

2025 年 3 月 19 日
 米国株

 りそなホールディングス 市場企画部
 ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View: 2025 年の米国株見通し(2025 年 3 月号)

企業業績の見通しは明るい、リスクプレミアムの上昇を考慮し、SP500 の年末値を下方修正

要約

- 2025 年末の SP500 は、メインシナリオの下では 6,500pt と見込む。堅調な米国経済を背景に、企業業績の拡大を見込むが、トランプ大統領の政策不透明感などを鑑みて、前回見通しからリスクプレミアムを上昇させたため、予想値は下方修正となった
- 注目セクター・ファクターは、先端半導体、ソフトウェア・サービス、金融、防衛、低ベータ×高配当利回り、テクニカル指標(RSI14 日等)
- リスク要因については、想定以上に厳しい関税政策と FRB のタカ派姿勢転換を警戒している

図表 1: 2025 年のマーケット見通し

	2025年 2月末	2025			
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
FF金利	4.50%	4.50%	4.25%	4.25%	4.00%
想定レンジ		4.25% - 4.50%	4.00% - 4.50%	3.75% - 4.50%	3.75% - 4.25%
米10年金利	4.21%	4.40%	4.30%	4.30%	4.20%
想定レンジ		4.00% - 4.80%	3.90% - 4.70%	3.90% - 4.70%	3.80% - 4.60%
失業率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.95%
想定レンジ		3.85% - 4.40%	3.85% - 4.40%	3.85% - 4.40%	3.85% - 4.40%
インフレ率(PCEコア)	2.65%	2.65%	2.60%	2.60%	2.55%
想定レンジ		2.40% - 2.80%	2.40% - 2.80%	2.40% - 2.80%	2.30% - 2.70%
SP500	5,954.5 pt	5,800pt	5,950pt	6,200pt	6,500pt
想定レンジ		5,800pt - 6,300pt	5,800pt - 6,600pt	5,800pt - 6,600pt	6,000pt - 7,000pt
日銀 超過準備付利金利	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%
想定レンジ		0.50% - 0.75%	0.50% - 0.75%	0.50% - 1.00%	0.50% - 1.00%
日10年金利	1.38%	1.40%	1.40%	1.40%	1.60%
想定レンジ		1.20% - 1.60%	1.20% - 1.60%	1.20% - 1.60%	1.40% - 1.80%
ドル円	150.63 円	145円	150円	140円	145円
想定レンジ		140 円 - 160 円	140 円 - 160 円	130 円 - 150 円	135 円 - 155 円
日経平均株価	37,155.5 円	38,500円	39,000円	40,000円	41,500円
想定レンジ		36,500 円 - 40,500 円	37,000 円 - 41,000 円	38,000 円 - 42,000 円	40,000 円 - 44,000 円

出所: りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

■前回からの変更点・新規材料

米国		日本	
①	FRBの利下げ時期後ずれ&トータルの利下げ回数の減少	①	日銀の利上げ回数上方修正
②	トランプ大統領の想定以上に厳しい関税政策		
③	米景気後退懸念の再燃		

■今後の注目ポイント

米国		日本	
①	FRBの金融政策(利下げ時期、回数)	①	日銀の金融政策(利下げ時期、回数)
②	米景気(関税実施後は落ち着きを取り戻すか)	②	期初計画の動向
③	企業業績(AI関連銘柄の成長持続性、SP493の改善)	③	海外投資家が日本株買い越しに転換するか?
		④	株主還元姿勢(積極的な買上げとのバランス)

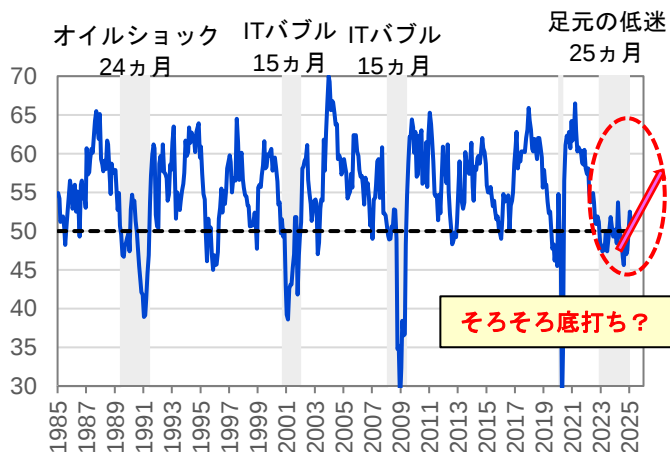
第一章 米国経済の概況:2025 年は米製造業の回復を予想

米国の景気循環と概ね一致する ISM 製造業景況感指数をみると、好不況の分かれ目である 50 を下回る状況が約 2 年間続いていた(図表 2)。これは、過去の主要な景気低迷期と比べても最長で、過去の傾向からは底打ちしてもおかしくはない。実際、足元でやや改善の兆しを見せているが、この回復に持続性はあるだろうか。

ISM 製造業景況感指数の変動を、詳細項目に分解して確認すると、足元は入荷遅延≒需要の回復に対応して雇用や生産が拡大しており、典型的な企業活動拡大の動きと一致する(図表 3)。更に鉱工業生産指数を用いて、在庫出荷バランス(在庫が出荷の何倍の水準かを示す)を分析すると、この動きには持続性があることが見えてくる。

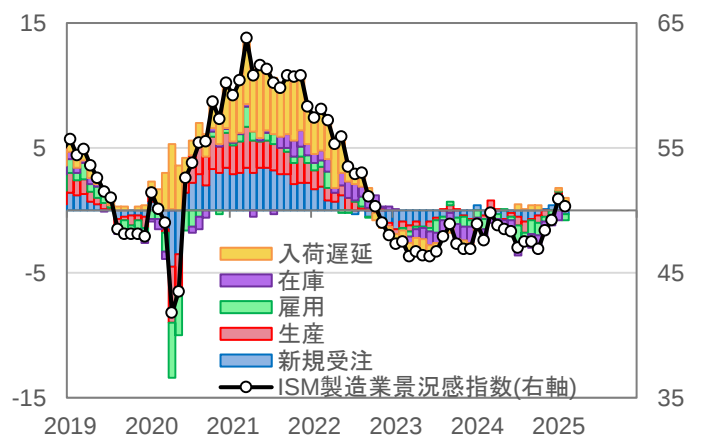
図表 4 は、横軸に長短金利差(10 年金利－2 年金利)、縦軸に在庫出荷バランス(在庫/出荷)を取った散布図である。図表 4 より、在庫出荷バランスは、在庫調整を経て回復局面へと向かう途上にある様子が窺える。ISM 製造業景況感指数改善の背景には、米経済が構造的な回復局面にあることがあり、持続可能性が高い。

図表2：ISM製造業景況感指数



出所：Bloomberg

(pt) 図表3：ISM製造業景況感指数と変動要因分解



出所：Bloomberg

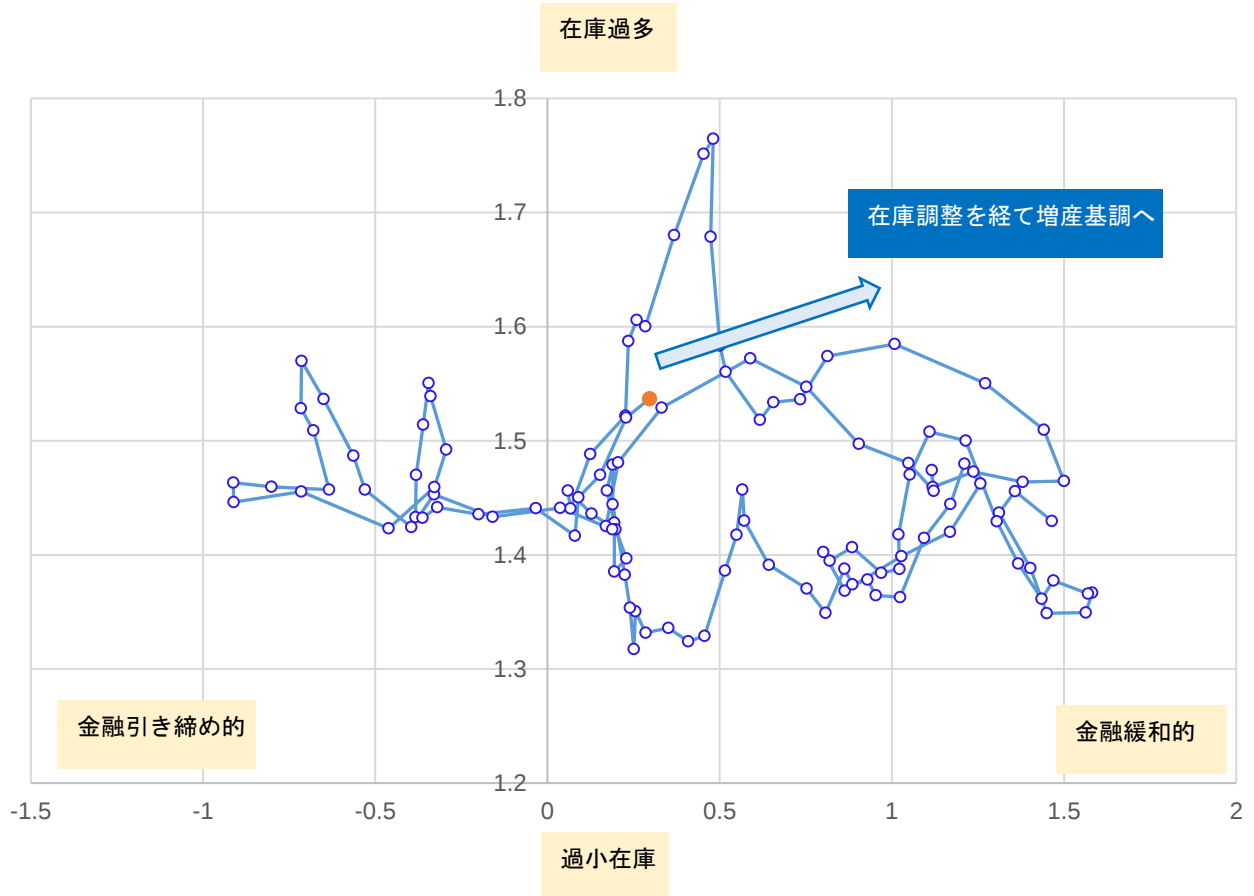
2024 年は、AI ブームによって先端半導体が米国経済をけん引した。2025 年もその勢いに陰りは見えないが、いよいよ、出遅れていたその他の製造業についても本格的な回復がみられる一年となろう。図表 5 は、SP500 の予想 EPS について、24 ヶ月先÷12 ヶ月先の成長率を計算したものである。情報技術セクター以外のセクターでも成長が見込まれることは、在庫出荷バランスから得られる示唆とも整合的である。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

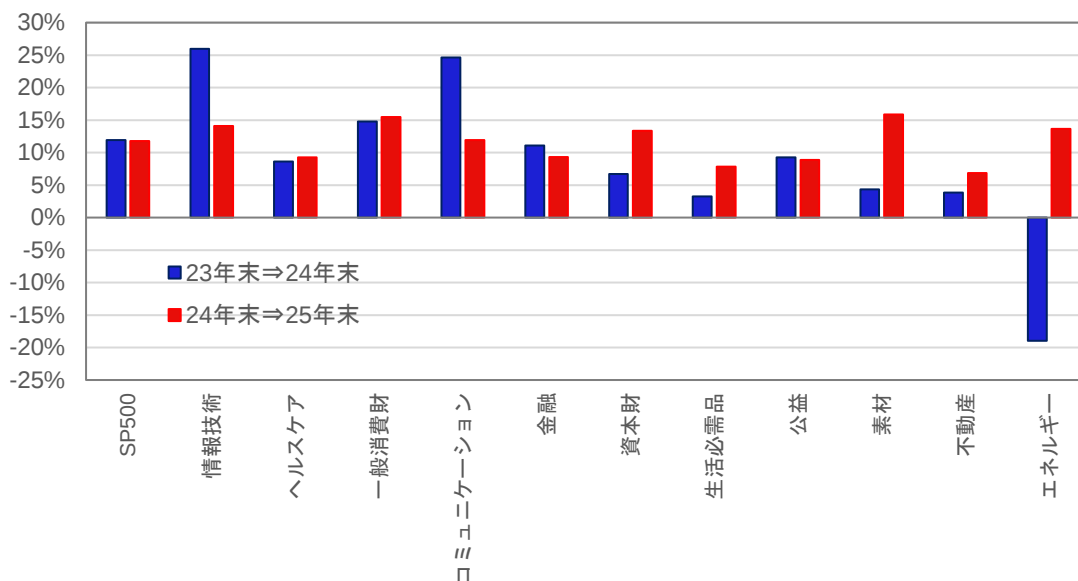
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表4：米鉱工業生産における在庫出荷バランス(Y軸)と長短金利差(X軸)



出所：Bloomberg

図表5：SP500業種別EPS変化率



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

第二章 米国株見通し：株価は上昇を予想するが、リスクプレミアム上昇で、前回から下方修正

本稿ではトップダウン予想によって、米国株式市場を展望する。すなわち、株価が、①EPS、②リスクプレミアム(益回りー米 10 年金利)、③リスクフリーレート(米 10 年金利)によって規定されると考え、各要素を予想し、最後に株価を予想する。

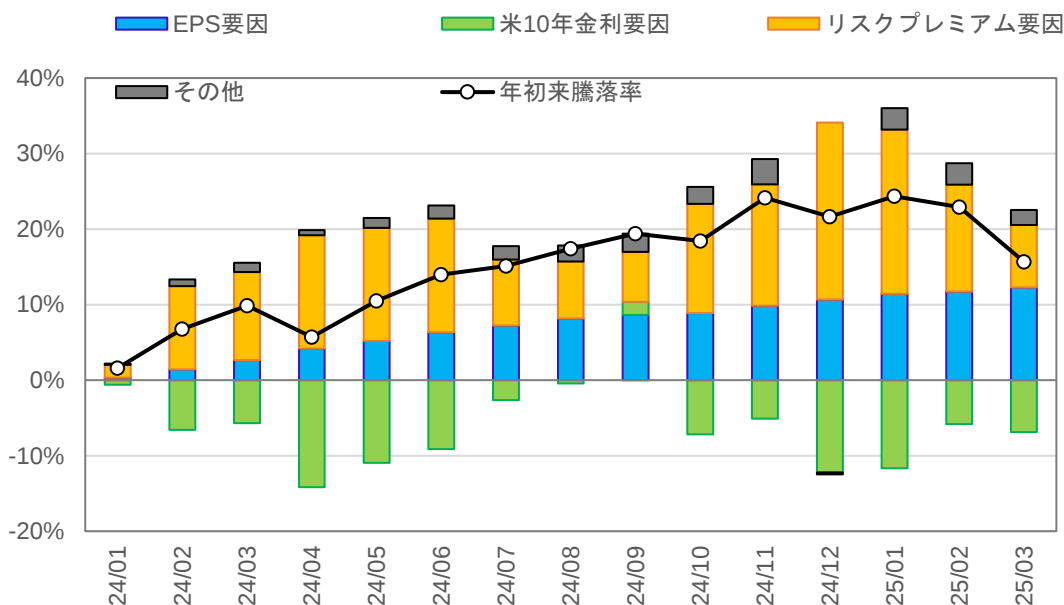
まず、足元の状況を確認する。23 年未来の SP500 の変動は、図表 6 の様に分解できる。

EPS は一貫して緩やかな成長を継続している。

リスクプレミアムについては、米景気不安の台頭等で一時的に縮小する場面もあったが、一貫して低下傾向であった。特に、2024 年 11 月以降はトランプ氏が大統領選で勝利したことで法人減税等を期待先行で織り込み、一層低下した(リスクプレミアムの低下は、リスク選好の強まりを意味し、株高要因)。しかし、2025 年 2 月以降は、トランプ大統領の関税政策を巡る不透明感や米景気不安の再燃でリスクプレミアムは急速に縮小している。

米 10 年金利は、2024 年前半は想定よりも底堅い米景気や粘着的なインフレを背景に上昇、年末にかけてはトランプ次期大統領の政策不確実性等から上昇し、米景気不安が台頭した 8～9 月を除いて、株安要因であった。足元でも米景気不安が台頭しているもののトランプ大統領の関税政策がインフレを加速させる可能性が高いことから、金利の低下は限定的である。

図表6：SP500の23年未来騰落率



出所：Bloomberg

以上から、今後を展望すると、次の様に整理できよう。

- EPS: 製造業の回復基調が継続する中、緩やかな成長を継続
- リスクプレミアム: 米景気不安は杞憂に終わり、底堅い企業業績が確認されるにつれて回復
- 米金利: インフレ率の高止まりと潜在成長率の改善で、FRB の利下げ回数が減少し、横ばい圏で推移

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

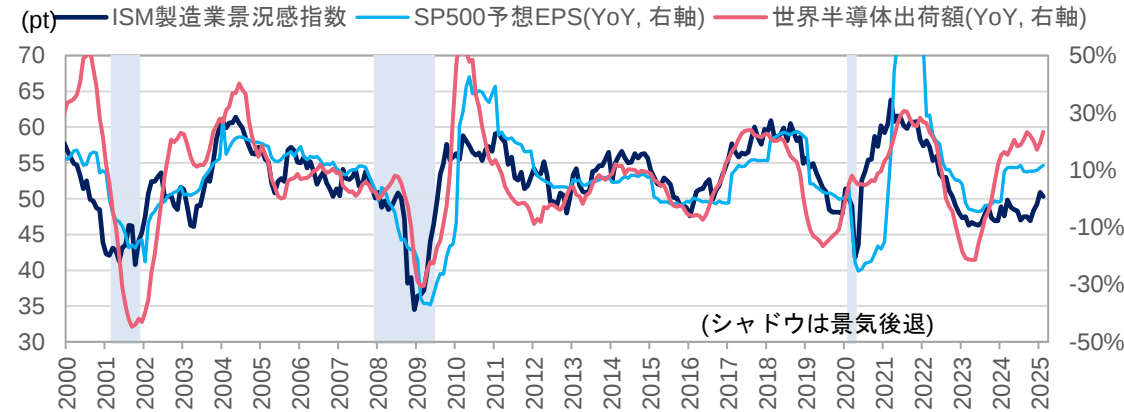
図表 7: SP500 の想定推移

変数名	概要	株価への影響	足元の水準	2025 1-3月期	2025 4-6月期	2025 7-9月期	2025 10-12月期
EPS	一株当たり利益の成長性	+	276.5	287.6	294.8	302.2	309.7
リスク・プレミアム	投資家センチメント	-	0.68%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
金利要因	最低限の要求利回りとしての基準	-	4.28%	4.37%	4.33%	4.27%	4.18%
SP500	メイン		5,705.5	5,787.1	5,963.1	6,227.0	6,486.2
	上限			6,329.5	6,526.2	6,831.5	7,097.2
	下限			5,425.4	5,587.7	5,824.0	6,078.8

出所：りそなホールディングス

EPS については、従来は ISM 製造業景況感指数と強く相関していたが、AI ブームもあり足元で乖離が広がっていることを踏まえ、WSTS の世界半導体出荷額も用いて予想した(図表 8)。計算の詳細は割愛するが、定量モデルからは、合計すると、EPS 成長率は+7.0%~+9.0%と推計される。

図表 8：ISM製造業景況指数とSP500, 世界半導体出荷額の前年比

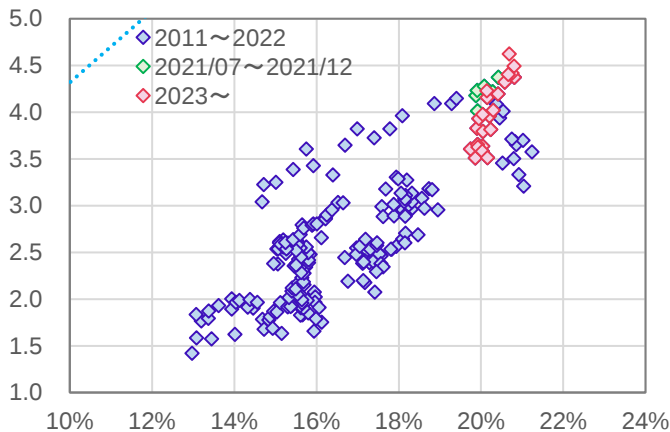


出所：Bloomberg

次にリスクフリーレート、即ち、米 10 年金利について、算出過程は割愛するが 2025 年は 4.3%前後で推移するとみている。リスクプレミアムについては、 $PBR = ROE \times PER$ モデルを使用した。先の EPS 成長率を使うと、2025 年の SP500 の ROE は 22%程度までの改善が見込まれるため、23 倍程度の PER が許容される。リスクフリーレートは 4.3%程度と見込んでいるため、リスクプレミアムは 0%pt に近い。これは大統領選後のリスクオンムード優勢であった期間と同程度の数値であり、過去最低水準である。しかし、トランプ大統領の政策不透明感に対する市場の警戒を重く見て、これはあくまでも上限とした(前回からの変更点)。

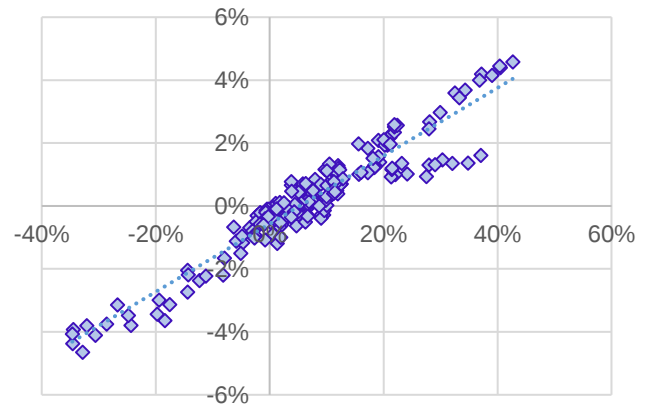
以上から、SP500 の 2025 年末値は、前回の 6,800pt から 6,500pt に下方修正する。

図表9：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



注：数値は SP500 の 12 カ月先予想ベース
出所：Bloomberg

図表10：EPS変化率(X軸)とROE改善幅(Y軸)



注：数値は SP500 の 12 カ月先予想ベース
出所：Bloomberg

図表11：SP500のリスクプレミアム



注：数値は SP500 の 12 カ月先予想ベース
出所：Bloomberg

最後に、注目セクター・ファクターについては、以下の通りである(具体的な企業名については、弊社ポリシーに反するため、ここでは触れない)。

- **先端半導体**

先端半導体市場は、中国の Deep Seek 登場で需要が急減するとの懸念が広がっているが、杞憂と考えている(日米欧 Market View：半導体市場 Monthly(2025 年 2 月) 参照)。また、バリュエーション上も、ここもとは投資家のリスクオフ姿勢の強まりから、フェアバリュー以上に大きく下げているとみられ、投資妙味があるとみる(日米欧 Market View：半導体市場 Monthly (2025 年 3 月) 参照)

- **ソフトウェア・サービス**

2025 年は、AI の活用にも注目が集まるとみている。特に、AI を使った防衛やデータ解析・コンサルティング等に注目している。特に、これまで投資が先行して利益がほとんど出ていない様な企業については、これから投資を回収するフェーズに移行するとみられ、大きく利益を伸ばす企業も出てくるだろう

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

● 金融

FRB が緩やかに利下げをしていく中で、逆イールドの解消が進めば、金融機関にとっては利ザヤの改善に繋がり、業績の改善が見込める。また、景気が強く株式市場が活況に沸く中では、M&A や IPO 等による手数料収入の増加も見込めると考えている

● 防衛

トランプ大統領は、欧州や日本に対して、防衛費の増額を求めている。米国内の需要は政務支出削減が進むため、拡大は見込み難いが、一方で、諸外国への輸出が拡大する場合、米政府向けよりも利益率が高い場合が多く、トータルの利益が成長する公算が大きい。米国株の中では PER も低く、配当利回りが高いディフェンシブ株としての特性を持つ企業が多い点も評価に値する

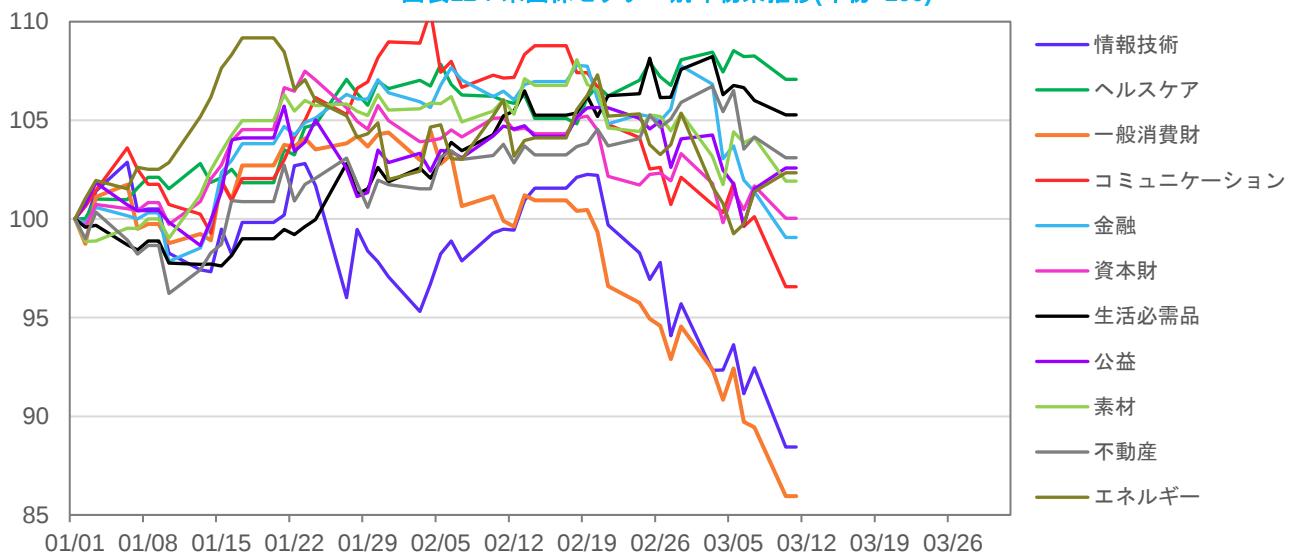
● 低ボラティリティ×高配当利回り

トランプ大統領の発言等を受け、2025 年はボラタイルな相場展開となることが予想される。こうしたリスクオフ局面では、低ボラティリティ銘柄が資金の逃避先として選好されやすい。ただし、低ボラティリティ銘柄は成熟企業も多く、成長性に乏しいため、インカムゲイン即ち、配当利回りは確保したいところである。従って、低ボラティリティ×高配当利回りの 2 軸での銘柄選別が有効とみる

● テクニカル指標(14 日 RSI 等)

テクニカル指標のみを単独で用いて投資することは、全く推奨できないが、2025 年はボラタイルな相場展開となることが予想されることから、センチメントで大きく下げ過ぎている銘柄をスクリーニングする際の補助にはなると考えている。しかしながら、中長期的に株価を規定するのは、ファンダメンタルズであるから、テクニカル指標でスクリーニングした後、ファンダメンタルズが堅調な銘柄に絞って投資すべきであろう

図表12：米国株セクター別年初来推移(年初=100)



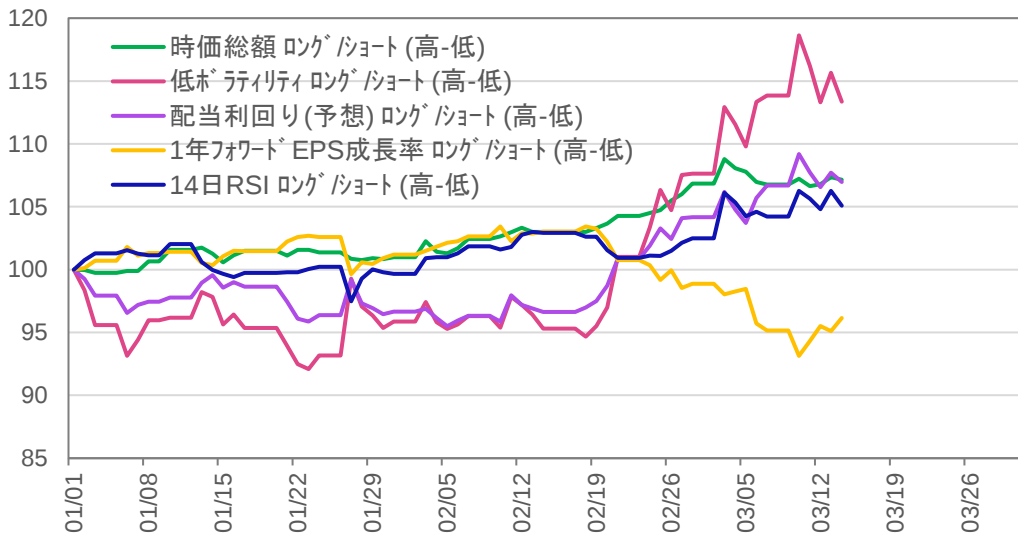
出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表13：米国株ファクター別年初来リターン（年初=100）



出所：Bloomberg

第三章 リスク要因:想定以上に厳しい関税政策、FRBのタカ派転換等

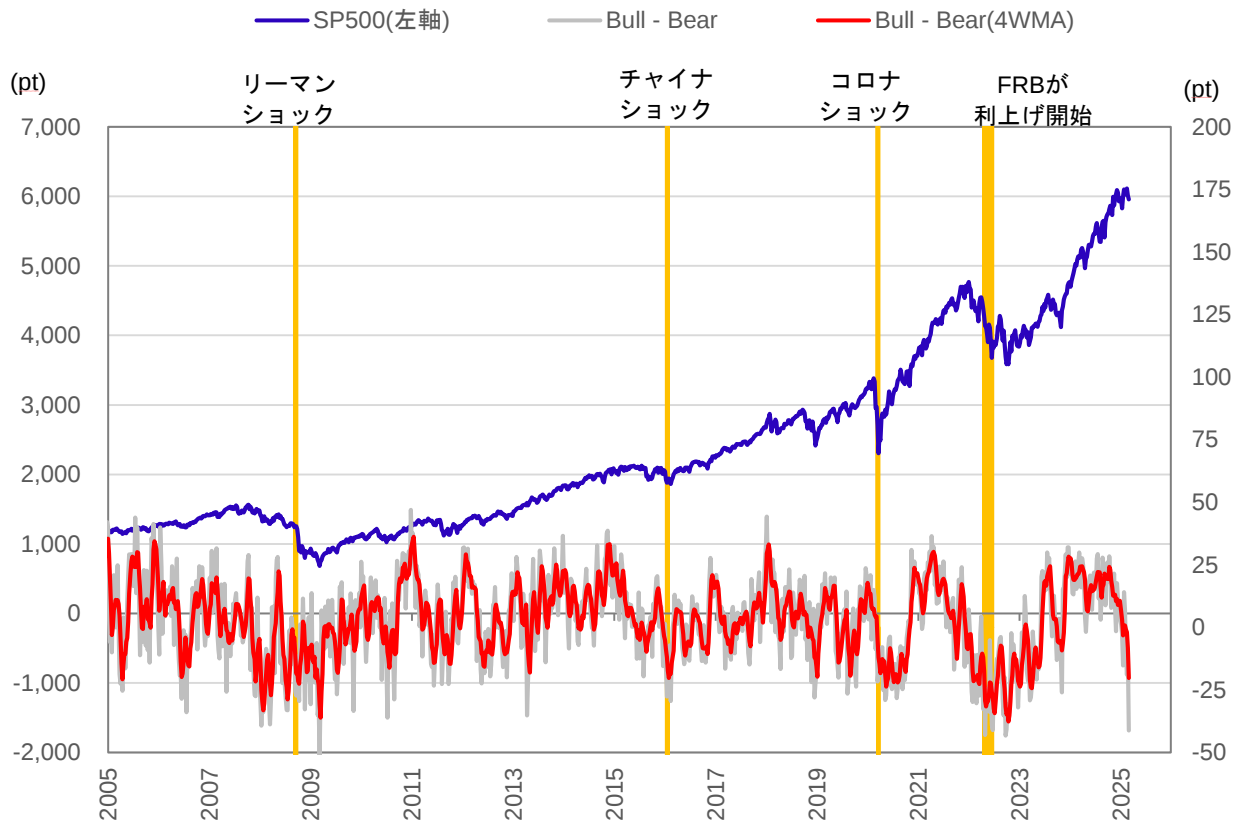
最後にリスク要因について述べる。特に、株価が想定以上に下落する可能性が高いとみている2つの要因について解説する。一つは、想定以上に関税政策、もう一つはFRBのタカ派姿勢転換である。

まず、ここまでのSP500の推移と市場センチメントを確認すると、3月上旬に大きく株価が下落した局面における市場センチメントは、リーマンショック等の過去のショックに匹敵する水準まで悪化していることが分かる(図表14)。これは、現在分かっている情報から推測される最悪のシナリオを織り込んだ水準と言えるだろう。即ち、今後は、実際に関税などが実施されるにつれて、悪材料出尽くしとの見方から、市場センチメントは改善に向かうことを期待している。実際、2018年のマーケットは、上述の様な仮定と整合的な動きであった(図表15)。すなわち、関税発動前はリスクプレミアムの上昇(と関税によるインフレ加速警戒で金利上昇)により株価は停滞、関税発動後はリスクプレミアムが改善し株価は反発となった。

ただし、これは当時織り込まれていたシナリオ通りか、それよりも幾分ポジティブな状況が実現したためである。仮に現在織り込まれている以上の悪材料が発言すれば、それを織り込む過程で、将来への不確実性も高まり、リスクプレミアムが急上昇し、株価が下落する可能性がある。

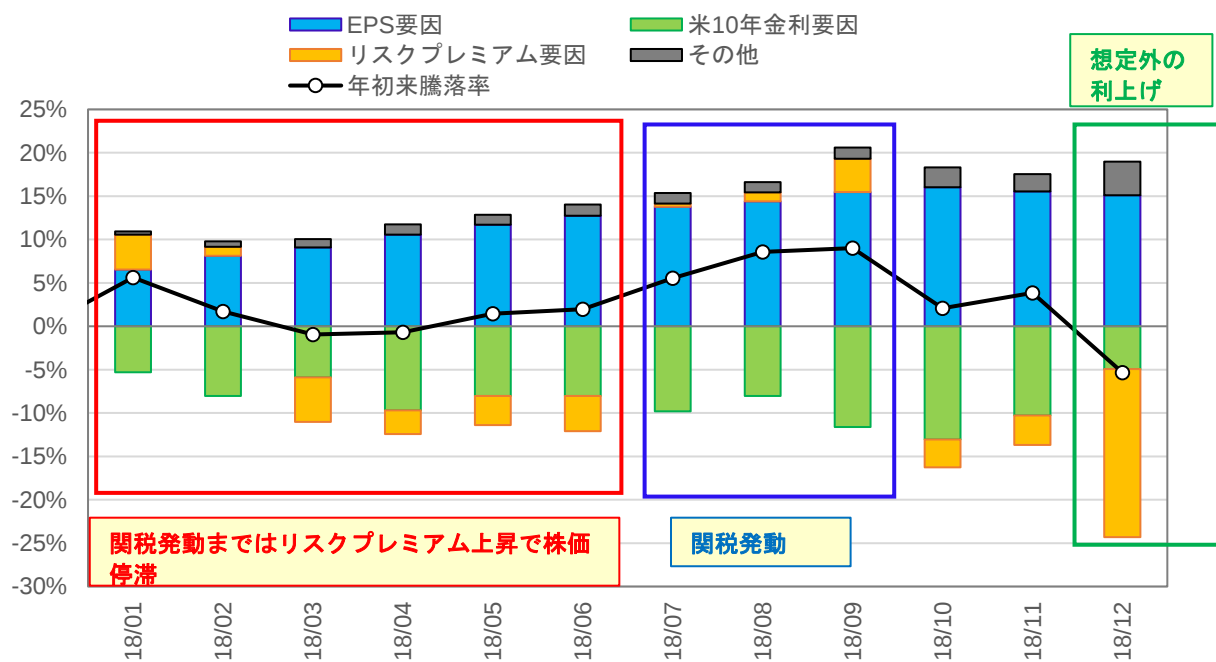
なお、2018年の12月末には再び株価は下落に転じたが、これが2つ目のリスクとして注視しているFRBのタカ派姿勢転換である。現時点では、顕在化していないが、関税や米景気回復等の影響でインフレ率が上昇に転じた場合、タカ派姿勢に転換するリスクがあるが、その場合は景気後退懸念が強まり、リスクプレミアムが上昇して株価急落のリスクがある([日米欧 Market View : 2月米CPI 参照](#))。

図表14：SP500と投資家センチメント



出所：Bloomberg

図表15：2018年のSP500年初来騰落率推移



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



■バックナンバー(直近発行レポート 30 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
125	2024/12/2	日本株	日本株 11 月セクター動向と 12 月見通し
126	2024/12/3	米国経済	11 月 ISM 製造業景況感指数
127	2024/12/3	日本株, 米国株	12 月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立
128	2024/12/6	日本株	日本株需給(11 月 25 日～11 月 29 日)
129	2024/12/9	米国経済	11 月雇用統計
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	2025 年のマーケット見通し～米国編
131	2024/12/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
132	2024/12/13	日本株	日本株需給(12 月 2 日～12 月 6 日)
133	2024/12/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2024 年 12 月)
134	2024/12/19	米国経済	12 月 FOMC
135	2024/12/19	コモディティ	11 月 WTI 原油先物価格
136	2024/12/20	日本株	日本株受給(12 月 9 日～12 月 13 日)
137	2024/12/20	日本経済, 日本株	2025 年のマーケット見通し～日本編
138	2024/12/20	豪州経済	12 月豪州概況
139	2024/12/27	日本株	日本株需給(12 月 16 日～12 月 20 日)
140	2024/12/27	日本株	日本株 12 月セクター動向と 1 月見通し
141	2025/1/6	米国経済	12 月 ISM 製造業景況感指数
142	2025/1/10	日本株	日本株需給(12 月 23 日～12 月 27 日)
143	2025/1/14	米国経済	12 月米雇用統計
144	2025/1/15	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 1 月)
145	2025/1/20	日本株	日本株需給(1 月 6 日～1 月 10 日)
146	2025/1/20	コモディティ	12 月 WTI 原油先物価格
147	2025/1/22	豪州経済	1 月豪州概況
148	2025/1/24	日本株	日本株需給(1 月 14 日～1 月 17 日)
149	2025/1/27	日本株	日本株と ESG 投資～GPIF 採用指数の視点から
150	2025/1/30	米国経済	1 月 FOMC
151	2025/1/31	欧州経済	24 年第 4 四半期ユーロ圏 GDP 統計
152	2025/1/31	日本株	日本株需給(1/20～1/24)
153	2025/1/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
154	2025/2/3	日本株	日本株 1 月セクター動向と 2 月見通し
155	2025/2/3	日本株, 米国株	2 月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立
156	2025/2/4	米国経済	1 月 ISM 製造業景況感指数
157	2025/2/4	欧州経済	25 年 1 月ユーロ圏物価動向
158	2025/2/7	日本株	日本株需給(1 月 27 日～1 月 31 日)
159	2025/2/13	米国経済	1 月米 CPI
160	2025/2/14	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 2 月)
161	2025/2/14	コモディティ	25 年 1 月 WTI 原油先物価格
162	2025/2/17	日本株	日本株需給(2 月 3 日～2 月 7 日)
163	2025/2/25	日本株	日本株需給(2 月 10 日～2 月 14 日)
164	2025/2/27	欧州政治	2025 年 2 月ドイツ連邦議会選挙
165	2025/2/28	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 4Q
166	2025/2/28	豪州経済	25 年 2 月豪州概況
167	2025/3/3	日本株	日本株の 2 月セクター動向と 3 月見通し
168	2025/3/3	日本株	日本株需給(2 月 17 日～2 月 21 日)
169	2025/3/4	欧州経済	25 年 2 月ユーロ圏物価動向
170	2025/3/4	米国経済	2 月 ISM 製造業景況指数
171	2025/3/7	半導体, 米国株	日本株需給(2 月 25 日～2 月 28 日)
172	2025/3/7	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
173	2025/3/12	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 3 月)
174	2025/3/13	米国経済	2 月米 CPI

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。