

## インフレ鈍化も 勝利宣言は時期尚早



**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

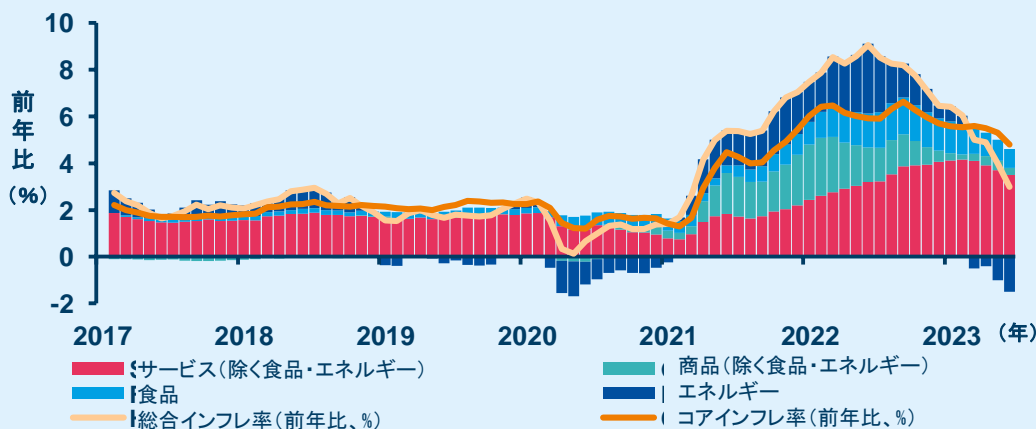
リスク資産の動向をめぐる楽観論は、利上げサイクルが概ね終了したことや、米国を中心に経済状況が事前の予想より好調であったことに原因の一端があります。米国については、引き続き2023年第4四半期から2024年第1四半期にかけて浅いリセッション(景気後退)に陥るとみっていますが、第1四半期の経済成長率が上方修正されたことに伴い、2023年の経済成長率見通しを1.6%に引き上げました。ユーロ圏はリセッション入りを免れるとみられるものの、欧州中央銀行(ECB)による過剰引き締めリスクや加盟国間の成長格差が継続しています。中国については、第2四半期の低調さや景気刺激策の遅れを勘案し、2023年の経済成長率見通しを5.1%に下方修正しました。以上のことから、下記の要素が今後の経済状況を占う材料となるでしょう。

- **不確かな根拠に基づく過度の楽観** 現在の米国経済の堅調さは機械的な側面が大きく、先行指標では経済活動の低下が示唆されます。欧州ではリスクが下振れ方向に傾いており、その一因として中国経済の低迷が挙げられます。
- **政策の行方を左右するコアインフレを注視** 米連邦準備制度理事会(FRB)が(リセッションの浅さではなく)コア物価のデスインフレ基調に触発され、来年にも利下げに転じる可能性があります。とはいえ、コアインフレには依然として高止まり感があります。実質政策金利もまた注視すべき要素です。
- **ターミナルレートへの上昇圧力** ECBは利上げ停止局面に入っていません。FRBに関しても、同行のターミナルレート(利上げの最終的な到達点)を5.5%とした当社の予想に修正が迫られていることを認識しています。しかし、過剰引き締めのリスクがあるなか、金融安定性への懸念や金融環境を注視する必要があります。
- **欧米からアジアへの長期的なシフトが継続** 中国の経済成長率が減速しつつあるとはいえ、新興国市場には依然として選別的な投資機会があります。



**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

米国のインフレは落ち着きつつあるものの、コアインフレは依然として高く、FRBは慎重姿勢を維持する構え



出所: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、2023年6月末現在。

“割高なバリュエーション  
に引き続き懐疑的です。  
それはリスク資産の  
上昇基調が収益見通しの  
大幅な改善ではなく、  
出遅れ銘柄がキャッチ  
アップしたことに起因する  
ものだからです”

当社では、以下の分野に投資機会を見出しています。

- **クロスアセットで分散投資を強化** 欧州のデュレーションの見通しをややポジティブに変更する一方、米国のデュレーションについてはポジティブな見通しを維持しています。しかし、インフレの先行きが不透明な現状下では、ある程度のプロテクションを加えることは理にかなっているとみています。ハイイールド債を中心としたクレジットや、先進国の株式に対しては慎重な見方をしています。新興国の株式についてはポジティブな見通し自体に変更はないものの、対象を中国からより広範な新興国に切り替え、見通しを調整しました。新興国の債券にも引き続き注目しており、チェコ国債に対してはややポジティブな見方に転じていますが、為替リスクをヘッジする必要があるとみています。全体としては、株式へのプロテクションを講じるとともに、分散投資のため金に対してはややポジティブな見方を維持することが重要だと考えます。
- **債券には引き続き要注目** 債券市場の値動きが激しく、デュレーションや社債に対して引き続き極めてアクティブな姿勢で臨んでいます。デュレーションに関しては、米国に対してはややポジティブな見通しを維持しつつも柔軟に対応しています。欧州主要国については見通しを中立的に引き上げつつあるとともに、経済指標の推移を注視していますが、日本に対してはディフェンシブな見方を維持しています。クレジット市場では、引き続き高品質の投資適格債を 선호する一方、ハイイールド債に対しては慎重姿勢を維持しており、BB格およびB格の発行体とCCC格の発行体を区別する必要があるとみています。したがって、固有リスクの高まりが予想されるため、銘柄選択の必要性は高いと言えます。
- **先進国株式は引き続きディフェンシブ** 米国では、大型株とそれ以外の株式銘柄の間に依然として格差が存在しています。バリュー株、クオリティ株、ディフェンシブ株に対しては引き続きポジティブかつ選別的な姿勢で臨んでいます。欧州では、景気の失速度合いに加え、ECBの政策の影響やインフレの方向性を見極めていきます。同地域の経済成長や中国経済の低迷により下支えが弱まることで、株価に影響が出る可能性があります。そのため当社では、株主に利益を還元するクオリティ株やバリュー株、高配当株に引き続き注目しています。
- **中国経済が短期的に多少低迷するとはいえ、銘柄選択を重視しつつ新興国に対してポジティブな見方をしています。** 中国の長期的な成長ストーリーは依然健在ですが、経済成長率は低水準で推移し、生活の質向上を重視する政府の姿勢が際立つことになるとみられます。重要なのは、新興国の成長ストーリーが中国を超えてインドやブラジルなどの国にも波及する点であり、そうした国々については株式のポジティブな見通しを引き上げました。インフレが落ち着きつつあるなか、債券市場では、ハードカレンシー建および現地通貨建債券ならびに中南米諸国の債券に対して引き続き楽観的な見通しを持っています。



全体的なリスクセンチメント



市場が過度の熱狂に包まれるなか、当社では引き続き、収益の伸びや金融環境、中央銀行の政策に注目しています

前月からの変化

- **クロスアセット**: 欧州のデュレーションにややポジティブ、新興国債券に対するポジティブな見通し裏付け、新興国株式に分散投資
- **株式**: 中国の見通しを引き下げ、ブラジルとインドの見通しを引き上げ
- **ヘッジおよび為替**: 米国のデュレーションにプロテクション

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

世界の金融政策サイクルでは主にどのような傾向が見られますか？

先進国と新興国の間で政策サイクルにズレが生じつつあります。先進国の主要中央銀行が追加利上げを行う可能性がある一方、新興国の一部中央銀行では、過去数ヶ月にわたりインフレの鈍化基調が続く中南米諸国を筆頭に、利下げが間近な状況にあります。これは、時宜にかなった積極的な金融政策対応の結果です。当社では、チリとブラジルの中央銀行が最初に利下げを行い、コロンビアとペルーが9月に続くと考えています。これに追隨して、8月から9月にかけてインフレ率が1桁台に戻ると考えられるポーランドをはじめとした中東欧(CEE)諸国が利下げを行うと考えられます。

### 投資への影響

- 金融緩和政策やインフレの安定化が新興国の現地通貨建債の追い風となり、中南米諸国が最大の伸びを記録すると予想

# 2

第2四半期の決算ではどのような展開が予想されますか？

2023年第2四半期は、今年初めて米国と欧州の双方で前年比マイナス成長となる見込みです。マイナス幅は米国(+0.1%から-6.4%)よりも欧州(+11.1%から-8.2%)のほうが大きく、セクター間で著しい格差が生じると予想されます。米国では、エネルギーや素材セクターが最も落ち込み、全体的な結果に大きな影響を及ぼすことになりそうです。

### 投資への影響

- 地域別では、米国の割高感が際立つため米国よりも日本を選好
- スタイルの観点からは、欧米ではクオリティ銘柄を選好し、日本ではバリュー銘柄を選好

# 3

金融環境について新情報があれば教えてください

3月下旬以降、米国の金融環境は広範囲で緩和されつつありますが、過去と比較して依然引き締め的な水準にあります。足元の金融環境は、世界金融危機やコロナ禍の時期を除けば近年でも屈指の厳しさとなっています。過去の事例と異なるのは、金融環境を引き締めている要因が金融政策だけであると思われる点です。

### 投資への影響

- 全体的にディフェンシブな資産配分の下、株式およびクレジット市場の低品質銘柄を中心に慎重姿勢を継続
- 米国国債などの一部の国債に対してポジティブ



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

“ 主要先進国の中央銀行は金融引き締めの手を緩めていませんが、中南米諸国を筆頭に一部の新興国の中央銀行は、利下げが近い状況となっています ”



## リスクを増やさず、分散投資を継続

当社では、経済・企業収益の見通しやバリュエーションを見極めているところです。しかし、利上げに伴い株価収益率(PER)が上昇していることから、いずれの見通しもさえないものとなっています。一方で、企業収益が悪化するリスクは依然存在しており、当社では慎重な見方を強めています。投資にあたっては長期的な確信を置くことが推奨されますが、新興国の恩恵を受けられるように、分散姿勢を維持することで柔軟性を保つことも重要です。同時に、リスク資産に対するヘッジやデュレーションに対するプロテクションを維持する傍ら、為替の見通しを調整する余地もあります。

**確信度の高い投資アイデア** 米国、欧州、日本など先進国の株式に対してはディフェンシブな姿勢で臨んでいますが、他の地域の投資機会を見逃すことはありません。当社では、新興国の成長ストーリーが中国に留まるものではないことを長く主張してきました。そのため、中国の住宅や製造セクターが低迷している昨今の状況を受け、中国の見通しを中立に引き下げました。中国よりもむしろ、見通しが好転した広範な新興国ユニバースに分散投資することが得策であると考えます。

米国のデュレーションに対しては引き続きポジティブな姿勢で臨んでいるものの、コアインフレの長期化がリスク視されるため、プロテクションの必要性が際立っています。また、最近の利回り上昇や欧州経済が小幅に減速するとの観測を受け、欧州のデュレーションに対してややポジティブな見方に転じました。スウェーデンの債券は同国の脆弱な経済が追い風になると考えられる一方、イタリア国債とドイツ国債のスプレッド(利回り格差)はイタリア国債の需要の強さと今後予想される供給の少なさが支援材料になる可能性があります。

一方、日本国債の見通しについては慎重であるものの、日本銀行の論調に留意しつつ政策の行方を注視しているところです。各国のイールドカーブに対しては引き続きアクティブに臨んでおり、英国とオーストラリアの10年物国債のスプレッド(イングランド銀行が相対的にハト派寄り)やカナダ国債のイールドカーブのステイプ化に投資機会があるとみています。そのほか、新興国債券の見通しについてはポジティブであり、当社ではチェコ国債(為替ヘッジ付)に注目していますが、その理由として同国債のキャリー水準が魅力的であることや、同国が緩やかなディスインフレ基調にあることが挙げられます。

**米国のハイイールド債に対してはディフェンシブな姿勢を維持しています。**現在のバリュエーションはあまりに楽観的であり、景気減速と金融引き締めという当社の見方と矛盾しています。この分野では今後、流動性も問題になる可能性があります。

**為替市場では、ノルウェークローネ/カナダドルが最近の相場動向を受けて良好なパフォーマンスを示したとみており、ポジティブな見方を撤回しました。**英ポンドについては、対ユーロ、スイスフラン、日本円で悲観的な見通しを持っています。米ドルの対ユーロおよびオーストラリアドル相場については引き続きネガティブな見方をしています。新興国通貨では、インドルピー/中国人民元、メキシコペソ/ユーロ、ブラジルレアル/米ドルを有望視しています。

**リスクとヘッジ** 経済成長見通しの不透明感に反し資産のバリュエーションが割高な局面では、強力なヘッジが変化する状況に対応する助けとなります。したがって、米国株式に対するヘッジは依然として必要です。同時に、金などの貴金属は、特に地政学的緊張が高まる場合において、引き続き分散性と安全性を高める資産となっています。



**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

“ **米国のデュレーション(コアインフレは依然高水準)にプロテクションを加えるとともに、新興国の債券市場と株式市場の双方で投資機会を探ることを検討しましょう** ”

### 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				◆				
デュレーション	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。

## クレジットはクオリティが最優先

**総合評価** 現段階での最大の懸念は、今後の経済やインフレの展開と、その結果もたらされる企業収益やバリュエーションへの影響です。負債比率が低く資本バッファー比率が高い企業であれば、この局面をうまく耐え抜くことができると考えられます。当社では引き続き、米国、欧州、新興国のクオリティ銘柄を嗜好しています。

**グローバルおよび欧州の債券** 欧州主要国と米国のデレーションに対しては中立に近い見方をしていますが、日本に対してはディフェンシブです。一方で、イタリアなどの欧州周辺国や欧州準主要国のデレーションに対してはややポジティブな見通しを持っており、同時に、カナダや英国など広範な地域のデレーションにも投資機会を見出しています。その他、クレジットでは、市場がゴールドロック（適温相場）シナリオを織り込みつつあると考えられ、当社では引き続き、高クオリティの投資適格債や金融劣後債を嗜好しています。ハイイールド債では、CCC格の債券と、BB格およびB格の債券を区別することが得策だと考えます。CCC格のデフォルト（債務不履行）率はB格に比べて著しく高い状況にあります。また、ユーロ圏の金融機関については、回復力や資産クオリティの高さから、ポジティブな見方を維持しています。対照的に低格付の非金融企業では、金融引き締めや資金調達コスト上昇の影響が一層強まる可能性があります。

**米国債券** 市場では、米国の経済成長と米連邦準備制度理事会（FRB）の高金利政策が長期化するという「ノーランディング（無着陸）」シナリオが台頭しつつある模様です。しかし、当社は米国の経済成長には否定的で、むしろ浅いリセッション（景気後退）に陥るリスクがあるとみています。こうした状況のなか、デレーション管理にとっては難しい局面となっています。当社では、ポジティブな姿勢を維持する一方で同エクスポージャーを戦術的に管理しており、イールドカーブの中期ゾーンの名目金利と実質金利の両方に妙味を見出しています。社債市場では、ハイイールド債よりも投資適格債を嗜好しています。ハイイールド債では、BB格およびB格の債券とCCC格の債券との間でファンダメンタルズの格差が拡大しており、CCC格発行体の負債比率はここ数四半期で悪化しています。こうしたなか、当社では全体的に高品質の発行体を選択しています。セクター別では、非金融企業よりも金融機関の投資適格債を嗜好しています。証券化商品市場では、最近スプレッドが縮小したことで、償還期間が長く値動きの激しい資産担保証券（ABS）や住宅ローン担保証券（RMBS）から利益を得られる投資機会が生じています。

**新興国債券** 新興国債券の投資環境は過去の状況と比べて魅力的であり、当社では中国に対して慎重姿勢に転じたとはいえ、デレーションに対しては引き続き中立からポジティブな見方を維持しています。ハードカレンシー建債券に対してはややポジティブであり、投資適格債よりもハイイールド債を嗜好しています。現地通貨建債券に対してもポジティブですが、投資銘柄は選別しています。地域別で見ると、インフレが落ち着きつつある中南米諸国（ブラジル、メキシコ、コロンビア）に注目していますが、ロシアがウクライナ産穀物の輸出合意から離脱したことがどのような影響を及ぼすのか注視していく方針です。アジアでは、インドネシアなどの国を有望視しています。

**為替動向** 米ドル安は年内継続する公算が大きいです。しかし当社では、先進国では日本円とオーストラリアドル、新興国ではインドルピーとインドネシアルピアを中心にポジティブな見通しとしています。英ポンドは、市場の関心が経済成長に向けた途端に苦戦を強いられると恐れられます。



**アモリ・ドルセイ**  
債券部門ヘッド

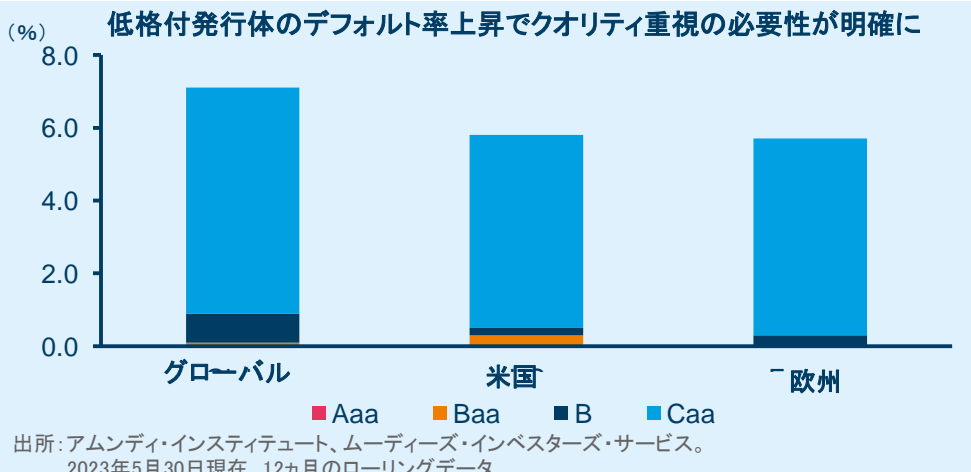


**イエレン・シズディコフ**  
新興国市場  
グローバル・ヘッド



**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

“経済成長が鈍化しバリュエーションが割高な水準にあるなか、クオリティを重視し、流動性バッファー、キャッシュフローの潤沢さ、バランスシートの負債比率を基準に投資先を選別しています”



## ファンダメンタルズとバリュエーション重視を貫くべし



**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** 米国のリセッション(景気後退)シナリオが後ずれした一方で、市場では経済が無傷で済むという過度に楽観的なシナリオが織り込まれつつあります。当社の懸念は間もなく企業業績に顕在化するとみられ、経営者による業績予想により懸念が一層鮮明になると思われます。当社では、バリュエーションと潜在的な収益性が一致しない銘柄を引き続き避け、その代わりに、新興国を含む各セクターや地域において、ビジネスモデルが強固な企業を選好しています。

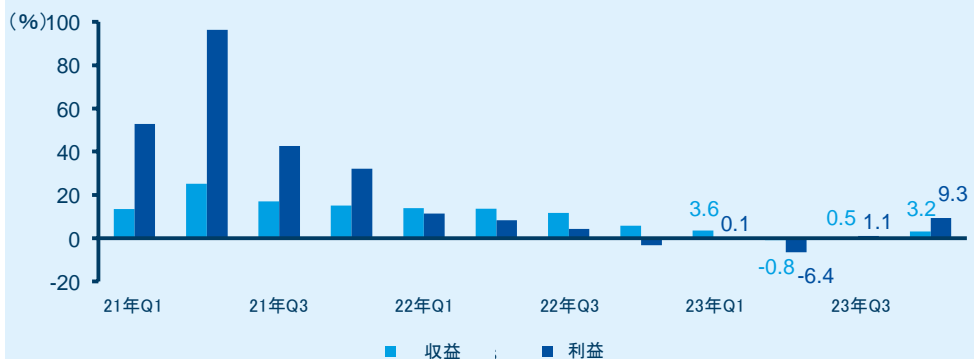
**欧州株式** 高品質のシクリカル(景気敏感)株とディフェンシブ株を組み合わせ、分散効果の高いポートフォリオを継続することが重要だと考えます。当社ではとりわけ、株主にキャッシュを還元する銘柄に魅力を感じています。生活必需品セクターでは、金利感応度が高いディフェンシブ株や、シクリカルな特徴を持つ銘柄に注目しています。またヘルスケアや一部の製薬銘柄では多くの生活必需品企業と同様に値上がり益や配当が期待できるため、同業種の銘柄も選好しています。シクリカルセクターでは、工場の自動化、持続可能な輸送、電化を推進する資本財セクターに投資妙味があります。その他の銘柄では、リテール銀行は配当利回りが高く、高金利が利益に好影響を与えることから、ポジティブな見方をしています。最後に、半導体を中心とした情報技術セクターの銘柄については、成長見通しが不透明であることから慎重な見方をしています。

**米国株式** 市場全体に割高感があることから、米国株式に対しては慎重な見方をしています。しかしバリュー面を見れば、バリュエーションは適正水準にあります。バリュー投資は、大型バリュー株だけでなく大型グロース株にも適用できる可能性があります。つまり、ビジネスモデルが強固で収益性が安定した大型バリュー株や大型グロース株の中から割安感が強い銘柄を選好するということです。一方で、ディフェンシブ株(およびシクリカル株)には割高感がありますが、割安な銘柄であっても保有するに値しないとみられます。そのため当社では、株主に利益を還元した実績があるか否かで銘柄を選別し、伝統的なディフェンシブ株(ヘルスケア機器)以外にも目を向けています。シクリカル株では、消費財と資本財が最もリスクに晒されている模様です。一般消費財セクターはすでにバリュエーションが割高であることから、賃上げ圧力の影響を受ける可能性があります。一方で、当社ではエネルギー、素材、銀行、スプレッド・ビジネス以外の金融を選好しています。最後に、市場の流動性が枯渇した場合には、バリュエーションが最も高騰した銘柄(超大型株など)が最も影響を受けると思われます。

**新興国株式** 本年下半期に企業収益が回復するとの予想は新興国にとって好材料になると考えられます。しかし、地政学的リスクや固有リスクが地合いを悪化させる可能性もあります。当社が最も有望視している市場はブラジルとインドです。ブラジルの株式市場はバリュエーション面で魅力的であるとともに、同国中央銀行が利下げを実施するとみられています。インドの株式市場は、グローバル・サプライチェーン内政策の変化が追い風となると考えられます。当社ではブラジルとインドの見通しを上方修正し、中国の見通しを下方修正しました。セクター別では、不動産と一般消費財を選好する一方、ヘルスケアと素材に対しては相対的にディフェンシブな姿勢を維持しています。

“バリュエーション面に割高感があるなか、価格決定力や収益力に注目することで、魅力的な銘柄を選別できるとみています”

本年第2四半期の業績はマイナス予想



出所: IBES、リフィニティブ、2023年7月11日。2023年第2四半期以降は予測。S&P500指数の前年比成長率



# 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	-	市場全般は依然として割高であるとみていますが、超大型株を除けばバリュエーションは現実的な水準になります。経済成長が損なわれることなくインフレが抑制されるという楽観的なシナリオは当社の予想と相容れません。当社ではディフェンシブかつ慎重な姿勢で臨んでいます。
	米国バリュエーション	+	この資産クラスは、特にグロース株と比べてバリュエーションが引き続き魅力的な水準にあります。この状況を受け、当社ではポジティブな見方を維持していますが、このバリュエーションのコールオプションをクオリティ株と収益の回復力を組み合わせ、下落時の備えとして十分な安全マージンを確保しています。
	米国グロース	--	大型グロース株は依然として極めて割高な水準にあり、流動性が枯渇した場合、その影響を最も強く受けると考えられます。したがって、この資産クラスの見通しは慎重であり、特に収益性の低いグロース株に対しては一層慎重な見方をしています。
	欧州	-/=	欧州のグロース株に地域内格差に起因する下振れリスクが懸念されたため、やや慎重な見方を維持しています。バリュエーション面に割高感があるなか、価格決定力や製品の差別化といった基準で魅力的な銘柄を選別できるとみています。当社では全般的にバランス重視の姿勢を継続しています。
	日本	=	この資産クラスに対しては中立(他の先進国よりはポジティブ)な見方をしています。世界経済の減速が輸出に影響を与える可能性もありますが、最近の国内経済活動や企業がバランスの改善は好材料です。
	中国	=/+ ▼	中国が生活の質改善を重視し低成長に移行することは長期的には好材料です。しかし、短期的には住宅セクターへの逆風や財政刺激策をめぐる不透明感が強まりつつあることから、当社ではポジティブな見通しを戦術的に引き下げました。
	新興国 除く中国	=/+ ▲	魅力的なバリュエーション、経済成長の堅調さ、企業収益をめぐる期待感から見通しはポジティブです。興味深いのは、地域内格差が銘柄選別の重要なポイントとなっていることであり、アジア(インド)、中南米(ブラジル)、欧州新興国などに投資機会を見出しています。一方で、台湾やマレーシアに対しては慎重です。
債券	米国国債	=/+	最近の利回り上昇や、当社のメインシナリオである来年の米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げを背景に、米国国債に対してややポジティブな見方をしています。しかし、コアインフレは依然FRBの目標水準を上回り、ポラリティも高いことから、当社では政策対応をめぐる不透明感を勘案し、引き続き機動的に対応しています。
	米国投資適格債	=/+	高クオリティのクレジットには投資機会があるものの、キャッシュフローが安定した銘柄を選別しています。当社では流動性の高い銘柄や生産者物価の下落が追い風となる銘柄に注目しています。金融銘柄も引き続き選好しています。
	米国ハイイールド債	-	BB格およびB格発行体のファンダメンタルズは堅調であり、その強さは流動性、利益、売上高の伸びに表れています。対照的に、CCC格発行体の流動性や負債比率はここ数四半期で悪化しています。したがって、ハイイールド債ではクオリティを重視し銘柄を選別する必要があります。全体的には、バリュエーションの高さは市場の信用リスクや流動性リスクを補完するものではないと考えます。
	欧州主要国国債	= ▲	欧州の経済成長は緩やかな減速が予想され、世界経済の鈍化に伴う下振れも懸念されます。欧州中央銀行(ECB)の利上げサイクルは終盤に近づきつつあるとみていますが、インフレ対策は道半ばです。そのため、ECB高官の発言に注意しつつ、アクティブな姿勢を維持しています。
	欧州投資適格債	=/+	高クオリティのクレジットに引き続き注目していますが、なかでも景気減速に耐えられる強固な資本基盤と流動性バッファを有する銘柄を選好しています。
	欧州ハイイールド債	-	欧州のハイイールド社債に対しては、デフォルト(債務不履行)リスクの高さから慎重な見方をしています。資金調達コストの上昇と経済成長の悪化が進行するなか、低格付のハイイールド債発行体はキャッシュフローを生み出す力が弱く、借り換えも必要になるため、一層厳しい状況に追い込まれることになるでしょう。
	中国国債	=	中国国債は先進国債券との相関性が低いいため強い分散効果があり、同国の景気が下向けば、それが追い風になると考えられます。当社では中立姿勢を維持しています。
	新興国ハードカレンシー債	=/+	現在のスプレッド水準を勘案し、ハードカレンシー建債券に対してはややポジティブな姿勢で臨み、投資適格債よりもハイイールド債を選好しています。中南米諸国の債券の中にはキャリアが魅力的な銘柄もありますが、当社ではインフレと企業債務の推移をより広範囲で注視しています。
	新興国自国通貨建債	+	米ドル安と継続的な経済成長が追い風となっています。当社では引き続き、インドやメキシコなどの国を優先的に選好しています。また、新興国全体に影響を与え得る地政学的緊張の動向も引き続き注視しています。
その他	コモディティ		ベースメタルやコモディティ全般は中国の経済活動の影響を受けると考えられますが、エネルギー転換による緩やかな追い風が続いています。当社では、今後12か月の銅価格の見通しを1トン=9,300米ドルに設定しています。金については、フェアバリュエーションの変動が限定的であるものの、利上げペースが減速し地政学的事象の懸念もあるなか、価格見通しを1オンス=2,000米ドルに据え置いています。
	為替		米ドルの値動きはFRBの政策対応をめぐる期待と連動している模様です。当社では米ドルに対する慎重姿勢を継続し、2024年第1四半期のユーロ/米ドルの予想為替レートを1ユーロ=1.18米ドルに据え置いています。現在はFRBからの材料待ちとなっており、夏の終わり以降に見通しを修正する可能性があります。

出所: アムンディの2023年7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)、連邦住宅抵当金庫(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)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。
フル・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 GIGS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は帰属します。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.msicbarra.com](http://www.msicbarra.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7月27日時点のアムンディ・アセットマネジメントS.A.S.によるものです。分散投資は利益を保証するものでも、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、必ずしもアムンディ・アセットマネジメント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、またはアムンディ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、アムンディ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7月25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).

(3053108)

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