

インベストメント・マンスリー 2024年12月

不確実性と投資機会



要旨

マクロの見通し

- ◆ 2025年も**インフレ鈍化、堅調な経済成長、企業の底堅い利益**が見られ、世界的な利下げサイクルが続くと予想する。
- ◆ **先進国の経済成長率**は収れんすると見ている。米国の成長は鈍化しているが、短期的な景気後退リスクは殆どない考える。
- ◆ 世界で最も高い成長率が期待されるのは**アジアとフロンティア諸国**である。しかし、「多極化」した世界は地政学的緊張をもたらし、コモディティ価格の変動を生んでいる。
- ◆ 新興国市場にとり**米ドルの見通しは重要**である。2025年に米ドルが大幅に下落するとは見られていないが、米ドルが強含むことも保証されていない。

投資戦略の主なポイント

- ◆ 2025年の**世界の投資環境は市場の支援材料**となり得るが、政策の不確実性の高まりに伴い市場がより不安定になる可能性もある。
- ◆ 世界的に経済成長が収れんすることで、**米国以外の出遅れ感のある地域の株式市場**が持ち直す機会が見られる可能性も考えられる。
- ◆ 新興国市場のバリュエーションは引き続き割安な水準にある。予想を上回る良いニュースが報じられれば、パフォーマンスに2倍の好影響を与えよう。**アジア地域の株式と社債、現地通貨建て新興国債券**を选好。
- ◆ ヘッジファンド、プライベートクレジット、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考える。

中央銀行の政策

- ◆ **世界的に通商政策に関する見通しが不透明である**なか、米国の財政政策は拡張されると見られている。インフレ懸念は暫く続くだろう。
- ◆ **2025年の利下げサイクルは浅くなる可能性**が高く、米連邦準備制度理事会（FRB）は2025年末までに政策金利をより中立な水準である3.50%付近まで引き下げると予想されている。
- ◆ 流動性、財政・与信政策、構造的措置を含む**中国の政策支援**は、経済をデフレの罠から脱却させることが可能と考える。
- ◆ 英国の予算案は、多額の債務と大幅な赤字を抱える国が**財政拡大を阻止しようとする市場からの圧力**に直面していることを浮き彫りにした。

マクロおよび市場シナリオ

ソフトディス・ランディング

インフレ率は目標付近で安定。GDP成長率はトレンドラインを下回る。企業の利益成長の裾野が広がる。

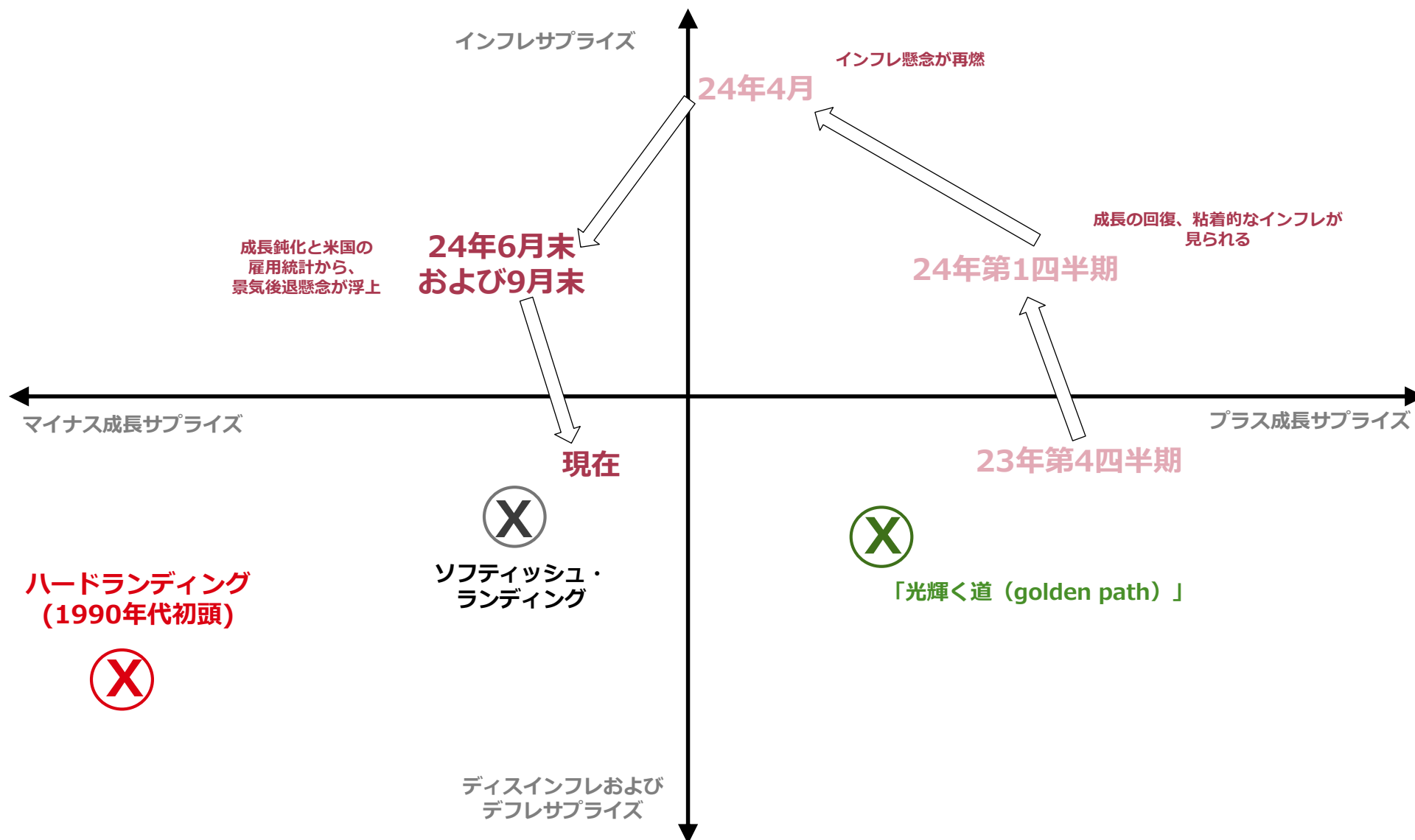
ハードランディング

景気抑制的な政策が景気後退を誘発。インフレ率は2%を下回る。多くの資産クラスにて売り優勢の展開に。一方、債券は堅調に推移。

「光輝く道（golden path）」

生産性がインフレを引き起こさずにGDPを押し上げる。強気相場が続く。依然として米国が市場のけん引役に。

2024年のマクロシナリオ



マクロおよび市場シナリオ

マクロ	 投資環境  インフレ率  FRB  中国  企業利益	 ハードランディング 景気抑制的な政策と余剰貯蓄の枯渇がグローバル経済を景気後退に追い込む インフレ率は2%を下回るが、供給サイドの要因によりインフレ率の下降は不安定なものに FF金利は過去の景気後退局面と同様に400～500bp引き下げられる 輸出が低迷するなか、 5%の成長目標は未達 。景気刺激策が強化される 2025年の企業の減益 は、現在のIBESコンセンサス予想と比較して大幅にかい離	 ソフティッシュ・ランディング 成長率は鈍化するが、堅調な企業利益とインフレ率の低下により景気後退は回避 インフレ率は目標値前後で安定するが、2%は上限ではなく下限に FF金利は2025年半ばまでに3.00～3.50%に低下する （中立/やや緩和的スタンス） 政策支援により2024年の5%成長目標は達成可能な範囲にある 。消費は依然として脆弱 セクターや地域にて利益成長の裾野が広がる 。2024年、米国のEPSは1桁台後半の成長を遂げる	 「光輝く道 (golden path)」 AI、経済のグリーン化、移民受け入れが 成長と生産性を押し上げる 供給サイドの拡大により、インフレ率は 2%前後に落ち着き、ボラティリティも低下へ 政策金利は4%前後で一旦停止 。労働市場への打撃は限定的 中国はグローバル経済の成長と国内AI投資の拡大から恩恵を受ける 2025年と2026年の先進国市場のEPSは2桁成長 。生産性が既に高い利益成長率を一段と押し上げる
市場	 株式  債券  新興国  選好	S&P500は2023年初頭の水準（4000-4250）まで再び下落。一方、低金利が下支え要因 金利はイールドカーブ全体にわたり上昇し、急激にスティープ化。スプレッドが拡大 新興国とアジアは、グローバル経済の成長鈍化と米ドル高の圧力下にある 米ドル、米国債、金、スイスフラン、マクロヘッジファンド、ディフェンシブ株、モメンタム戦略、高品質の投資適格社債	市場の「グレート・ローテーション」に伴い、バリュー株、ディフェンシブ株、新興国株、小型株がアウトパフォーム。ボラティリティが高まる イールドカーブの「構造的スティープ化」を強く示唆。プライベートクレジットが魅力的 新興国は米ドル安、成長の底堅さ、割安なバリュエーションから恩恵を受ける グロース株およびシクリカル株よりバリュー株およびディフェンシブ株を、欧米より新興国および日本を、米国より欧州を、ハイ・イールド社債より投資適格社債を選好	EPS予想が上方修正され、強気相場が続く。しかし、FRBの政策調整が逆風に 市場の金利設定は過度にハト派的。債券はレンジ相場。スプレッドがタイト化 新興国経済は力強いグローバル経済の成長に支えられるが、米ドル高/FRBのタカ派姿勢が強まり、上昇幅は限定的 クオリティ・グロース。EAFE（欧州、オーストラリアやニュージーランドなどを指すオーストラレーシア、極東）より米国を選好。ハイ・イールド社債。産業用金属。中国。金より暗号資産を選好

当社の見方

2025年には世界的にGDPと企業利益の伸びに収れんが見られると考えられ、世界の株式市場においては**リターンの裾野が出遅れ分野に広がる**と**見ている**。政策を巡る不確実性の高まりはボラティリティを引き起こす可能性があるため、投資家にはアクティブな姿勢が必要と考える。ヘッジファンドやプライベートクレジットなどのオルタナティブ資産はポートフォリオに耐性を提供することが可能と言えよう。

- ◆ **株式**：世界経済の底堅い成長と継続的な金融緩和は株式に好影響を与え、市場のけん引役の交代により出遅れたセクターならびに地域のパフォーマンスが改善すると考える。当社は、バリュエーションがそれほど高くないことから、新興国やフロンティア市場の株式を選好。
- ◆ **国債**：政策を巡る不確実性により、今後数ヶ月間は利回りが比較的広い範囲で推移する可能性がある。市場は現在、利下げサイクルの浅さ、インフレ再燃懸念、拡張的な財政政策を織り込んでいる。FRBが利下げを継続するにつれ、利回り曲線は構造的にスティープ化すると予想。
- ◆ **社債**：米国景気の冷え込みにもかかわらず、投資適格社債とハイ・イールド社債のスプレッドは歴史的にタイトな水準で取引が続いている。「オールイン利回り（金利、スプレッド、手数料など全てを勘案した利回り）」が高いことから、当資産クラスには潜在的な魅力がある。

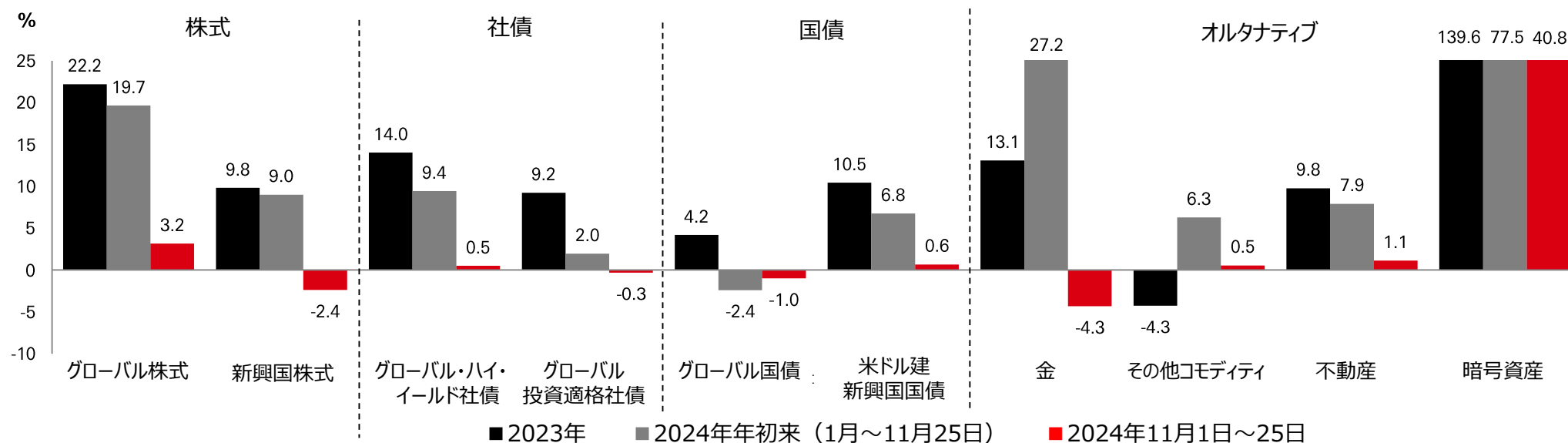
株式	見通し	変更	国債	見通し	変更	社債	見通し▲	変更	FX & オルタナティブ	見通し	変更	アジア資産	見通し	変更
グローバル	↔	↑	先進国国債	↔	—	グローバル投資適格社債	↔	—	金	▲	—	現地通貨建アジア新興国国債	▲	—
米国	↔	↑	米国	↔	↓	米ドル建投資適格社債	↔	—	その他コモディティ	↔	—	中国人民元債券	↔	—
英国	↔	—	英国	▲	—	ユーロ・英ポンド建投資適格社債	↔	—	不動産	▲	—	アジア株式（除く日本）	↔	↓
ユーロ圏	↔	—	ユーロ圏	▲	—	アジア投資適格社債	↔	—	インフラ	▲	—	中国株式	▲	—
日本	▲	↑	日本	▼	—	世界ハイ・イールド社債	↔	—	ヘッジファンド	▲	—	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	▼	—	プライベートクレジット	▲	—	アセアン株式	↔	↓
中東欧・中南米	▼	—	現地通貨建新興国国債	▲	—	欧州ハイ・イールド社債	▼	—	プライベートエクイティ	↔	—	香港株式	▲	—
フロンティア	▲	—				アジア・ハイ・イールド社債	↔	—	米ドル	↔	↑	アジア通貨	↔	↓
						グローバルABS	▲	—	暗号資産	▼	—	見通し:		前月からの変更:
						米ドル建新興国債券（総合）	▲	—				▲ オーバーウェイト	— 変更なし	— 変更なし
												↔ 中立	↑ 上方修正	↑ 上方修正
												▼ アンダーウェイト	↓ 下方修正	↓ 下方修正

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、2024年11月現在

資産クラス別パフォーマンス

11月の米国の大統領選挙後、同国の株式市場は上値を追う展開になった半面、先進国および新興国市場の大半はマイナスのリターンとなった。米国の経済指標は堅調で、政策を巡る不確実性や拡張的な財政政策の見通しから、国債利回りは一段と上昇し、米ドルは強含むだろう。

- ◆ **国債**：第3四半期に急上昇したのち、市場の懸念が利下げサイクルの浅さや財政赤字を補うための国債増発見通しに集中したため、利回りは11月に緩やかに上昇。日本の利回りも上昇したが、ユーロ圏の利回りは概ね低下。
- ◆ **株式**：米国株は11月に上昇したが、先進国と新興国市場の大半はマイナスのリターンに。新興国市場の株式は11月は出遅れ、中国と南アフリカ市場は軟調に。
- ◆ **オルタナティブ**：金利に敏感な不動産セクターでは11月は比較的低いリターンに。銅を含む産業用金属も下落し、金は第3四半期の好調なパフォーマンスを経たのち、下落。原油価格も軟調。



* 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 2024年11月25日現在

マクロ経済の標準シナリオとその影響

マクロ経済動向

米国

- ◆ **米国**では、FRB議長が、米国経済が堅調であることと不確実性が高まる中でインフレが「不安定」な軌道にあることから、FRBは金利をさらに引き下げること「急いでいない」と述べた。
- ◆ 2024年第3四半期のGDPは引き続きトレンドを上回り、実質民間最終消費の伸びは加速。個人消費支出物価は引き続き堅調だが、労働市場の軟化により減速する見込み。コアインフレ率は最近僅かに上昇しているが、家賃の低下が今後、帰属家賃に反映される見込みである。賃金の伸びも緩やかになると見ている。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：欧州中央銀行（ECB）のメンバーは短期的な緩やかな緩和に傾いている。2024年第3四半期のユーロ圏のGDPはフランスのオリンピック開催を背景に上昇。インフレ率は10月にECBの目標である2%に戻った。サービス部門のインフレ率は依然として高止まりしている。
- ◆ **英国**：2024年第3四半期に成長が減速したが、インフレ率は堅調な伸びを示した。エネルギー価格の上昇により、10月の総合インフレ率はイングランド銀行の目標である2%を再び上回った。イングランド銀行は英国の予算案を受けてインフレ見通しを上方修正した。

アジア

- ◆ **中国**：足元の経済指標は2024年第4四半期の成長が連続して回復していることを示唆。最新の政策措置が小売売上高と不動産販売を支えている。デフレ圧力は依然として続いている。
- ◆ **インド**：インド準備銀行が10月に「緩和の撤回」から中立的な姿勢に移行した。食料価格の値上がりにより、総合インフレ率は予想を上回る上昇となった。これは2025年初頭まで利下げが行われる可能性は低いことを示唆。
- ◆ **日本**：第3四半期のGDPは個人消費の増加により緩やかに拡大。純輸出と設備投資は減少。日銀総裁は「経済活動と物価」と「金融情勢」に応じて段階的な利上げを行うという姿勢を改めて表明。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：成長下振れリスクが残るなか、インフレ見通しが改善しているため、メキシコでは11月に25bpの利下げを実施。ブラジルではインフレ期待を安定させるため、一段の引き締めを示唆。
- ◆ **欧州・アフリカ**：南アフリカでは短期的なインフレリスクは「抑制されている」とし、25bpの利下げを実施。ハンガリーでは、10月のインフレ率は予想を下回ったが、通貨の弱さにより政策金利は据え置かれた。
- ◆ **中東・北アフリカ**：原油価格の低下と投資関連の流入増を背景に、サウジアラビアやアラブ首長国連邦を筆頭に湾岸協力理事会（GCC）諸国は石油以外の多様化を進めている。

標準シナリオとその影響

- ◆ **米国株式**では第3四半期の業績と選挙後の見通しを市場が織り込み、11月は堅調。バリュエーションが過度に高い一部では調整に対して脆弱と言える。ただし、ソフトランディングが達成されれば、ディフェンシブセクター、小型株、バリュー株に恩恵をもたらすローテーションが促進されよう。
- ◆ 当社では、成長見通しの鈍化と政策の不確実性から、**米国債を株式よりも選好**。

- ◆ **欧州株式**では、バリュー株とシクリカル株を選好。地域全体の景気減速の兆候が企業収益に対するリスクとなる可能性はある。銘柄選択においては世界の同業他社と比較して妙味あるバリュエーションが鍵となろう。
- ◆ **欧州国債**では、ECBの一段の緩和と世界貿易摩擦の可能性により、利回りは低下するだろう。

- ◆ **中国株式**では、バリュエーションは引き続き大幅に割安な水準にある。アナリストは業績見通しに楽観的であるため、財政政策が一段と強化されれば、さらなる上方修正の可能性も。
- ◆ **インド株式**では、バリュエーションは相対的に依然割高（特に中型株）。企業の安定した利益成長見通し、外部環境に対するマクロ面での耐性、構造的な追い風が支えに。
- ◆ **日本株式**では、政府の景気対策、企業改革は引き続き日本株の再評価の可能性を秘めている。輸出業者や、為替相場に敏感なセクターは通商政策を巡る不確実性の高まりに直面。

- ◆ **新興国株式**では、多くの市場は年初来で見て概ね好調に推移しているが、地域・国別でばらつきがあり、中南米と韓国は特に出遅れている。適正なバリュエーションとマクロサイクル/成長見通しの回復は、特にアジアにとり好材料。当該株式は、構造的成長や循環的な上向きなど特異な傾向により、分散化のメリットが期待できる。
- ◆ **現地通貨建て新興国国債**では、世界的な政策不確実性、米国の長期にわたる高金利観測、米ドル高リスクを背景に、強弱交錯する見通しになっている。

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）

