



米国の例外主義は続くのか？



キリアン・ニーマルクト
グローバル株式チーム
シニア・クライアント・
ポートフォリオ・マネジャー

2025年2月

「ド・トクヴィルは、米国の発展が、政治的、社会的、経済的構造を含め、欧州諸国と異なるといかに根本的に異なるかを強調しました。」

約200年前にアレクシ・ド・トクヴィルが述べた「米国の例外主義」は進化し、それは投資家にとって米国株式市場のパフォーマンスという形で鮮明に反映されています。

ポイント

- 米国の自由市場経済は、競争、革新、起業家精神を促進します。
- 株式市場の力強いパフォーマンスは、過去10年間の株式市場の特徴となりましたが、その成長は今後も続く予想されます。
- 米国は人工知能分野でリーダーとして台頭し、世界の競合企業、とりわけ欧州を上回っています。
- 強力なファンダメンタルズを持つ企業は、類似希なる結果をもたらすことがありますが、バリュエーションも重要であり、優れた企業も過大評価される可能性があります。
- 銘柄選択は重要であり、私たちのアプローチは、非常に優れたファンダメンタルズと魅力的なバリュエーションの両方を兼ね備えています。

1831年、フランスの政治哲学者であり歴史家でもあるアレクシ・ド・トクヴィルは、その新生国家の独自の特徴を理解しようと、米国横断の旅に出ました。彼が観察したものは、彼の著作「アメリカの民主主義」にまとめられ、その中で彼はこの国とその立場を「例外的」と表現しました。



ド・トクヴィルは、米国の発展が、政治的、社会的、経済的構造を含め、欧州諸国とは異なるといかに根本的に異なるかを強調しました。欧州の多くの国々とは異なり、米国は、何世紀にもわたる貴族階級構造による社会形成を経なかったため、高い社会的流動性、実力主義、個人主義が生まれ、これらが米国社会の特徴として述べられています。さらに、自由市場経済が、競争、革新、起業家精神を促進しています。

昨年のS&P500指数のリターンはドルベースで25%であり、リターンがわずか2%強のMSCI欧州インデックスを大幅に上回りました。2024年末時点で、米国はMSCIワールド指数の74%を占めています。さらに、上位10銘柄はすべて米国拠点の企業であり、それらがインデックスの27%に達しています。その内の1社（Apple）は世界第4位の経済大国である日本と同じ構成ウェイトとなっています¹。

昨年、世界の株式市場を押し上げたのは、米国株式のごく一部のグループにすぎませんでした。米国の割合がわずか40%であるMSCIワールド指数の均等加重バージョンを見ると、その年間リターンは7.7%と過去平均並みでした（図表1）。

しかし、米国株式市場の好調なパフォーマンスは、2024年に始まったわけではなく、過去10年間の期間でも見られる現象でした。

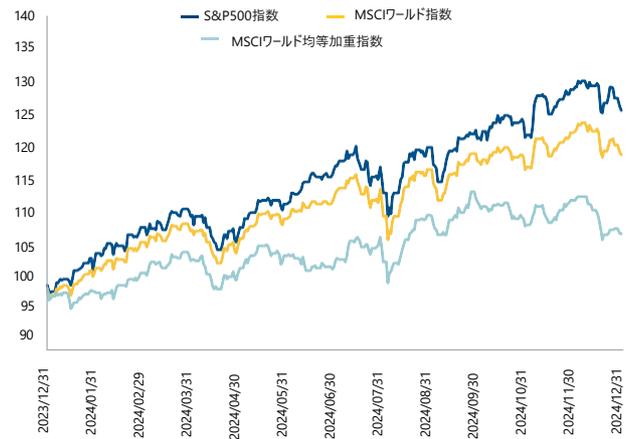
このパフォーマンスの乖離の根本的な要因は何でしょうか。これは正当化されるのでしょうか。

主要国が2023年と2024年に停滞と縮小に見舞われた一方で、米国はパンデミック後の上昇を維持し、それぞれ2.9%と2.8%という力強い実質経済成長率を記録しました²。2010年以降、米国の実質経済成長率は平均2.4%前後で推移したのに対し、ユーロ圏は1.3%でした³（図表2）。今後の見通しとして、IMFの最新の経済予測によれば、G10諸国の中で米国の成長率は引き続き際立っています。米国は、2025年と2026年にそれぞれ2.7%と2.1%の経済成長が予想されているのに対し、ユーロ圏はわずか1.0%と1.4%です。

「資本市場の強さと流動性の高さにより、統一されていない欧州の市場に比べて、より容易な資金調達と投資が可能です。」

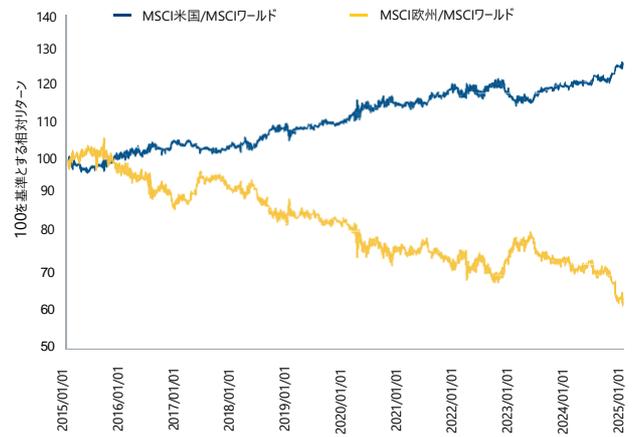
さらに、米国企業は、一般的に欧州の同業他社に比べて、高い収益性や株主資本利益率（ROE）をあげています（図表3）。米国では、若くて収益性の高い産業へのエクスポージャーが大きい傾向がありますが、よりスリムな企業構造と、より好ましい規制環境もまた、一因となっている可能性があります。この差は、過去30年間でさらに拡大しました。また、資本市場の強さと流動性の高さにより、統一されていない欧州の市場に比べて、より容易な資金調達と投資が可能です。そして、ダイナミックな労働市場は、イノベーションと起業家精神を育成する文化と相まって、米国市場にさらなる強さと強靭性をもたらしています。

図表1: 2024年のS&P500指数の力強いパフォーマンス



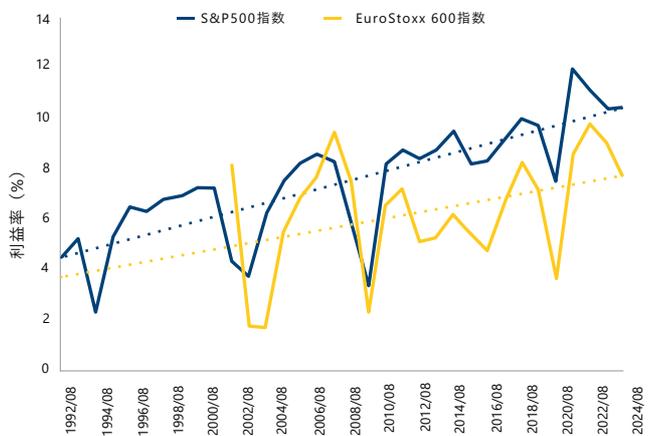
出所: RBC GAM, Bloomberg, 2024年12月時点

図表2: 米国の例外主義と欧州の停滞



出所: RBC GAM, Bloomberg, 2025年1月時点

図表3: 米国企業は、一般的に欧州の同業他社に比べて高い収益性やROEをあげています



出所: RBC GAM, Bloomberg, 2024年時点

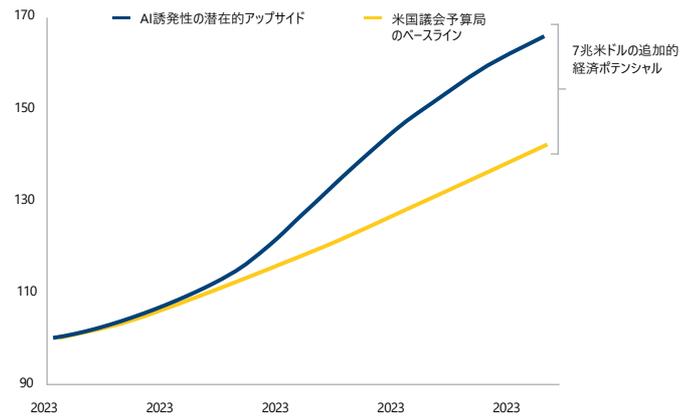
1 ブルームバーグ
2 米国年GDP成長 [\(Link\)](#)
3 IMF

さらに最近では、米国が人工知能（AI）の分野でリーダーとして台頭し、世界の競合企業、とりわけ欧州を上回っています。これにより、最先端の技術開発の世界的な中心地としての地位が強化されました。労働者1人当たりの生産活動で測った米国の生産性は、過去15年間で他のG7諸国と比較して高く、IMFとJPMorganによると、AIによる生産性向上は、今後20年間で米国の経済成長に対して累積で17.5%の追加的な成長をもたらすと推計されています（図表4）。したがって、2024年9月の報告書でマリオ・ドラギ氏は、欧州の競争力の将来について欧州が米国や中国とのイノベーション・ギャップを埋める必要があることを強調し、「欧州は撤退か、停滞か、統合かの選択に直面する」と記したのは驚くべきことではありません。

米国株式市場には、間違いなくいくつかの追い風がありますが、懸念すべき分野もあります。まず、米国の赤字です。GDP対比6.9%の財政赤字は、先進国全体の中で最大の赤字となっています⁴。この数字を広い視野でみるために、EUの規定を考えると、各国は対GDP比3%の赤字制限を遵守して公的債務を維持することが求められています。世界の準備通貨としての米ドルの優位性により、相当な貿易と政府支出の赤字を維持していますが、もしこのまま放置されると、赤字の規模が連邦準備制度理事会（FRB）の将来の金利引き下げ能力を制限する可能性があります。

もう一つ注目すべき要因は、バリュエーションと先ほど指摘した市場集中度です。S&P500指数では上位10銘柄がウェイトの38%を占めていますが、テクノロジー株に特化したNASDAQ総合指数では、上位10銘柄が約60%を占めています。これは、この株価指数が3,273銘柄で構成されていることを考えると、驚くべきことです。また、こうした企業が過去と比べても高い株価倍率で取引されていることもよく知られており、バリュエーションは、一時、今後4四半期の利益の57倍に達し、2,000年代のドットコム・バブルと頻りに比較されるようになりました。

図表4: 米国の労働生産性；2023年を100として指数化

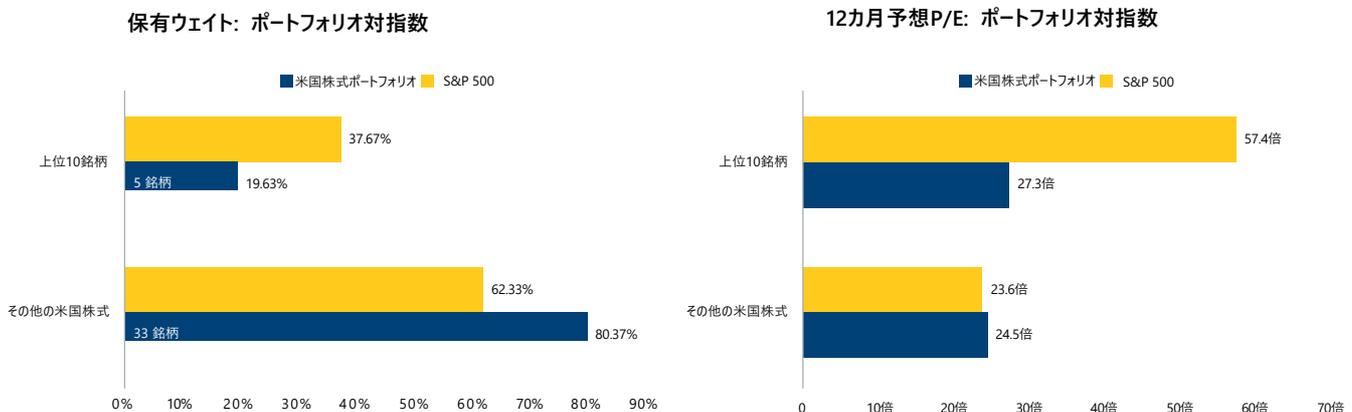


出所: IMF, JPMorgan

現在、市場で語られていることとして、これらの企業は本当に並外れており、AIを収益化して、シクリカル(景気敏感)ではなく、構造的な成長を生み出すことができるとされています。しかも、これらの企業は非常に多くのキャッシュを生み出しており、ほとんど負債を抱えておらず、ドットコム・バブルとは対照的に、真の利益に支えられたバリュエーションで取引されています。例えば、NVIDIAは2月15日時点⁵で12ヶ月予想P/E倍率32倍で取引されており、株式のパフォーマンスは、バリュエーションの拡大ではなく、主に利益成長に支えられています。

それにもかかわらず、リスク分散が図られたポートフォリオを構築する際には、バリュエーションと銘柄の集中度合いが重要な考慮事項となります。そのために、私たちは非常に選択的なアプローチを採用しています。2024年末時点で、私たちの米国株式ポートフォリオでは、上位10銘柄のうちわずか5銘柄しか保有しておらず、上位10銘柄のウェイトが37.7%あるS&P500指数⁶と比較すると、このポートフォリオではわずか19.6%にとどまっています。さらに、このポートフォリオの12ヶ月予想P/E27.3倍のバリュエーションは、市場の57.4倍に比べて大幅に低くなっています（図表5）。

図表5: リスク分散が図られたポートフォリオを構築する際に、選択的なアプローチを採用



出所: RBC GAM, Bloomberg, 2024年12月31日時点

4 IMF
5 ブルームバーグ
6 RBC GAM

約200年前にド・トクヴィルを感銘させた特徴の多くが、今日でも変わらず重要となっており、米国経済のファンダメンタルズが「例外的」と表現されることは注目に値します。私たちもまた「例外的」であることを信じて、魅力的なエンドマーケットを持ち、責任感を持って運営され、優れたビジネスモデルを有する素晴らしい企業を選別して投資します。このような強力なファンダメンタルズを持つ企業は、優れた成果をもたらす可能性があります。米国では、そのような企業を引き続き多く見つけることができます。

一方で、バリュエーションもまた重要であり、優れた企業でさえも過大評価される可能性があります。一部の市場を牽引する銘柄や、そういった銘柄の強力なパフォーマンスが株価指数を押し上げたかもしれませんが、それによってパッシブインデックスの投資家は、過剰な自信にさらされてしまったかもしれません。

対照的に、私たちはより選択的なアプローチを支持します。優れた企業の並外れた質の高さは、優れた投資機会を生み出すことを可能にしますが、それは、そのような企業の質の高さが市場評価に十分に反映されていない場合に限り、限られると考えています。

「このような強力なファンダメンタルズを持つ企業は、優れた成果をもたらす可能性があります。米国では、そのような企業を引き続き多く見つけることができます。」

私たちのアプローチは、例外的なファンダメンタルズと魅力的なバリュエーションの両方を兼ね備えた銘柄を選択するものであり、その結果として、パッシブ運用とは差別化された、優れた結果をもたらす余地のある投資となっています。

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 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構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となります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
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ら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ありませんのでご注意ください。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。

