

2025年 初冬号

グローバル時代の投資戦略

2026年の世界経済展望－軟着陸実現へ前進

三菱UFJアセットマネジメント

# Introduction

## I. 2025年中盤にかけ、トランプ関税ショックが一巡した世界経済・金融市場

2025年中盤の世界経済は、今年4月に米国トランプ政権が発動した相互関税のショックから立ち直りつつあります。背景には、米国との通商交渉進展がありますが、5月に英国、7月にベトナム、日本、欧州連合（EU）が貿易合意にこぎつけました。中国は5月と8月に各90日間の交渉延長で合意、次回期限の11月上旬に向け、激しい駆け引きが続いていますが、両国間で100%を超える関税の応酬を繰り返した春先のような事態は回避されたとと言えます。

トランプ政権が8月に新たな相互関税率を提示、各国との通商交渉も進む中で、米国関税の全体像（最終的な関税の対象国・品目や税率）がおぼろげながら見えてきたため、金融市場では、世界貿易戦争激化など最悪シナリオを前提にした極度の悲観論が和らいだ印象です。また、各国の経済指標から、米国中心に景気や物価が落ち着いていることが確認されていることも、金融市場に安心感をもたらしています。ただし従来に比べ、米国の関税が引き上げられたことは事実であり、市場内でもその影響がいつ、どの程度顕在化するか、計りかねています。中央銀行の対応も、関税引き上げに伴う物価上昇、民間心理悪化を通じた景気・雇用下振れ、どちらのリスクをより重視し備えるべきか苦悩する環境が続くとみえています。

## II. 経済実態に即したバランスある政策調整が求められる各国政府・中銀

2025年中盤、日米の主要株価指数は最高値を更新、株式の強気相場が続きました。その要因として、世界貿易摩擦の懸念後退とともに挙げられるのが、米連邦準備理事会（FRB）の利下げ期待です。今年9月、FRBは雇用減速に先手を打つ形で利下げを再開、かつ緩やかな利下げ継続を示唆しました。ただし、パウエルFRB議長は今回の措置を「リスク管理」と位置づけ、市場の過度な利下げ期待に釘を刺しています。他方、来年5月のFRB議長任期を前に、米政権からの利下げ圧力もかかり続けるなか、FRBは難しいかじ取りを迫られそうです。

もう1つ、市場で焦点化したのが財政政策を巡る動きです。3月にドイツで財政規律緩和の憲法改正、7月に米国で大型減税・歳出法案が成立、日本で与党の参院選敗北を受け野党が主張する減税策実現の思惑が浮上、各国の財政拡張観測を背景に超長期国債利回りが急騰する場面も見られました。9月にはフランスで予算案を巡る混乱から、直近2年で4度目の首相交代という異常事態も発生しました。トランプ関税による経済の不確実性が残るなか、金融・財政政策両面から景気支援が必要な環境ではありますが、各国の政策当局は自国の経済・財政状況を冷静に見極め、市場を動揺させないよう適宜適切な対応が求められる局面と言えます。

## III. 不確実性の高い経済・市場環境を前提に、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親イスラエル、反イラン（6月に核施設爆撃も）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、国際情勢は日増しに複雑化しています。

2025年終盤の金融市場は、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。短期的な相場変動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丹念に見極め、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

軟着陸実現へ前進

P3 – 10

## 2. 注目点

不確実性が渦巻く

P11 – 16

## 3. 日本経済

底堅い成長を維持も先行きは内需の持ち直しが鍵

P17 – 22

## 4. 米国経済

軟着陸がメインシナリオも不確実性は残る

P23 – 32

## 5. 欧州経済

持ちこたえる

P33 – 36

## 6. オーストラリア（豪州）経済

利下げ効果で巡航速度の景気回復へ

P37 – 38

## 7. 中国経済

今年前半に回復した景気は足元で急減速

P39 – 42

## 8. 新興国

対米通商問題や国内政治状況に注目

P43 – 50

## 9. 為替相場

米ドル円相場は一進一退

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：軟着陸実現へ前進

- ◆ 2025年の世界経済は米国トランプ政権がもたらす不確実性がキーワードでした。同政権の政策は、所得・法人減税や規制緩和、関税強化や移民抑制など、インフレを招きかねない材料が並ぶため、この実現性いかんで経済や金融市場、さらには国際政治が揺さぶられるとの見方がありました。
- ◆ 米国と中国・日本・欧州連合(EU)との間で通商交渉が前進、米関税発の景気悪化および物価高への過度の懸念が和らぐなか、米利下げ再開もあり、株式市場は自信を取り戻しつつあるようです。

## ● 世界経済の悲観論が後退、2026年に向け軟着陸の期待は根強い

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7月)、世界銀行がGlobal Economic Prospect (2025年6月)、OECDはOECD Economic Outlook Interim Report (2025年9月)、に基づく。  
 中段：直近値は2025年9月19日。  
 下段：直近値は2025年9月19日。

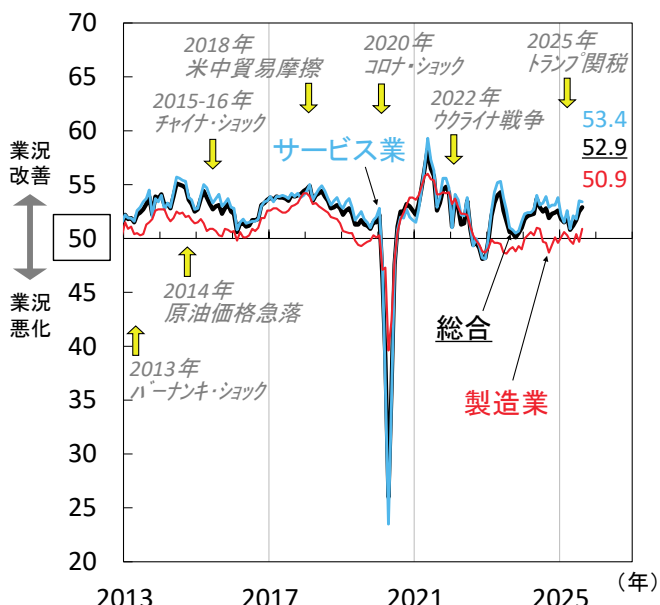
出所) IMF (国際通貨基金)、OECD (経済協力開発機構)、世界銀行、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## トランプ関税ショックはひとまず一巡

- ◆ 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、鉄鋼・アルミや自動車など品目別関税発動を受け、業況面の先行き不安が高まりました。
- ◆ 2025年前半の企業活動は減速感を強める場面もありましたが、米国中心に粘り腰を見せました。昨年からの累積的な利下げ効果に加え、米国と各国の通商交渉進展も安心感を誘った印象です。

### ● 2025年後半に入り、企業活動に底固めの動き

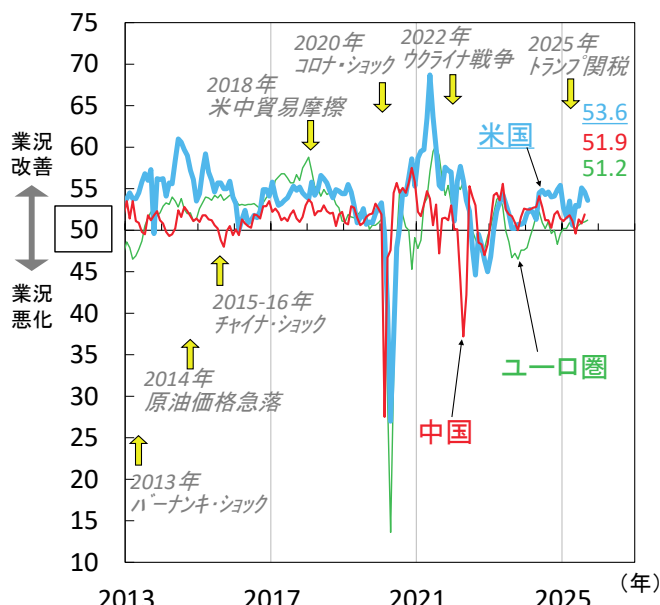
世界 業種別PMI(購買担当者景気指数)



注) 50が業況改善・悪化の境目。直近値は2025年8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

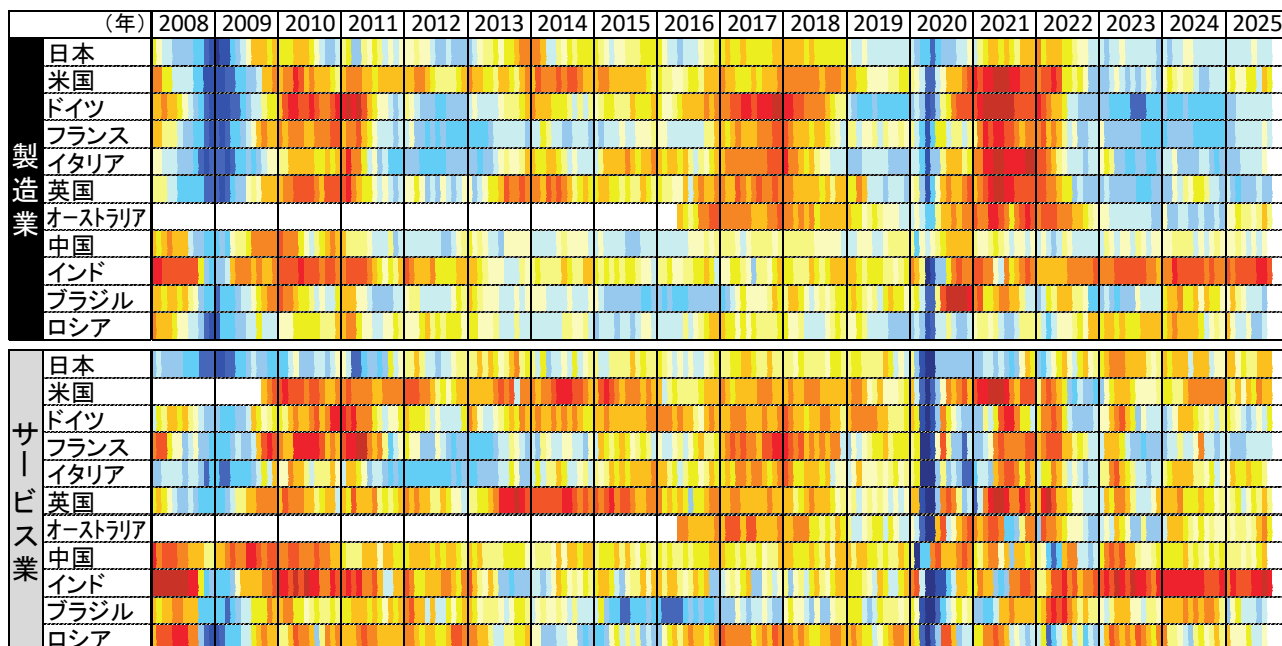


注) 直近値は2025年9月速報(中国は同年8月)。

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

### ● 企業活動はサービス業主導で安定も、全体としては「強くもなく弱くもない」状態か

主要国 製造業・サービス業PMI

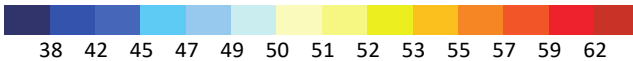


注) データのない期間は色で表記。

直近値は2025年9月速報

(イタリア・中国・ブラジル・ロシアは同年8月)。

表内の色  
数値範囲



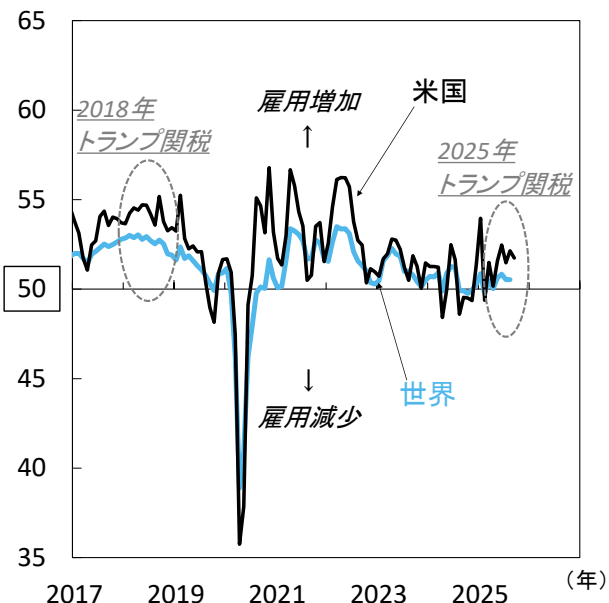
出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 米国の関税引き上げがはらむ2つのリスク

- ◆ 米国の関税引き上げは2つのリスクをはらみます。1つ目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、2つ目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。サービス価格が高止まるなか、関税引き上げ分の財価格への転嫁が進めば、インフレ再燃が現実味を帯びます。また、関税交渉の妥結が遅れるほど、供給網の不安定化が続き、コスト高圧力を強める懸念もあります。

### ● 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

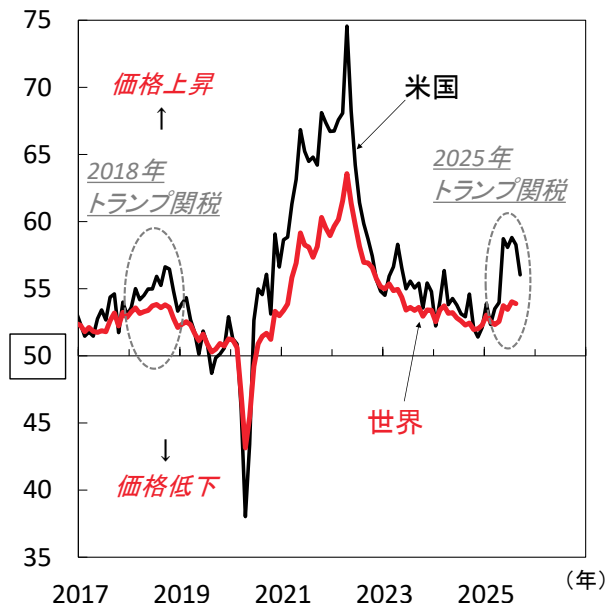
世界・米国 雇用指数(総合PMI)



注) 50が増加・減少の境目。  
直近値は米国が2025年9月速報、世界が同年8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 生産価格指数(総合PMI)

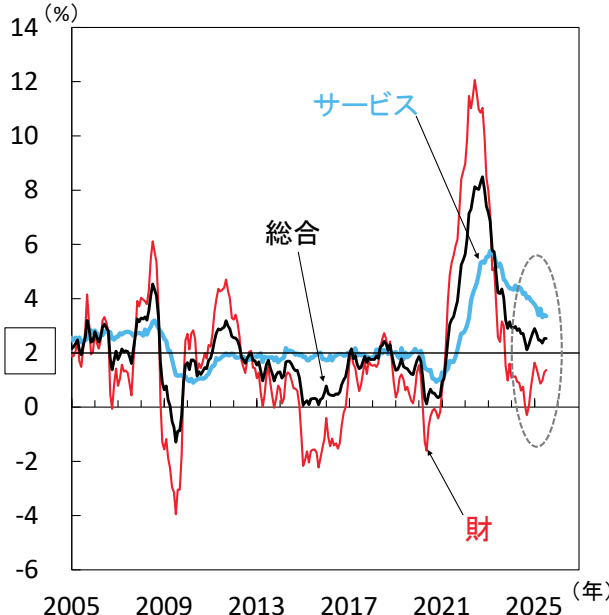


注) 50が価格上昇・低下の境目。  
直近値は米国が2025年9月速報、世界が同年8月。

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

### ● 財(モノ)価格は底打ち傾向、世界的な供給網不安定化がもたらす影響も要警戒

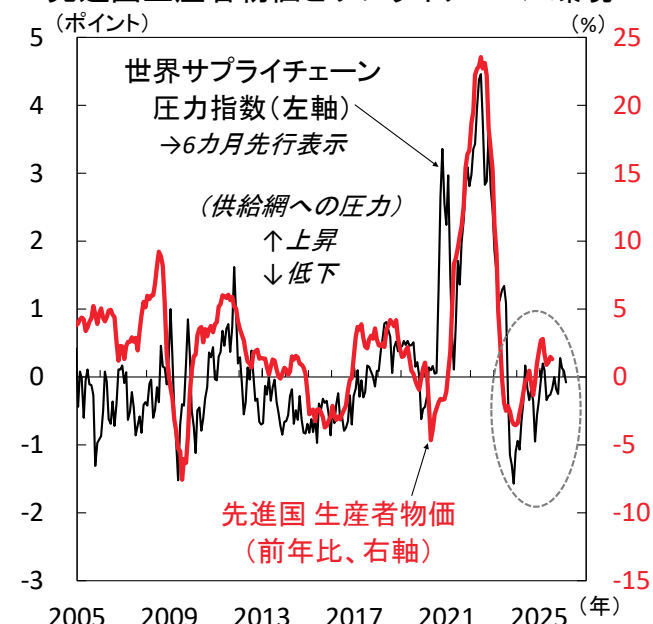
主要先進国 消費者物価(項目別、前年比)



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7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8月。

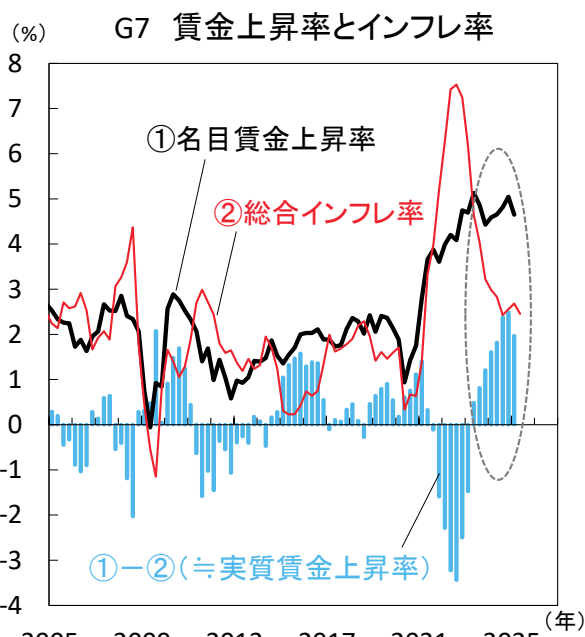
出所) 各国統計局、IMF(国際通貨基金)、ニューヨーク連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成



## 消費を左右するエネルギー・食品価格の動向を注視

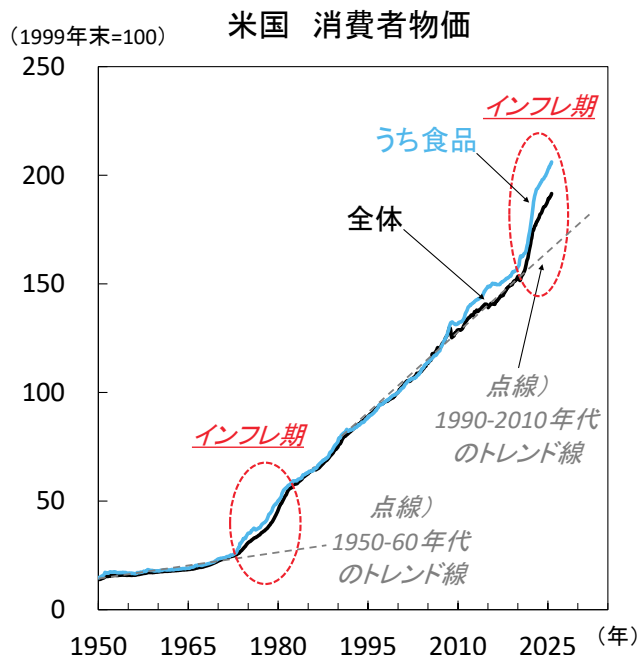
- ◆ 各国景気の命運を握るのは個人消費です。近年、良好な雇用環境や賃金上昇が続くなか、インフレ鈍化は家計の購買意欲改善を通じ、消費の安定をもたらしました。ただし、食品やエネルギーなど日常生活に直結する分野の物価高は、家計心理の悪化にもつながりやすいため要注意です。
- ◆ エネルギーや食品の価格は落ち着きを取り戻しましたが、中東やロシア・ウクライナなど、原油・天然ガスなどの鉱物資源や穀物の一大供給国・地域の情勢が極めて不透明なため油断は禁物です。

## ● インフレ沈静化は家計に朗報、だが急激に上昇した物価水準には慣れも必要か



注) G7は先進7カ国（日米独仏伊英加）。  
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2025年1-3月期（総合インフレ率は同年4-6月期）。

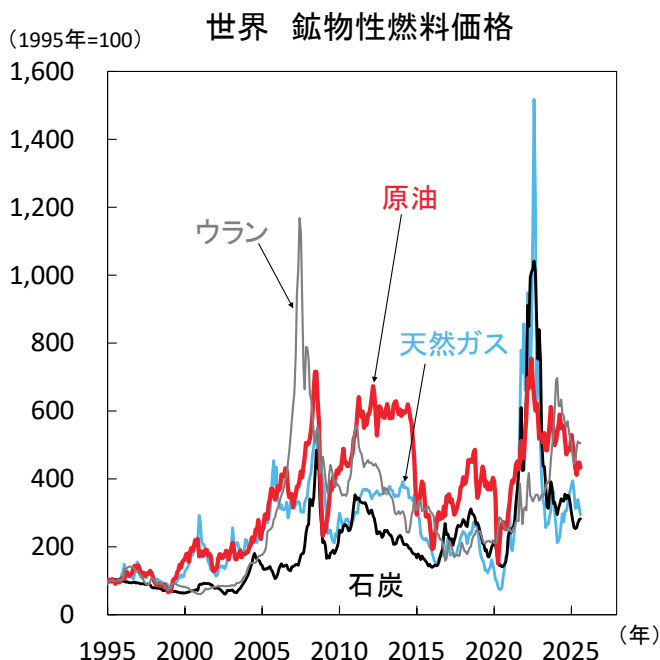
出所) OECD（経済協力開発機構）より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2025年8月。

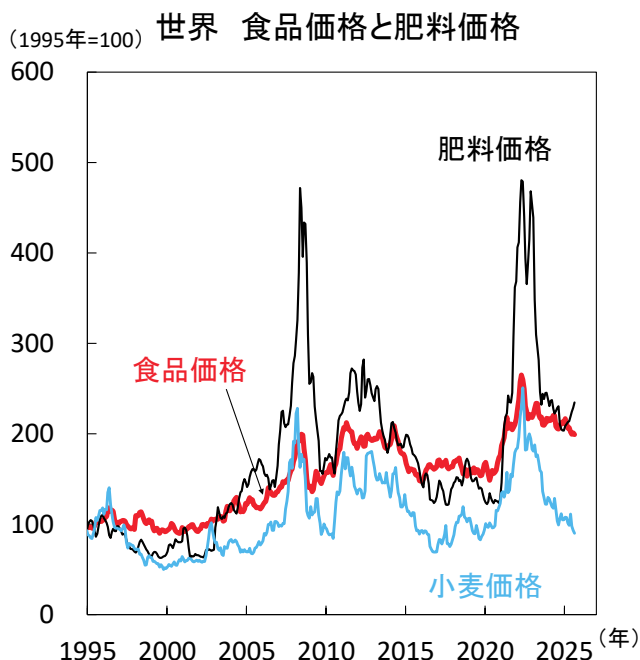
出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 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



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8月。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成



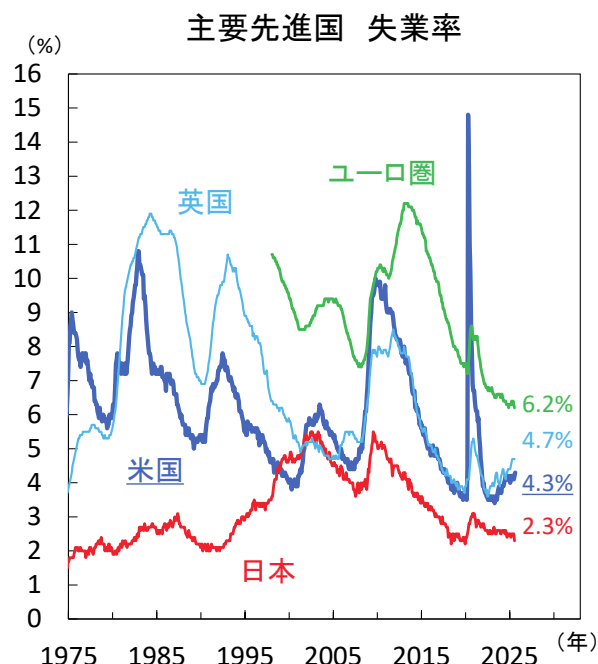
注) すべてIMF集計値（米ドルベース）。  
指数化は三菱UFJアセットマネジメント。直近値は2025年8月。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

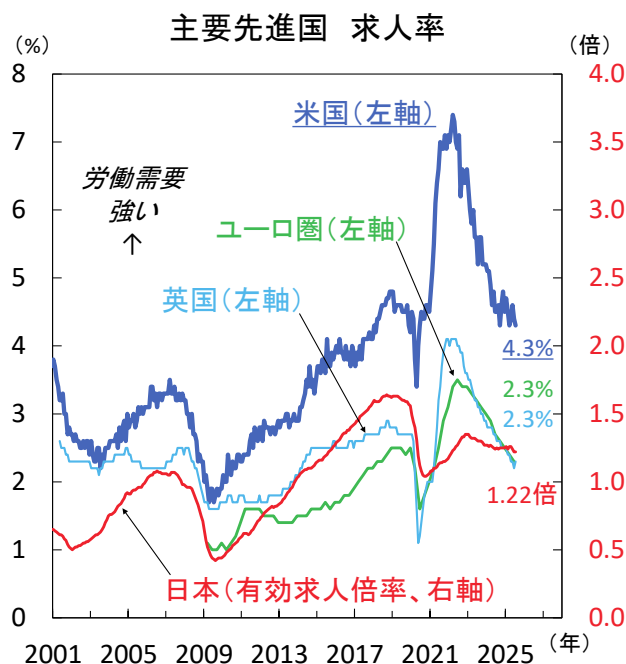
## 労働市場のひっ迫感は完全に解消されたか

- ◆ 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から、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。先進国の労働需給面を見ても、失業率は上昇も歴史的には低水準、求人率は低下も依然安定水準で、ひっ迫感が残る印象です。
- ◆ 米国で見られるような移民抑制は、労働供給の制約要因となりえます。高齢化が進むなか、長期的な経済成長に必須となる労働力の安定確保は、米国のみならず各国共通の課題と言えます。

### ● 失業率は上昇も過去に比べ低水準、求人率は大幅低下も依然安定水準か

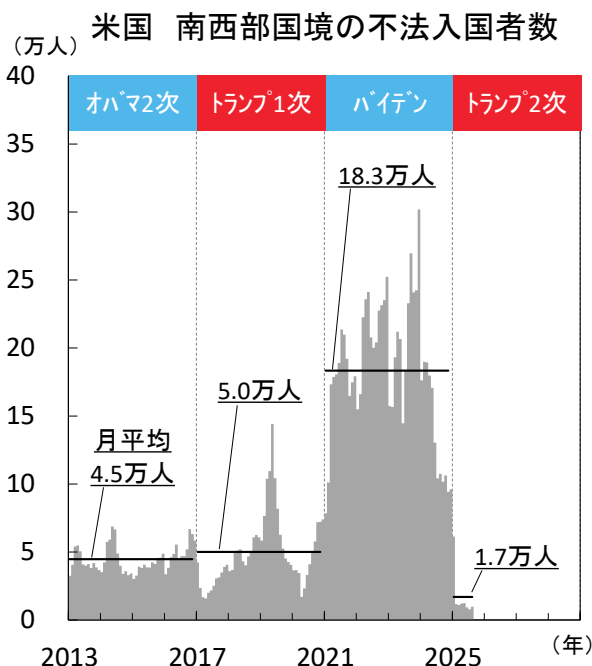


出所) 各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

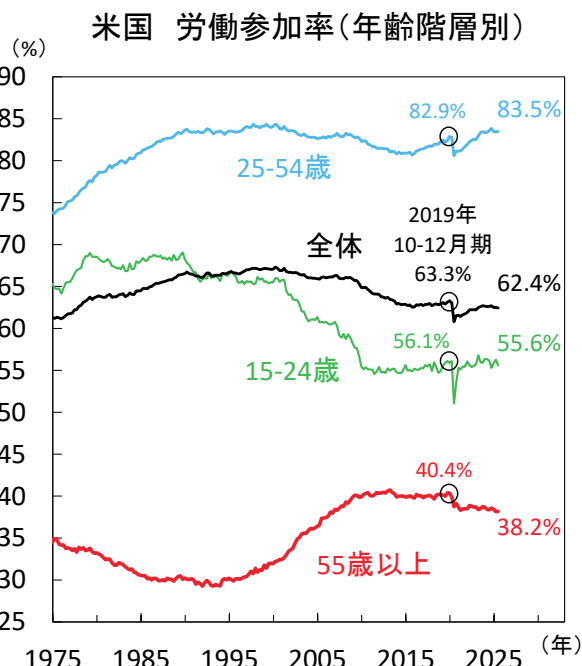


出所) 各国統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 米国トランプ政権下で不法移民流入が激減、労働参加率の伸び悩みも継続中



出所) CBP(米税関・国境警備局)より三菱UFJアセットマネジメント作成



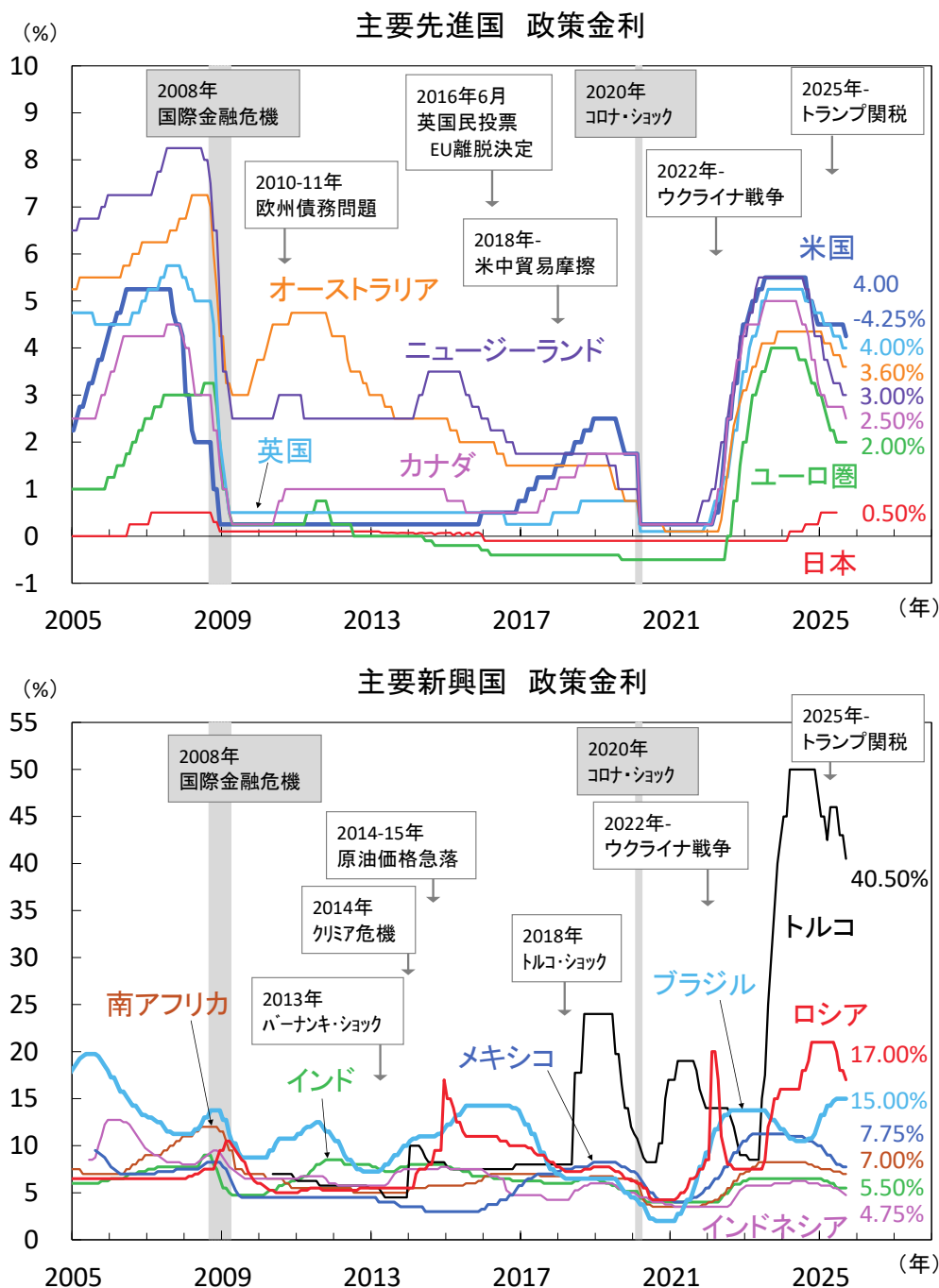
出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成



## 各国中銀はトランプ関税の影響を慎重に見極める局面へ

- ◆ 海外先進国は2024年から利下げに転換も、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、利下げに慎重となる国も見られ始めました。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、中銀も頭を悩ませている印象です。
- ◆ 2025年後半に入り、インフレリスクを警戒し利下げを休止したユーロ圏、雇用悪化リスクを警戒し利下げを再開した米国、金利正常化の利上げ姿勢を保つ日本など、主要国の対応は割れています。

### ● 各国中銀は景気・雇用悪化リスクとインフレリスクを両にらみする流れに



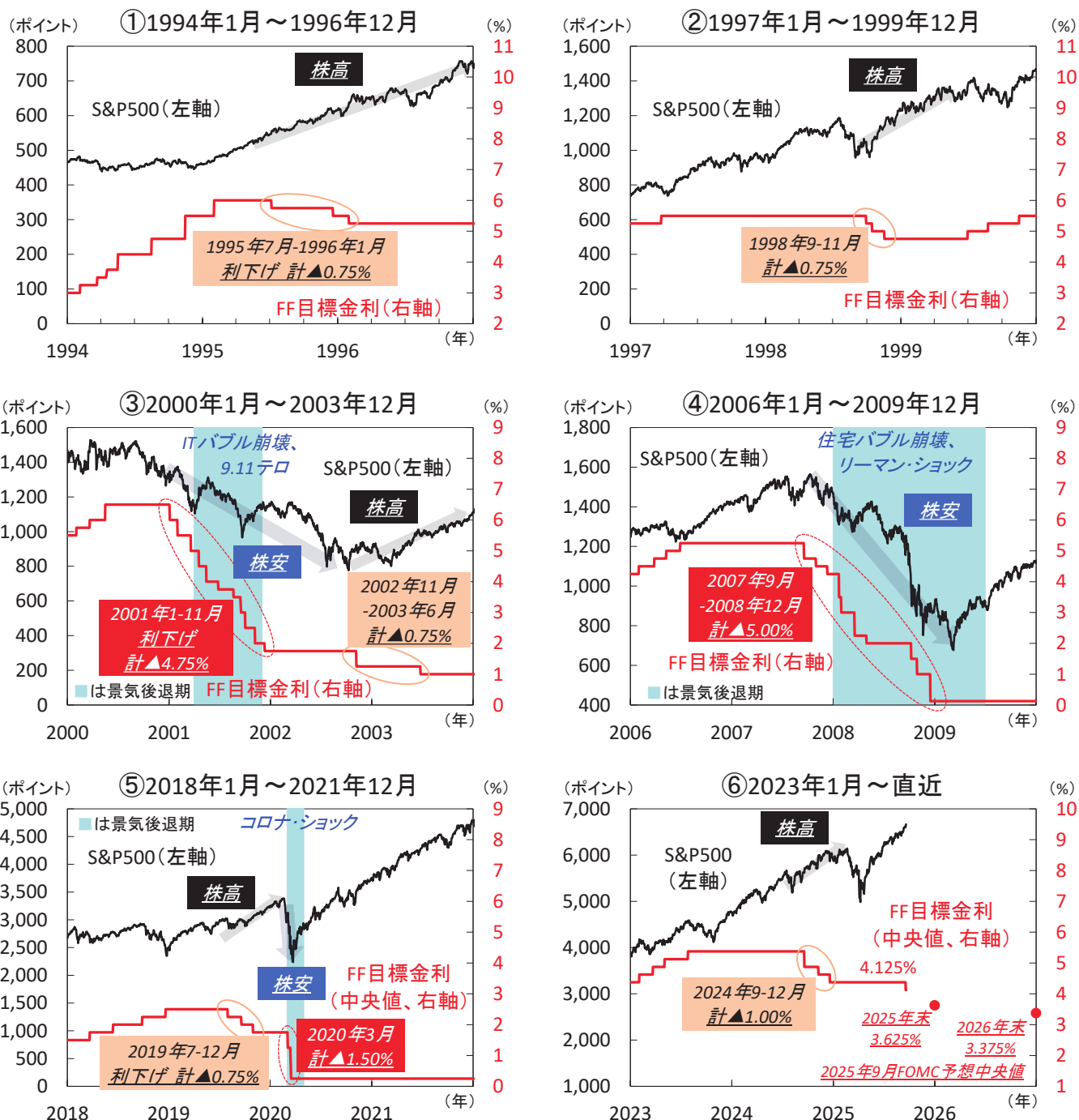
出所）LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 「予防的利下げ」を再開した米国、不確実性の渦巻く環境を乗り切れるか

- ◆ 当面の株式市場では、米国の利下げが焦点ですが、そのペースや幅により、市場の捉え方は変わると言えます。過去の例を見ると、①1995～96年、②1998年、⑤2019年の局面は、景気が底堅く、あくまで予防的な利下げで乗り切れるとの見方から、中長期的な株高基調は崩れませんでした。
- ◆ 対照的に、③2001年、④2007～08年、⑤2020年の利下げ局面では株価が急落しました。景気失速を食い止められず、危機対応型の利下げとなったことも市場の不安心理を増幅させた印象です。

### ● 2025年9月に開始した米国の予防的利下げは再び奏功するか？

#### 米国 利下げ局面の株価



注) データは日次。景気後退期はNBERに基づく。  
図⑥の直近値は2025年9月19日。

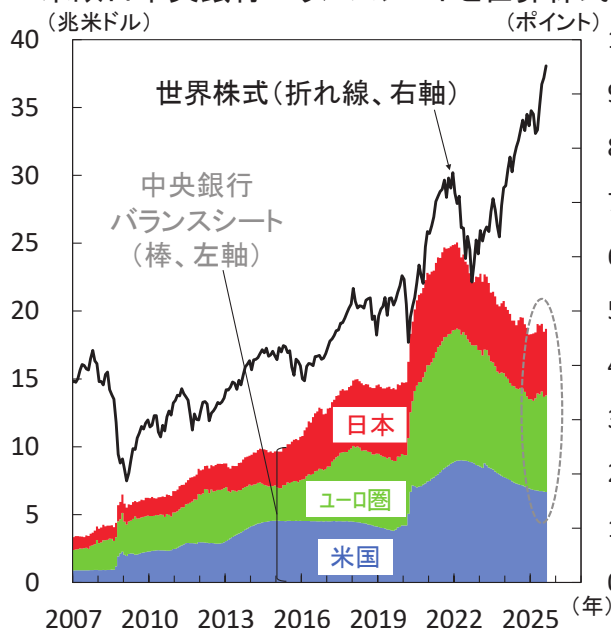
出所) FRB (連邦準備理事会)、NBER (全米経済研究所)、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 各国の状況を勘案した適切な対応が求められる金融・財政政策

- ◆ 米欧で金融緩和の動きが強まっています。欧州中銀(ECB)は昨年6月から今年6月まで利下げを実施、米連邦準備理事会(FRB)は今年4月に資産圧縮ペースの減額を決定、量的引き締め策を修正、9月には利下げを再開しました。民間部門でも銀行が融資基準を緩めるといった動きが見られます。
- ◆ 2025年、米国・ドイツの財政拡張政策に焦点が当たり、世界的に長期金利が上昇する場面もありました。ただし、必要以上の財政出動は景気過熱やインフレ再燃を招くリスクもあるため要注意です。

### ● 米欧では公的・民間部門ともに金融引き締め姿勢を緩める動きも

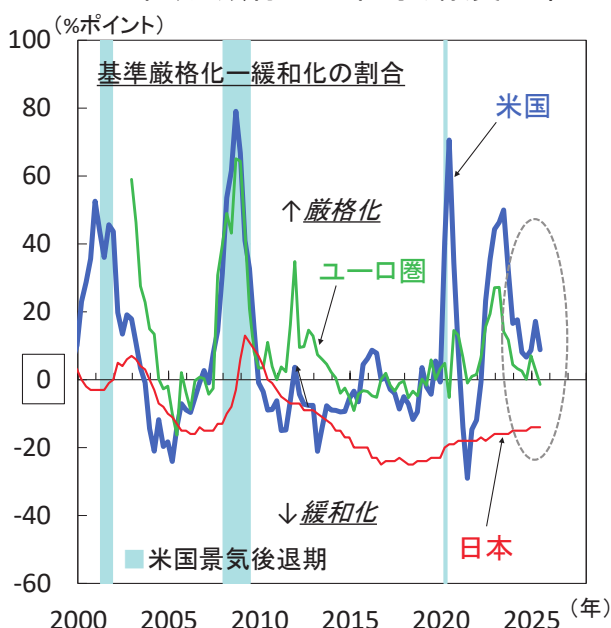
米欧日中央銀行バランスシートと世界株式



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8月。

出所) FRB、ECB、日本銀行、MSCI、LSEGより  
三菱UFJアセットマネジメント作成

日米欧 銀行の企業向け融資基準

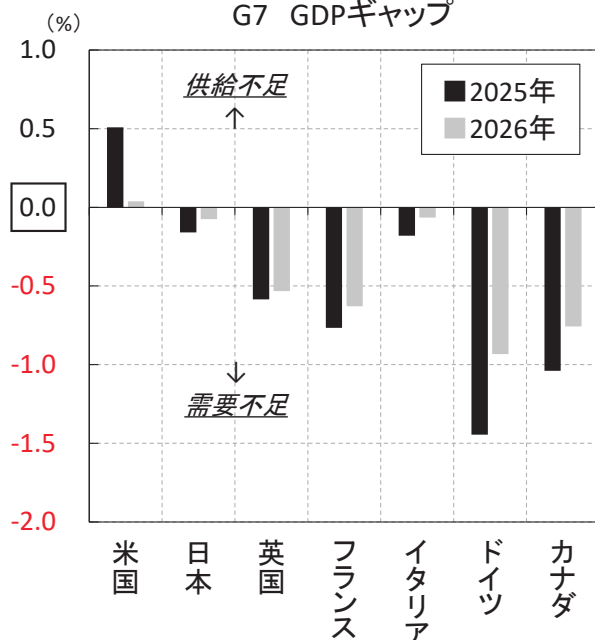


注) 米国は大・中堅企業と中小企業の単純平均値。  
米国景気後退期はNBERによる。直近値は2025年4-6月期。

出所) FRB、ECB、日本銀行、NBERより  
三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 財政政策は、自国の需給バランスや財政状況を踏まえた適切な調整が必須に

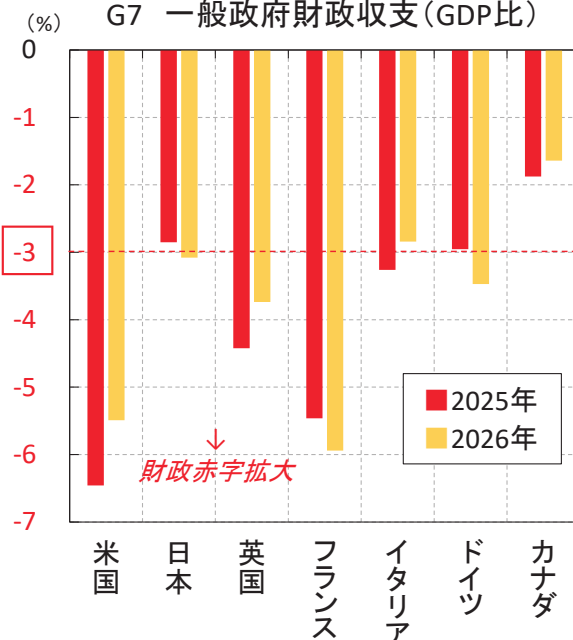
G7 GDPギャップ



注) GDPギャップ=(実績GDP-潜在GDP)÷潜在GDP。  
IMF World Economic Outlook (2025年4月)に基づく。  
すべてIMF予測。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

G7 一般政府財政収支(GDP比)



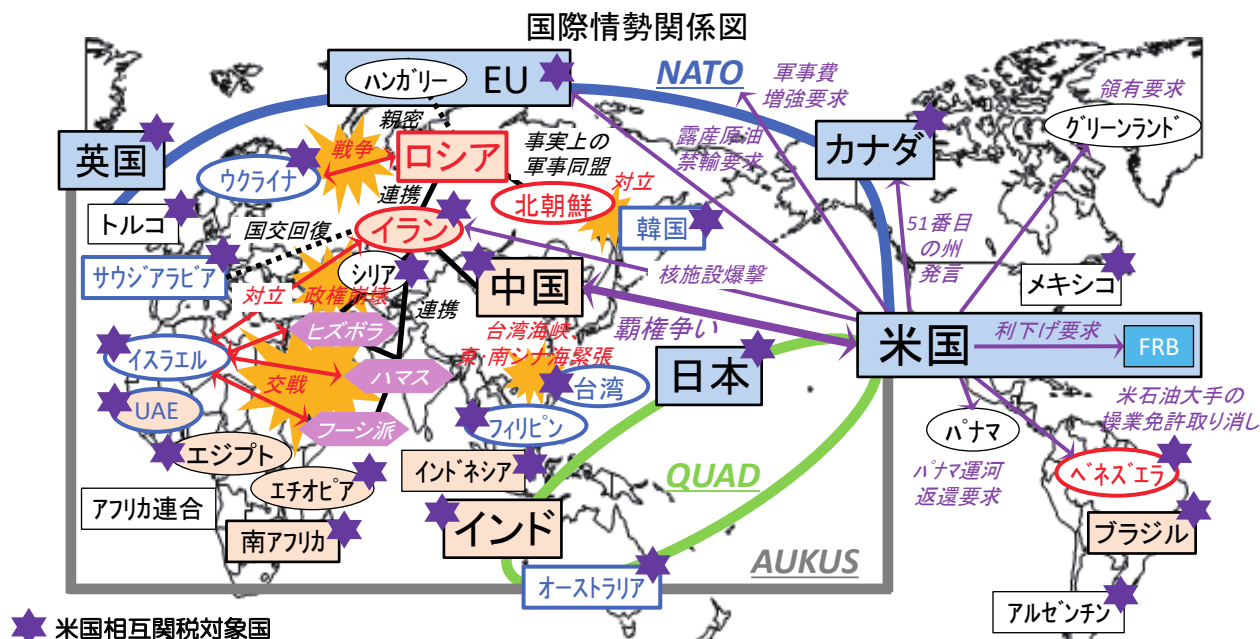
注) IMF World Economic Outlook (2025年4月)に基づく。  
すべてIMF予測。

出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 2. 注目点：不確実性が渦巻く ①難易度増す政策運営

- ◆ 2025年に入り、国際情勢は混迷の度合いを増しました。背景には米国トランプ政権による強硬な外交姿勢が挙げられます。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月はイスラエルと交戦状態にあったイランを爆撃、中東地域の緊張をあお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、各国政府・中銀などの政策当局を悩ませ、結果的に米国のみならず世界全体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)外交で混とんとする国際情勢



#### ★ 米国相互関税対象国

注) 口はG20、塗りはG7とEU、塗りはBRICS加盟国（2024年加盟予定であったサウジアラビアは態度保留）。

青色字・枠は親米国（除くG7）、赤色字・枠は反米国、桃色字・枠はイスラム武装組織。

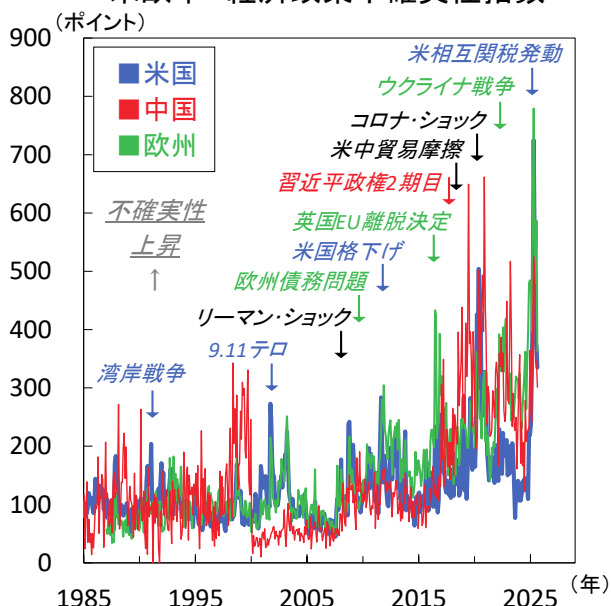
NATO：北大西洋条約機構、QUAD（クアッド）：日米豪印4カ国の安全保障・経済協議の枠組み、

AUKUS（オーカス）：米英豪3カ国の新たな安全保障の枠組み。

出所) 三菱UFJアセットマネジメント作成

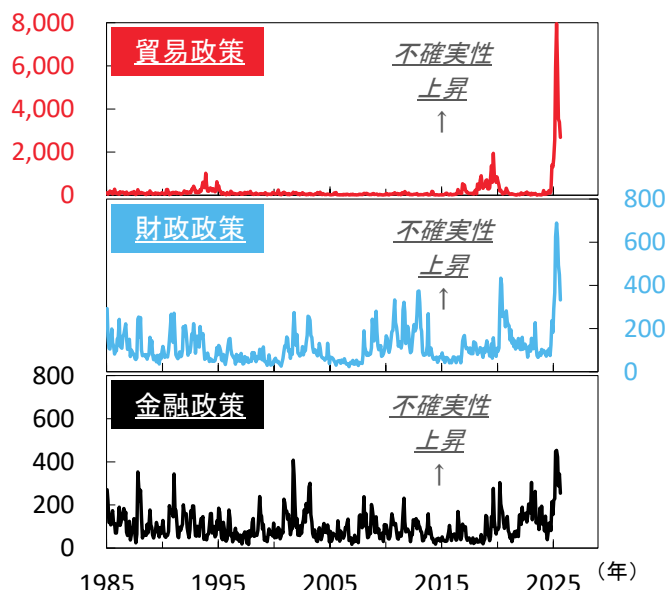
### ● 米国トランプ政権誕生後、世界的かつ様々な政策面での不確実性が高まる

#### 米欧中 経済政策不確実性指数



出所) EIU、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 米国 政策別不確実性指数



出所) EIU、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

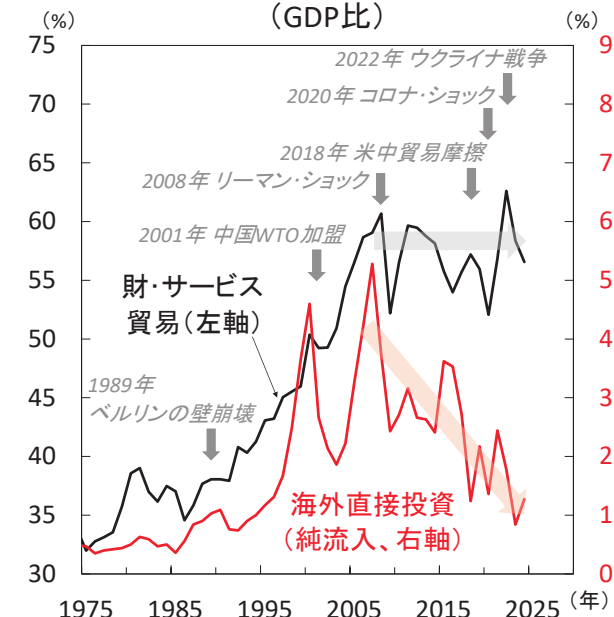


## ②加速する国際分断

- ◆ 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。

### ● 世界の分断や大規模な戦争を機に、国際貿易・投資の停滞や物価高を招く恐れも

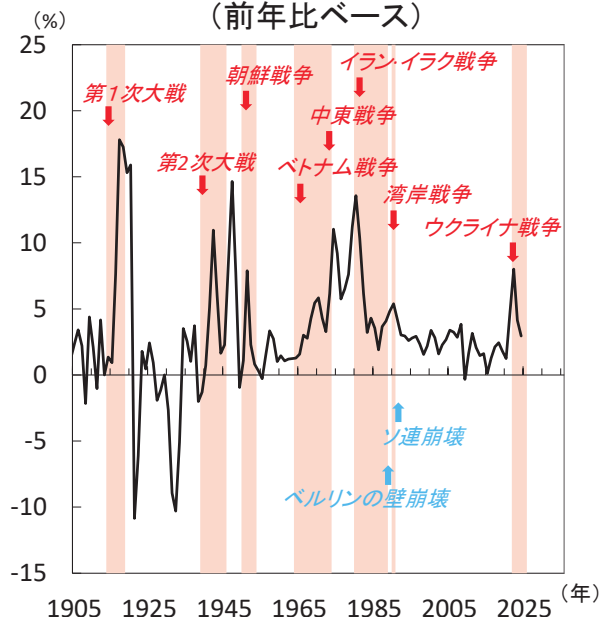
世界 貿易額と海外直接投資額  
(GDP比)



注) 財・サービス貿易は輸出と輸入の合計。  
直近値は2024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

米国 総合インフレ率  
(前年比ベース)

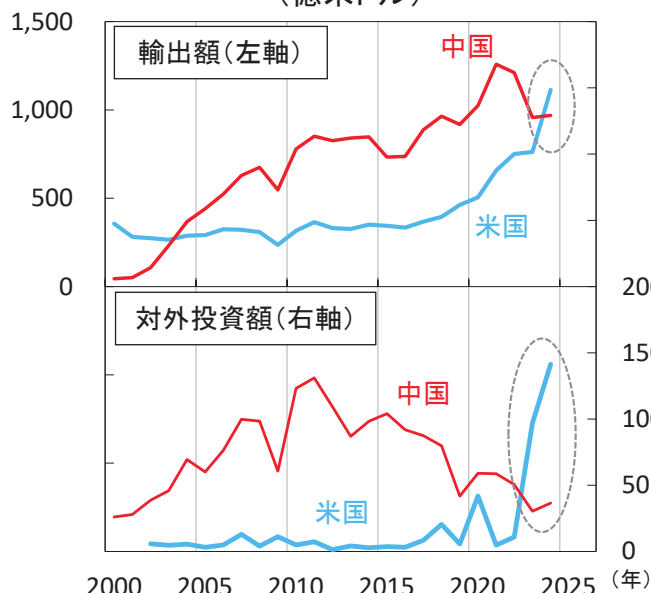


注) 1905-13年が一般物価指数、1914-2024年が消費者物価指数ベース。  
帯部分は主な戦争期。直近値は2024年。

出所) 米労働省、セントルイス連銀より三菱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する可能性

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

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。

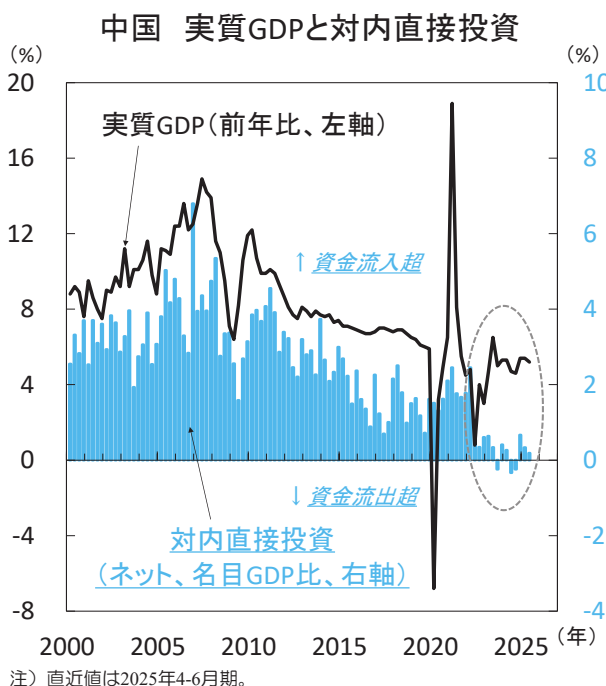
出所) FAO(国連食糧農業機関)、USGS(米地質調査所)より三菱UFJアセットマネジメント作成



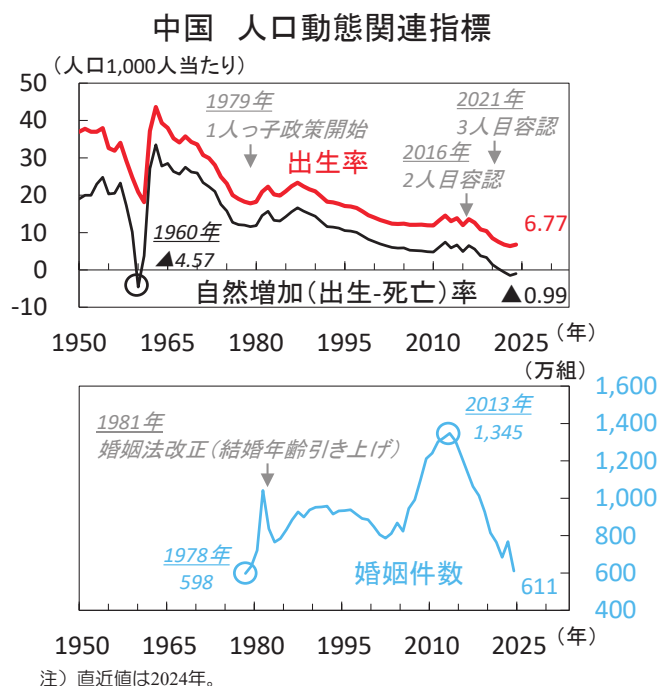
## 中国離れがはらむリスク

- ◆ 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

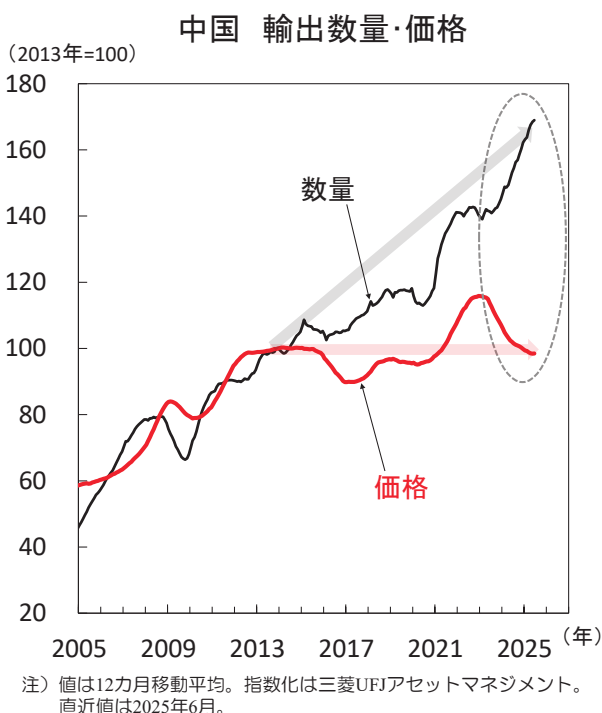


出所) 中国国家统计局、中国人民銀行より  
三菱UFJアセットマネジメント作成

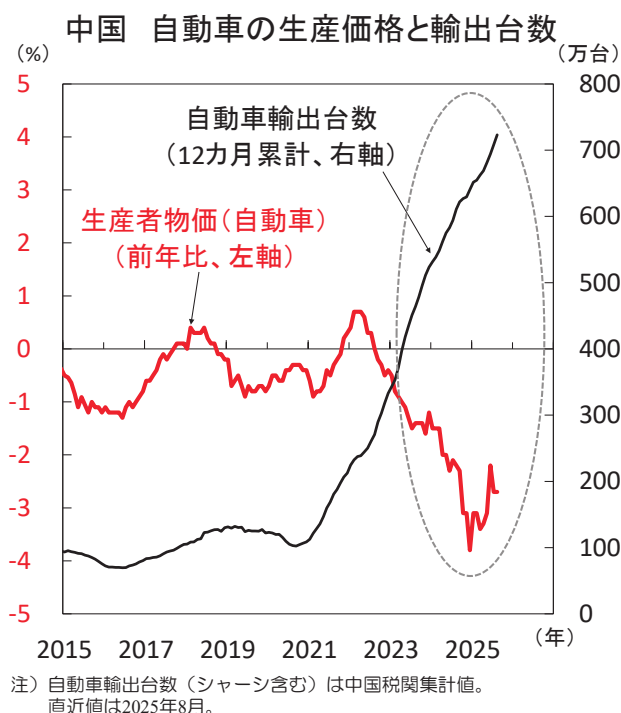


出所) 中国国家统计局より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 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



出所) オランダ経済政策分析局より三菱UFJアセットマネジメント作成

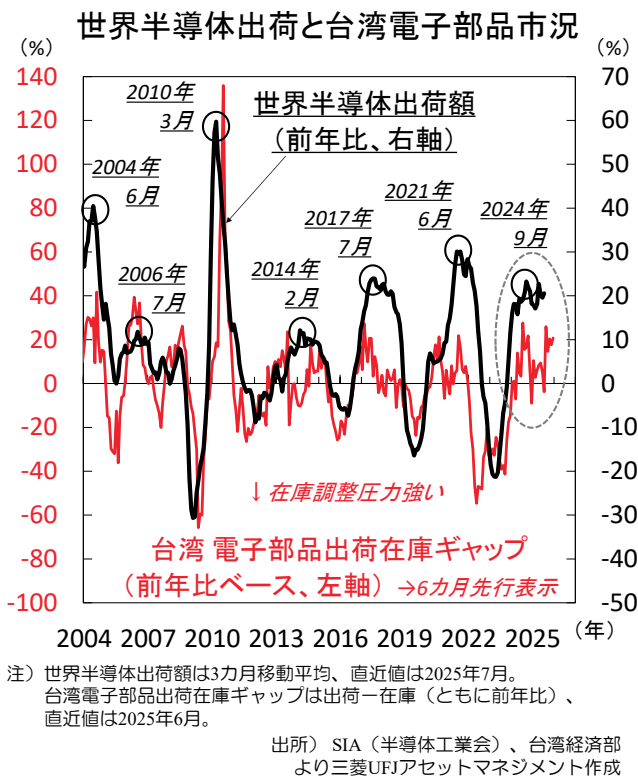
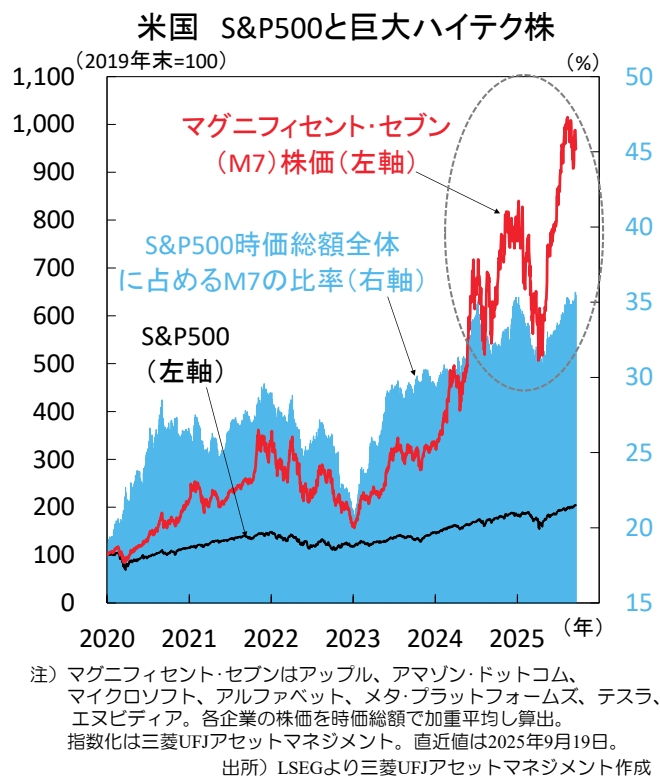


出所) 中国税関、中国国家统计局より三菱UFJアセットマネジメント作成

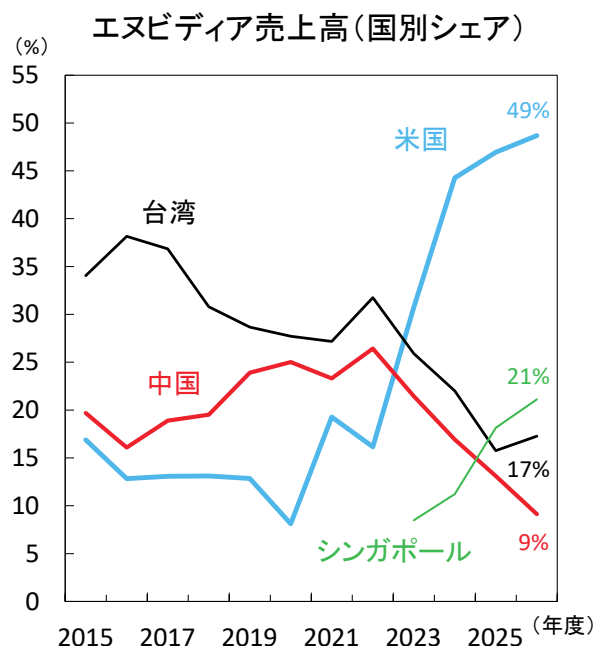
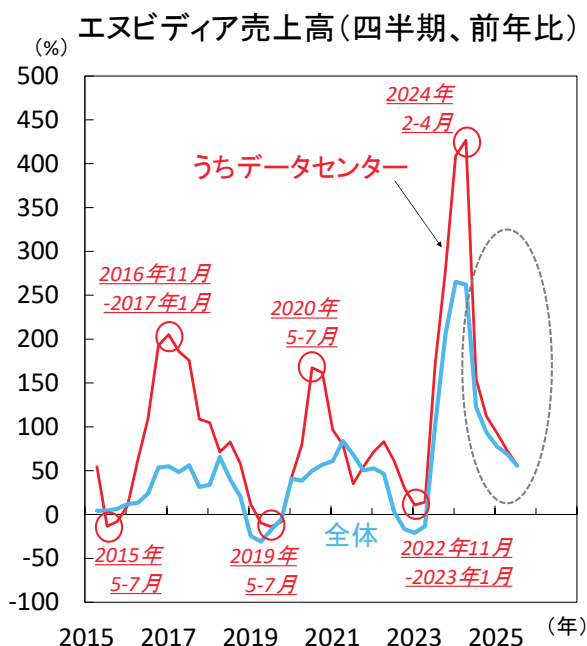
### ③ハイテク株の行方：AIブームは続くのか

- ◆ 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。
- ◆ 米大手エヌビディアに代表されるように半導体市場の動向も注目です。株式市場が半導体需要の短期的な循環を材料視するのか、中長期的な需要見通しを重視する流れが続くのが焦点です。

#### ● 株高をけん引する巨大ハイテク株、短期の半導体サイクルを材料視するか注目



#### ● 焦点は半導体需要の動向、AIブームの持続性や米中対立による影響にも要注意

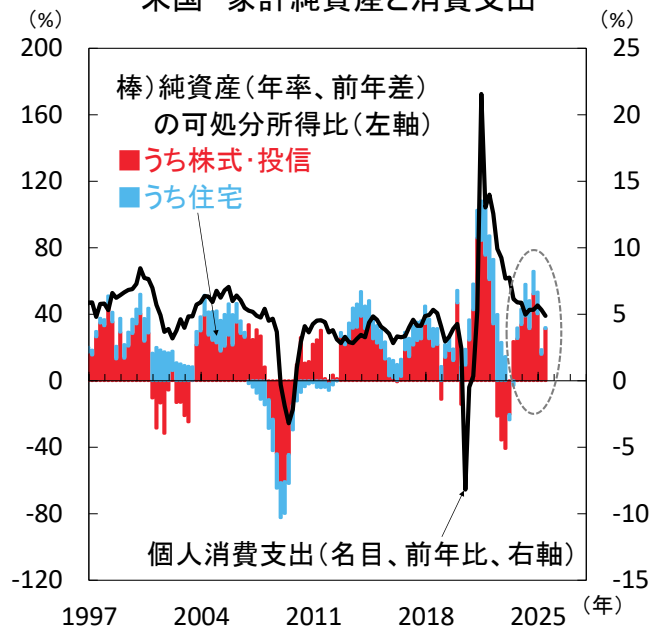


## ④長期金融緩和の弊害：富の偏在

- ◆ 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

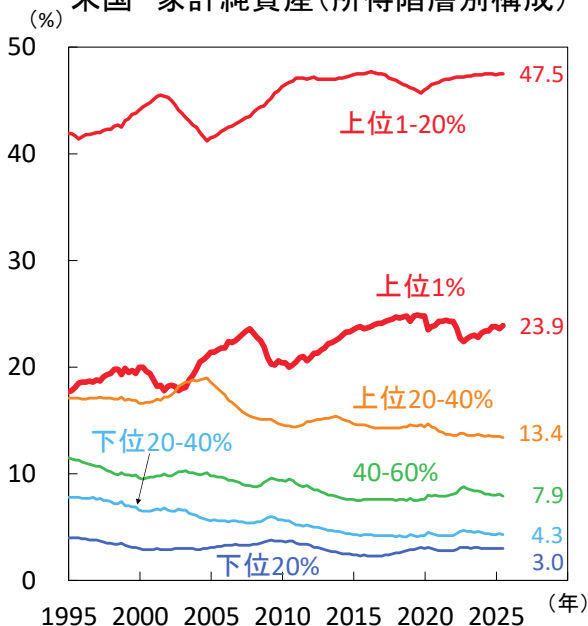
米国 家計純資産と消費支出



注) 総資産に占める割合は株式・投信38%、住宅18%。  
 直近値は2025年4-6月期。

出所) 米商務省、FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 家計純資産（所得階層別構成）

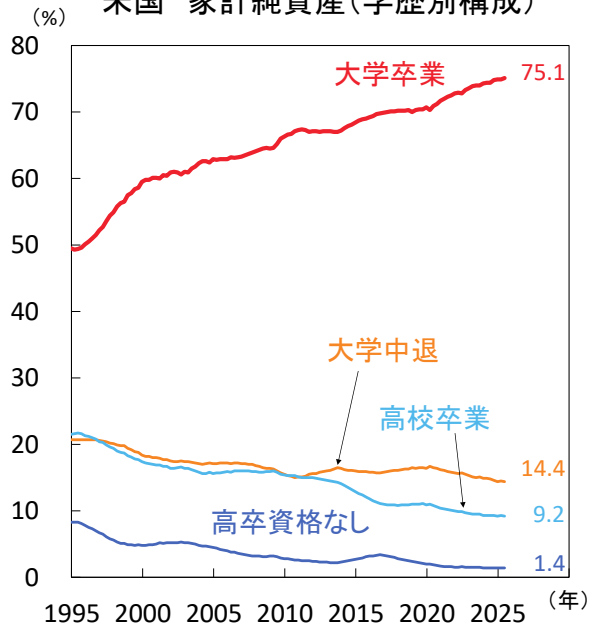


注) データは四半期。四捨五入のため合計は必ずしも100%とならない。  
 直近値は2025年6月。

出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 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

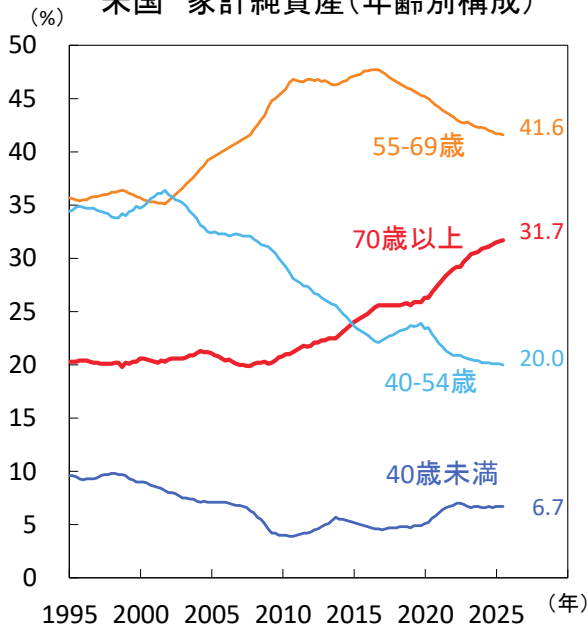
米国 家計純資産（学歴別構成）



注) データは四半期。四捨五入のため合計は必ずしも100%とならない。  
 直近値は2025年6月。

出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 家計純資産（年齢別構成）



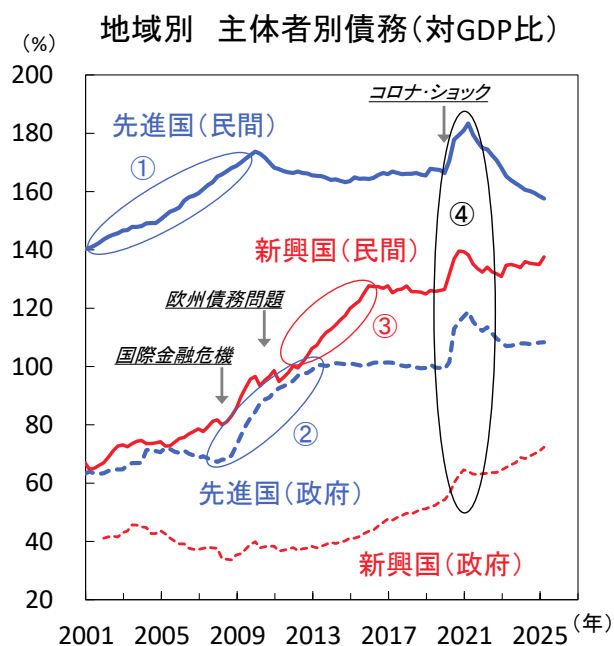
注) データは四半期。四捨五入のため合計は必ずしも100%とならない。  
 直近値は2025年6月。

出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 膨張した債務の後始末に苦慮

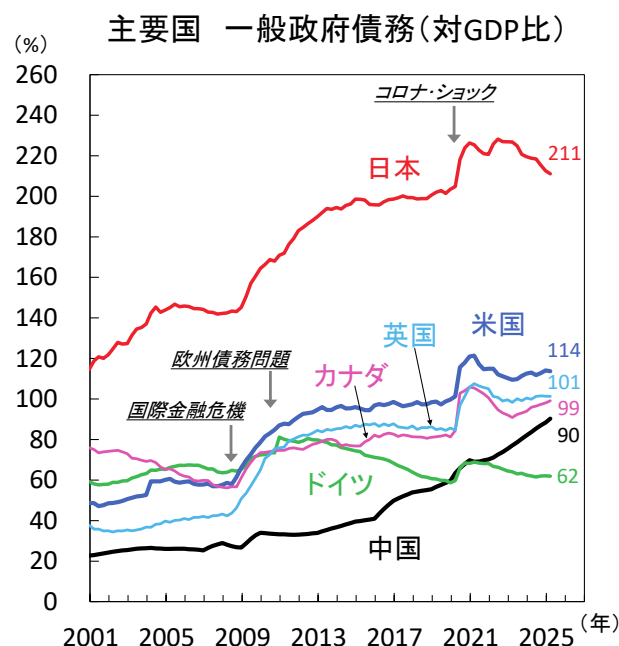
- ◆ 経済成長の源となる信用拡大の波は、国際金融危機後に先進国民間から政府（左上図①→②）、欧州債務問題などを経て新興国へと移り（③）、コロナ・ショック後は世界全体へ広がりました（④）。
- ◆ 金融引き締め的な環境が続けば、信用を供与された側の財務面に焦点が当たる展開も想定されます。相対的に金融システムがぜい弱な新興国が外貨（特に米ドル）調達難に直面、または、過去の日米のように、資産バブル崩壊で民間部門が債務返済に窮し景気が失速するリスクもあります。

### ● 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2025年3月（四半期）。

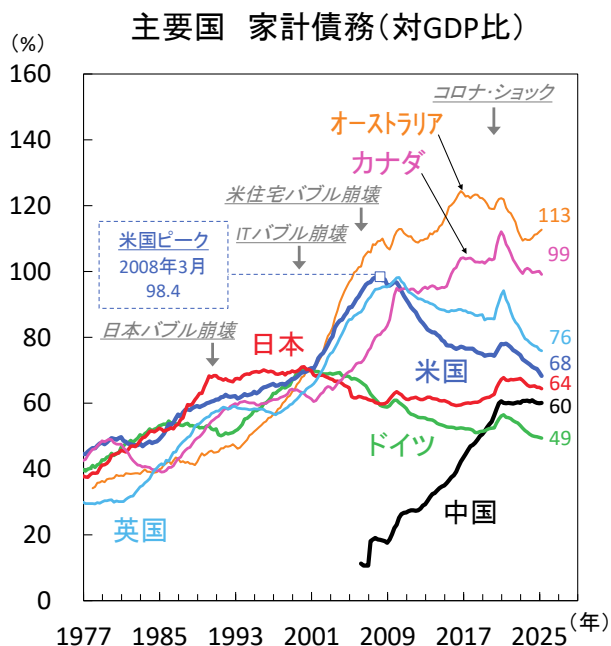
出所）BIS（国際決済銀行）より三菱UFJアセットマネジメント作成



注）直近値は2025年3月（四半期）。

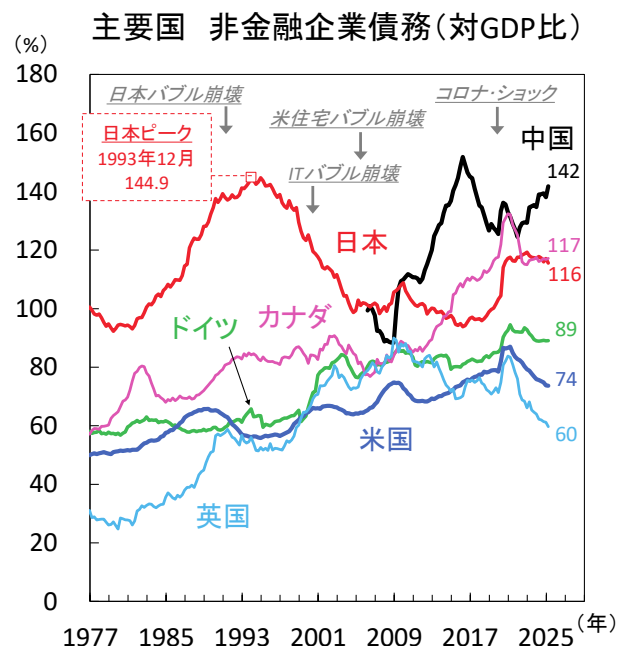
出所）BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 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2025年3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2025年3月（四半期）。

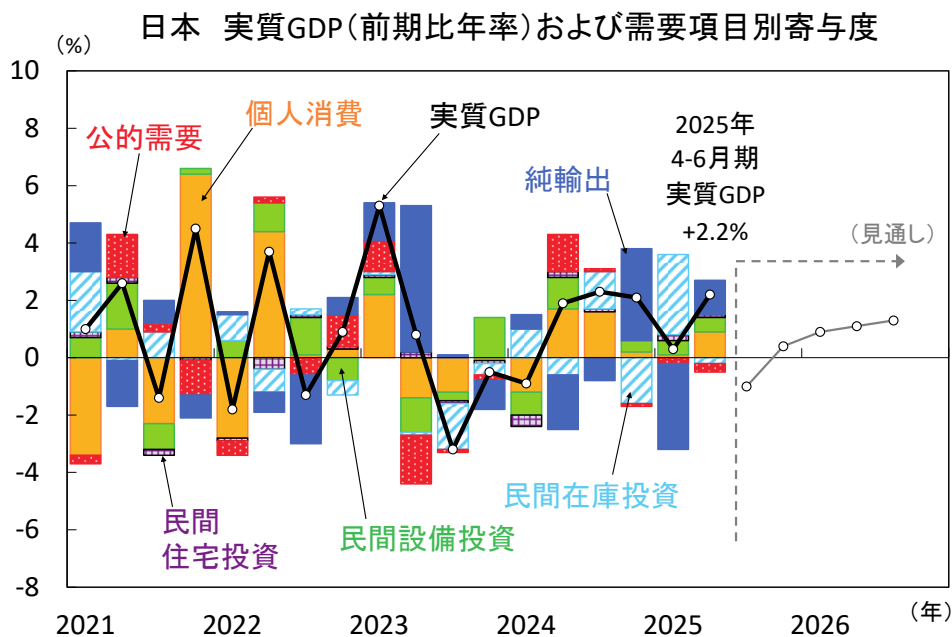
出所）BISより三菱UFJアセットマネジメント作成



### 3. 日本経済：底堅い成長を維持も先行きは内需の持ち直しが鍵

- ◆ 2025年4-6月期の実質GDP(2次速報)は前期比年率+2.2%と5四半期連続のプラス成長となり、米国による関税措置の影響が懸念されるなかでも輸出などが堅調、底堅い成長を維持しました。また、個人消費は、長引く物価高により、実質賃金の伸びが低迷するなかでも持ちこたえています。
- ◆ 今後、インフレ緩和に伴う実質賃金の改善が消費を支える一方、関税の影響により製造業や輸出動向に不透明感が残るなか、サービス業中心とした人手不足対応の設備投資拡大が鍵とみます。

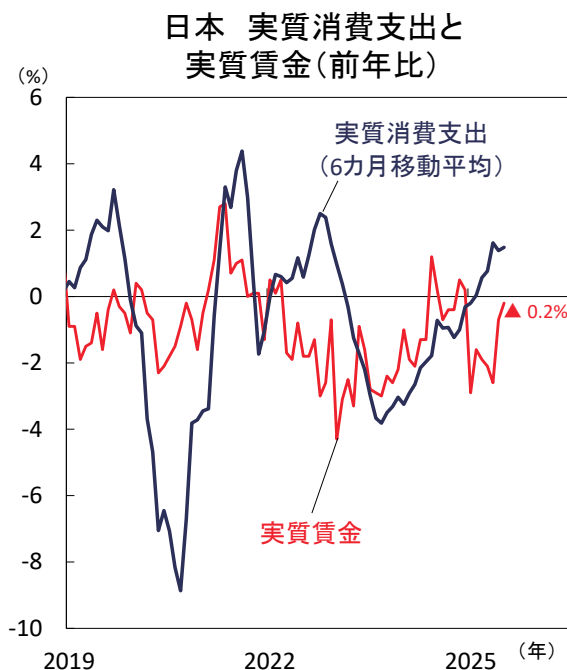
#### ● 今年4-6月期の景気は底堅く推移も、関税賦課の影響は年後半に顕在化か



注) 実績の直近値は2025年4-6月期(2次速報)。  
2025年7-9月期～2026年7-9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

#### ● 消費安定は実質賃金回復の定着次第、設備投資はサービス業の持ち直しが鍵



注) 直近値は2025年7月。

出所) 厚生労働省、総務省より三菱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)。  
直近値は2025年4-6月期。

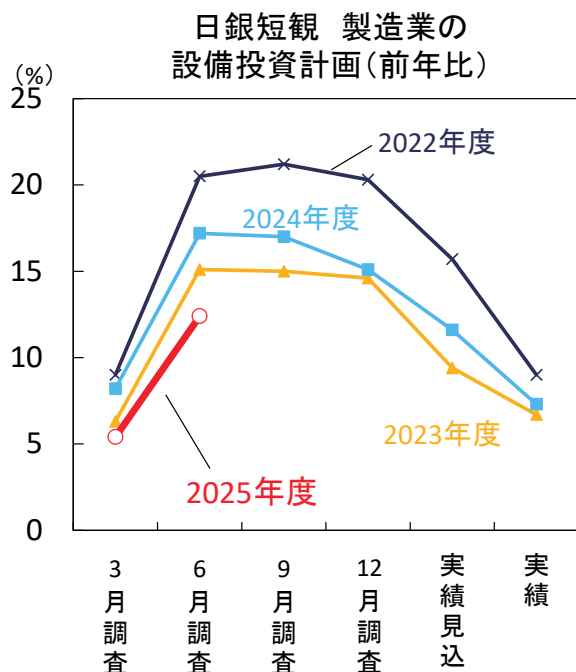
出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成



## 企業活動：米国の15%関税の影響を見極める展開に

- ◆ 今年7月、日米関税交渉は相互関税率15%で合意(9月発効)。関税を巡る不確実性は後退したものものの、既に国内製造業は設備投資計画に慎重な姿勢を見せるなか、追加関税による負担増に加え、今後の関税引き上げが見込まれる半導体や医薬品などの品目別関税の動向も注視されます。
- ◆ 自動車関税率は当初の27.5%から15%に引き下げも、国内企業が米国での競争力維持のため関税コストを吸収する動きが継続。企業収益悪化が、持続的な賃上げを妨げる可能性に要注意です。

### ● 製造業の設備投資計画は慎重、米関税による輸出伸び悩みから生産は低迷



注) 直近値は2025年6月調査。

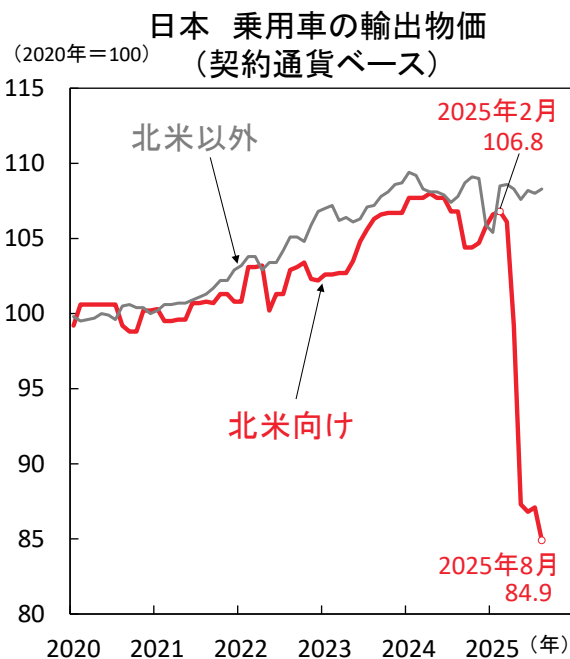
出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2025年8月。

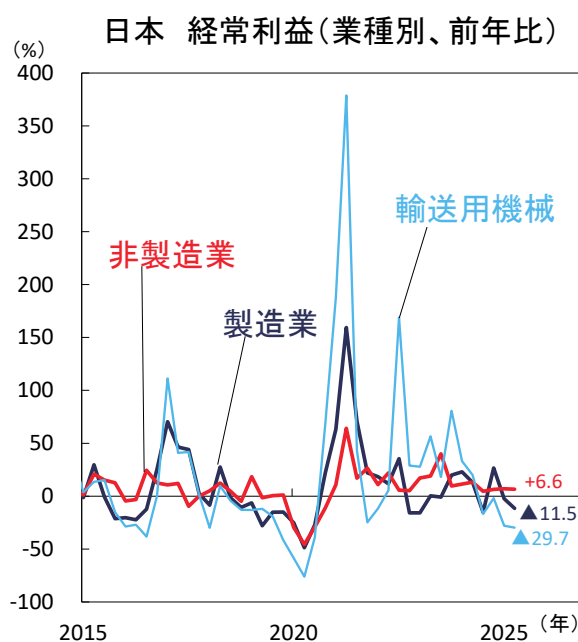
出所) 経済産業省、内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 対米輸出車価格を抑制する動きも、収益悪化が継続すれば賃上げにも影響か



注) 直近値は2025年8月。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成



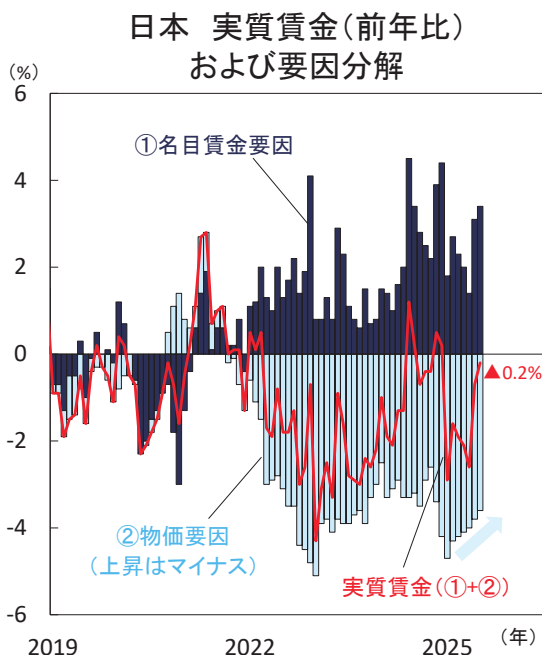
注) 対象は法人企業(金融・保険業除く)。  
直近値は2025年4-6月期。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 個人消費：インフレ鈍化と実質賃金の回復定着が鍵

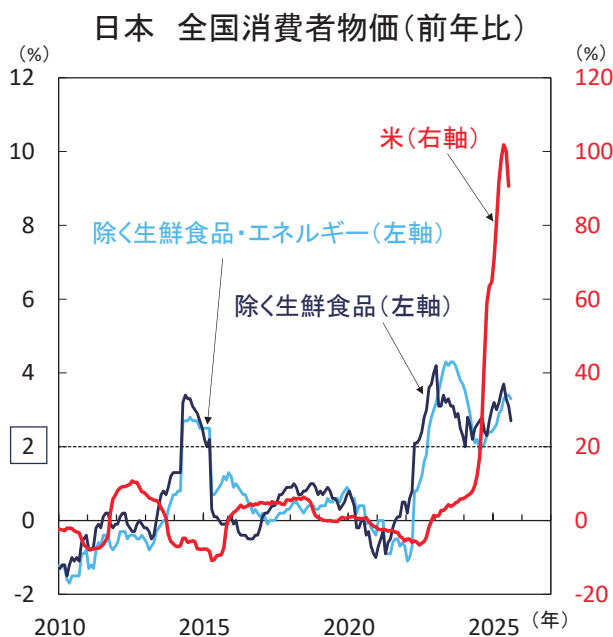
- ◆ 賃金は名目ベースで上昇も、長引く物価高の影響で実質ベースでは低迷しています。消費安定には実質賃金の回復定着が必須ですが、コメ価格の上昇一服に加え、ガソリン暫定税率の撤廃が決まれば、エネルギー価格も低下し、インフレ率の鈍化が見込まれ、消費持ち直しが期待されます。
- ◆ ただし、米関税による製造業の収益減が人件費面に及ぼす影響に要注意です。個人消費が回復基調を保てるかは、冬季賞与の動向や2026年春闘で高い賃上げ率を確保できるかが焦点です。

## ● 物価高の緩和に伴う実質賃金の上昇が定着すれば、個人消費の押し上げ材料に



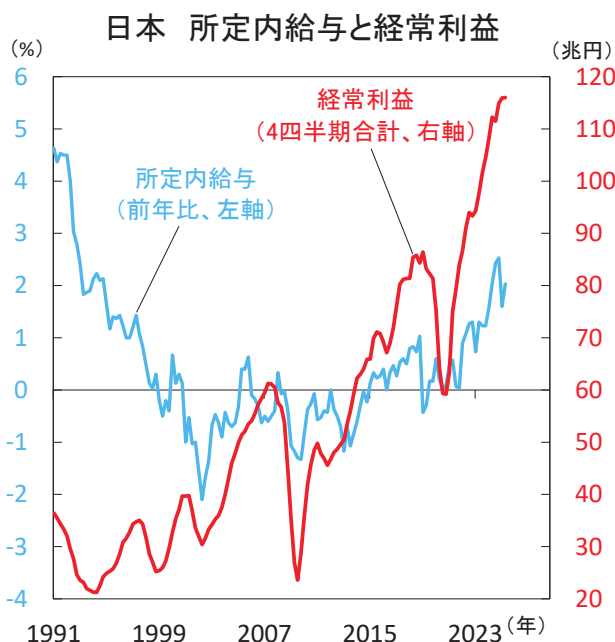
注) 直近値は2025年7月。

出所) 厚生労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

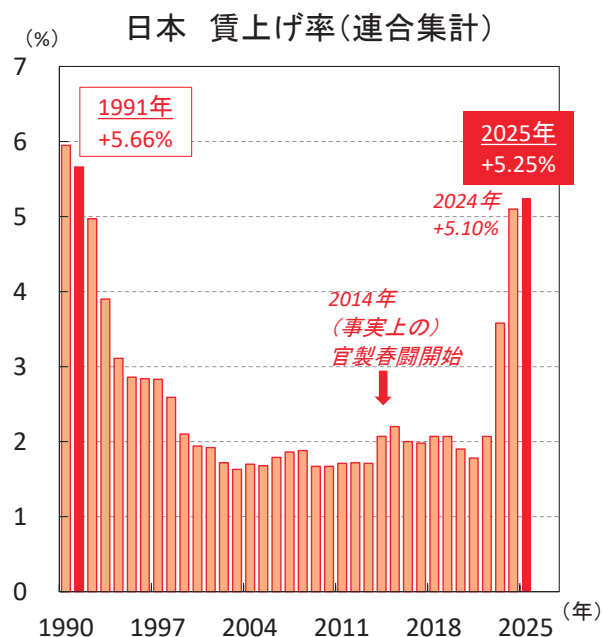
注) 日銀のインフレ目標は+2.0%。  
直近値は2025年8月。

出所) 総務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 企業収益悪化が懸念されるなか、2026年春闘で高い賃上げ率を維持できるか注目

注) 経常利益の対象は法人企業（金融・保険業除く）全規模全産業。  
直近値は2025年4-6月期。

出所) 厚生労働省、財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

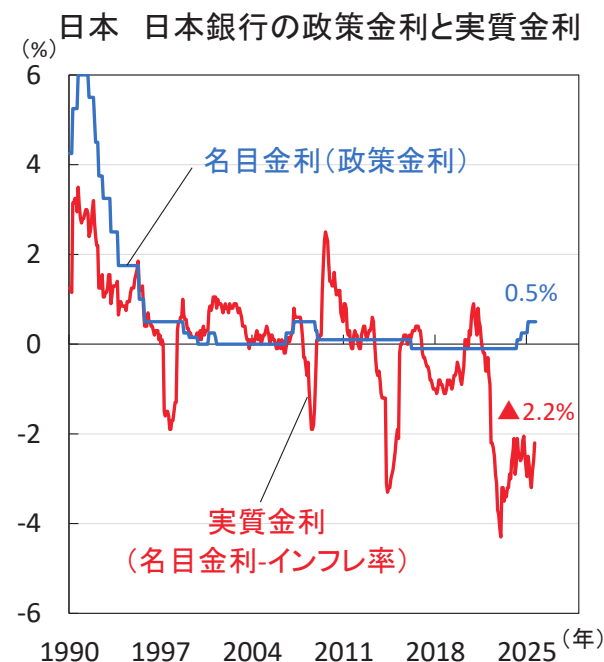
注) 値は平均賃金方式の定昇相当込み賃上げ率。  
直近値は2025年（同年7月3日公表の最終集計）。

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：日銀は年内利上げに踏み切るのか

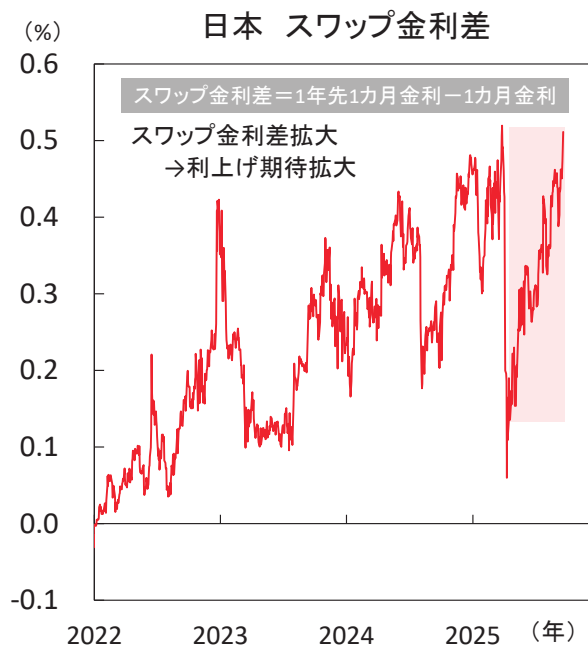
- ◆ 日銀の追加利上げ期待が高まっています。日銀は9月の金融政策会合で利上げを見送ったものの、4-6月期実質GDPで示された底堅い国内景気、米関税を巡る不確実性の後退や堅調な株式市場の一方、食品を中心とした物価高の長期化などを背景に、金利正常化路線を維持しているようです。
- ◆ また同会合で、日銀は保有する上場投資信託(ETF)等の売却を行うことを決定。ただし、金融機関から買い入れた株式を処分した経験を踏まえ、市場に配慮しつつ慎重に進める姿勢を示しました。

### ● 実質政策金利は依然マイナス圏、日銀は金融政策の正常化を進める姿勢を堅持



注) インフレ率は、消費者物価指数の生鮮食品除く総合。  
直近値は2025年8月。

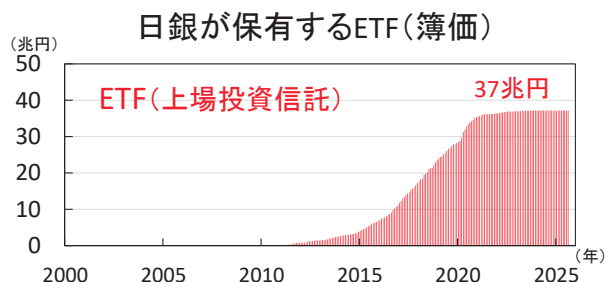
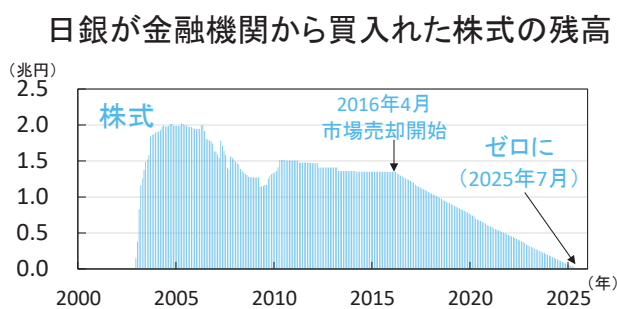
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は2025年9月19日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● ETF売却は極めて慎重なペースで行われ、需給面への影響は限定的か



注) 直近値は2025年8月。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 日銀が保有するETFとJ-REITと売却について

|            | 年間の売却ペース  |             | 市場全体の<br>売買代金に<br>占める売却割合 |
|------------|-----------|-------------|---------------------------|
|            | 簿価        | (時価)        |                           |
| 株式<br>(実績) | 1,500億円程度 | (6,200億円程度) | 0.05%程度                   |
| ETF        | 3,300億円程度 | (6,200億円程度) | 0.05%程度                   |
| J-REIT     | 50億円程度    | (55億円程度)    | 0.05%程度                   |

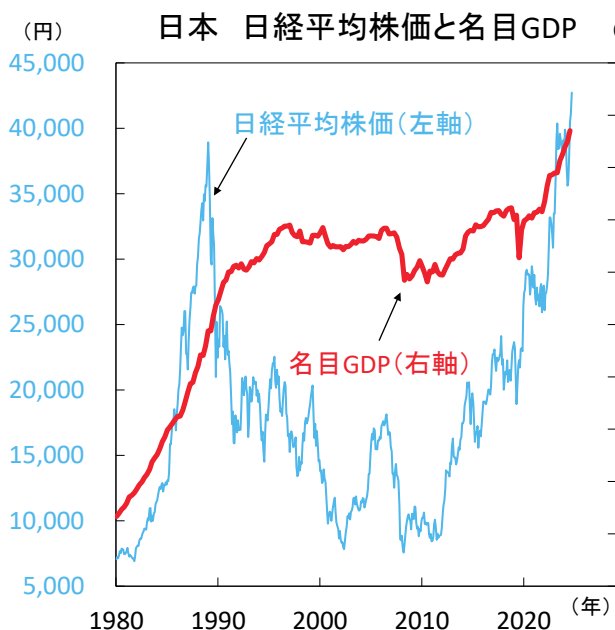
注) 株式(実績)：金融機関から買入れた株式の処分事例。

出所) 日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 株式：最高値更新もさらなる上値余地はあると期待

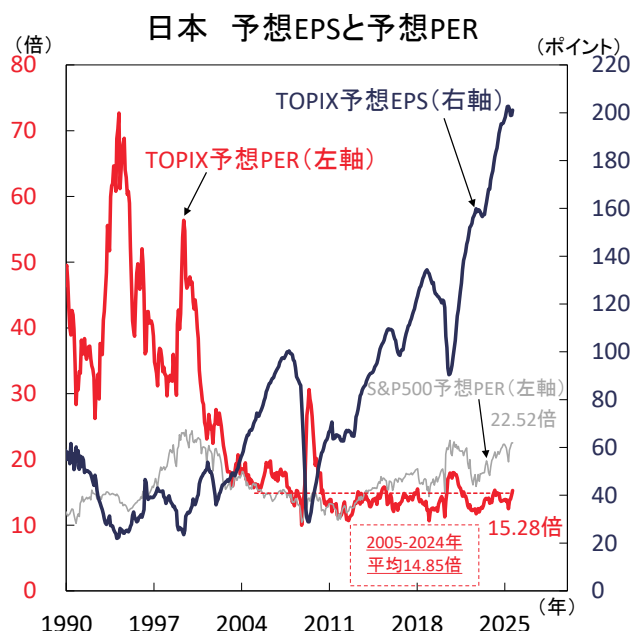
- ◆ 2025年8月、日経平均株価とTOPIXは2024年に続き、再び史上最高値を更新し、日本株は新たな成長ステージへ突入しつつあります。割安感は弱まってきたものの、さらなる上昇も期待されます。
- ◆ 足元の株高の背景には、政府による積極的な財政政策への期待もあるとみます。7月参院選で与党が敗北、消費減税などを掲げる野党の主張が通りやすくなり、景気の押し上げ効果が期待されます。また、連立拡大による政権基盤安定化に対する思惑も株式市場の支援材料となりそうです。

### ● 名目GDPの拡大とともに国内株も堅調に推移



注) 直近値は日経平均株価は2025年8月、名目GDPは2025年4-6月期。

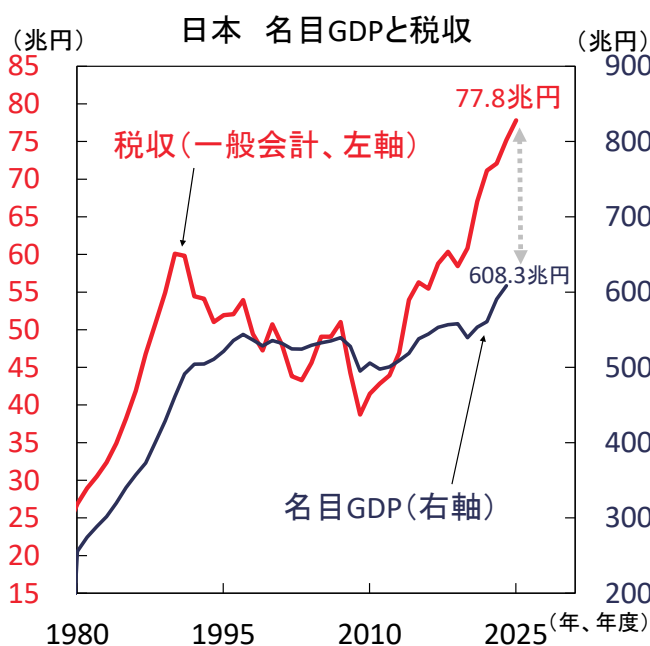
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 予想EPS（一株当たり利益）と予想PER（株価収益率）は12カ月先予想ベース（LSEG I/B/E/S集計）。直近値は2025年8月。

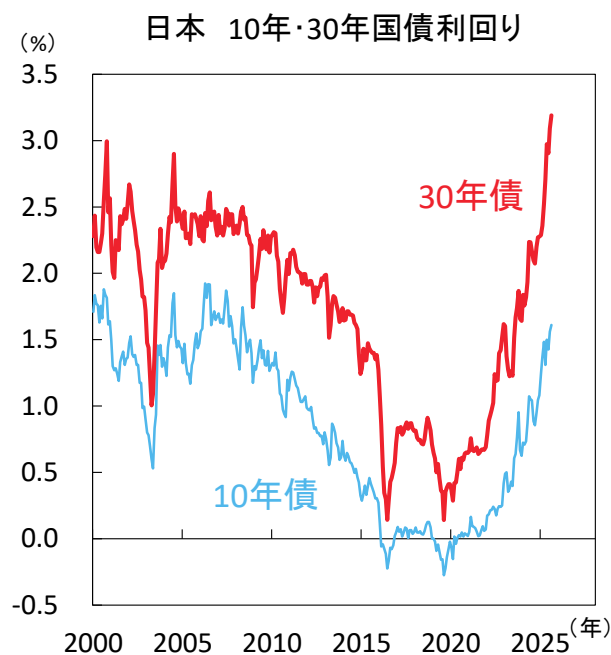
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 税収は5年連続で過去最高を更新、減税などの財政拡張観測で金利は上昇基調



注) 2025年度の税収は予算額。  
直近値は、税収が2025年度、名目GDPが2024年。

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



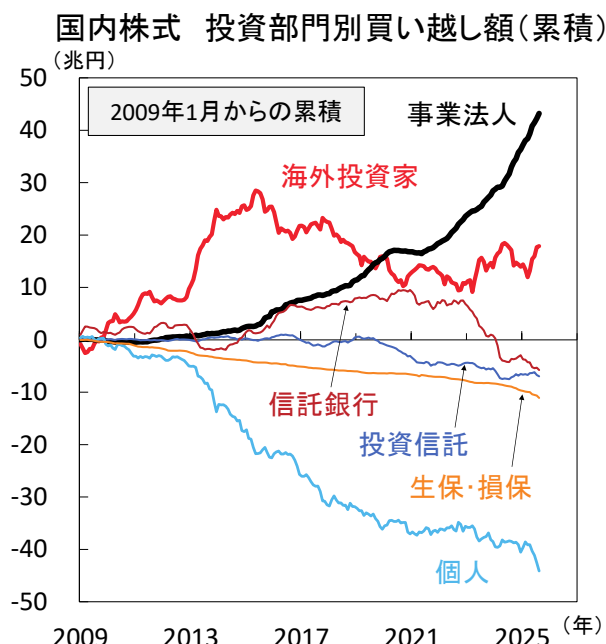
注) 直近値は2025年8月。

出所) LSEG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と期待

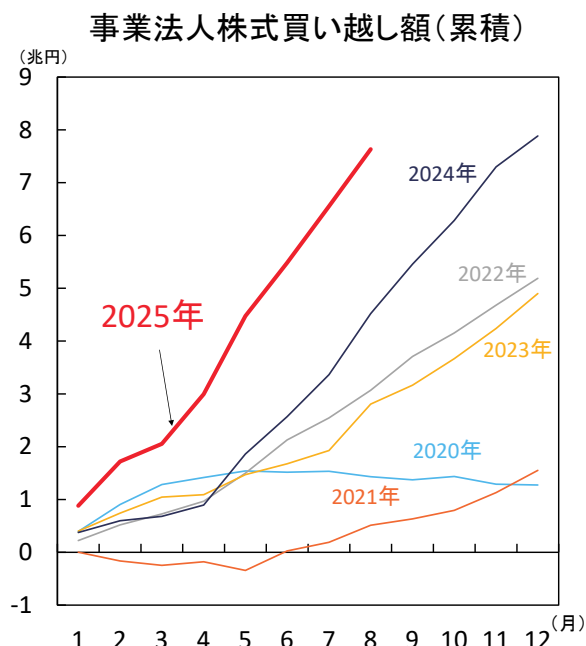
- ◆ 2023年3月、東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請、国内企業の改革期待が高まりました。依然海外に比べ見劣りする、資本の収益性や成長性を表すROE（自己資本利益率）やPBR（株価純資産倍率）といった株価指標改善を意識した経営努力が求められます。
- ◆ 国内企業の内部留保は12年連続で過去最高を更新。ROE改善にも寄与する自社株買い、配当強化といった株主還元のさらなる拡大が期待され、国内株への持続的な資金流入に繋がるとみます。

### ● 株高を支える自社株買いの勢いが加速するなか、海外勢の資金流入も回復傾向



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8月。

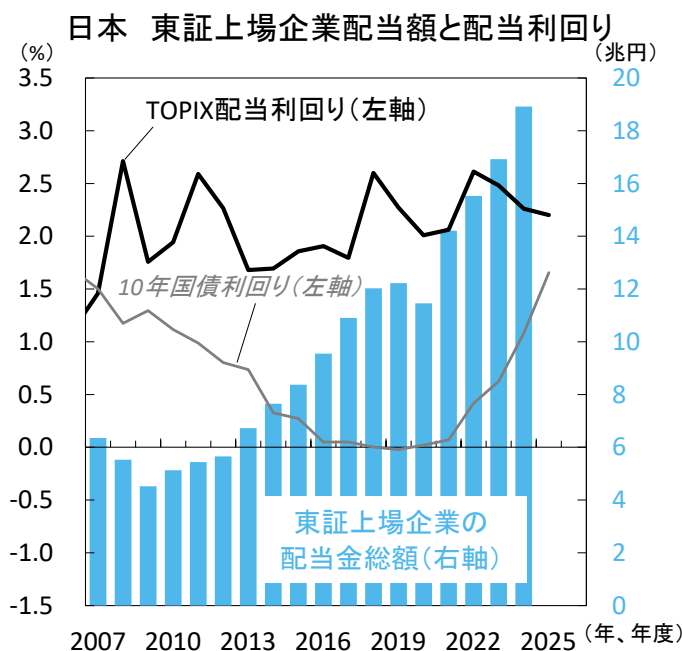
出所) 日本取引所グループより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 東証・名証の二市場合計。年初からの累積額。  
2025年の直近値は8月。

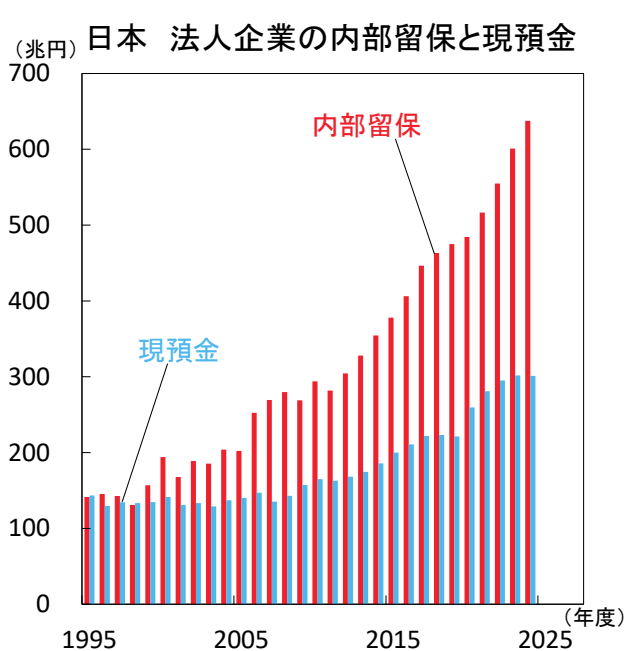
出所) 日本取引所グループより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 国内企業の内部留保は12年連続過去最高を更新、株主還元のさらなる拡大に期待



注) 配当金総額は2024年度決算短信に基づく、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8月。  
10年国債利回りの直近値は2025年8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



注) 対象は法人企業（金融・保険業除く）全規模全産業。  
直近値は2024年度。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

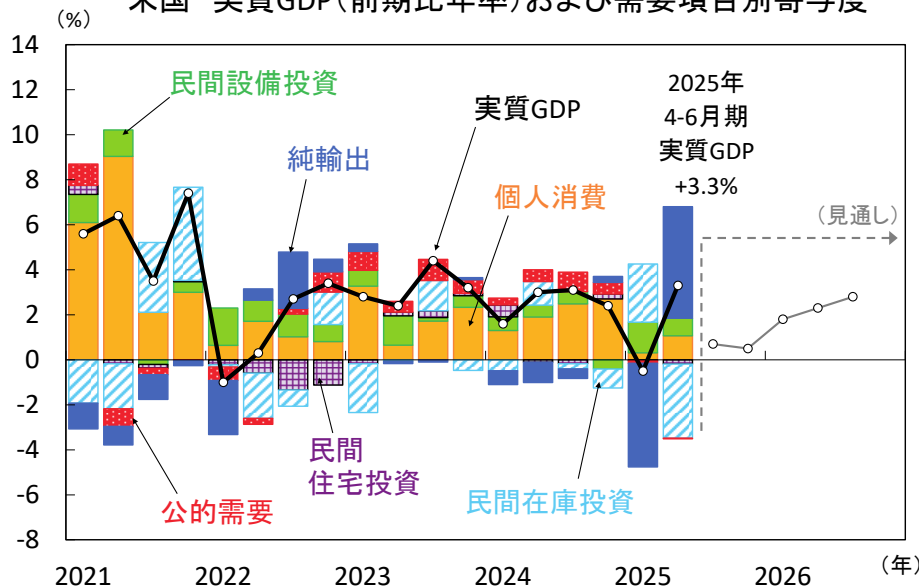


## 4. 米国経済：軟着陸がメインシナリオも不確実性は残る

- ◆ 2025年4-6月期実質GDP成長率は、前期比年率+3.3%と高水準でした。駆け込み需要の反動による輸入減が数字を押し上げた側面があるものの、個人消費や設備投資は底堅さを維持しています。
- ◆ 一方、関税による物価上昇が顕在化しつつある中、年末にかけ景気減速が見られる可能性が高まっています。ただし、米連邦準備理事会（FRB）が金融緩和姿勢を示していることに加え、可決に至ったトランプ減税などが景気を支え深刻な減速は回避、2026年には回復軌道を進るとみています。

## ● 景気は想定以上に粘り強いものの、年末にかけては減速が見られる可能性

米国 実質GDP(前期比年率)および需要項目別寄与度

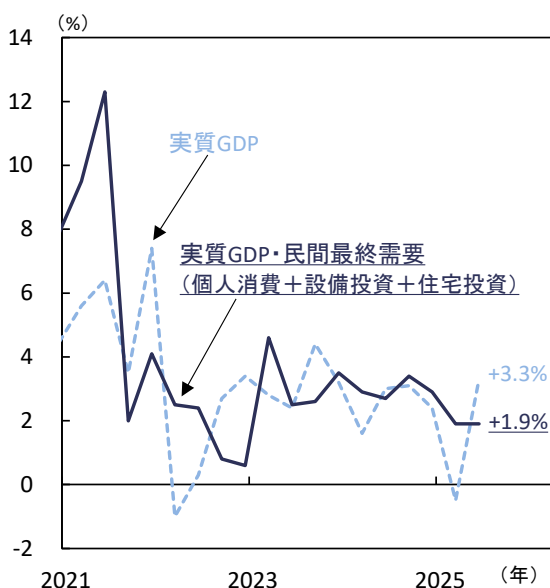


注) 実績の直近値は2025年4-6月期（2次速報）。  
2025年7-9月期～2026年7-9月期が三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

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

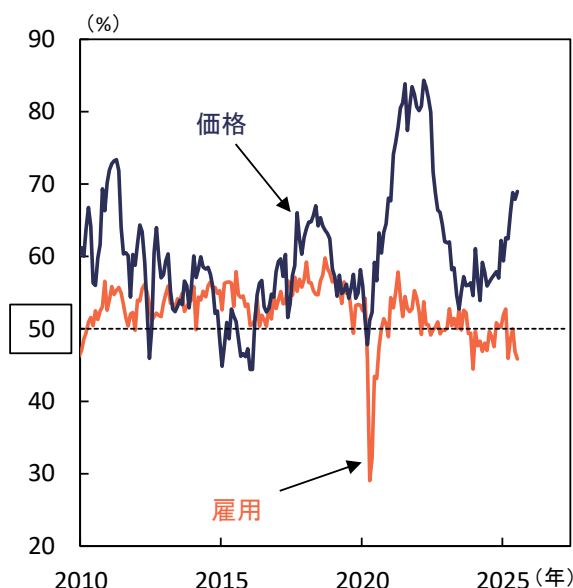
## ● 民間需要は安定して年率2%近くの成長を維持も、物価高と雇用減の懸念は根強い

米国 実質GDP(前期比年率)



注) 直近値は2025年4-6月期。

出所) 米商務省より三菱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・雇用(実質GDP加重平均)

注) 直近値は2025年8月。50は拡大/縮小（価格は上昇/低下）の節目。  
価格・雇用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。

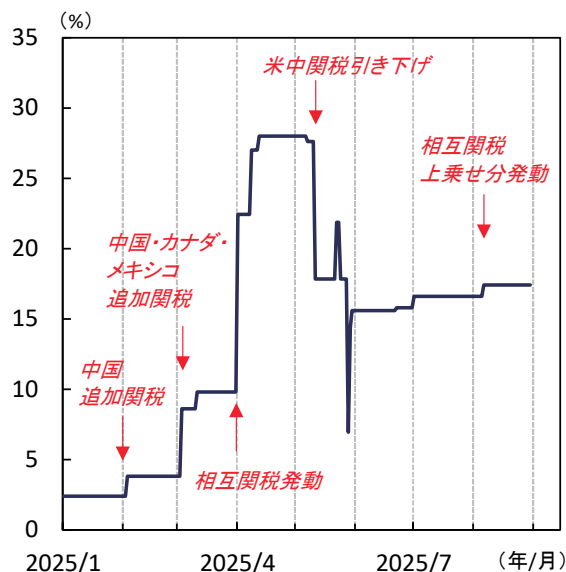
出所) 米ISMより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 貿易：米政権は大規模な相互関税を導入

- ◆ 2025年2月以降、トランプ政権は特定国/地域・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。特定国への上乗せ関税は一時は停止されたものの、7月末の大統領令に基づき約70の国・地域には個別の関税率を、その他の国には一律で10%の関税率を適用するとしました。
- ◆ 一部主要国とは関税交渉における合意が見られるも、大枠にとどまっており詳細の合意内容は依然として不透明です。また、医薬品や半導体などへの品目別関税は今後具体化が見込まれます。

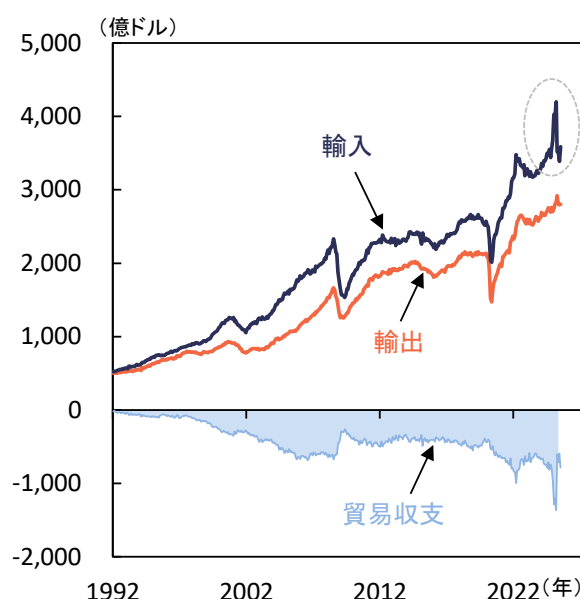
### ● 米政権は大規模な関税政策を実施、米企業は駆け込み輸入で在庫積み上げ

米国 実効関税率の推移(推計)



注) 直近値は2025年8月31日。推計は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

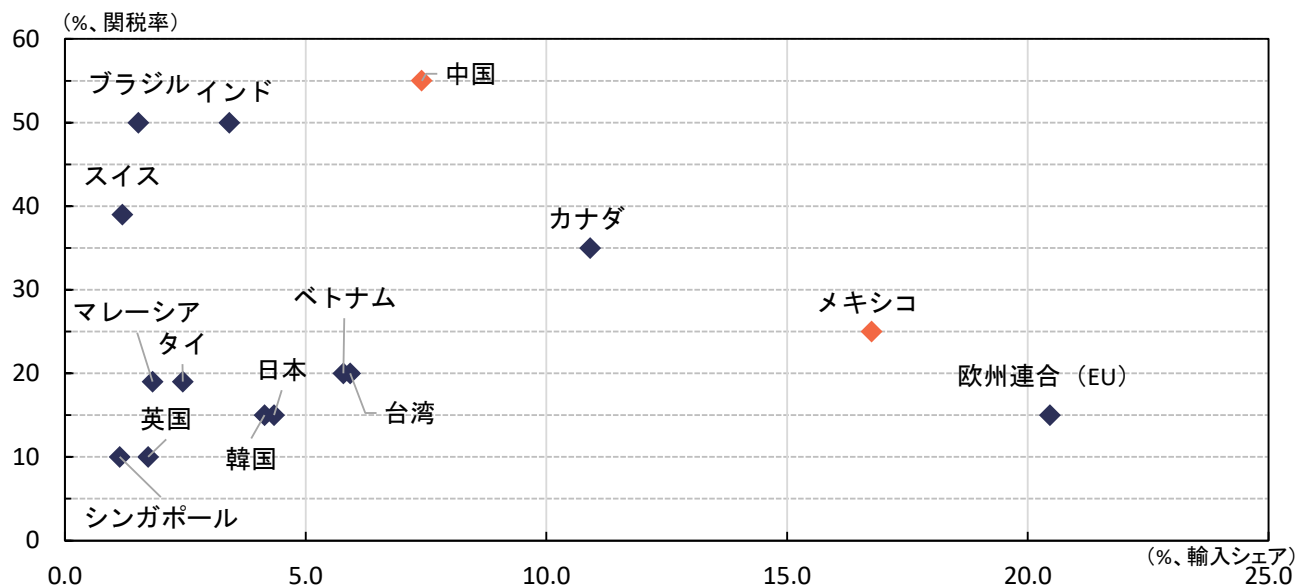
米国 貿易収支



注) 直近値は2025年7月。貿易収支は輸出ー輸入。  
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

### ● 大統領令で各国の関税率を設定し、多くの国が10%を上回る数字に

米国 国別輸入シェア(上位15カ国)と関税率



注) 2025年9月4日時点の情報に基づく。◆は11月を期限に交渉中の国。中国は2019年の関税を含む税率。

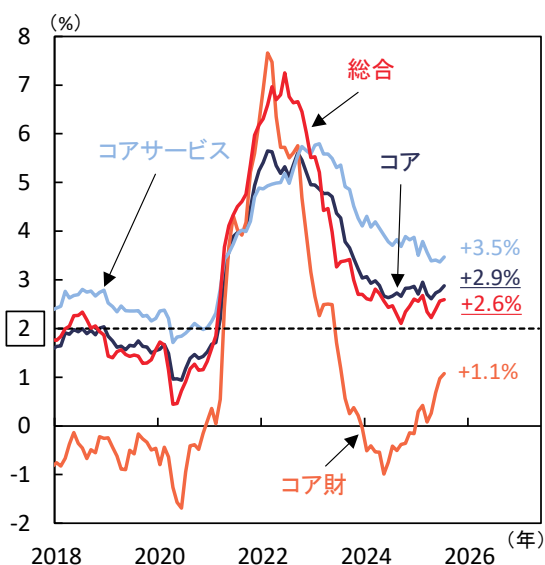
出所) 各種報道、ホワイトハウスより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 物価：関税による財価格上昇が懸念される一方、サービス価格は安定

- ◆ 米連邦準備理事会（FRB）が政策目標としている個人消費支出（PCE）デフレーターは、総合が前年比+2.6%と、インフレ目標の2%を前にして下げ止まっています。当面は、関税により上昇した調達コストを、企業が消費者に転嫁する動きが進展するとみられ、財価格の強い伸びが続く見込みです。
- ◆ 一方、サービス価格では、家賃価格の鈍化が続いています。また、航空運賃など変動の大きい項目以外で明確な上昇傾向は確認されておらず、今後も安定した推移が継続するかが注目されます。

### ● 関税の影響を受け財価格には上昇圧力、年末にかけ高い伸びが続くか

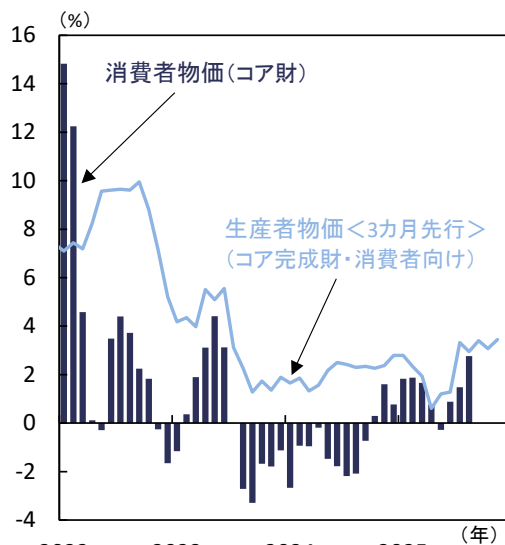
米国 個人消費支出（PCE）デフレーター（前年比）



注）直近値は2025年7月。コアは総合除く食品・エネルギー。

出所）米商務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 生産者物価（コア完成財・消費者向け）  
消費者物価（コア財）3カ月前比年率

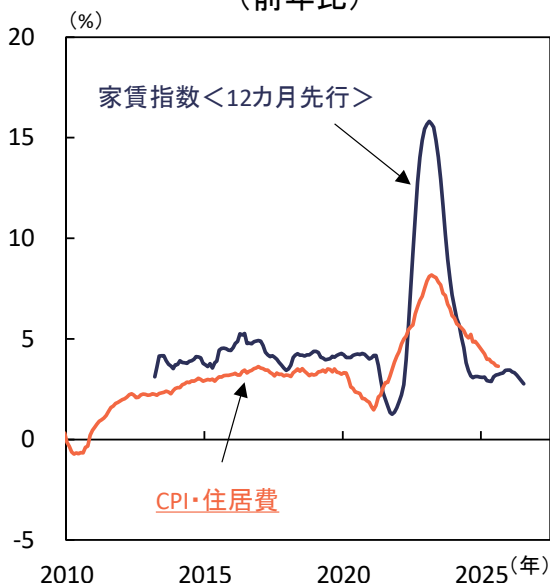


注）直近値は2025年8月。コアは財除く食品・エネルギー。

出所）米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 家賃価格を含め、サービス価格の安定が続くかが焦点に

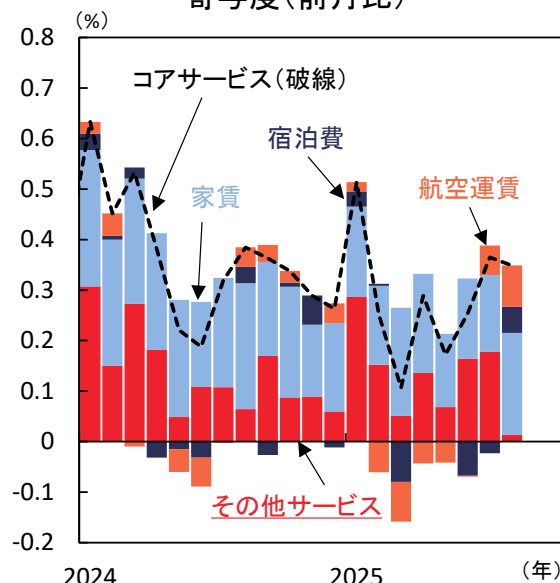
米国 消費者物価（住居費）と家賃指数（前年比）



注）直近値は2025年8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

米国 消費者物価（コアサービス）  
寄与度（前月比）



注）直近値は2025年8月。  
その他サービスは、家賃・宿泊費・航空運賃を除いたもの。

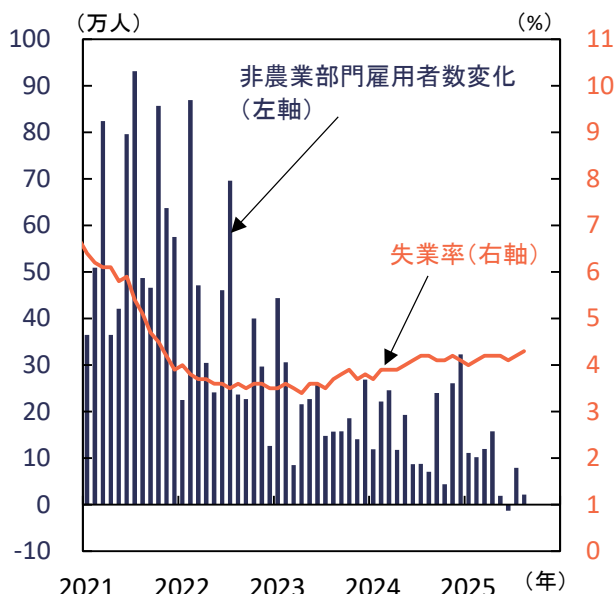
出所）米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 雇用：減速感が強まるも、依然として本格的な悪化には至らず

- ◆ 2025年8月の失業率は4.3%、非農業部門雇用者数は前月差で+2.2万人と、相互関税公表後に労働市場の減速感は強まっています。ただし、企業は新規の採用を控え始めるも、景気が底堅い中では解雇にも慎重です。今後、景気減速と共に企業が解雇に踏み切るのが焦点と言えます。
- ◆ 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。労働者不足が賃金インフレに繋がり、物価を押し上げる可能性には要注意です。

### ● 労働市場は5月以降に急減速、今後は解雇が増加するかが焦点に

米国 非農業部門雇用者数(前月差)と失業率



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 採用数と解雇数



出所) 米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

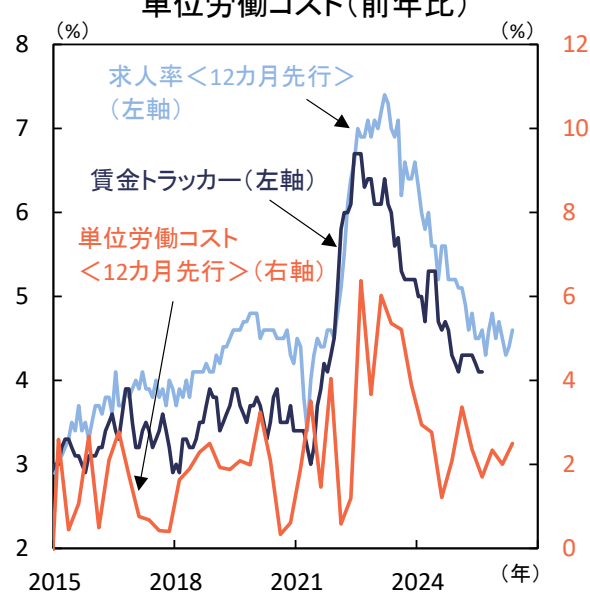
### ● 移民減は労働供給の減少要因となり、賃金経由でのインフレ再燃には要警戒

米国 出身別 労働力人口の伸び(前年比)



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 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)



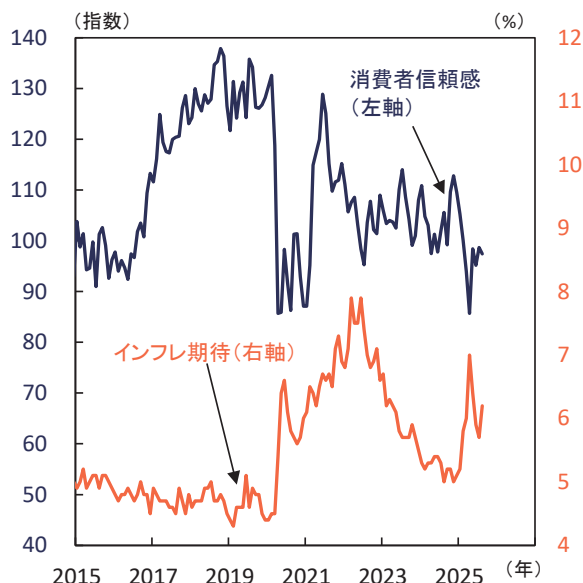
出所) アトランタ連銀、米労働省より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 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。

### ● インフレと雇用への懸念が消費者心理を下押しも、景気は悲観せず

米国 消費者信頼感とインフレ期待(1年先)



出所) コンファレンス・ボードより三菱UFJアセットマネジメント作成

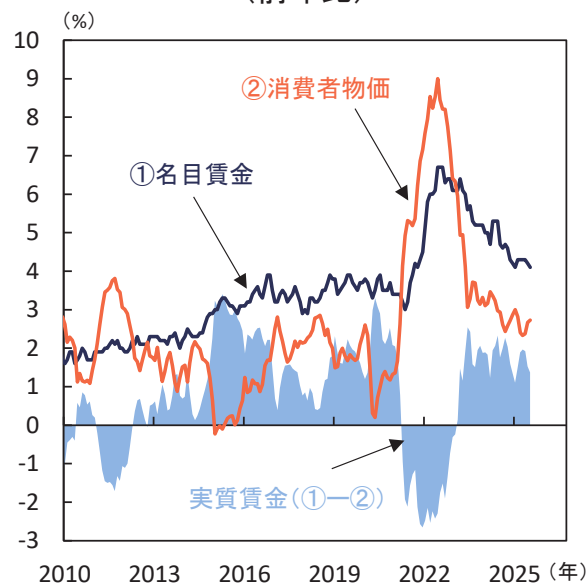
米国 雇用環境認識(職が多いー少ない)と事業環境認識(良いー悪い)



出所) コンファレンス・ボードより三菱UFJアセットマネジメント作成

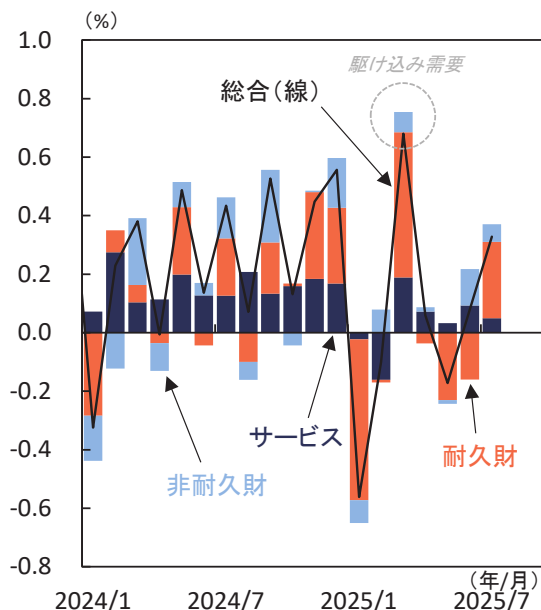
### ● 所得は底堅いものの物価上昇が懸念材料、消費は反動減の後に粘り強さを見せる

米国 名目賃金と消費者物価と実質賃金(前年比)



出所) 米労働省、アトランタ連銀より三菱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)



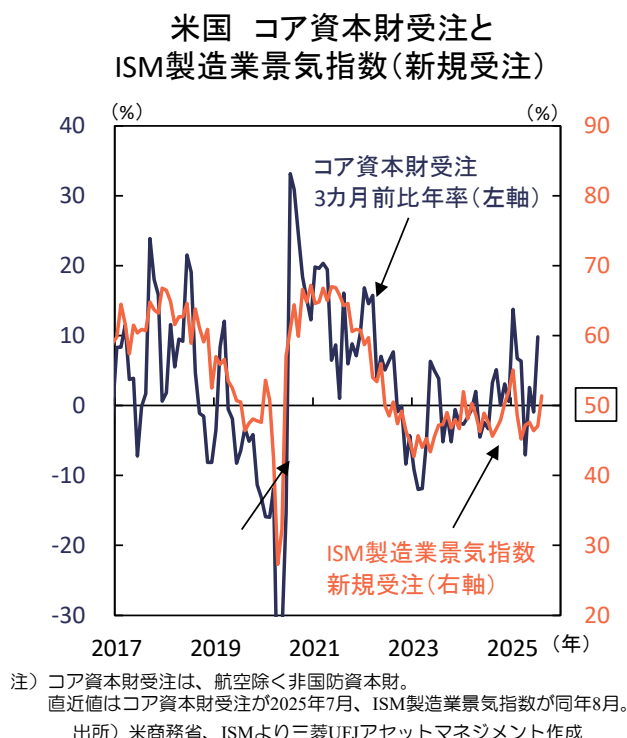
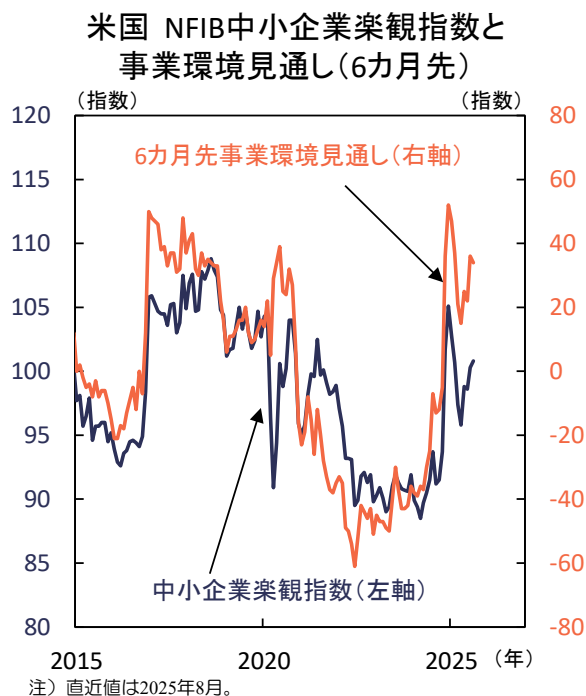
出所) 米BEAより三菱UFJアセットマネジメント作成



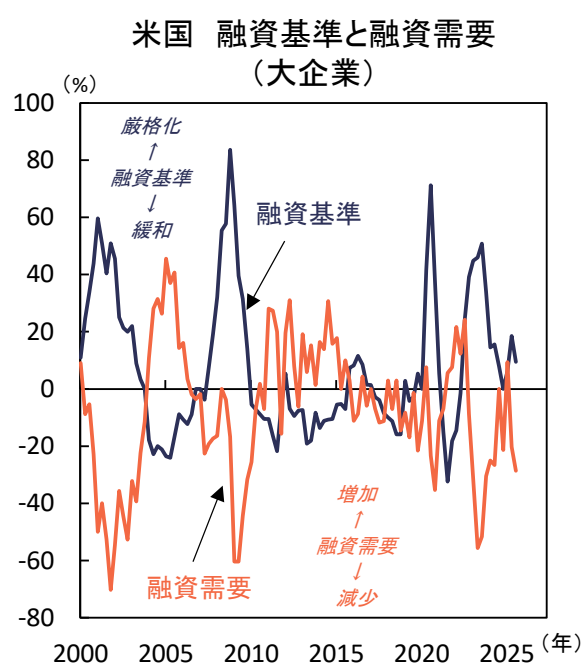
## 企業活動：不確実性が和らぎ景況感に持ち直しの兆しも

- ◆ 主要国との関税合意などで通商政策の不確実性が和らいだことを受け、企業の景況感には持ち直しの兆しが見られています。同時に、企業の設備投資意欲にも改善の動きが見られています。
- ◆ 一方で、将来的な企業の金利負担の増大や融資基準の引き締まりが企業活動を減速させる可能性もあります。足元で融資需要は弱含んでおり、米連邦準備理事会（FRB）による利下げを受けて、融資基準の緩和や借り入れコストの低下を通じ金融環境が緩和されるかにも注目が集まります。

### ● 通商政策の不確実性が和らぎ、企業景況感は持ち直しの兆し



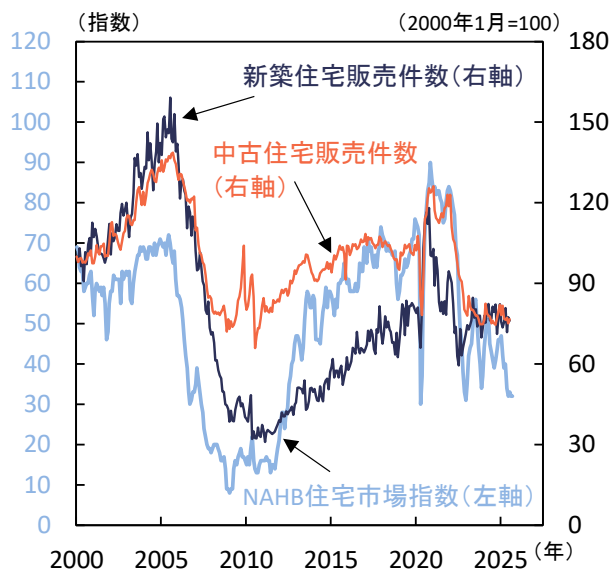
### ● 金利負担や融資基準の動向が企業活動を減速させる可能性があり注視が必要



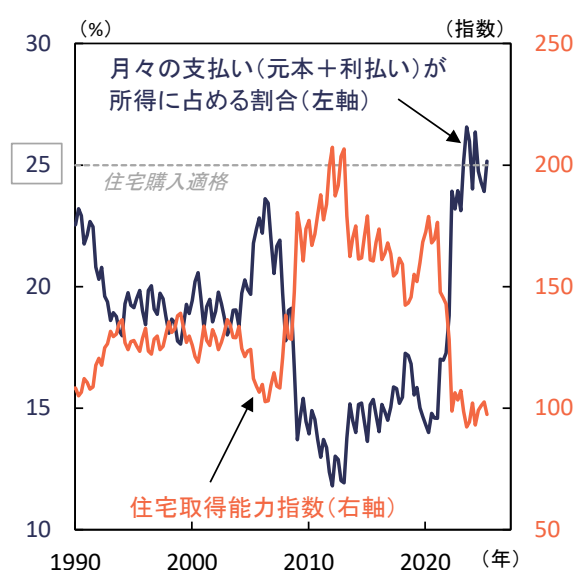
## 住宅：金利上昇と価格高騰を受け需要が弱まる

- ◆ 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。
- ◆ 住宅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ることから、住宅価格には下押し圧力がかかり始めています。今後は、販売価格の下落に加え金融当局の利下げに伴う住宅ローン金利の低下が後押しとなる形で、住宅需要に回復が見られるかに注目が集まります。

## ● 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9月、中古住宅販売が同年7月、新築住宅販売が同年7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

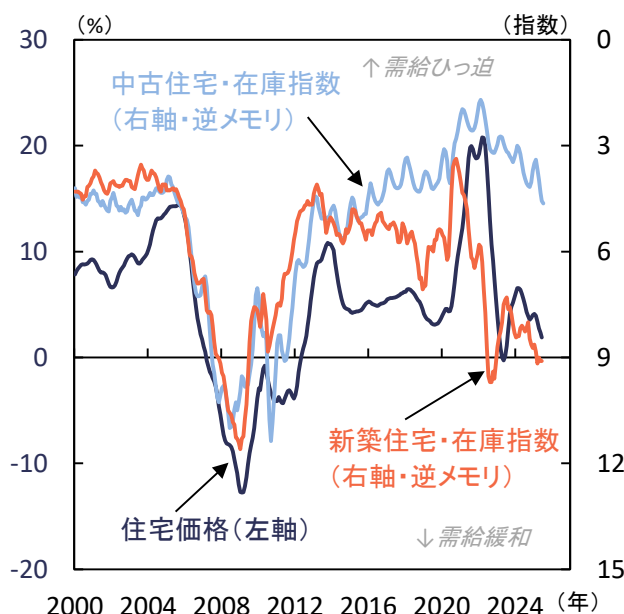
米国 住宅取得能力指数と  
月々の支払いが所得に占める割合

注) 直近値は2025年4-6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。利下げに伴う金利低下が下支えとなるか

米国 中古・新築住宅需給と住宅価格



注) 直近値は中古住宅と新築住宅が2025年7月、住宅価格が同年6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 住宅ローン金利(30年)と  
住宅ローン申請数(新規購入)

注) 直近値は2025年8月29日。

出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 金融政策①: 利下げ再開に踏み切るも、前のめりな姿勢は見られず

- ◆ 9月米連邦公開市場委員会(FOMC)では、雇用の下振れリスクが高まっていることを背景に、6会合ぶりの利下げを決定。パウエル米連邦準備理事会(FRB)議長は、今回の利下げを「リスク管理」と表現しており、慎重ながら雇用の悪化が進んだ際には景気支援に踏み切る構えを示しています。
- ◆ 他方、来年にかけて量的縮小(QT)の停止時期を巡る議論が活性化する可能性があります。市場参加者の間では、2026年中旬に停止されるとの見方もあり、FRB委員の発言に注視が必要です。

### ● FOMCでは景気への楽観的な見方が示され、利下げはあくまで「リスク管理」に

FOMC参加者の経済見通し(2025年9月)

| 指標                     | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 | 長期  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-----|
| 実質GDP<br>(前年比、%)       | 1.6   | 1.8   | 1.9   | 1.8   | 1.8 |
| 6月                     | 1.4   | 1.6   | 1.8   | -     | 1.8 |
| 失業率<br>(%)             | 4.5   | 4.4   | 4.3   | 4.2   | 4.2 |
| 6月                     | 4.5   | 4.5   | 4.4   | -     | 4.2 |
| PCEデフレーター<br>(前年比、%)   | 3.0   | 2.6   | 2.1   | 2.0   | 2.0 |
| 6月                     | 3.0   | 2.4   | 2.1   | -     | 2.0 |
| コアPCEデフレーター<br>(前年比、%) | 3.1   | 2.6   | 2.1   | 2.0   | -   |
| 6月                     | 3.1   | 2.4   | 2.1   | -     | -   |

注) グレーの網掛けは2025年6月時点の見通し。  
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

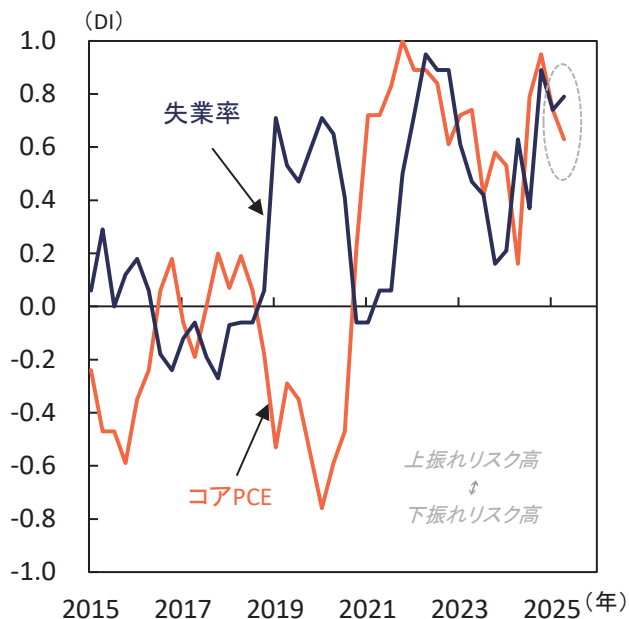
|       | 2025年 |    | 2026年 |    | 2027年 |    | 2028年 | 長期 |    |
|-------|-------|----|-------|----|-------|----|-------|----|----|
| (%)   | 6月    | 9月 | 6月    | 9月 | 6月    | 9月 | 9月    | 6月 | 9月 |
| 4.500 |       |    |       |    |       |    |       |    |    |
| 4.375 | 7     | 1  |       |    |       |    |       |    |    |
| 4.250 |       |    |       |    |       |    |       |    |    |
| 4.125 | 2     | 6  | 1     |    |       |    |       |    |    |
| 4.000 |       |    |       |    |       |    |       |    |    |
| 3.875 | 8     | 2  | 5     | 2  | 2     | 2  | 2     | 1  | 1  |
| 3.750 |       |    |       |    |       |    |       | 1  | 1  |
| 3.625 | 2     | 9  | 4     | 6  | 3     | 2  | 2     | 2  | 1  |
| 3.500 |       |    |       |    |       |    |       | 2  | 1  |
| 3.375 |       |    | 5     | 2  | 6     | 2  | 2     | 1  | 2  |
| 3.250 |       |    |       |    |       |    |       |    | 1  |
| 3.125 |       |    | 2     | 4  | 3     | 7  | 5     | 1  | 2  |
| 3.000 |       |    |       |    |       |    |       | 3  | 4  |
| 2.875 |       | 1  | 1     | 3  | 3     | 3  | 4     | 4  | 1  |
| 2.750 |       |    |       |    |       |    | 1     |    | 2  |
| 2.625 |       |    | 1     | 2  | 2     | 2  | 3     | 2  | 3  |
| 2.500 |       |    |       |    |       |    |       | 2  |    |
| 2.375 |       |    |       |    |       | 1  |       |    |    |

注) 網掛け部分はFOMC参加者の見通し中央値。  
数字は予想した人数を示す。

出所) FOMCより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● FOMC参加者は雇用の下方リスクに焦点。他方、量的縮小停止の議論も今後進展か

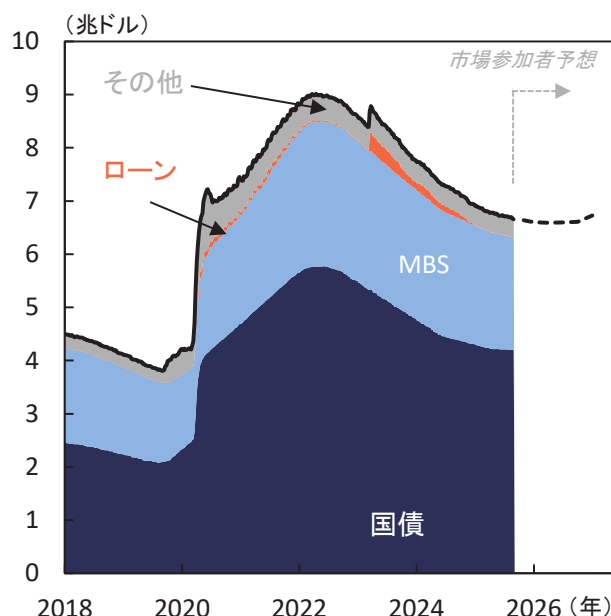
FOMC参加者のリスク判断DI



注) 直近値は2025年9月。各FOMC参加者の経済見通しに対するリスクがどちらの方向に傾いているかを示す。(上方向と答えた人数-下方向と答えた人)÷参加者数。

出所) FOMCより三菱UFJアセットマネジメント作成

FRB バランスシート(総資産)



注) 直近値は2025年9月20日。市場参加者予想は7月FOMC時点の市場参加者サーベイによるもの。

出所) FRB、NY連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 金融政策②: 次期議長の人事を含め先行きの不透明感が高い

- ◆ 2025年に入り、米連邦準備理事会（FRB）の人事を巡る不透明感が高まっています。米政権によるパウエルFRB議長への利下げ要求に加え、クックFRB理事解任への動きや経済諮問委員会（CEA）委員長であるミラン理事の就任など、中央銀行の独立性が心配される動きも見られています。
- ◆ また、同議長は2026年4月が任期を迎え、後任人事の議論が本格化する見込みです。選考の過程で、市場が織り込む来年末までの利下げ軌道に変動が見られる可能性もあり、注意が必要です。

### ● 次期議長の議論や理事の不正疑惑、ミラン理事就任など人事を巡る動きが目立つ

FOMC ボードメンバーと年ごとの投票権者

| ボードメンバー          |     |      |     | 2025年投票権 |         | 2026年投票権 |          | 2027年投票権 |          |
|------------------|-----|------|-----|----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 議長任期は<br>2026年4月 | 議長  | パウエル | 副議長 | ジェファーソン  | ポストン    | コリンズ     | クリーブランド  | ハマック     | シカゴ      |
|                  | 副議長 | ボウマン | 理事  | ミラン      | シカゴ     | グールズビー   | フィラデルフィア | ボールソン    | リッチモンド   |
|                  | 理事  | ウォラー | 理事  | バー       | セントルイス  | ムサレム     | ダラス      | ローガン     | ボスティック   |
|                  | 理事  | クック  | NY  | ウィリアムズ   | カンザスシティ | シュミット    | ミネアポリス   | カシュカリ    | サンフランシスコ |
| 住宅ローン不正疑惑        |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
| ハト派              |     |      |     |          |         |          |          | タカ派      |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |
|                  |     |      |     |          |         |          |          |          |          |

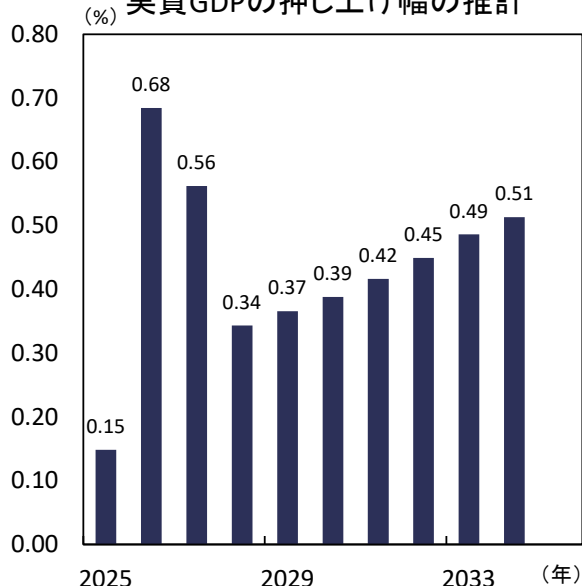


## 財政政策：トランプ減税は景気を支援も、財政赤字拡大は悩みの種に

- ◆ 7月に可決したトランプ政権の減税関連法案は、来年の景気回復の追い風になると見込まれます。ただし、同時に財政赤字を拡大させる側面があり、政府債務の増大への懸念は根強いと言えます。
- ◆ 急速に高まった経済政策への不確実性は、足元で和らぎつつあります。しかし、依然として過去と比べ高い水準となっており、不安定な政策運営が続くとの見方が再度高まれば、米ドル安や米長期・超長期金利の上昇などといった金融市場への影響が急速に表出する可能性もあり要注意です。

### ● トランプ減税は2026年の景気回復を後押しも、財政収支悪化は根強い懸念に

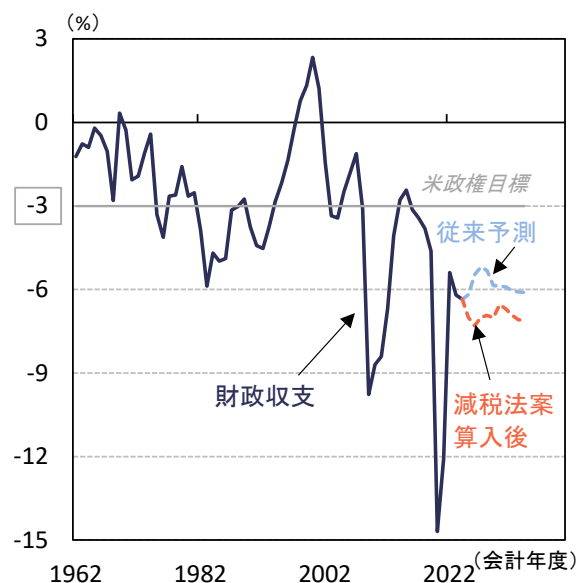
米国 減税法案による  
実質GDPの押し上げ幅の推計



注) Tax Policy Centerによる推計で、2025年7月23日時点。  
2025年1月時点の法制度との比較。

出所) Tax Policy Centerより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国 財政収支(対GDP比)の実績と予測



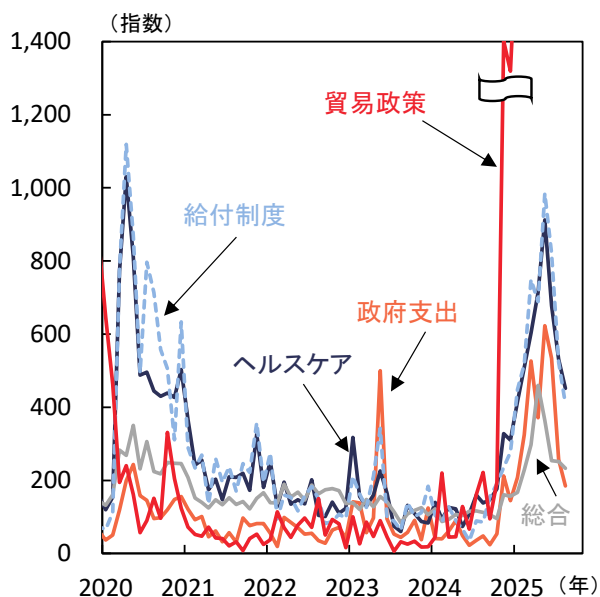
注) 実績は2024年度、予測は2030年度まで。

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

### ● 政策不確実性は足元で和らぐも、懸念が再燃し市場が急変する可能性には注意

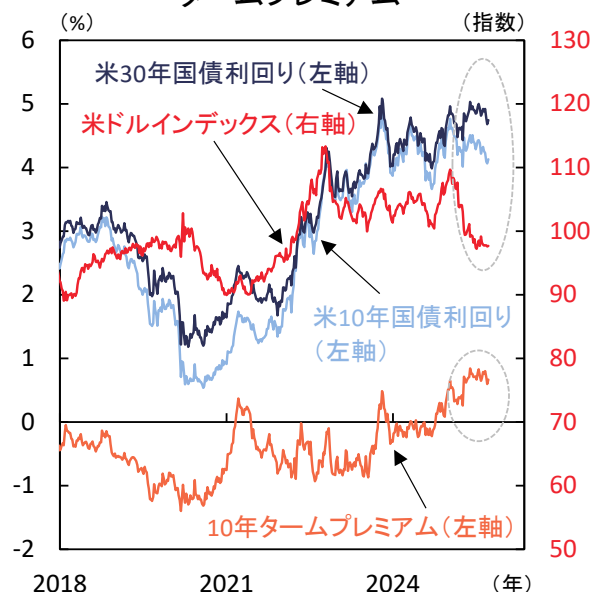
米国 経済政策不確実性指数(項目抜粋)



注) 直近値は2025年8月。

出所) Bloomberg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9月12日。

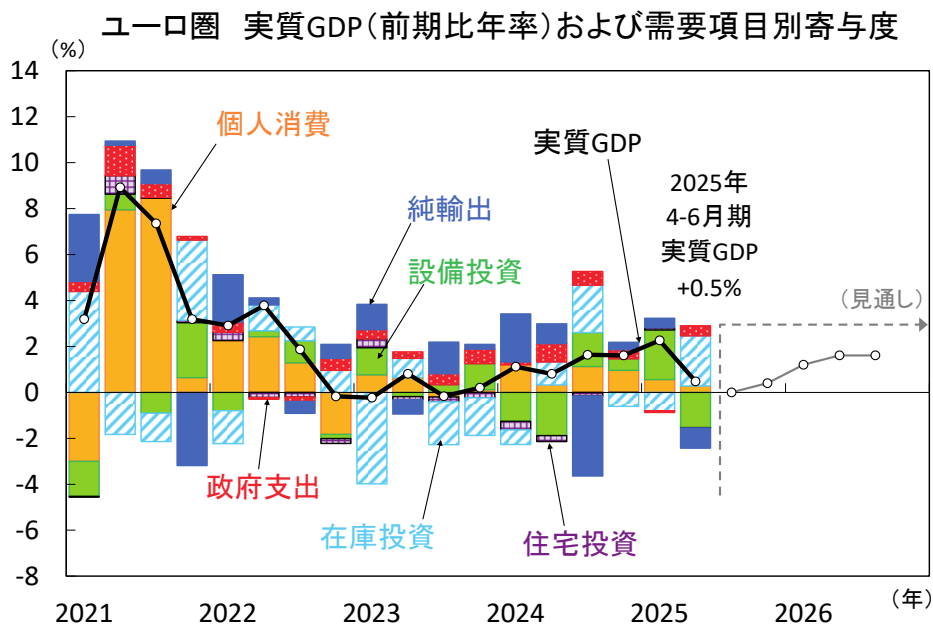
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成



## 5. 欧州経済：持ちこたえる

- ◆ ユーロ圏の2025年4-6月期実質GDPは前期比年率+0.5%と、1-3月期の米関税賦課を控えた駆け込み輸出からの反動が顕在化して伸び率が大きく減速も、辛うじてプラス成長を維持しました。
- ◆ 外需の低迷が鮮明となるも、良好な雇用・所得環境や欧州中央銀行(ECB)による継続利下げ、EU復興基金等を支えに、内需は底堅さを保ち、域内景気を下支えしました。景況感の改善は続き、製造業部門の持ち直しが顕著。力強さに欠けつつも、緩やかな景気回復基調は保たれる見込みです。

## ● ユーロ圏景気は4-6月期に大きく減速も、プラス成長は維持

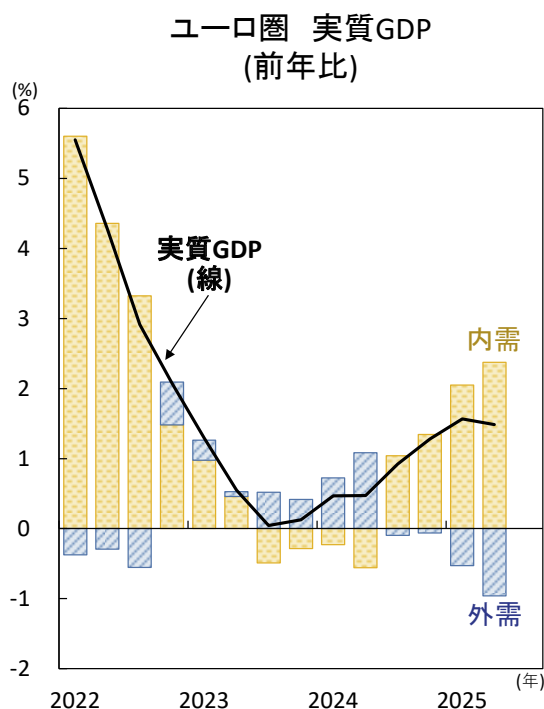


注) 実績の直近値は2025年4-6月期(確定値)。

2025年7-9月期～2026年7-9月期は三菱UFJアセットマネジメントによる見通し。

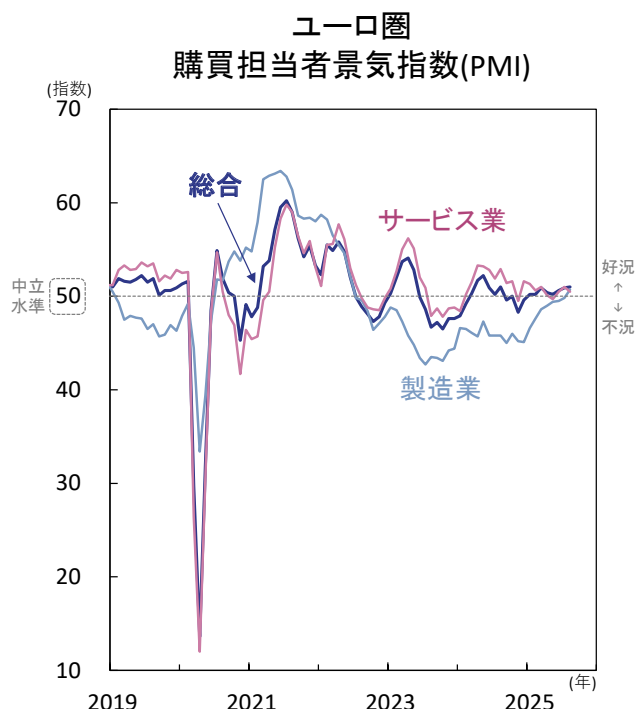
出所) 欧州統計局(Eurostat)より三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● 外部環境を巡る不透明感が強い下でも、内需は底堅く、景況感の持ち直しは継続



注) 直近値は2025年4-6月期(確定値)。

出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成



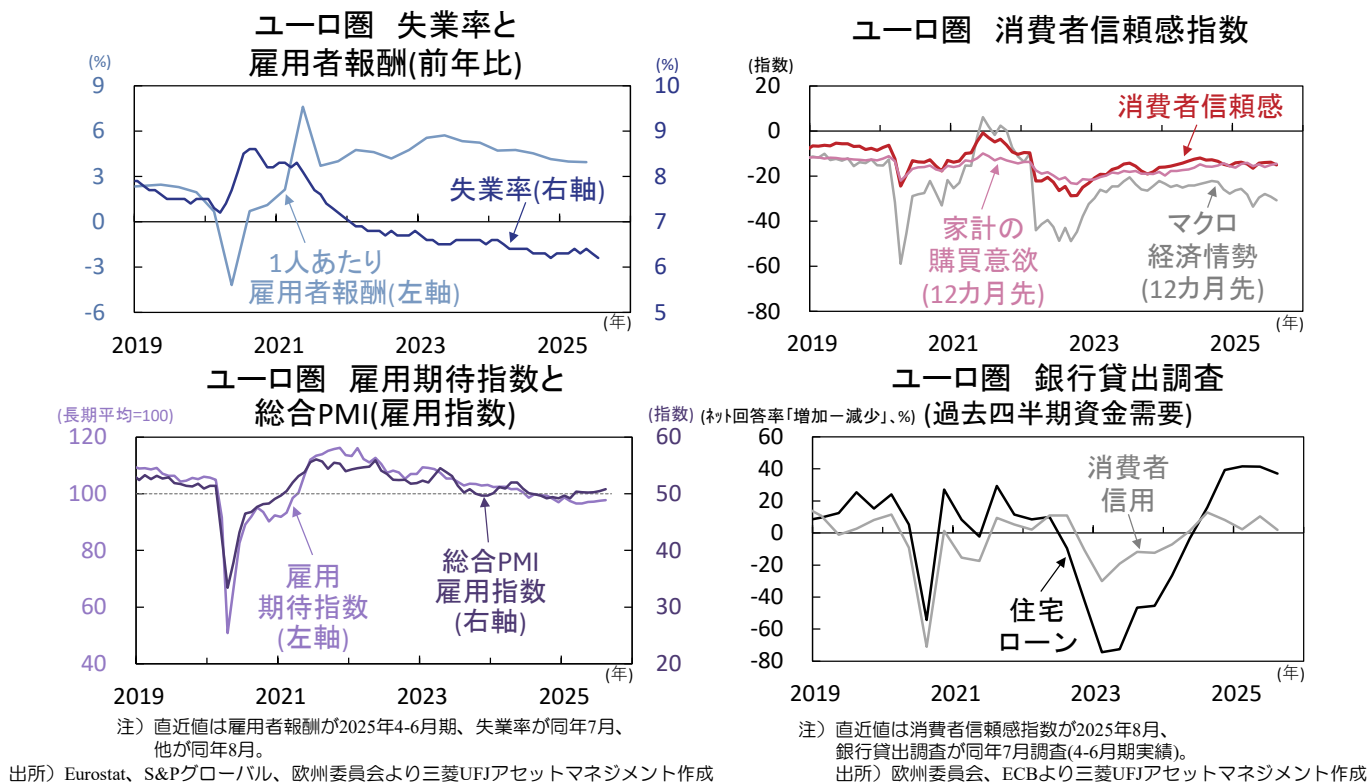
注) 直近値は2025年8月(確定値)。

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

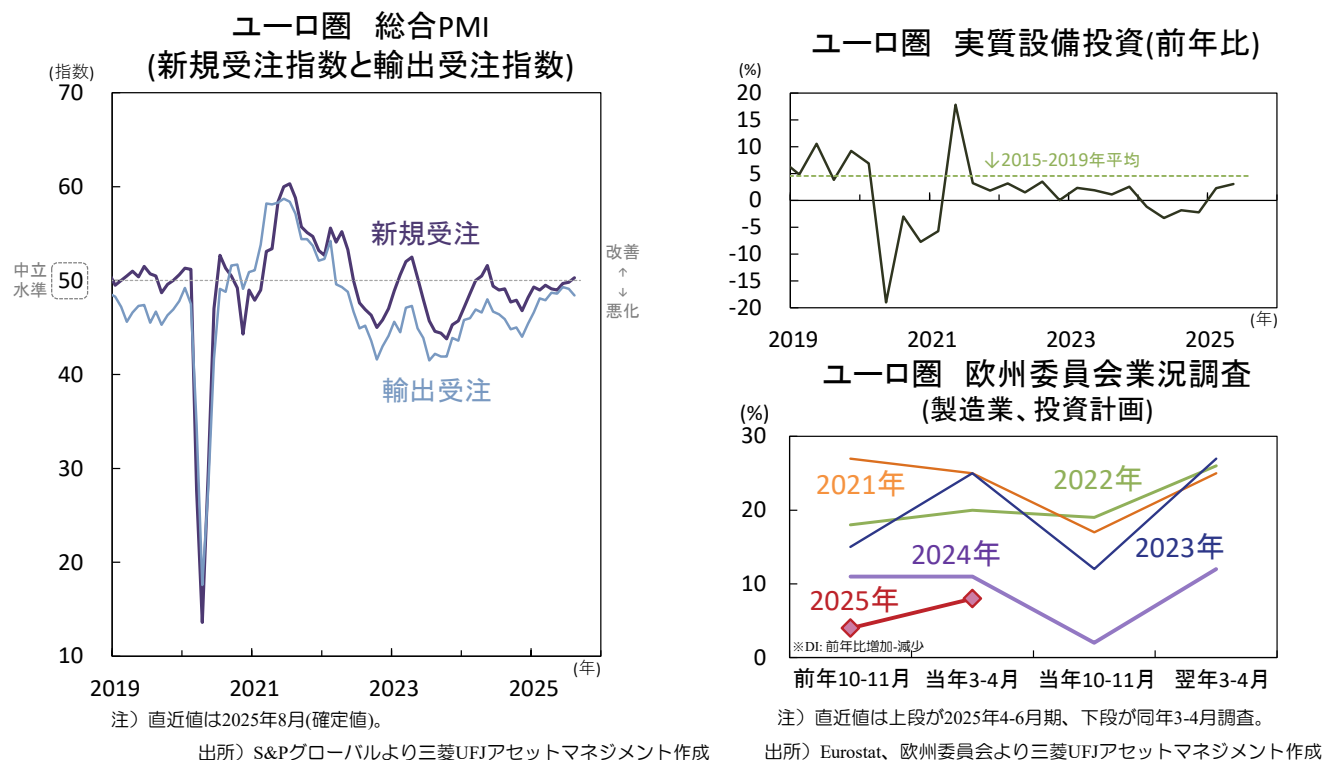
## 外部からの景気下押し圧力に関わらず、内需の底堅さ増す

- ◆ ユーロ圏の失業率は過去最低水準近辺での推移を続け、企業景況感は雇用回復基調の持続を示唆。先行き不透明感から消費者マインドの改善は限定的に留まるも、良好な所得環境や金融環境の緩和等を支えとする緩やかな消費回復が、引き続き域内景気を支えると期待されます。
- ◆ 外需を巡る厳しさが増すも、域内需要は堅調さを維持。先行き不透明感による設備投資見送りの影響も比較的抑制され、ドイツの財政拡大への期待は強く、緩やかな投資活動の拡大は続きそうです。

### ● 雇用・所得環境は依然良好、緩やかながら消費回復による景気下支えは継続へ



### ● 域内需要の堅調さは増し、EU復興基金やドイツ財政拡張策は設備投資を後押ししか



## 先行き不透明感は根強く、米関税政策・欧州財政拡張策の影響を見極め

- ◆ 米国とEUは関税合意に達し、貿易政策を巡る不確実性は後退。しかし、米国の高関税賦課によるユーロ圏経済への影響を巡る不透明感は依然強く、その動向を慎重に見極める展開が続きます。
- ◆ 一方、防衛・インフラ分野における財政拡張による景気押し上げ期待も高まっています。ドイツ政府が閣議決定した2026年度予算案では、従来想定より前倒しでの支出増加が示唆され、欧州委員会は中期予算計画で同分野での支出規模拡大を明示。予算案審議や実現への動向が注視されます。

### ● 米国・EUは通商交渉に合意、不確実性は後退も、実体経済への影響を注視

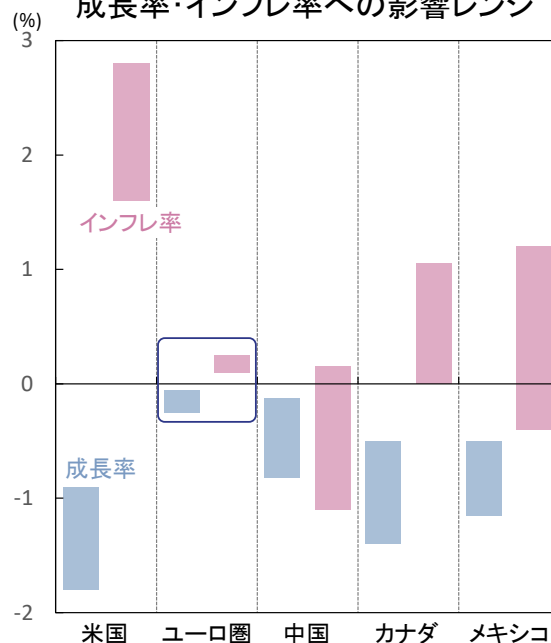
#### 米国・EUの 関税合意の共同声明(概要)

|            |                                                                                                                                                                                                                                                                |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 米国側の<br>対応 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・EU製品への関税率は15%を上限</li> <li>・自動車、医薬品、半導体等に関しては、最恵国税率と分野別関税率を含めて15%を上限</li> <li>・戦略的分野については、最恵国税率のみを適用(9月1日から相互関税率はゼロ)</li> <li>・鉄鋼・アルミへの関税率は50%を維持も低関税輸入枠の設定も検討</li> </ul>                                               |
| EU側の<br>対応 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・米国製工業製品への関税を撤廃</li> <li>・広範な農林水産物に特恵的アクセスを提供</li> <li>・2028年までに米国から7,500億ドル相当のLNG、石油、原子力エネルギー製品を調達(EUは加盟各国による調達を支援)</li> <li>・EU企業は2028年までに米国へ戦略的分野で6,000億ドルの新規投資をすると期待</li> <li>・米国からの軍事・防衛装備品調達を大幅に増加する計画</li> </ul> |
| 双方で<br>対応  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・不当なデジタル貿易障壁への対処</li> <li>・米国とEUに恩恵が及ぶよう原産地規制について協議</li> </ul>                                                                                                                                                          |

注) 2025年8月21日発表。

出所) 米国政府、欧州委員会より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 米関税政策による 成長率・インフレ率への影響レンジ

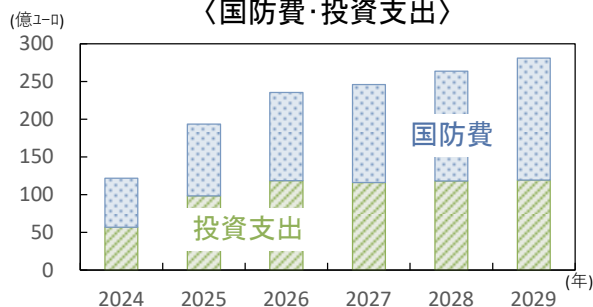


注) 各種シナリオを勘案した試算(2025年8月12日公表)。

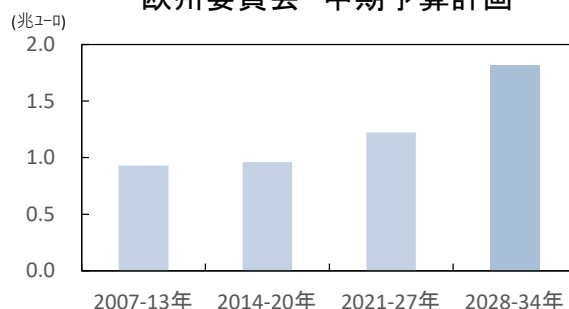
出所) BISより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● ドイツはインフラ投資拡大の前倒しを示唆し、欧州委員会は中期予算の拡大を計画

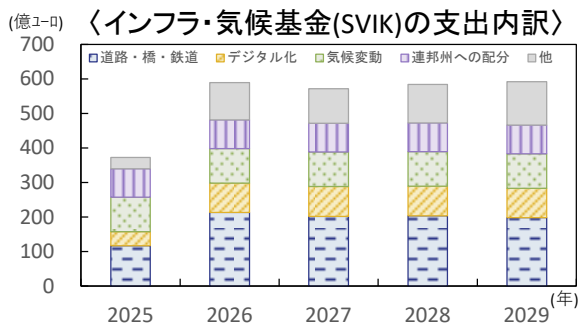
#### ドイツ 2026年予算案 〈国防費・投資支出〉



#### 欧州委員会 中期予算計画



#### 〈インフラ・気候基金(SVIK)の支出内訳〉

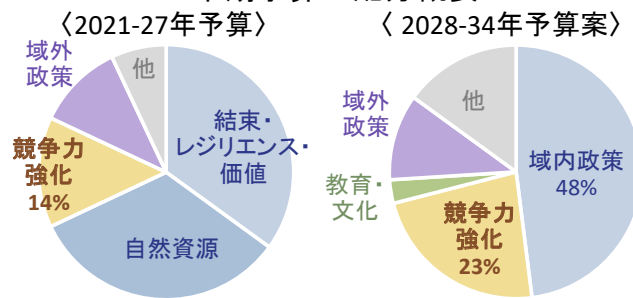


注) 値は2025年7月30日に閣議決定された予算案。

SVIKはメルツ政権創設のインフラ基金(10年で5,000億ユーロ規模)。

出所) ドイツ政府より三菱UFJアセットマネジメント作成

#### 中期予算の配分概要



注) 2028-34年予算案は2025年7月16日発表。

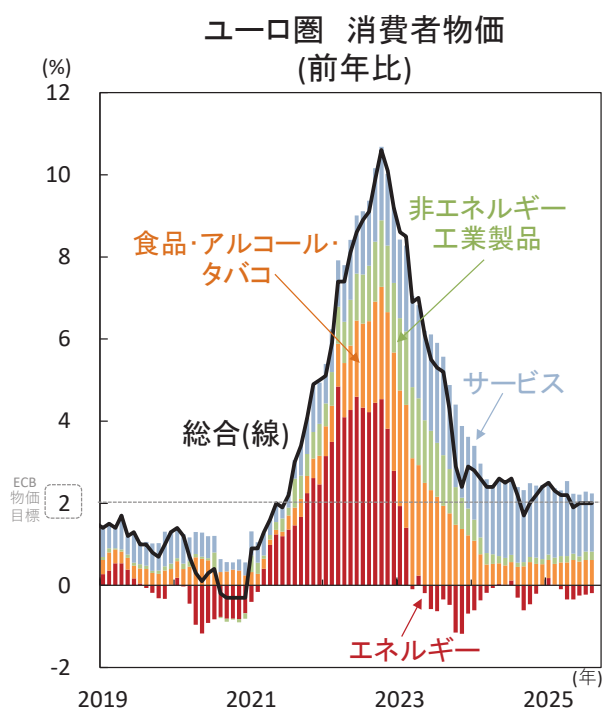
競争力強化には防衛強化やデジタル対応等が含まれる。

出所) 欧州委員会より三菱UFJアセットマネジメント作成

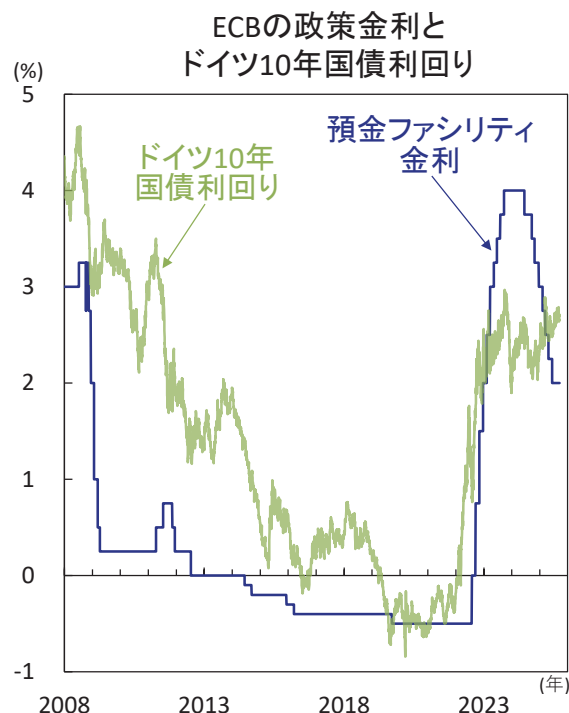
## ECBは様子見姿勢を継続

- ◆ 欧州中央銀行(ECB)は、9月政策理事会で政策金利の据え置きを決定。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し、足元の政策金利水準は良好と判断しました。
- ◆ ECBは先行きは不透明との見解は変わらず、慎重な様子見姿勢を堅持も、スタフ経済見通しでは、域内景気は堅調さを保ち、インフレ率が中期的に物価目標付近に留まると予想。、利下げ終了の可能性が高まる中、インフレ下押し圧力を見極め、利下げ終了の確度を探る局面が続く見込みです。

## ● ユーロ圏のインフレ率は物価目標付近で安定し、ECBが政策金利を据え置き

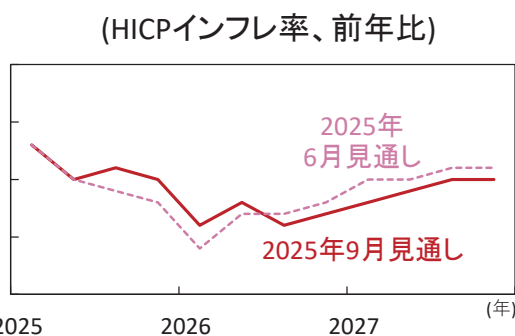
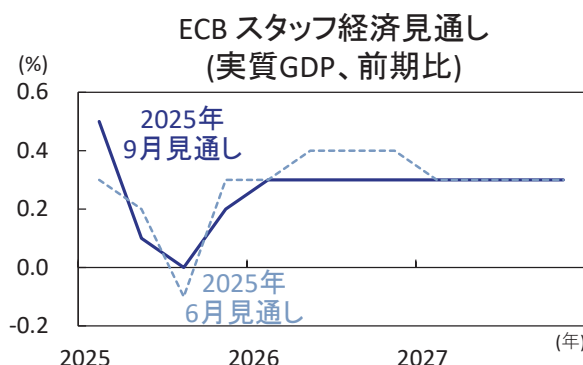


出所) Eurostatより三菱UFJアセットマネジメント作成

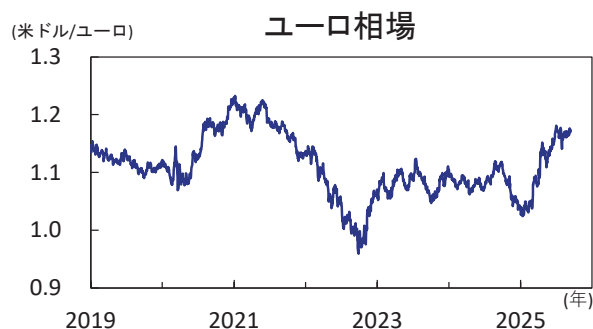
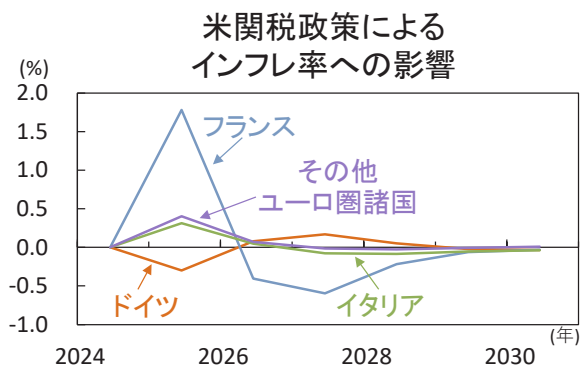


出所) ECB、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ● ECBによる利下げ終了の可能性高まる、今後はディスインフレ圧力の動向を見極め



出所) ECBより三菱UFJアセットマネジメント作成

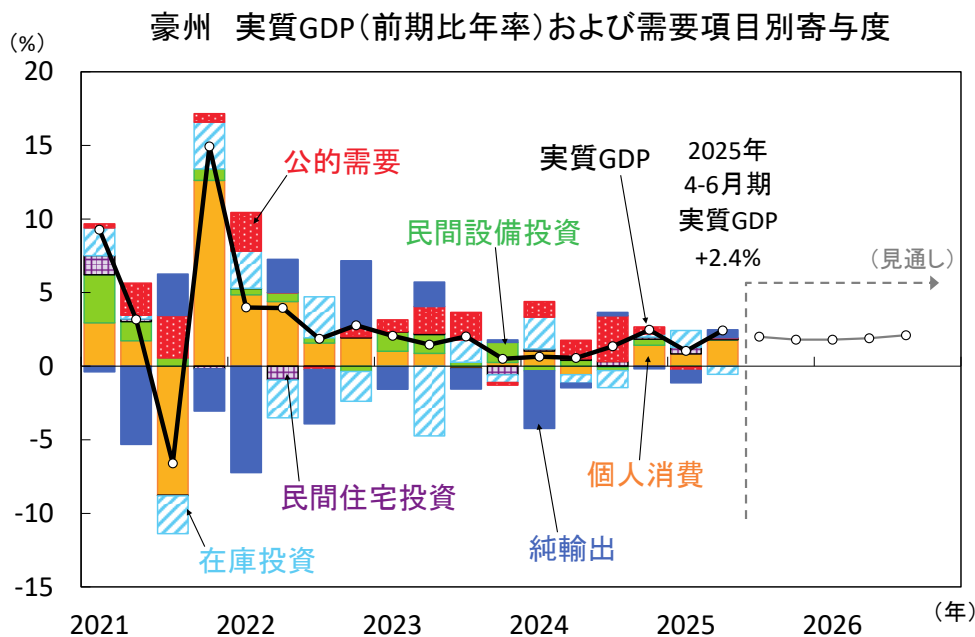


出所) ビーターン国際経済研究所、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 6. オーストラリア（豪州）経済：利下げ効果で巡航速度の景気回復へ

- ◆ 2025年4-6月期の実質GDPは前期比年率+2.4%と、消費主導の安定成長軌道に回帰しつつあります。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。
- ◆ 家計・企業心理は改善基調にあります。背景には、安定した雇用環境（失業率はやや上昇も依然低水準を維持）やインフレ低下による実質所得回復、また米国と各国の通商交渉進展があります。

## ● 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4-6月期。  
2025年7-9月期～2026年7-9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・企業心理は改善基調、安定した雇用・所得環境が消費の下支えに



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9月。  
企業信頼感指数は0が改善・悪化の境目、直近値は2025年8月。

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4-6月期、失業率が同年8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

出所) 豪統計局より三菱UFJアセットマネジメント作成

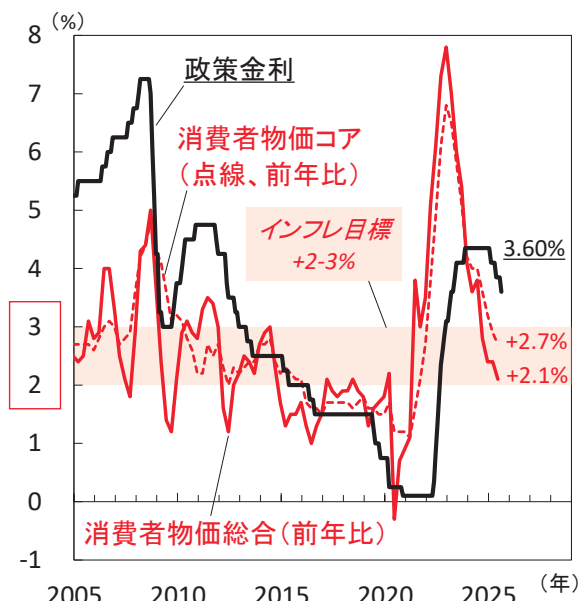


## 世界的な需要動向・資源市況・市場のリスク志向に左右されやすい豪ドル

- ◆ 豪中銀は2025年2・5・8月に0.25%ずつ利下げを実施、当面は断続的な利下げを続ける見通しです。慎重な利下げが見込まれる米国との金利差は広がりやすく、豪ドルも一進一退が続きそうです。
- ◆ 豪ドルは世界的なリスク志向や需要動向、鉄鉱石・石炭など鉱物資源価格やその主要輸出先である中国の景気に左右されやすい傾向があります。引き続き、世界経済や国際金融市場を揺るがす材料となりうる米国トランプ政権の動静やウクライナ・中東など地政学リスクの変化も要注意です。

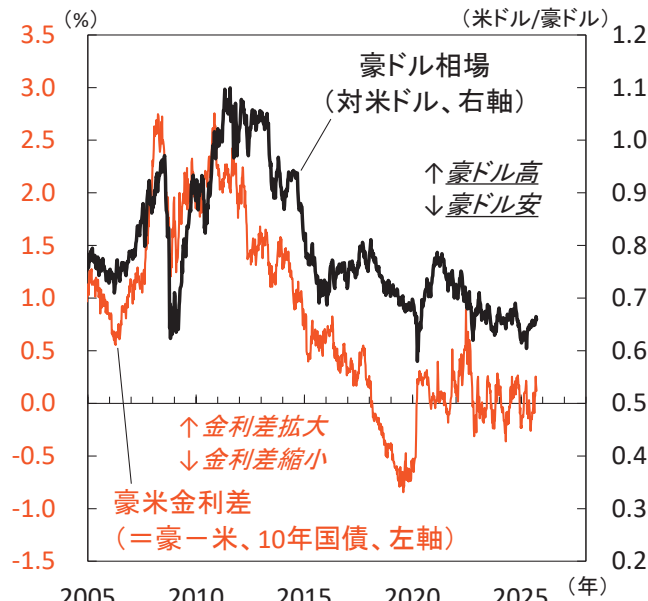
### ● 豪中銀はインフレ安定を確認し利下げを継続、米国との金利差は一進一退か

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8月、消費者物価が同年4-6月期。  
出所) 豪統計局、豪中銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

豪ドル相場と豪米金利差

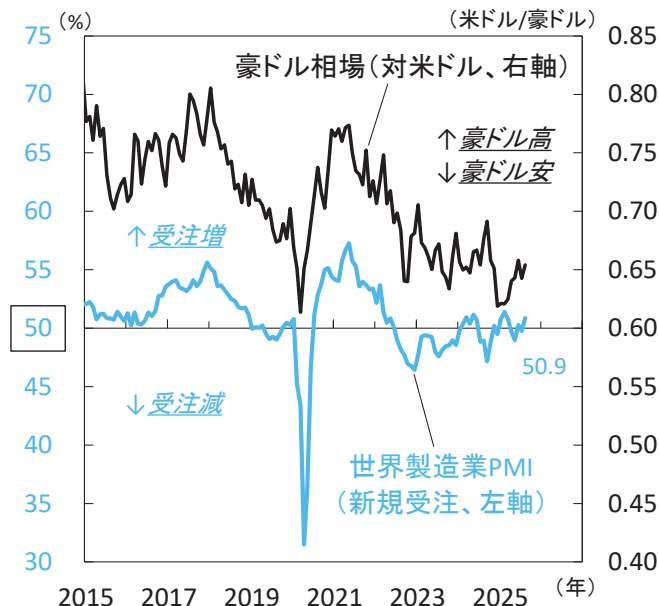


注) 直近値は2025年9月19日（週次）。

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需要動向や鉱物資源価格の変化に注意

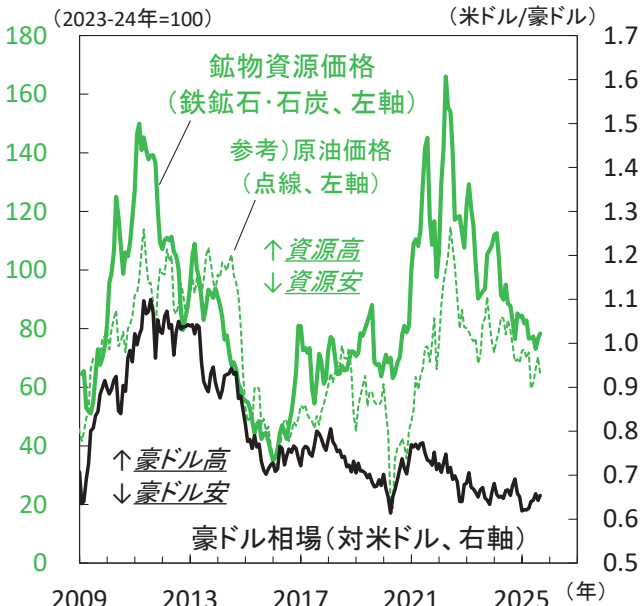
豪ドル相場と世界製造業受注



注) 世界製造業PMI（新規受注）は50が受注増・減の境目。  
直近値は2025年8月。

出所) S&Pグローバル、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

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8月。

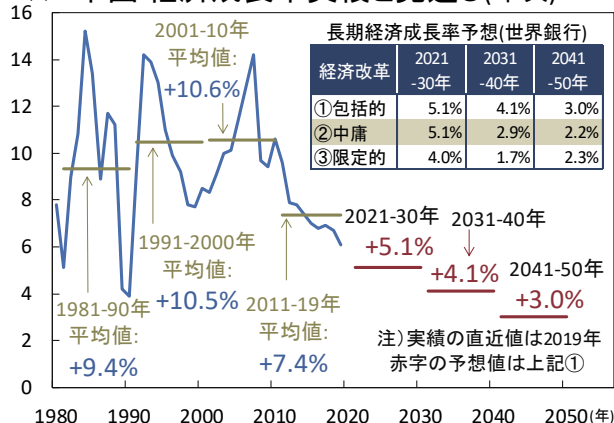
出所) 豪統計局、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 7. 中国経済：今年前半に回復した景気は足元で急減速

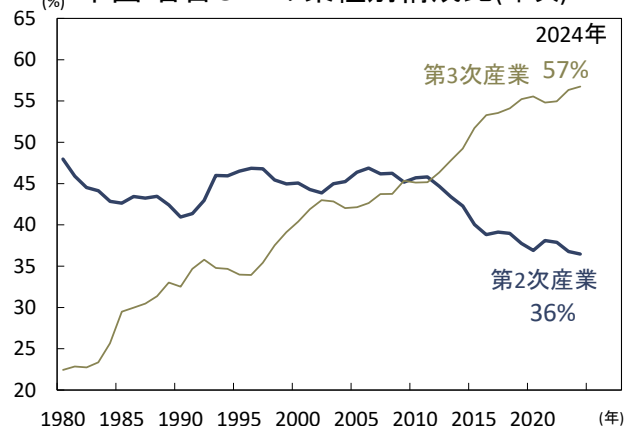
- ◆ 近年の中国の経済成長率鈍化の主因は中期的な潜在成長力の低下です。背景には、高齢化に伴う生産年齢人口の伸びの鈍化や、農村部から都市部への労働力の移動の一巡があります。
- ◆ 過去30年の高成長の過程では、輸出と投資の伸びが成長をけん引。貿易・投資自由化に伴う世界経済との統合、人為的な低金利などが背景でした。しかし、労働力不足の顕在化とともに人件費は上昇。今後は成長率が低下するとともに、総需要に占める家計消費の比重が上昇する見込みです。

## ● 中期的に低下する潜在成長力と変化する経済構造

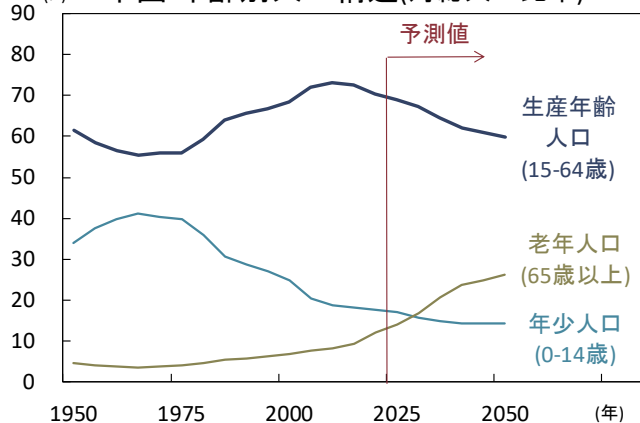
中国 経済成長率実績と見通し(年次)



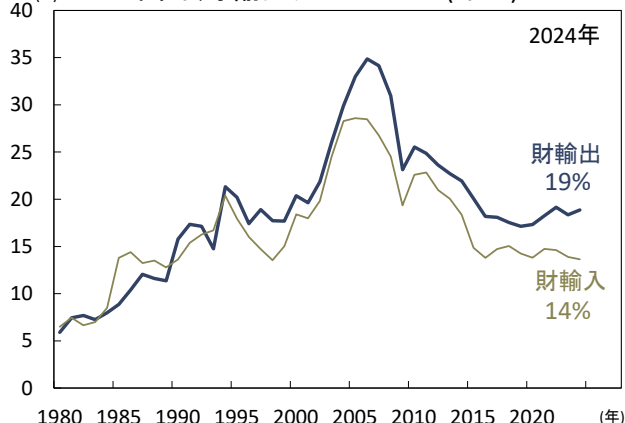
中国 名目GDPの業種別構成比(年次)



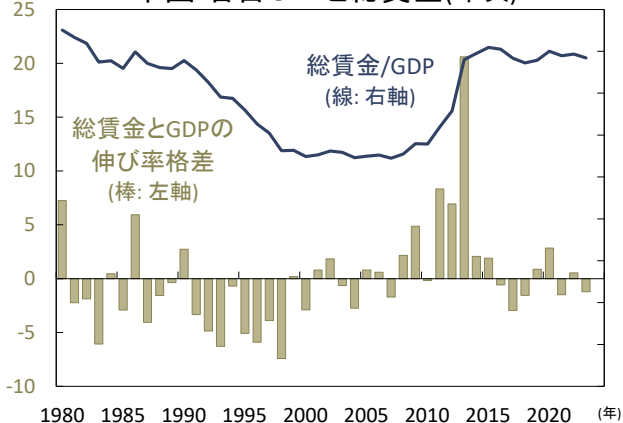
中国 年齢別人口構造(対総人口比率)



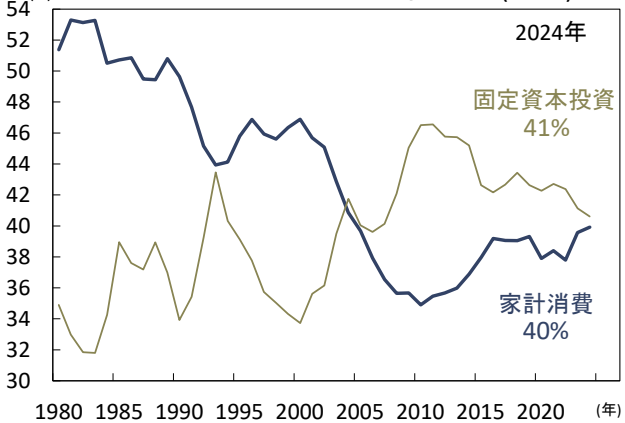
中国 財輸出入のGDP比(年次)



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)



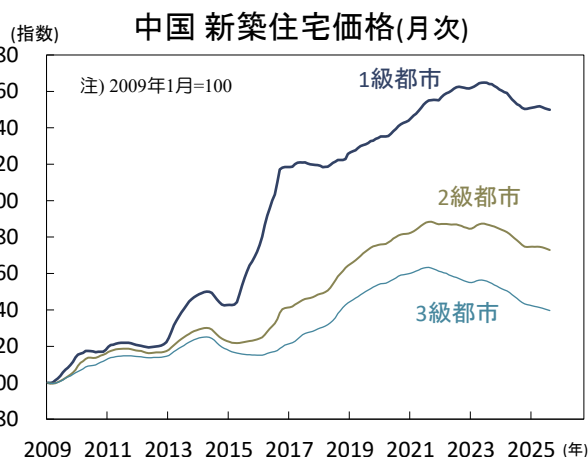
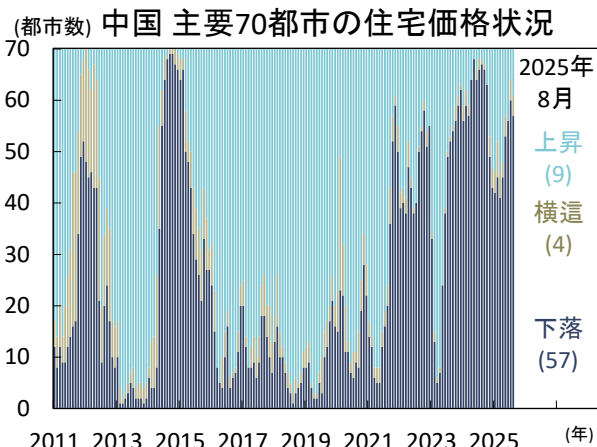
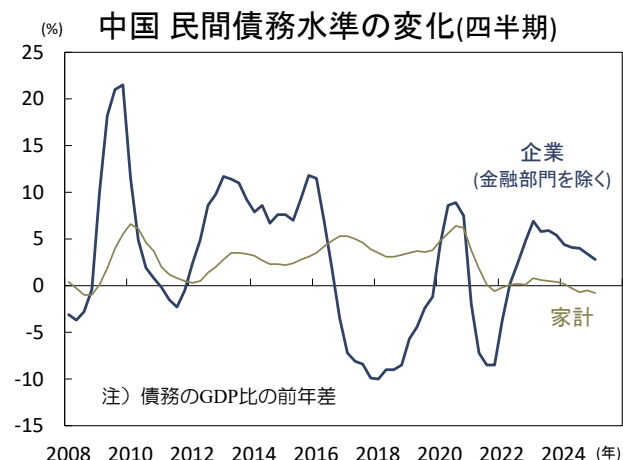
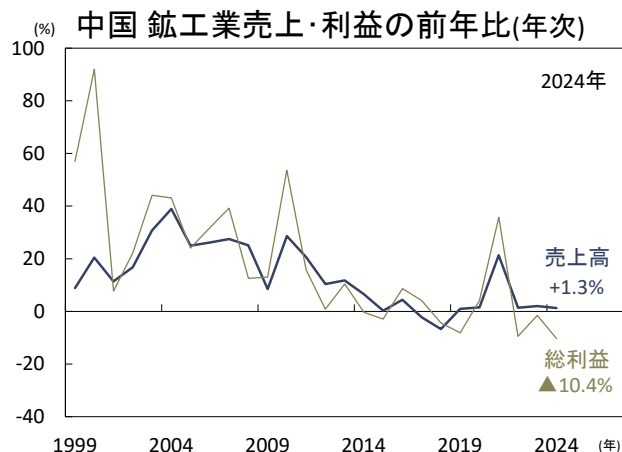
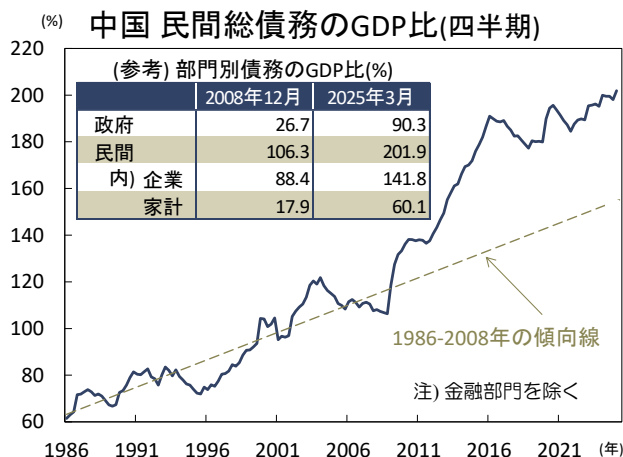
注) 上段: 左図の予測値はWorld Bank Group and DRC of State Council, PRC, "Innovative China, New Driver of Growth"による。  
中段: 左図は5力年。2020年までは国連による推計値で、2025~2050年は同予測値(World Population Prospects, 2023による)。  
下段: 左図の直近値は2023年。

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2025年3月。  
中段: 左図の直近値は2025年3月。  
下段: 右図の直近値は2025年8月。

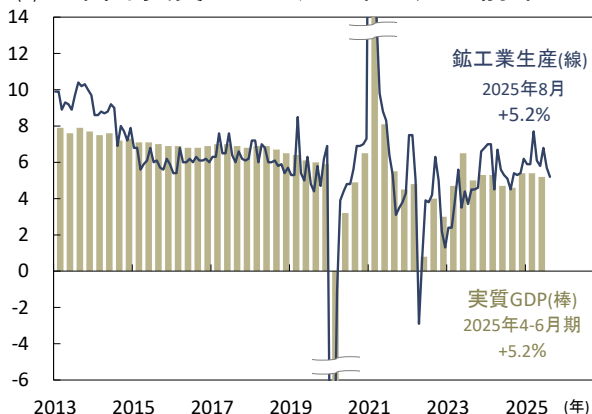
出所) 国際決済銀行(BIS)、中国国家统计局、CEIC、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 景気支援策に支えられ回復した景気は足元で急減速

- ◆ 今年前半に堅調に拡大した景気は7-8月に急速に悪化。都市部固定資産投資の伸びは2カ月連続で落ち込みました。小売売上高の伸びも鈍化。耐久財買替支援策の効果も一巡しつつあります。
- ◆ 住宅不況、過剰設備の削減、公務員向け儉約令など景気の重しは多く、今後は米関税引き上げ前の駆け込み輸出や買い替え支援策による耐久財消費需要の先食いの反動も生じる見込み。景気は9月よりさらに悪化し、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。

### ● 景気刺激策に支えられ今年前半に堅調だった内需は足元で急速に悪化

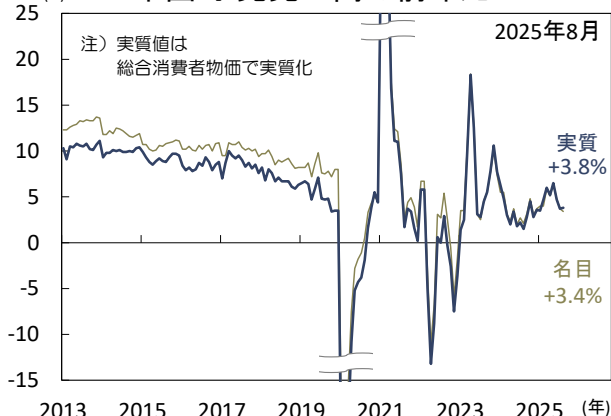
中国 実質GDPと鉱工業生産の前年比



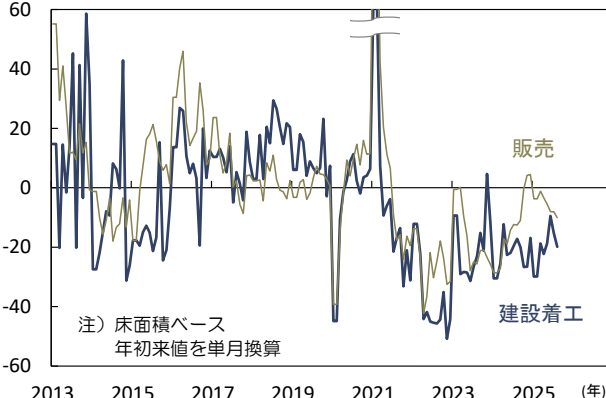
中国 住宅着工・販売の前年比



中国 小売売上高の前年比



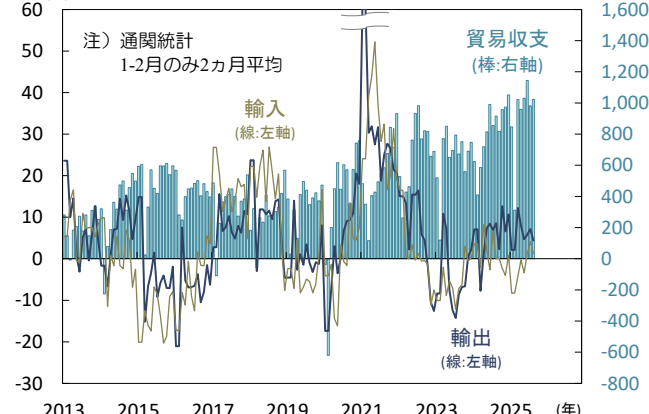
中国 住宅着工・販売の前年比



中国 品目別小売売上高の前年比



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8月。  
下段: 左右図とも直近値は2025年8月。

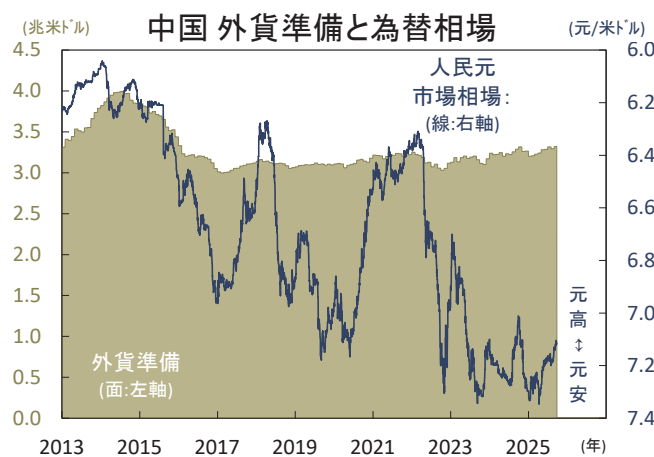
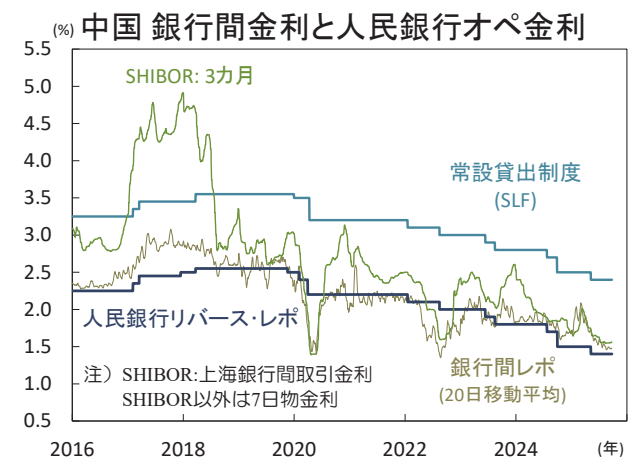
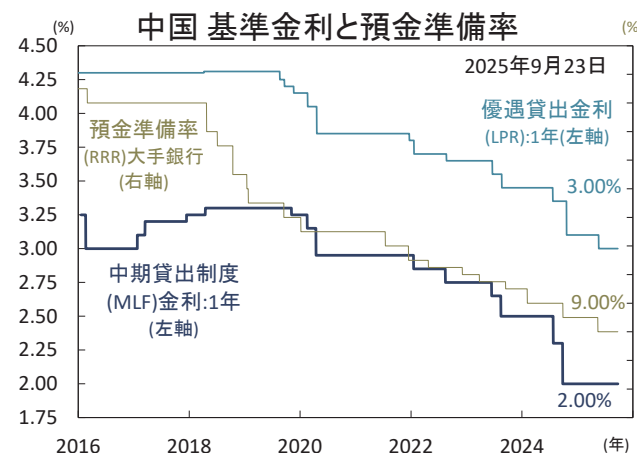
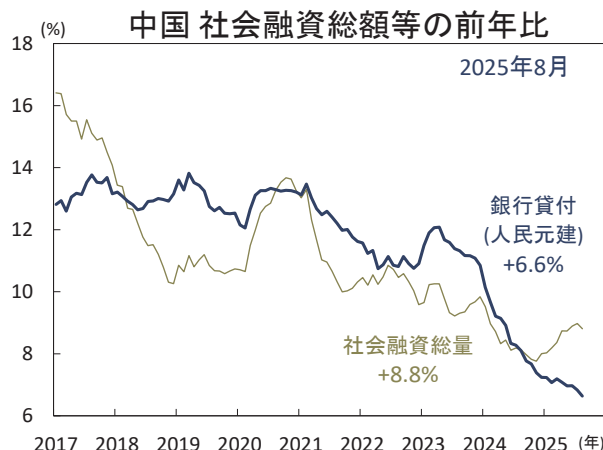
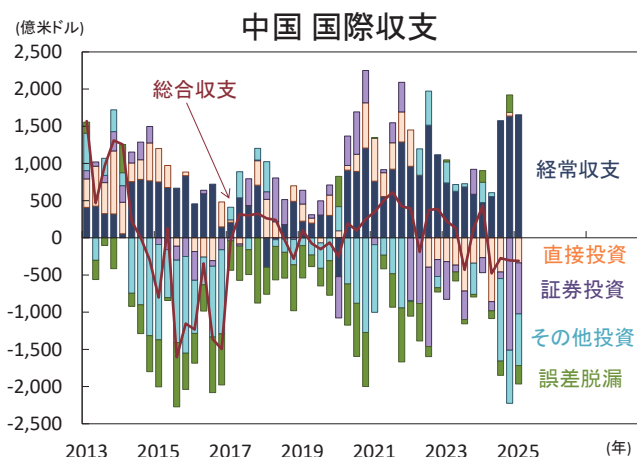
出所) 中国国家统计局、中国海関総署、中国国家衛生健康委員会、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成



## 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ました。元はユーロ等に対しては下落。当局はドル安基調の下で対ドル相場の基準値を緩やかに切り上げ相場上昇を容認しています。
- ◆ 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、短期金利が低下する中で株価が急伸



注) 上段: 直近値は、左図: 2025年1-3月期。  
中段: 直近値は、右図: 2025年9月23日。  
下段: 直近値は、左図: 2025年9月23日、右図: 為替相場は2025年9月23日、外貨準備は2025年8月。

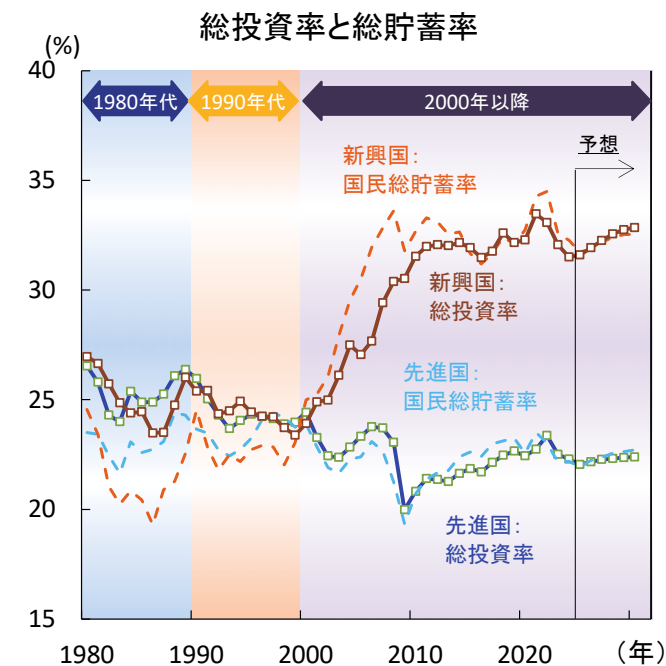
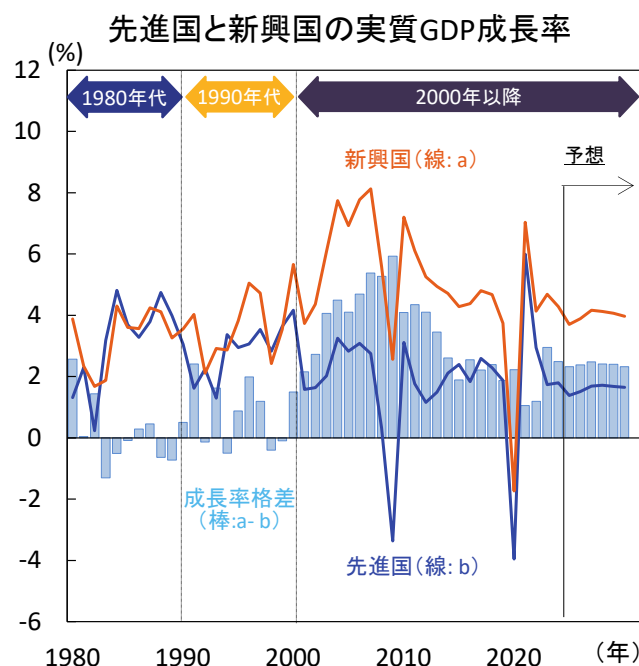
出所) 中国人民銀行(PBoC)、中国国家外為管理局(SAFE)、CEIC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成



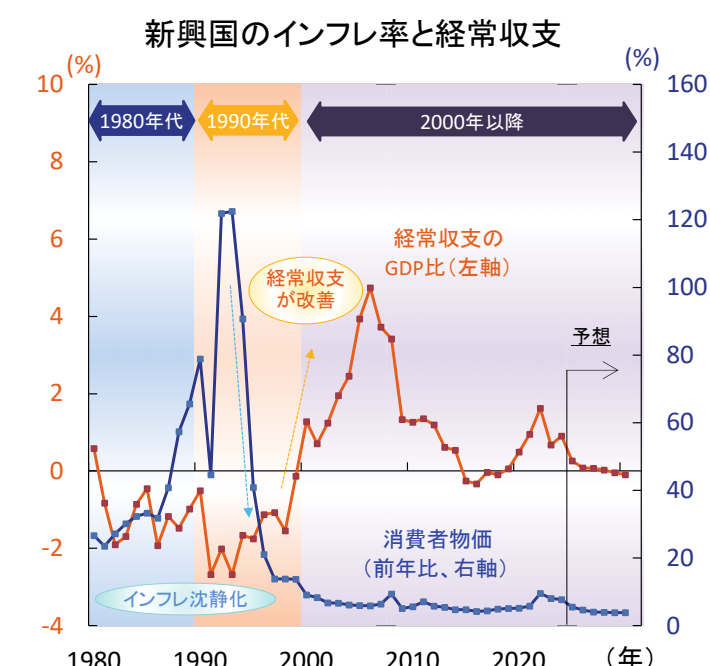
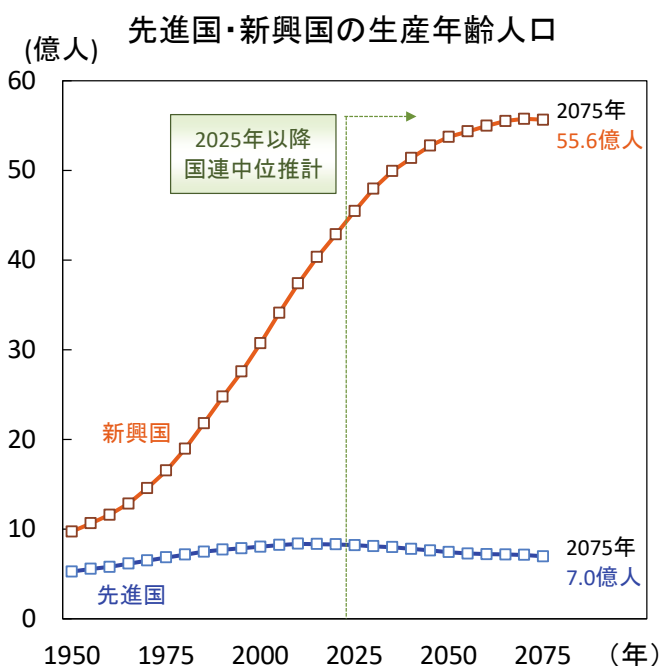
## 8. 新興国経済：対米通商問題や国内政治状況に注目

- ◆ 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)                      | (b)             | (c)                  | (d)                     | (e)                   | (f)                         | (g)                         | (h)                     | (i)                       | (j)                       | (k)                       | (l)                    | (m)                   | (n)              | (o)                            |
|                  |          | 名目<br>GDP<br><br>(10億ドル) | 人口<br><br>(百万人) | 人口<br>伸び<br>率<br>(%) | 一人<br>当たり<br>所得<br>(ドル) | GDP<br>成長<br>率<br>(%) | 国内総<br>貯蓄率<br>(GDP比)<br>(%) | 国内総<br>投資率<br>(GDP比)<br>(%) | 消費者<br>物価<br>上昇率<br>(%) | 財政<br>収支<br>(GDP比)<br>(%) | 政府<br>債務<br>(GDP比)<br>(%) | 経常<br>収支<br>(GDP比)<br>(%) | 対外<br>純債務<br>比率<br>(%) | 対外<br>返済<br>比率<br>(%) | 流動性<br>比率<br>(%) | 外貨<br>準備<br>カバー<br>カパー<br>(ヵ月) |
| 日米               | 日本<br>米国 | 4,353<br>30,178          | 123.1<br>342.9  | -0.5<br>0.7          | 55,120<br>85,980        | 1.2<br>3.0            | 25.7<br>14.1                | 26.3<br>18.1                | 2.3<br>4.5              | -3.2<br>-6.9              | 210.6<br>117.7            | 4.3<br>-4.7               | -98.6<br>299.4         | 38.5<br>87.2          | 127.5<br>29.0    | 12.0<br>1.9                    |
| ユーロ圏             | ドイツ      | 4,957                    | 84.9            | 0.4                  | 74,880                  | 0.9                   | 24.9                        | 21.3                        | 4.5                     | -3.0                      | 63.2                      | 5.1                       | -38.1                  | 38.4                  | 39.7             | 2.0                            |
|                  | オランダ     | 1,321                    | 18.1            | 0.7                  | 83,040                  | 2.7                   | 31.8                        | 19.5                        | 5.0                     | -2.0                      | 43.3                      | 9.5                       | -40.5                  | 84.2                  | 46.2             | 0.8                            |
|                  | フィンランド   | 315                      | 5.6             | 0.4                  | 64,340                  | 0.8                   | 23.1                        | 23.0                        | 3.3                     | -4.0                      | 86.3                      | -0.3                      | 111.4                  | 49.8                  | 38.2             | 1.3                            |
|                  | フランス     | 3,297                    | 68.7            | 0.3                  | 62,620                  | 2.6                   | 20.9                        | 22.1                        | 3.4                     | -5.5                      | 116.6                     | -0.2                      | 89.1                   | 77.2                  | 43.7             | 3.0                            |
|                  | ベルギー     | 703                      | 11.9            | 0.6                  | 73,360                  | 2.7                   | 23.8                        | 23.8                        | 4.6                     | -5.5                      | 107.8                     | -1.3                      | 28.2                   | 27.9                  | 39.4             | 0.9                            |
|                  | アイルランド   | 635                      | 5.4             | 1.6                  | 99,470                  | 5.1                   | 60.1                        | 17.0                        | 3.7                     | 1.3                       | 37.5                      | 12.8                      | -160.3                 | 37.3                  | 22.9             | 0.1                            |
|                  | イタリア     | 2,491                    | 59.0            | -0.2                 | 60,460                  | 3.2                   | 24.5                        | 22.4                        | 3.9                     | -3.0                      | 136.7                     | 0.8                       | 78.5                   | 47.3                  | 32.2             | 3.9                            |
|                  | スペイン     | 1,846                    | 49.4            | 0.9                  | 56,630                  | 4.2                   | 24.9                        | 20.9                        | 4.0                     | -2.8                      | 101.5                     | 2.6                       | 91.8                   | 47.1                  | 39.4             | 1.8                            |
|                  | ポルトガル    | 331                      | 10.8            | 0.8                  | 49,690                  | 3.8                   | 21.5                        | 20.0                        | 3.8                     | 0.2                       | 92.6                      | 1.5                       | 50.7                   | 23.7                  | 58.0             | 3.1                            |
| ギリシャ             | 275      | 10.3                     | -0.8            | 43,100               | 4.3                     | 12.0                  | 17.7                        | 3.9                         | 0.7                     | 146.5                     | -6.9                      | 211.5                     | 16.1                   | 21.9                  | 0.8              |                                |
| 欧州<br>その他        | デンマーク    | 463                      | 6.0             | 0.6                  | 82,240                  | 3.7                   | 33.0                        | 21.7                        | 3.4                     | 2.3                       | 28.3                      | 12.4                      | -14.9                  | 19.9                  | 66.5             | 4.3                            |
|                  | スウェーデン   | 622                      | 10.6            | 0.6                  | 74,150                  | 1.7                   | 27.9                        | 25.2                        | 4.1                     | -1.0                      | 33.6                      | 7.5                       | 70.2                   | 27.7                  | 78.6             | 2.2                            |
|                  | 英国       | 3,871                    | 69.8            | 0.9                  | 60,090                  | 3.2                   | 16.5                        | 18.2                        | 4.9                     | -5.3                      | 103.8                     | -2.9                      | 53.1                   | 73.8                  | 54.9             | 1.1                            |
| 資源国              | ノルウェー    | 500                      | 5.5             | 0.4                  | 105,770                 | 2.2                   | 36.2                        | 24.8                        | 4.2                     | 9.3                       | 54.2                      | 15.5                      | -95.4                  | 40.5                  | 66.8             | 5.9                            |
|                  | カナダ      | 2,256                    | 41.7            | 1.9                  | 64,470                  | 2.8                   | 22.2                        | 22.8                        | 3.8                     | -2.6                      | 89.3                      | -0.8                      | 192.2                  | 31.2                  | 38.5             | 1.6                            |
|                  | オーストラリア  | 1,787                    | 27.5            | 1.5                  | 68,800                  | 2.9                   | 25.8                        | 26.4                        | 4.3                     | -2.6                      | 49.1                      | -2.4                      | 174.4                  | 105.1                 | 50.4             | 1.3                            |
|                  | ニュージーランド | 259                      | 5.3             | 1.1                  | 53,160                  | 2.2                   | 20.9                        | 22.4                        | 4.5                     | -4.2                      | 51.5                      | -5.0                      | 174.5                  | 45.2                  | 34.5             | 3.8                            |
| アジア              | シンガポール   | 568                      | 6.1             | 1.3                  | 126,190                 | 4.5                   | 58.6                        | 24.9                        | 3.4                     | 9.0                       | 39.4                      | 16.3                      | -94.2                  | 19.4                  | 123.6            | 4.2                            |
|                  | 香港       | 430                      | 7.5             | 0.1                  | 82,340                  | 2.1                   | 19.8                        | 18.1                        | 1.9                     | -5.0                      | 58.3                      | 10.1                      | -135.8                 | 15.3                  | 177.6            | 5.3                            |
|                  | 台湾       | 869                      | 23.4            | -0.1                 | -                       | 3.7                   | 40.4                        | 27.1                        | 2.3                     | 0.7                       | 28.8                      | 15.3                      | -286.1                 | 2.6                   | 378.8            | 15.4                           |
|                  | 中国       | 19,204                   | 1,406.3         | -0.1                 | 26,920                  | 5.3                   | 43.5                        | 39.6                        | 0.7                     | -8.4                      | 68.5                      | 2.1                       | -110.7                 | 7.4                   | 207.3            | 11.0                           |
|                  | 韓国       | 1,867                    | 51.5            | -0.2                 | 55,356                  | 2.4                   | 35.1                        | 28.8                        | 3.1                     | -2.6                      | 49.4                      | 4.8                       | -48.7                  | 13.6                  | 196.3            | 6.2                            |
|                  | マレーシア    | 459                      | 36.0            | 1.2                  | 37,500                  | 5.1                   | 25.9                        | 20.9                        | 2.3                     | -2.8                      | 76.5                      | 2.4                       | -2.6                   | 13.0                  | 79.4             | 4.3                            |
|                  | タイ       | 580                      | 70.4            | 0.2                  | 24,020                  | 2.1                   | 24.8                        | 21.4                        | 2.0                     | -4.5                      | 59.6                      | 2.1                       | -59.4                  | 5.7                   | 229.5            | 6.9                            |
|                  | インド      | 4,207                    | 1,453.3         | 0.8                  | 11,000                  | 7.9                   | 28.6                        | 30.8                        | 5.1                     | -7.3                      | 81.5                      | -0.7                      | -27.2                  | 5.5                   | 220.0            | 8.1                            |
|                  | フィリピン    | 503                      | 117.1           | 0.9                  | 13,330                  | 6.0                   | 9.3                         | 23.4                        | 4.2                     | -4.0                      | 54.9                      | -3.6                      | 12.5                   | 14.2                  | 248.6            | 6.8                            |
|                  | インドネシア   | 1,441                    | 286.0           | 0.8                  | 16,010                  | 4.8                   | 39.5                        | 29.7                        | 2.7                     | -2.8                      | 40.7                      | -1.3                      | 5.6                    | 16.7                  | 110.0            | 5.7                            |
| ベトナム             | 500      | 102.5                    | 1.0             | 15,850               | 5.8                     | 37.3                  | 32.6                        | 3.0                         | -3.4                    | 33.3                      | 3.6                       | -16.3                     | 4.1                    | 227.3                 | 2.2              |                                |
| スリランカ            | 110      | 22.3                     | 0.4             | 15,240               | 0.8                     | 27.1                  | 24.0                        | 15.5                        | -6.5                    | 96.5                      | -0.8                      | 171.1                     | 25.5                   | 72.3                  | 2.9              |                                |
| 中東・欧・中東・<br>アフリカ | チェコ      | 368                      | 10.9            | 0.3                  | 54,340                  | 2.1                   | 32.4                        | 26.3                        | 7.1                     | -2.2                      | 44.4                      | 1.5                       | -28.3                  | 5.6                   | 106.1            | 7.0                            |
|                  | イスラエル    | 623                      | 9.4             | 1.6                  | 55,250                  | 4.3                   | 27.0                        | 24.7                        | 3.2                     | -8.3                      | 71.3                      | 2.9                       | -179.9                 | 6.4                   | 419.9            | 15.1                           |
|                  | サウジアラビア  | 1,285                    | 36.6            | 3.0                  | 71,600                  | 5.1                   | 33.8                        | 30.2                        | 2.3                     | -4.0                      | 29.7                      | -2.9                      | -35.0                  | 16.7                  | 201.1            | 12.6                           |
|                  | ポーランド    | 1,022                    | 36.6            | -0.5                 | 48,680                  | 3.7                   | 21.7                        | 19.0                        | 7.4                     | -6.9                      | 59.3                      | -0.9                      | -4.2                   | 13.2                  | 153.4            | 5.4                            |
|                  | 南アフリカ    | 428                      | 63.9            | 1.3                  | 15,150                  | 1.9                   | 13.2                        | 11.5                        | 5.1                     | -5.1                      | 78.9                      | -0.9                      | 34.5                   | 11.3                  | 99.9             | 5.4                            |
|                  | ルーマニア    | 400                      | 18.9            | -0.4                 | 47,420                  | 2.7                   | 20.8                        | 26.4                        | 7.8                     | -7.4                      | 56.9                      | -7.6                      | 55.6                   | 17.1                  | 129.8            | 4.4                            |
|                  | ブルガリア    | 124                      | 6.4             | -1.7                 | 39,130                  | 3.9                   | 20.5                        | 21.8                        | 6.1                     | -3.0                      | 28.6                      | -2.5                      | -53.4                  | 4.8                   | 376.4            | 7.2                            |
|                  | トルコ      | 1,423                    | 89.0            | 1.1                  | 43,410                  | 5.6                   | 27.5                        | 32.3                        | 47.8                    | -4.0                      | 25.4                      | -1.2                      | 54.2                   | 20.1                  | 81.4             | 4.4                            |
| ハンガリー            | 228      | 9.5                      | -0.3            | 46,400               | 2.4                     | 27.8                  | 22.7                        | 9.1                         | -4.6                    | 73.0                      | 1.6                       | 25.6                      | 12.6                   | 130.6                 | 2.8              |                                |
| 中南米              | チリ       | 343                      | 19.9            | 0.8                  | 32,850                  | 3.7                   | 27.3                        | 24.3                        | 6.3                     | -1.9                      | 42.3                      | -2.0                      | 69.4                   | 31.8                  | 78.7             | 3.9                            |
|                  | ウルグアイ    | 83                       | 3.5             | 0.4                  | 34,060                  | 3.3                   | 20.9                        | 16.0                        | 6.6                     | -3.9                      | 65.4                      | -1.0                      | -72.3                  | 15.0                  | 261.3            | 7.6                            |
|                  | ペルー      | 301                      | 34.4            | 1.1                  | 16,770                  | 4.4                   | 19.2                        | 22.2                        | 4.5                     | -2.8                      | 31.9                      | 1.4                       | -4.6                   | 11.8                  | 257.7            | 10.7                           |
|                  | メキシコ     | 1,766                    | 130.7           | 0.7                  | 24,920                  | 2.9                   | 18.9                        | 22.7                        | 5.6                     | -4.3                      | 54.0                      | 0.4                       | 13.7                   | 6.7                   | 140.2            | 3.8                            |
|                  | コロンビア    | 438                      | 53.3            | 0.9                  | 21,060                  | 4.7                   | 13.1                        | 17.8                        | 7.3                     | -6.7                      | 59.0                      | -2.0                      | 80.4                   | 26.9                  | 103.5            | 7.1                            |
|                  | ブラジル     | 2,203                    | 220.3           | 0.7                  | 21,650                  | 3.4                   | 17.5                        | 17.0                        | 6.4                     | -8.0                      | 79.3                      | -2.8                      | 51.4                   | 28.4                  | 122.9            | 8.1                            |
|                  | ボリビア     | 58                       | 12.5            | 1.4                  | 10,880                  | 3.1                   | 12.0                        | 16.9                        | 5.6                     | -9.7                      | 75.0                      | -1.9                      | 58.7                   | 26.0                  | 84.9             | 1.4                            |
|                  | アルゼンチン   | 737                      | 47.4            | 1.0                  | 29,570                  | 3.7                   | 18.2                        | 16.4                        | 105.8                   | 0.5                       | 69.2                      | -1.5                      | -47.9                  | 25.0                  | 58.1             | 4.2                            |
|                  |          |                          |                 |                      |                         |                       |                             |                             |                         |                           |                           |                           |                        |                       |                  |                                |

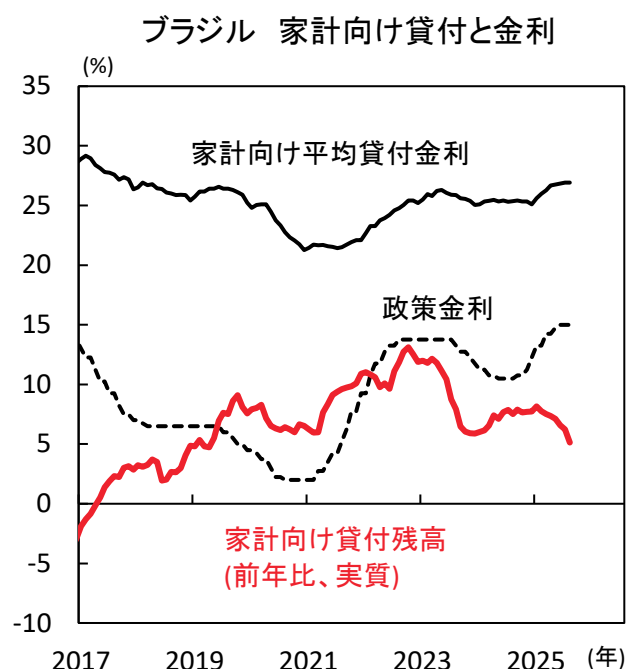
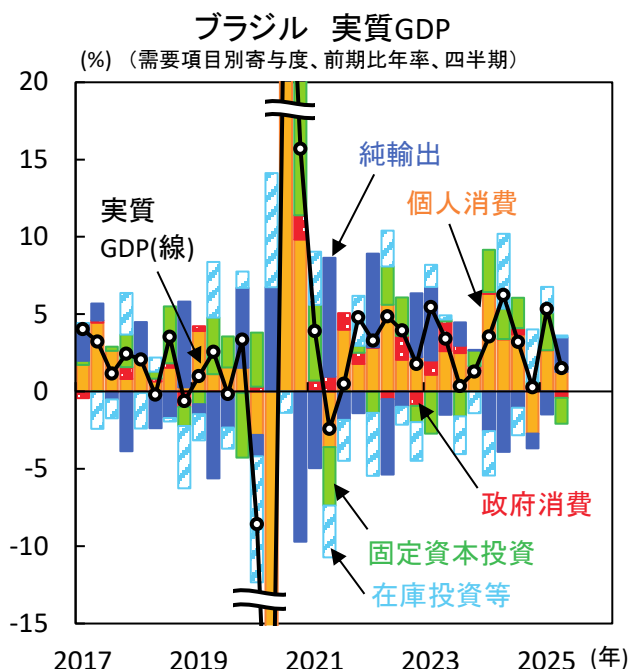
注) 数値は、2025年のFitch予想値。(c)と(e)と(h)は2025年までの5年平均値。(d)は、物価水準を考慮した購買力平価(PPP)ベースの一人当たり国民総所得(GNI)。(i)と(j)は、一般政府の財政収支と債務。(l)と(m)は、対外純債務と対外返済(デット・サービス)の経常勘定受取額に対する比率。ただし、対外返済は、中長期の対外債務の元本返済額プラス全ての対外債務の金利支払額、経常勘定受取額は、経常収支項目(財サービス貿易、所得、経常移転)の受取額合計。(n)は、対外流動資産/対外流動負債。ただし、流動資産=外貨準備プラス銀行の対外資産、流動負債=長期債務の元利金返済プラス短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

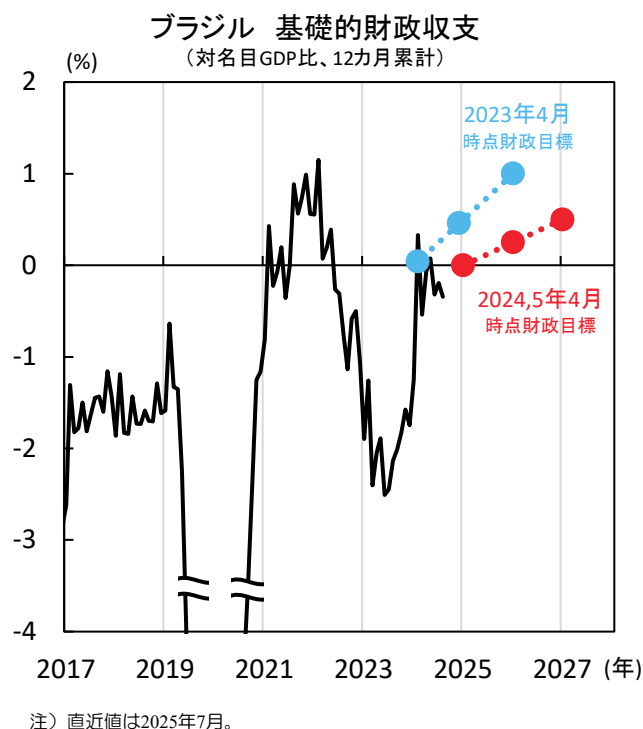
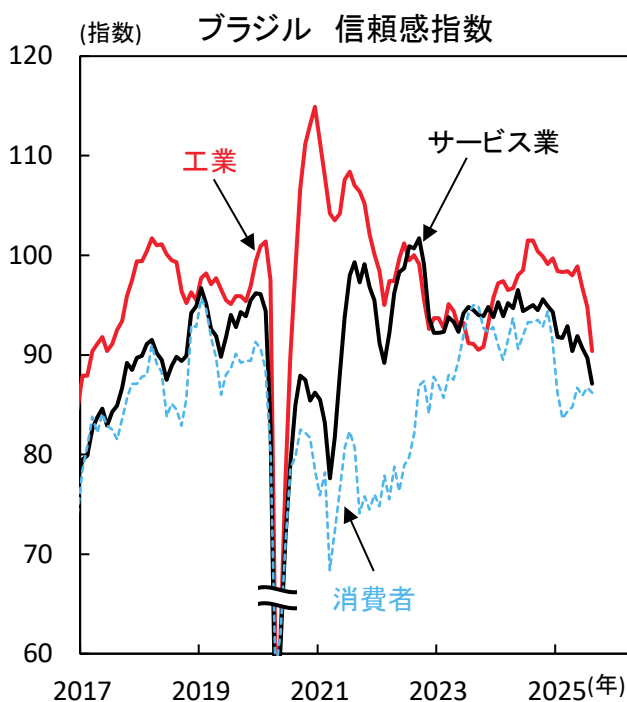
## ①ブラジル: 高金利と地政学リスクが景気下押し圧力に

- ◆ 2025年4-6月期の実質GDPは前期比+0.4%(前期同+1.3%)と失速。利上げ効果の浸透や米国による高関税賦課から国内貸付の伸びが鈍化し、これまで景気をけん引した内需が減速しました。
- ◆ 財政拡張余地が限られる中、利上げ効果と米関税が今後も内需を下押すでしょう。ボルソナロ前大統領のクーデター関与に関する有罪判決やBRICS拡大に対して強硬姿勢を見せる米国との対立も懸念点。内需・外需両面の不透明感から、景気は目先減速感を強めると見込まれます。

## ● 金融引き締め効果が徐々に浸透、景気けん引役の個人消費は減速



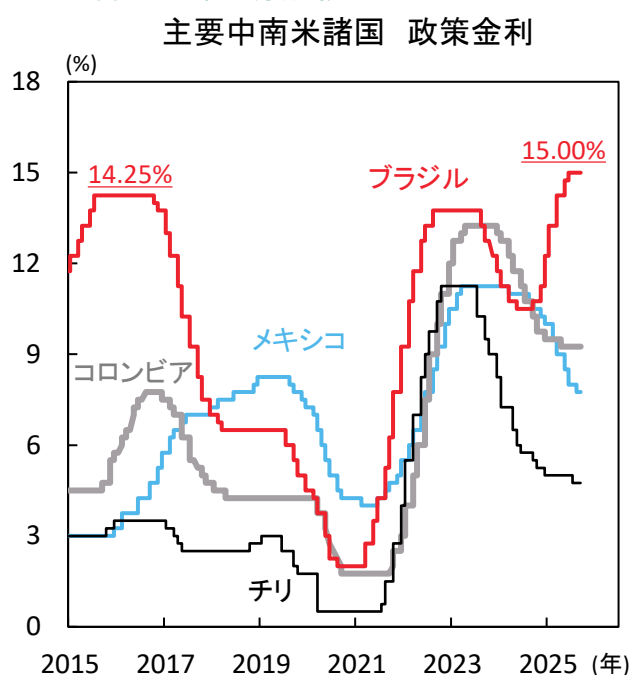
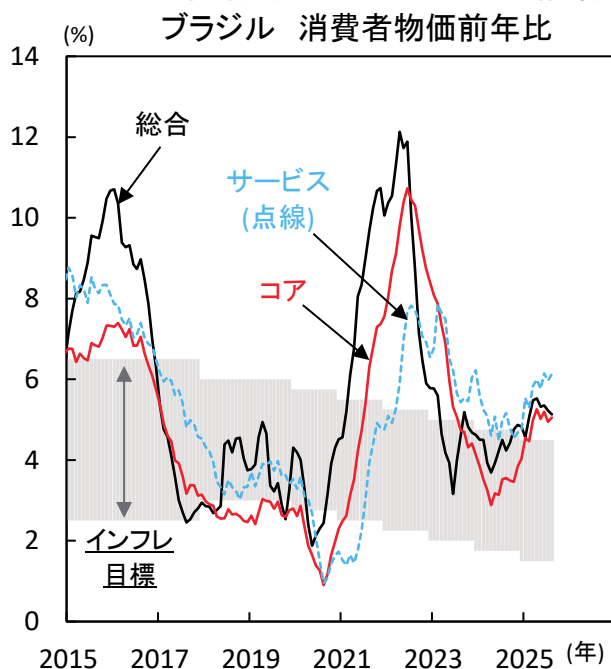
## ● 景況感は企業・民間ともに低空飛行も、財政拡張余地は限定的



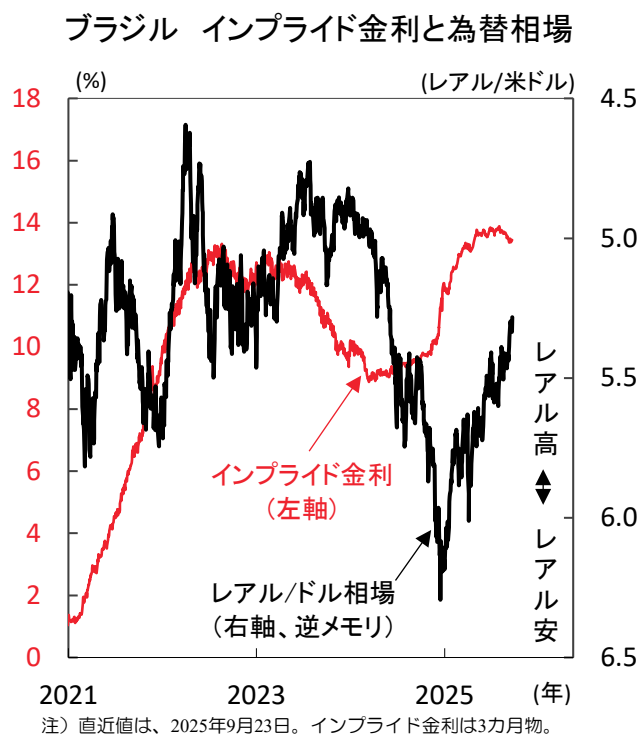
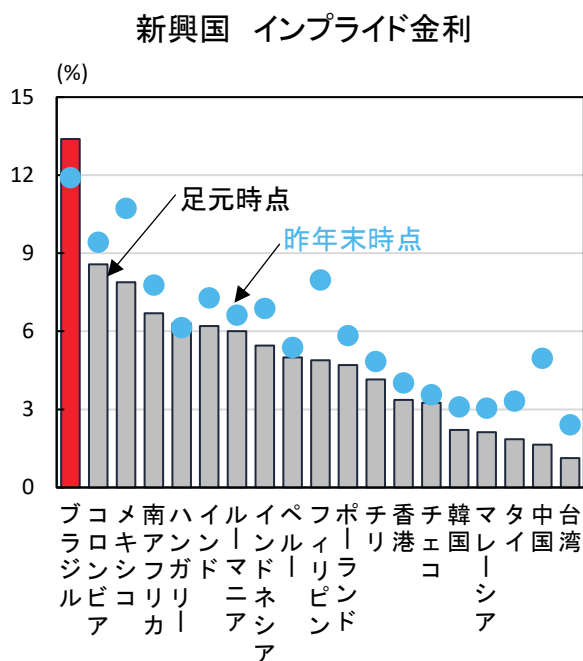
## タカ派姿勢のブラジル中銀、利下げは来年か

- ◆ 足元インフレ率は目標を上回って推移。労働市場のひっ迫を受けてサービス物価が上昇しています。ブラジル中銀は今年いっぱい金利を据え置き、利上げ効果の浸透を目指す見込みです。
- ◆ 相対的に高い金利がレアルの支援要因。年初来各国が利下げを行う中で利上げを行っており、米利下げ開始に伴って対米金利差が拡大しています。一方で、①年内の来年度予算案審議を踏まえての財政悪化リスクと、②対米地政学リスクが意識された場合は、一時的な下落も予想されます。

### ● サービス価格中心にインフレは粘着的。金融引き締めは長期継続へ



### ● 他新興国が利下げする中での高金利維持が、レアルを下支えか

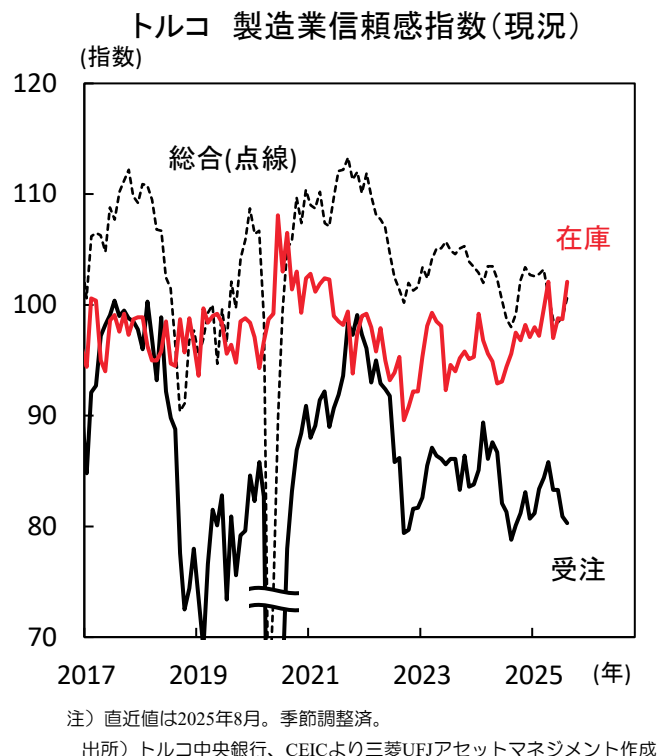
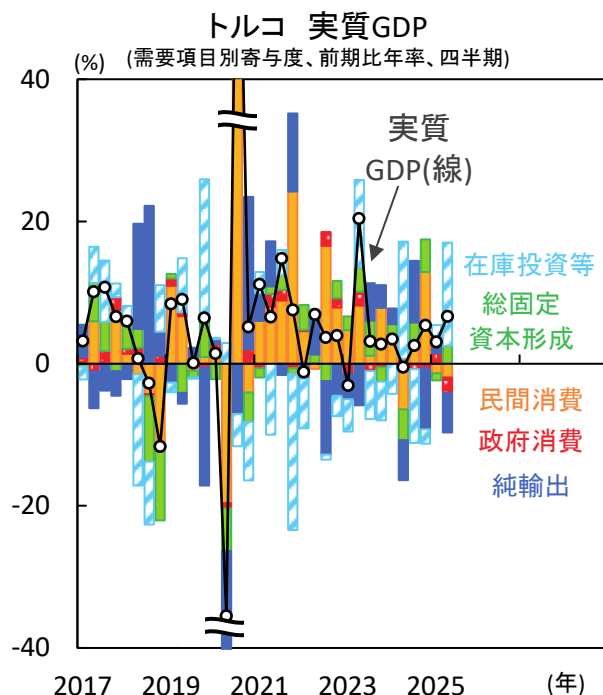




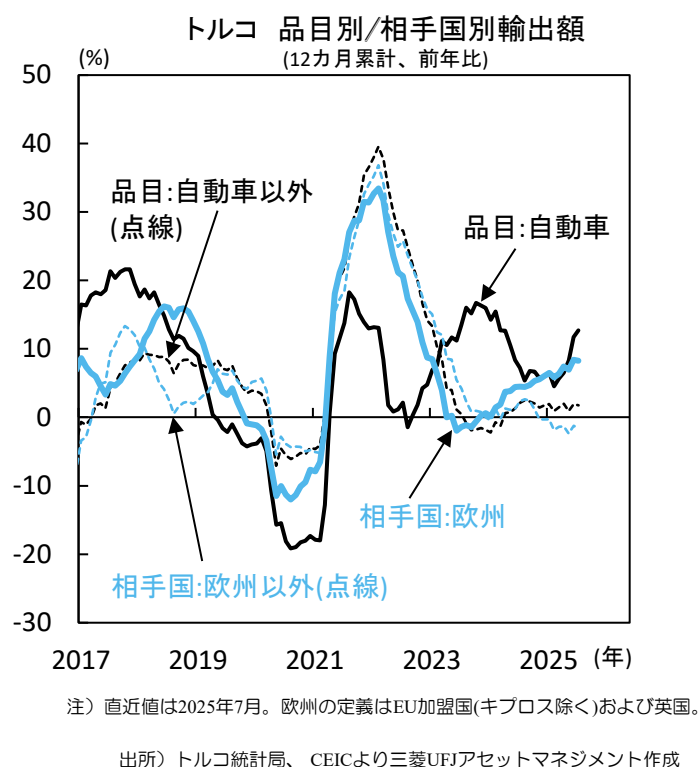
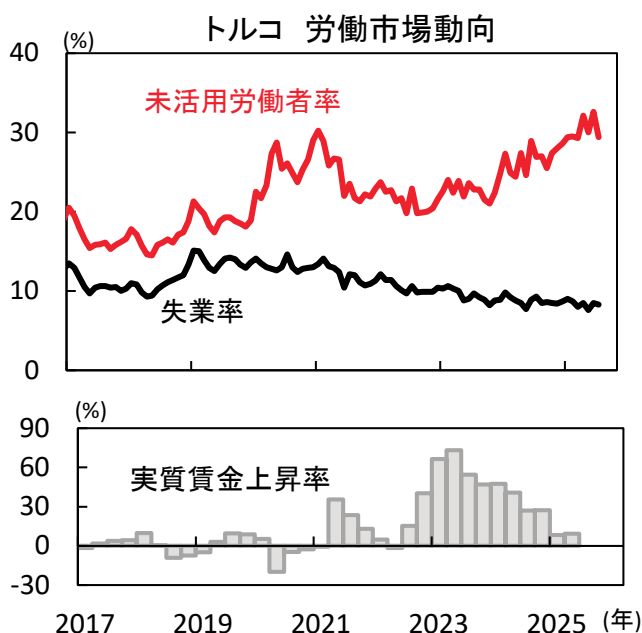
## ②トルコ：織り込み済みの内需減速、欧州向け輸出が景気の鍵に

- ◆ 2025年4-6月期の実質GDPは前期比+1.6%(前期同+0.7%)と、在庫投資等が寄与し予想外に堅調。供給側では、製造業・建設業・サービス業が伸長する一方で悪天候を背景に農業が減速しました。
- ◆ 民間消費は二期連続で減速。高金利環境の継続や高インフレによる実質家計所得の低迷により。外需は最大輸出相手国である欧州の緩やかな景気回復とユーロ高を背景に堅調な見込み。在庫取り崩しによる一時的な下押しも懸念されるものの、景気は鈍化しつつ拡大を続けるでしょう。

### ● 足元景気は加速も、意図せざる在庫の積み上がりによる一時的な動きか



### ● 労働市場は失業率が示すよりも弱い模様、外需は欧州EV市場の拡大が追い風に

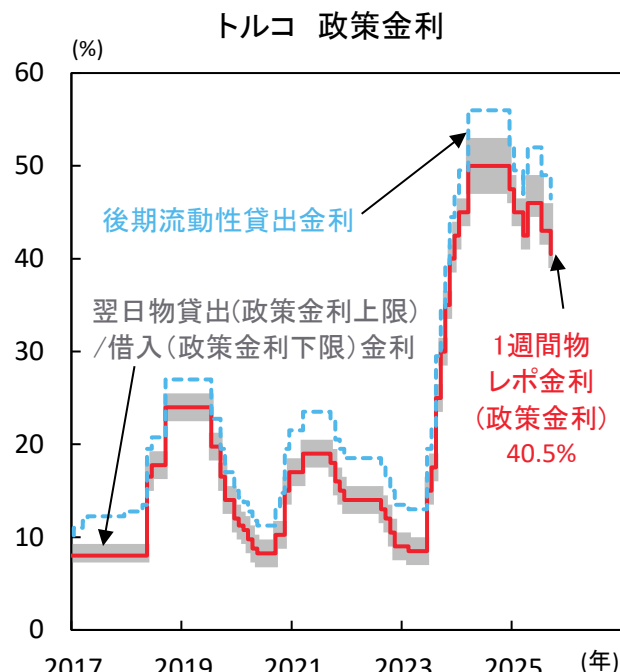
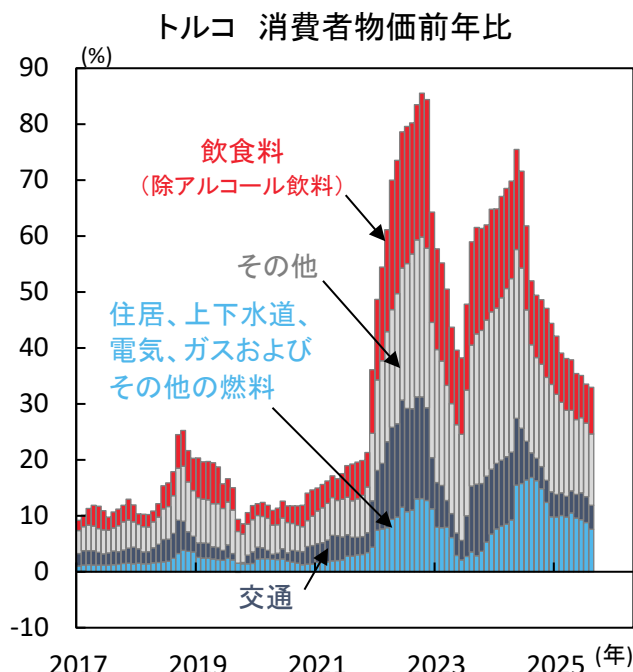




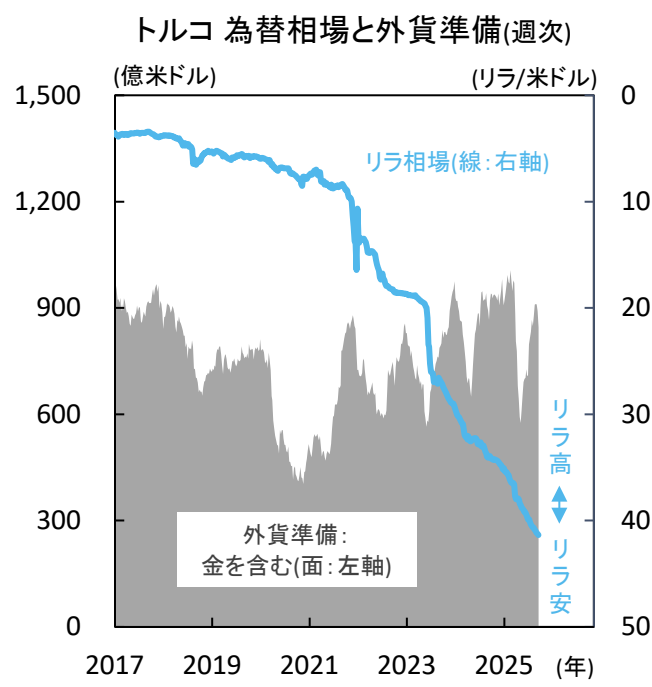
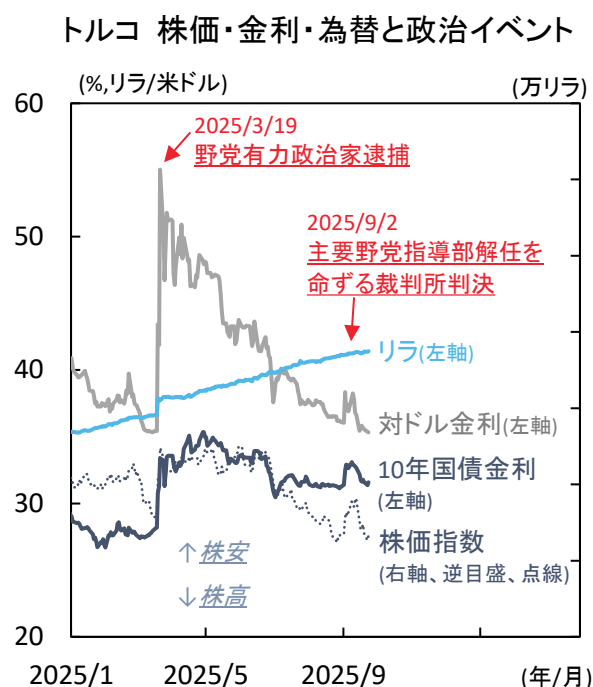
## 利下げ開始と政治リスク再燃、Wイベント発生もじり安保つトルコリラ

- ◆ インフレ鈍化が続く中、中銀は2会合連続で利下げを決定。個人向けKKM(ドル保有防止のための特殊預金制度)開設を終了するなど為替の安定への自信を深め、着実に正常化を進める構えです。
- ◆ 2025年9月に裁判所が主要野党指導部の解任を命令し政治リスクが再燃。10月4日に再延期された主要野党党大会の合法性を問う裁判までは同リスクが意識されやすいでしょう。もっとも同年3月の政治混乱時に比べ市場の反応は限定的。外貨準備の回復もリラ下落の速度を和らげています。

### ● インフレ鈍化続く中、中銀は2会合連続の利下げを決定



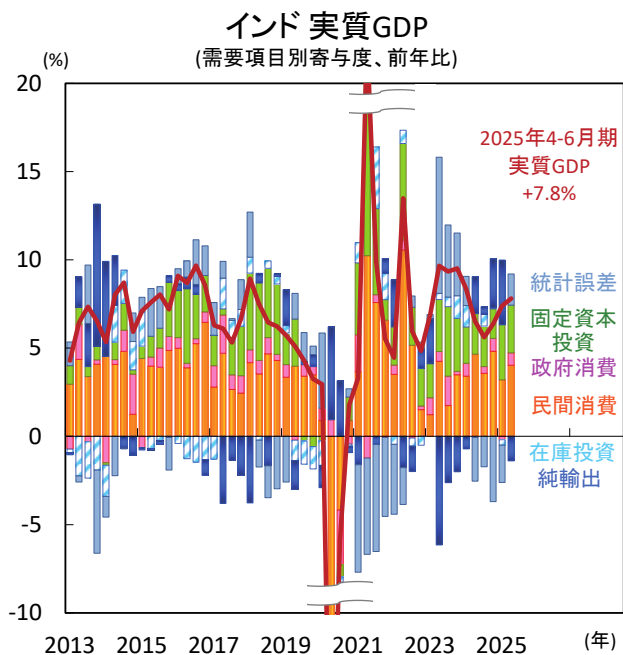
### ● 政治リスク再燃で市場は動揺も、安定した外貨準備を背景にリラはじり安に留まる



## ③インド: 景気は拡大、高止まっていた消費者物価が鈍化

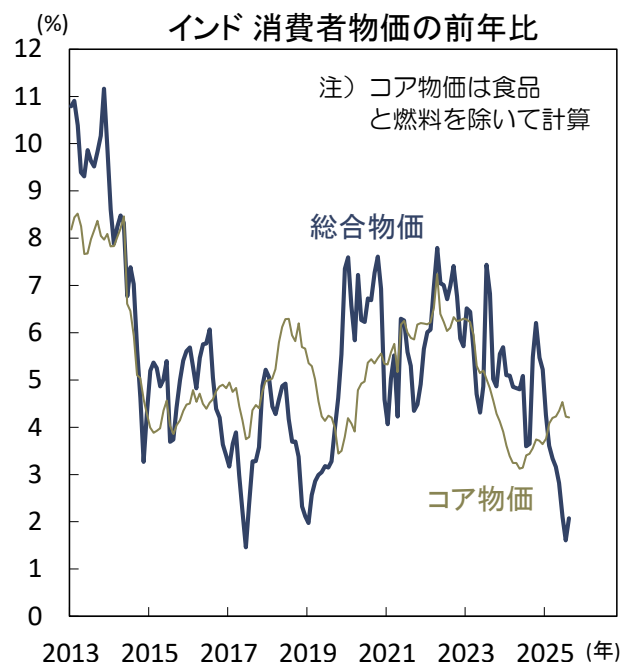
- ◆ 4-6月期の実質GDPは前年比+7.8%(1-3月期+7.4%)と好調。統計要因によって成長率が実態以上に押し上げられている面もあるものの、家計消費や公的投資などの内需が景気をけん引しています。今年度(～2026年3月)のGDP成長率は+6.7%(昨年度+6.5%)へ加速すると予想されます。
- ◆ 8月の総合消費者物価は前年比+2.1%(7月+1.6%)と7カ月連続で物価目標(+4%)以下に低下。高騰していた野菜価格が沈静化しました。同物価は今年末まで+3%弱の水準で推移する見込みです。

## ● 昨秋に鈍化した景気はその後回復(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4-6月期。

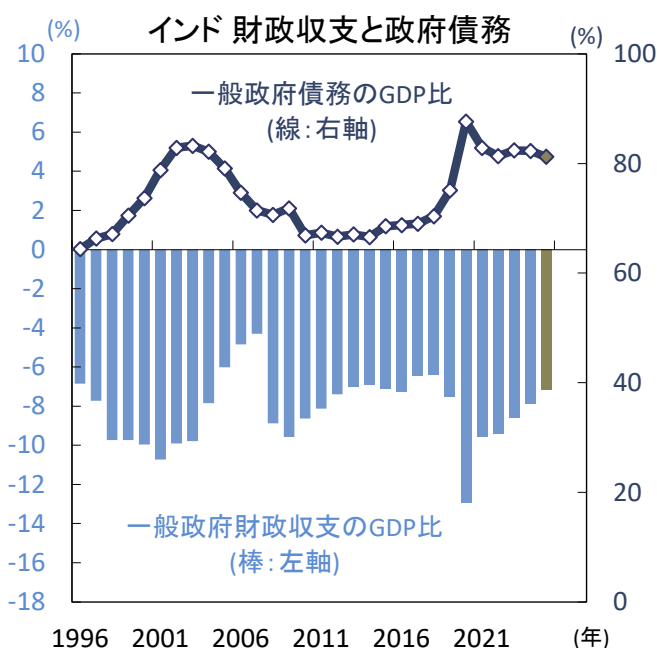
出所) インド中央統計局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は、2025年8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

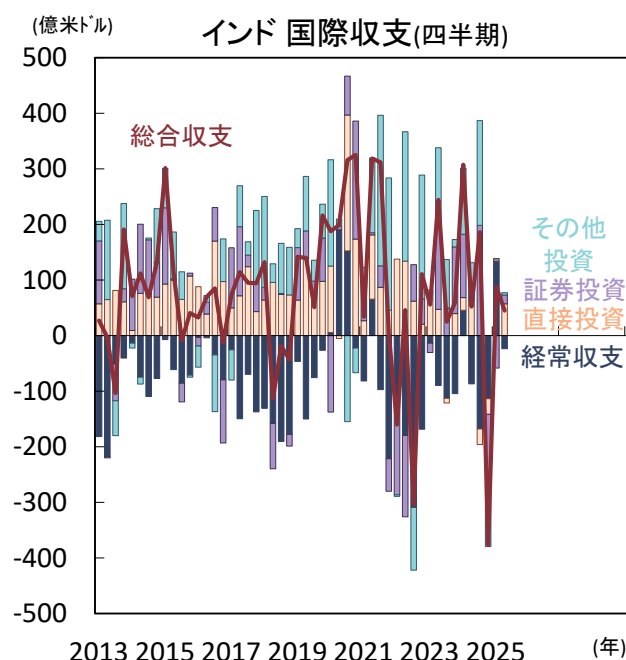
## ● 急上昇した政府債務の水準は足元で低下(左)、経常収支は改善傾向(右)



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



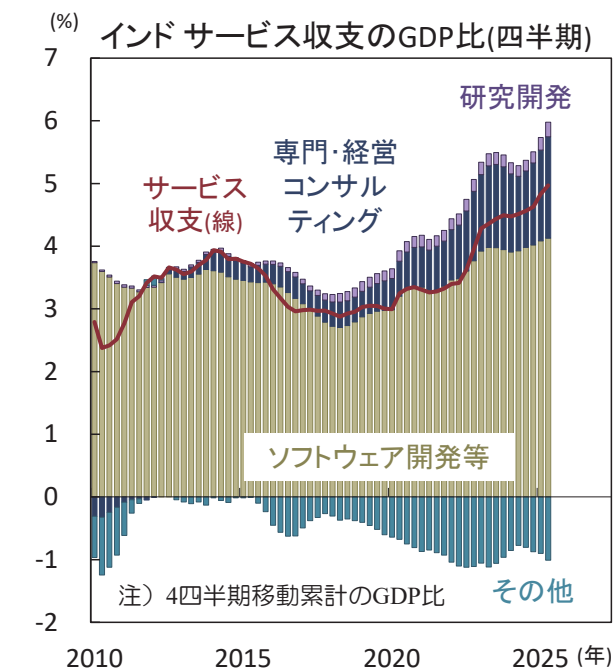
注) 直近値は、2025年4-6月期。

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

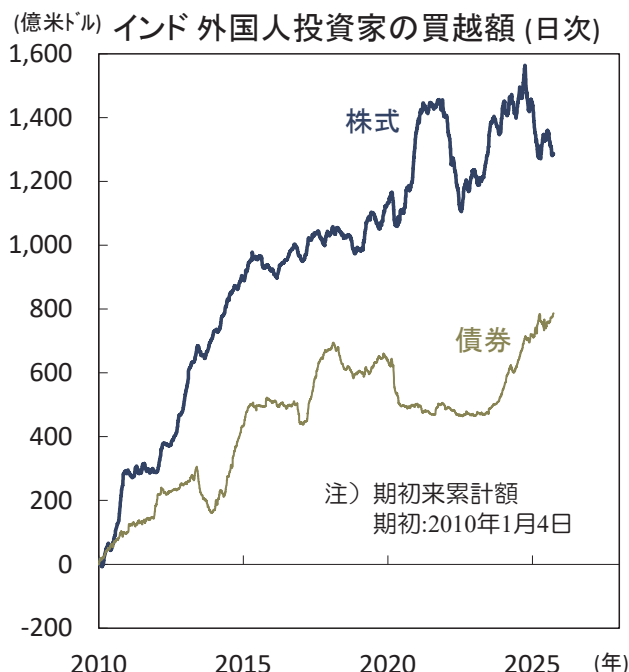
## 景気支援に向けて利下げを実施、ルピー相場はやや軟調

- ◆ 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、米ドル全面安の中で5月初まで上昇した後に反落。中東情勢緊迫化と原油高や米関税率引き上げに伴って対外収支の悪化が懸念されました。相対的な高金利など支援要因はあれど、貿易収支悪化や直接投資と株式投資の低迷も懸念され相場の上値は重いでしょう。

### ● サービス収支黒字が拡大(左)、株式市場からは資本が流出(右)

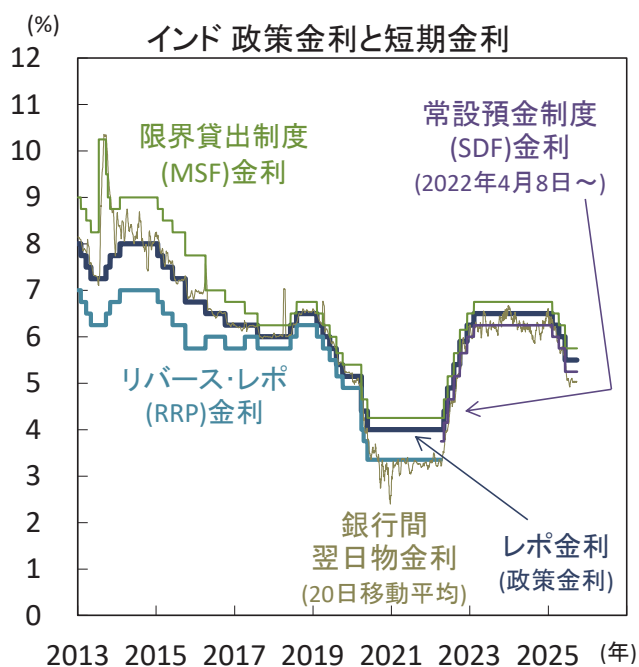


注) 直近値は、2025年4-6月期。  
出所) インド準備銀行(RBI)、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



注) 直近値は、2025年9月22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9月23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



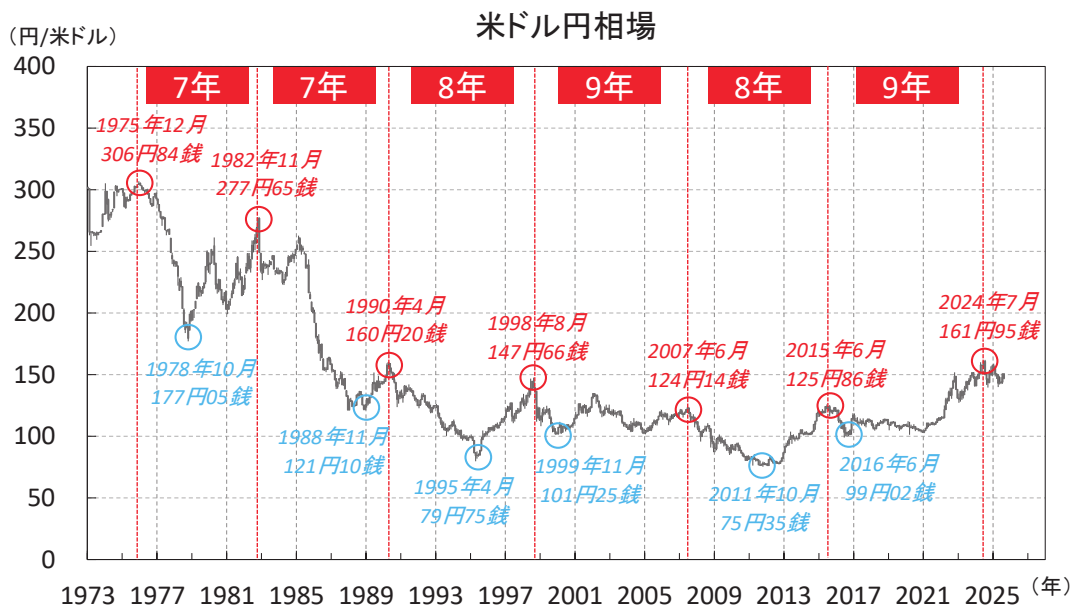
注) 直近値は、為替相場: 2025年9月23日、外貨準備: 同年9月5日。

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：米ドル円相場は一進一退

- ◆ 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、今春以降は140-150円の狭いレンジでもみ合っています。
- ◆ 日銀の利上げとFRBの利下げの方向性が変わらない一方、トランプ関税を機に日米景気・物価見通しの不確実性が残るなかでは、当面は140-150円を軸に方向感の出づらい相場を見込みます。

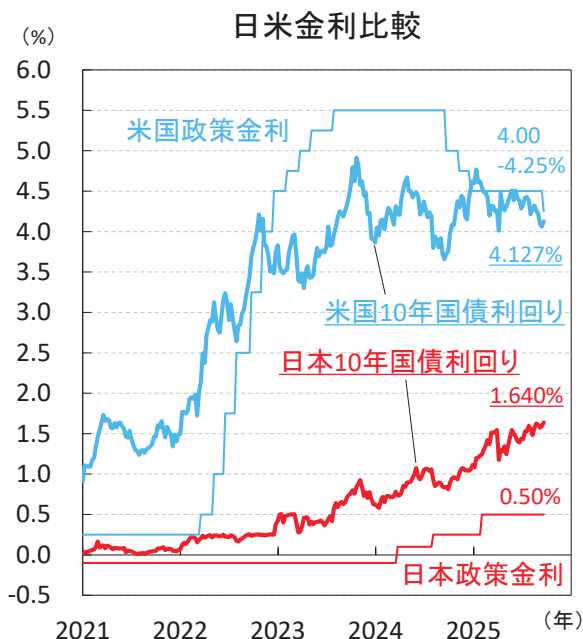
### ● 米ドル円相場：当面は1米ドル140-150円を軸に不安定な相場が続く見込み



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およその年数を表す。  
直近値は2025年8月。

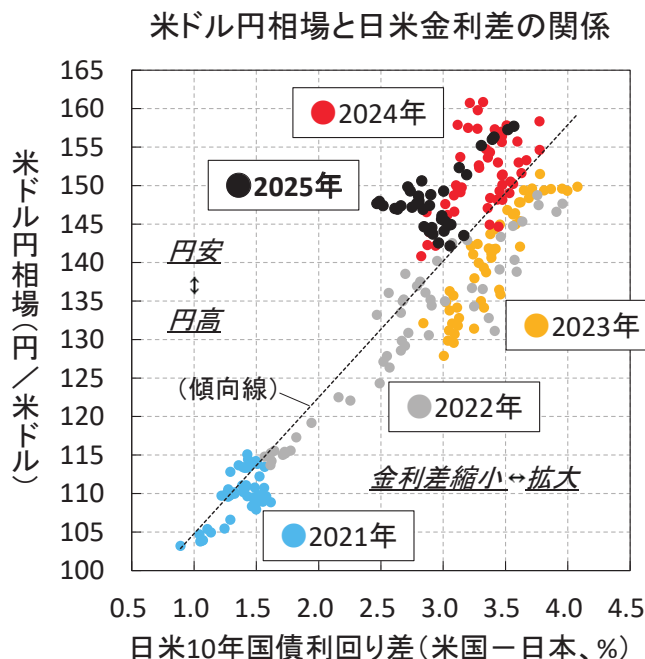
出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 2025年後半は、日米金利差が示唆する水準よりやや円安米ドル高に振れる展開



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9月19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9月19日。

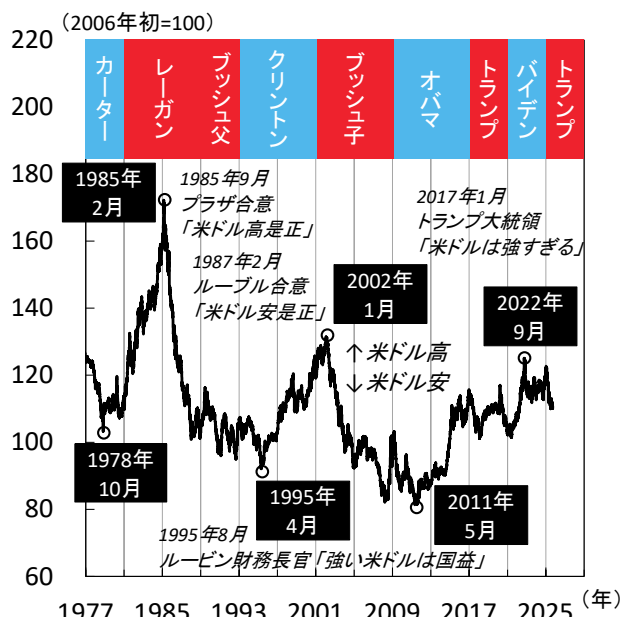
出所) LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 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。

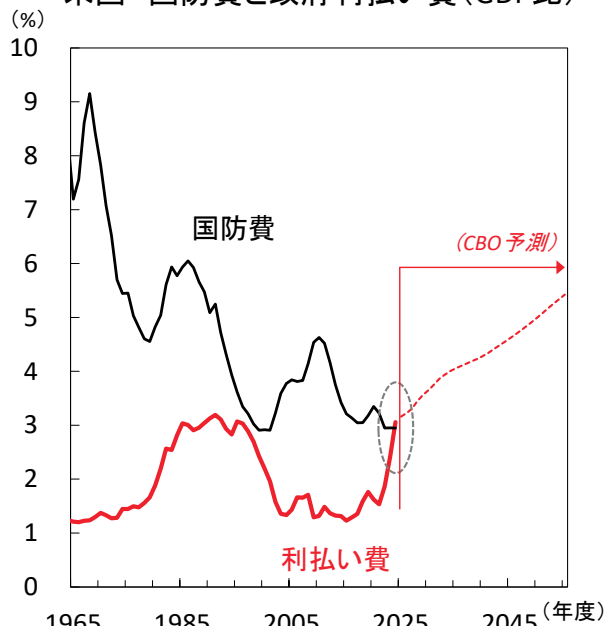
### ● トランプ政権の米ドル高是正志向に加え、米国の財政悪化懸念も米ドルの重しに

米国大統領と米ドル名目実効レート



出所) FRBより三菱UFJアセットマネジメント作成

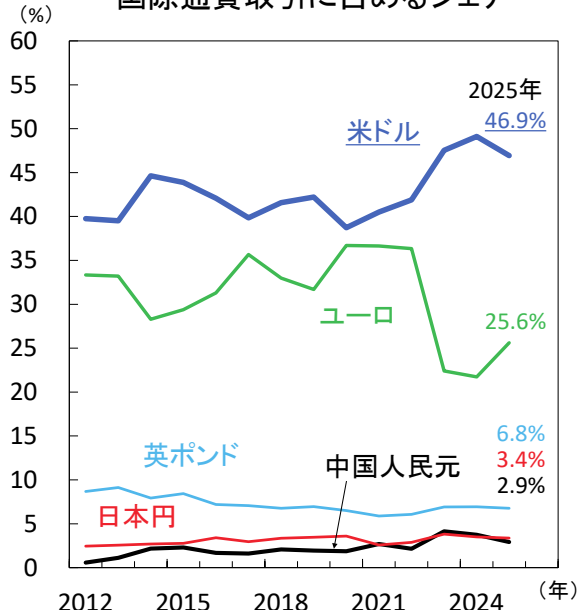
米国 国防費と政府利払い費(GDP比)



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

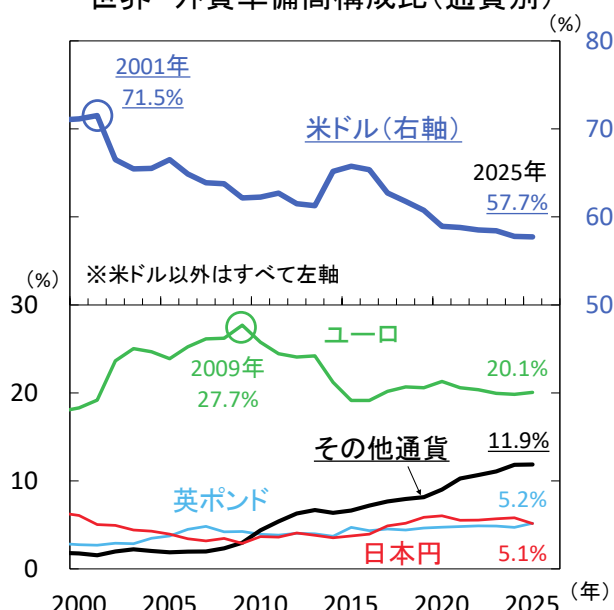
### ● 為替取引での絶対的地位を有する米ドルだが、他通貨へ分散の兆候も

国際通貨取引に占めるシェア



出所) SWIFT(国際銀行間通信協会)より三菱UFJアセットマネジメント作成

世界 外貨準備高構成比(通貨別)



出所) IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

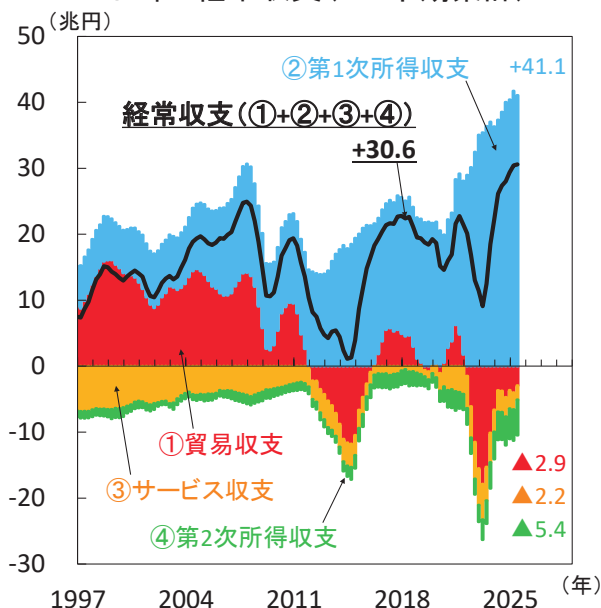


## 変化する日本の国際収支構造

- ◆ 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

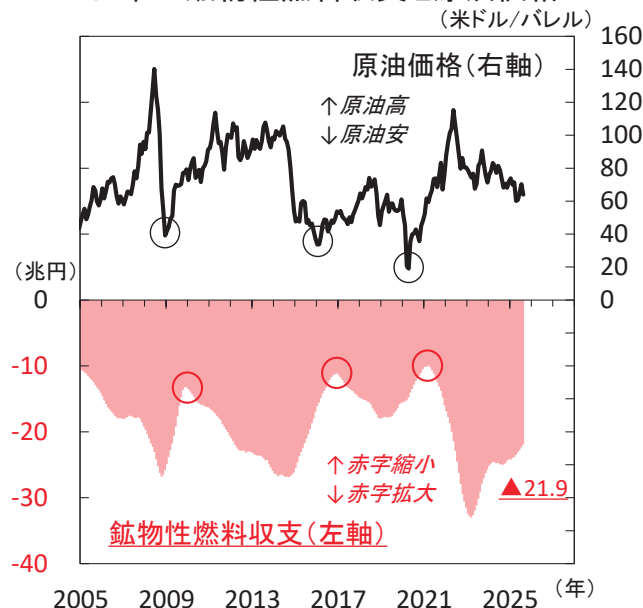
日本 経常収支(4四半期累計)



注) 第1次所得収支は対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支状況、第2次所得収支は居住者と非居住者との間の対価を伴わない資産の提供に係る収支状況を示す。直近値は2025年4-6月期。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本の鉱物性燃料収支と原油価格

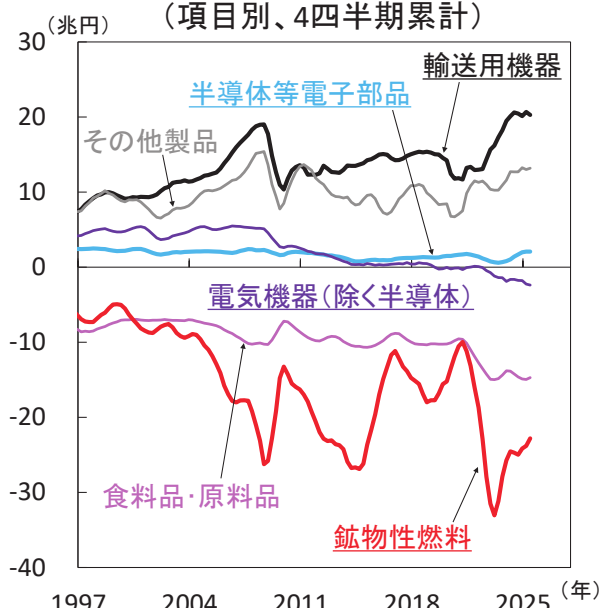


注) 原油価格はWTIベース。鉱物性燃料収支は12カ月移動累計。直近値は鉱物性燃料収支が2025年8月、原油価格が同年8月。

出所) 財務省、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 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

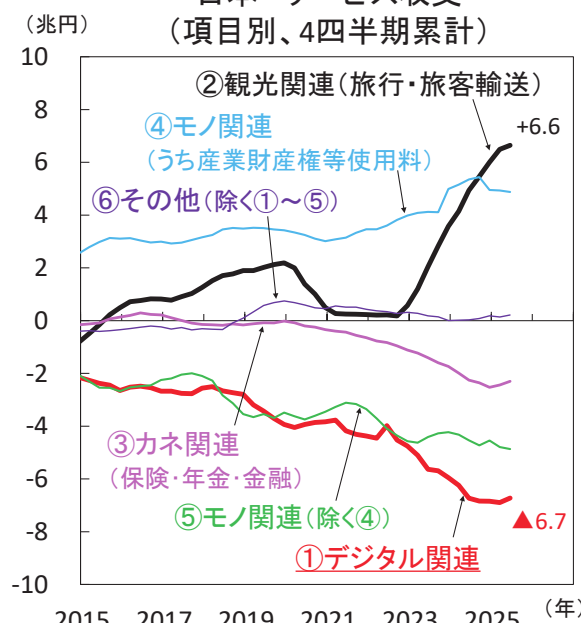
日本 貿易(財)収支  
(項目別、4四半期累計)



注) その他製品は化学製品、原料別製品、一般機械など。直近値は2025年4-6月期。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

日本 サービス収支  
(項目別、4四半期累計)



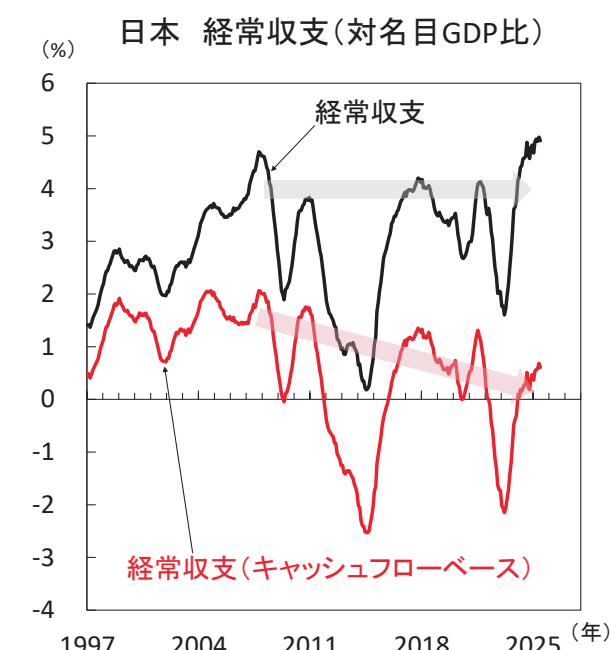
注) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」(2023年8月10日)を参考に分類。①は著作権等使用料、通信・情報・コンピュータ、専門・経営コンサルティング。⑤は貨物輸送、委託加工、維持修理、研究開発、技術・貿易関連・その他業務。直近値は2025年4-6月期。

出所) 財務省、日本銀行より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 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

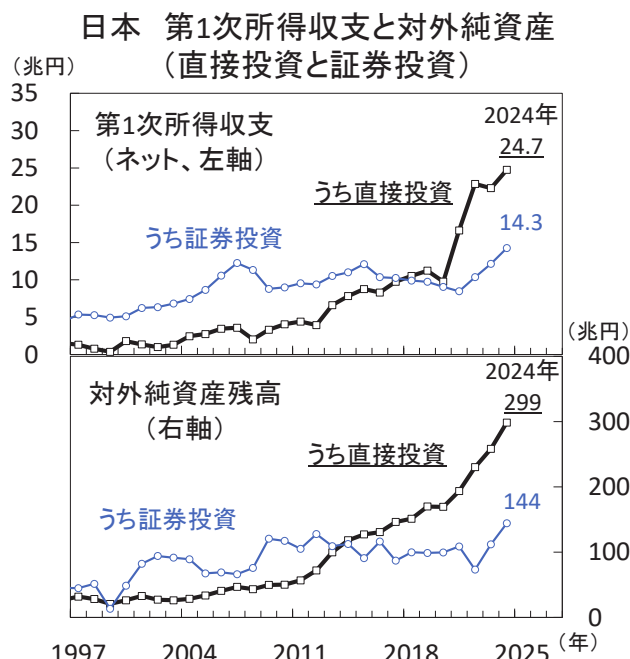
- ◆ 日本はなお経常黒字大国ですが、直接投資（主に内部留保）や証券投資（主に債券利子）など第1次所得収支の黒字が中心です。ただし、獲得した外貨の円転を促す貿易黒字と違い、再投資に回しやすい傾向があるため、経常黒字は額面ほど円買い需要をもたらさないという評価もあります。
- ◆ 近年の物価高で、家計の資産防衛意識が強まるなか、円安・株高を身近な現象と感じ、NISA（少額投資非課税制度）を主導する若い世代は、株式中心に外貨建て投資に前向きな面もありそうです。

### ● 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6月。

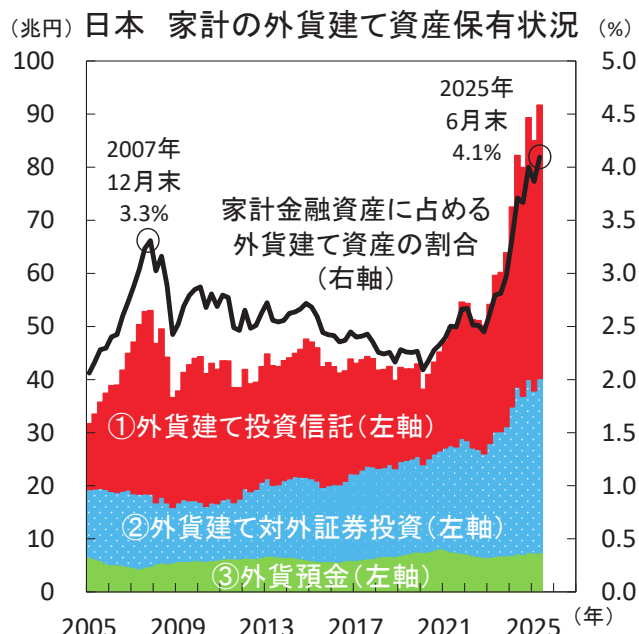
出所) 財務省、内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成



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・株高環境を見慣れた若い世代主導で、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(2025年は2024年と同値と仮定)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2025年6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 |       | 2025年6月末 |       |
|------------|--|--------|-------|----------|-------|
|            |  | 兆円     | %     | 兆円       | %     |
| 全体         |  | 1,602  | 100.0 | 2,239    | 100.0 |
| 現金・預金      |  | 804    | 50.2  | 1,126    | 50.3  |
| 債務証券       |  | 45     | 2.8   | 33       | 1.5   |
| 投資信託       |  | 75     | 4.7   | 140      | 6.3   |
| 株式等        |  | 150    | 9.3   | 294      | 13.1  |
| 保険・年金・定型保証 |  | 478    | 29.9  | 566      | 25.3  |
| その他        |  | 50     | 3.1   | 79       | 3.5   |

| ②貯蓄<br>(年齢別構成比、%) |  | 20代<br>以下 | 30代 | 40代  | 50代  | 60代  | 70代<br>以上 |
|-------------------|--|-----------|-----|------|------|------|-----------|
| 全体                |  | 0.3       | 5.2 | 11.1 | 18.3 | 27.3 | 37.9      |
| 通貨・定期性預貯金         |  | 0.2       | 5.2 | 10.8 | 16.4 | 26.8 | 40.5      |
| 債券                |  | 0.0       | 4.3 | 1.5  | 12.1 | 36.4 | 45.8      |
| 投資信託              |  | 1.0       | 8.5 | 14.7 | 20.4 | 25.6 | 29.9      |
| 株式                |  | 0.1       | 5.1 | 10.1 | 18.4 | 31.6 | 34.7      |
| 生命保険など            |  | 0.1       | 3.7 | 11.7 | 21.7 | 27.0 | 35.8      |

| ③NISA口座数<br>(年齢別構成比、%) |  | 20代<br>以下 | 30代  | 40代  | 50代  | 60代  | 70代<br>以上 |
|------------------------|--|-----------|------|------|------|------|-----------|
| 全体                     |  | 14.3      | 20.5 | 20.6 | 18.2 | 11.7 | 14.6      |

注) ②の対象は二人以上世帯(年齢は世帯主)。値は②が2025年1-3月期、③が2025年6月。なお2025年6月末時点のNISA口座数は1,919万口座。

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。

## ● 中国景気安定、資源価格上昇、世界貿易復調の動きが強まるかが焦点

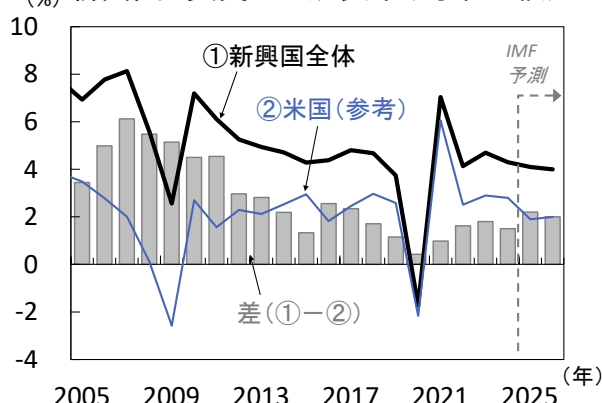
(2013年末=100) 新興国通貨(対米ドル)



中国 実質GDP成長率



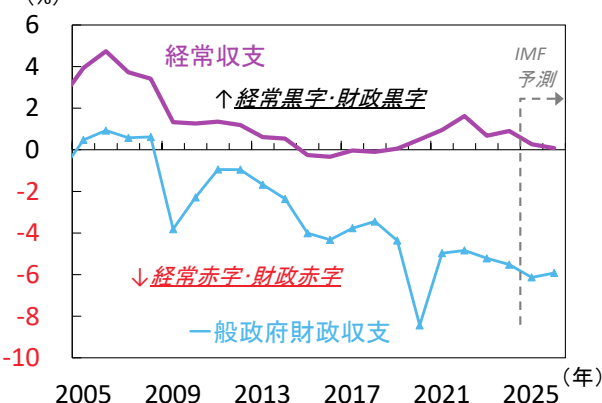
新興国 実質GDP成長率(対米比較)



資源価格



新興国 経常収支・財政収支(GDP比)



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9月19日(日次)、中国GDPが2025年4-6月期(四半期)、世界貿易取引量が2025年6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

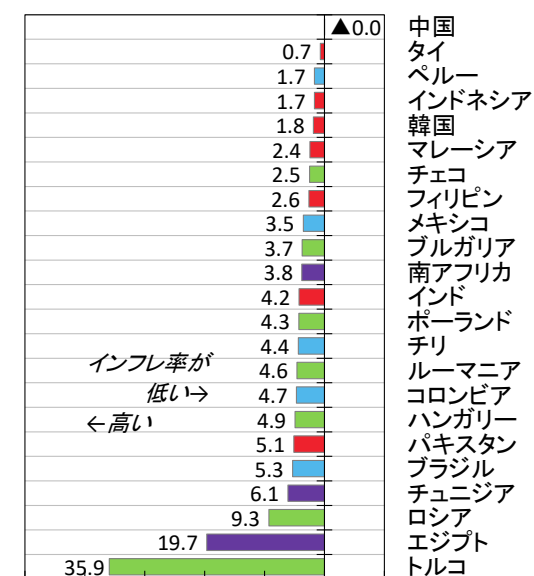
## 新興国では健全な経済運営なくして、中長期的な通貨安定は困難に

- ◆ 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)

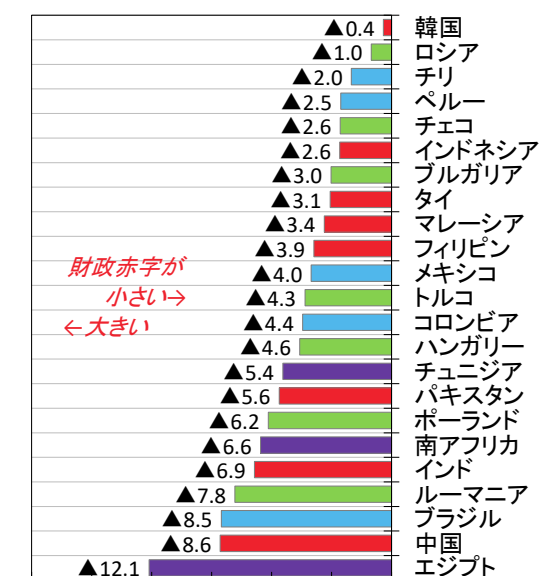
#### ①インフレ率



注) 消費者物価(総合)の前年比。IMFによる2025年予測値。

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

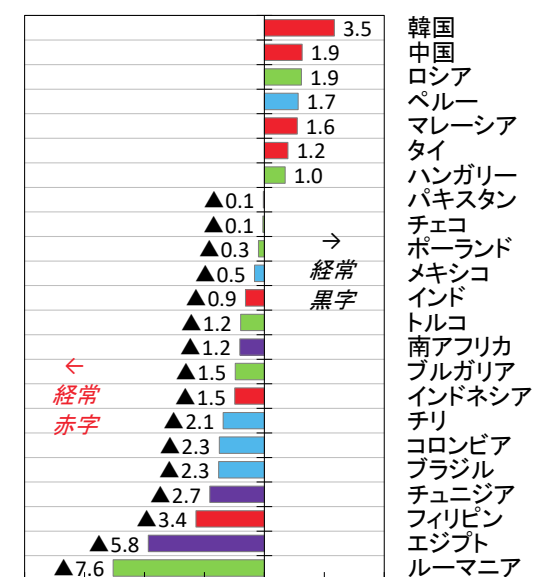
#### ②財政収支(GDP比)



注) 一般政府ベース。IMFによる2025年予測値。

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

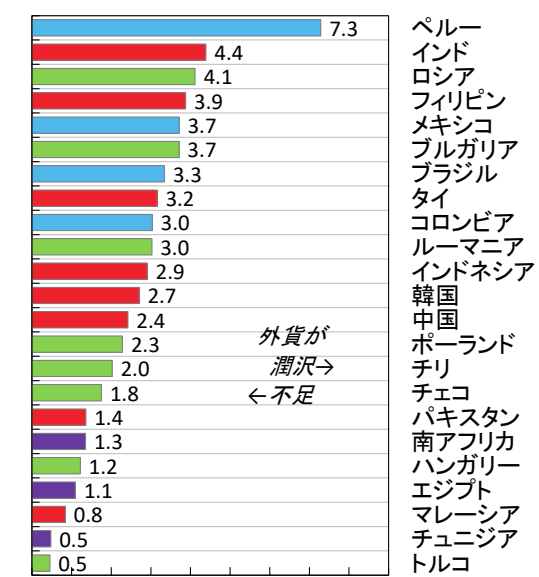
#### ③経常収支(GDP比)



注) 値はIMFによる2025年予測値。

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)



注) 値は2025年3月末実績  
(ロシアは2024年6月、ペルーは同年12月末)。

出所) 世界銀行、IMFより三菱UFJアセットマネジメント作成

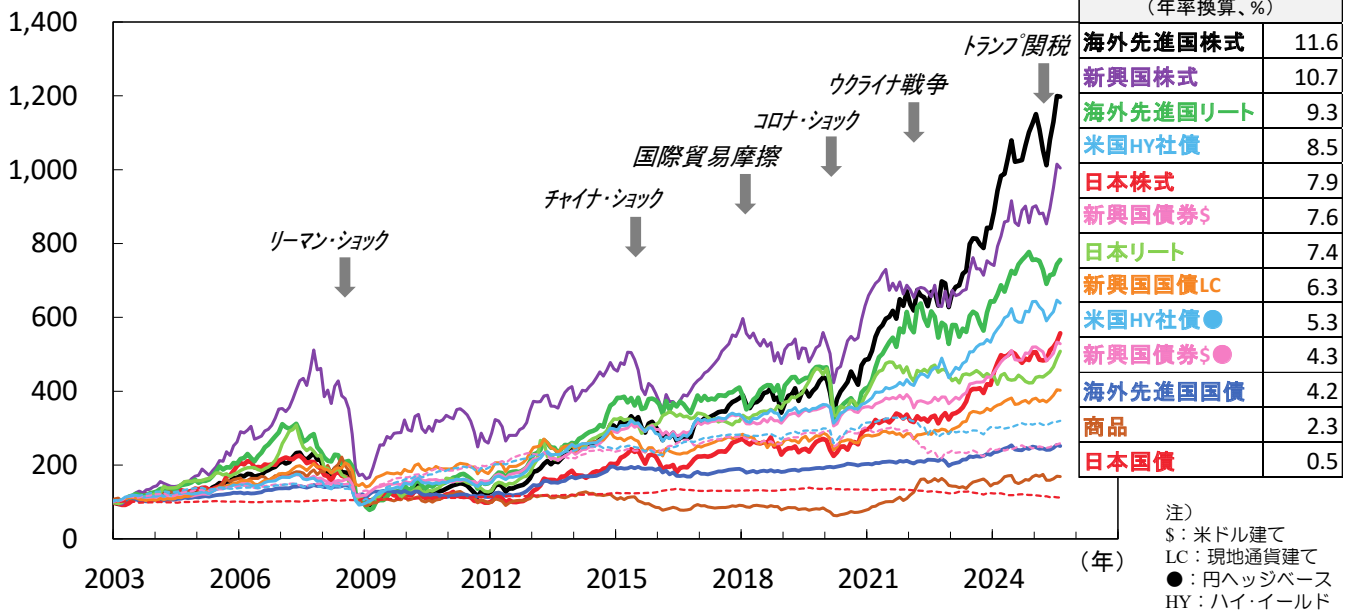


## 10. 投資戦略：不確実性を意識した資産形成を

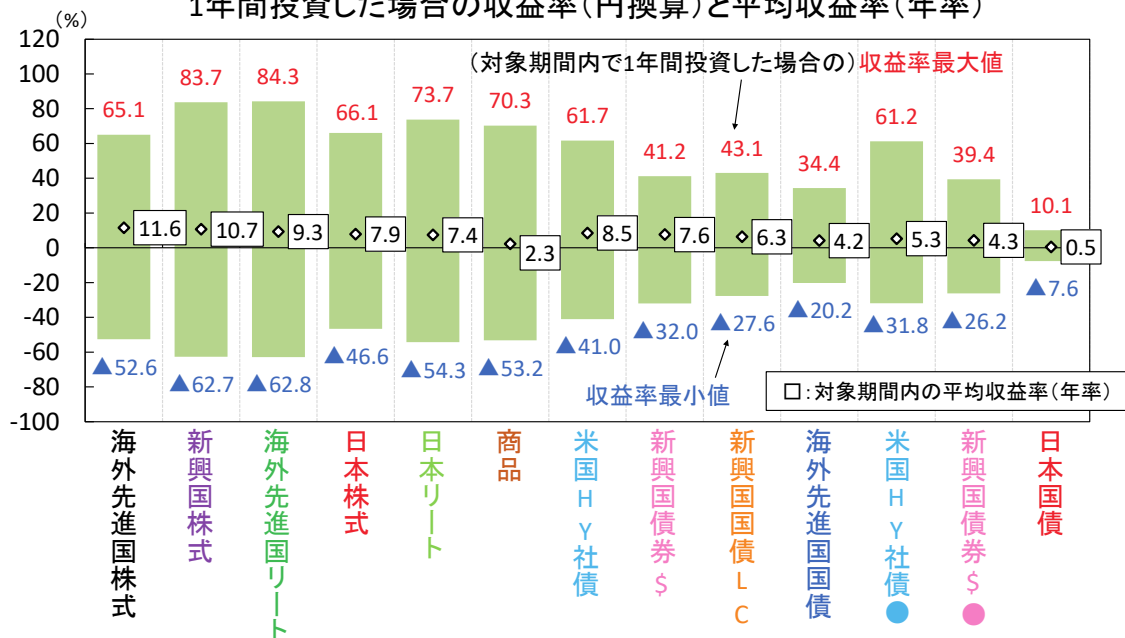
- ◆ グローバル経済下では、金融資産の価格が同一方向に動きやすく、さまざまな資産に分散投資することによるリスク軽減効果が薄れる傾向もあります。こうした環境では、投資家が自身のリスク許容度（資産価格の変動をどれだけ許容できるか）に応じて、投資対象を選別する必要があります。
- ◆ 国内投資家が海外資産に投資する場合、投資成果を円に換算して考える必要があるため、為替変動の影響を抑えることができる「為替ヘッジ」を選択するか否かもポイントになると考えられます。

## ● トランプ政権による関税ショックが一巡し、リスク資産市場は再度底堅さを増す

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）、新興国国債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8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が強まる場面が見られた

## 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     | 20.3     |
| 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     | 新興国株式    |
|    | 14.3     | 20.1     | 1.1      | 25.7     | 10.9     | 41.7     | 1.2      | 29.0     | 21.2     | 11.9     |
| 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     | 10.3     |
| 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    | 海外先進国株式  |
|    | 8.7      | 11.0     | ▲ 4.6    | 18.9     | 6.0      | 20.2     | ▲ 4.1    | 21.9     | 20.4     | 6.5      |
| 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     | 6.5      |
| 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       | 新興国債券\$● |
|    | 7.9      | 6.2      | ▲ 6.6    | 13.9     | 4.2      | 13.8     | ▲ 6.3    | 19.5     | 17.5     | 5.8      |
| 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 | 米国HY社債●  |
|    | 7.2      | 5.7      | ▲ 6.8    | 13.3     | 0.9      | 9.5      | ▲ 6.4    | 18.6     | 17.4     | 3.3      |
| 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  | 新興国債券\$  |
|    | 7.0      | 5.5      | ▲ 8.3    | 12.4     | 0.1      | 9.0      | ▲ 6.6    | 15.1     | 9.9      | 1.7      |
| 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  | 海外先進国国債  |
|    | 5.7      | 4.5      | ▲ 8.7    | 11.8     | ▲ 1.1    | 5.0      | ▲ 7.4    | 6.7      | 8.8      | 0.5      |
| 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●  | 商品       |
|    | 3.7      | 3.6      | ▲ 10.2   | 11.2     | ▲ 2.4    | 4.5      | ▲ 8.5    | 4.6      | 2.1      | 0.2      |
| 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\$● | 海外先進国リート |
|    | 3.4      | 0.2      | ▲ 13.6   | 6.6      | ▲ 7.9    | 1.7      | ▲ 14.0   | 0.5      | 0.4      | 0.1      |
| 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    | 米国HY社債   |
|    | ▲ 0.4    | ▲ 2.0    | ▲ 14.9   | 5.5      | ▲ 12.2   | ▲ 0.2    | ▲ 14.1   | ▲ 0.5    | ▲ 4.0    | ▲ 0.6    |
| 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     | 日本国債     |
|    | ▲ 2.7    | ▲ 6.6    | ▲ 16.5   | 2.3      | ▲ 12.9   | ▲ 2.3    | ▲ 20.8   | ▲ 0.9    | ▲ 4.3    | ▲ 5.9    |

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&amp;P先進国REIT指数(配当込み)、日本リートはS&amp;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8月末。

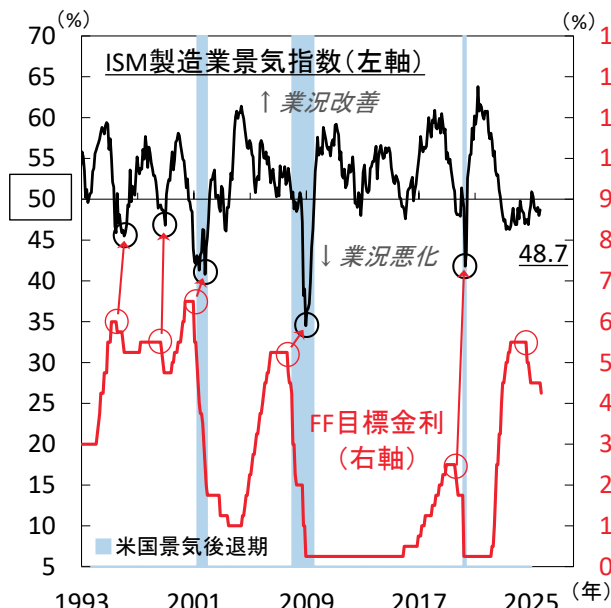
出所) MSCI、S&amp;P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 景気循環を捉える：企業規模や業種別で株式パフォーマンスに差も

- ◆ 過去の米国で、金融緩和はタイミングこそ違えど例外なく景気浮揚効果をもたらしました。米景気循環を捉える上で、統計の歴史が長く市場の注目も高いISM製造業景気指数が参考になります。足元では節目の50を下回っていますが、利下げを受けて改善が見られるかに注目が集まります。
- ◆ 景気が回復さらに加速傾向となれば、株式市場では小型株や景気敏感株などの物色も広がりそうです。ただし、減速または悪化傾向となれば、大型株やディフェンシブ優位の展開も考えられます。

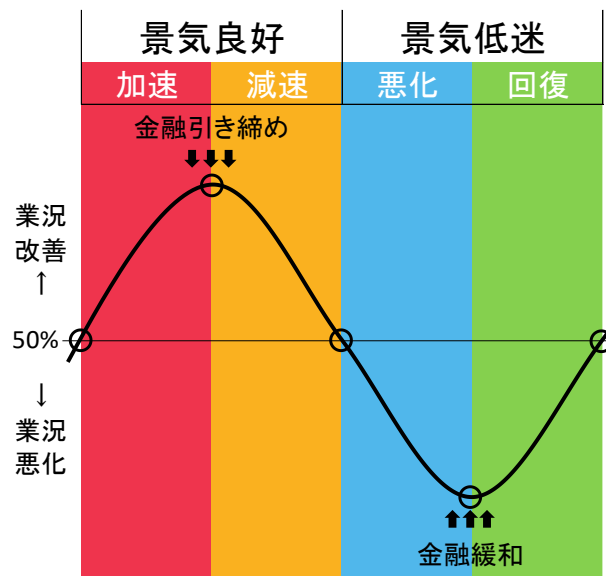
### ● 過去のパターンと同様に、利下げが景気回復をもたらすかが焦点

米国 FF目標金利とISM製造業景気指数



注) ISM製造業景気指数は50が業況改善・悪化の境目。  
直近値はFF目標金利が2025年9月、ISM製造業景気指数が同年8月。  
出所) 米ISM、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

米国ISM製造業景気指数で見た景気循環



出所) 三菱UFJアセットマネジメント作成

### ● 景気回復が定着すれば、景気敏感株や小型株が良好な相場環境となる可能性も

米国 景気の局面別に見た株式の平均リターン(年率換算%)

| 景気加速期      |      | 景気減速期      |      | 景気悪化期      |      | 景気回復期      |      |
|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|
| IT         | 28.6 | 公益         | 13.8 | 通信サービス     | 14.9 | IT         | 33.5 |
| 金融         | 27.7 | エネルギー      | 11.3 | ヘルスケア      | 13.1 | 一般消費財・サービス | 23.6 |
| 小型株        | 26.5 | ヘルスケア      | 10.1 | 生活必需品      | 9.3  | 金融         | 22.1 |
| 鉱工業        | 25.8 | 不動産        | 10.0 | IT         | 6.3  | 素材         | 19.8 |
| 素材         | 25.3 | 生活必需品      | 8.1  | 大型株        | 4.3  | 大型株        | 19.7 |
| エネルギー      | 25.0 | IT         | 7.9  | 一般消費財・サービス | 4.1  | 鉱工業        | 19.7 |
| 一般消費財・サービス | 22.7 | 大型株        | 6.2  | 公益         | 3.8  | 総合         | 19.6 |
| 総合         | 21.7 | 総合         | 6.0  | 総合         | 2.8  | 小型株        | 19.4 |
| 大型株        | 21.4 | 一般消費財・サービス | 5.6  | 鉱工業        | ▲0.2 | 通信サービス     | 19.1 |
| 不動産        | 20.2 | 小型株        | 5.3  | 小型株        | ▲1.1 | 生活必需品      | 11.7 |
| ヘルスケア      | 15.6 | 鉱工業        | 5.1  | 素材         | ▲1.4 | 公益         | 10.9 |
| 生活必需品      | 13.8 | 金融         | 3.9  | 金融         | ▲3.9 | 不動産        | 10.2 |
| 通信サービス     | 10.2 | 通信サービス     | 3.2  | エネルギー      | ▲5.2 | エネルギー      | 10.0 |
| 公益         | 8.7  | 素材         | 0.9  | 不動産        | ▲6.2 | ヘルスケア      | 6.2  |

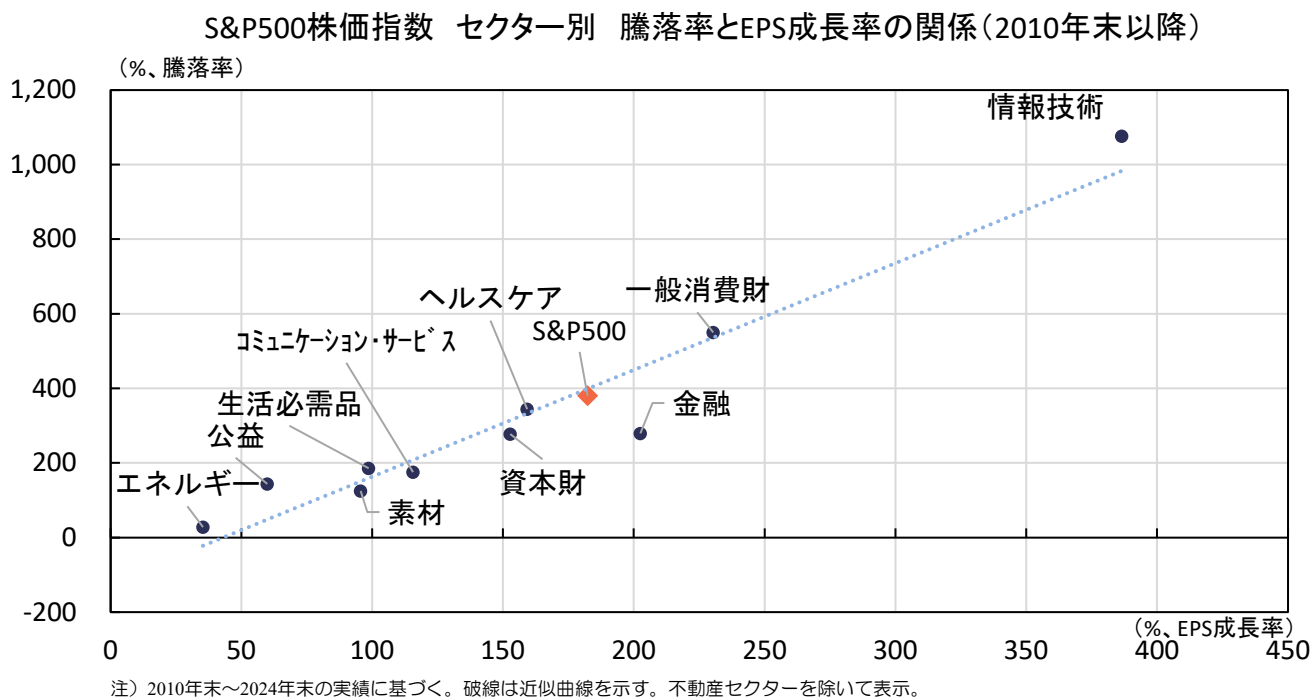
注) 総合および業種別(11業種)：S&P500、大型株：S&P100、小型株：S&P600。一般に、■景気敏感、■ディフェンシブ、とされる業種。ISM製造業景気指数のピークとボトムを基準としたトレンドの変化に基づいているため、一時的に50を上回る(または下回る)局面は景気悪化・回復期(または景気加速・減速期)に分類。値は各トータル・リターン指数の月間変化率(年率換算値)の期間内平均。対象期間は1995年1月(不動産のみ2001年11月)～2025年8月。

出所) 米ISM、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 株価と企業利益：長期では株価は企業利益の成長に沿う形で推移

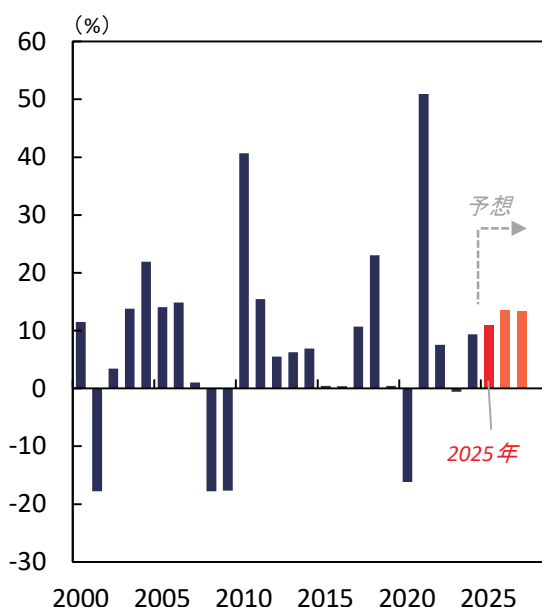
- ◆ S&P500構成銘柄の騰落率とEPS成長率をセクター別に見ると、長期的には企業収益の伸び率が高いセクターの株価上昇率が高い傾向にあり、株価は企業利益に収れんする傾向があると言えます。
- ◆ 一方、2026年以降のS&P500構成銘柄の利益成長は堅調な伸びが続くと期待されています。また、2025年はコミュニケーション・サービスや情報技術などハイテクセクターがけん引する見込みも、2026年は幅広いセクターで底堅い利益成長が見られ、すそ野が広がっていくと予想されています。

### ● 長期的には、株価は企業利益の成長に沿う形で推移する傾向



### ● 2026年は堅調な利益成長が期待され、セクター別ではすそ野の広がりも

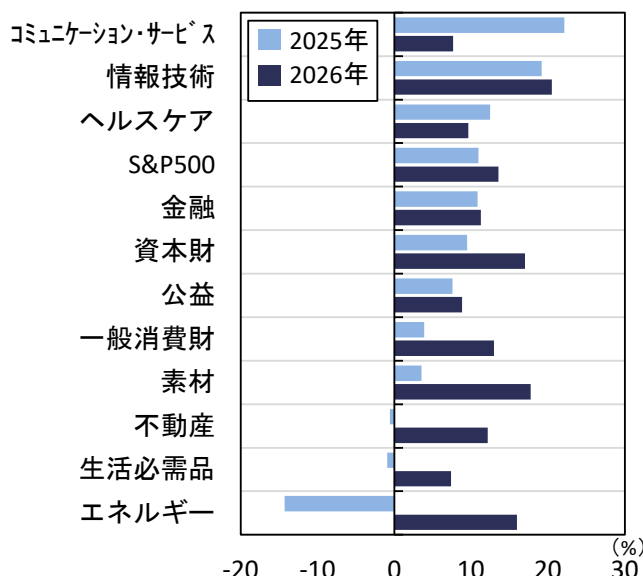
S&P500株価指数 EPS成長率の実績と予想



注) 2024年までが実績。  
2025年以降は予想で、2025年9月19日時点のIBES予想に基づく。

出所) LSEG、IBESより三菱UFJアセットマネジメント作成

S&P500株価指数 セクター別  
EPS成長率予想



注) 予想は2025年9月19日時点のIBES予想に基づく。

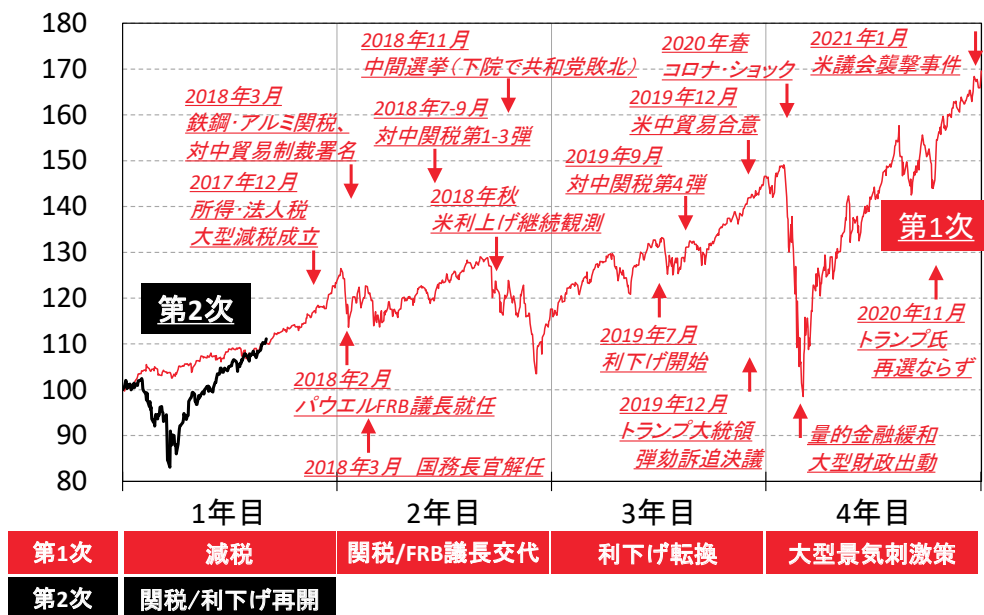
出所) LSEG、IBESより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 株式のアノマリー(経験則)を注視: 波乱なく大統領任期2年目に入れるか

- ◆ 2025年の米国株式市場は、トランプ第2次政権の政策動向に身構える日々となりました。第1次政権時を振り返ると、2017年は大型減税成立期待を背景に好調も、2018年は突然の制裁関税発動や米利上げの長期化懸念、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)

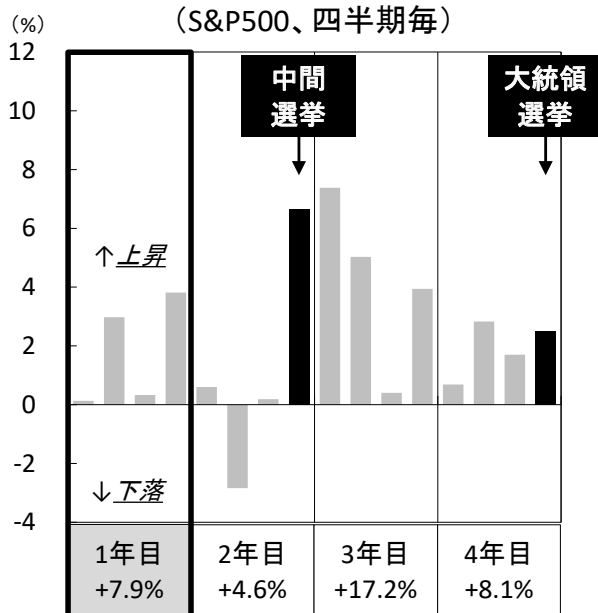


注) 第1次は2017年1月20日～2021年1月20日、第2次は2025年1月20日を100として三菱UFJアセットマネジメントが指数化。  
第2次の直近値は2025年9月19日。チャート下枠は各年の主要テーマとなった政策。

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、2年目は中間選挙を控え上値が重い傾向

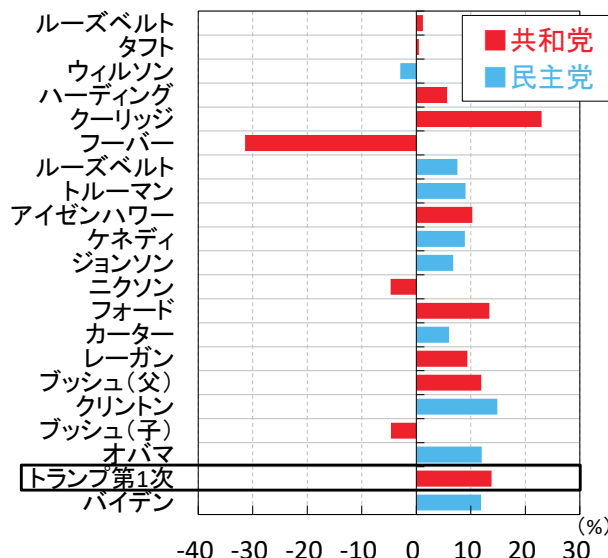
米国大統領任期サイクルで見た株価騰落率  
(S&P500、四半期毎)



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月期の各四半期騰落率の平均値。

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年目は苦戦する傾向も、今回は力強さを見せる展開に

- ◆ 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。一方、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。ただし、2022年10月に始まった今回の強気相場は、足元で3年目を迎えましたが増勢を保っています。
- ◆ 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&amp;P500)の強気相場は3年目も増勢を維持

## 1940年以降 米国株式(S&amp;P500)の強気相場と弱気相場

|          | 相場転換日       |             | 弱気相場<br>(高値→底値) |            | 強気相場<br>(底値→高値) |            | 強気相場開始後の<br>期間別騰落率(%) |      |       |       |
|----------|-------------|-------------|-----------------|------------|-----------------|------------|-----------------------|------|-------|-------|
|          | 底値          | 高値          | 期間              | 騰落率<br>(%) | 期間              | 騰落率<br>(%) | 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9月19日  | 0年9カ月           | ▲25.4      | 2年11カ月          | 86.3       | 22.4                  | 32.3 | 15.1  |       |
| 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9月19日)。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

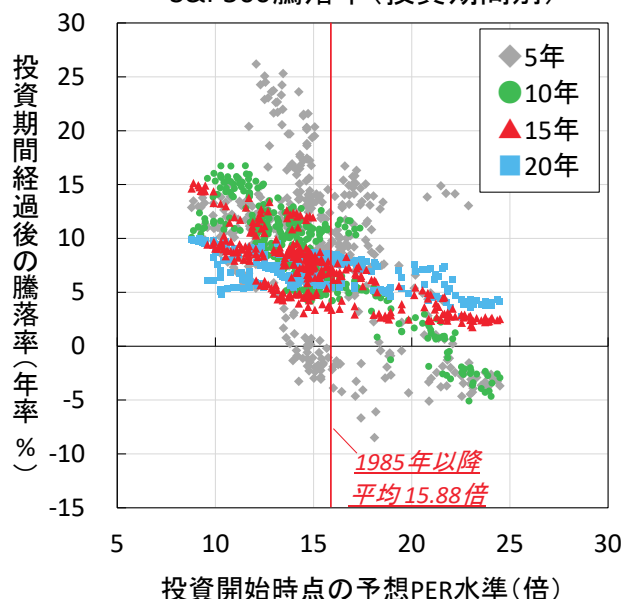
## ● 株式の割高感が目立つ局面での投資は、反落リスクに十分留意することが重要

## 米国S&amp;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8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8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：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、株安局面が度々訪れる前提で、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&amp;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<br>高値回復<br>までの日数 |            | ①高値               | ②安値(大底)     | ①→②        |          | ①→③<br>高値回復<br>までの日数 |
|----|-------------|-------------|------------|----------|----------------------|------------|-------------------|-------------|------------|----------|----------------------|
|    |             |             | 下落率<br>(%) | 下落<br>期間 |                      |            |                   |             | 下落率<br>(%) | 下落<br>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      | 128日                 |
| 20 | 1983年10月10日 | 1984年7月24日  | ▲14.4      | 288日     | 469日                 | 1-39<br>平均 | 調整局面(下落率10-20%未満) |             | ▲14.0      | 126日     | 237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9月19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  | +7.0 |      |
|        | 58    | 55    | 54    | 91    | 89    | 100   | 100  |      |
| 2010年代 | +11.3 | +11.8 | +11.2 | +11.2 | +11.2 | +12.0 |      |      |
|        | 88    | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   |      |      |
| 2020年代 | +15.5 | +10.3 | +14.4 |       |       |       |      |      |
|        | 79    | 100   | 100   |       |       |       |      |      |
| 全平均    | +9.3  | +8.1  | +7.9  | +7.6  | +7.4  | +7.1  | +7.0 | +7.5 |
|        | 74    | 85    | 84    | 92    | 92    | 100   | 100  | 100  |

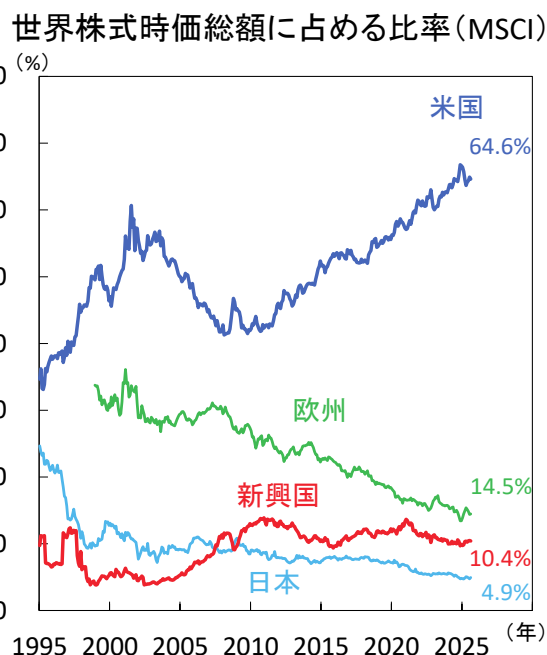
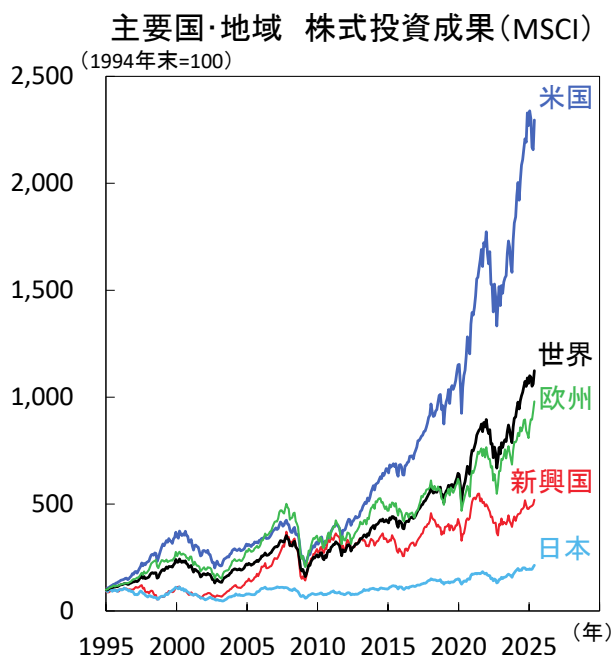
注) 対象インデックスはS&P500、対象期間は1950年1月～2025年8月。上昇確率が■90%以上、■100%。  
例えば最上段・最右列(「1950年代」に投資を開始、「30年」保有した場合)の平均リターンは+5.9%、上昇確率は100%。

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局面も見られました。

### ● 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8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

### ● 2025年は米国以外の市場が相対的に堅調となる流れに

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<br>85.4    | 中国<br>79.0    | 新興国<br>107.1   | 米国<br>70.0     | 中国<br>101.1    | 米国<br>62.6    | 中国<br>38.8     |
| 新興国<br>80.6    | インド<br>27.2   | インド<br>94.2    | 日本<br>38.4     | 米国<br>86.0     | インド<br>59.8   | フロンティア<br>38.3 |
| フロンティア<br>76.1 | 新興国<br>16.7   | 米国<br>73.9     | 世界<br>37.6     | 世界<br>68.8     | 世界<br>41.5    | 新興国<br>27.7    |
| 中国<br>23.7     | フロンティア<br>2.7 | 中国<br>71.6     | フロンティア<br>20.0 | 新興国<br>66.7    | 欧州<br>23.6    | 欧州<br>27.4     |
| 欧州<br>11.2     | 欧州<br>▲ 8.9   | 世界<br>66.8     | 欧州<br>16.3     | インド<br>60.4    | 日本<br>12.1    | 日本<br>20.1     |
| 世界<br>6.2      | 日本<br>▲ 9.2   | 欧州<br>53.4     | インド<br>10.2    | 日本<br>50.0     | フロンティア<br>9.5 | 世界<br>18.4     |
| 日本<br>0.4      | 世界<br>▲ 11.7  | フロンティア<br>23.8 | 中国<br>5.1      | 欧州<br>42.7     | 新興国<br>▲ 6.5  | 米国<br>14.6     |
| 米国<br>▲ 2.8    | 米国<br>▲ 18.7  | 日本<br>14.4     | 新興国<br>▲ 8.5   | フロンティア<br>33.4 | 中国<br>▲ 34.8  | インド<br>3.6     |

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9月19日までの値。

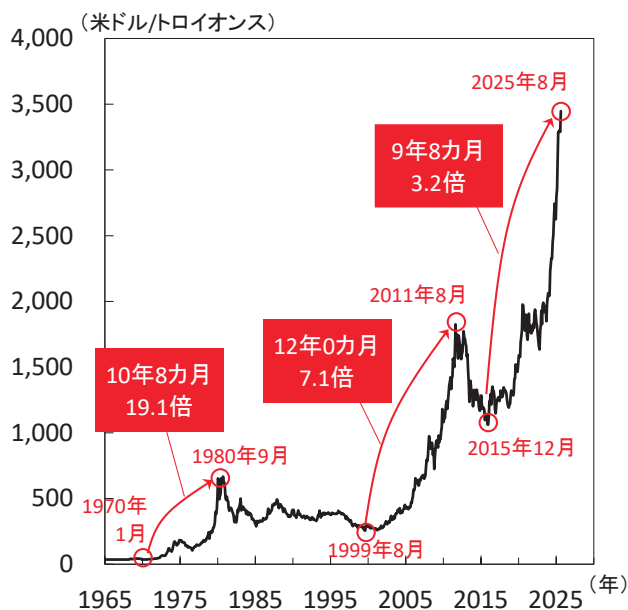
出所) MSCI、LSEGより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 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8月。

出所）Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

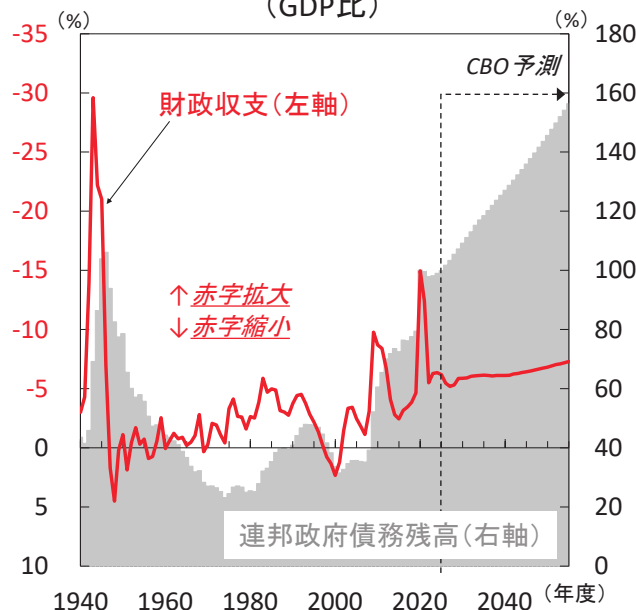
金と米国株の局面別平均騰落率  
（年率換算、%）

|                        | 金    | 米国株   |
|------------------------|------|-------|
| 1970～1989年<br>（冷戦期）    | 12.9 | 6.4   |
| 1990～2019年<br>（冷戦後）    | 4.5  | 8.6   |
| 2020年～<br>（コロナ・ショック後）  | 15.6 | 9.8   |
| 2022年2月～<br>（ウクライナ戦争後） | 19.9 | 8.5   |
| 米国景気拡大期                | 9.1  | 10.2  |
| 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。  
米景気拡大・後退期の値は月間騰落率平均の年率換算値。  
直近値は2025年8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

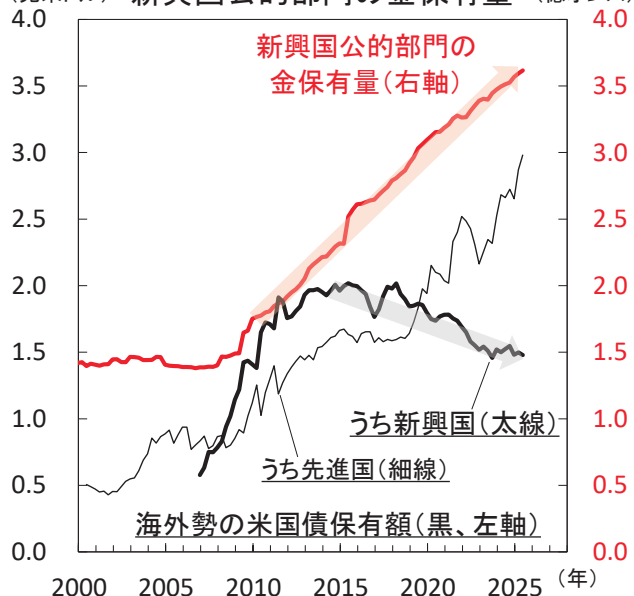
米国 財政収支と政府債務残高  
（GDP比）

注）米国の会計年度は前年10月～当年9月。実績の直近値は2024年度。  
2025～2055年度はCBO予測（2025年3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

海外勢の米国債保有額と

新興国公的部門の金保有量



注）海外勢の米国債保有額の対象は先進国がG7、  
新興国がG20加盟国（アルゼンチン除く）。直近値は2025年6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9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 Index<sup>SM</sup>)およびブルームバーグ(Bloomberg<sup>®</sup>)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 Index<sup>SM</sup>)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 Index<sup>SM</sup>)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<sup>®</sup>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<sup>®</sup>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/>