



## 2025年: 「銀行と防衛」からビッグテックまで



ジェレミー・リチャードソン  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
グローバル株式チーム

2025年12月

2025年は、経済および政治状況に変化が見られ、グローバル株式市場でも興味深い動きがありました。年末を迎え、グローバル株式チームのシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるジェレミー・リチャードソンが、株式市場を動かしてきた重要な出来事を振り返ります。

### 概要

グローバル株式市場は今年も好調で、3年連続で20%近いリターンを提供しています（米ドルベース）。興味深いことに、このパフォーマンスは米国以外の市場が牽引しており、米国は他の多くの株式市場に遅れをとっています。

### これまでの株式市場の動向



MSCI World Total Net Return Index、MSCI USA Total Net Return Index、MSCI EAFE Total Net Return Index、2024年12月31日を100として指数化。Bloomberg、2025年10月31日時点。

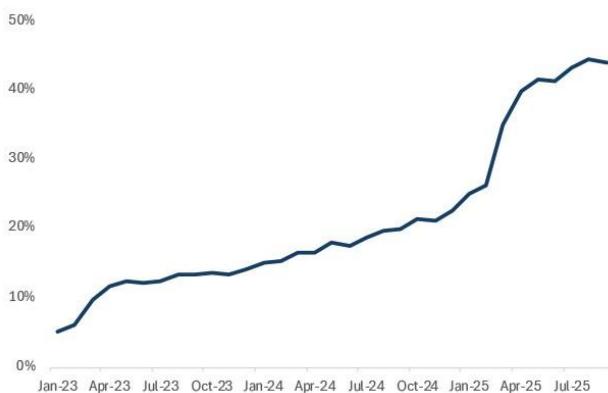
しかし、晩春から初夏にかけて米国は他の国々に追いつき始めました。米ドルの弱さは今年の重要なテーマとなりました。また、サステナビリティに関する逆風が一部の投資家のパフォーマンスに影響を与えました。

例えば、航空宇宙・防衛産業は今年、際立ったパフォーマンスを示しています。一方、食品産業は遅れをとっています。同様のシナリオはタバコ対ヘルスケアのセクター間でも展開されました。炭素排出量の高低という観点から見ると、高排出の電力産業は好調だった一方で、低排出の金融グループは低調でした。

## 米国企業のAI採用が転換点を迎え、設備投資が増加

AIは今年の主要な話題のひとつであり、春頃にきっかけとなる出来事がありました。下図のRamp AIインデックスは、AIを採用する民間企業の割合の変化を示しています。ChatGPTはチャットボットから人々の労働を助けるAIへと進化しました。これにより、より広範囲にAIストーリーが確かなものとなり、その可能性がより具体的に感じられるようになりました。設備投資の見通しは増加しており、それに伴い業界における活動が顕著に活発化しました。

### AIを活用したモデル、プラットフォーム、およびツールの有料サービスを利用する米国企業の割合



#### Ramp AI Index、2025年10月30日時点

Ramp AI Indexは、米国企業におけるAI製品とサービスの採用率を測定します。サンプルには、Rampの法人カードと請求書支払いプラットフォームのデータを使用して、4万以上の企業と数十億ドルの法人支出が含まれています。

株式市場における2つめの主要な話題は、欧州の政府支出の優先順位の変更、そして欧州域内の拡張的な財政アプローチと低金利の組み合わせでした。この状況を背景に、欧州では「銀行と防衛」をテーマとした株式取引が活発になりました。特に、航空宇宙・防衛産業は、数十年にわたる投資不足の後の再軍備の恩恵を受けて好調に推移しました。一方、ECBの利下げはイールドカーブの短期部分に影響を与えましたが、財政支出の拡大を受けてイールドカーブの長期部分は上昇しました。この結果、純金利マージンが拡大したことから、銀行はその恩恵を受けました。

## 「銀行と防衛」が欧州株式市場を牽引

この「銀行と防衛」というテーマは市場において非常に強力な推進力となり、株式市場のリターンに影響を与えるました。2025年10月末時点で、金融グループと航空宇宙・防衛企業がMSCI EAFE指数の総リターンのほぼ半分を占めていました。さらに、指標の上位10社が、全リターンの29%を占めていましたが、パフォーマンスへの貢献としては比較的分散していました。

対照的に、米国ではAIが支配的であり、その結果、リターンへの貢献は非常に異なっています。2025年10月末時点で、MSCI USインデックスにおいて半導体、インタラクティブメディア＆サービスおよびソフトウェアが最も強力に貢献しました。パフォーマンス寄与は一握りの企業に集中しており、米国の上位10社が全リターンの約60%を占めています。米国市場も20%近く上昇しましたが、その内容は他の市場とは大きく異なりました。

## クオリティ銘柄は世界的に苦戦し、バリュー銘柄は上昇

今年、米国のクオリティ銘柄はそれほど好調ではありませんでしたが、世界の他の地域ではさらに大きく苦戦しました。「銀行と防衛」企業はそれほどクオリティの高い銘柄ではありません。これらは数十年間にわたり低収益に陥っていた産業です。特に欧州の銀行業界は、世界金融危機後の統合が不十分で過剰な構造を抱えています。政府・中央銀行といった最後の貸し手は国民の税金によって支えられているため、国境を越えてリスクを取りに行くことは難しいでしょう。また、ドラギ・レポートの業界再構築と規制緩和は実際には実現されていません。今年はクオリティの高い企業が苦戦しており、代わりに低クオリティの企業が実際には良好なリターンを上げています。

バリュー銘柄は欧州で好調であり、一方米国では不調でした。米国市場は、投資家が未来を見据えておりバリューではない要素によって動かされていますが、世界の他の地域では「銀行と防衛」といったテーマが短期的な注目を集めています。

## その結果、地域的な哲学的課題が生じました

これは、魅力的なバリュエーションの優良企業に着目する私たちのような長期的アクティブ株式投資家にとって、哲学的な逆風を生み出しました。

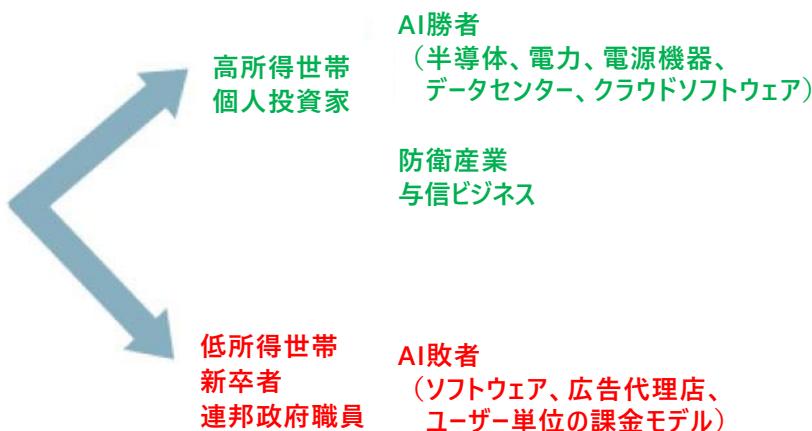
米国には多くの優れた企業がありますが、魅力的なバリュエーションでそのような企業を見つけるのは困難です。対照的に、米国外では魅力的なバリュエーションの企業はありますが、優れた企業はそれほど多くありません。今年、市場の方向性は大きく分かれましたが、私たちのポジショニングに関しては、常に割高な企業を避け、厳選した銘柄選択を行うアプローチとしています。

## 今後の展望: K字型経済とK字型市場

K字型経済とは、米国ではお金を持っている人々がうまくやっている一方で、持っていない人々が苦労しているという考え方です。現在、資金を持っている人々は市場取引の恩恵を受けていますが、資金を持っていない人々、例えば新卒者や若い消費者は市場に参加していません。また、市場自体でも、いわゆるAIの勝者と敗者の間で、同様なK字が見られています。この状況は2024年末とは異なっています。1年前「マグニフィセントセブン」が注目のテーマとなりましたが、現在のAI主導の市場においては、この新しい環境で成功する企業とそうでない企業との間に大きな差が見られるようになっています。

投資家にとっては、ポートフォリオが適切にバランスされていることが重要でしょう。それは、ポートフォリオを健全に保つことを意味します。K字型の上方向に位置する好調な企業を通じて利益を得るだけでなく、取り残されている強力なファンダメンタルズを有する企業に目を向けることも重要です。そのような企業は魅力的な相対価値を提供するでしょう。

### K字型経済とK字型市場



RBCグローバル株式チーム、2025年10月31日時点

特に記載のない限り、すべてのデータはブルームバーグから取得しています。



RBC BlueBay  
Asset Management

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (Royal Bank of Canada (RBC)) の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management (U.S.) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc. (RBC GAM Inc.)、RBC Global Asset Management (UK) Limited (RBC GAM - UK)、RBC Global Asset Management (Asia) Limited (RBC GAM - Asia)、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、英国金融行動監視機構 (FCA) によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay  
Asset Management

## ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	フライペート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

## ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意下さい。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上