

2025年第4四半期（10-12月期）のレビューと見通し概要

2026年1月12日

ポートフォリオ・テーマ

- リスクは依然存在するものの、Fisher Investments（以下「当社」）では、市場で過小評価されているポジティブ要因が潜在的な逆風要因を上回っており、世界強気相場が2026年も継続する下支えになっていると考えます。
- 2026年も非米国株およびバリュー株が引き続き世界株式パフォーマンスを牽引する一方、米国株およびテック株も好パフォーマンスになると見込んでいます。
- スティープ化したグローバル・イールドカーブは、堅調な貸出成長を引き続き後押ししています。このトレンドは、特に米国FRBが政策方針を評価・検討するなかで、非米国経済および市場にとって相対的に追い風になるでしょう。

市場見通し

- **政治面の追い風は現在の強気相場を下支えするだろう:** 世界各国で主立った選挙はほぼなく、貿易交渉も大半が完了し、米国外の地域・国では政治の不透明感は引き続き低位にあります。米国の中間選挙を前にして市場ボラティリティが高まる可能性はあるものの、選挙後には議会の膠着状況がさらに強まる可能性が高く、これは歴史的に市場リターンを下支えしてきました。
- **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:** 2025年の市場調整後に投資家心理は改善しましたが、依然続く政治経済面の懸念は、市場がまだ陶醉状態には達していないことを示唆しています。「懸念の壁」は引き続き健在で、強気相場の継続を可能としています。
- **ファンダメンタルズは依然として過小評価されている:** スティープ化したグローバル・イールドカーブは、非米国地域の経済成長を引き続き下支えています。貿易を巡る不透明感の低下、底堅い企業利益、強固なバランスシートといった状況は投資拡大を後押ししており、継続的な経済拡大に向けた基盤をより強くしています。

年終盤の上昇を経て2025年の世界株式リターンは22.3%となり、12月を史上最高値付近で終わりました。ⁱ 新興国市場（EM）も33.6%上昇して年を終えました。ⁱⁱ 何年にもわたった米国株の圧倒的優位が非米国株のアウトパフォーマンスに取って代わられるなか、多くの国で株式市場が史上最高値を記録し、現在の強気相場が、米国の大型テック株やテック類似株だけではなく、はるかに幅広い株式によって支えられていることを示す格好となりました。

市場の長期年率リターンが10%程度であることを踏まえれば、20%近い、またはそれを上回るリターンが3年続いたことで、株価は「あまりにも高く、あまりにも速く」上がり過ぎたのではないかと考える人もいるかもしれません。ⁱⁱⁱ しかし、株式の長期平均リターンは、強気相場も弱気相場も含んだものです。強気相場中の平均年間リターンは23%で、ここ数年と同水準です。^{iv}

ただし、2025年の展開は、およそ平均的なものではありませんでした。年序盤に急激な市場調整が起こり、また大型テック株・テック類似株の「マグニフィセント・セブン」が劣後するに伴って市場牽引役が交代しました。^v 当社では、現在の強気相場が4年目に突入するなか、2026年も同じような展開になると予想しています。リスク要因がないわけではなく、ボラティリティも発生すると見込んでいますが、過小評価されたポジティブ要因が潜在的なネガティブ要因を数の面でも重要度の面でも上回っていると考えます。

中間選挙に向けた活動がヒートアップするに伴い、政治的なもう一つの側面が生まれます。米国中間選挙の年には、市場は不安定でジリジリとした値動きで始まり、年後半に伝統的な「中間選挙の奇跡」が株価を押し上げる傾向にあります。中間選挙では大統領所属政党がほぼ常に議席を失うため、政治膠着は強まり、株価にとっては強気材料となります。ただし、選挙前のジリジリとした値動きは、必ずしも年序盤のリターンが悪いことを意味するわけではありません。しかし、選挙活動に伴うレトリックが投資家心理をかき乱すなかで、選挙を前にしてボラティリティが発生することはよくあります。

年は明けたものの、ニュース報道はいわゆるAIバブルの懸念、インフレ、関税、FRBの動向といった以前からのトピックが続いています。市場はこれらを全て織り込んだうえで、懸念の壁を上っています。これは投資家心理の大幅な改善を手助けし、米国では投資家

は非常に楽観的ですが、陶酔的にはなっていません。米国外では投資家心理はより落ち着いていますが、1年前ほど悲観的ではありません。ただし、投資家心理の改善は、それだけでは意味がありません。市場がどう動くかは、投資家心理が現実と比べてどう展開するか、そして強気要因が認識され織り込まれるかどうか、にかかっています。また、ビットコインやミーム株といった一部の投機的な分野はすでに下落へ向かい始めましたが、それでも強気相場が続いている点にも留意すべきでしょう。

市場のポジティブ要因の多くは、依然として過小評価されています。当社では、株価上昇はニュースが報じるよりもはるかに広範なものと捉えています。多くの人はマグニフィセント・セブンだけが強気相場を主導していると思っていますが、そのうち5銘柄は2025年にアンダーパフォームし、先述のようにテック株が多い米国市場もアンダーパフォームしました。グローバル・イールドカーブ（短期金利と長期金利のスプレッド）はスティープ化しており、米国の短期金利は低下が見込まれる一方で長期金利は比較的安定して推移すると思われることから、今後もスティープな状態が続くでしょう。銀行は、短期で借り入れて、長期で貸し出します。よって、イールドカーブのスティープ化は、貸出利益の増加を意味します。この状況は貸出成長をさらに促すのが通常で、経済を大きく後押しするとともに、金融企業の利益増加の追い風となります。これは、銀行貸出の重要性がより大きい非米国地域では特に当てはまります。よって、バリュー株は再びグロース株をアウトパフォームすると見込まれますが、絶対リターンで見ればどちらも好パフォーマンスが期待できるでしょう。

企業利益も拡大が見込まれます。経済要因からはグローバルGDPの穏やかな成長が続き、需要と売上高を後押しすることが示唆されています。関税は予想されたよりも軽度で済んでおり、世界各国が適応するに伴って米国外の地域では貿易が加速しています。不透明感の後退は企業に設備投資の拡大を促し、世界中で投資が増大しています。バランスシート上の現金は豊富で、活発なバンキング・資本市場活動とも相俟って、今のところ企業が無理をし過ぎることなく投資を行える潤沢な流動性が提供されています。

世界の政治状況は落ち着いており、真に自由な選挙や重要度の高い選挙はほぼなく、貿易交渉も大半が完了しています。よって、政治面の不透明感（フランスのように論争が続いている国は一部あるにせよ）全体的には低下しており、米国の中間選挙に向けた活動が増していくなかでも、市場にとって好材料となる可能性が高いでしょう。影響度が比較的大きく、かつ周知の政治イベントは米国で予定されており、新たなFRB議長の任命、先述の中間選挙、国家の緊急事態を根拠に発動された関税措置に対する最高裁判決、が挙げられます。最高裁判決が出るタイミングはわかりませんが、どのような判決内容であれ、大きな注目を集めることは間違いないものの、2026年の市場にはおそらくほとんど変化をもたらさないでしょう。

不透明感の後退は、2026年のEMの成長も下支えするでしょう。関税を巡る懸念は、米国がEMの貿易相手国にさらに例外措置を設けるなか、第4四半期に引き続き低下しました。同四半期を通じて政治イベントがニュース報道を独占したものの、大きなサプライズにはならず、投資家心理は継続的に改善しました。目立った選挙予定はほとんどなく、全体的な政治環境は相対的に落ち着いており、2026年のEM経済のさらなる成長に向けた下地となっています。

米国の関税は依然として逆風となっていますが、EM諸国からの輸出、特に中国からの輸出は、引き続き堅調です。米国の関税にもかかわらず中国の輸出は増加し続けており、11月には対米国輸出が前年比28.6%減となったなかでも、全体では同5.8%増を記録しました。世界の需要が上振れサプライズを続けるなか、中国の製造業基盤は恩恵を受けると見込まれます。茲許の経済の弱含みはあるものの、国内政策目標と国外の地政学的プレッシャーは、民間投資の増大と併せて国内消費拡大へ向けた段階的なりばらんを引き続き促しています。

通常通り当社では潜在的なリスク要因をモニタリングしており、いくつか注視しているものもあります。それらがすぐにでも株式市場をかき乱すとは考えていないものの、そうなる可能性はあります。そうしたリスク要因の一つは、急速に上向きつつある投資家心理です。投資家心理は市場のタイミングを測るツールではなく、また部分的に陶酔状態が発生することもよくありますが、2026年も市場が好調に推移すれば、投資家が完全にパーティー気分になり、「中間選挙の奇跡」を乱したり前倒ししたりするリスクはあります。

金融政策も、新たなFRB議長が近く就任する状況では特に、誤る可能性があるでしょう。通常はFRB議長はそれほど重要ではないものの、もし新議長が急いで金利を引き下げれば、長期金利上昇に繋がるリスクがあります。長期金利は市場が決めるものであり、主にインフレ期待に基づいて変動しますが、積極的な利下げはインフレ期待の上昇を招く可能性があります。イールドカーブを性急にスティープ化させれば、経済を過熱させてしまうかもしれません。プライベート・エクイティやプライベート・クレジットの領域で現在起きている問題は、今のところその領域内に収まっていますが、流動性クラッシュが起きて伝統的な株式や債券を売らざるを得なくなる状況も

可能性としては残っています。

これらは全て起こり得るものの、市場は専ら確率に基づいて変動します。当社が最も確率が高いと考えているシナリオは、市場ではポジティブ要因がネガティブ要因を大きく上回っており、ここ数年ほどではないと思われるにせよ、2026年も好調を維持し、非常に標準的な強気相場が続く格好になる、というものです。懸念の壁は健在で高く、株価上昇の余地は大きいと考えています。

ⁱ 出所: FactSet、2026年1月7日時点。MSCI ACWIリターン、税引き後配当込み、2024年12月31日～2025年12月31日。

ⁱⁱ 出所: FactSet、2026年1月7日時点。MSCI EM指数リターン、税引き後配当込み、2024年12月31日～2025年12月31日。

ⁱⁱⁱ 出所: Finaeon, Inc.、2025年12月24日時点。S&P500指数トータルリターン、1929年12月31日～2024年12月31日。

^{iv} 同上。強気相場の底～ピークまでのリターン算出には、利用可能なデータの制限上プライスリターンデータを使用。

^v 出所: FactSet、2026年1月2日時点。記述内容は以下のデータに基づく——MSCI ワールド（除く米国）指数の税引き後配当込みリターン、S&P500 指数トータルリターン、下記銘柄のトータルリターン: Alphabet、Amazon、Apple、Meta、Microsoft、Nvidia、Tesla（グループに通常含まれる非テック銘柄）。

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12月31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3,870億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・カンントリー・ワールド指数

MSCIオール・カンントリー・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カ国に上場する大・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カ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。