

インベストメント・マンスリー 2024年9月

マーケット・ローテーション



HSBC Asset Management

要旨

マクロの見通し

- ◆ **インフレ圧力は西側諸国と新興国全体で緩和している。**これにより米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げの可能性が高まり、多くの新興国で既に実施されていることもあり、世界的な利下げサイクルが加速することになる。
- ◆ **当社の標準シナリオは引き続きソフティッシュ・ランディング**（多少の景気減速や資産価格の下落が見られても、インフレは抑えられる）である。しかし、世界的に経済成長において「多段階」が引き続き見られる。米国では景気後退リスクが高まり、中国では成長およびデフレ懸念が生じている。
- ◆ **利益成長は今後「裾野が広がる」はず**であり、非テクノロジー株と米国以外の市場における利益成長が改善するだろう。

投資戦略の主なポイント

- ◆ 世界的な経済の冷え込みと政治的不確実性の高まりの中で、投資家は**市場のより不安定な動き**に備える必要がある。
- ◆ **当社の標準シナリオはソフティッシュ・ランディング**である。これが実現すれば、市場の「グレート・ローテーション（債券などの安全資産から、株式などの高リスク資産へ投資資金がシフトすること）」への道となり、バリュー株、新興国株、小型株が堅調に推移するだろう。
- ◆ 債券市場では、利回り曲線にて構造的に「**スティープナー（曲線がスティーブになることで利益が上がるポジションを指す）**」への好機があると考え。プライベートクレジットは引き続き魅力的。
- ◆ **新興国は米ドル安の恩恵を受けるはず**であり、多極化した世界において特異な収益源となり得る。

中央銀行の政策

- ◆ FRBは連続的な利下げを実施する必要がある。**2025年半ばまでにFF金利は3.50%に低下すると予想している。**
- ◆ **米国の財政政策は下半期から2025年にかけて成長を多少抑制する可能性はあるが、これは11月の大統領選挙結果に大きく左右されるだろう。**
- ◆ **中国では名目成長の弱さに対処するため、さらなる政策緩和が必要**である。当局は景気支援を公約している。
- ◆ インフレ率が目標を上回り、賃金上昇率がさらに上昇すると、**日銀は追加利上げを行う**と見ている。

マクロおよび市場シナリオ

ソフティッシュ・ランディング

インフレ率は目標付近で安定。引き締めの金融環境に伴いGDP成長率がトレンドラインを下回る。企業の利益成長率は1桁台半ば。

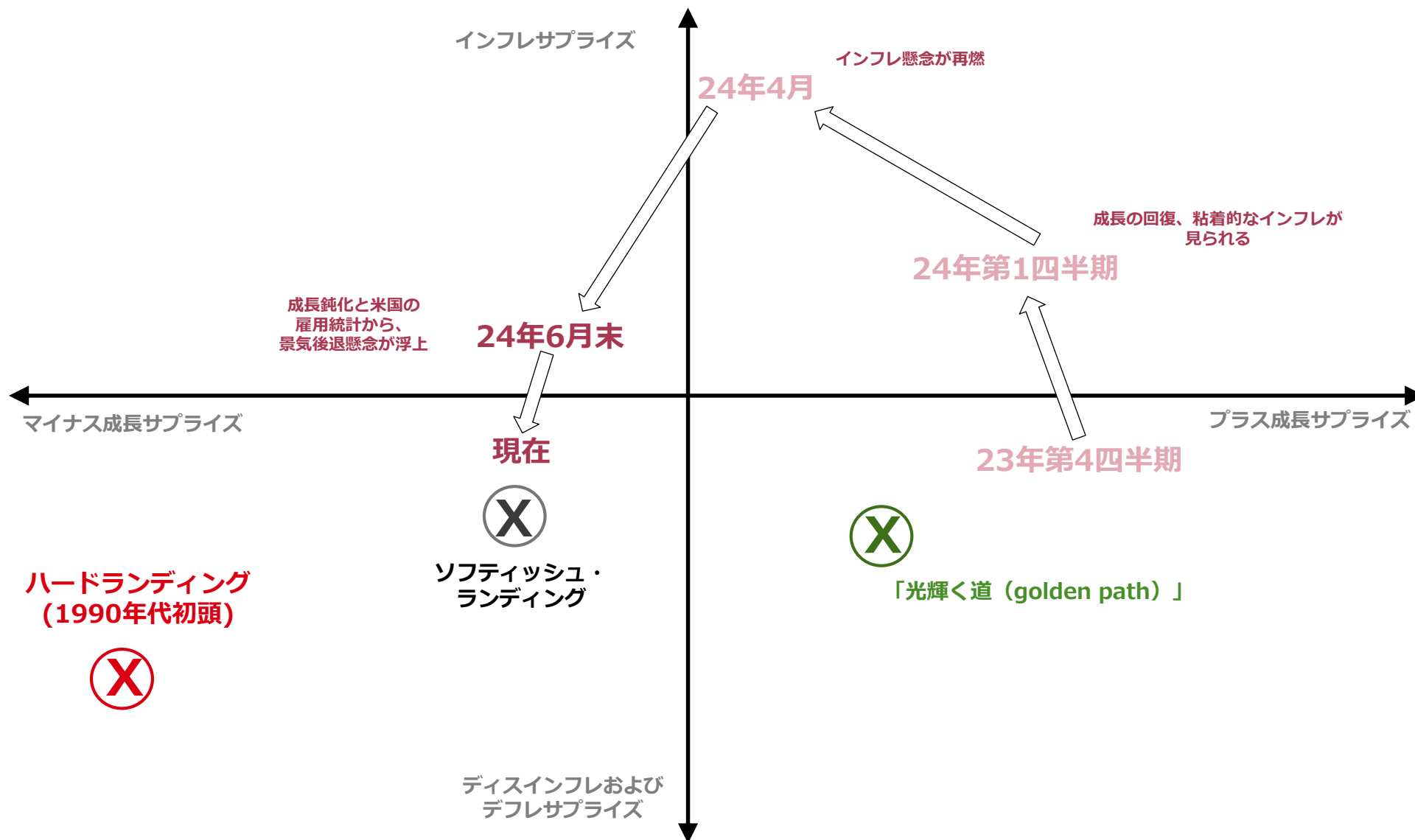
ハードランディング

景気後退と、2%程度かそれ以下のインフレ率。殆どの資産クラスが売り優勢の展開に。新興国市場がアンダーパフォーム。

「光輝く道（golden path）」

強固なバランスシートと生産性がGDPを押し上げ。殆どの資産クラスが上昇。米ドル下落。

2024年のマクロシナリオ



当社の見方

世界経済の成長鈍化と政治的不確実性により、市場は潜在的なボラティリティに直面している。**景気がソフティッシュ・ランディングすれば、堅調なパフォーマンスの裾野が株式市場の多くのセクターや地域全体に広がる可能性がある。**当社は、プライベートクレジットを含む高品質の債券を 선호する。米ドル安は新興国市場の資産に恩恵をもたらすだろう。

- ◆ **株式**：8月の「市場の癰癤」から概ね回復したが、一部で割高なバリュエーションが見られ、失望的な企業利益が発表されれば、脆弱性に繋がるものと思われる。ディフェンシブ・セクターは引き続き相対的に優位であると考ええる。新興国および欧州市場へのエクスポージャーは、バリュエーションがそれほど高くないことから、上昇余地があると見ている。
- ◆ **国債**：利回りは依然として高く、8月の市場の混乱は国債が株式市場のボラティリティに対するヘッジとしての役割を失っていないことを証明。国債は引き続き魅力的な資産クラスであると考ええる。
- ◆ **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。「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	▼	—	プライベートエクイティ	↔	—	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	▼	—	米ドル	▼	—	香港株式	▲	—
フロンティア	▲	—				アジア・ハイ・イールド社債	↔	—	暗号資産	▼	—	アジア通貨	▲	—

見通しは、12ヶ月以上の投資見通し
出所：H S B C アセットマネジメント、2024年9月現在

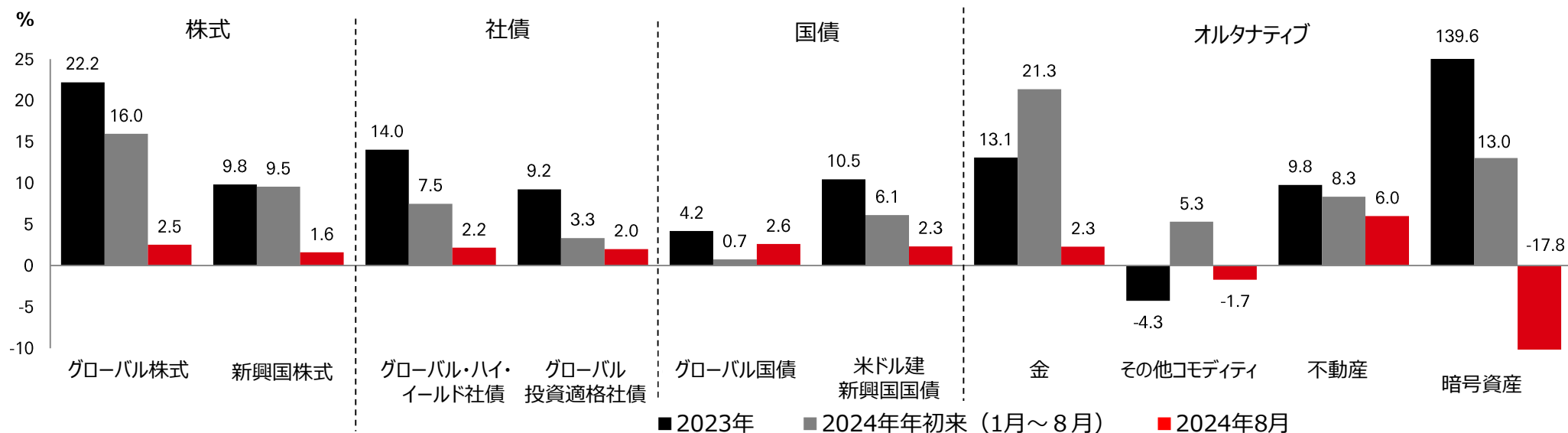
見通し：
▲ オーバーウェイト
↔ 中立
▼ アンダーウェイト

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

8月初めに幅広く見られた売り優勢の展開のあと、グローバル株式は反発し、金融やヘルスケアなどの出遅れていたセクターが回復をけん引した。世界経済の成長鈍化の兆候が見られるなか、国債は概ね上昇。米ドルの弱さがアジアの新興国通貨の上昇を促した一方、リスク回避のセンチメントが金を押し上げた。

- ◆ **国債**：市場は世界経済の成長懸念とFRBの早期利下げへの期待を織り込む中で、2年物の米国国債利回りが急低下したことから、国債は好調に推移した（利回りは低下）。
- ◆ **株式**：テクノロジー株は8月の売りを主導し、市場の反発に遅れをとった。米国と日本の株式市場には8月初旬の大幅下落からの反発が見られ、また一部の欧州株式市場は最高値を更新した。新興国市場では、ブラジルとインドの株式市場にも回復が見られ最高値を更新した一方、一部の中国株式市場は苦戦した。
- ◆ **オルタナティブ**：不動産を含む金利に敏感な資産クラスが上昇。産業用金属は値上がりし、金は最高値を更新。原油は地政学的緊張にもかかわらず、下落。暗号通貨は引き続き弱含み。



* 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8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、パウエルFRB議長がジャクソンホールでの演説で「政策を調整する時期が来た」と述べ、利下げのタイミングとペースは（1）今後のデータ、（2）変化する見通し、（3）リスクのバランスに依存するとした。7月の議事録では、「数人」の委員が当時25bpの利下げを検討し、「大多数」は9月に利下げする用意があることが示された。
- ◆ 財のインフレは正常化し、コアサービス価格の上昇圧力は改善傾向にあり、帰属家賃はより許容できる望ましいペースで上昇。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：総合PMIは8月に回復したが、フランスのオリンピックによる一時的な急上昇によって歪められた模様。ドイツのPMIは停滞が続いていることを示唆。財のインフレ鈍化は続いている。サービス部門のインフレは引き続き堅調だが、第2四半期の労使交渉による妥結賃金上昇の鈍化は、今後数ヶ月間の賃金上昇の鈍化を示唆。
- ◆ **英国**：2024年第2四半期にGDPが2四半期連続で増加したが、消費支出は低迷したままである。7月の総合インフレ率はイングランド銀行の目標である2%に近い水準に。

アジア

- ◆ **中国**：7月のデータは引き続き軟調。輸出の伸びは鈍化し、工業生産はやや期待外れ。小売売上高は緩やかに回復したが、住宅販売は依然として成長の足かせとなっている。
- ◆ **インド**：7月の総合インフレ率はベース効果により低下した。インド準備銀行は引き続きタカ派で、食品価格の上昇による潜在的な物価上昇圧力に注目。
- ◆ **日本**：日銀総裁が、成長とインフレが軌道に乗れば段階的に利上げをする姿勢を改めて表明したが、市場の変動がインフレに影響を及ぼす可能性があるとも述べた。生鮮食品とエネルギーを除くインフレ率は7月に軟調となった。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：メキシコでは8月に成長懸念の高まりを受けて25bpの利下げを決定。対照的にブラジルでは、中期的にインフレ率が目標に収束することを確実にするため、中銀は利上げを「ためらわない」と警告。
- ◆ **東欧**：金融政策のスタンスが依然として異なる。ハンガリーでは8月に利下げを一時停止したがハト派的な姿勢を維持。トルコではタカ派的な姿勢を維持。
- ◆ **MENA（中東・北アフリカ）**：サウジアラビアでは、公的部門の設備投資計画が拡大するなか、比較的軟調な原油価格と原油生産量の減少により財政圧力が高まっている。

標準シナリオとその影響

- ◆ **米国株式**では回復の裾野が広がるなか、一部バリュエーションに引き続き割高感が見られる。ディフェンシブ・セクターの好調なパフォーマンスは、下半期のリターン改善の改善が広範に見られる可能性を示唆。ソフトランディングが達成されれば、バリュー株と小型株に恩恵をもたらすローテーションの契機に繋がろう。
- ◆ 当社では、24年のFRB利下げ期待の再評価を通じて上昇した**米国債**を株式よりも選好。

- ◆ **欧州株式**では、最近レンジ相場となっていたが、米国の成長懸念から急落。銘柄選別の際、企業の比較的堅調な利益成長と、世界的に見てやや妙味あるバリュエーションが支援材料になろう。
- ◆ **欧州国債**では、ECBの金融緩和は支援材料だが、さらなる利下げのスケジュールはFRBの動向次第となる可能性がある。

- ◆ **中国株式**では、アナリストによる企業収益予想はさらに引き上げられた。バリュエーションは長期平均を大きく下回っており、これはマクロ経済への懸念が続いていることを反映。
- ◆ **インド株式**では、力強い経済の勢い、堅調な企業の利益成長、構造改革に支えられている。割高なバリュエーション（特に中小型株）が引き続き懸念材料。
- ◆ **日本株式**では、日銀の金融政策正常化に伴う円高の可能性は、日本株、特に輸出関連企業の収益を脅かすこともあり得るが、企業改革は引き続き追い風に。

- ◆ **新興国株式**では、好調に推移しているが、地域間でばらつきが見られる。マクロ環境サイクル/成長見通しは引き続き有望であり、低バリュエーションは失望に対する耐性の強化を示唆。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、近い将来のさらなる金融緩和の恩恵を受けるものと見ている。

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）

