

ギア・チャンジ

BNYのエキスパートの視点

2025年10月

はじめに

お客様の成功を支援することはBNY(以下、当グループ)の使命です。創業以来240年以上にわたり、私たちはこの使命に真摯に取り組んできました。当グループは世界の投資可能な金融資産のおよそ2割に相当する資産を受託・運用しています。今日の投資環境はこれまでにないほど複雑かつチャンスに満ちています。私たちは実績に裏打ちされた独自の洞察力によってお客様を導いていきます。

お客様の思考の先導者となることを目指し、当グループでは毎四半期、運用と金融市場の専門のトップが集結。市場の主要な課題について議論を重ね、マクロ動向を分析し、前提を問い、市場や資産クラスに関する方向性を考察しています。その見解は学術的な枠を超え、ポートフォリオの構築、投資機会の特定、リスクの枠組みの設定、そしてお客様への情報発信など、様々な分野の在り方に影響をもたらしています。

知的な厳密さを追求することは、当グループのグローバルかつ多角的な能力を引き出し、視点を広げ、その結果、お客様の成果を第一に考える私たちの一貫性ある投資戦略と実践的な洞察につながっています。



ホセ・ミナヤ

BNYインベストメンツ&ウェルス グローバルヘッド



目次

01 次に起こることへの備え

02 世界の動向

03 中央銀行の
方向転換

04 債券投資の
グローバル化

05 関税の負担者
は誰か？

06 米国の例外主義が持続する中、
株式市場は堅調さを維持

07 エキスパート
の紹介

01 次に起こることへの備え

重要な指標を見極めるために雑音を無視することは容易ではありません。投資家の懸念は、脱グローバル化や地政学的分断から、高関税が成長とインフレに与える影響、さらには連邦準備理事会(FRB)の独立性や将来的な利下げの行方まで多岐にわたります。投資家が、市場の方向性やポートフォリオ保全策に不安を感じるのも当然といえるでしょう。

議論の中心テーマとなったのは政策の不確実性でした。関税は消費者物価を押し上げ、また、国境警備の強化は労働コストを高め、労働市場の構造的変化をもたらす可能性があります。これらの逆風は、消費支出を抑制し、企業マインドを冷やす要因となり得ます。他方で、こうした課題を相殺し得る政策もあります。インフレ率はFRBの2%目標に近づきつつあり、段階的な利下げや、借入コストの緩やかな低下への道筋が整いつつあります。規制緩和や税制改革は企業投資や収益性を支える要因となり、技術革新、特に人工知能(AI)の進展は生産性を向上させる可能性を秘めています。総じて、こうした政策の組み合わせは一定のインフレ圧力を伴いながらも成長を支え、経済が景気後退に陥ることを回避する可能性は高いと考えられます。

本レポートでは、当グループの考え方を形作る重要な議論を紹介します。お客様が今日の市場を読み解くための指針を提供するため、当グループの専門家がより深く掘り下げた分析を行います。BNYインベストメンツ傘下の資産運用会社であるドレイファスおよびメロンのチーフエコノミストであるヴィンセント・ラインハートがFRBの政策方針について見解を述ベニュートンのエラ・ホクサおよびインサイトのブレンダン・マーフィーが、お客様から寄せられた債券投資に関する主要な質問にお答えします。また、「関税のコストを誰が負担するのか?」では、関税が世界の輸出業者、米国の輸入業者、そして最終的には消費者に与える影響を分析しています。さらにBNYウェルスのアリシア・レヴィンとニュートンのジョン・ポーターが、短期的な課題を抱えながらも米国の例外主義が維持される理由について論じています。

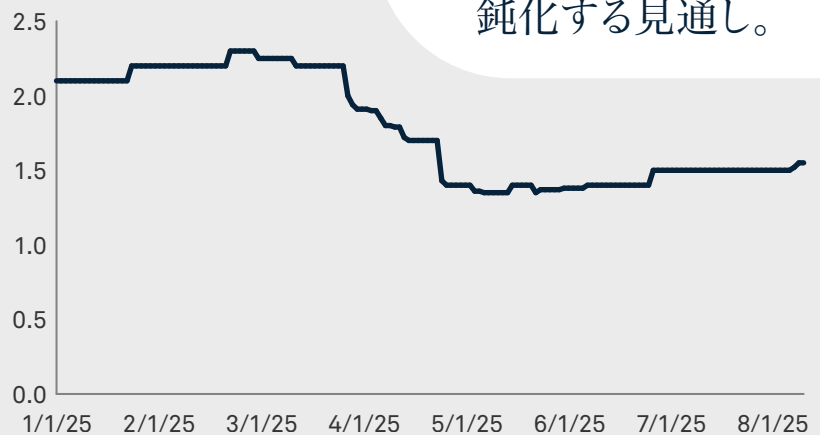
02 世界の動向

米国

労働市場が冷え込みつつあるにもかかわらず、失業率は安定しており、これは経済の底堅さを示しています。景気後退のリスクは歴史的水準を上回るものの、抑制された状態が続くと考えています。関税が経済に影響を与え始め、成長や消費者物価を圧迫しているものの、個人消費は依然として堅調です。Fedは9月に利下げを行う可能性が高いと考えています。

個人消費は引き続き
堅調に推移。

コンセンサス
成長率予想(%)

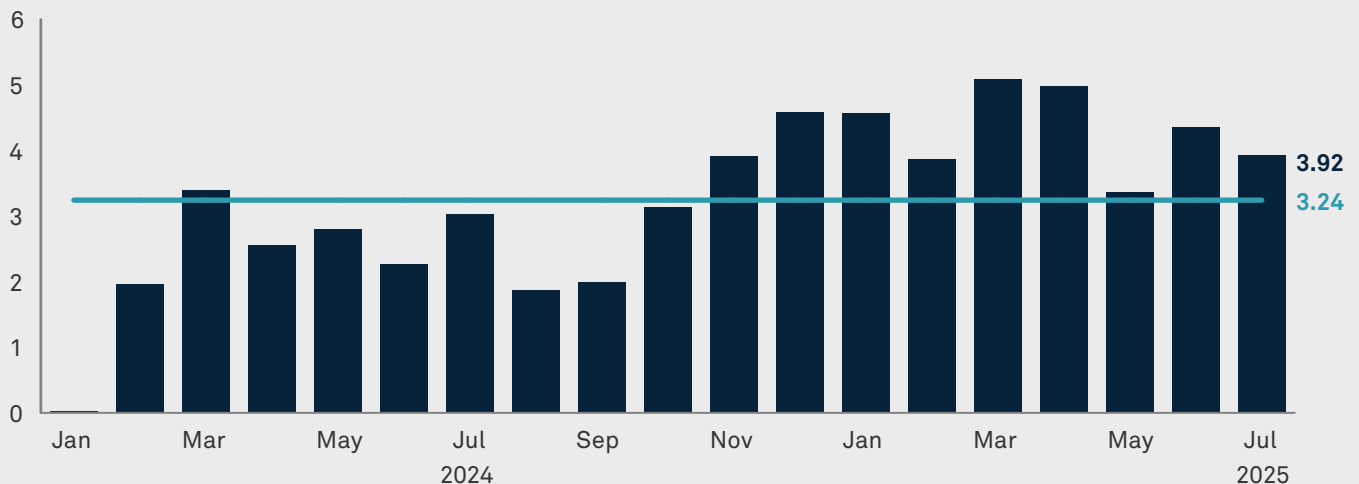


経済は拡大すると
見込まれていますが、
その成長ペースは
鈍化する見通し。

Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Data as of 8/1/25.

米国小売売上高

■ U.S. retail sales, year over year, percent
— Average since 2024



Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Data as of 7/31/25.

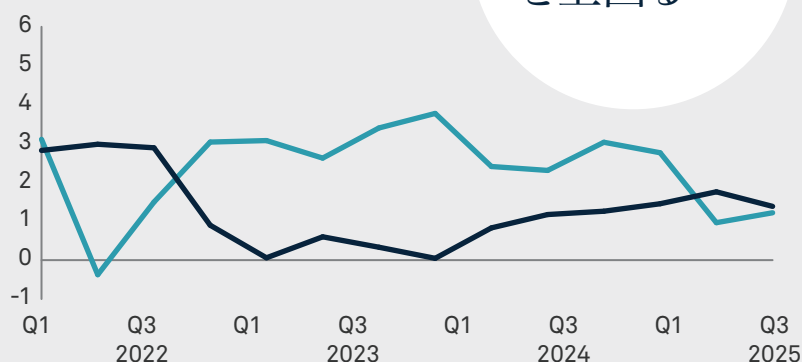
欧州

EUによる対米貿易協定は米国への新規投資を増加させます。欧州中央銀行（ECB）はデフレーション圧力を受けて、さらなる利下げに踏み切る可能性があります。また、NATO（北大西洋条約機構）の防衛支出の増加は、欧州における政府支出の拡大につながる見込みです。ドイツの最近の財政政策および景気刺激策は、この地域にとって明るい材料です。とはいえ最近の進展にもかかわらず、短期的な課題は依然として残っています。

GDP

2四半期の変化
(年率、%)

— Euro area
— U.S.



欧州の成長率は
米国
を上回る

Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Data as of 8/25/25.

欧州各国政府は防衛支出を拡大

NATO
の防衛
支出

In 2014



GDPの2%

By 2035



GDPの5%

日本株



日本株式は
さらに上昇

日本

日本は、引き続きリフレーション傾向にあり、その結果インフレ率は目標を上回っていますが、GDP成長率は予想を下回る状況が続いています。貿易に関する不確実性の低下、より緩和的な財政政策、そして消費持ち直しへの期待が日銀の慎重かつ段階的な金融政策の正常化を後押しすると考えられます。日本の自動車メーカーの利益拡大や円相場の安定が、日本株を押し上げるでしょう。

米国との合意

5,500億米ドル

対米
投資



15% 関税率



Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Japanese equities represented by the Nikkei 225 Index, as of 8/4/25.

新興国

いくつかの国が米国との間で貿易協定を締結し、それぞれの関税率を引き下げました。米中両国が継続的な貿易交渉に取り組んでいることは好ましい展開です。また、米ドル安も世界的な金融環境の緩和に寄与しています。多くの新興国ではインフレ率が鈍化している一方で、中国ではデフレとの戦いが続いており、経済の安定化にはさらなる景気刺激策が必要になるでしょう。

貿易協定を
締結した
新興国

20%

ベトナム

19%

インドネシア

15%

韓国

19%

フィリピン

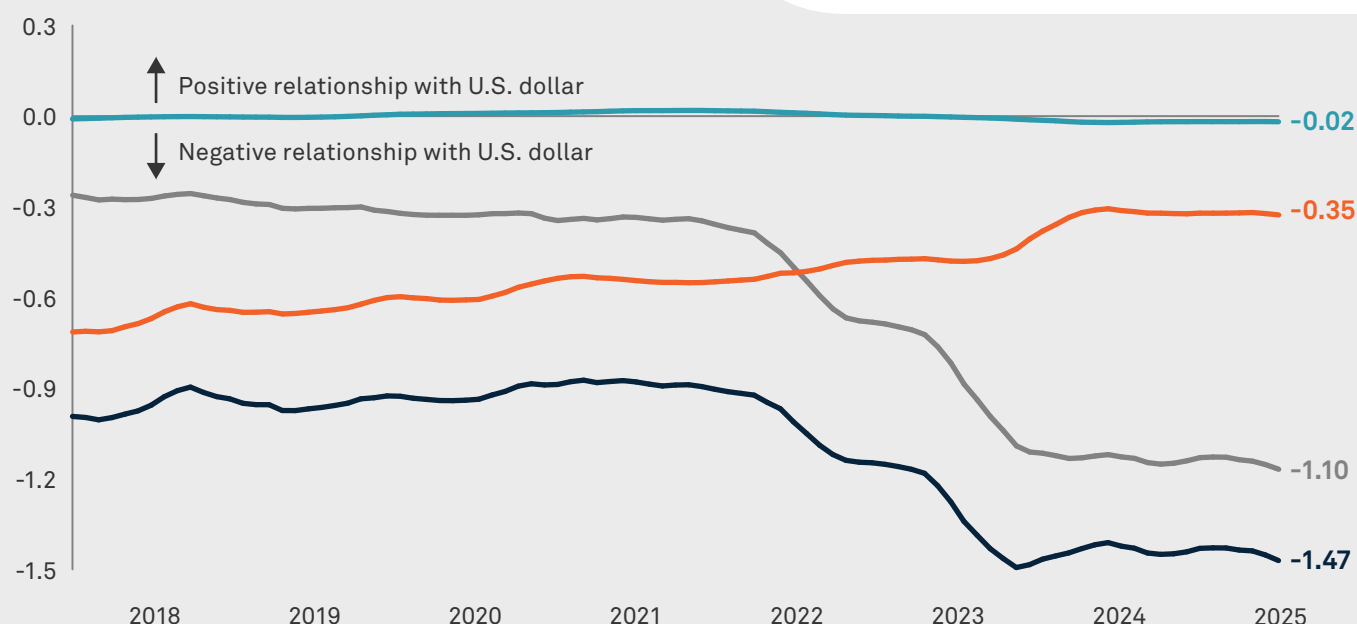
30%

中国*

As of 07/31/25. * Talks ongoing.

新興国指数構成要素の米ドルに対する感応度

- EM Local Currency Index Return
- EM Local Currency Coupon Return
- EM Local Currency Price Return
- EM Local Currency Currency Return



新興国の株式と通貨は
米ドルと逆方向に動く傾
向がある

Source: BNY Investment Institute, Bloomberg. Data as of 08/12/25.

03 中央銀行 の方向転換

ヴィンセント・ラインハート
BNYインベストメンツ ドレイファス&メロン
チーフエコノミスト



各国の中央銀行関係者は、最近、ジャクソンホールで開催された経済シンポジウムに集結しました。多くの参加者が余暇の時間をティトン山脈へのハイキングに充てました。その登山道から得られた教訓のひとつは、「時には後戻りすることが前進するための唯一の道になる」ということでした。

この教訓は、どうやらFRBの当局者の最新の「金融政策の枠組み」レビューにも浸透したことが窺えます。このレビューは5年ごとに実施され、米連邦公開市場委員会 (FOMC) の金融政策戦略、政策手段、コミュニケーション手法を評価しました。パウエル議長はこのシンポジウムでの講演で、5年前に策定された金融政策の枠組みを事実上中止し、基本に立ち返ることを表明したのです。

パウエル議長が2020年にジャクソンホールで発表した前回の枠組みでは、一定期間のインフレ率が目標を超過することを容認して、2%のインフレ目標を過去の平均値として捉え、労働市場のスラック (労働需給のギャップ) を包括的に評価するというものでした。FRBが採用した「メイクアップ戦略」 (インフレが2%目標を下回った局面の後に目標を上回することは適切であるとする戦略) は、(雇用不足の回避を強調することで) 緩和に片寄った戦略でした。過去20年間は、物価の長期的なデフレがサービス価格の上昇を相殺したことで、中央銀行は最大雇用の追求と名目金利のゼロ下限維持を同時に実現できる環境にありました。

2020年に策定されたこの政策戦略の結果は、過去の実績を過信して失敗するという典型的な事態を招きました。パンデミックが物価を押し上げ、FRBは当初インフレの「一時的」な上振れを容認しましたが、高インフレは一過性ではないことが明らかになりました。

新しい枠組みにおいては:

1 FRBは、金利がこれ以上下げられなくなる懸念をあまり重視せず、あらゆる経済状況を想定して政策を行うことを優先する。

2 目標を一定期間上回るインフレ率を容認するアプローチを廃止する。

3 従来のように最大雇用達成の「不足」に焦点を当てるのではなく、最大雇用の達成と物価安定の両方からの「乖離」を重視するバランス型のアプローチに戻る。

「合理的な基本シナリオとしては、その影響は比較的短期間、つまり物価水準の一時的な変動にとどまるでしょう」

パウエル議長

パウエル氏は、ジャクソンホールの中中で、この新しい枠組みを即座に導入しました。一つ前のFOMC会合で政策方針をほのめかすというこれまでの慣行に反し、FOMCの7月の声明ではパウエル氏は将来の政策について沈黙を守りましたが、ジャクソンホールでの発言を利用して、それを実行しました。

まず議長はFRBの二重の使命が相反する方向に引っ張られていることを認めました。労働需要は軟化しており、雇用の伸びは減速し、景気下振れリスクが増していました。一方で、7月までの消費者物価上昇率で上半期の経済成長が帳消しとなりました。さらに、関税の影響もこれから本格化します。しかし、議長は「合理的な基本シナリオとしては、その影響は比較的短期間で、物価水準の一時的な変動にとどまるでしょう」という慰めの見解を述べました。

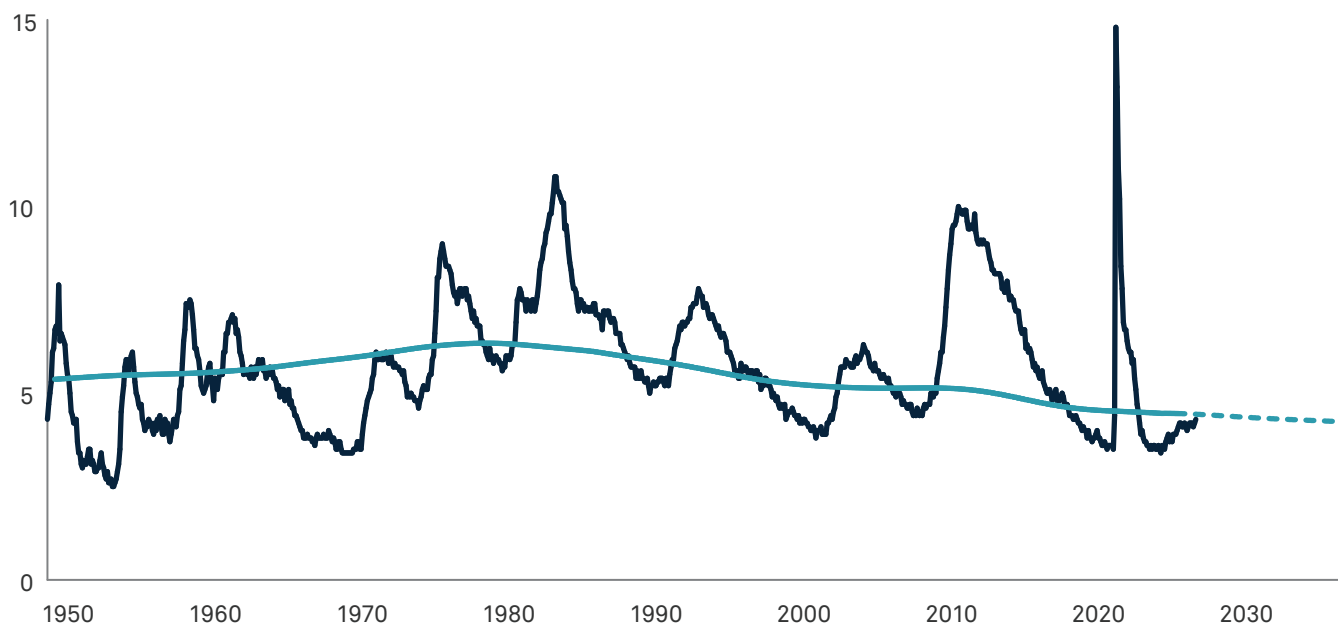
このような状況では、「・・・インフレへのリスクは上方に、雇用へのリスクは下方に傾いています。」と議長は述べました。そして新しい枠組みを適用しました。「目標がこのような相反する関係にある場合、FRBの新たな枠組みは、二重の使命の両面をバランスさせることを求めています。・・・金融政策が依然として引き締めの領域にある場合、基本シナリオの見通しとリスクバランスの変化に応じた政策スタンスの調整を正当化することになるかもしれません」。

この発言は、次回会合での金融緩和の可能性を示唆するものです。

私たちは、FRBが9月のFOMC会合で政策金利を25ベースポイント引き下げると予想しています。FRBは、すでにその方向に向かっており、雇用情勢に関する懸念がその判断を後押しするでしょう。

米国の失業率と自然失業率の比較

— Natural rate of unemployment, percent, estimate (CBO) — Unemployment rate

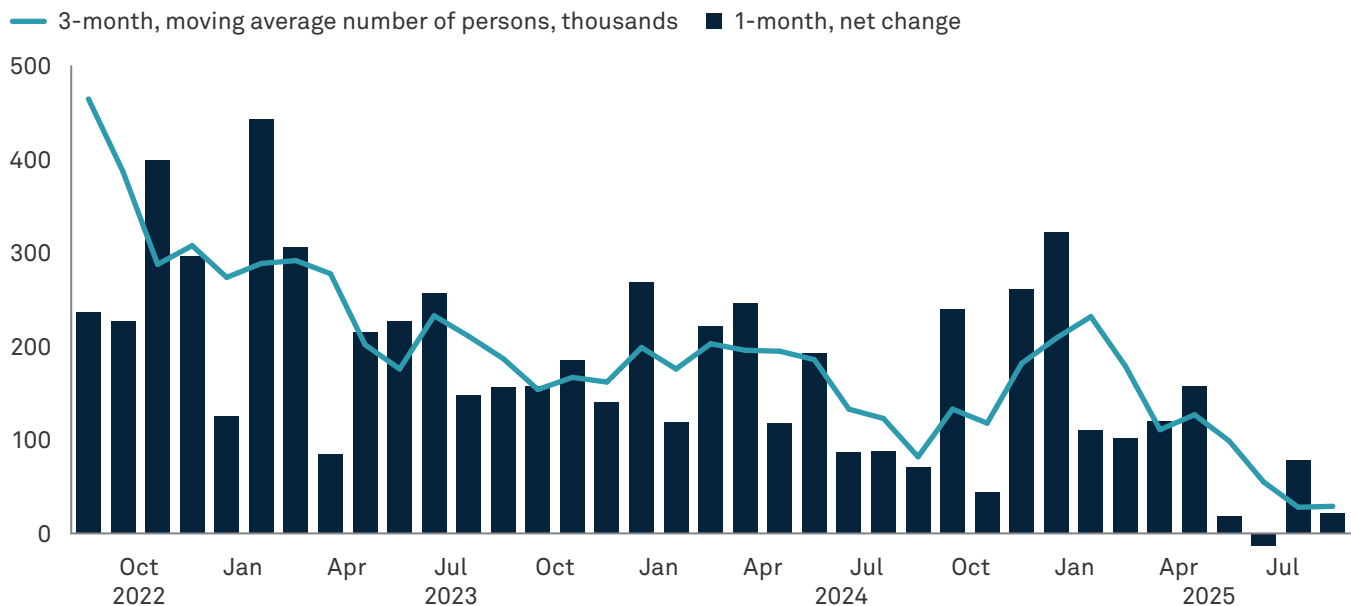


Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Data as of 9/5/25. CBO = Congressional Budget Office.

当グループはFRBが9月のFOMC会合において
政策金利を25ベーシスポイント引き下げると予想しています。

米国の雇用

非農業部門の全雇用者数



Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Data as of 9/5/25.

実際、最新の雇用統計が発表される前の7月の会合では、2名のFOMCメンバーが懸念を表明し、反対票を投じました。この動きは、スティーブン・ミラン氏の理事就任が上院で迅速に承認されれば、内部からの圧力がさらに強まる可能性があります。

このような内部での緊張が、パウエル議長が利下げの可能性についてより明確に言及しなかった理由であると思われます。彼の同僚の中には金融緩和に慎重な者も存在し、議長は8月の雇用とインフレに大きなサプライズがない場合に限り利下げを進めるという条件を提示しました（ただし、私たちはこれらの指標が大幅に予想を上回らない限り、ジャクソンホールで形成された緩和方向の流れは止まらないと考えています。）

さらに、FOMCが四半期ごとに公表する経済見通しの概要も、彼らに妥協の余地を与えるもう一つ的手段となります。私たちは、FRBが2026年の政策金利予測のドットチャートの下げ幅を緩やかに描くことで、市場の将来の利下げへの過度な期待を抑えると予想しています。つまり、9月の会合では、わずか25ベーシスポイントという、その規模に失望する者もいる「タカ派的な」利下げが行われ、その後の引き下げも緩やかなものとなるでしょう。

04 債券投資のグローバル化

ニュートンの債券部門責任者エラ・ホクサと、インサイトの北米債券部門責任者ブレンダン・マーフィーに、変化し続ける債券市場、リスクに対するアプローチ、そして有望な投資機会が見込まれる分野について聞きました。

このような環境、とくに米国経済の減速の兆しが見られるなかで、クレジット市場の投資機会をどのように評価していますか？

エラ: 私たちは引き続きクレジット市場の先行きに自信を持っています。セクター全体に投資機会がありますが、すべての分野でバリュエーションが割安というわけではなく、投資可能なユニバースはやや狭まっています。プライベート・デット市場では多額の資金調達が行われており、需給環境が良好であることがこの資産クラスを引き続きポジティブに評価する要因となっています。

ブレンダン: エラの見方を踏まえると、成長経路が鍵となります。米国の成長が減速しても景気後退を回避するシナリオであれば、社債市場にとって好材料です。成長減速は株式にとっては収益維持が難しくなるため課題となりますが、クレジット市場では債券の返済が重要となります。成長がプラスである限り、多くの企業は債務を返済できるはずで、仮に経済が縮小した場合、クレジットリスクは上昇しますが、米国債は依然として堅調を維持するでしょう。

このような状況では、リスクの価格への織り込みが重要な検討事項となります。現時点では、格付けや流動性の範囲を問わず、景気後退リスクに対して十分な補償が得られているとは言えません。こうした中、私たちは現在、より高品質で流動性の高い銘柄を選択し、長期の投資適格債やBB格の社債における潜在的な価格再評価の機会を活用できる態勢を整えています。

利回りが上昇している現状で、一部の投資家は歴史的に狭いスプレッドよりも絶対利回りに注目しているようです。投資家は今、利回りとスプレッドのバランスをどのように取っていると思いますか？

ブレンダン: 総利回りは、おそらくほとんどの投資家にとって最も重要な要素です。投資家は通常、安定的で信頼できるインカム収益を得るために債券に投資しており、総利回りは長期的に得られる収益となります。クレジットスプレッドと国債利回りはしばしば逆方向に動く傾向があります。これは、時間の経過とともに総利回りを安定させる傾向があるため、スプレッドが拡大したタイミングを待って投資しても、必ずしも総利回りが高くなるとは限りません。

一方で、年金基金のような一部の投資家は負債に対するヘッジ目的で債券を保有する傾向があるため、スプレッドをより考慮する理由があるかもしれません。何を「割安」とみなすかは、投資家

の目的によって異なります。もし魅力的な総利回りを得たいのであれば、社債は約5%前後の水準という歴史的に見て魅力的な利回りを提供しています。ただし、スプレッド面から見ると、社債は歴史的に見て割高な水準です。

このような環境では、アクティブな運用アプローチが有効です。このアプローチは市場の調整局面で機会を掴めるよう、十分な流動性を確保しながら、「スイートスポット」を見極めることに役立ちます。

お客様からは、デューレーションリスクを抑えつつ収益を求める声をお聞きます。ポートフォリオではどのようなアプローチを採用していますか？

エラ: 多くのお客様は単純なベンチマーク戦略や短期デューレーション戦略を採用しているかもしれませんが、これは必ずしも最適なアプローチとは限りません。現在の高金利の環境下、より積極的なデューレーション管理が求められており、私たちは絶対リターンに焦点を当てたトータルリターン戦略を推奨します。これによりさまざまな債券資産やイールドカーブを横断的に運用し、デューレーションを積極的に管理することが可能となります。

インフレがFRBの目標を上回り、関税がインフレの低下を鈍化させる可能性もある中、債券は最近、株式リスクのヘッジとしてあまり効果的ではありませんでした。株式と債券の相関関係は今後どのように変化するでしょうか、また、投資家は今、どのような対策を講じられるでしょうか？

エラ: 相関関係を予測すること自体はほとんど無意味な試みです。しかし、株式と債券の関係性のダイナミクスを理解することは重要です。過去20年間、債券は一般的に、株式に対するヘッジとして機能してきました。伝統的なポートフォリオを構築すれば、株価の下落は債券価格の上昇で相殺されるため、安心して運用することができたのです。

ところが、近年は短期的な市場サイクルの様相が異なります。まず重要なことは、自分たちが現在、景気循環のどの局面にいるのかを理解し、各資産クラスのリスクエクスポージャーやベータを評価することです。次に重要なことは、ポートフォリオ内に株式と債券のほかにも多様な資産を組み合わせることで分散投資を行うことです。

私たちの最大の配分先のひとつは新興国市場です。
新興国では実質金利がプラスで通貨も上昇しています。

過去3年間は米ドルが金利上昇により上昇しましたが、今後2～5年はコモディティがその役割を担う可能性があります。金利とイールドカーブの両面からのアクティブな管理は重要なツールです。

世界的に中央銀行の政策に違いが出てきている中、米国債以外の債券投資をどのように考えていますか？また、2026年に向けてグローバル債券市場はどう変化すると見えていますか？

エラ: 特にアジアや欧州諸国では、マクロ経済的な動向を背景に、政策によるデフレ圧力が生じる可能性があります。概して言えば、これらの国々では今後、通貨高やグローバル競争、関税の影響を通じて、将来的にインフレが低下する可能性があります。その結果、これらの国々の債券市場は、投資家にとってより魅力的になり得るでしょう。

また、ニュージーランドやオーストラリアのように政府債務残高が比較的低く、債券利回りが有利な市場もあります。同様に、私たちは英国国債市場にも注目しています。私たちのポートフォリオでは、最大の配分先のひとつが新興国市場です。ここでは実質金利の上昇と通貨高が見られます。2026年に向けては、各国で財政リスクがより顕在化する可能性があり、これもグローバルな視点での分散投資が最も適切と考える理由です。

ブレンダン: パンデミック以降、金融政策サイクルは各国でますます非同期的となっており、年間で最も好調な債券市場と不調な市場は年ごとに入れ替わる傾向があります。これにより、投資家は単一の中央銀行や単一の金利サイクルにのみ影響を受けることを防ぐことができます。

実績がこのことを物語っています。通貨ヘッジ後で比較すると、グローバル債券市場は米国債市場よりも大幅に低いボラティリティで、一貫して高いリターンを提供してきました。さらに、グローバル債券は投資対象が米国債よりもはるかに広く、多様なアルファ獲得の機会を提供しています。

米国外投資についてお客様から質問を受ける際、米ドル安がしばしば話題になります。米ドル相場の短期的・長期的な見通しと、それが米国外債券投資に与える影響についてお聞かせください？

エラ: 現在、米ドルを支える要因の一つは米ドルと正の相関関係にある米国株式市場です。短期的には、米ドルはおおむね横ばいの安定した推移を示す可能性が最も高いでしょう。しかし、長期的にはドル安の進行が予想され、これは新興国通貨にとってプラスに作用すると考えられます。また、円などの一部先進国通貨も、この環境下で堅調に推移するとみています。

ブレンダン: グローバル債券戦略は、運用通貨を基軸通貨に対してヘッジすることも、ヘッジしないことも可能で、ヘッジしない場合は、一般的にヘッジなしと呼ばれます。ヘッジありの戦略では、米ドルの動きはパフォーマンスにほとんど影響を与えず、ヘッジコストも概ね無視できる水準です。一方、ヘッジなし戦略では、通貨変動がポートフォリオのリスクの大部分を占めるため、株式に対する分散効果を損なう可能性があります。しかし、長期的に見れば、米ドル安は米国投資家にとって有利に働きます。

現在、債券市場にはどのようなリスクがあるでしょうか？また、投資家が債券の配分を管理するうえで留意すべき点は何でしょうか？

エラ: 米国やフランスで見られるような財政悪化が継続することは、主要なリスク要因の一つです。すでに各国の財政問題がクレジット市場に影響を及ぼし始めています。たとえば、ドイツが今年、財政政策を緩和した結果、欧州金利の大幅な再評価が生まれました。また、日本の国債市場でも金利の大幅な上昇が見られました。これら2国を挙げたのは、両国が長らく世界の低金利を支える錨となってきたためです。両国はともに、長期にわたりマイナス金利を経験してきましたが、現在はその両国で金利が上昇傾向にあり、これが債券市場全体のテーマとなり得ることを示唆しています。今後数年のうちに、債券供給量は大幅に増加する見込みです。重要な問題は、債券投資家がどの水準まで、こうした債務の資金調達を受け入れるのかという点です。

ブレンダン: 現在の私たちの環境は極めて異例で不確実な時代であり、伝統的リスクと非伝統的リスクの両方のリスクが顕在化しています。目先では、米国債への関心の高まりにより、財務省の発行パターンへの注目度が増えています。海外需要が弱まる中で供給が増えれば、デューレーションのエクスポージャーに関連するパフォーマンスリスクが生じる可能性があります。また、基本シナリオではないものの、関税に関連するスタグフレーションリスクの可能性も存在します。さらに注視すべきリスクとして、世界貿易の再調整が民間需要に予期せぬ副作用をもたらす可能性があります。

エラ: 私たちは、特にグローバル市場への分散投資が鍵となると考えています。金利リスクや通貨リスクの管理においても、アクティブ運用は非常に重要です。適切な投資対象国や、イールドカーブのポイントを選択するだけでなく、ソブリン債からクレジット債へのアロケーション転換のタイミングを見極め、ヘッジすべき通貨リスクを理解し、ポートフォリオに適した金利感応度やデューレーションを把握することが求められます。

ブレンダン: 加えて、厳格なバリュエーション規律を遵守して、投資機会が訪れた際に即座に動ける余力を確保しておくことも極めて重要です。

05 関税の負担者は誰か？

主なポイント

- 1 関税が米国の成長率とインフレ率に与える影響は、最終的に誰がコストを負担するかによって大きく異なります。外国の輸出業者、米国内の企業、あるいは消費者のいずれかが負担することになります。
- 2 インフレが予想ほど加速していないのは、関税が依然として公表数値が示す水準よりも低率で支払われているためですが、この状況は変わる可能性があります。
- 3 企業が関税負担を消費者価格に転嫁し始めており、特に関税の影響を受けやすい品目で値上げが進んでいるとの証拠が示されています。

米国が関税を課す場合、その負担を誰が負うのでしょうか？答えは明白ではありませんが、それは、今後の成長、インフレ、金利動向に大きく影響します。

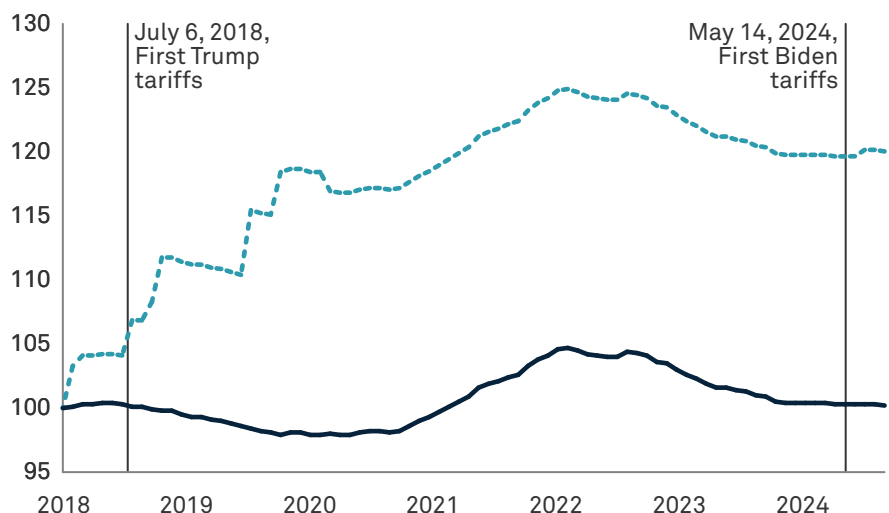
外国の輸出業者が価格を引き下げて関税負担を吸収する場合、米国の成長は直接的な影響を受けません。一時的に不確実性が高まることによる減速はあるかもしれませんが、国内物価は概ね安定を保ちます。長期的には、関税収入が増加した財政刺激策を通じて再分配されれば、成長率（およびインフレ率）はむしろ上昇する可能性もあります。この見方は、米国政府が掲げる見解であり、外国が関税を負担する一方で、その収入が新たな財政政策の財源となることを主張しています。

しかし、コストが米国企業や消費者に転嫁される場合、関税は経済に対する税金となり、成長は鈍化します。この場合のインフレへの影響は、負担を誰が負うかによって異なります。企業がコストを吸収すれば利益率が低下し、消費者物価への直接的な影響はありません。企業がそのコストを価格に転嫁すれば、インフレ圧力が高まり、実質所得の伸びは低下します。

中国の対米輸出価格

Index, USD, January 2018 = 100

— Excluding tariffs
- - - Including tariffs



Source: BNY Investment Institute, Peterson Institute for International Economics (PIIE), Fathom Consulting. Data ending 12/31/24.

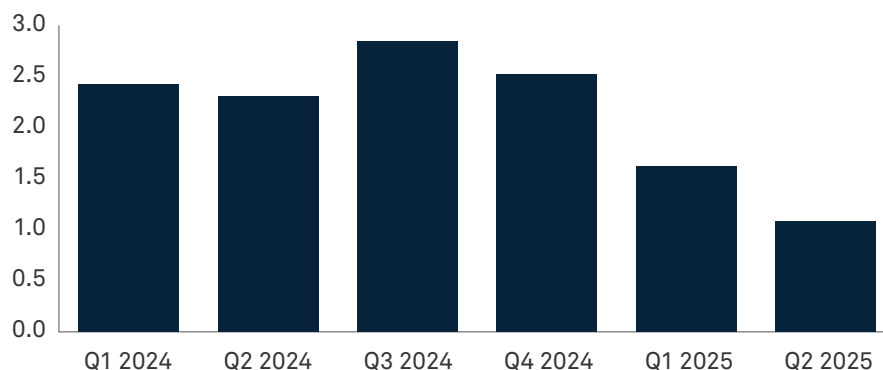
成長率は鈍化したものの、
インフレ率は比較的安定しており、
予想に反して下振れしました。

2018年に米国が中国製品に関税を課した最初の貿易戦争時に見られた状況と同様に、今回も私たちを含む多くのエコノミストや投資家は、関税負担は主に米国の消費者に転嫁され、成長の鈍化とインフレ率の上昇が同時に起きると予想していました。しかし、これまでのところその兆候はまだら模様です。成長は鈍化しましたが、インフレは安定しているように見え、思いがけず予想を下回りました。

インフレが予想ほど上昇していない理由の一つは、実際に支払われている関税率が公表数値の水準よりも低いからです。平均実効関税率は20%程度に達するとする主要発表にもかかわらず、実際に支払われている関税率は10%前後にとどまっています。

実質民間 最終需要

四半期比
(年率、%)

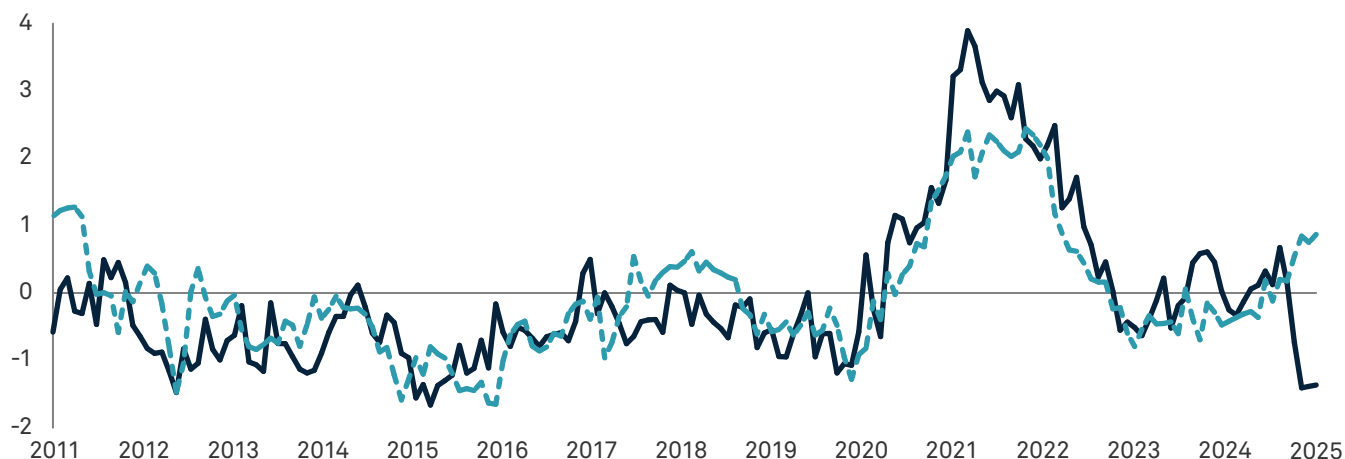


Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Data as of 8/7/25.

ISM 価格期待と米国インフレサプライズ指標

— Standard deviation of U.S. Inflation Surprise Index

- - - Standard deviation of ISM Prices (weighted manufacturing and services components)



Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Data as of 8/7/25.

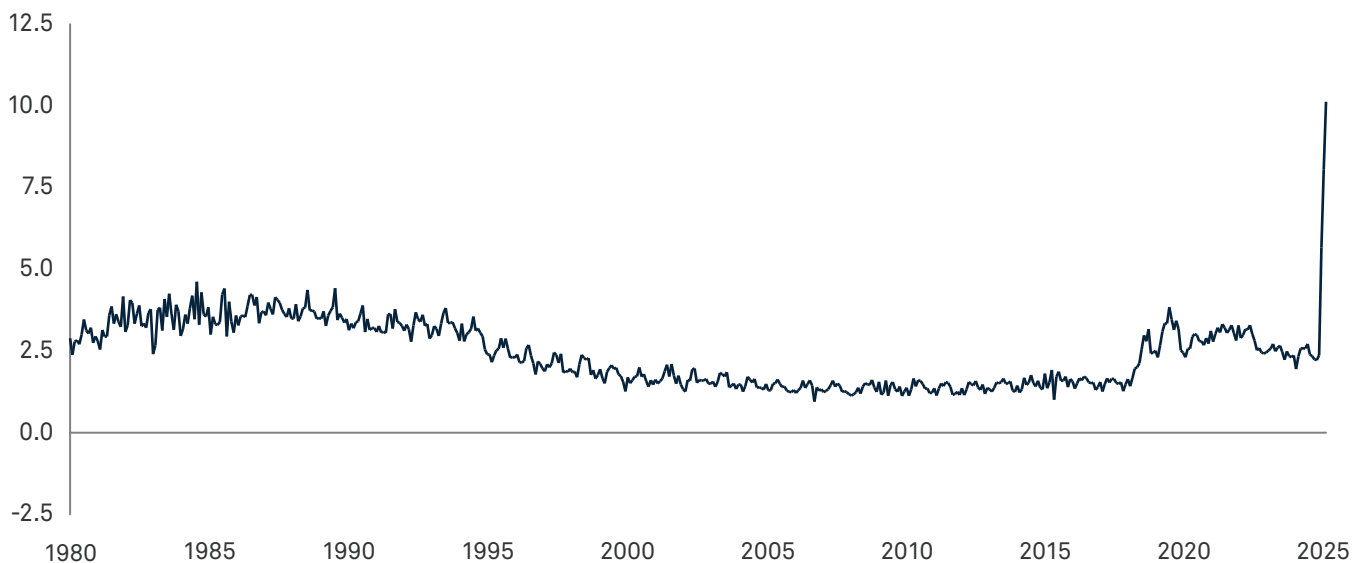
関税影響の緩衝要因

- 関税が公表されてから実際に発効するまでのタイムラグがあること。
- 輸入業者が最大6週間まで関税支払いを延期できる制度。
- 港湾近くの保税倉庫での備蓄。これは関税が近く引き下げられることを期待したものです。商品はこれらの倉庫で最大5年間、あるいはサプライチェーンに乗せるまで無税で保管できます。関税制度の確実性が高まった現在、これらの在庫が流通市場に放出される可能性が高まっています。
- 小口貨物の免税措置（800ドル未満の輸入品は関税免除、中国からの輸入品は除く）。これは消費財輸入総額の7～10%を占めており、8月29日以降は全面的に課税対象となりました。
- 輸送タイミングについては、関税発動時点ですでに輸送中の貨物は旧税率で課税されます。

これらの要因が相まって、関税の即時的な価格押し上げ効果は緩和されてきました。しかし、免除措置が失効し、在庫の消化が進むにつれて、状況は変化する見込みです。とはいえ、これまでに徴収されたおよそ10%分の関税について、誰が負担しているのでしょうか。初期の証拠によれば、主な負担者は外国の生産者ではないようです。確かに、関税導入直後には一時的に価格調整が見られ（2月から5月にかけて米国の中国からの輸入価格が約2%下落しました）、この影響は限定的でしたが、すでに6月には0.5%の上昇に転じるなど、すでに反転しつつあります。より広範に見ても、米国の非エネルギー輸入価格はほぼ横ばいで推移しており、外国の輸出業者が関税を吸収するために価格を大幅に引き下げていることを示しています。詳細な分析によれば、外国の輸出業者が吸収した関税コストは最大でも20%程度にとどまっている可能性があります。これは、残りのコストは米国内で転嫁されている可能性が高まっていることを示唆しています。過去数か月間に商品価格に目立った上昇圧力が認められなかったことを考慮すると、現時点では主に企業内部で吸収されていると考えられます。

輸入品に対する実効関税率（リアルタイム）

— Live proxy based on duty receipts, percent



Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Data as of 8/7/25.

当グループは、関税の影響により今後数カ月で消費者物価の上昇率が3%を超えると予想しています。

国内企業の利益率について包括的な証拠が得られるまでには、しばらく時間がかかると思われます。これは、企業利益の初期推計が、四半期末から3か月後に発表されるGDPの第3次推計にのみ含まれることによるものです。

とはいえ、たとえ関税が当初は企業によって吸収されていたとしても、それが最終消費者へ転嫁され始めていることを示す証拠が増えています。関税の影響を最も受けやすい品目では価格上昇が顕在化し始めており、6月には約1%の上昇を記録しました。より広範な観点では、自動車を除くコアCPIは0.5%上昇し、これは3年ぶりの高い伸び率となりました。

私たちは、現在確認されているインフレ上昇が、今後数か月にわたるインフレ全体への影響の20～25%程度を占めるとみています。このため、関税の影響でヘッドラインの消費者物価上昇率は3%を超えると予想しています。これまでの証拠も、この見通しと整合的です。こうした動きは、金融政策を複雑化させる要因となります。なぜならFRBの物価安定と最大雇用という二つの目標が、互いに齟齬をきたす可能性があるためです。

米国のコアインフレーション

前年比 (%)



Source: BNY Investment Institute, Macrobond. Data as of 8/13/25.

06 米国の例外主義が 持続する中、株式市場 は堅調さを維持

2025年、世界の株式市場は貿易摩擦、政策転換、地政学的な不確実性にもかかわらず、力強い上昇を遂げています。

当グループでは、生産性、イノベーション、そして企業収益のモメンタムを基盤とした米国例外主義は依然として魅力的な投資機会であると考えています。一方で、ボラティリティの上昇は分散投資の重要性を浮き彫りにしています。現在の市場環境においては、国際株式への投資を選択的に広げることが、ポートフォリオの強化につながると考えています。

強い持続力

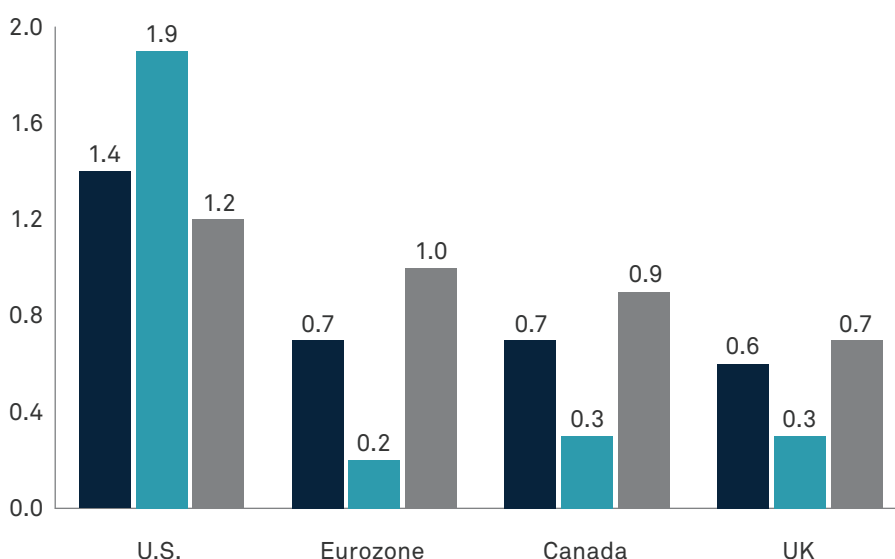
世界の株式市場は、幅広く上昇しています。米国以外の世界株式および新興国株式は約20%上昇し、米国株式もほぼ10%上昇しています¹。米国株式は世界のその他の株式市場と比較してやや劣後していますが、そのパフォーマンス格差は4月時点の-17%から8月半ばには-10%まで縮小しました²。

米国は成長の追い風を受けているため、私たちはこの格差が今後も縮小し続けると考えています。労働市場の柔軟性、生産性、イノベーション、AI分野における構造的な優位性が株式市場の強気相場と堅調なGDP成長につながっています。2010年以降、米国の生産性は欧州の2倍のペースで伸びており、コロナ禍以降、その差はさらに拡大しています。

米国の生産性優位は 今後も拡大へ

生産性成長率
(年率換算、%)

■ 2010–2024
■ 2020–2024
■ 2010–2019



Source: Factset, Bloomberg, as of 12/31/24.

¹ Bloomberg. International equities represented by the MSCI EAFE Index, Emerging Markets represented by the MSCI Emerging Markets Index, U.S. equities represented by the S&P 500 Index. As of 8/18/25. ² ibid.

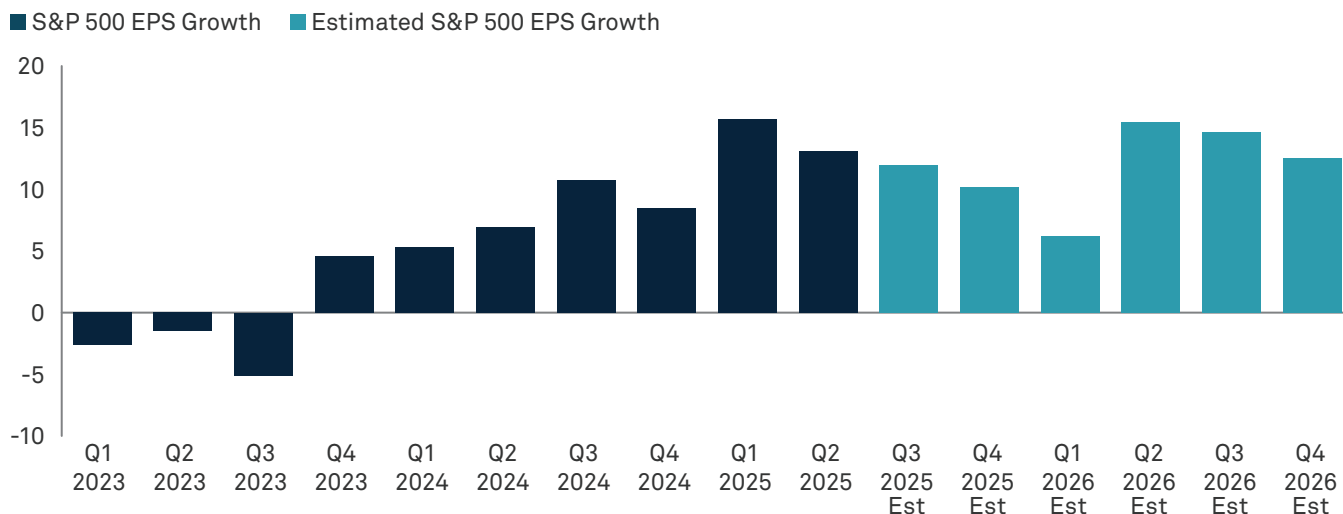
S&P500構成企業は今年上半期、
予想を上回る好業績を計上し、
今後も改善が続くと見込まれます。

業績予想も私たちの見解を裏付けています。S&P 500構成企業は上半期に予想を上回る業績を報告しており、好ましい政策と堅調なファンダメンタルズに支えられ、引き続き業績の改善が見込まれます。AIの導入が半導体需要と設備投資を牽引しており、「大きく美しい1つの法案(OBBB)」は国内半導体の生産能力拡大とサプライチェーン強化のインセンティブとなっています。

こうした政策面の支援とAIのモメンタムを背景に、特定のセクターにとって良好な環境が整いつつあると考えています。金融セクターは、FRBの利下げ、貸出や資本市場の活動を活性化するイールドカーブのスティープ化や、規制圧力の緩和から恩恵を受ける見込みです。コミュニケーション・サービスセクターは、デジタル広告収入の増加による恩恵を受けており、AIによるエンゲージメントの向上と価格設定効果を享受しています。資本財・サービス、エネルギー、素材を含む景気循環セクターは、インフラ支出、リショアリング、データセンターからの電力需要増加に

予想される収益の回復

S&P500 EPSの対前年成長率(%)



Source: Bloomberg, BNY Investment Institute, as of 8/29/25.

国際市場・新興国市場における投資機会

支えられています。また、OBBBの税額控除や研究開発費の即時税額控除は製造コスト削減に寄与しています。

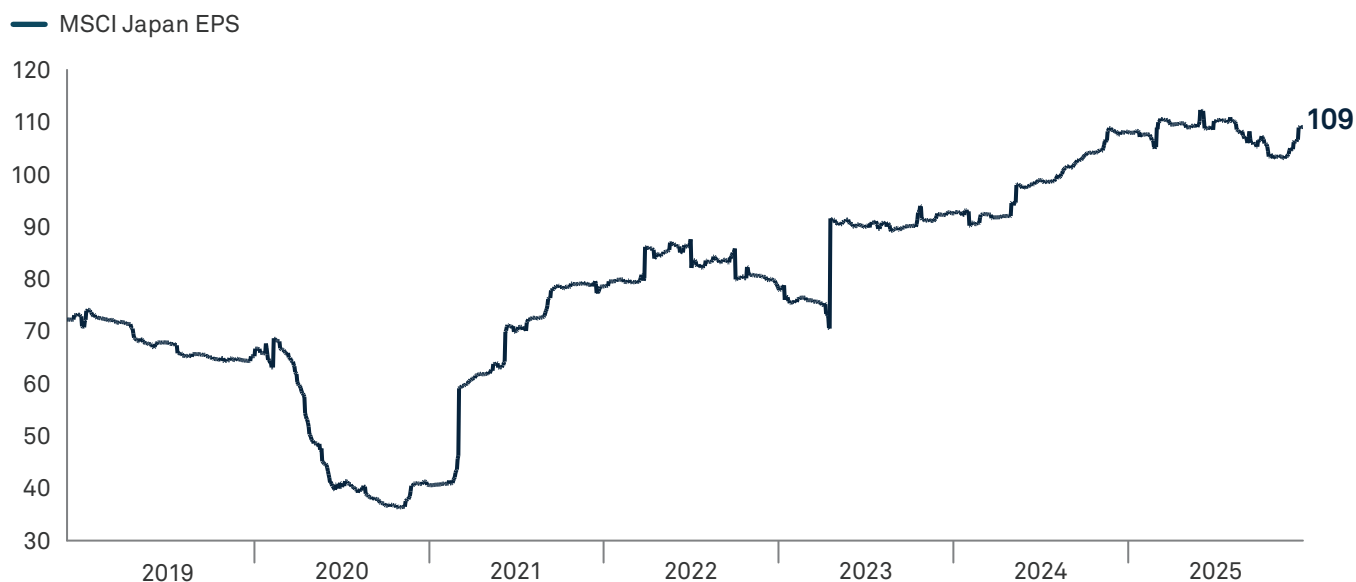
米国例外主義は今後も継続すると見込まれる一方、特定の国際市場および中国を除く新興国市場においても魅力的な投資機会があるとみています。欧州では、防衛・インフラ・エネルギー分野における政府支出の増加を背景に、資本財・サービスセクター、特に航空宇宙・防衛分野に上昇余地があります。

日本では、コーポレートガバナンス改革の推進と持続的な経済成長により、株式市場は史上最高値を更新しました。貿易をめぐる不透明感の緩和、企業収益の改善、賃金と消費が回復する可能性は、日本株にとって長期的なプラス要因となるでしょう。

また、中国を除く新興国市場についても前向きな見方を維持しています。FRBの金融緩和は通常、世界的な金融環境の緩和につながり、これは一般的に新興国株式にとって支援材料となります。

日本では、コーポレートガバナンス改革への新たな取り組みと持続的な経済成長により、株式市場は史上最高値を更新しています。

日本企業の収益改善



Source: BNY Advisors, Macrobond. Data as of 8/26/25.

今後の見通し

株式市場は年初来の上昇基調を維持していますが、経済指標にはやや減速の兆しも見られます。AI関連銘柄を中心としたリスクオンの市場心理がパフォーマンスの牽引役となっています。市場コンセンサスの成長見通しは上方修正されつつあり、私たちは米国経済の成長は継続すると考えています。設備投資計画や企業の景況感が改善し、企業の収益予想も上昇基調にあります。

しかし、経済面では労働市場の一部で緊張の兆候も見られ、これが成長鈍化につながる可能性があります。消費者物価の上昇が続く一方で、消費はこれまでのところ堅調に推移していますが、今後は関税や移民政策の影響が雇用市場を通じて支出に影響を及ぼす可能性もあります。

地政学的リスクも依然としてくすぶっており、サプライチェーンの混乱を招く恐れがあります。経済指標がまちまちな状況が続けば、4月から改善傾向にあった投資家心理を圧迫する恐れがあります。

今後6～12か月を展望すると、私たちは株式市場、特に米国株式市場が引き続き上昇を続けるとみています。ただし、トレンドが変化する中では、日本や選別した新興国市場などへの投資を通じて地理的な分散を図ることがリスク軽減と成長機会拡大の両立につながる可能性があると考えています。

07 エキスパートの紹介



Alicia Levine
Head of Investment
Strategy & Equities
BNY Wealth



Vincent Reinhart
Chief Economist
*BNY Investments Dreyfus
& Mellon*



Jason Granet
Chief Investment Officer
BNY



Jason Vitale
Head of Global
Markets Trading
BNY Markets



Bob Savage
Head of Markets
Macro Strategy
BNY Markets



John Velis
Americas Macro Strategist
BNY Markets



Chris Vella
Chief Investment Officer
BNY Advisors



Eric Hundahl
Head of BNY
Investment Institute¹
BNY Advisors



Sebastian Vismara
Head of Economic
Research
BNY Advisors



John Flahive
Head of Fixed Income
BNY Wealth



John Porter
Chief Investment Officer
BNY Investments Newton



Ella Hoxha
Head of Fixed Income
BNY Investments Newton



Brendan Murphy
Head of Fixed Income,
North America
Insight Investment



Francesca Fornasari
Head of Currency Solutions
Insight Investment

As of September 2025. ¹BNY Investment Institute consists of BNY Advisors' macroeconomic research, asset allocation, manager research and operational due diligence teams.

重要な情報

- 当資料は、BNYの関連会社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

