

## 2026 年予測: 依然として慎重

昨年、弊社は経済成長が鈍化すると考えていました。結論から言えば、GDP データを見る限り弊社は間違っていました。雇用データを見ると正しかったと言えます。また昨年、株式市場は下落すると予想しました。結果として、3 月と 4 月には急落しましたが、S&P 500 は年末にかけて 16.4% という見事な上昇を記録しました。総合的に見て、弊社の悲観的な見方は行き過ぎだったと言えるでしょう。

ただし、誤解のないように言えば、弊社は悲観論者ではありません。弊社は驚くべき新技術が登場することを予想していましたし、今もそう考えています。いつの時代も、生活水準を引き上げるのはイノベーションだと信じています。また、規制緩和や官僚の削減、犯罪の取り締まりと詐欺の撲滅、不法移民の阻止とそれに伴う社会的資源の流出の抑制、低い税率の維持、関税を通じた他国の貿易障壁や不公正な対米貿易慣行の是正、そして可能な限りの政府支出削減を強く支持しています。

言い換えれば、弊社の慎重姿勢は政策や 2025 年の実際の出来事に起因するものではありません。関税によるインフレや世界貿易の崩壊を懸念したわけでも、国境管理の強化が消費や成長を崩壊させると考えたわけでもありません。さらに、「通貨価値の下落」やアメリカ例外主義の終焉といった懸念には、まったく同意しません。

それでも、昨年弊社は二つの点を懸念していました。第一に、コロナ後の刺激策（金融緩和と無責任な財政赤字支出）の効果が薄れてきていたことです。経済をロックダウンしておきながら、景気後退が一度も起きないなどあり得ません。これまでの主な代償は高インフレと格差拡大であり、その負担は低所得層が背負ってきました。経済全体は成長を続けていますが、刺激策が薄れるにつれて、弊社は実際より成長が鈍化すると予想していました。第二に、株式市場があらゆる指標で割高だったという事実です。

では、2026 年はどうなるのでしょうか。

まず言えるのは、「正確に何が起きるか分かっている」と思っている人がいれば、それは思い込みです。1 月 3 日の朝、ベネズエラの自称大統領ニコラス・マドゥロが逮捕されたというニュースで目を覚ましました。誰も予想していなかった出来事ですが、これはロシア、中国、キューバ、石油市場、そして世界政治に広範な影響を与えるでしょう。

11 月には米国で新しい議会が選出され、今後数年間の財政政策に大きな影響を及ぼす可能性があります。FRB は利下げを行う可能性が高く、弊社の基本シナリオでは 2026 年に 25 bp の利下げを 2~3 回と見ていますが、新しい FRB 議長の新任次ではそれ以上になる可能性もあります。

確かなのは、「変化が起きる」ということです。そして、その多くは成長にとって前向きなものになるでしょう。

OBBBA (One Big Beautiful Bill Act) により、多くの企業投資に対して 100% 即時償却が復活しました。また、この法律は限界所得税率を引き下げることこそできませんでしたが、引き上げを防ぎました。

さらに、規制緩和、官僚機構の縮小（1 月から 11 月にかけて連邦政府職員は 27.1 万人減少）、そして気候変動関連補助金の数千億ドル規模の削減により、無駄な支出や生産性向上を妨げる障害が取り除かれています。

また、まだ断定するには早いものの、ベネズエラのマドゥロ政権に対する行動は、既得権益化した国際機関に対する反転攻勢の始まりになる可能性があります。トランプによるマドゥロ逮捕について憲法上の是非について多くの議論があることは承知していますが、ここでは深入りしません。ただ一つ言えるのは、米国議会が優柔不断な間に、中国、ロシア、そしてマドゥロは米国を嘲笑ってきたということです。中国とロシアは、マドゥロが犯罪者で独裁者であることをむしろ歓迎し、彼を支援していました。しかもそれが、ほとんど反発を受けることなく、西半球で行われていたのです。

国境の開放や「経済の再構築」、いわゆる「グレート・リセット」を支持するグローバル・エリート層は、今や警告を受けています。制度を一つずつ弱体化させ、自由を侵食する行為が野放しにされる時代は、少なくとも現在終わりつつあります。弊社はこれを良いことだと考えています。なぜなら、歴史上米国の建国がいかに偉大な出来事だったかは明らかだからです。自由は権威主義者の力を削ぎ、独裁者はそれを嫌いますが、自由こそが最大の富の創出装置なのです。我々は今、その自由をより多く得つつあるようです。これは、我が国の建国 250 周年にふさわしいことです。

一方で懸念材料もあります。それは、欧州における著しい景気減速です。詳細には立ち入りませんが、ドイツと英国は経済的な問題を抱えています。ドイツ経済は 4 月から 9 月にかけて縮小し、英国経済は第 3 四半期にわずか 0.1%（年率換算 0.4%）の成長にとどまりました。この弱さの多くは製造業にあり、気候変動関連のエネルギー政策によって電力価格が急騰したことが原因です。

これを踏まえて、2026 年の予測に移ります。GDP 成長率については、あらゆるシナリオが想定可能です。好況に必要な要素（良好な税制環境、規制緩和、無駄な政府支出の削減、利下げ、インフレ低下、そして AI ブーム）が揃っています。一方で、M2 マネー・サプライは過去 1 年で 4.3% しか増えていません。インフレ率が 2.5% であれば、実質 GDP 成長に回せるのは 1.8% にすぎません。

同時に、米国経済は極端に二極化しています。高所得世帯は資産価格の上昇と資産効果の恩恵を受けている一方、低所得世帯はインフレによって大きな打撃を受けています。外食

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P. によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確かつ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。

でさえ「今買って後で払う（BNPL - Buy now pay later）」で支払われるケースが増えています。自動車ローンでは返済期間が引き延ばされ、ほとんどのローンで延滞率が上昇しています。さらに今月から、学生ローンの回収も再開されます。もし株式市場が打撃を受ければ、資産効果による消費と同時に、すでに苦境にある低所得層の消費も落ち込み、消費全体が減速し、成長が急激に鈍化する可能性があります。

そこで株式市場についてです。弊社は市場に対して弱気でしたが、それは弊社のモデル（そして弊社が知る限り、ほぼすべてのモデル）が市場を割高と示しているからです。これは、すべての銘柄が割高だという意味ではありません。指数全体が、歴史的に見て持続不可能な倍率で取引されているという意味です。なぜこうなったのでしょうか。2020年のコロナ禍後の底打ちから、企業収益は96.2%増加し、S&P 500の企業収益は140%増加しました（コロナ期間中に閉鎖された中小企業を犠牲にして）。一方、GDPは55.8%増にとどまっています。にもかかわらず、S&P 500のトータル・リターンは189.5%に達しています。株式市場は利益や経済成長を大きく上回り、歴史的な高水準のバリュエーションで取引されています。企業収益はGDP比でも過去最高水準です。

AIやロボットが企業収益を大きく押し上げるという主張もありますが、その計算にはやや疑わしい面があります。AIが世界を変えることは間違いありませんが、短期的な予測は過大評価されているように見えます。

弊社の資本化利益モデルは、米国10年国債利回りで企業収益を割り引いて理論価値を算出します。第3四半期時点で、10年国債利回り4.0%、企業収益成長率10%とすると、S&P 500の適正水準はわずか5,000です。2025年末予測は5,200でした。結果的に大きく外れ、S&P 500は現在6,900で取引されています。言い換えれば、市場は約25%割高だと考えています。

この25%という数字は、10年国債利回りと企業収益で大きく変わります。連銀が利下げを進め、10年利回りが3.5%まで低下する可能性もあります。その場合、企業収益が10%成長しても、なお17.5%の割高です。仮にAIによって利益成長が20%に加速し、10年利回りが3.5%まで低下しても、S&P 500の適正価値は6,200程度です。つまり、2026年に株式市場が上昇するという予測を合理的に描くことはできません。

もっとも、金融・財政両面での好材料（そしてAIが予想以上に企業収益を押し上げる可能性）を考えると、現時点でモデルに盲目的に従うこともできません。そのため、弊社の2026年末予測は6,000とします。

常に覚えておくべきことは、弊社は「株式市場」ではなく「個々の株式の市場」に投資しているという点です。市場全体が苦戦しても、良い投資は成果を上げることができます。銘柄を厳選し、分散し、不要にリスクを高める集中投資は避けるべきです。

結論として、今年の実質GDP成長率とインフレ率はいずれも約2%と予想します。合計で4%の名目成長となり、近年からは減速です。10年国債利回りは、年を通じて3.5～4.0%のレンジで推移すると見ています。金と銀には上昇要因がありますが、彼らが示唆するインフレが来年実際に現れる可能性は低いでしょう。

政治的リスクについては、11月の選挙で共和党が下院を失えば、さらなる改革の推進は困難になります。低い税率が維持され、支出削減と規制緩和が続くなら、将来はより明るくなります。したがって、この選挙はリスク要因です。

総じて言えば、良いことは起きていますが、リスクも数多く存在します。市場が上がり続けているからといって、盲目的に買うのは間違いです。注意深く、柔軟に対応してください。来年は、ジェット・コースターのような一年になるかもしれません。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサス	ファースト トラ スト	実績	前回
1-5 / 9:00 am	ISM 指数 - 12 月	48.4	48.6	47.9	48.2
午後	自動車/トラック総売上げ - 12 月	15.8 百万台	15.9 百万台		15.6 百万台
午後	自動車/トラック国内売上げ - 12 月	12.4 百万台	12.6 百万台		12.2 百万台
1-7 / 9:00 am	ISM 非製造業指数 - 12 月	52.2	52.4		52.6
9:00 am	製造業受注 - 10 月	-1.2%	-1.4%		+0.2%
1-8 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 1 月 3 日	211,000	219,000		199,000
7:30 am	国際貿易収支 - 10 月	-\$587 億	N/A		-\$528 億
7:30 am	第 3 四半期 非農業部門生産性	+4.8%	+5.4%		+3.3%
7:30 am	第 3 四半期 単位労働コスト	+0.3%	-0.8%		+1.0%
2:00 pm	消費者信用 - 11 月	\$100 億	\$88 億		\$92 億
1-9 / 7:30 am	非農業部門雇用者数 - 12 月	60,000	65,000		64,000
7:30 am	民間雇用者数 - 12 月	65,000	85,000		69,000
7:30 am	製造業雇用者数 - 12 月	-5,000	-10,000		-5,000
7:30 am	失業率 - 12 月	4.5%	4.5%		4.6%
7:30 am	時間当たり平均賃金 - 12 月	+0.3%	+0.3%		+0.1%
7:30 am	週平均労働時間 - 12 月	34.3	34.3		34.3
7:30 am	住宅着工 - 12 月	1.325 百万	1.321 百万		N/A

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。