

米国経済は再び「偉大」になるのか



米国経済の真の価値と可能性は——。BNYインベストメンツ傘下の運用会社であるニュートン・インベストメント・マネジメントの株式ポートフォリオ・マネジャーのジョン・バイラーに聞きました。

ジョン・バイラー
株式ポートフォリオ・マネジャー

要旨

- ドナルド・トランプ大統領の関税は、経済を一時的に減速させるでしょう。一方で貿易赤字を減らし、税制優遇措置を延長し追加するための財源を確保し、最終的には数年にわたってより好ましい市場環境を作り出す意図的な政策とも考えられます。
- トランプはロナルド・レーガン元大統領の政策を模倣しているようです。トランプ政権初期の経済政策と高い失業率は、レーガン政権発足時（現在よりも高金利環境）と同様に、インフレ抑制、税制優遇措置、規制緩和、株価上昇などの利益をもたらす可能性があります。
- 世界的なゼロ金利政策の10年間は割高なグロース（成長）株に有利な環境を作り出しました。しかし足元では、金利の上昇とPER（株価収益率）が割高な銘柄の利益成長の減速が見込まれ、今後はバリュエーションが低く下値抵抗のあるバリュー（割安）株へのローテーションが予想されます。
- 最近成立した米国の減税法案には恒久的な税制優遇措置の延長、研究開発費の全額償却など、製造業へのインセンティブが含まれており、経済成長を刺激し、特に金融セクターに恩恵をもたらすと期待されます。

「トランプ大統領と政権は経済を理解しておらず、関税政策は世界と米国の経済に悪影響を与えるというのが一般的な見解だと思われる。しかし、トランプ政権は何らかの計画があるかもしれない」とジョン・バイラーは話します。トランプ大統領は次期大統領に引き継ぐために、2028年を見据えて経済環境を整え始めています。

トランプ政権の計画3段階：

- 関税政策の発動で経済を減速させること。
- 関税収入を税制優遇措置に使用。特に2025年末に期限が切れる予定の2017年の税制優遇措置を延長すること。
- 規制を緩和して経済を刺激すること。

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。

米国経済は再び「偉大」になるのか

レーガン時代の模倣

第2次トランプ政権は最初の10日間に、レーガン元大統領が1981年に実施した多くの政策を模倣したとみられます。

レーガン元大統領の最初の任期中に何が起こったのでしょうか。彼は当時米連邦準備理事会（FRB）議長だったポール・ボルカーに金利を引き上げるという“汚れ仕事”をさせました。そして、政権の初期に米国の政策金利であるFF金利の水準が20%に達しました。その結果、景気は後退し、失業率が大幅に上昇しました。金利引き上げは政権期間中続いたわけではなく、失業率は次第に低下しました。

レーガンとボルカーのように、トランプ大統領は任期の初めに関税政策で「痛み」を引き起こしていると考えます。「多くの人々は、関税は長期的には良い政策だとは

思っていないが、直近の過熱気味の経済を減速させるためには役立っていると考える」とバイラーは述べます。レーガンが当選したのは1970年代後半のインフレを大統領選挙の対戦相手だったジミー・カーターが見誤ったためで、この状況はトランプ、そして大統領選挙の対戦相手ジョー・バイデン、カマラ・ハリスとも一致しており、トランプの関税政策のきっかけになっていると説明。「初期に痛みを伴う景気後退を起こすことで、たとえ失業率が少し上昇することになったとしても、インフレ抑制につながるだろう」と解説しています。

レーガンは任期初期の“痛み”にもかかわらず、2期目の当選を果たしています。トランプは2028年の大統領選挙で共和党が勝利することに焦点を当てていますが、トランプ自身の3期目については疑問を持っています。

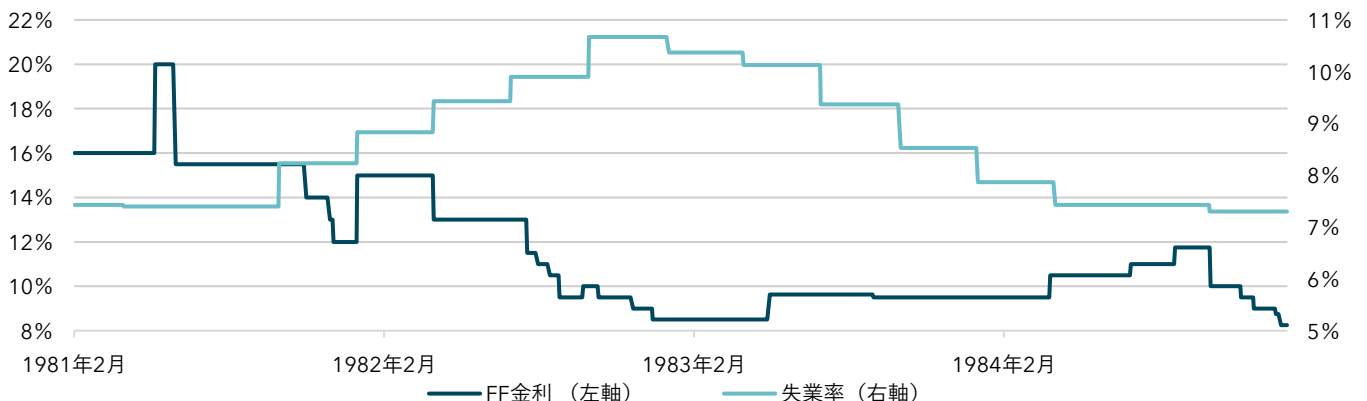
第2次トランプ政権（2025年）の主な政策

- 財政支出の抑制
- サプライサイド経済政策（供給重視）
- インフレ抑制
- 規制緩和
- 「力による平和」
- 減税策の延長
- エネルギー価格の引き下げ
- 国家予算の均衡

レーガン政権（1981年）の主な政策

- 金融引き締め
- サプライサイド経済政策
- インフレ抑制
- 規制緩和
- 「力による平和」
- 減税
- エネルギー価格の引き下げ
- 国家予算の均衡

第1次レーガン政権時代のFF金利と失業率の推移（1981年2月～1984年12月末）



出所：Newton, Bloombergなど、2024年12月31日時点。
上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

米国経済は再び「偉大」になるのか

減税延長と規制緩和の恩恵

関税に関する報道の多くが悲観的な側面に焦点を当てていますが、税制優遇措置延長の財源に充てる税収という観点ではプラスの影響をもたらすと考えます。

2017年の減税・雇用法（トランプ減税）を恒久化しなければ、個人の税金負担が大幅に増えます。これは米国の経済成長にマイナス影響を与えるでしょう。そのため、共和党がトランプのいわゆる「ひとつの大きな美しい法案」を通過させたことはポジティブなことだと考えます。トランプ減税には、米国内の研究開発費の控除や製造業などの設備投資の全額を1年目に所得から差し引ける特別減価償却など、企業の税控除として機能し、成長促進につながる項目が含まれます。

「これは企業の生産拠点を米国に回帰させる後押しになるだろう。また米国でのモノづくりや労働機会の増加から恩恵を受ける企業も増えるとみている」とバイラーは言います。

また規制緩和は特に金融機関にとって追い風になるでしょう。トランプ政権下での規制の遵守コストはバラク・オバマとバイデンの両政権を下回る低水準でした。この規

制の遵守コストの低減は「株式市場にとって大きな意味がある」とバイラーは強調します。

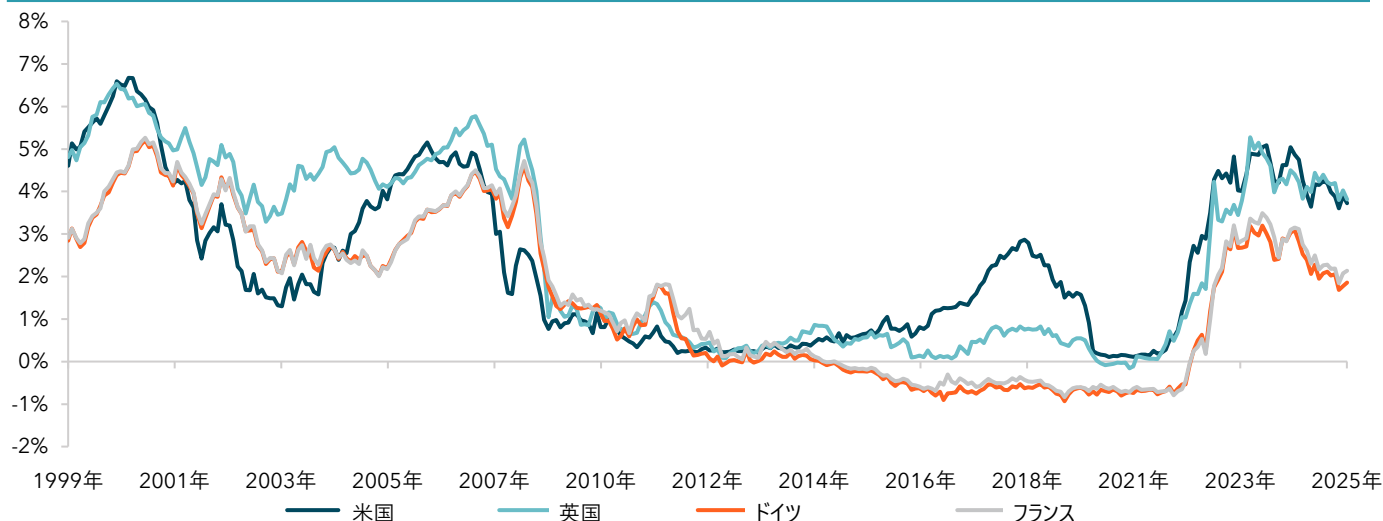
「結果が表れるには時間を要するだろう。ビジネスに関する規制緩和が株価上昇など、目に見える形となるのは4年後の大統領選挙のときと予想するが、トランプ大統領はまさにそれを望んでいると思われる」

「フリー・マネー」時代の終わり

世界金融危機後の10年間、ゼロ金利の時代が続きました。「過去10年は『フリー・マネー（自由なお金があふれている）』、つまりゼロ金利という歴史的に見て異常な時期だった。過去10年間の株価バリュエーションの水準や株価が好調だった企業に対してはやや懐疑的に見るべきと考える」とバイラーは述べます。

金融セクターはゼロ金利によって打撃を受けたものの、高金利環境下では堅調に推移する傾向にあります。またゼロ金利は米国株式市場、例えばS&P500指数のPER水準を押し上げました。

「フリー・マネー時代」の終わり 主要国の2年国債利回り（1999年1月末～2025年6月末）



出所：Bloomberg、2025年6月30日時点。
上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

米国経済は再び「偉大」になるのか

米国株式は割高な水準にあるため、この先10年でグロース株の期待リターンが大幅に低下する可能性があります。ただし、株式市場の中にはPERが低水準で期待リターンの上昇が見込める銘柄が潜んでいます。このようなバリューストックへの投資機会を発掘することこそ、アクティブ運用の手腕の見せどころと言えます。

また今後米国株式が低迷した場合、配当利回りやインカム収益が一層重視されるようになると考えます。

過去約16年間にわたり、グロース株はバリューストックを上回るパフォーマンスを示してきました。下記グラフは米国株式のバリュエーションを示しています。上の水色の線は、PERの上位20%、下の紺色の線は下位20%の推移を示しており、両者の開きは大きいと言えます。「多くの人が好む成長への固執はリスクがあり、株式市場には

この傾向が逆転する何らかのきっかけが潜んでいるのではないかとバイラーは述べ、特にマグニフィセント7*といった割高な株が相対的に今後下落する可能性が高いと指摘しています。

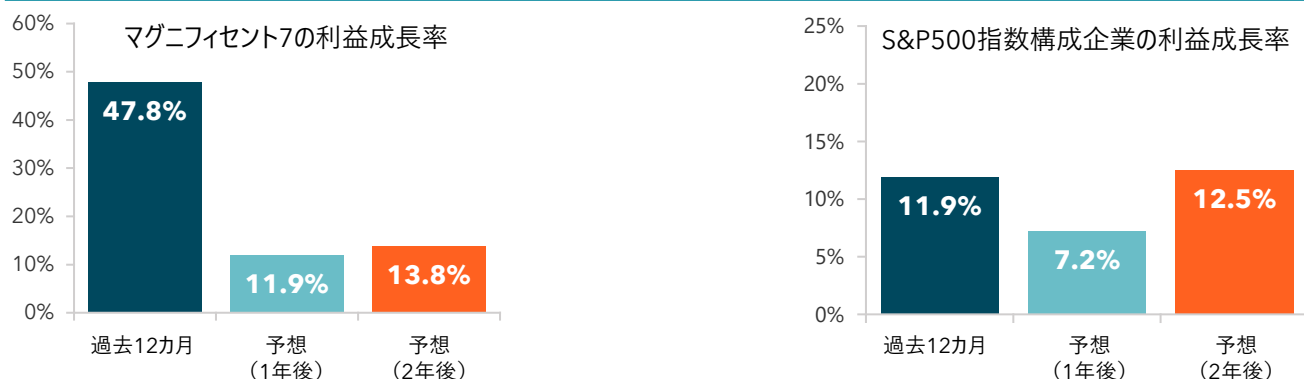
バイラーは「多くの投資家がこれらのグロース株に集中した。これらの銘柄の利益が急激に伸びたからだ。しかし、今後12か月を見ると、割高な銘柄、特にマグニフィセント7と米国株式全般の利益成長率の差は大幅に縮小すると予想される。つまり最も高値な株からバリュエーションの縮小が起きると考える」と分析します。

トランプとレーガンの両大統領の類似性や株式バブルの崩壊までの道のりが示すように、米国の経済や株式市場についても歴史を踏まえるとそのパターンが見えてくると言えるでしょう。

バリュエーションの差は依然として魅力的 S&P500指数のPER五分位上位と下位比較（1996年8月末～2025年6月末）



利益成長率は正常化の見込み



*マグニフィセント7：アップル、アマゾン、グーグル（アルファベット）、メタ・プラットフォームズ、マイクロソフト、エヌビディア、テスラ
 【上図】出所：Bloomberg, FactSet, 2025年6月30日時点。【下図】出所：BNY Investment Institute, Macrobond, 2025年7月31日時点。
 上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

ご留意事項等

- 当資料は、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。また、情報提供を目的として作成した資料であり、一般投資家への特定の有価証券の勧誘を目的と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。
- 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