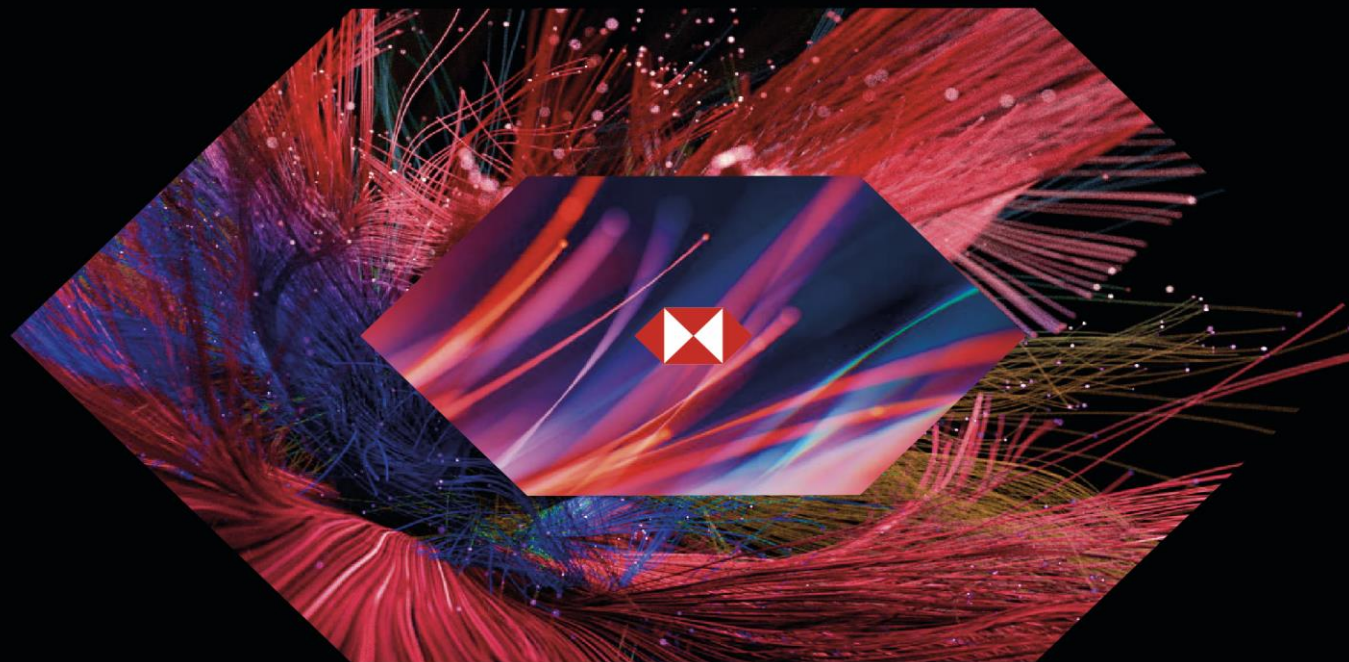


インベストメント・マンスリー 2023年12月

上値を追う展開



要旨

マクロの見通し

- ◆ **先進国では、「粘り強い」インフレが見られる地域はあるが、インフレ鈍化が続いており、2024年までこの傾向は続く**と見ている。需要低迷と経済成長低下により、中央銀行は2024年第2四半期から利下げを開始するだろう。
- ◆ **米国の経済活動は底堅く推移し、企業収益は持ちこたえているが、消費者の過剰貯蓄は減少している。**ユーロ圏の経済活動は悪化しており、またアジア、特に中国では成長が精彩を欠いている。
- ◆ **当社の標準シナリオは金利上昇により米国と欧州の経済成長が2024年に低迷する**というものである。一方、インドなどにおいては、世界的な逆風にもかかわらず堅調な経済成長が期待できると考える。

投資戦略の主なポイント

- ◆ 今後12ヶ月間に景気後退と一段のインフレ鈍化のリスクが高まる中で、**市場は引き続き楽観的な見通しを織り込んでいる。**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を当社では選好。
- ◆ **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。タームプレミアムが上昇しており、リスク・リターン観点から「**債券の投資妙味が復活した**」と見ている。
- ◆ **企業の利益成長見通しが悪化すれば、株価にも相応に影響が及ぶ**と思われる。しかし、企業のバランスシートは堅固である。こうしたなか、通常ではリターン観点から債券より株式を志向する投資家にとり、リスクを加味すると投資適格社債が魅力的な選択肢となり得るであろう。

中央銀行の政策

- ◆ 現在、中央銀行の金融引き締めサイクルは終盤にあり、**今後の利下げに注目が集まっている。**当局は利下げの緊急性を示唆していないが、景気の悪化に伴い利下げを余儀なくされる可能性がある。
- ◆ **2024年中に市場が現在予想している以上に金融政策を緩和すると考える。**中国では、当局が成長促進措置を図り、的を絞った政策支援が拡大すると見られている。
- ◆ 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選好。

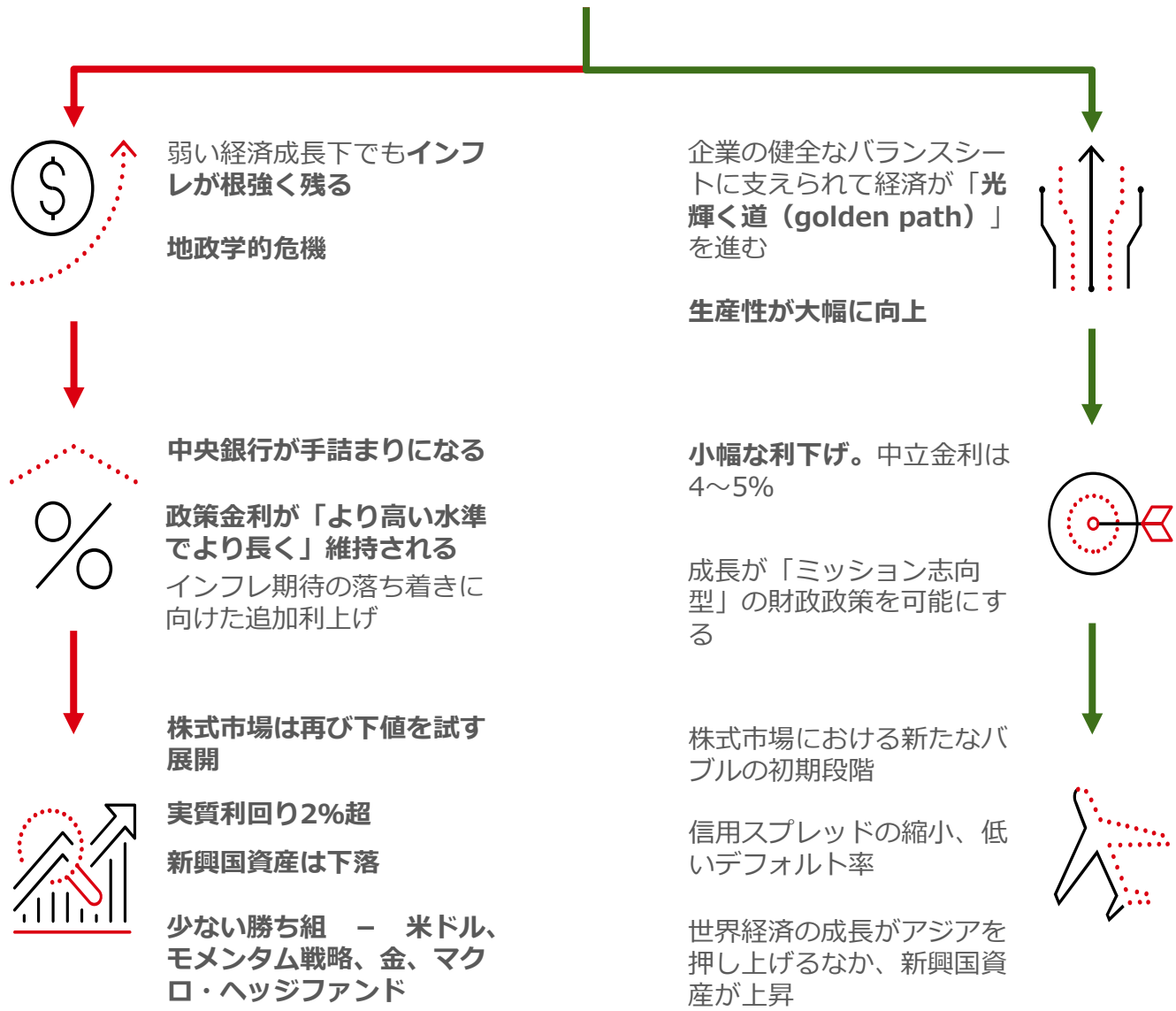
「光輝く道 (golden path)」

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・グロース銘柄を选好</p>

別のリスクシナリオ



当社の見方

金利上昇、景気後退リスク、資本コストの上昇は、株式やリスクの高い社債への投資に課題をもたらしている。しかし、**世界の債券にて選別された一部に投資妙味**が見られ、タームプレミアムが上昇しているため、デュレーションの長い債券は投資家にとり魅力的な選択肢になり得ると考える。

- ◆ **株式**：経済成長と企業収益に対し逆風となる中で、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にしている。インドや日本を含めた一部の市場にはこうした逆風に耐性を有している。
- ◆ **国債**：政策金利が長期に亘り高止まりするという見方が後退したため、米国の10年物国債利回りは足元低下。総じて、デュレーション・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**：世界経済の悪化に伴いスプレッドは拡大する余地はあるが、発行体の安定的かつ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	↔	-	ハッジファンド	▲	-	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

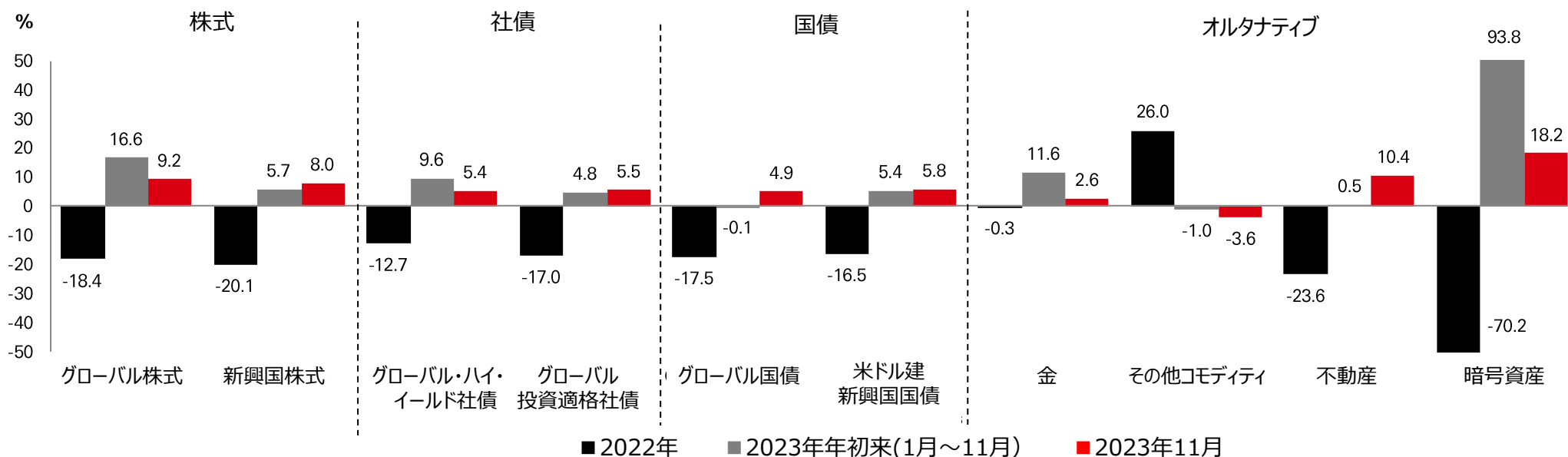
前月からの変更：
 - 変更なし
 ↑ 上方修正
 ↓ 下方修正

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、2023年12月現在

資産クラス別パフォーマンス

11月のグローバル株式は力強い上昇を見せた。金融引き締め局面が終了し、2024年には利下げに転じるという見方が上昇要因となった。7月末以降、下落傾向にあった株式市場は好転した。先進国市場では年初来高値を目指す動きが見られた。

- ◆ **国債**：米国の長期国債利回りは11月において低下。市場予想を下回るインフレ率が発表された後は、金利がピークに達したとの見方が一段と強まった。
- ◆ **株式**：第3四半期の堅調な企業業績と債券利回りの低下を受けて、株式は好調に推移。先進国および新興国市場双方で堅調なリターンとなった。一方、中国市場やアセアン諸国の一部の市場では苦戦が見られた。
- ◆ **オルタナティブ**：原油需要に対する懸念のなか、原油価格は下落。対照的に、金はFRBの利下げを見越して最高値更新を目指す動きとなった。



* 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 2023年11月30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

- ◆ 実質所得の減少にもかかわらず、堅調な個人消費に支えられ、2023年第3四半期のGDP成長率は年率約5%となった。消費者の過剰貯蓄が減少し、与信環境は引き締まり、労働市場は一段と冷え込んでおり、消費者への逆風は強まっている。
- ◆ インフレは引き続き緩やかになっており、10月のインフレ率は市場予想を下回ったため、残り年内追加利上げが行われる可能性は極めて低い。景気抑制的な政策の影響が経済全般に十分に反映されていないうえ、消費者は圧力に直面。こうしたなか、政策金利は2024年に現在の市場予想以上に低下する可能性がある。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：経済成長は4四半期連続で停滞。家計消費は顕著に低迷しており、足元のPMIは既に景気後退の領域にあり、世界的な成長リスクの中で当該地域の経済活動は依然として低迷。
- ◆ **英国**：経済成長は低迷しており、消費者は圧力に直面しており、経済指標は勢いの鈍化を示唆。労働市場の需給バランスを再調整し、インフレを抑制するには、2024年に景気後退が必要になると見ている。

アジア

- ◆ **中国**：10月の経済指標は引き続き不動産セクター以外において成長の安定化を示唆しているが、勢いを維持するにはよりの絞った政策措置が必要。今後も財政出動と積極的な流動性支援が続く可能性が高い。
- ◆ **インド**：経済成長は緩やかになる見込みだが、インフラ支出の拡大により、外部からの逆風がある程度相殺され、世界的に見て引き続き良好なポジションにあると考える。インフレ鈍化により、中央銀行は物価動向以外の懸念事項に焦点を移すだろう。
- ◆ **日本**：半導体やインバウンド観光などの分野で成長が見込まれよう。日銀はイーールドカーブ・コントロールの枠組みを間もなく撤廃する可能性はあるが、持続可能なインフレ目標を達成し、金融政策を段階的に正常化するためには、賃金上昇のさらなる証拠が必要。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：インフレ鈍化が進行中。新興国を地域別で見ると同地域は成長に後れをとっているが、各中銀には利下げをする余地がある。
- ◆ **東欧**：インフレ率が急速に低下しており、2024年には大幅な金融緩和が見られることを示唆。ポーランド、チェコ、ハンガリーでは、実質所得の増加と金利低下により、2024年に成長が加速すると見られている。
- ◆ **MENA（中東・北アフリカ）**：食品価格の上昇からボラティリティが高まっているが、当地域のインフレは比較的穏やかである。原油生産の抑制や一部に見られる財政健全化は成長の足かせとなるが、経済は引き続き堅調に推移する見通し。

基本シナリオとその影響

- ◆ **米国株**では、テック株に依然割高感が見られるが、全般的にバリュエーションは調整された。価格決定力の低下と景気低迷の可能性があるなか、市場では引き続き「ソフトランディング」を織り込んでいる。当社は引き続き慎重スタンス。
- ◆ **米国債**では、構造的にインフレ率が高止まりになるなか、利回りが比較的高水準を維持する可能性も。現在の価格にはFRBの大幅な利下げを促す景気後退を織り込んでいない。

- ◆ **欧州株式**では、将来の利下げの時期に関して不確実性がある一方、経済活動の低迷から企業は不透明な収益見通しに直面。欧州株は圧力にさらされる可能性が高い。
- ◆ **欧州国債**では、ユーロ圏の景気後退に伴いECBが来年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、世界的な不確実性の高まりが下振れリスクに繋が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、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）

