

Asset Management

ハウスビュー

2023年7-9月期

楽観は早計



Opening up a world of opportunity

目次

| | |
|---------------------|----|
| はじめに | 03 |
| マクロ経済見通しと市場への影響 | 05 |
| 注目ポイント | 10 |
| 深掘り解説 | |
| グローバル・クレジットに生じている懸念 | 13 |
| 中国は転機を迎えつつあるのか？ | 17 |
| 米国の景気後退への3つのステージ | 21 |

はじめに

はじめに

当社の7-9月期ハウスビューへようこそ。今後数ヶ月間の世界経済と市場に関する当社の見解をご紹介します。

今回は、グローバル経済の長期的なトレンド変化という重要な局面でのアップデートである。長期にわたる景気低迷、システミック・リスク懸念、2010年代の低インフレ時代などを牽引してきた多くの要因が弱まっている模様である。インフレ率は低下するものの、インフレ目標値を継続的に下回るのではなく、中期的には時折跳ね上がる特性を有する「インフレ・スパイク」期に入りつつある。

このような体制の変化は、明らかに人口動態によってもたらされるものであり、高齢化が進むと貯蓄が減り労働力の確保も難しくなる。持続的な供給サイドのショック、1990年代型ハイパー・グローバル化の終焉、一段と複雑化する世界秩序、気候変動政策の強化といったさまざまな長期的要因により、インフレ率は2~3%のレンジに留まることになるであろう。このことは、政策金利がこの先10年間、構造的に高めで推移することを示唆している。しかし、必ずしも投資家が想定しているような水準になるとは限らない。

短期的には「より高くより長く」という金利シナリオは、進行中のインフレ鈍化と景気後退に伴い、困難に直面するリスクがある。

最近の資産価格の反落にもかかわらず、現在のバリュエーションには、依然として欧米の主要国経済がソフトランディングに向かうとの見方が織り込まれている。しかし、金融政策が限られていることや、企業業績の大幅な悪化リスクがあることから、投資家にとり、今後数ヶ月間は「まだ楽観はできない」状況が続くものと思われる。

また、リスク・プレミアムが大幅な調整局面を迎えているため、投資家は配分を見直す必要に迫られている。全体としては、グローバル株式ではディフェンシブなポジションでクオリティと利回りを重視したい。債券については、「債券の投資妙味の復活」局面と考える。利回りは上昇し、タームプレミアムは再びプラスに転じている。しかし、良質なセグメントにおいては、景気後退局面でもアウトパフォームする傾向がある。さらにファンダメンタルズが健全な発行体のバランスシートのもと、デフォルトが限定的と思われる優良銘柄については、投資妙味の高いキャリー機会を得られる可能性がある。

最後に、株式と債券の相関関係がプラスであるなか、ポートフォリオを最適化する賢明な分散投資が機能すると考える。資産クラスや地域を越えて、通常とは異なる投資機会を探り当て、重要なメガトレンドを見極めて資産配分を行うことは、強靱なポートフォリオを生み出す上で、ますます重要になっている。

「この先10年は、これまでの10年とは全く違うものになるであろう。金利の『より高くより長く』という状況がリスク・プレミアムに与える影響により、投資家は戦略的な資産配分の練り直しを迫られる。」



ザビエル・バラトン
グローバル最高投資責任者 CIO

出所: HSBCアセットマネジメント、2023年10月。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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

マクロ経済見通しと市場への影響





マクロ経済見通しと市場への影響

グローバル経済の動向を見ると、さまざまな地域でチャンスと課題が混在していることが窺われる。

欧米のインフレはさらなる減速の兆しを見せている。労働市場と住宅市場が一段と冷え込み、消費者への逆風が強まっており、こうした傾向は続くであろう。しかし、インフレ率の低下への道筋は決して平坦なものではなく、特に米国では、足元の景気が底堅いことから、今後も長期にわたり景気抑制的な金融政策が必要になることもあり得る。ユーロ圏では、グローバルな成長リスクや、1980年代のドイツ連銀の政策以来の大幅な利上げを背景に、経済活動は依然として停滞が続いている。

これに対して、東側諸国はインフレ圧力に直面しておらず、中国の景気減速による影響が主な懸念材料となっている。現在、政策支援により循環的な成長は支えられているが、構造的な課題への対応には一段の措置が必要かもしれない。

株式市場では、米国株式においてバリュエーションにやや割高感が見られ、投資家心理は悪化している。景気後退や企業収益見通しの悪化は、現在のバリュエーションにはまだ十分に織り込まれていない。このため、現在の市場における価格形成には大きな課題が残されていると考える。特に欧州株式は、厳しい経済環境の中にあつて、収益性での課題が投げかけられている。新興国市場に目を向けると、アジアの一部では、中国の経済成長鈍化に対する脆弱性が残っている。

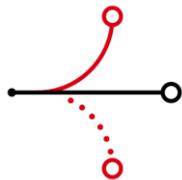
しかし、中国においては、政策支援が続く中で景気循環関連指標には安定化の兆しが見られ、投資家心理にも回復の余地がある。全体として、割安なバリュエーションとマクロ経済の底堅さがあるため、長期的な投資家にとり新興国市場は選別投資を通じて有望な選択肢となり得る。

債券市場では、米国が景気後退局面に入り、FRBの利下げが想定より早まるとのシナリオでは、米国債が値上がり益をもたらす可能性がある。同様に、欧州国債にもアウトパフォームの余地がある。当社では、ECBが2024年半ば以降に金融緩和を打ち出す可能性があると見ている。金融政策が景気抑制的に運営され、利回りが上昇し、景気後退リスクが高まる環境下では、優良銘柄の債券を 선호したい。

図表1: 経済的背景

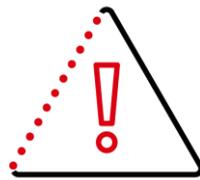
長期停滞の時代は終わった

- 2010年代の低インフレ局面には戻らない
- 待望の生産性向上の復活が見られるか?



歴史的低水準の時代は終わった

- 脱グローバル化とさらに細分化する世界秩序
- 気候変動政策
- 人口動態が労働供給を抑制

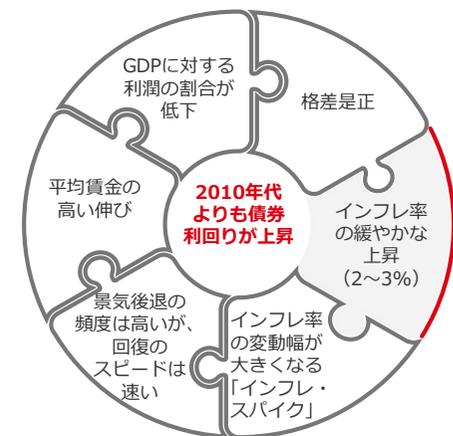


「インフレ・スパイク」体制

- インフレ率は低下しよう - 1970年代とは違う
- ただし、インフレ率は、インフレ目標を持続的に下回るよりも、時折上回る傾向になるろう
- インフレ率は最終的には2~3%の範囲に落ち着くだろう



図表2: 経済・市場の展望



出所: HSBCアセットマネジメント、2023年9月。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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



シナリオ

当社の標準シナリオは、引き続き「波乱含みの相場展開」を予想しているが、これはひとえに世界的な景気後退が来年起こるかどうかにかかっている。

世界的な景気後退という見方は景気抑制的な金融政策の影響を勘案したものである。こうした金融政策による実体経済への効果は十分に浸透していない。消費者もまた、余剰貯蓄の減少、信用収縮、労働市場の冷え込みなどから、大きな圧力に直面している。

金利上昇や価格決定力の低下により、企業は事業縮小に追い込まれる可能性が高い。

このような背景から、企業業績は期待外れに終わることも考えられる。株式のリスク・プレミアムは、下振れリスクに対するセーフティ・マージンとしては限界もあることから、バリュエーションが調整される可能性がある。ディスカウント・レートの低下やインフレ率の鈍化により一部相殺されるとはいえ、クレジットの質的劣化も予想される。

このシナリオに沿えば、FRBとECBの政策金利はピークに達していると思われ、2024年に入ると景気後退が鮮明化し、大幅な利下げが行われるというのが当社の標準シナリオである。

東側諸国では、中国が一段の金融緩和を実施する可能性は否定できないが、景気回復を持続させるためにはなお一層の財政支援が必要である。日銀は引き続きイールドカーブ・コントロールの枠組みを解消する可能性が高い。

とはいえ、この景気後退局面を乗り切れば、回復の可能性が見えてこよう。中央銀行が緩和へと舵を切り、債券利回りの低下を通じて相対的な各資産のバリュエーションが改善するとともに、経済回復の可能性に注目が集まるであろう。

図表3：マクロおよび市場シナリオ

| | ⏚ 持続的なインフレ | > 波乱含みの相場展開 | ⏚ 多少痛みを伴うがインフレを抑制 (ソフティッシュ・ランディング) |
|------------|---|--|---|
| <p>マクロ</p> | <p>西側諸国：供給問題や需要回復に伴う持続的なインフレ圧力。その結果、予想以上の金利上昇。 景気後退の深刻化と長期化。米国の大幅なGDPのドロダウ(2%以上)。大幅な減益率(-20%)、これは現時点のIBES コンセンサス予想を大きく下回る。 東側諸国：中国の不動産セクターの低迷、軟調な消費と輸出、金利上昇が経済活動の重荷に。</p> | <p>西側諸国：引き締めの金融環境が世界的な景気後退を招く。名目成長率の悪化、貯蓄率の上昇、企業の事業規模縮小に伴い減益(2023年に約10%の減益率)。 東側諸国：中国では方向感に欠ける動きとなるものの、持続的な政策支援が成長を後押し。</p> | <p>西側諸国：政策の抑制度合いは極めて緩やかに/民間部門のバランスシートが強固であるため、効果を発揮するには時間を要する。 GDPの減速と企業の減益は極めて緩やかなベースに。コンセンサス予想による2023年の利益成長は横ばいとなる可能性も。 東側諸国：中国の経済活動の持ち直し。欧米の需要が持ちこたえ、輸出を押し上げる。</p> |
| <p>政策</p> | <p>西側諸国：米国のFFレートは長期に亘り据え置かれる、ないし一段と引き上げられる。 東側諸国：中国の政策緩和は極めて限定的、日銀はイールドカーブ・コントロールの枠組みを撤廃し利上げを開始、他の中央銀行は政策転換に苦戦。</p> | <p>西側諸国：景気後退のなか、米国は2024年に市場予想より早く金融緩和へ。財政の緩やかな引き締めは続くが、急激な緊縮は見られない。 東側諸国：中国の政策スタンスは引き続き支援材料。日銀はイールドカーブ・コントロールの枠組みを撤廃、他の一部の中央銀行は2023年後半に利下げを開始。</p> | <p>西側諸国：2024年年央から徐々に金融緩和へ。インフレの緩和、労働市場の耐性を背景に積極的な利下げは実施されない見込み。 東側諸国：成長の下支えに向けて中国の政策支援が加速。多くの中央銀行が本年未までに利下げへ。</p> |
| <p>市場</p> | <p>米国のS&P 500種は2022年の安値を再び模索へ。 長期債の実質利回りは 2.0%以上、信用スプレッドが拡大。 米国金利の上昇と米ドル高を背景に新興国資産は圧力に直面。 米ドル、スイスフラン、日本円、モメンタム戦略、マクロ・ヘッジファンド、インフラ、ディフェンシブ株、変動利付債が上昇。</p> | <p>今後12ヶ月間の株式市場は波乱含みの展開へ。 高品質な債券、インカム収入の機会が出現している高品質の社債を选好。 より良好な成長およびインフレ動向、魅力的なバリュエーション、FRBの2024年における利下げ見通しを背景に新興国資産クラスには選別投資の機会が見られる。</p> | <p>企業利益とバリュエーション調整への圧力が軽減。株式が上値を追う展開へ。 より穏やかなデフォルト・シナリオを織り込むなか、信用スプレッドが縮小。 米ドルが下落するなか、新興国資産は上昇。中国がアウトパフォーマンス。</p> |

出所：HSBCアセットマネジメント、2023年9月。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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



市場への影響

現在、リスク資産クラスの市場価格には、ソフトランディングのシナリオが織り込まれており、大幅な景気後退の可能性は見過ごされている模様である。このような状況において、当社は景気後退が現実のものとなった場合でもアウトパフォームするような高品質な債券と、デフォルト・リスクの高まりに備えつつも有利なキャリア機会が得られる良質なクレジットを選好する。

先進国株式は、さまざまに絡み合った問題に直面している。消費者の弱気な見通しと、企業業績が予想外れに終わるリスクは、ともに懸念材料である。

さらに、多くの株式市場のバリュエーションは、今後、明らかに想定される景気後退リスクを勘案すると過大評価されていると考える。

新興国株式については、中国の景気減速が依然として重要な鍵を握っている。とはいえ、この資産クラスにはいくつかの有望な銘柄があり、バリュエーションも魅力的なうえ、経済においても比較的回復力があることから、ポートフォリオに組み入れる価値はある。

国債については、当面、金利上昇が続くことも考えられる。しかし、当社の標準シナリオでは、主要先進国経済が景気後退に陥る確率が最も高いという見方に立ってい

る。このため、中央銀行は2024年に想定を上回るスピードで利下げに踏み切る可能性がある。

社債セクターでは、成長鈍化とデフォルト・リスクの高まりを背景に、スプレッドの拡大が予想される。とはいえ、投資適格社債はインカム機会と強固なバランスシートを兼ね備えており、引き続き投資妙味を有する。複雑で変化し続ける金融市場をうまく乗り切るには、慎重さ、投資対象の選別、多角的なアプローチが最も重要であることに変わりはない。

図表4：資産クラス別見通し

| 株式 | | 国債 | | 社債 | | 為替 & オルタナティブ | | アジア資産 | |
|----------------|--------|-------------------|--------|--------------------|--------|--------------------|--------|---------------------|--------|
| 資産クラス | ハウスビュー | 資産クラス | ハウスビュー | 資産クラス | ハウスビュー | 資産クラス | ハウスビュー | 資産クラス | ハウスビュー |
| グローバル株式 | ▼ | 先進国国債 | ↔/▲ | グローバル投資適格社債 | ↔/▲ | 金 | ▲ | 米ドル建アジア新興国国債 | ▲ |
| 米国 | ▼ | 米国 | ▲ | 米ドル建投資適格社債 | ↔/▲ | 銅 | ▼ | アジア株式 (除く日本) | ▲ |
| 英国 | ▼ | 英国 | ▲ | ユーロ・英ポンド建投資適格社債 | ▲ | 不動産 | ▲ | 中国株式 | ▲ |
| ユーロ圏 | ▼ | ユーロ圏 | ↔ | アジア投資適格社債 | ↔/▲ | インフラ | ▲▲ | インド株式 | ↔/▲ |
| 日本 | ▲ | 日本 | ▼ | 世界ハイ・イールド社債 | ↔ | ハッジファンド | ↔/▲ | アセアン株式 | ▲ |
| 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 | ↔ | 香港株式 | ↔/▲ |
| 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 | ▼ | アジア通貨 | ▲ |
| フロンティア | ▲ | | | アジア・ハイ・イールド社債 | ↔/▲ | 暗号資産 | ↔ | | |
| | | | | グローバルABS | ▲ | | | | |

▲ オーバーウェイト ↔ 中立 ▼ アンダーウェイト

出所: HSBCアセットマネジメント、2023年9月時点の資産クラス別長期見通し (12ヶ月超)。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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



「より高くより長く」という金利シナリオを問い直す

現在のグローバル経済情勢を巡り不確実性が高まる中で、金融専門家の中でも、とりわけ金利の見直しに関しては見解が分かれている。各国の中央銀行は最近の会合で、高めの金利を維持する意向を示唆すると同時に、大規模な景気後退は回避されとの見通しを示した。投資家はこのメッセージから、経済は金利上昇に耐えられるとのシグナルを受け止めた。また、これが2024年の金利予想の見直しにつながり、債券利回りを数年来の高水準に押し上げる結果となった。

最近の債券利回りの上昇は長期債にまで及んでいる。このことは、金利は将来においても標準的なレベルより高目に推移するという投資家の見通しを反映したものと考える。これは、米国の財政赤字の長期化に対する懸念、多極化する国際情勢の影響、AIによる生産性向上、国家主導経済など、他の長期的な要因と関連している可能性もある。

コロナ禍後の時代にあって、金利とインフレ率が結局どこに落ち着くのかは予測が難しい。インフレ率と金利が構造的に上昇する状況は、供給サイドに大きな制約が生じているうえ、2010年代の（過度に景気刺激的な）「ステロイド型金融政策」の時代が終わるという観点から、理にかなっていると考える。しかし、市場が金利上昇の余地を過大に評価しすぎている可能性もある。

当面の見通しとしては、先行指標の弱さと持続的なインフレ後退という2つの要因から、景気後退と2024年の大幅利下げの可能性が依然として示唆されている。さらに、AIやより柔軟性のある働き方による恩恵が期待されてはいるものの、資本コストの上昇や経済・地政学的な不確実性が続くことから、生産性の伸びは引き続き厳しいものとなる公算が大きい。なお、先進国の生産性上昇の鈍化は、過去30年間の持続的な金利低下と連動して進行してきた。

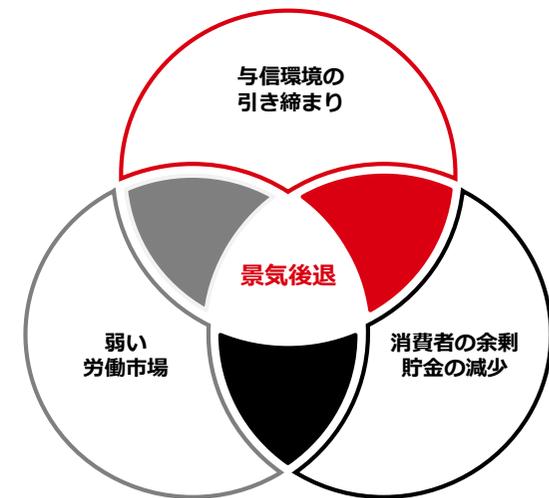
また、格差や気候変動の問題に対処するために財政出動を増やし、公共部門への支出を高める余地は、金利上昇により根底から抑えられると考える。世界金融危機後の緊縮財政の契機となったのが、コロナ禍に見られたような財政赤字の大幅拡大であったことを忘れてはならない。

究極の試練は今後数ヶ月で訪れることになる。金融政策が「時間的な遅れを伴う不安定な影響」を实体经济にもたらす時期だからである。しかし、投資家にとり、金利が上昇し、インフレ率が急上昇する環境下でも、アクティブ・マネージャーにはチャンスがある。

「グローバル金融情勢が急速に変化するなか、中央銀行の行動は予想以上に経済に大きな悪影響を及ぼす可能性がある。」



図表5: 消費者に対し強まる逆風



出所: HSBCアセットマネジメント、2023年9月。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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

注目ポイント

はじめに

マクロ

注目ポイント

債券 深掘り

株式 深掘り

マルチアセット 深掘り

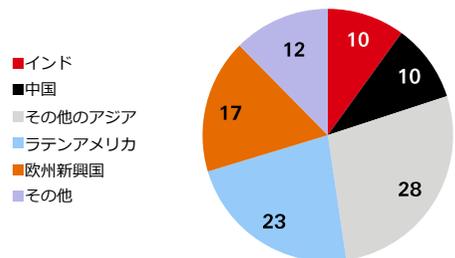


注目ポイント

指数に占めるインドのウェイトはどのくらいか

最近、インド国債がJPモルガンの主要債券指数である新興国債券指数に採用されることが発表され、インドは金融面で大きな節目を迎えようとしている。この動きにより、インドの1兆米ドル規模の国債市場に約250億米ドルとも言われる大量の資金が海外から流入することになり、大きなインパクトを与えることになりそうである。2024年6月以降、JPモルガンのEMBI、GBI-EM、CEMBIシリーズへのインド国債の組み入れにより、対象となる国債は想定元本3,300億米ドル、合計23ヶ国の国債となるうえ、2025年3月までに一部においてインドのウェイトを1%から10%へと段階的に引き上げていく予定となっている。インドの10年物国債利回りが既に7.2%（米国債4.5%、中国債2.7%）になっているこの市場では、今回の決定は重要な意味を持つ。

図表1: GBI-EMグローバル・ダイバーシファイド・インデックスの新しいウェイト(%, 予想)



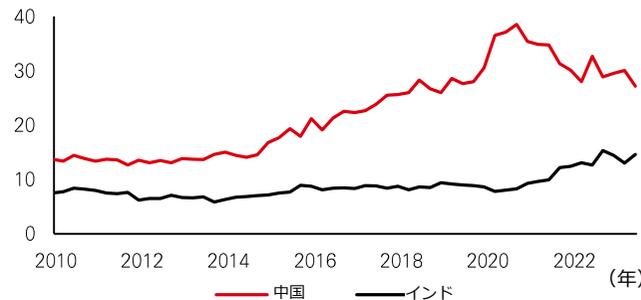
出所: HSBCアセットマネジメント、マクロボンド、ブルームバーグ、2023年10月

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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9月時点。¹IMF advice on capital flows : evaluation report 2020

このような動きは時宜を得たものである。ロシアがこれらの指数から除外され、また中国の成長が鈍化しているため、投資家は積極的に投資の分散を求めているからである。アジアを専門とする当社のアナリストによれば、インドの債券市場における海外投資家の比率が高まるにつれ、投資分散、市場の厚み、潜在的な財政責任の強化につながることを期待されている。こうしたなか、インドの中期的な国際収支見通しは好転し、投資配分も高まることが予想される。

このような債券指数の大幅な見直しに加え、インドの成長軌道は新興国株式指数の構成比にも反映されており、ここ数年で1桁台から約15%にまで拡大している。このような成長軌道により、今後数年間で新興国株式指数におけるインドのウェイトは中国に近づき、指数も多様化することから、投資家にはプラスに働くことになろう。

図表2: MSCIエマージング・マーケット・インデックスにおける中国とインドのウェイト



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年10月

もちろん、将来の利益成長に対するポジティブなセンチメントには、ともすれば高めのバリュエーションにつながりがちである。インド株式市場と他の新興国株式市場との間のバリュエーション格差は、まさに米国とその他の国々との間の格差によく似ている。実際のところ、インド株式は新興国の中で最も割高な水準にあり、予想PERは約20倍となっている。

この水準は米国のバリュエーションに匹敵し、人気が薄れている中国株式市場の2倍である。ただし、インド株は今年から来年にかけて2桁の大幅な利益成長が見込まれるものの、その後はペースダウンする可能性も考えられる。

投資家は、想定されるリスクには留意を払っておかねばならない。特に利益の伸びについては、期待が外れて価格に織り込まれているプレミアムが低下する可能性があるからである。

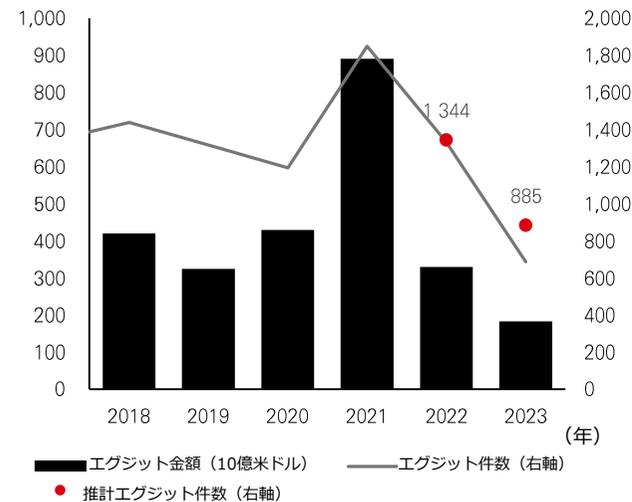
国際通貨基金 (IMF) の調査¹によると、主要なベンチマーク指数に組み入れられれば、国内経済ショックに対する感応度は低下するが、国際的なセンチメントやグローバル金融市場のボラティリティによる影響はむしろ高まる可能性がある。このため、インドの利益成長見通しは有望であるものの、相対的なバリュエーションの機会を重視した選別的なアプローチが必要でもある。



金利上昇がプライベート・エクイティに与える影響

プライベート・エクイティとベンチャー・キャピタル市場は活動が鈍化している。規模が最大で流動性の最も高いプライベート・エクイティ市場である米国も例外ではない。エグジット金額は第3四半期に大きな落ち込みを見せ、前四半期比40.7%減と、世界金融危機以降で最低となる四半期水準まで落ち込んだ（2020年第2四半期のコロナ禍によるロックダウンを除く）。これは2021年第2四半期につけたピーク比で83.7%の減少となっている。このような活動への大きな打撃は投資家への分配金にも影響する。2021年が例外的な水準であったことは明白であり、同様のことがすぐに再現されることはないであろう。

図表1: 米国のプライベート・エクイティのエグジット活動



出所: HSBCアセットマネジメント、Preqin、2023年10月

この結果、（予想を下回る）分配金への影響はプライベート・エクイティの資金調達に打撃を与えることになるが、程度は予想されていた程ではなかった。投資家は2023年にプライベート・エクイティ・ファンドに多額の資金をコミットしている。2022年のデノミネーターエフェクト（分母効果）を懸念した投資家もいたが、2023年の上場株式が上昇したことで、その影響は軽減されている。

結果的に長期のファンドシリーズ全体では大型ファンドに焦点が当てられているものの、プライベート・エクイティによる資金調達は比較的堅調に推移しており、10月2日までの1年間で6,180億米ドルが調達された。これは2010年から2020年の年間平均額である5,490億米ドルを上回っている。しかし、市場活動がピークに達した2021年と2022年の平均9,490億米ドルにはなかなか届かないであろう。

金利の上昇により、エグジット金額やバリュエーションは影響を受けているが、多くの投資家が一段と積極的なスタンスに転じる可能性がある。今後、景気後退局面が強まれば、プライベート・エクイティ市場のボラティリティはさらに高まるであろう。この結果、短期的には投資額が減少する可能性はある。しかし、時間の経過とともに金利が低下するにつれ借入コストは下がり、投資額が反転する可能性が高い。

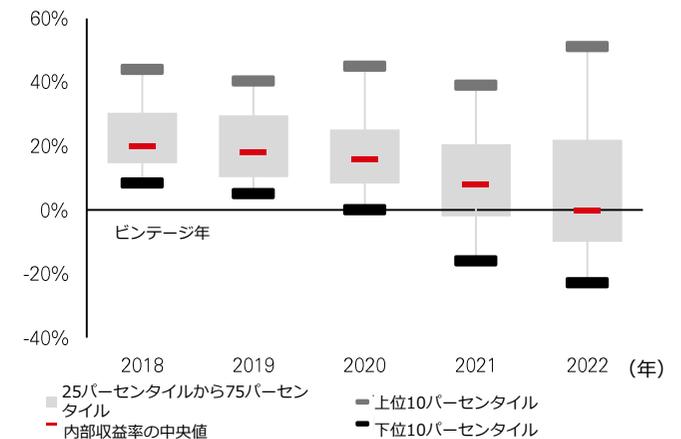
このため、2024年後半から2025年にかけての投資活動は活況を呈し、2024年の主要なコミットメントが投資へと向かう可能性が高い。加えて、2022年と2023年に終了するファンドにてドライパウダー（投資家から調達したものの投資に回されていない投資待機資金）を蓄えているものは、さらに積極的な資本配分を開始する可能性がある。

このシナリオでは、エントリー時のバリュエーションが特に重要である。とりわけ、バリュエーションの上昇という追い風が将来弱まるようなことがあれば、価格設定には慎重になるべきであろう。

現在の高金利環境がもたらした影響のひとつは、勝ち組と負け組のパフォーマンス格差の拡大であり、この現象は今後も続くものと見られる。最近終了したファンドでは、上位10位と下位10位の格差がかつてないほど広がっている。2021年と2022年のファンドはまだ比較的初期段階にあるが、このようなパフォーマンスのバラつきが今後顕在化してくることは予想し得る。

だからこそ、「優れた」マネージャーを選ぶことの重要性が浮き彫りになる。将来的にリターンが出づらくなり、パフォーマンス格差が縮まらなければ、こうした要素の重要性はますます高まるであろう。

図表2: プライベート・エクイティ - 内部収益率（ベンチャー年毎）



出所: HSBCアセットマネジメント、Preqin、2023年10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。

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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

グローバル・クレジットに生じている懸念

はじめに

マクロ

注目ポイント

債券 深掘り

株式 深掘り

マルチアセット
深掘り



グローバル・クレジットに生じている懸念

「欧州とアジアではデフォルトが加速すると予想していたが、政策引き締めはまだグローバル市場全体の信用不安にはつながっていない。」

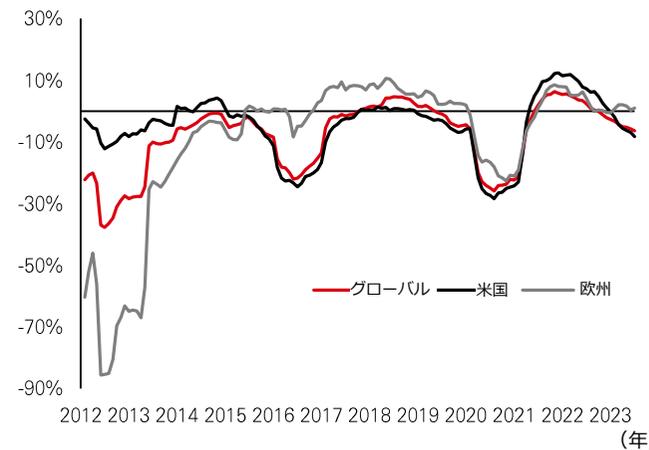


「フォーリン・エンジェル (Fallen Angel)」は、先進国市場では極めて限定的なものに留まっている模様。

当社では、今後12ヶ月間の世界全体の「フォーリン・エンジェル・レート (投資適格債からハイ・イールド債に格下げされた発行体の割合)」は1.2%と見ている。これは、当社が全世界でカバーしている2,268の発行体のうち、わずか28社に過ぎない。フォーリン・エンジェルへの動きは、新興国市場の発行体 (フォーリン・エンジェル・レートは2.1%) においてより顕著である。一方、米国や欧州の同レートは、各々0.3%、0.6%と低いが、この背景にはコロナ禍やエネルギー危機を通じて影響を受けやすい発行体は既に格下げがなされているという事情もあると考える。同様に、これらの危機を乗り越えることができた企業は、投資適格に留まって安定性を高めている。シングルAからBBBカテゴリーに格下げが見込まれる発行体の数はさらに少なく、わずか24社である。

もっとも、このように格下げとなった発行体は、米国の銀行や公益企業、アジアの銀行、先進国の資本財企業など、規模の大きな企業である。

図表1: 格付けドリフト比率



※格付けドリフト比率 = (格上げ件数 - 格下げ件数) / 発行体数
出所: ムーディーズ、HSBCアセットマネジメント、2023年9月

当社では、今後欧州のデフォルト率が大幅に上昇し、中国の不動産市場でも厳しい状況が続くと予想。

欧州と米国の貸出基準は2023年第2四半期に一段と厳格化され、中央銀行の貸出調査でも厳しい傾向が続くものと予想されている。これは経済環境の悪化と先行き不透明感が銀行のリスク許容度に悪影響を与えたと考えられる。

セクター別では、米国においてはデフォルト率のバラつきがなくなるものと予想される。発行体数では運輸、メディア、サービス、ヘルスケアのデフォルト率が最も高いが、それでも発行体の10%以上がデフォルトに陥るセクターはないと思われる。一方、欧州では、不動産と小売が最も大きな打撃を受けるセクターとなり、デフォルトを繰り返す一部の発行体も含め、デフォルト率は各々20%、14%程度に達する可能性がある。当然のことながら、新興国市場の統計では中国の不動産セクターが大半を占めており、今後もさらなる緊張が続くであろう。しかし、興味深いことに、不動産セクター以外の中国のデフォルト率は低く、発行体のわずか2.3%に留まるとの予想である。

図表2: HSBCアセットマネジメントの市場別デフォルト率推計

| 指数 | 市場 | デフォルト率推計 23年6月30日時点 |
|--|--------------|------------------------|
| The Merrill Lynch US High Yield Master II Index | 米国ハイ・イールド社債 | 4.5% |
| The ICE BofA ML Euro High Yield Index | 欧州ハイ・イールド社債 | 3.8% |
| The J.P. Morgan Asia Credit Index High Yield | アジアハイ・イールド社債 | 10.0% |
| The Corporate Emerging Markets Bond Index High Yield | 新興国ハイ・イールド社債 | 6.7% |

出所: ムーディーズ、HSBCアセットマネジメント、2023年6月

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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



新興国市場（除く中国）におけるソブリン債の動向は、先進国の状況とは異なる。

先進国市場では、2020年から2021年にかけて財政赤字の対GDP比が7%を超える赤字が恒常的に発生していた。一方、新興国市場ではコミットメントが比較的低めに抑えられた。IMFは、この間に重要と思われる予防的な支援を提供し、2020年から資金提供を倍増することで、市場における借り入れニーズを代替した。

新興国債券指数構成国の一般政府の対外債務は2020年にピークを迎え、少なくとも今後12~18ヶ月間は減少を続けるはずである。こうしたことは米ドル建新興国債券にとりテクニカルな追い風となる可能性が高い。

この背景には、大半の新興国における財政再建に向けた動きが挙げられる。各国が財政出動を横ばいに抑えながら、現地通貨建債券の発行を増やすと同時に、準ソブリン債券の発行を抑えている。そのため、準ソブリン発行体は現地通貨建借入や政府資金などの代替資金調達へのシフトを進めている。

この結果、各国ソブリン債の格付けはこの10年間で初めて、平均すれば改善方向に向かっている。

ソブリン債のデフォルト率はおそらく2022年にピークを迎えたが、主として特殊な問題で打撃を受けた国が多く、ロシアとウクライナの紛争という理由だけでデフォルトに追い込まれた国も3ヶ国あった。

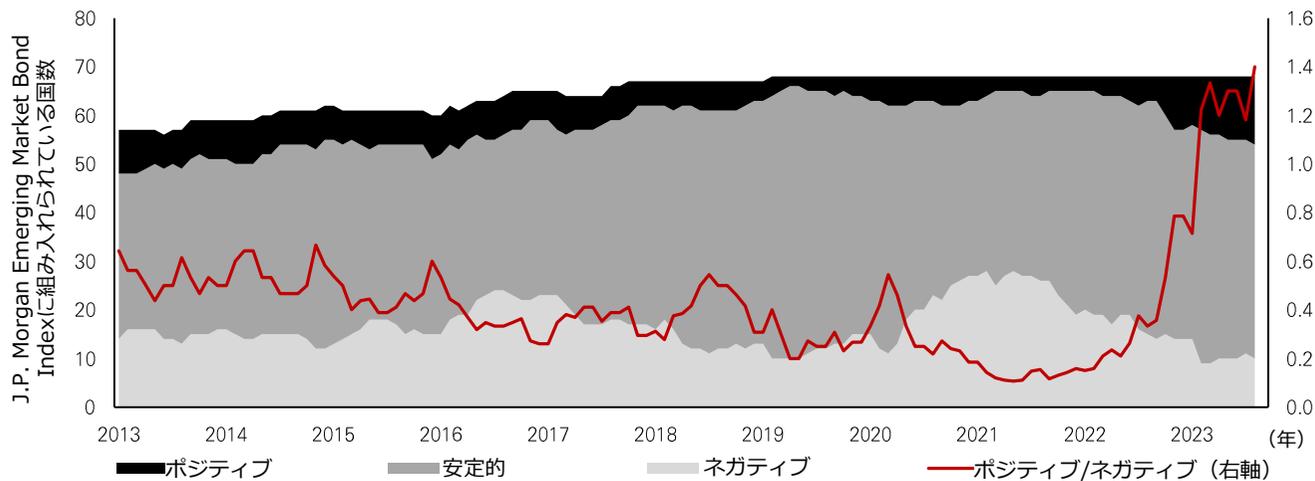
「新興国市場はコロナ禍中の財政赤字が少なかったため、財政再建をより迅速に行うことができた。」



インフレ対策とコロナ禍後の通貨防衛のため、率先して利上げを実施してきた新興国市場は、全体的な傾向として、今後数四半期にわたり金融緩和をしやすい有利な立場にある。これにより、市場における資金の逼迫が緩和され、デフォルト・リスクも低下するはずである。概して債権者の組み合わせがより複雑になっていることを背景に、デフォルト解消までの時間は、ここ数年において長期化しており、今後は一段と長引くものと思われる。しかし、IMFがより緩和的なスタンスであるため、回収率は過去の平均値に近い水準にあり、グローバルな高金利の影響は相殺されていると考える。

とはいえ、金利上昇や理に合わない債務再編が一部の発行体を直撃し、再びデフォルトの波が押し寄せるリスクも想定している。

図表3: 新興国債券指数に組み入れられている国の格付け見通し



出所: HSBCアセットマネジメント、ムーディーズ、S&P、2023年9月

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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



最新の債務再編方法の普及や最近の市場環境は、一般的に回収額にマイナスの影響をもたらす。

米国では、ディストレスト・エクスチェンジ（財務が逼迫した発行体が額面以下の価格で債務交換を行うこと）に取り組んだ発行体が、その後2年以内に会社更生の手続きを申請するケースが増加している。このことは、最初の処理が根本的な問題解決には至らず、もともと不可避な事態をただ遅らせたに過ぎないということであり、結果として回収額も低下している。2023年は特に芳しくなく、数社の超大企業が非常に低い回収額のまま会社更生の手続き申請を行った。最近の現象としては、ディストレスト・マネージャーというスペシャリストによる、これまで以上にアグレッシブなデフォルト管理のケースが見られる。こうしたマネージャーには、他の債権者の権利を奪い、貸し手グループを互いに対立させるなど法律上ぎりぎりのことを行うことも可能である模様だ。

2021年7月に国内法として施行された新たなEU指令は、「EU域内で最小かつ整合のとれた予防的再建の枠組みを保証することにより、財務の逼迫に陥った債務者が早期に問題を解決し、正規の倒産手続きを避けることができるようにするとともに、再建計画の採択においても債権者をリーダーとして位置づけることで、その効率性を高めること」を目的としている。この指令の結果、どのような傾向が新たに生まれるかは、現時点では十分な観察データが得られていないが、2023年時点では、特にシニア無担保社債の回収額が大幅に減少している。これにより、今後、異なったクラスの社債保有者の位置づけがこれまでとは違うものになっていく可能性が示唆される。当社ではデフォルトのサイクルが変化するとともに、新たな再編の枠組みとして、ディストレスト・エクスチェンジがより一般的になると考えている。

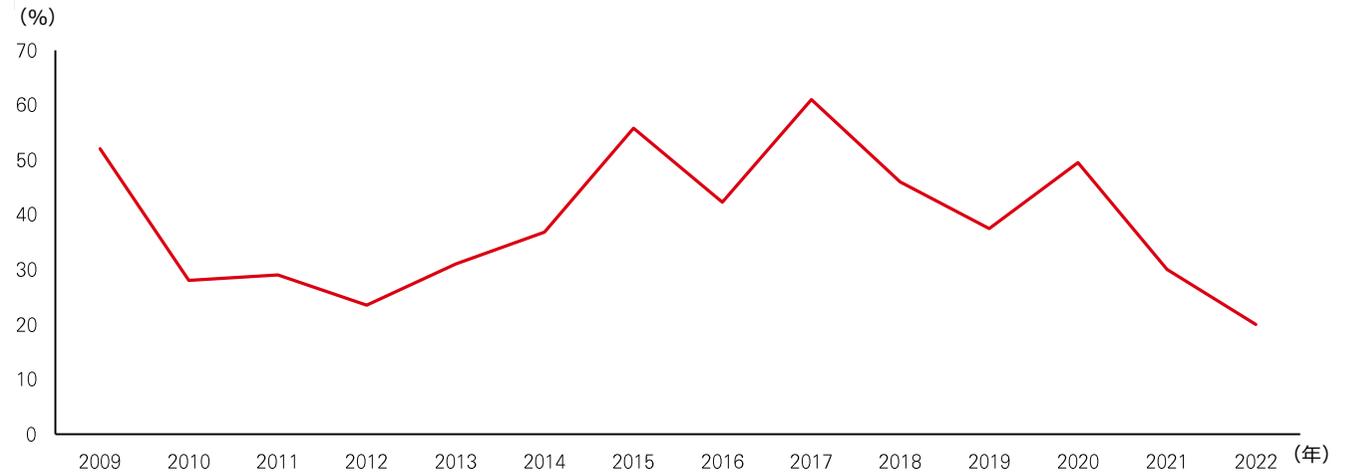
一方、ハイ・イールド社債の発行体にとり、厳しい市場環境のもと、最近になりコベナンツが厳格化されているが、過去に締結された緩やかなコベナンツでは回収額にマイナスの影響を与える可能性がある。

アジアでは、現地の破産法が整備されているにもかかわらず、デフォルトのケースの大半が裁判外の再建プロセスで処理されている。中国本土、インドネシア、香港特別行政区においては回収が低い一方、その他のアジア先進国では事例が極めて少ないが、回収は高い模様である。

全体として、中国経済に対する悲観論や中国不動産セクターの苦境に影響されてか、リカバリー・レートに対する市場の期待は低下している。アジアにおけるリカバリー・レートの低下を説明できる理由はいくつかある。

複雑な資本構造、回収面の構造劣後性、クロスボーダー案件ゆえの強制執行可能な条項の欠如は、いずれも債権者にとり回収の困難につながる。また、オフショアの債券保有者が英国法やニューヨーク州法に準拠しているのに対し、オンショアの債券保有者は現地の裁判所からより有利な取り扱いを受けていることで、回収に劣後が生じる可能性がある。

図表4: アジアのリカバリー・レート (デフォルトから1ヶ月後)



出所: BoA、HSBC アセットマネジメント、世界銀行。リカバリー・レートは、日本を除くアジアの発行体による債券を対象に、期間を2009年から2022年(ただし同年は8月まで)の年次ベースとし、デフォルトから1ヶ月後に観測された債券価格の平均に基づいています。

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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

中国は転機を迎えつつあるのか？

はじめに

マクロ

注目ポイント

債券 深掘り

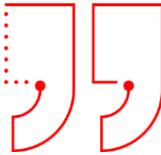
株式 深掘り

マルチアセット
深掘り



中国は転機を迎えつつあるのか？

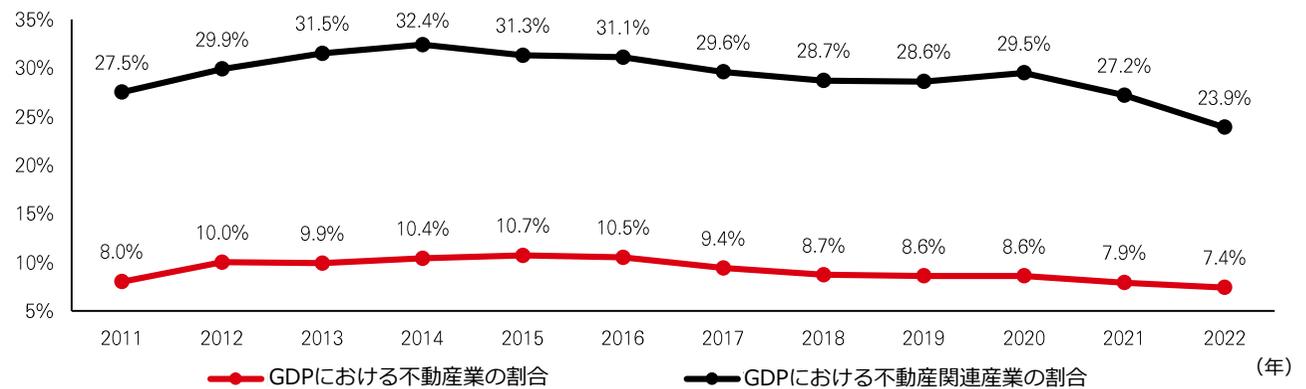
「経済に底打ちの兆しが見られる中で、中国経済が鮮明ではないものの、転機を迎えつつあるのか、中国株式市場へはどのようにアプローチをしたらいいのか、多くの投資家が考えをめぐらせている。」



中国の経済指標には小さな光が見え始めており、最近の発表は懸念されていたほど悪くはない。第3四半期のGDP成長率は前年同期比+4.9%と予想を上回り、9月の消費関連と鉱工業生産もともに予想を上回った。この結果、中国は今年の成長率目標である5%を達成するものと思われる。

安定の兆しが見られる一方、これまでの慎重な対応が一定の成果を収めたことから、景気支援に向けた積極的な刺激策を立案する当局の負担は軽減されよう。直近の経済指標がそれほど悪くない半面、中国株式市場の動きが冴えないのは、投資家が今後の成長を懸念していることを反映しているかもしれない。課題山積なのは事実であるため、こうした懸念はもっともである。

図表1: 中国のGDPにおける不動産業および不動産関連産業の割合



出所: 中国人民銀行、Citi Research、2023年8月

このような課題の中で最も目に余るのは、経済の約4分の1を占める不動産部門である。今年不動産投資総額は前年比で10分の1近く減少し、売上と新規着工建築の落ち込みは一段と悪化しており、新規着工建築では2020年後半の半分以下にまで落ち込んで推移している。

従前は土地の売却が地方自治体の歳入の半分を占めていたため、不動産ブームの崩壊から中央政府による支援の必要性が強調されるようになった。

9月の家計部門における中長期ローンは季節調整済みベースで緩やかに増加しており、最近の住宅ローン政策の緩和と金利の引き下げはプラスに働いている模様だ。不動産以外の分野でも状況は好転を見せている。輸出、鉱工業生産、製造業投資に関連したデータは景気循環において好転

の兆しを示している。特に、携帯電話出荷台数は増加し、新エネルギー自動車のサプライチェーンは引き続き好調である。

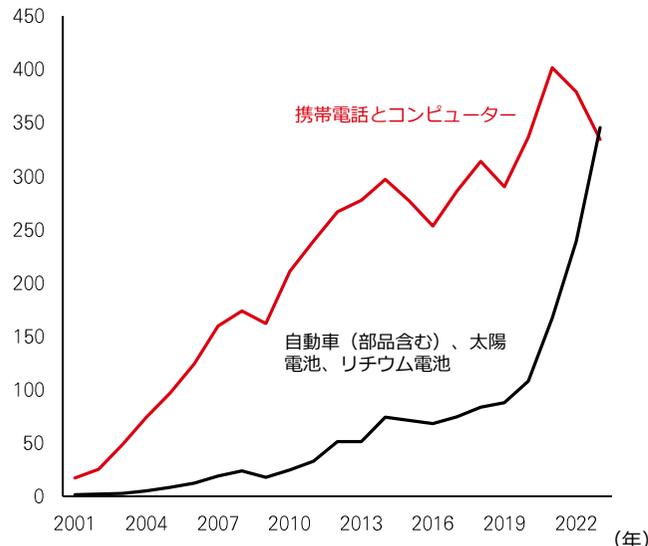
当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



ポテンシャルは引き続き有している

サプライチェーンが再構築され、新たな多極化の世界に入ったことは明かだが、中国の輸出エンジンは依然として比較的力強いものがある。世界の輸出に占める中国のシェア15%は、2020年のピーク時の17%からさほど落ちてはいない。注目すべきは、下図のように輸出の構成が変化していることである。

図表2: 輸出額 (10億米ドル)



出所: 中国税関総署、2023年8月

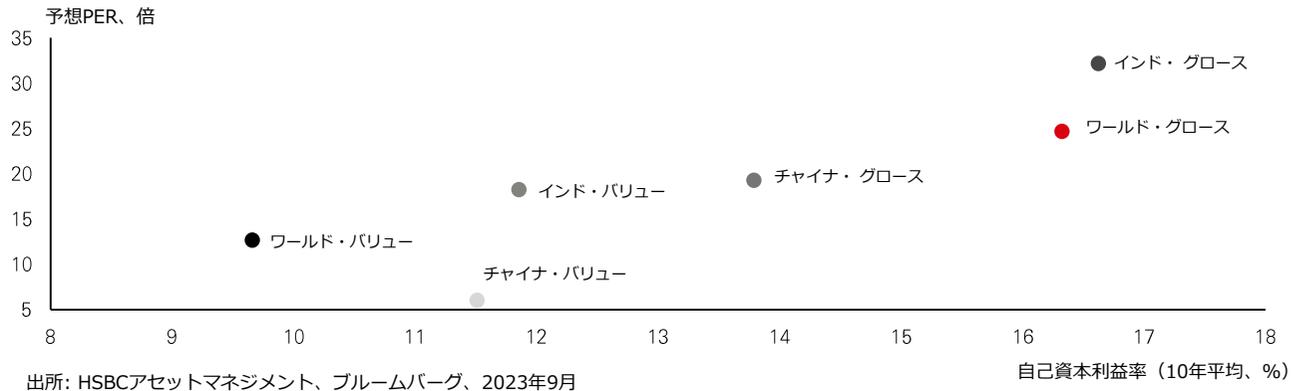
人口減少というよく知られた課題を抱える中国にとり、生産性の向上は今後ますます重要になるであろう。しかし、これはまた潜在的な制約にもつながっている。2021年に中国政府が行ったハイテク企業に対する規制強化は、イノベーションの促進につながるものではない。

一方、中国の労働力は技能と教育を向上させており、2020年には生産年齢人口の約10分の1であった高等教育修了者が、2030年には約4分の1に達すると予想されている。このことは、経済構造の変化とともに生産性の向上が進んでいくことを裏付けている。

見通しは確かにまちまちだが、バリュエーション観点では市場は懐疑的に見ている。特に、中国のバリュエーション株が収益性の割にはが価格が低い。

マクロ環境を巡るリスクの少なくとも一部は、明らかに中国株のバリュエーションに反映されている。一方、政策緩和の取り組みは、前述のように安定化の兆しがあることから、一定の成果を上げ始めている模様だ。今後、景気対策としての政策支援は、特に製造業、小売業、国有企業など、国の長期的な発展目標に密接に結びついた企業には有利に働くはずである。こうした業界の自助努力による発展と併せて、コーポレート・ガバナンスと経営効率を向上させるための国有企業改革も市場の後押しになるはずである。

図表3: 自己資本利益率 (ROE) とバリュエーション



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9月

「中国の労働力は技能と教育を高めており、これが今後の生産性上昇の根拠となっている。」



さらにハイエンドの製造業やグリーン投資の拡大は、例えば、急速な成長により中国が乗用車輸出の世界的リーダーとなったように、太陽光発電やEVなどの分野においても大きなビジネスチャンスをもたらすことにつながるだろう。望ましい政策や諸々の企業改革の恩恵を受け、バリュエーションが健全なセクターや銘柄であれば、投資機会があると考えられる。

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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

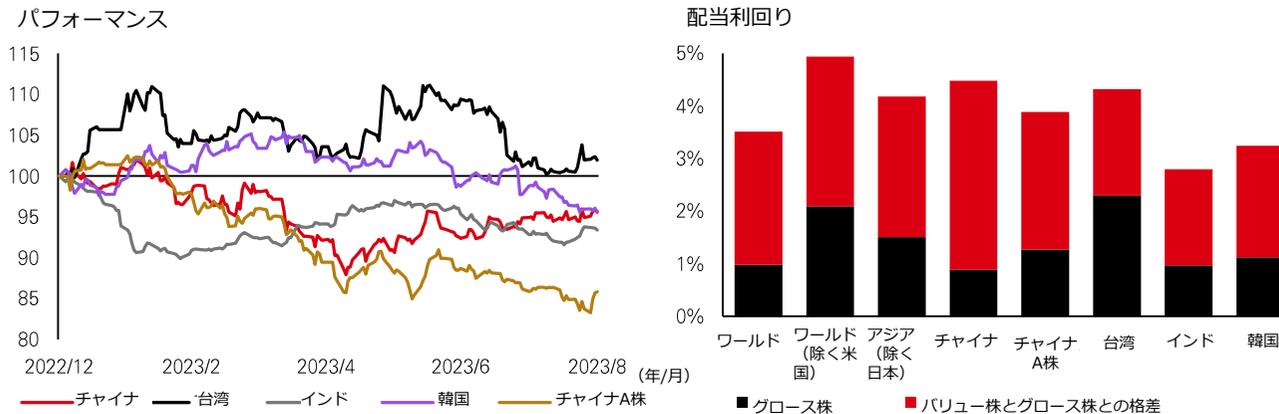


堅調な利益成長

先進国市場ではグロース株が圧倒的なパフォーマンスを示しているのは正反對に、アジア、とりわけ中国では逆の現象が起きている。おそらく、景気回復の勢いが弱まり、市場心理も一層悲観的になっているため、投資家はバリューストックのより高い配当利回りを求め、これまで以上にディフェンシブなアプローチを取っているからであろう。図表4では、中国におけるバリューストックの配当利回りが有利に働いていることが示されている。中国のグロース株が今年に入って比較的低調に推移していることとも符合している。

アジアが景気循環において異なった局面にあることも、バリューストックを支える一因となった模様である。景気拡大局面と好業績見通しは、当面は引き続きバリューストックの支援材料となる。とはいえ、グロース株にも反発の余地はあるだろう。より堅調な利益成長見通しと、期待される緩和政策を中央銀行が前倒しで実施することを背景に、2024年にかけてのインフレ後退と債券利回りの低下が、グロース株にとり好材料となるからだ。

図表4: バリューストックに対するグロース株の相対的なパフォーマンスと、グロース株とバリューストックの配当利回りの格差



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9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。

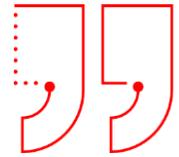
当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

中国の政策支援が強まり、半導体や幅広いハイテク・サイクルに底打ちの兆しが見えてきたことで、投資家心理がいくらか回復したことも、中国やその他の地域のグロース株を下支えする要因にはなるであろう。こうした銘柄の相対的なパフォーマンスは、引き続き全体的なマクロ環境と企業業績の見通しに大きく依存されると思われる。

経済の勢いが続かなければ、年内の企業収益はリスクにさらされる可能性が高い。市場では、景気刺激策が今の程度では状況の好転には不十分との見方があり、引き続き中国政府の次の一手を注視したい。地政学的リスクもセンチメントを圧迫する要因のひとつであり、今後の格付け見直しにも影響を及ぼすことになろう。

9月の世界同時株安のなか、中国株の相対的な底堅さは、グローバルなリスクが高まる中で、他の国の割高なバリューストックとは対照的に、利益成長予想に見合った潜在的な株式価値を有していることの現れと思われる。MSCIチャイナA株インデックスは、MSCI米国インデックスが4.7%下落したのに対して、2%未満の下落で1ヶ月を終えた(ネット・トータル・リターン・ベース)。

「中国のバリューストックは配当利回りで高い優位性を持っている。」



投資家は、経済・政策の先行き不透明感が続くなか、堅調な利益成長見通しと適正なバリューストックを持つ銘柄を優先し、「利益成長見通しの観点から適正価格」を見極める路線を取るだろう。これは明らかにアジア、特に中国のことを指している。

センチメントが改善しつつあるとのシグナルが真に出ているのであれば、それは最終的にバリューストックの拡大につながるであろう。中国に対する投資家のポジションは依然として極めて小さく、現在様子見している投資家を引き込むには、景気刺激策、継続的な好景気サプライズ、地政学的状況の好転などが必要であるが、時間をそれほど要することなく、投資家は中国に関心を示すものと思われる。加えて、先進国市場やインドなど他の新興国市場では予想PERが中国の2倍程度になっていることから、相対的に割安な中国株式のバリューストックが見直されよう。

米国の景気後退への3つのステージ

はじめに

マクロ

注目ポイント

債券 深掘り

株式 深掘り

マルチアセット
深掘り



米国の景気後退への3つのステージ

「FRBは金融市場を壊さず
にインフレを克服できる
か。」

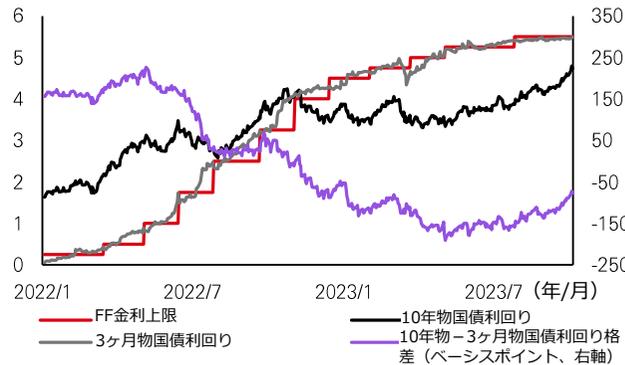


この1年間、FRBのメッセージは、政策転換の前段階として何らかの形で経済的な痛みが生じることは避けて通れないと示唆してきた。しかし、多くの人が予想していたよりも景気が底堅いということは、そのような痛みは殆どないということである。このことは、S&P500種指数のバリュエーション、企業収益、雇用統計など重要なデータにも現われている。問題の焦点はまだ残っている。経済的な痛みは十分にあったのかという点である。失業率や個人消費支出（PCE）価格指数のような指標が、痛みの限界値まで十分に上昇していない現状を勘案すると、FRBはまだインフレを克服したと言い切ることはできない。

リスク資産の価格が比較的高値で推移しており、堅調な雇用と並んで家計支出を押し上げ、企業の売上と利益の下支えとなっている。2022年の大荒れの時期を経て、リスク資産は夏の終わりまで大きく反発したが、根強いインフレ懸念と金利の「より高くより長く」機運が高まり、9月は年初来で最悪となった。このような落ち込みにもかかわらず、S&P500種指数とナスダック100指数は2022年の最安値から、依然として20%と36%¹値上がりしている。

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。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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。¹ 2023年10月23日現在。

図表1: 足元、米国の3ヶ月物金利はFF金利にほぼ追従した



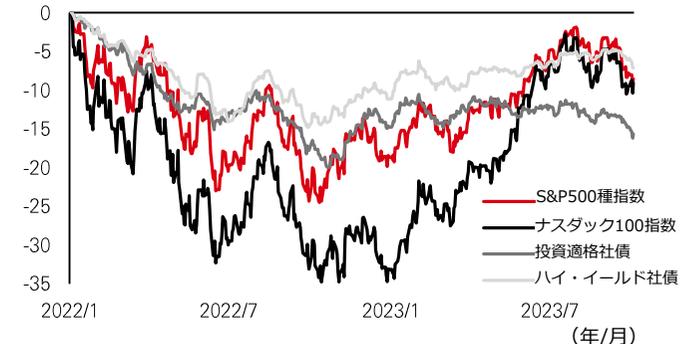
出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9月

2022年末までは、3ヶ月物金利はフォワード・ガイダンスや市場の先読みを反映し、FRBの政策措置を先取りして動くことが多かった。しかし、FF金利が4%に達してからは、この関係に変化が生じ、3ヶ月物金利はFRBの政策決定後に反応するようになった。このことは、2023年に向けた市場行動の変化を示唆している。注目すべきは、10年物金利が1年近くにわたり4%前後で安定的に推移し、リスク資産を下支えしていたことである。しかし、FRBの金利上昇の持続化スタンスを反映して、10年物金利は4.8%¹まで上昇した。

FRBの行動に対する資本市場の異例ともいえる反応が見られた。つまり、長期のイーロドカーブが最近まで利上げの影響を受けず、また株式市場も大きな調整に見舞われずにきた。また、企業収益も比較的好調を維持し、懸念された失業率の上昇も起こらない状況となった。これは、政策効果が顕現化するまで長いタイムラグを要するからなのか、それともFRBの伝統的な金融政策の伝達メカニズムが効かなくなったのか、という疑問が浮かび上がる。

この疑問に答えるためには、ここに至る金融問題の複雑な面を掘り下げなければならない。従来の景気サイクルのように話が単純ではないからである。債券発行の拡大から始まり、株式リスク・プレミアムの縮小までの道筋を示し、その後、実体経済に痛みが広がるという、一連の3つのステージについて述べたい。

図表2: 米国のリスク資産の累積リターン (%)



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9月

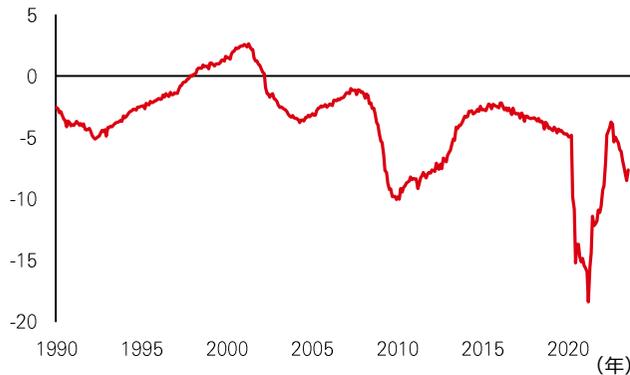


債券発行の拡大

米国の連邦赤字が5%未満から約8.5%に拡大した。つまり、米国企業や家計への財政支援が行われているのである。しかし、こうした財政支援には財務省の追加借入れが必要であり、利付国債の発行急増を招き、利回りに大幅な上昇圧力となっている。

量的引締めとして知られているFRBのテーパリング（量的緩和枠の縮小）が、問題をさらに複雑にしている。FRBは国債全体の約25%（主に利付債）を保有しており、国債買い入れを縮小すれば、他の市場参加者がその穴埋めをしなければならない。さらに、中国と日本が自国通貨安の防衛を選択した場合、米国債の膨大な保有残高からの売却が考えられ、債券市場の動きに一層の影響を与えることになる。こうした債券需給の変動は金利に影響を及ぼし、特に長期金利のイールドカーブでそれが顕著になる。

図表3:米国財務省の連邦予算の赤字または黒字の割合（対名目GDP比、%）



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9月

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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

図表4: FRBが保有する国債のシェア



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9月

米国債の供給拡大が利回りの上昇につながれば、投資家は金利上昇を見越して長期債の空売りやイールドカーブのスティープ化に賭けることも考えられる。このような先回り行動は、金融市場全体に波及し、資産価格やリスク動向に影響を及ぼし、最終的にはリスク・プレミアムの拡大につながる可能性がある。

株式リスク・プレミアムの調整

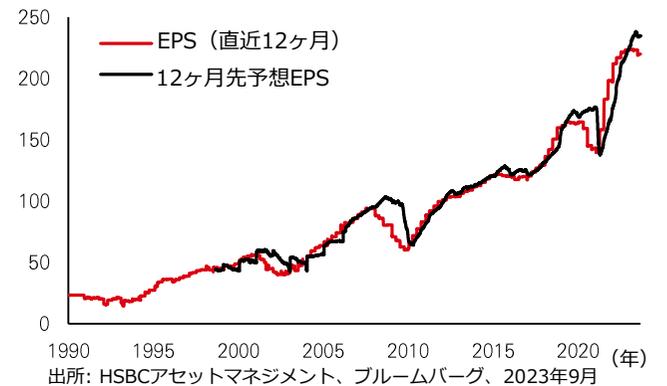
需給悪化に伴い債券利回りが上昇するシナリオでは、投資家がリスク選好度を見直すため、株式の相対的な魅力が低下することもあり得る。これは、株式リスク・プレミアムの2つの主要な構成要素である実質利回りと株式益利回りを検証することで説明できる。今年になって、実質利回りは上昇した一方、株式益利回りは著しく低下した。株式リスク・プレミアムは株式益利回り、実質利回りなどから算出されるが、債券利回りの上昇もあり、この値が大幅に縮小している。

この縮小は通常、株価の見直しとPERの低下をもたらす。実績EPSと予想EPSにおいて格差が広がっていることは、差し迫った変化の兆しの可能性があると考えられる。予想EPSが低下し始める景気後退の直前や景気後退期には、実績EPSと予想EPSとの格差が顕著である。このような格差は過去にも前例があるが、必ずしも経済的危機につながる訳ではない。例えば2016年に格差は見られたものの、経済への大きな影響を伴わずに格差は縮小した。

このシナリオの展開で重要な要素の一つとなるのがインフレである。インフレが持続すれば、利益が予想を上回り、株式の下支えとなる可能性も考えられる。

しかし、大幅な減益になれば、別のシナリオが浮かび上がる。過去の景気後退期をみると、大幅な減益（15～20%程度）があれば、雇用喪失や景気後退につながっていることが示されている。高い利益率を背景に、企業は当面の人員削減を免れ、雇用への影響は先送りされるかもしれないが、実体経済への波及は避けられない。

図表5: 米国のEPS（直近12ヶ月）と12ヶ月先予想EPSとの差異



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9月



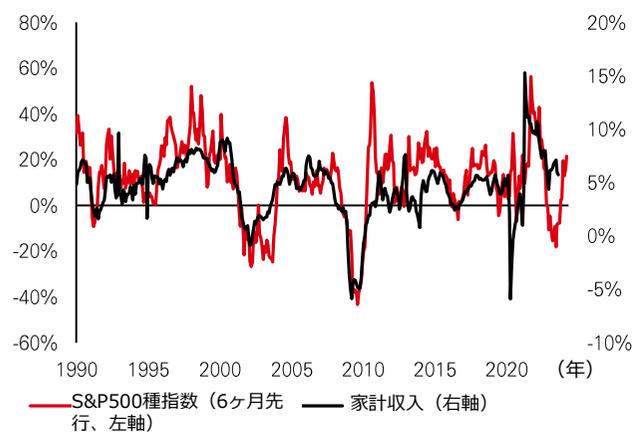
実体経済への影響

最後に、金融市場と実社会の相互関連性は大きな関心事である。家計所得は株式市場と密接にリンクしており、S&P500種指数が下落すれば大きな影響を被る恐れがある。過去データからも、S&P500種指数の変動率と名目家計所得の間には相関関係があり、その影響は6ヶ月のタイムラグを経て現実のものとなることが明らかになっている。

税金はS&P500種指数の変動率と相関があるため、この連動性をさらに明確に示している。このように、株式市場が下落に転じると、経済は実質的に影響を被る可能性があり、所得の減少、資産価値の下落、リスク・プレミアムの上昇などを特徴とする景気後退の局面に突入する。この結果、雇用喪失につながる負の連鎖が引き起こされる恐れもある。しかし、こうした事象が実体経済に波及するまでにはタイムラグがある。

金融市場の動向と、それが幅広く経済に与える影響との間に生じるこのタイムラグは、極めて大きな要素である。さらに、企業の利益率、財政政策、企業行動などの要因が、経済への影響の深刻さとタイミングを左右し、雇用喪失の

図表6: S&P500種指数と家計収入



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9月

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。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

程度やペースを決定づける。

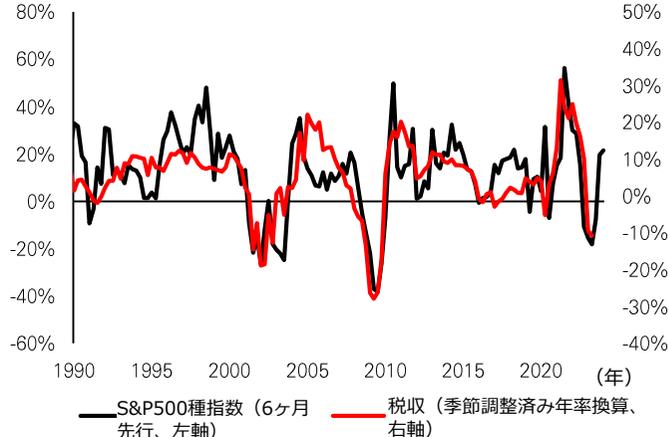
FRBのジレンマ

つまり、利上げに対する従来とは異なる経済の反応から、これまで有効とされてきた金融政策手段を変化させる可能性が示されている。こうしたなか、FRBはインフレ脱却への舵取りで大きな難題に直面している。最近の市場動向を見ると、FRBの行動に対する反応は遅れ気味であり、10年物金利はようやく2007年の世界金融危機以来の高水準に達したが、1年近く安定的に推移していた後に起きたものである。

こうしたなか、株式リスク・プレミアムが圧縮され、実質利回りと比べて株式の予想リターンが見劣りし、株式のバリュエーションに問題があることが示唆された。S&P500種指数とナスダック100指数の最近の下落は、この問題を裏付けている。このような不安定で遅行性がある市場の反応が実体経済に影響を与えた場合、企業収益の低下と失業率の上昇を伴って米国が景気後退に陥る可能性が出てくる。このため、金融政策手段が完全に効力を失ったわけではなく、むしろFRBの金利調整に対する反応にバラつきがあり、景気サイクルにおいて従来見られなかった様相に直面しているのかもしれない、という認識が重要であろう。低金利時代に家計や企業が長期債務を調達していたため、金利上昇に伴う潜在的なインパクトが軽減された一面もある。今後、米国経済が減速し、FRBが利下げに踏み切った場合においても、政策効果の遅れが予想される。こうしたシナリオの評価は、いずれ時を経て明らかになるであろう。

景気後退は、最終的な進行スピードやその深刻さにかかわらず、確実に進んでいる。不安定な市場にあっても、強靱なポートフォリオを構築するには、分散投資とディフェンシブなアプローチが新たに求められる。

図表7: S&P500種指数と税金



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年9月

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBC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、HSBC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。

HSBC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）

