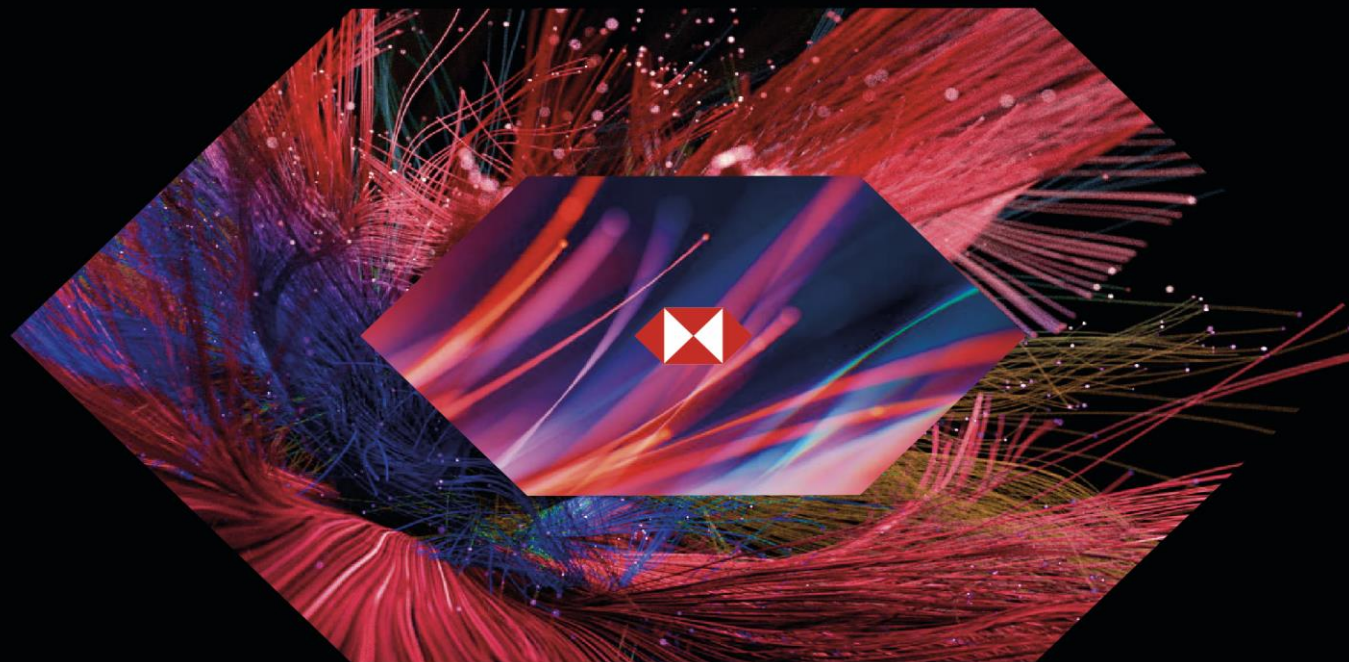


Asset Management

インベストメント・マンスリー 2023年8月

物価上昇が落ち着く「デysinフレ」の進行



要旨

マクロの見通し

- ◆ **西側諸国**では、デイスインフレが進行しており、これまでの中央銀行による金融引き締めを勘案すると、今後も続く可能性が高い。とはいえ、粘着性を有するコアインフレは引き続き中央銀行にとり主要な懸念事項である。
- ◆ **米国**では成長率が上方修正され、ソフトランディングへの期待が高まっている。しかし、政策金利をより景気抑制的な水準に引き上げているため、労働市場に重大な影響を及ぼすと考える。このため、当社は2023年末に向けて景気後退に陥るとの見方を維持する。
- ◆ **東側諸国**では、インフレの落ち着きにより、中央銀行は既に利上げを停止している。世界経済の減速は貿易面での足かせにつながるものの、米ドル安と追加の政策支援が追い風となり、成長の回復力が維持されると考える。

投資戦略の主なポイント

- ◆ リスク資産の下振れリスクを勘案すると、**ポートフォリオにおいてはディフェンシブなポジショニング**が賢明と考える。「波乱含みの相場展開」という当社の標準シナリオは多くの株式市場や社債市場において織り込まれていない模様。
- ◆ **ショート・デュレーション債券**、特に、景気後退局面において比較的堅調なリターンが見られる米国債を選好。また、良好なインカム収入の機会を提供している**高品質な社債**にも着目。こうした債券の発行体はデフォルトリスクが低い。
- ◆ 総じて**新興国資産クラス**は魅力的。先進国と比べて割安なバリュエーションや良好なマクロ見通し、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ見通しと一段の米ドル安が支援材料。

中央銀行の政策

- ◆ 最近の25bpの利上げを受けて**FRBのタカ派姿勢はピークに達している可能性が高い**。月次ベースでコアインフレ率の上昇が安定しているため、利上げが停止される可能性がある。当社では景気後退に見舞われる本年末にFRBは利下げを開始すると考える。
- ◆ **欧州中央銀行（ECB）**は足元25bpの「ハト派利上げ（利上げを実施するも、声明文のトーンなどがハト派的なこと）」を実施し、ここ数ヶ月見られたよりタカ派的なトーンを弱めた。「データ依存」のアプローチを採用しているため、一段の利上げの可能性は高いが、短期的な成長リスクを勘案すると利上げ幅は限定的になると思われる。
- ◆ **中国**では、的を絞った財政支援が展開される可能性が高い。**日本**では、日銀の最近の金融政策調整を受けて、イールドカーブ・コントロールの枠組みは段階的に修正され、金融政策が正常化する可能性が高いと考える。

マクロおよび市場シナリオ

複合危機(ポリクライシス)に直面する
2023年

強い雇用需要と供給制約による持続的なインフレ圧力

波乱含みの相場展開

引き締め的な金融環境が世界的な景気後退を招く

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)

供給体制の急速な改善、健全なバランスシート、信頼感の回復

マクロおよび市場シナリオ



マ
ク
ロ



複合危機(ポリクライシス)に直面する2023年

西側諸国：持続的なインフレ圧力。 背景：(1)強い雇用需要、(2)供給制約

米国の大幅なGDPのドロウダウン(2%以上)。背景：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



波乱含みの相場展開

西側諸国：引き締め的な金融環境が世界的な景気後退を招く。 欧州の天然ガス価格はウクライナ紛争前の水準を維持

名目成長率の伸び鈍化と企業業績の下振れに伴い減益(2023年にて約-10%の減益率)

東側諸国：中国の本年上半期は方向感に欠ける動きとなるが、経済活動再開が需要を押し上げ。これが西側の需要低迷による影響を緩和させる



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)

西側諸国：供給体制の急速な改善、健全なバランスシート、信頼感の回復。

景気減速と企業利益の減益は極めて緩やかなペースに。コンセンサス予想による2023年の利益成長がゼロとなる可能性も

東側諸国：中国の堅調な消費と住宅市場の回復。 欧米の需要が持ちこたえ、輸出を押し上げる



政
策

西側諸国：米国のFFレートが一段と引き上げられたのち、長期にわたり据え置きへ。 背景：上段での(2)の要因よりも(1)の要因の方が大きい。

東側諸国：中国の政策緩和は見られず、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

西側諸国：景気後退のなか、米国は本年末に金融緩和へ。 財政の引き締めは続くが、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

西側諸国：本年末までにFRBとECBの政策緩和。 国債利回りの低下が財政への圧力を軽減

東側諸国：成長の下支えに向けて中国の政策支援が加速。 多くの中央銀行が年末までに利下げへ



市
場

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1.0%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、マクロ戦略、インフラ、ディフェンシブ株、変動利付債が上昇

今後12ヶ月間の株式市場は波乱含みの展開へ。 バリュエーションの調整と企業利益の下振れが懸念される。2024年には持続的な回復が見られる

ショート・デュレーション債券を選好。 特に、タームプレミアム、インカム収入面での投資機会において高品質なクレジットに着目

米ドルが下落するなか、**新興国資産が上昇。** FRBが政策転換するなか、中国市場が反発。バリュエーションの改善を背景に、新興国のなかでもアジアを選好、また南アジアよりも北アジアを選好

中銀の政策見直しと割引率の低下により、企業利益とバリュエーション調整への圧力が軽減。**株式が上昇**

債券利回りは一段と低下。 信用スプレッドが縮小し、デフォルト・リスクは後退へ

米ドルが急激に下落するなか、新興国資産は上昇。グローバル資産(米国のテクノロジー、暗号資産)、シクリカル資産がともに上昇

当社の見方

多くの市場にて下振れリスクが織り込まれていないため、ポートフォリオにおいては**ディフェンシブなポジショニング**が賢明と考える。**ショート・デュレーション債券**は景気後退局面において比較的堅調なリターンが期待できる。また、**高品質な社債**にはインカム収入の機会が出現していると考え。割安なバリュエーション、良好なマクロ見通しが**新興国資産**に追い風となる。

- ◆ **世界株式**：先進国市場では当社の標準的な見方である景気後退シナリオを十分に織り込んでいないため、企業収益に下振れリスクがある。つまり、大きなドロウダウンが発生する可能性が考えられる。一方、新興国市場では割安なバリュエーションと良好なマクロ見通しが支援材料。ただし、パフォーマンスを向上させるには国別配分が鍵となる。
- ◆ **国債**：デフレーションの進行と景気後退が見られた場合、中央銀行が利下げに動く可能性がある。これは国債にとり追い風。特に短期の米国債を選好。
- ◆ **社債**：強固なバランスシートを有する高品質な社債は、デフォルトリスクを抑えながら、良好なインカム収入の機会が提供されている。ハイ・イールド社債ではデフォルト率が上昇し始めており留意が必要。

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

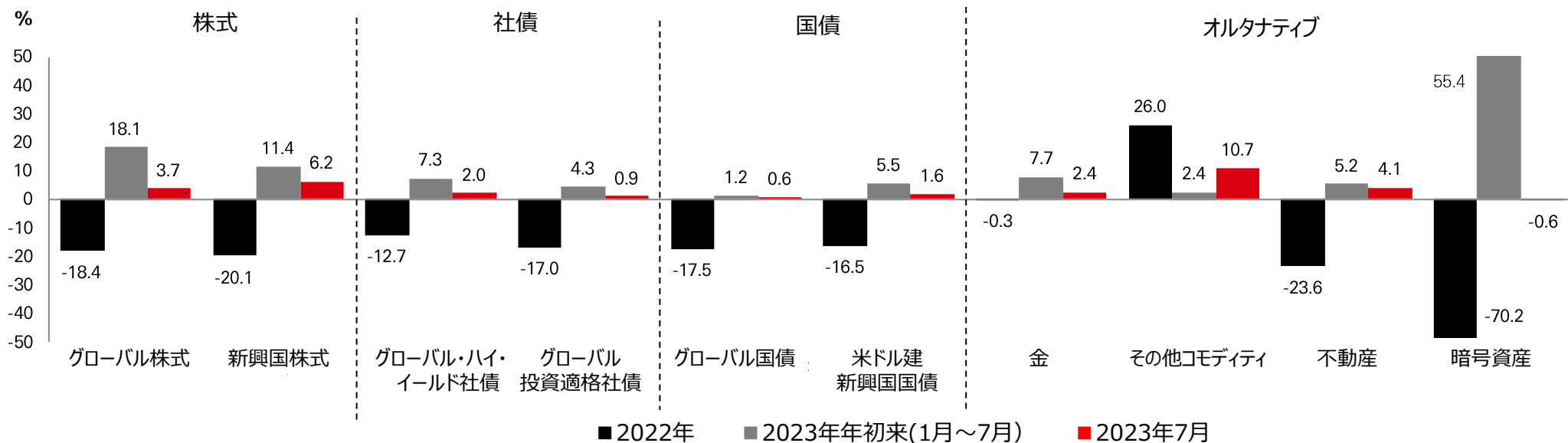
前月からの変更:
 — 変更なし
 ↑ 上方修正
 ↓ 下方修正

出所：HSBCアセットマネジメント、2023年8月現在

資産クラス別パフォーマンス

成長率の上方修正と進行中のデスインフレーションによりソフトランディングへの期待が高まり、7月の**グローバル株式**は上昇。市場予想を上回る企業業績も投資家のリスク選好を後押しした。

- ◆ **国債**：投資家の関心が金利見通しに移る中で、グローバル国債は若干上昇（利回りは僅かに低下）。FRBのタカ派姿勢がピークに達した可能性と、総需要の緩和やインフレ率の低下からECBがハト派に若干傾斜するという見方が支援材料に。
- ◆ **オルタナティブ**：FRBの利上げ終了見通しに支えられ、金価格は上昇。ソフトランディングへの期待から需要が高まり、他のコモディティ価格も上昇。また、OPECの減産が原油価格の上昇に寄与。暗号資産は僅かに下落。ソフトランディングへの期待に伴う投資家心理の改善よりも、当該資産に対する規制への懸念が上回ったことが下落要因。



* 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 2023年7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

- ◆ 4-6月期のGDP成長率が市場予想を上回り、堅調な個人消費や民間投資が成長率に大きく寄与。消費者信頼感は依然持ちこたえるなか、ソフトランディングへの期待が高まっている。ただし、労働市場が冷え込む中でこうした期待が継続するかについては疑問が残る。
- ◆ コアインフレを勘案して、FRBは直近の会合で25bpの追加利上げを実施。政策金利が景気抑制的な水準にあることは意味があるとFRBは見ている。これまでの金融引き締めにより、現在のデスインフレ傾向が徐々に加速する可能性が高い。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：4-6月期のGDP成長率は市場予想より若干上振れたが、成長は鈍化。根強いコアインフレにも関わらず、ECBは最近の会合でよりハト派的となり、金利が需要に広範な影響を与えていることを認めた。
- ◆ **英国**：足元のインフレ率には顕著な低下が見られたが、依然として中央銀行の目標を大幅に上回っており、一段の利上げの可能性が高い。サービス業がけん引役となり相応な経済活動が見られるものの、その水準は予想を下回っている。

アジア

- ◆ **中国**：最近の経済指標は、製造業に安定化の兆しが見え始めているものの、内需の鈍化と不動産市場の低迷を示唆。よりの絞った政策支援の展開は成長と投資家の信頼を回復するのに役立つと見ている。
- ◆ **インド**：マクロ環境に引き続き回復力が見られるが、外部環境の悪化により循環的な成長は鈍化する可能性がある。食料価格に若干の反転上昇が見られたとしても、コアインフレの勢いが弱まれば、インド準備銀行は利上げの停止を継続すると思われる。
- ◆ **日本**：経済指標は、生産と貿易に逆風が見られるが、引き続き内需の回復を示している。日銀のイールドカーブ・コントロールの予期せぬ調整により、運用の柔軟性は向上したが、金融政策の見通しについては不確実性が若干高まった。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：サービス価格に上昇圧力が見られるものの、総合インフレ率の低下傾向は顕著になっている。多くの中央銀行にて利上げサイクルの転換期にあると思われる。
- ◆ **東欧**：成長率は上振れしたものの、多くの国で経済活動の減速が見られる。総合インフレ率は低下しているが、粘着性を有するコアインフレから政策金利は景気抑制的な水準に維持される可能性が高い。
- ◆ **MENA (中東・北アフリカ)**：経済指標は好調でコロナ禍前の平均を上回っているが、原油価格の下振れ見通しがリスクに。中央銀行は緩やかなインフレにもかかわらず、FRBに追随して利上げを続けてきたが、こうした政策も終焉に近づいている可能性がある。

基本シナリオとその影響

- ◆ **米国株**では、AI関連の追い風などを受けて株価は持ちこたえている。当社の標準シナリオは本年末に向けて景気後退が見られるというものであるが、それは未だ市場で織り込まれていない模様。引き続き慎重スタンス。
- ◆ **米国債**では、米国の景気後退はFRBの利下げを伴う可能性が高い。これは短期国債の利回り低下につながるものと考えられる。

- ◆ **欧州株式**では、景気後退懸念の高まりと経済活動の鈍化により、収益性の圧力に直面。ECBが予想を上回る利上げを実施した場合、バリュエーションが調整される可能性がある。
- ◆ **欧州国債**では、利回りは追加利上げを一部織り込んでいる。2024年初頭には景気後退が見られ、短期債を中心に中期的にアウトパフォームする可能性が考えられる。

- ◆ **中国株式**では、引き続きバリュエーションに妙味あり。政府がマクロ環境と企業業績を下支えする一段の措置を講じれば、中国株はアウトパフォームする可能性がある。**インド株式**では、魅力的な構造改革見通しを背景に安定した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、世界的に不確実性が高まるなか、緩やかな成長になる可能性はあるものの、マクロ環境の回復力が引き続き支援材料に。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。

- ◆ **新興国株式**では、魅力的なバリュエーション、マクロ環境の回復、本年後半のFRBの利下げ見通しが好材料に。ただし、見通しに地域格差が見られるため、選別投資が望ましい。
- ◆ **新興国債券**では、穏やかなインフレ傾向から一部の新興国では近く利下げを開始する可能性があり、これがプラス材料に。米ドル安は海外投資家に恩恵をもたらす可能性がある一方、粘着性を有するコアインフレと広範に見られる信用リスクが主な懸念材料。

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）

