

Asia Insights

アジア市場を見る眼～現地からの報告

HSBCアセットマネジメント株式会社

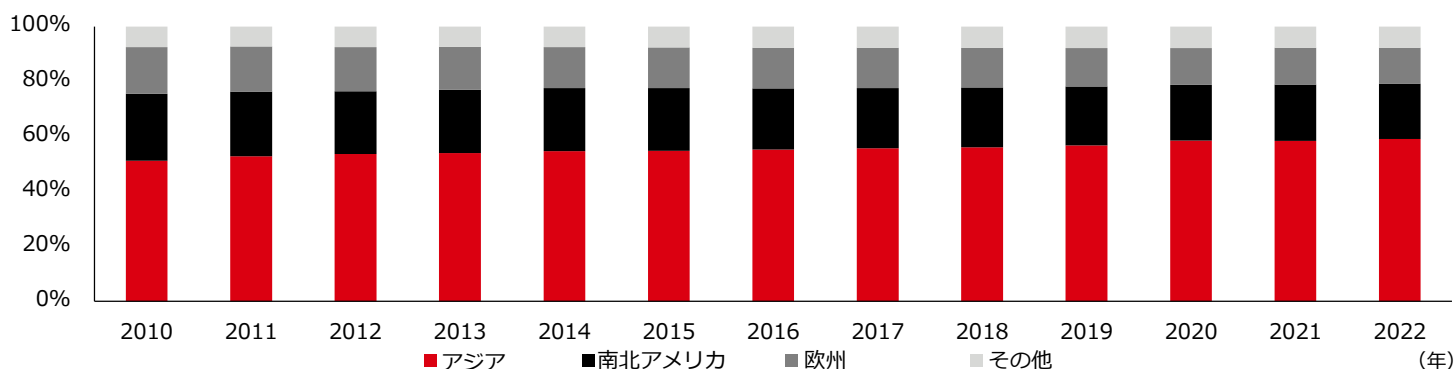
2024年2月2日

理にかなったネットゼロへの転換

～要旨～

- ◆ 経済成長著しいアジアは、脱炭素化を進めながら、同時に大規模な開発需要とのバランスを図るという、2つの課題に直面している。
- ◆ 世界で最も人口の多い中国とインドの2ヶ国は、世界の燃料消費による温室効果ガス排出量の約40%を占める。
- ◆ アジアのネットゼロ転換に必要な変革は、雇用創出、技術革新、投資にとり大きなビジネスチャンスである一方、一部の企業にとり規制や競争上のリスクとなり得る。
- ◆ 昨年は、世界において記録的な猛暑が見られた。こうした気温の上昇や気候変動がもたらす広範な経済的影響が、ますます大きくなっている。例えば、干ばつに伴いパナマ運河を通過する船舶数が制限されると、翌月には貨物輸送能力がフル稼働時の半分にまで落ち込むことにつながろう。
- ◆ 気候変動の影響は相互に関連しており、広範囲に亘ることから、これは単なる南北アメリカ大陸だけの問題ではすまない。こうした障害の波及効果は世界の食料サプライチェーンに及んでおり、アジアに向かう米国の穀物輸送船は、スエズ運河や南部アフリカを経由して東へ迂回しなければならない。こうしたことがアジアの消費者に食料価格高騰の脅威を及ぼしている。
- ◆ 将来の気候変動の影響を軽減するためには、アジア自身が中心的な役割を果たさなければならない。急速な工業化、都市化、人口増加により、世界の温室効果ガス排出量に占めるアジア地域の割合は、2010年の約50%から、僅か10年余りで約60%に増加した（図表1）。
- ◆ 現在の排出ペースでは、地球温暖化を1.5℃に抑えるために必要な世界のカーボンバジェットが、アジアだけで2040年までに枯渇してしまう¹。

図表1：世界の温室効果ガス排出量の地域別内訳（%）



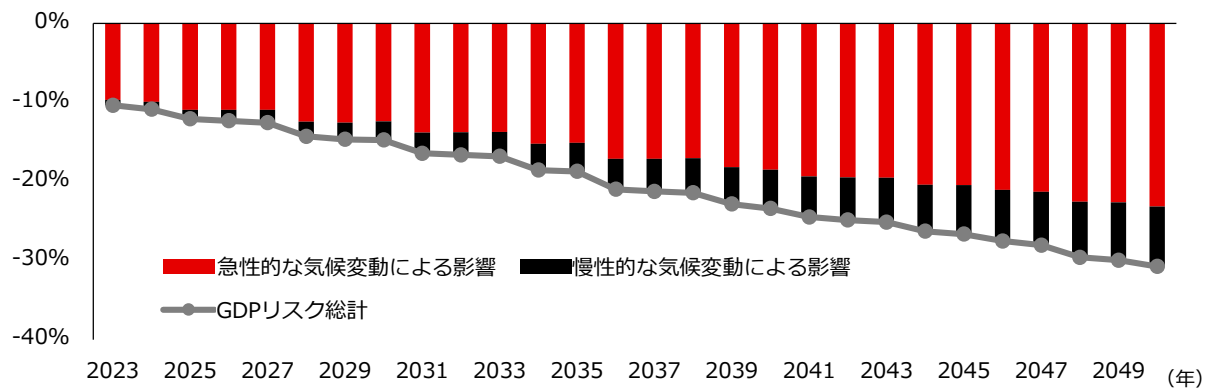
出所:HSBCアセットマネジメント、OECD Air Emission Accounts、United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC)、Emissions Database for Global Atmospheric Research (EDGAR)、IMF、2023年12月

¹ アジア開発銀行、2023年5月

気候変動のコストは、ネットゼロの推進を後押しするものでなければならない

- ◆ 昨年の平均気温は、気候変動による壊滅的な影響を回避するために設定されている1.5℃の温暖化のしきい値まで、既にあと僅かというところまで達している。
- ◆ アジアにとり、脱炭素化への動機付けは、世界の他の国々のためであると同時に、自国のためでもある。アジアはその地理的条件と経済構造から、長期的な気候変動がもたらす永続的な影響と、異常気象がもたらす直接的な影響の双方に対して非常に脆弱である。例えば、農業は南アジアの経済生産のおよそ5分の1を占めている。気温の上昇に加え、干ばつや洪水などの異常気象が頻発し、作物の収穫量を圧迫している。
- ◆ さらに、この地域全体で気候変動は資源不足、生産能力の妨げとなるサプライチェーンの弱体化、生産設備への損害、保険料の上昇など、多くの財務的影響をもたらすだろう。
- ◆ 図表2は、アジアの発展途上国全体における潜在的なGDPへの影響を予測したものである。これとは対照的に、2050年までにネットゼロ社会を追求することは、長期的に温暖化抑制のコストはかかるが、IMFの試算によれば、予測されるGDPの損失を半減させるという大きな利益をもたらす。

図表2：現況付近の気候変動対策のままで2050年まで推移する場合におけるアジアのGDP損失予想（%）



出所:HSBCアセットマネジメント、National Institute of Economic and Social Research National Institute Global Econometric Model、IMF、2023年12月

- ◆ アジアの国々は現在、パリ協定のもと、気候変動に関する目標に取り組み、国が決定する貢献（NDC）を提出している。注目は、この地域の排出量の約80%を占める19の国々が、排出量ネットゼロの達成を誓約していることである。
- ◆ 世界一の二酸化炭素排出国である中国は、2060年までにカーボンニュートラルを目指し、また主要排出国であるインドは、2070年までに排出量ネットゼロを目指している。今日、両国はエネルギー生産の大部分を石炭に依存し、燃料消費による世界の温室効果ガス排出量の約40%を占める²。
- ◆ しかし、脱炭素化の道を歩み始めるには、相対的に低所得であり、かつ著しい発展が必要であるという課題を乗り越えなければならない。アジア開発銀行によれば、アジアの途上国が成長を維持し、貧困に対処し、気候変動に効果的に対応するためには、2030年まで年間1兆7,000億米ドルの投資が必要だという。
- ◆ バランスの取れた成長には多額の投資が必要であり、2030年に向けて設定されたこの地域の現在のNDC目標では、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）が示した、地球温暖化を1.5℃以内に抑えるための排出削減目標とかい離する。温室効果ガス排出量の予測によれば、2030年までの削減率は、「BAUシナリオ（Business as Usualの略、現況付近の対策のままで2050年まで推移することを想定したシナリオを指す）」と比較して11.8%に過ぎない³。
- ◆ これはアジアにとり印象の悪い数字ではあるが、先進国が数十年に亘り多排出産業をアウトソーシングし、現在のアジアの状況に大きく影響を及ぼしていることを把握することが重要である。急速な経済成長には脱炭素化が必ずしも不可欠とは限らないため、アジアの発展途上国の経済成長は、排出削減努力をさらに困難なものにしている。

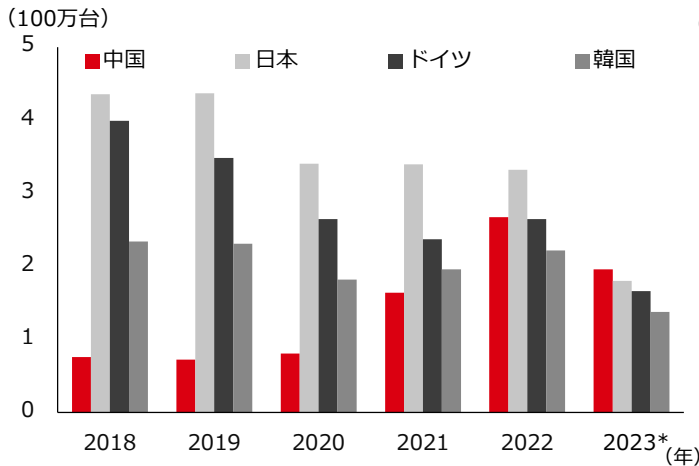
² HSBCグローバル・リサーチ、IEAデータ、2023年12月

³ IMFリサーチ、2023年12月

エネルギー転換による成長の促進

- ◆ それでもなお、脱炭素化への世界的なシフトは、ビジネスチャンスを活用した適切な投資から成長の原動力となりうる。中国は昨年、電気自動車へのシフトがとりわけ急速に進んだ結果、隣国の日本を抜いて世界最大の乗用車輸出国となった(図表3)。また、図表4の通り、電気自動車へのシフトがすぐに勢いを失うことはないだろう。中国経済はこのところ明らかに苦境に立たされているが、電気自動車、太陽電池、リチウム電池などの輸出が伸びており、輸出の新たな牽引役となっている。

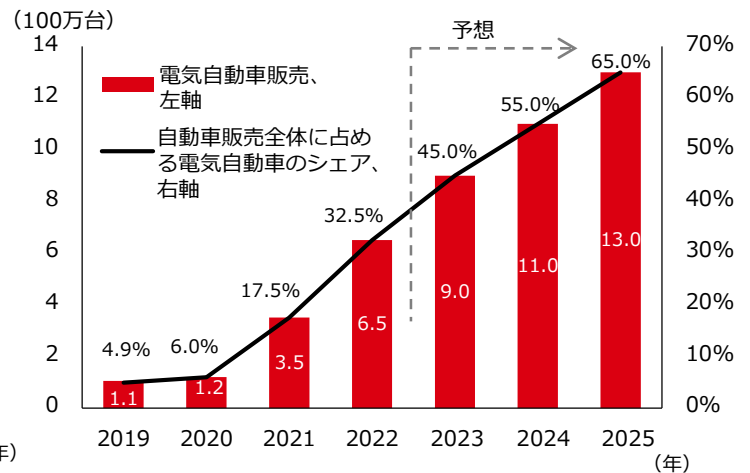
図表3：乗用車輸出台数



*2023年は上半期

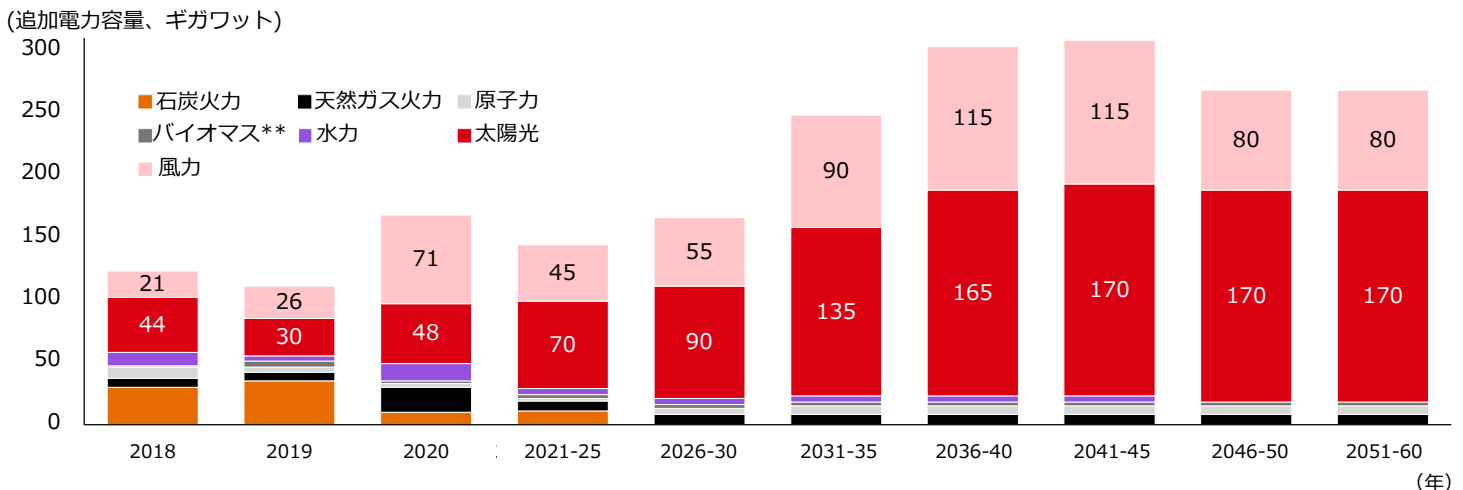
出所:HSBCアセットマネジメント、HSBCグローバル・リサーチ、2023年9月

図表4：加速する中国の電気自動車販売



- ◆ 同様に、脱炭素化目標を達成し、現在の化石燃料への依存度約80%から大幅に低下させるためには、アジアのエネルギー・ミックスは大転換を遂げなければならない。図表5は、今後数年間に見込まれる再生可能エネルギー設備の導入規模を示したものである。

図表5：アジアのエネルギー・ミックス ～ 中国では最新の5ヶ年計画に基づき、風力と太陽光を合わせて年平均85～100ギガワット*を創出する必要がある



* 1 ギガワット=1000メガワット

** バイオマスとは再生可能な、生物由来の有機性資源で化石資源を除いたもの

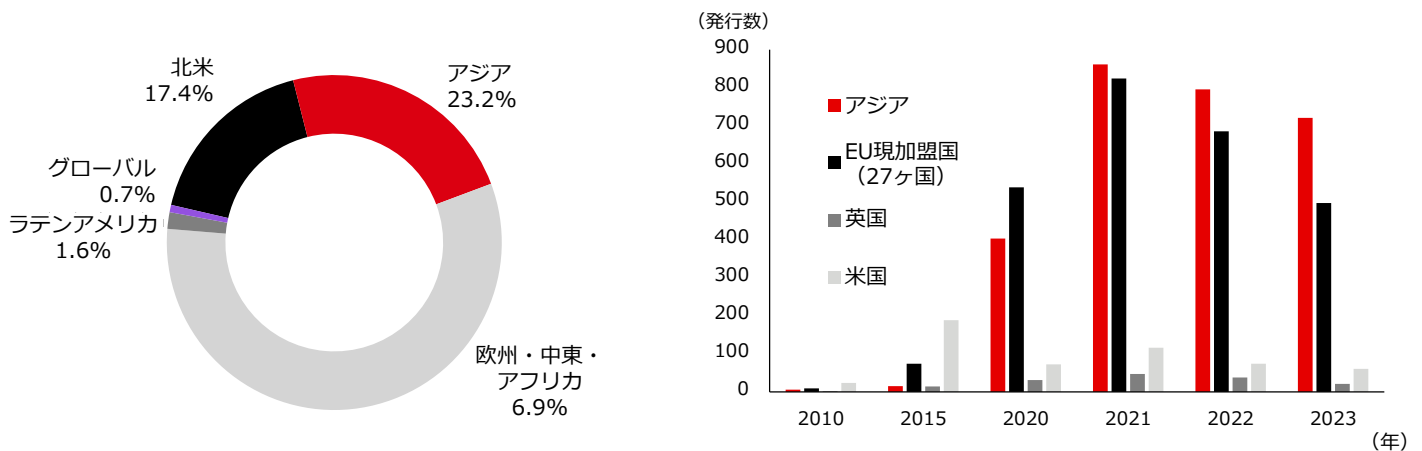
※ 2021年以降の5年ないし10年間表示における追加電力容量は年平均を示す

出所:HSBCアセットマネジメント、2023年7月

- ◆ この転換を支える初期段階は進行中である。2023年12月のCOP28で、中国は2025年までに新たなNDCを発表する予定を示した。同時にアジア開発銀行は、インドネシア最大の石炭火力発電所を閉鎖することで、インドネシアの政府系ファンドとの合意を締結した。また、昨年のG20サミットとPRI in Personのホスト国であるインドと日本の協力にはエネルギー転換の戦略が含まれ、化石燃料からの脱却と排出削減策の検討を強調した。

- ◆ アジア諸国は、環境の持続可能性のためだけでなく、経済成長を支える努力の一環で再生可能エネルギーの導入を加速させている。EUの炭素国境調整メカニズムなどの措置は、EU域内へ輸出する排出量の多い事業者に追加的なコストを課すことで、排出量削減のインセンティブを高めるのに役立つ。
- ◆ アジアにおけるエネルギー転換の進展は、雇用創出や技術革新を支える持続可能なプロジェクトへの多額の投資など、さまざまな面で顕著である。世界全体では、再生可能エネルギー分野の雇用は2021年の1,270万人から2022年には1,370万人に増加した。その3分の2はアジアでの雇用が占める。インドは、2030年までに非化石燃料エネルギー源から500ギガワットの発電を目指し、340万人の新たな雇用機会を創出することを想定している⁴。
- ◆ パリ協定による、途上国の気候変動に対する緩和策と適応策を支援する年間1,000億米ドルの資金拠出の誓約を背景に、今後のエネルギー転換は一段と推進するだろう。この誓約を果たすため、31ヶ国が緑の気候基金を通じて128億米ドルの拠出を約束し、COP28で第2回目の資金供与を発表した。
- ◆ 2050年までに約30兆米ドルと推定される、アジアのネットゼロ社会への野心的な転換に必要な多額の資金を勘案し、国際金融市場協会（GFMA）は、気候変動対策への世界の投資の半分以上がアジアで必要になると予測している。グリーン債券市場における同地域の台頭は、投資規模の拡大を反映している（図表6）。

図表6：グリーン債券市場の地域別内訳



出所:HSBCグローバル・リサーチ、ブルームバーグ、2023年11月

出所：HSBCアセットマネジメント、LSEG、2023年11月

- ◆ プライベートキャピタルは、経済発展と地域のエネルギー転換の双方で重要な役割を果たす。気候変動リスク報告の透明性を高め、「グリーン」投資を定義するための明確な分類基準を構築するには、ガバナンスと情報開示の強化が必要であり、重要でもある。
- ◆ このような取り組みは概ね報われてきた。EUタクソノミー（企業の経済活動が地球環境にとり持続可能であるかを判定し、グリーン投資を促すEU独自の仕組みのこと）に沿ったアジアの企業は、ガバナンスの改善と情報開示の強化がセクター別の相対価格プレミアムにつながることを示している。こうしたプレミアムは、アジアにおいて2022年には世界平均の37%を上回る55%にまで拡大している⁵。
- ◆ エネルギー研究開発への公的支出は、世界中で急速に拡大している。2022年の伸び率は10%で、そのうちの80%をクリーンエネルギーが占める。現在の二酸化炭素排出量に対する中国の寄与度を考えると、中国がエネルギー効率、低コストの再生可能エネルギー、エネルギー貯蔵ソリューションに焦点を当て、エネルギー部門の技術革新に149億米ドルという多額の予算を割り当て、その支出をリードしていることは前向きに評価できる⁶。
- ◆ 大規模な支出は、ネットゼロへの転換の過程で起こる変化の規模を示す。これは、長期的には投資家にとり魅力的な投資機会になる。投資機会の規模と投資効果を最大化できる可能性の双方を勘案すれば、アジアは優先的に検討されるべきであると考えられる。
- ◆ 一方、投資家は収益成長余地が大きい一部の企業だけでなく、転換期に遅れをとっている他の企業の競争力低下リスクも考慮すべきである。

⁴ 国際再生可能エネルギー機関（IRENA）、国際労働機関（ILO）、2023年9月

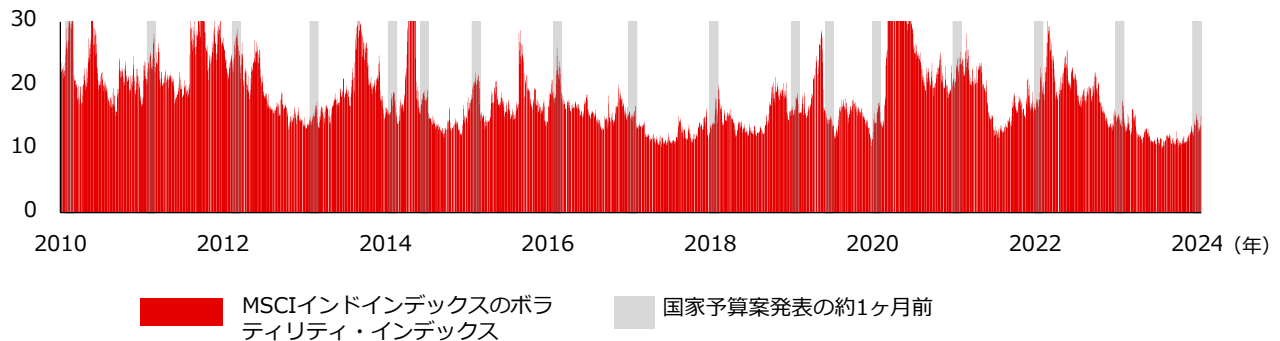
⁵ ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ、2022年2月

⁶ 国際エネルギー機関（IEA）、2023年6月

アジア株式：ばらつきが拡大

- ◆ 昨年のアジア株式市場は、中国の政策見通しやマクロ経済指標、米国の金利動向の間で揺れ動き、年間を通じてボラティリティの高い展開となった。一方、アジア市場は地域別および各国市場別においても、大きなばらつきが見られた。特にインド、台湾、韓国、日本市場では堅調となり、2桁上昇で2023年を締めくくった。一方、香港と中国は、コロナ禍後の経済活動再開ブームが期待されたが、なかなかモメンタムを取り戻せず、苦戦を強いられた。
- ◆ MSCIインドインデックスが19.2%上昇したのは、一部でバリュエーションにやや割高感が見られるものの、同国の魅力的な成長軌道を反映している。企業の利益成長見通しは依然として強い。とはいえ、インドの今年度国家予算案とそれに続く国政選挙により、インド株にボラティリティが高まる可能性はある。こうしたことは過去、予算案発表日前後に見られる（図表7）。

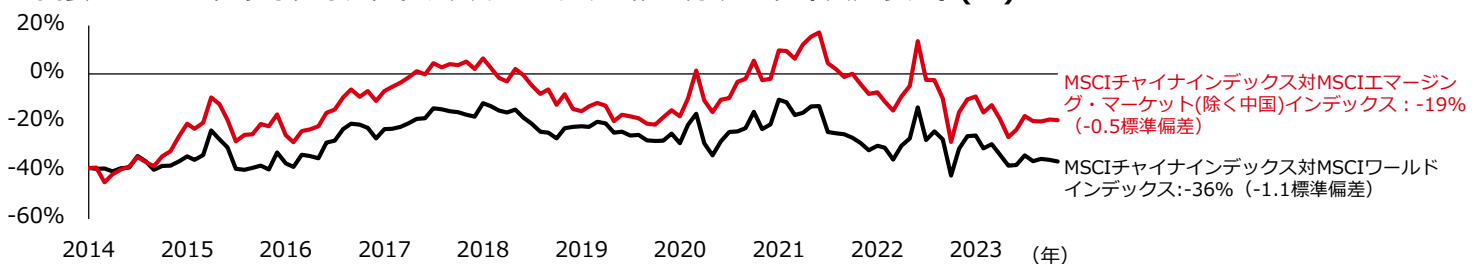
図表7：インド株式市場では国家予算案発表前後にボラティリティが急上昇する傾向がある



出所: HSBCアセットマネジメント、LSEG、2024年1月

- ◆ 中国は昨年、株価の大幅な下落に見舞われ、相対比較でMSCIチャイナインデックスはMSCIワールドインデックスを36%、MSCIエマージング・マーケット（除く中国）インデックスを19%下回る歴史的な低水準で取引された（図表8）。持続的な資金流出により、中国と香港のアンダーウェイト幅は2018年以降で最も大きく、累積流出額も最大となった。
- ◆ この先ボラティリティは予想されるが、MSCIチャイナインデックスの予想PER9.6倍は、成長懸念と地政学的見通しがほぼ織り込まれていることを示唆している。優遇政策や企業の構造改革の恩恵を受ける妙味あるバリュエーション銘柄に好機が訪れるかもしれない。

図表8：MSCIチャイナインデックスのPERプレミアムまたはディスカウント(%)



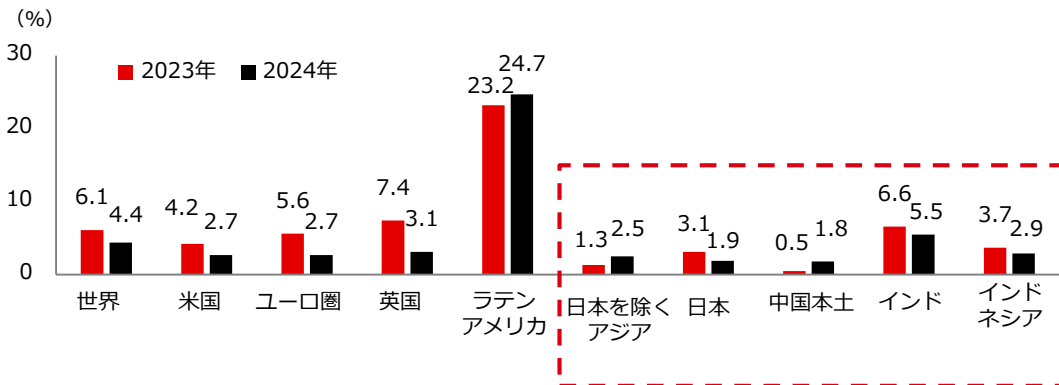
出所: MSCI、ファクトセット、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ、2023年11月

- ◆ その他の地域では、半導体需要の回復に伴い、台湾と韓国の企業の業績見通しが改善した。日本では、海外からの投資資金流入と投資家に配慮した企業の構造改革推進により、日経平均株価は30%近くという目覚ましいリターンを上げ、先進国市場をリードし、昨年のハイテク主導による米国の株価大幅上昇をも凌駕した。
- ◆ 不透明な世界経済見通し、地政学的問題、欧米における引き締めの金融環境は、アジアに悪影響を及ぼす可能性がある。こうした不確定要素も勘案しなければならないが、バリュエーションは総じて長期平均を下回っており、企業利益も安定してきている。2024年には2桁の利益成長が見込まれることから、業績回復がリターンの重要な原動力となるだろう。これは特に、パフォーマンスが過去10年に亘り利益の伸びと密接に連動してきたアジア株式にあてはまる。
- ◆ アジア株式市場を地域別および各国市場別に見ると、バリュエーションのばらつきが拡大していることから、選別が重要であると思われ、アクティブ投資アプローチが望ましいと考える。

アジア債券：困難を乗り越えて

- ◆ 社債市場は今後数年間、独自の転換期に直面する。これには、コロナ禍中およびコロナ禍後に調達された社債資金の満期も含まれている。
- ◆ 戦略としては適切であったが、2024年から2026年にかけて懸念される「満期の壁」が生じている。金利が上昇している現在の環境では、借り換えが困難になったり、レバレッジ解消を余儀なくされたりする可能性がある。
- ◆ アジアでは、2025年までに8,400億米ドルの投資適格社債市場の3分の1以上が満期を迎えると予想され、ハイ・イールド社債市場ではそれが43%にまで拡大すると予想されており、これは欧米よりも高い。しかし、資金調達コストが低く、市場の厚みがある中国やインドでは特に、より低コストのオンショア債券にアクセスできるため、懸念は緩和されよう。
- ◆ 総じて、アジア債券の見通しは良好と当社は考えている。このような見通しは、世界的な金利がピークに達したこと、アジア経済が堅調に推移していること、中国が政策支援強化の恩恵を受ける状況にあることなどにより、総合的に裏付けられていると見ている。
- ◆ とりわけアジアは欧米経済とは一線を画し、インフレや金利ショックに見舞われることなく、優れた成長見通しを誇っている（図表9）。これにより、潜在的な債務不履行や格下げが抑制される一方、政府や中央銀行には財政政策と金融政策の両面から経済を支える柔軟性を提供することができる。

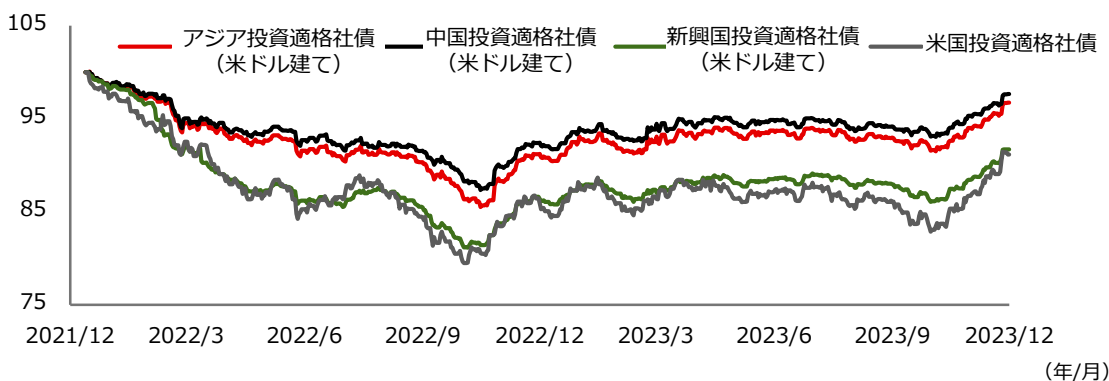
図表9：予想インフレ率～アジアは全般的に低水準



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、2023年10月23日

- ◆ 欧米の金融政策が緩和的な方向に転換すれば、追い風になることは間違いなく、今年第2四半期には米連邦準備制度理事会（FRB）による最初の利下げが行われると予想される（図表10）。これは、アジアの投資適格社債と社債市場全体の信用スプレッドを縮小させる一因となるだろう。金融緩和的な方向への転換はまた、米ドル高が解消することを意味し、アジアの現地通貨建債券に恩恵をもたらすだろう。
- ◆ 中国の不動産市場の動向が引き続き懸念されているが、アジアの社債は概ね比較的高い質を維持している。これは特に投資適格社債において顕著で、欧米市場に比べてプレミアムを提供している。中国の不動産危機の悪影響が弱まるにつれ、グローバルな資産配分におけるアジア債券の評価を見直す好機が到来していると思われる。

図表10：投資適格社債のパフォーマンス比較（2021年12月31日=100）



出所：HSBCアセットマネジメント、ブルームバーグ、JP モルガン、ICEデータ・サービス、2023年12月31日

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2.20%（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、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）