

Special Report

ソニーフィナンシャルグループ(株)
金融市場調査部長
渡辺 浩志

2025 年の米国株見通しと4つのリスク

KEY
POINT

- 2025 年末の米S&P500株価指数は 6,600 ㊦と予想。ただし、企業業績と投資家心理は振れやすく、予想レンジは 6,090～7,015 ㊦とワイド。相場の牽引役は、引き続き情報技術などのハイテクセクター
- ダウンサイド・リスクは、①株式の割高感(資金流出)、②生成AIへの期待剥落、③半導体サイクルの下降、④トランプリスク。ただし、これらのリスクには時限的・循環的な側面も
- 株価は長期的には企業業績と連動し、米経済の成長とともに上昇。米国の名目潜在成長率が4%超なら、S&P500企業の増益率は9%前後を維持。長期的な上昇相場を前提とすれば、下落局面は投資の好機

今年は新NISAが始まり、日本の個人投資家の資金の多くは米国株や世界株へ向かった。来年も米国株の上昇を期待する声が多い。もっとも、来年はトランプ政権の発足により、経済や金融市場の不確実性が高まるとされる。本稿では、2025 年の米S&P500株価指数の見通しとリスクを考える。

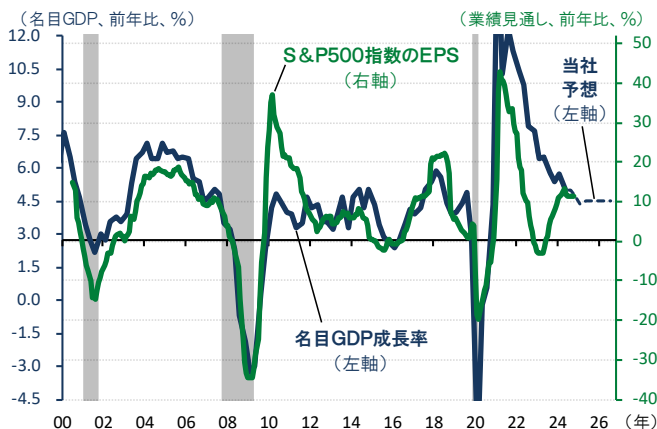
米国株は 6,600 へ

株価は、企業業績を表す「EPS」と投資家心理を反映する「PER」に分けて考えることができる。それぞれの先行きを考え、株価を見通してみたい。

<EPSは 300 ポイント(290～305)へ>

まずはEPSだが、これは景気次第だ。図表1の通り、S&P500の増益率は米国の名目GDP成長率と概ね連動してきた。EPSと名目GDPの対数をとって回帰分析を行えば、係数は推定期間により変化するが、概ね 2.2 前後となる。すなわち、S&P500企業の増益率は、米国の名目GDP成長率の 2.2 倍となる傾向がある。

図表1:EPS増益率は名目GDP成長率の 2.2 倍



出所:Bloomberg、SFGI

トランプ次期大統領の政策は、景気と物価に大きな影響を与えると思われるが、その方向はまちまちだ。減税と規制緩和、並びにベッセント財務長官の「3-3-3 政策(経済成長、石油増産、財政再

建)」は、景気を押し上げつつ、インフレや金利上昇を抑制すると期待される。一方、高関税や移民排斥は、景気悪化とインフレが同時に進むスタグフレーションを招くといわれる。トランプ氏が主張する全輸入品への 10～20%(中国製品は 60～100%)の関税は、取引(deal)の材料であり、縮小されるとの指摘がある。また、1千万人の不法移民の強制送還も、物理的・財政的に実現困難と言われる。だが、現時点では政策の実施規模や時期は不透明だ。当面はプラスとマイナスの政策効果が引き合い、経済成長のパスは従前の見通しから大きく変わらない、との想定が多い。

当社では、米国の実質GDP成長率は潜在成長率近辺の2%程度、物価上昇率(コアPCEデフレーター)はFRBの2%目標には着地せず、2.5%前後で推移すると予想する。これらを合算した4.5%を来年末の名目GDP成長率の目途としている。なお、FRBと市場コンセンサス(主要 58 社の予想中央値)に基づく名目成長率も 4.6%～4.3%と、当社予想とほぼ同じだ(図表2)。EPSは、その 2.2 倍の約 10%増益となり、年末までに 300 ㊦に達すると見込まれる。

図表2:経済・物価見通しに基づくEPSの予想

2025年末 前年比	コアPCE物価 ①	実質GDP ②	名目GDP ③ (①+②)	ESP増益率 ③×2.2倍	EPS 年末値
FRB	2.50%	2.10%	4.60%	10%	300㊦
当社	2.50%	2.00%	4.50%	10%	300㊦
市場	2.40%	1.90%	4.30%	10%	300㊦
市場 (レンジ)	1.6～4.4%	0.5～2.9%	3.3～5.5%	7～12%	290～305㊦

出所:FRB、Bloomberg、SFGI

ただし、市場参加者の予想レンジは、GDP成長率で 0.5%～2.9%、物価上昇率で 1.6%～4.4%と、大きな幅がある。個社の予想をみれば、高インフレ・低成長を見込む「スタグフレーションシナリオ」と、低インフレ・安定成長を見込む「適温経済(軟着陸)シナリオ」に分かれており、成長率とインフレ率を合計した名目成長率は 3.3%～5.5%の範囲に散らばる。この場合、S&P500企業の増益率は7%～12%となり、25 年末のEPSは 290 ㊦～305 ㊦の範囲内で動き得る。

<PERは22倍(21倍～23倍)を予想>

PERは金融政策の影響を受けやすく、過去は米国の実質金利と連動してきた。図表3では実質金利を上下反転させて描いており、利下げで実質金利が下がれば、PERは上昇する傾向があった(逆相関)。一方、22年11月にチャットGPTが登場して以降は、生成AIへの期待(期待成長率)の高まりが投資家心理を押し上げてきた。22年3月に始まった金融引き締めによって実質金利は大きく上昇したが、PERはそれに反して上昇してきた(↗)。

図表3: 実質金利とPERの差を埋めるのは期待成長率の高まり



現在、S&P500指数のPERは22倍前後と歴史的にみても高い水準にあるが、生成AIへの期待とFRBの利下げサイクルが続くと想定すれば、少なくとも現在の水準は維持されと考えられる。ただし、生成AIへの期待の行方や、トランプ政策の影響次第で、PERは上下に振れよう。トランプ政権第一期(トランプ1.0)では、貿易戦争によりPERは不安定化し、その標準偏差(振れ幅)は0.95に上った(コロナ禍後を除く)。この経験を踏まえると、当面のPERは、22倍±1の21倍～23倍の範囲で、激しく上下する可能性がある。

図表4はEPSとPERの掛け算で決まる株価の早見表である。上記の通り、EPSが300ドル、PERが22倍となるなら、S&P500指数は25年末までに6,600ドルと、現在よりも約10%の上昇が期待できる。ただし、上述の通り、EPSは290ドル～305ドル、PERは21倍～23倍の範囲で変動する可能性があるため、今年末のS&P500指数の予想レンジは、下は6,090ドルから上は7,015ドルまでと、大きな幅を想定しておく必要がある(下表点線囲み内)。

なお、24年のS&P500株価は、年間で約27%(4,750→6,050)上昇した。内訳は、好況を背景とするEPSの増加が12%分(242→270ドル)、生成AIの成長期待を背景とするPERの上昇が15%分(19.6倍→22.4倍)であった(↗)。

図表4: 株価早見表 S&P500指数=EPS×PER

出所:SFGI

S&P500株価		予想EPS 円														
		240	245	250	255	260	265	270	275	280	285	290	295	300	305	310
予想PER 倍	23.5	5640	5758	5875	5993	6110	6228	6346	6463	6580	6698	6815	6933	7050	7168	7285
	23.0	5520	5635	5750	5865	5980	6095	6210	6325	6440	6555	6670	6785	6900	7015	7130
	22.5	5400	5513	5625	5738	5850	5963	6075	6188	6300	6413	6525	6638	6750	6863	6975
	22.0	5280	5390	5500	5610	5720	5830	5940	6050	6160	6270	6380	6490	6600	6710	6820
	21.5	5160	5268	5375	5483	5590	5698	5805	5913	6020	6128	6235	6343	6450	6558	6665
	21.0	5040	5145	5250	5355	5460	5565	5670	5775	5880	5985	6090	6195	6300	6405	6510
	20.5	4920	5023	5125	5228	5330	5433	5535	5638	5740	5843	5945	6048	6150	6253	6355
	20.0	4800	4900	5000	5100	5200	5300	5400	5500	5600	5700	5800	5900	6000	6100	6200
	19.5	4680	4778	4875	4973	5070	5168	5265	5363	5460	5558	5655	5753	5850	5948	6045
	19.0	4560	4655	4750	4845	4940	5035	5130	5225	5320	5415	5510	5605	5700	5795	5890

ハイテク優位の相場が続く

有望セクターは、引き続き情報技術などのハイテクとなりそうだ。足元では、大型テクノロジー企業が中心のナスダック100(NDX)が上昇基調を続けるなか、景気敏感な中小型株が中心のラッセル2000(RTY)は横ばい圏にとどまる。この相対株価(NDX/RTY)をとると、2つの特徴が見えてくる(図表5)。第一は、上昇トレンドがあること、第二は長期金利と逆相関の関係があることだ。

相対株価の上昇トレンドは、NDXとRTYの期待成長率の格差から生じるものと考えられる。生成AI登場後は、NDXの期待成長率が一気に高まったことで相対株価は上方へシフトし、新たなトレンドラインに移行したように見える。また、相対株価と長期金利との逆相関は、NDXとRTYの金利感応度の違いによるものと思われる。高PERで金利敏感なNDXの株価は、コロナ禍後の低金利(20年～)で上昇し、利上げ後の金利上昇(22年～)で弱含んだ。

当面、生成AIへの期待が腰折れしないこと、ならびに長期金利の

上昇がFRBの利下げサイクルを背景に緩やかなものにとどまることを前提とすれば、ハイテク優位の相場(相対株価の緩やかな上昇)は持続すると思われる。

図表5: 相対株価(=ナスダック100/ラッセル2000)



4つのダウンサイド・リスク

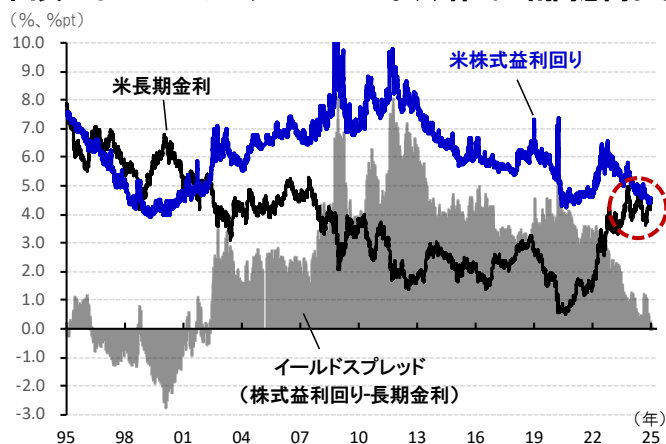
株価下落のリスクについては、主に、次の4点が挙げられる。

- ① 米国債と比べた米国株の割高感
- ② 生成AIへの期待剥落
- ③ 半導体サイクルの下降局面入り
- ④ トランプ2.0

① 米国株の割高感

第一に、米国債に比べた米国株の割高感がある。現在、S&P500指数の株式益利回り(=PERの逆数)は4.5%であり、米国債の利回りとはほぼ一致している(イールドスプレッドはゼロ、図表6)。つまり、現在はあえてリスクを取って株式を持たずとも、無リスクの国債で高い利回りが得られる状況であり、割高な株式から割安な国債へと資金が流出する可能性が指摘されている。

図表6: イールドスプレッドはゼロとなり、株式の割高感高まる



出所: Bloomberg, SFGI

ただし、イールドスプレッドは株式と債券のインカムゲインの差に注目したものであり、キャピタルゲインは考慮されていない。イールドスプレッドはリスクプレミアムから期待成長率を差し引いたものと解釈でき(下図)、これが低下するのは、倒産リスクが低下しているか、企業の成長期待が高まっているような場合と言える。そのような時には株価は上がりやすく、キャピタルゲインが膨らみやすい。イールドスプレッドがゼロになったからと言って、直ちに株式市場からの資金流出が起こるとは言えない。

イールドスプレッド

= 株式益利回り - 国債利回り

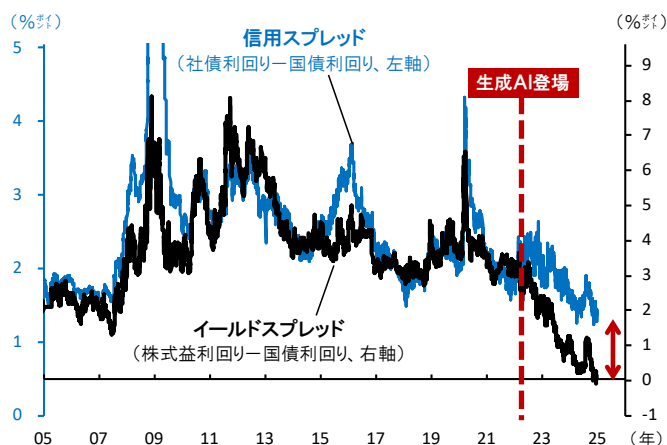
= (国債利回り + リスクプレミアム - 期待成長率) - 国債利回り

= リスクプレミアム - 期待成長率

なお、倒産リスクなどのリスクプレミアムは、信用スプレッド(社債利回り - 国債利回り)によって計測することができる。これとイ

ールドスプレッドを並べて描いてみると、生成AIが登場した2022年11月頃から乖離が生じていることが分かる(図表7)。イールドスプレッドと信用スプレッドの差分は、企業収益の期待成長率の高まりと解釈することができる。期待成長率が高まる限りは、イールドスプレッドの低下を問題視する必要はないだろう。

図表7: イールドスプレッドと信用スプレッドの差分は期待成長率



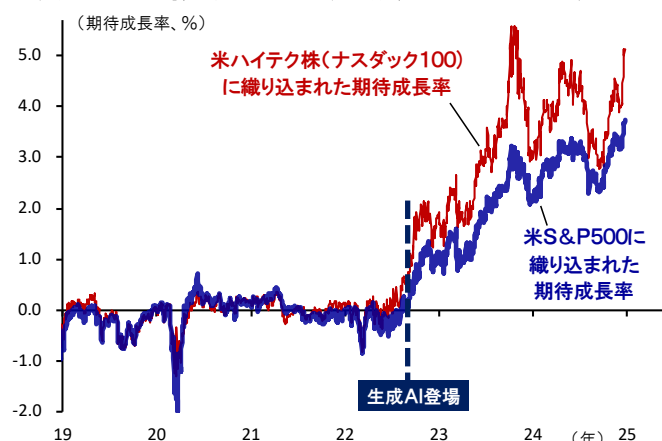
注: イールドスプレッド=株式益利回り-国債利回り
信用スプレッド=BAA 格社債利回り-国債利回り
出所: Bloomberg, SFGI

② 生成AIへの期待剥落

そこで焦点が当たるのは、生成AIに対する期待が維持されるか否かである。米国の調査会社ガートナーは、先端技術への期待値は、登場後の急上昇(↑)⇒失望と幻滅(↓)⇒見直し(↑)⇒安定、というパターンを辿るとし、これを「ハイクサイクル」と呼んでいる。同社は、24年8月時点で生成AIへの期待値はピークアウトし、この先、幻滅の局面へ移行する可能性がある」と指摘している。

PERに織り込まれた期待成長率(前掲図表3の隙間部分)を計算したものが、図表8だ。生成AIの登場を機に急上昇した期待成長率は、上昇ペースが鈍化しているが、まだピークには達していないようだ。だが、この先、ハイクサイクルに沿って期待成長率が低下して行く場合には、PERの低下と共に株価は頭打ちとなる恐れがある。

図表8: PERに織り込まれた期待成長率のピークは近い?

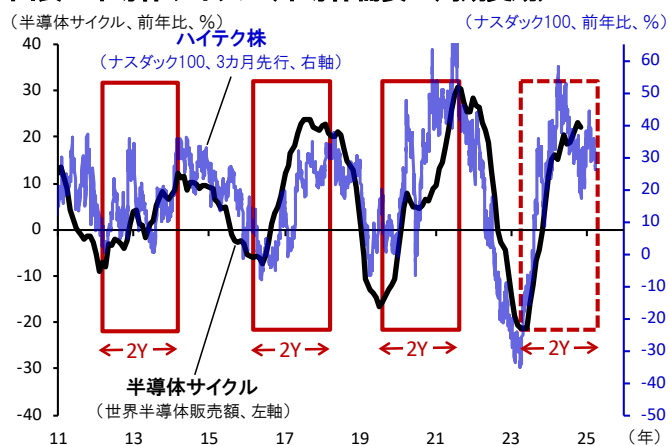


注: 期待成長率=実質金利から推定したPERの逆数-現実のPERの逆数
出所: Bloomberg, SFGI

② 半導体サイクルの下降局面入り

第三に、半導体サイクルが下降局面に入るリスクがある。図表9の通り、近年の半導体需要(半導体販売額の前年比)は、2年上昇・2年下降の周期で増減してきた。今回の上昇局面は23年5月に始まり、すでに1年7ヶ月が経過した。半導体需要がサイクルを超えて加速する「スーパー・サイクル」への移行を期待する声がある一方、ハイテク株を中心に構成されるナスダック100指数(前年比)は、半導体サイクルの行方を先読みして減速し始めたようにも見える。半導体サイクルの下降が企業業績・EPSの伸び悩みを通じて、ハイテクを中心に株価の上値を抑えるリスクには留意しておきたい。なお、半導体サイクルの今回の山が前回21年の山よりも低くなる場合には、今後訪れる谷も前回23年の谷よりも浅くなる可能性がある。リスクシナリオの発現強度は不透明であり、影響を株価予想に定量的に織り込むのは困難である。

図表9:半導体サイクル(半導体需要の周期変動)



出所:SIA, Bloomberg, SFGI

④ トランプリスク

第四に、トランプリスクがある。トランプ政策の中でも関税引き上げや移民排斥は、景気悪化とインフレの同時進行(スタグフレーション)を招き、金融市場を不安定化させるといわれる。図表10の通り、トランプ1.0で中国や欧州との貿易戦争が激化した2018年~19年の米国株は低迷し、不安心理(リスクプレミアムの増大)によってPERは乱高下した(前記の通り、トランプ1.0でのPERの標準偏差は0.95)。関税や移民政策の実現度に注目が集まる。

図表10:トランプ1.0の株価とPERは不安定な動き



出所:Bloomberg, SFGI

反面、減税や規制緩和などのサプライサイド政策や関税政策は、米国に直接投資を呼び込み、世界の投資マネーの一極集中と経済・株式市場における米国一強を加速させる可能性もある。

米株価は長期的な上昇トレンドを維持

目先はリスクが山積みだが、上記の4つのリスクは、時限的、あるいは循環的な側面が強い。半導体サイクルは2年、トランプ政権は4年である。一方、過去数十年を振り返ると、米国株は長期的には企業業績に沿って動き(図表11)、企業業績は米国の名目GDPの成長とともに上昇してきた。

図表11:経済成長と業績拡大が続く限り、株価は上昇



米国経済は人口増加や資本の蓄積、技術進歩によって、この先も成長を続けると予想される。経済成長の巡航速度である名目潜在成長率は4%超とみられ、その下ではS&P500指数の増益率は9%程度(4%×2.2倍)が期待できる(2010年以降の平均増益率は年率9.7%、標準偏差は11.7%だった)。米株価は業績拡大のトレンドに沿って長期的には右肩上がりを維持しよう。このような長期展望に基づけば、時限的、あるいは循環的な要因によって株価が下落することがあれば、それは投資の好機と捉えることができる。

なお、過去にS&P500指数が20%超の暴落となった後、元の水準を回復するまでには平均5年の期間を要した。暴落を乗り越え米国株の右肩上がりの恩恵を享受するには、最低5年の投資期間が必要だろう。無論、暴落はいつ起こるかかわらず、その点ではさらに長い投資期間を予定しておくことが望ましい。逆に、5年未満の投資期間を予定している場合は、目先はリスクが多だけに、株式とは値動きの異なる債券などに資金を分散することが望ましい。

渡辺 浩志

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹（おがわ まき）
執行役員（金融市場調査部担当）
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部に於て為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現SMBC信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より当社執行役員。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『為替ってこんなに面白い！（2024年幻冬舎新書）』、『く最新版』本当にわかる為替相場（2023年日本実業出版社）』などがある。ソニー銀行株式会社取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明（かんの まさあき）
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子（いしかわ くみこ）
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Xでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志（わたなべ ひろし）
金融市場調査部長 兼 調査課長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部に於てエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部に於て機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より当社。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、特にユーロやポンド、スイスフランなどの欧州通貨を専門に担当。TOKYO MX「Stock Voice 東京マーケットワイド」、日経CNBC「朝エクスプレス」「GINZA CROSSING Talk マーケットニュース」などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。2013年東京大学経済学部卒。



宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書（全て共著）は、『TPP-日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『キーワードで読み解く地方創生』（岩波書店）、『図解ASEANを読み解く』（東洋経済新報社）、『激震 原油安経済』（日経BP）。

本レポートについてのご注意

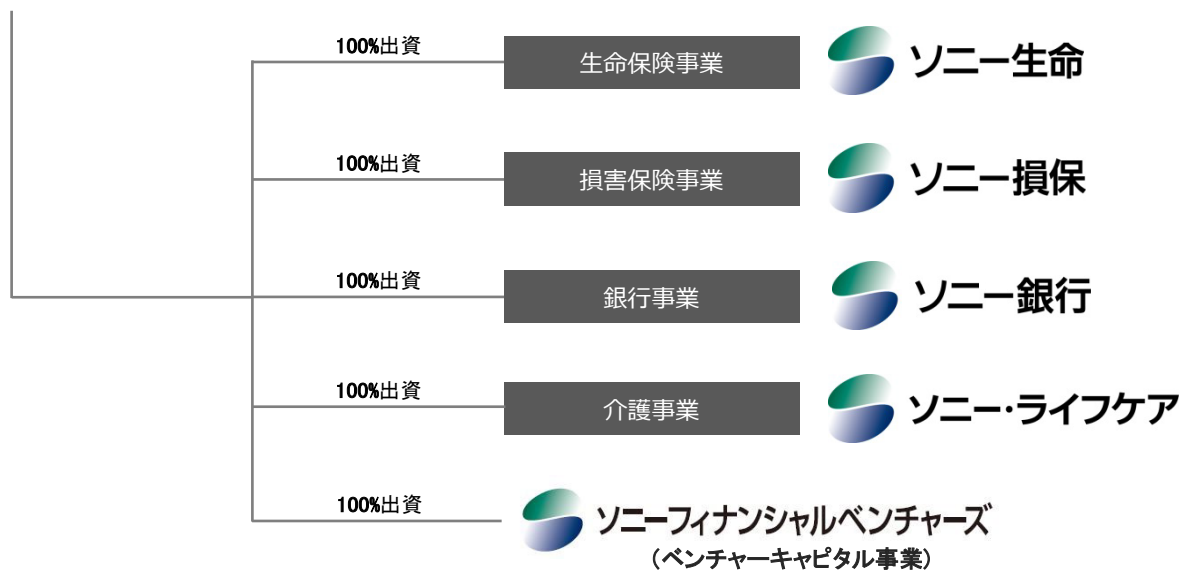
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。

<https://www.sonyfg.co.jp>