



2024年2月

# クロス・アセット・ インベストメント・ストラテジー

今月のトピック

日本株：2023年のトップパフォーマーは2024年  
においても引き続き魅力的な投資対象

Trust  
must be earned

Amundi  
ASSET MANAGEMENT



# 日本株：2023年のトップパフォーマーは2024年も引き続き魅力的な投資対象

**重要ポイント:** 日本市場を3つの重要なポイントがサポートしている：1) 利益の回復、2) 東京証券取引所による企業の資本効率改善への強いインセンティブ、3) デフレからの脱却の3つが市場の見直しを後押ししている。これらのポジティブな論点に対するリスクは、主に為替、特に円高に関連している。したがって、外国から日本への投資においては、2024年に円ヘッジを行わないことが魅力的な選択肢となりうる。



**Eric MIJOT**

Head of Global Equity Strategy - Amundi Investment Institute



**Claire HUANG**

Senior EM Macro Strategist - Amundi Investment Institute



**Federico CESARINI**

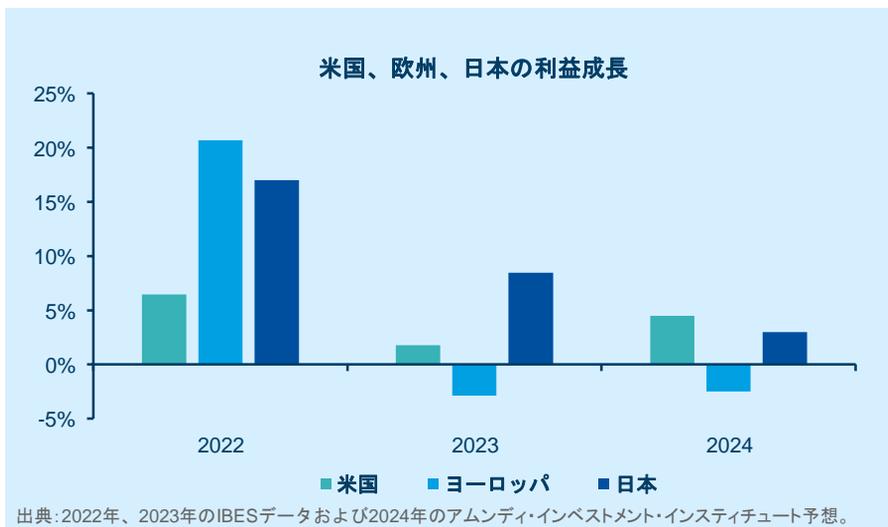
Head of DM FX - Amundi Investment Institute

## 日本株の復活

日本の株式市場は、配当を含むトータル・リターンで見ると、すでに過去最高水準にあり、配当を含まないプライス・リターンで見ても約34年ぶりの高水準にある。TOPIXはMSCI ACWIの+20%に対し+25%の上昇となり、2023年にはトップ・パフォーマーの一角を占めた。ここまでの堅調なパフォーマンスが2024年にも同等の強さで再現される可能性は低いが、市場の見直しは依然として良好である。

アムンディは、依然、ポジティブな姿勢を支持する論拠があると考えている：

- 第一に、日本市場の収益成長は依然として魅力的である。2022年と2023年には米国市場を上回り、欧州市場よりも変動が少なかった。2024年については、IBESのコンセンサス予想（+7.6%）はMSCI ACWI（+10%）を下回っているが、他の市場（特に日本を除く太平洋市場）と異なり、TOPIXの予想は定期的に上方修正されている。2023年の米ドルに対する円の平均為替レートが6.9%、円安に振れたことは、市場パフォーマンスのプラス要因であった。一方で、2024年に、さらに円安が進むことは困難であり、2023年よりも収益成長率が鈍化する可能性が高い。しかし、国内経済成長は引き続き堅調である。2023年の+1.8%に対し2024年は+1.6%と、現在の成長率前後で安定する一方、世界経済の成長はさらに鈍化するだろう（2023年の+3.1%に対し2024年は+2.4%）。
- 第二に、東証が2023年3月に導入した改革が、2024年もプラス効果を生むだろう。2025年3月までに、PBR（株価純資産倍率）1倍未満の企業（東証の試算では、PBR1倍未満の企業は43%、米国は5%、EUは24%）に改善策の実施を促すのが狙いだ。つまり、自社株買いだけでなく、株主資本利益率（ROE）を向上させる必要が生じている。



## 今月のトピック



「リスクがないわけではないが、日本株は再評価の過程にある。」

2024年1月中旬、東証はすでに対策を講じた660社の社名を公表した。

- 最後の3つ目のポイントであるが、日本市場の再評価の動きは継続する見込みだ。理論的には、東証改革は市場の再評価にポジティブに働く。長い間、日本のPERの均衡水準にネガティブに作用してきたデフレ環境の終焉は、2023年のパフォーマンスの重要なファンダメンタル要因となっている（PERの修正は、MSCI日本のトータル・リターンパフォーマンスへの寄与率は77%）。市場のPERは現在、12ヵ月フォワード収益において、過去12年間の平均であるの約14倍まで回復している。今春の賃金交渉で2年連続の賃上げが見込まれていることから、ここでデフレ脱却のシナリオが確認され、市場が近年の平均を上回る水準を継続する可能性は十分にありそう。

こうしたポジティブな議論に対するリスクは、主に円の為替レートに関連している。2024年に世界株式のボラティリティが大きく上昇し、キャリートレードの巻き戻しが促進されるような円高が進行すれば、現地通貨(円)建ての日本株式のパフォーマンスは低下しよう。円高は企業利益を圧迫し、他の条件がすべて同じであれば、インフレ率の上昇プロセスを遅らせ、同時にバリュエーションの重荷にもなるだろう。円建て資産に投資する海外株式投資家にとって、2024年に円ヘッジを行わないことは魅力的な選択肢となりうる。

## 日本のマクロ経済環境と通貨シナリオ

日本は、輸出サイクルと企業設備投資のリショアリングからのサポートを受け、不安定ながらもトレンドを上回る成長が予想される。リショアリングは、堅調な収益、高い設備稼働率、労働力不足に支えられている。民間消費は、賃金と物価の動向が改善の兆しを見せていることから、緩やかな回復基調が続くだろう。

1月の新コアCPI（生鮮食品とエネルギーを除く）は前年同月比3%と、夏のピーク時の同4.3%からさらに低下した。インフレ期待と基調的なインフレ指標は緩やかになっており、インフレ圧力の低下を示している。重要な問題は、この動きが日本を再びデフレに導くかどうかである。アムンディは、そのようには考えておらず、2024年第4四半期と2025年のコアCPIインフレ率は年率1.5%前後の上昇になると予想している。

## マクロ経済

アムンディの予想に反して、日銀は1月にマイナス金利政策を変更しなかった。日銀は、いざ数十年に一度の金融政策正常化の機会を捉えるだろうが、アムンディは、利上げサイクルが始まるわけではないという意味で、0%がターミナル・レートになるとの見方を維持している。

日銀には、まだ、政策変更の最適なタイミングを選定する余地があるが、他の主要国中銀による政策緩和が近いうちに予想されるため、5月以降になると、今の理想的な条件が狭まっていく可能性が高い。実際、植田総裁は3月の政策転換の可能性を否定しなかったため、3月と4月のいずれかで利上げが実施される可能性が高いと考えられる。

日銀は1月の「経済・物価情勢の展望」で、物価安定目標達成に向けて、基調的な消費者物価上昇率が緩やかに上昇すると引き続き予想した。さらに、日本銀行は「この見通しが実現する可能性は引き続き徐々に高まっている」とし、10月の見通しを上方修正した。

## 中央銀行

ファンダメンタルズの観点では、日本円のトレンドはここから上昇すると思われる：

1. 購買力平価モデルは、現在、円が米ドルに対して40%以上の割安となっていることを示唆している。
2. 日本の貿易収支や商品交易条件の相対的な改善にも関わらず、円は安くなっている。

しかし、ファンダメンタルズへのキャッチアップには通常トリガーが必要であり、日本円の取引にとっては、投資家によるキャリー・ポジションの解消がこれにあたる可能性がある。日銀が実質的な利上げサイクルに入るとは思えないため、アムンディは、米国の金利とグローバルでの成長の行方が、為替レートにとって重要であるとの見方を維持している。米国の景気減速が顕著になるという中心シナリオでは、米ドル円は2024年末に135円に達すると見ているが、米ドルの金利サイクルが依然として主要な役割を果たしているため、緩やかで、直線的ではないプロセスが予想される。より持続的で広範な円高には、より顕著な成長ショックが必要であろう。

## 通貨為替

# 中心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  
世界経済の成長鈍化

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／紅海における紛争の拡大
- 保護主義が強まり、それに対する報復も強まる。

- ウクライナとロシア：戦闘継続
- イスラエル紛争は局地的なものに留まる見込み、新たな一時休戦の可能性が高い
- 中国/米国：管理された中での悪化トレンド
- 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

- ウクライナの情勢緩和／停戦
- イスラエル・ハマス戦争の終結
- エネルギー／食料価格の低下



インフレ  
政策ミックス  
政策ミックス

- 粘着質なコアインフレは金融引き締めにつながる。
- 経済的ストレス。
- 主要金利が異なる経路をたどる2つのサブシナリオ：  
緩やかな景気後退：インフレリスクは依然として継続する可能性  
深い景気後退：早ければ2024年上半期に大幅利下げ。後者の可能性が高い。

- インフレは徐々に低下するものの、コアインフレの粘着質は継続、目標への接近は2024年末
- 先進国中銀：現状維持、春先までの利下げはなし
- 24年末までにFED、125bp、ECBは125bpの利下げ見込み、2024年6月まで利下げはなし
- ほとんどの新興諸国の中銀の金利はピークに達した。一部の国、特にラテンアメリカでは利下げが予想される。
- 各国で大きく異なる財政政策、EUの財政政策は引き締め、米国の財政刺激策（IRA、CHIPS法）は2024年に勢いを失う。新興国の財政余力は慎重姿勢の中で制約を受ける。中国では減速を抑えるために緩やかな財政措置がとられる。

- 漸進的な金利引き下げ予想に沿ったものとなる



成長路線

- 景気後退の見通しがより広範に拡大（世界の成長率が2%を下回る）。

- 世界的に景気が減速する中、国ごとに大きな乖離が生じる：欧州の成長は極めて低調（上半期には景気後退のリスクが高まる）、米国の景気は大幅に減速（第2四半期から第3四半期）、中国は著しい減速と低成長体制への急速な移行。
- 2024年から25年にかけても、成長格差は依然として新興国にポジティブ

- サイクル上のディスインフレが顕著になった場合、特に家計貯蓄が豊富な欧州では、2024年に予想より早く潜在成長率まで回復する可能性
- IMFまたはECBタイプのシナリオ



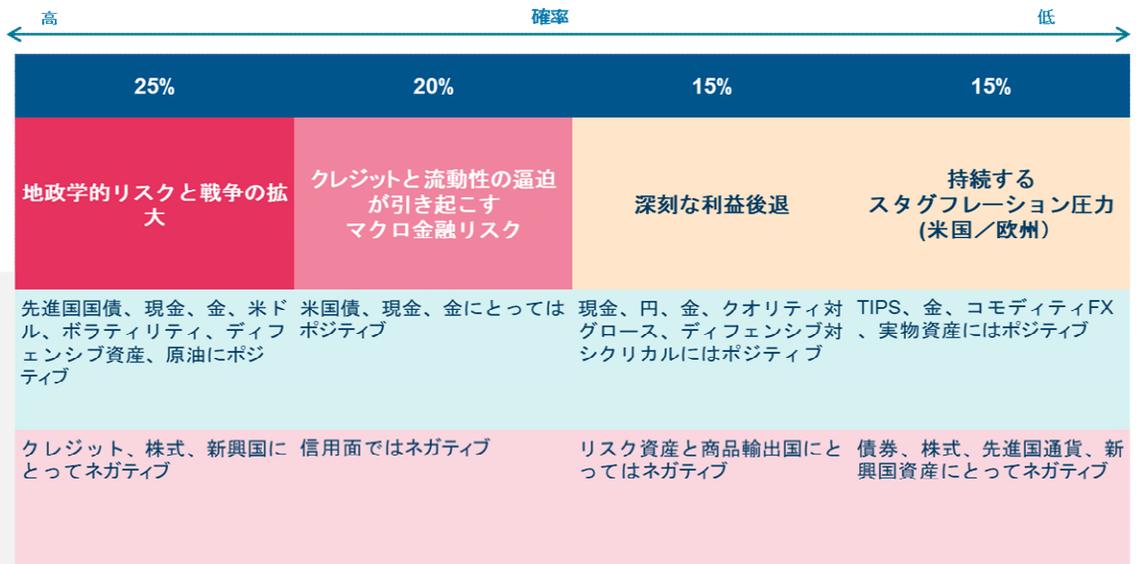
気候変動

- 気候変動対策は先送りされ、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がさらに増加

- 気候変動は成長を妨げ、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、地域間で調整されている。

## 中心シナリオのリスク

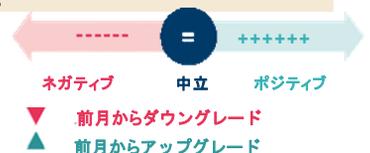


+ 市場の機会  
- リスク

# アムンディのアセットクラス見通し

	資産クラス	現状	前月比	理由・背景
株式	米国	-/=		業績予想が楽観的過ぎるうえ、市場が割高なバリュエーションを無視しているため、上昇を強く期待する理由は見当たらない。アムンディは適切なバランスを維持する。
	米国バリュエーション	+		アムンディは長期的にはバリュエーション優位の流れが続くと考えており、近いうちに、ソフトランディングが実現すれば上昇に向かう見込み。知的財産や安定したマージンが期待できる高クオリティの銘柄も選好先に加えている。
	米国グロース	--		大型株やハイテクを含む一部の市場セグメントではバリュエーションが高くなっており、市場に流動性不安が生じれば、より大きな影響を受けるだろう。
	欧州	-/=		金利面の好材料はすでに織り込み済みだが、バリュエーションは相対的に良好。アムンディは、パーベル・スタイルを維持し、回復力のある消費財、銀行、資本財セクターに注目している。
	日本	=/+	▲	国内ではサービス業が回復しており、企業改革や賃金交渉も進んでいる。
	中国	=		最新のインフレ指標により、デフレ・リスクと消費への警戒感が高まっている。しかし、中国が低成長ながらも持続可能な成長モデルに向かっていることに変わりはない。
	中国以外の新興国	+	▲	中国以外の新興国の成長は、国ごとの要因による部分もあるが、特にアジア（インド、インドネシアの堅調な消費）とラテンアメリカにおいて、堅調を維持すると思われる。
債券	米国国債	=/+		景気減速を背景とした魅力的なリスク・フリーでの利回りを考慮し、ややポジティブとしている。しかし、市場が中銀の政策に注目していることを考慮し、アクティブかつタクティカルな姿勢を維持する。
	米国投資適格債	=/+		このセグメントの企業は借り換えニーズが低いいため、利回り上昇による波及効果はまだ限定的。アムンディは引き続き選別を意識し、非金融より金融を選好する。
	米国ハイイールド債	-		CCC格のような低格付けの銘柄でデフォルト状況は悪化しており、アムンディは引き続き慎重なスタンスを維持する。クオリティの格差はますます顕著になっている。
	欧州国債	-/=		欧州中央銀行の抑制的な政策はディスインフレに寄与しているが、ディスインフレの進捗ペース、賃金交渉、中東発で顕在化するサプライチェーン・リスクには警戒する。
	欧州投資適格債	+	▲	堅固なファンダメンタルズ、魅力的な相対バリュエーション、堅調なプライマリー市場（魅力的な利回り）を勘案し、アムンディはポジティブな姿勢を維持している。アムンディは、銀行、BBB格付け、中期満期債に注目している。
	欧州ハイイールド債	-/=		金利上昇の企業への影響はまだ限定的と見られるが、逼迫した状況が重荷となっている。消費財、ハイテクには慎重だが、銀行には選別しながら対応。
	中国国債	=		低インフレ率の見通しはポジティブで、分散効果も期待できるものの、状況はまちまち。デレバレッジの取り組みについては引き続き警戒する。
	新興国債券ハードカレンシー	=/+		ハードカレンシー債は米金利低下の恩恵を受ける見込みだが、魅力的なバリュエーションを考慮し、投資適格債よりもハイイールド債に妙味があると考え。アムンディは、健全な財政力を持つ企業や国を選好する。
	新興国債券現地通貨建	=/+		FRBによる利下げが間もなく始まると予想されるなか、アムンディは、ラテンアメリカにポジティブであり、アジアとEMEAにもポジティブだが、選別に注意している。
その他	コモディティ			石油需要は底堅いものの、上半期の供給不足は小幅にとどまると予想されるため、当四半期のプレントは85ドル/バレル前後までの小幅な上昇に留まるとみられる。しかし、この予想へのリスクは、バイデン大統領が、選挙の年を意識し、米国の供給を増加させるケースである。
	通貨為替			FRBによる利下げが過度に市場に織り込まれているため、タクティカルにはドル高となる可能性がある。しかし、世界の成長状況がより明確になり、FRBによる金融緩和が始まれば、米ドル安の可能性があると見ている。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年1月現在、ユーロベースの投資家に対する見解。本資料は、特定の時点における市場環境を評価したものであり、将来の事象の予想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ではありません。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、アムンディのプロダクトの現在、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2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	1.6	1.0	1.1	4.7	2.6	2.1
米国	2.5	1.4	1.0	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	2.5	2.3
日本	1.8	1.6	1.4	3.3	2.3	1.5
新興国	4.2	3.7	3.7	5.8	5.4	4.1
中国	5.2	3.9	3.4	0.2	0.2	0.4
インド	6.9	5.8	5.8	5.7	5.5	6.1
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	3.7	3.6
メキシコ	3.3	2.2	2.2	5.6	4.3	4.0
ロシア	3.2	1.6	2.0	6.0	6.3	4.5
南アフリカ	0.5	1.0	1.3	5.9	4.7	3.5
トルコ	3.6	2.9	3.6	53.4	58.4	29.1
世界	3.1	2.6	2.7	5.4	4.2	3.3

## 中央銀行の公定歩合予想, %.

	2024年2月	アムンディ		コンセンサス	
		2024年第2四半期	2024年第2四半期	2024年第2四半期	2024年第2四半期
米国*	5.50	5.00	4.69	4.25	3.90
ユーロ圏**	4.00	3.75	3.30	2.75	2.48
イギリス	5.25	4.75	4.80	4.00	4.04
日本	-0.10	0.00	0.02	0.00	0.14
中国***	3.45	3.25	3.06	3.25	3.02
インド****	6.50	6.50	6.35	6.00	6.00
ブラジル	11.25	9.70	9.75	8.75	9.00
ロシア	16.00	16.00	14.40	12.00	11.15

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2月12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。

予想

# 金融市場予想

## 債券利回り

2年債利回り予想, %.

	2024年2月	アムンディ 2024年第2四半期	フォワード・レート 6ヶ月後	アムンディ 2024年第2四半期	フォワード・レート 12ヶ月後
米国	4.24	3.80-4.00	3.82	3.50-3.70	3.66
ドイツ	2.49	2.30-2.50	2.00	1.90-2.10	1.74
イギリス	4.25	3.60-3.80	3.66	3.40-3.60	3.57
日本	0.09	0.10-0.20	0.13	0.10-0.20	0.15

10年債利回り予想, %.

	2024年2月	アムンディ 2024年第2四半期	フォワード・レート 6ヶ月後	アムンディ 2024年第2四半期	フォワード・レート 12ヶ月後
米国	3.95	3.70-3.90	3.92	3.70-3.90	3.94
ドイツ	2.21	2.20-2.40	2.14	2.00-2.20	2.14
イギリス	3.80	3.80-4.00	3.83	3.70-3.90	3.87
日本	0.71	0.80-1.00	0.81	0.80-1.00	0.91

## 為替レート

	2024年2月	アムンディ 2024年第2四半期	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	コンセンサス 2024年第2四半期
ユーロ/米ドル	1.08	1.08	1.10	1.14	1.12
ユーロ/円	160	154	155	154	152
ユーロ/英ポンド	0.85	0.87	0.87	0.88	0.88
ユーロ/スイスフラン	0.94	0.95	0.96	1.01	0.98
ユーロ/ノルウェー・クローネ	11.40	11.28	11.20	11.39	11.00
ユーロ/スウェーデン・クローナ	11.28	11.37	11.20	11.48	11.10
米ドル/円	148	142	141	135	136
豪ドル/米ドル	0.65	0.65	0.68	0.70	0.70
ニュージーランド/米ドル	0.61	0.60	0.62	0.63	0.64
米ドル/人民元	7.19	7.10	7.14	7.00	7.03

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2月7日現在。

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

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus – pongnathee kluaythong

### 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*

**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