

market:update

Capital Markets Outlook, Week 37

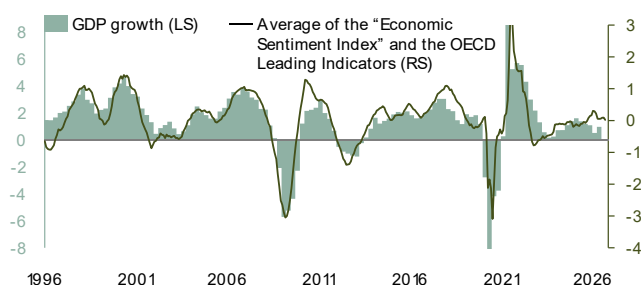
2026 年 9 月 10 日

ECB の利上げは 9 月で終わらない可能性

今週、ECB（欧州中央銀行）が、25 ベーシスポイントの利上げを行い、政策金利を 2.5% に引き上げるとの見方が市場で大勢を占めていると思われますが、その後についても、年内 12 月には恐らく ECB 理事会（金融政策会合）でさらなる利上げが実施され、政策金利が 2.75% の水準まで達する可能性もあると見られます。

かような ECB の金融政策の方向性に対する見方を裏付ける最大の根拠は足元のインフレ動向にあると考えています。2026 年 8 月のユーロ圏のインフレ率（総合 HICP）は 2.9% から 3.3% に上昇し、その主因はエネルギー価格が 14.3% と大幅に上昇したことです。同月はコアインフレ率（エネルギー及び食品等を除く）も 2.4% と概ね横這いながら ECB のインフレ目標値の 2% を上回って推移しています。一方、景気についても、数ヶ月前に懸念されていたより底堅く推移している状況が確認されており、2026 年第 2 四半期のユーロ圏 GDP は前期比 0.4% 増、同 8 月の総合購買担当者景気指数（PMI）は 52.0 と、2025 年 11 月以来の高水準へと改善したことが分かっています。この背景には、とりわけドイツをはじめとする製造業の復調が寄与していると考えられますが、失業率も 6.4% と過去最低水準での推移が続き、雇用環境が堅調な状態にあることが示されています。また各種の先行指標では、ユーロ圏の成長率が年率約 2.0% のペースを維持していることが示されるなど、今後発表される経済指標が、市場予想を上回ってくる可能性もあると見られます。さらに、従来は限定的であったドイツの財政出動による成長押し上げ効果も、今後は政府支出が景気をさらに下支えする見通しが示されている中では、ECB が利上げの手を緩める理由は殆ど見当たらない状況だと思われます。

先行指標はユーロ圏の堅調な経済成長を示唆
前年比 GDP (%) vs. 先行指数（標準偏差）



出所：ブルームバーグ、OECD、ユーロスタット、メッツラー

2026 年 7 月 31 日現在

同時に注目されるのは、ECB が発表する最新の経済予測ですが、メッツラーの試算では、2026 年の成長率見通しが従来の 0.8% から 0.9% へ、2027 年は 1.2% から 1.4% へとそれぞれ上方修正が予想されています。2028 年については、引き続き 1.5% と予想していますが、これは、エネルギー価格が高騰しているまさにこの時期に、期待される経済のモメンタムが、2026 年 6 月時点の想定よりも強くなることを意味しており、ユーロ圏経済がさらなる金融引き締めにも耐え得ることを示す根拠になるであろうと考えています。因みに、コアインフレ率の予測は、ほぼ据え置かれる可能性が高く、2027 年は 2.5%、2028 年も 2.2% と依然としてやや高止まりする見通しとなっています。

ここで、ECB による経済予測には、過小評価されている可能性があるテクニカルな盲点があると思われます。つまり、2026 年 9 月の経済予測の前提となるデータの集計は同 8 月 17 日の時点で締め切られていたと推測され、当日の欧州天然ガス（TTF）価格の 10 日間平均は 1MWh（メガワット時）当たり約 58 ユーロでしたが、その後同 8 月末にかけて 70 ユーロ近辺まで急騰した為、ECB が今回発表する公式な 2026 年 9 月の予測は、足元のリアルタイムなインフレリスクを過小評価している可能性が懸念されます。

このような事実は、ECB の政策判断の重心を大きく変化させる可能性がある為、留意が必要と考えています。目下、エネルギー価格の高騰、債券利回りの上昇、そして ECB がすで実施してきた金融引き締め策という逆風があるにもかかわらず、経済がよりダイナミックな成長へと回帰するのであれば、金融政策の方向性を論じるうえで、追加利上げに反対する根拠は説得力を失うと考えられますが、正にこうした条件が、2026 年 12 月の ECB 理事会に向けて益々満たされていく可能性があると考えられます。従って、金融政策判断の要諦は、現在のインフレ率のみではなく、これまでのところセカンドラウンド効果の明確な兆候が見られないという事実でもなく、明確にリスク管理の問題として位置付けられるものだと考えています。2027 年のコアインフレ率予測が 2.5% とされ、成長予測が上方修正され、さらにエネルギー価格の大幅な上昇リスクが依然として残っていることを踏まえると、ECB にとっては追加利上げを 1 回多く行うことによる影響よりも、むしろ、あまりに早期にインフレ再燃に対して「安全宣言」を出すことの方がより危険である可能性があると考えられます。

market:update

米国：インフレの現状

現在、先行指標が示唆するところでは、米国の 2026 年 8 月消費者物価指数（CPI）は前月比 0.4% 上昇、前年同月比 3.4% 上昇となった可能性が示されています。一方、エネルギーと食品を除くコアインフレ率（コア CPI）は前月比 0.2% 上昇、前年同月比 2.4% 上昇と比較的落ち着いた伸びに留まるとの見通しが示されています。

かように、米国のコアインフレ率は低く、コントロールされているように見えますが、米連邦準備制度理事会（FRB）が 2.0% のインフレ目標の基準として設定しているのは、別のインフレ指標、すなわちコア個人消費支出（PCE）デフレーターであり、直近の 7 月時点で同指標は 3.3% とコア CPI より高水準であったことに留意が必要だと考えています。

先日のジャクソンホール会議でのウォーシュ FRB 議長の発言内容から、インフレ目標やそれに関連するインフレ指標は当面の間変更されることはないと思われる中、米国のコア CPI とコア PCE デフレーターとの間に見られる顕著な乖離の背景を把握することが重要になります。これは主に構成目目のウェイトの違いによるもので、とりわけ PCE デフレーターより CPI において、相当大きな割合を占める「住居費」が、家賃インフレの大幅な減速による影響を受けたことが一因として考えられます。

一方、足元で PCE デフレーターが高止まりしている要因の大部分は、金融サービス、とりわけ「資産運用手数料」という極めて特異な項目にあると見られます。これに含まれる価格の一部は実数として直接観測されたものではなく、統計的なモデル推計に基づくものである為、株式市場の動向にも大きく左右される為、とくに留意する必要があると思われます。

実際に、サンフランシスコ連邦準備銀行は、株価上昇が、国内における伝統的な物価上昇圧力を伴うことなく、インフレ率（PCE デフレーター）を押し上げる可能性があることを明確に指摘しています。このことは、他の代替物価指標を見ても明らかだと思われ、実際に観測された市場価格に重点を置いた「市場ベースのコア PCE デフレーター」は 2026 年 7 月時点で約 3.0% の水準でした。また、極端な価格変動を排除して計算するダラス連邦準備銀行の「トリム平均 PCE デフレーター」は、僅か 2.3% に留まっています。このことは、基調的なインフレ圧力が 3.3% ではなく、実際には 2.5% から 3.0% の間にある可能性を示唆していると思われます。従って、コア CPI とコア PCE デフレーターの乖離は、今後数ヶ月で再び縮小し、その主因はコア PCE デフレーターの低下に

なるであろうとの見方に十分な根拠があると考えています。

しかし、その一方、サービス価格や一部の景気敏感な構成目目で、FRB が掲げる 2.0% の目標と整合する水準よりも速いペースで上昇し続けているものも見られます。従って、現時点で導き出される結論は「インフレはすでに克服された」ということではなく、むしろ、「コア PCE デフレーターが現在、実際のインフレ圧力を、幾分、過大評価している可能性が高い」ということであろうと考えています。

コア PCE デフレーターは、消費者物価指数（CPI）、生産者物価指数（PPI）、および輸入物価指数の構成要素から成り立っている為、今後はこれらのデータが公表されることで、2026 年 8 月のコア PCE デフレーターを算出することが可能になると思われます。現時点では、インフレリスクは、依然として限定的との見方も成り立ちますが、一方、足元の米国で急速に加速している景気回復が、今後数ヶ月の間にインフレの再燃を招く可能性があることには引き続き留意が必要と考えています。



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

market:update

- 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 資産運用業協会