第34回
2026年の金融資本市場の見通し

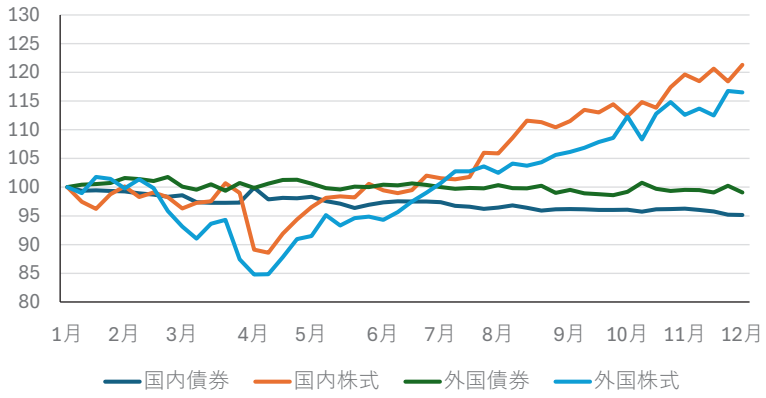
徳島 勝幸
株式会社ニッセイ基礎研究所
常務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長

1. はじめに 2025年を振り返る

今回のお題として、事務局からは「今年の振り返りと来年の見通しはいかがでしょうか」という提示があった。かねてから、エコノミストやストラテジストといった方々は、自らの予測を滔々と述べるものの、翌年になって外れていても反省はおろか、君子豹変するがごときに態度を変え、市場の展開は予測した通りであったと、したり顔をするものだと批判して来たものだから、忸怩たる思いは禁じ得ないが、年末の慌ただしい時期でもあり、気分転換とでも考えてご笑覧いただきたい。

まず、**図表**で2025年の12月頭までの主要市場の相場展開を振り返ってみたい。一般的に企業年金が用いるインデックス（国内債券は

図表　2025年の主要資産の動向



（出所）各指数の価格推移を基に2025年始を100として筆者が指数化

NOMURA BPI総合、国内株式はTOPIX、外国債券はFTSE WGBI（日本除き）、外国株式はMSCI KOKUSAI）を、年初の指数値を100として換算した推移を示している。まず、目につくのは、4月頭の内外株式の大幅な下落である。記憶にも新しく、まだ様々な影響を及ぼしている米トランプ大統領による相互関税の導入が表明されたショックを受けたもので、年度初めに大きく下落する展開となった。しかし、内外株式はその時期を底として上昇を続け、為替が円安に振れた効果もあって、8月以降にも多少の上下のブレがあるものの、好調な展開を続けている。MAG7と呼ばれる半導体やAI関連銘柄の強さは異常な感すらある状態で、バブル的な熱さを警戒する声も少なくない。

逆に、年間を通じて不芳なのが国内債券である。日銀による金融政策の見直しが遅々として進まない中でも、物価の上昇は顕著である。ガソリンの暫定税率廃止に向けた取組みも焼け石に水で、コメ不足に対する懸念が代表する食品価格の引続きの上昇、労働力不足からくる人件費の高騰などの物価上昇を背景として、国債利回りは長い年限を中心に年末に向けて緩やかに上昇を続けている。そのため、国内債券の市場インデックスに基づく収益率は、継続してマイナスになった。債券の価格特性から大きな下落とはならないものの、趨勢的な下落は運用者にとって大きな影響がある。また、外国債券については、米国経済の停滞感もあって、現地通貨ベースでキャピタル益がプラスであっても、為替の影響を受けて、大きなプラスにはならない状況にある。

結局のところ、国内金利は政策金利の引上げが進まなかったこともあって、金利が天井に達したという感覚はない。また、株価についても、個人投資家が猫も杓子も投資にうつつを抜かすような状況になっているものの、最近では、暗号資産やFX、その他多種多様な投資対象がネット空間を中心に溢れ返っているため、過熱しているというまでの実感は乏しい。

翌年の運用環境の見通しについてお話しする機会は少なくないが、毎年決まって申し上げるのは、「来年の運用は容易ではないと覚悟しておいてください」という警戒文言である。後から振り返れば、例えば2025年も内外の債券を放っておいて、内外の株式に投資していればよく、特に、為替リスクも集中投資リスク（分散投資によるリスク抑制の真逆）も怖れず、MAG7などの銘柄に全力を投入していれば、それだけで高収益を得られた結果になるが、事前にそんな方針は立案出来ない。一部の個人やファンドマネジャーで、集中したポジションに賭けて成功した例はあるだろうが、機関投資家で合議制を採用していたり、ボトムアップのアプローチだったりでは難しい。一般的な投資理論とは異なるところに、ファットテールとも呼ぶべき大儲けの可能性が存在しているものの、機関投資家がそういった機会を捕まえることは容易でない。来年の見通しは、いつも難しいと言わざるを得ないのである。

2. 2026年の経済環境

債券運用の担当となった時に、なぜ債券の部門は国内外のマクロ経済について様々な指標を見るのだろうかと、素朴な疑問を持った。日本の債券に投資しているのだから、債券の発行体の状況と先行きを分析評価すれば十分ではないか、と。しばらく債券市場について勉強すると、私の疑問もあながち誤っていないこともわかっ

たが、同時に、国内外のマクロ経済、さらに言えば神羅万象のレベルですべてが債券市場に影響することを思い知らされた。特に日本の場合、市場に存在する債券の時価で約8割を国債が占めており、発行体である国のことを理解するためには、財政だけでなく、日本経済そのものの影響が大きい。また、日本経済は独立した島国経済ではなく、国際間の貿易や投資によって世界各国（特に米国や中国）と密接に繋がっているため、関係する各国の経済や金利などの動きにも強く影響を受ける。社債のプライシングは国債利回りプラスアルファで決定されるため、株式と同様に発行する企業の状況という個別の影響も受けるが、ベースとしての国債利回りの変動も無視出来ない。つまり、内外を含む経済全般を知らないと債券運用は出来ないのである。大学時代に単位を取得した「経済原論」の内容がマルクス経済学であったため、公務員試験用に独学した近代経済学の方が役立ったのである（マルクス経済学は、哲学的な思考としては、後々も役に立ったが）。経済に関しては、今でも専門家ではないと思っているが、年金財政における経済前提に関する専門委員会の委員を務めたこともあるので、運用環境の前提として少し触れておきたい。

日本経済については、良いのか悪いのか、渦中にいるため不明だという感が強い。企業業績も株価も悪くはない。一方で、個人消費に関しては、減税に対する強い要望や政治への不信等を考えると、良いとは言い難い。物価上昇に応じた賃金上昇が実現出来ていないためと思われるが、春闘の賃上げ率は主に大企業に適用されるものであって、中小企業はどうだろう。また、更に、非正規雇用の比率が高くなっているため、賃上げの恩恵が広く国民全般に届き難い構造になっているのである。したがって、2026年の経済は決して強いものではなく、何らかのショックを受けると下方に向かいかねない脆弱なものと予想する。その中で、物価の上昇が止まらないことを考えると、景気低迷だけでなく、マイルドなスタグフレーションといったリスクシナリオも頭の中においた方が良いだろう。

加えて、主要な貿易相手という意味からも、世界経済の中で大きな地位を占める米国と中国の景気動向は日本への影響が不可避である。米国経済は2025年初の想定より下げ止まっているという見方は強いが、米FRBが利下げを再開したことに表れているように、経済全般が十分に強い状態ではない。緩やかな下降を想定しておくべきと考えられる。ところが、中国に関しては、予断を持つべきではないというのが、鉄則である。どう考えても、鬼城に代表される不動産バブルの崩壊が確認されているものの、それが経済統計に表れるかは政府次第であるし、国民がどのような認識を持つかは不明である。もっとも、華僑という存在が古くから知られているように、中国本土の状況が悪ければ、海外へ積極的に打って出ることも考えられるため、予想は難しい。中国経済が後退した場合に、投資財源がなくなって海外投資が減少するのか、逆に、海外逃避が進んで投資が積極化するのか、どちらのシナリオも描き得るだろう。

2026年の世界経済は、緩やかな停滞か、微弱な成長といったところだろうか。少なくとも、欧州や中東、極東といった地政学的リスクが顕在化した場合に耐え得るような強さはなく、脆弱な状況にあると考えておくべきだろう。何らかの金融市場のショックについても、発生確率が低いとは断言出来ない。国際経済に大きな影響を与えるイベントは概ね10年周期に起こる

という考え方がある。決して景気循環におけるジュグラーサイクルの約10年ではないが、1987年のブラックマンデー、1997年の山一ショック、2007年の世界金融危機（リーマンショック）と立て続けに経験して来た。幸い、2017年は第一次トランプ政権による混乱くらいで大きなショックは観察されていない。したがって、次のショックは2027年頃と考えられるが、1回飛んだ分、大きなものになるかもしれないし、約10年であるから2026年中に何かあってもおかしくはない（1987年以降のいずれもが秋の出来事であるのも、意味深である）。

3. 2026年の運用見通し

運用パフォーマンスという意味で影響が大きいのは、国内株式である。企業業績は悪くない。一方で、日経平均株価が5万円を超える強さは本物だろうか。見通しなどに関する講演などを求められた際によく申し上げるのは、「楽観主義の株式関係者に対し、債券市場の関係者は悲観主義」ということである。各々の有価証券の特性からも、両者が相反する傾向を有しており、債券市場関係者から経済や株価に明るい見通しが出てきたら、過熱を警戒した方が良いだろう。現状の日本の株価水準は、PERやPBRといった指標に基づくと、一部には割高と考えられる銘柄もあるが、割安で放置されている銘柄もある。もっとも、前提にある企業の収益予測自体が実現出来るかどうか、十分に再検討する必要があろう。決して日本経済が強いと思える状況にはない。強ければ、21.3兆円といった規模の2025年度補正予算など必要ないはずである。

次に、外国株式に関しては、MAG7の強さとモメンタム相場が、いつ終焉するか次第である。米国経済の停滞感が強くなると、半導体やAI関連がそれらと無関係で強さを維持出来るとは考え難い。2000年頃のITバブルの再現となるような相場下落を懸念する見方もあるが、果たして2026年の株価が強さを維持出来るだろうか。トランプ大統領の政策や、欧州・中東・極東の地政学リスクについても意識しておくべきだろう。実は、ここ数か月、日米中の経済に関しては継続して注目しているが、やや欧州の情勢や経済に対する意識が疎かになっているような気がしてならない。少し欧州に関連する感度を高めておいた方が良いのではないか。

国内債券については、物価上昇が落ち着かない以上、金利を押し上げる方向が継続するし、為替の円安が変わらない以上、日銀による利上げで（この12月に行われるかどうかもあるが）、目標の短期金利が1%からさらに上へ向かう可能性も高いだろう。物価が2%内外で上昇しているときに、短期金利が1%といった状況では、実質金利はマイナスである。加えて、長く続いた低金利・マイナス金利政策の反動もあるし、高市政権の掲げる「責任ある積極財政」をどう理解するか、市場関係者も評価しあぐねている。2026年度の国債発行計画の柔軟化といった方向も示されており、財政プレミアムの拡大による金利上昇懸念は根強く残るだろう。

最後に、外国債券については、米国と中国の経済が緩やかに後退している中で、欧州が回復局面に入ったかどうかを確認したい。一方で、ウクライナ紛争の動向や、各国の内政問題も意識されており、なかなか金利の見通しが難しい。加えて、為替の動向がパフォーマンスに影響することもあって、まずは、日本銀行の利上げがどのくらい実現出来るか、また、打ち止め感が出るかどうか、といった思惑が大きく影響しそ

うである。為替ヘッジを付した外債も、日米の金融政策の方向差からヘッジコストの低下が期待されるものの、かつてのような米債の高利回りは予定しない方が良さそうである。

4. 2026年の不動産市場の見通し

本誌は不動産市場に関する専門誌であるので、最後に、素人ながら、不動産市場の見通しについて述べておかねばなるまい（まったく的外れだといった批判は、当然だが）。まず、公的年金と企業年金の多くが投資資金を振り向けている米国の不動産市場については、新型コロナ後のオフィス需要の低迷がようやく回復を見せている。リモート勤務の見直しも進んでいるようだが、一方で、これからの景気後退の深度次第では、大きなアップサイドは期待し難いかもしれない。データセンターなどAI関連の施設に対する需要の強さは、今後も期待されているが、株価と同様に、AI関連の先行きは警戒しておくべきだろう。筆者は1980年代末から90年代初頭の米国不動産不況を現地で見ていたため、米国不動産の底打ちについては楽観視出来ない。当時は、米国不動産へのエクイティ投資を行うのは、オイルマネーか日本の生保マネーくらいしかないと言われていたが、後者については、ほとんどが90年代以降に損失を出しながら撤退戦を強いられている。不動産にしても、株にしても、すべての商品の売り手は先行きについてネガティブな話をしない。十分に警戒して慎重なスタンスで臨みたい。そもそも不動産投資に関しては、個別物件への投資とオープンエンドのファンドでコミングル投資を行うのでは、大きく商品特性の異なる可能性があることを忘れてはならない。

国内不動産については、都心中央部の異常なまでの地価高騰に支えられてきたが、物件のロケーションによる差は引き続き大きいだろう。海外からの投資マネーについては、自国の経済動向などによって大きな影響を受けるが、国内の年金から見れば、国内の不動産投資が為替リスクを伴わないこともあって、根強い投資需要がある。都心3区のレジデンシャル物件を視察すると、必ずしも海外投資マネーではなく実需に支えられていることが確認出来るし、大きく資金を振り向けることは躊躇するが、慎重にファンドに含まれる物件等の精査を前提として割高でない投資に努めることが適切であると考えられる。それでも、外的要因の影響は不可避であり、日本国内のみならず海外の経済動向や株価動向、投資評価の前提になる金利の見通しなども考慮しつつ、適切な判断を行うことが望まれる。

注
以上の見通しは筆者の個人的な想定であり、所属する企業や関係する団体による公式な見通しとは異なります。また、投資に関する判断は自己責任で行っていただくようにお願いします。当たるも八卦、当たらぬも八卦です。

とくしま　かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクールMBA。
1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。
証券アナリストジャーナル編集委員、日本ファイナンス学会理事の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。