

# 読み解くのが難しい局面

2026年4-6月期 インベストメント・アウトルック

# マクロ環境見通しと市場への影響





## マクロ環境見通しと市場への影響

2026年に入り、地政学的リスクと政策の不確実性が同時に高まり、世界の金融市場を大きく揺るがせている。

年初のマクロ環境は、AI主導の設備投資、緩やかなインフレ鈍化、貿易環境の改善に支えられ、世界的にばらつきは見られたものの概ね底堅く推移した。重要なのは、この環境下で世界の市場をけん引する国・地域が増加し、バリューストックや新興国ならびに米国以外の株式が、米国との長年にわたるパフォーマンス格差を縮め始めていることであった。

しかし最近の中東紛争に加え、継続中の貿易摩擦や関税を巡る不確実性により、地政学的リスク指数と政策不確実性指数はともに足元急上昇している。これ自体が景気後退を意味するわけではないが、既に脆弱な成長環境に追い打ちをかけるものと言えよう。

コモディティ市場が最も早く反応し、原油価格は1バレル100米ドルを超えた。この原油ショックは、実質エネルギー価格と投入コストが低水準に戻っていた環境を混乱させている。その意味で、これは既存のインフレ問題の継続というよりも、世界経済がレジームの大幅な転換をせずに、新たなサプライサイドの混乱を吸収できるか否かの試金石になると考える。

サプライサイドショックとして原油価格の高騰は、企業の利益率の圧縮、インフレへの波及、労働市場のダイナミクスへの悪影響など、複数の経路を通じてマク

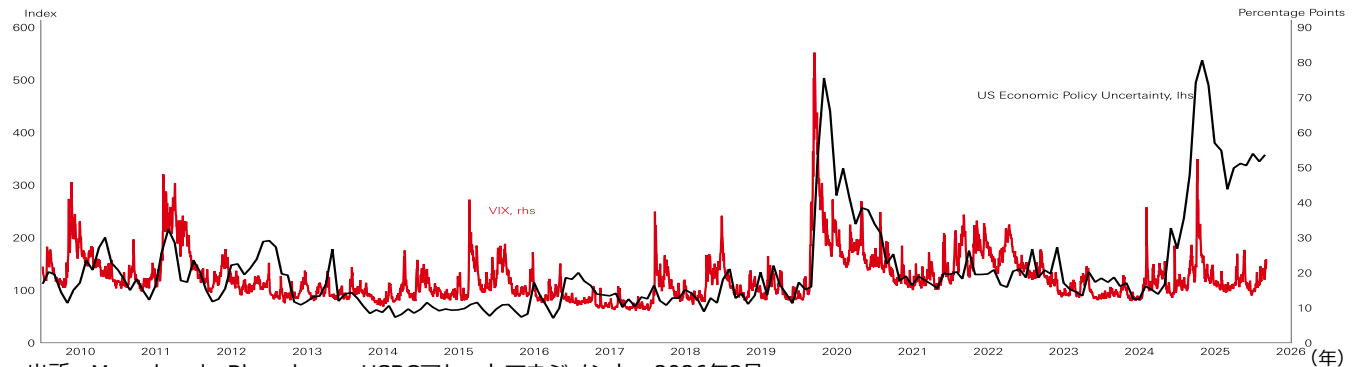
ロ環境に影響を与えるとともに、中央銀行は難しい対応に直面すると思われる。不確実性の上昇に関して一時的なのか、あるいは高水準が続くのかは不透明である。

こうしたなか、原油高の継続期間とその政策対応により、さまざまなマクロ環境の帰結が生じる可能性があり、それらが当社のシナリオの基盤となっている。その結果、世界の市場をけん引する国・地域が増加するか否かは条件付きとなり、このストーリーはバリュエーションの拡大というよりも寧ろ、米国以外の国・地域の企業利益が相応に見られるかという点が重要になる。

新興国とアジアの企業の利益予想は大幅に上方修正されているが、予想通りに利益成長が実現できるかが鍵である。

現在、緩やかな成長、地政学的不確実性の高まり、世界の市場をけん引する国・地域の穏やかな増加へと移行しつつあると思われる。散発的にボラティリティが上昇すると予想されるものの、成長の根底にある構造的なけん引役、つまりテクノロジー投資と新興国の耐性向上は、世界の市場に対する前向きな見通しを引き続き下支えしている。

図表1：米国政策不確実性指数（黒）およびVIX指数（赤）



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3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

マクロ経済の見通しは、①原油価格の動向、②政策対応、③景気拡大局面がどれだけ続くか、この3つの相互作用から理解するのが最も適切と言える。

当社の標準シナリオである「主要国の動きが収れん化」は、原油ショックが一過性であることを前提としており、これは地政学的イベントが急激かつ短期的なボラティリティの上昇を生み出すという過去の事例と整合的である。当シナリオでは、原油価格は有事先の水準に近いところまで徐々に戻ると想定する。マクロ経済への影響は限定的であり、世界の成長を減速させるものの、景気後退を引き起こすには至らない。殆どの経済にとりGDPへの打撃は0.5%未満にとどまる可能性が高い。

エネルギー価格の上昇から、インフレ率は一時的に上昇するが、コアインフレへの影響は抑制されよう。当局はショックの継続を想定しつつ、インフレ期待の安

定化に注力するだろう。

引き締めが行われるとしても限定的であり、不要となる可能性もある。重要なのは、米連邦準備制度理事会（FRB）は労働市場の安定に向けて最終的には緩和に踏み切る可能性が高いことである。

こうした環境は、短期的に散発的なボラティリティの上昇が生じることを示唆している。しかし、緩やかな成長と年後半のインフレ圧力の後退が、選別性が必要ではあるものの、より前向きな市場環境を下支えすると考える。米国以外の市場において企業の利益成長が予想通り実現し始めるにつれ、世界の市場をけん引する国・地域の増加というテーマは継続しよう。

より悲観的なシナリオである「亀裂の広がり」は、原油ショックが持続し、2022年に近い状況となり、エネルギー価格の高止まりが労働市場の悪化と金融環境の引き締めにつながる場合に想定し得る。

この場合、問題は一時的なインフレ圧力では済まなくなり、経済成長にも悪影響が及ぶ。エネルギーコストの上昇が企業の利益率を持続的に圧迫し始め、需要を弱め、特にエネルギー輸入国において労働市場と財政

状況の脆弱性を露呈させよう。

その後、中央銀行においては新たなスタグフレーション圧力に直面し、インフレに対する市場からの信認を維持しつつも、過度な経済的打撃を引き起こさないという難しい舵取りを迫られる。当シナリオでは、ボラティリティの上昇は持続的となり、世界の市場をけん引する国・地域の増加という見方は厳しくなる。

より楽観的だが、より可能性の低いシナリオは「AIブーム」である。当シナリオでは、原油ショックは収束し、AI主導の設備投資と生産性向上がセクターや地域全体により広く波及し、景気回復基調がより確かなものになる。成長の裾野は確実に広がり、インフレ圧力は緩和し、リスク選好は一段と改善する。これは米国以外の国・地域の市場が世界をけん引するという根拠を強めよう。

世界経済は国・地域にて一段とばらつきが見られ、連動性が低下している。どのシナリオにおいても、エネルギー価格への感応度、政策対応の柔軟性、そして追い風が弱い環境でも企業が利益を維持できるかが鍵と言える。

図表2：マクロおよび市場シナリオ

	亀裂の広がり（悲観シナリオ）	主要国の動きが収れん化（標準シナリオ）	AIブーム（楽観シナリオ）
マクロ	<ul style="list-style-type: none"> <li>けん引役：景気抑制的な政策、不均衡な成長に伴い労働市場に亀裂が入る</li> <li>経済成長：家計が縮小し、企業利益の落ち込みに伴い急減速</li> <li>インフレ率：不快なほど高インフレで、景気後退により、需要が減速</li> <li>金融政策：当初は慎重だが、成長が損なわれる中で大幅に緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>原動力：政策の不確実性と労働市場減速の中での米国例外主義の終焉</li> <li>経済成長：力強いAI投資にもかかわらず、米国の成長率は約2.0～2.5%</li> <li>インフレ率：米国のコアインフレ率は約2.5%。多くの先進国/新興国で目標に接近</li> <li>金融政策：FRBは中立水準（3.00～3.50%）まで利下げ。多くの先進国/新興国では緩やかな緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>けん引役：AI投資の急増と資産効果がより広範な経済ブームを創出</li> <li>経済成長：米国は約3.0%まで再加速。アニマルスピリッツとAIが世界の成長を押し上げ</li> <li>インフレ率：力強く、かつ幅広に見られる需要を背景に、米国のインフレ率は3%程度で推移</li> <li>金融政策：緩和サイクルは短期間で終了。FRBは目標を上回るインフレ率を容認</li> </ul>
市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式：S&amp;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</li> <li>債券：超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спредが拡大</li> <li>新興国市場：打撃を受けるが、FRBが利下げし米国金利が低下すれば下支えされる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式：世界の市場をけん引する国・地域が広がる。S&amp;P500は他の市場と比較して出遅れが見られよう。断続的にボラティリティが上昇する可能性も</li> <li>債券：利回りはレンジ内で推移。社債のспред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</li> <li>新興国市場：力強い成長、アジアの技術革新、および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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式：米国株の好調が際立つ（S&amp;P500は7000超に）。また、韓国や台湾といった高ベータ市場も顕著に</li> <li>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спредは引き続きタイト</li> <li>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</li> </ul>

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3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

より脆弱な世界では、投資に関する中核的な問いは、企業利益が相場を支え続けるか、またサプライサイドのショック局面にて、どのような分散投資が有効か、に尽きると考える。

世界の市場をけん引する国・地域が増加するというストーリーは依然として健在であるが、企業の利益成長が予想通りに実現することが必須である。過去10年間の殆どにおいて、米国市場は一貫して優れた利益成長を見せてきたため、世界の市場において圧倒的な存在であった。最近のローテーションは、他の国・地域の市場がその格差を縮めるという期待を反映している。いくつかの分野においては、その期待はますます確かな根拠を持つようになってきている。新興国とアジア市場の企業の利益予想は、テクノロジーの波及効果とグローバルな設備投資サイクルに支えられ、大幅に改善している。しかし、他の地域、特に欧州では、見通しは

エネルギーコストに対する感応度などから脆弱さが一部見られる。

当社の見解では、世界の市場をけん引する国・地域が増加するというテーマは継続する可能性があるが、株式のパフォーマンスはより分散化し、リターンはバリュエーションの拡大よりも、企業の利益成長に一段と左右される可能性が高い。

債券においては、現在の環境の下、伝統的な役割を見直す必要があると考える。最近見られた株式と債券の正の相関関係は、サプライサイド主導のインフレーションにおいて信頼できるヘッジとしての限界を浮き彫りにしている。

同時に金利の方向性は、財政の動向、タームプレミアム、中央銀行の信認に一段と左右されるようになってきている。米国では、デフレーションが経済成長と財政収支に依存していると思われる。欧州では、低成長とエネルギーへの感応度が政策の道筋を複雑にしている。これは、単純なデフレーション・ベータよりも、キャリア、カーブポジショニング、選別的投資がより重要

となる環境であると言えよう。

より広く言えば、最近の市場の動きは、サプライショック下ではこれまでのヘッジとしての信頼性が低下しているという、構造的に無視できないメッセージがあると考えている。2022年と今回の有事の双方において、国債と金は一貫してリスク回避ができなかった一方、米ドルは主要なヘッジであり続けている。しかし、米ドルの上昇は限定的であると考えている。「米ドル安」が2025~26年の主要テーマであることを踏まえると、米ドルも完全に頼れるヘッジではないと思われる。

ショックの重なりや相関関係の不安定化が示すのは、ポートフォリオ構築において単一の安全資産を保有するよりも、さまざまなストレス局面で機能する分散投資手段を選定することが重要ということであろう。マクロ経済ならびに市場の変動性が上昇する局面では、投資家は通貨、コモディティ、オルタナティブ戦略を含む、より幅広いディフェンシブ資産を組み入れる必要があると考える。

図表3：資産クラス別見通し ▲ポジティブ ↔ 中立 ▼ネガティブ

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	↔	米ドル建て、ユーロ建て、英ポンド建て投資適格社債	↔/▲	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	▼	実物資産	▲▲	インド	▲
南欧	▲	インフレ連動債	↔/▲	米国/欧州ハイ・イールド社債	▼	ヘッジファンド	▲▲	香港	▲
新興国	▲	現地通貨建新興国	▲	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	↔/▲	インド	▲	米ドル建新興国債券（総合）	▲	米ドル	▼	中国人民元	▲
フロンティア	▲	中国	↔	グローバルABS	▲	新興国通貨	▲	日本円	▲

出所：HSBCアセットマネジメント、2026年3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。

# 投資家の注目点





## 投資家の注目点

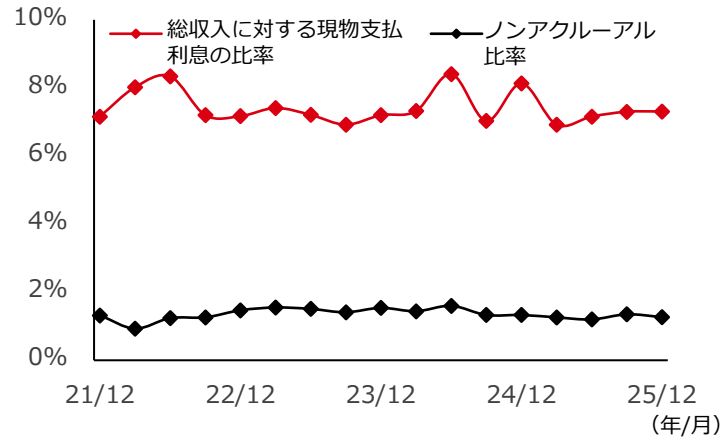
### プライベートクレジットは市場のリスク要因になり得るか？

プライベートクレジットが注目されている。投資家においては、プライベートクレジットを「急成長してきた分野であるが、同時に金融システムにおける脆弱性の源になっていないか」と捉えている面もある。当資産クラスは急拡大し、個人投資家によるアクセスも広がるなか、低流動性、ソフトウェア関連のエクスポージャー、事業開発会社（BDC）のストラクチャーなどを巡るストレスが意識され、局所的な問題がシステムミックな問題へ発展し得るのではないかとの懸念が強まっている。

しかし投資家にとり重要なのは、派手なニュースではなく、そのイベントが金融システム全体に波及するリスクを有しているか否かを見極めることである。この観点では、今のところ、そのイベントが全体に波及するというより、個別のニュースにとどまっている可能性が高い。プライベートクレジットは、拡大しているものの、クレジット市場全体という大きな枠の中では一つのセクターに過ぎない。米国のレバレッジド・ファイナンスではダイレクトレンディングが市場の約30%を占め、BDCの資産規模は約5,000億米ドルで、全体の約12.5%に過ぎず、規模は限定的と言える。

ただし、脆弱性がないという意味ではない。非上場のBDCでは、流動性の低い裏付け資産を保有する一方で投資家には定期的な換金機会を提供するという、典型的なミスマッチが露呈している。また、ソフトウェア向けの融資は、AIの勢いが既存のソフトウェア企業には逆風となり、焦げ付きにつながる可能性もある。

図表1：CDLI（Cliffwater Direct Lending Index）における総収入に対する現物支払利息の比率とノンアクルーアル比率



注：CDLI（Cliffwater Direct Lending Index）とは米国のミドルマーケット（中堅企業）向けダイレクトレンディングのパフォーマンスを測定する代表的な指標。ノンアクルーアル比率とは90日以上支払いが遅れるなど「不良債権の予備軍」である債権の比率  
出所：HSBCアセットマネジメント、Cliffwater、2025年12月

しかし、極めて高いソフトウェア向けデフォルト率とゼロ回収を含む厳しいストレス想定下でも、より強固なBDC構造は相応に資産カバレッジを有しているものと思われる。

低流動性に対する主な緩和要因の一つは、プライベートクレジットにおけるセカンダリー市場の拡大である。当市場は、従来は不良化したポジションを処分するためのニッチな出口に過ぎなかったが、今では出資者（LP）や運用者（GP）にとって、より幅広いポートフォリオ管理の手段へと発展している。セカンダリー取引では、投資家がファンドの持分を売ることが可能である。対象は、運用実績が積み上がり、既に利息収入が見られるファンドであることが多い模様である。セカンダリー市場経由は加速しており、2025年にはプライベートデット全体（2,341億米ドル）におい

て、セカンダリー市場経由は161億米ドルとなった。

セカンダリー市場に買い手資金が増えると、個人投資家の比率が高い投資ビークルが「売らざるを得ない状況」に陥った際の受け皿になるものと思われる。これにより、特定地域で発生した解約圧力が、市場全体の混乱に波及するリスクが低下すると考えられる。

また、銀行システムとの結び付きは、一部で語られているほど強くないように見受けられる。銀行とノンバンク全体との取引は増えているが、ノンバンクの中でもプライベートクレジットなどへの関与は、米大手銀行の貸出全体から見るとまだ小さい。加えて、これらは通常、シニア・セキュアード（優先担保付）かつオーバーコラテライズド（担保超過）で組成されている。従い、問題の本質は広範なバランスシートへの負の連鎖ではなく、限定的な信用ストレスにとどまると言えよう。

マクロ的観点では、プライベートクレジットがシステム全体の問題となる可能性は、経済全体にて過度なレバレッジが同時に積み上がっている場合に限られる公算が高いと考える。この点、米国の民間部門全体のレバレッジには現時点で、システム的な危機に先立って見られるような歪みは示されていない。

当面、プライベートクレジットは、低流動性、審査基準、セクター集中といった観点から厳重な監視を要する対象ではある。しかし、現時点で得られる状況を勘案すると、より広範に影響が及ぶ金融アクシデントの始まりというより、管理可能な範囲にとどまる信用問題であることが示唆される。



## 不確実性の高い状況でヘッジファンドは何を提供できるか？

伝統的な60/40ポートフォリオは近年困難に直面している。最も顕著だったのは2022年であり、中央銀行が金利を急激に引き上げるなか、債券と株式の双方が下落し、債券と株式の相関関係が明確にプラス領域に移行した。

このような状況下、オルタナティブ資産の一部は投資家に歓迎すべき救いをもたらした。特にヘッジファンドは、当時の市場のボラティリティを活用することができ、より伝統的な戦略が逆風に直面する中でも投資家に分散効果を提供できることを実証した。

この分散効果は現在、市場が経験している不確実性の高まる時期においても魅力的となり得るだろう。

中東紛争を受けてボラティリティは急上昇したが、過去の地政学的リスクおよび市場リスクが高まった局面では、熟練したヘッジファンド・マネージャーにとって有望な投資機会を提供してきた。

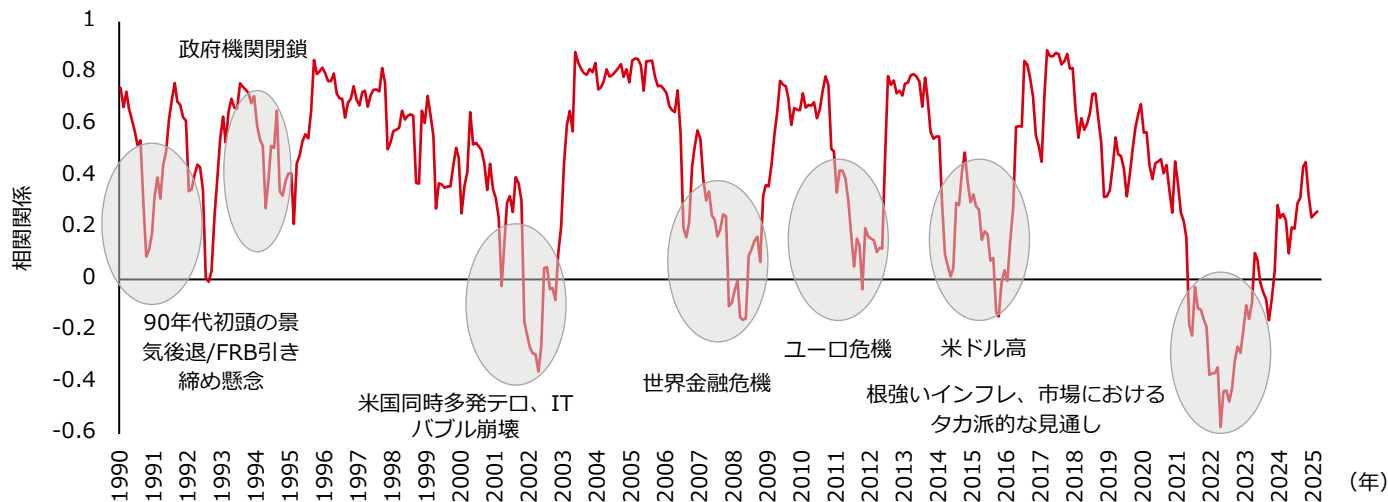
ヘッジファンドは金利、債券、コモディティ、為替市場などにおける価格の歪みを活用し、ロングとショート両ポジションを取り、状況の変化に応じてリスクを機動的に調整することができる。

地政学的リスクの急上昇は金利リスクなどを悪化させている。金利の方向性に関する確実性は大幅に低下しており、市場においてはこれまで利下げを予想していたが、一部の主要中央銀行による利上げを織り込み始めた。マクロおよびクレジット・ヘッジファンド・マネージャーにとり、金利上昇、分散の拡大、より持続的なボラティリティの上昇は、リターンの創出と下方リスクの管理の観点から前向きに取り組める環境と言えよう。

市場のボラティリティの上昇が注目される一方、コーポレートアクションが活発である。2025年年末にかけてIPO（新規株式公開）とM&A（合併・買収）は勢いを取り戻し、高い企業価値とタイトなクレジット・スプレッドが後押しした。2025年第4四半期にはM&A取引が前四半期比20%増加し、とりわけアジアでの伸びが顕著であった。

このような環境は、イベント・ドリブン戦略およびクレジット系ヘッジファンド運用者にとって投資機会を提供し得る。これらの運用者は、コーポレートアクションを巡って生じる価格の歪みなどを捉え、収益機会の獲得を目指すものになるだろう。

図表2：市場のボラティリティが極端に高まる局面における、ヘッジファンドと60/40ポートフォリオの相関関係



注：表示期間は1990年12月から2026年2月まで。伝統的な60/40ポートフォリオは60%の株式（MSCI World Index）と40%の債券（JP Morgan Global Government Bond Index unhedged in USD）で構成。ヘッジファンドはHFRI Macro Index。相関関係は12ヶ月ローリングベースで算出。

出所：HSBCアセットマネジメント、Bloomberg

**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3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。

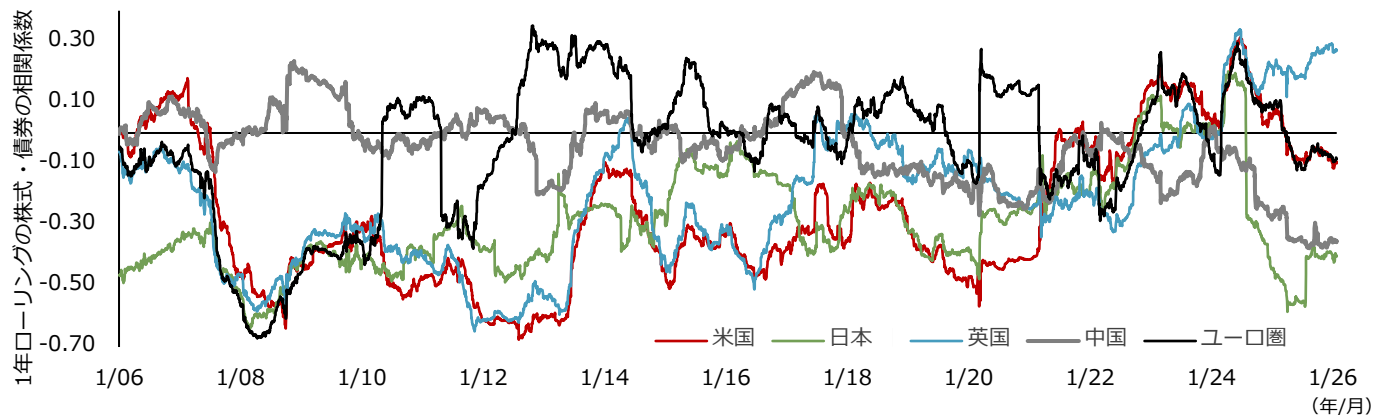


## 株式のテールリスクに対する万能なヘッジは存在するか？

中東での有事を受け、資産クラス全体でボラティリティが急上昇し、ディフェンシブ資産は投資家の注目を再び集めている。しかし、歴史が示すように万能なヘッジは存在せず、その有効性はボラティリティの原因と、より広範なマクロ環境に左右される。

国債は長らく安全資産であったが、2022年に株式と債券の双方で急激かつ同時に損失が発生したことで、両者の正の相関関係に再び注目が集まっている。しかし、株式と債券の相関関係は動的であり、かつ、マクロ環境に依存し、それが債券の株式に対するヘッジとしての有効性を決定することに留意が必要である。通常、実質金利が上昇しインフレリスクが支配的な場合、株式と債券の相関関係は強まる傾向がある。成長に対して下振れリスクが高まり、金融政策がより緩和的になると、質への逃避フローが見られ、通常相関関係は弱まる。

図表3：株式と債券の相関関係は時期と国・地域によって異なる



出所：HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2026年1月

**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3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。

歴史的には、株式と債券の正の相関関係が通常モードとして見られてきた時期もある。しかし、債券は18世紀後半にまで遡る多くの金融危機において、有効な下方リスクのプロテクションとなってきた。他方、債券は軍事支出が増大する時期には苦戦してきた。追加的な防衛支出の財政負担は、折に触れて債券保有者に転嫁されるためである。今日の財政赤字の拡大、防衛費の増加、そして持続的なインフレへの可能性という中で、投資家は国債が常に株式のテールリスクをヘッジすると想定することは困難であろう。

同様に、国および地域別の株式の相関関係はこの2年間で強まっており、殆どのペアは相関係数が0.6~0.8の範囲に集中している。代わりに、セクター分散がより重要な分散手段となっている。生活必需品、公益事業、通信などの分野はセクター間における相関関係が比較的低い。これらのディフェンシブな特性は、過去の危機時において有効性が見られたが、環境に関係なく機能するわけではない。クオリティやバリューなどのファクター・ティルトも、部分的ではあるが無条件ではない分散効果を提供してきた。

通貨とコモディティは安全資産としての一般的な投資先ではある。歴史的に、米ドル、スイスフラン、金は株式のドローダウン時に最も信頼性の高いプロテクションが見られたが、これらでさえ環境に依存する。ロシアのウクライナ侵攻後に実質利回りが急上昇した際に、金は軟調となった。昨年「解放の日」直後においては、米ドルは弱含んだ。米国の政策方針に対して信認が低下したためである。

最後に、オプションはボラティリティに直接連動しており、危機時には株式市場との信頼性の高い負の相関関係を提供してきたうえ、概して良好な流動性を維持している。プロテクティブ・プット、カバード・コールなど、採用できるオプション戦略はいくつかあり、下落への守りを強くすると、その分代償（コスト）が増える。ただし、どの手法もあらゆる市場環境で万能に機能するわけではない。

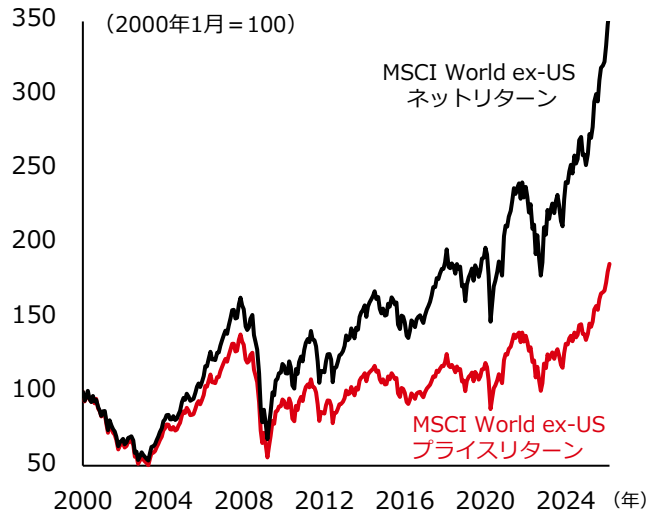
総合的に勘案すると、株式のテールリスクに対する万能なヘッジは存在しないため、実際にはディフェンシブなポジショニングは、単一の資産ではなく、現行のリスク環境に合わせて調整された分散投資が賢明と言える。最近の経験（債券がショックを一貫して緩和できなかった）は、「株が下がると債券が上がる」という関係が安定して機能しなかったということである。



## なぜ配当戦略が現在、株式において一段と重要なのか？

投資家は主にグロース株（実際には米国のグロース株）の保有によってリターンを得てきたが、配当収入の重要性がより説得力を増している。これはグロース株に魅力がないということではなく、市場環境がより変動しやすく、バリュエーションに一段と敏感になったためである。このような環境において、配当戦略は、リターンの創出を価格上昇のみに依存しないことで、株式市場への参加に対してよりバランスが取れた方法であると言えよう。その根本的な理由は、配当収入が長期的な株式リターンの重要なドライバーであり続けていることである。過去20年では、株式のトータルリターンのうち、半分超は配当収入を受け取り、それを再投資した効果から生じている。

図表4：プライスリターンとネットリターンの比較（米ドルベース）



出所：MSCI、HSBCアセットマネジメント、LSEG、2026年3月

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3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。

しかし、こうした寄与はキャピタルゲインが市場の話題を支配する局面には、しばしば過小評価される。歴史的に、配当ファクターは多くの投資家が想定するよりも耐性を有する。配当利回りは、様々なマクロ環境においてプラスのアルファを生み出しており、伝統的なバリュエーションとは異なり、景気が悪化する局面でも比較的良好的なパフォーマンスを維持することが多い。

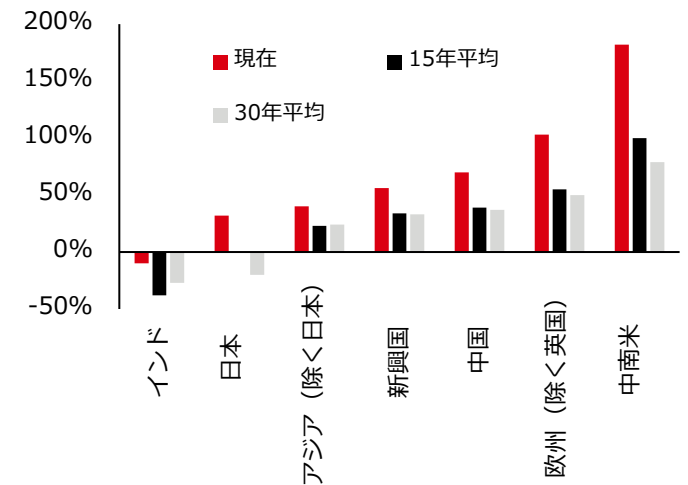
景気回復局面では、低迷していた株価が正常化する過程でバリュエーションの拡大の恩恵を受けることができる。景気拡大局面では、キャッシュ創出力の高い銘柄は相対的に堅調に推移するとともに、インカムによる下支えも提供する。景気減速局面では、投資家は可視性の高いキャッシュフローと確立された配当政策をより重視する傾向がある。金利上昇局面やインフレ環境下においても、市場は一般的に遠い将来のキャッシュフローに対する評価を引き下げ、短期的に資本還元が可能な銘柄に、より注目する傾向がある。

世界的に配当の支払いは増加し続け、一部の市場やセクターに限定されず、全体に広がっており、過去最高水準に達している。この広がりには重要である。なぜなら、配当収入への機会が乏しいわけではなく、単にグロース株への注目によって影が薄くなっていただけである。地域別に見ると、配当収入は成熟した先進国市場と結びつけられることが多いが、アジアにおいても次第に重要性を増している。特に、より強固なバランスシート、ガバナンスの改善、配当性向の上昇が、配当と自社株買いの双方の余地を生み出している地域ではなおさらである。

より広い視点で見ると、配当収入は現在において特に価値あるもの、すなわち分散効果を提供する。配当戦略はグロース株からの逃避としてではなく、様々な市場環境においてより強靱な株式配分を構築する手段と

して、その重要性が増している。

図表5：米国に対して国・地域別の配当利回りが何%高い、ならびに低いか



※上記の算出方法：(国・地域の配当利回り ÷ 米国の配当利回り - 1) × 100

出所：MSCI、HSBCアセットマネジメント、LSEG、2026年3月

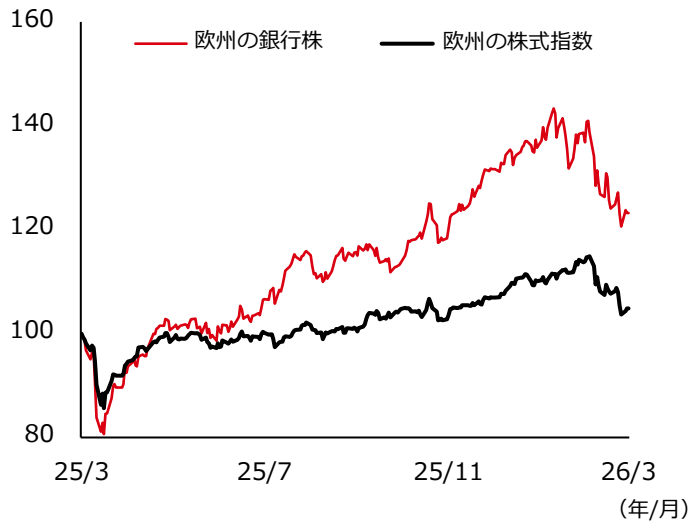
現在の環境において配当収入を考える最も有効な方法は、純粋な配当利回り戦略としてではなく、配当利回り、グロース、バリュエーションという3つのファクターをバランスよく捉えることである。これにより、ファクターの集中を緩和し、バリュエーション拡大への依存を減らし、市場環境が厳しくなった際にも、より持続的なリターンの源を提供することが可能と考える。投資家はグロース株から手を引くべきということではない。市場が景気や金利環境に対して耐性を有し、資本配分や財務の規律が見られるなか、配当が株式市場の下支えになっていると言えよう。



## 人気のなかった欧州の銀行株が注目された理由は？

欧州の銀行は2度の大きな危機と当局からの厳しい監視によって信頼を失ったセクターとして、長い間投資家から敬遠されてきた。収益性は2008年の世界金融危機と2012年の欧州債務危機を通じて急低下し、その後のマイナス金利時代には低迷が続いた。しかし、最近になって同セクターは息を吹き返し、過去1年間において株価は欧州の他のセクターをアウトパフォームしている。

図表6：欧州の銀行株の推移



注：使用した指数は以下の通り。欧州の銀行株はMSCI Europe Banks Index、欧州の株式指数はMSCI Europe Index  
出所：HSBCアセットマネジメント、Factset、2026年3月

復活への道のりは多面的なものであった。銀行は現在、危機後に取り組んだ痛みを伴う施策の成果を享受している。店舗閉鎖、人員削減、非中核事業の売却を含む広範なコスト削減プログラムにより、事業モデルは簡素化された。

同時に当局が課した厳格な自己資本規制により、バランスシートは強固になり、資本ポジションは危機前の時代と比べて著しく強化された。この強固な資本とキャッシュの創出は、配当と自社株買いを通じて株主に還元されることが多く、高水準かつ安定的な配当性向につながっている。外部環境も重要な役割を果たしている。2022年以降のインフレ加速により、欧州中央銀行はマイナス金利政策を放棄し、急激な利上げを余儀なくされた。これによりイールドカーブはスティープ化し、銀行の純金利マージンは危機前の水準に回復した。

欧州の銀行業界は均質ではなく、大きく3つのカテゴリーに分類することができる。第一のグループは、リストラクチャリングまたは自助努力の事例である。これらの金融機関は引き続きビジネスモデルの簡素化、非中核事業の売却、収益性の高いセグメントへの再注力、コスト削減を進めている。投資家にとり、上昇余地がある一方で、計画に沿って改革を遂行できるかという実行面でのリスクもある。

第二のグループは、南欧および東欧の成長ストーリーで構成される。これらの銀行は、GDP成長率が高いものの、銀行サービスの普及率が低く、中間層の拡大に伴い金融サービスへの需要が拡大している市場で事業を展開している。グロースと配当利回りの双方を提供するが、追加的な地政学的リスクと規制リスクも伴う。

第三のグループは、高い資本還元を行う、リテールに注力したチャンピオン企業で構成される。これらの銀行は国内市場で優位な地位を占めることが多く、リテールバンキング、中小企業向けバンキング、ウェルスマネジメント業務において強力な事業基盤を有している。安定し、かつ予測可能な配当の実績を背景に、一般的により高いバリュエーションで取引されている。

また、当地域において現在好調な銀行があることも見逃せない。最も顕著なのは、かつて欧州債務危機の震源地であったギリシャの銀行、また南欧の銀行、特にスペインとイタリアの銀行の劇的な復活である。これらの銀行は与信ポートフォリオの強化において大きな進展を遂げ、新たな金利環境の中で好調に推移している。

現段階では、同セクターにリスクは依然として残っており、特にプライベートデットやシャドーバンキングにおける最近の動揺が注目される。主なシステミック・リスクは、銀行の支払能力よりも、ノンバンクの与信市場からの二次的影響に関するものである。それでも、欧州の銀行は潜在的な嵐を乗り越えられる、良好な状態にあると考える。

ファンダメンタルズの改善と株価の大幅な上昇にもかかわらず、欧州の銀行株は引き続き市場全体と比較して割安な水準で取引されている。このため、投資家は同セクターの収益性改善と資本ポジション強化から引き続き恩恵を受ける余地があるが、同セクターにおける多様性を勘案すると、選別的なアプローチが求められる。

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3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。



## 中国の成長モデルの転換は、投資ストーリーをどのように変えつつあるのか？

中国ではコロナ禍後に回復が見られたものの、いくつかの構造的課題を伴っており、デフレが最も重要な課題の一つとして浮上している。供給過剰な産業における破壊的な価格競争が、価格低下と企業の収益性圧縮をもたらしている。当局は、価格の底値競争を抑制することを目的とした「反内巻」キャンペーンで対応している。より幅広い目標としては、経済的インセンティブを生産性、イノベーション、より高い付加価値創造に向け直すことで、低品質で低コスト主導の経済拡大から、イノベーション主導の成長へと経済を方向転換させることが挙げられる。

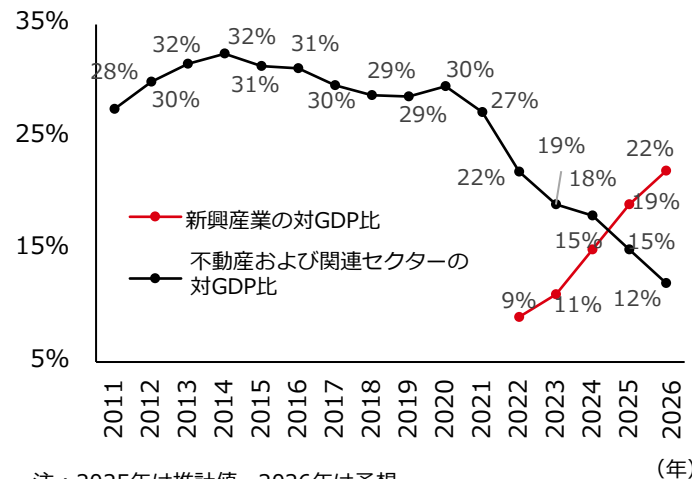
この方向性は3月に開催された直近の全国人民代表大会で強化され、当局は技術力、産業の高度化、内需が次の成長段階を形作ると強調し、広範な景気対策への依存からの転換を示した。同様の優先事項は中国の第15次五ヶ年計画の中核にあり、より自立的で質の高い成長モデルの主要な柱として、技術力の強化と生産性の向上に重点を置いている。

中国はこのリバランシングにおいて、既に大きな進展を遂げている。中国はAIの開発と普及において存在感を高めており、大企業がAIアプリケーションを大規模に展開している。バイオテクノロジーも進展が見られる分野であり、中国企業は初期段階の分子を開発し、世界的な製薬メーカーにライセンス供与しており、知的財産へのイノベーションにおける段階的なシフトを示している。

一方、先端製造業では、中国はロボティクス分野でリーダーとしての地位を確立しており、サプライチャー

ンの現地化に伴い世界的な競合他社に対する価格優位性をもたらしている。

図表7：中国の不動産セクターと新興産業の対GDP比



注：2025年は推計値、2026年は予想

出所：MSCI、Bloomberg、RIMES、Factset、Morgan Stanley Research、2025年12月

投資家にとって、この長期的な構造変化は重要である。このような背景の下、中国の株式市場はバリュエーション主導の局面から、業績主導の回復へと徐々に移行している。この回復は、需要の安定化、価格規律、緩やかなリフレッシュの支援を目的とした政策措置によって後押しされている。

注目すべきは、株式市場の拡大が過去のサイクルとは異なる構成になる可能性が高いことである。電気自動車、先端製造業、バイオテクノロジーなどの新産業が、課題を抱える不動産セクターに代わって収益成長の主要なエンジンとなりつつある。

さらに、国内要因が中国の資本市場に追い風をもたらしている。中国の家計は近年、多額の現金貯蓄を蓄積しており、預金は現在、GDPを上回っている。預金金利が低下するにつれ、預金の一部はより高利回りの金融資産に移行する可能性が高く、国内株式や投資ファンドへの配分が増加している兆候が既に見られる。

中国の債券市場もグローバルな観点から、より重要性を増している。現在、世界第2位の債券市場であり、規模とポートフォリオにおける分散投資のメリットの双方を提供する。中国国債の主な特徴は、グローバルの金利サイクルから相対的に独立性が見られることである。現在、中国が直面するデフレ圧力は、他の多くの主要経済国で見られるインフレ圧力と金融引き締め的な環境とは対照的である。中国の債券利回りは主に国内要因に反応するため、歴史的に他の主要債券市場との相関関係が比較的低く、人民元建て債券はグローバルポートフォリオにおいて分散投資の手段になり得る。

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3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。



## 米国との貿易協定の合意を受け、インド資産はどれほど魅力的な投資先と言えるか？

最近の資金流出、割高なバリュエーション、地政学的な緊張にもかかわらず、インド資産に関しては、市場の表面的な動きが示唆するよりも強靱であると考えられる。株式については、国内における堅調な流動性が引き続き重要な役割となっており、債券については、大量国債発行と同時に、規律ある財政運営を背景に、リターンに対するプラスおよびマイナス要因が交錯する。

米国との貿易協定合意（2026年2月）前において、インド株式には2025年に約180億米ドルという海外投資家からの過去最大の年間純流出額が見られた。しかし、貿易協定合意後においてNifty 50とインドルピーの双方は安堵感から上昇し、投資家は貿易関連のノイズではなくファンダメンタルズに再び注目し始めた。

ボラティリティが見られるものの、インド株式を巡る投資環境は良くなってきていると考える。中東情勢の悪化が長期化し経済に影響を与えない限り、市場の流動性は潤沢であり続けると考えられること、企業利益が安定しつつあることが、支援材料と言える。

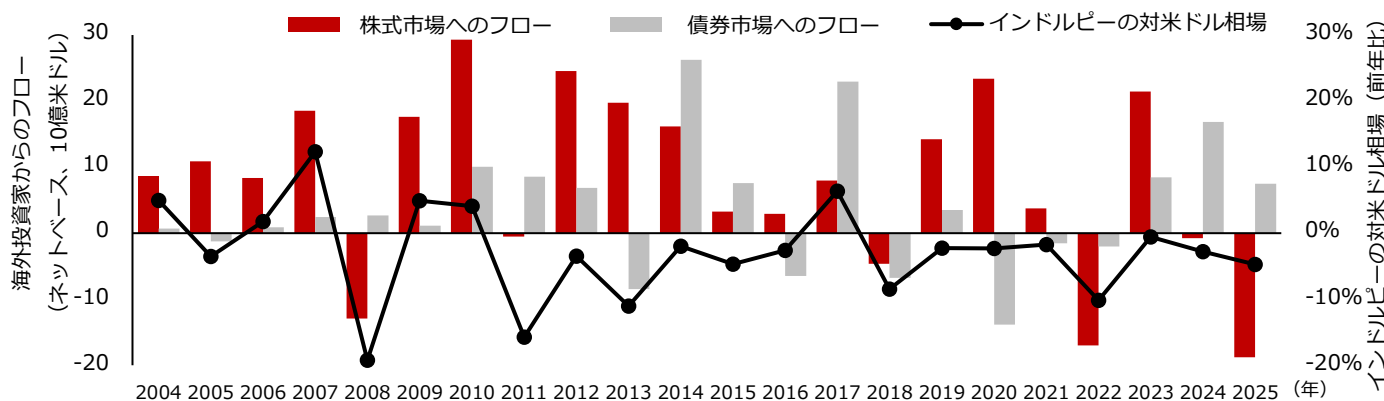
国内投資家層の厚みが増したことは、重要な緩衝材となっている。国内機関投資家と着実に増加する個人投資家の参加により、合計約860億米ドルが市場に流入し、海外勢の売りを相殺し、ドローダウンを抑制し、ボラティリティを平準化している。国内資本への依存度が高まっていることは、インド株式が過去のサイクルと比較して、グローバルなリスク選好の変動の影響を受けにくくなっていることを意味する。企業業績の見通しに関しても安定性が増している。金利低下と、金融、不動産、一般消費財などの金利感応度の高いセクターにおける営業レバレッジの改善により、従来見られた予想の下方修正はほぼ収束している。

米印貿易協定の合意は、繊維、宝石・宝飾品、水産物およびその他の関税感応度の高いカテゴリーにおける輸出量と利益率を徐々に押し上げることで、時間の経過とともに企業収益への追い風となるはずである。

また、貿易協定はインドの債券市場にも好影響を及ぼす。国債発行は引き続き多額になる見込みで、最新の国家予算案では財政赤字を緩やかな縮小軌道に維持しながらも、歳出は前年比7.7%増と予想されている。この観点から、米国との貿易協定が締結されれば、国際収支見通しの改善と通貨におけるリスクプレミアムの低減により、主要な外部制約が取り除かれ、多くの海外投資家からの関心が見られ、国債供給の吸収を促すものと思われる。社債では、堅調な内需と輸出の追い風が企業のファンダメンタルズを支えており、スプレッドの拡大圧力を和らげよう。

全体としてインド資産への投資妙味は、何か1つの政策で状況が好転するという安心感に頼るものではなく、むしろ、国内の下支え要因（内需や資本市場への参加者の厚みなど）と、外部環境の追い風が同時に効いて、どれだけプラスに働くかが鍵であると言える。

図表8：インド市場への海外投資家からのフロー（ネットベース）とインドルピーの対米ドル相場（前年比）



出所：HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2026年3月

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3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。

## 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。

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

 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)

