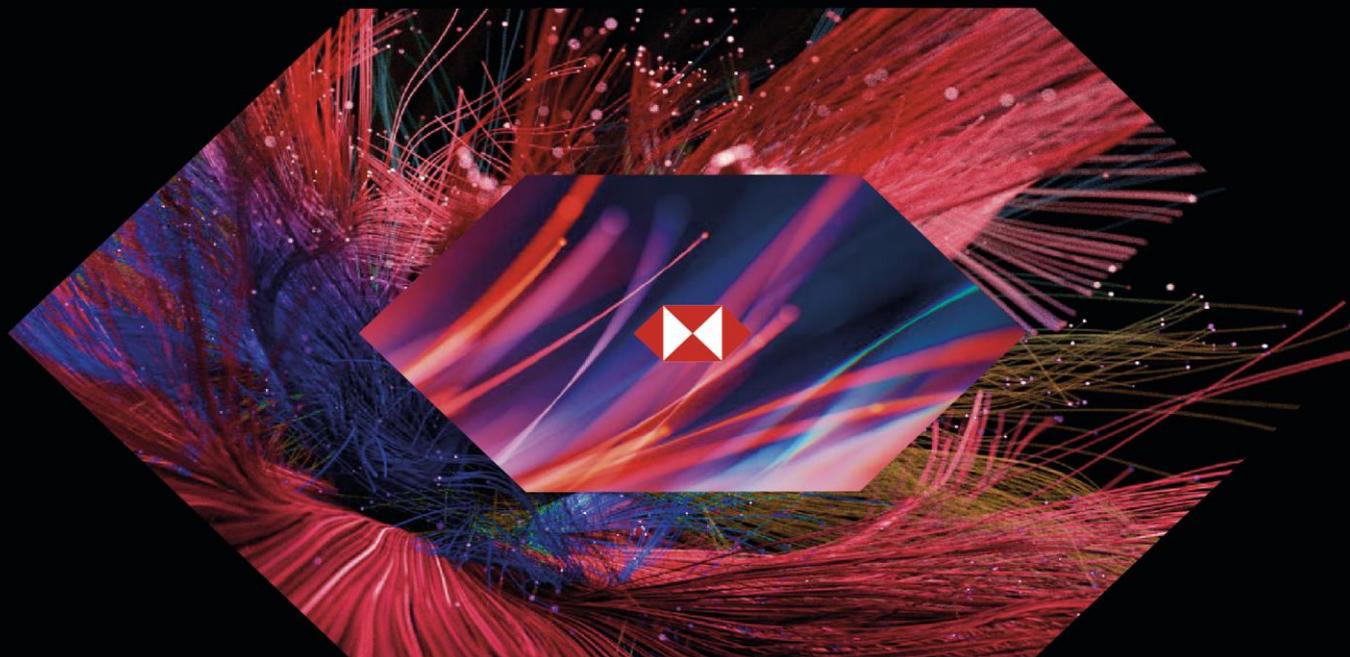


# インベストメント・マンスリー 2025年1月 スピニング・アラウンド (Spinning Around)



# 要旨

## マクロの見通し

- ◆ 拡張的な財政政策、通商政策を巡る不確実性、地政学的緊張を背景にボラティリティが高まり、**2025年において投資家はスピニング・アラウンド（目まぐるしく変わる局面）**に向き合う可能性がある。
- ◆ 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と考える。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。
- ◆ 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。
- ◆ 新興国市場とフロンティア市場のバリュエーションは割安な水準にあり、高いリターンをもたらすこともあり得る。
- ◆ 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）はインフレと今後の利下げスケジュールに対してより慎重な見方をしている。
- ◆ ユーロ圏では、総合インフレ率は目標の2%に近づいており、**成長率は2025年にトレンドラインに収れんすると見られている**。欧州中央銀行（ECB）には一段の緩和余地がある。
- ◆ 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。

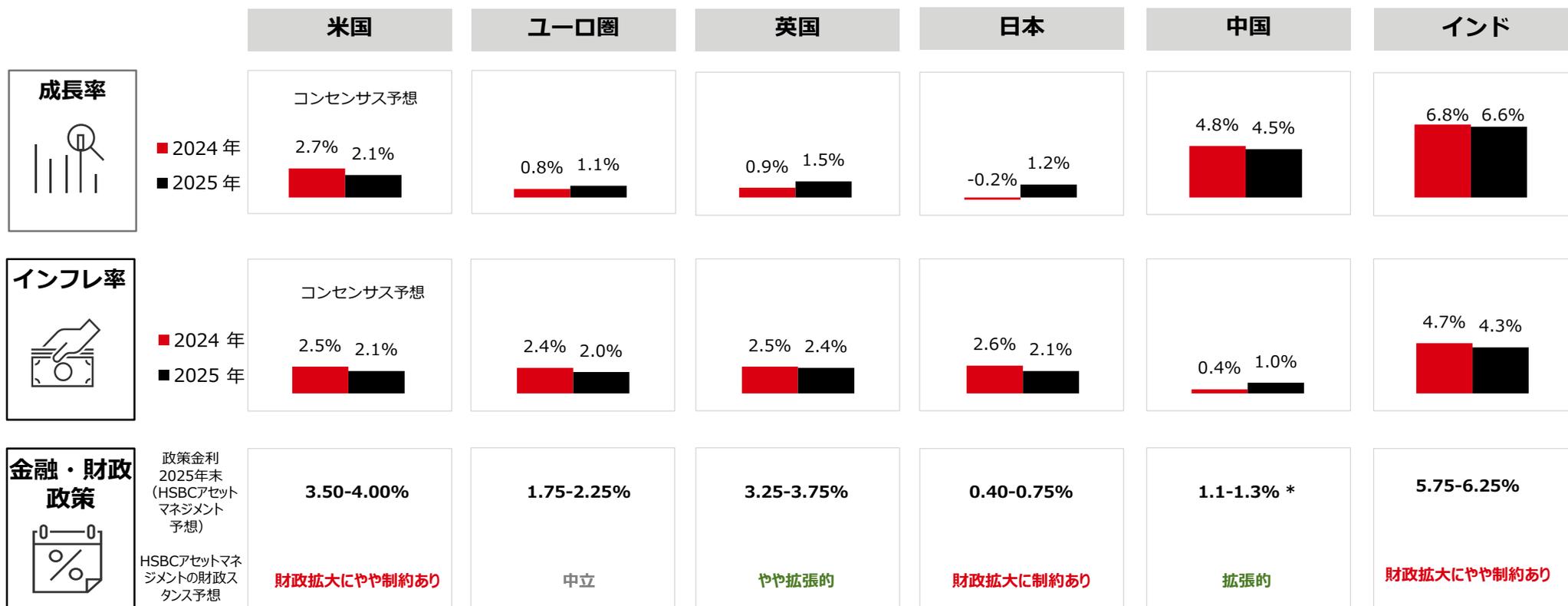
## マクロおよび市場シナリオ

スピニング・アラウンド (目まぐるしく変わる局面)	的を絞った関税措置。2%程度の緩やかな成長。金融政策は徐々に緩和される。株式市場のボラティリティは上昇。ショート・デュレーション債が好調に。新興国市場は堅調
下降局面	関税措置の早期かつ完全導入。急激な成長減速。積極的な金融緩和。株式市場の弱気相場。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）が成長を牽引。インフレ率は2.0~2.5%に落ち着く。金融緩和は短期で終了。中国は緩やかに回復。強気相場が続く

# マクロおよび市場シナリオ

マクロ	 <b>下降局面</b> 早期の完全導入 供給制約と物価高により実質所得が減少 短期的には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 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 厳しい関税措置と不動産セクターの低調が成長を圧迫	 <b>スピニング・アラウンド (目まぐるしく変わる局面)</b> 緊張はエスカレーションからディエスカレーション（徐々に緩和）へ、2025年後半からの絞って実施（中国に重点） 賃金上昇の鈍化と関税措置を巡る不確実性により、2%程度の緩やかな成長に 約2%に収束するが、道筋は依然として不安定 段階的な金融緩和、米国の政策金利は3.50～4.00%に 国内政策の緩和が関税措置による逆風を相殺し、安定した成長に	 <b>テイクキング・オフ (TAKING OFF)</b> 交渉術は殆ど、あるいは完全に不要 減税に伴う手取り増加を背景にアニマルスピリット（将来に対する主観的な期待）が需要を牽引。供給体制の改善がプラスに働く 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 金融緩和縮小により米国の政策金利は4.00～4.50% 国内政策の緩和と、米国の需要増によるプラスの波及効果を反映して緩やかに回復
市場	<p><b>株式</b> S&amp;P500は弱気相場に突入。しかし金利低下が下支え要因</p> <p><b>債券</b> 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</p> <p><b>新興国</b> 新興国は関税措置と米国/中国の需要低下に苦しむ</p> <p><b>選好</b> 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</p>	<p><b>ボラティリティが上昇</b>。市場にてリターンの裾野が広がる。出遅れセクター、バリュー株が堅調に</p> <p>キャピタルゲインは限定的、<b>インカム収入に着目</b>。ショート・デュレーション債（ABSなど）が好調に</p> <p>成長の回復、FRBの利下げ、中国の景気刺激策、割安なバリュエーションを背景に、良好なリターンが期待できる</p> <p>バリュー株、小型株、クオリティ株を、欧米より新興国および日本を、ハイ・イールド社債より投資適格社債を選好</p>	<p>EPSの予想が上方修正され<b>強気相場が続く</b>一方、FRBの政策変更に伴う市場の調整が逆風になる可能性も</p> <p>市場の金利見通しは過度にハト派的。<b>債券はレンジ相場</b>。スプレッドがタイト化</p> <p>新興国は力強い外需とリスク選好志向の恩恵を受けるが、米ドル高/FRBのタカ派姿勢の強まりを受けて上昇幅は限定的</p> <p>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</p>

# 主要国・地域のマクロシナリオ



\*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1月現在

# 当社の見方

**政策の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。**しかし、市場はローテーションする見通しであり、世界の株式市場においてはリターンの裾野が広がり、利回り曲線はステイプ化する可能性がある。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、段階的な金融緩和、中国と欧州の景気回復の可能性はリスク選好度を高め、世界的にリターンの裾野が広がるものと思われる。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**：依然として不透明な政策環境により、2025年初頭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、インフレ再燃リスク、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イプ化すると予想。
- ◆ **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。しかし、「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	▼	—			
						米ドル建新興国債券（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1月現在

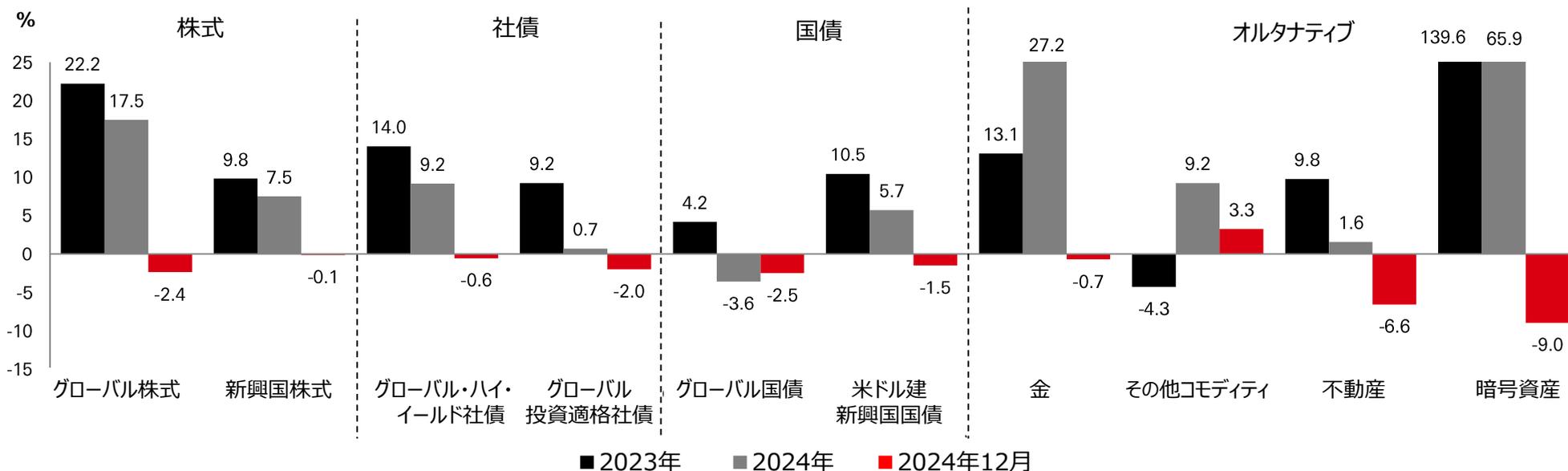
見通し：  
▲ オーバーウェイト  
↔ 中立  
▼ アンダーウェイト

前月からの変更：  
— 変更なし  
↑ 上方修正  
↓ 下方修正

# 資産クラス別パフォーマンス

12月の世界の株式市場は、FRBのよりタカ派的な政策見通しに投資家が反応したため、**不安定**となった。多くの先進国市場では下落した一方、米国の大型ハイテク株は上昇し、中国やその他の新興国市場は概ね堅調であった。長期国債は総じて下落し、米ドルは上昇。

- ◆ **国債**：米国の10年物国債利回りは、インフレ見通しの上方修正と2025年の利下げ回数の減少予想を受けて12月に急上昇した。米国の政策見通しを巡る不確実性もセンチメントに影響を与えた。
- ◆ **株式**：先進国市場では、FRBのタカ派的な発言を受けて月半ばに下落した。大型テクノロジー株は明るい兆しを見せたが、中小型株は打撃を受けた。新興国市場は概ね堅調となり、一部のアジアおよび中欧市場は上昇した。
- ◆ **オルタナティブ**：金利が長期にわたり高水準となる見通しにより、12月は不動産やインフラなどのオルタナティブ資産は下落。金価格や暗号資産も下落。



\* 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12月31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は12月に25bpの利下げを行ったが、インフレ見通しの上方修正により、2025年における利下げ回数は2回に半減し、FRBは来年の金利を100bpではなく50bp引き下げると予想。パウエル議長は、次回利下げを行う前に、インフレ率が目標に向かっていくというさらなる証拠が必要であると述べた。
- ◆ 家計支出は引き続き成長の主力であるが、最近の企業の景況感は強弱交錯している。12月の総合PMIは3ヶ月連続で上昇したが、その上昇は主にサービス業によるもので、製造業は低下した。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：ECBが12月に25bpの利下げを実施し、「十分に引き締められた金融政策」という表現を削除した。第3四半期のGDPにて、個人消費、政府消費、設備投資が堅調な増加を示した。
- ◆ **英国**：イングランド銀行は12月に政策金利を4.75%に据え置き、根強いインフレが将来の利下げを遅らせる可能性があるかと警告した。イングランド銀行はまた、第4四半期のGDP成長率が従来予想の0.3%から下方修正され、ゼロになると予想していると述べた。

アジア

- ◆ **中国**：最新の政治局会議にて政策担当者は2025年において「適度に緩和した」金融政策と「より拡張的な」財政政策を求めた。デフレ圧力は続いており、11月の小売売上高は消費者需要の弱さから予想を下回った。不動産部門は低調で、住宅価格は一段と下落。
- ◆ **インド**：中央銀行は12月に政策金利を据え置いた一方、預金準備率を引き下げ、早期緩和を示唆。インフレ率は本年末までに4%の目標に達すると予想されている。11月の総合インフレ率は食料価格の低下により鈍化した。コアインフレ率は引き続き落ち着いている。
- ◆ **日本**：日銀は12月に政策金利を0.25%に据え置いたが、1名の委員が利上げを提案し、本年初めに金融引き締めが実施される可能性が高いことを示唆した。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：ブラジルは12月に政策金利を1%引き上げ、インフレ期待を安定させるため、より積極的な引き締め姿勢を示した。メキシコは段階的な緩和姿勢を維持し、12月に政策金利を25bp引き下げた。
- ◆ **欧州・アフリカ**：トルコは利下げサイクルを開始し、政策金利を2.5%引き下げた。ポーランドは政策金利を据え置いた。
- ◆ **中東・北アフリカ**：サウジアラビアでは2025年の国家予算が承認された。同国は、「ビジョン2030」の一環として非石油部門で大規模な投資プロジェクトを進めており、GDPの約2.8%の財政赤字を予想。

## 標準シナリオとその影響

- ◆ **米国株式**では、12月は調整局面となった。バリュエーションが過大評価されている一部では、依然として調整に対して脆弱と見ている。ただし、ソフトランディングが達成されれば、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2024年に概ね好調に推移したが、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、HSBC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、HSBC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。

## HSBC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](http://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）

