



2016年の回顧と2017年の見通し

マルチ・アセット

2016年12月

HSBC投信株式会社

HSBC 
Global Asset Management



マクロ経済及びマルチ・アセット市場の見通し

ジョー・リトル
グローバル・チーフ・ストラテジスト

今日の投資環境は、「稀ともいえる不確実性に溢れた状態」と表現できるであろう。2017年も、この不確実性が市場のボラティリティを高め、投資収益を低下させる要因となる可能性がある。しかし、ボラティリティは投資のリスクを高めるが、一方で投資収益を生み出す機会となることも忘れてはならない。現在のように不確実性が高い状況下で投資を行うには、俊敏で積極的な運用アプローチが必要であると考える。また、全般的に各資産の期待収益率が低い状況では、戦術的に投資機会を追求することが投資収益の獲得につながると考える。

Q. 2016年の主要資産の動きや、その背景を総括すると？

A. これまでのところ*、2016年の各資産クラス別のリターンは、2015年と比べて好調である（図1参照）。米ドルベースでは、先進国株式、先進国債券（投資適格債）ともに堅調となり、またハイ・イールド債、新興国株式、新興国債券などは、それ以上に上昇している。（*2016年11月11日時点）

しかし、各資産とも、2016年を通じて平たんな道のりを辿ったわけではなく、市場では以下の「3つのショック」によりボラティリティが急上昇する場面があった。1つ目が2016年1月の世界経済の成長

減速懸念、2つ目が6月のブレグジット（Brexit＝「英国の欧州連合（EU）離脱」を意味する造語。6月の英国国民投票では「EU離脱」が採択された）、そして3つ目が11月の米国大統領選挙での共和党トランプ氏の勝利である。

世界の経済成長率が安定的に推移したためか、多くの資産クラスは、概ね適度なレンジ内での値動きとなった。例えば、米国長期債の利回り（向こう30年間の市場の金利予想の総体ともいえる）は、2%近辺から3%超の水準で推移した。「ショック」により市場が変動し、また資産ごとにパフォーマンスに差が生じる状況を見るにつけ、「何をいつ買うか」が資産配分決定の鍵であることが再認識されるのである。

もう一つ特筆すべき点は、前述のとおり2016年を通じて、何回か市場のボラティリティが大きく上昇した局面が何度か見られたが、これとは裏腹に世界の経済環境は比較的落ち着いていたことである。これは、株価や債券利回りなどの市場の取引価格は、常に経済ファンダメンタルズを適切に反映するものではないということを示す。投資家は、このことに胸に留めておくべきである。「リスク」に対する人々の受け止め方により、市場の動きは大きく違ってくる。

図1: 資産クラス別パフォーマンス（トータル・リターン、米ドル建て）
（2016年のリターンは、11月11日時点）

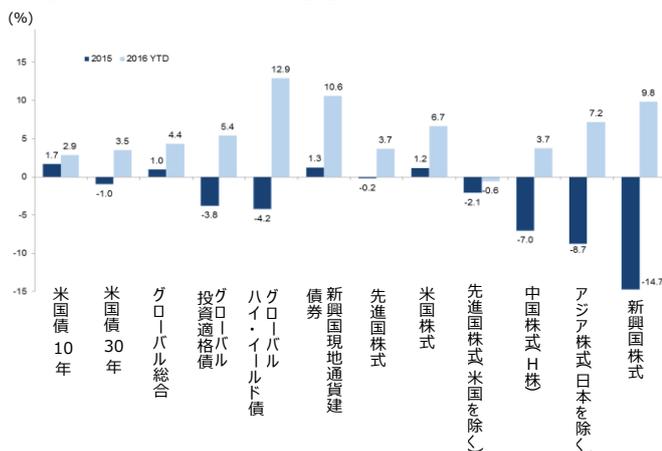
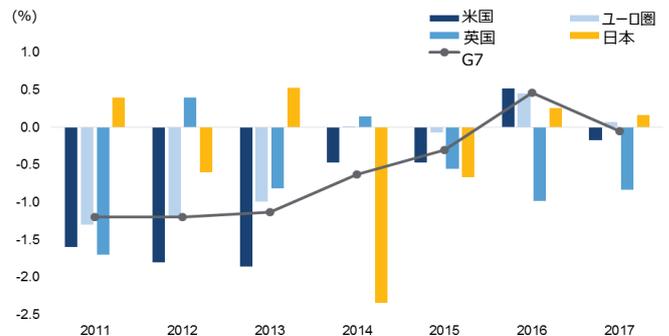


図2: 財政の拡張*（GDPに対する財政収支の比率、%）



*各国のプライマリーバランスの変化を基に算出。2016年以降はIMFによる予想値
出所：HSBC Global Asset Management, IMF

Q. 英国の EU 離脱と米国の大統領選挙の結果をどう見ているか？

A. 英国のブレグジット、米国の大統領選挙結果は、共に「反エスタブリッシュメント（支配階級への反発）」、「反グローバル化」の現れという意味合いがあることから、関連する事象として位置づけられよう。2016年には、このように、大衆の意識が表面化し現実の力を持つに至ったのである。この先、英国がどのような過程を経てEUから離脱するのか、また米国の次期政権がどのような政策を打ち出すのかなど、その不確実性は色濃い。我々は、これに備えなければならない。

理論的には、これらの政治的な出来事による市場変動は、「その不確実性によるショック」ということができるであろう。そしてこれは、市場のボラティリティと各資産のリスクプレミアムの上昇を通じて、「アニマル・スピリット（野心的投資意欲）」を減退させる要因となる。しかし、面白いことに、ブレグジットの際に、エコノミスト達は（少なくとも短期的に）英国経済は打撃を受けると予想したが、実際に英国経済が受けた影響は限定的であった。米国大統領選挙の結果についても、米国景気への悪影響は最小限にとどまりそうだ。

トランプ次期政権の政策内容の詳細が発表されていないため、具体的に何が起こるか依然不透明である。これまでにトランプ氏から示されてきた政策案の多くは、減税、規制緩和、インフラ投資など、企業（資本家）活動や経済成長をサポートするものようだ。

しかし、当社ではこうしたトランプ氏の政策が実際に実行に移されるか否かについては、懐疑的に見ている。共和党は議会で制度改革の法案を通すために必要な特別多数（スーパー・マジョリティ）を確保しておらず、またトランプ氏の大衆迎合色が強い主張は共和党の下院議員や他の党員の賛同を得られているわけではない。同氏は選挙中に過激ともいえる内容の提言や発言を行うなど強硬な姿勢を見せてきたが、今後、この姿勢はトーンダウンする可能性が高い。

なお、トランプ氏が掲げる保護貿易主義的な政策は世界経済にマイナスの影響を与える可能性がある。

また、米国で期待インフレ率が大きく上昇した場合には、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策（早いペースでの追加利上げ）により、世界経済に悪影響が及ぶリスクも残る。

Q. 2017年とそれ以降の主要国の経済見通しは？

A. 世界経済の成長は、2008年の世界金融危機以前の平均的水準と比べると、依然として低調である。低い生産性の伸び、労働力人口の減少が先進国経済の潜在成長率を抑えている。新興国経済も、成長率自体は高い水準にあるものの、減速しつつある。

生産能力が減退すると、外部環境の変化に対する経済の耐性は弱まる。今後も、頻繁に、投資環境が変化する中で（市場が）景気の先行きを懸念する場面が出てくるであろう。

なお、2016年5月以降、世界的に景気は上向いている（循環的改善）。2017年の世界経済の成長率は3%を上回ると予想される。潜在成長率が低下している現状に照らせば、この成長率はかなり高い水準と言えよう。

当社のナウキャスト・モデル（経済の現状を分析・するモデル）によれば、米国経済は堅調、ユーロ圏は景気が加速、英国及び日本でも景気は回復する方向にあることが示されている。新興国の経済も安定に向かっている。例えば中国経済ではこれまでの緩和政策の効果が表れており、ブラジル及びロシアでも景気は底入れの兆候が見られる。

一方で、世界的にインフレ圧力の増大の兆候も見られている。エネルギー価格のベース効果（比較対象となる前年の物価水準が高かったために、当年の上昇率が低く算出されること）の剥落や景気の回復を受けて、消費者物価指数（CPI）の上昇率が加速しつつある。現状では、食料品及びエネルギーを除いたコアインフレ率は低水準に留まり、また構造的な物価押し下げ要因はなお残っているものの、企業、消費者、投資家などの間ではこれまでの「デフレマインド」に代わり「リフレマインド」（デフレの期待が後退し、緩やかなインフレが期待されること）が徐々に醸成されつつある。

「リフレマインド」は「緊縮財政政策の終焉」によって後押しされている。2008年の世界金融危機の

直後には金融システムの維持と景気の下支えのために、多くの国で財政支出が急拡大した。その後は、その反動で世界的に財政政策は緊縮型に転じ、これが世界景気の足を引っ張る要因となってきたのである。しかし、ここにきて財政を緩和する動きが見られ始めている。2017年には、拡大財政が景気を押し上げると期待される。政治面でのポピュリズム的傾向の広がり、世界金融危機後の景気回復の遅れ、金融政策に限界があるのではないかとの見方などから、財政による景気刺激策が注目されている。財政政策がようやく景気対策として、表舞台に出てきたと言える。

現在、世界的に、経済政策として「財政政策」と「金融政策」を効果的に調和させることを目指す方向にある。すなわち政策当局にとり直接的な需要の拡大も重要な政策目標となり、これによりリフレ見通し（適度のインフレ期待）が助長されることになる。

なお、財政が緩和される中で、中央銀行は引き続き、景気を下支えすべくあらゆる措置を講じて潤沢な流動性の供給を維持するだろう。金融当局は、バランスシートの規模（量的緩和）からイールドカーブ（長短金利）のコントロールへと、政策の軸足を移そうとしている。

これは、日本銀行が採用したように、国債利回りに目標水準を設定する形をとるか、あるいはフォワードガイダンス（金融政策の指針）の公表により中期的に金利を低く維持することを目指す形になるであろう。

Q. 債券市場見通しへの影響は？

A. 主要国の中央銀行は、低い潜在成長率と投資家の慎重な投資スタンスのために「金利の均衡水準（"r-star"と呼ばれる）」が低下したと考えている。この一例として、米連邦準備制度理事会（FRB）のFF金利（米国の政策金利）予想の下方修正が続いていることが挙げられる。

この「金利の均衡水準」が下方修正されたことは、今回の金利サイクルで利上げ局面終了後の最終的な金利水準は、従来のピークの水準よりも低くなることを意味する。金利は「長期に、低水準に」維持されることになろう。

この金利環境は、各資産クラスの期待リターンが、過去の平均と比較して低位に留まることを示唆している。我々はこの「低いリターンの世界」から抜け出すことはできそうにもない。投資家はこのことを現実的に受け止めなければならない。

直近では、先進国国債市場のボラティリティが高まっている。米大統領選挙で予想外にトランプ氏が勝利したこと、そして共和党が議会（上院・下院）で過半数の議席を確保したことで、拡張的な財政政策が採られる可能性が高まっている。このため国債市場はインフレ圧力の高まりを織り込む方向に動いている。

債券市場では、米国大統領選挙以降、同国の長期国債利回りは2.3%へと0.5%ほど上昇した。ユーロ圏や英国の国債市場も同様の動きを見せている。興味深いことに日本国債についてはこのような動きは見られないが、これは日本銀行によるイールドカーブ（長短金利）のコントロールが成功しているからであろう。

11月の債券利回りの上昇（価格の下落）は急激であったが、足元では債券の売り圧力はひとまず落ち着いているようだ。但し、当社では、米大統領選挙後に見せた債券市場の動き（方向性）は妥当なものと考えている。投資環境は、債券に対し厳しいものになりつつあるのである。

Q. 米ドルなど、通貨の見通しは？

A. 2016年には、米国と他の主要国間の「金融政策の方向性の差」に再び焦点があたった。これが米ドル高をもたらし、米ドルは8月以降、他の主要通貨（バスケット）に対し7%上昇した。

もし、米国でインフレ率が上昇すれば、米国の金融当局はこれに対応する必要が出てくるだろう。しかし、当社では、米国の利上げのペースは緩やかなものに留まると考えている。イエレンFRB議長は、「経済危機以来の悪影響」を解消するために、米国経済を暫くの間「高圧経済」の状態におくことが必要だと示唆している（「高圧経済」とは、需要が供給能力を上回り、投資などが活発化し、一段と需要が高まる傾向にある経済）。またFRBは海外の金融市場の動向も注視するとしている。

米国と他国の金融政策の方向性の差は、債券市場に織り込まれたように見えるが、米国の緩やかなペースの利上げと財政の緩和は、一段の米ドル高をもたらす要因となるだろう。このところ、米ドルは上昇しているが、それでも足元の水準は1970年以降のレンジの中間あたりにある。すなわち、米ドルには一段の上昇余地があると見られる。一方で、当社は、相対的に低金利が続くと見込まれるユーロと円には慎重な見方をしている。また、新興国通貨のほとんどは、バリュエーションの観点から、中期的に魅力的な水準にある。さらに先進国の通貨と違い、高いキャリー（金利）を提供しているのもこれら通貨の魅力である。

Q. 資産クラスの魅力をもどのように判断するのか？

A. 多くのストラテジストは、「全ての資産クラスはオーバーバリュー（割高）である」と述べている。これは、多くの場合、これまで使われてきたバリュエーション指標（株価収益率や社債の対国債スプレッドなど）が、やがて過去の平均水準に回帰するとの前提に立ったものである。もし、市場がこのように変動するのであれば、各資産の中期的な期待収益率はとても低いものになる。

我々は、このような見方は誤りであると考え。バリュエーション（資産価値の評価）を行う際は、低成長、低インフレ、低金利という、今日の現実を考慮したものでなければならない。

当社が資産クラスの長期的な期待収益率を推計するモデルを構築する際には、全資産クラスを通して、想定される経済状況や当局の政策と整合的なデータを変数として用いる。これは全資産クラスの評価で整合的なものでなければならない。

更に、我々は、足元の市場の水準を基にして「取っているリスクがどの程度報いられるか」を示すリスク・プレミアムを算出する。これにより、幅広い資産の中でバリュエーションが特異なものを特定できるのである。

Q. 2017年の主要な投資戦略は？

A. 主要な投資戦略は次のとおりである。

【先進国国債】

独自に算出したバリュエーションやマクロ経済の状況から、当社では、先進国国債をアンダーウェイトに維持すべきと考える。

国債利回りは2016年の第4四半期に上昇したものの、この先の期待収益率は依然として低い。またターム・プレミアム（期間に応じた上乘せ金利）がマイナスの状況が続くと思われる。すなわち、国債のデレレーションリスクを取ると、それだけで“罰せられる”（ターム・コストを払わなければならない）ということだ。

マクロ経済環境は徐々にデフレからリフレへと転換しつつあるが、僅かでもキャッシュを上回るリターンが期待できなければ、債券へ投資する意味はない。

債券投資のマイナスのキャリー（金利）を相殺すべく、複数のリスク資産をロング（オーバーウェイト）としている。グローバル株式、新興国株式（一部の有望市場）、新興国債券などである。

【グローバル株式】

グローバル株式に投資した場合の趨勢的なリターンは、過去の平均と比べて低いものとなろう。しかし、それでも他の資産クラス（特に先進国国債）と比較した場合、株式のリスクを取るとは合理的な投資行動であろう。

景気指標は循環的に改善を見せ、企業にとり追い風となっている。リフレーションの環境は株式にとって好材料である。米国株式は、賃金の上昇から利益率が低下しやすいが、トランプ次期米国大統領は、法人税の減税や規制緩和など、企業寄りの政策を提唱しており、これが、企業収益見通しが冴えない中で、株式市場を支える形となっている。

勿論、このような企業活動に楽観的な見方にもリスクは伴う。政策面の不透明感が高まっており、特に米国が保護貿易色を強めるのではないかとの見方が広がっている。これは潜在的に世界の企業のファンダメンタルズに影響を及ぼす可能性がある。但し、足元では直ちに企業収益が悪化する訳でもなく、株式投資を継続することは理にかなっていると考える。

【新興国市場】

新興国の中に、投資の魅力の高い市場がある。我々は、①金利水準が高く、②通貨が割安であり、③海外経済の動向に左右されにくい市場は、世界が反グローバル化の方向に進んだとしても、その悪影響を受けにくいと考える。

新興国債券の中では、ブラジル債券やインド債券などが有望である。他の債券市場は、マクロ経済環境、或いはバリュエーションの面から、ぜい弱性が否めない。また、新興国株式では、北東アジア地域の市場が、リスク/リターンのバランスから魅力的であると考えられる。

このような我々の新興国市場の見方に対するリスクは、為替市場で米ドル高が進むことである。米ドル高により、多額の米ドル建ての負債を抱える新興国では負債の実質的な負担が増大することになる。しかし、FRBの利上げは極めて緩やかなペースになると見られるため、新興国市場の株式や債券への投資に対し相応のリターンは期待できよう。

【グローバル社債】

グローバル社債の中では、投資適格債の魅力は低い。これらの債券への投資には金利変動リスクが伴うが、世界経済がリフレ色を強める中で、債券価格の上昇（金利の低下）は期待できない。また、ハイ・イールド債券（非投資適格債）は、2016年に高い投資収益をもたらしたが、これまでにスプレッドは縮小しており、現在の水準は適正水準に近いものと考えられる。それでも、2017年は短期のハイ・イールド債券などに投資機会を見出すことは可能であろう。

先に触れたとおり、2017年は米国の積極的な財政政策と金融政策の正常化（即ち、利上げ）によって、

米ドルが底堅く推移すると思われる。債券市場は、米国と主要先進諸国との間の金融政策の方向性の違いを織り込んでいる。米国の利上げのペースは緩やかなものになると思われるが、市場の予想を上回るペースとなる可能性もある。

Q. 2017年のリスク要因は何か？

A. 現在の経済動向や市場環境は「稀ともいえるほど、不確実性に溢れている状態」と言えよう。この不確実性は、①経済動向に関するもの（例えば、中国で急激なデレバレッジ・負債の返済・起こるのか、など）、②政治に関するもの（米国でのトランプ新政権の発足や英国のEU離脱などの不透明要因がもたらしうるショックなど）、③各国の経済金融政策に関するもの（金融緩和に向けどのような政策オプションが残っているのか）、の3種類に分けられる。

このような環境の中では、様々な噂や思惑などの“雑音”によって、市場のボラティリティが高まりやすい。しかし、逆に、確信を持ち、逆張りの投資行動を起こせる投資家にとり、投資機会を得られることになる。このような市場の雑音に冷静に対応するために、我々は「脆弱な均衡」という概念で現状の経済環境を認識する。

「脆弱な均衡」状態とは、世界経済は、成長率は低いものの拡大を続け、またインフレ率は低位に留まるといったものであり、これがメイン・シナリオである。これに対し、市場の見方は、次に述べる2つのリスク・シナリオ（サブ・シナリオ）にシフトする可能性がある。まず一つめは、「景気が悪化し、停滞・低迷状態が長期化する」という悲観的なシナリオである。そして二つめは、「景況が改善し、力強い需要に伴い景気回復が続く」という楽観的なシナリオである。

図3: 国債のインプライド・ターム・プレミアムは依然マイナス

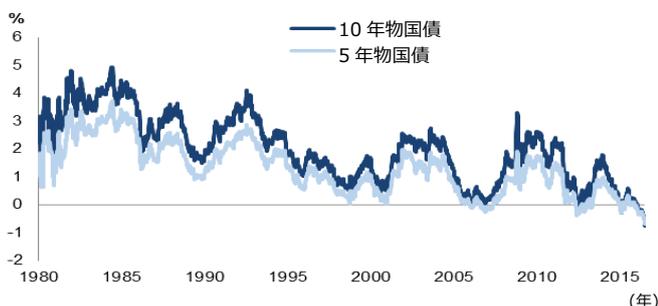


図4: 米国では賃金上昇圧力が見られる



【景気上振れリスク】

現在、市場では、トランプ次期米国大統領が語る政策が経済成長を重視するものとして受けとめられ、先に挙げた後者の「力強い需要に伴う景気回復」のシナリオへの期待が高まっているようだ。ここでは、次のようなリスクが考えられる。需要が拡大し、需給ギャップが大きくプラスとなった場合（即ち、需要が潜在供給量を大きく上回る場合）、FRBは金融政策の正常化（利上げ）を市場が予想する以上に積極的に実施せざるを得なくなる。現状、市場はFRBが「超緩和的」な金融政策を継続すると見ており、FRBが積極的に利上げを行った場合の抗力は弱い。

このシナリオでは、次の2点に留意しなくてはならない。まず1点目は、利上げのペースが加速すると、中長期の債券などに悪影響を及ぼしやすいということ。またこれに伴い、クレジット市場（社債などの対国債スプレッド）や株式の評価も見直される可能性が高い。2点目は、米国の利上げに伴い米ドル高が進めば、一部の新興国（特に多額の米ドル建て債務を有する国）の資産に悪影響を及ぼすということである。

【景気下振れリスク】

一方で、先に挙げた2つのサブシナリオの前者、「景気停滞の長期化」というシナリオが市場で広がることにもリスクとして認識すべきである。新興国、特に中国などで景気が急減速した場合に、これがこのシナリオの契機となり得る。

中国の鉱工業生産は回復を見せており、中国の循環面での景気減速懸念は後退している。同国の金融当局者は2016年初めに追加緩和を行い景気の安定化を図ってきたが、一方で、こうした措置により中期的なレバレッジ（過剰な信用拡大）のリスクが高まっている。中国経済の「ハードランディング（硬着陸）」は、負債デフレ（モノや資産価格の下落により既存の負債の実質的な負担が重くなること）の加速に繋がり、結果的に世界経済のリセッション（景気後退）を招くと考えられる。

このシナリオが実現した場合は、先進国市場の国債や投資適格社債にとりプラスに働くが、ハイ・イールド債（非投資適格債）や株式などのリスク資産、特にコモディティ市場と連動性の高い新興国の資産にはマイナスに働く。

欧州の脆弱な銀行システムも世界景気の下方リスクとなる。欧州のマイナス金利、平坦なイールドカーブ、諸々の規制が銀行の収益を圧迫してきた。今や欧州の多くの銀行は、利ざやが縮小し、自己資本比率は低い。銀行のソルベンシー（支払い能力）問題がユーロ圏の経済に影響を及ぼすようであれば、これはリスクとして認識すべきである。信用機能を現状の銀行システムに依存することは、経済成長の阻害要因になりかねない。

【政治リスク】

2017年は複数の主要な政治イベントが予定されており、これらも市場に影響を及ぼす可能性がある。市場では、フランスの選挙（大統領選挙および国民議会選挙）やドイツの連邦議会選挙の結果が注目される。また、英国の欧州連合(EU)からの離脱交渉の行方や米国の次期トランプ政権の政策動向が、両国の経済にいかなる影響を与えるかについても市場は注視している。2016年に見られたように、政治イベントは結果次第で金融市場のボラティリティを一段と高めることがある。

【リスクに対して】

2017年は、不確実性の高まりを背景に、折に触れ市場のボラティリティが高まると当社は見ている。現在の市場は、様々なニュースや出来事に対し敏感であり、特に悪材料には過剰反応しやすい。

このため、我々は、投資にはダイナミック（動的）アプローチが必須であると考え、運用能力によってリターンは向上する。2017年の運用では、アクティブであること、敏捷であること、投資機会を見極めることが成功の鍵となるであろう。

※当資料は、HSBC投信株式会社が情報提供を目的として、HSBCグローバル・アセット・マネジメント(UK) リミテッドが作成した“Year-end review and outlook”を翻訳・編集したものです。

留意点

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頂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 3.78%（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 2.16%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。「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。

H S B C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



ホームページ
www.assetmanagement.hsbc.com/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)

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、H S B C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を推奨・勧誘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。