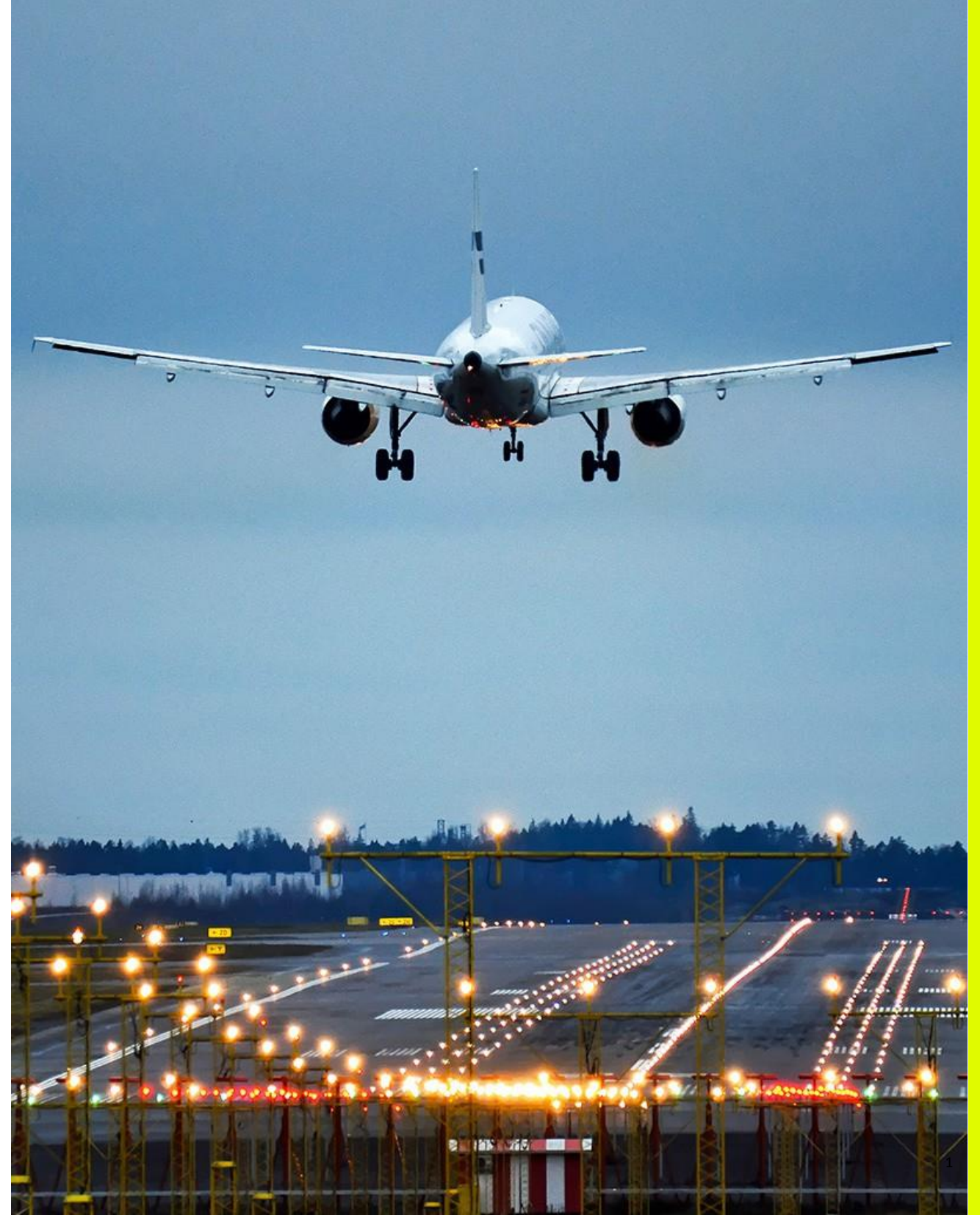


2025 INVESTMENT OUTLOOK

After the landing

2025年の市場見通し

「ランディング後」





クリスティーナ・フーバー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト



短期的には成長鈍化が続くものの、その後2025年にかけて再加速し、リスク資産にとって好ましい環境が醸成されるとみています。

前書き

世界の中央銀行の多くは、インフレ抑制にほぼ成功し、現在は成長促進を目的とした金融緩和政策を取っています。私たちは、2025年に、世界的な利下げサイクルの下支え効果によって景気減速の兆候が打ち消され、ソフトランディングが起きるだろうと予想しています。短期的には成長鈍化が続くものの、その後2025年にかけて再加速し、リスク資産にとって好ましい環境が醸成されるとみています。

米国では、景気は潜在成長率に向かって減速した後、堅調な労働市場と金融環境の緩和の後押しを受け、年後半には再加速するとみています。ユーロ圏と英国は、2024年に非常に緩慢な成長、あるいは景気後退を経験しましたが、中央銀行の利下げと実質賃金の緩やかな上昇に助けられ、2025年中に成長は徐々に勢いを増していくと予想しています。一方日本は、最近の賃金上昇と政策的調整により、潜在的な明るい材料として位置づけられますが、円高が進み、輸出を主軸とする日本市場に影響を与える可能性が高いと考えられます。中国では、目先の政策の軸足が国内成長の支援に移り、市場心理に底堅さをもたらすと予想しています。しかしながら、その他の地域へのリフレ的な影響は、限定的となり得ると考えられます。

執筆者

ジェフリー・ヘネット、CFA®
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
ヘッド・オブ・マネジャーセクション

デイビッド・チャオ
グローバル・マーケット・ストラテジスト

アーナブ・ダス
グローバル・マクロ・ストラテジスト

モウ・ハグビン、CFA® 、CAIA®
ヘッド・オブ・ソリューション

クリスティーナ・フーバー
チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジスト

ポール・ジャクソン
グローバル・ヘッド・オブ・アセット・アロケーション・リサーチ

ベンジャミン・ジョーンズ、CFA® ディレクター、マクロ・リサーチ

木下智夫
グローバル・マーケット・ストラテジスト

トウルグート・キシンバイ
チーフ米国エコノミスト、インベスコ・フィックス・インカム

ブライアン・レヴィット
グローバル・マーケット・ストラテジスト

アレッシオ・デ・ロンジス、CFA® ヘッド・オブ・インベストメント ソリューション

アシュレイ・オアース、CFA®
アソシエイト・グローバル・マーケット・ストラテジスト

マイケル・ソボリク、CFA®
リアルエステート インベストメント・ストラテジスト

ドリュー・ソートン、CFA®
ヘッド・オブ・ソートリーダーシップ ソリューション

アンドラス・ヴィグ
シニア・マルチアセット・ストラテジスト

ロブ・ワルドナー、CFA®
フィックス・インカム チーフ・ストラテジスト ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ

新興国市場は、先進国市場の利下げサイクル、米ドルのいくぶんの軟化、世界的な成長率の上昇により、恩恵を受けるでしょう。インドの成長ブームなど一部の状況は、アウトパフォームしている分野があることを示唆しており、中国の景気刺激策は成長見通しを引き上げる可能性があります。

全体として、リスク資産、特に米国以外の先進国市場、小型株、米国のバリューセクターにとって良好な環境となることが予想され、欧州の資産が、良好なバリュエーションとシクリカルなセクターのウェイトの大きさから、米国をアウトパフォームする可能性が高いと考えられます。。

マクロ・ビュー

1

スムーズなランディング：安定的な成長、目標に近いインフレ率

- インフレは大幅に低下し、ほとんどの先進国では目標に近い水準にある
- 市場の関心は、成長と潜在的な下振れリスクに移っている
- 私たちの基本シナリオでは、2025年にいずれの主要国においても大幅な成長鈍化は起こらないとみている



2

中央銀行は緩和を進めている

- 金利は主要国で総じて抑制的となっているが、緩和傾向にある
- 米連邦準備理事会（FRB）は2025年末までに中立金利を達成する可能性が高いが、成長見通しの改善により利下げが遅れる可能性がある
- 欧州の中央銀行は、米国に比べて相対的に成長が弱含む中で緩和を進めている



3

ランディング後：成長率は足元で減速しつつあるが、2025年にはトレンドに回帰

- 米国の成長率は潜在成長率に向かって減速し、その後2025年を通じて再加速
- 欧州の成長率は、コンセンサス予想をわずかに上回る程度まで改善



マーケット・ビュー

債券

利下げがブル・スティーピングを促進し、デュレーションは好調に推移する。現在の利回りは魅力的に見えるが、現在のバリュエーションを考えると、スプレッドがこれ以上小さくなる可能性は低い

株式

世界的にリスクオンの環境にあり、小型株とバリュー株が米国以外の先進国市場と共にアウトパフォームする可能性が高い。景気後退を伴わない過去の緩和サイクルに鑑み、リスク資産は良好なパフォーマンスを示すと思われる

米ドル／通貨

米ドルはしばらくの間割高だったが、米国と他の主要国との成長率の差から依然として米ドル高となりやすく、米ドルの下値は抑えられるだろう。金利差が、今後の動きに影響するだろう。

オルタナティブ

私たちは現在、リターンを生み出す上でレバレッジに依存しない資産を選好しているため、プライベート・エクイティよりもプライベート・デット及びヘッジ戦略を選好する

新興国市場

2025年に新興国資産は、先進国の利下げサイクルと世界的な成長回復に牽引され、良好なパフォーマンスを示すだろう。中国市場については、最近公表された景気刺激策への信認を受けて、アップサイドリスクが存在

注：マーケット・ビューの記載内容が実現するとの保証はありません。

リスク

今後の道筋は、様々な仮定のもとで変化する可能性がある。そのいくつかに関する考察は以下の通り：

上方シナリオ

全ての地域で成長ゴルディロックスが見られる

- 成長率の上昇と再加速が広がれば、リスク選好度が高まる可能性が高い

下方シナリオ

政策的ミス：成長のアンダーシュート

- タイトな政策環境のラグ効果により、成長率が低下する可能性がある

その他の潜在的なスウィング・ファクター（変動要因）…

- 1 トランプの勝利を受けて貿易及び地政学に変化が生じる可能性
- 2 中国の景気刺激策が成長を再活性化させる可能性
- 3 インフレの再来が中央銀行の見通しを変化させる可能性
- 4 財政圧力により政府支出のトレンドが変化する可能性

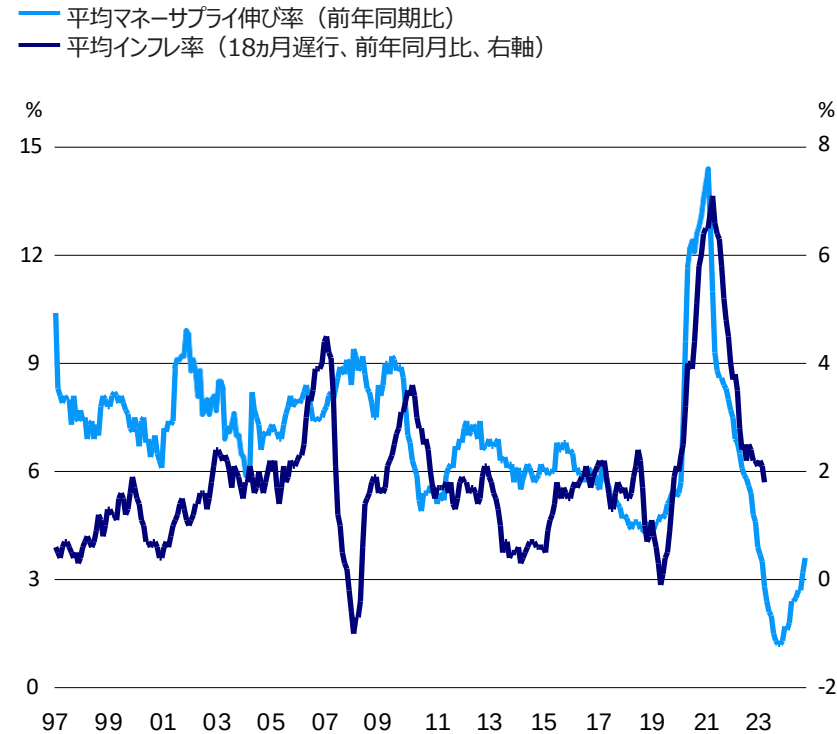
1 スムーズなランディング：堅調な成長、目標付近のインフレ率

厳しい政策環境にもかかわらず、成長は底堅い

急激な物価上昇を抑制するため、急速な金利引き上げを行った後、中央銀行はインフレに対する勝利を宣言したに等しい状況となった。しかし、世界の主要国の多くは成長鈍化の兆しを見せている。私たちは、2024年末から2025年初頭にかけて、世界の成長率は潜在成長率に向かって減速していくと予想している。

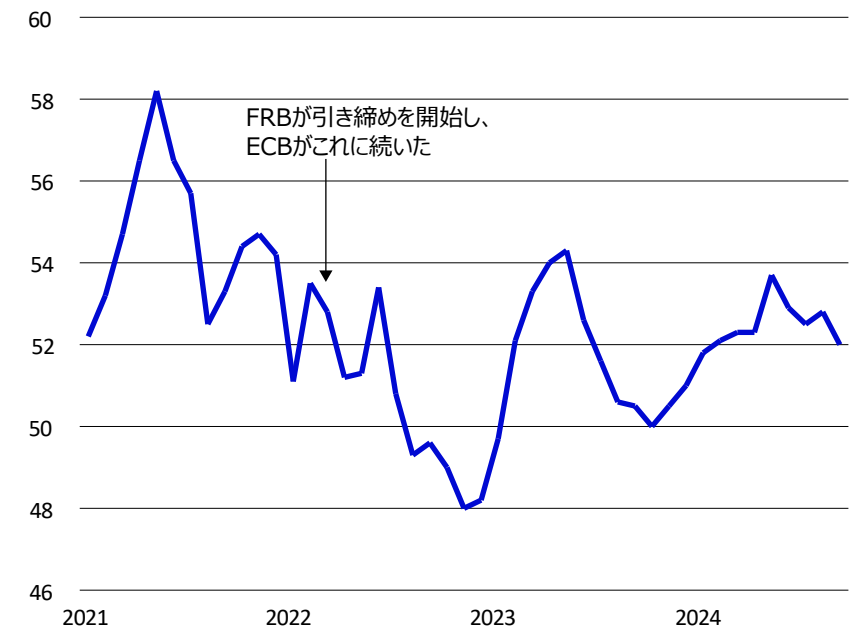
- 銀行貸出調査からは、厳格な与信条件が緩和され、需要が改善しつつあることが示されている。これは、景気後退の開始時に通常見られる様相とは異なっている。銀行貸出の伸びも米国、欧州ともに回復し始めている。一方、信用スプレッドは依然として小さくなっている。
- 世界の購買担当者景気指数（PMI）は、サービス業に牽引された堅調な成長環境を示唆している。米国では、サービス業セクターの業況改善が見られる。欧州では、PMIは成長が横ばいとなっている状況を示唆している。
- 欧州と米国の家計のバランスシートはしっかりしており、中央銀行が政策的緩和を進める中で、消費の継続的な伸びを支える強固な基盤となっている。

マネーサプライの伸びが正常化すれば、インフレ環境はより穏やかになる
世界のマネーサプライとインフレ率の比較



出所：データストリームおよびインベスコ、2024年10月31日時点、月次データを使用。世界の平均マネーサプライ成長率と平均インフレ率には、米国、中国、ユーロ圏、日本、英国の数値が含まれます。マネーサプライと消費者物価指数の両指標は、1997年1月以降の対象国の平均前年同月比伸び率を示しています（18ヵ月遅延）。

タイトな金融政策環境にもかかわらず、世界の成長は維持されている
JPモルガン世界総合PMI



出所：インベスコおよびマクロボンド、2024年9月30日時点。

2 中央銀行は緩和を実施

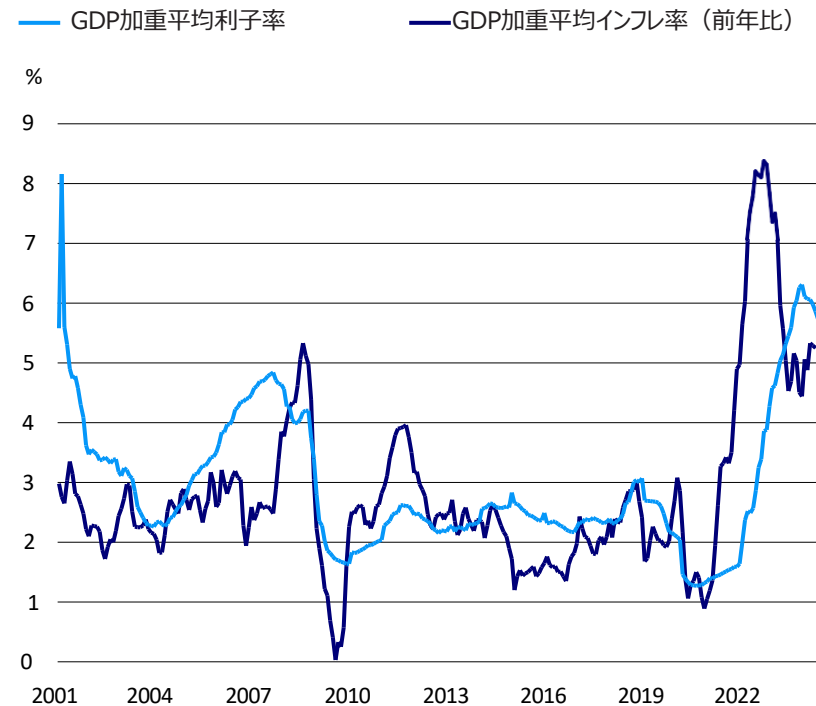
金利は総じて抑制的—緩和は経済活動を押し上げるのに役立つ

2025年は、過去の利上げの影響からくる経済活動の減速と、利下げサイクルによってもたらされる景気下支え効果との間で、押したり引いたり状況となりそうだ。中央銀行が成長リスクに目を向けており、インフレがコントロールされていることから、私たちは緩和の余地は大きいとみている。

- インフレ率が目標に十分近い水準にあることから、FRBが2025年を通じて利下げサイクルを継続し、年末までに中立的な政策金利を達成すると予想される。
- 欧州中央銀行（ECB）はより低い成長環境に直面しており、相対的に緩和幅を拡大している。一方、英国では成長率とインフレ率がより高く、イングランド銀行の緩和度合いは比較的小さくなると考えられる。
- 他の主要先進国の中央銀行とは対照的に、日本はインフレが上昇しつつあることから、非常に緩やかな引き締めサイクルに入っている。
- 中国を除く新興国は、世界的な緩和環境から恩恵を受け、政策的支援の余地が更に拡大するだろう。

世界の政策金利は抑制的な水準にあり、成長を後押しするための緩和の余地が十分ある

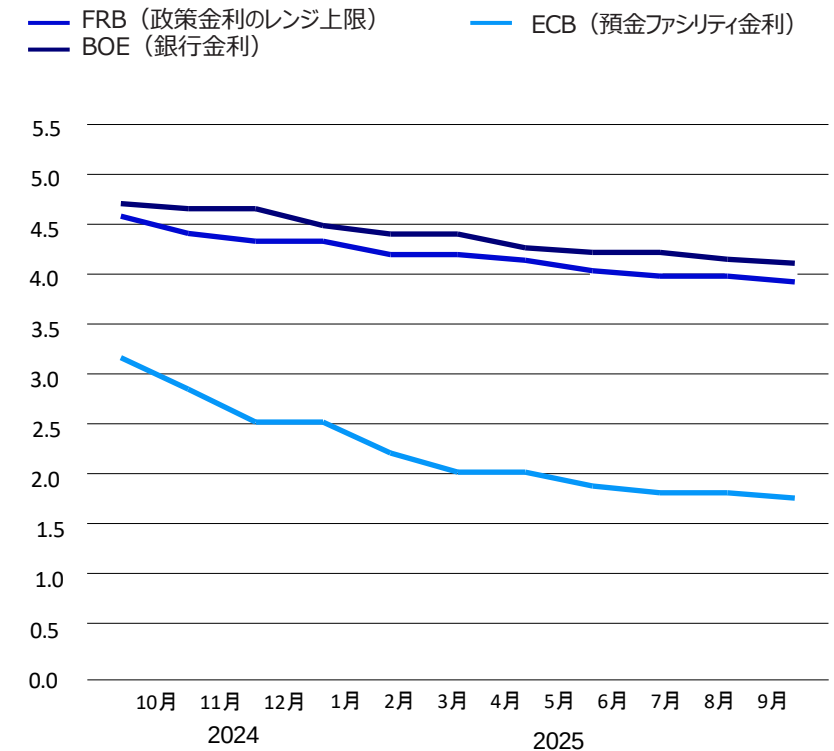
世界の中央銀行政策金利の加重平均(%)



注記：2001年2月から2024年9月までの月次データに基づく（2024年9月30日時点）。各暦年の20経済大国の米ドル建て名目GDP（2024年4月のIMF World Economic Outlookデータに基づく）に基づく。インフレ率は季節調整済み消費者物価指数に基づく。出所：IMF、LSEGデータストリーム、インベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。

市場は2025年中の大幅な緩和を求めている

中央銀行金利の市場予想パス(%)



注記：2024年11月から2025年9月まで。ブルームバーグが算出したFF金利先物（FRB）とオーバーナイト・インデックス・スワップ（BOEとECB）に基づく。金利は中央銀行の政策決定会合開催日に応じて算出。会合がない月は前月と同じレートを表示。2024年11月11日時点。出所：ブルームバーグL.P.およびインベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。

3 ランディング後：成長は減速しつつあるが、2025年には再加速

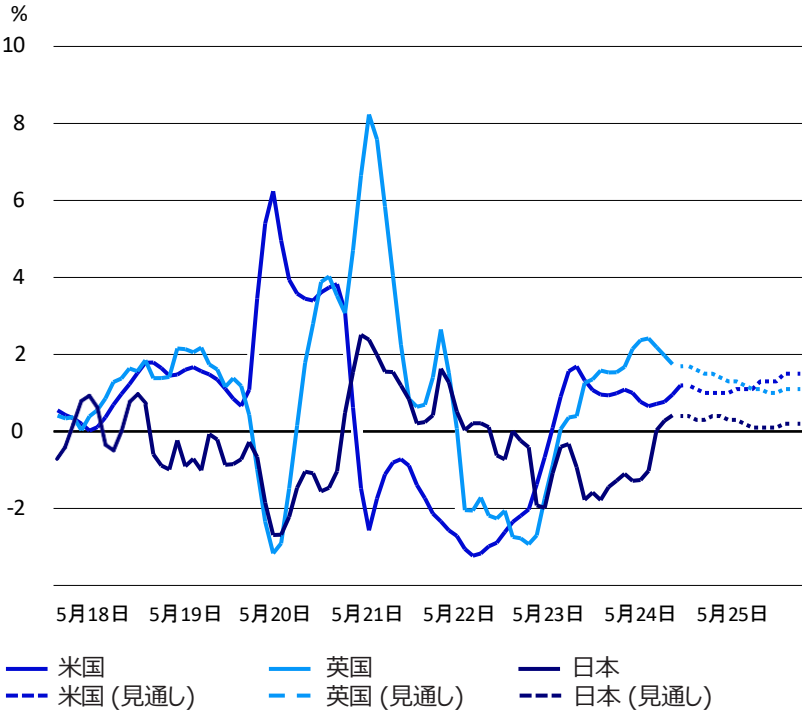
2025年は実質賃金が上昇し、金融環境の緩和、政策的緩和が進む

私たちは、目標水準またはそれに近いインフレ率が、実質賃金の伸びの維持を助け、中央銀行の利下げと貸出条件の緩和が、成長モメンタムの回復を支えると考えている。

- 米国では、底堅い労働市場と全体的に強固な家計バランスシートが、消費とより広範な経済の継続的成長に寄与すると考えられる。金融環境の継続的緩和と実質賃金の上昇に助けられ、米国経済は来年再加速するだろう。
- 欧州では、緩やかな実質賃金の上昇に支えられ、利下げが経済成長を潜在成長率に向けて押し上げるだろう。
- 金利の低下は英国で住宅ローンを抱える人にも役立つはずで、政治的安定性とEUとの貿易関係改善の可能性から、海外投資家は英国をより好意的に見るようになるかもしれない。
- 日本では、最近の賃金改定に助けられ、実質賃金が再び上昇に転じることで、消費を後押しするだろう。

2025年を通じて実質賃金が改善することで、経済のモメンタムが維持されるだろう

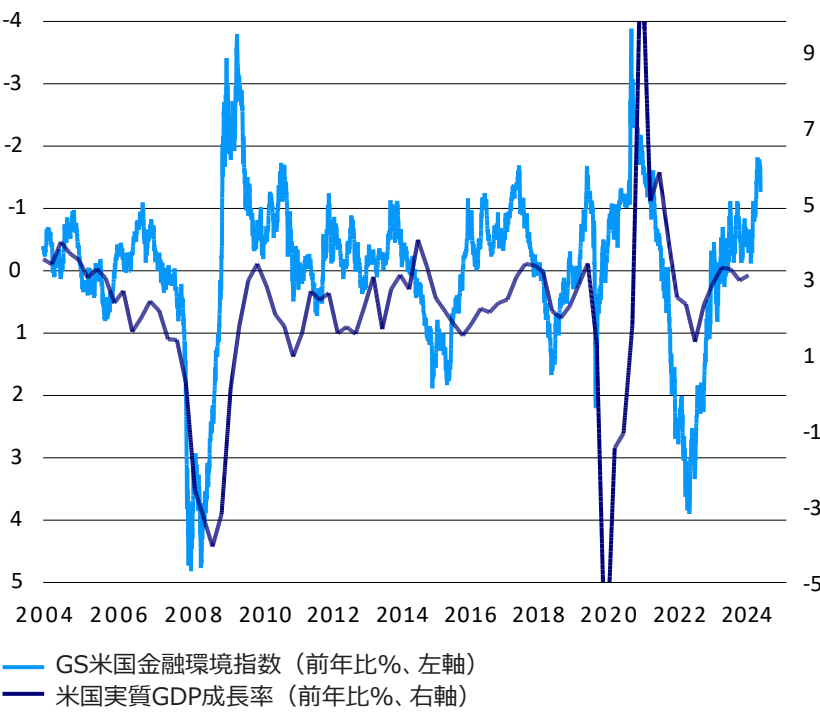
年間実質賃金上昇率



注記：図表は2018年3月から2025年12月までの米国、英国、日本の月次実質賃金上昇率のデータ。日英は9月以降、米国は10月以降が見通し。見通しはインベスコによるもので、点線で表示されている。出所：LSEGデータストリーム、OECD、インベスコ。全てのデータは2024年10月31日時点の最新データ。

金融環境の緩和は通常、今後の成長率改善を示唆

米国の金融環境とGDP成長率



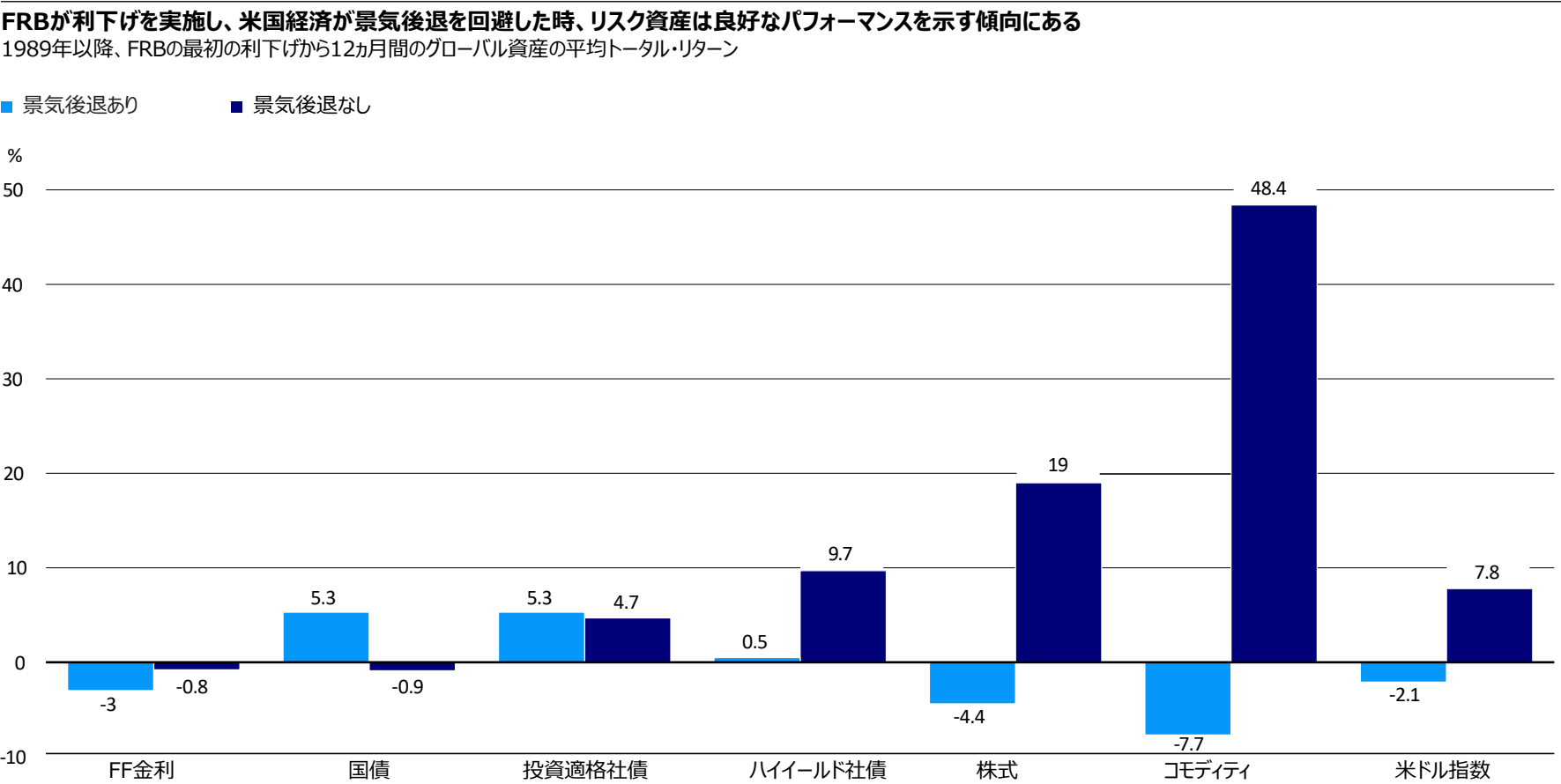
注記：グラフは2004年10月から2024年10月までの米国の日次金融環境を示す。出所：LSEGデータストリーム、OECD、インベスコ。全てのデータは2024年10月31日時点の最新データ。

利下げサイクルはリスク資産に有利な傾向

過去のソフトランディング局面は、コモディティ、株式、クレジット資産に恩恵をもたらしてきた

緩和サイクル期間の資産パフォーマンスは、経済の状態に左右される。過去には、FRBが緩和を実施し景気後退が避けられたとき、リスク資産が好調に推移する傾向にあった。

- 米国株式市場は、歴史的にみて緩和サイクル開始後、（12ヵ月以内に景気後退に陥らない限り）力強いリターンを記録してきた。
- 米国以外の市場も、利下げサイクルでは堅調なパフォーマンスを示してきた。米国がハードランディングを回避した時期には、世界の株式、コモディティ、クレジット資産の全てがプラスのパフォーマンスとなった。
- ソフトランディングが基本シナリオとすると、2025年はリスク資産の取引が良好に推移すると考えている。



注記：過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。データは2024年10月31日時点。グラフは、1989年以降の緩和サイクルにおける、FRBによる最初の利下げ後12ヵ月間のグローバル資産のトータル・リターンを示したもの。全ての緩和サイクルについて全資産のデータが存在するわけではなく、1989年と2005年の緩和サイクルにおける世界のハイイールド債と投資適格社債のリターンは米国のリターンで表されている。

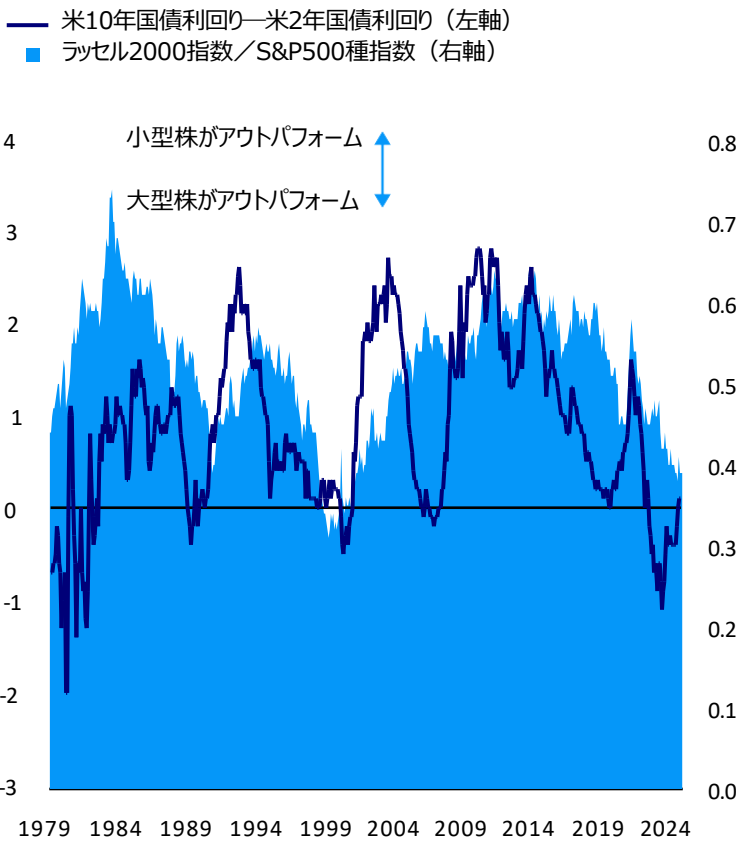
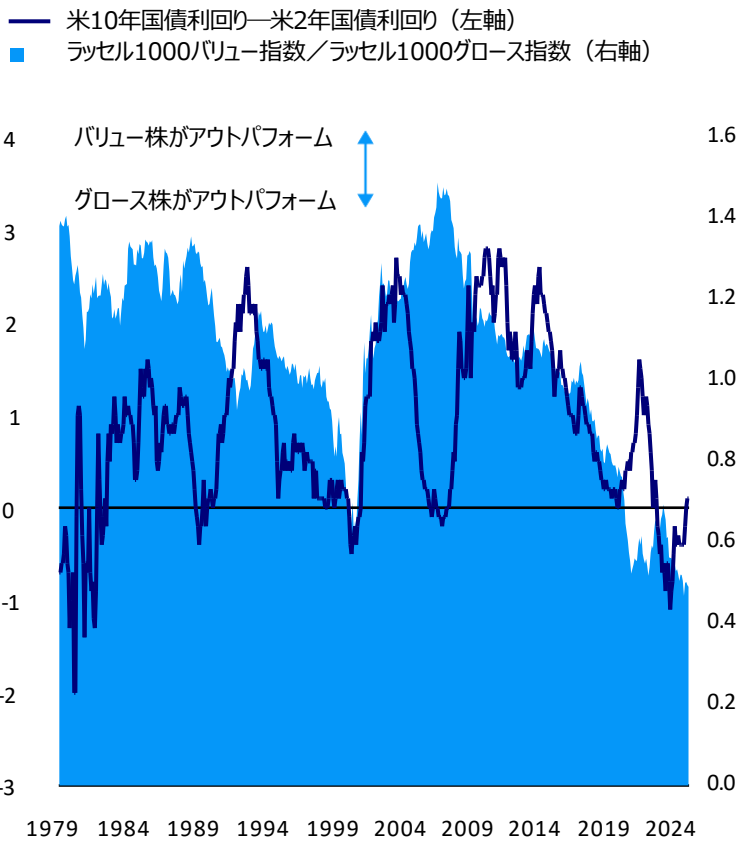
出所：ICE、ICE BofA、MSCI、S&P GSCI、LSEGデータストリーム、インベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。

FRBの緩和サイクル分析におけるグローバル資産。各アセットクラスについて以下のベンチマークを使用（データが入手可能な最初の緩和サイクルの日付入り）：株式＝MSCIワールド（1989年6月）、国債＝ICE BofAグローバル・ガバメント・インデックス（1989年6月）、投資適格社債＝ICE BofAグローバル・コーポレート・インデックス（2001年1月、1989年6月および1995年7月の緩和サイクルについてはICE BofA USコーポレート・インデックスに置き換え）、ハイイールド債＝ICE BofA グローバル・ハイ・イールド・インデックス（2001年1月、1989年6月および1995年 7月の緩和サイクルについてはICE BofA US ハイ・イールド・インデックスに置き換え）、米ドル指数＝DXY USドル指数（1989年6月）、コモディティ＝S&P GSCIコモディティ・トータル・リターン・インデックス（1989年6月）。

株式

金利低下は米国株式市場のマーケットリーダーの交代を促す

金利低下はイールドカーブをスティープ化させ、バリュー株と小型株を押し上げる
米国債イールドカーブ（10年国債利回りー2年国債利回り）対バリュー株/グロース株、小型株/大型株



イールドカーブのスティープ化が市場の幅の拡大をサポート

- イールドカーブをスティープ化させる経済的背景（利下げ、堅調な成長、安定的なインフレ）は、バリュー志向の小型株にとっても追い風となる可能性がある。
- 金利低下は、変動利付債で多くの借入れを行っている企業や、短期で借り換えの必要な企業の金利負担を軽減するだろう。
- 米国の成長が力強さを増すにつれ、特にここ数年売上が横ばいであった中小企業にとっては、売上の成長につながる可能性がある。
- 売上の改善と金利・支出の低下が相まって、2025年にバリュー株や小型株企業の収益の伸びが拡大するだろう。

注記：ラッセル1000 バリュー指数はバリュー志向の銘柄のパフォーマンスを測定。ラッセル1000グロース指数はグロース志向の銘柄のパフォーマンスを測定。ラッセル2000指数は小型株のパフォーマンスを測定。S&P500種指数は、米国内の時価総額上位500銘柄で構成される時価総額加重型インデックス。1979年1月から2024年9月までの月次データ。出所：ブルームバーグL.P.およびインベスコ、2024年10月31日時点。インデックスに直接投資することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

債券

デフレーションとクレジット資産



グローバル・デフレーション

- 米国では、私たちの基本シナリオでは、底堅い成長と継続的なデスインフレを伴うソフトランディングが予想される。欧州では、最近のデータから下半期の成長率の低下トレンドが示唆される一方で、インフレ指標は期待外れとなっている。
- 従って私たちは、ECBが政策調整を加速させることは妥当だと考えている。「中立」金利に達するまで、ECBは毎回の金融政策決定会合で、0.25%の利下げを決定すると予想している。
- FRBは、ソフトランディングのシナリオに沿った利下げを目指している。今後発表される労働市場とインフレに関するデータが、FRBの利下げ幅の調整の際に考慮に入れられるだろう。選挙後、米国の成長見通しが改善すれば、FRBは今後の利下げ幅の見通しを縮小するかもしれない。
- 新興国市場では、外部要因が改善し、インフレが更に後退するにつれて、世界的な利下げサイクルが特にアジアの新興国に拡大していくと予想される。



クレジット資産に関する見解

- FRBを始めとする世界の中央銀行が利下げを実施する中、金融環境は緩和し、世界経済と市場を下支えするだろう。金融環境の緩和と堅調なファンダメンタルズにより、私たちは資産クラス全体を通じてリスクテイクをより前向きに捉えるようになっている。
- FRBがより積極的に動くようになったことから、私たちは投資適格債をより前向きに捉えるようになっており、FRBが機能しているためテールリスクは低下していると考えている。テクニカルは堅調で、投資家は利回りを確保するためにデフレーションを追加しているようだ。
- ハイールド債については、ややポジティブに見ている。スプレッドはタイトだが、ファンダメンタルズは良好となっている。市場の流動性も良好で、債券需要は旺盛に見える。私たちは、セルオフが起きた際にリスク追加することを選好する。
- 私たちは、新興国クレジット資産クラスについては中立の見方を取っている。バリュエーションは適正であり、利回りの多くはイディオシンクラティックなディストレスト・セグメントによるものとなっている。潜在的な調整局面における買いを選好する。

インベスコ・フィックス・インカムの見解



ロブ・ワルドナー、CFA®
チーフ・ストラテジスト
ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ・フィックス
ト・インカム

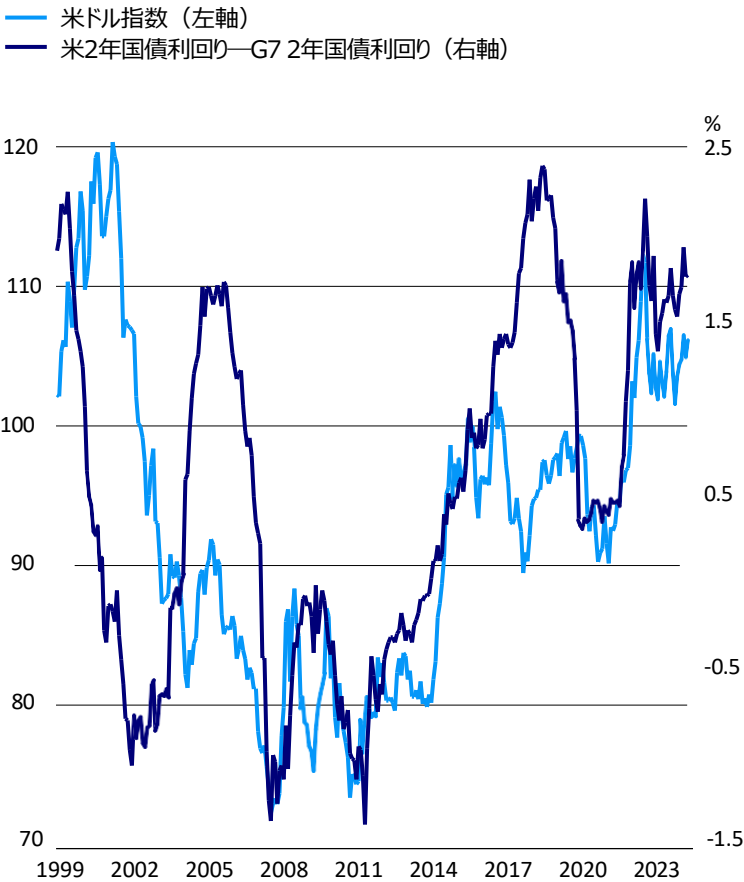


中央銀行による抑制的な政策スタンスからの脱却の動きが、市場の明るい見通しを後押ししている。投資家にとっては、タイトなバリュエーションが難点だ。大半のクレジットのスプレッドは歴史的に見てタイトであり、リターンの上限は限定的だろうと私たちは見ている。バリュエーションからアップサイドが限定的となるとしても、現在の良好なマクロ的背景から、これらのセクターへの投資には見返りがあるはずだ。ただし私たちは、利回りを追いすぎることには慎重な姿勢を取っている。私たちは、リスクをややオーバーウエイトしつつ、市場で調整があればエクスポージャーを追加する余地を残すことを選好する。

米ドル

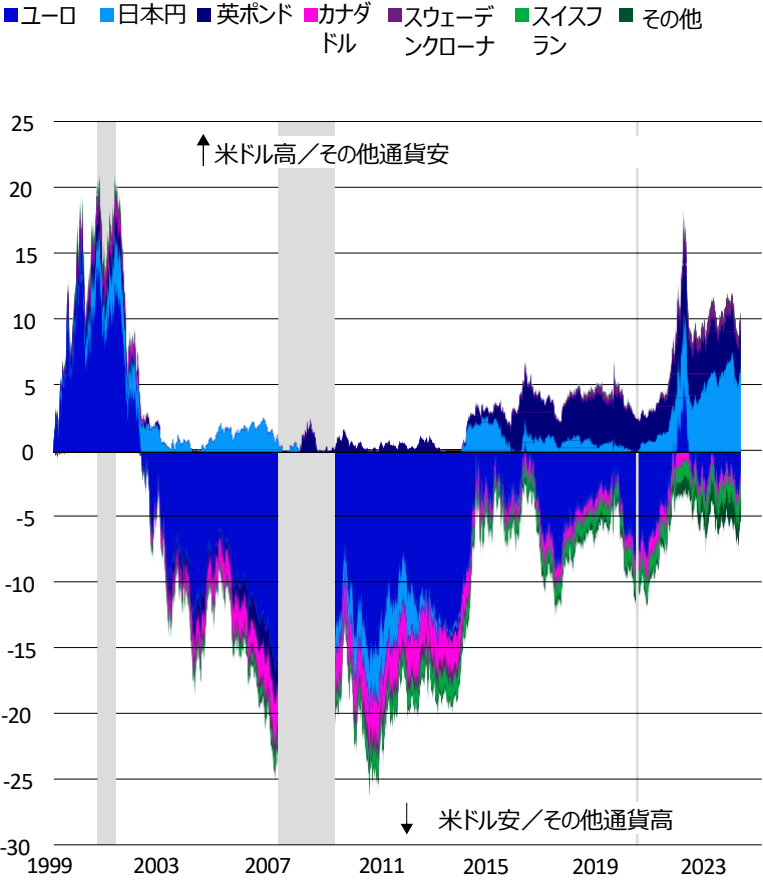
金利変動のペースと大きさが、米ドルの多元的パフォーマンスを示唆

金利スプレッドが最近の米ドルの動きを支配
米ドル対G7諸国の金利差



注記：米ドル指数は、米ドルと世界の主要通貨との平均為替レートを測定。G7は先進民主主義諸国の非公式なグループであり、世界の経済政策の調整やその他の国際問題に対処するため、毎年会合を開催している。出所：ブルームバーグL.P.およびインベスコ、2024年10月31日時点。インデックスに直接投資することはできません。**過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。**

米ドル：幅広い方向感が定まった状態から多様な状態へ
1999年以降の指数推移；各通貨の寄与度



注記：グレーの網掛けは、全米経済研究所による米国のリセッション期間を示す。図表は、名目ドル指数であるDXYの変化に対する各構成通貨の過去25年間の寄与を、1999年9月27日=100として指数ウェイトで調整したもの。上昇（下落）はドル高（ドル安）を意味し、DXY構成通貨にとってはその逆となる。GFCは世界金融危機。出所：マクロポンドおよびインベスコ、2024年10月28日時点の日次データ。

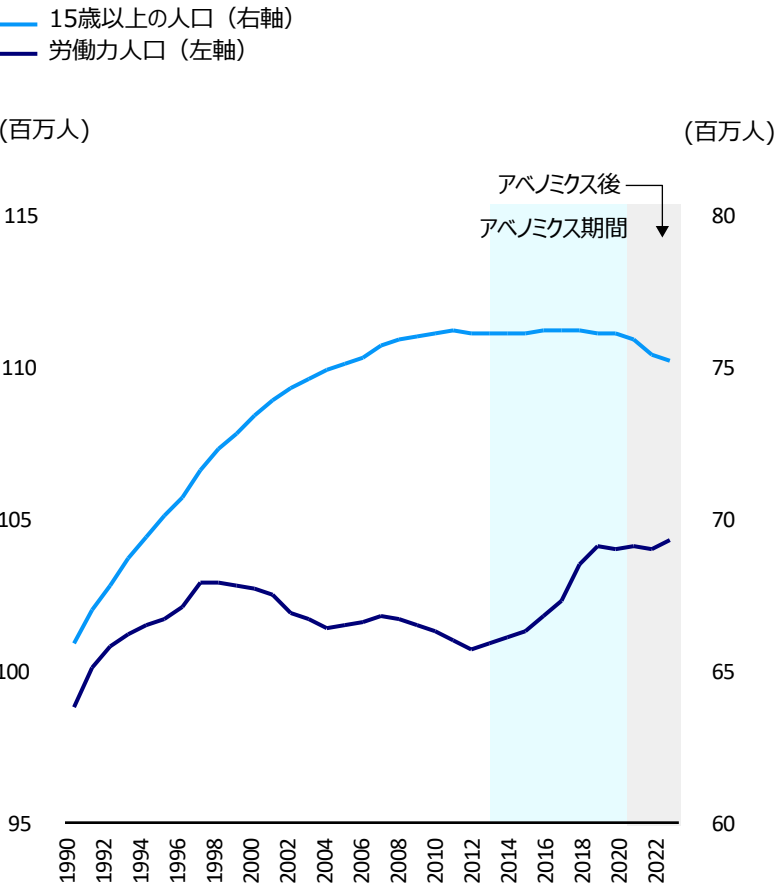
米ドル高サイクルはFRBの緩和により終了する傾向にある

- 過去10年間、米ドルは貿易加重の通貨バスケットと比較して相対的に割高で推移してきた。
- 米ドル高サイクルは、米国と他国の金利差が縮小したときに終了する傾向にある。
- 現在、米国の金利は他のG7諸国よりも魅力的となっている。FRBが金利を引き下げれば、金利差は縮小する可能性があるが、各通貨の動きがどうなるかは、他の中央銀行の政策の道筋に左右される可能性が高い。
- 特に英国ポンドと日本円は、他の通貨に比べて対ドルレートが有利となる可能性がある。こうした差異は、各通貨が、各国の経済成長率およびインフレ率の差に基づいて異なる道筋をたどる見通しとなる、イデオシクラティックな米ドル環境を示唆している。

日本

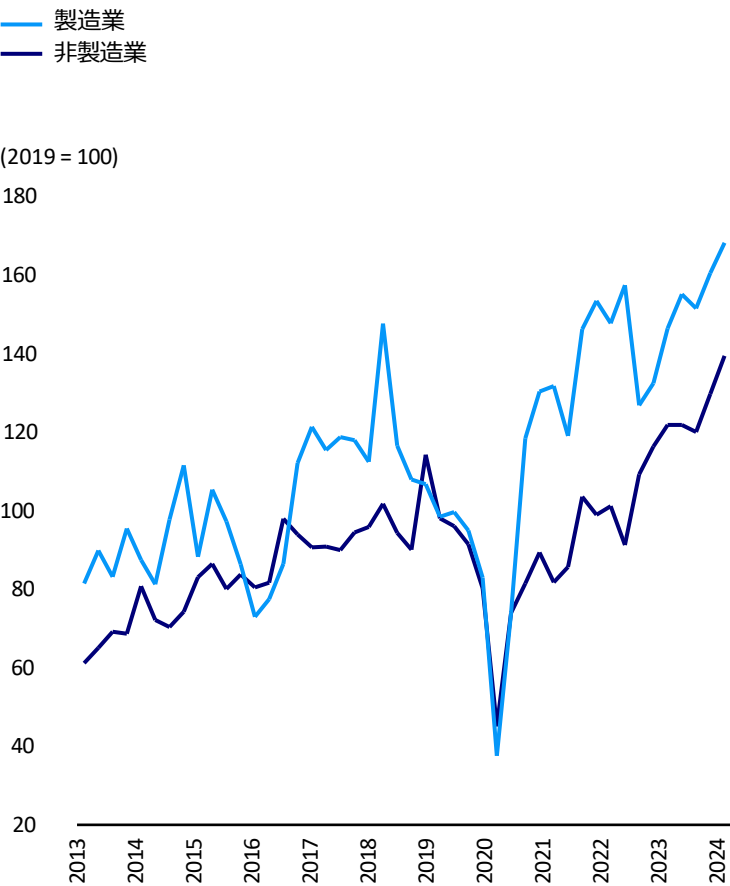
タイトな労働市場が賃金上昇と内需の持続的な拡大をもたらし、企業収益の継続的な上昇につながる

アベノミクス後の日本では労働力人口の増加が止まり、労働市場は構造的にタイトな状況となった
日本の人口と労働力人口



出所：厚生労働省。データは10月25日時点、2024年の数値は2024年1～8月の平均値。

日本企業の利益は価格決定力の向上で堅調な伸びを続ける
日本企業の税引前利益



出所：CEIC。データは日本の財務省がまとめたマクロレベルの企業利益。四半期データは2024年10月25日時点。

日本の構造転換が進む

- 2012～2020年のアベノミクス期間中、日本の労働力人口は、女性と65歳以上の労働参加率が上昇したため、予想外に340万人増加した。
- このため、日本は適切な賃金上昇を達成することが難しかった。しかし、ポスト・アベノミクス期には労働力人口の伸びが停滞し、労働市場が大幅にタイト化したことで、賃金が上昇しつつある。これにより、企業の価格決定力が向上し、より高い収益性を実現できるようになった。
- 期待通り、持続的な賃金上昇は、内需のより持続的な上昇を通じて、日本経済の変革を促すだろう。これは、日銀が金融政策の正常化を継続することにつながるだろう。

新興国市場

世界的な緩和サイクルは、一般的に新興国資産にとって良好

政策的緩和サイクルは、新興国市場のセンチメントをさらに改善し得る
ブルームバーグ新興国市場キャピタル・フロー・プロキシ・インデックス



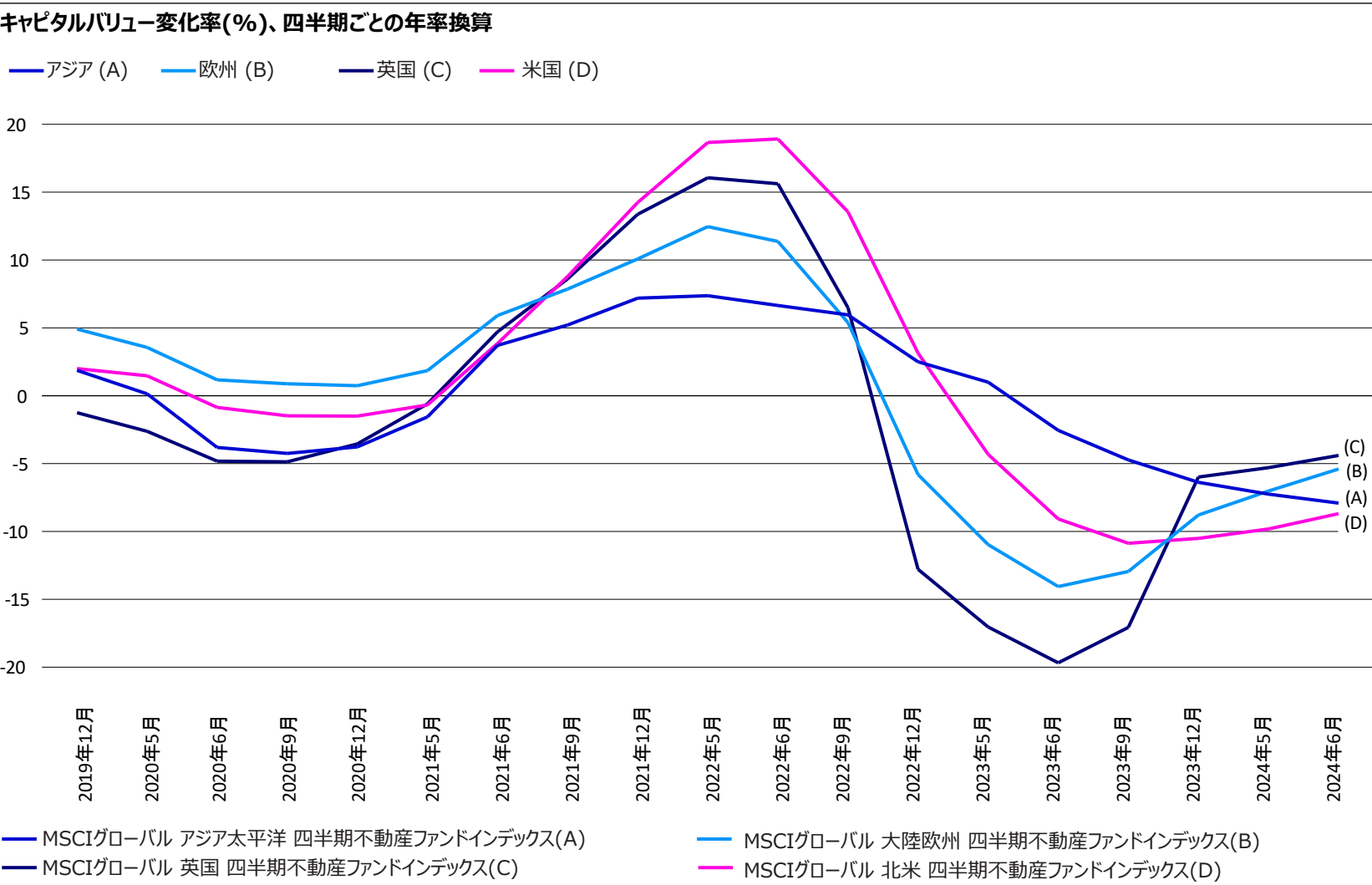
注記：過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。2005年1月7日から2024年10月31日までの日次データに基づく（2024年10月31日時点）。ブルームバーグ新興国市場キャピタル・フロー・プロキシ・インデックスは、新興国市場の資産への流入と流出を模倣するように設計された4つの資産クラスの複合インデックス（MSCI EMIクイティ・インデックス、ブルームバーグEMBI債券・スプレッド、ブルームバーグEM FXキャリー・トレード・インデックス、ゴールドマン・サックス・コモディティ・インデックス）。出所：ブルームバーグL.P.およびインベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。

新興国市場は緩和サイクルにより後押しされるだろう

- 近年、新興国資産は2つのショックに見舞われた。1つは、パンデミック期間の景気後退（およびコモディティ価格への波及的影響）が大きな負の影響を与えたこと。そして、2022年のFRBによる積極的な引き締めが、再び経済に軟化をもたらしたことである。
- これは、魅力的なバリュエーションで新興国市場に投資する機会を生み出したものの、投資には、近々FRBの緩和が実施され、新興国市場の可能性を開くとの確信が必要だったと思われる。2024年は新興国債券と新興国株式のいずれも好調だったが、ブルームバーグの新興国市場キャピタル・フロー・プロキシ・インデックスによると、2023年時点で既に、センチメントの回復は明らかだった。
- 力強いパフォーマンスは今後も続くと考えられる。第一に、FRBは緩和を開始したばかりで、そのプロセスは2025年を通して続くと思われる。第二に、中国の最近の政策イニシアチブは、アジア全体に恩恵を与え得る、成長強化への決意を示している。最後に、ブルームバーグのプロキシ指標は改善傾向にあるものの、極端な水準にはないことから、新興国資産のアウトパフォームが行き過ぎた则认为る理由はない。

不動産

中央銀行の政策転換が不動産の転換点をもたらす



出所：MSCIデータ、最終データポイントは2024年6月30日。

タイミングは地域によって異なるが、価値の転換点が見えつつある

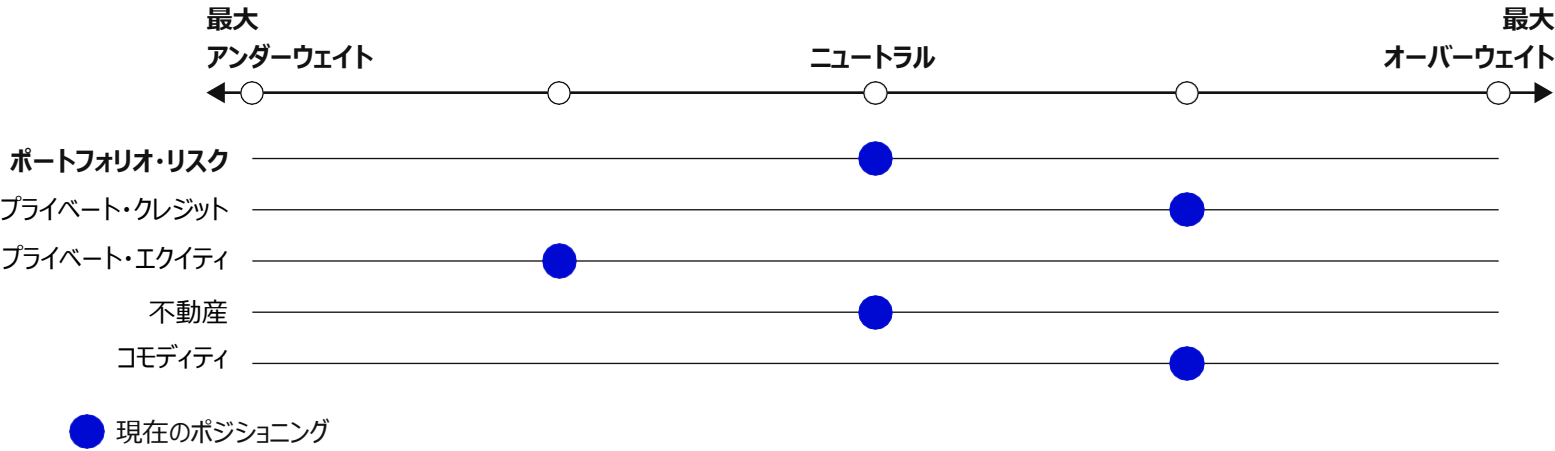
- 9月のFRBの政策金利0.5%の引き下げは、民間不動産投資のセンチメントにポジティブな転換点をもたらした。利下げは予想されていたことではあるが、不動産への影響は大きい。
- 資本市場の観点からは、政策金利の低下により、不動産の負債コストが低下し、キャップレートと負債コストの間にプラスのスプレッドが回復する余地が生まれる。この回復により、プラスのレバレッジの利用可能性が拡大し、取引活動の活性化や、不動産価格の上昇につながるだろう。
- ファンダメンタルズの観点からは、政策金利の引き下げは、商業用・住宅用不動産のテナントにとって、資本コストの低下につながる余地をもたらす。金利の低下の影響が幅広く経済に波及すれば、テナント需要が高まるだろう。

オルタナティブ: プライベート・エクイティより プライベート・デットやヘッジ戦略 を 선호



Jeff Bennett, CFA®
Head of Manager Selection
Invesco Solutions

ポートフォリオ・リスク	プライベート・クレジット	プライベート・エクイティ	不動産	ヘッジファンド
オルタナティブ・ポートフォリオのリスク配分については、成長下振れリスクの高まり、株式の高いバリュエーション、資本市場の動向の穏やかさから、中立を維持している。全体的に、プライベート・エクイティよりもプライベート・デットやヘッジ戦略を 선호する、よりディフェンシブなスタンスをとっている。	ダイレクト・レンディングのスプレッドとオリジナル・イシュー・ディスカウント（OID）に若干の縮小が見られる可能性があるが、リキッド・クレジット戦略に比べれば、オール・イン・イールドは依然として魅力的だと思われる。	公開市場のバリュエーションが高止まりしているため、ドライパウダーは未活用状態が続いており、「非公開化」取引は記録的な低水準となっている。イグジット市場の雪解けは、PEファンドマネージャーや投資家にとって歓迎すべき変化であることから、金利の低下とスプレッドの縮小は、レバレッジド・バイアウト（LBO）の見通しを改善する可能性が高い。	商業用不動産では、バリュエーションの谷と、キャップレートのタイトな水準での安定化により、新たな取引サイクルの開始が間近に迫っているとの確信が高まっている。バリュエーションが上昇し、インフラへのドライパウダーが記録的な水準となっているものの、政策的緩和により、投資家にとっては資本投下の余地が生まれる可能性がある。	プライベート・エクイティが脇に追いやられた状態にあることから、M&Aによる資本市場の活動が限定的であるにもかかわらず、イベント・ドリブン戦略のスプレッドは依然として高い。



出所：インベスコ・ソリューション、2024年10月31日時点の見方。

グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス：今後、好ましいと考えられる資産

下方シナリオ

政策的ミス：成長がアンダーシュート

直近のデータに部分的に軟化が見られ、米国を含む主要国の成長が持続的に減速しつつあることを予感させる。経済活動が停滞するにつれ、中央銀行は成長減速に歯止めをかけるべく更なる利下げを実施し、その結果、前半はトレンドを下回るパフォーマンスとなるものの、年後半にはトレンドに向かって回復していく。

選好する資産…

- 株式：米国
- 債券：デフレーションをオーバーウェイト
- コモディティ：金
- 通貨：米ドル、日本円

基本シナリオ

トレンド成長後に再加速、FRBは中立金利政策へ、他の中央銀行は利下げサイクルを継続

多くの主要先進国での政策的緩和と実質賃金の上昇に支えられ、2025年を通じて世界経済は潜在成長率に近い水準で成長する。FRBは2025年末までに中立金利政策に移行。米国の成長率はトレンドまで減速するが、その後再加速し、ほとんどの先進国の成長率を上回る。一方、欧州と英国は現在の相対的に弱含んだ状態から改善。中国の成長率は依然としてトレンドを下回るものの、直近の景気刺激策によって上方サプライズの可能性が高まる。

選好する資産…

- 株式：
 - 米国以外の先進国、特に英国と日本
 - 中小型株、シクリカルセクター、バリュー株、米国を含む
- 債券：
 - デフレーションをややオーバーウェイト
 - ハイイールド債、バンクローン
- コモディティ：ベースメタル
- 通貨：日本円、英ポンド

上方シナリオ

成長のゴルディロックス

インフレの低下と利下げにより、ほとんどの国でゴルディロックス的な環境が実現し、波及効果が私たちの基本シナリオよりも多くの地域に拡大する。これによりほとんどの主要国で、インフレ率が目標に近い水準で推移し、潜在成長率で成長する期間が訪れる。中国も予想以上に改善し、新興国市場全体の底上げを後押しする。

選好する資産…

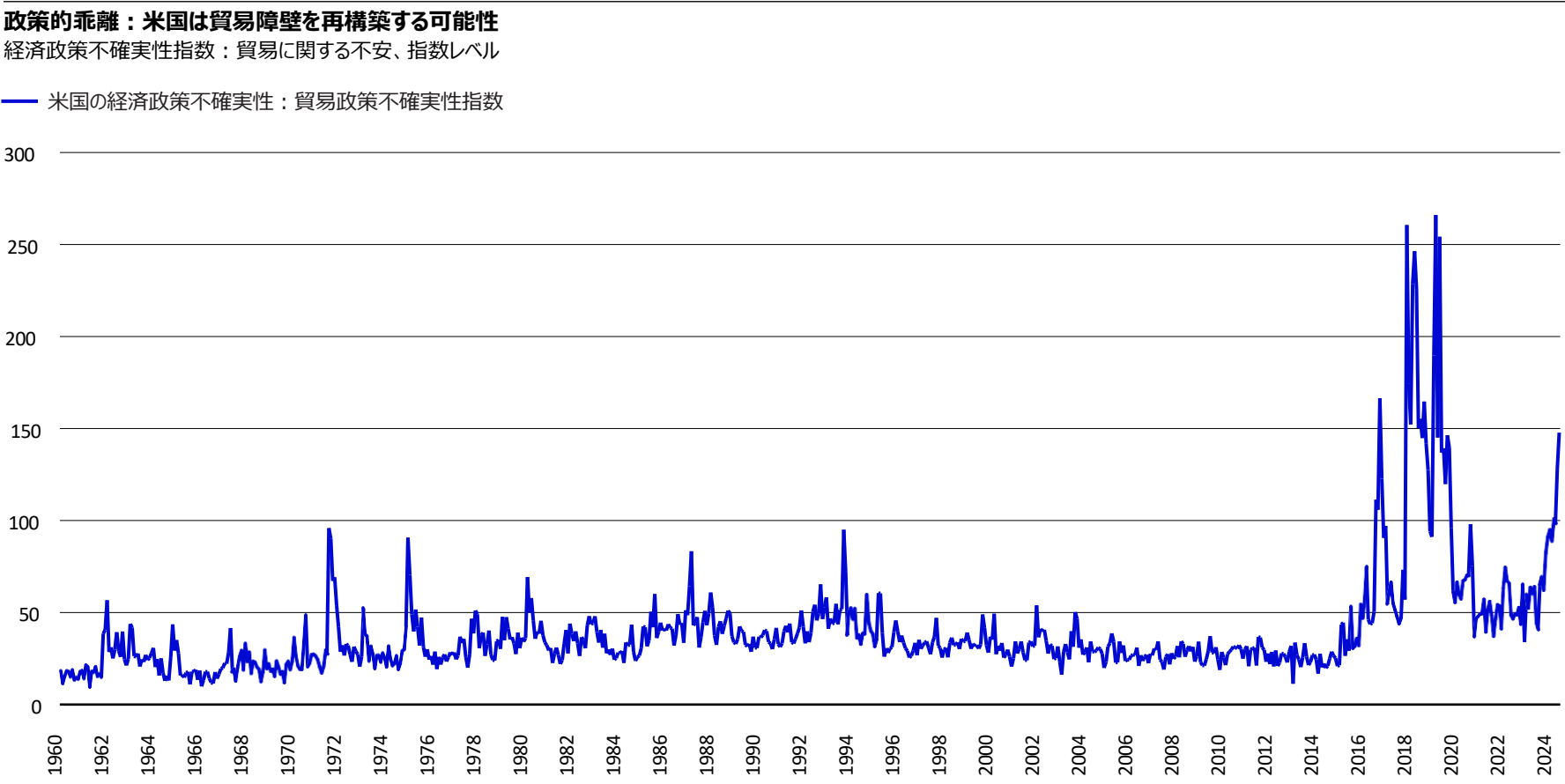
- 株式：新興国市場および中国
- 債券：ハイイールド債、新興国現地通貨建て国債およびバンクローンを含むプライベート・クレジット
- コモディティ：インダストリアル・コモディティ、エネルギー
- 通貨：コモディティ通貨

スウィング・ファクター1：トランプ次期大統領が世界の貿易に混乱をもたらす可能性

トランプ政権は、関税政策により米国の貿易を再構築する可能性が高い

トランプ次期大統領が2025年初めに就任することが決まっており、貿易および移民に関する政策の不確実性が高まっている。就任前でさえ、期待値設定を通じて市場や政治を混乱させる可能性がある。これは米大統領の権限が、議会の承認が必要な国内政策よりも、外交政策に対して強いためである。

- トランプは、関税、厳格な入国制限、不法移民の強制送還など、スタグフレーションにつながり得る、かつ世界の成長にも波及的影響を及ぼす可能性が高い政策を、大規模かつ迅速に実施すると公約している。
- トランプは規制緩和と減税も公約に掲げているが、これは選挙での圧勝により共和党が議会をも掌握したことから実現する可能性が高く、米国の投資、雇用、賃金、生産性をさらに押し上げる可能性がある。ネットの効果としては、リフレあるいはインフレとなる可能性がある。
- こうした政策転換はFRBにとって制約となり、ドル高に向かう可能性があり、「アメリカ・ファースト」の世界市場パフォーマンスとなることが示唆される。



出所：マクロボンドおよびインベスコ、2024年10月31日時点。

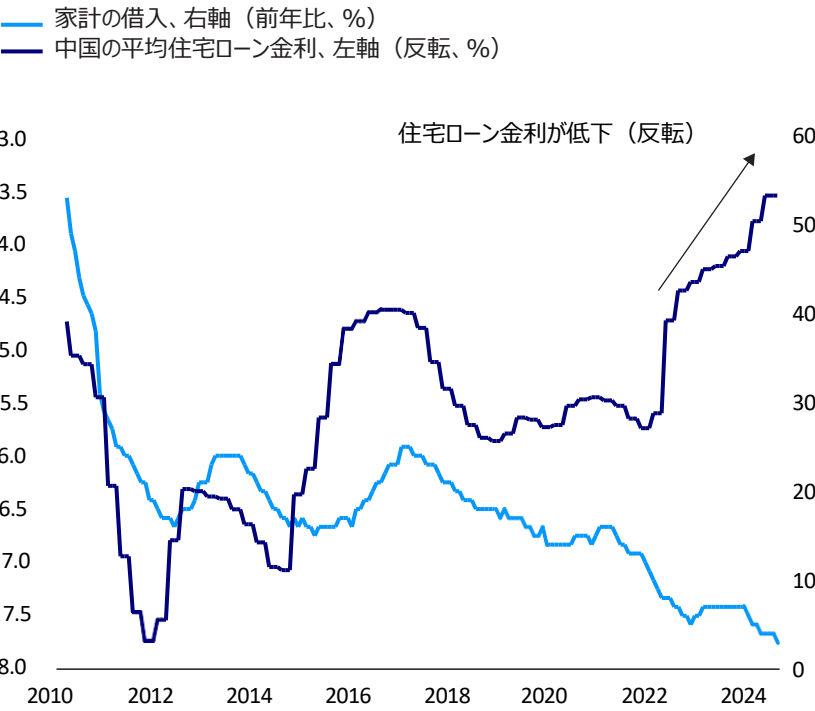
スウィング・ファクター2：中国の景気刺激策が成長を再び活性化する可能性

中国の景気刺激策の強化によりアップサイドの可能性が高まる

家計・企業が中国での消費・投資に消極的だったため、2024年の中国国内の成長は困難に直面した。9月以降、一連の景気刺激策の発表により、中国の金融市場が再活性化し、成長回復への期待がかき立てられた。これは世界経済と株価にプラスの波及効果をもたらすだろう。

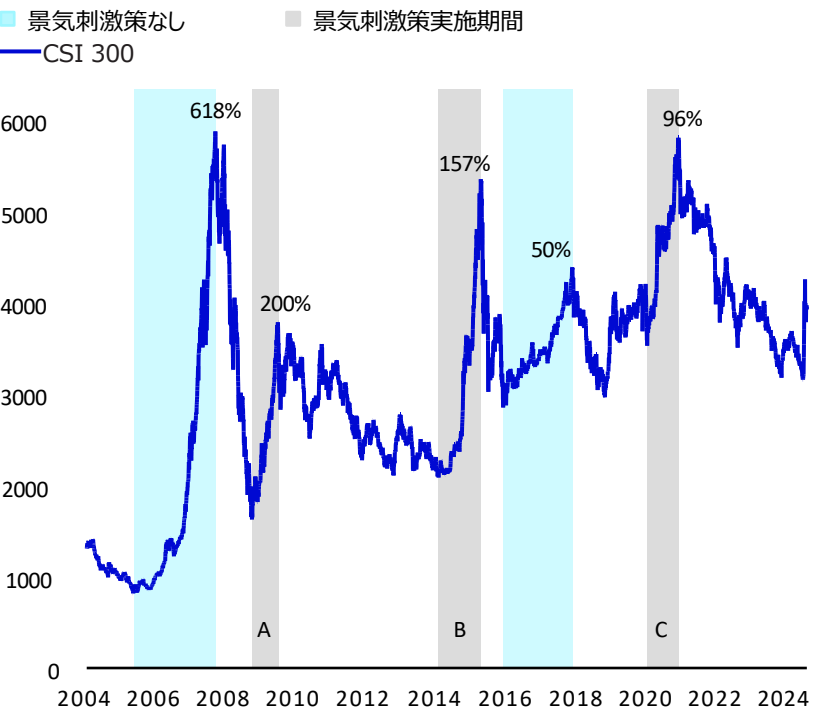
- 現在、住宅投資額が依然として限定的であることに加え、住宅販売も予想より低調であるため、住宅在庫が積み上がっているとみられる。最近の住宅ローン金利の引き下げは、家計の借入と消費拡大を促すものだが、借入は今のところ低調となっている。
- 政策当局が財政刺激策を打ち出せば、投資家のネガティブなセンチメントは薄れる可能性がある。歴史的に見て、中国の経済パフォーマンスと株式市場のパフォーマンスにはほとんど相関関係がない。政策の影響の方が大きい傾向にある。最近の政策モメンタムによって投資家心理がさらに変化しないか、引き続き注視していく。

住宅ローン金利の低下は家計の借入を刺激するには至っていない
中国の住宅ローン金利と家計の借入



注記：家計の借入には、家計に対する全ての与信が含まれる。2010年3月から2024年9月までの月次データ。
出所：ブルームバーグL.P.およびインベスコ、2024年10月4日時点。

景気刺激策が中国株を押し上げた期間
CSI300インデックスと景気刺激策の実施期間



A: 4兆元の財政出動と2.2%の利下げ
B: 1.65%の利下げ、2～3兆元の再生計画
C: 4.6兆元の財政出動と0.5%の利下げ

注記：本チャートでは、CSI300インデックスの価格が谷からピークまで50%超上昇した期間を重要な景気刺激期と定義。2004年2月から2024年9月までの日次データ。
出所：ブルームバーグL.P.およびインベスコ、2024年10月31日時点。

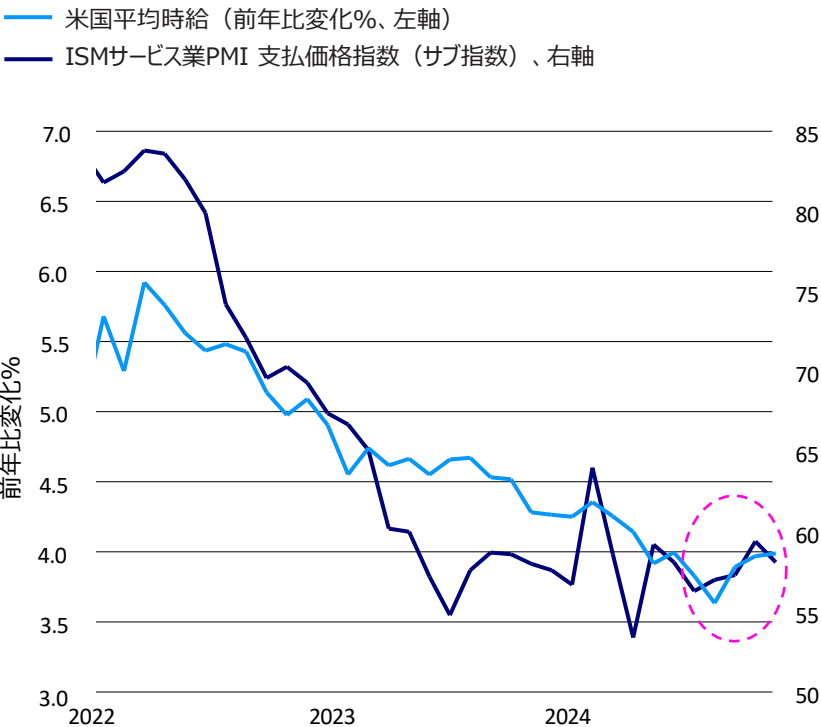
スウィング・ファクター3：インフレ再来の可能性

インフレは低下しつつあるが、再び上昇する可能性はゼロではない

多くの地域の市場および政策当局は、成長とその下振れリスクに目を向けるようになってきている。私たちの基本シナリオではないものの、インフレが再来すれば、現在の見通しに大きな変化をもたらし、政策緩和とその結果としての景気浮揚に対する期待を再調整する可能性があると考えられる。

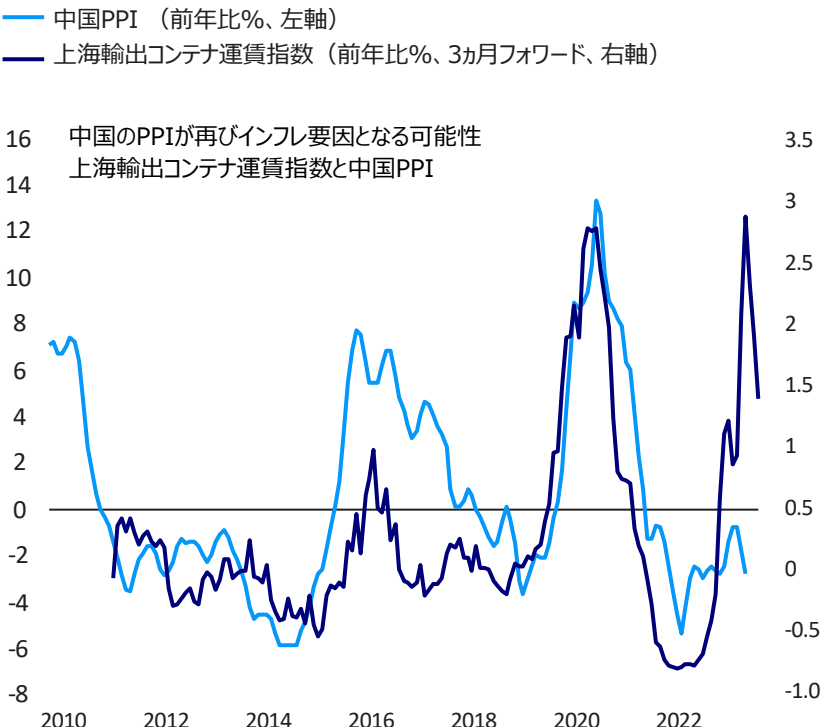
- 最近の1つの懸念材料として、米国の賃金とISMサービス業価格指数の上昇があり、今のところ心配するほどではないが、インフレが再び市場要因として浮上するリスクを浮き彫りにしている。
- 海上運賃などのサプライチェーン要因が、インフレを経済に取り込む可能性がある。例えば海上運賃はここ数カ月上昇しており、財インフレにパススルーされる可能性がある。
- 原油価格は、世界経済の成長加速に伴い、現在の水準から上昇する可能性がある。原油供給ショックは私たちの基本シナリオを狂わせ、インフレと成長率に打撃を与えるだろう。
- 米国のトランプ次期政権に関連する要因も、政策の不確実性と貿易政策の方向転換により、インフレの方向に導く可能性がある。

インフレは2024年第1四半期のように復活する可能性がある
米国の賃金とISMサービス業PMIのサブ指数



注記：2022年1月から2024年9月までの月次データ（2024年10月31日時点）。
出所：米供給管理協会、米労働統計局、インベスコ。

海上輸送コストはここ数カ月で大幅に上昇
上海輸出コンテナ運賃指数と中国生産者物価指数（PPI）



注記：上海輸出コンテナ運賃指数は、上海を含む中国の主要港からのコンテナ輸送の足元の運賃を示す。上海発の最も利用されている貿易ルートに基づく：欧州、地中海、米国、ペルシャ湾、ニュージーランド、西アフリカ、南アフリカ、日本、東南アジア、韓国。図表は2010年11月から2024年9月までの月次データ。
出所：ブルームバーグL.P.およびインベスコ、2024年10月31日時点。

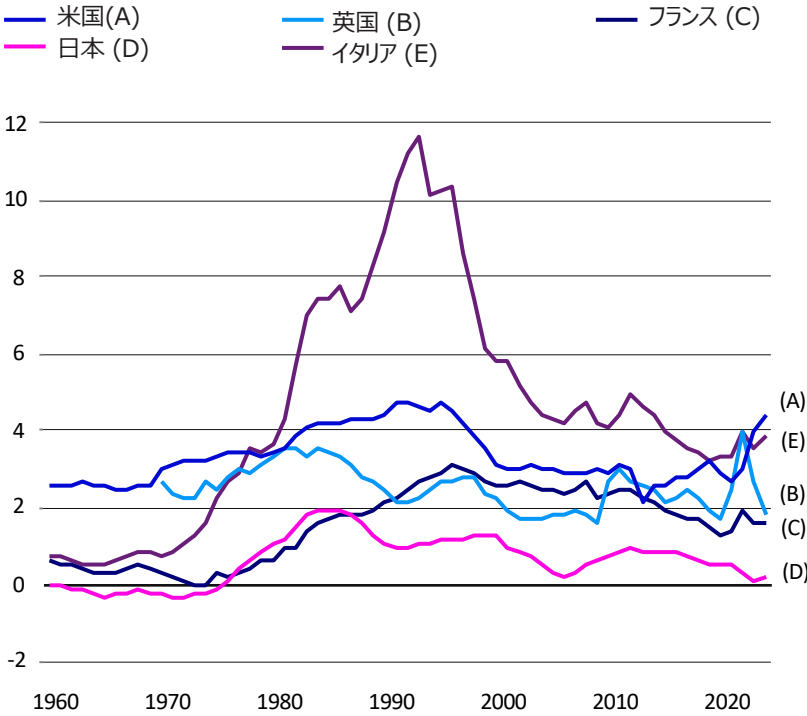
スウィング・ファクター4：財政的なプレッシャーが政府支出のトレンドを変える可能性

新型コロナウイルス後の政府支出と産業政策により、複雑な財政的背景が残された

インフレの上昇とタイトな労働市場にもかかわらず、パンデミック以降、政府は多額の支出を行ってきた。現在、投資家は政府のバランスシートの状態に懸念を強めている。政府支出が後退すれば、成長に影響が出るかもしれない。

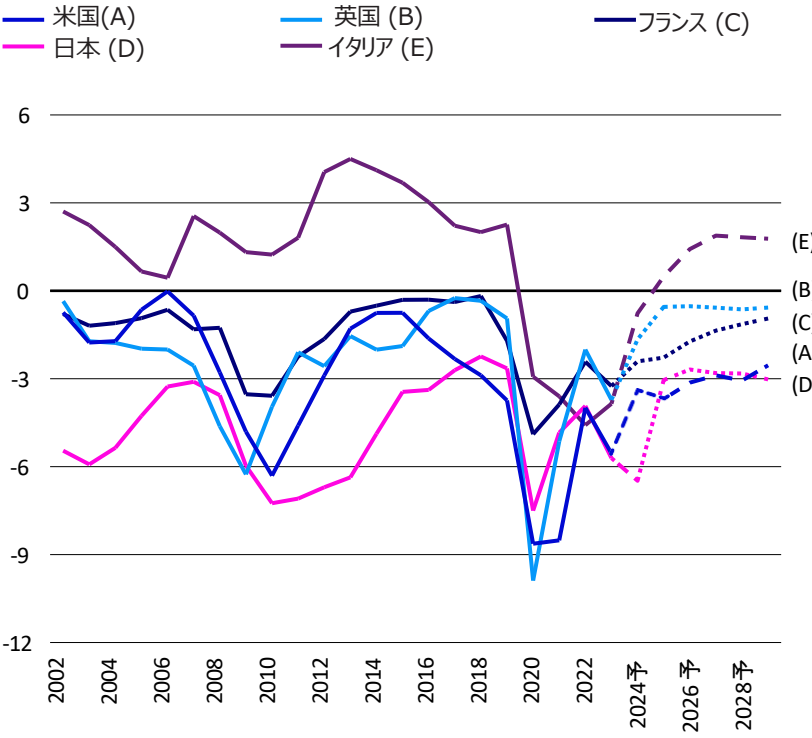
- 主要国の、潜在成長率を上回る最近の成長は、部分的には大規模な財政支出によって牽引されてきた。現在、マクロ環境は（パンデミック期間の経済と比べて）より正常化しているにもかかわらず、財政の蛇口はほぼ開いたままとっている。
- もし各国政府が拡張的な財政政策を抑制すべく財政支出を削減すれば、成長にとって逆風となり、2025年に期待されている再加速の度合いが制限されるかもしれない。
- フランス、ドイツ、イタリア、およびユーロ圏のその他の国々における財政再建も、成長、投資、消費にとって下方圧力となる可能性がある。

一部の主要国では、過去に比べて債務返済の支払いが増えている
債務返済、対GDP比%



注記：1960年から2024年までの年次データ。債務返済は、各国政府の数値に基づき、通年GDPに対する比率として算出。2024年のデータは、入手可能な最新データに基づく推定値。
出所：OECD、データストリーム、インベスコ、2024年10月31日時点。

雇用は好調であるにもかかわらず政府支出は増加、しかし縮小する可能性も
循環調整後財政収支、対GDP比%



注記：循環調整後財政収支は、経済が潜在的な総生産水準にあると仮定した場合の政府支出の一般的な割合。言い換えれば、失業保険などの自動安定化装置の効果は除外されたもの。
出所：国際通貨基金、マクロボンド、インベスコ、2024年10月31日時点。2004年から2023年までは年次データ、2024年から2029年まではIMFの予測データ。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのグローバル・マーケット・ストラテジー・オフィスおよび各運用チームの運用プロフェッショナル（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・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306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