

インベスコ・フィックス・インカム

2025年4月30日

Turgut Kisinbay
Chief US Economist

IN THIS ISSUE:

1. 米国経済の成長について、2つの可能性 – 秩序ある減速か、景気後退か
2. 金利見直し
3. 為替見直し

グローバル・マクロ・ストラテジー

米国経済の成長について、2つの可能性 – 秩序ある減速か、景気後退か

先月、当社は米国経済の成長見直しを潜在成長率を下回る水準に下方修正しました。しかし、4月2日の「解放の日」に発表された関税措置と報復的な貿易措置を受けて、当社はさらに見直しを後退させました。現時点では、多くのアナリストや企業と同様、明確なベースラインを定義することが困難です。代わりに、今後起こり得る2つのシナリオを提示し、それぞれがほぼ同等の確率で発生する可能性があると考えます。最初のシナリオは、景気後退を伴わない比較的穏やかな秩序ある減速です。このシナリオでは、関税の免除や主要パートナーとの合意を含む貿易政策の迅速な転換を想定しています。一方、2つ目のシナリオでは、貿易政策の継続的な強硬化を想定し、景気後退の可能性が高まることを想定しています。いずれの場合も、経済は重大な減速に直面していると私たちは考えています。今月は、その減速を駆動する主要な逆風を整理し、減速がどのような形を取るかを考察します。潜在的な減速の要因が、今後数週間で活発化すると予想しています。私たちの目標は、これらの要因の規模、影響度、経済への影響を継続的に評価し、シナリオ1かより深刻なシナリオ2のいずれかに向かっているかを判断することです。

インフレ率は上昇すると予想していますが、関税の影響を除外すれば、その上昇は小幅にとどまると考えられます。この結果、FRBはインフレ率上昇を容認し、成長を重視する可能性もあります。一方、関税が積極的なものとなり、インフレに大きな影響を与える可能性もあります。その場合、景気後退シナリオに切り替える可能性が高いでしょう。現時点では、政策が明確でないため、これらのシナリオは流動的です。

複数の要因が景気減速を示唆

詳細に踏み込む前に、予想される成長減速が関税政策のみに起因するものではない点を強調しておく必要があります。メディアや政策議論で注目されているにもかかわらず、財政政策や労働市場政策、およびグローバルな安全保障情勢の変化も、経済と市場の動向を形作る上で重要な役割を果たしています。以下で詳細に説明するように、これらの要因が相互に作用し合っています。

まず、実質所得の成長率の低下、または減少の可能性が見込まれます

関税は輸入品の価格を引き上げ、それらと競合する国内製品の価格も上昇させます。家庭は電子機器から食品、自動車に至るまであらゆる商品の価格上昇に直面し、購買力が低下します。この影響は、所得のより大きな割合を貿易品に費やす低所得層と中間所得層で特に顕著です。一方、原材料コストの上昇に直面する企業は、雇用削減や投資縮小に踏み切る可能性があり、これによりさらに家計所得に圧力が加わります。需要主導のインフレとは異なり、関税によるインフレはコストショックです：名目GDPは安定する可能性があります。実質成長率は打撃を受けます。その影響は国内価格を超えます。米国の輸出市場は、外国の報復措置、米国政策への不満による需要の鈍化、およびより広範な構造的変化の圧力に直面しています。より広範な傾向として、特に欧州や他の同盟国において、米国からのリスク回避が進んでいます。これには、国内調達へのシフト、ローカルサプライチェーンへの投資、独立した軍事、通信、支払いシステムの開発が含まれます。これらの変化は完全な離脱には至りませんが、累積的に米国製品やサービスへの依存度が低下すれば、生産に悪影響を及ぼす可能性があります。さらに、関税戦争は世界的な需要ショックとして機能し、輸出の弱さを拡大します。一部の効果が限定的のように見える場合でも（例えば米国製品ボイコットや観光需要の鈍化など）重要です。米国はサービスの大規模な輸出国であり、その需要の一部は他国へシフトする可能性があります。これらのサービスの多くは独自性が高いわけではなく、代替可能なものです。

第二に、関税の影響は実質所得効果を超えて、生産そのものを混乱させる

もし完全に実施されれば、米国が最近発表した関税は、関税率をほぼ1世紀ぶりの最高水準に引き上げる可能性があります。しかし、現在の生産は深くグローバル化しています。製品は複数の国で製造され、中間投入品が国境を何度も越えることが一般的です。このような統合されたシステムにおいて、この関税ショックはグローバルな生産とサプライチェーンに重大な混乱を引き起こす可能性があります。米国にとって、中国からの輸入の約40%が中間財であるため、輸入の減速は国内生産に重大な打撃を与える可能性があります¹。最近の報告では、既に具体的な混乱が指摘されています：中国で滞留する在庫、米国での荷下ろしに関する不確実性から貨物積み込みをためらう輸送業者、輸入業者が到着時の支払いに必要な現金不足への懸念などです。これらの問題は、生産資材の不足や、大手小売店から小規模小売店までの棚を空っぽにしてしまう現象を引き起こすリスクがあります。

第三に、政策による不確実性が米国経済の主要な逆風となっています

ほぼ1世紀ぶりの最高水準の関税に加え、企業は労働力の供給と確保の減少、政府効率化省の措置が財政移転、政府サービス、雇用に与える影響、過去の政策の撤回、主要な同盟国との緊張の高まり、連邦準備制度理事会（FRB）の独立性に対する公の批判など、不安定な環境に直面しています。この持続的な不確実性は、企業が先を見据えた計画を立てることを困難にし、投資や雇用を抑制しています。世帯も影響を受けており、多くの世帯は関税の影響を受ける商品の支出を前倒しする一方、住宅購入などの長期的なコミットメントに対してより慎重な姿勢を示しています。

最後に、もう一つの逆風は金融情勢のタイト化です。これは、高金利、リスクプレミアムの上昇、および株式市場の弱含みなどに表れています

米国資産への需要が鈍化している可能性があります。これは、米国資産への過大な保有ポジションの縮小に加え、米国資産からのより広範な資金流出が背景にあります。債券価格、株式、米ドルの同時下落という珍しい現象は、この変化を示唆していますが、その規模は依然不透明です。

要約すると、私たちは米国経済が複数の相互強化するショックにより形作られる顕著な減速期に突入していると考えています。これらのショックには、関税によるコスト上昇、生産混乱、高水準の不確実性、金融情勢の緊縮が含まれます。過去の景気後退とは異なり、今回の景気後退は政策要因によるもので、徐々に進行するのではなく、急激に展開する可能性が高いです。そのため、当社の分析では、高頻度データ、調査データ、実体経済データ、企業見通し、定性的な判断など、幅広い指標に重点を置き、リアルタイムで動向を評価し、経済の軌道を把握するよう努めています。

1. 出所: Federal Reserve Bank of San Francisco, "How much do we spend on imports?", Jan. 7, 2019.

Rob Waldner

Head of IFI Strategy and Macro Research

James Ong

Senior Portfolio Manager

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector Portfolio Management

Tom Sartain

Senior Portfolio Manager

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

金利見通し

米国：ニュートラル。米国債のデフレーション見通しを「オーバーウェイト」から「ニュートラル」に引き下げました。年初には、トランプ政権の成長抑制的な政策（関税政策や移民政策など）を受けて、市場参加者が成長見通しを引き下げることが予想していました。成長見通しの低下は長期金利の低下を促し、FRBの利下げ期待を高めると予想していました。しかし、国債のリスクプレミアムは複数の要因により上昇しています。要因は多様で、予想を上回る財政赤字の拡大の可能性や、外国投資家が需要を縮小する中、米国国内投資家が国債購入に踏み切る意欲が不透明である点が挙げられます。その結果、金利市場の動向を予測することが大幅に困難になっています。

欧州：ニュートラル。欧州のソブリン市場については、債券利回りの上昇が続いているにもかかわらず、前向きに見ています。欧州中央銀行は、成長とインフレの減速を見越して、金利の引き下げを継続する可能性が高いと考えられます。新たな米政権の貿易政策は、地域の製造業に大きな逆風となる見込みですが、中国が関税回避のため、一部米国向け輸出をユーロ圏に転換する可能性があり、輸入価格の低下によりインフレ率は低下する見込みです。ただし、市場は現在、ユーロ圏の最終的な政策金利を1.5%と予想しており、これは年初時点での我々の予想と一致しているため、より中立的なポジションに移行しました¹。

中国：ニュートラル。中国が米国の貿易関税の影響を緩和するため、財政措置を講じるものと予想しています。国内市場では、第2四半期の経済活動が鈍化する可能性が見込まれていましたが、株式市場のパフォーマンスは堅調を維持しています。短期金利は緩和的な金融政策により低水準で推移すると予想されますが、現時点では長期金利に大幅な変化が生じる余地は限定的であると見えています。

日本：アンダーウェイト。米国関税の影響と最近の円高に対する懸念により、日本銀行（日銀）が追加利上げに慎重な姿勢を強める可能性が高いです。ただし、市場は既に将来の利下げを大きく織り込んでおり、今後2年間で25ベースポイントの利下げが織り込まれているのはわずかでず²。これにより、短期金利の分布は上方に偏った状態が続いており、特に直近1ヶ月の物価や賃金データが日銀の予想と一致するか、またはそれを上回る水準で推移していることが背景にあります。長期利回りの見通しはより対称的です。30年物と40年物の日本国債（JGB）の利回りは、過去1ヶ月間で約15ベースポイント上昇しました。これに対し、10年物利回りは20ベースポイント低下しています²。これにより、利回り曲線はこのサイクルで最も急勾配となり、長期の日本国債先物利回りは現在3%を大幅に上回っています²。さらなるスティーブ化の余地は限定的と見られます。グローバルな利回りがさらに低下すれば、日本投資家が資金を国内に回帰させる可能性があり、欧州の同年限に比べて相対的に割安と見られる長期JGBに恩恵をもたらすと考えられます。

英国：オーバーウェイト。過去1か月の動向は、主に米国の関税に関する国際情勢に左右され、国内経済指標の影響は限定的でした。英国は10%の関税措置を受けたものの、貿易交渉は始まったばかりであり、高まる不確実性と金融情勢の緊縮が成長に追加的な下押し要因となっています。インフレへの影響はより複雑で、供給障害や報復措置の程度に依存します。しかし、原油価格の低下、労働市場の弱含み、比較的堅調な英ポンドを考慮すると、ネットでの影響が持続的なインフレ上昇につながる可能性は低いと考えられます。中期的には、成長の減速が主要因となるでしょう。最近の国内データは、イングランド銀行（BoE）が示唆する四半期ごとに約25ベースポイントの利下げを段階的に実施するサイクルと一致しています。しかし、世界経済成長のリスクが高まり、金融情勢が緊縮化していることから、利下げのペースが加速し、より深い利下げが実施され、中立的な水準である3%に近づく可能性が高まっています。これにより、短期金利には下振れリスクが残っています。より難しい問題は、長期金利の動向です。利回り曲線のスティーブ化傾向は、長期債の需要低下、財政持続可能性への懸念、中央銀行の量的引き締めとドイツをはじめとする財政緩和によるグローバルなタームプレミアムの上昇を背景に、長らく続いてきました。直近1ヶ月間でこの傾向は加速しており、関税不透明感に伴うデレバレッジやグローバルな資本流動の混乱への懸念が関連している可能性があります。イールドカーブのスティーブ化を後押しする要因は依然として存在していますが、現在のバリュエーションと供給動向の変化が、今後の急勾配化のペースと程度を緩和する可能性があります。さらに、政府は長期国債の発行を削減しており、長期金利の需給不均衡が緩和されています。大幅な利回り曲線のフラットニングは起こりにくいと考えられますが、我々の見方では、特に過去1ヶ月間の欧州利回りの相対的なパフォーマンス不振を考慮すると、長期国債の先物金利は絶対的・相対的に魅力が増してきています。

1. 出所: Bloomberg L.P. Data as of April 25, 2025.

2. 出所: Bloomberg L.P. Data as of April 24, 2025.

オーストラリア：オーバーウェイト。オーストラリア準備銀行（RBA）は、金利を急速にまたは大幅に引き下げることによる消極的な姿勢を示していますが、最近のインフレ率と賃金データ、および世界的な不確実性の高まりが、より大規模で早期に実施される利下げサイクルの可能性を拡大しています。オーストラリアでは財政政策が成長支援のために積極的に活用されており、これは金融政策の負担を軽減するはずですが、現在の金利水準は依然として引き締め的な領域にあります。RBAは金利を3%近辺で正常化を目指す可能性が高く、これにより利回りの低下を促すでしょう。長期金利は短期金利の急上昇に遅れを取っています。オーストラリアの利回り曲線の急勾配化は、米国や英国での価格動向と一致しており、世界的な期間プレミアムの上昇を反映しています。オーストラリア国債は過去1ヶ月間で米国債を上回るパフォーマンスを示し、各国とのスプレッドは12月以来の最も狭い水準に縮小しています。今後、クロス市場でのアウトパフォームの余地は限定的となる可能性があります。我々の見解では、財政リスクが低く、インフレ圧力が後退しているオーストラリアにおいて、オーストラリア国債は相対的に魅力的な利回りを提供しています。

Rob Waldner

Head of IFI Strategy and Macro Research

James Ong

Senior Portfolio Manager

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector Portfolio Management

Tom Sartain

Senior Portfolio Manager

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

為替見通し

米ドル：アンダーウェイト。我々は、複数の通貨に対して米ドルをアンダーウェイトしており、今後さらに下落すると予想しています。ただし、当面は為替変動が引き続き高水準で推移し、大幅な変動が生じる可能性が高いと見込んでいます。ドルの短期的な動向は、現在の米国政権が貿易政策をどの程度積極的に推進するか、および国際社会の反応に左右されるでしょう。最近、政府高官がやや融和的な姿勢を示したことは、ドルを支える要因となっています。しかし、政府政策の不透明性から、投資家は依然として慎重かつ警戒感を強めています。近年、米国資産への投資比率を高めてきた国際投資家は、政治的・政策的な明確さが得られるまで、投資比率を縮小する可能性があり、これにより米ドルにさらなる下落圧力が加わる可能性があります。

ユーロ：オーバーウェイト。我々はユーロをオーバーウェイトしており、金利低下や成長見通しの悪化にもかかわらず、ユーロは引き続き堅調に推移すると予想しています。ユーロは最近の米ドル安の主要な恩恵を受けた通貨の一つであり、大幅に上昇しています。欧州の投資家は、市場の不確実性や過去数年間の堅調なパフォーマンスを受けて、一部で米ドルの保有比率を削減しています。欧州連合（EU）が地域への財政支援を提供し、貿易関税の悪影響から各国を緩和する能力を有すること、およびドイツがより拡張的な財政政策への傾倒を示していることを踏まえ、我々は欧州経済が今後数四半期にわたる軟調な局面を経て、今年後半に回復すると予想しています。この回復は、成長見通しを上回るポジティブなサプライズをもたらす、中期的にはユーロの強含み環境を醸成する可能性があります。

人民元：オーバーウェイト。我々は人民元をオーバーウェイトしていますが、今後の配当支払シーズンと米中貿易摩擦により、今後数ヶ月は米ドル/人民元為替レートのボラティリティが高水準で推移すると予想しています。中期的には、米国の政策不透明感と米ドルの基軸通貨としての地位が、主要な非米ドル通貨の相対的なパフォーマンス向上を招く可能性が高いと考えます。このシナリオ下では、人民元は短期から中期にかけてユーロや円を上回るパフォーマンスを示す可能性は低いものの、米ドルに対しては堅調な動きを示すと予想しています。

日本円：オーバーウェイト。円は過去1ヶ月間で米ドルに対して優位な動きを示しましたが、そのパフォーマンスはユーロと同水準に留まっています。先行きについては、関税関連の不確実性が継続することで、成長見通しやリスクセンチメントにさらなる下押し圧力が掛かり、円高が進行する可能性があります。これは、米国と欧州の金利が日本とさらに収束する中で、円高を後押しする要因となるでしょう。さらに、海外の金利低下と利回り曲線のスティープ化は、現在ポジションに大きな変更を加えていないと見られる日本の投資家にとって、資本の還流や為替ヘッジがより魅力的になる可能性があります。

英ポンド：アンダーウェイト。現在の環境下で英ポンドが相対的に良好なパフォーマンスを示すとは予想しておりません。米国の関税措置が英国に与える直接的な影響は、同国の製造業の規模が小さいことを考慮すると限定的であると考えられますが、英国は依然として小規模な開放経済であり、国際投資ポジションがますます悪化しています。そのため、世界的な貿易と資本の流れの縮小に敏感です。この動向は過去1ヶ月間で確認されています。ポンドは、世界的な成長ショックに敏感な米ドルや商品通貨よりも良好なパフォーマンスを示しましたが、スイスフラン、ユーロ、円よりも劣化しています。世界的な成長見通しの悪化は、イングランド銀行（BoE）の利下げペースと幅の拡大を招き、ポンドの主要な魅力である相対的に高いキャリー金利を後退させる可能性があります。米ドルからの資本流出やFRBの利下げによりポンド/米ドル為替レートが支えられる場合でも、ポンドは円やスイスフランなどの低利回りの「安全資産」通貨に対して下落圧力を受ける可能性があります。

豪ドル：ニュートラル。オーストラリアドルは過去1ヶ月間で米ドルに対してアウトパフォームしましたが、主要な先進国通貨および新興国通貨の大部分に対しては下落しました。価格動向は、オーストラリアドルと株式市場、および中国経済の成長見通しとの強い関連性を反映しています。ただし、我々の見解では、現在のオーストラリアドルの水準は、金利差や商品価格と比較すると相対的に割安な水準にあると考えられます。関税の影響を受けやすい欧州やアジアの通貨に対してオーストラリアドルが劣後している点は目立っており、さらに下落する余地は限定的かもしれません。同様に、過去1ヶ月間でオーストラリアドルがニュージーランドドルに対して3%下落した点も過大に感じられ、AUD/NZDのロングポジションの解消を反映している可能性が高く、根本的な要因によるものではありません。³

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループが作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

受託資産の運用に係るリスクについて

受託資産の運用にはリスクが伴い、場合によっては元本に損失が生じる可能性があります。各受託資産へご投資された場合、各受託資産は価格変動を伴う有価証券に投資するため、投資リスク（株価の変動リスク、株価指数先物の価格変動リスク、公社債にかかるリスク、債券先物の価格変動リスク、コモディティにかかるリスク、信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク、中小型株式への投資リスク、デリバティブ（金融派生商品）に関するリスク等）による損失が生じるおそれがあります。ご投資の際には、各受託資産の契約締結前書面、信託約款、商品説明書、目論見書等を必ずご確認ください。

受託資産の運用に係る費用等について

投資一任契約に関しては、次の事項にご留意ください。【投資一任契約に係る報酬】直接投資の場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.88%（税込）を上限とする料率を乗じた金額、投資先ファンドを組み入れる場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.605%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてそれぞれかかります。また、投資先外国籍ファンドの運用報酬については契約資産額に対して年率1.30%を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。一部の受託資産では投資一任契約に加えて成功報酬がかかる場合があります。成功報酬については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。【特定(金銭)信託の管理報酬】当該信託口座の受託銀行である信託銀行に管理報酬をお支払いいただく必要があります。具体的料率については信託銀行にご確認ください。【組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料等】当該費用については、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。【費用合計額】上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306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