

2024

グローバル市場展望
選別がカギを握る

04 市場展望

05 インフレ懸念が後退するが、地政学リスクは高まる

11 債券が主役に

15 株式は要注意：選別が重要

19 特別トピック

20 新興国市場：異なる視点を持つアプローチが重要

選別がカギを握る

2023年のグローバル市場は、インフレ高進、低成長、銀行危機勃発、数十年ぶりとなる大幅な利上げの継続など、様々なサプライズやショックに見舞われました。2024年について、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(当社)は、世界的に趨勢を下回る成長が見込まれるなか、不透明感が続くともみています。成長は減速するものの失速はしないため、ソフトランディングに向かう可能性は高そうですが、金融引き締めの効果はまだ金融システム全体に完全に浸透してはいません。加えて、地政学的緊張の高まりと足元のマクロ経済面の逆風は、今後も経済を脅かし続けるでしょう。2024年は、グローバルな景気回復への道のりを阻もうとする、さまざまな要因が待ち受ける年になりそうです。

市場展望

インフレ懸念が後退するが、地政学リスクは高まる

インフレの鈍化基調と成長減速が、経済のソフトランディングを後押しします。一方で中央銀行のタカ派的な姿勢と紛争などの地政学リスクは、その実現にとって重大な脅威となっています。

債券が主役に

足元の利回り水準、成長の鈍化、ディスインフレの持続を踏まえると、この先債券は注目を集め、投資家にとって魅力的な投資対象になるとみられます。

株式は要注意：選別が重要

世界的な脆弱性と不確実性の高まりが、株式の重石となる公算が高まっています。ボラティリティの上昇が見込まれるなか、株式への配分については選択的スタンスが求められます。

2024年のマクロ 経済と地政学の 見通し

Lori Heinel, CFA
Global Chief
Investment Officer

Simona M. Mocuta
Chief Economist

Elliot Hentov, Ph.D.
Head of Macro Policy
Research

インフレ懸念が後退する が、地政学リスクは高まる

2023年のグローバル市場は、インフレ昂進、低成長、銀行危機勃発、数十年ぶりとなる大幅な利上げの継続など、様々なサプライズやショックに見舞われました。2024年について、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(当社)は、世界的に過去の平均を下回る成長が見込まれるなか、不透明感が続くとみています。成長は減速するものの失速はしないため、ソフトランディングに向かう可能性は高そうですが、金融引き締め効果はまだシステム全体に完全に浸透しておらず、今後影響が増していきます。加えて、地政学的緊張の高まりと足元のマクロ経済面の逆風は、今後も経済を脅かし続けるでしょう。2024年は、グローバルな景気回復への道のりを阻もうとする、さまざまな要因が待ち受ける年になりそうです。

当社は2024年は「選別がカギを握る」時期になると予想しています。今後の見通しやポートフォリオに対する考えをよりの確なものにするためには、マクロ経済環境におけるさまざまな要因を検討し、それらがどのように収束していくのかを評価する必要があります。足元の利回り水準、成長の減速、インフレ鈍化の持続を踏まえると、債券は有望な投資対象といえるでしょう。ボラティリティが高まり、世界的に脆弱性が増すなか、当社はリスク資産に慎重姿勢を維持しており、株式市場ではクオリティ銘柄を選好しています。新興国市場は世界情勢に鑑み、脆弱な状態を続けるものの、新興国市場の債券や一部の株式には投資機会があるとみています。

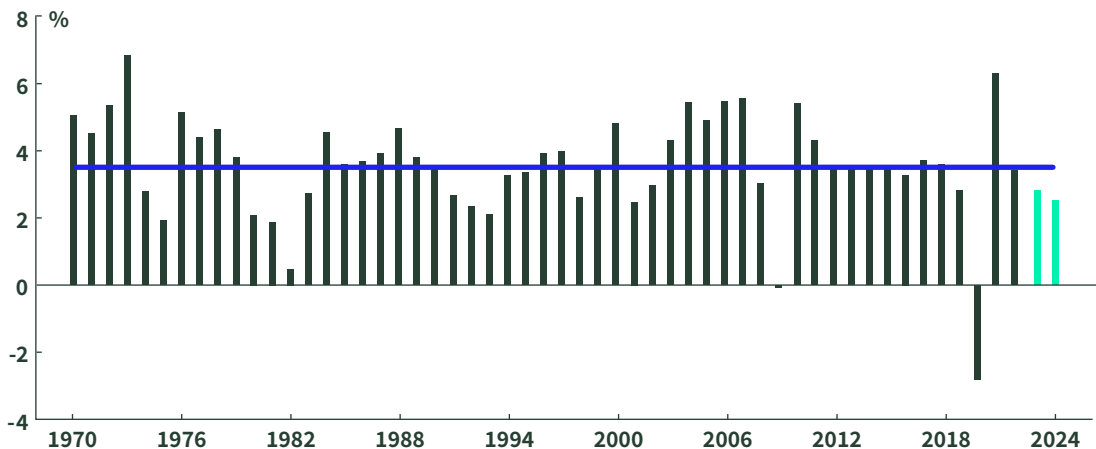
このような困難な市場環境の下では、上手くバランスを取り、的確にポートフォリオを構築し、シグナルが明確になったときに対応できるように機動的な態勢を維持することが極めて重要です。直近の当社「グローバル市場展望」では、これらのテーマをはじめさまざまなトピックについて検証しています。

2024年のグローバル 経済見通し

2023年を通じてグローバル経済は、数十年ぶりの大幅な利上げサイクルが続いたにもかかわらず、驚くほどの底堅さを見せました。このようにグローバル経済、とりわけ米国経済は著しい力強さを示したにもかかわらず、成長は減速しつつあります(図表1)。また強靭さは縮小しています。世界の貿易量は前年比で縮小に転じ、世界の鉱工業生産高は前年比でほぼ横ばいとなっています(図表2)。サービス需要は、コロナ禍終息後に顕在化し、繰り延べ需要がラグを伴い満たされるなかで持ち堪えてきましたが、頭打ちの兆候が見られます。景気が底堅さを示しても、それが持続不可能な財政支出に支えられている場合は特に、その耐性は均一ではありません。

図表1
米国の底堅さを除くと、
グローバル経済は減速
しつつある

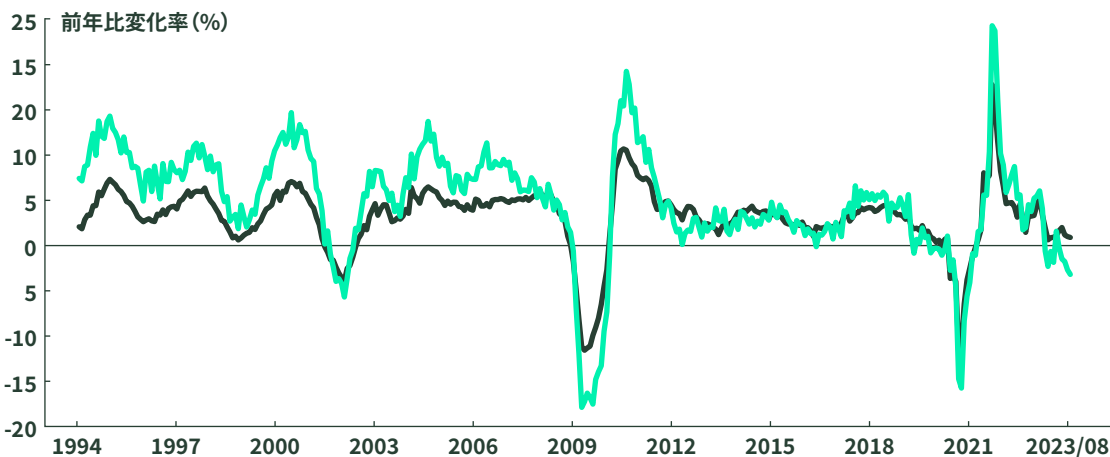
- 世界経済見通し (WEO) による世界の実質GDP成長率
- 世界、当社による世界の
実質国内総生産 (GDP) 予想
- 長期平均成長率 (3.5%)



出所: マクロボンド、国際通貨基金、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・エコノミクス。データは2023年10月23日時点。上記予想はステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・エコノミクス・チームとオックスフォード・エコノミクスによる特定の仮定と分析に基づく推定値です。これらの推定値通りになるという保証はありません。

図表2
世界の貿易、鉱工業
生産は振るわず

- 世界、鉱工業生産高 (建設を除く)、季節調整済み
- 世界、オランダ経済政策分析局 (CPB) ワールド・トレード・モニター、貿易量、合計、季節調整済み



出所: マクロボンド、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、オランダ経済政策分析局 (CPB)、経済政策不確実性指数、S&Pグローバル。データは2023年10月23日時点。

インフレ鈍化は継続する

この1年間に当社が最も強く確信していたのは、インフレ鈍化見通しであり、最新データはそれが実現しつつあることを示しています。根強いインフレをめぐる懸念は強かったものの、実際には2023年を通じて、インフレ鈍化が広範囲にわたって進みました。たとえば、最近公表されたデータでは、ユーロ圏のインフレ率が著しく後退したことが示されました。また数カ月前にやや落ち込んだ英国のインフレ水準も、一段と低下しました。インフレ鈍化は永遠に続くわけではありませんが、まだ終わっていません。サプライチェーンの正常化と需要の減速は、最近のエネルギーコストの乱高下にもかかわらず、インフレがさらに緩和する余地があることを示唆しています。中東における紛争の拡大あるいは妨害行為やその他の不測の事態によって、物価がさらに高騰するリスクもありますが、当社は、1バレルあたり110ドルを超える原油高が長期化(3カ月もしくはそれ以上)しない限り、既に顕在化しているインフレ鈍化圧力がインフレの勢いを上回るとみています。

意外なことに、過去1年間のインフレの鈍化は、労働市場に特に目立った打撃を与えていません。これは、ほとんどの先進国で労働市場が当初から異例の強さを示していたためです。1年前の期待通り、中央銀行は利上げによるインフレとの闘いで、雇用を喪失させることなく求人数の増加を抑えることができました。とはいえ、この先状況は今より不安定になるでしょう。求人数は現に減少しており、「安全域」は急速に縮小しつつあります。中央銀行が引き締めサイクルを終了し、これまでの利上げが経済に及ぼす影響を見極める時期が到来したのです。特に米国では、インフレ鈍化が進み、今後数ヵ月で居住費の上昇率が大幅に鈍化することが見込まれているため、2024年の利下げ幅は米連邦準備制度理事会 (FRB) が9月のドットプロット (金利予測分布図) で示唆した50ベースポイント (bp) 程度ではなく、少なくともその倍になると当社は考えています。このように、金利水準を下方修正しない限り、ソフトランディングの実現が難しくなる可能性は高いでしょう。

当社は、経済の軌道についての評価に自信をもちますが、将来についての予想は常に難しいものです。特に地政学情勢がさらに不安定となることが見込まれる場合は難しく、2023年後半に見られた原油高騰はまさにそうした動きを反映したものです。そのため2024年には、投資家は一段と不安定化する地政学情勢を注視する必要があります。

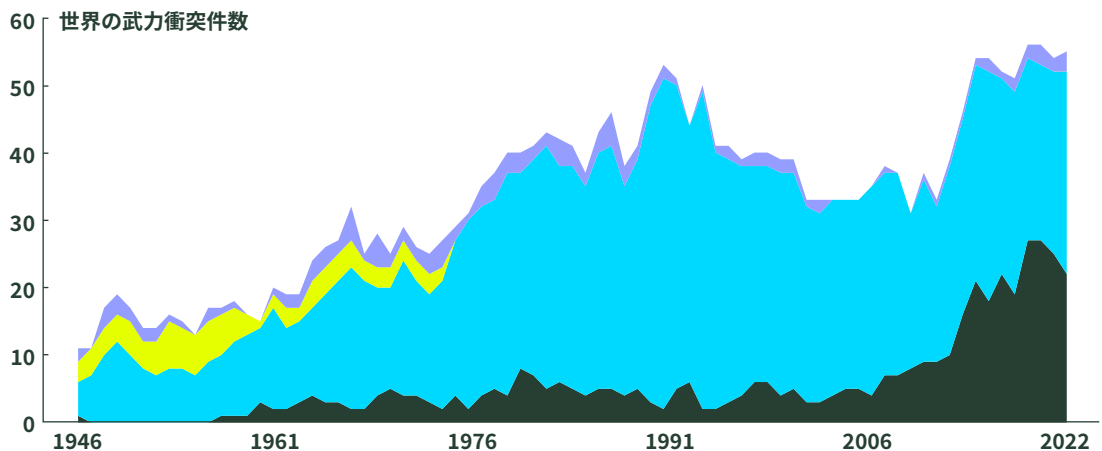
地政学的見通し: 2024年の到来に 注意!

当社は2023年を前に、地政学に関しては比較的明るい見通しを立てていました。2022年のロシアによるウクライナ侵攻や米中制裁合戦の過熱は、市場に大きく影響しないと思ていました。しかし、2024年を前に当社は、来年は特に地域紛争や地政学的に重要な選挙など、潜在的な波乱材料が多い年になると考えています。こうした材料全体が、インフレ圧力につながるリスクは十分にあり、そうなれば、インフレの鈍化基調は阻止され、経済大国の交易条件悪化につながるでしょう。つまり、地政学イベントは、スタグフレーションを導く可能性もあるということです。

武力衝突や暴動が急増しています。懸念されるのは、その傾向が世界的な紛争の多くにも当てはまることで、戦いは激しさを増しています — 図表3が示すように、紛争の数は過去最高水準で推移しています。また内訳を見ると、国内紛争が国際化する例が増えていることがわかります — つまり、シリアやイエメンのように、内戦が代理戦争と化すケースが増えているということです。これは世界の多極化が一段と進み、不安定化していることを反映するもので、国家間の武力衝突を以前よりも想像しやすくなったことを示唆しています。一方、こうした対立は気づかぬうちに、周辺国からグローバル経済の中心へと徐々にシフトしていきます。中でも注目すべきは、ロシアがウクライナで行っている戦争が、コモディティの供給経路を通じて、グローバル経済にショックをもたらしたことです。

図表 3
世界で武力衝突が急増
(1946年～2022年)

- 内戦 (国際化)
- 内戦 (非国際化)
- システム外紛争
- 国家間の紛争



出所: ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・マクロポリシー、ウブサラ紛争データプログラム (UCDP、アウ・ワールド・イン・データ経由、2023年9月21日時点)

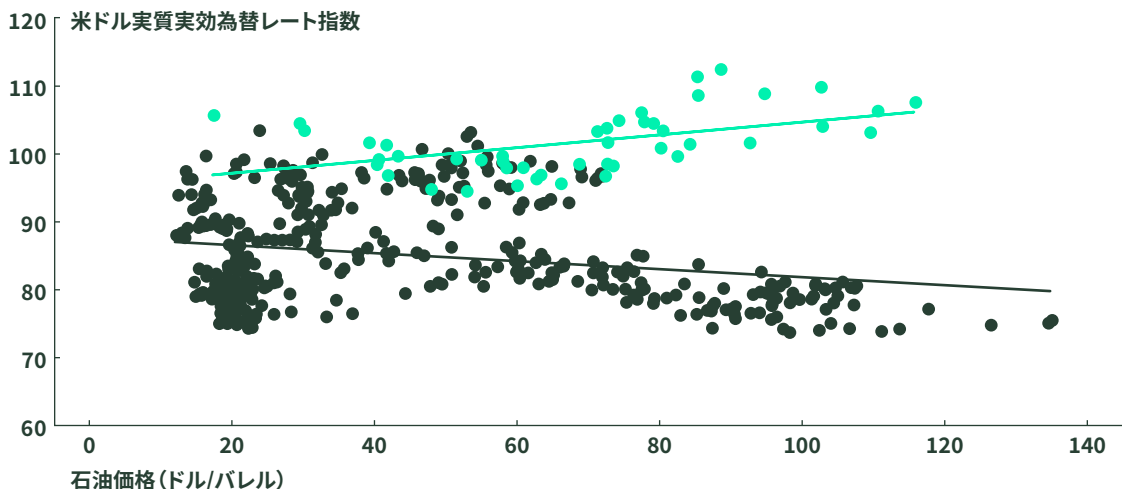
地政学的な分断とエネルギー市場

エネルギー市場に対するリスクは、戦争勃発だけではありません。グローバル・システムの地政学的な分断は、すべてのエネルギー生産大国の原油政策がその他の外交政策上の目的と密接に結びついていることを意味します。つまり、原油価格には以前よりも様々な要因が反映されており、したがってリスクプレミアムをもたらす要因も増えているということです。実際、そうした変化によってOPECプラス¹の供給の価格弾力性は、2020年以前より小さくなっています。米国のエネルギー生産が非弾力的傾向を強めている点も——さまざまな理由があるにせよ——エネルギー価格が非対称的に上方に傾いていることを示唆しています。

かつてエネルギーの純消費国だった米国は、純輸出国として台頭しています。その結果、歴史的にやや逆相関にあった米ドルと原油の関係は反転しました(図表4)。景気の波が増幅するたびに、米ドルと原油価格の順相関性は輸入国にとって不利に働きます(そして輸出国にとっては有利に働きます)。より最近のデータに基づくと、順相関は一段と鮮明になっています。この関係は、価格の安定を図るために調整役を担う産油国、いわゆるスイング・プロデューサー(具体的には湾岸協力理事会[GCC]主要加盟国)がタイトな供給を志向するインセンティブを拡大します。米国とペルシャ湾岸諸国との関係は、世界の原油供給に影響します。追加的な供給は、その実現可能性が低い場所に集中しているため、需要が持ち堪えた場合、価格が高騰する非対称的なリスクにつながります。したがって、原油価格の下落には、特に二大消費国である米中で需要の減退がより明確になる必要があります。

図表 4
米ドルと原油価格の相関関係(1986年～2023年)

■ 1986年1月～2019年8月の観察結果
■ 2019年9月～2023年7月の観察結果



出所: ステート・ストリート・コーポレーション、Thiagarajan and Im、2023年

先行きリスクは上昇?

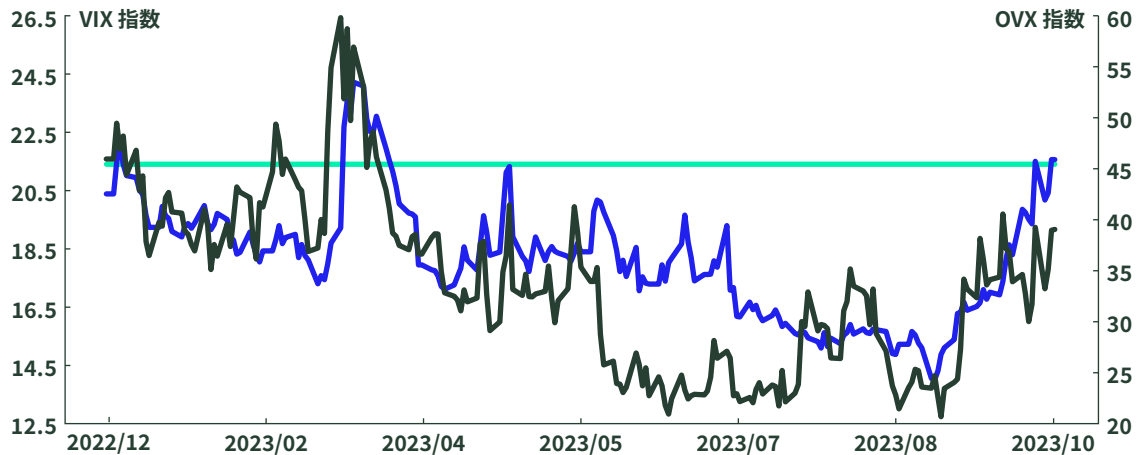
米国と中国も地政学的に重要な二つの柱であり、2023年に緩和した両国の関係が再び緊張化すれば、市場に大きな影響が及ぶでしょう。欧州と中東における戦争ではそれぞれ、G7諸国が結束して広範な対ロシア制裁措置を実施し、イスラエル・ハマス戦争ではロシア・中国・イランがメッセージ発信で協調するなど、それぞれの地政学的ブロックがいかに緊密に連携しているかが示されました。このように、今やグローバルな分断は離れた場所のグローバル政策にも波及するようになっており、冷戦時代を彷彿とさせる対立構造を作り出しています。この点において、現状にリスクをもたらす、混乱を引き起こす可能性のある幾つかのイベントがこの先待ち構えています。第一に、ウクライナの戦争が外交プロセスの開始をもたらす可能性があること。外交プロセスが始まれば紛争の沈静化が期待できますが、同時に対立がさらに深まるリスクもはらんでいます。特に、EUと中国の関係は、和平プロセスで中国政府がどのような役割を担うかに大きく左右されます。

第二に、2024年に世界で予定されている選挙も不安材料です。1月の台湾総統選挙には下振れリスクしかありません。さまざまなきっかけで現状が悪化する恐れがあります（たとえば台湾世論の大幅な変化、新政権によるミスコミュニケーションなど）。台湾は、半導体の生産で世界トップシェアを誇るため、地域の安全保障に対する認識が変化するだけで、金融市場におけるグローバル・リスク・ポジショニングに影響する可能性があります。最後に、11月の米大統領選挙も、地政学的混乱につながり得る要因です。米国のように有権者が大きく二極化している場合、外的要因は選挙結果に非常に大きな影響を及ぼします。そのため選挙の流れを一方に傾けようとして、冒険主義的な外交政策が掲げられることもあります。

リスクはこれだけではありませんが、金融市場に関しては、今後1年間のクロスアセットの平均ボラティリティは上昇するとみられます。特に、この夏のように為替、株式、原油価格のボラティリティが静まることはもうなさそうです（図表5）。一方、債券市場では、インフレをめぐる不透明感の後退、ならびに地政学的懸念による安全資産買いを背景に、ボラティリティは低下基調を辿るでしょう。

図表 5a
ボラティリティ指標の比較*

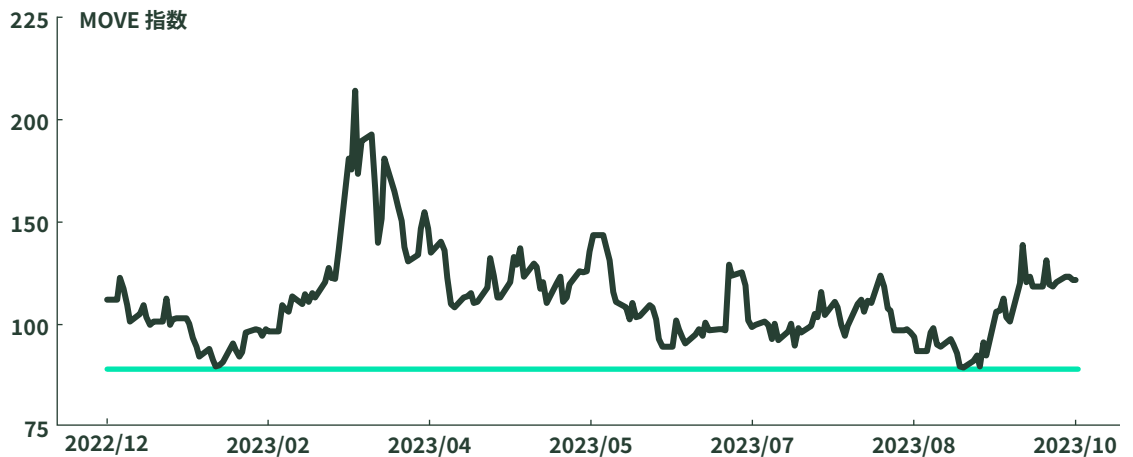
■ VIX指数
■ VIX指数平均 (10/01/2020-10/01/2023)
■ OVX指数



* 指標: シカゴ・オプション取引所 (CBOE) のボラティリティ指数 (VIX)、原油価格のボラティリティ指数 (OVX)。出所: マクロボンド、2023年10月19日時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではありません。

図表 5b
2023年の債券ボラティリティ

■ MOVE指数
■ MOVE指数の平均値 (10/01/2020-10/01/2023)



出所: マクロボンド、2023年10月19日時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではありません。ICE BofAML MOVE (メリルリンチ・オプション・ボラティリティ・エスティメイト) 指数。

結論

投資家は向こう1年、趨勢を下回る経済成長、地政学環境の変化、中央銀行がインフレ抑制からリセッション(景気後退)リスク抑制へと金融政策を転換できるのかという懸念のなか、投資計画を進める必要があります。当社の基本シナリオでは、中央銀行(特に米国)は市場が予想しているより早く利下げに転じるとみていますが、下振れリスクは残っています。国際関係や貿易関係が不透明で、武力紛争の勃発や激化の可能性があります。政治家が選挙を意識して政治的レトリックを変える可能性があるため、地政学情勢に変化がないか注視していく必要もあります。

Matthew Nest, CFA
Global Head of Active
Fixed Income

Desmond Lawrence
Senior Investment
Strategist

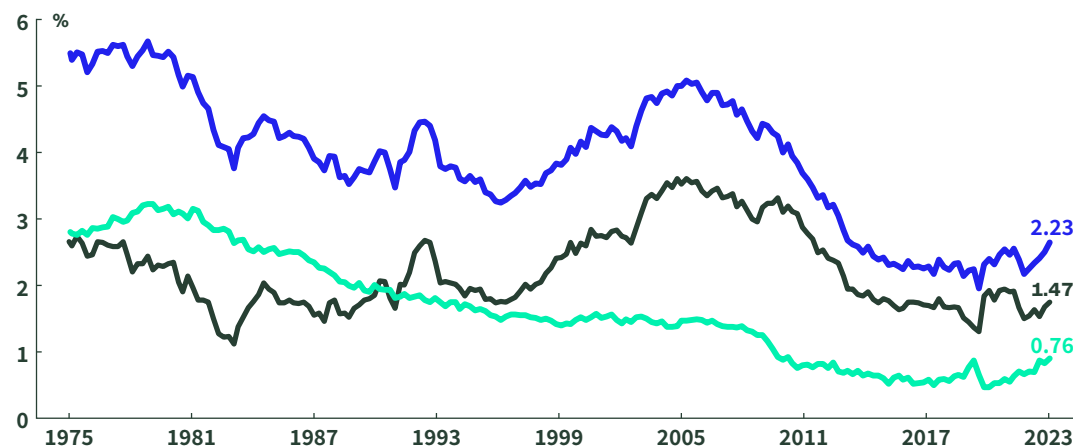
2024年には経済活動の大幅な減速が見込まれるため、ソブリン債、特に米国債は投資家にとって、中期的に魅力的な投資対象になっていくでしょう。他のいくつかのアセットクラスと同様に、最近の荒い値動きは続く予想されます。衰え知らずに見える米労働市場の強さと、それが米連邦準備制度理事会 (FRB) の政策に及ぼす影響は、これまでと同様に、引き続き懸念の種となる可能性があります。こうしたなか、景気減速と長期的な人口動態の圧力とともに、債券に有利な要因がまとまって、追い風を吹かせています。

ソブリン債に スポットライト

ほとんどの主要中央銀行が数十年ぶりのペースで、政策金利を引き上げてきました。ただ、こうした積極的な政策対応の効果がまちまちで、波及に時間がかかることは良く知られている通りです。したがって、直近の利上げは、既に減速が不可避である経済にまだ打撃を与えていないと考えられます。それと同時に、インフレ減速はもう少し続くでしょう。この政策主導のサイクルでは、金利低下とイールドカーブのブル・スティーブ化がいずれ織り込まれるため、ソブリン債のデュレーションをオーバーウェイトするポジションが有望です。当社はこうした市場の織り込みを捉えるのに最適なのは、米国債市場だと考えています。循環要因に加え、長期的な人口動態も当社の債券に対する強気姿勢を支えています。図表6の米国の経験に反映されているように、労働力と生産性の伸び悩みは、主要ソブリン債市場の実質利回りには構造的に長期的投資価値があることを裏付けています。

図表 6
米国の構造的トレンド
が利回り安定化の要因

- 生産性の伸び率
(10年 年率換算)
- 労働力の伸び率
(10年 年率換算)
- 米国のトレンド成長率

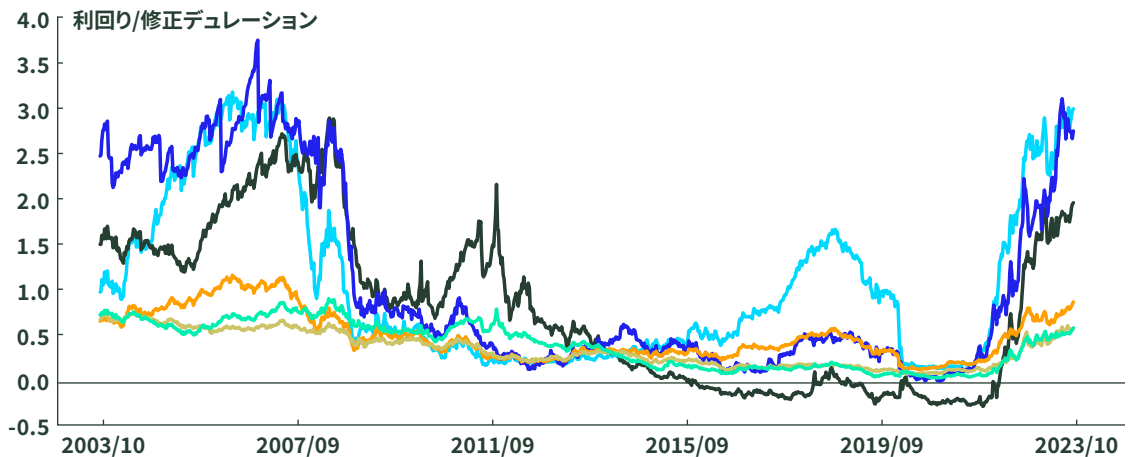


出所: ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.。データは1975年3月から2023年9月までの四半期ベース。トレンド成長率 (2.23%) = 生産性の伸び率 (1.47%) + 労働力の伸び率 (0.76%) (ともに10年 年率換算値)

米国以外では、状況はやや異なっているようです。たとえば、欧州の主要市場では、コア・インフレーションは高止まり、あるいは粘着性が高まっている兆候を示しています。さらに懸念されるのが、エネルギー価格の上昇が総合インフレーションに波及する可能性が高い点です。こうした問題は米ドル高によって、一層複雑になっています。市場は足元で示唆されているよりも早期の利下げ、そしておそらく中央銀行高官の発言が示唆するよりも積極的な利下げを織り込む可能性があるものの、インフレが定着し、ユーロ圏や他の欧州のソブリン債投資家が、デysinフレ基調を確認できるまで、様子見姿勢を続けるリスクは依然として残っています。積極的な金融政策の別の側面として、欧州の投資家が、当面デデュレーション・リスクに慎重姿勢を維持している場合に、代替となる魅力的な投資手段を手に入れたことです。短期債券利回りの大幅な上昇は、欧州の複数市場においてリスク／リワード・プロファイル（デデュレーション1年あたりの利回り）が過去10年以上の期間において最も魅力的な水準にあることを示唆しています（図表7）。

図表7
短期債券に依然投資
妙味

- 1-3年物ユーロ圏国債
- ユーロ圏国債
- 1-3年物英国債
- 英国債
- 1-3年物米国債
- 米国債



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.。データは2023年9月30日時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

クレジットはまだ 待機中

投資適格社債は、相対的に堅調なファンダメンタルズの恩恵を受けてきましたが、景気減速で売上高の伸びが鈍化し、利益率が圧迫されて純利益が伸び悩むなか、今後数四半期で軟化すると予想されます。こうしたなか、スプレッドは過去20年間の平均水準を僅かに下回っており、魅力的には見えません。さらに、米ドル、ポンド、ユーロ建て社債の投資ユニバース全般でクオリティが低下しており、この点に関しても注意が必要です。選別的なアプローチを取れば問題はありますが、現在のスプレッド水準であれば、投資家はより有利な水準を待つことも可能です。

非投資適格債の絶対利回り（広範なベンチマークの水準）は、債券市場全般のトレンドに沿って、過去数四半期で大幅に上昇しています。目先、借り換えニーズはさほど強くないため、こうした傾向は直ちに問題となるわけではありません。ただ、借り換え時点で利回りが高いままなら、借り手は著しく高いクーポンレートでの起債を余儀なくされるという懸念につながります。特にユーロ建て債は、2～3年後に大幅な借り換えニーズに直面します。したがって、利回りが相対的に高い水準にとどまる期間が長引けば、発行体の借り換えコストが大幅上昇するリスクもそれだけ高まります。

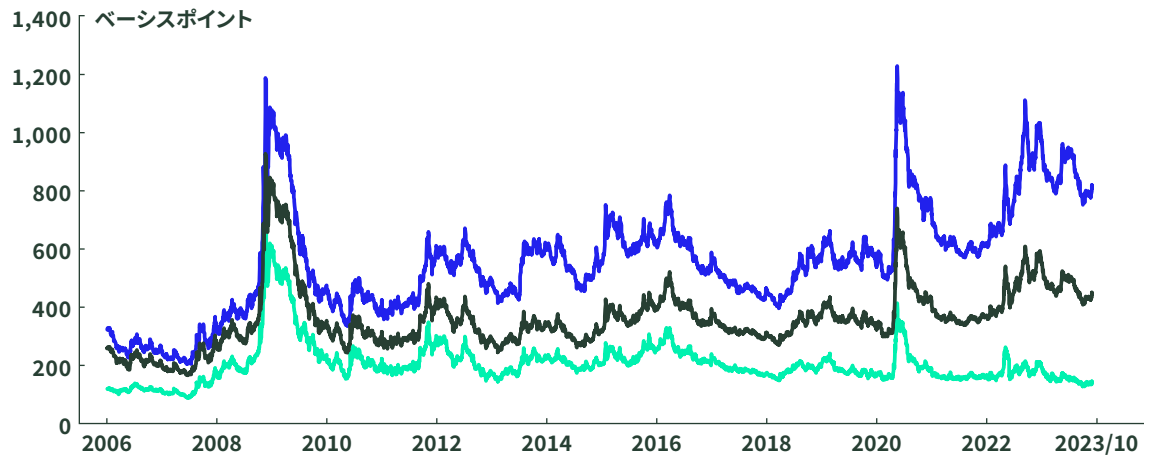
投資適格社債と同様に、ハイイールド社債の спреッドも相対的にタイトに取引されています。デフォルト率は足元でかなり落ち着いているものの、2024年に入って予想されている景気減速の打撃を受ければ、上昇するのは必至でしょう。こうした環境の下、ディストレス比率ならびインデックスレベルでの平均 спреッドは上昇すると予想されます。

新興国市場債券に 注目

ボラティリティが上昇し、不透明感が高まるなか、外貨(ドル)建て新興国ソブリン債は足元で спреッド水準に照らして妙味があります。ハイイールド債のサブセグメントの спреッドは長期平均をかなり上回って取引されており、既に市場はクレジット・イベントを概ね織り込み済みとみられます(図表8)。インデックスの信用格付け構成が変化し、信用力がシフトしています。ハイイールド債では、新興国のデフォルトや債務再編、格下げが増えるなか、格付けが最も低い債券の割合が上昇しています。一方、投資適格債では、大量の債券を発行している高格付けの湾岸諸国が加わったことで、格付けが最も高い債券の割合が上昇し、信用力の向上につながっています。加えて、米国がリセッション(景気後退)入りしなければ、 спреッドはさらにタイト化する可能性があります。データが好転し、市場がFRBのハト派への転換を織り込み始めれば、米国債のラリーを受けて、さらなるアップサイドの余地もあります。

図表 8
リスクを織り込み、
ハイイールド新興国債
がソブリン債スプレッドの拡大を牽引

■ EMBIGDの спреッド
■ EMBIGDの投資適格債
スプレッド
■ EMBIGDのハイイールド債
スプレッド



出所: ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、J.P.モルガン、2023年9月29日時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。EMBIGD=エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ダイバーシファイド。

一方、現地通貨建て新興市場債券(EMD LC)の状況は、それよりもかなり複雑になっています。第一に、新興国の金融政策はFRBの政策と連動しておらず、そのため現地通貨建て新興国債券と米国債の利回り格差は15年ぶりの低水準近辺となっています。第二に、米ドル高が短期的な見通しに影を落としています。これは、ドル高が新興国通貨のリターンに直接打撃を与えるだけでなく、間接的にも新興国のインフレに影響を及ぼすためです。ただ、現地通貨建て新興国債券指数²の上位構成銘柄の中には実質利回りが現在プラスに転じているものもあり、米国債の水準を依然として下回るものの、ユーロ圏国債に対しては利回り向上の機会があります。

結論

米国経済の著しい底堅さが2024年に後退するなか、ソブリン債は投資家にとって有望な投資先になるとみえています。この機会を捉える最善の市場はおそらく米国債市場です。デフレ・リスクをあまり取りたくない投資家には、一部のソブリン債市場の短期セクターも魅力的なリスク・リワード(利回り/デフレ率)を提供しています。景気が減速し、クレジット・サイクルが進むのに伴い、企業の利益とバランスシートは逆風にさらされるでしょう。したがって、今後数四半期を経て市場は、クレジット投資家にとってより有利な投資水準になると当社はみえています。外貨(ドル)建て新興国債券の спреッドには、魅力的な投資機会があります(ハードランディングが回避されると想定した場合)。現地通貨建て新興国債券の見通しはそれに比べてやや不透明ですが、それでもユーロ圏の投資家には利回り向上をもたらす可能性があります。

株式は要注意： 選別が重要

Altat Kassam, CFA
EMEA Head of Investment
Strategy & Research

金融政策の引き締め、根強いインフレ、強弱が混在する経済指標といった状況下において、株式市場は2023年の大半で予想以上に健闘しました。しかし、足元の強気相場が2024年も持続するのは、一段と困難になるかもしれません。

Dane Smith
Head of North
American Investment
Strategy & Research

株式のリスクプレミアムが低下し、長期債利回りの上昇に伴って流動性が徐々に低下した結果、最近までポートフォリオの目標を達成する上で必要と考えられていた、「よりリスクな」リターンの追求に対する投資家への圧力は弱まっています。

不透明な株式見通し

大局的に見れば、過剰貯蓄や金融刺激策が後退し、家計が高金利の負担を感じるようになるにつれて、消費者はもはや成長の牽引役ではなくなると考えられます。例えば米国では、自動車と住宅は持ちこたえています、この先より深刻な痛みが待ち受けている可能性があり、その兆候は既に見られています。米国における家計の利息収入に対する利払いの割合は1959年以来の最高水準、米国の小規模銀行のクレジットカード延滞率は1992年以来の最高水準となっており、その一方で個人貯蓄は減少しています。こうした悪化のなか、失業率は50年ぶりの低水準に近付いています。

消費者が慎重姿勢を強め、価格に敏感になれば、企業収益にも影響が及びます。売上高が影響を受ければ、利益率が縮小し、株式にはさらなる圧力がかかります。市場セグメントの中でも循環的要素の強い一般消費財・サービスは、リスクが顕在化してきており、最近になって2024年の利益成長予想が大幅に下方修正されています。

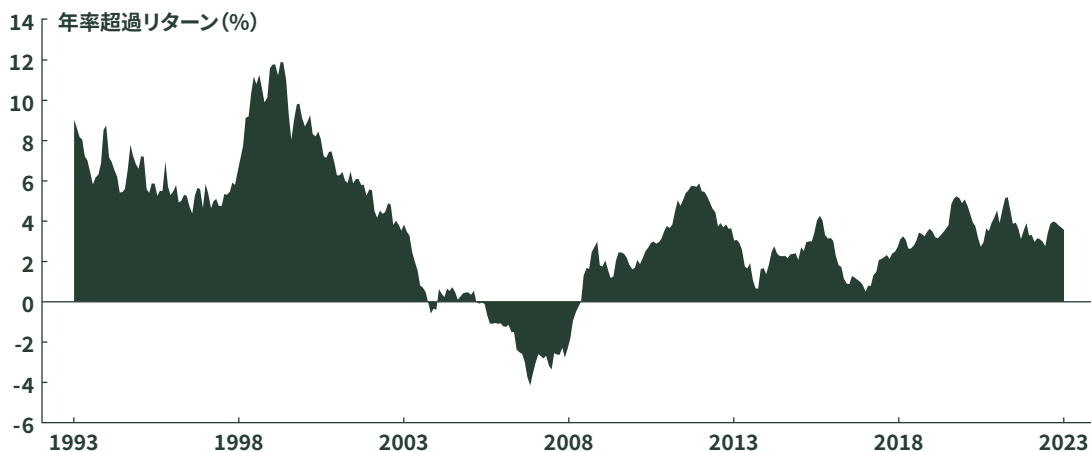
クオリティに着目

底堅い収益源を持ち、バランスシートが強固な企業は、引き続きタイトな金融政策、債務の増加、個人消費の悪化といった圧力に耐える力を持っています。そのため当社では、クオリティ銘柄、つまりこうした魅力的な特性を備えた企業を選好しています。

クオリティ重視の投資スタイルは、アップサイドの成長への参加を可能とすると同時に、ダウンサイドに対するプロテクションを提供します。クオリティは一般的に、安定した利益、高い収益性、負債水準の低さによって定義され、いずれも定量化しやすい指標です。しかし同時に、信頼できる経営陣、企業文化、ブランド力、競争優位性、強固なビジネスモデル、価値を顕在化したり既存の業界構造を破壊する可能性のあるカタリストといった、定性的な考慮も必要です。

図表 9
クオリティは超過リターンを創出*

■ MSCIワールドクオリティ
指数の超過リターン
(5年ローリング)



*クオリティは、MSCIワールドクオリティ指数に基づいて算出。超過リターンは5年間のローリングベースで表示。出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、MSCI。2023年9月29日時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。指数のパフォーマンスは、特定の投資結果を示すものではありません。指数に直接投資することはできません。

米国大型株

米国大型株セグメントには、クオリティの特性を持つセクターや企業が多く含まれています。米国では2022～2023年にかけて積極的な利上げを受け、クオリティの特性を持つ企業の多くで株価が大幅に「見直され」ました。しかし、市場のボラティリティが再び上昇する可能性があることから、2024年にクオリティ株を保有することには注意が必要です。重要なのは銘柄選択です。深刻なドロウダウンを回避するためには、(少なくとも今のところは)割安なシクリカル銘柄を避け、バリュエーションが行き過ぎている一部の銘柄にも手を出さないように気を付ける必要があります。

セクター別では、主に情報技術、資本財、素材の各セクターが、クリーン技術や新規インフラ投資に対して多額の財政的インセンティブを付与する最近の米国の法案(インフレ抑制法、超党派によるインフラ法、CHIPS法など)から恩恵を受けるとみられます。米国企業だけでなく、米国で事業を展開するグローバル企業も、こうした優遇措置の対象となっています。

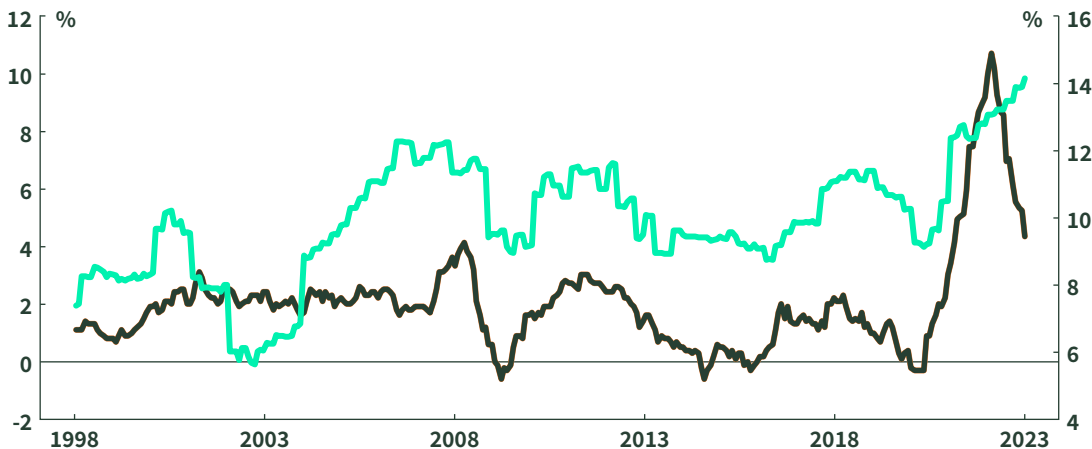
欧州株式は魅力に欠ける

欧州では財政的支援が相対的に手厚くないことから、金融引き締めによる影響は、欧州経済全般において米国よりも早く見られています。それにもかかわらず、米連邦準備制度理事会(FRB)が2024年に利下げに動く予想されている一方で、欧州中央銀行(ECB)が同様の動きに出る可能性は低いとみられます。ECBは、現行の金利が持続することを明らかに望んでいるようです。しかし、景気後退の脅威は高まっており、欧州委員会も最新予測でそれを認めています。欧州委員会は、「ほとんどの財やサービスの価格が高止まりしていることは、予想以上に大きな打撃となっている」と指摘しました。銀行による信用供与は減速しており、欧州委員会は、「製造業は引き続き低迷し、サービス業も勢いが衰えている」と見えています。³

ユーロ圏の家計貯蓄率は比較的高い水準を維持しているものの、国内設備投資といった他の分野では悪化が目立ちます。消費者が消費習慣を見直せば、企業利益は間違いなく影響を受けます。利益率も高水準を維持していますが、MSCI欧州指数の利益率は通常、インフレ率と相関があり、インフレ率がピークアウトすると利益率も低下します(図表10)。

図表 10
利益率はインフレ率と
相関がある

■ ユーロ圏消費者物価指数 (HICP)、総合指数 (前年同月比、左軸)
■ MSCI欧州指数 (ユーロ) の過去12ヶ月営業利益率 (右軸)



出所：ファクトセット。2023年10月13日時点。*HICPは、EU基準によるユーロ圏の消費者物価指数であり、ユーロ圏およびEUのインフレ率を表します。

日本の勢いは持続 するのか

日本のインフレ率の上昇は、これまで値上げに苦労してきた企業に値上げの機会をもたらしており、これによって売上高と利益の増加が見込まれます。2024年の春闘で賃上げ（インフレの重要な要因の一つ）が期待される中、消費者の消費意欲が高まる可能性があります。政府支出や輸出の伸びへの期待とともに、日本株式も上昇が期待されます。

東京証券取引所が企業に対して、コーポレートガバナンスと資本効率の改善を求め、改善が見られない場合は上場廃止となる可能性を示唆していることも、成長の原動力となる可能性があります。これは、クオリティが高く、収益性の高い企業を生み出し、市場を持続可能な成長へと押し上げる一助となるでしょう。こうした取り組みによる恩恵は、自社株買いの発表の増加という形で既に表れています。

日本の利回りが上昇するなか、リスク志向の高まりも、株式市場への資金流入を後押しする可能性があります。一方で、多額な現金を保有する企業は、インフレと歩調を合わせるために、成長機会への再投資を模索し始めるとみられます。

新興国と中国の株式 には課題が残る

新興国株式は、世界経済と世界貿易が安定から成長に向かい、世界的な流動性が十分または豊富にあり（すなわち、米国や世界の利回りとインフレ率が安定または低下し、米ドルが安定または下落）、コモディティ価格が安定的に推移するという、「最善のシナリオ」の下でアウトパフォームする傾向があります。米国や他の先進国経済がソフトランディングとなれば、「最悪のシナリオ」への懸念は払拭されるかもしれませんが、最善のシナリオとなる保証もありません。

中国株式市場は底を打ち、近いうちに回復する可能性が見えてきました。一方で、中国政府当局は、構造的問題を悪化させることなく経済を保護するための刺激策の策定に時間を要しているようです。重い債務負担、限られた財政政策余地、不動産市場をめぐる問題、人口動態の悪化、地政学的緊張の高まりによって、長期的な成長見通しは依然として不透明です。実質GDP成長率は2023年の約5%から、今後数年間は3%に鈍化すると予想されています。

結論

金融政策の引き締めと経済成長の鈍化により、2024年の株式見通しは悪化しています。ボラティリティが高まる中、当社はクオリティ投資の特性を示すセグメントに対して選択的に投資することを選択します。米国市場は、セクター構成や企業の競争優位性が好感されます。日本市場については、さまざまな構造的理由から、年明けにかけて好調なモメンタムを維持するとみられます。しかし、欧州市場、新興国市場全般、中国市場でアウトパフォームを狙う投資家は、経済の循環的性質と経済状況の悪化による逆風に直面するでしょう。

特別トピック

新興国市場：
異なる視点を持つアプローチ
が重要

世界的な背景を踏まえると新興国市場は依然として脆弱ですが、ハードカレンシー建て債券や一部の新興国株式を中心に、いくつかの投資機会が存在します。

新興国市場：異なる視点 を持つアプローチが重要

Chris Carpentier, CFA, FRM
Investment Strategist

Lyubka Dushanova
Portfolio Strategist —
Emerging Market Debt

新興国資産を取り巻く楽観論は、2023年が進むにつれて後退しました。当初の熱狂の一端は、中国経済がゼロコロナ政策から脱却して活力を取り戻し、ドル安が進み、予想ターミナルレートが低下するとの期待に支えられていました。このシナリオが予想通りの展開とならなかったことで、リターンに狂いが生じました。米国の利回りが数年ぶりの高水準に達し、ドルが再び上昇し、中国経済の回復が期待外れとなると、新興国資産に対する投資家の投資意欲は減退し、株式と債券のパフォーマンスは程度の差こそあれ、どちらも影響を受けました。

新興国市場を構成する国には、それぞれにさまざまな特異性があることを考えると、新興国市場をひとつくりに捉える傾向は見当違いです。地政学的リスクの高まりに対する感応度や、全体的なリスク選好度など、新興国に共通するリスクがあることも確かですが、違いを認識することが重要です。国による主な違いとは、その国がエネルギー輸出国なのか、それともエネルギー輸入国なのか、あるいは製造業を主体とする経済なのか、それともサービスを主体とする経済なのか、といったものです。こうした国家間の重要な違いは、新興国市場の多様性を浮き彫りにします。また、新興国株価指数 (MSCIエマージング・マーケット指数) や新興国債券指数 (ハードカレンシー建てや現地通貨建て) といったさまざまな指数に、パフォーマンスを左右する異なる要因が存在することも、新興国市場をひとつくりに表現することを難しくしています。例えば、中国はベンチマークであるMSCIエマージング・マーケット指数の約30%を占めますが、新興国ハードカレンシー債券指数では4.7%、現地通貨債券指数では10%を占めるにすぎません。中国株式に投資する論拠と中国債券に投資する論拠は、まるで異なります。

新興国の株式と債券 を比較

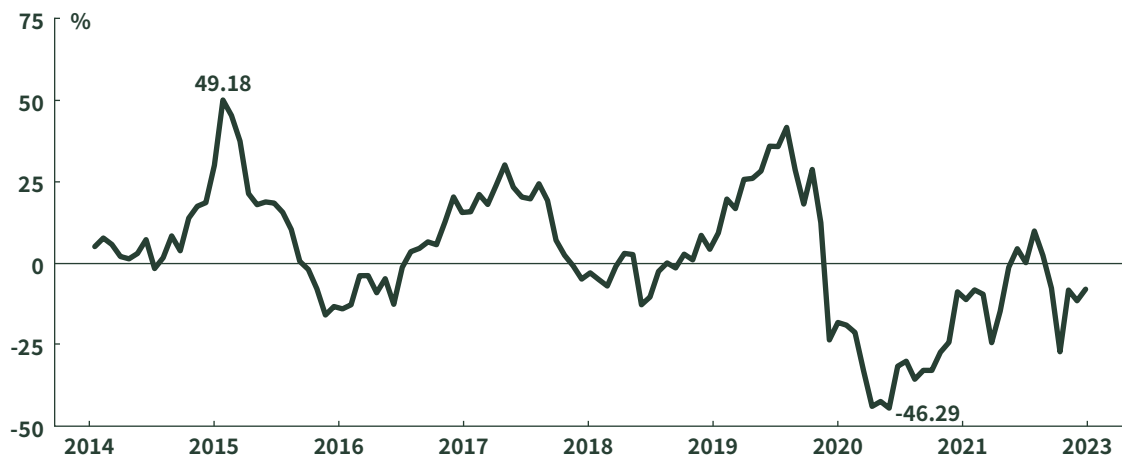
投資の観点で見ると、当社は新興国市場に対して全般的に慎重です。新興国株式は全体としてそれほど魅力的ではないと見ていますが、中には投資機会もあります。新興国株式には、高金利の長期的な持続が織り込まれています。その結果、新興国のリスク資産はアンダーパフォームし、通貨は下落し、利益見通しも低下しています。一方で新興国債券に対しては全体としてハードカレンシー債券を中心に相対的に良好な見通しを持っています。現在、データ主導の米連邦準備制度理事会 (FRB) が新興国債券リターンの主要な原動力になるという、いつものパターンパターンが復活しています。ハードカレンシー建てソブリン債のスプレッドにはまだ価値があり、米国が景気後退入りしなければ、一段とタイト化する可能性があることから魅力的に見えます。

新興国株式見通し

中国には継続的な課題がありますが、相対的に魅力のある投資機会も存在しています。アクティブ運用のマネジャーであれば、テクノロジーの独立、電化、その他の「ニューエコノミー」のような政策的追い風が見込まれる構造的な成長分野に焦点を当てることができるでしょう。また、ベンチマークとなる新興国株価指数に占める中国のウェイトが約30%と高いこと、相関が低いこと、世界的に重要であることを踏まえると、資産配分において、中国をその他の新興国と切り離して考えるのも有効かもしれません。中国への集中度が高いことに加え、中国のパフォーマンスの低下はしばしば、他の新興国に逆風をもたらすことから、新興国指数全体のパフォーマンスに与える中国の影響は拡大しています。例えば、技術サイクルの低迷は新興国の製造業に影響が及び、国際的な財需要の軟化は需要に対応する新興国の受注減少につながります。しかし、中国経済が堅調に推移している時は、その逆もまた真なりと言えます。中国単独のエクスポージャーを持つことで、中国への配分を必要に応じて調整し、増減させることができます。図表1は、中国と、中国を除く新興国のパフォーマンスの差を表しています。このようなアプローチは、インデックス運用とアクティブ運用の配分、運用スタイル、テーマ投資、小型株傾斜などにかかわらず、投資家が選択するエクスポージャーの柔軟性を高める上でも効果的です。

図表 11
中国のリターン格差を
切り離す

■ MSCI中国指数とエマージング・マーケット指数（除く中国）のリターン格差



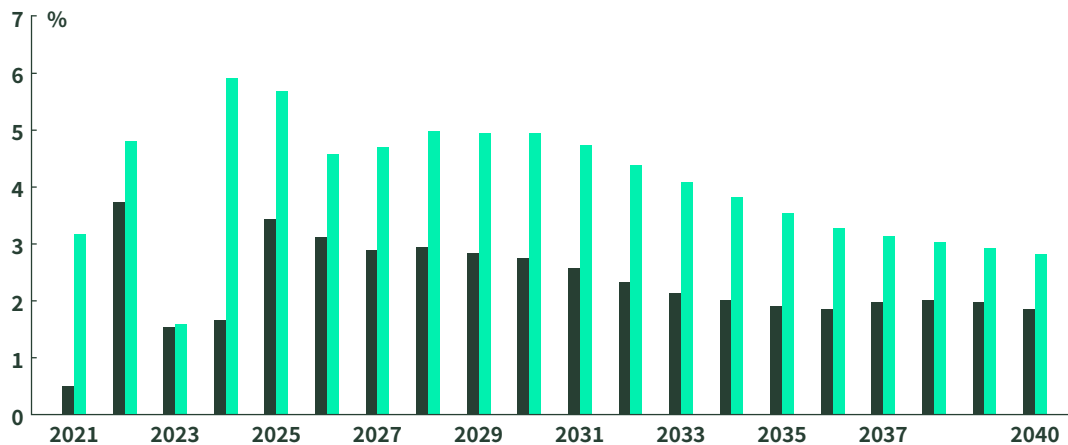
出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、MSCI、ファクトセット。2023年9月29日時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。指数のパフォーマンスは、特定の投資結果を示すものではありません。指数に直接投資することはできません。

中国以外の新興国はシクリカルな企業や業界に偏重する傾向があり、世界経済の動きから特に影響を受けやすくなっています。2024年の世界経済の成長率はトレンドを下回ると予想され、新興国の市場見通しにとっては逆風です。資産配分においては、中国を除く新興国ユニバースの中にも、集中リスクがある点に留意する必要があります。インド、韓国、台湾は、新興国指数（中国を除く）の60%超を占めます。さらに、台湾と韓国にはそれぞれ、単独で各国株価指数の30%超を占める銘柄があります。

インドの台頭は、投資妙味のある機会をもたらしています。成長する若い人口と健全な経済成長を背景に（図表12）、インドには魅力的な投資特性があります。セクター構成は十分に分散されており、特定の業界に依存することはありません。その中でも金融、ハイテク、エネルギーセクターはベンチマークとなるインドの株価指数の約半分を占めています。

図表 12
インドの実質GDP成長率
の優位性

■ インドー中国
■ インドー米国



出所：マクロボンド、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、オックスフォード・エコノミクス。2023年10月17日時点。上記の予想は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの経済チームとオックスフォード・エコノミクスによる特定の仮定および分析に基づく推定値です。予測が現実のものとなる保証はありません。

新興国債券見通し

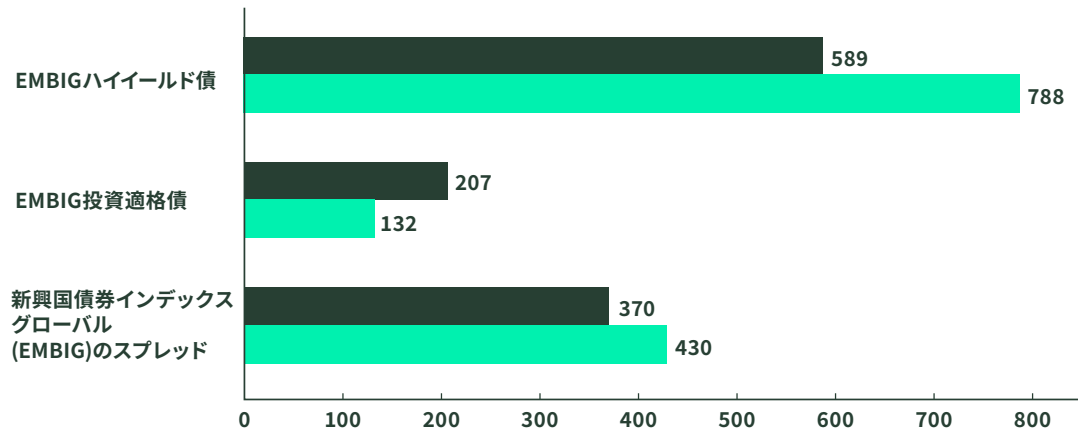
新興国債券の見通しを理解する上で、現地通貨建てとハードカレンシー建てを区別し、それぞれの主要なパフォーマンス要因を理解することが重要です。現地通貨債券のパフォーマンスは新興国の金利や通貨によって左右され、ハードカレンシー債券のリターンは米国債と新興市場債の спреッドに左右されます。米国経済の底堅さを受けて市場が予想を修正した結果、米国債が売られ、米ドルが上昇し、ハードカレンシー債券と現地通貨債券の両方のパフォーマンスにマイナスの影響が及んでおり、年初来の上昇分が打ち消されています。

ハードカレンシー建て債券

ボラティリティと不確実性の高まりを背景に、ハードカレンシー・ソブリン債券は相対的により魅力的に見えます。新興国、特にハイイールド債の спреッドは依然として魅力的で、米国が景気後退入りしなければ一段とタイト化する可能性があります(図表13)。地政学的状況は不安定さを増していますが、イスラエルとハマスの戦闘がより広範な地域紛争に発展しなければ、 спреッドのワイド化は限定的なものにとどまり、この資産クラスへ参入する好機となる可能性があります。ハードカレンシー債券をめぐる懸念は、ドル高が進行する状況下で割高になる可能性があることです。ドルが下落すれば、ハードカレンシー債券を下支えする環境が整うでしょう。また、米国債のボラティリティは、この資産クラスに対する短期的リスクとなりますが、米国経済が好転して米国債利回りが低下すれば、ハードカレンシー債券にとって上振れの可能性が高まります。

図表 13
新興市場、特にハイイールド債の спреッドは魅力的

■ 過去15年平均スプレッド
■ 2023年9月29日時点の спреッド



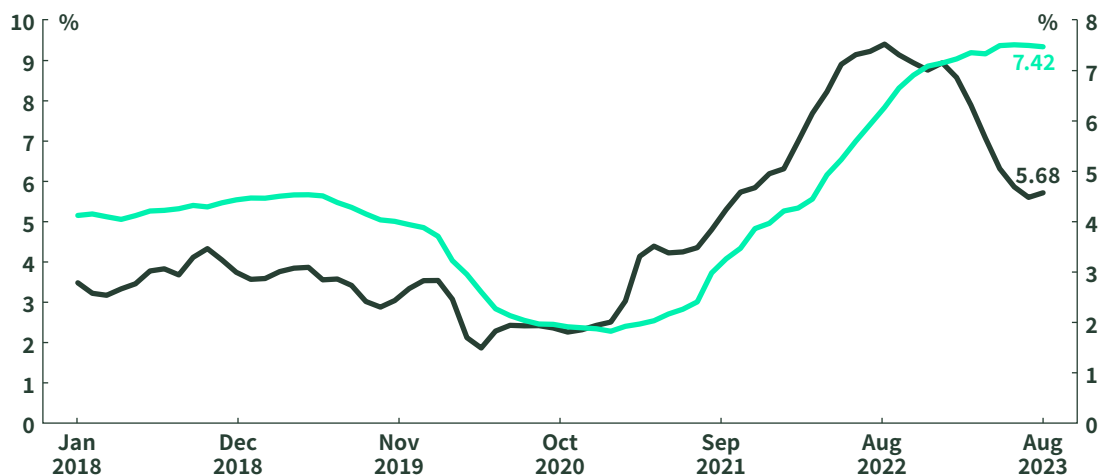
出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、JPモルガン、ブルームバーグ。2023年9月29日時点。

現地通貨建て債券

現地通貨建て債券は、2023年上半期を通じてアウトパフォームしていましたが、その後の見通しは一段と複雑になっています。近年、新興国の金融政策はFRBと切り離して考えられており、これは異例なこととして注目に値します。新興国の中央銀行は、先進国の中央銀行よりも、インフレに対して素早く反応して利上げに動き、新興国のインフレ率は2022年後半にピークに達したため、各中銀は先進国よりも早く利下げを開始する準備が整いました(図表14)。しかし、原油価格の高騰とドル高が為替を通じてインフレを促進する可能性があることから、新興国のインフレ見通しは不透明です。そのため、ドル高が新興国通貨に与える悪影響に加えて、現地通貨建て債券には考慮すべき重要な問題があります。それは、新興国の中央銀行は、いつまでFRBと異なる政策を取っていられるのかというものです。

図表 14
新興国のインフレ率*と平均政策金利

■ 新興国のインフレ率
■ 平均政策金利 (右軸)



*新興国のインフレ率 = JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバースィファイド・インデックスに含まれる各国の加重平均インフレ率。平均政策金利 = JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバースィファイド・インデックスに含まれる各国の加重平均政策金利。出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、JPモルガン、ブルームバーグ。2023年8月31日時点。

現地通貨建て債券における最近の重要な進展として、2024年下半年から、JPモルガンの旗艦インデックスであるGBI-EMグローバル・ディバーシファイド・インデックスにインドが組み込まれることが決定しました。インドが完全に組み入れられると、同インデックスのウェイト上限である10%に達する可能性があります。インドのインデックス組み入れに伴い、現地通貨建て債券インデックスで切望されていた分散が実現されるのと同時に、投資家は、投資適格に格付けされているこの大国の潜在成長力に投資することが可能になります。

結論

新興市場は、広範な市場全体のボラティリティの影響を受けますが、新興国債券を筆頭に、この広範な投資対象には依然として投資機会が存在します。株式では、市場の中で構造的に成長している分野に焦点を当てたアクティブなアプローチが有効と思われます。全体として、新興国の債券と株式はどちらも、先進国と比べて経済成長が著しく、レバレッジが低い国々へのエクスポージャーを提供し、より広範なポートフォリオの一部として分散効果をもたらします。

文末脚注

- 1 OPECプラスは、石油輸出国機構 (OPEC) 加盟国と非加盟10カ国 (ロシアを含む) を指します。
- 2 J.P.モルガン・グローバル・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイド (GBI-EM GD)
- 3 https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_4408.

ssga.com

State Street Global Advisors Worldwide Entities

ご留意事項

当社の書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信し、または第三者に開示することはできません。

ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関していかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。

提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。

すべての情報は、別段の記載がない限り、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによるものであり、信頼できると考えられる情報源から入手したのですが、その正確性を保証するものではありません。これらの情報は、現在の正確性、信頼性もしくは完全性、またはこれらの情報に基づいた意思決定に対する責任についての表明や保証はなく、これらの情報はそのようなものとして依拠されるべきではありません。

本稿に示されている内容は2023年11月30日時点のステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの見解であり、市場及び他の条件によって変更される場合があります。

本書には、将来予想に関する記述とみなされる特定の記述が含まれる場合があります。本書に含まれる過去の事実以外の記述で、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSGA) が将来的に発生する、または発生する可能性がある予想、考えるまたは予測する活動、事象または展開に関する記述はすべて、将来予想に関するものです。これらの記述は、過去の傾向、現在の状況、予想される将来の展開、および状況に応じて適切と思われるその他要因(その多くは本書に詳述されています)に関するSSGAの経験と認識に照らして、SSGAが行った特定の仮定および分析に基づくものです。このような記述は、複数の仮定、リスク、不確実性の影響を受け、その多くはSSGAの支配を超えるものです。このような記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果または展開は、将来予想に関する記述で予測されたものとは大きく異なる可能性があることに留意してください。

すべての資料は信頼できると思われる情報源から入手したものです。情報の正確性については

いかなる表明も保証も行わず、当社にかかる情報に基づく決定について、いかなる責任も負いません。

投資には、元本毀損のリスクを含むリスクが伴います。

過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。

分散投資は、利益の確保または損失を防ぐことを保証するものではありません。

アセット・アロケーションとは、資産を主要な投資カテゴリーに分散する手法です。アセット・アロケーションは、リスクを管理し、リターンを向上させるために利用することが可能です。ただし、利益を保証や、損失から保護したりするものではありません。言及されている指数のパフォーマンスの結果はすべて、比較のみを目的として提供されています。それらが特定の投資のパフォーマンスを表すものであると想定されるべきではありません。

株式証券の価値は、個々の企業の活動や一般的な市場および経済状況によって変動し、大きく下落する可能性があります。

一般に、債券は、株式に比べて短期的なリスクおよび変動が少ないですが、金利リスク(例えば金利上昇局面では通常は債券価格は下落します)、発行者のデフォルトリスクおよび信用リスク、流動性リスクならびにインフレリスクを有しています。これらの影響は通常は長期債について述べられています。債券が満期前に売却され又は償還された場合には、大きな利益または損失を伴う可能性があります。

ハイイールド債券(「ジャンク・ボンド」とも呼ばれる)への投資は投機的と考えられており、投資適格債券と比べ、元本や利金を失うリスクが高くなります。これらの格付けが低い債券は、発行体の信用力が変化するにより、価格変動やデフォルトのリスクも高い傾向にあります。実物資産ならびに不動産、貴金属および天然資源などの実物資産セクターへの投資にはリスクが伴います。これら業界に関連する事象から投資が大きな影響を受ける可能性があります。コモディティ価格は様々な要因によって極めて変動しやすいため、コモディティへの投資は大きなリスクを伴います。そのような要因の一例として、市場全体の動き、

実際または認識されているインフレ動向、コモディティ指数の変動、国際・経済・政治情勢の変化、金利および為替レートの変化などが挙げられます。

外国有価証券への投資は、通貨価格の不利な変動、源泉徴収税、一般に公正妥当と認められる会計原則の差異、他国の経済不安定または政局不安によってキャピタルロスが発生するリスクを含む場合があります。新興国市場または発展途上国市場への投資は、先進国市場への投資よりも相対的にボラティリティが高く、流動性が低い場合があり、より発展が進んだ国々と比較すると、多様性と成熟度の面で概して劣化する経済構造や安定性に劣る政治制度に対するエクスポージャーを含む場合があります。

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

東京都港区虎ノ門1-23-1
虎ノ門ヒルズ森タワー25階
Tel: 03-4530-7152

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第345号 加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、日本証券業協会

© 2023 State Street Corporation. All Rights Reserved.
ID1901450-6115792.1.3.APAC. RTL 1223
Exp. Date: 12/31/2024