

インベストメント・マンスリー 2025年9月

市場は「完璧な状況」を織り込んでいる模様



HSBC Asset Management

要旨

マクロの見通し

- ◆ 米国政府と米連邦準備制度理事会（FRB）との間には緊張が続き、**政策の不確実性は引き続き高い**と言える。
- ◆ **成長鈍化の兆しや関税を巡る不確実性**を受けて、景気の先行きには不透明感が出てきている。しかし多くの市場では、より力強いリターンが見込まれており、本年の夏場における市場のボラティリティは概ね低水準にある。
- ◆ **成長機会**は新興国にあり、経済力がアジアやグローバルサウス（インド、インドネシア、トルコ、南アフリカといった南半球に多いアジアやアフリカなどの新興国・途上国の総称）に移行していると考え、
- ◆ **アジアでは、貿易改革**、地域協力の強化、輸出先の多様化により、関税や外部環境の逆風の中でも力強い回復力が見られよう。

投資戦略の主なポイント

- ◆ **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。
- ◆ **米国の例外主義が薄れ、利益成長の裾野が米国外の市場に広がる**につれ、当社では米国以外の市場を相対的に選好している。
- ◆ **米ドル**は依然として過大評価されており、今後も下落が続くと予想されている。これは**新興国市場の資産にとり好材料**になる。
- ◆ 選別された高品質な債券、マルチファクター戦略、さらに金などの実物資産は「**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のパウエル議長**は「短期的にインフレリスクは上振れするものの、雇用の下振れリスクが高まっている」として、9月の利下げの可能性を示唆した。
- ◆ **ユーロ圏のインフレ率**は目標水準にあるが、賃金上昇の鈍化、関税ショック、ユーロ高を受けて低下すると考えられる。欧州中央銀行（ECB）による追加緩和の可能性もある。
- ◆ 2025年の成長懸念、穏やかなインフレ、軟調な米ドルを背景に、**アジア新興国**では一段の金融緩和と**財政支援**が見込まれる。
- ◆ **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

成長鈍化とバリュエーションの上昇は米国株式市場にとり潜在的なリスクであり、米国以外の市場を選好する。**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。**高品質な社債およびプライベートクレジット、あるいは金などの実物資産への分散投資は、ポートフォリオの耐性を高めるものとする。

- ◆ **株式**：堅調な企業利益と人工知能（AI）への需要の高まりは米国市場の勢いを引き続き支える可能性はあるが、同市場への一極集中と割高なバリュエーションは潜在的なリスク要因。利益成長の裾野が米国外の市場に広がるものと考えられ、割安なバリュエーションを有する新興国およびフロンティア市場を選好している。
- ◆ **国債**：財政およびインフレリスクが高まるにつれ、投資家は長期国債の保有に対して高いリスクプレミアムを要求するだろう。これは長期国債利回りの上昇として既に現れており、英国、欧州、日本ではイールドカーブがベア・スティープ化（長期金利が短期金利よりも上昇し、イールド・カーブが急になること）している。
- ◆ **社債**：投資適格社債のスプレッドはタイトな状況が続いているが、堅調なテクニカル要因と強固なバランスシートが支援材料となっている。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。

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・英国ポンド建て投資適格社債	↔ / ▲	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

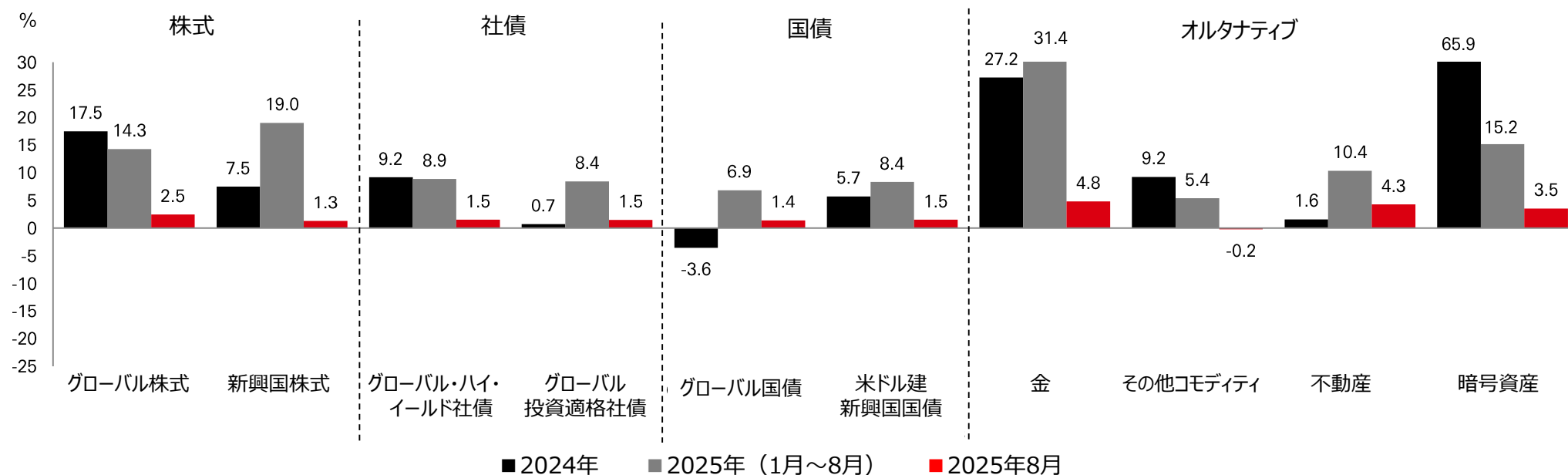
↔ 中立
↔ / ▼ 中立/ネガティブ寄り
▼ ネガティブ寄り
▼ ▼ ネガティブ

見通しは、12ヶ月以上の投資見通し 出所：H S B Cアセットマネジメント、2025年9月現在

資産クラス別パフォーマンス

8月の株式市場は世界的に幅広く上昇し、ボラティリティは低下した。新興国市場では、中国本土市場などにおいて大幅上昇が見られた。債券市場では、欧州と日本の長期国債利回りが上昇し、社債のスプレッドは引き続きタイトな状況が続いた。米ドルは一段と下落。

- ◆ **国債**：8月の米国の10年物国債利回りは低下したが、財政リスクの高まり、発行残高の増加、インフレの高止まりなどにより、長期国債利回りは依然として高い水準にある（欧州と日本では急上昇）。
- ◆ **株式**：日本株は直近3ヶ月間で最も力強い上昇を見せ、米国ではS&P500は最高値を更新し、小型株も上昇。新興国市場では、中国本土株が急上昇し、中南米株も好調であった。インドおよび韓国株は軟調となった。
- ◆ **オルタナティブ**：米国における9月の利下げ期待が不動産価格の上昇に寄与。金利低下見通しや米ドル安を受けて金に資金流入が見られ、価格は上昇。



* 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8月31日現在

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

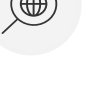
アニマルスピリットが世界経済の成長を後押し。欧州は回復力のある米国に追いつく

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7000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

中央銀行は段階的なアプローチをとっている

		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 パウエルFRB議長はジャクソンホール会議にて9月の利下げの可能性を示唆し、雇用への「下振れリスク」の高まりが政策調整を「正当化するであろう」と述べた。関税引き上げはインフレに一時的な影響を与えられ考えられるが、実質所得の圧迫に伴い本年下半期の成長率はトレンドラインを下回る可能性が高い。		■ 2025 ■ 2026 1.6 1.7	■ 2025 ■ 2026 2.7 2.6	3.50-4.00%	財政拡大に やや制約あり
ユーロ圏 2024年夏場以降8回の利下げを経て、政策金利は中立的領域にある。景況感ならびに経済成長は低調。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 1.1 1.1	■ 2025 ■ 2026 2.1 1.9	1.25-1.75%	中立
英国 イングランド銀行は金利見通しを巡り意見が分かれており、焦点は労働市場からインフレへと移っている。第2四半期のGDP成長率は減速し、内需は脆弱。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2025年下半期においても段階的な金融緩和を行うと考えられるが、利下げが2026年初頭まで後ずれされるリスクがある。		■ 2025 ■ 2026 1.2 1.1	■ 2025 ■ 2026 3.3 2.5	3.25-3.75%	財政拡大に やや制約あり
日本 日銀は政策金利を据え置き、日銀総裁は早期利上げの可能性を示唆せず。第2四半期のGDP成長率は5四半期連続で上昇したが、個人消費は低迷。コアインフレ率は日銀目標である2%を上回っている。苦境に直面している家計部門を支援するため、財政支援策が間もなく実施される可能性が高い。		■ 2025 ■ 2026 1.0 0.8	■ 2025 ■ 2026 3.0 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 4.8 4.2	■ 2025 ■ 2026 0.1 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、波及効果の拡大を図っている。一方、米国の関税措置に伴い新たな成長リスクが見られる可能性はあるものの、穏やかなインフレを背景に一段の金融緩和余地が生じるであろう。輸出業者に対する財政ならびに資金繰り支援に加え、税制改革と所得税減税が外部環境の逆風を緩和させると考えられる。		■ 2025 ■ 2026 6.4 6.5	■ 2025 ■ 2026 3.2 4.3	5.00-5.50%	中立

投資家の注目点



投資家の注目点

米国の株式市場は史上最高値を更新する場面が見られたが、その背景は？

- ◆ 本年の夏場において米国市場は驚異的な速さで回復し、株価は一時史上最高値を更新した。第2四半期の企業利益は市場予想を上回り、AIへの関心が再び高まるなか、テクノロジー株が市場をけん引している。市場のボラティリティは全般的に低下し、アナリストはS&P500の1株当たり利益予想を上方修正した。
- ◆ 10年物国債利回りの低下も一部においてプラス要因となっている。投資家は、資金調達コストの低下に伴う低い信用スプレッドと、高い株価収益率（PER）を受け入れている模様。また、米ドル安も好材料となっている。大手輸出企業やこうした企業に関心を持つ投資家の双方は、輸出競争力の強化に伴う利益拡大を期待している。

投資家は新たな高値を付けた株式市場を警戒すべきか？

- ◆ 史上最高値の更新を見せた市場に参入することに対して、一部の投資家は下落の懸念や高いバリュエーションでの株式購入を通じて不安を感じるであろう。しかし、「市場のタイミングを見計らう」よりも「市場に居続ける」戦略の方が、継続的に成果を上げるという点で好ましいものであることが示されている。
- ◆ またポートフォリオにおいて、社債およびプライベートクレジット、さらに実物資産などへの分散投資により、ボラティリティが抑制される可能性が考えられる。長期投資家にとっては、高い株式リスクプレミアムを有する新興国市場に幅広く投資することも理にかなっていると見ている。こうした市場では耐性がついてきたため、価格変動のリスクが低下しつつあると考えられる。

米国の株式市場が一段と脆弱になると見ている理由は？

- ◆ 現在の米国の株式市場では、多大な恩恵が期待できるテクノロジーおよびAI関連セクターがけん引役となっており、従来のように経済や政策動向に大きく左右される状況ではないと思われる。とはいえ、こうしたセクターにおける極めて割高なバリュエーションを勘案すると、米国市場は依然として脆弱性を有していると見ている。当該セクターの投資収益率やAI開発による業績への影響に関して懸念が残る。
- ◆ 少数の企業の時価総額が市場の大半を占める場合、市場はこうした企業の利益に左右される展開となる。また、このような少数銘柄のバリュエーションが著しく高いケースでは、大幅な下振れリスクが生じる可能性があると考ええる。

投資家の注目点

- ◆ また、最近の雇用統計では米国企業の雇用が大幅に減速していることを示しており、今後の市場に悪影響を及ぼすこともあり得る。加えて、米国における輸入品には平均実効関税が20%近くまで上昇する見込みで、これは1930年代以来の高水準となる。水面下では企業収益は逆風に直面していると言える。関税の引き上げは、特に消費財セクターにて値上げと顧客離れという難しいトレードオフを迫られることになるだろう。

ジャクソンホール会議におけるパウエルFRB議長の講演の真意は？

- ◆ 関税がインフレに与える影響が不透明であることから、FRBは7月の会合にて政策金利を据え置いた。しかし、8月のジャクソンホール会議での講演ではパウエル議長はよりハト派的な姿勢を示した。FRBの二大使命の一つである「雇用の最大化」への懸念が改めて浮き彫りとなった。
- ◆ 労働需給は安定しているものの、雇用の伸びは鈍化しており、一段の減速への懸念が高まっている。パウエル議長は、「短期的に見ると、インフレは上振れ方向へ、雇用は下振れ方向へと傾いており、困難な状況だ」と指摘。一方、関税によるインフレについては「一時的な」影響だと述べており、全体として利下げに明確なバイアスがかかっていると言える。

「債券自警団」は戻ってきたのか？

- ◆ 長期国債利回りは上昇し、イールドカーブがスティープ化している。この傾向は8月において日本、英国、さらに一部の欧州市場で一段と顕著になった。
- ◆ こうした世界的な傾向は、財政懸念とインフレリスクが高まるにつれ、投資家が長期国債の保有に対して高いリスクプレミアムを要求していることを反映している。「債券自警団」と呼ばれる債券投資家による国債の売却は利回りの押し上げ要因になる。このような中で、投資家は市場における長期的なインフレ期待の動向を注視する必要がある。
- ◆ マクロ経済状況の一段の悪化（低成長、高インフレ）と、政府による財政健全化への取り組みに対する意欲の低下は投資家の懸念を強め、債券市場が神経質な展開になる可能性がある。

投資家の注目点

新興国株式市場は年初来で見ると好調に推移しているが、この傾向は今後続くと考えられるか？

- ◆ 新興国市場のバリュエーションは先進国に比べて依然として低い水準にとどまっている。中国経済はデフレ圧力への懸念が一部に残るものの安定しており、「政策プット（政策期待で資金が市場に流入すること）」は信頼感の改善を示している。
- ◆ テクノロジーも本年の大きなテーマとなっている。中国はAI研究に強みを持ち、台湾や韓国といった輸出主導型のアジア諸国が世界の半導体製造において既に極めて重要な役割を果たしている中で、AIブームがさらなる成長の契機となる可能性がある。米国景気が頭打ちとなる一方、新興国の成長期待は引き続き見込まれ、市場予想を下回るインフレ率は一段の金融緩和余地を生み出している。
- ◆ しかし、地域ごとの特異性を勘案すると、新興国を単一のブロックとして扱うべきではないと考える。国別による株式リターンにおいて低い相関関係が散見される。一例として中国株式とインド株式が挙げられる。今後、経済の分断化により、新興国間の相関関係はさらに低下する可能性がある。新興国市場における分散投資の効果を実現するためには、投資家は当市場に対してきめ細かなアプローチが必要と言える。

米ドルの弱気相場の可能性の他に、新興国資産への好材料はあるか？

- ◆ 新興国資産は、アジアおよびグローバルサウスへの経済力のシフトが支援材料になると考える。西側諸国の経済成長は鈍化しているが、内需主導のアジアの大国（インド、インドネシアなど）や新たな輸出拠点（ベトナムなど）では、GDP成長率が平均5～7%と高水準にある。こうした成長プレミアムは有利な人口動態によって支えられている。
- ◆ 新興国のファンダメンタルズも改善している。2013年には、投資家は巨額の経常収支赤字と脆弱な政策枠組みを抱える「フラジャイル5（トルコ、ブラジル、インド、南アフリカ、インドネシア）」などの経済を懸念していた。しかし現在、この5ヶ国は高い実質利回り、健全な対外収支などを誇っている。
- ◆ 新興国の資産クラスは成熟しつつあると思われる。国内投資家は現地市場にて一段と重要な存在となっている。これは、新興国市場が世界的な流動性サイクルに依存する度合いが低下していくことを意味している。

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）

