



世界経済・市場展望

バンテージポイント

金利、規制、そして現実

2026年第1四半期

BNYインベストメント・インスティテュート

# 要旨

BNYインベストメント・インスティテュートでは、金融市場は主に経済成長、インフレ、金融政策を反映するという考え方にに基づき、見通しを策定しています。見通しが市場予想と大幅に異なる場合、戦術的な投資機会が生じていることを示しています。



## BNY見通し対市場予想

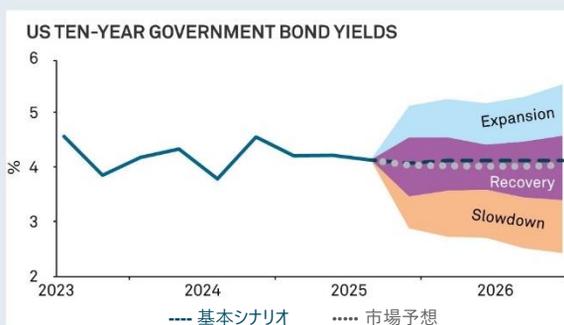
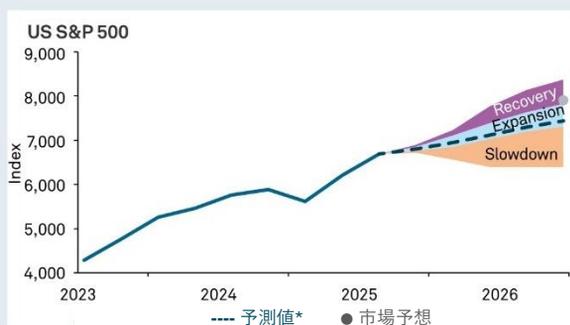
|      | 2026年第1四半期 | 見通し   |
|------|------------|---|
| 経済成長 |            | 今後12カ月の経済成長については、米国およびユーロ圏は市場予想を僅かに上回るが、中国は市場予想を少し下回ると予想。基本シナリオに対するリスクは、主要地域すべてにおいて下振れ方向。                             |
| インフレ |            | インフレについては、米国では目標水準を上回るものの市場予想並み、ユーロ圏は目標水準並みながらも市場予想を僅かに上回ると見込む。一方、中国についてはデフレが継続すると予想。基本シナリオに対するリスクは、米国とユーロ圏において下振れ方向。 |
| 金融政策 |            | 今後12カ月の政策金利については、米国とユーロ圏ともに市場予想に沿った水準になると見込む。基本シナリオに対するリスクは、米国については上振れ、ユーロ圏は下振れ方向。                                    |

## 戦術の見通し

|         | 2026年第1四半期 | 見通し  |
|---------|------------|--|
| グローバル株式 |            | 関税ショックの影響が時間差で現れ、短期的に世界経済の成長が阻害される可能性があるが、緩和的な金融・財政政策とその他の地域の堅調さを背景に、株式市場の下落リスクは限定的と見込む。   |
| ソブリン債券  |            | 高い利回りが魅力的な投資機会とインカム・リターンを提供するが、財政懸念とインフレ・リスクを背景に、米国債についてはその他のソブリン債と比較して慎重な姿勢を維持。   |
| 社債      |            | 経済成長が下振れるリスクがある中、クレジット・スプレッドが依然として非常に縮小した水準にあり、かつ価格上昇によるリターン之余地が限定的であるため、格付けの高い銘柄を選好。新興国債券は、金融緩和と政策と米ドル安の恩恵を享受すると予想。             |
| 実物資産    |            | 市場変動性の高さやインフレ・ヘッジ機能の観点から、貴金属など実物資産に対しては前向きな見方を維持。株式エクスポージャーの性格を備えながらも安定性が高くインカムを獲得できることから、インフラ資産を選好。天然資源は、潜在的インフレ圧力に対するヘッジとして利用。 |

ヒートマップの見方：【紺色】経済成長率に関するBNY見通しが市場予想を大幅に上回り、インフレ率に関して市場予想を大幅に下回り、金融緩和の方向性に関して市場予想より大規模な金融緩和を予想。【水色】経済成長率に関するBNY見通しが市場予想を上回り、インフレ率に関して市場予想を下回り、金融緩和の方向性に関して市場予想より緩和的な政策を予想。【グレー色】BNY見通しが経済成長率、インフレ率、金融緩和の方向性のいずれも概ね市場予想と一致。【薄オレンジ色】経済成長率に関するBNY見通しが市場予想を下回り、インフレ率に関して予想を上回り、金融緩和の方向性に関して市場予想より引き締めを予想。【オレンジ色】経済成長率に関して市場予想を大幅に下回り、インフレ率に関して市場予想を大幅に上回り、金融緩和の方向性に関して市場予想より大幅な引き締めを予想。

## 12カ月見通し



| S&P 500           |        |           |
|-------------------|--------|-----------|
| 12-month Outlook  | 基本シナリオ | 加重平均した予測値 |
| EPS Estimate      | 302    | 297       |
| Earnings Growth   | +12%   | +11%      |
| Price/Earnings    | 27     | 25        |
| Approximate Level | 8,300  | 7,500     |
| Return Estimate   | +21%   | +9%       |

| 10-year US Treasuries |        |           |
|-----------------------|--------|-----------|
| 12-month Outlook      | 基本シナリオ | 加重平均した予測値 |
| Fed funds rate        | 2.75%  | 3%        |
| Yield curve slope     | +140bp | +100bp    |
| Approximate Level     | 4.15%  | 4%        |
| Yield change          | +5bp   | +0bp      |
| Return Estimate       | -1%    | +0%       |

\*予測値は確率が高い3つのシナリオの加重平均に基づく見通しを示す。出所：BNYインベストメント・インスティテュート。2025年12月時点

# シナリオ

## 景気拡大（確率35%）

| 株 式     | ソブリン債券 | 社 債 | 実物資産  | 現 金    |
|---------|--------|-----|-------|--------|
| ●●●     | ▼      | ●●● | ▲     | ▲      |
| 12カ月見通し |        |     | 予測値   | リターン予測 |
| S&P500  |        |     | 7,300 | +7%    |
| 米国10年国債 |        |     | 4.5%  | -3%    |

**マクロ経済：** 消費者と企業が関税ショックを乗り越えるにつれ、成長が回復。2026年は、景気刺激策が成長をさらに下支え。米国以外の地域も成長が加速。米国ではインフレが高止まりし、米国連邦準備理事会（FRB）は2026年に政策金利を3.5%まで引き下げると予想。

**金融市場：** リスク資産は上昇するものの、長期平均を上回る勢いはないーリスク・スプレッドは短期的に縮小。短期金利が予想以上に上昇するため、債券のパフォーマンスは冴えない状況。米ドルは2026年にこれまでの下落分を幾分回復すると予想。

## 景気回復（確率40%）

| 株 式     | ソブリン債券 | 社 債 | 実物資産  | 現 金    |
|---------|--------|-----|-------|--------|
| ▲▲      | ●●●    | ▲   | ▲▲    | ●●●    |
| 12カ月見通し |        |     | 予測値   | リターン予測 |
| S&P500  |        |     | 8,300 | +21%   |
| 米国10年国債 |        |     | 4.15% | -1%    |

**マクロ経済：** 米国の労働市場減速を受け、FRBは迅速に金融緩和を実施。ただし、基調となる成長は堅調で、2026年における財政効果も大きい。インフレは、価格転嫁の波及により目標を上回る水準が継続。FRBは2026年に政策金利を3%未満へ引き下げると予想。

**金融市場：** 株式のPERは上昇し、企業収益の成長も比較的堅調に推移。クレジット・スプレッドは一段と縮小。債券パフォーマンスは当初好調だが、堅調な成長を受けてリターンは限定的。実質利回りは低下。米ドルは大幅に下落。実物資産が堅調なパフォーマンスを示すと予想。

## 景気減速（確率25%）

| 株 式     | ソブリン債券 | 社 債 | 実物資産  | 現 金    |
|---------|--------|-----|-------|--------|
| ▼       | ▲▲     | ▼▼  | ▼     | ●●●    |
| 12カ月見通し |        |     | 予測値   | リターン予測 |
| S&P500  |        |     | 6,400 | -6%    |
| 米国10年国債 |        |     | 3.3%  | +6%    |

**マクロ経済：** 大幅な関税引き上げと経済の不透明性を背景に、米国企業や消費者は慎重姿勢を維持。米国の労働市場はさらに悪化。ユーロ圏と中国における景気刺激策の効果は、世界的な需要の減速によって相殺される。FRBは迅速に利下げを実施し、2026年中に政策金利を2.5%へ引き下げ。

**金融市場：** 株式は、短期的には変動が大きく、パフォーマンスは停滞。リターンは長期平均を下回る。クレジット・スプレッドは、景気後退リスクの高まりを受けて長期平均を上回る水準へ拡大。ソブリン債は金利低下に伴いアウトパフォーム。米ドルは弱含み。

# 経済成長の見通し



## 米国 選好しない 1 2 3 4 5 選好する

米国経済成長の見通しでは、ごく短期的には成長率が長期トレンドを下回る状況が続くものの、2026年第1四半期のうちに回復に向かうと見込んでいます。今後12カ月の成長率予想（1.9%）は、市場予想と同水準か、やや上回る程度となっています。想定する成長の軌道は、財政政策が緩和的であること、貿易関連の不透明感がある程度減少したこと、労働市場後退の兆候に対してFRBが非常に敏感であることを特徴としています。

### 基本シナリオ

基本シナリオは「回復」であり、前向きな見通しとしています。2025年第4四半期は弱含みとなるものの、2026年第1四半期は、米国政府機関の封鎖が解除されたこと、また財政支援が拡大したこと、追加的な金融政策の支援が予想されることから、回復すると見込んでいます。本シナリオでは、FRBは雇用者数の一時的な鈍化に迅速に対応し、インフレが高止まりしているにもかかわらず2026年に複数回の利下げを実施します。こうした中、拡張的な財政方針と緩和的な金融環境を支援材料として経済は力強く回復します。

### リスク

基本シナリオに対するリスクは、下振れ方向とみています。経済活動はこれまで関税ショックの最中も堅調さを保って来ましたが、労働市場は非常に低迷しており、個人消費が弱まる方向にあります。企業収益の底堅さや、AI関連の構造的設備投資を考慮すれば米国がリセッション入りするとは想定し難いものの、労働市場の脆弱性を踏まえると、依然としてリスクは存在します。

## 欧州・中国 選好しない 1 2 3 4 5 選好する

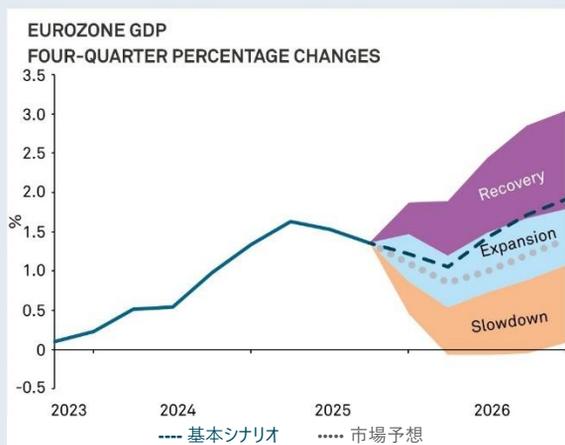
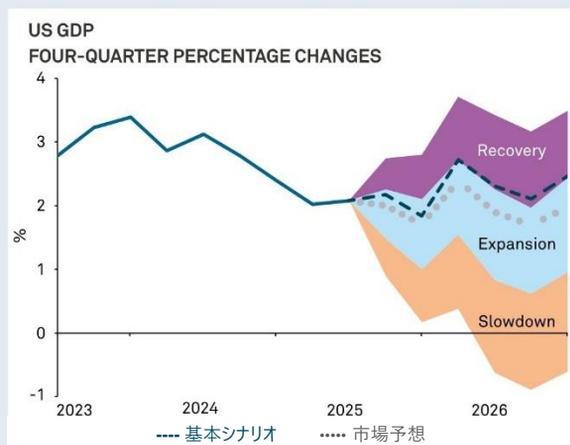
米国以外の成長見通しは楽観的であり、市場予想に沿ったものとなっています。今後12カ月のユーロ圏の成長率は1.5%と、市場予想（1.4%）をやや上回る水準を予想します。また中国は成長率が約4%に減速するとみられ、これは市場予想（約4.4%）を下回り、2026年の政府目標「約5%」よりも低い水準となっています。

### 基本シナリオ

ユーロ圏に関する基本シナリオでは、ECBによる利下げが実体経済に波及し、ドイツが大規模な財政支援を実施。企業ファンダメンタルズが堅調に推移し、先行指標が改善を続ける中、2026年に景気循環的な成長の回復が見込まれるとみられます。中国経済は、過剰生産能力削減と消費刺激政策という、相反する要因がぶつかり合うことになります。デフレ圧力はいずれ緩和に向かうと予想されますが長引き、企業収益の重荷となるでしょう。不動産セクターからの下方圧力は沈静化すると思われそうですが、成長の有力な牽引役となる可能性は低いとみられます。米国以外の市場への輸出拡大は強まる保護主義に直面する可能性が高いと予想します。成長率が4%程度まで減速し、個人消費的を絞った刺激策が次第に強化されることで、減速は緩やかになると見込まれます。

### リスク

基本シナリオに対するリスクは、米国以外についても下振れ方向とみています。ユーロ圏と中国は輸出依存度が高く、世界的な貿易環境の悪化に敏感です。欧州については、主に中国との製造業分野における競争激化を背景とする長期的な構造上の懸念もあると考えます。



# インフレと政策の見通し



米国 選好しない 選好する

米国政策金利に関する予測（3%）は、今後12カ月の市場予想（2.9%）に概ね沿った水準となっています。また、今後12カ月のインフレ率については最大2.6%と予測しています。これは、インフレ率が輸入品に対する関税引き上げを反映し、目標を上回るという考えに基づくもので、市場が織り込んでいる水準と一致しています。実質金利は市場の再評価に伴って上昇し、現在は予想水準にあります。

## 基本シナリオ

米国政策金利の基本シナリオは、景気「回復」シナリオに基づくものです。FRBは2026年末までに政策金利を3%未満まで引き下げるとみています。インフレは2026年初において目標を上回る状態が続いているものの、短期的な物価上昇圧力は想定よりも弱く、FRBは労働市場のさらなる悪化を防ぐため、金融緩和を積極的に進めるとみられます。

## リスク

基本シナリオに対するリスクは、米国の政策金利について上振れ方向、インフレについては下振れ方向にあります。景気「拡大」シナリオ（第2の有力シナリオ）では、労働市場が回復し、FRBがインフレを2%まで引き下げることにより再度焦点をあてるため、政策金利は3.5%に据え置かれます。一方、景気「後退」シナリオでは、労働市場の悪化に伴ってGDP成長率が低下してデフインフレが進行するため、さらに速いペースで緩和を行う金融政策スタンスが採用され、政策金利が2.5%近辺まで引き下げられるとみられます。

欧州・中国 選好しない 選好する

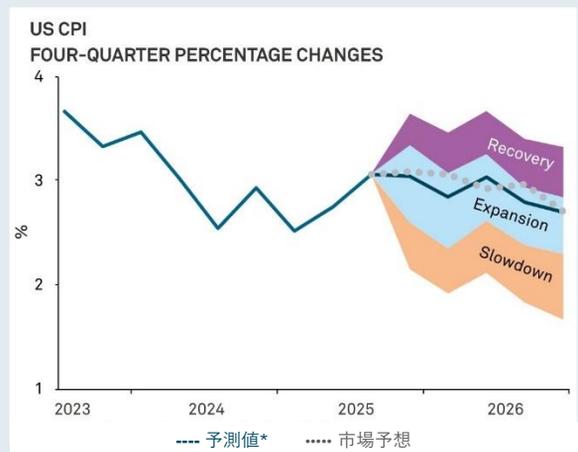
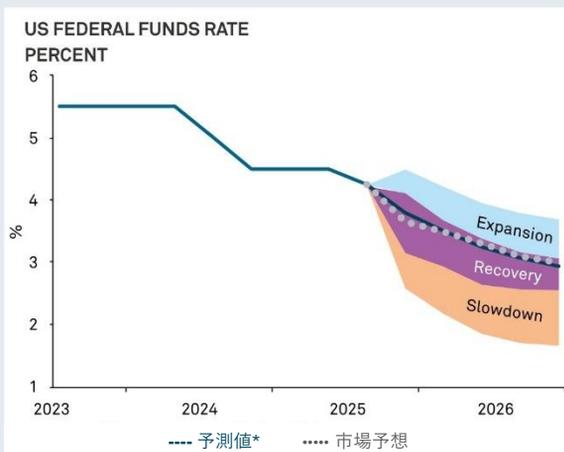
ユーロ圏の当面の政策金利は市場予想を若干上回るでしょう（今後数カ月はECBの追加利下げなし）。この予想は2026年にユーロ圏の成長率が上昇し、インフレが目標水準近辺で推移するとのシナリオに基づくものです。中国は根強いデフレ圧力を受け、個人消費の押し上げを目的とした信用と財政の追加的緩和策が講じられる可能性が高いとみられます。ただし、この経済再構築は緩やかなペースになるでしょう。中国人民銀行は2026年に小幅な追加緩和を実施し、潤沢な流動性環境を維持すると見込まれます。

## 基本シナリオ

最も可能性の高い景気「回復」シナリオでは、ECBの追加利下げは想定していません。これは短期的に成長が上向き、インフレが目標とする2%近辺で推移するとの見方であり、市場予想よりもややタカ派的です。中国は政府がこれまでの慎重な政策姿勢から脱却し、生産性と賃金を大幅に引き上げるために規制緩和や政策立案を開始すると予想します。また、米ドルのさらなる下落を受けて金融環境がグローバルに緩和され、その他主要国の政策余地を拡大することにつながるでしょう。

## リスク

ユーロ圏の景気「後退」シナリオにおける政策金利見通しは、エネルギー価格下落によるインフレ低下リスク、ユーロ通貨高、中国からの輸入品価格が下落する可能性（現時点で根拠は限定的）を踏まえ、市場予想を下回るものとなっています。中国では根強いデフレ圧力、企業収益性悪化、投資の減速を背景にリスク・バランスは下方に向いています。しかし、この状況は、個人消費を押し上げ、予備的な貯蓄を抑制するための政策転換が行われれば、大きく変化する可能性があります。



\*予測値は確率が高い3つのシナリオの加重平均に基づく見通しを示す。  
出所：BNYインバーストメント・インスティテュート。2025年12月時点

# 資産クラス別見通し



| 主要資産クラス | 今後1年 (上段)<br>今後10年 (下段) | 見通し   |
|---------|-------------------------|---|
| グローバル株式 |                         | 世界経済は底堅く、景気刺激策が実施されつつある。短期的にみて成長の下振れリスクが引き続き存在するが、景気後退に陥る可能性は低い。米国はすでに新たな金融緩和局面に入っており、他の地域におけるこれまでの利下げも足元の景気循環サイクルを下支えすると予想。                      |
| ソブリン債券  |                         | 利回りは高水準にあり、インカム・リターン観点から魅力的。米国の財政ファンダメンタルズの悪化とインフレ・リスク継続を踏まえ、米国債はその他のソブリン債券に対してアンダーウェイトを継続。   |
| 社債      |                         | スプレッドは縮小した状態が継続。AIテーマを背景とするスプレッドのさらなる縮小余地も限定的。貿易環境の大きな変動と経済の不確実性は、個人消費や成長の重荷となる可能性あり。より割安で安全性の高い債券資産への資金ローテーションが予想され、ハイイールド債より高格付け債を、米国債より欧州債を選好。 |
| 実物資産    |                         | 金や銀など貴金属と一部金属に関して、マクロ経済の変動性が高くインフレへの備えが重要である環境下、前向きな見方を維持。実物リターン戦略とインフラ資産についても魅力的とみている。   |

| 主要株式      | 今後1年 (上段)<br>今後10年 (下段) | 見通し   |
|-----------|-------------------------|---|
| 先進国       |                         | 政策の不透明性は依然として強いものの、世界的な景気刺激策がこれを大きく相殺している。トランプ関税ショックの悪影響が時間差で現れ、短期的にマクロ指標を悪化させるリスクもあるが、2026年については金融・財政緩和が下支えとなるため楽観視している。AIテーマは今後も続くが、投資家の目はさらに厳しくなる見込み。景気循環的な要因や、一部セクターへの集中によって価格変動性が高まるリスクがあるため、投資地域の分散に十分留意した投資アプローチが不可欠。  |
| 米国        |                         | 労働市場は弱く、緩和しつつあるが政策の不透明感が依然として高い状況下、市場は短期的にマクロ経済指標に敏感に反応する可能性あり。将来の政策金利の方向についてFRB内部において意見相違が存在することも米国株式市場の変動性を高めることに繋がり得る。AI関連銘柄に牽引されている株式市場上昇についても投資家の見方は厳しい。米国株式は小型株より大型株を選好し、質の高い銘柄への投資を重視。AI主導の生産性向上と、AI関連の大規模な設備投資への期待が、短期的には極端な下落リスクを抑制する見込み。  |
| 英国        |                         | 英国株式は、配当利回りが高いことから、安定的なインカム収入を重視する投資家にとって魅力的と考える。インカム重視の株式投資は、世界経済が構造的にインフレ圧力の高まりやすい環境下にある中、ヘッジとして有効とみられる。  |
| 欧州 (除く英国) |                         | ユーロ圏の経済成長が上向き、インフレが目標水準近辺で推移しているため、ECBは政策金利を据え置くこととみている。金融緩和と大規模な財政支援の効果が時間差で現れて景気サイクルを支えたと予想。ロシアによるウクライナ侵攻の沈静化が2026年のパフォーマンスを押し上げる要因になる可能性もあり。相対的には、一部の欧州株価指数 (例えばスペイン、イタリア) や投資スタイル (バリュー株、インカム株) が良好なパフォーマンスを維持すると予想。大型株と比較して割安な小型株も魅力が高まりつつある。しかし、米国の通商政策の影響を受けて世界貿易と工業生産が伸び悩み、欧州市場全体として出遅れる可能性もある。 |
| 日本        |                         | 2026年、(日銀の目標2%に向けて) インフレが低下し、賃金が上昇することによって、消費と家計所得が上昇すると予想。名目ベースの経済成長は年率3%を上回る状況が続く。日本円は日銀の金融政策正常化 (およびFRBの利下げ) によって相場が安定するが、実質為替レートは競争力を維持し、対外収入と所得の緩やかな増加を下支えすると予想。   |

※左端 (オレンジ色) から「選好しない」、中央 (グレー色) が「中立」、右端 (紺色) が「選好する」ことを示す。  
 出所: BNYインバーストメント・インスティテュート。2025年12月時点

# 資産クラス別見通し



| 主要株式           | 今後1年 (上段)<br>今後10年 (下段) | 見通し  |
|----------------|-------------------------|--|
| 新興国            |                         | <p>新興国市場は、米ドルが安定的もしくはやや軟調に推移すること、各国の利下げ、G3と中国における経済活動が安定もしくは改善に向かうことにより、追い風を受ける。AI関連の設備投資拡大が新たな投資機会を生み出し、米国関税による下押し要因を相殺する重要な役割を果たす。新興国株式は割安で、長期的なサプライチェーン再編からも恩恵を享受。</p>  |
| 中国             |                         | <p>米国との貿易戦争が一時停止となり、海外からのショックは抑制される。しかし、米中間のデカップリングは、より緩やかなペースながら継続する見込み。テクノロジー・セクターの見通しは明るく、不動産セクターも状況が改善。経済の立て直しとデフレ抑制のために追加刺激策が必要で、近いうちに実施される見通し。</p>   |
| 新興国 (除く中国)     |                         | <p>電子機器関連が集中している新興国は、引き続きAI関連の半導体受注が好調であることから恩恵を享受。資源輸出を中心とする新興国は、データセンター増加に伴って金属や鉱物の需要が増えることに追い風を受ける。中国経済の安定化も新興国市場にプラス。中国と比べた相対的優位性 (より低い関税など) が追い風となり、バリュエーションは適正から割安な水準。国・セクター間の相関は低下している。</p>                       |
| 主要債券           | 今後1年 (上段)<br>今後10年 (下段) | 見通し  |
| 米国国債           |                         | <p>短期的には成長の下振れリスクのみならず、インフレ圧力も存在するが、FRBはインフレを過度に問題視しない可能性が高い。巨額の財政赤字はリスク要因となるが、魅力的な利回りとそれに伴う良好なインカム・リターンを背景に投資配分を維持。デュレーションを長期化することによる利益は限定的であり、市場変動性が高止まりしていることは要注意。固定金利国債よりもインフレ連動国債 (TIPS) を選好。</p>                   |
| 先進国ソブリン (除く米国) |                         | <p>一部先進国国債の為替ヘッジ付きインカム・リターンは、絶対値ベースでも米国債対比でも引き続き魅力的 (英国債のオーバーウェイトを維持し、ドイツ国債と日本国債に対しては中立的な見方)。また米ドル安の進行により、同資産クラスは為替ヘッジ無しでも魅力的と考えられる。金利市場の再評価が進む中、他の先進国と比較して米国金利が上昇するリスクが大きいとみている。</p>                                    |
| グローバル投資適格      |                         | <p>社債市場について前向きな見方をしており、スプレッドは割高な水準にあり、これ以上の縮小余地は限定的と考える。利回り水準は依然として魅力的であるが、(価格上昇ではなく) 利回り確保の手段として利用の方が適切と考える。投資適格債はハイ・イールド債より底堅く推移する見込みであるが、リスク調整後リターン及び相対リターンからみれば魅力的とは言えない。</p>  |
| ハイイールド         |                         | <p>スプレッドは割高な水準にあり、アンダーウェイトを維持。貿易と金融市場におけるボラティリティ上昇、エネルギーや産業用コモディティの価格下落、FRBによる後追いの金融緩和政策などを背景に、ハイ・イールド債は、発行体企業の収益率停滞と借り換え圧力を受けてスプレッドが再拡大する可能性あり。ハイ・イールド債の中では、信用状況の見極めが容易でありキャリー益を獲得できることからデュレーションの短いポジションを相対的に選好。</p>    |
| 新興国 (現地通貨建て)   |                         | <p>現地通貨建て新興国市場は、最近実施された利下げの後でも依然実質金利は高い水準にある。米ドルが安定的に推移するか下落基調となれば、為替相場の上昇とデュレーションを通じた価格上昇の両方を享受できる。相対的に低い為替キャリーはリスク要因ではあるが、現時点では主要新興国の大半においてマクロ経済のファンダメンタルズが健全であること、財政面の柔軟性が確保されていること、安定した政策運営がなされていることによって相殺されている。</p> |
| 新興国 (米ドル建て)    |                         | <p>バリュエーションは、世界の投資適格社債やハイイールド債と比較すると割安。十分な政策バッファー、為替相場の柔軟性、軟調な米ドルはプラス要因。2026年の早い時期に世界貿易が短期的に減速する可能性を考慮し、中立的な見方を維持。</p>   |

※左端 (オレンジ色) から「選好しない」、中央 (グレー色) が「中立」、右端 (紺色) が「選好する」ことを示す。

出所: BNYインバーストメント・インスティテュート。2025年12月時点

# BNYインベストメント・インスティテュート



**ERIC HUNDAHL, CFA**  
Head of Investment Institute



**SEBASTIAN VISMARA**  
Head of Economic Research



**ANINDA MITRA**  
Head of Asia Macro &  
Investment Strategy



**RYAN MILGRIM, CFA**  
Senior Research Analyst



**JONATHAN PARK, CFA**  
Multi-Asset Research Analyst

## 重要な情報

- 当資料の内容は、BNYインベストメント・インスティテュートが作成した資料をもとに、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではありません。
- 当資料に示されている運用成果、データ、見解等は過去の実績および将来の予測であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。第三者機関提供データに関して当資料の作成者は、いかなる保証・責任を負うものではありません。
- 図表およびコメントはあくまでも情報提供を目的として作成したものであり、実際のBNYの関連会社の運用戦略およびファンドの過去の実績ではありません。
- 当資料に記載されているいかなる見解も、その執筆者が資料作成時点に入手可能な信頼できると判断した情報に基づき記述したものであり、情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。また、将来予告なく変更することがあります。
- 個々のポートフォリオ運用チームは異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。
- 当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でも当資料の全体または一部を、転用、配布することはできません。

## BNYメロン・インベストメント・マネジメント・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406号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会