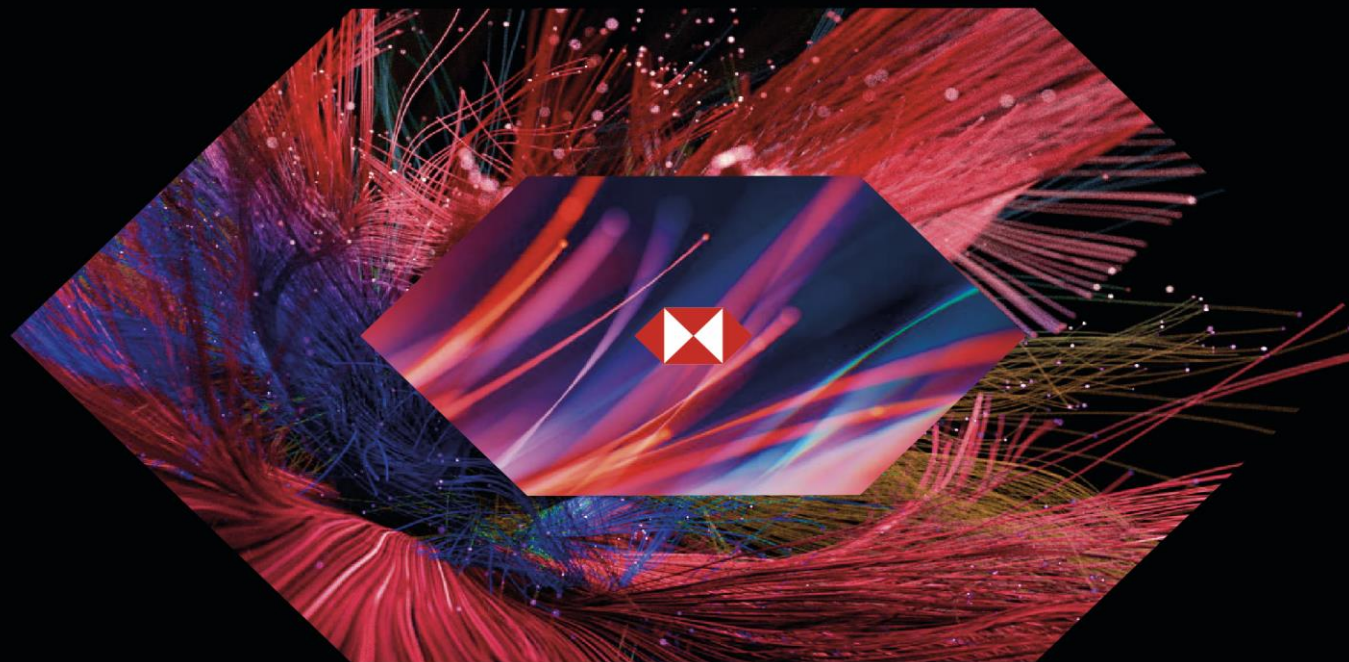


インベストメント・マンスリー 2024年4月

利下げは近い？



要旨

マクロの見通し

- ◆ **足元のマクロ指標は、経済の「ソフトランディング」を示唆している。**必要とされる主な条件は、(1) 安定した経済成長の継続、(2) ディスインフレの進行、(3) 堅調な労働市場、(4) 企業利益の黒字化である。
- ◆ **景気のリスクは本年後半まで、特に米国で続く可能性がある。**地政学、選挙、景気抑制的な政策は経済と市場の見通しに影響を与えよう。
- ◆ **新興国の経済パフォーマンスには依然としてばらつきが見られる。**インド経済は2024年に最も急速に成長すると見られる一方、中国の見通しは、軟調な不動産セクター、低水準にある消費者信頼感、長引くデフレ圧力など、いくつかの成長の逆風に直面している。

投資戦略の主なポイント

- ◆ 当社の標準シナリオはソフトフィッシュ・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）。しかし、各種動向は不安定になる可能性が高く、見通しは依然として不透明である。多くのリスク資産のバリュエーションに割高感が見受けられる。企業のファンダメンタルズが悪化した際、市場のボラティリティが高まる可能性がある。
- ◆ **このため、ポートフォリオにおいては「ディフェンシブ・グロース」のポジショニングが必要になると考える。**ここには、債券、リスク資産、プライベート・マーケットへの選別的なエクスポージャーが含まれる。また、米国外、特に新興国およびフロンティア市場にも投資機会が出現していると見ている。
- ◆ さらに、オルタナティブ（特にプライベートクレジット、ヘッジファンド、インフラストラクチャー、不動産）がポートフォリオにて重要な役割を果たすと考える。

中央銀行の政策

- ◆ 堅調なマクロ指標や中央銀行による早期利下げ観測のけん制が見られるなか、金利市場は主要中央銀行の利下げを織り込んでいる。金融当局は夏場の政策転換を見据えている模様である。**最初の利下げは2024年半ばになると当社では予想しており、金融緩和は下半期も継続すると見ている。**
- ◆ **西側諸国の財政政策が2024年の成長を若干阻害することになるだろう。**しかし、2010年代のような緊縮財政に戻るとは見ていない。
- ◆ **新興国の中央銀行は世界的な金融緩和サイクルを主導しており、中南米および欧州の新興国の一部では利下げを行っている。**こうした金融緩和は続くと考えられる。アジアの一部の中央銀行では、2024年下半期に金融政策を緩和する可能性が高い。中国の政策支援は的を絞って引き続き見られている。

マクロおよび市場シナリオ

ソフトフィッシュ・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。

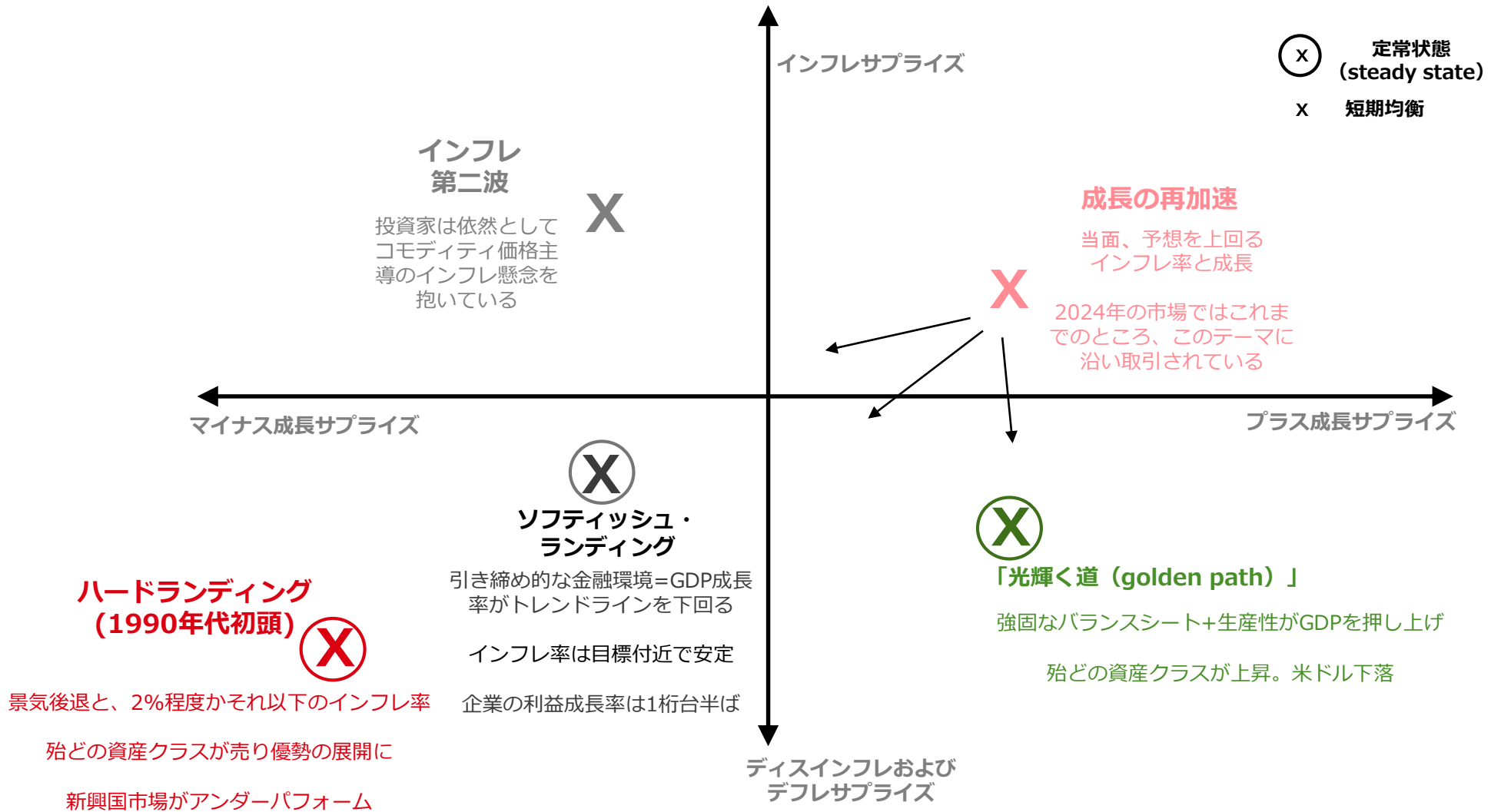
ハードランディング

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

地政学的な不確実性の高まりと景気抑制的な政策設定の中で、経済のソフトランディングがより穏やかなものに変化するリスクが引き続き残る。こうしたなか、当社では**ディフェンシブな投資戦略を選好**。株式と債券の双方において質と選別性を引き続き重視し、特にアジアとフロンティア市場に注目している。

- ◆ **株式**：成長が堅調に推移する中でも、現在織り込まれている以上に高いリスクプレミアムが要求されるべきと当社は考える。米国外、特に新興国とフロンティア市場に良好な投資機会が出現していると見ている。
- ◆ **国債**：利下げの明確な方向性を前に、市場はレンジ内で推移する可能性があるものの、成長鈍化と着実なディスインフレにより、今後数ヶ月間に利回りは低下すると考えられる。粘着性を有するコアインフレは依然としてリスク。
- ◆ **社債**：世界の社債、特に投資適格社債や証券化商品に選別的な投資機会があると考え。高水準な「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）」が引き続き資金流入を支えている。

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：
 ▲ オーバーウェイト
 ↔ 中立
 ▼ アンダーウェイト

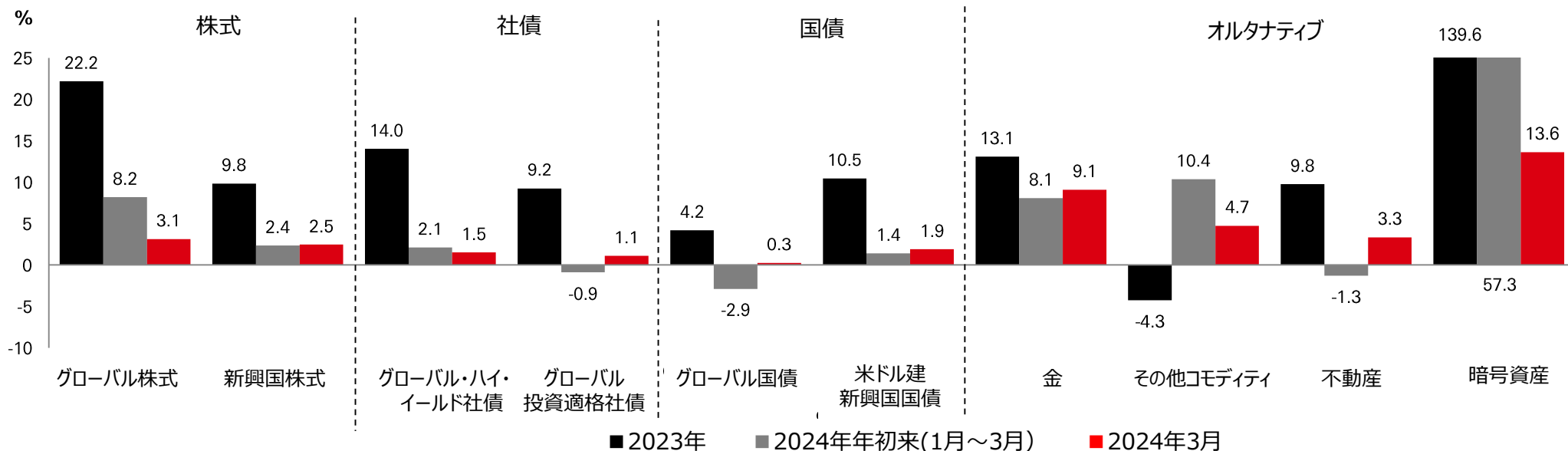
前月からの変更：
 — 変更なし
 ↑ 上方修正
 ↓ 下方修正

見通しは、12ヶ月以上の投資見直し
 出所：H S B Cアセットマネジメント、2024年4月現在

資産クラス別パフォーマンス

ソフトランディングシナリオを示唆するマクロ指標を背景に、**3月のグローバル株式は5ヶ月連続で上昇した**。金融当局が夏場の政策転換を見据えていることも投資家のリスク選好を高めた。

- ◆ **国債**：米国債利回りは、投資家が年央からの金融緩和サイクルの開始を引き続き予想しているため、ほぼ横ばい。欧州にてディスインフレの勢いが強まっていることから、欧州国債の利回りは概ね低下した。
- ◆ **株式**：主要国の利下げ見通しに対する楽観的な見方に伴い、先進国株式市場は総じて上昇。一部の指数においては最高値更新が見られた。新興国株式市場も投資家のリスク選好志向の中で概ね堅調に推移した。
- ◆ **オルタナティブ**：継続的な利下げへの期待と地政学的リスクにより、3月の金価格および原油価格は上昇。暗号資産ではビットコインが一段と上昇し、過去最高値を更新。



* 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3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

- ◆ 米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、最近のインフレ動向を軽視し、「本年のある時点で」利下げが予想されると繰り返した。FOMCの最新のドットプロットでは、成長率とインフレ率の予想を上方修正したが、本年にて3回の25bpの利下げは維持された。
- ◆ 2月のコアインフレ率は前月比0.4%上昇し、1月から横ばい。財の価格上昇圧力は相応な水準になったが、サービス価格の上昇圧力の沈静化には労働市場のさらなる冷却が必要と言える。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：PMIは本年初めに改善し、経済活動の安定化を示唆。総合インフレ率は1月の前年比+2.8%から3月には+2.4%に低下。サービス価格上昇の主な要因である賃金の伸びが欧州中央銀行（ECB）の重要な焦点。
- ◆ **英国**：総合インフレ率は1月の前年比+4.0%から2月は+3.4%に低下したが、サービス部門のインフレ率は依然として高止まりしている。本年初めには景況感が改善し、昨年下半年における景気後退の終了を示唆しているが、成長は引き続き精彩を欠く可能性が高い。

アジア

- ◆ **中国**：経済指標は本年初めに経済活動が回復していることを示唆。小売売上高は春節に伴い増加し、鉱工業生産と固定資産投資も堅調だった。一方、不動産関連セクターの構造的な脆弱さは根強く、消費者信頼感の重しとなっている。
- ◆ **インド**：成長は依然として力強く、3月の総合PMIは一段と上昇。一方、2月のインフレ率は前年比+5.1%と前月から横ばいとなり、早期の金融緩和は困難であることを示唆。
- ◆ **日本**：日銀は3月に2007年以来初の利上げによりマイナス金利政策を終了し、イールドカーブ・コントロールも撤廃された。過去33年間で最も強力な賃金交渉が見られたが、一段の金融引き締めは極めて緩やかなものになるだろうと日銀総裁は示唆。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：メキシコが金融緩和サイクルに着手し、3月に25bpの利下げを行った。追加利下げはデータ次第と見られる。ブラジルは50bpの利下げを実施したが、中銀は今後数ヶ月においてより慎重な姿勢に転じることを示唆。
- ◆ **東欧**：インフレ率の格差は金融政策の異なる判断をもたらした。チェコは3月に利下げ、トルコは5%利上げし政策金利は50%に。
- ◆ **MENA（中東・北アフリカ）**：当該地域の経済見通しはまちまち。原油市場の不確実性は依然として高く、財政見通しに不透明感がある。一方、化石燃料への依存からの脱却に伴い多様化が進む中で、当該地域の非石油産業の成長は引き続き堅調に推移すると見られる。

基本シナリオとその影響

- ◆ ソフトランディングに対する強い確信と、堅調な成長から強気相場は続いている。しかし、投資家の認識が変化するにつれ、好材料が軽視されることもあり得る。成長下振れの可能性は当面低いと思われるものの、逆サプライズのリスクは高まっている。このため、**米国株**には慎重姿勢とし、**米国債**を選好したい。

- ◆ **欧州株式**では、バリュエーションに引き続き比較的割安感が見られ、リターンへの追い上げが見られる可能性はある。ただし、国内のマクロファンダメンタルズの弱さが株価の見直しにとり大きな逆風に。
- ◆ **欧州国債**では、ECBの予想より早い利下げサイクルが見られた際、恩恵を受けるだろう。一方、周辺国のスプレッドはタイト化している模様。

- ◆ **中国株式**では、妙味あるバリュエーションと一段の政策支援は好材料だが、不透明な景気見通しから投資家は慎重になっている。
- ◆ **インド株式**では、好調なGDP、堅調な企業収益、構造改革に支えられている。市場の一部に見られる割高感が引き続き懸念材料に。
- ◆ **アセアンの株式市場**では、マクロ環境の回復と中央銀行の利下げ余地が好材料。当該株式市場のディフェンシブな特性も魅力的。

- ◆ **新興国株式**では、世界的に見て新興国の成長見通しは相対的に明るく、ディスインフレとFRBの利下げ見通しが支援材料に。新興国の株式と現地通貨のバリュエーションには妙味がある。他の地域と異なる新興国の状況は分散投資効果が期待できよう。
- ◆ **新興国債券**では、現地通貨建新興国国債においては、ブラジル、インドネシア、メキシコ、ペルー、南アフリカを引き続き選好したい。

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）

