

market:update

Capital Markets Outlook, Week 31

2026年7月31日

主要中央銀行の金融政策の行方は

最近の主要中央銀行による金融政策の方針を巡っては、金融市場（金利先物や翌日物インデックススワップ等）が予想する米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ確率は、先週時点で約 30%と見込まれていましたが、実際に、今回の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、インフレ懸念の高まり等を背景に一部のFOMCメンバーに反対は見られたものの、5 会合連続となる政策金利の据え置きが決定しました。

今週は、各国の主要中央銀行による金融政策の発表が相次いで予定されており、同様に金融市場の予想では、イングランド銀行（BOE）による利上げ確率は、先週時点で約 10%と見込まれていたことが分かっています。一方、日本銀行（BOJ）については、金融市場が織り込む政策金利の変更は、先週時点では、殆ど見込まれていない状況で、金融市場にとっての予見可能性の低下を懸念する向きもあると見られる中、各中央銀行による実際の金融政策の舵取りに注目が集まっています。

米国：力強い成長により利上げが必要に

今後は、2026 年第 2 四半期の米国 GDP 統計が発表されますが、今回の FRB による政策金利の据え置き決定との整合性が注目されます。米国では、名目成長率が 2026 年第 1 四半期は約 6.0%でしたが、堅調な企業投資と、引き続き堅調な民間消費を背景に、同第 2 四半期には約 6.5%へと加速した可能性があると考えられます。

一方、米コンファレンスボードが発表した 2026 年 7 月の消費者信頼感指数は、事前の市場予想が前月から上昇であったにもかかわらず、結果は前月から低下したことが明らかになっており、今後は、米商務省経済分析局（BEA）が発表する GDP データの動向が一層注目される状況となっています。

総じて、米国では名目成長率が 6%台にあると見られる中、実行フェデラル・ファンド・レートが僅かに 3.6%という政策金利の足元の水準は低過ぎるとの主張には妥当性があると思われます。今後、FRB は、政策金利と名目成長トレンドとの乖離がさらに拡大することを回避することが賢明であろうと考えています。

これに加え、FRB には中央銀行としての信頼性を維持するという課題もあります。FRB は、すでに 5 年以上に亘ってインフレ目標を達成できていない状況が続いており、近時は堅調な経済成長と持続的な物価上昇圧力が顕在化しているにもかかわらず、もし今後も何らアクション

を起こさない場合は、金融市場による FRB の金融政策に対する信頼性がさらに損われるリスクがあると思われる。

このような見方に基づき、メツラーは、米国の政策金利について、FRB が年末までに計 2 回の利上げを行うことになる蓋然性は高いと考えています。こうした見方は、市場コンセンサスと比較しても、米国の政策金利に関して高めの推移を予想していることになりますが、一部の当局者の間で、再燃するインフレを抑制するには利上げが必要との見方も健在である状況下、引き続き動向を注視して行きます。

日本：金融政策に注目が集まる

目下、金融市場は BOJ の金融政策が緩和的過ぎることに対して、紛れもないシグナルを発していると考えられます。直近の円相場は、実質実効為替レート（貿易加重）に基づく歴史的な低水準まで下落していることが明らかになっています。同時に、30 年物国債利回り政策金利とのスプレッドは、過去最高水準に達するなど、異例とも言える程、利回り格差の拡大が顕著になっており、インフレリスクと信用リスクに対するプレミアムが高まっている表れであろうと考えています。さらに今後は、日本経済のファンダメンタルズ面からも、力強い成長の持続が確認される場合、金融緩和と政策の継続が相応しくないと考える明確な根拠になり得るため、今後発表されるデータでは、とりわけ、鉱工業生産指数や小売売上高等に注目しています。

今週の金融政策決定会合で、BOJ が利上げを見送る決定を下した場合、貨幣価値の安定に対する国民の信頼が揺らぐリスクが高まる懸念されますが、そうした信頼の喪失が起きれば、大規模な資本流出を引き起こすなど、円相場が、さらに下落圧力に晒される可能性があると考えられます。

メツラーは、日本がインフレ期待を安定させ、円の対外価値を維持する為に、BOJ は今後、毎回の会合で政策金利を 25 ベーシスポイント（0.25%）ずつ段階的に引き上げ、最終的に 2.0%まで引き上げる必要があると考えており、自国の通貨価値の安定の為に、このような正常化が必要になるであろうとの見解を持っています。

market:update

ユーロ圏：成長の底堅さに疑問符

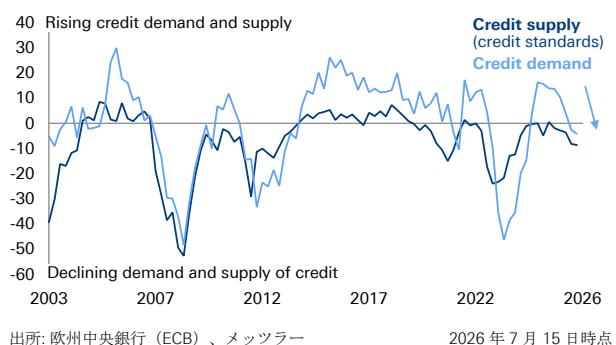
欧州中央銀行（ECB）は、ユーロ圏の 2026 年の成長率を 0.8%、2027 年は 1.2%と予測していますが、同時に潜在成長率を約 1.0%と見積もっています。総じて、ユーロ圏経済について、今年は潜在成長率を僅かに下回ると見られるものの、来年は僅かに上回るであろうと予想していることから、底堅さが示されています。しかしながら、このレベルの成長予測では、依然として政策金利の引き上げが必要なレベルに達しているとは言えず、実際に政策金利の引き上げが行われる為には、ユーロ圏の成長率が、潜在成長率を大幅に上回り、経済の過熱が示される必要があると考えています。

総じて、欧州では、エネルギー価格の上昇、地政学的リスクの高まり、顕在化しつつあるマイナスのクレジット・インパルス等の要素が、いずれも成長率の下振れに寄与するであろうことが示唆されており、ECBによる足元の成長予測が楽観的過ぎる可能性も否めないであろうと考えています。

ECB が 2026 年 7 月上旬に発表した銀行貸出調査によると、同第 2 四半期の融資基準は一段と厳格化されており、民間部門、とりわけ消費者からの融資需要が大幅に減少したことが明らかになりました。

今週、ECB が発表した 2026 年 6 月のユーロ圏マネーサプライ（M3）および信用統計は、事前予想をやや上回る内容となり、ユーロ圏の金融システムが再び信用創造を始めている兆しが確認されたことは、関係者に一定の安堵を与えるものとなりました。

ユーロ圏：信用サイクルが急落－経済リスクが高まる ECB 銀行貸出調査（回答者のネットバランス）



一方、最近の ECB による銀行貸出調査では、慎重な融資姿勢や貸出基準の厳格化が顕著に示されていることに留意が必要です。結局のところ、ユーロ圏における金

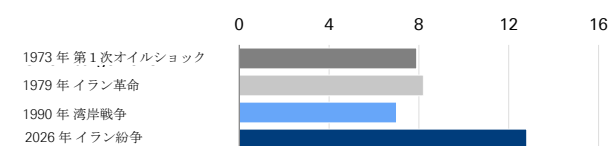
融政策の波及メカニズムは、主に銀行システムを通じて実体経済に影響を及ぼしている為、銀行の融資姿勢が実際に慎重な状態が継続する場合は、現行の金融政策がすでに抑制的になり過ぎていないか入念な検討が必要だと思われます。こうした状況を踏まえると、今後の ECB による更なる政策金利の引き上げは、慎重に検討されるべきであろうと考えています。

今後の ECB について、2026 年 9 月の政策金利決定に影響を与える主な要因は、同第 2 四半期の経済成長率、IFO 指数、経済景況感指数といった先行経済指標の他、失業率等が挙げられますが、もし、これらの指標に予想外に急激な景気減速の予兆が見られた場合、利上げに対して反対する論拠にとり得ると考えています。また、インフレ率も、同 6 月の 2.8%から 7 月には 2.9%に上昇すると予想されていますが、コアインフレ率は 2.4%程度の水準で安定を維持していると見られる為、現時点では、インフレ率は僅かな上昇に過ぎない為、ECB が過剰反応を起こす引き金になるべきではないと考えています。

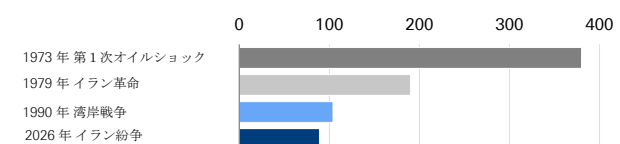
原油市場におけるリスク

国際決済銀行（BIS）は、年次報告書の中で、過去の危機によって生じた原油生産量の減少と、それに応じた原油価格の値動きを視覚化したチャートを提示しており興味深いと思われます。

原油供給の削減幅は過去の危機時を上回った世界の原油供給量に対する供給削減の割合（%）



原油価格の変化（%）



Source: 国際決済銀行（BIS）、『年次経済報告』2026 年 6 月時点

例えば、イラン紛争はこれまでで最大の生産減少をもたらしましたが、過去の主要な危機と比較すると、原油価格の上昇幅はこれまでで最も小さく抑えられています。その理由は、1973 年当時は生産減少を補う為の世界的な在庫が事実上存在しなかった為だと考えられます。世界は過去の教訓を活かしていると見る事が可能です。

market:update

が、実際にイラン紛争の勃発以降は、生産減少の大部分が在庫の取り崩しによって補われてきたことが分かっています。

但し、足元での中東情勢の緊迫化や、フーシ派による紅海の（一部）封鎖等により、現在は再び在庫の大幅な取り崩しを余儀なくされる状況が続いています。このような緊迫化した状態が長引くほど、在庫の余力は一段と不足することとなり、一定の臨界点に達する場合は、原油価格の劇的な急騰を招くリスクが高まっていると見て留意しています。



メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

- 1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 8.) 害について一切責任を負いません。
- 9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10.) 本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11.) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12.) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610（代表） Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 資産運用業協会

W26-025