

結論／主要国・地域の経済

P1

金融政策・債券／為替／株式

P2

商品市況／リスク要因

P3

主要国・地域の金融市場に関する弊社想定(表)

P4

結論：主要国・地域間の成長格差縮小に留意し、分散投資を追求

今年4月に米関税政策の発表を受けて金融市場が大きく混乱した直後、弊社は、①「米関税政策を巡る緊張の後退」(米景気後退回避)、②「インフレ低下を伴う米景気後退」、③「インフレ上昇を伴う米景気後退」からなる3つのシナリオを提示しました。その後、米関税政策の多くが一時的に保留されたことを受け、弊社は、シナリオ①で示したように、米経済がプラス成長を維持する可能性がより高まったと判断しています。

こうした中、米主力企業の収益も拡大すると見込んでいますが、当面は、不確実性の高さを背景に、予想PER(株価収益率)には低下圧力(株安に作用)がかかりやすく、米国株式は変動性の高い展開が続くと予想しています。

米国以外の株式に目を向けると、日本では、米関税政策などに関する不透明感が残るものの、賃金と物価が共に上昇する「好循環」や、株価の相対的な割安感を支えに、内需関連株式を中心とした投資機会があると考えています。また、米国との成長格差の縮小から、欧州やアジアの株式についても分散投資先としての価値が高まるとみています。

米国債については、高水準の政府債務残高や地政学リスクに絡んだインフレリスクなどを背景に、タームプレミアム(長期債への上乗せ金利)が高止まりする見込みです。そのため、弊社は、米FRB(連邦準備制度理事会)による複数回の利下げを想定しつつも、利回りの低下余地は乏しいと考えています。他方で、本年度に入り一時、利回りの上昇が目立った日本の超長期国債については、財務省による発行計画の見直しに伴ない、利回りが既にピークをつけたとみています。

なお、通貨について弊社は、円や、円ほどではないものの、ユーロの展望について強気であり、米国の先行きが不透明な中、これらの通貨建て資産が分散投資先として有望と考えています。

主要国・地域の経済

米国では、経済指標が概ね底堅く推移しています。しかし、関税政策や地政学リスクを巡る動向は、景気を下押しする一方で、インフレリスクを高める点に留意が必要です。弊社は、今後1年間のGDP成長率(前年比)がプラスを維持するものの、概ね1～2%台と、最近(2023～24年)の中心的なレンジである2～3%台から減速するとみています。これは前述のシナリオ①に沿ったものです。ただし、インフレ率(前年比)については、従来よりも上振れするリスクが高く、コアでは2%を大きく上回って推移するとみています。

ユーロ圏については、これまでの金融緩和や、防衛費を中心とする財政拡張に支えられ、GDP成長率が今後1年間で1%程度に回復すると想定しています。他方で、インフレ率は、総合については2%前後に落ち着くものの、コアでは2%を上回る余地があると考えています。

日本については、潜在成長率とされる0.5%を挟んだ推移を見込んでいます。米関税政策や地政学リスクを巡る動向次第では、一時的にマイナスとなるおそれがある一方、賃上げや企業の設備投資の積極化で上振れする余地も考えられます。インフレ率について弊社は、総合・コアとも2%以下に向けて低下すると想定しています。ただし、インフレ率が1年後でも2%を超える場合は、日銀(日本銀行)による積極的な利上げが必要になるとみています。

中国については、全面貿易戦争という最悪のシナリオが回避されたとはいえ、米関税政策の逆風によって、GDP成長率が4%前後まで低下すると想定しています。米国との関税交渉の停滞による下振れリスクがある一方、米関税政策がひとたび定まり、中国当局が追加の財政政策を打ち出す場合、上振れする可能性もあります。なお、インフレ率については、総合ではプラス圏を保つものの、コアではマイナスで推移すると見込んでいます。

金融政策・債券：利回りは米国で高止まり、 日独では緩やかに上昇へ

米国の金融政策について弊社は、FRBが年内に2回(1回につき0.25ポイント)の利下げを実施すると想定しています。ただし、インフレの上振れリスクや先行きの不確実性を考慮し、政策金利が4%を下回る水準まで引き下げられるのは、2026年の前半になるとみえています。

ユーロ圏については、景気支援の主役が財政政策となっていることから、ECB(欧州中央銀行)の利下げ局面はほぼ終了したと判断しています(中心的な想定では1回程度の追加利下げ)。

日本については、インフレ率が目標(2%)を上回り続ける中、日銀が年内に追加利上げを実施すると想定しています。

米10年国債利回りについて弊社は、米国の政府債務残高(対GDP比)が第二次世界大戦以降で最高水準にあることや、地政学リスクの高まりに伴うインフレ懸念の強まりなどを背景に、タームプレミアムの高止まりが続くとみえています。そのため、上述のように利下げの継続を見込むものの、利回りはレンジ圏内での推移が続き、2026年6月末の水準としては4.25%程度を想定しています。

独10年国債利回りについては、財政拡張に伴う国債増発への思惑から緩やかな上昇が続き、2026年6月末に2.8%程度まで上昇すると考えています。ユーロ圏の成長加速も利回りへの上昇圧力となる可能性があります。

日本の国債利回りを巡っては、超長期国債の利回りが一時的に急上昇したことが注目を集めました。財務省による発行計画の見直しを受けて既にピークをつけたとみえています。10年国債利回りについては、日銀の利上げ継続を背景に、2026年6月末に1.7%程度と、上昇基調での推移を想定しています。

為替：米ドルの広範な弱含みが継続へ

弊社は、グローバルでみた場合に、米ドルが外貨準備構成に占める割合が国際決済に占める割合を上回っている点に注目しています。これは、外貨準備として米ドルを組み入れることのリスクがメリットを上回っており、外貨準備構成に占める米ドルの割合を低下させてゆく必要性を示唆しています。他方で、人民元については、国際

決済に占める割合が着実に高まるなど、国際的な地位が向上しています。

こうした観点から、弊社は米ドルが、短期だけでなく中長期的にも主要通貨に対して弱含むと考えています。弊社の中心的な想定では、2026年6月末の米ドルの対円レートを、1米ドル=136円程度としています。

株式：米国に割高感、欧州と日本には 再評価の余地あり

弊社は、米国の主力企業の収益成長率について前年比で1ケタから辛うじて2ケタに達する程度の推移が続くとみており、2ケタ台の着実な伸びが続くとした今年3月時点の見通しを下方修正しました。また、不確実性の高まりを背景に、同国株式の予想PERが関税政策導入前の水準を下回り、株価への足かせになると想定しています。こうしたことから、2026年6月末のニューヨーク・ダウ工業株30種については42,000米ドル台と足元の水準からの低下を想定しています(利益成長見通しの差などからS&P500指数については6,400台への上昇を想定)。

欧州については、金融緩和に加え、防衛費を中心とした財政拡張といった政策面での追い風が吹いています。また、昨年の欧州委員会によるドラギ報告書(前ECB総裁が取りまとめ)の公表は、米国と比べて厳しい欧州の規制の緩和と、競争力の強化につながるかもしれません。弊社では、予想PERが歴史的低水準を脱したのに続き、今後は1ケタ台と緩慢ながらも企業業績が拡大を続けることで、株価が上昇するとみえています。

日本については、引き続き米関税政策を巡る動向が焦点となります。足元では関税の販売数量への影響を軽減するために、企業が販売価格の引き上げに慎重な傾向もみられ、向こう数四半期の間、企業収益の伸びが鈍化する可能性があります。しかし弊社は、米関税政策に適応するにつれて、2026年には大企業を中心に収益の伸びが回復すると考えています。また、AI(人工知能)およびエネルギー分野への大規模投資や、賃金と物価が共に上昇する「好循環」による内需の安定的成長が期待されます。他方で、予想PERについては、引き続き歴史的低水準にあり、再評価される余地があります。弊社の中心的な想定では、2026年6月末の日経平均株価を41,000円台としています。

商品市況：不確実の高い原油と堅調な金

米トランプ政権は、インフレ抑制のための戦略の一つとして、原油価格の引き下げをめざす姿勢を示しており、これを受けてOPEC（石油輸出国機構）は原油供給の拡大に向かっています。弊社は、ブレント原油が今後1バレルあたり70米ドルを下回る水準で推移するとみていますが、地政学リスクの先行きが不透明なことを考慮し、2026年6月末の想定レンジを60～77米ドルとしています。

金については、投資家の分散投資先としての需要の高まりから、一時的な調整を経た後は2026年にかけて堅調に推移すると見込んでいます。

リスク要因

米関税政策を受けて、今年4月に弊社が3つのシナリオを提示して以降、先行きの不確実性は低下しており、前述のシナリオ①―即ち、米関税政策を巡る緊張が後退し、米景気の後退が回避される―の実現可能性が高まっています。しかし、弊社は、以下の4点のリスクに留意する必要があります。

(1)地政学リスクの拡大：足元ではイラン・イスラエルの対立に伴う緊張が、米国のイラン攻撃もあって激化するという動きがみられました。こうした緊張が一連の戦闘に関与していない国・地域にまで拡大するリスクは低いものの、実現した場合には供給網やインフレなどに重大な悪影響をもたらします。特にホルムズ海峡を経る原油供給が滞れば、アジア地域に直ちに打撃を与えると考えられます。

(2)米関税政策の行方：米関税政策を巡っては、米最高裁判所が大統領の関税権限強化を合憲と判断し、関税引き上げが本格実施されるシナリオ（発生確率は低いが影響度大）から、米中貿易摩擦が再び強まり、交渉が長期化するシナリオ（発生確率は比較的高いが影響度は小～中程度）など、幅広いリスクが考えられます。企業は関税によるコスト上昇分を数ヵ月程度の遅れを伴って価格転嫁する傾向があることから、関税政策の動向に加え、そのインフレへの影響からも目が離せません。

(3)スタグフレーション：前述の地政学リスクの拡大や米関税政策は引き続きインフレにとって直接的かつ重大なリスクです。これらに加え、地政

学リスクや米関税政策を背景とする世界的な供給網の分断が一段と進めば、供給面での混乱が一時的でなく恒常化する可能性が高まります。また、米国で住宅市場が低迷する一方で、インフレは高止まりし、消費が落ち込むシナリオ（スタグフレーション）となれば、FRBが景気低迷に利下げで対応する余地が低下することにもなりかねません。

(4)財政リスクと金融市場への影響：米国では双子の赤字（財政収支と経常収支がともに赤字）が続き、政府債務残高（対GDP比）が歴史的な高水準となっています。そのため、不況時に財政を拡張させる余地は乏しく、減税の所得押し上げ効果が阻害される可能性があります。こうした状況を反映し、国債利回りが高止まりするリスクもあると考えられます。

日本では、基礎的財政収支の改善に向けた進展がみられ、税収に対する政府債務残高比率が低下しています。とはいえ、本年度に入り超長期国債の利回りが一時、急上昇したことが示唆するように、財政規律の緩みが金融市場での波乱につながるおそれがあります。例えば、少数与党が限定的な規模の景気対策の実施について野党の承認を得られない、あるいは解散総選挙で敗北する結果、大衆迎合的な財政政策が実行され、国債利回りが急上昇するリスク（発生確率は低いが影響度大）が考えられます。また、財政規律が緩んだり、日銀がインフレに適切に対処しない場合、邦銀の資金調達コストが上昇し、企業や個人の資金調達環境を悪化させるリスクがある点にも留意が必要です。

■主要国・地域の金融市場に関する弊社想定(2025年6月時点)■

想定については、今後、変更の可能性があります。

	実績 2025年 6月末	想定			
		2025年 9月末	2025年 12月末	2026年 3月末	2026年 6月末
【政策金利・国債利回り】					
米国 (FFレート誘導目標)	4.50%	4.29% 3.99～4.59%	4.04% 3.74～4.34%	3.85% 3.55～4.25%	3.75% 3.50～4.22%
ユーロ圏 (主要政策金利)	2.15%	1.87% 1.47～2.26%	1.83% 1.42～2.20%	1.83% 1.40～2.30%	1.90% 1.54～2.50%
日本 (無担保コール翌日物レート誘導目標)	0.50%	0.58% 0.46～0.75%	0.75% 0.50～0.89%	0.75% 0.50～1.00%	0.93% 0.71～1.08%
米国10年国債利回り	4.23%	4.32% 4.10～4.63%	4.25% 4.04～4.62%	4.26% 3.99～4.60%	4.25% 3.96～4.60%
ドイツ10年国債利回り	2.61%	2.60% 2.45～2.79%	2.65% 2.47～2.86%	2.72% 2.50～2.96%	2.77% 2.55～2.97%
日本10年国債利回り	1.43%	1.57% 1.33～1.78%	1.63% 1.38～1.85%	1.67% 1.40～1.93%	1.71% 1.45～1.96%
【外国為替】					
対米ドル	144.45円	142.00円 138.00～147.11円	140.00円 134.89～145.11円	138.00円 132.89～143.11円	136.00円 130.89～141.11円
対ユーロ	169.56円	163.36円 153.80～171.98円	162.40円 151.70～171.08円	161.92円 151.11～170.14円	160.92円 150.44～169.37円
対英ポンド	197.94円	191.70円 182.20～203.00円	189.00円 178.10～200.30円	187.70円 176.70～198.90円	186.30円 175.40～197.60円
対豪ドル	94.66円	92.30円 86.90～98.60円	92.40円 86.30～98.70円	92.50円 86.40～98.70円	92.50円 86.40～98.80円
【株価指数】					
ニューヨーク・ダウ工業株30種	44,094.77	43,344 40,892～45,733	42,503 39,986～44,906	42,212 39,766～44,704	42,176 39,702～44,689
S&P500指数	6,204.95	6,118 5,598～6,445	6,244 5,581～6,712	6,344 5,655～6,909	6,480 5,665～7,087
ストックス欧州600指数	541.37	564 538～585	568 542～589	568 537～588	564 531～584
日経平均株価	40,487.39	38,592 34,103～43,108	39,331 33,598～43,627	40,160 33,876～45,125	41,297 34,203～46,010
TOPIX(東証株価指数)	2,852.84	2,861 2,689～3,031	2,872 2,704～3,059	2,932 2,746～3,052	2,959 2,742～3,096
【商品価格】					
北海プレント原油先物 (単位: 米ドル/バレル)	67.61	68.94 60.22～75.38	69.09 60.22～76.56	67.70 60.22～76.66	67.50 60.22～76.69
金スポット (単位: 米ドル/トロイオンス)	3,303.14	3,286 2,878～3,596	3,354 3,001～3,640	3,352 3,042～3,678	3,371 3,096～3,715

※上記想定で、上段は弊社が想定するレンジの中央値、下段はレンジを示しています。
※米国の政策金利は誘導目標レンジの上限値を掲載しています。
※外国為替についてはWM / ロイターのロンドン市場16時のデータを掲載しています。
※上記データは過去のものおよび想定であり、将来の市場環境などを保証するものではありません。

当資料をお読みいただく際の留意事項

- 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 指数に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利は、当該指数の算出元または公表元に帰属します。