

インベストメント・マンスリー 2025年2月

不安定性が高まるゴールドロックス（適温）相場



要旨

マクロの見通し

- ◆ **当社の基本マクロシナリオ**では、成長率は2%程度に鈍化し、インフレは落ち着き、金融政策は徐々に緩和されると見ている。
- ◆ **世界の貿易政策を巡る不確実性**は高まっているが、政策がどのように展開するか、それに伴う景気への影響は不透明である。
- ◆ 中国では**2025年における成長重視の政策方針**が設定された。需要サイドからの一段の景気刺激策、不動産セクターの安定化へのさらなる取り組み、経済のリバランスに向けた構造改革が、見通しを支えよう。
- ◆ **インド**は2025年に**世界で最も急成長**する大国になると予想しており、東南アジアと中東・北アフリカでは**経済ファンダメンタルズ**が改善すると見ている。

投資戦略の主なポイント

- ◆ 景気後退懸念の低下、追加利下げ、堅調な企業利益が見られる一方、政策の不確実性に伴い市場のボラティリティが高まることもあり得る。このため、**ゴルドロック（適温）相場に不安定性が高まる可能性**が考えられる。
- ◆ **世界的な投資環境**は株式市場のさらなる上昇を**後押し**しているが、リスク資産は世界的な成長の逆風、投資家のリスク回避、債券利回りの上昇に対して脆弱である。一部のハイテク株には割高感が見られる。
- ◆ 当社の基本シナリオでは、**新興国およびフロンティア市場など出遅れている地域やセクターが一段と回復**する可能性があるとしている。
- ◆ 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

- ◆ 米連邦準備制度理事会（FRB）は1月に政策金利を据え置いた。**2025年にて一段の利下げが行われる可能性は高い**と引き続き見ているが、当局は年央まで様子を見極め、その後慎重に進めるものとする。
- ◆ **イングランド銀行**は英国の成長停滞に対応して**利下げを実施**。賃金と物価の上昇圧力は後退すると見ている。
- ◆ **日本銀行**は1月に**政策金利を25bp引き上げ0.50%**とし、金融政策の正常化を行っている。本年後半にはさらなる利上げが予想されている。
- ◆ 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。

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

当社の見方

インフレ率の低下、底堅い成長、堅調な企業利益が、リスク資産のパフォーマンスを下支えしている。しかし、貿易政策を巡る不確実性と債券利回りの上昇は逆風と言えよう。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考える。

- ◆ **株式**：世界経済の底堅い成長、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、浅い利下げサイクル、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が追加利下げを実施すれば、利回り曲線は構造的にスティープ化すると予想。
- ◆ **社債**：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にある。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	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	↔ / ▼	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	▼	現地通貨建て新興国国債	▲	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	▼▼		
				米ドル建て新興国債券（総合）	▲				

見通し:

- ▲▲▲ 極めてポジティブ
- ▲▲▲ ポジティブ
- ▲▲▲ ポジティブ寄り
- ↔ / ▲ 中立/ポジティブ寄り

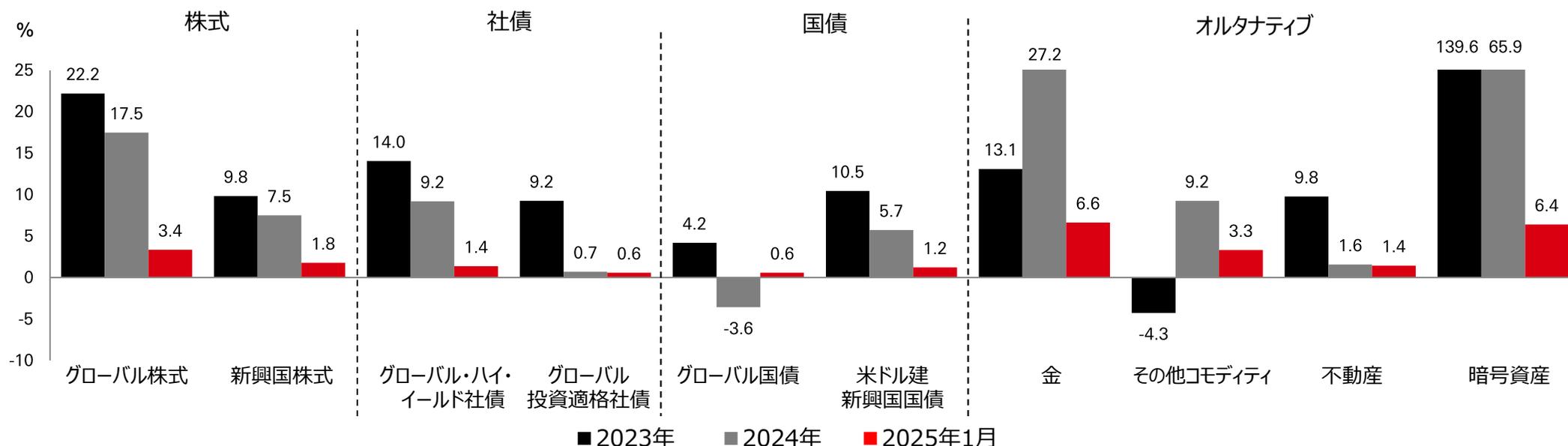
- ↔ 中立
- ↔ / ▼ 中立/ネガティブ寄り
- ▼▲▲▲ 極めてネガティブ
- ▼▲▲▲ 極めてネガティブ

見通しは、12ヶ月以上の投資見通し *ユーロ圏はイタリア10年国債およびドイツ10年国債
出所：HSBCアセットマネジメント、2025年2月現在

資産クラス別パフォーマンス

1月のグローバル株式は堅調に推移。中国の新興企業による低コストの生成AIの発表を受け、月末にかけて一部のテクノロジー株は急落。欧州と英国の株式市場は好調に推移したが、インド市場は出遅れた。米国10年物国債利回りは月半ばにかけて急上昇したが、月末にかけて低下。社債市場ではスプレッドが一段と縮小。米ドルはやや弱含んだ。

- ◆ **国債**：米国10年物国債利回りは、景況感の改善、インフレ率の上昇、金融政策を巡る不確実性などによる利下げ期待の後退から、月半ばにかけて急上昇。月末にかけては、一部大手テクノロジー株の急落に伴うリスク回避志向の高まりを受けて利回りは低下。
- ◆ **株式**：先進国市場では、欧州と英国にけん引され幅広く上昇が見られた。米国市場も上昇したが、一部テクノロジー株に急落が見受けられた。新興国市場では、ラテンアメリカ市場が総じて好調で、一部のアジアおよびフロンティア市場も堅調に推移。インド市場はやや軟調。
- ◆ **オルタナティブ**：1月は不動産やインフラなどの実物資産のパフォーマンスが回復。コモディティ市場では、原油は月半ばにかけて急騰したが、その後反落し、月間では小幅な値上がりとなった。金価格は上昇。



* 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1月31日現在

マクロおよび市場シナリオ

マクロ	 下降局面 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	 スピニング・アラウンド (目まぐるしく変わる局面) 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本格的に実施（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	 テイクキング・オフ (TAKING OFF) 交渉カードは殆ど、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	S&P500は弱気相場に突入 。しかし金利低下が下支え要因 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 新興国は関税措置と米国/中国の需要低下に苦しむ 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	ボラティリティが上昇 。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 キャピタルゲインは限定的、 インカム収入に着目 。ショート・デュレーション債（ABSなど）が好調に 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 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 선호	EPSの予想が上方修正され 強気相場が続く 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 市場の金利見通しは過度にハト派的。 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 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 선호。ハイ・イールド社債。産業用金属。中国。金より暗号資産を 선호

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が政策金利を据え置き、パウエル議長は「利下げを急いでいない」と表明。一段の利下げにはインフレの「さらなる進展」や労働市場の軟化が必要と説明。同議長は金融政策が引き続き「景気抑制的」とであると述べた。
- ◆ GDPでは堅調な個人消費が見られたものの、2024年第4四半期では前期比年率+2.3%に減速。12月のコアCPIは予想を下回ったが、帰属家賃とテナント賃料はともに堅調。一方、賃金の伸びは緩やかになった。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：欧州中央銀行（ECB）が25bpの利下げを行い、ラガルド総裁はインフレ鈍化が引き続き「順調に進んでいる」とした一方、ユーロ圏経済は「逆風」に直面していると指摘し、さらなる緩和を示唆。2024年第4四半期のGDP速報値は成長が停滞していることを示した。
- ◆ **英国**：12月の総合インフレ率とコアインフレ率は鈍化。労働市場は欠員率が正常な水準に戻るなど軟化している。一方、賃金の伸びは最近上昇している。

アジア

- ◆ **中国**：2024年第4四半期のGDPは前年同期比+5.4%に加速し、2024年の成長率は政府目標の「約5%」を達成。12月の小売売上高および鉱工業生産は改善。不動産セクターでは構造的な問題が見受けられる。
- ◆ **インド**：食料価格が低下したことを受けて、12月のインフレ率は前年比+5.2%に軟化し、同月の鉱工業生産も前年を上回った。
- ◆ **日本**：日銀が1月に政策金利を25bp引き上げ0.50%とし、中期的なコアCPI予想を2%以上に引き上げた。インフレリスクは上振れ方向にある。サービス部門のインフレ率は安定しており、中期的には賃金が主要なけん引力となり得よう。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：ブラジルでは100bpの追加利上げを実施し、3月においても積極的な金融引き締めを行うことを示唆。チリでは政策金利は据え置かれ、中期的なインフレ期待の高まりに伴い、より慎重なスタンスを示唆。
- ◆ **欧州・アフリカ**：トルコでは1月に2.50%の利下げを実施したものの、「インフレ率の持続的な低下」が見られなければ金融引き締めを行うと示唆。ハンガリーでは政策金利は据え置かれた。
- ◆ **中東・北アフリカ**：アラブ首長国連邦における非石油経済成長率は過去4年間において安定的に6%を超える傾向にあり、IMFでは中期的に4%を超える成長を予想。

標準シナリオとその影響

- ◆ **米国株式**では、1月は堅調なリターンとなったが、中国の新興企業による低コストの生成AIの発表を受けて、高バリュエーションのテクノロジー株は利益見通しの不透明感を通じてボラティリティが高まる可能性がある。一方、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。景気減速の兆候が見受けられれば企業収益に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的な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比較で依然高い水準にあり、成長鈍化懸念の高まりが足元では調整圧力となっている。しかし、外部環境の不確実性に対するマクロ面での耐性は、下支え要因になっている。
- ◆ **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が悪材料。

- ◆ **新興国株式**では、多くの市場は過去12ヶ月間以上にわたり概ね好調に推移したが、地域・国別ではばらつきが見られる。適正な水準にあるバリュエーションと景気サイクル/成長見通しの持ち直しは、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他地域とは異なる局面により、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）

