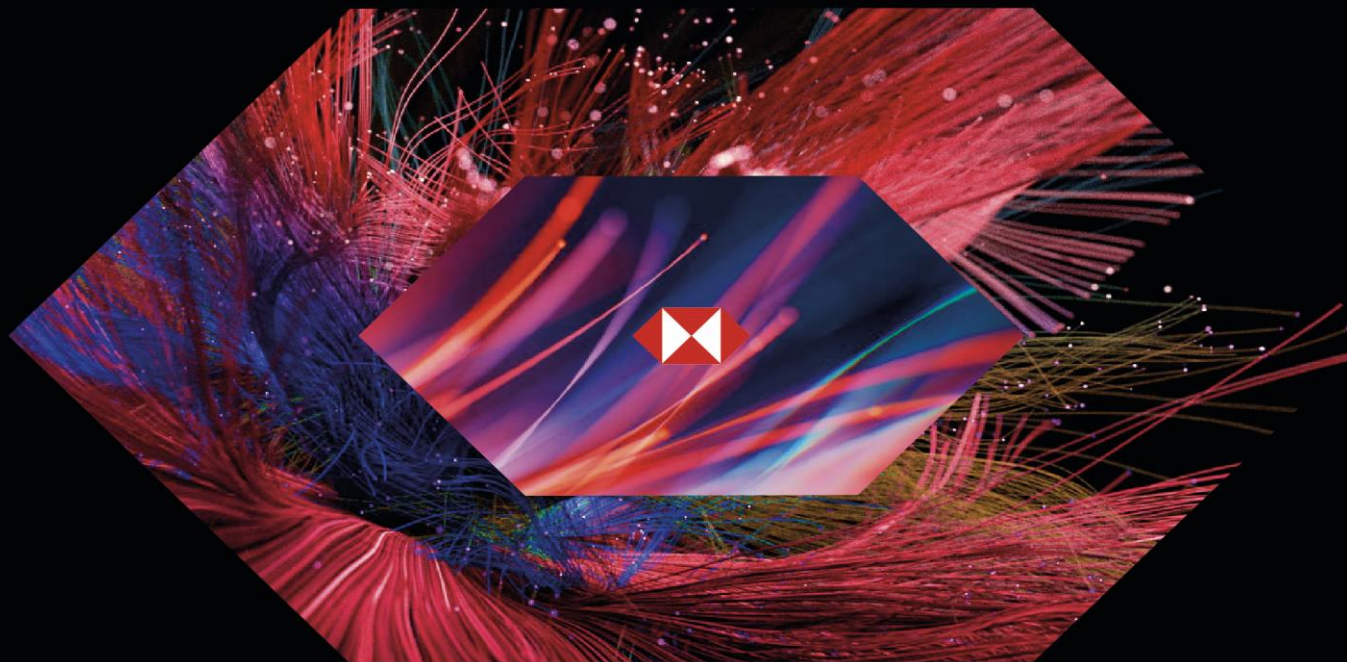


Asset Management

インベストメント・マンスリー 2023年4月

信頼感の危機



要旨

マクロの見通し

- ◆ 最近の銀行セクターの信用不安により**西側**の銀行の融資基準が厳格化すると思われる。これに金利上昇によるマクロ経済への逆風が加わり、景気後退の可能性が高まると考えられる。
- ◆ しかし、深刻な景気後退は予想していない。民間部門の強固なバランスシートと、2010年代のような緊縮財政への回帰が見られないため、より一般的な景気後退シナリオを見込んでいる。
- ◆ **アジア**では西側諸国に見られる景気後退と持続的なインフレに直面していないことから、このようなアジアと西側諸国の状況を当社では「**パラレル・ワールド**（並行して存在する別の世界、parallel world）」と呼称している。特に、中国の急速な経済活動再開は、アジアの成長を後押しし、西側諸国の需要低迷を補うものと考ええる。

投資戦略の主なポイント

- ◆ 軟調な経済指標とこうした指標に依存する政策を背景に、今後6~12ヶ月間については不安定な市場環境が予想され、一段とボラティリティが高まるものと思われる。このため、**ディフェンシブな資産配分**が望ましいと考える。
- ◆ 現状、**ショート・デュレーション債がアセット・アロケーションにおいて「適切な資産クラス」**になると考える。また、アクティブかつ選別的なアプローチを通じて高品質な社債を当社では選好している。
- ◆ **新興国市場の資産は引き続き魅力的**である。割安なバリュエーション、慎重な投資家のポジショニング、中国の経済活動再開、米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ見通しが好材料。アウトパフォームが数年続く可能性がある。

中央銀行の政策

- ◆ 当社の標準シナリオは、**中央銀行のインフレ懸念により、短期的に限定的な金融引き締めが続く**というものである。米国の政策金利は5.50%前後でピークに達すると見ている。
- ◆ 最終的には、景気後退に直面し、**中央銀行は2023年後半および2024年において市場が現在予想している以上に金融政策を緩和せざるを得ない**と考える。
- ◆ アジアでは、日銀が金融政策の正常化に向けてイールドカーブ・コントロールの枠組みを撤廃する可能性がある。中国人民銀行は流動性支援を引き続き表明しているが、利下げ余地が縮小している。

マクロおよび市場シナリオ

多様な危機(ポリクラ
イシス)に直面する
2023年

堅調な労働市場を背景に依然続く賃金上昇圧力およびコアインフレ圧力、供給サイド問題

標準シナリオ

インフレの沈静化に伴い4-6月期に利上げは停止へ。しかし、引き締め的な金融環境が世界的な景気後退を招く

インフレ鈍化の
定着

供給体制の急速な改善、所得圧縮の緩和、信頼感の回復

マクロおよび市場シナリオ



マ
ク
ロ



多様な危機(ポリクライシス)に直面する2023年

西側諸国：依然続く賃金上昇圧力およびコアインフレ圧力。背景：(1) 堅調な労働市場、(2) 供給サイド問題

米国の大幅なGDPのドロダウ(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、軟調な輸出、金利上昇が経済活動の重荷に



標準シナリオ

西側諸国：インフレの沈静化に伴い4-6月期に利上げは停止へ。しかし、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年度にて約-5%の減益率)

東側諸国：中国の1-3月期は方向感に欠ける動きとなるが、経済活動再開を背景に需要が大幅増。これが西側の需要低迷による影響を緩和させる



インフレ鈍化の定着

西側諸国：急速な供給体制の改善が「インフレ鈍化の定着」に繋がる。所得圧縮は緩和され、信頼感は回復へ。欧州の天然ガス価格は低水準を維持

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：中国で「リベンジ」消費が見られよう。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レートが一定期間、6.00%を超える可能性。背景：上段での(2)の要因よりも(1)の要因の方が大きい。欧州中央銀行(ECB)は超タカ派スタンスを維持。緊縮財政に回帰

東側諸国：中国の政策緩和は限定的、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：米国のFFレートは5.50%でピークに。景気後退のなか、**2023において金融緩和へ。** ECBのタカ派スタンスは後退。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：中国の拡張的な財政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：米国のFFレートが4.50~5.00%に達した段階で、利上げは停止。FRBとECBは、2023年末までに金融政策を景気抑制的な領域から移行へ。債券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にかけて利下げへ



市
場

米国のS&P 500種は2022年と同様の軟調な展開に

長期債の実質利回りは1.5%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

本年上半期の株式市場は方向感に欠ける動き。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。下半期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、キャリア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・シナリオが緩和される可能性が高まる

米ドルが急激に下落するなか、新興国資産は上昇。グロース資産(米国のテクノロジー、暗号資産)、シクリカル資産(北アジアやユーロ株式)がともに上昇

当社の見方

今後6～12ヶ月間は不安定な市場環境が予想される。このため、**ディフェンシブな資産配分**が望ましいと考える。**ショート・デュレーション債、高品質な一部の社債**を選好。新興国資産は引き続き魅力的。

- ◆ **世界株式**：コスト圧力が高まり、価格決定力が低下するなか、先進国市場の企業業績には下振れリスクがあり、留意が必要。一部の新興国市場はマクロ面での耐性と妙味あるバリュエーションから魅力的。
- ◆ **国債**：増大する成長下振れリスクとインフレ鈍化はショート・デュレーション債にとり好材料。米国債を選好。
- ◆ **社債**：良好なインカム収入の機会が提供されていると思われる。但し、デフォルト率の上昇とそれに伴うスプレッドの拡大リスクを勘案すると、ショート・デュレーション債、高品質な社債に着目するのが理にかなっている。

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	▲	—	米ドル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	▼	—	現地通貨建て新興国国債	▲	—	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

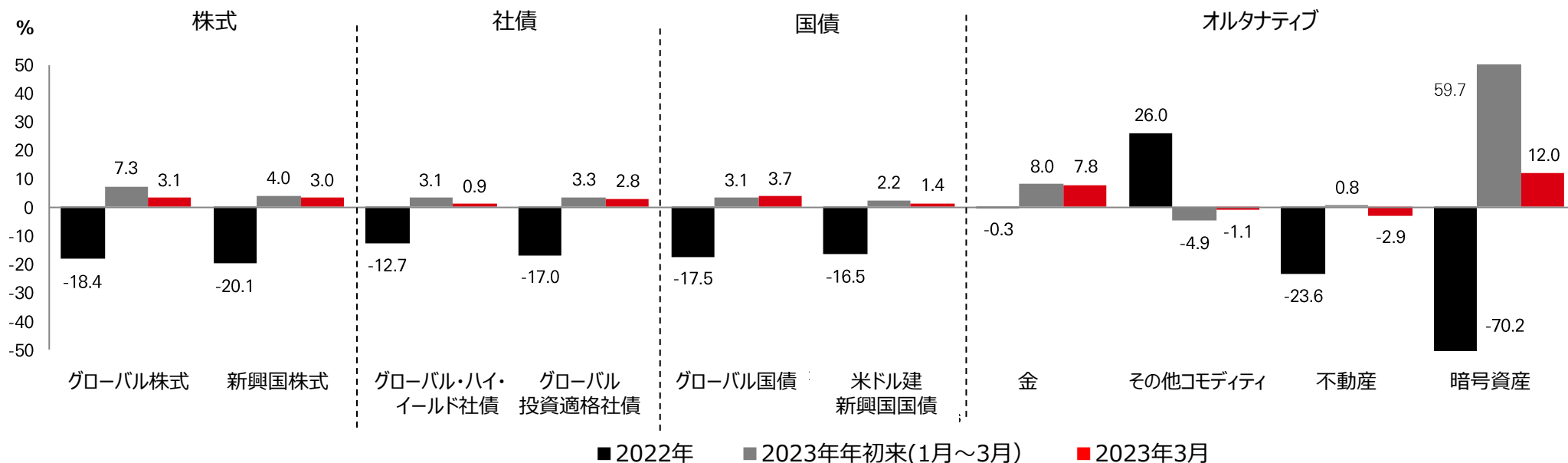
前月からの変更:
 — 変更なし
 ↑ 上方修正
 ↓ 下方修正

出所：HSBCアセットマネジメント、2023年4月現在

資産クラス別パフォーマンス

3月のグローバル株式は上昇。月前半は銀行セクターに対する懸念から軟調となったが、こうした懸念が後退したため後半にかけては値を戻す展開に。利上げ見通しの低下が株式市場のセンチメントの改善に繋がった。

- ◆ **国債**：グローバル国債は上昇（利回りは低下）。中央銀行は依然タカ派的なスタンスにあるものの、銀行セクターを巡る懸念により利上げ見通しが後退した。
- ◆ **オルタナティブ**：債券利回りの低下と米ドル安の中で金が上昇。暗号資産もリスク選好が一部戻ったことにより値を上げた。世界的な景気減速の兆候が需要見通しに影を落としたため、他のコモディティ価格は下落。



* 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

- ◆ 総合インフレ率は低下しているが、依然として労働市場が逼迫し、家計のバランスシートも堅調であるなか、コアインフレ率の低下はFRBの想定以上に遅い。
- ◆ 最近の銀行セクターの信用不安に伴い、FFレートは現在ピークに近づいている可能性が高い。信用環境の引き締めが経済活動を圧迫すると思われる。本年後半には景気後退に陥ると社は見ており、FRBによる利下げが実施されると考える。

欧州

- ◆ **ユーロ圏**：天然ガス価格が急落する中でユーロ圏の経済成長は持ちこたえている。但し、粘着性のあるコアインフレを背景にECBはタカ派スタンスを維持。金融政策主導の景気後退は2024年初頭にかけて発生する可能性が高いと考える。
- ◆ **英国**：労働市場が特に逼迫しているため、コアインフレ率は目標を上回っている。直近の経済活動指標の上昇傾向は顕著であるが、財政と金融の引き締め政策は継続する可能性が高く、景気後退リスクが強まる。

アジア

- ◆ **中国**：足元の経済指標は堅調な回復を示し、経済再開に伴い国内景気下振れリスクは低下。2023年には5.5%成長が達成可能であると考え。とはいえ、世界の需要減退と不動産市場の低迷が主要リスクである。
- ◆ **インド**：外部環境が悪化するなか、循環的な成長が緩やかになる可能性はあるが、耐性を維持する余地はある。インド準備銀行は、インフレ率が目標を若干上回っているものの、国内経済への逆風を受けて引き締めサイクルを間もなく停止する可能性も。
- ◆ **日本**：徐々に改善する国内消費とインバウンド観光は、貿易面での逆風による影響を緩和させる。主な焦点は、植田日銀新総裁の下での政策の方向性と、春の賃金交渉を経てインフレがどのように進行するかにある。

その他新興国

- ◆ **ラテンアメリカ**：金利はピークに達したか、ピークに近づいている。但し、コアインフレ率の明確な低下や賃金上昇圧力の後退が見られるまで、金利は景気抑制的な領域に留まるだろう。中国の経済活動再開はプラス材料だが、本年の経済成長は伸び悩む可能性も。
- ◆ **東欧**：インフレ圧力や急速な賃金の伸びにより中銀はタカ派スタンスを維持。エネルギー価格の下落から成長見通しは改善したが、慎重な財政政策が見通しに影響を落とすこともあり得る。
- ◆ **MENA (中東・北アフリカ)**：中国の経済再開やOPECの減産が原油価格を下支えし、MENA地域に利益をもたらす、また湾岸諸国の投資と成長に拍車をかけよう。他の諸国では本年は緩やかな成長が予想されるが、コアインフレ率は依然高い。

基本シナリオとその影響

- ◆ **米国株**では、国内の景気後退リスクと収益への圧力が、株式の見通しに影を落としている。FRBの金融政策を巡る不確実性が短期的にボラティリティを高める可能性がある。
- ◆ **米国債**では、景気後退局面に入った場合、利回りが低下する余地がある。短期債を選好。

- ◆ **欧州株式**の収益性は、欧州の引き締めの金融環境の継続を背景に、圧力に直面。年初来で見ると株式は急上昇しており、バリュエーション面での割高感が懸念材料に。
- ◆ **欧州国債**では、金融セクターの混乱を受けて利回りは低下したものの、ECBのタカ派スタンスから利回りが上昇することもあり得る。しかし、予想よりも早い段階でコアインフレが沈静化した場合、利回り上昇圧力が緩和される可能性も。

- ◆ **中国株式**では、経済活動再開、循環的な景気回復が支援材料。またバリュエーションには依然妙味が見られる。経済と不動産市場の回復ペースが鍵と言える。
- ◆ **インド株式**では、構造的な改革見通しは魅力的ではあるが、利益率低下への懸念、割高なバリュエーションが相場の重しに。
- ◆ **アセアンの株式市場**では、中国の経済活動再開が一段の支援材料となる可能性がある。また、ディフェンシブな特性は引き続き魅力的。但し、世界的な貿易取引の鈍化と利益率悪化懸念が逆風に。

- ◆ **新興国株式**では、米ドル安、中国の成長重視の政策、魅力的なバリュエーションが一部の株式市場にとり追い風に。但し、国別配分がアルファの源泉になり得るため、選別投資が望ましい。
- ◆ **新興国債券**では、米国の経済指標の悪化が見通しに影を落とすと考えられる。しかし、一部の新興国の中央銀行が本年後半に利上げを停止すれば、利回りが低下する可能性も。FRBのタカ派スタンスが後退するにつれ、新興国通貨のリターンが改善する可能性があることも好材料。

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）

