

## 目先の景気低迷を侮るなかれ

インフレの減速や堅調な経済指標に伴う楽観ムードの高まりが、足元の株価を押し上げています。米国では、人工知能(AI)ブームの波に乗る企業など大型ハイテク銘柄が株価上昇の大部分をけん引する形となりました。



**ヴァンサン・モルティエ**  
アムンディ・グループ  
チーフ・インベストメント・オフィサー

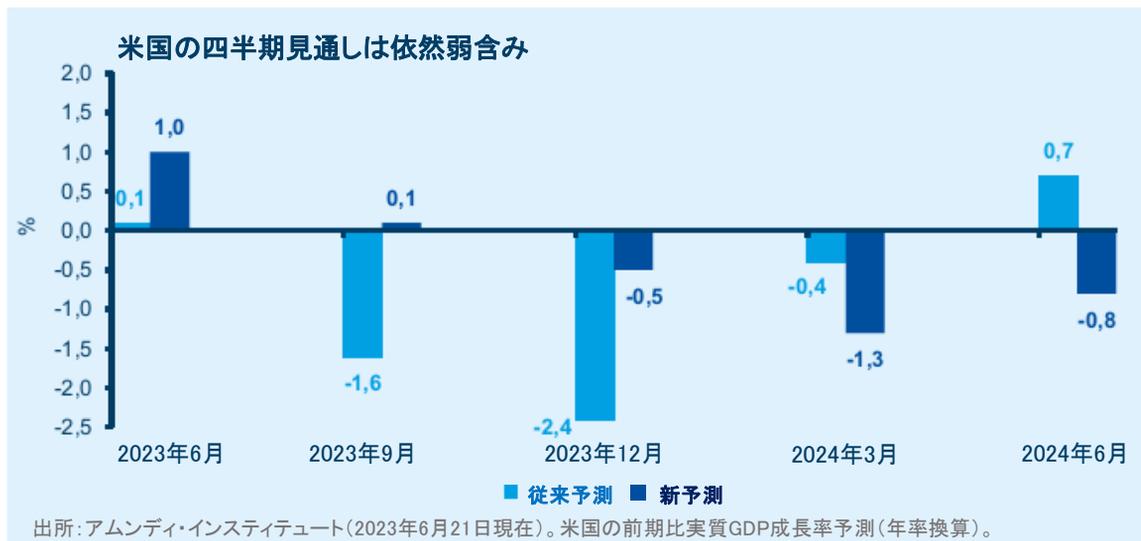
経済面に関しては、米国の高頻度データの好調さを勘案し、当社では2023年の米国経済成長見通しを上方修正しました。景気後退は当初の想定ほど深刻なものとはならず、開始時期も若干遅れるとみっていますが、ソフトデータ(景況感や消費者信頼感など)は依然として弱含んでいます。欧州では国別格差が認められることから、2023年の経済成長見通しを小幅に下方修正しました。英国経済もまた、高インフレと投資低迷の影響で引き続き停滞すると考えられます。

一方で、中国は緩やかな回復基調にあるものの、若干の低迷感も認められることから、2023年の経済成長見通しを下方修正しました。以上のことから、当社では慎重な姿勢を維持するとともに、下記の要因を勘案して一層気を引き締めて臨む方針です。

- **政策の先行きに強い不透明感が漂い、下振れリスクを高めています。**米連邦準備制度理事会(FRB)はデータ重視の姿勢を維持する可能性が高く、インフレがさらに鈍化したことを確認してから利上げ停止を決定したいとの思惑がありそうです
- **米国の個人消費と信用を取り巻く環境** 消費支出は今のところ堅調ですが、労働市場に亀裂が生じれば消費者が節約志向を強める可能性があります。
- **インフレと消費低迷の二重苦が企業業績を収益面から一層圧迫する可能性があります。**
- **米中関係やロシアによるウクライナ侵攻の展開などの地政学的緊張により、金融市場のボラティリティが増すと思われます。**残念ながら、どちらの問題についても先行きは極めて不透明です。



**マッテオ・ジェルマーノ**  
アムンディ・グループ  
デビュティ・チーフ  
インベストメント・オフィサー



“米国経済の減速が今後も見込まれており、経済成長も悪化方向に傾いています。2023年下半年には浅い景気後退が始まると予想されることから、慎重な姿勢を維持しています”

各資産クラスの今後の見通しを以下に示します。

- **クロスアセット** - 企業収益への懸念が根強いいためディフェンシブな姿勢を維持する一方、米国のデレーションに対してはポジティブな姿勢で臨んでいます。株式やクレジットのバリュエーションについては、米国の大型銘柄や欧州の銘柄を中心に引き続き慎重な見方をしています。クレジット市場では、流動性が今後の問題となり得るハイイールド債を避け、クオリティの高い銘柄を嗜好しています。一方で、新興国の利回りは魅力的な水準にあり、中国やインドネシアでは債券にも株式にも投資妙味があります。為替市場ではユーロ/米ドルの見通しを上方修正し、インドルピー/中国人民元については見方をポジティブに変更していますが、株式に対しては強力なヘッジを維持しており、金の保有により引き続きリスク分散を図ることを推奨しています。
- **債券** - 政策の先行きが不透明であることから、短期物を中心に今後もボラティリティの高い展開が続くとみえています。米国のデレーションに対しては、全体的にアクティブなアプローチの下、ややポジティブな姿勢を維持しています。欧州主要国については、ややディフェンシブな姿勢で臨んでいます。当社がコア・インフレ率、欧州中央銀行(ECB)の政策、経済情勢を注視しつつ、欧州の見通しを中立に戻すタイミングを見計らっている点は重要ですが、見通しの修正には至っていません。一方で、発行体の負債比率が高いハイイールド債については、企業収益が鈍化し信用環境が悪化した場合にスプレッド(国債との利回り格差)のボラティリティが悪化する可能性があるため、投資を控えている状況です。当社では、米国および欧州のクオリティの高いクレジットを嗜好しています。
- **株式** - 小幅な反発は否定しませんが、個人消費や経済成長への圧力の高まりを背景に困難な展開が予想されます。欧州および米国株式(グロースおよび大型ハイテク株)については慎重さがカギになります。AIなどの新技術の導入が追い風となり得る企業と、単にセンチメント主導の上昇相場が追い風となっている企業を見極める必要があるでしょう。ポジティブな材料としては、バリュー株、クオリティ株、高配当株に好パフォーマンスが見込まれることが挙げられます。バリュー株のパフォーマンスはグロース株を長期的に上回る局面にあるとはいえ、伸びは右肩上がりとはいかず、クオリティ株と組み合わせる運用するのが賢明です。当社では同時に、有望な分散投資先として日本株の動向を注視しています。
- **新興国資産** - 同市場では成長と消費のストーリーや企業収益の回復が追い風となっています。中国の経済成長にやや陰りが見られるとはいえ、新興国の経済成長が先進国を上回る展開が続いています。株式についてはインドネシア、ベトナム、ブラジルを有望視しており、ブラジルに関してはポジティブな見通しを上げました。新興国の債券は利回りが魅力的な水準であり、当社では特にメキシコおよびインドを有望視していますが、選別的な姿勢を崩さずハイイールド債を嗜好しています。

### 全体的なリスクセンチメント



経済成長が弱含んでいることや各国中央銀行が依然として金融引き締めを続けていることを勘案し、企業収益、消費、信用環境を注視しつつ、リスク資産に対してディフェンシブな姿勢を継続しています。

### 前月からの変化

- **クロスアセット**: ユーロ/米ドルの見通しを上方修正、マクロ経済の改善に伴いインドルピー/中国人民元に対する見通しをポジティブに修正
- **株式**: 日本株式が有する分散投資先としての可能性を検証中
- **新興国資産**: ブラジルおよびインド株式に対するポジティブな見通しを引き上げ

全体的なリスクセンチメントは、様々な投資プラットフォームが表明するリスク資産(クレジット、株式、コモディティ)に対する定性的見解であり、グローバル投資委員会と共有されるものです。当社のスタンスは、市場や経済的背景の変化を反映して調整されることがあります。

## 注目すべき3つの疑問

## 1

米連邦準備制度理事会 (FRB)、欧州中央銀行 (ECB)、イングランド銀行 (BOE) について、利上げの道筋に対する見解をお聞かせください。

FRBについては、フェデラルファンド (FF) 金利を5.25%で据え置き、利上げを停止するという見方を強めています。最初の利下げは2024年1月と予想され、金利は2024年9月までに3%に引き下げられるとみられます。対照的にECBはインフレの高止まりを懸念しており、まだ利上げを休止する局面にありません。当社では、ECBが7月にもう一度0.25%の利上げを行うとみており、ピーク金利は3.75%になると予想しています。最後のBOEについては、景気の低迷と賃金・物価スパイラルのリスクというジレンマに直面しています。一層の金融引き締めは避けられない模様であり、当社ではBOEが金利を5.50%まで引き上げると予想しています。

## 投資への影響

- 米国のデュレーションに対しては中立からややポジティブ、欧州に対してはやや慎重、欧州周辺国に対しては中立
- 米ドルに対する慎重姿勢を維持、ユーロ/英ポンドに対しては引き続きポジティブ

## 2

中国経済の成長見通しをどのように見えていますか？

当社では、2023年GDP成長率予測を6.0%から5.7%に下方修正しました。引き下げ要因の多くは第2四半期に集中しています。しかし見通しに関していえば、小規模な金融刺激策や若干の財政拡大、不動産政策の段階的緩和の影響で、緩やかな回復基調になる（景気後退は起こらない）とみています。不動産セクターの見通しがさえないことから、2024年のGDP成長率予測も4.7%から4.3%に下方修正しています。中国政府は構造的な長期変化のためならば不安定な低成長もいとわない構えを見せています。

## 投資への影響

- 香港市場（ハンセン中国企業指数 (HSCEI)）および中国市場（CSI300指数）はプラス
- 2024年第1四半期における米ドル/人民元の為替レートを1米ドル=6.50人民元と想定

## 3

リスク資産に対する慎重姿勢を変更する予定はありますか？

当社では、リスク資産に対してディフェンシブな姿勢を強めています。この姿勢を変更するのであれば、S&P500指数が今後12ヵ月にわたり最低2桁のリターンを記録し、債券を上回る十分なリスク調整後リターンをもたらすような必要があります。しかし、S&P500指数が5,000前後となるには、1株当たり利益 (EPS) の伸び率が30%超という過度に楽観的な水準に達する必要があります。

## 投資への影響

- クロスアセットのディフェンシブな資産配分を強化
- 株式およびクレジットに対する慎重姿勢を継続



モニカ・ディフェンド  
アムンディ・インスティテュート・ヘッド

“インフレ率が依然FRBの目標水準を上回っていることから、FRBが年内に利下げを行うことはないでしょう”

## 方針転換をしている暇はない

当社のメインシナリオでは、米国が浅い景気後退に陥り、ユーロ圏は地域内格差と金融環境の引き締めに伴うリスクでマイナス成長になると予想しています。リスク資産のバリュエーションに対しては引き続き懐疑的な姿勢を取っており、ディフェンシブな見通しとポートフォリオのヘッジを維持しています。同時に、アクティブかつ迅速なアプローチの下、あらゆる資産クラスを利用することが長期的な景気見通しから利益を得る上でカギになるとみています。当社では現状、金などの貴金属や為替を通して分散投資を継続しており、ユーロの見通しを上方修正したほか、インドルピーの見通しをポジティブに変更しました。

**確信度の高い投資アイデア** 株式については、先進国が経済成長とインフレの両面で厳しい環境にあるため、米国、ユーロ圏、日本に対して引き続き慎重な見方をしています。バリュエーションや企業収益の動向も低調であり、株式の投資妙味は乏しい状況にあります。新興国では、中国株に対してポジティブな見方をしており、ボラティリティの高まりが予想されるものの、株価上昇の余地があります。

米連邦準備制度理事会(FRB)が2024年に利下げを行う公算が高いことから、バリュエーションが米国のデフレの追い風になると考えます。また当社では、米国およびカナダのイールドカーブの2~10年ゾーンを引き続き選好しています。日本国債については慎重に様子見をしつつ、日本銀行の政策動向を見極めていくところです。一方で、地域横断的に投資機会を発掘し、スウェーデン国債などに投資することも得策であると考えます。スウェーデンではハト派寄りの金融政策が支援材料となっています。加えて、イタリア国債とドイツ国債のスプレッドについては、ファンダメンタルズ面(第1四半期のGDP成長率など)の改善や、

安定した需要、欧州中央銀行(ECB)の支援がイタリア国債の追い風になると思われることから、ややポジティブな見方を継続しています。しかし、警戒態勢は緩めていません。オーストラリア準備銀行(RBA)の利上げ継続が見込まれるなか、英国とオーストラリアの10年物国債のスプレッドに対して戦術的な姿勢を維持しています。新興国では、経済成長が堅調でインフレも抑制されていることから、一部の債券バスケットに対して引き続きポジティブな見方をしています。

**企業クレジット**は経済状況の悪化に左右されやすいことから、米国のハイイールド債に対しては慎重な姿勢を維持しています。現時点では流動性の割合は良好ですが、金融環境の引き締めや企業収益の減速により状況が変わる可能性があります。

**為替市場**では、マクロ経済の改善に伴いインドルピー/中国人民元に対してポジティブな姿勢に転じました。そのほか、メキシコペソ/ユーロおよびブラジルリアル/米ドルに対しては楽観的な見方をしています。先進国では、魅力的なバリュエーションと米ドル安を勘案し、ユーロ/米ドルの見通しを上方修正しました。一方で、英ポンドの対ユーロおよび対スイスフラン相場については慎重な見方をしており、逆に日本円の対ユーロおよび対スイスフラン相場についてはポジティブな見方をしています。

**リスクとヘッジ** ヘッジは米国の景気後退が予想よりも深刻だった場合の備えとなるため、米国株式に対する守りを維持することが推奨されます。一方で、金は経済状況や地政学的状況が悪化した場合に強力な分散効果とヘッジ効果を発揮します。しかし、金は現状割高であるため、価格の上昇余地は限定的であるとみています。



フランセスコ・サンドリーニ  
マルチアセット戦略ヘッド



ジョン・オトウール  
マルチアセット投資ソリューション・ヘッド

“当社では現状を乗り切るために慎重な分散型アプローチを採りつつ守りの姿勢を維持し、今後見込まれる機会からの利益獲得を狙っています”

### アムンディ・クロス・アセット見通し

◆ 現在のスタンス ◀▶ 前月からの変化

		---	--	-	=	+	++	+++
株式	先進国			◆				
	新興国					◆		
クレジット				◆				
デフレーション	先進国						◆	
	新興国					◆		
原油						◆		
金							◆	

出所:アムンディ。直近のグローバル投資委員会で表明された見解に基づく3~6か月間のクロスアセット資産見通し。資産クラスの評価の見通し、見通しの変化、見解は、予想される方向性(+/-)と確信度の高さ(+ / ++ / +++)で示されています。本評価はヘッジ手段の影響を加味したもので、変更される場合があります。

## 政策展開がクレジットに影響、アクティブ姿勢の継続を

**総合評価** 各国中央銀行はインフレ退治を諦めたわけではありません。米連邦準備制度理事会（FRB）は年内の利下げを行わない見込みであり、欧州中央銀行（ECB）も利上げ路線を継続しているほか、イングランド銀行（BOE）も英国のコア・インフレ率が高いことで、ECBと同様の方針に徹しています。そのため国債に対してアクティブな姿勢で臨むとともに、投資適格債や新興国の高品質のキャリアに注目することが求められます。

**グローバルおよび欧州の債券** 欧州では総合インフレ率が鈍化する一方、コア・インフレ率は賃金上昇や企業収益の改善、国家規模の財政支援拡大により高止まりしています。そのためECBは政策金利を引き上げましたが、金融政策の先行きには依然として強い不透明感が漂っています。現状、主に欧州主要国のデュレーションに対しては慎重ですが、見方を中立に戻すことも検討しています。**米国のデュレーションや欧州周辺国の債券に対しては中立であり、日本債券に対しては慎重な見方をしています。また、米国と欧州ではイールドカーブがスティープ化するとみています。**社債市場では、欧州の経済環境が緩やかに成長していることを勘案し、欧州の投資適格債を選択しています。クオリティ面には慎重ながらも楽観的な見通しを持っており、セクター別では金融に注目しています。ハイイールド債は投資適格債と比べて割高感があるとみており、経済成長とデフォルト（債務不履行）の見通しを考えると、ハイイールド債は下落が予想されます。

**米国債券** ハードデータ（実際の経済活動を示す経済指標）に明るい兆しがあり（一方で、先行指標は低迷）、インフレ率も高止まりしていることで、主要資産の利回りが押し上げられています。当社では、デュレーションに対してアクティブかつポジティブな姿勢を維持しており、物価連動国債（TIPS）の現在の利回り水準にも長期的な投資妙味があるとみています。社債市場では、資本財企業よりも大手国法銀行を愛好しており、一部の米国地方銀行や不動産投資信託（REIT）にも投資妙味があると考えます。当社ではまた、ハイイールド債よりも投資適格債を選択していますが、これは主に、米国のハイイールド債やバンクローンを中心にデフォルト（債務不履行）件数が増加傾向にあるためです。一方で、投資適格債の発行市場には魅力的な投資機会が生じる可能性があります。証券化商品市場では、住宅ローン担保証券（RMBS）などでスプレッドが縮小傾向にあり、投資家がリスク特性を維持しながら利益確定を検討する可能性があります。政府系機関が発行するモーゲージ担保証券（エージェンシーMBS）についても、市場のスプレッドが金利のボラティリティと幅広く連動することから、アクティブな姿勢で臨む必要があります。

**新興国債券** 新興国と先進国の成長率格差が引き続きこの資産クラスの追い風となっています。中国にはいくつかの問題が見受けられますが、間もなく、的を絞った景気刺激策が不動産や建設などの支援材料になるとみています。中国以外では**中南米諸国に注目しており、ブラジルやメキシコには投資機会を見出しています。**同時に、トルコ（内政問題）や南アフリカなど、固有の問題を抱えた国については様子見をしています。現地通貨建では、新興国通貨とインドおよびルーマニアの現地通貨建債に対してポジティブな見方をしています。

**為替動向** ミドル相場は年内、弱含みで推移する見込みです。当社では、メキシコペソ、ブラジルリアル、インドルピーなど、キャリア水準の高い通貨にポジティブな見方をしており、トルコリラについてはトルコの新内閣発足を受けて動向の見極めを進めています。一方、オーストラリアドル（オーストラリア準備銀行がタカ派姿勢）、ノルウェークローネ、日本円については見通しが良好だとみています。



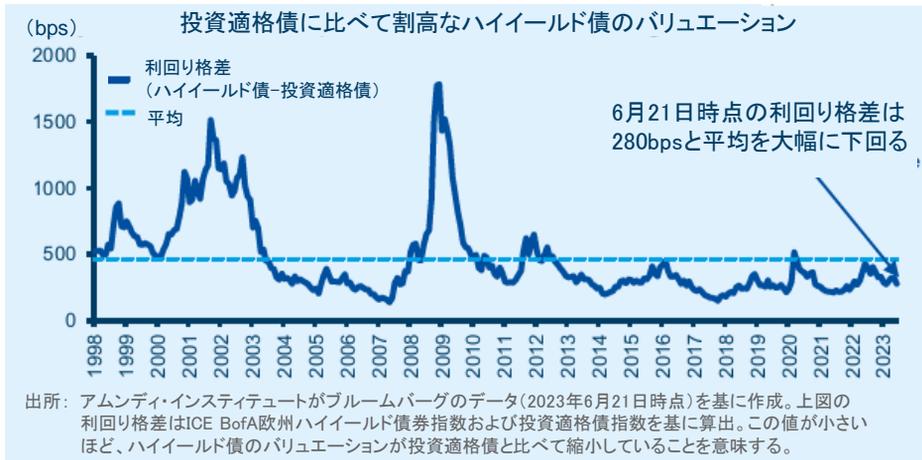
アモリ・ドルセー  
債券部門ヘッド



イエレン・シズディコフ  
新興国市場  
グローバル・ヘッド



ケネス J. トーブス  
米国投資運用部  
チーフ・インベストメント  
オフィサー



“金融引き締め  
の運行効果は、とり  
わけバリュエーシ  
ョンが割高な低格付  
クレジットにとって  
重しになるとみて  
います。”

## 規律ある投資を継続、過熱相場に手を出さな



ファビオ・ディ・  
ジャンサンテ  
大型株式部門ヘッド

**総合評価** 個人消費の強さと雇用の発展は、株価や企業収益が伸びる上で重要です。足元の個人消費の堅調さは当社も認めるところですが、金融引き締め(引き締め過剰ではない模様)の効果が時間差で投資や労働市場に影響し、やがて消費を減退させる可能性があります。当社では引き続き規律ある投資プロセスに注力し、クオリティ株、バリュー株、新興国の堅調な銘柄に注目し、人工知能(AI)主導の過熱相場からは距離を置く方針です。



イエレン・  
シズディコフ  
新興国市場  
グローバル・ヘッド

**欧州株式** 足元の利益率を押し下げる圧力は短期的に継続する見込みですが、多くの企業のバリュエーションにはすでに織り込まれているとみています。そのため、銘柄選別に魅力的な機会が生じています。当社では引き続きバーベル戦略を軸とし、高品質のシクリカル(景気敏感)株と、ディフェンシブ株に注目しています。中でもバランスシートが強固な銘柄は高金利局面で守りの要となり、株主に継続的なリターンをもたらすことから、選好しています。セクター別に見ると、生活必需品(従来の見通しを引き下げ)とヘルスケア(医療技術への見通しを引き上げ)への投資が推奨されます。一方、当社では、工場の自動化に関与する企業など、エネルギー転換を後押しする金融および資本財関連の銘柄を選好しています。情報技術セクターについては慎重に見ており、AIブームが株価を継続的に押し上げる状況に強い疑問を抱いています。

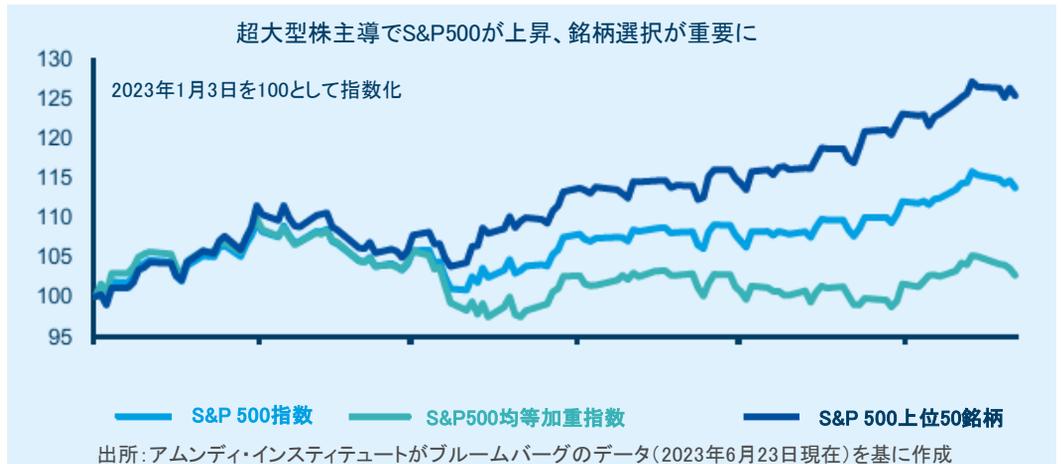


ケネス J. トーブス  
米国投資運用部  
チーフ・インベストメント・  
オフィサー

**米国株式** 超大型株が引き続き株価上昇をけん引していますが、過去の事例では市場の幅が狭い局面の後には、バリュエーションが広範に再評価される局面が訪れています。とはいえ、今回は確実なことが言えません。そのため当社では、割高な超大型株や収益性の低いグロース株に対してディフェンシブな姿勢を継続しています。AIのような新技術が長期的な追い風となる銘柄を見極め、ブームに便乗しているだけの銘柄を避けることが肝要です。一方で、バリュー株など一部の分野には投資機会があり、当社ではこのバリュー(割安感)を個別銘柄のクオリティ(品質)と強さでバランスを取っています。これに加え、シクリカル株とディフェンシブ株の発掘にも努めています。シクリカル株では相対的に弱い銘柄が極めて割安であるのに対し、ディフェンシブ株ではポテンシャルを示す銘柄が極めて割高となっています。ディフェンシブ株の中では、ヘルスケア機器(医療技術)の見通しが特に良好だとみています。その他、エネルギー、素材、銀行、非スプレッド金融にも注目しています。

**新興国株式** 企業収益に回復が見込まれることが良好な地合いを下支えしています。この上昇基調はEMEA(欧州・中東・アフリカ)やアジアを中心に、下半期も継続するとみています。当社では、中南米諸国にも注目しており、中でも政府が市場寄りの政策を継続すると思われるブラジル(見通しを引き上げ)を有望視しています。アジアについては、インドの見通しを引き上げるとともに中国の個人消費に目下懸念される逆風を注視していますが、引き続きポジティブな見方をしています。セクター別では不動産や一般消費財を選好する一方、ヘルスケアや素材に対しては慎重な姿勢を維持しています。

“企業のビジネスモデルとその根底にある価値の把握を軸とした投資プロセスを引き続き重視します”



# アムンディ・アセットクラス・ビュー

	資産クラス	見通し/前月からの変化	前月からの変化
株式	米国	-	人工知能(AI)ブームで躍進した一握りの大型株が株価上昇の大部分をけん引しています。この状況がバリュエーションの割高感を生み出しており、インフレ率の高止まりや景気後退の懸念と矛盾しています。当社ではディフェンシブな姿勢を維持する方針です。
	米国バリュエーション	+	バリュエーションは金利が相対的に(過去数十年と比べて)高く、利回りが小幅に上昇していることから、当社の長期的な投資先となっています。当社ではクオリティ株への投資と、投資先の根本的なビジネスモデルを把握するボトムアップ方式での選別を組み合わせるバリュエーションを運用しています。
	米国グロース	--	割高なグロース株は景気減速のあおりを受けやすく、流動性の低下が懸念されます。同時に、景気後退リスクが減退した場合(当社のメインシナリオではありませんが)、米連邦準備制度理事会(FRB)の金融引き締めが金利感応度の高いハイテク株に影響を与える可能性があります。当社ではこの市場への投資を控えています。
	欧州	-/=	市場は景気減速を織り込みつつある模様ですが、一部のソフトデータや企業収益はやや好調です。当社ではバランス重視かつ慎重な姿勢を継続し、売上高を落とさず投入コストを消費者に転嫁できる銘柄を選択しています。
	日本	=	国内景気の改善と、日本円の動向、インフレ率の上昇により、地合いが最近改善しました。しかし、世界経済の減速が日本の輸出に与える影響については警戒しています。
	中国	+	中国では政府による的を絞った支援策の下、景気が緩やかに回復するとみられています。消費関連指標は弱含む可能性もありますが、コロナ禍からの回復に関連して引き続き厳選された投資機会が存在しており、当社では地政学的リスクの高まりを勘案し、オンショア市場を選択しています。
	新興国除く中国	=	国間格差が広がりがつつある新興国では、バリュエーションが魅力的な水準にあり、企業収益に回復見込みもあるとみられています。EMEA(欧州・中東・アフリカ)やアジアでは、先進国に比べて持ち直しの早い景気が支えとなり、企業収益の回復基調が続くと考えられます。当社ではとりわけ、ブラジル、ベトナム、インドネシアなどの国に注目していますが、タイ、サウジアラビア、マレーシアに対しては慎重です。
債券	米国国債	=/+	足元では一部経済指標の堅調さやインフレの高止まりで主要資産の利回りが上昇していますが、景気後退入りが若干遅れるとはいえ、引き続き警戒が必要だとみられています。当社ではボラティリティの高さや政策の先行き不透明感を勘案し、ややポジティブかつ柔軟な姿勢を維持しています。
	米国投資適格債	=/+	魅力的なキャリイ水準、バランスシートの強固さ、発行市場の活況により投資機会が生まれる可能性があるため、ややポジティブな見方をしています。しかし、潜在的な流動性リスクを勘案し、選別姿勢を維持しています。セクター別では金融に注目しています。
	米国ハイイールド債	-	景気抑制的な実質金利、金融環境の引き締め、キャッシュフローの悪化により、低格付企業のデフォルト(債務不履行)見通しが悪化する可能性があります。収益状況が悪化した場合、こうした企業は資金調達ができなくなる可能性があります。
	欧州主要国国債	-/=	コア・インフレ率の高止まりに加え、欧州中央銀行(ECB)が金融引き締めを継続するという当社の予測から、欧州主要国のデフレーションに対してはやや慎重な見方をしています。一方、中立姿勢への転換を確定するにあたり、ECBの政策姿勢やインフレの動向を注意深く見極めていきます。
	欧州投資適格債	=/+	欧州の投資適格債市場が大幅に鈍化するとは考えていないため、慎重ながらも楽観的な姿勢を維持しています。しかし、世界経済の悪化が欧州を圧迫し、スプレッドのボラティリティを悪化させる可能性があります。内部キャッシュフローが潤沢な企業の業績は堅調に推移すると考えられます。
	欧州ハイイールド債	-	この市場では、債務比率が高く低格付の企業においてスプレッドの拡大が見込まれ、特に企業収益が圧迫された場合には拡大幅が一際大きくなるとみられます。そうなれば、資金難の企業が流動性危機に陥る可能性が高まると考えられます。
	中国国債	=	中国が先進国市場から切り離されているため、中国国債に分散投資効果がありますが、同国の政策展開や財政刺激策については見極めを進めています。
	新興国ハードカレンシー債	=/+	ハードカレンシー建債券はブラジル、メキシコ、インドネシアなどの国を中心に利回りが魅力的な水準にあります。ソブリン債市場ではハイイールド債のスプレッドが魅力的であるため、投資適格債よりもハイイールド債を選択していますが、銘柄選別が重要です。その他、ハイイールド社債においても銘柄を発掘しています。
	新興国自国通貨建債	+	今年の米ドル安基調が現地通貨建債にとっての支援材料になり得ることから、見通しは引き続きポジティブです。しかし、銘柄選別が重要です。インド、ルーマニア、メキシコなどの国に対してポジティブな見方をしており、高品質のキャリイをもたらす国を選択しています。
その他	コモディティ		今年の米ドル安基調が現地通貨建債にとっての支援材料になり得ることから、見通しは引き続きポジティブです。しかし、銘柄選別が重要です。インド、ルーマニア、メキシコなどの国に対してポジティブな見方をしており、高品質のキャリイをもたらす国を選択しています。
	為替		足元の米ドル高は経済サプライズに影響された一時的なものと考えられますが、インフレ率が下落したことでFRBは景気後退への対応に本腰を入れることになるでしょう。今年の米ドルは高金利の優位性が薄れることから下落が予想されます。当社では引き続き、2024年第1四半期のユーロ/米ドルの為替レートを1ユーロ=1.18米ドルと予想しています。



ネガティブ ニュートラル ポジティブ

▼ 前月比ダウングレード

▲ 前月比アップグレード

一般向けマーケティング資料

出所: アムンディの2023年6月現在の欧州を拠点とする見解。本資料は、特定の時点における市場環境の評価を表しており、将来起こることの予測または将来の結果を保証する意図はありません。読者はこの情報を特定のファンドや証券に関するリサーチ、投資アドバイス、または推奨として受け取るべきではありません。この情報は説明と教育を目的としたものであり、変更されることがあります。また、この情報はアムンディの現在、過去、または将来の実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。

## Glossary 用語集

ADR	米国外の銀行が保有する米国外企業の有価証券。これにより米国の投資家が国外企業に投資できるとともに、米国外企業が米国の金融市場にアクセスすることが可能。
エージェンシーMBS	連邦政府抵当金庫(ジニーメイ)、連邦住宅抵当公庫(ファニーメイ)、連邦住宅金融抵当公庫(フレディマック)のうちのいずれかが発行する不動産担保証券(モーゲージ証券)。エージェンシーMBSと呼ばれる。
ベータ	市場のボラティリティ(変動率)に関連するリスク指標。1はボラティリティが市場と同等であり、1より小さい場合はボラティリティが市場より低いことを意味する。
ブレイクオープンインフレ率	国債の名目金利と、同程度の期限および信用度の物価連動債の実質金利回り(実質金利)の差。
キャリー	債券を満期まで保有してその間の利回りを得ること。現金と比較した場合のリターン。
コア+	株式市場における「グロースとインカム(配当収益)」を意味し、低-中程度のリスクを伴う。
コア・ストラテジー	株式市場において「インカム(配当収益)」を確保する戦略。
相関	2つ以上の変数の関連性の程度。金融においては、ある資産または資産クラスの価格が互いにどの程度関連して動くかを意味し、相関係数は-1(常に反対方向に動く)から0(関連がない)、1(常に同じ方向に動く)までの範囲で表される。
クレジット・スプレッド	債券と国債の利回り差。オプション調整後スプレッド(OAS)は、満期償還前に繰上償還の可能性がある債券が繰上償還をする場合を考慮して調整したスプレッドの指標である。
通貨の略称	USD - 米ドル, BRL - ブラジルレアル, JPY - 日本円, GBP - イギリスポンド, EUR - ユーロ, CAD - カナダドル, SEK - スウェーデンクローナ, NOK - ノルウェークローネ, CHF - スイスフラン, NZD - ニュージーランドドル, AUD - オーストラリアドル, CNY - 中国人民幣, CLP - チリペソ, MXN - メキシコペソ, IDR - インドネシアルピア, RUB - ロシアルーブル, ZAR - 南アフリカランド, TRY - トルコリラ, KRW - 韓国ウォン, THB - タイバーツ, HUF - ハンガリーフォリント
(イールドカーブの)スティープ化	イールドカーブのスティープ化は、長期金利が短期金利より上昇する場合と、短期金利が長期金利より低下することによって起こる場合がある。
ブル・スティーピング	短期金利が長期金利より速く低下することによるイールドカーブの変化。そのため、短期金利と長期金利のスプレッドが大きくなる。
逆イールド	長期金利が短期金利を下回ることで、短期債券から資金が移動していることを示す。
景気循環型 vs ディフェンシブセクター	景気循環型とは利益や株価が景気変動と高い相関関係にある企業を指し、ディフェンシブとは景気変動との相関が低い企業のことを指す。MSCI GICSの景気循環セクターは、一般消費財、金融、不動産、工業、情報技術、素材。ディフェンシブセクターは、生活必需品、エネルギー、ヘルスケア、電気通信サービス、公益事業など。
デュレーション	金利の変化に対する債券価格(元本価値)の感応度を表す指標で、年数で表される。
流動性	損失を防ぐ、または最小限に抑えるために、資産をいかに速やかに売買できるかの度合い。
ノンバンク金融仲介	銀行業の免許は保有していないが、一部の金融サービスを提供する金融機関。
純金利収入	銀行の貸出による金利収入と、預金などによって調達した資金の金利支出を比較する指標で、資産に対する割合で表される。
量的緩和	中央銀行が金融機関から金融資産を買い取り、市中に資金を供給することで景気を刺激する金融政策の一種。
クオリティ投資/質の高い投資	質の高い成長株のパフォーマンスを捉えるため、1)高いROE(株主資本利益率)、2)安定した前年比利益成長、3)低い財務レバレッジといったポイントに注目した投資手法。
量的引き締め	中央銀行が経済の流動性を低下させることを目的として、満期を迎えた国債の再投資のペースを減らす収縮的な金融政策。また、通貨供給量を抑制する手段として、中央銀行の金利引き上げによって引き締めを図る場合もある。
Non-SIFI	SIFI(Systematically important financial institution)とは、FRBを含む金融当局が、金融システムと経済に多大な影響を持ち、破綻すると大きなリスクとなると考える金融機関を指す。一方、Non-SIFIはこの分類に当てはまらない金融機関のこと。
物価連動債	物価連動債はインフレ指標に連動する財務省証券で、インフレによる購買力の低下から資産を守る効果が期待される。
バリュースタイル/バリュー投資	株価収益率、株価純資産倍率、株価売上高倍率が低く、配当利回りが高いなど、相対的に割安な銘柄に注目する投資スタイル。バリュー投資が優勢なセクター: エネルギー、金融、通信、公益事業、不動産。
ボラティリティ	ある証券または市場の変動やリターンの分散の大きさを示す統計的な指標。通常、ボラティリティが高いほど、その証券/市場はリスクが高いと考えられる。
イールドカーブコントロール	イールドカーブコントロール(YCC)は、中央銀行が長期金利をターゲットとし、その金利目標を達成するために必要なだけの債券を売買するものである。これは、中央銀行が一般的に行っている短期金利の設定による経済成長率やインフレ率の管理とは大きく異なるアプローチである。

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

Visit us on:



Discover more of Amundi's insights at  
[www.amundi.com](http://www.amundi.com)



## 重要事項

MSCIの情報は、お客さま限りでの使用に限定され、いかなる形式であれ、複製または配布することはできません。また、いかなる金融商品や製品、指数の根拠または構成要素としても使用することはできません。MSCIの情報のいずれも、投資アドバイスや何らかの投資判断を行う（または行わない）ことを推奨するものではなく、その根拠とすることはできません。過去のデータおよび分析は、将来のパフォーマンスの分析、予測を示唆または保証するものではありません。MSCIの情報はそのままの形で提供され、情報の利用によって被るいかなるリスクも利用者に帰属します。MSCIと各関連会社、およびMSCIの情報の編集、計算、作成に関与または関連するその他の関係者（以下、「MSCI関係者」）は、本情報に関するあらゆる保証（独創性、正確性、完全性、適時性、非侵害、商品性および特定目的への適合性を含むが、これに限らない）に関して一切の責任を負いません。上記のいずれにも制限されることなく、いかなる場合も、MSCI関係者は、直接、間接、特別、付随的、懲罰的、結果的な損害、およびその他のいかなる損害（逸失利益を含む）に対しても一切の責任を負いません（[www.msclbarra.com](http://www.msclbarra.com)）。

グローバル産業分類基準（GICS）サービスマークは、スタンダード & プアーズとMSCIによって開発され、その独占的財産です。スタンダード & プアーズ、MSCI、およびGICS分類の作成または編集に関与するその他の当事者は、当該基準または分類（またはその使用によって得られる結果）に関して一切の保証をするものではなく、当該当事者すべてが、当該基準または分類に関する独創性、正確性、完全性、商品性または特定目的への適合性に関するすべての保証をするものではありません。上記を制限することなく、いかなる場合においても、S&P、MSCI、その関連会社、または GICS 分類の作成もしくは編集に関与した第三者は、直接、間接、特別、付随的、懲罰的、結果的な損害、およびその他のいかなる損害（逸失利益を含む）に対して、たとえその可能性を知らされていたとしても、一切の責任を負いません。

当資料は情報提供のみを目的としたものです。当資料は、いかなる証券またはその他の商品もしくはサービスの売買の申込み、購入の申込みの勧誘、または推奨するものではありません。当資料で言及されている証券、製品、サービスは、お客さまの地域の関連当局に販売登録されていない場合があり、お客さまの地域の政府機関または同様の当局による規制または監督を受けていない場合があります。当資料に含まれるいかなる情報も、お客さま限りの使用に限定され、いかなる形式であれ、複製または再提供することはできません。当資料のいかなる内容も、税務、法律、投資に関するアドバイスを提供することを意図したものではありません。特に記載のない限り、当資料に含まれるすべての情報は2023年6月27日時点のAmundi Asset Management S.A.S.によるものです。分散投資は利益を保障するものでも、損失から資産を守るものでもありません。当資料の内容は当資料作成日時点のものであり、当資料の利用にかかるすべてのリスクは当資料の利用者が負うものとします。過去のデータおよび分析は、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。市場や経済の動向に関する見解は当資料作成者によるものであり、必ずしもAmundi Asset Management S.A.S.のものではないため、市場やその他の状況により、今後予告なく変更される場合があり、国、市場、セクターが予想通りに推移する保証はありません。これらの見解は、投資アドバイス、証券推奨、またはAmundiの商品の売買の指標として根拠とすることはできません。投資には市場変動リスク、政治的リスク、流動性リスク、為替リスクなどのリスクがあります。さらに、Amundiはいかなる場合においても、その使用による直接、間接、特別、付随的、懲罰的、結果的な損害、およびその他のいかなる損害（逸失利益を含む）に対しても一切の責任を負いません。

使用開始日：2023年6月27日

発行者：アムンディ・アセット・マネジメント（Société par action simplifiée; S.A.S. 資本金11億4,361万5,555ユーロ） ポートフォリオマネージャー AMF番号 GP04000036  
ヘッドオフィス：91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

(3019571)

当資料は、アムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・インスティテュートが一般参考情報の提供を目的として作成した資料を、アムンディ・ジャパン（以下、弊社）が一部翻訳したものです。当資料は、当資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料中に記載したアムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。当資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。当資料に記載されている内容は、全て当資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。当資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。弊社の許可なく、当資料を複製または再配布することはできません。当資料中に引用した各インデックス（指数）の著作権・知的財産権及びその一切の権利は、各インデックスの算出元に帰属します。また各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利及び発表を停止する権利を有しています。

商号等：アムンディ・ジャパン株式会社（金融商品取引業者） 関東財務局長（金商）第350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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会