

2025年6月12日

米国資産を再評価する動きが年末までに顕在化？



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

レポート要旨

「米国離れ」の3つの背景

過去数カ月間においては、グローバル投資家の間でゆっくりとした米国離れが起きているとみられます。私は、この傾向が今後7-9月期あたりまで続くと考えています。この米国離れの背景としては、①米国景気の信頼のかげり、②審議中の減税法案が米国の財政赤字を大幅に増加させるという警戒感、③米国株の割高感、が挙げられます。

年末までには「米国離れ」を促す要因が解消される公算

こうした状況のそれぞれが年末までに変化し、米国株やドルを再評価する動きが強まると見込まれます。これは、①10-12月期には米国景気に底打ち感がでてくると見込まれること、②減税法案の財政赤字インパクトについての金融市場の見方が悲観的過ぎること、③今後数カ月のうちに、欧州株に割高感が出てくること、によります。米国資産の再評価がすすむ年末以降は、米国や欧州、日本、新興国などの市場に新規の資金がバランスよく入っていく展開が予想されます。

(図表1) グローバルな証券投資フローの方向性についての見通し

2025年初めごろまで

2025年初～7-9月期ごろ

10-12月期ごろ



当レポートの5月22日号（「米国一強」の構図は変化するか？）では、米国景気が底打ちするとみられる2025年10-12月期ごろには、米国再評価の動きが強まるとの見方をご紹介しました。その後、米国議会での減税法案の審議が進展し、米国の連邦財政赤字への懸念が強まるという新たな展開がありました。私の結論には変わりはありませんが、以下では、直近での財政協議の進展状況などを踏まえて、この問題をより多くの視点から整理してみたいと思います。

「米国離れ」の3つの背景

過去数カ月間においては、米国の長期金利が上昇トレンドで推移してきたにもかかわらず、為替市場ではドル安傾向が進行し、ドル建てでみた米国株式のパフォーマンスが他の先進国を下回る状況となっています。グローバル投資家の間でゆっくりとした米国離れが起きているとみられますが、私は、この傾向が今後7-9月期あたりまで続くと考えています。この米国離れの背景として、以下の3つを挙げたいと思います（図表2）。

第1が、米国景気への信頼にかけりが出てきたことです。米国のインフレは足元ではまだ比較的落ち着いているものの、今後2～3カ月以内に追加関税によるインフレの加速が明確となり、それに合わせて消費が減速していくと見込まれます。これまでは、成長力という点では、米国が欧州その他の先進国を中長期的に上回る状況にありましたが、その構図が短期的に変わっていくとみられることで、グローバル投資家が米国への投資に対して比較的慎重な姿勢を維持すると考えられます。

第2が、米国議会で現在審議されている減税法案によって米国の財政状況が大きく悪化すると懸念が強まっている点です。減税法案は、野党である民主党の上院での議事妨害（「フィリバスター」と呼ばれています）を防ぐために、予算調整法という枠組みで審議されています。「大きく美しい1つの法案（One Big Beautiful Bill Act、略称はOBBA）」と名付けられたこの法案は5月22日に下院を1票差という僅差で通過しました。現在上院での審議が進展していますが、上院側が法案を修正した後に、同一の法案を下院でも再び通過させねばならないことから、最終的な成立は容易ではないものの、現時点での情報を総合すると、8月中旬には成立すると見込まれます。議会予算局（Congressional Budget Office、略称はCBO）の推計によると、下院を通過したこの法案は、連邦政府の財政赤字を今後10年間（2025～2034年度）で2.4兆ドル増やす内容です。投資家の間では米国の財政規律が緩むという見方が強まり、トランプ大統領の政策がもたらす不確実性と合わせて、米国の国債に対する信任の低下をもたらしてきたと考えられます。

第3が、米国株にまだ割高感が強い点です。S&P500種指数のPER（株価収益率）は過去の長期でみた平均水準を依然として大きく上回っています。米国株離れの受け皿として投資家が最も注目している欧州株の代表的な指数であるSTOXX欧州600指数のPERは過去の長期間の平均値を若干上回っている程度です。主要国・地域の中での米国株の割高感が突出しており、ドル安の動きが続く中、投資家による米国株への配分比率が引き下げられやすい状況となりました。

（図表2）足元での「米国一極集中」見直しの背景

1. 米国景気への信頼にかけり
2. 減税法案成立による財政悪化懸念
3. 米国株の割高感

（出所）インベスコ

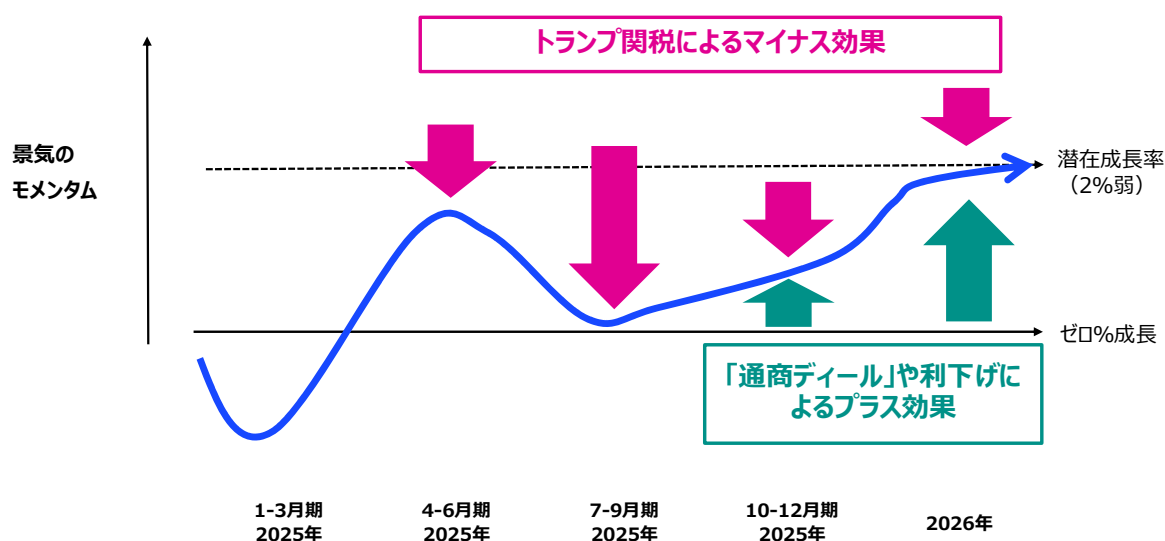
年末までには「米国離れ」を促す要因が解消される公算

こうした状況のそれぞれが年末までに変化し、米国株やドルを再評価する動きが強まると見込まれます。まず米国景気については、4-6月期にはトランプ関税による景気へのマイナス効果が顕在化し始めると予想されます（図表3）。このマイナス効果は7-9月期にはさらに強まり、景気のパフォーマンスは悪化すると思われます。しかし、トランプ政権が今後主要な貿易相手国との間で締結すると見込まれる通商ディールによって、輸出や米国向け直接投資の増加につながるはずです。また、FRBが年後半に入って実施するとみられる政策金利の引き下げも、景気に好影響を及ぼすはずです。私は、10-12月期には、こうしたプラス効果が顕在化しはじめることで、景気に明るさが出て、米国資産の再評価につながると思われます。

第2の減税法案については、私は金融市場での現在の見方は悲観的過ぎると考えています。CBOの見通しによれば、減税法案による今後10年間の財政赤字増加額（2.4兆ドル）の大半が、2017年に成立した減税雇用法（Tax Cut and Jobs Act、略称はTCJA）による、既存の減税策の延長分にあたります（図表4の水色棒の部分）。もし既に実施されている減税をやめれば、実質的には増税をしてしまうことになりますので、金融市場では、従前より、減税策はそのまま延長されるだろうという見方が広く共有されていました。このTCJAの延長に伴うコストを除いて財政インパクトを計算すると、今後10年間の累計の財政インパクトはむしろ黒字になります（図表4の青棒の部分）。したがって、この減税法案がいまの内容に近い形で成立する場合には、財政赤字についてはそれほど懸念する必要はないと考えられます。しかも、これらの計算にはトランプ政権の下で課される追加関税による歳入が含まれていません。CBOの推計によると、トランプ政権の現行の関税政策による今後11年間の歳入増加額は2.8兆ドルと、これは減税法案による財政赤字を補填してまだ余る歳入インパクトがあります（図表5）。金融市場でこれらの評価が広まっていけば、米国財政への過度の懸念は後退していくと考えられます。

第3の、米国株が割高という点については、今後数カ月の間に欧州株に資金が集まりやすいことをふまえると、欧州株のPERが今後上昇していくことで、米国株の相対的な割高感が和らいでくると思います。また、米国株にはマグニフィセント7をはじめとして、これからの世界の経済や社会の在り方を変えていく牽引役となるような生成AI関連銘柄が多くあり、それらの銘柄には、世界からの投資資金が引き続き入っていくと思われます。このため、欧州株の割高の度合いが強まるとみられる数か月後には、割高だという理由で米国株市場から資金を引き揚げようとする動きは抑制されていると予想されます。

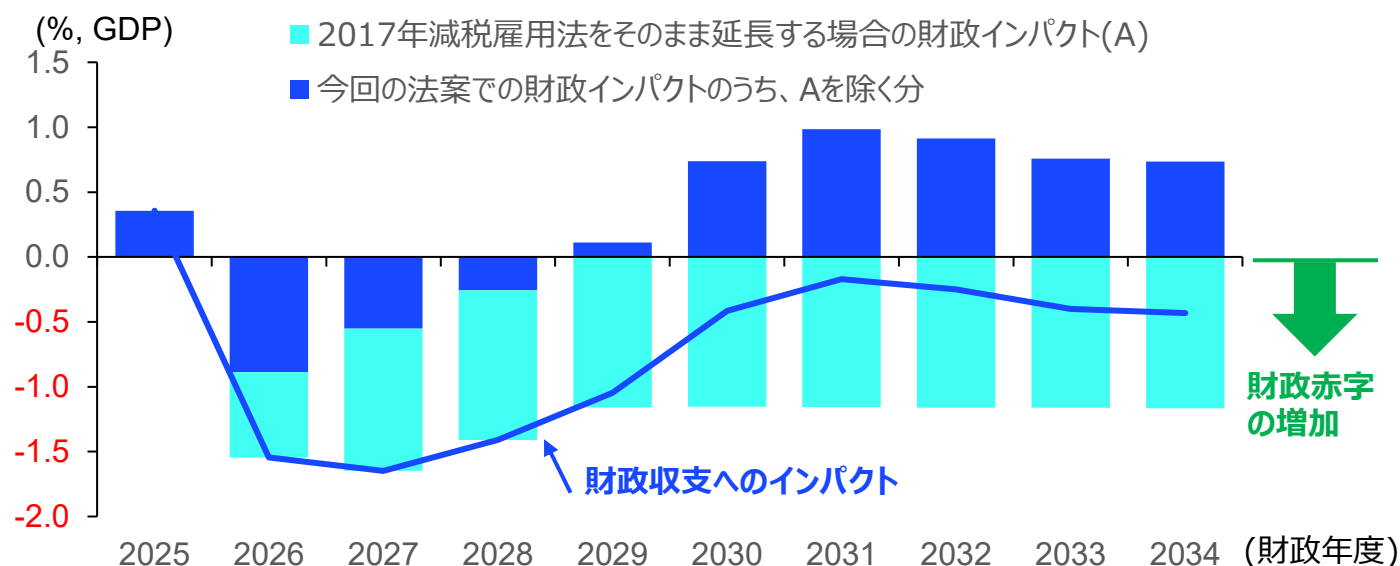
（図表3）米国景気のパフォーマンスについての見通し



（出所）インベスコ

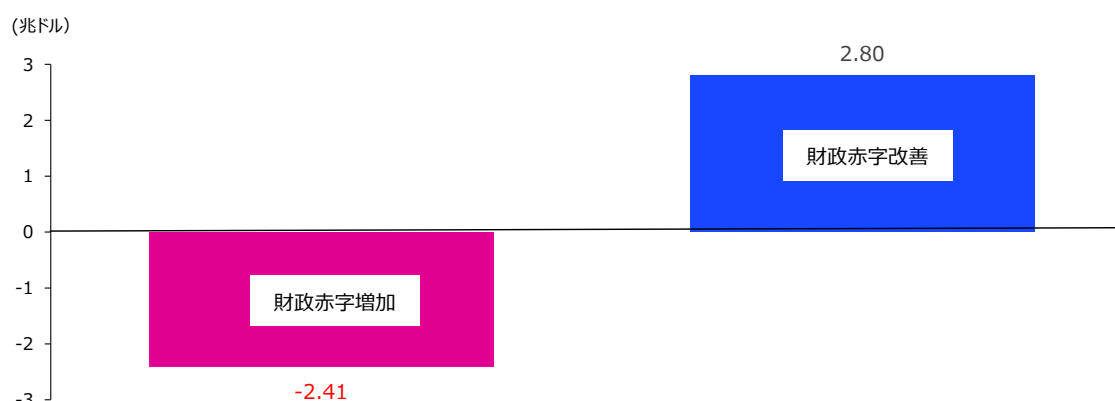
こうして、米国資産の再評価がすすむ年末以降は、米国や欧州、日本、新興国などの市場に新規の資金がバランスよく入っていく展開が予想されます(図表1)。

(図表4) 米国下院を通過した減税法案（一つの大きな、美しい法案）による連邦財政収支へのインパクト



(出所) 議会予算局や米国財務省の資料を基にインベスコが推計

(図表5) 米国下院を通過した減税法案（一つの大きな、美しい法案）による連邦財政収支へのインパクト



下院を5月22日に通過した予算調整法案（「一つの大きな美しい法案」）による財政収支インパクト
(2025～2034財政年度)

追加関税政策による財政収支インパクト
(追加関税率の前提：中国に30%、自動車・鉄鋼・アルミニウムに25%、全ての国からの輸入に10%)
(2025～2035年)

(出所) 議会予算局資料よりインベスコ作成

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
5月29日	新興国市場への注目度が高まる
5月22日	「米国一強」の構図は変化するか？
5月15日	転換点を迎えるグローバル株式市場
5月8日	5月FOMC：予想通り政策金利を据え置き
5月1日	日銀会合：インフレ目標達成時期を先送り
4月24日	米追加関税の日本市場へのインパクトと今後
4月17日	追加関税、米景気、FRBについての直近の見方
4月10日	米相互関税は90日延期。次の注目点は？
4月3日	米相互関税のグローバルな影響についての第一印象
3月27日	グローバル景気・市場についての見方を変更
3月21日	FRB、日銀はともにトランプ政策を見極めるスタンス
3月13日	米景気後退懸念と追加関税に揺れるグローバル市場
3月6日	中国全人代：財政刺激策の効果と成長リスク

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306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