

2023年
秋号

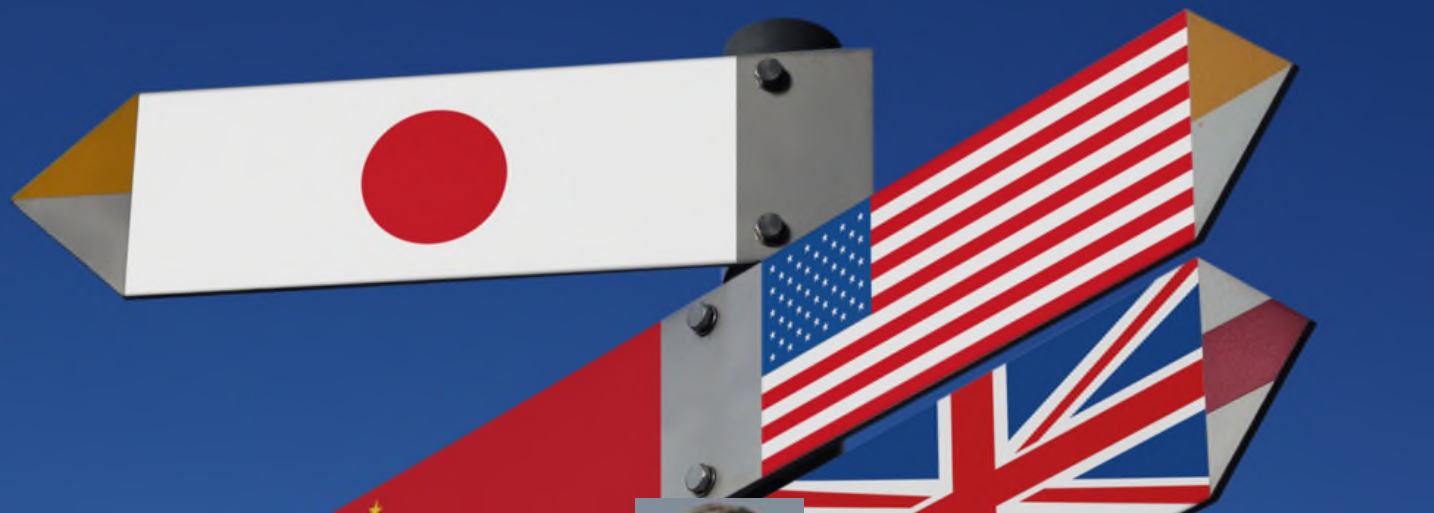
クロス・アセット・ インベストメント・ストラテジー

最新トピック

政策支援に陰りが見え始めたユーロ圏経済

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute

「中国の経済成長率の下方修正、米国のリセッション・リスク、欧州の低成長を受けて、ECBとFRBは、引き続きデータを重視したインフレ抑制への舵取りを継続していくであろう。」



Vincent MORTIER
Group Chief Investment Officer

「現在の非対称なリスク・リターン・プロフィールを見ると、今は、リスクを高める状況ではない。その代わりに、投資家はバランスを良好に保ち、経済の方向性が確認できるシグナルを探索すべきである。」



Matteo GERMANO
Deputy Group Chief Investment
Officer

「新興市場の中では、インドなど、米国や中国の景気減速の影響を受けにくい市場を選好している。この市場の分断化は投資家にチャンスをもたらす可能性がある。」



政策支援に陰りが見え始めたユーロ圏経済

重要ポイント: 財政政策による支援が大幅に減少すれば、内需が抑制される可能性が高くなると同時に、長期金利の上昇で金融政策はさらに抑制的となろう。



Mahmood PRADHAN
Head of Global
Macroeconomics -
Amundi Investment Institute

ユーロ圏経済は過去3四半期にわたって停滞しているが、第2四半期の成長率は、数か国の強い成長により、わずかにプラスとなった。製造業や輸出への依存度が高いドイツやイタリアに比べ、フランスやスペインのようなサービス業への依存度が高い国々は好調だった。とはいえ、軟調なデータと先行指標は、サービス部門が回復力を維持できそうもないことを示唆している。PMI速報値は、需要の低迷がサービス業にも波及していることを示しているが、現段階での経済活動は、縮小しているというより、むしろ失速している。前向きな雇用指標（新規雇用に対する賃金提示額）も、労働市場の力強さに若干の陰りがあることを示唆している。しかし、雇用は引き続き堅調であり、これが当面の需要を下支えする見込みである。

1. 欧州のマクロ経済政策スタンスは、すでに低迷している内需に拍車をかけるだろう。

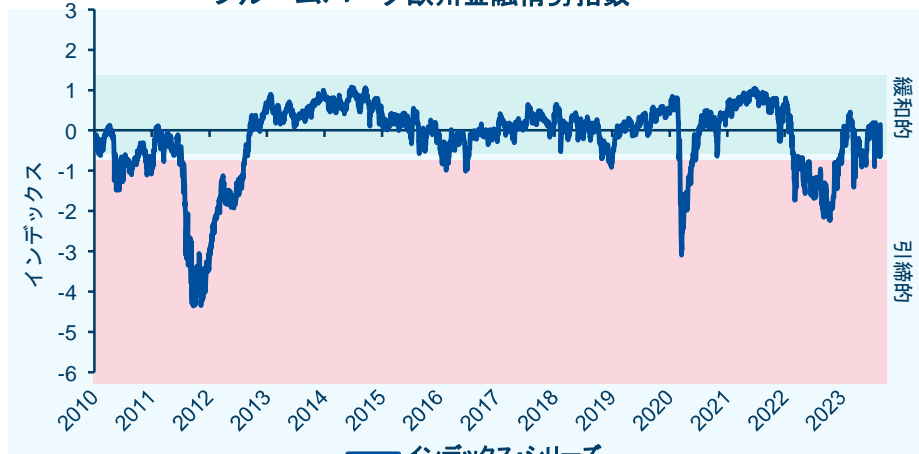


Annalisa USARDI, CFA
Senior Economist - Amundi
Investment Institute

2022年と2023年において、エネルギー関連の財政支援策はGDPの約2%に達したが（ECBの推計*）、来年は、財政規律適用の再開と相まって、この支援が縮小され、支援総額はユーロ圏全体で平均1%未満に減少すると予想される（ECBの推計*）。

さらに、ECBがインフレ目標を達成するのは2025年以降になると予想されるため、金融政策は2024年の大半を通じて抑制的な水準に維持される可能性が高い。消費は堅調な労働市場によって支えられてきたが、名目賃金の強い上昇は、2021年以降の実質賃金の低下を取り戻すには十分ではなかった。賃金の伸びが緩やかになると予想される中、過剰貯蓄のストックが減少し、クレジット状況も引き締まるため、消費は低迷を続けると見ており、民間需要回復の源泉になるとは見込んでいない。

ブルームバーグ欧州金融情勢指数



出所：2023年8月29日現在のアムンディ・インベストメント・インスティテュート。*ECB, Economic Bulletin Issue 2, 2023.



「今年、需要を下支えした要因はどれも、来年は、これまでより縮小するであろう。」

同時に、需要の減退、資本コストの上昇、クレジット条件の厳格化により、投資も減少すると予想される。EUのグリーン・トランジション支援と次世代EU基金の拡大は若干の刺激策になろうが、短期での大きな効果は見込めないであろう。世界経済の成長鈍化により、外需も、国内需要の弱さに拍車をかけるであろう。世界貿易はさらに縮小、第4四半期の経済成長は1.4%を下回り、2022年はほぼ横ばいとなる。来年は、第4四半期には2.6%まで小幅に回復しようが、それでも2000年代初頭からの長期平均である3.5%超を下回る見込み。ヘッドライン・インフレ率は良好なベース効果により低下しているが、最近の原油価格の上昇により、年内の低下は、鈍化することが見込まれる。コア・インフレ率では、特にサービス・インフレ率で引き続き粘着性の高い状況が続き、中銀の目標水準を大幅に上回る状況が継続するであろう。第4四半期のコア・インフレ率は現在の水準に近い4.5%前後が続くと予想する。

2. ユーロ圏内部での成長の乖離は政策支援の後退につれて縮小する見込み

この回復期においては、主要4カ国の間で、内需に顕著な差異が見られたが、各国固有の要因が解消されるとともに、政策の引き締め効果が一律になると予想されるため、このような成長率の差異は縮小し、四半期ベースで過去に比べて低い成長パターンに徐々に収束し、その結果、2024年には年平均成長率が1%を下回り、一部の国では下振れリスクがより顕著になると予想する。国別では、ドイツが主要4カ国の中で最も低い成長を示すと予想する。ドイツと欧州全般は、中国（ドイツの輸出にとって2番目に重要な輸出先であり、ドイツの製造業部門にとって重要な供給元）の成長期待の低下を受けて再調整が必要となろう。また、ドイツはエネルギー依存という課題にも直面しなければならない。他の主要国の中では、イタリアが政府の投資奨励策、輸出の回復、過去10年間で最低の失業率に連動した消費の回復力から恩恵を受けている。しかし、タイトとなった金融環境と、ユーロ圏内外の重要な貿易相手国からの外需の減少により、成長率は大幅に鈍化するだろう。フランスも外需の減退によりトレンド以下の成長に転じるだろうが、インフレは引き続き抑制されると予想され、2024年の景気後退は回避される可能性が高い。スペインは、ユーロ圏の主要4カ国の中で、パンデミック前の水準に追いつくのが遅れている。年内は、他国と比較して四半期ベースでより好調な成長が見込まれるが、来年は、資金調達条件の厳格化とエネルギー価格支援策の後退により、より厳しい環境になると予想される。

ECBはタカ派的な姿勢を維持か



Valentine AINOUC

Head of Global Fixed Income
Strategy – Amundi
Investment Institute

ECBは、インフレvs成長というジレンマに直面しているが、タカ派的な姿勢を維持すると予想する。中央銀行にとっての問題は、(1)引き締めを停止するリスクを選択するにはインフレ率がまだ高すぎるか、(2)物価上昇を自力で抑制できる程に経済が既に低迷しているか、を見極めることである。実際、ユーロ圏の見通しは急速に悪化しており、クレジットの引き締め状況と高インフレが需要の重荷となっている。しかし、インフレ対策はまだ終わっていない。インフレの要因は変化し、インフレ率はピークから低下したものの、依然として高すぎる。インフレの外部要因は緩和されつつあり、ユーロ圏では国内要因がインフレの主な要因となっている。ECBは賃金の上昇と利益率の強さを注意深くモニターしている。ECBは、人件費の上昇がインフレ見通しを引き上げた主な理由だと指摘している。

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	-	株式は、最近、過去の上昇の一部を戻したが、バリュエーションはまだ高く、収益期待も楽観的すぎる。消費動向や財務状況の逼迫が企業業績に現れる可能性がある。アムンディは引き続き慎重である。
	米国バリュー	+	このセクターのバリュエーションは良好で、長期的なバリュースhiftも継続している。アムンディは、十分な収益ポテンシャルを示す優良銘柄に重点を置きながら、バリューを組み合わせている。また、各サイクルを通じて、大型銀行はシクリカル性が低く、より強靱であると考えられるため、大型銀行を選好する。
	米国グロース	--	成長に対する過大評価と流動性の変化に対する懸念から、グロースには慎重な見方を継続する。金融条件の引き締めは、センチメントをさらに悪化させる可能性がある。
	欧州	-/=	世界的な成長の鈍化は、軟調なデータの中で、より景気循環的な欧州市場に影響を与える可能性がある。リセッションまでは予想されないが、やや慎重な姿勢は崩していない。利ざやを維持し、価格決定力を発揮できる強力な銀行や企業を選好する。
	日本	=	日本株は、国内経済活動の改善とデフレの脱却から恩恵を受けている。アムンディはバリューを選好しているが、世界経済が低迷する中、全体としては中立。
	中国	=	中国の低水準で、より持続可能な成長モデルへの移行には、短期的な調整が必要である。不動産、建設、サービスセクターの弱さが目につく。従って、アムンディは、政府の支援策の可能性を評価しながらも、中立に近いところに変更する。
	中国以外の新興国	=/+	新興国全体では、堅調な国内消費と輸出が好機を牽引しているが、地域によって大きな格差があり、選別の必要性が高い。アムンディは、厳選しながらも、アジア（インド）、中南米（ブラジル）、東欧の国々に注目している。ブラジルのバリュエーションは魅力的であり、インドは消費とグローバル・サプライ・チェーンの変革の恩恵を受けている。
債券	米国債	=/+	緩やかなリセッションというシナリオに、最近の利回り上昇が加わり、デュレーションについてはポジティブな見方を維持している。しかし、インフレ率が依然FRBの目標を上回っていること、最近のFRBのコメント、発行増への懸念があることから、アムンディは非常にアクティブな姿勢を維持している。
	米国投資適格債	=/+	アムンディは、安定したキャッシュフローを示し、現在の環境を乗り切る能力のある優良企業を選好する。例えば、（非金融業よりも）金融業を選好する。また、選別すれば、プライマリー市場には投資機会があると考えられる。全体としては、高クオリティへのバイアスを維持する。
	米国ハイールド債	-	ハイールド債のバリュエーションは割高で、アムンディの収益および経済見通しと一致していない。このセグメントはクレジット・リスクと流動性リスクの悪影響を受けやすく、潜在的なアップサイドのリスクを補えるものではない。したがって、アムンディは引き続き慎重である。
	欧州国債	=	欧州ではリセッションは予想していないものの、成長は依然として弱い可能性があり、地域間で乖離が生じる可能性も高い。アムンディのスタンスはほぼ中立だが、ECBの行動とインフレ・データに柔軟に対応できる戦略的なスタンスを維持すべきであろう。周縁国債については、全体として中立を継続するが、イタリアについてはややポジティブなスタンスとする。
	欧州投資適格債	=/+	投資適格債については、安定したキャッシュフローを生み出す能力から、ややポジティブに見ている。特に、十分な資本クッションがある銘柄と金融セクターを選好する。
	欧州ハイールド債	-	低成長の中、ハイールド債に対する懸念は根強い。低格付け債と高格付け債を区別する必要性は変わらない。低格付け債は、金融引き締め、景気減速、潜在的な流動性問題の影響をより大きく受けるだろう。
	中国国債	=	分散効果は中国債券の重要なメリットであることに変わりはないが、中国経済の動向と財政・金融支援策が成長に及ぼす影響には警戒している。
	新興国債券ハードカレンシー	=/+	アムンディは中期的な観点から新興国債にポジティブである。ハードカレンシー債は魅力的なキャリーを提供し、魅力的なスプレッド水準から、投資適格債よりハイールド債を選好する。全体として、強力な財政と責任ある財政運営を行う国々を選別するスタンスを維持する。
	新興国債券現地通貨建て	+	堅調な経済成長とインフレの低下は、現地通貨建て債にとって好材料である。ブラジルとチリの最近の利下げに見られるように、金融緩和と政策がラテンアメリカへの選好度をさらに後押ししている。潜在的な地政学的リスクについては引き続き警戒する。
その他	コモディティ		中国経済と世界貿易が減速するなか、ベースメタル価格には若干の低下圧力がかかるとみられる。しかし、現在の全体的なバリュエーションが適正であることから、下値は限定的であろう。12ヵ月後の予想を8,700ドル/トンに下方修正した。金価格は米国の実質金利に牽引されており、緩やかなリセッションが予想されることから、上値は限定的とみられる。
	通貨・為替		7月以降、米国経済の成長率は他国に比べて驚くほど上昇し、米ドルを押し上げている。しかし、中期的にはFRBの利上げサイクルの完了と米国のインフレの低下が米ドルを押し下げられると思われる。これらはいずれも米ドル安を示唆している。

出典:アムンディ、2023年8月現在、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、将来の事象の予想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。



▼ 前月からダウングレード
▲ 前月からアップグレード



マクロ経済予想

2023年9月現在のマクロ経済予想

年率、%	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	2.6	1.4	0.6	7.4	4.7	2.5
米国	2.1	2.1	0.3	8.0	4.0	2.5
ユーロ圏	3.4	0.6	0.5	8.4	5.6	2.6
ドイツ	1.9	-0.2	0.4	8.7	6.3	2.7
フランス	2.5	0.9	0.5	5.9	5.6	2.7
イタリア	3.8	0.9	0.5	8.7	6.3	2.2
スペイン	5.5	2.1	0.7	8.3	3.3	2.4
イギリス	4.1	0.5	0.5	9.0	7.4	2.9
日本	1.0	2.0	1.3	2.5	3.3	2.2
新興国	3.9	4.0	3.6	8.7	6.1	5.5
中国	3.0	4.9	3.7	2.0	0.5	1.4
インド	6.9	6.4	5.8	6.7	6.3	6.0
インドネシア	5.3	5.2	4.8	4.2	3.8	3.4
ブラジル	2.9	2.6	1.4	9.3	4.7	3.8
メキシコ	3.0	3.3	1.4	7.9	5.4	4.0
ロシア	-2.1	2.1	1.5	13.8	5.9	5.6
南アフリカ	1.9	0.4	0.6	6.9	5.7	4.8
トルコ	5.5	2.8	3.9	72.0	51.5	50.4
世界	3.4	2.9	2.4	8.2	5.5	4.3

中央銀行政策金利予想, %.

	2023年9月	アムンディ 6ヶ月後予想	コンセンサス 6ヶ月後予想	アムンディ 12ヶ月後予想	コンセンサス 12ヶ月後予想
米国	5.50	5.50	5.65	4.25	5.12
ユーロ圏	4.00	4.00	3.92	3.25	3.58
イギリス	5.25	5.50	5.90	4.75	5.75
日本	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.10
中国	3.45	3.45	3.40	3.45	3.40
インド	6.50	6.50	6.40	6.25	6.00
ブラジル	13.25	10.75	10.75	9.00	9.40
ロシア	12.00	12.00	11.00	9.00	9.50

出典アムンディ投資研究所。2023年9月15日現在。CPI:消費物価指数。*: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

金融市場予想

債券利回り

2年債利回り予想, %.

	2023年9月	アムンディ 6ヶ月後予想	フォワード金利 6ヶ月後	アムンディ 12ヶ月後予想	フォワード金利 12ヶ月後
米国	5.03	4.20-4.40	4.66	3.80-4.00	4.35
ドイツ	3.20	2.60-2.80	2.80	2.40-2.60	2.50
イギリス	5.01	4.30-4.50	4.62	4.10-4.30	4.50
日本	0.03	0.10-0.20	0.12	0.20-0.40	0.18

10年債利回り予想, %.

	2023年9月	アムンディ 6ヶ月後予想	フォワード金利 6ヶ月後	アムンディ 12ヶ月後予想	フォワード金利 12ヶ月後
米国	4.32	3.70-3.90	4.29	3.60-3.80	4.25
ドイツ	2.65	2.40-2.60	2.61	2.30-2.50	2.58
イギリス	4.34	3.80-4.00	4.31	3.70-3.90	4.31
日本	0.72	0.50-0.70	0.82	0.60-0.80	0.91

為替レート

	2023年9月	アムンディ予想 2023年第4四半期	コンセンサス 2023年第4四半期	アムンディ予想 2024年第2四半期	コンセンサス 2024年第2四半期
ユーロ/ 米ドル	1.07	1.12	1.09	1.18	1.12
ユーロ/円	158	156	154	155	149
ユーロ/ 英ポンド	0.86	0.87	0.87	0.89	0.88
ユーロ/スイ スフラン	0.95	0.98	0.97	1.04	0.98
ユーロ/ノル ウェー	11.46	11.82	11.25	11.40	10.95
ユーロ/スウ エーデン	11.92	11.99	11.60	11.75	11.35
米ドル/円	147	140	140	132	134
豪ドル/ 米ドル	0.64	0.67	0.66	0.70	0.69
NZドル/ 米ドル	0.59	0.60	0.60	0.62	0.63
米ドル/ 人民元	7.33	7.20	7.20	6.90	7.00

出典アムンディ投資研究所。予想は2023年9月7日現在。



Mid-year outlook: Opportunities lie beyond precarious path to growth

Amundi 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.

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



Asset Class Returns Forecasts - Q3 2023



CBDCs: where does the project and debate stand?



Outerblue Convictions – Global Investment Views: Divergences persist as we head into autumn



Global Investment Views – August 2023



US credit rating downgrade: investment implications



Outerblue Talks Research – Parallels with the 70s. The long and winding road continues

Visit us on:



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 redisseminated 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 15 September 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 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 September 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: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus – narvikk.

Amundi Institute contributors

AINOUZ Valentine,

Head of Global Fixed Income Strategy, CFA

BERARDI Alessia,

Head of Emerging Macro and Strategy Research

BERTHON Jean-Baptiste,

Senior Cross-Asset Strategist

BERTONCINI Sergio,

Senior Fixed Income Strategist

BOROWSKI Didier,

Head of Macro Policy Research

CARULLA Pol,

Investment Insights and Client Division Specialist

CESARINI Federico,

Head of DM FX, Cross Asset Strategist

DHINGRA Ujjwal

Investment Insights and Client Division Specialist

DI SILVIO Silvia,

Cross Asset Macro Strategist

DROZDZIK Patryk,

Senior EM Macro Strategist

GEORGES Delphine,

Senior Fixed Income Strategist

HERVÉ Karine,

Senior EM Macro Strategist

HUANG Claire,

Senior EM Macro Strategist

MIJOT Eric,

Head of Global Equity Strategy

PORTELLI Lorenzo,

Head of Cross Asset Strategy, Head of Research at Amundi Italy

PRADHAN Mahmood,

Head of Global Macroeconomics

ROSENBERG Anna,

Head of Geopolitics

USARDI Annalisa,

Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Senior Sovereign Analyst

Chief editors

DEFEND Monica,

Head of Amundi Institute

MORTIER Vincent,

Group Chief Investment Officer

Editors

BERTINO Claudia,

Head of Amundi Investment Insights & Publishing

FIOROT Laura,

Head of Investment Insights & Client Division

Deputy editors

PANELLI Francesca,

Investment Insights & Client Division Specialist

PERRIER Tristan,

Macroeconomist and Investment Insights Specialist

GALLARATE Gianluca,

Investment Insights & Publishing

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