

2025年の振り返りと2026年の株式市場

第一部 海外株式

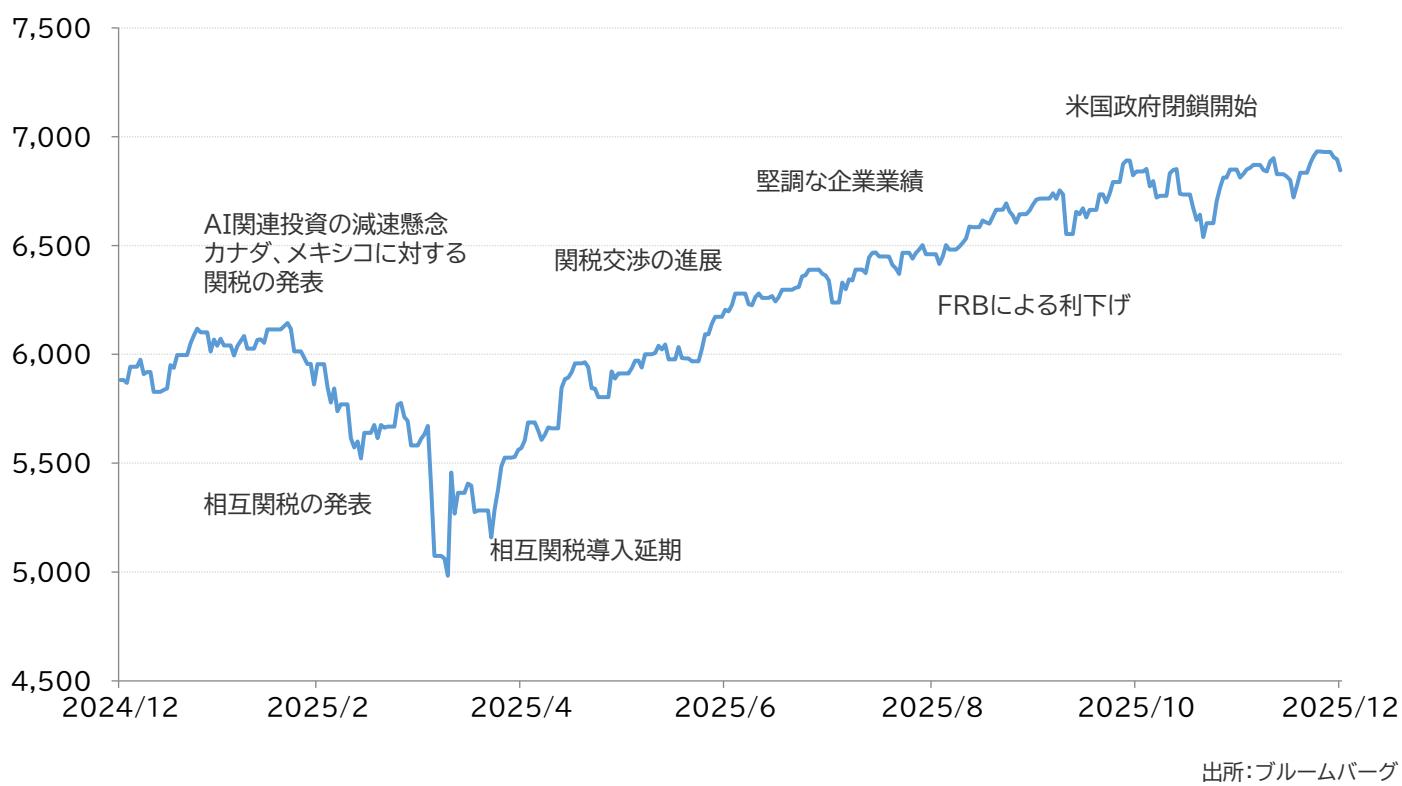
I 市場の振り返り

1. 2025年の米国株式市場

- 2025年の米国株式(S&P500種指数、以下「S&P500」)は約16.4%上昇*しました(図表1)。年初は、中国のAI(人工知能)関連のスタートアップ企業ディープシーク社が低コストで高性能な生成AIモデルを発表し、AI関連投資の減速懸念が高まったことや市場予想を上回る相互関税の発表から株式市場は下落しました。
- その後、相互関税の導入延期、各国政府との関税交渉の進展から株式市場は反発しました。ロシア・ウクライナ情勢、米国政府閉鎖など政治的な不透明感は高まったものの、堅調な企業業績、FRB(米連邦準備制度理事会)による利下げなどがサポート要因となり株式市場は上昇基調で推移しました。

* 2024年12月末～2025年12月末の騰落率

【図表1】米国株式(S&P500)の推移
2024年12月末～2025年12月末、日次



※ 上記記載の銘柄への投資を推奨するものではありません。

※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

2. 2025年の株式市場の特徴

- マグニフィセント7(M7)主導の相場展開:M7指数*1は25%上昇した一方、S&P500等ウェイト指数(M7以外の銘柄の動きを示す指標)は9%の上昇にとどまり(図表2)、M7相場が継続しました。
- テーマ別物色の高まり:金、仮想通貨、防衛、AIなど特定のテーマ銘柄が市場を大きく牽引しました(図表3)。この結果、S&P500構成銘柄のうち指数をアウトパフォームした銘柄は25%程度にとどまりました。過去は通常4~5割の銘柄が指数を上回ることから、2025年は銘柄間のパフォーマンスの偏りが大きい年となりました。過去3年続くM7主導の相場展開に加え、前記のテーマ物色の高まりが偏りを助長したと言えます。
- 不確実性の高い政治経済に対する市場の楽観姿勢:米国の経済政策不確実性指数は、足もとでリーマンショックやコロナショック時と同水準まで上昇していますが、VIX(恐怖)指数は落ちています(図表4)。過去、両指数はおおむね連動し、不確実性が高まる局面では株式市場が下落し、VIX指数も上昇する関係にありました。この乖離の背景には「TACOトレード*2」があると考えられます。トランプ米大統領は様々な政策を発表するものの実際の実施には至らないケースが多く、市場参加者がこのパターンを学習し政治の不確実性を過度に懸念しなくなっている可能性があります。

*1 M7指数:Bloomberg Magnificent 7 Index

*2 TACOトレードとは、「Trump Always Chickens Out(トランプはいつも逃げる)」の略で、トランプ米大統領が強硬な政策を発表するものの実際には実施しない、または撤回するパターンを利用した投資戦略のこと。

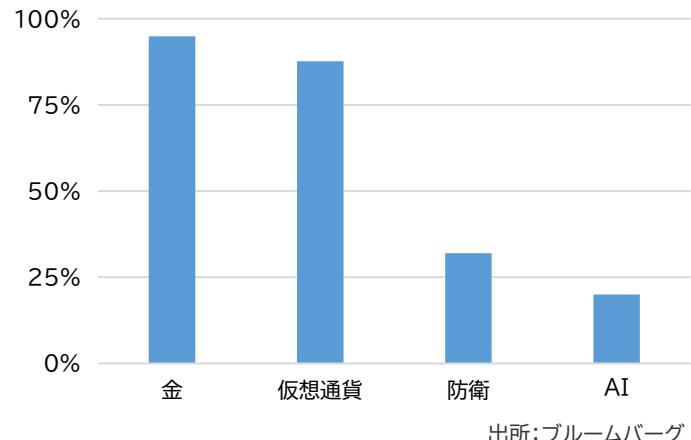
【図表2】米国株式指数の推移

2024年12月末～2025年12月末、日次



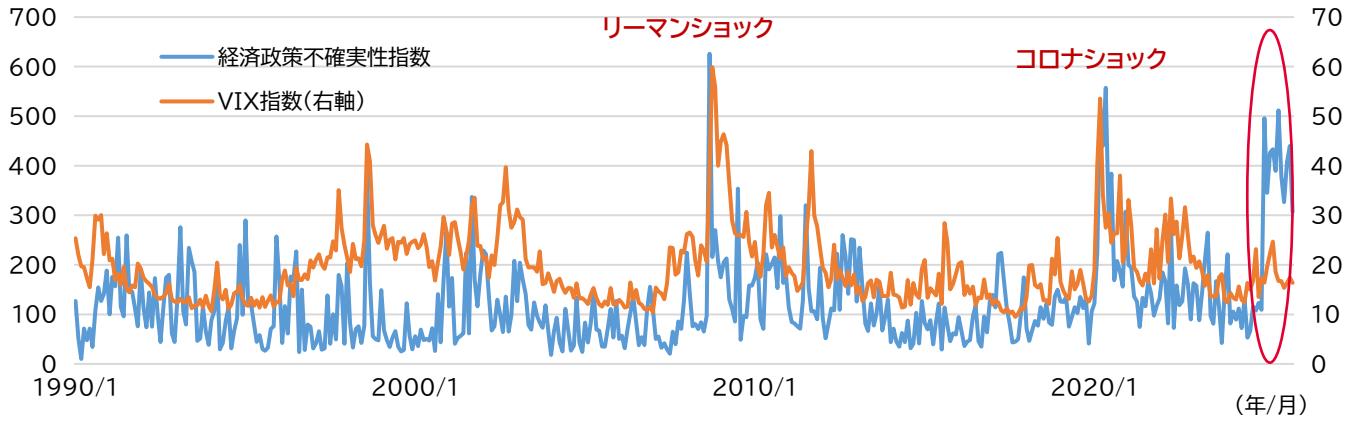
【図表3】テーマ別相対リターン(対S&P500)

2024年12月末～2025年10月末



【図表4】経済政策不確実性指数とVIX指数

1990年1月～2025年11月、月次



図表3で使用した指標は以下の通りです。

金:S&P Commodity Producers Gold Index、仮想通貨:Solactive Blockchain Index、防衛:Dow Jones U.S. Select Aerospace & Defense Index、AI:Global X Funds Global X Artificial Intelligence & Technology ETF(すべてトータルリターン、米ドルベース)

※ 上記記載の銘柄への投資を推奨するものではありません。

※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

II 2026年の投資環境、株式市場の見通し

1. 経済見通し

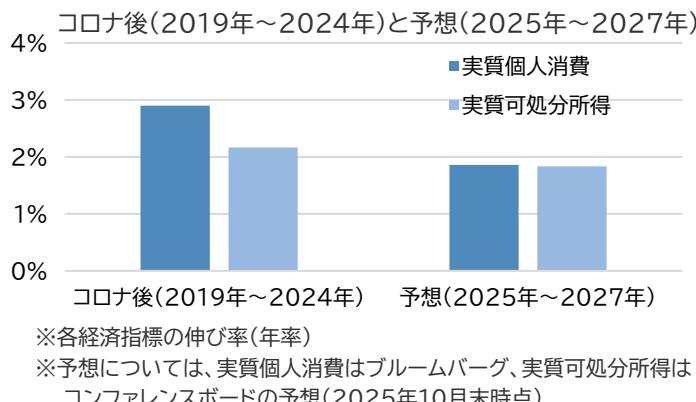
- 日米欧のGDP(国内総生産)成長率は、2026年は2025年対比でやや鈍化するものの、大きく底割れすることなく、安定的に推移するとみています(図表5)。
- 米国経済は相互関税の影響や過去の利上げの影響が徐々に実体経済に影響を与え始めるものの、FRBによる追加利下げも想定される中、経済は底堅く推移すると予想します。

【図表5】実質GDP成長率の予想

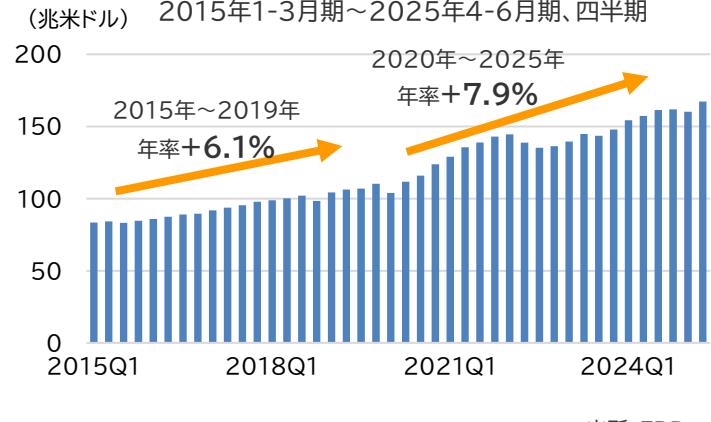


- 2026年の米国経済の成長の背景としては、底堅い個人消費やデータセンター関連の設備投資拡大が挙げられます。
- 関税による物価上昇、政治経済の不透明感の高まりは個人消費にマイナスとなるものの、実質可処分所得が引き続き底堅く推移すると予想されることに加えて、コロナ後の家計の純資産の増加ペースはコロナ前対比で高く、個人消費のサポート要因になるとみています(図表6、図表7)。
- また、2022年以降、AIの普及によりデータセンター投資が大きく増加しています(図表8)。それに伴い電力関連施設への投資も徐々に増加するなど、関連産業への波及効果も出てきています。
- 一方で米国の関税の影響には注視が必要です。足もとでは企業が自助努力により値上げを抑えていることから、物価への影響は限定的となっていますが、ニューヨーク連銀の調査によると、今後、価格転嫁を進める企業が増加すると予想されており、物価への上昇圧力が高まるとみられます。

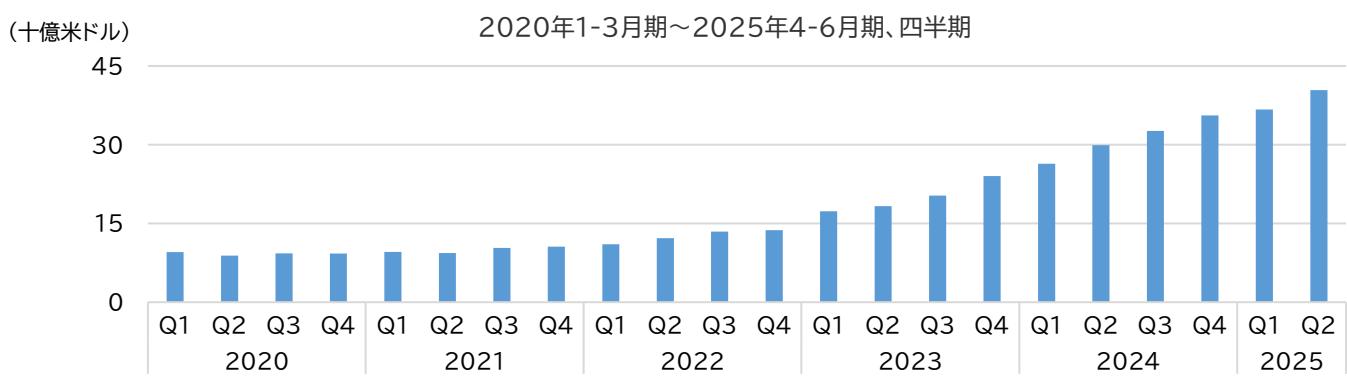
【図表6】米国の個人消費



【図表7】米国家計の純資産額の推移



【図表8】データセンター投資(米国)



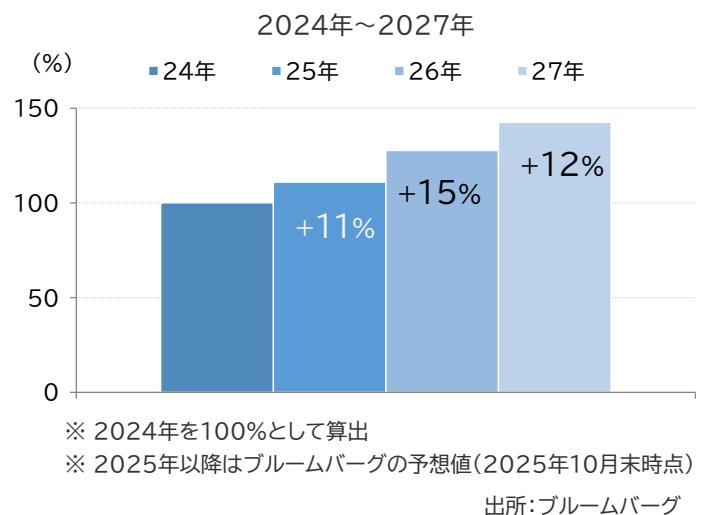
※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

3. 企業業績見通し

- S&P500構成銘柄のEPS(1株当たり利益)は、2026年、27年とも2桁の増益が予想されています(図表9)。
- 米国経済は減速する可能性があるものの、底割れは回避し、2026年に向けて景気が底堅く推移する中、企業業績は増益基調を維持すると想定され、株価のサポート要因となると予想します。
- 企業業績は多くのセクターで堅調に推移すると想定されますが、AI関連投資を背景に情報技術、コミュニケーションサービスセクターがけん引すると予想します。

【図表9】S&P500のEPS成長率(前年比)



- 一方、バリュエーション面では、M7指数、S&P500等ウェイト指数のPER(株価収益率)の水準は長期過去平均を上回っています(図表10)。割高感が高まっていることを考慮すると、2026年は、一時的な株価調整や上昇ペース鈍化の可能性があると考えられます。

【図表10】S&P500、M7指数の予想PERの推移



出所:ブルームバーグ

※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

4. リスクシナリオ

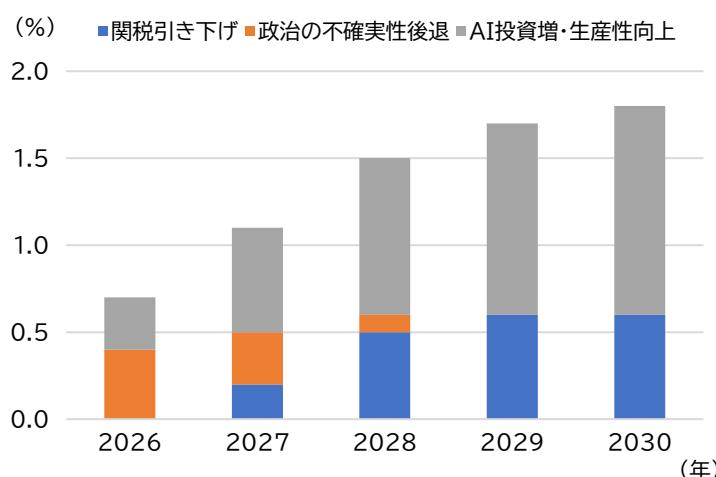
- IMF(国際通貨基金)の世界経済見通しから考えられるポジティブシナリオとしては、関税の引き下げ、政治の不確実性後退によるアメリカへの投資増加、AI関連投資の拡大や生産性向上が挙げられます。特にAI関連はGDPを0.8%程度押し上げると見込まれています(図表11)。
- ネガティブシナリオとして、関税引き上げや財政赤字拡大による金利急騰など金融環境の悪化が想定されており、GDPへの影響は▲1.5~2%程度と試算されています(図表12)。
- ただし、AI関連については注意が必要と考えます。現在、データセンター投資の拡大、企業業績のITセクター依存など、経済全体のAI関連投資への依存度が高まっています。このため、AIはポジティブシナリオとして捉えられる一方、過度な依存はネガティブシナリオにもなり得るリスクをはらんでおり、今後の持続性を慎重に見極める必要があると考えています。

その他のリスク

米中対立激化	半導体サプライチェーン混乱の影響により、AI関連投資の持続性に大きな打撃となる可能性も。ただし、両国ともAI投資を国策として推進している状況を踏まえると、極端な対立には至らないと予想。
物価の高止まり	市場が織り込む利下げシナリオとは逆に、FRBが利下げを見送る、もしくは利上げに転じるリスク。過去の局面別分析では、CPIが3%を超えると株価の平均リターンが大幅に低下しており、この水準が1つの閾値となると考える。
米国中間選挙	中間選挙の年は株価が下落しやすい傾向。選挙前に株価が一時的に上値を抑えられる傾向もあるため、短期的なリスク要因として注意が必要。

【図表11】米国GDP水準への影響
(ポジティブシナリオ)

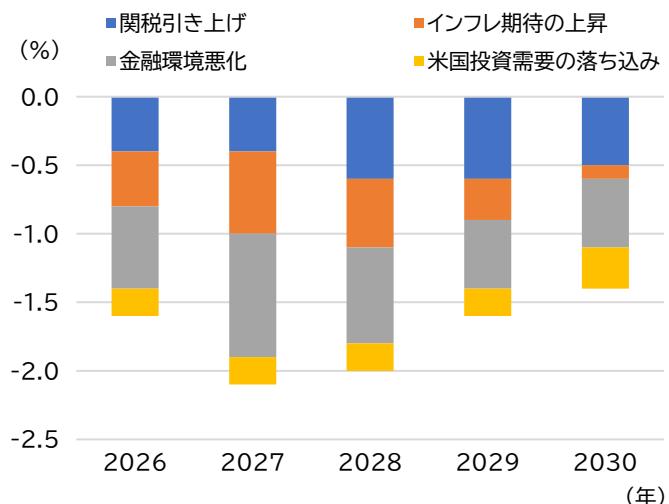
2026年~2030年



政治の不確実性後退:貿易交渉で各国間で合意するなど、経済の予測可能性が高まる場合

【図表12】米国GDP水準への影響
(ネガティブシナリオ)

2026年~2030年



出所: IMF 世界経済見通し(2025年10月)

※ 上記は過去の実績および将来の予測であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

III まとめ

1. 経済・市場の見通し

- ・ 関税による景気への影響は徐々に顕在化していくと想定。
- ・ 一方、健全な家計のバランスシート、データセンター関連投資などの設備投資需要の増加は景気の下支え要因。
- ・ そのような環境下、企業業績は増益基調を維持することに加え、追加利下げもプラス要因となり、株式市場は上昇基調で推移すると予想。
- ・ 株価のバリュエーションは過去対比で割高感が出てきているので株価にとってはマイナス要因。
- ・ AI関連投資は継続すると想定するが、AI関連投資の収益性や電力供給のキャパシティ動向に注意が必要。

2. リスクシナリオ

ポジティブ要因	ネガティブ要因
<ul style="list-style-type: none">・ 生成AIなどのテクノロジー活用による生産性改善・ 関税引き下げや各国との関税交渉進展による政治・経済の不透明感後退	<ul style="list-style-type: none">・ 追加関税、インフレの高止まり、金融環境の悪化、中間選挙前の不透明感の高まり・ 米中対立の激化による半導体サプライチェーンの混乱

3. 株価見通し

	2026年					2027年
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
S&P500	7,100	7,350	7,350	7,650	7,800	
(レンジ)	6,390~7,810	6,610~8,080	6,610~8,080	6,880~8,490	7,020~8,650	
MSCI Kokusai (円ベース)	11,480	11,800	11,750	12,220	12,450	
(レンジ)	10,250~12,820	10,620~12,980	10,570~12,920	10,990~13,440	11,200~13,690	

※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

第二部 日本株式

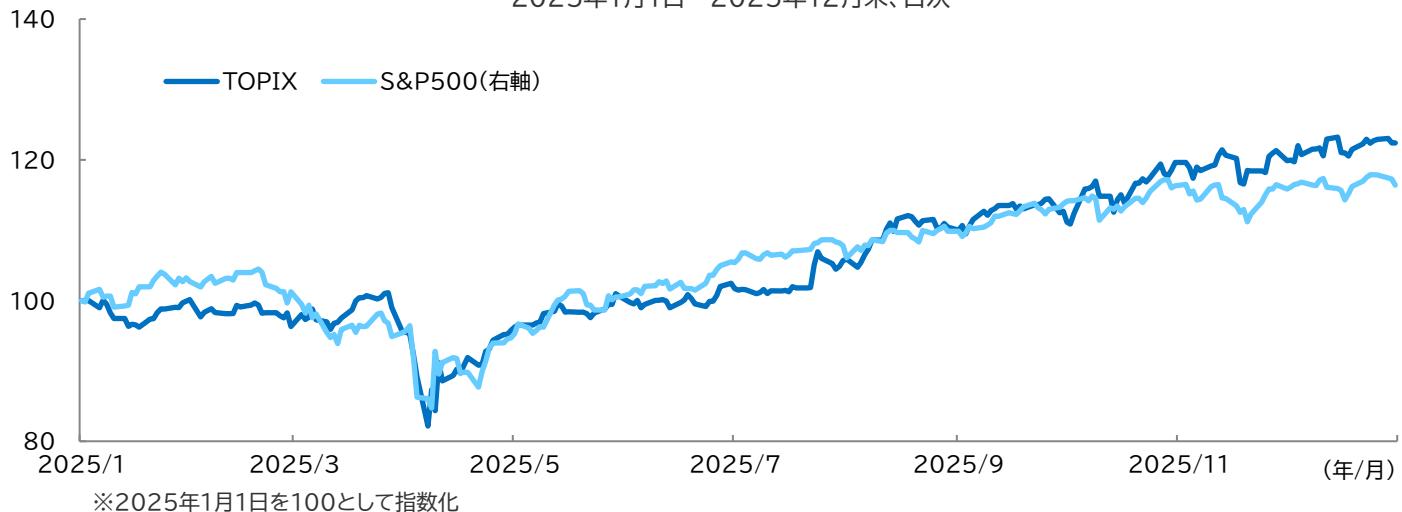
I 市場の振り返り

1. 2025年の日本株式市場

- 日本株式(TOPIX(東証株価指数))は、トランプ米大統領の関税政策を受けて大きく下落する局面があったものの、日米関税交渉が15%で妥結したことが好感されたほか、米国の利下げ期待の高まり、AI投資拡大、高市政権に対する期待から上昇しました。
- 年初来の騰落率でみると、米国株式に対して日本株式は小幅にアウトパフォームしました(図表13)。7月の参院選での自公の過半数割れなど政治懸念はあったものの、自由民主党と日本維新の会の連立や、高市政権に対する期待感が日本株式を後押ししました。

【図表13】TOPIXおよびS&P500の推移

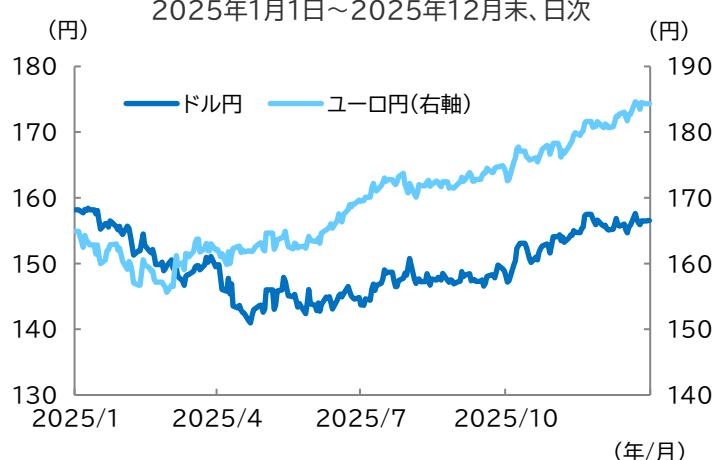
2025年1月1日～2025年12月末、日次



【参考】日・米長期金利の推移
2025年1月1日～2025年12月末、日次



【参考】ドル円・ユーロ円の推移
2025年1月1日～2025年12月末、日次



出所:LSEG

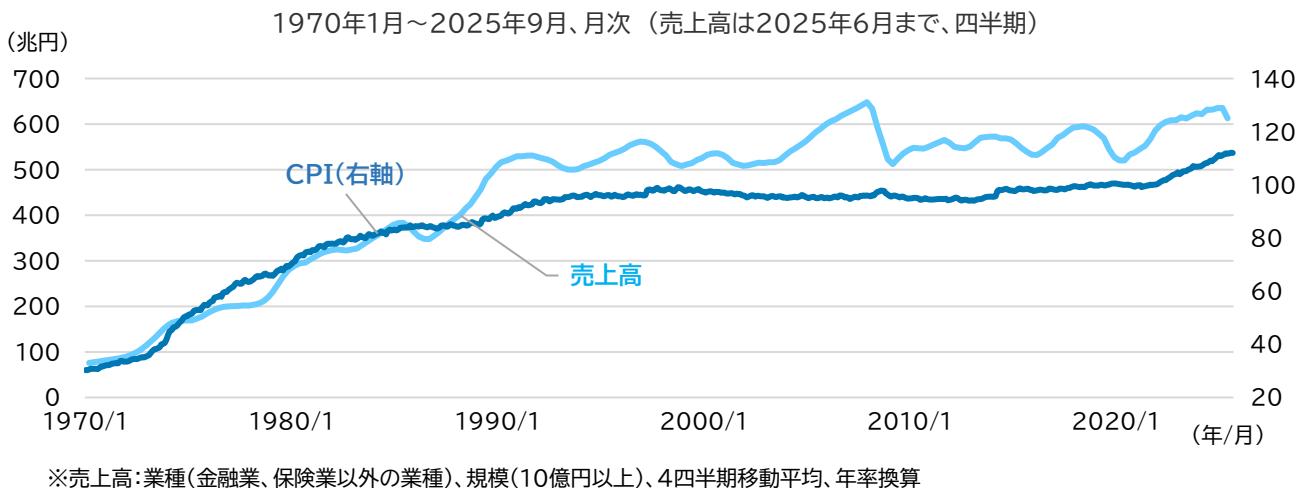
※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

II 投資の着眼点

1. デフレ脱却が業績拡大をサポート

- 企業の売上高とCPI(消費者物価指数)の長期的なトレンドは概ね一致しています(図表14)。デフレ環境の継続が、これまで日本企業の売上高を抑制してきた一因で、日本企業は従業員の賃金抑制や投資抑制などコストカットを進めてきました。
- しかし、2021年頃から、ようやくデフレ脱却が鮮明になりつつあり、売上高は増加基調で、日本企業は従業員の賃金や投資を増やす「物価と賃金の好循環入り」の可能性が高まっています。ただし、拙速に日銀が金融引き締めを行うと、この好循環が失われる可能性があるため注意が必要です。

【図表14】売上高とCPI



出所：財務省、LSEG

- インフレを背景に名目GDPが上昇する一方で、実質GDPの伸びが緩やかであることから(図表15)、消費者の成長に対する実感は希薄ではあるものの、企業収益は名目値であり、株価も堅調に推移していることは事実です。
- インフレ環境への転換による名目GDP成長率の回復が株価上昇の原動力であり、名目GDPと株価との連動性が高いことが見てとれます(図表16)。今後、名目GDP成長率が+2.5%程度(潜在成長率+0.5%、インフレ率+2%)で推移すれば、2020年代後半には日経平均株価は6万円を突破する可能性もあるとみています。

【図表15】名目GDPと実質GDPの推移



【図表16】名目GDPと日経平均株価の推移



出所：LSEG

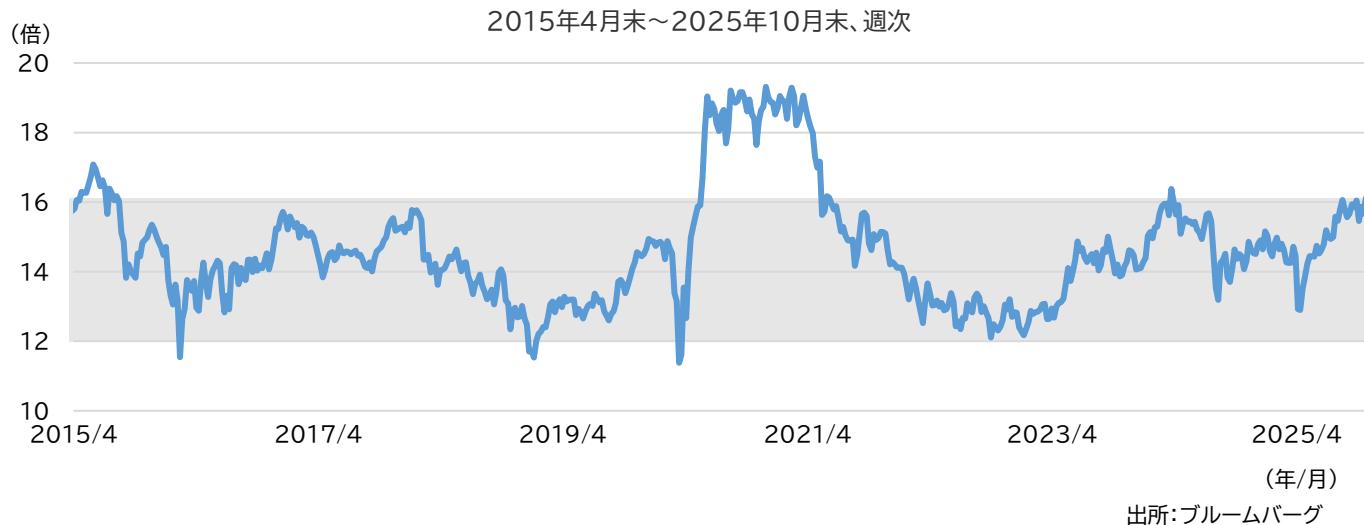
※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

2. 株式需給の引き締まりにより、PERは拡大

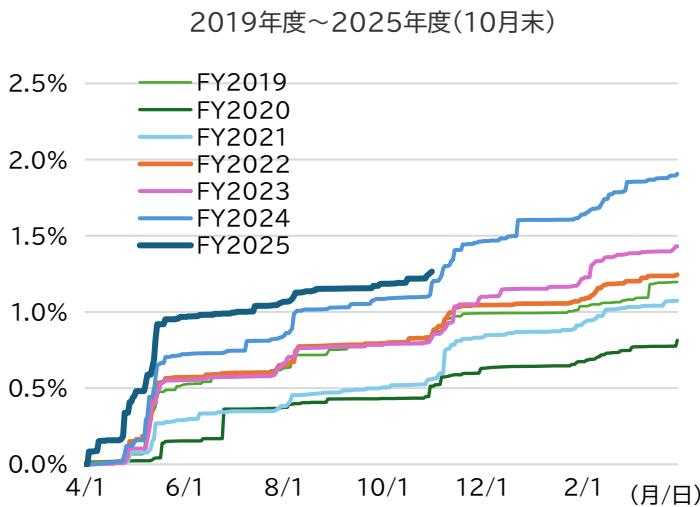
- TOPIXの予想PERは過去10年でコロナ禍を除き、概ね12～16倍のレンジで推移してきましたが、足もとは16倍を超える水準にあります(図表17)。この水準は一見割高に見えますが、日本株式の需給改善によりPERレンジが切り上がる可能性があると考えます。

【図表17】予想PER(TOPIX)の推移



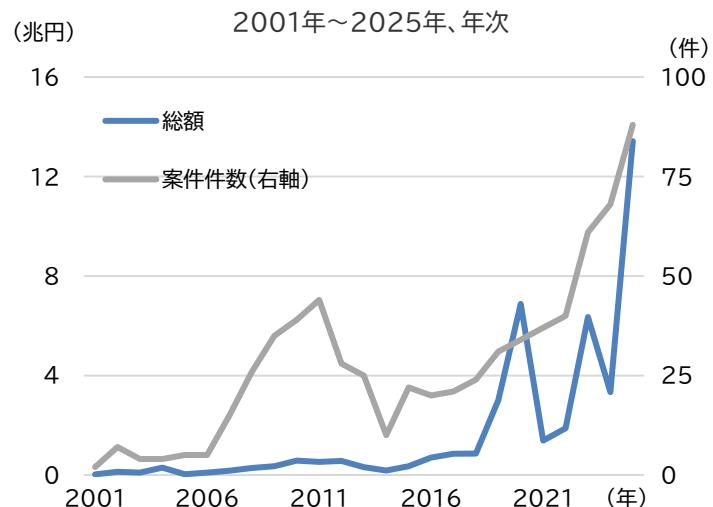
- 需給改善の要因は2点です。第一に、自社株買いの活発化です。東証のPBR(株価純資産倍率)1倍割れ解消要請を契機として、2022年以降に自社株買い枠設定の動きが強まり、2024年度は時価総額対比2%弱と高水準になっています。(図表18)。企業は自社株買いを行うと、自社株の多くを消却しており、市場の株式供給が減少しています。
- 第二に、TOB(公開買い付け)による完全子会社化の増加です。東証による「資本コストや株価を意識した経営の要請」や親子上場解消の動きなどを背景に、完全子会社化のTOB件数や金額が大きく増加しています。2020年のNTTによるNTTドコモ完全子会社化以降、この動きが活発化し、2020年と2023年は6兆円超、2025年に13.6兆円まで拡大しています(図表19)。TOBによる完全子会社化により、市場から退出する企業が増えており、今後も日本株式市場の需給は徐々に引き締まっていくことが想定されます。

【図表18】自社株買枠設定推移(期初時価総額比)



出所:ブルームバーグをもとに東京海上アセットマネジメント作成

【図表19】完全子会社化TOB件数・総額の推移



出所:ブルームバーグ

※ 上記記載の銘柄への投資を推奨するものではありません。

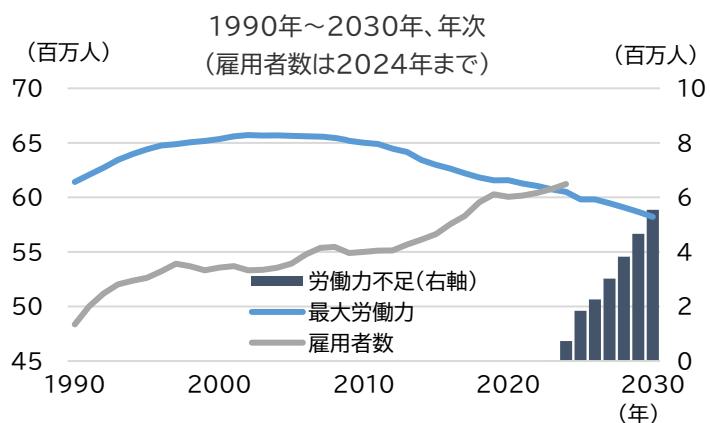
※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

3. 労働力不足とAI・投資

- 高市政権は日本の経済成長率押し上げに資する政策を掲げています。AI、半導体、造船、情報通信、デジタルなど企業の大型投資を促す設備投資促進減税案を検討しており、これにより投資の活発化と生産性向上が期待されます。
- また、労働市場改革も重要な柱です。日本では労働力人口減少や労働時間短縮により労働投入量が減少し、成長率を下押ししてきました。人口動態を加味すると2030年には500万人超の労働力不足が見込まれます(図表20)。この解消には省力化投資などを通じた生産性向上が不可欠であり、高市政権の政策方向性は日本経済の成長率底上げに寄与すると考えます。
- 半導体市場については、2023年9月に好況期入りし、過去の平均的なサイクルでは好況期2~3年、不況期1年程度で推移してきましたが、75ヶ月続いた局面もあり今回も長期化する可能性があります(図表21)。足もとではAI関連需要が強く、在庫に過剰感はないため在庫調整リスクは低い状況です。
- 生成AI市場は2032年に1.6兆米ドル、年平均成長率40%弱と高成長が見込まれます(図表22)。現在はハイパースケーラー*のデータセンター投資によるインフラ強化段階ですが、今後有力なコンテンツやアプリケーションが普及すれば、デバイスやソフトウェアなど幅広い分野に需要が拡大すると予想されます。

【図表20】労働人口の減少



※最大労働力:15歳以上の5歳刻み年齢人口×各年齢層の過去最高の労働参加率-構造失業者-自営業者

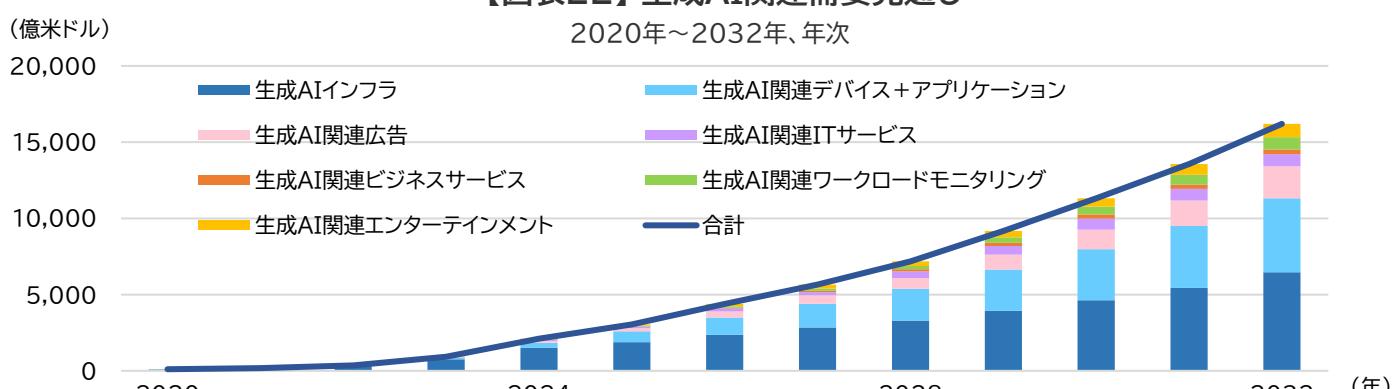
出所:厚生労働省、国連などをもとに東京海上アセットマネジメント作成

*クラウドサービスを大規模に構築・運用する企業のこと

【図表21】世界半導体出荷額(前年比)(3ヵ月平均)の推移



【図表22】生成AI関連需要見通し



※2024年以降は、ブルームバーグの予想値

出所:ブルームバーグ

※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

III まとめ

1. 株式市場の見通し

- 2026年は株価上昇を想定。デフレ脱却により安定的に業績拡大、日本株式の需給逼迫継続、高市政権に対する期待などが株価上昇をサポート。
- 自由民主党と日本維新の会の連立、高市政権の政策は成長にポジティブ。政権運営の安定性を注視。

2. 東京海上アセットマネジメントが考える投資のポイント

- 日本株式の需給のタイトさを考慮すれば、PERの切り上がりは妥当。今後も、PERは徐々に切り上がっていく可能性も想定される。
- 高市政権は半導体・AI、造船、創薬、防衛など、成長分野への支援を強化。生産性向上、成長率の向上に期待。
- ハイパースケーラーを中心に、AI投資意欲は非常に強く、AI関連銘柄を中心に半導体は好調な状況が継続することを想定。

3. リスクシナリオ

米国	中間選挙前の不透明感の強まりや、景気後退、株式市場の大幅調整
日本	少数与党(自由民主党と日本維新の会)下での政権運営の混乱
中国	住宅市場の低迷が継続、景気低迷が続き投資家の中国離れが加速、日本株への資金シフト

4. 株価見通し

	2025年	2026年(予想値)			
	12月末	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
TOPIX	3,408.97	3,500	3,550	3,550	3,600
日経平均株価	50,339.48	51,700	52,400	52,400	53,200
予想変化率*		+2.7%	+4.1%	+4.1%	+5.6%
予想株価を前提とするPER		16.4x	16.2x	15.9x	15.8x

*2025年12月末時点の数値に対する変化率

※日経平均株価(予想値)はNT倍率(12/30:14.76)から算出したもの

※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

投資信託にかかるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。

投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかる費用について

- 購入時に直接ご負担いただく費用 … 購入時手数料 上限3.3%(税込)
- 換金時に直接ご負担いただく費用 … 信託財産留保額 上限0.5%
- 保有期間中に間接的にご負担いただく費用 … 信託報酬 上限 年率1.903%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。
- その他の費用・手数料…監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

<ご注意>

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

【一般的な留意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書(交付目論見書)をご覧の上、ご自身でご判断ください。投資信託説明書(交付目論見書)は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリング・オフ)の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。

東京海上アセットマネジメント株式会社

<https://www.tokiomarineam.co.jp/> サービスデスク 0120-712-016 (受付時間:営業日の9:00~17:00)

商号等:東京海上アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第361号

加入協会:一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会