

2024年4月

欧州株にチャンス到来 日銀：従来型金融政策へ回帰

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



今月のトピック

欧州株にチャンス到来

ERIC MIJOT
HEAD OF GLOBAL EQUITY STRATEGY - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

重要ポイント

メガキャップに牽引され、世界の株式市場は、過去5ヶ月に及ぶ力強い上昇を見せ、明確には認識されていないものの、今後の景気と利益の力強い回復を織り込んだ。

このラリーが、一旦、ここで小休止したり、銘柄の幅を広げたりする動きは合理的で、出遅れている景気循環株やバリュー株にチャンスが芽が出ることになる。

欧州市場も、このラリーに加わる可能性があり、また、小型株もいずれ加わるであろう。株価には、まだ、反映されていないが、小型株の収益はアウトパフォームし始めており、より魅力的になっている。

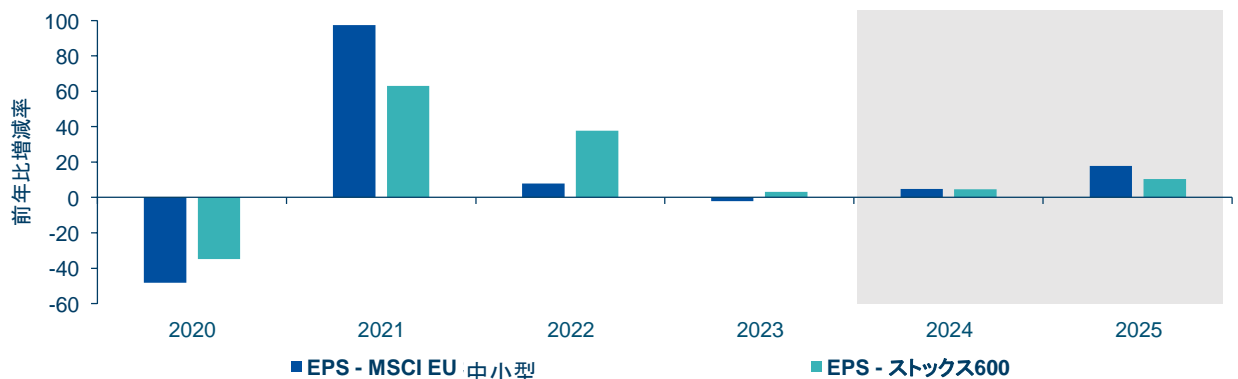
今年第1四半期、株式市場は非常に好調に推移。しかし、今後は、どうなるか？

今年日本株が主要株式市場をリードしている（TOPIX:17%上昇）。S&P500（10.2%上昇）はStoxx600（7.1%上昇）を上回ったが、EuroStoxx50（12.4%上昇）はNasdaq100（8.5%上昇）を上回った。この上昇は、今後、いつまで続くのだろうか？

5か月間の上昇により、株式市場はすでに多くの好材料を織り込んでいる。米国では、債券に対する株式のパフォーマンスは、ISM製造業景況指数が約60*であることと一致している。欧州では、ディフェンシブに対するシクリカルのパフォーマンスは、製造業PMIが約55程度であることを暗に示唆している。

その上で、今後数か月間の株式投資の方針を選択するにあたって、以下の3つの可能性を検討する必要があると考える：1）小休止またはコンソリデーション（反落、底値固め）の可能性（ラリーを追いかけない）、2）値上がり銘柄の裾野の拡大（出遅れ銘柄を選好）、3）予想される景気減速は単なるサイクル半ばの減速であり、景気後退ではないこと（ディフェンシブな側面ではなく、プロシクリカルな側面の機会を探索）。

欧州の利益成長は欧州の中小型株にとってより有利な展開に



出典アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ファクトセット。データは2024年3月28日現在。*指数が50を超えると、前月比で製造業が拡大したことを示す。



マグニフィセント7以外への値上がり銘柄の拡大は、米国の均等配分指数にプラスに働く見込みだが、欧州市場もまた、このチャンスに乗るのに適した投資対象である。欧州市場で、このラリーに乗った主なセグメントは大型株であるが、このような銘柄の裾野の拡大は、いずれ欧州の小型株にもプラスに作用すると考える。

以下の3つのポイントが重要となろう：

米国市場と欧州市場は利益成長とバリュエーションで反対の傾向

米国市場は、世界の他の市場よりもダイナミックに利益成長の恩恵を受けてきたが、そのバリュエーションは他の市場よりもはるかに高い。第4四半期の米国企業利益は10%増加し、年初において4.4%に過ぎなかった予想を大きく上回った。マグニフィセント7を含む3つのセクターの利益は、ITが24%増、一般消費財が37%増、通信サービスが53%増だった。しかし、この動きはすでに株価に織り込まれており、MSCI USAの12ヵ月先PERは21.4倍で、MSCI ACWIの17.9倍に対し、2000年以降の過去平均を1標準偏差以上上回っている。

逆に、欧州市場は非常に割安だが、利益成長のモメンタムは弱い。MSCIヨーロッパの12ヶ月PERは13.8倍と、2000年以降の過去平均と同等の倍率で取引されている。一方、Stoxx600の第4四半期の利益は前年同期比6.5%減と3四半期連続で減少し、予想（年初時点の予想では6.4%減）に沿った動きが継続している。なお、次四半期のIbes予想は、米国が増益（5.1%増）なのに対し、欧州は依然として減益（11%減）である。

しかし、短期的には、欧州のバリュー特性が有利に働く可能性

MSCIワールド・インデックスのグロース株とバリュー株のバリュエーションの差はトリプルトップにあり、しかも、両者のバリュエーションの差は非常に大きく、2000年よりもさらに拡大している。この伸び切った状況は、景気後退がなければ、逆の動きとなり、バリュー有利に、また、米国市場よりも欧州市場に有利に働く可能性があると考えられる。

FRBの年内の利下げが想定されているように、ECBも、今年、利下げに踏み切るだろう。この動きは、特にヨーロッパでは、無視されていた時価総額ファクターの見直しにつながる可能性がある。

12月のFOMCミーティングがゲーム・チェンジャーとなった動きではあるが、小型株は本来景気敏感（シクリカル）であるにもかかわらず、ディフェンシブ株に対するシクリカル株優位の動きに、まだ、加わっていない。

市場からの直接調達ではなく、銀行から資金を借り入れている小型株は、バランスシートのレバレッジが高く、一般的に金利低下にポジティブに反応する傾向があるため、実際に金利が低下すれば、それがカタリストとして作用する可能性がある。

なぜ、特に欧州小型株に注目しているのか？

金利低下は時価総額ファクターのカタリストとして作用する可能性があるが、現在は、深刻な景気後退からの回復局面ではなく、一つの景気サイクルの途上であるため、強力な利益の好転よりも、むしろ、ミスマプライスに焦点を当てることが、このテーマで、欧州でのポジショニングを検討する際の良い材料になる可能性がある。

実際、2022年以降、大型株よりも強いプレッシャーに直面してきた欧州の小型株は、2023年半ば以降、米国とは逆に、大型株の収益を上回っている。この傾向は今後も続くとファクトセットは予想している（前ページのグラフ参照）。小型株の株価はアンダーパフォームしているため、バリュエーションの面では魅力的になってきており（大型株とのPERのギャップは2003年以来の高水準）、アムンディが予想している、出遅れ景気循環バリュー銘柄のキャッチアップに向けた興味深い選択肢となろう。

ミスマプライシング
に注目する戦略
が再び機能する
可能性が出てき
ており、欧州株で
も、この動きが見
られる見込み。



マクロ経済フォーカス

日銀：従来型金融政策に回帰

CLAIRE HUANG
SENIOR EM MACRO
STRATEGIST -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

日銀は3月、マイナス金利政策、イールドカーブ・コントロール、マネタリーベースとインフレ率のオーバーシュートに関する複雑なコミットメントを一挙に取りやめるという大胆な行動に出た。この転換は、緩和的な金融環境を維持するという一般的なフォワードガイダンスに基づき、短期金利（翌日物）を主要な政策手段として、よりシンプルな従来型の金融政策の枠組みへの回帰を意味する。

植田総裁が記者会見で明らかにしたように、今後の利上げは、主にインフレ率に左右され、基調的なインフレ率が、2%目標に向けて、さらに上昇することが利上げの条件となる。しかし、インフレ率は穏やかに推移すると予想されるため、日銀が、2024年、あるいは2025年に利上げに踏み切る十分な条件が揃うとは考えていない。日銀は翌日物金利を現状水準に維持し、必要に応じて量的テーパリングや散発的な引き締めを実施すると予想する。

インフレ圧力は後退しており、トリム平均や加重中央値など、すべての基調的インフレ指標は2%以下に向かって低下しており（下表）、アムンディは、今年後半にインフレが再加速するリスクは小さいと見ている。中期的なインフレ率は1.5%前後に落ち着くと予想され、日銀が追加利上げに踏み切るには十分ではない。

日銀の新たな枠組みの下で金融情勢を検討する際の重要な要素として実質金利があるが、実質金利は、今、-3%程度であり、中立金利*の-0.5%~0%（IMF推計）を大幅に下回っている。コア・インフレ率の今後の予想を考慮すると、実質金利は年間を通じて徐々に中立金利に近づくだらう。この自動調整プロセスによって、金融環境の緩和度合いは徐々に後退することとなり、日銀が金融政策を引き締める余地がさらに小さくなることを意味する。

2024年、あるいは2025年を見ても、日銀が利上げに踏み切る条件は十分とはならないであろう。

中期的には、高インフレではなく、穏やかなインフレ



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、日銀。データは2024年3月時点。トリムド平均：CPIにおける品目の重みを調整した物価変動分布の上下のテール（ここでは10%のテール）を除外して得られる。加重中央値：分布の50パーセンタイル点付近にある品目のインフレ率の加重平均。
*自然利子率：景気を刺激も収縮もさせない実質利子率。



アムンディのアセットクラス見通し

▼ 前月比で引き下げ
▲ 前月比で引き上げ

今月の注目

- **新興国通貨**: アムンディは、中期的な観点から新興国通貨にポジティブである。最近、ペルー、ブラジル、ハンガリーなどの新興国諸国の中央銀行が、賢い判断に基づき、緩やかな金融緩和ペースを採用しながらも、通貨高を維持していることに注目する。

株式とグローバル・ファクター

地域	対前月変化	--	-	=	+	++	ファクター	対前月変化	--	-	=	+	++
米国				◆			グロース				◆		
ヨーロッパ				◆			バリュー					◆	
日本					◆		小型					◆	
新興国						◆	クオリティ						◆
中国				◆			低ボラ					◆	
新興国(除く中国)						◆	モメンタム					◆	
インド						◆	高配当	▼				◆	

債券および通貨

国債	対前月変化	--	-	=	+	++	クレジット	対前月変化	--	-	=	+	++
米国					◆		米国投資適格債					◆	
欧州中核国					◆		米国ハイイールド債			◆			
欧州周縁国					◆		欧州投資適格債					◆	
英国						◆	欧州ハイイールド債	▲				◆	
日本			◆										
新興国債券	対前月変化	--	-	=	+	++	通貨	対前月変化	--	-	=	+	++
中国国債					◆		米ドル					◆	
インド国債	▲				◆		ユーロ			◆			
ハードカレンシー債券					◆		英ポンド				◆		
現地通貨建て債券					◆		円					◆	
新興国社債					◆		人民元			◆			

出典: アムンディ、2024年3月25日ユーロベースの投資家に対する見解。見方はダブル・マイナス/マイナスからポジティブ/ダブル・ポジティブまであり、各カテゴリーで左右に並ぶ可能性がある。本資料は特定の時点における市場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ない。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る。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ない。FXの表はグローバル投資委員会の絶対的FX見解を示す。



アムンディの予想

マクロ経済

2024年4月現在の マクロ経済予想

年間平均, %.	実質GDP成長率、前年比			インフレ率(CPI), 前年比, %.		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
先進国	1.6	1.3	1.3	4.7	2.7	2.2
米国	2.5	2.3	1.3	4.1	3.0	2.4
ユーロ圏	0.5	0.4	1.1	5.4	2.3	2.2
ドイツ	-0.1	0.1	0.9	6.1	2.4	2.2
フランス	0.9	0.5	1.3	5.7	2.7	2.0
イタリア	0.7	0.5	1.1	5.9	1.5	2.2
スペイン	2.5	1.3	1.5	3.4	2.8	2.2
イギリス	0.1	0.0	1.0	7.5	2.5	2.3
日本	1.9	1.1	1.5	3.3	2.0	1.5
新興国	4.3	3.7	3.7	5.8	5.4	4.0
中国	5.2	3.9	3.4	0.2	0.2	0.4
インド	7.7	6.3	6.0	5.7	5.3	5.8
インドネシア	5.0	5.1	4.8	3.7	3.4	3.7
ブラジル	2.9	1.8	2.2	4.6	3.9	3.5
メキシコ	3.2	1.6	1.9	5.6	4.4	3.8
ロシア	3.2	1.6	2.0	6.0	6.4	4.5
南アフリカ	0.5	1.0	1.3	5.9	4.7	3.3
トルコ	4.5	3.2	3.6	53.4	59.0	29.0
世界	3.2	2.8	2.8	5.3	4.3	3.3

中央銀行の政策金利, %.

	2024年4月	アムンディ 2024年第2四半期	コンセンサス 2024年第2四半期	アムンディ 2024年第4四半期	コンセンサス 2024年第4四半期
米国	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
ユーロ圏	4.00	3.75	3.40	2.75	2.90
イギリス	5.25	5.00	4.80	4.00	4.30
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
中国	3.45	3.30	3.35	3.00	3.25
インド	6.50	6.50	6.50	6.00	6.00
ブラジル	10.75	9.75	9.75	8.75	9.00
ロシア	16.00	16.00	15.50	12.00	13.00

出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート。予想は2024年4月12日現在。CPI:消費者物価指数。*:FRBの目標レンジ上限。**:預金金利。***:年物ローンプライムレート****:レポレート。2024年第2四半期は2024年6月末、2024年第4四半期は2024年12月末。



アムンディの予想

金融市場

債券利回り

2年債利回り予想, %.

	2024年4月	アムンディ 2024年第3四半期	フォワード・レート 6ヶ月後	アムンディ 2025年第1四半期	フォワード・レート 12ヶ月後
米国	4.74	4.00-4.20	4.44	3.80-4.00	4.31
ドイツ	2.88	2.30-2.50	2.43	1.90-2.10	2.18
イギリス	4.22	3.60-3.80	3.81	3.40-3.60	3.73
日本	0.23	0.10-0.20	0.29	0.10-0.20	0.35

10年債利回り予想, %.

	2024年4月	アムンディ 2024年第3四半期	フォワード・レート 6ヶ月後	アムンディ 2025年第1四半期	フォワード・レート 12ヶ月後
米国	4.36	3.90-4.10	4.34	3.90-4.10	4.34
ドイツ	2.36	2.20-2.40	2.33	2.00-2.20	2.32
イギリス	4.04	3.80-4.00	4.00	3.70-3.90	4.03
日本	0.81	0.80-1.00	0.90	0.80-1.00	0.99

為替レート

	2024年4月	アムンディ 2024年第3四半期	コンセンサス 2024年第3四半期	アムンディ 2025年第1四半期	コンセンサス 2025年第1四半期
ユーロ/米ドル	1.09	1.05	1.09	1.12	1.11
ユーロ/円	165	156	158	156	154
ユーロ/英ポンド	0.86	0.86	0.86	0.87	0.87
ユーロ/スイスフラン	0.98	0.98	0.98	1.03	1.00
ユーロ/ノルウェー・クローネ	11.61	11.50	11.20	11.47	11.05
ユーロ/スウェーデン・クローナ	11.46	11.52	11.20	11.48	11.05
米ドル/円	152	148	145	139	140
豪ドル/米ドル	0.66	0.65	0.68	0.69	0.69
ニュージーランド・ドル/米ドル	0.60	0.59	0.62	0.63	0.64
米ドル/人民元	7.23	7.20	7.15	7.20	7.10

出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート。予想は2024年4月15日現在。2024年第3四半期は2024年9月末、2025年第1四半期は2025年3月末。



AII* CONTRIBUTORS

SERGIO BERTONCINI
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

POL CARULLA
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

UJJWAL DHINGRA
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

SILVIA DI SILVIO
CROSS ASSET MACRO STRATEGIST

PATRYK DROZDIK
SENIOR EM MACRO STRATEGIST

DELPHINE GEORGES
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

GIAUSA GABRIELE
JUNIOR MACRO STRATEGIST

KARINE HERVÉ
SENIOR EM MACRO STRATEGIST

SOSI VARTANESYAN
SENIOR SOVEREIGN ANALYST

DESIGN & DATA VISUALIZATION

CHIARA BENETTI
DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII*

VINCENT FLASSEUR
GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

CHIEF EDITORS

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER
GROUP CIO

MATTEO GERMANO
DEPUTY GROUP CIO

EDITORS

CLAUDIA BERTINO
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT
HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

DEPUTY EDITORS

FRANCESCA PANELLI
INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

TRISTAN PERRIER
MACROECONOMIST AND INVESTMENT INSIGHTS SPECIALIST

GIANLUCA GALLARATE
INVESTMENT INSIGHTS & PUBLISHING

* Amundi Investment Institute

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 SAS and is as of 12 April 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 SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 15 April 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: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

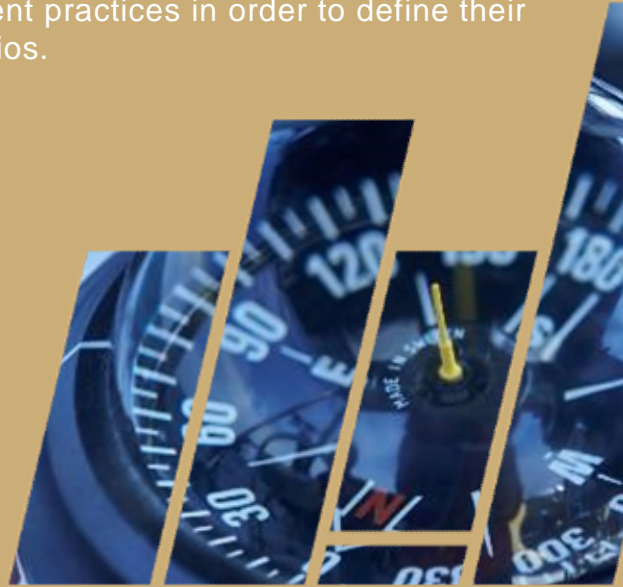
Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus - Luke Mackenzie.



Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Institute. Its aim is to produce and disseminate research and **Thought Leadership** publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.



Get the latest updates on:

-  Geopolitics
-  Economy and Markets
-  Portfolio Strategy
-  ESG Insights
-  Capital Market Assumptions
-  Cross Asset Research

[Visit our Research Center](#)



Visit us on



本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第350号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会