Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 50

2025 年 12 月 10 日

2026 年のリスクはデフレかインフレか

メッツラーの基本シナリオでは、2026 年のインフレ率は、概ね足元と同水準で推移すると予想しており、ユーロ圏で 2.0%程度、米国で 3.0%程度になるのではないかと見ています。実体経済では、米国で来年も AI ブームが景気を牽引する構図が続くと予想され、ユーロ圏ではドイツの財政刺激策が奏功し始めることにより、経済成長が顕著に回復することが考えられます。

この想定下で、欧州中央銀行（ECB）の金融政策について、2026 年 9 月頃まで預金ファシリティ金利の水準が現行の 2.0%で維持されるとの見方は妥当と思われ、その後は年末までに二度の利上げにより、2.5%程度まで引き上げられるであろうとの予想をしています。対照的に、米国では米連邦準備制度理事会（FRB）により、2026 年春頃までに政策金利が現行水準から 3 回引き下げられ、実効フェデラルファンド（FF）金利は約 3%近傍まで低下する可能性があると見ています。しかし、現在のグローバル金融経済環境は、未曽有の不確実性とリスクに晒されており、とりわけ今年は様々なシナリオと予想外の展開についても十分に考慮することが不可欠だと思われます。

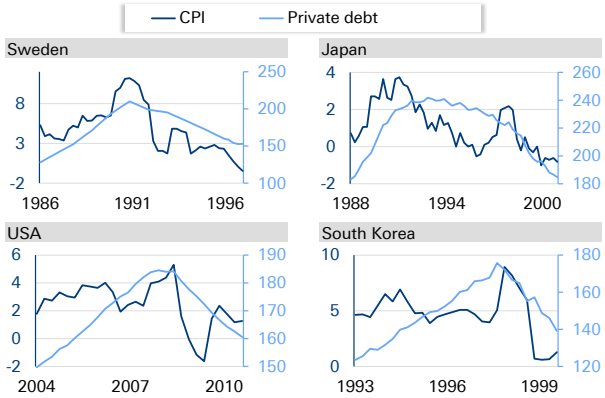
リスクシナリオ：デフレ

メッツラーは、年次見通しを通じて、過去 15 年間で極めて高水準の成長を記録してきた民間債務とレバレッジドローンの分野に着目し、信用サイクル崩壊のリスクに留意するよう強調してきました。経験則では、長期に亘って広汎なクレジット市場で異常なほど高い成長率が観察される場合、背後に、貸し手間の競争圧力の高まりによる信用基準の低下、信用リスク分析が軽視される傾向等が見て取れるなど、往々にして警告のサインと受け止めるべきであることが分かっています。

最近のトリコロール（サブプライム層向け自動車ローン・中古車販売）やファースト・ブランズ（自動車部品サプライヤー）の破綻は、信用リスク分析の不十分さを示す典型的な事例であり、これら信用力の低いセグメントにおける信用ブームの終焉を示唆している可能性が高いと見ています。同時に、代表的な米国ハイイールド債券市場の指数に於いて、足元のスプレッド水準が僅か 289 ベーシスポイント程度まで縮小し、1997 年以来の最低水準に位置している状況は、今後、もし投資先企業の破綻が増加すれば、多くの投資家にとって、ネガティブ・サプライズが増幅されるであろうと思われます。

民間部門の債務削減は金融政策を無効化し、デフレ効果をもたらす

消費者物価指数（前年比 %）と民間債務（GDP 比 %）*



* GDP adjusted for the economic cycle

出所：Bank for International Settlements and national statistics authorities、Metzler
2025 年 10 月 15 日時点

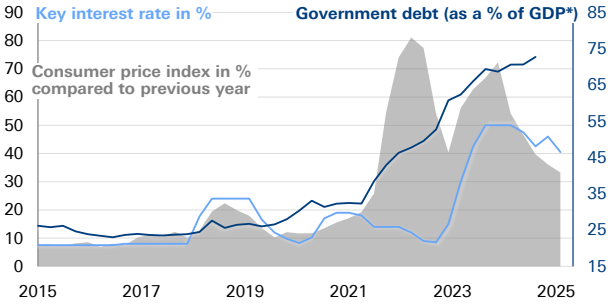
従来、信用サイクルが反転する際は、ディスインフレ、或いはデフレが同時に引き起こされてきました。上記の図表では、当初は民間債務の総量が大きく増加する様子が示されていますが、インフレへの明確な影響は見られていないことが分かります。しかし、信用サイクルが反転し、長期的なデレバレッジが継続すると、インフレ率が低下した状況が観察されます。企業の破綻によってマネーサプライが減少し、ローン返済により消費や投資に使える資金が減少することで、金融政策が奏功せず、機能不全に陥った可能性が考えられます。

現在、メッツラーでは、信用サイクルにおけるシステミックリスクは低いと見ており、デフレリスクも相対的に低いのではないかと考えています。背景として、グローバル金融危機が起こった 2008 年当時の住宅ローン市場は約 10 兆ドル規模でしたが、現在の民間債務、レバレッジドローン、ハイイールドの合計は約 4 兆ドル規模であり、比較すると遥かに小さいと言える状況があります。もし、実際に信用サイクルに問題が生じたとしても、影響は経済成長の低下や緩やかなディスインフレ程度に留まる可能性が高いと考えています。

リスクシナリオ：インフレ

概して、インフレは、平均物価上昇率が年率 5.0%を超える状態が長く継続する場合に問題化し得ると考えられます。歴史的には、こうした状況は、政府債務の大幅な増加と過度に緩和的な金融政策の組み合わせによって引き起こされることが多く、実際にトルコで起きたことはその典型的な例だと言えます。

トルコ ― 公的部門における急速な債務拡大と過度に緩和的な金融政策の組み合わせは、インフレを引き起こす効果を持つ

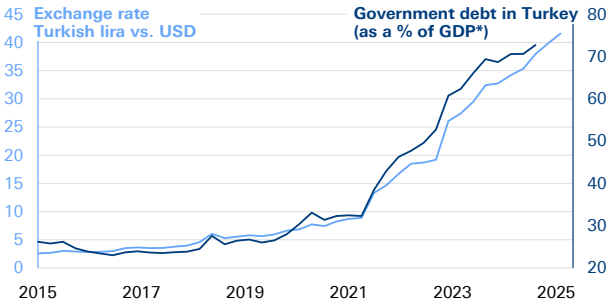


* GDP adjusted for the economic cycle

出所：Bank for International Settlements and national statistics authorities、Metzler
2025 年 9 月 30 日時点

2018 年にトルコの政府債務が緩やかに拡大した際、インフレ率は一旦上昇しましたが、その際トルコ中銀は、政策金利を速やかにインフレ率を上回る水準まで引き上げた結果、インフレ率は直ちに抑制されました。

トルコ ― 急速に増加する政府債務が中央銀行によってファイナンスされることで、自国通貨を弱める

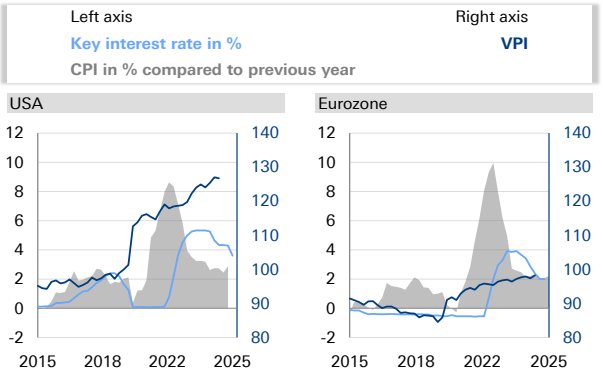


* GDP adjusted for the economic cycle

出所： Bank for International Settlements and national statistics authorities, Metzler;
2025 年 9 月 30 日時点

しかし、2021 年以降は、政府債務が急増する一方で政策金利が引き下げられました。これにより、政府債務は、事実上中央銀行によってファイナンスされることとなり、結果として、同国のインフレ率は約 80%にまで爆発的に上昇し、トルコリラの対外価値が崩壊するに至りました。

米国：政府債務の急増と政策金利の引き下げが懸念材料



* GDP adjusted for the economic cycle

出所： Bank for International Settlements and national statistics authorities, Metzler;
2025 年 9 月 30 日時点

ここで、米国とユーロ圏の現状を見ると、両経済圏の間には異なる様相が見られます。米国では、パンデミックの影響により、2020 年から政府債務が急増しましたが、同時に米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利を引き下げ、当然の帰結として、インフレが急速に加速しました。しかし、その後 FRB が政策金利を十分な水準まで引き上げたことで、インフレは再び抑制されてきた経緯があります。

現在、米国の政府債務は高い基礎的財政収支の赤字により増加し続けていると見られます。同時に FRB は利下げサイクルに入っていると思われ、今週の米連邦公開市場委員会（FOMC）でも政策金利を 3.5～3.75%に引き下げると予想する向きが多いと見られます。メッツラーでは、2026 年にも FRB は 2 回の利下げを行うのではないかと予想しています。但し、このようなシナリオが実現すれば、これにより政策金利がインフレ率を下回ることとなり、今後の米国が 2021 年のトルコと同じ道筋を辿ることになる可能性も否定できないと考えています。その場合、米ドルは大幅に減価し、長期的にはインフレが大幅に上昇することが現実味を帯びると思われます。 一方、もし FRB がトランプ大統領の意向に抵抗し、高水準の政策金利を維持すれば、米政府は急増する利払いを賄う為、さらに債務を増やさざるを得ず、債務における負のスパイラルに陥る可能性があると思われます。目下、米国にとって、唯一のポジティブなシナリオは「緊縮財政」を実施すること以外に考えられない状況であろうと見ています。

ユーロ圏では政府債務は殆ど増加していないと見られます。2022 年のインフレ急騰は、主として外的要因によるものだと考えられますが、これに対して当時の欧州中央銀行（ECB）は政策金利を十分に引き上げ、インフレを抑制しました。現在、政策金利はインフレ率を僅かに下回る水準となっていますが、ユーロ圏では政府債務の状況が安定している為、ほぼ問題はないと考えています。 但し、2026 年にドイツの支出プログラムなどで政府債務が大幅に増加する場合、ECB は政策金利を低く維持し過ぎないよう注意する必要があります。総じて、ユーロ圏の状況は、相対的に健全であると見られますが、政府や中央銀行は財政政策と金融政策の舵取りを誤らないよう、2021 年のトルコのようなシナリオに直面する可能性には留意が必要だと思われます。

以上の背景から、2026 年はインフレリスクの方が、デフレリスクよりも明らかに高いと考えられます。

経済データの展望

米国：2025 年 11 月の NFIB 中小企業楽観指数は、前月比で若干の上昇を示しました。当該 NFIB 指数に含まれる企業の価格引き上げ意向を示す数値は、プラスの領域で前月から横這いが維持されました。当該指数については、インフレの優れた先行指標と見ている為、引き続き動向を注視しています。

日本：先頃、公表された 2025 年 10 月の厚労省の統計に基づく賃金データは、実質賃金が前年同月比 10 ヶ月連続で減少となりました。一方、名目賃金は 46 ヶ月連続の増加で、伸び率は 3 ヵ月ぶりの高水準であることが示され、今後の持続的な消費成長を支えられるか注目しています。

ユーロ圏：ドイツを含む経済データが改善の兆しを見せており、今後発表される鉱工業生産や輸出統計の動向を注視して行きます。

中国：2025 年 10 月の投資データは、不動産投資、インフラ投資、工業投資の各分野で、引き続き減少が目立つことが報告されています。

概して、投資は短期的には経済全体の需要を押し上げる要因として機能しますが、一定時間が経過すると、生産設備などを通じて、供給力を高める要因に転じるとされます。その為、投資支出の急減は、低迷する消費と相俟って、深刻な景気後退の兆候を示唆するものと考えられ、消費者物価や生産者物価のさらなる下落によるデフレの進行が懸念されます。融資も弱含みとなる可能性が高いと見られます。

こうした状況下、中国政府が現時点で経済を安定させる為の対策を明示的に講じていないことを意外なこととして受け止めています。実際のところ、同国における投資に関する状況は、統計数値が示すほど弱くないのか、公表データの信頼性にも疑問が生じ得る状況かと思われます。もっとも、中国経済にとっては、輸出が唯一の希望の光として残る可能性があるのではないかと考えています。

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、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、当社はその変更等に起因する損
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　日本投資顧問業協会

W25-043