

金利上昇の問題

金利上昇が2024年の投資戦略に与える影響について



2024年の投資見通し

目次

はじめに	03
マクロ経済見通しと市場への影響	05
注目ポイント	10
深掘り解説	
「コロナ禍に調達した資金」のリファイナンス	14
欧州株式市場におけるバリューストック・アノマリー	18
テーマ別による賢明な分散投資	22

はじめに

はじめに

当社の「2024年の投資見通し」へようこそ。今後1年間の世界経済と市場に関する当社の見解をご紹介します。

どのような見通しにも不確実性はつきものだが、2024年の前途は例年以上に不透明かもしれない。現在、市場が織り込んでいるような、金利が「より高い水準でより長く」維持される環境から、「より低い水準でより長く」維持されるシナリオに戻る可能性さえある。このように、さまざまな経済・市場の帰結が考えられる。しかし、急速なグローバルリセッションと緊縮財政政策という2010年代の環境とは大きく異なる今日のダイナミズムを勘案すると、後者の可能性は非常に低いと思われる。

つまり、今後10年間は従来の10年間と同じようなものにはならないと考える。金利上昇がリスク・プレミアムに与える影響は、投資家に戦略的資産配分の再考を促すだろう。より戦術的に見れば、現在のところ、当社の「ハウスビュー」は、ポートフォリオにおいてディフェンシブなポジショニングを志向している。これは、市場に織り込まれた楽観的なシナリオと、景気後退とさらなるディスインフレーションのリスクの高まりに対する懸念を反映している。

金利および資本コストの上昇は、株式市場や最もリスクの高い社債市場にとり難題となるもので、債務不履行の増加やスプレッド・カーブのスティープ化につながる可能性がある。とはいえ、当社では債券の投資妙味が復活したと考えている。現在のハイ・イールド社債の利回りは、過去の

株式リターンと同程度である。クレジット・カーブにおいては期間1~7年ゾーンと質の高い社債に注目したい。また、ターム・プレミアムがプラスに転じている現在、デュレーションにも着目している。これは投資適格債の投資ケースを裏付けるものでもある。

一般的に、世界の債券市場には好機があると見ているが、選別的なスタンスが必要である。米国債、欧州中核国の債券市場の一部（英国やドイツなど）、投資適格社債、証券化商品などに注目している。新興国市場では、インドなど「より質の高い」市場にも着目したい。

米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げは、1990年代前半のように、新興国市場のパフォーマンスにとり極めてプラスに働く可能性がある。FRBによる利下げは2024年後半に実施される可能性が高く、その度合いは市場の予想よりも大きくなると思われ、新興国市場（株式または現地通貨建債券）は投資対象として重要な位置を占めるはずである。

当社が留意しているリスクを考慮すると、投資家は金利と株式の相関に過度に依存せず、賢明な分散投資を通じてリスク軽減を図るべきであることを強くお勧めする。

「短期的には、「より高い水準でより長く」という金利のシナリオは、引き続き進行するディスインフレーションと景気後退の組み合わせにより、困難に陥るリスクがある」



ザビエル・バラトン
グローバル最高投資責任者 CIO

出所：HSBCアセットマネジメント、2023年11月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

マクロ経済見通しと市場への影響

はじめに

マクロ

注目ポイント

債券 深掘り

株式 深掘り

マルチアセット
深掘り



マクロ経済見通しと市場への影響

金融および与信環境の急速な引き締めは、金利の問題を引き起こしている。このことは、2024年に成長がマイナスに転じるリスクを高めるもので、市場はこのリスクへの備えが十分でない可能性がある。

市場は2023年において、時にはハードランディングを恐れ、時にはソフトランディングまたはノーランディングのシナリオを想定し、揺れ動いた。

本年、米国経済が驚くべき回復力を見せたのは、消費者がコロナ禍に蓄積した貯蓄が、消費を支え続けたからである。

企業収益もまた、高インフレ環境下での値上げと、貯蓄から得られる利子から恩恵を受けることができたため、底堅く推移している。こうした要因が景気後退を回避するというよりも、むしろ景気後退を遅らせていると当社は見ている。

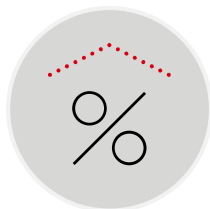
インフレの観点からは、他の西側諸国と同様、米国のデイスインフレは2024年に進行すると見ている。財のインフレはすでに急速に後退している。エネルギー価格が不安定になる可能性はあるにせよ、この傾向は続くと予想する。一方、中央銀行はサービス価格の上昇圧力に注目しており、それがどの程度「粘り強い」ものになるか見極めている。しかし、金利と金融環境が急速に引き締められたのち、住宅市場と労働市場が軟化するにつれ、サービス価格の上昇圧力は2024年を通じて鈍化し続けるという根拠が構築されつつあると考えている。

インフレ関連指標はおそらく不安定なものになるだろうが、大まかなトレンドとしては、インフレ率は2024年を通じて中央銀行のインフレ目標に向かって低下していくと見ている。

今後を展望すると、インフレ率を中期的に高水準に維持する要因はいくつかあると思われ、2010年代に慣れ親しんだインフレ率とは異なる状況が出現すると思われる。

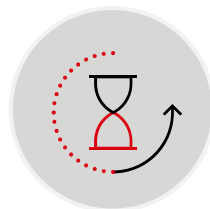
全体として、インフレと金利が2010年代の水準よりもやや高いという、新たなパラダイムに向かっていると見ている。このような環境から、来年の投資戦略ではディフェンシブ・アプローチを取りたいと考えている。

図表1: 2024年の主要テーマ



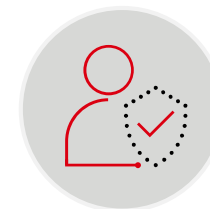
金利上昇の問題

金融および与信環境は大幅に引き締められた。これはインフレを解消する反面、これまでの体制の一部が変更する恐れがある



新たなパラダイム

金融引き締めと積極的な財政政策という新たな経済体制に移行。これに伴い、これまでと異なるマクロ経済の力学、高インフレ・高金利が生じる



ディフェンシブ・グロース

市場はソフトランディングを予想している。一方、景気が鈍化しインフレ率が低下するにつれ、「債券の投資妙味が復活」する。ポートフォリオにおいてはディフェンシブな戦略を当社は選好

出所: HSBCアセットマネジメント、2023年11月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



新しいパラダイムへ向けて

新たなパラダイムは政策金利が3%前後、債券利回りが4%前後になるものと当社では見ている。

今後1年から1年半の間における経済情勢を読み解く中で、投資家たちはマクロ経済と市場の新たな常態がどのようなものになるのか、模索を続けるだろう。

経済指標が示唆する内容は不安定で、経済のソフトランディングまたはハードランディングの可能性に関するシグナルが混在するものと思われる。このため、市場の動きは不安定になる可能性が高い。より広範なマクロ環境の方向性として重要な牽引役となる企業収益を巡り慎重な見通しと、中立金利に関する議論の継続が予想される。労働市場と生産性の動向は重要な変動要因である。

低金利の長期継続体制に戻ることも不可能ではないであろう。しかし、マクロ経済の急速なグローバル化、緊縮財政政策、高水準の債務など、そのような状況に至った経済的要因が変化したことを認識することが重要である。例えば、来年は世界中で多くの総選挙が行われる重要な年だが、2010年代のような緊縮財政の政策プログラムを掲げて選挙運動を行う政治家は殆どいない。

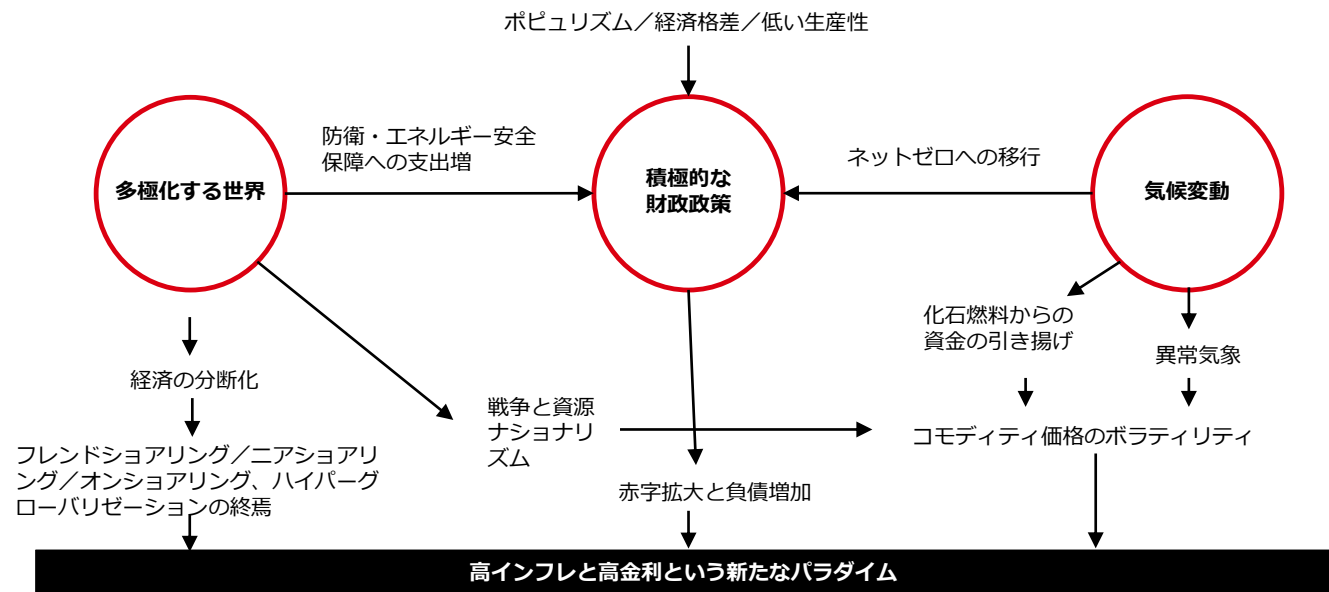
新たなパラダイムの主要な促進要因は3つあると考える：

1. 過度なグローバル化の終焉をもたらす、新たな多極化した世界（そしてより分断された世界秩序）の到来。
2. ポピュリズム、環境問題、高水準にある格差の時代における政治的優先事項を背景に、より積極的な財政政策が推進される。これは、過去10年間の緊縮財政や金融政策の優位性とは対照的となる。
3. 気候変動とネット・ゼロへの移行に対処するための政策対応。

このような背景から、供給サイドのボラティリティが高まり、インフレ率と金利が構造的に上昇すると予想される（インフレ率の下限は2%、政策金利は3%前後、債券利回りは4%前後）。一方、インフレ率の上昇は中央銀行の景気刺激策を制限するため、景気後退はより頻繁に起こるだろう。

この新たなパラダイムで勘案される前提条件は、長期的な期待リターンと来年の資本市場予想において極めて重要な要素となっている。

図表2: 景気サイクルを超越した、従来とは異なるマクロ環境



出所: HSBCアセットマネジメント、2023年11月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



シナリオ

当社の標準シナリオでは、**景気減速と1桁台半ばの企業の利益成長というリスクの高まり**を織り込んでいる。これは、現在の市場価格と整合的な見通しよりも、**いくらか悲観的**である。

当社のインフレ・シナリオでは、2024年下半期の利下げを予想している。また、労働市場の動向によっては、FRBが現在の予想以上に利下げを行い、市場を驚かせる可能性もあると考えている。

ユーロ圏ではここ数ヶ月、インフレ率が予想以上に低下し

ている。欧州中央銀行（ECB）は通常、政策の転換点でFRBに遅れをとっているが、相対的に経済実績が芳しくないため、転換時期が早まる可能性がある。

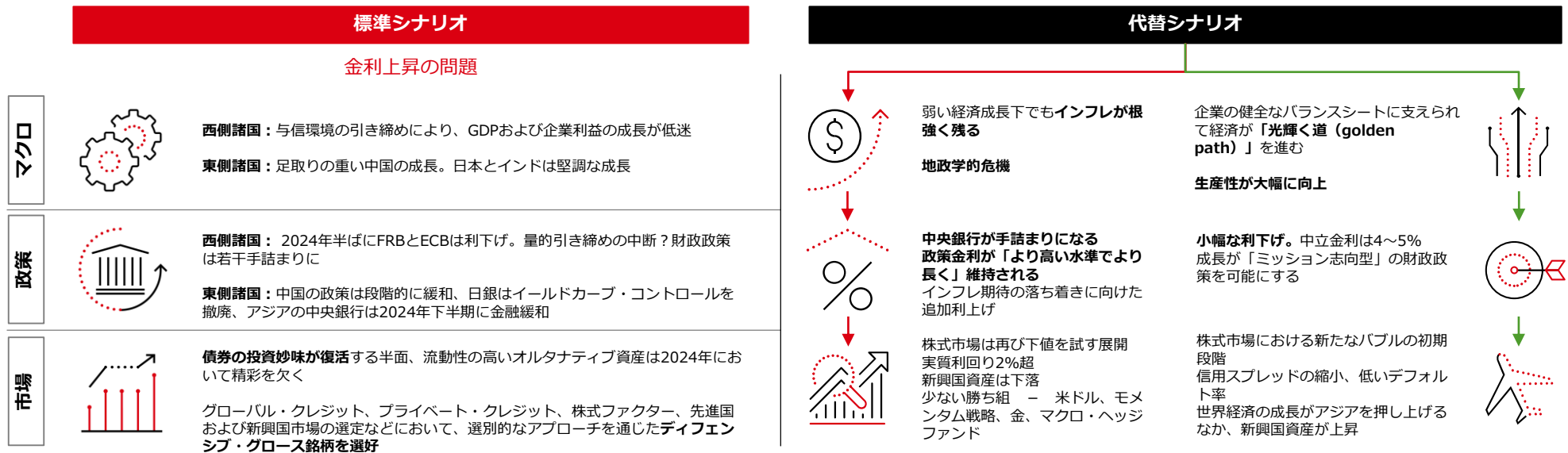
中国では、消費マインドの落ち込み、住宅セクターによる数年にわたる足かせ、人口動態に関する長期的な逆風といった経済的課題にもかかわらず、政策支援から2024年には4.5%前後の成長が実現すると予想する。とはいえ、来年も景気回復を持続させるためには、さらなる政策支援が必要だろう。一方、日本銀行は、経済がデフレから脱却する2024年半ば頃までに、イールドカーブ・コントロール政策を完全に撤廃し、マイナス金利から脱却すると予想する。

当社の標準シナリオは、ポートフォリオでは株式よりも債

券を愛好し、株式と社債では品質と選別性を重視し、「**ディフェンシブ・グロース**」を志向する。また、「**賢みな分散投資**」戦略も提案する。これには、テーマ別アロケーションのシステムティックなアプローチや新興国市場へのエクスポージャーが含まれる。

当社の代替リスク・シナリオの中心は、供給サイドの制約が再燃する、または生産性が堅調に伸び、企業部門の縮小が限定的となることによる金利上昇リスクである。前者のシナリオでは、市場のパフォーマンスは低迷し、後者のシナリオでは、多くのリスク資産クラスが上昇する。

図表3: 標準シナリオと代替シナリオ



出所: HSBCアセットマネジメント、2023年11月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



市場への影響

現在の市場価格はソフトランディングのシナリオに基づいており、景気後退のリスクが高まっていることを見過ごしているように見える。このような観点から、当社の「ハウスビュー」は、現在、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とり、「債券の投資妙味が復活」という見方をしている。

景気低迷とデフインフレは、国債にとり支援材料となる一方、株式にとり厳しい環境となるはずだ。一般的には、世界の債券の一部に選別的な好機があると考えられる。これには、米国債、欧州中核国の債券市場の一部（英国やドイツなど）、投資適格社債、証券化商品などが含まれる。

図表4：資産クラス別見通し

株式		国債		社債		為替 & オルタナティブ		アジア資産	
資産クラス	ハウスビュー	資産クラス	ハウスビュー	資産クラス	ハウスビュー	資産クラス	ハウスビュー	資産クラス	ハウスビュー
グローバル株式	▼	グローバル国債	↔/▲	グローバル投資適格社債	↔/▲	金	▲	アジア国債	▲
米国	▼	米国	▲	米ドル建投資適格社債	↔/▲	銅	▼	アジア株式（除く日本）	▲
英国	▼	英国	▲	ユーロ・英ポンド建投資適格社債	▲	上場不動産	▲	中国株式	▲
ユーロ圏	▼	ドイツ10年物	↔	アジア投資適格社債	↔/▲	インフラ	▲▲	インド株式	↔/▲
日本	▲	ユーロ圏周辺国	▼	世界ハイ・イールド社債	↔	ヘッジファンド	↔/▲	アセアン株式	▲
新興国	↔/▲	日本	▼	米国ハイ・イールド社債	↔/▼	プライベートエクイティ	↔	香港株式	↔/▲
中南米	↔	インフレ連動債	▲	欧州ハイ・イールド社債	↔/▼	米ドル	▼	アジア通貨	▲
フロンティア	▲	現地通貨建新興国	▲▲	アジア・ハイ・イールド社債	↔/▲	暗号資産	↔		
				グローバルABS	▲				

▲ オーバーウェイト ↔ 中立 ▼ アンダーウェイト

出所：HSBCアセットマネジメント、2023年11月時点の資産クラス別長期見通し（12ヶ月超）。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

注目ポイント

はじめに

マクロ

注目ポイント

債券 深掘り

株式 深掘り

マルチアセット 深掘り

注目ポイント

ヘッジ（hedge）ファンドは未だエッジ（edge）を有しているか？

歴史的に、株式ロング/ショート、イベント・ドリブン、マクロ、クレジット、コモディティ・トレーディング・アドバイザー（CTA）などを含むヘッジファンドは、市場の低迷期やストレス期に、より広範な資産配分の中で分散投資能力を発揮してきた。

最近では、前例のない利上げが続いているにもかかわらず、ヘッジファンドと一般的なマルチアセット・アロケーションとの相関は依然としてマイナスである（図表1）。さらに、ヘッジファンドのパフォーマンスはこの期間を通じて底堅く推移しており、一部の戦略はマクロ環境の変化から恩恵を受けてきている（図表2）。例えば、クレジットに特化したファンドは、3年間の年率リターンが約4.6%であったのに対して、12ヶ月間で約5.4%という高いリターンを達成している。これは主に、金利上昇と債券市場の顕著な変動により、クレジット特化型ファンドが運用しやすい環境が整ったためである。

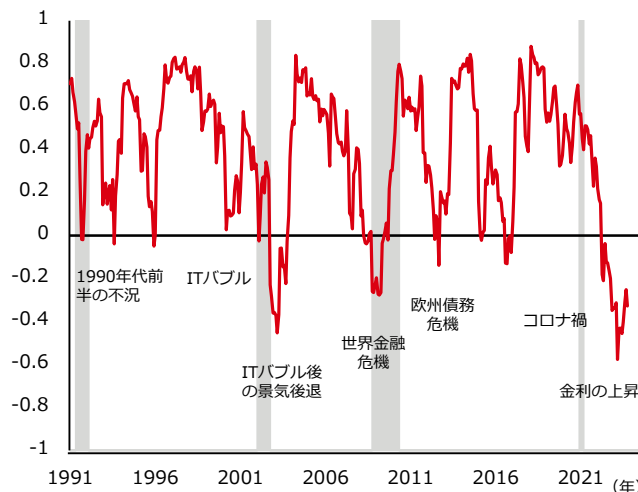
さらに、金利が上昇した場合、多くのヘッジファンドのポジションは現金保有となり、より高い金利が得られるため、リターンの押し上げにつながる。とはいえ、ヘッジファンド戦略にはかなりのばらつきが見られる。

例えば、イベント・ドリブン・ファンドは、M&Aなどのコーポレート・アクションから利益を得ようとすることが多いが、借入れやディールメイキングに恵まれない環境の中で、過去2年間は活動の減少に苦しんだ。

同様に、マクロ戦略は、1年、3年ともに、広範なヘッジファンド・ユニバースにおいてアンダーパフォームしている。

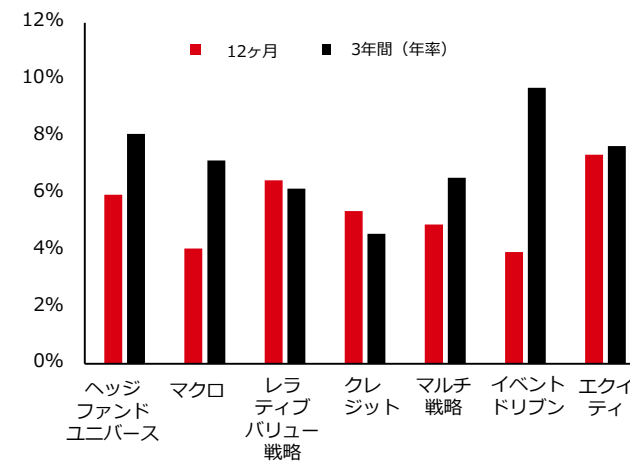
ヘッジファンドの幅広い歴史を通じて、強気市場でも弱気市場でも、各ヘッジファンドのスタイル間で比較的大きな結果のばらつきがあることが観察できる。このことは、オルタナティブで「スマートな分散投資」戦略を実施する場合、選別性が極めて重要な要素であること、そしてマルチスタイル/マルチ・マネージャー・アプローチが投資家にとり合理的な選択肢を提供していることを裏付けている。

図表1：60/40ポートフォリオとヘッジファンドの相関関係



出所：HSBCアセットマネジメント、マクロボンド、ブレキン、2023年9月

図表2：ヘッジファンドのパフォーマンス¹ (%)



¹Hedge funds performance update: August 2023 (pregin.com).

過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



米ドル高と米国の金利上昇が新興国に与える影響は？

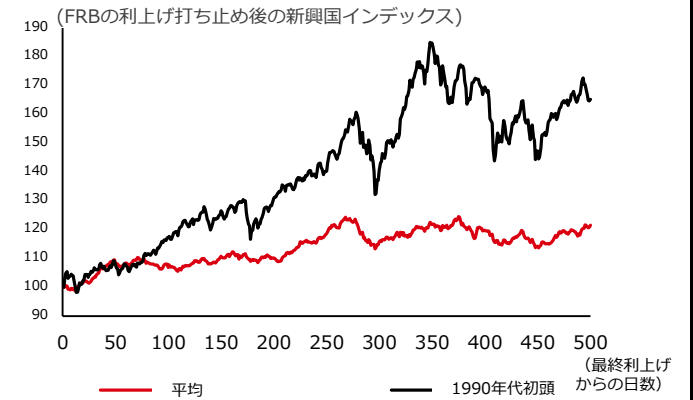
歴史的に見て、米ドルの流動性低下と中国経済の成長鈍化という環境は新興国市場にとり良い兆候ではなく、FRBが2022年3月に利上げを開始して以来、新興国市場のパフォーマンスが低迷する一因となっている。

しかし、2023年の注目すべき点は、全般的な低迷から、新興国市場にて多様なパフォーマンスへとシフトしていることである。インドやメキシコのような特定のセグメントでは、引き続き非常に高いパフォーマンスを示している。こうした特異なトレンドを捉え、アクティブな運用アプローチを採用することが重要と考える。

市場は将来のトレンドに基づいて取引されることを念頭に置くことも肝要だ。FRBの利下げが新興国市場への資金流入を促した1990年代前半のように、FRBの利下げサイクルが新興国市場のパフォーマンスを強く押し上げる可能性があることも認識されている（図表3）。

歴史は正確には繰り返さないかもしれないが、2024年下半期にFRBの利下げが予想より早まる可能性があることから、投資家は来年の新興国市場（特にインドとメキシコの債券、中国のA株銘柄）に着目すべきと考える。

図表3：FRBの利上げ打ち止め後の新興国市場のパフォーマンス



出所：HSBCアセットマネジメント、マクロボンド、2023年11月

今後12ヶ月間、米国株は債券と比べてどうなるか？

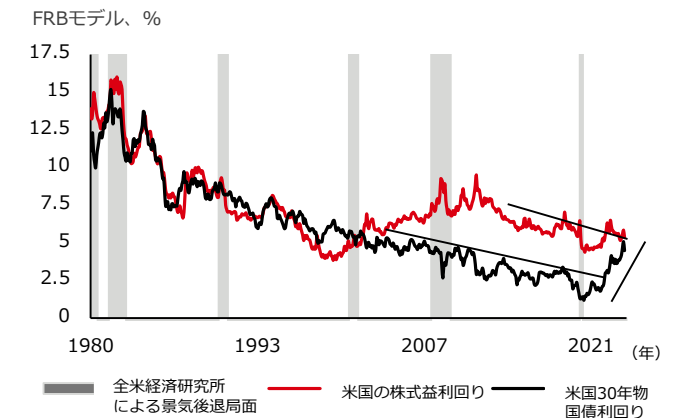
米国の株式と債券を比較した場合、株式には2つの達成困難なダイナミクスに直面している。

1. 企業の利益成長率に関して2024年には約12%が見込まれており、これは名目GDP成長率の3倍以上に相当し、景気サイクルの後期においては極めて高い数字である。
2. 低い株式リスク・プレミアムに通じる実質利回りを勘案した場合でも、またFRBモデルのアプローチを用いた30年物国債利回りとの関係を考慮した場合でも、株式市場のバリュエーションは国債と比べて割高感が見受けられる（図表4）。

こうした背景には、米国債のターム・プレミアムの上昇がある。債券のリスク・プレミアムは上昇している一方、株式のリスク・プレミアムは低下してきた。なお、双方のプレミアムの動きを当社では「2つのリスク・プレミアムの動向」と称している。

以上から、米国株には慎重なスタンスが正当化され、戦術的配分の一環として債券を当社では選好する。

図表4：「FRB/USモデル」は株式のバリュエーション面での問題を示唆



出所：HSBCアセットマネジメント、マクロボンド、2023年11月

過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



どのようなESG関連に注目しているのか？

来年は、自然資本、包括的成長、人工知能の責任ある利用といったことに着眼しつつ、業界による気候変動対策や持続可能性の開示に焦点を当てた枠組みの実施に注視するべきと考えている。

例えば、国際財務報告基準（IFRS）の国際サステナビリティ基準審議会（International Sustainability Standards Board）による今年の新基準の発表に続き、米国証券取引委員会（SEC）や英国移行計画タスクフォース（UK Transition Plan Taskforce）による気候変動開示規則が発令されたことで、アジアやその他の国・地域でも、各地域の移行計画開示要件が策定される可能性が高い。世界的に一貫性が高まることは、企業がどこで事業を行おうとも、その影響に対する説明責任を果たす上でプラスとなる。

今年はまだひとつ、世界的な石油メジャーでストライキが発生し、ガス価格が大きく変動した。労働力の拡大や、特定の地域などが不利にならないような「公正な移行」を求める動きが続いており、こうした動きはさらに増えるだろう。その結果、包括的成長をより重視することが、企業と投資家の議論の重要な部分を占めるようになるだろう。

同様に、民間および公的部門双方からの気候変動対策への投資は拡大し、資産運用会社はそれをサポートする立場にあると思われる。再生可能エネルギー企業は、一般的に初期段階で資本集約的なビジネスモデルを採用していることから、昨年は特に金利上昇の影響を受けた。しかし、需要とそれに呼応する成長の道筋は、広範な事業機会を通じて、引き続き明確である。

生物多様性と自然資本は気候変動と連動しているが、業界における取り組みはやや遅れている。しかし、コンセンサスは引き続き形成されつつあり、自然に重大な影響を与える企業が、2023年に開始された「自然関連財務情報開示タスクフォース」の枠組みをより積極的に活用することが期待される。

さらに別の発展途上の問題は、信頼できるテクノロジーとデータであり、人工知能のようなツールが精査の対象となっている。すでに大手テクノロジー企業においては、人工知能の責任あるガバナンスに関する株主決議が提案されている。こうしたトピックは2024年の委任状提出期に定着する可能性が高く、企業はチャンスとしてもリスクとしても取り組みを進めている。

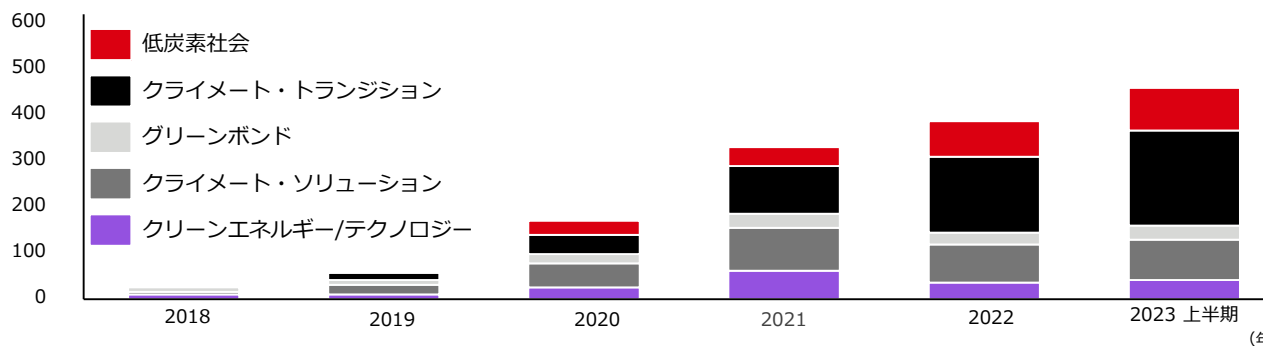
気候変動に対する既存の適応努力については？

国連環境計画の今年の「適応ギャップ報告書」では、気候変動による影響拡大を阻止するため、加速されるべき気候変動対策の進展が遅々としていることが示された。この遅れは、年間1,940億～3,660億米ドルと推定される適応資金不足の継続的な拡大を招いている。

適応対策や資金不足が気候変動の影響によるリスクを高めている。人命や財産に対するリスクだけでなく、基本的な食糧や物資の供給も含まれる。これはインフレ圧力の一因となり、今後数年間の経済成長の足を引っ張る可能性もある。

インフラ投資の必要性は極めて高く、その最大の機会は、推定15兆米ドルのグローバル・インフラ・ギャップの3分の1近くを占めるアジアにある。投資家と資産運用会社は、持続可能なインフラ整備を大規模に実現する役割を担うことになると思う。

図表5：タイプ別気候変動戦略の推移（資産、10億米ドル）



出所：モーニングスター・ダイレクト、モーニングスター・リサーチ、2023年6月

当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

「コロナ禍に調達した資金」のリファイナンス

はじめに

マクロ

注目ポイント

債券 深掘り

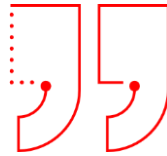
株式 深掘り

マルチアセット 深掘り



「コロナ禍に調達した資金」のリファイナンス

“コロナ禍およびコロナ禍直後の低金利での機を見て調達した資金は、2024年から2026年にかけて「償還」が迫っており、リファイナンスが困難になったり、レバレッジの縮小を余儀なくされる可能性がある。”



短期債において、リファイナンスコストの上昇の影響を最も受けやすいのは、資本財セクターの発行体、格付けの低い銀行、REIT、投機的格付けの中でも比較的低位に位置する発行体である。

アジアにおいては償還が一段と迫っているが、特に中国とインドでは資金調達コストが低く、市場も厚いため、発行体は現地市場に依存することが可能になると思われる。

一方、最近の景気拡大は、バランスシートよりもむしろ企

業利益によってもたらされてきた。従い、企業が今後の償還にどのように対処するかは、利益見通しが重要となるが、経済情勢がそれなりに安定している場合には、こうした償還に対応できるはずである。

図表1：拡大する償還額

セクター	市場規模 (10億米ドル)	2024年 償還額 (10億米ドル)	2025年 償還額 (10億米ドル)	償還額（2024年および 2025年）の割合	備考
米国投資適格社債	8062	745	888	20%	自動車、銀行、一部セクターのコロナ禍後における発行が牽引
欧州投資適格社債	3361	319	380	21%	自動車、小売り、資本財
アジア投資適格社債	836	144	147	35%	中国の金融と国営企業、韓国の発行体
米国ハイ・イールド社債	1350	34	99	10%	格付けはBB格寄り。償還を迎える割合は高い水準にある（2016～2022年の平均は5%前後）
米国レバレッジローン	1340	22	107	10%	B-格以下の借換えニーズ割合が高い
アジアハイ・イールド社債	120	28	24	43%	中国の不動産、インドの発行体
欧州ハイ・イールド社債	403	48	61	26%	BB格寄り

出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年11月

一部の発行体にとり、代替資金調達手段の活用拡大が償還に対する解決策につながろう。これは2024年の社債市場にテクニカルな下支えを与える可能性があり、供給が稀薄になることで、より高い利回りへの需要が強まることになる。

図表1から、2024年から2025年にかけて償還額は至る所で拡大するものの、西側の先進国市場では特に深刻な状況には至らないと思われる。ただし、特定のセクターではストレスを受ける可能性がある。

当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



米国の償還は今後2年間で拡大する見通しであり、投資適格債の発行体の大半は資金調達コストの上昇を受け入れる余地があると考えている。ハイ・イールド社債ではリファイナンス・リスクが高まっているが、多くの発行体は2023年中に改善した金融情勢を利用して目先の償還に対処している。

米国の投資適格社債の償還は2024年には前年比21%増（1,360億米ドルの増加）となる見込みである。この増加の約半分は、規制強化とパーゼルIIIに起因する銀行セクターによるものである。非金融セクターでは、2020年とその翌年に新型コロナウイルス感染拡大に伴う大型発行が償還増の要因となっている。

マクロ環境と市場のボラティリティは、2024年の債券発行に重要な役割を果たすだろうが、殆どの投資適格債の発行体にとりリファイナンス・リスクは対処可能であろう。ただし、地方銀行、REIT、一部の資本財の発行体には脆弱性がある。ハイ・イールド社債については、デフォルト率の上昇が続くと予想されるが、そのリスクはメディアやヘルスケアなど特定の業種にかなり集中すると思われる。加えて、償還は借入コストの上昇に耐性を有していると思われる質の高いBB格の発行体に偏っている。

2024年以降の市場におけるストレスの頻度とその範囲は、資金調達コストの変化よりも、企業収益環境に左右されるだろう。来年、特に深刻な景気後退が回避された場合、米国社債市場はテクニカル面での追い風を受ける可能性が高いと当社では予想している。

図表2：米国の投資適格社債の償還額（10億米ドル）

セクター	2024年	2025年	償還総額に対する割合（2025年）	変化率（2025年対2024年）
銀行	317	354	41%	12%
非循環消費財	74	93	10%	26%
循環消費財	70	94	10%	34%
テクノロジー	52	64	7%	23%
電力	35	39	5%	11%
保険	35	35	4%	0%
資本財	34	42	5%	24%
エネルギー	30	45	5%	50%
通信	24	37	4%	54%
各種金融サービス	19	16	2%	-16%
基幹産業	14	19	2%	36%
REIT	13	15	2%	15%
運輸	12	15	2%	25%
証券会社、取引所など	9	14	1%	56%
金融	395	434	51%	10%
非金融	350	454	49%	30%
合計	745	888	-	19%

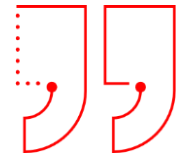
出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年11月

図表3：ユーロ建て投資適格社債の償還額（10億米ドル）

セクター	2024年	2025年	償還額の割合（2025年）	変化率（2025年対2023年）
自動車	26	24	37%	-29%
基幹産業	15	19	26%	45%
資本財	16	20	29%	25%
消費財	21	23	24%	55%
エネルギー	13	13	25%	17%
ヘルスケア	15	18	20%	15%
メディア	3	4	20%	-5%
不動産	12	20	19%	76%
小売り	9	8	28%	37%
サービス	6	3	31%	-4%
テクノロジー	5	10	25%	31%
電気通信	14	15	21%	4%
運輸	12	13	17%	10%
公益事業	23	33	20%	70%
非金融シニア	200	228	23%	20%
非金融ハイブリッド	10	12	14%	34%
非金融合計	210	241	37%	54%

出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年11月

“広範な問題が発生するとは考えていないが、特定の市場にリスクをもたらす圧迫要因が存在する可能性は高い。”



欧州の投資適格社債市場とハイ・イールド社債市場の償還期限の壁は全体的に見ると対処できる模様だが、自動車、化学、小売り、不動産など、ハイ・イールド社債市場の特定のセクターはより大きなストレスに見舞われる可能性がある。

低金利環境とECBによる社債購入プログラムに牽引され、2020年と2021年に記録的な発行額となったのち、2022年の供給は軟調に推移したが、今年に入ってやや回復し、2024年もその傾向が続くと予想される。投資適格社債とハイ・イールド社債はともに健全な流動性を有し、信用枠も確保されているが、カバレッジ・レシオなどの財務指標の悪化が見込まれる。また、自動車やヘルスケアなど償還額が2024年と2025年に2倍以上となるセクターを注視することが重要であろう。

ただし、欧州の投資適格債の発行体の財務指標は、低レバレッジ、高水準の現金保有、記録的なレベルにある利益率などにおいてはクオリティがピークに達しており、来年におけるフォーリン・エンジェルへの動きを抑制するものと思われる。

当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



ハイ・イールド社債は、レバレッジ解消と発行体の利益成長からコロナ禍後に回復したが、景気低迷が企業のファンダメンタルズに再び重くのしかかる可能性がある。格付けの低い社債は、金利上昇環境では依然として不安定な立場にあるが、高水準の現金残高により、増加しつつもデフォルト率は緩やかな水準で維持されるものと思われる。REITでは特にストレスが強まっており、資産売却と代替リファイナンス手段探しが大半のプレーヤーにとり依然として最重要課題となっている。

低コストのオンショア債券へのアクセスが、償還の壁に直面しているアジアの米ドル建債券にとり重要なテーマである。米ドル金利が上昇する環境では、2024年の市場規模が縮小する可能性が高い。

米国の高金利と中国のハイ・イールド社債に対する投資家のリスク回避姿勢を背景に、アジアの米ドル建債券の多くの発行体にとり、代替的な資金調達手段がより魅力的な選択肢となっている。2023年には、いくつかのセクターにて、銀行ローン、資産売却、内部資金、現地通貨建債券発行を通じてリファイナンスが実施された。国別では、韓国が例外的に発行額が増加しているが、これは米ドル建てよりも韓国ウォンにスワップ・バックした場合の国内資金調達コストが高いためである。

アジアの投資適格債のリファイナンス・リスクは全体的に管理可能である。中国の投資適格債の発行体は、厚みがあり流動性の高い国内債券市場にて比較的安価なオンショア・ファイナンスを利用できることから、アジアの米ドル建投資適格債はさらに縮小すると予想される。一方、金融セクターの活動は引き続き良好で、中国と韓国の銀行と資金貸出業者の活動が引き続き活発化すると見ている。

アジアのハイ・イールド債については、中国における発行は低調だが、リファイナンスの際、困難に見舞われると予想される発行体は限定されると考える。

図表4：アジアの米ドル建投資適格債の償還額（10億米ドル）

セクター	2024年	2025年	償還総額に対する割合 (2025年)	変化率 (2025年対2024年)
中国 - 銀行シニア債	24	27	18%	10%
中国 - 国営企業	17	18	12%	3%
中国 - 地方融資平台	11	12	8%	11%
中国 - 銀行リース	8	5	3%	-45%
中国 - 不動産	5	2	1%	-59%
中国 - 資産運用会社	5	6	4%	20%
中国産業	2	2	1%	-10%
香港 - 企業および不動産	6	4	3%	-36%
韓国 - 銀行と金融	10	15	11%	51%
韓国 - 民間企業	3	3	2%	-8%
韓国 - 政府系機関	3	6	4%	97%
インド - 銀行および金融	4	0	0%	0%
インド - 企業	2	1	1%	-53%
東南アジア - 銀行	5	2	1%	-60%
マカオ	0	2	1%	0%
AT1債	0	1	1%	-
新型劣後債（バーゼルⅢ適格Tier2証券）	10	6	4%	-37%
テクノロジー、メディア、通信	6	10	7%	59
石油、ガス	8	11	7%	30%
ソブリン債	11	10	7%	-13%
その他	3	6	4%	135%
合計	144	147		
金融とソブリン債	78	71	48%	-8%
非金融	67	76	52%	14%

※上記の変化率に関しては、単位を100万米ドル（単位未満を四捨五入）とした数値を用いて各々算出されたものを表示。
出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年11月

他の新興国の債券市場も同様のパターンを示している。2023年以降の発行額は2022年と比べて55%増加している。昨年はプライマリー市場がかなり低迷し、ネットベースの供給額がマイナスにとどまった。

全地域で発行が増加したが、中近東・アフリカ地域が最も活発で、こうした傾向は2024年以降も継続し、投資適格債の発行体が優勢になると予想される。一方、中・東欧地域は3年目もマイナスが続くだろう。中南米の発行は、市場を巡り世界的に厳しい状況（アジアと同様）と、多くの発行体における過去数年間に発行した多額の債務管理を反映して、かなり低水準で推移している。来年は持ち直すと予想されるものの、同地域の純発行額は7年連続のマイナスになると見られている。

全体として、新興国市場の発行は純減となっていることから、重要な特異リスクはあるにせよ、テクニカル要因は2024年の当該資産クラスにとりプラスとなるはずである。

当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

欧州株式市場におけるバリュー・アノマリー

はじめに

マクロ

注目ポイント

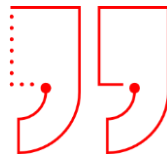
債券 深掘り

株式 深掘り



欧州株式市場におけるバリュエーション・アノマリー

“過去20年間のバリュエーション株とグロース株に関して相対比較評価をすると、バリュエーション株は現在30%割安であるのに対し、グロース株は56%割高である。”



株式投資において、バリュエーション株への投資とグロース株への投資の間で長年議論されてきたのは、次の2つの重要な要因、すなわち株式の現在のバリュエーションと将来のパフォーマンスについてである。歴史的に、バリュエーション株への投資は長期的に極めて効果的であることが証明されており、米国の市場では1963年以降、そのリターンはグロース株への投資を5.5倍上回り、欧州の市場でも同様の大きな格差をつけている。

しかし、より短い時間軸では、グロース株への投資が優位に立つことがあり、それはしばしばバブルの発生と一致する。興味深いことに、現在の状況を見ると、欧州のグロース株がバリュエーション株に比べてこれほど割高になったことは、ITバブルの時でさえ見られなかったことが分かる。

図表 1: 欧州株のバリュエーション・スプレッド (株価純資産倍率:割高 vs 割安)



今日、投資家はグロース株の将来成長を過大評価し、バリュエーション株の将来成長を過小評価しているように思われる。最近のバリュエーション株のパフォーマンスの低さは、様々な要因に起因しているが、前例のないバリュエーション・アノマリーであることが大きいようだ。このバリュエーションのかい離は「バリュエーション・スプレッド」として知られ、割安株がさらに割安になる一方、割高株が一段と割高になるなど、あるいは双方が組み合わさってスプレッドが拡大することがある。

このスプレッドの広がり、欧州の相次ぐ危機を通じて拡大し、新型コロナ禍では最高値に達した。

このアノマリーを説明しようと、さまざまな理論が試みられてきた。実際、欧州における一連の危機と、大型グロース株に対する群れ行動が重要な役割を果たしてきた。よりファンダメンタルな観点からは、企業利益、バリュエーション、金利が注目すべき要因であると考えられる。

当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

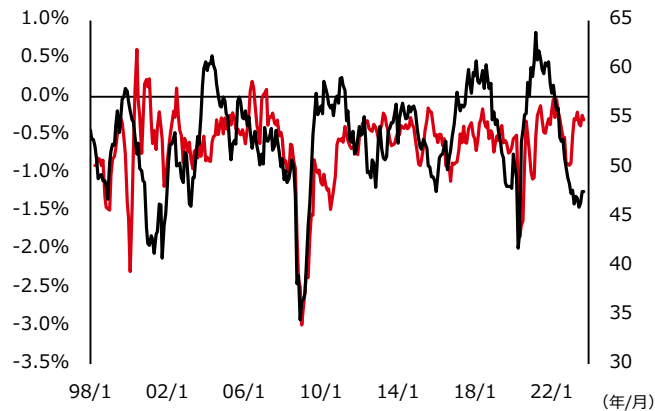


企業利益とバリュエーションの影響

過去20年間、利益成長の相対的な変化は、殆どの場合、バリュエーションのパフォーマンスにマイナスに寄与している。バリュエーションはファンダメンタルズがそれ程健全でなく、リターンがアンダーパフォームする傾向があるため、これは驚くべきことではない。一方、バリュエーションの変化は、殆どの場合プラスに働く。バリュエーションはファンダメンタルズの悪化に過度に反応する傾向があり、バリュエーション・アノミーを生み出し、その後再評価されるからである。

図表2は、利益成長の相対的な変化と米国のISM製造業景況感指数の間に有意な相関関係があることを示している。これは、バリュエーションの利益成長が一般的な利益成長よりも循環的であることを示唆している。例えば、相対比較にてマイナス幅が大きい場合は常に景気後退と一致する。

図表 2: バリュエーションの利益成長の相対的な変化 (レッド、左軸) と米国ISM製造業景況感指数 (ブラック、右軸)

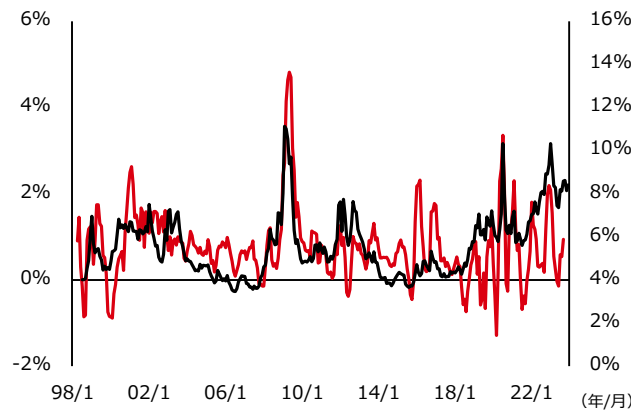


出所: HSBCアセットマネジメント、Factset、Bloomberg、2023年10月

好調な経済成長期（2004～2007年、2011～2015年、2021～2022年）では、利益成長の相対比較でのマイナス幅が小さい時期である。現在、ISM指数の水準を考えると、利益成長の相対比較は驚くほど良好に保たれている。この要因の多くは、前年比30%増と好調な銀行セクターの利益成長モメンタムによるものである。しかし、市場は銀行の企業利益が今後12ヶ月間で30%減少すると予想している（ただし、これはバリュエーションが将来の利益水準を適切に示唆すると仮定した場合である）。

バリュエーション効果に関して、図表3は、バリュエーション・ポートフォリオと全ユニバースとの間の株式利益回り格差で測定されるバリュエーション・スプレッドとの強い相関を示している。実際には、バリュエーション・スプレッドはバリュエーション効果を3ヶ月程度先行する傾向がある。

図表 3: バリュエーションのバリュエーションに関する相対的な変化 (レッド、左軸) とバリュエーション・スプレッド (ブラック、右軸)



出所: HSBCアセットマネジメント、Factset、Bloomberg、2023年10月

つまり、過去20年間のバリュエーション株のパフォーマンスは極めて単純である。バリュエーション株はアンダーパフォームする傾向があり、循環的なバイアスがある。バリュエーション株は、バリュエーション・スプレッドによって決定されるプラスのバリュエーション効果から恩恵を受ける。バリュエーション株が魅力的であればあるほど、バリュエーション効果は強くなる。

これは2018年まで極めてうまく機能していた。2018年には、大幅なバリュエーション・スプレッドにもかかわらず、バリュエーション効果が平均的に横ばい、あるいはマイナスにさえなっている。この結果、裁定取引による平均回帰効果が得られないため、バリュエーション・スプレッドはさらに拡大している。

ファンダメンタルズは悪化しておらず、企業利益は少なくとも平均的であったが、アンダーパフォームをもたらしたのはもっぱらバリュエーションである。長期金利がゼロまで、あるいはゼロを下回るまで低下したことが、この異常な現象を引き起こした主な原因であると、多くの市場関係者は見ている。しかし、この理論は何を根拠にしているのだろうか？

過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



金利要因

金利がバリューストックとグロース株のспレッドを説明する主な要因となってきたという説を支持する根拠は以下の通りである。ディスカウント・バリュエーション・モデルでは、グロース株はバリューストックよりもデューレーションが長い。つまり将来の継続的なインカムや永続価値（ターミナルバリュー）など、その価値の殆どが長期に織り込まれているからだ。従い、グロース株のバリュエーションの金利感応度は、短期に価値が織り込まれているバリューストックよりも高くなる。

その結果、バリューストックの相対パフォーマンスは金利と相関する傾向があるという理論が成り立つ。バリューストックは金利低下時にアンダーパフォームし、金利上昇時にアウトパフォームする。

図表4: 米国のバリュー指数/グロース指数と米国の10年物金利の相関（2年ローリング）



出所: Kenneth French Data Library (mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)、ブルームバーグ、2023年10月

歴史的に、バリューストックと金利の相関関係は決して高くなく、相関関係がマイナスになった時期さえある（興味深いことに、70年代のインフレ環境下）。最近では、金利に対するバリューストックの感応度は劇的に上昇しており、0.3まで低下したのち、ほぼ0.8に達している。全体として、この理論は直感的には理にかなっているにもかかわらず、経験値として確固たるものではない。

今後の展望

過去数十年間はバリューストックを選好する投資家にとり厳しいものであった。それでもこの期間のパフォーマンスの低さはその多くが説明できるが、ここ3年から5年の間は、投資家がバリューストックへの投資に見切りをつけたというアノマリーが発生している、というのが当社の見解である。

“当社では、特に欧州において、現在のバリューストックとグロース株のспレッドが今後数年のうちに逆転することを示唆するシグナルが数多く見られる”

さらに、投資家はバリュエーションという概念を退け、企業利益の伸びだけを判断基準にしている模様である。

現時点では、足元の小幅な反発は見られるものの、欧州のバリューストック市場が完全に回復するには長い道のりがある。グロース株との乖離は最近のピークからやや後退したが、依然として過去最高水準にある。特に過去2年間、バリューストックの利益成長がグロース株を上回ってきたことから、これはアノマリーであると当社は見ている。

このため、バリュエーション・アノマリーは今後消失することが考えられ、バリューストックが大幅にアウトパフォームする可能性がある。実際、この回復のタイミングを計ることは殆ど不可能であるが、バリューストックをアンダーウェイトで維持することはリスクの高い戦略であると当社は考えている。

過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。 当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

テーマ別による賢明な分散投資

はじめに

マクロ

注目ポイント

債券 深掘り

株式 深掘り

マルチアセット
深掘り



テーマ別による賢明な分散投資

“新たな投資パラダイムの一環として、従来とは異なる分散投資の源泉が必要と考える。”

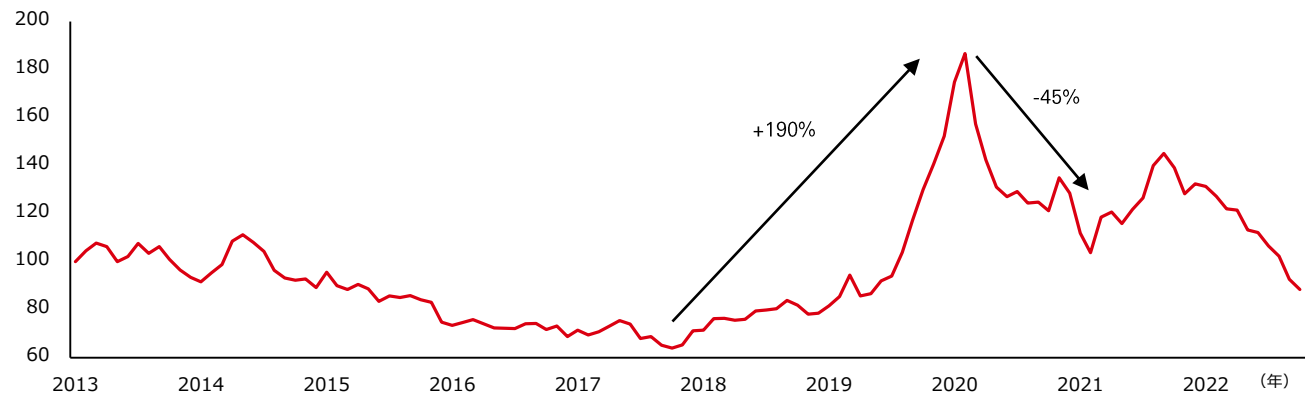


金利上昇、平均インフレ率の上昇、財政出動が見られ、2010年代の恒常的停滞とは全く異なる新たなパラダイムが到来すると当社は予想している。これは、株式リターンと伝統的な分散投資の役割の双方に課題を提起するものであり、株式と債券の負の相関はもはや信頼できるものではないと思われる。投資機会を見出し、分散投資することがますます重要になるだろう。ダウンサイド・リスクを軽減するような構造的な方法でアプローチすれば、テーマ別投資に資金を振り向けることは、こうした目標に近づく可能性があると考えられる。

重要なことは、テーマ別投資へのアロケーションは伝統的な株式アロケーションとは一線を画し、地域、セクター、スタイル・ファクターといった次元を横断するものであるということだ。また、伝統的なアロケーション・スタイルを用いたポートフォリオを通じて、「より高くより長く」の金利環境という古典的で循環的な投資テーマを指しているのでもない。個々のテーマから得られるリターンの源泉が異なれば、先行き不透明な環境下においても、リターンと分散の実現につながるものと考ええる。

当社では、ガートナー社による「ハイプ・サイクル」と、テーマ別株式リターンにおける役割について、これまで議論を重ねてきた。経験則として、あるテーマにつながるイノベーションを通じて期待が膨らみ、その後、生産性や企業収益への長期的な恩恵が実現する前に株価が軟調となり、リターンがマイナスになる。この点を説明するために、ここ数年の再生可能エネルギーのパフォーマンスを見てみよう。長期的な経済・社会の発展にとり世界的に不可欠なクリーンエネルギーは、長期的に持続しないテーマではなく、また技術が短期的に創出されるものではないことも明らかだ。しかし、このセクターからのリターンは上述のサイクルに沿っている。

図表1: 再生可能エネルギー vs グローバル株式



出所: HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年10月

テーマ別投資のボラティリティの高さが顕著であることを勘案すると、当該投資に資金を振り分ける上で、分散投資が最も重要であると考えられる。投資家の中には、テーマ別投資において効果的な分散投資が実際に可能かどうか疑問視する向きもある。これは、全てのテーマにおいて、リターンの牽引役が一部共有しているため、意義ある分散投資が不可能ではないかという考えに基づくものである。

次頁の図表2に示すように、テーマユニバースを3つのカテゴリ、すなわち「変革のメガトレンド」に分類した。各カテゴリ内でのテーマの相関関係は予想通り高いが、カテゴリ間の相関関係は低く、驚くほど異質なテーマユニバースであることを示している。

過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



図表2：超過リターン（対グローバル株式）における「選別されたテーマ」と「変革のメガトレンド」との相関

選別されたテーマ	変革のメガトレンド		
	グリーン・トランスフォーメーション	テクノロジーとイノベーション	進化する社会
気候・エネルギーのトランジション	0.25	0.22	0.15
循環型経済とグリーンインフラ	0.26	-0.17	0.13
自然資本と水	0.34	-0.16	0.00
オートメーションとロボティクス	-0.04	0.46	0.00
破壊的テクノロジー	-0.11	0.57	0.29
デジタル化	0.05	0.59	0.26
フューチャー・コンシューマー（ターゲットを当てるべき将来の消費者層）	-0.04	0.56	0.00
多様性、公平性、インクルージョン	0.22	-0.23	0.21
ヘルスケア・イノベーション	0.10	0.22	0.43

出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグのデータ、2013年4月～2023年9月

テーマ別へのアロケーション

過去の相関関係から、長期的に3つの変革のメガトレンド全てに分散投資することは、単一テーマへの投資と比較して、有意ある多様性とボラティリティ低減の恩恵を受けることがわかる。

殆どの変革のメガトレンドおよび、その根底にあるテーマが破壊的な性質を持つこと、また、その推進力となる企業が既存企業に挑戦する機会を持つことから、テーマ別へのエクスポージャーは、バリューよりもグロース、収益性の低い中小企業重視といった固有のスタイル・ファクター・バイアスを生み出す。こうしたなか、テーマ別投資の過去のパフォーマンスにおいて、固有のスタイル・ファクターや、セクターおよび国のバイアスでは完全に説明できない、アルファがもたらされることが当社の分析で判明した。

図表3と図表4では、今日の環境において極めて重要性が高

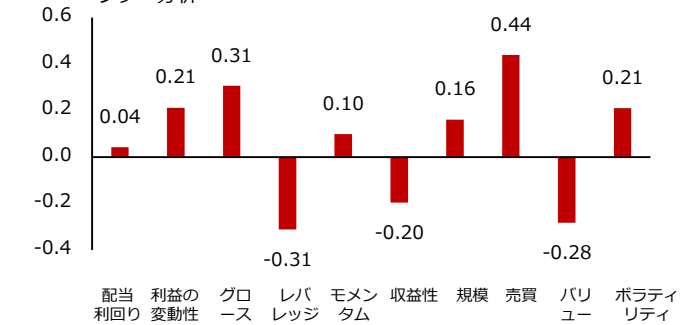
いが異なる2つのテーマについて、ファクター・バイアスを示している。各テーマに含まれるエクスポージャー間の本質的な違いは、マルチ・テーマ・アプローチによる分散投資の利点を改めて示している。

今日、人工知能のテーマは、アウトパフォームを続けるプラスの「規模」、「グロース」、「モメンタム」のファクターを有することから、短期的には有利なポジションを持つ特質がある。しかし、金利上昇などの長期的な逆風は、2010年代の恒常的停滞下で「グロース」が享受してきた追い風を排除するものであり、アウトパフォーマンスをさらに拡大させる実現性には疑問符がつく。

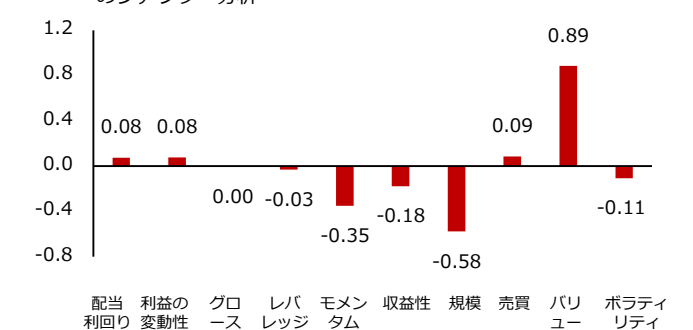
逆にアグリビジネスは、「グロース」よりも「バリュー」が顕著である。「シクリカル」に恩恵をもたらす新たなパラダイムの下では、特にコモディティやエネルギー、そして今後数年間に予想される平均インフレ率の上昇に関連する要因を勘案すると、有利なポジションにあると考える。

変革をもたらすトレンドを分散してポートフォリオに組み入れることへの利点は明らかである。分散投資のエクスポージャーの拡大を望む投資家にとり、テーマ間の最適な長期配分比率の決定のみが課題であると思われる。

図表3：超過リターン（対グローバル株式）における人工知能のファクター分析



図表4：超過リターン（対グローバル株式）におけるアグリビジネスのファクター分析



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグのデータ、2023年11月

過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見直し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見直し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

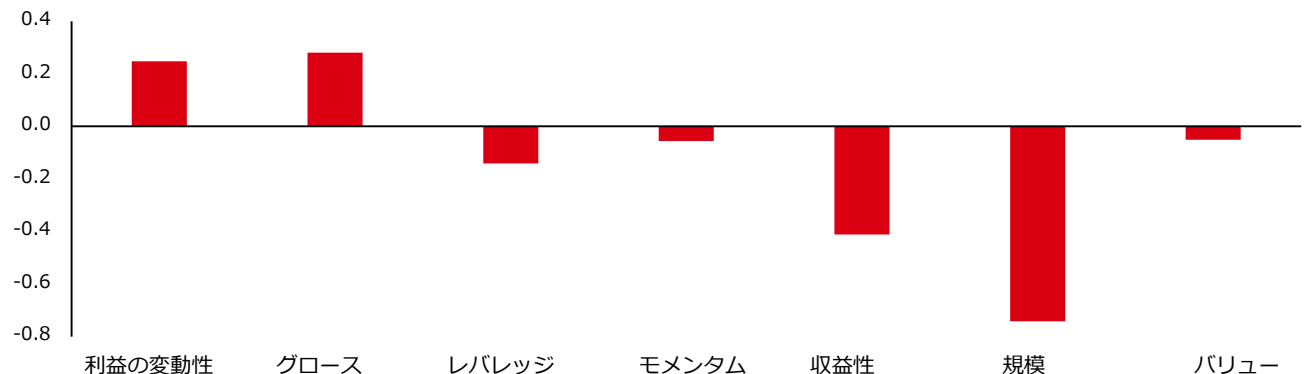


過去約10年間のリターンを分析した結果、基本テーマを均等に分散投資する方法が最も魅力的であり、最も高い超過リターンと分散効果が得られることが示唆された。

当社の分析結果は有意ではあるが、過去のパフォーマンス・データのみに基づいてアロケーションを構築しないよう留意しなければならない。均等に分散投資する方法は、歴史的により高いリターンをもたらしている以外にも、以下の利点がある：

- ◆ ポートフォリオの簡素化：均等配分とは、客観的なルールに基づいた、長期的なアロケーションに対する高分散のアプローチである
- ◆ 理論的な堅固性：長期的な観点でも、ある変革のメガトレンドが他のトレンドよりも持続的に優れたパフォーマンスを示す、理論的に正当化された根拠は見当たらない。そのため、トレンドにとらわれない見方は直感的に魅力的である

図表5：超過リターン（対グローバル株式）における均等配分によるポートフォリオのファクター分析



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバークのデータ、2013年4月～2023年9月

- ◆ 資産配分の中立性：資産配分の出発点を均等にすることで、アクティブな資産配分を行うための中立的なプラットフォームを提供

投資ケースを考える

債券利回りは25年ぶりの高水準にあり、今後10年間は債券投資は堅調であると見られている。一方、現在の株価収益率を見ると、株式市場にとり逆のことが言えるかもしれない。さらに、グローバル化の終焉や減速、気候変動対策がインフレ継続の潜在的要因となるなど、さまざまな環境的な逆風が吹いている。これとは別に、人口動態やその他の制約が成長の足かせになり得ると思われる。これらの問題は、近年ピークに達したGDPに対する利潤の割合が低下する可能性も考えられる。株式市場のリターンの黄金期は終わりを告げようとしているかもしれない。

こうしたなか、テーマ別投資が解決策となり得るのか？ テーマ別投資は、株式市場に問題をもたらす要素に投資し、そこから利益を得ようとするものである。気候変動から高齢化社会と言った課題は、株式市場にとり逆風となる一方、テーマ別投資には利益につながるものと考えられる。

しかし、投資ケースは完全には明確ではない。テーマ別ポートフォリオとマクロ経済の観点では、ポートフォリオにおいて「GDP成長率」に感応度が高く、「収益性」は限定的で、「中小企業」に集中する傾向が見られる。これらの特性は、高金利、低成長の環境下ではサポート要因にはならないだろう。

従い、今年の人工知能テーマのパフォーマンスで示されたように、優れたリターンの可能性がある一方、さまざまな投資ケースを勘案し、それに基づいてポートフォリオを構築することが必要であろう。こうしたなか、テーマ別投資へのバランススコアカード・アプローチが有効と思われる。これには、体系的なインプットと強固なポートフォリオ構築とともに、ファンダメンタルズ的な見方を確立することが含まれる。思慮深い方法で実施することで、テーマ別投資は、循環的な投資ホライズンにも、現在進行中の中期的なレジーム・チェンジにも対応可能であり、賢明な分散投資を提供できると当社では考える。

過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。 当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

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）

