



世界経済・市場展望

バンテージポイント

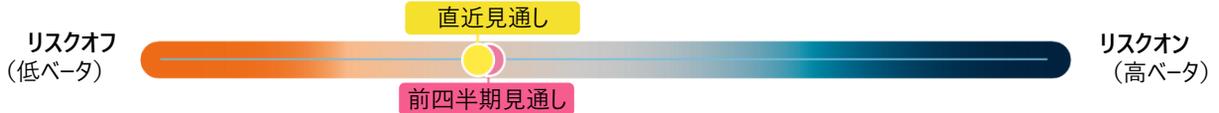
後戻りできない道を歩む  
強靱さ

2025年第3四半期

BNYインベストメント・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

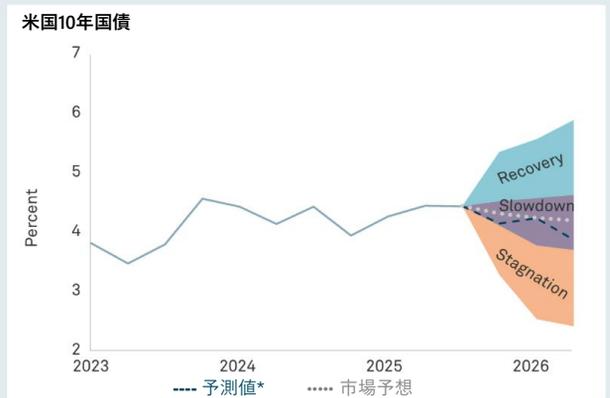
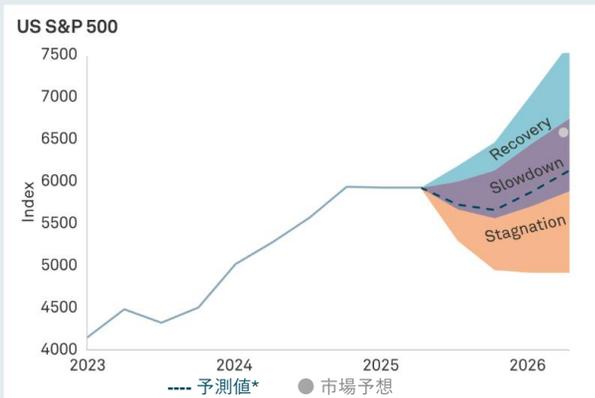
	2025年第3四半期	見通し
経済成長		2025年の米国の経済成長は、市場予想を下回る。一方ユーロ圏と中国の経済成長率は、市場予想並み。
インフレ		2025年の米国のインフレ率は、市場予想を上回る。
金融政策		2025年のFRBの金融政策は、市場予想通り段階的な緩和が見込まれる。

## 戦術の見通し

	2025年第3四半期	見通し
グローバル株式		トランプ関税による経済成長の下押し圧力が今後数カ月の間に強まると見ているが、市場は、その様な短期的なリスクに対して鈍感になりつつある。
ソブリン債券		利回りは高い水準にあり、良好なインカム・リターンが引き続き期待される。
社債		スプレッドはタイトで、貿易の不確実性や経済の不透明感が、個人消費および経済成長全般に対する重しになる。
実物資産		ボラティリティやインフレ、また地政学的な不透明性に対し、有効なヘッジを提供する資産クラス。

ヒートマップの見方：【紺色】BNY見通しが経済成長率に関して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】BNY見通しが経済成長率に関して市場予想を上回り、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的な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】BNY見通しが経済成長率に関して市場予想を下回り、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	277	274
Earnings Growth	+9%	+8%
Price/Earnings	23	22
Approximate Level	6,370	6,100
Return Estimate	+6%	+2%

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	3.5%	3.5%
Yield curve slope	+1.0%	+0.6%
Approximate Level	4.5%	4.1%
Yield change	+0bp	-40bp
Return Estimate	+0%	+3%

\*点線の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6月9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
<b>S&amp;P500</b>			<b>6,770</b>	<b>+13%</b>
米国10年国債			<b>4.6%</b>	<b>-1%</b>

**マクロ経済：**関税をめぐる不透明感が薄れることで、経済成長が回復。2025年の財政刺激策は限定的となる一方、2026年には控えめながら一定の財政支援が行われ、需要が回復する見込み。米国以外の地域が恩恵を受ける。米国のインフレは抑制された状態が続き、FRBは2025年中に2度の利下げを実施。

**金融市場：**リスク資産にとって最もポジティブ。株式のPERが押し上げられ、リスク・スプレッドが短期的に縮小する。米ドルは、2026年に他通貨に対する足元の下落を一部回復。債券のパフォーマンスは軟調となり、米国債のイールドカーブはスティープ化。

## 景気減速（確率50%）

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
<b>S&amp;P500</b>			<b>6,370</b>	<b>+6%</b>
米国10年国債			<b>4.5%</b>	<b>+0%</b>

**マクロ経済：**米国の経済成長は、関税引き上げ（実効税率約18%）と不透明性の影響により、トレンド以下のペースに減速。2025年における財政刺激策の効果は、関税の影響で小幅なプラスにとどまる。価格転嫁の浸透により、インフレ率は3%を超えると予想。FRBは、2025年中は金融緩和に慎重な姿勢を維持し、2026年はより緩和的なスタンスに転じる。

**金融市場：**株式のPERは不安定な状態が続くものの、2025年末に掛けて落ち着きを示すと予想。企業収益は、比較的安定した成長が継続すると見込む。クレジット・スプレッドは、長期の平均水準へ向かって拡大する見通し。米国では、物価上昇圧力が利下げを抑制しているものの、経済成長への懸念を背景に債券は好調となる。実質利回りの低下を受け、米ドルは弱含みが予想されるが、米ドル安のペースは緩やかにとどまる。

## 景気停滞（確率30%）

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
<b>S&amp;P500</b>			<b>5,230</b>	<b>-13%</b>
米国10年国債			<b>3.2%</b>	<b>+10%</b>

**マクロ経済：**大幅な関税引き上げ（実効税率20%かそれ以上）が、インフレの急上昇と不透明感の強まりをもたらす、米国の内需を圧迫。ユーロ圏と中国は、景気刺激策を実施するも、世界的に需要は急減。FRBは、インフレ上昇に関わらず、労働市場の悪化を背景に、2025年に2回の利下げを実施し、2026年にも追加利下げを実施。

**金融市場：**株式市場にとっては厳しい状況。株価は低迷し、底打ちの時期は2026年後半とみられる。クレジット・スプレッドは、長期平均を超える水準まで拡大し、一方ソブリン債は金利低下を背景にアウト・パフォーマンス。米ドル安が顕著となる見込み。

# 経済成長の見通し\*



**米国** 選好しない 選好する

2025年および2026年の米国経済の成長率見通しは、それぞれ1.4%、1.2%と、市場予想（2025年1.4%、2026年1.5%）を下回る水準です。

## 基本シナリオ

基本シナリオは「慎重」を維持。2025年は、政策の不透明性が非常に強く、経済成長の減速が見込まれます。その結果、企業や家計における支出や投資に対する意欲も減退するでしょう。これは、2018年の第1次貿易戦争の際にみられた状況と類似しています。また、関税による物価上昇に伴い、実質所得も打撃を受けると予想されます。

## リスク

基本シナリオには、下振れリスクがあります。米国経済が減速するという見立てが間違っていた場合、恐らく経済成長率はさらに失望的な方向へ振れる可能性が高いと思われます。「停滞」のシナリオでは、通商交渉の停滞や報復関税によって貿易関係に劇的な亀裂が生じ、また、インフレ上昇を背景に短期的な金融政策による下支えも限定的となるため、米国経済は2025年末に掛けて小幅ながらも後退が明確になるとみられます。一方より楽観的な「回復」シナリオでは、米国の財政刺激策が予想以上に大規模なものとなり、貿易協定の合意成立により関税も当初発表より低い水準にとどまり、経済成長への影響は軽微となるでしょう。全体的に見れば、米国がリセッションに陥る可能性は、過去平均に比べて高いと予想されます。

**欧州・中国** 選好しない 選好する

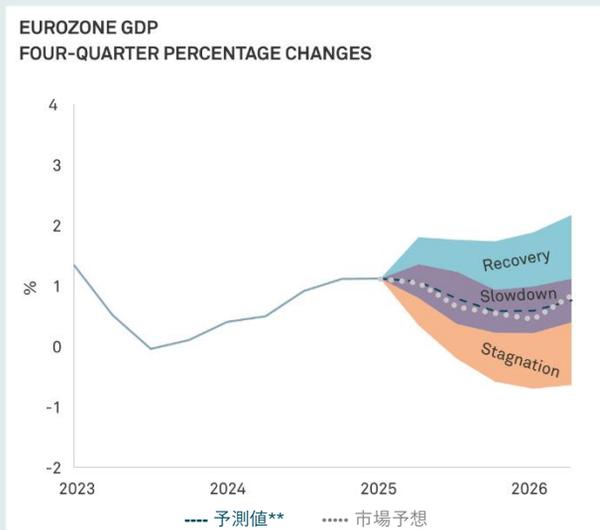
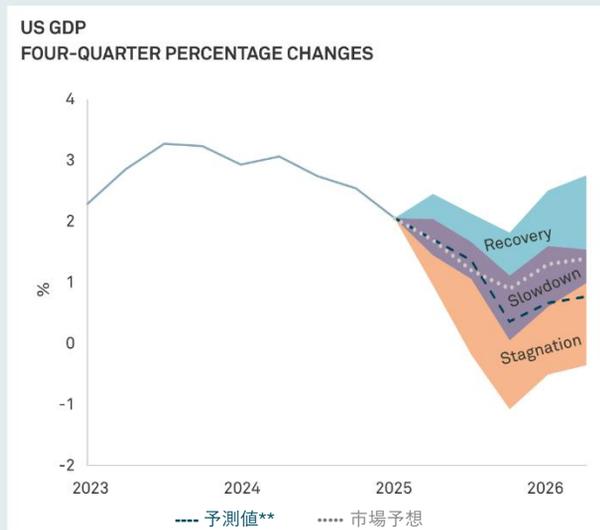
米国以外の地域について、経済成長見通しを上方修正。ユーロ圏は、2025年が1%、2026年は1.1%と、市場予想並かそれを若干上回る水準となっています。中国は、市場予想（4.5%前後）通りの経済成長率を見込んでいますが、これは中国が掲げる5%の成長率目標をやや下回る水準です。

## 基本シナリオ

ユーロ圏の基本シナリオは、2025年後半に掛けて減速し、関税や政策の不透明感が重荷になるとみられます。ただし、2026年には、国防とインフラへの財政支出の拡大や、潜在成長率に向かう自然な回復力により、市場予想よりも迅速な景気拡大がみられると考えています。2025年前半、中国のGDP成長率は、輸出の増加（関税発動前の駆け込み）、不動産価格の安定、さらにサービス活動の回復により、予想を上回りましたが、輸出依存度が高まっているため、外的要因による逆風は悪化するでしょう。財政緩和とハイテク製造業の発展は、一定の下支えとなるでしょう。ただし、今後2四半期にわたってGDP成長率は減速する見通しであり、構造的な成長の鈍化も依然として起こり得る状況です。経済全体のデフレは持続し、名目GDP成長率は年率4.5%前後にとどまるでしょう。

## リスク

米国以外の地域についても、基本シナリオには下振れリスクがあります。ユーロ圏と中国は輸出に依存しており、世界的な貿易環境の悪化に敏感です。とはいえ、今回のショックの直前まで経済活動は回復基調にあり、また財政刺激策の規模も大きいいため、仮にトランプ関税に対する懸念が強すぎた場合は、強い経済成長が期待できるでしょう。



\*BNY見通し（確率を加重平均した予測）対市場予想。\*\*点線の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6月9日時点。出所：BNYインベストメント・インスティテュート

# インフレと政策の見通し\*



米国 選好しない [ ] [ ] [ ] [ ] [ ] 選好する

米国政策金利は、市場予想（4%）と一致しているものの、経済成長の鈍化が予想されます。一方米国インフレ率予想（3.2%）は市場が織り込んでいる水準（3.1%）よりもわずかに高く、かつ市場予想（3.0%）も上回っています。予想されるインフレ上昇の大部分は、米国の輸入関税の引き上げを反映したものです。ただし、インフレ率は2026年初頭には低下に転じ、市場が織り込む水準と概ね一致したより速いペースでの利下げが可能になると予想します。

## 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は年末まで利下げに踏み切れず慎重姿勢を維持し、年内の利下げは1回にとどまる見通しです。本シナリオ下では、インフレ圧力が再加速し、景気は持ちこたえ、インフレ率が目標水準を上回っているためFRBは拙速な利下げを回避したいと考えるはずで、とはいえ、関税引き上げはインフレ率の持続的上昇を意味せず、一過性の物価上昇に過ぎないため、政策当局が引き締めに踏み切るとは考えていません。

## リスク

米国政策金利の下振れと米国インフレ率の上振れが考えられます。2番目に可能性の高い「停滞」シナリオでは、政策金利は一旦4%まで上昇しますが、景気減速はさらに強まり、2026年に急ピッチな利下げにつながると予想されます。「回復」シナリオでは、関税率が低水準にとどまることで2025年のインフレ上昇幅も縮小し、2025年末までに2回、2026年に2回の利下げが可能になるとみられます。

欧州・中国 選好しない [ ] [ ] [ ] [ ] [ ] 選好する

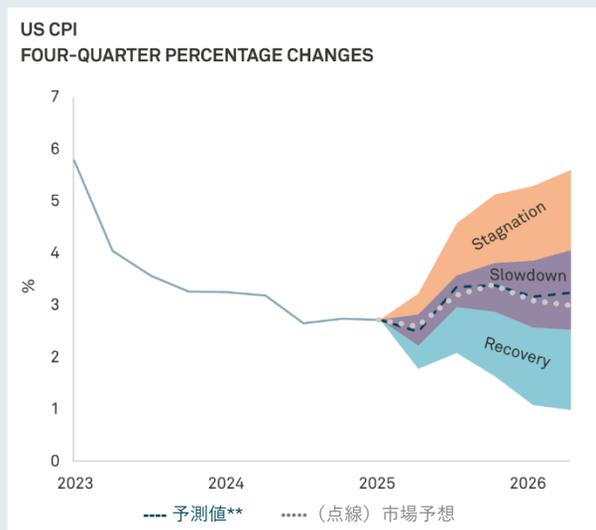
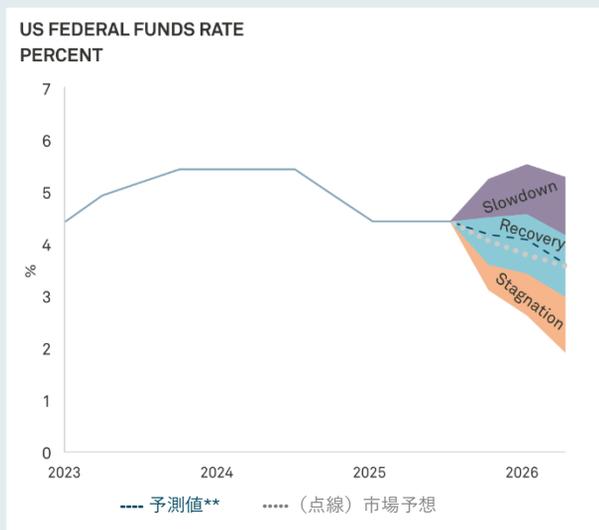
ユーロ圏の政策金利は2025年末時点で1.75から1.5%と、市場が織り込む水準と一致。2026年は、経済成長見通しやインフレ回復を背景に、1・2回の利上げを予想。中国については、2025年前半の経済成長率が予想を上回ったため、緩和政策を急ぐ必要性がやや低下しました。しかし、成長率上振れというサプライズに関わらず、デフレ脱却には至らず、中国の過剰設備と供給サイドの課題を浮き彫りにしています。

## 基本シナリオ

最も可能性が高い「減速」シナリオは、経済成長が依然低迷しインフレ率も目標水準をやや下回る中、ECBが2回の利下げを行うと予想され、これは市場予想と一致。一方中国は経済状況に応じた緩やかな財政緩和が予想されますが、政策当局は地方政府債務や準財政リスク増加に対する警戒感を強めています。米ドル安が一段と進めば、今後数カ月に亘り、中国人民銀行が金融政策をより緩和する余地が生まれるでしょう。

## リスク

2026年のユーロ圏の金利動向に関する予想は、シナリオ間で大きく異なり、基本シナリオと上振れシナリオでは数回の利上げを、一方下振れシナリオでは金利の据え置きを予想します。中国に関しては、2025年後半の経済活動の減速が広く予想されています。ただし、政策スタンスが民間消費の拡大に繋がる改革へと大きく軸足を移す場合には、リスクの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。\*\*点線の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6月9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



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		米国経済の成長期待に対する下振れリスクが依然として存在し、投資家心理に過熱感があることから、株式市場の戦術的見通しについては、慎重な姿勢を維持。政策に関する不透明性の強さが既に短期的な成長を阻害しており、今後数カ月で成長の下押し圧力が一段と強まると予想。
ソブリン債券		利回りが上昇し、投資家に良好なエントリーポイントを提供しているとみられる。引き続き米国債を他のソブリン債に対してアンダー・ウエイト。短期的に米国の財政赤字が予想以上に膨れ上がるリスクや、米国のインフレ・リスクなどを懸念。高い利回りと共に魅力的なインカム・リターンは引き続き健在。
社債		スプレッドは縮小しており、貿易の混乱や経済の不透明性が消費と成長全般の重しとなる。スプレッドの拡大と、より割安で安全な債券資産への回帰を予想。ハイイールド債よりも高格付けのクレジット、米国よりも欧州のクレジットを选好。
実物資産		ボラティリティの高まりとインフレヘッジ機能の観点から、金についてはポジティブな見方を維持。株式的なエクスポージャーを有し、かつより高い安定性とインカム面のメリットもあるインフラ資産を选好。

主要株式	戦術的 (上段) 戦略的 (下段)	見通し
先進国		マクロ指標の悪化見通し、世界的な経済環境のリスクの高まり、関税関連のリスクなどを背景に魅力度が低いと判断。「AI」のテーマは健在で、長期の期待リターンを押し上げているが、短期的には景気循環面の悪材料が勝るとみられる。世界的な不透明性の強まりが、幅広い市場(指数)をまたぐ広い分散化の必要性を喚起している。
米国		米国経済の成長期待には、引き続き下方修正リスクがある。インフレ・リスクが高まっているため金融緩和による下支え効果は限定的とみられ、さらに政策の不透明感が市場に大きなボラティリティをもたらしている。クオリティ銘柄と高配当銘柄への配分を重視。
英国		英国は直接的な関税リスクは少ないものの、ユーロ圏の景気減速に対しては脆弱。インカムを重視する米国の投資家にとって、通貨ヘッジを掛けた英国株式は、配当利回りが高く魅力的とみられる。直近の原油価格の動きを踏まえると、エネルギー銘柄への戦術的配分に魅力がある。
欧州 (除く英国)		目先の景気循環指標に改善がみられれば、欧州株 (除く英国) は楽観視できるものの、依然として関税が大きなリスク要因。2025年後半は経済成長の減速が予想されるが、その後は財政による支援を背景に2026年末に向けて回復に向かうと考える。
日本		世界的な景気悪化の見通しや自動車関税に対する懸念、さらに日銀の緩やかな政策正常化や円高基調の強まりなどを背景に引き続き敬遠。これらの要因は、企業収益の低下や設備投資の遅れに繋がる。リフレッシュと実質賃金の上昇が経済環境の改善を示唆しているが、消費が目に見えて回復するには至っていない。

※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6月18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



主要株式	戦術的 (上段) 戦略的 (下段)	見通し
新興国		中立スタンスを維持。新興国市場は米ドル安の恩恵を受ける一方、貿易や経済政策の不透明性、さらに米国経済の減速からの圧力も受けると考える。新興国株式は割安であり、かつ中国の比率が大きく（同国のマクロ環境は安定化）、長期的なサプライチェーン再編による恩恵も受けるとみられる。
中国		予想以上の関税引き下げとやや控えめな政策刺激を背景に中立見通しに変更。足元で関税引き下げが行われたとは言え、全体的な税率は依然非常に高水準となっている。さらなる米中デカップリングの流れは継続するが、以前よりは緩やかになると考える。テクノロジー・セクターの見通しは明るく、不動産セクターにも安定化がみられる。直近の動向を見る限り、政策面の支援は浅いと予想され、デフレは長期化する可能性がある。
新興国 (除く中国)		貿易政策の不透明性、中でも特定業種への打撃となりうる関税や相互関税が、経済成長を妨げる要因となる。反面、中国に対する相対的な優位性（低い関税など）は追い風となり、バリュエーションもフェアバリューから割安な水準にある。各国間や業種間の相関は、相対的に低水準。
主要債券	戦術的 (上段) 戦略的 (下段)	見通し
米国国債		経済成長の鈍化の可能性が高いものの、インフレ圧力が強まる中、FRBは利下げに慎重になるとみられる。予想を上回る財政赤字も短期的にリスクとなる。魅力的な利回りと良好なインカム・リターンを理由に投資を継続しているが、デフレーションを取ることに伴うリターンは限定的(即ち、金利低下余地が少ないため米国債価格上昇は期待薄)とみられ、ボラティリティも高まっているため、慎重姿勢を取っている。
先進国ソブリン (除く米国)		通貨ヘッジ・ベースのリターンは、絶対水準でも米国債対比でも引き続き魅力的。また米ドル安に伴い、通貨ヘッジ無しでも魅力的な資産クラスとなっている。米国以外の地域における需要の減速とインフレ低下圧力は、米国を除く先進諸国の追加的な利下げの動きに繋がる。
グローバル 投資適格		スプレッドは割高な水準にあり、米国における消費の減速と共に、今後拡大する可能性がある。貿易の不透明性や高い関税を受け、サプライチェーンや企業収益に与える悪影響などが考えられる。投資適格債は、ハイールド債よりも持ちこたえるかもしれないが、リスク調整後の相対リターンの面では、魅力的とは言えない。
ハイールド		スプレッド水準には割高感がある。貿易と金融市場のボラティリティが高まる中、エネルギーや産業用コモディティの価格が下落し、FRBの緩和政策も後手に回っている。ハイールド債発行企業の利益率の失速や借り換え圧力を背景に、スプレッドは再び拡大すると予想。アンダー・ウエイトを継続。
新興国 (現地通貨建て)		新興国通貨の相対的に低いキャリー（通貨のボラティリティ調整後）は、新興国の実質金利の高さやさらなる米ドル安により埋め合わせられる可能性が高い。新興国における追加的な金融緩和や、為替とデフレーションの双方による債券価格の上昇に繋がるとみられる。見通しを「ポジティブ」に引き上げ。
新興国 (米ドル建て)		2025年に世界貿易が減速する可能性と、これに対する十分な政策対応余地および柔軟な通貨や軟調な米ドルを鑑み、中立の見通し。バリュエーションは、グローバル投資適格債やハイールド債ほど割高ではないと考えられる。

※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6月18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の関連会社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