

利回りを活用する



グローバル・インベストメント・アウトルック
2024年 ミッドイヤー

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	
エネルギー関連発行体のネットゼロへの移行に 関するトラッキング	14
探究する価値のあるフロンティア市場	18
新興国市場にスポットライトを当てる	22

はじめに

はじめに

「ミッドイヤー・グローバル・インベストメント・アウトLOOK」へようこそ。今後数ヶ月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。

2024年の上半期は、特に金利見通しの変更を受け、大きなトレンドの変化が見られた。当社は、経済状況の多様化に伴い、中央銀行の政策優先順位にもばらつきが生じていると考える。特に注目すべきは、欧州とラテンアメリカでの利下げは、米国にて底堅い経済成長が見られる中で、米連邦準備制度理事会（FRB）が「長期にわたり高金利を維持」するという慎重な姿勢を表明していることと対照的である。

サービス部門のインフレがなかなか緩和されないことを受け、欧米の中央銀行は戦略を見直している。世界経済は「ソフティッシュ・ランディング（多少の景気減速や資産価格の下落が見られても、インフレは抑えられる）」に向けて舵取りを続けている。経済の底堅さは、堅調な労働市場と積極的な財政政策によって支えられてきた。労働市場の軟化と財価格のインフレ沈静化により、インフレは徐々に緩和傾向に向かうと当社では見ている。しかし、この道筋は、多極化が進む世界情勢の中で、ますます険しくなりつつある地政学的な状況の行方に依存している。

アジアや新興国への経済力のシフトはより顕著になり、過去30年間に比べ、経済の供給サイドはより多くの課題に直面している。その結果、インフレ率の上昇や潜在生産能力の低下を招く可能性がある。

保護主義的な政策が台頭し、各国が経済政策を競い合う時代において、投資家は、高まるボラティリティや各国間に見られる経済ダイナミクスの格差を勘案し、戦略を改めて見直す必要がある。

このような現状を踏まえ、当社では「ディフェンシブ・グロース」のスタンスを維持し、株式や債券については質と選別性に焦点を当てている。当社のアプローチの中核をなすのは、米国債や英国債の魅力的な利回りに注目した「利回りを活用する」という戦略である。同様に魅力的なのが世界の社債市場における投資機会である。スプレッドは縮小しているが、インカムゲインを追求する投資対象としては、投資適格債や高品質のハイ・イールド債に絞込む必要がある。これは、金利変動リスクの低減にもつながる証券化商品にも当てはまる。

それとは別に、新興国における成長見通しは、グローバルに見て相対的に明るい。株式市場のバリュエーションは比較的安定しており、通貨はFRBの政策転換の恩恵を受ける可能性がある。新興国市場における各々の特異な市場動向はまた、ポートフォリオにおける分散を図る余地があることを示唆している。より具体的には、当社は引き続きアジアを重視している。中国の景気下支え政策により成長が安定化し、インドやインドネシアなどの国々では、構造的および循環的な経済成長機会が魅力的である。

長期的には、メガトレンド（人口動態、グリーンシフト、地政学など）の結果として、インフレ圧力が持続し、債券と株式の相関関係がさらに不安定になる可能性がある。

新興国では、国によってダイナミクスが大きく異なるため、地理的な細分化を通じて分散化と収益性の向上を図るべきである。投資家は、多極化する世界に対応し、実物資産や自然資本などのオルタナティブ投資など、成長を志向しながら賢明な分散投資を行う戦略を準備しておく必要がある。

「地政学的要因が市場に与える影響が増大していることは、インフレのボラティリティの上昇や潜在成長率の低下など、新たな時代への移行を示唆している。」



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、2024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。

マクロ経済見通しと市場への影響



マクロ経済見通しと市場への影響

世界経済が「ソフトランディング」に落ち着きつつあると見られているなか、長期化が見込まれる引き締めの金融政策と並行して、底堅い成長が予想されていることから、長期的な見通しは不透明となっている。

景気抑制的な金融政策が見られるなか、堅調な労働市場と積極的な財政政策がソフトランディングのシナリオを下支えしてきた。しかし、地域により経済状況が異なるという特異な傾向が現れ、中央銀行の政策優先順位に若干のばらつきが生じている。

米国、インド、アジアの先進国の一部、新興国などの地域は底堅い経済成長を見せているが、欧州経済は実質成長が振るわない状態が続いている。

その結果、欧州とラテンアメリカの中央銀行はFRBに先駆けて利下げを行ったが、ブラジルやメキシコなどではFRBの動きに対応して戦略を調整している。

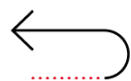
インフレに関しては、2024年初頭に一部の国の経済で好ましくない物価上昇圧力の復活が見られ、デysinフレのプロセスが予想よりも遅くなり、よりまだら模様になる可能性があることが示された。しかし、最近のデータによると、インフレは「粘着性はあるが、足踏み状態ではない」ことが示唆されており、本年下半期にはさらに改善が進むと予想される。

第1四半期に欧米諸国の経済はインフレ率の高騰を経験したが、日本は予想外のインフレ率の低さという対照的な結果となった。新興国でもインフレ率は低下しており、中国ではデフレから徐々に脱却しつつある。当社は、米ドルに対する通貨安は新興国にとりリスク要因ではあるが、リスクの程度は強みを上回るものではないと考えている。

各国のダイナミクスが異なることが、それぞれ特異の収益要因を提供していることから、各国ごとの詳細な考察がより重要になる。バリュエーションが一部で割高に見えるため、欧米のリスク資産については慎重に見ている。当社は「ディフェンシブ・グロース」というポジションを維持し、実物資産と「オールイン利回り」、すなわち債券における金利の部分だけでなくトータルの利回りがもたらす好機を追求している。新興国市場やフロンティア市場を筆頭に、ハイ・イールド債や投資適格債には投資機会がある。

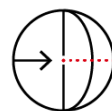
長期にわたる高金利環境、中国の成長課題、2024年の米ドル高に対して、新興国は驚くべき耐性を示した。中国政府の積極的な政策によって支えられている新興国市場の成長プレミアムは、長らく待ち望まれているFRBによる利下げや米ドル安の可能性を後押し材料として、新興国資産に対する当社のポジティブな見通しを裏付けるものである。

図表1：利回りを活用する- 投資テーマ



債券の復活

- ・ 金利見通しは上半期に修正
- ・ 利下げとデysinフレのなか、高いキャリイと「オールイン」の利回りが、下半期の債券投資の収益改善を示唆
- ・ 悲観的な成長シナリオ、あるいは積極的な金融政策の転換が見込まれるため、デデュレーションがリターンを押し上げる鍵となろう



新興国市場のリーダーシップ

- ・ 割安なバリュエーションと成長の裾野の広がりにより、新興国市場が主導権を握る契機がもたらされよう
- ・ 重要な課題は、米ドル相場方向性とFRBの政策転換の度合いである。しかし、新興国では米国への依存度が低下しつつある
- ・ 多極化する世界において、新興国やフロンティア市場の動向はより特異的である



実物資産における真の役割

- ・ 経済情勢の変化により、中期的にはインフレ環境がより不安定になる
- ・ これは、株式と債券の相関関係に極めて大きな意味合いを持つ
- ・ 現在のプライシングは、多くの実物資産に対し魅力的な投資機会を提供している

出所：HSBCアセットマネジメント、2024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

「ソフティッシュ・ランディング」が引き続き当社の標準シナリオであり、深刻な景気後退を回避した緩やかな景気減速を想定している。つまり、インフレが粘着性から抜け出すということだ。

成長の裾野が広がり、インフレが改善傾向に回帰している兆しが見られ、企業収益も良好な模様で、政策立案者も方向転換しているなど、ポジティブな材料は多々ある。同様にリスクも存在する。そうしたリスクは、地政学や選挙、長期にわたる高金利の影響や政策ミスの可能性、予想以上に景気が冷え込む恐れなど、さまざまな分野に由来している。

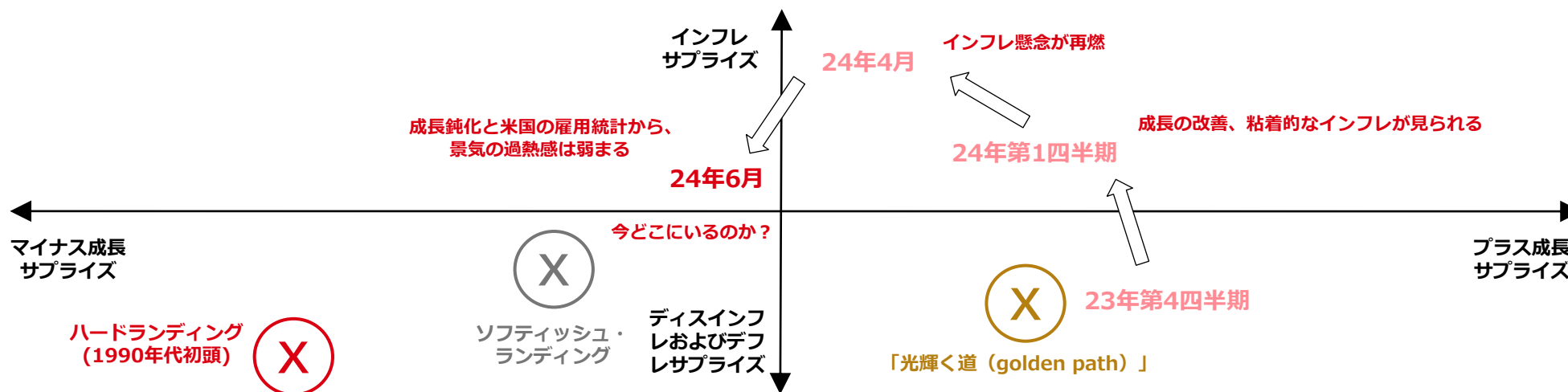
当社のシナリオでは、労働市場は徐々に軟化し、失業率は緩やかに上昇すると予想している。サービス部門のインフレを抑制するにはこれで十分であり、一方、財部門のインフレは依然として安定している。これが意味するのは、インフレ率が目標値に向かって低下し、中央銀行が利下げを実施することが可能になるということである。現在のところ、本年中にFRBが2回の利下げを行うというのが当社の標準シナリオである。重要なこととして、地域によって成長率やインフレ率のダイナミクスが異なるため、政策のばらつきが顕著になり、国や地域により特異的なリターンが生まれる可能性が想定される。

全体的には慎重ながらも楽観的な見方を維持しているが、現時点では「利回りを活用する」という戦略が望ましいと考える。需要の冷え込み、企業利益の減少、緩やかな利下げ、長期プレミアムの上昇が複合的に作用すれば、リスク資産にとり舵取りが難しい状況となる可能性がある。せいぜい、不安定な市場見通ししか期待できないだろう。

現時点では可能性は低いと予想されるが、経済が急激に冷え込むという下方シナリオも考えられる。その要因としては、金利が高すぎる状態があまりにも長く続くことが挙げられる。これにより、軽度の景気後退や金融面におけるストレスが生じる可能性がある。

逆に、当社が「光輝く道（golden path）」と呼ぶ上方シナリオは、現在の市場におけるプライシングと整合している。これは「プラスアルファのソフトランディング」という結果であり、AIによる生産性の向上、移民の増加や医療・保育サービスの改善による労働力の供給増加といった要因に依存している。特に、高齢化が進む社会においては長期的な観点で非常に重要である。これが実現すれば、経済はより速く成長し、より多くの利益を生み出し、最終的には長期にわたる高金利が維持されることになる。当社は建設的な景気シナリオを描いているものの、市場の一部が織り込んでいるほど必ずしも楽観的ではない。

図表2：これまでの道のり、そしてこれからの方向性は？マクロ的な状況を踏まえたシナリオ



出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。



市場への影響

市場の活況は、理想的な状況下でのソフトランディングへの期待を反映している。当社では「ディフェンシブ・グロース」の方針を維持し、新興国を含む債券市場に投資機会を見出している。

リスク資産が直面すると思われる、様々な潜在的な難題を考慮し、マルチアセットのポートフォリオにおいて、当社では株式よりも債券を 선호している。

本年の上半期にFRBの金利見通しが修正されたことで、中核国の債券市場に変動が生じている。しかし、この修正により、「利回りを活用する」観点から魅力的な投資機会が生まれた。

当社では、厳選した銘柄に投資することで資金を活用するという立場を取っている。グローバル投資適格債、アジアハイ・イールド債、プライベートクレジットにおける収益機会を当社は選好している。スプレッドはタイト化しているものの、オールイン利回りを勘案する必要がある。

各中央銀行が利下げに舵を切る傾向は今後も続き、欧州中央銀行とカナダ中央銀行は既にFRBよりも先に利下げに踏み切っている。これは、本年下半期の債券市場にとり明確な追い風となるはずだ。

ラテンアメリカと欧州の新興国の中央銀行は、世界的な金融緩和サイクルを主導し続けると予想されるが、米ドル高による為替変動を避けるため、ペースは緩やかになるだろう。これは新興国債券に対する当社のポジティブな見方を裏付けるものであるが、中央銀行の政策にばらつきがあるため、為替リスクと金利差の評価は必要である。

全体として、中国の新たな経済政策の積極化に後押しされた新興国の成長プレミアムが、見通しを支えている。FRBによる利下げと米ドル安が明白な好材料であることは確かだが、中期的に力強いパフォーマンスが期待できるという見方は強固なファンダメンタルズと割安なバリュエーションに裏付けられている。加えて、株式に関しては、当社は先進国市場よりも新興国市場およびフロンティア市場を投資対象として選好している。さらに、異なる経済背景は分散投資のメリットを生み出す。

長期的には、地政学的要因が市場ダイナミクスに一段と影響を与えるようになり、インフレのボラティリティの上昇、潜在成長率の低下、株式と債券の相関関係の変容といった新たな時代への移行が示唆される。ポートフォリオの安定性を高めるため、オルタナティブ資産を確保することは必須であり、分散化は優先されるべきである。例えば、インフラや自然資本などの実物資産は、債券利回りの変動の中でも、ディフェンシブな特性と安定したリターンを提供することが可能と見ている。

図表3：資産クラス別見直し ▲ オーバーウェイト ↔ 中立 ▼ アンダーウェイト

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	▲	ユーロ・英ポンド建投資適格社債	▲	上場不動産	▲▲	中国A株	▲
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	▼	ダイレクトレンディング	▲▲	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	↔/▲	自然資本	▲▲		
				グローバルABS	▲▲	米ドル	↔/▼		

出所：HSBCアセットマネジメント、2024年6月時点の資産クラス別長期見直し（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。

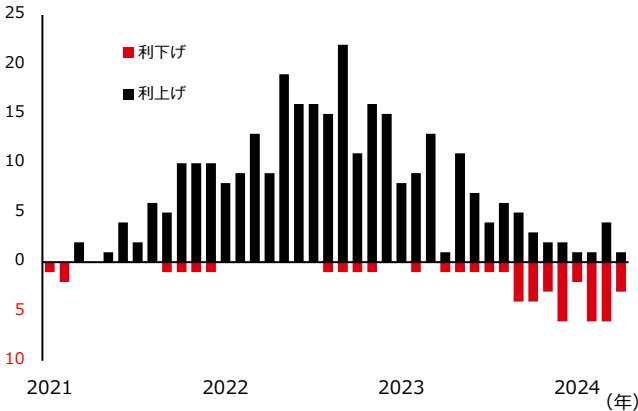


債券の復活

インフレ抑制のための積極的な利上げにより、過去15年間で最高水準の利回りが実現し、さらに直近2年間は逆イールドカーブとなっている。

こうした状況は、投資家が魅力的な利回りを活用しながらデュレーションリスクを最小限に抑えることができる、稀な投資機会を提供している。年末までの利下げのペースは不確実であり、市場が年初に予想していたよりもはるかに緩やかになると思われるが、既に一部の市場で始まっている利下げの流れはさらに加速し、以下の赤い棒グラフはさらに伸びることになるだろう。高利回り、金利低下による資産価格の上昇が組み合わさることで、経済やリスク資産が低迷した場合でもある程度のプロテクションを確保できるとい、魅力的な選択肢が提示されている。

図表4：政策金利の引き下げ - 世界中で一斉に政策金利を変更した中央銀行の数



出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2024年4月

出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。

米国債と英国債は魅力的であり、景気悪化により中央銀行がより積極的な政策転換を行うことになれば、相当なりターンが得られる可能性がある。

魅力的なオールイン利回りは、投資適格債とハイ・イールド債の双方にて投資機会を提供している。マクロ経済の動向は底堅く、企業のファンダメンタルズも堅調であるため、デフォルト予想は抑制されている。これにより、期待収益率は引き続き高い。一方、スプレッドは過去数年間で最もタイトな水準にあるため、当社では質の高い銘柄やディフェンシブセクターに着目している。

新興国債券では、金利が長らく高止まりする状況、中国の成長課題、米ドル高にもかかわらず、堅調さを維持していることから、当社のポジティブなスタンスはさらに強まった。このシナリオの鍵を握るのは、力強い成長と外部からの圧力に対する耐性、そして政策の信頼性の向上という強固なファンダメンタルズである。特に魅力的な新興国債券市場として、インド、インドネシア、メキシコを高く評価している。

一方、アジアのハイ・イールド債は、中国の不動産市場の低迷により、近年は苦戦を強いられている。しかし、中国の景気下支え政策により、本年に入ってからパフォーマンスが好転している。中国における継続的な政策支援と比較的堅調なアジア地域の成長見通しにより、当社は当資産に関して引き続きややポジティブな見方を維持している。

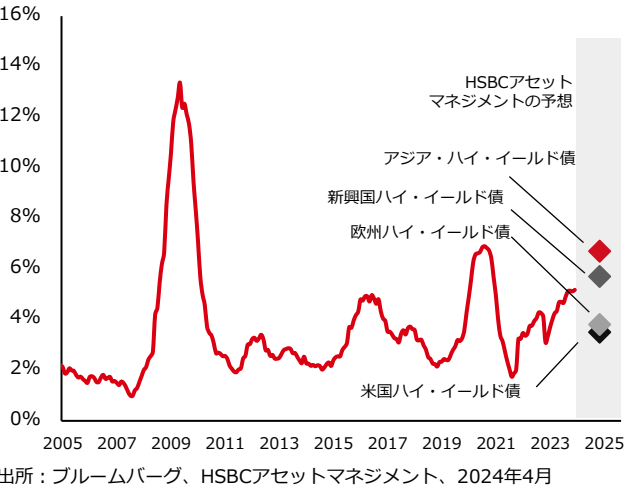
当社が選好するもう一つの投資セクターはプライベートクレジットであり、これは通常変動金利債務で構成され、金利上昇局面において従来の債券投資を上回るパフォーマンスを実現している。今後、必要不可欠なインフラ整備におけるプライベートクレジットの役割は、安定したキャッシュフローの創出とクレジットの品質を支え、最終的には債券全般にとって重要な鍵となる。

図表5：米国債利回りの異なる変動幅における12ヶ月間の予想トータルリターン

	300bps	100bps	50bps	-50bps	-100bps	-300bps
2年債	-0.3%	3.1%	4.0%	5.8%	6.7%	10.4%
5年債	-7.3%	0.3%	2.4%	6.6%	8.8%	18.3%
10年債	-15.5%	-3.0%	0.6%	8.3%	12.4%	30.9%
20年債	-23.3%	-6.9%	-1.5%	11.1%	18.2%	52.2%
30年債	-25.6%	-9.4%	-2.9%	12.8%	22.1%	68.9%

出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2024年5月

図表6：過去12ヶ月間のグローバルのハイ・イールド債のデフォルト率



出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2024年4月

注目ポイント

注目ポイント

どの地域のインフラ整備がポートフォリオに利益をもたらすだろうか？

インフラ関連資産については、開発ニーズの高まりと安定したキャッシュフローが、当社のディフェンシブな投資方針に合致しており、概ねポジティブに捉えている。当社は、今後堅実な成長が見込まれ、かつインフレも比較的穏やかな見通しであるアジアに、特に大きな投資機会があると考え。アジアの多くの市場は、インフラ向けの投資資金を調達する上で健全な状態にある。こうした投資の多くは再生可能エネルギー発電に重点が置かれており、アジア各国政府は、持続可能な形で需要増に対応するため、インセンティブ、補助金、優遇政策を通じて再生可能エネルギーを積極的に支援している。

アジア各国は、インフラ投資と開発において異なる段階にある。中国は化石燃料からの移行に向けて、エネルギー投資に既にどの国よりも多くを費やしているが、それでもネットゼロ目標を達成するにはその投資額を2倍以上にする必要がある。一方、日本やインドは目標を達成するために投資を大幅に増やす必要がある。

この地域における再生可能エネルギーへの必要な投資規模は膨大であり、多くの国にまたがっている。そのうちの数ヶ国は、民間セクターの参加によるインフラ整備の長期的実績を有している。アジアの中規模市場に焦点を絞ることで、意思決定プロセスの迅速化や市場の変化への速やかな適応といった、動きの遅いことが多い欧米の大規模プロジェクトにはないメリットが得られる。

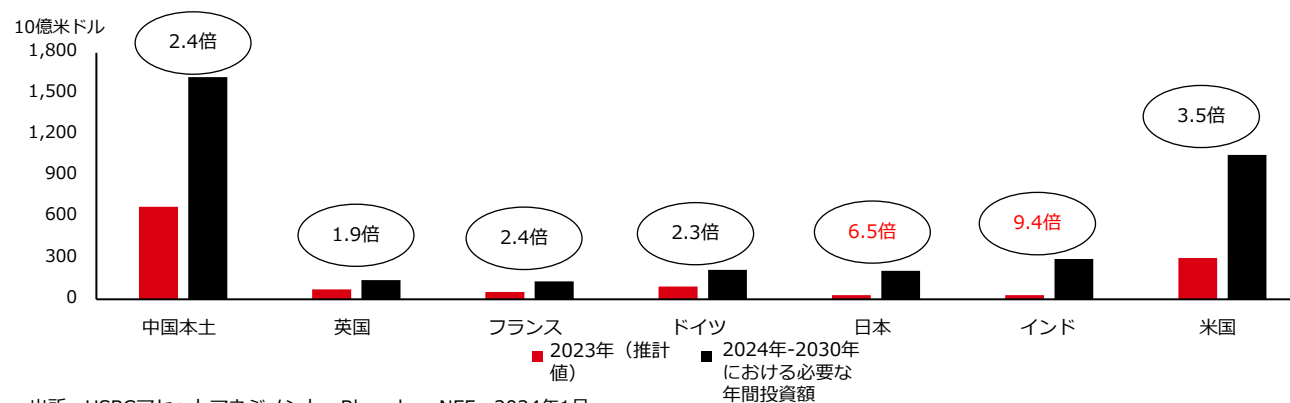
こうした迅速な対応力は、再生可能インフラの急速な展開に直結する。

アジア全域で市場機会が際立っていると見られているうえ、この地域には日本のように大きな潜在力を秘めた特筆すべき国々がある。世界有数の工業国のひとつである同国は、従来のエネルギー源から再生可能エネルギーへの移行において他国に遅れをとっている。

その反面、日本のテクノロジーセクターも成長しており、データセンターやデジタルインフラに重点が置かれている。これらは電力消費量が大きく、多額の先行投資が必要である。さらに、生成されるデータ量が増加しており、人工知能などの高度なアプリケーションが処理（および消費電力）量を一段と増加させている。ネットゼロ目標とそれに対応する規制圧力から、データセンター運営側は当然、電力源にますます注目するようになっていく。日本でも、再生可能エネルギーは主要な電力源として、あるいは電力供給が中断された際のバックアップとして、需要が高まっている。

日本政府も、発電と送電網のさらなる拡大に向けた基盤整備に投資しており、例えば今後10年間で送電線の増強に500億～600億米ドルを投資する計画を発表している¹。

図表1：ブルームバーグ・ニュー・エナジー・ファイナンス（BNEF）による「長期エネルギー見通し（New Energy Outlook）2022」のネットゼロシナリオに基づく、2023年のエネルギー転換投資と必要な年間投資額、および現在必要な投資額の倍率



出所：HSBCアセットマネジメント、BloombergNEF、2024年1月

¹ Together for Action: Japan's Initiatives for Achieving the Common Goal of Net Zero by 2050 | The Government of Japan – JapanGov. 出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。



気候変動がポートフォリオに及ぼす長期的な影響にはどのようなものがあるか？

当社では最近このテーマについて調査を行い、その結果を『Journal of Portfolio Management』誌に発表した。まず、気候変動と資産価格の時系列的な関係性を分析しても、殆ど有益な知見は導かれず。気候変動の累積的影響と今後の潜在的な気候の転換点に鑑みると、将来的な影響は過去に経験したものよりも深刻なものになるだろう。

このため、気候変動が将来的にGDP成長率やインフレ率などの主なマクロ変数にどのような影響を与えるかを検証する前に、当社では気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（NGFS）が作成したシナリオに基づいて、資産価格リスクとこれらの変数との長期的な関係に焦点を当てた。

当社の分析では、一般的なマルチアセット・ポートフォリオのリスクを構成する3つの主要要素、すなわち株式ボラティリティ、債券ボラティリティ、株式と債券の相関関係に絞って検証した。

一連の回帰分析によってこれらをマクロ変数と関係付け、インフレ率の上昇は債券と株式の双方の資産価格リスクを高めること、また成長率の低下も同様であることを確認した。気温の上昇は、時系列的にリスクと僅かに正の相関関係にあり、今後もその傾向が強まることが予想される。

株式と債券の相関関係は、インフレと経済成長に正の相関関係があることが示されており、インフレとの関係については学術的にも裏付けがあり、コロナ禍後の市場の経験からも明らかである。

マクロ変数とポートフォリオ変数間の関係性を確立した上で、英国の国立経済社会研究所（NIESR）が開発したマクロ経済モデル（NiGEM）からのアウトプットと、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）の気温シナリオを組み合わせ、マクロ変数に対して「気候変動を考慮した」予想を行い、それがリスク評価にどのような影響を与えるかを検証した。

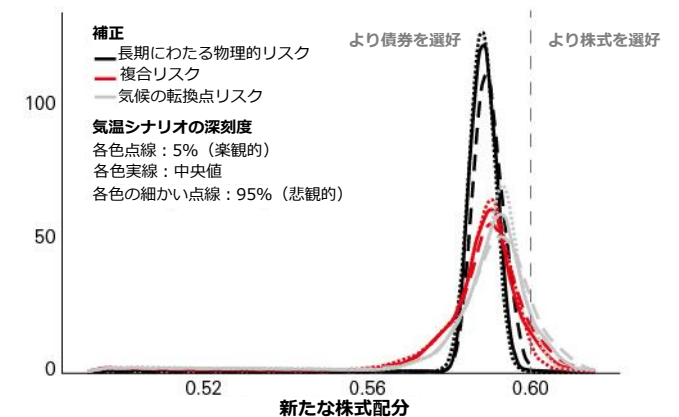
結果の重要なポイントとして、債券と株式の双方でリスクの変動パターンが極めて類似していることが挙げられる。一部のシナリオではボラティリティの低下が予想されているが、大半のシナリオではリスクが小幅に拡大することが示されている。ごく一部のケースでは、はるかに大きなリスク拡大が示唆されている。

また、気候シナリオの深刻度を勘案した上で、予想されるボラティリティの分布をモデル化した。物理的リスク（豪雨、土砂災害など）と（温暖化から地球が後戻りできない変化を起こす）気候の転換点リスクが複合した状況において、気候シナリオの深刻度が標準ライン（中央値）から増加すると、ボラティリティの分布は徐々にシフトし、平均リスクも予想通り上昇する。

当社の主要な目標の一つは、これらの気候変動に関連する変数がポートフォリオの資産配分にもたらす影響を分析することである。まず株式60%、債券40%という基本ポートフォリオを設定し、この新しい環境意識を踏まえてポートフォリオの資産配分がどのように変化するか検証することから始めた。

ポートフォリオのリスクモデルが更新されると、債券が株式よりも選好され、資産配分がより「ディフェンシブ」なスタンスにシフトすることが確認された。最後に、気候変動の影響を受けるリターンを考察するため、枠組みを拡張し、調整前と調整後のポートフォリオのシャープレシオを比較した。

図表2：株式60%債券40%のポートフォリオに気候変動関連を勘案したボラティリティ（%）



注：複合リスクは物理的リスクと気候の転換点リスク
出所：HSBCアセットマネジメント、2024年2月

この結果、資本市場の前提に気候変動への一定の考慮が組み込まれると、ポートフォリオ資産に明確な悪化が見られ、資産配分担当者が直面するであろう課題が浮き彫りになる。効率的フロンティアの観点から言えば、気候変動への懸念から、殆どのポートフォリオは下方（リターンの低下）と右方（リスクの上昇）にシフトする可能性が高いことがわかる。

出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。



AIブームは失速しつつあるのか？

生成AIは、昨年初頭から米国で急速に発展しており、マグニフィセント7は好パフォーマンスを収めた。AIというテーマが米国株式市場にさらなる強い勢いを与える余地があることは否定しがたい。インターネットと同様、AIは長期的な変革をもたらすテクノロジーである。第1四半期の決算期におけるテクノロジー企業の業績は全般的に良好で、S&P500種指数全体のパフォーマンスを押し上げた。AIテクノロジーの普及拡大により、テクノロジー企業の収益だけでなく、自動化プロセスから恩恵を受ける労働集約型企業の収益も引き続き下支えされると予想している。

一方、バリュエーション上の課題もあることも認識している。現在、マグニフィセント7の12ヶ月先予想PERは32倍であるのに対し、それ以外のS&P500種指数の構成銘柄における平均は18倍である。テクノロジー企業の利益成長率予想は依然として高く（2024年と2025年の予想は約20%）、通信サービスとともに、予想される指数全体の1株当たり純利益（EPS）成長の半分以上を占めている。このようなバリュエーションの下では、投資家はこれらのセクターの利益が予想を下回るシナリオに対して依然として脆弱であると考ええる。

エヌビディアの例が示すように、投資家は平均以上のボラティリティにさらされる可能性がある。同社の時価総額は僅か数週間のうちに2兆米ドルから3兆米ドル以上に増加した半面、その過程にて3日間で4000億米ドルを超える過去最大の時価総額の消失が見られた。

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、2024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。

現時点では、他の国際的な優良銘柄の方が投資妙味があると思われる。利益成長がテクノロジー分野からセクター全体へと広がり、米国とインドから世界全体へと広がっているという確かな手掛かりがある。

先進国市場では、例えば一部の日本株のような、低いバリュエーション、マクロ環境の回復、長期的な企業改革などが見られる銘柄を引き続き選好したい。また、こうした銘柄はAIの恩恵を長期的に受けるものと思われる。

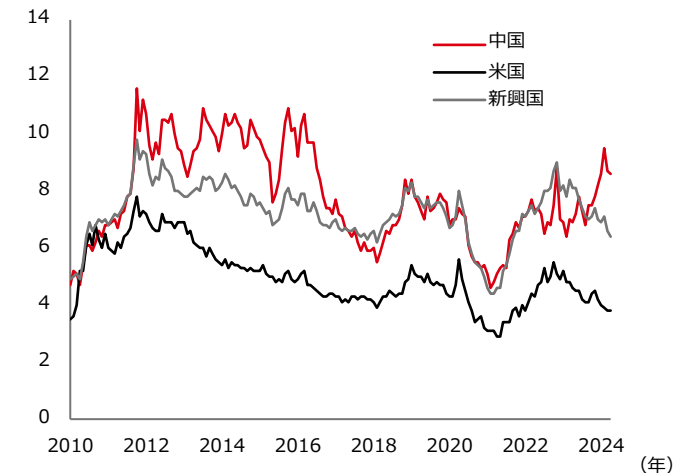
中国の株価上昇は続くのか？

2021年半ば以降大幅に下落していた香港株式市場は、ようやく反発し、4月下旬以降20%以上上昇している。最近の市場の活況は、重要セクターへの支援、資本市場の質の高い発展を促進するためのガイドライン、香港の金融ハブとしての地位を一段と強化するための措置など、中国政府による一連の支援策が背景にある。

また、輸出、ハイエンド製造業、インフラなどの観点から中国にて景気循環の安定化の兆しが見られ、センチメントも好転している。さらに、中国と香港では、投資家にとり有利なコーポレートアクションが増加している傾向も見られる（自社株買いや配当金の引き上げなど）。

香港株式のバリュエーションは引き続き魅力的であり、長期平均（12ヶ月先予想PERベースにて香港ハンセン指数は8.9倍）を大幅に下回っており、世界の主要株式市場と比較して極めて割安な水準にある。

図表3：12ヶ月先予想株式益利回り（%）



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2024年6月

同様に、中国株式のバリュエーションは相対的に引き続き魅力的であり、米国や他の新興国市場に比べて大幅に割安な水準にある。これは、12ヶ月先予想株式益利回りが米国の2倍以上であることから明らかである。

全体的には、企業収益、（中国による）政策措置、コーポレートアクションに関する報道などが引き続きポジティブな内容であれば、一段の再評価の可能性もあると考えている。一方、企業業績に悪影響となる要因もあることも認識している。中国と香港にはマクロ的な課題が残っており、成長はセクター間で偏りが見られる。投資家の懸念材料としては、中国のデフレ圧力、長引く不動産市場の低迷（中国本土/香港）、消費マインドの弱含み、継続する地政学的緊張が挙げられる。

エネルギー関連発行体のネットゼロへの移行に関するトラッキング

はじめに

スクロ

注目ポイント

債券 深掘り

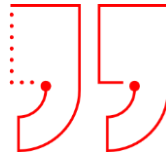
株式 深掘り

マルチアセット
深掘り



エネルギー関連発行体のネットゼロへの移行に関するトラッキング

「エネルギー企業は、スコープ3排出量（全体の80～95%¹）を削減するため、新たなグリーンテクノロジー向けの資金調達が必要である。しかし、短期的には、より成熟したテクノロジーが導入されているスコープ1および2を優先している。」



エネルギー転換は、おそらく数十年単位のプロセスとなるだろう。過去の経験から、石油や天然ガスなどの当時としては新しいエネルギー源が、ある程度の規模に達するまでには40年近くかかったことが分かっている。風力や太陽光などのクリーンテクノロジーは、現在、世界の1次エネルギーミックスのそれぞれ2～3%を占めるにすぎない²。

いわゆる「エネルギーのトリレンマ」は、エネルギーの安全保障、経済性、持続可能性の3つの要素が互いに相反する可能性を浮き彫りにするもので、ネットゼロに向けた取り組みにブレーキをかける可能性があるとともに、そうした取り組みを複雑化させる要因でもある。各国政府は、エネルギー価格の高騰がもたらす政治的な影響について考慮

する必要がある。ウクライナ紛争や地政学的な時代の流れによって、グローバルなサプライチェーンの脆弱性が浮き彫りになっている。

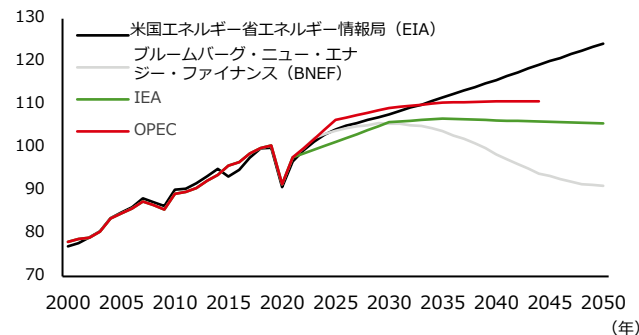
つまり、十分なエネルギー供給を確保し維持する必要性から、政策が環境保護主義から逸脱し、インドや中国で見られたように、石炭などの自国で産出される環境負荷の高い資源の利用を促進する可能性がある³。

過去10年間でクリーンエネルギーへの投資は大幅に増加している（年平均成長率は24%）。しかし、国際エネルギー機関（IEA）が発表した「APS（公約シナリオ）」や「ネットゼロ排出経路」の目標を達成するには、各々138%と300%以上の投資増が必要であり⁴、依然として大きな構造転換が求められている。

石油需要は本年も引き続き増加すると予想されている。2022/23年に1日あたり200万バレル以上増加したのち、2024年にはさらに120万バレル増加すると予想されている。中国は引き続き需要増の主要な源となる見通しである。

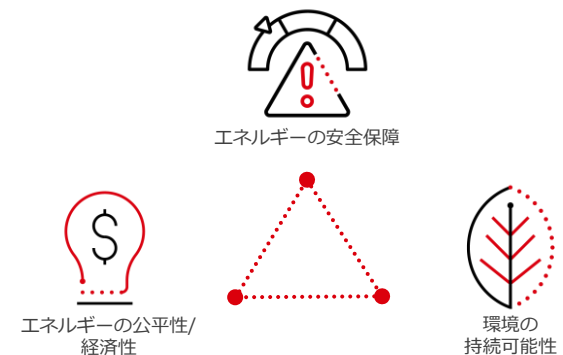
多くの機関が石油需要の長期予想を行っているが、そのいずれも、2050年の石油需要が、2023年の約4分の1の日量2400万バレル程度²にまで減らす必要があるという「ネットゼロ排出量」目標には遠く及ばない。将来の石油需要予想は、電気自動車の普及予想に大きく依存しているが、他の分野では需要は経済と人口の拡大に概ね連動しており、2030年までに石油消費量がピークを迎えるというのは野心的な目標である。

図表1：各機関による最新の石油需要予想（百万バレル/日）



出所：IEA、BNEF、OPEC、モルガン・スタンレー、UBS、2024年5月

図表2：エネルギーのトリレンマ



出所：IEA、HSBCアセットマネジメント、2024年5月

¹ 出所：Wood Mackenzie、² 出所：IEA、³ 出所：Climate Action Tracker、⁴ 出所：IEA。出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。



石油・ガス企業は、この移行に参画する必要があり、排出量の削減には、その規模に応じてさまざまなテクノロジーが必要となる。

クリーンエネルギーへの移行に必要な投資の殆どは民間の資金源から調達される。こうした民間資金は、適切な規制および税制の枠組みの中で、インセンティブを付与する公共政策が契機となった。しかし、新たなインフラプロジェクトの開発を促進し、開発中のテクノロジーの革新を加速するためには、政府による直接的な資金支援も必要である。IEAのネットゼロ排出経路⁵に組み込まれたCO2排出量削減の前提の殆どは、現在すぐに利用可能な技術に基づくものであり、2040年までに1次エネルギーミックスにおける再生可能エネルギーの割合を57%まで引き上げる必要があることを示唆している。2030年以降、想定される削減量の35%は、先進型のバッテリー、水電解、直接空気回収・貯留などの開発中の技術によるものである。直接空気回収・貯留は、削減が難しいセクターにおいて重要な役割を果たす。

石油・ガス企業が優先的に取り組んでいる各種排出削減について、スコープ1および2に関しては、メタン漏れへの対策、フレアリング（原油・天然ガスの生産時に発生する余剰ガスの一部が焼却処分されるが、この焼却処分のことを指す）の削減、CO2回収が、最も大きな効果をもたらす可能性がある。近年、これらの点において大きな進展が見られる。しかし、全体の排出量の大部分を占める、採掘・精製された化石燃料の実際の燃焼によって生じる排出量、すなわちスコープ3排出量を削減するには、生産されるエネルギーの炭素強度を低減することが重要であり、炭化水素の生産量を削減したり、石油・ガス企業の上流部門の売却を行ったりするなど、より抜本的な解決策が必要とされる。

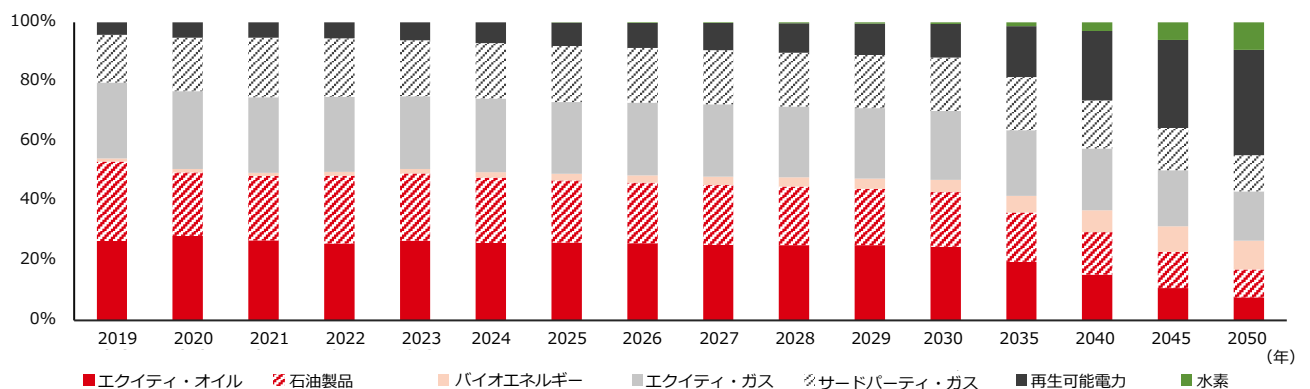
石油からガスへの移行は、炭素強度を低下させるが、再生可能エネルギー、バイオガス、再生可能液体燃料、水素への移行は、より大きな影響を与えるだろう。投資家や規制当局にとって難しいのは、スコープ3の二酸化炭素排出量が世界中で統一された方法で開示されておらず、地域ごとに目標が異なるため、相互比較が難しいという点である。

欧州のエネルギー企業は、全ての企業がスコープ3排出量をより明確な目標とともに開示しており、エネルギー転換のトップランナーであり続けているのに対し、米国の企業には、カテゴリーや法的義務を定義する国の政策がない。アジアの企業は、ネットゼロ目標にスコープ3が含まれるかについて殆ど明記していない。新興国市場の他の発行体も、コミットメントの点で遅れをとっている。

欧州では、全ての主要石油会社が2050年までにスコープ1、2、3の排出量をネットゼロにするという目標を設定して

いるが、スコープ3の中間目標を設定しているのは2社のみである。2025年までに炭素強度を10%、2030年までに19%削減するという目標は、低炭素経済活動の割合が今後高まることによって達成される見通しである。それでも、欧州の大手石油会社はIEAネットゼロには沿っていないが、APSにはより適合している。各企業では、石油・ガスと低炭素資産への設備投資の比重のバランスが異なるさまざまな事業モデルや事業戦略が生まれている。欧州の主要石油・ガス企業の石油・ガス上流部門の生産量は大幅に減少すると予想され、低炭素資産⁶への設備投資は現在の15~20%から2030年までに30~40%に増加する見通しである。その結果、欧州の主要石油・ガス企業は、自社のビジネスモデルと資本利益率がエネルギー転換リスクに対してより強靱になっていることを示すことで、自社のクレジット・プロフィールに対する信頼性を高めることにつながった。

図表3：欧州の主要石油会社 - 2050年までの想定されるエネルギー販売のミックス（総生産量に占める割合）

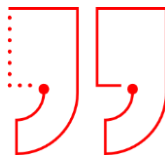


注：2024年以降は予想。エクイティ・オイルおよびエクイティ・ガスとは各々利権のシェアに応じた取り分の原油およびガスを指す。
出所：UBSリサーチ、HSBCアセットマネジメント、2024年5月

⁵ 出所：IEA、⁶ 出所：Forecasts from EIA research reports。出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。



「米国の一部の大手エネルギー企業のみがネットゼロ目標を掲げているが、それらの企業もスコープ3は通常含めていない。」



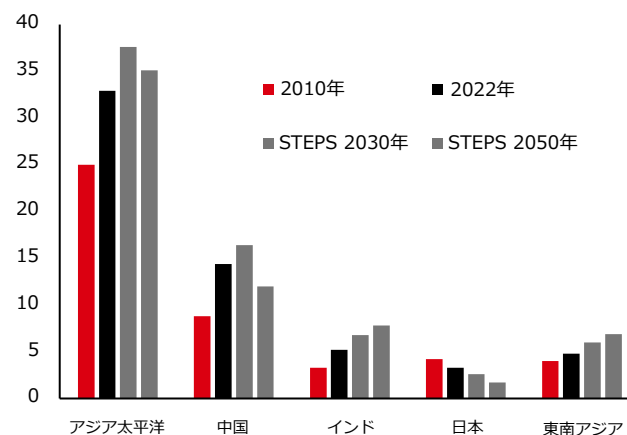
米国の石油・ガス企業は、既存のインフラに適合する移行技術を優先している。既存の資産を再利用でき、また、原油増進回収法やその他の方法を通じて地質学的に二酸化炭素が永久的に貯留されることから、CO2回収は最も注目されているテクノロジーである。加えて、こうした方法で回収される二酸化炭素に対して補助金を提供するという、45Q税額控除も追い風になっている。再生可能天然ガスや液体燃料（バイオ燃料とも呼ばれる）の生産も、一部の企業では既存のプロセスに合わせて拡大することが可能である。液化天然ガスは、輸送先の選択肢が広く、輸送の最適化も容易なため、排出量に多大な影響を与える石炭からの移行を加速させる上で重要な役割を担っており、2030年までに、急成長する世界市場で米国企業が約36%のシェア⁶を獲得する見通しである。水素の商業利用を試みているのは、ごく一部の上流部門および中流部門の企業に限られているが、その中には、現在稼働中の水素施設よりも6倍も大きなプラントを建設中という注目すべき企業もある。

現在の傾向として、規模が小さくハイ・イールド格付けの発行体は投資適格格付けの同業の発行体に吸収されることが多い。一方、ハイ・イールド・エネルギー指数の構成銘柄の多くは、信用格付けの引き上げ候補となっている。

アジアでは、石油・ガス大手企業が総合エネルギー企業への転換を目指しているが、近年はエネルギー転換に向けた設備投資目標を下回っている。急速な経済成長とエネルギー安全保障への懸念から、アジアでは石油需要が増加しており、エネルギーミックスに占める化石燃料の割合が引き続き高い。

中国の石油需要は2030年までにピークを迎える見通しだが、インドと東南アジアの需要はその後も増え続ける可能性が高い。国や企業はネットゼロ目標を設定しているが、それらの目標は曖昧で、スコープ3排出量も含まれるかについては明記されていないため、目標を精査してグローバルに比較することが難しい。

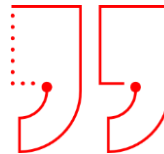
図表4：アジアの石油需要予想（百万バレル/日）



注：STEPSとは公表政策シナリオを指す。
出所：EIA、2024年3月

新興国市場の中でも、この移行に関して業界最高水準として際立っている企業が数社ある。これらの企業では、スコープ3は含まれていないものの、ネットゼロへの信頼性の高いコミットメントを唯一掲げている。低排出燃料は生産国経済にとり大きな価値を生み出す可能性はあるが、同時にこれは化石燃料活動による現在の財政収入や輸出収入の僅かな部分しか代替できないだろう。加えて、各々の生産国では独自の環境保護に関する状況や実績を有しているが、生産国経済においては低炭素エネルギー体制に向けた顕著な方向性は見られない。

「クリーンエネルギーへの多角化を計画している企業は、現在の石油・ガス生産量全体の20%未満にすぎない⁷。」



⁷ 出所：IEA。出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。

探究する価値のあるフロンティア市場



探究する価値のあるフロンティア市場

「新興国市場に隠れてしまいがちだが、フロンティア市場には独自の成長と分散投資の機会がある。」

フロンティア市場は、新興国市場よりも先進国市場との相関性が低く、新興国市場と先進国市場の双方よりもボラティリティが低いことから、株式ポートフォリオにおける有力な選択肢であることが証明されている。その主な理由は、フロンティア諸国が独自の国内ダイナミクスと国内成長要因を有しており、グローバル経済全体からある程度独立して発展できる環境にあることである。これにより、各国間の相関が低くなり、資産クラスレベルでの全体的なボラティリティが低減されるため、ポートフォリオ内のリスク調整後リターンが向上する可能性がある。

フロンティア市場は、未成熟な金融インフラと発展途上の規制環境という特性を持つが、これらの市場は若い労働人口が増加しており、著しい「人口ボーナス」を秘めている。

さらに、可処分所得の増加により中間所得層が拡大し、消費支出増が見られる。

これは、先進国市場全般で人口増加が鈍化していることと対照的である。この問題は、中国など一部の新興国市場にも影響を及ぼし始めている。世界でも人口が特に多く、急成長している経済を擁しているにもかかわらず、フロンティア市場は依然として調査が十分に行われていないうえ、十分に評価されておらず、さらに十分に投資もされていない。

フロンティア市場の経済は、近年、サプライチェーンの分散化を目指す欧米企業による「チャイナ・プラス・ワン」戦略の採用により、活況を呈している。フロンティア市場では大幅な改革が行われ、安価な労働力が豊富に供給されていることから、こうした事業拡大に対して最適な市場となっている。アップル社がベトナムをノートパソコン「MacBook（マックブック）」の生産地を選んだことはその一例であり、これにより同社は、現行製品の多くを生産している中国の半分以上の件費という恩恵を享受できるようになった。

図表1：フロンティア市場と新興国市場の相関関係（5年間、週次リターン）

	新興国	フロンティア	コロンビア	ナイジェリア	クウェート	パキスタン	カザフスタン	オマーン	ケニア	アルゼンチン	ベトナム	レバノン	クロアチア
コロンビア	0.64	0.56	1.00										
ナイジェリア	0.02	0.18	0.01	1.00									
クウェート	0.39	0.64	0.44	0.09	1.00								
パキスタン	0.33	0.34	0.25	0.09	0.13	1.00							
カザフスタン	0.39	0.52	0.39	0.00	0.24	0.22	1.00						
オマーン	0.26	0.41	0.34	0.05	0.36	0.06	0.30	1.00					
ケニア	0.14	0.29	0.17	0.04	0.13	0.26	0.11	0.08	1.00				
アルゼンチン	0.45	0.42	0.46	0.02	0.35	0.18	0.27	0.14	0.16	1.00			
ベトナム	0.41	0.58	0.27	0.05	0.05	0.24	0.20	0.17	0.10	0.14	1.00		
レバノン	-0.01	0.01	0.05	-0.01	-0.06	-0.14	0.03	-0.03	-0.09	-0.04	0.03	1.00	
クロアチア	0.60	0.64	0.56	0.03	0.45	0.21	0.31	0.31	0.11	0.39	0.25	0.04	1.00

注：使用した指数は以下の通り。フロンティア市場：MSCI Frontier Markets Daily TR Net USD、新興国市場：MSCI Emerging Markets Daily TR Net USD。
出所：ブルームバーグ、2019年3月27日から2024年3月27日までの週次データ

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、2024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。



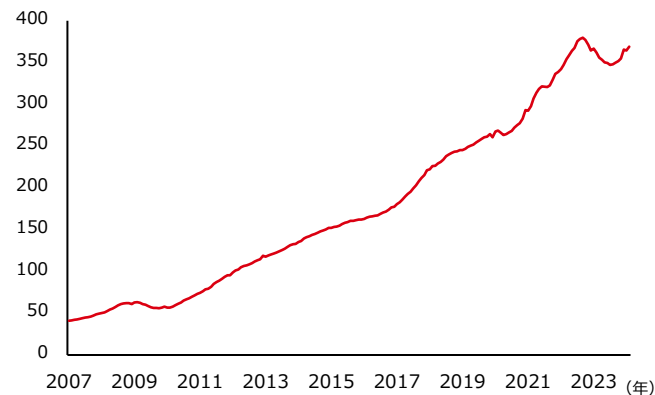
フロンティア市場の躍進

フロンティア市場では、法改正や参入障壁の低減により、外国からの投資を誘致するなど、ビジネス環境の改善が進んでいる。世界銀行の「事業環境ランキング」報告書によると、事業設立、電力事情、納税、貿易といった分野が改善しており、規制環境が良化していることが示されている。こうした変化は、フロンティア諸国におけるインフラ整備が進むにつれ、低い人件費がメリットになるこれらの諸国への製造拠点の移転を後押ししている。

サプライチェーンの分散化

コロナ禍により、東アジアに集中するグローバルサプライチェーンの脆弱性が浮き彫りになると、フロンティア市場全体でサプライチェーンの分散化とニアショアリングが重要なテーマとして浮上した。

図表2：ベトナムの輸出額（10億米ドル）



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2024年4月

近隣経済圏にさまざまな生産プロセスを移管することで、企業は低コスト、規模の経済、生産性の向上を最大限に活用できる。ベトナム、バングラデシュ、ケニアなどの国々は、労働賃金の低さ、生産性の高さ、生産年齢人口の多さによって、この傾向を如実に示している。

モロッコの自動車産業は、国際的なブランドの製造拠点誘致に成功し、欧州に近いという地理的優位性を活かして効率的な市場アクセスを実現するという、ニアショアリングの成功例となっている。同様に、スロベニアやルーマニアなどの東欧諸国は、EUの主要製造拠点となるべく歩みを進めており、輸出の伸びを実現し、ニアショアリングのトレンドにおける地域リーダーとしての地位を確立しつつある。この地理的分散化により、企業はエンドユーザーにより近い場所で事業を展開できるだけでなく、地域経済も活性化させることが可能となる。

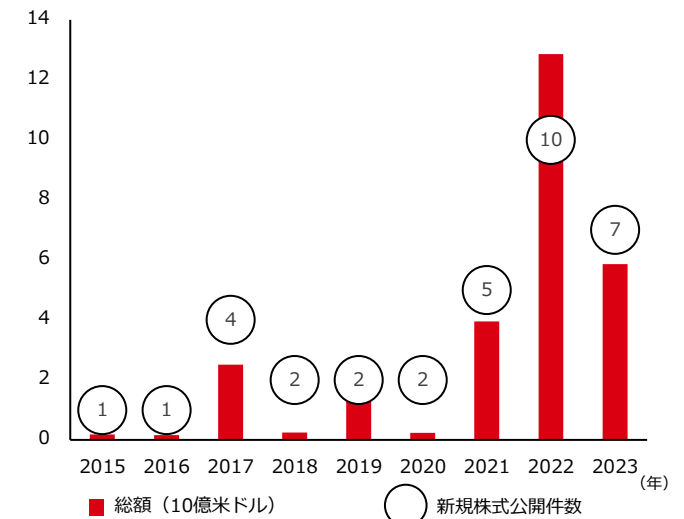
自由化

自由化への取り組みは、フロンティア諸国のビジネス環境の魅力を高める経済改革の礎となっている。例えば、2009年のベトナムにおける市場自由化により、上場企業の外国人持株比率が30%から49%に引き上げられたことで、市場の効率性が向上し、特に電子機器などの高コスト製造部門において、多額の海外からの直接投資が誘致された。その他の例として、湾岸協力会議加盟国、特にアラブ首長国連邦（UAE）とカタールでは、産業界の成長とスタートアップエコシステム（起業家、大企業、政府などが相互につながり、協力関係を保ちながら継続的にイノベーションおよびスタートアップが輩出される場を指す）の強化に向けた動きが見られる。サウジアラビアも市場の自由化に対して大きな一歩を踏み出し、ビジネスにさまざまな機会を生み出している。

デジタル化と資本市場の活発化

デジタル化や資本市場の活発化も変革の原動力となっている。グローバル規模で現金の流通量が減少する中で、フロンティア市場の規模の大きい非公式経済は、より広範な経済に組み込まれ、金融包摂を高め、漏れを減らし、効率性を改善している。それとは別に、新規株式公開の増加と上場株式市場の拡大が投資機会を喚起しており、ルーマニア、UAE、さらに中東・北アフリカ（MENA）地域など、各国で新規企業が株式市場からの資金調達に意欲を見せている。この傾向は、企業の成長、ガバナンスの改善、競争の激化、雇用創出をさらに約束するものである。

図表3：UAEにおける2015年以降の新規株式公開



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2024年3月

出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。



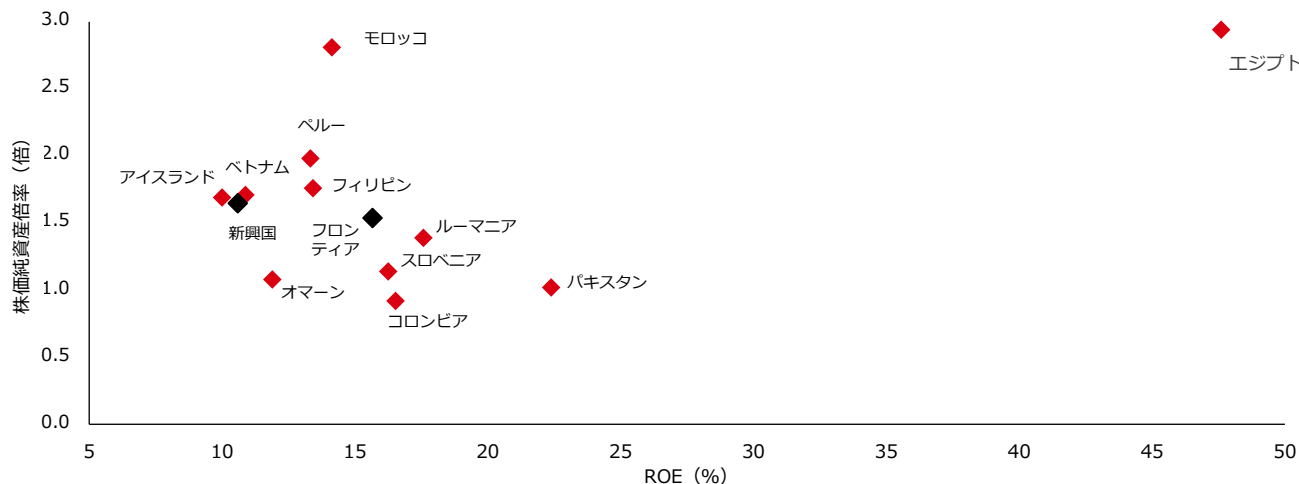
具体的な例

湾岸協力会議の主要メンバーであるUAEは、フロンティア市場における急速な経済変革の好例である。石油輸出による収益を原資に、UAE政府は広範なインフラ整備と都市化を通じて経済の多角化を成功させている。UAEおよび湾岸協力会議の加盟国全体における顕著な傾向として、包括的な経済・社会改革の実施が挙げられる。これらの改革は、自由化を推進することで、地域のリーダーシップを強化し、海外からの投資を誘致し、経済成長を促進することを目的としている。

UAEは、大幅な政策変更により、成長を支える政策を実現した。例えば、外国人持株比率の自由化（2021年）により、現地の企業が自国民による持株比率を過半数に維持するという要件が廃止され、外国人が100%所有することが可能となった。さらに、長期滞在ビザであるゴールデンビザ（2019年）などの社会的自由化への取り組みは、外国人による長期滞在やUAE国籍取得の道筋を提供することで、人材の誘致と定着を図っている。

西側諸国、アジア、アフリカを結ぶ貿易ルートの要所に位置する戦略的な立地により、UAEは恵まれた立地条件と世界最高水準のインフラを享受している。この戦略的な位置づけは、現地に拠点を設け、市場へのアクセスを活用したいと考えている企業にとり魅力的である。政府の健全な財政状況、潤沢な純資産、および一人当たりのGDPの高さは、投資魅力をさらに高めている。新規株式公開に対する投資家の関心は高く、良好なビジネス環境を裏付けている。

図表4：フロンティア市場における株価純資産倍率と自己資本利益率（ROE）



注：使用した指数は以下の通り。フロンティア市場：MSCI Select Frontier、新興国市場：MSCI EM Capped index。
出所：HSBCアセットマネジメント、2024年5月31日

投資機会の評価

フロンティア市場は一般的に規模が小さく、発展が遅れており、変動も激しいが、各国間の相関性が低く、特異な動きを示す。外国人投資家の存在が限定的（20%未満）で、現地の投資家がプライシングを左右していることも、これらの各国市場間の相関関係を下げる一因となっている。

従い、フロンティア諸国に投資を分散させることで、リスクプロファイルを全体的に変えることができる。投資家は、例えば、相関関係がほぼゼロのベトナムとクウェートに投資することで、これらの市場が連動して動くことがないため、効果的な分散投資を実現できる。

さらに、新興国や先進国よりも債務が少ない経済圏であり、魅力的なバリュエーション水準にて高い利益成長率が見込めるのがフロンティア市場である。現在、これらの市場の予想株価収益率は11倍未満で取引されており、先進国市場よりも45%、新興国市場よりも20%程度、大幅な割安な水準で取引されている。また、株価純資産倍率で比較した場合、新興国市場に比べ、フロンティア市場はより優れたROEとなっている。

これらの国々における資本市場の未発達さによる課題の一つは、流動性の制約である。この点において、ポートフォリオ全体の流動性を効率的に管理するには、アクティブな運用が極めて重要な役割を果たす。

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、2024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。

新興国市場にスポットライトを当てる

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

新興国市場にスポットライトを当てる

「新興国市場は、『スローバリゼーション（グローバル化の逆風）』や逆風をものともせず、その底堅さを証明している。」

新興国市場と先進国市場における当社の株式投資戦略は、相対バリュエーション、収益性、モメンタム、マクロ・ファクターに基づいているが、1月末に中国が安定化したことを受け、新興国市場の下降傾向に反転が見られ、それ以降、着実に改善している。中国市場の安定化以前から、多くの新興国経済は、米ドル高や利上げに対して過去よりも耐性を示している。

こうした耐性の根本的な要因には、次のようなものがある：

- 国民経済計算に見られる改善
- 中央銀行の引き締め的な金融政策を通じたインフレ抑制
- 経常収支の改善
- 新興国間の貿易シェアの拡大と輸出市場の分散

さらに、現在、新興国市場のさまざまな国のGDP成長率やEPSトレンドに好転の兆しが見られる。

依然として新興国市場に存在するマイナス要因は、米ドル高と先進国市場と比較して低迷する収益性という逆風である。以下の図表の通り、新興国市場では、先進国市場と比較してコロナ禍後の収益性が低下傾向にある。

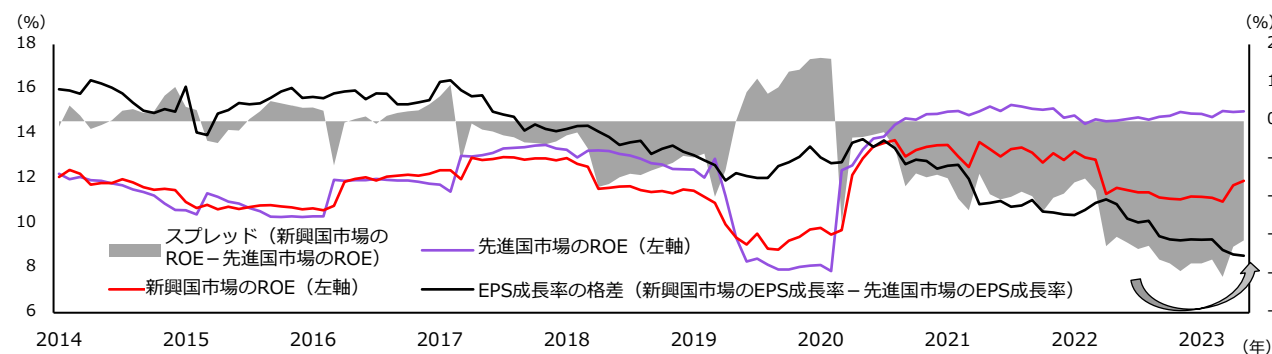
しかし、本年に入ってから反転は、この落ち込みの傾向が底を打ったことを示す可能性があり、インド、台湾、インドネシアなどアジアの一部地域で期待収益率が最近上昇していることと一致している。予想ROEは、トルコ、ブラジル、メキシコなどアジア以外の新興国市場では、10年間の平均を上回っている。一方、中国の予想ROEは10年間の平均を下回っているが、改善の兆しも見られる。

無論、収益性ならびに株主利益を改善するために活用でき

る施策は存在する。売上高と利益率の向上は言うまでもなく有効であるが、自社株買いや配当金の引き上げといった株主にとり有利な施策も、確実に追求できる。

アジアの政策立案者はこうした取り組みに注目しており、先進国市場にて主要国である日本は、これらの取り組みをうまく軌道に乗せている。韓国は現在、日本政府が推進してきた企業改革プログラムを手本としている。一方、中国で新たに発表された9つの指針も、同様に資本市場と株主の利益を強化することを狙いとしている。両市場とも、時価総額に対する企業の現金保有額が高く、配当性向が低いことから、かなりの改善余地がある。

図表1：コロナ禍以降に見られた収益性の格差は底打ちか？



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグデータ、2024年5月

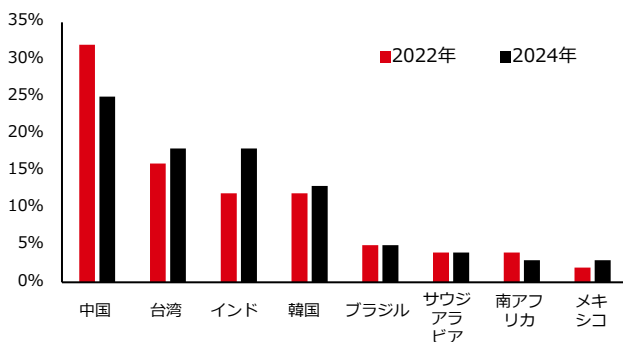
過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。出所：HSBCアセットマネジメント、2024年6月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



外的ショックに対する新たな耐性力

新興国株式指数は、アジアに非常に偏った構成となっており、その比率は約80%である。圧倒的なアジアの存在感はここ数年比較的安定しているが、アジアの個々の市場では大きな変化が起こっている。注目すべきは、現在の指数では、中国の比重が凡そ全体の3分の1から4分の1に減少している一方、台湾とインドの比重は18%に増加していることで、特にインドは6%拡大した。

図表2：MSCI新興国市場指数における主な国別エクスポージャー

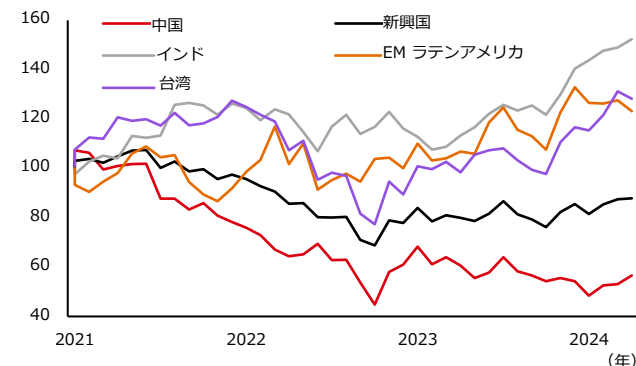


出所：HSBCアセットマネジメント、MSCI、RIMES、2024年3月

その結果、最近の新興国株式市場のパフォーマンスは、中国の影響を受けにくくなっている。分散化に焦点を当てると、中国のパフォーマンスの低迷は、インドや台湾など他の地域での好調なパフォーマンスによって相殺されている。無論、第2四半期に中国市場が力強い回復を見せているため、ここ数年間低迷していた新興国市場指数は中国を除く新興国市場指数を上回るなど、中国は指数のリターンに対して再びプラスに寄与している。

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。 出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。

図表3：MSCI指数の2021年1月以降のパフォーマンス



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2024年6月

過去1年間、金利上昇と米ドル高という環境の中で、多くの新興国がプラスのリターンを達成し、過去にはあまり見られなかった底堅さを示したことは特筆に値する。

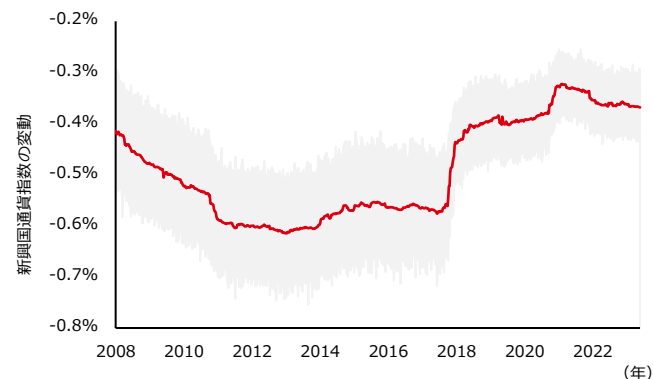
この底堅さの背景を調べるため、米ドルに対する新興国市場の感応度を調査した。歴史的に見て、米ドル高は新興国通貨安につながるものが比較的一貫して確認されている。しかし、最近の米ドル高は新興国為替市場に殆ど影響を与えていない。

米ドル指数（DXY指数）に対する新興国通貨の感応度分析を行い、米ドル指数に対してプラスの1標準偏差のショックを与えた場合の反応を時系列的に検証した（図表4）。その結果、21世紀に入ってからデータを振り返ると、0.36%の減価が見られた。しかし、その感応度は過去約15年間で、特に2018年以降、大幅に低下している。これは、10年間のローリングのルックバックに適用された世界金融危機時のデータが除外されたことによる影響もある。それでも、この傾向は近年も続いている。

同じく、ベクトル自己回帰モデル（VARモデル）に基づくインパルス応答シミュレーションを用いて、新興国株式の米ドル指数に対する感応度を調査したところ、米ドル指数に1標準偏差のショックを与えた場合、新興国株式は当初0.25%のドロウダウンが見込まれるという結果が得られた。しかし、通貨ショックから2週目には約0.1%の小反発が見られ、全体的な下落幅はそれほど大きくなかった。

新興国通貨に見られた傾向が新興国株式にも当てはまり、米ドル高に対する新興国株式の感応度が低下していることが、最近の米ドル高局面でのパフォーマンスに表れている。これは、IMFの直近の調査結果とも一致している。この調査では、インフレ期待がより広く浸透していたり、為替レートに柔軟性を有する新興国経済は、米ドルショックに対する耐性力がより優れていることが明らかになっている。また、ここ数年で顕著になってきたのは、新興国はより柔軟な為替政策に移行し、同様に、主要な経済改革と併せてインフレ期待をより定着させているということである。

図表4：米ドルショックに対する反応、1週間先の見通し



出所：HSBCアセットマネジメント、2024年4月



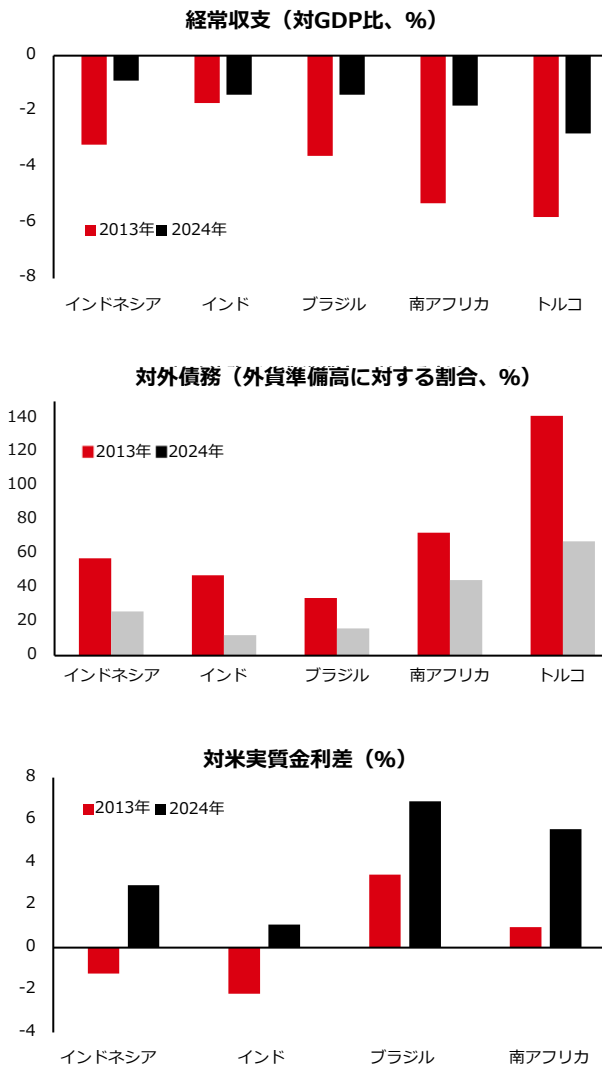
こうした耐性力の向上は、世界経済の変動に対する脆弱性を克服し、海外からの投資依存度を減らすために実施された新興国の改革の成果であることは明らかである。2013年の「フラジャイル5」は、この変化の好例である。当時、トルコ、南アフリカ、ブラジル、インド、インドネシアは、成長の原動力として海外からの投資に大きく依存していたため、グローバルリスクに対して最も脆弱な状況にあった。これらの国々は大幅な経常赤字を抱え、また5ヶ国中4ヶ国は外貨準備高に対する対外債務の割合が50%を超えるという状況であった。さらに、実質金利が非常に低く、当時の米国の低金利よりも一段と低かったため、投資家の間では債券の魅力が乏しいとされていた。

2013年以降、グローバルな経済動向に対するファンダメンタルズと適応力を強化するため、これらの国々は数多くの重要な改革を実施してきた。例えば、ブラジルでは国内貯蓄率を上げ、長期投資の資金を調達するための国内資本市場を発展させると同時に、経済を多角化し、外的ショックに対する脆弱性を軽減した。一方、インドは、国内での起業を奨励すると同時に、より安定した形態の海外からの投資を誘致するための政策を整備した。

これらの国々は現在、いずれも経常赤字を縮小し、外貨準備高に対する対外債務の割合を減少させている。さらに、これらの国々は現在、米国を上回る実質金利で資金調達を行っており、投資家にとり魅力的な債券を発行している。結果的に、これらの改革は、コロナ禍後のインフレ高騰に直面してもなお、経済を安定させて底堅さを維持する上で重要な役割を果たした。殆ど新興国市場ではインフレが抑制されており、米国で観測されたものよりも低い水準となっている。

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。 出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。

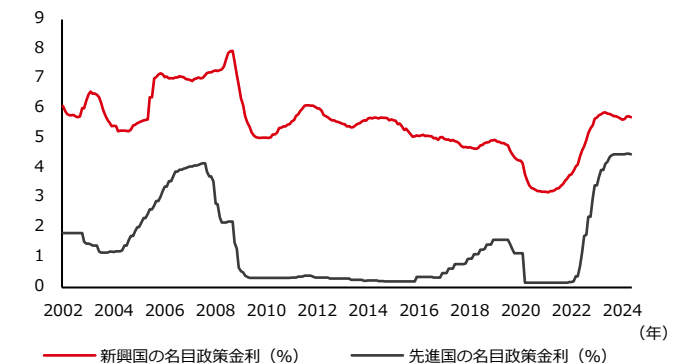
図表5：2013年の「フラジャイル5」期と現在との比較



出所：ブルームバーグ、IMF、HSBCアセットマネジメント、2024年5月

インフレの沈静化は、先進国中央銀行に先駆けて実施された新興国中央銀行の適切な金融引き締めによるものである。金融政策を過去よりも主体的に実施することで、例えば2018年よりも良好な成果を上げることができている。その結果、実質金利はプラスとなり、FRBによる500ベースポイント以上の大幅な利上げにもかかわらず、先進国市場よりもさらに高い水準となっている。これにより、必要であれば新興国中央銀行が金融政策を調整する余地が一段と広がっている。

図表6：新興国と先進国の政策金利



出所：HSBCグローバル・リサーチ、LSEG、2024年6月

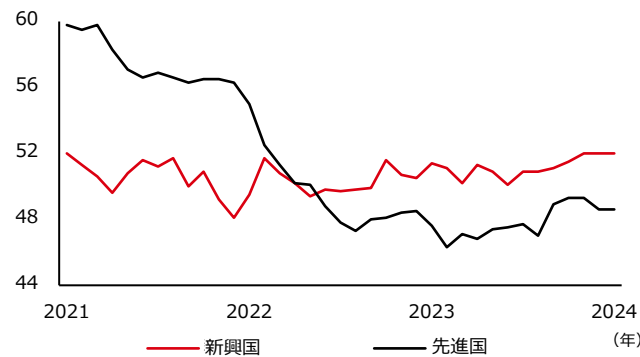
国際収支の改善は、かつてのフラジャイル5に限ったことではなく、新興国の外貨建て債務が2010年の12%弱からほぼ半減したことで時期を同じくしている。この状況と並行して、新興国市場全体で、特にインド、台湾、タイといった主要市場において外貨準備高が積み上がっている。



好調な経済

新興国経済は今後も好調を維持し、先進国よりも力強い成長が見込まれる。世界的な製造サイクルの回復は輸出にとり好材料である。また、世界の製造業における新規受注は、新興国の製造業購買担当者指数（PMI）とともに上昇している。

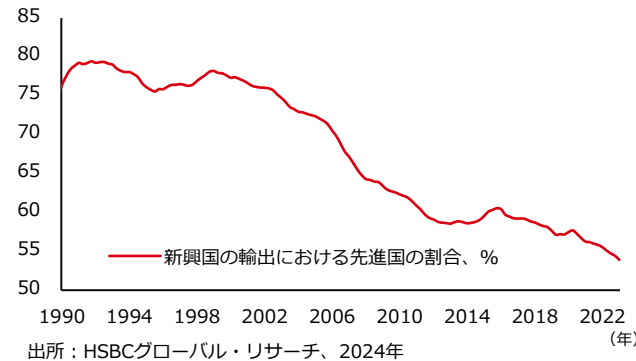
図表7：製造業のPMI指数



出所：HSBCアセットマネジメント、CPB、CEIC、モルガン・スタンレー・リサーチ、2024年6月

2022年の大幅な調整を経て回復基調にあるテクノロジー関連輸出を含むアジアの輸出については、すでに回復の兆しが現れている。この点において重要なのは、新興国間の貿易が拡大し、先進国への依存度が大きく低下していることである。新興国の成長見通しが強まっていることから、今後2～3年の間は先進国の倍程度の成長が予想されており、これもまた企業の利益成長にとり好材料になるだろう。

図表8：新興国は他の新興国への輸出を拡大



出所：HSBCグローバル・リサーチ、2024年

中国は当然のことながら、新興国間の貿易において大きな割合を占めており、新興国全体における中国へのエクスポートは、同国が20年以上前に世界貿易機関（WTO）に加盟して以降、3倍以上になっている。中国経済の安定化が見込まれることから、新興国の輸出の伸びも今後上昇する見通しである。最近の動向は予想を大幅に上回るものであり、アジアにおける上方修正された成長予想は、当社の楽観的な見通しに寄与している。

国ごとの詳細な考察

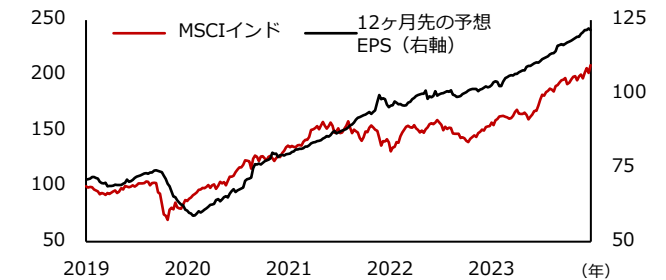
台湾は戦術的な観点で特に有望な市場であり、インドは長期的な観点で戦略的な潜在力を備えていると当社では考えている。台湾株式は最近、テクノロジーセクター主導で大幅な上昇を記録し、本年に入ってから新興国市場全体やアジアを上回るパフォーマンスを見せている。

以下の点を勘案すると、さらなる上昇余地があると考えられる：

1. 半導体業界は、AIを活用したサプライチェーンの構築などを背景に持続的に高い利益成長が見込まれることから、ポジティブな見通し
2. テックサイクルの回復
3. GDP成長率の上昇、安定した内需、インフレ鈍化傾向によるマクロ環境の改善

インド株式も循環的な観点から投資妙味が高いと判断している。その理由として、世界で最も成長著しい主要経済国であるうえ長期的な構造的成長も見込まれること、堅固なマクロ環境、国内投資家による旺盛な資金流入、改革志向の政策、総選挙後の政治の安定性などが挙げられる。企業の健全な利益成長は、海外からの資金流入を再び促し、インド株式のバリュエーション面でのプレミアムを裏付けるものと見ている。中国株式市場におけるセンチメントとの負の相関関係や、総選挙後の記録的な取引高も、好材料である。

図表9：企業的好調な利益成長に牽引されるインド株式市場



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2024年6月

最後に、トルコでは金融政策の正常化が一段と見込まれるため、当社ではトルコ株式を戦術的にオーバーウェイトとしている。

出所：HSBCアセットマネジメント、2024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。

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）

