

グローバル・インベストメント ビュー

クリスマス・ラリーで際立った 債券と新興国の動き



**Vincent
MORTIER**
Group Chief
Investment Officer

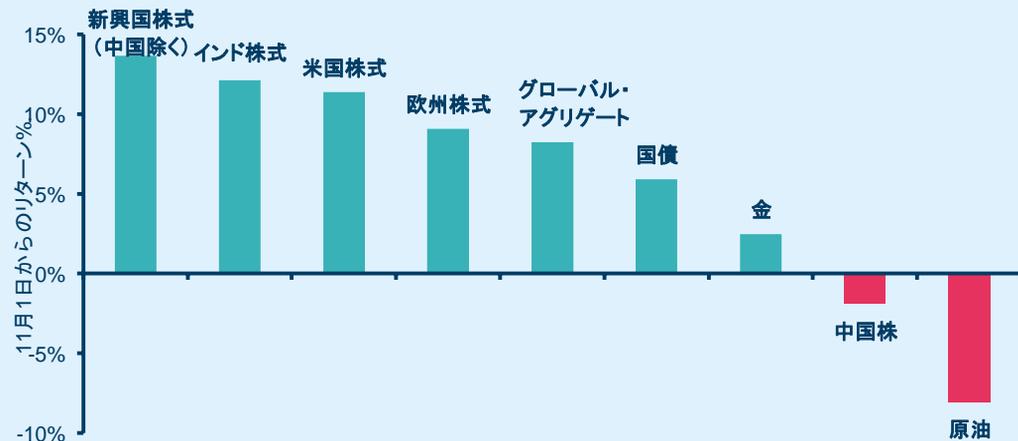


**Matteo
GERMANO**
Deputy Group Chief
Investment Officer

インフレ圧力の低下と比較的ハト派よりのFRBの動向により、債券もリスク性資産も、ここ数週間で上昇した。一方で、市場は、既に2024年に想定される上昇の大半を織り込んでしまったと考えられ、投機的な動きに絡むリスクは高まっている。2024年に主要国中央銀行のピボットを見込む点には同意するが、利下げは5月か6月までないと考えている。この見通しの背景となる理由も重要である。FRBは、依然、インフレ率の上振れリスクを警戒しており、成長率の低下（インフレ率の低下だけではなく）がFRBを金融緩和に向かわせる可能性があるというアムンディは見ている。アムンディは、以下のテーマが世界の経済状況を動かす主な原動力になると考えている：

- インフレ率は低下してはいるが、勝利宣言を出すのは時期尚早：米国のコア・インフレの粘着性は依然高く、ECBは、近い将来の利下げ実施を期待する市場の動きとは裏腹に、賃金上昇を懸念している。中銀が緩和政策に踏み切るまでには、まだ、数ヶ月待つ可能性があるだろう。
- 米国と欧州の経済は弱含み：労働市場の需給は緩んできており、消費者は雇用の安定性が悪化してきていると見ているため、2024年前半、米国は緩やかな景気後退を迎えると予想する。これは中国の景気減速と相まって、先行きの景気見通しが脆弱な欧州にも影響を与えるだろう。一方、中国を除くアジアと新興国の経済は堅調に推移する見込み。
- 米国と欧州の財政上の制約：現在、市場は、FRBの緩和的な政策見通しを織り込む一方で、米国債の長期的な持続可能性の問題は無視している。欧州では、ドイツの予算案が歳出削減を目指す妥協案となる見込みだが、これは成長に悪影響を与える可能性がある。
- 1月の台湾を皮切りに選挙が続く2024年は、地政学にも注目が集まろう。

ラリーはポジティブな動きではあるが、行き過ぎには注意が必要



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、2023年12月21日。資産クラスは指数で表示。株式は現地通貨建てのMSCI株価指数。債券はブルームバーグ指数。



「年末のラリーはタクティカルな投資機会を提供したかもしれないが、市場はゴールドロックス・シナリオを価格に織り込んできているため、アムンディは、株式には慎重な見方を継続している。」

以下のような投資機会の可能性があると考えている：

- **クロスアセット**: 最近の価格上昇にもかかわらず、米国と主要国の厳選された国債は、年前半の潜在的な経済ストレス時にポートフォリオにおいて分散効果を発揮する可能性がある。他方、先進国株式については慎重な見方を継続するが、デリバティブ等を通じたタクティカルな上昇相場捕捉の可能性を無視すべきではない。一方、新興国市場については、基本的にはポジティブだが、ブラジルのように最近パフォーマンスが好調だった市場においては、戻り売りによる調整の可能性があると見ています。為替市場では、米ドルは、景気循環に敏感な通貨に対して最近過度に下落したため、中立の見通しに近づいている。しかし、対円での米ドルには慎重な見方を継続している。全体としては、コモディティも含め分散投資を行っている。
- **ファンダメンタルズ的に見て魅力的なリスク・フリー金利**が、米国債に対するポジティブなスタンスを支えているが、最近の価格上昇を受け、投資家はデュレーション・コントロールに柔軟なアプローチを継続すべきと考える。欧州では、デュレーションの長期化に妙味があると考えているが、最近の金利低下の動きを踏まえ、タクティカルには若干慎重になっている。日本については引き続きディフェンシブで、非常にアクティブなスタンスを継続している。社債クレジットでは、米国の投資適格債とハイイールド債の спреッドが2022年初頭のレベルまで縮小しているため、アムンディは、高格付け債を優先し、厳選を重視する運用を続けている。
- **株式を取り巻く事業環境と収益環境は厳しい**が、年後半に経済が正常化すれば、市場により健全なセンチメントが拡大するであろう。当面は、日本には中立を維持、米国と欧州、特に大型株、成長株、「マグニフィセント7」のハイテク株には慎重である。その代わりに、バランスの取れたスタンスを維持し、伝統的なセクターだけでなく、ディフェンシブで低ベータの銘柄を嗜好する。さらに、欧州、米国の優良株、バリュー株、高配当銘柄も注視している。
- **新興国経済の堅調な成長と企業業績回復の可能性**は、アムンディの新興国株式に対するポジティブな見方を裏付けている。一般消費財と金融を嗜好し、国別ではインドとインドネシアに投資機会があると見ています。債券については、FRBの利上げのピボットの可能性、新興国におけるインフレ低下と力強い経済成長は、アムンディの見通しの重要ポイントとなっている。地域レベルでは、ラテンアメリカを嗜好、選別の必要はあるものの国債と社債に投資機会があると見ています。



全体的なリスクセンチメント



タクティカルな投資機会であれば、リスク性資産に慎重になり過ぎる必要はなかろうが、景気減速に向かう環境下で国債には分散投資の効果期待できる。

対前月での変更

- 欧州中核国の国債のデュレーションについては、タクティカルにはやや慎重に。
- **クロスアセット**：全体的には株式には慎重なスタンスながら、タクティカルに対応すべき部分もあろう。通貨では、米ドルがネガティブから中立に近づいた。

全体的なリスク・センチメントは、様々な投資プラットフォームによって表明され、グローバル投資委員会で共有されるリスク性資産（クレジット、株式、コモディティ）に対する定性的見解である。アムンディのスタンスは、市場および経済的背景の変化を反映して調整されることがある。

ECB=欧州中央銀行、DM=先進国市場、EM=新興国市場、CB=中央銀行。その他の定義については、本文書の最終ページを参照のこと。

3つの重要な質問

1. 米欧の最新のインフレ率の数字を受け、FRBとECBの政策はどのように変化するか？

インフレ抑制が急速に進行し、景気減速が間近に迫っていることを反映し、主要な債券の利回りが急低下、市場は、2024年の金融政策スタンスが大幅に緩和されると予想している。アムンディの予想も、利下げ幅については、現在、市場が織り込んでいる程度と概ね一致している。具体的には、市場が、FRBとECBの2024年12月までの緩和を、ともに130bpsで織り込んでいるのに対し、アムンディは、FRBは150bps、ECBは125bpsの利下げと予想している。しかし、その時期にはやや違いがある。市場はFRBとECBが3月にも利下げを開始すると予想しているが、アムンディは5月、6月まで利下げは見送られる可能性が高いと考えている。

投資の見方：

- 米国のデュレーション：ややポジティブ
- 欧州中核国国債：中立からややディフェンシブ

2. 米国の成長に対する懸念とFRBのピボットの可能性が高まる中、米ドルをどう見ているか？

最近の米ドルの下落は、予想を下回る経済指標を見て、米国は例外であるという考え方が見直され、市場のFRBの利下げ幅見込みも大きくなったことを反映している。したがって、短期的には、米ドルがさらに大幅に下落する余地はないと思われる。しかし、中銀が利下げを開始すれば、さらに下落する可能性はある。同時に、成長率とインフレ率の低下を考えると、大幅な上昇は考えにくい。

投資の見方：

- 米ドルとユーロは中立に近い

3. 台湾の選挙は中国、そして米中関係にどのような影響を与えるか？

台湾の選挙は、中国に対してタカ派的な（厳しい）結果になりそうだ。1月の総統選では、タカ派政党の与党・民進党が勝利する見込みだが、議会では過半数割れとなる可能性がある。このような状況下、米中対立をめぐる地政学的リスクは中期的に高まる可能性があり、新たな世界再編におけるニアショアリングやサプライチェーンの再配置といったテーマに追い風となる可能性がある。

投資の見方：

- 株式：中国には中立、台湾にはディフェンシブ
- 為替：選挙リスクはほぼ織り込み済みで、台湾ドルにはややポジティブ

「FRBは、インフレ低下が進んだため、“ハト派的小休止”モードに入っていると思われる。FRBは、第2四半期末に利下げを開始するまで、このモードを維持する可能性が高い。」



Monica DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute

最近のラリー後は柔軟な対応が重要

ハト派的な中銀の動向とインフレ率の低下が、最近のリスク性資産と債券の価格上昇を後押ししている。アムンディは、この上昇を歓迎するものの、この上昇の継続性には疑問を抱いている。ファンダメンタルズが悪化する中、市場は、2024年初頭にも現実を確認しなければならない時が来る可能性があると考えている。長期的な見通しと短期的なトレンドのバランスをとる分散の効いたスタンスが、潜在的なリターンを高めるカギとなろう。デュレーションをやや長めに保ち、先進国株式にやや慎重（以前ほどネガティブではないが）、米ドルには中立のスタンスを維持し、先進国と新興国の両方の投資機会を活用することで、この投資機会を活用する。

確信度の高い投資アイデア: 米国株と欧州株には慎重であるが、買い戻しによるタクティカルでの上昇や、デリバティブを通じたセンチメントの改善はポジティブに見ている。日本には、国内の投資環境が改善する中、引き続き中立のスタンスを維持する。新興国については、一部の国をポジティブに見ている中で、選別的に、ブラジルなどでは直近の上昇の恩恵を享受できる機会と考えている。全体として、新興国には楽観的な見通しを持っている。

デュレーションについては、米国はポジティブに見ており、米国とカナダではカーブのステイプ化を見込んでいる。欧州では、利回りが急低下したものの、弱めの経済成長を見込んでいることもあり、デュレーションは、引き続き、ややポジティブに見ている。加えて、イタリアの格下げに対するリスクは、当面は低いと見られ、イタリア国債には小幅ポジティブなスタンスを維持する。

日本については、良好な経済見通しと、日銀が2024年初頭にもマイナス金利政策を終了するとの予想から、日本国債に対して慎重なスタンスを維持している。

新興国債券に目を移すと、堅調なファンダメンタルズと米国のデysinフレ、新興国のインフレ低下により、ハードカレンシー債と現地通貨建て債の両方をポジティブに見ている。先進諸国の金融緩和姿勢が強まれば、世界経済のハードランディングに伴うリスクも軽減される見込み。

欧州の優良クレジットには妙味があると考えているが、米国のハイイールド債は慎重に見ている。

為替では、最近の下落を受けて、米ドルに対しては中立に転じ、豪ドルに対するポジティブな見方も変更した。米ドル下落の動きは、スウェーデン・コロナのようなシクリカルな通貨に対して過度となっており、アムンディは、景気後退を迎える脆弱なスウェーデン経済を勘案し、このような動きを慎重に見ている。一方、対日本円での米ドルはディフェンシブに見ている。新興国では、ブラジル・リアル/米ドルとインド・ルピー/スイス・フランにポジティブである。中東で続くイスラエルとハマスの戦争を考慮し、原油に対してはポジティブな見方を維持する。

リスクとヘッジ: 経済的背景と業績懸念から、先進国株式についてはディフェンシブなスタンスを維持するが、オプションとデリバティブは、慎重なスタンスを変えることなく、短期的な上昇を捉えるのに有効と考える。債券のセーフガードとしての役割への期待も継続する。

「アムンディは、デュレーションへのポジティブな見方を維持するが、最近の利回り低下を受けて、柔軟な対応が一層、重要となっている。先進国株式に対しては、慎重なスタンスを変えていないが、オプション等を通じてタクティカルに上昇を利用できる可能性はある。」



Francesco SANDRINI
Head of Multi-Asset Strategies



John O'TOOLE
Head of Multi-Asset Investment Solutions

アムンディ・クロスアセット見通し



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュートこの表は、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直し、見直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。FX=外国為替、BTP=イタリア国債、BoJ=日本銀行、JGB=日本国債、BOE=イングランド銀行。その他の定義および通貨略語については、本資料の最終ページを参照のこと。

FRBのインフレへの勝利宣言は時期尚早の可能性

全体的な評価:インフレ率の低下と中銀のハト派的な動きによる利回りの急低下はバリュエーションに影響を及ぼしたが、景気減速が見込まれる中で債券は依然として優れた分散投資先である。しかし、今後はインフレ懸念再発で利回りが上昇する可能性もある。したがって、クレジットと新興国債券においてはクオリティを重視し、先進国のデュレーションに対してはアクティブに対応する必要がある。

グローバルおよび欧州の債券:中核国国債の利回りの急激な低下はデュレーションの妙味を低減させたが、欧州経済の弱体化が進んでいるため、投資環境はまだ変化し続けている。ECBが利下げに踏み切る可能性が出てくる（債券にとってはポジティブ）のは、成長鈍化が確認されるタイミングであろうが、アムンディは、それまではインフレは重要な変数であり続け、利回りが再び上昇する可能性もあると考えている。当面は、タクティカルな観点から欧州のデュレーションにはやや慎重な見方をするが、長期的な投資妙味の可能性はあると考えている。クレジットについては、ややポジティブに考えており、ハイイールド債より投資適格債を 선호する。ハイイールド債の低格付け部分には引き続き慎重だが、BBのような高格付けセグメントでは銘柄ごとの乖離も大きいいため、銘柄探索の余地があると考えている。全体として、アムンディはクオリティとリターンのバランスの取れた運用を志向する。

米国の債券:FRBは、インフレが抑制されたことを確認したいと考えているのであろうが、それが確認された後、景気後退がFRBを下向きに動かせる可能性があるが、それは、2024年第2四半期末ぐらいと考えられる。債券利回りは依然として魅力的だが、現在はやや低い水準となっている。今後、市場はFRBの政策と経済成長見通しのバランスを取ろうとするため、金利のボラティリティは高くなるだろう。アムンディは、デュレーションをポジティブに見るとともに、ブレイク・イーブン・インフレ率がFRBの長期目標付近にあることから、インフレ連動債にも投資妙味があると考えている。クレジットでは、投資適格債のスプレッドは魅力的で、投資家は、このセクターの上昇を捉えることを検討すべきであろう。非金融セクターと金融セクター（銀行）の間には大きな乖離が見られ、アムンディは引き続き、金融セクターを 선호している。ファンダメンタル的に魅力的なもう1つの分野は、エージェンシーMBSである。選別の必要はあるが、住宅市場は需給のミスマッチから下支えされている。

新興国債券:新興国の成長見通しと、FRBの2024年の利下げの示唆が新興国債をサポートしている。一方で、アムンディは一部の特殊な問題を警戒している。例えば、OPECプラスからの支援が原油価格の押し上げには不十分であることを踏まえ、石油輸出企業を注視している。社債においては、投資適格債よりハイイールド債を 선호している。地域的には、中南米へのバイアスを維持する。現地通貨建ての金利については、魅力的な実質利回りの国を 선호する。

為替:米国金利の上昇や経済成長など、米ドルが以前享受していた利点が薄れつつあるため、米ドルについては中立とする。新興国では、高利回りのラテンアメリカの対ドル為替相場を好み、メキシコ・ペソ、ブラジル・レアル、インド・ルピーを好みする。



Amaury D'ORSAY
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES
CIO of US Investment Management

利回りはピークから低下したが、支援的政策の縮小と景気減速は債券にとって好材料



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、2023年12月21日現在。

「インフレはまだ終わっておらず、利回りとボラティリティが上昇する可能性がある。」

行き過ぎた楽観の中でもバランスを維持



Fabio DIGIANSANTE
Head of Large Cap Equity



Yerlan SYZDYKOV
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES
CIO of US Investment Management

全体的な評価: 最近の株価の上昇は、緩和的な金融環境と、来年のソフトランディング（軟着陸）またはノーランディング（着陸もしない）への期待に依存しているところが大きい。一部のセグメントでは、バリュエーションと収益ポテンシャルの間に乖離が生じており、これが再評価のリスクを高めている。しかし、欧州など一部の市場は、金利のピークアウトと経済活動の底打ちから恩恵を受ける可能性がある。アムンディは、引き続き、先進国（米国、欧州、日本）、新興国ともに、バリューと、クオリティの高い銘柄を厳選する。

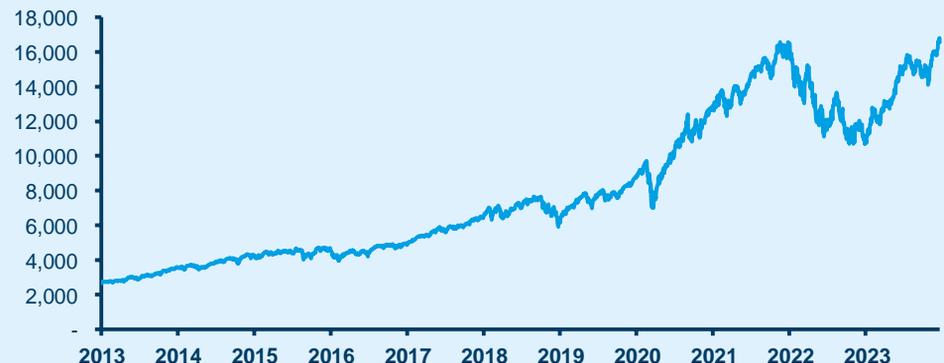
欧州株式: 欧州では、ディスインフレが続いているが、実質賃金の上昇が堅調な消費を支えている。アムンディは、第一に、マージンを維持し、株主に報いることのできる銘柄を選好する。第二に、優良なシクリカル銘柄とディフェンシブ銘柄への投資を通じてバランスを維持するが、いずれも割安なバリュエーションを選好する。シクリカル銘柄では、資本財セクターが主な投資対象で、急反発の恩恵を受ける可能性もある。ディフェンシブ銘柄では、生活必需品とヘルスケアを選好する。後者では、肥満治療薬（GLP-1など）の効能をめぐり、過剰に叩かれた銘柄を選別している。金融では、一部の銀行が超過利潤税の課税により影響を受ける可能性があると考え。テクノロジーには慎重だが、全体的には上昇の可能性があるとされるハイ・クオリティなビジネスモデルを選好する。

米国株: 割高なバリュエーションは、市場がソフトランディング/ノーランディングシナリオと高水準の収益成長シナリオを期待していることを示している。しかし、経済環境が変化し、景気後退がより明確になってくれば、市場はバリュエーションに、より注意を払うようになるだろう。クオリティ、バリューは、当然、検討対象となるが、ディフェンシブ・セクターの追加も検討すべきと考える。ただし、これは伝統的なディフェンシブ・セクターだけでなく、セクターを超えた特別な機会を通じて検討すべきである。特に、金融、銀行、素材の確信度が最も高いと見ているが、エネルギー・セクターの魅力は徐々に低下している。銀行については、預金残高が安定している銘柄を選好し、ローンの伸びも注視している。利回りの急低下は、債券の含み損のストレスを軽減している。しかし、金利上昇や労働市場の軟化が消費に与える影響を考慮し、ハイテクや一部の消費者セクターには慎重である。全体として、資本に対して厳格な規律が欠如していると見られる銘柄は避ける。

新興国株: 新興国の収益と経済背景はポジティブだが、国ごとに乖離が大きい。アムンディは、グロスよりもバリュー、一般消費財、不動産、金融（特にインド、インドネシア）をポジティブに見ている。しかし、ヘルスケア、素材、エネルギーについてはポジティブではない。地域的には、メキシコやブラジルなど、金融緩和が進んでいるラテンアメリカ諸国を選好する。また、内生的な成長ダイナミクスを持つインドネシアやインド、アラブ首長国連邦も選好する。一方、台湾、サウジアラビア、マレーシアには慎重である。

「市場は“すべて完璧”なシナリオを期待しているが、アムンディは、リスクを抑えられ、収益の回復力が高い銘柄を志向する。」

ナスダック100がこれまでの高値を更新



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、2023年12月20日。

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	-/=	市場がゴルディロックス・シナリオ(適温相場)を想定しているため、部分的にバリュエーションが割高になっている。アムンディは、収益回復力が高い銘柄を中心に、バランスの取れた見方を継続する。
	米国バリュエーション	+	アムンディはバリュエーションを長期的にポジティブに見ているが、その道筋は直線的なものではない。現時点では、バリュエーションとクオリティ(マージンの回復力、差別化された製品)と組み合わせることを推奨する。
	米国グロース	--	市場の高い収益期待やバリュエーションは、緩やかな景気後退の可能性とは一致していない。流動性の低下は、このような割高となったセグメントに、より大きな影響を与える可能性がある。
	欧州	-/=	欧州がインフレ低下の恩恵を受ける可能性があることは認めるものの、アムンディは選別色の強い、バランスの取れたスタンスを継続する。
	日本	=	日本株が堅調な展開となるのは、他の先進諸国の成長への圧力が高まるときである。2024年Q1の賃金交渉は、デフレからの脱却をさらに確かなものにする見込み。
	中国	=	アムンディは長期的にはポジティブに見ているが、短期的には中立とし、政府がより持続可能な成長のために短期的な痛みをどのようにバランスさせるかを注視する。
	中国以外の新興国	=/+	厳選は必要であるが、新興諸国と先進諸国との成長格差は高止まりすると思われる。インド、インドネシア、ブラジル、メキシコを愛好する。
債券	米国債	=/+	利回りの急低下にも関わらず、デュレーションへのポジティブなスタンスは維持するが、イールドカーブの中央部を愛好し、非常にアクティブな姿勢を維持する。
	米国投資適格債	=/+	ファンダメンタルズは健全な水準から若干悪化してきたと見ている。今後の景気減速を踏まえ、金融、優良銘柄、キャッシュフローを重視する。
	米国ハイイールド債	-	低格付け債のデフォルト状況が悪化するにつれ、クオリティの高低による乖離がより明確になってきており、アムンディは慎重な見方をしている。
	欧州国債	-/=	▼ ECBはインフレ率が目標に戻れば利下げに踏み切るだろう。ラリー後のリスク・リターン特性は非対称であり、イタリア国債については中立とする。
	欧州投資適格債	=/+	投資適格債や消費財や自動車などのセクターをややポジティブに見ている。景気減速の影響をより強く受ける可能性のあるセクターには慎重な姿勢を継続する。
	欧州ハイイールド債	-/=	ファンダメンタルズが悪化しているため、CCCのような低格付けセグメントには非常に慎重である。アムンディは、より高い格付けと短期の債券を愛好する。
	中国国債	=	世界の投資家にとって中国国債が持つ分散投資のメリットは依然として残っている。この点では、政府のデレバレッジ計画と中銀の政策行動がカギとなる。
	新興国債券ハードカレンシー	=/+	最近の米国利回りの低下を受けて、バリュエーションは魅力的である。スプレッドの水準を考慮し、投資適格債よりハイイールド債を愛好する。財務の健全な国や企業を愛好する。
新興国債券現地通貨建て	=/+	高水準のキャリー、米ドル安への期待、インフレ抑制に積極的な中銀は、現地通貨建て債にとってポジティブである。選挙が多い年であることも考慮し、選別を強く意識する。	
その他	商品		原油に対する売り圧力は過剰だが、先般、価格を押し上げた目先のカタリスト(OPEC+減産)の効果は薄れてきている。アムンディの中期的なブレント目標価格は85-90ドル/バレル。金の中期的目標価格は2,000-2,100ドル/オンス。
	為替・通貨		米ドルが積極的に売られてきたため、当面は中立とする。現在の米ドルの価格には、2024年のFRBの利下げがすでに反映されている。同時に、ドルの大幅な上値の追求も予想していない。アムンディは、対米ドルでの円をポジティブに見ている。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2023年12月、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。

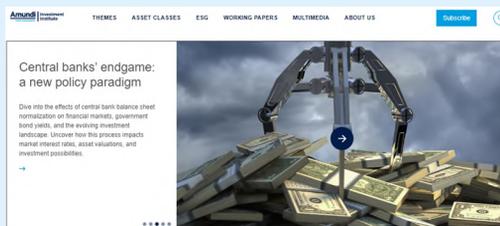


In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, 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.

Visit us on:



Discover more of Amundi's insights at
www.amundi.com



Amundi Institute contributors

BERTINO Claudia, *Head of Amundi Investment Insights & Publishing*

FIOROT Laura, *Head of Investment Insights & Client Division*

CARULLA Pol, *Investment Insights and Client Division Specialist*

DHINGRA Ujjwal, *Investment Insights and Client Division Specialist*

NIALL Paula, *Investment Insights and Client Division Specialist*

PANELLI Francesca, *Investment Insights and Client Division Specialist*

DEFINITION ABBREVIATIONS

Currency abbreviations: USD – US dollar, BRL – Brazilian real, JPY – Japanese yen, GBP – British pound sterling, EUR – Euro, CAD – Canadian dollar, SEK – Swedish krona, NOK – Norwegian krone, CHF – Swiss Franc, NZD – New Zealand dollar, AUD – Australian dollar, CNY – Chinese Renminbi, CLP – Chilean Peso, MXN – Mexican Peso, IDR – Indonesian Rupiah, RUB – Russian Ruble, ZAR – South African Rand, TRY – Turkish lira, KRW – South Korean Won, THB – Thai Baht, HUF – Hungarian Forint.

IMPORTANT INFORMATION

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 warranty 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.msccibarra.com). The Global Industry Classification Standard (GICS) SM was developed by and is the exclusive property and a service mark of Standard & Poor's and MSCI. Neither Standard & Poor's, MSCI nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall Standard & Poor's, MSCI, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classification have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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 1 January 2024. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management 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:** 1 January 2024.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 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