

# 今後のグローバル投資環境について

HSBCアセットマネジメント株式会社

2024年2月

HSBCアセットマネジメントでは、今後のグローバル投資環境について以下の13の観点からまとめました。

## Q1. 株式と債券の高い相関性は続きますか？

- ◆ 株式と債券の相関は1990年代以降、最も高い正の関係にあります。しかし、インフレに伴い、あるいは中央銀行が経済成長重視に移行するにつれ、その高い相関は低下すると見えています。長期的な観点では株式と債券の相関はほぼゼロです。
- ◆ 当社の投資見通しでは、将来のインフレ率は2010年代と比較して若干高く、また一時的に急上昇することもあり得ると考えます。これは、デフレーションがポートフォリオにおける分散の特効薬ではなくなったことを意味します。
- ◆ 代替の分散手段として、ヘッジファンドやプライベートクレジットなど新たな資産クラスが挙げられます。さらに、新興国市場とフロンティア市場のパフォーマンスが異なることは、ポートフォリオにおける分散機会を示すものと考えます。

## Q2. 地政学は市場やコモディティ価格に長く影響を与えますか？

- ◆ 中東における緊張が徐々に高まり、ロシアとウクライナの紛争が続いているため、世界の投資家は地政学リスクに十分に留意しています。歴史的に見ると、殆どの地政学的出来事が市場に与える影響は短期間であることを示しています。
- ◆ 現在、インフレ率が目標を上回っている状況では、供給側のショック（一次産品価格と輸送コストの上昇、サプライチェーンの混乱）もあり、長期に亘り引き締めの政策と経済の悪化が見られる可能性が高いと思われます。足元、市場が織り込んでいる大幅なインフレ率の低下シナリオには、その実現性に不透明感があると考えます。世界秩序の多極化がインフレ率と市場のボラティリティを長期的に高める要因であると見えています。

## Q3. 本年はテーマ型（AIなど）投資、あるいはマクロ環境（ソフトランディングなど）が株式市場のけん引役になると見えていますか？

- ◆ 昨年の株式市場の上昇の大半は、AIブームと米連邦準備制度理事会（FRB）の政策転換への期待を受けた米国のテック株でした。また、2022年の大幅下落からの回復という点もありました。AIテーマにおいては、特に米国のエヌビディアとその関連企業の株価が本年1月の市場のパフォーマンスを引き続き下支えしました。
- ◆ 本年においても、AIが株式市場のリターンの大部分をけん引し続けると考えます。インターネットと同様、AIは長期的に変革をもたらすテクノロジーです。しかし、投資家は未知のメリットを直ちに得たいと思うでしょう。バリュエーションにおいては、未だバブルの領域には入っていないと見えています。AI関連の株式リスクプレミアムは1999年から2000年にかけてのいわゆる「ドットコム会社」の水準を十分上回っており、さらなる上昇余地があると考えます。
- ◆ マクロ面が市場にどの程度影響を及ぼすかについては、米国経済が景気後退を回避出来るかに依存すると思われます。多くの先行指標が未だ赤く点滅しているなか、現在市場で織り込まれているソフトランディング・シナリオを勘案すると、大幅な景気悪化が見受けられれば、市場に大きな打撃を与える可能性が考えられます。

#### Q4. 米国の個人消費は引き続き堅調となりますか？

- ◆ 昨年下半期の個人消費は年率3.0%のペースで増加し、これは実質所得の伸びの2倍です。好調の多くは、既に低い貯蓄率をさらに引き下げたいという消費者心理を反映したものであるでしょう。こうした消費者の行動は、①資産効果、②雇用に対する強い安心感を反映していると思われます。短期的にはこの2つの要因が引き続き影響を与える可能性があります。しかし今後、先行指標は労働市場が冷え込むことを示唆しています。雇用と賃金の伸びの鈍化は個人消費に直接影響し、家計の貯蓄増加を促すと見ています。従い、消費者の支出は本年後半に大幅に鈍化すると考えます。

#### Q5. 本年のインフレシナリオはどのようなものですか？

- ◆ 本年年初において米欧ではインフレ環境は明らかに改善しています。ともにコアインフレ率は引き続き前年同月比3%を上回っていますが、昨年末において6ヶ月前比年率換算値では2%近くまで低下しました。改善の多くはコモディティ価格の動向によるものです。
- ◆ インフレが今後どのように推移するかは、サービス価格にとり重要な投入コストである賃金動向に大きく依存すると考えます。賃金上昇率の先行指標が今後は緩やかな上昇が続くことを示唆するなか、インフレ率は本年末か来年初めまでに2%前後に落ち着くと見ています。

#### Q6. イエメンの反政府勢力フーシ派による紅海周辺での船舶攻撃はインフレ見通しに影響を与えますか？

- ◆ 最近、輸送コスト関連の一部の指標が急激に上昇しています。フレイトス社によると、中国から欧州へのコンテナ運賃は昨年末以降、約250%上昇しました。通常、輸送コストの影響が消費者向け価格に十分に反映されるには1年以上時間を要し、波及効果は限定的と見られています。しかし、コンテナ運賃に関して現在の水準が続くようであれば、本年後半か来年初めにかけてコアインフレ率が若干上昇する可能性もあります。さらに、これまでインフレへの強い警戒感を示してきたことから、各中央銀行はインフレ上振れリスクを従来以上に重視する可能性が高いと考えます。

#### Q7. 金利のピークが過ぎたということは、金融安定への脅威は収まったということでしょうか？

- ◆ 2022年のLDI危機\*、昨年の米国のシリコンバレー銀行（SVB）破綻は、金融政策と与信環境の突然の変化に対するリスクを痛感させました。一方、双方の出来事を巡るFRBとイングランド銀行の介入が強力かつ即時的であり、危機に歯止めをかけたことは前向きに評価すべきと考えます。その後は大きな危機は発生していません。金融安定へのリスクは世界の投資家にとり懸念事項の上位にはない模様です。
- ◆ しかし、FRBが本年において利下げを検討するなか、市場環境が比較的落ち着いているにもかかわらず、慎重な姿勢を維持するには理由があると思われます。金融システムは、2010年代の超低金利時代からの調整に伴い、何らかのストレスに直面する可能性があると考えられます。金利上昇の影響が経済に波及するまでには時間を要すると思われますが、銀行システムが世界金融危機前と比べて健全になるなか、リスクテイクが一部の規制の緩いシステムにおいて行われていることには留意が必要です。

\*LDI危機：2022年に英国のトラス前政権の財政計画を受けて同国の国債利回りが急上昇し、ライアピリティー・ドリブン・インベストメント（LDI、債務主導投資）の運用戦略を取っていた年金基金が苦境に追い込まれたこと。

## Q8. FRBおよび欧州中央銀行（ECB）は政策判断ミスをしていますか？

- ◆ 政策を正しく適用するのは難しく、判断ミスは起こりやすいものと考えます。現時点では、米国がソフトランディングする可能性は従来よりも高く、ユーロ圏の景気は停滞しているものの著しい縮小は見られていません。しかし、判断ミスのリスクはあると思われます。実質金利は15年ぶりの高水準にあり、インフレ率が低下するなか、各中央銀行が政策金利を据え置く期間が長ければ長いほど、短期実質金利は上昇し、過剰な金融引き締めの可能性が高まると考えます。一方、労働市場が十分に冷え込む前に金融政策を緩和すると、インフレ率が目標を上回る期間が長期化し、再び金融政策が引き締められ、景気後退が起こる可能性があります。これら2つの判断ミスのうち、中央銀行は前者のミスをする可能性が考えられます。

## Q9. 企業の利益成長見通し、今後の利益率、デフォルトに関してどのように見えていますか？

- ◆ 2022年から2023年にかけての企業の減益を経て、株式アナリストは企業利益の見通しに楽観的であり、S&P500種指数の利益成長率は本年に約9.5%、来年には約12.5%になると予想しています。しかし、これらの数字の達成に対し当社では懐疑的に見えています。本年第1四半期から第3四半期までの1株当たり純利益（EPS）予想は最近下方修正されましたが、本年全体としては横ばいでした。この結果、第4四半期のEPS予想は押し上げられることとなります(前年同期比16%増)。
- ◆ 将来の利益成長の大半はAIを活用したテクノロジーセクターによるものであり、経済全体の労働生産性を向上させる余地もあると考えます。一方、景気循環セクターの数字を見ると、ソフトランディング・シナリオが織り込まれている模様です。このシナリオを排除することは出来ませんが、景気が減速する可能性が高いと考えられます。インフレ鈍化が見られるなか、名目経済成長率の低下と、（供給側の混乱と価格決定力の低下による賃金と投入コストの高止まりを背景とした）利益率の下振れリスクを勘案すると、今後2年間に於いてEPS成長率は1桁台半ばになると当社では見えています。
- ◆ また、レバレッジを活用した企業は2025年に大きな「満期の壁」に直面するため（通常、借り換えは数ヶ月前に行われる）、企業のデフォルト率は今後2年間で上昇すると予想しています。ハイイールド社債のスプレッドは歴史的に見て極めて縮小しているため、現在の価格に下振れリスクがあると考えます。

## Q10. 米国のイールドカーブの長期債利回りの上昇幅が短期債利回りの上昇幅を上回る「ベア・スティーピング」は何を意味しますか？

- ◆ 過去半世紀に亘り、米国では景気後退に先立って「逆」イールドが起きています。10年物国債利回りと2年物国債利回りの格差は19ヶ月間に亘り逆イールドとなっています。米国では、最初に逆イールドが見られてから景気後退の始まりが確認されるまで、平均12ヶ月を要すると言われていています（6ヶ月から22ヶ月の範囲）。昨年の夏以降、イールドカーブは反転する傾向にあります。
- ◆ さらに、最近のカーブの反転はベア・スティーピングから引き起こされたと見られています。通常、こうした状況は米国債利回りの低下と株価の大幅な下落を招きます。
- ◆ 債券市場からのこうしたシグナルを真剣に受け止めるべきと考えます。一方、今回はイールドカーブが誤ったシグナルを送っていることもあり得ます。通常とは異なる景気サイクルにいる可能性もあります。なお、企業の健全なバランスシートは大きな緩衝材となっているうえ、タームプレミアム\*は最近上昇しているものの、依然として歴史的に低い水準にあります。

\*タームプレミアム：同じ期間に短期債を連続して購入する代わりに、期間が長めの債券を保有する場合、価格変動リスクや流動性リスクが高まる分だけ、投資家が求める上乗せ金利のこと。

### Q11. 「債券自警団\*」は復活しますか？

- ◆ 世界秩序の多極化という「新たなパラダイム」、ポピュリズム、低い生産性の伸び、環境問題、格差拡大などの時代における政治的優先事項において、財政政策は一段と重要になってきています。これは過去10年間の緊縮財政と金融政策の優位性とは対照的です。
- ◆ 一方、供給側のボラティリティが高くなるなか、構造的にインフレ率と金利が上昇すると予想されます（インフレ率の下限は2%、政策金利は3%程度）。ネットベースによる利払い負担の増加に伴う赤字の継続は債務の増大を意味します。
- ◆ こうしたなか、債券自警団が復活する余地があると考えます。これは最終的に、2022年の英国のトラス前首相の辞任劇に見られたような、政府の行動の範囲が制限され、債券市場が従来よりも不安定になる可能性があることを意味します。

\*債券自警団：エコノミストのエド・ヤルデニ氏が、借入コストを引き上げて財政規律の強化を要請している銀行、ヘッジファンド、保険会社向けに創出した言葉。当局による財政・金融運営の規律が緩み、インフレ懸念が出てきた際、市場が国債などを売り浴びせ、金利の上昇という警告を発することのたとえ。

### Q12. 米国で第2次トランプ政権（トランプ2.0）が誕生すれば、市場に与える影響は何ですか？

- ◆ 世論調査を踏まえると、トランプ氏が大統領に再任する可能性はかなり高く、法的責任に伴い大統領としての2期目の務めが妨げられることはないかもしれません。トランプ前政権は政策決定の不安定なスタイルと米中対立の激化により特徴付けられました。半面、企業は法人税の恒久的な減税と低金利の恩恵を受け、この間の米国株は上昇しました。
- ◆ 今回、債務と財政赤字を巡る懸念の高まりや議会分裂の可能性を勘案すると、財政政策の大幅な転換は制約に直面する可能性が高いと思われます。国内のエネルギー生産を「解放する」というトランプ前大統領の取り組みは再生可能エネルギー支援からの転換を示唆していると言えます。
- ◆ 重要なことは、トランプ前大統領が、国内生産拡大への取り組みに伴い、全ての輸入品に10%の関税を導入するという公約をしたことです。一部のエコノミストは、GDPに0.3%の打撃があり、インフレリスクが上振れると予想しています。
- ◆ 外交面では、トランプ前大統領の復帰と保護主義的な政策により、経済の分断を伴う多極化世界への歩みが加速すると考えられます。同前大統領がロシア・ウクライナ紛争への対応に軸足を置く可能性があることで、北大西洋条約機構（NATO）や欧州の同盟国との関係が緊張化し、国防費の一段の拡大を招く可能性があります。

### Q13. 中国株式市場のパフォーマンスが好転するのはいつ頃と見えていますか？

- ◆ 経済活動の再開が期待外れとなるなか、中国株は過去1年間、低迷しました。弱い消費者心理を背景に政策効果がなかなか顕現化せず、また不動産市場の構造的低迷は引き続き課題であり、これらの解決策は容易ではないと考えます。不動産大手の中国恒大集団に清算命令が出されたという最近のニュースは同セクターの他の苦境に立たされた企業の前例となった一方、こうしたニュースはセンチメントに影を落としました。
- ◆ マクロ的な課題と規制の不確実性が続く中で、慎重姿勢を維持するのは理にかなっていると見えています。最悪の状況は未だ終了していないと思われます。しかし現時点では、多くの悲観的な見方が価格に織り込まれていると考えます。先進国市場の株式インデックスに対する相対バリュエーションでは、割安感があると見えています。これは、いかなる前向きな経済指標、企業収益、政策に対しても過敏な反応を示し、中国をアンダーウェイトにする戦略は賢明ではないことを示していると考えます。



## 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2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に依り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](http://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）