

インベストメント・マンスリー 2025年4月

貿易政策を巡る新たな不確実性



HSBC Asset Management

要旨

マクロの見通し

- ◆ **当社の基本シナリオでは**、主要国の経済成長は収れんし、インフレ率は目標をやや上回る水準となり、利下げペースは緩やかになるというものである。
- ◆ しかし、政策の**不確実性**は極度に高まり、成長が大幅に弱まるリスクが生じている。
- ◆ **中国**では、家計に向けた政策支援策、不動産市場における安定化の兆し、拡張的な財政政策が、高まる外部リスクを緩和させるものと考ええる。
- ◆ **アジア各国・地域**では、世界的な貿易政策を巡る懸念の高まりに伴う影響はまちまちと思われる一方、マクロ政策が成長を下支えすると考える。

投資戦略の主なポイント

- ◆ **政策の不確実性の高まりに伴い市場のボラティリティが上昇**しており、2025年において市場は不安定な状況に直面する可能性が高い。
- ◆ 市場のけん引役は、**これまで出遅れていたセクターや地域**に引き続きシフトすると考えられるが、値動きはやや荒い展開になる可能性がある。
- ◆ **米ドル**は米国の一段の景気減速に伴い**軟調になる**と考える。これは新興国の現地通貨建て株式と債券にとり好材料と言える。
- ◆ **分散投資は重要なテーマ**である。プライベートクレジット、ヘッジファンド、ディフェンシブな実物資産などのオルタナティブ資産への分散投資は、ポートフォリオの耐性を高めることが可能と考える。金は不確実性に対して優れたリスクヘッジとなっている。

中央銀行の政策

- ◆ **米連邦準備制度理事会（FRB）は「様子見」スタンス**にある。FRBがトレンドをやや下回る成長率と目標をやや上回るインフレ率の実現に向けてバランスを図る中で、緩やかな金融緩和が予想される。
- ◆ **ドイツの財政政策の大幅な転換**は2026年の成長を押し上げると見ている。欧州中央銀行（ECB）は本年さらに2回利下げを実施すると予想される。
- ◆ **世界貿易の不確実性の高まり**に伴うアジアへの影響はまちまちと考える。インド準備銀行（RBI）は金融緩和を行うと見ているが、インドネシア中央銀行にとり通貨安が金融緩和の足かせになる。
- ◆ **中国**では、株式市場の安定化措置などを含む消費振興に向けた新たな30項目の計画を発表した。これにより、景気下振れリスクが軽減され、デフレ懸念が緩和と思われる。

マクロおよび市場シナリオ

スピニング
・アラウンド
(目まぐるしく
変わる局面)

基本シナリオ。二転三転する関税政策と米国の緩やかな歳出削減。極度の不確実性。株式市場のけん引役が移行。新興国には回復力が見られる

下降局面

本格的な世界貿易戦争と米国の大規模な歳出削減。成長の急減速が新興国に打撃を与える。米国株式市場は弱気相場に。金利は全般的に上昇

テイキング・オフ
(TAKING OFF)

関税措置を巡るリスクは消滅。アニマルスピリット（将来に対する主観的な期待）が成長をけん引。欧州は回復力のある米国に追いつく。株式市場は好調。世界経済の成長予想が上方修正され、新興国市場が上値を追う展開に

当社の見方

政策の不確実性を背景に、世界的に経済成長は収れんし、中央銀行は追加利下げに踏み切るだろう。こうした見方は出遅れていたセクターや地域に**リターンの裾野が広がる**ことを示唆。新興国市場では、米ドル安と中国の一段の政策支援が好材料。

- ◆ **株式**：米国では、成長懸念と、割高な大型テクノロジー株の最近の反落に伴い、市場のボラティリティが高まっている。リターンの裾野が割安な一部の欧州およびアジア市場に広がった。成長見通しの観点から、新興国やフロンティア市場の株式を選好。
- ◆ **国債**：慎重姿勢を示すFRB、貿易政策の不確実性に起因するインフレリスク、拡張的な財政政策への懸念により、本年において米国10年物国債利回りは4%超で推移すると予想される。なお、値幅の大きい展開が見込まれ、ボラティリティは急上昇するだろう。
- ◆ **社債**：直近のボラティリティの高まりに伴いスプレッドが拡大。投資適格社債のファンダメンタルズは堅固であるが、ハイ・イールド社債のスプレッドには政策の不確実性と消費の減速による企業収益への影響が反映されている。

株式	見通し	国債	見通し	社債	見通し	FX & オルタナティブ	見通し	アジア資産	見通し
グローバル	↔ / ▲	先進国国債	↔ / ▲	グローバル投資適格社債	↔ / ▲	金	▲	現地通貨建てアジア新興国国債	▲
米国	↔	米国 10年	↔ / ▲	米ドル建て投資適格社債	↔	その他コモディティ	↔	中国人民元債券	↔
英国	↔	英国 10年	▲	ユーロ・英国債券建て投資適格社債	↔	不動産	▲▲	アジア株式（除く日本）	↔ / ▲
ユーロ圏	↔ / ▲	ドイツ 10年	↔	アジア投資適格社債	↔ / ▲	ヘッジファンド	▲▲	中国株式	▲
日本	↔ / ▲	日本	▼	世界ハイ・イールド社債	↔ / ▼	プライベートクレジット	▲▲	インド株式	▲
新興国	▲	インフレ連動債	↔ / ▲	米国ハイ・イールド社債	▼	プライベートエクイティ	↔	アセアン株式	↔ / ▲
中東欧・中南米	▼	現地通貨建て新興国国債	▲	欧州ハイ・イールド社債	▼	米ドル	↔ / ▼	香港株式	▲
フロンティア	▲			アジア・ハイ・イールド社債	↔ / ▲	暗号資産	▼▼	アジア通貨	↔
				グローバルABS	▲				
				米ドル建て新興国債券（総合）	▲				

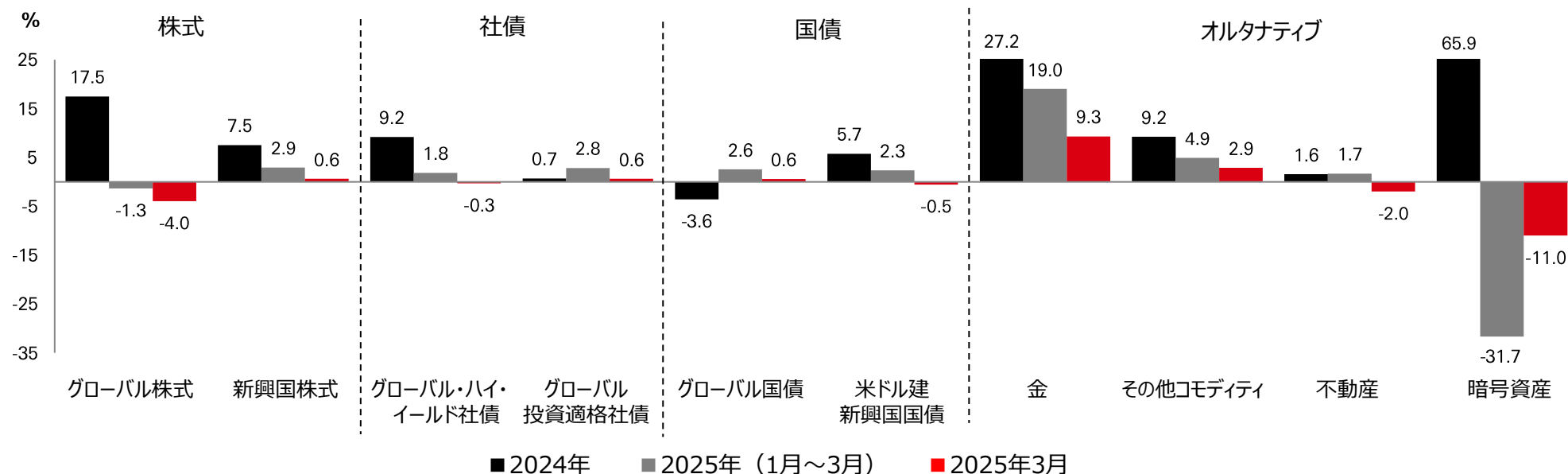
見通しは、12ヶ月以上の投資見通し 出所：HSBCアセットマネジメント、2025年4月現在

見通し：
▲▲▲ 極めてポジティブ
▲▲▲ ポジティブ
▲▲ ポジティブ寄り
▲▲ ポジティブ
↔ / ▲ 中立/ポジティブ寄り
↔ 中立
↔ / ▼ 中立/ネガティブ寄り
▼▲▲▲ 極めてネガティブ
▼▲▲▲ 極めてネガティブ

資産クラス別パフォーマンス

3月のグローバル株式は引き続き下落。米国市場は総じて大幅下落となった一方、欧州市場は概ね小幅な下落に留まった。一部の新興国市場では上昇が見られた。米国債利回りは、市場が政策の方向性を見極めるなか、レンジ内で推移した。米ドルは急落し、金は最高値を更新。

- ◆ **国債**：3月の米国10年物国債利回りは、経済見通しの不透明感と貿易政策を巡る不確実性を背景に上下動したものの、当月末は2月末と同水準となった。ドイツ国債利回りは、大規模な財政支出の公約により急上昇。
- ◆ **株式**：先進国市場では米国が大手テクノロジー株主導で大幅下落。一方、欧州は概ね小幅な下落に留まったうえ、新興国市場ではインドが急回復し、また中南米、欧州新興国、中国などで上昇が見られた。
- ◆ **オルタナティブ**：3月の実物資産は強弱交錯する展開に。インフラとヘッジファンドはプラスのリターンとなった半面、不動産は下落。原油価格はレンジ相場となり、金は1トロイオンス3,000米ドルを超えた。



* 過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。利回りは保証されているものではありませんので、将来的に上昇または下降する可能性があります。情報は上記の国やセクターへの投資を推奨するものではありません。注：資産クラス別パフォーマンスの各インデックスは以下の通り。

グローバル株式： MSCI ACWI Net Total Return USD Index **新興国株式**： MSCI Emerging Market Net Total Return USD Index **グローバル・ハイ・イールド社債**： Bloomberg Global HY Total Return Index value unhedged **グローバル投資適格社債**： Bloomberg Global IG Total Return Index unhedged **グローバル国債**： Bloomberg Global Aggregate Treasuries Total Return Index **米ドル建新興国国債**： JP Morgan EMBI Global Total Return USD **金**： Gold Spot \$/OZ (スポット価格) **その他コモディティ**： S&P GSCI Total Return CME **不動産**： FTSE EPRA/NAREIT Global Index TR USD **暗号資産**： Bloomberg Galaxy Crypto Index USD 出所：ブルームバーグ、米ドルベース、トータル・リターン 2025年3月31日現在

マクロシナリオ



貿易/財政



下降局面

本格的な**世界貿易戦争**と米国の大幅な歳出削減 (**米政府効率化省 (DOGE)**によるもの)



経済成長

実質所得が悪化し、信頼感が損なわれ、**急激な景気減速**



インフレ率

短期的にはインフレが促進されるが、需要が減退するとインフレ圧力は弱まる



金融政策

当初は利下げを一時停止するものの、成長懸念が高まるにつれ、**積極的な金融緩和に踏み切る**



中国

厳しい関税措置と不動産セクターの低調が**成長を圧迫**



スピニング・アラウンド (目まぐるしく変わる局面)

二転三転する関税政策と米国の緩やかな歳出削減。**不確実性が極度に高まる**

米国の成長率は1.5~2.0%程度に低下。**米国例外主義の終焉**

2.5%程度に収束するが、道筋は依然として不安定

西側諸国の中央銀行が数回利下げ

緩和的な国内政策が関税引き上げの逆風を相殺し、**安定的な成長**



テイクキング・オフ (TAKING OFF)

交渉カードとしての関税政策。官民が手を取り合って課題解決に取り組む「**ミッション・エコノミー**」が欧州で定着

アニマルスピリット（将来に対する主観的な期待）が世界経済の成長を後押し。欧州は回復力のある米国に追いつく

2.0~2.5%の「やや注意が必要な」レンジ内で推移するものの、FRBに利上げを促すほど高水準ではない

緩和サイクルは短期間で終了。中立金利は上昇

不動産セクターが持ち直し、信頼感が回復し、**成長が加速**

下降局面



現在の判断位置

テイクキング・オフ
(TAKING OFF)

市場シナリオ



株式



債券



新興国市場



米ドル



選好



下降局面

S&P500は**弱気相場に突入**。バリュエーションを勘案すると米国のハイテク株には脆弱性が見られる。VIX指数が急上昇

金利は全体にわたり上昇し、利回り曲線は急激にスティープ化。スプレッドが拡大

世界経済の成長鈍化と貿易問題が**新興国市場に打撃**

安全資産の観点から**米ドルが上昇**。しかし、トランプ政権は米ドル安志向なので弱含む可能性も

米国債、金、スイスフラン、マクロヘッジファンド、高品質の投資適格社債、ディフェンシブ株、クオリティ株、モメンタム戦略



スピニング・アラウンド
(目まぐるしく変わる局面)

出遅れていたセクターおよび地域に**リターン裾野が広がる**。VIX指数が上昇

利回りはレンジ内で推移。スプレッドには若干の上振れリスクがある。**インカム収入に注目**

成長の回復、FRBの利下げ、中国の景気刺激策、良好なバリュエーションを背景に新興国市場は堅調

米国のインフレ圧力と同国の例外主義の終焉に伴い**不安定な展開に**

バリュー株、クオリティ株、中型株。米・英国より新興国、ユーロ圏、日本を**選好**。ハイ・イールド社債より投資適格社債を**選好**



テイクキング・オフ
(TAKING OFF)

世界的に株式市場が好調、特に高ベータ市場が顕著に

力強い成長が続くため、**利回りに上振れリスク**がある。スプレッドは依然タイト

世界経済の成長見通しが上方修正され、貿易政策に関して前向きな見方が織り込まれるにつれ、**新興国市場は上値を追う展開に**

世界経済の成長拡大により米ドルの上昇余地は限定的。ユーロは上値を追う展開に

米国より欧州、中国を**選好**。ハイ・イールド社債。産業用金属。金より暗号資産を**選好**

下降局面



現在の判断位置

テイクキング・オフ
(TAKING OFF)

経済見通し

米国と他の先進国の成長率格差は縮小、中国では政策支援が経済を後押し

		コンセンサス予想		金融・財政政策	
		成長率 (%) 	インフレ率 (%) 	25年末の政策金利 (HSBCアセットマネジメント予想)	財政スタンス
		■ 2025 ■ 2026	■ 2025 ■ 2026		
米国	消費者信頼感などの経済指標は低下。一方、雇用関連指標や企業利益は引き続き底堅く推移。パウエルFRB議長は「様子見」の姿勢を示すものの、景気先行きに対する不透明感が強まっていると強調。FOMCは引き続き段階的な金融緩和を示唆。	1.9 1.9	2.5 2.4	3.50-4.00%	財政拡大にやや制約あり
ユーロ圏	ドイツは5,000億ユーロの大規模なインフラ投資の特別基金（10年間で支出予定）を発表するとともに、追加の防衛費支出を表明。これは中期的な成長を後押しするものと見られるが、短期的には関税政策を巡る不確実性の高まりが逆風に。	0.9 1.2	2.2 2.0	1.75-2.25%	中立
英国	イングランド銀行は賃金とインフレ率の高止まりや低成長に直面。また、同行は英国の成長の弱さは需給要因によるものとしている。政策が依然として景気抑制的であることを勘案すると、段階的な緩和が見込まれる。金利が長期に亘り高止まりすると、財政支援の余地が限定的に。	1.0 1.4	3.1 2.4	3.50-4.00%	やや拡張的
日本	日銀は徐々に金融政策を正常化。植田日銀総裁は米国の通商政策を巡る「不確実性の高まり」に警戒感を示した。25年度の春闘の賃上げ率は「予想を上回る水準」であり、家計消費を支え、サービス部門のインフレ率を2%に押し上げるものと見られる。	1.2 0.9	2.6 1.9	0.75-1.00%	財政拡大に制約あり
中国	中国は、消費者信頼感にとり極めて重要な株式市場の安定策を含む、国内消費を刺激するための30項目の行動計画を発表。足元の投資、生産、小売売上高は増加したが、不動産部門は引き続き経済活動の足かせとなっている。	4.5 4.2	0.6 1.2	1.00-1.40%*	拡張的
インド	民間投資の鈍化に伴い直近、緩やかな成長が見られている。しかし、好ましい人口動態と所得増加に支えられ、構造的な成長ストーリーは健在。2月の総合インフレ率はインド準備銀行の目標値である4%を下回り、段階的な金融緩和への道が開かれた。	6.5 6.5	4.2 4.4	6.00-6.50%	中立

*7日物リバースレポ金利
出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2025年4月現在

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、H S B Cアセットマネジメント株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.2%（税込）
その他費用	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）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、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、H S B Cアセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただく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。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

H S B Cアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308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/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

