

2023年7月

グローバル・インベストメント・ビュー

マーケティング・コミュニケーション

本プレゼンテーションで表明された見解はグローバル投資委員会のものであり、いつでも変更される可能性があります。これらの見解は、投資助言、証券推奨、またはアムンディの戦略のための取引意思表示として依拠されるべきものではありません。

Confidence
must be earned

Amundi

ASSET MANAGEMENT

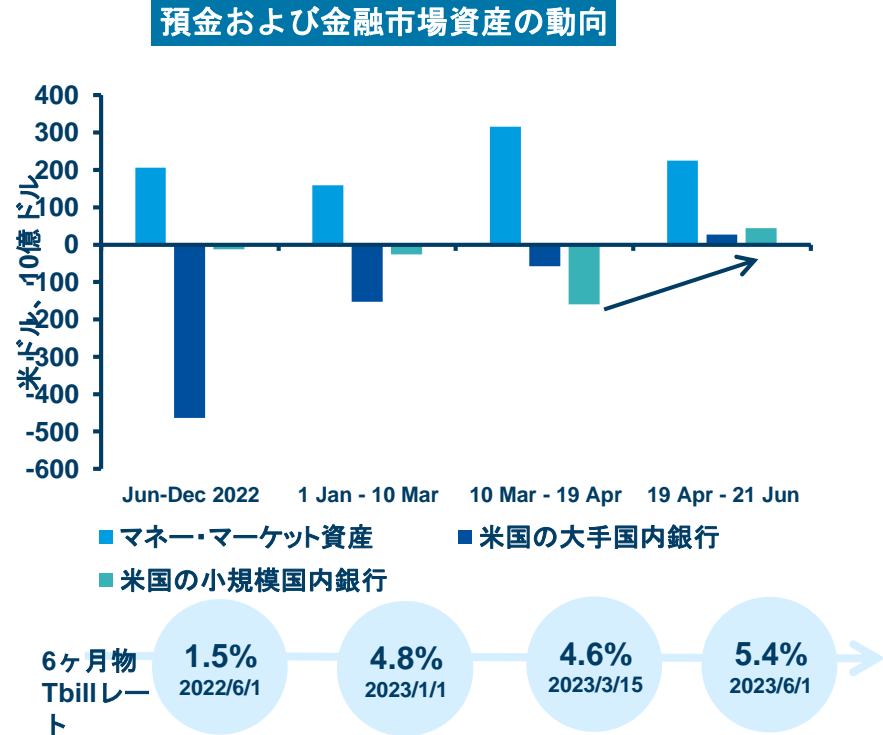
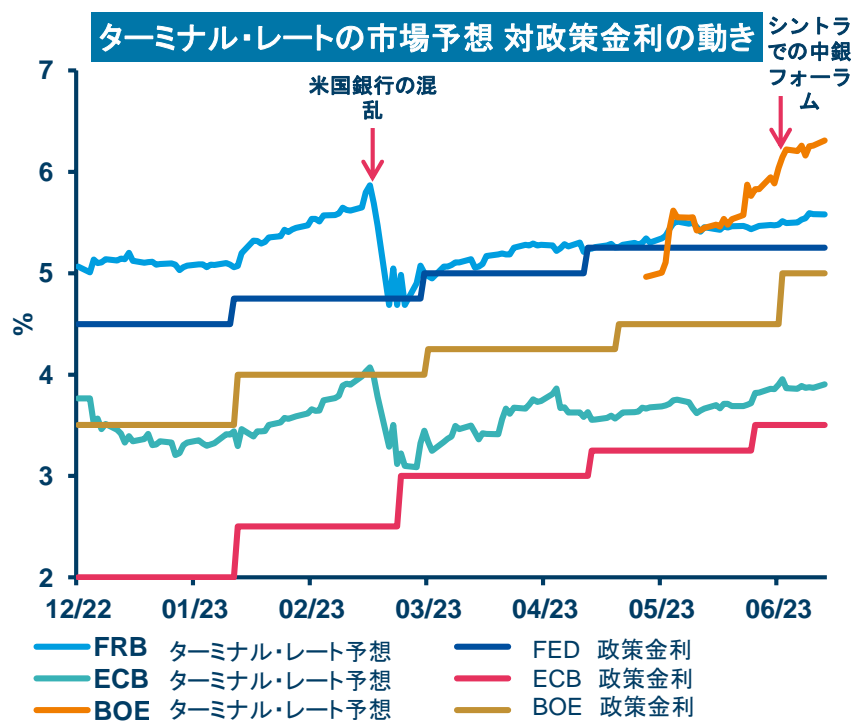
内容

1. 前半の重要ポイント：脆弱なマクロ経済環境にもかかわらず、市場は底堅く推移
2. 後半における世界の主要テーマ：減速、乖離、いくつかの重要な分岐点
3. 後半の投資見通し：全般的には良好だが、株式には依然慎重

01

年前半の重要ポイント：脆弱なマクロ経済環境にもかかわらず、市場は底堅く推移

シントラでの中銀フォーラムの後のターミナル・レートの見直し、銀行危機の緩和策と債務上限懸念



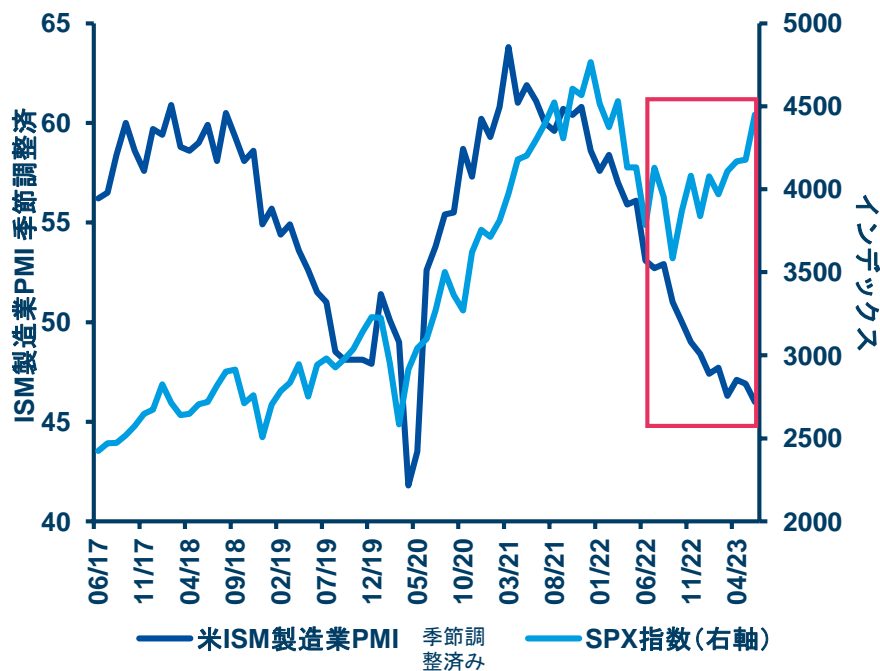
世界の中央銀行トップがシントラ（ポルトガルの都市）で、インフレ率を目標値まで低下させるためにはさらなる引き締めが必要であるとの見方を強めたため、市場はターミナル・レートの上昇を織り込んだ。他方、米国の地方銀行の混乱や債務上限問題など、市場の主な懸念材料は最近、やや後退している。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月3日現在。

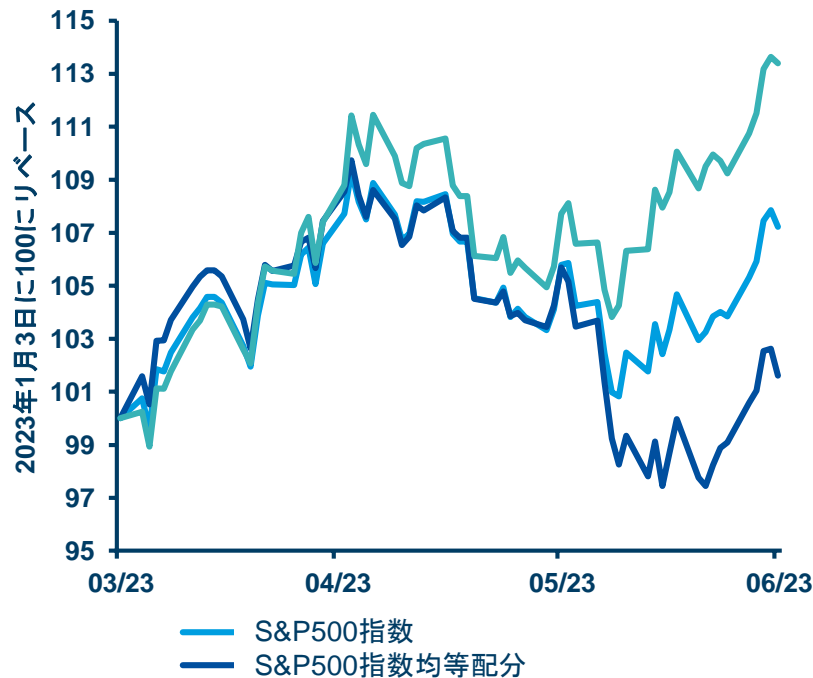
出典: アムンディ・インスティテュート、連邦準備制度理事会、ブルームバーグ。週次データは2023年6月21日現在。

少数銘柄が米国市場を牽引

マクロ環境の悪化と株価の乖離



S&P500株価指数、大型メガキャップが上昇を牽引



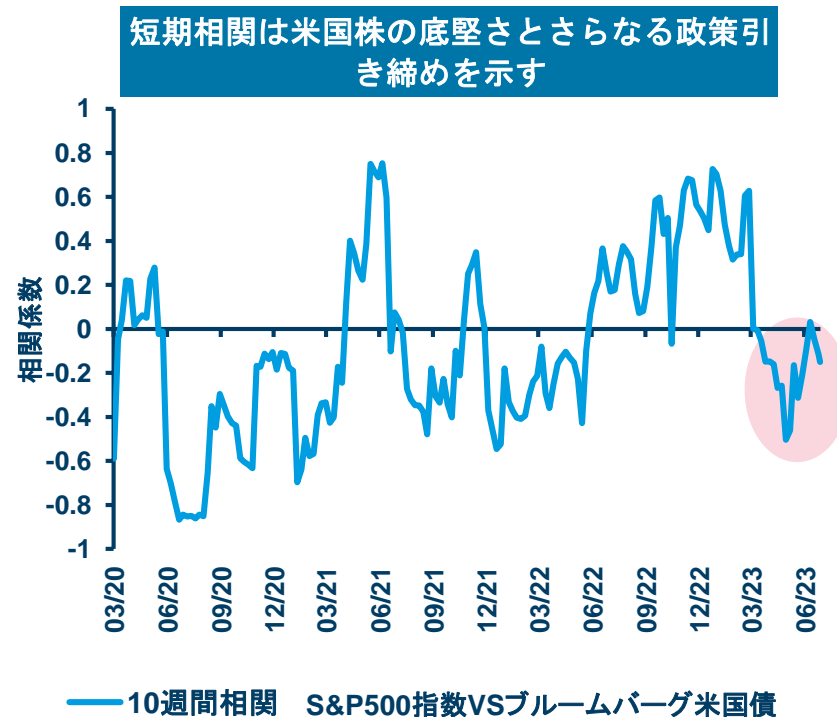
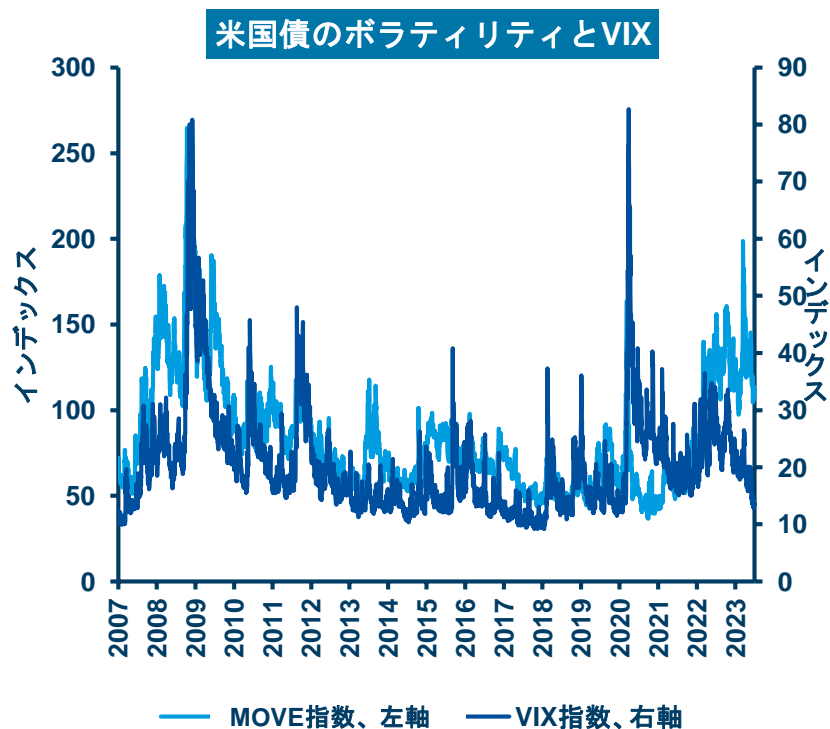
経済環境の悪化は株式市場のパフォーマンスには反映されず、年初来で大幅なデカップリングとなっており、最近ではさらに拡大している。米国では、市場上昇の大部分は一握りの大型株によるもので、人工知能の波にも後押しされている。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月4日現在。AI: 人工知能

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月7日現在。



株式市場は金利のボラティリティの低下に支援された

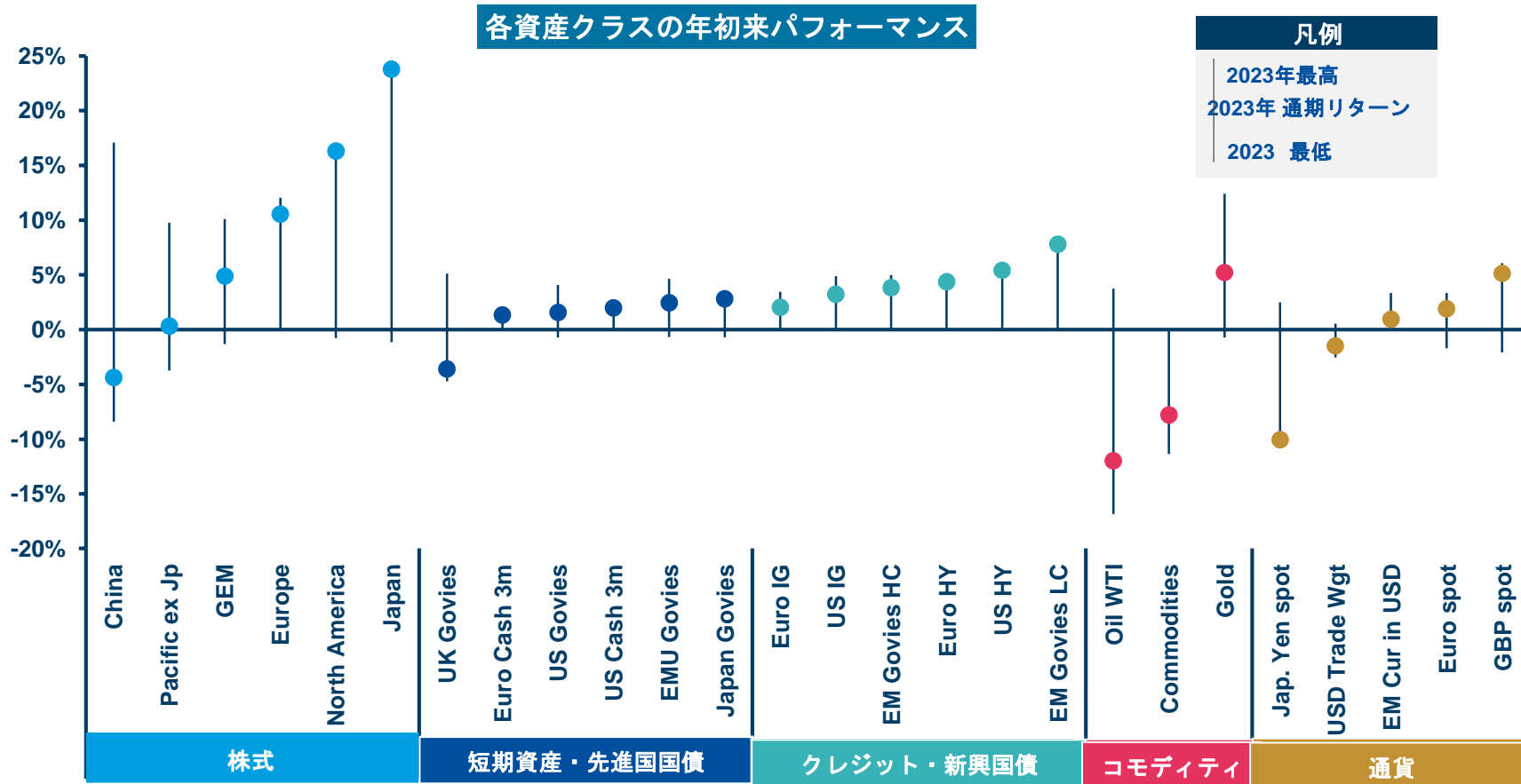


株式市場の上昇はボラティリティの低下に助けられたが、債券のボラティリティは米国の地方銀行の破綻と中銀の行動に影響を受けた。米国債と株式の相関は6月にわずかにプラスに転じ、市場が連邦準備制度理事会（FRB）のさらなる引き締めを織り込んだことを示している。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月4日現在。Move指数は1ヵ月物国債オプションのインプライド・ボラティリティを追跡する。VIX指数はS&P500の予想ボラティリティを推計するために設計された金融ベンチマーク。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月4日現在。

年前半のパフォーマンス：全般的に好調、少数の例外



出典：ブルームバーグ、アムンディ・インスティテュートによる26資産クラスおよびFXの分析。データは2023年6月30日現在。MM: マネー市場。DM: 先進国市場。指数提供会社：現物、国債、EM 債券指数はJP モルガン、社債指数は BofA、株式指数と EM 通貨指数は MSCI、商品指数はブルームバーグ・パークレイズ。資産クラスを表すために使用されたインデックスはすべて現地通貨建てである。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

年前半の総括と今後の予想：不透明な時期における回復力

2023年のシナリオを形作るテーマ



想定通り

- 米国-FRBのピボット：インフレ率は低下傾向にあるが、コア・インフレ率は上昇基調にあるため、中央銀行は引き締めを継続するが、そのペースは2022年より緩やかになる。FRBは2023年第1四半期から第2四半期に一旦停止。
- 欧州 - エネルギー危機、エネルギー危機の中での弱い経済見通し。
- 中国 - 成長路線、国内主導、再開。



サプライズ

- 米国 - FRBのピボット：米国の地方銀行の混乱
- 欧州-エネルギー危機：エネルギー価格の低位安定、供給の多様化により景気後退を回避。英国も回復力が上昇。
- 先進国 中銀：金利上昇への期待。
- 中国-成長軌道：予想より早い再開、不動産セクターが苦境にあるなかでの緩やかな回復。

金融市場

- 債券：特に国債と優良債券が復活したことが確認された。
- リスク資産の見通しは弱く、エントリー・ポイントは2023年第1四半期/第2四半期。
- 米国株が他市場に比べて有利。
- 60/40ポートフォリオの復活
- ドル下落トレンド。

- 株式市場は堅調なパフォーマンス：日本株と欧州株は上昇、米ハイテク株も上昇。
- 中国株を除く新興国資産の回復力。
- 金融ストレスにもかかわらず、信用スプレッドは広範囲で安定。
- 金を除くコモディティの下落。

出典：2023年7月7日時点のアムンディ・インスティテュート。DM = 先進国市場。EM = 新興市場。CB = 中央銀行。

02

年後半における世界の主要テーマ：
減速、乖離、いくつかの重要な分岐点

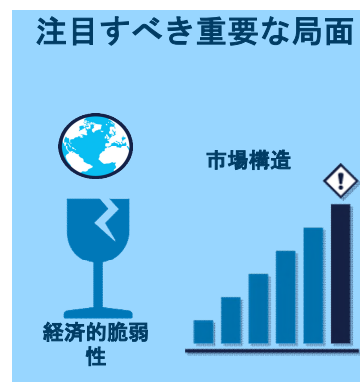
減速、乖離、そして、いくつかの重要な分岐点



アムンディの基本シナリオでは、米国の景気後退は穏やかで、インフレ率は減速するものの、目標インフレ率を上回り、銀行セクターでの大きな問題は発生しないと見ている。このためFRBは2023年に一旦停止する。



世界経済が減速する中、先進国と新興国の成長率格差はさらに拡大する。今年の成長の大部分はアジアが占める（世界成長の約70%）。



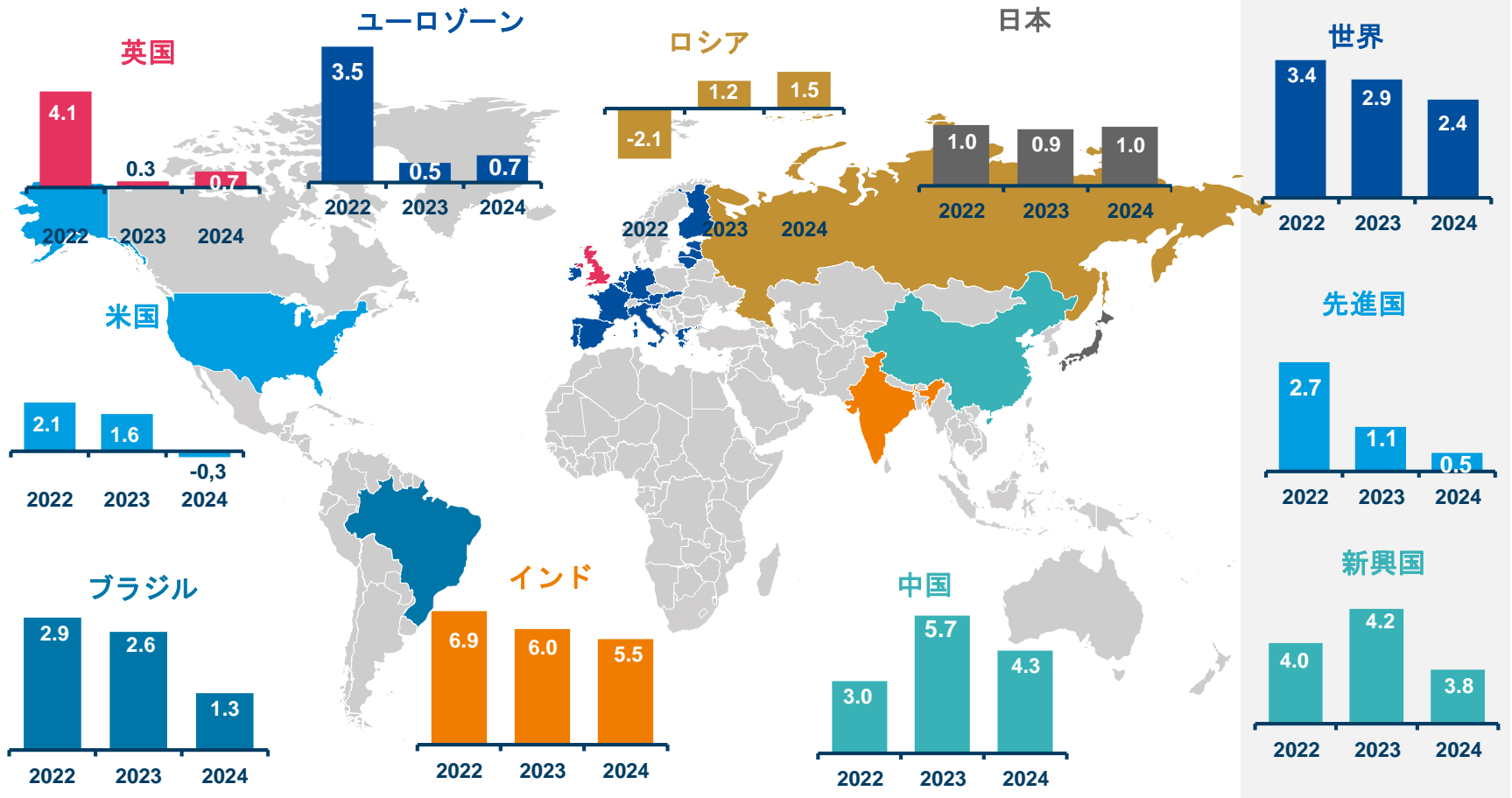
年前半に発生した銀行のストレスは、脆弱性が顕在化し始めていることを示す最初の兆候であり、年後半も監視が必要である。



年後半は米中関係とロシア・ウクライナ戦争が重要となる。米国では、選挙戦が始まり、景気後退のリスクが注目され、欧州では冬が近づき、戦争への注目が高まる。

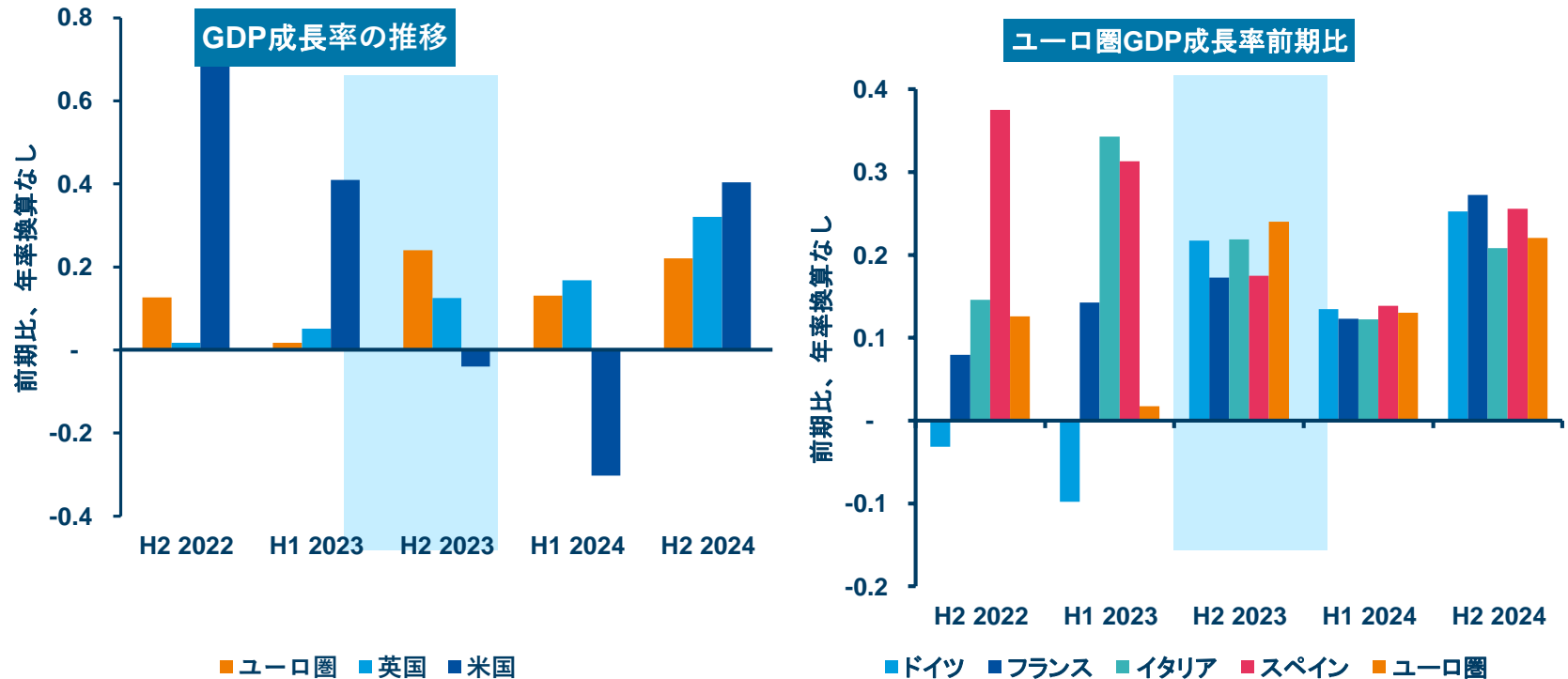
出典：2023年7月1日現在のアムンディ・インスティテュート。

先進国市場における脆弱な成長見通し



出典: アムンディ・インスティテュート。データは2023年7月4日現在。最新予測は2023年7月4日現在。中国経済成長率予想は修正中。

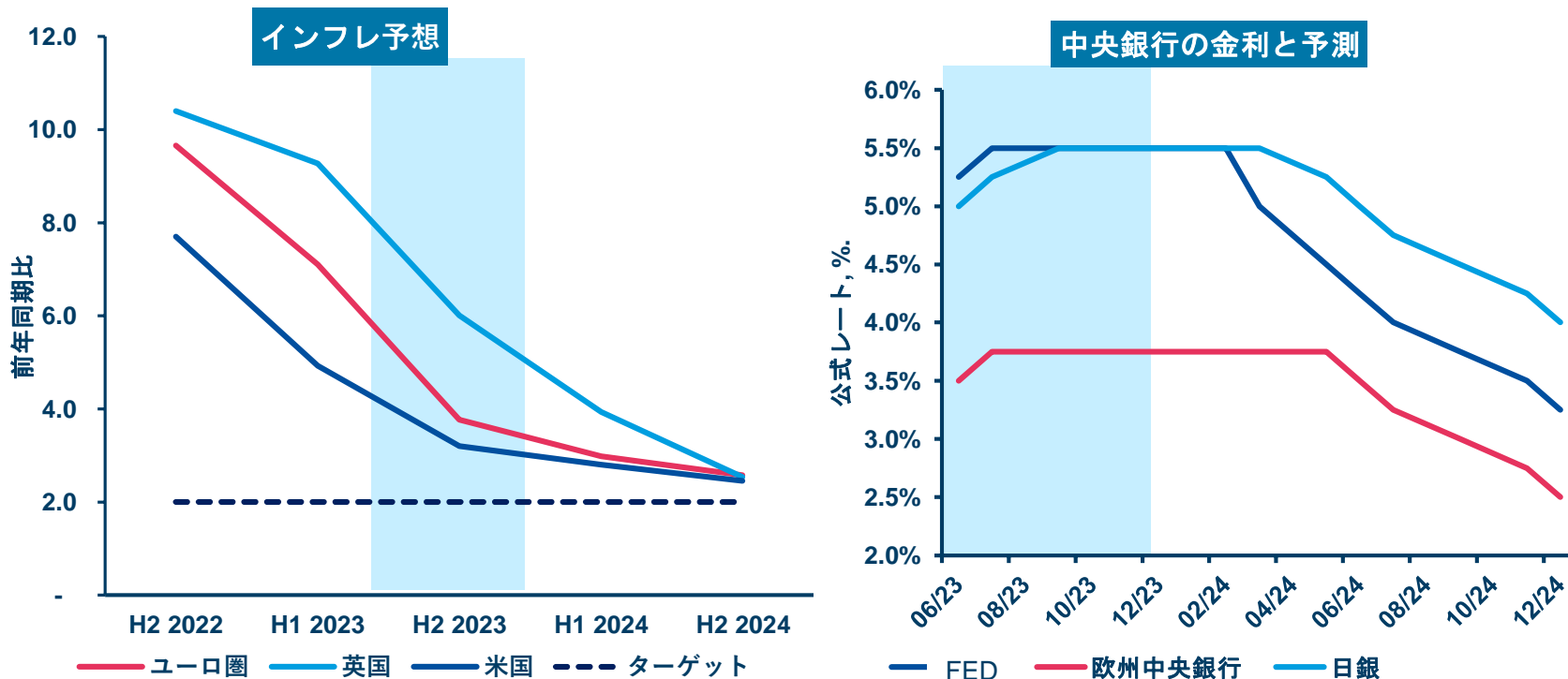
米国は2024年に穏やかな景気後退に直面する可能性



▶ 2023年には、先進国市場の成長路線が分岐すると予想する。米国経済については、過去の水準と比較して、悪化の後に緩やかな景気後退が続くと予想する。GDPのモメンタムは鈍化しているが、財・サービスともに健全な消費に支えられている。ユーロ圏の成長については、今年は平均成長率を下回ると予想するが、その様相は国によって異なる。

出典: アムンディ・インスティテュート、データストリーム、ブルームバーグ。データは2023年7月4日現在。予測はアムンディ・インスティテュートによるもので、2023年7月4日時点のもの。(データは平均前四半期比、年率換算なし)。

先進国のインフレ予想は中央銀行の目標を上回り、中央銀行は年内の利下げを見送る見通し

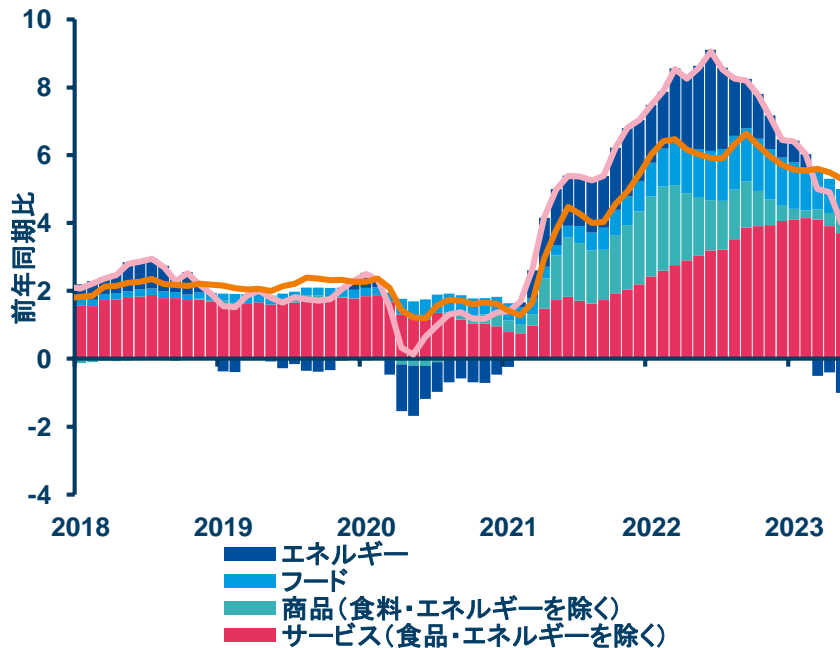


大幅な金融引き締めはヘッドライン・インフレのさらなる低下をもたらそうが、予想はまだ中央銀行の目標を大きく上回っている。過去の高インフレの例は、コア・インフレ率がピーク時の半分まで下げるには約2年かかることを示唆している。政策金利はピークに近づいており、最初の利下げは2024年になるだろう。

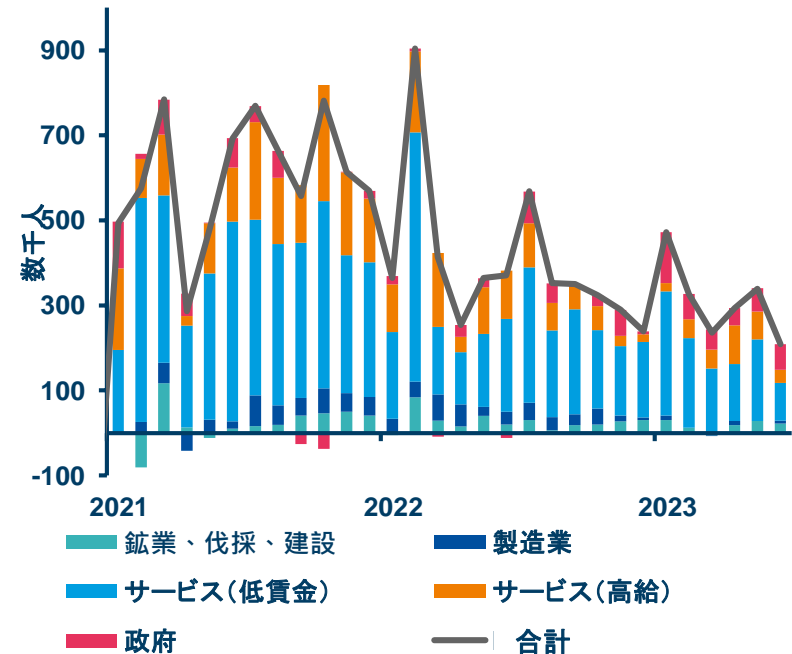
出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月4日現在。予測はアムンディ・インスティテュートによるもので、2023年7月4日時点のもの。ECBについては、金利は預金ファシリティを指す。CB予想はアムンディ・インスティテュートによるもので、2023年7月7日時点のもの。

労働市場が依然タイトな中、米国のコア・インフレは高い粘着性を見せている

米国：インフレへの寄与度



非農業部門雇用者数



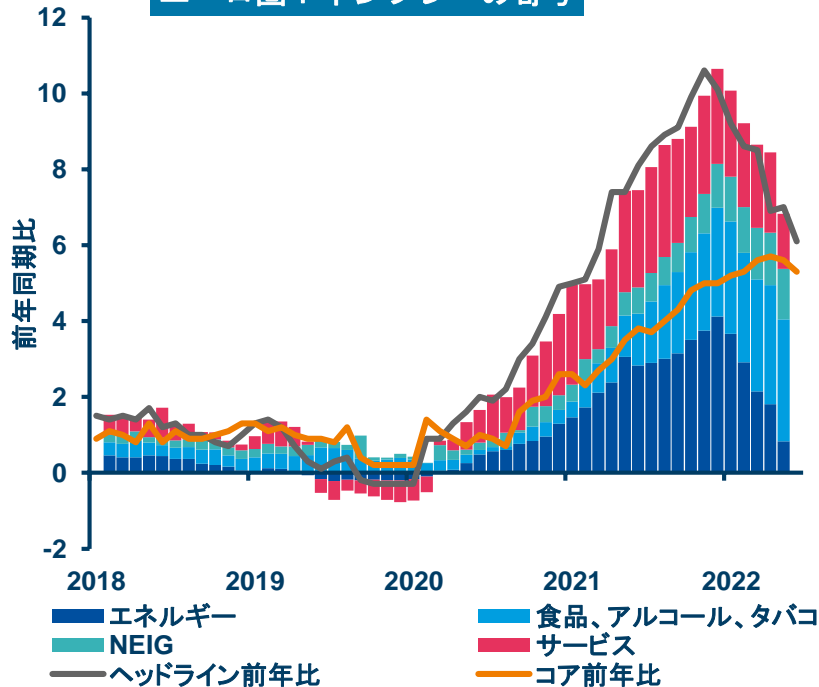
米国のヘッドライン・インフレ率は大幅に低下したが（エネルギーベース効果のおかげでコアインフレ率と交差している）、コアCPIは主にサービス業に牽引され、高い粘着性を示している。米国の労働市場は回復の兆しを見せているが、歴史的にGDPがマイナスに転じた場合、雇用は遅れて影響を受ける。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、最終データは2023年5月末現在。

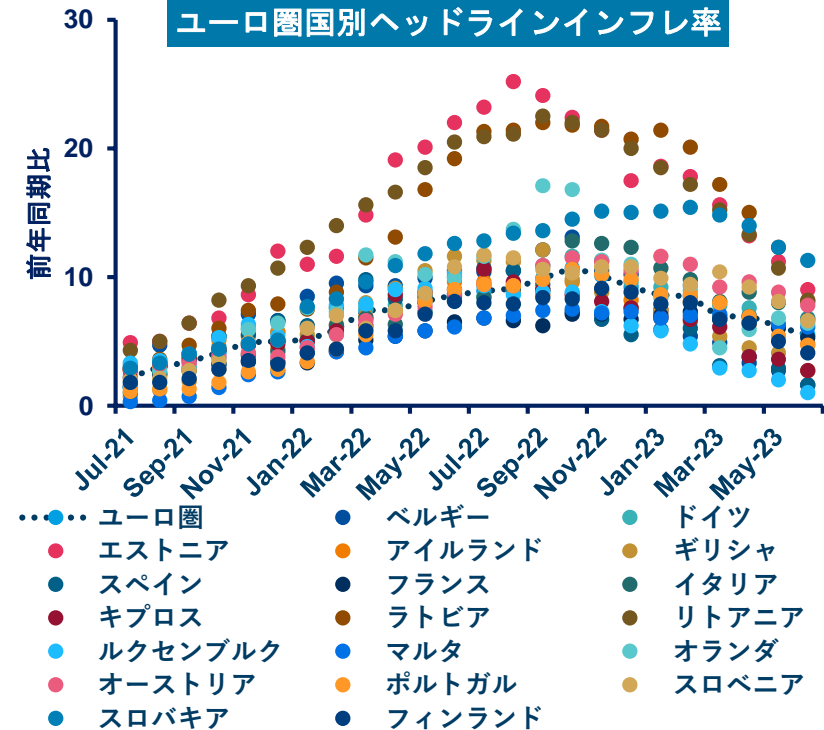
出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、最終データは2023年6月末現在。

ECBにとってインフレは依然、懸念事項であり、乖離も依然、高い水準にある。

ユーロ圏：インフレへの寄与



ユーロ圏国別ヘッドラインインフレ率



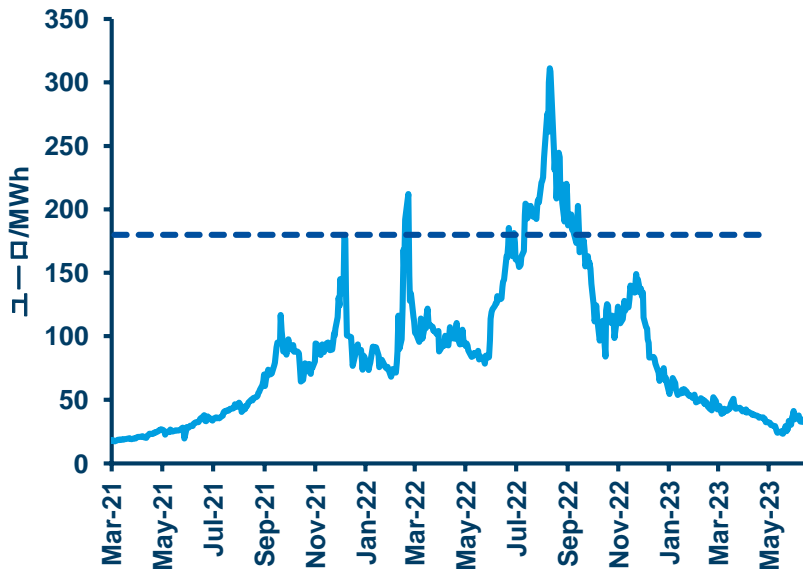
ユーロ圏の基調的な物価上昇圧力は依然として強く、ECBは今後の会合でタカ派的な姿勢を維持する可能性がある。プラス面では、エネルギー・ベース効果が見られる。東欧諸国のインフレ率のばらつきは依然として大きい。これはエネルギー価格の測定方法が異なることに加え、サプライチェーンのボトルネックや食品サプライチェーンの脆弱性に対するエクスポージャーが異なるためである。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年6月30日現在。EA：ユーロ圏。

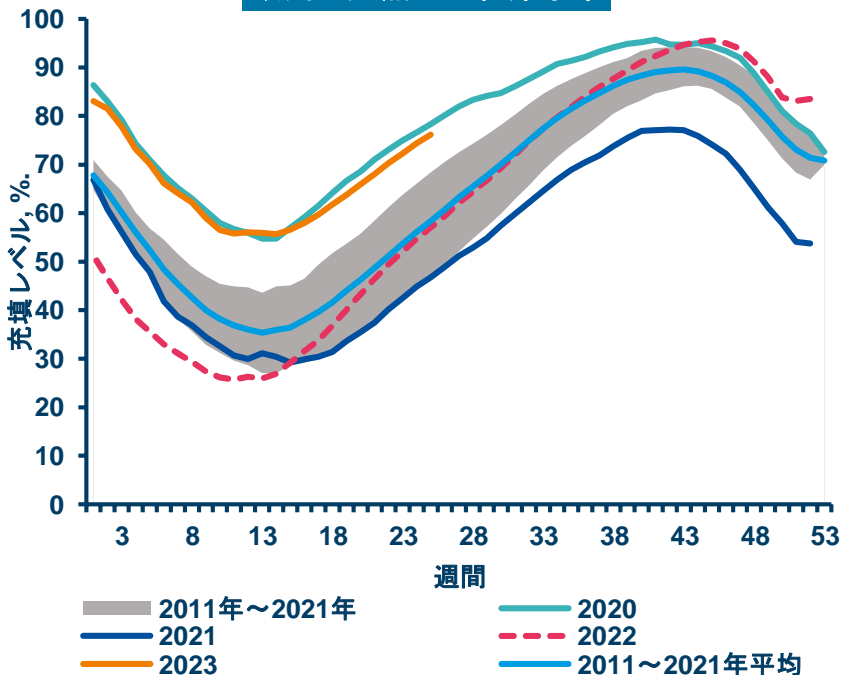
出典：アムンディ・インスティテュート、ユーロスタット、ブルームバーグ。データは2023年7月10日現在。

...しかし、エネルギー価格と在庫は予想より良好

オランダTTF天然ガス & 欧州ガスキャップ



欧州の天然ガス在庫水準



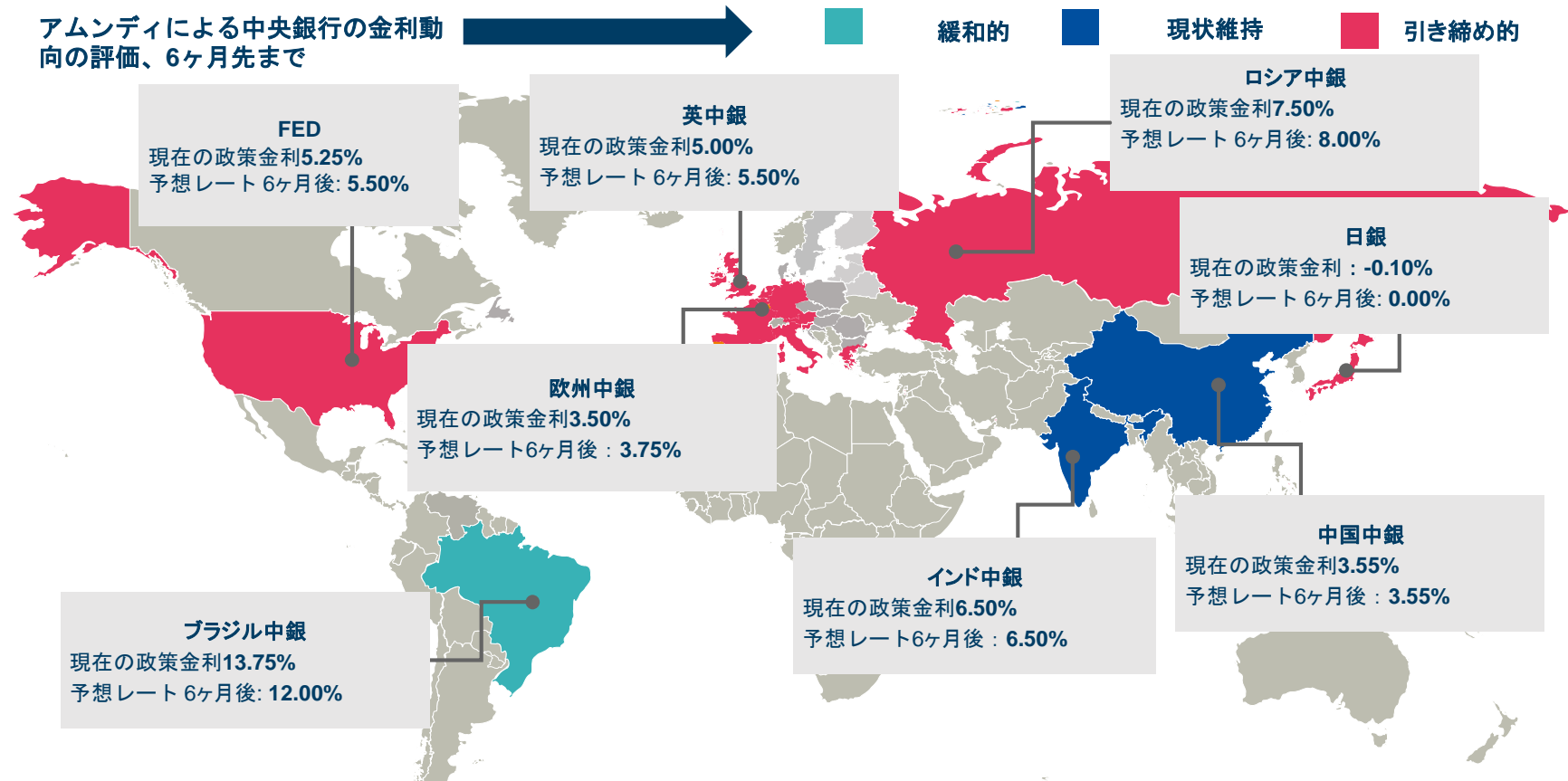
▶ プラス面はエネルギー要因である。例年になく暖冬とガス備蓄量の増加が重なり、価格はウクライナ戦争前の水準まで急落したが、それでも危機以前の平均よりは高い。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年6月27日現在。

出典: アムンディ・インスティテュート。データは2023年6月30日現在。

中央銀行、各々異なる対応

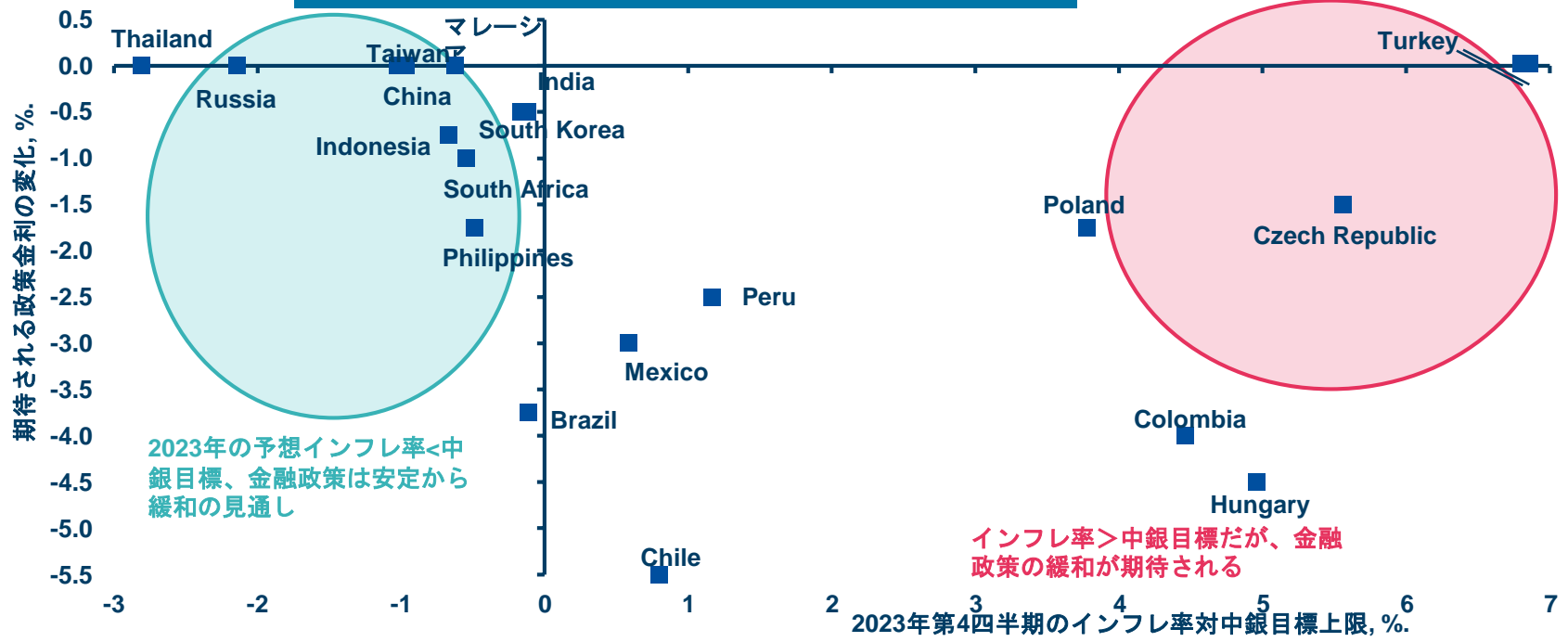
アムンディによる中央銀行の金利動向の評価、6ヶ月先まで



出典：2023年7月7日現在のアムンディ・インスティテュート。金融政策の例示地図。CB：中央銀行。DM：先進国市場。EM：新興市場。中央銀行のスタンスとは、2023年に予想される中央銀行のバランスシート、政策金利、実質金利の変化を指す。FRB：連邦準備制度理事会；FRB：連邦準備制度理事会、ECB：欧州中央銀行；欧州中央銀行、BOE：イングランド銀行、日本銀行、PBoC：中国人民銀行、BCB：ブラジル中央銀行、CBR：ロシア中央銀行、RBI：インド準備銀行；インド準備銀行。連邦準備制度理事会（FRB）については、カレントレートは目標レンジの上限を指す。ECBIについては、カレントレートは預金ファシリティを指す。

主要国、特にアジアのインフレ・金融政策ミックスは良好

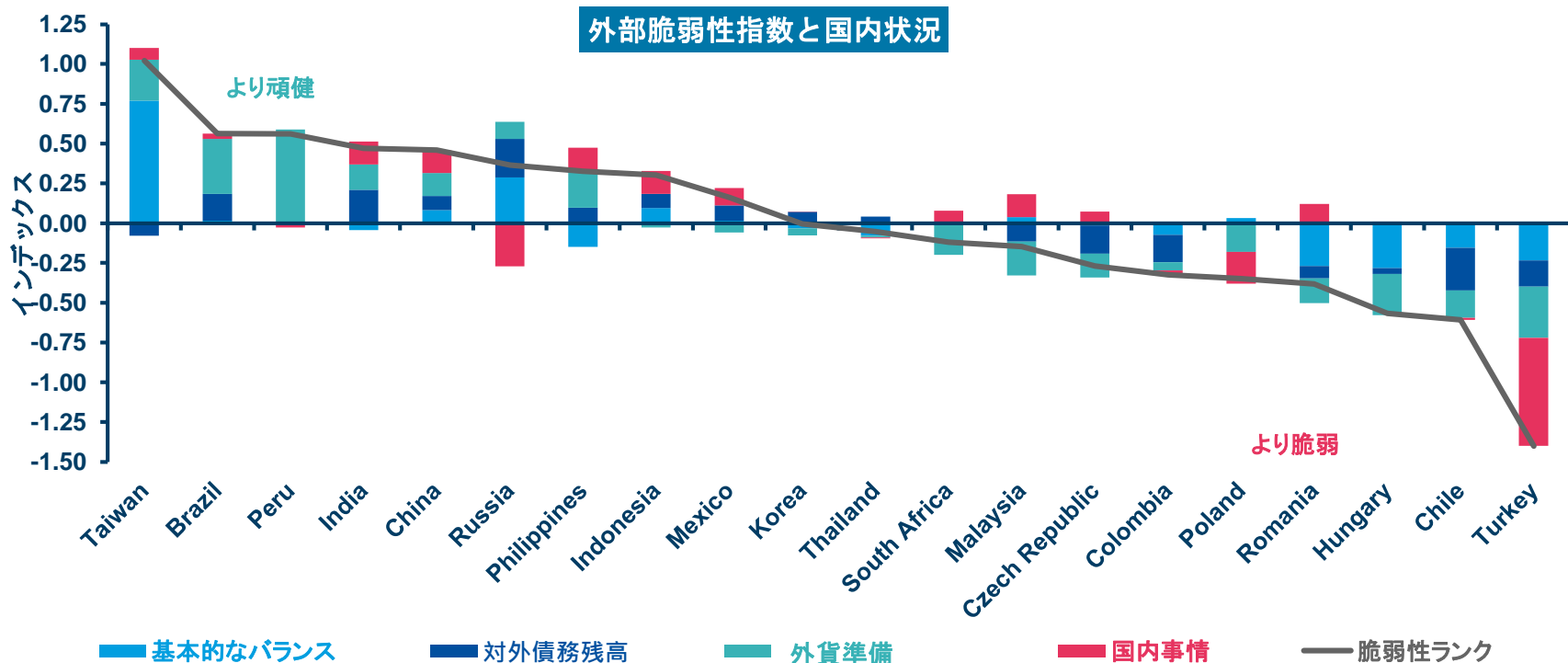
2023年第4四半期までの新興国インフレと金融政策の動向



➤ インフレと金融政策という点では、新興諸国は依然バラバラで、新興国の分断化という動きを強めているが、アジアでは金融政策の正常化が進んでいる国もある。今後を展望すると、インフレ率の低下と景気サイクルの減速を背景に、現在利下げを休止している国の一部も1年以内に利下げを開始するだろう。

出典：ブルームバーグ・インテリジェンスのデータを基にアムンディ・インスティテュート作成。データは2023年7月5日現在。EMIには、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、チェコ、ハンガリー、インド、インドネシア、イスラエル、マレーシア、メキシコ、ペルー、フィリピン、ポーランド、ルーマニア、ロシア、南アフリカ、韓国、タイ、トルコのCBが含まれる。DM：先進国市場。EM：新興市場。FRB：連邦準備制度理事会。MP：金融政策。トルコのインフレ率は2023年第4四半期に48.67%と予想され、トルコの政策金利は2023年第4四半期に15%と予想される。

新興国の分断化、アジアは比較的頑健

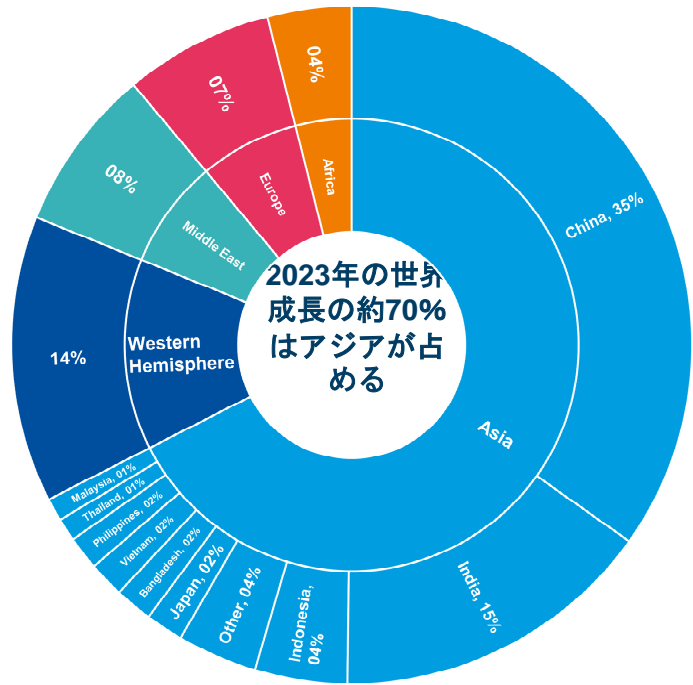


▶ 対外的な脆弱性ランキングでは、東欧諸国が最も脆弱な地域である一方、アジアは回復力が高く、中南米は混在している。

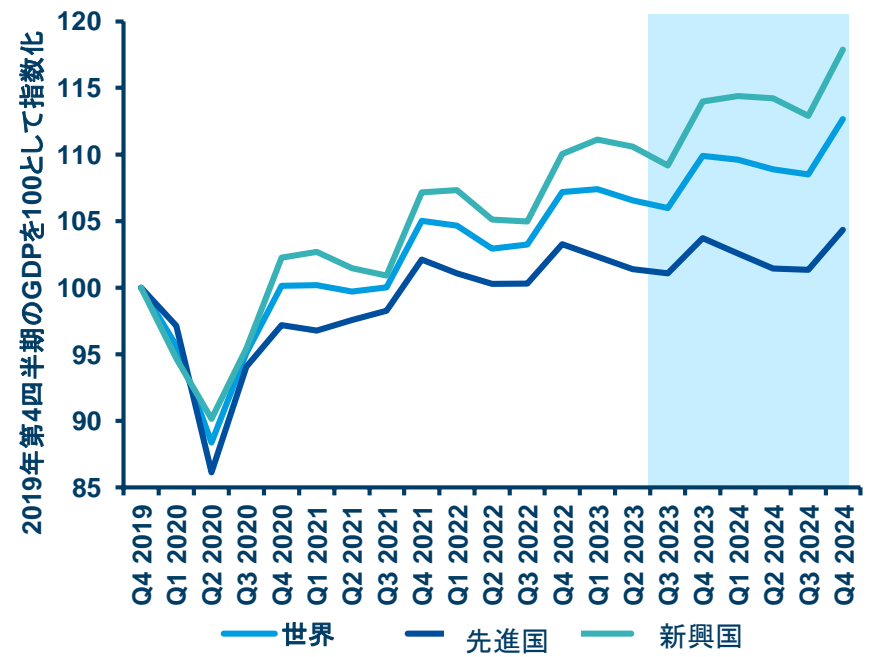
出典: アムンディ・インスティテュートの外部脆弱性ランク。CEIC、IMF、WTO。データは2023年7月3日現在。

新興国は先進国を上回る成長が見込まれ、今年はアジアが成長の大半を占める

2023年における経済成長への寄与



先進国-新興国成長ギャップ

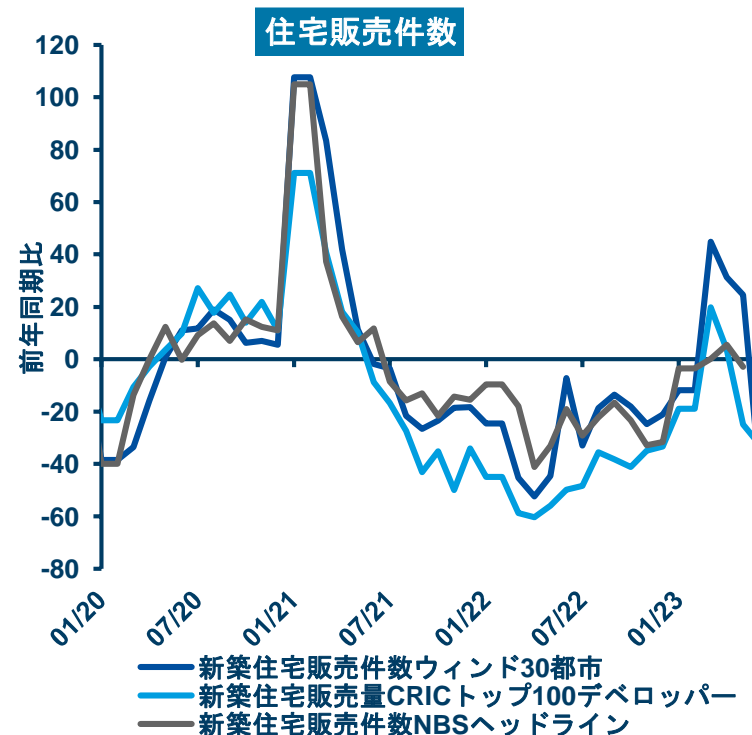
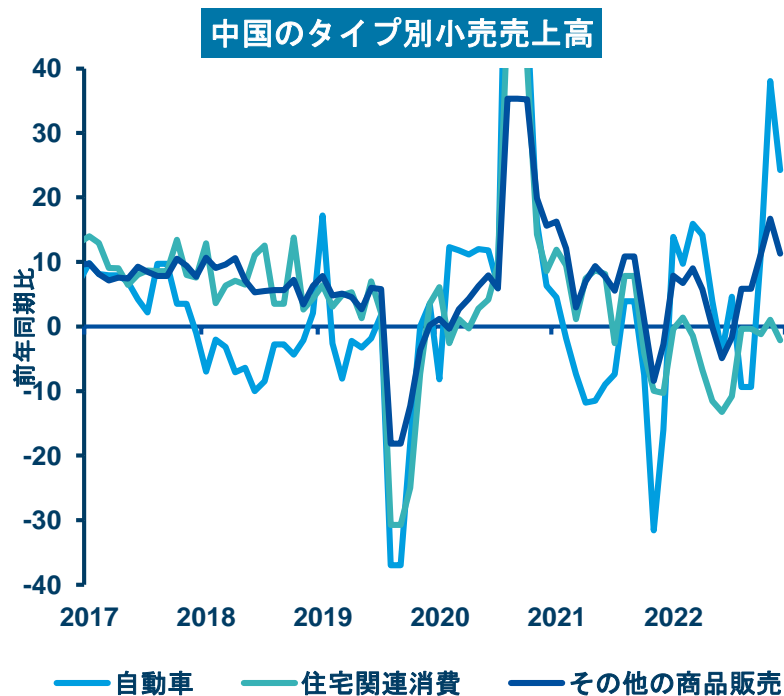


中国経済の再開と米国経済の低迷により、新興国と先進国の成長格差は新興国に有利に働く。マクロ環境は新興国、特にアジアを支援している。この地域は、世界的な金融引き締めにもかかわらず、内需が旺盛でダイナミックであり、IMFは、アジア太平洋地域が今年の世界成長の約70%に寄与すると予測している。

出典: IMF, World Economic Outlook, April 2023のデータに基づくアムンディ・インスティテュート。

出典: アムンディ・インスティテュート。データは2023年6月14日現在。最新予測は2023年6月12日現在。

中国：住宅セクターの低迷...

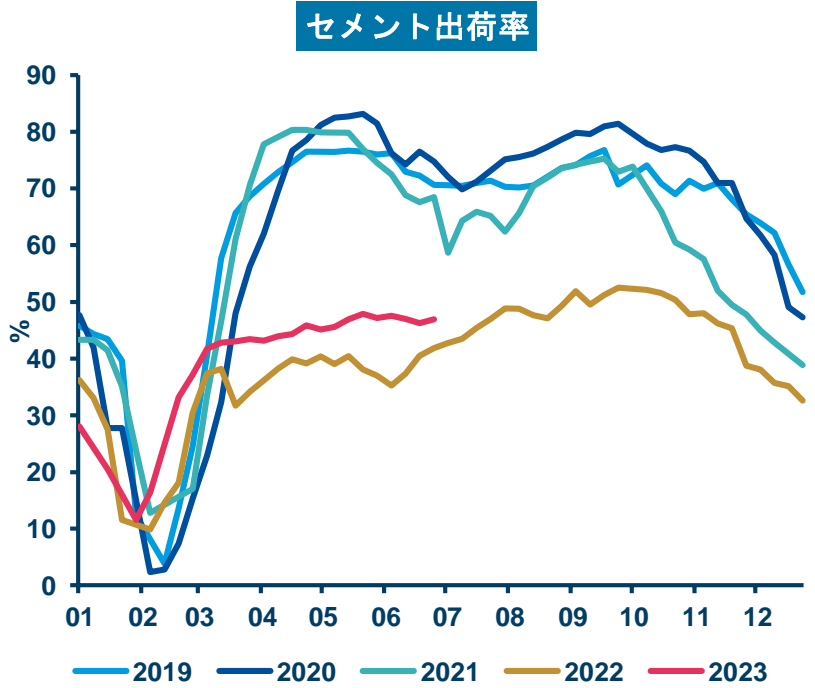
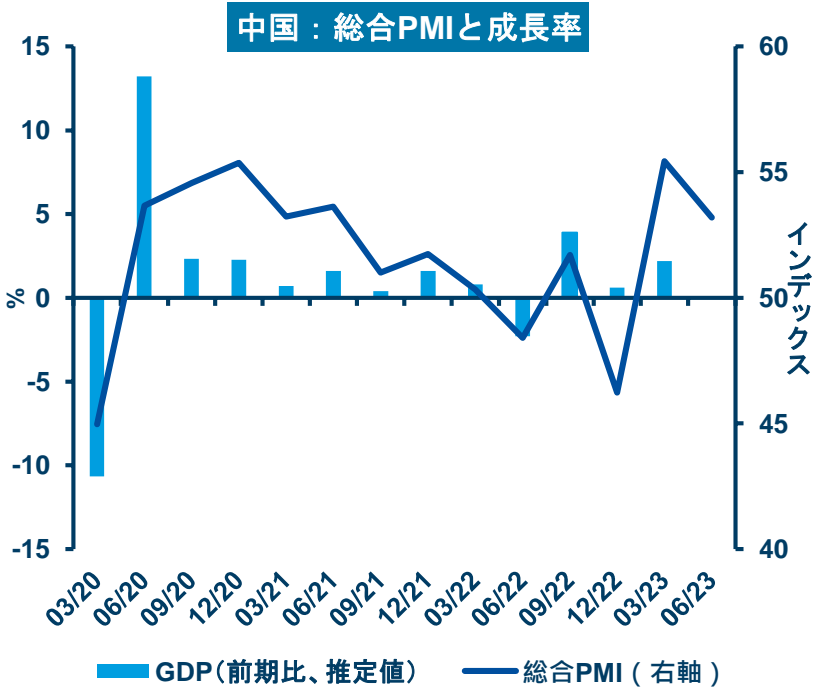


▶▶ 第1四半期の旺盛な駆け込み需要の後、最近の住宅データはネガティブなシグナルを示している（特にティア3都市、データ処理方法の変更による影響もある）。

出典：アムンディ・インスティテュート、CEIC。月次データは2023年7月7日現在。

出典：アムンディ・インスティテュート、風。データは2023年7月7日現在。

中国の製造業の動き

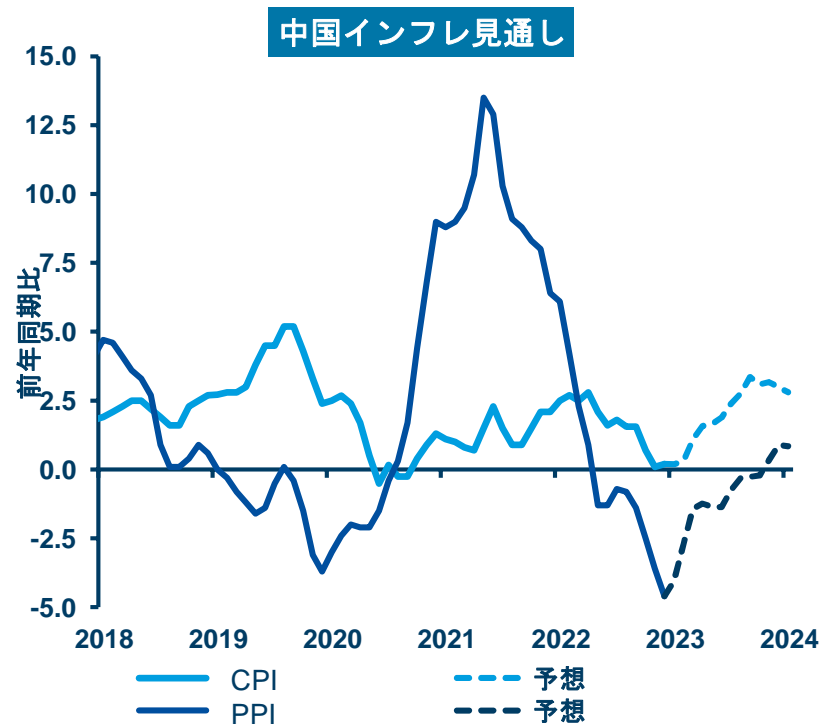
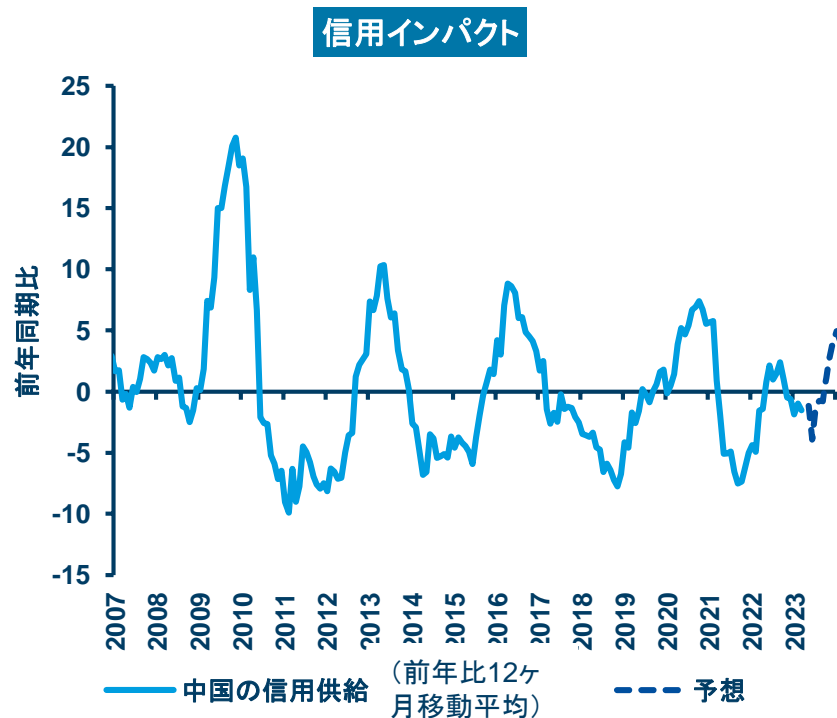


年初の好調なスタートから一転、第2四半期の中国経済は全般的に下振れした。成長率は従来の予想を大幅に下回るペースで推移している。製造業と住宅市場の不透明感から、中国の成長に対する懸念が高まっている。こうした点から、中国の成長見通しは下方修正される可能性が高い。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月7日現在。

出典：ウインド、アムンディ・インスティテュート。データは2023年6月29日現在。

中国中銀、インフレが抑制を受け信用緩和を継続へ



▶ アムンディは、信用緩和と財政支出増を期待している。しかし、信用インパルスの回復には波がある。マクロ政策については、中銀が緩和的な金融政策を維持すると予想する。

出典:アムンディ・インスティテュート、2023年7月7日時点のデータ。PBoC: 中国人民銀行。

出典:アムンディ・インスティテュート、CEIC。月次データは2023年7月7日現在。

さらなる悪化を避けるためには追加緩和が必要となろうが、
的を絞った措置にとどまると予想される。

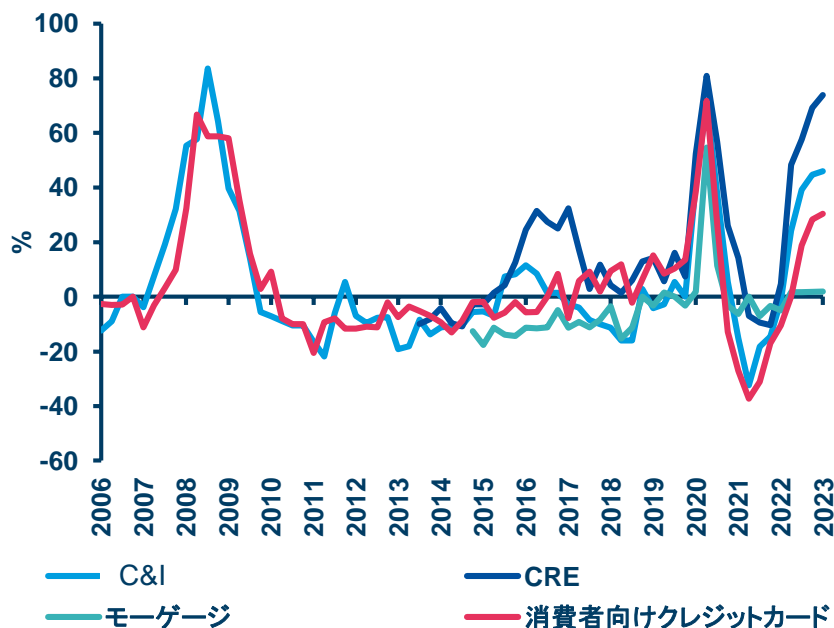
		可能性	影響	実施済み？
金融	人民元安	高い	ミディアム	✓
	MLF/LPRカット	高い	低い	✓
	預金金利引き下げ	高い	低い	✓
	RRRカット	高い	低い	✓
	金融市場の流動性注入	高い	低い	✓
	信用緩和：2009年のような貸出枠の義務化	低い	ミディアム	✗
財政	インフラ投資のための特別国債	高い低い	ミディアム	✗
	グリーン移行のための準財政（国家）基金	高-中	低い	✗
	先進製造業補助金／税制優遇措置	高-中	低い	✗
	LGFVの債務交換のための準政府債	ミディアム	高い	✗
	それなりの規模の消費クーポン	低い	ミディアム	✗
	若年失業保険／訓練助成金	低い	ミディアム	✗
住宅	デベロッパーへの資金援助を再開	高-中	高い	✗
	上位20都市における都市村の改修	高い	高い低い	✗
	休止中のプロジェクトに対する新たな銀行融資枠	高い	中-低	✗
	ティア2都市の購入制限緩和	高い	ミディアム	✓
	ティア3以下の都市緩和	高い	低い	✓
	第2住宅頭金比率削減	ミディアム	ミディアム	✗
	既存住宅ローンの契約金利引き下げ	低い	低い	✗
	ティア1都市の購入制限緩和	低い	高い	✗

➤ ミニ金融刺激策、緩やかな財政拡大、住宅への漸進的緩和の組み合わせが予想される。ミニ金融刺激策はすでに実施されているが、財政支援と住宅支援はまだ実施されていない。

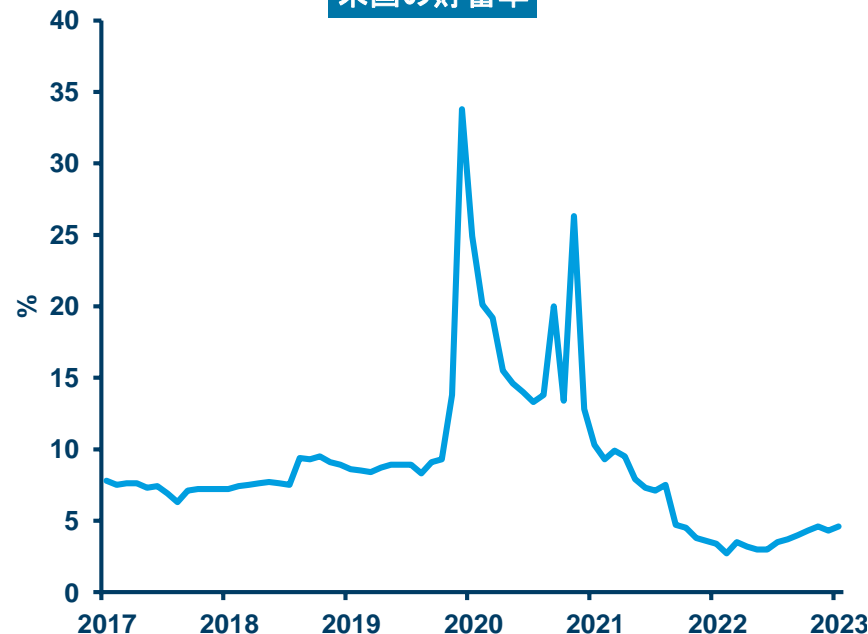
出典：アムンディ・インスティテュート、2023年7月10日時点のデータ。PBoC：中国人民銀行。RMB：中国人民幣。RRR：所要準備率。MLF：中期貸出ファシリティ。LPRローンプライムレート（Loan Prime Rate）。

脆弱性1：貸出条件の厳格化が米国経済の見通しをさらに複雑にする可能性

米国：貸出条件の引き締め



米国の貯蓄率

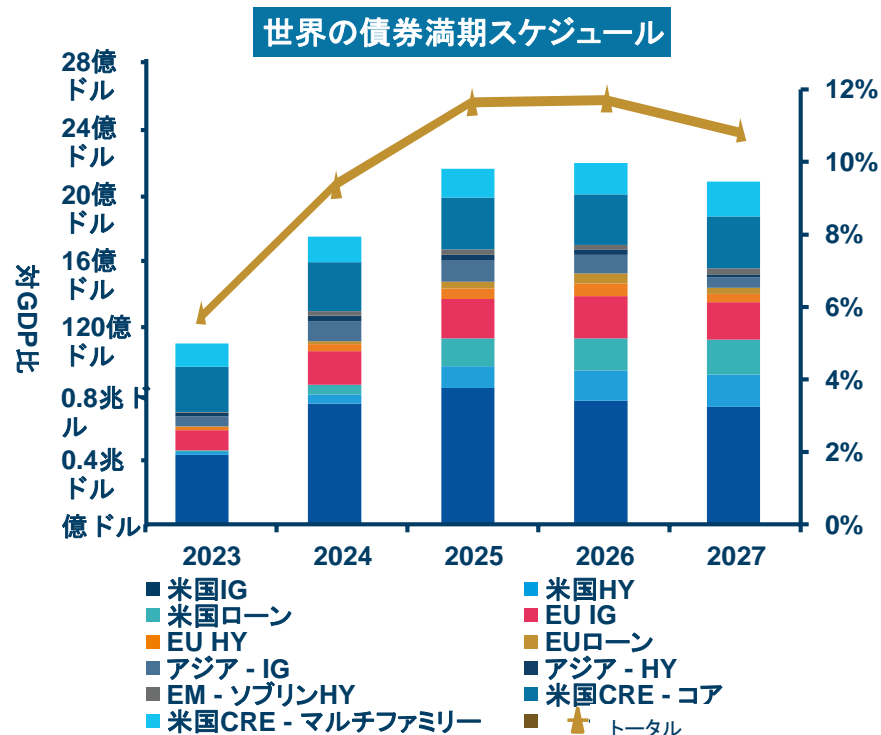
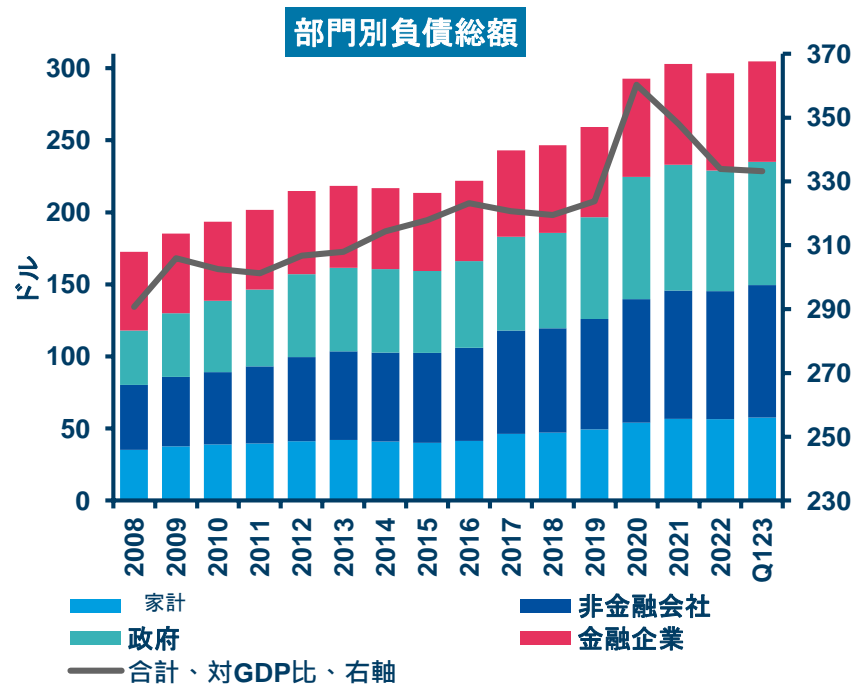


金利上昇と融資基準の厳格化は消費者信用に影響を与えるだろう。米国の消費は、パンデミックの間に蓄積された過剰貯蓄によって支えられてきたが、今後、過剰貯蓄はもはや支えにはならず、消費は労働収入によってのみ支えられることになるだろう。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、連邦準備制度理事会。C&I：商業・産業ローン；CRE：商業用不動産。データは2023年6月30日現在。四半期データ。指数は調査に基づいており、%は国内における基準の引き締めに対する純回答を指し、好意的な回答者とそうでない回答者の割合の差をとって算出される。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、データは2023年5月末時点。

脆弱性2：巨額債務のため財政余力は限られ、一部の市場セグメントには借り換えリスクもある



巨額債務を抱えているため、景気が大幅に悪化した場合の財政支援も制限される。さらに注意すべきリスクは、債券の満期の増加である。世界的に金融情勢が逼迫するなか、債券やCRE債務の満期による借り換えリスクが高まっている。2025年末までに債務残高の4分の1が満期を迎える。

出典：2023年第1四半期末時点のIIFデータよりアムンディ・インスティテュート作成。注：債務総額は政府債務、家計債務、金融部門債務、非金融企業債務の合計。

出典：アムンディ・インスティテュート・オン・ICE、モルガン・スタンレー・リサーチ。データは2023年4月4日現在。

注視すべき地政学的ホットスポット

グローバル

米国と中国の緊張の高まり：戦略的・政治的競争。貿易と金融関係の問題。

中国がロシアとウクライナの戦争に積極的に関与することへの懸念

生活費危機、高インフレ、食料品価格が、中東・アフリカ諸国と新興国諸国における不満の原因となっている。

地政学的な分断は、勝者と敗者の両方をもたらす。

ネット・ゼロ・カーボン・エミッションへの世界的移行、気候政策の行き詰まりもある。

ラテンアメリカ

ラテンアメリカは、経済とサプライチェーンの多様化のための魅力的な供給源として、世界の大国から切望されている。

欧州・中東・アフリカ

ロシア / ウクライナ / NATO

戦争がエスカレートする可能性。
プーチンの権力掌握への懸念

湾岸における緊張

イランの核開発能力に対する懸念の高まり。
サウジアラビアと中国の関与による勢力再編。

アジア

南・東アジア

アジアの軍拡競争

中国 / 台湾

台湾の2024年選挙に不透明感。

中国

若者の失業の中、不均等な再開。

北朝鮮

核の脅威

出典：2023年7月7日現在、アムンディ・インスティテュート。

中心シナリオと代替シナリオ、および確率

ダウンサイドシナリオ
金融危機から世界同時不況に

20%

中心シナリオ
持続するスタグフレーション圧力

70%

アップサイドシナリオ
経済的回復力

10%



地政学

- ウクライナ情勢悪化、商品取引に支障。
- グリーン産業政策を含む保護主義の強化。
- 保護主義的措置に対する報復の増加。

- ウクライナ・ロシア：短期的にはエスカレーションのリスク。しかし、2023年後半から2024年初頭に緊張が緩和される可能性は依然として高い。
- 中米の緊張
- 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。
- OPEC+が原油価格に下限を課す。

- ウクライナの情勢緩和と停戦。
- エネルギー価格や食料価格の低下。



インフレとボラジリ・ミックス

- 粘着性の高いコアインフレが金融引き締めにつながる。
- 中銀は予想以上の利上げ
- 経済的ストレス
- 主要金利の経路が異なる2つのサブシナリオ：1)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、2)強い景気後退：早ければ2023年後半に大幅利下げ。

- インフレ：緩やかに低下。コア・インフレの粘着性は高いが、2024年末までには目標に近づくだろう。
- 先進國中銀の金利はピークに非常に近いが、2023年年後半の利下げはなし。
- 来年は大幅なディスインフレが予想されるため、FF金利は2024年末までに3%に戻る(-225bp)。ECB：2024年半ばまでに利下げなし。
- 多くの新興国が金利のピークに達した。一部で利下げが予想される（特にラテンアメリカ）
- EUの財政政策は引き締めへ。米国の財政刺激策はより不透明：IRAはプラスだが、今後2年間の歳出上限（債務上限取り決め）はマイナス。新興国諸国は慎重な姿勢の中で財政的余地を制限される。景気後退を回避するため、中国で財政刺激策が実施される。

- 中銀は現状維持、主要金利は長期的に上昇



成長経路

- 景気後退の見込みが高く、より広範囲に広がっている（世界の成長率が2%を下回る）。

- 世界のGDP成長率は3%を下回る。欧州の低成長、23年第4四半期に始まる米国の小規模な景気後退、中国の著しい景気減速など、ばらつきがある。
- 信用状況の逼迫は2023年年後半に先進国の経済活動に影響を与える見込み。
- 2024年の成長率格差は依然として新興国に有利な傾向。

- 循環的なディスインフレが顕著になった場合、2024年には潜在成長率が予想より早く回復する可能性。



気候変動

- 気候変動対策は先送り：サプライチェーン/食料安全保障に打撃を与える気候変動イベントの増加。

- 気候変動は成長を阻害し、スタグフレーションを悪化させる傾向。

- 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。

出典：2023年7月5日現在。DM：先進国市場、EM：新興国市場。CB：中央銀行。FRB：連邦準備制度。BOE：イングランド銀行ECB：欧州中央銀行。欧州中央銀行。EZ：ユーロ圏。PBoC：中国人民銀行。QE：量的緩和。QT：量的引き締め。TPI：IRA：インフレ抑制法。

注意すべきさまざまなリスク

高い

低い



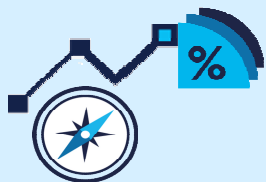
出典：2023年7月5日現在のアムンディ・インスティテュート。EM:新興市場、CB:中央銀行。USD:米ドル、ユーロ、スイスフラン、日本円、人民元、米国債、TIPS。Treasury inflation-protected securities, US HY: 米国ハイイールド債。QT: 量的引き締め。FX: 外国為替市場。*債務上限の合意にもかかわらず、議会は10月1日から始まる2024年度予算を採択しなければならない。予算交渉は緊迫したものになるだろう。また、後日閉鎖される可能性も否定できない。そうでなければ、財政政策が予想以上に制限的になる可能性がある。

03

年後半の投資見通し：
全般的には良好だが、株式には依然慎重

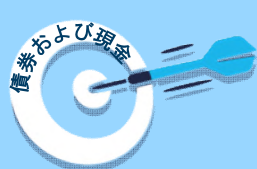
2023年年後半の5つの投資テーマ

ダイナミック・アロケーション
インフレ対応策の追加



このサイクルでは、成長とインフレにおける高い不確実性とバリュエーションのミスプライシングが見られる。このような環境では、ダイナミックな資産配分アプローチが適している。

債券とキャッシュに
フォーカス



金利が過去数十年で最も高い水準にある中で、景気減速シナリオでは、高クオリティの債券とキャッシュに焦点を当てた戦略を嗜好する。

株式市場での
クオリティの追求



高インフレの継続と成長率の低下が、企業の収益を圧迫する。回復力を求めるにはクオリティが鍵となる。

新興市場
西から東へ



投資家は、アジアの成長優位性から利益を得るために、アジアに特化した資産配分を行うべきである。特に中国とインドに注目する。

ESGテーマ
へのフォーカス



戦略的自立や食料安全保障といった他のテーマが注目を集めている中、ネット・ゼロの方向性と投資への影響を評価することは、重要な優先課題になってきている。

出典：2023年7月4日現在、アムンディ・インスティテュート。

2023年年後半への投資：引き続き一連の流れを追う

現在

H1 2023

H2 2023

インフレ対応でのダイナミック・アセット・アロケーション

- インフレ率は緩やかになりつつあるが、各国政府の目標を上回る水準で推移しているため、インフレに強い資産やセクター、すなわちコモディティやリスク資産に傾斜して、ダイナミックな資産配分を行い、変化する経済情勢の中で投資機会を捉える

債券および現金フォーカス

- 米国の引き締めサイクルがより先行していることから、米国債のデュレーションは対ユーロで有利
- グローバル・クレジットに注目
- ハイイールド債にはますます慎重
- 第2四半期に新興国債の追加を開始
- 現金、米国国債
- クオリティ重視のグローバル・クレジット、慎重なハイイールド債
- 新興国債券 ハードカレンシー債と現地通貨建て債

クオリティの追求 株式市場

- クオリティと配当の高さで勝負；
- 米国、特に集中度とファンダメンタルズにリスクのあるメガ・キャップへの慎重な見方を強めている
- グローバル・レベルおよび各地域でクオリティを追求

新興市場西から東へ

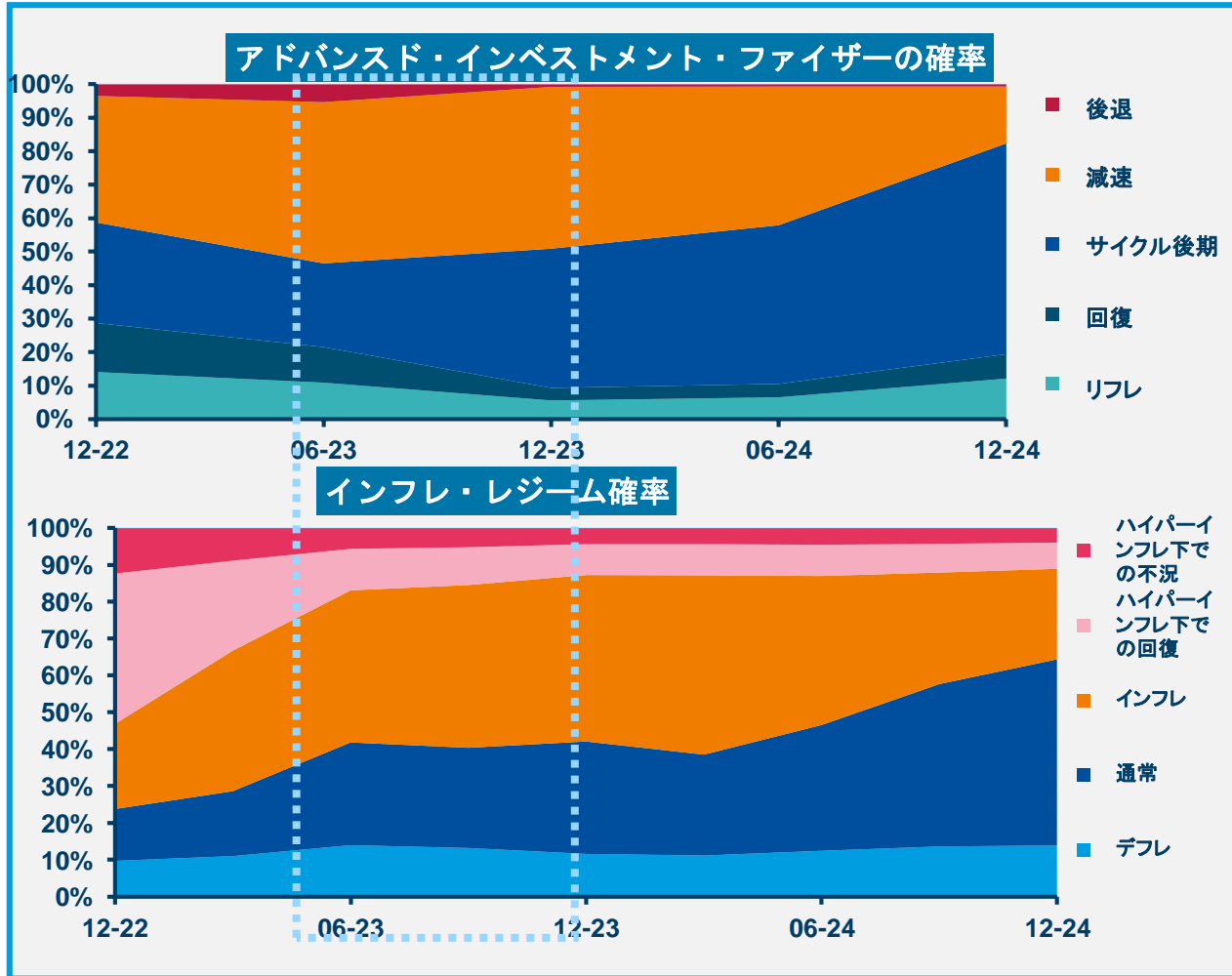
- 中国の再開と消費主導の回復から利益を得るため、中国株への投資を開始
- ほとんどの新興國中銀が利上げサイクルのピークにあり、魅力的な実質利回りを提供する新興国債券に第2四半期から追加投資を開始
- 新興国資産へのエクスポージャーの増加を開始し、成長の優位性と通貨の動向から利益を獲得
- 中期的な視野に立ち、中国とインドを中心としたアジア資産への専用アロケーションを構築

ESGテーマフォーカス

- ESGの改善、ネット・ゼロ・ポートフォリオの構築、気候変動や社会志向の戦略全般に関するテーマに注目



アムンディのダイナミック・アセット・アロケーション・モデル予想 サイクル後期に移行する前に減速を予想、ただし、その確率の差は微妙



2023年下半期も、インフレ圧力が継続する可能性が高いものの、景気サイクルは「減速」から「サイクル後期」に徐々に移行すると思われる。

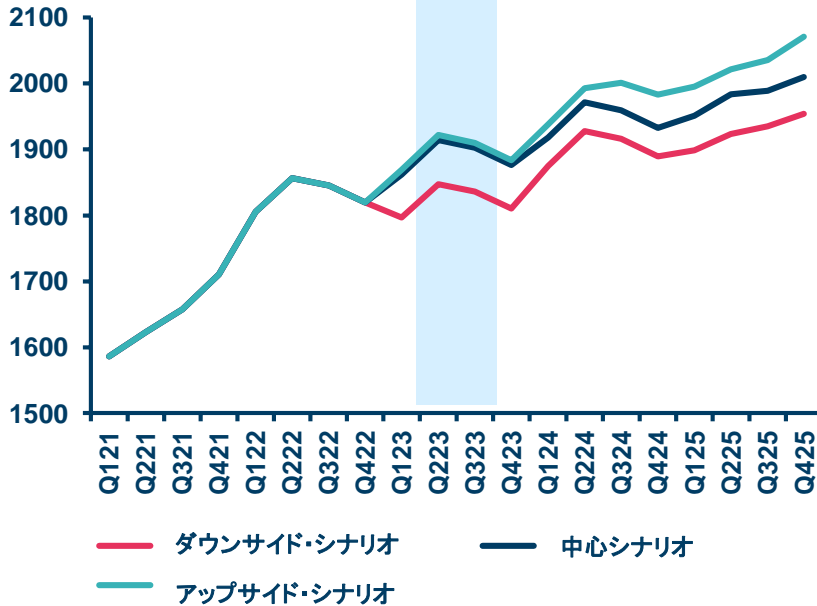
「減速」の可能性が最も高いシナリオとなっているものの、「サイクル後期」の局面の確率も高く、さらに上昇傾向に入るため、今後のデータを注視し、見通しを確認し、それに伴って配分を迅速に調整できるように準備しておくことが重要となろう。

出典:アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年6月1日時点。

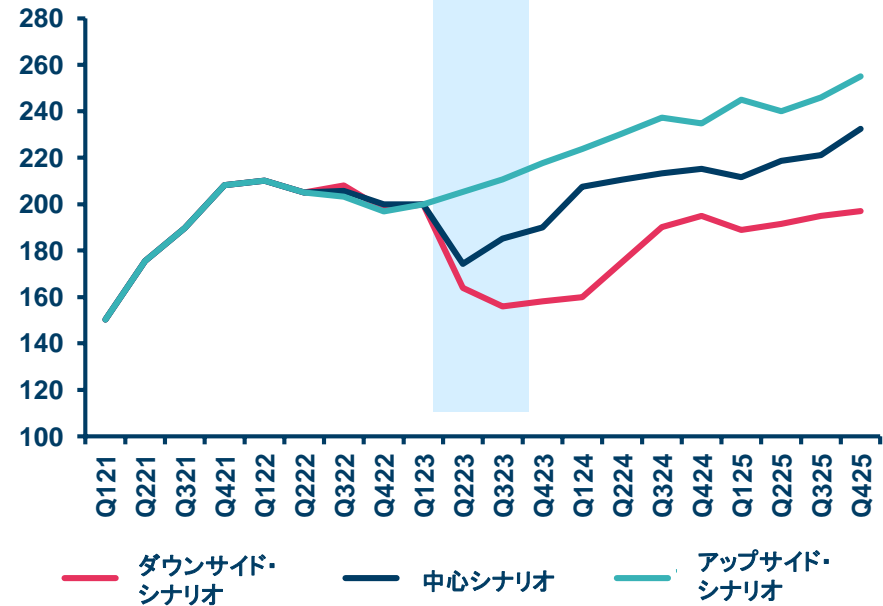


市場は業績に浮かれすぎ、第2、第3四半期は重要な分岐点

S&P 500売上高 中心シナリオと代替シナリオ



S&P500の営業EPS 中心シナリオと代替シナリオ



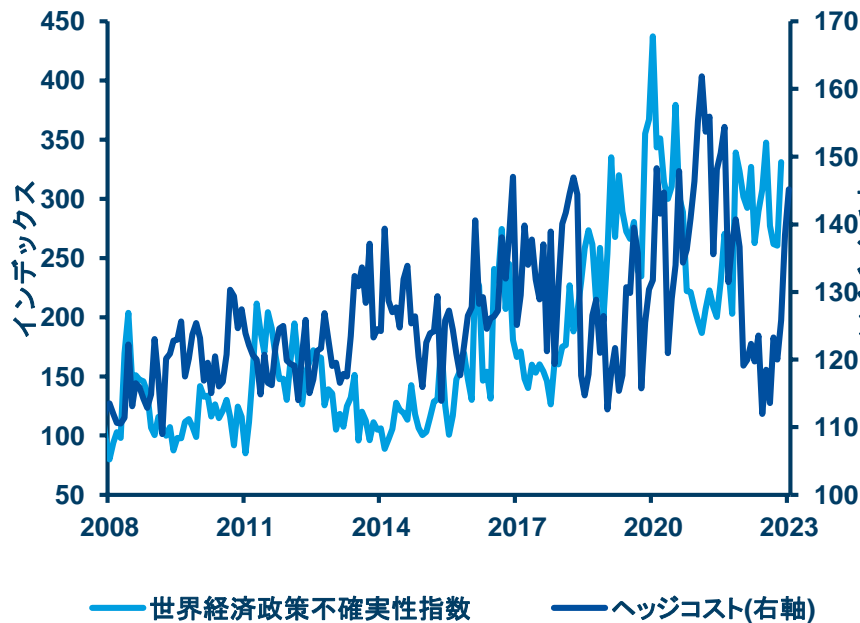
米国では、緩やかな景気後退が現実のものとなり、売上高およびEPSがさらに悪化すると予想している。市場は業績のさらなる悪化を十分に織り込んでいないため、調整局面が予想される。しかし、経済とインフレの見通しは非常に不透明であり、今後の決算発表が将来の道筋を見極める上で重要な鍵となろう。

出典: アムンディ・インスティテュート、過去はブルームバーグ。データは2023年5月31日時点。すべてアムンディ・インスティテュートの予測。

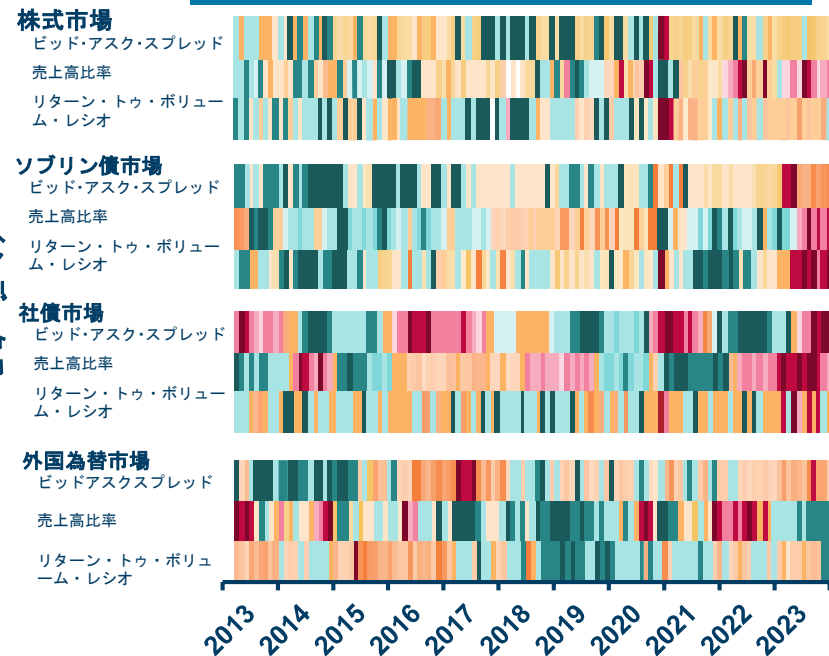
出典: アムンディ・インスティテュート、過去はブルームバーグ。データは2023年5月31日時点。ダウンサイドとセントラル予想はアムンディ・インスティテュート、アップサイドはS&P Capital IQの公式コンセンサス。

複数の市場の脆弱性の兆候に要注意

世界的に不確実性が高まりヘッジコストが高騰



グローバル流動性ヒートマップ

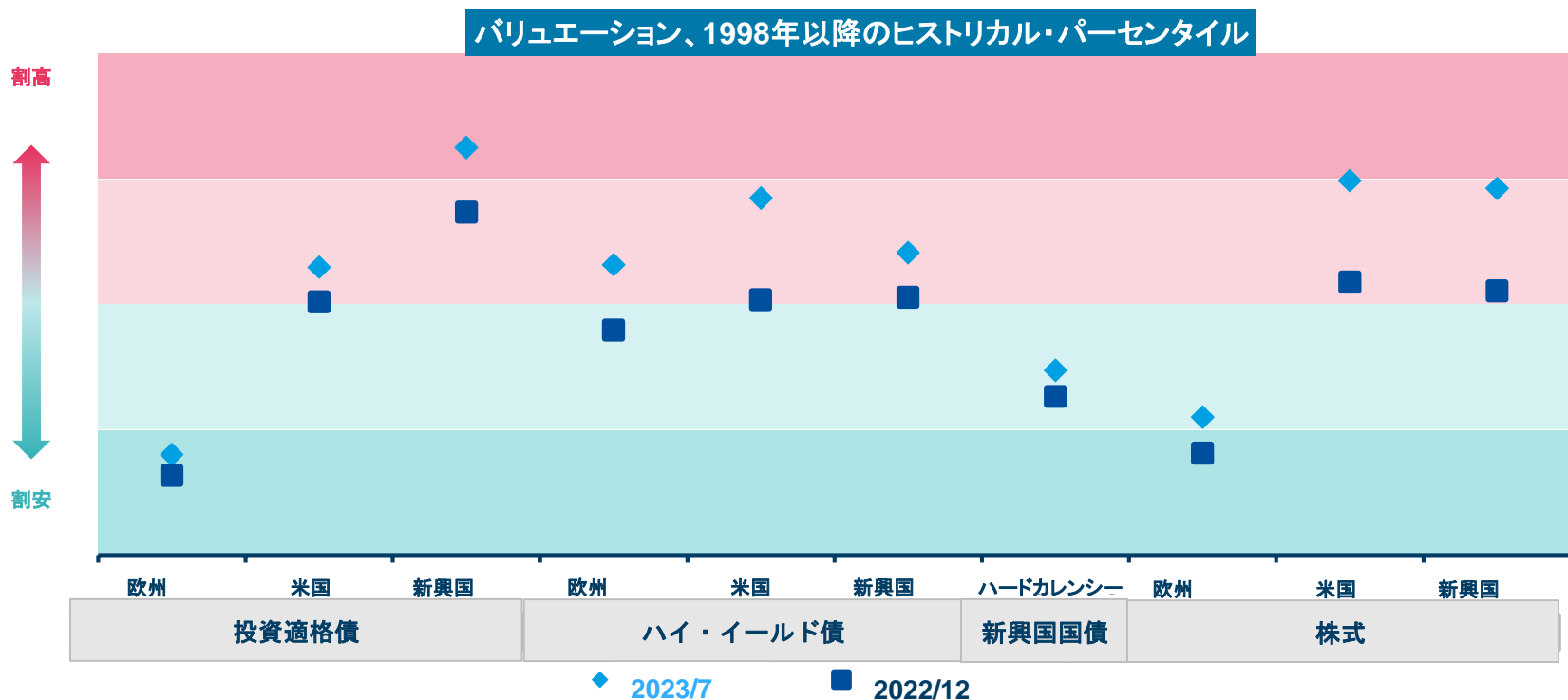


▶ 戦争、パンデミック、貿易摩擦など、最近のインパクトを受け、世界の不確実性は高まっており、投資家は市場の下落に対するヘッジを開始している。同時に、これらの要因は市場の流動性に影響を及ぼし、特に債券市場でより悪化している。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年5月31日時点。世界経済政策不確実性指数（現在価格のGDPウェイト付き）：この指数は、Baker, Bloom & Davisモデルに基づいて、ビジネスに関連する経済の一般的な状態を追跡します。ヘッジのコストは、アウトオブザマネーのS&P500オプションの取引可能なポートフォリオの価格から算出したCBOE SKEWインデックスに基づく。

出典：アムンディ・インスティテュートブルームバーグ・ファイナンスL.P.、JPモルガン・ピッグデータ & AIストラテジー、JPモルガン・チェース&カンパニー、マーケットアクセス、リフィニティブ・データストリーム、およびIMFスタッフの計算によるIMFソースにアムンディ・インスティテュート。注：赤（緑）のセルは、流動性の最低（最高）レベルを表す。2023年5月31日時点のデータ。

バリュエーション：市場セグメントによっては注意が必要



一般的に、バリュエーションは2022年12月時点よりも魅力的でなくなっており、3月の市場混乱後の反動は全体的なバリュエーションに明確に反映されている。欧州株式市場は他の資産クラスと比べて割安に見える。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、データストリーム、2023年7月3日現在の最新月次データ。EU IG、US IG、EM IG、EU HY、US HY、EM HYはICE BofA社債インデックス。IG：投資適格。HY：ハイ・イールド。EMソブHC：JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド。EU EQ、US EQ、EM EQはMSCIの株式指数。すべての指数は特定の地域（EU：EU：欧州、US：米国；EM：新興市場。分析は、債券インデックスについてはスプレッド、株式インデックスについては12ヶ月先PEレシオに基づいている。バリュエーションは1998年以降のヒストリカル・パーセンタイル。最も割安なのは第1四分位値、最も割高なのは第4四分位値。

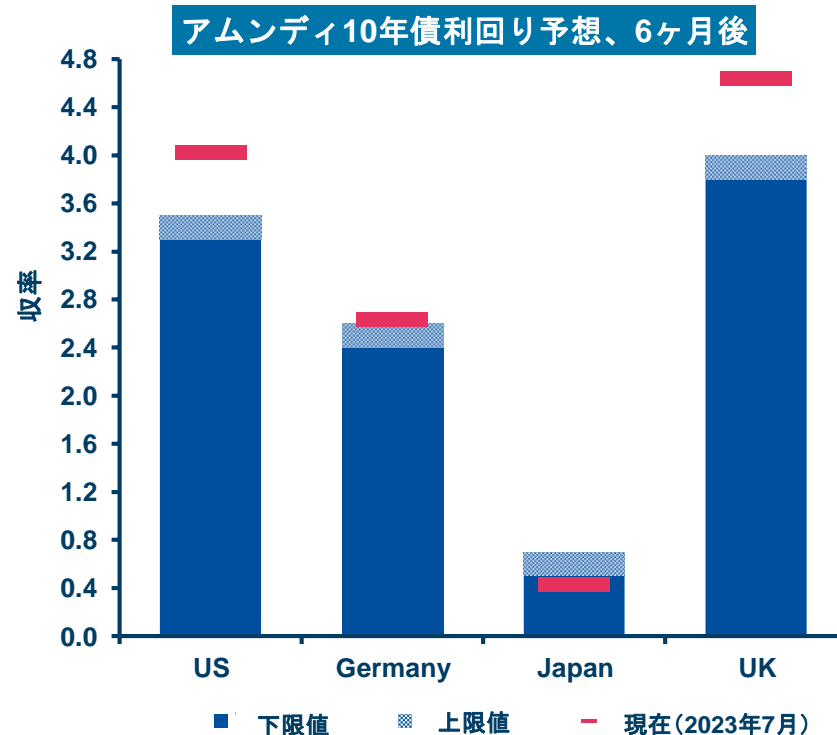
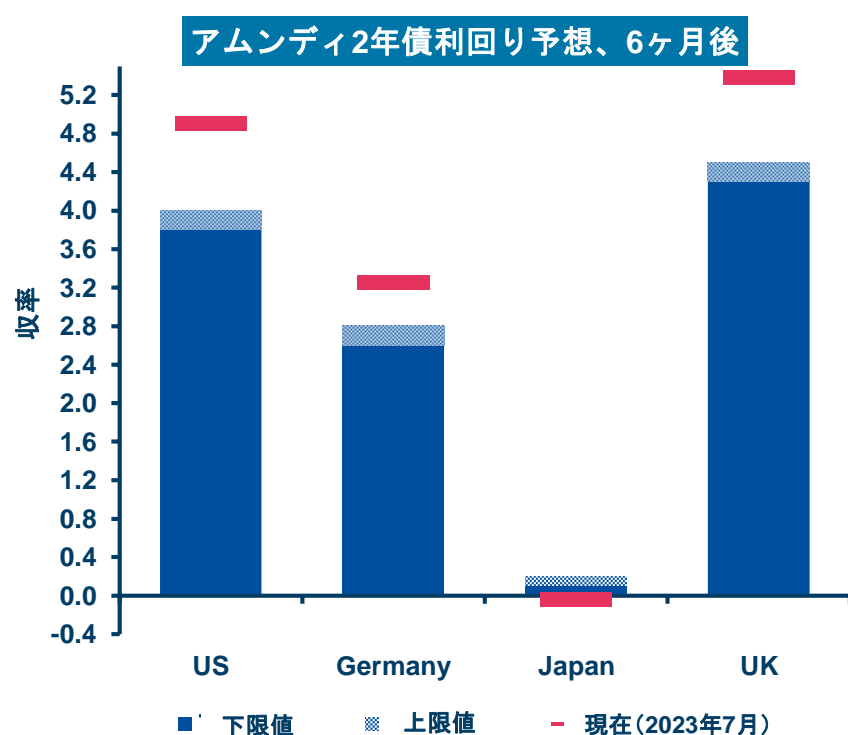
債券の復活：投資家が債券に目を向けるべき理由

中央銀行の影響力が低下した市場への移行には、以下の3段階ある：



出典：2023年7月6日時点のアムンディ・インスティテュート。EM：エマージング・マーケット。HC：ハードカレンシー。Govies：国債。

中核国国債が魅力的



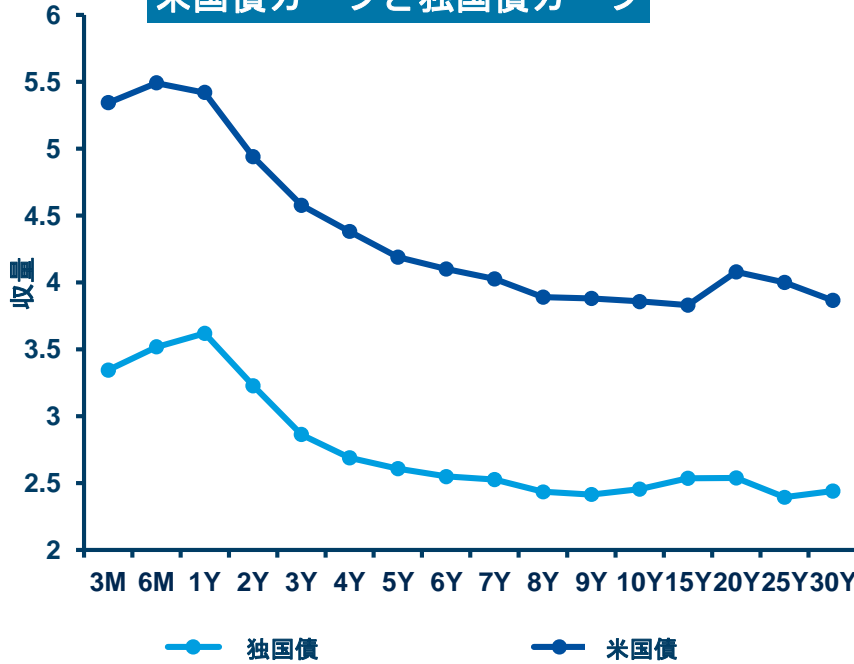
中核国国債は魅力的なバリュウを維持しており、投資家は現在の市場環境において債券をリスク分散手段として検討することができる。現段階では、予想される引き締めのおお半はすでに現在の利回り、特に米国金利に反映されている。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月7日現在。予測は2022年7月7日現在のアムンディ・インスティテュートによるもの。CB：中央銀行。

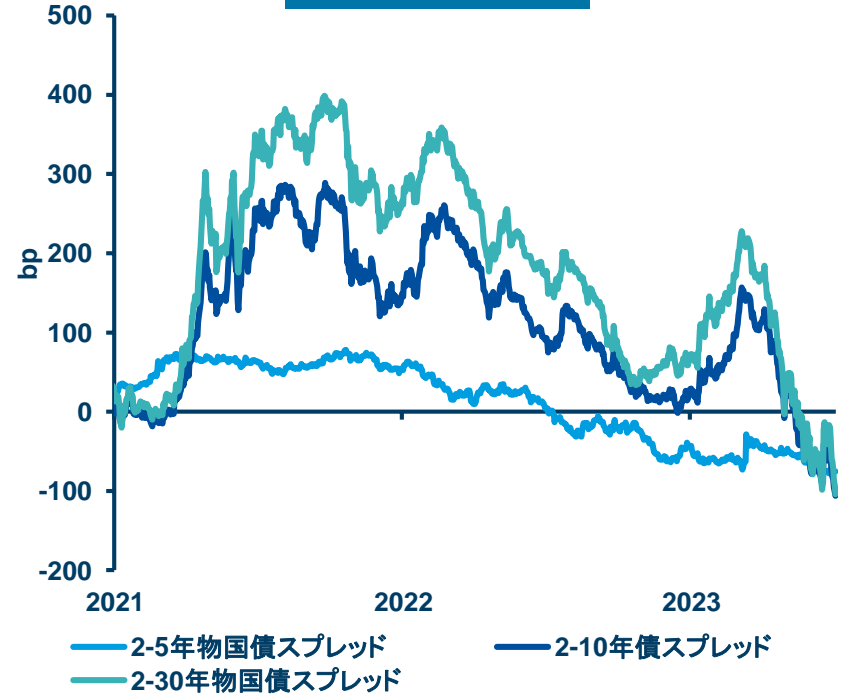
出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月7日現在。予測は2022年7月7日現在のアムンディ・インスティテュートによるもの。CB：中央銀行。

米国デュレーションについては、カーブ・スティーピングの機会もあり、小幅ながらプラスを維持

米国債カーブと独国債カーブ



国債イールドカーブ



米国デュレーションについては、ややポジティブなスタンスを維持している。同時に、欧州では、カーブ・スティーピングの機会を期待し、米国のカーブについては、長期ゾーンに対する短期ゾーンの価格の上昇から利益を得るというのがアムンディのポジショニングとなっている。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月3日現在。

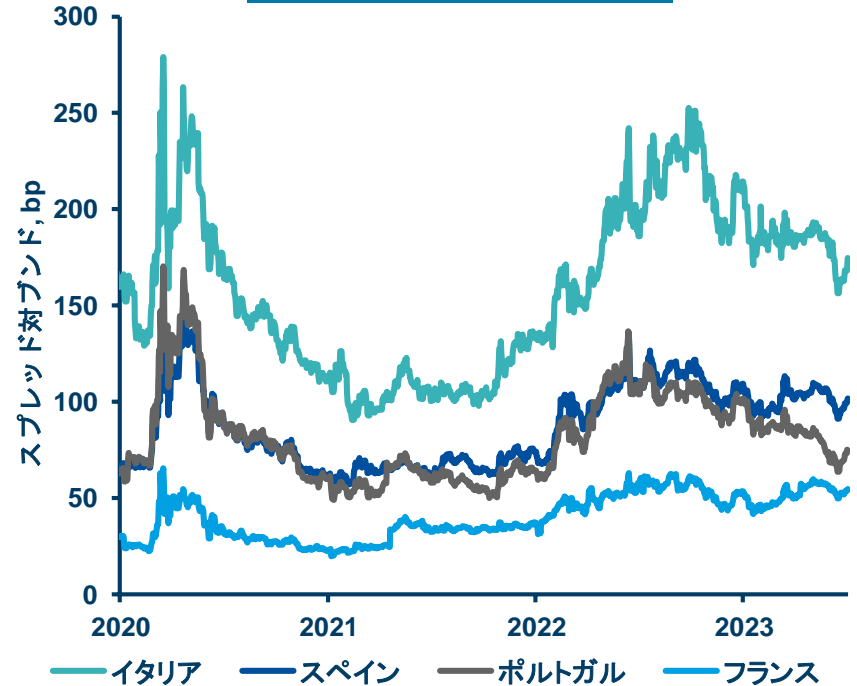
出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月4日現在。

ユーロ債：やや慎重、徐々に中立へ、周縁国国債については中立

ドイツ国債：2年物および10年物の利回り



10年債スプレッド vs 独国債

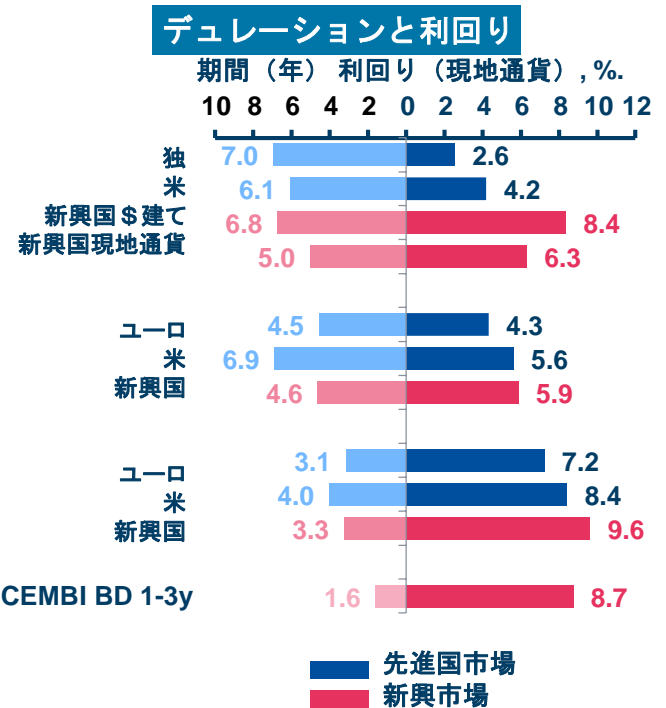
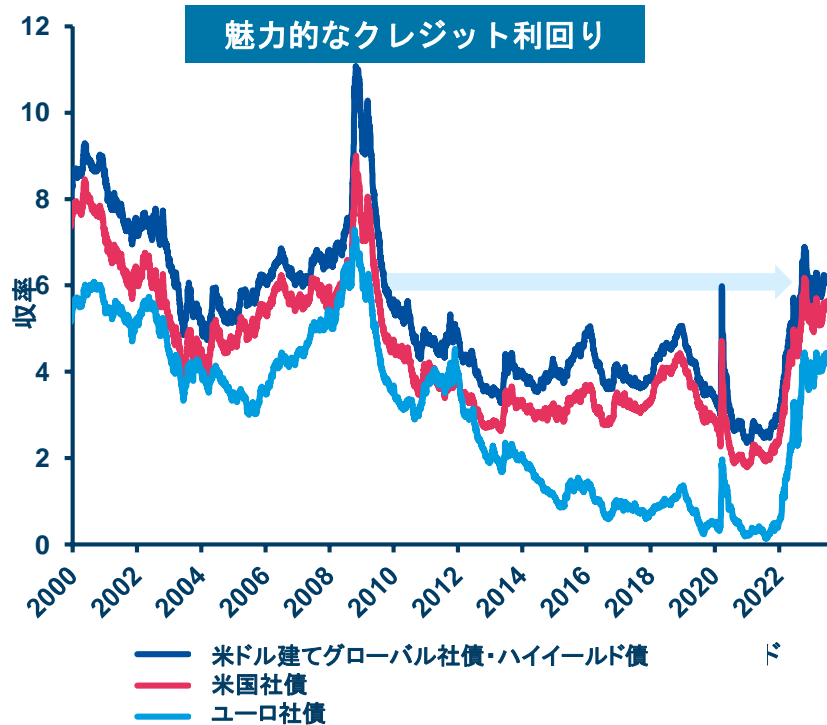


▶ 債券のボラティリティが高い時期においてもECBがインフレ対策を継続するという強いコミットメントを出していることから、投資家は欧州国債のデュレーション管理はアクティブに行う必要がある。周縁国国債については、全体として中立的な見方を継続する。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月6日現在。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月4日現在。

クレジットに投資機会を探求

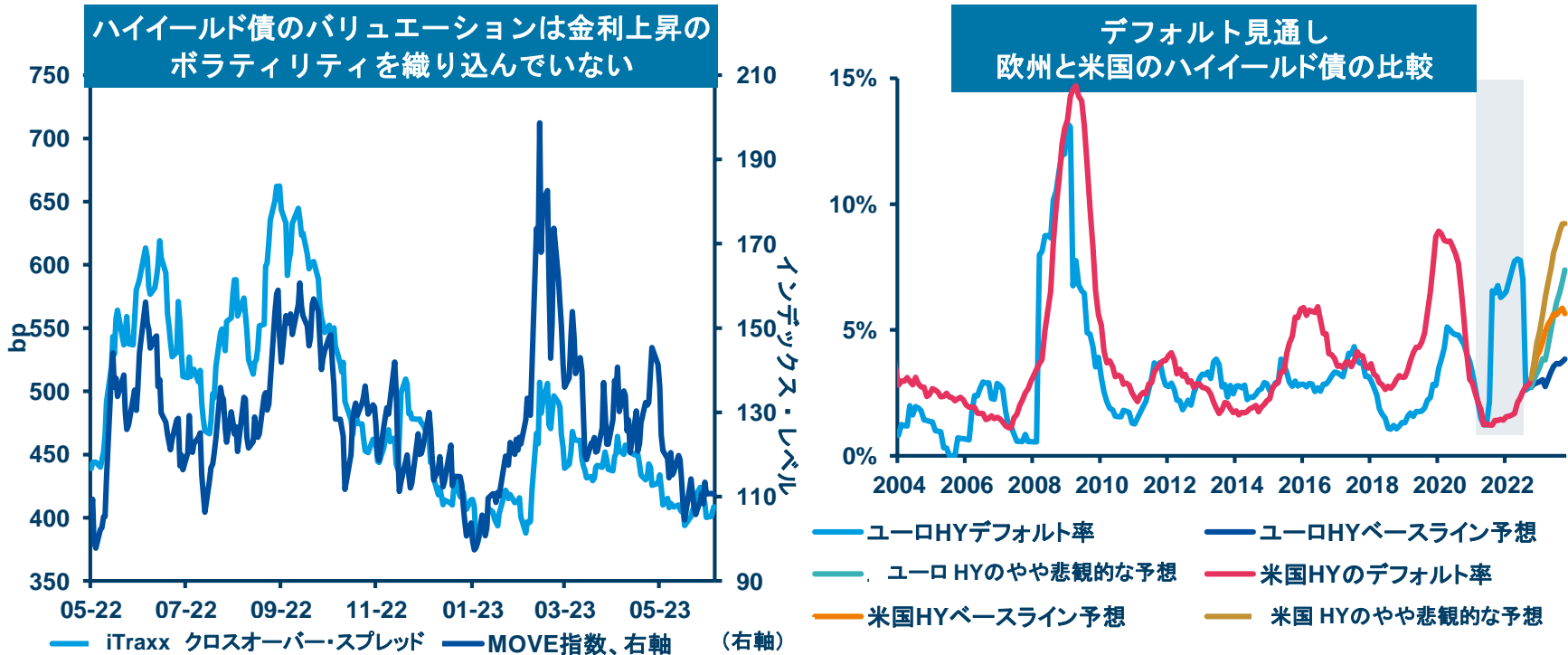


▶▶ クレジット市場の利回りは魅力的な水準に戻っている。しかし、資金調達コストの上昇と景気減速の背景から、投資適格、高クオリティ、低レバレッジの社債に焦点を当てた選別的なアプローチが求められる。

出典：アムンディ・インスティテュート。ブルームバーグの最新データを分析。データは2023年7月6日現在、ICE BofAインデックスを参照。

出典：アムンディ・インスティテュート。ブルームバーグのデータによる分析。データは2023年7月6日現在。国債およびEM指数はJPモルガン。ユーロと米国の信用指数はICE-BofAより。LC：現地通貨建て。IG：投資適格。HY：ハイ・イールド。ST：短期。EMコーポ・STの利回りはJPモルガンCEMBIブロード・ディバースィファイド1-3年、デュレーションはJPモルガンCEMBI IG+ 1-3年。

ハイールド債より投資適格債を優先



➤ 2023年には、投資家は企業のレバレッジと流動性リスクに注意を払うだけでなく、1)成長率の低迷、2)労働コストの上昇による利益率への影響、3)資金調達コストの上昇を伴う政策引き締めの影響-特に米国企業-を注意深く監視する必要がある。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月6日現在。

出典: アムンディ・インスティテュート、ムーディーズ。データは2023年7月10日現在。予測は2023年6月から。2023年5月以降、ムーディーズはロシアの発行体を2022年3月以降のデータから復元した。CB: 中央銀行。HY: ハイ・イールド。

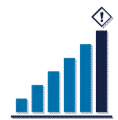
株式：バリュエーションとバランスシートの強さを重視

グローバルテーマ



プロフィット・リセッション

- 景気減速は企業収益に影響を与える可能性があるため、アムンディは頑健なバランスシートと価格決定力、ブランド、知的財産を持つ企業を選好する。



バリュエーション

- 市場の一部（すなわち米国のグロース市場）は、収益と消費におけるリスクが反映されていない。バリュエーションを無視することは、現段階では大きなリスクである。



クオリティ、バリュー、配当のバランス

- アムンディは、ディフェンシブな分野の優良株やバリュー株、株主（配当）に報いる銘柄を選好。しかし、来年、今の景気減速が過ぎ去れば、景気循環株が再び人気を取り戻す可能性。



ESG

- 明日のESGリーダーとなりうる企業とのダイナミックで魅力的なアプローチにより、投資家はESGパフォーマンスを向上させ、その過程で強力な財務リターンを得ることができる。

地域ローテーション

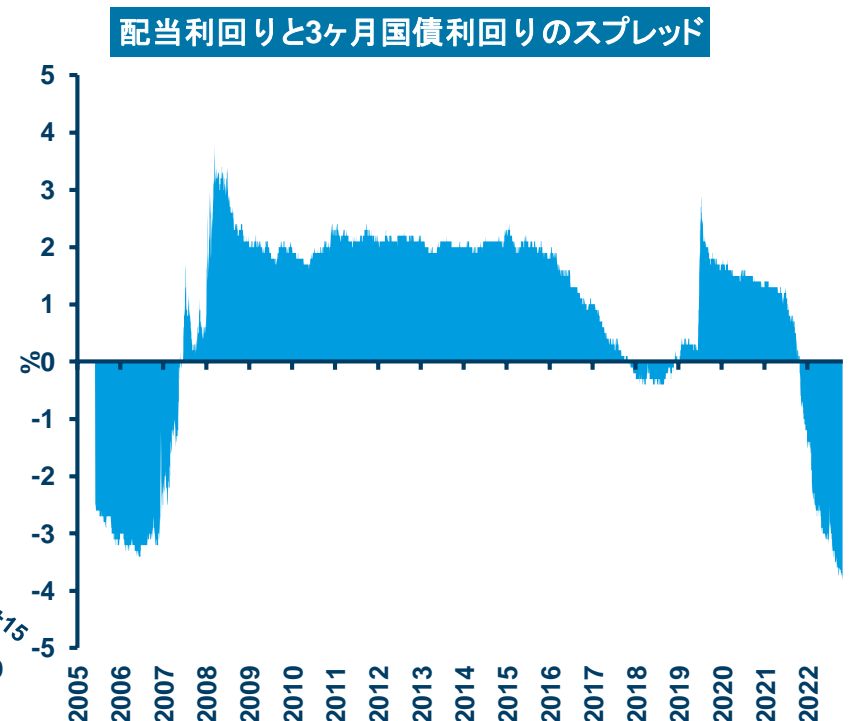
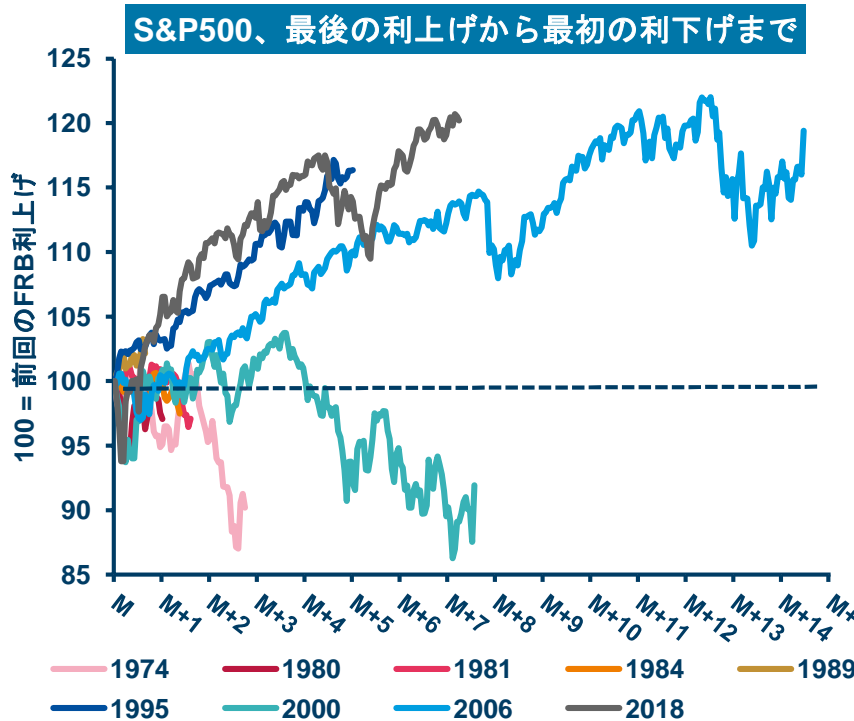


新興国対先進国

- 新興国の成長は中国（オンショア）にとどまらず、インド、中期的展望が良好なインドネシア、メキシコ、ブラジルなどの国々を含む。グロースよりもバリューを優先。

出典：2023年7月5日現在、アムンディ・インスティテュート。

景気後退を回避できれば、FRBの一時停止は株式にプラス



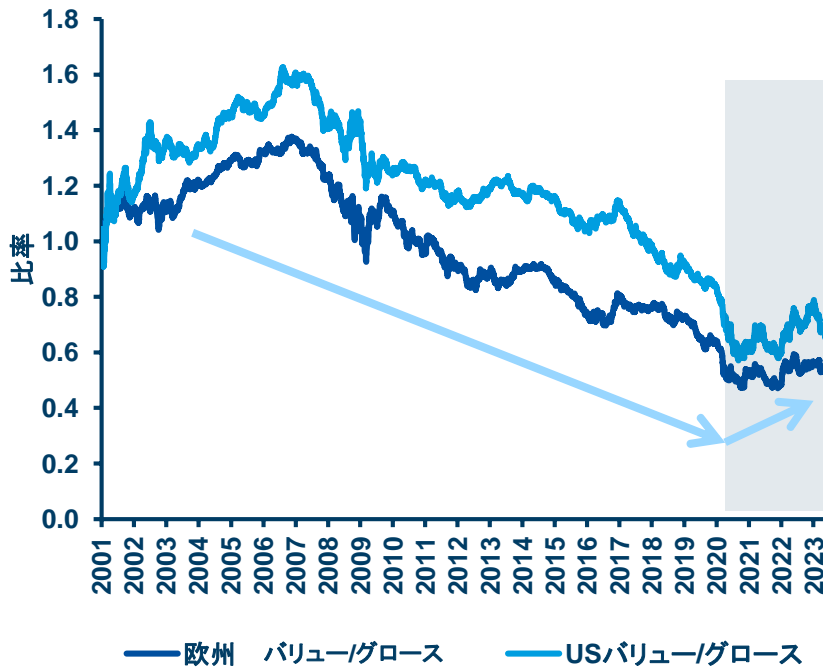
政策金利が高止まりしている間は、株式投資にも慎重さが求められるが、過去の事例は、米国の景気後退の可能性とインフレ率の推移次第では、パフォーマンスがプラスにもマイナスにもなり得ることを示している。アセット・アロケーションでは、利回りの魅力(配当利回りとの差)から、債券(特に中核国債)を最重視している。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年5月31日現在。ベーカー、ブルーム&デイビスのモデルに基づき、ビジネスに関連する一般的な経済状況を追跡。ヘッジ・コストは、アウト・オブ・ザ・マネーのS&P 500オプションの取引可能ポートフォリオの価格から算出したCBOE SKEW指数に基づく。

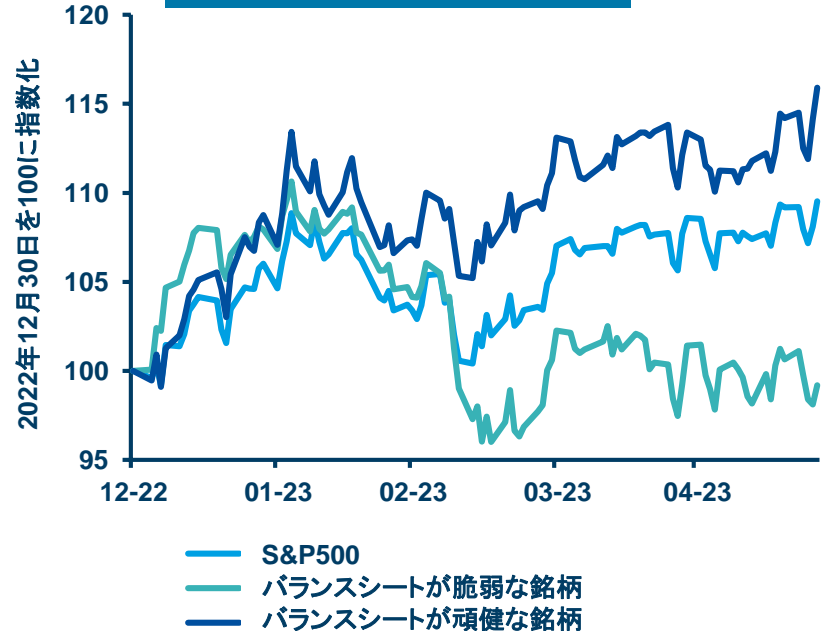
出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月6日現在。S&P 500種混合12ヵ月先渡配当利回りと米国一般国債3ヵ月利回り。

クオリティとバリューへの支持を継続

バリューは長期的なトレンド



バランスシートの強い米国株がアウトパフォーム



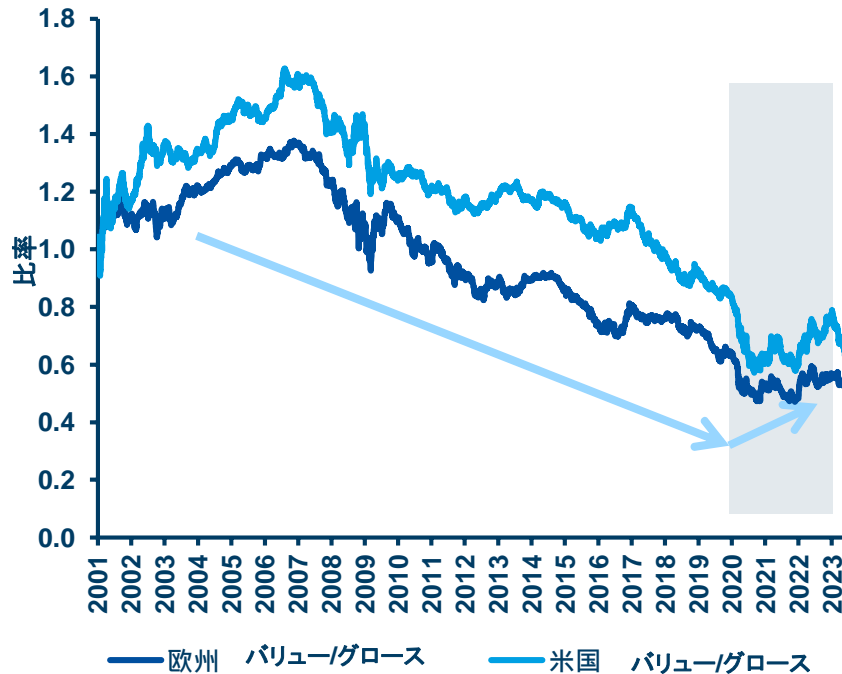
▶▶ 一般に、優良株は、ボラティリティの上昇や景気減速に対する耐性が高い。しかし、魅力的なバリュエーションから利益を得るためには、クオリティとバリューを組み合わせる必要がある。全体として、アムディは警戒を怠らず、強い収益力を持ち、配当や自社株買いによって株主に報いることができる銘柄を探求している。

出典:アムディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年5月30日時点。

出典:アムディ・インスティテュート、ブルームバーグ。2023年5月30日時点のデータです。

クオリティとバリュートを引き続き選好

バリュートは長期的なトレンド



強力なバランスシートを持つ米国株がアウトパフォーマンス



一般的に、優良株はボラティリティや景気減速への耐性が強い。しかし、魅力的なバリュエーションから利益を得るために、クオリティとバリュートを組み合わせるべきである。全体として、アムディは慎重な姿勢を維持し、収益ポテンシャルが大きく、配当や自社株買いで株主にも報いる銘柄を探索している。

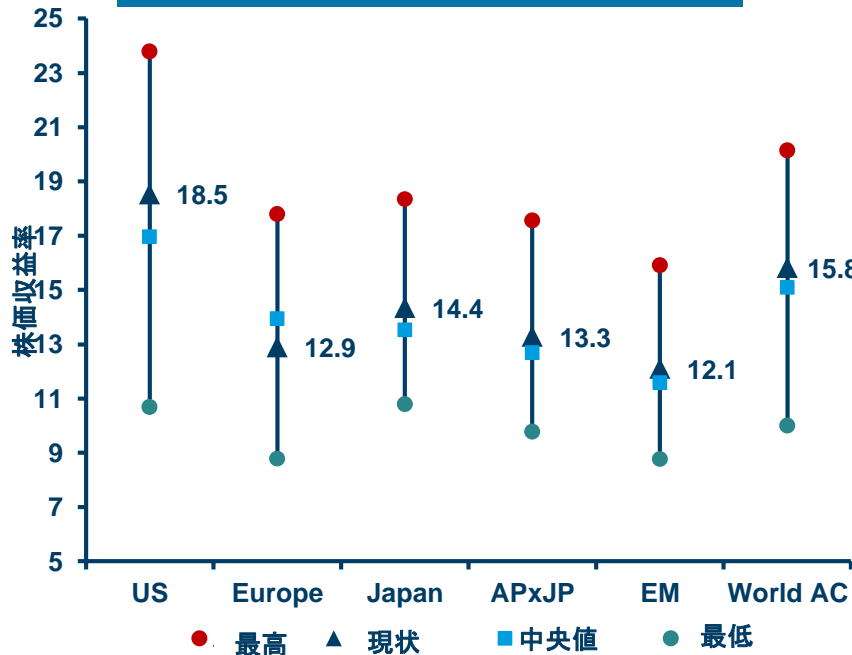
出典：アムディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月6日現在

出典：アムディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月7日現在

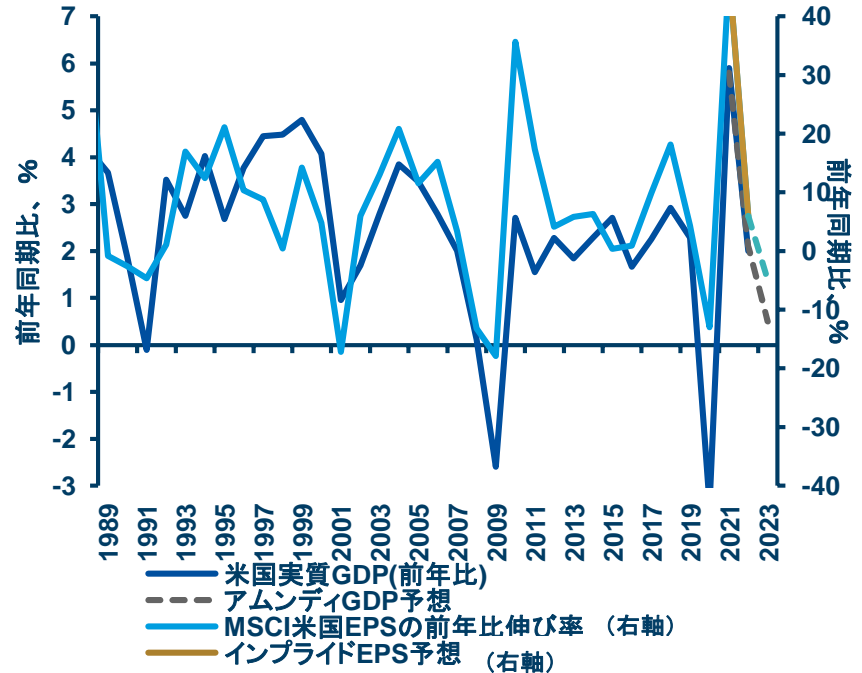


一部の銘柄に集中した米国株の上昇により、バリュエーションが割高に、また、利益も圧迫されていることからやや警戒的

バリュエーション比較: P/Eレシオ



米国GDP成長率 & 米国EPS成長率



成長の鈍化や業績への懸念がある今は、ボトムアップで選択をする良い機会となっている。今年の主要なテーマは、安定したビジネスモデルと強かなバランスシートを持つ企業が、弱い企業よりも強いということだと考えている。

出典: アムンディ・インスティテュート、Datastream。データは6月6日時点。

出典: アムンディ・インスティテュート、Refinitiv、IMF。データは2023年6月7日時点。

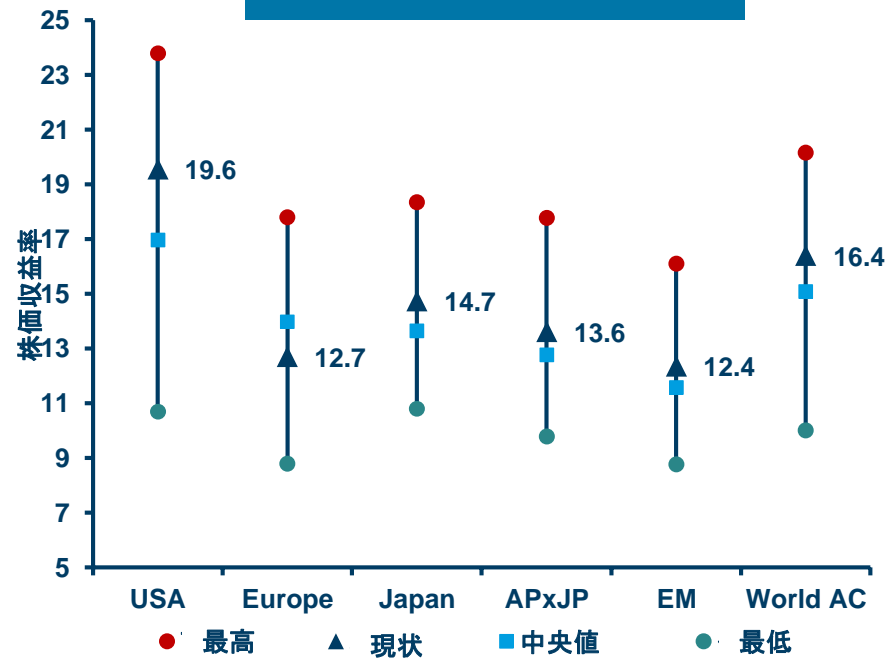


株式

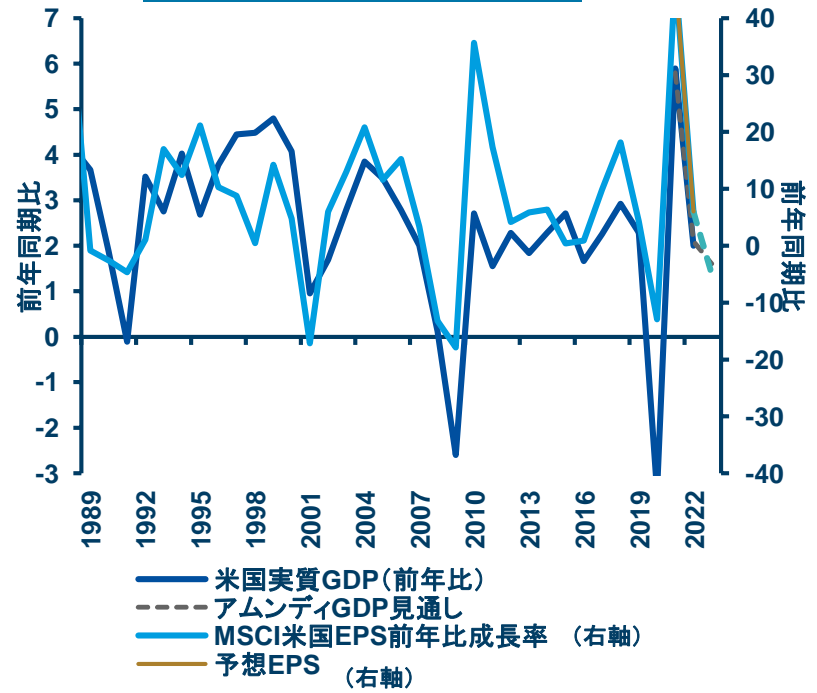
米国：バリュエーションは魅力的でなく、利益への圧力もあるが

.....

バリュエーション比較: P/Eレシオ



米GDP成長率と米EPS成長率



➤ 成長が鈍化し、業績への懸念が高まっている時こそ、市場はボトムアップの銘柄選択の好機となる。今年の主要テーマは、安定したビジネスモデルと強固なバランスシートを持つ企業が、脆弱な企業よりも底堅いということだと考える。

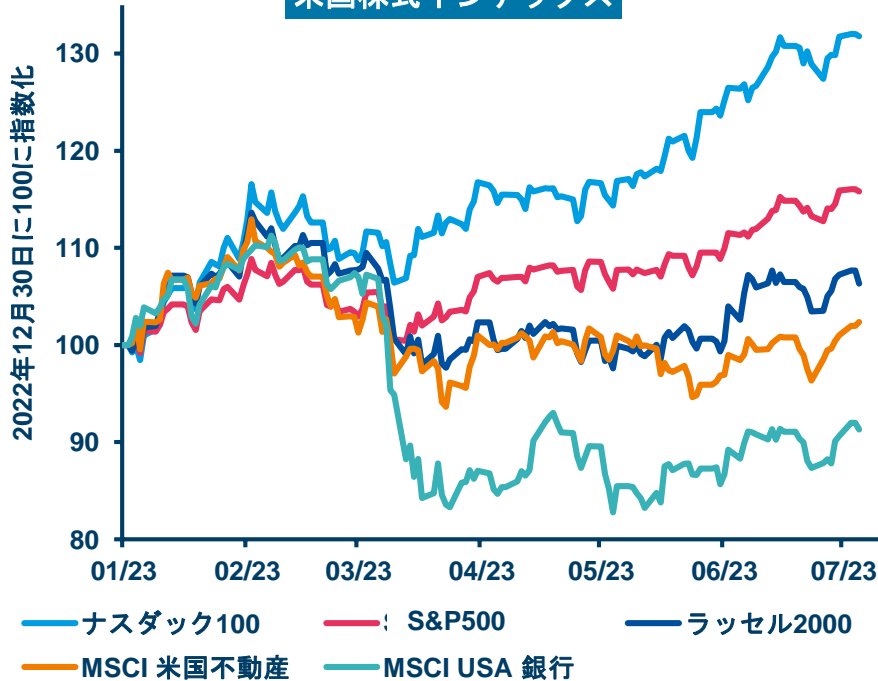
出典: アムンディ・インスティテュート、データストリーム。データは2023年7月4日現在。

出典: アムンディ・インスティテュート、Refinitiv、IMF。データは2023年7月74日現在。

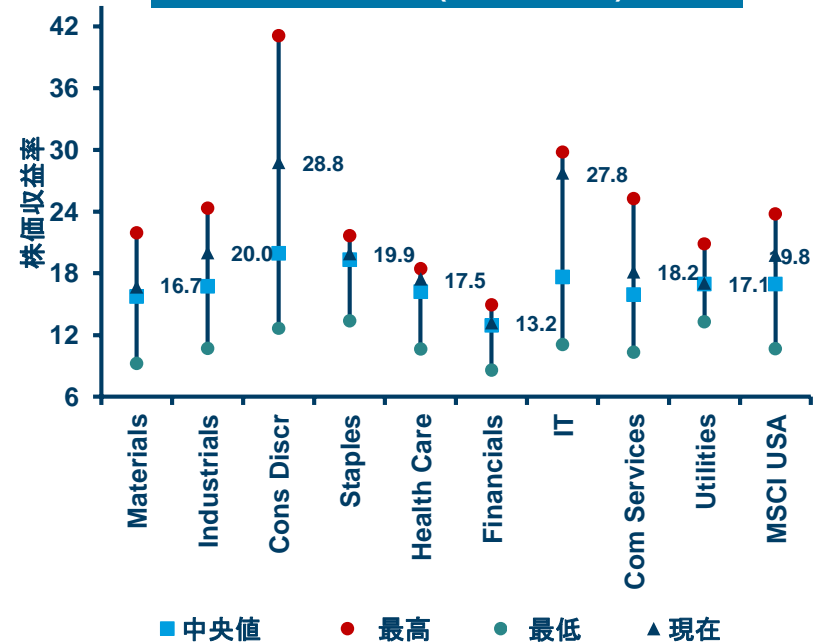


...バリュエーションが高いのは一部のセクターのみで、ラリーはハイテク株に集中

米国株式インデックス



米国セクターのバリュエーション - PER MSCI USA (2012年以降)



一部のハイテク株が牽引し、不均衡、不健全な形で米国株式市場は上昇した。米国セクターのバリュエーションには大きなばらつきがあり、ITと耐久消費財銘柄は過去水準から見て割高である一方、他のセクターには投資機会がある。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月6日現在。

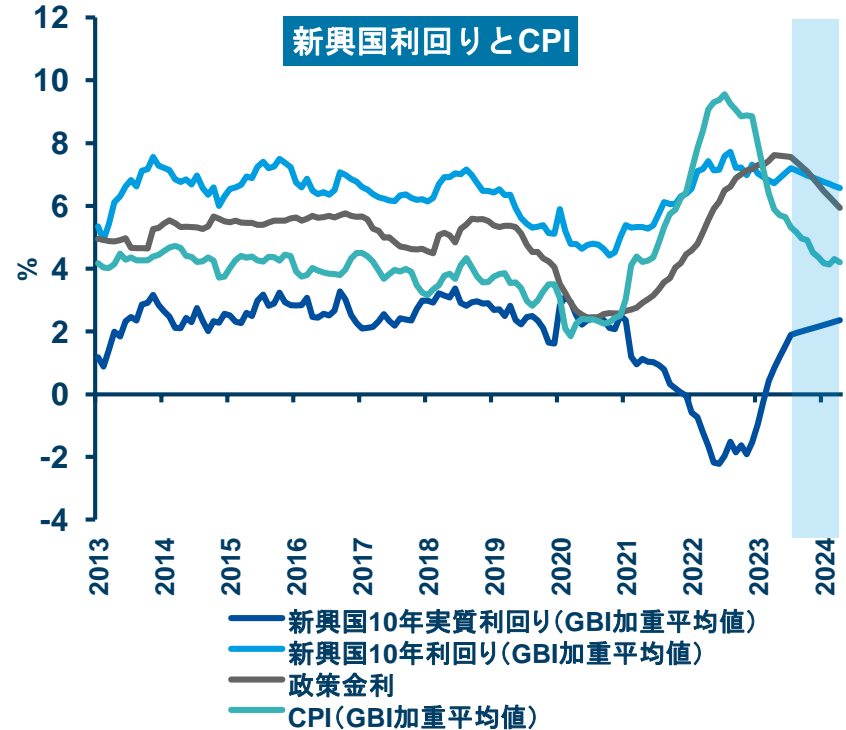
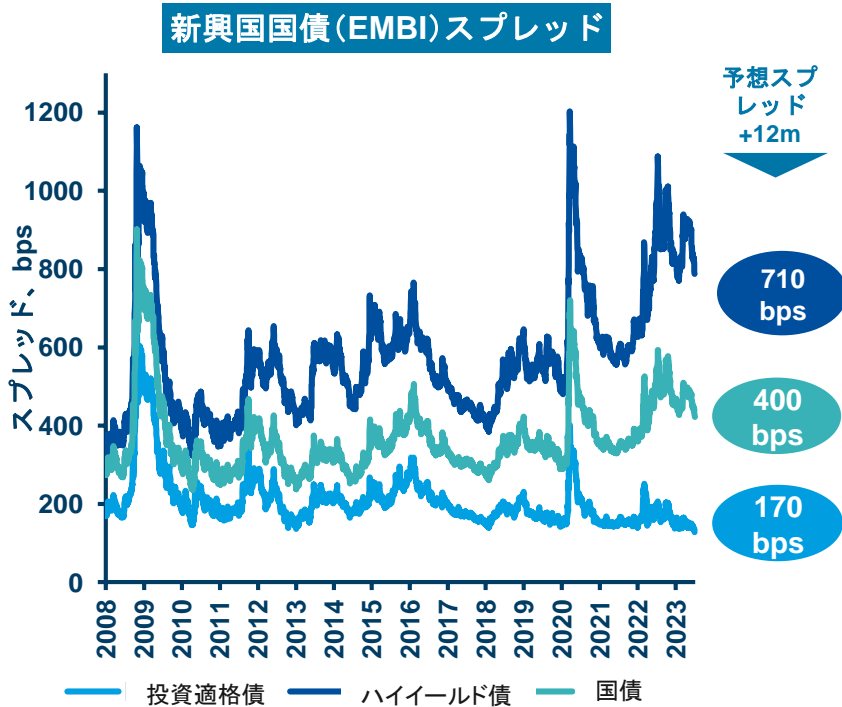
出典: アムンディ・インスティテュート、データストリーム。データは2023年7月6日現在。

魅力的なエントリーポイントの追求

	現在ポジティブ	基本、ポジティブだが、時間がかかる	ネガティブ	しばらく後にポジティブ
地域： 現状、米国の回復力は強く、中国の回復は遅れ気味。米国の景気後退は遅れているが、いずれ訪れる	<ul style="list-style-type: none"> 日本 		<ul style="list-style-type: none"> 米国 	<ul style="list-style-type: none"> ヨーロッパ 日本を除く太平洋地域 新興国
スタイル： 調整期・回復期はモメンタムに不利	<ul style="list-style-type: none"> バリュウー（日） クオリティ（欧） 	<ul style="list-style-type: none"> クオリティ（米国） 	<ul style="list-style-type: none"> モメンタム（米欧日） 	<ul style="list-style-type: none"> 低ボラ（米）
セクター： ディフェンシブや気候変動など長期的な視点に立った多様なセクター	<ul style="list-style-type: none"> ヘルスケア（米） 一般消費財（米欧） 公益（欧） 通信サービス（米） 	<ul style="list-style-type: none"> 資本財（米欧） IT（欧） 	<ul style="list-style-type: none"> 不動産（米欧） 	<ul style="list-style-type: none"> 耐久消費財（欧）

出典：アムンディ・インスティテュート、データは2023年7月4日現在。

新興国債券：マクロ経済の支えと魅力的な利回りとスプレッド



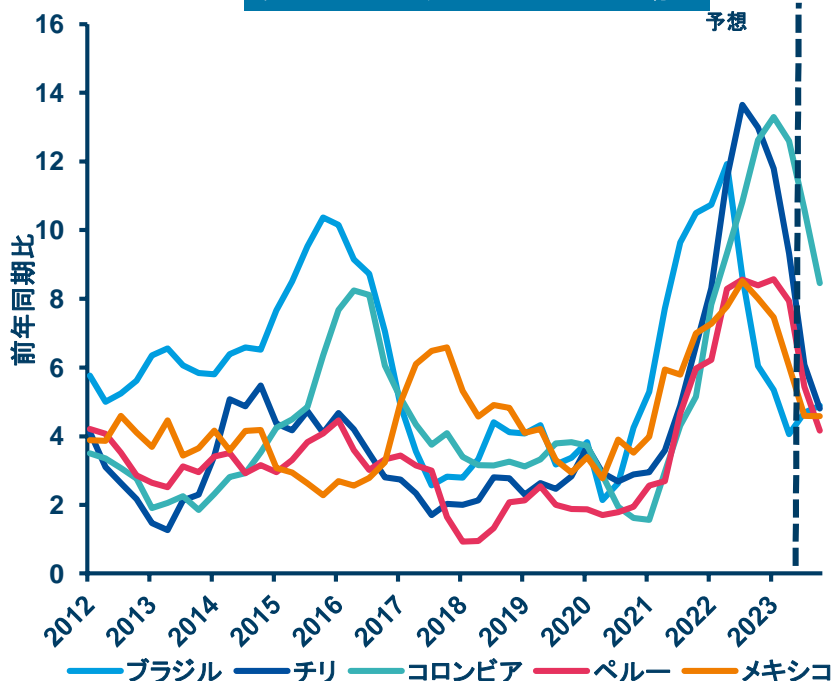
▶▶ 新興国の金融政策の正常化は先進国に比べて進んでおり、キャリーという点で魅力的なエントリー・ポイントとなっている。新興国と先進国の成長率格差の拡大、過去との比較で魅力的なスプレッドとも相まって、新興国債券は興味深い選択肢となっている。引き締めがすでに進んでいる国を選好することに変わりはなく、厳格な選別が重要であることに変わりはない。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月6日現在、予想は2023年7月4日現在。ロシアは2022年3月31日以降、JPモルガンのすべての債券インデックスから除外されており、すべてのインデックスのリバランスが行われている。EM：新興市場。

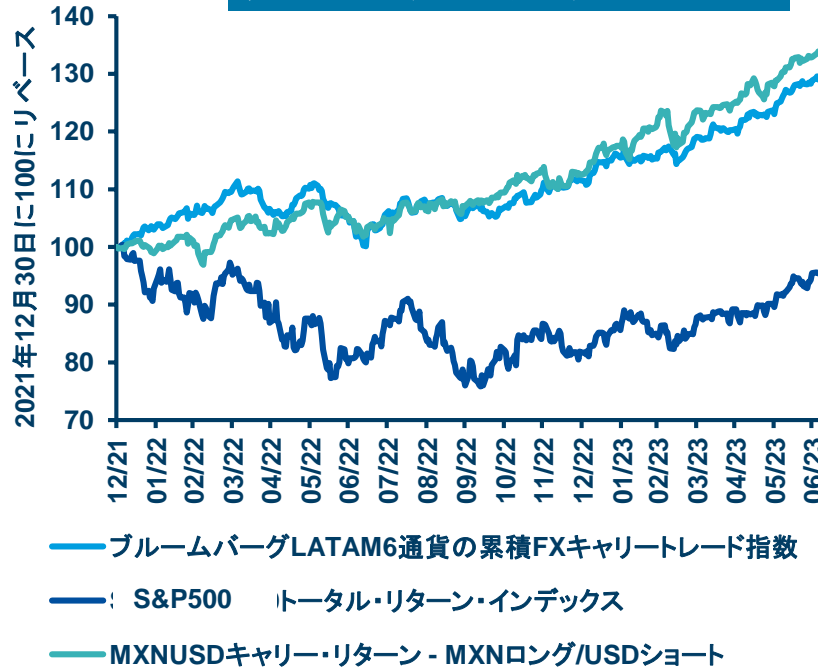
出典：アムンディ・インスティテュート、ファクトセット。データは2023年7月4日現在。予測はアムンディ・インスティテュートによるもの。

ラテンアメリカ：緩やかな金融緩和サイクルの開始が目前に

ラテンアメリカのインフレ動向



ラテンアメリカのキャリー・トレード



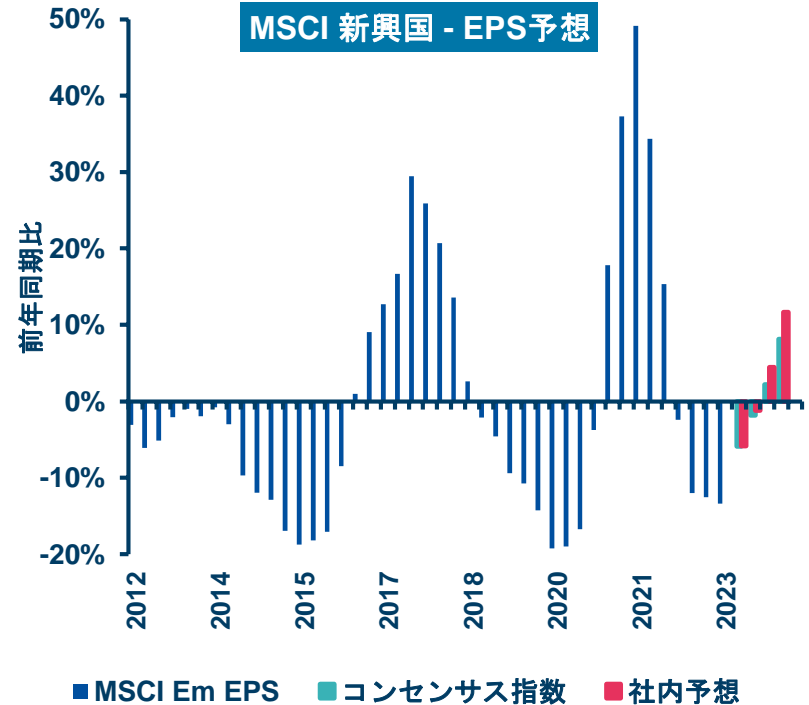
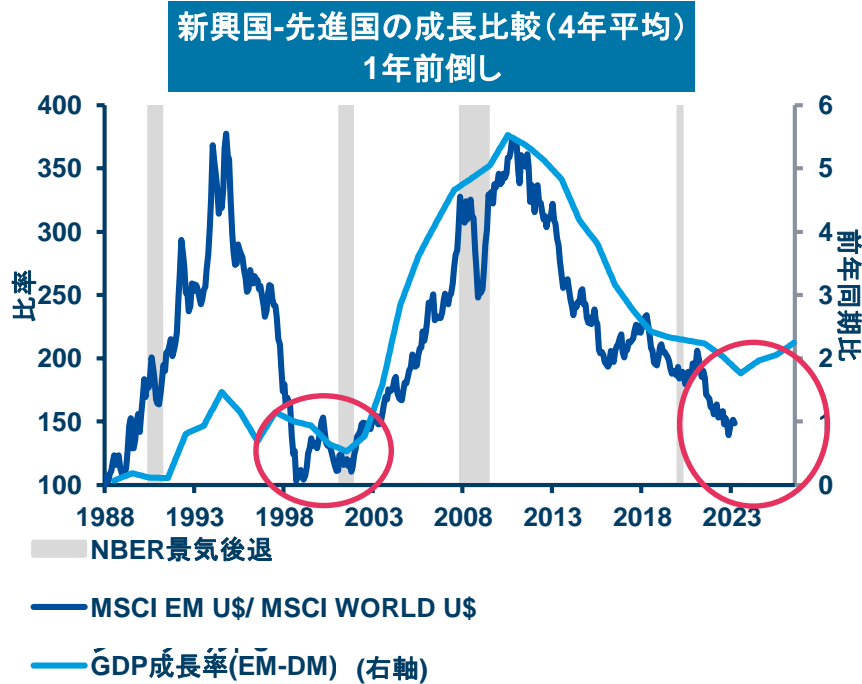
- ブルームバークLATAM6通貨の累積FXキャリートレード指数
- S&P500 トータル・リターン・インデックス
- MXNUSDキャリー・リターン - MXNロング/USDショート

▶▶ ラテンアメリカの中銀はFRBより1年以上早く利上げを開始し、この地域で魅力的なキャリー・トレードを生み出している。先進国中銀は中銀フォーラムで強調されたように、追加利上げに踏み切る可能性があるが、ラテンアメリカ中銀の方向性はかなり異なる。大多数のラテンアメリカ諸国がインフレ・サイクルにある中、この地域はすぐにも利下げに踏み切る可能性がある。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーク。データは2023年7月6日現在。中南米キャリー・トレード・インデックスは、中南米6通貨（アルゼンチン・ペソ、ブラジル・レアル、チリ・ペソ、コロンビア・ペソ、メキシコ・ペソ、ペルー・ソル）をロング・ポジションとし、米ドルのショート・ポジションで資金をフルに調達しているバイ・アンド・ホールド型キャリー・トレード・ポジションの累積トータル・リターンを測定。MXN：メキシコ・ペソ。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーク。データは2023年7月4日現在、予測はアムンディ・インスティテュートによるもの。

新興国と先進国の成長率格差と収益は新興国株にとってポジティブなカタリスト



▶▶ 新興国と先進国の経済成長率の差と収益期待は、この資産クラスにとってのサポート要因。しかし、投資家は新興国スペースが多様なユニバースであることに留意する必要がある。

出典：アムンディ・インスティテュート、データストリーム。データは2023年7月4日現在。EM：新興市場。DM：先進国市場。

出典：アムンディ・インスティテュート、ファクトセット。データは2023年7月6日現在。予測はアムンディ・インスティテュート

新興国の見通し

	ハードカレンシー債券	現地通貨建て債券	株式	通貨
全体的なスタンス 	 現在のスプレッド・レベルを考慮し、投資適格債よりハイイールド債を選好	 魅力的な実質利回りの分野に焦点を当て、L現地通貨債にポジティブ。現地通貨建て新興国債券を選好。	 バリュエーションが魅力的な地域に焦点を当て、新興国株にポジティブ。グロースよりもバリューを選好。	 欧州通貨基金（新興国FX）については全体的に中立で、キャリアの高い通貨を選好。
地域選好 	<ul style="list-style-type: none"> ラテンアメリカ（ブラジル、メキシコ、アルゼンチン）； インドネシア 南アフリカ 新興国社債：魅力的なバリュエーション：ブラジルの社債、メキシコのエネルギー、インドネシア、カザフスタン、湾岸諸国の準ソブリン。 	<ul style="list-style-type: none"> ラテンアメリカ：ブラジル、メキシコはキャリアのクオリティの高さがサポート要因； インドネシア 南アフリカ ルーマニア インド 	<ul style="list-style-type: none"> ラテンアメリカ、特にブラジル； 中国、地政学的リスクの中でオンショアとオフショアの市場を選別； 香港 インドネシア ベトナム（MSCI フロンティア・インデックスの最大の構成国）。 	<ul style="list-style-type: none"> ブラジル・レアル メキシコ・ペソ インドネシア・ルピー インド・ルピー 南アフリカ・ランド

出典：アムンディ・インスティテュート（2023年6月6日現在）。EM：新興市場、HC：ハード・カレンシー、LC：現地通貨。

中国：再開に後の最近の低迷が買い場に



中国株指数の年初来のパフォーマンスは期待通りではない。この不調の主な原因は、不動産市場のリスクと、米中関係の冷え込みによる地政学的リスクの2つである。しかし、中国株式市場のバリュエーションは魅力的である。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月6日現在。インデックスのリターンは米ドルベース。

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。予測はアムンディ・インスティテュートによるもの。データは2023年7月6日現在。

株式：アジアにおける機会

1 中国 - ポジティブ
 これまでのところ回復の度合いには失望しているものの、予想より早い再開を背景に、引き続き建設的な見方を維持。コビッド期間に蓄積された大幅な余剰貯蓄、必要であれば不動産および民間セクターをさらに支援する能力を持つ成長促進政府のスタンス。地政学的リスクが高まるなか、国内市場とオフショア市場では、リスク・リターンがより魅力的に見える。

2 インド - 中立
 デジタルトランスフォーメーション、メイド・イン・インド、貯蓄の金融化、ニューエコノミー・セクターのIPO増加による指数ウエイトの上昇。短期的には、これは依然として高いバリュエーションと世界・国内成長の鈍化によって相殺される。

3 台湾 - 中立
 半導体（ロジック&アナログチップ）については、在庫が正常化し、大幅な減産後の業績サイクルが一旦底を打ち、AIによる旺盛な需要が追い風となっていることから、建設的な見方に転じている。

4 韓国 - 中立
 バリュエーション面から、半導体（メモリチップ）に対してより建設的な見方へと転換。メモリ価格については、価格と数量に関するネガティブなニュースはほぼ織り込み済みであり、大幅な値下げ後の業績サイクルの一時的な底打ちと、AI需要の創出による追い風がある。

10 インドネシア - ポジティブ
 商品価格上昇の恩恵を受け、銀行やグリーン素材関連銘柄に有利。



5 タイ - ニュートラル
 予想より早い中国再開で恩恵を受ける観光業。観光と消費プレーに好意的。

8 香港 - ポジティブ
 再開プレーに注目。旅行関連の消費者向け銘柄を引き続き選好。

7 フィリピン - 慎重
 国内消費と不動産に関連するセクターには慎重。

6 マレーシア - 慎重
 国内消費と投資にさらされるセクターには慎重。輸出企業（ITなど）には建設的な姿勢に転じる。

9 ベトナム - ポジティブ
 現在、MSCIフロンティア指数で最大。MSCIインデックスの新興国ステータスに格上げされれば恩恵を受ける可能性がある。銀行と不動産を選好。

色は、アムンディによる同国株式の見通し

慎重

中立

ポジティブ

出典：アムンディ・インスティテュート。データは2023年7月3日現在。EM：新興市場。

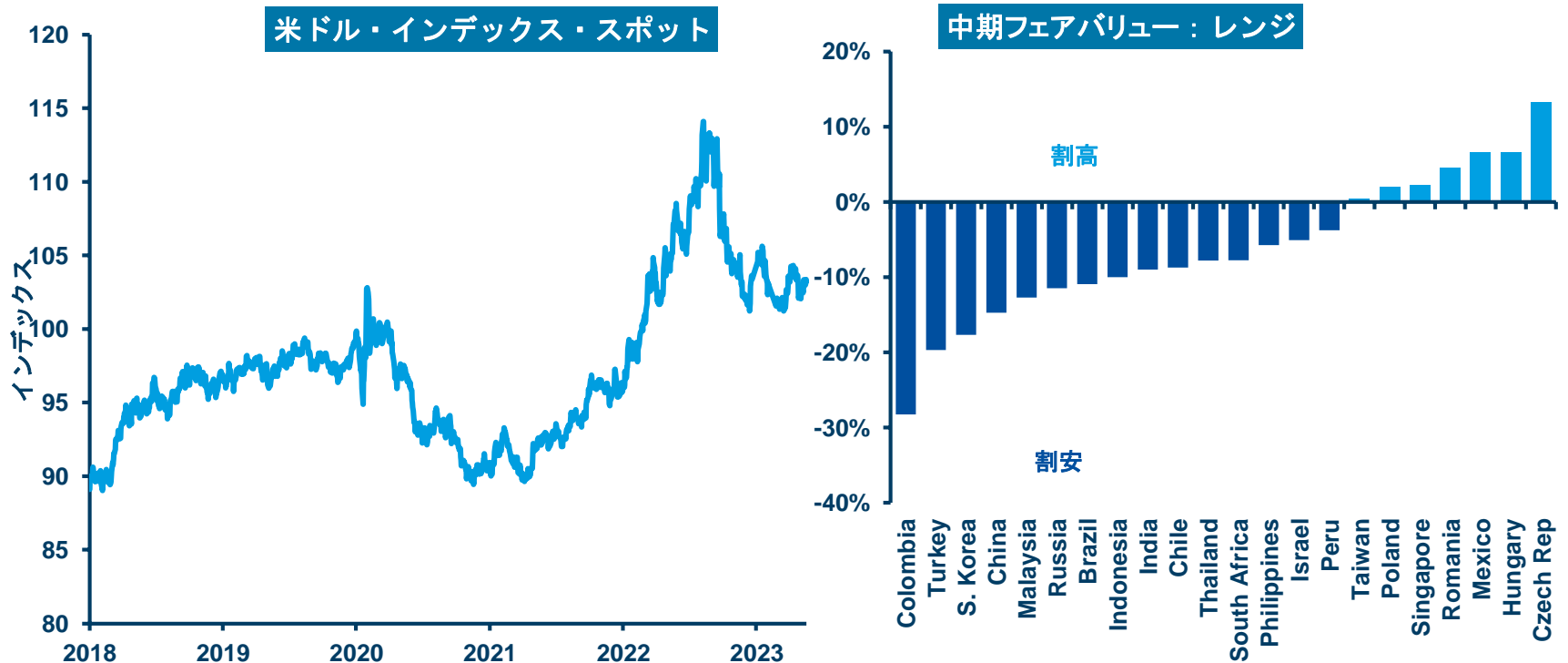
中国とインドは、内需の拡大で先進国との相関が低く、分散効果が見込まれる

	MSCI チャイナ	MSCIチャイナA NRインデックス 米ドル	MSCI EM	MSCI インド	S&P 500指数	MSCIヨーロッパ	MSCI WORLD
MSCI チャイナ	1						
MSCIチャイナA NRインデックス 米ドル	0,78	1					
MSCI EM	0,85	0,52	1				
MSCI インド	0,31	0,11	0,55	1			
S&P 500指数	0,58	0,4	0,71	0,53	1		
MSCIヨーロッパ	0,472	0,39	0,51	0,45	0,72	1	
MSCI WORLD	0,65	0,43	0,78	0,53	0,97	0,78	1

▶▶ 投資家は、ポートフォリオの分散を図るとともに、各国固有の要因と内需拡大へのエクスポージャーを獲得するために、中国株とインド株に注目すべきである。中国のA株市場とインド株は、先進国株式との相関が限定的であるため、投資家は新興国の内需へのエクスポージャーを得ることができる。

出典：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インスティテュート作成。2023年5月までの10年間の月次データに基づいて計算。相関は現地通貨建て指数とのももの。DM：先進国市場。

2023年後半にかけてのドル安が新興国通貨を下支えする可能性



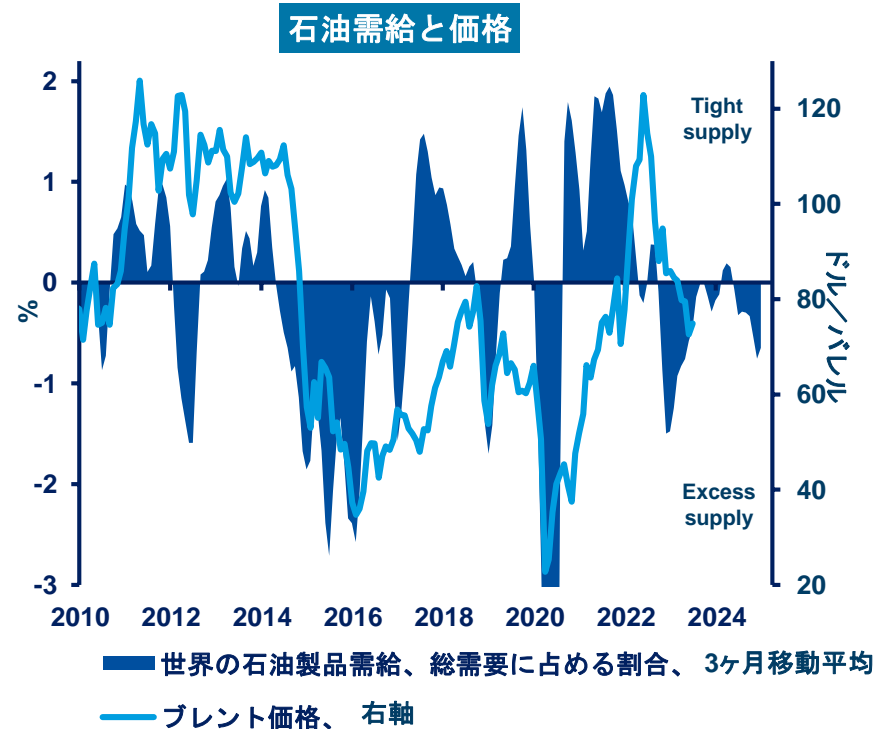
▶ マクロ経済のボラティリティは高く、短期的に大胆な方向性を確信することはできないが、2023年後半にかけてのドル安は、相対的な成長とインフレの動向が新興国に有利に働くことを踏まえ、新興国通貨全体において興味深い投資機会とバリュエーションを提供すると予想する。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2023年7月6日現在。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、2023年7月6日現在。公正価値は、生産性、購買力平価、実質実効為替レートの平均として計算される。米ドル: 米ドル。EM: 新興市場。



原油、需給逼迫で底堅く推移



▶▶ 原油価格は、短期的には世界的な経済成長の鈍化や中国のニュースによって影響を受ける可能性がある。一方、金は割高なバリュエーションとなっているが、FRBのピボットの可能性があり、地政学と経済成長をめぐる継続的なリスクが長期的なサポートになるだろう。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、2023年7月4日現在のデータ。

出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、EIA、マクロポンド(2023年7月4日現在)。推計はEIAによる。



ヘッジファンドやプライベート・マーケットでチャンスを探す

ヘッジファンド戦略 2023年年後半見通し

ネガティブ 中立 ポジティブ

L/S エクイティ	ディレクショナル		■	
	マーケットニュートラル		■	
イベント ドリブン	マージャー・アービトラージ	■		
	スペシャル・シチュエーション		■	
債券 アービトラージ	L/Sクレジット		■	
	債券新興国アービトラージ		■	
	債券マクロアービトラージ			■
グローバル マクロ	グローバルマクロ			■
CTA	CTA		■	

2023年年後半のプライベート市場見通し

	インフラストラクチャー	プライベート エクイティ	プライベート デット	不動産
下期見通し	++	-/=	+	-
今後5年間の エントリーチャンス	=	+	+	=
インフレ対策	++	=	++	+
分散メリット	+++	+	+	++

出典:2023年6月22日現在のアムンディ・インスティテュート。

出典:2023年6月22日現在のアムンディ・リアル・アセットの定性評価。インフラストラクチャー説明のため、--から++++までの尺度で表示。

現在のアムンディ・クロスアセット・ビュー

アムンディ・クロスアセット見通し

◆ 現在のスタンス ⇄ 対前月比

	----	--	-	=	+	++	+++
株式			◆				
クレジット& 新興国債券			◆				
デュレーション					◆		
原油				◆			
金					◆		

出典：2023年6月29日現在のアムンディ。この表は、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ヶ月のクロスアセット評価を表している。アセットクラスの評価に関する見通し、見通しの変更および意見は、予想される方向性 (+/-) および確信の強さ (+/+/++/++) を反映している。この評価は変更される可能性があり、ヘッジ構成要素の影響を含む。

アムンディの市場見通し

債券	資産クラス	現在のスタンス		2023年年後半の方向性
	米国債	=/+	=/+	安定
	欧州中核国債	-/=	=	改善
	欧州周縁国債	-/=	=	改善
	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	-	--	悪化
	欧州ハイイールド債	-	--	悪化
	中国国債	=	=	安定
	新興国債券ハードカレンシー	=/+	=/+	安定
	新興国債券ローカルカレンシー	+	+	安定

株式	資産クラス	現在のスタンス		2023年年後半の方向性
	米国	-	=	ボトムアウト
	米バリュー	+	+	安定
	米グロース	--	-	ボトムアウト
	ヨーロッパ	-/=	=	ボトムアウト
	日本	=	=	安定
	中国	+	+	安定
	中国以外の新興国	=	=/+	改善
その他	コモディティ	=/+	=	悪化
	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6月22日現在のアムンディ・インスティテュート。本表はユーロベースの投資家の見解を示したものである。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。

アムンディの各サブ資産クラスの見通し(株式)

--- -- -

ネガティブ・ビュー

▼ 前月から下方修正

=

中立

+ ++ +++

ポジティブ・ビュー

▲ 前月から上方修正

資産クラス	現状	前月比	理由・背景
米国	-		上昇の大部分は一握りの大型株によるもので、AIの波の後押しも見られる。この動きがバリュエーションを割高にしているが、この状況は、依然続く高インフレと景気後退懸念とは相容れないと考える。アムンディはディフェンシブな姿勢を崩していない。
米国バリュー	+		過去数十年と比較して、金利が高く、さらなる上昇の可能性も排除できないことから、バリューを長期的な投資対象としている。同時に、アムンディは、投資対象のビジネスモデルを深くリサーチし、クオリティを重視したボトムアップでの選別で対応する。
米国グロース	--		割高な成長株は、経済成長の鈍化によって、流動性が低下、より大きな影響を受ける可能性がある。同時に、景気後退リスクが薄まれば（アムンディの中心シナリオではないが）、FRBの引き締めがデフレの長いハイテク株に悪影響を与える可能性がある。したがって、アムンディは、このセクターを回避する。
欧州	-/=		市場が景気減速を織り込む兆候が見られるが、実際のところ、一部のデータは軟調で、一部の業績はやや改善されている。このような中でアムンディはバランスを保ちながら慎重な姿勢で臨み、売上げを下げずに投入コストを顧客への価格に転嫁できる企業を選好する。
日本	=		最近、国内経済の改善、円安、インフレ率の上昇によってセンチメントは改善した。しかし、世界経済の成長鈍化が日本の輸出に与える影響には警戒している。
中国	+		政府による的を絞った支援が奏功し、景気は、緩やかに回復すると予想している。消費に関するデータが軟調になる可能性はあるが、コロナからのリバウンドに関連する銘柄には選別投資の機会がある。地政学的リスクの可能性のもとではオンショア市場を選好する。
中国以外の新興国	=		バラつきは大きいものの、アムンディは、新興国のバリュエーションは魅力的で、収益回復の可能性もあると見ている。中東とアジアは、先進国に比べて回復力の高い成長が期待でき、収益の回復・上昇傾向も続くと思われる。特に、ブラジル、ベトナム、インドネシアなどの国々を評価するが、タイ、サウジアラビア、マレーシアには慎重である。

出典：アムンディ・インスティテュート、2023年6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。

アムンディの各サブ資産クラスの見通し (債券、その他)

--- -- -

ネガティブ・ビュー

▼ 前月から下方修正

=

中立

+ ++ +++

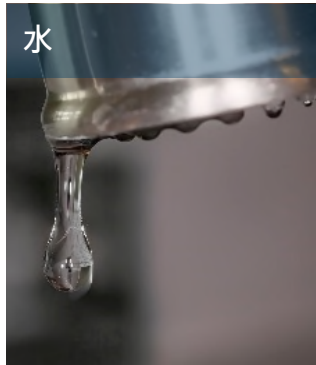
ポジティブ・ビュー

▲ 前月から上方修正

資産クラス	現状	前月比	理由・背景
米国債	=/+		最近のいくつかの強い経済指標と依然として高いインフレ率が、利回りの上昇につながっている。ボラティリティの高さと政策の不透明さを考慮し、ややポジティブながら柔軟なスタンスを継続する。
米国投資適格債	=/+		魅力的なキャリー、強固なバランスシート、活発なプライマリー市場等に投資の可能性がある。アムンディはややポジティブに見ている。しかし、潜在的には流動性リスクもあり、選別が重要であろう。セクター・レベルでは、金融を選好する。
米国ハイイールド債	-		実質金利の低下、金融環境の引き締め、キャッシュフローの悪化は、低格付け企業のデフォルト見通しを悪化させる可能性がある。収益状況の悪化で、資金調達が困難になるケースが発生する可能性もあろう。
欧州国債	-/=		高水準のコア・インフレの継続とECBによる政策引き締めへの懸念から、欧州の中核国債のデュレーションはやや慎重に見ている。ただし、中立への移行を見据え、インフレ動向とECBのスタンスを注意深く見極めている。
欧州投資適格債	=/+		投資適格債市場が大幅に下落するとは予想していないため、慎重ながらも楽観的なスタンスに変更はない。しかし、世界経済の悪化は欧州企業を圧迫し、スプレッドのボラティリティに影響を与える可能性がある。堅固な内部キャッシュ生成能力を持つ企業は評価できる。
欧州ハイイールド債	-		収益が圧迫された場合、レバレッジが高く格付けの低いセグメントのスプレッドが拡大する可能性があるとみている。これは、最も流動性を必要としている企業において、流動性逼迫、悪化の可能性が潜在的に高まることを意味する。
中国国債	=		中国と先進国市場の乖離が拡大したことで、分散の機会がもたらされているが、同国の政策と財政刺激策の動向を注視している。
新興国債券ハードカレンシー	=/+		ハードカレンシー債は、特にブラジル、メキシコ、インドネシアなどで魅力的な利回りとなっている。投資適格債よりもハイイールド債の方がスプレッドが魅力的であるため、ハイイールド債を選好しているが、選別が重要となる。
新興国債券現地通貨建て	+		アムンディは、今年全般的なドル安傾向に支えられる可能性のある現地通貨建て債に引き続きポジティブである。しかし、選別は重要である。アムンディは、インド、ルーマニア、メキシコのような国々にポジティブで、キャリーのクオリティが高い国を選好する。
コモディティ			OPEC+は減産を延長したが、需要減退懸念はまだ原油価格に反映されていない。価格が上昇に転じるには、さらなる理由が必要であろう。アムンディは、ブレント価格目標、2023年後半に向けて90ドル/バレル前後を継続する。金相場は1オンスあたり2,050ドル前後まで小幅に上昇すると見るが、FRBがピボットに近づいているため、ボラティリティは高止まりするだろう。
通貨・為替			最近の米ドルの上昇は、景気のサプライズに牽引された一時的なものと思われる。インフレ率の低下すれば、FRBは景気後退に対応できるようになる見込みだ。高金利の優位性が薄れるにつれて、米ドルは今年後半下落の見込みで、ユーロ/米ドルの2024年第1四半期の目標1.18を維持する。

出典：アムンディ・インスティテュート、2023年6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。

ネット・ゼロの投資テーマ

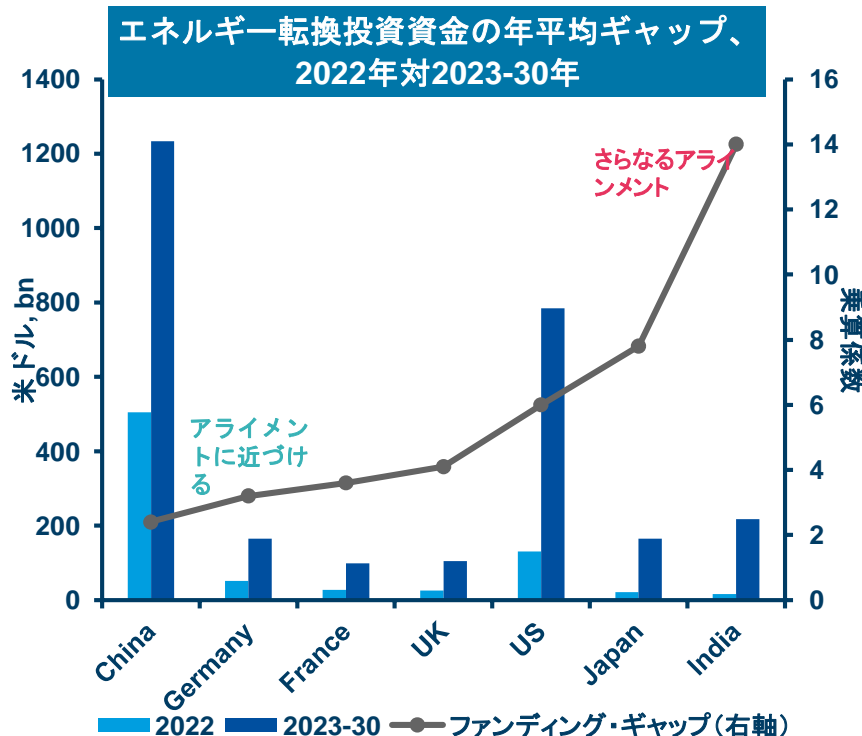
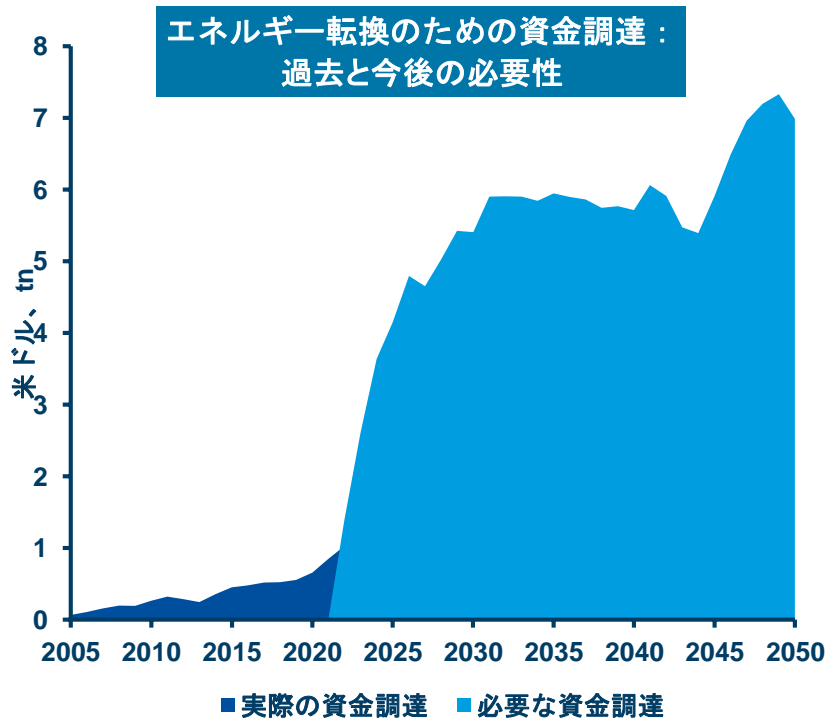


- 水**
 - 水不足のリスクは高く、廃水を効率的に処理することで排出量を33%削減できるため、新しい技術が必要である。
 - 水道、下水道、水道機器、サービス会社を選好。
- 再生可能エネルギー**
 - 2030年には電力生産の60%、2050年には90%を再生可能エネルギー(RE)が占める可能性がある(国際エネルギー機関)。
 - 風力、太陽光、水力の各市場におけるREオペレーターやサプライヤーは、REの力強い成長へのエクスポージャーを提供する。
- リサイクル・廃棄物管理**
 - リサイクル素材を使用することで、素材を採取する際に発生する排出物を回避することができる。
 - 例えば、リサイクルされたアルミ缶は、元の缶の製造に使われたエネルギーの5%しか消費しない。
- 不動産**
 - 不動産は、エネルギー効率、大気質、水、そして生物多様性に影響を与える。
 - 認証はグリーンプロジェクトの識別に役立ちますが、資産によって制約や機会がある場合もある。
- グリーンボンド**
 - 政府や国際機関が発行するグリーンボンドは、グリーンプロジェクトに資金を回すことができる。
 - 特に新興国でのエネルギー効率、クリーンエネルギー、気候変動への適応に焦点を当てたもの。

出典: 2023年6月1日時点のアムンディ。



2050年までにネットゼロを達成するためには、より大きな資金が必要



▶▶ エネルギー転換に向けた世界の投資は近年大幅に増加していますが、2050年までに目標を達成するために毎年必要な平均投資額の数パーセントにすぎない。同時に、2023年から2030年にかけてのネットゼロに向けた平均的な年間投資額と一致する投資レベルに関しても、国によって大きな開きがあることがわかる。

出典:アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグNEF、ブルームバーグNEF。注:送電網と化石燃料供給への投資を除く。乗算係数は、2022年の投資水準が、ネットゼロに合わせるための2023年から2030年にかけての年間平均投資ニーズと一致するために必要な乗算係数を示す。2022年の投資額には、フォワードルッキングの数値ではカバーされていない公共のEV充電器が含まれています。しかし、これらは大きな割合を占めることはない。オーストラリアとインドネシアは、2022年のデータの粒度や入手の都合上、含まれていない。中国と米国の数値はスケールしていない。データは2023年6月8日時点

出典:アムンディ・インスティテュート on BloombergNEF。注:実際の資金は、エネルギー転換投資動向(ETIT)報告書に基づく。BNEFのネット・ゼロ・シナリオから、ETITの範囲に合わせるため、送電網と化石燃料への投資を除いた必要資金。数値は2021ドルに正規化されている。データは2023年6月8日時点。

Amundi Institute



Monica DEFEND
Head of Amundi Institute

Investment Insights & Publishing

Claudia BERTINO
Head of Investment
Insights and Publishing

Poi CARULLA
Investment Insights and
Client Divisions

Ujjwal DHINGRA
Investment Insights and
Client Divisions

Francesca PANELLI
Investment Insights and
Client Divisions

Laura FIOROT
Head of Investment
Insights and Client
Divisions

Paula NIALL
Investment Insights and
Client Divisions

Tristan PERRIER
Macroeconomist and
Investment Insights

Visit us on:



Investment team



Vincent MORTIER
Group Chief Investment
Officer



Matteo GERMANO
Deputy Group Chief
Investment Officer

CIOs

Amaury D'ORSAY
Head of Fixed Income

Kasper ELMGREEN
Head of Equities

John O'Toole
Head of Multi-Asset
Investment Solutions

Francesco SANDRINI
Head of Multi-Asset Strategies

Yerlan SYZDYKOV
Head of Emerging Markets

Kenneth J. TAUBES
CIO of US Investment
Management

Indices references and definitions

Yield and duration indices

German Govt Bonds = JP Morgan GBI Germany Index; US Govt Bonds = JPMorgan GBI US Index; Euro IG Bonds = Bloomberg Barclays Pan European Aggregate Corporate; US IG Bonds = Bloomberg Barclays US Aggregate Credit; Euro HY bonds = Bloomberg Barclays Pan-European High Yield ISMA; US HY Bonds = Bloomberg Barclays US Corporate High Yield; EMBI Div = JPMorgan EMBI Global Diversified Blended; CEMBI BD = JPMorgan CEMBI Div Broad Composite Blended; CEMBI BD HY = JPMorgan CEMBI Broad Div High Yield; Euro Corp Short Term = Bloomberg Barclays Euro Corporate 1-3Yr; US Corp Short Term = Bloomberg Barclays US Corporate 1-3Yr; EMBI Corp Short Term = J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified 1-3 Year. European govt. bonds = JP Morgan GBI EMU YTM Index, Japanese govt bond = JP Morgan GBI Japan YTM index, US govt bonds = JP Morgan GBI US YTM index, UK = JP Morgan GBI UK YTM index, Europe dividend yield = MSCI Europe Index, Japan dividend yield = MSCI Japan Index, US dividend yield = MSCI USA Index, UK dividend yield = MSCI UK Index, Europe high dividend yield = MSCI Europe High Dividend Yield index, Japan high dividend yield = MSCI Japan High Dividend Yield index, UK high dividend yield = MSCI UK High Dividend Yield index, US high dividend yield = MSCI US High Dividend Yield index.

Definitions

- **Basis points:** one basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Breakeven inflation:** 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:** The carry of an asset is the return obtained from holding it.
- **Credit spread:** 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 possible embedded options.
- **Cyclical vs. defensive sectors:** Cyclical companies are companies whose profit and stock prices are highly correlated with economic fluctuations. Defensive stocks are less correlated to economic cycles. Cyclical sectors are consumer discretionary, financial, real estate, industrials, information technology, and materials, while defensive sectors are consumer staples, energy, healthcare, telecommunications services, and utilities.
- **Curve inversion:** When long-term interest rates drop below short-term rates, indicating that investors are moving money away from short-term bonds.
- **Default rate:** The share of issuers that failed to make interest or principal payments in the prior 12 months. Default rate based on BofA indices. Universe consists of issuers in the corresponding index 12 months prior to the date of default. Indices considered for corporate market are ICE BofA.
- **Diversification:** Diversification is a strategy that mixes a variety of investments within a portfolio, in an attempt at limiting exposure to any single asset or risk.
- **Duration:** a measure of the sensitivity of the price (the value of principal) of a fixed income investment to a change in interest rates, expressed as a number of years.
- **FX:** FX markets refer to the foreign exchange markets where participants are able to buy and sell currencies.
- **Green bonds:** A green bond is a type of fixed-income instrument that is specifically earmarked to raise money for climate and environmental projects.
- **High yield:** High yield paying bond with a low credit rating due to the high risk of default of the issuer.
- **Investment grade:** Refers to securities issued by an issuer of negotiable debt securities (Treasury bonds...) or bonds for which the Standard & Poor's rating is greater than or equal to BBB-. 'Investment grade' bonds are considered by the various rating agencies as having a low risk of non-repayment.
- **Liquidity:** Capacity to buy or sell assets quickly enough to prevent or minimize a loss.
- **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 reduces 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.
- **Spread:** The difference between two prices or interest rates.
- **Sustainability-linked bonds:** General-purpose corporate bonds with a pledge to achieve a quantitative sustainability target at the issuer level.
- **U-shaped recovery:** A U-Shaped Recovery is a type of economic recession and recovery that resembles a U shape when charted.
- **Value style:** It 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 dominance of value style: energy, financials, telecom, 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.
- **Yield curve control:** YCC involves targeting a longer-term interest rate by a central bank, then buying or selling as many bonds as necessary to hit that rate target. This approach is dramatically different from any central bank's typical way of managing a country's economic growth and inflation, which is by setting a key short-term interest rate.
- **Yield to worst (YTW):** it is the lowest potential yield that can be received on a bond without the issuer actually defaulting.
- **Yield to maturity (YTM):** Annualised return that a bond investor would receive from holding the bond until maturity.

Disclaimer

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an “as is” basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the “MSCI Parties”) expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. (www.msicibarra.com). In the European Union, this document is only for the attention of “Professional” investors as defined in Directive 2014/65/EU dated 15 May 2014 on markets in financial instruments (“MIFID”), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a “Qualified Investor” within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA’s Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. In no event may this material be distributed in the European Union to non “Professional” investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of “qualified investors” as defined in the applicable legislation and regulation.

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 disseminated 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 S.A.S. and is as of **10 July 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 S.A.S. 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 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: **12 July 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: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS 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