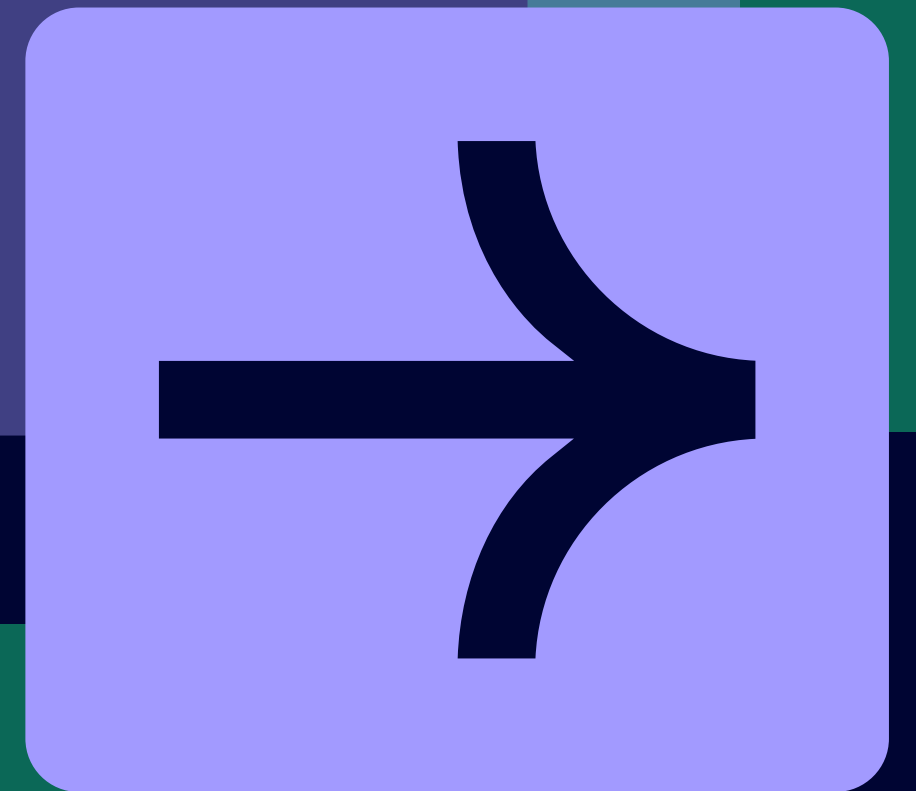


グローバル市場展望 2026

焦点を定めて 前進



Contents

3	焦点を定めて前進	ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント Lori Heinel, CFA, Global Chief Investment Officerからのメッセージ
4	世界経済見通し	不確実性の中での成長 世界経済の成長は、政策転換、AI投資、財政刺激策に。よって引き続き支えられています。しかし、貿易や地政学的リスクが残る中、不確実性は依然として存在します。
8	株式市場見通し	AI楽観論が政策懸念を上回る 2026年の世界の株式市場はAI楽。観論に支えられるものの、政策リスク、ボラティリティ、およびバリュエーション面の懸念を踏まえると、今後1年間は選択的な投資アプローチが求められます
12	債券見通し	インカムと機会の模索 当社の債券見通しでは、社債よりソブリン債を選好する一方、新興国債券の機会に注目すべきと考えています。2026年に何が待ち受けているのかを見ていきましょう。
17	オルタナティブ投資見通し	インカム・分散投資・成長性 伝統的なポートフォリオが高バリュエーション、高相関、および政策の不確実性に直面するなか、オルタナティブ投資は2026年にインカム、分散投資、成長性を提供します。

焦点を定めて前進



Lori Heinel, CFA

Global Chief Investment Officer
State Street Investment Management

2025年は重要な出来事やサプライズが相次ぎ、市場のレジリエンス(回復力)が試された1年でしたが、世界経済は底力を見せました。2026年の世界経済に対しても、当社は慎重ながらも楽観的な見方を持っています。

米国の“開放の日”の衝撃はすでに和らぎ、関税を巡る駆け引きはなお続いているものの、交渉の方向性は明確です。今後はネガティブよりもポジティブなサプライズが多いとみられます。インフレ率は低下基調にあり、労働市場の軟化を見極めた上で米連邦準備制度理事会(FRB)は、政策金利を引き下げることになるでしょう。加えて政策手段も景気刺激的な方向に転じつつあることから、リスク資産にとって追い風となる環境が整っています。

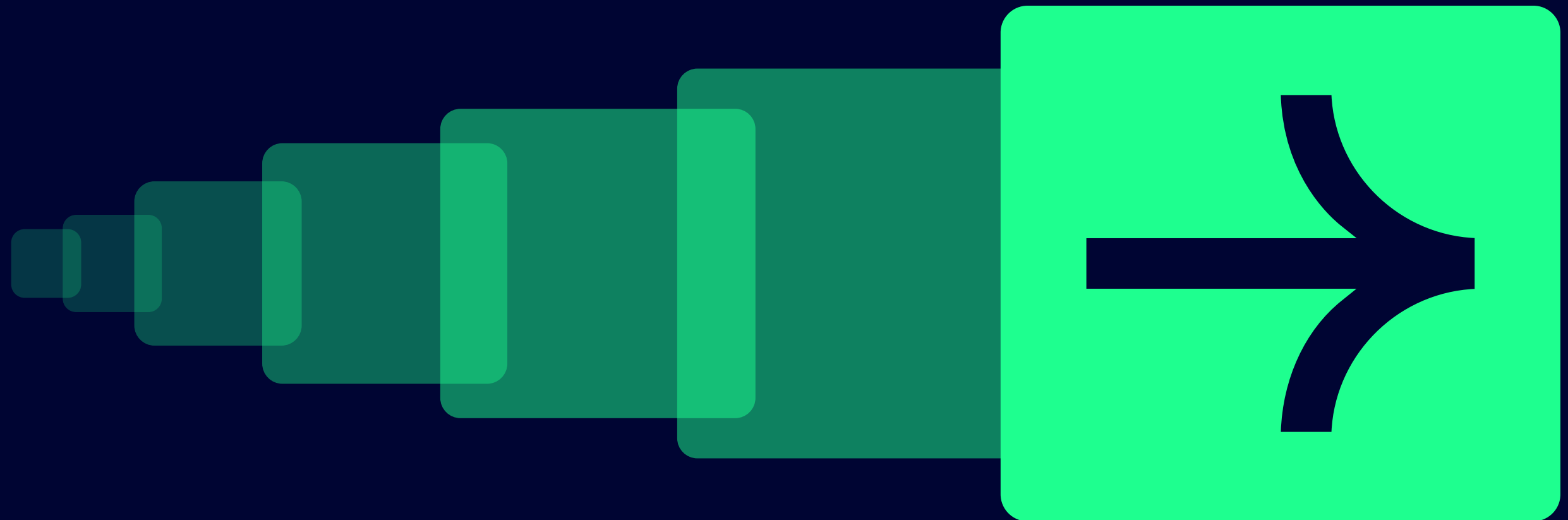
2025年の株式市場は堅調に推移し株価は上昇しましたが、主要セクターでの力強い利益成長を踏まえると、さらなる上昇の可能性にあります。AIが引き続き大きな可能性を示していることや、主要国における拡張的な財政政策が来年の良好な景気見通しを下支えします。当社は株式という資産クラスに対して前向きな姿勢を維持しており、国別では米国株をやや選好しています。ただし、米株式市場はバリュエーションが高水準にあり、一部の銘柄への集中度が高い状況も懸念されるため、投資対象を選別することが重要になります。世界の株式市場における米国株の比重が極めて大きくなっているため、米国外の投資家は為替変動が与える影響を考慮する必要があります。財政や政策の動向によりドル安が進行した場合、米国株のリターンが為替で相殺されるリスクがあります。ポートフォリオのリターンを維持する上で、米ドル・エクスポージャーの一部をヘッジすることは検討に値します。

債券については、タイトなスプレッド、政策環境に加え、追加的なショックが発生する可能性を踏まえ、ほとんどの先進国で社債よりも国債を選好しています。主要な資産クラス以外では、さまざまなオルタナティブ投資がポートフォリオの分散や追加的な収益機会の確保に寄与します。これまで、金やその他のコモディティ、インカム系オルタナティブ資産、実物資産、プライベート市場などは、投資家がより幅広いアプローチを取ることで需要が高まり価格が上昇してきました。こうした資産の一部には割高感も指摘されますが、投資家によるオルタナティブ投資の拡大、リスク管理の意識向上ならびに市場アクセスの改善などによって2026年に向けてさらに上昇する余地があります。

これらのテーマについては、最新のグローバル市場展望で詳しく取り上げています。

Lori Heinel, CFA

不確実性の中での成長



2026年の世界経済に対する見通しは、最近の政策判断の変化とその遅れて顕在化する効果を踏まえたものです。

2025年春の関税政策の発表をめぐっては、さまざまな報道があり不透明感が広がりましたが、こうした関税が景気後退を引き起こしたり、インフレに過度な影響を及ぼしたりすることはなく、おおむね当社のベースシナリオ通りの展開となりました。米国経済および世界経済は、不安感を伴いつつではあるものの、2026年も成長を続ける見通しです。

世界的な利下げサイクルはほぼ終了段階にあり、各国中央銀行が想定される中立金利に近づきつつある中、今後の利下げペースに対しては、これまで以上に慎重な見方をしています。また、各国の中央銀行の動きは、これまで以上にばらつくと予想しています。たとえば、FRBは2026年に最大3回の利下げを実施できる余地があります。イングランド銀行(BoE)は利下げサイクルにおいて出遅れているため、今後数四半期は追隨的に利下げを進めるとみられる一方、欧州中央銀行(ECB)は当面の間、金利を据え置くと予想しています。これに対し、日本銀行(BoJ)は利上げに慎重な姿勢を続ける可能性があります。

米国では、少なくとも短期的には、さまざまな政策が景気を刺激する方向に働く見通しです。緩和路線が維持される金融政策に加え、「1つの大きく美しい法案(One Big Beautiful Bil Act, OBBBA)」や、2026年1月に実施される多くの税額控除・還付措置による景気刺激策が相乗効果をもたらすでしょう。また、金融業界とエネルギー業界に焦点を当てた規制緩和が優先的に進められており、それらが実施されれば金融分野では融資の拡大を後押しし、エネルギー分野ではエネルギー価格を低い水準で維持できるはずです。さらに、米政府は住宅費の負担軽減に向けた対策を検討しており、その中には住宅ローンのコスト低減につながる規制措置も含まれています。

“ 米国経済と世界経済は、今後1年間も成長を続けると予想されています。ただし、この進展には依然として不確実性が伴います。”

—Simona Mocuta, Chief Economist

成長を下支えする財政刺激策

米国以外にも、各国の政策スタンスは貿易をめぐる不確実性の影響を緩和するため、穏やかな景気刺激策へと傾きつつあります。欧州においては、ドイツが5000億ユーロ規模の財政パッケージを基盤とした防衛・インフラ投資を進めており、公共投資や産業活動の拡大を通じて、2026年初頭には経済指標を押し上げ始めると見込まれます。こうした財政刺激策は、欧州全体で進む防衛力やデジタルインフラの近代化の取り組みと歩調を合わせ、資本財・サービスや公益事業といったセクターの利益成長にも寄与する可能性があります。もっとも、欧州のAI投資の規模は依然として米国に後れを取っており、さらなる経済成長を実現するには、AIに対する規制上の障壁を撤廃緩和することが引き続き重要です。

アジアでは、中国と日本がともに2026年を通じて、景気を刺激すべく財政政策を拡大させる見通しです。中国は、国内消費とインフラ投資を刺激する政策へと軸足を移しており、特にAI分野での主導権確保とイノベーションを最重要視しています。こうした取り組みは、低迷する消費者マインドや家計の過剰貯蓄による需要の弱さを補うと同時に、世界的なAI競争における競争力確保を狙うものです。日本は、高市首相の政策方針のもと、財政拡張と防衛力強化に加え、多言語AIやハードウェアとソフトウェアを相互に進化させることに関して、戦略的投資を進めています。これらの施策は企業収益の押し上げにつながるとともに、日本が「世界で最もAIの開発・活用に理解がある国¹⁾」を目指す取り組みを強化すると見込まれます。貿易の不確実性や地政学リスクが続く中でも、こうした国々の政策転換により、2026年の世界の経済成長を下支えしていくことになるでしょう。

政策効果が時間差で現れる一年

2026年は、政策面の動きがいったん落ち着きを見せ、短期的な焦点はマクロのファンダメンタルズへ戻る一年になる見通しです。2026年はまさに「政策効果が現れ始める一年」となります。世界はようやく、米国の通商・移民・軍事政策が及ぼす影響の全体像を理解し始めた段階にあります。米国のOBBBAやドイツの財政規律緩和といったポジティブな政策も、その効果が数字に現れ始めるのは2026年以降です。企業側の意図的な対応遅れ、政策実行前の在庫積み増し、あるいは労働市場に残された供給余力といった要因により、各政策がその影響の伝達経路を通じて実体経済へ波及するには時間を要するでしょう。

変化する貿易政策やAI競争に対応するため、
変わりつつある既存の枠組み

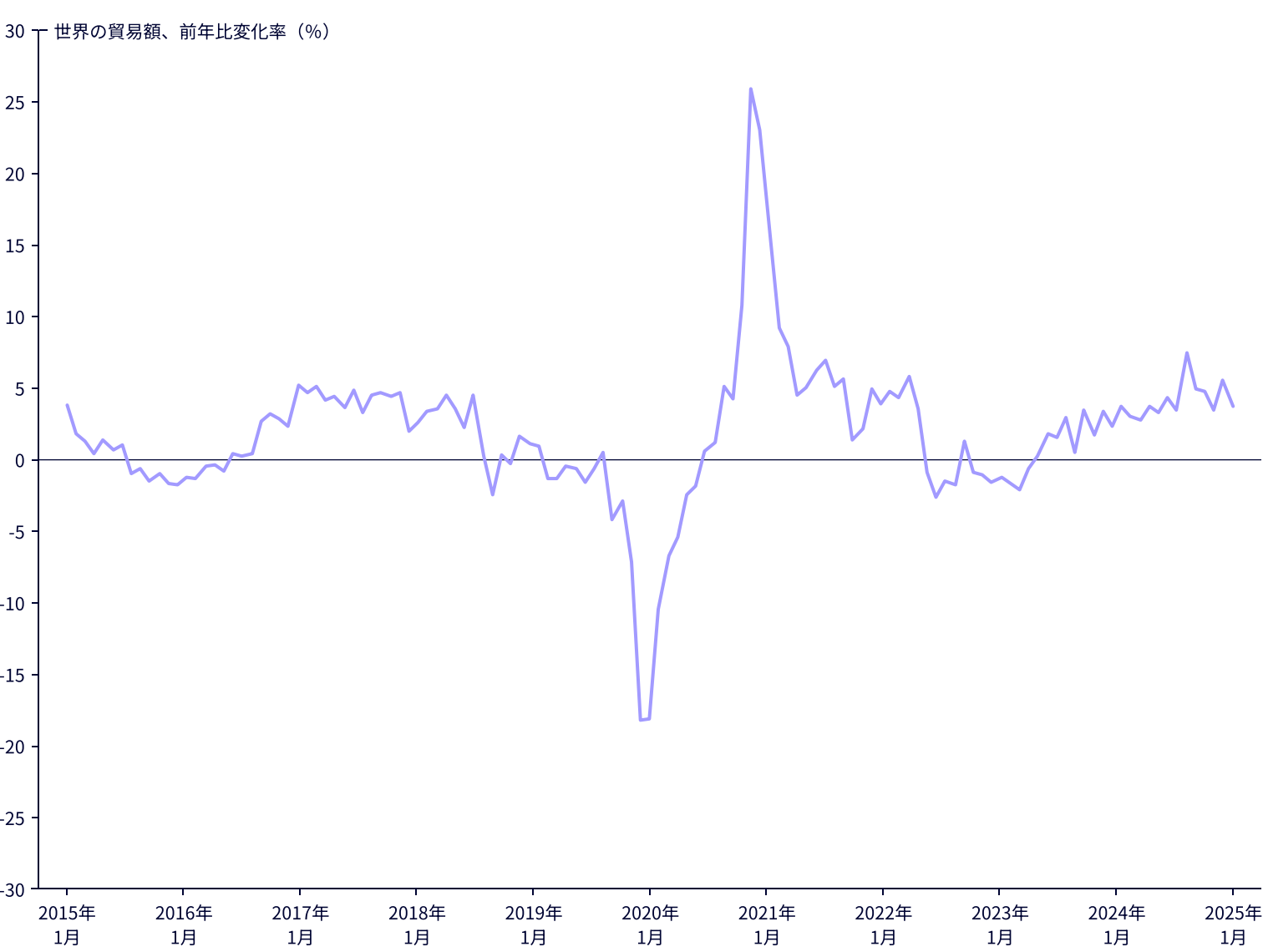
米国の関税を巡る強硬姿勢は、引き続き世界経済に影響を与えています。しかし各国との取引は成立し、不透明感も後退しつつ世界の貿易は拡大を続けています (図1)。

いまだに残る貿易をめぐる不透明感の主な要因は、メキシコ・カナダとのUSMCA (米国・メキシコ・カナダ協定) の再交渉に加え、インド、ブラジル、台湾、スイスといった主要貿易相手国との貿易協定が挙げられます。ただし、これらの交渉の多くは、現状から前向きな変化が期待できることから、悪材料よりも好材料が出る可能性の方が高いと見えています。特にUSMCAについては、2026年後半に米中間選挙が控えていることから、交渉におけるネガティブサブライズは起こりにくいと考えています。

各国がAI関連投資の配分を含め、国益や安全保障を軸に貿易関係を意図的に再構築し始めるなど、重要な環境変化が起きています。こうした動きが生産性やインフレにどのような影響を及ぼすかはまだ判断できない状況であり、AIの急速な進化により状況はさらに複雑になっています。もっとも、2026年の段階ではAIの生産性向上が世界経済に本格的な影響を与えるには時期尚早で、当面はデータセンターへの世界的な投資拡大という形でその期待感が明確に示されることになるでしょう。足元では米国と中国が主導していますが、中東も戦略的な経済多角化の一環としてAI分野での地位確立を目指しており、こうした動きがAIをめぐる地域間競争を、半導体、電力、人材の確保・開発へと広げていくとみられます。

米国が採用した強硬な関税政策は、依然として世界経済に波紋を広げています。しかし、ディールは成立し、不確実性は緩和され、貿易は成長を続けています。

図1: 貿易摩擦が続く中でも拡大する世界貿易



出所: Macrobond、State Street Investment Management、米国税関・国境警備局 (CBP) データ (2025年10月31日時点)

依然として注意を要する地政学的動向

当社は当初、トランプ政権は国際環境のリスク低減を優先するだろうと見込んでいました。しかし現在では、摩擦を伴う地政学的競争が続いているため、金融市場でリスクオフの動きが生じる可能性は依然として残っています。短期的に市場への影響が大きいサプライズ要因としては、影響度が大きい順に、米中間の貿易および外交面での緊張、欧州におけるロシアの挑発や妨害活動、中南米での米国の軍事的関与、そしてイスラエルとイランの戦争再開となります。

2025年に投資家が直面した混乱がわかるように、図2では主要なボラティリティ指数を1月1日時点基準として指数化しています。債券市場と株式市場のボラティリティ (MOVE指数とVIX指数) は、4月のピークを大きく下回る水準まで低下しており、上半期の関税ショックが後退したとの市場認識を反映しています。もっとも、金のボラティリティ (GVZ指数) は、直近のピークからは後退したものの、依然として高い水準にあります。金のスポット価格が大

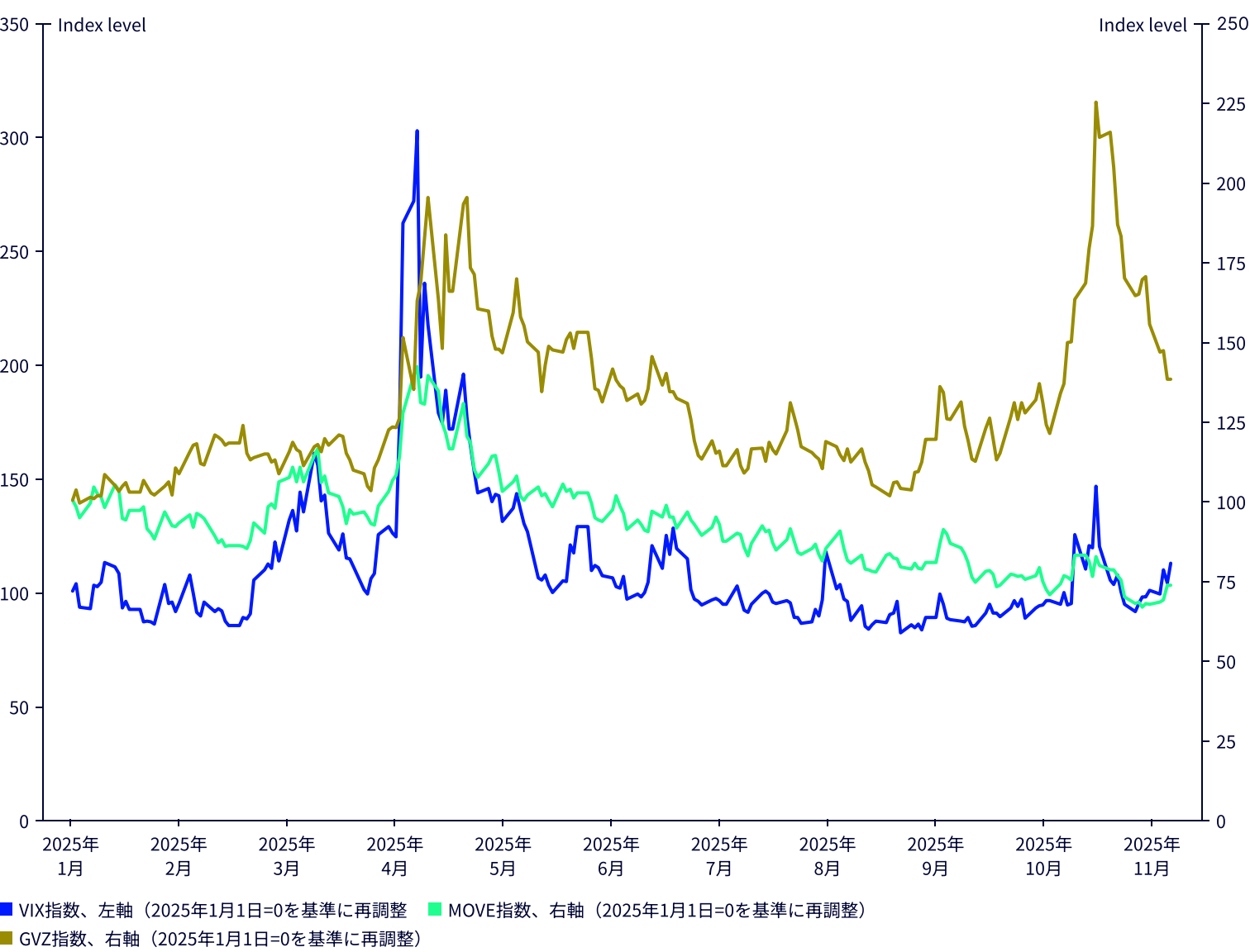
幅に上昇していることも併せて考えると、政策面での一時的な落ち着きが予想される2026年においても、地政学的なテールリスクへの懸念やインフレ加速、財政悪化への懸念が収まる可能性は低いようです。

今後も世界経済や地政学的リスクの変動が続くことはほぼ確実に、すべての市場参加者に脅威と機会をもたらします。こうした新たなエコシステムの下では、国、企業、そして投資家にとって、レジリエンス (回復力) を高めることが当面の課題になります。より均衡の取れた貿易体制への道のりは平坦ではありません。

“市場ショックが薄れる一方で、地政学的緊張と金価格の高いボラティリティは、世界的なリスクへの懸念が2026年も続く可能性を示しています。

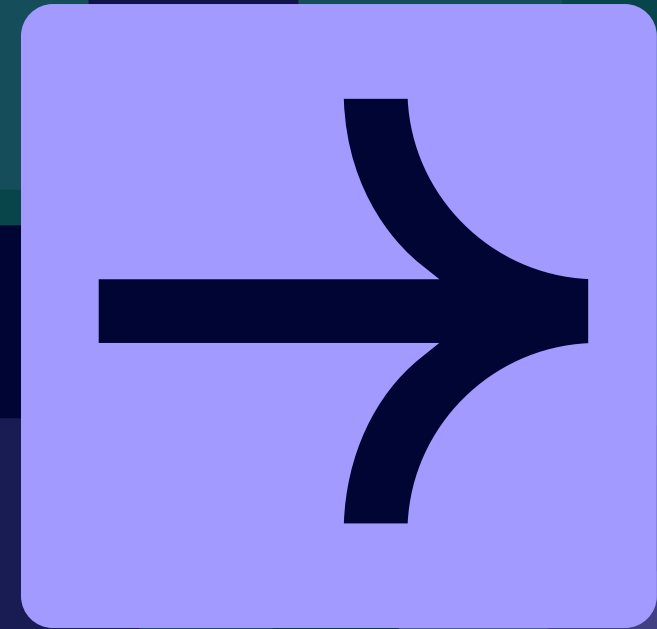
—Elliot Hentov, Head of Macro Policy Research

図2：株・債券のボラティリティは低下する一方、金のボラティリティは高止まり



出所: Macrobond, CBOE (2025年11月6日時点) 指数: VIX指数(Chicago Board Options Exchanges' CBOE Volatility Index)、OVX 指数 (Crude Oil Volatility Index)、MOVE指数 (ICE BofAML Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index)、GVZ指数 (CBOE Gold Volatility Index) 過去の実績は将来の動きを保証するものではありません

AI楽観論が 政策懸念を 上回る



世界の株式市場は2025年を通じて堅調なリターンを達成しました。これは回復力のある経済環境と、AI関連セクターを中心とした力強い企業収益に支えられたものです。

AIが経済全体にもたらす変革の可能性に投資家の注目が集まっています。マグニフィセント・セブン(M7)が話題を独占する中、2026年に向けての重要な注目点は、資本配分、セクターリーダーシップ、およびマクロ経済の勢いを左右するAIの役割となります。AI投資に対する期待によって、保護主義政策や継続する地政学面の不透明感によるマイナス要因は引き続き相殺される見込みです。米国に限らず、市場のバリュエーションが割高であることを認識しつつも、株式市場に対しては引き続き前向きな見方を維持しています。いずれはボラティリティが再度高まることや市場の調整が起きることも想定されますが、一時的なものにとどまると当社は見ており、2026年全体としては楽観的な見通しを維持しています。

米国: AI投資が市場を牽引

世界全体の時価総額の60%超を占める米国株式に対する当社の見通しを支えるものとして、幾つかの要因があります。第一に、米国は依然としてAI関連銘柄の中心地であり、AI支出への期待感がM7の株価上昇を後押ししています。このグループによる設備投資額は2026年までに約5,200億ドル(前年比+30%超)に拡大すると予想されています²。AI主導の設備投資はハイテクセクター内にとどまらず、米国全体のGDPと企業収益を押し上げており、一般的に生産性を向上させる可能性を秘めています³。

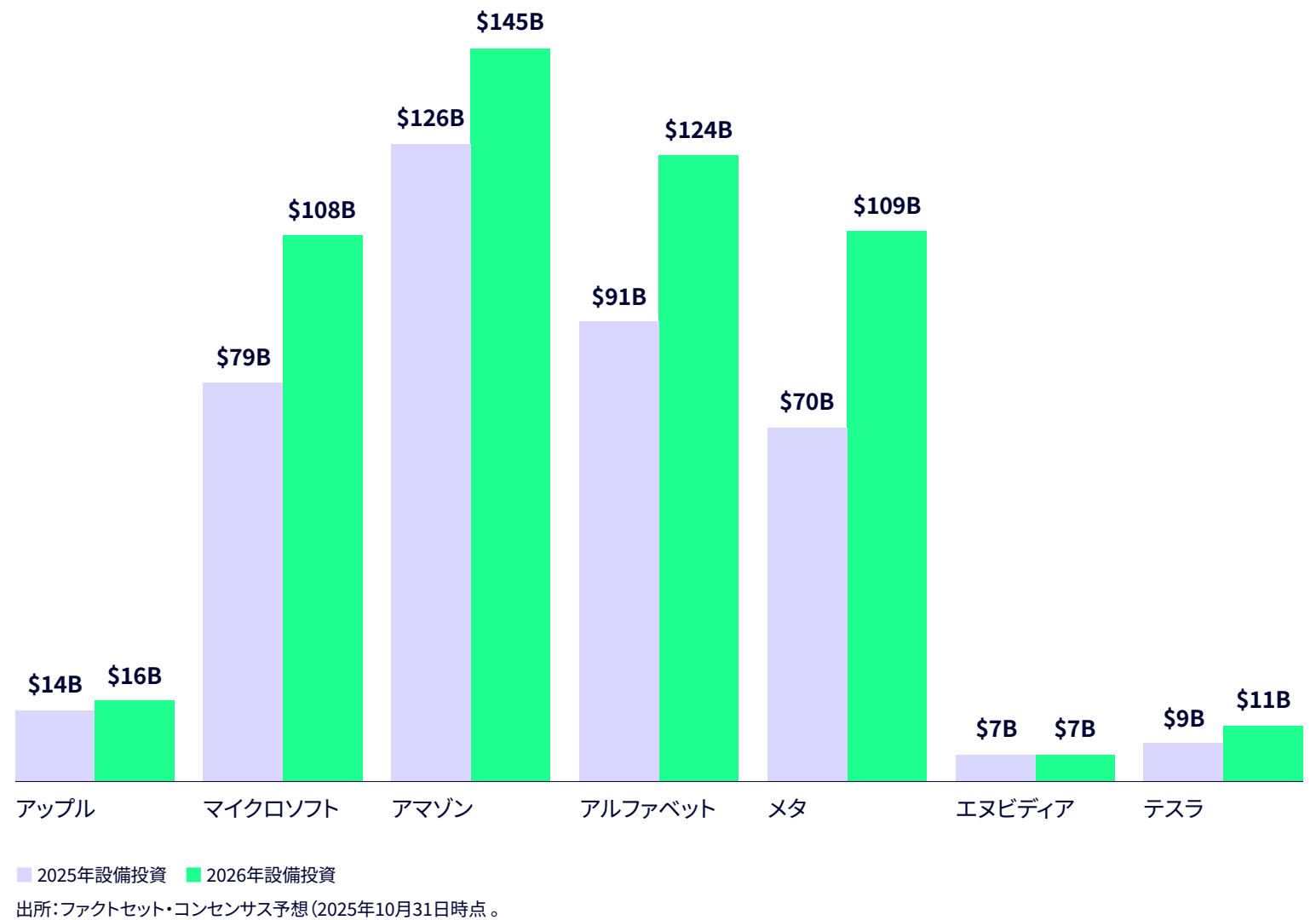
第二に、見通しが良好なのは米国の大手ハイテク銘柄だけではありません。小型株にも回復の兆候が見え始めています。過去において、経済が改善し金融政策が緩和に向かう局面では、小型株がアウトパフォームしてきました。米国の製造業の活動は安定しているとみられ、連邦準備制度理事会(FRB)の利下げ観測は、企業、特に小型株の資金調達に対する圧力を緩和する可能性があります。

第三に、企業に対する今後の支援策を踏まえると、米国企業は成長促進の追い風をさらに受ける可能性があります。小型株はフェアバリューに近い水準で推移しており⁴、国内経済の成長を活用する機会を提供しています。また、財政政策もこの傾向を後押ししています。「1つの大きく美しい法案(OBBBA:トランプ政権による予算措置調整法案)」は資本財投資、研究開発、工場建設を奨励しており、企業利益を押し上げる可能性があります。さらに、2026年初頭に予定される税還付も消費者を支援するものとみられます⁵。

“ 変革をもたらすAI投資、堅調な設備投資、そして財政政策の支援によって、米国株は引き続き世界市場の最前線にあります。ただし、バリュエーションリスクには注意が必要です。”

—Dane Smith, Head of North American Investment Strategy & Research

図表3: 2026年にマグニフィセント・セブンは再びAI設備投資を拡大



慎重な姿勢が必要

ただし、当社の米国株式見通しの前提には二つの重要な注意点があります。第一に、AI投資にはリスクが伴います。特に、巨大IT企業の予想外の減速は、企業の増益を基盤としてきた市場の上昇トレンドを阻害する可能性があります。AIに対する市場の期待は、成長を支える主要な柱に亀裂が生じた場合に特に脆弱です。具体的には、フリーキャッシュフロー（FCF）が枯渇したり、FCF利回りが低下するなどの局面です。債券発行による財務レバレッジの上昇も、特に収益が減少したり、金利が高止まりする局面では弱点となり得ます。

加えて、市場は割高なバリュエーションを伴いながら最高値を更新しており、S&P500株価指数の今後12カ月の予想PER（株価収益率）は23.1倍⁶、シラーCAPE比率（景気循環調整後株価収益率）は史上二番目の高さとなっています。同比率はITバブル崩壊前に過去最高を記録しました。とはいえ、テクノロジーが転換点を迎える時は、その影響が不透明であることから市場の熱狂が正当化されるため、バリュエーションのみに焦点を当てることは近視眼的になりかねないという見解に当社は賛同します。企業の投資利益率（ROI）と生産性の向上が持続する限り、米国市場のアウトパフォームは可能です。AIテーマがモメンタムを支える一方で、こうした企業が過大な成長期待に応えられない場合は、より慎重なアプローチが必要となる可能性があります。

注目：有利なポジションを占める米国セクター

米国市場への集中度が高い状況下では、投資家がマクロ経済動向を乗り切り、ポートフォリオの回復力を強化するには、景気循環セクター、ディフェンシブセクターおよび長

期的な成長が期待できるセクターに分散投資することが一助となるでしょう。

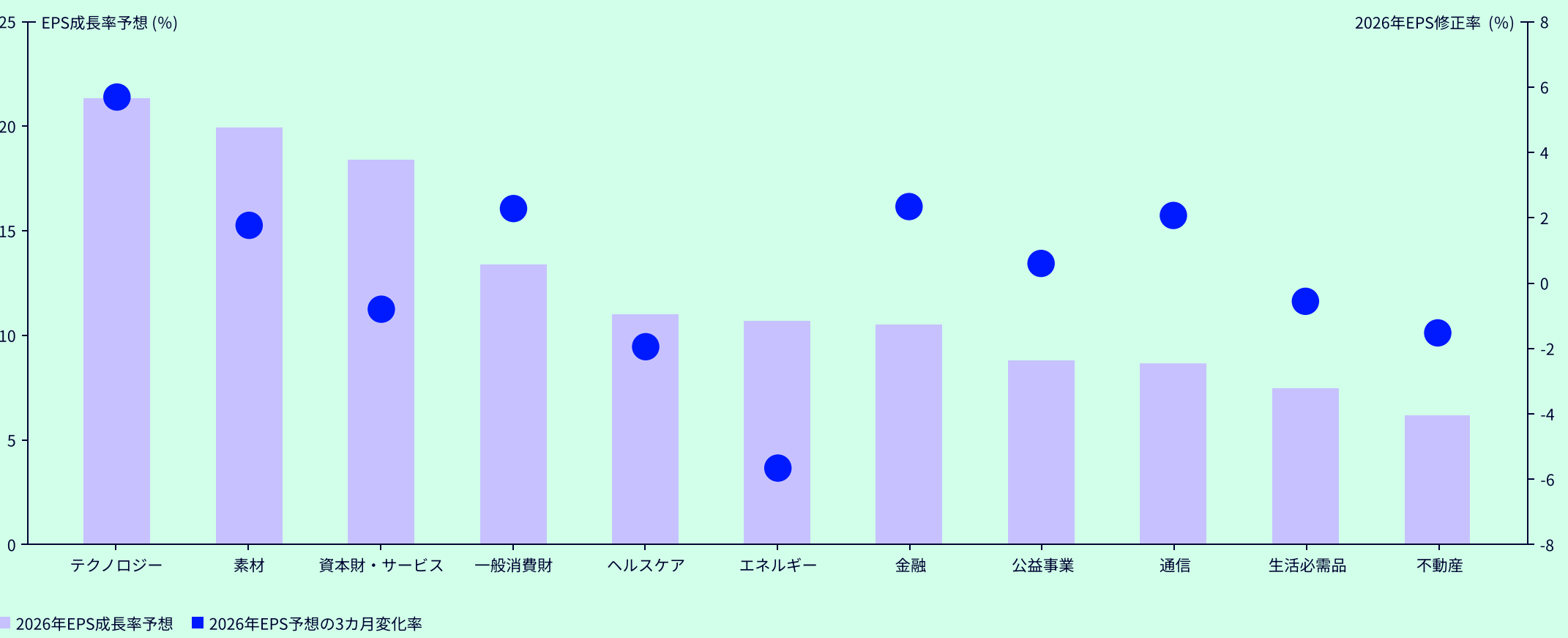
コミュニケーション・サービス: 直近のパフォーマンスにもかかわらず、バリュエーションは依然として過去の中央値を下回っており、AI主導の成長を基に魅力的なバリュエーションでの投資機会を提供しているほか、上振れサプライズの可能性もあります⁷。2026年に目を向けると、AIは自動化されたコンテンツ生成や大規模なパーソナライゼーションからキャンペーンの最適化に至るまで、業務効率の大幅な向上を推進し、広告主の投資収益率を高めると予想されます。

公益事業セクター は、ディフェンシブなポジションとAIデータセンターの拡大や製造業の国内回帰に伴う電力需要増加への

のエクスポージャーを兼ね備えています⁸。相対バリュエーションは依然として過去の中央値を下回っています⁹。公益事業各社は発電能力増強に多額の投資を行っており、2026年末までトレンドを上回る収益の成長を支える見込みです。さらなる利下げや経済の不確実性によって、同セクターのディフェンシブな魅力がポートフォリオ内で高まる可能性があります。

資本財セクター: 防衛支出の増加、電力インフラ投資、および資本財受注（国防を除く）の継続的な回復が、2026年の18%の増益見通しを支えています（セクター中3番目の高さ）¹⁰。航空宇宙・防衛産業はOBBBA下での防衛支出増による成長が見込まれ、電力需要が電気機器の成長を後押しし、機械・陸運機器の1株当たり利益（EPS）の成長見通しも堅調です。

図表4：2026年セクター別EPS（一株あたり利益）成長率と修正率



出所：ファクトセット（2025年10月24日時点）。予測特性は推定値に基づくものであり、主観的な判断と仮定を反映しています。予測通りの展開や推定値の正確性を保証するものではありません。

欧州：インフラ整備の遅れを取り戻す

欧州株式は、軍事とサイバーセキュリティの両分野における防衛支出に焦点を当てた新たな財政刺激策に支えられ、米国とのパフォーマンス格差を縮めてきています。特にドイツの5,000億ユーロ規模のインフラ計画は、地域成長にプラスに寄与する見込みです。とはいえ、米国におけるAI投資の規模は欧州の取り組みをはるかに上回っており、競争力を維持するには規制上の障壁を克服し、テクノロジーのエコシステムを作ることが不可欠です。2026年の市場予想のEPS成長率は上方修正されましたが、依然として米国に後れをとっています。さらなる上昇には、欧州が財政改革を実施し、目標とする収益の成長を達成できるかどうかにかかっています。

日本：高市首相が成長を目標に

日本の株式市場は、リフレ基調、ガバナンス改革、および高市早苗新首相の政策アジェンダに対する楽観論を背景に上昇し、新高値を更新しました。高市首相の政策は財政拡大、技術ナショナリズム、防衛力の近代化を重視しています。2026年の増益率は、2025年の約2%から約10%へ上昇すると予想されています¹¹。高市首相の政策は日本を「最もAIに優しい国」とするAI推進法を基盤とし、自主的なコンプライアンスとイノベーションを優先するとともに、多言語AIおよびハードウェアとソフトウェアの共進化への戦略的投資を推進するものです。米国との合意により、原則15%の関税の代償は残るものの貿易の不確実性が解消され、政策立案者、企業および投資家が再び投資機会に注目できるようになりました。

新興国市場と中国：マクロ面の追い風、AI導入、国内の変化

新興国市場 (EM) については、AI主導の世界経済の成長、潤沢な流動性および米ドル安を追い風として、2026年へ向けて概ね前向きな見通しを維持しています。インド、サウジアラビア、アラブ首長国連邦など、政府がAI開発とインフラ整備を推進する新興諸国では、AI主導の生産性向上が好材料となっています。米ドル安による新興国市場への持続的な資本流入は、この資産クラスのパフォーマンスを支える可能性があります。

中国は国内消費の拡大を目指していますが、高い貯蓄率と低調な支出は不動産価格、雇用および社会保障改革に対する消費者信頼感の低さを反映しています。最も重要なのは、同国がAI分野での主導権を獲得すべく、米国との競争に備えてインフラ投資を優先している点です。株式バリュエーションは5年平均を上回っており、EPSは下方修正されています。ITセクターとAI投資は株式市場のパフォーマンス維持のために不可欠ですが、イノベーションの質および収益化には疑問が残ります。中国はエネルギー分野で優位性を有するものの、先端チップの開発では後れをとっています。

AI導入と株主還元施策が追い風となる一方、投資家心理は政策動向やマクロ経済情勢に引き続き敏感です。グローバル投資家にとって、中国株は他の主要市場との相関性が比較的低いため、分散効果をもたらします。ただし、企業収益の持続的な成長の不確実性や、政策依存の度合、および市場のリーダーシップが少数のセクターに集中しているといった点を踏まえると、選別的なアプローチが求められます。

中国ではAI導入や株主還元の取り組みが追い風となっていますが、投資家心理は政策やマクロ経済の動向に依然として敏感です。

注目点：成長が見込まれる欧州セクター

欧州内では、世界経済の成長、生産性、そしてファンダメンタルズ面のキャッシュフローに影響を与える大きな長期的トレンドに焦点を当てつつ、選択的に投資する機会が存在します。割安とは言えませんが、米国の同業他社と比較するとバリュエーションは比較的低水準です。

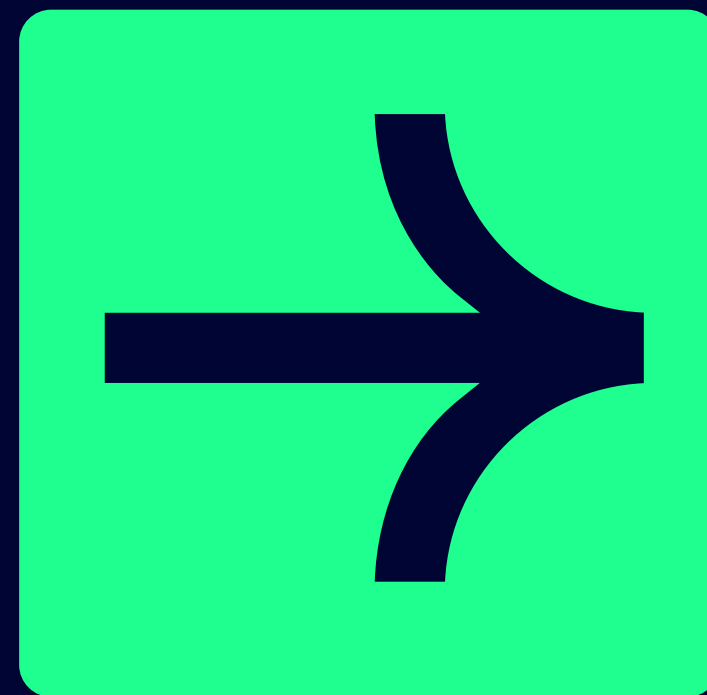
欧州にはM7のような銘柄は存在しませんが、それでも投資家はAIやデジタル・トランスフォーメーション (DX) の潮流に乗ることができます。第3四半期の企業業績は高い市場予想を上回り、欧州の**ハイテク**セクターは長期のバリュエーション指標を上回る水準で推移していますが、米国のように過去最高には達していません。

米国と同様に、公益事業セクターには世界的なAI・データセンター需要を満たす必要性から投資機会が生まれており、好調な利益動向はセクターの上昇余地を示唆しています。

資本財セクターは、新たな防衛支出を通じた財政刺激策が支援材料となります。特に欧州が、他国の自給自足ニーズに対抗する形で自らの計画 (ドラギ報告書や欧州防衛2030ロードマップなど) を推進している状況下ではなおさらです。

債券見通し

インカムと 機会の模策



2026年にかけて、当社は債券市場全般の見通しに対して明るい見方を維持してり、社債よりソブリン債を総じて選好しています。

こうした当社の見方を支えているのは、良好な金利環境と底堅い景気です。社債からの利益は限定的と考えられるものの、新興国市場の債券、モーゲージ証券、およびストラクチャード・クレジットには投資機会が期待されます。

ソブリン債

主要3中銀の政策スタンスは次の3つに分類できます—— 米連邦準備制度理事会（FRB）は明らかに利下げに傾き、欧州中央銀行（ECB）は中立的、日銀は依然として利上げモードにあります。こうした異なる政策スタンスから、今後数四半期の相対的なリターン予想を単純に導くことは可能です。しかし、現実はいずれもより複雑であり、金利サイクルは景気変動に伴い変化します。こうした政策の違いが織り込まれた結果、2025年第3四半期には主要7カ国（G7）の指標利回りにややばらつきが見られましたが、イールドカーブ上の関係が完全に崩れたと考えるのは誤りです。

ソブリン債は引き続き魅力的ですが、投資に際してはデュレーションを慎重に選び、インフレリスクに注意する必要があります。政府が財政赤字に対して信頼できる対応をとる意思があるかどうかは不透明であり、その動向はイールドカーブの長期セクターに影響する可能性があります。米国とフランスが特に注目されていますが、これらに限った話ではありません。債券自警団は日本や一部の欧州諸国にも注視しています。今後の展望として、米国債市場は引き続き来年のグローバル金利市場の要となるでしょう。

為替エクスポージャーも鍵を握ります。たとえば、ヘッジなしのユーロおよびスイスフラン建ての投資家は、自国通貨高により、海外債券、特に米ドル建ておよび円建ての債券のリターンから大打撃を受けました。今後も通貨主導のボラティリティが続くことが見込まれ、多くの債券投資家は通貨エクスポージャーのヘッジを優先事項とすべきでしょう。

“ソブリン債は引き続き魅力的ですが、投資に際してはデュレーションを慎重に選び、インフレリスクに注意する必要があります。”

—Desmond Lawrence, Senior Investment Strategist

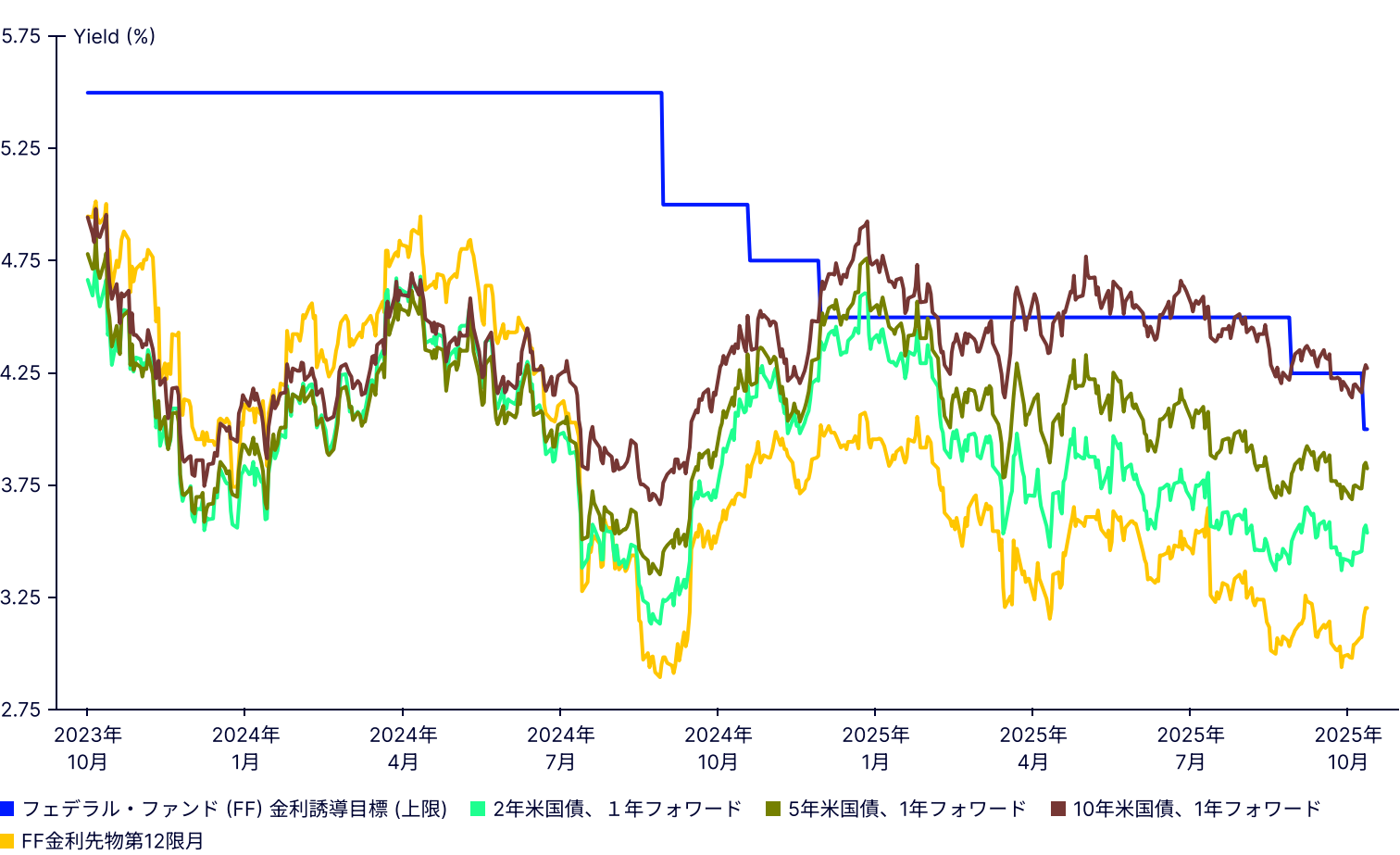
米国債

米政府機関の閉鎖による大きな影響の一つは、経済指標の公表がほとんど行われなかったことです。ただ、データの公表は停止されましたが、米労働市場が軟調さを見せ始めていたことは既に明らかでした。インフレの状況はそれほど明白ではなく、公表データは一部FRB高官が妥当と感じる水準を若干上回り続けていますが、基調は(ゆっくりと)正しい方向に向かっている模様です。そのためFRBは2026年のインフレ予想(中央値)を9月の経済予測から若干引き上げましたが、平均インフレは2027年末には2.1%に低下すると予想しています。

FRBの政策緩和により短期米国債市場は安定し、労働市場がさらに軟化すれば、利回りの低下につながる可能性があります。一方、当社は米利回りが過去12ヵ月間のレンジの下限近くにある点を認識しています。これは、米利回りがこれ以上低下しないという意味ではありません。ただ、かなり急速にこの水準に達したとみています。これにより2つの影響が考えられます。第一に、利回りが調整されてもさほど驚くべきことではなく、そうなればデュレーションの延長またはポジション変更の機会になること、第二に、現行水準から見た米国債のリターンは向こう1年で1桁前半から半ばのレンジにとどまる公算が大きいことが挙げられます。当社はカーブの5年から10年セクターを選好しています。労働市場が予想外に軟化した場合、ディスインフレ圧力の高まりやFRBが対応を強化する可能性を踏まえると、リターンはさらに大幅になる可能性もあります。

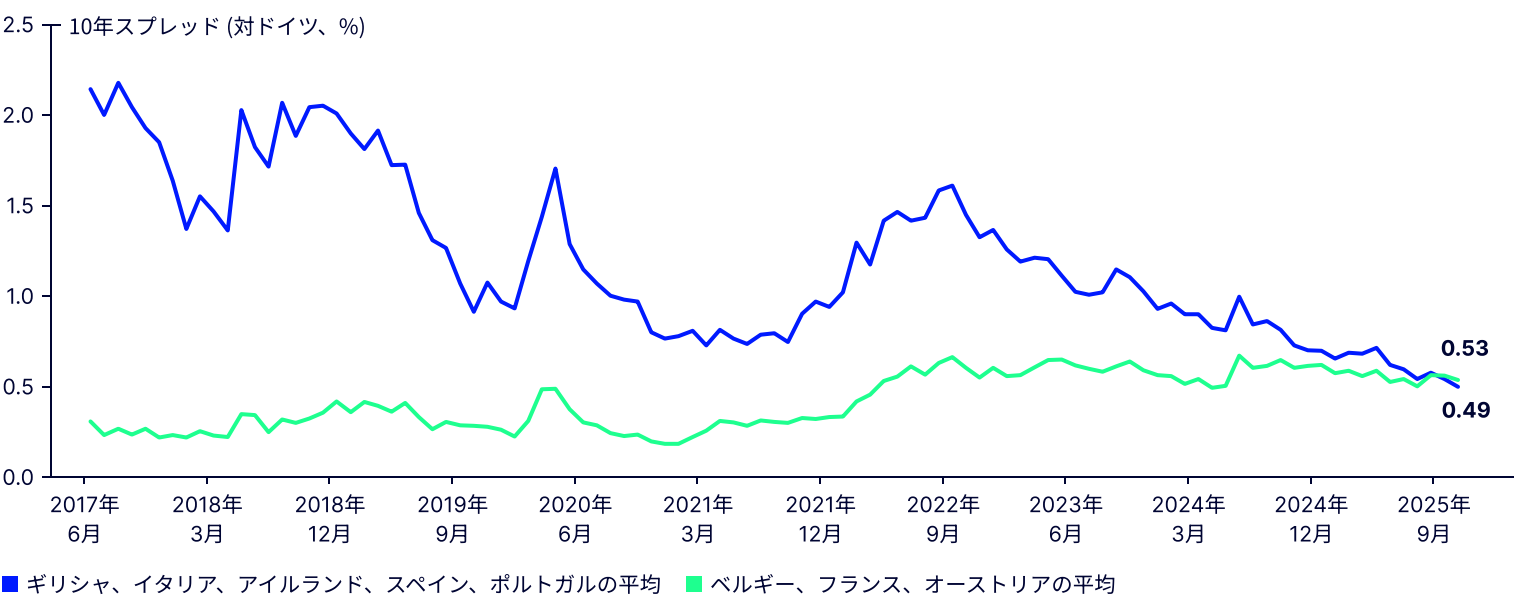
米政府機関の閉鎖による大きな影響の一つは、経済指標の公表がほとんど行われなかったことです。ただ、データの公表は停止されましたが、米労働市場が軟調さを見せ始めていたことは既に明らかでした。

図表5: 短期債にはすでに多くが織り込まれており、5年～10年債を選好



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2025年10月31日時点。過去のパフォーマンスは、必ずしも将来の投資パフォーマンスを示すものではありません。

図表6: 収斂するソブリン債利回り、乖離するファンダメンタルズ



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2025年10月31日時点。過去のパフォーマンスは、必ずしも将来の投資パフォーマンスを示すものではありません。

欧州およびアジアの国債

ユーロ圏の国債も同様の状況に直面していますが、利下げ見通しの後退、足元の財政懸念を踏まえると、若干制約が強いと考えられます。当社は、景気がさらに大きく減速しECBが追加緩和を打ち出さない限り、リターンは小幅になるとみています。ただし、アクティブな投資アプローチを取ることで、リターン向上が期待できます。

たとえば、フランスとベルギーは、債務水準が高止まりし、さらに上昇しているため、中期的に債務の持続可能性リスクが高まっています。リスクを高めているこれらの要因は緩やかに進行し、経済・政治構造に深く根付いているため、長期的な格付動向を予測する手がかりとなり、アルファ獲得の機会をもたらします。オランダの年金改革もアロケーションの大幅な変化につながる可能性があります。リスクと機会を生み出しています。

英国債 (Gilt) には潜在的な価値があるとみています。景気低迷および低インフレが続く可能性が高まっていることが、イングランド銀行による追加利下げ観測を支えています。財政政策の余地が限られているため、政府は市場の信認を維持し、急速に増加する公的債務を抑制するとともに、成長を後押しすることを目指しています。この潜在価値を最大限に引き出すには、歳出削減に対する信頼できるコミットメントが必要です。

アジアでは、日本国債は2026年に魅力的な投資機会となる可能性があります。利上げサイクルが明確に終了し、同時に日本の銀行が、保有する潤沢な現金を市場に投入すれば、日本国債 (JGB) 、特にカーブの中間部分のパフォーマンスを押し上げる要因となり得ます。一方、中国のソブリン債利回りはレンジ内での推移が見込まれます。足許のデシインフレ圧力により利回りの上昇が抑えられる一方、緩和的な金融政策スタンスの後退により下方余地も限定されると予想されます。

ユーロ圏の国債も同様の状況に直面していますが、利下げ見通しの後退、足元の財政懸念を踏まえると、若干制約が強いと考えられます。当社は、景気がさらに大きく減速しECBが追加緩和を打ち出さない限り、リターンは小幅になるとみています。ただし、アクティブな投資アプローチを取ることで、リターン向上が期待できます。

投資適格社債とハイイールド債

社債のファンダメンタルズは依然として強固ですが、ここから大きな上昇余地を期待するのは難しい状況です。全般的に、投資適格社債とハイイールド債のスプレッドは、ともに足元で低水準にあることを考えると、大幅に縮小する公算は小さいでしょう。それよりもモーゲージ証券、ストラクチャード・クレジット、プライベート・クレジットに妙味があります。とはいえ、社債はある程度魅力的なキャリーを引き続き提供していることから、コア資産にとどまるでしょう。興味深いのは、時価ベースで見ると、BB格債はB格債を上回り、ハイイールド市場に占める割合が過去最大となっている点です。

新興国債券

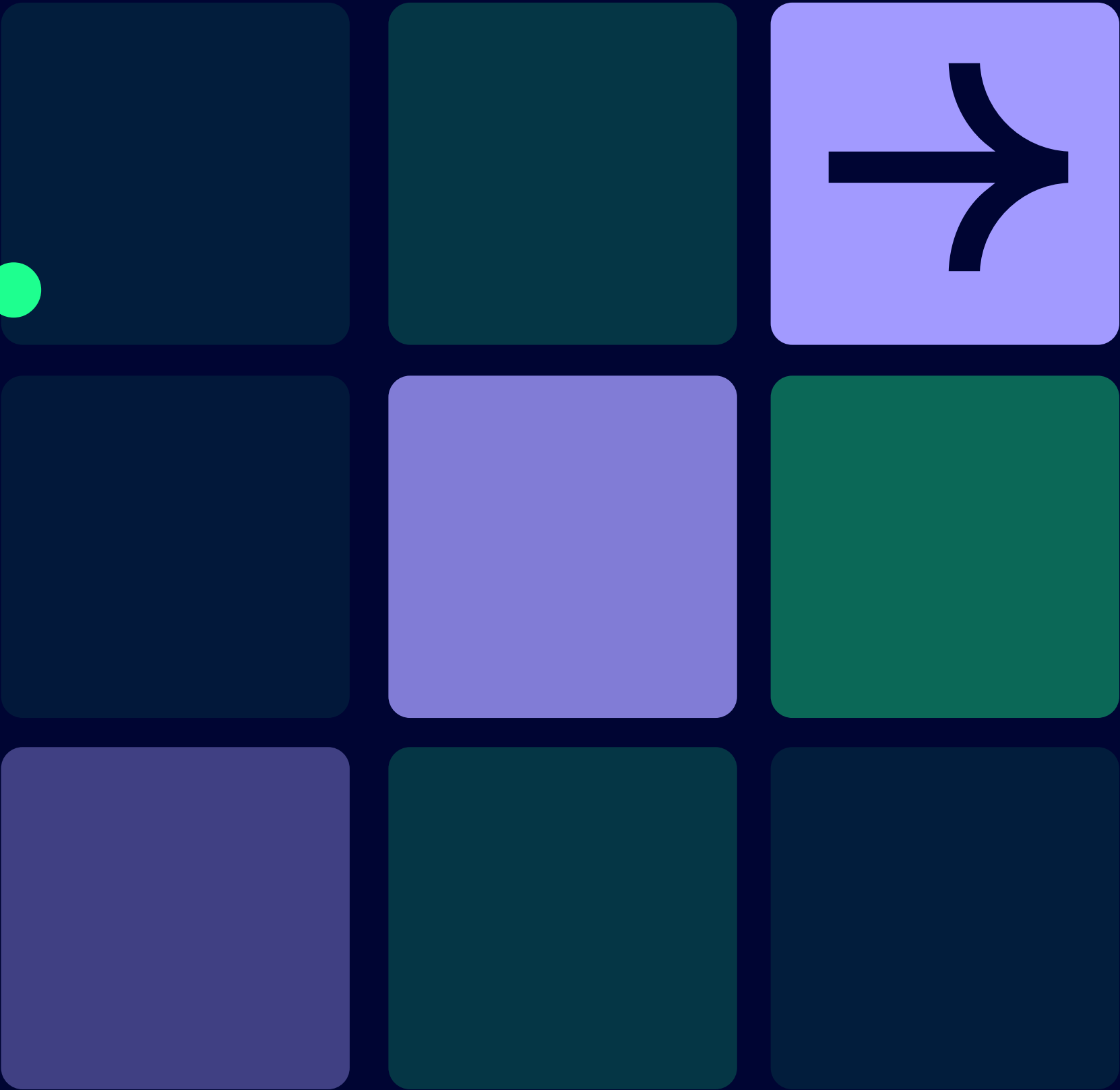
当社は新興国市場の債券に対して明るい見通しをもっており、中でも相対的に現地通貨建て債券を選好しています。魅力的なリスク・リターン・プロファイル、政策金利の低下、信用格付けの引き上げなど新興国の足元の動向が当社の明るい見通しを支えています。

外貨建て新興国債券は、米国の金利動向から恩恵を受ける可能性があります。スプレッドは縮小しているものの、リスクオフによる調整局面では、魅力的な買いの機会が生まれる可能性があります。とはいえ、米ドルのエクスポージャーには注意が必要で、米ドル以外の通貨を基準に運用する投資家の場合、不利な為替の動きが1四半期あるだけで、1年分のクーポン収入が相殺されてしまう可能性があります。

現地通貨建て新興国債券は、引き続き強固なファンダメンタルズに支えられています。総じて良好なインフレ環境の下で国内金利の低下観測が浮上すれば、米ドルが下落した場合と同様にリターンの押し上げ要因となり得ます。外貨建て債券と同様に、利回り調整で魅力的な買いの機会が生じる可能性もあります。

新興国の債務に対して引き続き前向きな見通しを持っており、現地通貨建て債券を選好しています。

インカム・
分散投資・
成長性



株式相場が史上最高値付近で推移し、主要株価指数における銘柄集中度が過去最高水準に達する中、投資家は、リスク資産の高バリュエーション、株式と債券の高相関、およびテールリスクの増大といった環境に直面しております。

近年、投資家が、株式と債券を6対4の割合で配分する従来型ポートフォリオ（いわゆる“60/40”）の妥当性を再評価する中で、オルタナティブ資産への関心が高まっています。2022年は、株式と債券が同時に下落した転換点の年となり、分散投資を株式・債券の負の相関のみに依存することのリスクが鮮明となりました。金をはじめとするコモディティ、実物資産およびプライベート市場は、分散投資をより広い視点で捉える投資家の恩恵を受ける資産クラスとなっています。

今日のように多様化したマクロ環境下では、オルタナティブ投資の重要性は一段と広がっています。ポートフォリオには、単なるボラティリティだけでなく、相場環境の変化にも耐えうる構造が求められます。投資家は、持続的なインカムを生み出し、真の分散効果を提供し、世界経済の潮流を変える成長テーマへのアクセスを可能にするエクスポージャーを求めています。プライベート・クレジット、実物資産、インフラ、プライベート・エクイティ、厳選されたヘッジファンド戦略など、オルタナティブ資産はこうしたニーズに応える手段を提供します。

インカム：プライベート・クレジットおよび実物資産による利回りの向上

インカムの確保は、依然として投資家にとって主要なテーマです。銀行融資が制約され、公的債券の利回りやスプレッドが低下圧力を受ける中、プライベート・クレジットは2.8兆ドル²規模に成長し、中堅企業の成長資金やM&A取引向けに柔軟な資金調達手段を提供することで、銀行が担えなくなった役割を補完しています。ダイレクト・レンディングやオポチュニスティック戦略は、公的債券と比較して魅力的なトータルリターンを生み出しており、加えてFRBによる追加利下げが見込まれることから、この資産クラスは堅固な収益源として際立っています。クレジット・サイクルを乗り切り、個別リスクを回避するには、厳格な与信審査と確かな実績を持つ運用会社を選定することが不可欠です。インカムの創出は実物資産によっても支えられています。インフラ投資には、長期契約、不可欠なサービスの提供および価格決定力が基盤にあり、安定したキャッシュフローをもたらします。AI主導の設備投資拡大はデータセンターなどのデジタルインフラの成長を後押ししており、構造的な需要と高い参入障壁の恩恵を受けています。また、慢性的な住宅不足や手頃な住宅の供給不足が続く中、多世帯向け（マルチファミリー）住宅用不動産は安定した賃貸収入を生み出すとともに、市場回復に伴う資産価値の上昇も期待できます。これらの投資対象は、利回り向上に寄与するだけでなく、インフレヘッジや市場変動が大きい局面での安定性も提供します。

“ 変化するマーケット環境において、真のレジリエンスは、ボラティリティに耐えるだけでなく、オルタナティブ資産への戦略的な配分を通じて、新たなインカムやグロースの可能性を切り開くポートフォリオ構築から生まれます。”

—Robert Spencer, Head of Client Portfolio Management

分散投資：プライベート資産、金、厳選されたヘッジファンド戦略によるレジリエンス強化

財政問題が前面に浮上するなか、分散投資を株式と債券の相関関係のみに依存するリスクは、これまで以上に高まっていると言えます。投資家は、ポートフォリオのボラティリティを抑制し、マクロ経済・政策・地政学的な不確実性をヘッジするため、思い通りの分散効果を期待できるオルタナティブ資産クラスに目を向けています。プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、金および厳選されたヘッジファンド戦略は、株式と債券を6対4の割合で配分する従来型ポートフォリオ（いわゆる60/40）に構造的な分散効果を提供し、向こう1年間、有力な選択肢となります。これらの資産は伝統的な株式や債券との相関が低く、長期的なトレンド、規制の変化および地域市場の動向に結びついていることがパフォーマンス要因として挙げられます。

特に金は、構造的および循環的な追い風を受け、分散投資の有力な手段であることが実証されています。中央銀行による金の買入れは、価格に左右されにくい需要を生み出し、地政学的緊張、財政不均衡、根強いインフレ懸念が、戦略的ヘッジ資産としての金の魅力を一段と高めています。株式との低い相関に加え、不確実性が高い局面でも安定性を発揮することから、金はポートフォリオ分散に不可欠な構成要素となっています。

裁量型マクロ戦略、株式ヘッジ戦略、リスクパリティ戦略は分散効果をさらに高めます。経験豊富なマネージャーは地政学の変化、為替の動き、商品価格の変動などから利益を上げられる一方、リスクパリティ手法は、資産クラス間の投資配分を均衡させることで、市場の集中や相場環境の変化に伴うリスクを軽減することができます。

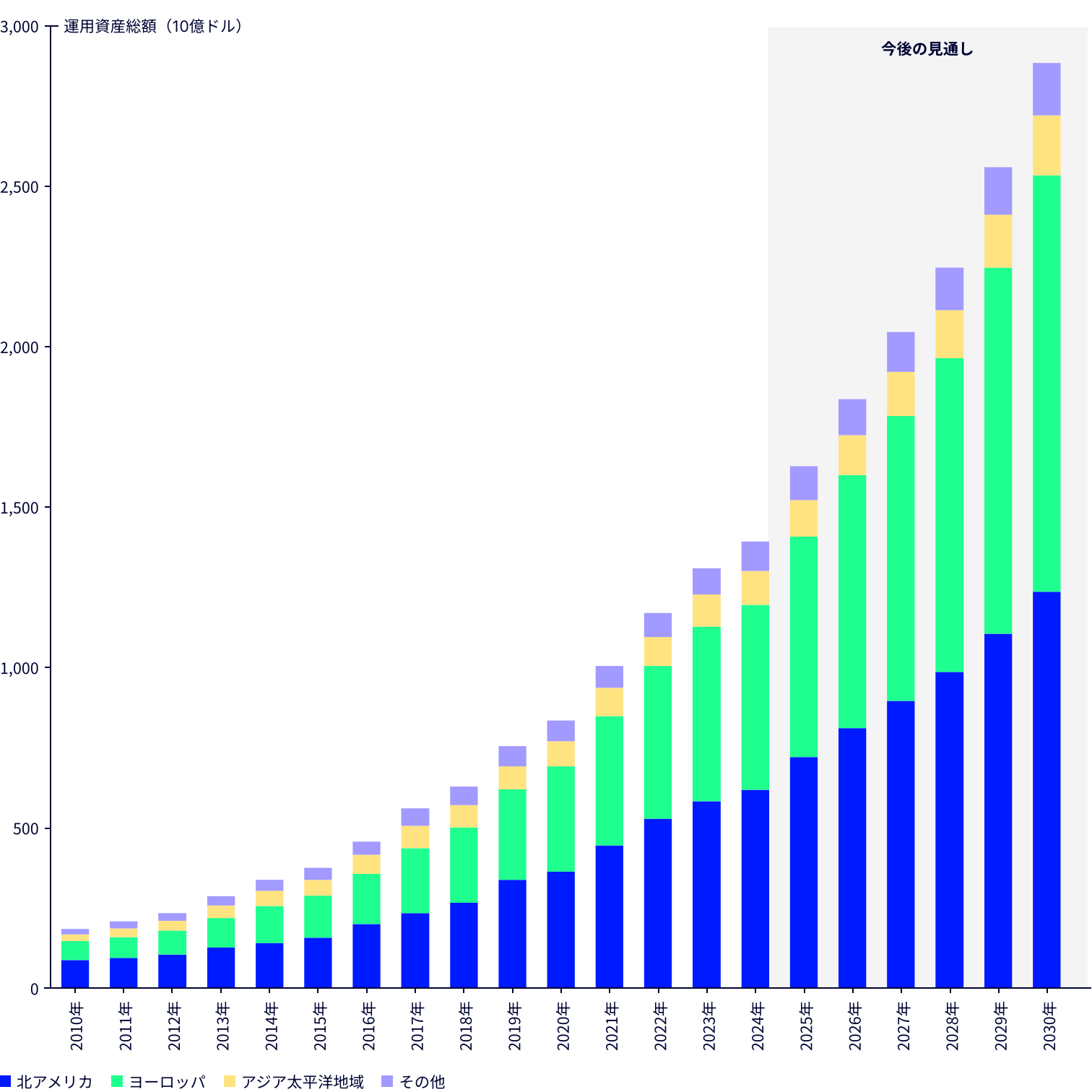
成長：新たな価値創造の源泉を引き出す

オルタナティブ投資は、キャッシュフローやリスク管理の手段にとどまらず、従来型の成長要因が弱まり、競争に過熱感がある環境では、成長機会を捉えるうえで中心的な役割を果たします。インフラはAI関連の設備投資拡大の恩恵を最も受ける分野ですが、厳選されたプライベート・エクイティやプライベート・クレジット投資も、そうした潮流の恩恵を受けられる可能性があります。デジタルインフラは強力な成長テーマであり、AI導入の加速とクラウドの拡大が、データセンター開発に大きなビジネス機会をもたらしています。ただし、注目度が高く、過熱リスクもある急成長セクターであることを踏まえると、投資に際しては規律を維持することが重要です。インフラ投資は安定した収益源であるだけでなく、経済の近代化が進展するなかで、長期的な資本価値の上昇を促す役割も果たします。

デジタルインフラは強力な成長テーマであり、AI導入とクラウドの拡大がデータセンター開発に大きなチャンスをもたらしています。

プライベート・エクイティは2026年においても成長機会へのアクセス手段として有力な選択肢の一つです。2025年10月中旬までのIPO案件は2024年と比べて64.5%増加し¹³、運用会社が投資家へより多くの資本を還元する動きを後押ししました。こうした動きには、Databricks、Klarna、Sheinといった著名企業の案件も含まれます。プライベート・エクイティのセカンダリー市場の拡大は流動性の制約を緩和し、投資家が既存のプライベート・エクイティ・ファンドの持分をライフサイクルの後期段階で取得する手段を提供しています。このアプローチは、Jカーブ効果の緩和や「ブラインドプール」リスクの低減に加え、割安な価格での取得というメリットをもたらすことでしょう。

図7：欧州のインフラは2030年まで最も高い成長を遂げる

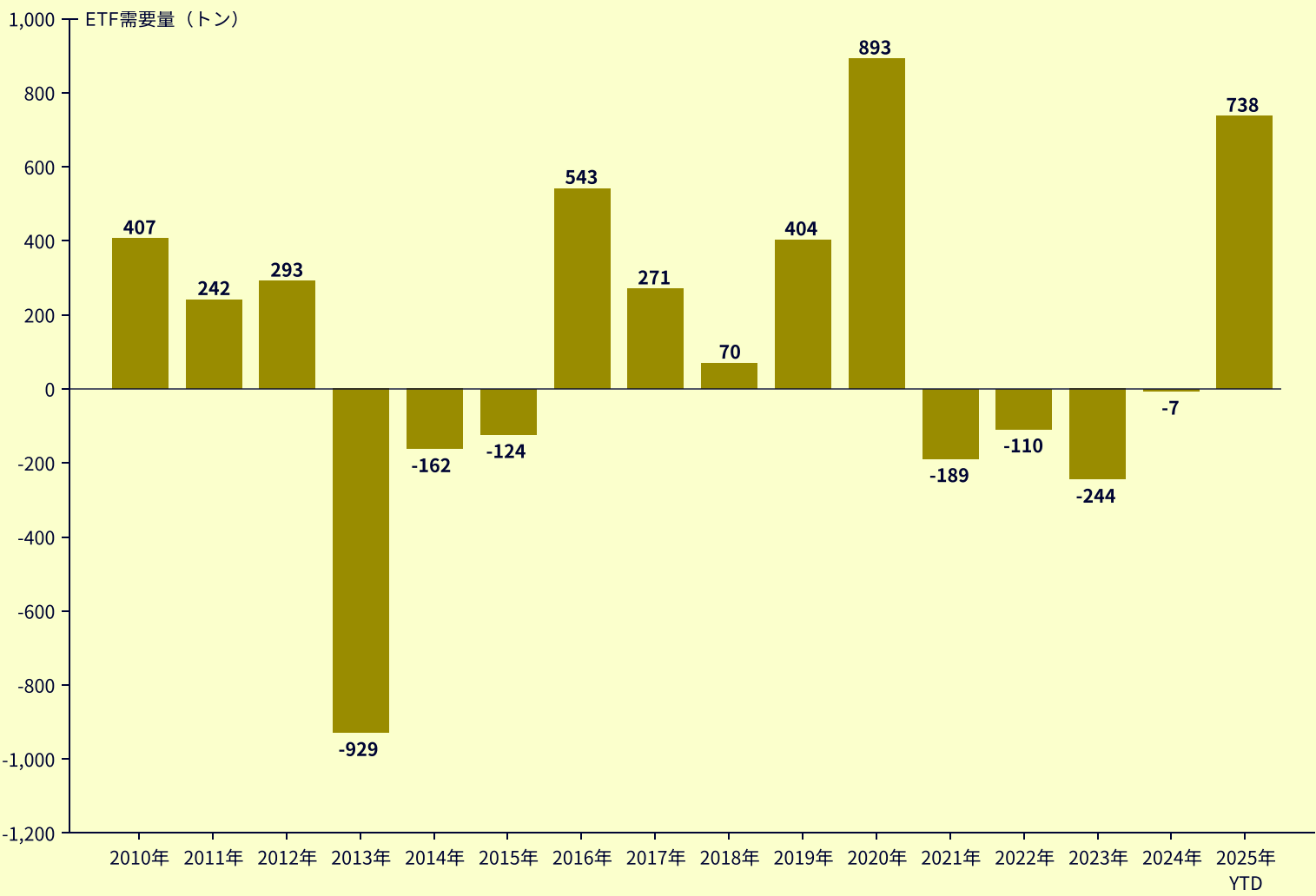


出所：Preqin。数値はすべて名目値。＊運用資産総額の数値は人民元建てファンドを除く。

金（ゴールド）：不確実な環境下における戦略的ヘッジ手段

2025年の金市場は強気相場（ブルサイクル）が広がる中で一服する形となっていますが、安定的な現物需要、力強いETFへの資金流入、中央銀行の継続的な買い入れによって支えられています。金価格が1オンス＝5,000ドルに到達する可能性が注目されますが、バランスの取れた見方では、支援材料と抑制要因の双方が影響を及ぼす複数のシナリオが示唆されます。

図8：2025年は金ETFへの資金流入が再び活発化



出所：State Street Investment Management、World Gold Council (2025年10月17日時点)

需要面のドライバー

2025年第3四半期の金の現物需要は、過去最高水準の金価格にもかかわらず前年比3%増加し、史上最高を更新しました。この堅調な動きは、ETF投資家、地金・コイン購入者および中央銀行の需要によって支えられ、価格に敏感な宝飾品需要の弱さを相殺しました。特に新興国の中央銀行は構造的な需要源としての役割を維持しており、第3四半期の買い入れの回復および価格の下支えに寄与しました。2025年通年の買い入れは、年間約1,000トンという近年のトレンドには届かない可能性があるものの、依然として過去最高水準に迫る力強い需要が見込まれます。ETFへの資金流入も引き続き力強く、年初来の流入額は米ドルベースで2020年通年の記録をすでに上回り、トン数ベースでも2020年にほぼ匹敵する水準となっています(図2)。

マクロ・政策環境

金は、マクロ経済の不確実性、積極的な財政政策、世界的な債務水準の高止まりといった環境から引き続き恩恵を受けています。こうした状況下では、金は債務の貨幣化や通貨価値の下落（デバースメント）に対する戦略的ヘッジとして機能します。

FRB（連邦準備制度理事会）による利下げの継続と量的引き締め（QT）終了への期待は、実質金利を低下させる要因となり、金保有の機会コストを一段と引き下げます。実質利回りの低下は、分散投資およびヘッジ手段としての金の魅力をさらに高めることにつながります。

金は継続して分散投資と成長の可能性があり、その動向は金融政策や投資資金の流れ、そして世界経済の動きの相互作用によって影響を受けるでしょう。

今後の見通し

金価格を支えるマクロ的な追い風を背景に、最近の予測では金価格のベースケースが1オンス＝3,700～4,100ドルへ上方修正されています。最も強気なシナリオでは、金は1オンス＝5,000ドルに達する可能性があり、そのためにはFRBの追加緩和の継続、ETFへの持続的な資金流入、そして中央銀行による需要の再燃が同時に起こる必要があります。さらなる支援材料として、金が多くポートフォリオに「依然として十分に組み入れられていない」点が挙げられます。ETF保有量や先物ポジションは依然として過去最高水準を下回っており、より幅広い組み入れが進めば金の魅力が高まり、好循環につながる可能性があります。ただし、リスク要因も2点あります。第一に、世界最大の金消費地であるアジア太平洋地域では、現地での記録的な価格上昇が現物需要を鈍らせる可能性があります。第二に、2026年に米国の成長例外主義が再燃し、かつインフレが抑制され米ドル高が伴えば、通貨価値の下落や為替リスクヘッジとしての金の魅力が弱まる恐れがあります。総じて、金は分散投資および成長機会の双方を引き続き提供する一方、今後の行方は、金融政策、投資家の資金フローおよび世界経済の動向が相互に影響し合う形で決まるでしょう。

Authors



Simona M Mocuta
Chief Economist



Elliot Hentov, Ph.D.
Head of Macro Policy Research



Dane Smith
Head of North American Investment Strategy & Research



Desmond Lawrence
Senior Investment Strategist



Robert W Spencer, CFA
Head of Client Portfolio Management



Jennifer Bender, Ph.D.
Global Chief Investment Strategist



Altaf Kassam, CFA
Europe Head of Investment Strategy & Research

Contributors

Matthew J Bartolini, CFA, CAIA
Global Head of ETF Research

Jacob Brown, CFA
Client Portfolio Manager

Rebecca Chesworth
Senior ETF Equity Strategist

Anqi Dong, CFA, CAIA
Head of Sector Strategy

Aakash Doshi
Head of Gold Strategy

David Patrick Furey
Global Head of Client Portfolio Management, Fixed Income, Cash and Currency

Kamal Gupta, CFA, FRM

Investment Strategist
Vladimir Gorshkov, CFA
Macro Policy Strategist

Jay Ladieu
Senior Portfolio Manager, Global Fixed Income, Cash and Currency

Ninghui Liu
Asia Pacific Head of Investment Strategy & Research

Barry McAndrew, CFA
Senior Portfolio Manager, Active Fixed Income

Matthew Nest, CFA
Global Head of Active Fixed Income

Paul Nestro, CFA
Director of Fundamental Growth and Core Equity Research

Laura A. Ostrander
Emerging Markets Macro Strategist and Portfolio Manager

Jie Qin
Senior Investment Strategist, Investment Solutions Group

Christopher J Sierakowski, CFA
Portfolio Manager, Fundamental Growth and Core

Keith M Snell, CFA
Portfolio Specialist, Investment Solutions Group

Jennifer Taylor
Head of EMD, Fixed Income Beta Solutions

Timothy Wang
Head of Real Estate/Real Assets Funds

Endnotes

- 1 Japanese government’s AI Basic Plan to promote use of AI in public institutions—Asia News Network
- 2 出所: ファクトセット・コンセンサス予想 (2025年10月31日時点)
- 3 累積生産性の上昇率に対する予想値のレンジは10年間では最大20%、年間では0.1～2.0パーセントポイント (リッチモンド連邦準備銀行)
- 4 出所: ファクトセット (2025年10月28日時点)
- 5 出所: オックスフォード・エコノミクス、[TaxPolicyCenter.org](https://taxpolicycenter.org)
- 6 出所: ファクトセット (2025年10月28日時点)
- 7 ファクトセット (2025年10月24日時点)
- 8 EIA (米国エネルギー情報局)、短期エネルギー見通し、2025年5月。
- 9 ファクトセット (2025年10月24日時点)
- 10 ファクトセット (2025年10月24日時点)
- 11 ファクトセット (2025年10月28日時点)
- 12 出所: 国際決済銀行 (BIS)
- 13 出所: Bloomberg Finance L.P. (2025年10月時点)

statestreet.com/investment-management

ご留意事項

本書の全部または一部を、SSGAの明示的な書面による同意なしに複製、コピー、送信、またはその内容を第三者に開示することはできません。

ここに記載されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者に帰属します。第三者データ提供者は、データの正確性、完全性、または最新性に関していかなる保証や表明も行わず、そのようなデータの使用に関連する損害について一切の責任を負いません。

提供される情報は、金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive、2014/65/EU) または適用されるスイス規制で定義される「投資助言」には該当せず、そのように依拠すべきではありません。また、投資の購入を勧誘するものでも、売却を申し出るものでもありません。投資家または潜在的投資家の特定の投資目的、戦略、税務状況、リスク許容度、投資期間を考慮していません。投資助言が必要な場合は、税務・金融またはその他の専門アドバイザーにご相談ください。

本コミュニケーションに含まれる情報は、調査推奨や「投資調査」ではなく、適用される地域規制に従い「マーケティング・コミュニケーション」と分類されます。これは、(a) 投資調査の独立性を促進するために設計された法的要件に従って作成されていないこと、(b) 投資調査の配信前に取引することを禁止する規制の対象ではないことを意味します。

過去の運用実績は将来の成果を保証するものではありません。

投資には元本損失のリスクを含むリスクが伴います。

インデックスのリターンは運用されておらず、手数料や費用の控除を反映していません。インデックスのリターンは、すべての収益、利益、損失、配当およびその他の収入の再投資を反映します。

分散投資は利益を保証するものではなく、損失を防ぐものでもありません。インデックスに直接投資することはできません。インデックスのパフォーマンスは、ファンドに関連する手数料や費用、売買に伴う仲介手数料を反映していません。インデックスのパフォーマンスは、特定のファンドのパフォーマンスを示すものではありません。

本資料に記載された見解は、2025年11月30日までのステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの見解であり、市場やその他の状況に応じて変更される可能性があります。

本書には、将来予想に関する記述が含まれる場合があります。歴史的事実を除く、本書に含まれるすべての記述で、SSGAが将来発生すると予想、信頼、または期待する活動、出来事、または展開に関するものは、将来予想に関する記述です。これらの記述は、SSGAの経験、過去の傾向、現在の状況、将来の展開に関する予測、およびその他の適切と考えられる要因に基づく一定の仮定と分析に基づいています。これらの記述は、SSGAの管理外の多くの仮定、リスク、不確実性に左右されます。これらの記述は将来の成果を保証するものではなく、実際の結果や展開は予想と大きく異なる場合がありますのでご注意ください。

特に記載がない限り、すべての情報はSSGAからのものであり、信頼できると考えられる情報源から取得されていますが、その正確性は保証されません。情報の正確

性、信頼性、完全性に関する表明や保証はなく、その情報に基づく意思決定に対する責任も負いませんので、そのように依拠すべきではありません。

株式証券は、個別企業の活動や市場・経済状況に応じて価値が変動する可能性があります。

大型株企業は、市場や経済状況に応じて人気が変動します。大型企業は、小型企業に比べて一般的にボラティリティが低い傾向がありますが、その代わりに株価の上昇幅は小型企業ほど大きくない場合があります。

小型企業への投資は、大型で知名度の高い企業への投資よりもリスクが高い場合があります。

コモディティ投資には重大なリスクが伴います。コモディティ価格は、幅広い要因により極めて変動しやすくなります。要因には、市場全体の動き、実際または予想されるインフレ傾向、コモディティ指数の変動性、国際的・経済的・政治的变化、金利や為替レートの変動などがあります。

資産配分は、主要な投資カテゴリー間で資産を分散する方法です。資産配分は、リスク管理やリターン向上のために使用される場合がありますが、利益を保証したり損失を防ぐものではありません。

債券は、一般的に株式よりも短期的なリスクやボラティリティが低いですが、金利リスク (通常、金利が上昇すると債券価値や利回りは低下)、発行体のデフォルトリスク、信用リスク、流動性リスク、インフレリスクを含みます。これらの影響は、長期証券でより顕著です。

満期前に売却または償還される固定利付証券は、大幅な利益または損失を被る可能性があります。

実質金利の上昇は、インフレ連動債券の価格を下落させる可能性があります。インフレ連動債券の利息支払いは予測困難です。

実物資産および実物資産セクター (不動産、貴金属、天然資源など) への投資には、これらの産業に関連する出来事によって大きな影響を受けるリスクがあります。

外国籍証券への投資には、通貨価値の不利な変動、源泉徴収税、会計基準の違い、他国の経済的または政治的不安定性による資本損失のリスクが伴う場合があります。新興市場や発展途上市場への投資は、先進国市場への投資よりもボラティリティが高く、流動性が低い場合があります。一般的に多様性や成熟度の低い経済構造や、安定性の低い政治体制へのエクスポージャーを伴う可能性があります。

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第345号

加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

© 2025 State Street Corporation. All Rights Reserved.

ID3544150-7365307.9.1.APAC.RTL 1225 Exp. Date: 12/31/2026