



## マーケット・ビュー: 債券と株式

2025年の振り返りと2026の見通し

RBCブルーベイ

2025年12月

### 当社の債券戦略

#### グローバル債券

マーク・ダウディング、RBCブルーベイ債券部門CIO



RBCブルーベイでは、  
投資専門家がダイ  
ナミックな市場環境  
や異なる資産クラス、  
地域、投資機会に  
おいて、横断的に  
運用しています。  
当レポートでは、  
2025年の主要な出  
来事を振り返るとともに、2026年に起  
ることについて、  
投資専門家の見解  
を共有いたします。

- 2025年は、グローバル市場にとって全般的に不安定な1年となりました。関税政策の激変や米国経済の底堅さ、金融政策の転換、信用市場ダイナミクスの進展がその背景にありました。そのような状況が米連邦準備制度理事会(FRB)政策転換につながり、積極的な利下げではなく、長期に亘る政策金利の据え置きに反映されました。社債市場は、低位に留まった景気後退リスクに支えられ、アウトパフォームしました。日銀による国債購入オペの停止決定や、新政権による金融緩和へのコミットメントは、円安を招く要因となりました。
- 全体として、2026年は、経済成長の持続や安定した政策金利、クレジット市場における投資機会の年になると予想されます。
- 米国経済は引き続き堅調な成長軌道を維持し、減税や人工知能(AI)支出、規制緩和などに支えられ、成長率は3%以上に加速する可能性があります。
- FRBは、2025年12月の利下げ実施の後、政策金利を据え置く可能性があり、インフレのリスクは、ダウンサイドよりもアップサイドの方が大きいとみられます。長期国債利回りは、通常の金利水準とみなされる水準で、一定のレンジで取引されると予想しています。グローバル社債市場はアウトパフォームを続けるとみられ、キャピタル・ゲインよりもキャリー(利回り)を重視した投資がこれを主導するとみています。社債は、国債や現金を上回るパフォーマンスになるでしょう。
- 2026年の米財政赤字は、関税収入の増加によってわずかに縮小すると予測されています。しかし、長期的な債務持続可能性に対する懸念は依然として燻り、特に英国やフランスのように、高い財政赤字水準や低成長が大きな課題となっている国では顕著です。
- 高格付社債は引き続き概ね安全性を維持すると予想される一方、プライベート市場は高レバレッジによって、デフォルト・リスクの上昇に直面する可能性があるでしょう。特に劣後債や質の高いCLOトランシェといった領域において、これらのリスクを適切に管理し、投資機会を特定するためには、アクティブな銘柄選択が引き続き重要です。市場のばらつきの拡大は、アクティブ運用者によるアルファ創出の機会を生み出すとみて、期待しています。

## 米国債券

アンドレス・スキーバ、米国債券ヘッド

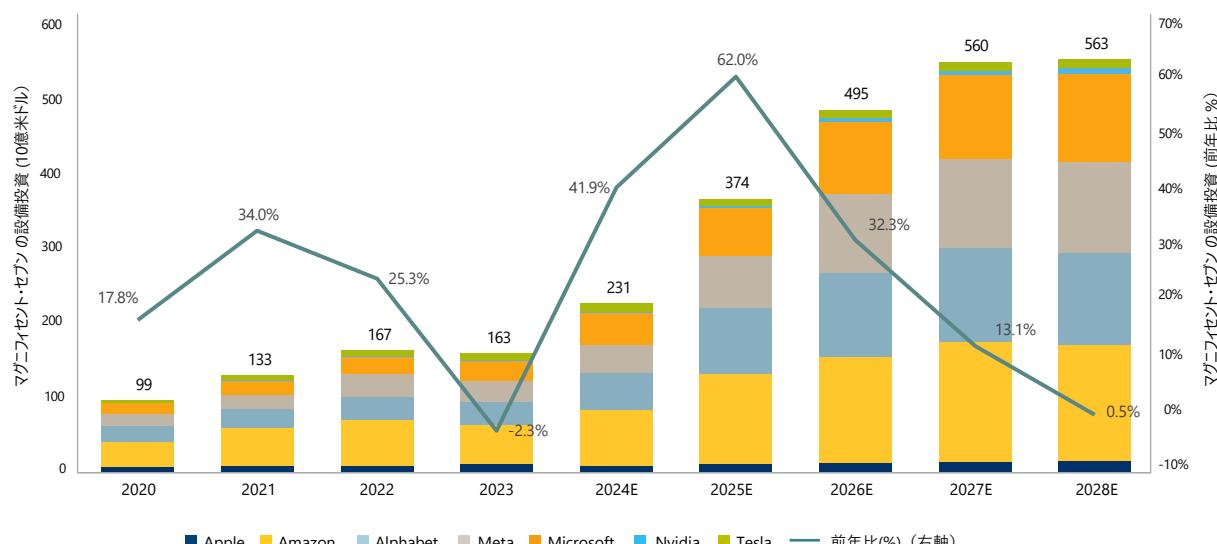


- 2025年は、金融市場においてジェットコースターのような1年間でした。AIに起因する市場の熱狂や関税/貿易戦争、FRBの利下げ、歴史的にタイトな水準に達したスプレッドがこれを特徴づけました。9月に、FRBは雇用のダウンサイド・リスクが大きいことを理由に、2024年以降で初めて利下げを実施し、金融政策においてハト派姿勢をとりました。12月にも追加利下げを決定する可能性が高いでしょう。
- 2025年の米国投資適格債とハイ・イールド債のリターンはいずれも堅調でしたが、その背景としてFRBのハト派転換や、大半の資産における魅力的なキャリー水準、有利な需給及びファンダメンタルズ要因が挙げられ、スプレッドはタイト化基調を維持しました。発行額は増加しているにもかかわらず、利回りには継続的な需要が見られました。
- 2026年を展望すると、米国の成長見通しは明るいとみています。2026年には、新たなFRB議長の下、2~3回の追加利下げが見込まれます。労働市場が軟化しているにもかかわらず、消費者は底堅く推移しています。AIの設備投資ブームが続くことに加え、利下げも追い風となるでしょう。AI投資は、2025年の米国経済を支えた要因であり、「マグニフィセント・セブン」の設備投資は前年比約62%増（下図）と、GDPを約0.5%押し上げる効果があったと見られています。設備投資は2026年にさらに増加すると予測されています。

- また、トランプ政権による規制緩和も米国の景気を刺激する可能性があるでしょう。今後数ヶ月間で米国内企業のM&A増加を促す可能性があり、成長の促進要因となると考えています。
- M&Aの増加は、社債の発行増と信用の差別化を通じて投資機会を創出します。その多くは、消費財やヘルスケア、TMT（通信・メディア・テクノロジー）セクターからもたらされており、新規発行およびスプレッドの価格評価のばらつきの拡大は、アクティブ運用者に潜在的な価値を創出する可能性があります。
- スプレッドはタイトな水準にあるものの、テクノロジー・保険、公益セクターには個別の投資機会を見出しています。また、利回りが高く、スプレッドがワイドなハイブリッド事業債にも投資妙味を感じています。

「また、トランプ政権による規制緩和は、米国の景気を刺激し、成長の促進要因となると考えています。」

マグニフィセント・セブンの設備投資額



出所: ブルームバーグ、2025年11月20日時点

## エマージング債

ポリーナ・クルドヤフコ、エマージング債チームヘッド



- 2025年は、政策の不確実性と、トランプ政権による貿易と経済同盟への「敵か味方か」というアプローチから、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策運営を巡る不透明感に至るまで、世界的な議論が変化した年でした。しかし、エマージング債（EMD）は、外貨建て債市場と現地通貨市場の双方で2桁の上昇を記録し、顕著な力強さを発揮しました。外貨建て債インデックスは13%近く上昇し、EM現地通貨建て債市場は年初来で約17%のリターンを実現しました<sup>1</sup>。このパフォーマンスは、高いキャリー、力強いファンダメンタルズ、そして投資家の関心の回復によって下支えされました。
- 2026年に向かう中、グローバルでみた経済情勢はEMDが建設的かつ複雑な環境となることを予想しています。グローバル経済の緩やかな成長鈍化にもかかわらず、EM経済は、堅調な内需、政策への信認、財政規律の改善に牽引され、先進国市場（DM）を上回る成長が見込まれています。EMのインフレは依然としておおむね抑制されており、中央銀行は段階的な緩和バイアスを維持できると考えています。米国の財政軌道とFRBの反応関数をめぐる不確実性は、市場の方向性を不明瞭なものにしており、市場では、これがシクリカルなラッシュポイントなのか、それとも長期的なアウトパフォーマンスへの構造的な転換点なのかが議論されているものの、私たちは後者だと考えています。

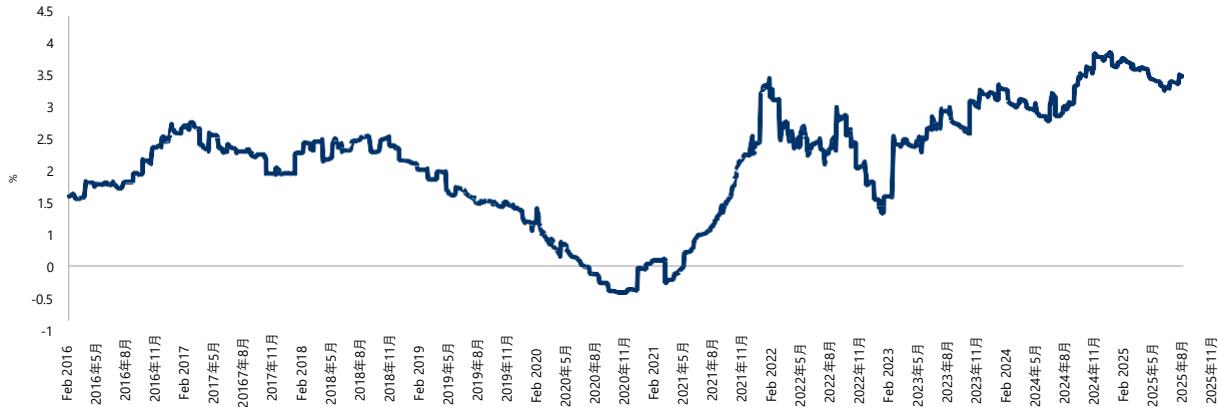
■ 地政学は引き続き重要なテーマであり、伝統的な同盟関係が揺らぐ一方で、新たな戦略的関係が形成されつつあります。各国は、戦略的自主権を模索しつつ、米国と中国の対立を乗り切ろうとしている一方で、両国からの投資の恩恵を受けてもいます。中南米では、ペルー、コロンビア、ブラジルの選挙が政治的な変化をもたらす可能性があり、この地域の鉱物は米国と中国の双方から関心を集めています。サハラ以南のアフリカ地域は、米国の政策の転換や、より持続可能な債務問題の解決という課題に直面しています。

■ また、グローバルなデフォルト環境の高まりを背景に、EM企業の状況も変化しています。EMにおけるヘッドラインのデフォルトは増加すると予想されますが、過半数は、ストレス・レベルがすでによく知られ、相当程度織り込まれている、少数の大型発行体に集中するとみられています。全体的に、EMハイ・イールド社債市場は堅調なファンダメンタルズと低水準のレバレッジから、概ね健全とみられています。

■ 良好的なテクニカル環境を踏まえ、EM債券市場の需給環境は、来年も堅調となる可能性が高いでしょう。数年にわたる資金流出を経て、2025年は、国内外の投資家の両方からの純資金流入が見られました。EMファンダメンタルズの改善見通しに加え、投資家の主要市場からポートフォリオを分散しようとする動きや、当資産クラスをアンダーウェイトとしているグローバル投資家による分散投資と利回りを求める動きの中で、2026年も需給面の追い風は継続すると考えています。

「2026年も、投資家が主要市場からポートフォリオを分散しようとする中で、需給面の追い風は続くとみています。」

先進国との実質金利差は数十年來の高水準



出所: ブルームバーグ、2025年11月時点

<sup>1</sup> ブルームバーグ、2025年11月

## ハイ・イールド債

シド・チャブラ、ストラクチャード・クレジット、CLOマネジメントおよび欧州ハイ・イールド債ヘッド



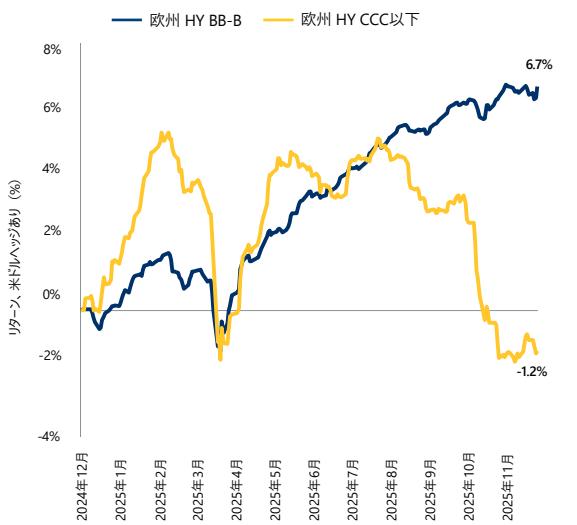
- 過去数年間にわたって2桁近いリターンを記録していたハイ・イールド債（HY）にとって、2025年は、ここ数年のベタ取引が沈静化するにつれて、より正常化した投資環境へ回帰する年となりました。HYは、クーポンに近い7~8%のリターン（米ドルヘッジベース）を実現する見込みで、プラスのリターンのほとんどはインカム・ゲインによるものです。関税政策の大変更にもかかわらず、「解放の日」以降のスプレッドのワイド化とボラティリティ上昇は短命に留まりました。年が進むにつれて、企業を取り巻くマクロ経済の確実性が高まり、資産クラスに対する需給要因からの強力なサポートが見られたことで、スプレッドは過去レンジの最低水準に向かいました。
- 2025年は、表面上は順調に見えましたが、2026年にまで及ぶ潤沢なアルファ創出機会を提供しました。トライカラー（米自動車ローン会社）やファースト・プランズ（米自動車部品メーカー）の破綻は、より幅広いクレジット・サイクルの悪化に対する懸念を引き起きました。もっとも、HY資産クラスではBB格の比率が高く、CCC格の比率が低いことを考えると、これらの懸念はやや過剰であったと言えるでしょう。しかし、これらのイベントは、厳格な融資基準や徹底したデュー・デリジェンスの重要性を浮き彫りにするものでした。

■ HY市場ではますます分断が進み、パフォーマンスの良い発行体は堅調に推移し、低格付けの発行体は苦戦しています。これは、とりわけ欧洲HYにおいて顕著で、米国HYにおいてはそれほどではありません。セクターや固有銘柄間のばらつきの拡大は、アルファ創出機会の拡大につながります。当社では、M&Aの増加や、バランスシートを強化する合併の恩恵により、価格決定力を有するセクターや発行体を選好します。

■ AIは、設備投資の資金の出所として、また業種間の機会と課題のドライバーとしても、引き続き重要なテーマとなるでしょう。プライベート・クレジットにおける最優良企業は、貸し手ベースを多様化させようとする取り組みの中で、パブリック市場へと移行し続けるでしょう。全体的に、マクロ要因とミクロ要因の両方が組み合わさせて豊富な投資機会を提供するとみており、HYでは2026年も1桁台半ばから1桁後半のリターンが見込めると考えています。

「M&Aの増加や、バランスシートを強化する合併の恩恵により、価格決定力を有するセクターや発行体を選好します。」

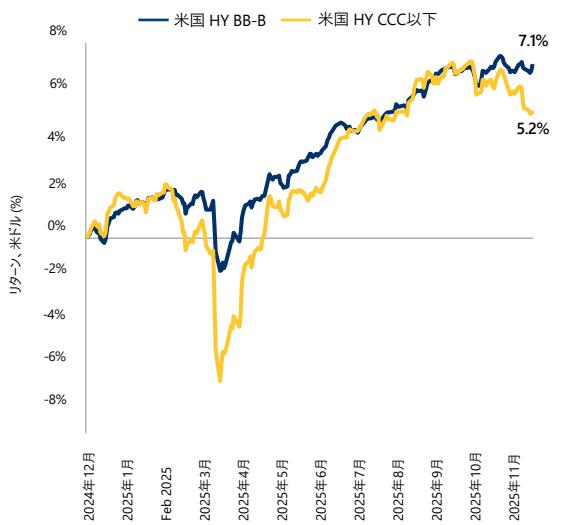
欧洲HY BB-B、CCC以下の格付け指数のパフォーマンス



出所: RBC GAM、Bloomberg、2025年11月20日時点

備考:ヨーロッパHY BB-B = ICE BofA BB-B ヨーロッパ・ハイ・イールド・インデックス（米ドルヘッジ）、ヨーロッパHY CCC & Below Bonds = ICE BofA CCC & Lower Euro High Yield Index (米ドルヘッジ)。

米国HY BB-B、CCC以下の格付け指数のパフォーマンス



出所: RBC GAM、Bloomberg、2025年11月20日時点

備考:ヨーロッパHY BB-B = ICE BofA BB-B ヨーロッパ・ハイ・イールド・インデックス（米ドルヘッジ）、ヨーロッパHY CCC & Below Bonds = ICE BofA CCC & Lower Euro High Yield Index (米ドルヘッジ)。

## 証券化クレジット

トム・モウル、ポートフォリオ・マネジャー

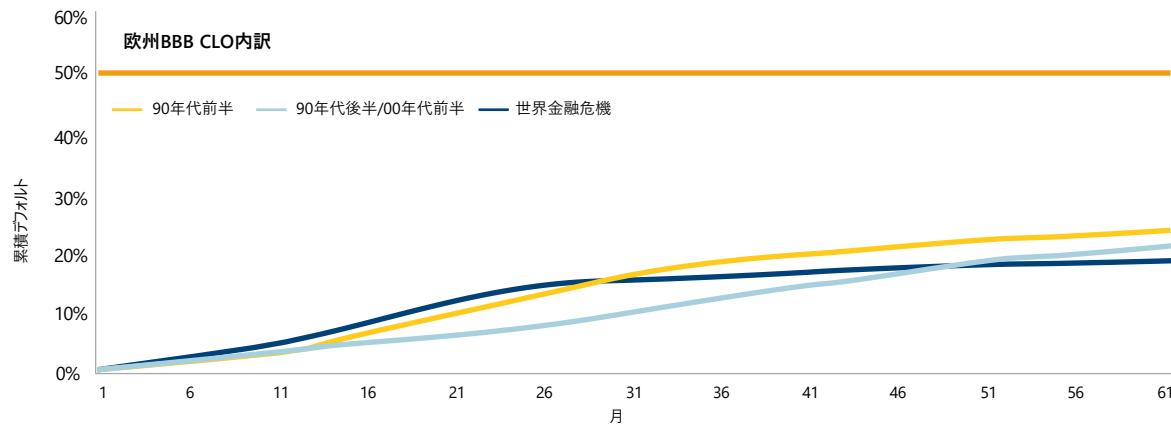


- 2025年、証券化クレジットは再びその強みを発揮し、リスク調整後の高いパフォーマンスと、社債に比べて魅力的な超過リターンを達成しました。このトレンドは今や長期的な流れとなっています。堅調なファンダメンタルズと安定した投資家需要に支えられ、この資産クラスは引き続き活況を呈しています。
- 年間を通じて、特に欧州のCLOやABSにおける発行市場の供給が高まっている時期においては、アクティブ・マネジャーが魅力的なポイントで投資することができました。これにより、アクティブ・マネジャーは銘柄選択と資産配分のローテーションを通じて付加価値をもたらすことができました。
- 非プライム消費者関連セクターの延滞増加や、個別企業におけるイベント事象など、一部の分野で弱さが見られましたが、そのような中で証券化クレジットは極めて耐性が高いことが証明されました。質の高さ、分散された裏付となる担保、そしてその堅固な構造によって、効果的な保護効果がもたらされ、この資産クラス特有の強さが示されました。

「堅調なファンダメンタルズと安定した投資家需要に支えられ、この資産クラスは引き続き活況を呈しています。」

- 将来を見据えても、証券化クレジットの恩恵は今までと同様に説得力のあるものとなりそうです。クレジットの質が高く、ストレスシナリオ下でもデフォルトからの相応の保護があることで、強固な基盤が提供されます。魅力的なスプレッドは、絶対的にも、社債との相対においても、訴求力をさらに高めるものです。さらに、この資産クラスは、伝統的な債券や株式との相関が低く、大部分が変動金利の性質を有しており、より短期のスプレッド・デュレーションに焦点を当てることができる柔軟性も有しています。
- 資産クラスに本質的に含まれるこうした優位性に加えて、アクティブ・マネジャーは、資産クラス、格付け、スプレッド・デュレーションの間のローテーションによって、穏やかな市場環境においても変動の激しい市場環境においても超過収益を生み出すことができると考えられます。アクティブ運用は、市場機会を活用し、効果的に困難な状況を切り抜けることができます。実際に2025年においても成功し、今後も長期的にそのように機能すると考えています。
- 今後も、証券化クレジットは、発行体固有事象からの保護、魅力的な超過リターン、そしてアクティブ投資家にとっての収益機会をもたらすリスク対応力の高い資産クラスとして注目されるものと思われます。

### 分散と堅固な構造は固有のデフォルト・リスクを取り除く: CLO BBBの損益分岐点と以前のデフォルト・サイクル



出所: RBC GAM、チャートの前提条件: CPR 15%、リカバリ-60%、リカバリーラグ9ヶ月、再投資前提:スプレッド4%、残存期間72ヶ月、ローン価格98。上記は情報提供を目的としたものです。特定の証券を売買することを推奨するものではなく、また、推奨するものとみなされるべきではありません。

## グローバル投資適格債 金融セクター

マーク・ステイシー、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



- 2025年最後の四半期に入り、大半のセクターにおいて好調な業績が発表されており、ファンダメンタルズについての強気の見方に沿ったトレンドが続いている。業務粗利益は、全体で約4%市場予想を上回りました。これは27四半期連続のアウトパフォーマンスであり、市場の予想がますます高まっていることを考慮すると、信じられないほどの統計です。全体としてみると、純利益は引き続き堅調に推移しており、特に英国の銀行については収益が好調です。体系的に設定されている構造的な金利ヘッジの恩恵を強く受けているとみられます。
- 2026年を見据えると、現時点ではファンダメンタルズに対する強気の見方を変えるような要因は見られません。融資の伸びや預金の成長は堅調で、案件数も力強い内容です。今のところ、市場アナリストは10-12月期の数字をわずかに上方修正したのみですが、このような傾向には鈍化の兆しが見られず、基調的に前向きなトレンドを反映するために、今後さらなる見通しの上方修正が見られたとしても不思議ではありません。

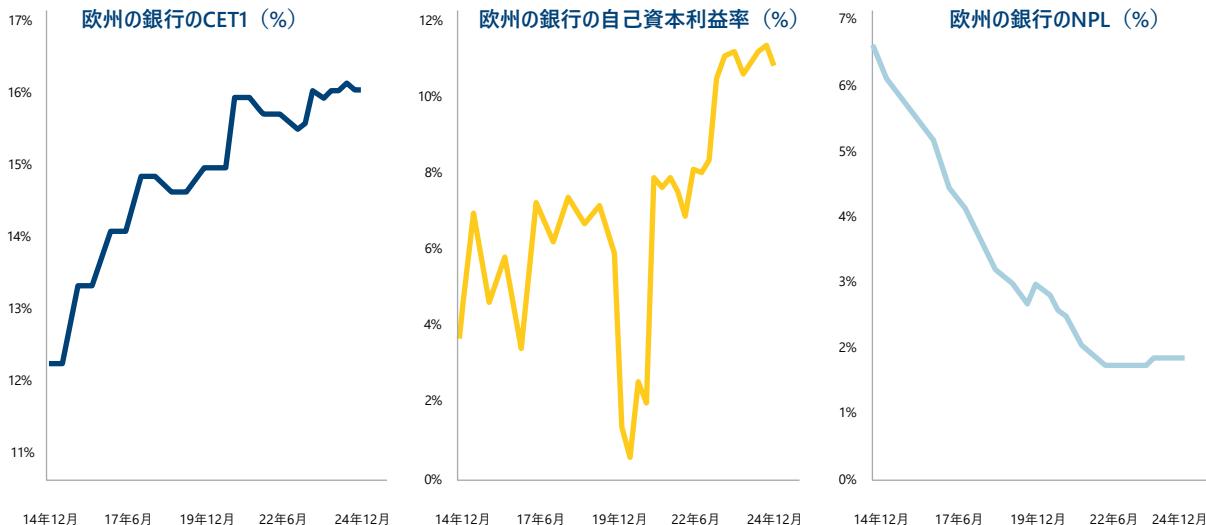
今年の業績が目標を上回ることが経営陣に次第に明らかになるにつれ、コストを前倒しするとともに投資を増やし、2026年に向けて引当金を積み増すための行動を取ったとしても驚くべきことではありません。しかし、このことは、極めて強力な業績のトレンドが今後しばらくは衰えず、スプレッドの縮小傾向をさらに強めるであろうということを、改めて確信させるものです。

- 社債市場全体でスプレッドがタイトであることは認識していますが、安定的かつ魅力的なキャリーを獲得する上で、欧州の銀行社債の相対価値は依然として魅力的です。
- 国債イールドカーブのステーਪ化とプラス成長という、トップダウンのマクロ環境と、自己資本比率の上昇や収益性の向上というボトムアップのファンダメンタルズの両方が相まって、欧州金融社債は引き続き力強いリスク調整後リターンをもたらすと考えています。
- また、AT1債は、銀行の資本構成の中で依然としてミスプライスされた投資機会であり、投資家はこれを活用出来るとの確信を維持しています。

「2026年を見据えると、現時点ではファンダメンタルズに対する強気の見方を変えるような要因は見られません。」

### ファンダメンタルズ-これまでにも増して堅調

結果として、脆弱な成長環境下においても銀行の安定的な業績が予想されます



出所: EBA、2024年12月31日時点

## スペシャル・シチュエーション

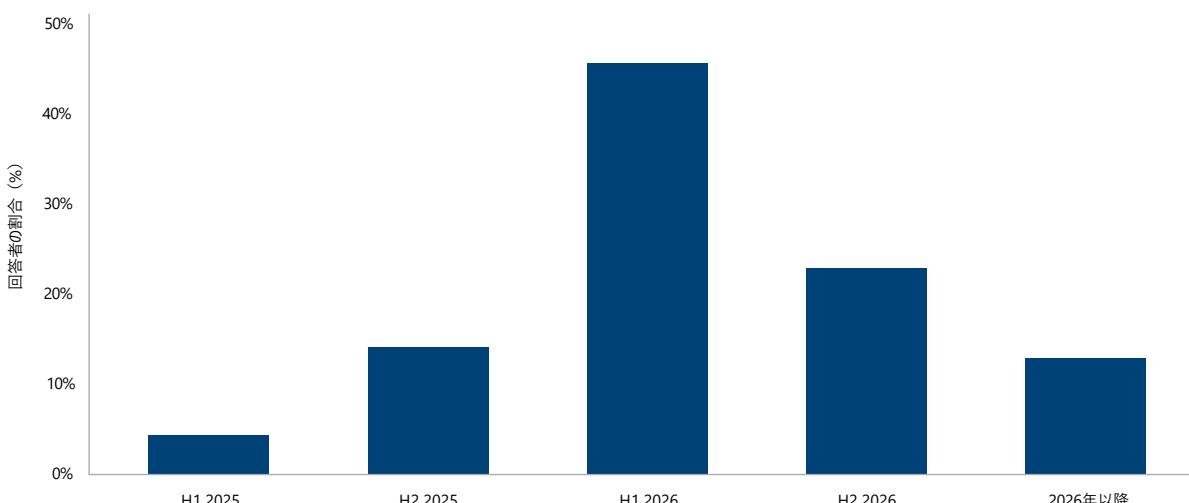
アダム・フィリップス、スペシャル・シチュエーション運用チーム責任者



- 2025年、欧州企業は、過剰な負債、高金利、エネルギーコストの急上昇、米国の関税圧力といった絶え間ない逆風に直面し、特に中規模企業に深刻な影響を及ぼしました。銀行からの資金調達と資本市場へのアクセスが制限されたことでデイストレスに陥る企業が拡大しました。特に今年後半には、流動性の低下と償還期限の到来がストレスとディストレストの投資機会の増加をもたらしました。リストラクチャリングは増加し、従来型の債務の契約変更や延長に加え、ライアビリティ・マネジメント・エクササイズ（LME）や債権者間の対立的紛争といったより積極的な手法が用いられるようになります。この傾向は特に大企業に当てはまります。
- 2026年について、リストラクチャリングのアドバイザーは、緊縮的な財政と低成長を背景に、持続不可能な資本構成を有する企業は、その対応に迫られるため、リストラクチャリングに関する活動は増加すると予測しています。2025年に見られた一時的な解決策は危機を遅らせたものの、根本的な債務問題の解決には至らず、さらなる改革への道を開くものとなりました。投資機会は、化学、紙/包装、自動車部品など多様なセクターに及び、地域的には英国、フランス、ドイツで多く見られるでしょう。ドイツの中堅市場は長期的にも注目分野となります。リストラサイクルの初期段階にあることや、インフラ投資の拡大が予想されているにもかかわらず、景気の回復が遅れていることがその背景にあります。
- 投資機会がある一方でリスクも存在します。中国、ロシア、米国を巻き込んだ地政学的緊張を踏まえると、状況を注視していくことが必要となっています。プライベート・エクイティの継続ファンドの苦戦を含め、膨張した株式/クレジット市場は緊張の兆候を示しています。エネルギーを大量に消費する重工業は、大幅な政策転換が見られず存続に関わる危機に直面していますが、一方で、長期投資家にとっては回復の機会を捉えた投資の可能性にもなります。総じて、2026年は欧州スペシャル・シチュエーションにとって興味深い年となりそうです。マクロ経済の不確実性が長引くなかで、当面のディストレスト投資と将来的な戦略的投資機会のバランスをとっています。

「投資機会は、化学、紙/包装、自動車部品など多様なセクターに及び、地域的には英国、フランス、ドイツで多く見られるでしょう。」

### リストラクチャリングの動きは2026年上半年にピークを迎える見込み



出所: ブルームバーグ、2025年11月時点。EY-Parthenonによる回答者の割合。

## グローバル株式

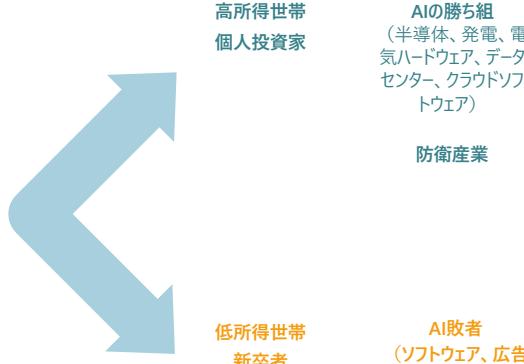
ジェレミー・リチャードソン、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



- 2025年の主な特徴の1つは、投資家のリターンに対する為替レートの重要性でした。米ドル建てでは、グローバル株式は20%近いリターンを3年連続で達成し、投資家は満足しているようです。しかし、ユーロやスウェーデン・クローナなどの他通貨で見たリターンは、米ドル安のために大きく異なっています。
- もう1つの特徴は、政策の重要性です。第1に関税政策です。米国は世界貿易に対する立場を変え、これが不確実性とインフレ環境を生み出しました。第2に、欧州が防衛を強化することで、欧州における支出の優先順位が変わりました。
- AI銘柄の優位性は、昨年の「マグニフィセントセブン」で語られたものとは異なる状況となりました。昨年末頃と同様に株式市場では一部銘柄への集中が見られますが、AIの勝ち組と負け組の組み合わせの様相は現在では異なっています。

- 2026年の見通しに楽観的な理由があります。今後1年の業績見通しでは2桁のEPS成長が見込まれています。バリュエーションが変わらずに推移すれば、株式投資家にとって満足のいくリターンにつながるはずです。しかし、投資家が過小評価している可能性の1つは、米国消費に関して肯定的なニュースが出てくることです。
- 2025年は、いわゆる「K字型経済」、つまり資金を持っている人はうまくいき、持っていない人は苦戦する、ということについて考える必要がありました。これは政策立案者にとって、特に、2026年11月に予定されている米国中間選挙で有権者に向き合う必要がある人々にとって良いことではありません。このため、米国財務省に入ってきた関税収入の一部が、減税や景気刺激策に振り向ければ、来年の米国消費は堅調な回復と強さにつながる可能性があります。

## K字型経済、K字型市場



出所: RBC GAM, 2025年10月31日時点

「2025年は、いわゆる「K字型経済」、つまり資金を持っている人はうまくいき、持っていない人は苦戦する、ということについて考える必要がありました。」

## 新興国株式

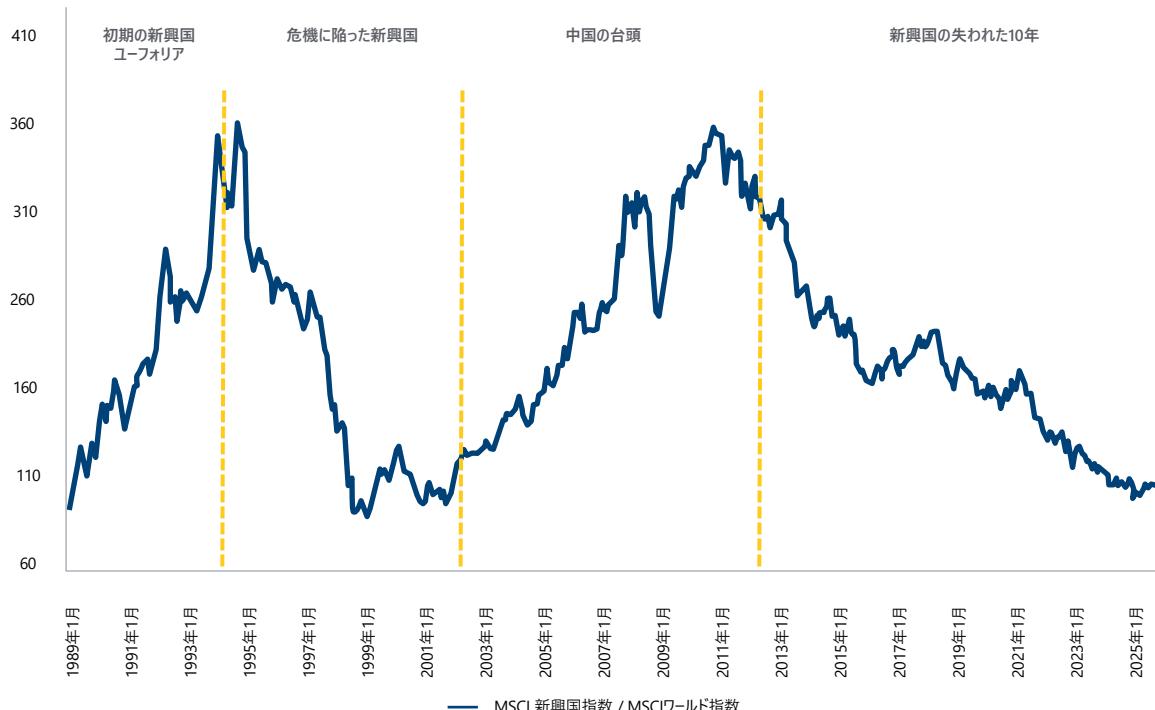
ローレンス・ベンサフィ、新興国株式副ヘッド



- 2026年も新興国株式のアウトパフォームは継続するでしょうか。先進国に対する過去最高水準のバリュエーションのディスカウント、米ドルの弱さ、中国、インド、韓国における改革を踏まえると、私たちは「イエス」と答えます。しかし、それには利益成長が実現する必要があります。
- この資産クラスの転換点は、2025年4月の「解放の日」でした。このイベントは、新興国の米国への輸出が限定的であることや、数十年にわたるグローバル化によって幅広い相互依存が成立しているという、一見直観に反することを証明するものとなりました。
- 今後10年間、新興国が好調に推移するとすれば、その主要テーマは先進国とのデカップリングと、新興国間貿易の台頭であると考えています。このシフトはすでに明らかとなっており、新興国間の貿易は新興国の輸出総額の50%近くにまで上昇し、2000年の水準の2倍となっています<sup>2</sup>。
- 地政学以外にも、良好な人口動態、急速な都市化、技術と金融包摂の加速に支えられて、国内需要が拡大していることも、重要な要素となっています。新興国は、世界人口の80%以上が居住し、2035年までの世界経済成長の65%に寄与すると予想されていることから、国内需要に着目することは理に適っていると言えます<sup>3</sup>。
- 新興国株式も人工知能というテーマにエクスポートナーを有していますが、バリュエーションにはごくわずかにしか反映されていません。アジアには世界レベルの企業が存在し、そのテーマがここ数年リターンを牽引してきました。

「新興国は、世界人口の80%以上が居住し、2035年までの世界経済成長の65%に寄与すると予想されています。」

新興国スーパーциклフェーズ:レジームの変化  
1989年以降の新興国株式と先進国株式の相対パフォーマンス



出所: MSCI、Bloomberg、2025年9月時点

<sup>2</sup> IMF、Haver Analytics

<sup>3</sup> Emerging markets: a decisive decade | S&P Global

## 欧州株式

デビッド・ランパート、欧州株式ヘッド

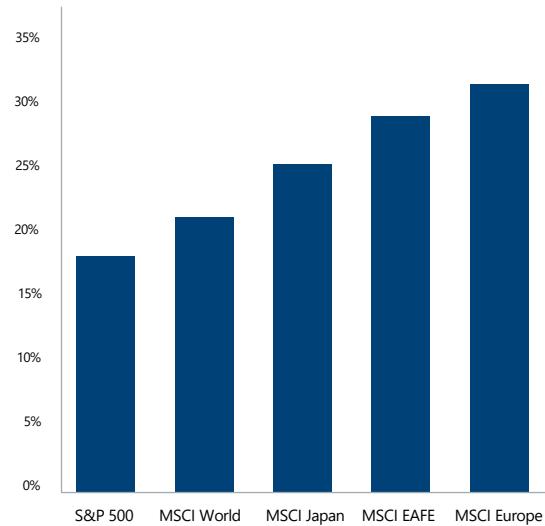


- 2025年は欧州株式にとって際立った年となり、他のほとんどの市場を上回りました。このアウトパフォームの多くは第1四半期（1-3月期）のものでしたが、ここ数ヶ月でも好調なリターンが見られました。特に、スペインやイタリアなどの周辺国が好調でした。
- このアウトパフォームは複数の要因によって牽引されました。例えば、米国のハイテク企業から株式エクスポートを分散（とくに欧州などの魅力的なバリュエーションを持つ企業）しようとする動きや、欧州株式市場に構造的に存在する銀行や航空宇宙・防衛などのシクリカル産業です。特にこの2つ産業は過去12カ月間、利益の上方修正を繰り返しており、それに応じて株価も評価されてきました。
- しかし、おそらく、際立ったイベントは、ドイツの債務ブレーキの解除と、それによる防衛とインフラへの支出の大幅拡大でした。ドイツがこのような冷静かつ大胆なシフトに合意したことは、地政学的な観点から生じている変化を示すものと言えるでしょう。

- 当初の支出発表後の熱意の一部は衰えていますが、実際の経済への資金配分は2026年までは行われず、来年後半までは経済的なメリットがもたらされる可能性は低いことに留意する必要があります。この財政緩和の実質的影響は、ドイツだけでなく欧州全域において、そして、GDPの数字から見ても、また企業のセンチメントから見ても、感じられるであろうと考えています。
- 政治と世界貿易の動向は、現在も脅威であり続けており、無視されるべきではありません。それでもなお、前述した2026年の財政的追い風、欧州の競争力を高めようとする協調的な各国の規制緩和、低下した金利水準は、この地域の株式の支援材料になると思われます。

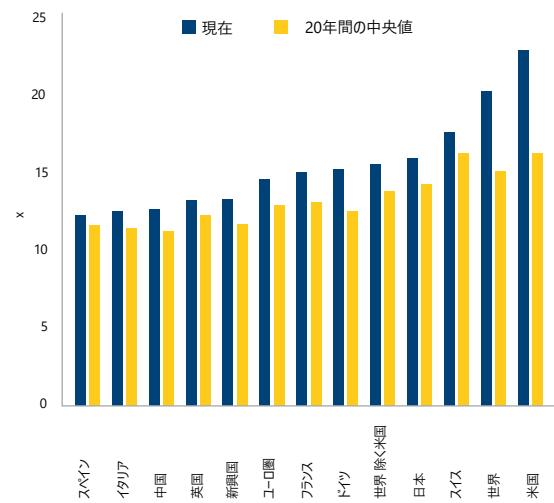
「しかし、おそらく、際立ったイベントは  
ドイツの債務ブレーキの解除でした。」

2025年初来の地域別リターン



出所: 2025年11月時点のMSCI、ブルームバーグ

12ヶ月予想P/E 対20年間の中央値



出所: ブルームバーグ、2025年11月時点

## 中国株式

シグオ・チェン、ポートフォリオ・マネジャー

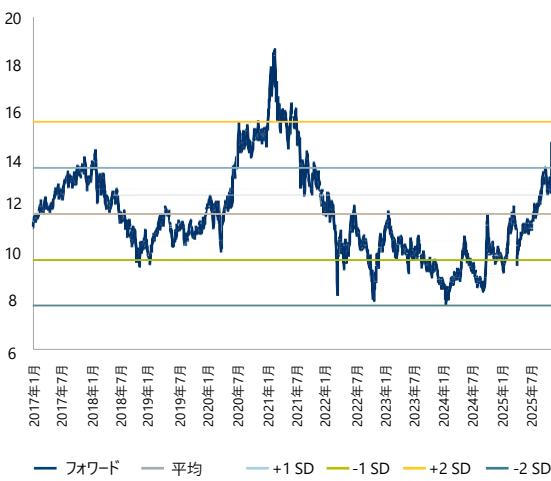


- 他の主要な株式市場と同様、2025年の中国株式は各セクターの底堅い業績や国内外からのインフロー、市場センチメントの改善などを背景に、数年ぶりの高値となりました。急速な人工知能（AI）の発展、米国との通商政策を巡る緊張の緩和、そしてより景気に配慮した政策への転換が、市場参加者の関心を引き付けています。
- 特に中国のハイテク企業にとっては、AI関連技術の採用が急速に進展し、内製化も進みました。その結果、ハイテク/AI関連銘柄は目覚ましい動きを見せており、バリュエーションは切り上がっているものの、AIの潜在力が依然として期待できる優良企業の選択肢が増えています。
- 当社は2026年の中国株式に対して前向きに見ており、物色は割高なハイテク銘柄からのローテーションが起こると見ています。とりわけ素材（主に金、銅、アルミニウム）は恩恵を期待できる分野の1つです。また、2026年から2027年初頭にかけては、中国の不動産市場が底を打つ可能性があります。もちろんV字回復が見込めるわけではありませんが、いくつかの不動産関連銘柄の上昇が見られるかもしれません。

- 景気に関しても来年にかけて底打ちが見られる可能性がありますが、一方でいくつかの領域、例えば中国のデフレ環境や地政学リスク（市場はより現実的に見ていると思われますが）への懸念は続くでしょう。しかし、最近の上昇相場を経ても、バリュエーションが過度に伸長しているわけではなく、2026年以降も家計貯蓄などを原動力に（現預金や不動産から株式へシフト）、センチメントの改善がさらに加速するものと見ています。

「当社は2026年の中国株式を前向きに見ており、物色は割高なハイテク銘柄からのローテーションが起こると見ています。」

### 中国株は再評価されたものの、依然として魅力的 MSCIチャイナ指数: 1年先 フォワードPER



出所: ブルームバーグ、2025年11月12日時点

### 中国 vs 主要グローバル市場



出所: ブルームバーグ、2025年11月12日時点

## アジア株式（除く日本）

デレック・オー、ポートフォリオ・マネジャー

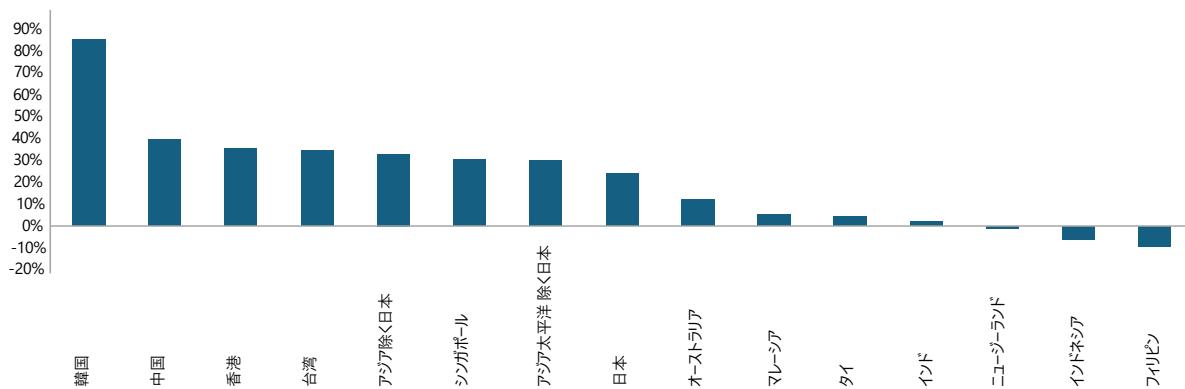


- 2025年のアジア株式は、インデックスのウェイトの高い中国（MSCI ACアジア除く日本インデックスの約33%）や台湾（同約23%）、韓国（同約15%）が突出したパフォーマンスとなりました。一方、インド（同約17%）の不振は続き、ベンチマークに出遅れました<sup>4</sup>。
- 中国や台湾、韓国に関しては、ハイテク・AI関連銘柄が上昇を牽引しました。中国のハイテクセクターは、当局からのサポートを背景に関心を集めたほか、台湾と韓国は世界的なAI関連インフラへの需要を受けた、半導体サプライチェーンへのエクスポージャーから恩恵を受けました。輸出モメンタムの回復や、韓国の「バリューアッププログラム」（コーポレート・ガバナンス改革）などの政策支援が、市場の関心を集めました。
- インドはアンダーパフォームしており、低迷する民間投資と個人消費が影響しました。地政学的な緊張としては関税の引き上げがあり、米国からの圧力はインドにとってさらなる逆風となりました。また、バリュエーションも高い水準にあります（ここ最近はやや切り下がりが見られました）。こうした継続的な懸念材料があるのは事実ですが、一方で当社はインドの大きなポテンシャルを評価しています。同国のGDPは世界中で最も速いペースで成長しており、人口動態の追い風が長期的な成長に繋がると考えています。

- 2026年に関しても、アジア株市場には前向きな見方を継続しています。中国のような主要市場では、最近のハイテク株の上昇を受けいくらかの物色のローテーションが見込まれますが、景気が底打ちを見せる可能性があり、これが他のセクターに対しても追い風になると見ています。他の地域に関しては、特に台湾、韓国など、ハイテク分野に強いエクスポージャーを持つ市場において、世界的な半導体需要が引き続き恩恵となるでしょう。AIサイクルのピークに関する懸念は依然として存在していますが、2026年後半に半導体への設備投資が顕在化し、EPSの強力な上昇が確認されれば、このAI領域のティア1銘柄群は引き続きアウトパフォームすると考えています。バリュエーション面では、特にハイテク株関連において、過去に比べやや高くなっていますが、依然として妥当な範囲にあると見ており、力強いEPS成長に支えられると考えています。

「中国のハイテクセクターは、当局からのサポートを背景に関心を集めたほか、台湾と韓国は世界的なAI関連インフラへの需要を受けた、半導体サプライチェーンのエクspoージャーから恩恵を受けました。」

MSCIアジアの国別パフォーマンス（米ドルベース、2025年・年初来）



出所: ブルームバーグ、2025年11月10日時点

<sup>4</sup> ブルームバーグ、2025年11月

## 日本株式

舟木 麻弥、ポートフォリオ・マネジャー

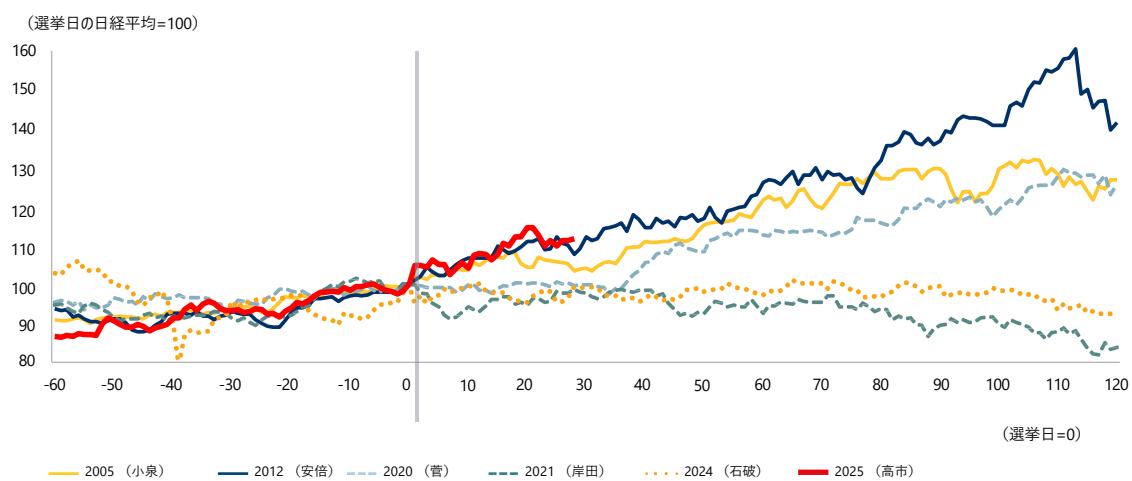


- 2025年は、年後半にかけてMSCIジャパン・インデックスが1989年の高値を大きく上回るなど、日本株にとって再び好調な一年となりました。日本のコーポレート・ガバナンス改革の成功により市場の日本株への高い関心が続いており、ここ数年の回復を主導したテーマが継続しています。また、米国との関税交渉が15%で決着したことや円安といった動きもポジティブな材料となっています。
- 今年7月の参院選で自民党は過半数を失い、石破前首相は9月に辞任しました。続く自民党総裁選にて高市氏が勝利し初の女性首相が誕生しましたが、同氏の成長投資に前向きな姿勢は市場から好意的に受け止められています。

「米国や他の戦略的パートナーとの強固な関係、そして円安が海外投資家を引き付けると見えています。」

- 高市氏のアプローチは「アベノミクス2.0」などとも言われますが、緩やかな財政拡張と控えめな金融政策の正常化、そして構造改革ということで、日本経済の政策見通しにとっては重要な転換となります。数十年来のインフレ下にある経済を慎重に運営していくことが彼女の注力ポイントになるでしょう。賃金はまだインフレに追いついていませんが、2025年後半から2026年前半にかけては、物価に追随していくものと予想しています。利上げに関しても2026年初までには実施されると見えています。
- 2026年に入っても日本株の堅調な地合いは続くでしょう。米国や他の戦略的パートナーとの強固な関係、そして円安が海外投資家を引き付けると見えています。加えて、企業のファンダメンタルズの改善によりバリュエーションが切り上がる余地が大きいことも魅力的です。グローバル投資家にとって、世界で3番目に大きい経済圏へのエクスポートジャマーはまだ十分でないと見られ、日本株市場には良好なセンチメントと共に強力な追い風が吹いていると考えています。

日本株は政策の変化により良好なパフォーマンスを獲得  
-自民党総裁交代前後の日経平均の騰落-



出典: BofA Global Research, LSEG, INDB、2025年11月12日時点

備考: 2020年以降の自民党総裁選前後、および政策枠組み変更のあった2005年・2012年の衆議院選前後の日経平均を比較

# 地政学

グラハム・ストック、シニア・ソブリン・ストラテジスト  
ティモシー・アッシュ、シニア・ソブリン・ストラテジスト



- 米国が貿易、国際紛争、および同盟関係に関して、より強靭かつ一方的で、取引的なアプローチをとる中、市場は幅広いテーマにわたる高い不確実性に適応しつつあります。アクティブ運用ではいつもそうであるように、こうした変化する構造の中から勝ち組と負け組を見つけ出すことが、私たちのポートフォリオにとって魅力的なアルファの源泉であると考えています。

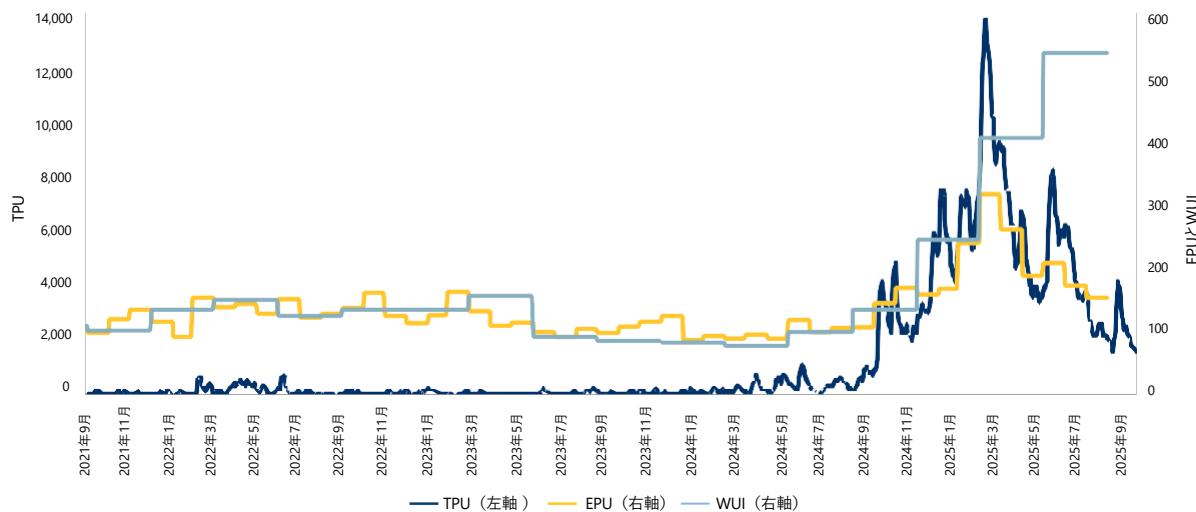
ここでは、2026年にかけて続くと考えられるいくつかの重要な論点を見ていきます：

- **既存のホットスポットと新たなフラッシュポイント：**ウクライナでの戦争が長引くと予想されます。中東和平は道半ばの状態が続くとみています。中国は台湾を強く切望するでしょう。国境を越えた緊張が他の地域で発生し、それはトランプ米大統領に、米国を世界の警察官から世界の仲裁役へと推し進める機会を与え、その過程でノーベル賞を巡る評価に注目が高まる可能性があります。私たちはまた、新たな不安が発生する可能性もあると見えています。これは、選挙サイクルに端を発するものであり、アルゼンチンの中間選挙の時のように、米国が特定の立場を明確にする可能性があります。中南米だけでも、2026年はペルー、コロンビア、ブラジルで選挙が行われる予定であり、有権者は両極化の兆候を強めています。ハンガリーでの国政選挙やインドでの州選挙も同様に、政治的緊張を伴うと考えています。

- **米国-敵か味方か：**地政学的およびその他の重要な問題において米国と連携することは、一般的に勝利への戦略ですが、このような連携は時間の経過とともに変化する可能性があることを認識することは重要です。湾岸諸国、エジプト、トルコ、パキスタンは、バイデン政権によって設定された価値観の基準について必ずしも適合できなかったものの、次のトランプ政権下で、国益を前面に出した関係構築が可能であることを速やかに学んだと考えています。トランプ氏に対して取引上の解決策を提示する諸国には利益があります。例えば、カタールとサウジアラビアは、ガザ協定を支援し、米国との新たな安全保障協定で報われたようです。一方、南アフリカのように、主に国内政治的な理由から、米国との関係構築が進まなかつた国々は罰せられました。

- **2026年の見通し：**従来の同盟関係が揺らぐ一方、新たな戦略的関係が生まれつつあります。多くの国々にとってリスクと機会がある中、様子見姿勢を維持する国もあれば、世界の大國である米国、中国、欧州、ロシアを相手に巧みに交渉を進める国もあります。

## 不確実性指数は過去1年で急上昇しています



出所: ブルームバーグ、2025年10月16日時点  
TPU = ブルームバーグ・グローバル通商政策不確実性指数; EPU = グローバル経済政策不確実性指数、GDP-weighted; WUI = 世界不確実性指数、GDP加重平均



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、将来的運用成果等を示唆・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