



世界経済・市場展望

バンテージポイント

世界経済の「急所」

2026年第2四半期

BNYインバーストメント・ストラテジー&リサーチ・グループ

# シナリオ別 予想

## 景気拡大シナリオ（確率50%）

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	+11%
米国10年国債			4.5%	-1%

**マクロ経済：**世界的に経済活動の勢いは維持され、イラン戦争にかかる不確実性は徐々に和らぐ。拡張的な財政政策が追い風となり労働市場の環境は改善。金融環境も緩和の方向へと向かう。米国内のインフレ圧力は強めの状況が続き、FRBは2026年に利下げを1回実施。

**金融市場：**リスク資産は上昇するが、長期的な平均値に近づいている。リスク・スプレッドは依然として縮小した水準にあるが、キャリー収益としては魅力的な水準。米ドルは、イラン戦争が続く間は上昇するが、その後は徐々に下落。

## 景気回復シナリオ（確率20%）

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			7,700	+17%
米国10年国債			3.4%	+8%

**マクロ経済：**不確実性からわずかに影響を受けるものの、世界的な経済活動の基礎的要因は良好な状況を維持。失業率は自然失業率を若干上回るが、安定的な推移。労働市場はインフレ要因とはならず、生産性が改善する。FRBは2026年に2回の利下げを実施。

**金融市場：**FRBの利下げが織り込まれ、PERは上昇し、企業収益の成長は比較的堅調な状況を維持。クレジット・スプレッドは安定的な推移。市場はFRBの利下げが織り込まれてデフレーションがプラス貢献。インフレは目標水準に向けて低下し、債券はポートフォリオにおけるヘッジとして機能。米ドルは金利差が縮小する中で安定的、もしくは若干弱含みで推移。

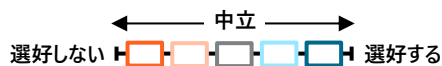
## 景気低迷シナリオ（確率30%）

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			5,700	-13%
米国10年国債			4.2%	+1%

**マクロ経済：**イラン戦争が継続し、主要エネルギー・インフラに（限定的ながら）ある程度の損害が発生。世界の経済活動が鈍化して不確実性が強まり、企業と消費者のセンチメントに打撃を与える。労働市場は軟化するが、景気後退のレベルに達するものではない。景気後退を伴わない経済環境下でサプライショックが発生し、インフレ期待のアンカーが外れてFRBは2026年に利上げを2～3回実施。米国10年国債利回りは2026年に5%を超過するが、2027年初頭において低下。

**金融市場：**株式、ソブリン債券、社債の各市場は変動性が高く、不確実性が存在する中、金利の再上昇より、パフォーマンスは悪化。天然資源、インフラ資産、コモディティなど実物資産やインフレヘッジ資産は比較的良好的な状況。

# 経済成長の見通し



## 米国 選好しない [ ] [ ] [ ] [ ] [ ] 選好する

米国経済見通しは、基本シナリオとリスクのバランスの両方を反映しており、2027年第1四半期の経済成長は市場予想を上回るとみています。

### 基本シナリオ

過去1カ月でエネルギー価格は大幅に上昇しましたが、米国経済にかかる基本シナリオでは市場予想よりも前向きな見方を維持しています。エネルギー価格の上昇が短期的に個人消費へ影響を与えることに疑問の余地はありませんが、今後財政出動が実施されること、緩和的な金融政策／金融環境の効果が時間を置いて現れること、AI関連設備投資が継続していること、そして、エネルギー生産と投資が増加する可能性があることが、経済成長への打撃に対する緩衝材になるでしょう。

### 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。エネルギー・ショックは想定するより規模が大きく、長期にわたるものかもしれません。現在の軟調な労働市場を勘案すると、米国経済はこれまで数年間に生じた諸々のショック時と同じ耐性を示すことができない可能性があります。現時点では堅調な経済情勢にあるため米国が直ちに景気後退に陥る可能性は低いとみっていますが、急激なエネルギー価格上昇とFRBの利上げ再開が同時に発生すれば、より軟調な経済成長となる確率が高まるでしょう。

## 欧州・中国 選好しない [ ] [ ] [ ] [ ] [ ] 選好する

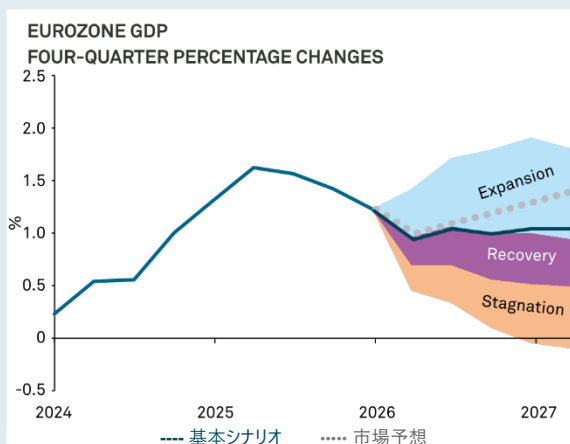
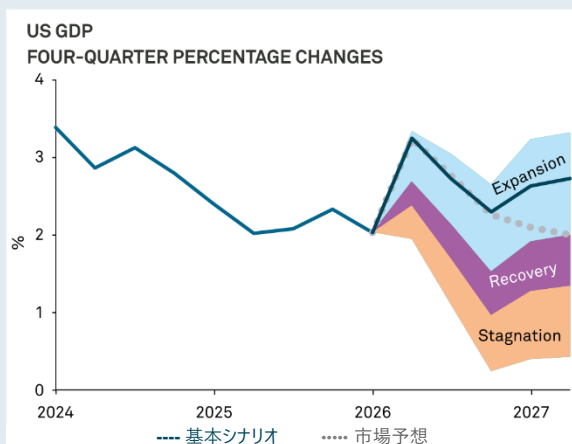
エネルギー・ショックを受け欧州の経済成長見通しを引き下げ、現状は市場予想を下回っています。ユーロ圏の経済成長率は、確率加重予測で2027年第1四半期に0.8%となっています。中国は、経済成長が4.5%程度まで減速すると予想します。これは市場予想に沿ったものであり、2026年の政府目標「4.5%から5.0%」の下限となります。

### 基本シナリオ

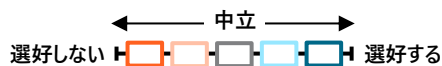
当初の基本シナリオは、2026年に景気循環的に経済成長が上向くとしていましたが、エネルギー価格の急上昇を受け、現在では回復が2027年までずれ込むとみえています。現在の基本シナリオでは経済成長率はおよそトレンドに沿って2027年第1四半期に1.1%に達するとみえています（市場予想1.4%）。中国では、不動産市場の低迷が底打ちしつつある中、純輸出は引き続き堅調ながら景気対策規模が限定的であることから実質経済成長率が4%台半ばに減速すると予想。全国人民代表大会では、中国経済を国内消費主導型へ再編するための強力な政策が打ち出されませんでした。川上のテクノロジー分野に焦点をあてた景気対策や所得移転の進行により、支出構造の不均衡が拡大するリスクは限定的とみられます。中国政府の高い石油備蓄と石油代替品への切り替え能力は、エネルギー価格の変動に対するバッファになるでしょう。

### リスク

米国以外について、基本シナリオに対するリスクは下振れ方向とみえています。ユーロ圏はエネルギーの純輸入者であり、石油と天然ガスの価格変動に大きく影響を受けます。景気停滞シナリオでは、経済成長率は潜在成長率を下回り、2027年第1四半期までに約0.5%まで減速すると予想します。中国は輸出に依存しており、世界の貿易環境のさらなる悪化に対して影響を受けやすい状況にある。



# インフレと政策の見通し



**米国** 選好しない 選好する

今後12カ月の米国政策金利の見通しは、市場で織り込まれている水準に沿ったものとなっています。インフレは今後12カ月にわたって目標水準を上回り、解消されない価格上昇圧力と中東紛争の影響を反映し、3%程度に達するとみています。

## 基本シナリオ

米国のインフレに関する基本シナリオは、中東紛争が早期に解決しても当面はその影響が残ると前提しています。中東紛争が始まる前でさえ米国のインフレは粘着性のある兆候を既に示していました。今回の紛争勃発を受け、インフレ圧力はさらに強まるとみられます。中東地域は主要なエネルギーのみならず、肥料、アルミニウム、石油化学製品、サプライチェーン下流におけるその他エネルギー集約型投入財の輸出も行っています。紛争が早期に解決しようとも、これらの中には価格圧力が固定化されてしまうものがあります。経済成長とインフレが共に上振れするのであれば、政策金利の低下余地は限定的であり、今後12カ月での利下げは1回と予想します。

## リスク

米国のインフレと政策金利の双方について、基本シナリオに対するリスクは上振れ方向をみています。仮に紛争が早期解決に至らなければ、価格圧力が経済成長に対するいかなるマイナス影響も上回ることになり、FRBは利上げを強いられるかもしれません。今後数四半期にかけて数回の利下げが行われる余地はまだ残っていますが、現時点でその可能性は低いとみられます。利下げのシナリオが実現するには、紛争の早期解決、エネルギーや他のエネルギー集約型財の損害が長く続かないこと、FRBがハト派的な対応をとることが必要でしょう。

**欧州・中国** 選好しない 選好する

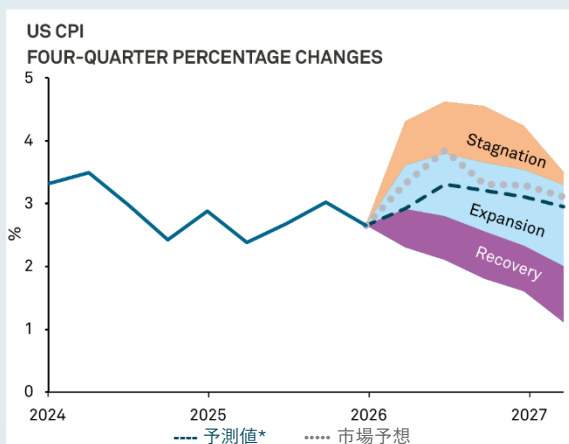
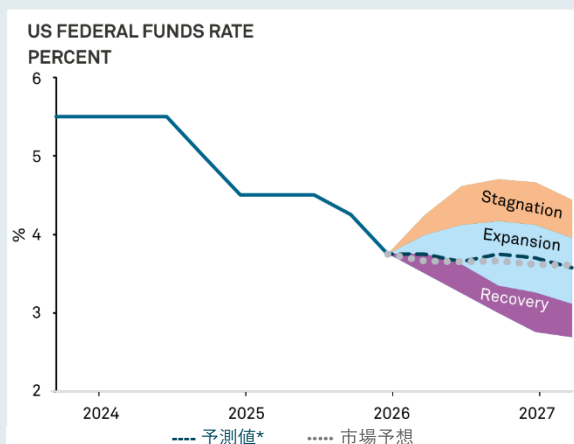
ユーロ圏の政策金利に関する見通しは、現在の市場予想を上回ります。インフレ率が上昇し2026年に目標を上回って推移する中、ECBは今後数カ月間で利上げを行うと予想します。中国は、「反内巻競争」対策によって2026年前半にデフレが緩和するとみえています。ただし、信頼できる（大規模な）マクロ経済再均衡政策が不足しているため、年後半にはリフレが滞る可能性があります。中国人民銀行は2026年において若干の追加緩和を行い、潤沢な流動性を維持するとみられます。

## 基本シナリオ

最も確率が高いと考える景気拡大シナリオでは、インフレが3%辺りまで上昇し、ECBが「中立」と定義する水準をわずかに上回る利上げをするため、今後12カ月で3回の利上げが行われると予想。これは市場の予想よりもタカ派的です。中国では、当局が引き続きイノベーションや川上の産業における生産性向上を促すための中規模で長期的な政策に注力するとみえています。一方、世界的にみられる保護貿易主義的な動きを抑制するため、中国人民銀行は人民元相場の上昇をある程度許容すると予想します。さらに、中国政府は下振れリスクを限定するために、過剰流動性の抑制、消費財の買い替え促進プログラムの施行、社会移転の推進などの措置を講じるとみえています。

## リスク

景気停滞シナリオにおけるユーロ圏の政策金利見通しは、エネルギー価格の急騰に伴ってインフレのリスクが増加したことを反映し、現在市場で織り込まれている水準を大きく上回ります。このシナリオでは政策金利が3%を上回ることになります。中国は、世界経済減速や保護貿易主義の進行に伴う外需の落ち込みが主なリスクとなります。デフレの継続、企業収益の低迷、投資の減速などを受けて中国政府は大規模な景気支援策を強いられ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インバースメント・ストラテジー&リサーチ・グループ。2026年3月23日時点

# まとめ

- 地政学が短期的に不確実性を強める：基本シナリオでは中東リスクは今後数週間で緩和され、世界経済成長の勢いは維持されると予想します。
- インフレは引き続き制約要因：経済活動は活発で労働市場も安定的であることからインフレ圧力の強い状態が維持され、FRBの利下げ余地は限定的です。
- 金利リスクは上振れ方向：既に目標を上回っていたインフレにエネルギー・ショックが加わることでインフレ期待のアンカーが外れ、2026年中に利上げが行われる可能性があります。
- テールリスクは拡大：エネルギー・ショックに対する反応は非線形性の性質を持つため、ポートフォリオでは下振れリスクのヘッジに重点を置く選別的リスク・エクスポージャーを維持します。
- ポートフォリオの耐性が非常に重要：ポートフォリオ全体でインフレリスクの回避を重視しています。株式についてはインカム重視、債券はデフレーションを短期化。実物資産については実質リターンに焦点をあてた戦略を選好します。

## マクロ経済見通しとポートフォリオの概要

マクロ経済見通しは中東情勢にかかる不確実性を受けて形成されつつあります。基本シナリオは今後数週間での解決を前提としています。このシナリオの下、企業活動と消費者心理は概ね影響を受けず、世界経済の成長の勢いも維持されるとみえています。

ただし、米国のインフレは最近のエネルギー・ショックが生じる前から既に粘着性があり、現在でも経済活動が活発で労働市場が安定的であることからインフレ圧力の強い状態が続いています。結果的にFRBの政策余地は限定的であり、基本シナリオでは2026年の利下げが1回に留まるとみえています。

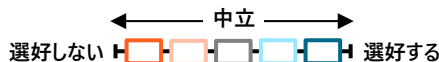
とりわけ、過去数四半期と比較して潜在的にもたらされる結果の幅が広がっています。下振れリスクはより顕著であり、非線形な形で顕在化する可能性があります。金利に関するリスクのバランスが変化したことも重要です。これまでの数四半期は金利リスクが下方に偏っていましたが、インフレが目標水準を上回り続ける中でエネルギー・ショックが生じればインフレ期待が上方に押し上げられる可能性があります。その状況において、FRBは2026年に2～3回の利上げを行う必要があるかもしれません。

## 資産配分への影響

不確実性が高まり、テールリスクが拡大した環境下、ポートフォリオ構築に際しては規律をもった慎重なアプローチを採用します。エネルギー・ショックは非線形性の性質を持つため、ポートフォリオでは下振れリスクのヘッジに重点を置き、選別的にリスク・エクスポージャーを保有します。

当四半期におけるポートフォリオの中心テーマは耐性です。基本シナリオにおけるリスクは米国インフレの上昇と政策金利引き上げであり、インフレの変動性が高い状況が続いているという見方が強まっています。結果的に、ポートフォリオ全体においてインフレリスク回避を強調しています。具体的には、株式についてはインカム重視、債券はデフレーションの短期化、実物資産については実質リターンに焦点をあてた戦略を選好します。

# 資産クラス別見通し



主要資産クラス	今後1年 (上段) 今後10年 (下段)	見通し
グローバル株式		世界経済は底堅さを示し、成長を支える構造的要因は維持されている。短期的には地政学的な不確実性を受け、経済成長の下振れリスクは依然として高い。政策支援による追い風は、地政学リスクや金融引き締めリスクによって圧迫されている。ただし、これらは依然としてテールリスク。市場変動性の高い状態が続く可能性はあるが、景気後退に陥るリスクは依然として低い。オーバーウェイトを維持、景気に敏感セクターを選好。
ソブリン債券		中東紛争が早期に解決すると想定したとしても、紛争前から米国のインフレ基調は高い状態にあり、底堅い経済成長が価格上昇圧力を強めることから、短期的な物価上昇圧力は固定化されている。テールリスクシナリオでは、インフレ上昇によって金利の再上昇が引き起こされる可能性がある。従って、金利上昇が魅力的なインカムを提供するものの、このシナリオに対するヘッジとしてアンダーウェイト・ポジションを採用。
社債		スプレッドは幾分拡大したものの、歴史的にみれば縮小した水準。また、無リスク金利の上昇やプライベート・クレジットの資金調達減速によってさらなる圧力に直面している。クレジット・リターンが上昇したことは運用実績につながった。特に経済成長が予想を上回ったこと、プライベート・クレジット・ファンドによる供給消化が貢献。一方、現在の環境においては、銘柄選択の重要性がさらに高まっている。米ドル建て新興国債券に対しては中立を維持。社債についてはデレートの短い銘柄を選好。利回りよりもクオリティ（格付け）を優先し、米国市場よりも欧州市場を選好。
実物資産		インフレが高水準にあり変動性が高い市場環境、FRBの体制移行（議長交代）、そして世界的に地政学的な不確実性が持続する中、実物資産は引き続き重要な分散機能を担っている。インフラ資産とコモディティに対して前向きな見方を持っており、インフレリスク回避のため実質リターン戦略についても前向きな見方を維持。
主要株式	今後1年 (上段) 今後10年 (下段)	見通し
先進国		中東紛争は、短中期的に先進国経済の成長に対して非線形性のリスクもたらすが、その程度は地域により異なる。金融緩和の影響は時間を置いて現れるが、金利が上方へ再評価されて市場変動性が高まり、株価に圧力がかかる。ただし、構造的な経済成長テーマに変化はない。AI関連テーマは継続すると予想するが、投資家の目はさらに厳しくなる見込みであり、十分に分散を図るアプローチの必要性が増している。
米国		基本シナリオと下振れシナリオの双方にて物価上昇圧力が強まり、金利が上昇すると予想。ハイパースクーラー（大手IT企業）によるAI分野への過剰投資の懸念が存在し、集中度の高い株価指数は株価の再評価に対して脆弱な状況。FRB内部に将来の政策金利見通しについて意見相違が存在することも株式市場の変動性を高める可能性があるが、インフレと実質金利の上昇はバリュー株にとって相対的な支援材料となる。
英国		英国株式は配当利回りが高く、インカムを重視する投資家にとって引き続き魅力的。インカム重視の戦略は構造的なインフレ上昇リスクに対するヘッジとなる。セクター配分（鉱業、エネルギー、銀行等）、潜在的な英ポンド安（株価指数にとってプラスとなる傾向）、魅力的なバリューエーションなどが追加的な支援材料。
欧州 (除く英国)		インフレが目標を上回っておりECBは2026年に利上げを行うと予想。これまでの金融緩和と大規模な財政支援の効果が現れ、景気サイクルを支えると予想するが、中東紛争のリスクが非線形的な下振れリスクを生んでいる。ウクライナ紛争の沈静化はパフォーマンス向上につながる可能性がある。相対的には欧州内の個別選択（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）がアウトパフォームする可能性がある。小型株は大型株と比較して割安で取引されており、魅力度を増している。
日本		日本はパルシヤ湾経由の原油供給に大きく依存するが、大規模な戦略的石油備蓄を確保している。景気拡大シナリオと景気回復シナリオに沿ってエネルギー・ショックが収束する限り、実質賃金上昇と高市政権に対する強固な政治的信任の恩恵を受けて日本株は上昇し、それがコーポレートガバナンス改革と川上の産業の供給サイドへの刺激策を促進する可能性がある。企業センチメントが堅調な環境下、エネルギー価格ショックが沈静化すれば、上述した要因が力強い国内需要と企業収益を下支えする。

※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・ストラテジー&リサーチ・グループ。2026年3月24日時点

# 資産クラス別見通し



主要株式	今後1年 (上段) 今後10年 (下段)	見通し
新興国		2026年半ばまでに紛争が沈静化すれば、米ドルの上昇が緩和して新興国市場を押し上げると予想。中南米やEMEAにおいて現地通貨金利の引き下げが再開される可能性がある。米国関税の引き下げ、AIの浸透や電子機器生産、データセンター、輸出への波及効果は大きなプラス要因。また、新興国市場は、リスク低減を目的としたグローバル・サプライチェーンの長期的な変革の恩恵も受けている。さらに、バリュエーションが割安で国とセクター間の相関性が低いことも新興国市場にとって優位。
中国		米国関税の引き下げ、住宅市場低迷の底打ち、好調なテクノロジー・セクター、世界の輸出市場に進出していることはプラス要因。ただし、景気対策が断片的な実施に止まっていること、マクロ経済の再編（と過度な輸出依存の是正）が遅れていること、長引くデフレ、そして、相対的に低い企業収益の成長率がマイナス要因となっている。政府が大規模な戦略的燃料備蓄を保有し、石炭・原子力への拡張したアクセスも可能であるため、エネルギー価格ショックがより長期化した場合、中国株の魅力が高める可能性がある。
新興国 (除く中国)		堅調なAI主導の半導体受注から引き続き恩恵を享受するとみられる。コモディティ集約的な新興国は、データセンター関連の金属需要の増加や重要鉱物およびレアアースの調達先を多様化する動きから恩恵を受ける。中東の難所を回避するための再生可能エネルギーと原子力の利用増を図る戦略的な取り組みも、中国以外新興国にとってプラスになろう。さらに、バリュエーションが魅力的であること、国とセクター間の相関が低いことも前向きな見方を維持する理由である。ただし、エネルギー価格ショックの状況が著しく悪化した場合、当該資産クラスの魅力は低下する可能性がある。
主要債券	今後1年 (上段) 今後10年 (下段)	見通し
米国国債		中東紛争が早期に解決したと仮定してもインフレはしばらく継続すると予想。テールリスクシナリオでは、インフレの上昇に応じてFRBが利上げを行うと予想。財政赤字の大きさはリスク要因ながら、インカムは引き続き魅力的。デレーションから得られる利益獲得余地は限定的であり、市場変動性が高止まりしていることには要注意。固定金利国債よりもインフレ連動国債 (TIPS) を選好。
先進国ソブリン (除く米国)		一部先進国国債の為替ヘッジ付きインカム・リターンは引き続き魅力的であるが、エネルギー純輸入国は中東紛争のさらなる深刻化に対して脆弱であり、金利に対するリスクは上振れ方向。市場では複数の先進國中銀による利上げを織り込んでいる。
グローバル投資適格		社債市場について前向きな見方をしているが、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である。利回り水準は依然として魅力的だが、資金調達源として利用することを選好する。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いえない。
ハイイールド		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。クレジットのリターンとして、これまでキャリアは十分な利益を生み出してきたが、現在はさらに慎重な銘柄選択が求められる。ハイイールド債券は、信用状況の見極めが容易でありキャリアによる収益を獲得できることからデレーションの短いポジションを相対的に選好。
新興国 (現地通貨建て)		インフレが上昇する可能性が高く、アジア地域は利上げを行い、中南米と欧州・中東・アフリカ (EMEA) では利下げがあまり行われなとの見通しの下、オーバーウェイトから中立へ移行する。エネルギー価格ショックに対する十分なバッファを持たない国は、財政と対外収支面で圧力を受ける。燃料価格急騰から消費者を守る政策は財政負担となり、燃料の純輸入国は対外収支が悪化し、通貨安が進行する可能性がある。
新興国 (米ドル建て)		中立的見方を維持。為替の柔軟性、均衡的なマクロ経済ファンダメンタルズ、政策と市場のバッファにある程度の圧力を加えるようなエネルギー価格ショックを総合的に勘案したもの。全体的に新興国社債のファンダメンタルズは安定的である。新興国の債務水準は先進国と比較して抑制されており、基本シナリオにおいても主要新興国におけるクレジット・メトリクス (信用リスクを管理する指標) と流動性は短期間のエネルギー価格急上昇であれば対応可能である。ただし、価格ショックが長期化し、中東地域のエネルギー・インフラへの損害が続いた場合、当該資産クラスにとって大打撃となる。

※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・ストラテジー&リサーチグループ。2026年3月24日時点

# BNYインベストメント・ストラテジー & リサーチ・グループ



**ERIC HUNDAHL, CFA**  
Head of BNY Investment Strategy & Model Portfolios



**SEBASTIAN VISMARA**  
Head of Investment Strategy & Research



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



**RYAN MILGRIM, CFA**  
Senior Research Analyst



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



**NICK TOCCHIO**  
Senior Macro & Rates Strategist

## 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：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会