

信頼こそ、
私たちの資産。

Amundi
ASSET MANAGEMENT
アムンディ アセットマネジメント

Global Investment Views グローバル・インベストメント・ビュー



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・
デビュティ・チーフ・
インベストメント・オフィサー

全体的なリスクセンチメント



年末を迎えるにあたり株式に対しては慎重姿勢を強めている。

前月からの変化

- クロス・アセット：株式には慎重姿勢へ、米国クレジットの見直しを引き下げ、ヘッジを強化
- 株式：先進国にはよりディフェンシブに、中国はややポジティブ
- 中国国債には中立

安堵のラリー継続の可能性は低い

ベアマーケットラリーが発生しましたが、米国の11月雇用統計の好調を受け、市場のハト派ムードは落ち着きを見せました。サービス部門が依然として硬直的であることから、米国のインフレ状況はまだまだ模様となっています。一方の連邦準備制度理事会（FRB）は利上げペースを減速させていますが、仕事は当分終わらないと繰り返し述べています。欧州中央銀行（ECB）などの中央銀行は、失敗のリスクが高いことから、政策の綱渡りを強いられることとなるでしょう。

その一方で、欧州や米国では地政学的リスクの高まりを観測しています。新興国市場のリバウンドは中国の経済再開が加速することで予想以上に早まると見込まれますが、その中にあっても欧州は依然として景気後退から抜け出せず、米国経済も顕著な景気減速にあると考えられます。以上を踏まえると、2023年の市場見通しの重要な特徴が浮かび上がってきます。つまり、地域間に生じた著しい景気循環のずれ（非同期性）が、投資機会を生み出す可能性があるということです。

市場においては、インフレ率が減速しているとはいえ依然として通常の水準を上回っていることから、この経済的背景の下では、2022年末と2023年上半期に調整体制の確認が必要となります。調整の局面は、とりわけ上半期に顕在化する企業利益の縮小により進行するでしょう。過度なリスクを避けつつ、昨今の上げ相場を受けて株式へのスタンスを慎重化させ、全体として慎重な姿勢で投資に臨むべきでしょう。

- **クロス・アセットの観点から**、経済成長の鈍化とインフレ率の下落を受けて近く表面化する各国の金融政策における市場間の差異や非同期性もたらす投資機会を前向きに見極めていきます。現在、株価が予想通りの反騰を見せたことで、米国株式については中立、欧州株式については慎重を維持と、株式への姿勢を慎重方向に切り替えています。ラリーに突入したことを受けて、クレジットに対する前向きな見直しも修正していますが、依然としてやや強気な見方を維持しています。また、米国国債や金で資産保全を図るヘッジも必要と考えます。
- **最近の米国株式**をけん引してきたのは企業のファンダメンタルズの大幅な改善ではなく、利回りの下落でした。直近のバリュエーションには景気後退時の収益リスクが織り込まれておらず、下振れリスクや非対称なペイオフがあるとみており、短期的には慎重な姿勢を取っています。米国市場に対して中立に転じているのはそのためです。欧州が晒されているスタグフレーションのショックはさらに深刻で、ウクライナ情勢を取り巻く不透明感が今なお続いています。欧州各国が政策面で協調できていないことやインフレの圧力が懸念材料となり、欧州に対してはディフェンシブな見方を強めています。そのため相対的に、欧州銘柄より米国銘柄を選好する姿勢を維持しています。
- **国債については**、市場はインフレの動向やFRBの対応に引き続き注目していますが、その関心は近く成長率やリセッションへの懸念に向かうでしょう。金利の上昇は当面続くと見込まれます。FRBは、ターミナルレート（最終的な金利水準）を昨年9月時点の想定より引き上げることを明らかにしました。中央銀行の金利抑制策がどの程度継続するかがより重要となった形です。経済成長が鈍化していること、利上げ幅の縮小が示されたことで、積極的なデュレーション戦略が求められています。
- **クレジット市場**はベアマーケットラリーの恩恵を享受していますが、資金調達コストの上昇により、低格付かつレバレッジが過剰なハイイールド債発行体にとって、特に痛みを伴いやすい環境となっています。企業のファンダメンタルズは堅調に推移していますが、キャッシュの保有は減少が続いています。経済環境が悪化した場合、企業がキャッシュ・フローの創出や、借り換え圧力への耐性に影響が出る可能性があります。市中銀行が融資基準を引き締め、企業が借り換えをする際の流動性が枯渇すれば、状況はさらに悪化する可能性があります。クレジット全体では、欧州よりも米国の投資適格債に投資機会があるとみており、ハイイールド債には引き続き慎重な姿勢で臨んでいます。
- **米ドルの変動は、特に新興国市場での投資機会を見定めるうえで重要です**。2022年に新興国債券を襲った逆風は2023年には次第に和らぎ、国ごとの要因に再び注目が集まるでしょう。ハードカレンシー債については強気を維持しており、一部の自国通貨建債券は選択的に魅力を増してきていると考えています。概して、中国の経済再開計画は、2023年の新興諸国にプラスに働く可能性があります。中国政府が新型コロナ防疫措置の一部撤廃を決めたことが、早期回復をサポートする材料となっています。

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。

アムンディ・インスティテュート



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



フェデリコ・チェザリーニ
先進国通貨部門ヘッド、
クロス・アセット・リサーチ・
ストラテジスト

米ドル一強に陰り

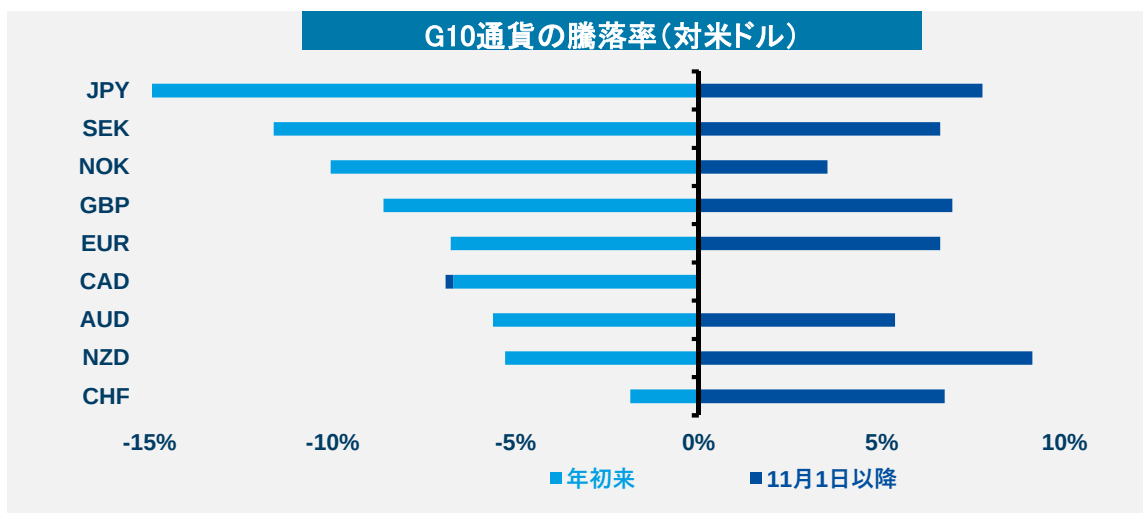
米ドルのサイクルが引き延ばされています。予断を許さない状況が続きそうですが、2023年のさらなる米ドル下落に備えましょう。

2022年の為替市場は、記録的なラリーを展開した米ドルの独壇場となりました。リスクフリー資産が下落し、不透明感からボラティリティが拡大、G10各国の通貨は全面安となりました。ところが、米国のインフレが予想以上に鈍化し、連邦準備制度理事会（FRB）が利上げ幅縮小の可能性を認めたことで、最近では冷静に現実を見つめる機会が巡ってきました。米ドルの調整幅は大きく、目下の疑問は、この下落基調が2023年も維持されるかにあります。そもそも、2022年を通して米ドルがファンダメンタルズに対し割高な水準で取引されていたのには、以下の三つの理由がありました。いずれの要因も完全には消えていませんが、足元の動向からは最大の山場を越えたことがうかがえ、2023年には米ドルへの追い風が和らぐことが示唆されます。

- FRBと対インフレ金融政策**—2022年の米国経済は成長面の優位性がなかったため、米ドルの支えとなったのは主にFRBでした。米国の成長率が他の先進諸国を突き放した2021年とは異なり、2022年の米ドル一強を生んだ要因は二つあります。実質金利上昇の優位性と、特性の多様化です。この二点に関しては、FRBの動きは引き続き注目で、緩和方向に舵を切ると考えるのは時期尚早だと考えています（キャリアの優位性が損なわれ、米ドルの空売りが全面的に誘発されることは明白です）。とはいえ、足元で米国のイールドカーブが逆イールド化していることから、インフレにほかの好材料が生じれば、FRBの次のステップ（スタンスの変化）にたちまち注目が向く可能性があります。歴史的な観点からは、ブル・スティープ化の発生は通常、米ドルの低迷を示すものと解釈されます。
- 欧州のエネルギー危機と地政学的リスク**—2022年にユーロ圏で生産コスト増の主要因となったのは、エネルギー価格の高騰でした。購買力平価の考え方からは、今年のユーロ/米ドルはしばらく平価を下回る動きをすると予想されていました¹。ところが昨年9月以降にガス価格が急落し、それを受けた10月の米国の生産者物価指数（PPI）も大幅に下落したのです²。まだ窮地を脱したわけではありませんが（ユーロ圏はエネルギー価格競争の弱者であり、来年冬のリスクも残っています）、この観点からは、米ドルの強気相場へのハードルがますます高くなっていると思われます。
- 中国の経済再開、世界の経済成長、米ドルのインパクト**—中国のゼロコロナ政策が2022年の世界の経済成長の足を引っ張っていたのは明白で、このモメンタムが大きく変化するとは考えにくいでしょう。米ドルは依然として反シクリカル（景気変動の影響を受けにくい）な資産であり、成長が鈍化し、中央銀行が景気刺激策を講じない場合に強くなる傾向があります。しかし、2023年下半期の基本シナリオとして中国経済が幅広く再開すれば、世界経済にプラスに働くことでしょう。そしてひとたび景気サイクルが底を打てば、大抵は米ドルには逆風となるのです。

投資におけるインプリケーション:米国のインフレ率の予期せぬ好結果を受け、先進国通貨は軒並み大幅な上昇に転じました。米ドルが依然として高利回りかつ反シクリカルな資産であることから、予断の許さない状況が続くと考えています。しかし、リスクに対するリターンは限定的であり、米ドルには慎重な見方をしています。したがって、米ドルが価値を下げる中、日本円とスイスフランが最も安全な通貨であるという見解は変わりません。2023年下半期に向けて、米ドル安が一層進んでいくと見込まれます。

“2022年の米ドルを下支えしていたのは、米国の高い実質金利とFRBの金融引き締め策でした。2023年に何かしらの変化が起これば、米ドル安が進むかもしれません。”



出所: アムンディ・インスティテュート、2022年12月14日現在。各G10通貨の対米ドルスポット相場。

1 消費者物価指数（CPI）および生産者物価指数（PPI）、ならびにCPIとPPIの差を勘案した購買力平価モデル

2 欧州連合統計局（Eurostat）が発表した10月のユーロ圏PPIは前月比で2.9%下落

2023年はいくらかの利益を得つつも慎重なスタートを

市場の先行きを最も左右してきたのは、インフレ/経済成長の動向や、それらが金融引き締めに与える影響です。内需が、特に欧州で予想以上に拡大したものの、米国や欧州での経済成長鈍化の懸念が根強く残っています。それに加え企業収益縮小のリスクも考慮すると、株式とクレジットについて慎重なスタンスに転じ、ヘッジの強化に努めるべきでしょう。一方で、一部先進国のイールドカーブの予測からは、刻々と変化する金融政策を背景に投資機会が生じるものと見込まれます。それを受け、米ドルの見通しを修正しました。全体としては、インフレや将来的な景気悪化に備えて、分散投資のスタンスの継続を考慮すべきと考えます。

確信度の高い見解

足元の相場上昇を受け、米国と欧州の株式の見通しを引き下げています。欧州は(米国に比べて)シクリカルな地域であり、世界の経済成長の鈍化やエネルギー危機の影響を受けやすい傾向があります。そのため、引き続き欧州株式よりも米国株式を選好しています。さらに、大型株式よりも小型株式のほうが極端に割安な状況にあることから、引き続き小型株式を選好しています。新興国市場については、当面は中国に対して中立のスタンスを維持し、新たな経済再開政策や同政策が経済活動へ与える影響の評価に努めています。インフレが鈍化し経済成長へのリスクが継続する中、デレーションについては、米国国債に対して引き続き前向きスタンスで臨んでいます。一方で、例えばカナダなどのイールドカーブの水準には機会を見出しています。インフレ率の上昇が緩やかになり、サプライチェーンの世界的なボトルネックが和らぐことで、金融政策に影響を与える可能性があるからです。欧州では、イタリア10年国債のスプレッドに対して、やや強気の見通しを維持しています。その背景として、イタリアの利回りと欧州主要国の利回り(下降傾向)に正の相関があること、バリュエーションとポジショニングが魅力的なこと、イタリア国債の純発行額がマイナスであることが挙げられます。

クレジットでは、スプレッドの縮小を受けて米国の投資適格債への見通しを引き下げ、従来の強気姿勢を見直しました。インフレ率は下落傾向にあるとはいえ、依然FRBの目標を上回っており、引き締めサイクルの長期化を維持することで、財政状況に影響が及ぶ可能性があります。欧州では、依然としてハイイールド債よりも投資適格債を選好しています。ハイイールド債が経済環境やデフォルト(債務不履行)見通しの悪化に弱いことを懸念しての判断です。

外国為替では、米ドル/ユーロへの見通しを見直し、従来の強気スタンスから転換しています。FRBによる(ハト派転向とまでは言わないまでも)金融引き締め緩和の兆しを受けての引き下げです。米ドル/英ポンドについては依然として前向きな姿勢を保っています。英ポンドが景気動向に敏感であることや、英国の成長率が悪化していること、英国の実質金利が(対米国で)低いことは逆風になります。やはり景気動向に敏感なカナダドルも成長率の鈍化で圧力を受けていると思われるため、ノルウェークローネ/カナダドルには強気の見通しを維持しています。安全通貨にも同様に強気な見通しを維持しており、とりわけスイスフラン/英ポンドおよび日本円/ユーロの見通しは明るいと考えます。米ドルの動向は、新興国通貨の見通しにも影響を与えており、ブラジルレアル/南アフリカランドに関しては、南アフリカランドのネガティブな見通しを撤回していますが、ブラジルは長期的にポジティブと見ており、ブラジルレアルの保有比率を維持することを考慮するべきだと考えます。

リスクとヘッジ

成長率の減速と高いインフレ率の下では効率的な分散投資とヘッジが重要になるため、依然として金の見通しを強気に、原油に対してはやや前向きなスタンスを維持しています。また、株式には守りの姿勢を維持し、米ハイイールド債のヘッジを強化する必要があります。

マルチアセット



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

“ 現在の上昇相場が長続きしないことを懸念し、ダイナミックな投資アプローチに基づきリスク資産の見通しを引き下げました。 ”

アムンディ・クロス・アセット見通し								
	1か月の 変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式	↓			■				
クレジット& 新興国債券					■			
デレーション						■		
原油						■		
金						■		

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



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

デュレーションに積極的なスタンスで臨みつつ、流動性リスクを注視

インフレ率は高止まりしているものの、米国ではインフレがピークを付けつつあり、欧州でもわずかにですが同様の兆しが見られます。加えて、連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）が金利に関して声明を発表したことで、利回りリスク資産が押し上げられる結果となっています。ところが、中央銀行がインフレの抑制に動いている時は、信用喪失や金融状況緩和のリスクが高まるため、**弱含みな経済見通しに対して利上げ幅を縮小するにしても、引き締め路線自体は維持すると考えられます**。一方で、企業のバランスシート上のキャッシュ残高が目減りしていること、銀行の与信基準の厳格化、高レバレッジ企業のデフォルトリスクを考慮すると、借り換えリスクが問題になる可能性があります。**そのため、全体的に慎重なスタンスを取りつつ、米国の投資適格債や新興国のハードカレンシー債にはボトムアップの投資機会を見出し、選別的な運用を続けています。**

世界と欧州の債券

各国中央銀行の政策シナリオが変化し続けるなか、デュレーションに関しては引き続きポジティブに、また米国、欧州、英国、日本については全体的にやや慎重な姿勢で臨んでいます。利回り格差による投資機会を狙っていますが、欧州債券のフラット化についてはやや可能性が後退したと見ており、欧州周辺国の債券については、中立に近いスタンスを保っています。各国中央銀行が利上げ幅を縮小する旨を示したことを前向きに捉えていますが、クレジットのリスクが上昇するとの見方には依然として懐疑的です。クレジットには引き続きやや強気のスタンスで臨み、投資適格債や欧州の劣後債を 선호します。一方で、企業のキャッシュ残高が目減りしていることや、業績懸念が依然として消えないことから、高レバレッジ銘柄は避け、特にハイイールド債には依然として慎重な姿勢を継続しています。

米国債券

雇用と消費が堅調な反面、通貨供給量の伸び悩みやイールドカーブの逆イールド化が発生するなど、市場はまだ模様を呈しています。コアサービスのインフレが粘着的であることから、FRBは引き締め方針を継続すると思われます。こうした状況を受け、中立寄りの姿勢でありながら、デュレーションには積極的なスタンスとしています。また、割安感がある米国物価連動国債（TIPS）にも同じく積極的なアプローチを取っています。クレジットでは銘柄を厳選しつつ、資本財関連銘柄よりも、より流動性の高い金融関連銘柄を 선호しています。また一般的に質の高いセグメントを 선호しており、証券化市場では、金利のボラティリティを考慮すると、特に政府系モーゲージ証券に柔軟な姿勢で臨むべきと考えます。消費者のファンダメンタルズはなお底堅いものの、貯蓄の急速な減少が消費者心理の負担となっている可能性があります。

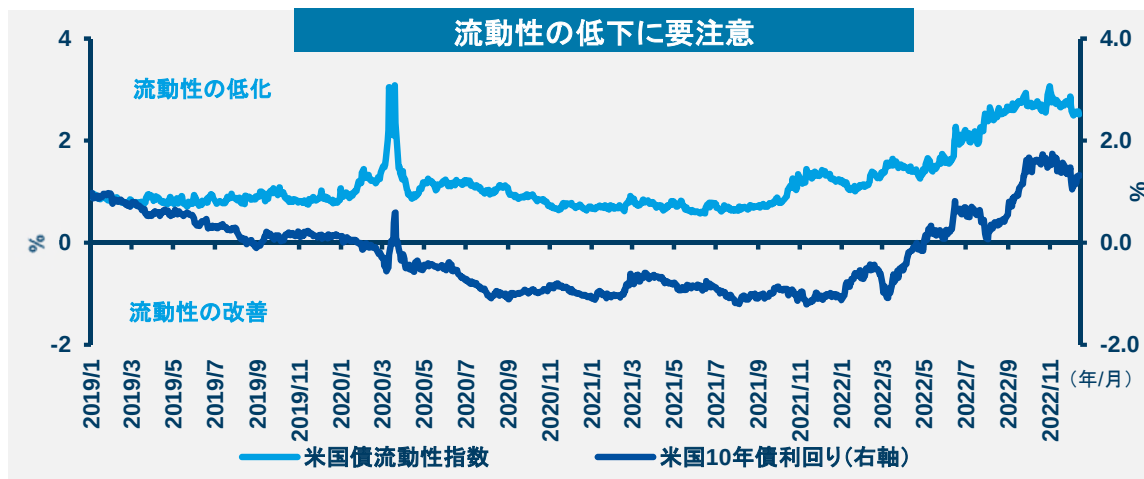
新興国債券

米国の主要金利がある程度安定していることから、2023年には投資機会が生じると見ています。現在はスプレッドが妙味のある水準にあることから、ハードカレンシー債に投資する好機であり、また自国通貨建債券ではバリュエーションが魅力的となっています。米ドル安や中国の経済再開が中国債券にどんな影響を及ぼすかは、検証を行っている段階です。ラテンアメリカでは、ブラジル債券を 선호していますが、政局には目を光らせています。

為替動向

米ドルの先行きをポジティブに見ていますが、インフレがピークを迎えつつあることから、見通しをわずかに引き下げています。新興国では、ブラジルレアル/米ドルの見通しを引き上げました。ラテンアメリカの通貨はキャリアーの水準が魅力的であり、米ドル相場がどう動いても追い風となるでしょう。メキシコペソの見通しはポジティブであると考えていますが、台湾ドルとハンガリーフォリントには慎重な見方をしています。

“ コアサービスのインフレは粘着性が強いため、FRBの仕事はまだ終わりません。金利上昇が市場の流動性やクレジットのスプレッドにどんな影響を与えるのか注視する必要があります。 ”



出所：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。2022年12月13日現在のデータ。

ラリーを追わずバランスを重視

総合評価

足元で起きている株価の反騰は、連邦準備制度理事会（FRB）の政策と中国の経済再開をめぐる楽観を背景とした安堵のラリーだと思われます。しかし、企業のマージンへの逆風や（売上に影響する）需要の後退により、この回復基調が頓挫する恐れもあります。前者に関しては、構造的かつシクリカルな観点からコストの増加が見込まれ、また同時に高止まりするインフレを受けて消費者が安価な商品に流れることで、マージンが縮小すると見られます。したがって、バリュエーションや業績の見通しに大きなばらつきが生じるため、銘柄の絞り込みが不可欠になってきます。さらにバリュエーションやクオリティ株、配当株を強力なボトムアップ分析によって選好しています。

欧州株式

バーベル戦略によってバランス感を高めつつ、資本財や金融といったシクリカルな優良セクターを強気に見えています。しかし、市況の変化が著しいことから、見通しの調整も積極的に行っています。例えば、好調なパフォーマンスで選んだいくつかの資本財関連銘柄ではリターンを獲得する一方、市場で敬遠されている個性的な銘柄にも目を向けています。また対照的に、割安でディフェンシブな生活必需品に強気な見方を持っていますが、一般消費財には慎重なスタンスを強めています。強調したいのは、欧州がエネルギー危機に見舞われる中、ESG投資のトレンドは今後も続くと考えられることです。ESG基準の改善によって上昇を実現し、投資家にリターンを提供する銘柄はどれなのかを見極める時が来ているとさえ言えます。全体として、引き続きバランスシートの強さを最優先に考えています。

米国株式

雇用が堅調かつ、賃金が上昇基調にあり、米ドルへの逆風が続いていることから、企業のマージンが圧縮される可能性があります。商品のディスインフレが続けば、この圧力はさらに強まるかもしれません。したがって、市場が見込む2023年の総合的な業績予想はさらに弱含むことも考えられます。今は、時価総額の小さい企業に目を向け、収益力を見極め、ビジネスモデルの底堅さを選別的に評価することで、割高な銘柄をふるいにかける時です。このバリュエーションのばらつきはまた、グロース株よりもバリュエーションの展開が今後続くことを示唆しています。セクターに関しては、一般消費財（特にサービス業および小売業）についてはバランス重視の姿勢を強めています。一部の消費者調査の結果は依然として強気ではあるものの、所得への圧迫から消費者が安い商品に流れていると見られるためです。一方で、株主資本利益率が安定した銀行や、一部のヘルスケア関連銘柄を選好しています。

新興国株式

中国がゼロコロナ政策を予想以上に早く撤回したことは、新興国株式にとって転機となるかもしれませんが、バリュエーションが魅力的なことや、米ドルによる押し下げ効果が限定的なことが、好材料として働くでしょう。とはいえ、銘柄を厳選しつつ柔軟なスタンスを保っており、中国株式へのスタンスは引き上げていますが、ブラジルの政治動向には目を光らせています。セクターレベルで言えば、素材よりもエネルギーを選好し、特に中国ではコロナ政策による回復基調を見込んで、不動産や一般消費財にも注目しています。

株式

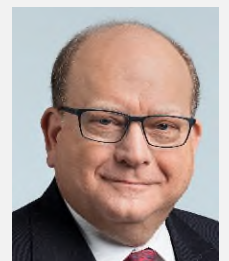
“ 市場の業績予想は楽観的過ぎるため、現在の水準から下方修正する必要が出てくるでしょう。 ”



カスパー・エルムグリーン
株式部門ヘッド

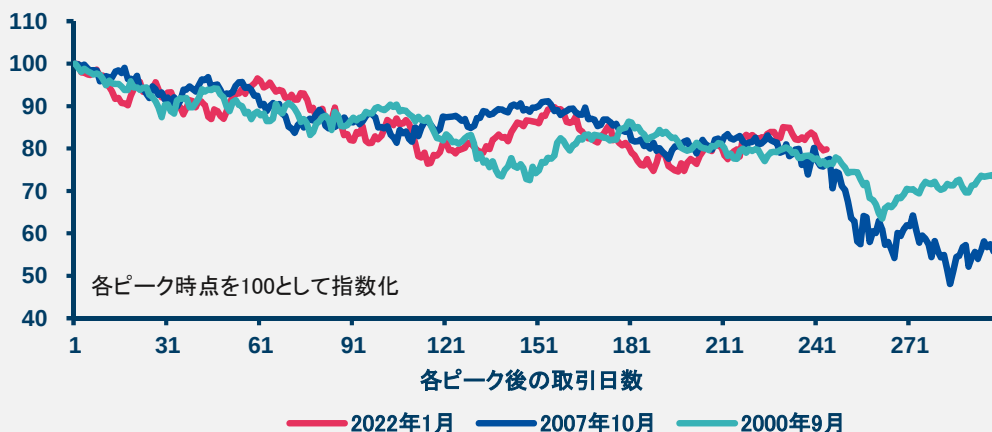


イエレン・シズディコフ
新興国市場
グローバル・ヘッド



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

ピーク後のS&P500指数のトレンド
(2022年1月、2007年10月、2000年9月)



出所：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。2022年12月20日現在のデータ。2022年1月、2007年10月、2000年9月の各ピーク時点を100として指数化。



▼ 前月比ダウングレード
▲ 前月比アップグレード

アムンディ・アセットクラス・ビュー

資産クラス 見通し 変化			理由・背景
株式	米国	= ▼	市場はソフトランディングのシナリオを織り込んでいっているように見えますが、経済のモメンタムが悪化する中で、企業利益減少のリスクがあると考えています。しかしそれだけではFRBがスタンスを変えるのに十分な材料とはならないでしょう。FRBのスタンスは、今後の見通しを引き上げるための重要な要素です。引き続きボトムアップなアプローチで銘柄を選定し、バリュー株、クオリティ株、配当株を 선호します。
	バリュー	+	強固なビジネスモデルや、利益成長や市場シェアを維持できる力を持つバリュー銘柄を 선호しています。バリュー投資とクオリティの特性を組み合わせることで、変動を抑えて経済的リスクをヘッジできると考えています。
	グロース	-	超大型や不採算のグロースセクターは、バリュエーションを将来的なキャッシュ・フローに依存しているため、政策金利上昇の影響を受けやすくなっています。しかしアムンディは、バリュエーションが調整されたセグメントの動向を注視しています。
	欧州	-	2023年もエネルギー価格が高止まりすれば、消費パターンへのストレスだけではなく、企業収益へのストレスも長期化する恐れがあります。加えて、足元の上昇相場や地政学的リスクの継続により慎重なスタンスとしています。業績には引き続き注意を払い、堅調なバランスシートや差別化された製品を有する企業に注目しています。
	日本	=/+ ▲	輸出型経済である日本も中国の経済再開の恩恵を受け、市場に弾みがつくでしょう。しかし、世界経済の減速と円高は注視すべき要素です。
	中国	=/+ ▲	最近のゼロコロナ政策の緩和発表と高齢者へのワクチン接種のニュースは、経済が再開へと向かう兆しであり、人流の増加や、これまで積み重なった需要の開放を引き起こすでしょう。道のりは険しいと思われるですが、地政学的リスクや輸出への圧力を考慮し、引き続き銘柄を絞った投資を行います。
	新興国 除く中国	=	新興国の投資先は、内需や金融政策、財政規律といった国独自の要因を考慮して選ぶことが重要です。ブラジルの見通しは強気に見えています（ルーラ大統領の経済政策には目を光らせています）が、フィリピンとマレーシアには慎重です（バリュエーションが割高なため）。セクターに関しては、素材よりもエネルギーを 선호します。
債券	米国国債	=/+	FRBによる利上げ幅縮小は、必ずしもハト派転向を意味するものではないと考えています。むしろ、FRBが更なる行動をとる前に、これまでの引き締め策の累積効果を考慮するということを意味します。したがって、警戒は緩めず、デュレーションには引き続き積極的なスタンスで臨みます。また、経済やインフレの減速は米国国債にとって好材料になると考えています。実質金利に関してもポジティブです。
	米国 投資適格債	=/+	投資適格債は魅力的なキャリーを提供し、バリュエーションが割安で、企業のバランスシートが健全であるため、ややポジティブな見方をしてしています。しかし、企業のキャッシュ残高が目減りしていることに加え景気後退の懸念があることから、銘柄を絞り込んでいます。
	米国ハイ イールド債	-	レバレッジやインタレスト・カバレッジといったハイイールド債のファンダメンタルズは依然堅調ですが、流動性は悪化しています。このセグメントは、資金調達コストの高騰や経済成長の鈍化の影響を受ける可能性があります。そのため、特に低格付（CCC以下）のセグメントには引き続き慎重です。
	欧州 主要国国債	=	ECBの金融政策やインフレ・経済成長の見通しを評価しながら中立の姿勢を維持しつつ、欧州主要国のデュレーションには総じて積極的なスタンスで臨んでいます。ECBは今後も金利を一定の領域にとどめるでしょう。周辺国の国債には引き続き慎重です。
	欧州 投資適格債	=	市場はECBが利上げ幅を縮小することを見込んでいますが、投資適格債のスプレッドには、低成長や高インフレ率、地政学的リスク（エネルギー危機）による根強いリスクがあると見られます。そのため、企業の借り換え需要を引き続き注視します。
	欧州ハイ イールド債	-	欧州ハイイールド債は、流動性とデフォルトのリスクに晒されているため、ボラティリティの上昇に直面する可能性があります。金利が高止まり、消費が低迷するなか、資本コストの上昇と業績見通しの弱さが不安材料になり得ます。
	中国国債	= ▼	中国と米国の溝が深まることで世界中の投資家に分散投資のメリットが生じる一方、ゼロコロナ政策のスタンスが徐々に変化すれば、人流と経済活動が活発化するはずですが、中国人民銀行の政策スタンスには中立で臨み、動向をうかがいます。
	新興国ハード カレンシー債	=/+	米金利の安定化は、魅力的なキャリーやバリュエーションとともに、支援材料となるでしょう。スプレッドの高さは良い投資機会を提供しますが、ブラジルや中国を含む新興国市場全体において成長がうかがえることから銘柄を絞り込んでいます。
その他	新興国 自国通貨建債	=	自国通貨建債券のバリュエーションは選択的に妙味を増していますが、アジア全般および新興国通貨一般には慎重なスタンスで臨んでいます。一方、米ドル高や中国のコロナ政策の基調転換は、メキシコペソ、インドネシアルピア、インドルピーなどの通貨のキャリー取引にとって、将来的にプラスとなる可能性があります。当面は中立を維持し、流動性の動向を注視しています。
	コモディティ 通貨		経済成長への懸念から原油価格の上昇は短期的に抑制される可能性があります。中期的には供給面の制約が影響力を取り戻すと考えられます。中国の経済再開によりベースメタルの価格が定まりますが、持続的な回復にはより広範な支援材料が必要です。中央銀行の政策転換やドルの下落が起これば、金相場（6か月間の目標価格：1,900ドル/オンス）に新たな追い風となるでしょう。

出所：アムンディ（2022年12月20日現在）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。
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 - 中国人民元, 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）フラット化	イールドカーブのフラット化は、長期金利が短期金利よりも低下する場合と、短期金利が長期金利より上昇することによって起こる場合がある。
（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。
逆イールド	長期金利が短期金利を下回ること、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。
高成長株	市場の平均成長率を大幅に上回る成長が期待される銘柄のこと。
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。
株価収益率（PER）	1株当たり利益（EPS）に対する現在の株価の比率を示す企業価値評価指標。
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。
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。
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。
ライジングスター	債券市場に新規参入したばかりで実績がないために格付けが低い企業。格付会社から投資適格の格付を受けるだけの実績や規模をまだ有していない。
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。

AMUNDI Institute

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 investment insights at www.amundi.com

クローディア・ベルティエ

アムンディ・インスティテュート
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

アムンディ・インスティテュート
インベストメント・インサイト
クライアント部門ヘッド

ボル・カルージャ

アムンディ・インスティテュート
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

アムンディ・インスティテュート
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

アムンディ・インスティテュート
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

アムンディ・インスティテュート
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.mscibarra.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 20 December 2022. 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.

(2693727)

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