

# BNYインベストメンツ

## インベストメント・フォーラム2025 採録レポート

— 激動期の先を読む、投資機会とリスク —

2025年9月19日開催

本フォーラムでは、今後注目すべき投資機会とリスク要因を踏まえた投資アプローチを、各運用会社が講演いたしました。

### プログラム

#### ● パネルディスカッション

激動期の先を読む、投資機会とリスク

#### ● プレゼンテーション

株式・債券への投資アプローチ

第1部【米国株式】バリュー株投資への回帰

ニュートン・インベストメント・マネジメント

第2部【グローバル株式】“不確実性こそ唯一の確実”

ウォルター・スコット

第3部【グローバル債券】新たな現実：リスク、レジリエンス、リプライシング

インサイト・インベストメント

### スピーカー



ジョン・バイラー

ニュートン・インベストメント・マネジメント  
株式ポートフォリオ・マネジャー



アラン・エディントン

ウォルター・スコット  
インベストメント・マネジャー兼  
サステナビリティ・インテグレーション



エイプリル・ラルース

インサイト・インベストメント  
インベストメント・スペシャリスト・ヘッド

### モデレーター

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社 代表取締役社長 榊原正章

# パネルディスカッション

## 激動期の先を読む、投資機会とリスク

インサイト・インベストメント	ウォルター・スコット	ニュートン・インベストメント・マネジメント
グローバル債券	グローバル株式	米国株式
<b>リスクトップ3</b>		
1 関税	関税	金融政策
2 中央銀行の独立性	債務	株式バリュエーション
3 金融政策	地政学	地政学
<b>投資機会トップ3</b>		
1 短期債券	上場株式	米国の製造業の再興
2 景気循環セクターと非循環セクターのギャップ	AIなどの新技術	米国の電力需給のアンバランス
3 ユーロ建て投資適格社債	個別銘柄選択	規制緩和による米国金融セクター

### 主要資産クラスのリスクトップ3

——2026年にかけて投資リスクを展望すると、マクロ要因によるリスクという共通したリスク認識がみられる。グローバル債券のエイプリルとグローバル株式のアランは、各資産クラスのリスクのトップに「関税」を挙げている。

**エイプリル** 足元の債券市場には影響があまりみられないが無視できるものではない。もう少し米国の追加関税のリスクプレミアムがあっただけだ。

**アラン** 関税分を販売価格に転嫁できず、自社で吸収している企業がある。3四半期程度経過しないと株価への本格的な影響は出てこないだろう。ただし、新型コロナウイルス禍後のサプライチェーンの寸断により企業は取引先の選択肢が減った中、関税の影響は大きいと予想される。インフレも相まって特に低所得層にとって重荷となる。

——米国株式のジョンが最大のリスクと見ているのは「金融政策」だ。

**ジョン** 関税のインパクトや影響がおよぶ期間は企業ごとに異なる。ただし、関税が長期のインフレ要因につながるとは考えていない。企業の脱グローバル化の動きがインフレの押し上げになると見ている。米連邦準備理事会（FRB）の利下げ局面が始まった点を考慮しても今後も若干のインフレ圧力として働くだらう。米国経済は依然として堅調であり、失業率も大きく悪化していない。

——債券市場はFRBによる利下げについてどう見ているか。

**エイプリル** FRBによる利下げは継続するだろう。債券市場はFRBの動きを慎重に見ている。イールドカーブがどこまでスティープ化するかがポイントだ。

——市場では株式のバリュエーションについても懸念が高まっている。

**ジョン** 確かにS&P500指数はマグニフィセント・セブンなどの一部の銘柄に偏っており、オーバーバリューの状態といえる。ただし、AI関連では電力関連やデータセンターの需要が高まっている。AI分野でも今後、生産性の高い企業などこれまでとは異なる企業が勝ち組となっていくだろう。

**アラン** 株式市場全体が割高で、インデックスは分散が効いていない状態だ。一方、個々の銘柄の投資妙味を選別して高値づかみを避けるアクティブマネジャーには投資機会があると考ええる。

### 主要資産クラスの投資機会トップ3

——それぞれの資産クラスでの投資機会は。

**エイプリル** 債券市場では、企業の利益率が過去最大であることと、貿易戦争という目先の不透明要因を勘案すると、短期の社債に投資機会を見出せる。地域では欧州に注目している。ロシアのウクライナ侵攻の影響で各国政府が防衛費の増額方針を掲げており、エネルギー価格対策としてインフラ強化やクリーンエネルギーへの移行にも積極的だ。これらの領域に関わる企業の短期社債のクオリティは、米国より高いかもしれない。

**ジョン** 米国株式は割高銘柄もあるため、慎重に選ばなければならない。トランプ大統領が掲げる製造業の米国内回帰や研究開発費も減税対象とする「大きくて美しい法案」(One Big Beautiful Bill Act)の恩恵が期待できる建設関連や研究開発に注力している銘柄には投資妙味があるだろう。バイデン前政権と異なり、規制緩和が進むと見込まれる大手銀行などの金融銘柄にも注目している。

**アラン** 米国など主要株式市場は割高懸念が強まっているため、短期的に株価が急変動するなど投資タイミングを計るのが難しい。ただし、上場株式には様々な株価バリュエーションの

銘柄が存在し、依然として投資機会が多い。さらに、近年の株式市場を牽引しているAIや、AIを活用して生産性向上に力を入れているインフラ関連やヘルスケア、データセンター関連なども有望だろう。市場に変化の兆しが多い局面は銘柄間のリターン格差が生まれやすいため、アクティブマネジャーが魅力的な投資機会を発掘しやすいといえる。

——株式と債券それぞれの市場で多様な投資機会が存在し、それをどう捉えるかがアクティブマネジャーに問われている。BNYインベストメンツとしては、お客様のニーズに合った戦略をお届けしたいと考えている。

## プレゼンテーション第1部

### 【米国株式】バリューストック投資への回帰

ニュートン・インベストメント・マネジメント  
ジョン・ベイラー

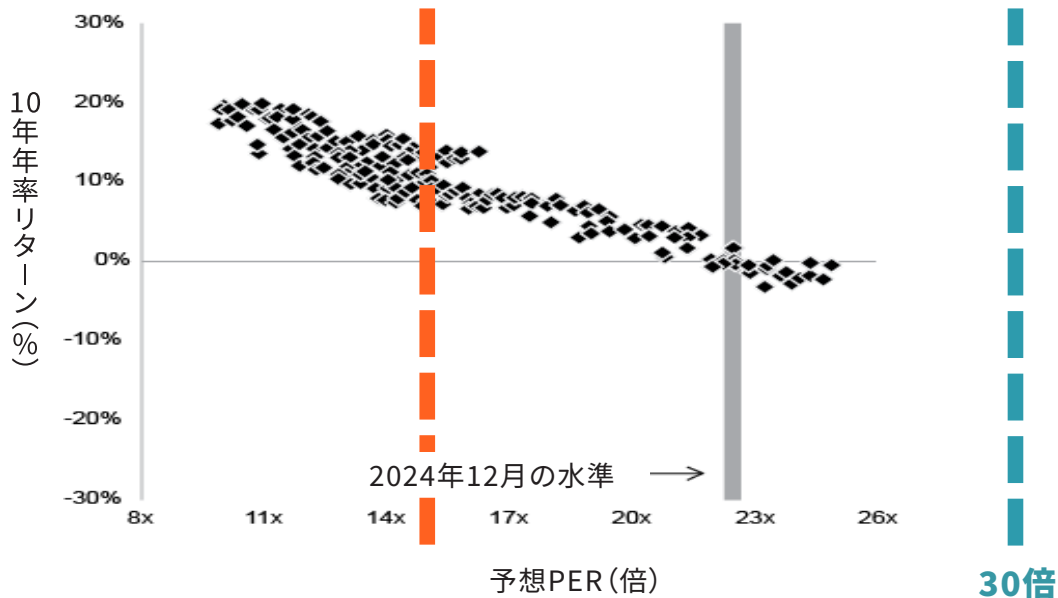
2010年代後半以降の米国株式市場ではグロース株優位の状況が続いていた。これは歴史的に珍しい。実は、1936年から直近までの約100年間を振り返るとバリューストック優位の期間のほうが長い。さらに10年ローリングのバリューストック／グロース相対リターンでは、バリューストックがグロース株を平均3.93%上回る。近年のグロース株優位は例外的な局面なのだ。

金利を見るとリーマンショック後、そして新型コロナウイルス禍でゼロ金利になったが、その後、2022年に金利が上昇し始め、米英独仏の2年

国債利回りは3～4%に達した。文明の誕生以来、金利水準は概ね4%前後が長く続いた。つまり、近年のグロース株優位を支えてきた「フリー・マネー（自由なお金があふれている）の時代」が終焉を迎え、株式市場をめぐる金利環境はノーマルな状態に戻ったといえる。

フリー・マネーの時代の下、米国株式のバリュエーションリスクは高まった。このことは、今後の期待リターンに大きく影響するだろう。S&P500指数の予想PERとその後10年間リターンを見ると、10倍から15倍前後では10～20%のリターンだが、22倍あたりでは0%付近となっている。この数値は回帰性を示しており、予想PERが約22倍に達すると、0%のリターンが向こう10年間みられることを意味している。

### S&P500指数の予想PERとその後10年間のリターンの関係



#### 予想PER

- **米国市場の上位10銘柄は30倍超**
- **米国市場全体は22倍程度**
- **US Dynamic Large Cap Valueのポートフォリオは15倍以下**

出所：J.P. Morgan Asset Management, as at 31 December 2024, monthly observations, 1988 to 2014. Returns calculated in USD. <https://www.oaktreecapital.com/insights/memo/on-bubble-watch>. US Top 10 P/E ratio (x): FactSet, 30 November 2024. Below average income stocks P/E ratio (x); Société Générale Global Income Investor, 31 March 2025.

2024年12月の予想PERは、市場の上位10銘柄は30倍超、市場全体は22倍だ。一方、ニュートン・インベストメント・マネジメント(以下、ニュートン)のバリュー運用戦略『US Dynamic Large Cap Value』のポートフォリオは15倍以下となっている。つまり、先ほどの回帰性を当てはめると、予想PERが15倍前後のニュートンのバリュー株ポートフォリオの向こう10年間のリターンは次第に良くなっていくといえよう。

S&P500指数の予想PERの五分位における上位と下位を比較すると、バリュエーションの差は依然として大きい。「米国株式は割高」というのは一部の銘柄を指した表現であり、市場全体では十分な格差がある。先ほどの歴史的な視点からも、バリュエーションリスクの観点から分析しても、現在の米国株式市場はバリュー株優位の局面にあると確信している。

そのカタリスト(触媒)の一つが、企業の利益成長率の正常化だ。市場全体を示すS&P500指数構成企業の利益成長率は、1年後予想が7.2%、2年後予想が12.5%となっている。対してマグニフィセント・セブンは同11.9%、同13.8%で、成長は続いているものの、1年後から2年後への上昇率は鈍化しているように見える。2000年代初頭のテックバブルのときもそうだった。当時注目のテック企業はNASDAQに集結していた。しかし、1999年からの10年間のトータルで見ると、NASDAQ100指数のPERの低下が力強いEPS成長を相殺し、結果としてリターンはS&P500指数に劣後した。

このテックバブル期のNASDAQ100指数からは、バリュー株優位局面では売上が急激に伸びた企業だけに投資することのリスクがうかがえる。トランプ政権は「大きくて美しい法案」というアメと関税というムチを組み合わせ、米国製造業の活性化に取り組んでいる。今はバリュエーションが低い企業も、これらの政策によって得られたキャッシュフローを活用し、成長に向けた投資を積極的に展開できるようになるだろう。

## プレゼンテーション第2部

### 【グローバル株式】“不確実性こそ唯一の確実”

ウォルター・スコット  
アラン・エディントン

株式は、一般的に価格の上下を繰り返しながら、長期で見ると右肩上がりに成長する資産といえる。仮に1900年に世界株式へ1米ドル投資した場合、2024年には514.9と大きく成長したのに対し、同時期に投資した債券は7.8、短期国債は1.7だった。(いずれも米ドルベース)

もちろん、短期的には株価が大暴落した時期がある。1999年から2009年の世界株式はほぼ横ばいであったが、この間、割安な株価を重視した運用戦略が成果を上げた。株式投資では“不確実性こそが唯一の確実”な特性だ。株式ポートフォリオを構築する際は、このような不確実性の中でどう成果を上げていくかを考えている。

ポイントの一つ目は「成長性」だ。全てのデバイスに必要な半導体は今の世界に必要な不可欠な製品といえる。今後、さらに微細化、省エネ化、演算能力の高度化が進むだろう。成長性に着目して銘柄を選択することで、株式市場の低迷期に備えられる。

「イノベーション」への目配りも欠かせない。高性能の医療手術支援ロボットの登場で手術の成功率が高まったことにより、患者の入院期間の短縮や外来回数の減少を通じて、病院側の対応負担が軽減された。このようにユーザーのコスト削減を実現し、市場が急拡大するようなイノベーションは最初に手がけた企業の株価を大きく押し上げる要因になる。

最後が、外部ショックに直面しても、スピーディーかつ柔軟に対応できる「機動性」だ。様々なデバイスを繋ぐコネクタは多くのビジネスの基幹製品だが、関税問題ではコスト上昇リスクにさらされた。その際、大切なのは独立経営体制。顧客とのリレーションを深めることで、そのニーズに

対して適切かつ柔軟に対応することができ、価格決定力の維持が可能になるだろう。持続的な成長にはフレキシビリティが欠かせない。

前述のとおり、「成長性」「イノベーション」「機動性」の3つのポイントを備えた企業は、不確実な時代を乗り越えるレジリエンス（強靱）な投資対象といえる。このような企業に投資し、リターンという形で顧客に還元するのに必要なのが「時間」だ。ボラティリティの大きい世界株式戦略で成果を上げるには、長期の投資スタンスが重要である。

## プレゼンテーション第3部

### 【グローバル債券】新たな現実：リスク、レジリエンス、リプライシング

インサイト・インベストメント  
エイプリル・ラルース

債券市場は大きな変化に直面しており、長期的なトレンドを含めて過去のモデルは通用しにくい状況にある。その象徴が政府債務の膨張だ。ほとんどの国が巨額の借金を抱え、国家財政の持続性への懸念などから金利が上昇し始めた。逆説的かもしれないが、債券市場は財政政策がもつ力を再認識させられたといえるだろう。

金利上昇によって資金調達コストが高くなると、政府支出に占める利払い負担が増える。それが行き過ぎると経済が停滞してしまう。山積みの政府債務を圧縮する手段はいくつかある。債務不履行（デフォルト）はリーマン・ショックやアルゼンチン危機のように経済への壊滅的な影響を伴う。政府支出の削減に代表される緊縮財政は、現在のフランスのように政策として支持されにくい。

米国や英国では経済成長の加速による政府債務の圧縮を目指している。希望の根拠であるAIが企業の生産性向上を促すとの意見もあるが、現時点では目に見える成果が表れていない。政府が市場に介入し、金融機関や年金基金などに国債の保有増加の推奨または義務付けに踏み切る事態も考えられるが、これも支持されにくい。

今後の政策金利の見通しはインフレと労働市場がカギとなる。米国のインフレは4%程度が天井でその後落ち着いてくると見ているが、追加関税を考慮すると上昇リスクは残る。過去の企業による関税負担の価格転嫁率は60%程度だった。労働市場は堅調だが、移民の減少は労働力供給の減少を招くなど軟化が予想される。

債券市場の今後を占ううえで興味深いのが米国株式と米ドルの動きだ。これまで両者の関係は正の相関だった。しかし2025年以降は、米国株式は上昇したが米ドルは下落と負の相関を描いている。これは欧州や日本の投資家が、米政権の政策を懸念して米国ではなく自国に投資するようになったことが大きい。日本の場合はドル円相場が落ち着き、政策金利は上がってきた。政治体制が落ち着きを取り戻せば、この傾向はさらに強まるだろう。「金利のある世界に戻ったのだから国内に投資すればよい」というわけだ。日本の金利が高まってきたので高止まりしている為替ヘッジコストを勘案すれば、外国債券投資と比べても日本の投資家にとって国内債券は投資妙味が高い資産といえるだろう。

債券投資にあたって今後重要と思われるポイントを最後に挙げたい。まずは、政府債務の膨張やインフレなどを発端とした債券市場のボラティリティは、一時期のリスクではなく常態化した。これからはパッシブな債券投資は機能しないだろう。過去のモデルにはない新しい変化を反映するのは機械的な運用戦略では限界があり、機動的なアロケーション戦略が求められるからだ。次に高水準の財政債務を背景にイーロードカーブのステープな状態が継続すると見ており、デュレーションの短い債券に投資するのが有効かもしれない。

企業のデフォルト率は低く、関税による大きな悪影響は考えにくい。利益率が高くキャッシュフローの見通しが立てやすい業種や企業に注目して利回りを追求する姿勢が有効だと考える。一方、政府が歯止めのない積極財政を展開するなど、少々アグレッシブな政策に傾く事態が今後も続く可能性がある。グローバル規模で発生している債券市場のレジリエンス（強靱性）とリプライシングに対するモニタリングの目を緩めてはならない。

## 投資家に対する示唆

### パッシブな債券投資は機能しない

- ボラティリティはリスクではなく常態化
- 動的なアロケーション戦略が必要

### イールドカーブのステープ化：ブルとベア

- 欧米諸国の政策金利は低下傾向だが高水準の財政債務を背景にイールドカーブのステープな状態が継続

### 新規制の導入

- 国債や国内への投資増加を促す
- 重要産業への政府による介入の増加

### 資金環流の動き

- 米国を敬遠する投資家が増え資金環流の動きが始まっている
- 欧州では財政拡大が投資資金を呼び戻す要因となる見込み
- 日本市場の投資妙味は高い

### 利回り追求が良策

- 企業のデフォルト率は低く関税による大きな悪影響は想定されない
- 利益率が高くキャッシュフローの見通しが立て易い業種に注目

## リスク・費用について

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が運用する全ての公募投資信託のうち、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おります(当資料の作成日現在)。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面等を必ず事前にご覧ください。

### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、組入れた有価証券等の値動き(外貨建資産には為替変動もあります。)により、基準価額が大きく変動することがあります。したがって、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解約・償還金額が投資元本を下回り、損失を被る可能性があります。運用により信託財産に生じた利益または損失は、すべて受益者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。預金保険または保険契約者保護機構の対象ではありません。また、銀行など登録金融機関で購入された場合、投資者保護基金の支払いの対象とはなりません。

※詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

### ● 投資信託に係る費用について

・直接ご負担いただく費用

購入時手数料: 上限3.85%(税抜3.5%) / 信託財産留保額: 上限0.30%

・間接的にご負担いただく費用

信託報酬: 上限 年率2.035%(税抜1.85%)

・その他費用・手数料: 監査法人等に支払う投資信託の監査にかかる費用、信託財産の管理、運営にかかる費用(目論見書・運用報告書等法定開示書類の印刷、交付、提供および提出にかかる費用等を含みます。)、組入有価証券の売買の際に発生する売買委託手数料等が、信託財産より支払われます。これらの費用等については、資産規模および運用状況等により変動しますので、料率、上限額等を表示することができません。

※上記費用の総額につきましては、投資家の皆様がファンドを保有される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。

※投資信託では、一般的に上記のような費用・手数料がかかります。手数料率は投資信託によって異なり、上記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各投資信託の販売会社へお問い合わせいただくか、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

## ご留意事項

- ・当資料の内容は、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社(以下、当社)が2025年9月19日に開催したフォーラムをもとに、当社が作成した資料です。また、情報提供を目的として作成した資料であり、一般投資家への特定の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。
- ・当資料に示されている運用成果、データ、見解等は過去の実績および将来の予測であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。
- ・第三者機関提供データに関して当資料の作成者は、いかなる保証・責任を負うものではありません。
- ・当資料に記載されているいかなる見解も、その執筆者が資料作成時点に入手可能な信頼できると判断した情報に基づき記述したものであり、情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。また、将来予告なく変更することがあります。
- ・個々のポートフォリオ運用チームは異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。
- ・当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でも当資料の全体または一部を、転用、配布することはできません。

## BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第406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