

投資環境見通し 2020年下期

加速する経済社会の新トレンド

2020年6月

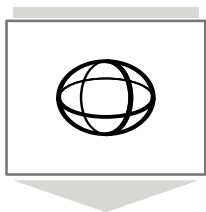


HSBC
Global Asset
Management

2020年に起きたこと

「経済の急停止」により、リスク回避の動きが金融市場に広がった

- ◆ 米ドルや米国国債など、安全資産とされる資産クラスが上昇し、社債のクレジット・スプレッド（国債との利回り格差）は拡大した
- ◆ 投資家は過敏に反応し、株式市場は急落。これは世界に波及した
- ◆ 株式市場は、先進国市場、新興国市場ともに、30%以上下落した（米ドルベース）



背景は何か？

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大と、この封じ込め策として行われた大規模なロックダウン（都市封鎖）は、歴史的な出来事だった。当初は一部地域の経済活動の停止だったものが、世界のサプライチェーンへの打撃となり、さらに消費と需要の崩壊を招いた。経済を動かすために送られていた“電力”のスイッチが切られたかのようなようだった。



政府・中央銀行の対応

各国の中央銀行と政府は素早く行動を起こした。利下げ、企業への資金提供、個人への経済的支援など、様々な対策を通じて経済支援を開始した。景気後退は避けられないとしても、景気悪化の程度を抑え、経済が持ち直した時点で早期の回復を促す狙いである。



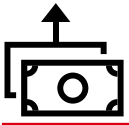
金融市場への影響

旅行業、運輸業、製造業など様々な産業が停止状態となった。加えて原油価格が急落し、金融市場を一層不安定なものとした。株式などリスク資産の価格はかつてない速さで下落した。

3月中旬以降、市場は安定を取り戻し、上昇相場が始まった。市場の反発の度合いは資産クラスや国・地域によって異なる。市場は戻りつつあるが、世界経済が受けた打撃は強烈なものであった。2020年上半期は、まれにみる混乱状態となった。

2020年下半期の投資環境見通し

ベアマーケット（弱気相場）は急速に反発し、上昇へ転じた。多くの投資家は「経済が冷え込んでいるなかで、株式市場が上昇するのは非合理」と考えている。しかし、こうした見方は正しいのであろうか？



市場は将来を見据える

第一に、金融市場は将来を見据えて動くのに対し、経済指標は景気に遅行するものであることを思い出そう。

例えば、失業率は、株価が底入れした後も上昇を続けるのが一般的である。新型コロナウイルスのパンデミック初期に、株価はおおよそ3分の1下落するなど、市場はすでに最悪の状況を織り込んでいた。



大胆な政策支援

第二に、各国の政策当局の予想以上に大胆な景気支援策を受けて、景気の先行きへの悲観論が後退。投資家心理が持ち直した。

比較すると、2008年の世界金融危機（リーマンショック）時は米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを実施するまで2ヶ月かかった。今回は2週間足らずで利下げが実施され、革新的な政策が次々と打ち出されている。



先行指標としてのアジア

第三に、世界の景気指標では依然としてマイナスの数字が並んでいるが、中国経済の一部のほか、アジアの中で工業化が進んでいる地域では、大方の予想より早く景気の回復が始まっている。

アジア経済は、今回の危機を通じて世界経済の先行指標の役目を果たしており、最新の景気指標は、通常のエconomic活動再開に向けた明確な道筋を示している。



市場の特性を考慮

最後に、株式市場は「経済そのもの」ではない。観光業、旅行業、レストランなど、多くの産業が今回の新型コロナウイルスの感染拡大により大きな打撃を受けたが、これらの産業が経済全体に占める比率は大きくない。また、米国株式が大きく上昇しているように見えるが、株価指数の中での業種比率の差を考慮すれば、他市場との差はそれほど大きくない。

2020年下半期以降の世界経済シナリオ

今後の展開



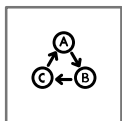
世界景気の回復シナリオ

我々が描く景気の基本シナリオは、この先のウイルス検査の拡充、感染者の追跡の強化、局所的な感染拡大、2021年年央頃のワクチンの実用化、そして2021年半ばまで続く一部経済活動の制限、などを前提にしている。このシナリオでは、当四半期（4-6月期）にはすでに景気は縮小から回復に転じている。2021年の年末には、新しい経済回復の軌跡が確認されていると思われる。その際の景気回復のペースは、これまでよりは低めであるものの、トレンド成長率に近いものとなろう。



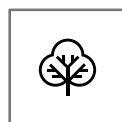
下振れリスク

危機への対応力は国・地域や経済によって異なる。例えば政策の柔軟性などである。また、景気下振れの要因として、感染拡大の第2波のリスクがある。さらに、貿易や労働市場の停滞などで、長期にわたり経済の不調が続く懸念がある。



投資機会を厳選

投資家は分散投資の重要性を、今一度しっかりと考える必要がある。オルタナティブ資産への投資は、市場が反転した時にポートフォリオを守る役割があると考えられる。また、国債より利回りが高い優良社債にも投資価値が見出せる。ほかに、地域配分、スタイル、セクターも重視する。



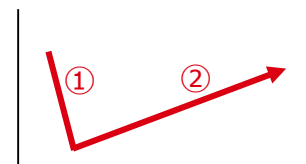
持続可能な投資へ

近年、社会的責任投資が注目を集めているが、今回のコロナ問題により「持続可能な投資」を考える重要性が一段と高まっている。ロックダウン（都市封鎖）による自然環境の変化（大気汚染の軽減など）も、低炭素経済への移行を加速させるきっかけになる可能性がある。

<世界経済展望> メインシナリオ

2020年に入り、世界経済は急速に縮小したが、この先は緩やかな景気回復が持続すると考えられる。この「景気の急速な縮小の後の緩やかな回復の持続」は、ナイキ社（NIKE）のロゴマークである「Swoosh」に似た形状で表すことができる。

HSBCグローバル・アセット・マネジメントの世界景気回復シナリオのイメージ図



- ① 経済の急速な縮小
- ② 持続的な緩やかな景気回復

個人や企業の経済活動、各国政府や中央銀行の政策など、様々な要因が関連するため、2020年後半の投資環境を正確に予測するのは極めて困難である。とはいえ、新型コロナウイルスの感染拡大は、今回の危機が発生する前から始まっていたいくつかの経済や産業の「トレンド」を加速させている。例えば、情報技術の活用や持続可能性（Sustainability）問題への取り組みなどであり、これらは長期的に投資収益にプラスに働くものである。また一方でグローバル化の後退などプラスでないものもある。



市場の急落局面での各資産の相対的な動きは、市場暴落時ならではのものではなかった。しかし、その後の市場上昇時の展開は過去に例のないものとなった



世界の景気回復が遅れば、景気の循環に関連した問題が発生するリスクが高まる



各国中央銀行が買い支えている資産クラスに投資機会ある。また、一部のオルタナティブ資産への分散投資が有効だと考える



ジャン-シャルル・ベルトラン

HSBC グローバル・アセット・マネジメント

マルチアセット部門グローバルCIO

マルチアセット運用の投資環境

金融市場が受けた影響

2020年に入ってから市場動向は、2つの際立った局面に分かれる。まず、3月のリスク資産の暴落である。市場下落の速度は驚異的であったが、資産間の相対リターン之差も暴落時特有のものだった。

この後、リスク市場は上昇に転じたが、この市場回復の初期の段階はよくみられる普通の展開であった。まずリスク資産の中でも比較的ディフェンシブ（相対的に安定的）とされる資産が上昇に転じた。しかし、リスク資産の価格が上昇する中で、国債市場は、世界的に低金利の環境であったにせよ、年初来の高値（低利回り）近辺に留まった。また、金価格も堅調であった。これは、過去に経験した「リスク資産市場が回復し、投資家のリスク選好度が高まる中で、安全資産とされる国債市場が下落する」という典型的な展開とは対照的であった。なお、リスク資産中でも、米国株式など、他の株式市場と比べて安定性が高いとされる市場が好調であった。

中国経済を基準として世界経済の回復を測れるか？

中国経済が正常な状態に戻りつつあることは朗報である。製造業中心の経済であるため、サービス主体の経済よりも経済活動の再開が容易である。旅行や娯楽などのセクターが依然低迷している状況を敢えて取り上げる必要はない。中国で国民の行動の規制が緩和されたとはいえ、人々は直ちに以前のように外出や消費をするわけではない。

このように、中国経済の一面を見たのみで、中国経済が順調に正常化に向かっていると判断するのは、楽観的過ぎる可能性がある。

もし、世界景気回復が遅れば、景気の循環に関連した問題が発生するリスクが高まる。例えば、当社では社債のデフォルト・リスクが高まることを注視している。現時点では、市場は企業のデフォルト・リスクは低いとみているようだ。

世界の混乱が続く中での投資

依然大きなリスクが残っているとはいえ、これまでの市場の下落を経て、長期の視点を持つ投資家は投資の好機を迎えている。現状の環境の中で投資を行う最善の方法は、比較的安定的な資産（再度の市場の下落に耐える）とリスク資産（中長期の市場の上昇の恩恵を受ける）を効果的に組み合わせたポートフォリオを構築することだ。この組み合わせによって、様々な相場展開に応じて、ポートフォリオを良好に運営できる。

投資期間が12ヶ月未満の投資家の方は、これまでの相場が上昇してきたことから、一度リスクを減らすことが得策といえそうだ。今年後半に市場が下落局面を迎えれば、これは魅力的な再投資の機会となるであろう。

当社は、中央銀行のサポートを得られる資産クラスを選好する。利回りが魅力的であり、FRBと欧州中央銀行（ECB）の買い支えによって下振れリスクが抑えられる投資適格社債をオーバーウェイトとする。

先進国国債への投資比率は減らしている。バリュエーションの魅力が低く、金利水準がゼロに近づくにつれ、債券価格は一定水準内での推移に留まっている。先進国国債はヘッジ資産としての機能を失いつつある。リスク資産の市場が反落する場合、ポートフォリオを守るにはオルタナティブ資産（代替資産）が有効だと考える。また最後に、金のほか、米ドル、スイスフラン、円などの通貨を含めた他の安定資産への分散投資を行い、ポートフォリオを守ることが重要だ。



株式市場は、急落から上昇に転じたが、株価の回復状況は、市場や業種により明暗が分かれる



引き続きアジア株式を選好。新型コロナウイルスへの対応力が優れている市場に注目する



今回のコロナ禍を経て人々の行動や経済の需要構造などが変化した。いくつかの変化は今後も続き、数年間にわたり株式投資に影響を与える可能性がある



ビル・マルドナド

HSBCグローバル・アセット・マネジメント

アジア・太平洋地域CIO 兼株式部門グローバルCIO

株式の投資環境見通し

2020年前半の株式市場の動向

1月下旬に新型コロナウイルスの感染が拡大し始めると、株式市場は、先進国市場、新興国市場ともに複数回の急落を繰り返し、3月中旬までの期間に株価はおおよそ3分の1程度下落した（米ドル換算）。同時期に原油価格が急落したことも、市場の危機感に拍車をかけた。

その後は各国政府と中央銀行が、様々な財政政策や金融政策を打ち出した結果、株式市場は上昇に転じている。しかし、株価の回復状況は、市場や業種によって明暗が分かれている。米国のテクノロジー関連株や中国株（国内市場）は下落分のほとんどを取り戻した。一方で、一部の新興国（インド、インドネシア、フィリピン、ブラジル、コロンビア）は通貨の下落、現地の経済状況の悪化、新型コロナウイルスの拡大が収束していないことへの懸念を背景に、現在も停滞傾向にある。

2020年後半の株式への投資機会は？

今回の危機では、地域や国ごとの株価動向の差が明らかになり、改めて市場を厳選した投資を行うことの重要性が浮き彫りになった。当社は、世界の株式市場の中で、引き続きアジアを選好し、中でも中国、韓国、台湾、香港などの産業化が進んだ市場に注目していく。バリュエーションが魅力的なことに加え、これらの国・地域はコモディティ（商品市況）や原油への依存度が低く、新型コロナウイルス危機に対して経済面での、あるいは医療面での対応が優れていることが明らかになったからだ。

企業収益や配当は大打撃を受けた。しかし、当社の株式バリュエーションモデルは、「株式のリスクプレミアム」（現金や短期国債などのゼロ・リスクの資産に対して株式投資から期待される超過リターン）は引き続き良好であることを示している。この予測結果に影響するような“未知の要因”が複数存在することは否定できないが、企業収益と株主配当に短期的な打撃はあるにせよ「長期的視点で、現状の株式資産は割安である」と言えるであろう。

業態としては、おそらく「根強い需要はあるものの、サプライサイド（生産・供給体制）の回復に時間がかかる業種」では、業態の回復状況はまちまちとなり、一部の分野の回復が遅れる可能性がある。なお、新型コロナウイルスに対するワクチンの開発などで大きな動きがあれば、株式市場の一段の上昇のきっかけになることは明らかである。

中長期の展望は？

新型コロナウイルスの急拡大を受けて、人々の行動、経済の需給構造、消費の形態、環境問題に取り組む姿勢に多くの変化が生じている。全てが永久に影響を受け続けるというわけではないが、一部は、長期にわたり、既に始まっているトレンドを一段と加速させるだろう。例えば、複数のEコマース（インターネットなどを使う電子商取引）企業は、ビジネスモデルが確立しており、将来的に消費行動の変化の恩恵を受ける可能性がある。

同様に、各国は医療インフラを強化し、能力を高め、適度な対応余力を持つことが求められており、関係する業種には朗報といえる。



新型コロナウイルスの拡大によって、いくつかの債券市場のトレンドが強化された。一方で逆転したトレンドもある



中央銀行のプログラムによって買い支えられる社債と、そうでない社債に二分される



景気回復が緩慢なものに留まれば、債務の増加が問題になる



ザビエル・バラトン

HSBC グローバル・アセット・マネジメント

債券、プライベート・デット、オルタナティブ部門 グローバル CIO

債券の投資環境見通し

何がテーマであったのか？

新型コロナウイルスの感染拡大は、経済や金融システムの破壊をもたらすようなものではなく、これまでの多くのショッキングなニュースや重大な出来事と同様に、債券市場で既に起きていた動きや傾向を加速させるものとなるであろう。例えば弱い労働市場がもたらす低インフレ、中央銀行の支援策の違いによる経済状況の格差、責任ある投資の加速などのトレンドや傾向がより明確になりつつある。

しかし、新型コロナウイルスの世界的拡大が債券市場に衝撃を与えるものであったことは事実であり、一部の市場のトレンドは逆転した。例えば、企業のデフォルトの増加と格付の引き下げに伴うクレジット（信用）の引き締めや企業のバランスシートを縮小させる動きなどである。

債券市場にとって2020年は？

2020年の後半を迎え、債券にとって最も重要なことは先進国での「超低金利の長期化」が改めてクローズアップされ、国債の投資収益が一段と低下することである。

社債については、先進国で中央銀行による支援プログラムの対象になる企業とそうでない企業に二分されると予想している。企業は社債の低い表面利率と割安な資金調達を目指し、投資適格級の信用格付けの維持に必死になるだろう。

中央銀行の支援プログラムの対象外となる低格付の企業は、特定セクターの問題（例えば、小売、レジャー、運輸、エネルギーなど）に加え、資金調達の難しさなど大きな課題に直面すると予想される。

地域別には、利回りが上昇したアジア債券に、魅力的な相対価値が認められる。アジアを選好する理由は、金融政策と財政政策が迅速に実施されたことに加え、効果的な新型感染症拡大防止の対応策を取ることである。アジア市場は公的債務の増加を吸収する余裕があり、社会の規律とテクノロジーの幅広い利用という点でも、現状の環境への備えが整っている。

ただし、企業と産業によって進む道が異なるだけに、銘柄選択が重要だといえる。

ハイ・イールド債については、欧州よりも米国を選好する。欧州は新型コロナウイルスの感染が広範囲に及び、経済への打撃が大きかったこと、米国と比べて財政面での制約が大きく景気支援策の足かせになることなどが懸念される。

当社の債券市場見通しに関する主なリスク

企業と政府が債務を積み増しており、今後は過剰債務問題が長期の重要な留意事項となる。長期的な経済の回復を目指すにあたり、あまり幸先の良いものではない。

景気回復が非常に緩慢なものに留まるという悲観的なシナリオでは、過剰債務を背景に企業は設備投資を積極的に行わず、政府側は債務削減のために増税せざるを得ない状況になるだろう。この状況では利回りは一段と低下するため、社債にとって非常にネガティブなシナリオというわけではない。

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBC投信株式会社（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2.20%（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投信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投信株式会社

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）