

グローバル・インベストメント・  
ビュー

## 今は軌道修正のタイミングではない



**Vincent  
MORTIER**

Group Chief  
Investment Officer

グローバルで見ると、株式市場は3月の混乱を概ね消化したが、米国の地方銀行セクターでは混乱が続いており、回復の兆しは見えていない。米国の景気後退の可能性が高まる一方、インフレの懸念は後退していることから、債券市場では、FRBが今年後半にも利下げを開始する可能性を織り込み始めている。一方、企業業績に対する市場の期待は依然として楽観的であり、債券が織り込んでいる景気後退リスクと株式の現在のバリュエーションとの間に乖離が生じていることが示唆されている。

このように相反するシグナルが出ているが、アムンディは、今は方向転換するタイミングではなく、投資家は慎重な姿勢を維持すべきであると考えている。米中間の地政学的緊張、金融市場のストレス、信頼感の変化も注目すべき重要な要素である。システミックなリスクは見当たらないが、金融環境の引き締めりは、リスク資産で、まだ、織り込まれていない下振れリスクを増大させている。



**Matteo  
GERMANO**

Deputy Group Chief  
Investment Officer

米国の景気後退、欧州の低成長と世界経済の成長見通しは弱く、中国の回復も、これまでのところ国内経済に偏っているため、中国の経済再開によるアジアの回復も米国の減速を相殺するほどにはならないであろうと予想する。一方、インフレ率は低下しているものの、一部のコア・サービスでは依然として粘着性が高い。この点を考慮し、FRBは5月に25bpsの追加利上げを行うと予想しているが、最近の金融環境の引き締めりにより追加措置の必要性は限定的となるため、その後は一旦停止する可能性が高いと思われる。欧州では、インフレが引き続き懸念されるため、ECBは利上げに踏み切ると予想している。

米中間で経済的サプライズの格差が拡大



出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグアムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、2023年4月20日時点の週次データ。プラスは、発表されたデータが予想より強かったことを意味します。マイナスは、発表されたデータが予想より悪かったことを意味。

「インフレ率が依然中銀目標を上回って推移する一方で、リスク資産には過度の楽観論が織り込まれており、短期債利回りも魅力的な水準になってきていることから、投資家は慎重姿勢を微調整し、ハイオリティな優良資産を選好すべきである。」

投資家は慎重な姿勢を崩さず、回復力に優れたポートフォリオを構築するために、以下のようなアプローチを検討する必要がある：

- クロスアセットでは、米国の企業利益にリセッションの可能性がことから、米国債にポジティブとなる必要性が高まっている。同時に、このような背景から、投資家はFRBの政策変更から恩恵を受ける可能性のある、より短期のポジションを部分的に構築することを検討すべきである。クレジットについては、米国ではバリュエーションが割高であるため、ハイイールド債には慎重な姿勢を崩していない。株式においては、欧州ではデリバティブ等でより守りの姿勢を強める余地があるが、中国には投資機会があると考えられる。一方、投資家はヘッジを強化し、安全資産である通貨（日本円）を検討すべきである。コモディティでは、金が興味深い投資対象だが、タクティカルにリターンを狙うべきであろう。
- 金融環境の悪化と経済的背景から、米国のデフレシオンにはポジティブでアクティブな見方が必要である。アムンディは、地域横断的に投資機会を求めているが、英国にはややディフェンシブ、欧州中核国には慎重だが、後者については将来的には中立への変更を検討する可能性がある。日本はディフェンシブだが、カナダではカーブ・ステイプニングの可能性を見ている。米国とEUのハイイールド債は引き続き慎重に見ている分野である。経済が悪化すれば、キャッシュフローが圧迫され、ハイイールド債では流動性も問題になる可能性がある。また、米国商業用不動産への圧力も認識しており、オフィスよりも集合住宅用不動産を選好している。投資適格債は、安定性が高く、金利や経済のボラティリティに耐え得る銘柄を選択的に選好している。
- 米国の景気後退の可能性は株式では十分に織り込まれていないため、米国と欧州については慎重なスタンスを維持している。しかし、経済成長が上方修正された中国はポジティブに見ている。日本株は、円高が重荷になる可能性がある。為替については、米ドルに対して中立からネガティブな見方をしている。
- メキシコなどでは、魅力的なキャリーや安定的なインフレ期待から、また、インドネシアでは、新興国現地通貨建債券を選択的に選好している。ハードカレンシー債券では、リバウンドの可能性が高いハイイールド債に注目する。また、新興国社債は、EUや米国のクレジットと比較して魅力的なバリュエーションとなっている。株式では、ルラ大統領の現実的なアプローチにより、ブラジルに対してよりポジティブなスタンスをとっている。しかし、財政改革に関するリスクは注視する。

#### 全体的なリスク感



実体経済のクレジット状況、企業利益率、経済成長などを見据えながら、慎重な見方を微調整する可能性。

#### 対前月比

- クロスアセット：米国債のスタンスは方向は変えないものの微調整、ヘッジを強化、株式と米国ハイイールド債はよりディフェンシブに。
- 新興国債券：国別、セクター別の特性に焦点を当てる。
- 為替：米ドルはより慎重、日本円はよりポジティブ。

総合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が表明するリスク資産（クレジット、株式、コモディティ）に対する定性的な見解であり、グローバル投資委員会で共有されています。アムンディのスタンスは、市場や経済の背景の変化を反映して調整されることがあります。\*CRE = 商業用不動産

## 3つの重要なポイント

### 1

FRBの利上げサイクルが停止する可能性について、どのように考えているか？

SVBの破綻以来、米国の中小地方銀行の融資能力が変化している。収益性改善への圧力により、貸出基準は厳格化され、顧客ローンの借り換え時の手数料は引き上げられるであろう。流動性への圧力は、さらなる破綻の引き金となり、最終的にはFRBによる救済が行われ、中央銀行が金利を引き下げざるを得なくなる可能性がある。アムンディは、FRBのターミナル・レートを5.25%とし、2023年の残りの期間、金利を据え置くと見ている。最初の利下げは2024年第1四半期と予想する。

#### 投資の見方

- 米国のデュレーションは中立。短期的には逆イールドが深まると見ているが、中期的にはブル・スティーピングを予想する。
- 対ドルでのユーロの目標：2023年第4四半期に1.15、2022年第1四半期に1.18。

### 2

OPEC+の減産で何が起ころうか？

原油の減産は予想外であったが、世界的な需要に対する懸念が原動力となったと思われる。原油価格は経済成長率と流動性の悪化に非常に敏感であり、過去実績を見ると、需要の減少をきっかけとした減産は、原油価格の上昇にあまり効果がないことが分かっている。アムンディは、短期的な価格上昇は限定的と見ているが、石油市場が従来の予想よりも早く引き締まると予想している。しかし、ブレントが100ドル/バレルを超えて持続的に上昇するとは見ていない。

#### 投資の見方

- 12ヶ月のブレント価格目標：90-95ドル/バレル。

### 3

経済の悪化にもかかわらず、株式の回復力が強いのはなぜか？

最近の銀行セクターのストレスにもかかわらず、MSCI ACWI指数（世界株式指数）では、中央銀行の迅速な介入により、上昇トレンドが続いた。しかし、米国の景気後退の可能性が高まっていることから、景気循環リスクは残っており、市場がそれを完全に織り込んでいるわけではない。そのため、次のステップはディフェンシブ銘柄のサポートになる可能性があると考えている。

#### 投資の見方

- 米国の動きに警戒
- クオリティがコア・スタイルになり、バリューストックは長期的に継続。
- バリューストック・高配当株へのポジティブな見方を維持しつつも、欧米のバリューストック・高配当株での利益獲得を検討、米国低ボラについてもポジティブな見方を継続。



Monica DEFEND  
Head of Amundi Institute

「米国の景気後退の可能性が高まっているため、シクリカルなリスクは続いているが、市場はそれを完全に織り込んでいるわけではない。」

## 慎重に配分を微調整

FRBの金融引き締め鈍化、实体经济におけるクレジット・コストの上昇、特に欧州における粘着性の高いコアインフレ継続の中で、米国の経済環境は悪化している。米国経済が弱体化すれば、欧州がそのまま放置されることはないだろう。従って、リスク資産への慎重な姿勢は維持し、ヘッジを強化、米国債のセーフヘイブンの特性を活用することをお勧めする。また、FRBの引き締めサイクルが終わりに近づいているため、イールドカーブの中期的なレンジに投資機会を見出せる可能性がある。投資家は分散投資を続け、今年に入ってから上昇している金などの分野で部分的に利益を確保することを検討すべきであろう。

**確信度の高い投資アイデア:** 割高なバリュエーション、利益率の低下、経済成長の鈍化により、株式への慎重な姿勢を継続しており、欧州の見方を調整することで、この姿勢をさらに強めた。しかし、新興国では、成長率の改善と割安な相対的バリュエーションを背景に、中国株にはポジティブなスタンスを取っている。しかし、この動きは直線的なものではなからう。

債券市場では、インフレ率の低下と、利上げの影響拡から景気後退懸念が高まっているため、米国債のデュレーションを微調整する必要がある。イールドカーブのスティープ化が予想されるため、10年物米国債へのポジティブな見方を2年物および5年物に部分的に転換することとした。カナダでも、イールドカーブのスティープ化に対するスタンスを維持する。欧州では、スウェーデン経済が脆弱であることから、スウェーデンの10年スワップは好調に推移すると思われる。

周縁国債については、堅調なテクニカルとECBの支援に対する期待から、10年物伊国債-独国債スプレッドのややポジティブな見方を維持している。一方、日本国債については、日銀がYCCをやめるとの見方があるため、慎重な見方している。

アムンディは、全般的に企業クレジットに慎重な姿勢を維持しているが、このスタンスをEUハイイールド債からUSハイイールド債にシフトした。これは主に、高いバリュエーションと、実質金利の上昇が企業の資金調達コストに与える潜在的な影響を勘案したものである。また、成長への圧力を考慮し、米国におけるデフォルトの増加も懸念している。

為替では、米国の高金利の優位性が失われ、ドル安が続くと思われるため、対米ドルでのユーロと豪ドルのポジティブな見方を継続する。一方、アムンディは現在、対スイスでの円に対してポジティブな見方をしている。円は、世界の地政学的リスクに対するヘッジとして過小評価されている。新興国では、魅力的なキャリーと良好な国際収支の見通しから、対ユーロでのメキシコを支持する。また、対米ドルでのブラジルと南ア（魅力的なバリュエーション）にも注目している

**リスクとヘッジ:** 米国の景気後退が予想以上に深刻になる可能性があることから、株式のヘッジを強化した。また、金を若干ダウングレードしたが、金はストレスや地政学的危機の際に強力な分散効果とダウンサイド・プロテクションを提供すると考えている。最後に、原油については、上昇の可能性はあるかどうかを注視しているが、現時点では中立を維持している。



Francesco SANDRINI

Head of Multi-Asset Strategies



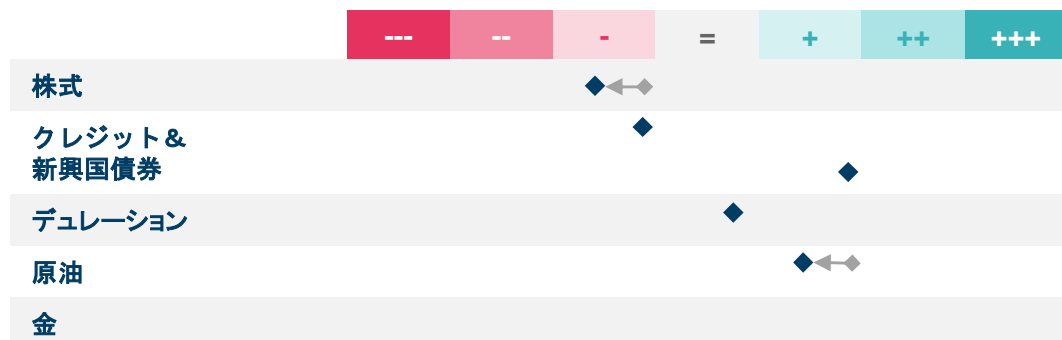
John O'TOOLE

Head of Multi-Asset Investment Solutions

「現在の市場環境は、アクティブなアプローチを求めている。アムンディは、米国デュレーションへの見方を若干変更するとともに、株式へのディフェンシブな見方をより強めた。」

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



出典：アムンディ・インスティテュート、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見通しを揭示。資産クラス別評価の見通し、見通しの変更、意見は、予想される方向性 (+/-) と確信の強さ (+/+/+/+) を反映。この評価は変更される可能性があり、ヘッジコンポーネントの効果も含む。FX=外国為替、IG=投資適格、HY=ハイイールド、CB=中央銀行、BTP=イタリア国債、BoJ=日本銀行。

## 流動性、クオリティ、新興国キャリアのバランス

**全体的な評価:** 経済成長が弱いにもかかわらず、中央銀行は依然としてインフレを重視しているという困難な環境に向かっている。したがって、投資家は、クレジットのクオリティ重視の姿勢を維持し、回復力の高いポートフォリオを構築するために、新興国債券のキャリアを選択的に選好する必要がある。

**世界および欧州の債券:** 経済成長の減速とECBのインフレに対する断固とした姿勢により、方向性を定めることは困難となっている。日本についてはディフェンシブ、欧州中核国のデュレーションについてはやや慎重であるが、後者については中立に戻すタイミングを見極めている。英国でもややディフェンシブな姿勢をとっている。一方、米国には中立の立場をとり、スティーピングの機会を見ている。また、ユーロのインフレ連動債については、ややポジティブなスタンスを維持している。社債では、スプレッドのボラティリティとキャッシュフローの不確実性が高まる可能性がある。したがって、主にEUの投資適格債と英国の投資適格債へのややポジティブなスタンスは維持するものの、選別を強めている。特に、より高いリターンを提供するEUの劣後債を選好している。しかし、ハイールド債については慎重で、エクスポージャーのヘッジの検討を勧める。

**米国の債券:** 実態経済の水面下に目を向けると、多くの銀行が消費者や企業に対する融資基準を引き締めており、これが消費全体に波及する可能性がある。FRBは、政策金利を「より高い水準をより長く維持する」というメッセージに固執している。これらすべてが金利に大きな変動をもたらし、アクティブなデュレーション管理が必要となる。当面は、ややポジティブなバイアスを維持するが、このスタンスは機動的に調整される。クレジットについては、クオリティ・バイアスを維持し、ハイールド債よりも投資適格債を優先する。ハイールド債では、今後、収益とキャッシュフローの低下がより深刻になり、デフォルトが増加する可能性がある。セクターレベルでは、資本財よりも大型金融株を、ハイールドよりもレバレッジの低い優良銘柄を選好する。証券化クレジットでは、商業用不動産に選別的にバリューを見出しているが、オフィスやリテールよりもマルチファミリーを選好する。

**新興国債券:** 市場の方向性を見極めるのが難しい環境の中、米金利のピークアウトの可能性、ドル安、新興国の成長率の改善という形で、新興国債券にはいくつかのポジティブな要素があると見ている。アムンディのデュレーション・スタンスは全体として中立だが、ハードカレンシー債券では、主にハイールド債を中心にキャリアを獲得できるポジションをとっている。現地通貨建債券については、為替が堅調でキャリアも高いことから、ポジティブに見ており、ブラジル、南ア、インドネシアなどの国々を選好している。また、コモディティ輸出国もポジティブに見ている。

**為替:** 米金利の優位性が失われつつあることから、米ドルについては中立からやや慎重な見方をしているが、日本円とスイスフランはポジティブに見ている。ユーロには警戒しているが、新興国通貨、例えばメキシコ、ブラジル、インドネシアを含むアジア通貨に注目している。



**Amaury D'ORSAY**  
Head of Fixed Income

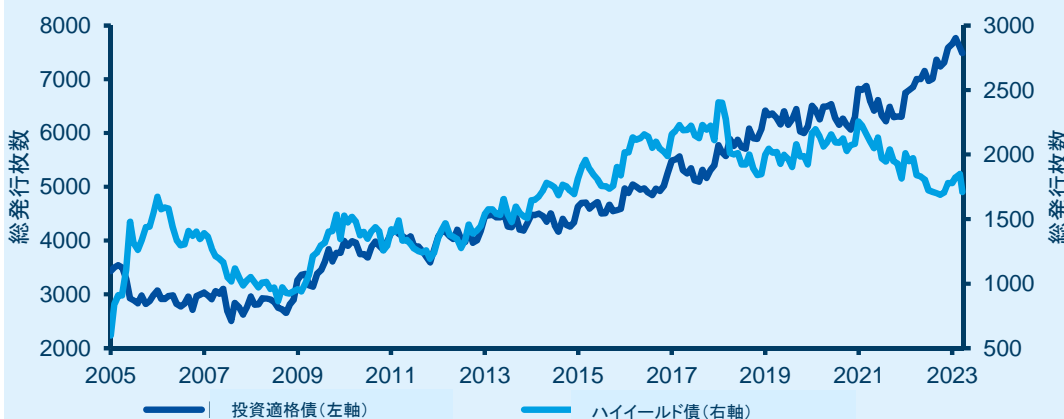


**Yerlan SYZDYKOV**  
Global Head of Emerging Markets



**Kenneth J. TAUBES**  
CIO of US Investment Management

投資適格債とハイールド債の流動性トレンドの相違 総発行枚数の比較



「クレジットスプレッドは今後の経済低迷を織り込んでいないので、クオリティと流動性に注目する必要がある。」

出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグアムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、2023年4月20日現在。FINRA TRACE Market Breadth 上図のIGとHYの銘柄合計。数値が高いほど市場幅が広く、流動性が高いことを示す。

## ラリーではなく、業績を慎重に確認



**Kasper ELMGREEN**  
Head of Equities



**Yerlan SYZDYKOV**  
Global Head of Emerging Markets



**Kenneth J. TAUBES**  
CIO of US Investment Management

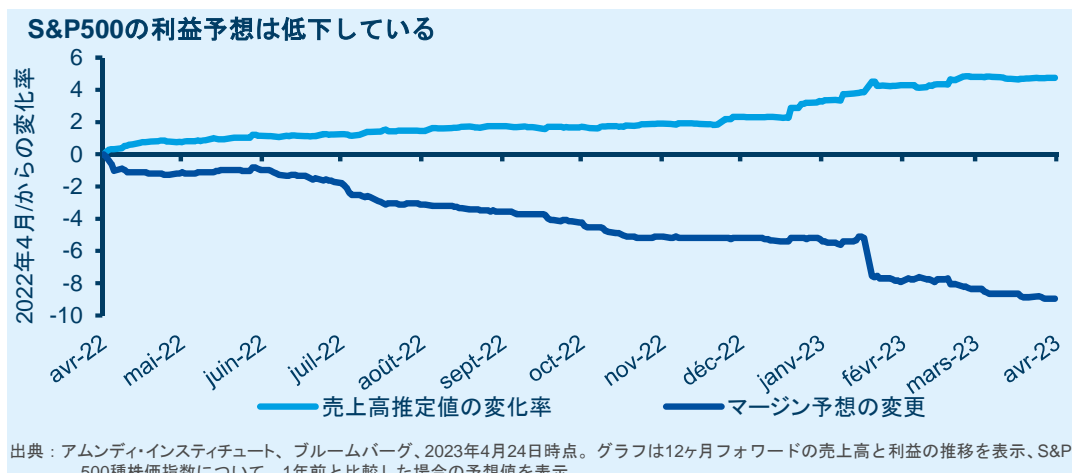
**全体的な評価:** 株式は、景気後退と業績悪化のリスクを完全には織り込んでおらず、これは非常に危険な状況だと考えている。しかし、一部では、利益率の低下圧力が織り込まれており、分散の高度化と銘柄選定における魅力的な環境を生み出している。アムンディは、引き続き、クオリティとバリューを重視しながら、先進国との相関が低い新興国での投資機会の探索を志向する。

**欧州株:** 企業は、景気循環的にも、構造的にも逆風を受けており、今後は企業業績の悪化が予想される。その結果、相場が下落する可能性もあり、ボラティリティが高まる中で、頑健なバランスシートと収益を確保する能力を持つ企業を見極めることを目指す。全体として、アムンディは、高クオリティのシクリカル銘柄とディフェンシブ銘柄へのエクスポージャーを組み合わせることで、バーベル型のアプローチを維持している。セクターレベルでは、キャピタル・ゲインと健全な配当が期待できるディフェンシブ銘柄として、消費財とヘルスケアを選好している。また、アムンディは、金融や資本財も、依然、ポジティブに見ており、上昇局面で利益をあげるため、部分的であっても組み入れを検討すべきであろう。また、金利上昇のプラス効果から商業銀行の選好も維持しているが、商業用不動産セクターはモニターしている。

**米国株:** 現状では、経済変動の影響を受けにくいポートフォリオを構築することを検討すべきである。例えば、金融関連では、預金取扱銀行や資本市場へのエクスポージャーが極めて限定的な銀行に選択の価値があると考えられる。また、安定した顧客預金基盤を持つ大型の勝ち組銀行も選好する。次に、エネルギー関連銘柄は、すでに投資額が減少しているため、不況下でも持ちこたえる可能性が高い。しかし、資本財や耐久消費財など、他のシクリカル・セクターについては慎重である。ディフェンシブ・セクターの中には、バリュエーションが非常に高い銘柄もある。また、バリュエーションは安いビジネスモデルが脆弱な銘柄もある。ボトムアップの分析を通じて、バリュエーションが収益の可能性に見合う企業（例えば、ヘルスケア機器・サービス）を厳選することが重要となる。最後に、対グロスでのバリューのアウトパフォーマンスは今後も続くと思われるが、一直線に進むわけではないだろう。

**新興国株:** 中国の力強い回復により、新興国と先進国の成長格差は拡大すると思われる。長期的には、中国以外のサプライチェーンの多様化は、他の新興国に利益をもたらすだろう。しかし、アムンディは、新興国世界の地政学的緊張と個別国毎の特異なリスクを認識しており、ボトムアップの分析を重視している。例えば、メキシコはポジティブに見ているし、ブラジルはルーラ大統領による財政計画がプラスに働くと考える。しかし、マレーシアは、バリュエーション面から慎重に見ている。セクターレベルでは、耐久消費財と不動産を選好している。

「収益とマージンには、まだ織り込まれていない重大なリスクがあるため、このラリーは力強さに欠けると考える。」



# アムンディ・アセットクラス・ビュー

	アセットクラス	現在の見方	対前月変化	理由・背景
株式	米国	-/=		経済成長が悪化し、企業収益に影響を及ぼす可能性があるため、慎重なアプローチを維持する。SVBの問題は、地方銀行に対する規制強化につながる可能性があるが、大規模な全国銀行や、より広域での金融システムは回復力が高いと思われる。
	米国バリュエーション	+		長年にわたる量的緩和により、対バリュエーションでのグロースの循環的なアウトパフォーマンスは最大級のものとなったが、現在は金利が正常化プロセスに入り、一直線にはいかないものの、バリュエーション有利が継続するであろう。経済成長への圧力が高まる中、投資家はバリュエーションとクオリティを両立させるべきと考えており、収益の成長を重視している。
	米国グロース	--		不採算銘柄やバリュエーションが割高な銘柄は避ける。金利上昇環境は、将来のキャッシュフローへの依存度が高い成長株にとって不利になる可能性がある。
	欧州	-/=		外部環境のサポートが弱く、高いコアインフレ率に起因する消費の脆弱化が、欧州企業の収益に影響を与える可能性がある。アムンディは全体的に慎重な姿勢を保ち、魅力的なバリュエーションとバリュエーション、クオリティの特徴を持つ分野（商業銀行など）をリサーチする。
	日本	-/=		円相場に影響を与える可能性のある金融政策を注視し、業績見通しを再評価している。また、世界的な成長の低迷が日本市場の重荷になる可能性もある。
	中国	+		経済成長が加速する中、経済再開による反動増や、Eコマース企業にとって良好となる環境に引き続き注目する。同時に、地政学的な緊張に関しても注視する。
	中国以外の新興国	=		新興国では、国別の違いが重要となるため、細かな分析が必要となる。例えば、ブラジルにはポジティブだが、財政改革に対する政府のアプローチを注視している。一方、マレーシアのバリュエーションは割高に見える。全体として、中国の経済再開は、中国と強い貿易関係を持つ新興国諸国にとってプラスになる見込み。
債券	米国債	=/+		マクロ経済環境の悪化に伴い、FRBのターミナル・レートを小幅に引き下げたため、デュレーションについてはややポジティブな見方を維持している。しかし、FRBが金融の安定とインフレの抑制のバランスを取ろうとする中、アムンディは引き続きアクティブな姿勢を継続する。
	米国投資適格債	=/+		投資適格債の発行体は、利益率が高く、バランスシートが健全であると見ている。しかし、経済活動の低下が収益に及ぼす潜在的な影響や、賃金上昇や資金調達コストの上昇が今後の収益に及ぼす影響を考慮し、引き続き選別的に投資を行っている。
	米国ハイールド債	-		ハイールド債のバリュエーションは楽観的すぎ、リセッションを想定していない。流動性が悪化し、企業の資金調達が困難になれば、特に低格付けのハイールド債銘柄（CCCなど）のスプレッドのボラティリティは上昇する見込み。
	欧州国債	-/=		ECBの物価上昇抑制の決意は強く、欧州中核国のデュレーションにはやや慎重な姿勢で臨む。しかし、経済成長がアムンディの期待する水準よりも鈍化した場合には、中立への移行も視野に入れ、アクティブな姿勢を維持している。ECBのデータ次第のアプローチは、アムンディが機動的に動くことを重視する理由の一つとなっている。
	欧州投資適格債	=/+	▲	金融環境の引き締めや金融情勢が投資適格債のスプレッドに与える影響を注視している。企業のファンダメンタルズは堅調だが、流動性には警戒している。グローバルな観点からは、米国よりもユーロとポンドの投資適格債を選好するが、厳選が必要。
	欧州ハイールド債	-		レバレッジの高いセグメントにおいて、特に、資金調達コストが上昇し、収益が悪化しており、ファンダメンタルズやデフォルト率の状況が悪化する可能性を懸念し、慎重に対応する。
	中国国債	=		経済成長が回復し、限定的ながらも政府支援が続く中、アムンディは中立に近い立場を維持する。ただし、中国債券には分散投資の効果が期待できると考えている。
	新興国債券ハードカレンシー	=/+		新興国-先進国の成長プレミアムが改善する中、ハイールド債銘柄の反発の可能性が高いと思われ、厳選している。魅力的なキャリーを探しているが、政治リスクは引き続き注視する。
	新興国債券現地通貨建て	=/+		米ドル安は新興国債の支援材料となる：メキシコとインドネシアでの機会を探索する。インフレ期待の安定は、現地通貨建債にプラスとなる。しかし、地政学的リスクから、台湾には慎重。
	その他	コモディティ		
為替				2023年の米ドル安トレンドの継続を再確認、年末の対ドルでのユーロの目標を1.15とする。ただし、円とスイスフランは不況時の伝統的なセーフヘイブンであると見ている。新興国通貨では、アジアとラテンアメリカの一部でモメンタムが改善している模様。

出典：アムンディ、2023年4月時点、ユーロベースの投資家に対する相対的な見解。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ことを目指したものではありません。本情報は、読者が特定のファンドや証券に関する調査、投資アドバイス、推奨として依頼する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、変更される可能性があります。本情報は、アムンディ商品の現在、過去、将来の実際の資産配分やポートフォリオを示すものではありません。



## マクロ経済指標見通し

## マクロ経済指標見通し(2023年4月26日時点)

暦年年間平均値、%	実質GDP成長率、前年比、%			インフレ率(CPI、前年比、%)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
先進国	2.7	0.6	0.6	7.4	4.7	2.5
米国	2.1	0.5	0.1	8.0	4.2	2.4
ユーロ圏	3.5	0.5	0.7	8.4	5.7	3.0
ドイツ	1.9	0.2	0.7	8.7	6.2	2.8
フランス	2.6	0.5	0.8	5.9	5.9	2.7
イタリア	3.8	0.6	0.7	8.7	6.7	2.3
スペイン	5.5	1.1	0.8	8.3	3.8	2.8
英国	4.1	-0.3	0.7	9.0	6.9	2.8
日本	1.0	0.5	1.0	2.5	2.9	1.1
新興国	4.0	4.1	4.0	8.7	6.3	5.4
中国	3.0	6.0	4.7	2.0	1.3	2.2
インド	7.0	5.4	6.0	6.7	6.0	6.0
インドネシア	5.3	5.2	4.8	4.2	4.3	4.0
ブラジス	2.9	0.9	1.2	9.3	5.0	5.0
メキシコ	3.1	1.8	0.6	7.9	5.6	4.4
ロシア	-2.3	0.6	2.0	13.8	5.6	4.5
南アフリカ	2.1	0.3	0.5	6.9	6.1	4.9
トルコ	5.5	2.6	4.0	72.0	46.9	38.1
世界	3.4	2.6	2.6	8.2	5.6	4.3

## 中央銀行性悪金利見通し、%

	2023年4月26日 時点	アムンディ 6カ月後	コンセンサス 6カ月後	アムンディ 12カ月後	コンセンサス 12カ月後
米国*	5.00	5.25	4.89	4.75	4.07
ユーロ圏**	3.00	3.50	3.79	3.50	3.50
英国	4.25	4.50	4.74	4.25	4.40
日本	-0.10	0.00	0.04	0.00	0.05
中国***	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
インド****	6.50	6.50	6.65	6.25	6.45
ブラジル	13.75	11.75	13.35	9.75	11.70
ロシア	7.50	7.00	7.55	7.00	7.25

Source: Amundi Institute. Forecasts are as of 26 April 2023. CPI: consumer price index. \*: Upper Fed Funds target range. \*\*: Deposit rate. \*\*\*: One-year loan prime rate. \*\*\*\*: Repurchase rate.



# 金融市場見通し

## 債券利回り

### 2年債利回り見通し、%

	2023年4月26日 時点	アムンディ 6カ月後	コンセンサス 6カ月後	アムンディ 12カ月後	コンセンサス 12カ月後
米国	3.92	3.40-3.60	3.44	3.10-3.30	3.15
ドイツ	2.73	2.50-2.70	2.44	2.30-2.50	2.13
英国	3.73	3.20-3.40	3.43	3.20-3.40	3.36
日本	-0.04	0.10-0.20	0.01	0.10-0.20	0.03

### 10年債利回り見通し、%

	2023年4月26日 時点	アムンディ 6カ月後	コンセンサス 6カ月後	アムンディ 12カ月後	コンセンサス 12カ月後
米国	3.41	3.30-3.50	3.36	3.30-3.50	3.35
ドイツ	2.35	2.40-2.60	2.31	2.30-2.50	2.28
英国	3.68	3.50-3.70	3.64	3.50-3.70	3.66
日本	0.47	0.50-0.70	0.55	0.60-0.80	0.63

## 為替レート

	2023年4月21日時点	アムンディ 2023年第3四半期	コンセンサス 2023年第3四半期	アムンディ 2024年第1四半期	コンセンサス 2024年第1四半期
ユーロ/米ドル	1.10	1.08	1.11	1.18	1.13
ユーロ/円	147	136	140	138	139
ユーロ/英ポンド	0.88	0.90	0.89	0.90	0.90
ユーロ/ スイスフラン	0.98	0.95	1.00	1.06	1.01
ユーロ/ノルウェー	11.63	11.47	11.00	10.79	10.53
ユーロ/ スウェーデン	11.32	11.45	11.00	11.04	10.91
米ドル/円	134	126	127	118	123
豪ドル/米ドル	0.67	0.67	0.70	0.76	0.72
ニュージーランド/ 米ドル	0.61	0.60	0.64	0.66	0.65
米ドル/人民元	6.89	6.70	6.75	6.40	6.63

Source: Amundi Institute. Forecasts are as of 26 April 2023.

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](http://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*

## DEFINITIONS & ABBREVIATIONS

**ADR:** A security that represents shares of non-US companies that are held by a US depository bank outside the US. They allow US investors to invest in non-US companies and give non-US companies access to US financial markets. **Agency mortgage-backed security:** Agency MBS are created by one of three agencies: Government National Mortgage Association, Federal National Mortgage and Federal Home Loan Mortgage Corp. Securities issued by any of these three agencies are referred to as agency MBS. **Beta:** Beta is a risk measure related to market volatility, with 1 being equal to market volatility and less than 1 being less volatile than the market. **Breakeven inflation:** The 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:** Carry is the return of holding a bond to maturity by earning yield versus holding cash. **Core +** is synonymous with 'growth and income' in the stock market and is associated with a low-to-moderate risk profile. **Core strategy** is synonymous with 'income' in the stock market. **Correlation:** The degree of association between two or more variables; in finance, it is the degree to which assets or asset class prices have moved in relation to each other. Correlation is expressed by a correlation coefficient that ranges from -1 (always move in opposite direction) through 0 (absolutely independent) to 1 (always move in the same direction). **Credit spread:** The 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 the possible embedded options. **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. **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. **Bull steepening** a change in the curve due to short-term rates falling faster than the long-term rates. This leads to a higher spread between the short and long term rates. **Curve inversion:** When long-term interest rates drop below short-term rates, indicating that investors are moving money away from short-term bonds. **Cyclical vs. defensive sectors:** **Cyclical** companies are companies whose profit and stock prices are highly correlated with economic fluctuations. **Defensive stocks**, on the contrary, are less correlated to economic cycles. **MSCI GICS cyclical sectors** are: consumer discretionary, financial, real estate, industrials, information technology and materials. **Defensive sectors** are: consumer staples, energy, healthcare, telecommunications services and utilities. **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. **High growth stocks:** A high growth stock is anticipated to grow at a rate significantly above the average growth for the market. **Liquidity:** The capacity to buy or sell assets quickly enough to prevent or minimise a loss. **P/E ratio:** The price-to-earnings ratio (P/E ratio) is the ratio for valuing a company that measures its current share price relative to its per-share earnings (EPS). **NBFI:** A non banking financial institution provides select financial services but doesn't have a full fledged banking license. **Net interest margin:** It is a measure that compares a bank's interest income from lending with its interest expense on its liabilities (such as bank deposits), expressed as a percentage of its assets. **QE: Quantitative easing (QE)** is a type of monetary policy used by central banks to stimulate the economy by buying financial assets from commercial banks and other financial institutions. **Quality investing:** This means to capture the performance of quality growth stocks by identifying stocks with: 1) A high return on equity (ROE); 2) Stable year-over-year earnings growth; and 3) Low financial leverage. **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. **Non-SIFI:** A systemically important financial institution (SIFI) is an institution that the US Fed and regulators believe would pose a serious risk to the financial system and the economy if it collapses. A non-SIFI is an institution that doesn't fall in this category. **TIPS:** A Treasury Inflation-Protected Security is a Treasury bond that is indexed to an inflationary gauge to protect investors from a decline in the purchasing power of their money. **Value style:** This 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 a 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.

## 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.msclub.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 27 April 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:** 27 April 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](http://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