

# Global Investment Views

## グローバル・インベストメント・ビュー

### インフレ後退は好材料も、 インフレとの闘いは終わらず



**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

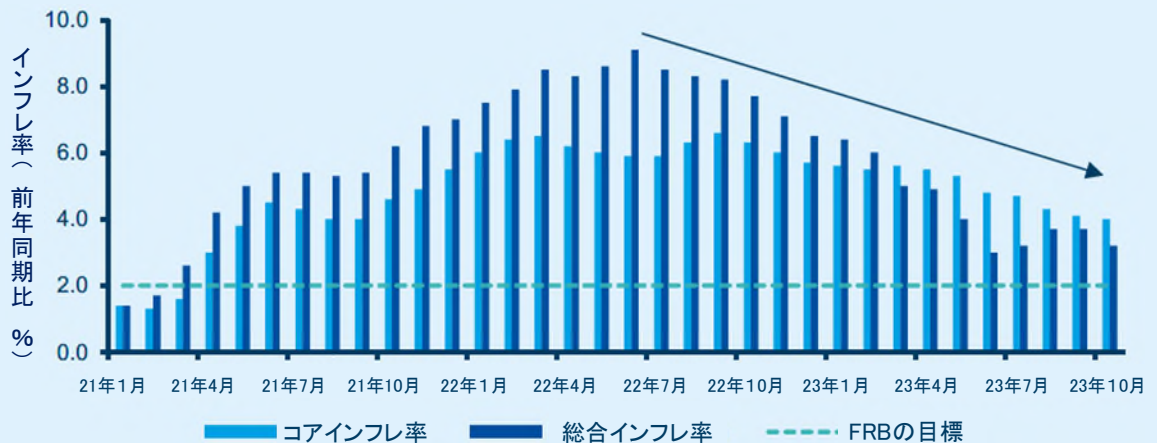


**マッテオ・ジェルマーノ**  
アムンディ・グループ・  
デピュティ・チーフ・  
インベストメント・オフィサー

11月は、デイスインフレの継続と米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げピークが近いとの見方からリスク資産が反発し、米国と欧州の国債利回りが下落する展開となりました。目下の大きな疑問は、インフレに対する勝利宣言まであとどれだけの時間を要し、経済成長が今後どのように展開するかという点です。これらを検討するにあたっては以下の要素が参考になると考えます。

- **米国経済見通しの低迷:** 当社では2023年の米国の成長率予想を2.4%に小幅に上方修正しましたが、実体経済の金融環境が引き締まっていることから、2024年上半年に緩やかな景気後退に突入すると引き続き予想しています。
- **ユーロ圏は景気後退入りを回避し低成長となる可能性が高いものの、** 経済成長の出発点は米国よりも低水準となります。財政面の制約（ドイツなど）や欧州連合（EU）の財政規律は不確実性を高める要因となっています。
- **各国中央銀行の政策は指標次第:** 実体経済の借入コストや雇用の強さは各国中央銀行にとってより一層深刻な問題です。FRBや欧州中央銀行（ECB）はこれらの要素が最終消費やインフレ（この側面では原油価格の下落は好材料）に与える影響を注視するとみられます。
- **慎重姿勢を強める企業:** 調査からは企業が採用計画や設備投資計画に慎重なことがうかがえます。直近の企業業績では消費者需要の低迷も浮き彫りになっています。
- **世界経済は多極化、米中対立は継続:** 来年の米国大統領選で誰が当選するかによらず、米中関係が両国の管理の下で悪化する可能性が高いと考えられます。また、イスラエル・ハマス間の武力衝突は局地的なものに留まるとみられます。全体的な地政学的リスクは高いと言えるでしょう。

米国のインフレ率は低下傾向も依然として目標水準を上回る



出所:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ(2023年11月22日現在)。

“市場が織り込む「完璧」なシナリオは少々行き過ぎているように見受けられます。引き続きディフェンシブな投資を心がけ、デュレーションにはややポジティブなスタンスで臨み、株式には慎重な見方をするほか、新興国の長期的な投資機会を発掘することが推奨されます”

当社では、以下の項目を柱とし、慎重なスタンスを維持する方針です。

- **クロスアセット**: 当社が目指すところは、長期的な投資方針(デュレーションに対するポジティブな姿勢など)と、各資産クラスの戦術的な投資機会やヘッジの強化とでバランスを取ることです。そのため、先進国株式に対しては慎重なスタンスを維持していますが、株価が小幅に上昇する可能性があることも認識しています。新興国については、国によって明暗が分かれつつあるため投資先の選別を強めており、長期的な成長見通しが良好なインドやメキシコ、ブラジルに注目しています。新興国債券は今やハードカレンシー建と現地通貨建の両方で投資妙味を増しているとみています。原油については、地政学的リスクが年またいでもくすぶる可能性が高いため見通しを引き上げましたが、金の見通しは中立に引き下げました。為替については、戦術的な観点から、最近のペソ高を受けてメキシコペソが対ユーロで上値が重くなっているとみていますが、中南米諸国の経済成長が長期的に好調であるとの見通しは維持しています。
- **国債**については、利回りが低下したことで、投資機会が豊富に存在するという当社の見方が裏付けられました。米国国債のデュレーションに対しては引き続きポジティブな見方をしていますが、欧州には中立、日本には慎重とし、全体的にはアクティブなスタンスです。社債については、CCC格をはじめとする低格付銘柄でデフォルト(債務不履行)環境が悪化するなど、銘柄によって明暗が分かれつつある分野ですが、投資適格級の企業ではバランスシートが安定しているように見受けられます。したがって、当社では質の高い銘柄を選好する方針です。地域別では、ユーロ圏の投資適格債を選好するほか、米国のハイイールド債は割高感が非常に強いと考えます。
- **先進国株式**については、足元で反発の動きがあるとはいえ慎重な見方は変えていません。それでも、割高な銘柄(米国のグロース株、大型株)を除けば、米国の株式市場全体の過熱感相対的に抑えられているように見受けられます。また、欧州だけでなく米国のバリュー株やクオリティ株のような株価が魅力的な銘柄にポジティブな見方をしています。今期の決算発表では米国・欧州ともに多くの企業で売上が予想を下回り、この見方が裏付けられる結果となりました。こうした状況から個人消費の圧迫が一段と強まっていることが示唆されます。
- **新興国資産**については、先進国のデスインフレ傾向やそれが中央銀行の政策に与える影響が追い風になると考えられます。ハードカレンシー建債券と現地通貨建債券はキャリーが高いものの、当社では米ドルに上昇の余地がないかを見極めていきます。ハードカレンシー建債券と社債では、投資適格債よりもハイイールド債を選好していますが、ハイイールド債では引き続き質を重視しています。株式市場にも中国を除くアジア諸国の銘柄を中心に投資機会があります。当社では、堅調な経済成長を背景にインドやインドネシア、ブラジルに引き続き注目しています。



### 全体的なリスクセンチメント

リスクオフ                      リスクオン



リスクセンチメントからは引き続きややディフェンシブなスタンスを取りつつポジションを分散させることが推奨され、国債や一部の新興国資産には投資機会があります。

### 前月からの変化

- **クロスアセット**: 新興国債券の見通しは一段とポジティブ、株式へのスタンスを強化、原油の見通しを小幅に上方修正、金の見通しを中立に引き下げ。為替ではメキシコペソへのポジティブな見通しを取り下げ
- **株式**: 市場全体に比較して米国大型株の過熱感が増す

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で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.

憲法裁判所の違憲判決を受けてドイツの財政状況はどうなると思いますか？

ドイツ憲法裁判所の違憲判決はユーロ圏最大の経済国の財政支出計画に疑問を呈した格好となりました。ドイツ政府は目下、2023年は緊急事態であるとして「債務ブレーキ」を一時停止しているものの、長期的な解決は一筋縄ではいかないのが現状です。連立与党は支出計画を削減するか、増税に踏み切るか、それとも債務ブレーキ制度を全面的に見直すかという難しい選択を迫られていると当社はみています。これとは別に、欧州連合(EU)の欧州委員会は加盟国の予算計画に関する政策指針を公表しました。来年は9の加盟国がGDP比で3%を超える赤字を計上しそうな状況ですが、今のところ欧州委員会は、来春まで事態を静観する構えです。

### 投資方針

- 債券: 欧州主要国のデュレーション、欧州周辺国の債券に中立
- 株式: 欧州株にやや慎重、クオリティ株、バリュー株にややポジティブ

2.

中国が今回打ち出したミニ景気刺激策が同国の景気予想に影響する可能性はあるでしょうか？

今回の景気刺激策ではインフラ整備や建設に使われるソブリン債が追加発行されます。もちろん、ある程度の景気押し上げ効果が見込まれるため、当社では中国の見通しを小幅に上方修正し、2023年の成長率予測を5.2%、2024年は3.9%としました。とはいえ、需要の低下や不動産セクターのデレバレッジ(債務圧縮)を完全に相殺するには至らないとみられます。中国政府が来年の成長率をもっと高めたいのであれば、より規模の大きな景気拡大策を打ち出す必要がありますが、現状その可能性は低そうです。中国が債務解消に向けた長期的な構造改革に取り組んでいることがその要因です。

### 投資方針

- 中国: 株式と債券に中立
- アジア新興国(中国を除く): ややポジティブ

3.

景気が鈍化する環境下で社債の見通しをどのようにみえていますか？

キャッシュフローや収益が圧迫され、利払いコストがかさむ環境では、借り換えの必要性が高く収益性の低い企業が影響を受けやすいと考えられますが、投資適格級の企業にはそうした懸念はありません。例えば、グローバル・ハイイールド債のデフォルト(債務不履行)件数は、CCC格の銘柄を中心に増加しています。インタレスト・カバレッジ・レシオ(企業の債務支払い能力を測る指標)などの企業のファンダメンタルズは悪化しつつあるものの、高格付企業では健全な状態を保っています。

### 投資方針

- 米国のハイイールド債に慎重、投資適格債にややポジティブ
- 地域別ではユーロ圏の投資適格債を選好

“ユーロ圏の経済指標や融資基準の厳格化からは経済活動の鈍化が示唆され、財政面の制約により混迷を深めています。しかし、インフレは2024年末までにECBの目標まで下がるよう見受けられます”



モニカ・ディフェン  
アムンディ・インベストメント・  
インスティテュート・ヘッド



## 焦点はデレーションと明暗分かれる新興国

先進国および新興国経済の展開や、インフレの進展、個人消費や地政学に関連するリスクが当社のスタンスを左右する要因となっています。当社では先述したいくつかの点を勘案し、リスク資産に対して慎重な見方をしています。こうした状況に反し、一部の分野で戦術的な相場上昇が起こる可能性は否定できませんが、それでも投資方針を変えるべきではありません。その代わりに、バランスの取れた投資を継続するとともに、デレーションを選択するほか、新興国資産に投資機会を発掘して堅調な成長見通しの恩恵を享受するのが賢明です。同時に、地政学的リスクを背景に分散投資を継続する必要性も浮き彫りとなっています。

**確信度の高い投資アイデア:** 欧米の株式に対しては慎重な見方をする一方、新興国株式にはポジティブな見方を維持しています。しかし、国ごとの格差が拡大していることを考えると、新興国に対する見方を固める時期に来ていると考えます。例えば、中国では景気減速の兆しが認められるのに対し、インドやブラジル、メキシコでは堅調な経済成長が見込まれます。ブラジルでは企業収益の動向やコモディティ輸出の好調さが追い風になるとみられますが、それに対してインドには国内の需要や改革という構造的・長期的なストーリーがあります。

米国のデレーションに対してはポジティブなスタンスを維持しています。しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）当局者の発言がタカ派色を弱めたことで、イールドカーブの中期ゾーンが魅力を増したとみています。カナダでは、イールドカーブがスティープ化すると引き続き予想しています。また、欧州の経済見通しが冴えないため、欧州のデレーションにもポジティブな見通しを維持しています。イタリア国債については、最近の格付機関の動きと合わせ、外国投資家による保有比率が低いことや、供給動向が好調なこと、国内の個人投資家からの需要があることを考慮し、ポジティブな見方を継続しています。一方のアジア市場では、インフレ率の上昇や日本銀行が近くマイナス金利政策を解除するとの観測から、日

本国債に対して慎重な見方を継続しています。このような見方をすることで、デレーション全体にポジティブなスタンスを取りながらもポジションの分散を図ることができます。

新興国債券市場では、現地通貨建債券の選別により見通しを小幅に引き上げたほか、ハードカレンシー建債券に対してはポジティブな見方に転じました。米国のインフレ率の低下やFRB政策の見通しは支援材料になるとみられます。

社債市場では、ユーロ圏の投資適格債を引き続き選好しています。ファンダメンタルズがいくらか悪化しているとはいえ、全体としては依然として健全な状態を保っています。供給が低下していることも好材料となっています。しかし、米国のハイイールド債については、デフォルト（債務不履行）見通しの悪化や割高なバリュエーションを背景に引き続き慎重な見方をしています。

為替市場では、最近のペソ高を受け、メキシコペソの対ユーロ相場に対するポジティブな見通しを取り下げましたが、ブラジルレアルの対米ドル相場とインドネシアルピアの対中国人民元相場には引き続き注目しています。先進国通貨の中では、米ドルが対ユーロで下落するとみています。ユーロの対英ポンド、米ドルの対スイスフラン、オーストラリアドルの対米ドル相場にも注目しています。原油については、中東情勢の緊迫化で値上がりするとの見方から見通しを引き上げました。一方で金については、先頃まで地政学的な不透明感が追い風となっていましたが、見通しを中立としています。

**リスクとヘッジ:** 新興国株式に対してディフェンシブなスタンスを維持していますが、オプション取引や各種ヘッジを利用することで、株価が上昇しても全体的なスタンスを変えずに利益を得ることが可能だと思われます。債券については、インフレが上振れした場合やFRBがタカ派姿勢を強めた場合に備え、引き続きプロテクションを維持しています。



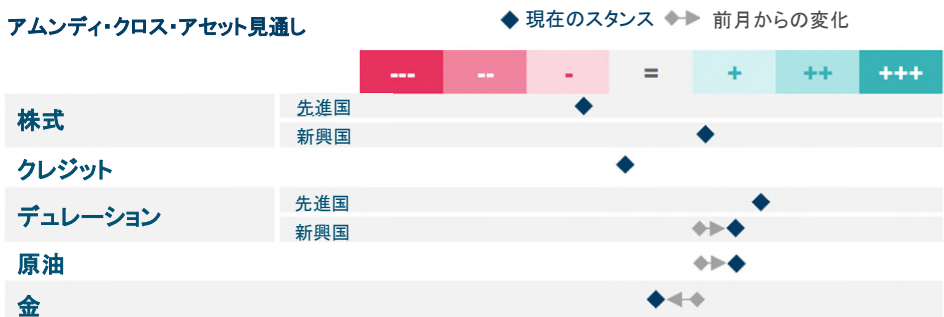
フランセスコ・サンドリーニ  
マルチアセット戦略ヘッド



ジョン・オトゥール  
マルチアセット  
投資ソリューション・ヘッド

“新興国債券の見通しは改善しているとみており、分散投資を継続することで地政学的な緊張が高まった場合でもポートフォリオを守ることができると思います”

### アムンディ・クロス・アセット見通し



出所:アムンディ。3~6か月間のクロス・アセット資産評価。本評価は、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ものです。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。



## 債券のストーリーは始まったばかり、機動的な運用を継続

**総合評価:** 金融引き締め の累積効果が来年の需要全体の足を引っ張るとみられることから、米国の景気後退リスクは高いと考えます。そのため、投資にあたっては国債に注目し、債券の質と魅力的な利回りが両立する分野を発掘することが推奨されます。

**グローバルおよび欧州の債券:** 欧州経済は外需の鈍化や国内財政の制約の影響を受けつつあり、同時にインフレが完全には抑制されていない状況です。そのため、当社ではデュレーションに対して中立の見方を維持していますが、利回りには両側から圧力がかかっているとみており、非常にアクティブな運用を行う方針です。日本の債券については、慎重な見方をしながらも引き続き警戒しています。クレジット市場では、質を重視する方針をますます強めるとともに、金融債、劣後債、BBB格および投資適格債を通してややポジティブな見方をしています。一方で、エネルギー、運輸、不動産セクターには慎重です。また、投資適格債とハイイールド債の間には著しい格差が認められます。中小企業を中心とするレバレッジの高い発行体は、今後2年にわたり債務の借り換えコストの増加を強いられると思われる場合があります。最近のデフォルト率の上昇を主導しているCCG格の発行体は一段と大きなリスクに晒されています。こうした状況から、他の格付クラスへの余波を引き続き注視しています。

**米国債券:** 米連邦準備制度理事会 (FRB) が金利を現在の景気抑制的な水準に維持し、インフレ率が低下するなか、主要国の国債利回りはこの数週間で低下しました。当社では、ポジティブな見方を継続しつつ、デュレーションをアクティブに調整するとともに、財政赤字や米国国債の供給量を注視しています。物価連動国債 (TIPS) にも長期的な投資妙味があります。証券化商品市場では、政府機関発行のモーゲージ担保証券 (エージェンシーMBS) のスプレッドが過去の水準と比べて魅力的となつていますが、スプレッドの変化に応じて引き続き機動的にスタンスを調整しています。重要なのは、非住宅用および商業用不動産 (集合住宅) 証券化市場の一部に割安感が見受けられることです。同市場は、依然として強固な消費者のバランスシートと、住宅需給の大幅なミスマッチに下支えされています。社債市場については、引き続きハイイールド債よりも投資適格債を、非金融よりも金融を 선호しています。ハイイールド債にボトムアップの投資アイデアがあると思われる場合でも、質がより高い銘柄を 선호する方針です。

**新興国債券:** 新興国債券に対するセンチメントは、米国経済指標の弱さやFRB当局者の発言を受けて改善傾向にあります。当社では市場に先駆けてそう判断しましたが、今後は興味深い局面が訪れるとみています。地政学的/政治的要因やグローバル・サプライチェーンの再編、固有リスク (アルゼンチン) もまた一定の役割を担う可能性があるでしょう。ハードカレンシー建債券では、キャリー水準が高い国を 선호する一方で、現地通貨建債券では選別がカギになるとみています。地域別では、中南米諸国を 선호するほか、経済成長やインフレの動向を勘案しインドネシアにも注目しています。

**為替動向:** FRBの動きに警戒しつつ、日本円やノルウェークローネ、スイスフランに対して引き続きポジティブな見方をしています。このところ円安が進んでいるものの、米国経済のハードランディングや日本銀行のスタンス変更が下支えになる可能性があります。新興国通貨では、メキシコペソ、ブラジルレアル、インドルピーに注目しています。



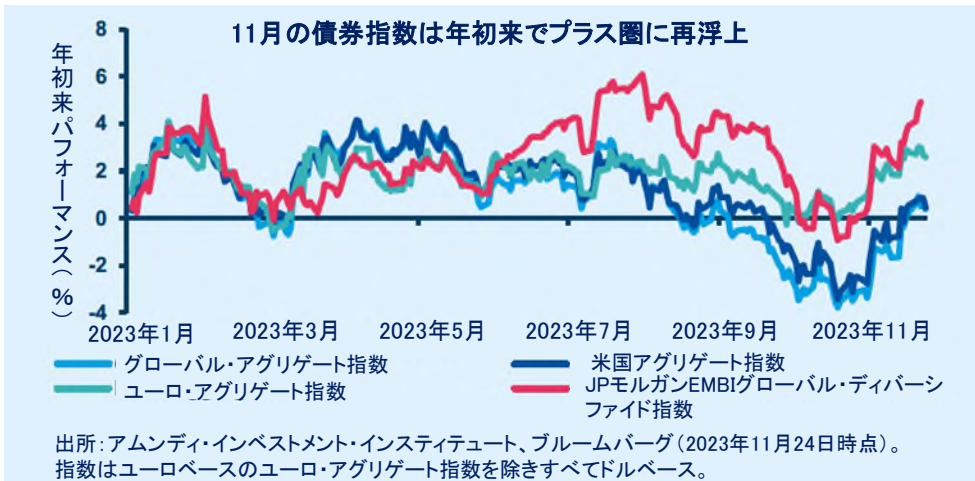
**アモリ・ドルセイ**  
債券部門ヘッド



**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. トームス**  
米国投資運用部  
チーフ・インベストメント・  
オフィサー



“当社では以前より、質の高いクレジットや国債に強い投資妙味があると指摘していましたが、最近、主要国の国債利回りが低下したことで、その主張が裏付けられる形となりました”



## 割高な超大型株を避けて投資機会を発掘



**ファビオ・ディ・ジャンサンテ**  
大型株式部門ヘッド



**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

**総合評価:** 最近の株価の反発は、コスト圧力が継続するなかであっても、欧米企業の業績予想が需要の弱さに懸念を示している状況と一致しません。市場では、価格決定力の高さを武器に予想を上回る業績を上げる割安な企業と、ブームに便乗しているだけの企業の間で差別化が進んでいくと思われます。そのため、先進国と新興国の双方で、強固なバランスシートを有する堅調な企業を好んでいます。

**欧州株式:** 消費者の実質所得が圧迫されるなか、企業の価格決定力が試される可能性があります。業績が予想を下回り、需要の価格弾力性が高く、バランスシートが脆弱な企業は相場急落の打撃を受けやすいとみられます。そのため、質の高いシクリカル銘柄（景気動向に敏感な銘柄）とディフェンシブ銘柄（景気動向に左右されにくい銘柄）を組み合わせながら、バランスの取れた運用を継続しています。ディフェンシブ銘柄については、生活必需品の見通しを小幅に引き上げたほか、最近の下落を経て一部の一般消費財銘柄に上昇の機運が高まっているとみています。その他の分野では、再生可能エネルギーに注目しています。同セクターのバブルは崩壊したと考えており、今後はクリーンかつ再生可能なエネルギーを求める消費者の需要を取り込んだ長期的な勝ち組企業が台頭するとみられます。リテール銀行の見通しも良好です。一方で、収益が政府の動向に大きく左右される分野は避け、ハイテク分野にもポジティブな見方はしていません。

**米国株式:** 一部の銘柄のバリュエーションや将来的な収益力が、それ以外の銘柄に比べて高いという二極化が鮮明であり、投資先の選別が重要となっています。例えば、超大型株は極端に割高である一方、それ以外の銘柄では均等加重指数がそれほど上昇していません。そのため当社では、クオリティ株やバリュー株のほか、電化や自動化といった構造的なテーマに関連する銘柄を好んでいます。グリーン化や電気自動車に関連して多くのインフラが整備されつつあるとはいえ、どのサイクルにも投資するのではなく、投資先を選別したいところです。また、バリュエーションの差が開いていることから、シクリカルかディフェンシブかという単純な選択は間違いになりかねません。したがって、バランスの取れた運用を継続しつつディフェンシブ株を発掘する方針ですが、対象とするのは伝統的なディフェンシブ株ばかりではありません。セクター別では、エネルギー（同セクターはこの数年、投資不足となっており、投資機会が生じている）、素材、金融、ライフサイエンス・ツールを好する方針です。銀行には投資機会がありますが、信用リスクを見極めていきます。

**新興国株式:** 新興国の堅調な経済成長や業績予想、魅力的なバリュエーションを勘案し、新興国株式にポジティブな見方をしています。米中間の地政学的対立は継続する見込みですが、先日開かれた中国の習近平国家主席とバイデン米大統領の会談では一定の緊張緩和が示唆されました。世界的な地政学的リスクや原油価格への影響も注視しています。この点は新興輸出国にとって重要な問題となっています。地域別では、メキシコやブラジルに加えインドネシアやインドのような一部のアジア諸国に注目しています。セクター別では、不動産や一般消費財を好していますが、国ごとに大きな違いがあります。

“今期の決算発表では、企業が弱気な業績予想を出したことで、リスクが高く割高な銘柄を避けつつ質を追求する当社のスタンスが裏付けられた格好です”

超大型株は極端に割高だが、均等加重指数の割高感は抑えられている模様



# 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	理由・背景
株式	米国	-/=	▲	米国株に対しては引き続き慎重ですが、超大型株以外の銘柄でバリュエーションが相対的に割安になっていることは認識しています。直近の決算発表では、全体的な需要の低迷や消費者の信頼感の悪化を巡る懸念から経営者の業績予想に慎重さが増していることが浮き彫りになりました。
	米国 バリュエーション	+		今後、経済成長の鈍化が見込まれることは認識していますが、バリュエーション株の好調は長期的なものです。バリュエーション株はクオリティ株と組み合わせて運用するのが有効であり、利益率を維持できる企業や、構造的なテーマ(インフラ関連など)の恩恵を受けそうな企業を好選しています。
	米国 グロース	--		グロース株は依然として割高であり、相場が急落した場合や流動性が枯渇した場合に影響を受けやすいと思われる。収益性の低いグロース株を中心にディフェンシブな見方をしています。
	欧州	-/=		国内外の冴えない需要見通しが企業に影響し始める可能性があるかとみており、直近の決算発表はその考えを裏付けています。そのため、引き続きバランスを重視し、生活必需品と資本財にポジティブな見方をしています。価格決定力が強く利益率を維持できる企業に注目しています。
	日本	=		日本では個人消費の緩やかな回復を背景に国内の経済活動が拡大しています。しかし、世界経済の減速が予想以上に深刻化した場合、輸出に影響を及ぼす可能性があります。
	中国	=		政府によるデレバレッジ(債務圧縮)や債務規律を背景に、需要は引き続き低迷すると考えられます。短期的には痛みを伴う可能性があるものの、より持続的な長期成長につながるものと思われる。今回の景気刺激策にはこの痛みを最小限に抑える狙いがありますが、個人消費の弱さを相殺するには至らないと思われる。
	新興国 除く中国	=/+		新興国には構造的なトレンド(ニアショアリング/フレンドショアリング、諸外国からアジア諸国への投資の増加、インドの台頭など)が豊富にみられ、これらのトレンドは産業を変える過程で投資機会を生み出す可能性があります。インドやインドネシア、ブラジルなどの国は国内の市場規模が大きく、輸出の見通しも良好です。当社ではポジティブに見ており、新興国間で格差拡大が進行していることも認識しています。
債券	米国国債	=/+		インフレが鈍化し、米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げにピークの兆しが見えたことで債券の魅力が増えています。しかし、当社では国債の供給量と米国の財政赤字を意識しています。そのため、魅力的な利回りと今後の景気減速の両面を勘案してアクティブな運用を行っており、ポジティブな見方をしています。
	米国 投資適格債	=/+		企業のファンダメンタルズ(インタレスト・カバレッジ・レシオなど)は堅調ですが、健全な水準から下がりがつづきます。この資産クラスでは、売上高の伸びや、その伸びとレバレッジとの比較に注目しています。安定した売り上げとキャッシュフローを維持できる銘柄を引き続き好選する方針です。
	米国 ハイイールド債	-		CCC格の債券を中心にデフォルト見通しが悪化していることで、高金利環境への移行は低格付企業にとって一段と厳しいものになるとの見方を強めました。2024年になると、借り換えの必要性が高い企業にとって状況が悪化する可能性があります。
	欧州 主要国国債	=		欧州のディスインフレによりデレバレーションの見通しが改善しつつあります。しかし、低下しつつも目標を上回るインフレに対して欧州中央銀行(ECB)がデータ次第の姿勢を示していることから、中立的な見方をしています。欧州周辺国の債券についても当面は中立とする方針です。イタリア国債の利回りは欧州主要国の国債に連動して低下しましたが、その背景にはイタリアの信用格付を巡るポジティブな報道があります。
	欧州 投資適格債	=/+		ユーロ圏投資適格債のバリュエーションは妥当ですが、引き続き固有リスクを注視するとともに、キャッシュフローを維持できる銘柄(金融など)を好選しています。また、BBB格の債券は利回り、質、流動性のバランスが良いとみています。
	欧州 ハイイールド債	-/=	▲	この資産クラスには慎重であり、デフォルト見通しを注視しています。しかし、借り換えの必要性は限定的であり、低格付のCCC格債券はユーロ圏ハイイールド債ユニバースのごく一部だとみています。全体としては、高格付(BB格以上)の債券や短期債券を好選しています。
	中国国債	=		政府の全体的な債務水準や今回の景気刺激策がバランスシートに与える影響を注視しています。中立的な見方をしつつ、中国人民銀行が中期的に低金利を維持するとみています。
	新興国 ハードカレンシー債	=/+		一般的には、FRBの政策転換が間近なことやインフレ率が低下していることは、新興国債券にとって経済成長と並ぶ好材料です。社債とハイイールド債(投資適格債よりも選好度が高い)については、魅力的なバリュエーションやキャリア水準を背景に反発の機運が高まっているとみており、投資先を選別しています。
	新興国 自国通貨債	=/+		現地通貨債についてはやや楽観的な見方をしていますが、米ドルの動きや国内のインフレ圧力を注視しています。キャリア水準と実質利回り高い国を好選しています。
その他	コモディティ			最近の原油価格の下落はOPECプラスによる供給規律の緩みを巡って懸念が高まったことが発端です。こうした懸念は行き過ぎであるとみており、OPECプラス加盟国は近く対応に乗り出す可能性があります。需要サイドも今のところは堅調を維持しています。当社ではブレント原油の中期的な価格見通しを1バレル=85~90米ドルに据え置いています。短期的に価格が高騰する可能性もあります。
	為替			市場の「高金利の長期化」観測が後退したことで、特に米国のインフレ率低下に伴い米ドル安が進むことが示唆されます。当社では2024年第2四半期のユーロ/米ドル相場の見通しを1ユーロ=1.09米ドルに据え置いています。日本円/米ドル相場については引き続きややポジティブな見方をしており、来年第2四半期の相場見通しを1米ドル=141円としています。

--- = +++ +++

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

出所:アムンディの2023年11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。



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)



**クローディア・ベルティエ**  
インベストメント・インサイト&  
パブリッシング部門ヘッド

**ローラ・フィオリ**  
インベストメント・インサイト  
クライアント部門ヘッド

**ポール・カールージャ**  
インベストメント・インサイト・  
クライアント部門

**ウヅワル・ディングラ**  
インベストメント・インサイト・  
クライアント部門

**ポーラ・ナイアル**  
インベストメント・インサイト・  
クライアント部門

**フランチェスカ・パネッリ**  
インベストメント・インサイト・  
クライアント部門

#### IMPORTANT INFORMATION

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranty of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. ([www.msclibarra.com](http://www.msclibarra.com)). The Global Industry Classification Standard (GICS) SM was developed by and is the exclusive property and a service mark of Standard & Poor's and MSCI. Neither Standard & Poor's, MSCI nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall Standard & Poor's, MSCI, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classification have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages. This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 1 December 2023. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use. **Date of first use:** 1 December 2023. 8 Marketing material for general public Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée" - SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

当資料は、アムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・インベストメント・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・インベストメント・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他一切の権利は、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