

market:update

Capital Market Outlook, Week 17

2026年4月23日

ハンガリーの選挙結果はEUにとって好機か

最近のハンガリーでの選挙を経て、欧州連合（EU）の将来が明るくなったように見えます。これは、EU 域内の国家間対立が無くなったわけではなく、共同体としての EU がより強靱になったことを示すものと考えられます。ハンガリーで約 16 年間に亘り政権を握っていたオルバン政権が終焉することは、外交・安全保障分野を中心に全会一致が必要な EU において事実上の拒否権を行使していた国の制約から解放されることを意味すると同時に、欧州の統合プロジェクトが長い年月を経て着実に進展していることを示唆しています。今回、ハンガリーの選挙結果は、ブレグジット（英国 EU 離脱）、トランプ氏による縦横無尽な振る舞い、世界各地で繰り広げられる戦争など、顕在化する地政学的なリスクに揺さぶられながらも、EU がとりわけ政治的な強靱さを内外に示した象徴的な出来事であったと考えています。

このような見方は、英国以外の国が EU を離脱していないという事実に加え、各種の世論調査の動向からも裏付けられています。最近のユーロバロメーター（欧州委員会による EU 域内の世論調査）によると、EU を信頼していると回答した EU 市民は約 51%に達し、2007 年以来の最高値を記録しました。また、共通通貨ユーロへの支持率も過去最高水準となっており、EU 全体で約 74%、ユーロ圏では約 81%に達していることも、EU やユーロに対する信頼回復を裏付ける証左になり得ると考えています。

以上より、最も重要な問いは、EU が政治的に分断され崩壊に向かっているかどうかではなく、この新たな局面で得られた政治的な強さを、今後は経済的な活力や戦略的な行動力、そして安全保障政策における信頼性へと転換出来るか否かではないかと考えています。今回のハンガリー選挙におけるオルバン氏の敗北は、これを後押しするものと言えますが、それだけで改革の代わりになるものでないことは留意が必要です。

ハンガリーの選挙結果は、EU の行動力を高める大きな契機となる可能性が高いと考えており、とりわけウクライナ支援政策や対ロシア制裁、そして EU レベルでの重要な妥協案に関して、近年、繰り返し足枷となってきた政治的な不確実性要素が軽減される為、EU がより大きな戦略的結束に向けた成果を実現する可能性が高まっていると見られます。近時の地政学的課題が深刻化する世界においては、EU に対する信頼性が、益々、資金調

達や防衛、外交政策に関する決定事項を実際の行動に移す能力によって測られるようになってきたと思われます。

ここで、改革に向けた重要な第一歩となるのは、全会一致の原則を廃止することであり、いかなる国も完全な妨害政策を継続出来ない状態を確保することが肝要と思われる。EU では「パッセレル条項（移行条項）」により、条約を正式に改正することなく特定の分野で多数決への移行が可能となりますが、その適用に当たっても、当初は全会一致が必要となる為、結局のところ、大規模な条約改正よりも、既存の枠組みの中でより現実的かつ迅速に政治的な一貫性を高めて行動する能力にこそ、欧州の将来が掛かっているであろうと考えています。

2026年3月、欧州理事会は、競争力、経済的安全保障、戦略的自律性を強化する為の具体的なロードマップである「One Europe, One Market」を採択しましたが、これは 2027 年末までに、その大部分が実施される予定で、単一市場を強化する為の改革についても進展が見込まれるようになった点は注目に値します。ブリュッセルの研究機関「ブリュゲル」は、かねてより「成長における最大の利益は、次々と開催される EU 首脳会議からではなく、単一市場のより効果的な執行と、とくにサービス業や規制対象職業に対する的を絞った緩和措置から生まれる」と主張してきました。これらの分野では、EU 域内に残存する非関税障壁（関税に起因しない貿易障壁）が依然として非常に高いと考えられる為、EU 域内の貿易は、米国の各州間の活発な貿易に比べて著しく遅れていると見られます。まさにこの点こそ、欧州の政治的な強靱さが、最終的に生産性の向上へと結びつくか否かを決定付けるであろうと考えています。

結論として、ハンガリーでの選挙結果が、EU を自動的に強化するわけではありませんが、これにより、EU レベルの意志決定に際して、妨害行為のリスクが低減され、ウクライナ支援など重要な事案に際して結束することが容易になり、ひいては共同体としての EU がより強靱になる可能性が高まると考えられます。そして、政治的な焦点は、欧州の未来を形作る真の課題、すなわち「競争力」、「投資」、「単一市場」、「戦略的な行動能力」へと再び向かうことになると見ています。足元の EU は、ブレグジットの時代に多くの人が予想していたよりも、今日ではより強靱さを増しているように見えますが、その未来は、共同体の結束を妨げる破壊的な勢力が消滅するか否かによって決まるのではなく、むしろ、

market:update

現在抱えている経済的な弱点を、実際に克服できるか否かによって決まるであろうことは言うまでもありません。

総じて、金融市場は欧州統合への信頼を取り戻しつつあると見られます。ここ数日、ユーロが米ドルに対して著しく上昇しているのが確認されており、為替相場の動きは、常々、各経済圏がもつ政治情勢を加味した相対的魅力度の差を反映すると考えています。

ユーロ高が進む ユーロ対米ドル為替レート



出所: ブルームバーグ、メツラー

2026年4月14日時点

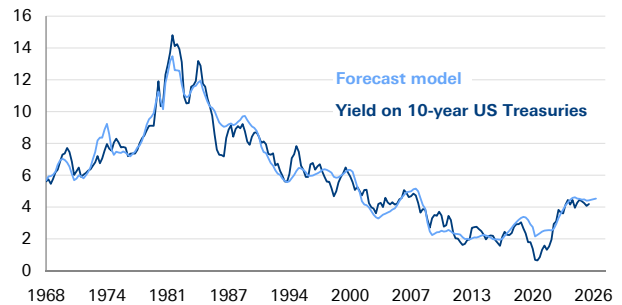
欧州経済の回復力ほどの程度か

目下、中東で起きている戦争が欧州経済にどの程度影響を与えているかは、ドイツ ZEW 景況感指数、ユーロ圏購買担当者景気指数 (PMI)、ドイツ IFO 企業景況感指数といった主要経済指標に表れてくると見て注視しています。こうした状況下では、ユーロ圏の消費者信頼感指数の動向にも、有意なメッセージが反映されると見て同時に注目しています。尚、国際通貨基金 (IMF) は、今年4月中旬に発表した最新の世界経済見通し (WEO) において2026年のユーロ圏の経済成長率を約1.1%、ドイツについては約0.8%と予測するなど、概ね楽観的な見通しが示されています。

主要な国債利回りの見通し

メツラーは、単純な回帰モデルを用いて、米国10年物国債およびドイツ10年物国債の利回りを予測しています。当モデルに入力するインプット・ファクターには、政策金利、経済成長率見通し、およびインフレ率を用いており、これらの変数を将来に亘って予想しつつ、当モデルでの予測結果に反映させています。

米国債：適正利回りは約4.5%



出所: ブルームバーグ、メツラー

2026年3月31日時点

米国については、年末まで政策金利が据え置かれ、経済見通しは安定し、インフレ率は上昇すると想定していますが、これにより、モデルが示唆する年末までの適正利回り水準は約4.5%になります。ここで、経験則では、実際の利回りと一般的なモデル値との間に、少なからぬ乖離が、繰り返し現れてきたことが確認されている為、概して、モデルによる予測はあくまで大まかな目安に過ぎないことに留意が必要と考えています。実際に、優れたモデルでは、実際の利回りの方が、時間の経過とともに一貫してモデル値に回帰する傾向が示されるものですが、上図のチャートには、正にその傾向が示されているのではないかと考えています。

ドイツ国債：適正利回りは約2.7%



出所: ブルームバーグ、メツラー

2026年4月15日時点

ドイツ国債モデルについては状況が異なります。本来、経済見通しの悪化により、4月までに利回りは2.0%まで低下しているはずでしたが、実際には逆の現象が起きていました。メツラーは、年末までに、ECB (欧州中央銀行) が政策金利を2.5%まで2回引き上げ、経済見通しが回復し、インフレが加速するシナリオを想定していますが、この予測に基づく、2026年12月の適正利回り水準は約2.7%になります。つまり、現在ドイツ国債の利回りは、モデル値と比較して、著しく高い水準にあります。ここには、新たに「追加的なリスクプレミアム」が示唆されているといえます。これは恐らく、

market:update

2022年の高インフレの経験と、それに伴うインフレリスクへの感応度の高まりが要因ではないかと考えられます。一方、ファンダメンタルズに基づくモデルは、債券市場にとって前向きな見通しを反映しており、これにより、今後の展開次第では、ドイツ国債が米国債を上回るパフォーマンスを示す可能性もあり得ると考えています。



メツラー・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、メツラーグループが提供する情報をメツラー・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.) 本資料で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

W26-013