

インベストメント・マンスリー 2025年5月

米国例外主義の終焉



要旨

マクロの見通し

- ◆ **当社の基本シナリオは、「関税の応酬」から交渉への移行である。**米国の成長率はトレンドラインを下回り、インフレ率は上昇すると考えられる。
- ◆ **政策の不確実性は極度に高まり、急激な景気後退および市場のボラティリティ上昇のリスクが生じている。**
- ◆ **中国では、家計に向けた政策支援、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られる。**
- ◆ **貿易政策に対する懸念の高まりは、アジア経済にさまざまな影響を及ぼす可能性がある一方、当地域のマクロ政策は成長を支えるものとなっている。**

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と考える。**
- ◆ **最近の米国の株安・債券安や米ドル安は「米国例外主義」の終焉と「EAFE*例外主義」への移行を示唆している可能性があり、これまで出遅れていたセクターや地域のリターンが比較的堅調である。***EAFE：欧州（Europe）、オーストラリアやニュージーランドなどを意味するオーストラレーシア（Australasia）、極東（Far East）における先進国を指す
- ◆ **分散投資は重要なテーマであり、国・地域別の分散投資が復活しつつある。**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見ている。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。投資家はポートフォリオを安定させるため、債券以外の資産にも目を向けるべきであると考えられる。

各国・地域の政策対応

- ◆ **米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利を据え置いている。**FRBはインフレ動向に留意しつつも、経済成長への懸念の高まりを背景に緩やかな金融緩和策を推進するものと思われる。
- ◆ **欧州中央銀行（ECB）の政策金利は現在、中立付近にある。**短期的には追加緩和の可能性もあるが、ドイツの財政刺激策が2026年の成長を支えると予想する。
- ◆ **アジア各国・地域における政策対応はまちまちになると考えられる。**インドと韓国の中央銀行は金融緩和策を講じると見られているが、インドネシア中央銀行は制約を受けるとと思われる。
- ◆ **中国では、世界的な貿易摩擦に対抗するため、当局がサービス消費の押し上げに向けた「より積極的な」マクロ政策と関連措置を公約。**

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。新興国には底堅さが見られる

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）が成長を押し上げる。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

投資家は、**政策を巡る極めて高い不確実性、高まる景気後退リスク、市場のボラティリティ上昇**に直面している。現在の状況が続けば、欧州とアジアへの構造的なローテーションが進むと考える。不確実性が続くなか、投資家は、国、地域、ファクターへのエクスポージャーを改めて見直すことが賢明と考える。

- ◆ **株式**：米国の株安は、EAFE市場へのパフォーマンス・シフトを後押しするものと言えよう。相対的に割安な市場バリュエーションと、欧州および中国の景気刺激策を踏まえ、引き続き欧州、新興国、フロンティア市場を選好。しかし、ボラティリティの上昇と短期的な反転は引き続きリスクである。
- ◆ **国債**：政策の不確実性とインフレの高止まりを受け、FRBは「様子見」姿勢を維持しているため、国債利回りは当面レンジ内で推移しよう。投資家はポートフォリオにおける分散化に向けて、他の資産クラスへの投資を検討する必要もあろう。
- ◆ **社債**：最近のボラティリティによりスプレッドは拡大。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る可能性がある。

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）	▲				

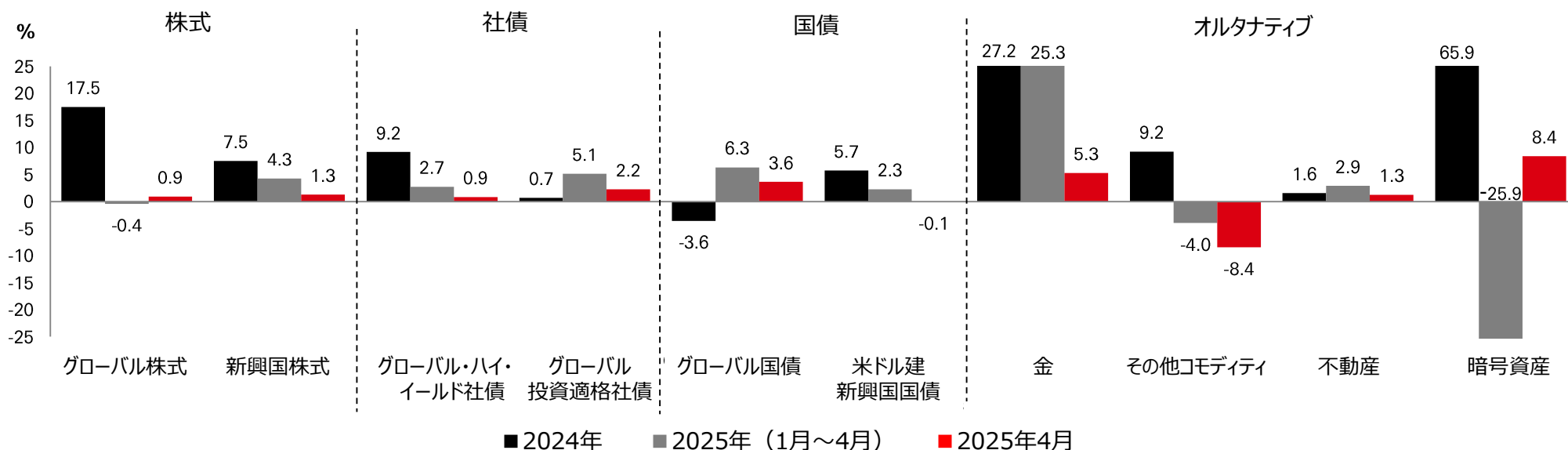
見通しは、12ヶ月以上の投資見通し 出所：HSBCアセットマネジメント、2025年5月現在

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

米国の株式と債券が4月当初、急落するなど市場は乱高下した。また、米ドルは主要通貨に対して下落した。中国株は低迷したが、欧州と新興国市場は底堅く推移した。安全資産と見られている金への需要が高まり、上昇した。

- ◆ **国債**：政策の不確実性と成長予想の低下を受けてボラティリティが大幅に上昇したが、米国の10年物国債利回りは4月末において前月末比ではほぼ横ばいであった。英国とドイツの国債利回りは低下。
- ◆ **株式**：4月は米国株のボラティリティが高まるなか、割安な欧州とアジア市場が恩恵を受け、比較的堅調に推移した。新興国市場では、ラテンアメリカおよびインド市場が相対的に良好なパフォーマンスを見せた半面、中国市場は下落。
- ◆ **オルタナティブ**：4月月初のボラティリティの上昇は、不動産やインフラなどの実物資産の反発に繋がった。原油価格は大幅に下落した一方、金は引き続き最高値を更新した。



* 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4月30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



経済見通し

成長下振れリスクに直面する中での慎重な緩和政策

		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
米国	本年年初において国内経済は利益拡大と力強い労働市場を背景に順調に推移した。その後、高関税と政策の不確実性により、企業と消費者の信頼感低下。FRBは、関税措置がインフレに持続的な影響を及ぼす可能性から、慎重に金融緩和を行うものと思われる。	■ 2025 ■ 2026 1.4 1.5	■ 2025 ■ 2026 2.8 2.6	3.50-4.00%	財政拡大にやや制約あり
ユーロ圏	ECBは、景気下振れリスクが高まっていると警告し、25bpの追加利下げを実施。ラガルドECB総裁は、金融政策の変更に「機敏に対応する準備」が必要と強調し、追加利下げの可能性を残した。経済の先行きに関する調査結果は悪化しており、本年第2四半期の成長鈍化を示唆。	■ 2025 ■ 2026 0.8 1.2	■ 2025 ■ 2026 2.1 1.9	1.75-2.25%	中立
英国	イングランド銀行は難しいトレードオフに直面している。4月のPMI速報値の大幅低下は、貿易摩擦と増税の影響を受けて第2四半期のGDPの低迷を示唆している。サービス部門のインフレ率は、賃金上昇率の高さから引き続き高水準にある。段階的な緩和が予想されるものの、景気後退リスクの高まりにより、一段と積極的な政策措置が取られる可能性も。	■ 2025 ■ 2026 0.9 1.2	■ 2025 ■ 2026 3.1 2.3	3.50-4.00%	財政拡大に制約あり
日本	日銀は米国の関税措置が経済に与える影響を見極めつつ、「様子見」の姿勢を取っている。成長の下振れリスクはあるものの、日銀は中期的には2%のインフレ目標が達成されると確信している模様。賃金と物価の好循環が金融政策の段階的な正常化を後押しするだろう。	■ 2025 ■ 2026 1.0 0.8	■ 2025 ■ 2026 2.7 1.9	0.75-1.00%	中立
中国	第1四半期のGDPは堅調で、幅広い分野で力強さが見られた。輸出は米国の関税引き上げを前に前倒しで積み増したことにより増加。小売売上高は下取りプログラムと政策支援を受け改善。一方、不動産市場は引き続き成長にとり逆風であるうえ、デフレ圧力が依然として続いている。	■ 2025 ■ 2026 4.2 4.2	■ 2025 ■ 2026 0.4 1.0	1.00-1.40%*	拡張的
インド	成長への懸念の高まりを受け、インド準備銀行 (RBI) は「緩和的」なスタンスに政策転換。米国の関税引き上げによる輸出への直接的な影響は限定的だが、世界的な景気後退は懸念材料に。総合インフレ率はRBIの目標である4%を下回り、利下げ余地が拡大した。	■ 2025 ■ 2026 6.4 6.5	■ 2025 ■ 2026 4.1 4.5	5.50-6.00%	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5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）

