再現しやすいと考えられます。

欧州では、エネルギーの輸入全体に占める中東の割合は比較的低いものの、それでも世界的な供給不足や物価上昇の影響を免れることはできません。ECBの分析によれば、個人消費と企業投資に与える影響を合わせると、GDPの0.5%ポイント以上の下押し要因になる可能性があります。

一方、米国経済はエネルギー価格ショックへの耐性という点では、比較的有利な立場にあります。インフレは1%ポイント以上上昇し、金融緩和ペースの減速につながる見通しですが、エネルギーの純輸出国という地位に支えられ、経済成長は比較的底堅く推移すると予想されています。このため、米欧を比べると、イールドカーブが再びスティープ化する余地は、欧州よりも米国の方が大きいとみられます。

## セントラル・バンク・ウォッチャー2026年4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

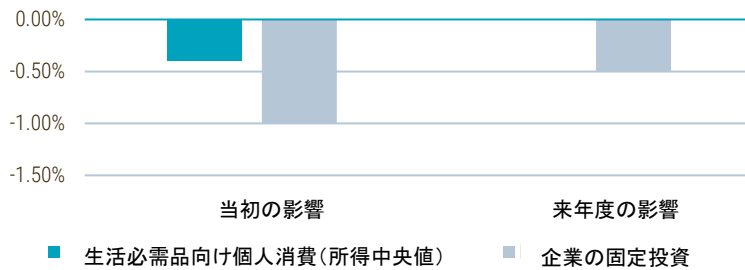


**Rikkert Scholten**  
グローバル・マクロ・ストラテジスト



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

グラフ1 - エネルギー価格の10%上昇がユーロ圏の経済成長に与える影響(中心シナリオからの変化(%ポイント))



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2026年4月11日

米連邦準備制度理事会(FRB): 引き締めか否かの境目での政策運営

- 停戦により、FRBの当面の様子見観測を後押し
- ウォーシュ新議長のもとでの利下げが引き続き中心シナリオ
- フラットニングの勢いは後退

年内の利下げを引き続き予想

3月中旬に開催された直近の米連邦公開市場委員会(FOMC)においてFRBが認めたように、中東における軍事衝突を受けて、金利見通しの不確実性は大幅に高まっています。軍事衝突の前までは追加利下げの方向性が示されていたものの、インフレの上振れリスクが再燃したことを背景に、政策当局は利上げというテールリスクシナリオの検討をも余儀なくされています。

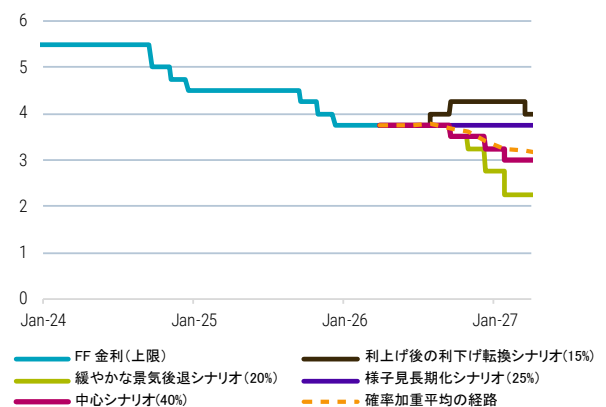
3月のFOMC後の記者会見において注目されたのは、パウエル議長が「中立的な」政策金利の水準を一時的に押し上げるAI投資の側面を強調したことでした。この観点から、政策金利が「抑制的かどうかのボーダーライン近辺」にあるとしたうえで、「インフレ面での進展がなければ、利下げは適切ではない」との見方を示しました。もっとも、最新の経済見通しでは、長期の「中立」金利の見通し(中央値)が3.00%近辺と示される一方で、今後2年で政策金利が低下する方向性が引き続き提示されています。

その後、米国とイランの間で停戦(脆弱ながらも)が成立したことを受けて、金融市場では再び利下げを織り込む動きが強まっています。こうした市場の動きはロベコの見方とも整合的です。ロベコは中心シナリオとして、次期FRB議長に指名されたケビン・ウォーシュ氏のもとで年内に2回の利下げを引き続き予想しています。この見方に対する主なリスク要因として、米国イラン間の対立が再び深刻化すること、それに伴い原油高の修正が遅れること、労働市場が強含むことが挙

げられます。もっとも、この中心シナリオでは、企業の採用意欲が依然として低調なため、失業には上振れ余地があると考えています。

グラフ2は、2027年半ばまでに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、3つの代替シナリオを、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)金利についての確率加重平均は、市場の想定を引き続き下回ります(以下の表1参照)。

グラフ2 - FRBの2027年第1四半期までの4つのFF金利シナリオ(%)



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2026年4月10日

フラットニングの勢いは後退

ロベコでは、米国5年国債利回りが4.00%を超えた時点で、米金利のデュレーションについてより前向きなスタンスを採用しました。その後、5年債利回りは3.90%近辺まで低下しています。ロベコは市場予想を上回るFF金利の低下を見込んでいるため、足元の水準においても、デュレーションに対してやや前向きなスタンスを維持します。

一方、イールドカーブに目を向けると、2月から3月にかけてのフラットニングが進展したことを念頭に、10年債より2年債や5年債のバリュエの方が大きいと見えています。長期ゾーンに関しては、10年債よりも30年債の方が割安に映ります。特に物価連動債の市場では、その傾向が顕著にうかがえます。

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SOFRベースのスワップ対比でのロング・ポジションについて前向きなスタンスを維持します。ただし、米国の財政見直しには懸念が残ることから、長期ゾーンについて同様のポジショニングを推奨するものではありません。

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6月	26年9月	26年12月	27年3月
FF 先物による変化(bps)		0	-2	-8	-11
ロベコ加重平均予想(bps)		0	-8	-33	-56
ロベコ中心シナリオ(bps)		0	-25	-50	-75
FF 金利の中心シナリオ(%、上限)		3.75	3.50	3.25	3.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026年4月10日

### 欧州中央銀行(ECB): 追加対応に備える

- エネルギー価格高騰は ECB の見通しに影響
- 原油、ガス価格の下落が利上げ回避の前提に
- イールドカーブのフラットニング傾向が持続する可能性も

#### ECB を取り巻く環境は 2022 年より良好

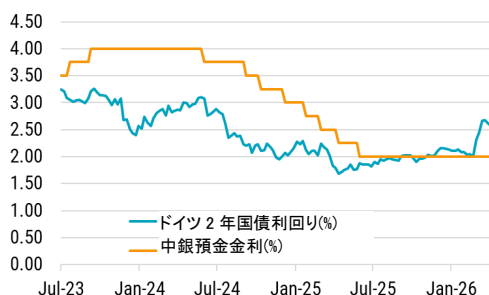
イラン戦争が始まって以来、ユーロ圏のインフレと経済成長の見通しは大きく変わっています。今後の展開は依然として極めて不透明ですが、ECB は政策反応関数を明確にしています。ラガルド総裁は、ECB が比較的良好な環境下で現在の局面を迎えている点を強調しています。インフレ率は政策目標に近い水準にあり、政策金利も中立金利近辺に位置するほか、労働市場は 2022 年のエネルギー・ショック時と比べて落ち着いた状況にあります。また、政策理事会が注視している動向として、商品価格、物価・賃金の見直しに関するさまざまな指標、需要関連の指標を挙げています。さらに、政策評価においては、ECB スタッフのシナリオに沿って判断する方針が示されています。

最近のデータを見ると、2月の製造業の販売価格見通しが大幅に上昇したものの、依然として 2022 年を大幅に下回る水準にとどまります。インフレ・スワップ市場の反応も限定的で、5年先5年のフォワードはネットで 5bp の上昇にとどまり、2.15%で推移しています。また、足元の企業景況感調査が成長見通しの鈍化を示唆する一方で、ハードデータは 2026 年初の成長が緩やかだっ

たことを示しています。引き続き、エネルギー価格が重要な不確定要因であり、ブレント原油先物価格(12月限)は1バレル当たり80ドル近辺で推移しています。ロベコでも、2022年のように緊急な政策対応を迫られる状況にはないと見ており、4月のECB政策理事会では、エネルギー価格が現在の水準近辺にとどまる限り、6月の利上げに含みを持たせつつ、現状維持が決定される公算が大きいと考えています。もっとも、正常化に向けたスピード感が重要な要素であり、エネルギー価格が足元の水準で高止まりすれば、6月と9月の25bpの利上げが中心シナリオとなります。

50bp以上の利上げシナリオでは、エネルギー価格のさらなる上昇が前提になり、利上げを見送るシナリオでは、ブレント原油先物価格(12月限)の1バレル当たり75ドル以下への下落などのエネルギー価格の一段の下落が前提になると見られます。ただし、中銀預金金利が2.50%を超える水準に引き上げられた場合には、迅速な利下げを求める圧力が生じうる点には留意が必要です。

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 4 月 10 日

ECB が提示した見通しを見る限り、ドイツ 10 年国債利回りが 2 月のボトムである 2.65% 近辺に

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 6 月	26 年 9 月	26 年 12 月	27 年 3 月
市場価格による変動 (bps)		30	55	60	65
ロベコ加重平均予想 (bps)		25	35	35	25
ロベコ中心シナリオ (bps)		25	25	25	25
ECB 預金金利の中心シナリオ (%)		2.25	2.25	2.25	2.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026 年 4 月 10 日

戻ることは難しいと考えられます。最近、3.00%の水準を超えたことで、3.10%超のテクニカルなサポートは 2011 年に達した 3.30% 近辺にあると見られます。大幅な売りの反動から、一定程度のリバウンドの余地はあるとみられるものの、利回りの低下余地は限定的であり、2.8% を大きく下回る可能性は低いと見ています。

中立金利を超える領域で利上げバイアスが生じれば、イールドカーブの形状に重要な示唆を与え、フラットニングのトレンドが見込まれます。もともと、特に超長期ゾーンでは、短期的にステイプニングの流れに戻る余地も残ります。

## 中国人民銀行(PBoC): 様子見の姿勢

- 中国人民銀行は的を絞った支援策を継続
- 一方で追加的な公開市場操作/預金準備率引き下げには消極的
- 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

### 主要な政策金利に関しては様子見姿勢を維持

年初来、中国人民銀行は構造的金融政策ツールの金利を引き下げ一方で、主要な政策金利である7日物リバース・レポ金利については利下げを見送っています。前回のセントラル・バンク・ウォッチャーにおいて指摘したように、その背景には、おそらく民間銀行の純金利マージンへの配慮と、米ドルに対する一定の人民元高を持続させようとする狙いがあると考えられます。

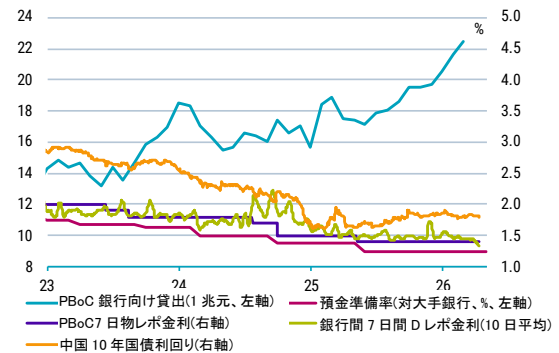
直近では、第1四半期の経済活動を示す指標が予想を上振れしたことと、中東情勢に起因するインフレ圧力の再燃を背景に、主要な政策金利の引き下げに対する慎重な姿勢が強まった可能性が高いと考えられます。実際のところ、3月31日に公表された第1四半期の金融政策委員会の声明文では、精緻に調整され、的を絞った緩和措置を選好する姿勢が再確認されています。

もっとも、ロベコでは主要な政策金利や預金準備率(RRR)の年内の引き下げが選択肢から外れるわけではないと考えます。内需とインフレ圧力は依然として脆弱であり、また、住宅市場の持続的な回復の兆しは確認されていません。加えて、ここ数カ月は、銀行に対する流動性の供給が非常に潤沢で、複数の短期金融市場の金利が主要な政策金利以下の水準で取引されています。

経済成長見通しに関しては、ここ数四半期にわたり、主に輸出に依存する状況が続いています。ロベコでは、足元でマネーサプライ(M2)の伸びが改善しているため、年内に国内の景気循環のモメンタムが持ち直しにつながるという見方を変えていません。そのような展開となれば、第2～3四半期の中心シナリオとして想定している預金準備率の引き下げや10bpの利下げの他に、追加緩和の必要性がなくなることも考えられます。

全般に、ロベコの政策金利見通しは、現在の市場予想よりも引き続きハト派寄りです(以下の表3参照)。

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4月11日

### 利回りの上昇余地は依然抑制される

中国10年国債利回りは、年初から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月に1.90%に達しました。ただし、2月以降は、1.80%近辺を中心とする非常に狭いレンジでの取引が続く、中国人民銀行による国債買い入れを通じた実質的なイールドカーブ・コントロールと、継続的な流動性供給の効果を反映する展開となっています。

短期ゾーンの利回りが主要な政策金利を下回る水準で推移しているため、2年/10年のカーブは、2024年後半以降で最もスティーブな水準となっています。

中国10年国債については、アンダーウェイト推奨を据え置きます。その一方で、利回りが1.90%に近づく展開となれば、長期年限の中国国債に対するスタンスを前向きな方向に修正し、アンダーウェイトを縮小する方針です。この方針は、中国経済が循環的に改善する可能性がある一方で、構造的な成長見通しは低調にとどまるという、ロベコの見方を反映するものです。加えて、中国人民銀行は前述の政策を通じて、10年国債利回りの上振れリスクを今後も抑制す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6月	26年9月	26年12月	27年3月
先物が示唆する変化 (bps)		-1	0	2	2
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	1.30

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026年4月11日

### 日本銀行: 利上げの方向性は変わらず

- 新たに公表された消費者物価のコア指標は、物価上昇のモメンタムを確認
- 景気は過熱気味
- ターミナル・レート(政策金利の着地点)は切り上がる見通し

#### 当面は静観の構え

日銀は3月の金融政策決定会合において、予想通り政策金利の据え置きを決定しました。声明文では、中東情勢の影響について何力所か言及されたほか、消費者物価が「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するとの見通しが維持されました。植田総裁は記者会見において、会合ではインフレの上振れリスクに重点を置く委員が多かったと補足しています。また、日銀は自然利子率(中立金利)の推計結果を更新し、推計レンジの下限を10bp切り上げました。さらに、政府補助金など各種制度変更に起因する「特殊要因」を除く、新しい消費者物価のコア指標を公表しました。これによると、日銀が選好する消費者物価のコア指標(除く生鮮食品・エネルギー)は、「特殊要因」を除外した場合、過去4年間にわたり2%を上回っていたことが示されました。

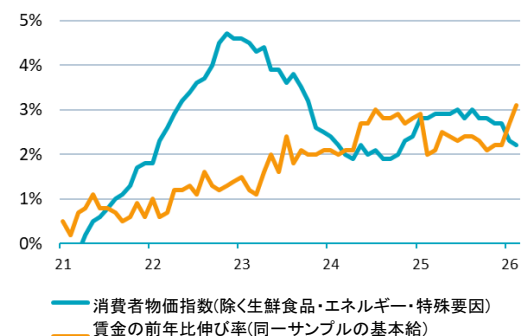
#### インフレ・ショックに対して脆弱な環境

日本は原油の約90%を中東からの輸入に依存する一方で、需要の約230日分に相当する世界最大規模の戦略備蓄を有しています。政府は、原油価格の上昇が及ぼす消費者への影響を緩和するため、補助金の支給を速やかに決定しました。しかしながら、今回のエネルギー価格の急激な上昇は、経済環境が2022年当時の米国やユーロ圏と酷似しているという点で、日本にとっては好ましくない局面で生じたと考えます。日本の労働市場は逼迫気味であり、賃金の伸び率が3%の水準で推移する中、日銀短観の業況判断指数は35年間で最も強い水準を示しています。加えて、市場金利が上昇しているにもかかわらず、

企業の間では、金融環境が比較的緩やかであるとの見方が示されています。

ロベコでは、日銀は今後数四半期にわたって政策金利を引き上げると予想しています。仮に4月に利上げが実施される場合、4月の決定会合が政策変更の場になることを示唆するリーク情報が、今後数週間のうちに確認される可能性が高いと見込んでいます。一方、4月の利上げが見送られる場合、市場では6月の利上げを織り込む動きが強まると予想されます。その場合、政策当局の立場では、経済への影響を評価するうえで1カ月分の追加データを参照する余裕が生じ、4月のCPIの内容を考慮することも可能になります。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。ロベコでは、中東情勢に起因する不確実性の高まりを踏まえて、日銀の政策に関してテールリスク・シナリオの比重を高めています。その先を展望すると、2年後には政策金利がいくぶん抑制的な水準に向かうと予想しています。足元で、市場では1.95%の水準が織り込まれていますが、中立金利の推計レンジの上限に相当する2.25%を上回ると予想しています。

グラフ 5 - 物価と賃金の伸びは堅調



出所: ブルームバーグ、ロベコ、2026年4月11日

### デュレーション・アンダーウェイトに確信を強める 一方、イールドカーブのポジションはトーンダウン

日本国債のイールドカーブの形状は、日銀の利上げのスピードに左右される見通しです。ロベコでは、テールリスク・シナリオの比重を高めたうえ

表 4 - 日銀に対する市場予想とロベコの見解

政策金利(%)	0.75	26年6月	26年9月	26年12月	27年3月
OIS が示す変化(ベースポイント)		19	35	52	67
ロベコの確率加重予想(ベースポイント)		24	34	60	70
ロベコの中心シナリオ(ベースポイント)		25	25	50	75
基本シナリオにおける政策金利(%)		1.00	1.00	1.25	1.50

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026年4月13日

で、フラットナーのポジションを手仕舞うとともに、デュレーションのショート・ポジションを積み増しました。また、円金利の動向には、世界的な金利の動きに対して出遅れ感が見られます。

## 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 資産運用業協会