

ストラテジストコラム

米国離れは続くのか

2025年5月19日

- 米国株は相互関税発表前の水準にほぼ戻したが、ドルは戻りが鈍い。FRBの利下げ観測、米政権によるドル安誘導を巡る思惑、投資家による「米国離れ」検討、などが背景とみられる。
- 米国の相対的に堅調な経済、株式市場への資金流入などから、リーマンショック以降、長期にわたりドル高が進んできた。
- 投資家は米国からの資金分散を模索するも、中長期的に高成長期待が強まるセクターや地域は米国外では当面不在か。

チーフストラテジスト 浅岡 均

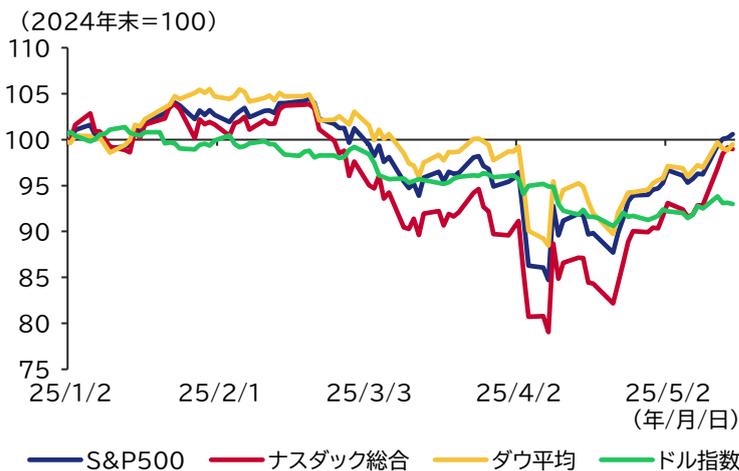
米国株は急落前の水準にほぼ戻ったが、ドルは戻らず

4月初めにトランプ米政権が相互関税を発表し、世界的に金融市場が大きく変動した局面では、一時、米国株とともに米国債やドルも売られ、トリプル安となりました。その後、米政権による緊張緩和に向けた動きから、米国株は急落前の水準に値を戻した一方で、ドル指数については3月末ごろの水準には戻っておらず、5月半ば時点で年初来約7%下落しています(図表1)。ドル安は、①FRB(米連邦準備理事会)の利下げ観測に加え、②米政権が各国との貿易交渉においてドル安調整を求める可能性、③米国資産市場に再び資金を戻すべきかを巡っての機関投資家などの懸念、などが背景とみられます。

②と③は中長期的なテーマと言えます。②について、米政権が各国との貿易交渉において、ドル安を要求するのではないかと懸念がくすぶっています。「マールアラーゴ合意」案として知られているように、CEA(大統領経済諮問委員会)委員長のステーブン・ミラン氏が昨年執筆した論考で、関税引き上げや経済安全保障を圧力とした交渉により、各国にドル売りを求める政策案を(あくまでも思考実験としつつも)提示しました。

もっとも、こうした主要国の政策協調によるドル安誘導は、1980年代のプラザ合意に比べてかなり困難、というのが市場の共通認識だとみられています。各国との交渉で通貨政策の主担当とみられるベッセント財務長官も、その困難さを十分理解しているとみられ、これまでのところ表向きには為替に関する発言は限定的となっています。(右上に続く)

【図表1: 米主要株価指数とドル指数の推移(年初来)】



(注)各指数の2024年末値を100として指数化
 期間: 2025年1月2日~5月15日(日次)
 出所: ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

リーマンショック以降は総じてドル高が進んできた

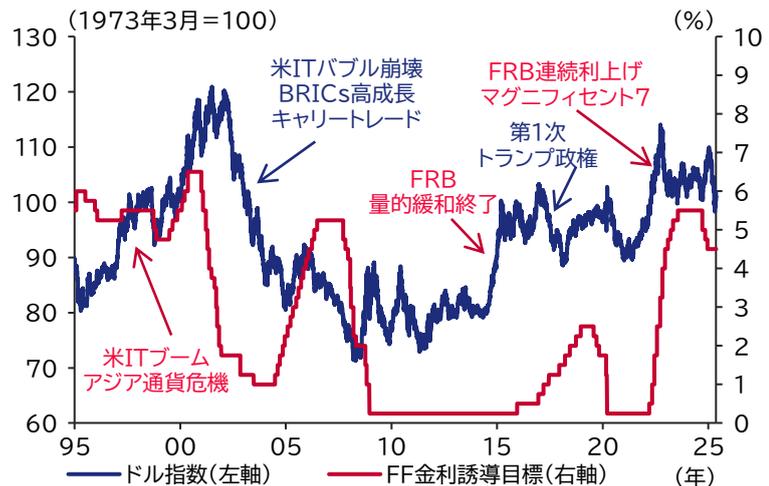
1990年代以降のドル指数の長期推移を見ると、2000年代前半に比較的長期にわたってドル安局面がありました(図表2)。米国でITバブルが崩壊し、2001年に中国がWTO(世界貿易機関)に加盟、BRICsと呼ばれる新興国の成長が目覚ましかった時期にあたります。日本円をはじめとする低金利通貨を調達し、高成長の新興国・資源国の高金利通貨で運用する、キャリートレードが拡大しました。経済の高成長期待から新興国への資金流入が強まり、ドル安が進んだ局面だったと考えられます。

リーマンショック以降は、米国ではFRBが低金利政策を続けたものの、世界金融危機が欧州や新興国の経済に大きな傷跡を残す形となったことから、相対的に堅調な米国経済を背景にドルも底堅く推移しました。その後、FRBの量的緩和及びゼロ金利政策の終了、コロナ禍後の連続利上げなどを受けて、短期的な変動を伴いつつも、中期的にはドル高基調で推移しています。

世界経済における米国経済の相対的な堅調さがドル高の背景だったと考えられます。なお、第1次トランプ政権時にはドル安が10%数進みましたが、中期的な下落トレンドの定着には至りませんでした。リーマンショック以降、トランプ政権が問題視しているように、総じてドル高方向に推移してきたことは事実です。もっとも、次ページ以降に示す議論を踏まえると、中長期的なドル安トレンドへの転換は当面難しいのでは、と考えられます。

(次ページに続く)

【図表2: 1995年以降のドル指数の推移】



(注)赤字はドル高局面、青字はドル安局面
 期間: 1995年1月2日~2025年5月15日(日次)
 出所: ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

米国以外に投資資金を大きく振り向ける先はあるのか

各国株式市場の時価総額の対世界シェアの推移をみると、資金が集中してきた米国の強さが、より明確にうかがえます。世界株指数(MSCIオールカントリー・ワールドインデックス)に占める米国のシェアはリーマンショック以降、上昇基調で推移し、直近は約6割超に達しています(図表3)。

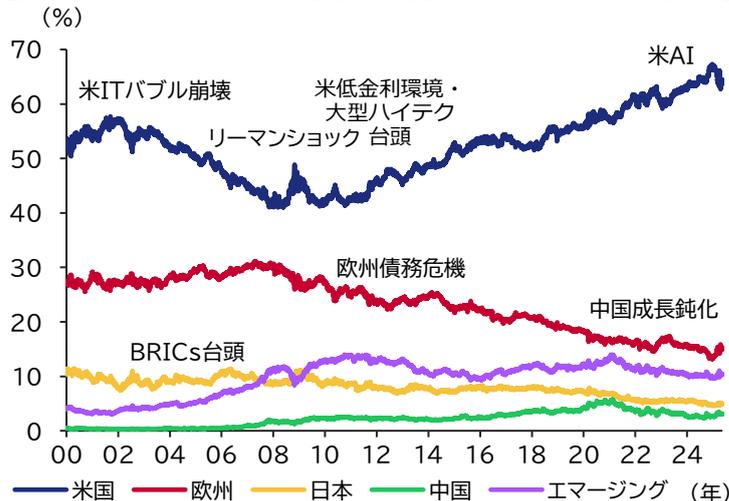
2023年から2024年末にかけての米国株高は、生成AI需要拡大期待を背景に、エヌビディアなど一部の大型ハイテク銘柄がけん引する形で進みました。ITバブル時のように漠然とした成長期待を背景にした上昇ではなく、実際の利益拡大を伴っていたという意味でバブルではなかったと考えられます。もっとも、利益成長には鈍化の兆しがみられていました。こうした中、資金集中や高バリュエーションへの警戒感から、投資家の間では2024年末の時点で既に、2025年の投資を考えるにあたり、米国株からの資金分散を模索しつつあったと考えられます。

ドイツの財政拡張方針がまだ決まっていなかった2025年初め時点からの力強い欧州株高は、機関投資家などの資産配分変更を反映した動きだったと考えられます。世界株指数に占める欧州株(先進国)のシェアは、リーマンショック前は約3割程度でしたが、直近では約15%にとどまっています。ドイツなど欧州の財政拡張はEU(欧州連合)発足以来、財政に厳しい規律を課してきた方針からの歴史的な転換です。財政拡張は、欧州債務危機やウクライナ情勢などを背景に低成長が続いた欧州経済の回復に大きく寄与し、当面欧州株やユーロは堅調な推移となる可能性があります。

もっとも、経済が持続的に高成長を実現するには、財政拡張が生産性の向上につながる必要があると考えられます。ドイツは輸出主導型の成長モデルでかつて高成長を遂げましたが、財政拡張とともに、中期的に成長モデルの転換を遂げられるかどうか重要だと考えられます。

また、市場では、インドやインドネシアといったグローバルサウスがかつてのBRICsのように世界経済の成長をけん引するとの期待も一部が高まっています。ただし、中国が依然過剰生産能力を抱える中、高成長が可能な、製造業・輸出主導でない経済モデルが存在するのか、不透明感は根強く残ります。(右上に続く)

【図表3:日米欧中など株価指数時価総額シェアの長期推移】



(注) MSCIオールカントリーワールド指数のドル建て時価総額に占める各国・地域のドル建てMSCI株価指数の時価総額シェア。エマージングには中国を含む。

期間: 2000年1月3日~2025年5月14日(日次)

出所: FactSetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

米国経済のダイナミズムを背景に米国一強は長期化か

政府の直接の支援ではなく、活発な起業家精神や民間部門での研究開発などを背景に成長してきた米大型ハイテクセクターは、米国経済全体の生産性を引き上げ、消費も支え、堅調な成長を実現してきたと考えられます。そう考えると、中期的に新たに資金を振り向けるべき、米国を凌駕するような高成長国・地域は、なかなか他には思い当たらないというのが正直なところでは。

なお、トランプ氏が米大統領選で勝利した理由のひとつに、かつて製造業で雇用されていた労働者の支持が大きかったことが挙げられます。ハイテクセクターなどの成長から取り残された労働者の不満が増大していたためです。それでは、米国の低生産性セクターでの労働者は、ハイテクセクターの高成長の恩恵を受けられなかったのでしょうか。

結論から言えば、米国ではハイテクセクターで雇用されている以外の国民も、一定の恩恵を受けたと考えられます。米国では401k(確定拠出年金)などが早期に導入されたことなどから、家計の株式保有比率が他国に比べて高いことで知られています。近年も家計の金融資産は大きく拡大し、米個人消費の大きな原動力になっているとみられます。

また、米国で低生産性セクターの労働者は、高成長セクターが存在することによる賃金面での恩恵もあったと考えられます。高い資本リターンを背景に資本蓄積が加速的に進むと、国内全体で資本に対して労働の希少性が相対的に高まります(ストック面で労働が資本に対して過少な状態。シンプルに言えば人手不足)。これにより労働者全体の賃金上昇が促され得ると考えられます。

米国は中国に「リバランス」を求めるが、中国は成長の恩恵を国民に分配するシステムを依然欠いている状態

ベッセント米財務長官は今年4月、中国経済は製造業への依存度が高く、輸出主導の経済システムが継続すれば、貿易相手国との間で不均衡を起こし続けると指摘しました。その上で、中国にはリバランス(すなわち、製造業の輸出主導から消費主導経済への転換)が必要だとしています。世界経済をけん引し得る消費の力を中国にも求めているわけです。

中国は、民間企業の支援強化に舵を切りました。DeepSeekのように低コストで高性能な生成AIを開発するなど、民間で革新的な動きがみられることも背景です。今後、米ハイテクセクターの手ごわい競争相手になる可能性は十分あります。

一方で、中国の一人あたりGDPは依然高所得国に至っておらず、人口も減少に転じました。また、中国では最近ようやく個人型の確定拠出年金が全国レベルで始まったばかりです。国民が幅広く新規の高成長セクターの恩恵を受けるシステムは、米国に比べると整っていないと考えられます。米国のように技術革新と消費がけん引する経済成長を実現するには、経済モデルのさらなる改革が必要だと考えられます。(了)

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券(REIT)などの値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%(税込)

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用(信託報酬)：上限年率2.288%(税込)

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用(上限額等を含む)を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

【当資料で使用している指数について】

- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はNasdaq Stock Market, Inc.に帰属します。
- MSCIオールカントリー・ワールド、MSCI米国、MSCI欧州、MSCI日本、MSCI中国、MSCIエマージング・マーケット・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。