

セントラル・バンク・ウォッチャー

政策金利のピークが視野に

- 米連邦準備制度理事会（FRB）: 強硬なレトリック、慎重な行動
- 欧州中央銀行（ECB）: エネルギーとフランス関連のリスクを見極める局面
- 中国人民銀行（PBoC）: ステルス緩和を実施
- 日本銀行: 利上げペースが加速

10 月時点で政策金利を現状維持とした米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行はいずれも、12 月の会合において追加利上げに踏み切ると見込まれています。**今回のセントラル・バンク・ウォッチャーでは、年末が近づく中で、12 月以降の金融政策のシナリオについて、先行してご紹介します。**

ロベコの中心シナリオでは、FRB と ECB は 2027 年第 1 四半期に少なくとも 1 回の追加利上げを実施し、その後、政策金利は（一時的な）ピークを迎えると予想しています。このシナリオの前提として、中東紛争の長期化を背景にエネルギー価格は高値圏で推移し、紛争が再び激化するリスクも残存すると予想しています。一方、**日銀の政策金利がピークに達するのは、さらに先になる見通しです。**米国とユーロ圏において、場合によって 12 月の利上げ後に、政策金利が予想より早くピークを迎える可能性は否定できません。ただし、そのためには、株式市場、クレジット市場において大規模なリスクオフの動きが幅広く広がることが条件になる可能性が高いと見ています。FRB と ECB はいずれも、金融環境の動向を幅広く注視する姿勢を強めていると見られます（以下のグラフ参照）。

債券利回りの再度の急上昇や、AI 関連銘柄のローテーションにとどまらない株式市場の急落など、金融環境が急激に引き締まる展開となれば、中央銀行による金融引き締めの一部が代替される可能性があります。ECB にとっては、フランス国債市場の環境がさらに劇的に悪化すれば、それだけで利上げの中断を正当化する理由になる可能性があります。一方、中国では、**中国人民銀行が最近、主要政策金利を移行する形でステルス緩和を実施**したことで、この先、様子見姿勢が長期化する方向性がうかがえます。これに対して、日本では、インフレが上昇基調にあり、金融環境も緩和的であることから、日銀にはなお取り組むべき課題が残されています。

セントラル・バンク・ウォッチャー2026 年 11 月

機関投資家向け資料



Martin van Vliet
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙ・ﾏｸﾛ・ｽﾄﾗﾃｼﾞｽﾄ

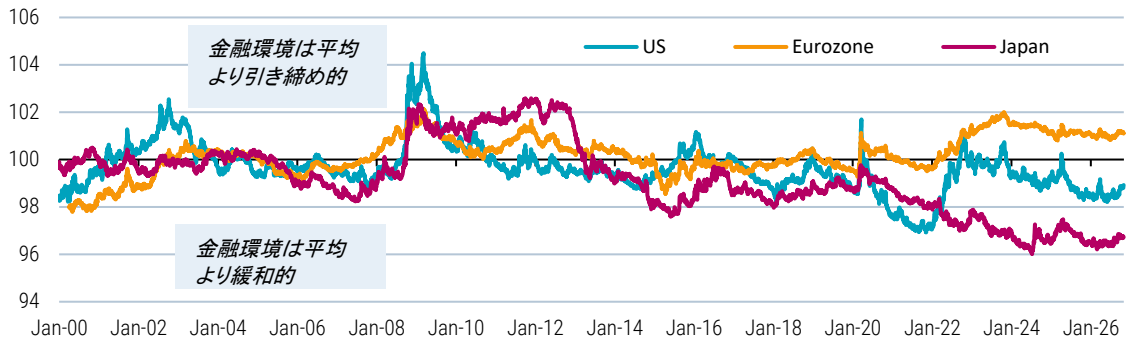


Rikkert Scholten
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙ・ﾏｸﾛ・ｽﾄﾗﾃｼﾞｽﾄ



Rogier Hoogeveen
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙ・ﾏｸﾛ・ｽﾄﾗﾃｼﾞｽﾄ

グラフ 1 – ゴールドマンサックス金融環境指数*



出所: ブルームバーグ、ロベコ、ゴールドマンサックス。2026 年 11 月 2 日。*100＝各国・地域の長期平均。

米連邦準備制度理事会(FRB): 強硬なレトリック、慎重な行動

- 強硬なレトリックの一方で、追加利上げには慎重な構え
- 市場では 50bp の追加利上げ後の横ばい推移が予想される
- ロベコは市場の短期見通しに同意する一方、中長期見通しには懐疑的

慎重な政策運営

FRB は 9 月の連邦公開市場委員会(FOMC)で 25bp の利上げを決定した後、10 月の FOMC では、フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標レンジを大方の予想どおり 3.75～4.00%に据え置きました。FRB のクック理事とクリーブランド連銀のハマック総裁は、25bp の追加利上げが適切と判断して反対票を投じました。中間選挙直前のタイミングで、追加利上げを実施することに問題はないとの判断だったことは明らかです。

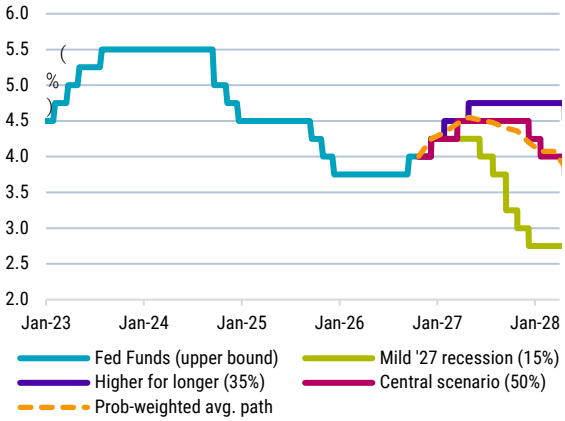
政策声明文に対する変更は、限定的にとどまりました。米国経済は「力強いペースで」拡大を続ける一方、インフレは「高止まりしている」と評価されました。声明文の最後の部分における、「さらなる情報の蓄積が、インフレを適切な時期に 2%目標へ戻すために必要な政策スタンスを判断する上で役立つ(原文の一部抜粋)」との記述は、12 月に引き締めを再開する可能性を示唆する遠回しなシグナルであると、ロベコでは解釈しています。

ケビン・ウォーシュ議長は FOMC 後の記者会見において、フォワードガイダンスを最小限にとどめるという従来の方針を堅持しました。その一方で、一部の企業や家計を取り巻く資金調達・クレジットの環境が、逼迫し始めているとの見方を強調することで、12 月の利上げを示唆する声明文の論調を弱める、ハト派的な姿勢を示しました。その結果、市場における 2027 年の利上げ見通しは、後退することとなりました。なお、2027 年の金融政策決定会合は、通常の 8 回ではなく 7 回開催される予定です。

ロベコの中心シナリオでは、エネルギー価格とインフレ率が来年にかけて高止まりすることを前提に、FRB は今年 12 月の利上げに加えて、2027 年第 1 四半期に 25bp の追加利上げを実施すると予想しています。その場合、2025 年下期に行われた 3 回の利下げが、すべて巻き戻されることになります。また、今後 6 カ月間に 50bp 以上の利上げが実施される方向にリスクが傾斜しているとの市場の見方には同意する一方、その先については、市場が織り込む金利の長期的な高止まりシナリオには否定的です。実際、中心シナリオとして、インフレ・リスクが後退し、経済成長の下振れリスクが再燃する中で、2027 年末から 2028 年初頭にかけて、金融緩和が再開されるシナリオを想定しています。

グラフ 2 では、ロベコの FF 金利の中心シナリオに加えて、2 つの代替シナリオと、それぞれの発生確率を示しています。3 つのシナリオを確率加重した平均値は、2027 年下期以降、市場の織り込みを下回る水準となっています(表 1 参照)。

グラフ 2 – FRB の 2028 年第 1 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 10 月 30 日現在。

ピークはまだ先か

歴史的に、米国 10 年国債利回りがピークに達するのは、FRB の引き締めサイクルにおける最後から 2 番目の利上げ前後になる傾向が見られます。また、マネーサプライ（M2）の伸び（現在、前年比＋5.7%）が十分減速するまで、FRB は利上げを停止しない傾向も確認されているものの、近い将来にそのような減速は見込まれていません。このため、ロベコでは現在、10 年国債利回りはまだピークを迎えておらず、イールドカーブは足元で再びスティープニングしているものの、今後はフラットニングが進むと想定しています。仮にこの想定に反して、12 月の利上げが最後となる場合、その背景にはリスク資産価格の急速な下落がある可能性が高く、ロベコが想定する 2027 年の緩やかな景気後退シナリオ（確率 15%）が視野に入ることになります。

表 1 – FRB の織り込み済み予想とロベコの予想

FF 金利（%、上限）	4.00	26 年 12 月	27 年 3 月	27 年 6 月	27 年 9 月
FF 先物による変化（bp）		18	38	52	55
ロベコの確率加重予想（bp）		23	46	51	40
ロベコの中心シナリオ（bp）		25	50	50	50
中心シナリオにおける FF 金利（%、上限）		4.25	4.50	4.50	4.50

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026 年 10 月 30 日

欧州中央銀行(ECB): エネルギーとフランス関連のリスクを見極める局面

- 今回は政策金利の据え置きを決定
- エネルギー価格動向が依然としてインフレのリスク要因
- フランス国債スプレッドの拡大が懸念材料に

12 月の利上げに含みを持たせる

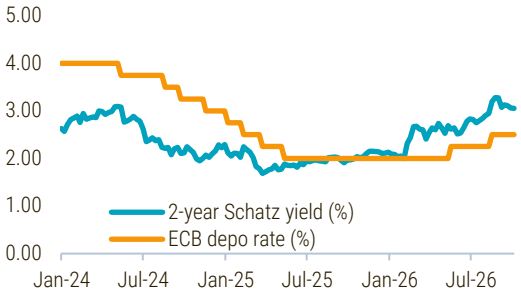
ECB は 10 月の政策理事会において、市場の予想どおり政策金利の据え置きを決定しました。理事会後の記者会見では、来年 2 月に予定されるラガルド総裁の早期退任について質問が提示される一方で、今回の理事会では、エネルギー価格の上昇と金融環境の引き締まりが中心的なテーマとなりました。

エネルギー価格の上昇が(エネルギー以外の)消費者物価に及ぼす影響は、現時点では緩やかかつ「間接的」なものにとどまります。また、賃金上昇を通じた「副次的」な影響も依然として限定的ですが、中央銀行にとってはわずかな安心材料にすぎません。エネルギー価格が高止まりした場合、時間の経過とともに、影響が物価全般に波及する可能性が高まります。債券市場が落ち着いた環境であれば、こうした懸念だけで、金融引き締めを判断するのに十分だったでしょう。しかしながら、足元の市場環境は、平穏とはほど遠い状況にあります。ここ最近、フランス国債の対ドイツ国債スプレッドは、予算交渉と来年予定される大統領選挙を巡る懸念を背景に、急速に拡大しています。また、フランス国債の値動きは格付け低位のユーロ圏国債にも波及するようになり、イタリア 10 年国債利回りは、7 月初旬の水準を 100bp 近く上回る 4.5%近辺まで上昇しています。金融環境の逼迫を受けて、追加的な金融引き締めを行う緊急性は低下しています。

とはいえ、エネルギー価格の上昇は無視できる動きではありません。ブレント原油価格は 3 月初旬の高値まで戻り、精製マージンも大幅に拡大しています。また、TTF 天然ガス価格は、当初 3 月に達したピークから 70%上昇しています。ここ最近、ECB スタッフのエネルギー価格シナリオが議論される機会は多くありませんが、価格はすでに「ネガティブ」シナリオを上回るようになり、ECB の政策を考える上で、ロベコの見方にも重要な示唆を与えます。

インフレ率は 2%の政策目標からさらに遠のく見通しであり、年末までに消費者物価指数(HICP)が 4%に達するシナリオも現実味を帯びています。このため、ロベコの中心シナリオでは、12 月の 25bp の利上げを予想しています。また、来年 3 月にも、25bp の追加利上げが実施される可能性が高いと見ています。

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 10 月 30 日現在。

ECB が実際に利上げできるかどうかは、フランスの動向にも左右されると考えられます。フランス国債のスプレッドがさらに大幅に拡大し、その影響が他の市場にも波及するようになれば、追加利上げが見送られる展開も想定されます。ECB が追加的な政策措置を講じなくても、金融環境は実質的に引き締まることになるでしょう。一方、財政支出による景気押し上げ効果が顕在化しているため、現時点で経済成長はそれほど大きな懸念ではなく、一時的な金利上昇は許容される可能性があります。もっとも、中銀預金金利が長期にわたり 2.5%を超える水準で推移した場合、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。こうした状況を踏まえ、イールドカーブのフラットニングが進むと予想しています。

ラガルド総裁は質問に対する回答として、債券市場が無秩序な動きを示した場合に選択肢となる政策手段として、「伝達保護措置(TPI)」に言及したものの、その利用可能性については明言を避けています。TPI の利用が視野に入るには、国債スプレッドがさらに大幅に拡大する必要があると考えられます。

表 2 – ECB の織り込み済み予想とロベコの予想

ECB 預金ファシリティー金利(%)	2.50	26 年 12 月	27 年 3 月	27 年 6 月	27 年 9 月
市場の織り込み変化幅(bp)		21	42	57	66
ロベコの確率加重予想(bp)		20	40	40	40
ロベコの中心シナリオ(bp)		25	50	50	50
中心シナリオにおける ECB 預金金利(%)		2.75	3.00	3.00	3.00

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026 年 10 月 30 日

中国人民銀行(PBoC): ステルス緩和を実施

- 主要政策金利を翌日物に移行しつつ…
- …すでにステルス緩和を実施
- 利回りは過去最低の水準に接近、さらなる低下余地は限定的

新たな主要政策金利を選択する意向

年初来、中国人民銀行は、構造的流動性供給ファシリティの金利引き下げや、金利コリドー幅の(70bp から 50bp への)縮小などの措置を講じる一方で、主要政策金利である 7 日物リバース・レポ金利については利下げを見送ってきました。これまでもセントラル・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、一定の人民元高(対米ドル)を持続させようとする狙いがあると考えられます。

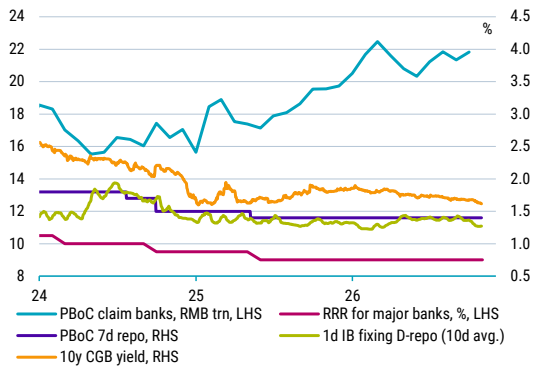
第 3 四半期の国内総生産(GDP)は予想を上回ったものの、経済成長は全体として非常に不均衡な状態が続き、主に内需ではなく外需に牽引される構図となっています。また、基調的なインフレ圧力は抑制されているものの、生産者物価指数(PPI)が前年比+5%に達するなど、デフレ圧力は当面後退したと見られます。

そのような中でも、主要政策金利を 7 日物から翌日物のリバース・レポ金利(現時点で 1.25%)に移行したことからもうかがえるように、中国人民銀行は緩和バイアスを維持しています。

銀行間市場の翌日物レポ金利のフィキシング(DR001)は、今年初めにも見られたように、ここ数週間、すでに 7 日物リバース・レポ金利を下回る状況が確認されています。今回の移行は、短期金融市場における事実上の金融緩和を意味すると、ロベコでは考えています。

今後を展望すると、マネーと信用のダイナミクスが小幅に改善したことは、国内の経済成長がいくぶん上向く方向性を示唆している可能性があります。その一方で、来年にかけて、短期金融市場の環境は非常に緩和的な状態が続くとの市場の見方に、ロベコも同意しています(表 3 参照)。

グラフ 4 – 中国 10 年国債利回りと短期金融市場金利の差は大幅に縮小



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2026 年 10 月 30 日現在。

利回りの低下余地は限定的

中国の国債市場では、年初から利回りの着実な低下基調が続いています。5 年債と 10 年債の利回りはいずれも、中国人民銀行が大規模な国債買入れオペを実施した 2024 年後半に記録した過去最低の水準に近づいています。その一方で、30 年債利回りと 2 年債利回り(特に後者)は、過去最低の水準をいくぶん上回る水準にとどまっています。

今後を展望すると、イールドカーブの長期ゾーンを中心に、利回りのさらなる低下余地は限定的であると見ています。現在の強気な地合いにおいて、30 年債利回りが近い将来 2%を下回る可能性は否定できませんが、同利回りが 2025 年 1 月に 1.8%まで低下した際に、債券市場でバブルのリスクが浮上しつつあるとの警告が中国人民銀行から発せられた事例は、念頭に置くべきでしょう。結果的に、当時はその警告が市場の転換点となりました。このため、この先数カ月間は、中国人民銀行の債券市場を対象とする発言を注視していく方針です。

また、6 月末の水準から 20%近く下落している株式市場の動向にも、大きく左右されることになると見られます。

表 3 – 中国人民銀行の織り込み済み予想とロベコの予想

人民銀翌日物リバース・レポ金利(%)	1.28	26 年 12 月	27 年 3 月	27 年 6 月	27 年 9 月
フォワードが示唆する変化(bp)		0	−1	−2	−3
ロベコの確率加重予想(bp)		−3	−3	−3	−3
ロベコの中心シナリオ(bp)		0	0	0	0
中心シナリオにおける人民銀翌日物リバース・レポ金利(%)		1.25	1.25	1.25	1.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026 年 10 月 30 日

日本銀行: 利上げペースが加速

- 四半期ごとの利上げがニューノーマルに
- 今後数カ月にわたりインフレ率は上昇する見通し
- 売買動向は長期ゾーンにおける安定的な買い手の存在を示唆

現状維持の決定

日銀は 10 月の金融政策決定会合において、市場の予想どおり、8 対 1 の賛成多数で政策金利を 1.25%に据え置きました。基調的な物価上昇率は、重要な節目である 2%の「物価安定の目標」とおおむね整合的な水準に達したとして、今後は目標水準を持続的に維持することに重点を置くと強調しました。経済成長とインフレの見通しはいずれも上方修正され、消費者物価指数(生鮮食品およびエネルギーを除く)は 2028 年まで目標を上回る水準で推移するとの見通しが示されました。今回の会合で最大のサプライズとなったのは、保有 ETF(株式)の売却ペースの見直しであり、売却完了までにかかる年数は約 112 年から約 43 年に短縮されることになりました。もっとも、市場への総合的な影響は、極めて限定的となる見通しです。会合後の記者会見は、日銀の基準ではタカ派的な内容となり、植田総裁は、毎回の会合において政策変更を検討すること、現在の政策金利が中立金利より低い水準であることを強調しました。

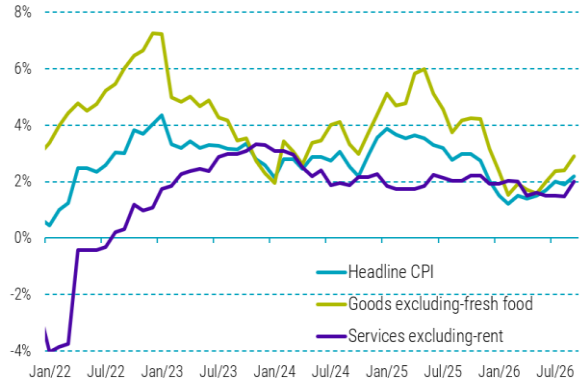
緩和的な金融政策の下で堅調な経済成長

今年後半に入って個人消費はいくぶん減速した可能性が高いとはいえ、経済成長と投資は底堅さを維持しています。基調的な物価上昇が構造的な性質を強めているとの見方については、ロベコも認識を共有しています。春闘におけるベースアップの要求が 3 年以上にわたって 2%を上回る中、実質賃金の伸びはプラスとなり、また、物価全体の上昇に対するサービス価格の寄与度も高まっています。コアインフレ率はさらに上昇し、2027 年第 1 四半期頃にピークに達する見通しです。金利が大幅に上昇する中でも、借入需要は依然として堅調であり、日銀短観においても、企業が金融環境を緩和的と捉えていることが確認されています。こうした点を総合すると、金利は依然として引き締め的な水準には達しておらず、日銀にはなお取り組むべき課題が残されている状況がうかがえます。

リスクは利上げペースが加速する方向に傾斜

ロベコでは、今後数カ月にわたってインフレの上昇圧力が強まる見通しの中で、現在市場が織り込むよりも速いペースで中立金利に回帰するとのメッセージを発信するよう、日銀に圧力がかかると予想しています。その結果、政策金利は今後 1 年間にわたり、やや引き締め的な水準で推移すると見られます。市場では、今後 1 年間にわたり、政策金利が 2%に達するまで、四半期ごとに利上げが実施される可能性が織り込まれています。ロベコはこれをベースケースと捉えていますが、リスクは利上げペースが加速する方向に傾斜しています。このため、円金利の短期ゾーンにおいて、小規模なショート・ポジションを維持しています。

グラフ 5 – インフレ圧力はサービス価格にも広がりを見せる



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2026 年 11 月 2 日現在。

長期ゾーンには国内の買い手が存在

為替ヘッジ後のベースで見ると、日本国債利回りはドイツ国債や米国債の利回りを上回ります。これは過去 4 年間にわたって続く傾向であり、多くのグローバル投資家が長期年限の日本国債のエクスポージャーを積み増す動機となっています。こうした買い手は金利水準の変化に敏感であり、オポチュニスティックに動く傾向があるため、売り局面ではその動きがボラティリティ上昇の一因となることがあります。直近の四半期の売買動向を見ると、エクスポージャーを積み増す国内の買い手が増加しています。ロベコでは、こうした動きを背景に、利回りの急激な上昇局面において、長期ゾーンのフラットナーを積み増すことに前向きになっています。

表 4 – 日銀に対する市場予想とロベコの見解

政策金利(%)	1.25	26 年 12 月	27 年 3 月	27 年 6 月	27 年 9 月
OIS が示す変化(bp)		20	40	57	68
ロベコの確率加重予想(bp)		23	45	71	91
ロベコの中心シナリオ(bp)		25	50	75	100
中心シナリオにおける政策金利(%)		1.50	1.75	2.0	2.25

出所: ブルームバーグ、ロベコ 2026 年 11 月 2 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