



グローバル・マルチアセット 2026 年の見通し

インフレが根強いなか慎重を期しつつ好機を捉えていくバランス感覚が求められる

本稿は 2025 年 11 月 27 日発行の英語レポート「Global multi-asset outlook 2026」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

マルチアセット・チーム

2025 年 12 月 3 日

- 米 FRB は市場予想ほど積極的に利下げを進めない可能性があり、当社では 2026 年はリスク資産についてより慎重な見方をしている。
- バリュエーションは歴史的にみても高水準での推移が続いており、短期的な成長シグナルは良好も、長期的なリターンをめぐる懸念が強まっている。
- インフレ再燃を受けて長期国債には慎重な姿勢、イールドカーブがスティープ化しているソブリン債に注目。
- 債券と株式が正の相関を示してボラティリティが増幅される可能性があり、イールドカーブの中期ゾーンの債券や米ドルが重要な分散投資先となり得る。
- 米ドルは、ポジティブ・キャリーやリスク資産との逆相関が追い風となり、際立った分散投資効果を発揮すると期待される。

2026 年の見通し

2025 年が終わろうとしているなか、振り返ってみると今年の金融市場は荒れ模様ながらも堅調な展開となった。米国による世界各国への追加関税発動が景気に大きな影響を及ぼすと懸念されたものの、2025 年は企業収益が増加し、株式のバリュエーション指標も上昇した。株価は割高な水準に達しており、2026 年の見通しには幾分陰りがみられている。経済成長は好調な様子だが、多くのアナリストは株式市場の割高感を指摘している。当社では、米 FRB（連邦準備制度理事会）が市場の予想ほど利下げを進めるかについて確信が持てないことから、リスク資産に対してより慎重な見方をし始めている。

グロース資産：株価バリュエーションと企業収益を組合わせた場合

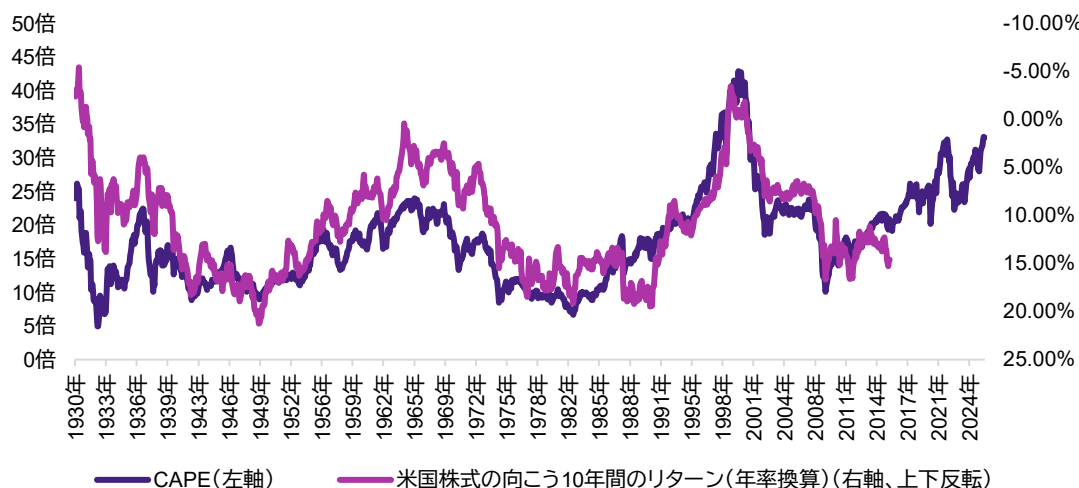
2025 年の株式市場は、4 月に米国が「解放の日」と称して相互関税を発動したことを受けてボラティリティが高まったものの、好調なパフォーマンスを示しており、MSCI All Country World インデックスの上昇率は本稿執筆時点で 19%を超えている。PER（株価収益率）は上昇し、株式市場のバリュエーションは高水準に達している。そうした動きの中心となってきたのが米国市場だ。足元で S&P500 種指数の予想 PER は 22 倍で推移しており、過去にその水準を上回った局面はわずかしかない。多く



グローバル・マルチアセット 2026 年の見通し

の専門家はこの指標を用いて、市場が割高な状況にあり、波乱や IT ブームを彷彿とさせるバブル的状况に陥りやすいと説明している。AI(人工知能)ブームが最終的に同様の結末へと向かうかはまだわからない。しかし、歴史を振り返れば、そうした見解の根拠は容易に理解できる。バリュエーション水準が高くなればなるほど、その後 10 年間にわたってリターンが低迷する可能性も高くなるものだ。

チャート 1: 米国の CAPE* と米国株式の 10 年間の年率リターンの比較

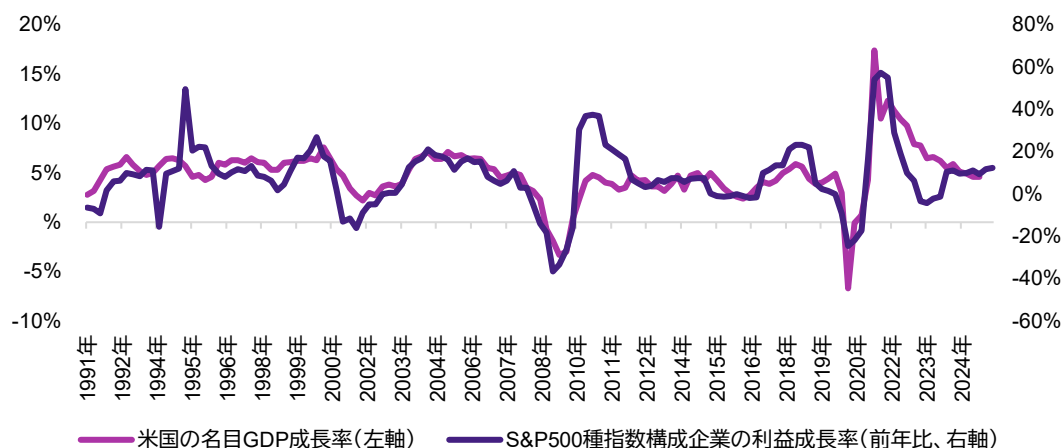


※CAPE は、ノーベル経済学賞受賞者のロバート・シラー氏が考案した景気循環調整済み株価収益率で、シラーPERとも言われる。
出所: 信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

ただし、上チャートに示した CAPE が長期的なバリュエーション指標であるのに対し、市場やメディアは大幅に短い時間軸で動く傾向があり、「(過去はさて置き) 足元でどうなのか」という姿勢になりがちであることを覚えておかなければならない。また、バリュエーションは割高な水準にあるものの、当面のマクロ環境は依然としてリスクテイクを後押ししているように見受けられる。米国経済には、企業の増益を支えるとみられる複数の好材料がある。景気の勢いを維持するために足元で FRB が利下げを実施していること、減税を受けて 2026 年序盤には消費が改善する見込みであること、そして米連邦最高裁判所がトランプ大統領の関税を違法と判断する可能性が高まっており、貿易が後押しされる可能性もあることなどだ。

景気の現状を示す一致指数もこの見解を裏付けており、アトランタ連銀の GDPNow モデルは今四半期の GDP 成長率を 4% と予測している。インフレ率は 3% と安定的に推移しており、名目 GDP 成長率が 2000 年代半ば以来の良好な水準に達する状況は整っている。下のチャート 2 は、米国の名目 GDP と企業利益の伸び率の関係を示したもので、名目 GDP が大きく伸びるときには企業の増益率も 2 桁台に達していることが多い。このように、バリュエーション指標のみに基づいて判断することは難しいと言える。長期的な利益成長は株式市場のパフォーマンスの原動力となる傾向があり、良好なマクロ環境は株価の支援材料になるとみられるからだ。

チャート 2: S&P500 種指数構成企業の利益成長率と米国の名目 GDP 成長率の推移



出所: 信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

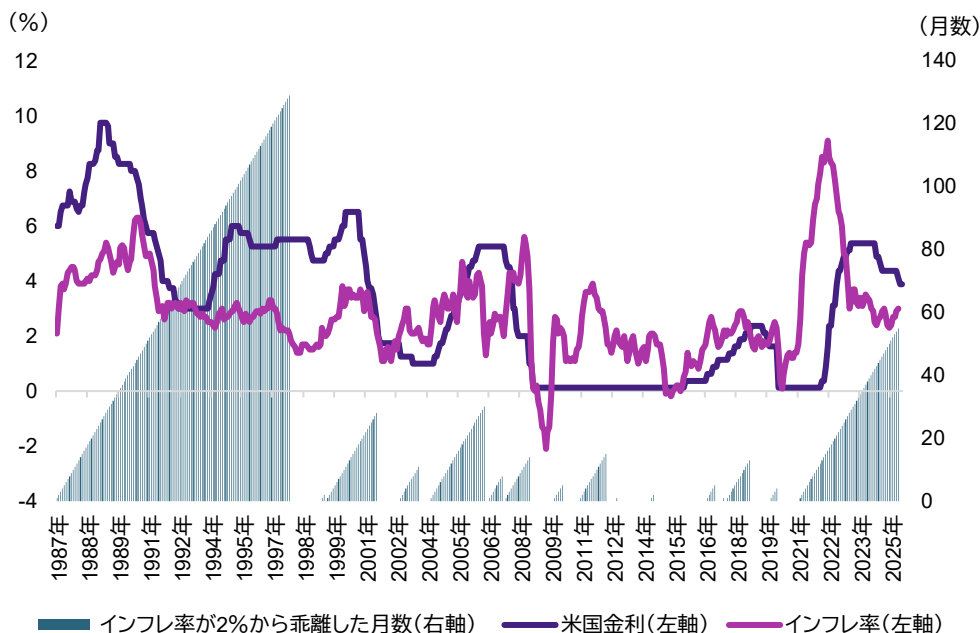
こうしたことから、FRB の動向は株式の投資判断を左右する重要な要素となる(詳細は後述)。高水準のバリュエーションは株式に対する慎重姿勢を強める要因となる一方、好調な GDP 成長率は強気姿勢を強める要因となるからである。FRB が市場予想通りに積極的に利下げを進める場合、当社では 2026 年に株式の選好姿勢を一段と強める可能性が高い。ただし、インフレが予想以上に高止まりする可能性もあり、このシナリオが現実になる可能性は低いと見受けられる。したがって、リスクを警戒する見方を強めており、インフレ圧力が根強いなかでも金融環境が明確に緩和されるかを見極めるべく、FRB からのシグナルを待っている。

米国以外では、概してバリュエーションがそれほど極端な水準にはなく、欧州の公益事業などのセクター、また、シンガポール株式や英国株式はバリュエーション水準やベータ値が相対的に低いことから、よりディフェンシブな特性を発揮するとともにより高い配当利回りをもたらしている。

債券、インフレ率、そして FRB

ポートフォリオを構成するディフェンシブ資産の側においても、同様の問題が見通しを曇らせている。トランプ大統領が FRB に利下げを迫っているものの、慎重な対応が求められる経済情勢下にあるためだ。インフレは予想以上に根強い状況にある。コモディティ相場の再上昇や関税を受けた値上げ、米国政府の財政赤字が対 GDP 比約 6%にのぼることを考慮すると、インフレが本当に収束したのか疑問視するのが妥当だろう。チャート 3 が示すように、インフレ率が FRB の 2%目標から乖離してきた期間は 55 カ月となり、インフレが従来考えられていたほど一時的ではない可能性が示唆されている。これほどのインフレ率の高止まりは 1990 年代半ば以降みられていない。当時、実質金利は IT バブル崩壊まで引き締めの水準での推移が続いていた。

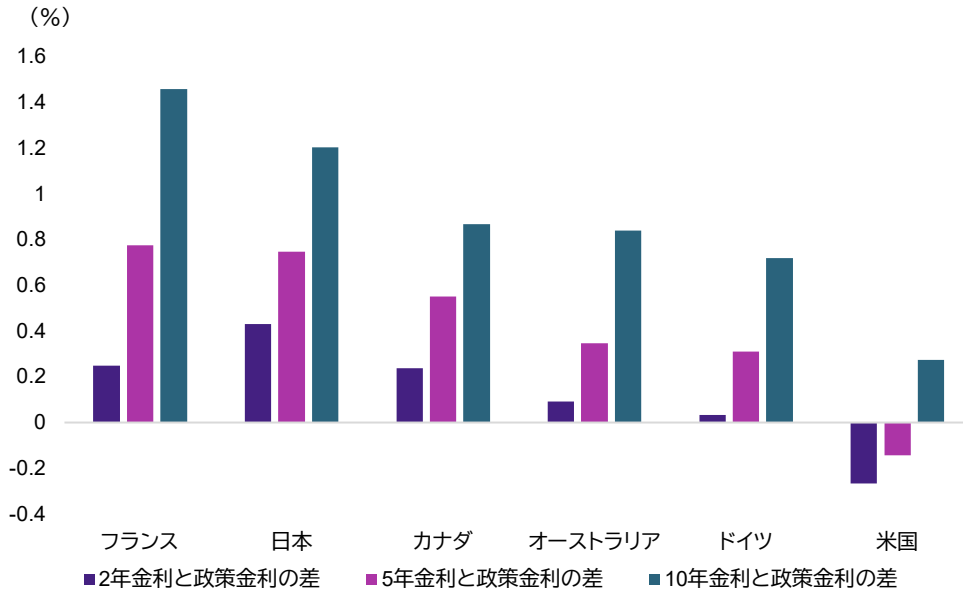
チャート 3:米国のインフレ率が 2%から乖離した期間(月数)



出所:信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

また、米国外では複数の主要中央銀行が追加緩和の一時停止段階に達しつつあるようだ。足元の市場では、カナダ、ユーロ圏、オーストラリア、ニュージーランドの政策金利が 12 カ月先まで据え置かれるとの見方が織り込まれており、利下げが織り込まれているのは英国と米国だけだ。世界的に金融環境が緩和されて景気を支える見通しではあるものの、FRB の利下げ期待が見直される展開となれば世界の金利市場に悪影響を及ぼすだろう。当社では引き続き、今後 6~12 カ月間のインフレ加速リスクに備えて、イールドカーブがスティープ化している国の中期ゾーンの債券に注目しており、現在はカナダや日本などの国に焦点を当てている。

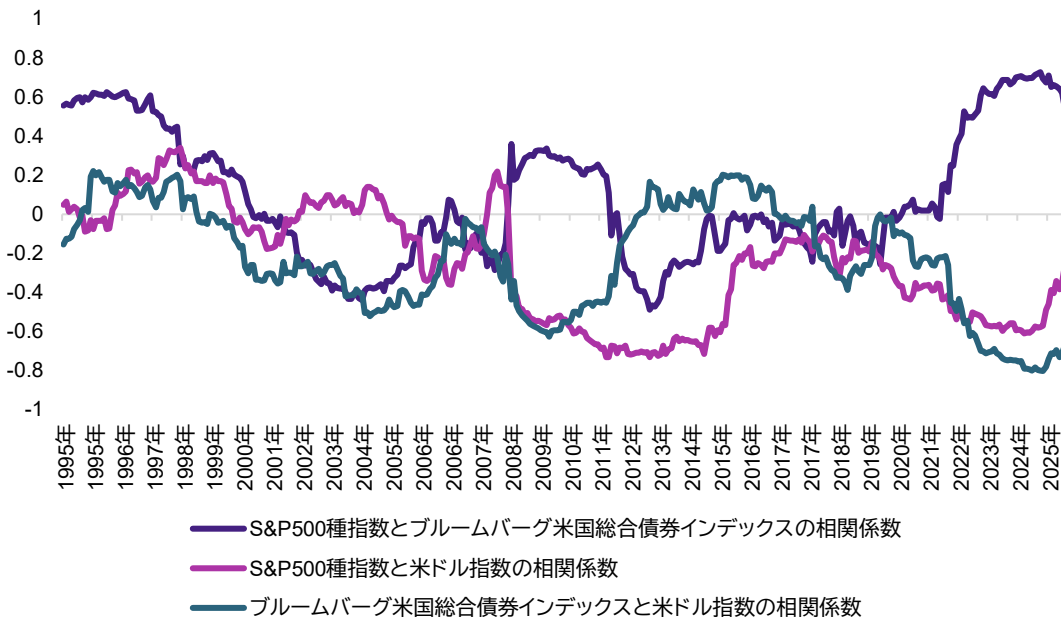
チャート 4: 世界の主要国のイールドカーブ



出所: 信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

このように政策金利見通しのハト派色が弱まっていることに加え、債券と株式は引き続き正の相関関係を示している。マルチアセット・ポートフォリオにおいては、長期債を組み入れることでボラティリティが増幅される状況となっており、長期債の分散投資効果が低下している。こうした債券と株式の相関関係は市場の上昇局面ではプラスに働く場合もあるが、市場の下落局面ではその悪影響を即座に痛感することになるだろう。一方、米ドルのロングポジションは債券と株式の両方に対する分散効果を発揮しており、タカ派的な政策金利動向を受けて債券と株式がともに冴えない展開となる場合に備える有効な手段となり得る。

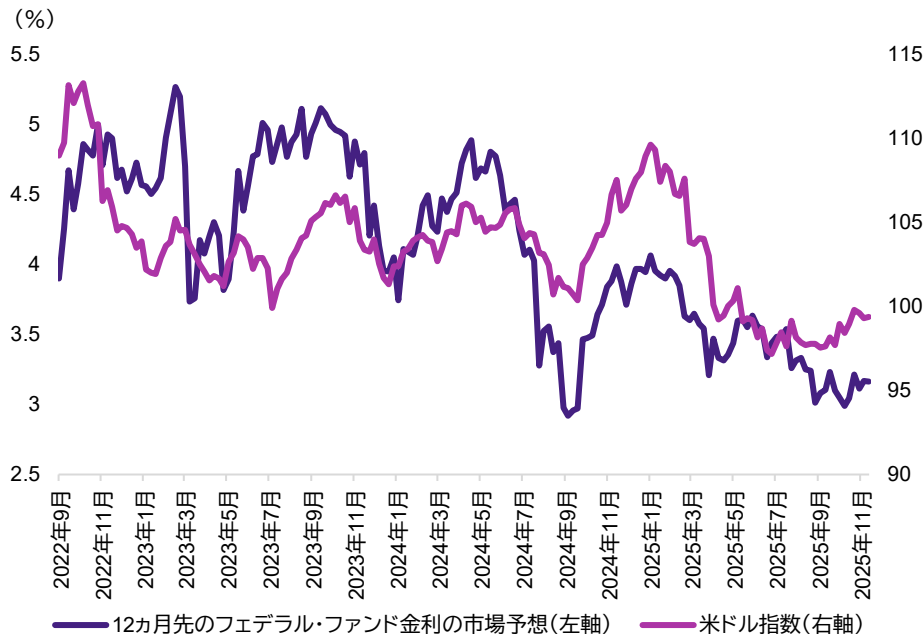
チャート 5: 米国債券・株式は引き続き正の相関関係を示している



出所: 信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

2022 年に FRB が最後の利上げを実施して以降、米ドルは 12 ヶ月先の政策金利の市場予想に概ね沿って推移してきた。市場で大幅利下げ観測が広がると米ドル安が進み(チャート 6 参照)、世界の景気を下支えしてきた。米国のインフレ率が 3%を上回って推移し続け、政策金利も同水準を上回り続ける場合、他の通貨に対するポジティブ・キャリーが引き続き米ドルの追い風になるとみられる。幅広い金融資産と逆相関の関係にあることから、米ドルはポートフォリオを構築する際の効果的な投資先となり続けている。

チャート 6:米ドルは再び上昇するか



出所:信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

まとめ

以上を総合し、マルチアセット・ポートフォリオの観点から慎重なスタンスを強めており、長らくプラスに維持してきた株式のスコアを中立に引き下げている。さしあたって 2026 年は経済成長が堅調に推移しそうな兆しがあり、企業収益の伸びを支えると思われるものの、バリュエーションが割高な水準にあることから様子見モードを維持している。FRB が市場予想通りに利下げを進める場合、債券と株式の両方に有利な状況となる可能性が高いだろう。しかし、インフレが高止まりして中央銀行がよりタカ派的な対応を迫られる場合、2026 年は市場のボラティリティが高まる展開となる可能性がある。

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。