

2026年市場展望

知っておくべき6問

2025年12月

日本語抄訳

BNY（以下、当社）の2026年見通しでは、頻繁に話題に上る6つの重要な問いについて、当社の投資・市場リーダーたちが読み解きます。これらの問いは、社内でも議論を重ねており、2026年の投資・市場環境を形づくると予想される現実的なテーマです。

当社は、現状を明らかにし、将来の展望を描くことが、さまざまな要因がせめぎ合い変化する市場を乗り越えていく一助になると考えています。

不確実性の高い時代には、データに根差した適切な問いを発することが、適切な答えを見い出すことと同様に重要になるでしょう。

- 01 世界経済は2026年を通して微妙なバランスを維持できるか？
- 02 中央銀行の次の一手は？
- 03 各国の異なる金利動向は、米国、欧州、新興国の債券市場にどのような影響を与えるのか？
- 04 2026年は米ドルの転換点となるのか？
- 05 米国株式のバリュエーションは割高すぎるのか？
- 06 AIの長期的な勝者は誰か？

John Flahive
Co-Head of Municipal
Bonds
Insight Investment

Francesca Fornasari
Head of Currency
Solutions
Insight Investment

Jason Granet
Chief Investment Officer
BNY

Ella Hoxha
Head of Fixed Income
BNY Investments Newton

Eric Hundahl
Head of BNY Investment
Institute
BNY Advisors

Alicia Levine
Head of Investment
Strategy & Equities
BNY Wealth

Brendan Murphy
Head of Fixed Income,
North America
Insight Investment

John Porter
Chief Investment Officer
BNY Investments Newton

Vincent Reinhart
Chief Economist
*BNY Investments Dreyfus
& Mellon*

Bob Savage
Head of Markets Macro
Strategy
BNY Markets

John Velis
Americas Macro
Strategist
BNY Markets

Chris Vella
Chief Investment Officer
BNY Advisors

Sebastian Vismara
Head of Economic
Research
BNY Advisors

Jason Vitale
Head of Global Markets
Trading
BNY Markets

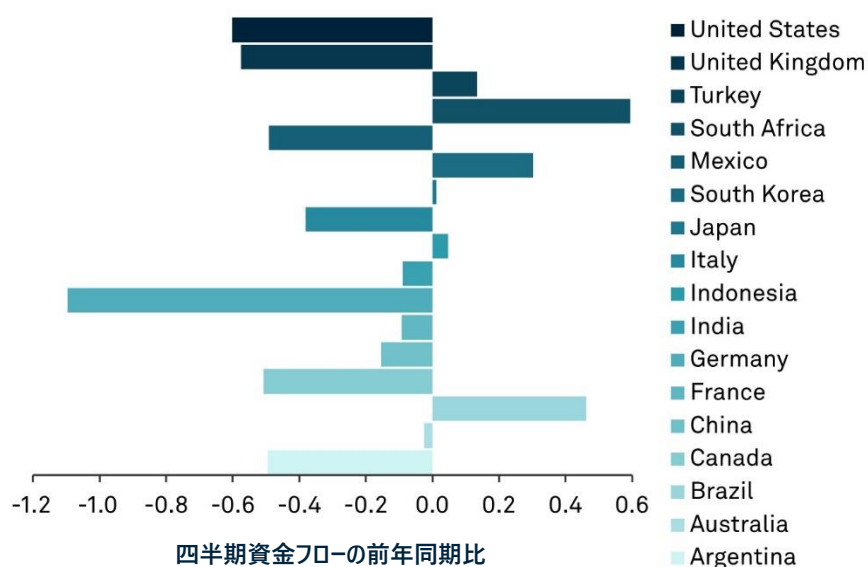
2025年 投資家の 資金動向

2025年の経済成長は、ばらつきがありながらも底堅さを見せてきました。注目されるのは、米国大型株が20年連続で20%の年間リターンを記録した後も、引き続き堅調に推移している点です。一方、債券利回りからは、市場が財政支出に神経を尖らせていることがうかがえます。グローバル債券市場では、投資家が大型財政政策と債券発行の増加の影響を評価する中で、10年債および30年債のイールドカーブがスティープ化しました。

株式市場の資金動向

夏場以降、グローバル投資家は資産配分にあたって守りの姿勢を取り、下半期には大多数が株式への配分比率を引き下げました。

ただし、ブラジルや南アフリカなどのコモディティ関連国では、株式市場への資金流入がみられました。

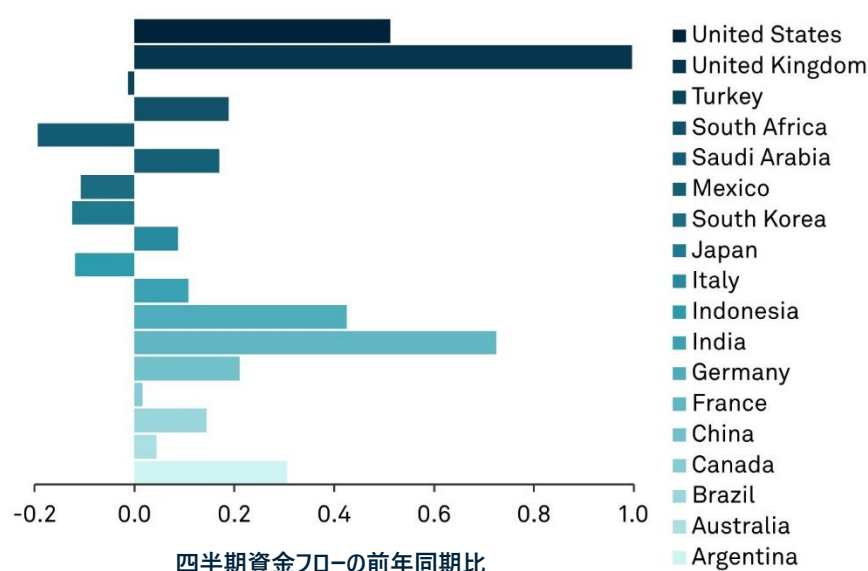


Source: BNY data from July 15 to October 14, 2025.

債券市場の資金動向

大半のグローバル投資家は、守りの姿勢の一環として債券のポジションを増やしました。

夏場には、米国や英国など安全な避難先とみなされる市場に対する需要がみられました。しかし、保有額は過去平均並みの水準にとどまりました。



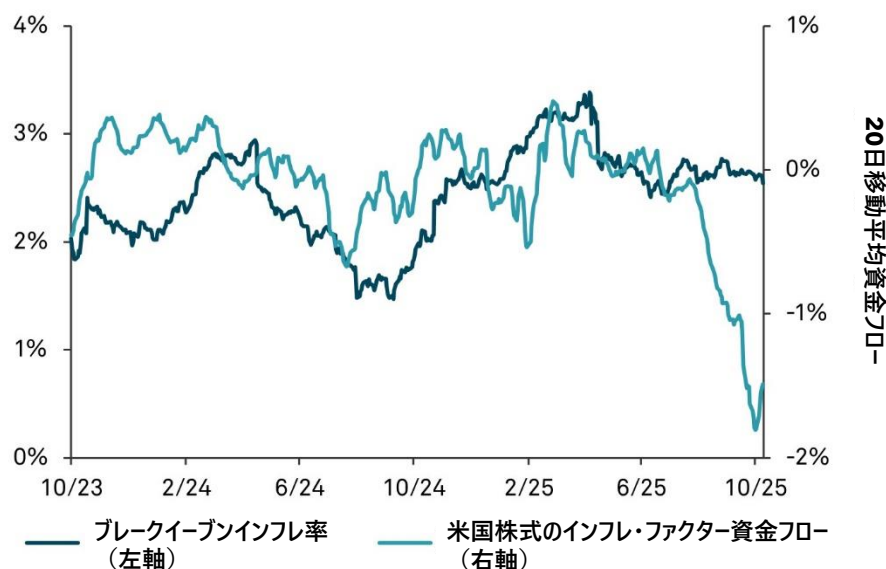
Source: BNY data from July 15 to October 14, 2025.

2025年 投資家の 資金動向

米国株式のインフレ関連の資金動向

投資家は、エネルギー、素材、資本財などインフレ率上昇局面でアウトパフォームする傾向にある資産や株式セクターから資金をシフトしました。

関税の影響が進行して表れるとはいえ、インフレ・ファクター資金フローの減少は、物価上昇が株式市場の重石になるとの懸念が徐々に薄れていることを示しています。



Source: BNY, as of October 10, 2025.

米国債の資金動向

米国外の投資家の米国債への関心は、相対スプレッドとインフレの見通しによって強まったり弱まったりしています。

2025年の米国債市場では、利回り低下を背景に資金流入が減少しました。



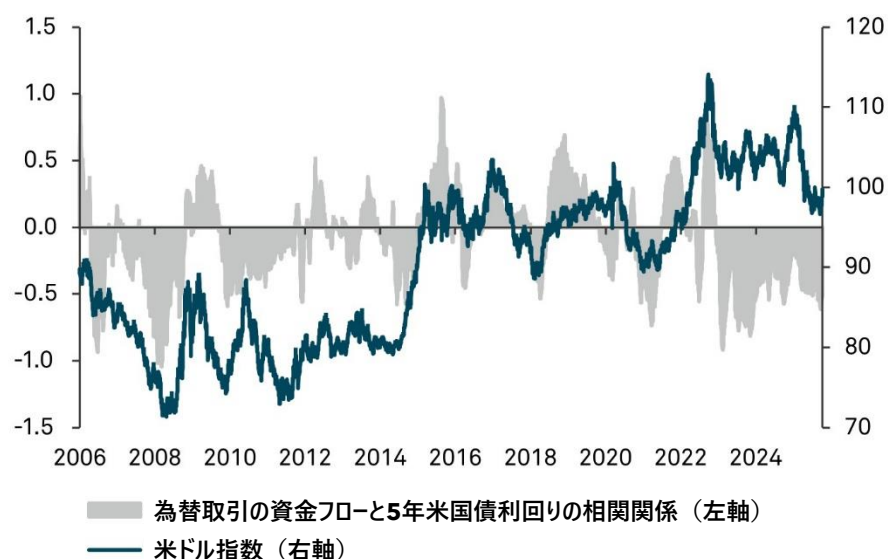
Source: BNY, as of November 11, 2025.

2025年 投資家の 資金動向

米ドル

2025年は貿易政策の不確実性、米国の財政赤字拡大、米連邦準備理事会（FRB）の利下げ期待を背景に、米ドル売りが目立ちました。

2026年にかけても、投資家がボラティリティと利下げをめぐる懸念から米国資産をヘッジするのに伴い、米ドル売りが続くと予想されます。



Source: BNY, as of October 10, 2025.

BNY iFlow

投資家の資金動向は「BNY iFlow」の分析データに基づきます。BNY iFlowは、当社が管理する総額約57.8兆米ドル¹のカस्टディ資産の集計データを用いて、グローバルな投資行動などを分析するプラットフォームです。分析には債券・株式・為替の資金フロー、保有残高、ポジショニング、ショートポジション残高などが含まれます。

BNY iFlowの詳細は[BNYのウェブサイト](#)からご覧いただけます。

2026年市場展望

知っておくべき6問

01

世界経済は**2026**年を通して微妙なバランスを維持できるか？

02

中央銀行の次の一手は？

03

各国の異なる金利動向は、米国、欧州、新興国の債券市場にどのような影響を与えるのか？

04

2026年は米ドルの転換点となるのか？

05

米国株式のバリュエーションは割高すぎるのか？

06

AIの長期的な勝者は誰か？

01

世界経済は2026年を通して 微妙なバランスを維持できるか？



Eric Hundahl
Head of BNY Investment Institute²
BNY Advisors

世界経済を分析するのは容易ではありません。景況感や労働市場から金融・財政政策に至るまで、無数の経済要因が作用しているためです。立方体のように、それぞれ面が示す様相は異なります。ある面を見ると、世界の経済成長は底堅く、加速しています。別の角度から見ると、根強いインフレが続いており、別の側面を見ると、労働市場では懸念すべき兆候が浮上しています。立方体を再び回転させると、AIが競争動向を変化させ、生産性向上を促しています。立方体のそれぞれ面は複雑な様相を呈し、単独で捉えると、異なる結論に至る可能性があります。

当社の2026年見通しは、こうした多面的な視点を取り込んでいます。財政・金融政策に支えられ、全体としては成長が再加速する方向に向かうと見ています。堅調な個人消費、金融環境の緩和、的を絞った財政支援、不確実性の後退、均衡の取れた労働市場などに支えられ、テーマが広がると考えます。こうした多面性が2026年を形成し、それを総合することで全体像が明らかになります。



John Velis
Americas Macro Strategist
BNY Markets

米国経済成長の概況

米国の2025年GDP成長率は1.6%前後となり、2026年は1.9%近辺で安定化する見通しです。長期トレンドを下回ってはいるものの、世界が貿易ショックや労働市場の逼迫、地政学的摩擦に翻弄される世界情勢においては、良好な数値と言えます。2026年には、関税をめぐる不透明感が後退し、税制上の優遇措置や規制緩和などの財政政策やFRBの金融緩和策が影響力を増すようになるにつれて、経済的逆風は弱まる見込みです。

また、FRBの政策や広範な金融環境の改善を背景とする住宅ローン金利の低下に伴い、住宅販売件数や住宅ローンの借り換えが増加すると予想しています。堅調な実質可処分所得や、「一つの大きく美しい法案（OBBBA）」による税還付の増加に支えられ、個人消費も経済成長を促す重要な要因になるとみられます。

ユーロ圏の展望

ユーロ圏は関税をめぐる不確実性に比較的うまく対応したものの、2026年の経済成長率は小幅な伸びにとどまると予想します。GDP成長率については、ドイツの財政刺激策や実質所得の増加による民間消費の改善を踏まえ、1.3%程度を見込んでいます。ただし、建築および防衛調達分野における生産能力の制約、景気刺激策の実行の遅れや予算の未執行などのリスクが引き続き経済成長に影響を及ぼす見通しです。フランスの政治情勢をめぐる不透明感も逆風となりかねません。インフレ率は欧州中央銀行（ECB）の2%目標に近づいており、2026年末も同水準で推移する見通しです。

中国の経済成長の概観

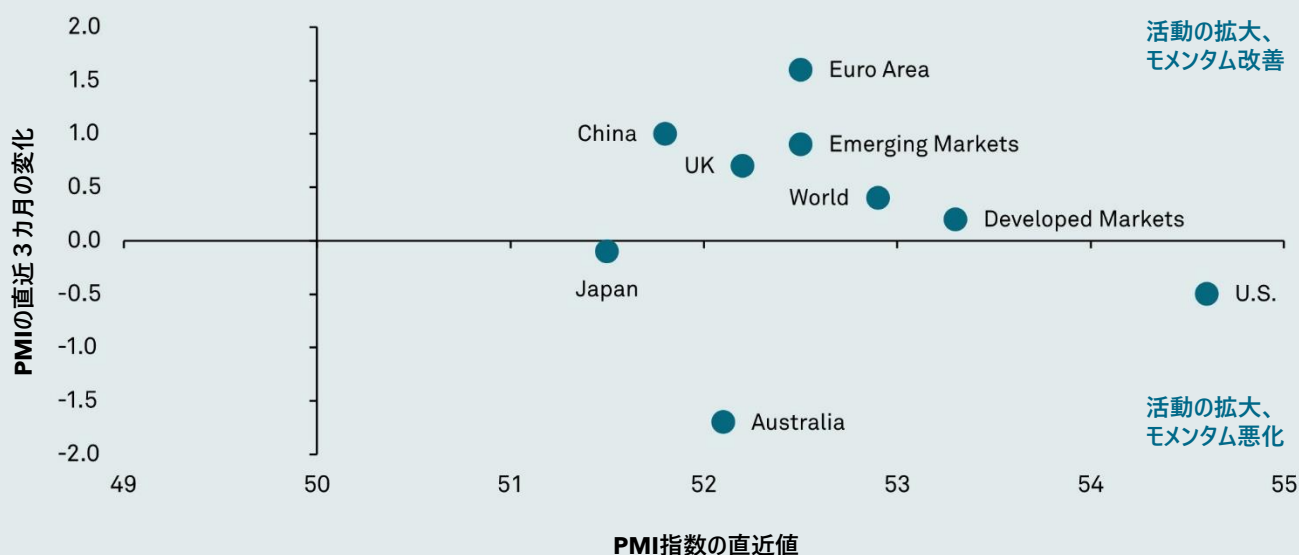
AI技術の進展や輸出の多様化が2025年の景気を押し上げました。しかし、関税発動前の輸出加速や不動産セクターの小幅な回復に支えられてきた経済成長は、今や減速傾向にあり、広範にわたるデフレが続いています。経済指標を踏まえると、2026年通期経済成長を公式目標に近づけるためには、追加的な財政刺激策を講じる余地があります。

これはインフラ投資の拡大と地方政府支援を通じて実現可能ではありますが、時間を要します。こうした財政措置は2026年上半期に具体化すると予想され、中国人民銀行（PBOC）は緩和的な金融政策を維持しつつ、不動産セクターのリスクを軽減するため借入コストに上限を設定する見通しです。

多面的な世界における明確性

経済状況は底堅さを増しながらも、変化し続けています。金融政策は安定性をもたらしますが、財政政策は結果を大きく左右します。AI投資は米国の成長を下支えする見込みですが、経済を次の段階に引き上げるためには個人消費の拡大と住宅建設のさらなる増加が求められます。そのギャップを埋めるための政策手段は存在し、市場はその内容と実行状況を注視していくでしょう。全体として、経済は着実に前進する態勢にありますが、多面的な状況下ではわずかな変化でも見解が大きく変わり得ることを念頭に置く必要があります。当社は引き続き楽観的な見方を取りつつも、変化するシグナルを注意深く見守っていく方針です。

グローバルコンポジットPMI（購買担当者景気指数）のモメンタム
直近と3カ月前のPMIの比較



Sources: BNY Investments, Macrobond, as of November 12, 2025. The Purchasing Managers' Index (PMI) is a monthly economic indicator that measures the health of the manufacturing and services sectors, based on surveys of purchasing managers. A score above 50 indicates economic expansion, while a score below 50 signifies contraction, and 50 represents no change.

02

中央銀行の次の一手は？



Vincent Reinhart
Chief Economist

BNY Investments Dreyfus & Mellon

FRBは既に動き出しており、連邦公開市場委員会（FOMC）は利下げサイクルを再開し、2025年12月には量的引き締めを終了を発表しました。新たな移民政策や政府機関の閉鎖によって生じた統計データ発表の変更や連邦職員の人員計画変更を踏まえて、FRBは2026年にかけて雇用情勢を注視していくでしょう。

インフレ率が目標をわずかに上回る見通しとなる中、2022年から2024年にかけて許容できない高水準だった時期と比べ、FRBの目標関数におけるインフレの相対的な比重は変化しています。FRBは雇用と成長の支援を重視し、長期的に3%前後の中立的な政策スタンスへの道筋を継続する見込みですが、今後の理事人事変更が利下げの規模と速度に影響を与える可能性があります。

今後の変化

当社はFRBが金融緩和へ向けたより強い姿勢を示すと予想しています。新たな理事会の多数派は政策決定グループを比較的速やかに再編成する可能性があります。例えば、準備預金金利など、FRBが自ら管理する金利を変更することで、政策を直接的にリセットするかもしれません。

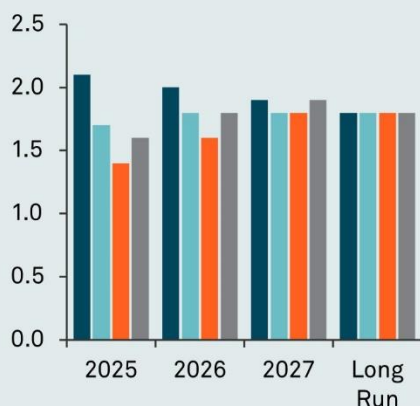
当社はFRBが、2026年も経済と金融市場の動向が政策金利の引き下げを止めるまで利下げを継続し、2027年までに政策金利レンジの下限を2.5%に引き下げると見えています。ベースライン予測における総需要の勢いが持続すれば、こうした金融緩和はインフレ率を押し上げ、米国長期国債利回りの上昇につながるでしょう。

経済予測の概要

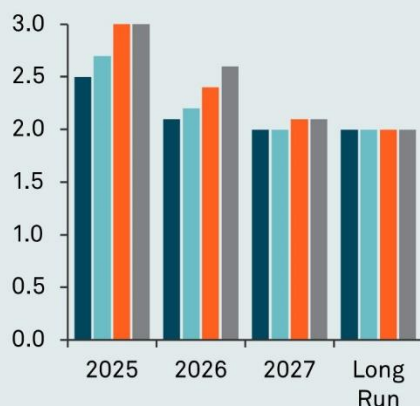
四半期ごとの予測中央値（％）

■ Dec-24 ■ Mar-25 ■ Jun-25 ■ Sep-25

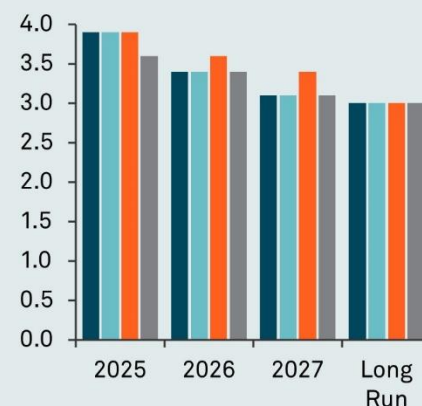
実質GDP成長率（予測）



個人消費支出価格インフレ率（予測）



適切なFF金利（予測）



Source: Federal Reserve, Summary of Economic Projections, at <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>. Firm analysis, October 24, 2025.

世界経済への影響

現政権の政策課題との連携を高めたFRBは先進国中央銀行の中で異例の存在となり、米ドルは再び下落圧力に直面する可能性があります。貿易相手国の通貨高に伴う需要の減退が、世界的な貿易量の減速の影響をさらに強めるかもしれません。

ECBは、欧州経済の低迷を踏まえ、若干の金融緩和に踏み切る可能性があります。ただし、欧州が防衛分野の強化を約束していることから、一定の財政刺激策が実施されると予想されるため、緩和幅は限定的なものになると見込まれます。ドイツ政府は支出拡大のため債務「ブレーキ」を解除しましたが、他の多くのユーロ加盟国は高水準の公的債務を抱え、財政余地が縮小しています。

貿易制限、エネルギー価格の低迷、為替レートへの懸念から、カナダ銀行はFRBに追随して利下げを迫られる可能性があります。それは不本意かつ不完全なものとなるでしょう。対照的に、日本銀行は、政府が複雑な政権移行プロセスを進める過程で、国内の政治的圧力にさらされる中、政策金利を引き締める可能性が高いと見ています。米ドル資産に代わる安全資産は、特に魅力的に見えるでしょう。

03

各国の異なる金利動向は、 米国、欧州、新興国の債券市場に どのような影響を与えるのか？



Brendan Murphy
Head of Fixed Income,
North America
Insight Investment



Ella Hoxha
Head of Fixed Income
BNY Investments Newton

長年にわたり足並みを揃えてきた世界各国の金融・財政政策は現在、異なる方向へと進みつつあります。これは成長のダイナミクス、インフレ圧力、政策優先度の違いを反映しています。その結果、利回り格差、イールドカーブの形状、信用スプレッドはより分散化が進み、それが新たな収益機会を生み出す一方で、その機会を見極めることがより困難になる可能性があります。

各国・地域ごとのファンダメンタルズ、財政動向、そして政策の順序づけが、投資結果を左右する度合いが高まっています。こうした環境下では、短期的な変動、構造的変化、経済状況を区別するアプローチと、市場や満期を横断した相対的価値の評価を組み合わせていくことが重要となります。

米国

当社は、米国経済は成長余地があると考えます。一方、景気循環の後期段階にあることを踏まえると、経済は変動の影響を受けやすくなっています。

- FRBの利下げは、イールドカーブの短期ゾーンにある米国債に恩恵をもたらす可能性があります。一方、米国の財政赤字をめぐる懸念が依然として残っていることを踏まえると、イールドカーブの長期ゾーンにはリスクが存在すると見ています。
- 米国のクレジット市場については、全体的に利回りが比較的高いことから、投資価値があると考えます。ただし、スプレッドが縮小している環境下では、スプレッドの拡大が実現するまでは、高格付けの銘柄により多くの投資機会があると見ています。
- データセンター、デジタルインフラ、事業全体の証券化を裏付けとする取引など、難解なストラクチャード・クレジットのようなベンチマーク外のセクターは社債を上回る魅力的な「複雑性プレミアム」を提供する可能性があります。

欧州

欧州全域では金融環境が分断されています。ECBはまだら模様の経済成長と財政圧迫に直面しています。特にフランスでは財政赤字の拡大や予算をめぐる政治的な膠着状態によって予算審議が進まず、解決が困難になっています。3月と6月の利下げ実施後、市場は現在、今後1年間のECB追加措置を織り込んでいませんが、貿易統計が悪化した場合には追加利下げのリスクがあると見ています。

一方、2024年8月以降5回の利下げを実施したイングランド銀行は、頑固なインフレと賃金上昇に直面しており、より慎重なアプローチを取る可能性があります。市場は今後1年間で2回の利下げを予想しています。

国別の動向が相対的バリュエーションを引き続き左右しています。フランスでは進行するソブリン債務への圧力が高まる中、国債のデューレーションは現在相対的に割高に見えます。スペインとドイツの利回りは、よりバランスのとれたファンダメンタルズを反映しており、特にスペインはパンデミック後の目覚ましい回復の恩恵を受けています。イタリア、アイルランド、ノルウェーも比較的、魅力的なデューレーション・プレミアムがみられます。

ユーロ建てクレジット市場は、米国債に対する利回りプレミアムが縮小しているものの、世界的に旺盛な需要と概ね良好なマクロ環境により下支えされています。一方で、歴史的にタイトなクレジットスプレッドを考慮すると、デューレーションについては慎重なアプローチが求められます。

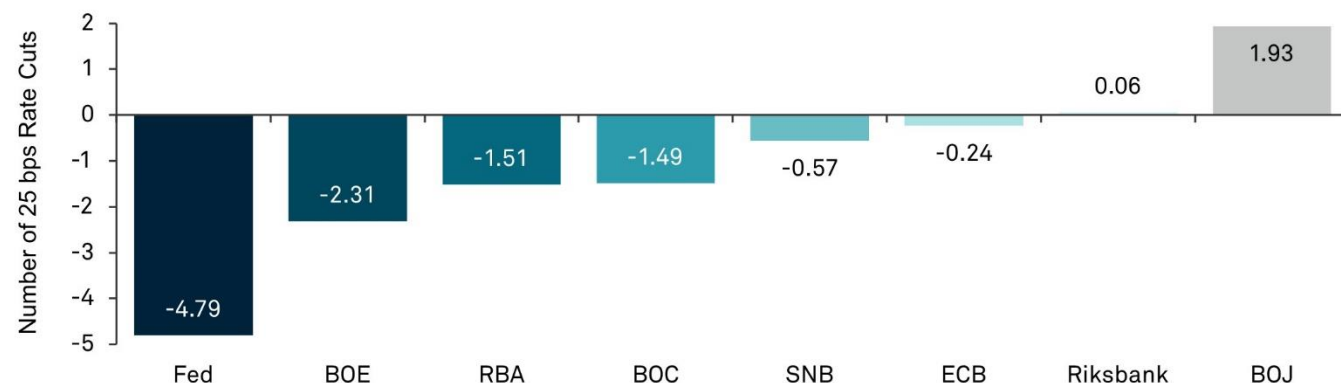
新興市場国

ラテンアメリカとアジアの大半の国々は、成長モメンタムが鈍化した場合に備えて政策の柔軟性を維持しつつ、利下げを進めています。これらの国の多くは、慎重な財政再建の段階に入っているようです。新興国のGDP成長率は概ね堅調で、ハイイールド社債の支援材料となる可能性があります。

- 米ドル安への期待感の高まりを受けて資金流入が回復しており、ヘッジなしの現地通貨建て新興国債券に有利に働く可能性があります。
- 金利の観点からは、米国債との相関性が高いブラジル、コロンビア、ペルーに投資機会があります。
- アルゼンチンとトルコの債券は政府のデフレ対策の恩恵を受ける可能性があり、潜在的な投資機会があります。

金利見通し

今後12カ月間の利下げ予想



Sources: BNY Investments, Macrobond. Data as of October 28, 2025. Central banks are U.S. Federal Reserve (Fed), Bank of England (BOE), Reserve Bank of Australia (RBA), Bank of Canada (BOC), Swiss National Bank (SNB), European Central Bank (ECB), Sveriges Riskbank (Riksbank), Bank of Japan (BOJ).

クレジットサイクルにおけるバランス

世界経済の背後にあるバランス調整は、クレジットサイクルにも影響を与えています。ファンダメンタルズは依然として堅調を維持しているものの、市場コンセンサスは、現在が景気循環の後期段階にあるという認識で一致しているようです。クレジットスプレッドも、過去の景気循環後期のパターンと一致しています。世界経済の成長と金融政策の動向が、この局面の長期化を後押しし、賢明な債券投資家に投資機会をもたらす可能性があります。

BNY iFlowデータによると、当社の顧客は2025年を通じてクレジットをアンダーウェイトにしてきました。債券投資家は、成長の回復への期待と、クレジット・スプレッドがリスクを適切に反映していない可能性への懸念を慎重にバランスさせているとみられます。

しかし、堅調なファンダメンタルズを踏まえ、当社はグローバル債券市場に対して引き続き前向きな見方を維持しています。投資適格債のレバレッジは安定しており、金利低下に伴いインタレスト・カバレッジ・レシオは改善し、営業利益率の指標であるEBITDAマージンは過去最高水準にあります。

流動性は潤沢であり、堅調なフリーキャッシュフローと継続的な債券発行を支えています。M&A活動の活発化により2026年にかけてクレジット指標に若干の圧力がかかる可能性があります。資金調達の多くを株主資本で賄う取引構造から新規の債券発行は限定的になると見込まれます。

プライベート・クレジットへの関心

第4四半期は、プライベートクレジットにおける複数の債務不履行が注目を集めました。当社は依然として楽観的な見方を維持しています。局所的なストレスは発生し得るものの、名目成長率の高さと変動金利担保を背景に、資産の質は概ね高い水準を維持すると見込まれます。リスクは、担保パフォーマンスの観測可能性を含め、未知の要素が存在しています。固有のストレスは、急速にシステムティックリスクへと転化する可能性があります。当社の基本シナリオではありませんが、このセクターにおける混乱は、当該資産クラスのポジションを構築する機会になるとの見方もあります。

+15%

第3四半期利益成長率

ブルームバーグ米国社債指数構成企業のうち、81.2%が予想を上回り、15.1%のみが予想を下回る結果となりました。

+23%

設備投資成長率（前年比）

主にAI投資にけん引され、テクノロジーおよび公益セクターは成長のための資金調達を背景に債券発行が増加しました。しかし、自社株買いは前年比わずか0.4%増にとどまり、2023年以来の最低ペースとなりました。

安定

レバレッジ比率

企業のレバレッジ比率は前四半期比で横ばい、前年同期比ではわずかに改善しました。より信用力の高いシングルA格の発行体によるM&A資金調達におけるレバレッジ比率は、小幅な上昇にとどまりました。

Sources: Bloomberg. The Bloomberg U.S. Corporate Bond Index measures the investment grade, fixed-rate, taxable corporate bond market. It includes U.S.-dollar-denominated securities publicly issued by U.S. and non-U.S. industrial, utility and financial issuers. Data as of November 18, 2025.

04

2026年は米ドルの転換点となるのか？



Bob Savage
Head of Markets Macro Strategy
BNY Markets

拡張した財政状況、地政学的緊張、そして金融政策の分岐といった要素が相まって、2026年の世界の通貨市場を形づくることになるでしょう。2025年の世界経済活動は回復力を見せており、この傾向が2026年にさらに強まると予想しています。また当社の見解では、世界は引き続き多極化した勢力均衡の方向に進み、国際的な政治・経済関係はより複雑化すると見ています。通貨市場においては、貿易金融、決済、そして価値保存手段として、複数の準備通貨が利用されることを意味します。加えて、先進国経済圏全体で財政の脆弱性が、米ドル、ユーロ、日本円、英ポンドを含む主要通貨の重しとなるでしょう。

ファンダメンタルな圧力

こうした背景から、米ドルの安全通貨としての地位は弱まりつつあります。一部の投資資金は、従来の先進国通貨よりも金に転じています。注目すべき点として、世界の中央銀行が保有する金の量は、米ドルがまだ金と完全に兌換できた1965年とほぼ同水準に達しています。



Francesca Fornasari
Head of Currency Solutions
Insight Investment

米ドルが直面している構造的課題への懸念は高まっています。特に焦点となっているのは、財政状況、金融政策、そしてバリュエーションの3点です。米国の公的債務はGDP比で2001年の55%から、現在は125%へと上昇しました。さらに今後10年間で「一つの大きく美しい法案（OBBBA）」により約3兆米ドルの赤字が追加される見込みです。これまで成長、キャリー、そして資産パフォーマンスがこうした財政懸念を相殺してきましたが、米国債のターム・プレミアムの上昇とムーディーズによる格下げは、投資家心理の変化を浮き彫りにしています。

さらに、FRBの政策の方向性は今後、利下げに向かうと予想される一方で、FRBはその二重の使命の課題に直面しています。2025年に米ドルが下落した後も、主要通貨バスケットに対して米ドルは依然として過大評価されており、さらなる下落余地があることを示唆しています。

海外投資家が約30兆米ドルの米国資産を保有していることから、センチメントの変化は広範な影響を及ぼす可能性があります。

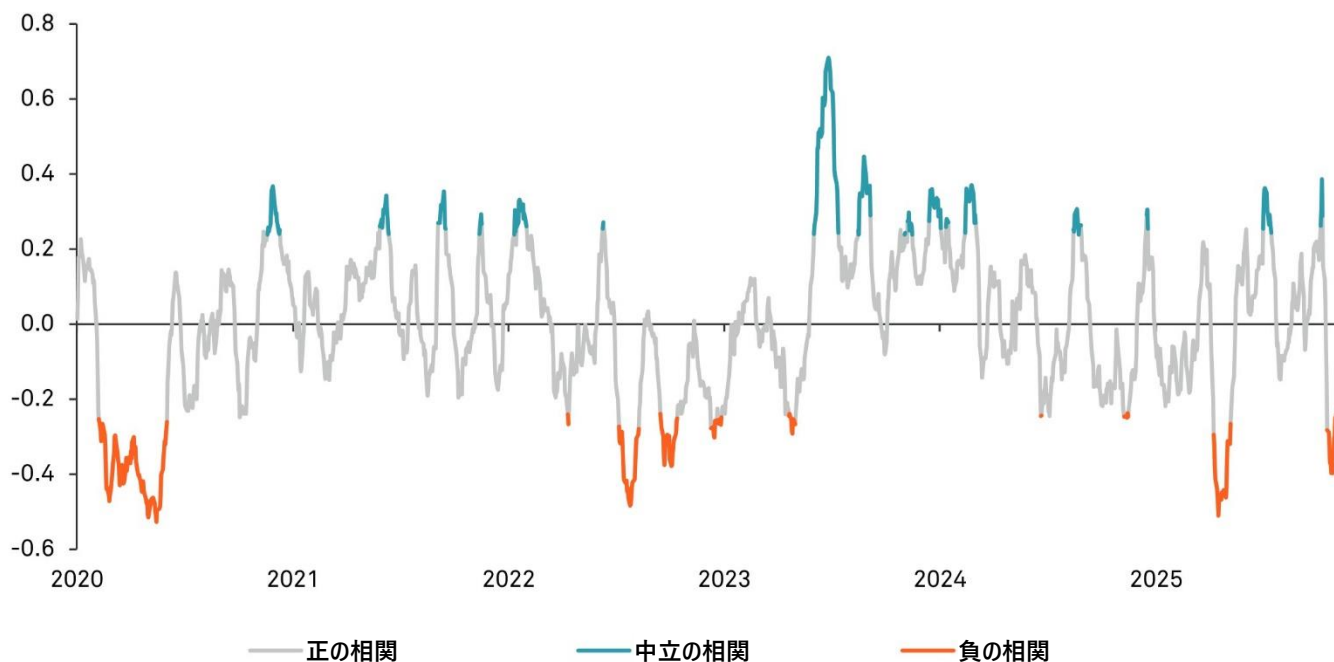
ヘッジ戦略の動向

投資家は、米ドル資産のエクスポージャーのヘッジをますます強化すると見込まれます。ヘッジコストは、ボラティリティに加え、主に米国と海外投資家の自国通貨間の金利差によって決定されます。米国の利下げペースが加速すると、金利差は縮小し、米ドルにモメンタム主導型の下落圧力がかかり、ドルヘッジへの需要が高まります。海外投資家が保有する約30兆米ドルの米国資産は、センチメントの変化によって広範な影響を及ぼす可能性があります。

変動の激しい展開が予想されます。戦略的資産配分やヘッジ比率の変更は、展開が遅く、かつ不均一な動きとなると見込まれます。2026年に米国経済が予想以上の回復力を見せる場合、あるいは原油価格急騰などの世界的な供給ショックが発生した場合、米ドルの下落は遅れるか、あるいは反転する可能性があります。

米国資産への需要も重要となります。海外投資家は一般に米国資産をアンダーウェイトにしており、2026年に米国主導の成長が見込まれることを踏まえると、為替エクスポージャーを積極的に管理しつつ、米国資産へのエクスポージャーを高める可能性があります。

通貨フローおよび保有高とキャリートレードとの相関性



Sources: BNY, WM/Refinitiv. Data as of October 14, 2025.

05

米国株式のバリュエーションは割高すぎるのか？



Alicia Levine
Head of Investment Strategy
& Equities
BNY Wealth

S&P500が史上最高値を更新する中、投資家はこの上昇相場の原動力はファンダメンタルズによるものか、それとも誇大宣伝によるものか疑問を抱いています。不確実性があるにもかかわらず、S&P500は2025年初来堅調なパフォーマンスを達成してきました。株価収益率（PER）は現在22倍で、長期平均の約17倍を上回っています³。これを「過大評価」と叫ぶ声もありますが、重要なのはその文脈です。

歴史的に高い水準ですが、現在のバリュエーションは、より高いマルチプルを許容する環境の一部であり、収益性の強さと指数に占めるテクノロジーセクターの構成比率拡大によって支えられているとみられます。経済成長と企業収益の伸びは堅調を維持しており、世界的な企業収益予想の上方修正傾向も続く中、収益性の拡大は大手テクノロジー企業を超えて広がっています。生産性の向上やAI導入の進展は、記録的な利益率と長期的な収益成長をさらに強化するでしょう。当社は、現在の高いバリュエーションは強固なファンダメンタルズを反映していると考えます。



John Porter
Chief Investment Officer
BNY Investments Newton

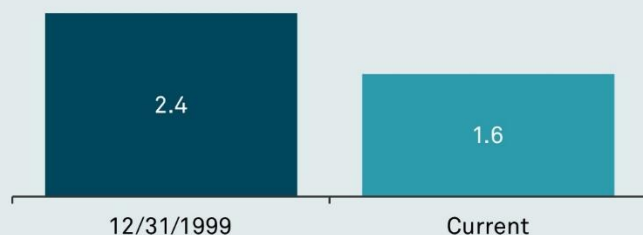
数字が示す強さ

米国企業全体の収益性は堅調で、S&P500の営業利益率⁴は過去最高水準の19%近辺で推移しています。この強さが最も顕著なのはテクノロジーセクターで、利益率は総合指数のほぼ2倍に達します。実際、S&P500に占めるテクノロジーセクターのウエイトは2010年以降ほぼ倍増し、36%となっています。また、テクノロジーセクターは総合指数と比較して高いPERを示しており、これが指数全体のマルチプルを押し上げています。こうした動きはイノベーション、スケール拡大、オートメーション化によって推進される、より効率的で高利益率のビジネスモデルへの構造変化を反映していると考えられます。投資家は単に企業の成長だけでなく、持続的な収益性を評価しています。

当社は、テクノロジー株のバリュエーションは相対的にみてもファンダメンタルズ的にも妥当であると考えます。ドットコム・バブル期には、テクノロジー株はS&P500のPERの2.4倍のプレミアムで取引されていましたが、現在はそのプレミアムは約1.6倍と、大幅に縮小しています。収益性についても同様の傾向がみられます。ITセクターのフリーキャッシュフロー利益率はS&P500より約11%高いのに対して、1999年時点ではわずか2%高いだけでした。一方、通信サービスセクターの利益率も現在は6%を上回っているのに対して、1999年は-1.5%でした。

ファンダメンタルズが重要

相対バリュエーション

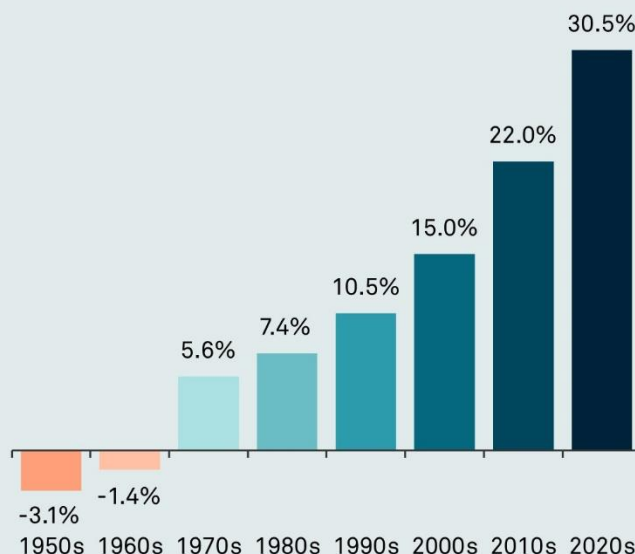


10年ごとの相対的フリーキャッシュフロー利益率



10年ごとの利益率

S&P500の時価総額上位10銘柄



Sources: Bloomberg and FactSet. Data as of October 30, 2025.

多面的なストーリー

テクノロジーが重要な部分を占めるのは確かですが、現在では企業収益の成長はセクターや地域全体に広がりがみられます。S&P500構成銘柄全体の企業収益は2025年末までに10%超、2026年には13%超の増加が予想されています。S&P500の平均営業利益率予想は13.7%に上昇し、過去1年で最高水準に達しています。現在の水準では、マルチプルがさらに拡大の可能性は低く、今後のリターンの源泉は企業利益の成長になるとみられます。2025年の業績が予想を上回ると、当社はこの傾向が継続すると考えます。

世界的に見ると、S&P500、MSCI EAFE、MSCI EMの各株価指数いずれにおいても、業績予想が上方修正される企業の割合が、2025年初来で高水準に達しています。グローバルな視点から見ると、欧州における防衛・インフラ支出の増加、日本の改革、そして新興国市場におけるFRBの金融緩和の波及が、世界経済の成長の拡大に伴って、投資機会をもたらしています。

FRBの金融緩和という追い風を受け、小型株も再び上昇し始め、その相対的バリュエーションは2001年以来の低水準で取引されています。2026年には 大型株より速い利益成長が予想されており、市場の基盤はよりバランスがとれ、成長はより広範なものとなっていくことでしょう。

今後、投資家は金融政策と財政政策に注意を払う必要があります。これらの相互作用は、多くの先進国経済における債務の持続性や金融環境に影響を与える可能性があるためです。景気循環的回復が予想よりも緩やかになれば、短期的な収益を圧迫するおそれがあり、米国の収益成長、経済成長、生産性の減速は、構造的に高いバリュエーションの根拠を損なう可能性があります。全体としてリスクは存在するものの、継続的な投資と資産の分散が重要です。

06

AIの長期的な勝者は誰か？

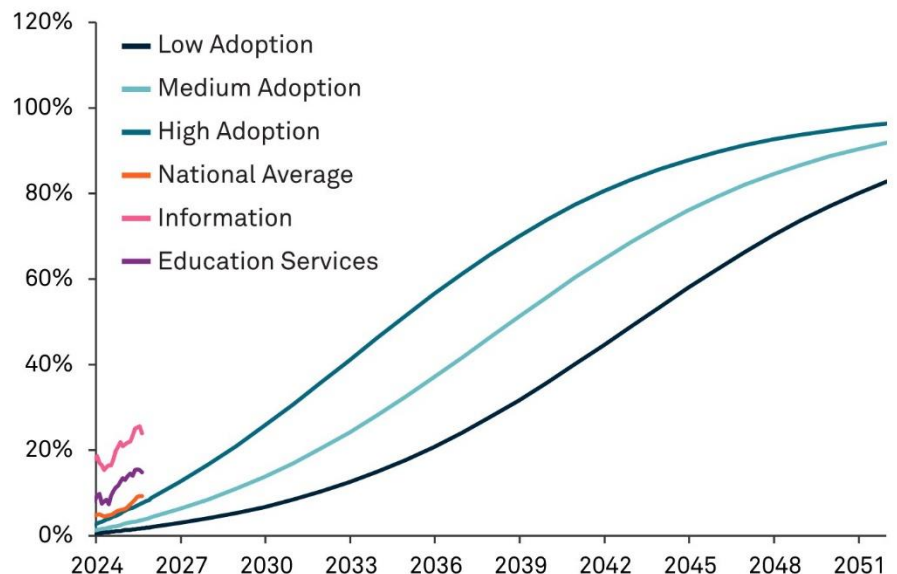


Sebastian Vismara
Head of Economic Research
BNY Advisors

AIは目新しさの段階から、仕事の流れや日常生活に不可欠な要素へと急速に発展しました。その普及はすでに数年前からの多くの予想を上回っています。AIの利用が加速する中、当社は生産性の向上だけでなく、どの企業が技術的な優位性を持続的なマーケットパワー（市場支配力）に転換できるかその先行きに注目しています。

過去の技術革命の初期段階と同様に、これまでの市場パフォーマンスは主にイノベーションを構築した企業と、その利用を可能にする企業に集中してきました。しかし、AIの普及が進むにつれ、AIが生産性と競争力に与える技術的な影響がより顕著となるでしょう。当社は、市場の焦点はAIを利用する企業から真の価値を創出できる企業へと移行していくと予想しています。

米国における生成AI導入率
AIを導入している企業の割合



Sources: Oxford Economics and BNY Investments. As of August 31, 2025.

生産性だけが要因ではない

AIによる生産性向上で恩恵を受ける企業や業界ほど、利益の増加幅も大きいというのが通説です。その論理は単純明快です。すなわち、生産性が上がればコストは低下して、企業利益もそれに応じて増加するはずだということです。

生産性の向上は有用な出発点ですが、生産性の成長だけでは、持続的な収益性の向上をもたらすには十分ではありません。多くの業種で、競争によって生産性の向上が価格低下や賃金上昇につながる場合がみられます。また、生産能力の拡大や収益性の高い分野への新規参入が、資本利益率を低下させる傾向があります。企業がAIによる生産性の向上効果を享受できるかどうかは、そのマーケットパワー（市場支配力）に大きく依存します。競争のより少ない市場に属する企業は、生産性向上からかなりの利益を確保できる可能性が最も高いと言えます。

進化する競争のダイナミクス

AIは情報へのアクセスと変換のコストを引き下げ、情報に基づく競争優位性の基盤となる希少性を軽減させます。物理的資産、規制による参入障壁、ネットワーク効果に優位性を依存するセクターは、その優位性を維持できる可能性があり、これらのセクターにおけるAI関連の生産性向上は株主への利益として蓄積される可能性が高まります。

情報処理に依存するセクター（ソフトウェア、検索エンジン、医療診断など）では、AIが競争環境を平準化するにつれて競争ダイナミクスが激化するとみられます。既に複数の大手市場企業は、生成AIが既存ビジネスモデルにどのような悪影響を及ぼすのかという市場の懸念に直面しています。

未充足需要の開拓

AIによる利益率の変化は全体の物語の一部に過ぎません。もう一つの側面は需要です。通常、価格が下落すると、特定の商品やサービスに対する需要は増加します。これにより、新たな市場が開拓され、これまで手の届かなかった製品やサービスがより多くの消費者の手に届くようになるケースがよくあります。AIによって利益率と価格が圧迫されているセクターであっても、需要の増加が価格の低下を上回る場合、総利益の増加が見込まれます。

時間の経過とともにAIによって生産性が向上し、価格が低下すると、全体の実質所得が上昇して、一部のセクターではさらに大きな需要が生まれる可能性があります。例えばヘルスケアは、いまだ沢山の満たされないニーズ（アンメットニーズ）を抱えるセクターです。良質な医療を望んでいても、多くの人はそれを受けられない状況にあります。より低コストの診断や治療は需要の増加を促し、全体的な利益を押し上げる可能性があります。

慎重な選択がきわめて重要

AI導入の最大の受益者は、単に最も早くAIを導入した企業だけではありません。勝者となる企業は、おそらく2つの優位性を活用するでしょう。すなわち、広範な導入後も強力な生産性向上を持続できることと、価格低下が販売量の増加につながるアンメットニーズを捉える能力です。これら2つのダイナミクスを併せ持つセクターは、AIテーマにおける重要な投資対象となり得ます。この枠組みにおいてはITセクターが依然として有望なセクターですが、重大な破壊的イノベーションに直面しているため、勝者と遅れた企業の間の格差が

大きく、慎重な選択がきわめて重要で

維持される生産性向上の大きさ 対 需要の価格感応度（需要弾力性）

		価格と所得の変化に対する需要の感応度	
		低	高
維持される生産性向上の大きさ	高	金融、資本財・サービス、コミュニケーション・サービス	テクノロジー
	低	公益事業、エネルギー、素材	ヘルスケア

Source: BNY Investments.

多次元的な世界における 資産配分

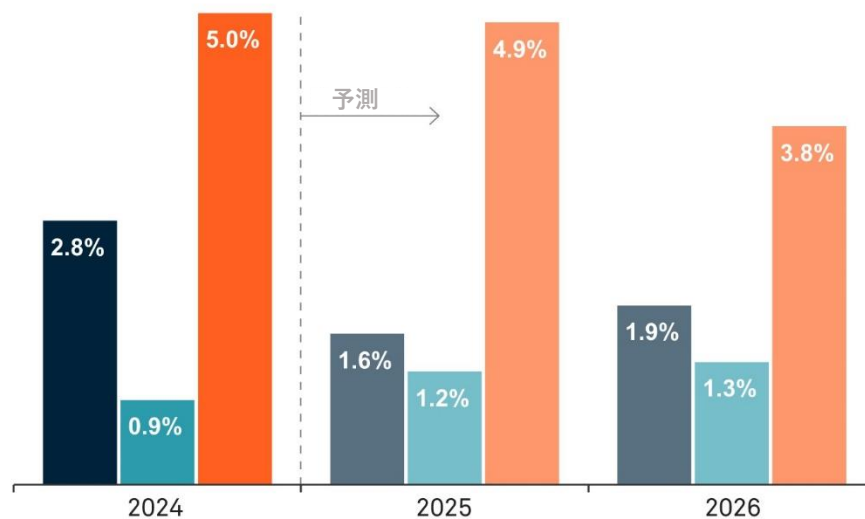
2026年は不測の事態に備えて、幅広い分散投資が主要テーマとなるでしょう。全体として、堅調なバランスシート、支援的なマクロ環境、緩和的な金融政策が、世界経済の持続的な成長とリスク資産のパフォーマンスを支える十分な基盤を提供しています。当社では、投資機会は米国市場の強みに乗ること、セクター、地域、資産クラスを横断して新たな機会を見出すことの両方から生まれると見ています。

財政情勢の変化、各国で異なる金融政策の方向性、通貨の逆風は、依然としてリスク要因となっています。リスクは現実のものですが、チャンスもまた現実のものです。市場は成長に向かう下地が整っており、支援的ながらもますます多面性を持った環境にあると当社は考えます。

BNY成長見通し



Source: BNY Investments.
As of October 9, 2025.



米国

米国経済の成長率は年末まで過去のトレンドを下回る水準で推移した後、2026年にトレンド水準へ向けて回復すると予想しています。低金利と財政刺激策が景気循環の再活性化に寄与し、進行中のAIとデータセンターの増強が設備投資の大幅な増加を促進する可能性があります。企業収益の伸びは堅調を維持し、その影響はテクノロジー分野以外へも波及すると予想しています。労働市場軟化の兆候により景気後退リスクは残るものの、全体としてそのリスクは限定的なものに留まっています。

	2025	2026
GDP	1.6%	1.9%
CPIインフレ率	3.2%	2.5%
政策金利	3.75%	3.0%

ユーロ圏

ユーロ圏は防衛およびインフラ分野における財政支出の拡大を背景に、潜在成長率に近づく成長軌道へ移行すると予想されます。住宅や製造業といった金利敏感セクターはECBの利下げにポジティブな反応を示しており、この勢いは2026年まで継続すると見込まれます。主なダウンスайдリスクとしては、製造業の継続的な低迷、中国からの輸出による継続的な競争圧力、予想される財政刺激策の部分的または遅延した実施などが挙げられます。

	2025	2026
GDP	1.2%	1.3%
CPIインフレ率	2.0%	2.0%
政策金利	2.0%	1.75%

中国

技術革新と輸出の多様化が進む一方で、米国向け輸出の前倒し効果の減退や不動産セクターの脆弱な安定化により、成長には逆風が吹くと予想されます。一方、経済全体にデフレ傾向がみられることは依然として課題となっています。経済がバランスを取り戻すための構造改革の実現には時間を要すると思われます。ただし、家計消費と内需を持続的に支えるための財政政策の拡大や加速は、基本的な見通しを明るくする可能性があります。

	2025	2026
GDP	4.8%	4.0%
CPIインフレ率	0.5%	0.8%
政策金利	1.2%	1.0%

日本

少数与党による政権交代は、短期的な経済の不確実性を高める可能性があります。当社は、名目賃金の着実な伸びとインフレ率の低下が実質所得を改善すると予想しており、これが防衛やハイテク分野を中心とした設備投資の増加と並んで消費の主要なけん引役になると見えています。

財政政策における緩和的な姿勢と企業の投資意欲におけるポジティブサプライズの余地により、成長に対するリスクは上振れの可能性があります。

	2025	2026
GDP	1.2%	0.8%
CPIインフレ率	3.0%	2.0%
政策金利	0.75%	1.0%

Source: BNY Investments, as of October 17, 2025. GDP is for the calendar year; CPI inflation represents year-over-year inflation; policy rates are estimated as of year-end.

主なポイント

01

米国経済と市場の動向が引き続き世界のペースメーカーになると予想しています。利下げと法人税率の引き下げが経済成長の持続を支援するでしょう。

02

世界的に見て、地域間で異なる金融政策が、デレーションや国別の選別的な投資機会を創出しています。金利リスクの分散や米国外での質の高いインカム獲得の機会なども含まれます。

03

世界の債券市場のファンダメンタルズは引き続き堅調です。米国のクレジットスプレッドが安定していることにより、短期国債や投資適格債に潜在的な投資機会が生まれています。欧州では、各国固有の動向が相対的なバリュエーションを決定づけています。

04

新興国中央銀行の多くが金融緩和に踏み切る姿勢を示し、中国が景気刺激策を実施する可能性が高いことや、米ドルへの圧力が続いていることなどから、新興国資産は2026年に重要な役割を果たす準備が整っているように見受けられます。

05

米国の企業収益のモメンタムは、超大型株以外にも広がっています。欧州は財政支出と金融緩和の恩恵を受けています。日本の構造改革はインフレと消費の進展をけん引しています。

06

テクノロジー分野以外の企業でも、AIによる競争力を確保できる企業は優位な立場にあるとみられます。「財政支出とAIの融合」は構造的な加速要因となり、インフラ、エネルギー、金属セクターの成長を支える可能性があります。

当社のエキスパート



John Flahive
Co-Head of Municipal
Bonds
Insight Investment



Francesca Fornasari
Head of Currency
Solutions
Insight Investment



Jason Granet
Chief Investment Officer
BNY



Ella Hoxha
Head of Fixed Income
BNY Investments Newton



Eric Hundahl
Head of BNY
Investment Institute²
BNY Advisors



Alicia Levine
Head of Investment
Strategy & Equities
BNY Wealth



Brendan Murphy
Head of Fixed Income,
North America
Insight Investment



John Porter
Chief Investment Officer
BNY Investments Newton



Vincent Reinhart
Chief Economist
BNY Investments Dreyfus
& Mellon



Bob Savage
Head of Markets
Macro Strategy
BNY Markets



John Velis
Americas Macro
Strategist
BNY Markets



Chris Vella
Chief Investment Officer
BNY Advisors



Sebastian Vismara
Head of Economic
Research
BNY Advisors



Jason Vitale
Head of Global Markets
Trading
BNY Markets

As of November 2025.

-
- ¹ (P5) Assets under custody and/or administration as reported in BNY's 3Q 2025 earnings.
- ² (P7) BNY Investment Institute consists of BNY Advisors' macroeconomic research, asset allocation, manager research and operational due diligence teams.
- ³ (P16) Average since 1996.
- ⁴ (P16) Operating margin based on 12-month forward earnings before interest and taxes (EBIT) margin estimate per FactSet.

重要な情報

- 当資料は、BNYが作成した資料をもとに、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情報提供を目的として翻訳・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。また、当資料の内容は必ずしも原文の内容と一致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

