

Different Worlds 「別世界」にある経済と市場

2026年 ミッドイヤー・インベストメント・アウトルック

目次

マクロ環境見通しと市場への影響	3
注目ポイント	7
深掘り解説	
エネルギーなどの供給制約が強まる局面で、クレジットリスクは どのように波及するのか （債券市場の深掘り解説）	12
エネルギーショックとアジア市場 （マルチアセットの深掘り解説）	16
市場のけん引役は広がるが、選別性が伴う （株式市場の深掘り解説）	20

マクロ環境見通しと市場への影響





マクロ見通しと市場への影響

2026年後半は、経済が直面していることと市場が織り込んでいることとの間にギャップがある状態で始まる。

原油価格は上昇し、コモディティの供給は不安定化し、地政学的リスクは高止まりし、中央銀行はインフレ懸念と成長鈍化の狭間で難しい舵取りを迫られている。政府が防衛、再生可能エネルギー、エネルギー安全保障への支出を増やす中で、多くの先進国において財政政策は一段と大きな役割を果たしている。

同時に、中国は先端技術や高付加価値の製造分野で輸出競争力を強めており、比較的安価な製品供給を通じてインフレの一部を抑える助けになっている。一方、価格競争の激化により、競合企業は値上げしにくくなり、利益率が圧迫されている。こうした中で、米国で進む人工知能（AI）関連投資の規模を踏まえると、実体経済と市場の動きがかみ合っていないように見える理由も理解しやすくなる。

つまり、世界経済は2つの供給サイドショックと1つのブームによって形成されている。石油ショックは成長

を損ない、特に欧州やアジアの一部などエネルギー輸入地域にインフレを加速させている。中国の輸出力はインフレ抑制要因であるが、同時に競争上の課題でもある。消費や労働市場、さらに非テクノロジー分野の投資の一部に弱さが見られる一方、AIブームはそうした弱さを補い、経済成長と企業利益を下支えするとともに、市場のけん引役にもなっている。

このため、現在の環境において利益と割引率が特に重要になっている。市場が回復力を維持しているのは、以下の2点が背景にある。つまり、①テクノロジーおよびAI関連セクターにおいて企業収益が堅調であること、②名目の債券利回りは上昇しているが、割引率のベースとなる実質利回りの上昇は限定的で、予想株価を大幅に引き下げる水準には達していないことである。これにより、市場はマクロ環境の悪材料の一部をいったん脇に置くようになった。このほかに、注目すべき点は、AIブームが一部にとどまらず、より広い分野へ波及するかどうかである。

「市場のけん引役が広がる」というテーマは依然として有効であると考えているが、昨年よりも対象を絞る必要がある。これは単に米国以外の市場が追いつくと

いうことではない。セクターの壁を越えて「市場のけん引役が広がる」ことで、AIインフラ構築からの波及効果がインフラ全般、公益事業、素材、資本財などの隣接分野に広がることが期待される。また新興国市場では、テクノロジー分野へのエクスポージャーや、資源国としての強み、割安なバリュエーション、国内投資家層の厚さを背景に恩恵を受けている。

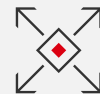
このような環境では、分散投資はこれまで以上に工夫が求められる。財政政策がより積極化し、インフレの変動が大きくなり、株式と債券の相関関係は以前と比べて信頼性が低下している。単純なデュレーションエクスポージャーは従来よりも有効ではない。しかし、利回りの上昇はインカム収益の環境を改善する面もある。これが「利回りで投資機会を見出す」ことへのシフトであり、株式の値上がり益やバリュエーションの拡大に依存するのではなく、インカムをより意図的に活用することである。これまで通用していた定番戦略が効きにくくなるなか、投資判断には従来以上の厳選が求められる。

主要テーマ



2つのショックと1つのブーム

2つの供給面でのショック（石油ショックならびにチャイナ・ショック2.0*）とAIブームから形成される経済



市場のけん引役が国境・セクターの壁を越えて広がる

2026年は従来とは異なる形で、一様には広がらず、拡大に選別性が見られる



利回りで投資機会を見出す

国際秩序が分断化するなか、投資家が頼れる「分散先」は？

*チャイナ・ショック2.0：中国の先端技術を軸とした力強い輸出の伸び

出所：HSBCアセットマネジメント、2026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。



シナリオ

当社シナリオでは、①石油ショックの緩和、②AI投資の拡大、③供給サイドリスクの増大という3つの要因に応じて、想定される道筋を予想している。

当社の標準シナリオである「市場のけん引役が広がる」では、原油の現物価格の動きは先物価格に概ね沿う形となり、ショックが収束するにつれ、成長への打撃が限定的となる。エネルギー価格は短期的には変動が続くが、徐々に安定する。中央銀行は引き続き慎重スタンスであり、特にタカ派的スタンスが織り込まれている欧州と英国では、慎重姿勢がより顕著になる。

しかし、成長鈍化が政策の引き締め余地を抑制している。米国では、インフレは現時点で目標を上回っているが、サービス業におけるインフレは緩和しており、賃金上昇率には新たなインフレサイクルを生み出すような兆候は見られない。これにより、エネルギー供給と関税の影響が弱まれば、緩やかな政策緩和の余地が残される。

図表1：マクロおよび市場シナリオ

	悲観シナリオ：ショックウェーブ	標準シナリオ：市場のけん引役が広がる	楽観シナリオ：ブーム・ブーム（Boom Boom）
マクロ	◆ 原動力・推進要因：供給サイドのショックが、各国・地域にてばらつきが見られる経済成長に悪影響を及ぼす ◆ 経済成長：家計が支出を抑制し、企業利益が期待外れとなる中での急激な景気後退 ◆ インフレ率：不快なほど高いインフレ。景気後退により需要が減退 ◆ 金融政策：米連邦準備制度理事会（FRB）は当初においては利下げに慎重であるが、成長懸念が著しく高まるにつれ、大幅な金融緩和へ	◆ 原動力・推進要因：AIによる追い風が徐々に広がり、石油ショックが和らぐ ◆ 経済成長：米国の成長率は約2.0%で、より均衡のとれた成長となる。その他の先進国は2027年に向けて強含む ◆ インフレ率：米国のコアインフレ率は約2.5%だが、落ち着きつつある。多くの先進国および新興国にてインフレ目標値に近づいている ◆ 金融政策：FRBは政策金利を中立的な領域（3.25-3.75%）に維持する。多くの先進国および新興国で緩やかな緩和	◆ 原動力・推進要因：AI投資の急増と資産効果が、より広範な経済ブームを起こす ◆ 経済成長：米国は約3.0%に再加速。アニマルスピリット（将来に対する主観的な期待）とAIが世界の成長を後押しする ◆ インフレ率：力強く、かつ幅広く見られる需要を背景に、米国のコアインフレ率は約2.5-3.0%に ◆ 金融政策：利下げ局面は早期終了。FRBは目標超えのインフレ率を許容
市場	◆ 株式：S&P500は歴史的な弱気相場。シクリカル株が最も脆弱。VIX指数が急上昇 ◆ 債券：長期債利回りが高水準となるなか、イールドカーブはスティープ化。社債のスプレッドが拡大 ◆ 新興国市場：新興国は打撃を受ける。しかし、FRBが利下げを実施し、米国金利が低下すれば持ち直しが期待できる	◆ 株式：AIの波及効果が見られるなか、世界の市場をけん引する国・地域が広がる。一時的にボラティリティが上昇する可能性も ◆ 債券：利回りはレンジ内で推移。一部の社債のスプレッドには上振れリスクがある。国債の代替として投資適格社債が注目される ◆ 新興国市場：アジアにおけるテクノロジー・セクターのエクスポージャー、堅調な経済成長、割安なバリュエーションを背景に新興国市場は強気相場へ	◆ 株式：米国株がアウトパフォーム（S&P500は8000超に）。韓国株、台湾株、高ベータ株も大幅上昇 ◆ 債券：経済成長の力強さから、利回りに上振れリスクが生じよう。社債のスプレッドは引き続きタイト ◆ 新興国市場：リスク選好志向やアジアのハイテク株高から新興国市場には上昇が見られるが、米ドル高に伴い上値が抑えられる局面も

出所：HSBCアセットマネジメント、2026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。

この標準シナリオでは、AI設備投資が引き続き経済成長と企業利益を支えるが、その恩恵の広がり方に選別性が見られると考える。世界の株式市場をけん引する国・地域・セクターは拡大するが、AIブームとその波及効果に関連する分野に焦点が引き続き当たっている。これには、半導体、インフラ、公益事業、製造業のサプライチェーン、および選別された新興国市場が含まれる。これは、米国例外主義への回帰でも、米国からの全面的な資金シフトでもない。利益成長を軸に、選別的に裾野が広がっていくと考える。

楽観シナリオでは、AIブームが、より広範な投資主導の成長へとつながるというものである。AI設備投資が拡大すれば、企業への期待が高まり、生産性も押し上げられよう。その結果、米国の成長率は3%に近づく可能性がある。これはリスク資産にとって追い風となり、AIサプライチェーン、エネルギーインフラ、産業設備投資に関連する分野が最も恩恵を受ける可能性が高い。しかし、成長の強まりは最終的にインフレ圧力を招き、中央銀行の柔軟性を抑制する可能性がある。

悲観シナリオ「ショックウェーブ」は、供給サイドリ

スクが増大した場合に発生する。原油価格は高止まりし、海運の混乱が続けば、インフレ圧力がより持続的になる。エネルギーコストの上昇は利益率を圧迫し、消費を弱め、エネルギー輸入国経済に最も大きな打撃を与える。この場合、中央銀行はインフレに対する信頼性の維持と成長への不必要な打撃の回避との間で、より難しいバランスに直面することになる。バリュエーションと信用スプレッドは、比較的良好な水準が維持されるようなマクロ環境見通しを既に織り込んでいる。このため、供給サイドのリスクが増大した場合、リスク資産への悪影響が大きくなる可能性がある。この環境では、一部の伝統的なヘッジ戦略も信頼性が低下することがあり得る。

これらのシナリオは、互いに完全に切り離されたものではない。現時点でも各シナリオの各々の要素は見えているが、今後どの要素が顕著になるかが最大の焦点だ。このため、今回のミッドイヤー・インベストメント・アウトルックでは、大胆なマクロ環境予想を行うことよりも、①利益が底堅い領域はどこか、②AI関連の成長がどこまで広がり続けるか、③バリュエーションが高すぎて調整余地が大きい領域はどこかを見極めることが重要になる。



市場への影響

マクロ環境が一段と厳しくなっているにもかかわらず、市場は底堅さを維持している。しかし、投資機会は限定的になり、より厳選されつつある。

中東情勢の混乱、原油価格の変動、中央銀行のタカ派姿勢の強まりは、幅広い市場にとって先行き厳しい環境となる。しかし、AI設備投資ブームは引き続き重要な下支え要因となっている。このブームの第一段階は、最も明白なAIの勝者が市場をけん引してきた。次の段階は、その恩恵が隣接分野へ波及していくかどうかにかに左右されると考えられる。インフラ、公益事業、一部の資本財ならびに電力・エネルギーシステムは、いずれもAI構築の中核である。また、これらの分野の一部では、先行き不透明なマクロ環境下でも、耐性が高く相対的に安定した成長が見込める。

株式においては、セクターやスタイルを一斉に入れ替えるような全面的なローテーションではなく、選別的にエクスポージャーを取ることが重要だ。主要AI銘柄のモメンタムは依然として強力であるが、ポジションの過密化リスクも高まっている。クオリティ株、好配当株、厳選したAI隣接セクターなどに分散して投資す

るアプローチが、より良好なリスク・リターンのバランスをもたらす可能性がある。配当は不確実性が高まる局面でも利益に比べて変動しにくい傾向があるため、配当を重視した株式インカム戦略は重要な役割を果たすと言える。

新興国およびフロンティア市場も、投資機会を提供していると言えよう。北アジア市場ではAIおよび半導体サイクルの恩恵を受けている。とはいえ、これらを単なるテクノロジー取引と見なすべきではない。新興国株式は米国株に比べて割安な水準で取引されており、グローバル投資家によるポジションも相対的に小さい。加えて、米ドル安が進めば、さらなる下支え要因となり得る。また、新興国株式のなかでも国・地域間のパフォーマンス格差は、従来以上に大きい。韓国はAIチップメーカーの恩恵を受け、中南米はコモディティ価格の上昇が追い風となっている。一方、インドはバリュエーションへの懸念に加え、原油価格に対する経済の感応度の高さからやや出遅れが見られる。こうした格差は、アクティブな銘柄選択の余地を広げていると考える。

選別的な視点が債券にも当てはまる。新興国債券は、特に原油価格急騰の影響を最も受けやすいアジア経済圏以外において、引き続き魅力的な分散効果とリター

ンの向上を提供している。先進国債券では、米国および欧州の利回り上昇が投資機会を生み出している。とはいえ、政策金利見通しが既に引き締め方向に織り込まれている局面では、経済成長が予想を下回れば金利低下余地が生じ、デューレーションの効果が得られやすい。

社債では、より高い選別性が求められる。スプレッドはタイトであるが、デフォルトや格下げは今のところ抑えられており、企業利益は堅調で、バランスシートは概ね健全である。従い、パブリック・クレジットでは値上がり益よりインカムを重視する運用が理にかなっていると考えられる。一方、プライベート・クレジット、トレードファイナンス、NAVファイナンスでは、より短いデューレーションで相対的に魅力的な利回りを得られる可能性がある。

全体として、市場環境は引き続きリスクを取りやすい状況にある。ただし、戦略の選択肢はより限定的になっている。こうしたなか、①利益が安定して続くこと、②バリュエーションが過度に割高でないこと、③配当や利子などインカムの源泉が分散されていること、④構造的テーマが実際のキャッシュフローに裏付けられていることに重点を置く必要がある。

図表2：資産クラス別見通し ▲▲ ポジティブ ▲ ポジティブ寄り ↔ 中立 ▼ ネガティブ寄り

株式		国債		社債		コモディティ、オルタナティブ、為替		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
先進国	↔/▲	先進国	↔/▲	グローバル投資適格社債	↔/▲	金	▲	アジア国債	↔/▲
米国	↔	米国10年物	↔/▲	米ドル建投資適格社債	↔/▲	原油	▼	アジア株式（除く日本）	▲
英国	↔	英国10年物	▲	アジア投資適格社債	↔/▲	プライベートクレジット	▲	中国	▲
ユーロ圏	↔	ドイツ10年物	▲	世界ハイ・イールド社債	↔	インフラ	▲▲	インド	▲
日本	↔/▲	日本	▼	米国ハイ・イールド社債	↔	ヘッジファンド	▲▲	香港	▲
新興国	▲	インフレ連動債	↔	アジアハイ・イールド社債	↔/▲	プライベートエクイティ	▲	アジア通貨	▲
中南米	↔/▲	現地通貨建新興国	▲	米ドル建新興国債券（総合）	▲	米ドル	▼	中国人民幣元	▲
フロンティア	▲	インド	▲	グローバルABS	▲	新興国為替	▲	日本円	▲

出所：HSBCアセットマネジメント、2026年6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



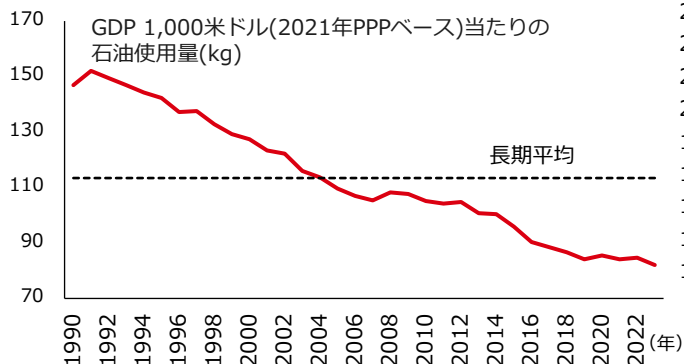
注目ポイント

エネルギー供給のひっ迫と直近の軟調さを受け、インド株式に対する投資判断を変更するのか？

中東情勢の混乱により、インドのエネルギー感応度が再び注目されている。エネルギーの輸入依存度が高い国として、インドはインフレ、経常収支、自国通貨、企業利益率を通じて原油価格上昇の影響を受ける。こうしたなか、外国人投資家による資金流出が見られ、AI関連銘柄が相場をけん引し堅調に推移する北アジア株式市場と比べ、インド株式市場は相対的に出遅れている。加えて、インドを取り巻く短期的な環境には不透明感が見られる。

しかし、インドの石油集約度は近年低下しており、原油価格が1バレル当たり1米ドル上昇した場合の経済への感応度は、従来より小さくなっている。とはいえ、より重要なリスクは、供給途絶が続く場合、エネルギー（とりわけガス）の供給確保かもしれない。

図表1：インドの石油集約度



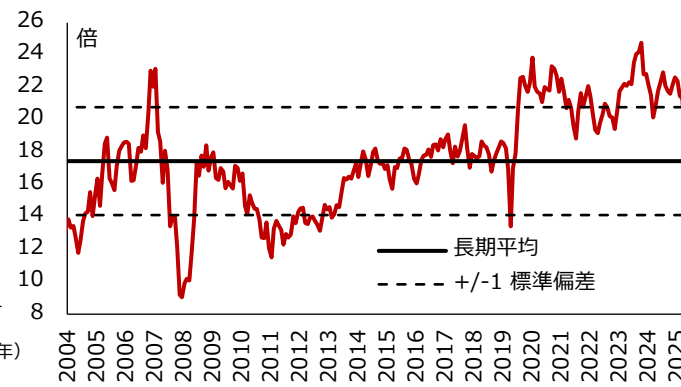
出所：世界銀行、HSBCアセットマネジメント、2026年6月時点のデータ

同時に、再生可能エネルギーの設備容量増加の加速を含め、インドがより多様なエネルギーミックスへと段階的に移行していることは、時間の経過とともに構造的な脆弱性の低下に寄与すると考えられる。

株式市場の環境もよりバランスが取れたものになっている。MSCI インドインデックスの12ヶ月先予想PERは約20倍に落ち着き、アジアおよび新興国市場に対するプレミアムは中期的平均に近づいている。インド株式市場は割安な水準とは言えないものの、これまでリターンの重しとなっていた逆風の一つは、足元で和らぎつつあると言える。

ポジショニングも過度に偏っている状況ではなくなっている。外国機関投資家の保有比率は過去15年間で低水準にあり、インドはグローバルおよび新興国のポートフォリオにおいて保有が相対的に少ないと見られる。

図表2：MSCI インドインデックス12ヶ月先予想PER (倍)



出所：MSCI、Goldman Sachs、2026年3月時点のデータ

これは、業績の上方修正や、原油価格およびインドルピーの安定化があれば、海外投資家からの参入が再開する余地があることを意味する。同時に、国内投資家からの資金流入は引き続き重要な緩衝材となっており、海外勢の売りを相殺する助けとなっている。

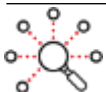
以上を踏まえると、見通しは前向きである。エネルギー価格の上昇はリスク要因だが、石油集約度の低下、バリュエーションの落ち着き、国内流動性の厚さ、相対的に小さい海外投資家のポジションを勘案すると、インドはニュースなどのヘッドラインが示唆するほど脆弱ではなく、良好な状況にあると考える。同時に、セクター・銘柄の選別は引き続き重要であり、金融、景気敏感、インフラ関連セクターや、高品質な輸出関連銘柄を嗜好する。

図表3：インド株式への外国機関投資家（FII）からの資金フロー（23年12月31日を起点とした累積ネットベース、10億米ドル）



出所：Goldman Sachs、2025年12月時点のデータ

過去のパフォーマンスは将来の成果の信頼できる指標となるものではありません。出所：HSBCアセットマネジメント、2026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。

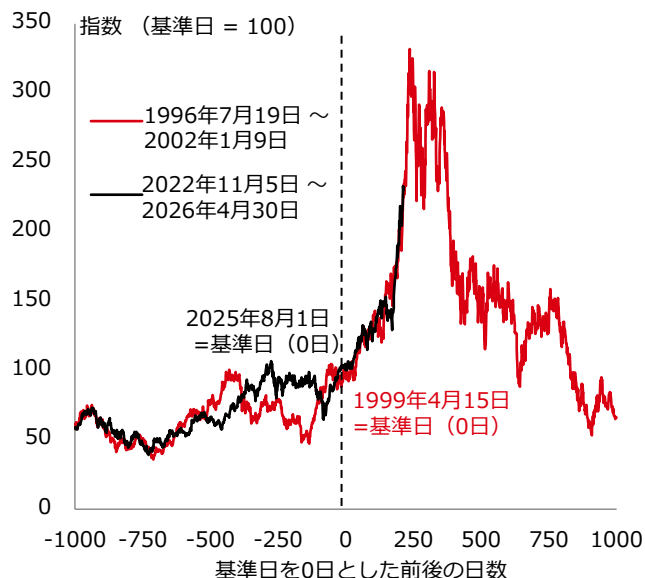


グローバル株式は、利回り上昇とバリュエーション上昇の双方に耐えられるか？

マクロ環境がより複雑になる中でも株式市場は最高値を更新しており、市場が明白なリスクを見過しているのではないかと投資家の懸念が当然高まっている。しかし、問題の核心は、バリュエーションが単独で見て割高に見えるかどうかではなく、高金利環境の下でも利益成長がそのバリュエーションを正当化し続けられるかどうかである。

明確な過熱の兆しは見られる。とりわけAI関連のテクノロジーでは、モメンタムが強く、市場の主導銘柄が極めて限られている。一部の半導体およびAIハードウェア銘柄における最近の価格動向は、過去のサイクル後期の局面を彷彿とさせ始めている。

図表4：フィラデルフィア半導体株指数

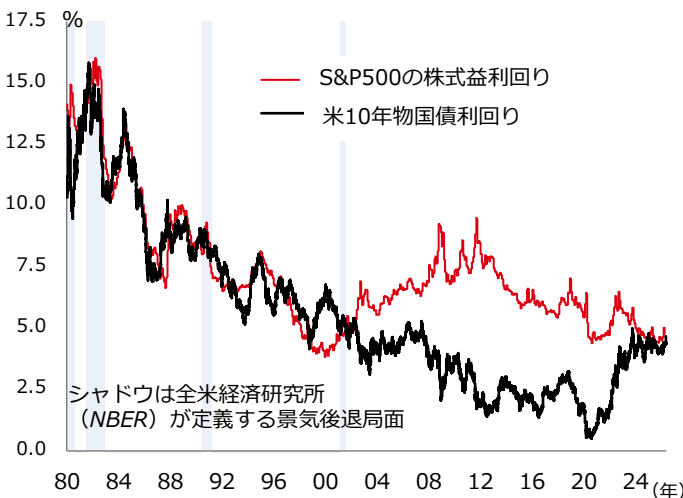


出所：HSBCアセットマネジメント、2026年6月時点のデータ

トレーリングPER、PBR、Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio (CAPE*、景気循環調整後のPER)などの伝統的な指標では、バリュエーションは歴史的に見て既に割高である。しかし現在の環境は、典型的な根拠のないバブルとは言えない。足元の企業利益見通しは、単に「そうなってほしい」と期待されて引き上げられたのではなく、企業のガイダンスや売上高などを受けてアナリストが上方修正してきたものである。株式リスクプレミアムは縮小しているものの、ITバブル期ほど極端な水準ではない。また、AI投資サイクルは既に目に見える形で売上高と利益の成長に波及している。つまり、過熱感はあるが、それは実際の利益の実現に裏付けられている。*CAPE：物価変動の影響を補正したうえで10年間の利益の平均額を使ってPERを計算

株式にとって、より重要な試金石は債券市場から来る可能性がある。株式は通常、金利が「悪い理由」で上昇する局面で苦戦しやすい。具体的には、成長の改善

図表5：米10年物国債利回り vs S&P500の株式益利回り（12ヶ月先予想EPSに基づく）



出所：HSBCアセットマネジメント、2026年6月時点のデータ

を伴わないまま実質金利だけが上昇する場合である。それが2022年の動きであり、インフレの急進から実質利回りが急激に上昇した。割引率の上昇ペースが利益成長率の拡大ペースを上回り、株式のバリュエーションは下方調整を余儀なくされた。

一方、今回の足元の利回り上昇はより管理可能に見える。利回り上昇の大半は、中央銀行の政策見通しが変わったことを受け、イールドカーブの短期ゾーンで起きている。長期金利、さらに実質利回りは、バリュエーションを支えるストーリーを崩すほどには上昇していない。同時に、利益成長率の拡大ペースは割引率の上昇ペースを上回ると予想されている。足元において利回り上昇が見られるものの、景気の底堅さと堅調な企業利益予想を背景に、株式市場にとっては許容すべき範囲にあると考える。

とはいえ、市場の基盤に脆弱性がないわけではない。流動性は依然として主要なリスクであり、政策が現在予想されている以上に引き締められた場合、またはターム・プレミアムが急上昇した場合、実質利回りの上昇が見られよう。こうしたなか、利益成長率が予想されても、バリュエーション調整を余儀なくされる可能性がある。市場をけん引する銘柄が集中していることから、こうした銘柄が予想を下回る利益となった場合、市場はより大きな影響を受けると考えられる。市場では、楽観ムードがあるうえ、一定の銘柄に買いが集中していることもあり、ひとたび悪材料が出ると、サプライズが通常以上に大きくなり、市場に打撃を与えよう。

総して、グローバル株式は利回り上昇とバリュエーション上昇の双方に耐えられることが可能と思われる。しかし、サイクル初期に比べて許容余地は小さくなっていると言える。従い、株式については強気にリスクを取りにいくスタンスではなく、全体としては中立スタンスとしつつ、慎重に銘柄・テーマを選別してエクスポージャーを持つべきと考える。

過去のパフォーマンスは将来の成果の信頼できる指標となるものではありません。出所：HSBCアセットマネジメント、2026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。

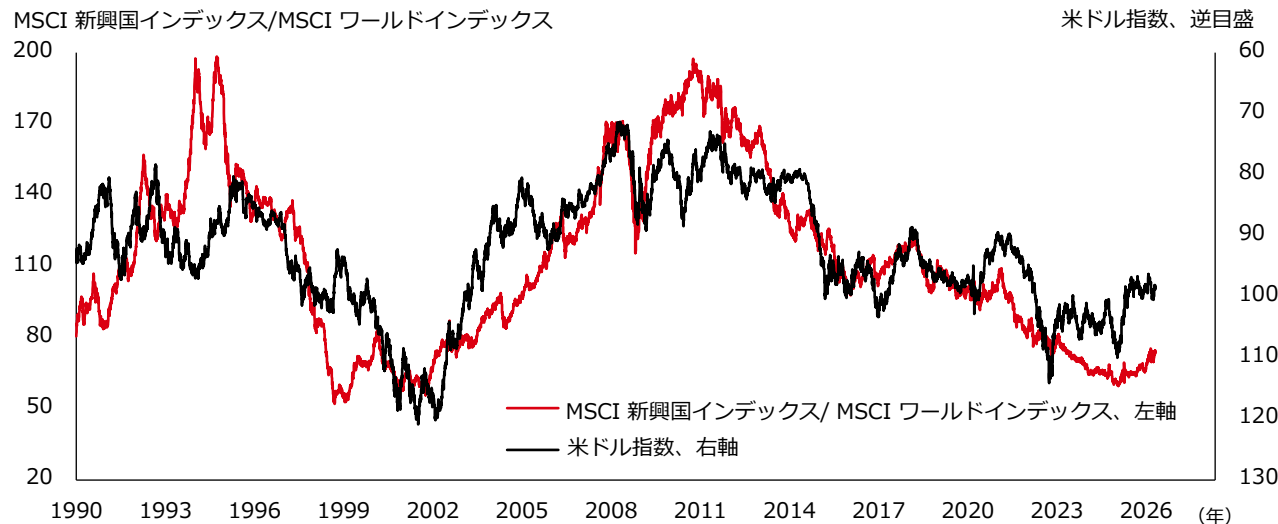


米ドル安以外の要因で、新興国市場のパフォーマンスを見ると？

新興国市場のパフォーマンスは、歴史的に米ドル安や市場ベータ（世界株式などリスク資産全体の値動き）への連動として捉えられてきた。しかし近年では、新興国市場はそうした外部要因だけでなく、新興国それぞれのファンダメンタルズや、構造的な成長エンジンによって、より主体的に動くようになっている。

2025年から2026年年初にかけての米ドル安は、米ドル建て債務の現地通貨ベースでの負担を軽減し、またコモディティ輸出国においては外貨収入の面で追い風になった。しかし、これは新興国ストーリーの中核的な要因というより、あくまで「契機」であった。多くの新興国では政府が、対外債務の対GDP比を引き下げ、外貨準備を積み増し、米ドル資金への過度な依存から脱却する方向へシフトしてきた。その結果、米ドルの変動や世界的なリスクオフ局面における現地通貨建て国債利回りや通貨の感応度は低下している。

図表6：米ドルと新興国株式の相関関係



出所：LSEG、MSCI、HSBCアセットマネジメント、2026年5月時点のデータ

過去のパフォーマンスは将来の成果の信頼できる指標となるものではありません。出所：HSBCアセットマネジメント、2026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。

金融政策の信頼性も向上している。新興国の中央銀行は概して、コロナ禍後において先進国の中央銀行よりも早期かつ積極的に金融引き締めを実施し、インフレをより迅速に再び安定させ、インフレ鈍化に伴う金融政策緩和の余地を確保することに貢献した。このような健全なインフレダイナミクス、経常収支の改善、財政基盤の強化の組み合わせにより、外部環境のショックに対する脆弱性が低下している。加えて、新興国市場は、単なる「米ドル安頼み」の相場から、より幅広い要因で動く市場へと変わってきている。

同時に、新興国市場はいくつかの構造的テーマを有している。北アジア、特に台湾と韓国は、世界的なAIハードウェア・サプライチェーンの中心に位置し、半導体メーカーや関連するテクノロジープラットフォームへのエクスポージャーが極めて大きい。

中国は、AIの「自立自強」を追求する中で、ハイパースケーラー（クラウドサービスを大規模に構築・運用する企業）や、データインフラからロボティクスおよびヘルスケアアプリケーションに至るまで、複数のAIサブテーマにまたがっている。

インドと中東の一部では、データセンターおよびAIハブとしてのポジショニングを進め、ハイパースケーラーの設備投資を呼び込み、国内デジタルインフラの構築を目指している。

金属は第二の構造的な柱を提供している。貴金属と産業用金属は、都市化、電化、エネルギー転換、AI主導のデータセンター建設などに伴う供給ひっ迫と長期需要から恩恵を受けている。中南米、アフリカ、アジアの一部の国においては、銅、ボーキサイト、レアアース、ニッケルの主要輸出国である。こうした国においては交易条件の改善、歳入の増加、リスクプレミアムの低下を通じて、自国通貨と自国通貨建て債券が押し上げられる可能性がある。

このような進展により、新興国市場は一枚岩の「リスクオン」ブロックという枠組みを超えつつある。石油輸入国で構成されるアジアの経済、AIハードウェア分野の有力企業を擁する国や地域、金属輸出国では、ショックによるマクロ環境への感応度が大きく異なる。とりわけ、エネルギー価格や海上輸送の要衝による影響に対して差が出ている。

その結果、2026年の新興国市場の動きは、米ドル安に連動するだけでは説明しにくい。国・地域やセクターによって明暗が分かれる「ファンダメンタルズ主導」の展開となり、従来以上に銘柄・市場を選別する投資判断が重要になる。

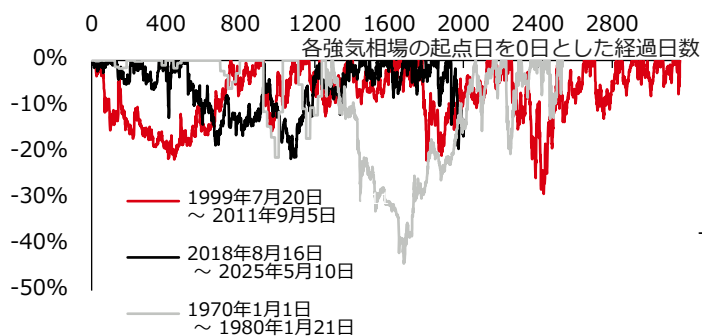


供給ショックの世界において、金は依然として信頼できるヘッジなのか？

金はしばしば安全な逃避先として扱われるが、その値動きは安全資産という単純な図式では説明できない。株式や債券と異なり、金には配当や利子のようなキャッシュフローがなく、明確なバリュエーションの基準点を持たない。金の値段は、投資家や外貨準備を運用する当局の間で、金を保有する意義づけがどれだけ強まるかによって、大きく動きやすいのである。具体的には、インフレへの備え、通貨の減価へのヘッジ、地政学リスクへの保険、さらには米ドル中心の金融システムからの独立性といった意義づけである。

こうしたことが金を脆弱な資産にするわけではないものの、金がむしろ景気循環に左右されるリスク資産に近い特性を有することを示している。過去半世紀を振り返ると、金は3回の大きな長期上昇局面を経験している。いずれの局面でも20%を超えるドローダウンが複数回発生している。1970年代には、上昇基調の相場のかなかでありながら、金は約40%下落した。世界金融危機の局面でも、金は強い上昇モメンタムを伴ってその局面に入ったにもかかわらず、回復に転じる前に約30%下落している。こうした文脈で見れば、

図表7：強気相場における金のドローダウン



出所：Bloomberg、HSBCアセットマネジメント、2026年5月時点のデータ

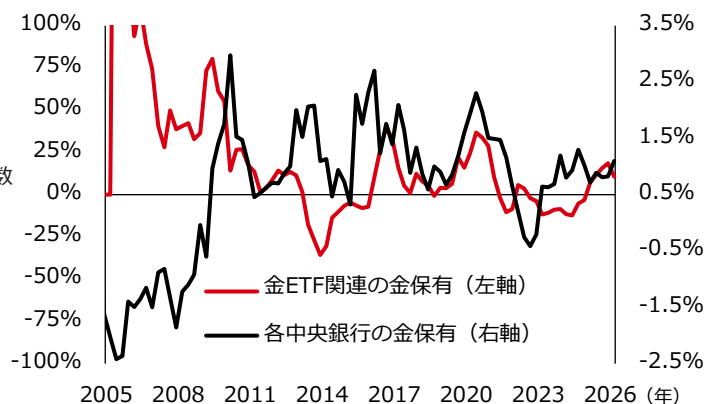
過去のパフォーマンスは将来の成果の信頼できる指標となるものではありません。出所：HSBCアセットマネジメント、2026年6月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

20%のドローダウンは不快ではあるが、異例ではない。

リスクオフ局面でのパフォーマンスもまちまちである。ITバブル崩壊の際には、金は当初、株式とともに下落したのち、より持続的な上昇トレンドを確立した。2008年には回復して上昇したが、それは大幅なドローダウンの後のことであった。コロナ禍では金は当初上昇したが、その後は停滞し数年間横ばいで推移した。株式や米ドルとの相関関係は、こうした局面において不安定であった。金は長期的な価値の保存手段としては有用だが、あらゆるリスクオフ局面で常に信頼できる短期ヘッジとしての役割は果たしにくいと言える。

しかし、現在の状況は戦略的なケースを無効にするものではない。中央銀行は金の購入を続けており、米ドル以外の準備資産としての役割を強化している。通貨の減価、地政学的分断、米ドルの長期的役割への懸念がある中で、これは重要である。金は、従来の金融資産では再現しにくい保険的価値を有している。

図表8：金保有量の動向（前年比、%）



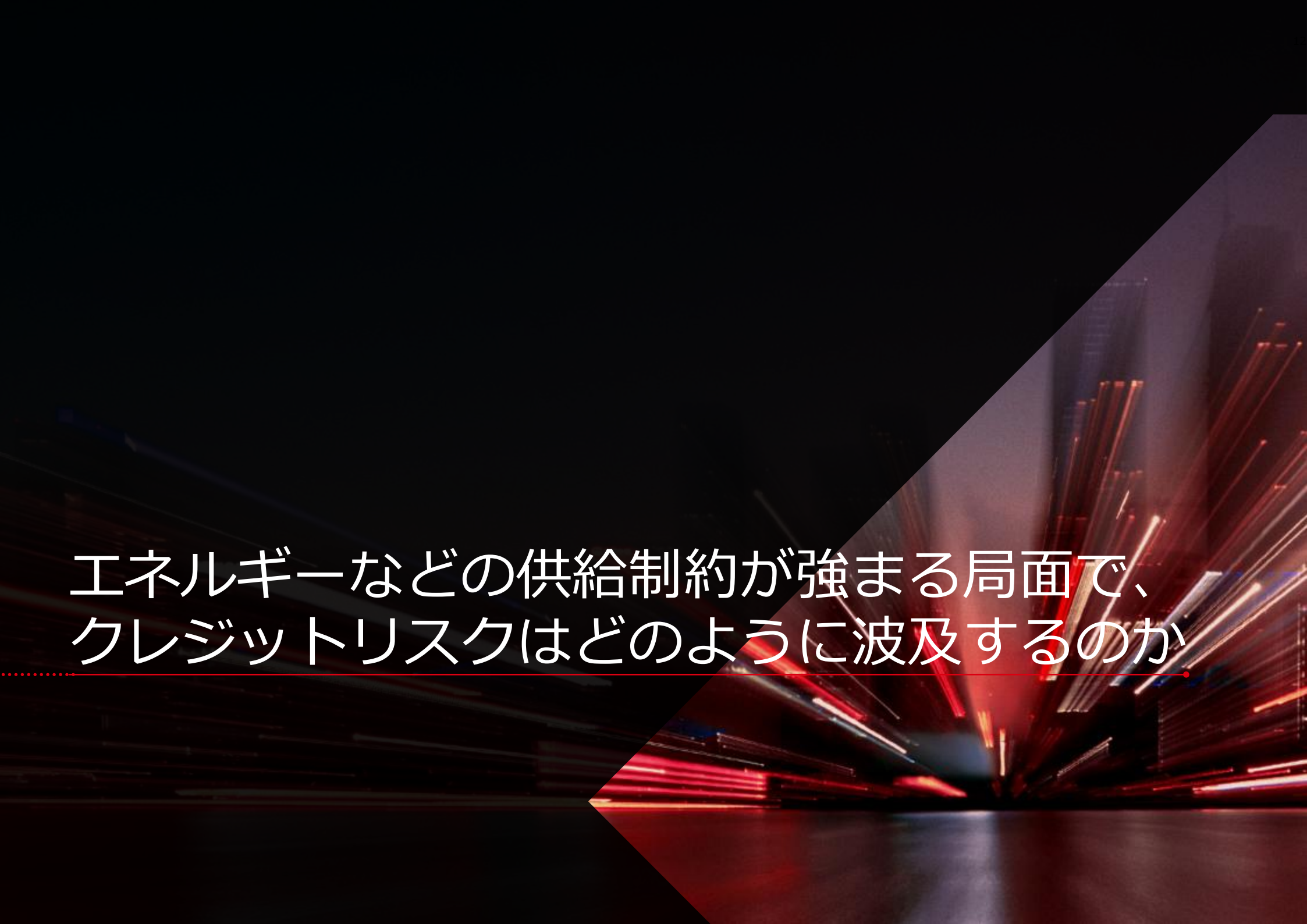
※2005年の一部の期間において金ETF関連の金保有の前年比は極めて大幅な上昇であったことから、上記チャートにて非表示

出所：Bloomberg、HSBCアセットマネジメント、2026年5月時点のデータ

ただし、供給ショックの環境では、微妙なリスクが生じる。各国が石油・ガス・重要鉱物・食料へのアクセスを懸念する世界では、各中央銀行は「必要な準備資産は金だけで十分なのか」と問い始めるだろう。供給ショックに伴う極端なリスクオフ局面では、経済が必要とするコモディティを確保するため、金が売却され現金化される可能性がある。この意味で、金は保険というより現金化するための在庫になり得る。

マクロ環境のストレスが金融面の流動性だけでなく、物理的な供給へのアクセスにも及ぶのであれば、ヘッジの定義も広げる必要がある。投資家や各中央銀行は、「インフレや通貨の減価に対して実質価値を保てる資産は何か」だけでなく、「ショック時に実体経済が必要とする資産は何か」も重視するようになるだろう。これは、単に現金化できる金融資産を保有すること以上に、エネルギー、コモディティなど重要な投入財へのアクセスが鍵となり、投資上の含意も金にとどまらないことを示している。エネルギー安全保障の強化、「ジャスト・イン・タイムからジャスト・イン・ケース（在庫を極力持たない運用から、途切れに備えて在庫や代替ルートを持つ運用）」へのサプライチェーンの転換は、資源確保に向けた需要を押し上げ、コモディティ、産業用金属、ならびに貯蔵・輸送・発電など一部の実物資産を下支えし得る。

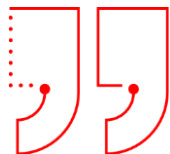
金は無条件の安全資産としてではなく、市場の展開に左右される準備資産であり、長期的には有用な分散効果を持つ一方、短期的にはボラティリティも伴うものとして理解したい。金の投資妙味が最も高まるのは、通貨の減価や地政学的分断が進み、準備資産の観点から米国債への偏りを分散する手段として金が意識される局面だ。供給制約の強い世界では、金は実物資産やコモディティへのエクスポージャーと組み合わせて保有すべきであり、あらゆるマクロ環境のストレスに対する唯一のヘッジとして依存すべきではないと考える。



エネルギーなどの供給制約が強まる局面で、
クレジットリスクはどのように波及するのか

エネルギーなどの供給制約が強まる局面で、クレジットリスクはどのように波及するのか

中東情勢の混乱がクレジット・イベントにつながりつつあるのは、中東地域への直接的なエクスポージャーだけが理由ではない。むしろ、混乱がグローバルサプライチェーンを通じて広範囲に波及し、発行体のファンダメンタルズに影響を与える可能性があるからだ。

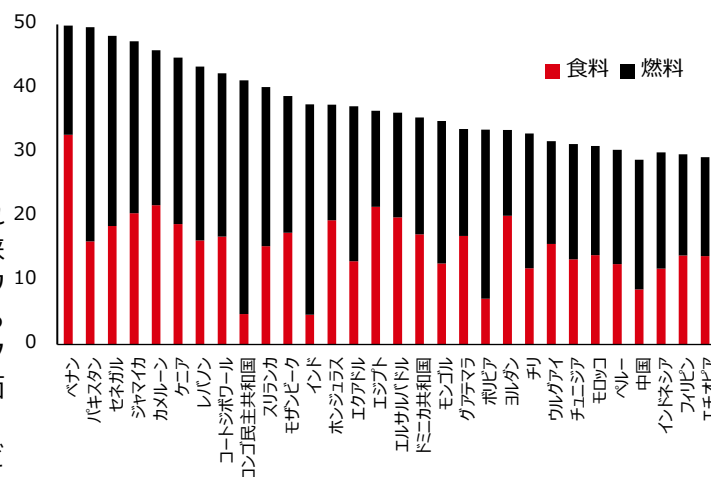


ホルムズ海峡は通常、石油輸送の要所として捉えられているが、その重要性は石油にとどまらない。当海峡は液化天然ガス（LNG）、石油精製品、肥料、ヘリウム、石油化学原料、および工業生産全般で使用されるさまざまな原材料の重要な輸送路である。これは、クレジット市場にとって波及メカニズムが単純な原油価格ショックよりも複雑であることを意味する。つまり、発行体が原材料や貿易ルートのボトルネックにどの程度さらされているかを問うものになる。

中東情勢の混乱による一次的影響はエネルギー価格に表れるが、二次的影響に関してはクレジット分析がより重要になる。原油、ガス、石油精製品価格の上昇は、投入コスト、物流、運転資本、消費者需要に影響を及ぼす。ナフサ、LNG、ヘリウムの供給途絶は、石油化学、半導体、および広範な製造業の稼働率を低下させる可能性がある。

肥料価格の上昇は食料インフレを強める可能性もある。特に新興国では影響が大きい。というのも、家計において所得に対する生活必需品への支出割合が大きいからである。有用な目安として、エネルギー価格の10%上昇は、地域によって食料価格の3~6%上昇につながる可能性がある。

図表1：新興国の燃料・食料輸入（総輸入に占める割合、%）



出所：HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2026年6月時点のデータ

中東地域の重要性は物品貿易にとどまらない。湾岸協力会議（GCC）*は約1,400億米ドルという世界第2位の海外送金の送金元であり、エジプト、レバノン、スリランカ、パキスタンなどの国々にとって重要な対外収入源となっている。このことは、今回の混乱が局地的な地政学的ショックではないという点をさらに補強している。つまり、グローバルに波及するイベントと言える。*ここでは、サウジアラビア、UAE、クウェート、カタール、バーレーン、オマーン の6ヶ国を指す

こうしたなか、混乱の期間が鍵となる。短期間の混乱は、在庫、代替調達、一時的な利益率の圧縮によって対処できる。一方、混乱が長期化した場合は異なる。リスクは、①価格から入手可能性へ、②企業収益のボラティリティから事業継続性へと移行する。この場合、クレジットにおける重要な論点は、発行体がより高いコストを吸収できるかどうかだけでなく、バランスシートを悪化させることなく、生産、納品、さらに資金調達を継続できるかどうかである。

供給不足の恩恵は一樣ではない

最も直接的な恩恵を受けるセクターはエネルギーおよびエネルギー関連であるが、クレジットへの影響は一樣にポジティブではない。5月には、中東情勢の混乱により推定日量約1,000万バレルの原油および石油製品が市場から事実上減少しており、これはロシアの供給損失の約5倍の規模である。代替ルートは存在するが、制約がある。サウジアラビアの東西パイプラインは通常日量約200~300万バレル（理論上は約700万バレルまで可能）を輸送する一方、UAEのフジャイラ・パイプラインにより約50万バレルを追加できる。これらのルートは助けになるが、供給減の規模を完全に埋め合わせられない。在庫も急激に取り崩されており、洋上備蓄はほぼ枯渇し、世界の石油在庫は10年以上ぶりの低水準にある。ホルムズ海峡が再開されたとしても、インフラ被害が限定的で、船舶保険、港湾能力、貿易フローが段階的に再開されると仮定した場合、石油の供給体制が正常化するまでに2~3ヶ月かかる可能性がある。



このような状況のもと、川上事業を手がける石油・ガス会社は明確な恩恵を受け続けている。というのも、販売価格の上昇により、生産の混乱が十分に相殺されるためである。

しかし、クレジット市場における注目すべき論点は原油ではない。焦点は、供給制約が最も強く効く領域にある。精製マージン（石油製品価格と原油価格の差）は、ブレント原油価格の上昇以上に拡大している。これは、ディーゼルやジェット燃料などの消費者向け石油製品に圧力が集中しているためである。特に欧州では、こうした圧力が強く、ジェット燃料輸入の約70%がリスクにさらされている。一方、アジアの一部においては、ディーゼル、ナフサ、石油化学原料の供給制約を通じて圧力に直面している。統合型メジャーは恩恵を受ける可能性はあるが、それは原料を確保し、供給が逼迫した製品市場に販売できる場合に限られる。ある精製業者ではマージンが拡大する一方、別の精製業者では（原料不足で）稼働率を低下させ得る。

石油化学は、供給不足の「勝者」を一括りにせず選別する必要があることを示す、より明確な例である。アジアの石油化学メーカーはナフサ供給の約60%を中東に依存している。混乱は既に一部プラントでの不可抗力宣言や稼働率低下の一因となっている。一方、過剰設備と低マージンに特徴づけられる利益サイクルの底から、四半期内に当サイクルの天井に近い局面へと急速に移行した他地域のメーカーもある。

原料ミックスは極めて重要だ。米国のエタン（エチレンを製造するための主要原料）メーカーは、投入価格が安定的である一方、アジア向け販売価格が急上昇しているため、とりわけ有利な立場にある。米国に相応の資産を持つ欧州企業も恩恵を受け得るが、欧州域内の化学セクターはエネルギーコスト高と軟調なマクロ

環境を背景に、見通しは一樣ではない。

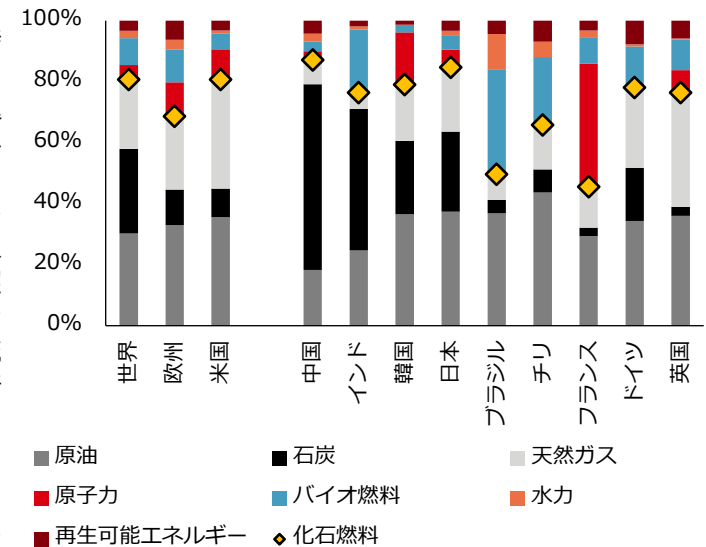
もっとも、石油化学は依然として強い景気循環性を持つ。マージンは上昇し得る一方、供給ルートの再開、在庫の積み増し、あるいは高価格による需要減退が進めば、急速にマージンが正常化することもある。肥料も同様に単純ではない。価格は急上昇しているが、メーカー側もエネルギー・輸送コストの上昇に直面しており、販売価格の上昇がそのまま発行体のバランスシートの改善に結びつく度合いは限定的だ。従い、望ましいエクスポージャーは、供給不足の「勝ち組」を一括りにするのではなく、原料面で優位性があり、流動性が厚く、操業の柔軟性と価格決定力を備えた発行体である。

コストから継続性へと移る「圧力の焦点」

混乱が長引く場合、ショックの性質がどう変わるかを示す好例が、公益事業（電力・ガス）と製造業である。初期段階では、問題の中心は主としてコスト、すなわち原油・ガス・海上運賃の価格上昇だ。しかし時間の経過とともに、リスクはよりオペレーション面へと移る。企業は投入財を確保し、生産を維持し、運転資本を管理し、フリーキャッシュフローを守る必要がある。ここで、短期の混乱と長期化した混乱の違いが決定的に重要になる。

公益事業については、影響は電源構成や、コスト上昇を料金に転嫁できる仕組みの強さに左右される。LNGは原油よりも影響が長引きやすい。カタールは世界のLNG供給の約20%を占めており、カタールのLNG設備が損傷した場合、世界のLNG市場は約3年間タイトな状況が続く可能性がある。これは、航路が再開しインフラ被害が限定的であれば、数ヶ月で供給が正常化し得る原油とは、調整パターンが大きく異なる。

図表2：総エネルギー供給の内訳¹



出所：IEA、HSBCアセットマネジメント、2026年5月時点のデータ

地域差も重要だ。米国はLNGの純輸出国であるため、相対的に影響を受けにくい。欧州は、ロシアのガス危機時よりも足元では状況が良い。欧州は、供給源の多様化を進め、米国からのLNG輸入を増やし、公益事業および製造業向けガス需要の相当部分を概ね1～1年半先まで価格面で手当てしている。欧州のリスクは、当面の数量不足というよりも、コスト上昇とボラティリティの拡大にある。一方、アジアでは、価格リスクと継続性リスクの双方によりさらされている。カタールのLNG輸出の約90%はアジア向けであり、複数の国・地域ではガス火力の比率が高い。なかでも韓国は、ガス火力中心の電源構成であり、カタール産LNGへの依存が見られるうえ、コスト増の販売価格への転嫁が相対的に弱いことから、特に脆弱である。

¹ 総エネルギー供給とは、ある国で生産または輸入されたエネルギーから、輸出された分および貯蔵された分を差し引いたものである。これは、当該国の最終需要者に供給するために必要となるエネルギー供給の総量を表す。

過去のパフォーマンスは将来の成果の信頼できる指標となるものではありません。出所：HSBCアセットマネジメント、2026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。



韓国の電力・ガス一体型（統合型）公益事業者については、料金が十分に調整されない場合、投入コストの上昇が負債比率の上昇や売掛金の増加につながり得る。中国の発電事業者は、電源構成に占めるガスの比率が約3%にとどまるため、相対的に影響を受けにくい。長期的にはこうした圧力は、電化、再生可能エネルギー、原子力、蓄電、送電網投資の戦略的重要性を一段と強める。中国のエネルギー転換は、既に進行している。中国は昨年、太陽光・風力の設備容量を約450GW増設しており、これは世界のその他地域の合計の凡そ2倍に相当する。クレジット投資家にとっては、これはエネルギー供給不安が強まるほど、送電網インフラや、エネルギー安全保障、エネルギー転換に資する発行体の重要性が構造的に高まることを示している。

製造業でも圧力の焦点がコストから継続性へと移りつつある。自動車は中東への直接的なエクスポージャーは限定的だが、燃料価格の高止まりが長期化すれば、消費者心理を冷やし、購入を先送りさせ、需要をより小型で利益率の低い車種へとシフトさせる可能性がある。これは単純なコスト問題というより、タイミングと販売構成のリスクである。効率的なプラットフォームを有する一部の大量車メーカーにとっては管理可能ではあるが、中国の電気自動車（EV）との競争や構造転換に直面しているうえ、景気循環的な圧力も加わる。

鉄鋼とアルミニウムは、エネルギーと物流の面でより直接的な影響を受ける。熱需要の増加は投入コストを押し上げ得るうえ、海上輸送の混乱は運賃を引き上げ、製品の引き渡しが遅れる。アルミニウムはとりわけ海上輸送への依存度が高く影響を受けやすい。鉄鋼

はエネルギー高消費であることに加え、加工工程で用いられる工業用化学品のボトルネックが生じる可能性もある。ただし、米国と欧州では、保護貿易や国・域内における一貫生産がこれらの圧力を一部相殺し得る。

テクノロジーは継続性リスクの最も明確な例である。韓国と台湾の半導体生産は、安定した電力と特殊な投入財、とりわけヘリウムに依存している。カタールは世界のヘリウム生産の約3分の1を担っており、ヘリウムは半導体、航空宇宙、医療、光ファイバー、データセンターのサプライチェーンにとって不可欠だ。緩和要因として、主要な半導体メーカーは過去のサプライチェーン混乱時よりも備えが進んでいる。数ヶ月分の在庫を持ち、米国やアルジェリアなどからの調達先を多様化し、リサイクル工程も進行しつつある。それでも、クレジット市場における論点は単に利益率が圧縮するかどうかではない。歩留まり低下や操業停止が起こり得るか、あるいは高コストな再立ち上げを伴うことなく生産を継続できるかどうかである。

国および地域、さらにセクター間のばらつき

地域別の影響は一様ではない。新興国債は直接的な影響が最も大きい。GCCの発行体によるエクスポージャーに加え、複数のアジア諸国においてエネルギーと食料の輸入依存度が高いことが主な要因である。また、アジアにおいては製造業の基盤が緊密に結び付いており、中東地域のエネルギーや原料への依存度も高いため、サプライチェーンのショックをより早く、より広範に受ける。一方、米ドル建て債券の発行体の多くは、ファンダメンタルズ面では依然として底堅い。

これに対し中南米は、地理的条件とコモディティの優

位性により、相対的に影響を受けにくい。米国も、国内エネルギーの存在、サプライチェーンの強靱性、さらに一部業種における保護貿易の恩恵により、良好なポジションにある模様だ。

欧州はこの両極の中間に位置する。中東地域からの直接供給への依存はアジアほど高くない一方、エネルギーコストの高さ、成長の弱さ、特定の業種における圧力を通じて、米国よりも脆弱である。

セクター別に見ても、同様に「ばらつき」の様相が見られる。最も脆弱なのは、投入コストの上昇、物流混乱、需要減退によって利益率とフリーキャッシュフローが損なわれ得るセクターだ。相対的に良好なのは、価格決定力や、戦略的重要性、強固なバランスシートを有し、供給不足に起因する収益改善の恩恵を受けるセクターである。現時点では、中東情勢の混乱を理由にクレジット全体で広範なディフェンシブ・ポジションへの移行を行う必要はない。ただし、選別の重要性は高まる。混乱が長期化すれば、関連するクレジットリスクは増大する可能性が高い。ショックが、主として価格主導（コスト上昇、利益率調整、市場価格の見直し）であった段階から、在庫の枯渇、納品の不確実化、生産調整の可能性へと移行し得る。こうした局面では、分析は収益感応度にとどまらず、流動性、運転資本管理、さらにストレス下におけるフリーキャッシュフローの持続性に焦点を移す必要がある。

エネルギーショックとアジア市場





エネルギーショックとアジア市場

中東情勢の混乱がアジア市場に与える実質的な影響は、①原油価格の上昇局面ではアジア資産が下押しされやすくなること、②国・市場・セクター間のパフォーマンス格差がこれまで以上に鮮明になることである。

中東情勢の混乱は世界経済に広範な影響を及ぼしており、アジアはその中心にある。ホルムズ海峡は、多くのアジア諸国・地域が原油やその他の主要コモディティを輸入するうえで不可欠な海上交通路だ。当海峡の封鎖に対する各国・地域の経済感応度は大きく異なり、アジア内の資産クラスごとの感応度も一様ではない。

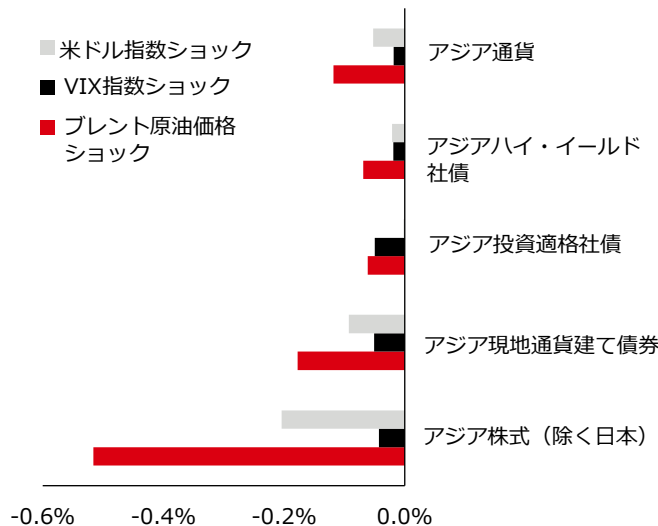
当初のショックは在庫が緩衝材となったものの、在庫取り崩しは急速に進んでおり、混乱が長期化すれば現物供給のひっ迫につながるリスクが高まっている。アジアにとっては、純輸入国の交易条件悪化を増幅させるとともに、代替供給を確保できる経済と、海上輸送要所への依存度が高い経済との間で、影響の格差が一段と強まる。

エネルギー価格ショック

中東情勢の緊迫化直後の原油価格急騰は、当初、主要な原油輸入地域であるアジアの各国・地域の市場と経済を直撃した。原油価格が高止まりする期間が長引けば、最終的にはこうした国・地域のショックによる影響は大きくなる可能性が高い。

過去の石油ショック局面における、アジアの主要株式指数、社債、現地通貨建て債券、通貨の日次リターンを検証することで、どの市場に最大の脆弱性が潜むかを把握できる。分析結果では、原油価格に1標準偏差相当の上昇ショックが生じると、翌日のアジア（除く日本）株式指数は概ね0.5%下落する傾向が示された。アジアの投資適格社債は、ベータが低い特性を反映して相対的に底堅い。一方、現地通貨建て債券と通貨は、感応度の面で社債と株式の中間に位置する。

図表1：原油価格、米ドル指数、VIX指数が1標準偏差相当上昇した場合のアジア資産の翌日反応



出所：HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2026年4月時点のデータ

国・地域別に見ると、韓国と台湾は、原油価格、米ドル指数、VIX指数のショックに対して株式市場の感応度が特に高い。一方、中国、マレーシア、シンガポールは相対的に耐性が目立つ。金利、為替の領域では、韓国、タイ、オーストラリアが最も影響を受けやすい模様だ。これは、世界景気の波に左右されやすい特性、米ドルとの相関関係、さらに消費者物価指数に占めるエネルギー比率の大きさを反映している。

政策対応力も、同じ原油価格の上昇が市場や実体経済にどう波及するかを左右する重要な差別化要因である。政府が原油価格の変動を平準化でき、中央銀行も拙速に動かずに済む余地がある場合、原油価格の上昇は一時的な交易条件悪化として扱われやすい。財政余力が乏しい、あるいはインフレが既に見過ぐすことができない水準にある場合には、原油高の影響が（ショックを吸収できず）さまざまな価格に転嫁される動きが早まり、予防的な金融政策の引き締めを迫られるリスクが高い。その結果、金融環境が引き締まると同時に、成長の鈍化が進む可能性が出てくる。

市場期待の重要性

2022年の石油ショック時は、資産価格を左右する主な要因が「原油価格の変動がインフレ率予想と成長見通しに与える影響」であった。12ヶ月先の予想インフレ率は、2021年末に原油価格が上昇し始めてから約3ヶ月後に明確に上昇し始め、2022年6月に原油価格がピークを付けた後も3～5ヶ月にわたり上昇が続いた。これは、インフレ率予想が原油価格の上昇に敏感である一方、原油価格が低下局面に入っても、インフレ期待は粘着的になり得ることを示唆している。



成長見通しの調整は、インフレ率予想より緩やかに行われた。原油価格が上昇する間もGDP成長率予想は上方修正が続き、その後3~4ヶ月遅れて下方修正に転じ、原油価格がピークを付けた後もさらに約2四半期にわたり低下が続いた。

また2022年の局面では、こうした調整がアジア域内でいかに不均一になり得るかも浮き彫りにした。インフレ面では、消費者物価指数に占めるエネルギー比率が高いことを背景に、インドとタイでインフレ率予想の上方修正が特に大きかった。フィリピンはインフレ期待が高止まりした期間が最も長い国の一つだった。成長面では、インド、マレーシア、フィリピンでGDP成長率予想において大幅な下方修正が見られた一方、中国の成長見通しは相対的に底堅く、香港は比較的早期の回復が見込まれた。外部ショックを吸収する上で、国内経済の落ち込みを和らげる緩衝材と政策余地が重要であることを示している。

足元の局面では、名目の原油価格は2022年や過去の原油高局面と概ね同程度だが、実質原油価格は大幅に低く、世界経済の石油依存度も低下している。このため、インフレと成長への影響の大きさや持続期間は、過去のショック時よりも抑制される可能性がある。ただし、アジアにおいては影響が国や地域によって差が見られる点には留意が必要である。

オーストラリア、シンガポール、中国のような相対的に高所得国でエネルギー耐性の高い市場は、原油高局面でも相対的に持ちこたえやすい。一方、韓国、台湾、タイ、インドネシアは、原油価格、VIX指数、米ドル指数の変動に対して感応度が高いことが確認されている。韓国と台湾は、国内のエネルギー負担の重さというより、グローバルなリスクショックに対する市場の感応度が高い点にある。これに対し、タイ、インド、フィリピンのような相対的に中・低所得国の原油

輸入国は、消費支出に占めるエネルギー比率が高いため、燃料費上昇が可処分所得を圧迫し、景況感を下押しするリスクがより高まる。

財政および対外収支が、この構図にもう一段の要素を加えている。香港、オーストラリア、日本といったアジア諸国・地域では、財政赤字がそれほど大きくなく、外貨準備も概ね潤沢で、信用格付けも高いことから、長期化するショックを吸収しやすい。韓国と台湾も、好調な輸出に伴い経常収支は黒字であるうえ、相対的に低い公的債務残高を背景に、ショックは吸収可能と考えられる。これに対し、シンガポールを除くASEAN諸国の多くとインドは、財政および対外収支が相対的に脆弱な局面に入っており、リスク回避志向が高まった際、海外投資家による資金流出や通貨下落圧力にさらされやすい。中国は、税収基盤が厚いうえ、政府部門の資産規模が大きく、また債務構成が主として現地通貨建てであることや相応の原油備蓄を踏まえると、財政赤字や公的債務残高が示す以上に基礎体力は強い可能性がある。

原油価格ショックがアジアの各資産クラスとの相関関係に与える影響

相関関係の変化は、マルチアセットの投資家にとってさらなる課題となる。中東情勢が悪化するにつれ、アジアの各資産と原油価格の相関係数は負に転じ、とりわけ債券などではその傾向が強い。同時に、アジア域内の各資産クラス同士の相関係数は上昇し、多くの組み合わせで当係数が0.5を上回った。これは、域内の分散が効きにくくなる、ということを示唆する。

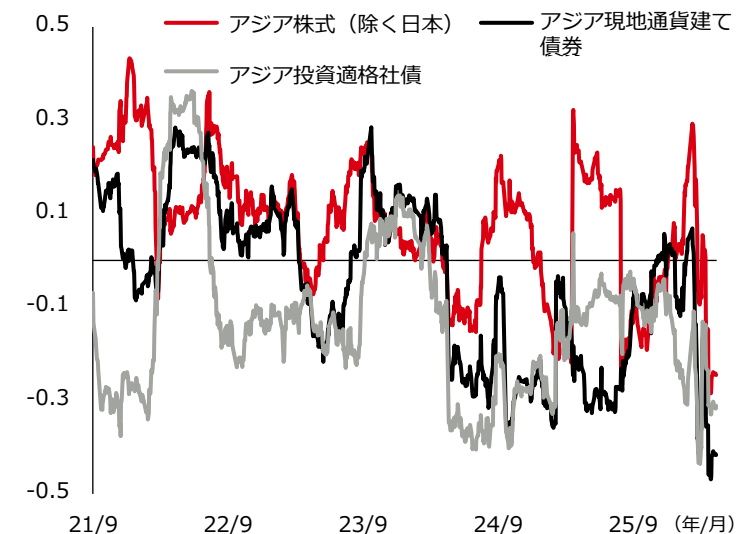
実務的には、今後ポートフォリオの構築が難しくなると考える。域内における相関関係が上昇すると、アジアの株式・社債・現地通貨建て債券の間で組み入れ比率を調整しても、想定ほどドローダウンを抑えられな

い可能性がある。分散効果が出しづらくなるなか、原油価格上昇によるリスクオフ局面では、他と異なる値動きをし得るエクスポージャーの価値が相対的に高まる。

金融政策対応

金融政策はこれまで物価重視となっている。アジアの多くの中央銀行では、当初は一時的な石油ショックとして「見過ごす」姿勢を示したが、フィリピンやオーストラリアなど一部の国では、インフレ率が目標レンジを大きく上回る中で、既に利上げが実施されている。シンガポールと日本は、強力なインフレ抑制策というより、より包括的に金融政策の正常化を進めている。韓国は金融引き締めが検討されている。

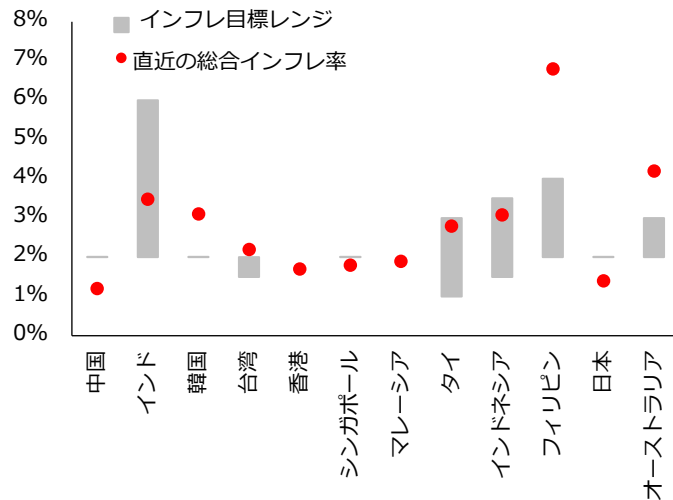
図表2：ブレント原油価格との相関係数（90日ローリング）



出所：HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2026年4月時点のデータ



図表3：アジアの各国・地域のインフレ率と目標レンジ



出所：HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2026年4月時点のデータ

各政府は、燃料費上昇の即時的な経済影響を和らげるため、補助金による価格統制に依存してきたが、その財政負担は徐々に重荷となりつつある。タイは財政赤字拡大を受けて一部補助金支給を停止し、インドはガソリンおよびディーゼル価格を引き上げた。インドネシアは、財政赤字の対GDP比目標を満たすため、燃料補助金の支出は維持するものの、他の支出を削減する方向だ。主要なリスクは、エネルギーショックの長期化が財・サービス価格全体に波及し、金融政策運営を難しくする点にある。対応が遅ればインフレ期待が不安定化し、対応が急であれば成長を下押しする可能性がある。

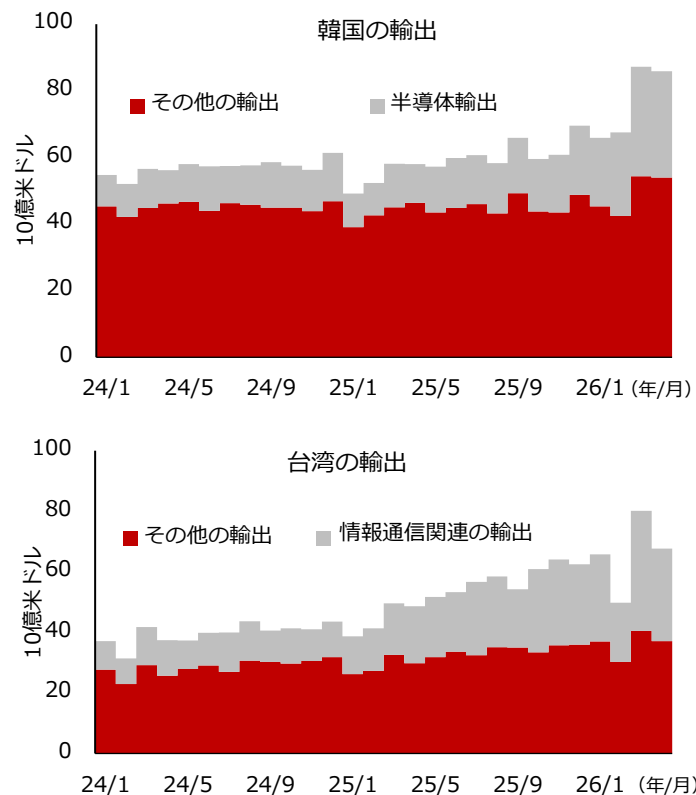
アジアにおける構造的テーマ

アジア市場を左右しているのは、中東情勢の混乱だけ

ではない。アジアの中期的な投資環境を左右し、今後の姿を作り替えていく構造的なテーマがいくつかある。

AIと半導体サイクルは、韓国と台湾にとって輸出と成長の主要ドライバーとなっている。シンガポール、マレーシア、タイでも、この2年で電子機器輸出が大きく伸び、景気を下支えしている。

図表4：アジアで存在感を増す半導体輸出



出所：HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2026年4月時点のデータ

米国のハイパースケーラー（クラウドサービスを大規模に構築・運用する企業）は、データセンターなどへの設備投資を拡大する計画を示している。同時に、クラウド事業の売上成長に支えられた力強い利益成長も確認されている。これらの動きは、AI関連投資が将来的に収益として回収できるという見方を強め、市場の信託を押し上げている。一方、エンドユーザーが使う側では、AIの普及はまだ途上にある。スマートフォンやインターネットのように広く行き渡っている状況と比べると、AIの利用は依然として浸透率が低い。このため、AI導入・利用が広がる伸びしろは大きい。中国では、AIハードウェア（AI向け半導体、AI処理用サーバー、データセンター関連設備など）、電池、電気自動車、再生可能エネルギー、バイオテクノロジーなどの新産業に対する投資家の関心が高い。さらに、手厚い政策支援も追い風となり、関連の株式サブセクター指数は市場全体をアウトパフォームしている。

結論

中東情勢の混乱は、エネルギー価格の上昇、供給網の不安定化、金融・財政政策への影響といった経路を通じて、アジア資産のリスクプレミアムを押し上げた。一方、アジアは、テクノロジーの構造的な成長とエネルギー転換という強い追い風も同時に受けている。結果として、資源・エネルギーの輸出国と輸入国、強固な財政基盤を有する国と脆弱な基盤の国、景気の波に左右されやすい分野と構造的に伸びる分野の間で、パフォーマンスの格差が見られる。地政学リスクの状況が変化していく中でも、こうしたパフォーマンスの格差は、アジア市場を理解する上で重要な特徴となり得る。

過去のパフォーマンスは将来の成果の信頼できる指標となるものではありません。出所：HSBCアセットマネジメント、2026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。

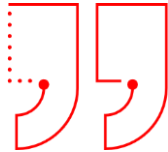
市場のけん引役は広がるが、
選別性が伴う

The background of the slide is a dark, long-exposure photograph of city lights at night. On the right side, there are numerous bright, colorful light trails (red, orange, white) that appear to be radiating from a point on the horizon, suggesting a busy urban environment or a highway interchange. A large, solid black diagonal shape covers the left half of the image, creating a high-contrast area for the white text.



市場のけん引役は広がるが、選別性が伴う

株式市場は、マクロおよび地政学的リスクが高まる一方で企業利益が極めて堅調という、異例の環境下で2026年下半期を迎えている。



ホルムズ海峡の封鎖、1バレル100米ドルを一時超える原油価格の急騰、インフレと金利の先行きに対する不透明感が見られる中でも、株式市場は失速していない。これは主として、株価評価の軸が、流動性から企業利益へと移っているためである。具体的には、AIや半導体、さらにこれらに関連するインフラの企業利益は堅調であり、高バリュエーションを正当化している。

これは、直近の米国企業の決算が歴史的に見ても異例なほど好調だったことで、一段と明確になった。S&P 500の構成銘柄のうち、約82%が市場の利益予想を上回り、全体の利益成長率は前年比で約23%に達した。このようなモメンタムは、エネルギー供給の混乱と政策の不確実性が見られる環境よりも、景気後退後の回復初期によく見られるものである。本年および来年のコンセンサス業績予想は、当初の楽観的なものから下方修正されることなく、時間の経過とともに上方修正されている。

こうした状況とは裏腹に、相場を押し上げているのは一部の分野に偏っている。値上げをしやすい価格決定力があり、需要の先行きが読みやすく、AI投資サイクルの恩恵を直接または間接的に受けるセクターが、上昇分の大半を担ってきた。

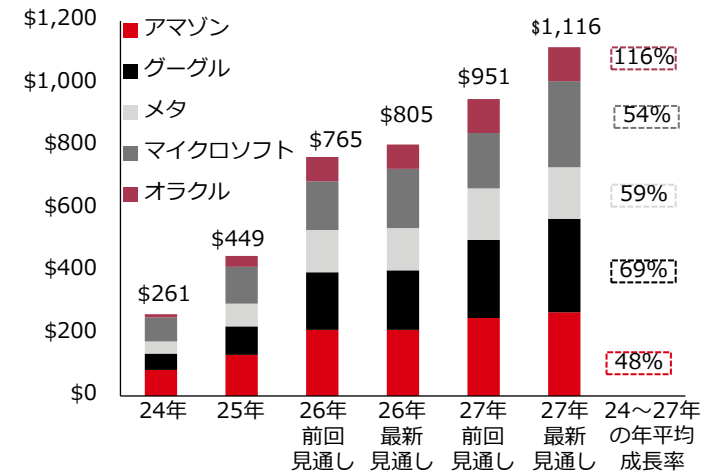
加えて、原油価格の上昇に伴うエネルギーセクターの収益性改善も追い風となっている。実際、S&P500では、直近の利益予想の上方修正幅のうち、改善幅上位10銘柄だけで過半を占める。これは、利益成長見通しの改善が一部の銘柄に集中し、少数銘柄がS&P500全体をけん引していることを示している。

こうした利益面の強さは、従来のマクロ主導の投資判断が機能しにくくなっている理由の一つでもある。PERでは割高に見えるが、利益予想の上方修正でPERは低下し、バリュエーションはより妥当な水準に見える。さらに、個別株の価格変動を説明する要因としては、マクロ環境の変化よりも、利益面のサプライズの寄与が大きく高まっている。ただし、株式市場全体の底堅さは恒常的とは限らず、市場の安定は、比較的限られた「勝ち組」が利益成長を継続できるかに依存している。

AIサイクルにおける恩恵は現時点では一部に集中

AI投資サイクルは、現在の株式市場におけるストーリーの中核をなしている。ハイパースケーラー各社は設備投資計画を幾度となく上方修正している。これを受けてアナリストは、今回の投資サイクルについて規模と期間の見通しを引き上げており、過去のテクノロジーやインフラ投資における「メガサイクル」との比較も行われている。主要なAI半導体メーカーにおける売上高増加分のうち約9割がデータセンター関連向けとなっているうえ、米国のハイパースケーラーの設備投資は2027年までに累計で1兆米ドルを超える見込みだ。これは、AI半導体および関連企業の利益見通しの力強さが、ハイパースケーラーによる設備投資が高水準で続くことに大きく依存している点を示している。

図表1：ハイパースケーラー各社の設備投資（10億米ドル）

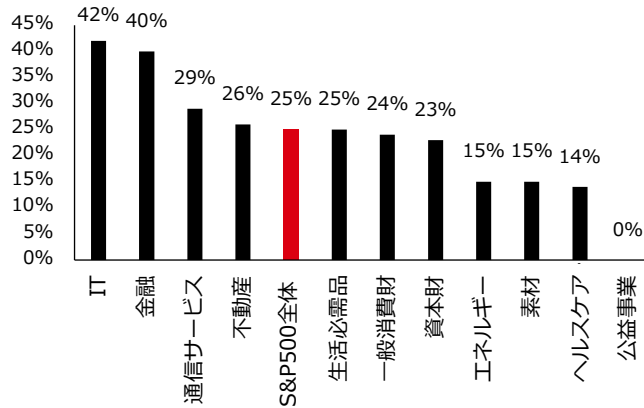


出所：Morgan Stanley Research、2026年5月時点のデータ

AI導入に関するデータは、AIが「構想段階」から「ビジネス成果を生み始めている状態」へと移行しつつあることを裏づけている。2023年時点では、決算説明会でAIによる定量的な効果に言及した企業はS&P500の構成銘柄のうち約4%にとどまっていたが、現在は約25%となっている。これは、企業によるAI関与が急速に広がっていること、さらに拡大余地が残っていることを示している。従い、AIを巡る見方は、データセンターや半導体などAIインフラ企業が設備投資を増やすという話だけにとどまらなくなってきた。今後は、より多くの企業でAI活用が生産性向上、売上高拡大、利益率改善といった具体的な成果につながる段階に移りつつある。



図表2：S&P500の各セクターにおけるAIの定量的な効果に
言及した企業の割合



出所：Morgan Stanley Research、HSBCアセットマネジメント、2026年5月時点のデータ

それでもなお、AIの「導入」と「利益への寄与」は区別して捉えることが重要だ。AIインフラ関連企業は、引き続きS&P500の利益成長を大きく押し上げている。「マグニフィセント・セブン」の寄与はここ数年と比べて低下しているが、相場のけん引役が市場全体に広がったというより、AI関連の枠組みの中で恩恵を受ける企業やセクターの裾野が広がっている、と捉えるのが適切だ。

こうした集中は、投資家にとって悩ましい構図を生む。AI向けの設備投資が引き続き力強く、かつ収益化が順調に進むなら、増加する利益が相場を下支えし、現在の高バリュエーションも説明がつく。一方、支出に見合うリターンを生むのか、収益化がどこまで続くのか、あるいはハイパースケーラーが資金調達余力や集中リスク制約の上限に近づくなか、投資資金の確保が難しくなるのではないかと、という疑念が浮上すれば、市場を最も支えてきた材料が、むしろ最大の弱点

になりかねない。

米国のテクノロジー株のバリュエーションは、この不確実さを映している。利益が急増したことでPERは低下してきたが、株価キャッシュフロー倍率（1株当たりのキャッシュフロー(税引き後利益+減価償却費)の何倍まで株価が買われているかを示す指標）やPBRはむしろ上昇し、2000年代初頭を大きく上回る水準にある。こうした状況から、AI関連株については「全面的に強気」でも「全面的に弱気」でもなく、慎重に見極めながらバランスを図る姿勢が望ましいと言える。

石油ショックで露呈する亀裂

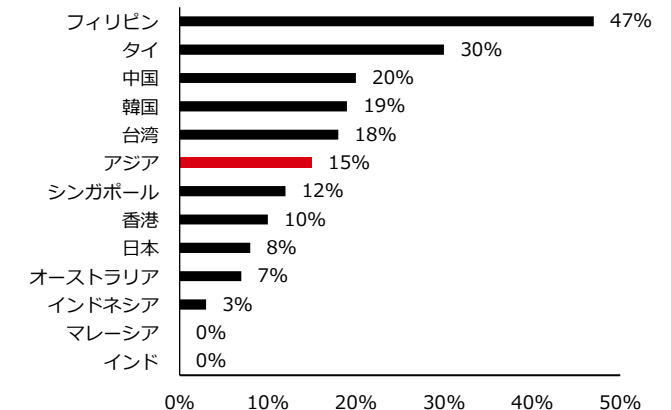
ホルムズ海峡の実質的な閉鎖を受けた直近の原油価格の急騰は、複雑性に拍車をかけている。これまでのところ、市場はこの混乱を概ね管理可能と捉えてきた。エネルギー関連銘柄の利益予想は上方修正されており、指数全体の水準で見ると、広範な下方修正が本格化した兆しはない模様である。企業の景況感指数（PMI）、生産者物価指数（PPI）、消費者物価指数（CPI）、米ドルを説明変数とする米国経済モデルでは、混乱が長期化する下振れシナリオであっても、利益成長は年末にかけて減速ないし横ばいとなる可能性が高く、急激に悪化する公算は小さいことが示唆されている。

ただし、ヘッドラインの数値だけでは、内訳による大きなばらつきが見えにくい。米国の一般消費財セクターでは、均等加重ベースで見た利益予想が既に下方修正局面に入っている。原材料価格の上昇に伴うコスト増を価格転嫁しようにも、家計の購買力に左右されやすい分野のため、値上げは容易ではない。一方、テスラやアマゾンといった大型銘柄の比重が高い時価総額加重ベースでは、一般消費財セクターの利益予想は相対的に底堅く映る。

欧州はより厳しい局面に直面している。ここ数ヶ月で利益予想は概ね2～3%の小幅な上方修正が見られ、部分的にはエネルギーセクターが下支えしているものの、米国のようなAI関連の利益下支えの規模は乏しい。さらに、構造的に投入コスト上昇と景気減速の影響を受けやすい。経済モデルは、PPIとCPIのかい離が続きPMIが弱含む場合、欧州企業利益は第3四半期にも顕著な下押し圧力を受け得ると示唆する。これは、供給面ショックに対する感応度が経験則的に高いことを反映している。バリュエーションは引き続き下支え要因であり、力強いキャッシュフローの特性を有する企業も一部に存在する。当地域全体としての利益ストーリーはより脆弱であるため、一段の銘柄選別が必要となる。

アジアでは、原油高の影響は政策対応によって緩和されている。原油価格は凡そ50～60%上昇している一方、小売の燃料価格上昇は平均で15%程度にとどまっている。インドのように補助金で上昇分を吸収している国がある一方、フィリピンやタイなど、消費者に大きな割合で転嫁している国もある。このため、原油高がインフレ、実質所得、企業利益に及ぼす影響は国・地域によって大きく異なる。

図表3：2026年2月以降のガソリン価格の上昇率（%）



出所：CEIC、GlobalPetrolPrices.com、Morgan Stanley Research、2026年5月時点のデータ

過去のパフォーマンスは将来の成果の信頼できる指標となるものではありません。出所：HSBCアセットマネジメント、2026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。



新興国市場で利益成長の裾野が拡大

こうした環境下で、最も説得力のある「市場のけん引役が広がる」というストーリーは新興国市場にある。新興国の一部で企業利益の堅調さが続いており、特に北アジア（韓国、台湾）が半導体・AI関連の恩恵を受け、市場のけん引役となっている。中南米やEMEA（欧州・中東・アフリカ）の一部では、コモディティや素材の追い風を受けている。インドはバリュエーション面の懸念があるにもかかわらず、より底堅い利益を示した。

セクター別に見ると、上方修正の大半を担っているのはテクノロジー、素材、資本財であり、家計への圧力を反映して消費関連セクターは相対的に弱い。

従い、バリュエーション指標は慎重に読み解く必要がある。台湾は、半導体銘柄の力強い利益成長と、指数に占める半導体関連の構成比の高さを背景に、バリュエーションは過去レンジの上限近辺の水準で推移している。一方、韓国は予想PERが約7倍と割安に見えるが、PBRは約3倍と、既に過去レンジの上限に位置し、インドの水準にも近づいている。これは、利益が急増するとPERは低下しやすい一方、利益がピークに近い局面では、PERの低さだけで割安と判断すると誤りにつながる可能性がある。重要なのは単に「割安に見えるか」ではなく、そのバリュエーションを支える利益が持続可能かどうかだ。

資金フローの動きも示唆を与える。年初来、海外投資家はアジア主要市場から資金を引き揚げており、韓国から約530億米ドル、台湾から約90億米ドル、インドから約230億米ドルの流出となっている。一方、国内の個人投資家が積極的に受け皿となり、韓国で約260億米ドル、インドで300億米ドル超、台湾で約30億米ドルの流入をもたらしている。海外投資家からの

資金流出が続く一方で国内投資家からの資金流入が見られることは、市場の底堅さが国内投資家基盤により強く支えられる局面に入っていることを示唆する。特に、レバレッジ取引やデリバティブ取引が短期的な値動きを増幅しやすい市場では、厚みのある国内投資家層がショックの重要な吸収役になりつつある。

グローバルなイノベーションと新規株式公開（IPO）サイクルにおける新興国市場

世界的に見ると、2026年はIPOによる資金調達額が過去最大級になる見込みである。OpenAI、Anthropic、SpaceXといった注目度の高い米国での上場案件が報じられており、これらは合計で1.5兆米ドルを超える企業価値になる可能性がある。米国、中国、その他の新興国を問わず、基本的な構図は変わらない。つまり、高成長でテクノロジーとイノベーション主導の企業が、事業規模の拡大に向けた資金調達のために公開市場を活用している。加えて、世界の投資家も、こうした成長機会を取り逃がしたくないと考えている。

例えば中国では、第1四半期のIPO資金調達額が既に他地域を上回り、AI関連企業だけで約220億米ドルを調達した。これは、年初来の米国におけるAI関連IPOの調達額の凡そ2倍にあたる。香港には、AI、半導体、ロボティクス、医療技術（メドテック）関連を含む約500社という記録的な上場候補パイプラインがある。欧州でも、今年最大のIPOは新興国企業によるもので、アフリカや中南米では複数のフィンテック系ユニコーンのIPOが見込まれている。

こうしたIPOは、新興国株式指数の構成と収益の性質を変えつつある。歴史的に新興国市場の主要ベンチマーク指数では、コモディティ関連、国有銀行、景気循環株が中心だった。しかし足元では、イノベーショ

ン企業の比率が10年前の約10%から約40%近くまで上昇している。収益は、従来型のコモディティ・サイクルや外需への依存度を下げ、国内消費、テクノロジー導入、医療サービスの提供体制、金融包摂（ファイナンシャル・インクルージョン）といった要因により強く根ざしつつある。

ただし、バリュエーションはこうした変化をまだ十分に反映していない。予想PERで見ると、新興国市場は依然としてS&P500に対して約40%のディスカウントで取引されており、相対バリュエーションは過去10年でも低水準に近い。PBRも、米国以外の市場、とりわけ新興国市場は米国の水準の約3分の1にとどまる。アクティブ運用にとっては、こうした要因の組み合わせが銘柄選別の余地を広げ、魅力的な投資機会になり得る。

裾野拡大には選別性が伴う

グローバルに見ると、企業利益は長期平均の凡そ3倍のペースで伸びており、米国を含む各国の利益を押し上げている「イノベーション主導の利益サイクル」が新興国でも見られる。

同時に米国以外の市場、とりわけ新興国市場は、グローバル投資家の保有比率がベンチマーク指数対比で低く（アンダーウェイト）、見直し余地が残っている。従い、足元の株式市場は、流動性によって市場全体が押し上げられている局面というより、利益の裏付けを伴いながら、銘柄選別を通じて上昇の裾野が広がりつつある局面と捉えるのが適切だ。

そのうえで、このサイクルが続くかどうかは、AI関連の一部セクターに偏っている利益の伸びが、他の業種や米国以外の地域を通じて、より多くの企業にも広がるかにかかっている。

【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 一般社団法人資産運用業協会/日本証券業協会

