

2025 MIDYEAR INVESTMENT OUTLOOK

ザ・グローバル・  
リセット

The global reset

**私たちはこれが、投資家が異なる地域や資産クラスにポートフォリオを分散し、特定資産への集中を軽減する機会となると見ています。これは高まるボラティリティを乗り切るのに役立つ可能性があるのと同じように、投資家が潜在的なアップサイドのサプライズから利益を得ることを可能にするかもしれません。**

## エグゼクティブ・サマリー

世界の政治・経済情勢は急速に変化しており、貿易関係や政治的同盟関係が世界中で大きく再編されつつあります。これを受けて、2025年前半には世界中の市場で不確実性を示す指標が急上昇しました。私たちは、今日まだ分かっていないことが多くあるのも致し方ないと考えています。私たちは依然として、関税率がどこに落ち着くか、金利変更の正確なタイミング、具体的なインフレ率や成長率の見通しなど、正確な予測をしようとするに対して慎重に構えています。これらの予測は特に、米国の政策の方向性がより一貫性を持つかどうかにかかわらず依存します。とはいえ私たちは、いくつかの重要なトレンド、マクロ要因そして市場が向かう方向性について、より確信が持てるようになってきました。関税率は過去数十年よりも高くなり、米国への移民は減少すると予想されます。その結果、年初時点の予想に比べて2025年の米国の成長率は鈍化し、インフレ率は上昇する可能性が高いでしょう。ただし、関税問題が予想より良い形で解決されたり、期待される規制緩和がプラスの影響をもたらした場合、米国市場は引き続き上昇する可能性があります。

2025年上半期は、米国の政治に関するニュースが大半を占めました。世界の他の地域においても、平時であれば「今年注目のストーリー」となっていたであろう動きがあったことに留意する必要があります。

3月、ドイツのフリードリヒ・メルツ首相は、欧州の防衛を確立し、ドイツの債務ブレーキを解除して、インフラ整備と防衛支出の拡大に道を開くために「必要なことは何でもする」と宣言しました。この大胆な動きは、今後10年間の欧州の成長にとってプラスの追い風となるに違いありません。

中国も財政支出を拡大しており、不動産や消費者セクターにも改善の兆しが見られています。

こうしたいわゆる「グリーンシュート」は、米国の関税が引き続き世界の成長の抑制要因となる一方で、その他の要因が、米国以外の国々のより良い成長の支援材料となりつつあることを示しています。

米連邦準備理事会（FRB）は板挟みとなっています。通常のハードデータのほとんどは金利の据え置きが妥当であることを示唆しているものの、ソフトデータは、利下げを正当化し得る景気減速が差し迫っていることを示唆しています。米国の金利はもう少し据え置かれる可能性が高いものの、経済活動が大幅に減速した場合には、積極的に引き下げられる可能性があります。

米国の関税とドル安が米国以外の地域のデスインフレ圧力に拍車をかけ、年初に織り込まれたよりも迅速かつ大幅な利下げを促進する可能性が高いため、他の中央銀行の仕事はより容易に思われます。欧州中央銀行（ECB）の利下げは既に、貯蓄を減らし消費を増やす意向を強めている欧州の消費者にとって役立っています。

もちろん主要中央銀行の中でも、日銀は依然として引き締め路線にあると考えられます。追加利上げは2025年末か2026年初頭まで延期される可能性があります。しかし、他の中央銀行が追加緩和を進めるのと同様に、日銀は追加利上げを行うだろうと私たちは考えています。これが引き続き、日本円を下支えするでしょう。

従って、政策及び経済の不確実性は高く、確実には言えないことも多いものの、私たちは自信をもって、基本シナリオとしては、米国以外の国々の資産が益々魅力的となり、今後もアウトパフォーマンスが続くと考えています。私たちはこれが、投資家が異なる地域や資産クラスにポートフォリオを分散し、集中を軽減する機会となると見ています。これはボラティリティを乗り切るのに役立つ可能性があるのと同じように、投資家が潜在的なアップサイドのサプライズから利益を得ることを可能にするかもしれません。

マクロ環境で現在起こりつつある変化の規模と数に鑑み、私たちの投資チームやその他の同僚たちとの間で多くの議論が交わされています。本見通しでは、その議論や疑問のいくつかにおける主要な要素を概説しています。

投資家が、世界の秩序に関する見通しや考え方を改めて見直したりリセットしたりする中で、2025年は市場にとってジェットコースターのような形で幕を開けました。今後もさらなる紆余曲折が予想されます。しっかりとつかまってください。この乗り物はまだまだ動きを止めそうにありません。

# 私たちの見通し

## マクロ・ビュー

(4ページ)

### 不確実性により、企業や家計の信頼感が低下している

急速かつ急激な政策の変化が、企業の事業計画立案を難しくしている

### 米国経済は減速するも景気後退は回避

米国経済が景気後退というより減速に直面する中で、関税の脅威がより対処可能なものとなる。政策は不安定な状態が続く可能性があるものの、米国の焦点が規制緩和に移る可能性

### 中国と欧州が国内支援

貿易摩擦は、貿易黒字国に深刻な課題をもたらすが、財政刺激策と金融緩和政策が最悪の影響を和らげるだろう

## 今後の道筋

(5ページ)

### 貿易戦争はどこに落ち着くか？

関税率がどこに落ち着くのか、誰も明確な答えを出すことはできないが、過去数十年の水準よりも高くなることは間違いない。私たちは貿易戦争がどのように進展するかに基づき、今後の道筋について3つのシナリオを提示する

## 投資テーマ

(6-10ページ)

### 不確実性に対するポジショニング



現在の市場と経済の不確実性、及びさらなるボラティリティの可能性を考慮し、引き続きディフェンシブなポジショニングを選好する

### ドル安が続く



米国の金利と成長率の見通しは、ドル安が続くことを示唆している

### 米国株の格段の好調は終わりを迎えつつある可能性



欧州や中国との収益成長率の差が縮まりつつある中で、米国のバリュエーション・プレミアムが疑問視されている

### 米国のみならず中国も人工知能で優位に



最先端のテクノロジーに触れることができるのは、もはや米国だけではない

### 世界の債券には前向き、米国債には中立的



世界経済の成長鈍化により利回りは低下する可能性。米国の利回りは財政懸念から上昇する可能性

## 私たちが議論していること

(11-16ページ)

### 長きに渡る米国のアウトパフォーム期間は今後も続くか？

外国人投資家は、米国資産に大きなポジションを持ち続けるかどうか疑問を抱いている

### 「トランプ・プット」のストライクプライスは？

何がトランプ政権に、主要政策の転換について再考させ得るか？

### 財政赤字拡大に、米国債市場はどう反応するか？

米国経済はパンデミック以来、財政出動の恩恵を受けてきたが、調整が必要となる可能性

### 欧州は貿易戦争による成長への打撃から逃れられるか？

拡張的な財政政策と消費の改善が強力な相殺材料となる。

### 中国の景気刺激策は関税の逆風を打ち消すのに十分か？

強力な国内支援政策は、経済が目標成長率を達成するのに役立つはずだ

### 現在、魅力的な「セーフヘイブン」資産\*はどこにあるか？

金は、スイスフラン、日本円、ドイツ国債、日本国債、スイス国債とともに、依然として人気の高いセーフヘイブン

\* いわゆるセーフヘイブン資産は、リスクフリー投資を意味するものではありません。グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィスの見解です。本コメントリーは、売買を推奨するものではありません。

# マクロ・ビュー



## 貿易戦争の影響の全容はまだわからない

政策が急速に変化し続ける中、企業は雇用や投資の難しい決断を迫られ、消費者心理は低迷している。こうした政策とそれに関連する不確実性が米国において、成長率を押し下げ、物価を押し上げると予想されるが、それがどの程度となるかはまだ分からない。さらに、貿易戦争が比較的早期に解決されたとしても、サプライチェーン・ショックやその他の混乱による大きな影響が残る可能性が高い。



## 米国の企業と消費者は景気減速に備える

政策の不透明感が消費者心理に重くのしかかっており、FRBが利下げサイクルにおいて遅々とした歩み続ける中、米国経済の見通しが厳しいことが示唆される。私たちは今後数四半期にかけて、米国の成長率は減速すると見込んでいる。しかし、全体的に堅調な家計のバランスシートが、その影響を限定的にするのに役立つだろう。



## 中国と欧州は国内政策に目を向ける

世界における米国の位置づけの後退は、貿易黒字国に課題をもたらすが、景気刺激策の拡大により最悪の影響が和らげられるだろう。貿易戦争による成長への打撃は、全体的に米国以外の国々の方が米国に比べて少ないと予想される。

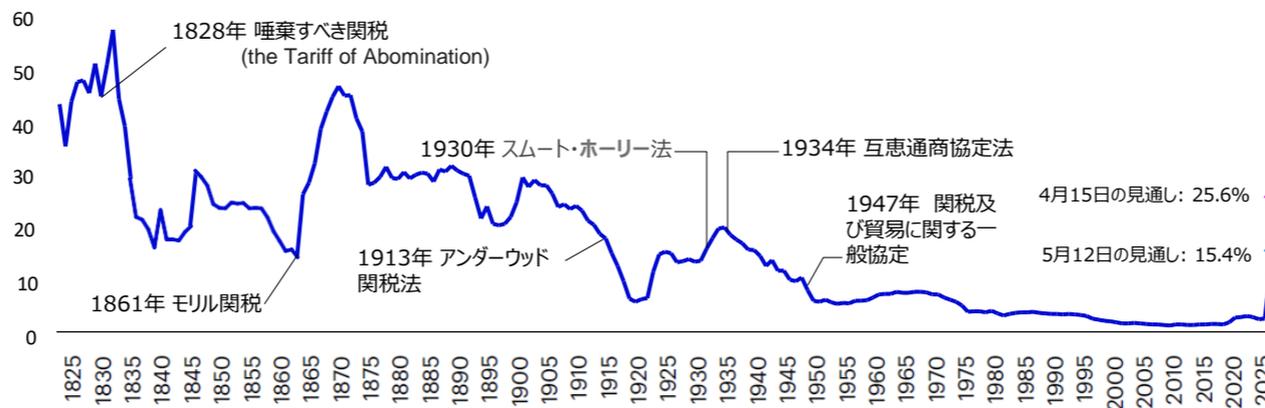
欧州：利下げと、ドイツのインフラ支出急増を含む財政支援の強化は、米国の関税及び貿易関係の再編による最悪の影響から経済成長を保護するだろう。欧州では、貿易戦争とドル安の結果、物価と生産高に下押し圧力がかかる可能性がある。

日本：日本における実質賃金の伸びの回復は消費を押し上げるだろうが、貿易面については成長に課題をもたらす。私たちは、年内は日銀の追加利上げが見送られると予想する。

中国：公的支援の強化は、貿易戦争にもかかわらず、中国の成長率の大幅な低下が回避される可能性を示唆している。

## 米国の関税率は90年ぶりの高水準に

全輸入品に対する米国の平均関税率、%



出所：インベスコ、マクロポンド、タックス・ファウンデーション、イェール大学予算研究所、2025年5月16日時点、  
<https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-may-12-2025>。米国の平均関税率は、輸入品に占める徴収関税の割合から算出。  
 4月15日および5月12日の見通しは、代替効果をモデル化した上で、関税収入を物品輸入のパーセンテージとして予測したイェール大学予算研究所の試算に基づく。

# 貿易戦争は今後どのように展開していくか？



## 下方シナリオ 地政学的断絶

米国の貿易政策が引き金となり、他国からの相互関税が発動され、限定的にしか取引の交渉が行われない。地政学的緊張がさらに高まり、米国への輸入が大幅に減少する。これは、国際秩序のさらなる崩壊に加えて／または米中関係の大幅な断絶を伴う可能性がある。米国が景気後退に入り、世界的な成長が大幅に減速する一方で、米国以外の地域では関税が物価を押し上げる。

### 選好する資産

- 株式
  - 米国以外の低ボラティリティ及びディフェンシブ銘柄、特に公益事業とテレコム
- 債券
  - 特に米国以外のソブリン債
- オルタナティブ
  - ディストレスト債及びスペシャル・シチュエーションの投資開始に適したタイミングの可能性
  - ヘッジ戦略
  - 金及び貴金属
- 通貨
  - 日本円、スイスフラン

## 基本シナリオ 不透明感が継続

米国の国内政策のボラティリティと不確実性は2025年の残り期間も続く可能性が高い。米国の関税は数十年来の高水準にあるものの、「解放の日」に当初発表された水準は大きく下回り、米中貿易関係は徐々に改善していく。こうした複合的な影響により、米国経済は緩やかに減速する可能性が高いものの、減税の延長と規制緩和が追い風になる可能性がある。欧州と中国のデフレーション圧力は、政府と中央銀行が国内経済への刺激策を取ることを可能にするだろう。

### 選好する資産

- 株式
  - 欧州株
  - 英国株
  - アジア株
- 債券
  - 米国以外の国の債券（社債及びソブリン債）
  - 現地通貨建て新興国債
- オルタナティブ
  - プライベート・クレジット（不動産デットを含む）
  - ヘッジ戦略
  - 工業用金属
- 通貨
  - ユーロ、英ポンド



## 上方シナリオ 政策と貿易戦争の一時中断

米政権が政策を転換し、関税・移民政策を緩和する一方で、より成長を促進する政策に重点を置くようになる（これは議会が貿易に関する大統領令を制限することで実現する可能性もある）。貿易政策が部分的に正常化することで、不完全な形ではあるが2025年以前の状態に戻る。米国以外で成長見通しが大幅に改善し、米国の緩やかな減速を相殺する。米中関係は改善する。

### 選好する資産

- 株式
  - バリューストック、中小型株
- 債券
  - 米国投資適格債
  - 米国ハイイールド債
- オルタナティブ
  - プライベート・エクイティ及び不動産エクイティ
  - CLOエクイティ
  - 工業用コモディティ
- 通貨
  - 米ドル
  - コモディティ通貨（オーストラリアドル、カナダドル）

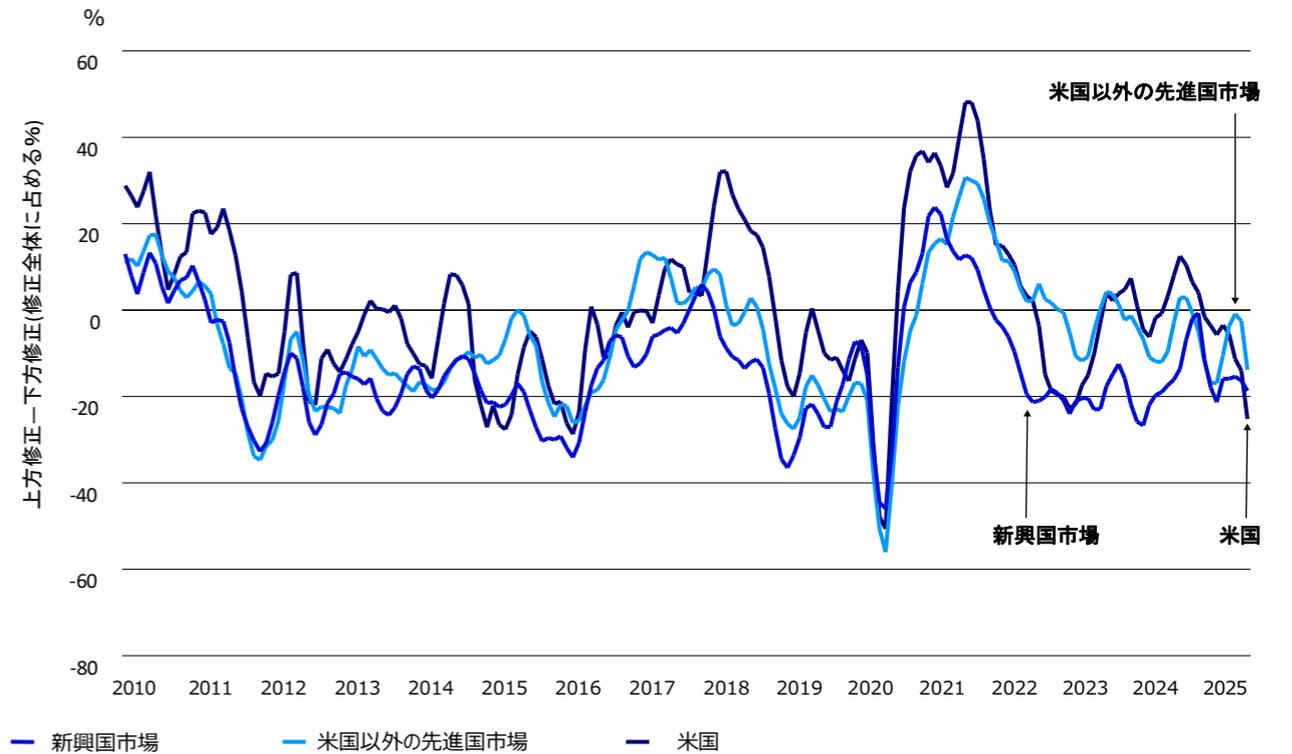
# 不確実性に対するポジショニング

「解放の日」に発表された相互関税とその後の発効一時停止に伴い、極端なボラティリティに見舞われた期間を経て、市場は大分落ち着きを取り戻したように見える。とはいえ、不透明な状況が続き、さらなるサプライズが起こる可能性があることから、私たちは地域や資産クラスを問わず、幅広く分散投資することを選択する。

- 大幅な政策変更により、特に米国では、企業の信頼感と消費者心理が低下している。世界的に成長の減速が見られるが、市場は「解放の日」に対する当初の反応からは既に落ち着きを取り戻している。生じつつある成長への逆風と対比した現行の価格を踏まえ、私たちは、市場のよりハイクオリティな部分への移行を愛好する。実際、米国における下方修正をはじめ、先進国市場と新興国市場全体で業績見通しが悪化しつつある。米国以外の先進国市場は相対的にアウトパフォームしているものの、業績見通しの悪化はグローバルに見られており、シンクロしているように思われる。
- 米国株は、目覚しく上昇した後、バリュエーションの上昇から特に危ういように思われる。私たちは、米国株では低ボラティリティ、クオリティ、高配当の銘柄を愛好し、超大型株へのエクスポージャーを抑制することを選択する。米国以外の株式は、欧州株とアジア株を先頭に、年内残りの期間を通してアウトパフォームすると予想される。
- 債券については、不確実性とタイトなバリュエーションから、リスクテイクに慎重になるのが適切と考えられる。米国における政策のボラティリティの高まりと財政見通しをの不透明感から、私たちは米国以外のグローバル債券を愛好する。大半のクレジット・セクターをややアンダーウエイトし、全般的にポートフォリオのリスクテイクに慎重なアプローチをとることを愛好する。
- オルタナティブ資産のリスクについては、成長に対する下方リスクの高まり、高い株式バリュエーション、良好なキャピタルマーケットの状況から、中立を維持する。一般的に私たちは、この分野においてよりディフェンシブな姿勢を維持し、プライベート・エクイティよりもプライベート・デットやヘッジ戦略を愛好する。\*
- コモディティでは、他の資産との相関が低いことに加え、経済が再加速した場合のパフォーマンスに参加できる性質から、工業用金属を愛好する。同様に、通貨ではユーロや英ポンドなどの主要先進国通貨を愛好する。

\* オルタナティブ資産に関する私たちの見解の詳細については、四半期ごとに発行している「オルタナティブ・オポチュニティーズ」をご参照ください。

世界的な関税政策によって、米国における下方修正を筆頭に、業績見通しは全体的に悪化  
上方修正から下方修正を差し引いた値、修正全体に占める割合、3ヵ月移動平均



出所：ブルームバーグL.P.、JPモルガン、インベスコ・ソリューションズ・リサーチ・アンド・カルキュレーションズ、2010年1月～2025年4月。12ヵ月先の業績修正率は、上方修正回数から下方修正回数を引いた値を、修正回数の合計で割った値。

過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

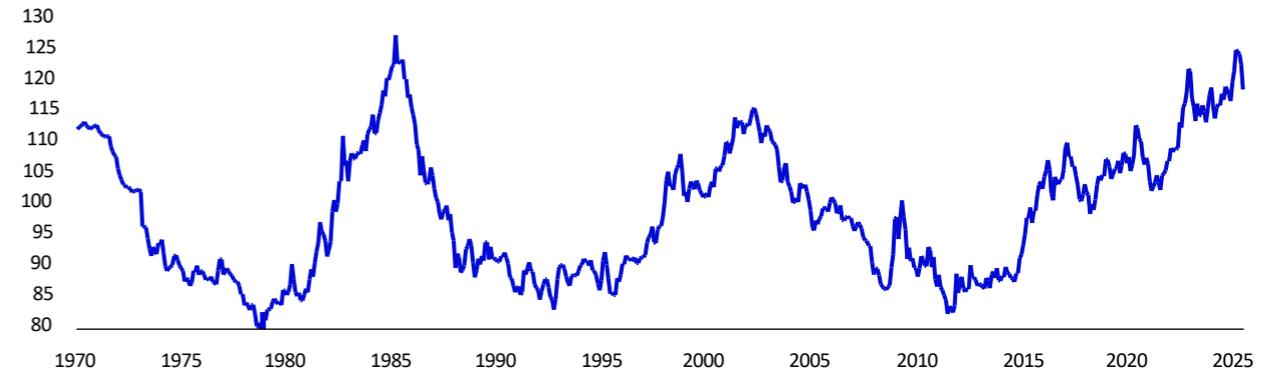
# ドル安が続く

外国人投資家はゆうに10年以上にわたって、投資利益を米ドル資産に還流させてきた。この傾向は反転し始めている可能性がある。2025年の成長見通しは、米国では世界の他の国々に比べて急速に悪化しつつあり、下半期には米ドル安がさらに進むと予想される。

- 米ドルは過去15年間好調に推移し、実質貿易加重ベースでは強いように見える。世界金融危機以降、米国がほとんどの他の主要国よりも力強い成長を遂げたため、ドル資産が選好されてきた。
- 外国人投資家は、米国資産への配分を大きくし（11ページ参照）、主にこれらの資産をヘッジなしで保有することにより利益を上げてきた。米ドル高が外国人投資家のリターンを複利的に成長させ、ストレス下に置かれる時期にも投資家を保護してきた。しかし、米国の不透明感が高まるにつれて、ヘッジ活動が増え、米ドルに下落圧力がかかる可能性がある。
- 米国の敵も味方も、米ドルへのエクスポージャーを再考しつつある。2022年以降、中央銀行による金買いが活発なのは、外貨準備資産の管理者が米ドルからの分散を模索していることを示す、一つの兆候と言える。この傾向が続けば、米ドルは長期的な下落の道のりをたどる可能性がある（これには米国政府も特に抗ってはいない）。
- 成長率見通しなど、短期の要因も米ドルの下落を示唆している。米国の成長率は現在、年初の予想よりも軟化すると予想されている。米国以外の国々の成長率見通しも引き下げられたが、引き下げ幅は米国よりもはるかに小さい。米国との成長率の相対的な差の縮小は、2025年後半の米ドル下落を示唆している。
- 労働市場とインフレに関するデータが、金利をしばらく現行水準で据え置くことの妥当性を示唆していることから、FRBは依然として「様子見」モードにある。景気後退を示唆するデータが出始めれば、FRBは速やかに利下げを実施する可能性が高い。日銀を除く他のG10の中央銀行は、デイスインフレ圧力の恩恵を受け、より多くの利下げをより早期に実行できると予想される。通常であれば、利回り格差は米ドルに有利な方向に働くはずだが、現在、米国の成長率軟化の近因は米国の政策の誤りにあると認識されていることから、こうした関係は崩れると考えられる。

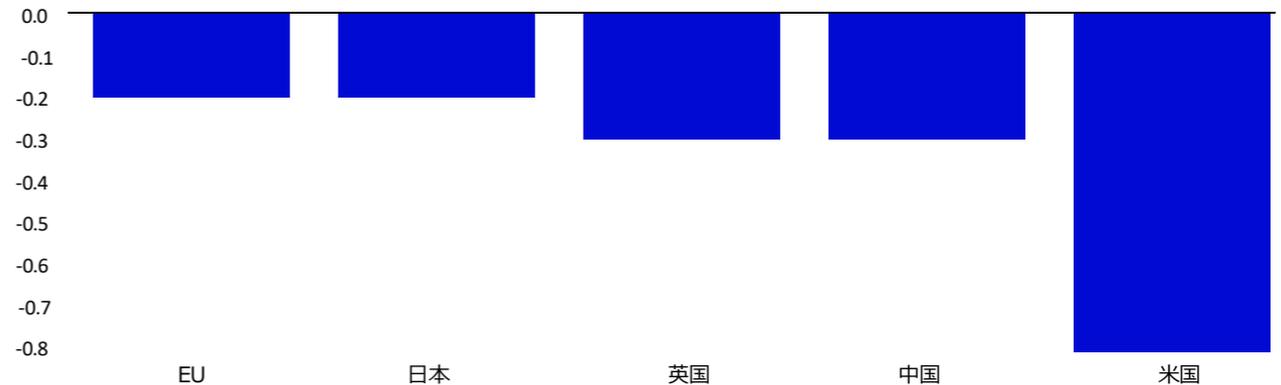
## 米ドルは今年下落したが、まだ強い

実質米ドル貿易加重指数、（月次データ、1970年1月から2025年4月まで）



## 米国の成長率見通しは他の主要国よりも低下

1月以降の2025年GDPコンセンサス予想の変化



出所：インベスコ及びブルームバーグL.P.、2025年5月2日時点。実質米ドル貿易加重指数はゴールドマン・サックスの実質貿易加重ドル指数に基づく。2025年1月31日～2025年5月16日のブルームバーグ・コンセンサス成長予想の変化（単位：%）。2025年のGDPコンセンサス予想は、エコノミストに対する現行のブルームバーグ調査に基づく。ここでは、収集した調査内容のサマリーとして予想の中央値を用いた。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

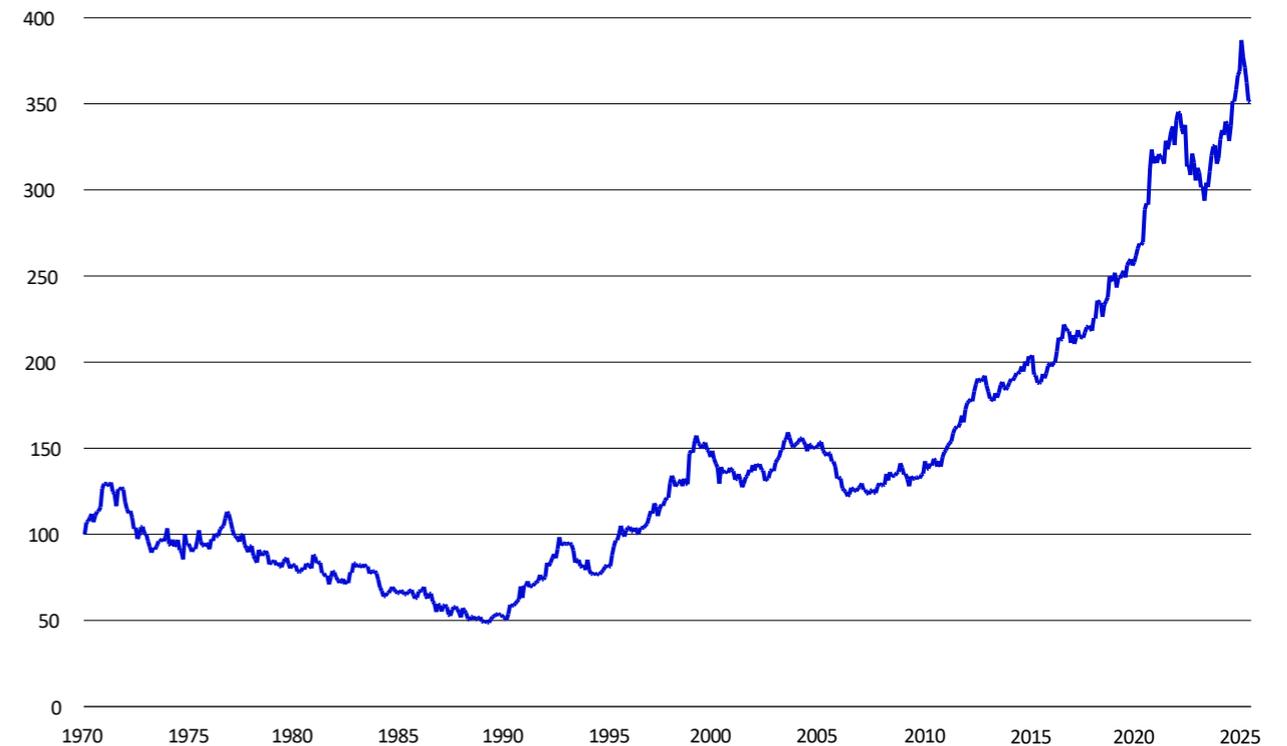
# 米国株の異例の好調は終わりを迎えつつある可能性

米国株はここ数十年他を上回り、高いプレミアムを伴う評価を誇ってきた。しかし、バリュエーション・プレミアムが疑問視され、欧州株や中国株との収益成長率の差が縮まりつつある。

- 米ドルと同様、世界金融危機以降、米国株は他のほとんどの株式市場を凌駕してきた。米国市場の上昇を支えた銘柄は、他よりもはるかに力強い収益成長を遂げ、米国の株式のバリュエーションは上昇した。
- 米国の最大手テクノロジー銘柄は力強い収益成長を続けているが、これらの銘柄とそれ以外との成長率の差は縮まり始めており、中国で同等のより安価なAIモデルが登場したことで、投資家は、米国の大手テクノロジー銘柄が直近で見られてきたような評価基準に値するかどうか、疑問を持つようになってきている。
- 米国株のバリュエーション、特にS&P500種指数のような時価総額加重ベースの戦略においては、米国の経済状況が悪化した場合、さらに調整が起こる可能性がある。米国以外の市場では、ほとんどの場合、より低いバリュエーションで取引されており、米国との差異は今後も縮小していくと考えられる。
- 米国外では、マクロ環境は好転しつつあるようだ。欧州市場は、財政支出の拡大、消費者側の背景の改善、ECBのさらなる利下げから恩恵を受けるだろう。英国株は、非常に魅力的なバリュエーションに加え、信頼性の高い高配当利回りを投資家に提供している。同市場は金融銘柄のウェイトが高いが、住宅ローン貸出が改善し、イールドカーブがスティープ化する（短期金利と長期金利の差が拡大し、イールドカーブが右肩上がりで傾きが急になること）につれて、これらの銘柄は好調に推移すると考えられる。一方、日本経済は改善しつつあり、インフレも回復している。国内投資家は株式の保有に比べて大量の現金を抱え込んでおり、現金から株式へのシフトが進みつつある。
- 中国では政策当局が、貿易戦争を踏まえて成長を促進することに加え、中国株の上昇を望んでいることが示唆されている。私たちは、政策的支援の潮流が変化しつつある状況を活用すべきではないかと考えている。

## 米国の例外主義の終焉？

MSCI米国対MSCI 米国を除く世界 (1970年1月=100)、現地通貨ベース、(月次データ、1970年1月～2025年4月)



出所：インベスコ及びブルームバーグL.P.、2025年5月2日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

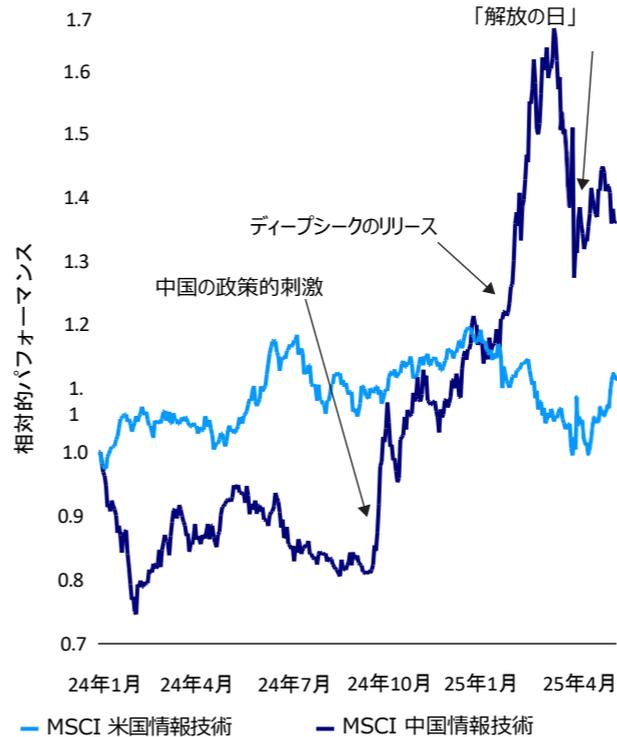
# 米国のみならず中国も人工知能で優位に

中国のテクノロジー株は、ディープシークのR1のような“技術的ブレークスルー”、“支援的な国内政策環境”、そして“米国のテクノロジー株への熱狂の減退”に助けられ魅力的に映る。

- 2022年後半にChatGPTがリリースされて以降、AI開発の大半が米国大手のテクノロジー企業で行われ、強化される中で、人工知能は米国主導の物語だった。しかし2025年1月、どの程度の投資が必要か、どこで価値創出が行われるか、どの企業がAI開発のリーダーかといったことについての投資家の想定を覆す、中国の新興企業ディープシークの参入により、AIの物語は劇的に変化した。実際にディープシークのニュース以降、多くの中国の大手テクノロジー企業が競争力のあるAIモデルを発表している。
- これとは対照的に、米国の背景は厳しい。超大型のテクノロジー株に対するセンチメントは冷え込んでおり、投資家からは一般に割高なバリュエーションと見なされている。平均を大きく上回るペースの設備投資が続いているものの、最近のヘッドラインからは、データセンターへの支出やリースについて後退が示唆されている。
- 一方欧州は、米国よりもイノベーションが少なく、経済がダイナミックではなく、またクラウド・コンピューティングのリソースが相対的に不足していることから、AIの物語では遅れを取り続けている。また欧州は、米国や中国に比べてハイテク製造業が少なく、AIテーマにおいて引き続きアンダーパフォームすることが予想される。ただし今後、防衛支出が急増し、欧州の軍事・産業複合体の拡大と深化が予想されることから、欧州におけるテクノロジーの競争力に新たな進展をもたらす可能性がある。
- 投資家の中国のテクノロジーに対する熱意は高まりつつあるが、当初は中国国内での政策的支援の強化によってかき立てられ、1月のディープシークのニュースによってさらに勢いづいた。また中国が電気自動車やロボティクス分野でも勢いを増していることから、テクノロジーの物語は、AI以外にも広がりがつつある。
- 市場心理のシフトにもかかわらず、バリュエーションは依然として低水準にある。10年平均のフォワード株価収益率と比較すると、米テクノロジー株が依然として割高に見えるのに対し、中国のテクノロジー株はほぼ10年平均の水準にある。政策的支援の変化と継続的なイノベーションにより、中国のテクノロジー株は、特に米国の成長が減速した場合、最近見られているアウトパフォームを継続できる可能性がある。

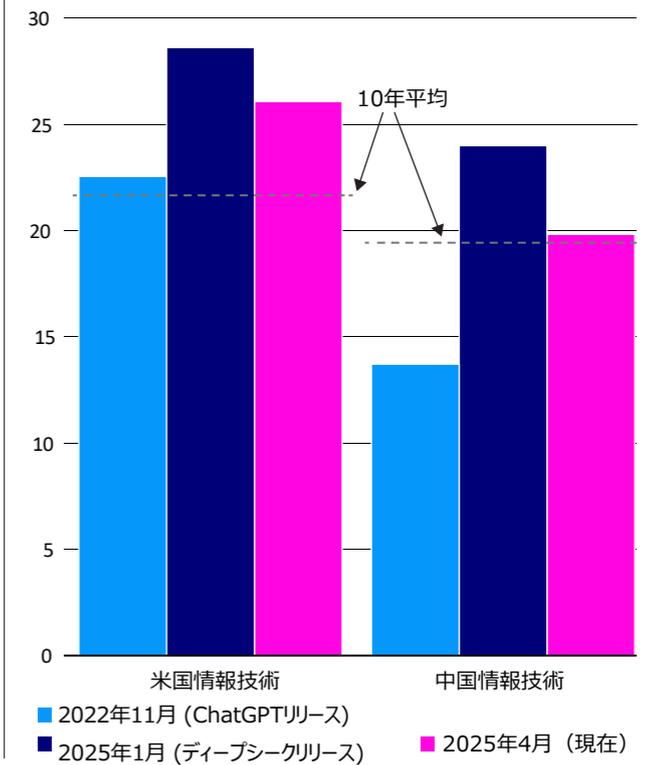
## 中国のテクノロジー企業に好意的

MSCIオール・カンントリー・ワールド指数に対する相対的なパフォーマンス（日次データ、2024年1月2日から2025年5月16日まで）



## 中国のバリュエーションはまだ合理的

12ヶ月先株価収益率



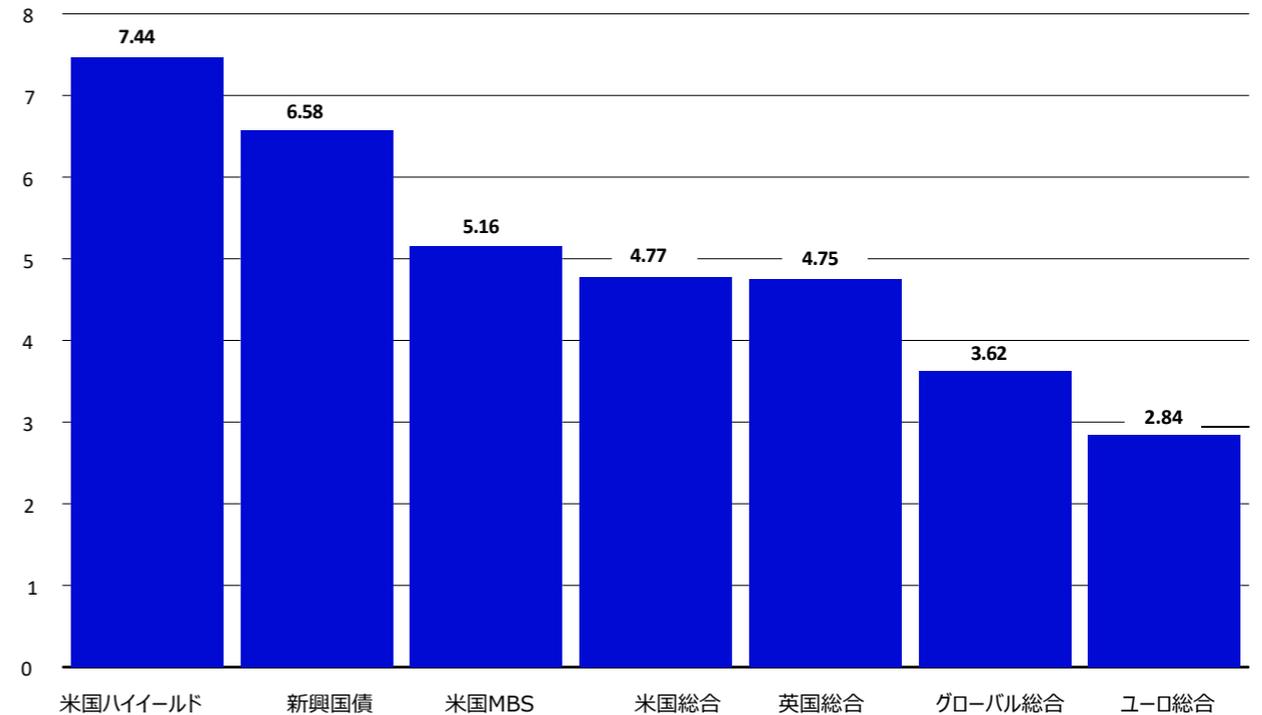
注記：ChatGPTリリースは、2022年11月30日にOpenAIのChatGPTが初回リリースされた際のことを指す。ディープシークリリースは、訓練と推論コストがより少なくて済むことを示唆しつつ、優れた性能を示したDeepSeekのR1モデルが金融メディアで多く取り上げられた時期を指す。R1モデルは2025年1月20日にリリースされ、1月27日に金融市場で大きな話題となった。MSCI米国指数とMSCI中国指数をベースにした情報技術指数。出所：ブルームバーグ、インバスコ、2025年4月23日時点。インデックスに直接投資することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

# 世界の債券には前向き、米国債には中立的

貿易の不透明感からくる世界的な成長減速の可能性は、世界的に利回りを引き下げ得るが、長期の米国債利回りについては、供給と財政赤字への懸念から上昇し得る。

- 大型減税の可能性と国債発行増により、米長期債利回りに上昇圧力がかかり、米国債市場のスティープ化が続くことにつながり得る。
- 世界的なインフレは当面、粘着的で中央銀行の目標値を上回る水準で推移するとみられ、中央銀行、特にFRBは追加利下げに慎重な姿勢を崩していない。私たちは、FRBが今年後半に2〜3回の利下げを実施すると予想しているが、インフレの粘着性を考慮すると、利下げのハードルは今、より高くなっている。新興国市場の中央銀行の中には、ドル安が進めば利下げ余地が拡大するところもあるだろう。
- 世界の成長率は減速する可能性が高いが、関税の逆風にもかかわらずプラスを維持するだろう。欧州と中国では成長促進政策がとられ、弱含みが相殺されるだろう。欧州は財政支出の歴史的な拡大計画を発表しており、これが将来的な成長を支えられとされる。中国の景気刺激策は、既知の債務負担とデフレという逆風にもかかわらず、成長トレンドの維持に役立つはずだ。
- 貿易協定や発効一時停止などにより緩和されているが、関税率は歴史的な水準に照らして依然として高く、米国の景気後退につながり得るリスクも残っている。しかし、高い家計純資産や低い家計・企業債務など、米国経済の基盤部分での強さが景気を下支えすることで、景気後退の可能性があっても浅くすむと考えられる。
- クレジット市場では、私たちの見るところ、ほとんどのセクターでバリュエーションが依然としてタイトとなっている。不確実性が高く、バリュエーションがタイトな時期は、リスクテイクに対する慎重な姿勢が適切だと考える。私たちは、ほとんどのクレジットセクターについてややアンダーウェイトし、全般的にポートフォリオのリスクテイクに関して慎重なアプローチを選好する。

現在の最低利回り、%



注記：米国ハイイールド＝ブルームバーグ米国ハイイールド債指数、新興国債＝ブルームバーグ新興国市場ハードカレンシー総合債券指数、米国MBS＝ブルームバーグ米国モーゲージ担保証券（MBS）指数、英国総合＝ブルームバーグスターリング総合債券指数、米国総合＝ブルームバーグ米国総合債券指数、グローバル総合＝ブルームバーグ世界総合債券指数、ユーロ総合＝ブルームバーグユーロ総合債券指数。

出所：ブルームバーグL.P.及びインベスコ、2025年4月29日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

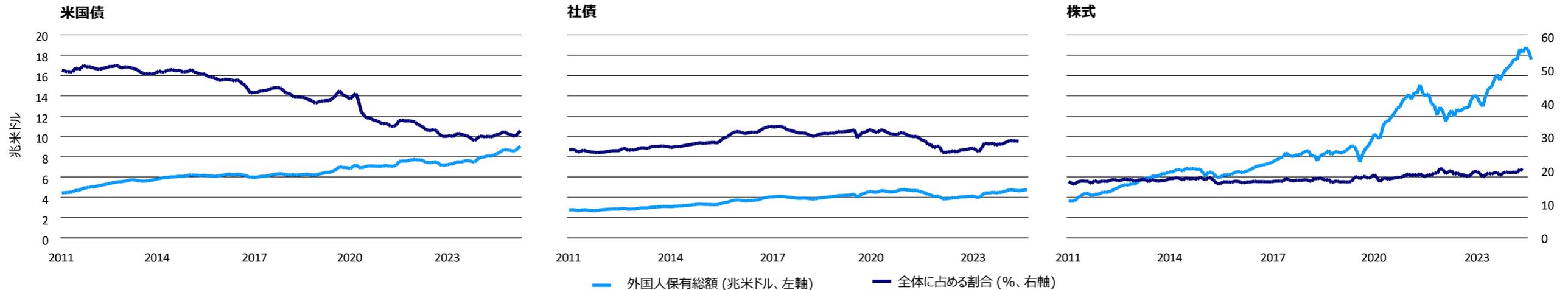
# 長きに渡る米国のアウトパフォーム期間は今後続くか？

投資家は長い間米国を「信頼に足る大きな資本市場を持つ安定した大国」と見なしてきたが、一部で米国への配分を減らすべきか疑問を持つ向きが出てきている。

- 国内外、官民を問わず市場参加者は歴史的に、米国を世界の安定の番人であり、世界のショックの吸収者であり、テクノロジー、金融、地政学のリーダーだとみなしてきた。しかし今、米国の投資家を含む一部では、政策的ショックを生み出すことを躊躇せず、金融不安を煽り、経済の不確実性を生む米国政府への懸念が生じている。
- すでに高い水準にある財政赤字は、減税、潜在的な景気後退リスク、トレンド成長率の減速懸念によってさらに拡大する見込みとなっている。投資家が米国のポートフォリオにおける集中度合を減らしたり、企業や起業家、熟練労働者が米国外へ退避したりすれば、成長率が構造的に低下する可能性がある。
- 米国に配分されていた資産の他市場への再配分が広がれば、米ドル安と国債利回りの上昇を招き、資金調達コストが上昇する可能性がある。米国財務省は、公的市場における外国人の米国金融資産保有残高を32.1兆ドルとしている。他方で、米国の投資家が保有する海外資産残高はその半分の15.8兆ドルに過ぎない。在米の外国人投資家が資産を海外に再配分した場合、米ドルと米国のリスクプレミアムはさらなる圧力にさらされる可能性が高いだろう。
- とはいえ、米国の政策の信頼性と、信頼できる貿易・投資パートナーとしての評判が失われることは重大だが、致命的ではないと考えられる。トランプ大統領の高関税とFRBの独立性に対する強い態度からの後退は、国内における反発と市場のボラティリティの両方によって促されたものだが、その後株式、債券、ドルの回復が見られた。適切な規制緩和や税制改革と並行して、貿易摩擦や国内の政治的緊張に対処するための穏健で漸進的なアプローチを取ることで、成長が再活性化し、米国の例外主義の回復につながる可能性がある。結局米国は依然として、世界の革新的な企業の多くにとっての本拠地であり、厚みある資本市場の拠点なのである。

## 外国人投資家が米国資産（特に債券）の大部分を保有

以下それぞれの外国人保有残高



注記：本文中で引用されている数値は2025年3月時点のものであり、2025年5月16日時点で入手可能な最新のデータ。各カテゴリーの外国人保有総額は、財務省の国際資本フローから財務省証券、株式、社債について算出したもの。財務省証券には米国財務省が発行する短期および長期の債券証券が含まれ、政府機関債は含まれない。株式には株式スワップは含まれていない。米国預託証券（ADR）は外国株式として扱われ、米国株式データには含まれない。社債は少額の地方債を含む。証券発行残高に占める外国株の比率は、米国財務省の市場性証券発行残高データ、FRBの資金循環データ（株式発行残高データ）、および資金循環データ（社債発行残高データ）を用いて算出。

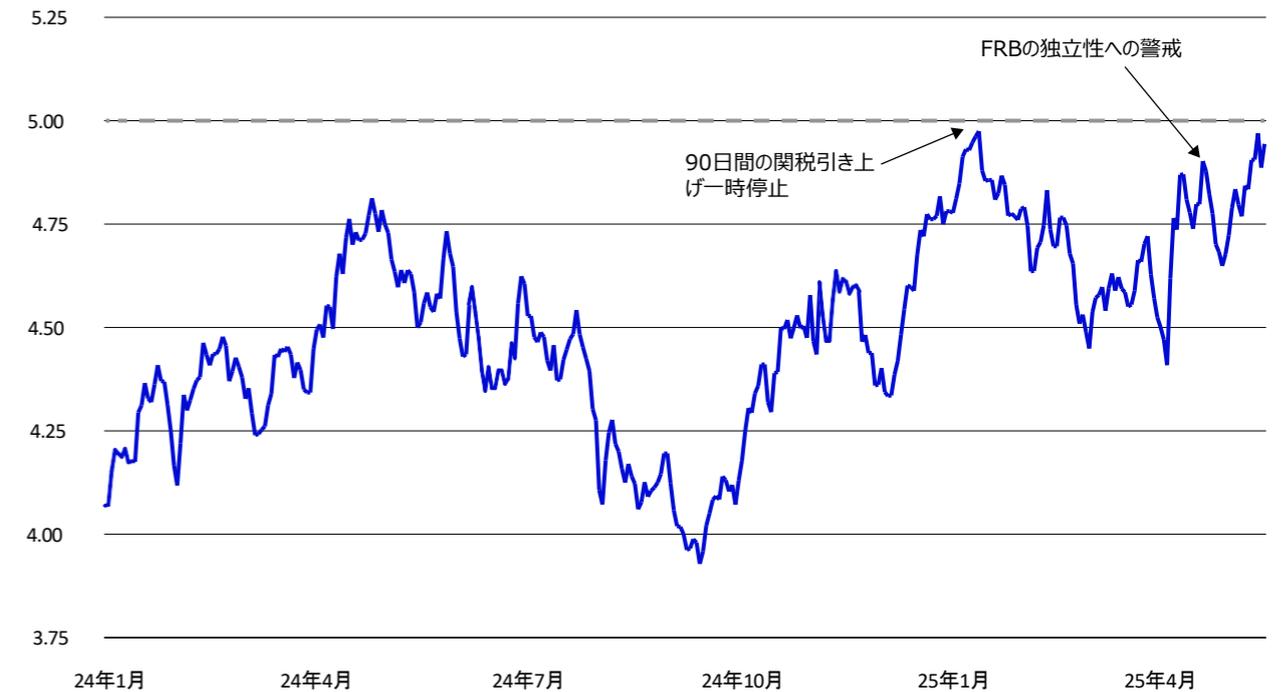
# 「トランプ・プット」のストライク・プライスは？

トランプ大統領の第1期に、市場がネガティブに反応し過ぎると政策行動が抑制される、「トランプ・プット」が見られた。新政権下では打ち出した政策の後退も見られるが、いつどこで線引きされているかは未だ明確ではない。

- 景気後退や金融市場の危機は、歴史的に適切な政策対応によって緩和されてきた。しかし今回は、米政権の政策によって市場の変動が引き起こされていることから、状況が悪化した場合の対応がより分かりにくくなっている。
- トランプ大統領は1期目の任期中、市場が否定的な反応を示した場合、しばしば政策を調整するか反転させた。「トランプ・プット」という言葉は、トランプ大統領が株式市場を自身の成功の指標とみなし、大幅な下落を防ぐために介入するとの考えに根ざしている。
- この点に関して、米政権は株式市場にはあまり関心がないように見えるが、市場に大きな混乱が生じたり、国内の政治的反発があった際には軌道修正する意向が見られている。30年物国債の利回りが5%に近づくたびに政権が市場を安心させる措置を取ってきたのは、偶然かもしれない。また、4月のイベントで国債利回りが急変したように、途中の変動も一つの要因となっている可能性がある。いずれにせよ、30年物国債利回りが5%またはそれ以上というのが、政権の潜在的な痛みの閾値であることが示唆される。
- 今後については、トランプ大統領は世界貿易の再編に本腰を入れているが、現在はより緩やかに進め、貿易摩擦やその他の地政学的論争に関して、同盟国や敵国に対する攻撃的な表現を控える可能性が高いと考えられる。

## 30年債利回り5.00%台が新たな一線となる可能性

米30年物国債利回り、% (日次データ、2024年1月2日から2025年5月16日まで)



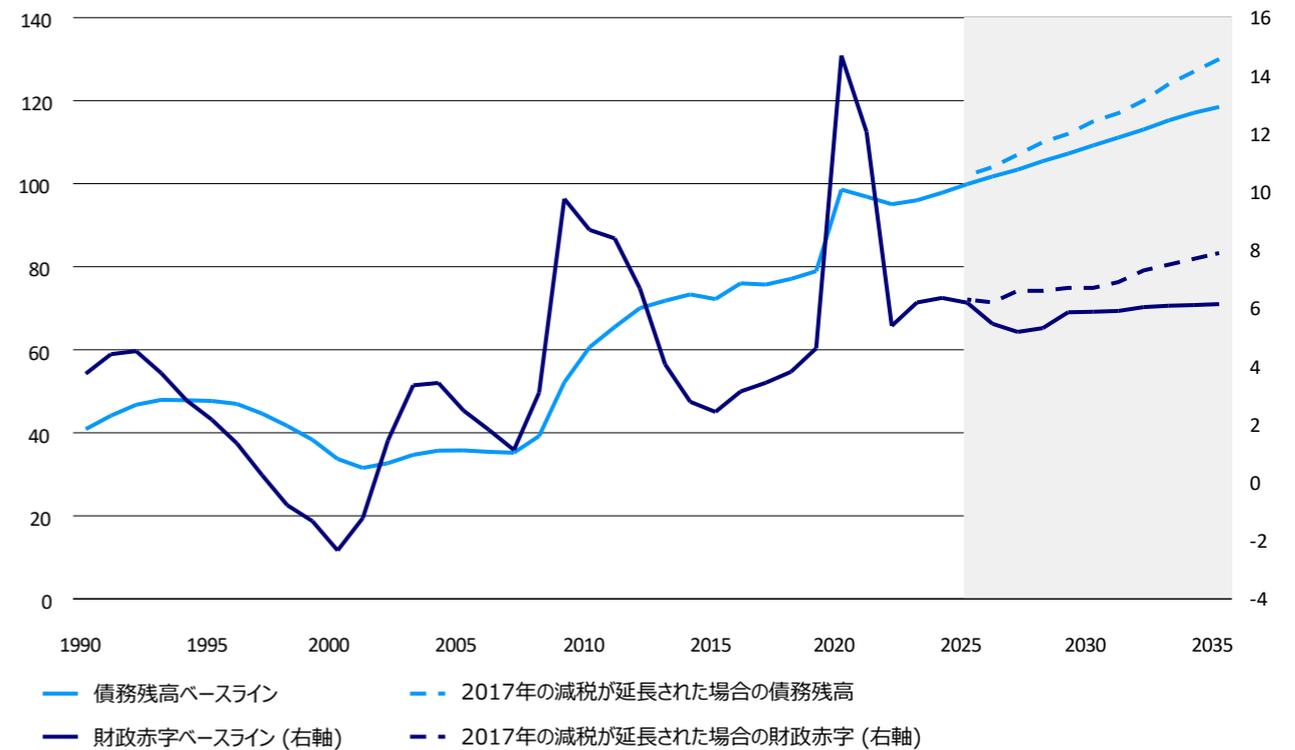
出所：ブルームバーグL.P.及びインベスコ、2025年5月5日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

# 米国の財政政策と政府債務の持続可能性

米国経済はパンデミック以降、財政出動の恩恵を受けてきたが、調整が必要となる可能性

- 他国と同様、米国政府はパンデミックの間、家計と企業のキャッシュフローに対する支援を行ってきた。しかしこの時期、米国政府は他国よりも寛大な支援を行っただけでなく（それゆえ米国ではより高い貯蓄形成がなされた）、その後もインフレ抑制法やCHIPS法などのイニシアチブによって経済を支え続けた。
- 米国へのデフォルトに関する誇張されたコメントは、割り引いて受け取る必要があると考えるが、2027年末までに約8兆ドルの利付債券が満期を迎え、政権の財政枠組みが財政赤字の拡大につながる懸念から持続可能性への懸念が高まるなど、借り換えリスクが差し迫りつつある。これにより、米国債利回りに上昇圧力がかかる可能性がある。
- これによる負の面は政府債務の蓄積で、米議会予算局の推計によると、2024年末時点の純政府債務残高対GDP比は98%にのぼった（総債務残高対GDP比では122%）。
- 減税・雇用法（トランプによる2017年の減税）の延長と米政権が議論している追加減税の可能性は、既に心穏やかではいられないほど高い水準にある米国の財政赤字に上方圧力を与える可能性がある。
- 繰り返しになるが、米国の債務上限は引き上げられると確信しているが、連邦政府の現金と非常手段（Extraordinary measures）は8月中旬に枯渇する可能性が高い。その時期の緊迫した情勢も米国債に圧力を与える可能性がある。例えばクレジット・デフォルト・スワップが拡大しつつあることに示されるように、市場は米国の債務リスクを織り込み始めている。

米議会予算局による1990～2035年の米連邦財政赤字・債務残高推計（対GDP比%）



注記：米議会予算局（CBO）の2025年1月推計と2025年3月に議会に提出された補足推計に基づく1990年から2025年までの年次データ。ベースライン推計は、2017年の減税が2025年に（もともと予定されていた通り）撤回されると想定。「減税延長」は、これらの減税が撤回されないことを想定。「財政赤字」は財政赤字総額、「債務残高」は純債務残高。

出所：米議会予算局及びインベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。

# 欧州は貿易戦争による成長への打撃から逃れられるか？

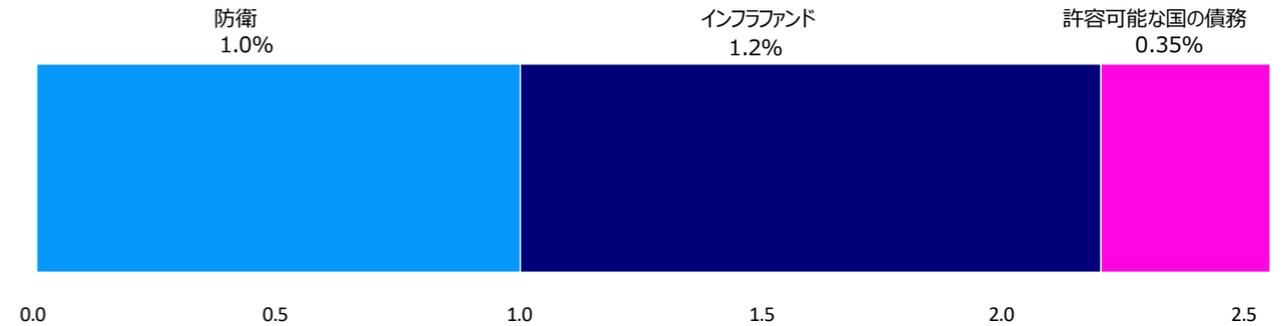
欧州から米国への直接輸出は欧州のGDPの約3%に相当し、関税が輸出に限定的ではあるが大きな逆風となることを示唆している。しかし、自動車の生産能力は防衛を目的として再利用されつつある。

- 3月3日、ドイツのフリードリヒ・メルツ新首相は、ドイツは欧州の防衛を確立するために「必要なことは何でもする」と述べた（マリオ・ドラギ前ECB総裁を思い起こさせる）。その直後、ドイツの債務ブレーキに関する制約が解除され、メルツ首相は2024年のドイツのGDPの2.5%近くに相当する額の防衛とインフラへの支出拡大を約束した<sup>1</sup>。
- 原油価格の下落とユーロ高がユーロ圏のディスインフレ圧力の高まりにつながることから、ECBは政策金利を従来予想よりも迅速に引き下げる可能性が高い。また、米国の関税は米国の国内物価には上昇圧力となるが、中国や他の地域からの余剰供給が米国から欧州に振り向けられるため、欧州の財価格にはディスインフレ圧力として働く可能性がある。
- 欧州の成長率は米国の関税によって打撃を受ける可能性が高いが、ドイツのインフラ及び欧州の防衛への全般的な支出増加と消費の回復が相まって、欧州はこの嵐を乗り切ることができると考えられる。
- 欧州の消費者も消費を増やし、貯蓄を減らし始めている。欧州は米国よりも金利に対する感応度の高い市場だが、ECBはこの利下げサイクルを主導し、借入コストを押し下げ、家計ローンの需要増に寄与してきた。

1. 財政パッケージには、歳出の増加と、特定カテゴリーにおける支出のための財政赤字許容額の拡大が含まれている。ここでは、5,000億ユーロのドイツのインフラ投資基金が10年間均等に支出されること、防衛費が年あたり対GDP比1%ずつ引き上げられること、ドイツに認められる純借入上限がGDPの0%から0.35%に引き上げられることを想定している。

## あらゆる手段を講じる

財政支出の増加率（対GDP比、%）



## 欧州家計の借入れが増えている

ユーロ圏の家計向けローン残高の前年同月比、%（月次データ、2004年1月から2025年4月まで）



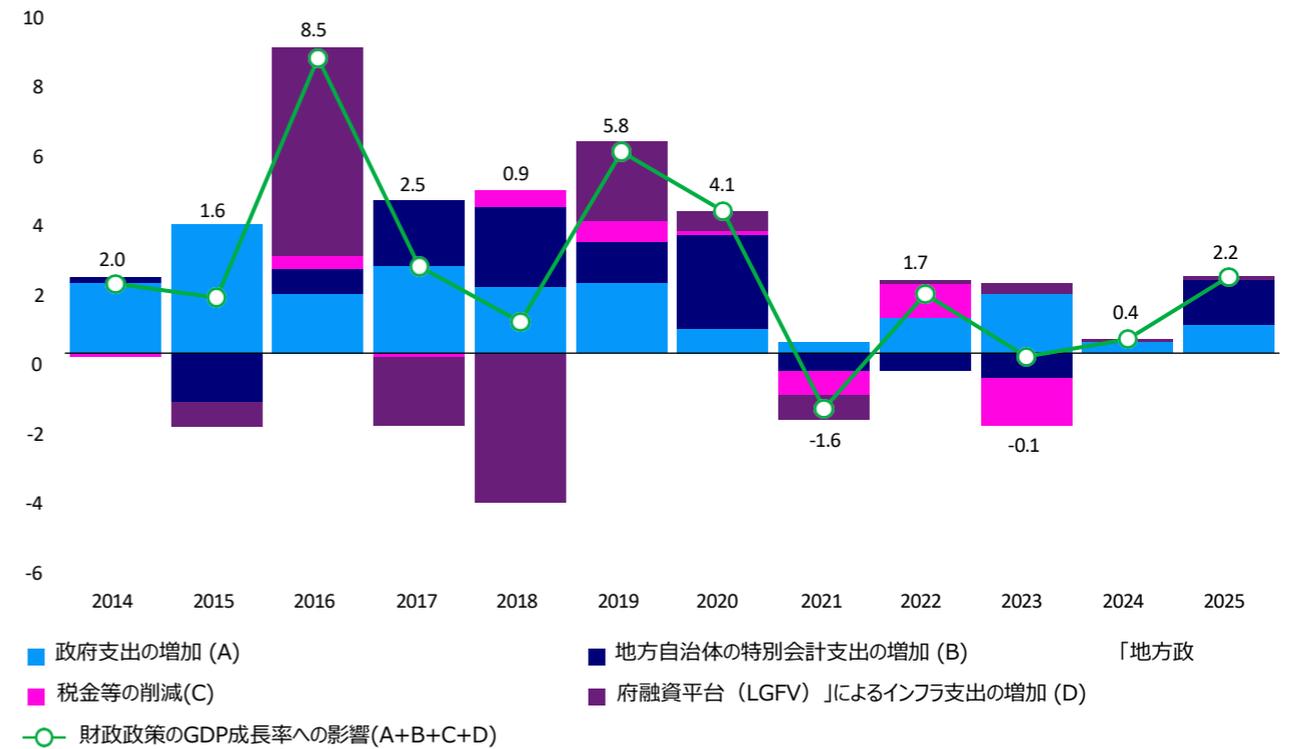
出所：インベスコ及びブルームバーグL.P.、2025年4月30日時点。

# 中国は関税の逆風に対抗する経済ツールを持っているか？

中国は金融・財政措置を拡大しており、国内の成長、消費の改善のグリーンシュートが見られている。私たちは、中国が今年の成長を支えるための十分な景気刺激ツールを持つと考えている。

- 米政権が当初発表した水準からは後退したものの、米国の関税政策は、中国にとって依然として課題となっている。過去数十年と比べて中国の対米依存度は低下しており、対米直接輸出は中国GDPの比較的小さな部分を占めるに過ぎない（欧州も同様）点は、注目に値する。
- 今年に入ってから中国の経済データは、予想よりも良好なサプライズとなっている。国内の自動車販売が回復し、住宅ローン融資は底打ちの兆候を示しており、最新の5月のゴールデンウィークデータでは消費支出の改善が見られている。
- 中国は、2025年度予算で政策的刺激を強化した。中国当局は消費を支えつつ、高度なテクノロジー開発を促進している。特に、家電製品の買い替え支援プログラムと超長期国債の発行を組み合わせた措置は、良好な成果を挙げている模様だ。関税の不透明感に直面していることから、政策当局は今年、消費拡大に向けた追加施策を講じるものと予想される。
- 私たちは、中国当局が今年「5%程度」の成長率目標を達成するため、今後数ヶ月間で、家計需要と民間企業設備投資の支援をさらに強化する可能性が高いと予想している。中国が目標を達成した場合、中国の経済成長率が世界の他の地域をアウトパフォームすることとなり、中国株をオーバーウェイトしている投資家が恩恵を受ける可能性がある。

中国の景気刺激策は2025年に大幅に強化された  
財政政策のGDP成長率への影響試算（対GDP比、%）



注：財政政策のGDP成長率への影響を推計するにあたり、政府支出の増加と地方自治体特別会計支出の増加はGDP成長率に完全に寄与するとみなした一方で、税金等の削減額はその半分のみがGDP成長率に寄与するとみなした。2024年まで実績値。2025年は計画値。「地方政府融資平台 (LGFV)」の値はIMFの推計。

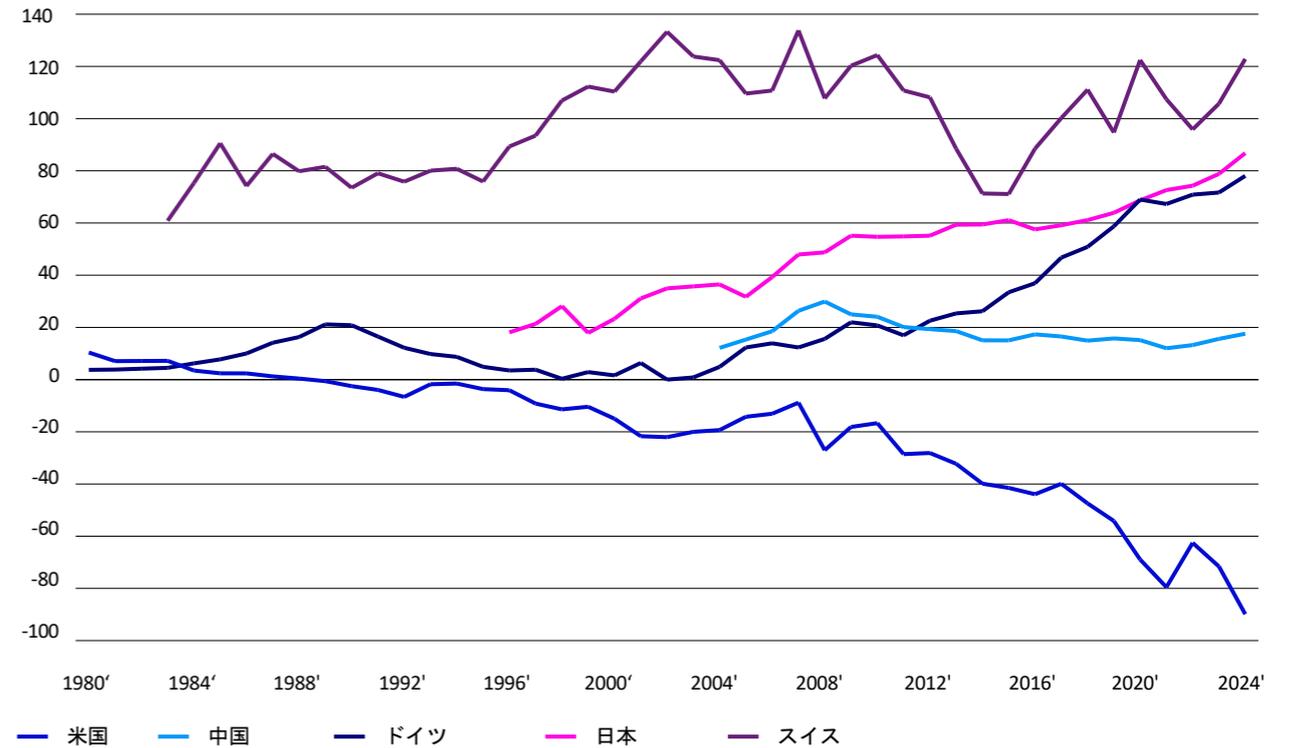
出所：中国財政省、新華社通信、IMFに基づきインベスコ作成、2025年4月30日時点。

# 現在、魅力的な「セーフヘイブン」資産\*はどこにあるか？

不確実性が高まる時期には、投資家が資金を本国に送還する傾向があり、これが債権国通貨に対する上昇圧力となることが示唆される。

- 経済的不確実性や市場変動が激しい時期には、投資家が「セーフヘイブン」に資金を逃避させるため、通常国債利回りは低下する。ドルが上昇する場合もあるが、必ずしもそうなるとは限らない。
- 2025年前半には、米国債利回りが上昇する一方で、ドルが弱含む時期があった。市場のボラティリティが高まる時期には資金退避傾向があり、これが混乱した市場においてスイスフランと日本円が上昇しやすい理由となっている（両国はともに大きな純海外資産残高を有する）。この傾向は継続すると推測され、ドルに悪影響を及ぼす可能性がある。このような環境下で、スイスと日本の国債市場に資金が流入し、利回りの抑制を助ける可能性がある。ドイツ国債にも同じことが言える。
- 金は価格変動が激しいこともあるが、しばしば「セーフヘイブン」と見なされている。2022年に米国がロシア中央銀行の保有資産を制裁対象として以来、金の安全資産としての特性には旺盛な需要がみられる。他の中央銀行もこれに続き、近年は米ドル資産への依存度を低下させるため、金準備を増やしつつある。中央銀行の金需要が大幅に減退する理由はほとんど見当たらない。米国と中国における金の実物需要も堅調で、最近ではETF需要も増えている。また、金は近年大幅に上昇したものの、依然としてポートフォリオの分散効果を持つ。

純資産残高（対GDP比、%）



注記：1980年から2024年までの年次データ。純資産残高は、海外純資産から海外純負債を差し引いたもの。  
出所：IMF、LSEGデータストリーム及びインベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。

\* いわゆるセーフヘイブン資産は、リスクフリー投資を意味するものではありません。グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィスの見解です。本コメントリーは、売買を推奨するものではありません。

## 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、弊社グループのグローバル・マーケット・ストラテジー・チームを中心とした運用プロフェッショナル（以下、「作成者」）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。

### 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