

2025年の株式市場展望について

～視界不良が解消されれば、市場は一気に動きだす可能性も～

2025年3月19日

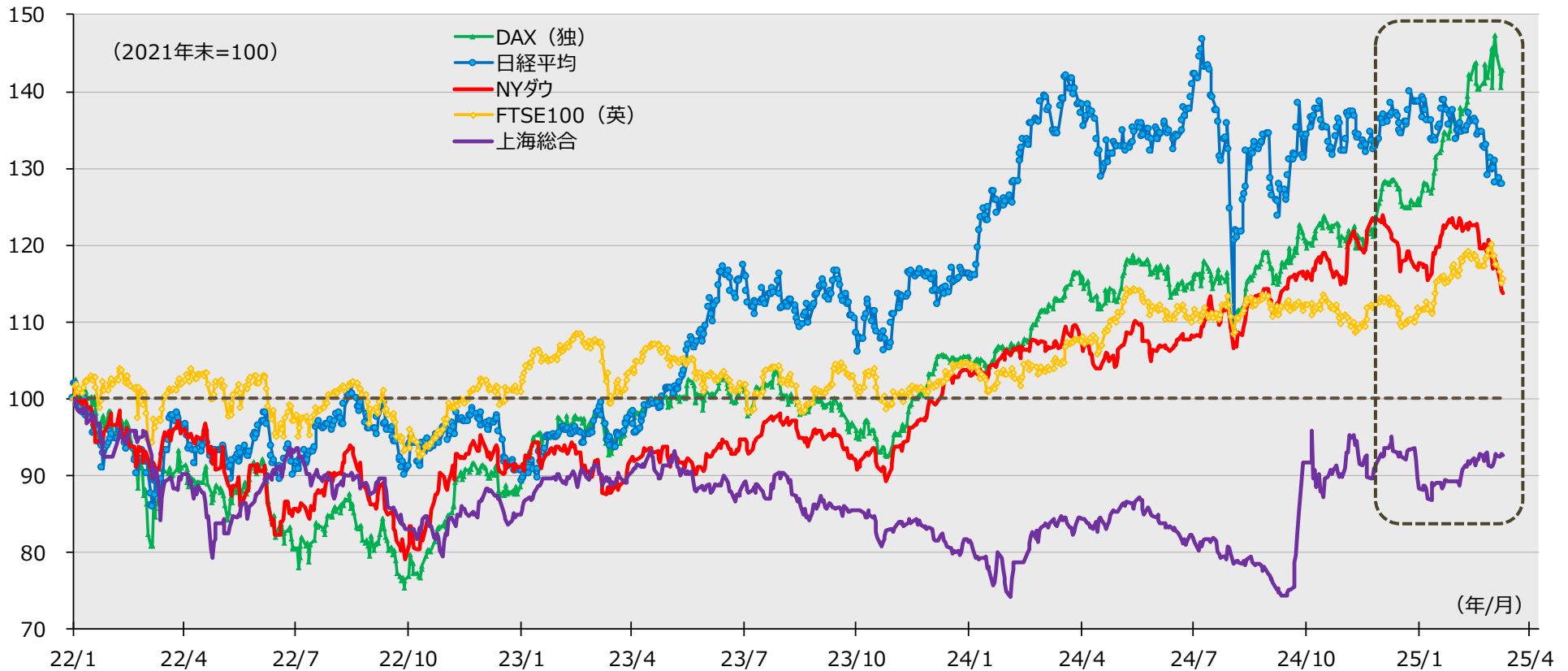
大和証券投資情報部
日米株チーフストラテジスト 坪井 裕豪



世界の株価推移について

トランプ政策を巡り不透明感が強まっている。視界不良解消のタイミングを模索する展開

【主要株価指数の相対株価推移（日次）】

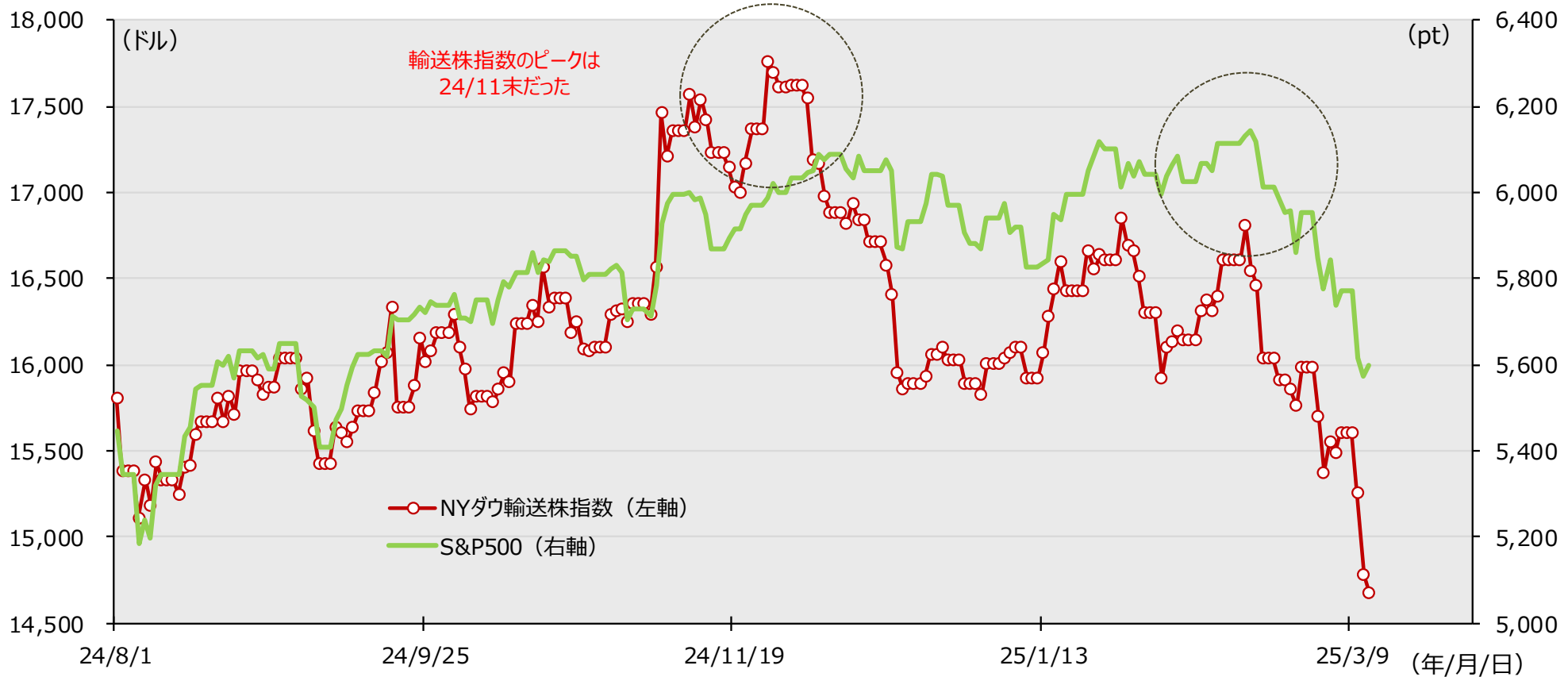


※各指数について2021年末時点をもとに指数化。2025/3/12まで（出所）ブルームバーグより大和証券作成

株価調整の主因は？

米景気不安の再燃が起点。FRBのビハインドザカーブに転換を迫る動きにも見える

【NYダウ輸送株指数とS&P500】

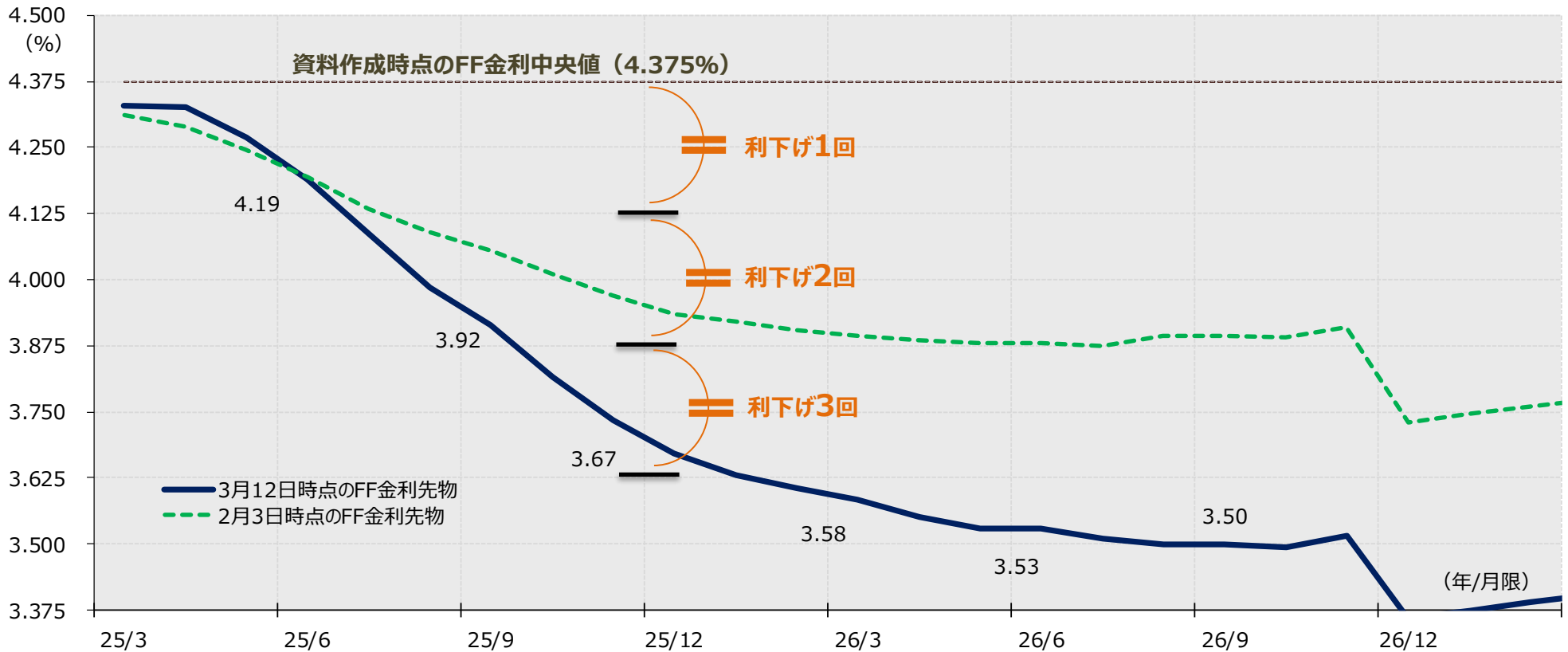


※直近データは2025/3/12まで (出所) ブルームバーグより大和証券作成

3月FOMCについて

利下げの方向性は変わらず。景気不安が残れば利下げ回数を増やして対応か

【FF金利先物の推移】

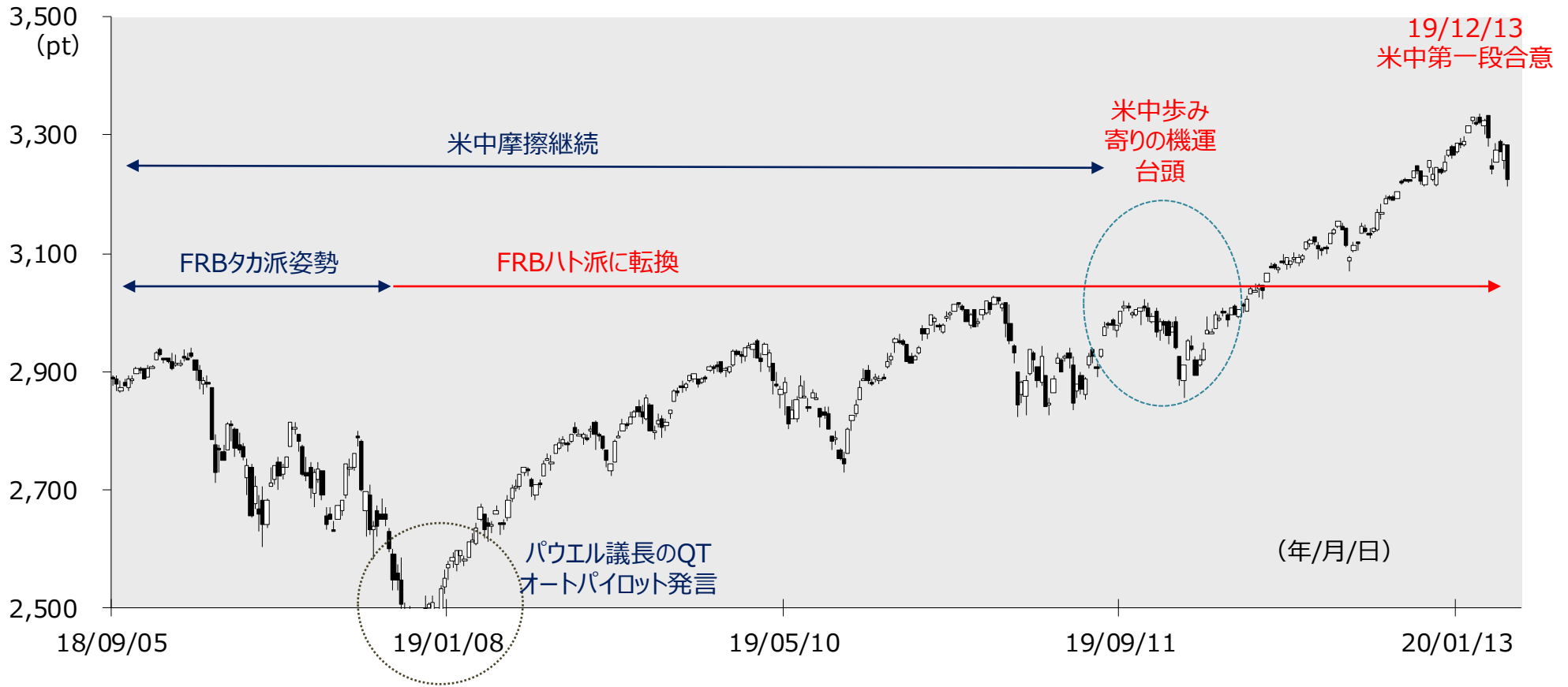


※FF金利はフェデラル・ファンドレート、米国の政策金利（出所）ブルームバーグより大和証券投資情報部作成

2018年以降と情勢が似る？

FRBのハト派転換により2019年から株価が回復基調を辿った経緯が参考になろう

【2018年9月からのS&P500株価推移】

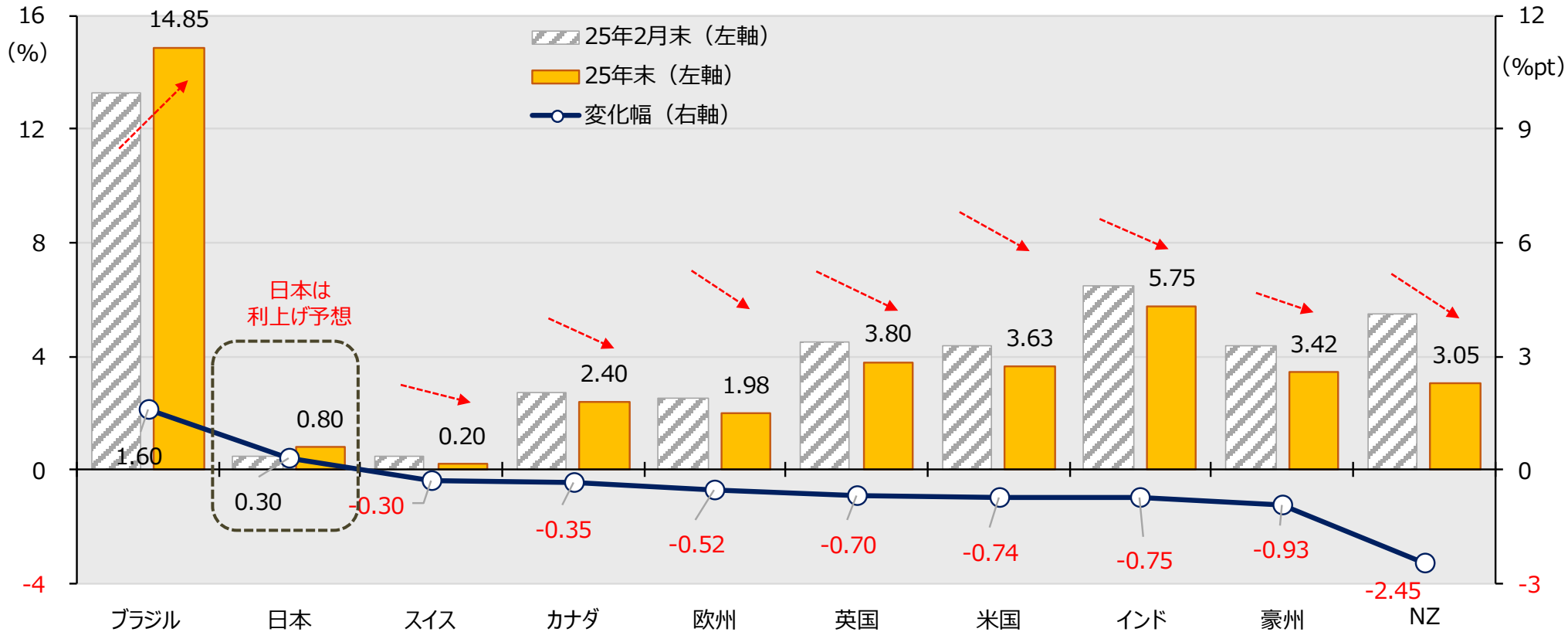


※データは2018年9月初～2020年2月末まで、週次 (出所) ブルームバーグより大和証券作成

主要国の政策金利は引き下げ方向

株式市場の下支え材料となる。ただ、米関税の影響で各中銀の利下げ見通しは流動的

【各国政策金利変化幅予測】



※データは2025/3/12時点。日本は短期政策金利。予想はブルームバーグエコノミスト平均（出所）ブルームバーグより大和証券作成

米長期金利はピークアウトへ

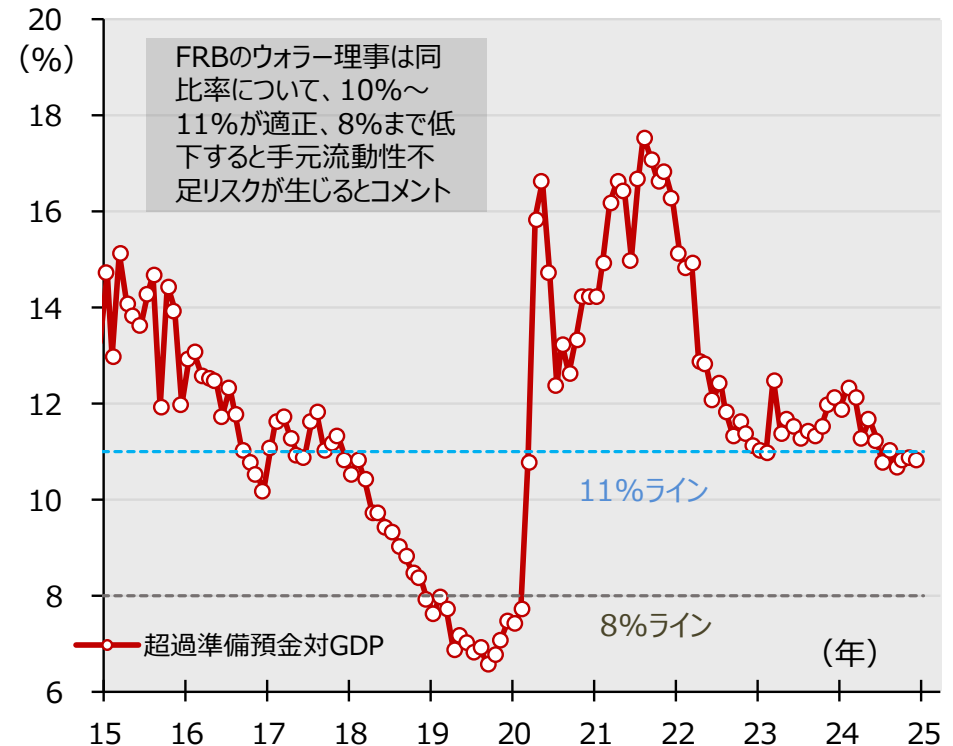
FRBは債務上限問題に関連してバランスシート縮小の再減速や一時停止を検討している

【NY連銀プライマリーディーラーサーベイ】

調査時期			
年	月	QT停止時期 予想中央値	QT停止時の FRB資産規模 中央値 (兆ドル)
2024	11	2025年5月	6.375
	12	2025年6月	6.375
2025	1	2025年6月 2025年7月	6.375

※QT (Quantitative Tightening) は量的引き締め策のこと。現状、毎月最大600億ドル (国債250億ドル、住宅ローン担保債券350億ドル) のペースで圧縮を行っている。(出所) NY連銀より大和証券作成

【超過準備預金対GDP比率の推移】

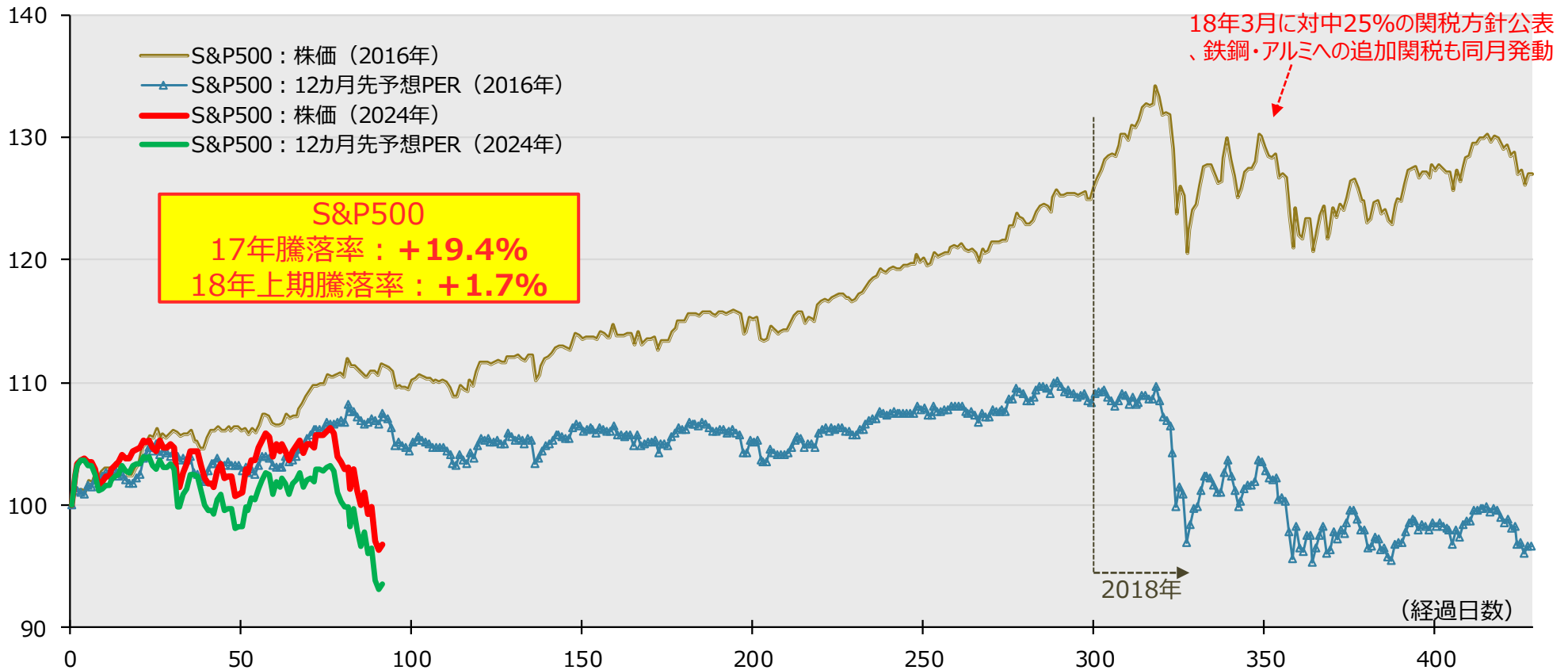


※直近データは24/12まで (出所) ブルームバーグより大和証券作成

前回と何故株価推移が異なるのか

足元の株価推移は「2018年」の動きに似る？ 関税が先か後かの違いが大きいと言える

【トランプ1.0とトランプ2.0のマーケット推移の比較】

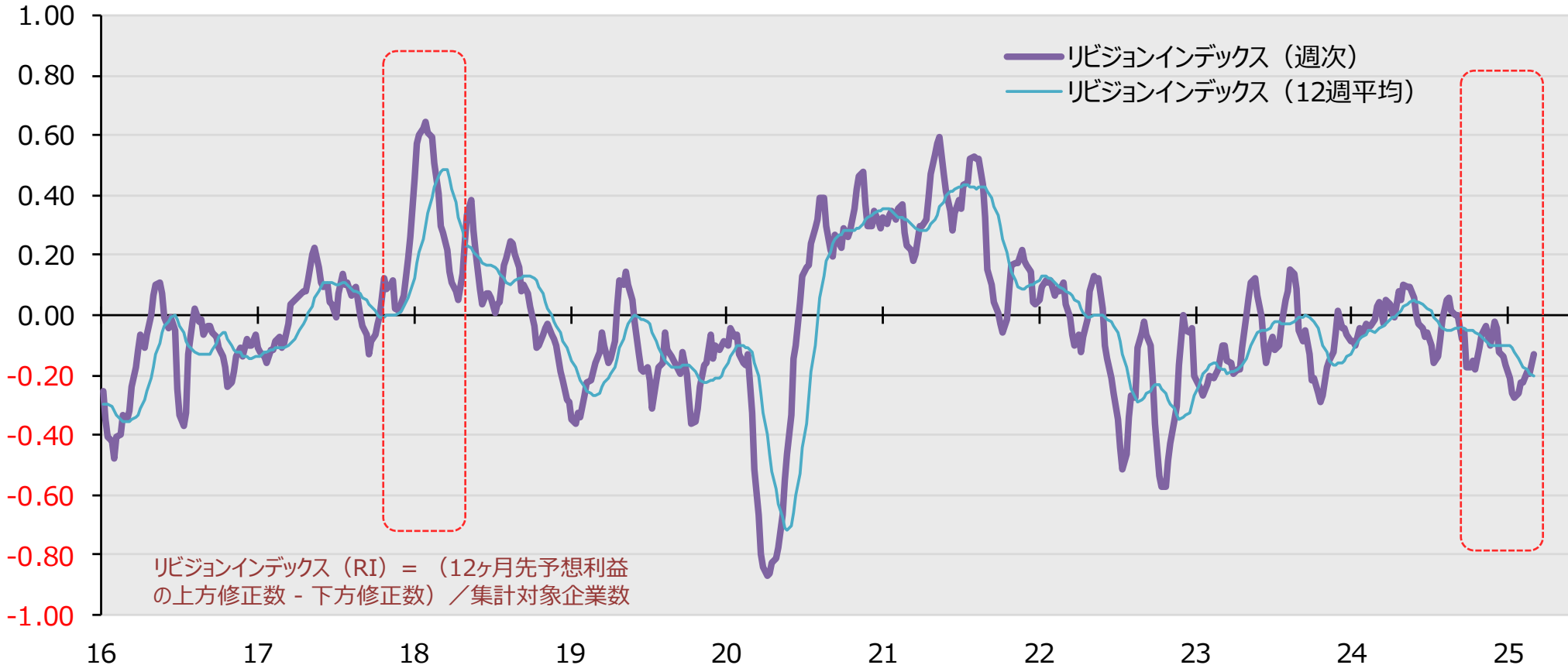


※2016/11/8及び2024/11/5（大統領選当日）＝100、直近データは24/11/4から25/3/12まで
(出所) ブルームバーグより大和証券投資情報部作成

減税への可視性向上が鍵

17年末にトランプ減税が成立。アナリスト予想が上方修正されRIは大きく改善した

【米S&P500 リビジョンインデックス (RI)】



※直近データは2025/3/5まで (出所) LSEGより大和証券投資情報部作成

徐々にプラス面の政策検討が進もう

3/4に両院議員向けの演説を行った。今後は減税や規制緩和の議論が進展すると見ている

【トランプ新政権の想定スケジュール】

	2025				2026	
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
イベント	債務上限適用再開			トランプ減税期限到来		
政策運営	幹部人事承認					
	政策の指示出し。移民厳格化、対外関税などを漸進的に実施			移民厳格化、対外関税などを本格化		
	予算教書 減税案の議会審議			新トランプ減税適用開始		
	外交政策の本格化 ウ・露停戦、中東、東アジアなど			NATOなど国際的な枠組み見直し		

(出所) 大和総研資料より大和証券作成

【米国の動向と今後の注目スケジュール】

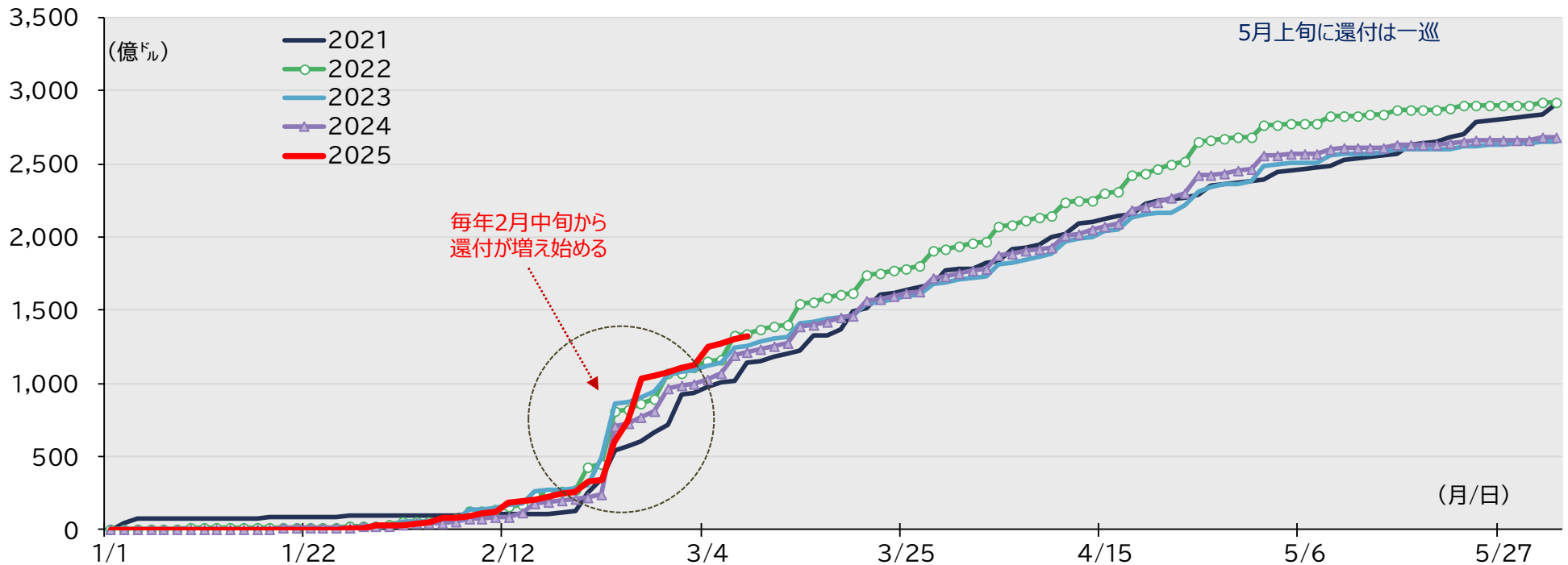
2/13	相互的な関税策発動に向けた「大統領覚書」に署名
3/4	米上下両院合同会議での演説
3/14	現行のつなぎ予算期限
4/1	相互関税の調査を終える予定
4/2	自動車・半導体・医薬品に対する25%関税について公表予定
未定	米中首脳会談
未定	米露首脳会談 (4月20日までに?)

(出所) 各種報道より大和証券作成

米国では税還付のタイミングに

米国の税還付はここ数年3,000億ドル程（個人法人合算、約45兆円）と巨額に上る

【米IRS（アメリカ合衆国内国歳入庁） 税還付金額の推移（日次）】

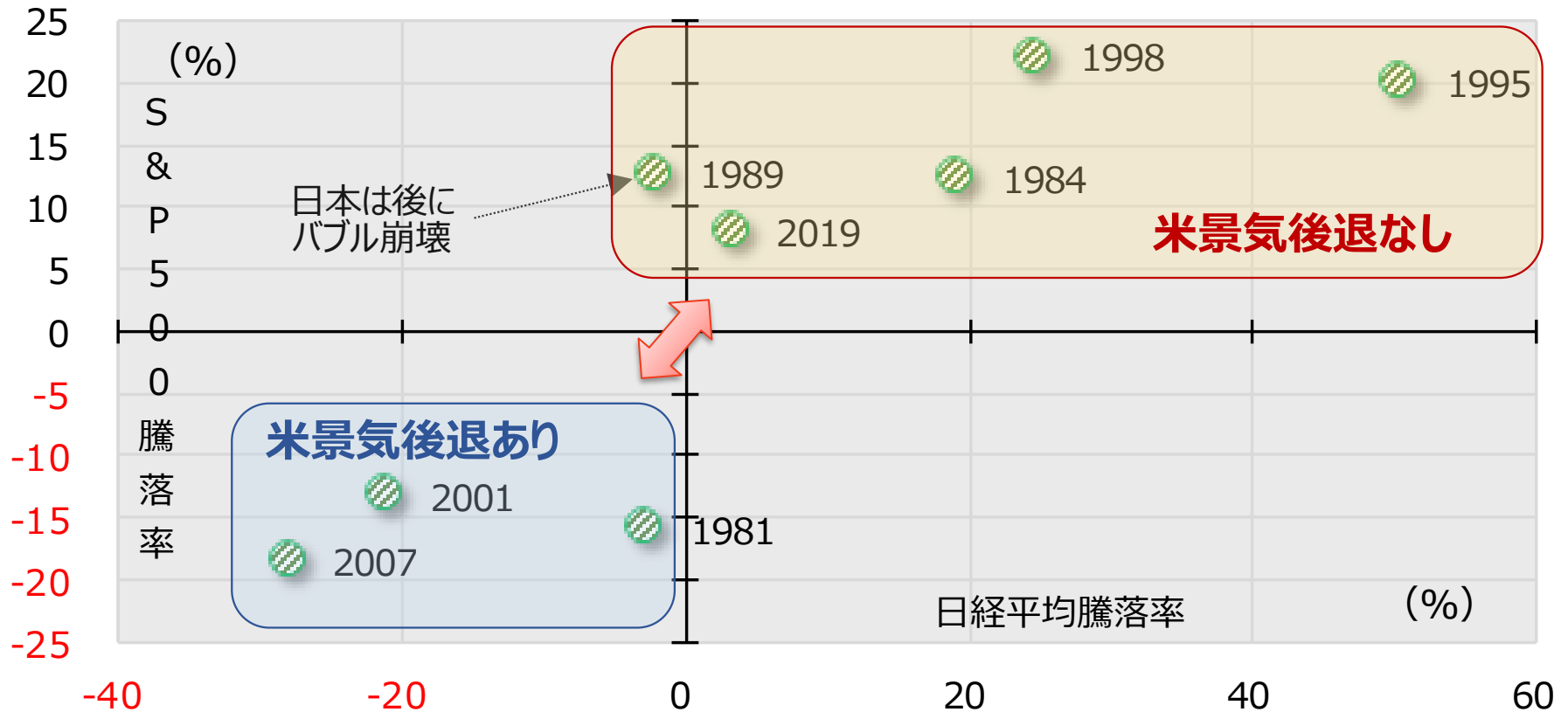


※各年税還付金額の累積。個人と法人の合算。2025年は3月10日まで（出所）ブルームバーグより大和証券作成

今後のマーケットを見ていく上でのポイント

関税に関心が集まるのは致し方ないが、最終的に重要なのは景気が軟着陸するかどうかだ

【主な米利下げケースとその後の日米株価騰落率（12カ月）】

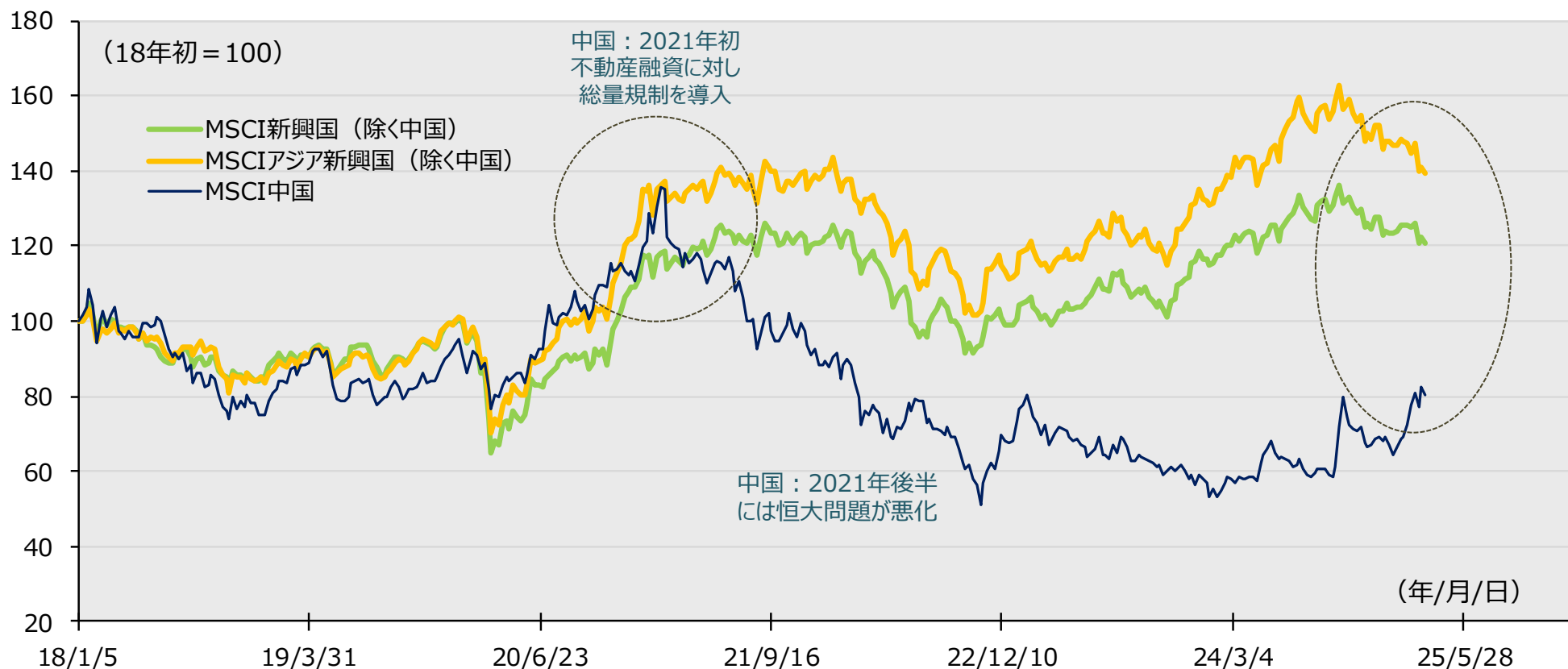


※1980年以降ケース（全8回）。「米景気後退あり」表示は、利下げ時に既に景気後退期間、もしくは利下げ後半年以内に景気後退期入りしたケース。（出所）ブルームバーグより大和証券作成

中国株市場の回復

中国マクロ環境は引き続き難しさが残るが、政策期待等を背景に株式市場に資金回帰

【新興国株価指数（除く中国）と中国株価指数（週次）】

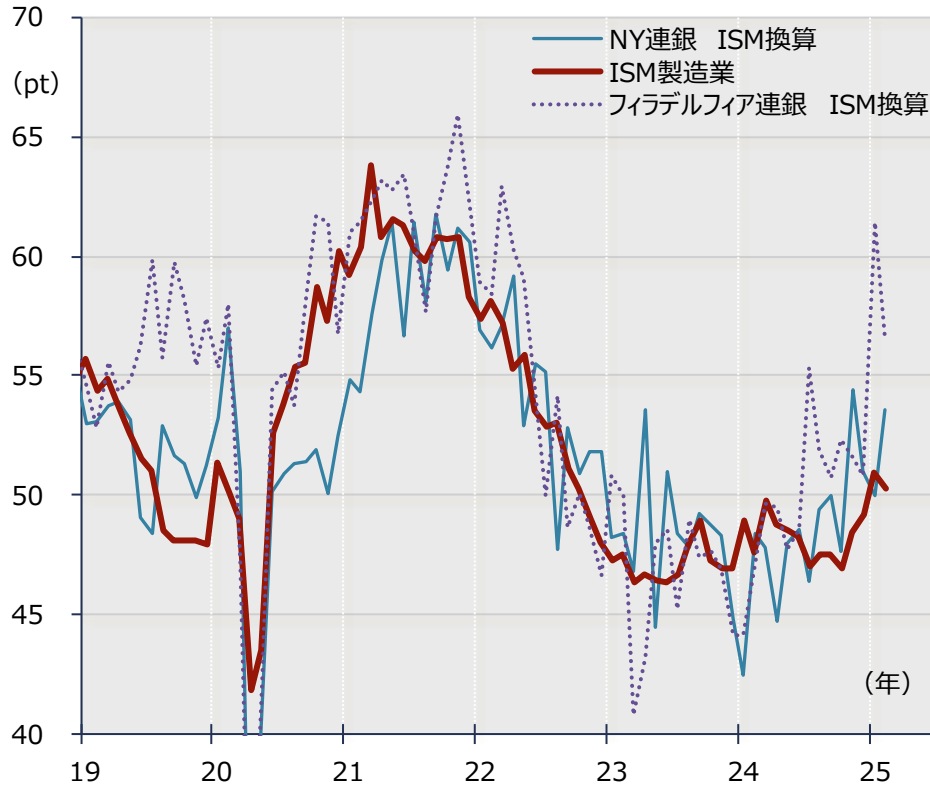


※直近データは2025/3/12まで（出所）ブルームバーグより大和証券作成

米国内投資は拡大へ

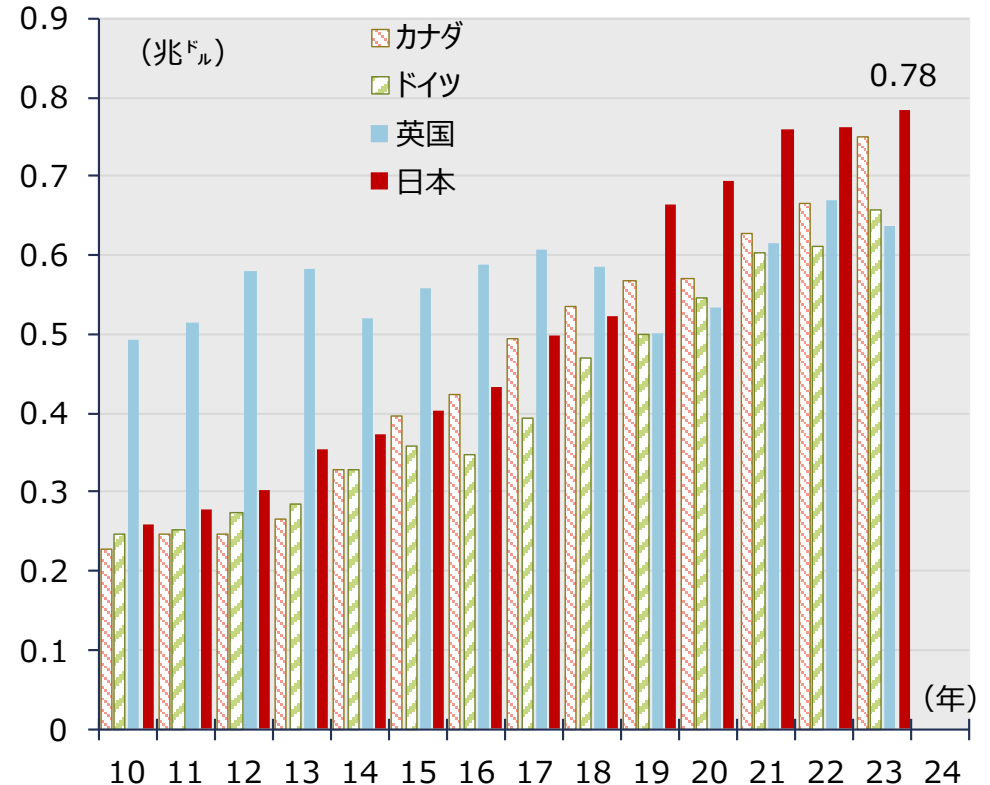
米製造業マインドは上向き。日本は今後対米直接投資を1兆ドルに引き上げる方針を示した

【ISM製造業景況指数と地区連銀製造業景況指数】



※直近データは25年2月まで。地区連銀製造業景況指数はISM製造業指数換算値（出所）ブルームバーグより大和証券作成

【米国の対内直接投資残高】

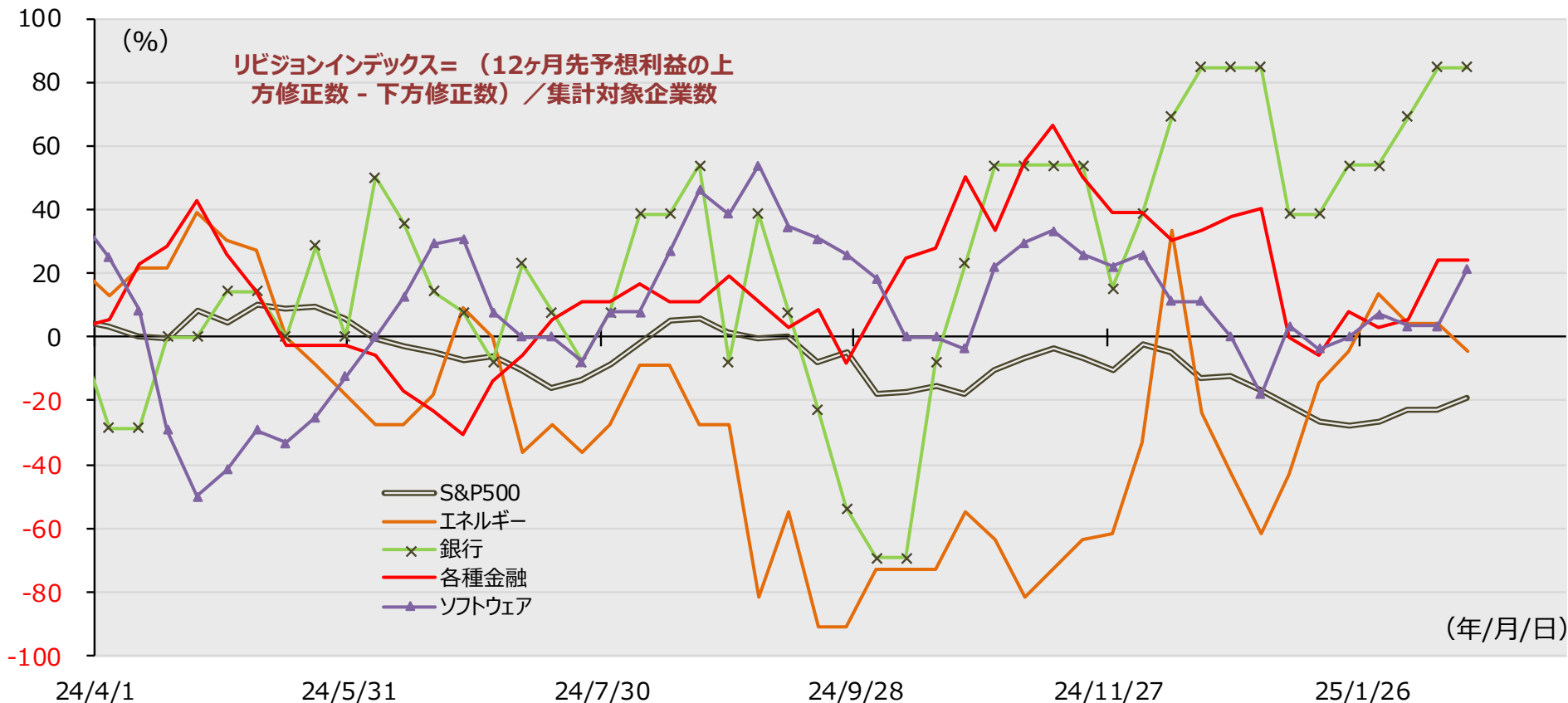


※米国の対内直接投資残高はUBOベース（投資主体を最終的に所有またはコントロールしている事業体が所在する国を基準とした集計値）
（出所）米商務省より大和証券作成

相対的に業績見通しが堅調な業種

アナリスト見通しが上向いている金融やソフトウェア、エネルギーなどが物色候補となろう

【米業種別リビジョンインデックス】

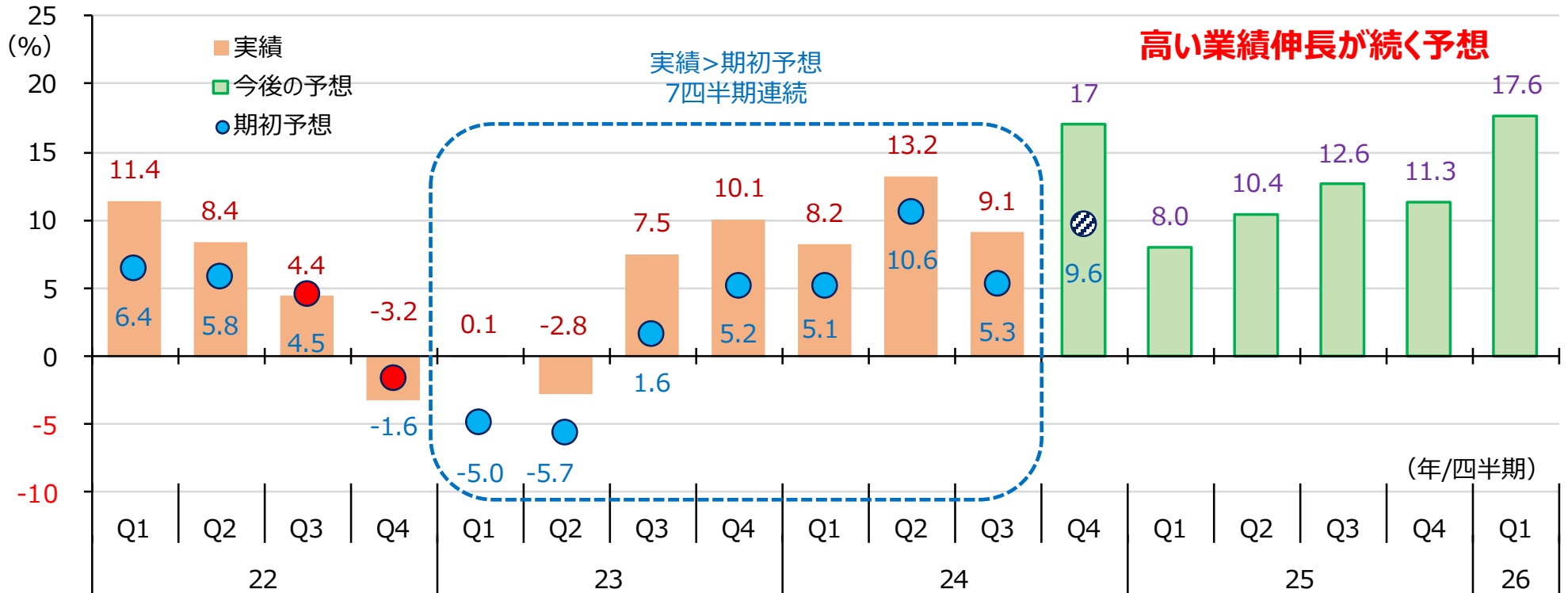


※直近データは25/2/20まで (出所) LSEGより大和証券作成

業績拡大が続く見通し

- 米企業決算は23年1-3月期以降、着地実績が期初予想比で上方修正となる強い動きが続く
- 景気軟着陸想定が続くとすれば**高い業績伸長予想に対する確度も高まっていく**と見ている
- 業績拡大に伴い株主還元にも注目。**自社株買いの拡大が米株式の需給を支える**だろう

【S&P500 EPS前年比伸び率の期初予想と実績値の推移】

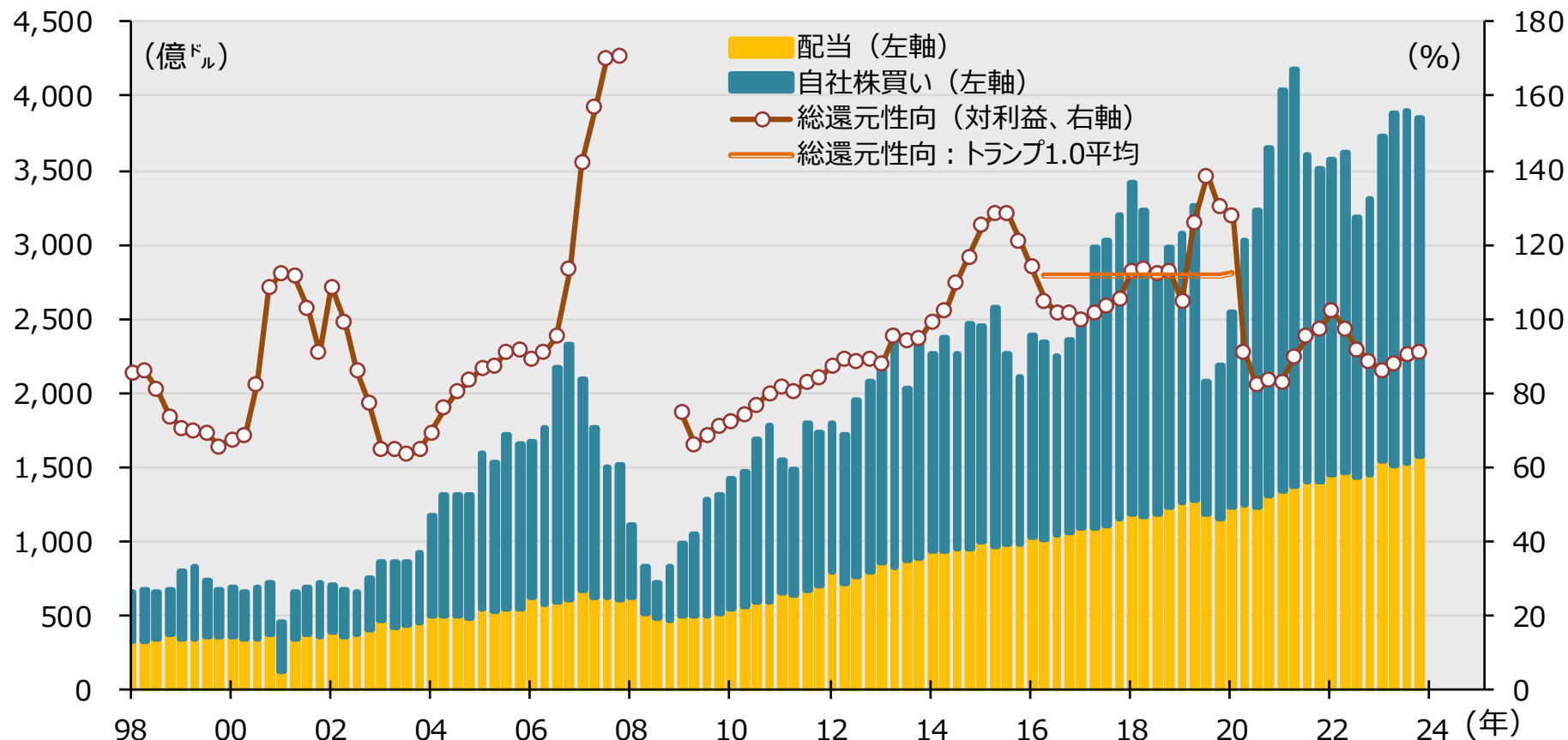


※24年Q4は2024年10-12月期。期初予想は決算開始の前月末。Q4以降は、2025/3/6時点の予想値（出所）LSEGより大和証券作成

自社株買い増がEPS上振れ要因に

米企業業績の底堅さが続いており株主還元は強化の方向。減税策成立なら更に後押し

【S&P500 四半期自社株買いと配当実施額、総還元性向】

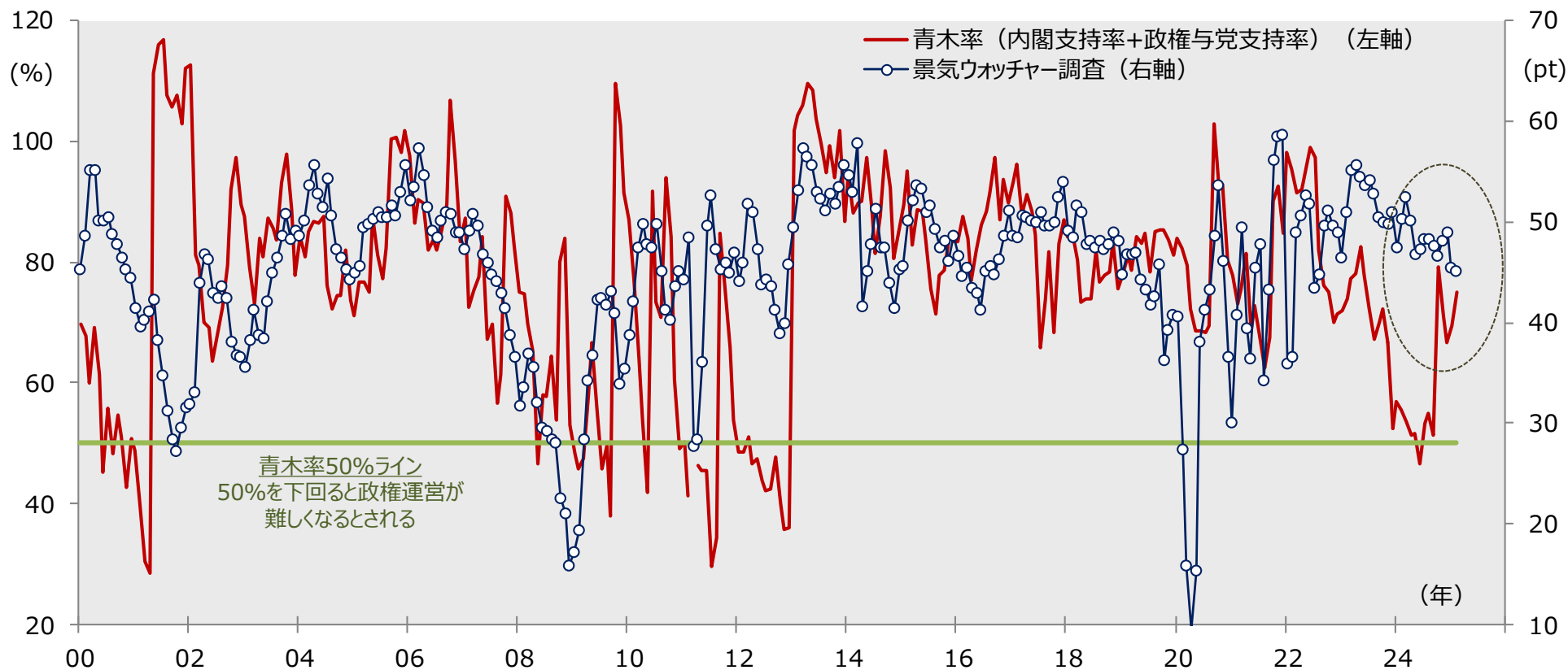


※直近データは2024年7-9月期まで。総還元性向の2008年10-12月期～2009年7-9月期はリーマン・ショックの影響に鑑み表示せず
(出所) Haverより大和証券作成

日米首脳会談を無難に通過

内閣支持率は政権発足時並みに回復。難所は残るが政治的安定の高まりは期待材料

【日本 青木率と景気ウォッチャー調査の推移】

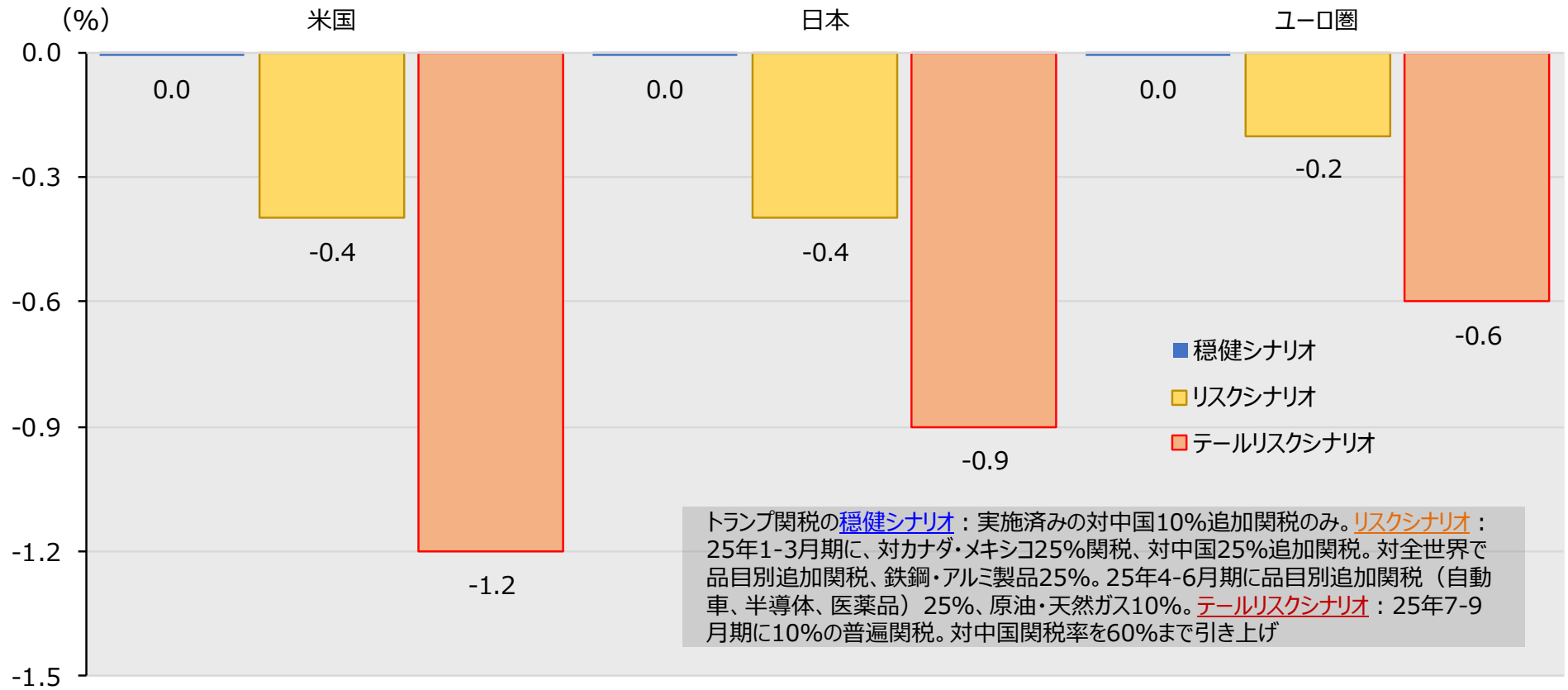


※直近データは25/2まで（出所）NHKホームページ、内閣府より大和証券作成

トランプ関税の影響をなお見極め

初期のトランプ関税は相互関税の検討までに留まり世界一律適用は見送られる可能性も

【「トランプ2.0」主要政策による日米欧実質GDP成長率への中期影響分析】

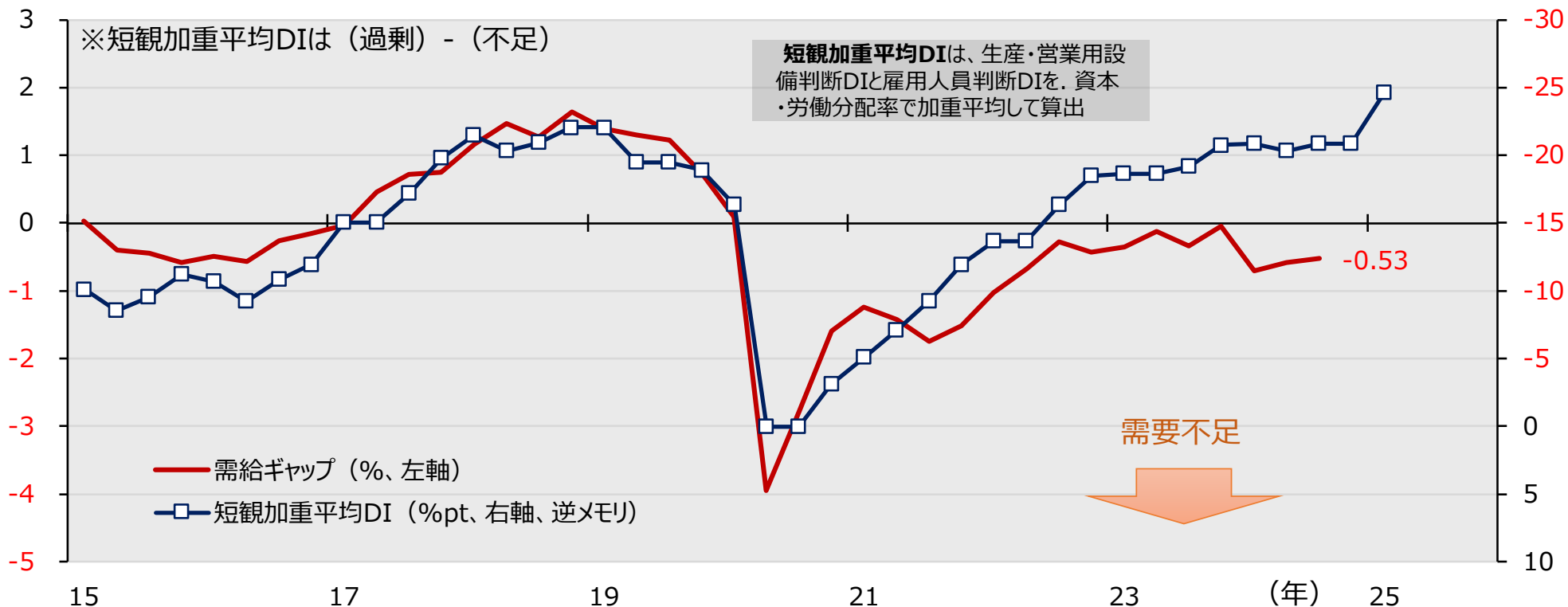


※2025～29の年率。トランプ2.0主要政策は、関税・政府効率化省・移民政策・AI投資で分析（出所）大和総研「日本経済予測」より大和証券作成

日銀は緩やかな金融正常化政策を志向

需給ギャップは18四半期連続でマイナスだが、実質的にはプラス圏と判断している模様

【日銀需給ギャップと短観加重平均DI】

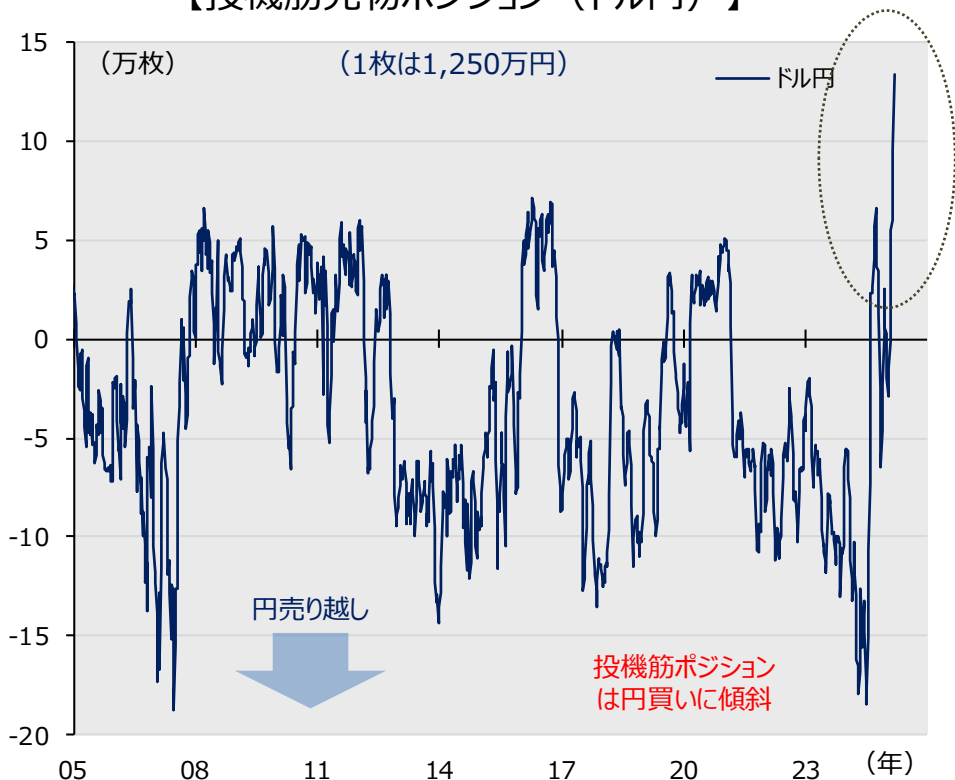


※直近データは需給ギャップは24年7-9月期、日銀短観は24年12月調査 (出所) 日銀より大和証券作成

日銀のタカ派コミュニケーションは一服か

投機筋の先物ポジションは円買い越しに傾斜。一段の円高進行のハードルは高い

【投機筋先物ポジション（ドル円）】



※直近データは2025/3/4まで、ネットポジション
(出所) 米商品先物取引委員会 (CFTC) より大和証券作成

【“金利のある世界”に関するアンケート】

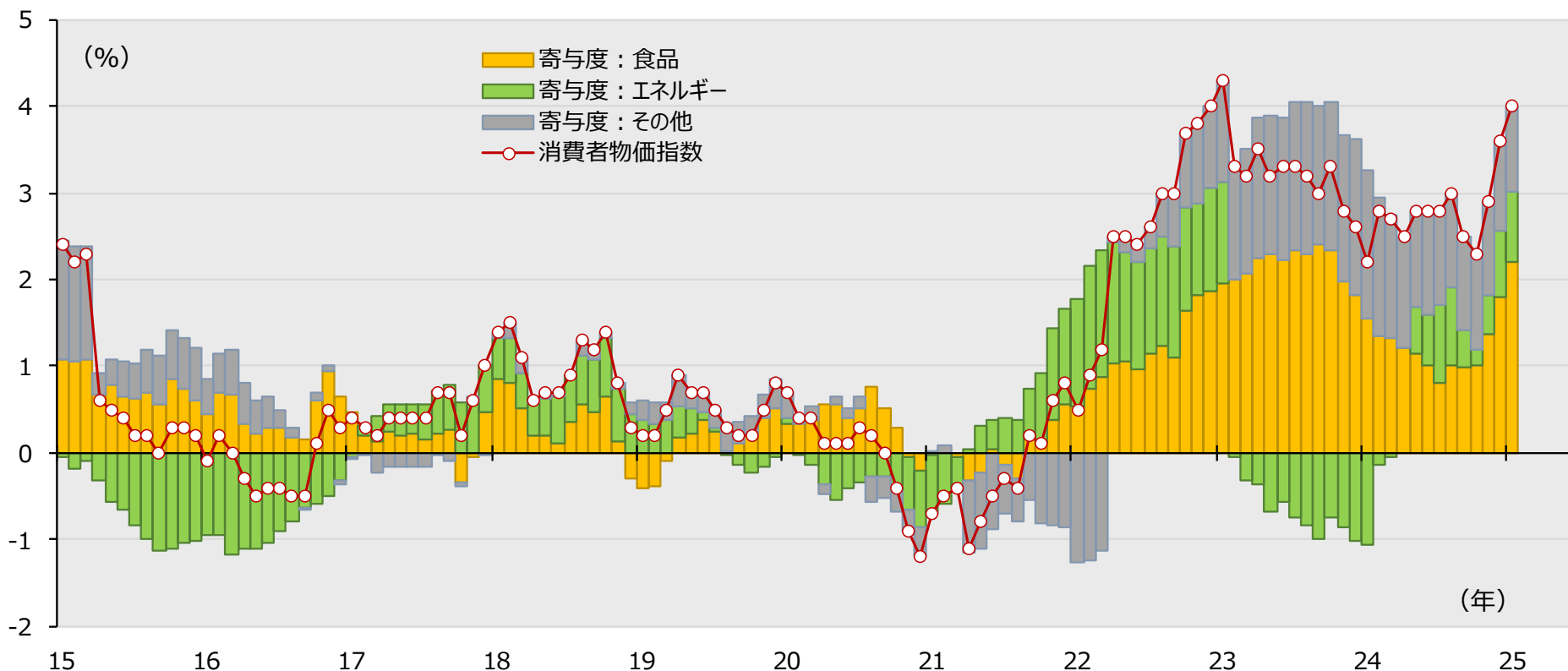
	全体	業種別			規模別	
		製造業	非製造業	金融・保険	大企業	中堅・中小
ポジティブ	16%	12%	7%	64%	17%	11%
どちらかと言えばポジティブ	49%	50%	54%	23%	46%	58%
どちらかと言えばネガティブ	25%	24%	28%	14%	26%	21%
ネガティブ	4%	3%	6%	0%	3%	5%
現時点で特段の認識をもっていない	7%	11%	5%	0%	7%	5%

※調査対象は経団連会員企業。2024年12月17日公表
(出所) 経団連HPより大和証券作成

金融政策では供給面の影響を解消することは難しい

物価上昇率のおよそ半分は食品。「米」については消費者需要が要因ではない点を確認

【日本：消費者物価指数と寄与度の推移（前年同月比）】



※月次、直近データは25年1月まで（出所）ブルームバーグより大和証券作成

株式市場の割安感はなお残ると考える

緩やかに複数回の利上げが行われたとしても相対的な割安感は保たれる見通し

【日本：TOPIXの実質イールドスプレッド（月次）】

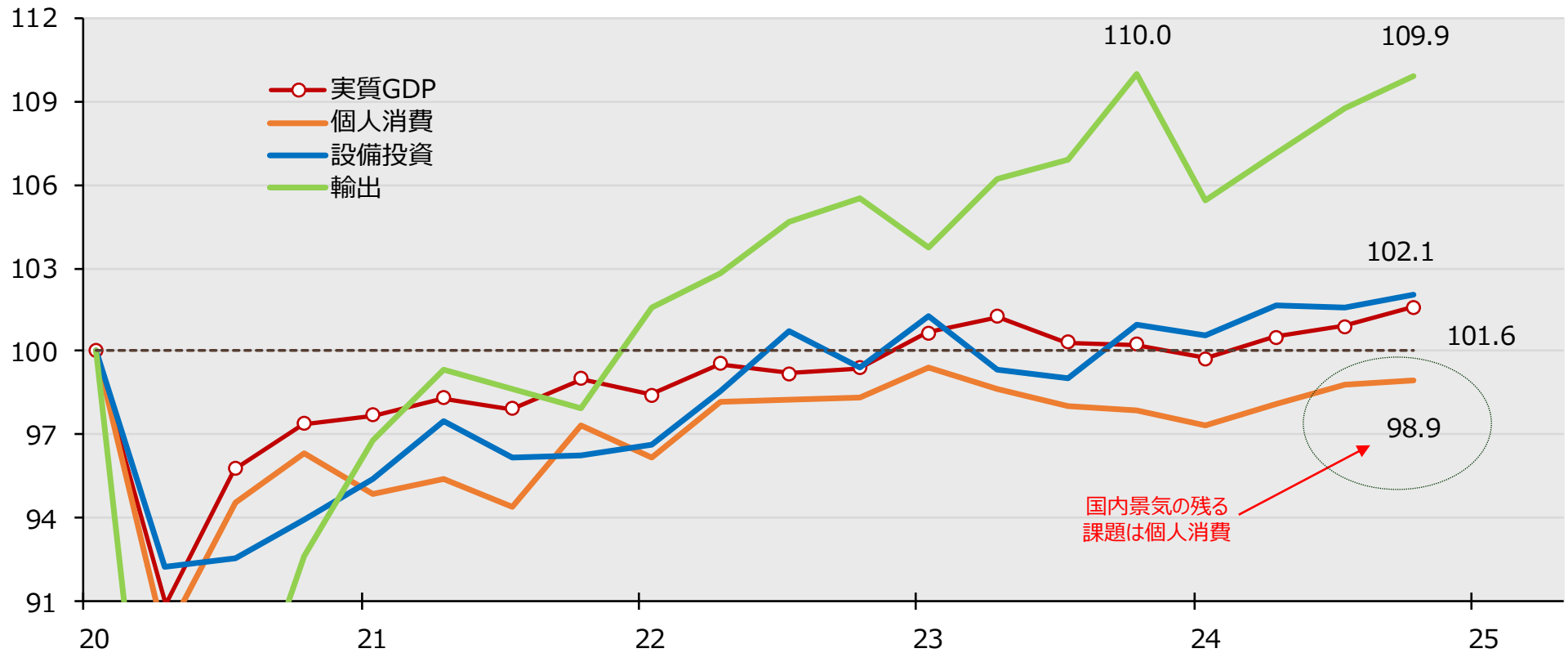


※週次、直近データは25年2月28日まで。期間平均は2005年以降の実質イールドスプレッドの平均 (出所) ブルームバーグより大和証券作成

新年度予算は通過見通し

実質賃金は漸くプラス基調に。負担軽減策の拡充や賃上げ持続により消費は本格回復へ

【日本 実質GDPコロナ前比較】

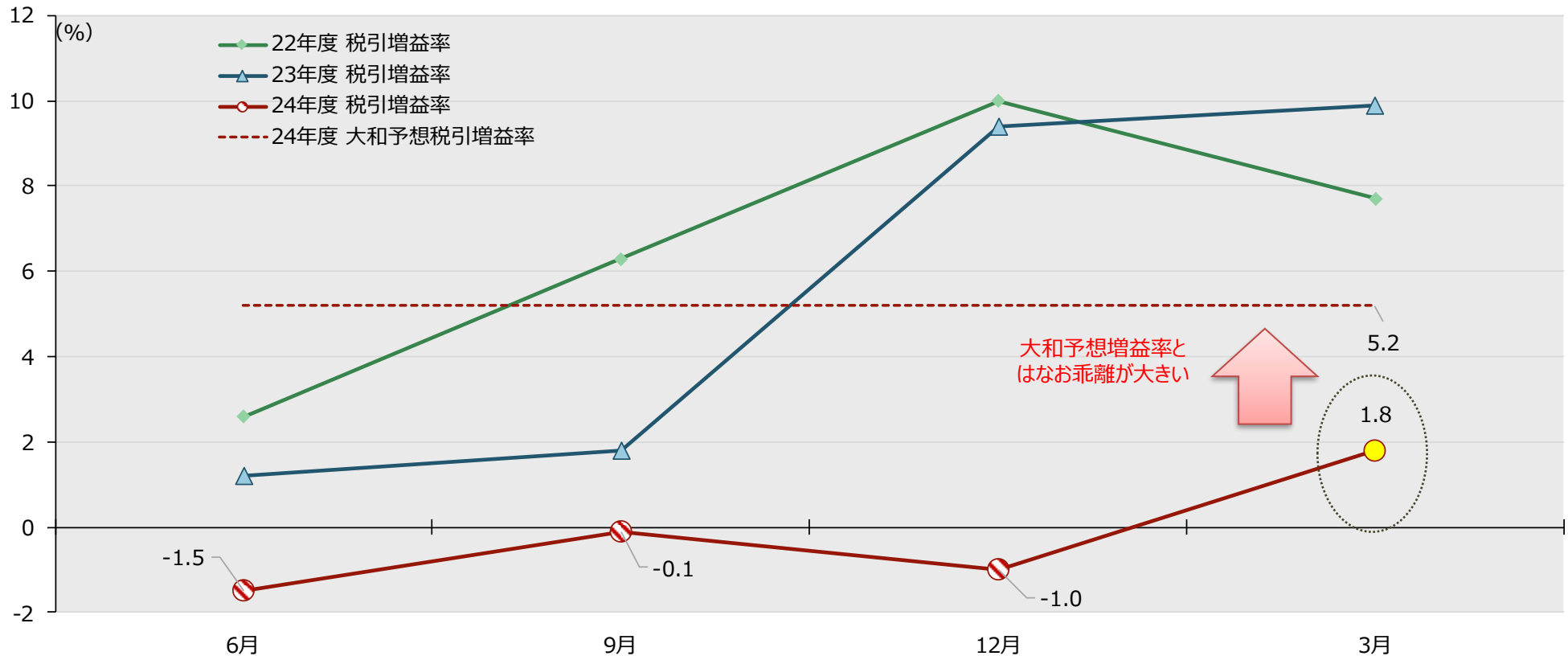


※データは24年10-12月期まで。実質GDP季節調整済。コロナ前は2018-19年の8四半期平均（出所）ブルームバーグより大和証券作成

会社の通期予想はようやくプラスに転換

大和の通期予想とはなお乖離が大きく業績伸長への評価余地は残っていると考えられる

【大和証券集計 主要企業 会社予想増益率推移】

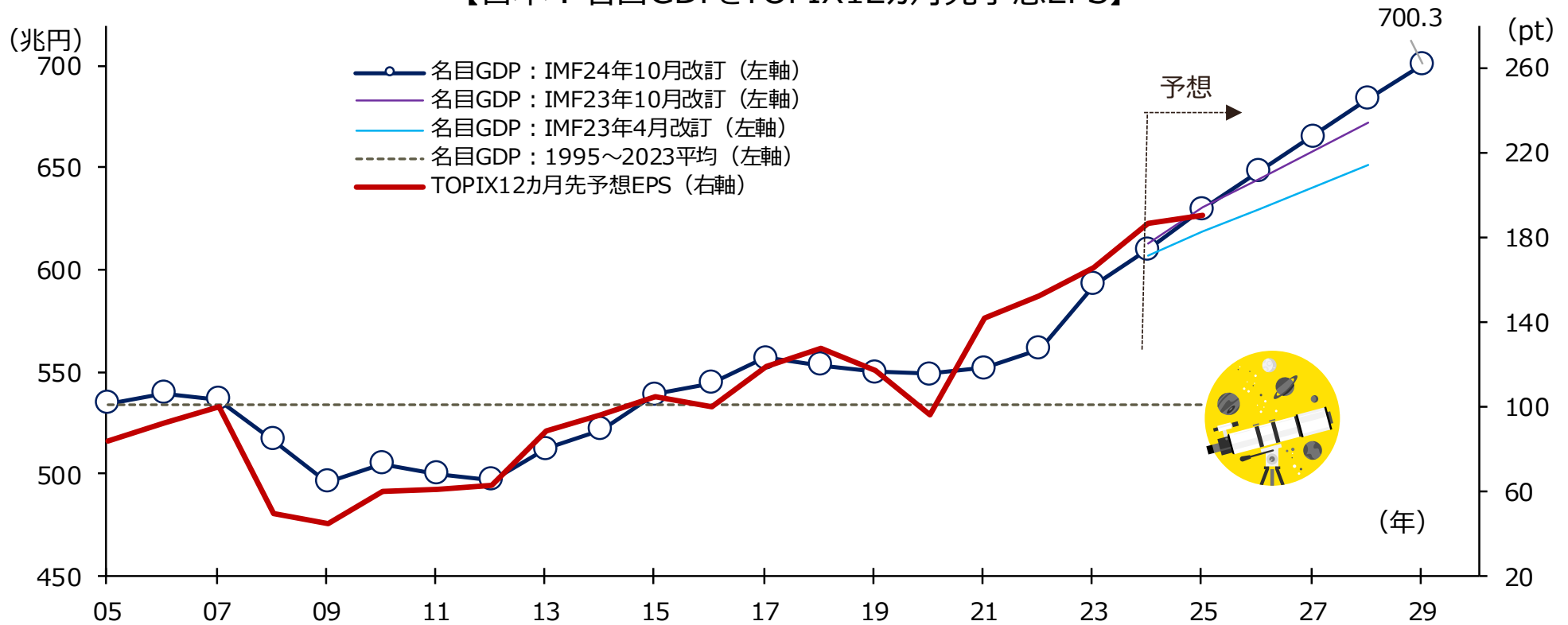


※主要上場企業（除く金融）を集計。24年度会社予想、大和予想は25年2月25日集計時点（出所）大和証券作成

「名目」成長率は拡大の予測

- 緩やかな物価上昇が続くことによる**好循環が日本経済の中期成長を支える要因**となりそうだ
- IMFによる日本の名目GDP予想は改訂ごとに上方修正され、2029年予想は700兆円を超える
- **経済成長率と業績に一定の相関。EPSは中期的に拡大**していくとの見立てが妥当と考えられる

【日本：名目GDPとTOPIX12カ月先予想EPS】

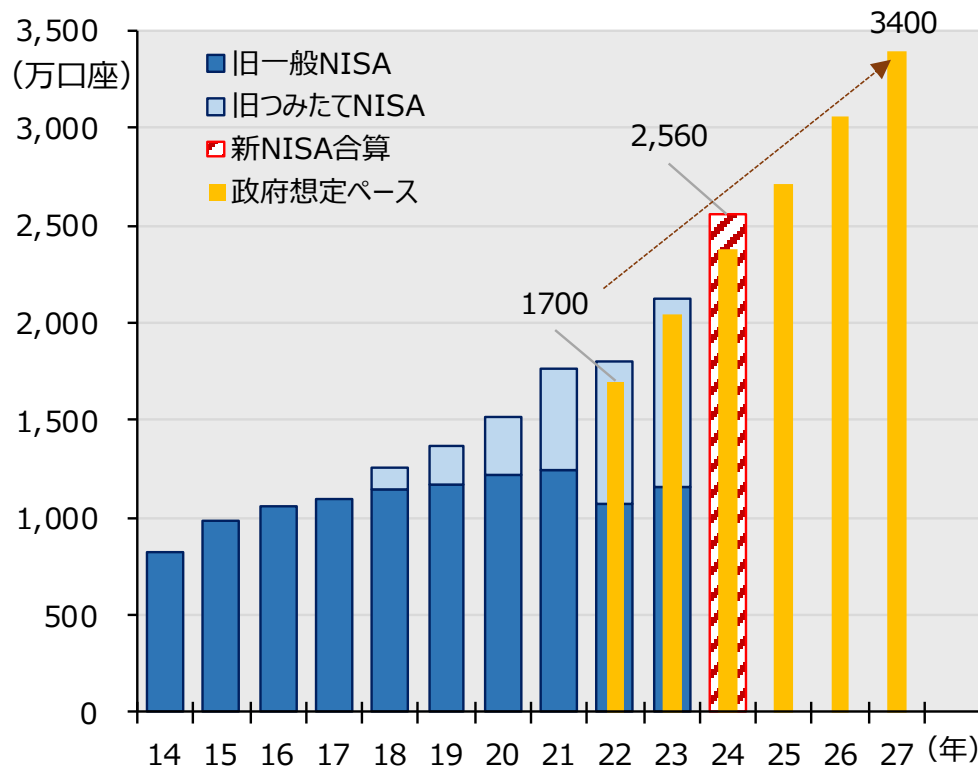


※23年以降GDPはIMF予想。12カ月先予想EPS（1株当たり利益）は25/2/28まで（出所）IMF、ブルームバーグより大和証券作成

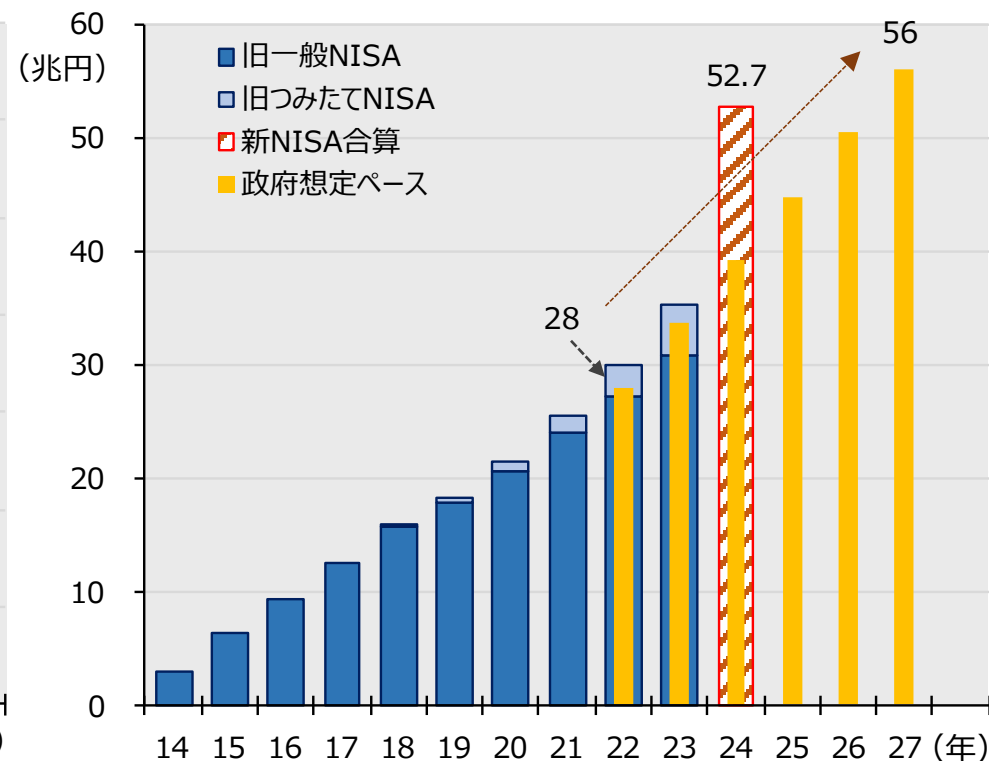
2024年の新NISA利用額は約17.4兆円

資産形成機運は順調に拡大。政府想定比進捗率は口座数・買付金額ともに想定超

【NISA口座数の推移】



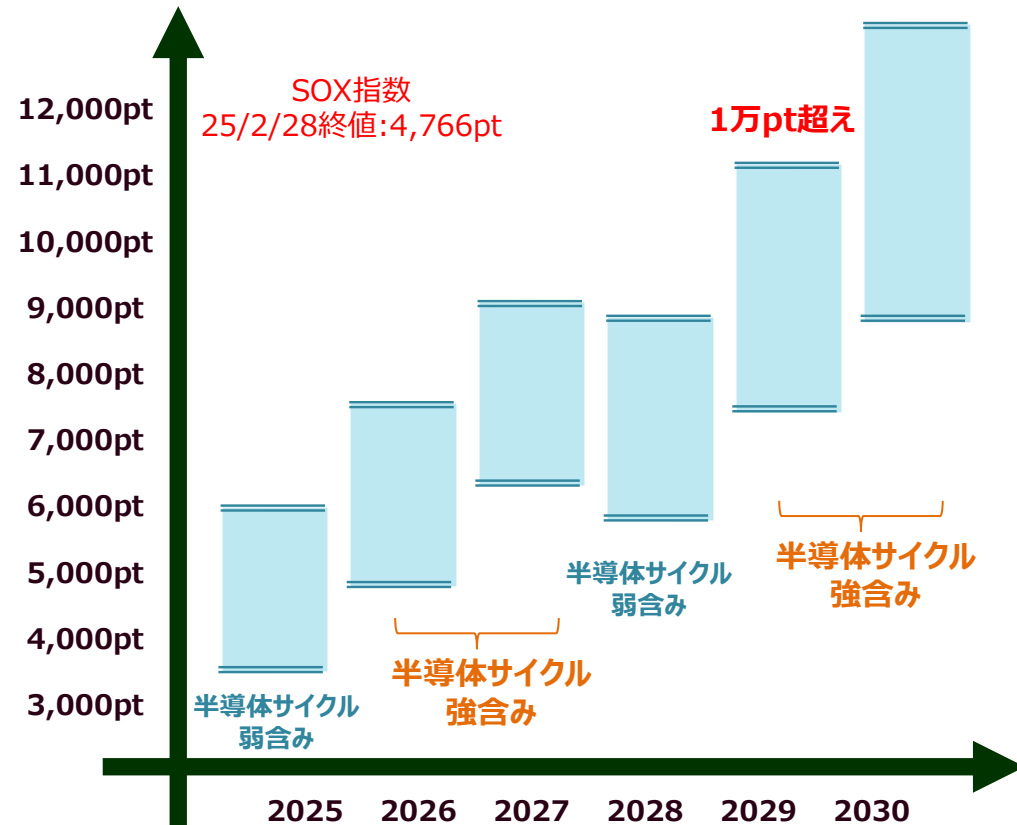
【NISA累計買付金額の推移】



※政府想定は22年11月決定の「資産所得倍増プラン」、24年は速報値（出所）金融庁、内閣府より大和証券作成

SOX指数：29年頃には1万pt超えも

【SOX指数株価レンジ目途】



※予想シナリオ株価は資料作成時点の見解
予想は大和証券（出所）大和証券作成

●世界の**デジタル化の潮流は不可逆的**と言え、情報通信産業の高度化の流れが止まるとは考えにくい。従って、**半導体の産業重要度は一層高まっていくと考えるのが自然**であると見ている。

●DeepSeekの登場は、イノベーション進化の過程で起きうる事象と認識。**AIの可能性を拡げ経済全体の生産性を引き上げる期待に繋がる**ものと見ている

●世界のGDPが過去と同じペースで拡大を続けるのであれば、**必要とされる半導体は、少なくとも過去ペース並みで増える**。半導体の付加価値の高まりを鑑みるとこうした予想は保守的とも言えよう。

●とはいえ、巨額投資が必要な産業であることから、**半導体サイクルの存在は無視できない**。左図は、そうしたサイクルの動向を加味した上で、今後の株価推移目途を大まかにレンジで図示したものとなる。

●次のサイクル好況期である27年頃にはSOX指数は9,000ptが視野に入り、**その次のサイクル好況期の29年頃には1万pt超えの展開と想定**する。**継続的（積立型等）な投資**などにより、サイクル変動による株価の影響を最小限にしつつ、**将来的な株価上昇の恩恵を享受するような投資スタンスを推奨**したい。

【今後米国株のリスクとなり得るイベントとその場合に予想される調整目途】

リスクシナリオ	リスクシナリオ 発生確率 (期間1年程)	作成日時点から見た 予想株価下落率 (S&P500株価、程度)	考え方
半導体相場の息切れ	20%	▲11%	IT+コミュニケーションの時価総額が▲20%、 その他の業種が▲5%として全体への影響を試算
減税などのトランプ政策 について進展遅れ	15%	▲6%	トランプ減税の恒久化などは与党内の調整に時間を要する トランプ氏当選後の上昇率分程度の調整がありそう
消費・雇用の急減速	10%	▲8%	経済指標の急悪化により浅い調整（▲8%程度） は起きうるがFRBは金融緩和ペースを速めよう
中東紛争により 原油価格が100ドルに	6%	影響なし	ブルームバーグシナリオ想定：GDP▲0.3%、CPI+0.2% 産油国でもある米国への影響は小さそうだ
FRBの再利上げ	5%	▲15%	米長期金利が上昇し許容PERが低下する 米大統領選を受けた財政政策の影響を受ける可能性
商業用不動産問題 →銀行連鎖倒産	1%	▲20%以上	金融危機への波及が警戒される状況 と考えられ一般的なベア相場 (高値から▲20%以上) となると想定
中東戦争により 原油価格が150ドルに	1%以下	▲20%以上	

※資料作成日は2024年12月13日(出所)大和証券投資情報部作成

リスクシナリオへの備えも必要

【今後日本株のリスクとなり得るイベントとその場合に予想される調整目途】

リスクシナリオ	リスクシナリオ 発生確率 (期間1年程)	作成日時点から見た 予想株価下落率 (日経平均株価、程度)	考え方
半導体相場の息切れ	20%	▲11%	AIブームの落ち着きにより投資熱に陰りが出てくる可能性
中国景気回復の遅れ	20%	▲5%	米国が高関税を賦課することにより中国の景気回復が遅れるケース 足元、日中株の相関は低下、経済依存度は低下しつつある
日本にも関税賦課 (トランプ政策)	15%	▲5%	大和総研試算：トランプ関税（10%）賦課時の 日本の実質GDPへの影響は▲0.66%
経済好循環シナリオ に黄色信号	10%	▲20%	日銀の利上げペースが市場想定よりも速まり 来年以降の持続的な賃上げに疑義が生じるケース
参院選で自公が過半数を 割り政権交代	5%	▲7%	25年選挙の自民改選議席数は多くない。国民民主党等との 連携も望める。09年政権交代時日経平均は約7%程調整
財政赤字問題 増税懸念台頭	3%	▲12%	2022年10月に英国で財政問題が生じた際は株価が12%程調整 徴税力不足や財政のゆるみにより国債格下げ懸念も台頭
日銀が保有ETF の売却を検討	1%	▲10%	保有ETFは2024年3月末の時点の簿価で37兆円、時価で74兆円 一時的なインパクトよりも新たな買い手不足により戻りに時間
台湾有事	1%以下	▲30%以上	日本が紛争に巻き込まれる可能性もあり地政学リスク警戒 半導体工場が集積しており世界的に景気・供給ショック発生

※資料作成日は2024年12月13日(出所)大和証券投資情報部作成

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%（但し、最低 2,750 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された各種手数料等（最大 3.3%（税込）の購入時手数料、換金時には、1 口（当初 1 口=1,000 円）につき最大 22 円（税込）の解約手数料や最大 0.5%の信託財産留保額、間接的にかかる費用として、運用管理費用（国内投資信託の場合には信託報酬として最大年率 2.420%（税込）、外国投資信託の場合には管理報酬等として最大年率 3.755%程度）、その他運用実績に応じた成功報酬やその他の費用・手数料等（運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を表示することができません）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。各商品の目論見書等のご請求は、大和証券のお取引窓口までお願いいたします。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会

【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計 5%超保有しているとして大量保有報告を行なっている会社は以下の通りです。（2025 年 2 月 14 日現在）

Lis B(145A) シンカ(149A) PRISM BioLab(206A) エスコンジャパンリート投資法人(2971) サンケイリアルエステート投資法人(2972) SOSiLA 物流リート投資法人(2979) 日本アコモデーションファンド投資法人(3226) 森ヒルズリート投資法人(3234) 産業ファンド投資法人(3249) アドバンス・レジデンス投資法人(3269) アクティブア・プロパティーズ投資法人(3279) GLP 投資法人(3281) コンフォリア・レジデンシャル投資法人(3282) 日本プロロジスリート投資法人(3283) 星野リゾート・リート投資法人(3287) One リート投資法人(3290) イオンリート投資法人(3292) ヒューリックリート投資法人(3295) 日本リート投資法人(3296) サムティ・レジデンシャル投資法人(3459) 野村不動産マスターファンド投資法人(3462) ラサールロジポート投資法人(3466) スターアジア不動産投資法人(3468) 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人(3471) 日本ホテル&レジデンシャル投資法人(3472) 投資法人みらい(3476) 三菱地所物流リート投資法人(3481) CRE ロジスティクスファンド投資法人(3487) ザイマックス・リート投資法人(3488) タカラレーベン不動産投資法人(3492) アドバンス・ロジスティクス投資法人(3493) カヤック(3904) J D S C(4418) レナサイエンス(4889) ティムス(4891) ケイファーマ(4896) TDK(6762) アドバンテスト(6857) 太陽誘電(6976) 日本ホスピスホールディングス(7061) アストマックス(7162) クレディセゾン(8253) あおぞら銀行(8304) アドバンスクリエイト(8798) 日本ビルファンド投資法人(8951) ジャパンリアルエステイト投資法人(8952) 日本都市ファンド投資法人(8953) オリックス不動産投資法人(8954) 日本プライムリアルティ投資法人(8955) N T T 都市開発リート投資法人(8956) グローバル・ワン不動産投資法人(8958) ユナイテッド・アーバン投資法人(8960) インヴィンシブル投資法人(8963) フロンティア不動産投資法人(8964) 日本ロジスティクスファンド投資法人(8967) K D X 不動産投資法人(8972) 大和証券オフィス投資法人(8976) スターツプロシード投資法人(8979) 大和ハウスリート投資法人(8984) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) 大和証券リビング投資法人(8986) ジャパンエクセレント投資法人(8987) GREEN Earth INSTITUTE(9212) 帝国ホテル(9708) ファーストリテイリング(9983)（銘柄コード順）

【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、2024 年 3 月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社を担当しています。

Will Smart(175A) レジル(176A) D&Mカンパニー(189A) タウンズ(197A) フィットイージー(212A) タイミー(215A) シマダヤ(250A) オルツ(260A) リガク・ホールディングス(268A) グローピング(277A) キョクシアホールディングス(285A) 令和アカウンティング・ホールディングス(296A) delly(299A) visumo(303A) ミーク(332A) ジグザグ(340A) 矢作建設工業(1870) 明治ホールディングス(2269) エスピー食品(2805) SREホールディングス(2980) ヤマイチ・ユニハイムエステート(2984) 東海道リート投資法人(2989) ヒューリック(3003) ジョイフル本田(3191) コンフォリア・レジデンシャル投資法人(3282) アイカ工業(4206) びあ(4337) ユー・エス・エス(4732) J X 金属(5016) インフロニア・ホールディングス(5076) 京都フィナンシャルグループ(5844) 三井海洋開発(6269) キッツ(6498) KOKUSAI ELECTRIC(6525) ゆうちょう銀行(7182) アズワン(7476) 幸楽苑(7554) 梅の花(7604) 大日本印刷(7912) スターゼン(8043) サンリオ(8136) 三信電気(8150) 平和不動産リート投資法人(8966) ジャパン・ホテル・リート投資法人(8985) ソフトバンク(9434)（銘柄コード順）