2025年第3四半期（7-9月期）のレビューと見通し概要

2025年10月14日

ポートフォリオ・テーマ

- Fisher Investments（以下「当社」）では、現在の世界強気相場は継続すると考えます。投資家心理は改善しつつある一方、依然続く政治経済面の懸念が期待値を低く抑えているため、ポジティブサプライズの余地を残しています。
- 2025年の年末まで欧州およびバリュー株が世界株式パフォーマンスを引き続き牽引すると予想します。ただし、米国およびグロース株に関しても好パフォーマンスを見込んでいます。
- 世界的なインフレ低下を受けて、FRBは政策方針を検討している一方、多くの中央銀行が利下げしたことでイールドカーブがスティープ化し、非米国株式にとっては追い風となっています。

市場見通し

- **関税は懸念された展開にはなっていない:** 係争中の訴訟、新たな貿易ディール、予想を下回る関税徴収額など、米国関税による影響は懸念されたほど悪くはありません。最悪シナリオは4月に株価に織り込まれましたが、現実化しそうにないとわかるにつれて、市場は急反発しました。
- **市場調整後の楽観論は強気相場終焉を示唆してはいない:** 年序盤の市場調整後に投資家心理は楽観度が増しましたが、依然続く政治経済面の懸念は、現在の強気相場が陶酔状態には達しておらず、「懸念の壁」も健在であることの証左と言えます。
- **経済面の追い風が現在の強気相場を引き続き牽引するだろう:** 関税引き上げにもかかわらず、欧州を中心に企業業績は成長を続けて市場期待値を上回っています。関税対象物品の価格上昇は他の物品のディスインフレで相殺され、インフレと金利は引き続き低位安定する可能性が高いでしょう。

2025年も第3四半期まで終わり、世界市場は高値を更新、当社が予想している堅調な強気相場年の実現へ向けて順調です。MSCI ACWIは第3四半期に7.6％上昇し、力強い2桁の年間リターンという当社予想へ向かっています。[i] 当社では強気姿勢を維持していますが、投資家の楽観論が増すなかで今こそ落ち着きを保つべきタイミングです。グローバルな市場環境は全体的に好材料に恵まれている一方、注視すべき点も多く存在しています。

新興国市場（EM）の成長は第3四半期も続き、関税や貿易政策に関する懸念にもかかわらずMSCI EM指数は10.6％上昇しました。[ii] 7月31日に米国が世界の貿易相手国に対して見直し後の関税率を公表するなか、複数のEM諸国が米国と貿易合意に達したことでEMに対する投資家心理を押し上げました。現在、大半のEM諸国にとっては米国が適用予定の関税率を巡る状況が少なくとも幾分かは明確になり、適切に対応する時間を得られています。EM全体については、米国の関税による影響にもかかわらず、構成国全体の下支えとなっている経済の強さと堅調な市場ファンダメンタルズへの認識が高まるに伴い、投資家心理は上向きつつあります。

ファンダメンタルズ面で、現在の強気相場には多くの追い風が吹いています。経済ドライバーは順調です。GDPは、世界の大半で穏やかに成長しています。米国の関税は、市場調査では依然として不人気な政策であり、経済への逆風を増やしたものの、成長を阻んではいません。欧州を中心に企業業績は成長を続けて市場期待値を上回っています。インフレは人々が望む水準ではないものの、大きな心配事ではありません。イールドカーブは利下げの効果もあって特に米国外でスティープ化し、経済成長とバリュー株を全体的に下支えしています。世界の政治面ではイベントが多いものの、先進諸国では政治膠着が増しています。当社では、こうした要因は全て強気相場継続に十分な状況を提供していると捉えています。

投資家心理の面でも、強気相場継続に好ましい状況にあるようです。市場調整時に通常見られるように、春頃の市場下落によって投資家の期待値が大きく引き下げられ、ポジティブサプライズに向けた下地を作りました。これが、強気相場が最後に市場調整を経た後に調整前の高値を取り戻してから平均14ヵ月持続する傾向にある、主な理由の一つです。[iii]

そして、関税やその他の逆風にもよらず経済成長が続いていることを投資家が理解するに伴い、夏場を通してムードは大きく改善しました。人工知能（AI）を巡るあらゆる事柄が、その恩恵が期待される銘柄への盛り上がりを生み続けました。これらは全て広く知られている要因ですが、投資家心理のさらなる高まりを示唆しています。陶酔状態にはなく楽観ムードへと戻りつつあり、このような状況は好リターンをもたらす傾向にあります。強気相場は、最終的に陶酔状態に達して人々の懸念が全てなくなるまで凸凹した「懸念の壁」を上ると言われます。現在の強気相場の懸念の壁には、誤った懸念が多くあります。現在も続く数多の地政学的懸念や紛争、高いPERや他のバリュエーション水準、欧米諸国の債務不安、米ドル安、金利動向などです。これらは全て広く知られているものであり、株価にとって長期的な打撃にはならないと当社は考えています。

現在起きている米国の政府閉鎖が、引き続き盛んに報道されています。ただ、既に多くの人々は、これが誤った懸念であると認識しています。歴史的に、政府閉鎖により市場と経済が広く悪影響を受けるという不安は、その閉鎖が起きる前から最中にかけて広まってきました。現在、政治的影響を声高に伝える報道は見られるものの、経済または市場への影響を不安視するものはほとんどありません。賢明にも人々は概ね――完全ではないにせよ概ね――先へ進んでいるようです。

投資家心理が上向きつつありAI熱も広まっている状況を受けて、これまで以上に人々は1990年代との類似性を見つけ、現在の活況はまもなく終わるだろうと考えています。妥当な点もありますが、そうでもないものもあります。気づいた類似点が強気材料であれ弱気材料であれ、当時と今を結び付けたところで、現在の強気相場がいつどのように終わるのかはわかりません。当社では、このようにバブルを探し求める行為は、現在の強気相場がまだ陶酔的なピークに達していないことのもう一つのサインと考えています。バブル崩壊観測は、それ自体も含めて不安の現れであり、陶酔状態の兆候ではありません。

しかし、全ての強気相場には終わりがあります。当社では、現在の強気相場が終わりつつあるとは考えていませんが、いくつかの潜在的な危険性は注視しています。米国大統領の任期2年目に株価は下落する傾向が比較的高いこと、FRB首脳陣の変更に伴う金融政策リスク、関税に対する最高裁判決が近づくに伴う不透明感、プライベートエクイティやプライベートクレジット市場におけるリスクの外部波及、暗号通貨暴落による株価への悪影響、2026年中間選挙での想定外の展開、といったことです。

ただ、大抵の弱気相場、特に大規模で長期にわたるものは、突然の暴落ではなく軽度の下落から徐々に始まるため、上述の危険性を注意深く見張る時間があります。弱気相場は徐々に下落し始め、最も大きな下落は終盤にかけて起きる傾向にあります。弱気相場全体での下落幅は、月次では平均2％程度が通常です。そのため、市場が史上最高値を更新した後の状況を評価分析し、弱気相場が醸成されつつあるかどうかを見定めるための時間――少なくとも3ヵ月――があります。当社では見通しを誤る可能性を常に意識し、強気相場のピークをピンポイントで当てようとはしません。代わりに、弱気相場が始まりつつあるかどうかを時間をかけて検証し、ポートフォリオのポジショニングをよりディフェンシブに変更するリスクを正当化できるだけの大幅下落が十分な確率をもって起き得るかどうか見定めるべく努めます。

強気相場の終わり方には、一般的に「壁」か「ワロップ」の2パターンがあります。「壁」は、株価がいわゆる懸念の壁の頂上に達して期待値が過熱し、悪化しつつある状況を投資家が無視するなかで弱気相場が忍び寄るというものです。「ワロップ」は、2020年のコロナ禍によるロックダウンのように、懸念の壁を上り切る前に突如として未曽有の巨大なネガティブサプライズが市場に大打撃を与えるというものです。当社では継続的に状況を注視しているものの、現時点ではいずれのパターンも間近に迫っている兆候は見当たりません。

ただし、市場のボラティリティは、いつでも特段の理由もなく起きる可能性があります。強気相場は、今春のような市場調整の後は少なくとも12～18ヵ月間は続くことが多いものの、今年終盤に二度目の市場調整が起きる可能性を排除するものではありません。万一起きた場合には、辛抱強く、株価が今年4月の底値からいかに素早く回復したかを思い出すべきでしょう。そうした辛抱ができれば、ボラティリティを避けようと試みるよりも、長期的にはより大きなリターンに繋がる可能性が高いと考えます。

[i] 出所: FactSet、2025年10月1日時点。MSCI ACWIリターン、税引き後配当込み、2025年6月30日～2025年9月30日および2024年12月31日～2025年9月30日、米ドルベース。

[ii] 出所: FactSet、2025年10月1日時点。MSCI EM指数リターン、税引き後配当込み、2025年6月30日～2025年9月30日および2024年12月31日～2025年9月30日、米ドルベース。

[iii] 出所: FactSet、2025年9月29日時点。1928～2024年のS&P500指数で強気相場が最後に起きた市場調整から回復した時点から強気相場が終わった時点までの平均期間に基づく。

開示事項

FISHER INVESTMENTS JAPAN

Fisher Investments Japan Limitedの支店であるFisher Investments Japan（以下「当社」）は、金融商品取引業者として金融庁に登録されています（関東財務局長、金商：2766号）。また、当社は、日本投資顧問業協会の会員でもあります。投資一任運用業務を提供する際、当社は、米国の親会社、Fisher Asset Management, LLCに投資運用業務を委託するか、顧客の資産を親会社が運用するファンドにお客様の同意の下に投資します。投資助言または代理業を提供する際、当社は、関連会社が提供する投資運用サービスを、日本国内の認可を受けた投資一任運用業者および海外の特定の種類の顧客に契約締結の媒介をします。当社は、ファンドの販促、勧誘、または販売は行いません。株式やその他の金融商品への投資には元本の損失リスクが伴います。

当社と投資一任契約を締結する前に、『投資一任契約に関する契約締結前の情報の提供』を必ずお読みください。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示すものでも保証するものでもありません。

上記のコメンタリーは、当社の独自の判断と評価に基づく当社の一般的な見解を示すものです。本資料は、法務、税務、投資やその他のアドバイスを提供するものではなく、また、特定の有価証券の売買を推奨するものでもありません。本資料内容の正確性は作成時点のものであり、本資料はその内容の完全性を意図して作成したものではありません。当社はここに記載された情報の更新責任を負いません。いかなる運用戦略においても、その運用実績を保証することはできません。株式市場への投資結果は大きく変動する可能性があります。投資結果は、経済の不透明さや利率、物価指数、与信状況、法改正や政治環境など、一般的な経済情勢や市場環境によって大きな影響を受ける可能性があり、元本の損失リスクを伴います。為替相場や換算レートの変動が投資効果を減少させる可能性もあり、元本の損失リスクを伴います。発行体の事業状況や財務状況の変化、または第三者による発行体の評価の変化等により、金融商品の価格が変動し、損失が発生する可能性があります。新興国市場投資は、平均よりも高いリスクを伴うため、その流動性は低く、投資対象物の価格がより大きく変動する可能性があります。また、新興国市場では法的な制度や枠組みも未整備なケースもあります。そのため、新興国市場投資の諸リスク要因が同時に発現したり、複数のリスク要因が影響し合って増幅する可能性があります。

FISHER INVESTMENTS

Fisher Investments （以下、「FI」といいます）は、米国証券取引委員会に登録している投資顧問業者です。2025年9月30日現在、FI はその完全子会社が委託された資産を合わせ、約3,620億米ドルを運用しています。本資料におけるFisher Investments機関投資家グループのコンポジット運用資産額には、機関投資家向けのSMA口座、およびビークルの種類により機関投資家と個人投資家の双方が投資可能な合同運用ビークルの資産を算入しています。FI およびその子会社は、Fisher Investments機関投資家グループ（FIIG）、Fisher Investments米国プライベート・クライアント ・グループ、Fisher Investments プライベート・クライアント・グループ・インターナショナルの主要3事業部を運営しています。これらのグループを通じ、企業年金基金、公的年金および組合型企業年金基金、財団・寄付基金、保険会社、医療機関、政府および富裕層個人など、多様な投資家からなるグローバルな顧客層に対してサービスを提供しています。FI のインベストメント・ポリシー・コミッティー（IPC）は、全投資戦略の投資判断に責任を負います。

各指数について

MSCIオール・カントリー・ワールド指数

MSCIオール・カントリー・ワールド指数（MSCI ACWI）は、先進国および新興国市場の株式市場の運用実績を測定するよう設計された、浮動株調整時価総額加重指数です。MSCI ACWIには、23の先進国市場および24の新興国市場の指数から成る47ヶ国の指数が含まれています。別途記載がない限り、ここに示すリターンには予想される源泉徴収税を差し引いた後の配当が含まれます。MSCIが予想される源泉徴収税を計算しており、計算には構成銘柄の企業が設立された国において、二重課税回避条約の恩恵から除外される、非居住者の機関投資家に適用される税率である最大税率が使用されています。

MSCIエマージング・マーケット指数

MSCIエマージング・マーケット指数（MSCI EM指数）は、新興国市場の株式市場の運用実績を測定するよう設計された、浮動株調整時価総額指数です。MSCI EM指数には、24の新興国市場の指数が含まれています。別途記載がない限り、ここに示すリターンには予想される源泉徴収税を差し引いた後の配当が含まれます。MSCIが予想される源泉徴収税を計算しており、計算には構成銘柄の企業が設立された国において、二重課税回避条約の恩恵から除外される、非居住者の機関投資家に適用される税率である最大税率が使用されています。

S&P500指数

S&P500指数は、米主要大型株500銘柄のパフォーマンスを測定し、スタンダード・アンド・プアーズが決定した主要業種における主要企業の代表サンプルを含んでいます。

MSCI EAFE指数

MSCI EAFE指数は、先進国21ヵ国に上場する大・中型株の運用実績を表すよう設計されています。対象国には欧州、オーストラレーシア、極東の各地域に属する国々を含み、米国とカナダは含みません。同指数には多くの地域および市場セグメント／サイズ別指数があり、対象21ヵ国のそれぞれについて、浮動株調整時価総額の約85％をカバーしています。