

インベストメント・マンスリー 2025年8月

不確実性の中での市場の回復力

要旨

マクロの見通し

- ◆ **米国の貿易協定**に関しては一定の進展が見られるものの、政策の不確実性は依然として高く、市場のボラティリティが上昇する可能性がある。今のところ、市場は関税による経済的影響を見極めるため、様子見の姿勢をとっている。
- ◆ **成長機会**は新興国にあると考える。インフレ率の低下と米ドル安により、各中央銀行は利下げが可能になる。
- ◆ 貿易の混乱は**アジア経済**にさまざまな影響を及ぼす可能性があるものの、域内における貿易関係の強化が成長の押し上げに繋がるだろう。
- ◆ 米国の例外主義が薄れるなか、**Gゼロ（無極化）経済**の体制が出現している。この体制の特徴として、分裂するグローバルリーダーシップ、供給ショック、抑制された成長、高水準かつ不安定なインフレ率が挙げられる。

投資戦略の主なポイント

- ◆ 米国のハイテク株は、堅調な利益と人工知能（AI）への需要を背景に好調に推移している。しかし、**米国の経済成長が頭打ち**となるなか、**バリュエーションは依然として割高**であり、相対的に米国以外の市場を選好している。
- ◆ **中国では政策プット（政策期待で資金が市場に流入すること）**が既に見られる。テクノロジーなどのセクターが勢いを増すなか、継続的な政策支援が中国および他の新興国市場のリターンを押し上げるだろう。
- ◆ 米国の「永久的な赤字」体制と慎重な米連邦準備制度理事会（FRB）の姿勢は、**米国債利回りの高止まり**を招く可能性がある。投資家は**ポートフォリオにおいて分散投資を考える**べきである。
- ◆ 欧州債券、選別された高品質な社債およびプライベートクレジットは「**安全な代替資産**」であり、ポートフォリオの耐性を高めるものと見ている。

各国・地域の政策対応

- ◆ **FRBは7月のFOMCにて**、2名の反対意見があったものの、政策金利据え置きを決定。しかし、残り年内において緩やかな金融緩和が予想されている。
- ◆ **欧州中央銀行（ECB）**の政策金利は本年後半に緩和的な領域に移行する可能性がある。ドイツの財政刺激策が2026年の成長を支えると見られている。
- ◆ **アジア新興国**では一段の金融緩和と財政支援が必要と考えるが、当局は慎重でありながらも機敏な姿勢を維持する可能性が高い。
- ◆ **中国ではマクロ政策は引き続き成長支援的**であり、供給改革、サービス消費、技術革新、持続可能な都市化など構造的な再均衡と長期戦略に重点を置いている。

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。関税は現在の水準に落ち着き、米国の歳出は緩やかに削減される。極度の不確実性。株式市場のけん引役が増える。新興国には底堅さが見られる

下降局面

関税応酬の復活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）

関税撤廃。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

米国の成長が頭打ちとなるなか、欧州と中国では政策プットが既に見られるため、**相対的に米国以外の市場を選好**。米ドルの弱体化傾向は、新興国市場の資産などを保有するグローバル投資家のリターンを向上させる可能性がある。株式と債券に負の相関関係が見られなくなってきたことから、投資家はポートフォリオの耐性強化に向けて「安全な代替品」を必要としている。

- ◆ **株式**：世界経済の成長は比較的底堅く推移し、欧州と中国における政策プットに伴い市場のけん引役が増えると思われる。特にアジアのテクノロジー株はAIの恩恵を受けている。利益成長の改善と割安なバリュエーションを踏まえ、欧州、新興国、フロンティア市場を選好。
- ◆ **国債**：財政規律への懸念と慎重なFRBの姿勢は、2025年においても米国債利回りが高止まりすることを示唆。ファンダメンタルズが改善するなか、新興国国債は高い利回りを提供し投資妙味がある。
- ◆ **社債**：投資適格社債とハイイールド社債のスプレッドは依然としてタイトな状況が続いているが、安定したインカム収入を求める投資家にとり比較的高いオールイン利回りは魅力的。とはいえ、政策の不確実性は依然として潜在的な逆風に。

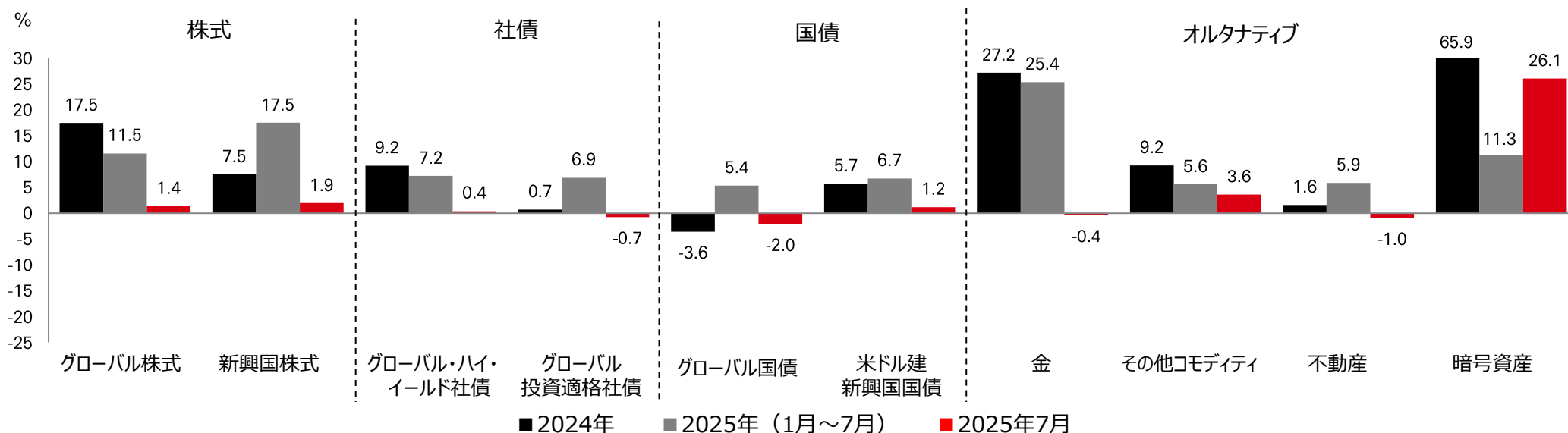
株式	見通し	国債	見通し	社債	見通し	FX & オルタナティブ	見通し	アジア資産	見通し
グローバル	↔ / ▲	先進国国債	↔ / ▲	グローバル投資適格社債	↔ / ▲	金	▲	現地通貨建アジア新興国国債	▲
米国	↔	米国 10年	↔	米ドル建投資適格社債	↔ / ▲	その他コモディティ	↔	中国人民元債券	↔ / ▲
英国	↔	英国 10年	▲	ユーロ・英国ポンド建投資適格社債	↔ / ▲	不動産	▲▲	アジア株式（除く日本）	▲
ユーロ圏	↔ / ▲	ドイツ 10年	▲	アジア投資適格社債	↔ / ▲	ヘッジファンド	▲▲	中国株式	▲
日本	↔	日本	▼	世界ハイ・イールド社債	↔ / ▼	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	▲				
				米ドル建新興国債券（総合）	▲				

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

資産クラス別パフォーマンス

好調な第2四半期決算、比較的良好な経済指標、そしてAI需要の高まりを背景に、**7月の米国およびアジアの株式市場は総じて堅調に推移した**。米ドルは、本年以降の低迷から回復。新興国市場の資産も概ね堅調で、暗号資産は上昇した。

- ◆ **国債**：米国債利回りは安定しつつあり、FRBは堅調な経済成長、インフレリスク、財政の持続可能性への懸念から政策金利を据え置いた。一方、日本の国債利回りは一時急上昇した。
- ◆ **株式**：7月中において米国および英国市場は最高値を更新したが、欧州市場はレンジ相場となった。アジア市場は総じて好調で、中国市場は年初来高値を更新し、フロンティア市場も概ね堅調に推移した。
- ◆ **オルタナティブ**：不動産は小幅に下落。金も僅かに値下がりしたが、引き続き過去最高値付近で推移。米国のデジタル通貨に関する法整備を受けて、暗号通貨は急上昇した。



* 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7月31日現在

2025年 ミッドイヤー・インベストメント・アウトルック



Gゼロ（無極化）経済

「米国の覇権」という従来の考えから、世界秩序を主導する経済大国は見られないという新しい考え方「Gゼロ」へ



グローバルからローカルへ

新興国市場において各国・地域間の相関関係は低下する可能性が高いため、詳細な分析が必要



不安定な市場というストーリー

これは現在の特徴を示すものであり、問題ではない



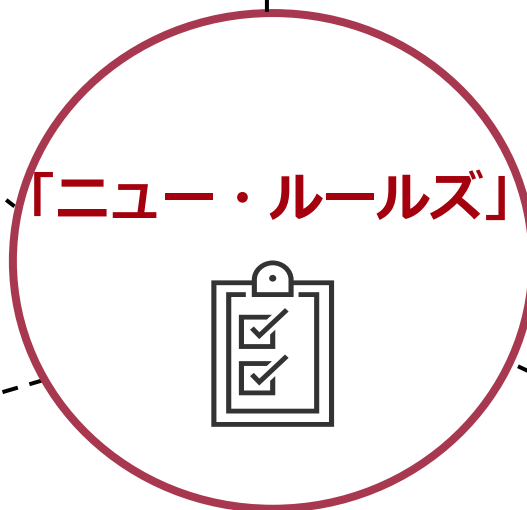
例外主義の終焉

米国例外主義の局面にて投資家が見落としていた資産クラスが注目される



安全な「代替資産」

グローバル債券、選別された高品質な社債、プライベートクレジット



マクロシナリオ



貿易/財政



下降局面

関税応酬の復活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

米国では短期的に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

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)

関税は現在の水準に落ち着き、米国の歳出は緩やかに削減される。
不確実性が影響を与える

米国の成長率は1.0～1.5%程度に低下。**米国例外主義の終焉**

米国では3.0～3.5%、他の先進国および多くの新興国では緩やかな上昇

西側諸国および一部の新興国の中央銀行は段階的な金融緩和を実施

緩和的な国内政策が関税の逆風を相殺し、**安定的な成長**



テイクキング・オフ (TAKING OFF)

関税撤廃。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

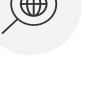
アニマルスピリットが世界経済の成長を後押し。欧州は回復力のある米国に追いつく

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**

市場シナリオ

	 下降局面	 スピニング・アラウンド (目まぐるしく変わる局面)	 テイクキング・オフ (TAKING OFF)
 株式	S&P500は2023年初頭の水準に戻る。米国のハイテク株が最も脆弱。VIX指数が急上昇	世界の市場をけん引する国・地域が広がる。 S&P500はレンジ相場。VIX指数が上昇	世界的に株式市場は好調となり (S&P500は6500に達する?)、特に高ベータ市場が顕著に
 債券	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	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	利回りに若干の上振れリスクがある。 スプレッドは依然タイト
 新興国市場	世界経済の成長鈍化と貿易問題が 新興国市場に打撃	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	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
 米ドル	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	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
 選好	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	バリュー株、クオリティ株、中型株。米国・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	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

経済見通し

各中央銀行は引き続き慎重な姿勢

		コンセンサス予想		金融・財政政策	
		成長率 (%) 	インフレ率 (%) 	12ヶ月先の政策金利 (HSBCアセットマネジメント予想)	2025年の財政スタンス
米国	FRBは、関税引き上げが米国の経済成長とインフレに及ぼす影響を見極めるため、様子見の姿勢をとっている。経済指標はまちまちで、労働市場の軟化を示唆するデータも見られる。住宅セクターは低迷。関税による実質所得への圧迫により、本年下半期の成長率はトレンドラインを下回り、景気減速が深刻化するリスクがある。	■ 2025 ■ 2026 1.5 1.6	■ 2025 ■ 2026 2.7 2.7	3.50-4.00%	財政拡大にやや制約あり
ユーロ圏	ECBは2024年夏場以降8回の利下げを実施したのち、7月は利下げを一時停止し、政策金利は中立水準の中央値に据え置かれた。ユーロ高と賃金上昇の鈍化はインフレリスクの小幅な下振れと追加緩和の可能性を示唆。ドイツの財政刺激策は2026年の成長を支えると見ている。	■ 2025 ■ 2026 1.0 1.1	■ 2025 ■ 2026 2.0 1.9	1.25-1.75%	中立
英国	イングランド銀行はインフレ見通しを巡って意見が分かれているが、労働市場における余剰拡大に関し「より明確な証拠」があるとしている。第2四半期の成長率は関税実施前の駆け込み需要が解消されるため、減速する見込み。賃金上昇率の鈍化はサービス業におけるインフレ率の低下を示唆。イングランド銀行は段階的に金融緩和を行うと考える。	■ 2025 ■ 2026 1.1 1.2	■ 2025 ■ 2026 3.2 2.4	3.25-3.75%	財政拡大に制約あり
日本	経済指標は緩やかな成長を示唆している一方、2025年上半期のコアインフレ率は上昇。日米貿易協定は不確実性を軽減させられると思われるが、日銀は米国の関税引き上げが日本経済に与える影響を注視しているため、金融政策正常化に慎重な姿勢を維持する可能性が高い。	■ 2025 ■ 2026 0.8 0.7	■ 2025 ■ 2026 2.9 1.8	0.75-1.00%	中立
中国	上半期の堅調な経済指標と米中貿易戦争休止により、当局は国内の需給不均衡に対処しつつ、持続可能で質の高い成長に向けた構造的な優先事項ならびに戦略に注力することが可能になった。しかし、不動産市場の低迷と外部環境の不確実性の中で、段階的な政策支援は引き続き必要であろう。	■ 2025 ■ 2026 4.7 4.2	■ 2025 ■ 2026 0.2 1.0	1.10-1.40%*	やや拡張的
インド	インド準備銀行 (RBI) は、政策措置を前倒しに実施したため、追加緩和の余地が限られていることを示唆。今後の政策はデータに左右され、波及効果を重視している。本年度予算は慎重な財政スタンスでありながらも成長を支援するというバランスの取れた内容である。減税、利下げ、そして穏やかなインフレは都市部の需要を押し上げると見られている。	■ 2025 ■ 2026 6.3 6.5	■ 2025 ■ 2026 3.8 4.2	5.25-5.50%	中立

*7日物リバースレポ金利

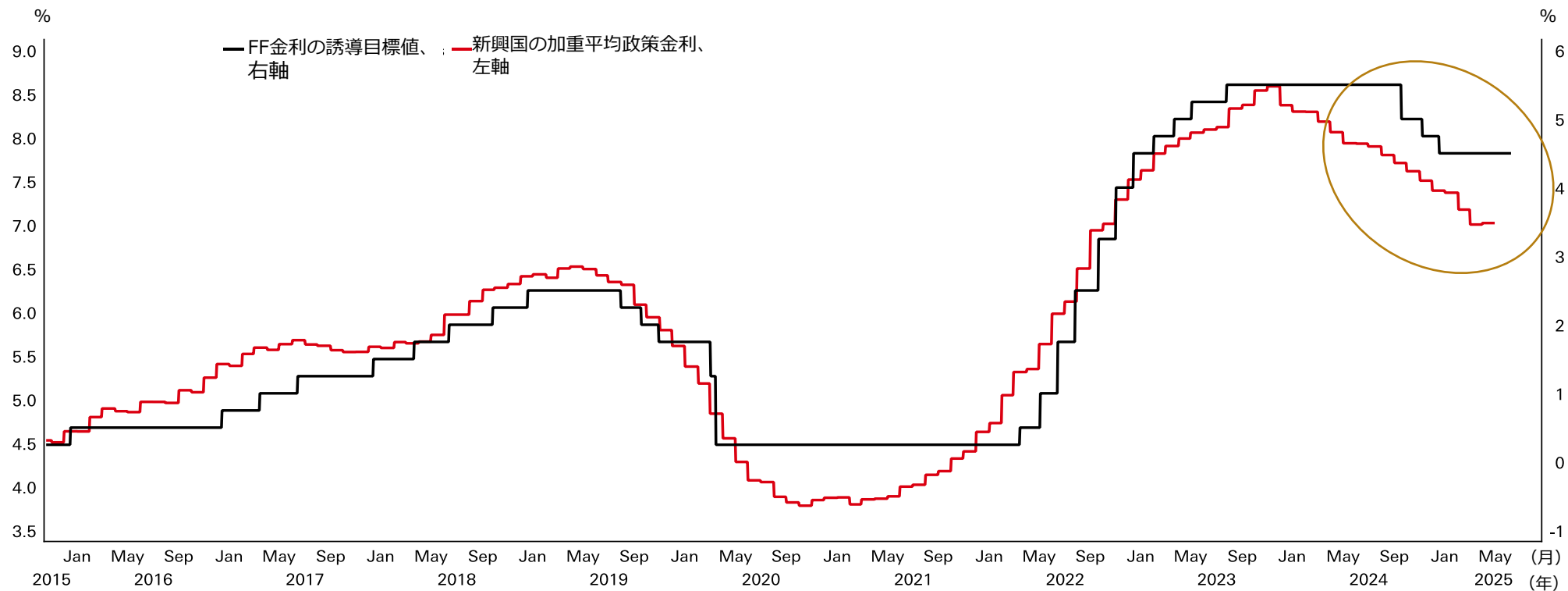
出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2025年8月現在

補足資料 - 「ニュー・ルールズ」

Gゼロ（無極化）経済

新興国とフロンティア市場は金融緩和、FRBは政策金利据え置き

新興国の平均政策金利とFF金利の誘導目標値



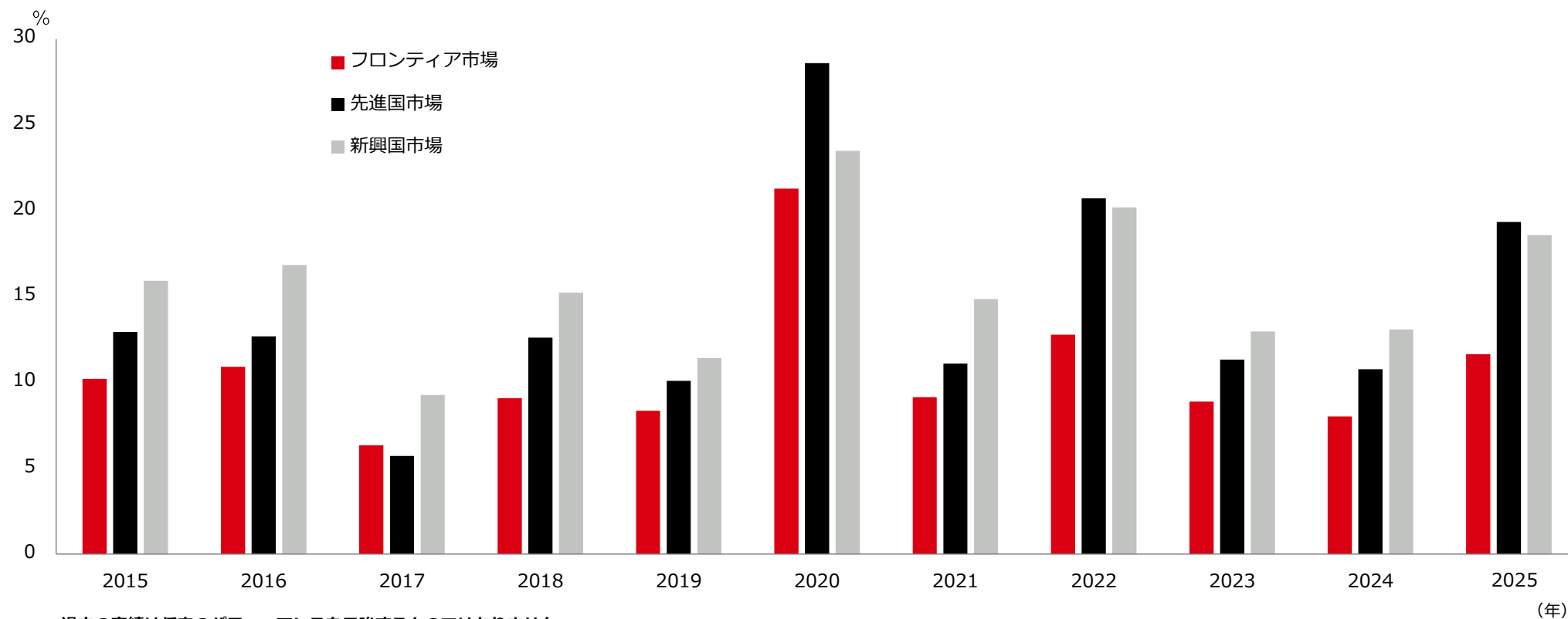
* 過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

出所：マクロボンド、HSBCアセットマネジメント、2025年6月

グローバルからローカルへ

フロンティア市場は相対的にボラティリティが低い

世界の各地域における株式市場のボラティリティ



*** 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。**

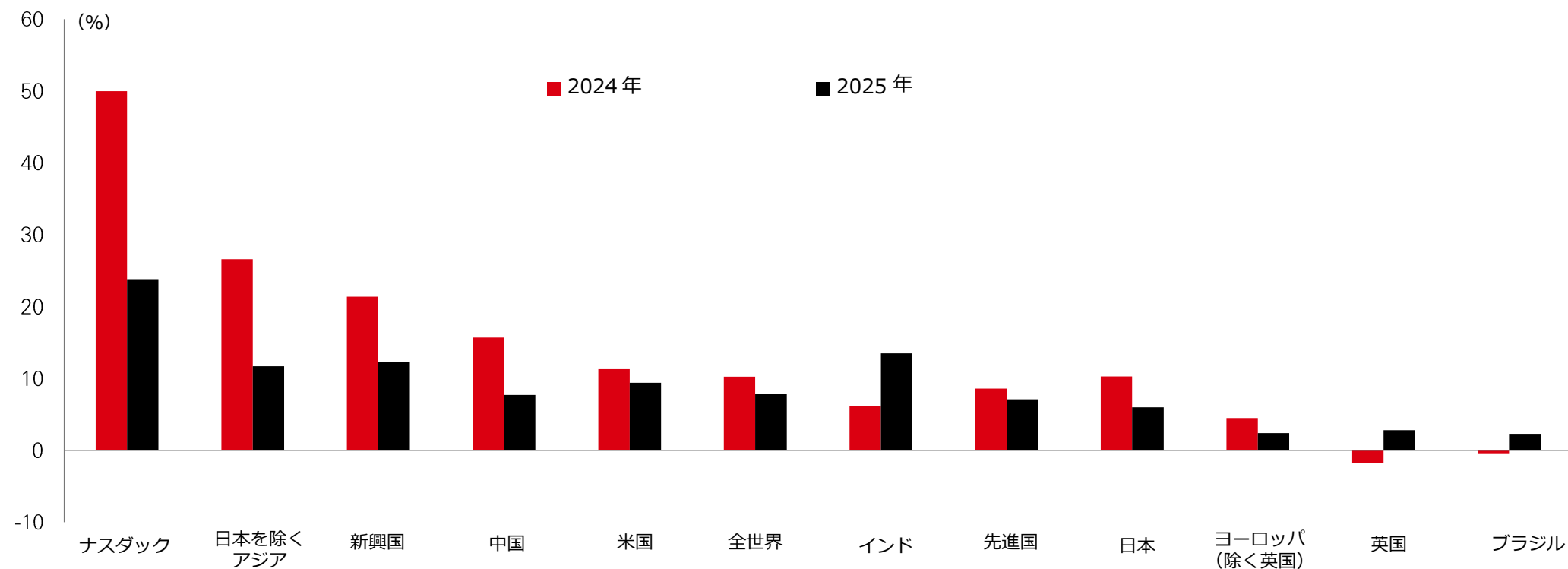
注：ボラティリティは日次騰落率（米ドルベース）の標準偏差（年率換算）。なお、2025年は年初来ベース

出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2025年6月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。

例外主義の終焉

主要株式市場において利益成長が見込まれる

2024年と2025年の利益成長率



*** 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。**

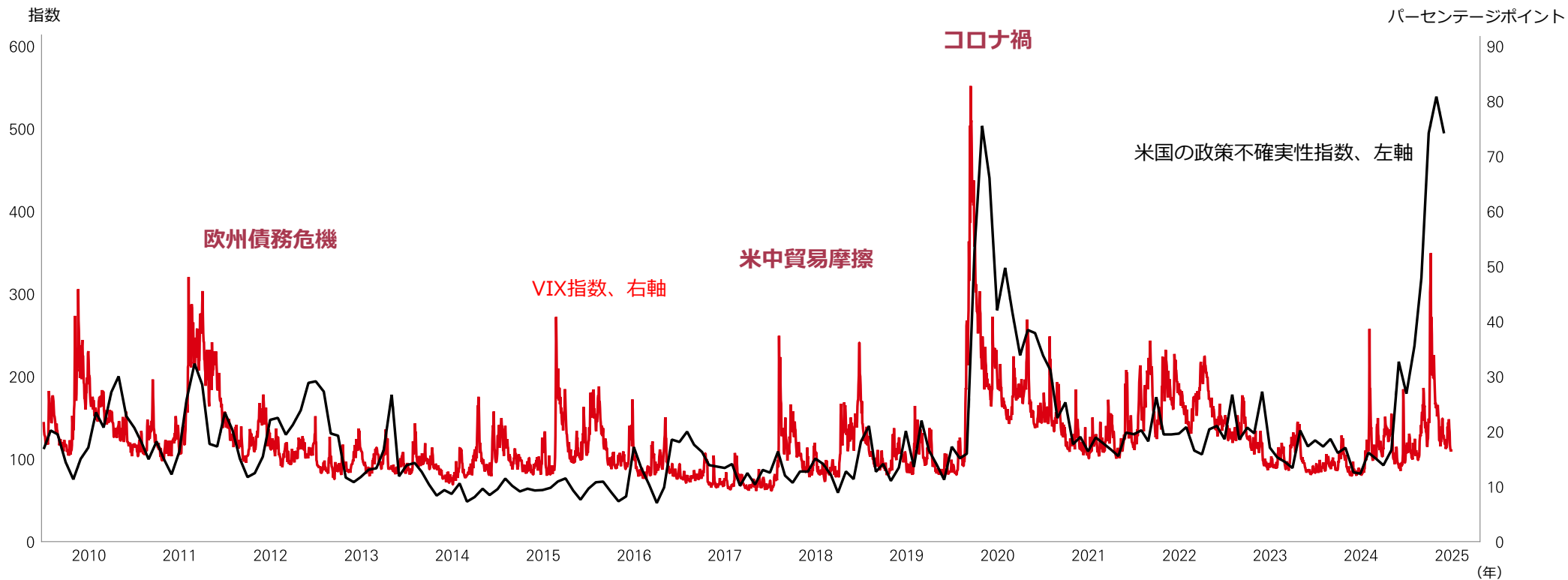
注：予想ベース。ナスダックを除き、MSCIの各国・地域インデックスをベースにしたもの

出所：LSEG、HSBCアセットマネジメント、IBES、2025年6月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。

不安定な市場というストーリー

構造的に不確実性が高まると、市場のボラティリティが上昇

米国の政策不確実性指数とVIX指数



* 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。

出所：マクロボンド、ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2025年6月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。

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）

