

# 金利上昇の問題

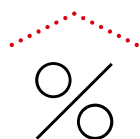
金利上昇が2024年の投資戦略に与える影響について



2024年の投資見通し

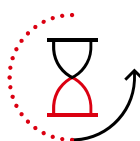
## 高水準の政策金利と与信環境の引き締めから 「金利上昇の問題」が生じている

こうした環境は経済とビジネスの成長に課題をもたらしており、投資家はこれに備える必要がある。



### 金利上昇の問題

金利上昇と与信環境の引き締めはインフレの抑制につながったが、景気後退に陥るリスクがある。



### 新たなパラダイム

2010年代とは大きく異なる新しい経済体制が到来している。過去10年間に見られたような超低金利と、成長資金に対する多くの信用供与が戻ることは期待できないと思われる。

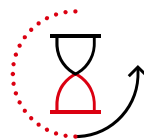


### ディフェンシブ・グロース


市場は「ソフトランディング」を予想。つまり、景気減速に伴いインフレ圧力は後退するが、成長は引き続きプラスになるという見方である。当社は逆風のシナリオを想定しており、ポートフォリオにおいてはディフェンシブな戦略に焦点を当てている。こうしたなか、「債券の投資妙味が復活」と考えている。

当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。


# 2023年の主要な市場テーマ

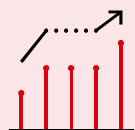
 金利見通し  
「より高くより長く」

 中国経済の  
冴えない動き

 インフレ鈍化傾向

 AIブーム

 先進国の中央銀行は  
政策転換するか

 底堅い米国経済

2023年の米国経済の驚くべき底堅さは、消費を支え続けてきた高水準の過剰貯蓄（コロナ禍において消費者が蓄えた貯金）によるものである。企業利益も堅調となっている。企業はインフレ高進の環境下で値上げを実施した一方、預金からより多くの利子を得る機会を享受してきた。こうしたなか、米国株はアウトパフォームしている。現在、前述の過剰貯蓄は枯渇しているが、こうした貯蓄が景気後退を回避するというよりも、むしろ景気後退を遅らせてきたと会社は見ている。

# 今後の見通し

当面のインフレ指標は不安定な動きになると思われるが、全体的な傾向としては、インフレ率は2024年にかけて中央銀行のインフレ目標に向けて低下すると考える。

当社の標準シナリオでは、景気減速と企業利益の伸びの鈍化をリスクとして十分に織り込んでいる。これは、現在の市場価格に反映されている見通しよりもやや悲観的である。

当社では2024年下半期に多くの中央銀行による利下げを予想している。労働市場の動向次第では、米連邦準備制度理事会（FRB）が現在の市場予想を上回る利下げを実施して、市場にサプライズを与える可能性があると考ええる。

さらに先を見据えると、2010年代に慣れ親しんだインフレ率と比較して、中期的にインフレ率が高くなる要因が数多くあると思われる。

全体として、インフレ率と金利が2010年代に比べて若干高くなり、新たなパラダイムに向かっていると見ている。こうした環境の下で、当社では2024年の投資戦略においてはディフェンシブのアプローチを選好したい。

## 標準シナリオ 金利上昇の問題

マクロ



**西側諸国：**与信環境の引き締めにより、GDPおよび企業利益の成長が低迷

**東側諸国：**足取りの重い中国の成長。日本とインドは堅調な成長

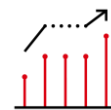
政策



**西側諸国：**2024年半ばにFRBとECBは利下げ。量的引き締めの中断？財政政策は若干手詰まりに

**東側諸国：**中国の政策は段階的に緩和、日銀はイールドカーブ・コントロールを撤廃、アジアの中央銀行は2024年下半期に金融緩和

市場



**債券の投資妙味が復活**する半面、流動性の高いオルタナティブ資産は2024年において精彩を欠く

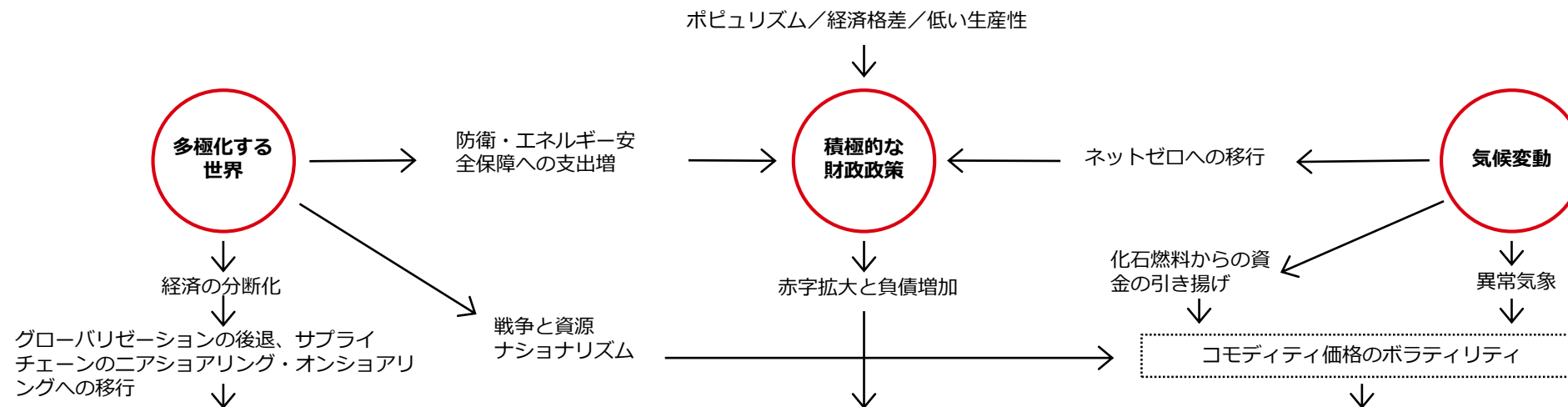
グローバル・クレジット、プライベート・クレジット、株式ファクター、先進国および新興国市場の選定などにおいて、選別的なアプローチを通じた**ディフェンシブ・グロース銘柄を選好**

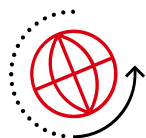
# 新たなパラダイムへの移行

新たなパラダイムには3つの主要な推進力があると考える。

1. 国際的な協調が低下し、グローバル化が後退した、新たな多極化世界。これは、製造コストおよびサプライチェーン・コストの上昇、ひいてはインフレの要因となる可能性がある。
2. ポピュリズム、環境への懸念、格差拡大の時代において、政治的な事項が最優先され、これに関連した政府支出がより多く見られている。こうしたことは、過去10年間に見られた緊縮財政と予算削減、また当時の中央銀行による景気刺激に向けた大規模な取り組みとは対照的である。
3. 気候変動とネットゼロへの移行による影響と、それに対処するための政策。

## 従来のマクロ環境とは異なる新たなパラダイム





## 新興国市場には魅力がある

米国の金利上昇と中国の経済成長鈍化という現在の環境は、新興国市場にとり良い兆候ではない。ただし、市場は将来の動向に基づいて取引される。

FRBの利下げサイクルが新興国市場への資金流入を促進した1990年代前半のように、同サイクルが新興国市場のパフォーマンスを強く押し上げる可能性があることは認識されている。

歴史は正確には繰り返さないかもしれないが、2024年下半期にFRBの利下げが予想より早まる可能性があることから、投資家は来年の新興国市場（特にインドとメキシコの債券、中国のA株銘柄）に着目すべきと考える。

バリュエーションは重要である。新興国市場のバリュエーションは、概ね先進国市場のバリュエーションよりも低く、また、各々の過

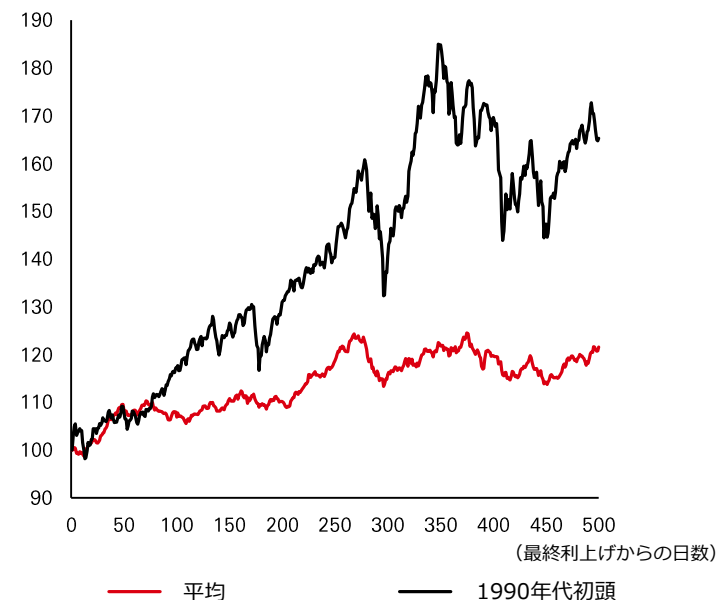
去水準と比較しても低い状況にある。企業利益に基づいたバリュエーションでは、例えばブラジル株式は10年間平均の半分以下の水準にある。

重要なことは、個々の新興国の成長ストーリーはまちまちであり、新興国資産においては多様化が見られることである。例えば、インドにおける長期的なストーリーは、生産性、デジタル化、ハイエンド製造、インフラストラクチャー、拡大する若年層を背景とした人口動態などを中心に展開しており、この成長ストーリーは大きく変わらないと見ている。

また、世界経済における新興国のシェア拡大は、人口動態の優位性と並んで、長期にわたり広範な投資機会を提供するものとする。

### FRBの利上げ打ち止め後の新興国市場のパフォーマンス

(FRBの利上げ打ち止め後の新興国インデックス)



出所：HSBCアセットマネジメント、マクロボンド、2023年11月  
過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。

投資の価値およびそこから得られる収入は増減します。このため、金融商品の価格は上下する可能性があり、投資家はファンド、またはそのポートフォリオへの当初の投資額を取り戻せない可能性があります。



# ディフェンシブ・グロースに向けたポートフォリオの再構築

## 債券の投資妙味が復活

景気低迷とインフレ鈍化は、国債にとり支援材料となる一方、株式にとり厳しい環境となるはずだ。一般的には、世界の債券の一部に選別的な好機があると考えられる。これには、米国債、欧州中核国の債券市場の一部（英国やドイツなど）、投資適格社債、証券化商品などが含まれる。ハイ・イールド社債の利回りは現在、過去の株式リターンと同水準となっているが、景気減速により、格付けのより低い企業にはデフォルト・リスクが増大していることに留意が必要である。

## 株式における多様なストーリー

米国株に対しては慎重な見方を必要とする2つの課題に直面していると考えられる。まず、景気減速が見込まれる中で、2024年の期待利益成長率は高過ぎると思われる。次に、国債から得られる利回りと比較すると、バリュエーションに割高感が見られる。

一方、欧州株には相対的に割安な模様であり、大きな不況が現実化しない限り、下げ幅は限定的だろう。

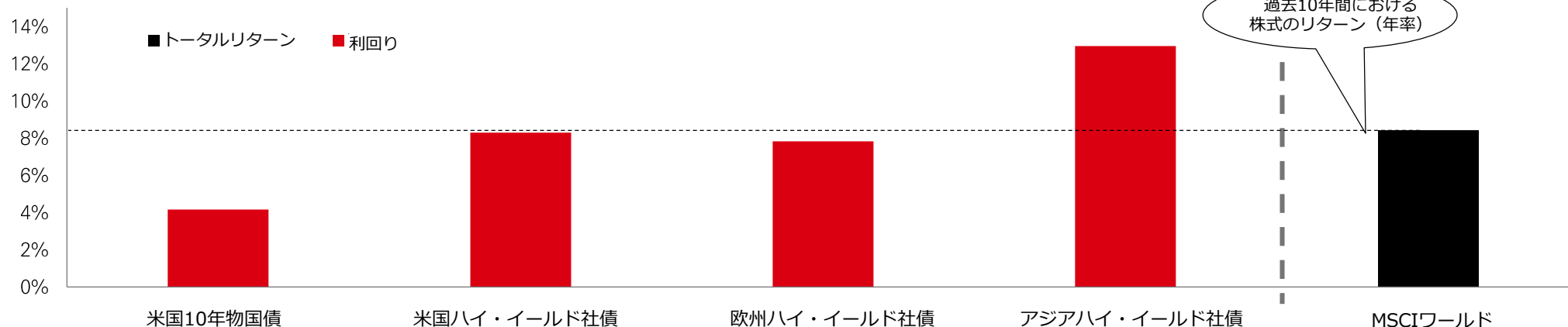
日本株は短期的および長期的に先進国市場の中でアウトパフォームする可能性があると考えている。サプライチェーンの再構築、半導体への新規投資、企業改革といった構造的な追い風がある。

## 新興国市場に着目

FRBの利下げは新興国のパフォーマンスにとり極めて好材料となる可能性がある。株式または現地通貨建債券の双方を投資家は投資対象として検討する必要があると考える。

## ハイ・イールド社債の平均利回りは株式の過去リターンを上回る

ハイ・イールド社債の利回り(税引き前)と過去の株式市場のリターンとの比較、%



過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。リターンは指数によるものであり、費用や通貨の考慮事項は反映されていません。出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年12月

# 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](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）



