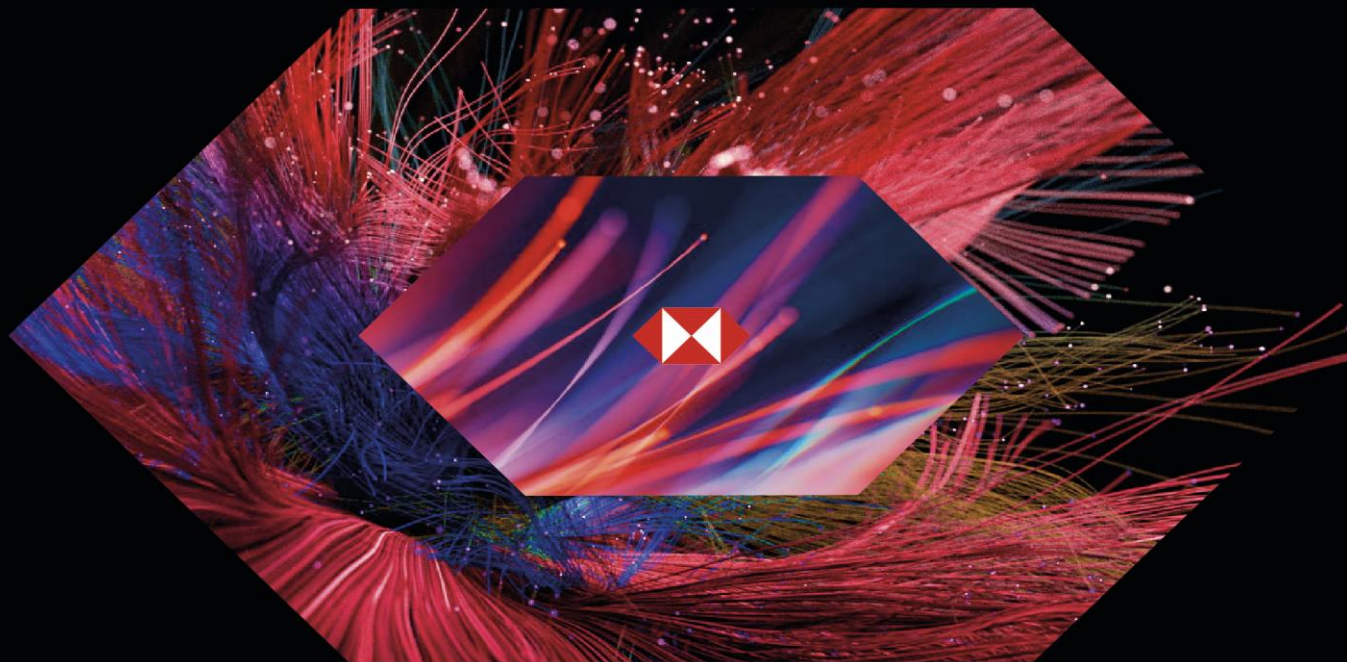


Asset Management

インベストメント・マンスリー 2023年10月

政策金利、より高くより長く



要旨

マクロの見通し

- ◆ **西側諸国**では、インフレが緩和しており、労働市場に冷え込みの兆候が引き続き見られ、今後もこの傾向が続く可能性を示唆。ただし、一部の価格に粘着性を有する上昇圧力があり、政策金利を長期に亘り高水準に維持する必要があると思われる。
- ◆ ユーロ圏の経済活動は特に低迷しており、中国の景気減速やこれまでの政策引き締めによる影響を勘案すると、この状況は今後も続く可能性が高い。米国の経済成長には回復力が見られるが、消費者の貯蓄が減少するにつれ、減速する可能性がある。
- ◆ **東側諸国**では、インフレはそれほど懸念されておらず、中国の景気減速による影響がより問題となっている。中国の現在の政策支援は循環的な成長回復を促進するものと思われるが、構造的な問題に対処するにはさらなる支援が必要であろう。

投資戦略の主なポイント

- ◆ 株式や社債などリスクの高い資産クラスにおいて市場ではソフトランディングを想定しており、景気後退懸念を織り込んでいない模様。ポートフォリオにおいてはディフェンシブなアプローチが賢明と考える。
- ◆ 株式の見通しが不安定な中で、当社は**高品質の債券**、インカム収入の機会が出現している**高品質の社債**を選好。こうした債券はポートフォリオにおけるデフォルトリスクの上昇を回避するものとする。
- ◆ **新興国**の中には、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を有する資産クラスがあり、選別投資が必要であろう。米連邦準備制度理事会 (FRB) の利下げ見通しもプラスになる可能性がある。

中央銀行の政策

- ◆ **FRB**はインフレを巡る長引く懸念と既に十分に景気抑制的な金融政策とのバランスを図る中で、政策金利はピークに達する可能性が高い。景気後退の影響でFRBは2024年第2四半期から利下げをせざるを得ないと見ている。
- ◆ ユーロ圏では、インフレが鈍化し、特に経済活動が低迷していることを勘案すると、9月の利上げは**欧州中央銀行 (ECB)**にとり最後となる可能性がある。米国と同様、ユーロ圏が景気後退局面に入るにつれ、大幅な政策緩和が行われる可能性が高いと考える。
- ◆ **中国**では、さらなる金融緩和の可能性は排除できないが、景気回復を維持するには一段の財政支援が必要である。**日本**では、日銀がイールドカーブ・コントロールの枠組みを撤廃する可能性が高いと見られている。

マクロおよび市場シナリオ

持続的なインフレ

供給問題や需要回復に伴う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(ソフトランディング)

政策の抑制度合いは極めて緩やかに / こうしたスタンスは民間部門の強固なバランスシートを背景に長期化

マクロおよび市場シナリオ



マ
ク
ロ



持続的なインフレ

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のドローダウン(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。



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。

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。



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：政策の抑制度合いは極めて緩やかに/こうしたスタンスは民間部門の強固なバランスシートを背景に長期化

GDPの減速と企業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。



政
策

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。

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。

西側諸国：**2024年年央から徐々に金融緩和へ**。インフレが緩和するにつれ労働市場は回復。その結果、積極的な人員削減は見られない。

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**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。

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。

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**。

米ドルが急激に下落するなか、**新興国資産は上昇**。中国がアウトパフォーム。

当社の見方

リスクの高い資産クラスにおいて市場ではソフトランディングを織り込んでおり、景気後退懸念は織り込んでいない模様。当社は、景気後退局面において堅調なリターンが期待できる**高品質の債券**、インカム収入の機会が出現している**高品質の社債**を選好。

- ◆ **世界株式**：先進国市場では、貯蓄が枯渇するにつれ消費者の購買力が低下している。景気後退リスクがあるなか、バリュエーションは上昇している。新興国市場では、中国の循環的な景気減速は引き続き新興国株式にとり主要なリスクだが、魅力的なバリュエーションとマクロ環境の回復から恩恵を受ける余地がある。
- ◆ **国債**：長期金利の上昇を受けて短期的に利回りが上昇する可能性が考えられる。最終的には、主要先進国において景気後退局面に入ると当社は見ており、その結果、中央銀行は積極的な利下げを行い、国債にとり支援材料になると考える。
- ◆ **社債**：成長への懸念やデフォルト・リスクからスプレッドには拡大余地があるが、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	↔	—	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）	▲	—						

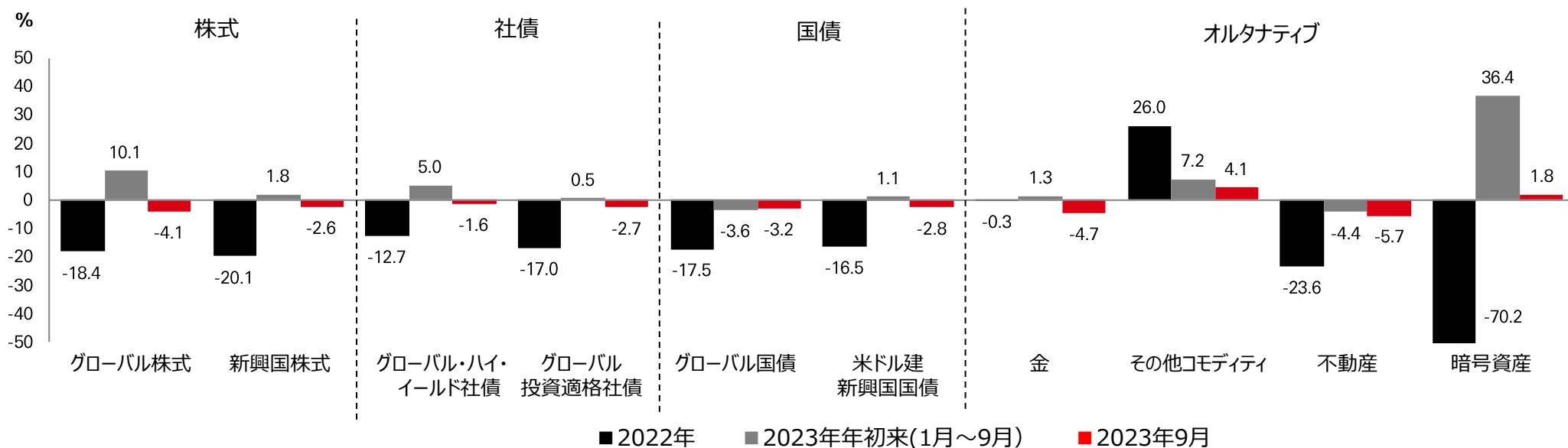
見通し：
 ▲ オーバーウェイト
 ↔ 中立
 ▼ アンダーウェイト

前月からの変更：
 — 変更なし
 ↑ 上方修正
 ↓ 下方修正

資産クラス別パフォーマンス

9月の**グローバル株式**は下落。米国の政策金利が「より高くより長く」維持されるとい市場の見方、債券利回りの上昇、企業収益の伸び悩みなどが下落要因。

- ◆ **国債**：FRBによる2024年と2025年の政策金利見通しが引き上げられたため、グローバル国債は下落（利回りは上昇）。
- ◆ **オルタナティブ**：9月の原油価格は世界的な生産量の削減に伴い急上昇。米ドル高と実質利回りの上昇から、金価格は下落したが、過去1年間の騰落率はプラスを維持。主要先進国通貨と新興国通貨は僅かに下落。



* 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9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

- ◆ 第3四半期の経済成長率は、堅調な個人消費が重要な役割を果たし、前期比年率3.0%近くに達する見込みである。一方、貯蓄率は既に低水準であるものの、さらに一段と低下している模様。
- ◆ 現在、インフレは緩やかな傾向にあり、コアの財価格はコロナ禍前の平均に近い水準で上昇しているうえ、住居費の上昇も鈍化し始めている。9月のFOMC会でパウエルFRB議長は、経済成長予測の上方修正を反映して政策金利をより高くより長く維持する必要があることを示唆。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：経済成長は家計消費の顕著な低迷により停滞。最新のPMIでは早ければ今四半期にも成長率がマイナスに転じる可能性があることを示唆。せい弱な景気状況にもかかわらず労働市場は引き続き堅調である一方、インフレ率は低下。
- ◆ **英国**：インフレ率は予想外の低下を見せたが、これはイングランド銀行の直近の会合における政策金利据え置き決定の一因となっている。労働市場は軟化している模様だが、賃金上昇率は依然として極めて高い。

アジア

- ◆ **中国**：経済指標は継続的な政策支援を受けて、成長の勢いが若干改善していることを示した。しかし、不動産市場の低迷と内需鈍化が依然としてマクロ環境見通しの重しとなっている。**インド**：マクロ環境は引き続き底堅いものの、対外的な不確実性が長引くなか、循環的な経済成長は鈍化する可能性がある。コアインフレのさらなる緩和は好材料だが、食品およびエネルギー価格の上振れリスクを勘案すると、インド準備銀行（RBI）は慎重スタンスを維持する可能性が高い。
- ◆ **日本**：国内消費は引き続き回復したが、外部環境の逆風が産業活動を圧迫。国内および世界的にさまざまな要因からコアインフレ率が上昇するなか、日銀がインフレ見通しを一段と引き上げる可能性がある。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：総合およびコアインフレ率は低下傾向にあるが、エネルギー価格の上昇に起因する新たなリスクにより、中央銀行は政策金利の据え置きを長期化する可能性がある。
- ◆ **東欧**：総合インフレ率は引き続き低下しており、ポーランドやハンガリーなど一部の中央銀行は政策を緩和。成長は継続している模様だが、ユーロ圏の製造業の低迷を受けて下振れリスクがある。
- ◆ **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、AIブームに落ち着きが見られるなか、バリュエーションに割高感。景気後退に入るといふ当社の見方は市場で織り込まれていない模様。企業収益に顕著な下振れリスクがあるため、当社は引き続き慎重スタンス。
- ◆ **米国債**では、長期に亘る金利上昇は利回りの上昇維持を招くが、米国の景気後退からFRBが予想を上回る利下げを実施し、これが米国債のキャピタルゲインに繋がると見ている。

- ◆ **欧州株式**は、経済活動が低迷するなか、企業収益は圧力に直面しよう。ECBの政策金利はピークに達した模様だが、当面引き上げられる可能性があり、株式にとり厳しい環境になることも考えられる。
- ◆ **欧州国債**では、ユーロ圏の景気後退に伴いECBが2024年半ば以降に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、アジアの一部地域は中国の成長懸念に対して脆弱ではあるが、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、デフインフレ傾向は続いており、新興国の多くの中央銀行が2024年初め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）

