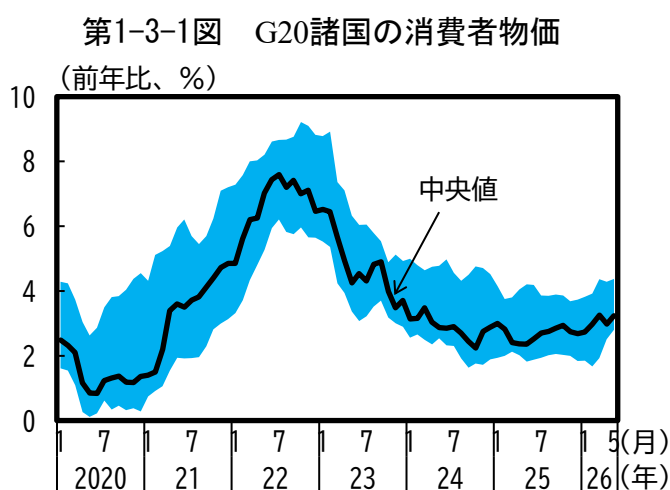


第3節 主要国・地域の金融政策の転換³⁸

第1節でみたように、主要国・地域では原油価格等の高騰を受けて物価上昇圧力が高まっている。近年のG20諸国における消費者物価と金融政策の動向を振り返ると、感染症の拡大を経て、2021年頃から消費者物価上昇率が高まり、これに伴って多くの中央銀行は政策金利の引上げを行った（第1-3-1図、第1-3-2表）。その後、2024年前後から物価上昇率に落ち着きがみられてきたこともあり、多くの中央銀行は2025年にかけて景気中立的な金利水準に向けた利下げを行ってきた。2026年に入ると、中東情勢の影響等により物価上昇の兆しがみられる中、再び利上げに転じる動きもみられるようになった。



(備考) 1. IMF、各国統計により作成。
2. 水色帯は上下25パーセンタイルの範囲を示す。

第1-3-2表 G20諸国の政策金利

年 期	2020				21				22				23				24				25				26	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
アルゼンチン	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	44.50	52.00	75.00	75.00	78.00	97.00	118.0	100.0	80.00	40.00	40.00	32.00	29.00	29.00				
オーストラリア	0.25	0.25	0.25	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.85	2.35	3.70	3.60	4.10	4.10	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.10	3.85	3.60	3.60	4.10	4.35
ブラジル	3.75	2.25	2.00	2.00	2.75	4.25	6.25	9.25	11.75	13.25	13.75	13.75	13.75	13.75	12.75	11.75	10.75	10.50	10.75	12.25	14.25	15.00	15.00	15.00	14.75	14.25
カナダ	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50	3.25	4.50	4.75	5.00	5.00	4.75	4.25	3.25	2.75	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25
中国	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.10	2.10	2.00	2.00	2.00	1.90	1.80	1.80	1.80	1.80	1.50	1.50	1.50	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	0.75	2.00	3.00	3.50	4.00	4.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.25
インド	4.40	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.90	5.90	6.25	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	5.50	5.50	5.25	5.25	5.25
インドネシア	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	4.25	5.50	5.75	5.75	5.75	6.00	6.00	6.25	6.00	6.00	5.75	5.50	4.75	4.75	5.75	5.75
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.05	0.05	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
韓国	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.75	2.50	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
メキシコ	6.50	5.00	4.25	4.25	4.00	4.25	4.50	5.50	6.50	7.75	9.25	10.50	11.25	11.25	11.25	11.25	11.00	11.00	10.50	10.00	9.00	8.00	7.50	7.00	6.75	6.50
ロシア	6.00	4.50	4.25	4.25	4.50	5.50	6.75	8.50	20.00	9.50	7.50	7.50	7.50	13.00	16.00	16.00	16.00	19.00	21.00	21.00	20.00	17.00	16.00	15.00	14.25	14.25
サウジアラビア	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	2.25	3.75	5.00	5.50	5.75	6.00	6.00	6.00	6.00	5.50	5.00	5.00	5.00	4.75	4.25	4.25	4.25
南アフリカ	5.25	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.75	4.25	4.75	6.25	7.00	7.75	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.00	7.75	7.50	7.25	7.00	6.75	6.75	7.00
トルコ	9.75	8.25	10.25	17.00	19.00	19.00	18.00	14.00	14.00	12.00	9.00	8.50	15.00	30.00	42.50	50.00	50.00	50.00	47.50	42.50	46.00	40.50	38.00	37.00	37.00	37.00
英国	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.75	1.25	2.25	3.50	4.25	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.75	3.75
米国	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75

(備考) 1. BIS、各中央銀行により作成。各四半期末時点の政策金利。
2. 米国はFF金利誘導目標の上限、ユーロ圏は預金ファシリティ金利、中国はリバースレポ金利（7日物）。
日本の2024年1－3月期及び4－6月期は無担保コールレート（オーバーナイト物）誘導目標の中央値。
なお、金融政策枠組みの変更に伴い、2025年7月以降、アルゼンチン中央銀行は政策金利を公表していない。

³⁸ 本節中に登場する人物の肩書は、特に断りの無い限り全て当時のものである。

本節では、近年の主要中央銀行の金融政策を振り返った上で、今般のエネルギー価格上昇を受けた各中央銀行の対応を概観する。

1. 連邦準備制度理事会（FRB）

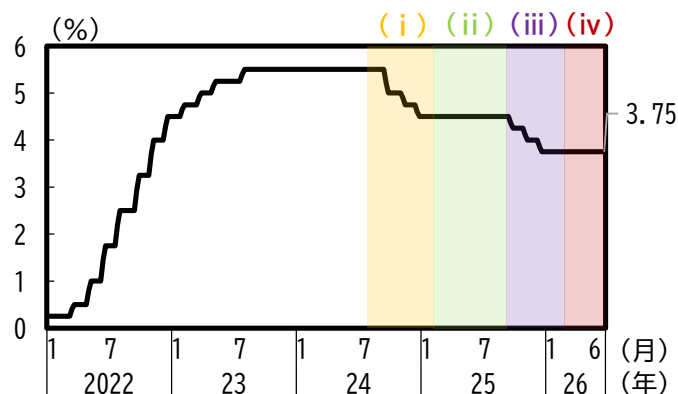
本項では米国における金融政策の近年の動向について、（１）伝統的金融政策（政策金利の調整）、（２）非伝統的金融政策（量的政策）に分けて整理する。また、2026年5月にFRB議長に就任したケビン・ウォーシュ氏率いる新たなFRB体制での金融政策を展望する。

（利下げサイクルは一服、政策金利は中立圏で先行きの方向感を探る展開）

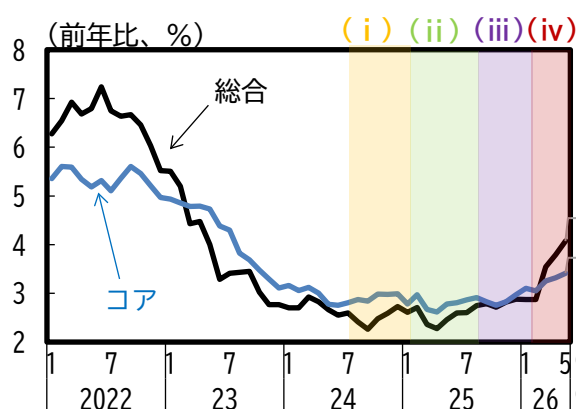
2024年以降の政策金利の動向について、（i）2024年後半、（ii）2025年前半、（iii）2025年後半、（iv）2026年以降、に分けて整理する。第1-3-3図で政策金利及び関連指標の推移を示しており、（i）～（iv）の網掛け範囲が各時期に対応する。

第1-3-3図 政策金利及び物価・雇用情勢の変遷（米国）

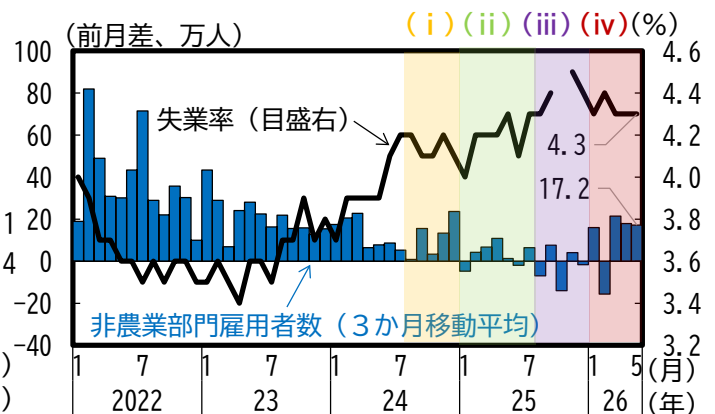
（１）FF 金利誘導目標（上限）



（２）PCE デフレーター（総合、コア）



（３）雇用者数、失業率



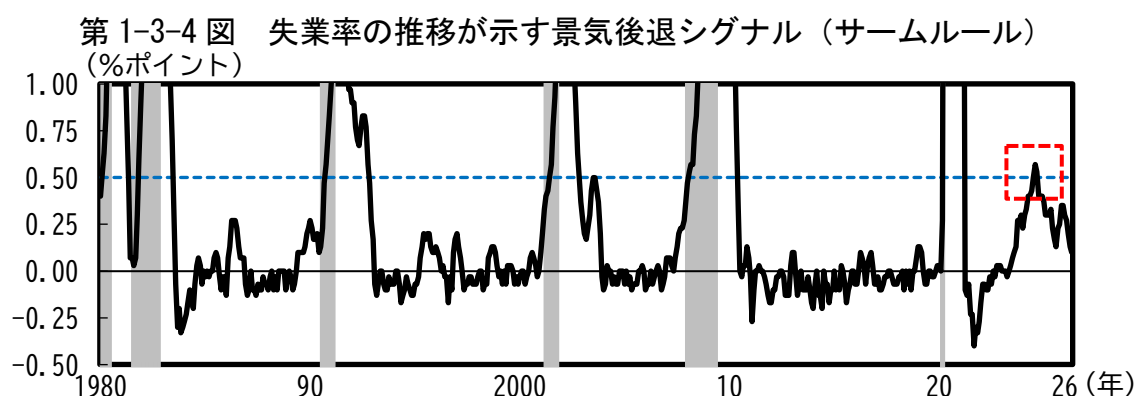
（備考） 1. FRB、米国商務省、米国労働省により作成。

2. （３）について、失業率の2025年10月値は、政府閉鎖の影響により欠損している。

(i) 2024年後半：1%ポイントの利下げ

2023年以降、感染症収束後の経済活動再開で急騰したインフレ率を抑制するため、5%を超える高金利による引締めが維持されていた。その結果、2023年初に6%近くあったインフレ率は、2024年に3%前後にまで低下し、一方で労働市場には軟化の兆候がみられ始めた。失業率は歴史的にみて低水準ながらも、2024年6月には約2年半ぶりに4%台に到達し、景気後退シグナルを示すとされるサームルールは同年7～9月に景気後退の予兆を示唆した（第1-3-4図）。こうして、物価安定と最大雇用の両立を使命とするFRBのリスクバランスは、インフレ偏重からおおむね均衡する姿へと変化した。同年8月に開かれたジャクソンホール会議では、パウエル議長が「政策を調整する時が来た」と述べ、利下げサイクルへの突入を示唆する内容の発信がなされた（第1-3-5表）。

そして、同年9月に行われた連邦公開市場委員会（以下「FOMC」という。）で、通常の2倍の利下げ幅となる0.50%ポイントの利下げが実施された。その後の10月、12月の会合においてもそれぞれ0.25%ポイントの利下げが続き、3会合で計1.00%ポイント引き下げられた結果、FF金利の誘導目標範囲は4.25～4.50%となった。



（備考） 1. 米国労働省により作成。

2. 「3か月移動平均失業率」－「過去12か月の3か月移動平均失業率の最低値」の推移。
この値が0.50%ポイント（破線）を上回ると、経験則的に景気後退に陥る予兆とされる。

第 1-3-5 表 政策金利に係る FRB 当局者の発言 (i)

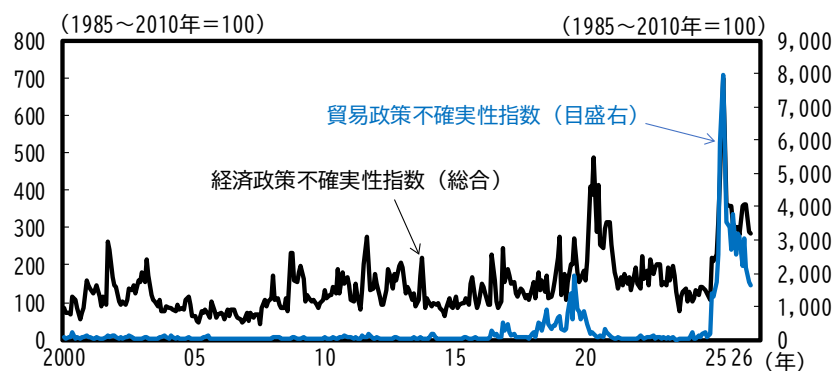
●2024年8月23日ジャクソンホール会合でのパウエル議長発言
「労働市場の冷え込みは明らか」「政策を調整する時が来た」 「力強い労働市場を支えるためにできることは全て行うつもり」
●2024年9月17～18日のFOMC会合 →0.50%ポイントの利下げ
「委員会は、インフレ率が持続的に2%に向かっていくとの確信を強めており、雇用とインフレ率の目標達成に対するリスクはおおむね均衡していると判断している。（声明文）」 「この政策スタンスの再調整は、経済と労働市場の力強さを維持するのに役立つ。（記者会見）」
●2025年12月17～18日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ
「本日の措置により、政策金利はピーク時から1%ポイント引き下げられ、政策スタンスは大幅に緊縮的ではなくなった。したがって、政策金利の更なる調整を検討する際には、より慎重な姿勢で臨むことができる。（記者会見）」

（備考） FRBにより作成。

（ii）2025年前半：先行き不確実性の高まりから据置き

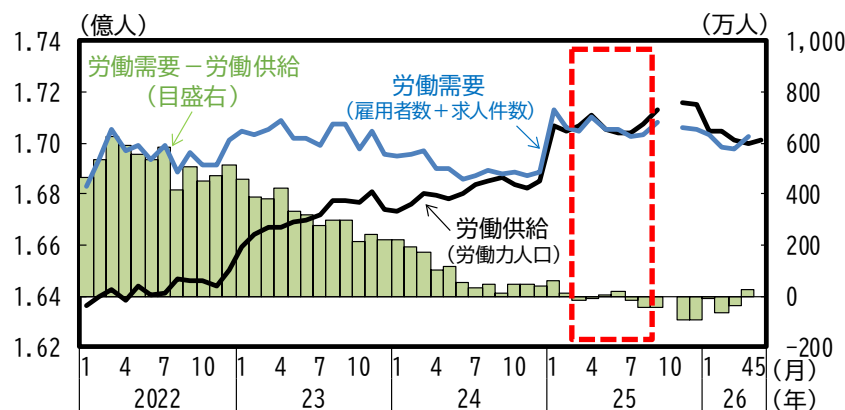
2025年1月に第二次トランプ政権が発足し、関税引上げ政策や移民の流入抑制策を始め経済活動を制限しかねない経済政策が打ち出されたことにより、経済の先行き不確実性が高まった（第1-3-6図）。物価面では、特に追加関税措置による影響の程度や発現時期を見極める必要に迫られ、FRBは慎重なアプローチを強いられる状況となった。一方、労働市場では、移民政策の厳格化により労働供給が減少する一方で、労働需要も減速した（第1-3-7図）。結果として、失業率は大幅に上昇することなく自然失業率（約4.2%³⁹）付近を上下することとなった。2025年8月のジャクソンホール会議にてパウエル議長はこの状況を「奇妙な均衡」と表現した（第1-3-8表）。このように、インフレリスクは上振れ、雇用リスクは下振れが意識されるものの、この期間にFRBは利下げを急ぐ環境になく、政策金利は4.25～4.50%のレンジが維持された。

第 1-3-6 図 経済政策不確実性指数



- （備考） 1. Economic Policy Uncertainty Index (Baker, Bloom and Davis)により作成。
 2. 総合指数は、米国の主要新聞の記事から経済不確実性に関する語群を含む記事数を集計し、指数化したもの。
 3. 貿易政策不確実性指数は、上記の語群に加えて貿易政策に関する語群を含む記事数を集計し、指数化したもの。

第 1-3-7 図 労働需要・労働供給



（備考） 米国労働省により作成。2025年10月値は政府閉鎖の影響により欠損している。

³⁹ 2026年6月に公表された四半期経済見通し（Summary of Economic Projections）における長期の失業率見通し（Longer run）の中央値。他に参照される推計値として米国議会予算局の非循環的失業率（Noncyclical rate of unemployment）があり、2025年は4.4%（2026年2月時点推計）。

第1-3-8表 政策金利に係るFRB当局者の発言 (ii)

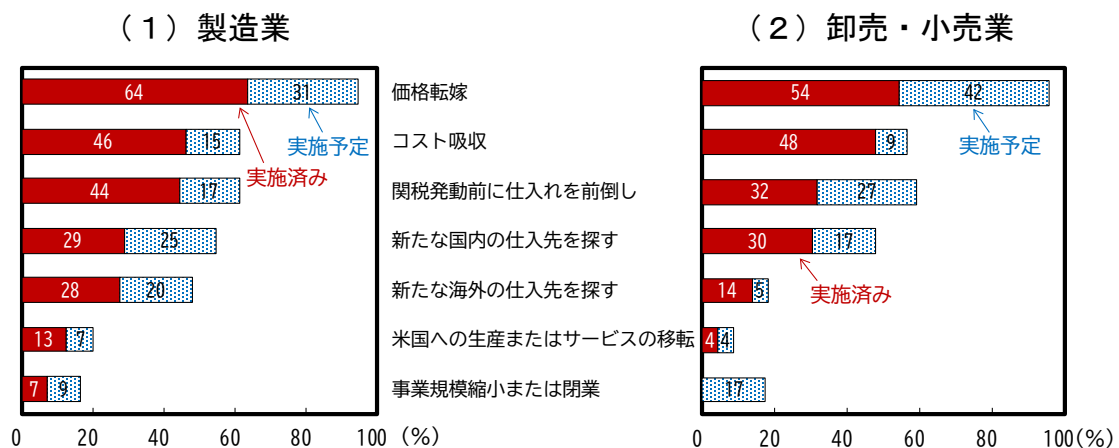
●2025年1月28～29日のFOMC会合 →据置き
「失業率はこちら数か月低水準で安定しており、労働市場の状況は依然として堅調。（声明文）」「経済は力強さを維持しているため、政策スタンスの調整を急ぐ必要はない。（記者会見）」
●2025年5月6～7日のFOMC会合 →据置き
「経済の見通しに関する不確実性は更に増している。…失業率の上昇と物価上昇率の上昇のリスクが高まっていると判断している。（声明文）」「政府の政策の様々な変更による経済へのネットの影響がより明確になるまでは、慎重なアプローチを取ることが適切（議事要旨）」
●2025年8月22日ジャクソンホール会合でのパウエル議長発言
「短期的にはインフレリスクは上向き、雇用リスクは下向きにあるという、困難な状況。」「労働者の需要と供給の両方が著しく減速した結果、 <u>「奇妙な均衡」</u> が取れている。」

（備考）FRBにより作成。

（iii）2025年後半：0.75%ポイントの利下げ

先行きの不確実性が広がる中で、2025年後半にかけても企業の労働需要は減速し、失業者1人当たりの求人件数は1倍を下回る状況が続いた。一方、物価動向については、米国企業が関税引上げによるコスト上昇を、自社内での吸収、関税発動前の在庫積み増し、サプライチェーンの変更等で対応したことにより、関税引上げの消費者物価への影響は依然として限定的であった（第1-3-9図）。こうした中、雇用の一段の下振れリスクを回避するため、FRBは9月、10月、12月の3会合連続で0.25%ポイントの利下げを実施した。こうして政策金利の誘導目標範囲は3.50～3.75%となり、中立金利のもっともらしい推計範囲内に入ったとされた⁴⁰（第1-3-10表）。

第1-3-9図 関税引上げに対する米国企業の対応（ダラス連銀 2025年8月調査）



（備考）ダラス連銀により作成。関税引上げが自社の事業に悪影響を及ぼしたと回答した企業の回答結果。
有効回答数は、製造業57社、卸売・小売業26社。

⁴⁰ 2025年12月FOMCでの四半期経済見通しにおいて、FOMCメンバー19名によるFF金利のLonger run予測（一般的に中立金利予測とみなされる）のレンジは2.6～3.9%、外れ値を除いた中心レンジ（上下3名ずつを除外）は2.8～3.5%となっている。

第 1-3-10 表 政策金利に係る FRB 当局者の発言 (iii)

●2025年9月16～17日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ 「雇用に対する下振れリスクが高まったことで、リスクのバランスは変化した。…今日の決定は、リスク管理のための利下げと捉えることができる（記者会見）」「参加者の大半は、今年の関税引上げがインフレに上昇圧力をもたらしたと評価したが、一部の参加者は、これまでのところその影響は年初時点の予想よりも幾分穏やかに留まっていると述べた。（議事要旨）」
●2025年12月9～10日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ 「9月以降の政策スタンスの調整により、政策金利は中立金利のもっともらしい推計範囲（3%前後）内に入っている。（記者会見）」

（備考）FRBにより作成。

（iv）2026年以降：中東情勢の激化を受け、利上げも選択肢になり得る状況へ

2026年に入り、FF金利は景気を刺激も抑制もしない中立的な水準の推計範囲に入ったことで、FRBは今後得られる経済データを基に政策判断をするに当たって良好な位置にあると評価した（第1-3-11表）。労働市場については、失業率の上振れや雇用者数の著しい減少は回避され、安定化の兆候がみられた。一方、物価動向については、関税によるコスト増加を消費者物価へ転嫁する動きが2026年1－3月期にピークを迎えたと推定されているところ⁴¹、インフレ率は3%前後で高止まりが続いた。そのため、再びFRBは様子見姿勢に移行し、本稿執筆時点の7月時点においても政策金利水準は据え置かれている。

足元の金融政策の方向性を定める上で重要な要素となっているのが中東情勢である。世界的なエネルギー価格の上昇により、2026年5月にPCEデフレーターは前年比4.1%、コアPCEデフレーターは同3.4%へ上昇した。また、期待インフレ率についても、短期（1年先）に加えて、FRBが4月のFOMCでもなお「アンカーされている」との認識を示してきた長期（5－10年先）についても、6月時点では中東情勢前と比べて高い状況が続いている（第1-3-12図）。

こうした状況の中、2026年6月FOMCでは声明文の緩和バイアス⁴²を示唆する文言が削除されたことに加え、四半期経済見通し（Summary of Economic projections）における2026年末時点の政策金利見通し（ドット・チャート）は利上げ方向に修正され、中央値は1回利下げから0.5回利上げ見通しへと転じた（第1-3-13表）。

ドット・チャートに表れているとおりFRB内で見解は分かれており、金融政策の先行きは不透明ではあるものの、次の政策対応が利上げになることで金融環境がより引締め的な可能性は相応に高まっている状況にある。

⁴¹ Minton et al. (2026)、Mau and Smith (2026)

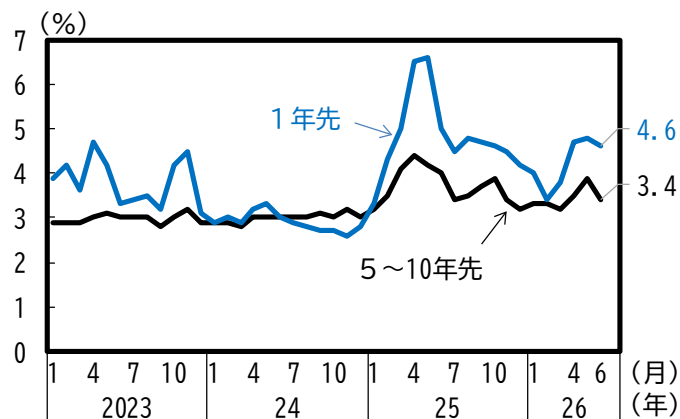
⁴² 5月FOMCにおいて声明文に反対票を投じたハマック総裁、カシュカリ総裁、ローガン総裁の個別声明によると、声明文の「政策金利の誘導目標範囲に対する追加調整の程度と時期の検討にあたり・・・」の部分が緩和バイアスにあたり、将来の利下げ再開を示唆しているとされる。この会合で彼らは、次の政策金利の変更は利下げ・利上げのどちらもあり得るとの認識を示した（Hammack (2026)、Kashkari (2026)、Logan (2026)）。

第 1-3-11 表 政策金利に係る FRB 当局者の発言 (iv)

●2026年1月27～28日のFOMC会合 →据置き
「我々は、経済の動向を観察し、データを検討する上で、良好な位置にある。…インフレの上方リスクと雇用の方下リスクは、おそらくどちらもやや縮小していると思う。（記者会見）」
●2026年3月17～18日のFOMC会合 →据置き
「従来の考え方では、エネルギーショックは「見過ごす」ものである。しかしそれは、インフレ期待が安定していることを前提としている。（記者会見）」
●2026年4月28～29日のFOMC会合 →据置き
「参加者はおおむね、インフレ率の高止まりが続いていること及び中東紛争の長期化や経済への影響に関する不確実性を踏まえると、従来の予想よりも長く現在の金融政策スタンスを維持する必要があると判断した。（議事要旨）」
「多くの参加者は、委員会の将来の政策金利調整の方向性について緩和バイアスを示唆する文言を、声明文から削除することを望んでいた。（議事要旨）」
●2026年6月16～17日のFOMC会合 →据置き
「インフレ率は依然として委員会の2%目標に対して高い水準にある。（声明文）」

(備考) FRBにより作成。

第 1-3-12 図 消費者の期待インフレ率



(備考) 1. ミシガン大学により作成。

2. 消費者による今後1年先、5～10年先の予想物価上昇率の回答の中央値。

第1-3-13表 FOMC参加者の政策金利見通し (ドット・チャート)

FF金利誘導目標 (%)	2026年末時点		
	2025年12月会合	2026年3月会合	2026年6月会合
4.25～4.50 (4.375)			1
4.00～4.25 (4.125)			5
3.75～4.00 (3.875)	3		3
3.50～3.75 (3.625)	4	7	8
3.25～3.50 (3.375)	4	7	1
3.00～3.25 (3.125)	4	2	
2.75～3.00 (2.875)	2	2	
2.50～2.75 (2.625)	1	1	
2.25～2.50 (2.375)			
2.00～2.25 (2.125)	1		
計 (人)	19	19	18
中央値 (%)	3.375 (1回利下げ)	3.375 (1回利下げ)	3.75 (0.5回利上げ)
平均値 (%)	3.296	3.349	3.833

(備考) 1. FRBにより作成。利上げ、利下げ幅は1回0.25%ポイントとした場合。

2. FF金利誘導目標の括弧内は誘導目標レンジの中間値。

（QT は終了し、バランスシート政策は準備預金管理の局面へ）

2022年以降に政策金利が引き上げられて金融引締め具合が調整されると同時に、量的政策の転換、つまり量的引締め政策（QT）も進められた（第1-3-14表）。以下では、近年における量的政策の主な変遷について整理する。

第 1-3-14 表 保有資産の削減に係る主な経緯

開始時期	米国債	MBS等
2022年6月～	月300億ドルを上限に削減	月175億ドルを上限に削減
2022年9月～	月600億ドルに 引上げ	月350億ドルに 引上げ
2024年6月～	月250億ドルに 引下げ	-
2025年4月～	月 50億ドルに 引下げ	-
2025年12月～ (QT終了)	償還分を 全額再投資	償還分をT-Billに 全額再投資

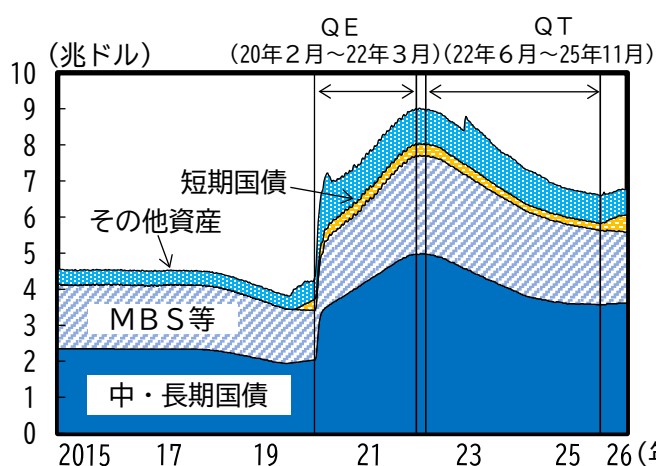
（備考）FRBにより作成。

（i）QTの開始と縮小

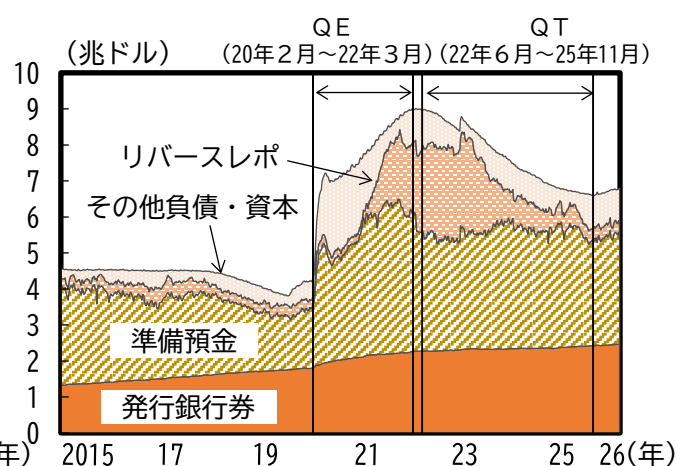
2020年から2022年3月まで、感染症対応でFRBによる量的緩和政策（QE）が進められたことで、FRBのバランスシートの規模は4兆ドルから9兆ドル近くまで拡大し、対名目GDP比で36%まで拡大した（第1-3-15図）。金融緩和状況からの回帰のため、政策金利の引上げ（2022年3月）に続き、同年6月に保有資産の圧縮（QT）が開始された（第1-3-16表）。

第 1-3-15 図 FRB のバランスシート

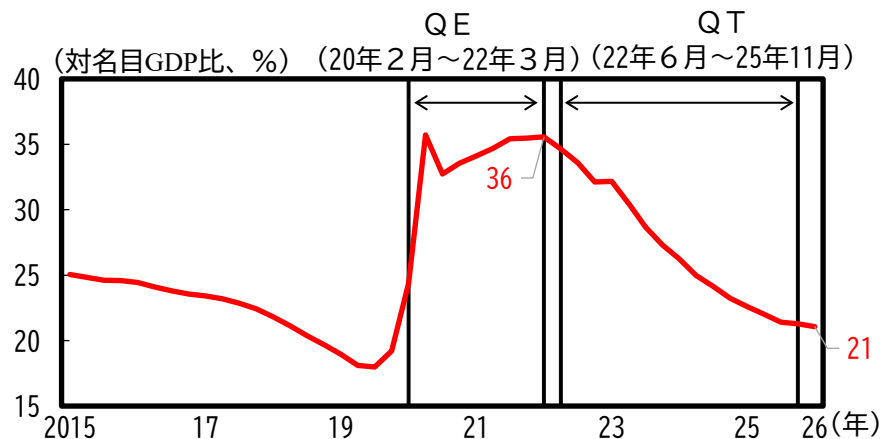
（1）資産側



（2）負債側



(3) 総資産（対名目 GDP 比）



- (備考) 1. FRB、米国商務省により作成。
 2. (1) について、その他資産はローン、外貨建て資産など。
 3. (2) について、その他負債・資本は財務省一般会計など。

第 1-3-16 表 量的政策に係る FRB 当局者の発言 (i)

●2022年1月25～26日のFOMC会合 →据置き
「FF金利の引上げプロセスが開始された後に、バランスシート縮小のプロセスを開始することが適切。(議事要旨)」
●2022年3月15～16日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利上げ
「全ての参加者は、高止まりするインフレ率とひっ迫する労働市場を踏まえると今後会合においてバランスシートの縮小を開始することが正当化されるとの認識で一致した。(議事要旨)」
●2022年5月3～4日のFOMC会合 →0.50%ポイントの利上げ、QT開始
「6月1日から、保有資産の縮小を行うと決定した。(議事要旨)」

(備考) FRBにより作成。

QT開始に当たって予め示されたバランスシート規模縮小計画では、QTの終了時期について、「準備預金残高が十分 (ample) と整合的に判断される水準をやや上回る段階で、バランスシート規模の縮小ペースを減速させ、その後停止する方針」と示された (第1-3-17表)。これについて、準備預金の需要供給曲線を用いながら図解する (第1-3-18図)。2年にわたるQEにより、準備預金残高は1.7兆ドルから一時4.3兆ドルにまで増加し豊富 (abundant) な水準に達していた。ここからQTを通じて準備預金残高を減らす方向にシフトさせるものの、資金需給のひっ迫が起こると2019年9月の局面のように短期金利の急騰を招くおそれがあることから、十分な水準を幾分上回る程度 (黄塗部分) に達した時点でQTが終了する方針とされた⁴³。ここで、黄塗部分の状態では、FF

⁴³ 2000年代後半に起きた世界金融危機への対応で膨らんだバランスシートを正常化するため、イエレン議長 (2014～2018年)、パウエル議長 (2018～2026年) の下で保有資産の縮小が進められてきた。2019年9月、政府の資金繰りや銀行に対する流動性規制の影響等が重なって資金需要が一時的にひっ迫したところ、これまでの分厚い流動性の存在に慣れ切っていた金融市場が敏感に反応し、短期金利が急騰した。FRBは急遽大量の短期国債を買入れし、流動性を供給して事態を鎮静化させた。

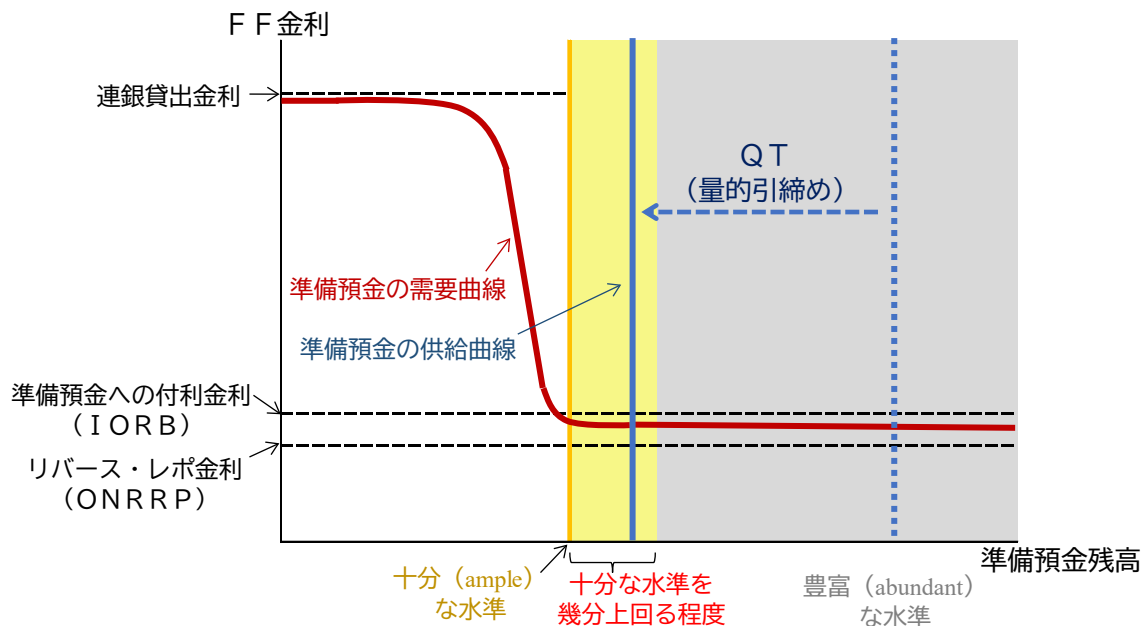
金利は準備預金への付利金利（以下「IORB⁴⁴」という。）とリバース・レポ金利（以下「ONRRP⁴⁵」という。）の間で安定的に推移することとなり、FRBは準備預金の量を日々調整することなく、管理金利（IORB、ONRRP）の設定によって短期金利を制御できる。

第 1-3-17 表 バランスシート規模縮小計画

【2022年5月4日 バランスシート規模縮小計画】	
●	バランスシートの圧縮は、予測可能な方法、具体的には毎月の満期償還額を買い埋める金額の調整によって行う。
●	2022年6月1日から、国債は月額上限300億ドル、MBSは175億ドル削減。上限額は3か月後にそれぞれ600億ドル、350億ドルに引き上げられる。
●	準備預金残高が「十分（ample）」と整合的と判断される水準をやや上回る段階で、バランスシート規模の縮小ペースを減速させ、その後停止する方針。
●	QT終了後も、FRBが準備預金的水準が「十分（ample）」に達したと判断するまで、準備預金残高はしばらくの間減少を続ける可能性が高い。
●	それ以降、FRBは長期的に「十分（ample）」な準備預金を維持するために必要に応じて保有証券を管理する。

（備考）FRBにより作成。

第 1-3-18 図 準備預金の需要供給曲線（概念図）



（備考）Logan (2019)、Foerster (2024)を参考に作成。

⁴⁴ IORB (Interest on Reserve Balances) 準備預金の付利金利：

預金取扱金融機関がFRBの準備金口座に預けた準備預金残高に対して支払われる金利。預金を取り扱わない金融機関（政府支援機関等）は制度上の対象範囲に含まれない。一般的に、FF金利の上限として機能するとされている。

⁴⁵ リバース・レポ金利 (ONRRP: Overnight Reverse Repurchase Agreements Award Rate)：

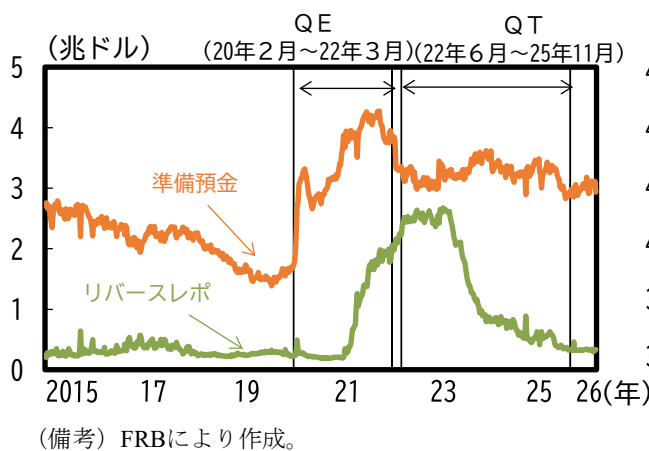
MMF（マネー・マーケット・ファンド：主に安全性の高い短期金融商品で運用される投資信託の一種）など幅広い主体を対象として、FRBが証券を売却し、翌日にその証券を買い戻す取引（リバース・レポ取引）を行う際に適用される金利。一般的に、金融機関等はFRBとの間でのリバース・レポ金利よりも低い金利で余剰資金を短期運用することを望まないことから、リバース・レポ金利はFF金利の下限として機能するとされている。

（ii）QTの終了とRMPsの開始

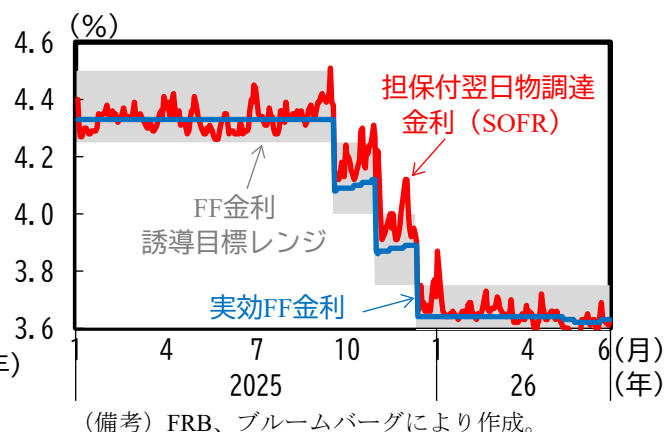
QT開始以降、保有する債券（米国債、MBS等⁴⁶）の元本償還分について再投資額を抑制することで、毎月一定額の保有資産の削減が進められてきた。その削減ペースは2024年6月以降段階的に縮小されながらもQTは継続され、2025年10月のFOMC会合時点で、総資産はQT開始時点の約9兆ドルから約6.6兆ドルまで減少した⁴⁷。これに伴い負債側では、感染症拡大後にQEが採られる中で短期の安全な資金運用先として選好され急増していたリバース・レポ残高が大きく減少した。このようにFRBの保有資産の削減が進む中、準備預金残高はQT開始後もしばらくは3.3兆ドル程度でおおむね横ばいで推移していたものの、2025年後半にかけては3兆ドルを下回る局面が増えていた（第1-3-19図）。対名目GDP比でみると、QT開始時の23%から11～12%程度まで低下しており、短期金利が急騰した2019年9月とほぼ同じ水準となった。

2025年後半の短期金融市場の動向に目を向けると、秋以降、それまで横ばいで推移していた実効FF金利⁴⁸にわずかな上昇がみられるようになり、担保付翌日物調達金利（以下「SOFR⁴⁹」という。）はFF金利誘導目標範囲を上回る局面が観測された（第1-3-20図）。これは、短期の資金需給が再びひっ迫し始めている可能性を示唆するものである。

第1-3-19図 準備預金、リバースレポ残高



第1-3-20図 短期金利の推移



⁴⁶ MBS（Mortgage Backed Securities）不動産担保証券：

住宅ローンの元本や利子の返済資金を裏付け資産として発行される証券。米国では住宅ローンの貸出しリスク分散等の観点から、多くの住宅ローン債権が証券化されている。FRBが購入対象とするのは政府支援機関（ファニーメイ、フレディマック等）が発行・保証するエージェンシーMBSであり、FRBの保有資産の中では、米国債の次に保有残高が多い。

⁴⁷ 対名目GDP比でみると約13%ポイントの低下（33%から20%）に相当。

⁴⁸ 実効FF金利（EFFR：Effective Federal-Funds Rate）：

FF市場における実際に成立した取引の金利を取引高で加重平均した値。実際に市場取引で決まる金利を指す。

⁴⁹ SOFR（Secured Overnight Financing Rate）担保付翌日物調達金利：

レポ市場における実際の取引データに基づき、金融機関の間で取引される米国債を担保にした翌日物のレポ金利を基に算出される短期金利指標。

こうした状況を踏まえ、FRBは準備預金残高が前述の「十分（ample）な水準を幾分上回る程度」に達した兆候が明確に現れていると判断し、約3年半にわたって実施されたQTの終了を決定した（第1-3-21表）。

第 1-3-21 表 量的政策に係る FRB 当局者の発言（ii）

●2025年9月16～17日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ 「数名の参加者は、バランスシート縮小はこれまで順調に進み、各種指標が準備金の潤沢さ（abundant）を示していると述べた。しかしながら、準備金は減少しており、今後も更に減少が見込まれることから、資金市場の状況を注意深く監視し続け、準備金が十分な（ample）水準にどれだけ近づいているかを評価することが重要であると指摘した。（議事要旨）」
●2025年10月28～29日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ、QT終了 「長らく示してきた方針では、『準備金が十分（ample）と判断される水準をやや上回る状態に達した時点で、縮小を停止する。』としていた。金融市場では、既にその条件に達した兆候が明確に現れている。（記者会見）」
●2025年12月9～10日のFOMC会合 →0.25%ポイントの利下げ、RMPs開始 「準備金残高が十分な水準にまで減少したと判断し、必要に応じて短期の国債購入を開始し、継続的な準備金供給を維持する予定。（声明文）」 「短期金融市場での金利が、FRBの管理レートに比べて高まっていることや、準備金の状況を示すその他の指標を踏まえ、委員会は準備金残高が「十分（ample）」な水準に低下したと判断した。（記者会見）」

（備考）FRBにより作成。

もっとも、QT終了後も短期金利の上昇圧力は残存していた。資金需給のひっ迫が深刻化し短期金利が急騰すれば、金融機関が資金を調達できないとの思惑から金融システムの信用不安につながりかねない。そこで、FRBは「十分な（ample）」準備金の供給を長期にわたって維持するため、短期国債の買入れ政策（以下「RMPs⁵⁰」という。）を開始することを、2025年12月のFOMCで決定した。これは、短期金融市場の流動性を安定させることを目的とした措置であり、FRBは景気刺激を目的とするQEとは別物であるとしている⁵¹。本稿執筆時点では、準備預金残高は3兆ドル前後で安定しており、短期金利の急騰もみられなくなっている。

RMPsは、準備預金を十分な水準に維持するための技術的な買入れであると同時に、FRBの国債ポートフォリオの年限構成にも影響を及ぼしている。

FRBの保有国債は、世界金融危機後及び感染症拡大期以後のQEを通じて中長期債に偏ってきたため、加重平均残存年限は米国債市場全体を大きく上回っている（第1-3-22

⁵⁰ RMP（Reserve Management Purchases）短期国債の買入れ政策

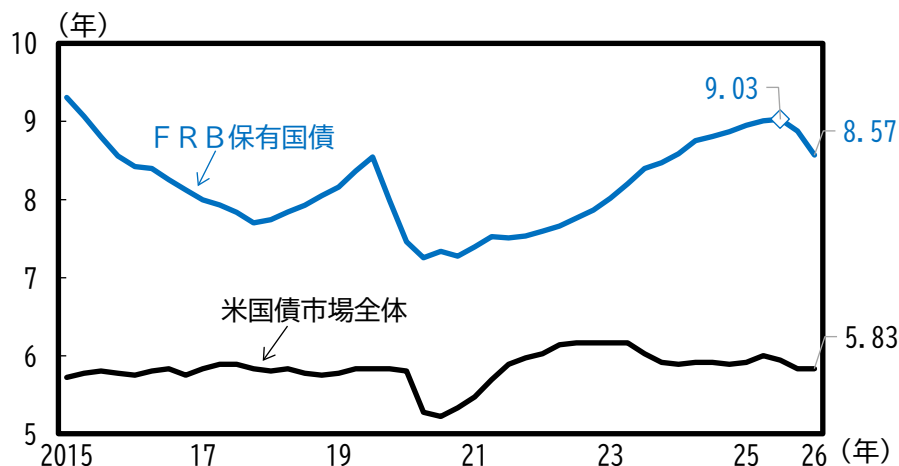
⁵¹ QEは通常、長期国債やMBSを買ってリスクプレミアムを低下させることで、長期金利や社債等の民間金融資産の金利を引き上げて景気刺激を狙う政策であるのに対し、RMPsは短期国債（T-bill）を購入し短期金融市場へ流動性を供給することで、短期金利を安定化させる技術的措置である。規模としてはQEと大差なく（2026年4月まで約400億ドル）、準備預金残高の増加により金融機関が貸出を拡大させてマネーストックが増加する効果（ポートフォリオ・リバランス効果）も一部生じ得るが、リスクプレミアムに直接働きかけて長期金利を押し下げるQEと比べると、景気刺激効果は限定的であると考えられる。

図)。2025年12月から開始されたRMPsでは、買入れ対象が短期国債とされているため、一時9年超となっていた加重平均残存年限は、2026年1－3月期には8.57年まで低下した。

一方、米国債市場全体の平均残存年限はおおむね6年程度で推移しているが、2026年1－3月期では短期国債の発行増加によりやや低下している。FRB保有国債の平均残存年限の低下幅の方が相対的に大きいいため、FRB保有国債の方がなお水準は高いものの、両者のかい離は徐々に縮小しつつある。

こうした年限構成の修正は、FRBのバランスシート政策上でも重要とされている。FRBが国債市場の特定年限に過度な影響を与えることを避け、かつ、将来のバランスシート運営における選択肢を確保するという観点から、FRB内では、QEによって長期化した国債ポートフォリオを、長期的には米国債市場全体の発行・残高構成により近い形へ戻すことが望ましいとの議論がなされている⁵²。こうした点も踏まえると、RMPsは短期金融市場の安定を目的とする措置であると同時に、FRBの国債ポートフォリオをより中立的な年限構成に近づける一歩とも位置付けられる。

第 1-3-22 図 米国債の加重平均残存年限



(備考) 米国財務省、ニューヨーク連銀により作成。四半期末時点の値。

(ウォーシュ新FRB議長の下での金融政策)

2026年5月22日、ケビン・ウォーシュ氏が第17代FRB議長に就任した。以下では、ウォーシュ新議長が思案する金融政策の改革と展望について、就任前の発信内容、就任直前の上院公聴会、そして初めて議長として臨んだ6月FOMCの順に整理・考察する。

まず、ウォーシュ氏の金融政策に係る就任以前の主な発信内容をまとめると、(a)

⁵² 2025年10月FOMCの議事要旨では「バランスシートの論点」と題したスペシャルトピックが掲載されており、FRBの国債ポートフォリオの長期的な構成を、米国債の発行残高の構成と一致させることについての議論が記されている。

政策金利の引下げ、（b）バランスシート縮小、（c）金融規制の改革の3点が挙げられる。

各項目について整理すると、（a）政策金利の引下げについて、ウォーシュ氏は2026年1月にFRB議長候補として指名される以前、積極的な利下げを推進すべきと主張していた。その背景として、同氏はAIの普及拡大による生産性向上が物価上昇を抑制するため、高成長・低インフレを実現することができるとの見解を示している。

（b）バランスシート縮小について、元々ウォーシュ氏は2006～2011年のFRB理事在任時、世界金融危機が沈静した後の2011年にFRBが講じた追加的な量的緩和措置（QE2）に反対する立場を示し、FRB理事を辞任した経緯がある。2025年4月のIMFでの講演会では当時を振り返って、「QE2による国債の追加購入が、FRBを財政政策という厄介な政治的業務に巻き込むのではと大いに懸念した。」と発言しており、FRBによる国債購入が財政ファイナンスと広く認識される事への強い警戒感を示していた。また、2025年11月のウォール・ストリート・ジャーナルへの寄稿では、インフレは景気過熱ではなく、過度な政府支出や過剰な資金供給が引き起こすものだとの認識を示し、膨張したバランスシートを縮小することで、（a）の追加利下げの余地が生まれる、との認識を示している。

（c）金融規制の改革については、2025年11月のウォール・ストリート・ジャーナルへの寄稿では、金融安定性を保持しつつ国内の信用供与の拡大を実現するため、適切な金融規制・監督制度の整備を推進する意向が示された。具体的には、2022～2023年の地方銀行破綻を招いた中小銀行への規制・監督制度を批判し、見直すことを提案した。また、国際的な銀行規制（バーゼル規制）から脱却し、米国独自の規制体制により、国内の融資を促進すべきとの考えも示された。

Box. バランスシート政策のトリレンマとウォーシュ体制下の金融規制改革

中央銀行のバランスシート政策にはトリレンマが存在し、（１）小さいバランスシート、（２）短期金利の低ボラティリティ、（３）（中央銀行による）限定的な市場介入のうち、準備預金の需要や供給に係る制約から、２つまでしか同時に実現しないとされている⁵³（図１）。例えば、中央銀行のバランスシートが縮小することに伴い銀行の準備預金（流動性ニーズを満たすバッファ）が減少すると、短期金融市場がひっ迫し短期金利には上昇圧力がかかる。こうした圧力を相殺し短期金利のコントロールを維持するためには、中央銀行は頻繁に公開市場操作（オペ）等を行い、市場の資金需要に応じて準備預金の供給を調整する必要がある。

現在のFRBでは、十分（ample）な準備預金レジームをとることで短期金利の変動を抑えつつIORBやONRRPといった管理金利によって政策金利を誘導・安定させていることから、（１）を諦めて（２）と（３）を選択しているといえる。ウォーシュ氏の主張どおり（１）の小さいバランスシートを選択する場合、金利のボラティリティを受け入れる（（２）を諦める）か、積極的に日々オペを実施して資金需給を制御する（（３）を諦める）か、のどちらかを選択する必要がある^{54, 55}。前者は金融政策の波及経路の不安定化や予期せぬ資金調達ストレスを招くおそれがあり、後者は銀行間市場での自律的な金利決定機能や市場規律を損なうおそれや適切な準備預金量の評価を誤るとボラティリティをさらに増大させる可能性があり、いずれも安易に放棄することはできない。

その点で、前述の準備預金需要を低下させるような金融規制改革は、これらの問題をうまく解決できる可能性がある。現在、米国の銀行は流動性カバレッジ比率（LCR⁵⁶）等の規制を遵守するため適格流動資産（HQLA⁵⁷）を保有する必要があるが、準備預金は評価額の減額が不要であることや即時の決済に利用できること等から、国債や政府機関債等の有価証券よりも規制上・運用上の利便性が高いため、銀行は大量に準備預金を保有するメリットがある。そこで、規制変更によって準備預金の魅力を相対的に下げることができれば、準備預金残高を減らすことができる可能性があるといわれている⁵⁸。

⁵³ Duygan-Bump and Kahn (2026)

⁵⁴ 2026 年 6 月 FOMC での声明文では「委員会は十分（ample）な準備預金を維持する方針を再確認した」と明記されており、当面は短期金利が大きく変動しない水準で準備預金残高を保つ方針であるとされる。

⁵⁵ 後述のとおり、ECB や BOE は銀行の準備預金需要に応じて流動性を供給する需要主導型の枠組みへと移行するとの方針を示しているが、これはトリレンマのうち（３）を諦めている選択だといえる。

⁵⁶ LCR (Liquidity Coverage Ratio) 流動性カバレッジ比率：

銀行が金融市場の混乱や預金流出に備えて、30 日間の資金流出を賄えるだけの適格流動資産を持っているかをみる規制指標。

⁵⁷ HQLA (High Quality Liquid Assets) 適格流動資産：

銀行が危機時の資金流出に備えて持つ、すぐに現金化できる高品質な流動資産。特に LCR で重要になる概念で、分子にあたる。準備預金、米国債、一部の政府機関債など。

⁵⁸ 例えば、連銀貸出（Discount Window：銀行の資金不足時の連銀貸出）の借入枠を流動性要件に算入する、連銀貸出

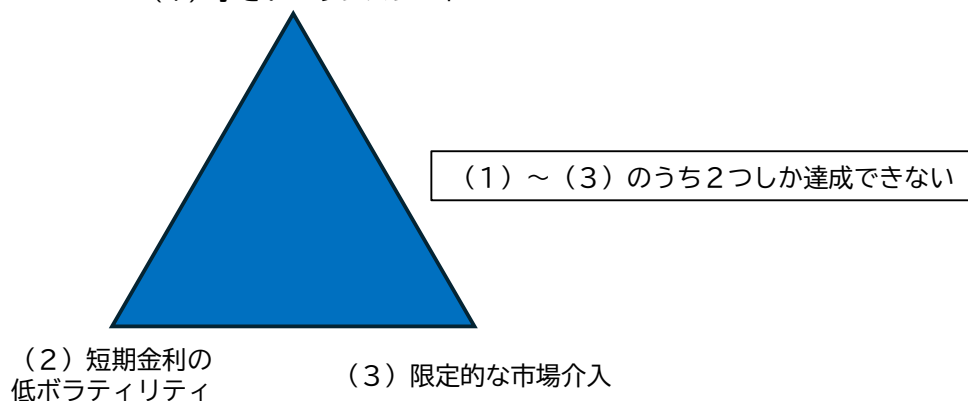
これにより、FRBの市場への介入度を下げて市場での適切な価格形成を促すことができ、将来の危機時に再びQEを行う余地を確保することができるといった効果が期待される。

準備預金に余剰に手元流動性を保持しておく必要がなくなることで、金融機関の間で資金の融通が積極的になり、短期金利のボラティリティの上昇も抑制できる。ただし、このような金融規制改革はFRBだけでなく連邦預金保険公社（FDIC）、通貨監督庁（OCC）との合意形成が必要であり、制度的な時間コストが大きい。また、FRB内でも意見集約と同意に時間を要する可能性もある。

ウォーシュ新議長が就任前の主張を貫徹するには、インフレの沈静化という外部環境の好転と、FRB内外の合意形成という二つの条件が揃う必要がある。ただし、その実現は短期的には見込みにくく、改革の全体像が具体化するには相当の時間を要すると考えられる。

図1 中央銀行のバランスシート政策のトリレンマ

(1) 小さいバランスシート



(備考) Duygan-Bump and Kahn (2026)により作成。

に担保差し入れされた非 HQLA 資産を流動性要件に算入する、など。FRB スタッフの論文によると、複数の政策を組み合わせることで FRB のバランスシートを 1.2~2.1 兆ドル程度縮小できる可能性があるとする (Anderson et al. (2026))。ただし、バー理事はバランスシート縮小を目的に準備預金需要を下げるべきとの議論に対して明確に反対しており、FRB 内でも主張が分かれている (Barr (2026))。一方で、連銀貸出や常設レポ・ファシリティ (Standing Repo Facility : 米国債を担保にした連銀からの短期借入) を、資金需給がひっ迫したときに金融機関が躊躇せずに使える安全網として整える方向性については、おおむね認識が共有されているとみられる。

次に、就任直前の2026年4月21日に開催されたFRB議長承認のための上院銀行委員会公聴会で語られた改革方針を整理する（第1-3-23表）。ここでは、足元の経済情勢を踏まえたウォーシュ氏の運営構想が示されており、2025年以前の発信から細部に変化がみられる。重要な点は、（１）コミュニケーション政策、（２）バランスシート政策、（３）インフレへの対応、の３点に集約される。

まず、（１）コミュニケーション政策について、市場との対話の頻度や情報量の縮小を示唆する内容が示された。フォワードガイダンス（先行き指針）を明確にすることにより否定的な姿勢を示し、2027年以降のFOMCの開催回数や記者会見の頻度、四半期経済見通しの公表を取り止めるのではないかと憶測が広がった。

（２）バランスシート政策について、引き続きバランスシートの縮小の必要性を訴えたが、その実施は極めて慎重かつ段階的に行う必要があり、また財務省とも相談して国債の発行計画との整合を図るべきとの認識を示した。これは、市場への悪影響を念頭に置いた表現の調整とみられる。

（３）インフレへの対応については、AIによる生産性向上によってインフレが抑制され、利下げが可能になるとの主張が示されなかった点が特徴的であった。一方で、ウォーシュ氏はより基調的な物価上昇率を捉える必要性を強調した。インフレデータの改革に意欲を示し、中でも一時的な変動項目を除外した「刈込平均値⁵⁹」を好むとの見解を示した。

第 1-3-23 表 上院銀行委員会の公聴会におけるウォーシュ氏の発言

【2026年5月21日 上院銀行委員会の公聴会】	
（１）コミュニケーション政策	
●	2027年度のFOMCスケジュールはまだ検討し始めている。
●	FOMC後の記者会見は現在定期的に開催されている。FOMC関係者はかなりの頻度で情報発信をしており、透明性は欠けていない。ただ、私は繰り返しよりも真実の探求が重要だと思う。
●	フォワードガイダンスを信奉していない。将来の政策決定がどうなるかを予告すべきでない。
（２）バランスシート政策	
●	大きなバランスシートは、デュアルマンドを達成するのに特に役に立たない。バランスシート政策は金融資産を持つ人々が恩恵を受ける。もし金利を引き下げれば、量的緩和と比べてより多くの人々が恩恵を受けられる。
●	ゆっくりと慎重にバランスシートを縮小する必要がある。
●	財務長官と協力しながらバランスシートを縮小しなければならない。FRBは財政業務から手を引き、金融業務に注力するべき。
（３）インフレへの対応	
●	インフレを判断するために使われているデータはかなり不完全。FRBは新しい理解とデータソースを活用して、実際のインフレがどうであるかを見極めるべき。
●	インフレ指標では、すべてのテールリスクや一時的な項目を除外した「刈込平均値」を好む。

（備考）各種公表情報により作成。

⁵⁹ 代表的な指標として、ダラス連銀が毎月公表する刈込平均値（Trimmed Mean PCE inflation rate）は、PCEデフレーター の各項目を上昇率順に並べ替え、下限側からウェイトの24％分、上限側から31％分が控除された値であり、2026年5月値は2.4％と、総合指数（4.1％）、コア指数（3.4％）に比べて低い数値となっている。

こうした改革志向の運営構想の下、初めて議長として臨んだ2026年6月FOMCでは、金融政策の先行きに関する具体的な示唆はほとんど示されなかった一方で、早速（1）のコミュニケーション改革が実行された（第1-3-24表）。具体的には、声明文からフォワードガイダンスを示す文章が削除される形で大幅に簡素化され、声明文の単語数は前回比で約6割減となった。また、ウォーシュ氏は四半期経済見通しへの予測値提出を見送った。FOMC後に毎行われている記者会見についても、有用としつつも開く際には何か重要な発表がある状態にしておくべきとの考えを示した⁶⁰。

加えて、金融政策の基本原則として物価安定へのコミットメントが繰り返し強調された。

また、体制転換を機に既存の実務の見直し、適切な形への改善を企図して5つの分野のタスクフォースの設置がアナウンスされた。これは前述の（1）～（3）の構想の具現化に向けた取組と位置付けることができる。2026年の秋頃からタスクフォースの調査結果が明らかになり始め、年内に大半あるいは全ての作業を完了する予定とされている。

第1-3-24表 2026年6月FOMCにおけるウォーシュ氏の発言

【2026年6月17日 FOMC記者会見】
●最優先の目標は金融政策を正しく遂行すること。つまり、議会から与えられた使命、すなわち物価の安定を実現することである。 ●物価安定を実現するというコミットメントは強固であり、全会一致で明確なものである。 ●我々はフォワードガイダンスを廃止した。 ●金融政策において中心的な役割を果たす5つの分野に関するタスクフォースを設置する。 （ア）コミュニケーション政策、（イ）バランスシート政策、（ウ）既存のデータソースの活用と依存、（エ）変革期における生産性と雇用、（オ）インフレ枠組み

（備考）FRBにより作成。

⁶⁰ FOMC 後の記者会見が毎行われるようになったのはパウエル議長在任時の2019年1月からであり、それ以前は四半期に1回のペースだった。

2. 欧州中央銀行（ECB）

本項ではユーロ圏における金融政策について、ECBの政策目的を踏まえた上で、伝統的金融政策（政策金利の調整）、非伝統的金融政策（量的政策）に分けて足元の動向について整理する。

（１）政策目的

まず、ECBの政策目的を整理する。ECBの金融政策は、欧州連合条約において、「物価安定の維持」を政策目的と定めた上で、物価安定の目的に反しない限りにおいて、欧州連合の全般的な経済政策（経済成長や雇用の増大等）を支援するとしている。第一義的な政策目的を物価安定の維持に限定している点において、FRBとは異なる。ECBでは、中長期的に2%の物価上昇率を目指すとする物価安定目標を掲げている。

また、ECBはユーロ圏において単一の金融政策を運営している一方で、複数の加盟国から構成される経済圏を対象としている点に特徴がある。単一の金融政策の下では、各加盟国の経済・財政状況が必ずしも一致しないことから、金融政策の波及効果が各国で異なる可能性がある。このため、各国間の金融環境の乖離により金融政策のユーロ圏全体への円滑な波及が阻害されないよう、金融市場の動向に留意しつつ政策運営を行う必要がある⁶¹。

（２）金融政策の動向

（目標を上回るインフレ率の継続が見込まれる中、政策金利は利上げに転じる）

2024年の利下げ期以降の政策金利の動向について、（i）利下げ期（2024年6月～2025年6月）、（ii）据置き期（2025年7月～2026年2月）、（iii）中東情勢の緊迫化以降（2026年3月～）に分けて整理する。

ECBが設定する政策金利には、「預金ファシリティ金利⁶²」、「主要リファイナンス・オペ金利⁶³」及び「限界貸出ファシリティ金利⁶⁴」の3種類がある。金融危機以前においては、これらの金利体系はコリドーシステムを構成しており、預金ファシリティ金利が下限、限界貸出ファシリティ金利が上限を形成し、その中間に主要リファイナンス・オペ金利が位置付けられていた。この枠組みの下では、短期市場金利はコリドー内で推移し、主要リファイナンス・オペ金利を中心に金融政策スタンスが示されていた。しかし、QEの実施等により市場に潤沢な流動性が供給された結果、金融機関のECBか

⁶¹ ECBは金融政策の円滑な波及を確保する手段として、2012年8月にOMT(Outright Monetary Transactions)、2020年3月にPEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme)、2022年7月にTPI(Transmission Protection Instrument)を導入している(Lagarde(2025))。

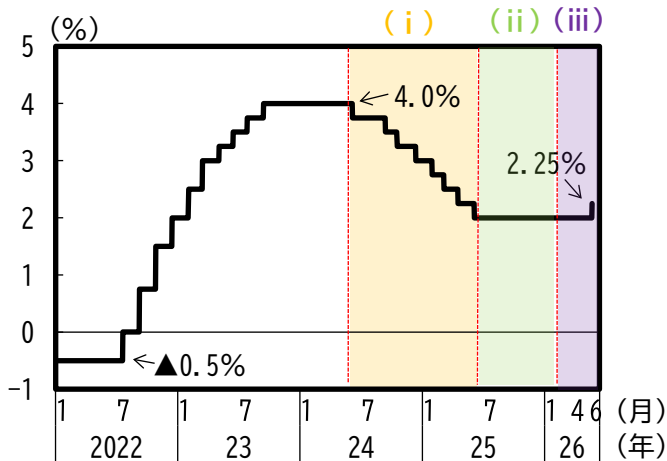
⁶² 民間銀行がユーロシステムに資金を預ける際に適用される翌日物金利。

⁶³ 公開市場操作における一週間物レポ金利。短期金利（ユーロ圏無担保翌日物平均金利）の誘導目安。

⁶⁴ 民間銀行がユーロシステム（ECB及び各国中銀）から緊急に貸出を受ける場合に適用される翌日物金利。

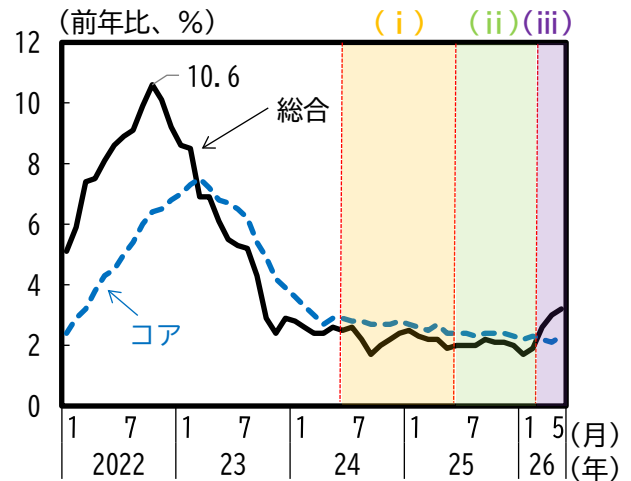
らの資金調達需要は低下し、短期市場金利は預金ファシリティ金利付近で推移するようになった。このような環境変化を踏まえ、ECBは2024年3月に、預金ファシリティ金利を金融政策スタンスの方向性を示す主要な政策金利として位置付けることを公表した。以下では、預金ファシリティ金利とユーロ圏の消費者物価上昇率の動きを第1-3-25図、第1-3-26図に示しており、それぞれ（i）～（iii）の網掛け範囲が各時期に対応する。

第1-3-25図 預金ファシリティ金利



（備考）ブルームバーグにより作成。

第1-3-26図 ユーロ圏の消費者物価上昇率



（備考）ユーロスタットにより作成。

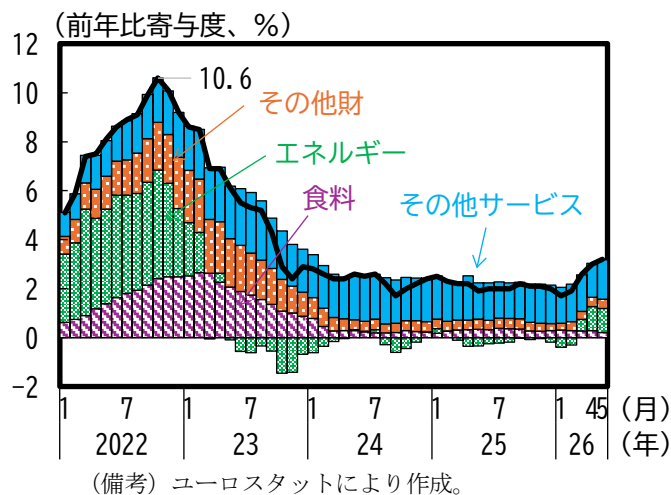
（i）利下げ期（2024年6月～2025年6月）

ECBはインフレリスクの高まりを受け、2022年7月から2023年9月にかけて、預金ファシリティ金利を▲0.50%から4.00%まで引き上げた後、当該水準が「十分に緊縮的な水準⁶⁵」であるとの認識の下で政策金利を据え置いた。この間、エネルギー価格の上昇等に起因する外的要因による物価上昇圧力は緩和した一方、賃金上昇や企業の堅調な利益率を背景にサービス業を中心とした国内の物価上昇圧力が、インフレリスクの主な要因となっていた（第1-3-27図）。ECBは2024年6月の理事会において、一時10.6%まで上昇した消費者物価上昇率が2%台まで低下し、長期の期待インフレ率は目標である2%付近でおおむね安定している（第1-3-28図）ことを踏まえ、預金ファシリティ金利を3.75%へ引き下げ、引締め度合いの緩和を開始した。また、賃金上昇率は依然として高水準にあったものの、賃金トラッカーにおいて将来的な賃金上昇率の鈍化が示されたことも利下げ判断を後押しした（第1-3-29図）。2024年7月の理事会では十分なデータ

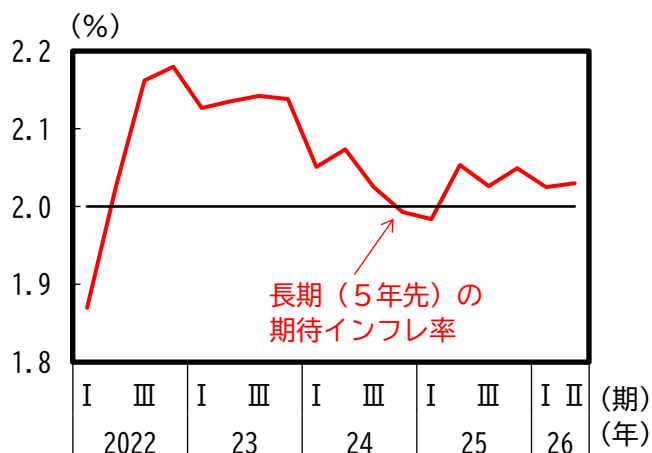
⁶⁵ 2023年7月理事会において、ECBはインフレ率の低下と需要抑制効果がみられていることから預金ファシリティ金利を3.75%に引き上げた際に十分に緊縮的な水準まで達したとの認識を示した。3.75%から4.00%まで引き上げたことについて、極めて不透明な経済環境においてインフレ率を2%の目標水準へ適時に回帰させるためには引き上げた方がより安全だと判断したとしている（Lane (2024)）。

が揃っていないとして政策金利を据え置いたが、同年9月以降は、物価上昇率の着実な低下と賃金上昇率の鈍化を背景に、2025年6月まで7会合連続で利下げを実施し、預金ファシリティ金利は2.00%まで引き下げられた（第1-3-30表）。

第 1-3-27 図 ユーロ圏の消費者物価上昇率（寄与度）

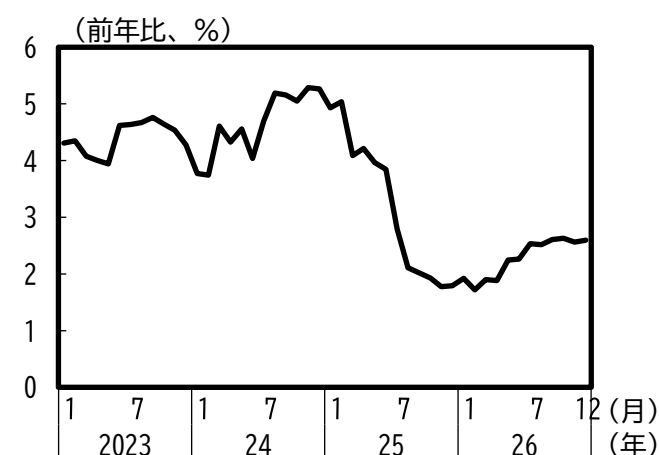


第 1-3-28 図 長期の期待インフレ率



(備考) ECB により作成。Survey of Professional Forecasters (SPF) における集計確率分布平均。

第 1-3-29 図 賃金トラッカー



(備考) ECB により作成。一時金含む。ベルギー、ドイツ、ギリシャ、スペイン、フランス、イタリア、オランダ、オーストリア、フィンランドの団体交渉協定から機械的に生じる賃金上昇圧力を示すもの。

第 1-3-30 表 ECB 金融政策声明でのスタンスの変化

公表月	金融政策声明（抜粋）
2024年6月	インフレ見通し、基調的なインフレの変動、金融政策の波及の強さに関する最新の評価に基づく、金融政策の引締め度合いを緩和することが適切である。
2024年7月	インフレ率が目標の2％に達するために必要な期間、政策金利を <u>十分に緊縮的な水準に維持する</u> 。
2024年12月	インフレ率低下のプロセスは順調に進んでいる。資金調達環境は緩和しつつあるが、金融政策は <u>依然として緊縮的である</u> 。
2025年3月	金融政策は、有意に引締め度合いが低下してきている。
2025年6月	（0.25%ポイントの利下げを経て、）我々は <u>良い立ち位置にある</u> （in a good place）と考えている。

（備考）ECB により作成。

（ii）据置き期（2025年7月～2026年2月）

2025年7月の理事会では、預金ファシリティ金利を2％に据え置くことが決定された。ECBのラガルド総裁は、不確実性が高い状況下において中立金利の概念は機能しないとの認識を示しているものの、結果的に預金ファシリティ金利は、ECBが2025年2月に推計した中立金利の範囲（1.75％～2.25％）の中間で維持されることとなった。その後も、インフレ率がおおむねECBの見通しに沿って推移したことを受け、同年9月以降、政策金利を据え置いた。ECBは「我々は良い立ち位置にある」との認識の下、データに依拠しつつ、会合ごとに適切な政策スタンスを決定するとの方針を維持した。

（iii）中東情勢の緊迫化以降（2026年3月～現在）

上述のとおり、ECBは様子見姿勢を継続していたが、中東情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格の上昇が、金融政策の方向性を判断する上で重要な要因となった。ECBは、2026年3月の理事会において、中東情勢の緊迫化により、インフレの上方リスク、経済成長の下方リスクが生じているとの認識を示した。また、中期的な影響は、紛争の規模や期間、エネルギー価格の上昇が物価や経済に与える影響の程度に依存するとの見方を示した。

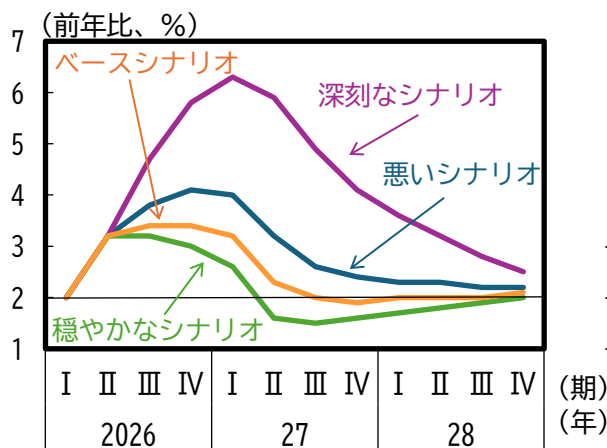
同年4月の理事会では、政策金利を据え置いたものの、利上げの可能性について議論が行われたことを明らかにした。ラガルド総裁は、エネルギー価格上昇の影響が物価指標等に十分に表れていないことに加え、中東情勢の緊迫化以前のインフレ率が適切な水準にあったことを踏まえ、追加的な政策対応の必要性については慎重に見極める余地があるとの認識を示した。

同年6月の理事会で、2023年9月以来となる政策金利の引上げを実施し、預金ファシリティ金利は2.25％となった。ECBは、紛争によるショックの進展やユーロ圏の中期的

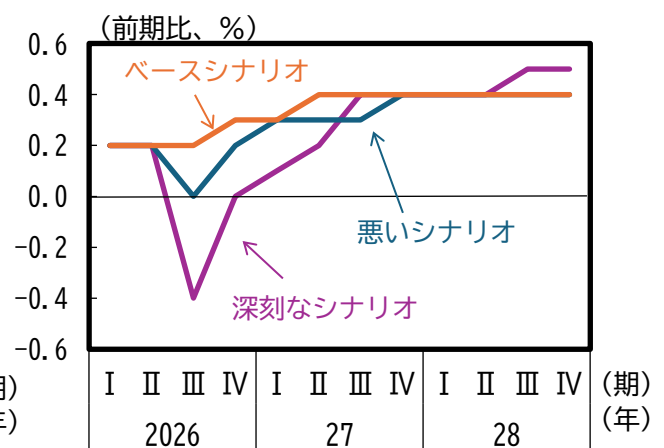
な見通しへの影響を想定した複数のシナリオを公表し（第1-3-31図）、新たに想定に加えたベースシナリオよりも楽観的な「穏やかなシナリオ」においても、目標を上回るインフレ率の継続が見込まれており、利上げの決定は正当化されると判断した。また、ラガルド総裁は、エネルギー価格の上昇について、直接的影響だけでなく間接的な影響にも広がりつつあるとの認識を示した。今後の金融政策については、引き続き、データに依拠しつつ、会合ごとに適切な政策スタンスを決定するとの方針を維持している。一方、金融市場では、預金ファシリティ金利が年内に2.5%まで引き上げられることが織り込まれている⁶⁶。今後、利上げが継続されるかどうかは、中東情勢の緊迫化及びエネルギー価格の高止まりがどの程度継続するかに加え、エネルギー価格の上昇が他の物価や賃金に波及する間接的、二次的効果の大きさに依存すると見込まれる。

第 1-3-31 図 ECB スタッフ見通し（2026 年 6 月）

（1）ユーロ圏の消費者物価上昇率（総合）



（2）ユーロ圏の実質 GDP 成長率



（備考）1. ECBにより作成。「ベースシナリオ」は、2026年の原油価格が96.9ドル/バレル、天然ガス価格が45.6ユーロ/メガワット時まで上昇し、その後徐々に低下すると仮定。「穏やかなシナリオ」は、2026年第3四半期の原油価格が88ドル/バレル、天然ガス価格が41ユーロ/メガワット時まで低下し、その後徐々に低下すると仮定。「悪いシナリオ」は、2026年第3四半期の原油価格が122ドル/バレル、天然ガス価格が60ユーロ/メガワット時まで上昇し、その後徐々に低下すると仮定。「深刻なシナリオ」は、2026年第3四半期の原油価格が166ドル/バレル、天然ガス価格が98ユーロ/メガワット時まで上昇し、その後徐々に低下すると仮定。

2. （2）の穏やかなシナリオはベースシナリオと同様のため省略。

⁶⁶ ECB が 2026 年 6 月に公表した「Survey of Monetary Analysts」による集計値。

（QTを継続しつつ、バランスシート政策は需要に応じた流動性供給を行う枠組みへ）

ECBは2022年にQEを終了し、以降はQTが進められた。以下では、量的政策の動向について、（i）QTの開始（2023年3月～現在）、（ii）量的政策の先行きに分けて整理する。

（i）QTの開始（2023年3月～現在）

感染症拡大以降のECBの資産購入は、従来の資産購入プログラム（APP：Asset Purchase Programmes）に加えて、新たに導入されたパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）によって進められた。APPと比較したPEPPの主な特徴は購入資産の柔軟性が高い点にあり、APPでは、キャピタルキー（ECBへの出資比率）に応じた割合で国債の購入を行うのに対し、PEPPではキャピタルキーを基本としつつも、弾力的に調整することが可能とされた⁶⁷（第1-3-32表）。PEPPによる純資産購入は2022年3月に終了し、APPによる純資産購入も同年6月に終了したが、バランスシートは約8.8兆ユーロ（2019年末時点では約4.7兆ユーロ）まで拡大した（第1-3-33図）。ECBは、インフレリスクの高まりを受けて利上げを継続するとともに、2022年12月の理事会において、2023年3月以降のAPPの再投資を月平均150億ユーロ削減することを決定した。さらに、2023年6月の理事会では、同年7月以降、APPの再投資を停止することを決定した（第1-3-34図）。PEPPについては、2023年12月理事会において、2024年7月から再投資を月平均75億ユーロ削減し、2025年1月から再投資を停止する方針が示された。再投資の停止に伴い、APP及びPEPPの保有資産は安定的かつ予測可能なペースで減少しており、ECBのバランスシートは2026年5月時点で約6.1兆ユーロとなっている。もっとも、2022年以降のバランスシート縮小の主因は、長期資金供給オペレーション（TLTROIII：Targeted Longer-Term Refinancing OperationsIII）の残高減少である。ECBは、感染症拡大時の対応としてTLTROIIIの条件を緩和し⁶⁸、銀行向け貸出金利を引き下げることによって、銀行による企業及び家計向け貸出を促進した。その後、2022年10月の理事会において、同年11月以降に適用される貸出金利の引上げが決定されたことを受け、銀行は大規模な早期返済を実施し、ECBのバランスシートは急速に縮小した。

⁶⁷ PEPP 導入の背景には、感染症に伴う金融市場の混乱を受けたイタリアの金利上昇の抑制を可能にするという ECB の目的があった。2020 年 3 月 12 日の理事会後の記者会見でイタリアのスプレッド上昇時の対応について問われた際に、ラガルド総裁が「スプレッドの縮小は ECB の役割でも使命でもない」と回答したことを受けて、イタリアの長期金利は急騰し、他のユーロ圏諸国の金利も上昇した。こうした状況の中、ECB は同年 3 月 18 日に PEPP を導入することを公表した。

⁶⁸ 2020 年 6 月 24 日から 22 年 6 月 23 日までの期間において、貸出要件を満たす銀行に対して、貸出金利を▲1%と預金ファシリティ金利の▲0.5%よりも低い水準まで引き下げた。

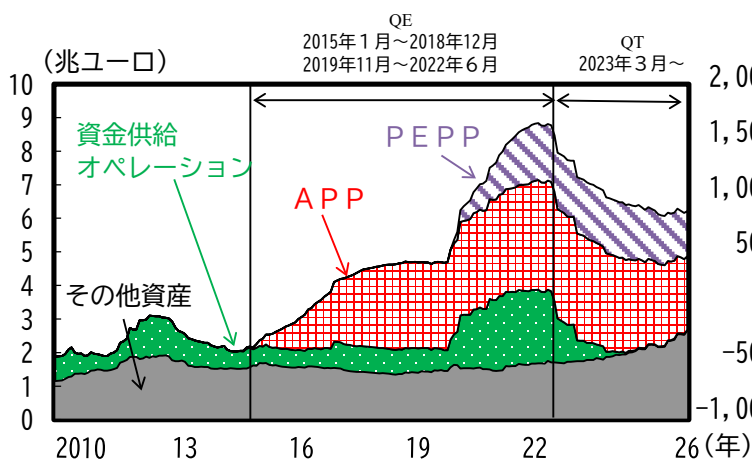
第 1-3-32 表 APP と PEPP の比較

	APP	PEPP
	Asset Purchase Programmes	Pandemic Emergency Purchase Programme
導入経緯	金融緩和策の一部	感染症拡大に伴う緊急措置
導入時期	2014年10月	2020年3月
主な目的	物価安定	金融システムの安定化、物価安定
購入資産	国債、社債、ABS、カバードボンド	APPの対象資産＋ギリシャ国債、CP等
国債の購入比率	キャピタルキー（ECBへの出資比率）に応じる	キャピタルキー（ECBへの出資比率）に応じつつも弾力的 →キャピタルキーを上回るイタリア国債の購入が可能に
	2026年時点のユーロシステムキャピタルキー (ドイツ26.3%、フランス19.8%、イタリア15.8%、スペイン11.7%、オランダ5.8%、その他ユーロ圏諸国20.6%)	
購入額 (2019年以降)	・19年11月～22年3月：200億ユーロ/月 (20年3月～12月は320億ユーロ/月) ・22年4月：400億ユーロ ・22年5月：300億ユーロ ・22年6月：200億ユーロ	・20年3月：総額7,500億ユーロ（20年末まで） ・20年6月：6,000億ユーロ増額（21年6月まで延長） ・20年12月：5,000億ユーロ増額（22年3月まで延長）
縮小経緯	・21年12月：22年4月以降購入額の段階的縮小を決定 ・22年6月：資産購入を22年6月で終了（再投資は継続） ・22年12月：23年3月以降の再投資額を縮小 ・23年6月：23年7月で再投資を終了	・21年12月：資産購入を22年3月で終了 (再投資は24年末で終了)

(備考) 1. ECBにより作成。

2. カバードボンドとは、銀行が保有する住宅ローン等を担保として発行する債券であり、担保資産が銀行のバランスシートに残る。投資家は銀行及び担保資産の双方に対して請求権を有する点でABSとは異なる。

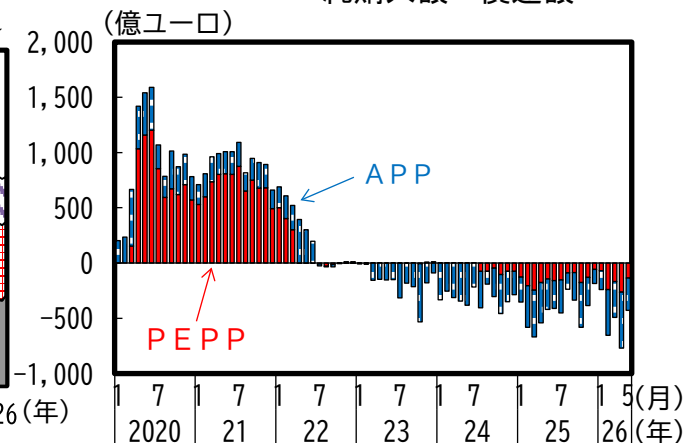
第 1-3-33 図 ECB のバランスシート



(備考) 1. ブルームバーグにより作成。

2. 欧州中央銀行及びユーロ圏各国中央銀行の資産を統合したもの。

第 1-3-34 図 APP 及び PEPP の月別純購入額・償還額



(備考) ECBにより作成。

(ii) 量的政策の先行き

ECB は、QT によるバランスシートの正常化が順調に進んでおり、銀行部門は依然として十分な流動性を保有しているとの認識を示している。また、ECB は 2024 年 3 月の運用枠組みの見直しにおいて、主として資産購入によって流動性を供給する従来の供給主導型ではなく、銀行の準備預金需要に応じて資金供給オペレーション（貸付け）によ

って流動性を供給する需要主導型の枠組みへと移行した⁶⁹（第 1-3-35 表）。供給主導型の枠組みでは、ECB が必要な準備預金の水準を事前に推計し、短期市場金利の過度な変動を抑制しつつ QT のペースを調整する必要がある。一方で、需要主導型の枠組みでは、銀行の準備預金需要に応じて固定利率の貸付けで流動性供給が行われるため、QT のペースと金利管理との間の直接的な連動性は限定的であると整理されている。このため、短期市場金利の変動が直ちに QT のペース鈍化や終了につながるものではないとの見方が示されている。その結果、金融政策の観点から追加の資産購入が必要とならない限り、APP 及び PEPP による保有資産は減少し続けるとの認識を示している。さらに ECB は、過剰な流動性が減少するにつれて、銀行向けの資金供給オペレーションがバランスシート上の主要な資産となると予測している⁷⁰。ただし、流動性の供給を単一の金融政策手段に集中させることはリスクを伴うため、短期資金供給オペレーションに加え、長期資金供給オペレーションや構造的証券ポートフォリオ⁷¹を含むバランスシートの構成が想定されている。このバランスシートの構築は、段階的な実施が計画されている（第 1-3-36 表、第 1-3-37 図）。

第 1-3-35 表 金融政策実施に関する運用枠組みの見直し

主な見直し内容
預金ファシリティ金利を金融政策スタンスの方向性を示す主要な政策金利として位置付ける。
ユーロシステムは、短期資金供給オペレーションに加え、将来的には長期資金供給オペレーションや構造的証券ポートフォリオを通じて幅広い手段により流動性を供給する。
短期資金供給オペレーションは、引き続き固定金利方式の入札により実施され、銀行の流動性需要を満たす上で中心的な役割を果たすことが意図されている。
主要リファイナンス・オペ金利は、2024年9月以降、預金ファシリティ金利とのスプレッドが従来の0.50%ポイントから0.15%ポイントに縮小するように調整される。限界貸出ファシリティ金利は主要リファイナンス・オペ金利とのスプレッドが従来通り0.25%ポイントとなるように調整される。 →9月理事会における政策金利の変更は以下のとおり ・預金ファシリティ金利：3.75%→3.50% ・主要リファイナンス・オペ金利：4.25%→3.65% ・限界貸出ファシリティ金利：4.50%→3.90%

（備考）ECB (2024)により作成。

⁶⁹ Schnabel (2024)

⁷⁰ Schnabel (2025)

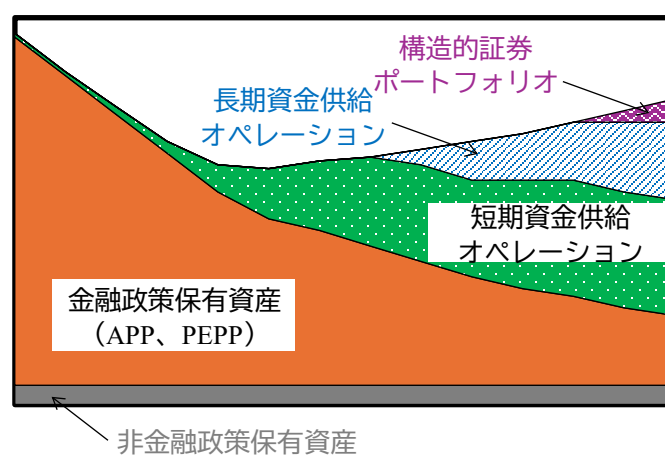
⁷¹ 金融緩和ではなく流動性供給を目的として、主に短期国債を購入・保有する証券ポートフォリオが想定されている。

第 1-3-36 表 バランスシートの段階的構築

	流動性の供給手段	変化のタイミング
1	短期資金供給オペレーション	QTが進展するにつれて、銀行部門全体の準備預金残高が流動性需要を十分に満たせなくなり、短期市場金利が上昇するとともに、短期資金供給オペレーションの利用が持続的かつ広範に増加していく。
2	長期資金供給オペレーション	銀行が流動性需要を満たすために短期資金供給オペレーションを通じた多額の借入れを継続的に借り換えなければならない状況に至った場合には、短期資金供給オペレーションの一部を定期的実施する長期資金供給オペレーションに振り替える。
3	構造的証券ポートフォリオ	供給する流動性のうち、保有証券によって賄う割合は理事会が決定する。QTの進展等により金融政策保有資産及び非金融政策保有資産による流動性供給が、理事会が定める水準を下回る場合に、新たな構造的証券ポートフォリオの構築が開始される。

(備考) Schnabel (2025)により作成。

第 1-3-37 図 バランスシートの変化 (概念図)



(備考) Schnabel (2025)により作成。

3. イングランド銀行（BOE）

本項では英国における金融政策の動向について、BOEの金融政策運営の基本的な枠組みを踏まえた上で、①政策金利の引下げ、②バランスシートの縮小（QT）に分けて整理する。

（BOEについて）

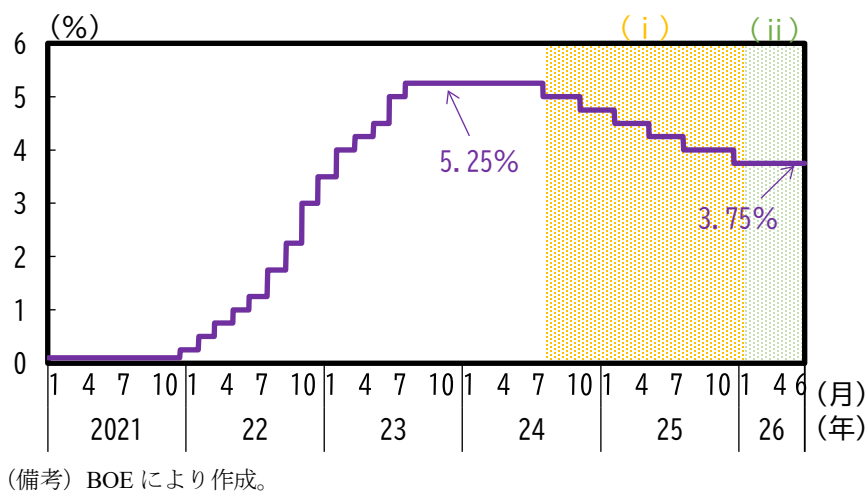
BOEの金融政策運営の基本的な枠組みは1998年イングランド銀行法に基づいており、その中で同行の金融政策の目的は「物価の安定を維持すること」とされ、その上で「これを前提として、成長や雇用に関する目標を含む英国政府の経済政策を支援すること」と定められている。

英国政府は毎年、財務相からBOE総裁宛に送付する「Remit for the Monetary Policy Committee」において、「消費者物価指数の前年比上昇率2%」の達成を物価安定目標として示している。BOEはこの政府目標の実現に向けて、物価安定を最優先としつつ、中長期的な成長や雇用への影響にも配慮しながら、政策金利の調整や保有資産の圧縮（QT）を含む金融政策の運営を行っている。

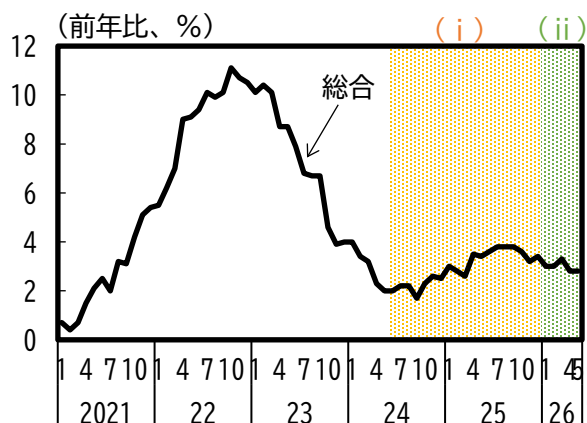
（利下げは一服、当面は政策金利据置きが市場予想の中心的シナリオに）

2024年8月から始まった利下げ局面の政策金利動向について、（i）2024年8月～25年12月の利下げ期、（ii）2026年～、に分けて整理する。政策金利であるバンクレートと、物価、労働市場の指標の動きを第1-3-38図～第1-3-40図に示す。それぞれ（i）、（ii）の網掛け範囲が各時期に対応する。

第 1-3-38 図 BOE の政策金利

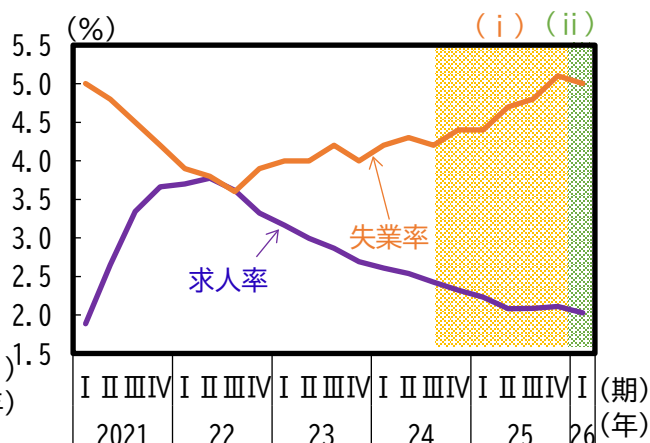


第 1-3-39 図 消費者物価上昇率（総合）



(備考) 英国国家統計局により作成。

第 1-3-40 図 労働市場



(備考) 英国国家統計局により作成。

利下げ局面の前史として、BOEは2021年12月の金融政策委員会で政策金利を0.10%から0.25%に引き上げ、以降23年8月の5.00%から5.25%への引上げまでの間、段階的に利上げを継続した。その主な背景として、感染症収束後の経済活動の回復により労働需要が増加する一方、労働供給の回復が遅れたことによる労働市場ひっ迫や、22年2月のロシアによるウクライナ侵略によってエネルギーを始めとする供給ショックが発生し、内外とも物価圧力が強まっていたことなどが挙げられる。

その後、23年8月の同委員会で政策金利を5.25%に引き上げたのを最後に、24年7月の同委員会まで政策金利の据置きが続いた。この時期は、利上げの影響が需要減少や労働需給の緩和等に表れ始め、インフレ圧力が低下して消費者物価（総合）上昇率が2%目標に近づく軌道を示すとともに、実体経済全般をより広範に押し下げているとの認識が広がっていた。

（i）2024年8月～25年12月の利下げ期

その後、2024年5、6月の消費者物価上昇率が前年比2.0%まで低下し、インフレ期待の正常化や賃金・物価上昇圧力の緩和が指摘されるようになったことを受け、BOEはインフレ持続リスクに一定の緩和がみられるとして、24年8月の金融政策委員会で政策金利を5.25%から5.00%に引き下げることと決定した。以来、データに基づき引締めの金融政策を緩やかに解除するアプローチを継続するとして、25年12月の4.00%から3.75%への引下げまでの間、四半期に一回のペースで0.25%ポイントずつ利下げを継続した⁷²。この間、物価は家庭用エネルギー料金の引上げや、25年4月から施行された企

⁷² もっとも、段階的かつ慎重に金融引締めを解除するアプローチを継続すること自体は委員間で認識共有されていたものの、引締め解除の時期とペースをめぐっては、委員間で見解の相違がみられた。例えば、2025年8月7日の金融

業の国民保険料負担増分のサービス価格転嫁を主因として、25年7～9月の消費者物価上昇率は3.8%程度まで上昇した。一方、同じく企業の雇用コスト増大に起因する労働需要低下や失業率の上昇により労働市場では緩和傾向が続いたほか、英国経済の成長見通しについても同じく25年4月の米国トランプ政権による関税措置の発動が各国の通商政策の不確実性を高めたことで消費者と企業のマインドが悪化し、成長の阻害要因となっているとの見解を示すなど、物価上昇率を持続的に2%目標に戻すことを金融政策の主目的としながらも、持続的な成長と雇用にも配慮した適切な金融引締め度合いを模索する政策運営が図られた。

2025年11月の同委員会後に公表された声明文でBOEは、追加利下げの可否についてインフレ見通しの推移次第で決めるとの政策スタンスを示した。同時期、物価上昇率は3.5%程度に低下しており、4%程度を記録していた一時のピークを越えたと判断されたほか、2025年の物価上昇の主因がエネルギー価格のベース効果や公共料金の一時的引上げといった要因によるものであり、国内インフレ圧力への波及効果は限定的との評価から、インフレ鈍化基調が当面継続するとの見方が支配的であった。また、労働市場の緩和傾向も引き続き緩やかに進行していたほか、過去の金融引締めにより総需要水準が抑制され、賃金上昇率やサービス価格インフレが鈍化しているとの評価も示された。こうして、インフレ高止まりリスクの低下と、需要減退により中期的にインフレ目標を下回る可能性がともに意識されたことで、BOEは「インフレ鈍化が続けば、政策金利は引き続き緩やかな低下路線をとる可能性が高い」との政策スタンスを示すに至った（第1-3-41表）。

第1-3-41表 BOEの情勢認識と金融政策スタンス

時期	情勢認識/金融政策スタンス（声明文ベース）
24年8月2日 （利下げ開始）	- インフレ期待は正常化し、賃金・物価上昇圧力の弱まりが指摘されており、インフレ持続のリスクは一定の緩和がみられる。 - これまでの緊縮的な金融政策スタンスは英国経済を押し下げ、労働市場の緩和をもたらし、インフレ圧力を低下させた。
24年12月20日 （利下げ途中）	秋季予算で発表された措置、地政学的緊張、通商政策の不確実性は経済見通しに更なる不確実性を生み出しており、これらの動向が成長やインフレ圧力に与える影響には慎重な評価を要する。今後更なる証拠に基づき、抑制的な政策を緩やかに解除する。
25年11月6日 （利下げ終盤）	金融政策の更なる緩和余地は、インフレ見通しの推移次第となる。直近のエビデンスに基づけば、政策金利は緩やかな引下げ路線を継続する可能性が高いが、更なる金融緩和の判断は一層難しくなるだろう。

（備考）BOEにより作成。

（ii）2026年～

その後も、賃金やサービス価格上昇率の鈍化傾向が確認されたことに加えて、2025年11月にかから公表された秋季予算の財政措置等もあり、2026年4月にはインフレ目標の

政策委員会では、政策金利を4.25%から0.25%ポイント引き下げて4.00%とする総裁案に対し、委員1名が3.75%への0.50%ポイントの引下げを主張したほか、委員4名が4.25%での据置きを主張して反対票を投じたことで、0.25%ポイント引下げ派が4名・据置き派が4名と同数になり史上初の再投票が行われた。同会合後の声明文で、BOEは「金融政策は事前に決められているものではなく、エビデンスに応じて決定される」と述べるなど、「各会合において適切に金融引締め度合いを決定する」としてきた従来の政策スタンスに代わって、利下げを既定路線とせずデータに基づく都度の政策決定を行う方針を示している。

2%近くまで物価上昇率が低下すると見込まれていた。BOEも、政策金利3.75%での据置きを決定した26年2月会合後の声明で「直近のエビデンスに基づけば政策金利は更に引き下げられる可能性が高い」とする一方、物価上昇率が低下しているにもかかわらず、依然として高止まりするインフレ期待や将来の賃金動向を念頭に「追加緩和の判断にはより慎重な検討を要する段階となる」とも述べるなど、利下げを進めつつも引締めの状況維持する金融政策が求められた。

こうした状況を一変させたのは、2月28日の米国・イスラエルによるイラン攻撃に端を発する、中東情勢の緊迫化である。原材料費の高騰による燃料代や日用品価格の上昇といった直接的影響（Direct effects）によって、短期的には物価上昇率の再加速が避けられない情勢となった。加えて、供給網を経由しその他の価格に波及する間接的影響（Indirect effects）、ひいてはこれを受けた賃金設定や価格設定行動の変化といった二次的影響（Second-round effects）を通じて、中期的にも国内インフレ圧力が高まるシナリオが警戒されるようになった。こうした状況の変化を受け、2026年3月の同委員会後に公表した声明文の中でBOEは「危機が短期で終わる、あるいは経済のスラック（需給の緩み）が拡大する場合は、政策はより引締め度合いを弱める可能性がある」とする一方、「より大規模または長期化する危機に対しては、より引締めの政策が必要になる」との認識も併記し、不確実性の高い情勢の推移を見極めながら引締めペースを調整する政策スタンスを示した上で、政策金利を3.75%で据え置くことを4年半ぶりの全会一致で決定した。続く4月と6月の委員会でも政策金利据置きを決定しており、2月から4会合連続で据置きが続いている。このような状況変化を受けて市場も政策金利の予想経路を見直し始め、事態発生前のメインシナリオであった利下げの継続から一転して、6月の市場参加者調査では政策金利を今後1年間据え置くとの見方が中央値を占め、政策金利経路の中央値は事態発生前から約0.50%ポイント引締め方向にシフトしている。

金融政策の先行きを考える上では、エネルギー価格上昇の影響が今後どの程度、物価上昇率に表れるかがまず焦点となる。米国とイランの戦闘終結に向けた覚書の締結や実務者協議の進展を受けて、エネルギー供給が正常化に向かうとの見方から足元ではエネルギー価格急騰リスクが低下しているものの、3月以降のエネルギー価格ショックの影響がインフレ圧力としてどの程度英国経済に作用するのか、その強度や影響範囲、残存期間については、いまだ不透明である。6月の金融政策委員会では、インフレ目標を上回る物価上昇が一定期間続くことで家計や企業のインフレ期待が過敏になり、二次的影響の規模が拡大するリスクが議論され、「金融政策がこれに対抗する必要がある」として、二次的影響への対処を当面の重点課題とする方針が示されている。もっとも、BOEは「二次的影響の兆候を示す明確な証拠は、常に遅れて現れる」とも述べており、当面の間は政策金利据置きを基本線として維持しつつ、物価や雇用指標に表れる変化を注視する金融政策運営が続くとみられる。一方、二次的影響の程度が、英国経済の需要及び

労働市場の低迷でどの程度緩和されるかも、事態の対処に必要な金融政策の規模や期間を考える上で注目点となろう。

（量的政策は計画的かつ予見可能なペースでの保有資産削減が進められている）

2008年の世界金融危機を受けた政策対応として、BOEは2009年3月、インフレ目標の達成と経済活動下支えのため、政策金利の引下げを決定するとともに量的緩和（QE）として知られる資産購入プログラムを開始した⁷³。政策金利がほぼゼロまで引き下げられて実質的な下限に近付いた状況下、QEは2021年末まで長期にわたり継続した。しかしその後、感染症収束後の経済再開に伴う供給制約の顕在化や、2022年のロシアのウクライナ侵略に端を発したエネルギー価格上昇を背景としたインフレ圧力の高まりに直面したことから、BOEは金融政策の主たる手段を政策金利（利上げ）に置きつつ、累次のQEで拡大したバランスシートをより小さく持続可能な規模へと正常化するため国債等の保有資産を縮小する量的引締め（QT）も開始した⁷⁴。ここでQTとは、満期を迎えた国債・社債の償還金を再投資しない「パッシブQT」と、保有国債を市場に売却する「アクティブQT」という2つのアプローチを組み合わせる政策を指す。2021年12月に利上げサイクルが始まり、2022年2月には政策金利が0.5%と「必要に応じて引下げを行う余地のある水準」まで引き上げられたことから、22年2月会合で「パッシブQT」の開始が決定された。2022年8月時点では、最初1年間で総額約800億ポンドの資産削減が適当と判断され、うち約350億ポンドを償還再投資停止、残り約450億ポンドを市場売却により実現する計画が示された。こうして、同年9月会合後には「アクティブQT」も開始する予定であったが、同月発生した英国債市場の混乱（いわゆる「トラスショック」）で金融安定化対応が優先されたことで延期され、正式に「アクティブQT」としての国債売却が開始されたのは同年11月のことであった⁷⁵。その後は、保有資産を計画的かつ予見可能なペースで圧縮する段階へと移行し、2023年10月～24年9月及び24年10月～25年9月までの1年間で国債保有額を1,000億ポンド削減する目標の下、粛々と保有資産の削減が進められた⁷⁶。さらに、2025年9月会合では、同10月から26年9月までの1年間で削減目標を700億ポンドとし、英国債の保有残高を4,880億ポンドまで減額することを目指すことが決定された（第1-3-42表）。これは、過去2年間の1,000億ポンドから減額されたもので、準備預金残高が徐々に市場参加者の需要に近づいてきたことや、市場環境への配慮を踏まえた調整として位置付けられた。このように

⁷³ BOEによる量的緩和は、金融政策委員会での決定に基づき、BOEの中央銀行準備預金を原資として、BOEが管理・運営する特別目的会社のAsset Purchase Facility（APF）が英国国債等を購入する形で実施された。したがって、実務上は「BOEによる国債買入れ」と表現されることが多いが、購入資産は法的・会計的にはAPFが保有している。

⁷⁴ 将来、必要に応じてBOEが再びバランスシート政策を活用するための余地と柔軟性を高めるものと期待された。

⁷⁵ 詳細は、「Box. いわゆる「トラスショック」はなぜ起きたのか」参照。

⁷⁶ 2024年8月～25年12月にかけては、利下げとQTが同時進行する展開となった。

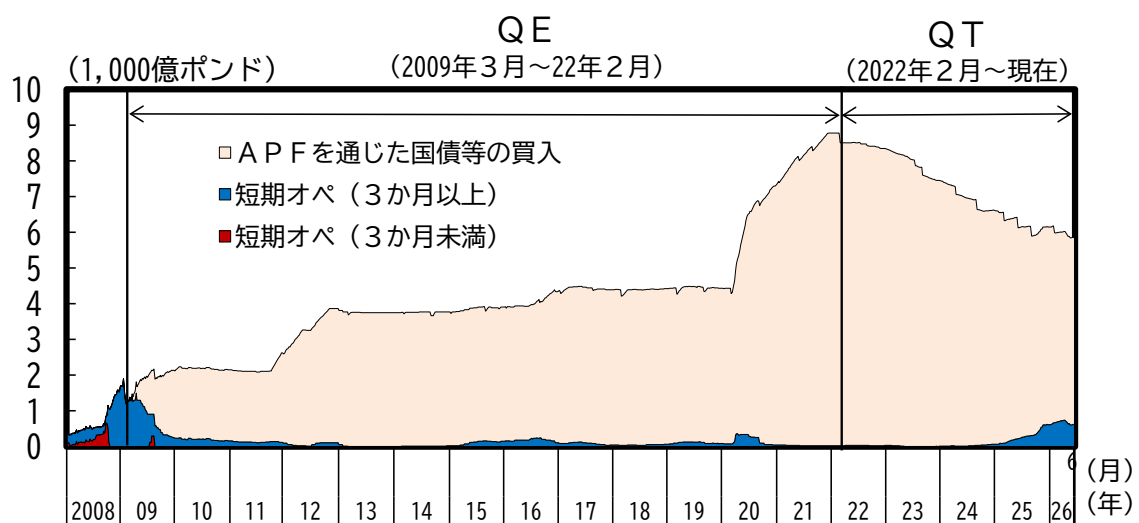
して順次進められてきたQTの結果、金融政策目的での英国債保有残高は、ピーク時（2022年初）の約8,950億ポンドから、2025年末には約5,700億ポンドまで縮小している。なお、BOEはQTの終了時期について予断をもって決めることはせず、英国の銀行システムが必要とする準備預金量に見合った水準まで資産を縮小する「需要主導」（demand-driven）の出口戦略を採用している。

第 1-3-42 表 BOE の量的引締め政策

決定日	決定内容	年間削減目標	国債保有残高目標
2022年 2月3日	QT開始を決定。満期償還の再投資停止及び社債売却準備を開始	(数値目標なし)	(数値目標なし)
2022年 9月22日	初の年間QT計画を決定	▲800億ポンド (2022/10～2023/9)	7,580億ポンド
2023年 9月21日	第2次年間QT計画を決定	▲1,000億ポンド (2023/10～2024/9)	6,580億ポンド
2024年 9月19日	第3次年間QT計画を決定	▲1,000億ポンド (2024/10～2025/9)	5,580億ポンド
2025年 9月18日	第4次年間QT計画を決定	▲700億ポンド (2025/10～2026/9)	4,880億ポンド

(備考) BOE により作成。

第 1-3-43 図 BOE のバランスシート推移



(備考) BOE により作成。

Box. いわゆる「トラスショック」はなぜ起きたのか

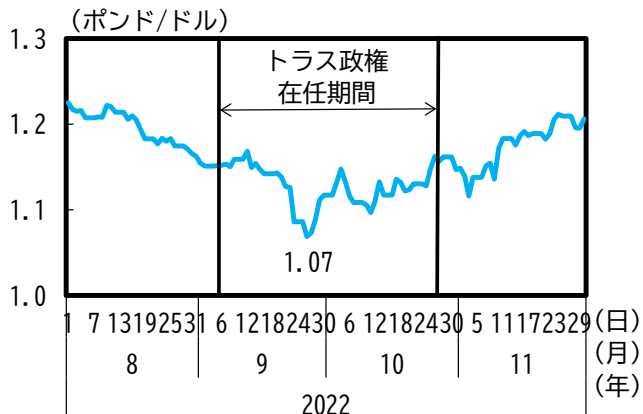
2022 年 9 月 23 日にトラス政権（当時）が打ち出した経済対策（ミニ・バジェット）は約 600 億ポンドのエネルギー価格高騰対策や、約 450 億ポンド規模の恒久減税を軸とする財政拡張的な内容であったが、財源となる歳出削減策や増収策が示されなかった上に、独立財政機関である予算責任局（Office for Budget Responsibility：以下、OBR）による将来推計と中期財政影響の評価を伴わずに公表された。また、前述のとおり、当時の英国は物価上昇率が前年比で約 10%と高インフレ状況にあり、BOE による金融引締めが始まっていた局面でもあったため、政府と BOE の連携に対する懸念も生じることとなった。こうしたマクロ経済環境下において、追加の国債発行を示唆する減税が打ち出されたことで英国の経済財政政策に対する市場の警戒感が高まり、英国債・ポンド・英国株が同時に売られる事態となった。結果、長期金利（英国 10 年国債利回り）は公表前の 3%程度から 4.5%程度へ高騰（債券価格は下落）、ポンドは史上最安値の 1 ポンド＝1.07 ドル（1986 年 2 月 25 日）に迫る水準まで下落したほか、英国株価指数 FTSE も 1 年半ぶりの低水準まで下落する「トリプル安」の展開となった（図 1～3）。

図 1 長期金利（英国 10 年国債利回り）
(%)



(備考) ブルームバークにより作成。

図 2 為替（ポンド/ドル）
(ポンド/ドル)



(備考) ブルームバークにより作成。

図 3 英国株価（FTSE）
(指数)



(備考) ブルームバークにより作成。

こうした事態を招いた背景には、英国の確定給付型年金基金が広く採用していた「LDI（Liability Driven Investment：負債連動型投資）」と呼ばれる運用手法の存在があったとされる。

英国の確定給付型年金基金では、年金支払債務の現在価値が長期金利の変動により大きく左右されることから、その変動リスクを抑えるため長期国債や金融派生商品を活用し、年金債務の増減に見合った保有資産価値の増減が連動して確保されるよう設計された運用が広く普及していた。これは年金制度の健全性を維持するためのリスク管理手法であったが、この仕組みの下では国債価格が急落し保有資産価値が目減りした場合に、担保不足として追加証拠金の差し入れを求められる、いわゆるマージンコールが発生する。トラス政権が経済対策を公表した後に英国債価格が急落したことで、年金基金は追加資金を捻出するために保有国債の売却を余儀なくされ、その売却が更なる国債価格下落と長期金利上昇を招くという自己増幅的な悪循環が発生、市場の混乱を急速に拡大させる主要因となった。

また、トラスショック発生当時の英国債市場では、前述のとおり BOE による量的引締め（QT）への移行によって BOE が長年担ってきた国債需要の縮小が見込まれていたことに加え、英国が慢性的な経常赤字国であり、国債市場も海外投資家への依存度が相対的に高く、財政運営への信認低下が資本流出や国債売りにつながりやすいという構造的特徴を有していたとの指摘もある。

前述のとおり、BOE は同年 2 月から「パッシブ QT」を進めていたが、一連の市場の混乱を收拾するため、9 月 28 日に緊急の国債買入に踏み切った。政府側も、財務大臣の更迭や大型減税の大半を撤回するなどして事態に対処した後、トラス首相は一連の混乱の責任をとって、10 月 25 日に辞任した。政府の財政運営に対する信認低下が引き金となり、BOE の金融政策（とりわけ量的政策）との整合性が疑問視されたこともあいまって英国債にも売りが広がり、市場価格が下落（長期金利が上昇）し始めたところ、LDI を採用していた英国の確定給付型年金基金でマージンコールと国債売却のスパイラルに歯止めがかからなくなり長期金利の上昇が急加速した一連の混乱は、長年にわたり英国の金融システムに内在していた構造的脆弱性が顕在化した出来事でもあったといえよう。

4. 中国人民銀行

中国の金融政策について、中国人民銀行（以下「人民銀行」という。）の機能と近年の政策動向を概観する。

（中国人民銀行について）

人民銀行は、人民銀行法により、国務院の指導の下、金融政策を策定し、執行するとされている。その政策目標は「通貨価値の安定を維持し、それをもって経済成長を促進する」とされている。

金融政策の手段としては、預金準備率や政策金利を主に使用している。

はじめに、近年行われた制度変更をみる。中国では、以前は主要な政策金利として、貸出基準金利及び預金基準金利⁷⁷を決定し、主要な金融政策手段として同金利の調整を実施していたが、2015年10月の引下げを最後に調整は実施されていなかった。これは規制金利から市場ベースの金利設定メカニズムへの移行が図られたもので、金利自由化が進められる中、2013年10月から最優遇貸出金利⁷⁸（LPR：Loan Prime Rate）の公表が開始された。

その他、人民銀行から金融機関への資金供給手段として、2014年9月から中期貸出ファシリティ⁷⁹（MLF：Medium-term Lending Facility）を導入し、2016年から1年物金利の公表も開始している。

また、2016年にはリバースレポ金利を利用した公開市場操作の頻度を毎営業日に実施できるようにし、7日物を短期資金の調整ツールとして活用するようにした。

他方でLPRについては、大半の銀行が貸出にあたっては貸出基準金利を参照したことで貸出基準金利とあまり差のない水準で推移した。そのため、公開市場操作金利（主にMLF金利）を参照するなどのLPRの見直し⁸⁰が行われ、2019年8月には新たに公表が開始された（第1-3-44図）。

なお、2021年に人民銀行総裁から公表された論文によると、当時の中国の政策金利は短期の7日物リバースレポ金利とMLF金利の2種類とされ、それぞれベンチマーク金利であるDR007（預金取扱金融機関の7日物レポ金利）とLPRを経由し、短期及び中期

⁷⁷ 金融機関が貸出基準金利及び預金金利を定める際の基準となる法定金利。

⁷⁸ 商業銀行の優良顧客向けの最優遇貸出金利を元に算出されるもの。導入当初は9行の金利を参照。2019年の見直しのため旧LPRは「貸出基礎金利」と名称が変更されている。なお、LPR5年物は、住宅ローンなど中長期融資の基準となる。

⁷⁹ 人民銀行から金融機関への資金供給手段の一つ。人民銀行がマクロプルーデンス政策上の条件を満たした商業銀行や政策銀行に対して、中期の資金を国債や中央銀行手形等を担保に貸し出す制度。後述するようにLPRを算出する際の参照金利となる。

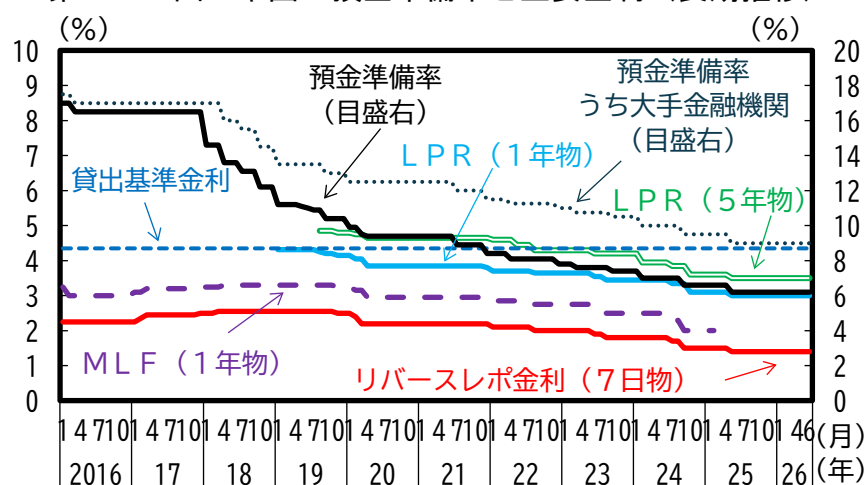
⁸⁰ 公開市場操作金利（主に、平均的な限界資金調達コストを反映しているMLF金利）を参照し、資金調達コスト、市場の需給、リスクプレミアム等は反映した金利の報告、また、報告銀行の拡大（10行から18行）による見直しを実施。

の市場金利に波及するという経路が想定されていると説明された（第1-3-45図）。

さらに 2024 年 7 月には、人民銀行は 7 日物リバースレポ金利が現在の主要政策金利であると明言するとともに、MLF オペのタイミングを LPR の公表後に変更した。同年 9 月の 7 日物リバースレポ金利引下げの際には、リバースレポ金利の引下げにより、MLF 金利や LPR も引き下げられるとの説明がなされている。翌年 2025 年 3 月には MLF の入札方式が単一価格方式から複数価格方式に変更されたことに伴い、MLF 金利の公表が停止された。

これにより政策金利については、短期の 7 日物リバースレポ金利、MLF 金利の 2 種類から、実質的にリバースレポ金利を中心とする体系へ移行された。

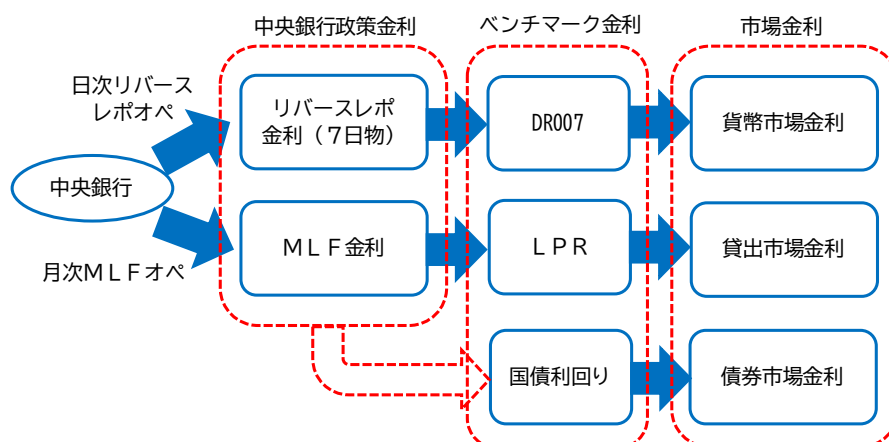
第1-3-44図 中国の預金準備率と主要金利（長期推移）



（備考） 1. 中国人民銀行により作成。

2. 預金準備率は、金融機関全体の加重平均値。

第1-3-45図 中国の金利システム



（備考） 易（2021）により作成。

（人民銀行の金融政策の動向）

人民銀行は感染症拡大期以前から、預金準備率と LPR を始めたとした政策金利の引下げを段階的に実施している（前掲第 1-3-44 図）。

感染症拡大期以降の近年の主な動向について確認する。まず、中国では 2019 年 12 月に湖北省武漢市において新型コロナウイルス感染者が確認されて以降、2021 年 1 月半ばには急速に感染者数が増加しており、以降、政府により移動制限や企業の休業措置などの感染症拡大防止措置が採られていった。実体経済を支えるため併せて金融政策による対応⁸¹も進められ、各種金利の引下げ、預金準備率の引下げなどが相次いで実施された。

2022 年には、感染拡大に対応するため 3～5 月にかけて都市のロックダウンを含む防疫措置が採られた。社会経済活動が抑制される中、4 月の国务院常务会议において、消費喚起策とともに、現在の情勢変化に対応するため、適時の預金準備率の引下げ、感染症の影響を強く受けた産業、中小・零細企業への金融支援の一層の強化の方針が示された。この方針を受け、同月、人民銀行は、大手・中堅行を中心に預金準備率の 0.25%ポイントの引下げ（金融機関の加重平均預金準備率は 0.3%ポイント引下げ（8.1%））を行っている。また、8 月には人民銀行は、銀行システムの流動性の合理的なゆとりを確保するとして、MLF 金利 1 年物の 0.1%ポイント引下げ（2.75%）、リバースレポ金利 7 日物の 0.1%ポイント引下げ（2.0%）を実施した。同月、MLF 金利引下げを受け、住宅ローン金利が参照する LPR 5 年物の 0.15%ポイント引下げ（4.3%）、LPR 1 年物の 0.05%ポイント引下げ（3.65%）が公表された。LPR 5 年物は既に 1 月に 0.05%ポイント、5 月に 0.15%ポイントの引下げが公表されており、合計 0.35%ポイントの引下げは、2019 年の見直し以来、最大の引下げとなった。これは 2021 年後半からの住宅販売価格の低下や、大手デベロッパーである恒大集団のデフォルト、2022 年にはその他デベロッパーの資金繰りの悪化も顕在化するなど、不動産市場の悪化も背景にあるとみられる。また、11 月には人民銀行は、実態経済への支援の強化、感染症の影響が深刻な中小・零細企業の支援として、再度の預金準備率の 0.25%引下げが公表された。

その後、不動産市場の停滞による景気の低迷が続く中で、2024 年 7 月にかけて、LPR 1 年物は 3.35%、リバースレポ金利 7 日物は 1.7%、預金準備率は 7.0%（金融機関の加重平均預金準備率）まで、それぞれ引下げが繰り返された。

このような度重なる金融緩和を受けてもなお不動産市場の低迷が続く中で、2024 年 9 月には、人民銀行ほか金融関係当局が合同会見を開き、預金準備率や主要政策金利の

⁸¹ 人民銀行等の 5 機関による連名で、金融緩和や資金供給、企業への資金支援などの 30 項目からなる支援策を公表。その後、各種金利の利下げ、預金準備率の引下げなどを実施している。詳細は、内閣府（2021）を参照。

引下げを含む金融面での追加対策を発表した⁸²。この発表を受け、大手・中堅行を中心に預金準備率が 0.5%ポイント（金融機関の加重平均預金準備率は 0.4%ポイント（6.6%））、MLF 金利 1 年物が 0.30%ポイント（2.00%）、リバースレポ金利 7 日物が 0.2%ポイント（1.5%）それぞれ引き下げられ、特に政策金利の引下げ幅はこれまでの累次の利下げよりも大きなものとなった。また、既存の住宅ローン金利については、10 月末までに平均で 0.5%ポイント引き下げられることとなった。なお、その後の同月の中国共産党中央政治局会議において、既存の政策を効果的に実施し、政策措置の改善に努め、今年の経済社会発展の目標と課題の達成に努めるべきとされ、その中で、預金準備率と政策金利の引下げの実施が不可欠であると説明された⁸³。

2025 年においては、3 月の全国人民代表大会（以下「全人代」という。）の政府活動報告にて、金融政策のスタンスが前年までの「穏健的な金融政策」から「適度に緩和的な金融政策」に転換し、一段と金融緩和を進める姿勢が示された。併せて、経済成長と物価の目標とマネーサプライ等の伸び率が釣り合うよう、預金準備率と政策金利を適時に引き下げることが明記された。

その後、米国との通商関係の不透明感が増す中、4 月には景気下支えのための追加的な経済政策・金融政策⁸⁴、5 月に金融緩和のため金利引下げを含む 10 項目の金融支援策が発表され⁸⁵、リバースレポ金利 7 日物の 0.1%ポイント引下げ（1.4%）、預金準備率の 0.5%ポイント引下げ（6.2%）がなされた。人民銀行は、預金準備率の引下げにより市場に長期流動性をもたらすとし、また、リバースレポ金利の引下げは、実態経済への支援を強化するためとし、これにより LPR が 0.1%下落する見込みであると説明した。

もっとも、この 2025 年 5 月の引下げ以降、「適度に緩和的な金融政策」の下でも預金準備率と政策金利は据え置かれている（第 1-3-46 図）。

2026 年 3 月の全人代の政府活動報告では、「適度に緩和的な金融政策」の金融スタンスを維持するとし、預金準備率と政策金利を適時に引き下げ、社会融資規模・マネー

⁸² 人民銀行、国家金融監督管理総局、中国証券監督管理委員会による合同会見により公表。預金準備率や主要政策金利の引下げ、既存の住宅ローン金利の引下げ、証券会社等が株式投資を行うための新たな資金供給手段の創設等が盛り込まれ、このうち既存の住宅ローン金利の引下げについては家計の利払い負担を年 1,500 億元程度（家計消費の 0.3%程度に相当）軽減する効果があるとの説明がなされた。また、この政策金利の引下げ措置により LPR が低下する見通しであると併せて説明された。

⁸³ 会議では、必要な財政支出の保証、預金準備率や金利の引下げ、不動産市場の下げ止まり・安定化の促進、低所得者等に対する支援の強化等の追加的な経済対策を打ち出していく方針が示された。なお、会議は毎月開催されており、例年、4 月、7 月及び 12 月の会合で経済に関する議論が行われる中、24 年は 9 月の会合にて経済に関するテーマが取り扱われた。

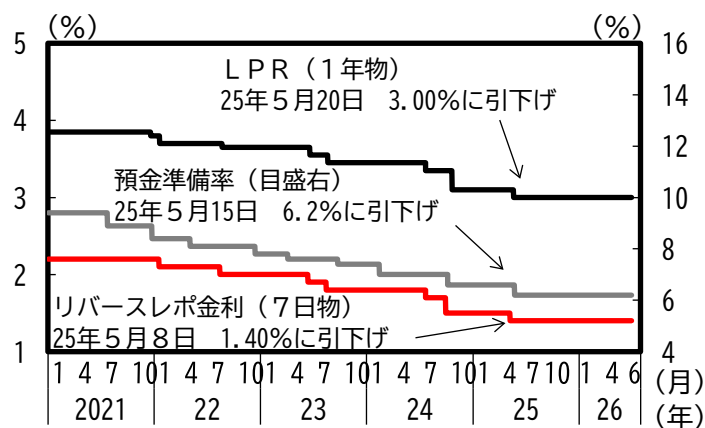
⁸⁴ 経済政策のうち消費促進政策として、インバウンド消費の拡大（増値税（付加価値税）還付対象となる物品購入額の引下げ等）、今後、関係部門がサービス消費支援に関する政策パッケージを制定などが、投資拡大政策としては、大規模設備更新支援政策の対象に産業用ソフトウェアの更新・高度化を追加、充電施設、大都市の駐車場建設の支援などが公表された。金融政策については 5 月実施の政策金利や預金準備率や引下げが含まれる。

⁸⁵ 預金準備率と各種金利の引下げのほか、特定分野を対象とした金融支援措置。人民銀行、国家金融監督管理総局、証券監督管理委員会により公表された。

サプライの伸び率を経済成長と物価の目標と釣り合うようにし、人民元為替相場の均衡為替レートに沿った安定的な推移を保つとされた（第 1-3-47 表）。

その後、中東情勢の不透明感が続く中、5 月に人民銀行から公表された 2026 年第 1 期中国貨幣政策執行報告をみると、2025 年第 4 期（26 年 2 月公表）の要旨にあった「預金準備率引下げと金利引下げ」への言及がなくなり、「多様な金融政策手段を柔軟に活用」との表現が用いられた。物価上昇リスクを意識した表現の修正とみられ、今後、金融政策の方向性にも変化が表れてくる可能性が考えられる。

第 1-3-46 図 中国の預金準備率と主要金利



(備考) 1. 中国人民銀行により作成。
2. 預金準備率は、金融機関全体の加重平均値。

第1-3-47表 全人代の政府活動報告（2026年3月5日公表）の主な内容
（金融政策関係）

○2026 年の主要目標

- (1) 実質 GDP 成長率：4.5～5%（2025 年目標 5%程度）
- (2) 都市部新規就業者数：1,200 万人以上（2025 年目標 1,200 万人）
- (3) 都市部調査失業率：5.5%程度（2025 年目標 5.5%程度）
- (4) CPI 上昇率：2%程度（2025 年目標 2%程度）
- (5) 財政赤字対 GDP 比：4%程度（2025 年目標 3%）
- (6) 地方特別債発行枠：4.4 兆元（2025 年目標 4.4 兆元）

○金融政策：「引き続き適度に緩和的な金融政策」

預金準備率と政策金利を適時に引下げ、社会融資規模・マネーサプライの伸び率を経済成長と物価の目標と釣り合うようにし、人民元為替相場の均衡為替レートに沿った安定的な推移を保つ。

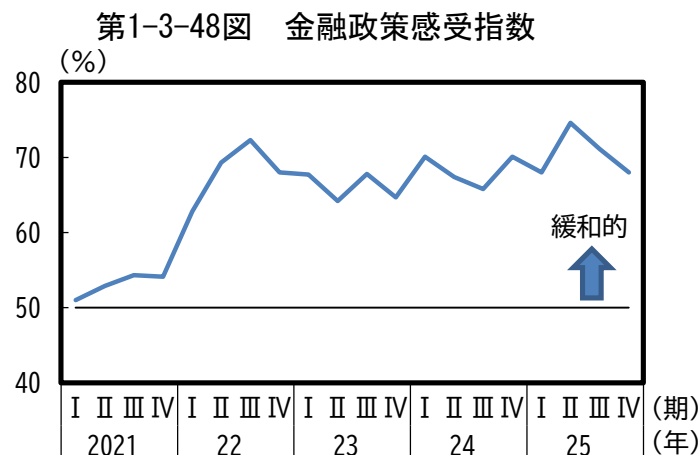
○重点的取組

重点分野のリスク防止・解消：不動産市場の安定化、地方政府の債務リスク解消 等

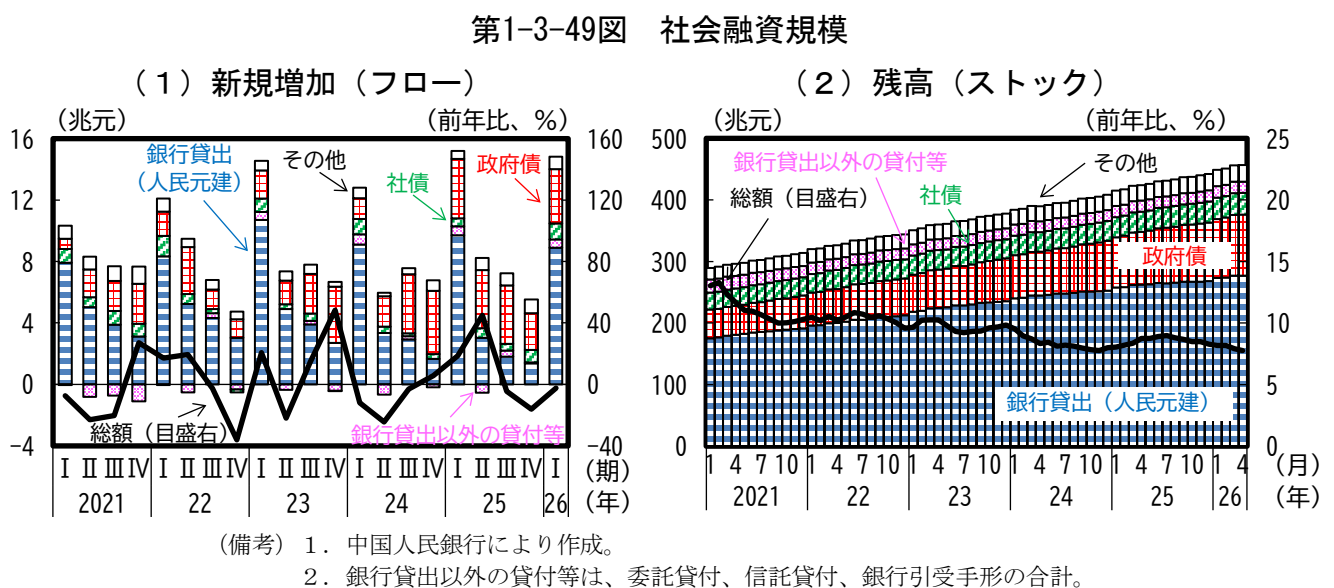
(備考) 新華社により作成。

最後に金融機関のマインドや資金流通、為替の動向を確認する。

人民銀行による国内銀行を対象とした調査によると、金融政策スタンスに対する銀行の評価は中立水準を上回り、「緩和的」と受け止められている。2025 年 4－6 月期では、前述した追加的な経済政策・金融政策も背景に上昇し、25 年は 70%程度と 24 年よりやや高い水準となっていた（第 1-3-48 図）。



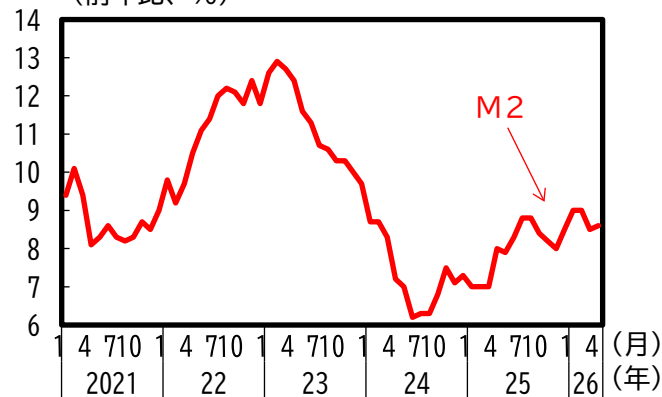
また、実体経済への資金流入の動向を社会融資規模⁸⁶からみると、銀行貸出と政府債が多数を占める中、残高は増加し、総額の伸び率は 2025 年 10－12 月期からは上昇したものの、2026 年 1－3 月期は引き続きマイナス圏となった（第 1-3-49 図）。



⁸⁶ 一定期間において、金融部門が実体経済に供給した資金の総額を指す。2026 年の全人代の政府活動報告において、マネーサプライの伸び率とともに、社会融資規模の伸び率が経済成長と物価の目標と釣り合うようにしている。2025 年の社会融資規模 (ストック) の伸び率は 8.3%、マネーサプライの伸び率は 8.0%、名目 GDP 成長率は 4.0%。

マネーサプライの伸び率をみていくと、2023 年以降、不動産市場の低迷も背景に伸び率は低下していたところ、2024 年半ばを底に伸び率は上昇していき、2026 年では 10%を下回る程度で推移している（第 1-3-50 図）。

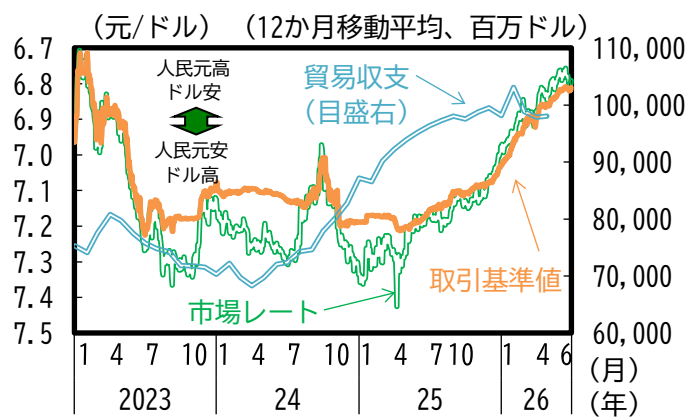
第 1-3-50 図 マネーサプライ（M2）
（前年比、%）



（備考）中国人民銀行により作成。

最後に中国人民元の為替の動向をみると、金融緩和の中で、当局の基準値管理や貿易黒字の拡大も背景に、対ドルでは 2025 年半ばから上昇を続けている（第 1-3-51 図）。

第1-3-51図 人民元の対ドルレート



（備考）ブルームバーグ、中国海関総署により作成。

5. 小括

本節では、足元のエネルギー価格の上昇に対峙する主要中央銀行の金融政策について、ここ数年の政策の変遷とともに整理してきた。感染症収束後の 2021 年後半頃から世界的な物価上昇が生じる中で、欧米の主要中央銀行は大幅な利上げを行い物価上昇に対応した。その後、物価上昇率が落ち着いていく中で、2024 年半ば頃からこれらの中央銀行は利下げに転じた。利下げのペースには各中央銀行で差が生じており、消費者物価上昇率が安定的に 2 % 前後で推移したユーロ圏では 2025 年 6 月会合で利下げプロセスを終了した一方、米国や英国では 2026 年に入っても利下げ姿勢が継続していた。

また、感染症拡大期に拡大したバランスシートを縮小させる QT については、米国では短期金融市場の状況を見極めつつ 2025 年 12 月に終了した一方、需要主導型の運営枠組みへの転換により短期金融市場への影響を遮断したとする ECB や BOE ではなお継続しており、この点でも対応にやや違いがみられる。

中国人民銀行については、感染症拡大期以降一貫して利下げ基調の政策運営を行ってきた。第 1 節でみたように、中国でも 2022 年頃の世界的なエネルギー価格高騰を受けて消費者物価上昇率がやや高まったが、欧米諸国と比べると小幅にとどまっており、むしろ感染症拡大による影響や不動産市場の停滞に伴う景気の低迷を受けて、金融政策には景気下支えの役割が求められた。

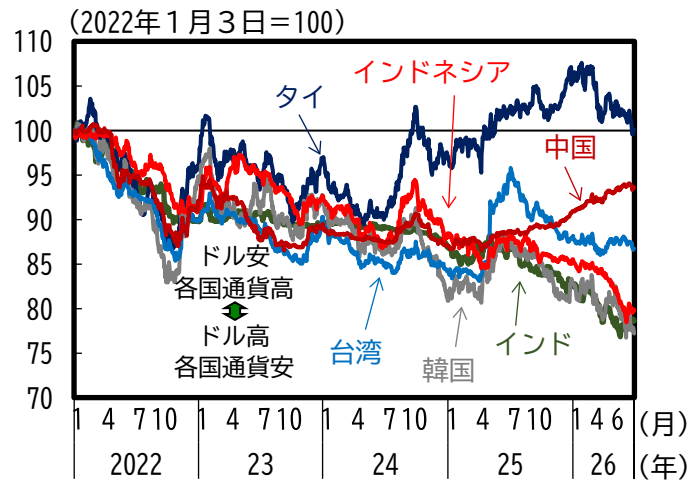
今般の中東情勢緊迫化を受けた原油価格高騰局面では、エネルギー物価の上昇を一時的とみて金融政策の対応を様子見するか、持続的な物価上昇につながるリスクを考慮して利上げするかが焦点となった。6 月会合では、ECB は消費者物価上昇率が 2027 年前半にかけて目標水準を上回るとの見通しから利上げに転じた一方、既往のインフレ鈍化傾向が続く BOE は政策金利を据え置いた。FRB も政策金利を据え置いたが、FOMC 参加者見通しの中央値は 2026 年内の 0 ～ 1 回の利上げを織り込んでおり、主要中央銀行それぞれの政策判断にやや違いはありつつも、金融政策の方向性は再び利上げへと傾きつつある。

今後は、引き続きエネルギー価格を中心とする物価上昇圧力が残る中で、中国人民銀行を含めた各中央銀行がどのように金利政策を調整していくのが焦点となる。

同時に、ECB、BOE における更なる QT の進展と短期金融市場の動向、ウォーシュ新議長の下での FRB のコミュニケーションやバランスシートの在り方などの動向も注視していく必要がある。

加えて、中東情勢の緊迫化以降、市場での FRB の利上げ観測が高まっていく中で、アジアでは対ドルでの通貨安傾向がみられている国もある（第 1-3-52 図）。

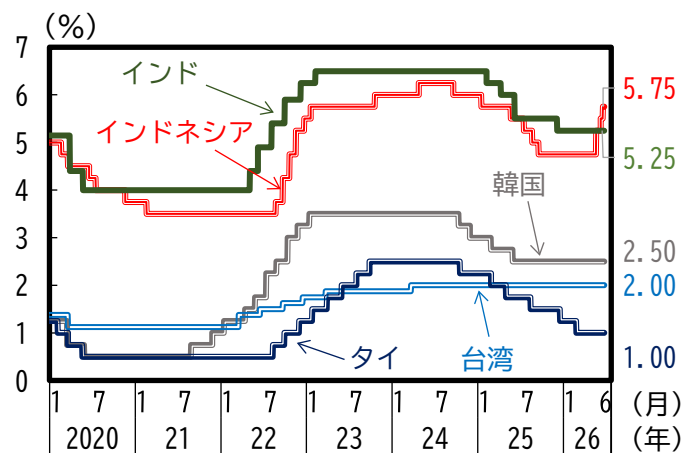
第 1-3-52 図 アジアの対ドル為替レート



(備考) ブルームバーグにより作成。

特に通貨安の進行が顕著なインドネシアでは、中央銀行が5月会合以降、臨時会合の開催も含めて計1%ポイントの利上げを通じて為替レートの安定化⁸⁷を図ろうとしている（第 1-3-53 図）。6月中旬以降原油価格は落ち着きを取り戻してきているが、今後も新興国を中心に為替レート安定化を企図した金融政策が採られる可能性もある。

第 1-3-53 図 アジアの政策金利



(備考) 各中央銀行により作成。

⁸⁷ インドネシア中央銀行は、ルピアの安定（物価の安定と為替レートの安定）を図り、決済システムの安定を維持するとともに、持続的な経済成長を支援するための金融システムの安定維持を政策目的としている。