

インベストメント・マンスリー 2025年3月

依然としてスピニング・アラウンド (Spinning Around)



要旨

マクロの見通し

- ◆ **当社の基本シナリオでは**、主要国の経済成長はトレンド・ラインに沿ったものになり、インフレ率は目標に向かって低下し、金融政策は徐々に緩和されるというものである。
- ◆ **世界的な政策の不確実性**を示す定量的な指標は急上昇しており、成長に対する潜在的な逆風となっているが、米国の大幅な景気悪化は予想していない。
- ◆ **中国では**、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。
- ◆ **本年はアジアの殆どの国・地域で**、底堅い経済成長、穏やかなインフレ率、成長重視のマクロ政策が見られると予想。

投資戦略の主なポイント

- ◆ **2025年の市場は**、景気後退が見られず、一段の利下げ、底堅い企業利益が見込まれる中で、**不安定な状況に直面する可能性がある**。
- ◆ **米ドルは政策の不確実性を背景に軟調になると予想され**、これに伴い新興国の現地通貨建て株式や債券の魅力が高まるだろう。
- ◆ 当社の基本シナリオは、**リターンの裾野が出遅れている地域やセクターに「広がる」**というものである。
- ◆ 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、市場の一時的なボラティリティに対して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

- ◆ **2025年にて米国の追加利下げが予想されるが**、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。
- ◆ ドイツでは**選挙後の連立交渉**で「債務ブレーキ」の修正が検討され、財政政策が緩和される可能性がある。
- ◆ **日本を除くアジアの殆どの中央銀行が**、為替変動に警戒しつつ、機会を捉えて金融政策を緩和すると思われる。
- ◆ 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

景気後退が見られず、一段の利下げ、底堅い企業利益が見込まれるという当社の基本シナリオは、リスク資産にとり好ましいものと言える。米ドルのさらなる下落は新興国市場にとり追い風となる可能性がある。プライベートクレジットなどのプライベート市場は、世界的に見られる一時的なボラティリティからの回避が可能と考える。

- ◆ **株式**：トレンド・ラインに沿った経済成長、緩やかな金融緩和、欧州や中国におけるパフォーマンスの改善兆候は、出遅れているセクター、スタイル、地域にリターンの裾野の「広がり」を促す可能性がある。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年序盤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。
- ◆ **社債**：米国の景気鈍化にもかかわらず、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	↔ / ▲	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）	▲				

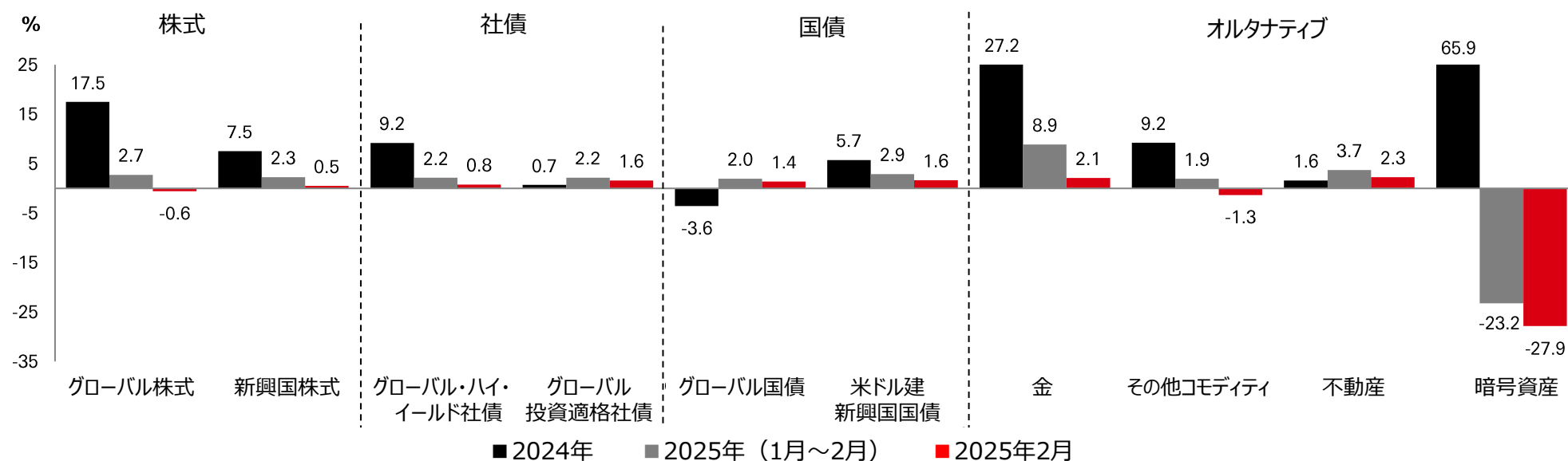
見通しは、12ヶ月以上の投資見通し 出所：HSBCアセットマネジメント、2025年3月現在

見通し：
▲▲▲ 極めてポジティブ
▲▲ ポジティブ
▲ ポジティブ寄り
↔ / ▲ 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
▼▼▼ 極めてネガティブ

資産クラス別パフォーマンス

2月のグローバル株式は僅かに下落。米国株は低迷し、欧州と中国市場がボラティリティが高まる中で健闘した。米国債利回りは成長見通しへの懸念と世界的な政策の不確実性から低下し、米ドルは軟調となった。

- ◆ **国債**：2月の米国10年物国債は上昇（利回りは低下）した。この背景には、企業および消費者の信頼感の低迷、政策の不確実性の拡大に伴う成長懸念がある。
- ◆ **株式**：年初の欧州市場は好調なスタートとなった。米国市場は小型株主導で下落。新興国市場では、中国株が上昇した一方、台湾およびインド株が低調で、リターンにばらつきが見られた。中南米ではメキシコおよびチリ株が好調だった。
- ◆ **オルタナティブ**：実物資産は引き続き堅調で、不動産とインフラはともに上昇した。コモディティでは、原油価格は下落したが、銅と金の価格はともに上昇した。暗号資産は急落。



* 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 2025年2月28日現在

依然としてスピニング・アラウンド（Spinning Around）

市場の特徴としてマクロ面での劇的な変化が挙げられる

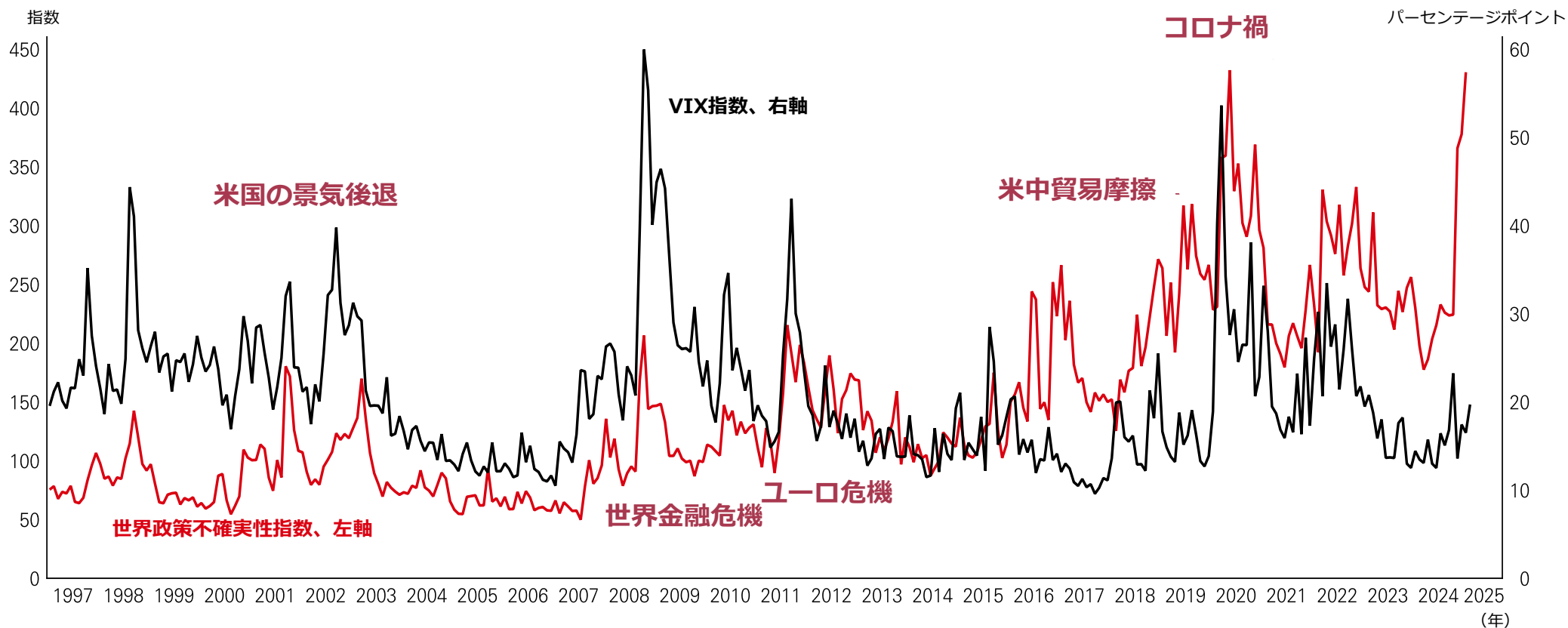
2025年に米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行は何回利下げを行うか



依然としてスピニング・アラウンド (Spinning Around)

複雑化する経済見通し

世界政策不確実性指数とVIX指数



出所 : Bloomberg、HSBCアセットマネジメント、2025年3月

マクロおよび市場シナリオ

マクロ	 下降局面 関税 / 移民政策 経済成長 インフレ率 金融政策 中国	 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	株式 債券 新興国 選好	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、バリュース株が堅調に 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 バリュース株、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	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

主要国・地域のマクロシナリオ

	米国	ユーロ圏	英国	日本	中国	インド
成長率 	■ 2024 ■ 2025 コンセンサス予想 2.8% 2.3%	■ 2024 ■ 2025 0.7% 0.9%	■ 2024 ■ 2025 0.9% 1.0%	■ 2024 ■ 2025 0.1% 1.2%	■ 2024 ■ 2025 5.0% 4.5%	■ 2024 ■ 2025 6.3% 6.5%
インフレ率 	■ 2024 ■ 2025 コンセンサス予想 2.5% 2.4%	■ 2024 ■ 2025 2.4% 2.1%	■ 2024 ■ 2025 2.5% 2.8%	■ 2024 ■ 2025 2.7% 2.4%	■ 2024 ■ 2025 0.2% 0.7%	■ 2024 ■ 2025 4.8% 4.3%
金融・財政政策 	政策金利 2025年末 (HSBCアセットマネ ジメント予想) 3.50-4.00% 財政拡大にやや制約あり	政策金利 2025年末 (HSBCアセットマネ ジメント予想) 1.75-2.25% 中立	政策金利 2025年末 (HSBCアセットマネ ジメント予想) 3.25-3.75% やや拡張的	政策金利 2025年末 (HSBCアセットマネ ジメント予想) 0.50-0.75% 財政拡大に制約あり	政策金利 2025年末 (HSBCアセットマネ ジメント予想) 1.1-1.3% * 拡張的	政策金利 2025年末 (HSBCアセットマネ ジメント予想) 5.75-6.25% 財政拡大にやや制約あり

*7日物リバースレボ金利

出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2025年3月現在

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、パウエルFRB議長が、中立金利は「有意に」上昇したと指摘し、FRBは利下げを急いでいないと改めて強調。1月のFOMC議事録では、インフレ懸念が一段と改善したと確信するまで金融緩和は再開されないことを示唆。
- ◆ 一方、1月の米国小売売上高は減少し、2025年初頭にて個人消費の冷え込みが見られた。2月のコンファレンスボードの消費者信頼感指数も低下。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：最新のPMIは2025年初頭の改善を示唆。足元、サービス業は拡大し、製造業の景況感は改善。総合インフレ率は2%を超えた。一方、サービス部門における賃金上昇率の鈍化はインフレ懸念の後退に繋がろう。
- ◆ **英国**：イングランド銀行は2月に25bpの利下げを実施し、金融政策委員会のマン委員は50bpの大幅利下げを主張した。一方、イングランド銀行はインフレ率の中期見通しを2024年11月時点の予測から上方修正した。1月の総合インフレ率は予想を上回り、賃金の伸びは引き続き堅調に推移。

アジア

- ◆ **中国**：最新の経済指標はまちまちであった。予想される関税引き上げを前に輸出に駆け込みが見られた模様。政府の補助金を通じた家電下取りプログラムは耐久財の支出を押し上げた。過剰在庫を背景に不動産投資は抑制されている。
- ◆ **インド**：インド準備銀行（RBI）はインフレ緩和を受けて政策金利を25bp引き下げたが、金利水準は依然として景気抑制的な領域にある。1月の総合インフレ率は食料価格の落ち着きにより低下。
- ◆ **日本**：2024年10-12月期のGDPは純輸出の増加により前期比+0.7%となった。一時的な減税効果が一巡したため、個人消費は鈍化。食料価格の値上がりにより総合インフレ率は上昇した。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：メキシコ中銀の最新の四半期報告書はハト派的な内容であった。成長への懸念は高まり、インフレ警戒感は後退しつつある。ブラジルでは、1月の製造業PMI指数は僅かに上昇したが、生産は縮小し、物価上昇圧力は引き続き高い。
- ◆ **欧州・アフリカ**：ハンガリーはインフレ懸念の高まりにより政策金利を据え置いた。南アフリカの25年度予算演説は、付加価値税の2%引き上げを巡り決着がつかなかったことから、延期された。
- ◆ **中東・北アフリカ**：サウジアラビアの財政赤字の対GDP比は2024年に3%となった。政府支出は目標を上回り、公的債務の対GDP比は約30%に上昇した。

標準シナリオとその影響

- ◆ **米国株式**では、2月は成長懸念を背景にボラティリティがやや高まった。これは、政策の不確実性と成長鈍化の兆候が、割高な銘柄にとり逆風となる可能性があるという当社の見方を裏付けている。こうしたなか、出遅れているセクター、ファクタースタイル、世界の他の市場が注目され、これらにリターン裾野が広がる可能性がある。
- ◆ 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、本年は好調なスタートを切った。欧州の景気悪化の兆候は企業収益に対するリスクとして残る。しかし、欧州株はバリューとシクリカルのファクターを提供している。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、AI主導で上昇したものの、世界的に見て引き続き大幅に割安な水準にある。一段の政策支援がさらなる上昇に繋がる可能性がある。
- ◆ **インド株式**では、バリュエーション面で依然として割高感が見られ、成長鈍化懸念の高まりを受けて足元調整圧力が生じている。
- ◆ **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）

