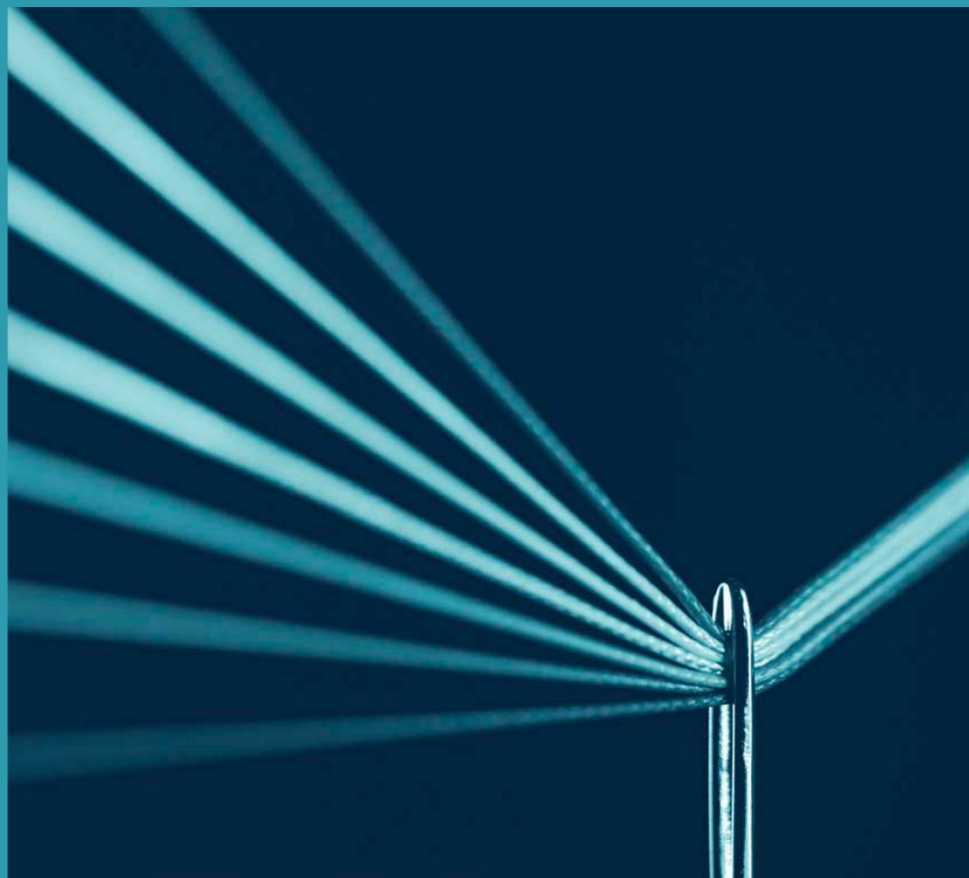


IEWS
IEWS



IEWS
IEWS

世界経済・市場展望

バンテージポイント 難局を乗り切る

2025年第4四半期

BNYインバストメント・インスティテュート

要旨

BNYインベストメント・インスティテュートでは、金融市場は主に経済成長、インフレ、金融政策を反映するという考え方にに基づき、見通しを策定しています。見通しが市場予想と大幅に異なる場合、戦術的な投資機会が生じていることを示しています。



BNY見通し対市場予想

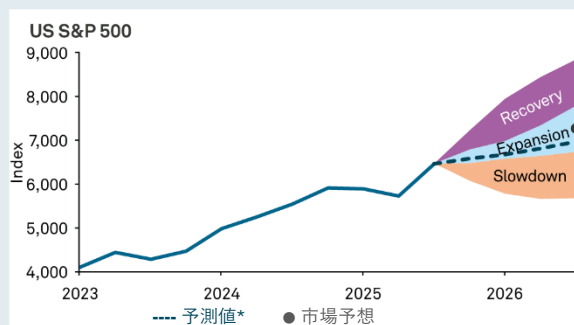
	2025年第4四半期	見通し
経済成長	↑	今後12カ月の米国の経済成長は市場予想並みかやや上振れ。ユーロ圏は市場予想をやや上回り、中国は市場予想並み。いずれの主要地域においても上振れ方向はリスク要因につながる可能性がある。
インフレ	↓	今後12カ月のインフレ率は米国は目標を上回るものの市場予想を下回る。ユーロ圏は目標水準並みかやや下回る程度。一方、中国はデフレが続くと予想。いずれの主要地域においても上振れ方向はリスク要因につながる可能性がある。
金融政策	↓	今後12カ月の政策金利は米国は市場予想を上回る水準にとどまると予想。ユーロ圏は市場予想と同水準を見込んでいる。米国の下振れ方向、ユーロ圏の上振れ方向はリスク要因につながる可能性がある。

戦術的見通し

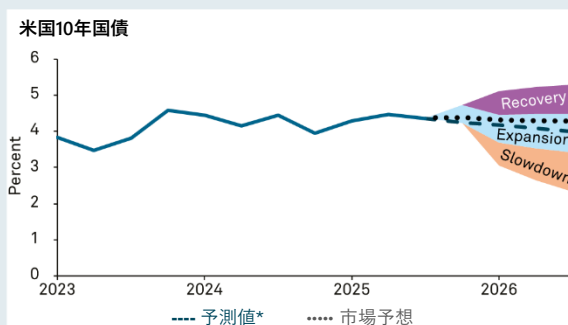
	2025年第4四半期	見通し
グローバル株式	↑	不確実性ショックによる世界経済への悪影響が短期的に成長を阻害する可能性があるものの、金融・財政政策の緩和とその他の地域の堅調さを背景に、株式市場の下落リスクは限定的と見込まれる。
ソブリン債券	↓	高い利回りが魅力的な投資機会とインカム・リターンを提供しているが、財政懸念とインフレ・リスクを背景に、米国債についてはその他のソブリン債と比較して慎重な姿勢を維持。
社債	↓	クレジット・スプレッドは依然として非常に薄く、価格上昇によるリターンの余地が限定的。銘柄の選別が引き続き重要。
実物資産	↓	マクロ経済の変動性の高さやインフレ・ヘッジ機能の観点から、金に対しては前向きな見方を維持。

ヒートマップの見方：【紺色】経済成長率に関するBNY見通しが市場予想を大幅に上回り、インフレ率に関して市場予想を大幅に下回り、金融緩和の方向性に関して市場予想より大規模な金融緩和を予想していることを示す。【水色】経済成長率に関するBNY見通しが市場予想を上回り、インフレ率に関して市場予想を下回り、金融緩和の方向性に関して市場予想より緩和政策を予想していることを示す。【グレー色】BNY見通しが経済成長率、インフレ率、金融緩和の方向性のいずれも概ね市場予想と一致していることを示す。【薄オレンジ色】経済成長率に関するBNY見通しが市場予想を下回り、インフレ率に関して予想を上回り、金融緩和の方向性に関して市場予想より引き締めを予想していることを示す。【オレンジ色】経済成長率に関して市場予想を大幅に下回り、インフレ率に関して市場予想を大幅に上回り、金融緩和の方向性に関して市場予想より大幅な引き締めを予想していることを示す。

12カ月見通し



S&P 500	基本シナリオ予測値	加重平均した予測値
EPS Estimate	278	283
Earnings Growth	+6%	+8%
Price/Earnings	23	25
Approximate Level	6,450	7,050
Return Estimate	-2%	+7%



米国10年国債	基本シナリオ予測値	加重平均した予測値
Fed funds rate	3.0%	3.3%
Yield curve slope	+80bp	+80bp
Approximate Level	3.8%	4.1%
Yield change	-30bp	+10bp
Return Estimate	+3%	-1%

*予測値は確率が高い3つのシナリオの加重平均に基づく見通しを示す。【図表】2025年9月12日時点。出所：BNYインベストメント・インスティテュート

シナリオ

景気拡大（確率20％）

株 式	ソブリン債券	社 債	実物資産	現 金
●●●	▼	▲	▲	▲
12カ月見通し			予測値	リターン予測
S&P500			6,850	+4%
米国10年国債			4.4%	-2%

マクロ経済：消費者と企業が関税ショックを乗り越えるにつれ、経済成長が回復。2026年には、財政刺激策が成長をさらに下支え。米国以外の地域も成長が加速。米国ではインフレが高止まりし、FRBは2025年に3回、2026年に1回の利下げを実施すると予想。

金融市場：リスク資産は上昇するものの、長期平均を上回る勢いはない。リスク・スプレッドは短期的に縮小。短期金利が予想以上に上昇するため、債券のパフォーマンスは不振。米ドルは2026年にかけて下落分を一部回復すると予想。

景気回復（確率35％）

株 式	ソブリン債券	社 債	実物資産	現 金
▲▲	▼	▲▲	▲▲	▼
12カ月見通し			予測値	リターン予測
S&P500			7,900	+20%
米国10年国債			4.5%	-3%

マクロ経済：米国の労働市場の減速を受け、FRBは迅速に金融緩和を実施。ただし、基調となる経済成長は依然として堅調で、2026年の財政効果も大きい。インフレは、価格転嫁の波及により目標を上回る水準が継続。FRBは2025年に3回の利下げを実施し、2026年には政策金利を3%、あるいはそれ以下へ引き下げると予想。

金融市場：株式のPERはさらに上昇し、企業収益の成長も比較的堅調に推移。クレジット・スプレッドは一段と縮小。インフレ上昇を背景に、債券のパフォーマンスは低調。実質利回りは低下。米ドルは大幅に下落。実物資産が堅調なパフォーマンスを示すと予想。

景気減速（確率45％）

株 式	ソブリン債券	社 債	実物資産	現 金
▼	▲▲	▼▼	▼	●●●
12カ月見通し			予測値	リターン予測
S&P500			6,450	-2%
米国10年国債			3.8%	+3%

マクロ経済：大幅な関税引き上げと経済の不透明性を背景に、米国企業や消費者は慎重姿勢を維持。米国の労働市場はさらに悪化。ユーロ圏と中国における景気刺激策の効果は、世界的な需要の減速によって相殺される。FRBは2025年に3回の利下げを実施し、2026年には政策金利を3%へ引き下げると予想。

金融市場：株式は、短期的には変動が大きく、パフォーマンスは停滞。リターンは長期平均を下回る。クレジット・スプレッドは、景気後退リスクの高まりを受けて、長期平均を上回る水準へ拡大。金利低下に伴いソブリン債がアウトパフォーム。米ドルは弱含み。

経済成長の見通し*

← 中立 →
 選好しない 選好する

米国 選好しない 選好する

米国経済の経済成長率はトレンドを下回る水準（今後6カ月平均約1.3%）で推移した後、2026年第2四半期から回復するとの見通しです。今後12カ月の成長率は、市場予想並み（約1.9%）か、それをやや上回ると予想しています。経済成長のメイン・シナリオは、貿易に関する不透明性が相応に落ち着きを示し、さらにFRBによる政策対応の透明性が向上するといった流れを前提としています。

基本シナリオ

基本シナリオは、慎重な見通しを維持。2025年第4四半期も低迷が続くと予想されます。高インフレと労働市場の停滞が、政策の不透明性解消による回復効果を上回る重しとなります。本シナリオでは、景気後退は想定していませんが、労働市場の脆弱性を考慮すると、そのリスクは残ります。

リスク

基本シナリオに対するリスクは、主に上振れ方向と見ています。第1に、経済活動はこれまで関税ショックの最中も堅調さを保って来ました。「拡大」シナリオでは、消費者と企業の双方が関税ショックを乗り越え、不透明性の高まりによる悪影響が徐々に和らぐ中、経済は堅調な状態を維持します。第2に、労働市場の低迷が既にFRBの政策対応の変化を促しています。「回復」シナリオでは、FRBは雇用軟化の兆候に迅速に対応し、インフレが高止まりしたままにもかかわらず2026年前半に複数回の利下げを実施すると見ています。その後、より拡張的な財政政策と緩やかな金融環境に支えられ、経済は力強く反発すると予想されます。

欧州・中国 選好しない 選好する

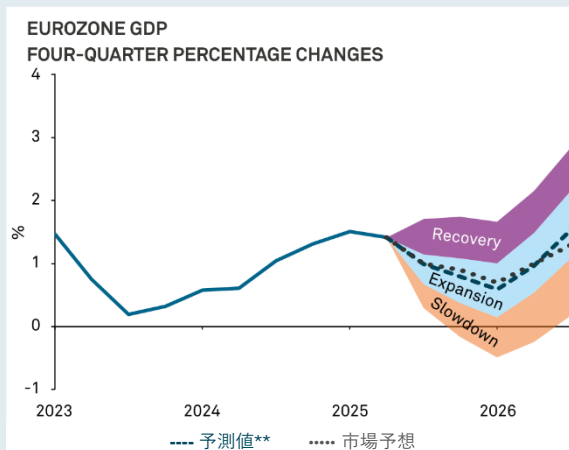
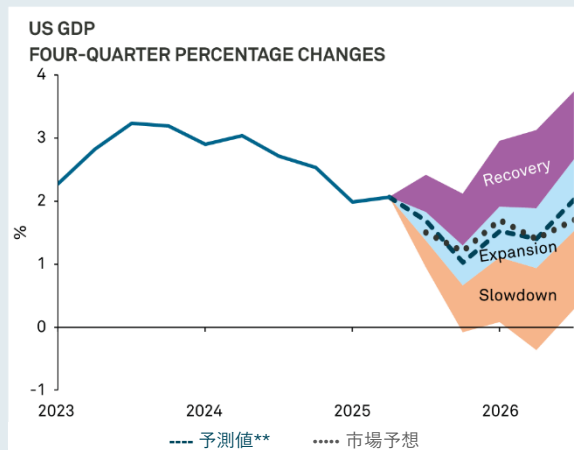
米国以外の成長見通しは楽観的であるものの、市場予想を大きく上回るとは考えていません。今後12カ月のユーロ圏の成長率は約1.4%と、市場予想をやや上回る水準を予想。また中国については、市場予想並みの約4%に減速すると見ており、2025年の政府目標「約5%」を下回ると予測しています。

基本シナリオ

ユーロ圏の基本シナリオは2025年後半に成長率が市場予想を下回る「減速」シナリオで、関税と政策の不透明性が重しになると見ています。2026年には、防衛・インフラへの財政支出拡大やECBによる利下げの遅行効果、潜在成長率への自律的な回復などにより、市場予想を上回る拡大が見込まれます。一方、中国経済は逆風に見舞われますが、米ドル安と追加的な景気刺激策を受け、2026年を通じて消費はより持続的に押し上げられる見込みです。不動産市場の落ち込みが安定化に向かう可能性はありますが、成長への寄与は期待されません。米国以外への輸出拡大は保護主義の圧力に直面しやすい一方、国内製造業の過当競争が経済全体のデフレを助長しています。成長率が4%程度まで減速すると予測していますが、消費刺激策の強化で減速に歯止めがかかる見込みです。

リスク

基本シナリオに対するリスクは、米国以外についても、主に上振れ方向と見ています。ユーロ圏と中国は輸出依存度が高く、世界的な貿易環境の悪化に敏感ですが、2026年は金融・財政政策による刺激が拡大し、米ドル安や不透明感の低下も成長にプラスの影響を与え、消費者のリスク回避姿勢を緩和させ、支出を促すと見込まれます。



インフレと政策の見通し*

← 中立 →
 選好しない ◻ ◻ ◻ ◻ ◻ 選好する

米国 選好しない ◻ ◻ ◻ ◻ ◻ 選好する

今後12カ月間の米国政策金利は市場予想（2.9%）をわずかに上回る見通し（3.3%）です。輸入品への関税引き上げを反映して、今後12カ月間のインフレ率は目標値を上回る（2.6%程度）と予想しますが、市場が織り込む水準（3.4%）を超えることはないと考えています。12カ月後の実質金利をマイナスと予想する現在の市場の見方は楽観的すぎであり、同時期の実質金利はプラス圏にあると見ています。

基本シナリオ

米国の政策金利に関する基本シナリオは「減速」であり、FRBは2025年に3回の利下げを実施し、2026年末までに政策金利は3%に達すると予想しています。物価上昇圧力は短期的には強まるものの、その後は成長の鈍化に伴って大幅に緩和すると見ています。インフレ率は、2026年初頭まで目標を上回る状態が続くと見込まれるものの、FRBは労働市場のさらなる低迷を防ぐため、政策の緩和に躍起になっています。

リスク

基本シナリオを巡るリスクは、米国の政策金利については下振れ方向、インフレについては上振れ方向にあります。「回復」シナリオ（第2の有力シナリオ）では、FRBが誤った判断の下で利下げを急ぎ、金利がさらに低下、インフレ率は目標を大幅に上回る水準で推移します。「拡大」シナリオでは、経済の回復力と堅調なインフレ圧力により、FRBは政策スタンスを段階的に調整し、2025年に3回、2026年に1回の利下げを行うと予想します。

欧州・中国 選好しない ◻ ◻ ◻ ◻ ◻ 選好する

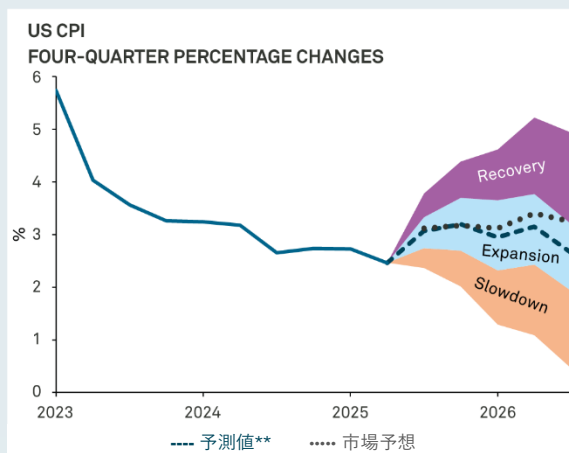
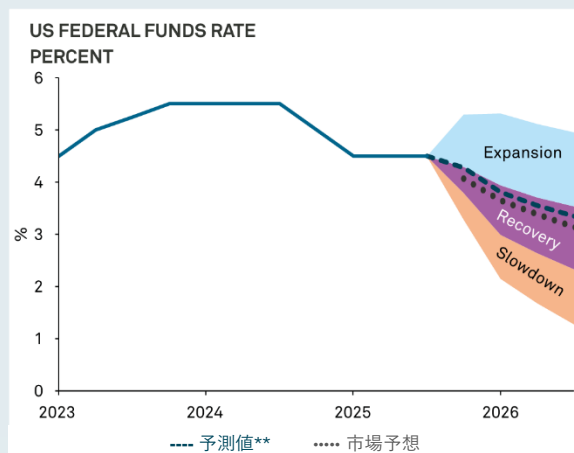
ユーロ圏の当面の政策金利は市場予想（今後数カ月で1回の追加利下げ）を若干下回ります。これは成長見通しとインフレが弱含みで推移するシナリオに基づくものです。2026年後半から2027年初頭にかけては、インフレが回復するにつれ政策金利も小幅に上昇すると見ています。中国は基本シナリオとして四半期ベースで成長鈍化が想定され、消費拡大を目的とした財政緩和策がより前倒しで実施される可能性が高いと予想します。これによりデフレ圧力も徐々に緩和されると見ています。中国人民銀行は金融環境の健全性を維持するため、さらなる金融緩和を進め、十分な流動性を維持すると考えます。

基本シナリオ

最も可能性の高いシナリオ「減速」ではECBの追加利下げ1回を見込んでいます。これは短期的な成長鈍化とインフレが目標を若干下回る状況を踏まえたもので、市場予想に沿ったものです。中国は財政政策に関して、これまで慎重な姿勢を維持してきましたが、その政策は今後数カ月で緩和に向かうと予想されます。家計消費の持続的な押し上げは、来たる第15次五カ年計画の目玉となるでしょう。米国のさらなる利下げも中国人民銀行に若干の緩和余地を与えるでしょう。

リスク

ユーロ圏では、「回復」および「拡大」シナリオにおいて、2026年後半から2027年初頭にかけて1～2回の利上げを見込んでいます。また、中国では景気減速が広く予想されています。政策による刺激がより明確に民間消費拡大に向けた実効性のある改革へ転換し、国内のイールドカーブがさらにスティープ化した場合、リスク・バランスは顕著に変化する可能性があります。



*BNY見通し（確率を加重平均した予測）対市場予想。**予測値は確率が高い3つのシナリオの加重平均に基づく見通しを示す。
 2025年9月12日時点。出所：BNYインベストメント・インスティテュート

資産クラス別見通し

← 中立 →
 選好しない [オレンジ] [グレー] [紺色] 選好する

主要資産クラス	戦術的（上段） 戦略的（下段）	見通し
グローバル株式		短期的には成長の下振れリスクを依然として抱えているものの、世界経済は底堅さを見せています。景気後退リスクは低く、米国は新たな金融緩和局面に入りつつあります。その他の地域におけるこれまでの利下げも、足下の景気循環サイクルをさらに下支えすると予想されます。
ソブリン債券		利回りは上昇しており、投資家に格好のエントリー・ポイントを提供しています。米国の財政ファンダメンタルズの悪化とインフレ・リスク継続を踏まえ、米国債はその他のソブリン債に対してアンダーウェイトを維持します。一方、高水準の利回りは魅力的なインカム・リターンを提供します。
社債		スプレッドは依然として縮小した状態が継続。AIテーマを背景とするスプレッドの更なる縮小余地も限定的です。貿易環境の変動と経済の不確実性は、消費や成長の重荷となる可能性があります。こうした中、より割安で安全性の高い債券資産への資金ローテーションが予想されます。ハイレード債より高格付け債を、米国債より欧州債を選好します。スプレッド・リスクを管理するためには、一層銘柄選択が重要となるでしょう。
実物資産		金に関しては、マクロ経済の変動性の高さやインフレ・ヘッジ機能の観点から、前向きな見方を維持しています。

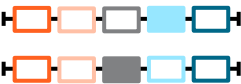
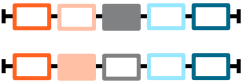
主要株式	戦術的（上段） 戦略的（下段）	見通し
先進国		政策の不透明性は依然高いものの和らぎつつあります。トランプ関税ショックの悪影響が時間差で現れ、短期的にマクロ指標を悪化させるリスクはあるものの、中期的な見通しはより楽観的で、金融・財政緩和が下支えとなる見込みです。AIテーマは長期的な期待リターンを押し上げると予想されますが、景気循環的な要因によりボラティリティが高まるリスクもあるため、地域分散した投資アプローチが不可欠です。
米国		米国の成長見通しは短期的に下方修正リスクが残るものの、政策緩和が下支えとなるでしょう。政策の不透明性は依然として高く、市場は短期的にマクロ経済指標に敏感に反応する可能性があります。米国株式については、小型株より大型株を選好し、質の高い銘柄へのエクスポージャーを重視します。AI主導の生産性向上と、AI関連の大規模な設備投資への期待が、極端な下落リスクを抑制します。
英国		英国は関税リスクからの直接的な影響が比較的少なく、同国経済は段階的な利下げに伴う回復が見込まれます。英国株式は配当利回りが高いため、インカム収益を求める米国投資家にとって魅力的なものとなっています
欧州（除く英国）		ECBの金融緩和サイクルは終盤に近づいており、2025年後半は成長が再び減速すると予想されますが、財政による支援を背景に、2026年は回復に転じると見ています。景気サイクル全般における底堅さ、財政支出の拡大、ウクライナ・ロシア戦争の沈静化が、2026年の相場好転を促すと見込まれます。
日本		中立的な見方を維持します。関税の不透明感が薄れ、エネルギー・食料品価格は正常化し、消費税減税がインフレを抑制し、将来の実質所得が押し上げられると見込まれます。経済成長が鈍化する一方で、実質所得の上昇が2026年にかけて経済活動と企業収益を押し上げると予想されます。

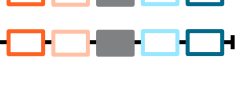
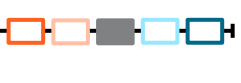
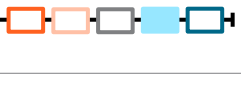
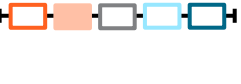
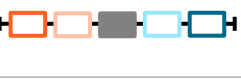
※左端（オレンジ色）から「選好しない」、中央（グレー色）が「中立」、右端（紺色）が「選好する」ことを示す。

2025年9月23日時点。出所：BNYインベストメント・インスティテュート

資産クラス別見通し

← 中立 →
 選好しない ◻ ◻ ◻ ◻ ◻ 選好する

主 要 株 式	戦術的（上段） 戦略的（下段）	見通し
新 興 国		新興国市場は、米ドル安と各国の利下げを背景とする上昇が見込まれます。米国の景気減速はマイナス要因ですが、貿易関税は安定化が視野に入りつつあります。中国は追加の景気刺激策を講じる見通しです。新興国株式は割安で、長期的なサプライチェーン再編からも恩恵を受けるとみられます。
中 国		関税の水準は全般的に高いものの安定化傾向にあります。米中間のデカップリングはより緩やかなペースながら継続する見込みです。テクノロジー・セクターの見通しは明るく、不動産セクターもファンダメンタルズが改善しています。経済の立て直しとデフレ抑制のために必要とされる追加刺激策が今後実施される見通しです。
新 興 国 （除く中国）		相互関税の悪影響は、懸念されたほど深刻でないことが明らかとなっています。エレクトロニクス産業に注力し輸出依存度の高い新興国は、AI普及の恩恵を受けるでしょう。さらに関税の低さなど中国と比べた相対的優位性が追い風となり、さらにバリュエーションも適正から割安な水準にあります。国・セクター間の相関は低下しています。

主 要 債 券	戦術的（上段） 戦略的（下段）	見通し
米 国 国 債		短期的には成長の下振れリスクがある一方で、FRBはインフレ圧力の上昇を注視すると予想され、市場によるFRBの利下げ期待には行き過ぎ感があります。巨額の財政赤字はリスク要因ですが、魅力的な利回りとそれに伴う良好なインカム・リターンを背景に選好しています。デデュレーションを長期化することによる利益は限定的で、ボラティリティの高止まりには注意が必要です。
先進国ソブリン （除く米国）		一部先進国国債の為替ヘッジ付きインカム・リターンは、絶対値ベースでも米国債対比でも引き続き魅力的です。また米ドル安により、同資産クラスは為替ヘッジ無しでも魅力的と考えられます。関税に関するディスインフレ圧力によって、米国を除く一部の先進国で追加利下げ余地が生まれる可能性があります。
グ ロ ー バ ル 投 資 適 格		スプレッドは縮小しており、米国の消費減速に伴い拡大に転じる可能性があります。貿易の不透明感や関税引き上げ、サプライチェーンや企業の利益率への打撃が消費の減速を招く恐れがあります。投資適格債はハイイールド債より堅調に推移する見込みですが、リスク調整後リターンおよび相対リターンは魅力的ではありません。
ハ イ イ ー ル ド		スプレッドは縮小しています。貿易や金融市場におけるボラティリティ上昇、エネルギーや産業用コモディティの価格下落、FRBによる後追いの金融緩和政策などを背景に、ハイイールド債は、発行体企業の収益率停滞と借り換え圧力により、スプレッドが再拡大する可能性があります。アンダーウェイトを維持します。
新 興 国 （現地通貨建て）		インフレが緩和し、米ドルが一段と弱含みで推移する中、新興国の実質金利は高水準で、金融緩和を後押ししています。こうした環境下、通貨上昇と金利低下の双方を通じた価格上昇が期待されます。相対的に低い為替キャリーはリスク要因ですが、現時点では大半の主要新興国における健全なマクロ経済のファンダメンタルズと政策運営によって相殺されています。
新 興 国 （米ドル建て）		中立的な見方を維持しています。その背景には2025年に世界貿易が減速する可能性と、それに対する十分な政策バッファ、柔軟な通貨と軟調な米ドルなどがあります。バリュエーションは、世界の投資適格債およびハイイールド債と比較して割安な水準にあります。

※左端（オレンジ色）から「選好しない」、中央（グレー色）が「中立」、右端（紺色）が「選好する」ことを示す。
 2025年9月23日時点。出所：BNYインベストメント・インスティテュート

BNYインベストメント・インスティテュート



ERIC HUNDAHL, CFA
Head of Investment Institute



SEBASTIAN VISMARA
Head of Economic Research



ANINDA MITRA
Head of Asia Macro &
Investment Strategy



RYAN MILGRIM, CFA
Senior Research Analyst



JONATHAN PARK
Multi-Asset Research Analyst

重要な情報

- 当資料の内容は、BNYインベストメント・インスティテュートが作成した資料をもとに、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではありません。
- 当資料に示されている運用成果、データ、見解等は過去の実績および将来の予測であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。第三者機関提供データに関して当資料の作成者は、いかなる保証・責任を負うものではありません。
- 図表およびコメントはあくまでも情報提供を目的として作成したものであり、実際のBNYの関連会社の運用戦略およびファンドの過去の実績ではありません。
- 当資料に記載されているいかなる見解も、その執筆者が資料作成時点に入手可能な信頼できると判断した情報に基づき記述したものであり、情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。また、将来予告なく変更することがあります。
- 個々のポートフォリオ運用チームは異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。
- 当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でも当資料の全体または一部を、転用、配布することはできません。

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第406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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会