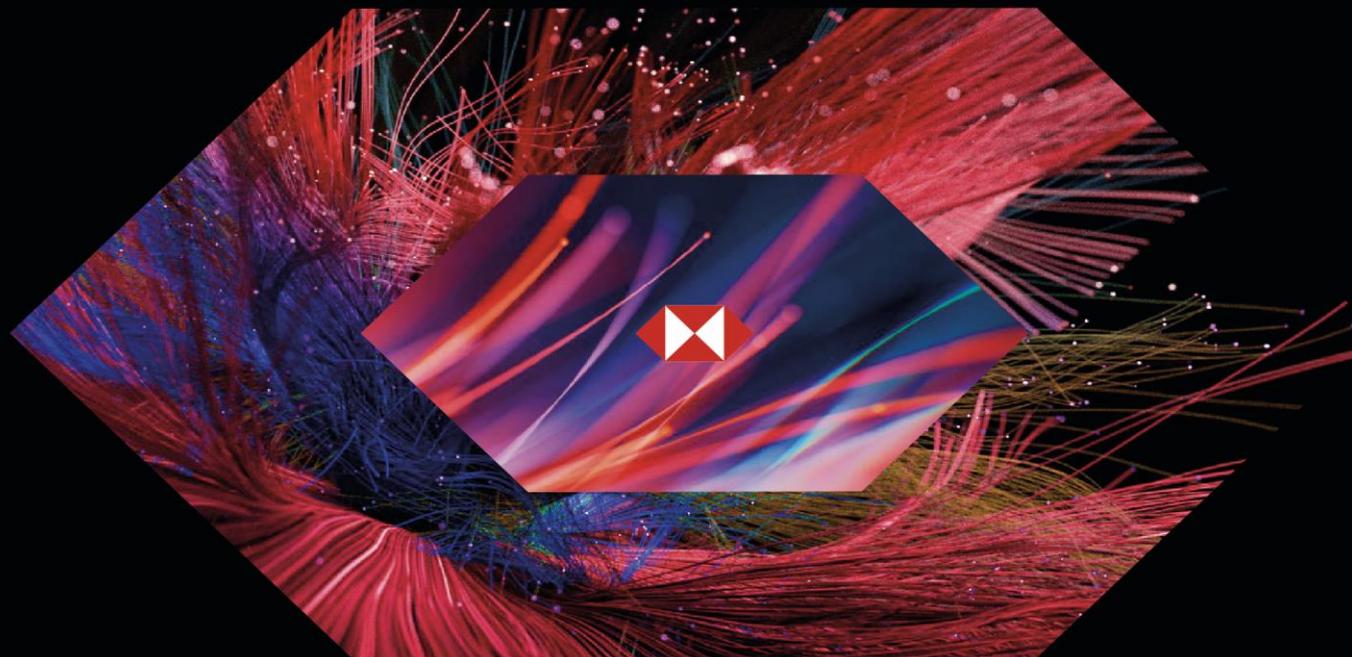


インベストメント・マンスリー 2024年2月

ソフトランディング?



要旨

マクロの見通し

- ◆ **米国とユーロ圏では、インフレ率が目標水準に向かって低下し続けている。**米国経済の堅調さと根強いインフレ懸念から、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融政策を緩和する前に、景気が冷え込んでいる証拠をさらに確認したい旨を示している。
- ◆ **先進国市場の引き締め的な金融環境は、労働市場が特に弱まり始め、消費が減少した際、「ソフトランディング」への成功にリスクをもたらすと考える。**欧州経済はすでに停滞または縮小している。
- ◆ **多くの新興国市場では引き続き精彩を欠く成長が見られる。**しかし、アジアの新興国においては、インドのような構造的および循環的な成長ストーリーが見込まれる有望な国もある。

投資戦略の主なポイント

- ◆ **当社では、ポートフォリオにおいてディフェンシブなポジショニングを愛好する。**株式市場の好調にもかかわらず、経済面での逆風とディスインフレが国債を下支えする一方、企業収益は悪影響を受けよう。
- ◆ **世界の債券の一部に良好な投資機会が出現していると考える。**当社は「債券の投資妙味が復活した」と見ている。タームプレミアムの上昇を背景に、デュレーションリスクが再び報われることを意味すると思われる。
- ◆ **経済面への圧力と企業収益の不確実な見通しから、当社では、株式と社債において質と選別性に重点を置いている。**投資適格社債では、債券固有のリスクを有しながらも株式と同水準のリターンを提供している。

中央銀行の政策

- ◆ **FRBは早期利下げ観測をけん制しており、ユーロ圏や英国の政策当局者も慎重姿勢を示している。**しかし、持続的なインフレ解消が最終的には第2四半期からの利下げにつながると考える。
- ◆ **痛みの伴わないソフトランディングへの道は考え難い**と当社では見ている。地政学的緊張、地域紛争、グローバル貿易体制の混乱などが、先進国と新興国の双方の政策立案者にとり逆風となっている。
- ◆ **当社では今後、2%のインフレ率が上限ではなく下限となり、**財政政策が景気においてより重要な役割を果たし、インフレ率と金利の上昇につながる新たな経済体制が構築されつつあると考える。

マクロおよび市場シナリオ

持続的なインフレ

持続的なインフレから政策金利が「より高い水準でより長く」維持され、成長に打撃を与え、リスク資産に悪影響を及ぼす。

金利上昇の問題

GDPと企業収益の低迷から中央銀行は金融緩和へ。選別された債券、逆風下でも成長が期待できるディフェンシブ・グロース銘柄など慎重姿勢のエクスポージャーを愛好。

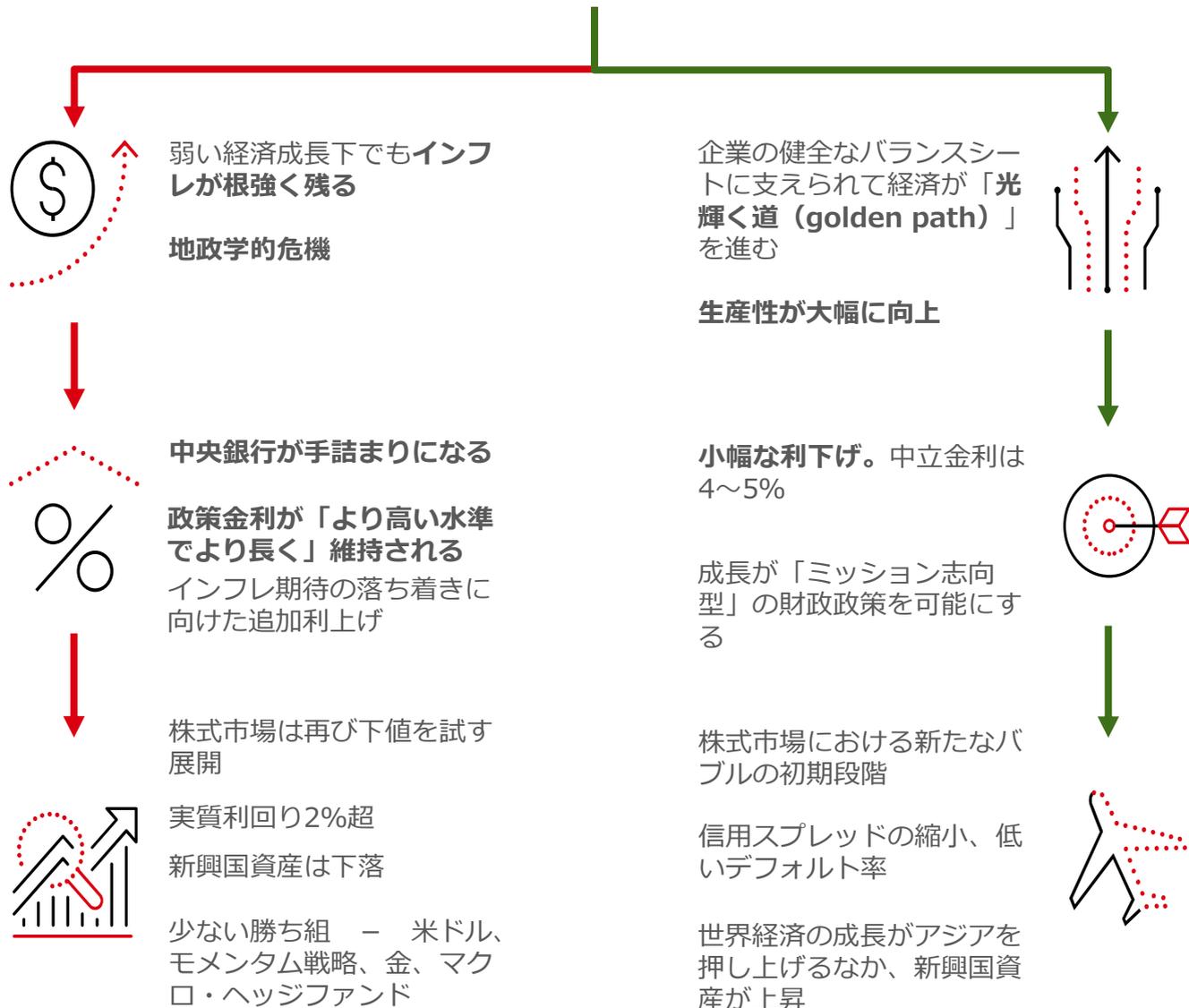
「光輝く道（golden path）」

生産性の向上と企業の強固なバランスシートから経済は安定し、成長が回復へ。

マクロおよび市場シナリオ

マ ク ロ	<p>標準シナリオ：金利上昇の問題</p> <p>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</p> <p>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</p>
政 策	<p>西側諸国： 2024年半ばに米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（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</p> <p>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</p>
市 場	<p>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</p> <p>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</p>

別のリスクシナリオ



当社の見方

世界の株式市場はソフトランディングへの期待を織り込み続けている。しかし、景気抑制的な金融政策が経済を圧迫しているため、株式市場においては引き続き下振れリスクが残る。債券と株式の双方において質と選択性を重視した「ディフェンシブ・グロース」スタンスを当社は選好し、「賢明な分散投資」を実施していく方針である。

- ◆ **株式**：景気低迷による企業収益への逆風を勘案して、当社ではグローバル株式においてディフェンシブなポジショニングを選好している。日本やインドなどアジアの一部の国においてはこうした逆風に耐性があり、選別性を有していると考える。
- ◆ **国債**：米国債や欧州中核国の一部の国債などに好機があると見ている。総じて、デフレ・リスクが報われるようになり、「債券の投資妙味が復活した」と考える。
- ◆ **社債**：国債とのスプレッドはタイトだが、世界のマクロ環境が悪化した場合にはスプレッドが拡大する可能性がある。発行体の健全なバランスシートを勘案すると、投資適格社債は良好なインカム収入の機会が提供されている。

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	▲	—
						グローバルABS	▲	—						
						米ドル建新興国 債券（総合）	▲	—						

見通しは、12ヶ月以上の投資見直し
出所：HSBCアセットマネジメント、2024年2月現在

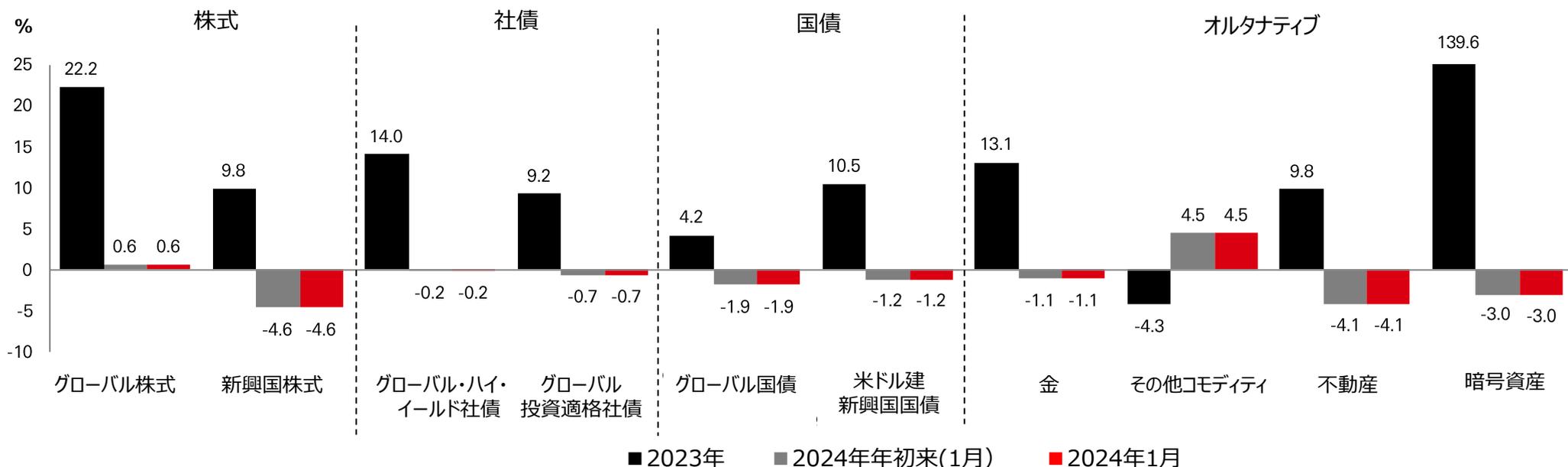
見通し：
▲ オーバーウェイト
↔ 中立
▼ アンダーウェイト

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

2023年において好パフォーマンスを収めた**グローバル株式**は2024年1月も小幅に**上昇**。S&P500種株価指数は史上最高値を更新。一方、新興国株式は総じて下落。利下げ開始の時期を巡る不確実性から国債はやや勢いを失った。

- ◆ **国債**：予想外に堅調な経済成長を背景に中央銀行関係者が市場の早期利下げへの期待をけん制したため、1月の米国の長期債利回りは上昇。
- ◆ **株式**：1月の先進国市場は、経済指標が堅調に推移しソフトランディングへの期待が続くなか、またAIテーマを巡る熱狂のなか、底堅く推移。中国を中心に新興国市場は総じてアンダーパフォーム。
- ◆ **オルタナティブ**：1月の原油価格は上昇。将来の需給要因に関する不確実性や、地政学的緊張が業界の混乱につながる可能性などが上昇要因となった。



* 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。

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1月31日現在

マクロ経済の基本シナリオとその影響

マクロ経済動向

米国

- ◆ 継続的なディスインフレと堅調な雇用市場を背景に個人消費がけん引役となり、2023年第4四半期のGDP成長率は予想を上回る前期比年率+3.3%となった。この結果、米国の2023年の経済成長率は+2.5%となった。
- ◆ 食品やエネルギーなど価格変動の激しい指標を含む米国のPCE価格指数は、2023年12月時点で前年同月比+2.6%と安定を示した。コアPCE価格指数は11月の前年同月比+3.2%から12月は+2.9%に低下。1月のPMI速報値はインフレ圧力のさらなる解消を示唆。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：経済成長は2023年第4四半期は前期比横ばい。第3四半期は-0.1%の緩やかな縮小を経験したため、技術的な景気後退は回避されたことを意味する。賃金の堅調な伸びが続くなか、ECBは「時期尚早」な利下げ期待をけん制。
- ◆ **英国**：インフレ率が11月の前年同月比+3.9%から12月には+4.0%に上昇するなか、政策当局者らは5.25%からの利下げを検討するのは「時期尚早」とした。PMIは1月の企業活動の伸びが3ヶ月連続で加速したことを示した。

アジア

- ◆ **中国**：中国は2023年の成長目標+5%を達成し、経済指標は不動産セクター以外ではある程度の安定化を示唆。政策の有効性と波及効果に焦点を当てながら、より積極的な財政政策と流動性支援が見られれば、マクロ的な逆風を緩和する可能性が引き続き高い。
- ◆ **インド**：インフラ支出と設備投資拡大から経済成長は引き続き堅調に推移（ただし、今後の勢いは緩やかになると思われる）。こうしたなか、政府は成長予想を引き上げた。インフレ解消の進展により、インド準備銀行（RBI）には2024年に政策を緩和する余地が生じよう。
- ◆ **日本**：外部環境の不確実性にもかかわらず、半導体などの分野で成長が見込まれよう。日銀は今後、春闘の動向を見ながらマイナス金利政策を間もなく解除する可能性が高いが、当面は緩和的な金融政策を維持すると予想される。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：インフレ率は低下傾向にあるが、所々で根強いインフレが見られ、成長圧力は依然として残っている。IMFは今年の成長見通しを引き下げた。
- ◆ **東欧**：ハンガリー、ポーランド、チェコではインフレ率が低下傾向にある。金融環境の緩和が引き続き見られるため、2024年には地域全体で成長の勢いが改善すると思われる。
- ◆ **MENA（中東・北アフリカ）**：石油業界の生産調整と当該地域の地政学的緊張の可能性から、今年の当該地域の経済成長は抑制されると見ている。世界的な経済への逆風と高インフレも悪材料。

基本シナリオとその影響

- ◆ **米国株**では、一部の大型テック株がけん引役に。ソフトランディングへの期待が織り込まれているうえ、一部バリュエーションに割高感が見られる。株価は企業収益やGDP動向に敏感になる可能性があり、場合によっては失望感が生じることもあり得る。
- ◆ **米国債**では、利回りは比較的高水準にある。利下げ期待、根強いインフレ、経済成長の見通しなどさまざまな材料がある中で、レンジ相場が見込まれる。
- ◆ **欧州株式**では、景気後退的な逆風の影響が一部で見られ、利下げの時期を巡る不確実性にも関わらず、概ね底堅く推移。企業収益見通しが悪化した際、勢いが鈍化する可能性がある。
- ◆ **欧州国債**では、ユーロ圏の景気後退に伴いECBが2024年において金融緩和を開始すると思われ、中期的にある程度アウトパフォームする可能性がある。
- ◆ **中国株式**では、バリュエーションに妙味はあるが、マクロ環境に対する長引く懸念が企業収益見通しを悪化させる可能性がある。継続的な政策支援により市場の信頼感が回復すれば、アウトパフォームする可能性も。
- ◆ **インド株式**では、魅力的な構造改革見通しを背景に堅調な利益成長が期待できる。ただし、割高なバリュエーションが相場の重しになる可能性も。
- ◆ **アセアンの株式市場**では、当該地域のマクロ環境の回復とFRBのタカ派姿勢のピークが支援材料。当該株式市場のディフェンシブな特性は引き続き魅力的だが、外部からの逆風が見られる中で市場のばらつきが予想される。
- ◆ **新興国株式**では、アジアの一部地域は中国の成長懸念に対して引き続き脆弱ではあるが、中国において効力ある政策支援が実施されれば、大幅な上昇をもたらす可能性がある。バリュエーションは魅力的で、新興国の相対的なマクロ環境の回復も好材料。
- ◆ **新興国債券**では、インフレ鈍化傾向は続いており、新興国の多くの中央銀行が2024年に利下げを開始または継続する可能性が高い。ただし、根強いインフレと成長懸念は主なりリスク。

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）

