

結論／主要国・地域の経済

P1

主要国・地域の経済(続き)／商品市況／金融政策・債券

P2

為替／株式

P3

主要国・地域の金融市場に関する弊社想定(表)

P4

結論：米国の景気後退は回避される可能性があるが、減速リスクは増大

足元で、米トランプ政権の関税政策が金融市場を大きく混乱させており、世界経済の不確実性が増大しています。米国の関税率は歴史的な低水準から急上昇しており、今後の通商交渉の結果によっては、過去100年間で最高水準になる可能性があります。金融市場では、同政権の関税政策に関する発表が一喜一憂される中、景気やインフレ、企業収益などの見通しが目まぐるしく変化しています。

こうした米関税政策に関する不確実性の高まりを受けて、弊社は、①「米関税政策を巡る緊張の後退」(米関税政策の広範な見直し)、②「インフレ低下を伴う米景気後退」(米関税政策の一部撤回)、③「インフレ上昇を伴う米景気後退」(全面貿易戦争)、からなる3つのシナリオを検討しました。

弊社はシナリオ①の生起確率が50%程度と最も高いとみており、この場合、米国の景気は一時的に減速するものの、後退を回避すると想定しています。ただし、同国が景気後退に向かう、シナリオ②、③の生起確率も、それぞれ25%前後と決して低くはないと判断しています。また、状況は流動的であり、今後の通商交渉の進展を受けて、弊社想定を再検討する可能性があります。

以下では、主要国・地域の経済や金融市場に関する弊社の想定をシナリオ別に詳述します。

主要国・地域の経済

シナリオ①「米関税政策を巡る緊張の後退」では、米関税政策が広範に見直されることを前提としています。金融市場では当面、変動性が高い状況が続くものの、年末までには落ち着きを取り戻し、実体経済への下押し圧力が後退すると想定しています。

米国では、年央にかけてGDP成長率がゼロに近づくものの、10-12月期には前年比1%台後半まで回復し、かろうじて景気後退を回避するとみて

います。

また、米国以外については、GDP成長率が今年、ユーロ圏では金融・財政政策に支えられ0.8%弱で推移し、日本では潜在成長率(0.5%)を上回り続けるなど、プラスを維持すると見込んでいます。中国では、貿易摩擦の影響が和らぐものの、GDP成長率は10-12月期にかけて4%台前半まで減速し、今年の成長目標である5%を達成できないと考えています。

シナリオ②「インフレ低下を伴う米景気後退」

では、米関税政策の一部撤回を前提としています。この場合は、米国において、関税がインフレ上昇圧力となるものの、行政コスト削減や雇用情勢悪化に伴うインフレ低下圧力が、それを相殺すると想定しています。同国の10-12月期のGDP成長率が前年比▲1.6～▲3%程度になるなど景気後退が鮮明となり、インフレ圧力が緩和するため、FRB(連邦準備制度理事会)が利下げする余地が生じる見込みです。

ユーロ圏では、10-12月期のGDP成長率が僅かにマイナスに、日本では0%前後になる可能性があるかとみています。なお、ユーロ圏、日本とも、インフレ率は物価目標(前年比2%)付近で変動すると考えています。

中国については、米関税措置の撤回が一部にとどまることから、GDP成長率が10-12月期にかけて3.25～4.25%まで減速するとみています。

シナリオ③「インフレ上昇を伴う米景気後退」

では、貿易摩擦が全面貿易戦争へと発展する展開を想定しています。この場合は、米国において、景気低迷によるインフレ低下圧力を、関税引き上げによるインフレ上昇圧力が上回り、期待インフレが高止まりすると見込まれます。10-12月期のGDP成長率が前年比0.1～▲2.9%程度まで落ち込む一方、コアインフレ率が前年比3～4%程度へ上昇するため、景気支援に向けてFRBが利下げを行なうことは困難になります。

【次ページへ続く】

日興アセットマネジメント

【前ページより続き】

ユーロ圏と日本については、シナリオ②とほぼ同様で、10-12月期のGDP成長率がユーロ圏では僅かにマイナスに、日本では0%前後になる可能性があるとみています。

中国については、貿易戦争への発展により、GDP成長率が10-12月期にかけて同2～4%まで減速し、デフレ的状态が続くと想定しています。ただし、中国のGDPに占める輸出の割合は約20%で、米国向けが総輸出に占める割合は20%未満であることを考慮すると、同国のGDP成長率がマイナスになる可能性は低いと考えています。また、政府が追加の消費刺激策を実施する余地があることも、そのように考える背景の一つです。

商品市況：いずれのシナリオでも金は堅調に

金については、米ドルや米国債の先行き不透明感が強い中、投資家のリスク回避先として選好されるとみています。弊社は年末の想定レンジを、①～③いずれのシナリオでも、1トロイオンス＝2,800～3,600米ドルとしており、価格下落時には投資機会が生じると考えています。

他方で、原油については、シナリオごとに想定が異なります。

シナリオ①では、年末の原油（北海ブレント原油）価格を1バレル＝50～90米ドルと想定しており、値動きの荒い展開が続くとみています。景気減速に対する懸念が価格を押し下げる可能性があり、その場合には、インフラおよびエネルギー関連の実物資産や上場証券について投資機会が生じると考えています。

シナリオ②、③の2つの米景気後退シナリオでは、年末時点で1バレル＝40～80米ドルと想定しています。シナリオ②では、原油価格が大幅に下落した際に、インフラやエネルギー関連の投資機会が生じるとみています。しかし、シナリオ③については、米ドルの信用低下を背景に資金調達コストが増加し、エネルギー業界の探鉱プロジェクトに影響を与える可能性に注意が必要です。

金融政策・債券：シナリオで異なる米金融政策

シナリオ①では、金融市場の変動性の高まりが一時的とみているため、米関税政策が金融政策に影響しないと考えられます。そのため、年末の

米10年国債利回りについて、4～4.6%程度と、足元の水準（4.4%程度）を挟んだレンジを想定しています。

ユーロ圏ではECB（欧州中央銀行）の利下げが継続すると想定しています。しかし、財政拡張の動きが引き続き焦点になる中、独10年国債利回りは、年末に2.55～3.05%程度と足元の水準（2.4%台）から上振れする余地があるとみています。日本については、日銀（日本銀行）の利上げ継続姿勢に変化はなく、年末の10年国債利回りは1.35～1.85%程度と足元の水準（1.3%台前半）から上昇傾向で推移すると想定しています。

シナリオ②では、米国のインフレ低下を伴う景気後退となるため、FRBの利下げ余地が拡大すると見込まれます。しかし、米10年国債利回りについては、関税政策の不確実性や米国の債務水準の高さが、利回りの低下を妨げる可能性も考えられ、年末のレンジとしては3.45～4.05%程度と想定しています。

他方で、ユーロ圏と日本の金融政策は、より景気に配慮した姿勢になるとみられます。ECBは利下げを積極化させるため、年末の独10年国債利回りは2～2.5%程度まで低下すると考えています。しかし、日本については、利下げの余地が乏しく、年末の10年国債利回りは0.75～1.25%程度と、小幅な低下を見込んでいます。

シナリオ③では、米国が景気後退に陥るものの、インフレ上昇を伴うため、FRBが利下げを実施することが困難になる見込みです。また、関税引き上げや移民制限を受けて、米国の景気が他の主要国・地域よりも大幅に悪化する可能性があることから、タームプレミアム（長期債への上乗せ金利）が拡大しやすい点にも留意が必要です。こうしたことから、弊社は年末の米10年国債利回りのレンジを4.1～4.7%程度と想定しています。米国以外の金融政策については、ECBには利下げ余地があるものの、日銀にはその余地がほとんどないとみられます。10年国債利回りについては、米国債の影響を受ける格好で、上昇圧力がかかりやすく、年末の10年国債利回りは、ドイツでは2.5～3%程度、日本では、1.15～1.65%程度と、足元の水準から上振れしやすい状況を考えています。

為替：関税政策が強硬なほど米ドル安に作用

弊社は、シナリオ①～③で米関税政策の強硬度合いが強いほど、米ドル安傾向になると考えています。

シナリオ①では、日銀による金融政策正常化を背景とする、主要通貨内での円の強含みが、引き続き外国為替市場の焦点になるとみられます。年末のレンジとしては1米ドル=138～146円程度を見込んでいます。

シナリオ②では、米国の利下げが、米ドルの下落圧力になると見込まれるため、年末のレンジとしては1米ドル=134～142円程度を想定しています。

シナリオ③では、米ドルの安全資産としての地位低下が懸念される中、リスク回避の円買い需要が強まると見込まれることから、年末の弊社想定レンジを1米ドル=132～140円程度としています。

株式：米国が景気後退を回避すれば回復も、景気後退となれば一段の調整へ

弊社は、米国が景気後退を回避するシナリオ①では、主要国・地域の株式相場が全般的に持ち直すものの、景気後退となるシナリオ②、③では一段と調整する可能性があると考えています。

シナリオ①では、米国で主力企業の今年の収益が従前の想定よりも5%低下すると想定しています。また、不確実性の高まりを踏まえると、同国株式の予想PER(株価収益率)は20.5倍程度まで低下(株安に作用)すると見込まれます。他方で、日本では主力企業のEPS(一株当たり利益)成長率が、前年比10%程度から同5%程度に低下すると想定しています。なお、米国の相互関税については上乗せ関税が免除されるものの、基礎税率の10%は残ると見込んでいます。

このような状況ではあるものの、同シナリオでは金融市場が年末までに落ち着きを取り戻すと想定しているため、日米の主要株式指数が、足元の水準から回復する余地があるとみています。弊社は年末の想定レンジ中央値をニューヨーク・ダウ工業株30種については45,000米ドル台(足元の水準:39,000米ドル台)、日経平均株価については、36,000円程度(足元の水準:34,000円台)としています。

シナリオ②では、米国で主力企業の今年の収益が、従前の想定よりも15%低下すると想定しています。さらに、来年については20%減少する可能性も考えられます。そのため、同国株式の予想PERは17倍程度まで低下すると見込まれます。また、日本について、相互関税などが免除されない場合を想定しています。

同シナリオでは、日米の主要株式指数が、足元の水準からの調整を余儀なくされるとみています。具体的には、弊社の年末の想定レンジ中央値をニューヨーク・ダウ工業株30種については32,000米ドル程度、日経平均株価については、28,000円程度としています。

シナリオ③では、米国で主力企業の今年の収益が、従前の想定よりも10%低下すると想定しています。さらに、来年については5%減少する可能性も考えられます。シナリオ②ほどには収益が悪化しないと見込んでいますが、これは関税引き上げが、米国企業の国内シェア回復に寄与するとみられることが背景にあります。しかし、関税によって引き起こされるインフレは消費を下押しするだけでなく、FRBの利下げへのハードルにもなります。そのため、同国株式の予想PERは15倍程度まで低下すると見込まれます。シナリオ③での、弊社のニューヨーク・ダウ工業株30種の年末の想定レンジ中央値は33,000米ドル台とシナリオ②よりも高いものの、楽観視できるシナリオではありません。日本については、円高・米ドル安が一段と進むと想定していることから、シナリオ②と比べて、より軟調な展開を見込んでいます。弊社はシナリオ③での日経平均株価の年末の想定レンジ中央値を27,000円程度としています。

■主要国・地域の金融市場に関する弊社想定(2025年4月時点)■

想定については、今後、変更の可能性があります。

	実績 2025年 4月22日	シナリオ別想定 2025年末		
		シナリオ① 生起確率：49.2% 米関税政策を巡る緊張の後退(米関税政策の広範な見直し)	シナリオ② 生起確率：26.1% インフレ低下を伴う米景気後退(米関税政策の一部撤回)	シナリオ③ 生起確率：24.7% インフレ上昇を伴う米景気後退(全面貿易戦争)
【商品価格】				
北海ブレント原油先物(単位：米ドル/バレル)	67.44	70 50～90	60 40～80	60 40～80
金スポット(単位：米ドル/トロイオンス)	3,380.63	3,200 2,800～3,600	3,200 2,800～3,600	3,200 2,800～3,600
【政策金利・国債利回り】				
米国(FFレート誘導目標)	4.50%	4.00% 3.75～4.25%	3.50% 3.00～3.75%	4.50% 4.00～4.75%
ユーロ圏(主要政策金利)	2.40%	2.15% 1.90～2.40%	1.90% 1.65～2.15%	2.40% 2.15～2.65%
日本(無担保コール翌日物レート誘導目標)	0.50%	0.75% 0.50～1.00%	0.50% 0.25～0.50%	0.50% 0.25～0.75%
米国10年国債利回り	4.40%	4.30% 4.00～4.60%	3.75% 3.45～4.05%	4.40% 4.10～4.70%
ドイツ10年国債利回り	2.44%	2.80% 2.55～3.05%	2.25% 2.00～2.50%	2.75% 2.50～3.00%
日本10年国債利回り	1.32%	1.60% 1.35～1.85%	1.00% 0.75～1.25%	1.40% 1.15～1.65%
【外国為替】				
対米ドル	140.73円	142.00円 138.00～146.00円	138.00円 134.00～142.00円	136.00円 132.00～140.00円
対ユーロ	161.52円	157.62円 149.04～166.44円	154.56円 146.06～163.30円	153.68円 145.20～162.40円
対英ポンド	188.30円	184.60円 175.30～194.20円	180.80円 171.50～190.30円	179.50円 170.30～189.00円
対豪ドル	89.92円	89.50円 84.20～94.90円	78.70円 73.70～83.80円	78.90円 73.90～84.00円
【株価指数】				
ニューヨーク・ダウ工業株30種	39,186.98	45,755 37,943～49,103	31,952 26,313～35,711	33,479 31,247～35,711
S&P500指数	5,287.76	5,887 4,882～6,317	4,111 3,385～4,594	4,307 4,020～4,594
ストックス欧州600指数	507.71	510 460～556	459 387～532	459 387～532
日経平均株価	34,220.60	36,000 34,000～38,000	28,000 26,000～33,500	27,000 25,000～31,500
TOPIX(東証株価指数)	2,532.12	2,670 2,500～2,820	2,080 1,900～2,500	2,000 1,820～2,400

※上記想定で、上段は弊社が想定するレンジの中央値、下段はレンジを示しています。

※米国の政策金利は誘導目標レンジの上限値を掲載しています。

※上記データは過去のものおよび想定であり、将来の市場環境などを保証するものではありません。

当資料をお読みいただく際の留意事項

- 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 指数に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利は、当該指数の算出元または公表元に帰属します。