

2026年の市場見通し

# 世界経済の回復力と 金融市場のリバランス



# 2026年の市場見通しを先取りする

## 注目ポイント

### 世界経済は再加速へ

米国の政策金利引き下げに加え、欧州、日本、中国での財政支出拡大が、来年の世界的な成長軌道を押上げ、グローバル株式市場の上昇を後押しすると見込まれます。

### FRBの利下げがドル安環境を形成

主要な中央銀行が政策を据え置中、FRBの利下げはドルの軟化を促す要因となります。米ドルヘッジコストの低下により、投資家はヘッジ比率を引き上げ、ドルに下押し圧力がかかる可能性があります。

### 米ドル安と米国外の成長改善が非米国資産を支援

弱含む米ドルと米国外の成長余地拡大により、特に新興国株式や新興国債券など、非米国資産のパフォーマンス改善が期待されます。

### 割高な市場ではリバランスを重視

市場の一部が高水準のバリュエーションにある中、特に米国の大型AI関連株への配分を減らし、他の投資機会を模索します。オルタナティブ資産は依然として魅力的で、比較的良好なバリュエーション機会があり、金利低下局面ではファンダメンタルズの改善も見込まれます。

## 概要

2025年は不確実性に彩られた年でしたが、リスク資産は力強いリターンを示し<sup>1</sup>、ほぼ「すべてが上昇する」ブルマーケットで幕を閉じようとしています。2026年を見据えると、株価が潜在的に上昇する条件は整っていると考えています。

当社の見通し『世界経済の回復力と金融市場のリバランス』は、2つの重要なテーマを軸にしています：



### 回復力（レジリエンス）

民間セクターは、健全な企業と家計のバランスシート、そしてレバレッジと過剰が限定的であることに支えられ、経済ショックを吸収する驚異的な能力を発揮してきたと我々は見ています。この回復力は、米国の政策緩和と、欧州、日本、中国における財政支援によってさらに強化されると予想しています。これらの景気刺激策は、景気サイクルの中期に発生する一時的な景気減速局面から世界経済を脱却させるのに役立つはずです。



### リバランス

米国株式市場、特にAI関連の大型テクノロジー株は高水準のバリュエーションにありますが、当社は他の領域に魅力的な投資機会を見出しています。米国外の資産や中小型株、米国内の景気循環型セクターでは、より良好なバリュエーションが見られます。世界的な経済活動の回復が進めば、これらの分野で価値が顕在化し、市場の牽引役がよりバランスの取れたものになると考えます。

# 当社の見通し

## マクロ経済見通し

(4-5ページ)

### 強固な経済と市場が2026年の舞台を整える:

企業および家計のバランスシートは健全で、過去の景気循環と比べてレバレッジも低水準にあります。これらが世界経済の成長改善を支える強固な基盤となっています。

### 政策支援の本格化で成長の裾野が広がる見込み:

米連邦準備理事会（FRB）は利下げサイクルを再開し、世界的に財政支出が増加しています。さらに、政治的・地政学的な不確実性も低下しており、2026年の経済活動と成長を後押しする要因となるでしょう。

### 中国は外部圧力下でも政策支援が成長を下支え:

中国は質の高い成長への転換と並行して、目的を絞った政府の措置により引き続き経済を支えていくとみられます。

### 欧州は回復基調：政策が追い風に:

ドイツの財政支出拡大は2026年初めに効果を発揮し始め、域内成長を押し上げる見込みです。国内消費の改善も期待されています。

### 日本は財政支援とインフレ再来で名目成長を押し上げ:

日本ではインフレが再び顕在化し、賃金設定への期待も変化しています。これにより名目成長率の上昇が見込まれます。

### インドは地政学的課題の中で見通し改善:

米国との関係改善、国内改革の進展、利下げを背景に、2026年の成長については慎重ながらも楽観的な見方をしています。

## 投資テーマ

(6-10ページ)



### より力強い成長と幅広い市場参加

景気循環の中盤での減速から再加速が進み、市場参加者の拡大と景気敏感セクターへの追い風が期待されます。



### 弱含む米ドル

各国の中央銀行による政策の方向性が分かれることで、米ドルは軟化し、新興国資産への投資妙味を高める要因となります。



### AIテーマの集中リスク低減

AI分野の主要な銘柄は株価が高騰して割高になっていますが、株価調整を引き起こす明確なきっかけはまだ見当たりません。集中リスクを管理するため、ポートフォリオのリバランスを推奨します。



### 新興国市場の強さ

世界的な成長改善、新興国におけるインフレ圧力の限定性、そして米ドル安が、新興国資産のパフォーマンスを後押しする見込みです。



### プライベートクレジットによる分散効果

リスク環境の安定、成長の改善、インフレの安定、そして米国の金融緩和が進む状況下で、プライベートクレジットは良好なパフォーマンスを発揮すると予想されます。

## 当社の資産クラスに対する見方 (11ページ)

### 世界株式

米国株式



米国を除く  
先進国株式



新興国株式



### 国債

先進国債券



新興国現地通  
貨建て債券



### 社債

投資適格債



ハイールド債



### コモディティ

工業用金属



貴金属



### 為替

先進国通貨  
(対米ドル)



新興国通貨  
(対米ドル)



### オルタナティブ

プライベート  
クレジット



暗号資産  
(暗号通貨)



表明された意見はインベスコ・ストラテジー・アンド・インサイツの見解です。本コメントは売買推奨を構成するものではありません。見解は1〜5段階の評価で示され、バーで示されています。左端の値は最も好ましくない見解を示し、右端の値は最も好ましい見解を示しています。



# マクロ 経済 見通し



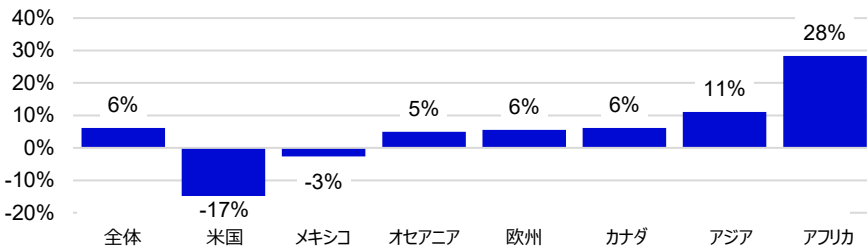
## 強固な経済と市場が 2026年の舞台を整える

主要な経済指標では、米国経済は健全さを示しています。労働市場は弱含み、小規模企業の設備投資（CAPEX）も軟調です。最近では、高所得層による消費が成長を牽引し、AI関連投資が米国のGDPと企業収益を支えています。

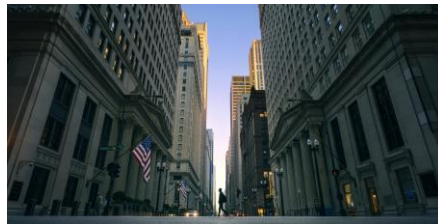
主要国の多くでは、企業と家計部門が過剰なレバレッジを抱えておらず、手元に現預金（キャッシュ・バッファ）を保有しています。こうした条件が、2025年に見られた政策不確実性の大きな変動を乗り切る助けとなりました。健全なバランスシートは、2026年に向けた成長改善の基盤を形成していると当社は考えます。

## 世界貿易の不均衡の是正に伴い、中国の輸出量は増加しています。

2025年9月累計、前年比（％）



出所：Bloomberg L.P.およびInvesco Strategy & Insights、2025年9月30日現在。



## 政策支援の本格化で 成長の裾野が広がる

2026年のコアテーマは、特に上期において、2025年と比較して世界的な成長が改善することです。

米国では、FRBによる利下げ、強力な海外からの直接投資、そして米ドルの軟化が成長を支えると見込まれます。米国以外では、財政政策の実施と世界的なインフレ見通しの改善が成長を後押しするでしょう。

米国の政治的不確実性や世界的な地政学リスクの低下も、民間経済主体による支出や投資の増加を促し、米国および他の経済圏での活動を活性化させると考えられます。



## 中国は外部圧力下でも 政策支援が成長を下支える

2025年の世界貿易は予想以上に底堅く推移しました。米国向け輸入に高関税が課される中でも、中国の輸出量は増加しています。

世界貿易は崩壊していませんが、貿易構造は変化しており、一部の新興国やセクターに新たな機会をもたらしています。

外部環境の大幅な改善は見込んでいませんが、中国の2026年の成長率は5%前後になると予想されます。これは、金融緩和と財政刺激策によるインフラ投資や国内需要の支援によるものです。2026年に始まる第15次五カ年計画では、国内消費基盤の拡大と、特にAIとハイテク製造業の分野でのイノベーションにおける中国のリーダーシップの維持から生まれる自立の強化も強調されています。

米ドル安は多くの新興国市場におけるインフレ抑制に寄与し、現在、各国中央銀行による金融緩和と政策の実施を可能にしています。これは資産リターンに大きな影響を与える可能性があります。例えば、新興国債券は2025年に堅調なリターンをもたらしましたが<sup>2</sup>、中国を除く新興国市場では2026年も同様の好成績が期待されます。

# マクロ 経済 見通し



## 欧州は回復基調：政策は地域にとってプラスに転じつつある

ユーロ圏の成長率は、ドイツの財政再建の影響もあり、ここ数年低迷してきました。しかし、ドイツが軍事費とインフラ支出の拡大期に入ったことで、この状況は変化しつつあると考えています。多くの国における軍事費の増加、実質賃金の継続的な上昇、そして最近の利下げ（欧州中央銀行（ECB）は金融緩和サイクルの終焉に近づいていると考えています）が、地域全体の成長率を支えると予想しています。

こうした財政支出は民間投資を促進すると予想され、購買担当者景気指数の改善に既に成長回復の兆候が現れています。トレンド成長は人口動態と競争上の課題によって抑制される可能性が高く、不安定な政治環境は依然としてリスク要因となっています（12ページ参照）。しかし、欧州に対して悲観する向きが多いと私たちは考えています。そのため、悪いニュースが少しでも緩和されれば、欧州の資産にとって非常に良い材料となる可能性があります。

英国に対する過剰な悲観論も高まっています。インフレ率はイングランド銀行の目標を依然として上回っており、財政難は深刻で、経済成長は低調です。イングランド銀行（BOE）の利下げ幅はECBよりも小さいものの、現在はより緩和の余地があると考えています（7ページ参照）。小売売上高は上昇傾向にあるようです（これは、金利の低下、実質賃金の上昇、そして健全な貯蓄に支えられていると私たちは考えています）。2026年のGDP成長率は予想を上回る伸びを示し、英国の資産価格を支える可能性があります。



## 財政支援とインフレの回復が日本の名目成長率を押し上げる

日本では構造的なインフレの回帰が見られ、名目賃金と並行して消費が増加するという好循環が生まれています。労働市場は依然として逼迫しており、設備投資は他の多くの経済圏よりも一貫して力強いと、私たちは評価しています。<sup>3</sup>

日本の経済成長は、新たな財政刺激策に支えられ、引き続き改善し、2026年にはトレンドを上回ると予想しています。日本銀行（BOJ）は緩やかな利上げを行い、政策金利を緩和的な領域に維持すると予想しており、これは経済成長と投資を支えるでしょう。



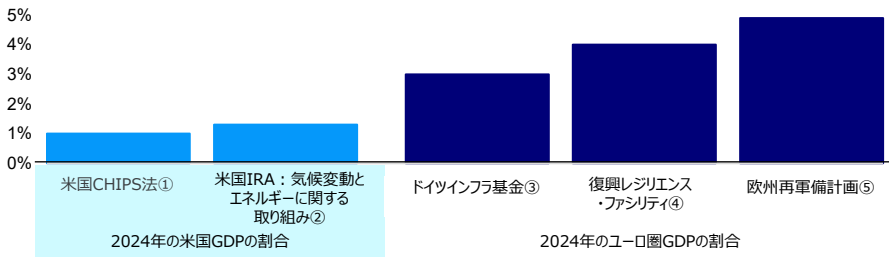
## 地政学的課題の中、インドの見通しは改善

地政学的緊張の中、株式市場は低迷しているものの、インドについては、進行中の改革、安定化の兆し、そして米印関係の改善余地があることから、2026年の見通しは慎重ながらも楽観的です。インドは引き続き世界で最も急速に成長する大国であり、インド準備銀行による利下げを受けて成長は緩やかに加速すると予想しています。

国内経済改革は、トレンド成長率の向上と長期的な回復力の確保に引き続き不可欠であると私たちは考えています。政治的制約を考慮すると、改革は緩やかな進展を期待しています。

## 最近提案された財政計画は、欧州の大きな変化を示唆

### 2024年のGDPに対する割合



出所: Bloomberg L.P.およびInvesco Strategy & Insights、2025年9月30日現在。| ① 米国国内の半導体研究および製造を促進するための2,800億ドルの資金。| ② インフレ抑制法の一環として、気候およびエネルギー・インフラに3,690億ドル。| ③ 連邦インフラおよび気候プロジェクトへの5,000億ユーロの資金、および州政府への資金。| ④ 改革およびプロジェクトに6,500億ユーロ。| ⑤ 2030年までに国家支出および安全保障投資の増加を目標とし、8,000億ユーロを目標とする。

# より力強い成長と幅広い市場参加

2025年の低迷を経て、2026年には世界経済活動が回復すると予想しています。これは景気循環の影響を受けやすいセクターに恩恵をもたらす、特に米国市場において市場の幅を広げる要因となるはずです。

我々は、減速からの再加速と、新たな、より持続的な成長水準への再加速の違いを強調します。現在の見通しは前者を示唆しています。政策緩和と的を絞った景気刺激策に牽引され、成長は緩やかに加速すると予想されますが、消費者行動の大きな変化によってではありません。名目成長率がわずかに改善しただけでも、金融市場に重要な影響を与える可能性があることに留意する必要があります。

これは、テクノロジーセクターの割高なバリュエーションと米国大型株式への投資資金の過度な集中に対する投資家の懸念を考えると、特に重要です。政策に支えられた活動の再加速は、投資家に分散投資の機会をもたらすでしょう。分散投資には、景気循環セクターへの投資に加え、小型株やバリュー株への投資も含まれます。

重要なのは、市場パフォーマンスの主な原動力となってきた米国最大規模の成長株は、成長とインフレの両方との相関が低い傾向があることを歴史的に示していることです。これらの企業は、長期的な成長特性と市場における優位性により、名目成長が低迷する時期を含め、様々なマクロ経済環

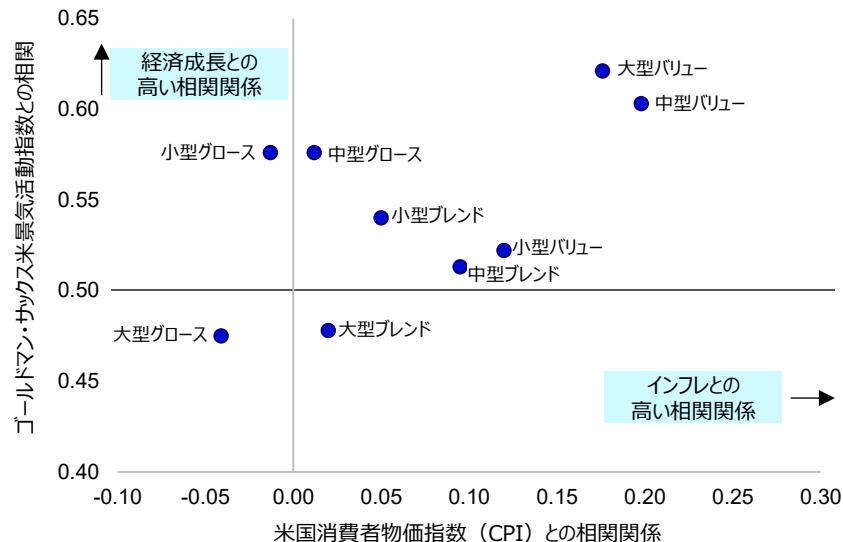
境においてアウトパフォームすることが多いと考えます。そのため、リターンを上げるために必ずしも強力な経済環境を必要としません。

しかしながら、2026年には名目成長が加速すると予想されており、これは市場の牽引役に影響を与えられそうです。図表は、バリュー株と中小型株が、力強い成長とインフレ率の上昇と高い相関関係にある傾向があることを示しています。それが実現すれば、市場参加の拡大を支える可能性があります。分散投資の議論は、この名目成長率の潜在的な変化にかかっています。

米国の株式市場において、歴史的に成長率やインフレ率とより強い相関関係を示してきたセグメントには、中型株や、あらゆる時価総額におけるバリュー株が含まれます。名目成長環境が改善すれば、投資家は、次の景気循環の局面でより広範な銘柄が上昇に参加することを見越してポジションを取りつつ、米国ポートフォリオ全体のバリュエーション（割安度）を引き下げることができるかもしれません。

## 幅広い市場参加を支える成長の再加速

ゴールドマン・サックス米景気活動指数と国の消費者物価指数との年次相関



出所：Bloomberg L.P.およびInvesco Strategy & Insights、2025年10月31日現在。ゴールドマン・サックス米景気活動指数とは米国の経済状況を包括的に示す経済指標の一つです。大型ブレンドはS&P 500 Indexに基づいています。大型バリューはS&P 500 Value Indexに基づいています。大型グロースはS&P 500 Growth Indexに基づいています。中型ブレンドはS&P MidCap 400 Indexに基づいています。中型バリューはS&P MidCap 400 Value Indexに基づいています。中型グロースはS&P MidCap 400 Growth Indexに基づいています。小型ブレンドはS&P 600 SmallCap Indexに基づいています。小型バリューはS&P SmallCap 600 Value Indexに基づいています。小型グロースはS&P SmallCap 600 Growth Total Return Indexに基づいています。指数の定義については開示事項をご覧ください。指数に直接投資することはできません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

# 弱含む米ドル

いくつかの中央銀行は金融緩和サイクルの終焉に近づいています。しかし、米連邦準備理事会（FRB）と日本銀行の2つの中央銀行は、通貨と資産価格に潜在的な影響を及ぼす可能性があるという点で、特に際立っています。

ほとんどの中央銀行は2023年と2024年に政策スタンスを緩和し、大幅な利下げを実施しました。世界的な金融緩和サイクルは2026年も概ね継続するものの、いくつかの重要な分岐点が見られると予想しています。

一部の欧州中央銀行は、金融緩和サイクルの終焉に近づいているか、あるいは既に終焉を迎えているように見えます。例えば、スイス国立銀行の政策金利はゼロ、欧州中央銀行の預金金利は2.00%で、私たちが中立金利と考える3.00%を下回っています<sup>4</sup>。ECBが来年、さらなる利下げを行う可能性は低いでしょう。

中国人民銀行は他の中央銀行に先駆けて金融緩和を開始しており、さらなる緩和は限定的になると私たちは考えます。他の新興市場国では、インフレ率が低下しており、さらなる利下げの余地が大きくなっています。中国以外では、新興国の現地通貨建て債券は魅力的に見えます。

米連邦準備理事会（FRB）は2025年の大半において、金利を据え置いてきましたが、対応に迫られています。雇用の伸び悩みは、引き続き追加利下げの口実となると見込まれます。雇用市場の回復がない限り、2026年には3回から4回程度の利下げを予想しています。

対照的に、日本銀行は主要中央銀行の中で唯一、極端な金融緩和政策の後、政策の正常化を進めて

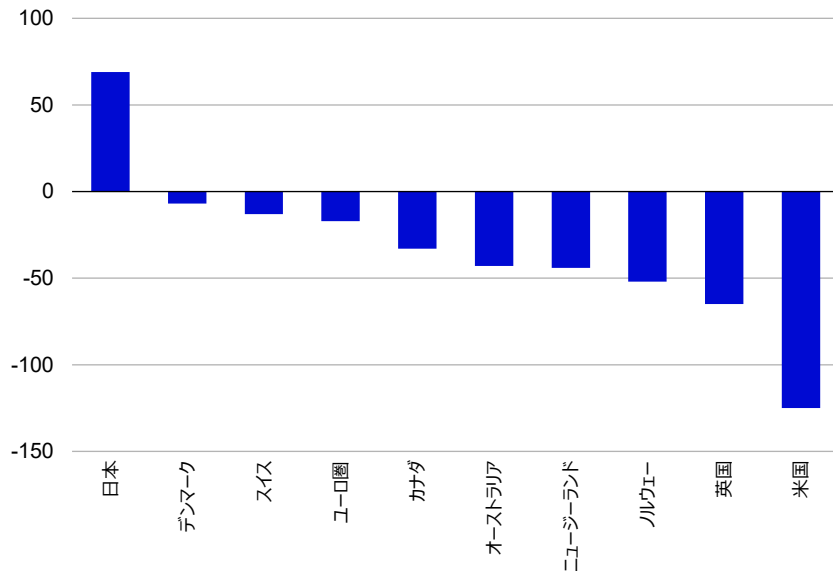
おり、2026年末までに政策金利を1%にまで引き上げると予想しています。

政策金利の軌道におけるこうした乖離は、米ドルの下落を継続的に促すと予想しており、米ドルは長期的な実質貿易加重均衡を上回っていると考えています。金利差の縮小は、米国短期資産の相対的な魅力（キャリートレードを含む）を低下させ、外国人投資家にとって米ドルへのエクスポージャーをヘッジするコストが低下することを意味します。2026年にはヘッジ活動が活発化することで、米ドルに下落圧力がかかると予想されます。ユーロ、日本円、新興国通貨には上昇の余地があるとみています。

ドル安は、新興国市場およびコモディティ関連資産の支援材料となるでしょう。中国という顕著な例外を除き、新興国現地通貨建て債券は魅力的に見えます。世界経済の回復は、工業用コモディティにも一定の支援材料となるでしょう。貴金属も米ドル安と政策金利の低下から恩恵を受ける傾向がありますが、地政学的リスクの減衰により、最近の上昇の勢いが弱まる可能性があります。

こうした政策と通貨見通しは絶対的には米国株を支える可能性があるが、その効果は米国の長期金利の上昇によって相殺される可能性があり、そうなれば米国市場の一部で評価にいくつかの圧力がかかると私たちは考えています。

## 2026年末までの政策金利の市場予想変更（ベースポイント）



注記：LSEG Refinitivによる計算（ニュージーランドはブルームバーグの計算に基づく）に基づき、中央銀行の政策金利の変更について、金利先物または翌日物指数スワップを用いて算出。変更は2026年の最後の中央銀行会合までのものであり、ニュージーランドは2026年9月までとなっている。2025年10月31日現在。

出所：LSEG Refinitiv, Bloomberg L.P., Invesco Strategy & Insights



# AIテーマの集中リスク低減

近年、人工知能（AI）銘柄は世界の株式リターンを牽引してきました。AI銘柄への集中度が数十年ぶりの高水準に達したため、今後、市場全体に対してアンダーパフォームのリスクが高まっていると考えています。<sup>5</sup> 他の投資機会を最大限捉えるために、リバランスを優先します。

人工知能（AI）が近年の投資環境に与える影響は、どれだけ強調しても強調しすぎることはないと思います。2025年（10月末現在）には、ほんの一握りのAI銘柄がS&P500のリターンを半分以上、世界の株式のリターンのほぼ3分の1を牽引してきました。一方、データセンターへの投資は、2025年上半期の米国GDP成長率<sup>6</sup>に1.1パーセントポイント寄与しています。ただし、この数字には部分的に相殺する輸入要素は含まれていません。

投資家は現在、AI投資ブームが行き過ぎているのではないかと疑問を呈し、「バブルなのか？」と問いかけています。これまで、データセンターの構築の多くは、既存の現金および営業キャッシュフローで賄われてきました。しかし今年は、負債の利用や複雑な株式投資、ベンダーファイナンス契約など、懸念の兆候が現れ始めています。

AIバブルをめぐる懸念は、データセンターや関連AIインフラを構築するための設備投資と、AIビルダーの収益との間の緊張関係によって最もよく表れていると言えるでしょう。現在、設備投資は現在の売上高の約6倍のペースで推移しています。これは、この支出ペースを正当化するには、大幅な売上高成長が必要であることを示唆しています。

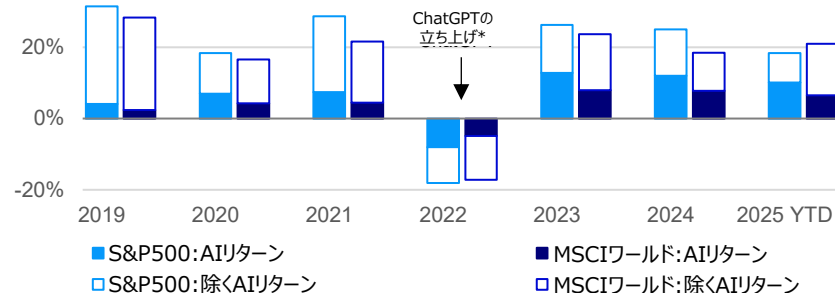
確かに、AIは大きな売上高と収益成長をもたらしています。既存のデータセンターリソースと技術的ノウハウを持つ大手企業（いわゆる「ハイパースケーラー」）は、クラウドコンピューティング事業から大幅なキャッシュフロー増加を実現しています。一方、主要なAI開発企業は、製品ラインナップの急速な拡充とユーザー数の拡大により、3桁の成長率<sup>7</sup>を達成しています。

現段階では、AI投資テーマは継続すると考えていますが、リターンはバリュエーション上昇ではなく、収益成長によって牽引されるようになるでしょう。同時に、集中化とバリュエーションリスクの高まりをうまく乗り切るため、ポートフォリオのリバランスを推奨します。また、より魅力的なバリュエーションにある他のAI投資機会、特に中国のテクノロジー株にも注目しています。

AIテーマは他の角度からも展開する可能性がある」と指摘します。AI導入企業は、新たなコスト効率の向上や新製品の提供を期待しており、これらは厳選された企業への投資機会となる可能性があります。時価総額加重平均型ではない戦略は、リスク管理への賢明なアプローチ手段であると考えます。2026年にAI関連テーマが市場を席巻する場合、当社のリバランス方針が期待通りに機能しない場合があります。

## 近年のリターンの大部分をAIが牽引

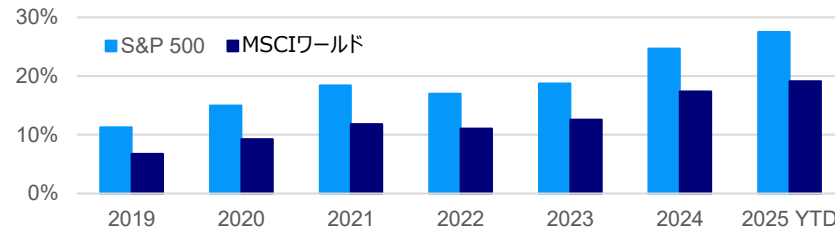
S&P 500およびMSCIワールドの年間リターン



\* ChatGPTは2022年11月に一般公開されました。

## AI関連銘柄が指数に占める割合は増加傾向

S&P 500およびMSCIワールドにおける主要AI銘柄の平均構成比



注記：S&P 500：AIリターンおよびMSCIワールド：AIリターン、NVDA、MSFT、AMZN、META、AVGO、GOOGL、ORCL、AMD（8銘柄）のS&P 500指数全体あるいはMSCIワールドのパフォーマンスへの貢献度を測定します。S&P 500：AIを除くリターンおよびMSCIワールド：AIを除くリターンは、以前リストされた「S&P 500：AI」ないし「MSCIワールド：AI」として分類された8銘柄以外のすべての銘柄のS&P 500指数全体あるいはMSCIワールドのパフォーマンスへの貢献度を測定します。

出所：Bloomberg L.P.およびInvesco Strategy & Insights、2025年10月28日現在。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではなく、損失のリスクを排除するものではありません。指数に直接投資することはできません。



# 新興国市場の強さ

好ましいマクロ経済状況、魅力的なバリュエーション、そして長期的な成長トレンドへのエクスポージャーは、現在の環境下で新興国株式の魅力がますます高まっていることを意味します。

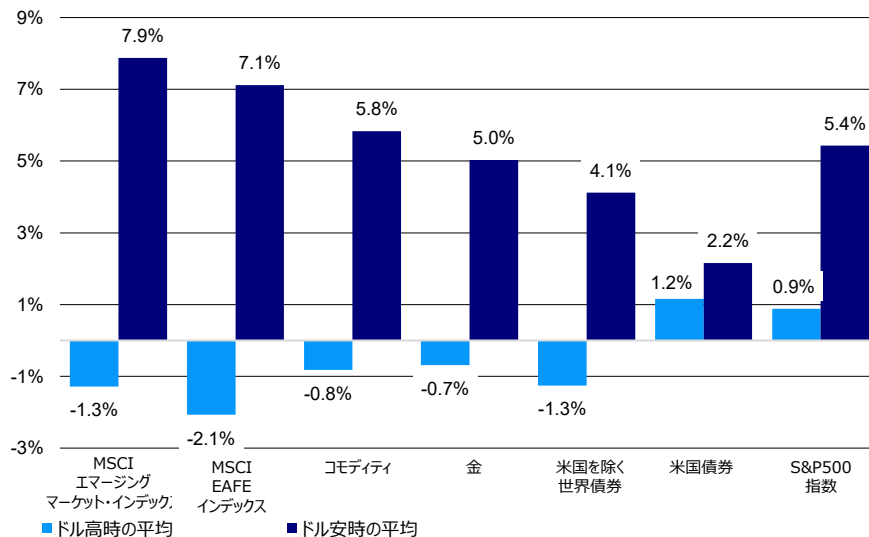
新興国株式は、米ドル建て資産に対して長期にわたってアンダーパフォームしていましたが、2025年には驚異的なリターンを記録し<sup>8</sup>、転換点になる可能性を示しています。この反発は、特に新興国株式が先進国市場、特に米国株式に対して大幅なディスカウントで取引され続けていることから、バリュエーションが依然として魅力的であることを考えると、投資家の関心を高める可能性が高いと私たちは考えています。

今後も、新興国市場のアウトパフォームを促す要因は継続すると考えています。その最大の要因は、米ドル安の見通しです（7ページ参照）。歴史的に、新興国株式はこうした環境下で好調なパフォーマンスを示しており、ドル安局面ではS&P500をアウトパフォームすることが多くありました。

米国の金融緩和サイクルは、新興国中央銀行が引き続き利下げを続ける余地を生み出し、国内需要と株式市場を支えると考えています。こうした金融緩和の柔軟性と、改善するマクロ経済ファンダメンタルズが相まって、新興国市場の力強い成長を支えるものとなっています。多くの新興国経済は、好ましい人口動態、消費の増加、そして投資フローに牽引され、GDP成長率において先進国を上回ると予想されています。

さらに、新興国は構造的な成長テーマ、特に世界的な人工知能（AI）インフラの構築から恩恵を受ける可能性があります。中国はAIおよび関連技術に多額の投資を行っており、これが株式市場のパフォーマンスを強力に牽引する可能性があります。実際、中国株は2025年に好調なパフォーマンスを示しており<sup>9</sup>、政策当局が主要な競争力のある産業への重点的な支援と併せて株主還元の上昇を表明していることから、2026年もこの傾向が続くと予想されます。

## 異なるドル環境（ドル高／ドル安時における四半期平均リターン）の比較



出所：Bloomberg L.P.、2025年8月8日。ドル、S&P 500指数、MSCI エマージング・マーケット・インデックス、MSCI EAFEインデックス、金の米ドル建てスポット価格、Bloomberg商品指数（コモディティ）について、1974年第1四半期～2025年第2四半期の四半期リターンに基づくデータを使用。Bloombergグローバル総合指数（米ドル除く、グローバル債券）は1990年第2四半期（利用可能な最も古いデータ）～2025年第2四半期、Bloomberg米国総合指数（米国債券）は1976年第2四半期（利用可能な最も古いデータ）～2025年第2四半期の四半期リターンに基づく。米ドルのパフォーマンスは実質広範貿易加重米ドル指数に基づく。すべてのリターンは米ドル建て。指数の定義についてはディスクローチャーをご参照ください。指数に直接投資することはできません。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。

# プライベートクレジットによるインカムの分散

プライベートクレジットは、従来のクレジットに加え、多様なインカムの源泉を求める人々にとって依然として魅力的な選択肢です。ベースレートはパンデミック前の水準を上回っており、不動産およびミドルマーケット発行体のキャッシュフローの見通しが改善していることから、プライベートクレジットは2026年においても好調に推移すると予想されます。

**ダイレクトレンディング**：2025年の発行額は低調ながら、オールイン利回りは依然として魅力的であり、特にコア・ミドルマーケットで顕著です。FRBによる利下げは借入コストを引き下げ、発行額の回復を促すと見込まれます。プライベートエクイティの豊富なドライパウダーと、出口案件の滞留は、市場が安定すれば活動の活発化につながる可能性を示唆しています。

金利、景気後退リスク、地政学的緊張に関する不透明感が改善する中、ダイレクトレンディングは引き続き一桁台後半から二桁台前半のリターンを提供しており、変動金利構造、プライベートエクイティスポンサーからの強い需要、そして良好なクレジット見通しに支えられています。<sup>10</sup>

**ブロードリー・シンジケート・ローン (BSL) およびコラテライズド・ローン・オブリーゲーション (CLO)**：利下げ局面への転換に支えられ、BSLは今年も堅調なリターンを期待しています。歴史的に、ローンは利下げ局面（新型コロナウイルス感染症のようなショックを除く）において投資元本を保全しており、中核的な保有資産としての役割を果たしています。金利低下は発行体の利払い費用を削減し、ファンダメンタルズを強化し、デフォルトを抑制すると予想されます。

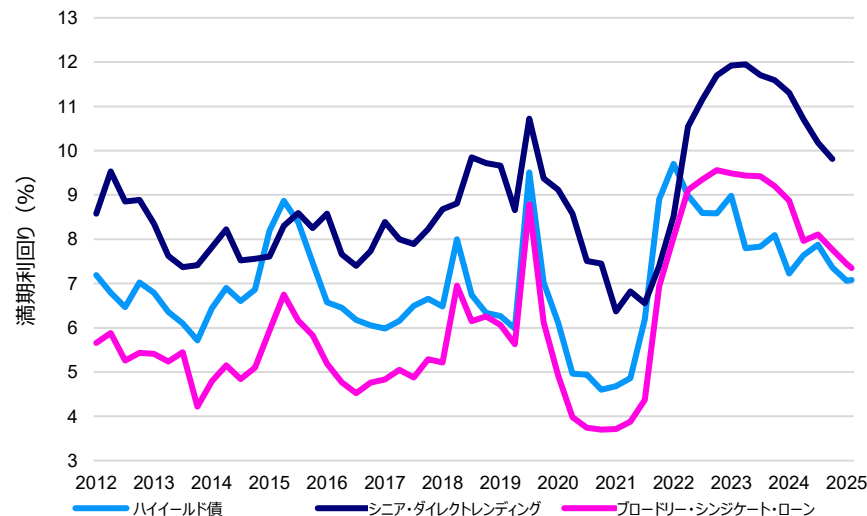
政策金利が低下した場合でも、クーポンは過去の平均を上回り、インカムゲインの可能性を維持すると予想されます。BSL市場は関税関連のボラティリティを限定的なストレスで吸収しています。散発的なデフォルトは、依然として個別性の高い状況となっており、銘柄選択の必要性を浮き彫りにしています。

**ディストレストデット&スペシャルシチュエーション**：ストレスや不確実性が残る領域では、ディストレストデットやスペシャルシチュエーションによるファイナンス提供の機会が見込まれます。新規資金やスーパースニア案件への関心が高まっており、これらはアmendやエクステンド取引に関連しています。プライベートエクイティ (PE) の保有期間の長期化や高水準のベース金利を背景に、キャピタルソリューションの取引量と質は上昇傾向にあります。一方で、パー（額面）を下回って取引されるローンにストレスが顕在化する一方、パー（額面）で取引されるクレジットは引き続き活発に購入されています。こうしたダイナミクスは継続すると見込まれ、複雑性の高い商品を扱う投資家にとって、魅力的なリスク調整後リターンを生み出す可能性があります。

**不動産デット**：不動産ファンダメンタルズは依然として健全であり、集合住宅セクターおよび産業施設セクターにおけるブリッジファイナンスの需要は堅調であると考えています。商業用不動産の価格は5四半期連続で上昇しており、これは不動産価格が十分に底打ちし、不動産セクター全体の見通しが明るいことを示しています。しかしながら、生命科学研究施設およびオフィスには依然として逆風が吹いており、特にオフィスを担保とするローンは、都市とローン実行時のベンチマーク年により状況が異なります。<sup>11</sup>

金利の継続的な引き下げは、クレジット指標への圧力が軽減され、資本市場の流動性が高まることで、貸し手と借り手の双方にメリットをもたらす可能性があるとして予想しています。金利は依然として高止まりしており、不動産デットは、オルタナティブ投資家にとって金利低下に対する潜在的なヘッジとなる金利フロアの恩恵を提供する可能性もあると見ています。

## シニア・ダイレクトレンディングの最終利回り、ブロードリー・シンジケート・ローンおよびハイイールド債との比較



出所：Morningstar, Bloomberg L.P., Cliffwater 2025年10月30日時点の最新四半期データ（ハイイールド社債およびBSLの最終データは月次）。ハイイールド社債、ブロードリー・シンジケート・ローン（BSL）、シニア・ダイレクトレンディングは、Bloomberg High Yield Corporate Bond Index, Morningstar LSTA US Leveraged Loan 100 Index, and the CDLI-S (Cliffwater Senior Direct Lending Index)で表されます。本稿執筆時点で、Cliffwaterは2025年第2四半期（3年物テイクアウト利回り）のデータのみを公表しており、2025年6月30日までのデータです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。

# 当社の資産クラスに対する見方

## 世界株式

### 米国株式



財政政策と金融政策の動向は、絶対値では米国株式を支えるはずですが、バリュエーションの上昇と集中リスクを踏まえ、米国株式へのアロケーションは過去数年に比べて低下させるべきと考えています。

### 米国を除く先進国株式



米国市場以外では、バリュエーションはより魅力的です。バリュエーションの更なる拡大余地が大きいと見ており、世界経済の幅広い改善は、収益成長の加速につながると予想されます。

### 新興国株式



新興国株式は、他の地域と比較してバリュエーションが最も魅力的ですが、新興国内でもバリュエーションには大きなばらつきがあります。中国株は引き続きアウトパフォームする一方、インド株は苦戦する可能性がありますと予想しています。

## 国債

### 先進国債券



実質利回りは今年低下しています。2026年に世界経済の成長率が回復すると予想しているように、実質利回りは上昇し、国債の魅力は低下するでしょう。来年はインフレ率の大幅な低下は見込んでいません。

### 新興国現地通貨建て債券



米ドル安は、これまで新興国現地通貨建て債券に有利に働く傾向がありました。新興国中央銀行は概ねインフレ圧力に直面しておらず、下げ余地が拡大しています。さらに、多くの新興国経済の財政状況についても、私たちは好ましい見方をしています。

## 社債

### 投資適格債



利回りの上昇幅が小さいことから、投資適格債は先進国ソブリン債よりもわずかに選好されています。スプレッドの大幅な縮小は見込んでいません。米国は欧州に比べてオールイン利回りが高いため、投資適格債は魅力的に見えますが、積極的な投資機会欧州の方が大きいと考えられます。

### ハイイールド債



民間セクターのファンダメンタルズは逼迫しているため、デフォルトの大幅な増加は見込んでいません。利回りの上昇幅が限定的であることから、株式でリスクを取るのが賢明だと考えます。米国では利回りが上昇し、政策金利が低下すると予想されるため、米国ハイイールド債は欧州よりもわずかに選好されています。

## コモディティ

### 工業用金属



世界経済の成長加速と米ドル安は、工業用金属の好調なパフォーマンスにとって好ましい条件となると見えています。エネルギーインフラの整備は、多くの工業用金属に対する堅調な需要を意味する可能性があります。

### 貴金属



中央銀行は引き続き金の保有を増やすと予想されます。ETFのポジションは歴史的に見てそれほど高くないため、引き続き需要の源泉となる可能性があります。しかしながら、地政学的リスクの低下とインフレの安定により、2025年よりも上昇幅は限定的になる可能性があります。

## 為替

### 先進国通貨（対米ドル）



米国の短期金利の低下は、日本や欧州との相対的な金利格差が縮小することを意味する可能性が高いです。これは、外国人投資家のヘッジコストを削減する可能性があります。ヘッジがさらに進むと、米ドルに下押し圧力がかかる可能性があります。

### 新興国通貨（対米ドル）



新興国通貨はポジティブキャリーを提供し、インフレや成長の見通しも比較的安定しています。こうした環境下では、ラテンアメリカ通貨が選好されます。

## オルタナティブ

### プライベートクレジット



プライベートクレジットは、伝統的なクレジット以外の多様な収入源を求める人々にとって、依然として魅力的な選択肢です。より穏やかなリスク環境、より良い成長、安定したインフレ、そして米国の金融緩和と政策が、この分野にとって追い風となると考えています。

### 暗号資産（暗号通貨）



暗号資産は他のリスク資産と同様に好調なパフォーマンスを示すと予想しています。また、最近の規制変更により、より多くの投資家や機関投資家がデジタル資産エコシステム、特に大手暗号資産の多くに参加するようになり、構造的な普及の追い風が続いています。

見通しは1～5段階の評価で示され、バーで示されています。左端の数値は最も好ましくない見通しを示し、右端の数値は最も好ましい見通しを示しています。本稿で示された意見は、インベスコストラテジー & インサイトの見通しです。本稿は売買推奨を構成するものではありません。

# 見通しに対するリスク

世界経済と政治情勢は急速に変化しており、世界各地で貿易関係や政治同盟の大幅な再編が見られます。同時に、財政の持続可能性と中央銀行の独立性に関する疑問が最大の関心事となっています。

私たちは、これらの要因やその他の要因がもたらす多くのリスク、そしてその結果として私たちの見通しの過程で生じる可能性のある投資選好の変化を念頭に置いています。ここでは、特に注目すべきリスクと、それらが私たちの投資見通しに与える影響について考察します。

想定されるリスク	リスク要因	想定される展開	当社の基本シナリオ
<b>世界経済の成長減速</b>	世界経済の成長が鈍化し、主要経済国で景気後退局面が到来した場合、当社の見通しは覆される可能性があります。米国を含む多くの国で、企業が雇用抑制から解雇へと舵を切った場合、インフレ率は大幅に低下し、市場はさらなる利下げを織り込む可能性が高いでしょう。	<ul style="list-style-type: none"><li>先進国の国債は株式よりもパフォーマンスが良好となる見込みです。</li><li>米国株と米ドルは、当社の予想を上回るパフォーマンスとなる見込みです。</li><li>新興国市場と景気循環資産は低迷する見込みですが、貴金属はさらに持ちこたえる可能性があります。</li></ul>	<b>来年は世界経済の成長が改善すると予想しています。</b>
<b>インフレは上昇するが、成長は進まない</b>	「世界経済成長の減速」リスクのより極端な形は、新たな供給ショックによって減速が引き起こされ、インフレが本格的に再燃するケースです。このシナリオでは、中央銀行の力が試されることになります。  中国によるレアアース（希土類元素）の供給停止または大幅な制限、その他の貿易摩擦、あるいは石油ショックなどがその引き金となる可能性があります。	<ul style="list-style-type: none"><li>利回り曲線はベアフラット化し、小型株、バリュー株、そして一般消費財、金融、資本財といったセクターを含む、景気循環の影響を受けやすい市場セクターが打撃を受ける可能性が高いでしょう。</li><li>新興市場も反転し、供給ショックの性質によってはドル高となる可能性があります。</li></ul>	<b>2026年には、目標を上回る安定したインフレ率を予想しています。</b>
<b>AIが成果を上げ、米国が優位に立つ</b>	来年、AIの収益化における画期的な進展や、明確な生産性向上が見られれば、大型株の大幅な上昇を誘発する可能性があります。米国政権による政策の大幅な緩和と相まって、米国例外主義への信頼がさらに強まると予想しています。	<ul style="list-style-type: none"><li>このシナリオでは株式市場は上昇する可能性が高いと予想され、これは当社の基本戦略と一致しています。しかし、上昇は米国株が牽引する可能性が高いでしょう。</li><li>外国人投資家がヘッジなしで米国に投資すれば、米ドルも上昇する可能性があります。</li></ul>	<b>世界の株式市場は米国をアウトパフォーマンスし、米ドルは下落すると予想しています。</b>
<b>政治が欧州を不安定化させる</b>	ドイツとフランスでより過激な政党が勢力を拡大した場合、欧州資産はより高いリスクプレミアムを要求し、国内のセンチメントが低下する可能性があります。  フランスの政情は依然として厳しい状況ですが、ドイツでは政治の分裂がより大きなリスクをもたらす可能性があります。これは、公約された財政支出が実現しない可能性が高いことを意味します。	<ul style="list-style-type: none"><li>ドイツおよび欧州全体の株式市場は低迷する可能性があります。</li><li>ユーロは米ドルに対して下落する可能性があります。</li></ul>	<b>来年は欧州経済の成長が改善すると予想しています。</b>
<b>米連邦準備理事会（FRB）の独立性喪失</b>	中央銀行は近年、政治的介入の度合いが高まっています。これまでのところ、金融市場はこうした介入を失敗と捉えています。しかし、理事が解任されたり、新議長が明らかに政治的な人物だったりした場合、FRBが政策ミスを犯していると見られれば、FRBの信頼性はより一層疑問視される可能性があります。	<ul style="list-style-type: none"><li>私たちは実物資産を愛好し、デレーションを短縮します。</li><li>低金利は株式市場に「砂糖のハイ」をもたらす一方で、長期インフレ期待の揺らぎにより債券市場は低迷するでしょう。</li><li>ドルも下落する可能性があり、米国以外の資産はアウトパフォーマンスする可能性が高いでしょう。</li></ul>	<b>FRBは利下げを行う可能性が高いものの、その行動は過度に政治的とは見なされない可能性があります。</b>



# Appendix

## 指数の定義

1. MSCI World Indexは、10月末までの年初来リターンが17.5%でした。  
出所：Bloomberg L.P., and Invesco Strategy & Insights, 2025年10月31日時点。**過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。**インデックスに直接投資することはできません。
2. Bloomberg L.P., EM Local Currency Government Bond Indexは、2025年10月31日時点で年初来リターンが7.82%でした。  
出所：Bloomberg L.P., and Invesco Strategy & Insights, 2025年10月31日時点。**過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。**インデックスに直接投資することはできません。
3. 2005年から2025年にかけて、日本の総国定資本形成（GDP比）は、米国、ドイツ、英国よりも一貫して高くなっています。  
出所：Macrobond, Invesco Strategy & Insights, 2025年10月31日時点
4. 出所：Bloomberg L.P., Invesco Strategy & Insights, 2025年10月31日時点
5. 2025年10月31日時点で最高値となっているS&P 500構成銘柄上位10銘柄のウェイトに基づきます。  
出所：Bloomberg L.P., Invesco Strategy & Insights
6. 出所：Bloomberg L.P., Invesco Strategy & Insights, 2025年10月31日時点
7. 出所：Bloomberg L.P., Epoch AI, ハイパースケラーおよびOpenAIの収益に基づく。2025年10月31日時点
8. MSCI新興国市場指数に基づく、新興国株式は10月に年初来で28.6%上昇しました。  
出所：Bloomberg L.P.
9. MSCI China Indexは、2025年10月31日時点で年初来32.7%上昇しています。  
出所：Bloomberg L.P.
10. 出所：Cliffwater Senior Direct Lending Indexに基づくダイレクト・レンディングのリターン。Real Capital Analytics, Invesco Strategy & Insights, 2025年10月時点のデータ。**過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。**指数に直接投資することはできません。
11. NCREIF ODCE index 2025年6月30日時点

- **Bloomberg Commodity Index (Bloomberg商品指数)**は、幅広く分散された商品価格指数です。
- **Bloomberg L.P. EM Local Currency Government Bond Index**は、新興国市場の現地通貨建て固定利付国債のパフォーマンスを測定します。
- **Bloomberg L.P. Global-Aggregate Bond ex-USD Index** **Bloombergグローバル総合指数 (米ドル除く)**は、世界の非米ドル建て投資適格固定利付債券市場を代表するインデックスです。
- **Bloomberg L.P. US Aggregate Bond Index** **Bloomberg米国総合指数 (米国債券)**は、米国の投資適格固定利付債券市場を代表するインデックスです。
- **Bloomberg L.P., High Yield Corporate Bond Index**は、米ドル建てハイイールド固定利付社債市場のパフォーマンスを計測します。Moody's, Fitch and S&Pの中間格付けがBa1/BB+/BB+以下の証券はハイイールド債に分類されます。インデックスの新興国市場の定義に基づき、新興国市場のリスク国に所在する発行体の債券は除外されます。
- **CDLI-S (Cliffwater Senior Direct Lending Index)**は、主に（95%以上）BDC内のシニアローンおよびユニトラシエローンで構成され、シニアミドルマーケットローンのパフォーマンスを測定するために作成されました。
- 証券貸借には、借り手が証券を期限通りに返却しない、あるいは全く返却しない可能性があるため、損失リスクが伴います。貸付証券を回収できない場合、担保を売却し、市場で代替証券を購入することがあります。証券貸借には、貸付証券の市場価格が上昇し、担保がそれに応じて増加されない場合、損失リスクが伴います。
- **Goldman Sachs US Current Activity Indicator (CAI)** (ゴールドマン・サックス米景気活動指数)は、ゴールドマン・サックスが開発した米国の景気動向を示す独自の経済指標で、動的なマクロ経済モデルを用いて、製造業、調査、支出データなど24の高頻度指標を集約し、米国の経済活動を測定する指標です。
- **Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index**は、米国レバレッジド・ローン市場のパフォーマンスを測定するために設計された時価総額加重指数です。
- **Morgan Stanley Capital International (MSCI) EAFE Index**は、米国とカナダを除く、欧州、オーストラリア、極東諸国を含む先進国市場の大型株および中型株のパフォーマンスを表すように設計された指数です。
- **Morgan Stanley Capital International (MSCI) Emerging Markets Index (MSCI イマージング・マーケット・インデックス)**は、新興国市場の大型株と中型株の動向を反映する指数です。
- **Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index**は、先進国の株式を代表する指数です。
- **NCREIF ODCE (全米不動産オープンエンド・分散型・コア・エクイティ)**は、分散されたコア不動産エクイティ資産に投資するオープンエンド・ファンドのグループのパフォーマンスを追跡する時価総額加重かつ時間加重の収益指数です。
- **Real Broad Trade Weighted US Dollar Index (実質広範貿易加重米ドル指数)**は、米ドルの購買価値を決定するだけでなく、外国通貨に対するドル高・安の影響をまとめるために使用されます。
- **Real Capital Analytics**は、資産保有者、資産運用会社、ブローカー、貸し手向けに、商業用不動産、取引、および参加者に関する業界をリードするグローバルデータベースを提供しています。
- **S&P 500® Index**は、米国の大型約500銘柄で構成される米国株式市場を代表する指数です。
- **S&P 500® Growth Index**は、3つのグロース要因と4つのバリュエ要因に基づいて、S&P 500®指数の構成銘柄の中で高い成長特性を示す銘柄で構成されています。
- **S&P 500® Value Index**は、3つの指標である株価純資産倍率（PBR）、株価収益率（EPS）、株価売上高倍率（SPS）に基づいて、S&P 500®指数の構成銘柄の中で高いバリュエ特性を示す銘柄で構成されています。
- **S&P/LSTA US Leveraged Loan 100 Index**は、レバレッジド・ローン市場における時価総額上位のローン・ファシリティのパフォーマンスを代表しています。
- **S&P MidCap 400® Growth Index**は、米国株式市場における中型株グロース銘柄のパフォーマンスを測定します。
- **S&P MidCap 400® Index**は、米国の中型株銘柄を代表する指数です。
- **S&P MidCap 400® Value Index**は、S&P MidCap 400の構成銘柄のうち、純資産価額、利益、売上高と価格の比率という3つの要素に基づいてバリュエ株に分類される銘柄を測定します。
- **S&P SmallCap 600® Growth Total Return Index**は、配当金やその他の収益の再投資を含め、米国の中型株グロース企業600社のパフォーマンスを測定します。
- **S&P SmallCap 600® Index**は、米国の小型株のパフォーマンスを測定します。
- **S&P SmallCap 600® Value Index**は、純資産価額、収益、売上高と価格の比率という3つの要素に基づいて、S&P SmallCap 600 Indexの構成銘柄のうちバリュエ株として分類される銘柄を測定します。

# ディスクロージャー

## 当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのインベスコ・ストラテジー & インサイト・チームを中心とした運用プロフェッショナル（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

### インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号

加入協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会