

インベストメント・マンスリー 2025年10月

利下げ期待から市場は上値を追う展開

要旨

マクロの見通し

- ◆ **関税と政策を巡る不確実性が米国の経済活動に影響を与えている**が、人工知能（AI）関連向けの設備投資支出が景気にプラスに働いている。移民の取り締まりが見られるなか、今後数ヶ月の雇用の伸びは弱いと予想される。
- ◆ **米国の成長率は約1.5%に減速し、他の主要先進国と同程度になると**考えられる。関税はインフレ上振れリスクをもたらすと思われる。
- ◆ 関税の逆風が続くなか、**中国**では経済のリバランスに向けた政策支援が好材料になっている。同国の均一ではないものの、総じて堅調な成長を見込む。
- ◆ **成長機会**は新興国とフロンティア諸国にあり、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える。

投資戦略の主なポイント

- ◆ **米国例外主義が薄れ**、米国の株価バリュエーションが比較的高い中で、**株式市場のけん引役となる国・地域が増える**につれ、ボラティリティが急上昇する可能性がある。
- ◆ **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。
- ◆ **新興国市場**とフロンティア市場は力強い構造的追い風の恩恵を受けている。アジア株式を含む**株式**やインド債券などの**現地通貨建債券**のエクスポージャーは魅力的。
- ◆ 選別された高品質な投資適格社債、ヘッジファンド、マルチファクター戦略、および実物資産などは**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

- ◆ 9月の利下げ後、**米連邦準備制度理事会（FRB）**は目標を上回るインフレ率と労働市場のリスクを勘案しながら、段階的な金融緩和を行うものと考ええる。
- ◆ 欧州中央銀行（ECB）は8回の利下げを実施してきたが、ユーロ圏のインフレ率は目標に近づき、金融政策は中立的な領域にある。**ECBは「様子見」スタンス**となっている。
- ◆ **アジア新興国**では貿易による逆風を抑えるため、**財政および産業支援**を行っている。こうしたなか、穏やかなインフレにより、アジア新興国の各中央銀行においては金融政策を一段と緩和させる余地がある。
- ◆ **中国ではマクロ政策は引き続き成長支援的**である。供給改革を通じて企業利益を回復させるとともに、消費需要を促進させるという、構造的なリバランスに焦点を当てたものになっている。

マクロおよび市場シナリオ

主要国の市場の動きは収れん化

関税と不確実性が米国市場に影響を与える一方、中国と欧州市場では政策期待が支援材料。米国例外主義は終焉へ。株式市場のけん引役となる国・地域が増える。新興国市場は強気相場入りへ。

亀裂が広がる

労働市場は亀裂し、成長は急減速。米国株は2023年初頭の水準に下落し、イールドカーブがスティープ化。新興国市場は世界的な成長の急減速により打撃を受ける。

AIブーム

AI投資ブームがアニマルスピリット（将来に対する主観的な期待）を刺激し、世界的な成長を促進させる。米国株は好調、米ドルは堅調に。債券利回りは力強い経済成長により上振れリスクに直面。新興国市場は反発へ。

当社の見方

世界的に経済成長率と企業の利益成長率が収れんし、米国例外主義が薄れる中で、**市場のけん引役となる国・地域が増える**と予想する。しかし、不確実性の高まりは断続的なボラティリティを引き起こすと見ている。良好な経済成長、割安なバリュエーション、さらに米ドルの弱含みなどが新興国およびフロンティア市場にとり追い風に。

- ◆ **株式**：堅調な企業利益とAIに対する需要の高まりは米国市場のパフォーマンスを引き続き支える可能性があるが、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**：米国の10年物国債利回りは、財政およびインフレに対するリスクの高まりと成長減速との間において、短期的には一定範囲内で推移すると予想。イーールドカーブの一段のステイプ化もあり得る。
- ◆ **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、良好な需給環境と強固なバランスシートが支援材料に。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。

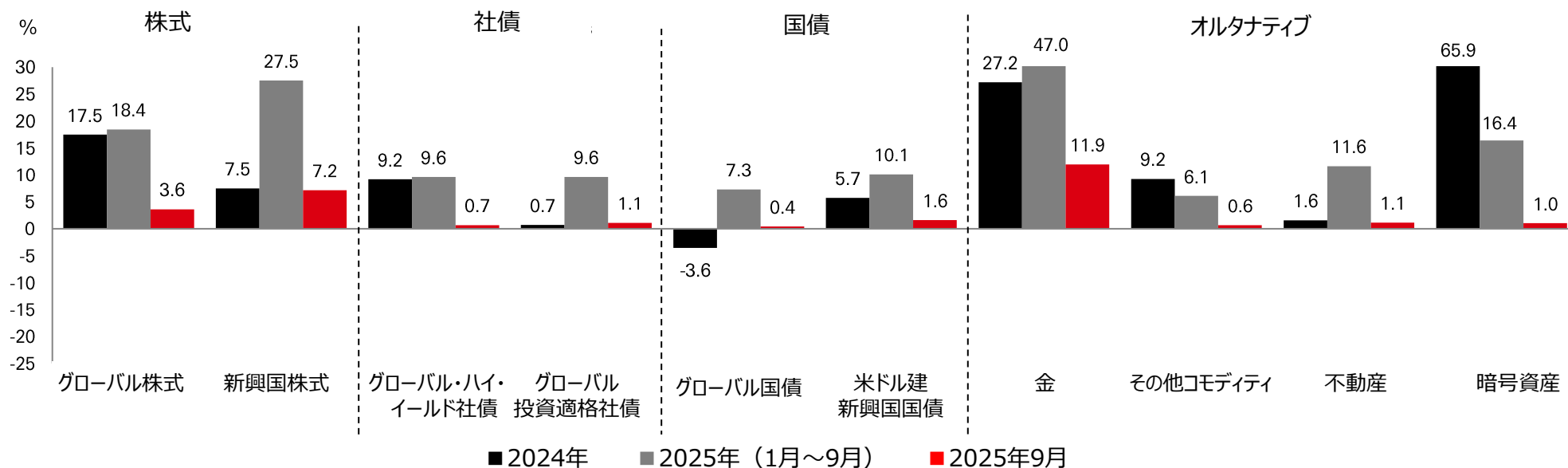
株式	見通し	国債	見通し	社債	見通し	FX & オルタナティブ	見通し	アジア資産	見通し
グローバル	↔ / ▲	先進国国債	↔	グローバル投資適格社債	↔	金	▲	現地通貨建てアジア新興国国債	▲
米国	↔	米国 10年	↔	米ドル建て投資適格社債	↔	その他コモディティ	↔	中国人民元債券	▲
英国	↔	英国 10年	▲	ユーロ・英国ポンド建て投資適格社債	↔	不動産	▲▲	アジア株式（除く日本）	▲
ユーロ圏	↔	ドイツ 10年	▲	アジア投資適格社債	↔	ヘッジファンド	▲▲	中国株式	▲
日本	▲	日本	↔	世界ハイ・イールド社債	↔ / ▼	プライベートクレジット	▲	インド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

9月の株式市場は世界的に概ね上昇し、FRBの利下げとAIに対する強い需要を背景に米国株式市場は最高値を更新。新興国市場では、アジアと中南米の一部の指数に高いリターンが見られた。債券市場では、国債利回りは一定範囲内の動きとなり、社債のスプレッドは数年ぶりのタイトな状況に達した。

- ◆ **国債**：米国債利回りは大部分がレンジ内で推移し、月末には僅かに低下。財政およびインフレに対するリスクの高まりと成長減速との間において方向感に欠ける動きに。長期債利回りは8月の高水準から低下。
- ◆ **株式**：AIに対する強い需要が米国市場を最高値に押し上げ、日本および南欧の市場も好調であった。アジア市場では香港、韓国、台湾で力強い上昇を見せ、中南米市場ではメキシコとブラジルの上昇が顕著であった。
- ◆ **オルタナティブ**：金価格は9月に史上最高値に達し、FRBの利下げに支えられ、他の産業用金属も好調であった。実物資産では不動産のリターンはほぼ横ばいとなった。



* 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: ブルームバーク、米ドルベース、トータル・リターン 2025年9月30日現在

マクロシナリオ



けん引役



経済成長



インフレ率



金融政策



中国



亀裂が広がる

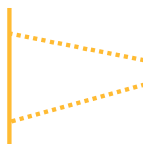
労働市場の亀裂、景気抑制的な政策、高まる不確実性

家計が引き締め、企業利益が期待外れとなる中での急激な景気減速

一部に関税インフレが見られるが、景気後退に伴い需要は大幅に減退

利下げへの踏み切りに若干時間は要するものの、成長懸念が著しく高まるにつれ、積極的な金融緩和へ

米国経済の悪化と、関税が既に脆弱な信頼感にさらなる悪影響を与える



主要国の市場の動きは収れん化

関税と不確実性が米国市場に影響を与える一方、中国と欧州市場では政策期待が支援材料

米国の成長率は1.5%程度に低下。米国例外主義の終焉

米国では3.0~3.5%でピークに。その他の先進国および新興国では目標に近づく

米国の政策金利は追加利下げへ。多くの先進国および新興国では緩やかな緩和が見られよう

リフレーション（緩やかなインフレを生み出す）政策が関税の逆風を相殺する中で、均一ではないものの、総じて堅調な成長を見込む



AIブーム

AI投資ブームが米国の経済成長を加速させ、生産性を向上させる

米国の成長は再加速し、他国と比べて顕著になる。アニマルスピリットが世界の成長を後押しする

設備投資ブームが需要とインフレ期待を押し上げるが、その後生産性の上昇によりインフレ期待はある程度抑制される

緩和サイクルは短期間で終了。生産性の向上による成長拡大が中立金利を押し上げる

AIブームの中で成長は上向き、不動産セクターが持ち直し、信頼感が回復

市場シナリオ

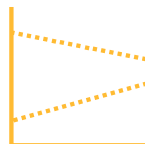


株式



亀裂が広がる

S&P500は2023年初頭の水準に戻る。シクリカル株が最も脆弱。VIX指数が急上昇



主要国の市場の動きは収れん化

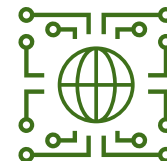
世界の市場をけん引する国・地域が広がる。S&P500は他の市場と比較して出遅れが見られよう。断続的にボラティリティが上昇する可能性も

利回りはレンジ内で推移。社債のスプレッドには上振れリスクがある。インカム収入に注目

力強い成長、弱い米ドル、中国の景気刺激策、割安なバリュエーションを背景に新興国市場は強気相場へ

米国例外主義の終焉に伴い米ドルは緩やかに下落

バリュー株、ディフェンシブ株、小型株。米国より新興国、日本を选好。ハイ・イールド社債より投資適格社債を选好



AIブーム

米国株の好調が際立つ（S&P500は7000に達する？）。また、高ベータ市場が顕著に

経済成長の力強さから、利回りに上振れリスクがある。社債のスプレッドは依然としてタイト

リスク選好志向から新興国市場には上昇が見られるが、米ドル高に伴い上値が抑えられる局面も

米国の成長加速と限定的な利下げが米ドルの支援材料に

欧州および中国より米国を选好。ハイ・イールド社債。産業用金属。金より暗号資産を选好



債券

超長期債利回りが高水準となるなか、イールドカーブはスティープ化。社債のスプレッドが拡大



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



米ドル

FRBの利下げが見られ、さらに安全通貨としての地位が揺らぐ中で、米ドルの反発は予想し難い



選好

米国短期国債、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

経済見通し

米国は再び金融緩和路線に戻る

		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
		■ 2025 ■ 2026	■ 2025 ■ 2026		
米国	FRBは政策金利を0.25%引き下げた。パウエル議長はこの動きを「リスク管理」と表現し、「雇用への下振れリスクが拡大した」と述べた。労働需要の低下と関税による実質所得への圧迫に伴い、2025年後半の消費支出の減少が見込まれるが、AI主導の強力な投資が一部を相殺すると思われる。	1.8 1.8	2.7 2.7	3.50-4.00%	財政拡大に やや制約あり
ユーロ圏	政策金利が中立的な領域にあるため、「望ましい」金融政策が行われていると見ている。とはいえ、経済活動指標はまちまち。ユーロ高と賃金上昇率の鈍化を背景に、インフレリスクの小幅な下振れが期待され、ECBに一段の金融緩和余地が生じると考えられる。ドイツの財政刺激策は2026年の成長を支えると見ている。	1.3 1.1	2.1 1.8	1.25-1.75%	中立
英国	イングランド銀行は「様子見」姿勢を示しており、次回の利下げは2026年初頭になる可能性も。景気先行指数は第3四半期のGDPの弱さを示唆しており、労働需要も弱含みしている。賃金上昇率の鈍化はサービス部門のインフレを抑制しよう。さらなる増税は来年の成長にとり重荷となる可能性も。	1.3 1.1	3.4 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いているが、9月には2人の審議委員が利上げに賛成した。コアインフレ率は日銀の2%の目標を上回っている。苦境に直面している家計部門を対象とした控えめな財政刺激策が予想される。	1.0 0.7	3.0 1.8	0.75-1.00%	中立
中国	不動産市場の低迷と貿易の不確実性が続くなか、経済指標は上半期の堅調な推移から足元軟化が見られた。経済の再均衡とインフレ期待には規律ある供給体制と需要の刺激の双方が必要。経済成長と雇用の安定化、さらに一部セクターの戦略的な発展に向けて、よりの絞った政策支援が期待されよう。	4.8 4.2	0.1 0.8	1.10-1.40%*	やや拡張的
インド	インド準備銀行 (RBI) は、米国の貿易政策と穏やかなインフレに伴う成長リスクの中で、与信の伸びを改善させるため大企業に対する銀行貸し出しに関する規制緩和を発表するとともに、さらなる金融緩和の可能性を示した。物品・サービス税 (GST) 改革と個人所得税の減税、さらに輸出業者への政策支援の検討は、外部環境の逆風を和らげるものと思われる。	6.5 6.5	2.8 4.3	5.00-5.50%	中立

*7日物リバースレポ金利
出所：H S B Cアセットマネジメント、ブルームバーグ、2025年10月現在

投資家の注目点

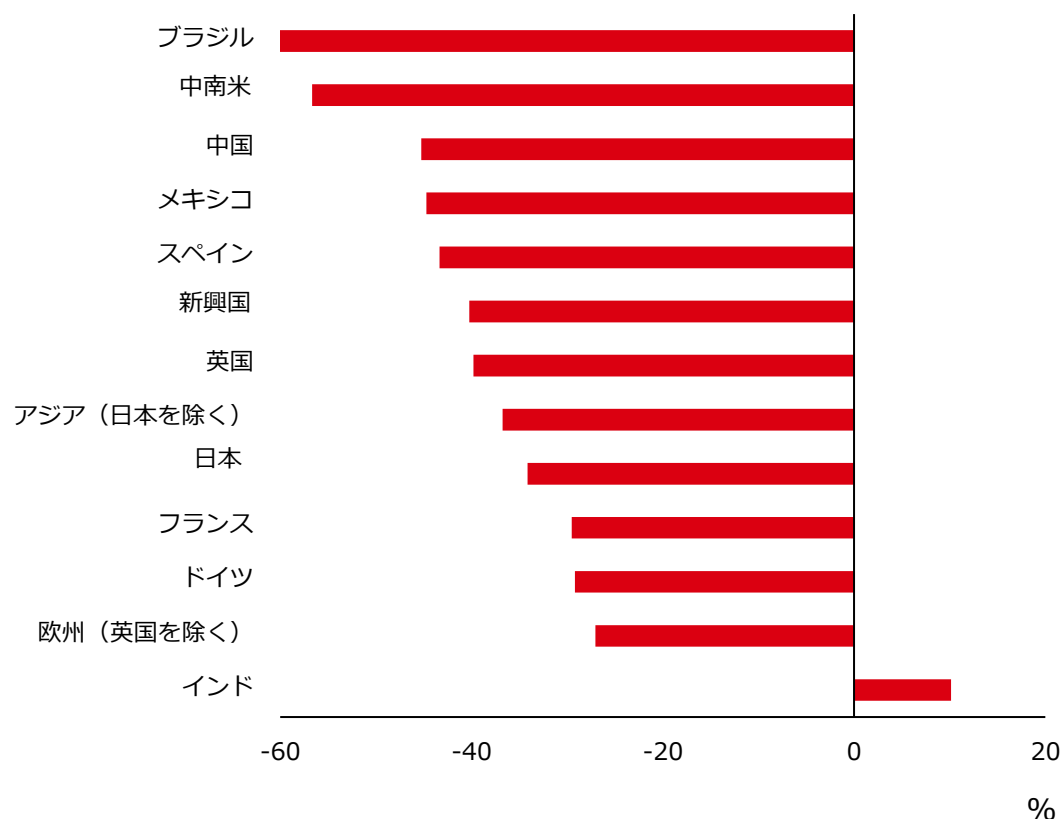


投資家の注目点

米国株式市場は上昇傾向にあるが、その要因は何か？また、懸念すべき点はあるか？

- ◆ AIに対する強い需要を背景に投資家心理が改善するなか、米国株式市場では最高値更新が見られた。米国経済は2022年から23年において積極的な利上げサイクルの後にソフトランディングを達成したという実績があるなか、FRBは金融緩和サイクルを再開。
- ◆ 投資家は、AIがさまざまな分野に好影響を及ぼすことを大いに期待していると思われる。米国のテクノロジー企業による大規模な設備投資は、企業の長期的な利益成長の機会を提供し、米国経済を活性化させよう。強気相場は暫く続く可能性がある。
- ◆ しかし、懸念すべき点もある。米国株式市場は依然として比較的割高で（12ヶ月先予想PERは約22倍）、米国景気は鈍化している。非農業部門の雇用者数は6月に減少し、6月から8月にかけて平均で約3万人しか増加していない。
- ◆ インフレ懸念も根強く、関税の影響が十分に反映されていない。関税の不確実性は続いており、ボラティリティの上昇を引き起こす可能性がある。また、設備投資の拡大が投資家に満足させるリターンを提供するという保証は見当たらない。

各市場におけるPERの水準（米国市場とのかい離、%）



* 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。

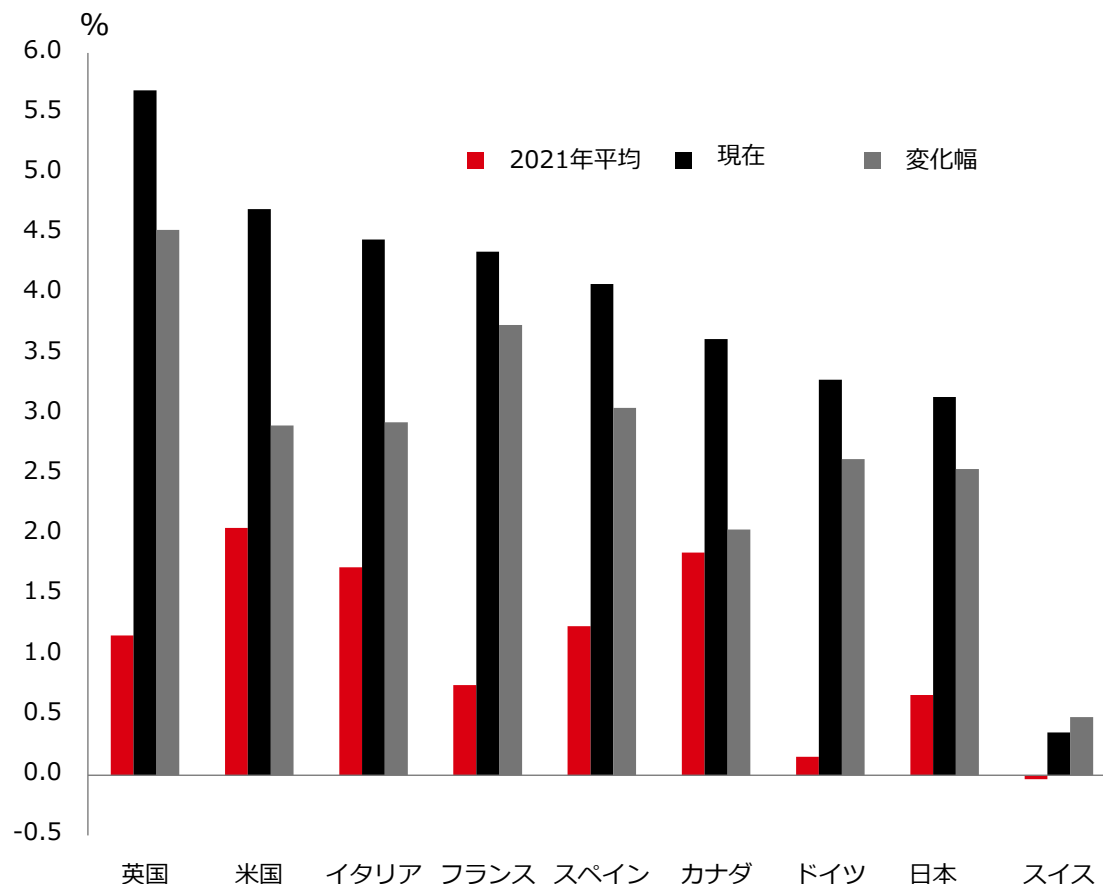
出所：HSBCアセットマネジメント、2025年10月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。

投資家の注目点

なぜ、債券市場において英国が警戒されているのか？

- ◆ 英国の30年物国債利回りは約5.5%で、他の先進国市場を大幅に上回っており、英国の政府債務拡大を是正する能力に対して懸念が高まっている。
- ◆ 歳出削減は政治的に困難であり、税収は既に歴史的に高水準にあり、一段の増税は競争力を損ねる可能性がある。また、成長がさらに弱まることもあり得る。フランスも同様の問題に直面しているが、経常収支が概ね均衡していることもあり、同国の赤字を補完するための国外からの借り入れの必要性が相対的に低いことは利点となっている。
- ◆ グローバル投資家は、財政の持続可能性とFRBの独立性に対する懸念を背景に、米国の長期債利回りが大幅に上昇するか否かに注目している。
- ◆ 一方、米ドルが世界の準備通貨としての地位を保ち、米国経済が英国と比較して良好な成長見通しを有しているため、米国は英国よりも優位なポジションにあると考える。米国における関税の税率水準は、国際基準とはかい離しているものの、財政を改善する方向性を提供していると思われる。
- ◆ 米国では、財政政策と金融政策との独立性に対する懸念が続く可能性が高いと言えよう。短期的な成長下振れリスクを勘案すると、国債におけるイールドカーブの一段のスティープ化が見られることもあり得る。

30年物国債利回り



*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：HSBCアセットマネジメント、2025年10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。

投資家の注目点

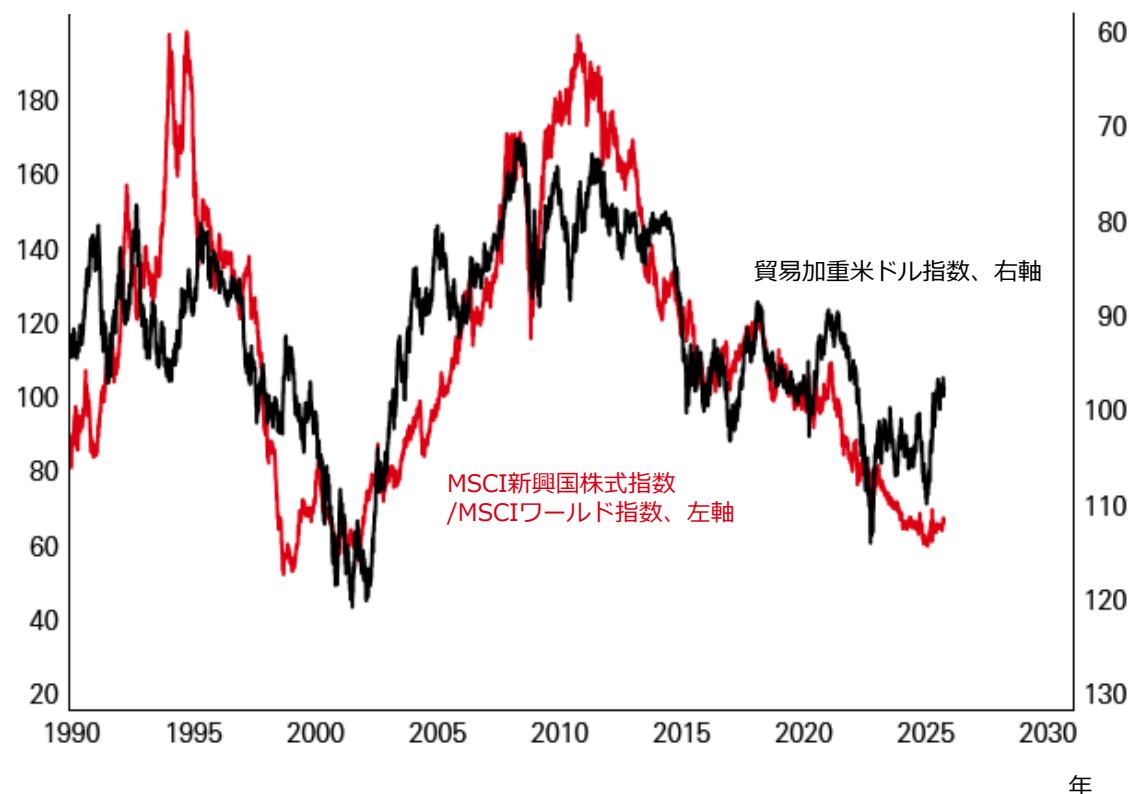
新興国市場の強気相場は続くか？

- ◆ 新興国市場の各中央銀行は、既にFRBに先んじて利下げを行っている。一方、本年に入り米ドルの弱体化が見られるため、新興国における一段の金融緩和余地が生じている。
- ◆ こうした背景が、2025年の新興国市場の株式と債券がパフォーマンスの良好な資産の一つとなっている大きな理由と考える。当社の標準シナリオでは、直近のFRBの利下げがリターンの上昇を後押しし、新興国市場に一段の勢いを加える可能性があると考えている。
- ◆ 中国では、いくつかの要因が力強いパフォーマンスをけん引している。まずは、当局が過剰生産や過度な値引きに取り組む姿勢を含め、経済と市場に対して的を絞った政策支援を提供する準備を整えていることである。中国にて急成長するテクノロジーセクターの再評価もけん引役と言えよう。
- ◆ インドでは、景気支援的な金融・財政政策による循環的な回復への期待が企業業績見通しにとり好材料。株式のバリュエーションは他の新興国市場と比較してやや高い水準にあるが、企業利益とGDPの双方の成長、さらに構造的な追い風を勘案すると、ある程度の正当性があると考えている。

米ドルが弱体化（黒ライン）すると、新興国株式市場（赤ライン）が力強い動きとなる

新興国株式/先進国株式、相対指数

指数、逆目盛



* 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。

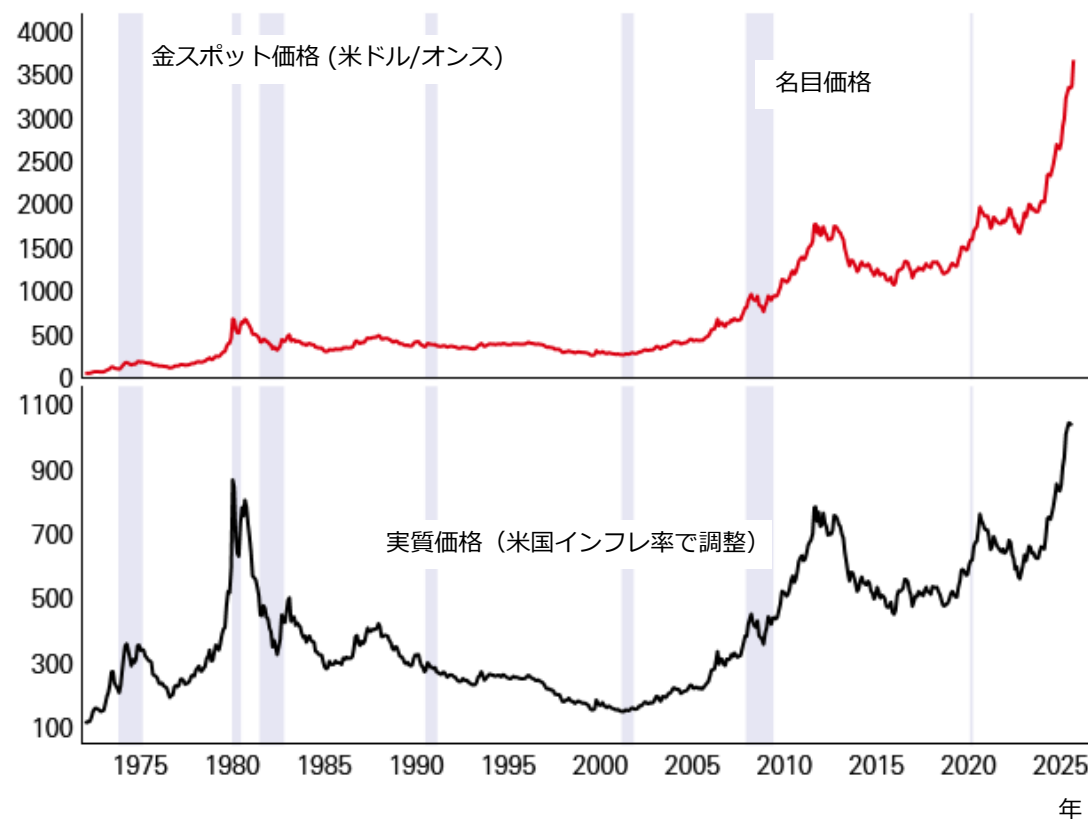
出所：HSBCアセットマネジメント、2025年10月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。

投資家の注目点

金価格は引き続き上昇している。何が起きているのか？

- ◆ 9月は金価格が急騰し、年初来の上昇率は約47%で、1オンスあたり約3,900米ドルに達し、世界的に最もパフォーマンスの良い資産クラスの一つとなっている。
- ◆ 地政学的リスクが高まりインフレ率が上昇する局面では、金は安全資産として他の資産と比べてアウトパフォームする傾向がある。過去には、金価格と米国実質利回りには相関関係が見られたが、その関係は最近後退しており、他の要因が作用していることを示唆している。その一つに、世界の各中央銀行による集中的な金の購入の可能性が挙げられる。
- ◆ 今後の短期的な金価格の動きは予測が困難である。とはいえ、地政学的リスクの高まり、インフレの変動、構造的な脱米ドル化、さらに各中央銀行における行動の多様化が「多極化した世界」を形成するとともに、金に対して強い需要は続く可能性はある。
- ◆ 加えて、一段と逼迫する財政を通じて政府債券の安全資産としての地位が疑問視され、代替的な分散投資手段として金への配分が持続的に有効となる可能性がある。
- ◆ ただし、1980年代にて金の実質価格が現在とほぼ同水準であったものの、その直後に暴落が見られたため、今後に関しては留意が必要と思われる。

金価格（名目および実質価格）



*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：HSBCアセットマネジメント、2025年10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）

