

# ロールリバーサル (役割の転換)

2026年 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	
AI主導の電力需要がクレジットに与える影響 (債券市場の深掘り解説)	12
役割が変化しつつある「金」 (マルチアセットの深掘り解説)	15
AIサイクルのけん引役に関する再考 (株式市場の深掘り解説)	18

# 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年を迎えるにあたり、世界の市場は、よりバランスが取れ、かつ米国中心主義から脱却した景気拡大の初期段階にいると考える。

世界金融危機後の世界は、長らく米国の例外主義、積極的な金融政策、予測可能な投資戦略に支えられてきたものの、新たな複雑さに見舞われている。投資環境は今、持続的なインフレ、緩やかな利下げ、さらに政策の不確実性に直面している。これらは、過去においてあまり見られなかった要因であり、リスク、リターン、ポートフォリオ構築にて新たな考え方が求められている。

「ロールリバーサル（役割の転換）」というテーマは、様々な資産クラスと地域の役割における変化を反映している。投資家が地理的・戦略的に分散された投資機会を模索する中で、かつてグローバルポートフォリオの要であった米国資産については再考が必要な状況である。

ボラティリティが高いと見られてきた新興国市場は、構造改革とリスク低減の取り組みにより、耐性が向上している。アジアは引き続き世界のGDP成長をけん引しており、インドは外部環境の逆風にもかかわらず、内需重視の経済が好調を維持している。一方、中国は人工知能

(AI) およびテクノロジーセクターへの意を絞った政策支援と投資を通じて経済の安定化を図っている。加えて欧州は、政策措置や、過去の経済的逆境からの脱却に支えられ、周辺国経済が数年ぶりに成長をけん引するなど回復基調にある。

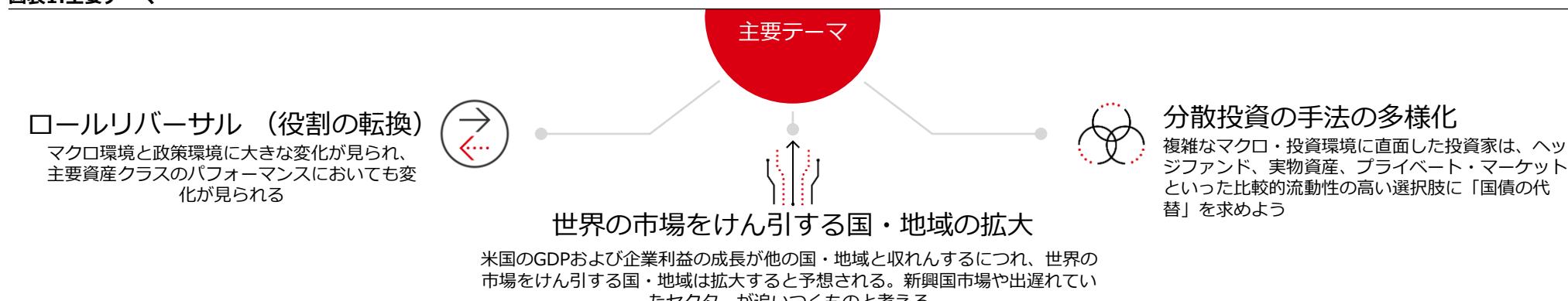
このテーマには「世界の市場をけん引する国・地域の拡大」という考え方も含まれている。世界的に経済成長が収れん化するにつれ、これまで出遅れていたセクターや市場が、さらなる追い上げを図る可能性がある。米国以外の市場は、企業利益見通しの改善と世界的な経済成長の運動に支えられ、より力強いパフォーマンスが見込まれる。

AI投資ブームはこの傾向を象徴しており、テクノロジーセクターを超えて、ヘルスケア、公益事業、建設、素材

などの業界にも好影響が及び、力強いパフォーマンスが見られる範囲が拡大すると思われる。特に中国やインドなどのアジアのテクノロジーは、米国のテクノロジーに代わる競争力のある選択肢として台頭しており、バリュエーションリスクが低く、力強いイノベーションが期待できる。こうした市場のけん引役が多様化する中で、歴史的に低迷していたセクターや地域が出遅れを取り戻すとともに、投資機会が生じると考えられる。米国のテクノロジー市場からこれらのセクターや地域に市場の注目は移るものと思われる。

最後に、「分散投資の手法の多様化」とは、この変化する環境を乗り切るため、ポートフォリオにオルタナティブ投資を組み入れることの重要性を示している。ヘッジファンドやプライベートクレジットといったオルタナティブ投資は、ポートフォリオに耐性をもたらしている。一方、実物資産やプライベートエクイティは、エネルギー転換、都市化、人口動態といった長期的な成長テーマを捉える投資機会を提供している。

図表1:主要テーマ





## シナリオ

2026年のマクロ経済情勢は、設備投資の規模、労働市場の動向、さらに中央銀行の対応によって左右されよう。

当社の標準シナリオである「主要国の動きが収れん化」では、テクノロジーとインフラへの継続的な投資、貿易フローの緩やかな改善、加えて主要経済圏のより安定した状況に支えられ、世界経済の成長は緩やかながらも底堅く推移すると想定している。

多くの地域でインフレ率は低下すると思われるが、以前の水準に完全には回帰せず、コロナ禍前よりも高い水準で推移しよう。金融政策は慎重に運営され、市場は概ね堅調ながらも、引き続き選別投資が有効な環境が続くだろう。

この標準シナリオでは、AI関連の設備投資が関税摩擦と労働市場の軟化を相殺し、インフレ率は3~3.5%のレン

ジで推移し、中央銀行は利下げを緩やかに進めることで、米国の経済成長率は2%近くに達すると予想される。欧州ではインフレ鈍化傾向が強まり、中国ではデフレ脱却と政策支援を通じて内需の緩やかな回復が見られよう。こうした状況はリスク資産にとり、プラスに働くと見ているが、同時に選別投資が有効な環境とも言える。

労働市場の脆弱性と、現在の景気拡大に見られる不均衡な状況が各々一段と深刻化すれば、下振れシナリオが浮上する。実質金利の上昇に伴い、企業の投資とバランスシートにおいて既に変化が見られる。労働市場の冷え込みが一段と強まれば、個人消費は弱まり、企業収益は減少するとともに、リスクプレミアムが上昇し、幅広に市場調整が起こる可能性がある。先進国における財政逼迫を勘案すると、国債などの安全資産は部分的なヘッジにしかならず、ポートフォリオにおけるより広範な分散投資の重要性が高まっている。上振れシナリオについては、現在の投資ブームがより広範囲に波及することを

前提としている。この結果が実現するためには、米国やアジアの一部で進行中のテクノロジーおよびAI主導の設備投資が産業横断的に波及し、雇用の活性化、消費の堅調な回復、さらに生産性の持続的な上昇を促す必要がある。このような状況下では、生産性の向上に伴い、世界経済の成長率は3%近くを維持できる可能性があり、インフレ圧力が限定的であれば、中央銀行は緩和的なスタンスを維持できるだろう。また、イノベーション関連セクターが、株式市場のけん引役になるだろう。

全てのシナリオにおいて共通するのは、各國・地域の成長スピードがまちまちであるという点である。成長は収れんしていくものと考えられるが、一様ではないと思われる。加えて、政策緩和は同時に行われる訳ではない。企業収益は拡大するが、ペースに強弱が伴う。従い、ポートフォリオのポジショニングは、市場の方向性だけでなく、地域動向、政策の柔軟性、業績への信頼性が重要なことを念頭に置くべきである。

図表2:マクロおよび市場シナリオ

### 亀裂が広がる（悲観的なシナリオ）

- ◆ 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
- ◆ 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
- ◆ インフレ率:不快なほど高インフレで、景気後退により、需要が減退
- ◆ 政策:当初は慎重だが、成長が損なわれる中で大幅に緩和

- ◆ 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: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イプル化。社債のスプレッドが拡大
- ◆ 新興国市場:世界経済の成長鈍化と貿易問題が新興国市場に打撃

### 主要国の動きが収れん化（標準シナリオ）

- ◆ けん引役:関税は米国に重くのしかかるが、AI関連の設備投資で一部相殺に。欧州と中国では政策期待が支援材料
- ◆ 経済成長:米国は2%前後で、強力なAI投資にもかかわらず、伸び率は低い
- ◆ インフレ率:米国は3%超にてピークに達し、その後は低下へ。その他の先進国および新興国では目標に近づく
- ◆ 政策:FRBは政策金利を中立的な領域（3.00~3.50%）まで引き下げる。多くの先進国・新興国では緩やかな金融緩和

- ◆ 株式:世界の市場をけん引する国・地域が広がる。S&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
- ◆ 債券:利回りはレンジ内で推移。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: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

### AIブーム（楽観的シナリオ）

- ◆ けん引役:AIへの投資と資産効果の拡大は、より広範な経済ブームを引き起す
- ◆ 経済成長:米国は3%前後に再加速。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
- ◆ 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

- ◆ 株式:米国株の好調が際立つ（S&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
- ◆ 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



## 市場への影響

2025年は、新興国市場をはじめとする米国以外の資産クラスへの投資にとり、輝かしい年となった。世界的に市場の好調なパフォーマンスは2026年も続くと予想。

これは、AIへの投資熱を背景に米国株式が引き続き好調を維持するというシナリオを必ずしも否定するものではない。しかし、米国以外の地域への資産配分を増やすことで、投資家が恩恵を受けられる理由は数多く見られる。

欧州とアジアの一部は、米国に比べて業績が改善傾向となり、バリュエーションにも比較的妙味がある。欧州における政策支援、供給制約の緩和に向けた進展、的を絞った投資計画を背景に、欧州株は改めて見直されよう。

アジアでは、テクノロジー関連のサプライチェーンの再構築に伴い、データインフラ整備などの恩恵を受けている。しかし、その恩恵は半導体だけに留まらない。国内

改革を通じて金融システムが強化され、安定化した経済は、現在、グロースとディフェンシブの双方のアロケーションを可能としている。加えて一部の新興国においても、インフレの落ち着き、信頼性の高い金融システム、さらに現地の資本市場の成熟化により、過去とは一線を画している。

債券市場では、利回りがレンジ内で推移し、スプレッドの縮小余地が限られていることから、ベータ・キャプチャ戦略からインカム戦略へと焦点が移っている。

特に、財政政策を受けてディフェンシブな特性が弱まっている国・地域のソブリン債に関しては、高品質な社債が伝統的なデュレーション戦略の代替としての役割を担うようになっている。

一方、新興国の現地通貨建て債券は、インフレ動向の安定化と国内投資家基盤の拡大による恩恵を受けており、これに伴い対外資金への依存度が低下している。

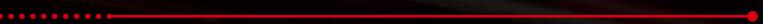
こうしたリスクと安全性を巡る変化は、戦術的ではなく戦略的な分散投資の必要性を高めている。金、オルタナティブ・インカム、さらに選別的なヘッジファンド戦略は一時的なヘッジではなく、ポートフォリオの耐性を高める要素として扱われるようになっている。

業績重視に加えて、選別投資、バリュエーション面での規律、さらに新たな形のディフェンス性が、グローバルな資産配分にて中核を成していると言えるだろう。2026年において世界の市場をけん引するのは、成長が最も高い国・地域ではなく、確実性が高まっている国・地域になると考える。

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	ハウスビューア	資産クラス	ハウスビューア	資産クラス	ハウスビューア	資産クラス	ハウスビューア	資産クラス	ハウスビューア
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	▲
日本	▲	日本	▼	米国/欧州ハイ・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	▼	中国人民元	▲
フロンティア	▲	インド	▲▲	グローバルABS	▲	新興国為替	▲▲	日本円	▲

注目ポイント



## 注目ポイント

### 市場は完璧なシナリオを織り込んでいるのか？AIを巡る真のリスクは何か？

世界の市場は、見通しが極めて良好であるというシナリオの下で、推移し続けていると考える。主要株価指数は過去最高値に達し、信用スプレッドは引き続きタイト化し、ボラティリティは抑制されている。これは、インフレが以前の水準に戻らず、財政の道筋は依然として不透明で、設備投資が一つのテーマに集中して行われている中で、起こっている。現在、潜在リスクはあまり織り込まれておらず、リスク選好が高い状況である。最近のリターンは、経済の広範に亘る力強さによるものではなく、収益の回復と緩和政策への期待によるものであると言えよう。

米国市場に関しては、このような楽観的な見方が支配的である。2025年の利益成長率は引き続き10%台前半と予想されている。これを支えているのは大企業、特に価格決定力、ネットワーク効果、あるいは政策支援に支えられた設備投資計画を有する企業である。こうした大企業の利益成長が、不安定な消費者需要に伴う一部企業の利益成長への影響を補完していくだろう。消費は持ちこたえているものの、その範囲は狭い。一方、労働市場の軟化は企業の利益率の低下には未だ繋がっていない。これにより賃金の伸び鈍化は抑制され、インフレ率は3%前後で推移している。政策インセンティブが投資を支え、比較的低い国債利回りが割引率の上昇圧力を抑えていることから、投資家は高めのバリュエーションを容認していると考えられる。

しかし最大の脆弱性は、収益ストーリーがAI主導の投資に過度に依存していることである。現在、予想される利

益成長の大部分は、AIインフラ、データセンターの拡張、さらにコンピューティング能力に依存している。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）、また拡張性のあるアーキテクチャーを提供するクラウドプロバイダーや半導体企業の設備投資は急増しており、税制優遇措置や政策支援によって一段と加速している。しかし、こうしたビジネスモデルは未だ実証されていないため、クラウドコンピューティングへの支出が収益確保に貢献できるか否かについて、厳しい見方も出ている。実際、複数の企業は売上高よりも設備投資額が上回っており、需要が回復しない場合、ROEの低下が現実的なリスクとなることが示唆されている。政策支援を背景に支出が前倒しされるにつれ、2026年においては財務状況への関心が高まるものと思われる。

一方、米国テクノロジーの優位性は以前よりも弱まっている。中国は、ハイテク製造業、ロボット工学、電池・電気自動車のサプライチェーン、さらに原子力エネルギーにおいて強力な競争相手となっている。地政学的摩擦に伴い、国境を越えた流通が制限されているとしても、技術の伝播は地域的なサプライチェーンを通じて加速している。これは、米国のハイテク企業のバリュエーションにこれまで織り込まれてきた「競争優位性の維持」を侵食している。一方、米国市場全体では高バリュエーションに対して警戒感が見られ始めており、市場をけん引する超大型株への注目ではなく、選別的な投資判断が必須になっている。

これら全ては、テーマ別の成長ストーリーと、投資魅力がある収益ストーリーを区別する必要があることを示唆している。AIは引き続き重要な成長ドライバーとなり得るが、投資家は全てのAI関連銘柄に同じプレミアムを要求するべきではない。米国の超大型株から脱却し、より明確な資本効率、妙味あるバリュエーション、加えてより多様な収益源を持つ銘柄に注目すべきと考える。

言い換れば、市場が完璧なシナリオを織り込んでいるように見えるのは、リスクが消滅したからではなく、収益に揺らぎが未だ見られないからである。今後、企業利益の動向が注視され、単にテーマに最も近い企業や地域ではなく、設備投資が利益の拡大に繋がるような企業および地域に着目すべきである。

図表1:米国の売上高に対するハイテク関連の設備投資（%）

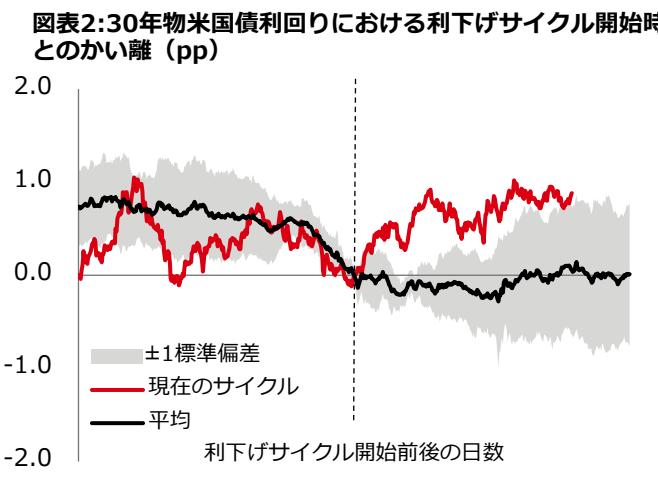


出所: HSBCアセットマネジメント、LSEG、2025年10月



## 米国債は引き続きポートフォリオにおける分散投資の手段になり得るのか？

米国債はポートフォリオにおいて、ヘッジの中核として長らく扱われてきたが、その効果は弱まりつつある。米国債が株式の下落を確実に相殺できたのは、以下の3つの条件が整っていたからである。①2%付近で安定するインフレ率、②信認された財政規律、③制約なしに積極的な緩和を行える金融政策である。しかし、これらの条件はどれも今日では完全には当てはまらない。インフレ率はピークではなく、下限として3%付近で安定しているように見える。財政ダイナミクスは悪化しており、利下げはもはや利回りの下押し要因に繋がらない。歴史的に見て、インフレ率が概ね2.5%を超えると、米国債は株式のヘッジとしての効果が低くなる。現在、まさにそのような状況にある。

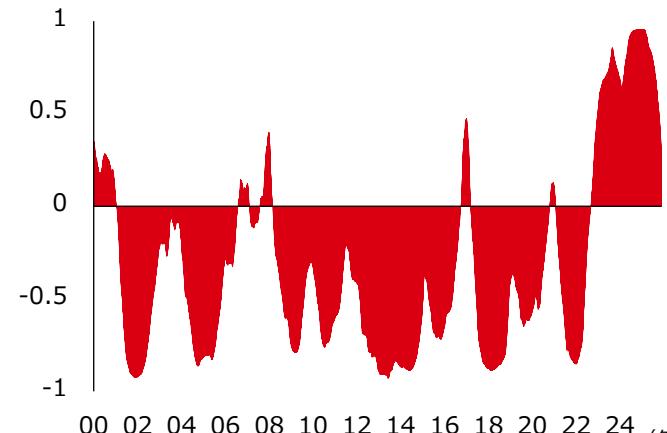


※対象期間は1989年以降

出所: HSBCアセットマネジメント、2025年10月

さらにFRBによる金融緩和は、期待されていた長期債の上昇をもたらさなかった。国債発行額の増加、海外中央銀行の準備資産の変化、さらに米国の貿易政策に伴う不確実性は、いずれも米国債のディフェンシブな特性を希薄化させている。

図表3:S&P500と10年物米国債との相関係数 (18ヶ月ローリング)



出所: Macrobond, Bloomberg, HSBCアセットマネジメント、2025年11月

従い、分散化要因を多様化させ、国債だけに頼らない代替資産を見出す必要がある。この観点では、高格付けの社債が顕著になる。こうした発行体は償還期間を長期化し、バランスシート上のレバレッジを解消し、内部留保を積み上げている。

これにより、リスク調整後ベースで投資適格社債の一部には国債よりもディフェンシブな特性が見受けられる。特に、国債市場のバリュエーションがファンダメンタルズではなく財政動向に基づいている場合、投資適格社債のディフェンシブ特性は一段と顕著になる。

国債発行体の分散化もますます重要になっている。他の財政の信頼性が低下するにつれ、イスラエル債は注目を集めている。新興国債も、もはや均質なリスク資産ではない。幾つかの新興国は現在、正統的な金融政策を運営し、インフレの落ち着きや、より強固な国内投資家基盤を有しているため、従来以上に部分的なヘッジ手段としての信頼性が高まっている。

最後にオルタナティブ投資は、ポートフォリオにおいて戦術的ではなく戦略的なディフェンシブ手段として重要になっている。マクロ経済の分散効果を活用するヘッジファンド戦略は、政策の予測可能性が低いため、リスク資産との相関関係が低くなる。金は、政策の不確実性と国のバランスシートに対する信頼性の低下を背景に、ディフェンシブアセットとして浮上してきた。一定間隔の評価メカニズムのため、プライベート・マーケットは時価評価によるボラティリティが低い。インフラなどのインカム型実物資産は、金利が徐々に低下する局面でもプロテクト機能を提供する。

このような環境下では、分散投資はもはや国債だけに頼ることはできない。資産の安全性が銘柄そのものではなく、その背後にある体制の信頼性に大きく依存している状況に鑑み、ディフェンシブ手段をクレジット、クロスソブリン・エクスポージャー、さらにオルタナティブ投資へと拡大していく必要がある。



## 財政リスクは次なる世界的なマクロショックとなるのか？

市場は、成長、インフレ、金融安定に一定程度影響を与える存在として財政政策を捉え始めている。つまり、財政政策は金融政策に取って代わってきている。コロナ禍後の時代は、構造的な財政赤字の拡大、政治的に硬直的な支出、加えてより高い政策金利の下で政策運営を強いられる中央銀行の制約などで特徴づけられる。その結果、国債の価格形成、安全資産としての役割、さらに世界的な需要の下支えに変化が見られる。

財政拡大は、もはや景気下降の影響を緩和させるものではなく、構造的な要因に伴うものになっている。高齢化は社会保障と医療費の負担を増加させる。エネルギー転換は投資を必要とする。国家安全保障と産業政策には、複数年に亘る政策支援が発生する。これらのコミットメントには政治的な代償が伴う。このため、信認に向けて政府支出、ひいては財政赤字に新たな上限が設定される。米国はこの傾向を象徴する一例であり、完全雇用時でさえ財政赤字は高水準にあり、需要が不安定な状況下でも政策支援を通じて設備投資を加速させている。課題は財政赤字をどのように削減するかではなく、どのように財源を調達するかに移りつつある。

重要なのは、これがソブリン債のディフェンシブな特性を変化させることである。インフレの下限が3%程度に引き上がると、特に国債発行額が増加する場合、利下げによる利回り低下の効果は低減する。財政リスクは新興国よりも先進国において懸念されていると言えよう。日本とスイスは信用力を維持しているが、米国、英国、加えて一部の欧州諸国では、歳出目標と歳入増加に向けた政治的な意思が後退しつつある。

このため、次に予想されるショックは成長やインフレのサプライズによって引き起こされる可能性は低く、かつては影響を受けないと見なされていたソブリンリスクが

市場で警戒される可能性が高くなろう。従い、財政が中心となる時代においては、分散投資を終わらせるのではなく、方向転換が必要である。

## 中国は成長ストーリーを維持できるか？

中国は2025年においてこれまで、力強い市場パフォーマンスを見せた。しかし市場の回復とは裏腹に、不動産セクターのレバレッジ解消、消費者心理の低迷、製造業の過剰生産能力といった構造的な逆風に依然として直面している。力強いパフォーマンスは景気サイクルによって推進されたものではない。むしろ、消費者主導の成長から、戦略、ハイテク、さらに輸出主導による中国の構造転換への取り組みが、投資家センチメントを改善させ、力強いパフォーマンスに繋がった。

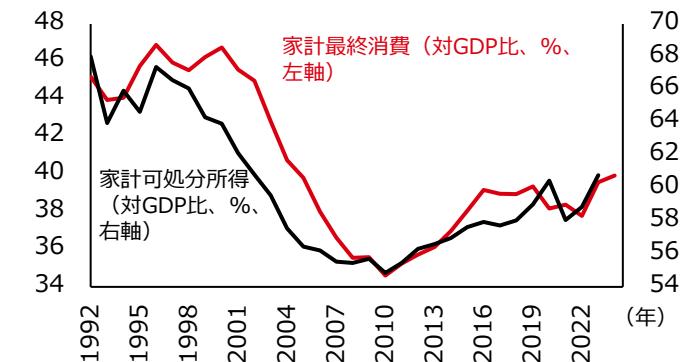
中国は徐々にデフレから脱却し、1桁台前半のインフレ率へと移行しており、過熱感を伴わずに、的を絞った財政・金融支援を行う余地が生じている。インフレ率が緩やかなプラスを維持すれば、企業の価格抑制圧力が緩和され、名目成長率を支えることになり、消費の即時回復がなくても企業利益は安定するだろう。西側諸国とは異なり、中国は短期的な消費を刺激するような景気対策ではなく、イノベーションハブ、産業高度化、地域インフラの支援など、より的を絞った財政支援を講じることが可能である。これにより、中国が競争力を有する分野では、政策支援を通じて収益性が向上するだろう。

電気自動車、電池、ロボット工学、電力貯蔵などにおける中国の優位性は、サプライチェーンの推進と応用イノベーションを反映している。AIプラットフォーム分野では中国は出遅れているかもしれないが、応用産業用AIと自動化ハードウェア分野では競争力が増している。これらは今や、内需が低迷している場合でも、企業収益をけん引できる輸出エンジンとなっている。

しかし、こうした産業ストーリーは単独では成り立たな

い。リスクは中国の競争力ではなく、産業と、世帯の厚生の間に潜在的なかい離が生じていることである。賃金、労働生産性、さらに消費者信頼感の改善が進まなければ、中国は1990年代以降の日本のような「高イノベーション・低インフレ」経済へと転じる可能性がある。新5ヶ年計画にて、消費へのリバランスを重視したうえ、過剰生産抑制策である「反内巻」を盛り込んだことは、成長は企業レベルの効率性だけでなく、世帯の厚生も高めなければならないという認識を示している。

図表4:家計所得と消費の対GDP比



出所: CEIC、HSBCアセットマネジメント、2025年10月

中国が広範に亘り経済成長をもたらす可能性は低い。しかし消費が活発でなくとも、政策と整合した戦略的セクターは収益性を維持できると考える。これにより、収益の源泉は家計ではなく産業から得られることになる。問題は、中国が成長を維持できるかではなく、どの企業が産業転換を通じて収益を上げるかということである。成長ストーリーは、産業イノベーションの持続性と、そこから多くの利益を得られる企業群から生まれるものと思われる。



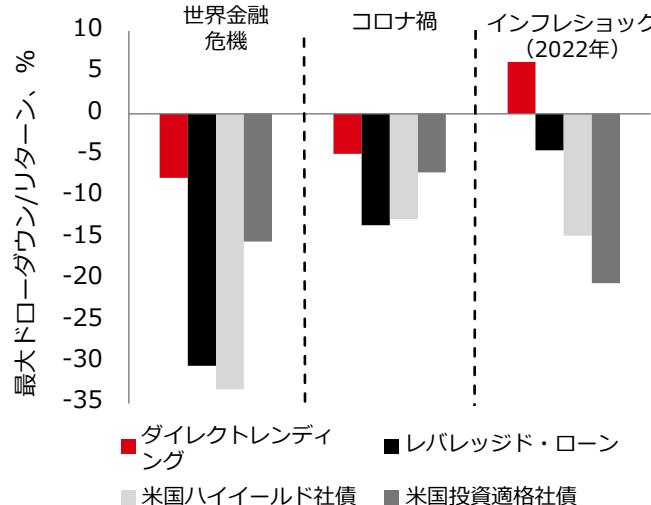
## これまでの分散投資の手法に効果が見られなくなる中で、オルタナティブ投資が選択肢ではなく必須となっている理由は？

何十年もの間、株式と債券のバランスの取れた組み合わせがポートフォリオ構築の基盤となっていた。しかし、この組み合わせによる分散効果はコロナ禍以降弱まつた。インフレ高進により、債券利回りは急上昇し、同時に株式のバリュエーションも低下した。財政拡大への圧力、国防費の支出増、高関税に伴う政策支援を背景に、国のバランスシートの持続可能性に懸念が生じ、国債のディフェンシブな特性に対する信頼性が低下した。政策の実施により、ボラティリティが上昇する局面では、米ドルや米国債でさえ苦戦を強いられた。

こうした悪化は、分散投資が国のバランスシートのみに基づいて構築されてきたという、構造的な問題を浮き彫りにしている。また国のバランスシートは、マクロ環境が不安定化するにつれ、脆弱になる。インフレ目標が上昇し、供給サイドの制約が根強く、国際秩序が多極化する世界において、オルタナティブ投資は資産の分散だけでなく、経済のけん引役に対しても分散を図ることが可能と考える。この「伝統的+α」のアプローチは、株式と債券を代替的な収益源で体系的に補完し、60/40戦略では実現できそうもない分散効果が得られると考える。ダイレクトレンディングはその好例である。ダイレクトレンディングは、シニア担保によるプロテクションと実質リターンを維持する変動金利特性を備え、株式に匹敵するインカムを提供する。市場のストレスが高い局面においても、ダイレクトレンディングは、レバレッジド・ローンや米国ハイイールド社債よりも大幅に低いドローダウンであった。こうした耐性は、コベナンツ条項、担保、さらに貸し手の影響力などに左右されよう。借り換えリスクと分散投資が強まる高金利環境においては、このような形態のクレジットが、景気循環に連動するエク

スポーツイヤーではなく、安定要因として機能すると見られている。

図表5:パブリッククレジットとプライベートクレジットのドローダウン



注: 使用した指数は以下の通り。JPM Leveraged Loan Index, Bloomberg US Corporate High Yield TR Index, Bloomberg US Corporate TR Index

出所: HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、JP Morgan, Cliffwater、2025年9月

プライベートエクイティとベンチャーキャピタルは、企業成長の初期段階における価値創造にアクセスすることで、分散効果をさらに拡大させよう。2000年以降、米国の上場企業の数は半減しており、パブリックマーケットにおいては新事業関連に縮小傾向が見られる<sup>1</sup>。一方、ベンチャーキャピタルの支援を受けた非公開企業は25倍以上に増加した<sup>1</sup>。AIインフラ、精密医療、クリーンテクノロジー・プラットフォームといった変革をもたらす開発に向けた資金調達は、新規上場するかなり前から、主

としてプライベートマーケットにて資金調達されている。長期投資家にとり、これは世界の経済成長の全体像を捉える可能性を秘めていると言えよう。

実物資産は、「伝統的+α」のアプローチのディフェンシブな側面を支えている。当資産は、GDPなどの景気循環的な追い風ではなく、エネルギー転換、デジタル化、送電網の近代化といった長期的なメガトレンドの恩恵を受ける。また当資産は、過去10年間のパフォーマンスが示すように、インフレ変動に対するヘッジ機能と、世界経済を再形成するような、設備投資サイクルへの参加の双方を提供する。

加えて、マクロヘッジファンドやマルチ戦略プラットフォームといった流動性の高いオルタナティブ投資にも注目したい。これらは、金利、為替、コモディティなどへの分散投資や、資産間の相対価値のかい離に着目しリターンを上げることを通じて、市場環境がプラスでもマイナスでもパフォーマンスを発揮できる凸型のリターンプロファイルを実現させることができよう。政策の不確実性、変化するリスクプレミアム、加えてボラティリティ上昇の可能性が特徴的な現状において、このような戦略にはかつて国債が提供していた分散効果が期待できる。

こうした進化を促しているのはアクセスの拡大である。英国、欧州、アジアにおける規制改革により、最低コミットメント額が引き下げられ、透明性が向上した。しかし、これはオルタナティブ投資を簡素化するものではない（運用会社の選定、ガバナンス、さらに投資引受規律は引き続き重要）。こうしたなか、オルタナティブ投資は戦略的なものになった。オルタナティブ投資は、分散効果をもたらし、構造的な成長を捉え、伝統的な60/40戦略を蝕むマクロ要因からポートフォリオを守るための適切な選択肢となり得ると考える。

1 - 「Unicorns, Decacorns and Hectocorns: The Private Companies Primer」、BofA Securities、2025年10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、2025年11月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

# AI主導の電力需要がクレジットに 与える影響（債券市場の深堀り解説）





## AI主導の電力需要がクレジットに与える影響（債券市場の深堀り解説）

「米国では今後5年間、AI関連の電力インフラを支えるため、年間300億米ドルの設備投資が見込まれており、データセンターが多額の債券を発行する見込みである。」



AIの台頭とデータセンターの急速な拡大は、世界の電力需要にますます大きな影響を与えており、特に2030年以降は消費量の増加が続くと予測されている。エネルギーの効率性向上が見込まれるもの、AIの急速な導入とエネルギーインフラへの影響を反映して、電力需要の長期予測は上方修正されている。

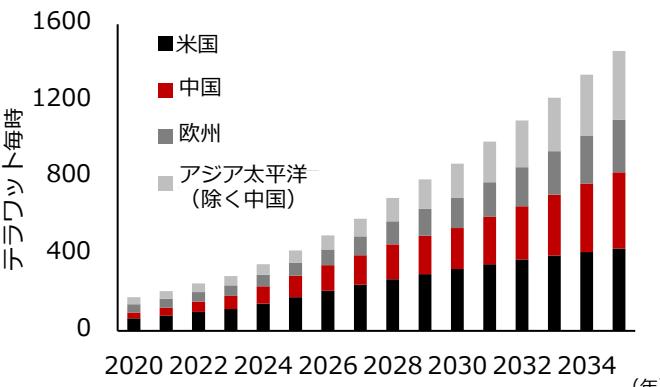
### 米国：債券発行とインフラ資金調達の急増への見通し

米国は、AI主導による電力需要の世界的な急増をけん引しており、データセンターは新たな電力需要において大きな割合を占めている。今後5年間で、AI関連の電力インフラに向けた設備投資には年間300億米ドル（上流事業あるいは中流事業を手がけるエネルギー企業による追加投資は除く）が支出されると推定されている。

データセンターにとり不可欠な要件である電力供給への高い信頼性から、天然ガスは極めて重要な役割を果たしている。2030年までに、AI関連のデータセンターは、米国における天然ガスの新規電力需要の最大40%を占めると予想されている。こうした動向は、天然ガス生産企業や天然ガスの中流事業を手がける企業の信用力を高めるとともに、エネルギーインフラ関連債券への需要も激激している。

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）にとり、コストや信頼性に加え、AI導入の喫緊性を背景に「電力供給開始までの時間」は重要な課題となっている。その結果、系統接続型、ハイブリッド型、オフグリッド型など、多様なインフラソリューションが採用されている。

図表1: AIによる電力需要



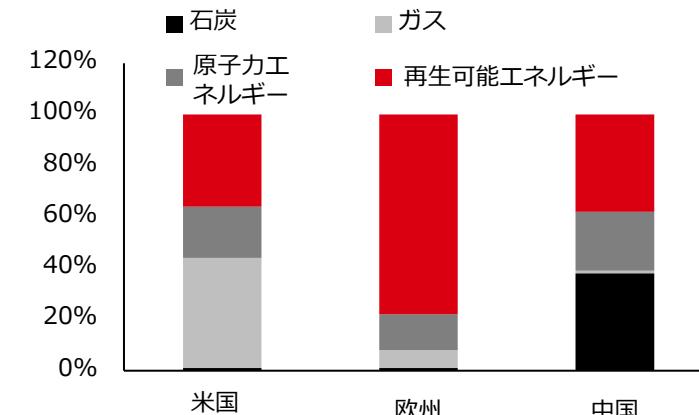
出所: HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2025年11月

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、2025年11月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

こうした需要に応えるため、資金調達構造は進化しており、プロジェクト固有の契約などがより一般的になっている。また、上流事業あるいは中流事業を手がけるエネルギー企業などが新たな資金調達方式を採用しつつある。

しかし、特に政府規制下にある公益事業や、オングリッドソリューションにおいては、価格の手頃さに関する懸念は依然として残る。規制や容量の制約がある地域では、ハイパースケーラーがオフグリッドシステムやハイブリッドシステムへと移行するケースが増えている。価格の手頃さという課題に対処するには、データセンターなどの各ユーザーに合わせた規制改革や枠組みが必要になると同時に、消費者への経済的影響と業界の安定性のバランスを図ることも重要である。

図表2: 2035年のデータセンターの電力ミックス



出所: HSBCアセットマネジメント、IEA、2025年11月



アジア全域において、AIによる電力需要への影響は国によって大きく異なる。中国は、その大規模な発電容量基盤と構造的な優位性により、重要なプレーヤーとして台頭している。同国では、電力需要の増加に占めるAIの割合が12%で、比較的緩やかな水準にある。これは、エネルギー安全保障と産業発展に重点を置く中で、管理可能な範囲と言える。高い電力予備率と送電網インフラを背景に、中国の電力システムはシステム自体に負担をかけることなく、新たなAI関連負荷に対応することが可能である。「東数西算(東のデータ、西のコンピューティング)」などの政策イニシアチブも、需要管理において極めて重要だ。データセンター運営を再生可能エネルギーの余剰電力がある地域に誘導することで、増大する電力需要のバランスを図りながら、化石燃料発電への依存を最小限に抑えるのに役立つと思われる。このアプローチは、今後5年間で低炭素発電容量が85%増加すると見込まれる、中国のネットゼロコミットメントと整合している。これらの構造的および政策的要因により、中国はAI対応力をさらに強化することが可能と言えよう。

日本は、アジアにおいてAI関連の電力需要の影響を最も顕著に受けると思われる。AI主導のデータセンターは、日本の将来の電力需要増加の60%以上を占めると予測されており、過去10年間需要低下に直面してきた公益事業セクターにとり大きな転換点となる。今後10年間で電力需要が5%増加すると予想されていることから、特に低炭素発電へのエクスポートジャーナーが大きい公益事業の発行体においては信用力見通しが安定化する可能性がある。

このような成長は転換点となり、特に低炭素エネルギーへの注力により、安定した利益率を享受している公益事業セクターにとり好機になると考えられる。

## 新興国市場：信用力への影響は中立、サステイナビリティの観点では上振れ余地あり

中南米、中東、アフリカなどの新興国市場では、AI主導の電力需要による信用力への影響は中立と見られている。これらの地域は世界的なデータセンターインフラにおいて僅かな割合となっており、既存の予備力は追加需要に対応可能な水準にある。特に中南米は、豊富な再生可能エネルギー資源を有し、新たな電力需要への対応に有利な立場にある。同様に、中東およびアフリカの電力会社は、AI関連の需要を長期計画に組み込むことで、追加的な設備投資の必要性を最小限に抑えている。

## 欧州：送電網の近代化が進むなか、信用力への影響は限定的

欧州では、AI主導の電力需要による信用力への影響は、少なくとも短期的には最小限に留まると予想される。電力需要の伸びに占めるデータセンターの割合が1桁台前半であり、当地域の電力会社は主に送電網の近代化と再生可能エネルギーの統合に注力している。

この「投資スーパーサイクル」は資本市場を通じて資金調達されており、最近では200億米ドルを超える資金調達が行われた。今後数ヶ月間で、さらに100億米ドルの調達が見込まれる。特に電力価格が高く、容量に制約がある地域では、電力価格の妥当性への懸念が政治的なりスクとして浮上する可能性がある。とはいえ、規制改革や、大規模産業向けの電力需要を有する企業を対象とした新たな料金体系を通じて、こうしたリスクは軽減されるものと思われる。全般的に欧州の電力会社は、バランスシートに大きな影響を及ぼすことなく、送電網の改修に伴う財務的負担に対応できると見ている。

## まとめ

全体として、AIは電力セクターの信用力動向を決定づける唯一の要因ではない。しかしAIは設備投資への需要に影響を与え、プロジェクトごとの資金調達方式が採用されつつある。またAIは、電力およびエネルギー企業が計画、資金調達、さらに供給能力に関して、より広範に見直す契機にも繋がっている。こうしたなか、AI主導の電力需要が各地域にてどのような影響を与えていたかを理解し、地域およびセクター固有の分析が一段と重要なっていると考える。

# 役割が変化しつつある「金」 (マルチアセットの深堀り解説)





# 役割が変化しつつある「金」（マルチアセットの深堀り解説）

「数十年に亘り、金はインフレ高進局面や実質利回り低下局面にて、アウトパフォームする戦術的ヘッジとしてポートフォリオにおいて役割を担ってきた。しかし今、その役割は変化しつつある。」



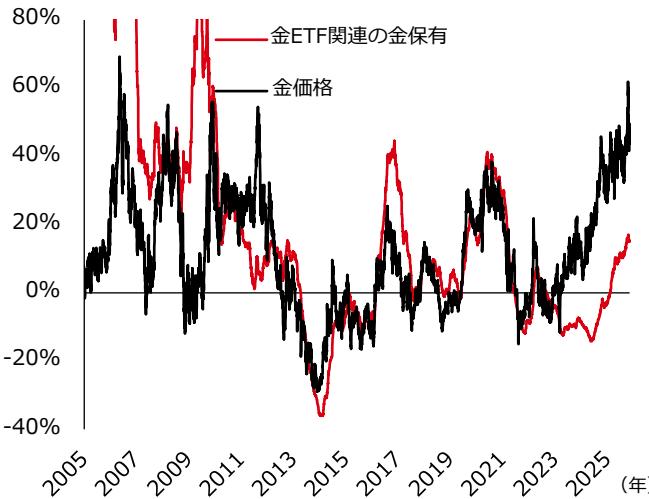
インフレ率の上昇、あるいは実質利回りの低下という循環的な条件の下で、従来は金の魅力を捉えてきた。どちらの条件も満たさない場合、金は利回りを伴わない資産であるため、当資産を保有することによる機会費用は大きく、戦略的効果はこれまで限定的であった。しかし最近の金のパフォーマンスは、当資産を巡る長年の前提を揺るがしている。

## 世界の中央銀行による準備資産の約4分の1を占める「金」

2024～25年には、実質利回りが高水準を維持し、インフレ率が反転する中で、金はリスク資産と並んで上昇した。この異例の状況は、金の原動力が根本的に変化したのか、さらに長期的な戦略的資産配分における金の位置づけを再考する必要があるのか、という疑問を提起している。しかし、価格が2025年年初来で50%以上上昇し、世界の中央銀行における準備資産としての金の保有が増加していることを踏まえると、金を循環的な観点だけで評価することはできないと言えよう。

この変化は、金の主要な買い手の変化から始まる。2023年までは、金ETF関連による金の保有と金価格は連動しており、平均約60%の相関関係を示していた。しかし、2023年の金価格の大幅な上昇にもかかわらず、金ETF関連の金保有は低下し、金価格が1オンス2,700米ドルを突破した時点で金ETF関連の金保有はようやく反転した。この傾向は、金ETFの金保有や民間部門におけるヘッジといったこれまでの投資フローが、特に新興国の中央銀行による継続的な金の購入に取って代わられていることを示している。新興国にとり金の購入は、インフレ率や相対金利ではなく、準備通貨の信認への懸念、地政学的分断の拡大、加えて海外の管轄区域における準備資産保管の脆弱性に対応していると考えられる。

图表1: 金価格 vs 金ETF関連の金保有の動向（前年比、%）

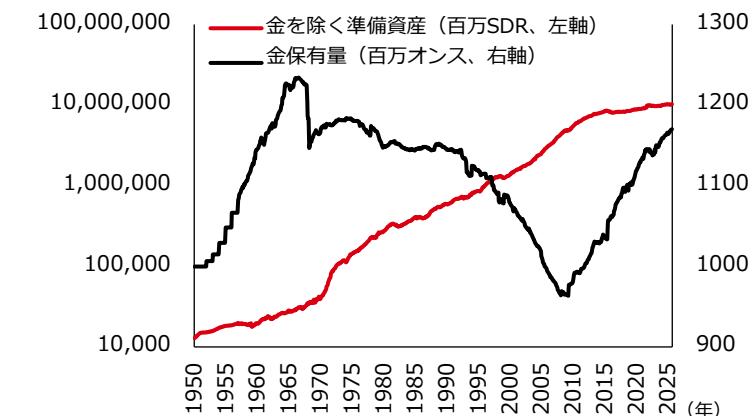


※2005年における金ETF関連の金保有の前年比は極めて大幅な上昇であったことから、上記チャートにて非表示

出所: HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2025年11月

地政学的分断を背景に、海外の管轄区域における準備資産に対して制裁や保管制限の可能性もあり、また米ドル決済への依存に関しても懸念が出ている。こうしたなか、金は政治体制から独立した唯一の準備資産として浮上している。現在、世界の中央銀行は準備資産の約4分の1を金で保有しており、これは価格やポジショニングに反応しない需要基盤となっている。

图表2: IMFによる国際準備資産



出所: HSBCアセットマネジメント、Bloomberg、2025年11月

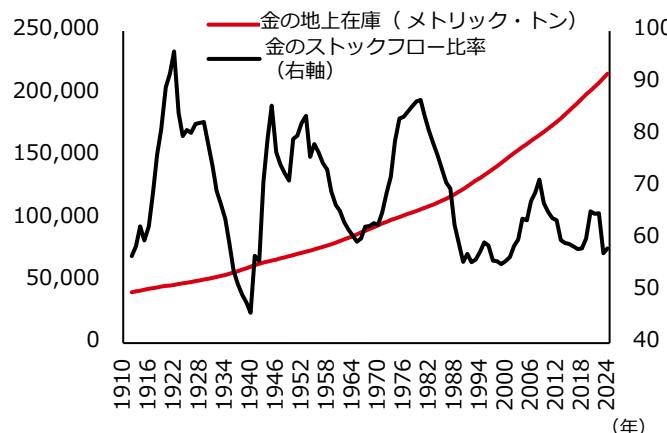
## 変化する金の価格形成

金の買い手が個人投資家である場合、需要はインフレ期待、金融政策サイクルなどに応じて変動する。買い手が中央銀行となると、需要は価格動向を勘案せず、戦略的かつ持続的なものとなる。



金の現物供給は緩やかに調整されるため（金採掘は短期的には大幅に拡大できないため）、中央銀行による金の蓄積は取引可能な供給を減らすことに繋がる。

図表3:金の在庫とストックフロー比率



※金のストックフロー比率 = 金の地上在庫/金の年間採掘量  
出所: Bloomberg, HSBCアセットマネジメント, 2025年11月

その結果、金は循環的な弾力性を持つ資産ではなく、流動性が限定的な準備通貨のように価格形成される。これは、実質利回りが歴史的にやや高水準にあるにもかかわらず、金価格が上昇する理由を説明する一助となる。こうして、金の価格動向が、過去のサイクルを特徴づけていた機会費用の枠組みにあまり縛られなくなってきた。また、戦略的な投資家が金利予想や株式市場のヘッジニーズに基づいて取引を行っていることもあり、金は短期的なマクロ経済を巡るセンチメントとは無関係に、価格の下限を維持することが可能と言えよう。こうした構造的な要因は、景気循環的な要因とも相まって、トレンドを増幅させると考える。インフレ鎮静化が見られる中

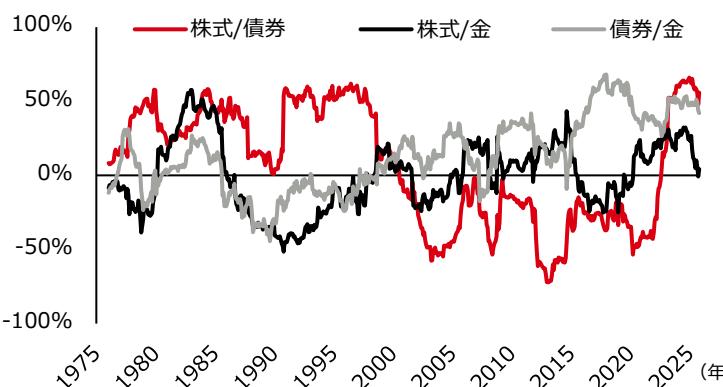
で、米国が設備投資重視のサイクルに入り、関税による税収増に依存しながら財政を拡大するにつれ、中期的なインフレ圧力と債務持続可能性に関する懸念は依然として残る。

このような環境下でのFRBによる利下げは金保有に伴う機会費用を低下させるうえ、中央銀行による金の蓄積により、構造的に金の底値が切り上がっていいく。その結果、非対称性が生じる。つまり、循環的な要因は金の価格上昇を促すが、その要因だけで金の価格水準が正当化される訳ではない。

#### リスク資産との相関関係

理解を複雑にする要因の一つに、金とリスク資産の正の相関関係がある。従来においては、金が株式と連動して上昇する場合、それはポートフォリオにおけるヘッジではなく、投機的なセンチメントによって引き起こされていると考えられてきた。しかし最近の運動は、投資家が景気後退リスクではなく信用リスクを勘案して金にヘッジしていることを示していると考える。株式はAI発展への期待、堅調な企業収益、流動性に配慮した政策の恩恵を受けている。

図表4:月次ベースの相関関係（3年ローリング）



出所: Bloomberg, HSBCアセットマネジメント, 2025年11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、2025年11月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。

一方、金は準備資産として、さらに財政悪化および長期的なインフレの不確実性といった一連のリスクに備えて、蓄積されている。

両資産の同時上昇を、投資家の熱狂と解釈すべきではない。これは、経済成長への期待と制度・枠組みへの不信感が共存する投資家の状況を資産配分を通じて反映しているのである。

#### 投資へのインプリケーション

ポートフォリオ構築において、金の役割の移行が完全に反映されていないものの、その影響は明白である。中央銀行の準備制度が政治化される中で求められる中立的な資産として、さらに財政への信認低下に対するヘッジとして、金の需要が生じている限り、戦略的なインフレヘッジとしての配分では不十分であると考えられる。国債は、引き続き成長ショックをヘッジするが、ソブリンリスクには対応できない。同様に為替ヘッジは、通貨の変動を緩和するが、特定の準備通貨への集中に伴うリスクには対処できない。現金は、金利変動からプロテクトできるが、債務の構造的な拡大が見られる世界においては、通貨価値の低下を回避することはできない。しかし、金はカウンターパーティへのエクスポートジャーナルに、こうしたリスクを同時にヘッジできる。従い、どの時点で金を購入するかという問題については、ポートフォリオにおいて、以下のようなソブリンリスクに晒されている度合いに依存する。つまり、ソブリン債の発行体が、バランスシートを構造的に拡大させ、高齢化の進行に直面し、政治色を強めているという国である。

# AIサイクルのけん引役に関する 再考（株式市場の深堀り解説）

---





# AIサイクルのけん引役に関する再考 (株式市場の深堀り解説)

「足元の動向はバブルを彷彿とさせるかもしれないが、AIの発展における現在のフェーズをけん引しているのは、ユーザーの採用曲線よりも、物理的な制約によるものの方が強い」



図表1:AIデータセンターの経済学<sup>1</sup>



出所: HSBCアセットマネジメント、2025年11月

- CPU
- 8 GPU + 4 NVSwitch ベースボード
- メモリ
- ストレージ
- スマートNIC
- シャーシ (casem バックプレーン、ケーブリング)
- マザーボード
- 冷却 (ヒートシンク + ファン)
- 電力供給
- 組立てとテスト
- マークアップ

世界各国・地域の株価指数は記録的な高値で推移しているが、限られた銘柄が市場をけん引している状態が続いている。一握りの米国超大型株が株価上昇の大部分を占めている。大手半導体メーカーの業績見通しは大幅に上方修正されている。さらに、AI関連セクターのバリュエーションは目前の収益化を想定していない模様である。表面的には、こうした様相はITバブルの初期当時を彷彿とさせる。

市場は、まだ未知数の収益化について長期的な仮定を立てている一方、足元の投資サイクルはコンピューティングに対する目に見える実際の需要が土台となってけん引している。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）は土地や電力、変圧設備、送電網、冷却設備の確保など、公益事業用のインフラプロジェクトに匹敵する規模で投資をしているが、上流の生産能力に鑑みてコンピューティングの要求に応えている。対照的に、過去のITバブルでは、目に見える投資がなされる前に市場が熱狂するというケースが殆どであった。

## AIインフラの構築と、資源の希少性に基づく経済

今日、膨大な資本整備が事前になされなければ、AIを実現することはできない。10年前は1台のサーバーを構築するのに2万米ドルで足りたが、現在は25万米ドルを超える<sup>1</sup>。米国、欧州、およびアジアでのデータセンターの建設は、2000年代初めにおける電気通信インフラの拡大絶頂期に匹敵するペースで行われている。

こうした動向は、AI利用はいずれ広範に及ぶと予想されているため、その基盤となるインフラが整備されているということを反映している。ソフトウェアにおけるAI効果は現時点ではかなり限られているため、ソフトウェア関連や消費者関連銘柄が出遅れていると考えられる。しかし将来、AIの活用が広がるという確信は十分強く、上流工程への支出が拡大している。

つまりAI関連のインフラ構築には、現時点での需要と、今後期待される将来の需要の双方が反映されている。

半導体を中心とする一部のセグメントにて鮮明になっている価格交渉力が、こうした二面性をよく表している。例えば、エヌビディアの利益率を押し上げているのは心理的要因ではなく、限られた生産能力と先端パッケージング能力である。とはいえ、当銘柄のバリュエーションには、半導体などに現時点で供給制約が見られるものの、将来においては幅広い業種にて収益化が見込まれるという期待も織り込まれている。こうした期待は、既に資金を振り向けた設備投資を回収できるに足るペースで、企業が進化するAIツールを活用するという前提から生じている。また、電力、労働力、さらにデータの不足や、制約が見られるサプライチェーンといった経済的な支障も、価格交渉力を蝕むことなく、いずれ解消されるという前提にも立脚している。

1 - Dylan Patel and Gerald Wong、「AI Server Cost Analysis – Memory is the biggest loser」、2023年5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、2025年11月。当資料に記載された見解は資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。予測、見通し、目標は情報提供を目的としており、その実現を保証するものではありません。HSBCアセットマネジメントはかかる予測、見通し、目標が未達の場合の責任を負うものではありません。



## 世界的な恩恵の広がり

収益化にかかる時間的目安の予想は依然として難しい。但し、このサイクルを見逃すのではなく、供給が迅速に対応できない時点においても、収益化に向けた最初の好機が既に出現していることに気付くべきである。この好機は電力インフラにある。米国の幾つかの州では今日、データセンター需要が住宅建設よりも速いペースで電力供給の割り当てを吸収している。送電設備や変圧設備の不足により、基盤構築の時期が数年単位で先送りされ、韓国と欧州の高電圧機器メーカーの価格交渉力が一部の米国サプライヤーと並んで押し上げられている。

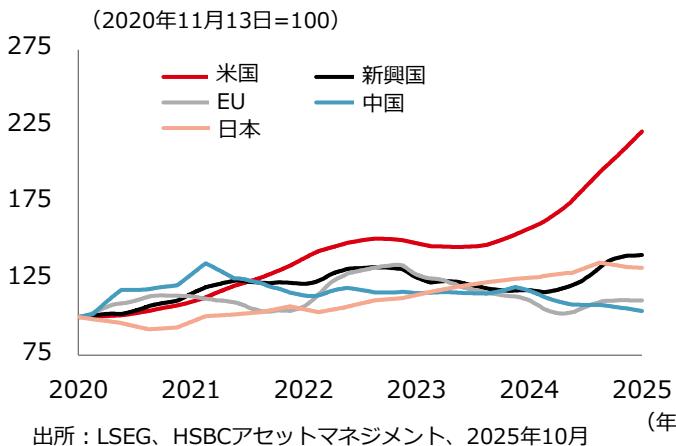
先端パッケージングとサーバー設計も見落とされている分野である。台湾が先端パッケージングを独占しており、台湾と中国に拠点を置く3社だけで世界のサーバー製造の90%余りを支配している。これらの企業は、過熱感の恩恵を受けている訳ではなく、AIバリューチェーンの構築にとり不可欠である。

AIインフラの基盤を成すコモディティも投資対象になり得る。AIの処理能力強化のため、銅、シリコン、レアアース、プラチナの需要が高まっており、それらの大半がチリ、南アフリカ、インドネシア、さらに中国で採掘または精錬されている。処理能力の一段の強化が求められるにつれ、こうした鉱物資源への重要性も高まると言えよう。

## 中国の優位性

最後に米国の超大型株以外にも、中国やその他の新興国に目を向け、次のトレンドを見極めることも有益であろう。例えば中国は、最先端の半導体開発および設備投資の出遅れにより、AI発展能力が制約を受けているという見方から、AIの潜在能力について過小評価されている。

図表2：テクノロジー・通信セクターにおける設備投資



しかし中国における競争戦略に関して、技術先行優位の原則は当てはまらないと考える。

むしろ、規模や低コスト、国が後押しする職業訓練、さらに実体経済でのAIの活用定着を通じて競争を展開している。つまり、最先端AIモデルの構築のみに依存するのではなく、大量のトランザクション処理を基盤として、収益を継続的に確保できる大規模なAIモデルを展開することにも注力している。こうした取り組みは、AIの価値向上に極めて重要であると言えよう。

中国は、取引に直接紐づけられたデータエコシステムを活用している。アリババや美团、テンセント、バイトダンスは、消費者による各取引を共同で管理しており、そのおかげで、AIモデルの規模が小さくてもユーザー1人当たりの収益は欧米のプラットフォームよりも高い。

コスト構造もこうした優位性に寄与している。中国の大規模言語モデルは、競争力のある性能を提供しながら、既に欧米の何分の1かの価格設定になっている。例えば、百度（バイドウ）による自律的運用は、単位当たりの採算性が欧米の競合よりも最大で80%優れており、商業化の条件の確保が一気に進んでいる。

この状況は、中国が能力の格差を埋め、世界的な価格設定を再形成した太陽光や電池、電気自動車における過去の劇的な進化と酷似している。AIが同様の道を辿り、普及とコスト低下が進めば、最先端の半導体では米国に後れを見せており、中国がAIの実用化において優位な収益構造を有しているかもしれない。

半導体による足かけは重しではあるが、行き止まりの壁ではない。AIインフラに中国製の半導体を使用することを義務付けている中国の政策が、中国産の半導体の成長を支えているほか、1兆米ドルに達する可能性があるクラウドサービス市場の拡大も成長を後押ししている。こうしたなか、自給自足のエコシステムが醸成され、コストと能力面の溝を埋める可能性がある。

このように、AI実用化への期待が高い一方、不均衡な状態は続いている。今のところ、供給制約が収益源に繋がっている。AIソフトウェアとその普及により、基盤構築の果実が収穫され始めるという次の段階では、長期的な収益が見込まれるか否かが株式市場では注目されよう。

# 留意点

## 【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBC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。購入の申し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、HSBC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。

## HSBC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](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)

