

2025 年中間レビューと展望：ノイズを断ち切る

2025 年 6 月 4 日

Seema Shah

チーフ・グローバル・ストラテジスト

大きな市場変動を経て 2025 年の折り返しが近づいた現在、一旦立ち止まり、状況を見直すべき重要な時期だと考えています。直近数ヶ月間、予測は立てられては修正され、政策は発表されては撤回され、市場は恐怖と楽観の間を揺れ動いてきました。市場は大きく変動しており、投資家は何が起きているかを理解しようとする中で不確実性に悩まされています。

ただし、多くのノイズがある中でもより鮮明な姿が見え始めています。米国経済は底堅さを維持しているものの減速しており、政策の不確実性が引き続き見通しに影を落とし、市場は複雑なシグナル（米国の財政拡張、米国におけるインフレの粘性、世界秩序変化の可能性）に適応しつつあります。関税と税制の最終的な着地点が見えない中、今後数ヶ月を見通すことは難しいですが、マクロ経済と市場の短期的な輪郭は見え始めていると考えています。

1. 底堅い経済成長、しかし逆風は強まっている

貿易摩擦の影響は間違いなく大きいものです。関税の不確実性は深刻化しつつあり、企業は投資判断を保留し、雇用計画を凍結、企業と消費者双方のセンチメントに重くのしかかっています。それにもかかわらず、米国経済は家計と企業のバランスシートが引き続き耐性があることに加え、企業の第 1 四半期の決算が予想よりも堅調だったことから、これまでのところ景気後退には陥っていません。

プリンシパルにおけるベースケース・シナリオは、米国経済は政策の不透明感が続く中でも景気後退をかわろうじて回避するというものです。プリンシパルでは、米中間で一部の関税の停止が発表された 5 月上旬以前から、米政権は政策によるリスクを認識して景気後退を回避させると想定していました。

2. 関税の不透明感は根強く、悪化する可能性も

関税の不透明感は今後数ヶ月間続きそうです。国際貿易裁判所は、国際緊急経済権限法（IEEPA）を通じて発動されたトランプ大統領の関税措置に対し、全会一致で反対する判決を下しましたが、これで関税問題が終わるとは想定されません。政権はこの判決を不服として控訴する意向を示しており、却下された場合は、トランプ大統領の関税政策を確実に実施するために追求できる他の手段に切り替えると想定されます。そのため、関税に関わる不確実性は続くと思われます。

政権が各国政府との合意に成功し、高い関税率で落ち着いた場合、平均関税率は 12.5%となる可能性があります。これは、米中間の一部関税停止発表前の 28%という水準からは大幅に低いものの、年初の水準である 2%を大きく上回っています。しかも、平均関税率はさらに上昇する可能性を残しています。トランプ大統領はセクター別の追加関税を発表していないだけでなく、欧州連合（EU）の関税を 50%に引き上げると脅しており、90 日間の猶予期間が終了後に関税がより高い水準に落ち着くリスクを意識せざるを得ない状況です。

3. 綱渡りの FRB

米連邦準備制度理事会（FRB）はミスが出来ない綱渡りのような状況に置かれています。インフレ率は目標を上回っているにも関わらず第 3 四半期には関税による物価上昇が予想され、経済指標は底堅く推移している一方で、FRB は経済の減速を予想しており、金融政策の舵取りは非常に難しい状態にあります。多くのアナリストは、FRB はその使命（物価の安定と雇用の最大化）のうち雇用の最大化に注力し、利下げを直ちに再開すべきだと主張しています。しかし、大企業も中小企業も従業員を雇用し続け、関税による景気減速を乗り切る意向を示していることから、雇用市場は小幅な弱含みにとどまる可能性が高く、金融政策による雇用市場の安定化の緊急性は高くはならないでしょう。当社は、次の利下げは第 4 四半期になると予想しています。

4. 成長志向の政策：規制緩和と財政拡大

成長志向の 2 つの政策は関税による逆風の緩和に寄与する可能性があります。第一に、エネルギーと金融セクターを中心とした規制緩和は、第 1 次トランプ政権の成長促進策と同様に経済成長を促進する可能性があります。第二に、小幅な財政拡大が検討されており、効果はそれほど大きくないかもしれませんが、これらの成長促進策を組み合わせれば、関税による逆風を相殺すると考えられます。

5. 財政刺激策：効果は大きくないが、リスクの印象は大きい

2017 年税制改革法の延長を主な内容とする政権の主要な税制・歳出法案は、既存の政策の延長線上にあり、経済成長を加速させるものではありません。関税収入と歳出削減を財源とする小幅な追加的減税と併せても、直接的な景気押し上げ効果はかなり小さいと予想されるだけでなく、より重要なことは、この財政パッケージが米国の財政を長期的に有意に改善する可能性は低いということです。5 月にムーディーズは米国債を格下げしましたが、財政の信頼性が依然として低いこと、そして米国の財政状況に対する市場の懸念が今後も続く可能性が高いことが表れています。

6. 債券市場：長期ゾーンの利回りは上昇、短期ゾーンは横ばい

直近数週間、米国は財政懸念の再燃と成長見通し改善、そしてインフレ懸念が強まったことで、米長期国債の利回りに上昇圧力がかかりました。「債券自警団」が徘徊する中、市場は財政赤字を抑制するのに十分な規模の歳出削減、或いは力強い経済成長を求めるとみられ、長期債利回りは当面高止まりする可能性が高いと思われます。対照的に、景気減速と 2025 年後半の利下げ観測によって短期債利回りには低下圧力が掛かると考えられます。

7. 株式市場は回復、しかしリスクは残る

株式市場は年初からの下落をほぼ回復し、S&P500 種株価指数は5月に1年半ぶりとなる大きな上昇率となりました。しかし、この回復は、成長率の鈍化、インフレ率の上昇、長引く政策の不透明感といった状況からすると違和感が残ります。実際、先行する関税の不確実性の影響は、来月以降の経済・インフレ指標に表れ始めるとみられ、ボラティリティが高い状態が続くと予想されます。

8. 利回りの上昇は株式市場の下落圧力

経済指標の悪化に加え、株式市場にとってもうひとつの重要な脆弱性は債券市場そのものかもしれません。通常、株式リターンと債券利回りは正の相関関係にあります。利回りの上昇が財政懸念に起因する場合、相関関係がマイナスに転じる可能性があります。その結果、債券利回りを押し上げる財政懸念や財政赤字懸念が続くと、株式市場の下落圧力になる可能性があります。

9. 圧力を受ける米ドル

直近数ヶ月間の市場で最も注目すべき変化のひとつは、米ドルの下落です。米ドルは金利差にも、ボラティリティが高まる局面に避難先を求める従来の動きにも抗ってきました。ドル安は米国経済の見通しや米国の信頼性に対する懸念が反映されており、さらなるドル安の可能性もあります。米ドルは依然として割高であるだけでなく、関税政策の不確実性の高まり、長引く財政問題、米国に対する反感の高まりは、持続的な逆風となる可能性が高いと思われます。

10. 米国の優位性：構造的には無傷

米国が景気後退期に入るリスクは存在するものの、近年のアウトパフォーマンスを牽引してきた構造的な投資テーマは引き続き有効であると思われます。長期的に市場をけん引してきたテクノロジーとイノベーション、規制緩和、生産性の向上は依然として魅力的だと考えます。さらに、信頼できる代替となる基軸通貨がない限り、米国へのエクスポートはポートフォリオにおいて重要であり続けるでしょう。

投資家への影響

2025 年前半は投資家の信念が試され、想定が覆され、マクロと市場のシナリオがいかに早く変化するかが実証されました。今後数カ月先の見通しは政策によって不透明なままですが、成長の鈍化、インフレの持続、財政リスクの上昇など、市場を動かす主要なドライバーは明確だと考えます。

2025 年後半に向け、ポートフォリオは下方耐性を高めてエクスポートを着実に選ぶことが重要であると考えます。投資家は以下を検討すべきと考えます：

- 安定性とインカムを重視した、**短期デュレーション且つ質の高い債券。**

- 規制緩和の恩恵を受けているセクターや貿易摩擦の影響を受けにくいセクターで、**価格決定力があり、利幅が大きく、バランスシートが健全な株式銘柄**。
- ドル安をヘッジして米国外の成長機会にアクセスするための**グローバルな分散投資**（米ドルベースの投資家）。
- 特異性が高まる環境下で、ミスプライス・リスクやセクター・ローテーションの機会を見極める**アクティブ運用**。

不確実性が高い時期であっても、セクター間、地域間、資産クラス間など、水面下で広がる乖離の恩恵を受けられるポートフォリオを構築する方法はあります。ノイズを断ち切るには、既知の事実をしっかりと理解し、何が変化しているかに注意を払い、次に何が起こるかに備えることが重要であると考えます。

■重要な情報

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、当資料中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。当資料中の情報は貴社の投資目的、特定なニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定なニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第462号
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会
一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

情報提供資料：4599899

EXP：12/31/2025