

グローバル・インベストメント・ビュー

債券とキャッシュが必要とされる時が いずれ訪れる



**Vincent
MORTIER**
Group Chief
Investment Officer

この1か月、米国の銀行セクターのストレス、米国の債務上限に関する不透明感、信用収縮に伴う景気減速の兆し等で、市場は明確な方向性を欠く展開となった。一方、米国の第1四半期企業決算は予想を上回る結果となり、市場を下支えする重要な要因となった。さらに、FRBが急激な利上げサイクルを一旦停止したことも追加的な支援材料となった。

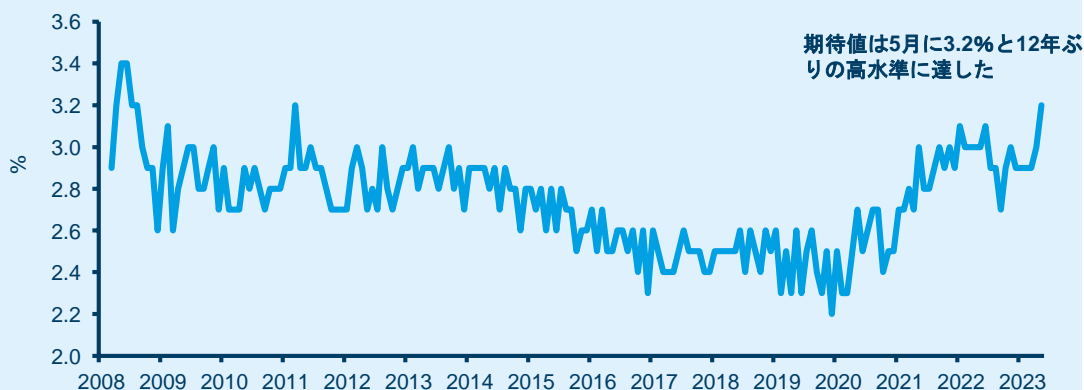
現在、市場は、経済の減速によって2023年内にもFRBが利下げに踏み切るというバラ色のシナリオを描いているが、アムンディは、2023年中、FRBは現状を維持し、利下げに踏み切るのは2024年に入ってからと考えている。アムンディは、以下の4つのポイントに基づき、このような慎重な姿勢を継続している：

- インフレは緩やかに低下しているが、下記チャートに明確に表れているように、インフレ継続を示唆する兆候が出てきている。インフレ期待の不確実性を考えると、FRBが近々に利下げを行う可能性は低い。
- 米国経済の冷え込み。GDPは第2四半期から大きく減速し始め、23年下期にはリセッションが見込まれる。米国の消費者の回復力が注目すべき重要な変数となろう。
- 中国の経済再開が寄与し始めているが、道のりは平たんではない。内需のリバウンドが見られるが、製造業は脆弱で、住宅関連の不透明感も高まっている。
- 市場はかなり客観性を欠き、リスク上昇を無視している。米国株やハイイールド債等、多くの分野で、ファンダメンタルズと割高なバリュエーションとの間の乖離の兆候が見られる。



**Matteo
GERMANO**
Deputy Group Chief
Investment Officer

今後5～10年の物価の変化に関する消費者の期待値



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5月18日、ミシガン大学 今後5～10年間の予想物価変動率

「成長率とインフレ率の間に乖離があるにも関わらず、市場は、FRBが速やかに緩和姿勢に転じることを期待しているため、リスク資産には慎重な姿勢が求められる。一方、債券とキャッシュは、より重要な役割をはたすことになろう。」

投資家は、以下の通り、慎重に配分を調整する必要があると考える：

- **クロスアセット**：将来の収益に対する懸念が残るため、株式とクレジットについてはディフェンシブな姿勢を維持する。米国のデフレーションにはポジティブで、市場の潜在的な流動性懸念からキャッシュをより重視する。また、新興国債券については、よりポジティブな見方をしている。特に中南米では、先行的に中央銀行が利上げし、インフレを抑制しているため、センチメントが改善しつつある。FRBの利上げ一時停止の可能性もプラスに働こうが、流動性リスクには留意する。投資家は株式のヘッジ強化を検討すべきであり、金についてはややポジティブな見方を維持する。
- **債券**：米国の経済見通しのバランスは悪化方向に傾いている。従って、米国のデフレーションについては引き続きポジティブであり、米国のイールドカーブはスティープ化すると予想する。一方、グローバルな観点では、欧州中核国、日本、カナダ、英国のデフレーションには引き続き慎重である。クレジットについては全体的に慎重なスタンスで、投資家は企業のファンダメンタルズの変化に注意を払いながら、引き続き投資適格債を選好すべきと考える。ハイイールド債には、引き続きディフェンシブなスタンスを継続する。欧米の経済成長の減速や融資基準の厳格化に対する懸念を考慮すると、現状のハイイールド債のスプレッドはタイトである。利益の減少は、企業が資本市場にアクセスする能力にさらに影響する懸念がある。
- **株式**：アナリストの業績予想には、まだ景気後退のリスクが織り込まれていない。アムンディは、米国、特に大型メガ・キャップと成長株に対してディフェンシブな見方をしている。市場は極端に集中しており、メガとスモールのパフォーマンスには大きな開きがある。さらに、債務上限問題が解決されれば、米国債の大量発行の可能性があり、金融システムから流動性が低下すると考えている。欧州は、エネルギーコストの低下と中国の再開による恩恵を受けるものの、成長率の鈍化が株式の重荷になると思われる。スタイル面では、バリューとクオリティをポジティブに見ている。
- **新興国資産**：先進国中銀による利上げの減速とドル安が、現地通貨建て債をサポートする。株式では、ブラジルと中国にポジティブなムードが漂っているが、選択的なアプローチをとっている。中国の最近の住宅データでは、不透明な状況が指摘されている。



全体的なリスク感



市場が、景気後退や業績悪化に関するリスクを不安視していない環境では、投資家は守りを固め、慎重に対処する必要がある。

対前月比

- **クロスアセット**：グローバルにイールドカーブ全体をカバーし、新興国の成長ストーリーを追求、株式ヘッジを強化。
- **株式**：米国にはより慎重、日本には中立。
- **新興国**：現地通貨建て債券とブラジル株式にややポジティブ。

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も共有されている。当社のスタンスは、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る。*CRE = 商業用不動産



3つのホットな疑問

1

中央銀行の
利上げのピークは見え
てきたか？
その次は？

FRBは5月の利上げで、現在のサイクルにおける政策金利のピークをつけたと考える。しかし、今後は「データ依存型」となるため、上方修正の可能性もある。一方、ECBは、利上げを一時停止しておらず、より幅広い分野をカバーする必要があると強調した。アムンディは、ECBが3.5%まで金利を引き上げると予想している。日銀については、今回のハト派的なサプライズの後、YCC(イールドカーブ・コントロール)の変更に対する確信度が低下した。

投資の方向性

- 米国のデュレーションにはポジティブ、イールドカーブのブル・スティープ化を予想。
- 欧州のデュレーションにはやや慎重、周縁国には中立。

2

米国の債務
上限：次に
何を心配する
か？

財務省は、1月19日の債務上限の設定で6月上旬にも資金不足に陥る可能性がある。財務省は、デフォルトを回避するため、「債務の優先順位付け」を行い、利払いは継続するが、支出は削減するというような対応をする可能性がある：社会サービスの支払いなどの必需品は継続すると思われる。万一、上限引き上げに失敗すれば、景気後退に拍車がかかろう。財務省が利払いに応じられなくなるリスクは、デフォルト・リスクを高めることになる。両党の政治家が世論の圧力を受ける可能性があるため、土壇場で合意することが予想される。いずれにせよ、市場のボラティリティは高い状況が続くと思われる。

投資の方向性

- 格下げは金融市場を混乱させ、流動性の引き締めりにつながる可能性。
- FRBによれば、財務省がすべての支払い停止し、1ヶ月間行き詰まった場合、10年債利回りは80bp上昇、株式は30%下落、ドルは10%下落する。

3

第1四半期の
決算発表は、
何を示唆した
か？

第1四半期の決算発表は、驚いたことに、今のところ上方修正となっている。米国では、84%の企業が報告を行っており、最終的な平均EPSは約-0.7%（第4四半期は-3.2%）となる見込み。これは4月上旬の予想（-5.2%）より、はるかに良い数字となっている。ただし、欧州では42%の企業しか発表が済んでいない。2023年第一四半期のEPS成長率は、4月時点の予想より低いものの、再びプラス（+2.0%）を記録する方向になっている。

投資の方向性

- 米国に対する慎重な姿勢を継続。
- 米国とユーロ圏では、クオリティが第一選択であり、バリュートともに、長期的な視野で判断する。
- 日本では、バリューを愛好する。



Monica DEFEND
Head of Amundi Institute

「FRBは5月の利上げで、現在のサイクルにおける政策金利のピークに達したと考える。」

株式のプロテクションを強め、新興国資産に注目

欧米の金融引き締めが遅れや消費動向の鈍化により、経済成長は引き続き低下傾向にあると思われる。これは企業収益に明らかに影響を与えようが、現在のリスク資産、特に株式のバリュエーションは、こうした懸念を反映していない。従って、アムンディはディフェンシブなスタンスを維持し、新興国を通じた、より高度な分散投資に向けて、先進国と関連の低い投資機会を探っている。また、各地域のイールドカーブにも積極的に取り組む。同時に、ポートフォリオのプロテクションを強化し、分散を維持することでバランスを取る必要がある。

確信度の高いアイデア：利益率が低下し、バリュエーションが割高になる中、先進国株（米国、欧州、日本）には慎重な姿勢を継続する。米国企業が個人消費の低迷によりマイナスの影響を受ける一方、欧州はエネルギーコストの低下から恩恵を受けている。しかし、これだけでは欧州にポジティブにはなれない。一方、中国は他の新興諸国と比較して割安であり、アムンディはポジティブな見方を維持している。

アムンディは、景気後退リスクの中で米国のデレレーションにはポジティブであり、米国のイールドカーブのスティープ化を引き続き見込んでいる一方、日本国債には慎重である。成長率やインフレ率の見通しを踏まえた中銀の行動には非同期性があり、債券のアクティブ運用の機会を提供している。

例えば、英国/豪州のカーブには戦術的な機会があると考え、豪州より英国10年債を選好している

英中銀は利上げサイクルの終わりに近づいている一方、豪中銀はタカ派的なバイアスが予想される。インフレがピークに達し、FRBの利上げが一旦停止に近づいていることが新興国のセンチメントを改善している。従って、アムンディは現在、新興国債券バスケット（魅力的なキャリー、高金利）に対して若干ポジティブな見方をしている。

全体的にネガティブな環境にある中、経済減速とバリュエーションのミスマッチに基づき、米国ハイイールド債にはディフェンシブなスタンスを継続する。現在、流動性の問題は見られない、厳しい金融環境が続けば、利益の減少が信用収縮を悪化させる可能性がある。

為替に目を移すと、南アフリカとロシアの関係、政治環境の悪化、エネルギー不足に関連する潜在的なリスクが見られ、地政学が重要なテーマとなった。アムンディは、対米ドルでの南アのポジティブな見方を取り下げた。一方、対ユーロでのメキシコと対米ドルでのブラジルは高いキャリーを提供しているため、アムンディは関心を持ち続けている。世界的にリスクが高まっていることから、対スイスフラン、対ユーロでの日本円にポジティブな見方を維持する。一方、英ポンドはユーロとスイスフランに対して弱くなる見込み。

リスクとヘッジ：世界的に成長のリスクが高まっているため、株式のヘッジを強化する必要があると考える。さらに、金などの貴金属は、分散投資と地政学的危機に対するプロテクションを提供するが、バリュエーションが若干割高となっているため、上昇の可能性は限定的であると認識している。



Francesco SANDRINI
Head of Multi-Asset Strategies

「アムンディはディフェンシブに徹し、新興国と先進国の成長格差の拡大を踏まえ、分散とリターンを高めるために新興国投資の機会を探求している。」



John O'TOOLE
Head of Multi-Asset Investment Solutions

出典：アムンディ、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ます。資産クラス別評価の見直し、見直しの変更、意見は、予想される方向性（+/-）と確信の強さ（+/++/+++）を反映しています。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まれます。FX=外国為替、IG=投資適格、HY=高利回り、CB=中央銀行、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、RBA=オーストラリア準備銀行

債券におけるクオリティ重視による回復力強化

全体的な評価:市場は、インフレ率が急速に低下し、成長率の鈍化がスプレッドに与える影響は限定的というようなバラ色シナリオを期待している。しかし、クレジット環境が引き締まる可能性のある時期には、収益も圧迫される可能性があると考えている。投資家は、投資適格債、新興国債券、および厳選された国債で高クオリティ銘柄を探るべきである。

欧州の債券:欧州ではインフレが依然として根強く、その抑制がECBの優先課題であることに変わりはない。このことは、欧州の景気後退はないとする見方と合わせて、デュレーションへのやや慎重なスタンスに繋がっている。ただし、同時に、いつニュートラルに移行すべきかも探っている。また、日本、カナダ、英国についても若干のディフェンシブな見方をしている。しかし、米国とユーロの周縁国国債については、中立の立場をとっている。米国、欧州、カナダでイールドカーブのスティープ化が進むとの見方を強めている。また、ボラティリティが高いため、信用度の高い銘柄やキャッシュフローが期待できる銘柄を選好する。特に、欧州の劣後債を選好し、ハイイールド債よりも投資適格債を選好する。後者については、流動性の問題を懸念しており、可能であれば、ハイイールド債のエクスポージャーはヘッジすべきと考える。

米国債券:FRBは引き締めサイクルを一時停止する見込みで、今後はデータ次第のアプローチになるだろう。この曖昧さは、景気後退や金融安定のリスクとともに不確実性を高めるため、アムンディは迅速に動く必要があると考えている。アムンディは、デュレーション・リスクにポジティブだが、特に、米国債カーブの中期ゾーンを選好する。銀行は融資のクオリティに懸念を抱いており、これは企業、特に低クオリティの企業の流動性に影響を与える。従って、アムンディは選別を厳しくし、信用力の高い上位の銘柄、すなわちハイイールド債より投資適格債を選好する。地銀と不動産投資信託は興味深いケースである。エージェンシーMBSについては、現在の状況下で銀行が資金需要に対応するために流動化し、エージェンシーのスプレッドを圧迫する可能性があるため、需給ダイナミクスにも警戒している。

新興国債券:堅調な成長がポジティブな見方を支えているが、地政学的緊張や各国固有の要因に関連するリスクはあり、アムンディは選別的な見方を継続する。ハードカレンシー債は魅力的なキャリーを提供しており、アムンディは、ハイイールド債に重点を置いている。また、新興国通貨と現地通貨建て債についてもポジティブな見方をしている。後者については、「ニア・ショアリング」の観点からメキシコに注目しているが、中国の弱体化の兆しが商品輸出国にどのような影響を与えるかについては検討中である。最後に、強力なガバナンスとキャッシュフローを持つ新興国社債には選択的な投資機会があらう。

為替:金利の低下と米国景気減速懸念がドルの重しとなる見込み。しかし、メキシコなどの新興国通貨は、キャリーを踏まえ、ポジティブに考えている。バランスを取るため、投資家は安全策重視で日本円とスイスフランにも目を向けるべきである。



Amaury D'ORSAY
Head of Fixed Income



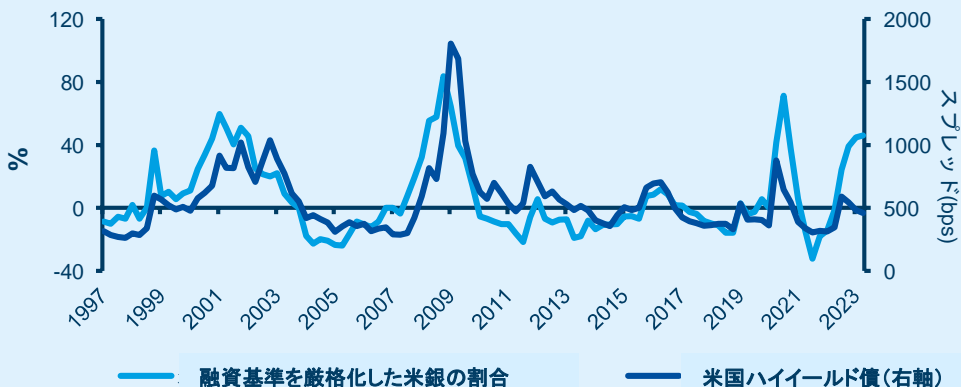
Yerlan SYZDYKOV
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES
CIO of US Investment Management

「貸出基準の引き締めは、低格付けの発行体の借入能力に影響を与え、発行体の流動性不足を悪化させる可能性がある。」

米銀の貸出基準の厳格化



出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、セントルイス連邦準備銀行、2023年5月17日現在。最新の四半期データ。ICE BofA High Yieldインデックスのデータ

バランスシートとバリュエーションの質を見る



Fabio DI GIANSANTE
Head of Large Cap Equity



Yerlan SYZDYKOV
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES
CIO of US Investment Management

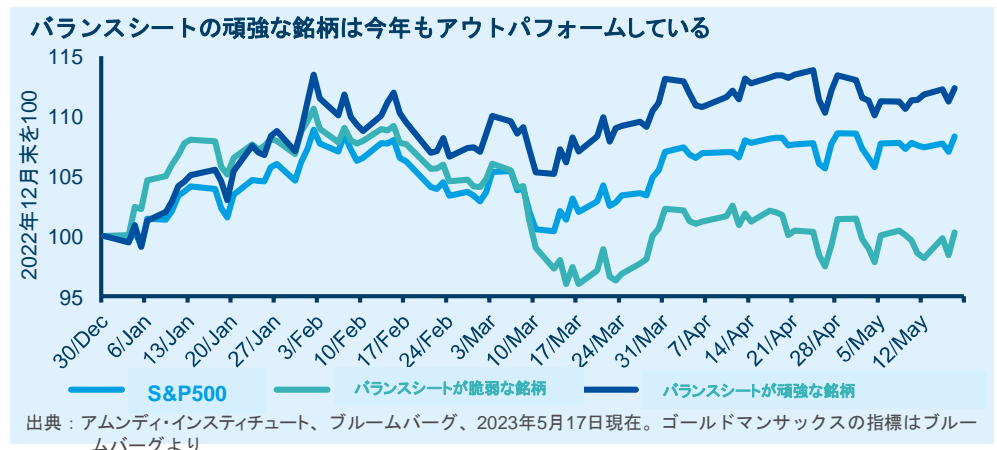
全体的な評価: 企業業績と消費は、アムンディがモニターしている重要な指標となっている。米国の消費面では、高所得者層に亀裂が見られる一方、企業の手元資金は今のところ堅調に推移している。いずれは、販売量への影響なしには値上げができなくなるため、その時には、企業収益にも影響が出るだろう。したがって、アムンディは、クオリティ、バリュー、新興国の各分野においてバランスシートの強さとバリューを重視している。

欧州株式: 一部のセクターではマージンが維持され、一部の地域では対外貿易関係から利益を得る余地があると見ているが、中国の再開がどの程度、すでに織り込まれているかについては慎重に見ている。したがって、調整が起きれば、割高な分野（すなわち、シクリカル・グロス）に影響を与える可能性があるため、アムンディはバランスをとる必要があると考えている。アムンディは、バリュエーションが魅力的なディフェンシブ銘柄である消費関連とシクリカル（資本財）セクターの優良銘柄を愛好する。インフレが継続し、企業の、コスト上昇の吸収が困難になり、利益率に影響する可能性があるため、これらの銘柄では価格決定力が重要となろう。また、中型株やバリュー株にも価値があると見ているが、成長が鈍化している現在、その収益性の今後の動きを見極めていく。一方、テクノロジーと耐久消費財は慎重に考えている。

米国株式: 政策が遅れて効いてくると、レイオフや、消費行動の弱体化につながる可能性がある。しかし、現状、市場はこれらを懸念しておらず、ボラティリティは低水準にとどまっている。最近の底堅い相場付きは、バリュエーションが過大と思われるメガ・キャップやグロス銘柄に牽引されている。興味深いことに、これらのバリュエーションは、利益率が非常に高い時期でも割高で、消費面で何か問題が発生すれば、利益率が低下する可能性がある。したがって、アムンディは、伝統的な銘柄だけでなく、ディフェンシブな銘柄を選別的に愛好している。例えば、魅力的な価格のヘルスケア機器（医療技術）にはポジティブである。一方で、景気循環型でも、割安で、頑健なビジネスモデルを持つ銘柄も見られる。そのような認識に基づき、良好なバランスを取ることを目指している。ただし、テクノロジーや半導体ビジネスには慎重で、また、米国の債務上限引き上げに関する潜在的な合意による市場流動性への影響も見極めていく。

新興国株式: 先進国の成長鈍化と、新興国の成長見通しの改善が同時に起きている。このため、一部の地域とアジア（中国、インドネシア）についてはポジティブな見方を維持しているが、中国の回復ペースが不安定化する可能性も認識している。その他、中南米では、ブラジルに対する確信度を若干高めたが、財政改革の行方を引き続き注視している。セクター別では、耐久消費財と不動産にポジティブで、グロスよりバリューを愛好する。ヘルスケアとハイテク半導体は慎重に見ている。

「バリュエーションを考慮せずにビジネスモデルの安定性を見ることは、現在の状況では大きな間違いとなる可能性がある。」



アムンディ・アセットクラス・ビュー

	現在の ラス	変化	理由・背景
株式		- ▼	今年の市場の動きは、一部のメガ・キャップに牽引されたEPS上昇の結果と思われる。アムンディは、現在の低ボラティリティは将来の収益圧力を十分に反映していないと考えており、慎重な姿勢を維持する。また、債務上限に関する議論にも警戒している。
	米国バリュエーション	+ ▲	米国バリュエーションは、長期的に興味深い分野であり、コア利回りの穏やかな上昇から恩恵を受ける見込み。アムンディは、経済成長が減速する環境下でも十分なマージンを提供する優良銘柄に焦点を当てる。
		--	メガ・キャップやグロスなどの上位銘柄は割高で、流動性が悪化すれば苦戦する可能性があると考え。従って、事業の本質的な強さではなく、より金利に依存したバリュエーションとなっている不採算銘柄には手を出さないようにしている。
	欧州	-/=	欧州は今のところ低成長の影響を受けにくいと考えているが、アムンディはラリーの確信度は低いと考えている。アムンディは、クオリティとバリュエーションの両面から魅力的な銘柄を探る。投資家は収益の堅さを重視し、ラリーを追いかけるのは避けるべきであろう。
	日本	= ▲	コーポレート・ガバナンスの改善と魅力的なバリュエーションはプラス材料だが、世界的な成長の鈍化が輸出志向の経済にどのような影響を与えるかを見極める。
		+ ▲	中国の経済成長は（凸凹があっても）堅調に推移する可能性があり、バリュエーションも比較的魅力的。コロナからの反発やEコマースセクターの投資機会がある一方で、米国や欧州との地政学的緊張など、いくつかのリスクも存在する。
		=	この資産クラスには中立であるが、多様な新興国の中で、個々の国には投資機会があると考え。中南米では、政府が市場に優しく、財政的に慎重な姿勢を示すと予想されるブラジルに注目している。しかし、台湾（経済成長が不透明）とマレーシア（バリュエーションが割高）には慎重。
債券	米国債	=/+	FRBの利上げは鈍化している。下期の景気後退リスクは高く、デフレーションについてはややポジティブな見方をしている。しかし、インフレ率が高い中で成長減速や、債務上限に関する議論が継続していることから、柔軟なアプローチを維持する。
	格債	=/+	高格付け企業のバランスシートは健全だが、ボラティリティの上昇や、厳しい金融情勢と経済成長の鈍化を考慮し、アムンディは選別的に対応している。アムンディは、このセグメント独特のリスクを勘案し、セクターの観点からは金融を選好する。
	ハイイールド債	- ▼	高インフレの中、客観性が低下した市場はFRBの利下げを正しく評価できていない。金利コストの上昇が利益率に影響すれば、米国のデフォルト懸念で収益が低下し、ボラティリティが上昇し、弱小企業は市場にアクセスできなくなる可能性がある。
	欧州国債	-/=	欧州は米国の景気減速の影響を受けにくいと考え、アムンディの中心シナリオではユーロ圏の景気後退は見えていない。欧州の中核国国債のデフレーションについては、やや慎重なスタンスを維持しているが、中立に移行してアクティブに対応する必要性を見極めていく。ここでは、ECBの政策と各国毎の成長の変化が鍵となる。
	欧州投資適格格債	=/+	ややポジティブな見方を維持しているが、内部キャッシュバランスは強固な営業キャッシュフローを長期的に代替できるものではないと認識している。欧州の経済活動に対する圧力は限定的であると見ているため、選択的にEU投資適格債を継続選好する。
	欧州ハイイールド債	- ▼	貸出基準の厳格化は、企業収益を圧迫し、流動性を悪化させる可能性がある。特に、信用度が低く、レバレッジが高い企業にとっては、この傾向が顕著となる。アムンディはディフェンシブな姿勢を崩さず、デフォルト環境を注視している。
		=	中国債券は、同国の成長が米国と分断されているため、世界の投資家に、分散投資効果を提供している。アムンディ、中国中銀の金融政策と、それが、どのように成長に影響を与えるかを評価している。
	新興国債券ハードカレンシー	=/+	新興国債券は魅力的なキャリイを提供し、その中でもハイイールド債が反発する可能性がより高いと見ている。これは、より良好な経済成長見通しに基づくものであるが、アムンディは選別も重視している。新興国社債の分野にも選択投資の機会があると見ている。
	新興国債券現地通貨建て	+ ▲	先進国の利上げの減速とドル安は現地通貨建て債をサポートする。アムンディは、インドネシアなどの国々を選好するが、特異な政策により金利が人為的に低く抑えられているトルコには慎重。
	その他	コモディティ	
通貨為替			ドルは今年、日本円、スイスフラン、ユーロに対して弱含みで推移する見込み。しかし、米国のインフレ率が予想を上回り、FRBがスタンスを変更せざるを得なくなることがリスクとして考えられる（アムンディの中心シナリオではないが）。2024年第一四半期のEUR/USDの目標は1.18。

出典: アムンディ、2023年5月現在、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の保証を意図する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。



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*

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. **Break-even 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.msclibarra.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 May 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 May 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