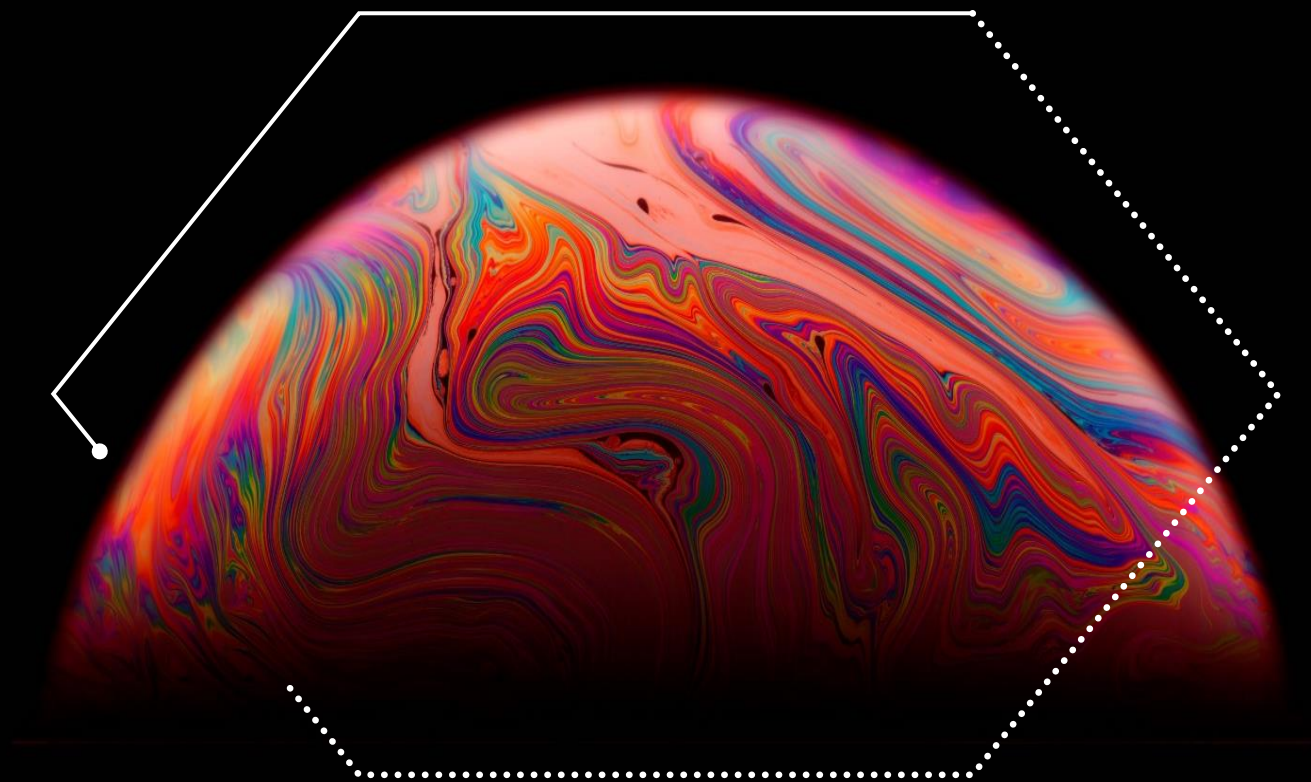


インベストメント・マンスリー 2025年6月

「債券自警団」の復活



HSBC Asset Management

要旨

マクロの見通し

- ◆ **当社の基本シナリオ**は、関税が現在の水準に落ち着くというものである。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**は引き続き高く、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、依然として残る外部リスクを緩和させるものと考ええる。
- ◆ 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**と関税の応酬により市場のボラティリティが上昇しており、2025年に市場が不安定な状況に直面する可能性が高いと考える。
- ◆ 米国における最近の株安・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。 *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
- ◆ 債券の売りを通じて財政規律の緩みに警鐘を鳴らす「**債券自警団**」が復活。米国における「永久的な赤字」への懸念が米国債のボラティリティを高め、分散投資手段としての信頼性に影響を与えている。
- ◆ **債券と株式の逆相関関係が弱まる**なか、ポートフォリオにおける分散化に向けた新たな手段を見出すことが重要と言える。新興国市場においては、各国・地域の株式パフォーマンスにて非相関が見られる。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。

各国・地域の政策対応

- ◆ **米連邦準備制度理事会（FRB）**は「様子見」スタンスにある。インフレへの警戒感はあるものの、経済成長への懸念が強まるため、年後半には緩やかな金融緩和が続くと予想する。
- ◆ **欧州中央銀行（ECB）**の政策金利は緩和的な領域に転じると考える。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引き続き金融緩和策を講じると見られる。
- ◆ **中国**では、「より積極的な」マクロ政策を公約しているが、米中双方の追加関税引き下げ合意により財政措置が抑制される可能性がある。

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広がる。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

米国における最近の株安・債券安や米ドル安は「米国例外主義」の終焉を示唆。リターンの裾野が米国外へと広がり、「EAFE例外主義」へ移行すると予想。特に欧州と中国では、政策支援と政策プット（政策期待で資金が市場に流入すること）を通じて低いバリュエーションが解消されよう。

- ◆ **株式**：世界経済の成長は比較的堅調であり、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広がると思われる。欧州、新興国、フロンティア市場は、利益成長の改善と妙味あるバリュエーションを背景に引き続き選好している。
- ◆ **国債**：米国の「永久的な赤字」と慎重なFRBの姿勢により、10年物国債利回りは2025年を通じて高水準で推移すると見ている。このため、ポートフォリオの耐性を高めるための国債の効果が低減する可能性がある。
- ◆ **社債**：投資適格社債とハイ・イールド社債のスプレッドは最近縮小しているが、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）	▲				

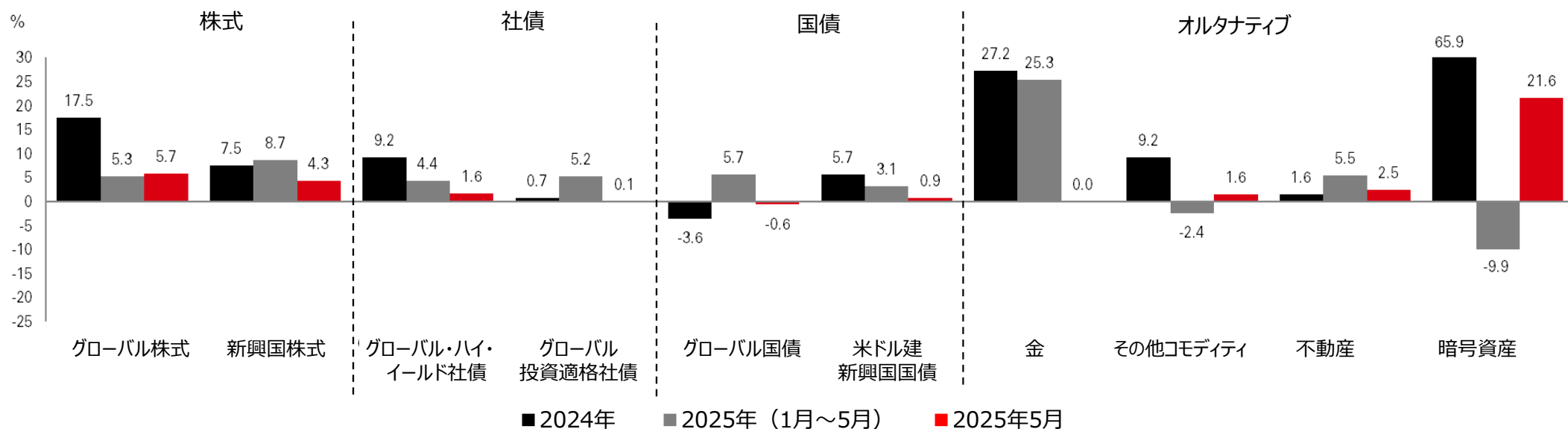
見通しは、12ヶ月以上の投資見通し 出所：HSBCアセットマネジメント、2025年6月現在

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

5月の世界の株式市場では、貿易摩擦の緩和の兆しを受け、幅広く上昇が見られた。一方、持続不可能な財政への懸念から国債利回りは高止まりした。米ドルは最近の下落から一部に持ち直しが見られた。中国のオフショア株式がアジア市場の回復をけん引するとともに、新興国およびフロンティア市場は上昇。

- ◆ **国債**：5月は貿易政策の不確実性と財政赤字拡大への懸念が続くなか、既に高水準にあった利回りがさらに上昇し、米国10年物国債は一段と変動が激しくなった。日本の長期国債利回りも急上昇した。
- ◆ **株式**：5月はテクノロジーセクターの反発にけん引され、米国株は年初来で見ると概ね回復した。欧州ではドイツ市場が好調。新興国では貿易摩擦の緩和を受け台湾および韓国市場が上昇し、中国のテクノロジー株はオフショア市場で力強い値上がりを見せた。
- ◆ **オルタナティブ**：世界的な政策不確実性に伴い、不動産やインフラエクイティといった実物資産はレンジ内で推移。原油価格は1バレル70米ドルを下回る水準ながらも方向性を欠く展開となる一方、金価格は過去最高値付近で推移。



* 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5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。
極度の不確実性。

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

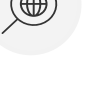
アニマルスピリット（将来に対する主観的な期待）が世界経済の成長を後押し。欧州は回復力のある米国に追いつく

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**

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は弱気相場であった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	市場のけん引役が広がる。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

不確実性のなか、予測に際し慎重な姿勢が必要

		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力強い労働市場を背景に順調に推移。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は低下。FRBは、不透明な見通しとインフレ上振れリスクを踏まえ、慎重に金融緩和を行うものと思われる。	■ 2025 ■ 2026	■ 2025 ■ 2026	3.50-4.00%	財政拡大に やや制約あり
		1.4 1.5	2.8 2.7		
ユーロ圏	ECBは引き続き緩やかな金融緩和路線を辿っており、政策金利は中立水準より僅かに下回る可能性がある。緩和姿勢はインフレ率の改善と短期的な成長下振れリスクへの懸念を反映している。2026年を見据えると、ドイツの財政刺激策は経済を下支えし始めるものと考えられる。	0.8 1.1	2.1 1.9	1.25-1.75%	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おり、政策の方向性について意見が分かれている。第1四半期の力強い成長は貿易摩擦と増税の影響で第2四半期に反転すると見られている。サービス部門のインフレは賃金上昇圧力から依然として根強い一方、労働市場は冷え込んでいる。緩やかな政策緩和が継続される可能性が高い。	1.0 1.1	3.0 2.3	3.25-3.75%	財政拡大に 制約あり
日本	日銀は、世界的な貿易政策の不確実性を受け、「様子見」の姿勢を取っている。第1四半期のGDPは低調で、成長率の下振れリスクがあるものの、インフレ率は持ちこたえており、日銀は中期的には2%の目標達成を見込んでいる。賃金と物価の好循環は金融政策の段階的な正常化を支えている。	0.8 0.8	2.8 1.8	0.75-1.00%	中立
中国	米中貿易摩擦の緩和により、中国経済の下振れリスクはやや低下。経済指標は今のところ底堅く推移。しかし、まだら模様の景気回復と、経済における不均衡から起因するデフレ圧力は、一段と的を絞った政策支援が引き続き必要となる可能性を示唆。	4.5 4.1	0.3 1.0	1.10-1.40%*	やや拡張的
インド	高水準にある実質政策金利、緩やかな与信の伸び、目標の4%に近いインフレ率を背景に、慎重ながらも一段の金融緩和が行われる可能性も。25年度予算は成長支援と財政健全化のバランスを図っている。減税、金融緩和、原油価格の下落は都市部の需要回復を促すと考える。	6.3 6.5	3.9 4.3	5.50-5.75%	中立

*7日物リバースレポ金利

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）

