

2025年 初秋号

グローバル時代の投資戦略

混迷極まる国際情勢の中、景気軟着陸へ正念場

三菱UFJアセットマネジメント

Introduction

I. 米国トランプ政権に振り回された2025年前半の世界経済・金融市場

2025年前半の世界経済は、米国トランプ政権に振り回される展開となりました。外交面ではグリーンランド領有やパナマ運河返還を主張、米露主導でウクライナ停戦協議を開始、イスラエルと協調して同国ガザ地区の管理・再開発計画を表明、6月にはイスラエルと交戦状態にあったイランの核施設へ空爆を実施するなど、強硬姿勢が目立ちました。また経済面でも、予告通り関税措置を連発、2月の中国に対する10%関税（5月の米中含意時点で計30%、交渉期限の8月上旬まで上乗せ予定の24%分は停止）を皮切りに、全世界を対象として3月に鉄鋼・アルミ製品への25%関税（6月に50%へ引き上げ）、4月には一律10%の相互関税を発表しました。5月に米英間で貿易合意が成立しましたが、中国はもちろん、同盟国カナダや欧州連合（EU）が対米報復関税に動くなど、世界貿易戦争の火種は依然くすぶったままです。

トランプ関税の全体像（最終的な関税の対象国・品目や税率）が見えないため、金融市場も関税による世界経済への影響を計りかねています。中央銀行の対応も、利下げを見送る米国と利下げを続けるユーロ圏など温度差が見られるなど、関税引き上げに伴う物価上昇リスク、民間心理悪化を通じた景気・雇用下振れリスク、どちらを重視すべきか苦悩しています。

II. 経済の不確実性が高まるなか、各国政府・中銀の政策手腕が問われる

世界経済の先行き不透明感が増すなか、金融市場安定の鍵を握るのが米連邦準備理事会（FRB）の動向でしょう。今年前半は4会合連続で金利据え置きを決定、関税の影響は一時的との見方を保ちつつも、その「不確実性」の高さゆえ、今後の行方を慎重に見極める姿勢を崩していません。市場の期待通り、年後半に2回（計0.50%）の利下げが実施されれば、メインシナリオである景気軟着陸の実現に向けた自信が深まるとみられます。しかし、トランプ大統領から再三利下げを要求され、次期FRB議長人選（現パウエル議長の任期は2026年5月まで）の話題も出始めるなど雑音も多い環境下で、FRBは難しいかじ取りを迫られそうです。

もう一つの鍵は中国・欧州の動向です。中国や欧州（特にドイツ）では苦境にあえいでいた製造業を含め景気底固めの兆しも見られます。中国は3月全人代で、2025年は積極的な財政出動や金融緩和で内需底上げを図る方針を改めて明示、ドイツは2月総選挙で第1党となったキリスト教民主・社会同盟（CDU/CSU）主導で憲法改正を実施、財政規律緩和（国防費増強が主目的）という政策の大転換に踏み切りました。米国の関税発動でやや先行き不透明感も高まっていますが、機動的な景気対策により経済を安定軌道に乗せられるかが焦点です。

III. 不確実性の高まる投資環境の下、資産形成は長期目線で堅実に

2020年のコロナ・ショックや2022年のウクライナ戦争を機に、米欧の西側陣営と中露など反米陣営の対立構図が鮮明化、世界の分断が深まりました。本来、国際協調で取り組むべき気候変動対策や貧困・難民・食糧危機対策など、地球規模の課題が棚上げされる懸念が浮上していたなか、2025年に「米国第一主義」「常識の革命」を掲げるトランプ政権が登場、パリ協定離脱や世界保健機関（WHO）脱退、頭ごなしの関税発動など、従来のグローバルゼーションや国際協調の流れに逆行する動きを見せています。特に最大の同盟国であり、戦後の国際秩序を共に支えてきた欧州との間で、通商面や安全保障面を巡る亀裂が生じ、また中東に関しては、前バイデン政権以上に親イスラエル、反イランの姿勢が鮮明です。世界が米国との距離感を見直さざるを得ない環境となるなか、国際情勢は一段と複雑化しそうです。

2025年後半の金融市場は、トランプ政権によって、近年の適温経済（緩やかな景気回復と物価安定）や米欧主導の国際秩序が揺さぶられるリスクが渦巻くなか、ボラティリティの高まる局面に備える必要があります。短期的な材料に一喜一憂することなく、中長期目線で成長性の高い国や企業を冷静に見極め、堅実な資産形成をしていく姿勢が求められます。

Contents

1. 世界経済

景気軟着陸に向け正念場

P3 – 10

2. 注目点

高まる不確実性

P11 – 16

3. 日本経済

賃金・物価の好循環実現に向け試練に直面

P17 – 22

4. 米国経済

関税による物価・景気への影響が年後半に顕在化へ

P23 – 32

5. 欧州経済

再び迫る景気減速

P33 – 36

6. オーストラリア（豪州）経済

断続利下げで景気は底固めへ

P37 – 38

7. 中国経済

底打ちした景気は再び鈍化する見込み

P39 – 42

8. 新興国

中銀の注目は物価から景気へ

P43 – 50

9. 為替相場

明確な方向感出づらい米ドル円相場

P51 – 56

10. 投資戦略

不確実性を意識した資産形成を

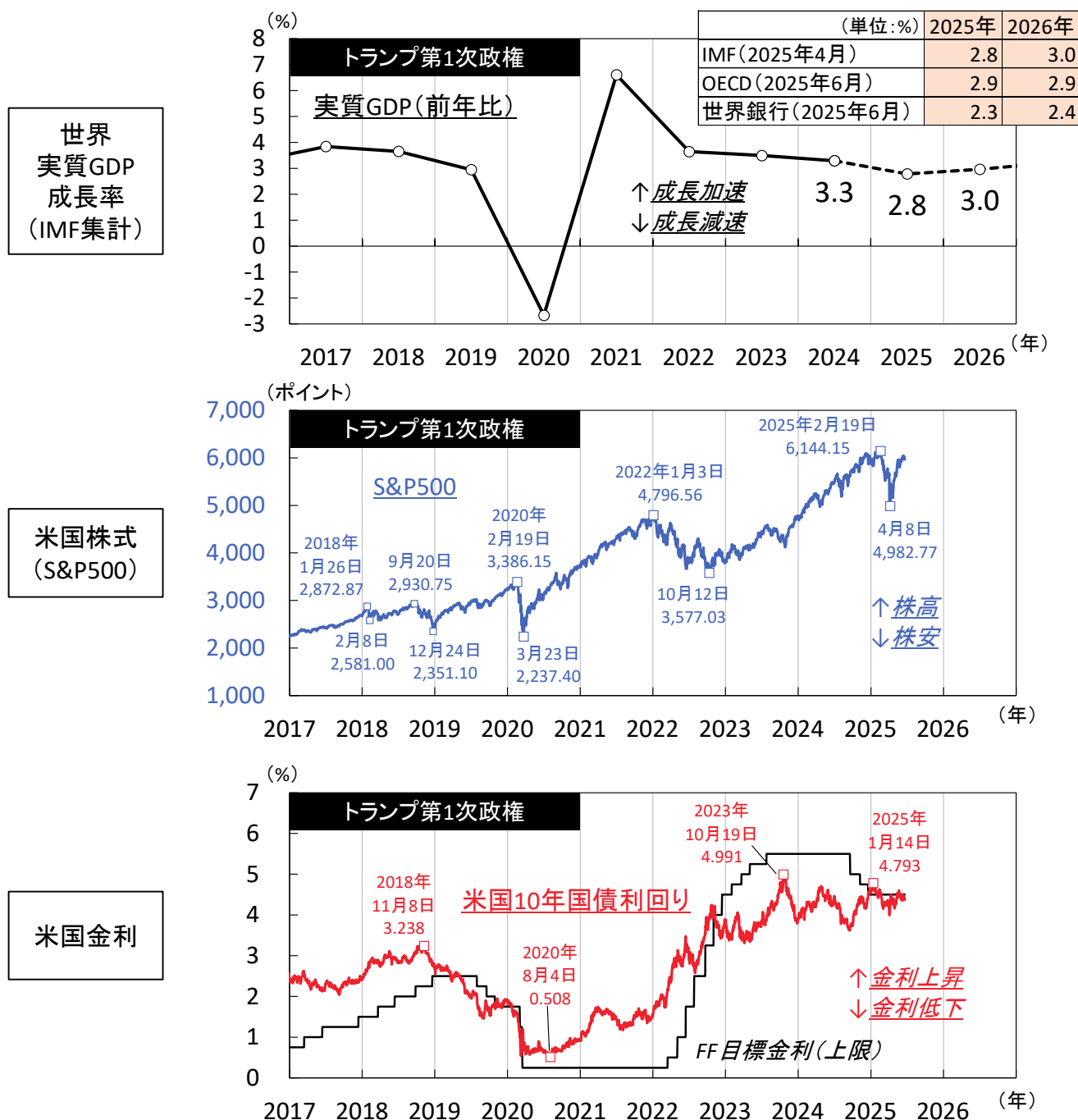
P57 – 65

1. 世界経済：景気軟着陸に向け正念場

- ◆ 当面の世界経済は米国トランプ政権の動きがもたらす不確実性がキーワードといえます。同政権の掲げる政策は、所得・法人減税や規制緩和、関税強化や移民抑制など、インフレをもたらしかねない材料が並びます。この実現性が世界経済や金融市場、さらには国際政治を揺さぶりそうです。
- ◆ トランプ政権1年目の2025年、まず関税措置を前面に押し出しています。関税措置が国際貿易摩擦を招き世界的な景気下押し圧力を強める一方、米国中心に物価高を招くとの懸念があります。

● 2025年の世界経済はトランプ関税発動で慎重な見方が増える

世界の実質GDP成長率と米国の株式・金利



注) 上段：経済成長率は実質GDPの前年比。時系列グラフの値はIMF。IMFはIMF World Economic Outlook (2025年4月)、OECDはOECD Economic Outlook (2025年6月)、世界銀行がGlobal Economic Prospect (2025年6月)に基づく(2025・2026年が予測値)。
中段：直近値は2025年6月20日。
下段：直近値は2025年6月20日。

出所) IMF (国際通貨基金)、OECD (経済協力開発機構)、世界銀行、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

トランプ関税発動で世界的に企業活動の先行き不安が高まる

- ◆ 2024年までの世界経済を支えたのは、業種別ではサービス業、国別では米国です。特に米国はインフレ収束や雇用改善、株高効果で個人消費が相対的に安定していたことが大きかった模様です。
- ◆ 2025年に入り、中国は2024年後半からの需要喚起策、欧州はドイツ新政権の積極財政期待から製造業中心に業況安定化の兆しもありました。ただし、米国トランプ政権による全世界対象の相互関税、さらに鉄鋼・アルミや自動車など品目別関税発動を受け、先行き不安が高まりつつあります。

● 米国の関税引き上げにより、製造業の業況が再び軟化する懸念も

世界 業種別PMI(購買担当者景気指数)



注) 50が業況改善・悪化の境目。直近値は2025年5月。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国・ユーロ圏・中国 総合PMI



注) 直近値は米国とユーロ圏が2025年6月、中国が同年5月。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 各国企業は米中を軸とした貿易交渉を注視する展開へ

主要国 製造業・サービス業PMI



注) データのない期間は色で表記。

直近値は2025年6月

(イタリア、中国、ブラジル、ロシアは同年5月)。

表内の色
数値範囲

38 42 45 47 49 50 51 52 53 55 57 59 62

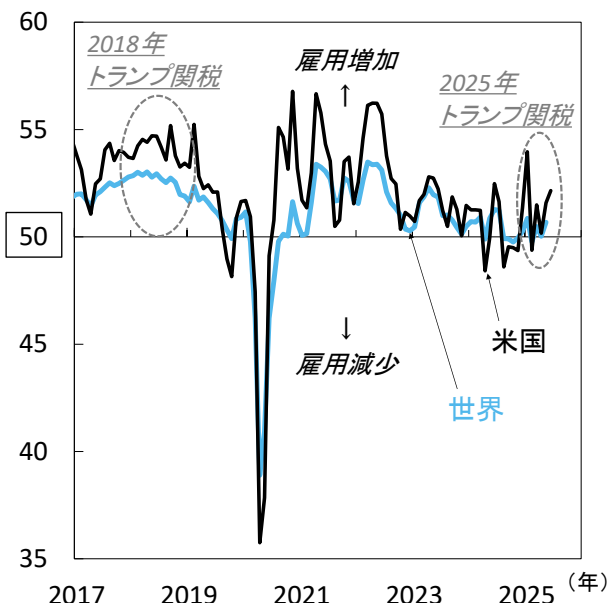
出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国関税がはらむ様々なリスクに要注意

- ◆ 米国の関税引き上げは2つのリスクをはらみます。一つは国際貿易停滞が景気減速を通じ雇用を悪化させるリスク、もう一つは企業が関税コストを価格転嫁することで物価上昇が進むリスクです。
- ◆ 主要国のインフレ率は収束傾向も、目標の2%を目前に下げ渋る状態です。サービス価格高止まりが続くなか、関税発動により財価格が上昇に転じれば、インフレ再燃が現実味を帯びます。また、関税政策の変更が繰り返されれば、供給網を混乱させ、コスト高圧力を強める可能性もあります。

● 米国の関税措置によって意識される「景気・雇用悪化」と「物価高」のリスク

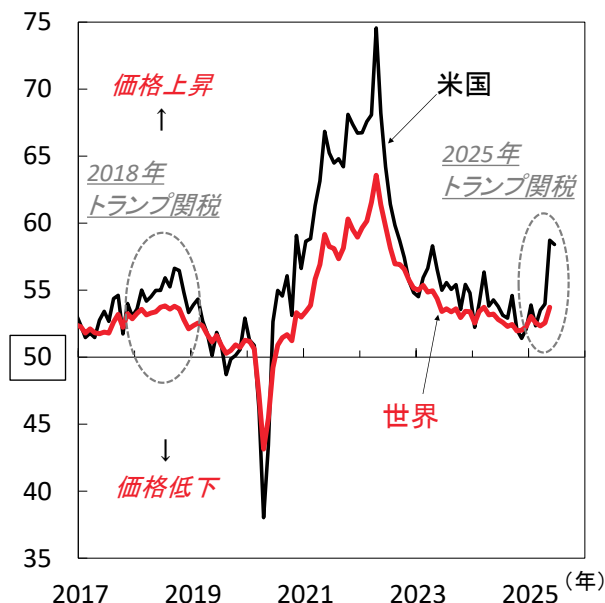
世界・米国 総合PMI雇用指数



注) 50が増加・減少の境目。
直近値は米国が2025年6月、世界が同年5月。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界・米国 総合PMI生産価格指数

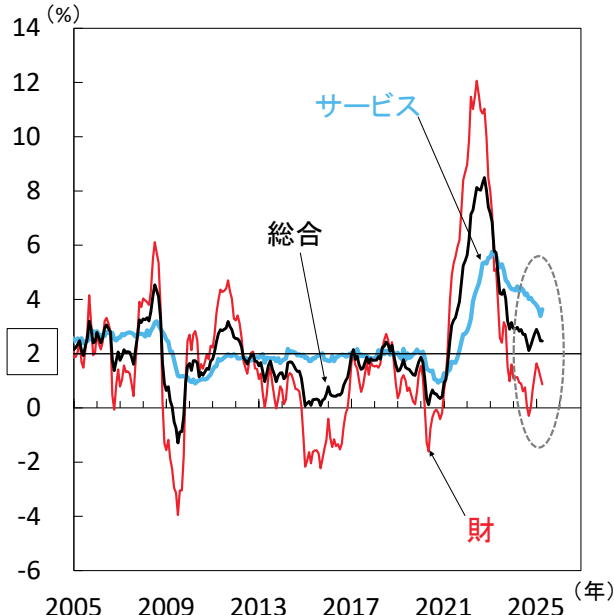


注) 50が価格上昇・低下の境目。
直近値は米国が2025年6月、世界が同年5月。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 二転三転する米国関税措置が世界的な供給網混乱を招くリスクにも要警戒

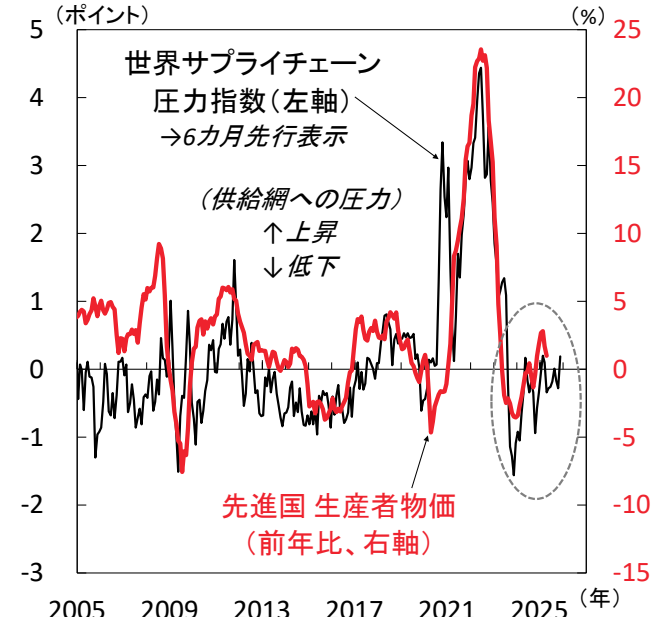
主要先進国 消費者物価(項目別、前年比)



注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏・英国・カナダ。各国消費者物価を対象期間内の名目GDP(購買力平価ベース)で加重平均。直近値は2025年4月。

出所) 各国統計局、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

先進国生産者物価とサプライチェーン環境



注) 対象国は米国・日本・ユーロ圏。各国生産者物価を期間内の名目GDP(購買力平価ベース)で加重平均。直近値は2025年5月。

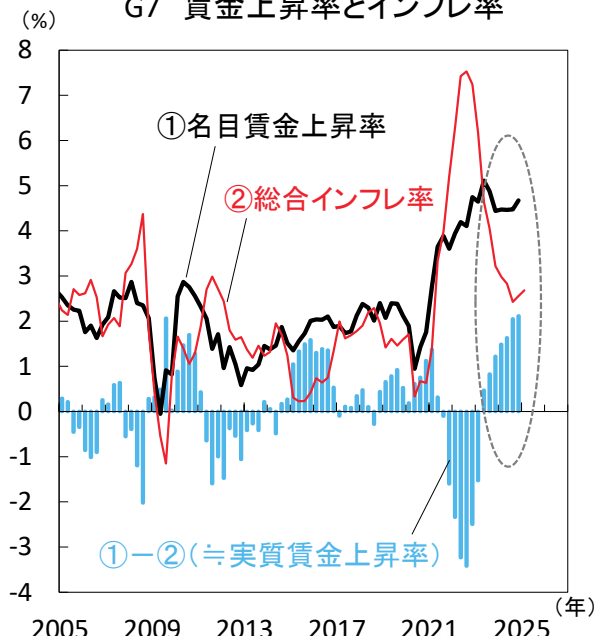
出所) 各国統計局、IMF(国際通貨基金)、ニューヨーク連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

消費を左右するエネルギー・食品価格の動向を注視

- ◆ 各国景気の命運を握るのは個人消費です。近年、安定した雇用回復や賃金上昇が続くなか、インフレ鈍化で家計の購買意欲が改善、消費は回復基調を保ちました。ただし、食品やエネルギーなど日常生活に直結する分野の物価高は、家計心理の悪化にもつながりやすいため要注意です。
- ◆ 足元のエネルギーや食品の価格は落ち着いていますが、中東やロシア・ウクライナなど、原油・天然ガスなどの鉱物資源や穀物の一大産出国・地域の情勢が極めて不透明なため油断は禁物です。

● インフレ鈍化は家計に朗報、だが生活必需品価格の動向は常に要注意

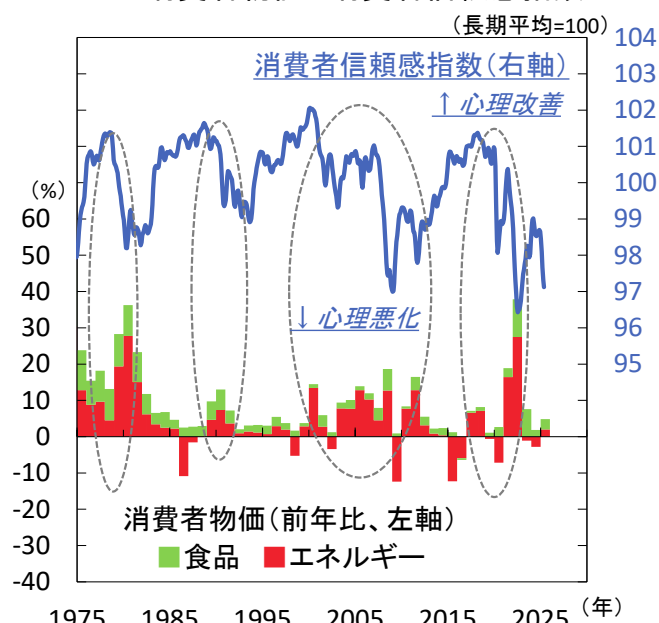
G7 賃金上昇率とインフレ率



注）G7は先進7カ国。
名目賃金上昇率は製造業週給、総合インフレ率は消費者物価の前年比。
直近値は2024年10-12月期（総合インフレ率は2025年1-3月期）。

出所）OECD（経済協力開発機構）より三菱UFJアセットマネジメント作成

G7 消費者物価と消費者信頼感指数

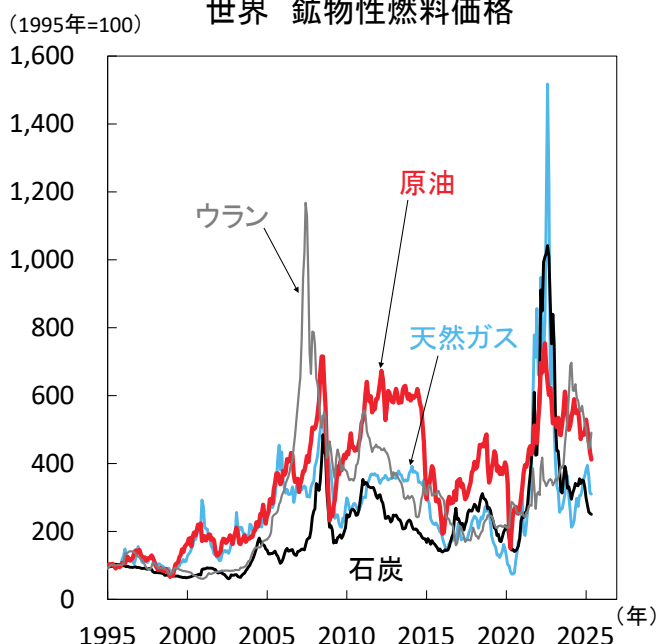


注）直近値は消費者信頼感指数が2025年5月（月次）、
消費者物価が2025年（同年のみ1-4月平均）。

出所）OECDより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 地政学リスクは根強く、エネルギーや食品価格の先行きは予断許さず

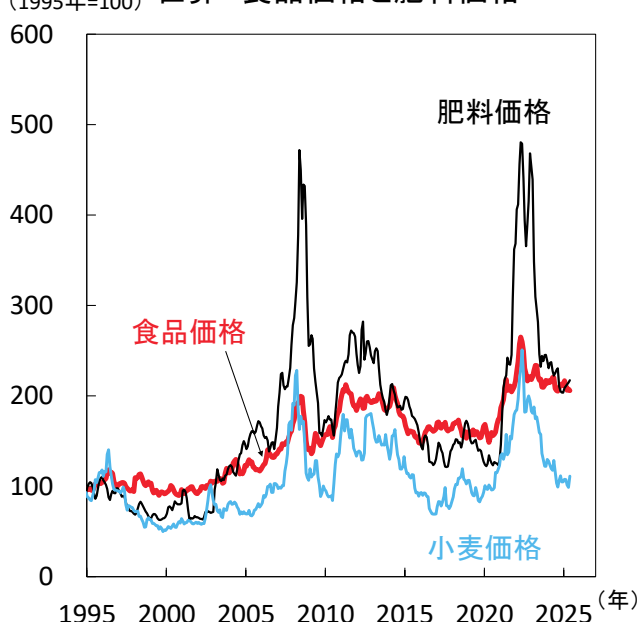
世界 鉱物性燃料価格



注）すべてIMF集計値（米ドルベース）。
指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2025年5月。

出所）IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

世界 食品価格と肥料価格



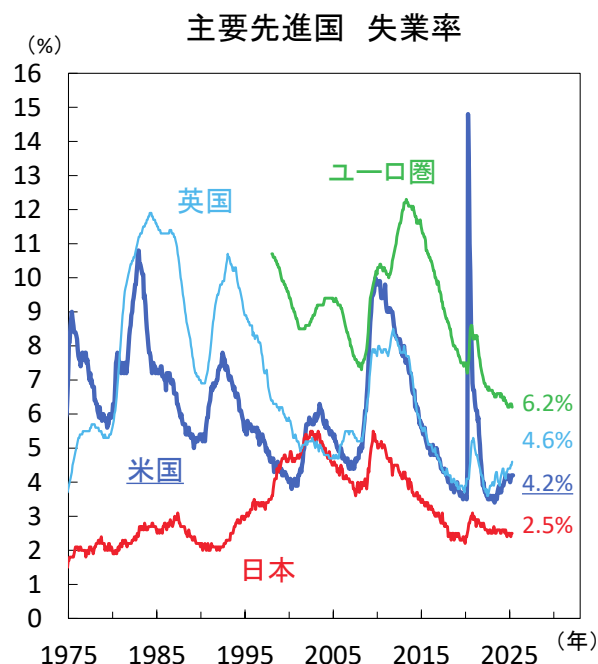
注）すべてIMF集計値（米ドルベース）。
指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2025年5月。

出所）IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

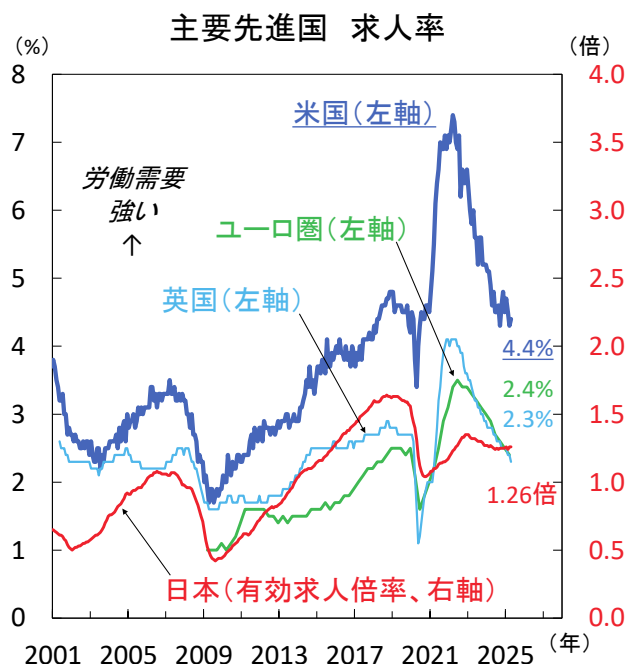
労働需給のひっ迫感は和らいだが依然根強い

- ◆ サービス物価高止まりの背景に、根強い賃金上昇圧力があります。各国では長引く物価高への不満が高まり、賃上げを求めるストライキが頻発する場面も見られました。実際、各国の失業率は上昇も歴史的には低水準、求人率は低下もまだ高めで、労働需給ひっ迫感が残っている印象です。
- ◆ 日米欧や中国など主要国は労働力人口伸び悩みという共通の課題を抱えています。長期的な経済成長に必須な労働力確保に向け、近年、政治的な争点となりがちな移民政策の行方も重要です。

● 労働市場のひっ迫感は一時期に比べ和らぐも根強い印象も残る

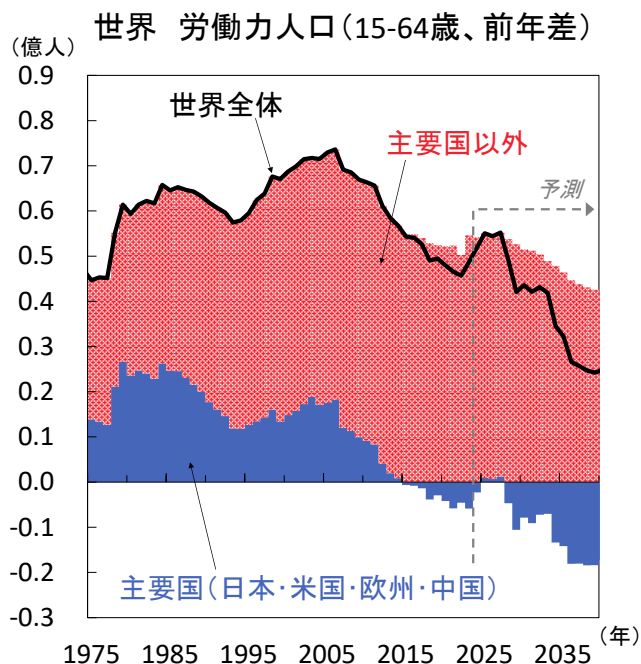


出所) 各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

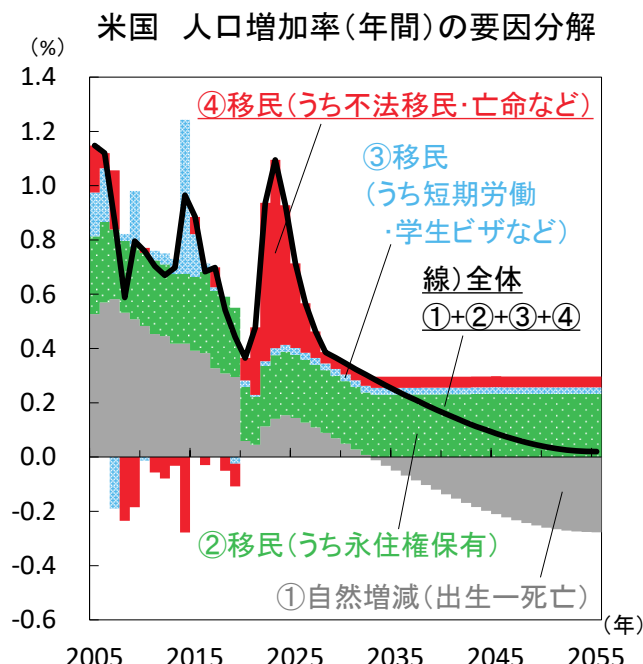


出所) 各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 安定的な労働力確保の観点から、各国で移民政策が重要な論点に



出所) 国連より三菱UFJアセットマネジメント作成

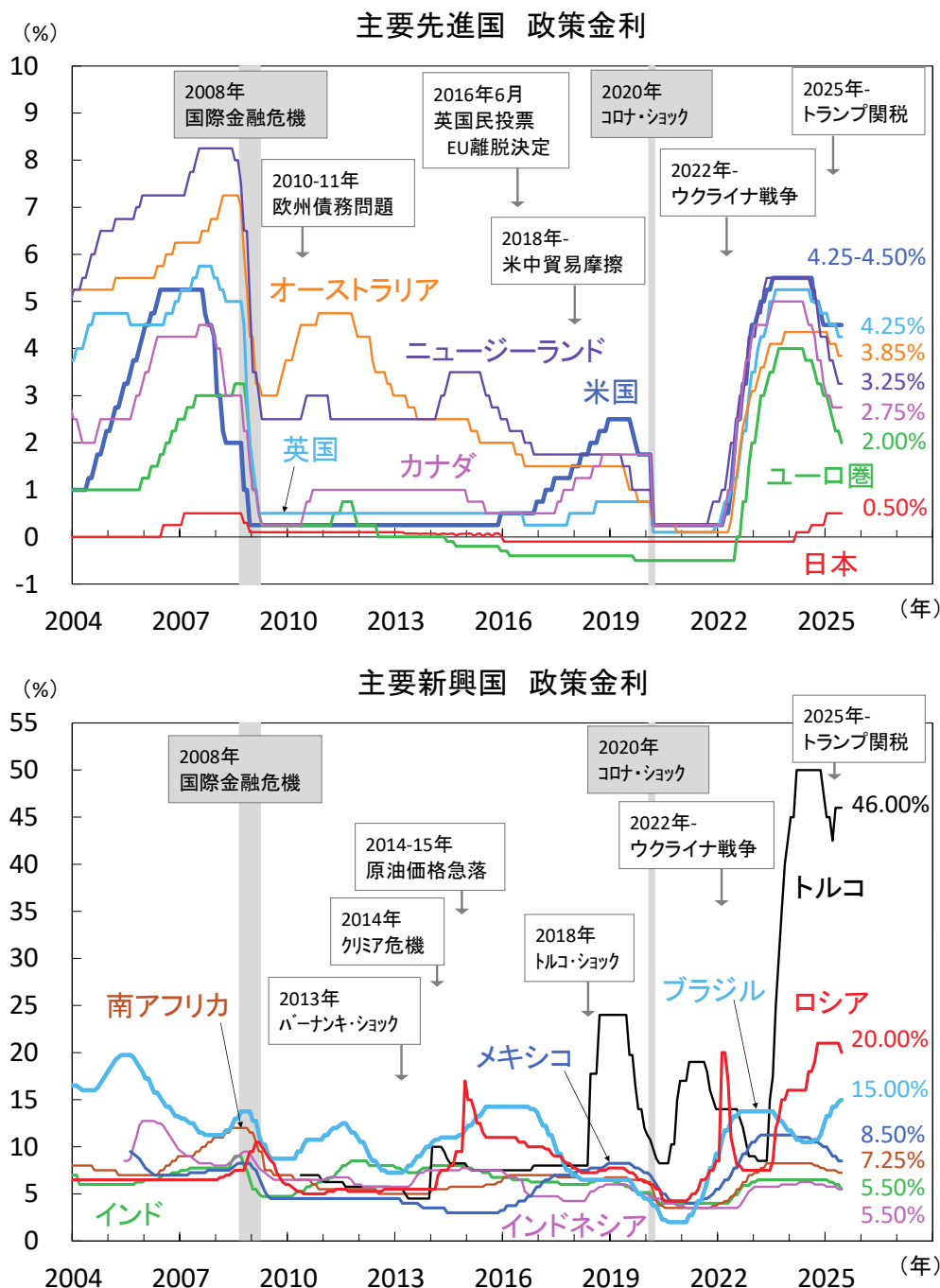


出所) CBO (米議会予算局)より三菱UFJアセットマネジメント作成

各国中銀はトランプ関税による影響を見極める局面に

- ◆ 海外先進國中銀は2024年から利下げに転じましたが、2025年から米国トランプ政権の関税政策による影響を見極めるべく、利下げに慎重な国も見られます。国際貿易摩擦を通じた景気・雇用悪化リスクと関税による物価上昇リスクのどちらを重視すべきか、当局は頭を悩ませている印象です。
- ◆ 足元は、インフレリスクを警戒し利下げを見送る米国、景気悪化リスクを警戒し利下げを続けるユーロ圏、金利正常化を目指し利上げ姿勢を保つ日本など、主要國中銀の対応は割れています。

● 各国中銀は景気・雇用下振れリスクとインフレ上振れリスクを両にらみ



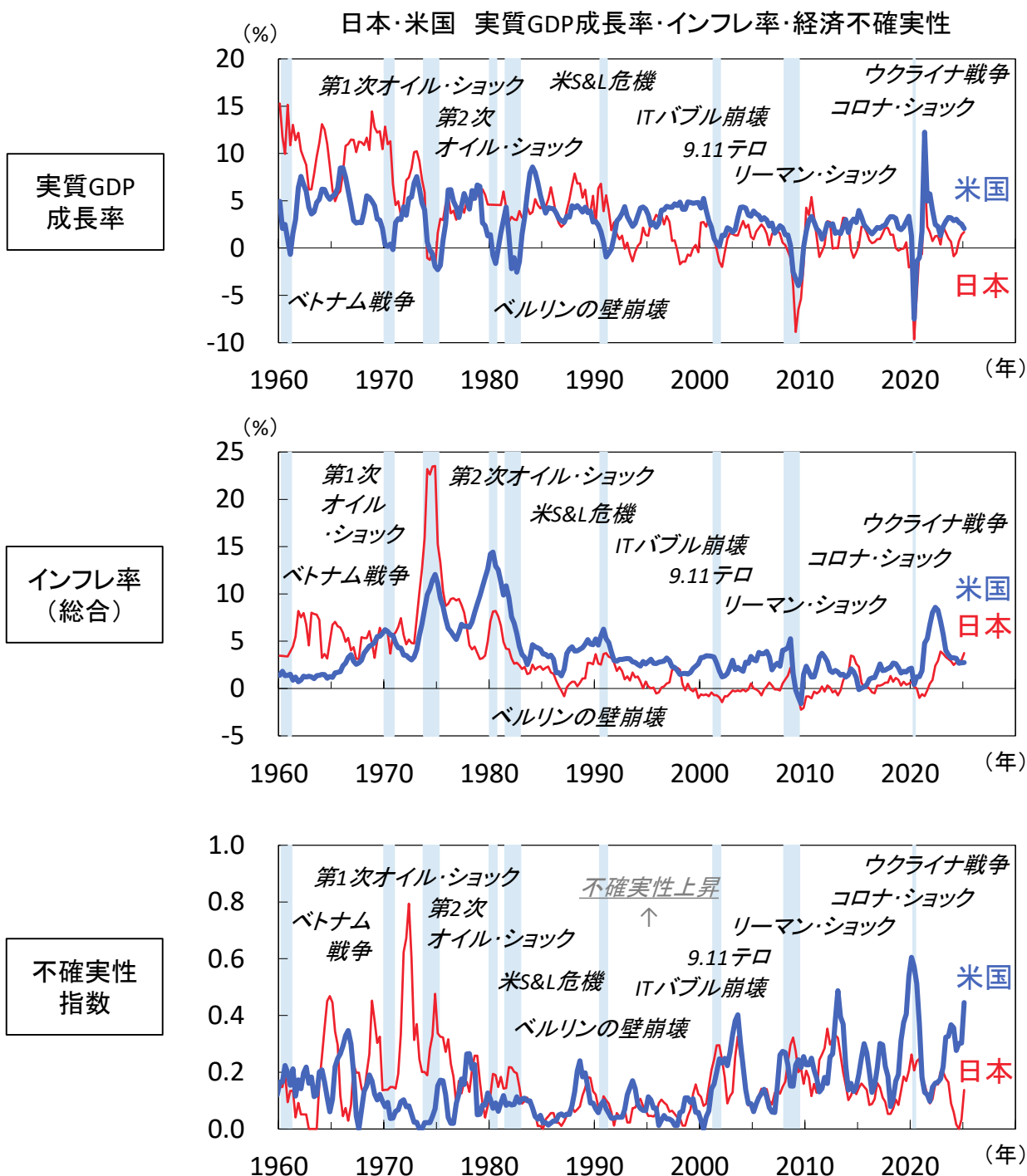
注) 米国はFF目標金利(レンジ上限値で図示)、日本は無担保コール翌日物金利誘導目標(マネタリーベースが政策目標となった2013年4月4日から2016年1月28日は無担保コール翌日物金利、2016年1月29日から2024年3月20日までは日銀当座預金うち政策金利残高適用金利で接続)、ユーロ圏は預金ファシリティ金利、英国はバンクレート、カナダは翌日物貸出金利、オーストラリアとニュージーランドはキャッシュレート、インドと南アフリカはレボ金利、ブラジルはSELIC金利、メキシコは翌日物金利、インドネシアは7日物リバース・レボ金利(2016年8月18日までBI金利のためデータ不連続)、ロシアは1週間物入札レボ金利(2011年5月29日までが翌日物レボ固定金利、2013年9月15日までが翌日物レボ入札金利のためデータ不連続)、トルコは1週間物レボ金利(2010年5月18日まで翌日物借入金利のためデータ不連続)。直近値は2025年6月20日。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

不確実性の高まりが、長らく続いた景気・物価の安定を脅かす可能性も

- ◆ 1960～80年代の世界経済は、ベトナム戦争や中東戦争を契機とした2度のオイル・ショックなどに見舞われ、米国を中心にインフレが加速、景気後退が頻繁に訪れる不安定な時代が続きました。
- ◆ ベルリンの壁崩壊後の1990年代以降は、グローバル経済化の恩恵で、穏やかな景気・物価変動が続く環境を享受しましたが、2020年のコロナ・ショック後は米中を軸とした世界の分断、米国トランプ政権復活で国際情勢が不安定化、景気・物価の振幅が増す環境へ移行する可能性があります。

● 安定的な経済成長と物価上昇が当たり前な時代は終わったのか

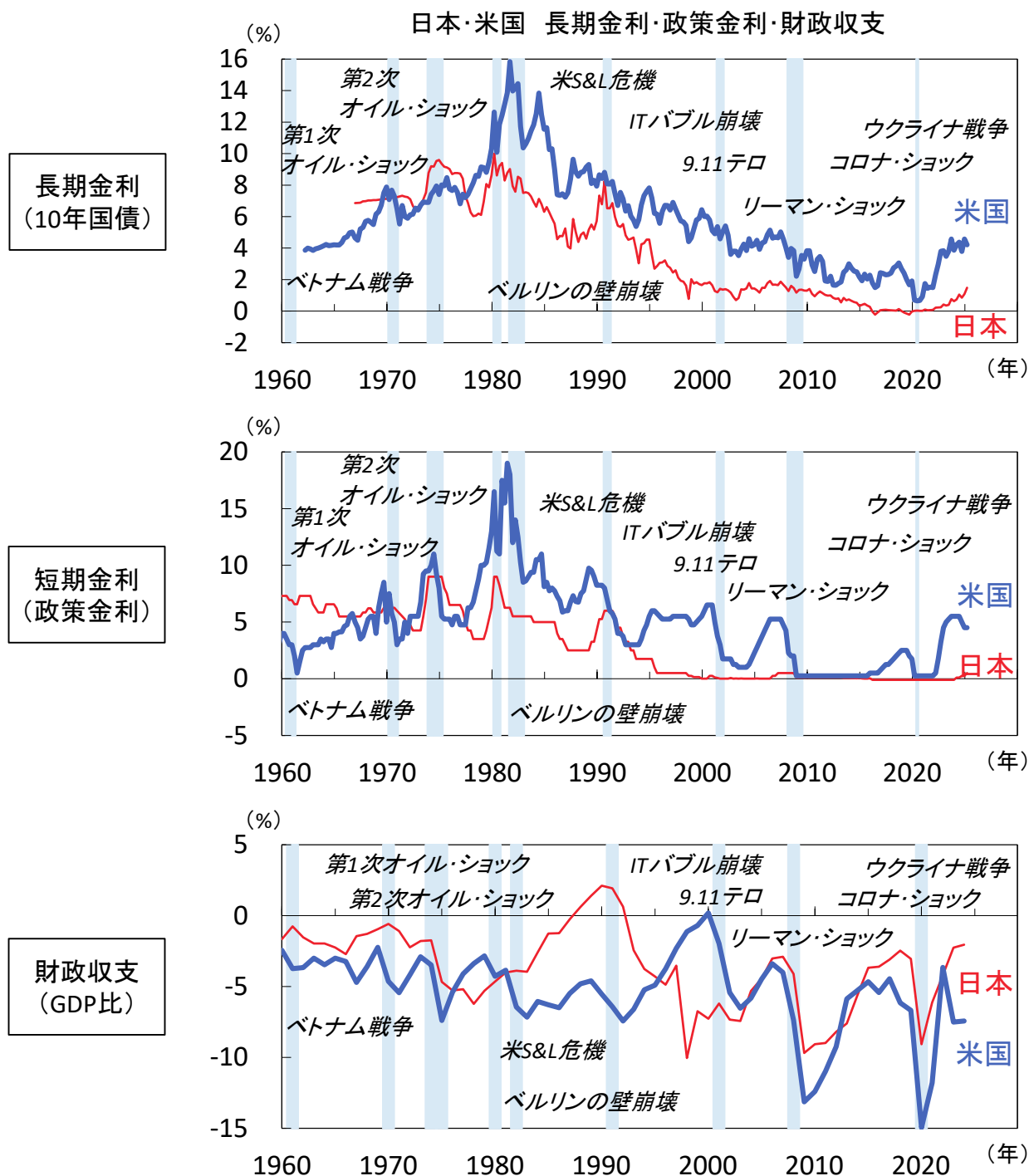


出所）米商務省、米労働省、NBER（全米経済研究所）内閣府、総務省、EIU、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

金利正常化への回帰過程にある世界経済

- ◆ 日本は1990年代の不動産バブル崩壊、米国は2000年代のITバブルや住宅バブルの崩壊によって疲弊した経済を立て直すべく、金融・財政政策の総動員を繰り返してきました。その甲斐あって、経済はようやく正常化しつつありますが、一方で政策の正常化が先送りされてきた感は否めません。
- ◆ 2020年のコロナ・ショック以降、金利は上昇に転じました。潜在成長率程度の景気拡大、高めのインフレ率、常態化した財政赤字といった経済環境を反映した金利正常化の流れにあると言えます。

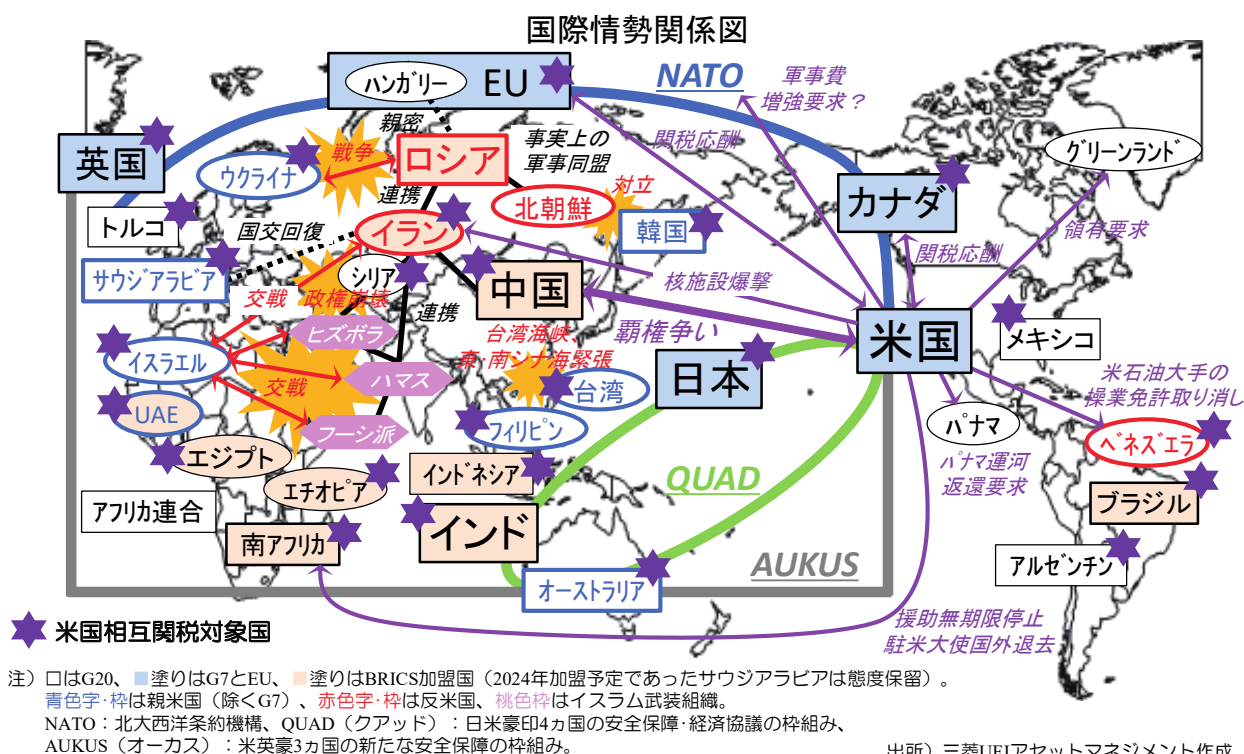
● 近年の金利上昇は行き過ぎた動きなのか？



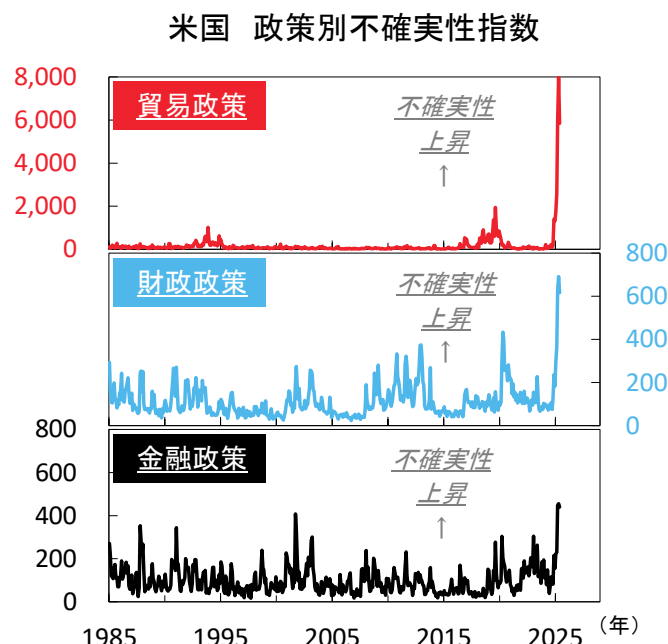
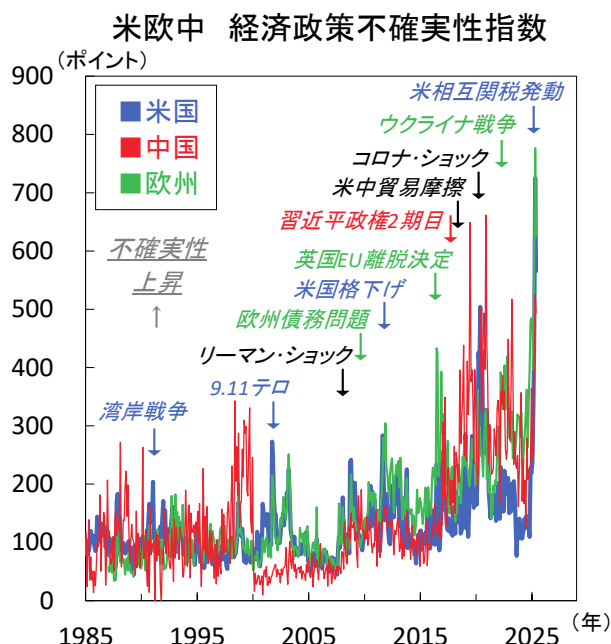
2. 注目点：高まる不確実性 ①難易度増す政策運営

- ◆ 2025年の国際情勢は混迷の度合いを増しています。背景には米国トランプ政権による強硬な外交が挙げられます。中国や日欧を含め敵味方を問わない関税措置で世界を揺さぶるだけでなく、6月にはイスラエルと交戦状態にあったイランを爆撃し、中東情勢の緊張を高める場面もありました。
- ◆ トランプ政権による予測不可能な政策発動および朝令暮改とも言える政策変更は、各国の中央銀行など政策当局を悩ませ、結果的に米国のみならず世界経済を不安定化させる懸念があります。

● 敵味方を問わない米国の強硬なディール(取引)外交で混んとする国際情勢



● 米国トランプ政権誕生後、世界的かつ様々な政策面での不確実性が高まる

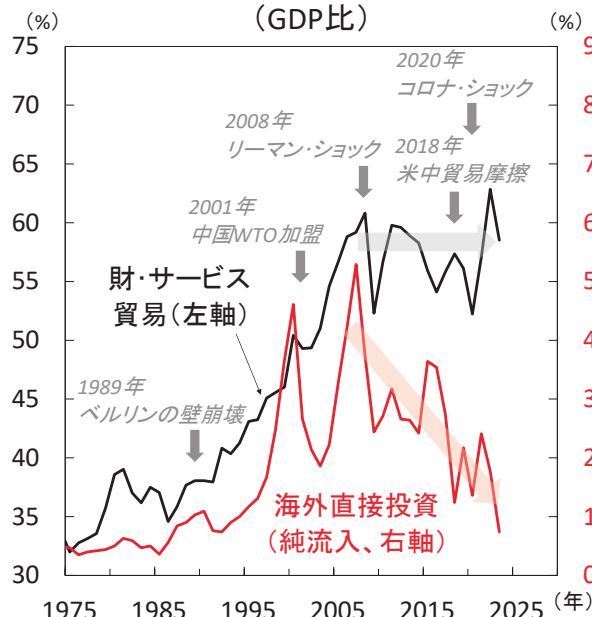


②加速する国際分断

- ◆ 東西冷戦終結後の世界経済は、ヒト・モノ・カネが国境を越え自由に動くグローバル化が進展、中国などの新興国を加え、経済効率性を重視した国際分業体制を確立しました。ただし、近年は米中対立を軸に世界が分断、国際貿易・投資停滞といったグローバル化に逆行する動きも見られます。
- ◆ 米欧西側諸国と中露など権威主義国による世界の覇権争いは、周辺国を巻き込みながら、最先端技術の基盤となる半導体、その他重要資源の市場シェア獲得競争などを激化させる見込みです。

● 国際貿易・投資活動に停滞感、米中を軸とした分断が影響か

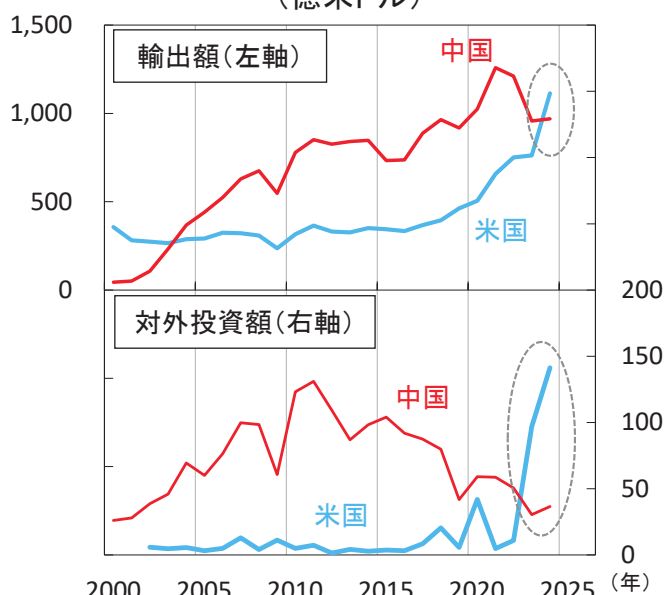
世界 貿易額と海外直接投資額
(GDP比)



注) 財・サービス貿易は輸出と輸入の合計。
直近値は2023年。

出所) 世界銀行、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

台湾 対中・対米輸出額と投資額
(億米ドル)

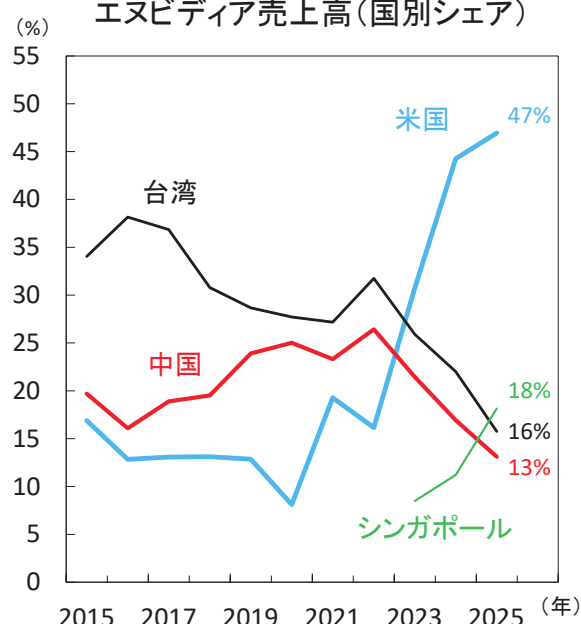


注) ともに年間累計ベース。
直近値は2024年。

出所) 台湾財政部より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 経済安全保障の観点から重要物資の囲い込みが激化へ

エヌビディア売上高(国別シェア)



注) 値は年間。
直近値は2025年(同年1月期)。

出所) エヌビディアHPより三菱UFJアセットマネジメント作成

主要穀物・鉱物の生産量シェア(上位5カ国・地域)

小麦		トウモロコシ		大豆	
中国	17.7%	米国	31.6%	中国	29.9%
EU	15.3%	中国	24.0%	米国	18.9%
インド	14.3%	ブラジル	10.4%	ブラジル	15.3%
ロシア	10.3%	EU	4.8%	アルゼンチン	11.7%
米国	6.8%	アルゼンチン	4.2%	EU	4.4%

銅		ニッケル		パラジウム	
チリ	23.0%	インドネシア	59.5%	ロシア	39.5%
コンゴ	14.3%	フィリピン	8.9%	南アフリカ	37.9%
ペルー	11.3%	ロシア	5.7%	カナダ	7.9%
中国	7.8%	カナダ	5.1%	ジンバブエ	7.9%
米国	4.8%	中国	3.2%	米国	4.2%

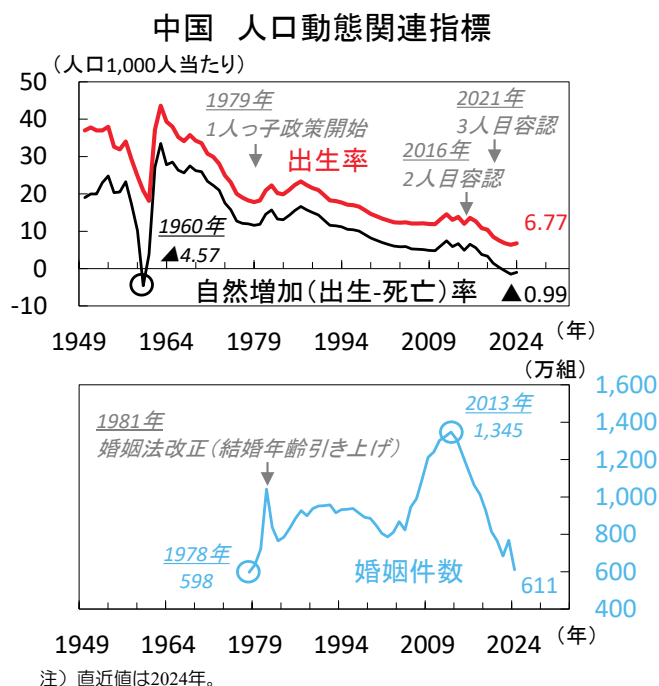
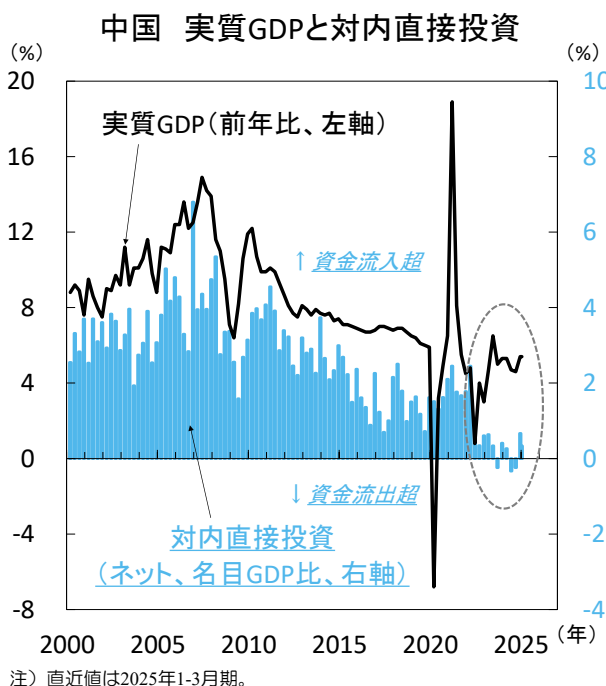
コバルト		リチウム		レアアース	
コンゴ	75.9%	オーストラリア	36.7%	中国	69.2%
インドネシア	9.7%	チリ	20.4%	米国	11.5%
ロシア	3.0%	中国	17.1%	ミャンマー	7.9%
カナダ	1.6%	ジンバブエ	9.2%	オーストラリア	3.3%
フィリピン	1.3%	アルゼンチン	7.5%	ナイジェリア	3.3%

注) ■は新興国。小麦・トウモロコシ・大豆は2024-2025年、銅・ニッケル・パラジウム・コバルト・リチウム・レアアースは2024年。
出所) FAO(国連食糧農業機関)、USGS(米地質調査所)より三菱UFJアセットマネジメント作成

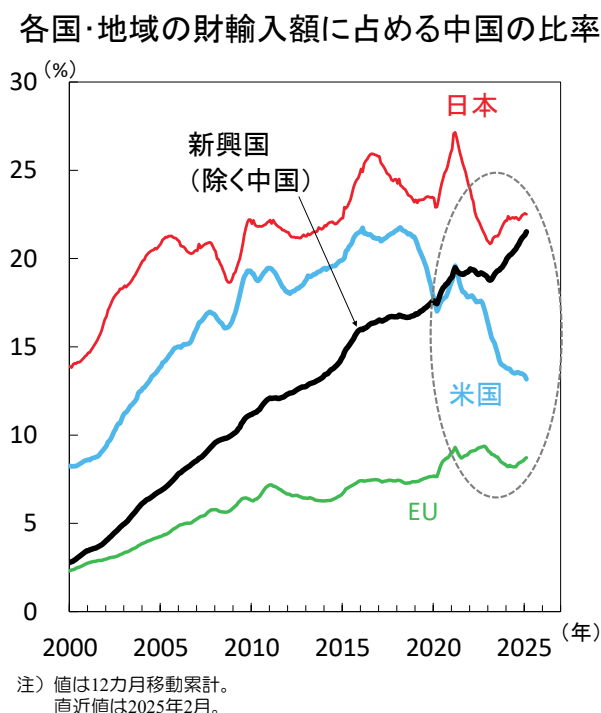
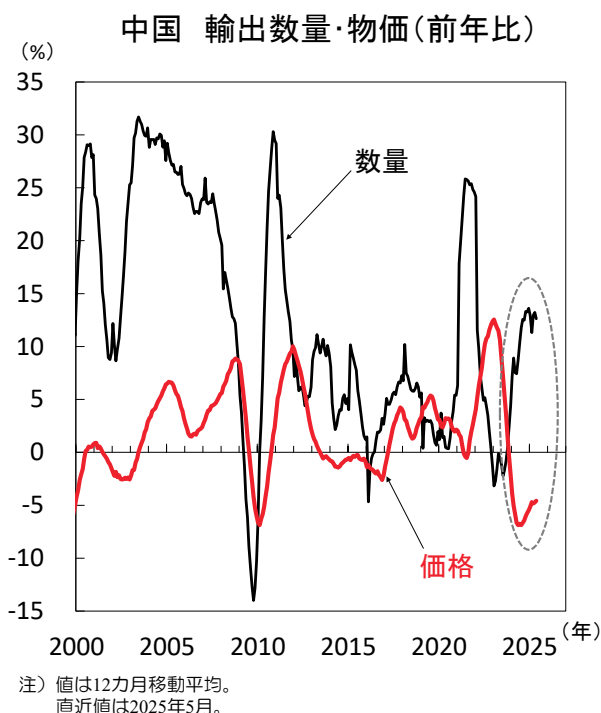
中国離れがはらむリスク

- ◆ 近年、経済安全保障がキーワードとなるなか、先進国は、経済力を武器に威圧的外交の目立つ中国との関係を見直し、デリスキング(依存低下)やデカップリング(切り離し)の動きを強めています。
- ◆ 対中直接投資減少もその一例といえますが、背景には、中国の権威主義的な政治体制だけでなく、不動産不況や少子高齢化といった構造問題による長期的な経済停滞論への警戒感もあるといえます。さらに、中国の内需低迷は、同国からのデフレ輸出という新たな火種を生む懸念もあります。

● 細る中国への直接投資、景気低迷長期化への警戒感も一因か



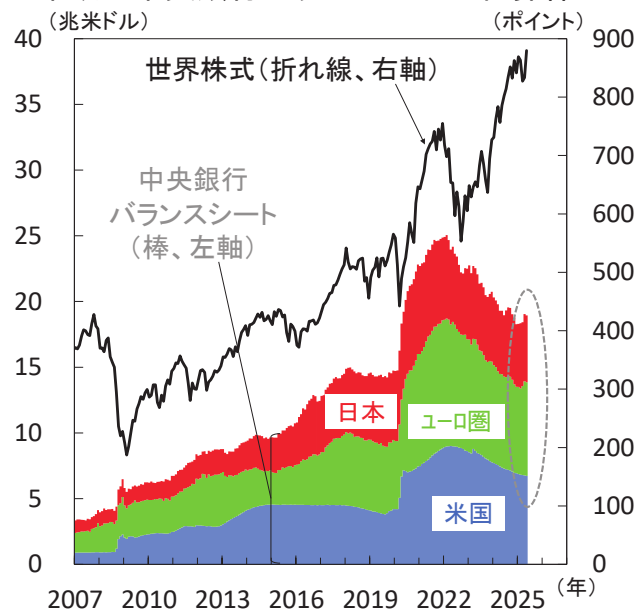
● 内需不振の中国が外需に活路求めるなかで、デフレ輸出の問題も表面化



③ハイテク株の行方：AIブームは続くのか

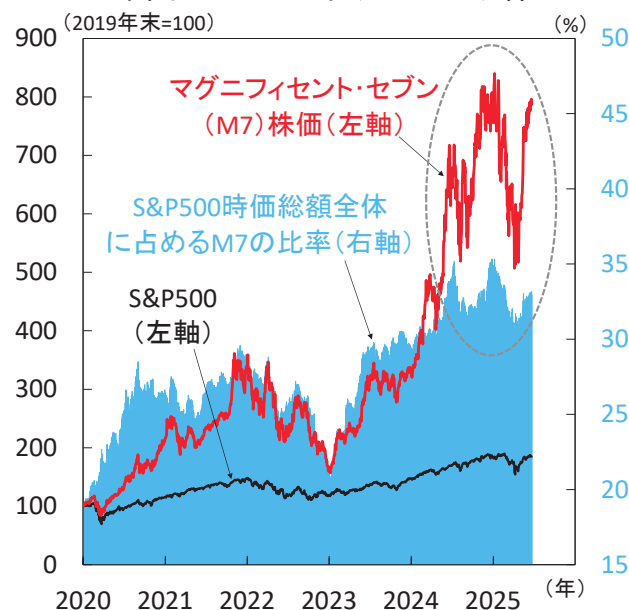
- ◆ 近年の世界的株高を支えたのは米国であり、なかでも主役はマグニフィセント・セブンに代表される一部の巨大ハイテク企業と言えます。AIを始めとする次世代技術を巡る国際競争や世界的な需要という追い風はあるものの、急激な株高を正当化できるレベルか、慎重に見極める必要があります。
- ◆ 半導体市場の動向も注目です。先行指標がピークアウトしつつあるなか、市場が循環的な調整局面を警戒し始めるのか、さらには中長期的に強気な需要見通しにも変化が生じるのかが焦点です。

● 流動性が細るなかでも堅調な世界株、そのけん引役となった巨大ハイテク株 米欧日中央銀行バランスシートと世界株式



注）世界株式はMSCI ACWI（米ドル）。日本・ユーロ圏のバランスシートは各月末時点の為替相場で米ドル換算。直近値は2025年5月。

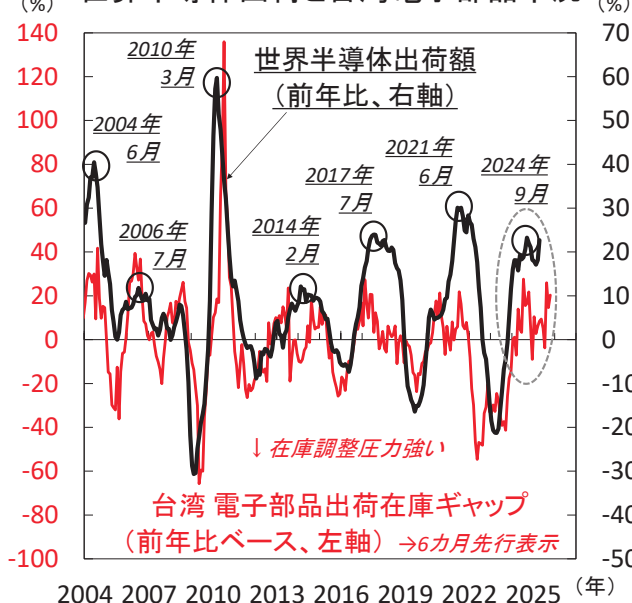
米国 S&P500と巨大ハイテク株



注）マグニフィセント・セブンはアップル、アマゾン・ドットコム、マイクロソフト、アルファベット、メタ・プラットフォームズ、テスラ、エヌビディア。各企業の株価を時価総額で加重平均し算出。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2025年6月20日。

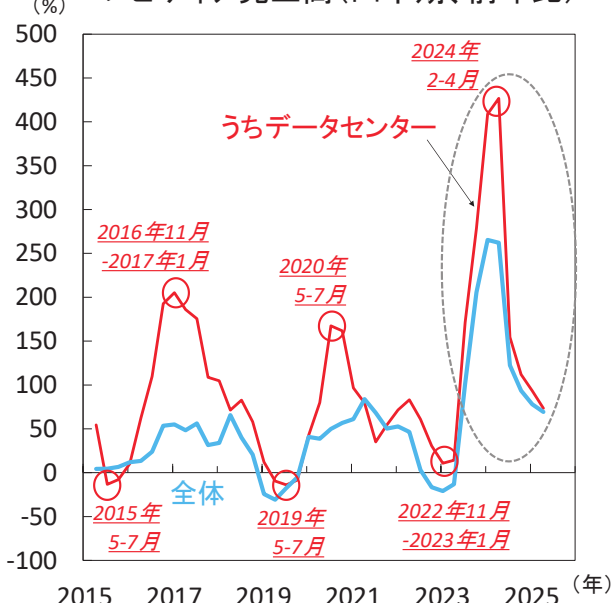
● AIなどの次世代技術を支える半導体や関連分野への堅調な需要が続くかも焦点に

世界半導体出荷と台湾電子部品市況



注）世界半導体出荷額は3カ月移動平均、直近値は2025年4月。台湾電子部品出荷在庫ギャップは出荷（ともに前年比）、直近値は2025年4月。

エヌビディア売上高（四半期、前年比）



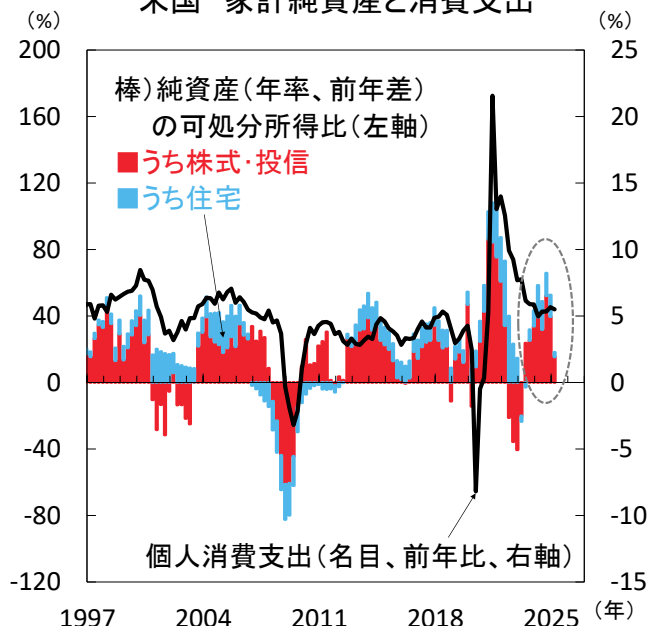
注）直近でデータセンターは売上高全体の約90%を占める。直近値は2025年2-4月期。

④長期金融緩和の弊害：富の偏在

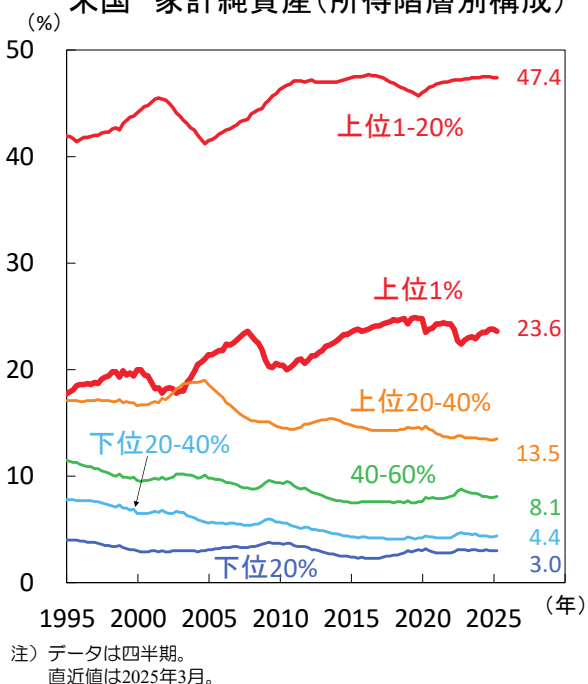
- ◆ 近年、米国では経済成長を上回る速度で株式や住宅など資産価格が上昇、家計に資産（所得増）効果がもたらされ、消費堅調の一因となりました。かりに、2022年来の大幅利上げの効果が遅れて表れ、資産価格が下落に転じれば、逆資産（所得減）効果を通じた景気悪化リスクが高まります。
- ◆ 他方、資産価格上昇の恩恵は、相対的に富裕層、高学歴層、高齢者層が享受してきた印象です。ただし、こうした富の偏在は、恩恵の低い階層の不公平感を募らせ、分断を深めるリスクもあります。

● 米国の個人消費安定に寄与した資産高、だがその恩恵は富裕層に集中

米国 家計純資産と消費支出

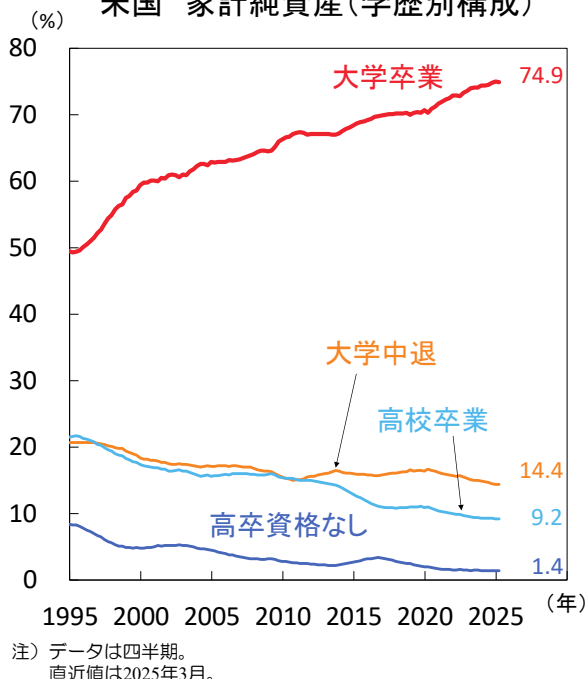


米国 家計純資産（所得階層別構成）

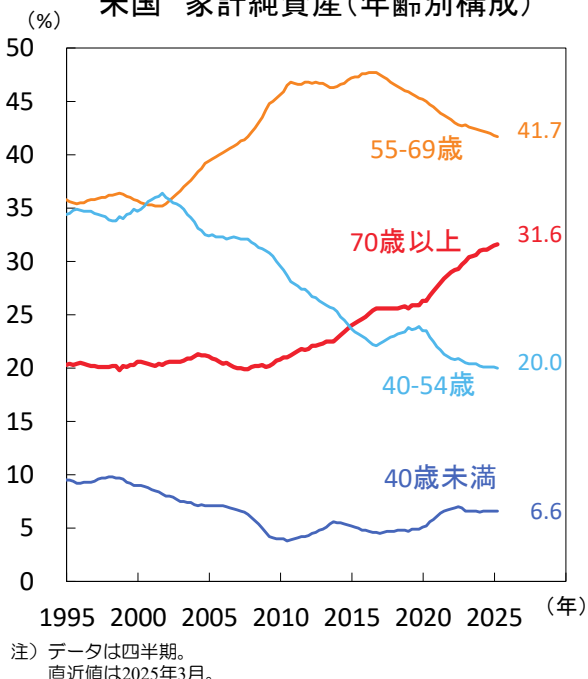


● 学歴や年齢別でも顕著な富の格差、高齢層の購買力は軽視できないレベルに

米国 家計純資産（学歴別構成）



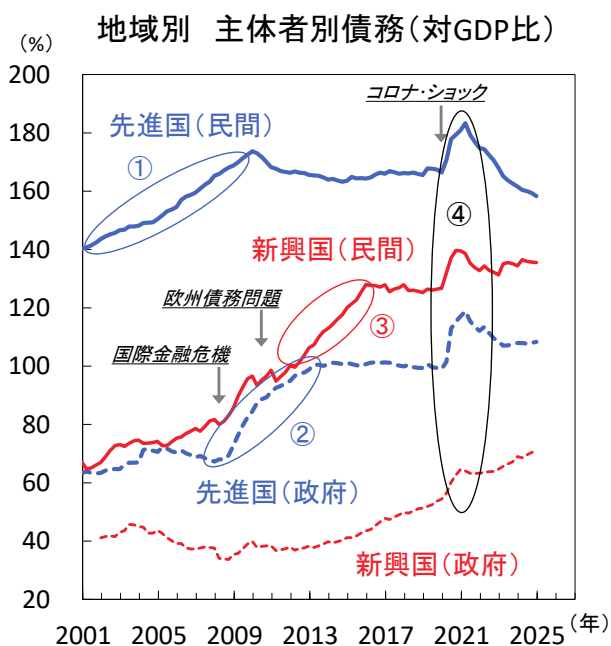
米国 家計純資産（年齢別構成）



膨張した債務の後始末に苦慮

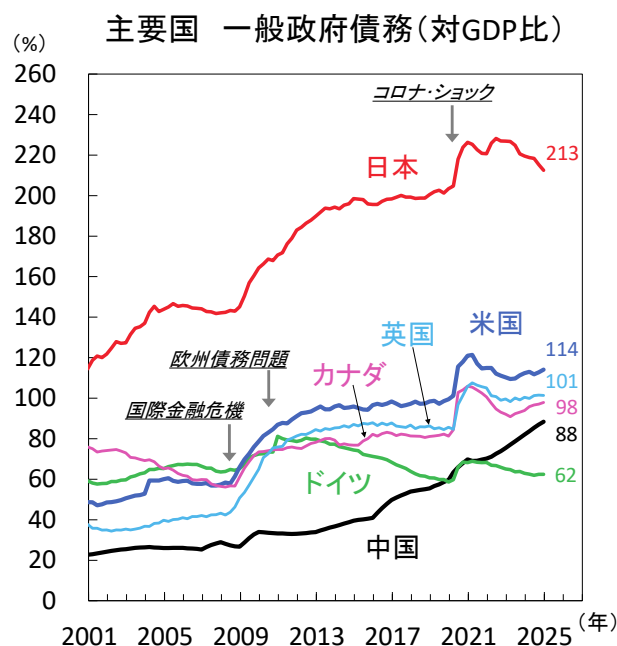
- ◆ 経済成長の源となる信用拡大の波は、国際金融危機後に先進国民間から政府（左上図①→②）、欧州債務問題などを経て新興国へと移り（③）、コロナ・ショック後は世界全体へ広がりました（④）。
- ◆ 金融引き締め的な環境が続けば、信用を供与された側の財務面に焦点が当たる展開も想定されます。相対的に金融システムがぜい弱な新興国が外貨（特に米ドル）調達難に直面、または、過去の日米のように、資産バブル崩壊で民間部門が債務返済に窮し景気が失速するリスクもあります。

● 債務拡大は先進国から新興国に波及、近年は中国の債務拡大が目立つ



注) 銀行貸出と債券の合計。
GDPは購買力平価（2007年までの新興国政府は名目GDP）ベース。
直近値は2024年12月（四半期）。

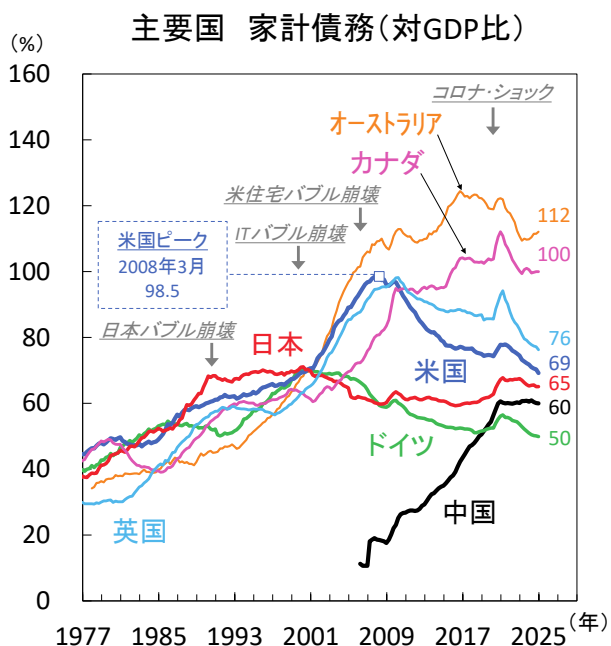
出所) BIS（国際決済銀行）より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2024年12月（四半期）。

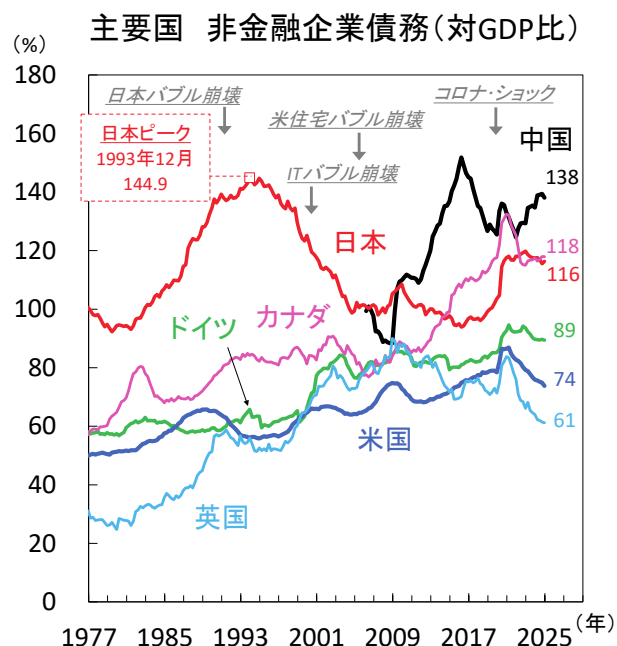
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 家計や企業など民間の債務が持続可能な水準にあるかは常に注視が必要



注) 家計は非営利団体含む。
値はオーストラリアが1977年12月、中国が2006年3月以降。
直近値は2024年12月（四半期）。

出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成



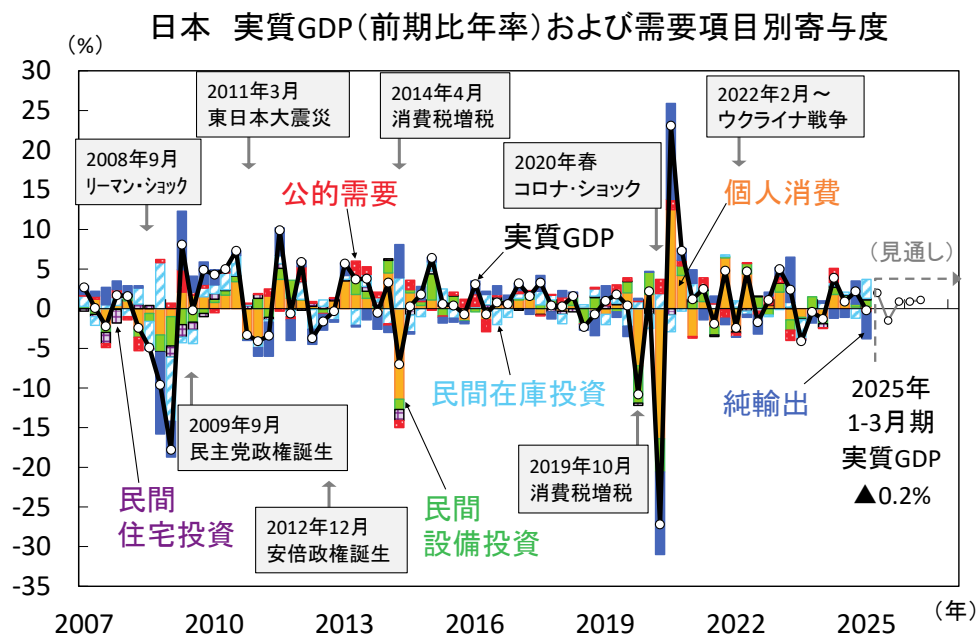
注) データは中国が2006年3月以降。
直近値は2024年12月（四半期）。

出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

3. 日本経済：賃金・物価の好循環実現に向け試練に直面

- ◆ 2025年1-3月期の実質GDP(2次速報)は前期比年率▲0.2%と4四半期ぶりのマイナス成長に転落と厳しいスタートになりました。米国トランプ政権の関税発動を見越した駆け込み輸入増(純輸出減)が主因ですが、4月の相互関税(日本も含め各国一律10%)発動でさらに逆風が強まりそうです。
- ◆ 国内の景況感はずでに頭打ち傾向にある一方、インフレ率は賃上げに伴う企業の価格転嫁の動きに加え、昨年来の円安による輸入物価上昇や食品価格上昇の影響などもあり高止まっています。

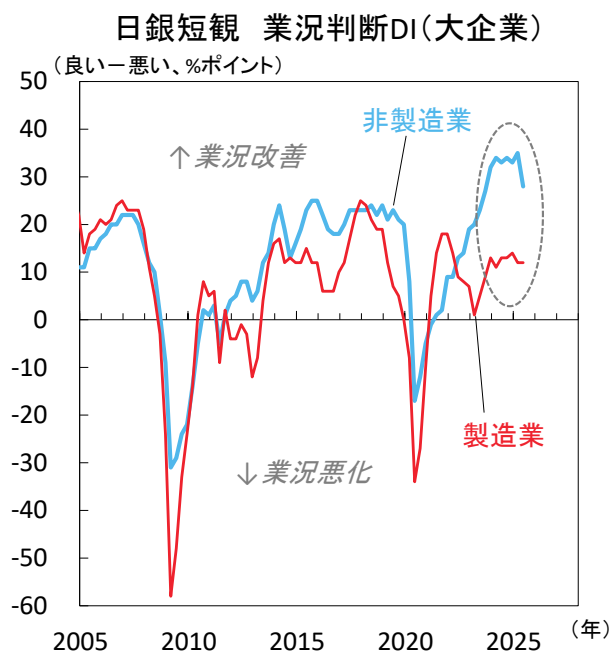
● 2025年度上期の日本経済は、トランプ関税発動という逆風もあり苦しい展開に



注) 実績の直近値は2025年1-3月期(2次速報)。
2025年4-6月期～2026年4-6月期が三菱UFJアセットマネジメントによる予想値。

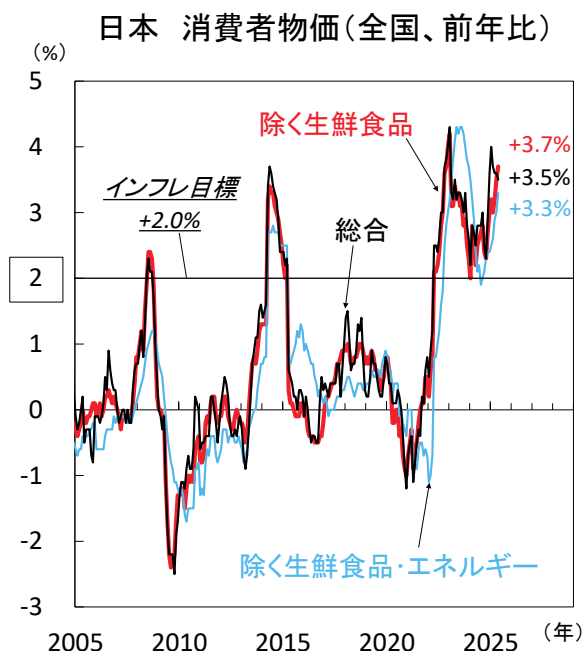
出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 景況感の頭打ちが目立ち始める一方、インフレ率は高止まりが続く



注) 直近値は2025年3月調査の現在および先行き。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成



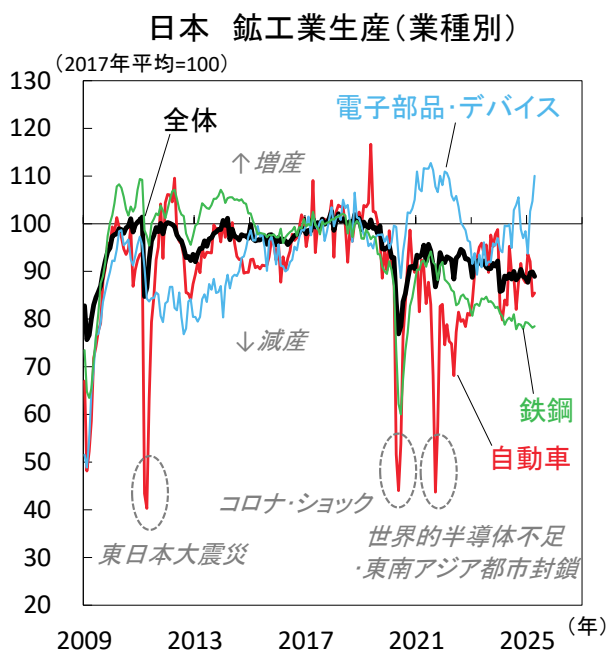
注) インフレ目標は+2.0%。
直近値は2025年5月。

出所) 総務省、日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

生産：国内製造業への逆風が強まる

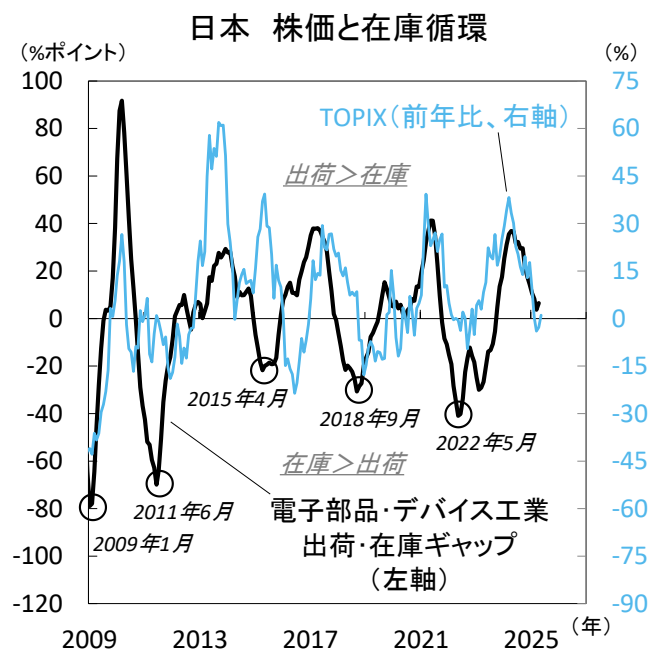
- ◆ 国内製造業の生産が自動車を中心に減速感を強めていたなか、米政権が今年3月に鉄鋼・アルミ関税25%（6月に50%へ引き上げ）、4月に相互関税10%（通商交渉次第で日本に対しては24%へ引き上げも）、5月に自動車関税25%を相次ぎ発動、国内企業の事業環境は厳しさを増しています。
- ◆ 製造業は米国内販売価格上昇を避けるべく、輸出価格を抑え関税分のコストを吸収する動きも見せています。収益悪化は設備投資抑制にもつながりかねず、通商交渉の早期決着が待たれます。

● 製造業の生産活動は減速基調、在庫調整一巡にはもう少し時間も



注）指数化は三菱UFJアセットマネジメント。
直近値は2025年4月。

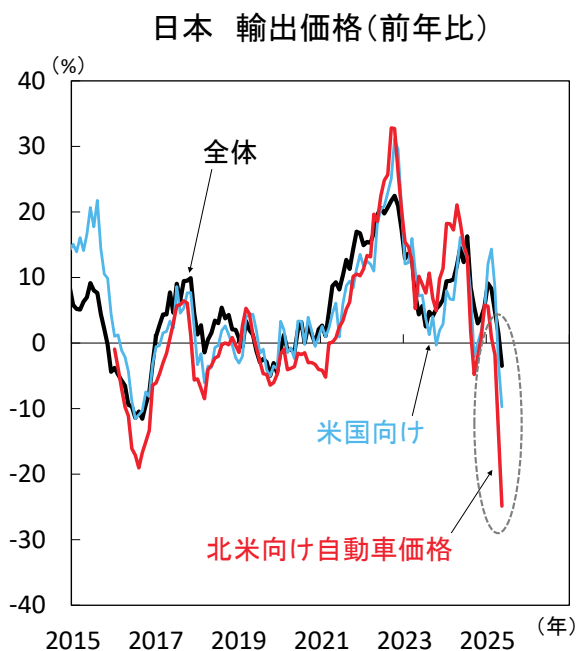
出所）経済産業省より三菱UFJアセットマネジメント作成



注）出荷在庫ギャップ＝出荷の前年比－在庫の前年比（3カ月移動平均）、直近値は2025年4月。TOPIXの直近値は2025年5月。

出所）経済産業省、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 自動車などの輸出価格抑制の動きも、企業収益悪化となれば設備投資にも悪影響



注）円ベース。直近値は2025年5月。

出所）財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成



注）対象は法人企業（金融・保険業除く）全規模全産業。
値は4四半期移動累計。直近値は2025年1-3月期。

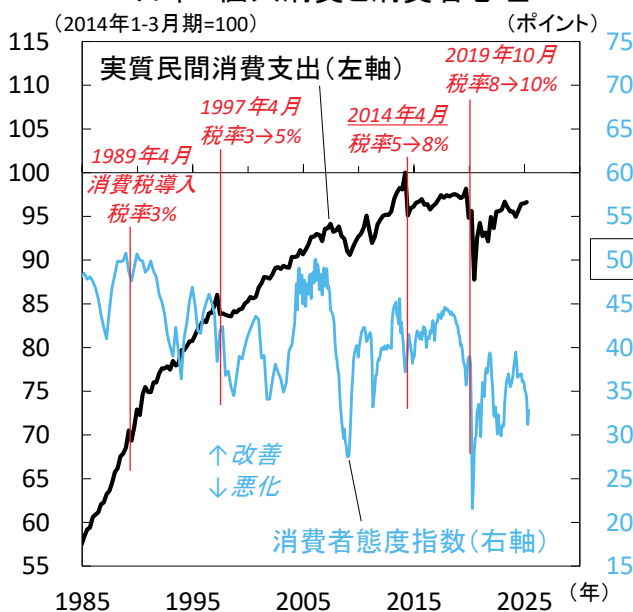
出所）財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

消費：インフレ巡と持続的賃上げが鍵

- ◆ 家計は長引く物価高に疲弊、消費は伸び悩みが続いています。雇用・所得環境の安定は下支え材料ですが、米などの食品やガソリンなど日用品価格高騰が購買意欲をそいでいる印象です。政府与党は給付金支給、野党は(食品限定を含め)消費税減税を掲げるなど物価高対策に躍起です。
- ◆ 2025年春闘は2年連続5%賃上げを達成も物価高をカバーするまでに至っていません。内外経済の不透明感が根強いなか、2026年春闘でも政労使一体で高めの賃上げを実現できるか注目です。

● 家計心理の低迷で伸び悩む消費、安定した雇用環境は下支え材料に

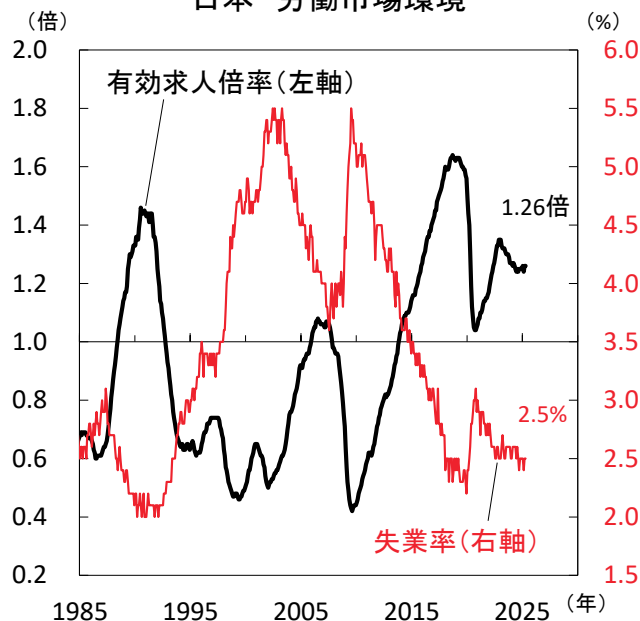
日本 個人消費と消費者心理



注) 実質民間消費支出はGDPベース、直近値は2025年1-3月期。
消費者態度指数は50が改善・悪化の境目、直近値は2025年5月。

出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 労働市場環境

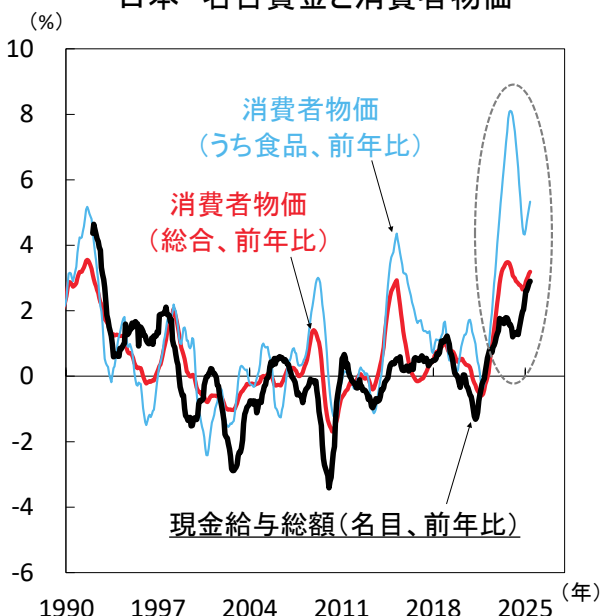


注) 直近値は2025年4月。

出所) 総務省、厚生労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 賃金上昇率は着実に伸びるも、いまだ物価（特に食品価格）上昇率を下回る

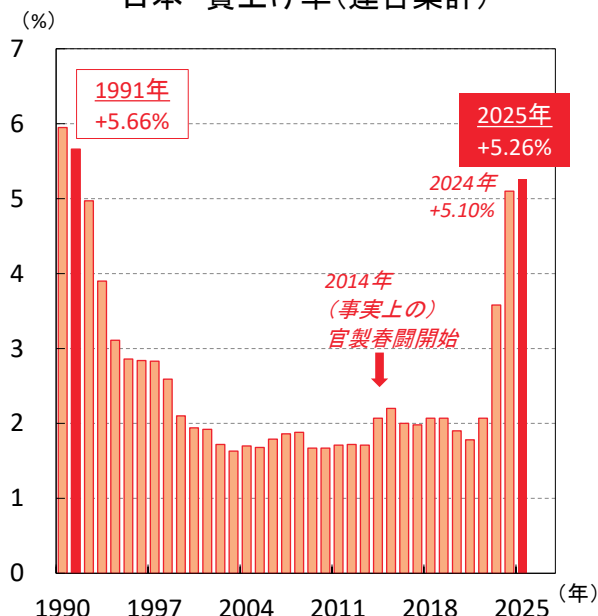
日本 名目賃金と消費者物価



注) 現金給与総額は事業所規模5人以上を対象。
直近値は現金給与総額が2025年4月、消費者物価が同年5月。

出所) 総務省、厚生労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 賃上げ率(連合集計)



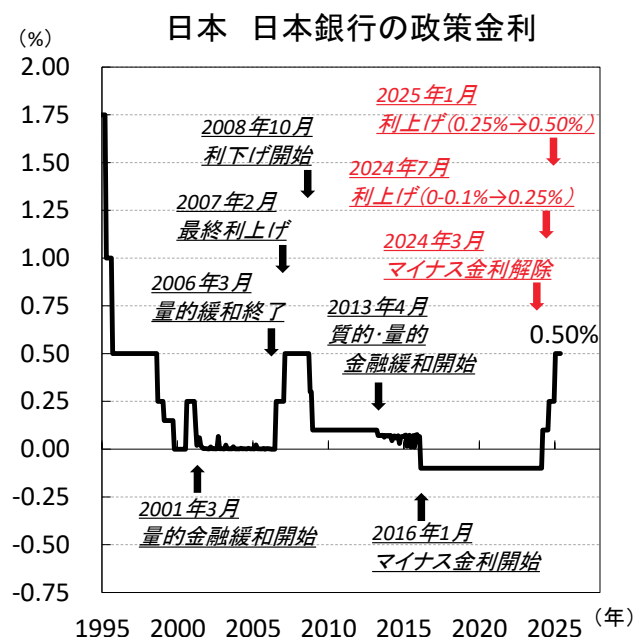
注) 値は平均賃金方式の定昇相当込み賃上げ率。
直近値は2025年(同年6月5日公表の第6回集計)。

出所) 連合より三菱UFJアセットマネジメント作成

金融政策:「金利0.5%の壁」を越えられるか

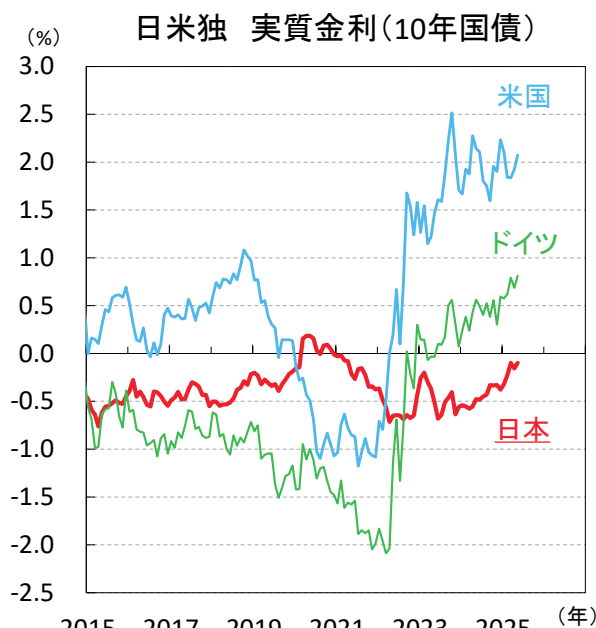
- ◆ 日銀は2025年1月に追加利上げを実施、政策金利は2008年10月以来の0.5%に到達しました。米関税措置による国内景気・物価見通しの不確実性が増すなか、日銀は様子見モードに入りましたが、植田総裁は再三、実質金利の低さに言及、金利正常化への姿勢は保っているとみられます。
- ◆ 一方、米国・ドイツの財政拡張観測や国内の消費減税議論の高まりもあり超長期金利が上昇、日銀は国債需給安定を目指し、2026年4月から国債買入れ減額計画のペースダウンを決定しました。

● 金利正常化姿勢を堅持する日銀、実質金利水準の低さも背景に



注) 無担保コール翌日物金利誘導目標(1997年以前は公定歩合、2001年3月～2006年2月および2013年4月～2015年12月は同市場金利、2016年1月～2024年2月は日銀当座預金政策金利残高適用金利で接続)。直近値は2025年6月。

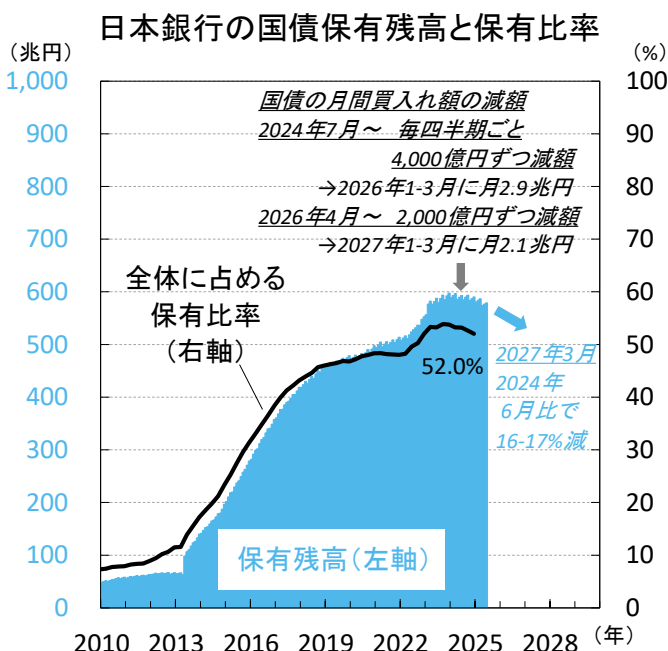
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 実質金利＝名目金利－期待インフレ率。
ここでの期待インフレ率はブレークウィープン・インフレ率。
直近値は2025年5月。

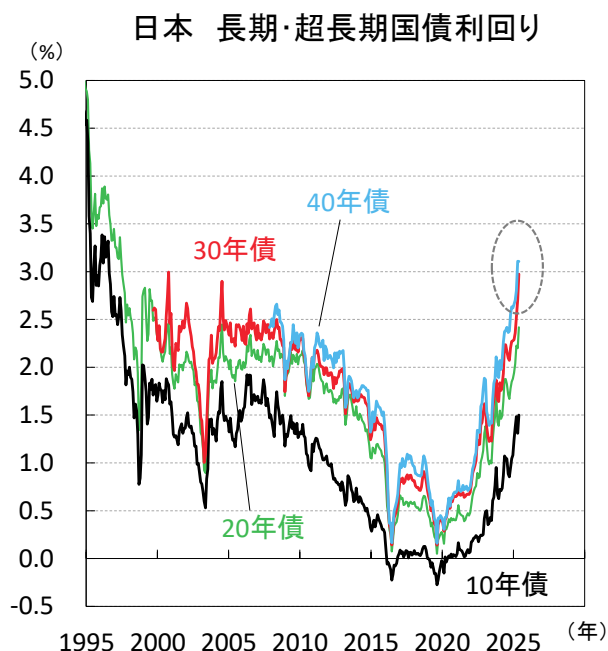
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 国内の超長期国債利回りが急騰、日銀は国債買入れ減額計画の見直しに動く



注) 国庫短期証券を除くベース。
直近値は保有残高が2025年5月、保有比率が2024年12月末。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成



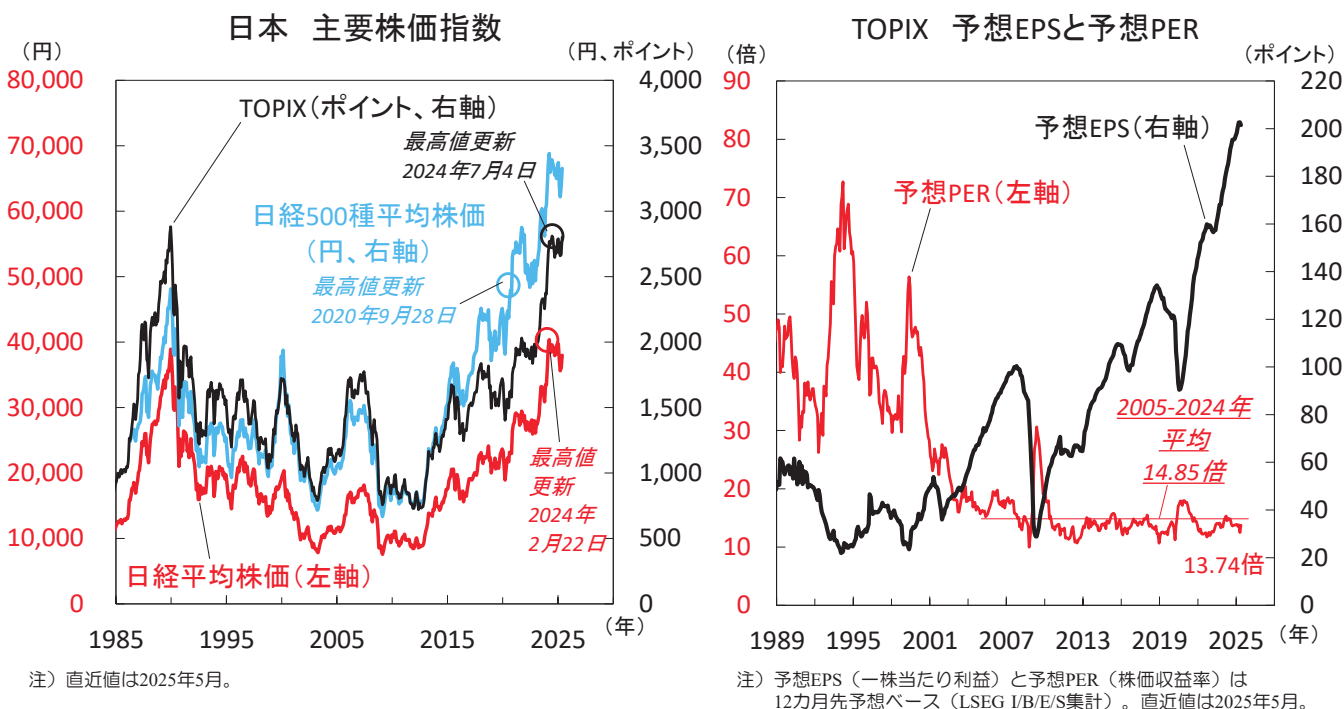
注) 30年債は1999年9月、40年債は2007年11月以降。
直近値は2025年5月。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

株式：デフレ脱却機運が高まり新たなステージへ

- ◆ 2024年、日経平均株価とTOPIXは1989年に付けた最高値を更新、日本経済の夜明けを印象付けました。その後一服も高値圏は堅持、割安感が意識されるなか、さらに上を目指せるか注目です。
- ◆ 2013年以降の大胆な金融緩和を軸としたアベノミクスを契機に、日本経済はデフレ（物価の持続的・下落）脱却の扉を開けました。日本も、海外で当たり前に見られる「賃金・物価が上昇し名目GDPが増える」経済構造を取り戻しており、企業収益の持続的拡大に向けた環境が整いつつあります。

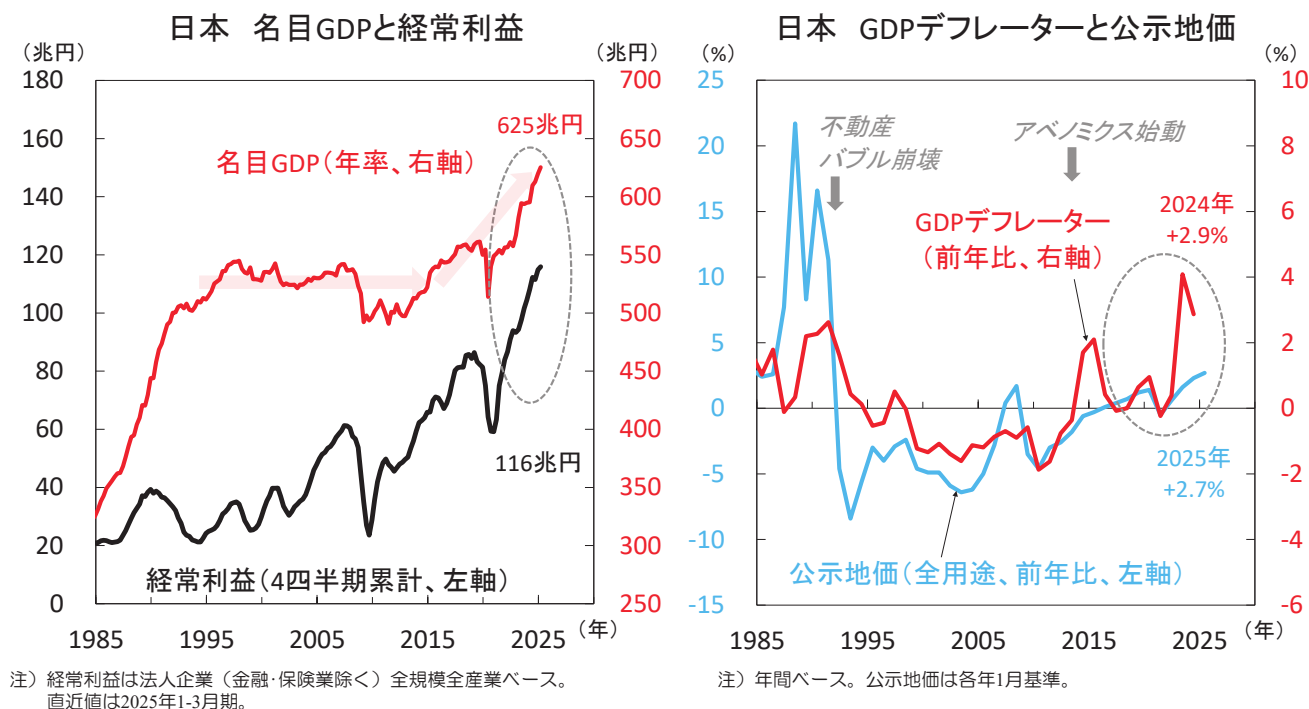
● 高値圏をキープする主要株価指数、割安感を生かして再浮上できるか注目



出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 国内企業収益拡大の定着に向け、デフレ脱却が追い風に



出所) 内閣府、財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

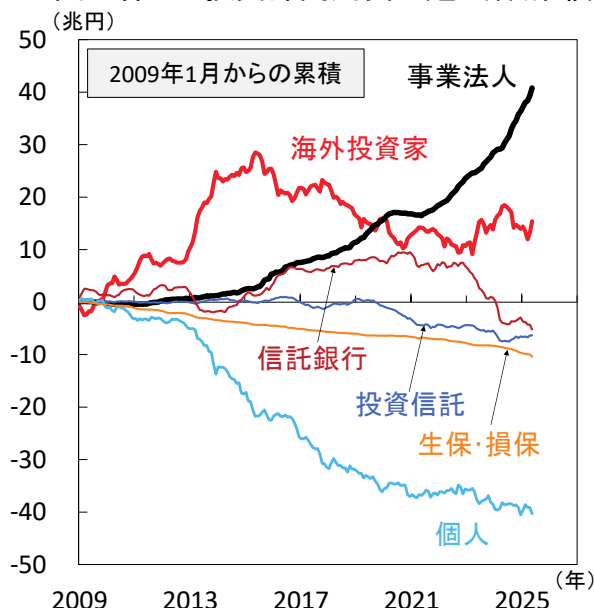
出所) 内閣府、国土交通省より三菱UFJアセットマネジメント作成

投資家目線の経営改革推進が日本株の再評価につながる期待

- ◆ 2023年3月、東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請、国内企業の改革期待が高まりました。依然海外に比べ見劣りする、資本の収益性や成長性を表すROE（自己資本利益率）やPBR（株価純資産倍率）といった株価指標改善を意識した経営努力が求められます。
- ◆ ROE改善にも寄与する自社株買い、配当強化といった株主還元に加え、設備投資拡大などにより中長期目線での収益性を高めることが、国内株への安定かつ継続的な資金流入を促すとみまます。

● 国内株を下支える自社株買い、一段高には海外勢の資金流入回復も鍵に

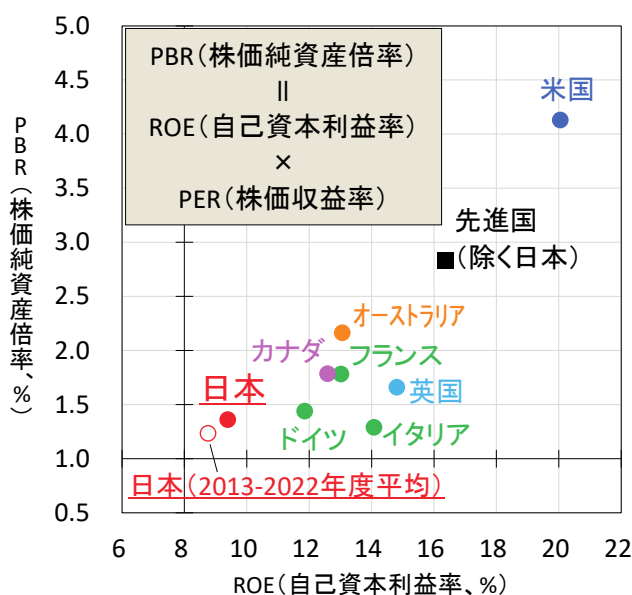
国内株式 投資部門別買い越し額（累積）



注）東証・名証の二市場合計。簡略化のため一部の投資部門は省略。直近値は2025年5月。

出所）日本取引所グループより三菱UFJアセットマネジメント作成

ROEとPBR比較（2023年4月以降平均）

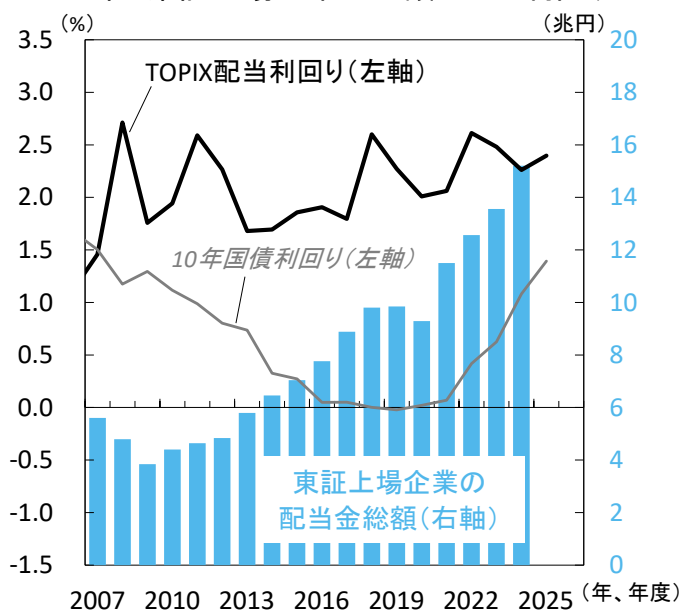


注）MSCI WORLD（国別指数）に基づく。
ROE（自己資本利益率）とPBR（株価純資産倍率）は12カ月先予想ベース（LSEG I/B/E/S集計）。

出所）MSCI、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 配当強化など株主還元に加え、設備投資による成長性・収益性向上の努力も必須

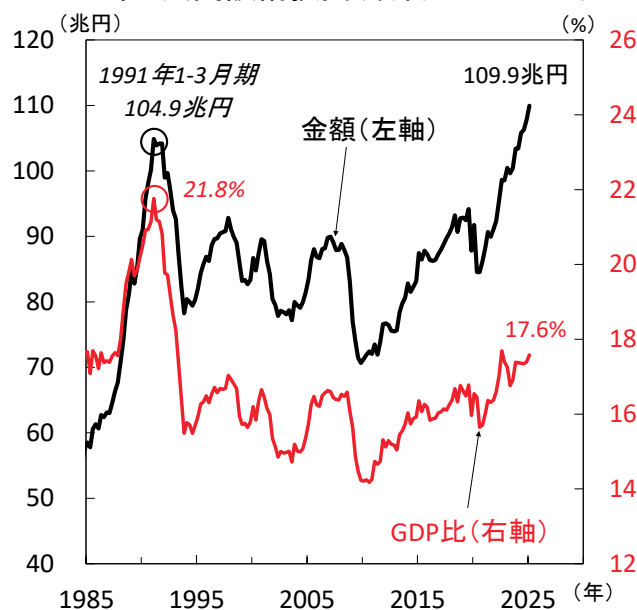
日本 東証上場企業配当額と配当利回り



注）配当金総額は2025年3月期決算短信に基づく、直近値は2024年度。TOPIX配当利回りはLSEG I/B/E/S集計値で、直近値は2025年5月。10年国債利回りの直近値は2025年5月。

出所）日本取引所グループ、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 民間設備投資（名目GDPベース）



注）年率換算値。直近値は2025年1-3月期。

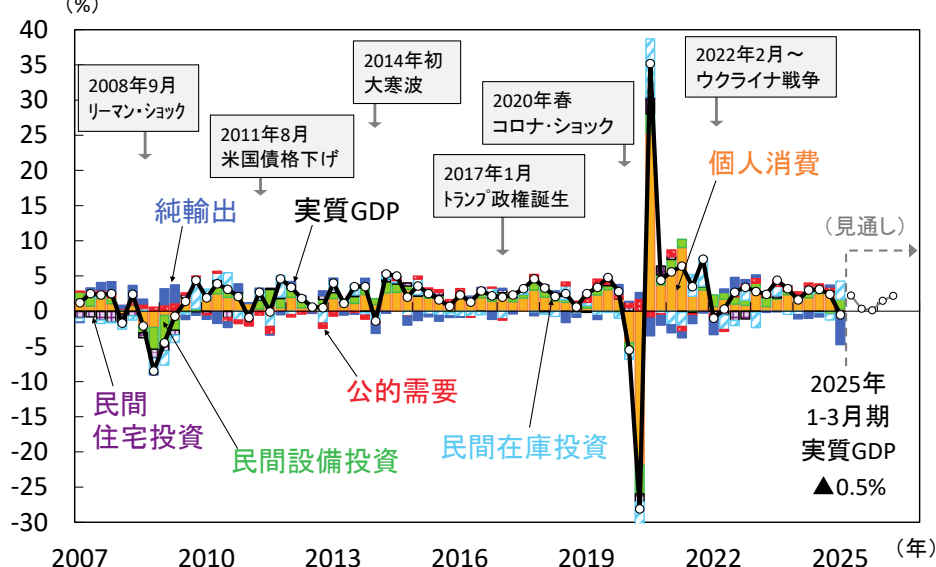
出所）内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

4. 米国経済：関税による物価・景気への影響が年後半に顕在化へ

- ◆ 2025年1-3月期実質GDP成長率は、関税前の輸入急増の影響で前期比年率▲0.5%と3年ぶりのマイナスに。ただし、個人消費や民間設備投資はプラスを維持、米景気は底堅いと言えます。
- ◆ しかし、大規模な関税の影響が年後半に顕在化するとみています。足元ではコスト増や不確実性の高さから企業は設備投資を控え、今後は雇用削減が進む懸念があります。また、物価は財価格を中心に今後上昇が見込まれ、金融当局はインフレ定着を警戒し早期利下げに慎重姿勢です。

- 足元の需要は底堅くも年後半に景気減速へ、4-6月期は輸入急減がGDP増加要因に

米国 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度

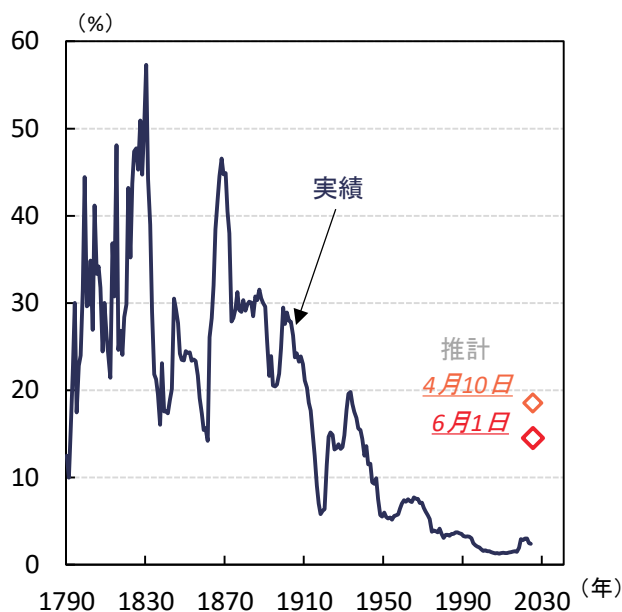


注) 2025年4-6月期～2026年4-6月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

出所) 米BEA (Bureau of Economic Analysis) より三菱UFJアセットマネジメント作成

- 米政権が課した相互関税で関税率が大きく上昇、スタグフレーション懸念が高まる

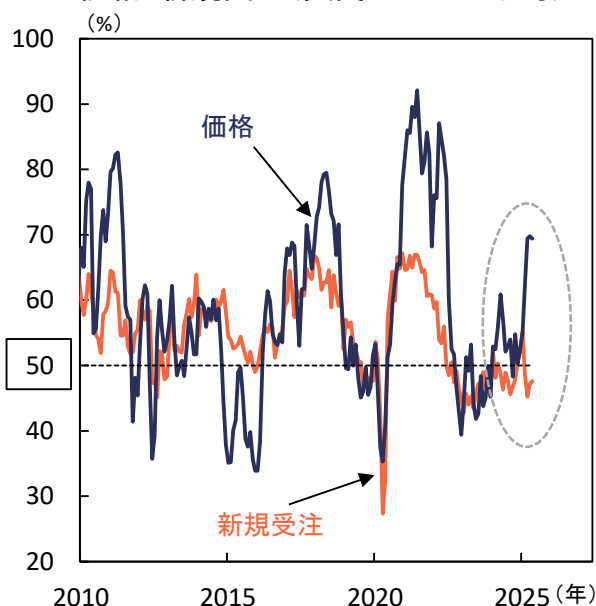
米国 実効関税率の実績と推計



注) 実績の直近値は2024年。

推計値(2025年)はThe Budget Lab at Yaleによるもの。

出所) The Budget Lab at Yaleより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 ISM製造業・サービス業景気指数
価格・新規受注(実質GDP加重平均)

注) 直近値は2025年5月。50は拡大/縮小(価格は上昇/低下)の節目。
価格・新規受注共に財生産部門とサービス部門の実質GDPの割合を用いて加重平均したもの。

出所) 米ISMより三菱UFJアセットマネジメント作成

貿易：米政権は大規模な相互関税を導入、駆け込みで輸入が急増

- ◆ 2025年2月以降、トランプ米政権は特定国/地域・特定品目への関税に加え、原則世界一律への相互関税を導入しました。また、対中国では一時145%まで税率を引き上げ、中国も報復を行うなど関税の応酬となりました。その後は相互関税の一部を停止、足元で各国との交渉が行われています。
- ◆ 米政権の関税に対する強硬姿勢を受け、企業が前倒しで在庫確保に動いた影響で輸入が急増、その後反動減が見られています。また、輸入価格からは関税による物価上昇が確認されています。

● 米政権は大規模な関税政策を実施、4月は輸入急減と輸入物価上昇を確認

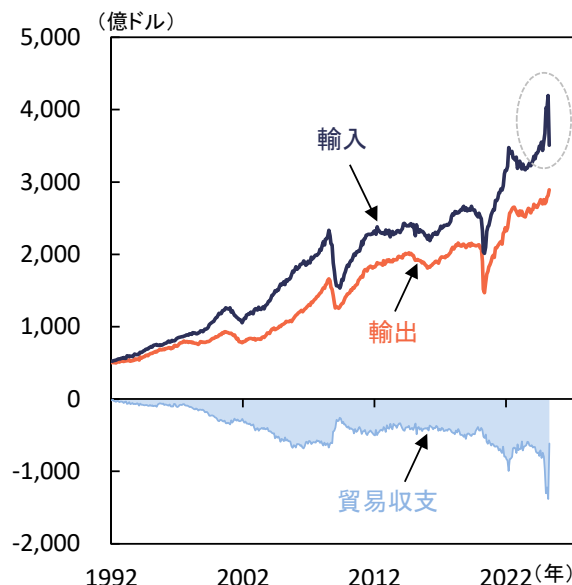
米国 関税を巡る主な動向 (報復は中国のみ)

日	主体	種類	内容
2月			
4日	米国	発動	中国からの輸入品へ10%の関税発動
10日	中国	報復	約139億ドル相当に10%および15%を発動
3月			
4日	米国	発動	カナダ・メキシコへ25%の関税発動(一部例外)
4日	米国	発動	中国からの輸入品へ10%の関税発動(計20%)
10日	中国	報復	農産物に15%または10%発動
12日	米国	発動	鉄鋼・アルミへ25%の関税を発動
4月			
2日	米国	公表	「解放の日」：相互関税と上乗せ関税を公表
5日	米国	発動	10%の基本関税率を原則全世界へ発動
9日	米国	発動	相互関税上乗せ分を対象国へ発動
9日	米国	発動	中国には上乗せ分を84%で発動(計104%)
9日	米国	緩和	相互関税の上乗せ分について90日間一時停止(10%の基本関税率は継続)
9日	米国	発動	中国への上乗せ分を105%で発動(計125%)
10日	中国	報復	米国に対する84%の報復関税を発動
10日	米国	発動	中国への上乗せ分を125%で発動(計145%)
11日	米国	緩和	相互関税からスマートフォンなど一部品目除外
12日	中国	報復	米国に対する125%の報復関税を発動
29日	米国	緩和	自動車部品関税の免税措置を公表
5月			
8日	米国	緩和	英国との合意を公表
12日	米国	緩和	中国との合意を公表
23日	米国	公表	EU向け50%の関税
25日	米国	緩和	EU向け50%の関税7月9日まで延期
28日	米国	その他	国際貿易裁判所が一部関税を違憲判決し撤廃要求
29日	米国	その他	二審の連邦巡回控訴裁判所が一審判決を停止
6月			
4日	米国	発動	鉄鋼・アルミへの関税を50%へ引き上げ発動
7月			
9日	米国	予定	相互関税上乗せ分の一時停止期限

注) 2025年6月24日時点の情報に基づく。
報復は中国によるもののみを記載。主な動向のみ。

出所) 各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

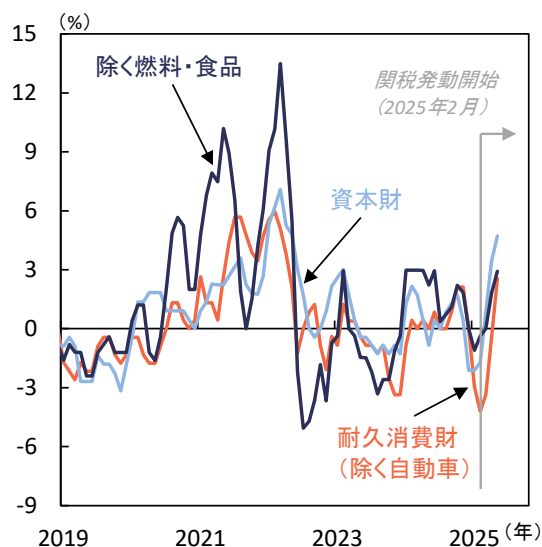
米国 貿易収支



注) 直近値は2025年4月。貿易収支は輸出-輸入。

出所) 米センサス局より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 輸入価格(3カ月前比・年率)



注) 直近値は2025年4月。

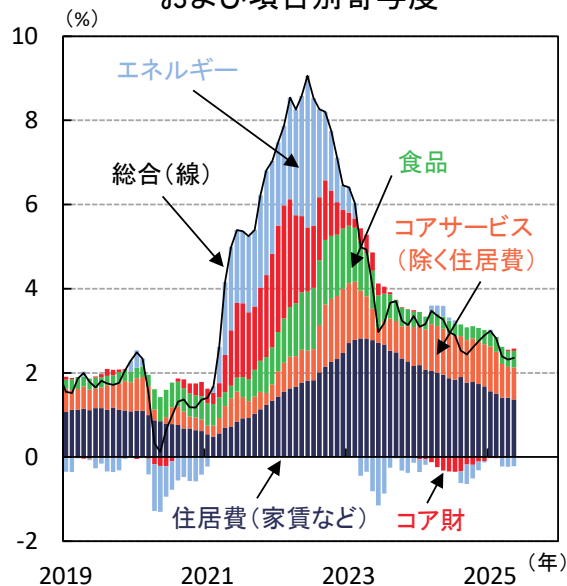
出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

物価：関税による財価格上昇が懸念される一方、サービス価格は低い伸び

- ◆ 5月消費者物価(CPI)は前年比+2.3%と、落ち着いた伸びとなっています。サービス価格を中心に減速が続いており、物価に占める割合が大きい家賃は、今後も上昇圧力が鈍ると予想されます。
- ◆ ただし、夏にかけ関税による物価上昇が顕在化すると見込まれ、特にコア(除く食品・エネルギー)財価格の上昇が懸念されます。川上ではインフレの兆しが見られていることから、今後消費者にどの程度転嫁されるかが焦点です。また、物価安定にはインフレ期待の落ち着きも重要となります。

● 物価は関税の影響を受ける前は順調に正常化、家賃価格の落ち着きは好材料

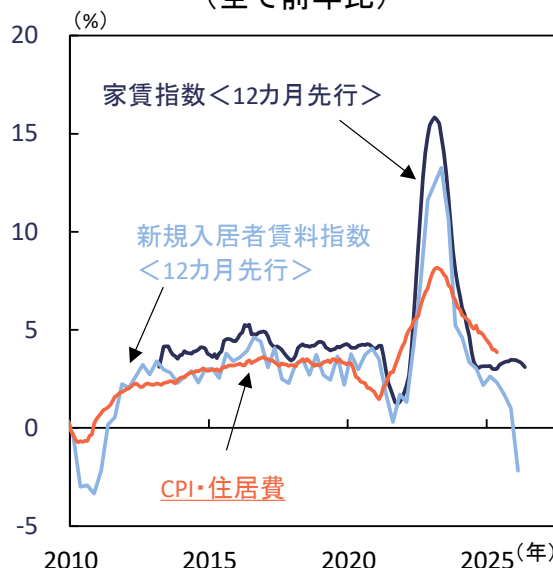
米国 消費者物価(CPI)前年比
および項目別寄与度



注) 直近値は2025年5月。コアは除く食品・エネルギー。

出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 CPI住居費と家賃・賃料指数
(全て前年比)

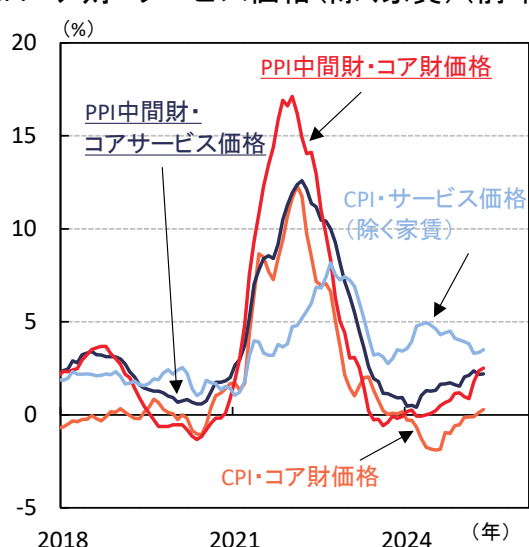


注) 直近値は2025年5月。家賃指数は2012年3月以降。

出所) 米労働省、米Zillowより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 関税を受け川上では物価上昇圧力。期待インフレは市場ベースで落ち着いた水準に

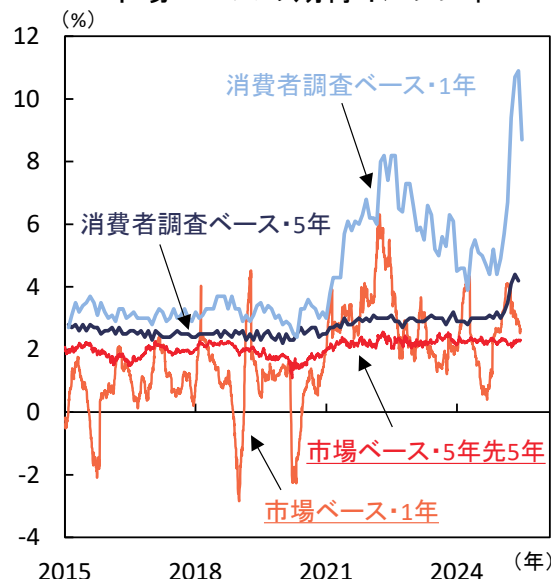
米国 生産者物価(PPI)中間財価格と
CPIコア財・サービス価格(除く家賃)(前年比)



注) 直近値は2025年5月。中間財はステージ4の値を使用。コアは除く食品・エネルギー。

出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 消費者調査ベースと
市場ベースの期待インフレ率



注) 消費者調査ベースはミシガン大学調査、市場ベースはフォワード・ブレイクイーブンインフレ率を使用。直近値は消費者調査ベースが2025年6月、市場ベースが同年6月17日。

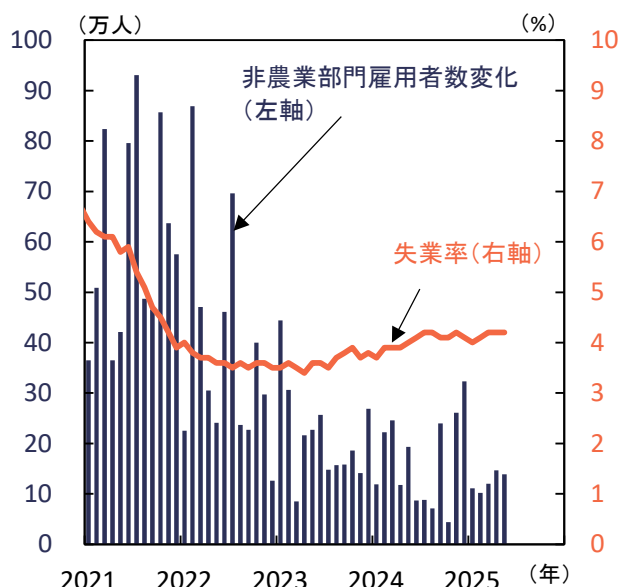
出所) ミシガン大学、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

雇用：予想以上の底堅さを維持も、着実に減速

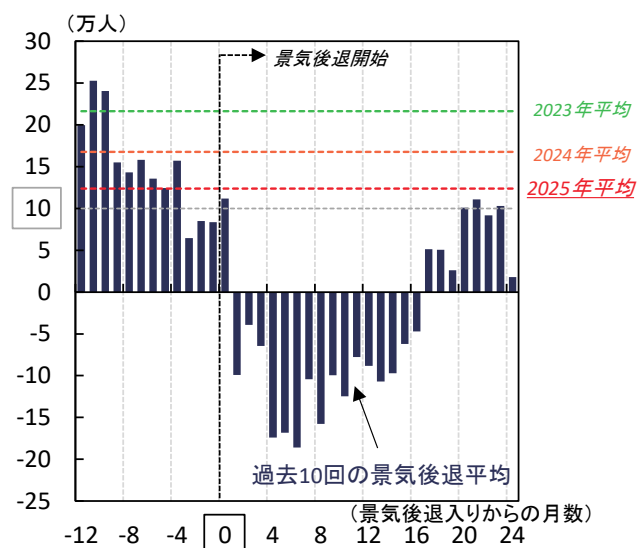
- ◆ 2025年5月の失業率は4.2%、非農業部門雇用者数は前月差で+13.5万人と、労働市場は底堅く推移しています。ただし、足元で緩やかながら軟化しており、今後も減速が続くと見込まれます。継続して前月差で10万人以下の伸びが続くようであれば、景気懸念が強まる可能性があります。要注意です。
- ◆ 他方、米政権の移民政策により労働供給が減少する可能性が高まっており、労働需給ひっ迫の懸念も高まります。しかし、足元では労働需要が減退、賃金の伸びは落ち着いた軌道を描きそうです。

● 労働市場は底堅く推移も、緩やかではあるが着実に減速

米国 雇用者数変化と失業率

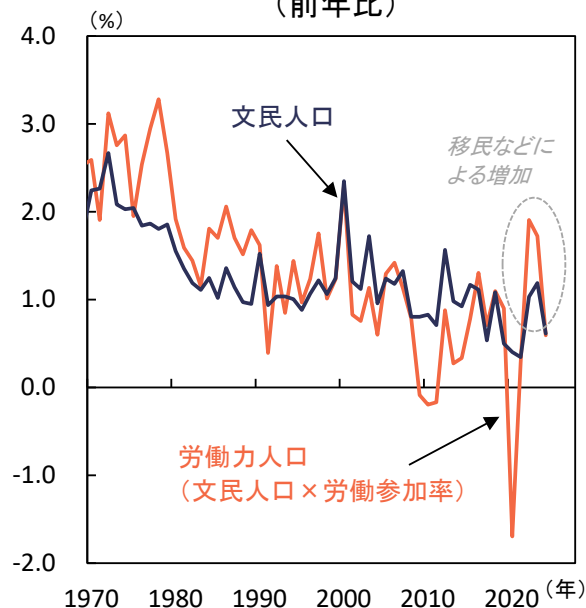


米国 非農業部門雇用者数変化の過去の景気後退局面での平均的な推移

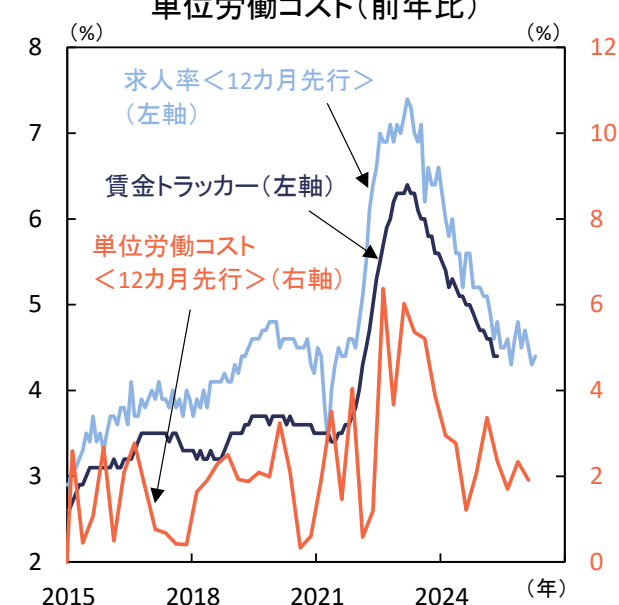


● 移民減は労働供給の減少要因も、労働需要軟化から賃金の伸びは正常化へ

米国 文民人口と労働力人口の伸び（前年比）



米国 求人率と賃金トラッカー（前年比）と単位労働コスト（前年比）

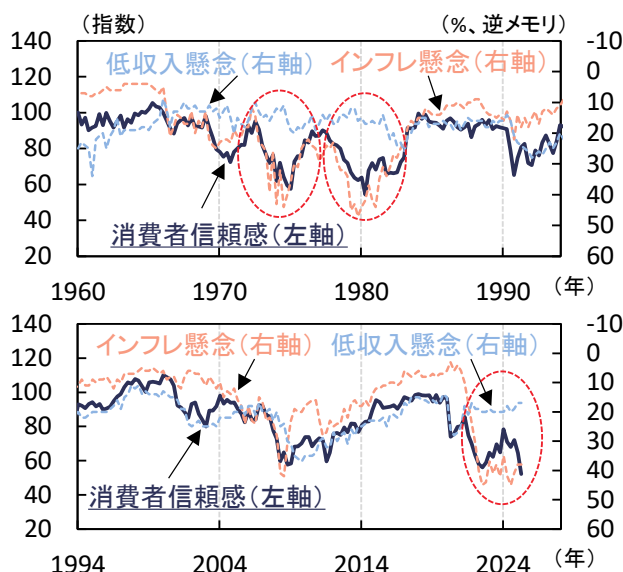


個人消費: マインドの悪化が先行、駆け込みの反動と物価上昇が下押しへ

- ◆ 2023年以降、インフレ率低下に伴い消費者心理は改善していたものの、トランプ政権の関税を受け急速に悪化。ただし、足元では自動車などの耐久財を中心に、関税前の駆け込み消費が見られています。今後は、その反動や物価高による需要減、サービス消費の持続性が焦点となります。
- ◆ 所得は底堅さを維持、物価高が顕在化した場合でも消費を下支えするでしょう。ただし、同じく物価高が進んだ2021-2022年と異なり、現金給付などでの所得増が期待できない点は留意が必要です。

● インフレへの懸念が消費者心理を下押し、ただし実際の消費は底堅さを維持

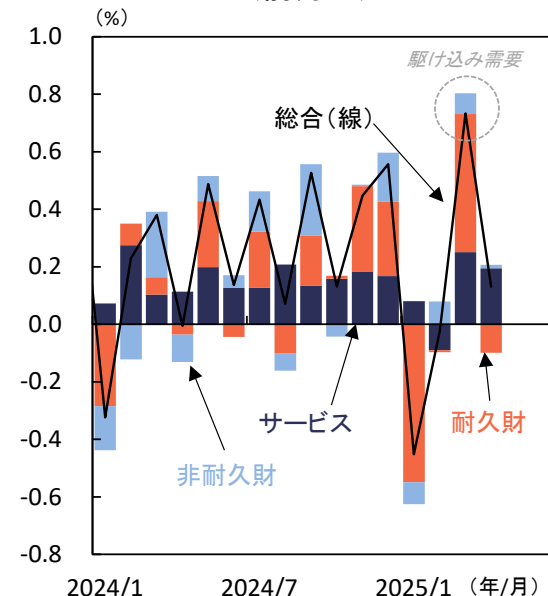
米国 消費者信頼感と
悪化回答理由の割合(低収入・インフレ)



注) 直近値は2025年1-3月期。同年4-6月期は4月のデータを使用。

出所) ミシガン大学より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 実質個人消費支出
(前月比)

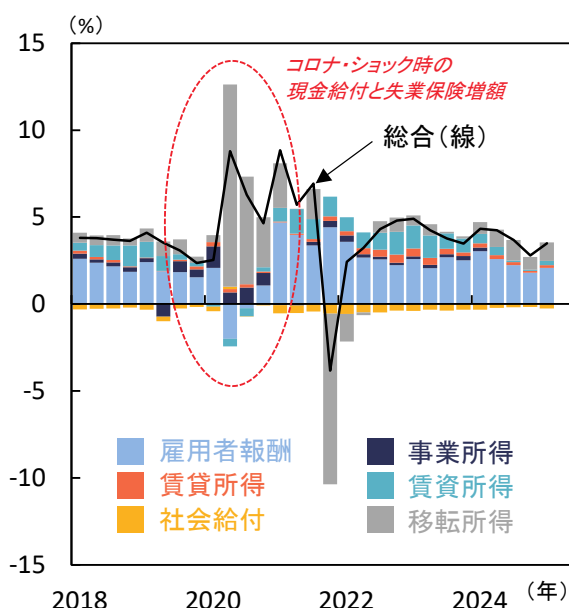


注) 直近値は2025年4月。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 所得は底堅く推移、家計の財務状況は特殊要因を除けば依然として良好

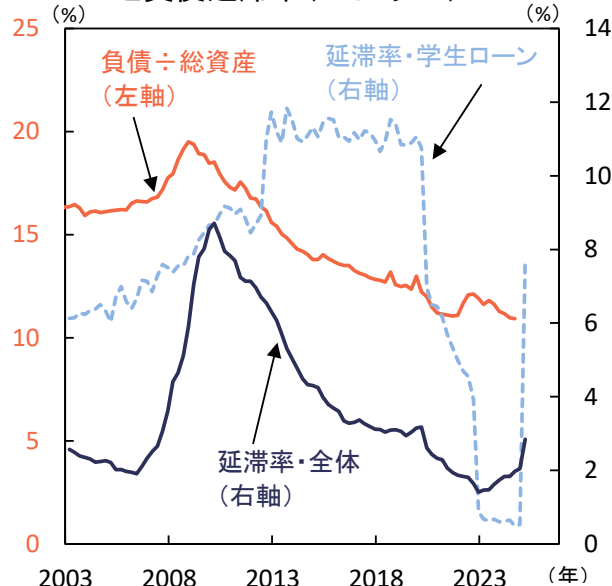
米国 個人所得(前年比)



注) 直近値は2025年1-3月期。

出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 家計部門 負債比率(負債÷総資産)
と負債延滞率(90日以上)



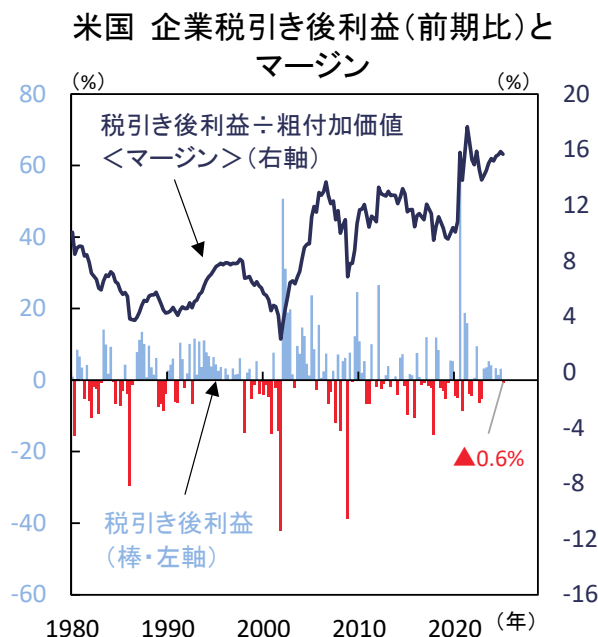
注) 直近値は負債比率が2024年10-12月期、延滞率が2025年1-3月期。

出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

企業活動：需要軟化とコスト増に懸念、設備投資には慎重姿勢

- ◆ 足元で米国企業のマージン（税引き後利益÷粗付加価値）は過去最高水準近くにある一方、税引き後利益は2022年10-12月期以来の減少（前期比）。今後は、景気減速に伴い需要が軟化する可能性に加え、関税の影響を受けたコスト増や借り換えによる利払い負担増加が懸念されます。
- ◆ 一方、通商政策による不確実性の高まりから、企業は設備投資を控え始めています。融資基準の厳格化に伴い融資需要の減少も確認されており、設備投資は当面伸び悩む展開が予想されます。

● 企業利益は伸び鈍化も、マージンは過去最高に近い水準。金利負担は今後増加へ



注）直近値は2025年1-3月期。

出所）FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

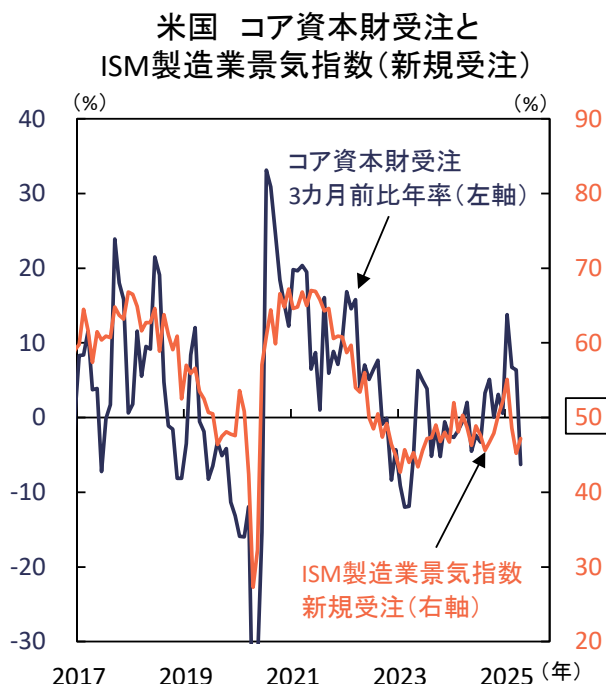


注）利払い負担率＝純支払利息／（税引き前利益＋純支払利息）
非金融機関を対象に集計。網掛け部分は景気後退期。

直近値は利払い負担率が2025年1-3月期、米10年債利回りは同年5月。

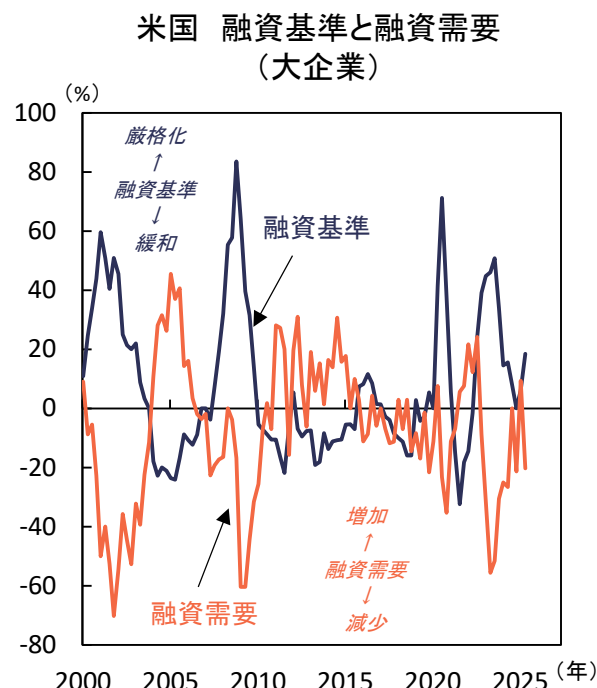
出所）米BEA、米NBER、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 通商政策の不透明感から設備投資は慎重姿勢、融資基準は引き締め方向へ



注）直近値はISM製造業景気指数が2025年5月、コア資本財受注は除く航空非国防資本財で同年4月。

出所）米ISM、米センサス局より三菱UFJアセットマネジメント作成



注）直近値は2025年1-3月期。

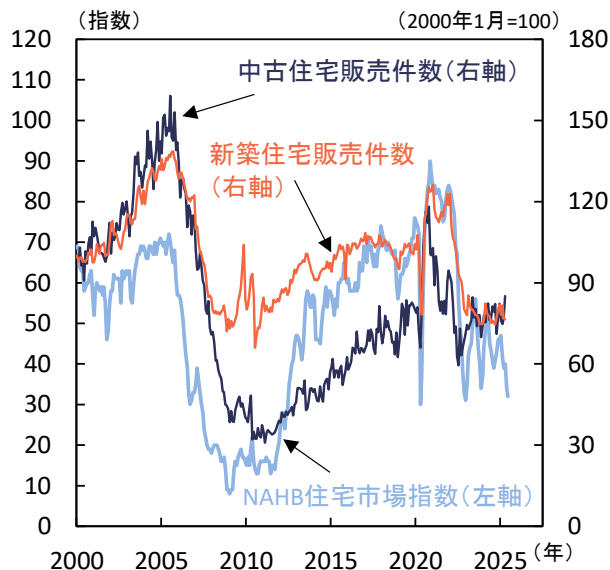
出所）FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

住宅: 金利上昇と価格高騰を受け需要が弱まる

- ◆ 住宅需要は弱含んでおり、2020年以降高騰した住宅価格や金利上昇が重しとなっています。足元では、購入コスト(毎月の支払いが所得に占める割合)が適格とされる25%近くまで上昇しています。
- ◆ 販売が落ち込む中で、新築・中古住宅共に在庫が増加傾向にあり、住宅価格には下押し圧力がかかり始めています。他方、ここまでの住宅価格の上昇は、評価益の現金化などを通じ個人消費を支えてきました。今後、価格下落が続く場合は、低所得層を中心に消費への影響も懸念されます。

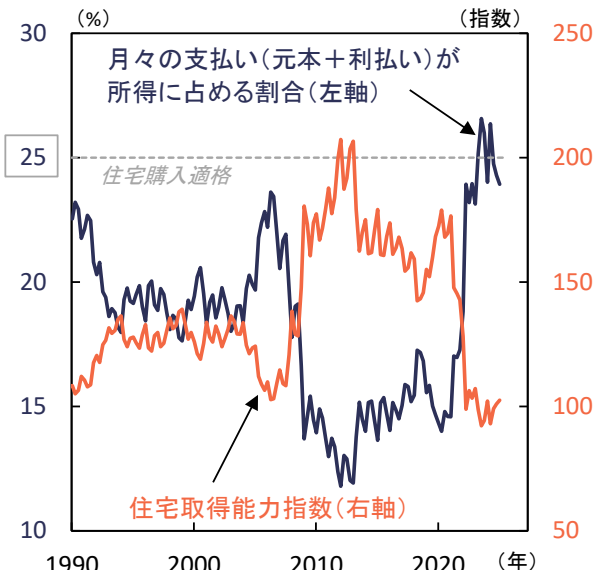
● 住宅需要は低調、金利上昇と価格上昇による負担増が一因

米国 中古・新築住宅販売件数(指数化)と
NAHB住宅市場指数



注) 直近値はNAHB住宅市場指数が2025年6月、中古住宅販売が同年5月、
新築住宅販売が同年4月。
出所) NAHB、米センサス局、米NARより三菱UFJアセットマネジメント作成

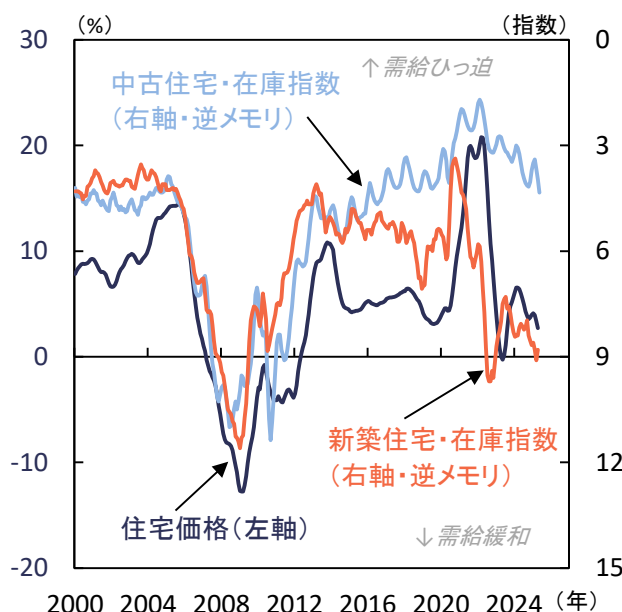
米国 住宅取得能力指数と
月々の支払いが所得に占める割合



注) 直近値は2025年1-3月期。
出所) NAHBより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 需要減による在庫増が住宅価格を下押し。価格下落は特に低所得者層の痛手に

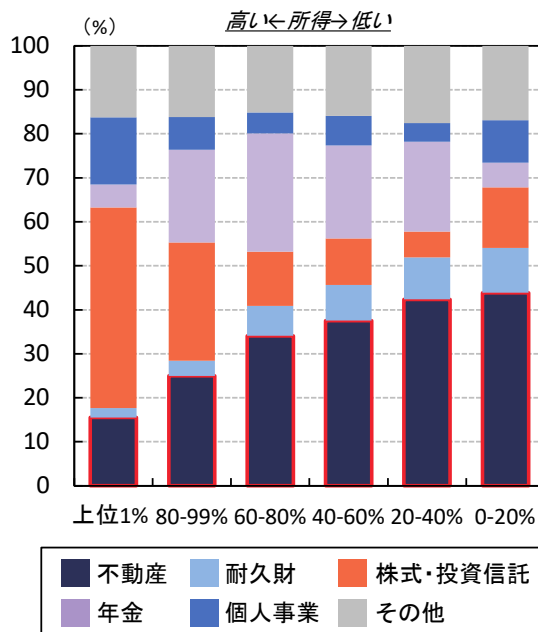
米国 中古・新築住宅需給と住宅価格



注) 直近値は中古住宅が2025年5月。住宅価格と新築住宅が同年4月。
全米住宅価格は全米ベース。在庫指数は3カ月移動平均。

出所) S&P、米センサス局、米NARより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 所得層別 保有資産の割合



注) 直近値は2024年。
出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

金融政策：様子見姿勢を維持、年後半にかけ景気・物価を見極めへ

- ◆ 6月米連邦公開市場委員会（FOMC）では、4会合連続で政策金利を据え置きを決定。政策金利見通しでは、年内利下げ無しを見込む参加者が増えるなど、3月時点と比べ早期利下げに慎重な姿勢を示しました。関税による物価への影響が不透明な中、その大きさと持続性を見極める構えです。
- ◆ 当局者からは足元の短期金融市場の流動性を気にする発言があり、政策調整の議論が高まる可能性があります。また、夏に公表予定である政策枠組みの見直しも、その結果が注視されます。

● 政策金利見通し（中央値）は前回から据え置きも、来年以降の利下げ回数は減少

FOMC参加者の経済見通し（2025年6月）

指標	2025年	2026年	2027年	長期
実質GDP (前年比、%)	1.4	1.6	1.8	1.8
失業率 (%)	4.5	4.5	4.4	4.2
PCEデフレーター (前年比、%)	3.0	2.4	2.1	2.0
コアPCEデフレーター (前年比、%)	3.1	2.4	2.1	-

注）グレーの網掛けは2025年3月時点の見通し。青の網掛けは3月時点から下方修正（失業率は上方修正）、赤の網掛けは上方修正（失業率は下方修正）したもの。PCEは個人消費支出。コアは除く食品・エネルギー。

出所）FOMCより三菱UFJアセットマネジメント作成

FOMC参加者の政策金利見通し

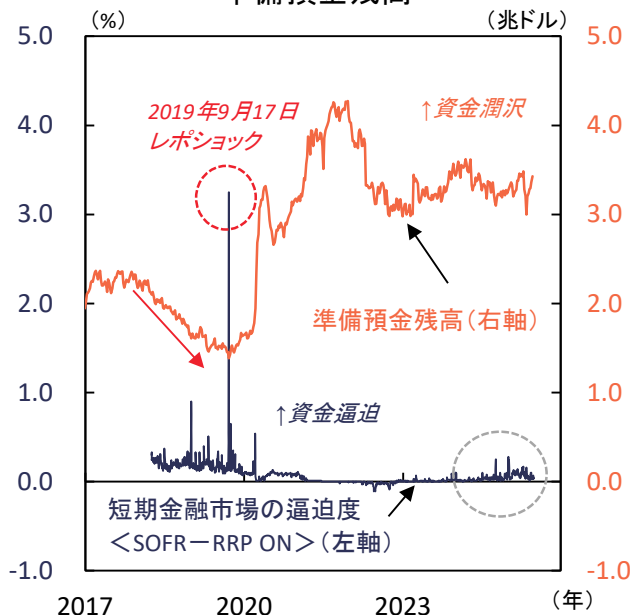
	2025年		2026年		2027年		長期	
(%)	3月	6月	3月	6月	3月	6月	3月	6月
4.500								
4.375	4	7	年内 利下げ無し					
4.250								
4.125	4	2	3	1				
4.000								
3.875	9	8	1	5	2	2	1	1
3.750							1	1
3.625	2	2	2	4	4	3	2	2
3.500							2	2
3.375			9	5	2	6	1	1
3.250								
3.125			1	2	6	3	1	1
3.000							3	3
2.875			3	1	3	3	4	4
2.750								
2.625				1	2	2	2	2
2.500							2	2

注）数字は予想参加者数、赤い枠囲みは中央値を示す。

出所）FOMCより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 短期市場の流動性は当局も注視。夏公表の政策枠組み見直しはタカ派的な修正か

米国 短期金融市場のひっ迫度と準備預金残高



注）直近値は短期金融市場の逼迫度が2025年6月23日、準備預金残高が同年6月11日。
SOFRは担保付き翌日物金利で、RRP ONは翌日物リバースレポ金利。

出所）FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

FOMC 政策枠組みの変遷と足元の評価

分類	時期	内容
物価	～2020年	▼対照的な物価目標 2%からの上振れ・下振れの両方に対応
	2020年～	▼平均インフレ目標 持続的に2%を下振れた場合、その後の一定期間で2%をやや上回る水準を目指す
	言及	見直しが適切
雇用	～2020年	▼最大雇用からの「乖離」を評価 雇用下振れは緩和、上振れは引き締めへ
	2020年～	▼最大雇用からの「不足」を評価 雇用下振れは緩和に動く一方、上振れた場合でも望ましくないインフレに繋がらない限り政策を維持
	言及	「不足」という表現の見直しが適切
その他	言及	経済予測や不確実性の説明強化を検討

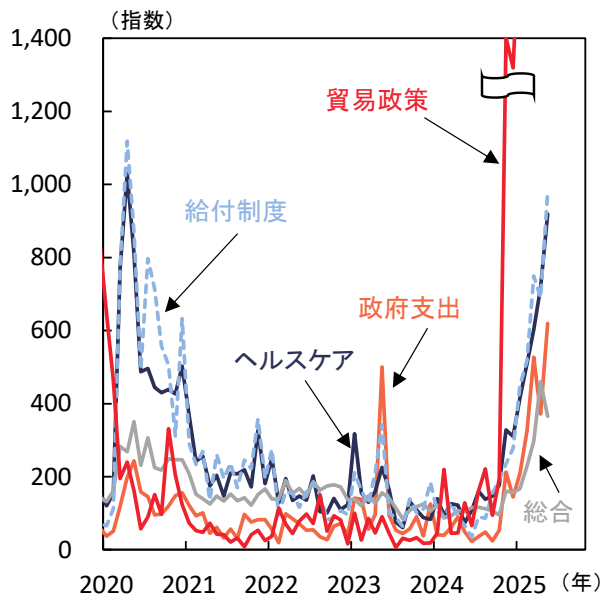
出所）FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

財政政策：トランプ減税が可決に近づくも、財政赤字拡大は悩みの種に

- ◆ トランプ米政権の主要政策である大規模な減税関連法案は、下院を通過し可決に向け上院での議論が行われています。ただし、減税項目の詳細やヘルスケア・食糧支援などの支出削減などを巡って共和党内での意見の相違が生まれており、減税法案を巡る不確実性は高まっています。
- ◆ また、大規模な減税が実現した場合は財政赤字の拡大が見込まれます。米政権は対GDP比で3%の財政赤字を目指すも達成には距離があり、債務増大への懸念は金融市場にも表出しています。

● 関税に加え財政面での不確実性も高まる。トランプ減税は可決へ向け最終局面に

米国 経済政策不確実性指数(項目抜粋) 米国 減税関連法案("The One Big Beautiful Bill Act")
(米下院案、兆ドル)



注) 直近値は2025年5月。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

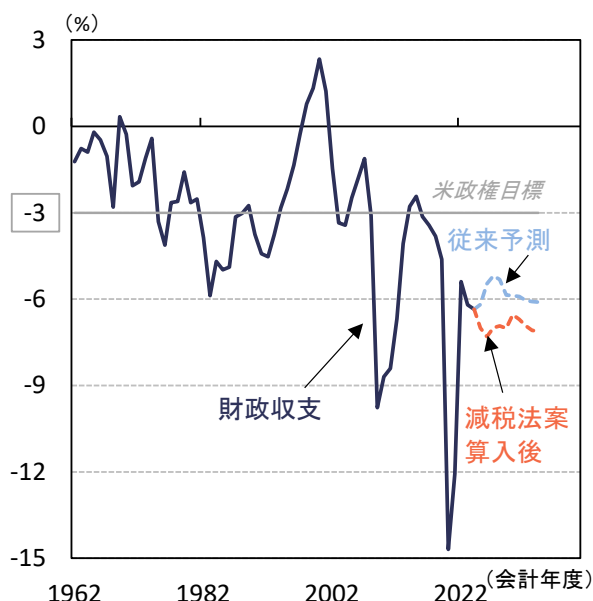
	項目	金額
支出拡大	所得税引き下げの延長/拡大	+2.2
	代替ミニマム税※の撤廃を延長	+1.4
	標準控除引き上げの延長/拡大	+1.3
	小規模事業・自営業向け控除の延長/拡大	+0.8
	子ども扶養家庭向け控除の延長/拡大	+0.8
支出縮小	個人・扶養控除の廃止	▲1.9
	SALT控除(州・地方税)の上限設定と縮小	▲0.9
	メディケイドの縮小	▲0.6
	学費支援の縮小	▲0.3
	SNAP(食料品購入支援)の縮小	▲0.3
総合計(+は支出拡大)		+2.3

注) 2025年5月21日時点。金額の大きい項目を抜粋しているため、総合計は各項目の合計と一致せず。また、利払い費などは算入せず。代替ミニマム税は、高所得者向け節税対策抑制措置。

出所) 米CBO、米CRFBより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 財政赤字は拡大し政権目標とかい離。不安定な政権運営も長期金利上昇要因に

米国 財政収支(対GDP比)の実績と予測

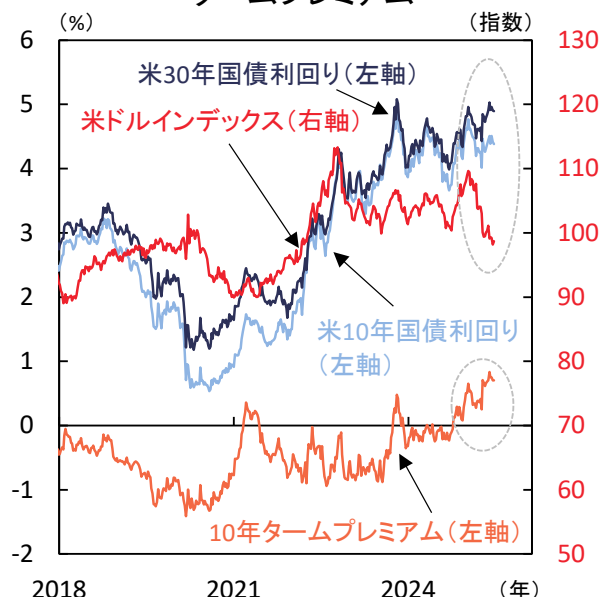


注) 実績は2024年度、予測は2030年度まで。

従来予測は2025年1月の米CBO見通し。減税法案参入後は米CRFBが試算。

出所) 米CBO、米CRFBより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 国債利回りと米ドルインデックスと
タームプレミアム



注) 直近値は2025年6月20日。

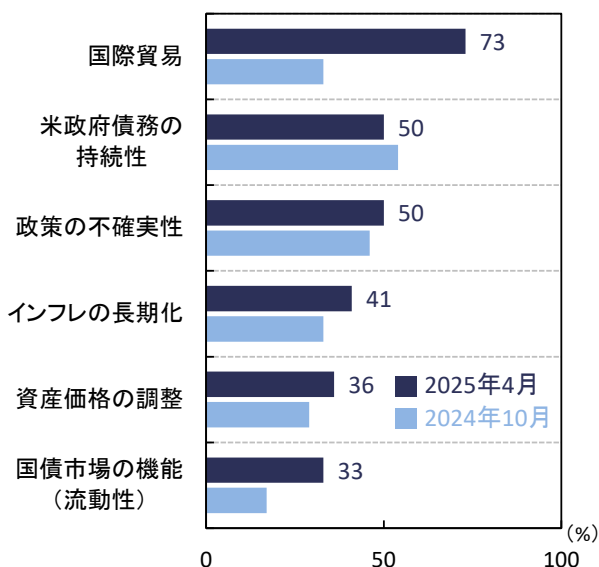
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

リスク: 通商政策だけでなく、米国債市場や次期FRB議長の議論にも注視

- ◆ 米政権による通商政策やその不確実性は目立ったリスクとして挙げられるものの、それ以外にも関税によるインフレや資産価格（バリュエーション）の動向、米国債の流動性にも注視が必要です。
- ◆ 米政府債務は足元で上限に到達、現在は特別措置で資金繰りを実施。しかし、夏にも資金が底をつく可能性があり、減税法案と共に債務上限引き上げが無事可決されるかが注目されます。2026年5月に任期を迎える米連邦準備理事会（FRB）議長の後任人事も、市場の注目を集めるでしょう。

● 関税に対するリスクが注目を集めるが、米国債の流動性への懸念も

米国 目先12-18カ月で金融システムに最も悪影響を及ぼし得るショック（回答割合）



注）2025年4月のFRBの金融安定報告書に基づく。
複数回答可で、上位6回答のみを表示。

出所）FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 国債流動性指数

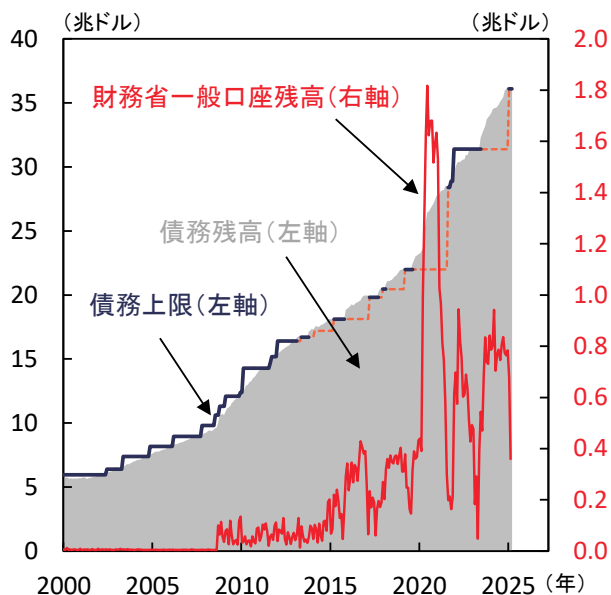


注）直近値は2025年6月22日。

出所）Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 懸念される政府債務残高の急増、FRBの次期議長を巡る議論もリスクに

米国 財務省一般口座残高と債務残高と債務上限



注）直近値は2025年5月。債務上限の破線は適用停止期間。

出所）FRB、米財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

FRB 次期議長の候補

クリストファー・ウォラー	
・現/米連邦準備理事会（FRB）理事 ・元セントルイス連銀副総裁、現職は現大統領から指名 ・足元では早期利下げの可能性に言及	
スコット・ベッセント	
・現/米財務長官 ・過去にはヘッジファンドマネージャーとして活躍 ・足元ではFRBの独立性を尊重する発言	
ケビン・ハセツ	
・現/米国家経済会議（NEC）委員長 ・経済学者で過去にFRBにてエコノミストの経験 ・税制改革などに関する知見に強み	
ケビン・ウォーシュ	
・元/FRB理事 ・2024年11月に財務長官候補として浮上 ・タカ派（金融引き締め）に積極的な政策を志向	
ジュディー・シエルトン	
・トランプ一党政権/経済顧問 ・過去にFRB理事候補に挙がるも議会で否決 ・金本位制の復活を支持	

注）2025年6月24日時点の情報に基づく。順不同。

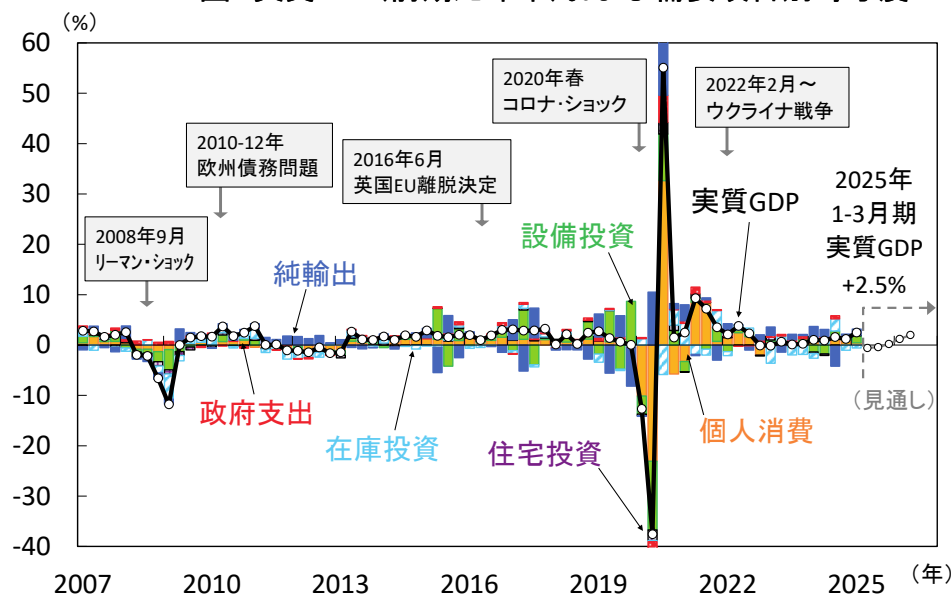
出所）各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

5. 欧州経済：再び迫る景気減速

- ◆ ユーロ圏の2025年1-3月期実質GDPは前期比年率+2.5%と伸びは前期から大きく加速。米政権による関税引き上げを前にした駆け込み輸出が強く影響したほか、個人消費や設備投資も堅調でした。
- ◆ 国別では、スペイン経済が内外需双方が堅調に推移し、好調さを維持。また、米国向けの駆け込み輸出は低迷する域内の生産活動を押し上げ、ドイツやイタリア景気は大幅に回復しました。しかし、4月には駆け込み輸出・生産の反動が顕在化しつつあり、今後一段の減速が懸念されます。

● ユーロ圏景気は1-3月期に急伸、米関税政策を受けた駆け込み需要が強く影響

ユーロ圏 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度

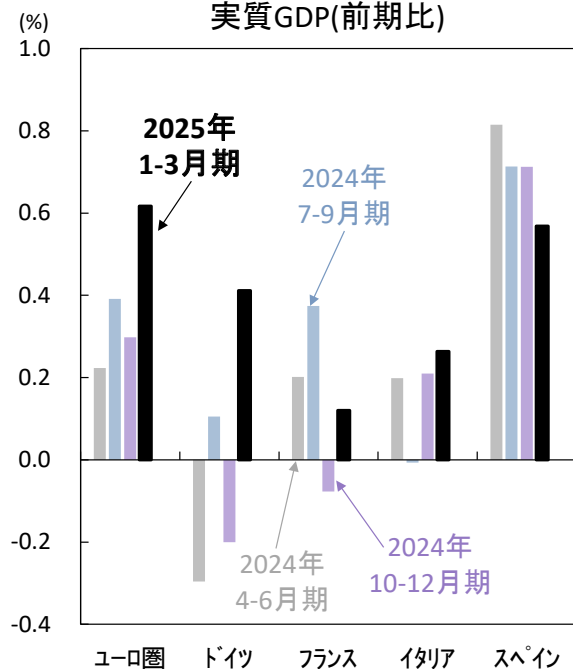


注）実績の直近値は2025年1-3月期（確定値）。

2025年4-6月期～2026年4-6月期は三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

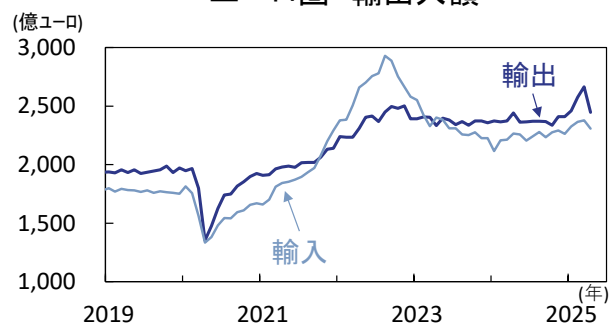
出所）欧州統計局(Eurostat)より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 駆け込み需要に伴う生産・輸出増は低迷するドイツ経済の持ち直しに大きく寄与

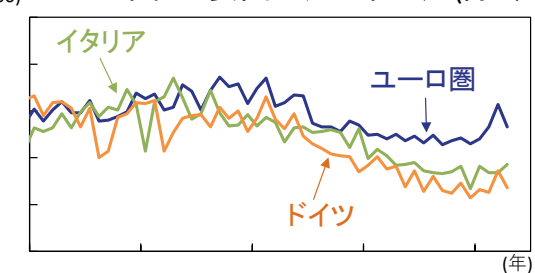
ユーロ圏・主要国
実質GDP(前期比)

出所）Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

ユーロ圏 輸出入額



ユーロ圏・主要国 鉱工業生産(除く建設)



注）直近値は2025年4月。

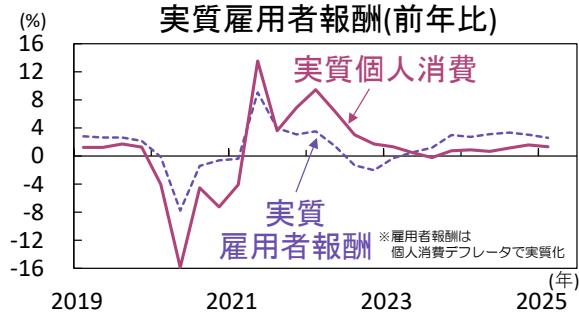
出所）Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

目先は再び停滞感強まる

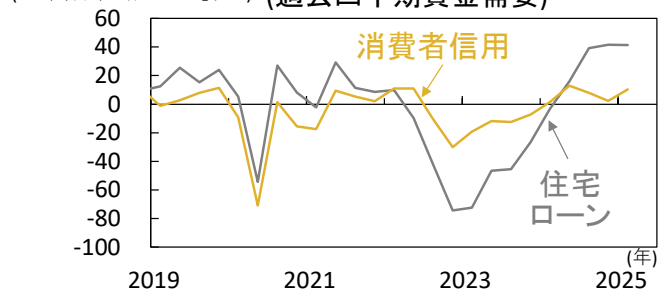
- ◆ 所得環境の改善や金融環境の緩和等は引き続き、消費の回復基調を支えると期待され、住宅需要にも持ち直しの兆しが窺えます。しかし、根強い先行き不透明感への懸念からその勢いは脆弱です。
- ◆ 米関税政策の不透明感や高関税による景気減速懸念は企業景況感を圧迫。駆け込み需要に伴う製造業の受注増には頭打ち感が漂い、サービス業では新規需要の弱まりが顕著となりつつあります。企業の設備投資姿勢にも依然慎重さが窺え、域内景気は目先、減速感を再度強めそうです。

● 消費回復による景気下支えに期待も、力強さは見込めず

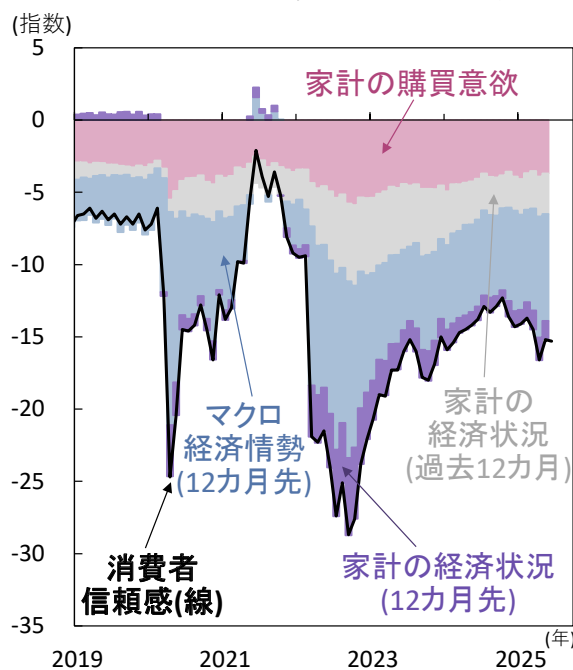
ユーロ圏 実質個人消費と
実質雇用者報酬(前年比)



ユーロ圏 銀行貸出調査
(ネット回答率「増加-減少」、%) (過去四半期資金需要)

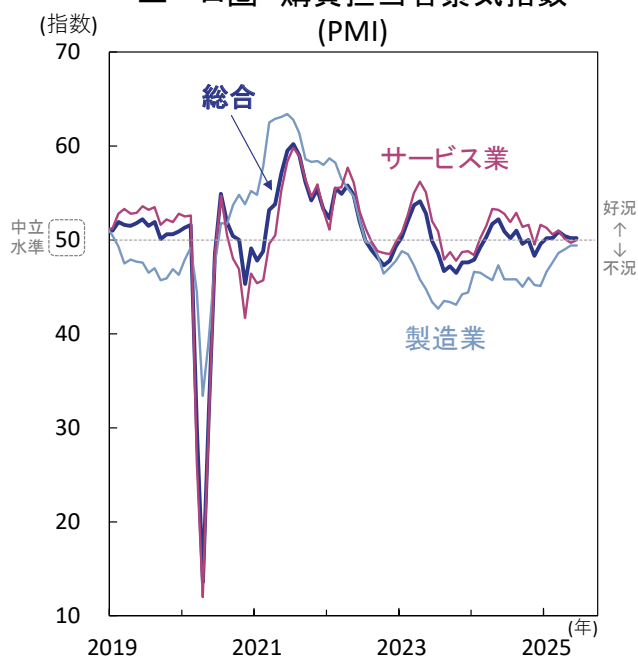


ユーロ圏 消費者信頼感指数

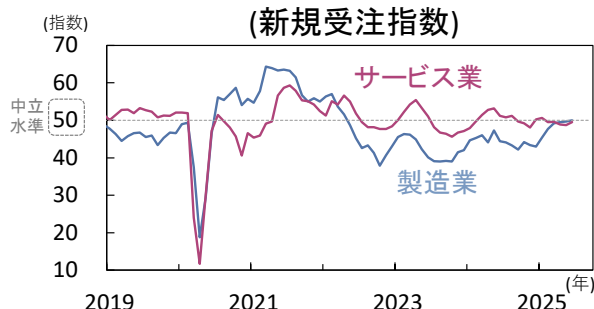


● 米関税政策を受けた駆け込み需要に頭打ち感、企業景況感は景気停滞を示唆

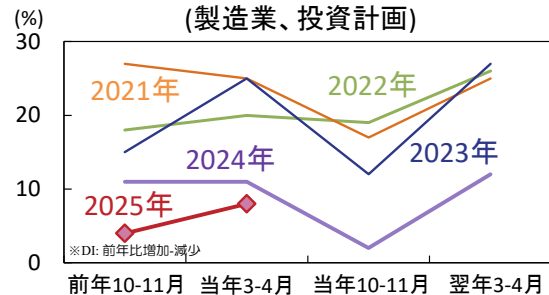
ユーロ圏 購買担当者景気指数
(PMI)



ユーロ圏 PMI
(新規受注指数)



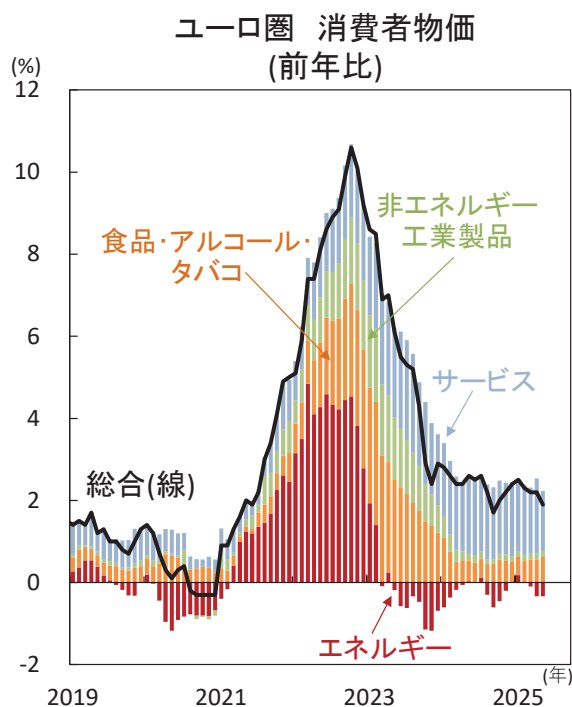
ユーロ圏 欧州委員会業況調査
(製造業、投資計画)



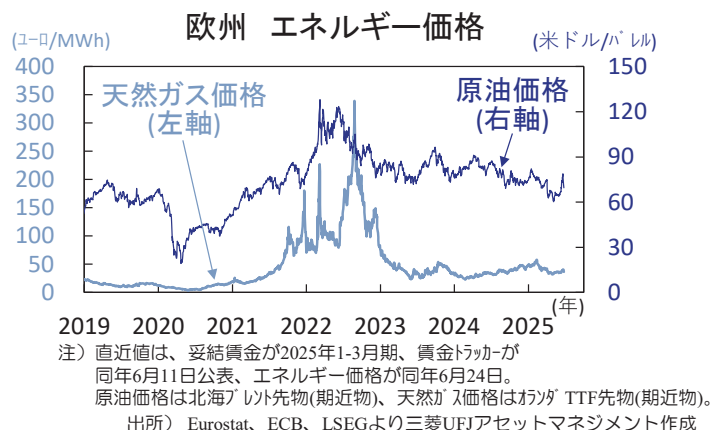
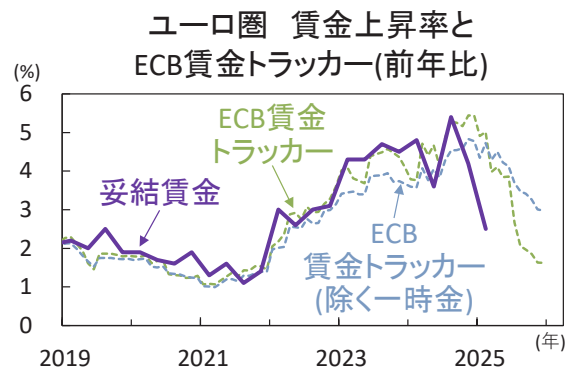
デスインフレ圧力に意識

- ◆ 欧州中央銀行(ECB)は、6月政策理事会で0.25%ptの利下げを決定し、声明文ではインフレ率は現在、中期物価目標である2%付近で推移していると評価。ラガルドECB総裁は、パンデミック・エネルギー危機といった一連のショックに対応した政策サイクルは概ね終焉したとの見解を示しました。
- ◆ 今後は不確実性に対応する局面へ移り、データ次第の慎重姿勢を強めつつも、米関税政策やユーロ高進行に伴うデスインフレ圧力への懸念はくすぶり、追加利下げに動く可能性は意識されます。

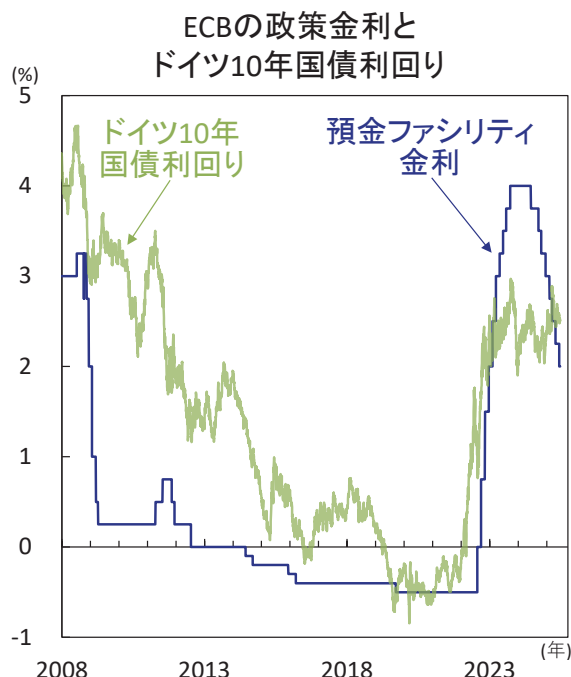
● ユーロ圏のインフレ鈍化は更に進展、賃金上昇率は一段と低下へ



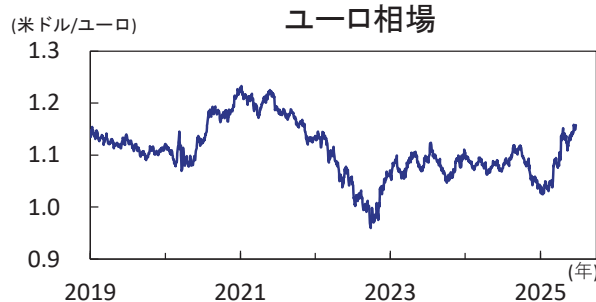
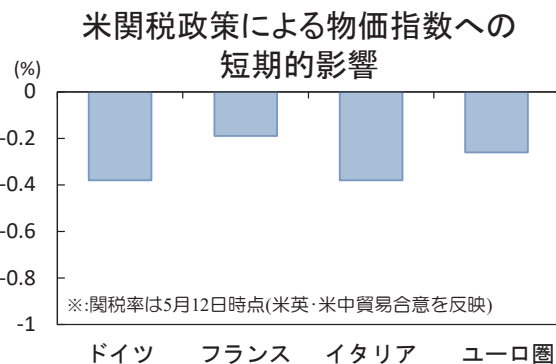
出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成



● ECBは様子見姿勢を強めるも、米関税政策やユーロ高に伴うデスインフレ圧力に懸念



出所) ECB, LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成



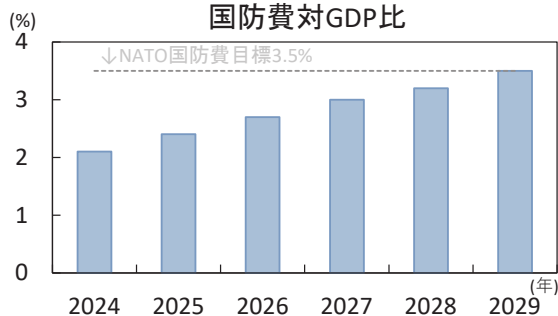
出所) キール世界経済研究所, LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

欧州経済の再生へ

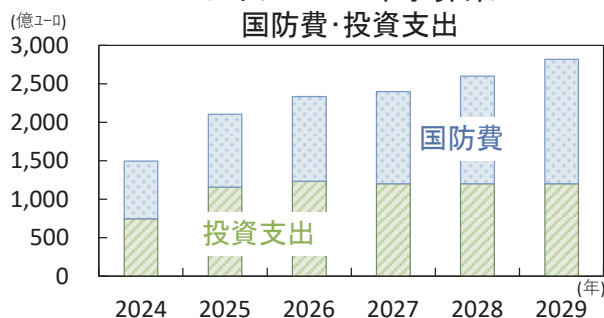
- ◆ ドイツ新政権は、これまでの緊縮路線から、財政拡張に転換。6月に閣議了承された2025年予算案では大規模な投資の実施を盛り込み、同国では広範囲に亘って景気先行き期待が強まっています。
- ◆ 安全保障に対する米政権の強硬姿勢を受けて、欧州連合(EU)は8,000億ユーロ規模の再軍備増強計画を提示。大規模な投資拡大が期待される一方、加盟国間の財政余力や防衛力強化への温度差は依然として懸念され、今秋に策定が本格化する各国の2026年予算案の行方が注視されます。

● ドイツ新政権は2025年から大幅に投資支出を拡大する方針

ドイツ 2025年予算案
国防費対GDP比

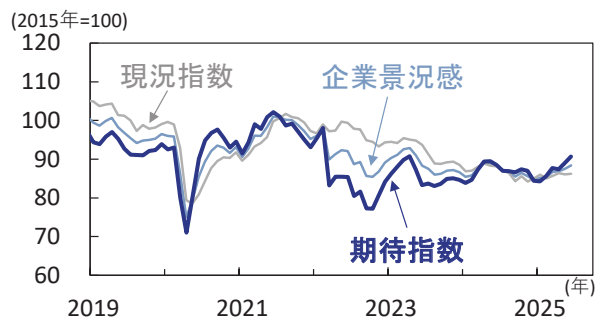


ドイツ 2025年予算案
国防費・投資支出

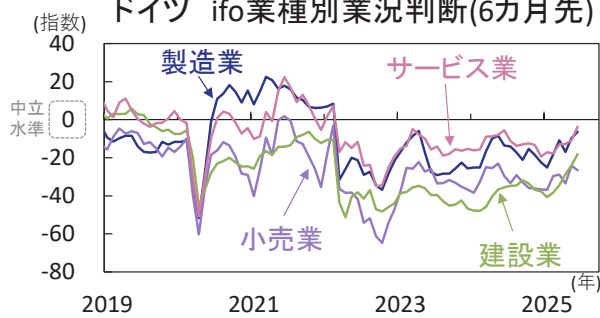


注) 値は2025年6月24日公表。NATOは2035年までにGDPに占める国防費を3.5%、国防関連費用を1.5%に引き上げることに合意(25年6月)。
出所) ドイツ財務省、各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

ドイツ ifo企業景況感指標



ドイツ ifo業種別業況判断(6カ月先)

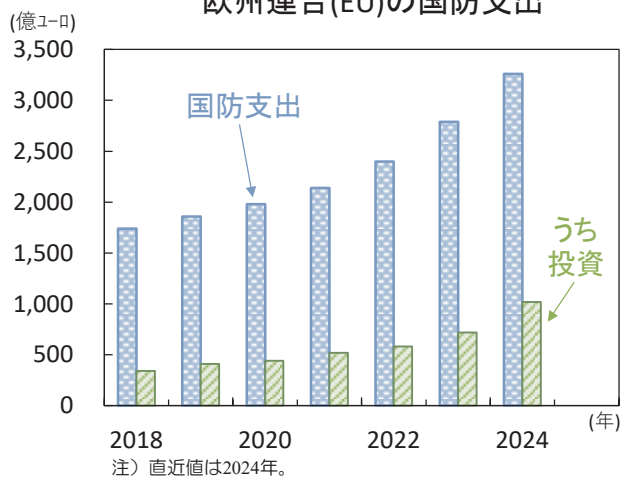


注) 直近値は2025年6月。

出所) ifo経済研究所より三菱UFJアセットマネジメント作成

● イタリアやスペイン等の高債務国は防衛費増強に依然慎重

欧州連合(EU)の国防支出



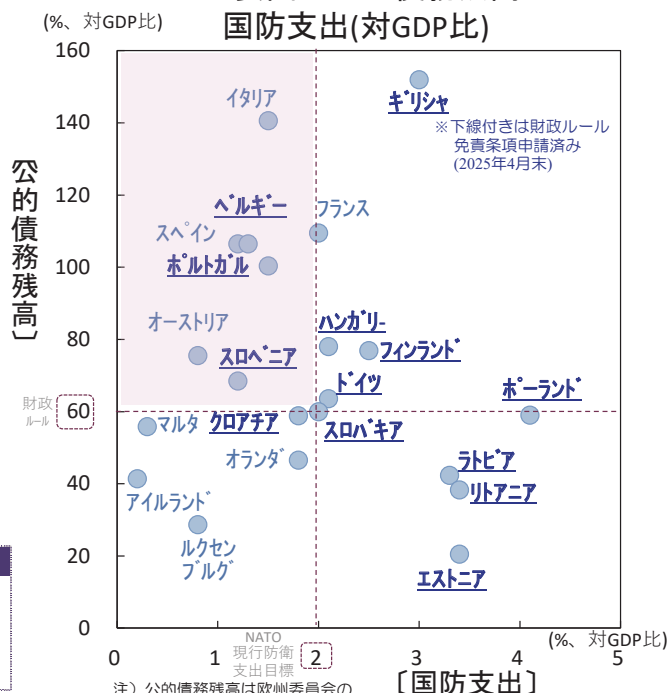
注) 直近値は2024年。

欧州委員会 欧州再軍備計画概要

EU財政ルール緩和(想定総額6,500億ユーロ)	SAFE(設定枠1,500億ユーロ)
EU加盟国は財政ルール下で財政赤字をGDP比3%以下とすることが求められるが、申請ベースで免責事項を發動し、防衛支出を過剰赤字手続(EDP)の対象外とする 逸脱上限: 年あたりGDP比1.5% 期間: 2025~2028年	EU債の発行によって資金調達し、各国の防衛支出を対象とする 融資枠を設定 返済期間: 最長45年

出所) 欧州委員会より三菱UFJアセットマネジメント作成

EU主要国の公的債務残高と
国防支出(対GDP比)



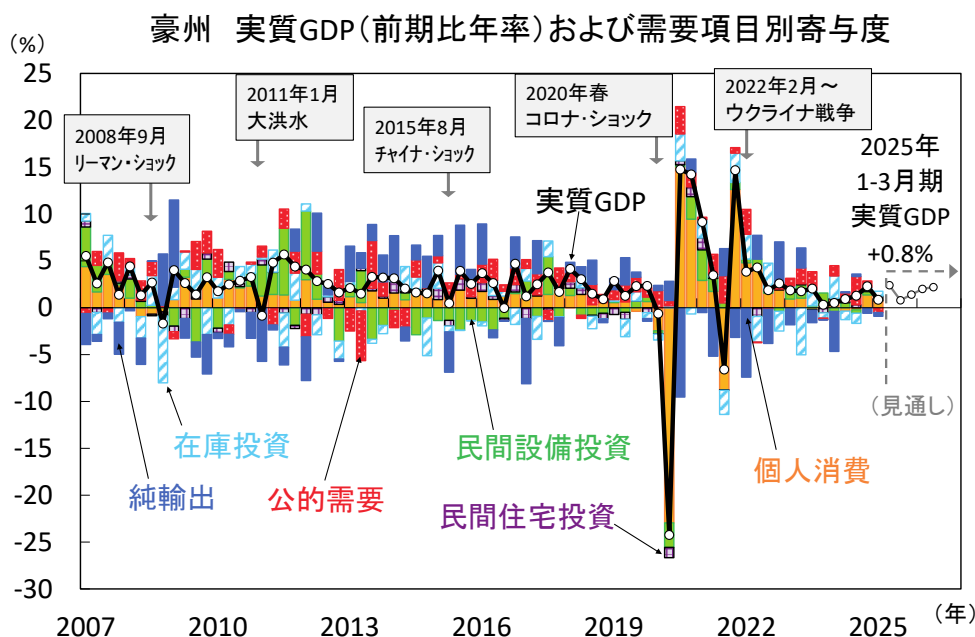
注) 公的債務残高は欧州委員会の2025年予想、国防支出はNATOの2024年予想

出所) 欧州委員会、NATOより三菱UFJアセットマネジメント作成

6. オーストラリア（豪州）経済：断続利下げで景気は底固めへ

- ◆ 2025年1-3月期の実質GDPは前期比年率+0.8%と減速も、消費主導で緩やかな成長を維持しました。米国政権による相互関税（対豪州は10%）や米中貿易摩擦の影響は未知数ですが、国内のインフレ収束や利下げによる金利安定、底堅い雇用環境、所得税減税などが内需を下支えそうです。
- ◆ 消費者・企業心理は力強さこそ欠くものの持ち直し基調にあります。インフレ低下による実質所得改善に加え、今年5月総選挙で与党が圧勝し政局不安が後退したことも安心感を誘った印象です。

● 消費主導で緩やかな景気拡大基調を保つ



注) 実績の直近値は2025年1-3月期。
2025年4-6月期～2026年4-6月期が三菱UFJアセットマネジメントによる予想値。

出所) オーストラリア（豪）統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 消費者・企業心理は持ち直し傾向、インフレ収束による実質所得改善も一因か

豪州 消費者・企業信頼感指数



注) 消費者信頼感指数は100が楽観・悲観の境目、直近値は2025年6月。
企業信頼感指数は0が改善・悪化の境目、直近値は2025年5月。

出所) ウェストバック銀行/メルボルン研究所、
ナショナル・オーストラリア銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

豪州 失業率と賃金上昇率



注) 消費者物価コアは変動の大きい品目を除いた刈込平均。
直近値は賃金指数と消費者物価が2025年1-3月期、
失業率が同年5月。

出所) 豪州統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

世界的なリスク志向、中国景気や資源市況に左右されやすい豪ドル

- ◆ インフレ収束を受け、豪中銀は2025年2月に利下げを開始、年末に向け断続的な利下げを続けると考えます。同じく利下げに慎重な米国との金利差は広がりにくく、豪ドルの上値を押さえそうです。
- ◆ 豪ドルは米国株などに反映される世界的なリスク志向、中国景気やその主力輸出品でもある鉄鉱石・石炭など鉱物資源価格に左右されやすい傾向があります。米国関税政策の変化に過敏な国際金融市場の動きや、ウクライナ・中東など地政学リスクに合わせたエネルギー市況にも要注意です。

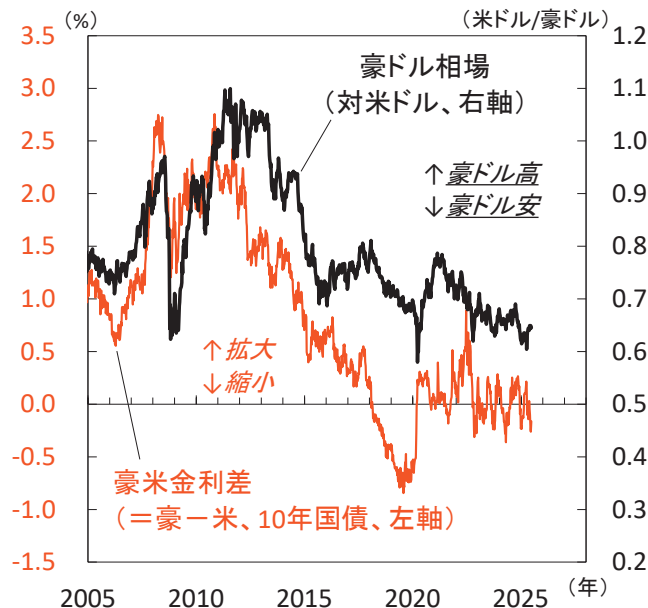
● 豪中銀は利下げを継続へ、一進一退が続く米国との金利差

豪州 政策金利とインフレ率



注) 政策金利はキャッシュ・レート。
消費者物価のコアは変動の大きい品目を除いた刈込平均。
直近値は政策金利が2025年6月、消費者物価が同年1-3月期。
出所) 豪州統計局、豪州中銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

豪ドル相場と豪米金利差



注) 直近値は2025年6月20日（週次）。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 米国関税発動後の世界的な資源需要や中国景気動向の変化に注意

豪ドル相場と資源価格



注) 鉱物資源価格に対するウエイトは鉄鉱石54.3%、石炭45.7%。
原油価格（WTIベース）の単位は米ドル/バレル。
直近値は2025年5月。
出所) 豪州統計局、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

豪ドル相場と中国不動産市況



注) 直近値は2025年5月。

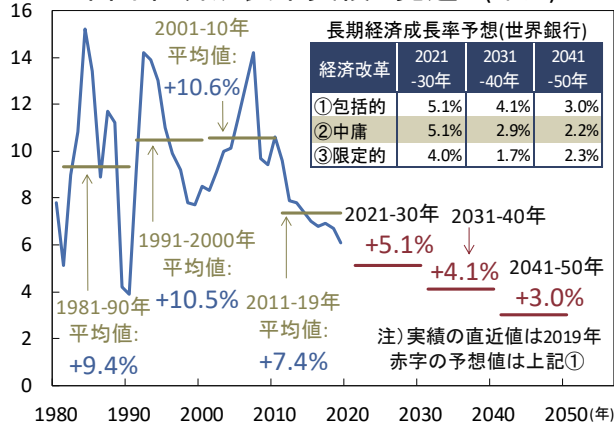
出所) 中国国家统计局、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

7. 中国経済：底打ちした景気は再び鈍化する見込み

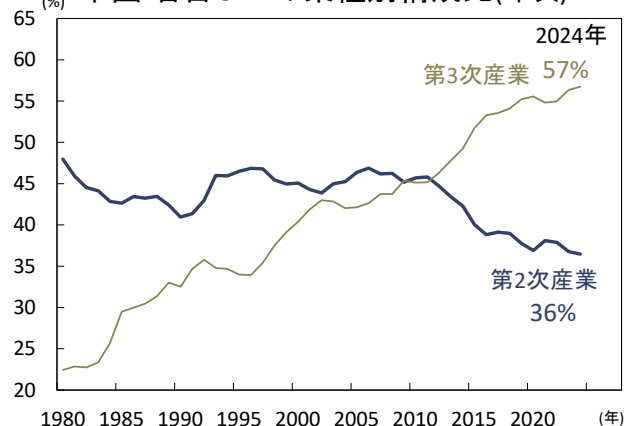
- ◆ 近年の中国の成長率鈍化の主因は中期的な潜在成長力の低下です。背景には、高齢化に伴う生産年齢人口の伸びの鈍化や、農村部から都市部への労働力の移動の一巡があります。
- ◆ 過去30年の高成長の過程では、輸出と投資の伸びが成長をけん引。貿易・投資自由化に伴う世界経済との統合、人為的な低金利などが背景でした。しかし、労働力不足の顕在化とともに人件費は上昇。今後は成長率が低下するとともに、総需要に占める家計消費の比重が上昇する見込みです。

● 中期的に低下する潜在成長力と変化する経済構造

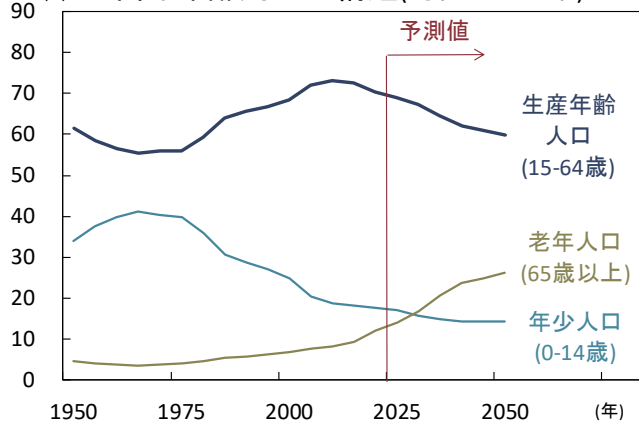
中国 経済成長率実績と見通し(年次)



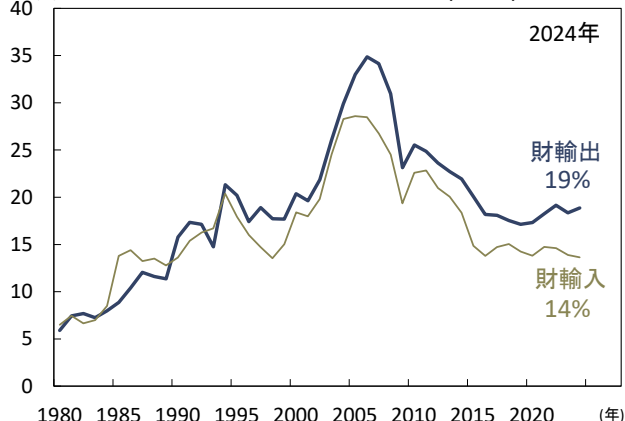
中国 名目GDPの業種別構成比(年次)



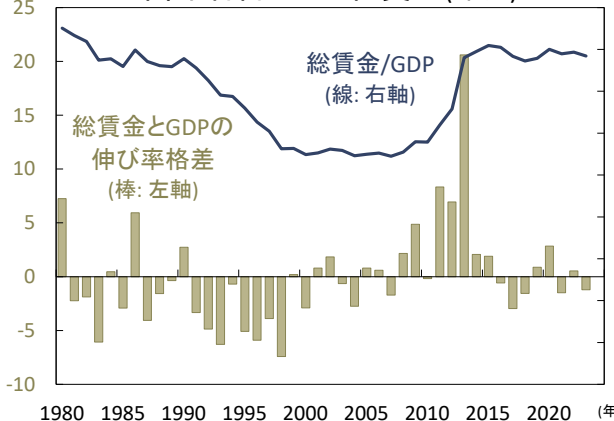
中国 年齢別人口構造(対総人口比率)



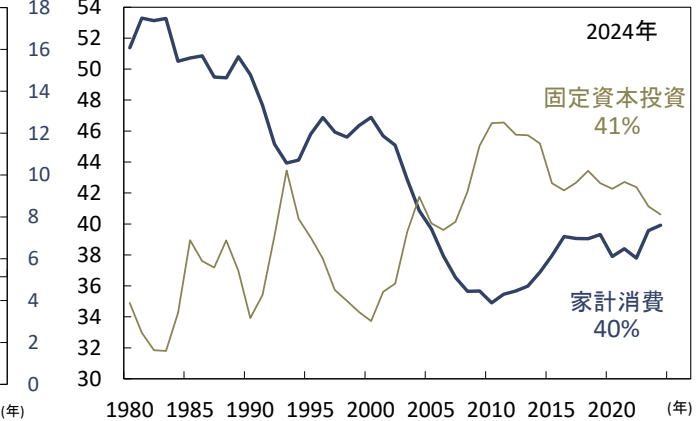
中国 財輸出入のGDP比(年次)



中国 名目GDPと総賃金(年次)



中国 名目GDPの内需別構成比(年次)



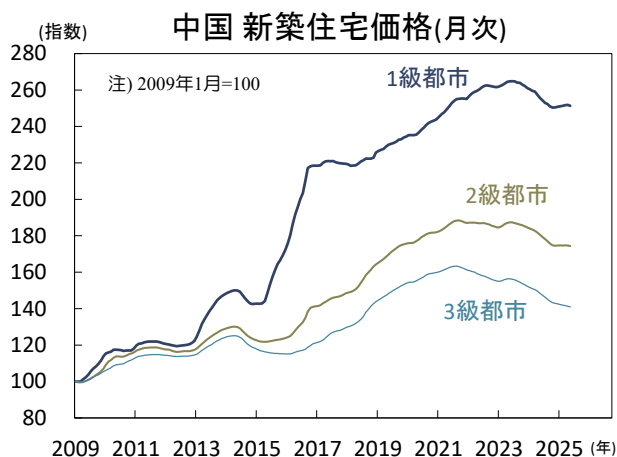
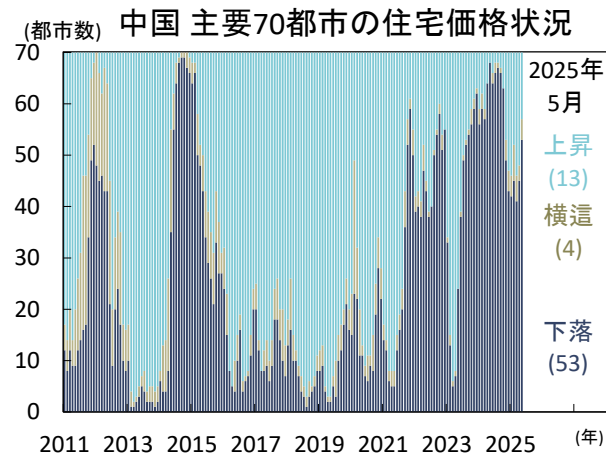
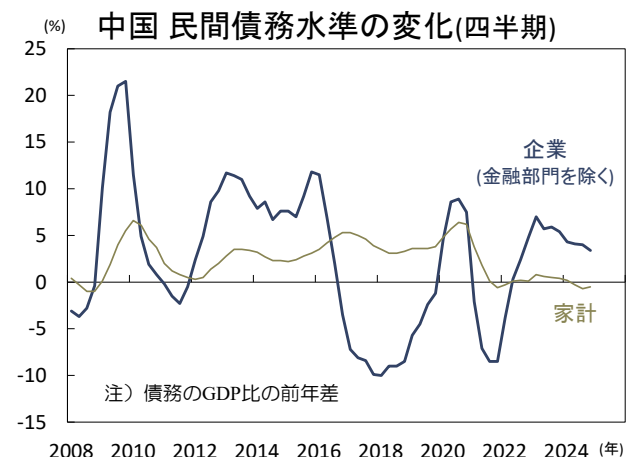
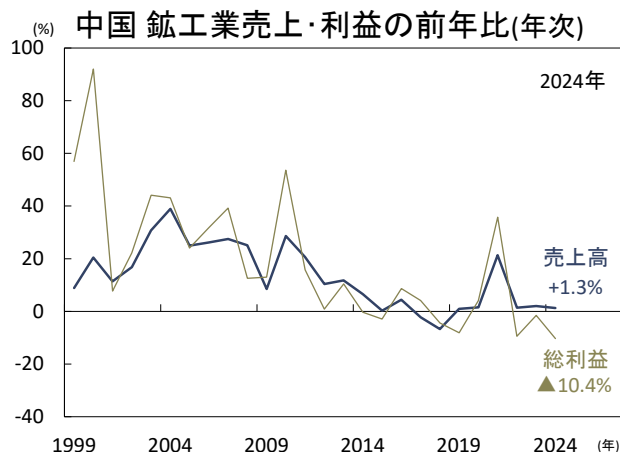
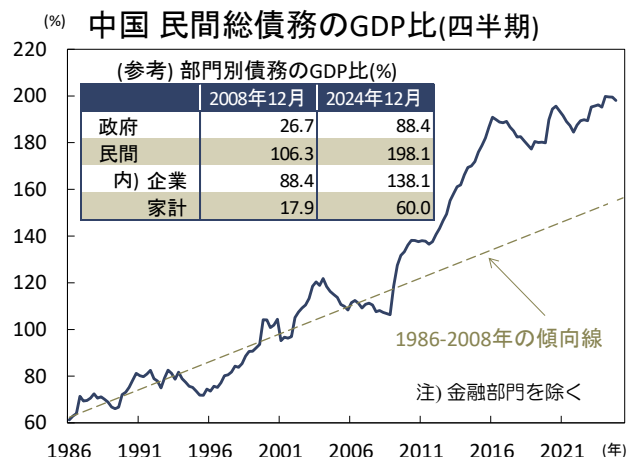
注) 上段: 左図の予測値はWorld Bank Group and DRC of State Council, PRC, "Innovative China, New Driver of Growth"による。
中段: 左図は5力年。2020年までは国連による推計値で、2025~2050年は同予測値(World Population Prospects, 2023による)。
下段: 左図の直近値は2023年。

出所) 中国国家统计局、世界銀行、国際連合、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

中小都市の住宅不況は今後も継続する見込み

- ◆ 2009年の大規模な景気刺激策の結果、企業は過剰な債務と設備を抱えたものの、2017-18年には政府がその削減を推進。現指導部は経済の安定性を重視し2020年より不動産規制を強化しました。
- ◆ 規制強化に伴って民間不動産開発会社の資金調達環境は悪化。土地購入や建設着工が落ち込み住宅建設の中断も増え、竣工前物件の購入も低迷しています。当局は国有企業による住宅在庫買い上げを促すものの、深い傷を負った住宅部門が回復するには時間がかかりそうです。

● 住宅価格は中小都市を中心に低迷、住宅融資等家計債務の水準は低下



注) 上段: 左図の直近値は2024年12月。
中段: 左図の直近値は2024年12月。
下段: 右図の直近値は2025年5月。

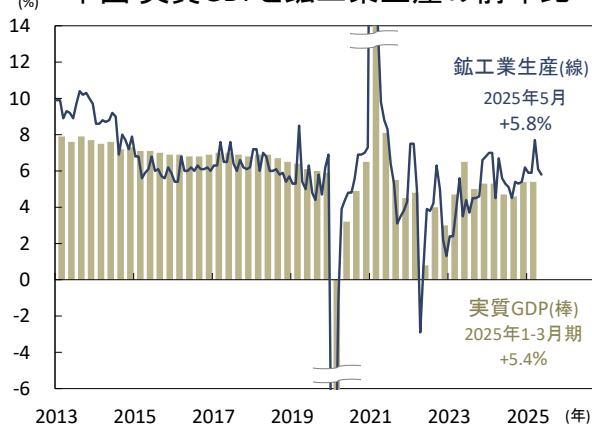
出所) 国際決済銀行(BIS)、中国国家统计局、CEIC、Refinitivより三菱UFJアセットマネジメント作成

景気支援策に支えられ回復する景気は今年後半に再び鈍化か

- ◆ 1-3月期の実質GDPは前年比+5.4%(昨年10-12月期+5.4%)と堅調。政府の景気支援策の下で家計消費が加速し製造業投資やインフラ投資が堅調に拡大するなど、4-5月の景気指標も堅調です。
- ◆ 一方、不動産投資は引き続き低迷。住宅不況による同投資のマイナスの伸びが続きそうです。今後は家電製品買替支援策による需要の先食いや米関税強化前の駆け込み輸出の反動も生じる見込み。景気は今年後半に鈍化し今年通年のGDP成長率は+4.7%前後(昨年+5.0%)となるでしょう。

● 政府の景気刺激策もあり、家計消費、インフラ投資、製造業投資等が堅調

中国 実質GDPと鉱工業生産の前年比



中国 住宅着工・販売の前年比



中国 小売売上高の前年比



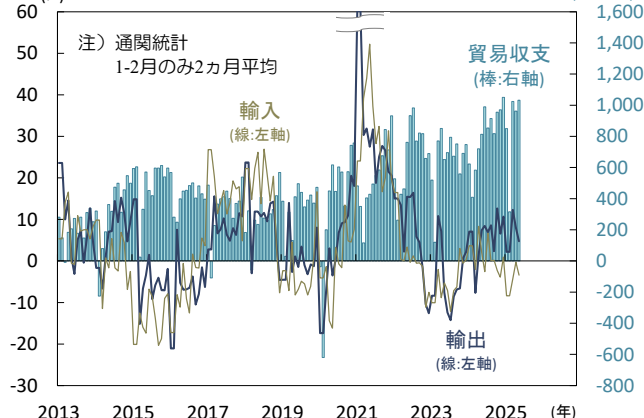
中国 購買担当者指数(PMI)



中国 都市部固定資産投資の前年比



中国 輸出入の前年比と貿易収支



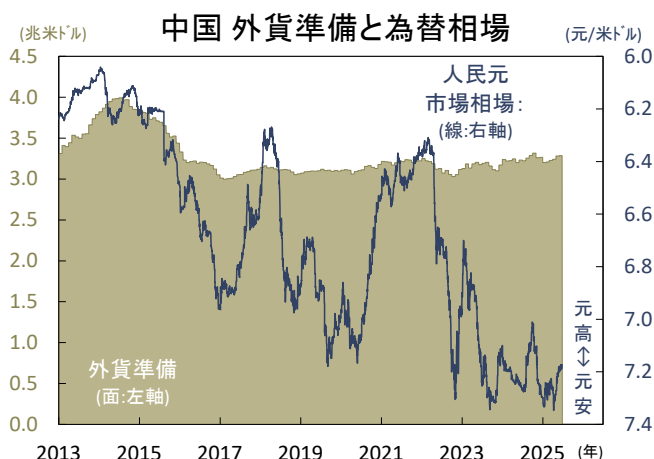
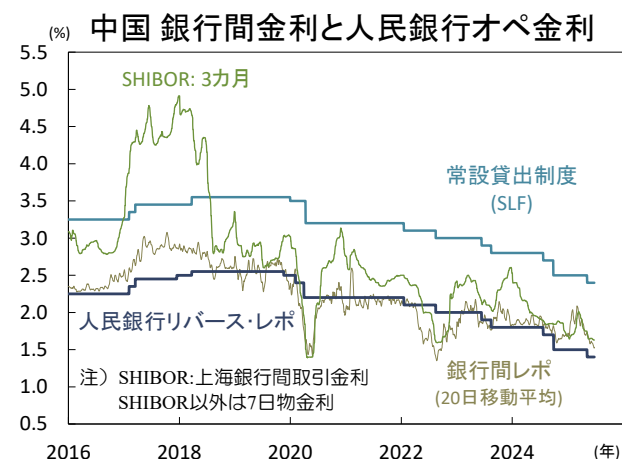
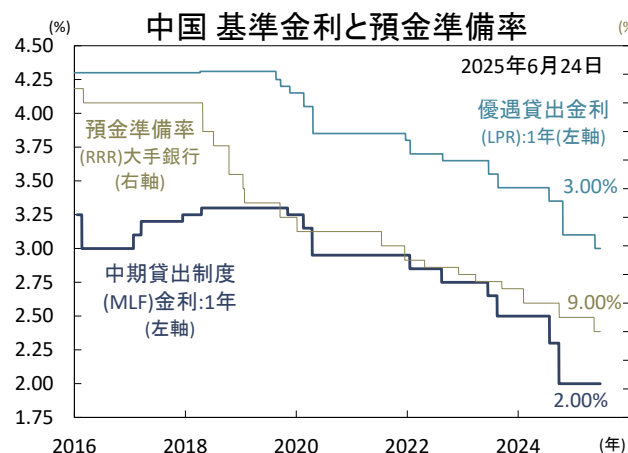
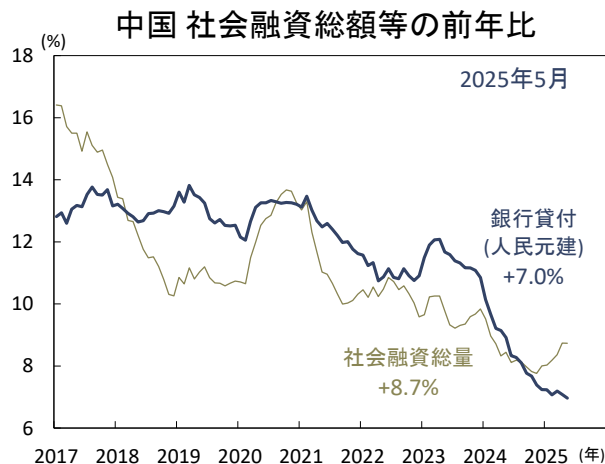
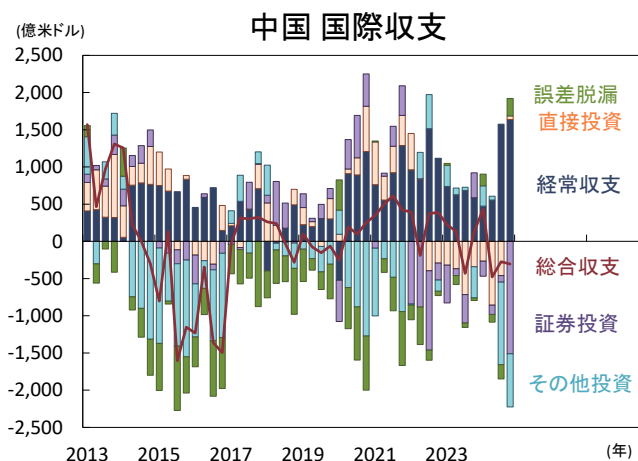
注) 上段: 右図の直近値は2025年5月。
下段: 左右図とも直近値は2025年5月。

出所) 中国国家统计局、中国海関総署、中国国家衛生健康委員会、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

米関税ショックを経て人民相場は緩やかに上昇

- ◆ 人民元は米相互関税導入等を受けて4月初に対米ドルで下落した後に上昇。米ドルが全面安となる中で、国内企業が輸出代金を元に交換する動きが広まり国内投資家による香港株投資も減速しました。元はユーロ等に対しては下落。当局はドル安下の対ドル相場上昇を容認している模様です。
- ◆ 今後も米ドル安の動きが続く限り元は対ドルで緩やかに上昇する見込み。もっとも低金利ゆえに売り持ちとされやすく、米関税交渉に関わる不透明感も残る中、相場の上値は徐々に重くなるでしょう。

● 人民元相場は今年初以降安定化、足元では短期の市場金利が低下



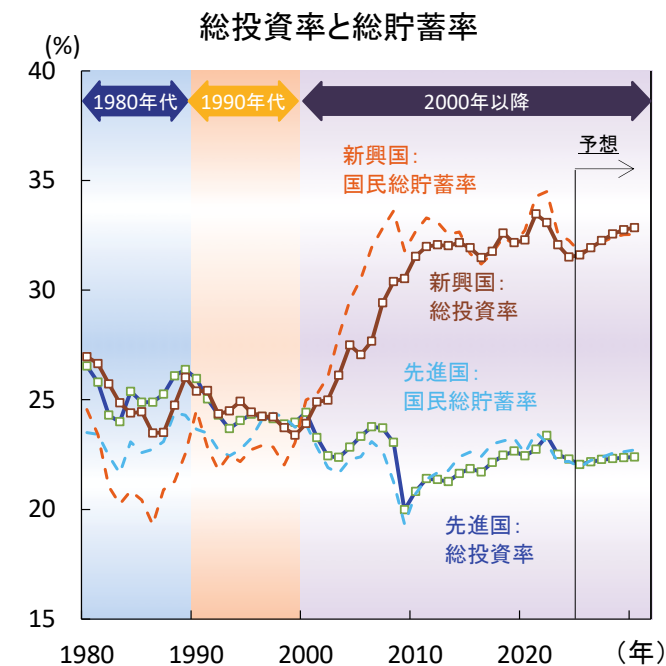
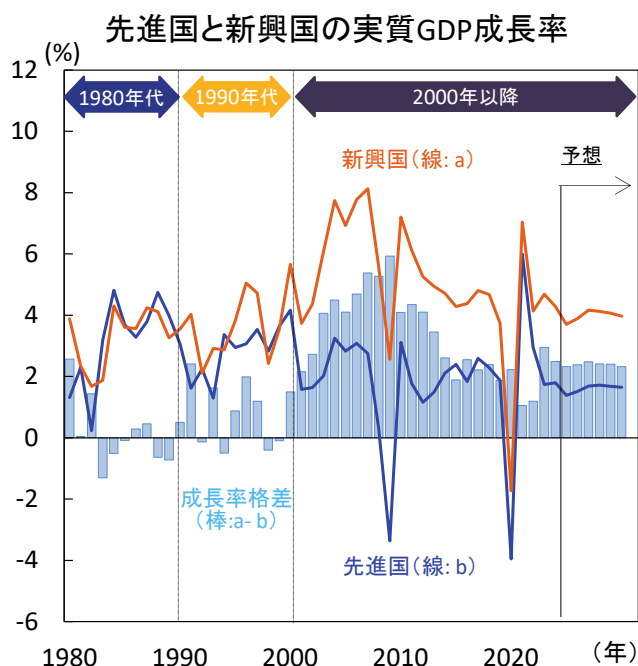
注) 上段: 直近値は、左図: 2024年10-12月期。
中段: 直近値は、右図: 2025年6月24日。
下段: 直近値は、左図: 2025年6月24日、右図: 為替相場は2025年6月24日、外貨準備は2025年5月。

出所) 中国人民銀行(PBoC)、中国国家外為管理局(SAFE)、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

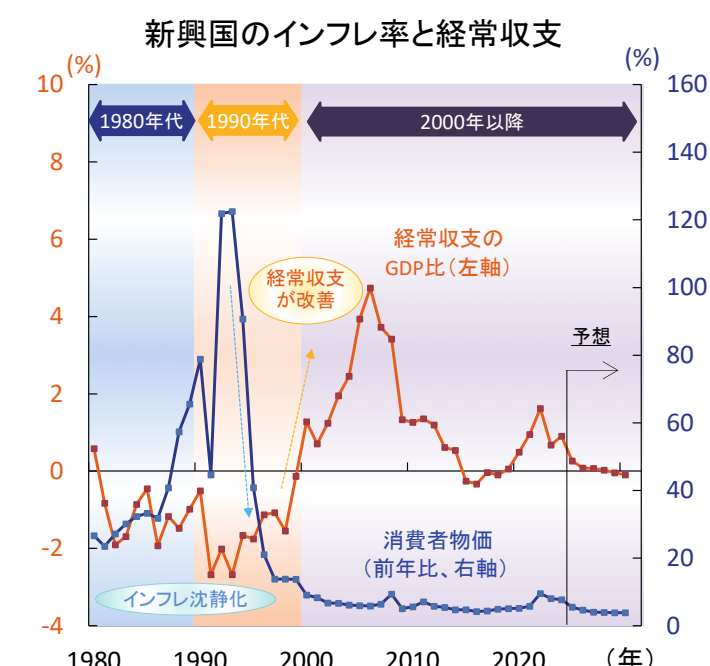
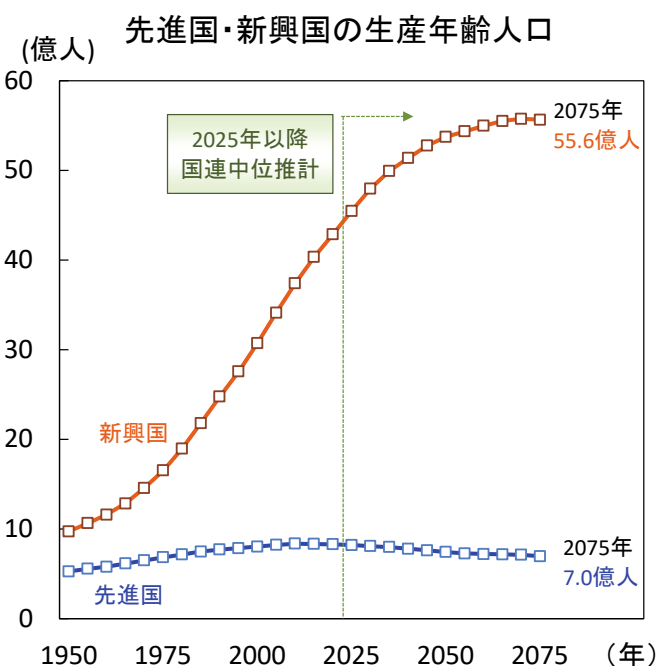
8. 新興国経済：中銀の注目は物価から景気へ

- ◆ 2000年以降、多くの新興国で物価や経常収支などマクロ経済が安定化。豊富な人口が労働力として活用され、所得の伸びが消費需要の伸びを促す好循環が始まりました。2010年代より多くの新興国の成長率が鈍化したものの、その成長力が先進国を上回る構図は変わりません。
- ◆ 2000年代の成長率の加速は、一次産品需要の急増に押し上げられた面もありました。同需要は既に一巡したとみられるものの、健全化したマクロ経済は健在であり、今後も成長を支えるでしょう。

● 2000年代より総投資比率が上昇し、成長率も高まった新興国



● 先進国に比して豊富な生産年齢人口、2000年代以降インフレ率は沈静化



主要新興国ではコロナ感染収束後の財政再建が課題に

- ◆ 2000年以降、多くの主要新興国で経済が安定化し成長が加速。しかし、近年通貨が急落したトルコやアルゼンチンなど、対外収支の弱い(流動性比率が低く対外返済比率が高い)国も見られます。
- ◆ 2020年以降の新型コロナ・ウイルスの感染拡大に伴う急激な景気の落ち込みを支えるため、各国政府は財政支出を拡大。新興国の財政悪化の一因となりました。特にブラジルやインドでは政府債務の水準が大きく上昇。今後は、悪化した財政をどう改善させるのかが重要な政策課題です。

●トルコやアルゼンチンは流動性比率の低さなど対外収支が弱み

主要国の経済、財政、対外収支指標

地域と国名		人口・所得				マクロ経済				政府財政		対外収支				
		(a) 名目 GDP (10億ドル)	(b) 人口 (百万人)	(c) 人口 伸び 率 (%)	(d) 一人 当たり 所得 (ドル)	(e) GDP 成長 率 (%)	(f) 国内総 貯蓄率 (GDP比) (%)	(g) 国内総 投資率 (GDP比) (%)	(h) 消費者 物価 上昇率 (%)	(i) 財政 収支 (GDP比) (%)	(j) 政府 債務 (GDP比) (%)	(k) 経常 収支 (GDP比) (%)	(l) 対外 純債務 比率 (%)	(m) 対外 返済 比率 (%)	(n) 流動性 比率 (%)	(o) 外貨 準備 カバー 率 (ヵ月)
日米	日本	4,110	123.1	-0.5	52,840	1.3	25.0	26.2	2.1	-2.6	214.6	4.6	-96.5	38.6	120.3	12.0
	米国	30,449	341.0	0.6	82,340	3.2	14.7	17.9	4.6	-7.1	117.0	-3.4	288.4	84.1	28.0	1.8
ユーロ圏	ドイツ	4,625	85.0	0.4	70,710	0.9	24.1	21.2	4.6	-3.0	64.6	5.6	-30.5	38.6	34.4	1.7
	オランダ	1,236	18.1	0.7	77,450	2.7	31.9	19.4	5.0	-2.1	44.3	9.5	-36.9	87.1	44.4	0.7
	フィンランド	299	5.6	0.4	61,910	0.7	23.1	22.5	3.3	-3.5	85.0	-0.1	116.0	56.4	35.5	1.4
	フランス	3,218	68.7	0.3	58,920	2.4	21.2	22.1	3.4	-5.5	115.9	0.1	90.7	79.1	43.9	2.9
	ベルギー	647	11.8	0.5	69,270	2.7	23.1	24.2	4.6	-4.8	108.4	0.3	29.6	29.4	36.6	1.0
	アイルランド	585	5.4	1.6	94,860	4.7	59.3	17.7	3.8	1.4	38.3	13.9	-160.3	37.3	22.9	0.1
	イタリア	2,359	59.0	-0.2	56,400	3.1	24.1	22.4	3.9	-3.0	136.5	1.0	92.0	50.0	30.2	3.9
	スペイン	1,786	49.4	0.9	52,660	4.2	24.7	20.8	4.0	-2.8	101.6	2.5	106.7	52.4	37.3	1.8
	ポルトガル	312	10.7	0.5	46,010	3.9	21.6	20.2	3.8	0.4	92.0	1.7	56.7	22.9	56.5	3.2
その他	ギリシャ	266	10.3	-0.8	40,260	4.3	12.0	17.7	3.9	0.7	146.5	-6.2	190.7	15.2	22.4	0.9
	デンマーク	451	6.0	0.7	75,640	3.3	32.2	20.9	3.4	1.6	29.6	10.1	-36.9	19.9	66.0	4.5
資源国	スウェーデン	628	10.6	0.6	69,500	1.9	28.8	24.5	4.1	-1.3	32.0	7.2	76.7	28.9	77.1	2.0
	英国	3,614	69.2	0.6	56,820	3.2	16.0	17.7	5.0	-5.2	103.9	-2.5	64.6	77.6	55.4	1.2
等	ノルウェー	500	5.5	0.4	105,340	2.2	36.4	24.7	4.3	9.3	43.0	11.8	-103.5	42.5	57.9	4.2
	カナダ	2,176	42.3	2.2	62,540	2.7	22.0	22.8	3.8	-2.6	89.4	-0.9	208.6	33.1	37.4	1.6
アジア	オーストラリア	1,803	27.5	1.5	67,310	2.9	25.8	26.4	4.3	-2.6	50.0	-2.4	174.1	106.5	50.2	1.3
	ニュージーランド	249	5.3	1.1	51,780	2.3	20.7	22.9	4.4	-4.1	53.0	-6.3	181.4	46.9	34.4	3.5
アジア	シンガポール	568	6.1	1.3	118,760	4.5	58.6	24.9	3.5	9.1	39.8	16.3	-102.0	19.4	125.1	4.2
	香港	430	7.5	0.1	77,970	2.1	19.8	18.1	1.9	-5.0	58.3	10.1	-135.8	15.3	177.6	5.3
	台湾	846	23.4	-0.1	-	3.6	40.0	26.5	2.3	-0.4	30.1	14.2	-314.1	2.9	372.8	16.7
	中国	19,141	1,406.3	-0.1	24,360	5.3	44.6	40.3	0.9	-8.4	68.3	2.1	-112.4	7.4	208.0	11.0
	韓国	1,860	51.5	-0.2	52,680	2.4	35.5	29.5	3.1	-1.0	48.3	4.8	-48.7	13.6	196.3	6.2
	マレーシア	456	36.0	1.2	35,360	5.1	26.3	20.8	2.5	-3.2	76.2	1.8	-6.6	11.9	81.3	4.2
	タイ	579	70.4	0.2	22,940	2.3	25.3	21.3	2.0	-4.5	60.4	2.9	-57.4	5.7	227.7	7.1
	インド	4,191	1,445.7	0.7	10,020	7.5	28.9	32.4	5.3	-7.2	81.2	-1.2	-29.2	5.6	224.8	8.2
	フィリピン	503	117.1	0.9	12,200	6.0	9.6	23.1	4.2	-4.0	54.8	-3.7	12.5	14.2	260.6	6.6
	インドネシア	1,454	286.0	0.8	15,020	4.8	39.5	29.7	2.7	-2.5	40.4	-1.3	6.1	16.7	110.0	5.6
	ベトナム	508	102.5	1.0	14,190	5.8	37.8	32.5	3.1	-2.6	33.3	2.4	-14.1	4.3	226.9	2.5
	スリランカ	111	22.3	0.4	13,990	0.7	28.1	31.9	16.0	-6.4	97.8	-0.6	176.3	27.2	67.1	3.3
中東・アフリカ	チェコ	350	10.9	0.3	49,160	2.0	32.0	26.2	7.1	-2.4	44.2	0.5	-27.6	5.5	108.6	6.6
	イスラエル	581	9.4	1.6	53,400	4.3	27.0	24.7	3.2	-8.3	71.3	2.7	-174.6	6.4	409.6	14.8
	サウジアラビア	1,113	36.6	3.0	61,440	3.3	34.7	30.0	2.3	-4.1	33.3	-2.3	-44.6	20.1	201.4	13.0
	ポーランド	965	36.7	-0.6	44,670	3.7	21.2	18.9	7.5	-5.9	58.7	-0.7	1.3	13.1	149.2	5.4
	南アフリカ	421	63.9	1.3	14,990	2.0	13.3	14.0	5.2	-5.3	78.1	-2.9	40.4	11.6	102.8	5.1
	ルーマニア	398	18.8	-0.5	44,440	3.1	20.8	26.9	7.1	-7.5	55.6	-8.4	44.1	11.4	136.4	4.1
	ブルガリア	117	6.4	-1.7	35,580	3.9	22.2	20.8	6.2	-2.7	28.7	-2.4	-53.3	4.8	381.5	7.4
	トルコ	1,384	89.0	1.1	41,790	5.6	27.3	33.2	47.8	-3.3	26.3	-1.4	66.6	19.9	82.9	4.3
中南米	ハンガリー	223	9.5	-0.3	43,310	2.4	27.8	22.7	9.1	-4.6	73.0	1.6	29.1	12.8	137.1	2.8
	チリ	331	20.1	1.0	31,220	3.8	27.5	24.3	6.3	-1.9	42.7	-2.1	62.3	31.5	77.9	3.8
	ウルグアイ	80	3.5	0.4	31,980	3.3	20.9	16.0	6.7	-3.5	67.9	0.2	-65.5	13.2	258.8	7.8
	ペルー	301	34.4	1.1	16,070	4.4	19.2	22.2	4.5	-2.8	31.8	1.4	-4.6	11.8	258.3	10.7
	メキシコ	1,709	130.8	0.7	24,150	2.8	17.7	24.1	5.5	-4.2	54.3	-0.1	13.6	6.7	142.3	3.6
	コロンビア	411	53.3	0.9	20,460	4.7	12.8	17.8	7.3	-5.6	59.6	-2.1	83.1	25.7	106.1	7.1
	ブラジル	2,167	220.3	0.7	20,470	3.3	17.8	17.3	6.4	-8.4	80.1	-2.3	64.9	27.3	124.0	7.9
	ボリビア	54	12.5	1.4	10,620	3.2	11.6	16.9	4.0	-8.2	77.5	-2.0	58.2	26.0	84.9	1.4
中南米	アルゼンチン	765	47.4	1.0	29,460	3.6	18.1	16.3	106.2	0.5	65.9	-0.4	-52.9	24.3	58.2	5.0

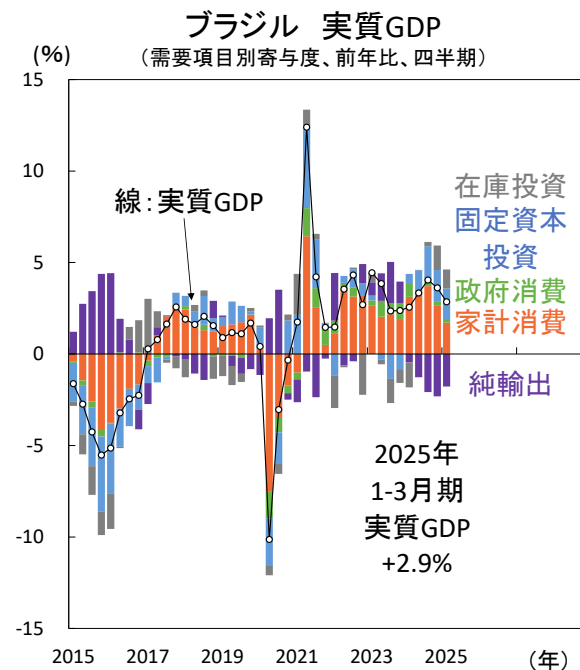
注) 数値は、2025年のFitch予想値。(c)と(e)と(h)は2025年までの5年平均値。(d)は、物価水準を考慮した購買力平価(PPP)ベースの一人当たり国民総所得(GNI)。(i)と(j)は、一般政府の財政収支と債務。(l)と(m)は、対外純債務と対外返済(デット・サービス)の経常勘定受取額に対する比率。ただし、対外返済は、中長期の対外債務の元本返済額プラス全ての対外債務の金利支払額、経常勘定受取額は、経常収支項目(財サービス貿易、所得、経常移転)の受取額合計。(n)は、対外流動資産/対外流動負債。ただし、流動資産=外貨準備プラス銀行の対外資産、流動負債=長期債務の元利金返済プラス短期債務残高プラス自国通貨建て債券の外国人保有残高。(o)は外貨準備/経常勘定支払額を月数表示。「-」は該当データなし。

出所) Fitch Ratingsより三菱UFJアセットマネジメント作成

①ブラジル: 景気は曲がり角も、金融引き締めは継続

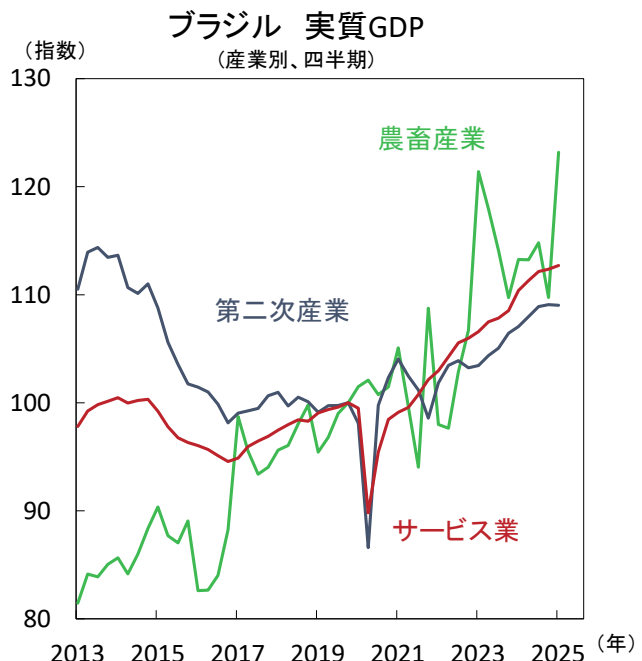
- ◆ 2025年1-3月期の実質GDPは前年比+2.9%(10-12月期同+3.6%)と鈍化しつつ堅調でした。製造業や建設業が落ち込みサービス業も勢いを欠く中、好天を背景とした一時的な農畜生産拡大が景気を支えました。今後は利上げの効果の浸透とともに内需が減速し、景気は鈍化すると予想されます。
- ◆ 2025年5月の総合消費者物価は前年比+5.3%(4月同+5.5%)とインフレ目標を上回る水準。さらに堅調な経済活動や労働市場を受けて、当局は2025年6月の会合で0.25%ptの利上げを決定しました。

● 成長をけん引してきた家計消費が低迷、堅調な農畜産業が下支えする格好に



注) 直近値は2025年1-3月期。

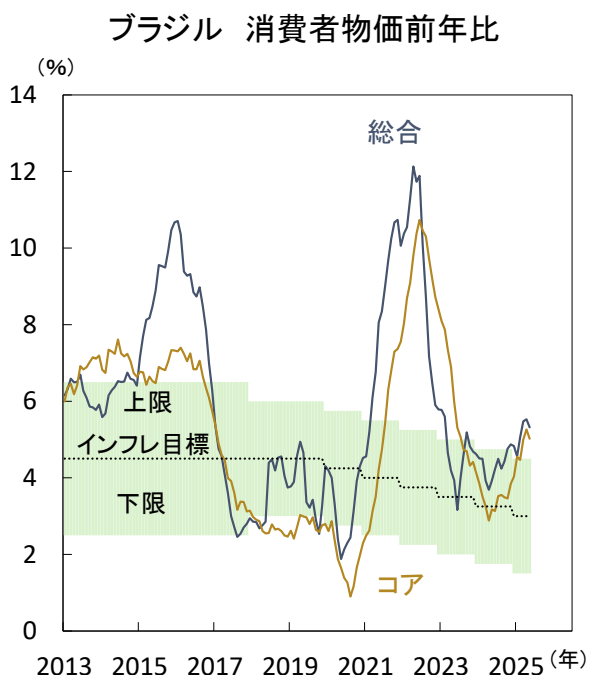
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより
三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 季節調整値。直近値は2025年1-3期。2019年10-12月期=100として指数化

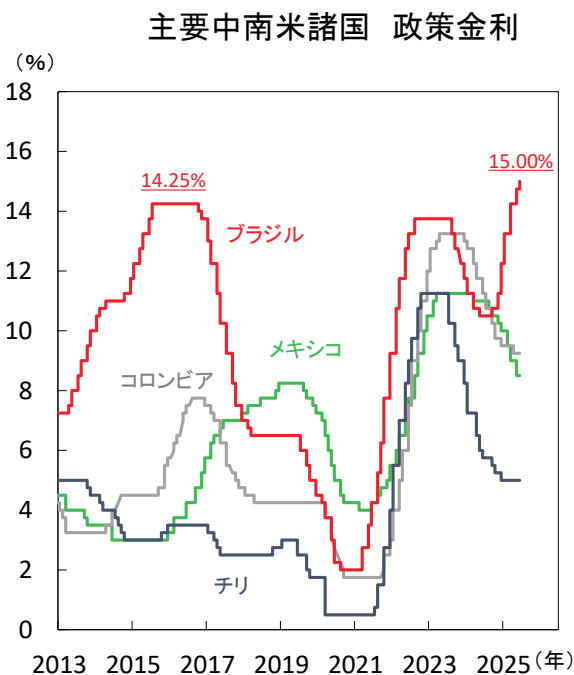
出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEICより
三菱UFJアセットマネジメント作成

● 高水準のインフレ率が継続する中、中銀は累計4.5%の利上げを実施



注) コアは食料品と燃料を除く。直近値は2025年5月。

出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、ブラジル中央銀行(BCB)、
CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2025年6月25日。

出所) 各国中央銀行、Bloombergより
三菱UFJアセットマネジメント作成

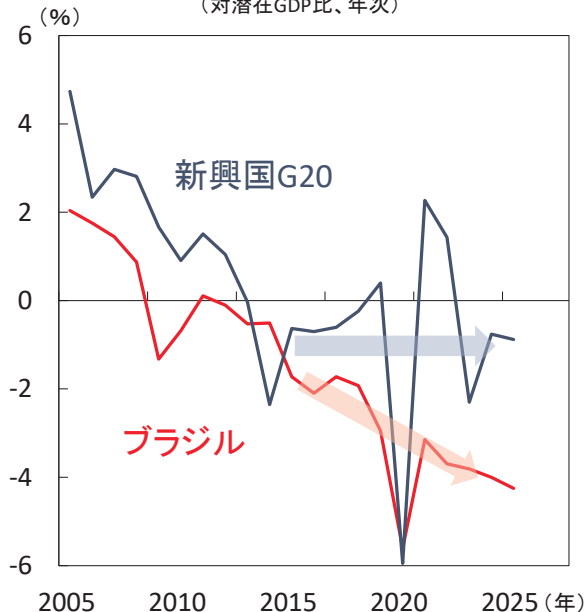
財政リスクが懸念されるも、経常収支改善と高金利が為替を下支えか

- ◆ 財政赤字拡大懸念で度々為替市場が動揺。今年も財源確保のための金融取引税（IOF）増税が強い批判を受けて一部撤回を余儀なくされるなど、財政再建の先行きに不透明感が漂います。
- ◆ 好調な農作物生産や米関税政策の影響を直接的に受けにくい貿易構造から、経常収支は堅調な推移を見込みます。さらに、緩やかなドル安と為替市場の落ち着きを背景に高金利通貨が選好されやすいとみられる中で、当局がタカ派姿勢を明確にしているレアルは底堅い動きとなるでしょう。

● 積年の課題の財政健全化、2025年も課題は山積か

ブラジルと主要新興国 基礎的財政収支

（対潜在GDP比、年次）



注）対象は一般政府。調整済値。直近値は2025年予想値。
新興国G20とは、G20のうちIMF定義において新興国とされる国。

出所）IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

ブラジル 財政健全化に向けた動き

日程	内容
5月22日	政府 ・「2025年第2期 主要収支評価報告書」公開 収支結果 総収入：2.89兆レアル（予算比：▲313億レアル） 総支出：2.41兆レアル（予算比：+258億レアル） 基礎収支：▲970億レアル（予算比：▲675億レアル）
	・財政均衡達成のため、金融取引税（以下、IOF）増税を決定
5月22日	市場・議会 ・資金調達コスト増、増税による投資意欲減退につながるとしてIOF増税を批判
5月22日	政府 ・批判を受けIOF増税の一部を撤回
5月22日	市場・議会 ・残るIOF増税部分について強く反対
5月28日	議会 ・政府に対しIOF増税の代替案の提示を要求
6月11日	政府 ・IOF増税の代替案として、増税を含む新しい税制措置を発表
6月16日	議会 ・下院にて、政府の増税措置を取り消すことができる法案を可決

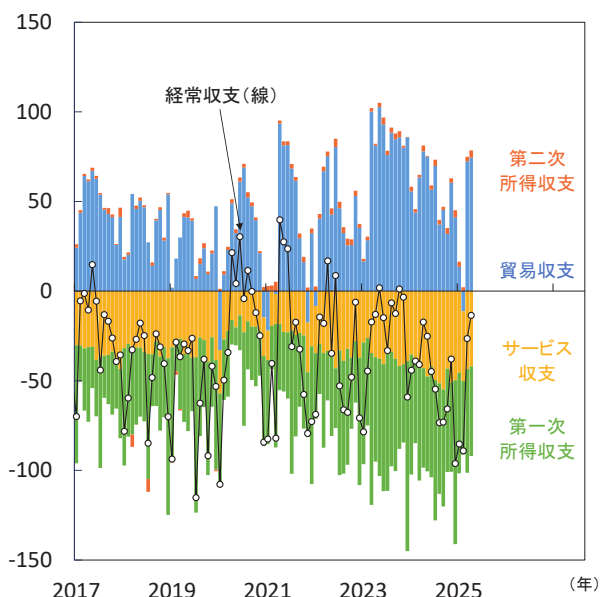
注）金融取引税（IOF）とは、外貨の購入や送金、金融機関による融資、保険契約、証券取引等にかかる税金。

出所）各種報道より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 経常収支の改善と高金利が、レアルを実需・金融両面から下支えか

ブラジル 経常収支

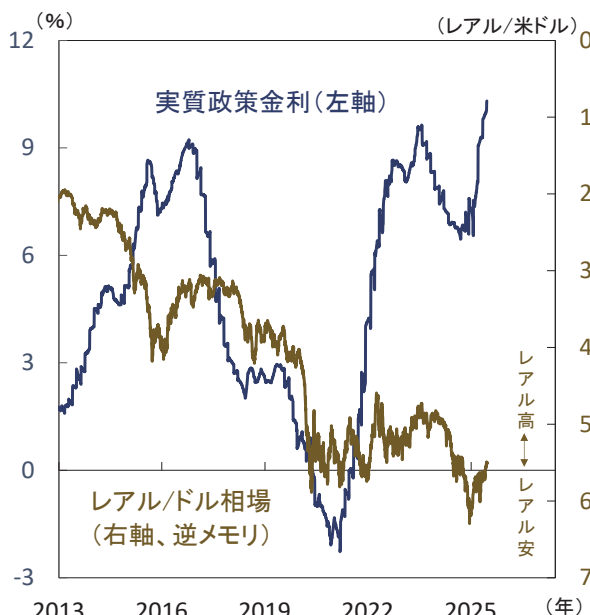
（億米ドル）



注）直近値は、2025年4月。

出所）ブラジル中央銀行(BCB)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

ブラジル 実質金利と為替相場



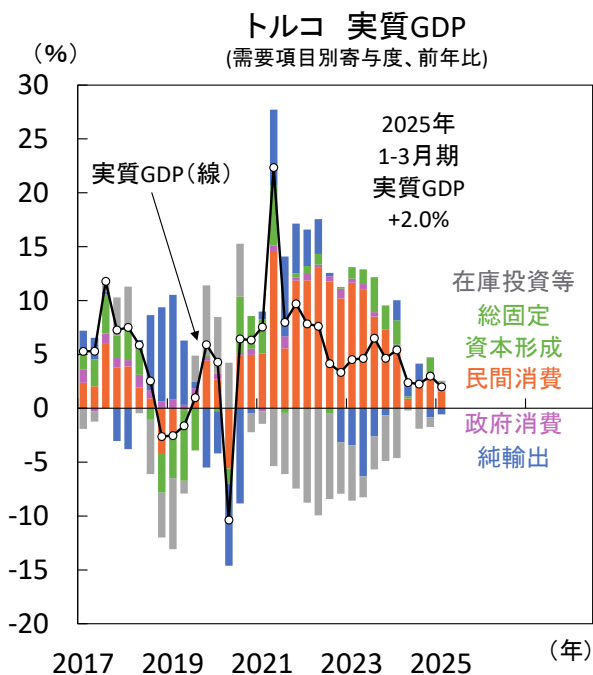
注）直近値は、2025年6月25日。実質政策金利は政策金利－1年先期待インフレ率を基に計算。一部欠損値あり。

出所）ブラジル中央銀行(BCB)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

②トルコ: 景気は堅調ながらも、金融引き締めの影響に注意

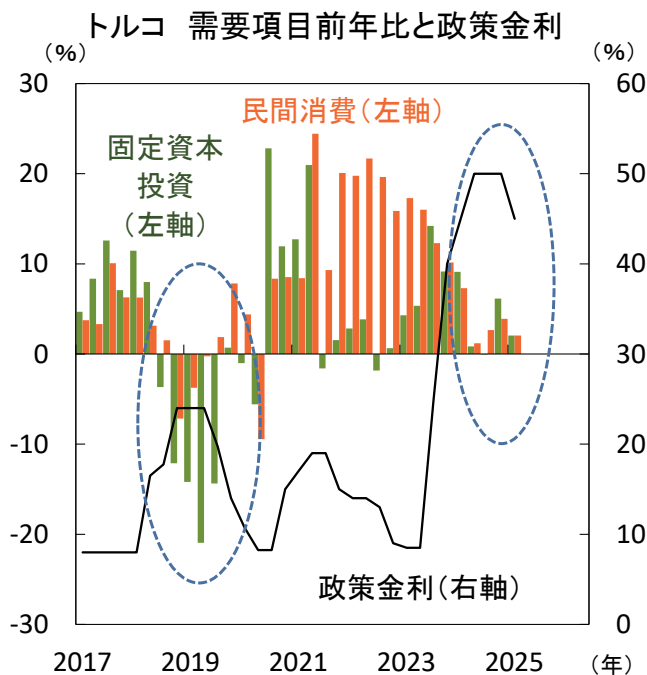
- ◆ 2025年1-3月期の実質GDPは前年同期比+2.0%(2024年10-12月期同+3.0%)と鈍化しつつ堅調です。一方で、高止まりする政策金利が今後は消費や投資の意欲を圧迫するとみられます。
- ◆ トルコ中銀は、長引くリラ安や中東情勢緊迫化に伴う不透明感の高まりから、2025年6月の金融政策決定会合で政策金利の据え置きを決定しました。ただし、インフレ率や需要見通しの鈍化にも言及しており、次回7月会合からの段階的な利下げの可能性を示唆したものと思われます。

● 家計消費は堅調だが、長引く金融引き締めが消費と投資の意欲を圧迫か



注) 直近値は2025年1-3月期。

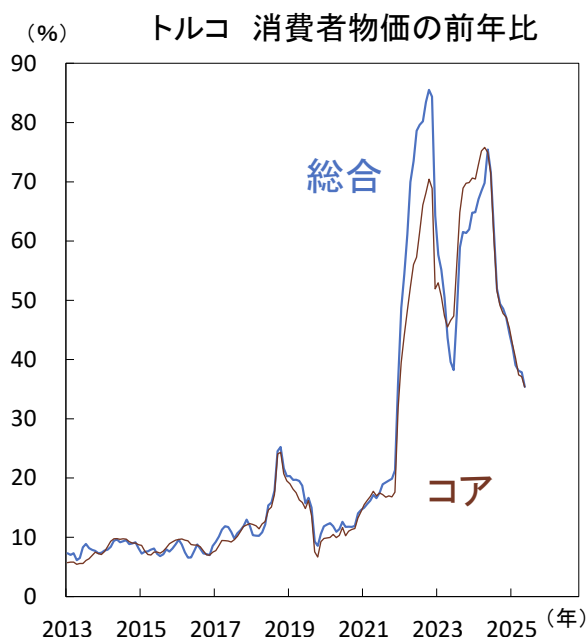
出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2025年1-3月期。

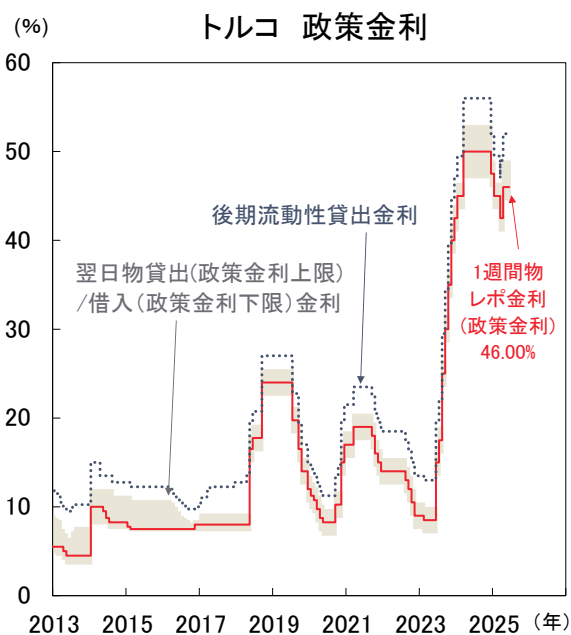
出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

● インフレ率鈍化が継続する中、さらなる為替安定化に向け金融引き締め姿勢が続く



注) コアは燃料、飲料、たばこ、金を除く、直近値は2025年5月。

出所) トルコ統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



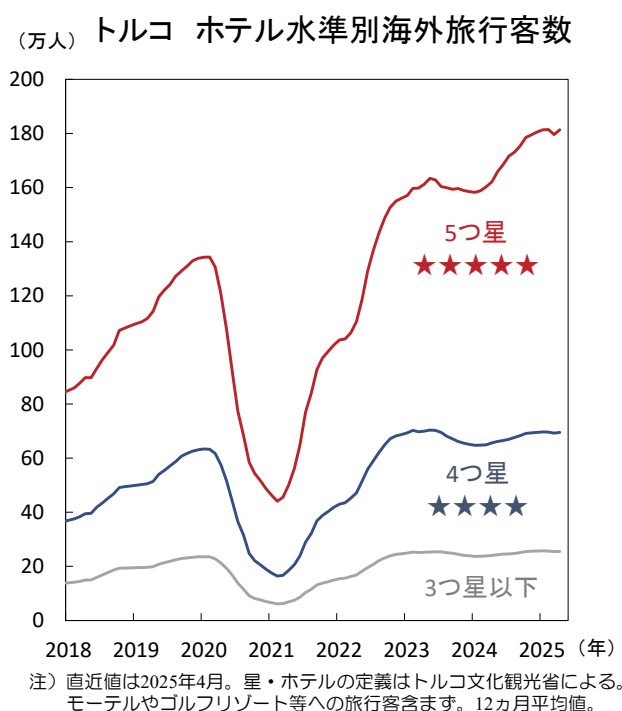
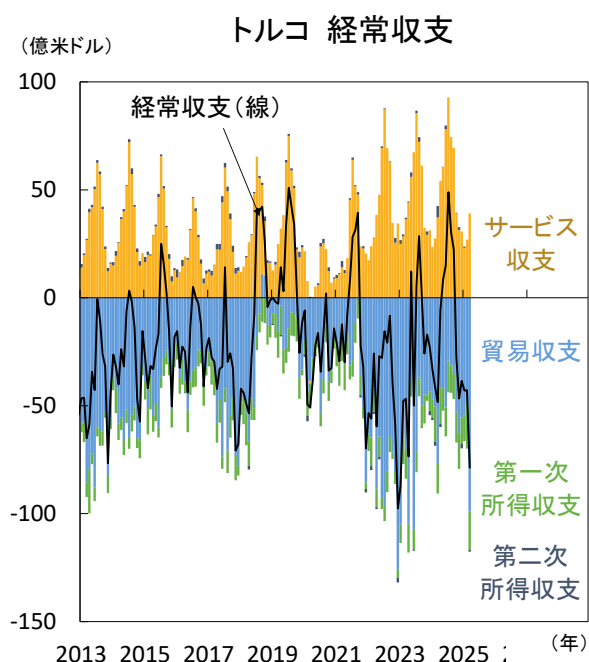
注) 直近値は2025年6月25日。

出所) トルコ中央銀行(TCMB)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

好材料見当たらないトルコリラ 低迷は継続か

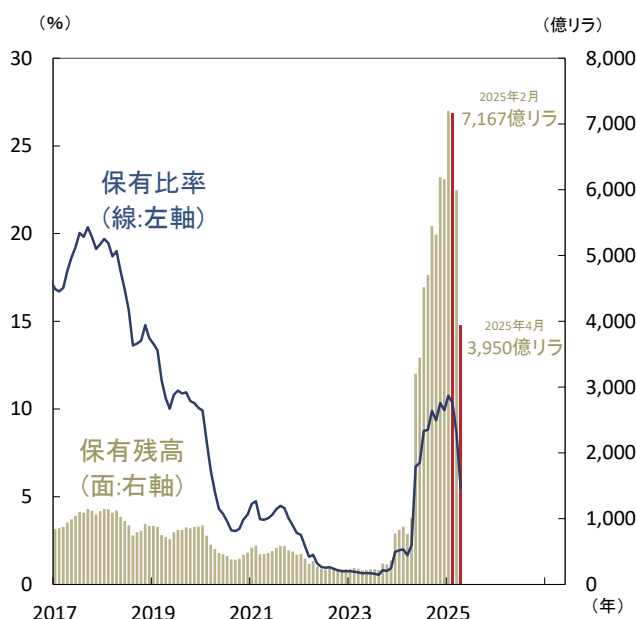
- ◆ 夏季休暇期間にかけて観光収入増加による季節的な経常収支改善が見込まれる一方、くすぶる隣国イランの情勢悪化に注意が必要です。トルコは資源の純輸入国であり燃料価格上昇は貿易赤字拡大につながるほか、観光収入の減少、移民流入による社会不安定化も懸念されます。
- ◆ 2025年3月に大統領の政敵イマモール氏が拘束されて以来、政治リスクへの懸念が再燃。外貨準備高の水準からは制御不能なリラ急落は考えにくいものの、反転材料は無くじり安を見込みます。

● 夏季休暇中の保養地として人気高まるトルコ。季節的な経常収支改善が為替下支え

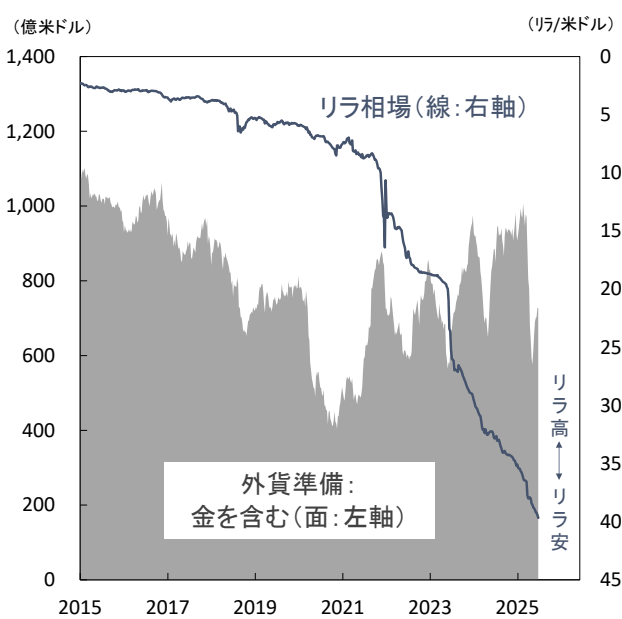


● トルコ金融市場は政治リスクが懸念され資金流出、リラはじり安続く

トルコ 海外投資家による国債投資(月次)



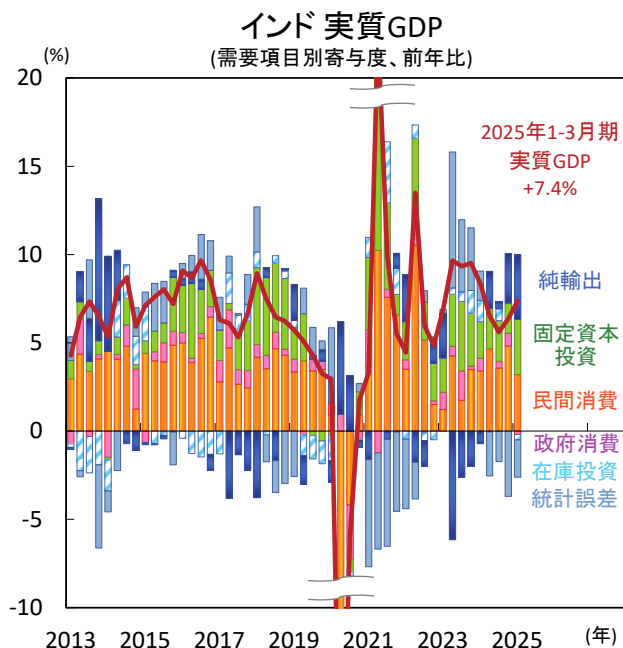
トルコ 為替相場と外貨準備(週次)



③インド: 景気は回復、高止まっていた消費者物価が鈍化

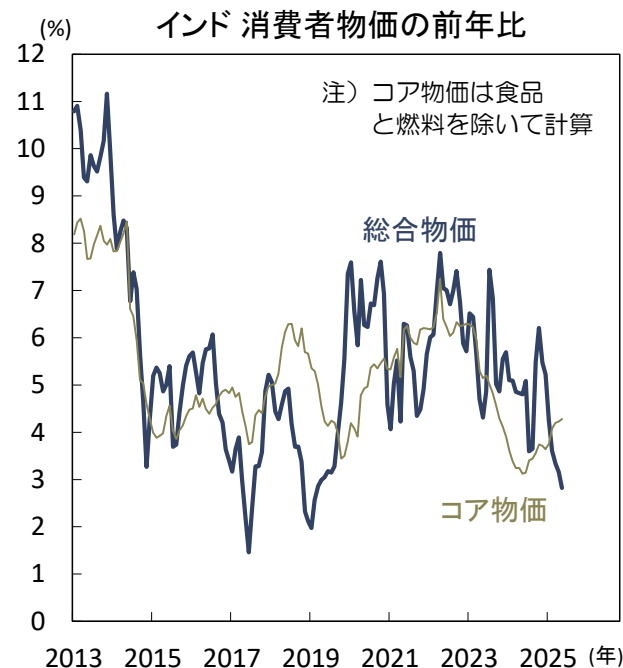
- ◆ 1-3月期の実質GDPは前年比+7.4%(昨年10-12月期+6.2%)へ加速。恵まれた降雨量と農業所得の伸びを背景に農村部の家計消費が拡大しました。今後は都市部家計の消費も緩やかに回復し、今年度(～2026年3月)のGDP成長率は+6.5%(昨年度+6.5%)と、堅調に拡大すると予想されます。
- ◆ 5月の総合消費者物価は前年比+2.8%(4月+3.2%)と物価目標(+4%)以下に低下。天候不順で高止まっていた野菜価格が沈静化しました。同物価は今年末まで+3%台後半で推移する見込みです。

●昨秋に鈍化した景気は回復(左)、高止まっていた消費者物価が沈静化(右)



注) 期間は2012年4-6月期から2025年1-3月期。

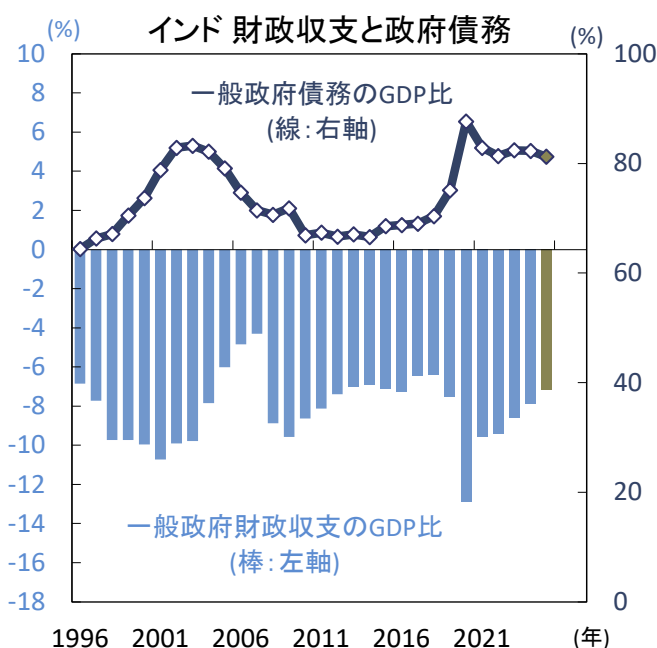
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は、2025年5月。

出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

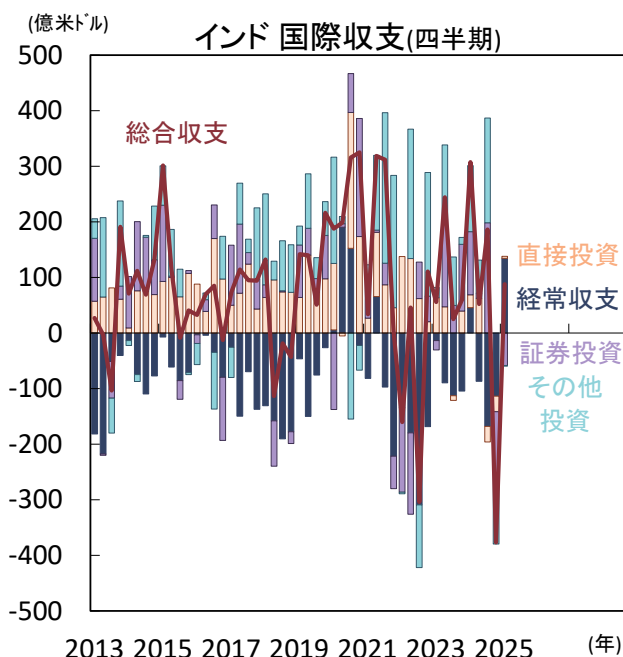
●急上昇した政府債務の水準は足元で低下(左)、経常収支は改善傾向(右)



注) Fitch Ratingsによる集計値。

2024年までは実績、2025年は同社による予測。

出所) Fitch Ratingsより三菱UFJアセットマネジメント作成



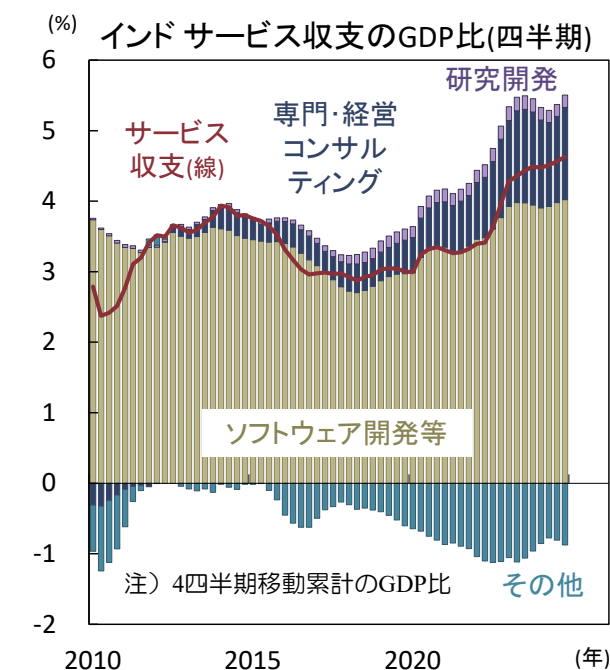
注) 直近値は、2025年1-3月期。

出所) インド準備銀行(RBI)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

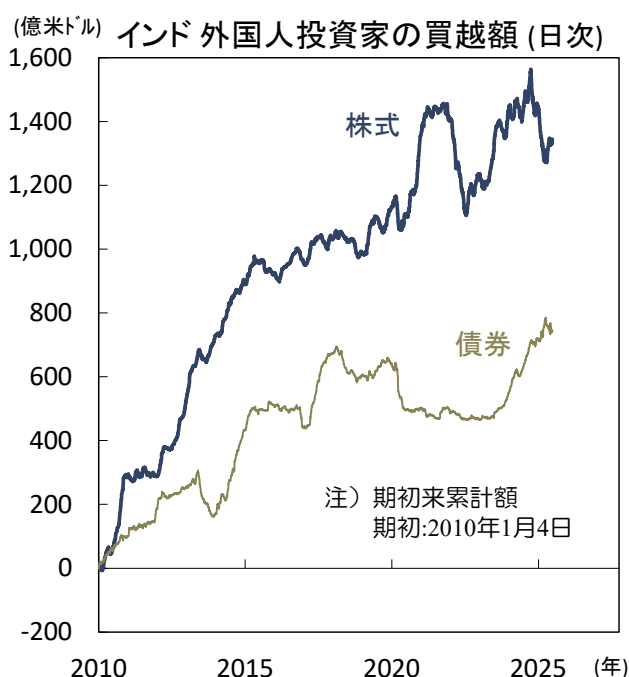
政策金利を引き下げ景気支援を図る当局

- ◆ 当局は6月まで3回連続で政策金利を引き下げ(6.5%→5.5%)。物価が沈静化する中で景気を支えようとしています。今後も今年末にかけてあと1回追加利下げが行われる可能性があります。
- ◆ ルピーの対ドル相場は、米ドル全面安が進む中で5月初にかけて上昇したもののその後反落。中東情勢緊迫化に伴う原油価格上昇が対外収支悪化の連想を招きました。しかし、中東情勢はひとまず沈静化した模様。金融緩和を好感して株式市場に流入する資本もルピーを支える見込みです。

● サービス収支黒字が拡大(左)、株式市場への資本流入が足元で回復(右)

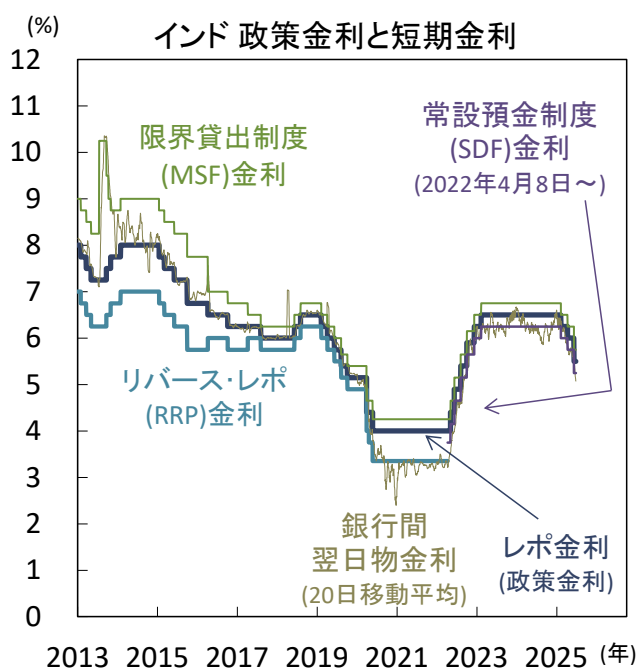


注) 直近値は、2024年10-12月期。
出所) インド準備銀行(RBI)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は、2025年6月23日。
出所) インド証券取引委員会(SEBI)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 今年2月より3回連続で政策金利を引き下げ(左)、ルピーは足元やや軟調(右)



注) 直近値は、2025年6月24日。

出所) インド準備銀行(RBI)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は、為替相場: 2025年6月24日、外貨準備: 同年6月13日。

出所) インド準備銀行(RBI)、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

9. 為替相場：明確な方向感出づらい米ドル円相場

- ◆ 2024年夏以降、日銀が金利正常化、米FRB（連邦準備理事会）が景気減速阻止への姿勢を鮮明化、「日本の利上げと米国の利下げで日米金利差縮小」との見方で円安米ドル高が一服しました。2025年から円高米ドル安地合いながらも、今春以降は140-150円のレンジ内でもみ合っています。
- ◆ 日銀の利上げとFRBの利下げの方向性自体が変わらない一方、トランプ関税による日米景気・物価見通しの不確実性が高いなかでは、年末にかけ140-150円を軸に一進一退が続くと想定します。

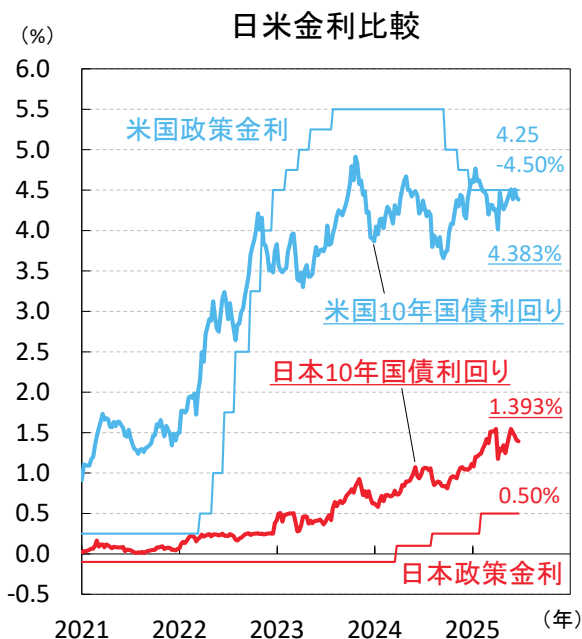
● 米ドル円相場：急速な円安米ドル高は2024年7月の1米ドル161円で一巡



注) 凡例は節目となった円安値（赤字）と円高値（青字）（Bloomberg集計のザラバベース）。
赤字は節目の円安値から次の円安値までのおよその年数を表す。
直近値は2025年5月。

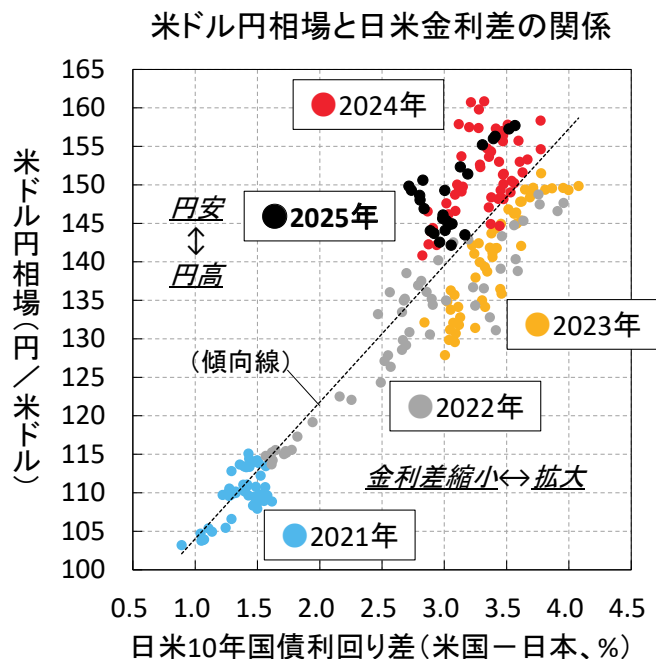
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 2025年春以降は日米金利差と米ドル円相場の相関が再び高まる展開に



注) 政策金利は日本が無担保コール翌日物金利（2024年2月までは日銀当座預金残高うち政策金利残高適用金利）、
米国はFF目標金利（上限値）。直近値は2025年6月20日（週次）。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 対象期間は2021年初以降（週次）。
点線は単回帰直線。直近値は2025年6月20日。

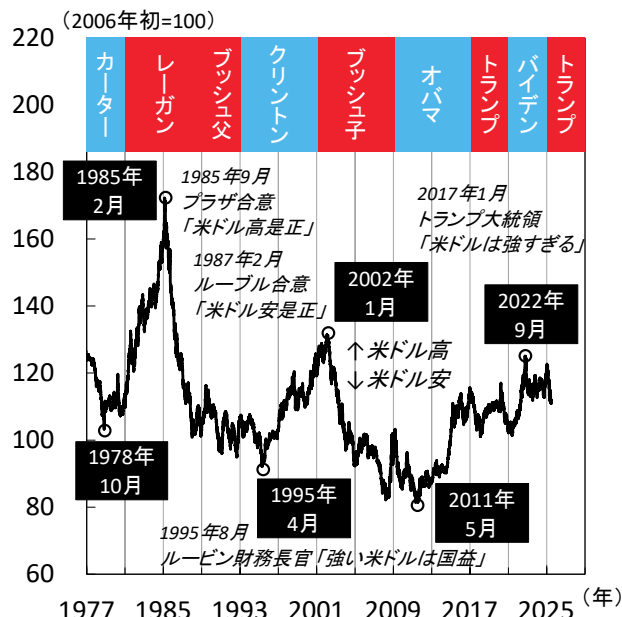
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

米ドル覇権は揺らいでいるか？

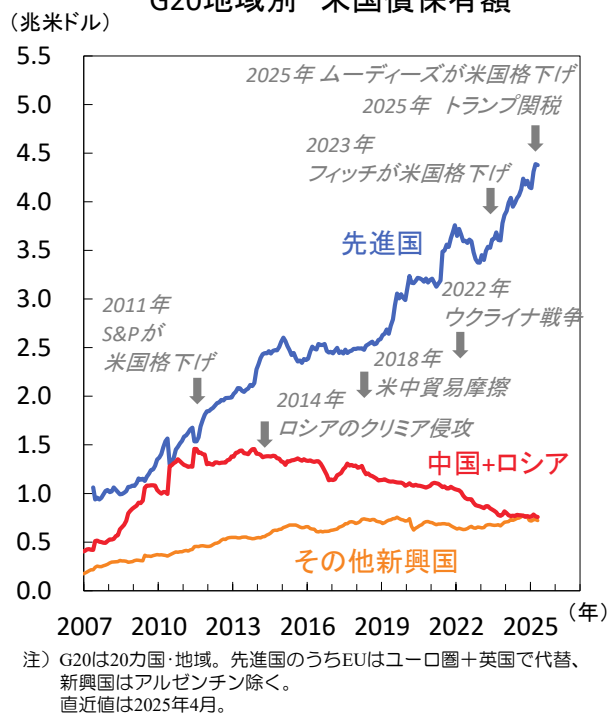
- ◆ 米ドルの方向性は、短期では米景気・金融政策や市場のリスク許容度、中長期では基軸通貨としての信用度に左右されるとみます。今のところ、米ドルの圧倒的優位は揺らいでいない印象です。
- ◆ 相次ぐ米国債格下げが示すように、米政府が野放図な財政運営を続ければ国債への信用が失われ潜在的な米ドル安材料となりえます。中国などの台頭で、米国の相対的地位が弱まるなか、米ドル覇権を盾に強権的な経済・金融制裁を繰り返せば、米ドル離れを助長するリスクもあります。

● トランプ政権の米ドル高是正志向に加え、予測不可能な政策運営が米ドルの重しか

米国大統領と米ドル名目実効レート

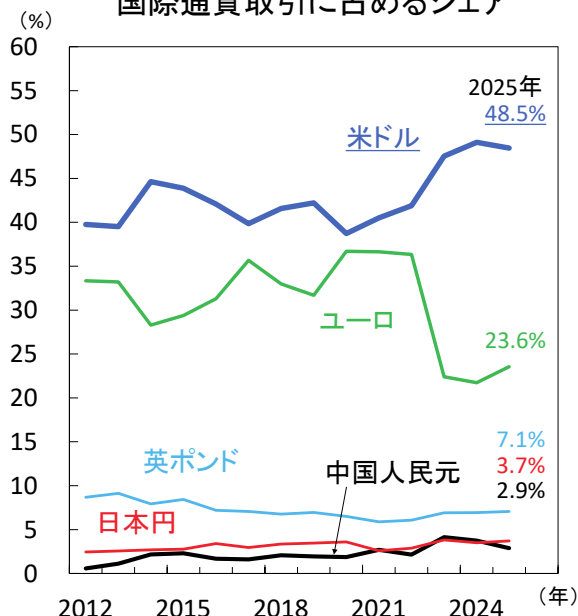


G20地域別 米国債保有額

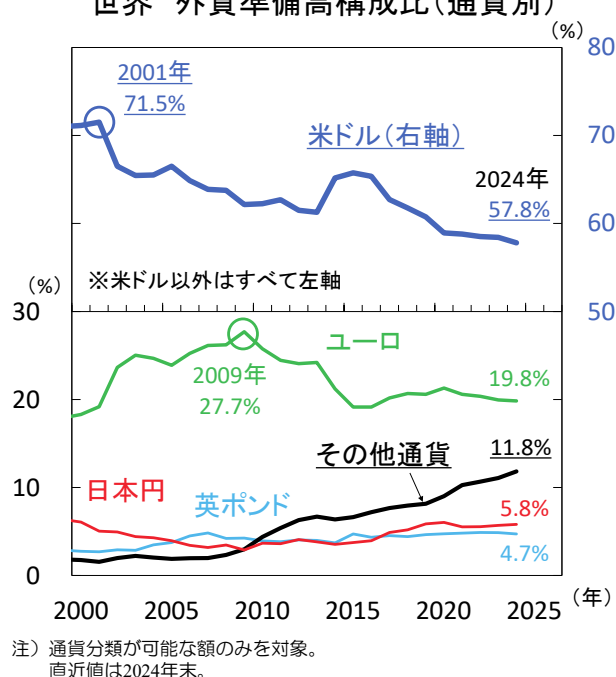


● 為替取引での絶対的地位を有する米ドルだが、他通貨へ分散の兆候も

国際通貨取引に占めるシェア



世界 外貨準備高構成比(通貨別)

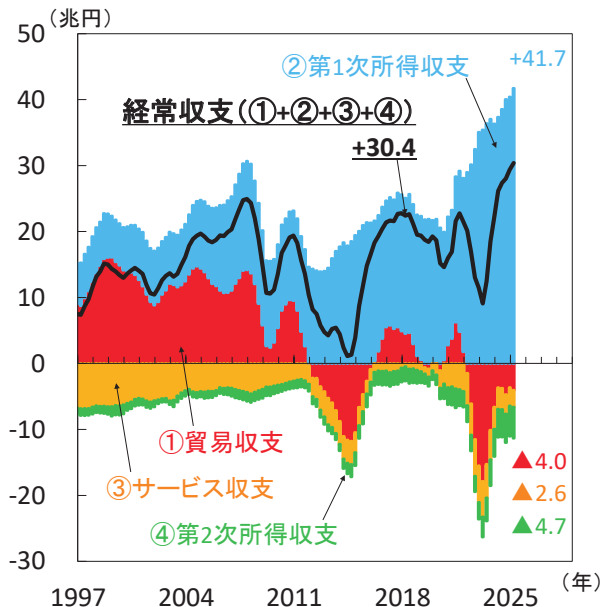


変化する日本の国際収支構造

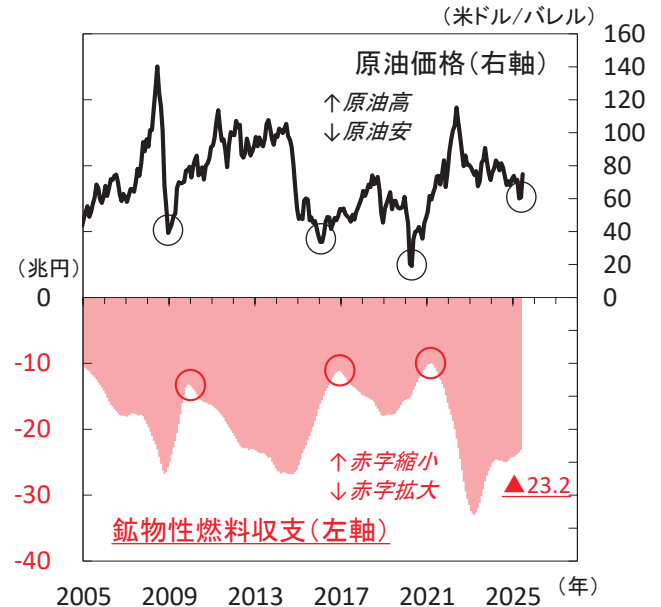
- ◆ 日本の貿易収支を見ると、食料・エネルギー分野は海外依存を反映し赤字が常態化、また工業製品分野は輸送機械（自動車など）を除き黒字が伸び悩んでいます。国内の低成長を背景に、製造業が収益機会を求め積極的に海外へ進出し投資を拡大、海外で稼ぐモデルに変貌した印象です。
- ◆ サービス収支では、インバウンド活況で観光関連の黒字が増える一方、イノベーションの遅れなどを反映したデジタル関連の赤字が拡大するなど、貿易収支と同様に構造的な変化が目立ちます。

● 日本は第1次所得収支主導で経常黒字が拡大

日本 経常収支(4四半期累計)

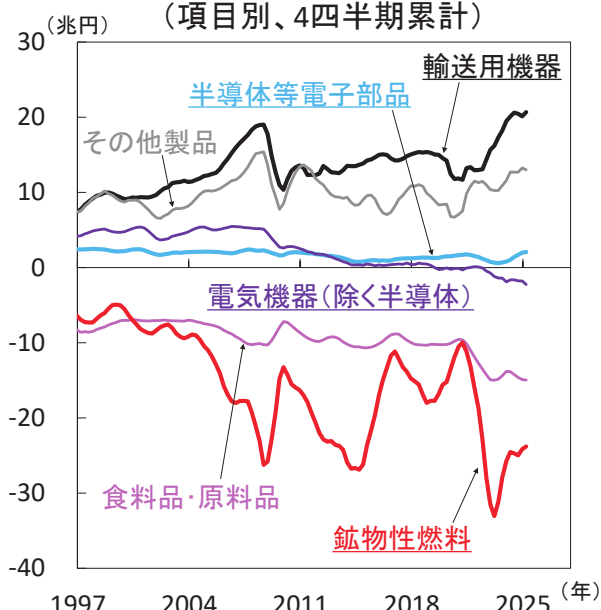


日本の鉱物性燃料収支と原油価格

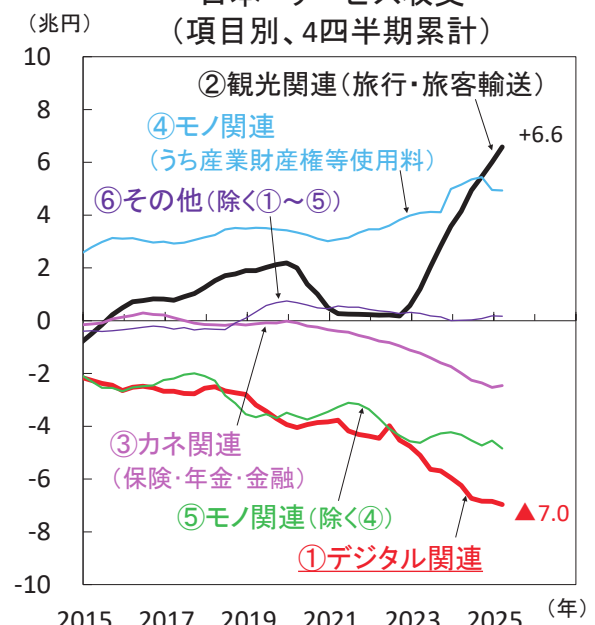


● 貿易・サービス収支面では黒字・赤字分野の二極化が目立つ

日本 貿易(財)収支
(項目別、4四半期累計)



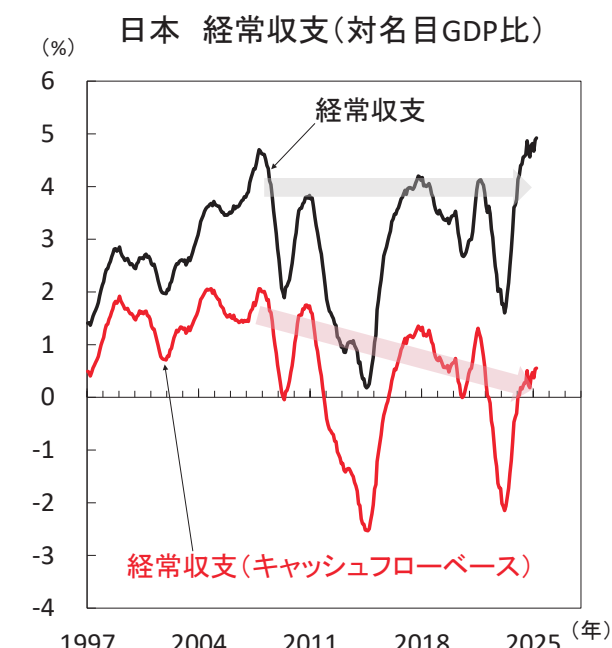
日本 サービス収支
(項目別、4四半期累計)



国内の企業に続き、家計の海外投資姿勢も積極化するか注目

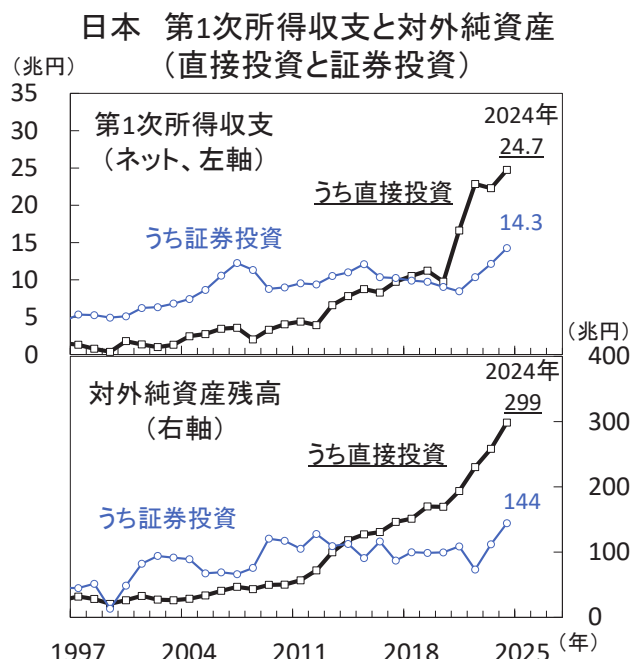
- ◆ 日本はなお経常黒字大国ですが、直接投資（主に内部留保）や証券投資（主に債券利子）など第1次所得収支の黒字が中心です。ただし、獲得した外貨の円転を促す貿易黒字と違い、再投資に回しやすい傾向があるため、経常黒字は額面ほど円買い需要をもたらさないという評価もあります。
- ◆ 近年の物価高で、家計の資産防衛意識が強まるなか、NISA（少額投資非課税制度）を主導する若い世代は、円安・株高が身近なこともあり、株式中心に外貨建て投資に前向きな面もありそうです。

● 日本の国際収支構造の変化が長期視点での円高圧力を抑制か



注) 経常収支(キャッシュフローベース)＝経常収支－直接投資収益(うち再投資収益)－証券投資収益、で算出。値は12ヵ月累計。直近値は2025年3月。

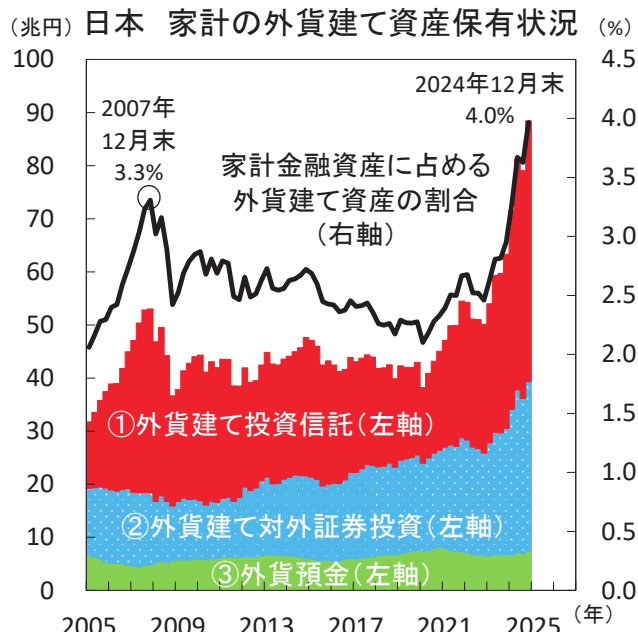
出所) 財務省、内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 2024年の直接投資収支のうち配当金・配当済支店収益が12.4兆円、再投資収益が12.2兆円、証券投資収支のうち債券利子が14.5兆円。2024年の対外純資産残高は533兆円(うち外貨準備が194兆円)。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

● 円安・株高が身近な若い世代主導で、海外積極投資傾向が強まるかも注目



注) ①は投資信託受益証券×契約型公募投信純資産額の外貨建て比率、②は対外証券投資×証券投資残高の円以外比率、として三菱UFJアセットマネジメントが簡便的に試算。直近値は2024年12月。

出所) 日本銀行、財務省、投資信託協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 家計金融資産とNISA口座数の構成

①金融資産構成		2007年末		2024年末	
		兆円	%	兆円	%
全体		1,602	100.0	2,230	100.0
現金・預金		804	50.2	1,134	50.9
債務証券		45	2.8	32	1.4
投資信託		75	4.7	136	6.1
株式等		150	9.4	298	13.4
保険・年金・定型保証		478	29.8	544	24.4
その他		50	3.1	86	3.9

②貯蓄 (年齢別構成比、%)		20代 以下	30代	40代	50代	60代	70代 以上
全体		0.5	4.5	11.4	17.8	25.6	40.2
通貨・定期性預貯金		0.5	4.5	11.1	16.0	25.4	42.5
債券		0.0	1.1	4.8	15.3	32.5	46.3
投資信託		0.5	8.4	13.7	19.4	22.6	35.3
株式		0.7	3.4	10.9	16.1	26.8	42.1
生命保険など		0.3	4.0	11.9	22.5	26.3	35.0

③NISA口座数 (年齢別構成比、%)		14.2	20.5	20.7	18.0	11.6	15.0
全体							

注) ②の対象は二人以上世帯(年齢は世帯主)。

値は②が2024年、③が2024年末。

なお2025年3月末時点のNISA口座数は1,878万口座。

出所) 日本銀行、総務省、日本証券業協会より三菱UFJアセットマネジメント作成

新興国通貨は中長期的な下落基調から抜け出せるか

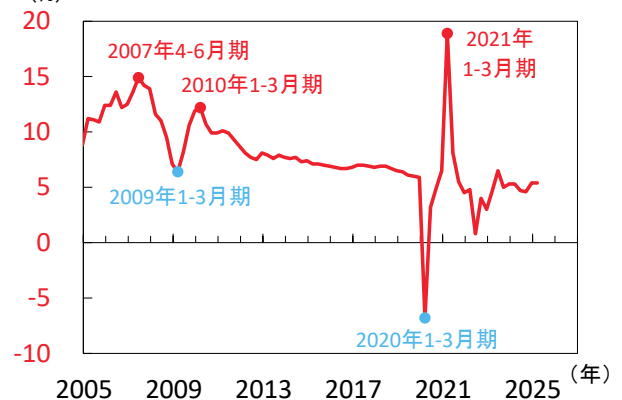
- ◆ 新興国は2013年のバーナンキ・ショック、2014-15年の資源安、2015年の中国景気不安、2018年の米金利上昇や国際貿易摩擦、2020年のコロナ・ショックなど、外部ショック発生の際に通貨安に直面してきました。通貨安が続けば、金融財政政策や国内政治の不安定化を招くリスクもあります。
- ◆ 新興国通貨は世界的景気回復や資源高で、一時的に反発する場面が多々ありますが、近年は相対的高成長への期待が弱まり、財政・経常収支悪化も進むなか、通貨高が長続きしない印象です。

● 中国景気回復、資源高、世界貿易回復の動きが強まるかが焦点

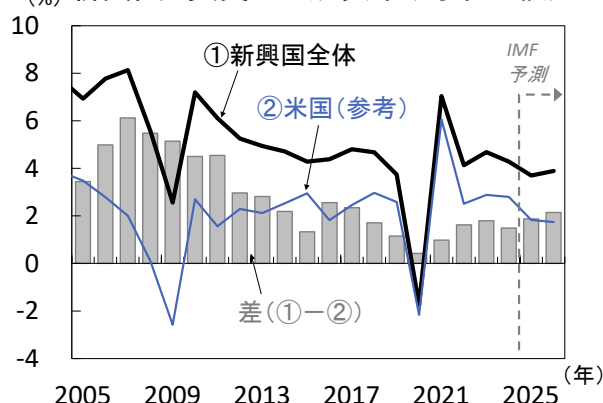
(2013年末=100) 新興国通貨(対米ドル)



中国 実質GDP成長率



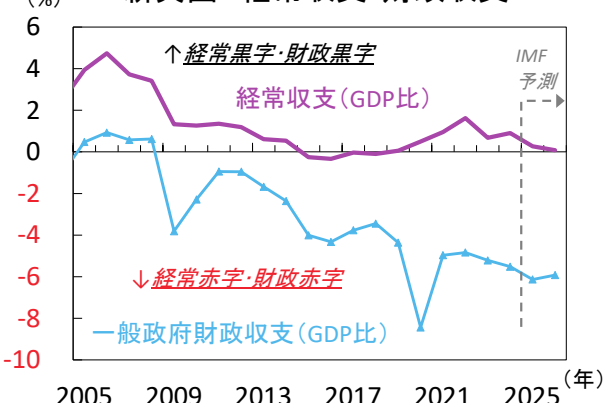
新興国 実質GDP成長率(対米比較)



資源価格



新興国 経常収支・財政収支



世界 貿易取引量(前年比)



注) 新興国通貨はFRB公表のEME Dollar Index (名目値) の逆数を三菱UFJアセットマネジメントが指数化した値。
 資源価格はブルームバーグ商品指数(米ドル)。世界貿易取引量は3カ月移動平均値。
 新興国通貨、中国実質GDP、資源価格、世界貿易取引量は期間内の転換点となった年月を表示。
 左中段・下段の値はIMF World Economic Outlook (2025年4月) に基づく。2025-2026年はIMF予測。
 直近値は新興国通貨・資源価格が2025年6月20日(日次)、中国GDPが2025年1-3月期(四半期)、世界貿易取引量が2025年3月(月次)。

出所) FRB、中国国家统计局、CPB (オランダ経済分析局)、IMF、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

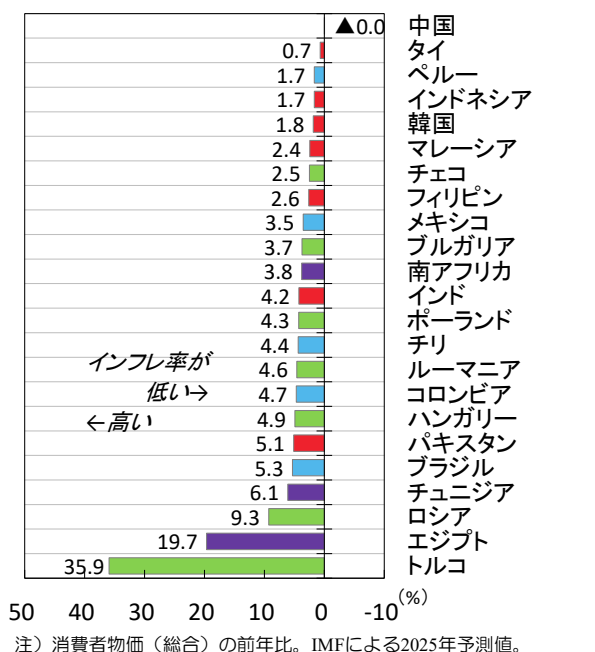
新興国では健全な経済運営なくして、中長期的な通貨安定は困難に

- ◆ 新興国は先進国に比べ金融市場が未成熟なため、海外資本(米ドル中心)が経済成長促進に不可欠ですが、米金利が上昇または世界経済の減速感が高まる場面では、経常赤字を抱え外貨不足が目立つ国ほど債務返済能力への疑念から、資本流出圧力にさらされやすくなると考えます。
- ◆ 幾多の危機を経験し、一部新興国ではマクロ経済の健全化が進み対外ショックへの耐性も増しましたが、経済・財政・対外収支面でぜい弱な国は、絶えず資本流出リスクを抱えており要注意です。

● 国際金融市場を意識した、たゆまぬ経済構造改革が求められる新興国

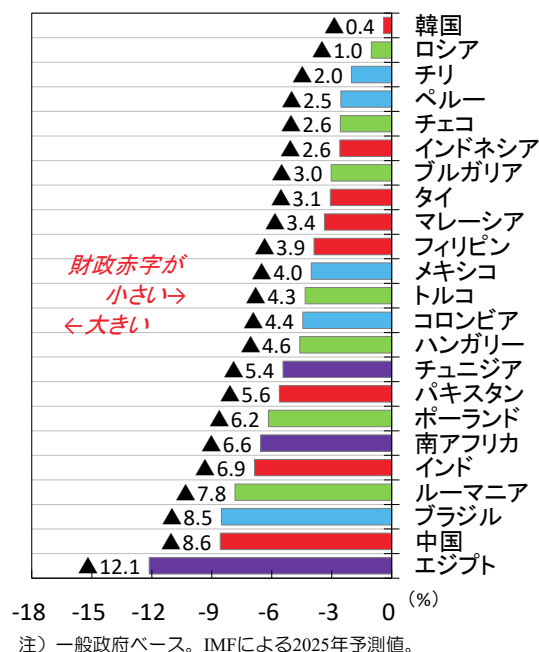
主要新興国の指標一覧(■アジア、■中東欧、■中南米、■アフリカ)

①インフレ率



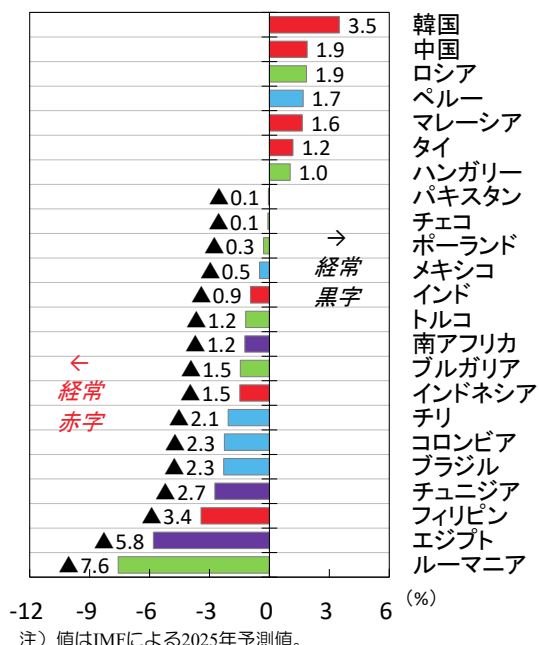
出所) IMF World Economic Outlook (2025年4月) より
三菱UFJアセットマネジメント作成

②財政収支(GDP比)



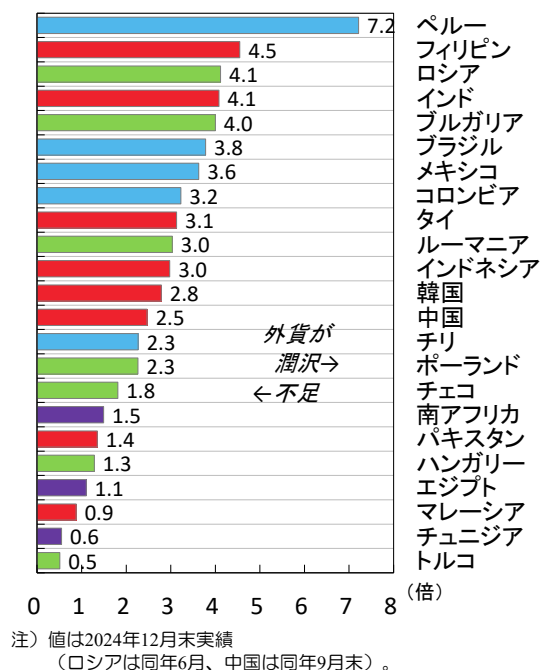
出所) IMF World Economic Outlook (2025年4月) より
三菱UFJアセットマネジメント作成

③経常収支(GDP比)



出所) IMF World Economic Outlook (2025年4月) より
三菱UFJアセットマネジメント作成

④外貨準備(対外短期債務比)



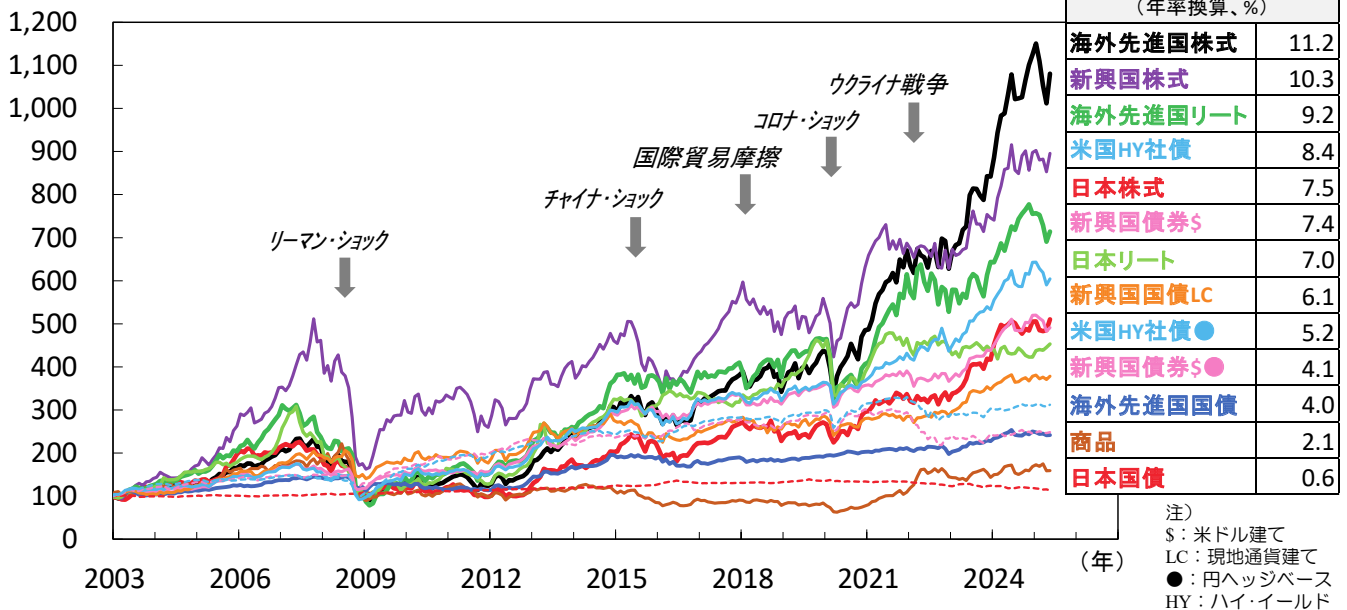
出所) 世界銀行、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

10. 投資戦略：不確実性を意識した資産形成を

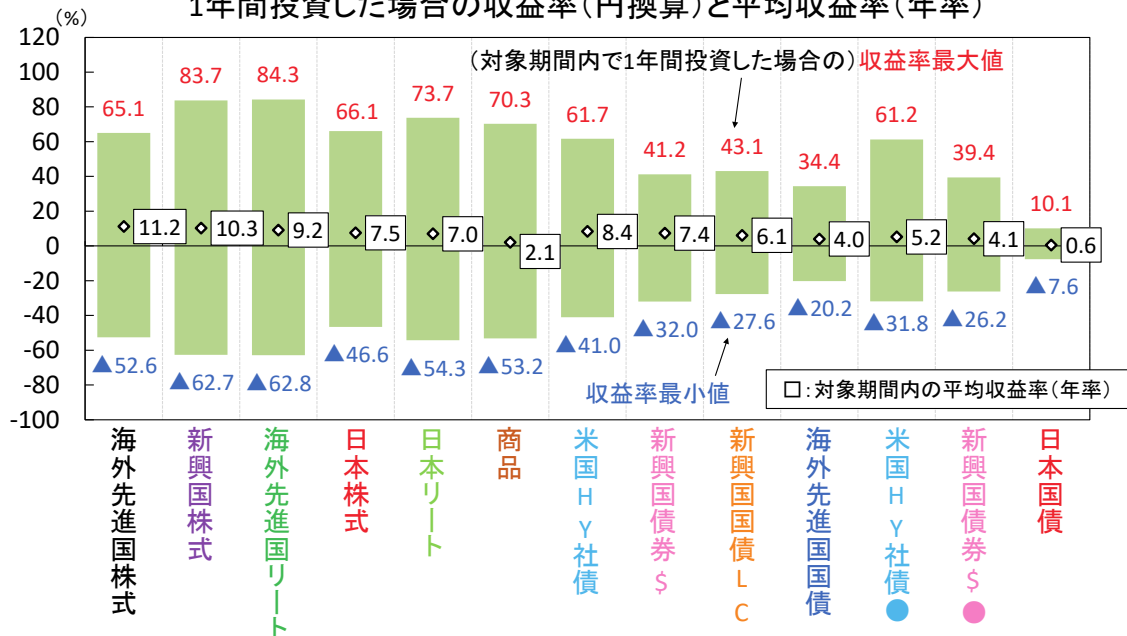
- ◆ グローバル経済下では、金融資産の価格が同一方向に動きやすく、さまざまな資産に分散投資することによるリスク軽減効果が薄れる傾向もあります。こうした環境では、投資家が自身のリスク許容度（資産価格の変動をどれだけ許容できるか）に応じて、投資対象を選別する必要があります。
- ◆ 国内投資家が海外資産に投資する場合、投資成果を円に換算して考える必要があるため、為替変動の影響を抑えることができる「為替ヘッジ」を選択するか否かもポイントになると考えられます。

● 堅調を保った内外リスク資産市場だが、トランプ政権誕生を機に不安定化

国内外資産の投資成果（円換算）（2002年末=100）



1年間投資した場合の収益率（円換算）と平均収益率（年率）



※ 為替ヘッジとは、通貨先物・オプション取引などを通じ、為替変動による運用資産の価格変動を回避（ヘッジ）する取引を指します。

注) 対象インデックス：海外先進国株式はMSCI KOKUSAI（配当込み）、日本株式はMSCI JAPAN（配当込み）、新興国株式はMSCI EM（配当込み）、海外先進国リートはS&P先進国REIT指数（除く日本、配当込み）、日本リートはS&P日本REIT指数（配当込み）、商品はブルームバーグ商品指数、日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス（除く日本）、新興国債券\$（米ドル建て）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、新興国債券\$●（米ドル建て、円ヘッジあり）はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）、新興国債券LC（現地通貨建て）はJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、米国ハイ・イールド社債はICE BofAML US High Yield Index、米国ハイ・イールド社債●（円ヘッジあり）はICE BofAML US High Yield Index（円ヘッジベース）、にそれぞれ基づく。
日本株式、日本国債、日本リート、新興国債券\$●（円ヘッジあり）、米国ハイ・イールド社債●（円ヘッジあり）は円ベース指数、それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じて円換算した値から算出。指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2025年3月末。

出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

過去10年間の投資環境を振り返る

- ◆ 2017年は中国景気回復や米トランプ減税でリスク選好、2018年は米中貿易摩擦でリスク回避、2019年は米利下げでリスク選好、2020年春のコロナ・ショックで一時大荒れとなるも、大型景気対策で2021年に向けリスク選好回帰、2022年は世界的な利上げで再びリスク回避相場となりました。
- ◆ 2023年は米利上げ終了、2024年は米欧利下げ転換によるリスク選好で海外株式や高利回り債券が好調も、2025年前半は米国関税による不確実性が嫌気されリスク回避的な動きも見られました。

● 2025年前半はリスク回避色の拭えない相場環境に

過去10年 各資産の年間投資成果(円換算、%)

■ : 株式・リート・商品など ■ : 海外債券(円ヘッジなし)、青字 : 円債と海外債券(● : 円ヘッジあり)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円高米ドル安	円安米ドル高	円安米ドル高	円安米ドル高	円安米ドル高	円高米ドル安
1	米国HY社債●	新興国株式	日本リート	海外先進国株式	新興国株式	海外先進国リート	商品	海外先進国株式	海外先進国株式	日本リート
	15.7	32.7	11.2	27.9	12.8	51.2	32.3	34.1	33.6	7.2
2	米国HY社債	日本株式	日本国債	日本リート	海外先進国株式	商品	米国HY社債	日本株式	日本株式	新興国債券\$●
	14.3	20.1	1.1	25.7	10.9	41.7	1.2	29.0	21.2	1.4
3	日本リート	海外先進国株式	海外先進国国債	海外先進国リート	日本株式	海外先進国株式	新興国国債LC	米国HY社債	米国HY社債	日本株式
	10.3	18.5	▲ 4.6	23.3	9.2	38.2	0.6	22.0	20.6	1.0
4	商品	新興国国債LC	米国HY社債●	日本株式	海外先進国国債	日本リート	日本株式	海外先進国リート	新興国株式	米国HY社債●
	8.7	11.0	▲ 4.6	18.9	6.0	20.2	▲ 4.1	21.9	20.4	0.9
5	新興国株式	新興国債券\$●	米国HY社債	新興国株式	米国HY社債●	米国HY社債	日本リート	新興国国債LC	新興国債券\$	新興国国債LC
	8.6	8.4	▲ 4.9	17.7	5.0	17.4	▲ 5.0	21.2	18.7	0.1
6	新興国債券\$●	新興国債券\$	新興国債券\$●	新興国債券\$	新興国債券\$●	日本株式	新興国債券\$	新興国債券\$	商品	新興国株式
	7.9	6.2	▲ 6.6	13.9	4.2	13.8	▲ 6.3	19.5	17.5	▲ 0.2
7	新興国債券\$	米国HY社債●	新興国債券\$	米国HY社債	米国HY社債	新興国債券\$	海外先進国株式	新興国株式	海外先進国リート	海外先進国国債
	7.2	5.7	▲ 6.8	13.3	0.9	9.5	▲ 6.4	18.6	17.4	▲ 3.4
8	新興国国債LC	海外先進国リート	海外先進国リート	新興国国債LC	新興国債券\$	新興国株式	海外先進国国債	海外先進国国債	海外先進国国債	海外先進国株式
	7.0	5.5	▲ 8.3	12.4	0.1	9.0	▲ 6.6	15.1	9.9	▲ 3.9
9	海外先進国株式	海外先進国国債	新興国国債LC	新興国債券\$●	日本国債	米国HY社債●	日本国債	米国HY社債●	新興国国債LC	日本国債
	5.7	4.5	▲ 8.7	11.8	▲ 1.1	5.0	▲ 7.4	6.7	8.8	▲ 4.7
10	日本国債	米国HY社債	海外先進国株式	米国HY社債●	新興国国債LC	海外先進国国債	新興国株式	新興国債券\$●	米国HY社債●	海外先進国リート
	3.7	3.6	▲ 10.2	11.2	▲ 2.4	4.5	▲ 8.5	4.6	2.1	▲ 5.4
11	海外先進国リート	日本国債	商品	商品	商品	新興国国債LC	米国HY社債●	日本国債	新興国債券\$●	新興国債券\$
	3.4	0.2	▲ 13.6	6.6	▲ 7.9	1.7	▲ 14.0	0.5	0.4	▲ 5.5
12	日本株式	商品	日本株式	海外先進国国債	海外先進国リート	日本国債	海外先進国リート	日本リート	日本リート	商品
	▲ 0.4	▲ 2.0	▲ 14.9	5.5	▲ 12.2	▲ 0.2	▲ 14.1	▲ 0.5	▲ 4.0	▲ 5.6
13	海外先進国国債	日本リート	新興国株式	日本国債	日本リート	新興国債券\$●	新興国債券\$●	商品	日本国債	米国HY社債
	▲ 2.7	▲ 6.6	▲ 16.5	2.3	▲ 12.9	▲ 2.3	▲ 20.8	▲ 0.9	▲ 4.3	▲ 6.0

注)

\$は米ドル建て、LCは現地通貨建て、HYはハイ・イールド。黒太線はプラスとマイナスの境目を表す。
 海外先進国株式はMSCI KOKUSAI (配当込み)、日本株式はMSCI JAPAN (配当込み)、新興国株式はMSCI EM (配当込み)、
 先進国リートはS&P先進国REIT指数 (配当込み)、日本リートはS&P日本REIT指数 (配当込み)、商品はブルームバーグ商品指数、
 日本国債はFTSE日本国債インデックス、海外先進国国債はFTSE世界国債インデックス (除く日本)、新興国債券\$はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified、
 新興国債券\$● (円ヘッジ) はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified (円ヘッジベース)、新興国国債LCはJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、
 米国HY (ハイ・イールド) 社債はICE BofAML US High Yield Index、米国HY社債 (円ヘッジ) はICE BofAML US High Yield Index (円ヘッジベース)、
 にそれぞれ基づく。日本株式、日本国債、新興国債券\$ (円ヘッジ)、米国HY社債 (円ヘッジ) は円ベース指数、
 それ以外は米ドルベース指数に米ドル円相場を乗じた円換算値から算出。米ドル円相場の方向性は前年末と当年末の終値を比較して判断
 (円の対米ドル騰落率が▲0.5%以下:円安米ドル高、+0.5%以上:円高米ドル安、それ以外は米ドル円横ばい、と表記)。2025年は同年5月末。

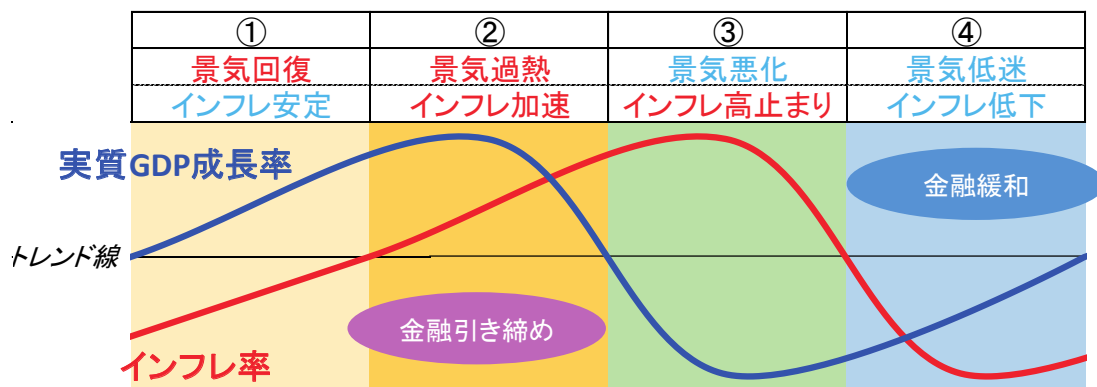
出所) MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

景気・物価のトレンドとのかい離から経済環境を見極める

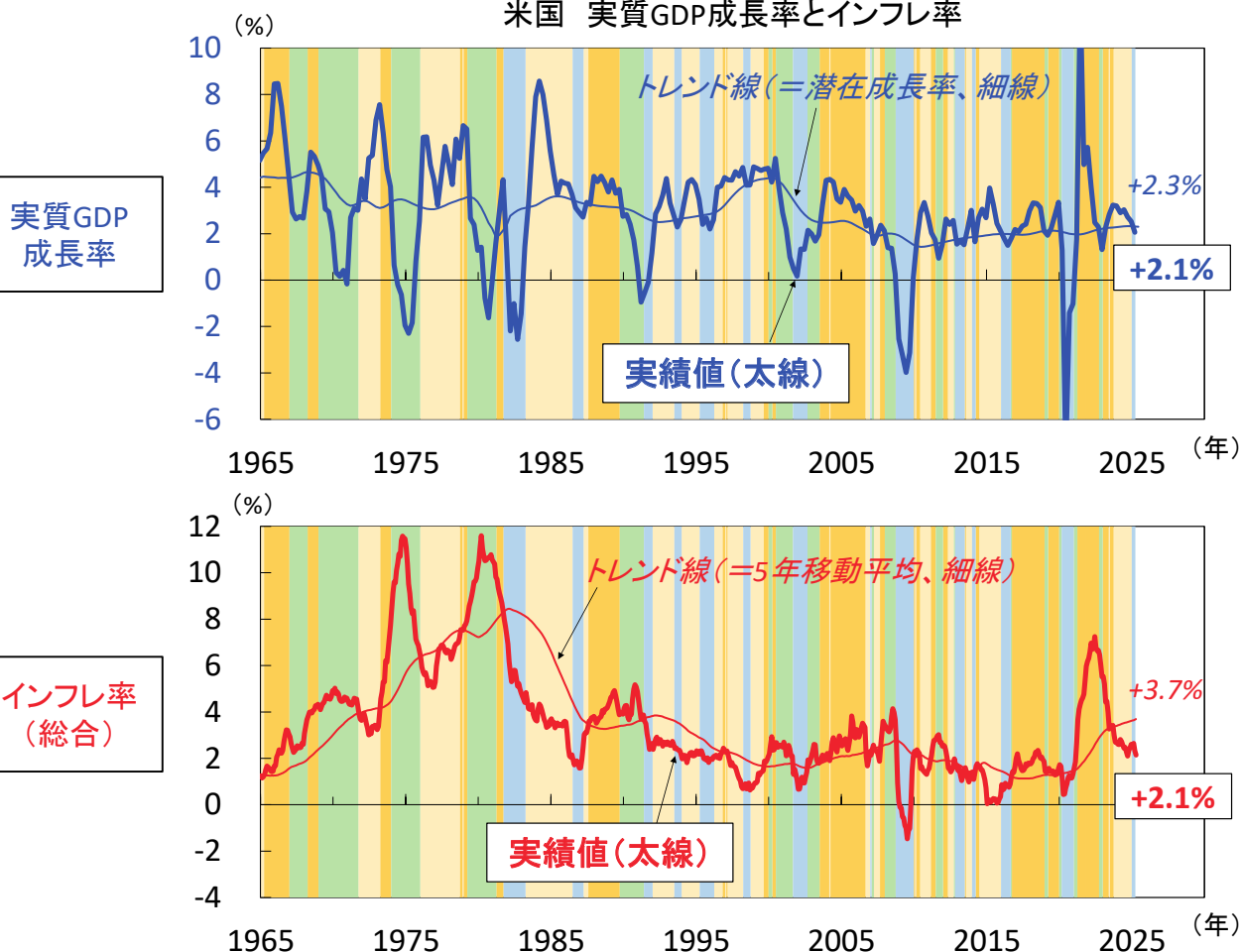
- ◆ 景気・物価の状況をトレンド（景気：潜在成長率、物価：5年移動平均）とのかい離でパターン分けすると、①景気回復・インフレ安定、②景気過熱・インフレ加速、③景気悪化・インフレ高止まり、④景気低迷・インフレ低下の4局面に大別されます。足元は、①から④に移行している段階のようです。
- ◆ 今般の米関税発動で意識されたのが③の局面、つまり不況と物価高が同時進行するスタグフレーションのリスクです。1960年代後半～80年代前半はスタグフレーション的環境が度々見られました。

● トランプ関税がスタグフレーションを招くのが焦点に

米国 景気・物価循環のイメージ図



米国 実質GDP成長率とインフレ率



注）実質GDP成長率は前年比ベース、総合インフレ率はPCEデフレーター（個人消費支出価格指数）の前年比。
 実質GDP成長率が潜在成長率（CBO推計）を上回る局面を「景気回復または景気過熱」、下回る局面を「景気悪化または景気低迷」、
 総合インフレ率がトレンド線（前年比の5年移動平均）を上回る局面を「インフレ加速またはインフレ高止まり」、
 下回る局面を「インフレ低下またはインフレ安定」とし4つの局面に分類。あくまでイメージであり、実際は①②③④の順に循環するとは限らない。
 直近値は実質GDP成長率が2025年1-3月期、総合インフレ率が2025年4月。

出所）米商務省、米CBO（議会予算局）より三菱UFJアセットマネジメント作成

景気・物価の状況と株式市場の関係を考える

- ◆ 景気・物価で見た4つの局面における株式パフォーマンスを比較します。1995年以降のデータで見ると、株式市場に良い環境は①→②→④→③の順となります。①と②はともに景気が良好な局面ですが、金融緩和色が残る①の方が、金融引き締め色が強まりやすい②に比べ優位になるようです。
- ◆ ③は景気悪化が進む上、インフレ警戒で金融引き締め色も残りマイナス材料が多いと言えます。
- ◆ ④は景気低迷がマイナス材料ですが、インフレ安定による金融相場の環境が下支えとなりえます。

● 米国のインフレリスクが高まらず、利下げ再開が鮮明になるかが焦点

米国株式の投資成果（経済局面別、年率換算%）

金融
引き締め

景気過熱

インフレ安定

①

IT	35.2
一般消費財・サービス	26.8
大型株	25.4
鉱工業	24.6
金融	23.8
総合	23.5
通信サービス	23.4
小型株	19.3
ヘルスケア	18.9
生活必需品	17.5
不動産	17.3
エネルギー	15.6
素材	15.4
公益	13.0

インフレ加速

②

IT	15.1
エネルギー	14.5
大型株	10.2
総合	10.0
ヘルスケア	9.9
不動産	9.6
公益	9.5
小型株	9.3
一般消費財・サービス	9.2
金融	8.7
生活必需品	8.5
鉱工業	8.0
素材	7.9
通信サービス	6.8

景気低迷

④

ヘルスケア	15.8
素材	13.0
IT	12.8
生活必需品	11.0
一般消費財・サービス	10.6
総合	8.9
不動産	8.5
小型株	8.5
大型株	8.4
金融	8.3
鉱工業	7.5
エネルギー	5.9
通信サービス	5.3
公益	5.1

③

公益	10.8
小型株	8.6
エネルギー	8.3
不動産	6.9
鉱工業	2.9
生活必需品	2.7
ヘルスケア	1.0
金融	0.8
素材	0.3
総合	▲ 3.3
一般消費財・サービス	▲ 3.8
大型株	▲ 4.9
通信サービス	▲ 5.7
IT	▲ 9.7

金融
緩和

インフレ低下

インフレ高止まり

金融引き締め

金融緩和

注）総合および業種別（11業種）：S&P500、大型株：S&P100、小型株：S&P600。一般に、■景気敏感、■ディフェンシブ、とされる業種。
 実質GDP成長率が潜在成長率（CBO推計）を上回る局面を「景気回復または景気過熱」、下回る局面を「景気悪化または景気低迷」、
 総合インフレ率がトレンド線（前年比の5年移動平均）を上回る局面を「インフレ加速またはインフレ高止まり」、
 下回る局面を「インフレ低下またはインフレ安定」とし4つの局面に分類。
 各局面における各指数（トータル・リターン、米ドル）の月間変化率（年率換算値）の平均値。
 対象期間は1995年1月（不動産のみ2001年11月）～2025年5月。

出所）米商務省、CBO（米議会予算局）、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

株式のアノマリー(経験則)を注視: トランプリスクを過度に警戒すべきか

- ◆ 2025年の米国株式市場は、トランプ第2次政権の動向に身構える日々となっています。前回の第1次政権時では、2017年は大型減税成立期待を背景に好調でしたが、2018年は突然の制裁関税発動や米利上げ長期化懸念、2020年はコロナ・ショックなどで、株価が急落する場面もありました。
- ◆ ただし4年トータルで見た株式パフォーマンスは良好でした。トランプ氏の過激な言動や政策発動にも慌てず、冷静に政策の実現性や景気実態、金融政策の方向性を見極めることが肝要でしょう。

● 2017-2020年のトランプ第1次政権下の株式は紆余曲折ありつつも大幅高で終了

米国 トランプ第1・2次政権下のS&P500(大統領就任日=100)

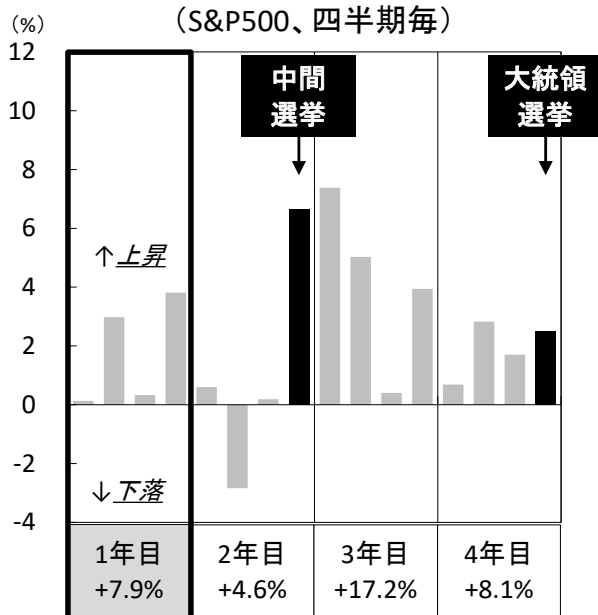


注) 第1次は2017年1月20日～2021年1月20日、第2次は2025年1月20日を100として三菱UFJアセットマネジメントが指数化。第2次の直近値は2025年6月20日。チャート下枠は各年の主要テーマとなった政策。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 米国株は大統領任期1年目に不安定化する傾向、4年トータルで見ることが重要に

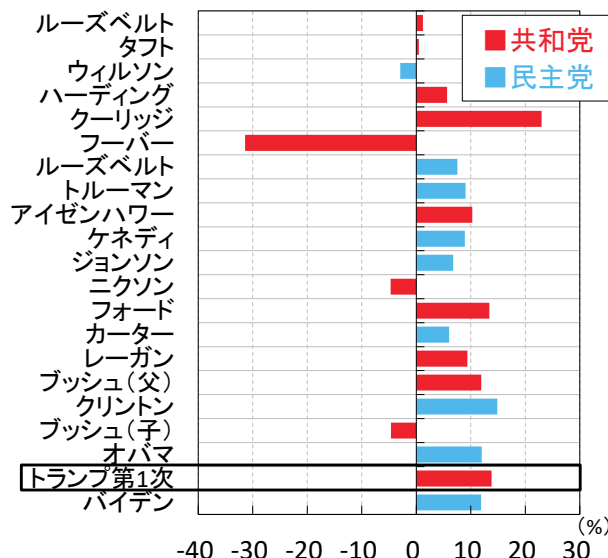
米国大統領任期サイクルで見た株価騰落率 (S&P500、四半期毎)



注) 対象期間は1950～2024年。□枠内の値は年間騰落率の平均値。1-4年目の値は左から各年1-3月期、4-6月期、7-9月期、10-12月期の期間内騰落率平均値。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国歴代大統領就任期間中の株価騰落率 (S&P500、年率換算値)



注) 株価はS&P500(月末値ベース)。大統領所属の政党で色分け。対象はセオドア・ルーズベルト大統領(1901年9月就任)からバイデン大統領(2021年1月就任)まで。就任日の前月末から退任日の前月末の騰落率(例えばバイデン政権は2020年12月末～2024年12月末)の年率換算値。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

株式の強気相場3年目は過去も苦戦

- ◆ 1940年以降、米国S&P500の強気相場は過去12回あり、期間にして平均5年4カ月、騰落率は平均180%超に及びます。ただし、強気相場は3年目に、1-2年目に比べ騰勢を弱める傾向があります。2022年10月に始まった今回の強気相場は3年目に入りましたが、株高の勢いが鈍っています。
- ◆ 米国では株価収益率(PER)が過去の平均を大きく上回るなど、過熱感も指摘されます。過去、PERが高い時期に投資を始めた場合、短期間では投資成果が芳しくない結果に終わる事例もあります。

● 2022年10月に始まった米国株(S&P500)の強気相場は3年目を迎え増勢鈍化

1940年以降 米国株式(S&P500)の強気相場と弱気相場

	相場転換日		弱気相場 (高値→底値)		強気相場 (底値→高値)		強気相場開始後の 期間別騰落率(%)			
	底値	高値	期間	騰落率 (%)	期間	騰落率 (%)	1年目	2年目	3年目	4年目
1	1942年4月28日	1946年5月29日			4年1カ月	157.7	53.7	1.8	25.7	28.2
2	1949年6月13日	1956年8月2日	3年0カ月	▲29.6	7年1カ月	267.1	43.2	11.4	12.8	▲1.5
3	1957年10月22日	1961年12月12日	1年2カ月	▲21.6	4年1カ月	86.4	31.5	10.5	▲4.1	24.9
4	1962年6月26日	1966年2月9日	0年6カ月	▲28.0	3年7カ月	79.8	33.9	15.3	5.5	1.8
5	1966年10月7日	1968年11月29日	0年7カ月	▲22.2	2年1カ月	48.0	32.9	6.6	▲10.1	▲8.6
6	1970年5月26日	1973年1月11日	1年5カ月	▲36.1	2年7カ月	73.5	43.6	10.4	▲5.6	▲15.1
7	1974年10月3日	1980年11月28日	1年8カ月	▲48.2	6年1カ月	125.6	34.6	25.6	▲8.9	6.4
8	1982年8月12日	1987年8月25日	1年8カ月	▲27.1	5年0カ月	228.8	57.7	2.5	14.1	25.5
9	1987年12月4日	2000年3月24日	0年3カ月	▲33.5	12年3カ月	582.1	21.4	29.0	▲8.1	16.4
10	2002年10月9日	2007年10月9日	2年6カ月	▲49.1	5年0カ月	101.5	33.1	10.5	4.8	12.9
11	2009年3月9日	2020年2月19日	1年5カ月	▲56.8	10年11カ月	400.5	68.3	15.1	4.1	11.8
12	2020年3月23日	2022年1月3日	0年1カ月	▲33.9	1年9カ月	114.4	76.1	13.2	▲11.4	30.3
13	2022年10月12日	2025年6月20日	0年9カ月	▲25.4	2年8カ月	66.8	22.4	32.3	3.0	
平均(1~12)			1年3カ月	▲34.3	5年4カ月	188.8	44.2	12.7	1.6	11.1

注) 株価騰落率が▲20%以下となった場合を弱気相場、+20%以上となった場合を強気相場と分類。260営業日を1年として算出。

一例として、事例1の強気相場は直近の底(1942年4月28日)～天井(1946年5月29日)、

事例2の弱気相場は直近の天井(1946年5月29日)～底(1949年6月13日)までの期間と騰落率を表す。事例13の高値日付は直近日(2025年6月20日)。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

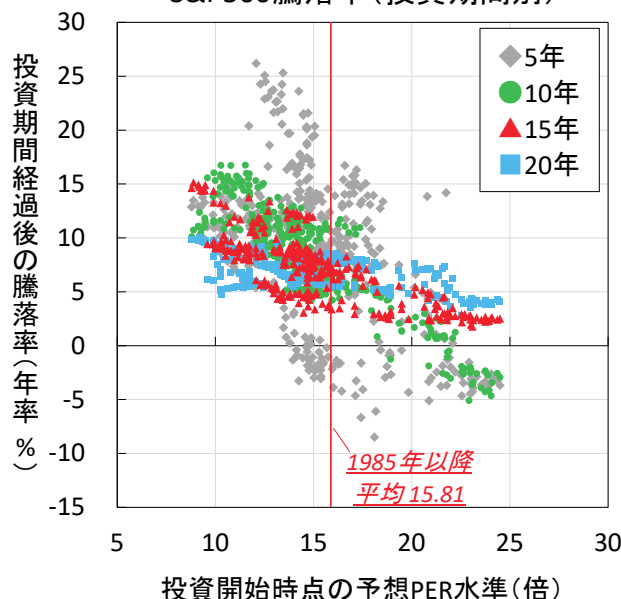
● 株式の割高感が目立つ局面での投資は、反落リスクに十分留意することが重要

米国S&P500 株価と予想PER



注) 予想PER(株価収益率)は12カ月先予想ベース(LSEG I/B/E/S集計)。値は月次ベース。直近値は2025年5月。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

投資開始時点の予想PER水準で見た
S&P500騰落率(投資期間別)

注) 予想PER(株価収益率)は12カ月先予想ベース(IBES算出)。データ対象期間は1985年1月～直近値は2025年5月。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

長期投資の重要性: いつか来る株安局面で慌てないために

- ◆ S&P500は1950年以降、直近高値からの累計下落率が10%を超える「調整局面」に何度も見舞われました。過去の例を見ると、株価は「調整局面」前の水準回復までに平均で8カ月程度、累計下落率が20%を超える「弱気相場」の場合は、水準回復まで平均で3年超とかなりの時間を要しました。
- ◆ 株価調整のタイミングを予想することはいつ何時も困難です。株式投資で最終的にプラスのリターンを確保するためには、株安局面がいずれ訪れる前提で、常に長期で投資をする姿勢が重要です。

● 株価は調整局面(または弱気相場)後、回復まで相当の時間を要する傾向も

1950年以降 S&P500の調整局面(■は弱気相場)と回復までに要した日数

	①高値	②安値(大底)	①→②		①→③ 高値回復 までの日数		①高値	②安値(大底)	①→②		①→③ 高値回復 までの日数
			下落率 (%)	下落 期間					下落率 (%)	下落 期間	
1	1950年6月12日	1950年7月17日	▲14.0	35日	102日	21	1987年8月25日	1987年12月4日	▲33.5	101日	701日
2	1953年1月5日	1953年9月14日	▲14.8	252日	430日	22	1989年10月9日	1990年1月30日	▲10.2	113日	232日
3	1955年9月23日	1955年10月11日	▲10.6	18日	52日	23	1990年7月16日	1990年10月11日	▲19.9	87日	212日
4	1956年8月2日	1957年10月22日	▲21.6	446日	783日	24	1997年10月7日	1997年10月27日	▲10.8	20日	59日
5	1959年8月3日	1960年10月25日	▲13.9	449日	543日	25	1998年7月17日	1998年8月31日	▲19.3	45日	129日
6	1961年12月12日	1962年6月26日	▲28.0	196日	630日	26	1998年9月23日	1998年10月8日	▲10.0	15日	28日
7	1962年8月22日	1962年10月23日	▲10.5	62日	84日	27	1999年7月16日	1999年10月15日	▲12.1	91日	123日
8	1966年2月9日	1966年10月7日	▲22.2	240日	449日	28	2000年3月24日	2002年10月9日	▲49.1	929日	2623日
9	1967年9月25日	1968年3月5日	▲10.1	162日	218日	29	2002年11月27日	2003年3月11日	▲14.7	104日	166日
10	1968年11月29日	1970年5月26日	▲36.1	543日	1193日	30	2007年10月9日	2009年3月9日	▲56.8	517日	1997日
11	1971年4月28日	1971年11月23日	▲13.9	209日	282日	31	2010年4月23日	2010年7月2日	▲16.0	70日	195日
12	1973年1月11日	1974年10月3日	▲48.2	630日	2744日	32	2011年4月29日	2011年10月3日	▲19.4	157日	301日
13	1974年11月7日	1974年12月6日	▲13.6	29日	81日	33	2015年5月21日	2016年2月11日	▲14.2	266日	417日
14	1975年7月15日	1975年9月16日	▲14.1	63日	181日	34	2018年1月26日	2018年2月8日	▲10.2	13日	210日
15	1976年9月21日	1978年3月6日	▲19.4	531日	1058日	35	2018年9月20日	2018年12月24日	▲19.8	95日	215日
16	1978年9月12日	1978年11月14日	▲13.6	63日	335日	36	2020年2月19日	2020年3月23日	▲33.9	33日	181日
17	1979年10月5日	1979年11月7日	▲10.2	33日	108日	37	2022年1月3日	2022年10月12日	▲25.4	282日	746日
18	1980年2月13日	1980年3月27日	▲17.1	43日	152日	38	2023年7月31日	2023年10月27日	▲10.3	88日	123日
19	1980年11月28日	1982年8月12日	▲27.1	622日	705日	39	2025年2月19日	2025年4月8日	▲18.9	48日	
20	1983年10月10日	1984年7月24日	▲14.4	288日	469日	1-38 平均	調整局面(下落率10-20%未満)		▲14.0	129日	241日
							弱気相場(下落率20%以上)		▲34.7	413日	1159日

注) 値は終値、表内の日数はカレンダー基準。
高値からの下落率が10%超を調整局面、20%超を弱気相場、とした。
2025年6月20日時点のデータに基づく。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 株式投資は保有期間を延ばすことで、プラスのリターンで終わる確率が上昇

米国株式 投資開始時期と保有期間別に見た

【上段】騰落率の平均(年率%)、【下段】株価上昇となった確率(%)

投資開始時期	保有期間							
	1年	3年	5年	7年	10年	15年	20年	30年
1950年代	+12.7	+11.1	+11.0	+9.8	+8.9	+7.2	+5.4	+5.9
	72	96	100	100	100	100	100	100
1960年代	+5.0	+4.8	+3.7	+2.9	+2.1	+2.6	+4.5	+7.0
	67	87	80	80	73	100	100	100
1970年代	+4.8	+2.6	+3.8	+5.1	+7.0	+8.4	+9.5	+8.7
	67	68	75	81	99	100	100	100
1980年代	+12.1	+12.0	+11.6	+11.4	+12.2	+11.7	+9.6	+8.0
	73	98	100	100	100	100	100	100
1990年代	+16.2	+12.7	+11.1	+10.0	+7.2	+5.6	+6.0	+8.1
	94	88	77	95	88	100	100	100
2000年代	▲0.3	+1.1	+2.8	+3.4	+4.9	+7.0	+6.9	
	58	55	54	91	89	100	100	
2010年代	+11.3	+11.8	+11.2	+11.2	+11.2			
	88	100	100	100	100			
2020年代	+15.7	+9.5						
	75	100						
全平均	+9.2	+8.1	+7.9	+7.6	+7.4	+7.1	+7.0	+7.5
	74	85	84	92	92	100	100	100

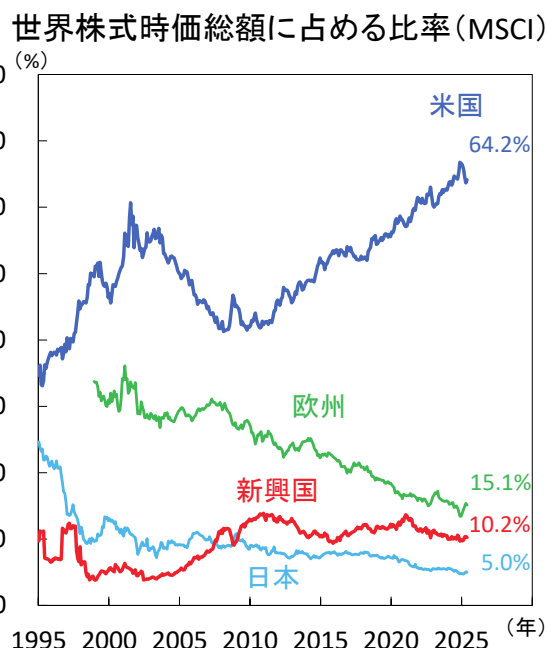
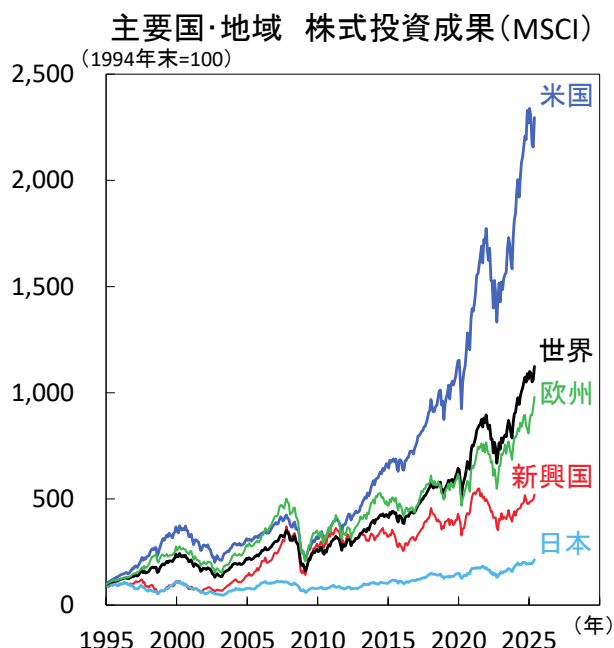
注) 対象インデックスはS&P500、対象期間は1950年1月～2024年12月。上昇確率が■90%以上、■100%。
例えば最上段・最右列(「1950年代」に投資を開始、「30年」保有した場合)の平均リターンは+5.9%、上昇確率は100%。

出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

国際分散投資の重要性：米国への集中投資は常に是か

- ◆ 近年、堅調な世界株式を支えたのは紛れもなく米国市場でした。時価総額で見ても世界全体に占める米国の比率は右肩上がりに上昇、株式市場の命運は米国次第という構図が色濃くなりました。
- ◆ ただし2025年、米国が国際協調重視のバイデン政権から自国第一主義のトランプ政権に代わり、世界経済の不確実性が増すなか、株式投資における米国依存の潮流が変化するか注目です。過去を振り返ると、世界の株式市場を米国以外の国・地域がけん引していた時代も見られました。

● 相対的な投資成果の高さゆえ、米国に偏りがちだった世界の株式市場



注) 左右図とも対象インデックスは、世界：MSCI ACWI、日本：MSCI JAPAN、米国：MSCI USA、欧州：MSCI EUROPE、新興国：MSCI EM。すべて米ドルベースで直近値は2025年5月。左図はトータル・リターン指数で、指数化は三菱UFJアセットマネジメント。右図はMSCI ACWIの時価総額に占める国・地域別指数の比率（欧州は1998年12月以降）。

出所) MSCI、Bloomberg、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 近年の株式市場で目立った米国一人勝ちの構図に変化が見られるか注目

主要国・地域 株式の投資リターン(4年毎、%)

2001-04年	2005-08年	2009-12年	2013-16年	2017-20年	2021-24年	2025年
インド 85.4	中国 79.0	新興国 107.1	米国 70.0	中国 101.1	米国 62.6	欧州 20.3
新興国 80.6	インド 27.2	インド 94.2	日本 38.4	米国 86.0	インド 59.8	フロンティア 16.5
フロンティア 76.1	新興国 16.7	米国 73.9	世界 37.6	世界 68.8	世界 41.5	中国 15.2
中国 23.7	フロンティア 2.7	中国 71.6	フロンティア 20.0	新興国 66.7	欧州 23.6	新興国 12.3
欧州 11.2	欧州 ▲ 8.9	世界 66.8	欧州 16.3	インド 60.4	日本 12.1	日本 7.2
世界 6.2	日本 ▲ 9.2	欧州 53.4	インド 10.2	日本 50.0	フロンティア 9.5	世界 6.4
日本 0.4	世界 ▲ 11.7	フロンティア 23.8	中国 5.1	欧州 42.7	新興国 ▲ 6.5	インド 3.3
米国 ▲ 2.8	米国 ▲ 18.7	日本 14.4	新興国 ▲ 8.5	フロンティア 33.4	中国 ▲ 34.8	米国 2.2

注) 世界：MSCI ACWI、新興国：MSCI EM、フロンティア：MSCI FM、日本：MSCI JAPAN、米国：MSCI USA、欧州：MSCI EUROPE、中国：MSCI CHINA、インド：MSCI INDIA。全て米ドルベースのトータル・リターン指数に基づく。フロンティア（MSCI FM）はベトナム・モロッコ・ルーマニア・カザフスタンなど新興国（MSCI EM）以外の28カ国を対象。対象期間は2001年（フロンティアのみ2003年以降）以降。リターンは2001～2024年は各4年間、2025年は年初から6月20日までの値。

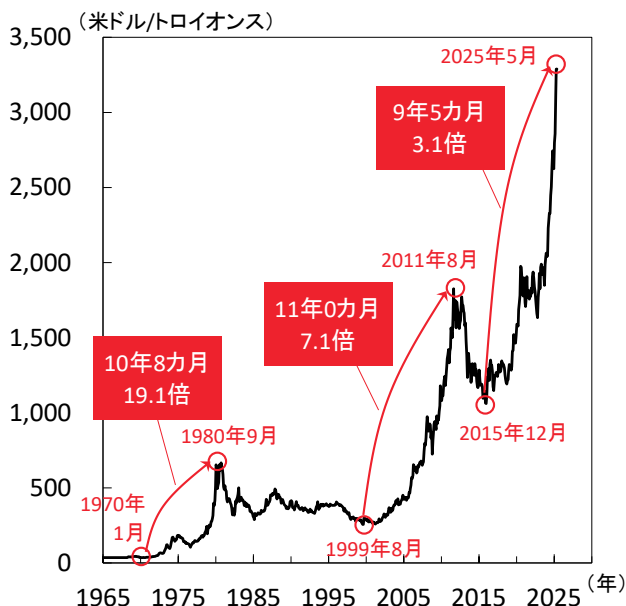
出所) MSCI、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

金価格：国際情勢不安定化や米ドル不安を背景に強含む

- ◆ 金価格は最高値更新を続けています。今般上昇局面は価格にして約3倍、期間にして9年超に達しています。1970年以降で見ると、過去2回ほど今回以上の長期価格上昇局面が確認されました。
- ◆ 金価格高騰の背景として、一つはウクライナやイスラエルの戦争など地政学的緊張が続くなか、「有事の金」へ逃避需要が強まったことです。もう一つは米ドルの信認低下です。米国の財政拡張やトランプ政権発の不確実性が、「究極の安全通貨」とされる金を選好する流れを醸成したようです。

● 金は国際情勢不安定期や米国景気低迷期に、株式より選好されやすい傾向も

金価格



注) 値はXAU/USD (金と米ドルの交換レート)。直近値は2025年5月。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

金と米国株の局面別平均騰落率
(年率換算、%)

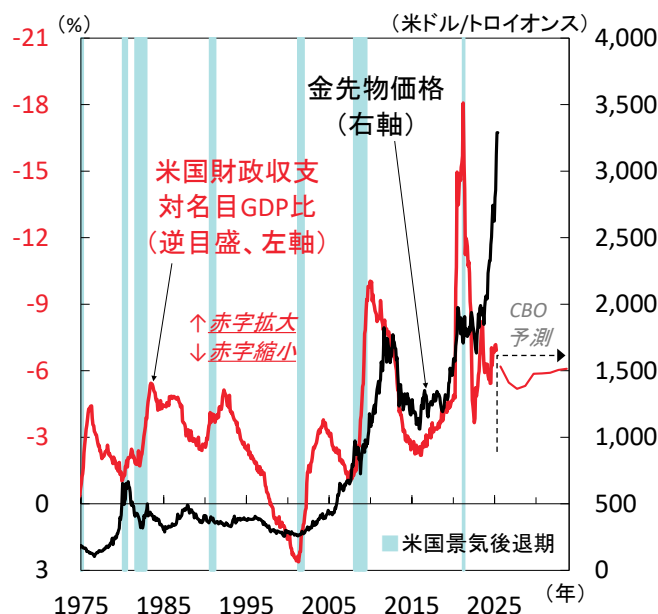
	金	米国株
1970～1989年 (冷戦期)	12.9	6.4
1990～2019年 (冷戦後)	4.5	7.5
2020年～ (コロナ・ショック後)	15.4	8.9
2022年2月～ (ウクライナ戦争後)	19.9	6.9
米国景気拡大期	9.1	10.1
米国景気後退期	15.9	▲ 3.7

注) 米国株はNYダウ。米国景気後退期はNBERに基づく。各局面内の月間騰落率平均の年率換算値。直近値は2025年5月。

出所) Bloomberg、NBERより三菱UFJアセットマネジメント作成

● 米国の財政規律低下に懸念の声、新興国の金購入増加は米ドル不信を反映か

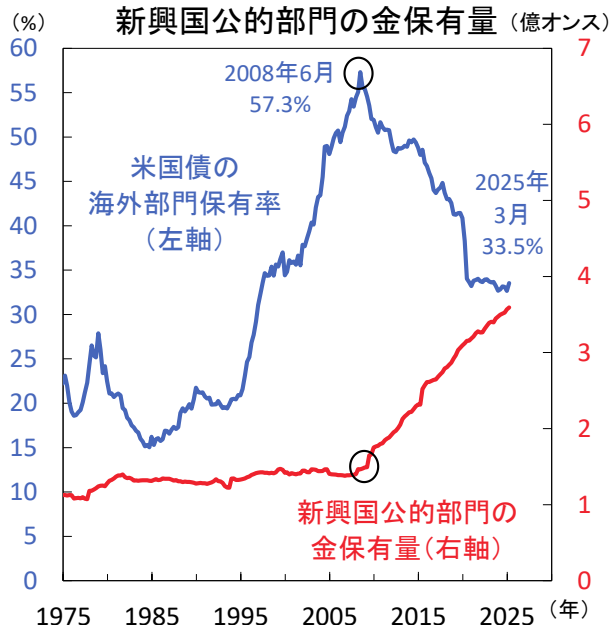
米国財政収支と金価格



注) 財政収支は12ヵ月累計値。CBO予測(2025～2032年度)は2025年3月時点。直近値は財政収支が2025年3月、金価格が同年5月。

出所) CBO (米議会予算局)、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国債の海外部門保有率と
新興国公的部門の金保有量



注) 直近値は2025年3月。

出所) FRB、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。(作成基準日:2025年6月25日)
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント ストラテジック・リサーチ部リサーチグループの見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

日経平均株価、日経500種平均株価に関する著作権、知的所有権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は本商品を保証するものではなく、本商品について一切の責任を負いません。

TOPIX(東証株価指数)、東証REIT指数に関する知的財産権その他一切の権利は株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社に帰属します。

MSCI ACWI、MSCI WORLD、MSCI KOKUSAI、MSCI EM、MSCI JAPAN、MSCI USAに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

S&P先進国REIT指数(除く日本)、S&P米国REIT指数、S&P日本REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス(S&P DJI)の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJアセットマネジメント株式会社に付与されています。S&P DJIは、S&P先進国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。

J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan EMBI Global Diversified(円ヘッジベース)、J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、J.P. Morgan EMBI+(円ヘッジベース)の情報は信頼性があると信じるに足る情報源から得られたものですが、J.P.モルガンはその完全性または正確性を保証するものではありません。同指数は使用許諾を得て使用しています。J.P.モルガンによる書面による事前の承諾なく同指数を複写、使用、頒布することは禁じられています。Copyright © 2025 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複写・転載を禁じます。

FTSE世界国債インデックス(除く日本)、FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ヘッジ・円ベース)、FTSE日本国債インデックス、FTSE米国国債インデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

ICE BofAML US High Yield Index、ICE BofAML US Emerging Markets External Sovereign Index、ICE BofAML US High Yield Index(円ヘッジベース)、ICE BofAML US Corporate Index、ICE BofAML US Treasury Indexは、ICE Data Indices, LLC、ICE Dataまたはその第三者の財産であり、三菱UFJアセットマネジメントは許諾に基づき使用しています。ICE Dataおよびその第三者は、使用に関して一切の責任を負いません。

ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity IndexSM)およびブルームバーグ(Bloomberg[®])は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー(Bloomberg Finance L.P.)およびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。)のサービスマークであり、三菱UFJアセットマネジメントによる一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity IndexSM)は、ブルームバーグとUBSセキュリティーズ・エル・エル・シー(UBS Securities LLC)の間の契約に従ってブルームバーグが算出し、配信し、販売するものです。ブルームバーグ、ならびにUBSセキュリティーズ・エル・エル・シーおよびその関係会社(以下「UBS」と総称します。)のいずれも、三菱UFJアセットマネジメントの関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJアセットマネジメントが運用するファンドを承認し、是認し、レビューしまたは推奨するものではありません。ブルームバーグおよびUBSのいずれも、ブルームバーグ商品指数(Bloomberg Commodity IndexSM)に関連するいかなるデータまたは情報の適時性、正確性または完全性も保証するものではありません。

FTSE[®]は、London Stock Exchange Groupの会社が所有する商標であり、ライセンス契約に基づき、FTSE International Limited(以下「FTSE」)が使用します。NAREIT[®]はNational Association of Real Estate Investment Trusts(以下「NAREIT」)が所有する商標です。当該指数は、FTSEが算出を行います。FTSEとNAREITのいずれも本商品のスポンサー、保証、販売促進を行っておらず、さらにいかなる形においても本商品に関わっておらず、一切の責務を負うものではありません。インデックスの価格および構成リストにおける全ての知的所有権はFTSEとNAREITに帰属します。

三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJ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404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

三菱UFJアセットマネジメント株式会社

お客さま専用
フリーダイヤル

0120-151034
(受付時間／営業日の9:00～17:00)

●ホームページアドレス: <https://www.am.mufg.jp/>