

試合を決するポイントを勝ち取る投資

2025年10月1日 | Rick Rieder

(本レポートは2025年10月に発行された英語版レポートを翻訳したものです。英語のオリジナル記事はこちら:

Winning the Important Points: Market Insight | BlackRock)

試合を決するポイントをものにする

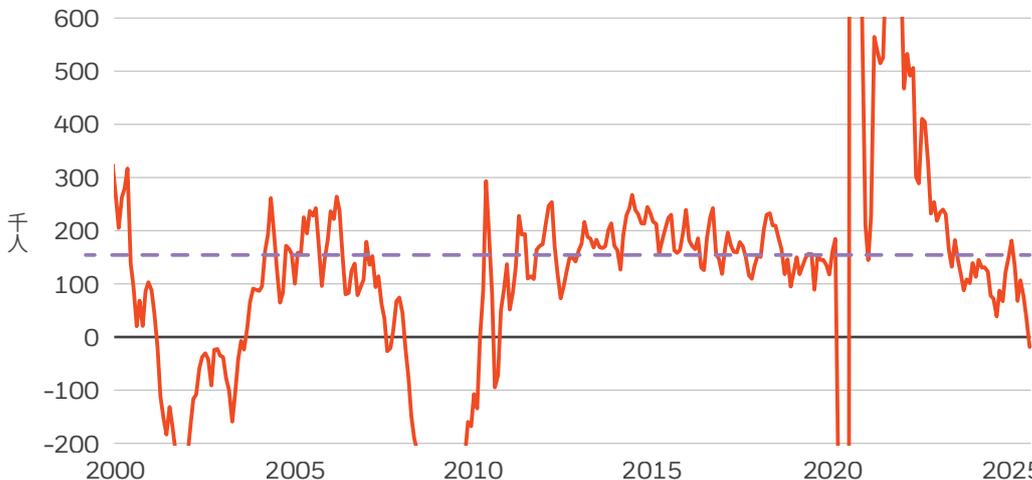
プロテニスプレーヤーのラファエル・ナダルは、過去17回の全仏オープンにおいて、115試合中112試合に勝利し（勝率97.4パーセント）、14回の優勝を果たしました。その115試合におけるナダルのセット取得率は90パーセント、ゲーム取得率は89パーセントですが、ポイント取得率は55パーセントにすぎません。それでもナダルが勝てた秘訣は、試合を左右する重要なポイントをものにすることができたからです。

投資もそれと大きな違いはありません。ある1日だけを見れば、市場はニュースの波を受けて上下し、投資家の勝率は50パーセント前後にとどまることもあり得ます。また、株式市場の動きも同じです。2009年3月9日以降の期間で見た場合、株式市場が上昇した日数は全体の55パーセントしかなかったにもかかわらず、市場の累積上昇率は1,200パーセントに達しています。長期的に見れば、安定したプレーと鋭い状況の見極めが、投資という試合を続け、最終的なリターンを左右する重要なポイントをものにすることにつながると言えるでしょう。

足元の重要ポイント

1. 想定していたよりも弱い労働市場

足元の労働市場には歪みを示す初期の兆候が見られます。採用を行っている業種の割合は全体の50パーセントを下回っており、実際にヘルスケア以外の業種では、景気後退期を除けば過去25年で初めて、雇用者数が減少に転じています。また、雇用統計については、過去3年分にわたり大幅な下方修正が続いており、これまで考えられてきたよりも弱い内容であったことが明らかとなっています。今年9月には、2024年4月～2025年3月の非農業部門就業者数が91万1,000人下方修正され、当初発表されていた増加数の約半分が消え去る結果となりました。



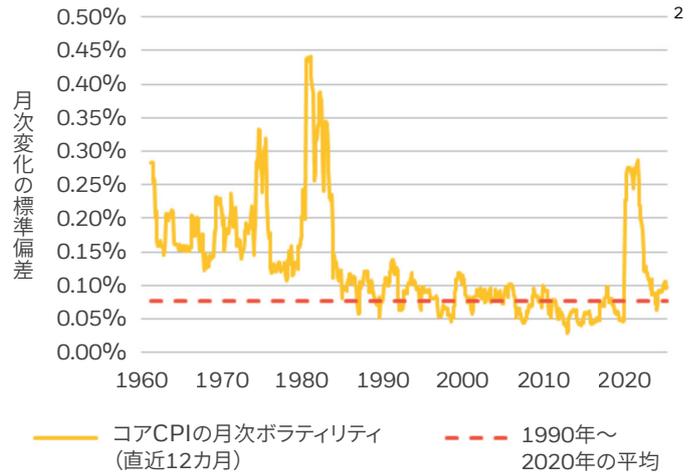
— ヘルスケア以外の業種における雇用者数の変化 (3カ月移動平均) — 新型コロナ以前の平均 (2014年～2019年)

出所: 米労働統計局 (BLS)、2025年9月5日現在のデータ

2. 緩和傾向にあるインフレ率

米国の関税政策が総合インフレ率、とりわけ財のインフレ率に再び影響を及ぼし始めています。ブラックロックの見方では、輸入業者が仕入れコストの上昇分を価格に転嫁することで、消費者への影響は今後さらに大きくなり、短期的にはインフレ圧力が強まると考えられます。それでも、一步引いてみれば、コアインフレ率は着実な低下基調をたどっていると言えます。将来のインフレに関する市場の織り込みは、関税による価格の上昇は一時的なものであり、制御不能なインフレにはつながらないとの見方を示しています。また、コア消費者物価指数 (CPI) の変動の大きさについても、コロナ過以降のショック期よりは、1990年～2020年の安定期に近い状況にあると言えるでしょう。米連邦準備制度理事会 (FRB) の使命はあくまで物価の安定であり、2%のインフレ目標を何としてでも達成することではありません。

関税の負担割合 (%) ¹			
	消費者	米国への輸出業者	米国の輸入業者
4月	34%	26%	40%
5月	23%	20%	57%
6月	31%	13%	56%
7月	36%	10%	54%

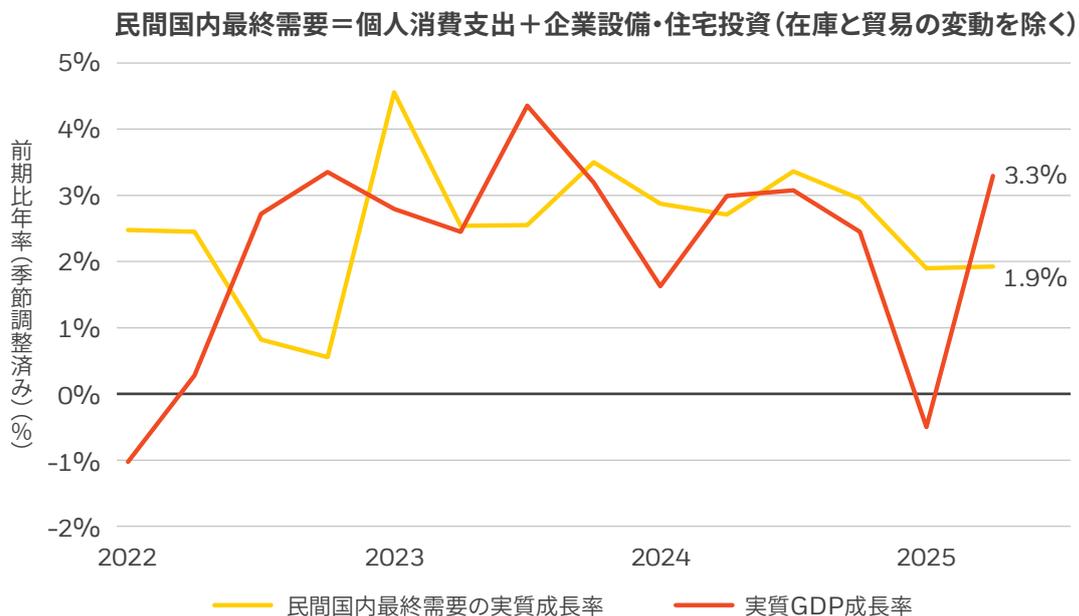


1. 出所: マクロボンド、PSCエコノミクス、2025年8月29日現在のデータ

2. 出所: BLS、2025年7月31日現在のデータ

3. 経済成長: 生産性の急上昇を背景とした底堅さ

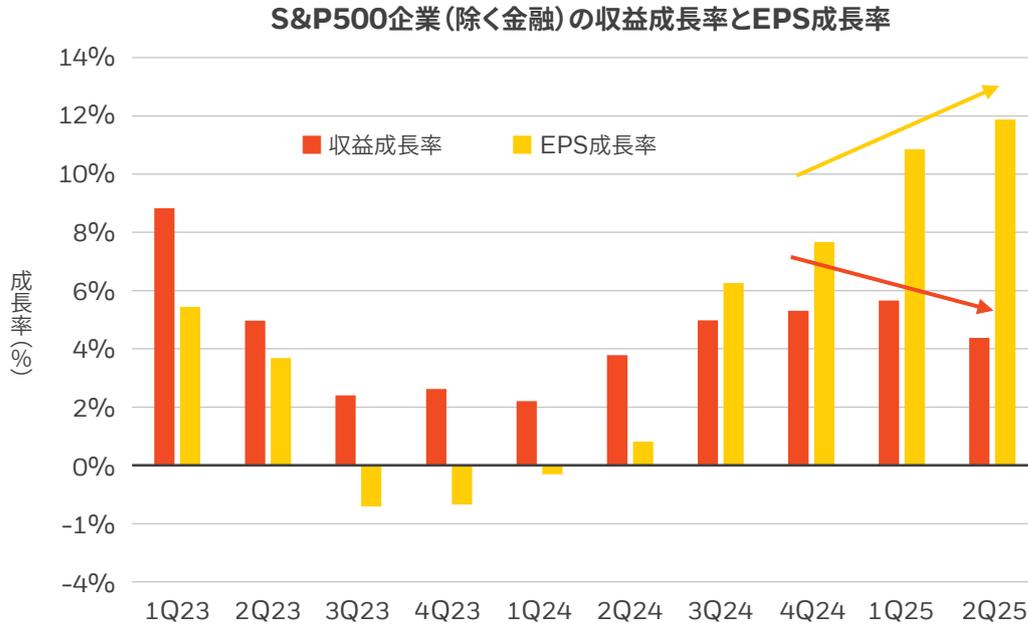
米国経済は引き続き驚くほどの底堅さを見せています。2025年4～6月期の国内総生産 (GDP) は上方修正され、中でも民間国内最終需要が0.7ポイントの引き上げとなるなど、年率2パーセント前後の着実な実質経済成長が続いていることを示唆しています。また、堅調な個人消費に加えて、知的財産やソフトウェアへの投資の急拡大も、経済を極めて力強く支え続けていると言えます。



出所: 米国経済分析局 (BEA)、2025年6月30日現在のデータ

4. 企業の収益は低下しても利益率は引き続き上昇

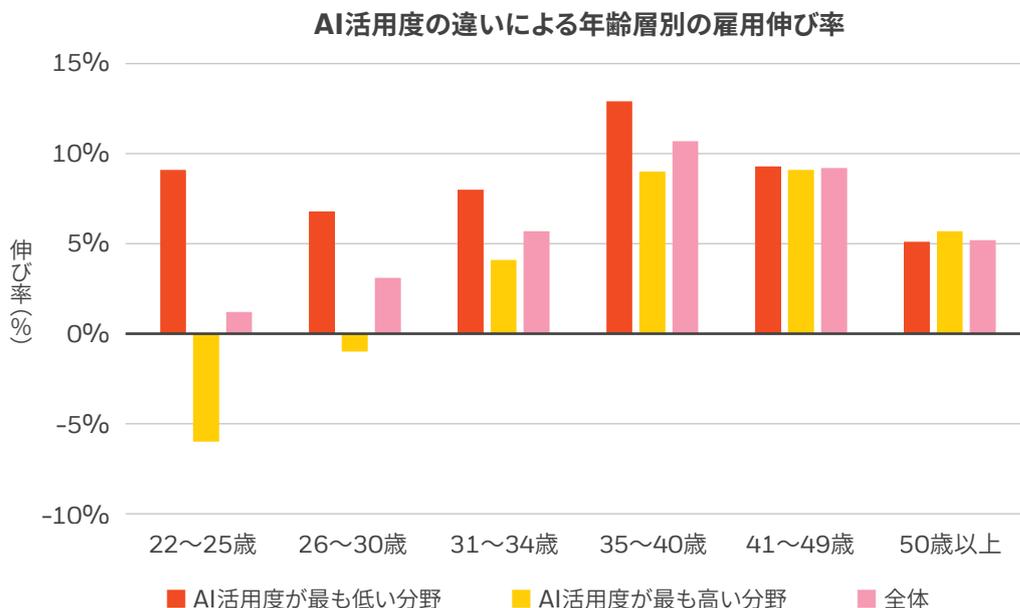
米国企業は、コストを抑えながら成果を上げていると言えるでしょう。S&P500企業の2025年4～6月期を見ると、収益成長率が5パーセントに低下した一方、コストの削減や自動化の推進、さらには業務プロセスの最適化によって、1株当たり利益 (EPS) は前年同期比12パーセントの急拡大となっています。売上の低下にもかかわらず、企業の利益率は過去最高水準に迫りつつあるのです。また、企業は大規模なレイオフに頼ることなく大幅なコスト削減を実現できており、そこから分かることは、事業の引き締めではなく効率化が利益率の上昇に寄与しているということです。



出所: S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス、2025年6月30日現在のデータ

5. 今日のエコシステムを劇的に変えつつある人工知能 (AI)

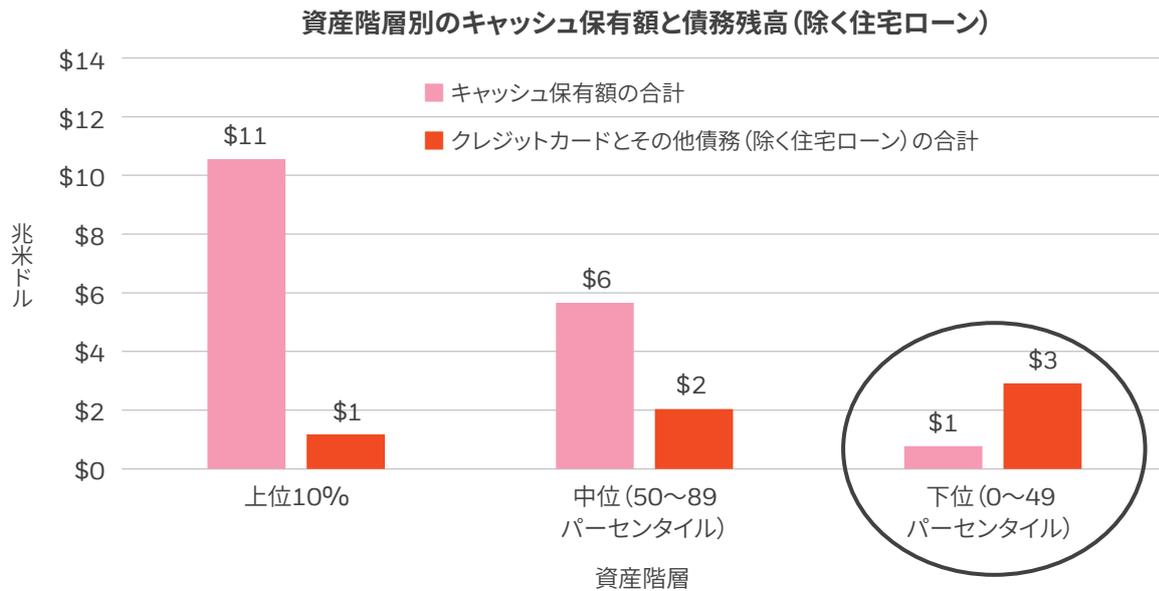
AIの活用が最も盛んな分野では2023年以降、若手社員の雇用が13パーセント減少しています。それでも企業は効率化を進め、その多くが15～30パーセントの生産性の向上を報告しています。将来に向けた投資が盛んに議論される中、AIによる影響はすでに現れ始めており、そうした影響には、1) 労働市場の悪化リスク、2) 企業の成長力や生産性へのプラスの影響、3) インフレへの低下圧力があると考えられます。



出所: スタンフォード大学、2025年8月26日現在のデータ

6. 経済全体は堅調。ただ格差は極めて大きい

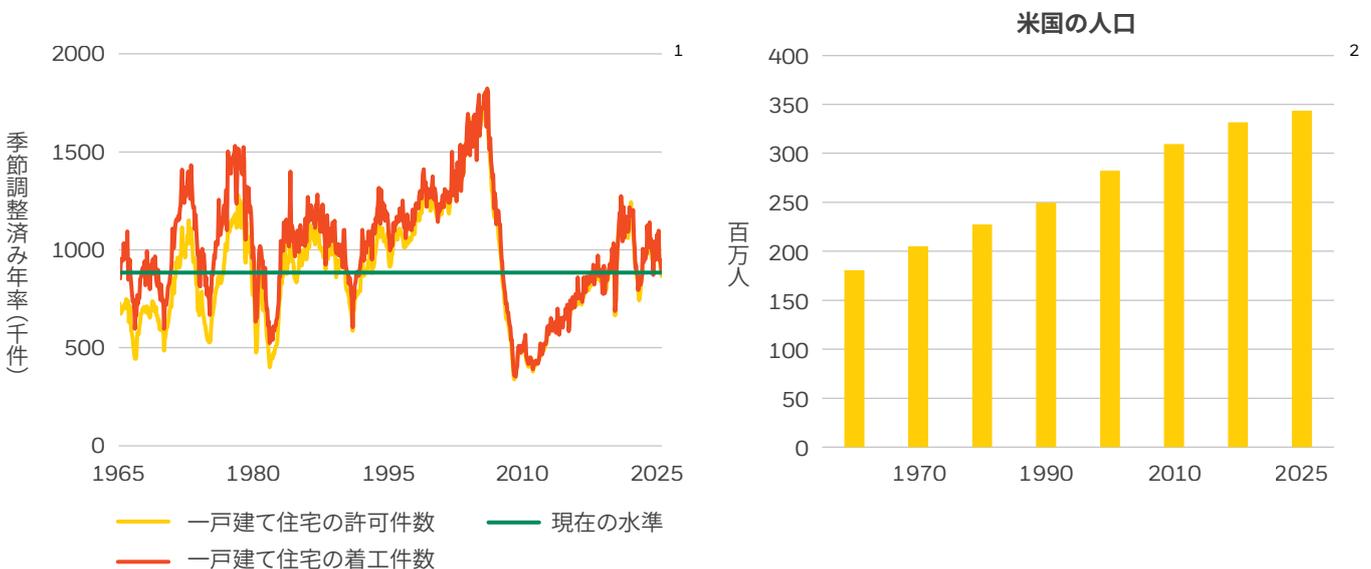
家計は全体としてみれば良好な状態にあり、純資産が過去最高水準に近づき、負債は過去最低水準付近にとどまっています。しかし、その裏にあるより複雑な現実、全体だけを見ても分かりません。下位50パーセントの家計は今日、金利の上昇による負担に苦しんでいます。また、そうした家計については、高金利の非住宅ローン債務の残高が流動資産よりも多く、雇用市場が悪化する中、今では賃金上昇率の低下にも直面していると言えます。住宅の価値は上昇していることから、こうした流動性の問題は理論的には解決できる可能性もありますが、ホーム・エクイティ・ローン(住宅の値上がり益を担保にしたローン)の金利は依然として手が届かないほど高いため、家計は住宅の値上がりを生かすことができないのです。



出所:FRB、2025年3月31日現在のデータ

7. 金利感応度の高い住宅市場では構造的な問題が続く

高金利は住宅市場の低迷にもつながっています。住宅の値ごろ感は過去最低に近い水準にあり、一般的な住宅を購入するのに必要な所得は、2019年の2倍以上となっています。また、市場の動きはほぼ止まっており、住宅建設業者の景況感は、世界金融危機以来の低水準に落ち込んでいます。総人口の増加が続く中、新規の住宅供給は急速に減少しており、値ごろ感の改善に必要な動きとは逆の傾向が見られます。



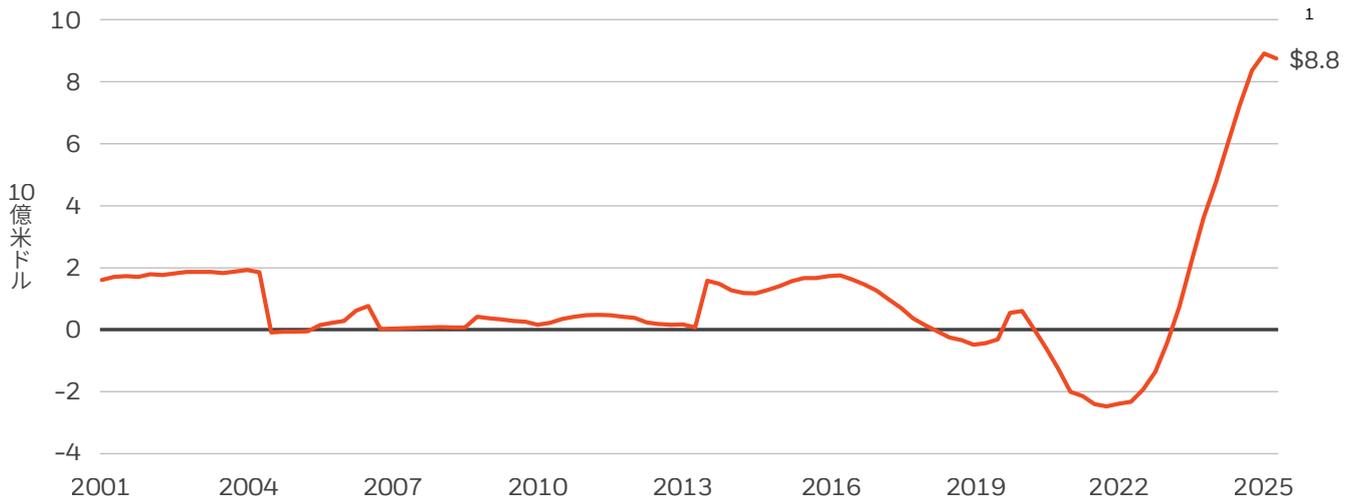
1. 出所:米国国勢調査局、2025年6月30日現在のデータ(左図)

2. 出所:米国国勢調査局、2024年12月31日現在のデータ(右図)

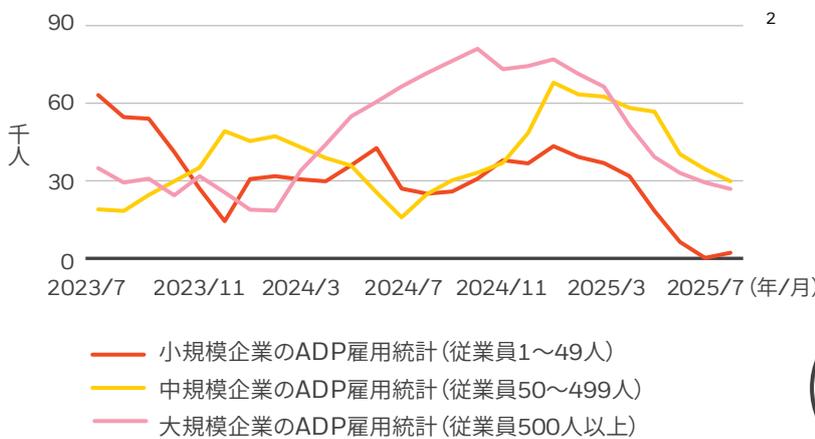
8. 大企業は高金利に耐えられても中小企業はそうではない

大企業は過去10年にわたる歴史的な低金利環境を生き、債務の長期化や負債比率の削減、さらには手元資金の積み上げに取り組んできました。そのため大企業の多くは、今では純債務者ではなく純債権者となり、80億米ドルを超える金利収入を得ることで、足元の高金利環境から利益を上げることができています。またその結果として、S&P500指数においては、上位7社のEBITDA(利払い・税引き・償却前利益)、フリーキャッシュフロー、そしてキャッシュが全体の30パーセント超を占める一方、その債務は全体の7パーセントしかないという状況が生まれています。一方、中小企業は借り入れコストの上昇という重圧に苦しんでおり、それが雇用への過度な足かせにもなっていると考えるでしょう。

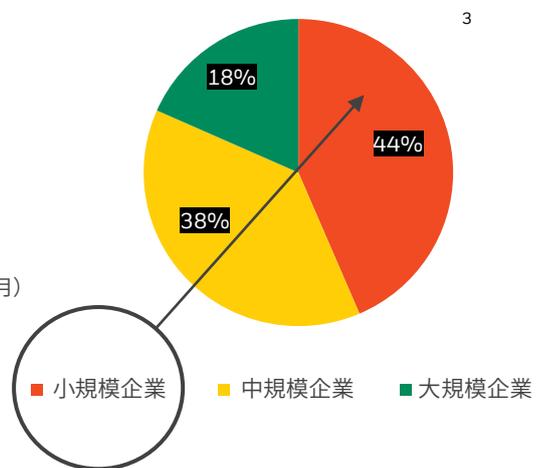
マグニフィセント・セブンの純受取利息



企業規模別に見た雇用者数の月次変化(6カ月平均)



企業規模別に見た雇用者数の割合

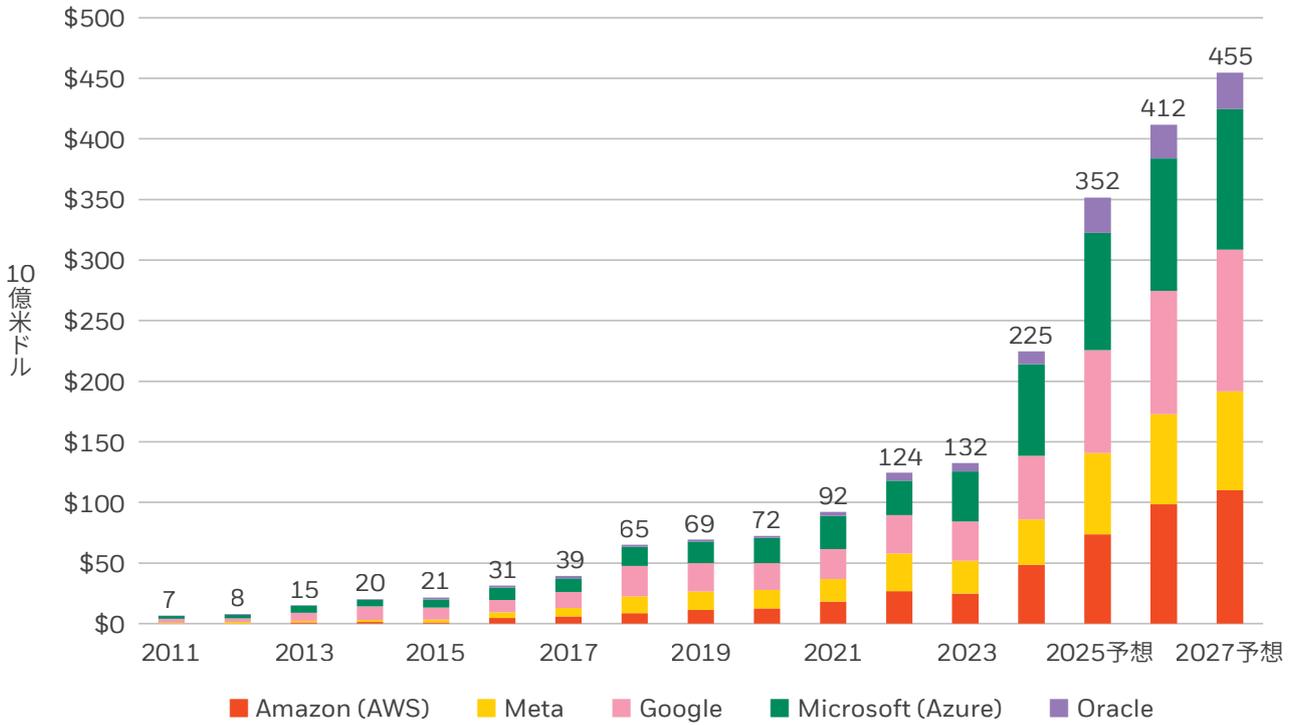


1. 出所:ブルームバーグ、2025年6月30日現在のデータ
2. 出所:オートマチック・データ・プロセッシング(ADP)、2025年8月31日現在のデータ
3. ADP、2025年8月31日現在のデータ

9. 設備投資と研究開発投資は堅調さを維持

設備投資と研究開発投資が企業の効率性を高め、キャッシュフローを創出するという好循環は、リスクフリー金利のサイクルとはますます無関係なものとなりつつあります。こうした投資のサイクルは、インフラ投資や技術革新、さらには生産性の加速を原動力とする、これからの成長の新時代において、引き続き強まっていくものと思われます。

ハイパースケラー企業の設備投資額と研究開発投資額 (2027年までの予想)



出所：ゴールドマン・サックス、2025年9月8日現在のデータ

10. FRBの金融政策：今後の新たなプレーブック

FRBは今後、より多様な政策ツールを組み合わせ、経済や雇用にさらに大きな勢いを与えようとする可能性が十分にあると言えるでしょう。また、かつてはインフレ率を引き上げる（そして抑える）のに苦労したものの、今後は雇用の底上げに苦労することになるかもしれません。FRBのバランスシートは現在縮小しており、金利と流動性の双方を活用することが、金融政策の柔軟性を高めることにつながり得ると考えられます。FRBは今後、低い実質金利というシナリオに向けて舵を切ることで、力強い雇用の創出を新たに重視する可能性もあると見られます。

FRB保有資産のGDPに対する割合 (%)

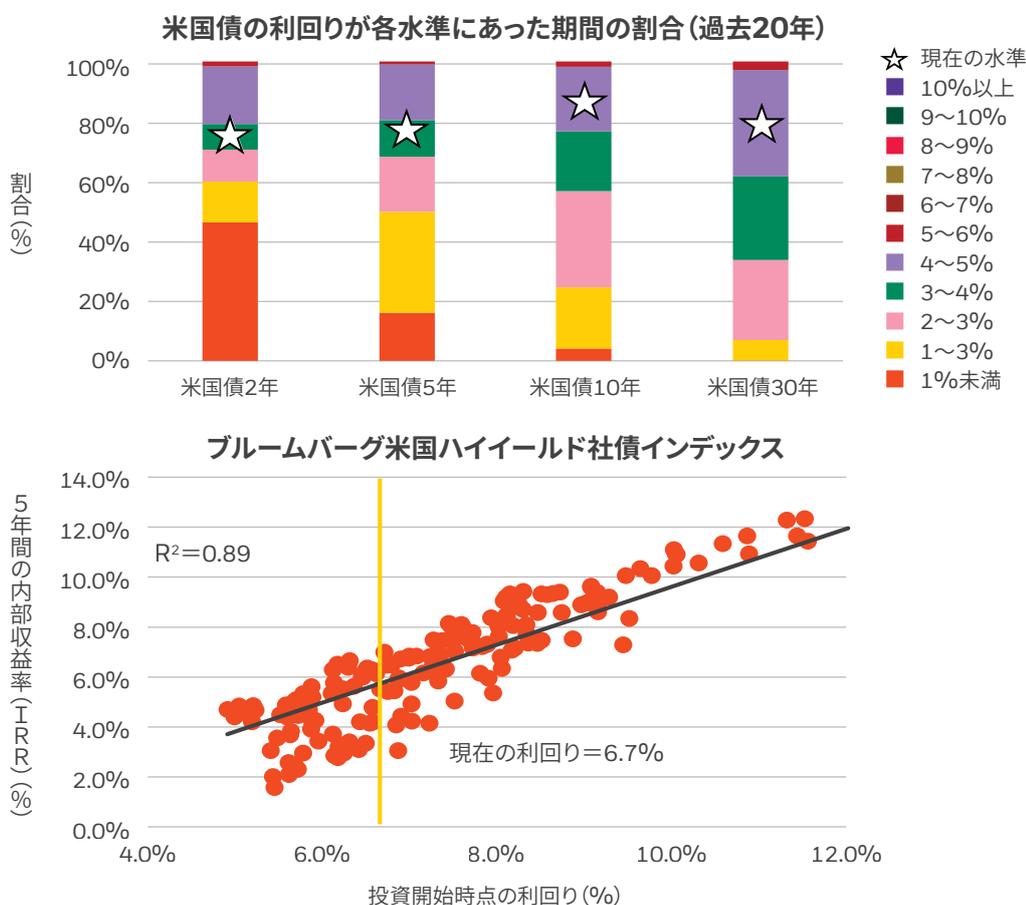


出所：ブルームバーグ、2025年5月31日現在

足元の環境を踏まえた投資戦略

債券:引き続きインカムを重視

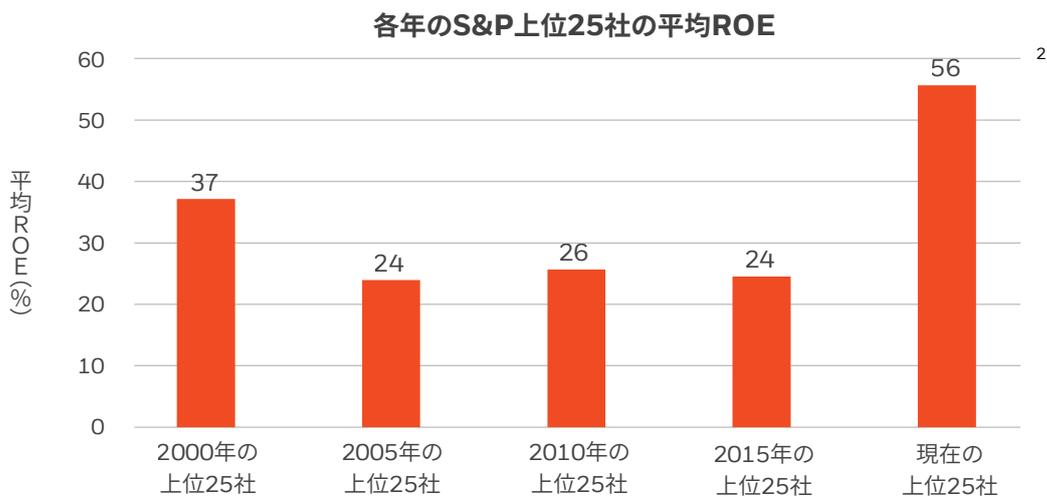
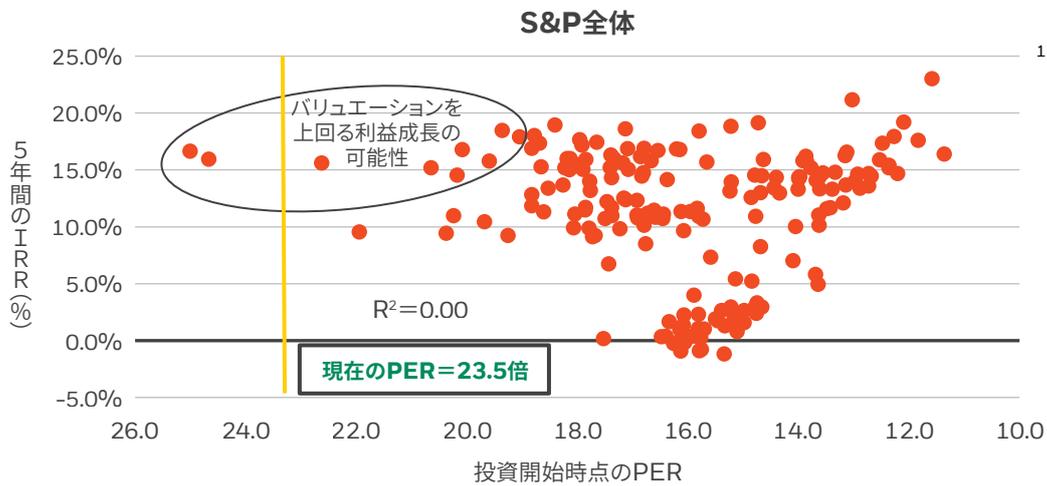
ポートフォリオが必要とするリターンの大部分をクオリティの高い債券で賄うことができれば、ヘッジの必要性は低下すると言えるでしょう。今日、インカムを重視した債券の組み入れには守りと攻めを同時にこなす力があり、債券市場の足元の利回り特性は投資家にとって、効果的な攻めにもつながる可能性があると考えられます。債券の将来のリターンを予測する上で、投資開始時点の利回りは、引き続き最も優れた指標であると言えます。そうした中、短期債の利回りが現状並みの高い水準にあった期間は、過去20年のうち10パーセントしかありません。投資適格債券ポートフォリオの利回りが6パーセントを超え、期待ボラティリティは3パーセントを下回るという現在の状況は、過去10年以上で最も魅力的な環境のひとつであると考えられます。また、このようにクオリティと分散、そしてインカムを重視した債券の組み入れは、流動性の高い資産を使いつつもポートフォリオの耐性を高める絶好のツールとなり、ノイズに惑わされることのない、長期的な勝利を投資家にもたらす可能性があると言えるでしょう。



出所:ブルームバーグ、2025年9月10日現在のデータ

株式:複利の効果と記録的な自己資本利益率(ROE)

一方、株式の将来のリターンを予測する上で、見かけの株価収益率(PE)はそれほど役には立ちません。ここ数年は市場全体のPEに対する大企業の寄与度が拡大していますが、それはマルチプルの上昇によるものではなく、企業利益の急成長によるものです。米国企業はROEを複利で積み上げており、そのペースは過去の水準をはるかに上回る、歴史的な速さとなっています。また、そうした企業の株式は単なるテクノロジー銘柄ではなく、キャッシュフローを複利で増やすためのエンジンであり、再投資による持続的な利益成長と強固なバランスシートがその強みであると言えるでしょう。キャッシュフローの持続的な成長を取り込み、企業の歴史的な高収益を投資に生かすことができる足元の投資環境は、引き続き極めて魅力的であるとブラックロックは見ています。



1. 出所:ブルームバーグ、2025年7月28日現在のデータ 2. 出所:ブルームバーグ、2025年7月25日現在のデータ

ナダルのプレーのような投資:重要なポイントを取って試合に勝つ

全仏オープンでのナダルがそうであったように、投資家も毎日勝ち続ける必要はありません。むしろ重要なポイントを的確にものにし、ノイズに惑わされることなく、中期的な戦略の成功を信じるだけでよいのです。そして、今日におけるそうした重要なポイントは、インフレの緩和や経済成長の底堅さ(たとえ不安定でも)、AIによる生産性の飛躍的な向上、さらには引き続きまれに見る高さにある債券市場の利回りなどがあると考えられます。

ナダルのプレーからも学べることは、これまでの戦略を維持すべきということです。つまり、債券投資においてはクオリティが高く多様なインカムを流動性の高いポートフォリオの耐性を高めるツールとして活用し、株式投資においては企業のキャッシュフローの勢いを捉え、さらには実物資産やプライベート資産にも投資対象を分散すべきということです。これらをすべて踏まえると、現在の状況は、この数十年で最も魅力的な投資環境のひとつであると言えるでしょう。