



GUY STEAR
Head of Developed Markets Strategy, Amundi Investment Institute



MAHMOOD PRADHAN
Head of Global Macro Economics, Amundi Investment Institute



MONICA DEFEND
Head of Amundi Investment Institute



VINCENT MORTIER
Group CIO, Amundi

With the contribution of

ALESSIA BERARDI
Head of Emerging Macro Strategy, Amundi Investment Institute

米国経済への懸念が市場を急襲

- **市場の急反落：**日本の TOPIX は過去 30 年以上の間における最大の下げ幅を記録した。欧米株も急落し、債券利回りも今年初めの上昇から反転、急落した。ハイテク企業の業績に対する失望、米国経済への先行き懸念、地政学的リスクの高まりが、このような動きにつながった。
- **マクロ経済の背景：**7月の雇用統計は米国経済の減速を示唆した。抑制的な金利環境下においてインフレがさらに穏やかになってきていることと相まって、中央銀行は想定を上回るペースでの利下げ実施を迫られる可能性が出てきている。市場のボラティリティが利下げのタイミングに影響する可能性はあるが、頑健な企業や家計のバランスシートと中央銀行の積極的な行動がサポートとなり、適度な景気減速に留まる見込みだ。
- **投資への影響：**ボラティリティの急上昇を勘案し、予防措置としてリスク・エクスポージャーを減らすことには一定の妥当性があるだろうが、この急変で、先進国市場、特に株式に投資機会が訪れる可能性がある。国債は最近の動きを受けて妙味が低下しているが、社債の見直しにはバラつきがあり、引き続き、ハイイールド債よりも投資適格債が選好されている。

週明け、世界の株価は急落、日本のベンチマーク・インデックスである TOPIX は 8 月 5 日、1 日としては過去 30 年以上で最大の下げ幅を記録し、欧州株と米国株先物も下落した。アジア（台湾と韓国）を中心とする新興国市場の株価指数も急落し、中南米など円を資金源とするキャリートレードで利益を得ていた通貨も下落した。

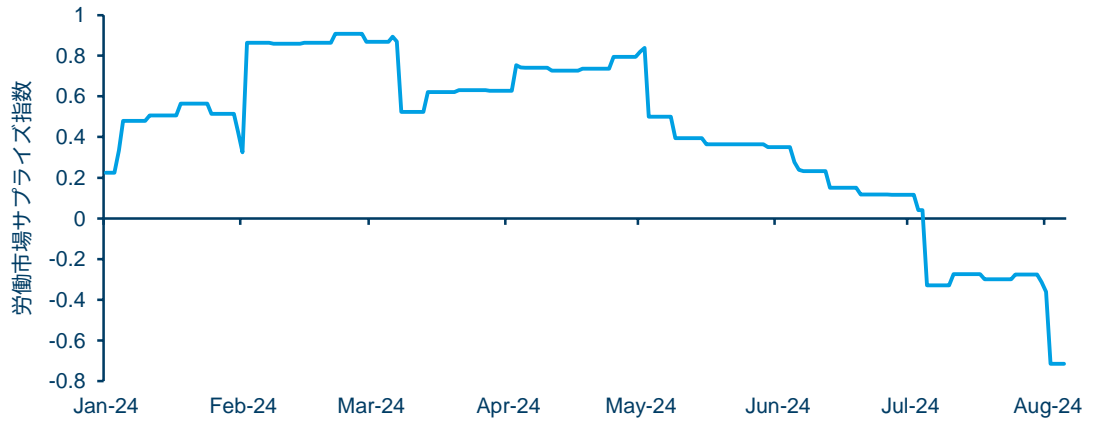
この 1 ヶ月で日本株は 23% 下落、ユーロ STOXX50 とナスダックは 9% 下落、米国とドイツの 2 年物国債利回りは、各々 79bps、61bps 低下、米国のハイイールド債スプレッドは 37bps 拡大した。これらの動きにより、欧州株では年初来の上昇が帳消しなり、米国株は上昇幅を 1 桁台前半に縮小、アジアと新興国市場の株価指数はマイナスに反落した。

なぜ市場は急反落したのか？

ここ 1 ヶ月のセンチメントの変化には 3 つの要因がある。一つ目は、**ハイテク企業の業績に対する失望**と、人工知能への期待が過度だったのではないかと懸念だ。特に半導体メーカーは大きな打撃を受けており、業績不振や次世代チップの納期遅れで株価が 15% 以上下落した企業もある。

もうひとつは、**米国経済の減速に対する懸念**だ。雇用創出は特に期待外れだった。下図はブルームバーグの労働市場に関する景気サプライズ指数で、第 1 四半期と第 2 四半期前半のポジティブ・サプライズが失望に転じたことを明示している。

米雇用統計が失望感を高めた



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ経済サプライズ指数データ（2024年8月5日現在）。

「7月の米雇用統計によって、世界最大の経済大国に差し迫った減速が市場のリーダーにしっかりと映し出された。」

「株式市場の一部における過度なバリュエーションに関する最近の懸念はともかく、主要中央銀行による積極的な動きは当面の市場の安定化への支援材料となる。」

第三は、**地政学的リスク**、特に中東におけるリスクへの懸念である。イスラエルがイランのハマス幹部とレバノンのヒズボラ幹部を殺害した後、この地域の紛争がエスカレートする恐れがある。

マクロ経済の背景は？

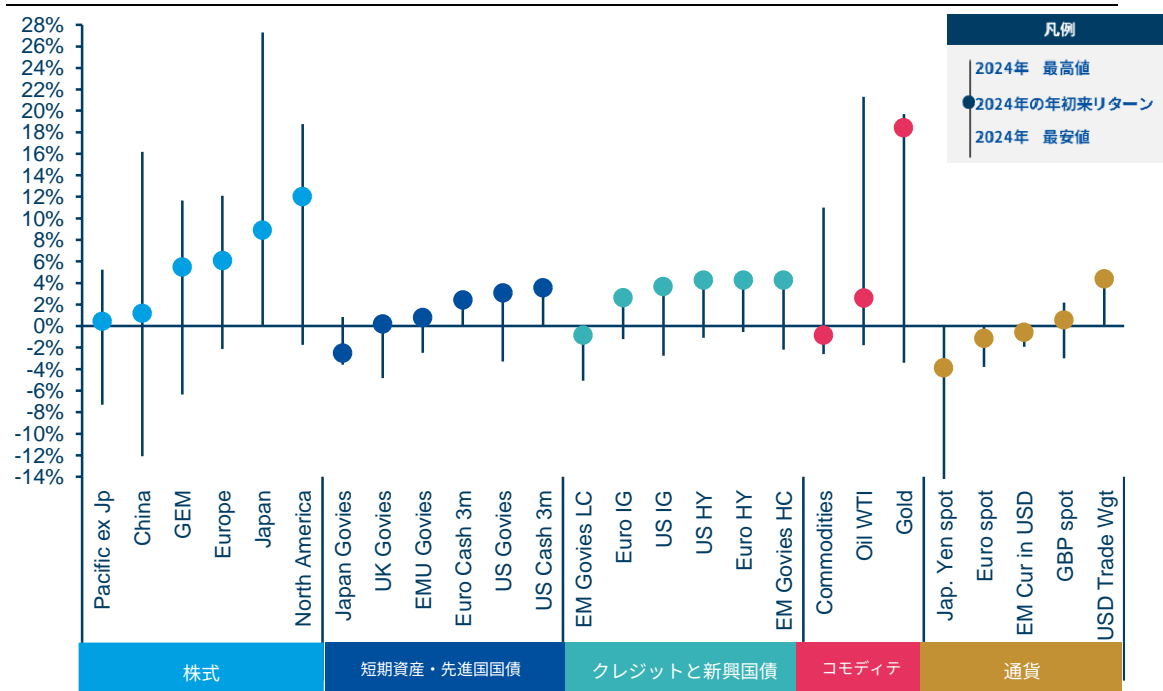
7月の米雇用統計は、世界最大の経済圏に差し迫った減速を市場のリーダーにしっかりと映し出した。雇用の伸び、所得、労働時間など、すべての指標が所得の増加ペースの鈍化を示唆しており、これは過去6ヵ月間の消費者信頼感指数の低下を裏付けるものとなった。失業率は4.3%に達し、これは、経験則からすると、ソフトランディングよりも厳しい景気減速を意味している。個人消費支出（PCE）価格指数が事実上FEDの目標値である2%に達していること、そして株式市場の調整によって金融環境が引き締まってきていることもあり、中央銀行は想定していたよりも早いペースで利下げを実施する必要に迫られるであろう。

金融政策決定者は、中期的な景気減速を示唆する経済指標の影響と、株式市場の急落が金融環境をどの程度引き締めるかを見極める必要がある。株式の急落だけではなく、インフレ連動債も期待インフレ率の持続的な低下を指摘している：米国のインフレ連動債価格は、4月以降インフレ期待が70bps低下したことを示している。一方で、現在の政策金利は、依然、抑制的になっており、市場が今年の利下げ幅の拡大を予想する動きを見せている要因となっている。

市場のボラティリティが非常に高いため、目先の利下げに対する市場の見通しは大きく動く可能性がある。しかし、基礎的な企業や家計のバランスシートは十分に強固であり、景気減速は穏やかなものとなろう。したがって、中心シナリオとしては、米国では年内に25bpsの利下げを3回実施すると予想し、欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行（BOE）については、年末までにさらに3回の利下げの実施を、引き続き、予想している。

株式市場の一部における過度なバリュエーションに関する最近の懸念はともかく、主要中央銀行による積極的な動きは当面の市場の安定化への支援材料となろう。ハイテク・セクターの一部で進行中の業績見通しの修正は、人工知能（AI）による生産性向上の可能性をより現実的に評価し直す結果となろう。AI 関連株への投資とそのバリュエーションは、AI 企業が短期的にこの技術を収益化する能力をより厳格に反映するようになる可能性がある。これは、AI による生産性向上が中期的な経済成長を押し上げる限界についてのアムンディの見方とも一致する。

各資産クラスの年初来パフォーマンス



「先進国市場では、急落によって、特に株式に投資の好機が訪れている。」

出典：ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュートによる 26 資産クラスおよび為替の分析。データは 2024 年 8 月 5 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、新興国債券指数は JP モルガン、社債指数は BofA、株式指数と新興国通貨指数は MSCI、商品指数はブルームバーグ・バークレイズ。資産クラスを表す指数はすべて現地通貨ベース。

投資家への影響は？

市場のボラティリティが急上昇しているため、予防措置として当面の間、リスク・エクスポージャーを減らす必要が生じる可能性はあろう。

しかし、先進国市場においては、この急落によって、特に株式での投資のチャンスが訪れていると考えている。なぜなら、欧州においては、企業業績が概ね予想を達成、あるいは上回っているにもかかわらず、広範に市場をカバーしている株価指数は、2024 年に入ってからの上昇分をすべて吐き出してしまったからだ。

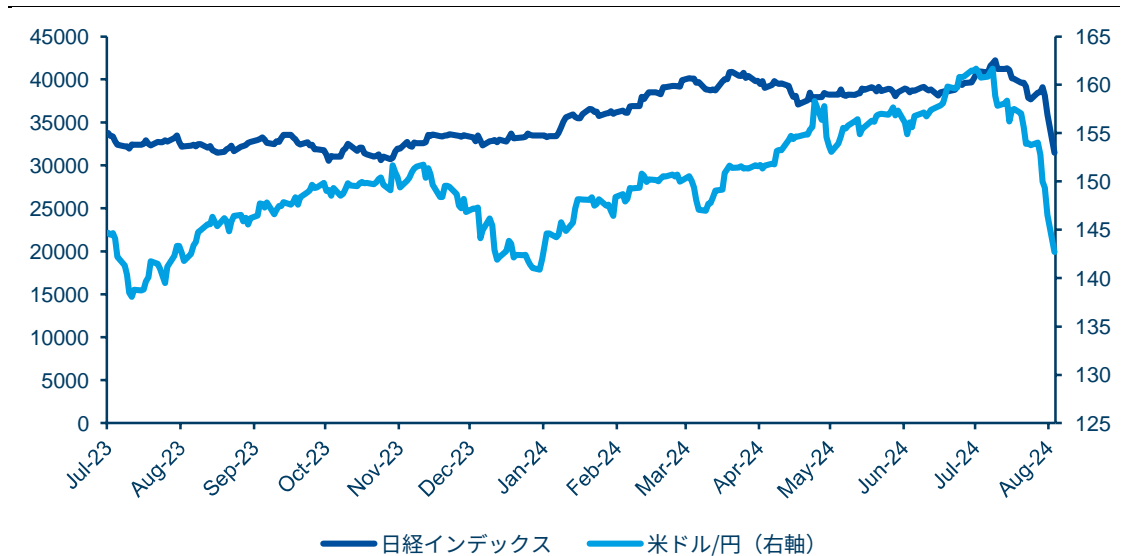
その結果、業績予想に基づく株価収益率（PER）は昨年末以来の水準に戻っている。同様に、日本市場も、直近の急落後、魅力が増している。円高も影響して、日本株は下落したが、これは過剰反応の可能性はある。2022 年後半の円高（ペースは緩やかだったが、幅は

同程度の円高) は日本の株式市場にほとんど影響を与えなかった。したがって、日本株は年末までに最大 10%まで回復する可能性があると考える。

国債は、直近の動きを受けて、割安からやや割高へと転じている。FED が利下げに踏み切る可能性が高まったとしても、上記で述べたように、利回りは 2022 年以來の水準に戻りつつある。10 年物国債利回りは 3.40%~4.00%のレンジで取引される可能性が高く、現在の 3.7%はそのレンジの中間に位置すると考える。10 年物国債利回りは 2023 年 12 月下旬の最低水準である 2%以下にまでは戻る可能性があるが、さらに下がる可能性は低いと思われる。

社債の見直しには、引き続き、バラつきがある。投資適格債は国債利回りの低下から恩恵を受けたが、欧州の投資適格債 (IG) のスプレッドは 118bp に拡大し、魅力的に見える。米国の投資適格債のスプレッドは依然として 105bp と欧州よりタイトであり、それに応じて魅力も低下している。ハイイールド債のスプレッドは欧州で約 380bp、米国で約 370bp と急拡大しているが、2023 年の中心値を 100bp ほど下回っており、この資産クラスが十分なバリュウを提供するには、価格がさらに下落する必要があると思われる。

日経平均インデックス対ドル円のパフォーマンス



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグのデータ (2024年8月5日現在)。

AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

Discover Amundi Investment Insights at www.amundi.com



Definitions

- **Basis points:** One basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Curve flattening:** An environment in which the difference (spreads) between yields/rates of short-term and long-term bonds of the same credit quality reduces.
- **Curve steepening:** A steepening yield curve may be a result of long-term interest rates rising more than short-term interest rates or short-term rates dropping more than long-term rates.
- **FOMC:** Federal Open Market Committee.
- **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.
- **TIPS:** Treasury Inflation Protected Securities.

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 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 [5 August 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 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: [5 August 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: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Chief editors

Monica DEFEND

Head of Amundi Institute

Vincent MORTIER

Group Chief Investment Officer

Matteo GERMANO

Deputy Chief Investment Officer

Editors

Claudia BERTINO

Head of Investment Insights and Publishing

Swaha PATTANAİK

Head of Publishing and Digital Strategy

Giulio LOMBARDO

Publishing Specialist

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、予想、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

3770778