Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 4

2026 年 1 月 28 日

パウエル議長はトランプ大統領に抗えるか

今週、市場関係者の最大の関心事は、米連邦公開市場委員会（FOMC）の動向かと思われます。今般、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを決める可能性は低いと見られますが、金融政策の決定方針を巡り、どのようなコミュニケーションが図られるか、最近急増しているホワイトハウスからの政治的圧力に対し、パウエル議長がいかに反応するか、さらに中央銀行の独立性がどれほど明示的に強調されるかなどが、真の注目点になると見ています。

FRB：独立性は金融政策を掌る戦略の一環

メッツラーは、パウエル議長が自身の任期（2026 年 5 月迄）中は、追加利下げを明確に否定すると予想しており、これは単なる技術的な金融政策判断の問題ではなく、中央銀行としての制度的なメッセージが関わる問題だと考えています。つまり、FRB は、短期的な政治目的に従うよりも、「物価の安定と雇用の最大化」という本来の政策目標に基づいた金融政策の意思決定を重視するであろうと見ています。また、足元では米国経済のファンダメンタルズにも明確な改善の兆しが表れており、下記 4 つの要因に支えられ、2026 年前半の米国経済は 3%超の成長を達成する可能性が十分にあると考えられます。

1. **関税ショックの緩和**：2025 年の関税引き上げによる景気押し下げ効果は、2026 年にかけて徐々に薄れる見込み。ベース効果やサプライチェーン調整により、過去数四半期の「関税悲観論」は和らぐと見られる。
2. **税還付による財政刺激**：「Big Beautiful Bills」により、2026 年前半に家計へ大規模な税還付が行われる見通し。これは典型的な一時的需要刺激策で、一般的には、とりわけ消費を押し上げる効果が期待される。
3. **過去の利下げ効果の遅行性**：利下げの効果は、一般的に、実体経済に影響を与えるまで時間を要する。これまでに実施された利下げによって、投資や金利感応度の高い消費が一段と押し上げられる可能性がある。
4. **非常に緩和的な金融環境**：政策金利とは別に、全体的な金融環境は極めて緩和的で、この環境では借入が容易になり、バランスシートが改善し、リスク資産も下支えされる為、経済全体にとって追い風になると見られる。

政治：成長だけでは不十分、鍵は労働市場

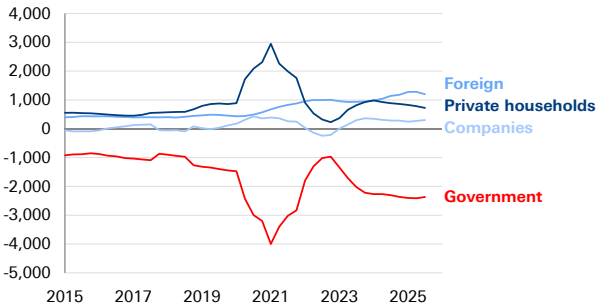
こうした状況下、成長率が高いだけではトランプ大統領は満足しないと思われ、政治的には、国内総生産（GDP）に現れる数字よりも、家計が「どう感じているか」の方が重視されるのは致し方ないと思われます。引き続き、消費者信頼感指数の動向に注目が集まると思われますが、同統計は、たとえ経済成長率に良好な結果が表れても、労働市場において厳しい状況が続く限り、芳しくないものになると予想されます。

2026 年 11 月の中間選挙を控え、政治と金融政策の間には明確な軋轢が生じると思われます。つまり、政治的視点では、強い労働市場が選挙の成否を左右する一方で、金融政策的視点では、インフレが安定していることを示す材料が揃わない限り、FRB が追加利下げを行うことは不可能であろうという見方をしています。しかし、こうした状況下、メッツラーの見通しには、従来から変更はなく、パウエル議長の任期中の追加利下げはなく、後任の新議長の下で政治的圧力への反応という形で 2026 年 6 月と同 9 月に利下げが実施されるであろうというシナリオを想定しています。

米国：巨額財政赤字でもインフレが低い理由

2023 年末以降、米政府の財政赤字は累計で 2 兆ドルを超えており、過去の多くの局面では、財政赤字の規模がこれほど膨張し、同時に民間需要が堅調な場合にはとくに景気の過熱を招いてきました。

米国：企業の高い貯蓄率と海外からの資金流入が、高インフレを防いできた
純貸出（収入と支出の差額）、単位：10 億ドル



出所：FRED Database、Metzler　　2025 年 9 月 30 日時点

しかし、実質的につい最近まで続いた FRB によるタカ派的な金融政策スタンスは、貯蓄を強く促し、借入に

よる支出を抑制する強いインセンティブとして機能してきたと見られ、家計と企業は、相対的に支出を削減し、流動性を積み増し、リスクの高い資金調達を縮小した結果、純貸出ポジションが改善、即ち資金余剰の状態になったと考えられます。これは、マクロ経済的に見ると、政府の財政赤字の一部が、実質的に民間部門の黒字によって補填されてきたことを意味しています。

また、米国外からの巨額の資金流入もインフレを抑制することに寄与してきたと見られます。近年、海外投資家は押し並べて米国株・債券・不動産への投資を積極的に行ってきたことで、その規模は 1.2 兆ドルを上回ると言われています。このような巨額の資金流入が、財政赤字下であっても、米国の経済主体における安定した資金調達を可能にし、金利上昇を抑制すると共に、為替レートの経路を通じて物価も抑制してきたと考えられます。

レジーム転換の可能性：民間需要は増加、海外資金は不確実に

しかし、最近の利下げと非常に緩和的な金融環境により、状況は変わりつつあると見られます。もし 2026 年前半に民間需要が強まれば、政府の資金調達に回せる国内貯蓄が減少すると考えられる為、その減少による不足分が海外からの資金流入によって補填され得るかということが重要な論点になります。

ケース 1：海外からの資金流入が継続（または増加）する場合

この場合、政府需要が高くてもインフレを抑制したまま、力強い景気拡大が可能になる。但し、代償として、資本流入が増えるほど貿易赤字及び経常赤字は拡大すると見られる。

ケース 2：海外からの資金流入が減少する場合

このシナリオでは、政府需要の高さに加えて民間需要も増加する一方、外部資金という安定化要因が弱体化。その結果、ディマンド・プル的なインフレ圧力が高まる可能性が増大すると見られる。

現在の地政学的リスクが高い環境では、米国は投資先としての相対的な魅力を一定程度失う可能性があると思われます。これには、金利低下によって利回り格差が縮小することも一因と考えられますが、もし海外の米国資産に対する需要が、米国にとっての資金調達ニーズを十分に満たすことが困難な状況に陥れば、インフレが加速するシナリオが現実味を帯びてくると思われます。

皮肉なことに、こうした状況は、インフレ主導の景気拡大が名目税収を押し上げ、短期的には財政指標を改善する為、政府の財政収支が改善したように見える形が出現する可能性すらありますが、それは財政再建による成果が結実したものではなく、物価上昇と名目効果によるものであることに留意が必要です。

金融政策の帰結：次の一手は“利上げ”の可能性も

まさにここに微妙なポイントがあります。もしこのインフレシナリオが現実化すれば、FRB は純粋に金融政策上の理由から、民間需要を抑制し物価安定を確保するために利上げを行わざるを得なくなると思われます。これは勿論、基本シナリオという訳ではありませんが、FRB の金融政策を巡るリスクバランスが変化していることは確かであると見られる為、FRB にとって次に“本来あるべき”政策金利の方向が利上げとなる可能性も否定仕切れないと考えています。尤も、現在の政治環境では、そのような金融引き締め方向の決定は極めて物議を醸すものであり、FRB の制度的独立性が改めて試されることになると思われます。

ユーロ圏：回復の強さはどの程度か

メッツラーは 2026 年のユーロ圏経済ついて楽観的な見方をしており、経済成長率は約 1.5%になると予想しています。これは、ユーロ圏経済が政府支出と消費回復を背景として 2025 年第 4 四半期に前期比 0.4%という力強い成長を遂げたと見込まれることも背景にあります。ドイツのデータでは、国内の防衛関連受注が明確に増加しており、政府支出の拡大が実体経済のデータに徐々に表れ始めていることに示されています。今週発表された 2026 年 1 月の IFO 景況感指数はやや勢いを欠く内容となったものの、今後発表されるユーロ圏全体の景況感指数等に改善の兆しが表れるか注視しています。さらに、2026 年の消費成長が加速すると見込まれることも、メッツラーがユーロ圏経済を前向きに捉えている重要な要素の一つであり、ユーロ圏の失業率が年内に 5.5%程度まで低下し、消費者信頼感も改善に向かうのではないかと想定しています。

日本：国債市場が揺れる

今週、日本の長期国債利回りは大幅に上昇し、投資家は相当な価格下落に直面しました。背景には、2 月 8 日に予定されている衆院総選挙で、高市首相の勝利につながる可能性があることが挙げられます。もし高市首相が勝利すれば、所得支援、技術投資、防衛分野等で政府支出が大幅に増加する見通しです。これは国内の成長見通しを大きく改善する要因となりますが、国債市場では、このシナリオを織り込み、イールドカーブをより急峻なものとする動きが見られます。こうした状況は、一方で、名目成長率の上昇を受けて将来の政策金利引き上げ

を織り込みつつ、他方では、中央銀行が十分に利上げを行わずインフレが大きく上昇するリスクも織り込んでいると見られる為、事態を注視しています。今後は、東京都区部のインフレ率、失業率、そして鉱工業生産指数など、基礎的な経済指標である各種ファンダメンタルズの動向を、益々注視する必要があると考えています。

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

W26-002