

2024年1月

クロス・アセット・ インベストメント・ストラテジー

今月の話題

欧州：財政再建の時期

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

欧州：財政再建の時期

重要ポイント: ユーロ圏諸国の財政は2023年に改善し始め、2024年も、ほとんどのユーロ圏諸国で財政再建が強化される見込みだ。しかしながら、財政の脆弱性（特に債務が最も大きい国々）は長期的に高まり、公的債務が不安定となる可能性も高まろう。新たな財政ルール目的は、財政の長期的な持続可能性を確保することだが、グリーン・トランジション向けの資金繰りが悪化する可能性もある。



Didier BOROWSKI

Head of Macro Policy
Research - Amundi
Investment Institute

「今後のより厳しい状況に備え、優先的な支出を維持するための資源再配分を今から始めることが重要だ。」

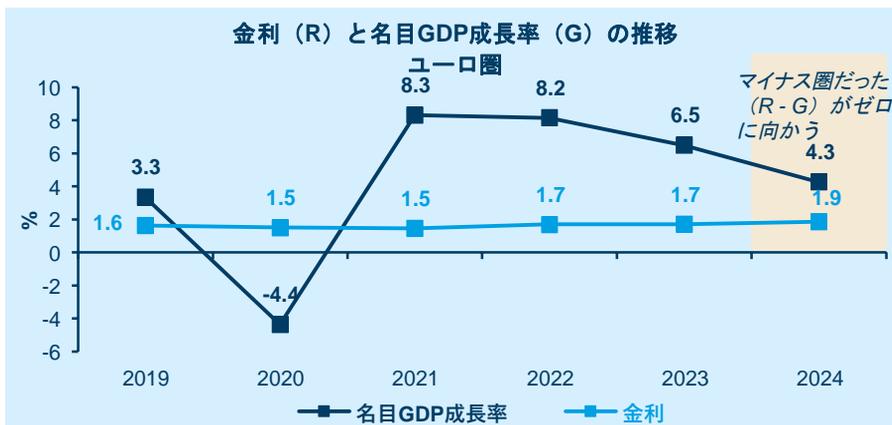
低成長の環境下では、政府の予算枠は抑制される。実際、高債務国にとって、債務に関する実質金利の上昇は債務返済コストを増加させ、他のすべての条件が同じであれば、債務残高対GDP比率の上昇につながる。確かに、ユーロ圏諸国の財政は、インフレの助けによる税收の回復と、支援措置の緩やかな解除で、2023年に改善し始めた。そして、財政再建は2024年にさらに強化される。景気循環調整後のプライマリーバランスの変化をベースに考えると、財政への影響は2024年にGDPの-0.3%から-0.85%に上昇すると推定される。

成長率の変動が常にこれほど好ましい動きになると限らない。

金利とGDP成長率の差は $R(\text{金利}) - G(\text{成長率})$ と表記され、これは現在、欧州ののすべての国でまだマイナスだが、ゼロに近づいている。この単純な指標には、予算制約の厳しさが要約されている。R-Gがゼロに等しい場合、債務/GDP比率の変動は単純である。政府が基礎的財政赤字を計上すれば債務比率は上昇し、黒字を計上すれば債務比率は低下する。

ユーロ圏のほとんどの国は現在、基礎的財政赤字を抱えている。国債の借り換えが進むにつれて、国債の平均金利（実効金利）はより高い長期市場金利を反映することになる。予算の制約は必然的に厳しくなり、R-Gは（弱い成長、デysinフレ、債券利回りの上昇により）再びプラス圏に転落する恐れがある。

欧州の財政は持続可能ではあるが、その脆弱性は、特に最も債務が重い国々においては、時間とともに増大する。公的債務が安定しない可能性は高まっている。今、雨の日に備えて財源を補充し、優先的な支出を維持するために資源を再配分することが必要である。この調整は、過度に景気刺激的な財政措置を避けることで、非常に緩やかに行わなければならない。



出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、アメコ。データは2023年12月現在。



新たな財政ルール：ダモクレスの剣（絶え間なく、差し迫っている危険のこと）がグリーン・トランジション向けの資金調達への障害となる

新たに合意された財政ルールは特に複雑で（下記参照）、当初の目的からはかけ離れている。この複雑さは、当初は相反する立場にあった政府間の妥協の結果である。とはいえ、旧規則に比べれば一歩前進ともいえる。主な目的は、政府に説明責任を課し、改革と投資の促進を促すことである。このルールが適用されるのは2025年からであるが、これに参加する政府は、より大きな柔軟性という恩恵を受けることになる。

さらに、2024年にEDP（超過赤字国債発行手続き）に入る国（フランスやイタリアなど）への急激で厳しい調整を避けるため、2025-27年の構造赤字の計測において、債務にかかる金利負担の増加は考慮しないことが合意された。従って、当該期間の予算削減は抑制される見込みである。

新たな財政ルールの有効性や成長への影響を判断するのは時期尚早ではあるが、グリーンおよびデジタル移行に必要な莫大な投資（欧州委員会によれば年間7,000億ユーロ）とこのルールを調和させるのはかなり難しい。中央の財政能力がない以上、この新しい制度的取り決めが以前のものよりも尊重されることはないだろう。欧州委員会は現実的になる必要があるだろう。

安定成長協定の新財政ルールに関する留意点

この規則は2023年12月20日にEU加盟国によって承認された。欧州議会は今後数週間のうちにこの規則を審査する。遅くとも2024年第1四半期末までには賛成票が得られる見込みである。

4年間の予算計画

- 各国は欧州委員会（EC）と協力して4年間の予算計画を策定しなければならない。ECは、その国が成長促進改革を実施し、グリーンおよびデジタル・トランジション分野に投資する意思がある場合に限り、調整期間を4年から7年に延長することができる。
- この計画の一環として、各政府は純支出の動きを重視することを誓約する。この動きは債務持続可能性分析（DSA）に基づいており、これによってオーダーメイドの調整計画が可能になる。

財政目標

- 財政調整計画（4年または7年）の後、赤字はGDPの1.5%を超えてはならない。その目的は、いずれ来る厳しい時代のための蓄えを作ることである。
- GDP比1.5%以上3%未満の赤字国もさらなる努力が必要となる。赤字の削減は、（調整期間が4年の場合）最低でも年間GDP比0.4%、（調整期間が7年に延長された場合）最低でも年間GDP比0.25%でなければならない。
- 債務がGDPの60%以上90%未満の国は、調整期間中、債務比率を毎年0.5パーセント・ポイントずつ削減しなければならない。債務がGDPの90%を超える場合は、調整期間中平均で年1パーセント・ポイントの削減努力が必要となる。

過剰赤字の手続き

- 純支出の調整計画は、3つの基準（DSA、赤字、債務）のうち最も厳しいものに基づく。ECはモニタリングを担当する。ある国が純支出経路から1年間でGDPの0.3%以上、または調整期間全体でGDPの0.6%以上逸脱した場合、ECは超過赤字手続き（EDP）を開始するかどうかを決定する。
- 国防費は特別措置対象とされる（純支出には含まれない）。
- 超過債務手続き（年間赤字がGDPの3%を超える場合）は維持される。多くの欧州諸国（フランスやイタリアを含む）は2024年からEDPIに該当することになる。この手続きでは、調整は純支出経路ではなく、構造赤字に関連し、3%を下回るまで毎年GDPの0.5%を削減しなければならない。
- EDPを遵守しなかった場合の罰金は、GDPの0.05%に制限されており、この協定は、ECによる「名指し非難」の手段をとることで、加盟国に約束の遵守を促すことを示唆している。

メインシナリオと代替シナリオ

ダウンサイドシナリオ
世界的な景気後退

確率
20

中心シナリオ
世界経済の急減速

確率
70

アップサイドシナリオ
経済的回復力

確率
10



地政学

- 悪化するウクライナ戦争
- 中東でのエスカレーション
- さらなる保護主義

- ウクライナとロシア：戦闘継続
- イスラエル紛争は局地的にとどまる見込み
- 中国/米国：制御されながらも悪化方向
- さらなる保護主義、ニア・ショアリング／フレンド・ショアリング。

- ウクライナの情勢改善と停戦
- イスラエルとハマスの戦争終結
- エネルギー価格や食料価格の低下



インフレ
政策ミックス

- 粘着性の高いコア・インフレと金融引き締め
- 金融ストレス
- 主要金利が異なる経路をたどる以下の2つのサブシナリオ：
 - 緩やかな景気後退：インフレリスクが依然優勢となる可能性
 - 強い景気後退：早ければ2024年上半期に大幅利下げ
- 後者がより可能性が高い

- インフレは緩やかに低下、コア・インフレは高い粘着性
- 先進国中銀：春先までの利下げはなし
- FF金利は24年末までに-150bp、ECBIは-125bp。
- 大半の新興国中銀の政策金利はピークを打つ、主にラテンアメリカで金利引き下げ
- 異なる財政政策：EUの財政政策は引き締めへ。米国の財政出動は2024年に勢いを失い、中国では緩やかな財政措置

- 緩やかな金利引き下げ予想に沿ったもの



成長路線

- 景気後退がより広範囲に拡大（世界の成長率は2%を大きく下回る）

- 世界的な景気減速：欧州は非常に低位の成長（景気後退リスクが高まる）、米国は2024年前半に浅い景気後退、中国は低成長への移行が加速。
- 2024年から25年にかけての成長ギャップは依然として新興国に有利

- 循環的なディスインフレが顕著になった場合、特に欧州では2024年に潜在成長率が急速に回復する可能性



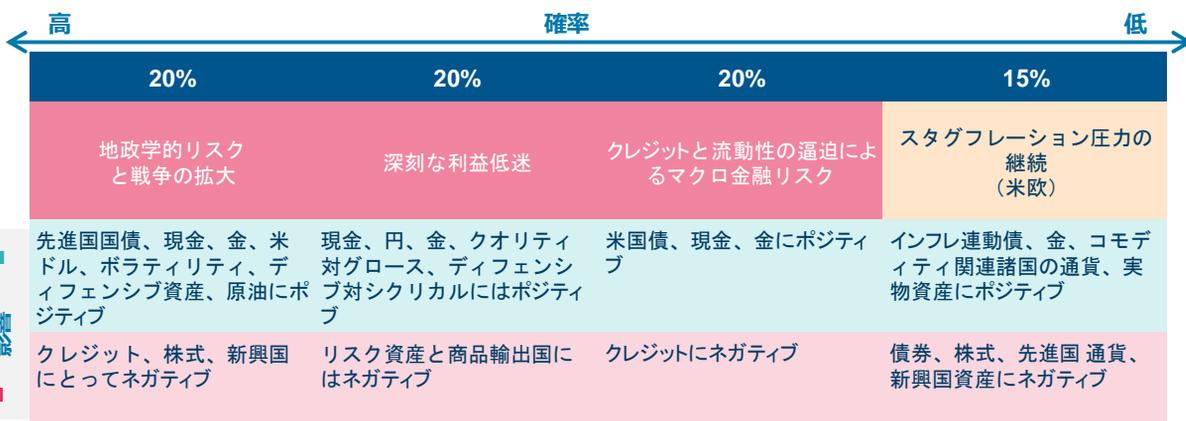
気候変動

- 先送りされる気候変動対策：サプライチェーンや食料安全保障に打撃を与える気候変動の増加

- 気候変動は成長を阻害し、スタグフレーションの傾向を悪化させる。

- 気候変動政策とエネルギー転換は最優先課題であり、地域間で調整

メインシナリオのリスク



出典2024年1月時点のアムンディ・インベストメント・インスティテュート。TIPS：財務省インフレ保護証券。FX：外国為替市場。

アムンディのアセットクラスの見通し

資産クラス		現在のスタンス	資産クラス		現在のスタンス
債券	米国債	=/+	株式	米国	-/=
	欧州中核国債	-/=		米バリュウ	+
	欧州周縁国債	=		米グロース	--
	米国投資適格債	=/+		ヨーロッパ	-/=
	欧州投資適格債	=/+		日本	=
	米国ハイイールド債	-		中国	=
	欧州ハイイールド債	-/=		中国以外の新興国	=/+
	中国国債	=		コモディティ	=/+
	新興国債券 ハードカレンシー	=/+		通貨 (米ドル対G10)	-
	新興国債券 ローカルカレンシー	=/+		その他	

凡例 -- - = + ++
 ネガティブ ニュートラル ポジティブ

出典：2024年1月10日現在のアムンディ。この表はユーロベースの投資家の見解を表しています。本資料は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の事象の予測や将来の結果を保証するものではありません。本情報は、読者が調査、投資助言、または特定のファンドや証券に関する推奨として依拠すべきものではない。本情報は厳密には例示および教育目的であり、変更される場合があります。本情報は、アムンディ商品の現在、過去または将来の実際の資産配分やポートフォリオを表すものではありません。



マクロ経済予想

2024年1月現在のマクロ経済予想

年間平均, %.	実質GDP成長率(前年比)			インフレ率 (CPI、前年比)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
先進国	1.5	0.7	1.3	4.7	2.6	2.1
米国	2.4	0.7	1.5	4.2	2.6	2.1
ユーロ圏	0.5	0.3	1.0	5.5	2.4	2.2
ドイツ	-0.1	0.2	0.7	6.1	2.4	2.3
フランス	0.8	0.5	1.1	5.8	2.8	2.1
イタリア	0.7	0.5	0.8	6.0	2.3	2.1
スペイン	2.3	1.1	1.5	3.4	2.7	2.2
イギリス	0.5	0.2	1.0	7.7	2.6	2.3
日本	1.8	1.6	1.4	3.3	2.2	1.5
新興国	4.1	3.6	3.7	5.8	5.7	4.2
中国	5.2	3.9	3.4	0.2	0.2	0.4
インド	6.9	5.8	5.9	5.7	5.7	6.0
インドネシア	5.0	4.9	4.7	3.7	3.0	3.7
ブラジル	3.0	1.7	2.0	4.6	3.8	3.6
メキシコ	3.3	2.2	2.2	5.5	4.2	3.9
ロシア	3.2	1.6	2.0	5.9	6.2	4.5
南アフリカ	0.5	1.0	1.3	6.0	5.1	3.6
トルコ	3.6	2.9	3.6	53.4	57.3	23.7
世界	3.1	2.4	2.8	5.4	4.3	3.4

中央銀行の政策金利予想, %.

	2024年1月	アムンディ 2024年第2四半期	市場コンセンサス 2024年第2四半期	アムンディ 2024年第2四半期	市場コンセンサス 2024年第2四半期
米国*	5.50	4.50	4.75	4.00	3.95
ユーロ圏**	4.00	3.75	3.38	2.75	2.45
イギリス	5.25	4.75	4.83	4.00	3.87
日本	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.19
中国***	3.45	3.25	3.40	3.25	3.25
インド****	6.50	6.50	6.35	6.00	6.00
ブラジル	11.75	10.00	9.75	9.25	9.25
ロシア	16.00	16.00	14.25	12.00	11.20

出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート。予想は2024年1月10日現在。CPI: 消費者物価指数。*: FRBの目標レンジ上限。**: 預金金利。***1年物ローンプライムレート****: レポレート。2024年第2四半期は2024年6月末、2024年第4四半期は2024年12月末。

金融市場予想

債券利回り

2年債利回り予想, %.

	2024年1月	アムンディ 2024年第2四半期	市場コンセンサス 2024年第2四半期	アムンディ 2024年第2四半期	市場コンセンサス 2024年第2四半期
米国	4.14	3.80-4.00	3.84	3.50-3.70	3.68
ドイツ	2.52	2.50-2.70	2.02	2.20-2.40	1.78
イギリス	4.16	3.60-3.80	3.63	3.40-3.60	3.49
日本	0.01	0.10-0.20	0.05	0.10-0.20	0.06

10年債利回り予想, %.

	2024年1月	アムンディ 2024年第2四半期	市場コンセンサス 2024年第2四半期	アムンディ 2024年第2四半期	市場コンセンサス 2024年第2四半期
米国	3.93	3.70-3.90	3.97	3.70-3.90	3.99
ドイツ	2.18	2.40-2.60	2.15	2.30-2.50	2.16
イギリス	3.78	3.80-4.00	3.82	3.70-3.90	3.86
日本	0.61	0.80-1.00	0.69	0.80-1.00	0.78

為替レート

	2024年1月	アムンディ 2024年第2四半期	市場コンセンサス 2024年第2四半期	アムンディ 2024年第2四半期	市場コンセンサス 2024年第2四半期
ユーロ/米ドル	1.10	1.09	1.10	1.15	1.12
ユーロ/円	158	153	154	155	153
ユーロ/英ポンド	0.86	0.88	0.88	0.88	0.88
ユーロ/スイスフラン	0.93	0.95	0.97	1.02	0.98
ユーロ/NOK	11.35	11.62	11.32	11.65	11.00
ユーロ/スウェーデンクローネ	11.20	11.46	11.30	11.58	11.20
米ドル/円	144	141	140	135	135
豪ドル/米ドル	0.67	0.65	0.67	0.70	0.70
NZD/USD	0.63	0.60	0.62	0.63	0.64
米ドル/人民元	7.15	7.20	7.10	7.00	6.98

出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート。予想は2024年1月12日現在。



2024 Investment Outlook – Steering through turning tides

Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi’s research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Discover more of Amundi’s investment insights at www.amundi.com



ECB on hold supportive for Euro credit markets and govies



The next stage of ESG evolution in the pension landscape



Outerblue Convictions – Global Investment Views: What stands out amongst the Santa Rally?



Global Investment Views – December 2023



Bond Portfolio Optimisation and Mixed Integer Programming



Outerblue Talks Research – What awaits emerging markets in 2024?

Visit us on: 

IMPORTANT INFORMATION

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 redisseminated 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 SAS and is as of 12 January 2024. 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 SAS 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 any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 12 January 2024.

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: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus – Bloomberg Creative.

Amundi Investment Institute contributors

AINOUZ Valentine,

Head of Global Fixed Income Strategy, CFA

BERARDI Alessia,

Head of Emerging Macro and Strategy Research

BERTHON Jean-Baptiste,

Senior Cross-Asset Strategist

BERTONCINI Sergio,

Senior Fixed Income Strategist

BOROWSKI Didier,

Head of Macro Policy Research

CARULLA Pol,

Investment Insights and Client Division Specialist

CESARINI Federico,

Head of DM FX, Cross Asset Strategist

DHINGRA Ujjwal,

Investment Insights and Client Division Specialist

DI SILVIO Silvia,

Cross Asset Macro Strategist

DROZDZIK Patryk,

Senior EM Macro Strategist

GEORGES Delphine,

Senior Fixed Income Strategist

GIAUSA Gabriele,

Junior Macro Strategist

HERVÉ Karine,

Senior EM Macro Strategist

HUANG Claire,

Senior EM Macro Strategist

MIJOT Eric,

Head of Global Equity Strategy

PORTELLI Lorenzo,

Head of Cross Asset Strategy, Head of Research at Amundi Italy

PRADHAN Mahmood,

Head of Global Macroeconomics

ROSENBERG Anna,

Head of Geopolitics

USARDI Annalisa,

Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Senior Sovereign Analyst

Chief editors

DEFEND Monica,

Head of Amundi Investment Institute

MORTIER Vincent,

Group Chief Investment Officer

Editors

BERTINO Claudia,

Head of Amundi Investment Insights & Publishing

FIOROT Laura,

Head of Investment Insights & Client Division

Deputy editors

PANELLI Francesca,

Investment Insights & Client Division Specialist

PERRIER Tristan,

Macroeconomist and Investment Insights Specialist

GALLARATE Gianluca,

Investment Insights & Publishing

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、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。

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