情報提供資料

FRANKLIN TEMPLETON | Institute

Quick Thoughts

リスクと不確実性

2025年3月11日



スティーブン・ドーバー,CFA
チーフ・マーケット・ストラテジスト
フランクリン・テンプルトン・
インスティテュート



不確実性が蔓延しています。リスクは投資判断に織り込むことができますが、不確実性はそうはいきません。

足元の米国の経済指標は、予想を下回る弱さを見せています。この傾向が続けば、エコノミストは近いうちに2025年の米国GDP（国内総生産）成長率予測を下方修正することになるでしょう。企業収益の下方修正も、すでに始まっています。投資家は、これまで以上に先行きへの不透明感を強めているようで、これが株式市場の低迷となって現れています。

なぜ、今このようなことが起こっているのでしょうか？米国経済は盤石だったはずではなかったのでしょうか？

実際、昨年末の時点では、米国の失業率は低く、実質賃金は上昇、企業収益も好調で、FRB（連邦準備制度理事会）は金融緩和を行っていました。減税や企業寄りの規制緩和への期待が、産業界や金融界の関心を集めていました。あらゆる点を考慮すれば、2025年は米国経済、企業収益、そして資本市場にとって、素晴らしい年になるはずだったのです。

では、今日のより悲観的な見通しの背景には何があるのでしょうか？

私は、その主因は米国の新政権の混乱した政策運営に起因する不確実性だと考えています。

リスクとは、確率分布を用いて定量化し、近似値を求めることができるものです。たとえ大きなリスクが存在する場合でも、投資家は確率に基づいた考え方を導入し、将来起こりうる結果の可能性を評価することで、リターンを最大化するための行動を取ることができます。

一方、不確実性は、測定ができません。予測も推計も不可能であるため、意思決定を麻痺させてしまいます。

不確実性への対処法

何が起こるか分からないからこそ、私たちはこれまで以上にデータに注意を払う必要があります。

2025年に入って最初の2カ月で、多くの経済指標が悪化しました。最初に打撃を受けたのは、消費者マインドです。2月、ミシガン大学の消費者調査は64.7に急落し、1月の水準から9%、12月の数値から12.5%低下しました[1]。消費者が先行きに不安を感じれば、将来に対してより否定的になるのは当然のことです。

コンファレンスボードの消費者信頼感指数も、同様の結果を示しています。2月の数値は72.9に低下し、コンファレンスボードが景気後退の兆候と考える80の境界線を下回りました[2]。

それだけではありません。2月のISM製造業景況感調査では、新規受注が減少し、製造業の雇用も減少しました。産業需要の先行指標である入荷遅延については、「停滞状態」にまで落ち込んでいます。同調査によれば、「需要が緩和し、生産が安定する中で、企業が新政権の関税政策による最初のオペレーション上のショックを経験し、人員削減が続いた」とのことです。

伝統的な遅行指標である労働市場でさえ、陰りが見え始めています。失業保険申請件数の4週間移動平均は上昇傾向にあります。ADPの雇用統計では、2月の新規雇用者数は77,000人と、6カ月移動平均の167,000人から減少しました[3]。2月の雇用統計では151,000人の雇用増となりましたが、詳細を見ると、この数字は労働市場の健全性を誇張したものです。雇用増のほとんどは非景気循環セクターであり、大規模な連邦政府職員のレイオフは、調査期間後に行われました。

より広範な米国の経済活動の指標も、懸念材料です。アトランタ連邦準備銀行による2025年第1四半期の実質GDP成長率予測は、6週間前の3%から、2025年3月3日にはマイナス2.8%へと急落しました[4]。この落ち込みの一部は、（関税前の駆け込み）輸入の加速によるものかもしれませんが、アトランタ連銀の報告書では、3月上旬時点で米国の消費者支出は横ばい、設備投資もほとんど伸びていないと指摘しています。

米国上場企業の収益予想も、下方修正されています。FactSetによると、2025年第1四半期の収益予想は、素材（-16.2%）や一般消費財（-8.8%）といった景気循環セクターを中心に、全11セクターで引き下げられています[5]。FactSetはまた、下方修正の幅は、例年のこの時期よりも大きいと指摘しています。

市場はこの状況に反応し始めています。米10年物国債利回りは、2月の高値から50ベーシスポイント近く低下し[6]、イールドカーブはフラット化、S&P500種株価指数は2025年に入ってからの上昇分を帳消しにしました。広く注目されているVIX指数など、市場のリスク指標は上昇しています[7]。1日の市場の変動幅はより大きくなっており、1%を超える下落日が増加しています。

経済減速の主因は不確実性

では、なぜ経済は減速し、市場は動揺しているのでしょうか？

最も可能性の高い原因は、不確実性です。

なぜそう言えるのでしょうか？

他に悪化した要因がほとんど見当たらないからです。雇用の伸びは依然としてプラスであり、実質賃金も19カ月連続で上昇しています[8]。家計や企業は、過去2年間の資産価格の大幅な上昇と資本コストの低下に支えられてきました。

本来であれば、大幅な規制緩和や減税への期待、原油価格の下落といった要因が、成長を後押しするはずでした。アニマルスピリット[9]は、沈滞するのではなく、むしろ高揚しているべきなのです。

根本的な問題は、米国の新政権下で、国際貿易、政府職員の雇用、外交政策といった幅広い分野において、混乱を招くほどに不確実性が急増していることにあります。

既存の枠組みを打ち破り、型破りなアプローチを採用する政治家は、議論の方向性を変えることができます。無駄な支出の削減や、国内外の問題に対する斬新な解決策を考案するなど、具体的な成果をもたらすこともあります。

しかし、型破りな行動には、相応の代償が伴います。政府職員の大量解雇、関税に関する方針の二転三転、（法律と異なり簡単に覆せる）大統領令の乱用、そして同盟国から敵国への急転換、これらはすべて不確実性を生み出します。

経済界のほぼ全ての人が、新政権の政策の急激な変動と、それが日々の意思決定に与える影響を理解するのに苦労しています。過去の常識に基づく確率は、予測不可能な変化によって意味をなさなくなっています。将来どうなるかは、誰にも予測できません。

その結果、経済は麻痺状態に陥ってしまいます。

例えば、米国の自動車メーカーが、カナダやメキシコで製造された部品に25%の関税が恒久的に課されると確信できれば、それに応じた計画を立て、投資を行うことができます。しかし、関税が頻繁に変更されるようでは、投資は凍結されてしまいます。結局のところ、自動車メーカーの生産計画は巨額の投資を伴い、数十年単位の長期的なものです。予想される収益が、為政者の一存で吹き飛んでしまう可能性がある状況では、良識ある自動車メーカーの経営幹部であれば、そのような投資に踏み切ることはできないでしょう。

他のセクターも、同様の苦境に立たされています。医療、小売、農業、鉱業、エネルギーなど、さまざまな産業が、先行きの見えない状況と格闘しています。レトリックや政策の劇的な変化は、国家安全保障からメディケイド（低所得者向け公的医療扶助）や社会保障といった主要な社会保障制度への政府支出に至るまで、長年当然視されてきた米国の責務に対する前提を揺るがしています。

これらを踏まえて投資家は何をすべきか

それでは、投資家は何をすべきでしょうか？

第一に、データを注視することです。経済の減速は、必ずしも景気後退につながるとは限りませんが、楽観視するのも賢明ではありません。私たちは、何かが水面下で進行していると考えており、FRBの金融政策運営は一段と難しさを増しています。FRBが望ましいと考える水準に比べて、インフレ率は依然として高止まりしており、経済成長の予測が困難になるにつれて、米国の金融政策の予測も難しくなっています。その結果、政策判断を誤るリスクが高まります。

第二に、経済の弱体化リスクは管理可能だと、私たちは考えています。リスク管理は、流動性ニーズの確認を含む、適切なポートフォリオ分析から始まります。リターンと流動性の目標のバランスを取るための決断を今行うことで、市場が下落した局面での売却を回避できる可能性があります。

第三に、経済の弱体化リスクを分散させることは可能です。経済減速が続く場合、満期の長い米国債や高格付けの社債は、良好なパフォーマンスを示す可能性が高く、株式市場やコモディティ市場での潜在的な損失を相殺すると考えられます。また、私たちの分析では、一部のハイイールド債やプライベート・クレジットも、安定した収益をもたらすと考えられます。

最後に、株式市場全体のリターンは、今年これまでの所そうであったように、今後も拡大し続けると、私たちは強く確信しています。マグニフィセント・セブン銘柄[10]の枠を超え、米国市場以外にも分散投資を行うことが、これまで以上に重要になっています。例えば、欧州や中国での財政刺激策は、これらの地域の市場のリターンが米国市場とは異なる動きをする可能性を示唆しています。

脚注

1.出所：「米国ミシガン大学消費者信頼感指数」Trading Economics。2025年2月時点。

2.出所：「米国消費者信頼感」コンファレンスボード。2025年2月25日。

3.出所：「米国ADP雇用統計」Trading Economics。 2025年2月時点。

4.出所：「GDPNow」アトランタ連邦準備銀行。2025年3月6日。いかなる推定、予測、予想も実現するという保証はありません。

5.出所：「アナリストはS&P 500企業の第1四半期EPS予想を通常よりも大きく下方修正」FactSet Insight。2025年2月28日。

6.出所：「米国10年債」CNBC。2025年3月10日時点。

7.VIXは、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（通称VIX指数）のティッカーシンボルおよび一般的な名称であり、S&P 500指数のオプション取引に基づいて算出される、株式市場の予想変動率を示す指標として広く利用されています。**過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆または保証するものではありません。**指数は運用管理されず、指数に直接投資することはできません。重要なデータプロバイダーの注意事項と条件は、www.franklintempletondatasources.com で入手できます。

8.出所：セントルイス連邦準備銀行、労働統計局。

9.「アニマルスピリット」とは、感情や本能が株式市場の投資判断にどのように影響するかを示す経済用語です。

10.「マグニフィセントセブン銘柄」とは、米国株式市場において高いパフォーマンスを示し、影響力を持つ以下の企業グループを指します：アルファベット、アマゾン、アップル、メタ・プラットフォームズ、マイクロソフト、エヌビディア、テスラ。

リスクについて

すべての投資には、元本割れの可能性を含むリスクが伴います。

株式は価格変動の影響を受け、元本割れの可能性があります。小型株および中型株は、大型株に比べてリスクと価格変動幅が大きくなります。

債券には、金利、クレジット、インフレ、再投資リスクが伴い、元本割れの可能性があります。金利が上昇すると、債券の価格は下落します。

本レポートで言及されている企業および/またはケーススタディは、説明のみを目的として使用されており、フランクリン・テンプルトンが助言するポートフォリオで現在保有されている場合とされていない場合があります。本書に記載されている情報は、特定の証券、戦略、または投資商品に関する推奨または個別の投資助言を構成するものではなく、フランクリン・テンプルトンが運用するポートフォリオの取引意図を示すものでもありません。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・テンプルトンの事前の書面による承諾なしの無断複写、転載、発行は禁じられています。
当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があり、他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。**過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。**すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・テンプルトンが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性がありますが、フランクリン・テンプルトン（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでもありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでもありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての法域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の法域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・テンプルトンの機関投資家向け窓口にご相談ください。

【当資料に関するご注意】

- 当資料は、フランクリン・テンプルトン（フランクリン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下「FT」）が作成した説明資料を、フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、ＦＴが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したものですが、その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はＦＴの許可なく複製・転用することはできません。

フランクリン・テンプルトン・ジャパン

商号：フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第417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、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会



FRANKLIN
TEMPLETON

© 2025 Franklin Templeton. All rights reserved.