

# グローバル・インベストメント・ビュー



**Vincent MORTIER**  
Group Chief Investment Officer



**Matteo GERMANO**  
Deputy Group Chief Investment Officer

## 総合的なリスク感



しかし、リスク資産への警戒を怠らず、長期的なリスクプロファイルを変えず、分散投資を行うべき。

## 対前月での変更

- 国債はややポジティブ。
- 欧州株式に対するネガティブなスタンスを縮小。
- 金、スイスフラン、日本円による分散投資とインフレヘッジの強化。

総合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)に対する定性的な見解であり、グローバル投資委員会と共有されるものです。アムンディのスタンスは、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。

## 安堵のラリー、過剰な楽観主義による行き過ぎ

投資家にとって最も困難な一年となった今年、市場は、ここにきていくらか安堵し、S&P500 や一部の国債インデックスが上昇し、マイナストrendは幾分、逆に動いた。このような市場の動きは、様々な面で条件が揃ったことに支えられているが、(1)米国のインフレ率は低下傾向にあるものの、FRBは引き続きインフレ目標を重視するため、市場の上昇と高揚感は過剰であり、そこで勝利を主張するのは時期尚早であろう。(2)決算シーズンは良くはなかったが、懸念されたほど悪くもなかった。(3)中国のコロナ政策緩和は予想より早かったが、全面再開は2024年となる。(4)選挙後に一服感がた地政学的な不確実性-米国の中間選挙に大きなサプライズはなく、市場は速やかに、これを消化し、ポピュリスト的な政策を抑止ことになるであろう政府の分断に好反応を示した。国際的には、米国と中国の緊張関係がさらに高まるのが予想される。英国では、新首相が財政政策のスタンスを変更し、増税と歳出削減が焦点となる。

これらのことから、アムンディは2023年に向けては全体的に慎重な見方を維持しつつ、分散されたアプローチの中で、短期的な機会を狙う戦術をとることになろう。詳細は以下の通り

- クロスアセットの観点からは、ここ数週間で、株式を中立的なスタンスに戻した。欧州株式においても、全体的に慎重な姿勢を維持しつつ、ヘッジをかけながらも、ネガティブなスタンスを縮小している。原油と金に対するポジティブな見方を加えて、分散投資のソースを増やすとともに、米国国債に対するデュレーションのスタンスを若干増やすことで、これらの動きのバランスを取っている。経済の先行きは極めて不透明であると認識しているため、このスタンスを再度、調整する可能も見ている。
- 「債券の復活」というテーマは、軟調なインフレ指標に支えられ、国債の歴史上においても最も大きな価格上昇となった一日に表れている。ただし、デュレーションを機動的に動かすスタンスは依然として重要である。市場は、物価上昇率が予想を下回れば、FRBがハト派的なスタンスに転じる可能性があるとの解釈しているものの、一方で、インフレ率が予想をしっかりと下回るのをしばらく待ってから方向転換する可能性も高いとみている。したがって、アムンディはデュレーションに非常に機動的であり、現在米国国債においてはポジティブな見方をしているが、引き続き、インフレと成長率を注視する。米国のインフレ率は、欧州の中核国国債の利回りにも影響しており、中立に近い見方を維持し、カーブ全域で機会をうかがう。
- 「債券の復活」というテーマはクレジット市場でも展開されており、その焦点は引き続き「クオリティ」に置かれている。10月中旬以降、米国や欧州ではクレジットスプレッドが縮小している。しかし、レバレッジを高める傾向のある企業のリスクの高い低クオリティの債務には、引き続き慎重な姿勢で臨んでいる。企業のデフォルトは現段階では安定しており、企業の強いファンダメンタルズが格付けの改善にも繋がっているが、格付け見直しとデフォルトは経済サイクルに遅れて発生することに留意が必要である。したがって、今、リスクを増大させるだけ説得力のある理由は見当たらない。すでに、企業のキャッシュレベルは依然堅調とはいえ低下しており、特に低格付けの発行体は、最も必要な時期に資金調達することが困難な状況になっている。したがって、企業の借り換えニーズ、内部資金需要への対応力、中銀のスタンスなどを見極めながら、スタンスを変えていくことが重要である。地域別では、引き続き欧州より米国を選好している。
- アムンディの現地通貨建て新興国債券に対するスタンスはやや慎重だが、一部の国のハードカレンシー債にはバリュウがあると考えている。新興国債券の見直しにおいて重要な要素となるFRBのハト派的な方向転換はまだ明確には見えないため、本格的に新興国債券のリスクを増やす機会はまだまだ来ていないと考える。とはいえ、2023年初頭には、何回かエントリーポイントが提供される可能性がある。中国については、2023年に緩やかな経済再開が見込まれ、そのペースは成長に影響を与えるだろう。中南米においては、今年新興国の中で好調なパフォーマンスを示しているブラジルに対して、慎重ながらも楽観的な見方をしている。しかし、ルラ大統領の政策がブラジルの財政状態にどのような影響を与えるかを注視している。
- 株式については、ボトムアップの選択を重視しつつ、戦術的に機会を捉えていく方針をとっている。現在の動きはベア・マーケット・ラリーと見ており、株式の循環的な底打ちとみならずには、業績の改善とFRBのハト派への傾斜が必要だが、まだそこまでは至っていないであろう。米国の来年の業績予想は、成長鈍化とドル高の二重の影響を受ける可能性があり、まだ割高と見ている。欧州にも同様な問題があり、明るい兆しも見え始めているが、脱却したと確信するには、企業のマージンや消費において一定の進展が確認する必要がある。そのため、欧米では依然警戒感を維持しながらも、特に米国ではバリュウ、クオリティ、配当重視、小型株の分野で機会を探っている。中国株は現在、バリュエーションは魅力であるものの、ゼロ・コロナ政策や経済再開に関するニュースの流れに大きく依存しており、非常に不安定な状態が続いている。そのため、中立的なスタンスを維持し、収益のファンダメンタルズと経済成長の評価が前向きになった時点で再参入する準備を整えている。



**Monica DEFEND**  
Head of Amundi Institute



**Annalisa USARDI, CFA**  
Senior Economist, Amundi Institute

## 大きな構図の要約

### 米国のインフレ率: 低下はしているが、FRB の許容レベルを大きく超過

現段階では、米国のインフレ見通しが引き続き市場心理の主要なドライバーとなっている。10月の米消費者物価指数が予想を下回り、前年比7.7%増(前年比は2022年2月以降で最小)となったことで、ピークを過ぎた可能性が高いと認識され、市場の強い反応が促された。市場は、これを、弱気相場から抜け出すための主要な必要条件であると期待されるFRBのハト派へのピボットへの引き金となる可能性があると思なした。しかし、アムンディは、まだそこまでは到達していないと考えている。

前月比でみると、ヘッドラインCPIはほぼ予想通り(0.44% vs. 予想0.48%)であったが、コアインフレ率は予想を下回った(0.3% vs. 予想0.49%)。コア・インフレ率の低下要因は以下の通り。

- コア・サービス: コア・サービスの伸びが予想より弱かったのは、医療サービス・インフレが大幅に低下したことと関連しているが、他の構成要素の月次での変動は大きな低下を示してはいない。つまり、この減速は特に医療サービス費用の単発的な落ち込みによるもので、これは健康保険費用に関連するものであり、繰り返されることはないであろう。
- コア財: コア財の減少が予想より大きかったのは、アパレル、家庭用家具・消耗品、中古車価格の下落によるもの。コア財のモメンタムは低下し、望ましい方向に進んでいるが、コロナ前のトレンドに戻るにはさらなる進展が必要である。ここでは、アパレルと中古車価格の変化の動きに注目することが重要である。

#### 今後のインフレ見通しは?

今後数ヶ月間、コア・インフレのモメンタムは高止まりで推移すると予想されるが、ヘッドライン・インフレのモメンタムはガソリン価格の下落により弱まると思われる。

- ヘッドライン: 米国においてはヘッドライン・インフレ率のピークが確認され、今後、商品と原油に関するアムンディのメインシナリオでは、前年比の数値が明確に低下する見込み(例: 2022年第4四半期は7.6%と予想)。
- コア: サービスインフレのモメンタムが低下しているとはいえ、かなり高い水準にあることから、コアのインフレ率の低下はヘッドラインよりも緩やかになる可能性がある(コアはより粘着性が高い)。
- リスク: アムンディは、一部のカテゴリで予想を上回るスピードで実現し始めたコア商品から生じる抵抗力を引き続きモニターし、コア商品のモメンタムとインフレ率の広範な軟化につがるかを注視する。

#### FRBはどうか対応するか?

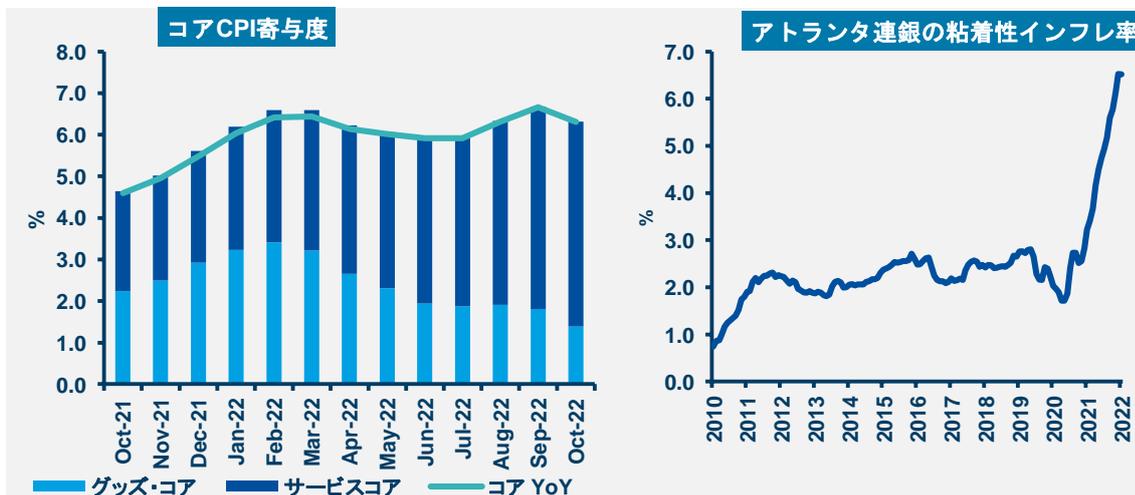
堅調な労働市場とFRBのインフレ対策への決意を考慮すると、ターミナル・レートには上昇圧力がかかると思われる。FRBは、一旦は金融政策を過度に引き締め、インフレを即刻抑制し、その後必要であれば、中銀として自由に使える多くの手段を使って経済活動を支援する方がリスクとリターンが高いと考えている。

重要なのは、FRBが、以前の「一過性インフレ」との見方が全く通用しなかったことから、インフレデータにリアクティブに反応し、事前的にシナリオを構築しようとしていないことである。その代わりに、FRBは現在、金利を、どの程度引き上げ、どの程度の期間、制約的な領域に金利を維持するかに焦点を当てている。

#### 投資への影響は?

インフレは減速傾向にあるとはいえ持続しているため、従来の株式や債券といった資産クラスだけでなく、実物資産やコモディティなど、分散投資のスタンスを維持する必要性を強調している。これにより、投資家はインフレ調整後のリターンを重視できると同時に、金や米国国債を通じたポートフォリオのプロテクトも可能になる。しかし、利回りに対する圧力が成長の鈍化とインフレの高進の両面で存在することを考えると、全体として積極的なスタンスを維持することが肝要である。

“  
米国のインフレ率は低下しているが、FRBは金融政策に関して「より高く、より長く」のスタンスを維持する可能性が高い。  
”



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 22 November 2022. Year-on-year comparison of monthly data points.

## 十分な分散投資の維持と相対的なバリュウの追求

利益率の低下、フォワードガイダンスからの離脱を伴った中央銀行の引き締め、高止まりするインフレが市場の主要な懸念事項である。米国のインフレが緩やかになっていることは最近のプラス材料だが、この低下が持続的かどうかで FRB のスタンスが決まってくるが、アムンディがリスク資産に対して前向きになるための重要なパラメータともなる。当面は、中国の景気後退に関連するニュース、地政学的緊張、業績への懸念から、慎重な見方を変えることはできない。しかし、主に相対的なバリュウを通じた株式への戦術的な機会はあると考えている。このアプローチは実質的なリターンの上昇とともに、ヘッジとしても効果的であるが、コモディティ(原油)と金による、より良い分散とポートフォリオの保全によって、さらに補完される必要がある。

### 説得力の高いアイデア

株式については戦術的な中立スタンスに変更した。欧州への慎重な見方をやや見直し、米国では割高な成長株よりも小型株を選好して相対的な価値を追求する。しかし、収益環境が変化する中で、この見方をより慎重な方向に調整しなければならない可能性があることには引き続き警戒している。小型株の大型株に対するディスカウントは極端な水準にあり、相対的なパフォーマンスは改善され始めている。しかし、欧州はより高いスタグフレーションのリスクに直面しており、アムンディは欧州よりも米国を選好し、ディフェンシブな姿勢を崩してはいない。新興国では、中国株については、2023 年に見通しが改善する可能性があるとしながらも、今は中立とした。債券では、米国のデフレーションに対する前向きスタンスを堅持した。市場は、すでにターミナル・レートの上昇を織り込み、FRB の積極的な引き締め路線が米国のハードランディングのリスクを高めているため、米国債のバリュエーションは魅力的に映る。FRB はこれまでの引き締めの効果を見極めるため、利上げのペースを落とす可能性がある。しかし、アムンディでは、この姿勢をしっかりとモニターし、予想に反した利回りの変動に備えたい。全体的には、最新の予算発表から生じる機会が評価できる英国を含む、様々な地域に注目している。

欧州周縁国については、ECB がハト派的なガイダンスを示す中、イタリアのカーブに対するスタンスを調整した。

イタリア新政権が財政規律の継続を確約したことを受け、10 年物イタリア国債-ドイツ国債スプレッドについてはややポジティブな見方を維持する。

アムンディは、米国投資適格債に対するやや楽観的な見方を維持している。企業ファンダメンタルズとバランスシートは強固で、高い流動性と良好なインタレスト・カバレッジを有し、当面の債務リファイナンスのリスクは低いと考えている。また、EU の投資適格債はハイ・イールド債をアウトパフォームすると引き続き考えている。後者は、景気後退の中で、特に低品質のセグメントにおいて、デフォルト率(現時点ではコントロールされている)が上昇した場合、より脆弱になると思われる。ドル円は依然としてアムンディの先進国為替戦略の主力であるが、アムンディは現在、米ドルのリスクとリターンのバランスに脆弱性を見出している。従って、投資家はドルに対してポジティブである一方、日本円とスイスフランに分散投資すべきであり、ユーロには慎重であるべきと考えている。英国経済が弱体化していることから、アムンディは米ドルおよびスイスフランに対して英ポンドをディフェンシブに見ている。一方、シクリカルな経済とその通貨には当面圧力がかかるため、米ドル/ユーロとノルウェー/カナダドルのスタンスは維持する。新興国では、中国のロックダウンからの再開が不透明なため、対インド・ルピアでの人民元にポジティブな見方はしていない。中南米では、対米ドルのブラジル・レアルについてポジティブな見方を維持している。ブラジルの新政権がマクロ経済の改善から恩恵を受けるであろう時期に、まだ市場は多くの不確実性を織り込んでいるからだ。えの

### リスクとヘッジ

ヘッジと分散は、アムンディのクロスアセット戦略の重要な柱である。原油については、供給サイドの問題と EU によるロシア産原油の輸入禁止の可能性から、現在はポジティブにとらえている。また、金は安全資産としての性格を持ち、インフレに対するヘッジとして、強固なポートフォリオ・プロテクションを提供する可能性がある。また、ハイ・イールド債と米国株式については、プロテクションを維持する必要がある。



**Francesco SANDRINI**  
Head of Multi-Asset Strategies



**John O'TOOLE**  
Head of Multi-Asset Investment Solutions

“先行きの見通しが立たない中、アムンディは分散投資を継続し、デフレーションのプラススタンスを確認するとともに、いくつかの戦術的な調整を行った。”

アムンディ・クロス・アセット見通し

	1ヶ月の変更	---	--	-	0	+	++	+++
株式	↗				■			
クレジット&新興国債券					■			
デフレーション**	↗					■		
原油**	↗				■			
金	↗					■		

Source: Amundi. The table represents a cross-asset assessment on a three- to six-month horizon based on views expressed at the most recent global investment committee. The outlook, changes in outlook and opinions on the asset class assessment reflect the expected direction (+/-) and the strength of the conviction (+/+/+/+). This assessment is subject to change and includes the effects of hedging components. FX = foreign exchange, IG = investment grade, HY = high yield, CBs = central banks, BTP = Italian government bonds. \*In equities we have tactically moved neutral, while we keep a cautious approach amid a fragile economic backdrop being ready to reduce the overall stance. \*\*We have slightly upgraded our stance with no material impact on the overall conviction level. Marketing material for the general public.

債券



**Amaury D'ORSAY**  
Head of Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV**  
Global Head of Emerging Markets



**Kenneth J. TAUBES**  
CIO of US Investment Management

## 「債券の復活」というテーマを上手に利用する

FRB の政策スタンスは、インフレが一時的にクール・ダウンするかもしれないという兆候ではなく、インフレが緩やかになる具体的な証拠を中心に据えることになる。このため、(FRB が利上げペースの鈍化を決めたとしても)依然、引き締め基調は必要であり、来年に向けた景気後退のリスクは高まろう。したがって、FRB と ECB のフォワードガイダンスは、インフレ期待やリスク資産にとってますます重要になってくる。金利が抑制的な領域にとどまり、経済状況が悪化した場合、最近の縮小にもかかわらず、スプレッドのボラティリティが上昇する可能性がある。したがって、投資家はリスクの増加を控え、慎重なボトムアップの選択を通じて、米国投資適格債および新興国ハードカレンシー債のセグメントにおける機会を柔軟にとらえる必要がある。この点については、クレジット市場全体の流動性とデフォルトの見通しを注視する。

### グローバルおよび欧州の債券

デュレーションについては、欧州、英国、日本でのディフェンシブ・ポジションを保有しているが、やや慎重なスタンスに変更した。しかし、ECB が「会合ごと」のアプローチをとっていることを踏まえ、デュレーションを柔軟に調整し、カーブ全体における機会を探求している。中国債は引き続き分散投資のメリットを提供する。インフレ連動債については、米国と欧州においてはポジティブであるが、米国に関しては小幅にスタンスを引き下げている。クレジットスプレッドは最近縮小したが、金融政策や業績が悪化するとスプレッドのボラティリティが上昇する可能性があるため、投資家は中立またはややポジティブを維持する必要がある。特に過剰なレバレッジを持つ企業にはその傾向が強い。アムンディは引き続き、高い流動性バッファーを持つクオリティの高い(投資適格債)、短期のクレジットを 선호している。自動車セクターを好んでいるが、金利上昇が不動産セクターにどのような影響を与えるかも注視している。

### 米国債券

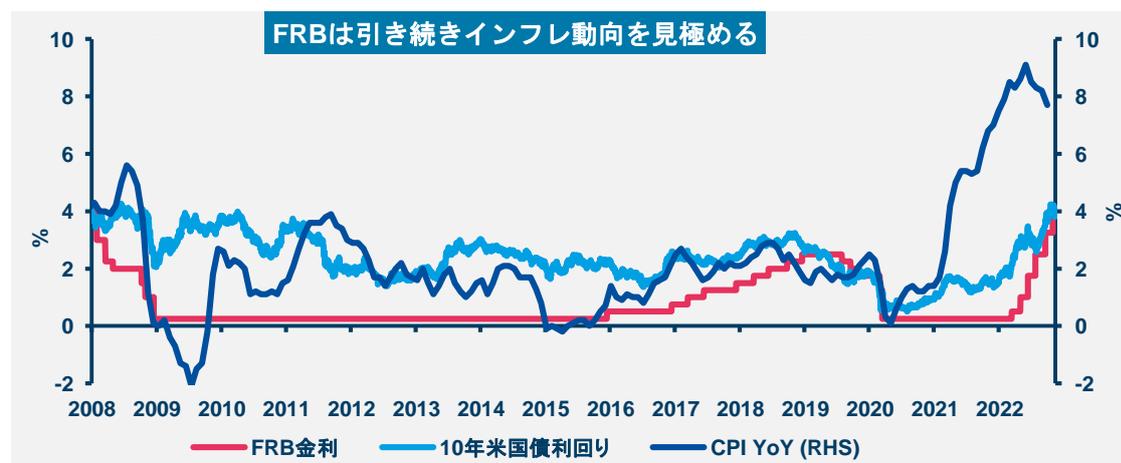
最近の市場の動きは、インフレデータやFRB 発言後の楽観を反映しているが、FRB が利上げを緩めるとしても、それは金融政策や金融環境の緩和をすぐに意味するものではないと考える。一方、消費者調査やクレジットカードの延滞件数など、消費環境は弱含みで推移している。従って、デュレーションについては、アクティブ・アプローチで中立/ややポジティブなスタンスを維持し、米国国債利回りが上昇した場合には積み増すポジティブ・バイアスをかける。投資家は社債の流動性リスクと借り換えリスクを無視してはならない。このため、ハイ・イールド債よりもクオリティの高い投資適格債クレジットを優先し、安定したリスク・エクスポージャーの維持を推奨する。投資適格債の中では、相対的なスプレッドバリュエーションと規制資本水準の高さから、非金融業より金融業を優先する。証券化市場は依然として良好な消費者収益を背景にしているが、ボラティリティが依然高く、流動性が低いいため、選別的に対応している。MBS のリスクを最小限に抑えるため、担保を特に重視する。

### 新興国債券

デュレーションについてはややディフェンシブだが、米国金利が安定化する可能性に留意している。しかし、地域的なインフレの分断を考慮し、現地通貨建債券は厳選する。国別では、インドネシアとブラジル(インフレ率低下傾向)が魅力的と思われる。また、石油輸出国に対しても建設的な見方をしていく。

### 為替

ドルを支持し、ユーロと英ポンドに注意を払うというアムンディの戦略的見方に変更はない。ただし、ブラジル・レアルについては、リスクオン・センチメントの改善や米ドルのトレンドが変化する可能性があれば、それに対応する機会があると見ている。また、メキシコ・ペソとチリ・ペソには好意的だが、ユーロには慎重である。



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 15 November 2022.

一般投資家向けマーケティング資料

FRB は、一過性のインフレ減速ではなく、インフレ動向、労働市場、消費環境全般を見極めた上で、行動方針を変更する可能性が高いとみている。

株式

## 高分散のバックドロップで投資機会の提供が可能に

### 総合評価

金利の上昇と景気の減速が企業収益に圧力をかけている。第3四半期決算の大部分が発表され、収益は概して回復力を示しているが、2023年の展望はバラ色とは言えない。予想の下方修正基調は続くと思われる。このことはすでに多くの企業のバリュエーションに織り込まれている。しかし、ばらつきが大きく、銘柄選別が必要な状況となっている。これとは別に、以前は供給不足を生じさせていた制約が、現在では消費者サイドに現れている。例えば、英国ではエネルギー価格の上昇が裁量的な支出に影響を及ぼしている。従って、アムンディはファンダメンタルズ分析を重視し、バリュー、クオリティ、配当志向の強い企業を選好している。

### 欧州株式

アムンディは、ディフェンシブな消費財と質の高いシクリカルを組み合わせたバランスの取れたアプローチを維持している。また、バランスシートの健全性、価格決定力、フリーキャッシュフローの創出力の高い企業に引き続き注目している。経済状況の悪化とインフレの逆風を乗り切る能力が鍵となる。この点に着目すれば、ディフェンシブにもシクリカルにも投資機会がある。他のシクリカル銘柄と異なり、リテール銀行のネットの利鞘と収益は金利上昇の恩恵を受けるため、また、現在の株価は期待値が非常に低くなっているため、リテール銀行を選好する。一方、公益事業については規制リスクを考慮し、またテクノロジーセクターについては、現在のマクロ経済的背景を考慮するとバリュエーションが過大であるため、比較的慎重な姿勢で臨んでいる。全体として、アムンディはすべてのセクターで銘柄固有レベルでの機会を探すことに警戒を怠らない。

### 米国株式

S&P500の大型銘柄を均等配分インデックスがアウトパフォーマンスしているように、市場には分断が生じ、セクター間のバリュエーションにも不一致が見られる。さらに、2023年の業績見通しはまだ十分に低下しておらず、成長鈍化というアムンディの見方と一致していない。これらのことを総合すると、銘柄選択が非常に重要となる。特に、割高な不採算成長企業には注意を払う必要があるが、業績が修正され、利益成長の可能性を残す優良バリュー銘柄には前向きな姿勢で臨む。また、バリュエーション重視のアプローチにより、割高なディフェンシブ、ステープル、ユーティリティ、不動産、大型株には慎重な姿勢で臨む。また、メガキャップの銘柄についてもディフェンシブな姿勢で臨んでいる。一方、優良なシクリカル銘柄は、価格が低下し、魅力的になってきている。セクターレベルでは、銀行、ヘルスケア、消費財に注目している。銀行は高いリターンが期待できるものの、この分野では信用リスクが重要な差別化要因であると考え、ボトムアップの姿勢を崩さない。

### 新興国株式

新興国のバリュエーションは魅力的で、業績予想も改善されつつあるが、分断化した世界では選別を重視し続ける。国別では、ブラジル(格上げ)とUAEに強い確信を持っている。アジアでは、中国経済はゼロ・コロナ政策の再調整を経て回復する見込みであり、今後の確認が必要である。当面は中立とし、柔軟に対応する。セクターレベルでは、耐久消費財と不動産を選好するが、ヘルスケアと中国金融には慎重である。

“相場が下がれば、バリュエーションと潜在的なリターンが魅力的な企業が見つかるかもしれないが、アムンディは非常に厳選を重視している。”



**Kasper ELMGREEN**  
Head of Equities



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 16 November 2022.

# アムンディ・アセットクラス・ビュー



資産クラス	見通し	1カ月の変化	理由・背景
株式	米国	=/+	投資家がFRBのスタンス変更の可能性を見極めようとする中、株価はベア・マーケット・ラリーに突入しているが、これはインフレ期待や消費意欲に左右される。この局面では、選別的なアプローチとメガ・キャップへの警戒を通じ、頑強なビジネス・モデルと配当を通じて少数株主に報いる能力を持つ企業に焦点を当てる。
	バリューストック	+	経済成長が鈍化する時期には、高いオトリティ特性を持つバリューストック銘柄が選好される。ただし、いずれの場合も、収益の回復力と現在の株価のバリュエーションを比較し、機会を探る。
	グロース	-	金融引き締めの中、グロース銘柄は今年もアンダーパフォームが続いた。今年になって株価が修正された一部のハイテク企業には注目しているが、グループとしてのグロースには慎重な姿勢を崩していない。
	欧州	- ▲	欧州の生活費危機は企業業績や株式に影響を与えるだろう。慎重なスタンスをとり続けるものの、一時的に市場を押し上げることができるような中銀のハト派的ガイダンスの兆しもあり、短期的に反発する可能性がある。循環銘柄への見方の変更を確信するには、具体的な中銀の措置と業績の上方修正が必要である。
	日本	=	輸出志向の強い日本市場は、資本財や耐久消費財などのシクリカル・セクターが牽引しており、世界経済の成長鈍化が重石となる可能性がある。しかし、円の動きがそれに影響する可能性もあり、中立を保つ。
	中国	=	コロナを巡るニュースの流れが市場を牽引しているが、中期的な観点から政府がコロナ政策をどのように進めていくのか、より明確に確認したい。当面は、「共同富裕」成長モデルへの移行と国内消費、地政学的リスクを評価し、中立のスタンスを維持する。
	新興国除く中国	=	地政学的緊張、特異なリスク、内需が新興国に対するアムンディの見方を後押ししており、新興国は依然として銘柄選択の格好の場となっている。ブラジルやアラブ首長国連邦などの商品輸出国には好意的だが、台湾やフィリピン、マレーシアなどの東南アジア諸国には慎重な見方をしている。
債券	米国国債	=/+ ▲	市場は、以前より高いターミナル・レート、魅力的な米国国債バリュエーション、経済成長鈍化のリスクを織り込み、国債に建設的な見方を示している。しかし、最新のインフレ数値が予想を下回ったとはいえ、FRBは引き締めスタンスを変更する前にインフレ動向を見極めようと考えている。アムンディは非常に機動的に取り組んでいる。実質利回りも、特に中間レンジでは魅力的な水準になりつつある。
	米国投資適格債	=/+	投資適格債のスプレッドは、企業のファンダメンタルズ、米国の利回り、インフレ期待に左右されると思われる。最近の利回り動向はスプレッドの縮小に寄与しているが、アムンディは優良な投資適格債市場に対してややポジティブな見方を維持している。しかし、投資家はリファイナンスや流動性の問題に注目し、選別的に行動する必要があると考える。
	米国ハイ・イールド債	-	経済環境や業績の悪化が懸念される中、バランスシートが脆弱で現金残高が少ない企業はより大きな影響を受けるため、ハイ・イールドには引き続き慎重な姿勢で臨む。流動性リスクに注視している。
	欧州主要国債	=	今回のECBの利上げは予想通りであったが、フォワードガイダンスはややハト派的であった。一方、欧州では景気後退の可能性が高いため、欧州中核国のデュレーションは中立に近い状態にある。イタリアなどの周縁国市場は、新政権が財政規律を確認したことはプラス材料だが、まだ警戒的に見ている。
	欧州投資適格債	=	経済成長の鈍化と地政学的緊張は信用にとって好ましいものではなく、最近のECBのコメントが投資適格債市場を支えたとはいえ、スプレッドのボラティリティが上昇する可能性がある。持続可能なキャッシュフローと、企業が潜在的な借り換えリスクを回避する能力は、現在の経済環境における重要な問題である。
	欧州ハイ・イールド債	-	ハイ・イールド債のスプレッドは、供給が限られていることと、企業収益がまだ許容範囲にあることから、よく持ちこたえているが、ファンダメンタルズが悪化するリスクは残っている。そのため、資本コストと流動性を重視し、ハイ・イールド債には慎重な見方をしている。
	中国国債	=/+	金融政策のサポートが継続され、世界の投資家にとって中国債券の分散投資の利点があると見ている。さらに、中国の成長が減速した場合、この資産クラスはサポートを受ける見込みだ。
その他	新興国ハードカレンシー債	=/+	最近のスプレッドの縮小にもかかわらず、ハードカレンシー債のバリュエーションは歴史的な観点からも魅力的である。米国債利回りの安定化、原油価格の高騰、および新興国-先進国の良好な成長率差は、プラスに働くと思われる。投資適格債よりもハイ・イールド債を選好している。ブラジル(健全な経済とインフレ率の低下)については慎重に楽観視しており、デフォルトについては警戒している。
	新興国現地通貨建債	=	インフレ率や金融引き締めペースが異なる環境下、我々は現地通貨建を厳選し、新興国FXには慎重な見方を維持している。この点で、我々は米ドルの動きとFRBの政策変更の兆候をモニターしている。
	コモディティ		供給サイドの圧力と地政学的緊張(イラン/サウジアラビア、EU/ロシア)が原油に一定の支援を与え、短期的には分散投資として機能する可能性がある。しかし、景気後退によるリスクは認識している。金は今年、実質金利の上昇に苦しんだが、経済が悪化した場合には安全な避難場所として機能すると考える。2023年に向けては、FRBのスタンスが変わる可能性があることもプラスに働くだろう。
	通貨		米ドルに対して建設的な見方を維持しているが、市場は今後、FRBがハト派的な方向性を示すかどうかを試すと見ている。英ポンドに対する悲観的な見方は維持。

Source: Amundi, as of 27 November 2022, views relative to a EUR-based investor. This material represents an assessment of the market environment at a specific time and is not intended to be a forecast of future events or a guarantee of future results. This information should not be relied upon by the reader as research, investment advice or a recommendation regarding any fund or any security in particular. This information is strictly for illustrative and educational purposes and is subject to change. This information does not represent the actual current, past or future asset allocation or portfolio of any Amundi product. IG = investment grade corporate bonds, HY = high yield corporate, EM bonds HC/LC = EM bonds hard currency/local currency, WTI = West Texas Intermediate, QE = quantitative easing.

# 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](http://www.amundi.com)

## Claudia BERTINO

Head of Investment Insights and Publishing – Amundi Institute

## Laura FIOROT

Head of Investment Insights and Client Divisions – Amundi Institute

## PoI CARULLA

Investment Insights and Client Divisions – Amundi Institute

## Ujjwal DHINGRA

Investment Insights and Client Divisions – Amundi Institute

## Paula NIALL

Investment Insights and Client Divisions – Amundi Institute

## Francesca PANELLI

Investment Insights and Client Divisions – Amundi Institute

## Definitions & Abbreviations

**ADR:** A security that represents shares of non-US companies that are held by a US depository bank outside the US. They allow US investors to invest in non-US companies and give non-

US companies access to US financial markets. **Agency mortgage-backed security:** Agency MBS are created by one of three agencies:

Government National Mortgage Association, Federal National Mortgage and Federal Home Loan Mortgage Corp. Securities issued by any of these three agencies are referred to as agency MBS. **Curve flattening:** A flattening yield curve may be a result of long-term interest rates falling more than short-term interest rates or short-term rates increasing more than long-term rates. **Curve steepening:** A steepening yield curve may be a result of long-term interest rates rising more than short-term interest rates or short-term rates dropping more than long-term rates. **Beta:** Beta is a risk measure related to market volatility, with 1 being equal to market volatility and less than 1 being less volatile than the market. **Break even inflation:** The difference between the nominal yield on a fixed-rate investment and the real yield on an inflation-linked investment of similar maturity and credit quality. **Carry:** Carry is the return of holding a bond to maturity by earning yield versus holding cash. **Core+** is synonymous with 'growth and income' in the stock market and is associated with a low-to-moderate risk profile. **Core+** property owners typically have the ability to increase cash flow through light property improvements, management efficiencies or by increasing the quality of the tenants. Similar to core properties, these properties tend to be of high quality and well occupied. **Core strategy:** is synonymous with 'income' in the stock market. Core property investors are conservative investors looking to generate stable income with very low risk. Core properties require very little hand-holding by their owners and are typically acquired and held as an alternative to bonds. **Correlation:** The degree of association between two or more variables; in finance, it is the degree to which assets or asset classes prices have moved in relation to each other. Correlation is expressed by a correlation coefficient that ranges from -1 (always move in opposite direction) through 0 (absolutely independent) to 1 (always move in the same direction). **Creditspread:** The differential between the yield on a credit bond and the Treasury yield. The option-adjusted spread is a measure of the spread adjusted to take into consideration the possible embedded options. **Currency abbreviations:** USD – US Dollar, BRL – Brazilian real, JPY – Japanese yen, GBP – British pound sterling, EUR – Euro, CAD – Canadian dollar, SEK – Swedish krona, NOK – Norwegian krone, CHF – Swiss Franc, NZD – New Zealand dollar, AUD – Australian dollar, CNY – Chinese Renminbi, CLP – Chilean Peso, MXN – Mexican Peso, IDR – Indonesian Rupiah, RUB – Russian Ruble, ZAR – South African Rand, TRY – Turkish Lira, KRW – South Korean Won, THB – Thai Baht, HUF – Hungarian Forint. **Cyclical vs. defensive sectors:** Cyclical companies are companies whose profit and stock prices are highly correlated with the economic fluctuations. Defensive stocks, on the contrary, are less correlated to economic cycles. MSCI GICS Cyclical sectors are: consumer discretionary, financial, real estate, industrials, information technology and materials. Defensive sectors are: consumer staples, energy, healthcare, telecommunications services and utilities. **Duration:** A measure of the sensitivity of the price (the value of principal) of a fixed income investment to change in interest rates, expressed as a number of years. **High growth stocks:** A high growth stock is anticipated to grow at a rate significantly above the average growth for the market. **Liquidity:** The capacity to buy or sell assets quickly enough to prevent a minimal loss. **P/E ratio:** The price-to-earnings ratio (P/E ratio) is the ratio for valuing a company that measures its current share price relative to its per-share earnings (EPS). **QE:** Quantitative easing (QE) is a type of monetary policy used by central banks to stimulate the economy by buying financial assets from commercial banks and other financial institutions. **QT:** The opposite of QE, quantitative tightening (QT) is a contractionary monetary policy aimed to decrease the liquidity in the economy. It simply means that a CB reduce the pace of reinvestment of proceeds from maturing government bonds. It also means that the CB may increase interest rates as a tool to curb money supply. **Quality investing:** This means to capture the performance of quality growth stocks by identifying stocks with: 1) A high return on equity (ROE); 2) Stable year-over-year earnings growth; and 3) Low financial leverage. **Quantitative tightening (QT):** The opposite of QE, QT is a contractionary monetary policy aimed to decrease the liquidity in the economy. It simply means that a CB reduce the pace of reinvestment of proceeds from maturing government bonds. It also means that the CB may increase interest rates as a tool to curb money supply. **Rising star:** A company that has a low credit rating, but only because it is new to the bond market and is therefore establishing a track record. It does not yet have the track record and/or the size to earn an investment grade rating from a credit rating agency. **TIPS:** A Treasury Inflation-Protected Security is a Treasury bond that is indexed to an inflationary gauge to protect investors from a decline in the purchasing power of their money. **Value style:** This refers to purchasing stocks at relatively low prices, as indicated by low price-to-earnings, price-to-book and price-to-sales ratios, and high dividend yields. Sectors with a dominance of value style: energy, financials, telecommunication, utilities, real estate. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Valuation:** The process of determining the value of an asset or liability. It is a subjective process and can be influenced by many factors, including market conditions, the quality of the asset, and the risk of the asset. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

**Value:** The intrinsic worth of an asset or liability, independent of its market price. **Value investing:** A strategy of investing in stocks that are undervalued relative to their intrinsic value. **Volatile:** A term used to describe a security or market that experiences large price fluctuations. **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

mendation, 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: 27 November 2022.  
Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"-SAS with a capital of €1,143,615,555-Portfoliomanager regulated by the AMF under number GP04000036-  
Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris-France-437574452 RC Paris-www.amundi.com.

## 本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料「グローバル・インベストメント・ビュー」は、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弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本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。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・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。

本資料は、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。

本資料に記載されている内容は、全て本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。

本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、本資料を複製または再配布することはできません。

### アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 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

2611195