



2023年

12月

## アムンディ 2024年の投資見通し

クロス・アセット・インベストメント・ストラテジー特別号

### 潮目の変化に、どう対応するか？

Trust  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# 2024年に向けてのCIOが考える10ポイント

1

## 2024年前半での米国の景気後退を前に、世界の経済成長の潮目が変わる

中東危機が局地的な紛争に留まると仮定すれば、先進国市場の減速を主因として、世界経済の成長見通しは低下すると予想する。米国では、金融引き締めによって消費と景況感が悪化するため、前半に景気後退に転じるだろう。ユーロ圏の成長は、臨時的な財政措置の解除にも関わらず、家計の可処分所得が健全であるため、緩やかプラス成長の継続を予想する。日本の成長は、緩やかながらも、潜在成長率を上回ると予想する。

2

## 新興市場は底堅いが、分断化が進み、投資フローではアジアが強い

大規模なリアロケーション、フレンド/ニアショアリング、サプライチェーンのリスク回避、そしてネット・ゼロやテクノロジー・トランジション/トランスフォーメーションにより、引き続き投資はアジアに向かう見込み。旺盛な内需と投資を背景に、インドの経済見通しは依然明るい。中国では、構造トランジションとデレバレッジが進み、GDP成長率は2025年の目標である3/3.5%まで減速しよう。

3

## インフレは引き続き緩やかだが、中央銀行は警戒を継続

大きなエネルギー・ショックがない限り、需要の減退により、インフレ率は2024年末までに中銀の目標に収束するであろう。先進國中銀は、インフレがさらに抑制されるまで、前半はタカ派的なポーズを取り続ける一方、新興國中銀には利下げ余地がある。無秩序なエネルギー・トランジションと世界的な再編成（地域紛争、保護主義的措置の強化、予期せぬ気候変動）の時代にあって、インフレ・リスクは依然として上向きに傾いている。

4

## グリーン・トランジションへの資金調達が財政政策の主要ターゲット

エネルギー・トランジションに向けた投資は、各国政府が財政規律を取り戻そうとしている中で、財政余地の厳しく制約されるものの、引き続き継続される見込み。ユーロ圏では、NGEU（次世代EU）資金の放出が加速している（これまでのところ、これらの資金の30%未満しか割り当てられていないが）。米国では、優遇措置（IRAとCHIPS法）から投資が増加しようが、消費の減速を相殺するには十分ではないと思われる。日本もグリーン・トランジション政策で同様の措置を実施すると予想される。

5

## 2024年に起こる地政学的再編成

世界秩序に対する新たな課題が浮上するなか、多くの国々は個々のニーズを優先し、自国のポジショニングを向上させ続けるだろう。2024年は、過渡期として、緊張とプロテクション主義が高まる年になると予想され、アジアの新たなサプライ・チェーン・ルートを中心に位置する国々だけでなく、例えば、ラテン・アメリカのような天然資源に恵まれた国々も恩恵を享受することになるだろう。



「2024年の投資の柱は、長期投資、クレジット、新興国債、配当からのインカム、アジアの成長追求、構造的テーマの活用になるだろう。」



6

低成長／インフレ低下シナリオでは株式60%/債券40%のポートフォリオでの分散投資のリターンは回復する見込みだが、ボラティリティ上昇に注意

バリュエーション格差の拡大と過剰流動性の枯渇は株式ボラティリティの上昇につながるであろう。成長率とインフレ率の低下により、債券と株式の相関が負に戻り、クロスアセット戦略が恩恵を受ける可能性がある。ヘッジファンド（特にマクロと債券）によって、伝統的な分散投資をさらに強化できる可能性がある。金は地政学的リスクからのプロテクションを提供し、一部のコモディティはインフレヘッジとなろう。

7

金利がピークに達する中、債券はキングである

高水準の債務と中央銀行のバランスシートの正常化は、市場がより多くの債券供給を吸収しなければならないことを意味する。利回りは、ここ数年での最高水準にあり、ポートフォリオのインカム・エンジンを積み直そうとする長期投資家を惹きつける可能性がある。クオリティの高いクレジットを選好するだけでなく、デュレーションを長期化することは、2024年に向けて、重要なカギとなるだろう。米国のハイールド債は、前半にはリファイナンス・コストの高さに圧迫される可能性があるが、後半期に金融環境が緩和すれば回復する可能性がある。ユーロのハイールド短期債は前半で、すでに魅力的な水準にある。来年は米ドル安が予想されるため、為替管理もカギとなる。

8

株式では、まずディフェンシブ性とクオリティ・バリューを重視し、緩和サイクルが始まったら、景気循環的な市場やセクターを重視する

米株市場の上昇を牽引してきたのはごく少数の銘柄であるため、集中リスクは高い。2024年に向けては、米国と日本のバリュー、およびグローバルで配当が持続可能な銘柄を選好する。その後、欧州など、よりシクリカルな市場やセクターに向かう。エネルギー・トランジション、ヘルスケア、資本配分、AIが株式市場の注目テーマとなる。

9

新興国債券は、金利とインフレがピークに達したことで、今後、価格上昇の見込み、株式ではアジアに注目

FRBによる利下げと米ドル安の可能性は新興国資産にとって好材料となろう。年初は、ハード・カレンシー債が選好され、FRBの方向転換が近づけば現地通貨建て債券に注目が移ろう。特にアジアには政策対応の余地があり、構造的なストーリーのある国（インド）を選好する。

10

ESG投資はネット・ゼロに焦点を当て、支持を集めているテーマを探るべき

エネルギー・トランジションは依然として最重要課題である。民間セクターが重要な役割を果たすことで、新興国への投資が加速すると予想される。株式では、建物の脱炭素化、食品廃棄物の削減、持続可能な農業、そして、トランジションを後押しするテクノロジーに注目している。エネルギー・トランジションに関連するインフラも政府の支援から恩恵を受けるはずである。その他のテーマとしては、クレジットにおける生物多様性、民間債務の持続可能性に連動した資金調達などがある。

2.5%

2024年の世界GDP成長率は、2023年の3%から低下すると予想されている\*。

2.9%

2024年の新興国と先進国の成長格差は2023年の2.4倍\*。

150bps

2024年に予想されるFRBの利下げ幅\*。

80%

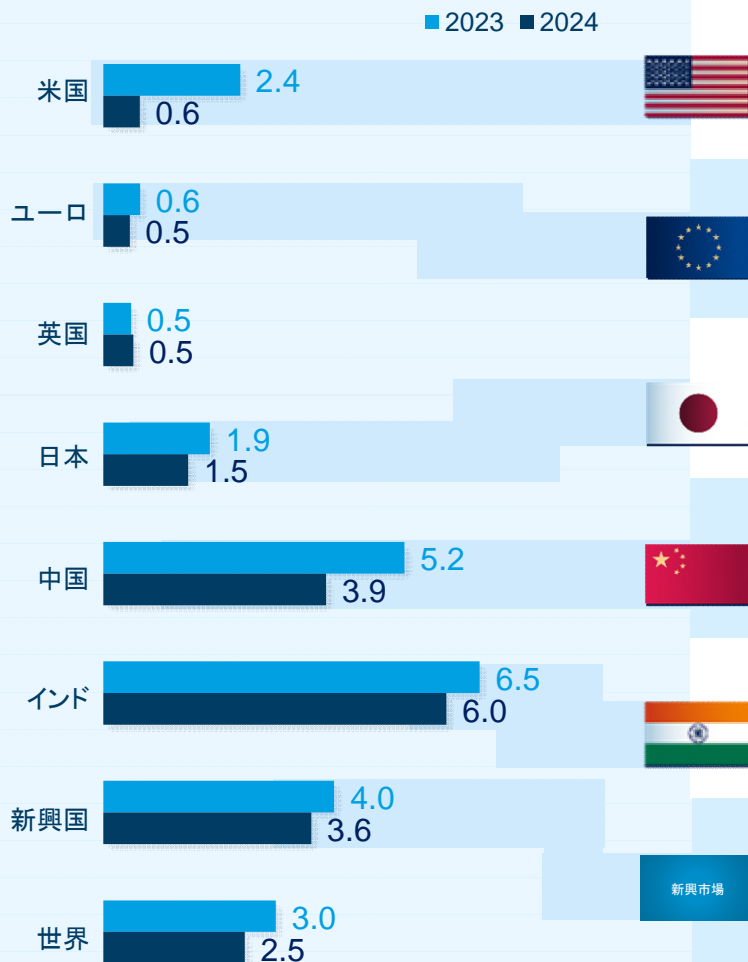
IMFによれば、2050年までに欧州と中東でネット・ゼロ・エミッションを達成するために必要な気候変動投資全体に占める民間気候変動資金の割合

\*アムンディ・インベストメント・インスティテュートの予想。



## 成長の鈍化と乖離

アムンディ・インベストメント・インスティテュート2023年10月31日時点の予想  
(実質GDP成長率、年率)



### 選挙の年の米国

- 2024年前半は緩やか景気後退
- インフレ率は3%以上が継続
- ⚠️ **インフレ率の上昇**

### 世界的な景気減速の中でのユーロ圏

- 伸び悩み
- インフレ率は目標まで低下
- ⚠️ **低成長と財政手段の欠如**

### 日本：インフレの再来

- トレンドを上回る成長
- 緩やかな基調インフレ
- ⚠️ **インフレ長期化**

### 中国：低成長のパラダイム

- デレバレッジが緩和政策を上回る
- 低インフレ
- ⚠️ **不動産、安定せず**

### 潜在能力を上回る成長

- 景気循環の軟化と健全な政策ミックスと国政選挙
- ⚠️ **原油価格の上昇**

### 乖離が大きな新興国

- 新興国の成長は鈍化する見込みではあるが、緩やかな回復の余地あり
- インフレ率
- ⚠️ **供給サイドの混乱**

## 中央銀行：ハト派への転換時期を見極める

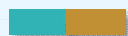


FED

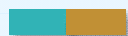
最近の債券市場主導の引き締めりに金融政策のラグ効果が追加

インフレ率は目標に向かい、前半には浅い景気後退が予想される中、FRBのサイクルは来年半ばに転換する可能性がある（最初の利下げは5月か6月）。

2024年、FRBの量的引き締めは継続するものの、合計で150bpの引き下げを行うと予想する。



インフレ率は急低下したが、金融政策の効果の大半は、まだ、これから。



ECBのサイクルは、現在および予想されるマクロの悪化とインフレ率の低下により、来年半ばに転換する可能性がある（最初の引き下げは6月）。



ECBはバランスシートの縮小は継続するが、2024年に合計で125bpの引き下げを実施すると予想する。



ECB





# 成長、インフレ、金融政策の潮目の変化



2024年、経済政策と金融政策の見通しの潮目が変わるであろうが、財政政策は依然エネルギー・トランジションにあたっており、抑制的なインテグレーションとなる可能性（下表参照）。

## 成長トレンドが低下する中での大きな乖離

世界経済の成長は徐々に低下、インフレ率は緩やかになるものの、中央銀行の目標を上回り続けると予想する。アムンディは、これを、乖離が拡大する中での分断化見通しと呼んでいる。

米国は、タイトな金融環境が消費者と企業に影響を及ぼし始め、前半には景気後退に直面すると予想される。後半には、成長率は潜在成長率を下回るものの、安定化し、インフレ率は目標に近づくと予想する。ユーロ圏では、すでに引き締めが進んだ金融政策に加え、財政政策が徐々に抑制的になるため、成長率は低水準にとどまろうが、国ごとの乖離が拡大する見込み。中国では、低成長（2025年までに3%超）への構造的なシフトが進行しており、財政刺激策も追加的に実施されようが、全体像は変わらないであろう。このような分断化見通しの中で、インドは新たな大国として台頭しつつある。

「エネルギーからの価格圧力は、中央銀行の判断を複雑にする可能性がある。」

## インフレは低下し続けているが、中央銀行は引き続き警戒が必要

FRBの対応は、米国の今後のインフレ率の推移次第であろうが、その結果、緩やかな景気後退になるか、あるいは、厳しい景気後退になるかが決まると思われる。アムンディの見通しは、最近の地政学的リスクは特定の地域に限定され、エネルギー価格は引き続き抑制されると想定している。しかし、エネルギー価格の高騰はヘッドライン・インフレ率に大きな影響を与えるだろう。ヘッドライン・インフレ率の上昇がサービス・インフレやコア・インフレに波及した場合のリスクは大きい。しかし、現在の金融政策は十分に抑制的であり、バランスシートの正常化が進行しているため、物価・賃金のスパイラルを防ぐことができるだろう。ユーロ圏では、弱い国内経済情勢が需要関連のインフレ圧力を低下させ、コア・インフレの動きは徐々に緩やかになるだろう。

## 財政余地が限られる中、エネルギー・トランジション政策は成長を支える一要素となろう

### 米国



### EU



### 中国



主な措置

税額控除や融資、その他の優遇措置

カーボンプライシング、電力市場改革、産業政策、国家補助、予想される新しい財政ルールにおける投資の扱い。

ソフトなインセンティブ。

政策

IRA(インフレ抑制法) CHIPS法

次世代EU (RRF) がREPowerEUに融資、55歳向け。

5カ年計画

規模

IRA : 7,500億ドルの税制・エネルギー・医療政策と、3,700億ドルのエネルギー安全保障・気候変動投資。  
CHIPS法 : 国内半導体への投資と研究開発に対し、2,800億ドルの優遇措置を講じる。

次世代EUの主な構成要素は復旧・復興ファシリティー (RRF) で、7,230億ユーロが利用可能である。  
(助成金3,380億ユーロ、融資3,850億ユーロ)。

エネルギー投資は増加  
2023年前半には1,300億ドルに達する。風力発電と太陽光発電の設備容量は、2022年の760GWから2030年には1,200GW以上に達する。

見通し

2024年  
既存の措置

総融資額の25%未満しか動員されておらず、残るは助成金2,200億ユーロと融資3,290億ユーロである。

2024年の見通しの重要ポイント

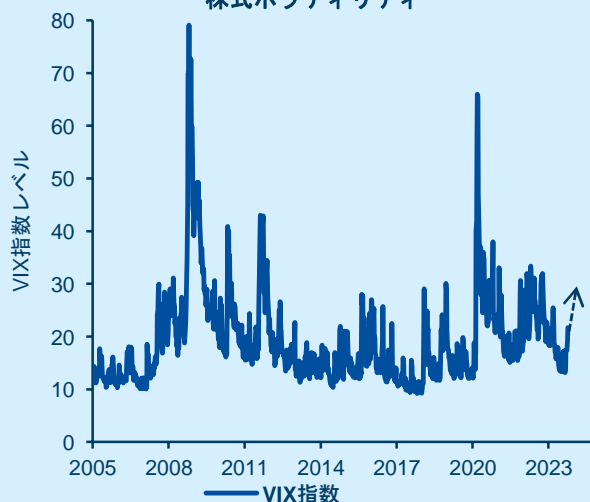
新興国市場ではディスインフレが進行している。いくつかの国、特に東欧とラテンアメリカ（特にコロンビア）では、さらなるディスインフレの余地がある程度残っている。アジアでは、一部の例外を除けば、インフレ懸念は低い。他の2つの地域では、インフレ率は中銀が設定した上限付近に留まる可能性が高い。このため、新興国中央銀行には緩和の余地はあるが、間違いが起きる余地はほとんどない。インフレ目標を達成することと、インフレが構造的に長期安定化することは別の話である。エネルギー価格や食料品価格の高騰は、これまでの穏やかなプロセスを逆行させることはないにせよ、一時的な停止につながる可能性がある。

非対称的なリスク特性を構築し、金融政策の転換期で利益を獲得

クロスアセットの観点から見ると、2024年の乖離の大きな経済見通しは、以下の通り、主に3つの意味を持つと考えられる：

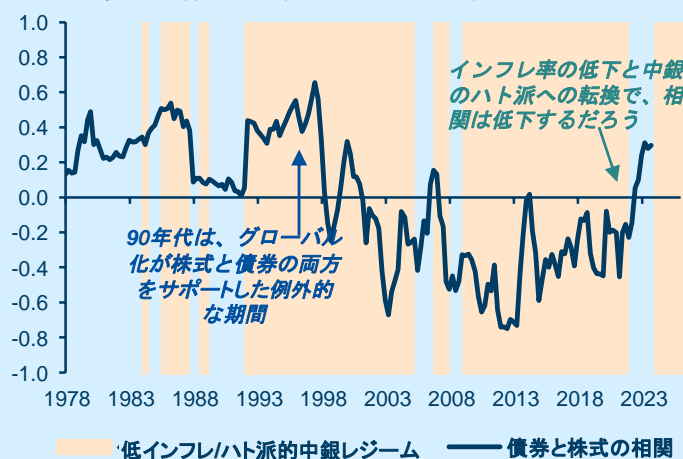
1. 投資家は、バリュエーションが割高で、世界的な景気減速に向けて適切でない価格となっている分野（米国のグロース株、シクリカル株、ハイ・イールド債）へのエクスポージャーを抑制し、FRBのピボットから恩恵を受ける可能性のあるリスク資産（新興国、欧州、一部のハイ・イールド債）へのエクスポージャーを今後徐々に増やすことで、非対称的なリスク特性を持ったポートフォリオの構築を目指すべきである。この方向性においては、2024年に向けて、（利回りがさらに上昇した場合の）ダウンサイドが限定的である一方、年内のインフレ低下とハト派的な中央銀行の発信から恩恵が見込まれるハイクオリティ債が妙味のある資産クラスとなる。短期ユーロ・ハイ・イールド債も、魅力的な利回りの中で興味深い非対称的なリスク特性を提供している。
2. 投資家は、長期構造的なテーマ（グリーン・トランジション、地政学的再編によるフレンド／ニアショアリング・ダイナミクスの推進、適切なバリュエーションを伴うイノベーション）と、国やセクターレベルで顕在化する循環的ローテーションを組み合わせるべきである。こうした中、短期・長期の両方の動きから恩恵を受ける見込みとなるのは、インド（投資サイクル、良好なEPS見通し、デジタルトランスフォーメーション、トランジション・トレンドに支えられ）、ブラジル（EPSの循環的改善、コモディティとバイオマス生産からのエネルギー・トランジションにおける潜在的勝者）、設備投資とトランジションから好影響を受けられる工業製品などである。
3. 最後に、リスク資産におけるボラティリティの上昇が目前に迫っており、相関関係も変化する可能性がある。バリュエーションの顕著な格差と過剰流動性の枯渇は、よりボラティリティの高い環境をもたらすだろうが、同時に市場はよりファンダメンタルズ主導になるだろう。このため、年初には株式には方向性が出にくい可能性があるが、リターンのバラつきが大きくなる中で、銘柄やセクターの選択余地は広がるだろう。相関の面では、過去1年間の債券と株式の相関が逆転する可能性がある。インフレ率の低下と中銀のハト派的な姿勢が強まる局面に移りつつあるが、このような局面では、過去においては、債券と株式の相関がマイナスになる傾向が見られた。したがって、株式60%対債券40%のパラダイムが復活する可能性がある。新興国市場へのエクスポージャーを増やし、実物資産やオルタナティブ資産を追加することは、長期的なリスク・リターンの可能性を高めるための戦略である一方、柔軟性、流動性、リスク管理は、投資家がこの短期的な激動の時代を乗り切るための指針となるだろう。

株式ボラティリティ



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年10月25日現在。VIX指数はS&P500のボラティリティを示す指標。

債券と株式の相関は2024年に逆転する可能性



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年10月31日現在。S&P500とブルームバーグ米国債インデックスの相関。1年相関は週次データ。低インフレとは米国CPI前年比<3%。

# 2024年の時系列での動き

## 世界経済の方向性

### 年初（出発）

ファンダメンタルズが弱まる中、世界の経済成長は鈍化

- 先進国市場では消費の低下と粘着質のインフレ並走
- 先進国中央銀行は様子見
- 中国は、経済モデルが構造的に変化する中、脆弱化が進展
- 限られた財政支援

### 年央

米国の緩やか景気後退、世界需要の低迷

- 先進国の労働市場、実質消費、投資の減速
- デイスインフレ傾向が継続
- 中央銀行は年後半に向けて金融緩和を開始

### 年末（着地）

潜在成長率以下の成長が継続

- ファンダメンタルズは弱い、消費と投資は改善傾向に
- インフレ率は中銀目標に接近
- 中央銀行は緩和サイクルに

## 時間の経過と投資の優先順位

### 2024年年初

### 2024年年末



潮目が変わる中でのダイナミックな資産配分

ヘッジを含む保守的なアロケーションから始め、オルタナティブ資産や戦略（金、ボラティリティ）に分散

徐々に株式を追加し、国債からクレジットに転換

金利がピークに到達する中での債券の魅力



デュレーションを徐々に長期化し、クオリティの高いクレジットに焦点を当て、新興国のハードカレンシー債とユーロハイイールド短期債に焦点を当てる。

FRBのピボットと米ドル安を受け、新興国現地通貨建て債を徐々に追加



株式の高い回復力に期待

2024年に向けては、配当とクオリティに重点を置いたディフェンシブな運用を続け、低ボラを追加する。地域的な分散を狙ったグローバルを選択、日米の均等配分による集中リスクの回避を考慮。

FRBが利下げに転じたら、よりシクリカルな市場に向かう。欧州、新興国、小型株へのローテーション

分断された世界における新興国の勝者



長期的な勝者（インド）、新興国全体におけるニアショアリングのストーリー、エネルギー・トランジションの勝者（コモディティ）、技術進歩（中国）に注目。



エネルギー転換と構造テーマ

ネット・ゼロに向けた対応の遅れや混乱にもかかわらず、エネルギー・トランジションは、持続可能なインフラ、水、持続可能な建物、グリーンボンドとともに引き続き注目されている。その他の長期的テーマとしては、高齢化、AI、水管理などがある。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2023年10月末。新興国：エマージング・マーケット。HC：ハードカレンシー。HY：ハイ・イールド。AI：人工知能。

## 注目すべきマクロ要因

- エネルギーコスト
- 米国労働市場の動向
- 中国のデレバレッジと景気刺激策
- 政策ミス
- 地政学的緊張
- 財政支援の縮小

## 注目すべき金融リスク

- 低成長と高インフレ
- リスク・プレミアムのリプライシング
- 債務格付け（米国／欧州）
- 一部のセクター／銘柄の極端なバリュエーション
- 信用スパイラル



# 地政学

## 2024年に入っても引き続きリスク



地政学的な再編成は2024年も継続、困難な結果となる可能性

2023年末、イスラエルとハマスの紛争が激化するなか、地政学的再編成の進行が視野に入り始めている。ロシアのウクライナへの侵攻や、米国の世界秩序に対する中国の挑戦等によって表面に出てきた亀裂は2024年も続くだろう。世界の大国間競争が激化する中、多くの国々二極化された世界に組み込まれることを拒み、各国のニーズを優先し続けるだろう。また、他の大国が台頭する中、米国とEUの影響力は減退するであろう。米国を弱体化させたいと考える国々の政権は、この脆弱性につけ入るために協力し合うであろう。米国は同盟国を近くに置こうとするだろうが、その能力は制約を受けるだろう。一方で、米国は複数の前線で軍事的支援を提供しなければならず、限界が近づいている。他方、ドナルド・トランプ氏が大統領に返り咲く可能性も、同盟国との関係を脅かす可能性がある。EUと英国が地政学的な背景を踏まえて自らを新たに位置づけようとする努力も、選挙によって妨げられる可能性がある。したがって、2024年は、移行期、緊張の高まり、保護主義の年になると予想される。

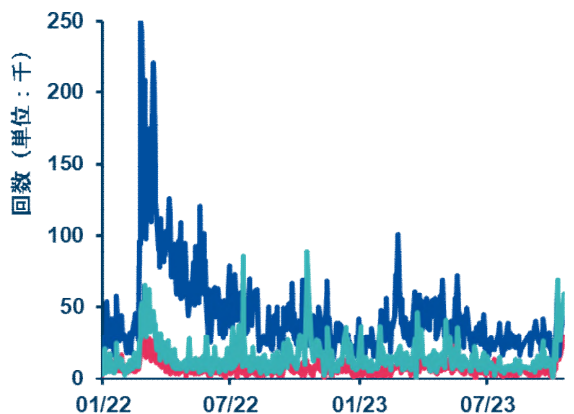
2024年の下降シナリオの確率が高い

来年の地政学的シナリオの多くには、より高い下振れリスクが存在する。現在の中東情勢が地域戦争に発展する可能性は非常に低いとするのがアムンディの中心シナリオだが（アムンディの原油に関する見方をサポート）、イランに紛争が拡大すれば、地政学的環境は悪化するだろう。台湾で予想される選挙結果（より中国に敵対的な政権）は、中国との緊張を高めるだろう。このことは、米国の選挙と、中国の予想以上に速い技術革新のダイナミクスと相まって、米中関係のさらなるネガティブ要因となる。ロシアとウクライナの戦争では、ロシアは米政権が変わることを期待して、2024年の大半は持ちこたえるだろう。

とはいえ、いくつかの期待できる点もある

ネガティブ要因の方が多いにせよ、こうした緊張の大半が来年に「沸騰」する可能性は低いであろうというのがアムンディの基本的な見方である。したがって、地政学がもたらすポジティブ面も見極める必要がある。中国やロシアから離れ、分散する必要性が高まったことから利益を得る「勝者」がいる一方で、中国が米国から離れる必要性が高まることで利益を得る「勝者」もいる。アジアの新しいサプライ・チェーン・ルートのある国々や、ラテン・アメリカの天然資源に恵まれた国々である。また、米国との新たな安全保障条約によって利益を得ている国もある。フィリピンのように、防衛以外の投資からの実入りを伴うことが多いからだ。さらに、インドなど、多極化する世界の中で新たな「極」として自国を確立し、世界的な影響力を増している国もある。米中の緊張が高まっているということは、欧州の対中投資家は米国の投資家よりも有利な立場にあるということであり、一方、中国にとっても欧州はより良い投資環境を提供している。

ロシア、イラン、中国の関係は改善しつつある  
二国間関係におけるリスク、  
地政学的センチメント・トラッカー



— 中国とイランの関係      — 中国とロシアの関係  
— イランとロシアの関係

### 2024年選挙

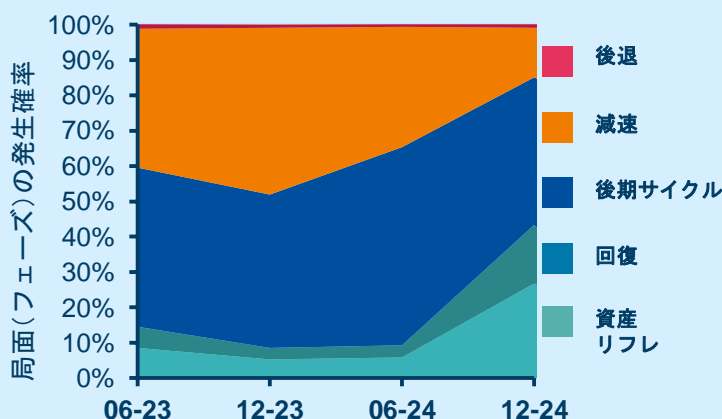
台湾	1月13日
ロシア	3月17日
ウクライナ	未定
インド	未定
メキシコ	6月2日
EU	6月6-9日
米国	11月5日
ベネズエラ	未定
南アフリカ	未定
英国	未定

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュートジオポリティカル・センチメント・トラッカー。データは2023年10月現在。スパイクは二国間関係のリスクが高いことを示す。ロシアのウクライナ侵攻後、対口関係（メディアにおけるネガティブなセンチメントのキーワードで測定）は悪化した。その後、イラン、ロシア、中国が地政学的に緊密な同盟国となったため、関係は改善した。

# 2024年のダイナミック・アセット・アロケーション

- 2024年においても、経済環境は依然として不確実性が高いと思われるが、アムンディの金融市場レジーム予想モデル（アドバンスド・インベストメント・フェイザー）は、リスク資産にとってより好ましいと「後期サイクル局面」の発生確率が、この後、高まることを示している。
- インフレについては、いずれ、より正常な水準に戻る可能性が最も高いが、2024年に入っても、しばらくはインフレが継続する可能性が高いことが示唆されており、よりインフレに強い戦略のアロケーションを強化する必要がある。

## アドバンスド・インベストメント・フェイザー

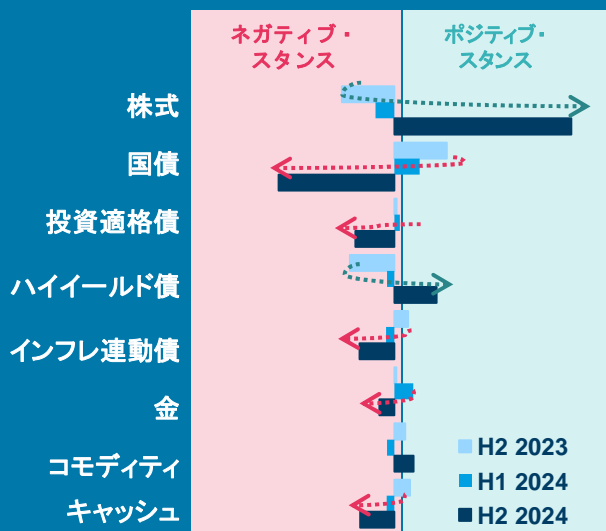


経済成長		インフレ	金融政策	レバレッジ、財務状況
GDP	一株当たり利益			
▼▼	▼▼	▼▼	▲▲	▼
▼	▼	▼▼	▲	◁▷
▲	◁▷	◁▷	◁▷	▼
▲▲	▲▲	▲	▼	▲
◁▷	▲	▼	▲	▲

## 年後半はリスク資産に好ましい循環となる可能性

- 2024年は、伝統的なディフェンシブ・アセット・アロケーション（リスク資産をショート、デュレーションをロング、金、投資適格債、キャッシュは中立）でスタート。
- 特に年初は、弱気相場とFRBのピボットに備え、よりディフェンシブなアセット・アロケーション（リスク資産のショート、デュレーションの長期化、金の追加投資、シクリカル・コモディティとインフレ連動債はのショート）とすることが重要。
- 2024年後半は、リスク志向のアセット・アロケーションを目指す。インフレ圧力にはコモディティを増やして（コモディティ・ローテーションで）ヘッジする。

## 2024年のリスク資産へのシフト



出典アムンディ・インベストメント・インスティテュート。例示のみを目的としている。成長変数（GDP、失業率、売上高、EPS）、インフレ変数（消費者物価、生産物価、単位労働コスト）、金融政策変数（M1-M2-M3、CBsG4総資産の対GDP比、政策金利、信用スプレッド）、レバレッジ変数（家計債務、公的債務、企業債務）。赤(緑)は以下を示す：成長率/インフレ率が低下（上昇）傾向、金融引き締め（緩和）、金融引き締め（緩和）。IL債＝インフレ連動債。2023年10月10日現在。

# アムンディのアセットクラスの見通し

資産クラス		2023年10月現在の スタンス	2024年前半の方向性	
株式	米国	-/=	=	ポジティブ
	米バリュー	+	+	安定
	米グロース	--	-	ポジティブ
	ヨーロッパ	-/=	=	ポジティブ
	日本	=	=/+	ポジティブ
	中国	=	=	安定
	中国以外の新興国	=/+	+	ポジティブ
債券	米国債	=/+	+	ポジティブ
	欧州中核国債	=	=/+	ポジティブ
	欧州周縁国債	=	=	安定
	米国投資適格債	=/+	=/+	安定
	欧州投資適格債	=/+	=/+	安定
	米国ハイイールド債	-	-	安定
	欧州ハイイールド債	-	=	ポジティブ
	中国国債	=	=	安定
	新興国債券ハード カレンシー	=/+	+	ポジティブ
	新興国債券ローカルカ レンシー	=/+	=/+	安定
その他	コモディティ	=/+	=/+	安定
	通貨 (米ドル対G10)	-	-	安定

凡例      --   -   =   +   ++  
             ネガティブ   ニュートラル   ポジティブ

出典：2023年11月7日現在のアムンディ。2024年 年 前半の見解の方向性は、期間中に各資産クラスに対するスタンスがどのように変化する可能性があるかを示している。





# マクロ経済予想

## 2023年11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	0.7	1.5	4.8	2.6	2.1
米国	2.4	0.6	1.6	4.2	2.6	2.1
ユーロ圏	0.6	0.5	1.2	5.7	2.6	2.2
ドイツ	-0.2	0.4	0.9	6.3	2.7	2.2
フランス	0.9	0.5	1.2	5.8	2.8	2.2
イタリア	0.8	0.5	1.0	6.3	2.3	2.1
スペイン	2.3	0.8	1.7	3.5	2.8	2.2
イギリス	0.5	0.5	1.3	7.4	2.9	2.3
日本	1.9	1.5	1.4	3.3	2.0	1.1
新興国	4.0	3.6	3.6	5.8	5.7	4.2
中国	5.2	3.9	3.4	0.4	1.1	1.6
インド	6.5	6.0	5.2	5.8	5.8	6.0
インドネシア	5.0	4.9	4.7	3.7	3.3	3.6
ブラジル	3.0	1.5	2.0	4.6	3.8	3.6
メキシコ	3.4	2.1	2.2	5.6	4.5	4.0
ロシア	2.1	1.5	2.0	5.6	5.7	4.5
南アフリカ	0.6	1.0	1.3	5.9	4.5	3.6
トルコ	3.4	3.0	3.5	53.3	57.0	23.5
世界	3.0	2.5	2.7	5.4	4.5	3.4

## 中央銀行の政策金利予想,%

	2023年11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	5.30	4.00	4.74
ユーロ圏**	4.00	3.75	3.85	2.75	3.21
イギリス	5.25	4.75	5.30	4.00	4.79
日本	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.19
中国***	3.45	3.45	3.40	3.25	3.40
インド****	6.50	6.50	6.30	6.25	5.90
ブラジル	12.25	10.00	9.75	9.25	9.00
ロシア	15.00	14.00	12.20	11.00	9.80

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2023年11月7日現在。CPI:消費者物価指数。\*:FRBの目標レンジ上限。\*\*:預金金利。\*\*\*: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,%

	2023年11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	4.93	3.80-4.00	4.61	3.60-3.80	4.39
ドイツ	3.00	2.50-2.70	2.61	2.20-2.40	2.31
イギリス	4.65	3.60-3.80	4.25	3.40-3.60	4.13
日本	0.12	0.10-0.20	0.22	0.10-0.20	0.30

### 10年債利回り予想,%

	2023年11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	4.56	3.70-3.90	4.57	3.70-3.90	4.56
ドイツ	2.63	2.40-2.60	2.63	2.30-2.50	2.62
イギリス	4.26	3.80-4.00	4.26	3.70-3.90	4.29
日本	0.86	0.80-1.00	0.97	0.80-1.00	1.07

## 2024年第4四半期の株式市場予想

MSCI指数レベル	米国	ヨーロッパ	EMU	英国	日本	日本を除く 太平洋地域	世界	ACWI
2023年11月	4145	1797	252	2125	1419	1212	2884	663
下限	3970	1780	250	2100	1340	1110	2770	620
上限	4590	2000	280	2380	1560	1330	3170	750

## 為替レート

	2023年11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	1.07	1.09	1.09	1.15	1.11
ユーロ/円	161	153	152	155	151
ユーロ/ 英ポンド	0.87	0.88	0.88	0.89	0.89
ユーロ/スイ スフラン	0.96	0.98	0.98	1.03	1.00
ユーロ/ノル ウェー	11.97	11.89	11.12	11.76	10.70
ユーロ/スウ エーデン	11.69	11.83	11.35	11.92	11.25
米ドル/円	150	141	140	135	134
豪ドル/ 米ドル	0.64	0.65	0.67	0.69	0.70
NZドル/ 米ドル	0.59	0.59	0.62	0.62	0.63
米ドル/ 人民元	7.32	7.20	7.15	6.90	6.95

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2023年11月7日現在。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。

## 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 9 November 2023. 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: 23 November 2023.

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 – MathieuRivrin

### Other contributors

**CARULLA Pol,**  
*Investment Insights and Client Division Specialist*

**DHINGRA Ujjwal**  
*Investment Insights and Client Division Specialist*

**DI SILVIO Silvia,**  
*Cross Asset Macro Strategist*

**DROZDZIK Patryk,**  
*Senior 新興国 Macro Strategist*

**GEORGES Delphine,**  
*Senior Fixed Income Strategist*

**HERVÉ Karine,**  
*Senior 新興国 Macro Strategist*

**VARTANESYAN Sosi,**  
*Senior Sovereign Analyst*

### Creative development

**BENETTI Chiara,**  
*Digital Art Director and Strategy Designer*

**FLASSEUR Vincent,**  
*Graphics & Data Visualisation Manager*

### 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