

インベストメント・マンスリー 2025年7月

「ニュー・ルールズ」

要旨

マクロの見通し

- ◆ 米国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。これは国際社会におけるリーダーシップの分裂、供給ショック、成長の抑制、高水準かつ不安定なインフレを特徴としている。
- ◆ **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が、政策の不確実性が高いため、景気減速が急激に進み、市場のボラティリティが上昇するリスクがある。
- ◆ 世界的に**最大の成長機会**は新興国にあると考える。米国の成長は他の先進国・地域に追いつかれつつある。
- ◆ 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、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

- ◆ **米国例外主義の終焉と不安定な市場という投資環境**（成長鈍化、株式におけるリターンの裾野の広がり、米ドル安など）においては「**ニュー・ルールズ**」が必要になると考える。
- ◆ 米ドル安は**新興国株式ならびに債券**を押し上げ、新興国通貨高は現地通貨建て債券の魅力を高めよう。
- ◆ 「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「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、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。
- ◆ 成長への懸念、穏やかなインフレ、最近の米ドル安は、**アジアの新興国・地域**にさらなる金融緩和と財政支援を促すものと考えられるが、当局は機敏でありながらも慎重に対処すると思われる。
- ◆ 米中の貿易交渉における歩み寄りは成長への懸念を和らげるものの、**中国**では的を絞った政策支援が期待されている。消費、技術と革新、住宅は引き続き政策における重要分野になるだろう。

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

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

米国例外主義は薄れつつあり、循環的な成長が西側諸国に幅広く見られ、経済力はアジアと新興国へと移行しつつある。投資家は戦略的に行動し、リターンの向上を図るため、分散投資を重視すべきである。分散投資手段としては、欧州債券、高品質な社債およびプライベートクレジット、実物資産、ヘッジファンドなどが考えられる。

- ◆ **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（政策期待で資金が市場に流入すること）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。
- ◆ **国債**：米国の「永久的な赤字」と慎重なFRBの姿勢により、10年物国債利回りは本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も。ドイツ国債は市場のストレス期には良好なリターンとなり得る。
- ◆ **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）	▲				

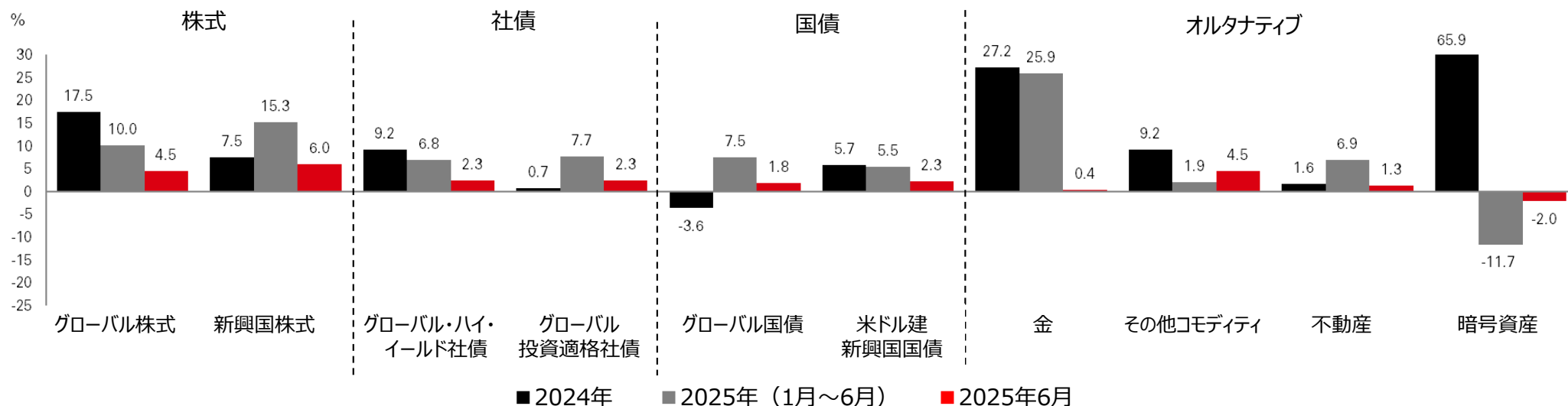
見通し:
▲ ▲ ポジティブ
▲ ポジティブ寄り
↔ / ▲ 中立/ポジティブ寄り
↔ 中立
↔ / ▼ 中立/ネガティブ寄り
▼ ネガティブ寄り
▼ ▼ ネガティブ

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7月現在

資産クラス別パフォーマンス

政策の不確実性と地政学的緊張にもかかわらず、**6月の世界の株式市場では幅広く上昇が見られた**。米国の10年物国債利回りは過去と比較すると引き続き高止まりし、米ドルは一段と下落。一方、新興国市場は概ね上昇した。社債市場では投資適格社債およびハイ・イールド社債のスプレッドが縮小した。金は月半ばに最高値を更新。

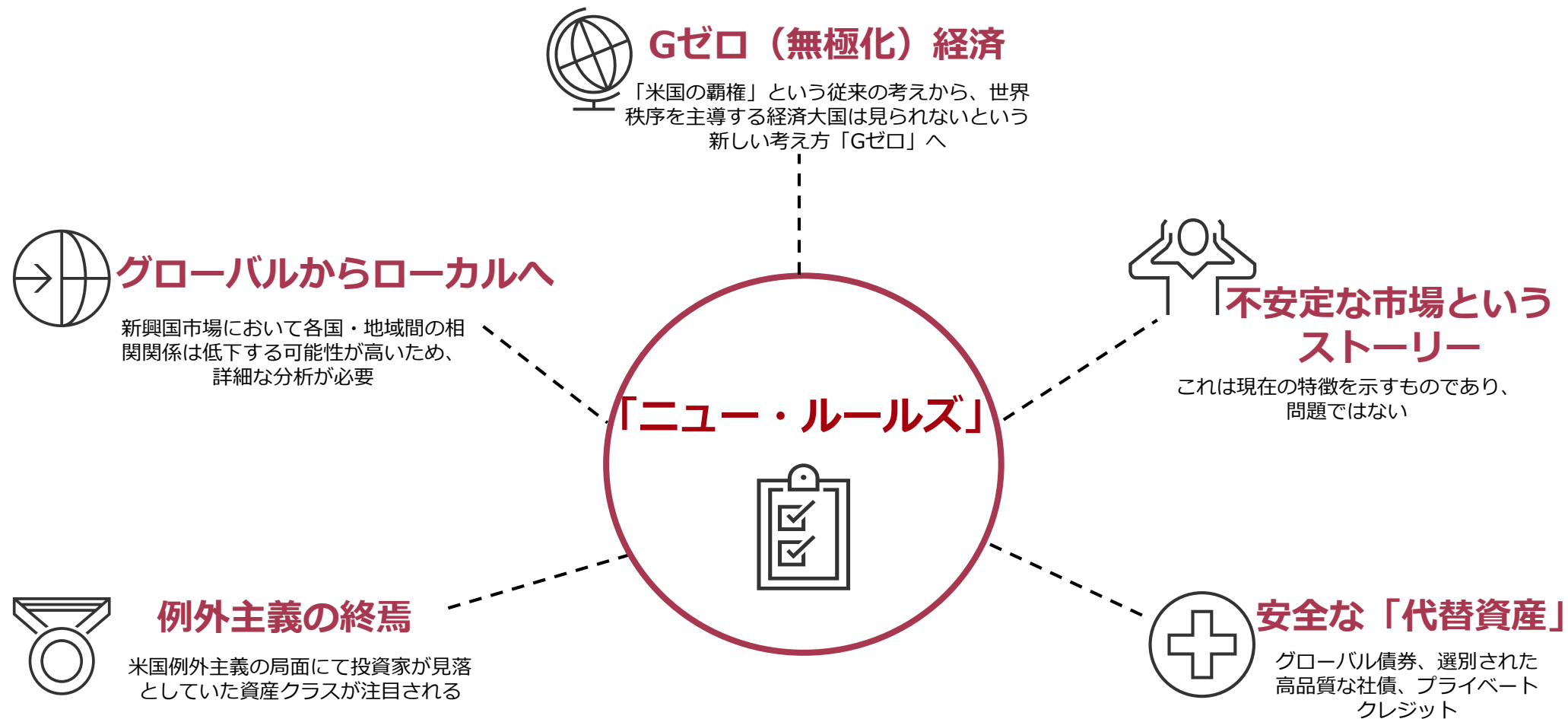
- ◆ **国債**：米国債利回りは6月において低下したが、FRBが政策金利を据え置き、市場が潜在的なインフレリスクと財政赤字拡大を警戒していることから、利回りは過去と比較して引き続き高い水準にある。地政学的緊張による利回りへの影響は限定的であった。
- ◆ **株式**：米国の株式市場は高値を更新したが、米ドル安を受けて新興国市場がアウトパフォームした。韓国と台湾は堅調に推移し、フロンティア市場も好調であった。
- ◆ **オルタナティブ**：不動産は年初来で好調なパフォーマンスとなったうえ、6月においてもプラスのリターンに。暗号資産は下落。原油価格は地政学的緊張を受けて上昇し、金は過去最高値付近で取引された。



* 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6月30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



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

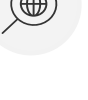
アニマルスピリットが世界経済の成長を後押し。欧州は回復力のある米国に追いつく

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	市場のけん引役が広がる。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

世界の貿易政策は依然として不透明

		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)	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、様子見の姿勢を取っている。経済指標はまちまちで、消費者支出の減少を示唆するデータが出ている。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 1.4 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	2024年夏場以降8回の利下げを実施したのち、ECBは政策金利を中立水準の中央値に据え置き、利下げの一時停止を示唆。貿易摩擦の再激化は成長の下振れリスクを高め、追加の金融緩和を促すだろう。ドイツの大規模な財政刺激策は2026年の成長を支えると見ている。	■ 0.8 ■ 1.2	■ 2.1 ■ 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。	■ 0.9 ■ 1.2	■ 3.1 ■ 2.3	3.25-3.75%	財政拡大に 制約あり
日本	日銀は貿易政策の不確実性から「様子見」の姿勢を維持。コアインフレ率は本年上半期に上昇し、サービス部門における価格決定力の高まりを示す兆候が見られる。日銀は政策の段階的な正常化に引き続きコミットしている。慎重化する家計行動の改善に向けて財政政策が緩和される可能性がある。	■ 1.0 ■ 0.8	■ 2.7 ■ 1.9	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。	■ 4.2 ■ 4.2	■ 0.4 ■ 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。	■ 6.4 ■ 6.5	■ 4.1 ■ 4.5	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7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）

