

金融政策の新たな展開

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB): 新議長は就任早々から始動
- ・ 欧州中央銀行 (ECB): 政策対応に乗り出す
- ・ 中国人民銀行 (PBoC): 段階的な政策対応
- ・ 日本銀行: 大台「1.0%」に到達

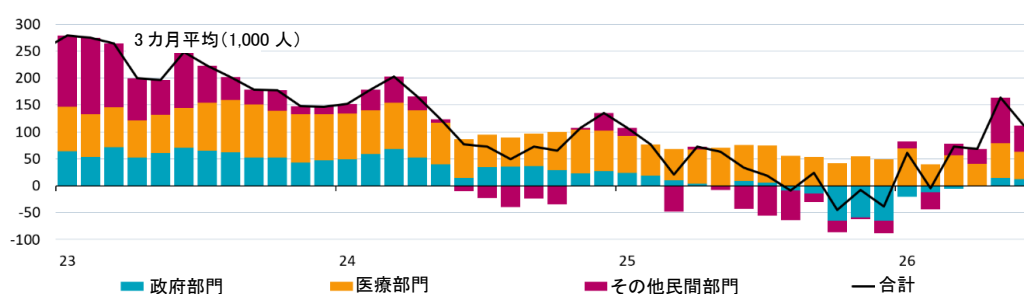
ケビン・ウォーシュ氏が米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長に就任しました。就任後初の連邦公開市場委員会 (FOMC) では、政策声明文の長さが半分程度に短縮され、フォワードガイダンスに関する記述が削除されるなど、FRB のコミュニケーションの手法に対する新議長の影響が浮き彫りとなりました。また、労働市場の改善を受けて、現行の政策金利が(仮に抑制的であったとして)実質的にどの程度抑制的なのかという疑問が浮上するなど、議長をはじめとする FRB 執行部は新たな課題に直面しています。

欧州では、ECB の政策理事会は現行の政策金利が十分抑制的ではないとの判断から、政策スタンスの転換に踏み切り、利上げを決定しました。これは、エネルギー価格上昇に起因するインフレ圧力の拡大抑制を意図した措置であり、足元のエネルギー価格の下落は、ECB の政策担当者にとって支援材料になると考えられます。その結果、追加的な引き締め之余地は限定的になった可能性が高いと見込まれます。

中国でも金融政策に新たな展開が見られ、中国人民銀行は長年の主要な政策手段である「7 日物リバース・レポ」に加えて、「翌日物リバース・レポ」を実施しました。ロベコでは、内需の伸び悩みを踏まえて、今後もステルス緩和の方針が維持されると引き続き予想しています。

日本では、日銀は数十年続いたデフレ環境から完全に脱却したという確信を強め、政策金利を 1.0% に引き上げました。もともと、金融環境は依然として緩和的と見られ、経済成長も底堅く推移しています。

グラフ 1 - 米国非農業部門雇用者数の前月比増減



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2026 年 7 月 6 日現在。

セントラル・バンク・ウォッチャー 2026 年 7 月

機関投資家向け資料



Philip McNicholas
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

米連邦準備制度理事会(FRB): 新議長は就任早々から始動

- 年内の利上げを巡り FOMC 内部の意見が分かれる
- FRB は政策金利を据え置見通し
- 労働市場は安定化の方向に

据え置き期間の長期化を予想

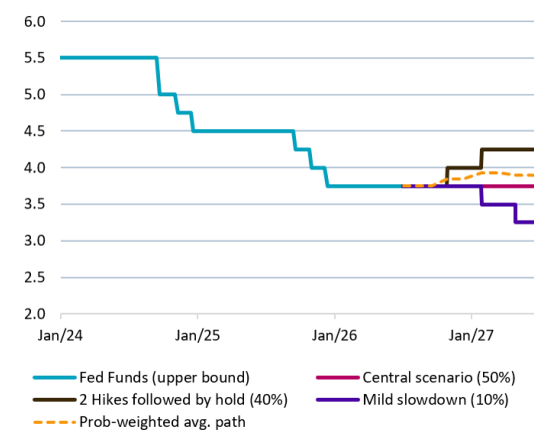
ケビン・ウォーシュ FRB 新議長は就任後初の FOMC において、コミュニケーションの手法に注目すべき変更を加えました。その結果、政策の方向性に関するガイダンスを幅広く発信することに対して、慎重な姿勢が明らかになりました。このような姿勢を反映する形で、政策声明文の長さは半分程度に短縮され、フォワードガイダンスに関する記述も削除されています。また、発信されたメッセージは、大方の予想よりもタカ派的な内容でした。最新の経済見通し(SEP)では、半数の FOMC メンバーが年末までの利上げ見通しを示すなど、見解の変化が確認されています。また、ウォーシュ議長が自らの予測の提示を棄権することによって、現行の SEP の枠組みに対し疑問を呈したことは、注目に値します。

ウォーシュ議長は記者会見において、FOMC の主要な目標が物価安定の実現であることを繰り返し強調するなど、タカ派寄りの姿勢を打ち出しました。また、政策金利の経路に関するガイダンスを示すことについても、否定的な姿勢を明確に示しました。こうした対応は、政治からの独立性に関する観測を後退させる効果をもたらしている可能性があります。また、FRB の政策運営改革の検討を目的に設置される、5 つの作業部会の概要を示しました。各作業部会は、FRB のコミュニケーション戦略から政策判断に用いるデータの選択まで、幅広いテーマについて検討することになります。

一方、エネルギー価格の下落を受けて、FOMC メンバーは当面様子見を続けることへの確信を強めたと見られます。実際、6 月の FOMC 後に発信されたメッセージの大半は、これを裏付ける内容となっています。また、6 月の労働市場関連の指標において、雇用の伸びが過去数カ月から減速している状況が示されるなど、政策対応を求める圧力は和らぎつつあります。失業率が低下する一方で、労働参加率も大幅に低下するなど、一部の労働者において就職への意欲が低下している可能性がうかがえます。

ロベコのベースケースでは、FRB は原油価格ショックの波及的影響を見極めるため、当面は様子見を続けると予想しています。引き続き、インフレのリスクは上振れ方向に明確に傾斜していると考えています。主要なリスク要因としては、労働需要の持ち直し、原油高の再燃、インフレ圧力のサービス関連分野への広がりが挙げられます。リスクが顕在化した場合には、9 月に 25bp の利上げが決定され、場合によっては 12 月にも追加利上げが実施された後、政策金利は据え置きで推移すると予想しています。

グラフ 2 - FRB の 2027 年第 2 四半期までの 3 つのシナリオ (%)



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2026 年 7 月 6 日現在。

短期ゾーンに一定の投資妙味

現在、市場では、年末までに 25bp の利上げが少なくとも 1 回実施される見通しが織り込まれています。このためロベコでは、総合的に見て、米ドル金利の短期ゾーンには一定の投資妙味が存在し、デュレーションの小幅なオーバーウェイトが妥当であると考えています。FOMC メンバーの半数が据え置きを主張したのは、原油価格が 1 バレル=80 ドルを超えるタイミングであり、足元で同 70 ドルまで下落している点は注目に値します。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、米国債への需要に与える影響を念頭に、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。ただし、イールドカーブの長期ゾーンに関しては、財政リスクが依然として大きな下押し要因であり、長期債の割安感は限定されています。

表 1 - FRB に関する市場予想とロベコの予想

FF 金利(%、上限)	3.75	26 年 9 月	26 年 12 月	27 年 3 月	27 年 6 月
FF 先物による変化(bps)		17	29	34	34
ロベコ加重平均予想(bps)		0	10	18	15
ロベコ中心シナリオ(bps)		0	0	0	0
FF 金利の中心シナリオ(%、上限)		3.75	3.75	3.75	3.75

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026 年 7 月 6 日

欧州中央銀行(ECB): 政策対応に乗り出す

- ECB はコアインフレ率の上昇を予想するスタッフ見通しをもとに利上げを決定
- エネルギー価格はネガティブ・シナリオから離れつつある
- イールドカーブはフラットニングした後、安定局面に入る

ECB は二次的影響の抑制に向け利上げを決定

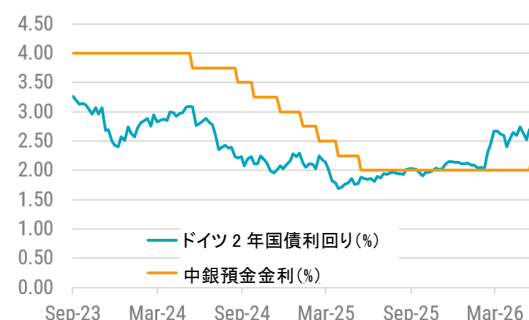
ECB は 6 月 10~11 日に開催した政策理事会において、エネルギー価格高騰に起因するインフレ上昇リスクへの対応として、25bp の利上げを決定し、中銀預金金利を 2.25%としました。ECB のスタッフ見通しでは、インフレ圧力がエネルギー以外の分野にも広がる可能性が指摘され、ベースケースでは 2026 年と 27 年のコアインフレ率がいずれも 2.5%と見込まれています。今回の利上げの目的は、そうした二次的影響を抑制し、中期的なインフレ期待を政策目標の水準(2%)近辺に保つこととされています。

その後、状況は大きく変わりました。ホルムズ海峡の封鎖解除を受けて、ブレント原油スポット価格は 1 バレルあたり 20 ドル下落しています。また、おそらくそれ以上に重要な点として、ECB のスタッフ見通しでは、エネルギー価格の「悪化」シナリオと「深刻化」シナリオのリスクが大幅に後退する一方で、新たに提示された「穏健」シナリオの公算が強まっていることが挙げられます。こうした動きが、ECB の政策に関するロベコの予想に影響することは言うまでもありません。

ロベコでは、年内に最大 1 回の追加利上げ(25bp)を予想しています。7 月 22~23 日に開催予定の理事会では、政策金利は据え置かれると予想しています。一方、9 月の 25bp の利上げは現実的なリスクとして残りますが、確定的というわけではなく、回避の可否は今後数カ月のエネルギー価格の動向に大きく左右されると考えられます。市場では 12 月までの利上げがほぼ確実視されているものの、ロベコの見方は異なります。

ECB の政策担当者は、ユーロ圏経済は小幅な金利上昇であれば、その影響を吸収できると判断しています。これは、ポルトガルのシントラで開催された ECB フォーラムの開会挨拶における、ラガルド総裁の発言のメッセージだった可能性があります。同総裁は、2027 年に 1.2%の経済成長を予測する ECB スタッフ予想の内容に言及するなど、ユーロ圏経済の底堅さについてかなり前向きな姿勢を示しました。もっとも、ロベコはこの見方を過度に楽観的であると考えています。今年度については、国内総生産(GDP)比 0.5%程度の財政効果が期待されるものの、来年度に入ると効果は剥落し、その一方で、サプライチェーンや貿易に関する不確実性の高まりや家計所得の伸び悩みが、引き続き経済成長見通しの下押し要因となります。ロベコの見解では、インフレ圧力の再燃を抑制するには小幅な引き締めで十分であり、中銀預金金利が 2.5%を超える水準に達した場合、ユーロ圏経済が持ちこたえられるかどうかは確信が持てません。

グラフ 3 - ドイツ 2 年国債利回りの中銀預金金利(%)



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2026 年 7 月 1 日現在。

これは必ずしもタカ派的な政策の見通しではありませんが、それでもなお、今年 2 月の金利水準に戻るには高いハードルが存在する可能性を示唆しています。ここ最近、ドイツの国債市場では買いが優勢となり、利回りはエネルギー価格の下落と連動する形で推移しています。10 年債利

回りは 2.85% 近辺まで低下したため、さらなる低下余地は限定的と見られます。利下げの見通しが議論されていた今年 2 月でさえも、10 年国債利回りの下限は 2.65% 近辺でした。

中銀預金金利はレンジの動きにとどまる可能性が高く、ユーロのイールドカーブの変動余地は限定的になると予想しています。そのような中でも、ここ数カ月的大幅なフラットニングの動きを踏まえた 2 年/5 年のスティープナーなど、相対価値に着目した投資機会が見受けられます。

表 2 - ECB に関する市場予想とロベコの予想

ECB 預金ファシリティ金利 (%)	2.25	26 年 9 月	26 年 12 月	27 年 3 月	27 年 6 月
市場価格による変動 (bps)		16	23	26	27
ロベコ加重平均予想 (bps)		15	15	15	15
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 (%)		2.50	2.50	2.50	2.50

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026 年 7 月 6 日

中国人民銀行(PBoC): 段階的な政策対応

- 経済活動関連のデータは個人消費の伸び悩みを示唆
- 中国人民銀行は新しい政策手段を投入、緩和バイアスを示す
- 長期年限の中国国債に投資妙味

引き続き金融政策が唯一の選択肢

中国では、最近の経済活動関連のデータにおいて、国内経済の低迷が続いているという認識が一段と強まっています。その状況は、過去最大の貿易黒字という形でも表れています。小売売上高が、パンデミック期のロックダウン実施以降で初めて減少に転じたことは、注目に値します。過去の財政刺激策に伴うベース効果が影響している可能性はあるものの、国内経済の減速を示す動きとしても捉えられます。加えて、貸し出しの伸びが鈍化傾向を示す中で、国内の銀行システムにおいて預金残高の伸びが比較的底堅く推移していることから、厳しい状況がうかがえます。

中国の政策担当者は、個人消費に重点を置いた大規模かつ長期的な財政刺激策の実施には消極的であり、断片的な対応が続くことで、名目成長の停滞が長期化する可能性が高いと見込まれます。

結果的に、経済成長の下支えにおいて、今後も中国人民銀行が担う役割は大きいと考えられます。直近の動きとしては、市場流動性の適切な管理と短期金利の安定化を目的に、公開市場操作の一環として「翌日物リバース・レポ」が実施されています。翌日物の資金供給は重要な政策手段になると予想されるものの、実質的な政策金利として、翌日物リバース・レポ金利が7日物リバース・レポ金利に取って代わる可能性は低いと見込まれます。

とはいえ、翌日物の資金供給の新たな導入は、金融緩和の明確なシグナルと受け止められています。初回のオペは、月末、四半期末、半期末の2日前に当たる6月29日に実施され、レポ金利は1.25%に設定されました。流動性が逼迫しやすい時期でありながら、コンセンサス予想を下回る水準に設定されたため、7日物の金利が1.40%に据え置かれたにもかかわらず、実質的な利下げとして受け止められる結果となりました。今回の措置は、中国人民銀行が今後6カ月以内に

10bpの追加利下げを実施するというロベコの見方とも整合的です。

グラフ4- 預金残高の動向は流動性の緩和に寄与



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2026年7月6日現在。

長期ゾーンに投資妙味を見出す

中国10年国債利回りは、株式市場が強気転換する中でも、年初からの終わりの見えないような緩やかな低下基調が続き、6月末時点では1.70%の水準が視野に入りつつあります。この動きは、低迷する名目成長見通しの改善や米国・イラン戦争の深刻な影響への対応を企図する、中国人民銀行の継続的な流動性支援策と実質的なイールドカーブ・コントロールの効果によって、支えられています。

短期ゾーンでは、利回りの緩やかな低下の流れが続き、7日物リバース・レポ金利の水準を明確に下回る展開となっています。その一方で、利回りの低下圧力は10年ゾーンにまで波及しているため、3月以降、2年/10年のスプレッドは比較的安定した動きが続いています。

また、ロベコでは、10年超の国債に対する選好を強め、20年債と30年債のアンダーウェイトを解消しています。5年/30年や10年/30年のスプレッドは、過去最大の水準に近づいています(2020年のパンデミック期に見られた極端な動きを除く)。世界的な原油価格の急落、国内において個人消費が伸び悩む兆し、コアインフレ率の勢いが弱いことを踏まえると、イールドカーブのステイプな形状は正当化しにくいと考えられます。このため、10年ゾーンのアンダーウェイトを据え置く一方で、10年超の国債と5年のNDIRS(ノンデリバブル金利スワップ)には相対的な魅力があると判断しています。

表 3 - 中国人民銀行に関する市場予想とロベコの予想

人民銀7日物リバース・レボ金利 (%)	1.40	26 年 9 月	26 年 12 月	27 年 3 月	27 年 6 月
先物が示唆する変化 (bps)		-2	-4	-7	-7
ロベコの加重予想シナリオ (bps)		-10	-10	-11	-14
ロベコの中心シナリオ (bps)		-10	-10	-10	-10
人民銀7日物リバース・レボ金利の中心シナリオ (%)		1.30	1.30	1.30	1.30

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026 年 7 月 6 日

日本銀行: 大台「1.0%」に到達

- 日銀は政策金利を 1.0%に引き上げる一方、量的引き締め(QT)路線を継続
- 円安が進む中で景気は底堅く推移
- 高市政権は長期成長戦略を公表

大台「1.0%」に到達

日銀は 25bp の利上げを決定し、政策金利を新たな節目となる 1.0%へ引き上げました。これは 1995 年以降、初めてとなる水準です。また、長期国債の買入れ計画についても検討を行い、2027 年 4 月以降は月間 2.1 兆円程度(月間約 130 億ドル、通年ペースで GDP の 3.6%程度に相当)の買入れを、期限を定めず続ける方針を決定しました。これにより、長期ゾーンの国債に対する下支え効果がやや強まると考えられます。もっとも、現時点ではバランスシートのランオフ率(自然縮小ペース)が依然として高い水準にあるため、今後数年間は、ペースはやや鈍化するものの、バランスシートの縮小が続く点には留意が必要です。

好景気が続く

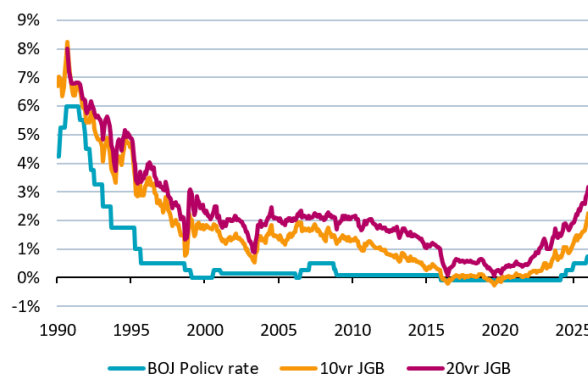
最新の日銀短観(全国企業短期経済観測調査、四半期ごとに実施)では、業況判断の改善、利益率の持続的な改善、インフレ期待の上昇、労働市場の大幅な逼迫といった、前回調査までの傾向がいずれも維持される結果となりました。高市政権は最近、潜在成長率の向上と経済の強靱化を狙いとする、官民投資ロードマップを公表していますが、これは具体的な計画というよりも、経済戦略に対する政府の積極的な姿勢の表れであると、ロベコでは考えています。

成長戦略の中で、財政収支と政府債務残高の対 GDP 比の見通しが示されたことは、注目に値します。その一方で、政府が直面する課題の大きさが浮き彫りとなり、プライマリーバランスが黒字化し、潜在成長率が 0.9%まで改善するシナリオにおいても、政府債務残高の対 GDP 比は 2040 年まで 170%を下回らないと試算されていま

す。また、政府は選挙公約を実現し、食品消費税を 8%から 1%に引き下げる意向であり、財政目標の達成に向けた道筋が、さらに陰しくなる可能性が高いと考えられます。

一方、ここ数週間、日銀の政策金利に対する市場の見方に変化は見られず、年内に 1 回の追加利上げ(25bp)が織り込まれています。ロベコの見解も同じであり、中心シナリオとして、中立金利の推計レンジ上限に相当する 2.25%に達するまでは、年 2 回のペースでの段階的な利上げが続けられると予想しています。このペースであれば、政策担当者は金利が抑制的になる時期を継続的に評価するための時間的余裕を確保でき、日本経済はリフレ的な軌道を維持すると見られます。見通しに対するリスクとしては、現状から大幅な円安が進む場合や、物価が大幅に上振れる場合に、利上げのペースが加速する可能性が想定されます。

グラフ 5 - 日本国債利回りの上昇が続く



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2026 年 7 月 6 日現在。

スティーピング圧力の再燃

日銀の極めて緩やかな対応や、財政状況が緩和方向に向かう可能性を背景に、長期ゾーンの国債利回りに対する上昇圧力が再び強まっています。高い水準に達した政府債務残高に対する

明快かつ迅速な解決策は存在しないため、この傾向は持続する可能性が高いと考えられます。長期ゾーンの利回りが一定の水準に達した場合、国内投資家が国内債券への配分を拡大する

動きが相応に強まると見られ、その場合、円安のペースが鈍化する可能性があります。もっとも、当面の間は、長期ゾーンの利回りは上昇しやすい地合いにあると考えられます。

表 4 - 日銀に関する市場予想とロベコの予想

政策金利(%)	1.00	26 年 9 月	26 年 12 月	27 年 3 月	27 年 6 月
OIS が示す変化(ベースポイント)		6	23	36	50
ロベコの確率加重予想(ベースポイント)		4	26	40	55
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(%)		1.00	1.25	1.25	1.50

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026 年 7 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 資産運用業協会