

Institute

2023年  
3月

# CROSS ASSET

Investment Strategy

今月のトピック

脆弱な収益見通しの中で、  
欧州株式が選好される

グローバル投資への見解

上げ相場疲れ：市場と実体  
経済の乖離が大きすぎる

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**Monica DEFEND**  
アムンディ・インスティテュート・ヘッド

“インフレは予想よりも粘着性があるため、中央銀行は引き締め的な金融政策をより長く維持する可能性がある”



**Vincent MORTIER**  
グループ CIO

“収益の見通しが弱くなっているにもかかわらず、実体経済と市場の乖離が広がっているため、当社はリスク・ラリーには懐疑的だ”



**Matteo GERMANO**  
ディピティ・グループ CIO

“経済成長への逆風はまだ残っているため、投資家はリスクを増やすことなく、各市場や地域における相違点を探るべきだ”



2023年3月

## 目次



### 今月のトピック

4

脆弱な収益見通しでも、欧州株式が選好される

### グローバル投資への見解

6

#### CIOの見解

7

上げ相場疲れ：市場と実体経済の乖離が大きすぎる

#### 3つのホットな話題

9

#### 各資産クラスについての見解

10

#### マクロ経済および金融市場の予測

14





# 脆弱な収益見通し の中で、欧州株式 が選好される

**重要なポイント:** 2022年Q4は、米国で前年比の収益が減益となった最初の四半期だったが、欧州は収益水準を維持した。米国では、大手のテクノロジー関連企業が最も苦戦しているため、当社はこのセクターへの慎重な見解を確認する。欧州では、9月下旬以降、株式市場が強く反発したにもかかわらず、収益に回復力があるためバリュエーションは魅力的な水準に保たれている。ソフト・ランディングというシナリオが優勢である限り、欧州市場は国際株式ポートフォリオのワイルドカードと見なされる可能性がある。



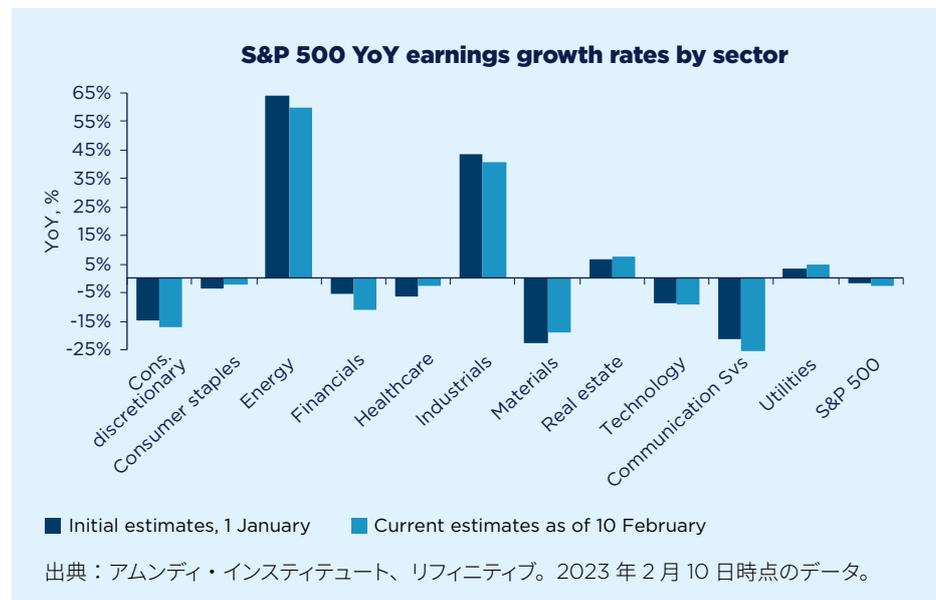
**Éric MIJOT**  
グローバル株式戦略ヘッド -  
アムンディ・インスティテュート

**米国の決算発表シーズンはかなり進んでいるため、いくつかの結論を導き出すことができる。**

ほぼ70%のS&P500企業の結果がすでに発表されたが、Ibesによると前年比の利益成長率は**今期初めて低下した**(2022年Q4には-2.8%、Q3には+4.4%、Q2には+8.4%、Q1には+11.4%)。これは、1月初めにアナリストが予想した-1.6%よりもわずかに低い。販売の減速と利益率の低下の組合せが原因だ。

**大手テクノロジー企業が多いセクターでは、平均よりも下落幅が顕著だった。**特に目立ったのは、テクノロジー(-9.2%)、一般消費財(-17%)、通信サービス(-25.4%)で、1月初旬における予想よりも大きな下落となった。グロース株(この3つのセクターがMSCI米国グロース指数の70%以上を占める)も、循環的な特徴があることが示された。新型コロナ危機でピークに達した過剰な収益を修正する必要がある。**様々な指標、特に米国市場全体におけるこのセクターの重要性を考えると、これは当社の慎重さを裏付けるものだ。**

したがって、このような少数の大型株の過大評価の修正は、循環的な修正と組み合わせられる。この点においては、年内の米国の経済成長は好ましいものではない。今年下半期には前年同期比で徐々に減速し、最善でも四半期ごとに安定する程度だと予想される。



今月のピックアップ



“利益の抵抗力が強かったため、欧州市場は米国市場よりも安価に維持された”

現在の経済回復力にもかかわらず、2023年には利益は減少し続けると当社は予想する。歴史的に見ると、米国の収益成長率がプラスの領域になるためには、実質GDP成長率が+2.0%を超える必要がある。しかし、当社のマクロ予測では2023年には+1.0%、2024年には+0.6となっている。このようなソフト・ランディングのシナリオでも、Ibesが予測する利益率（2023年に+0.6%）は、今後数か月でさらに下落し、-3.0%/-5.0%まで下方に修正される可能性がある。

最後に、米国市場が回復しているということは、P/Eが過去の中央値を再び上回っていることを意味する（過去12年間の中央値16.8倍に対して、今後12ヶ月の予想は18.7倍）。そのため、国際市場に目を向けたいくなる。

欧州では決算発表シーズンが本格化しており、多くの情報が提供されている。

Stoxx600企業のほぼ半数が発表済みであるが、IbesによるとQ4の利益成長率はこれまでのところ+11.3%である。これは昨年の最初の3四半期同様、米国よりも優れている。しかし、米国と同様に欧州の数値も、1月1日から2月14日にかけて下方修正されている（1月初旬での予想は+14.5%だった）。

欧州で最も目を引くのは、循環セクターがディフェンシブ・セクターよりも好調であるということだ。これは特に金融株に当てはまる（+44.7%。これは1月に予想されていた+39.0%よりもさらに良い）。中央銀行の金利引き上げの恩恵を受けているからだ。景気循環型消費財（+19.5%）は、特に強力な価格決定力を持つ高級銘柄が目玉を引く。さらに工業株（+18.8%）は、地政学的緊張の恩恵を受けているディフェンシブ銘柄を含む非常に幅広いセクターにおよんでいる。これらは、エネルギーと共に四半期をプラス成長で終えた数少ないセクターであった。一般消費財、医療、公益事業などよりディフェンシブなセクターの収益は前年比で減少したが、公益事業に関しては予想を上回った。

確かに、Ibesの予測する利益成長率（2023年には+1.2%）も、下方修正する必要がある。世界のGDP成長率は、2023年に+2.4%、2024年には+2.8%と予測されているが、2023年の収益率はプラスの領域で終わらないと予想される。歴史的にみれば、欧州が予測のような収益率を達成するには、世界のGDP成長率+3.0%が必要だ。しかし、2023年には-8.0%/-10.0%の下落となるかもしれない。

2022年9月29日の安値以来、欧州市場は大幅に反発した（Stoxx600は2月中旬までに+20%上昇）にもかかわらず、**欧州の利益からの抵抗力が大きい**ため、今のところ**欧州市場は米国市場よりも安価に保たれている**。これはセクターごとに比較しても同様だ。欧州の12ヶ月予想P/Eは13倍で、12年間の平均である13.6倍をわずかに下回っている。

このような反発の後には、もちろん市場の再編が可能であり、それは望ましいことですらある。それでも、マイナス金利が消滅したことで、バリュエーションがより重要な選択基準となり、ソフト・ランディングのシナリオが優勢である限り、欧州市場は国際株式ポートフォリオのワイルドカードと見なされるべきだ。



## グローバル投資への見解



# 上げ相場疲れ：市場と実体経済の乖離が大きすぎる



Vincent MORTIER  
グループ CIO



Matteo GERMANO  
ディビティ・グループ CIO

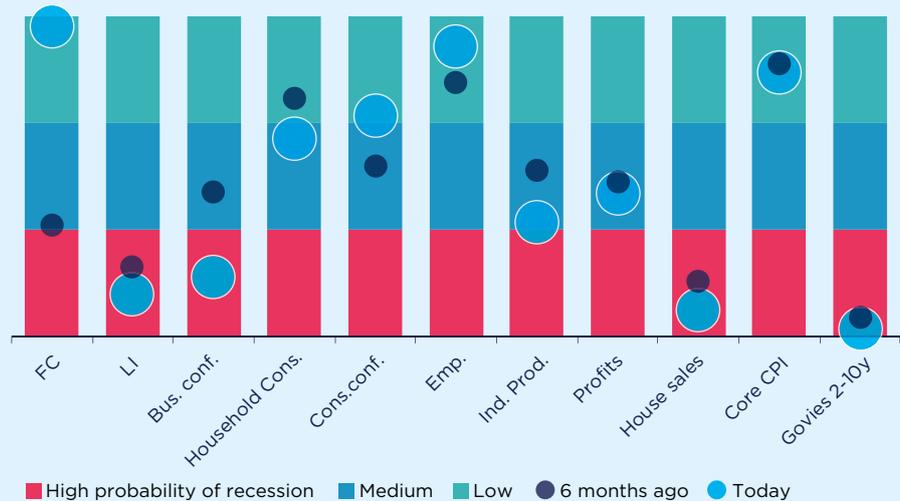
今年は空売りの買い戻しと個人投資家のリスク選好の回復の中、上昇ムードで始まりまった。少なくとも欧州と中国には、状況を裏付ける理由がいくつかあった。ガス価格が低下したこと、中国の経済活動が再開されたことで、昨年懸念されていた経済の下振れリスクの一部が取り除かれたからだ。しかし、インフレが急速に低下し、中央銀行の仕事が終わり、経済がソフト・ランディングへの道を順調に進んでいるため、収益が後退することはないという前提に基づけば、上げ相場は行き過ぎた。

投資家にとって油断ならないのはこれからだ。弱気相場にはならないかもしれないが、ここで慎重になる必要がある。金融環境が緩和されていることと、実体経済で貸出基準が引締められているという、二分法があることは特筆すべきだろう。経済面における高い不確実性と相違にもかかわらず、市場はまだ完璧に値付けされている。当社は最近2023年の予測を上方修正したが、特に問題なのはその詳細だ。米国については、当社のGDP予測に変更はないが、今年後半には四半期における活性力が悪化すると見ている。ユーロ圏については、2023年のGDP予測を上方修正したが、これは主に昨年からの持ち越しによるものであり、成長予測はまだ横ばいだ。中国が経済活動を再開したことは、世界経済にとって明らかにプラスではあるが、主に国内の活動を下支えすると考える。

第二に、インフレはゆっくりと低下しているが、市場はインフレが急速に低下していると見ている。中央銀行 (CB) の目標であるインフレ2%への道のりは長く険しいように見える。CBに関して言えば、FRBの引き締め政策は終盤に近づいているが、ECBはまだタカ派的姿勢を維持している。最後に、新興国市場への需要は戻ってきているが、先進国市場には注意が必要だ。

このように市場環境が細分化されてきたため、投資家は慎重な姿勢を維持する必要があるが、不確実性は両面 (上方と下方) について高いことを認識するべきだ。

US economic indicators: percentile rank relative to historical data



出典：アムンディ・インスティテュートによる、FRB、IMF、S&P、BIS、カンファレンスボード、OECD、ISM、米労働統計局 (BLS)、米勢調査局、米経済分析局 (BEA) のデータ。2023年2月14日現在のデータ。過去のデータに対するパーセンタイル順位に基づく。データ = 金融状況、主要経済指標、企業の景況感、個人消費、消費者信頼感、雇用、工業生産、企業利益。

“収益の見通しが弱くなっているにもかかわらず、実体経済と市場の乖離が広がっているため、当社はリスク・ラリーには疑的だ”

その結果、当社が主に確信しているアイデアの一部を次のように更新した。

- **クロスアセットでは株式には引き続き慎重だ。企業収益への圧力を考えると、リスク・ラリーは行き過ぎた可能性がある。**しかし、オプションを通じて株式相場の上昇から利益を得る可能性があると考えます。実質賃金の上昇率が鈍化しているため、米国と欧州における需要と個人消費は脆弱に維持され、最終的には収益に影響を与える可能性が高い。投資家は、原油と外国為替を通じて健全な分散を維持し、株式ヘッジと金を通じて保護を強化する必要があります。
- **債券では、投資家は金融政策の相違から、異なる満期の利回りでのチャンスを追及し、IG信用を愛好すべきだ。**デュレーションに関しては、主に欧州と日本にはディフェンシブになっているが、英国と中国については中立的な見方に戻っている。対照的に、米国の債券については、昨年金融環境が引締められたことを踏まえると、成長見通しがさらに弱まるとの予想から、デュレーションにはややポジティブとなっている。信用分野では、当社はデフォルトの見通しが悪化しているHY債への慎重な姿勢を確認する。特にバリュエーションが米国よりも安価となっている欧州で、引き続きIG債を愛好する。
- **株式については、米国には慎重だが、テクノロジーや一般消費財セクターよりも、バリュー株と優良株、産業および金融セクターを愛好する。**エネルギー価格が低下したことで、家計や消費者への圧力がある程度軽減されたが、実質賃金の伸びと財政への負担は相当なものであり、時間の経過とともにさらに広がると見ている。これは消費が控え目に維持されることを意味し、その兆候はこれまでのところ現在の収益発表シーズンにおいて、Q4のS&P500のEPSがマイナス成長であるという形で現れている。スタイルの観点では、投資家はバリュー株と優良の配当銘柄を組み合わせ、収入を補うべきだ。当社の全体的な評価は、強力な価格決定力を持つ企業を特定することの重要性を浮き彫りにしている。
- **新興市場 (EM) の見通しは改善。**当社はEMFXへの見解を上方修正した。今年のFRBはそれほど積極的に引き締めを行わないことが予想されることから米ドルが下落しているためだ。米ドルのピークは過ぎた可能性が高い。当社はEM FXについては、まだニュートラルからやや慎重な姿勢を維持するが、この資産クラスは今年好調になる可能性があると考えている。今年は成長の鈍化が予想されるため、当社の見解は部分的に緩和されるだろうが、当社にとっては新興国（特に中南米）の現地レートには安心感がある。株式については、当社は中国への前向きな姿勢を強めており、中国と貿易関係が強い国にとって経済再開はプラスになると見る。インドについては、バリュエーションに短期的には慎重な姿勢をとっているが、長期的には変わらない。

#### Overall risk sentiment

Risk off

Risk on



Overall risk sentiment remains unchanged. The rally in risk assets keeps us cautious on the basis that a deteriorating earnings outlook is not properly priced in the market.

#### 前月からの変化

- **クロス・アセット：**ヘッジを通じて下落傾向を制限しながらも、オプションを通じて上方傾向のエクスポージャーを探す。
- **EMの現地通貨建て (LC) 債務にやや前向き。**

全体的な市場心理は、リスク資産（信用、株式、コモディティ）に対する定性的な見解であり、投資プラットフォームで表明され、グローバル投資委員会で共有されています。当社の姿勢は、市場および経済環境の変化を反映するために調整される場合があります。



## 1. 成長予測への最新の変更点は？

当社は、2023年Q4の米国GDP成長予想を、前年比0.4%から0.0%に引き下げた。投資の低迷と個人消費の減速で、米国の成長力は2023年下半年に悪化すると予想される。ユーロ圏の2023年のGDPは、-0.5%から0.2%に引き上げられた。これは2022年の持ち越し効果とデータの改善に基づいている。しかし、大きな逆風はまだあり、圏内の需要は弱まっている。

### 投資への影響

- 株式：先進市場の株式に対する当社の慎重な姿勢を確認する。
- 信用：ハイイールド債にはディフェンシブだが、投資適格債にはポジティブ。

## 2. 中央銀行の利下げの見通しは？

米国のインフレが最近鈍化したが、そこまでは容易だった。しかし、これが更に進めば雇用面でのマイナスの影響が大きくなるだろう。このような背景では、FRBは慎重な姿勢を維持し、2024年1月には利下げを開始するだろう。ユーロ圏については、当社は総合インフレもコア・インフレも急速に低下することはないと見る。

### 投資への影響

- 米国の金利について当社はニュートラルな姿勢を維持する。短期的には深い逆イールドとなる余地があると考えている。中期的にはカーブが強気に傾斜化する間、動きが前倒しとなるからだ。
- ユーロのデフレーションへの当社の慎重な姿勢を確認する。

## 3. 株式投資への参入につながる誘因は？

年初来の株式市場の上げ相場は、中国の経済再開、中央銀行のタカ派的姿勢が抑制されたこと、EUのエネルギー危機が緩和されたこと、ドル安など、いくつかの要因によって引き起こされた。中国の経済活動再開が、米国の成長鈍化による負の影響を相殺するのに十分かどうかはわからない。米国のイールドカーブがブルスティープ化することは、常に米国の株式サイクルが持続可能な方法で開始されるための前提条件だった。

### 投資への影響

- 当社は米国と欧州の両方でバリュー株を選好している。
- 高配当株にも前向きだが、日本は例外だ。日本ではYCC政策が撤廃される可能性があるため、バリュー株に焦点を置いている。

「米国のイールドカーブがブルスティープ化することは、常に米国の株式サイクルが持続可能な方法で開始されるための前提条件だった」



**Monica DEFEND**  
アムンディ・インスティテュート・ヘッド

# アムンディの各資産クラスへの見解

資産クラス	現在の見解	先月からの変化	理由
株式プラットフォーム	米国	-/=	エネルギー価格が低下したことは、消費者の可処分所得を刺激し、市場の上昇につながっているが、この傾向は持続可能ではないと当社は考える。最近の決算発表シーズンは弱含みであり、バリュエーションの高さと今後の成長の減速を考慮すると、当社の慎重な姿勢が支持される。
	米国のバリュー株	+	当社はバリュー株への嗜好を維持する。バリュー株は利回りのわずかな上昇から恩恵を受けると見ているからだ。しかし、利益を維持し、経済的ストレス時でも株主に報いることができる質の高いビジネスと組み合わせて投資している。
	米国のグロース株	--	当社はグロース銘柄、特に採算性が悪いグロース銘柄には慎重だ。バリュエーションが収益予測では正当化できないほど過度であるためだ。加えて、金利の上昇がデレートの長い株式への重しとなっている。
	欧州	-/=	回復力のある経済成長とエネルギー価格の下落は、この地域にとって好材料だが、収益への懸念は残る。銘柄によっては、将来の収益性に対してバリュエーションが割高になっていると考える。したがって、当社は慎重で選択的になっており、強力な価格決定力を持つ企業を探している。
	日本	-/=	YCCが撤廃される可能性があることは、バリュー銘柄にとっては好材料となるはずだが、当社は新日銀総裁の金融政策と、広範な市場での企業収益を監視している。
	中国	+	ゼロコロナ政策を廃止したことは、支援的な政策枠組みと共に、短期的な見通しを後押ししている。米国との地政学的な緊張から、当社は選択的になっておりボトムアップによるアイデアを探求している。
	中国を除く新興市場	=	新興市場、特に EMEAと中南米のバリュエーションは魅力的であり、利益予想は改善している。ただし、各国固有の誘因と断片化が進んでいるため、当社のスタンスは選択的だ。ブラジルにはポジティブ（以前よりも弱めだが）であり、バリュエーションが懸念される中、インドには用心している。

資産クラス	現在の見解	先月からの変化	理由
フィックス・インカム・プラットフォーム	米国債	=/+	米国債には引き続きやや強気だが、力強い経済データは意識しているため、デレートのについては非常に活発だ。消費データが強ければ、FRBがさらにタカ派的になる可能性がある。その結果、景気後退のリスクがさらに高まるかもしれないと考える。
	米国IG社債	=/+	キャリアは魅力的だが、スプレッドは経済成長と金融引き締めによるリスクを無視している。加えて、实体经济における企業への融資基準が厳しくなっている。これはキャッシュフローが脆弱な企業に影響を与える可能性があるため、当社は優良株を嗜好している。
	米国HY社債	-	金利の上昇が企業の借入能力に影響を与え、経済成長の鈍化が債務不履行に悪影響を及ぼす可能性がある現在、HY債のバリュエーションは割高に見える。したがって、当社はまたディフェンシブであり、流動性リスクに対して警戒している。
	欧州国債	-/=	当社は市場が織り込んでいるよりも高い最終金利を想定している。欧州の景気減速が短期的にインフレを抑え込む可能性が低いからだ。したがって、欧州中核国のデレートのについては、やや慎重な姿勢を維持するが、欧州周辺国の債務についてはややディフェンシブだ。
	欧州IG社債	=	魅力的なバリュエーションと中国の経済再開は、EU IG債にとってポジティブであるが、引き締めの金融政策、地政学的緊張、高インフレという懸念は残っている。その結果、当社は今のところニュートラルな姿勢を維持し、スプレッドがさらに縮小するきっかけを探している。
	欧州HY社債	-	デフォルトの見通しに影響を与える収益とキャッシュフローにとって困難な環境となっているため、企業のファンダメンタルズが悪化するリスクは高い。このことで、HY債のスプレッドのボラティリティが高くなる可能性がある。
	中国政府債	=	当社は中国政府の債務に対するニュートラルなスタンスを維持しているが、これは世界の投資家にとっての分散投資としての利点と、経済再開後の中国の成長力の復活を考慮したためだ。
	EM債券HC	=/+	当社はFRBの政策が新興市場の債務全体にどのように影響するかを評価している。ハード通貨建て債務のキャリアとバリュエーションは魅力的だが、金融政策が断片化していること、世界の成長環境が軟化していること、そして地政学的リスクを考慮すると、選択的なスタンスが必要だと考える。
	EM債券LC	=/+	米ドル安という環境の中で、当社は現地通貨建て債務には、慎重ながらも楽観的だ。しかし、新興市場の成長の動向を監視している。当社はコロンビアなど厳選された中南米の現地金利を選択する。これはこの地域の中央銀行が（インフレを抑えるために）積極的に利上げを行っているため、それが為替を支えざるはずだからだ。

その他	見解	理由
コモディティ	-	予想よりも深刻な景気後退により、原油価格の下振れリスクがいくつか見られるが、当社は2023年12月のWTI価格目標を95ドル/バレルで維持する。中国の需要の増加、OPEC+の限られた余剰生産能力、潜在的な地政学的危機の可能性（イランを含む）が理由だ。金については、12ヶ月の目標を2,000ドル/オンスで維持する。FRBの政策とマクロ経済環境がそれに影響を与える可能性がある。



ネガティブな見解    ニュートラル    ポジティブな見解

- ▼ 先月より格下げ
- ▲ 先月より格上げ

出典：2023年3月現在のユーロ・ベースの投資家に対するアムンディの見解。本書は特定の時点における市場環境の評価を表すものであり、将来起ることの予測または将来の結果の保証する意図はありません。読者は、この情報を特定のファンドや証券に関するリサーチや投資アドバイス、または推奨として受け取るべきではありません。この情報は、説明と教育を目的としたものであり、変更される場合があります。また、この情報は、アムンディ製品の実際の現在、過去、または将来の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。

# マクロ経済の動向が不確実である中、 リスクを追加するべきではない

インフレの減速と、中央銀行の姿勢がそれほどタカ派的でなくなったことが、市場で物価上昇がすぐに収まるという誤解を招いているようだ。同時に、実体経済における資金調達条件と消費者と企業への融資基準が引き締められていることが、消費に影響を与える可能性もある。そのためバリュエーションが高くなる中、収益の活力がさらに悪化する可能性もある。当社は**ディフェンシブな姿勢を維持し、デリバティブを使用して、リスクを追加することなく市場の潜在的な上昇傾向に参入する機会を探している**。投資家はまた、FX、コモディティ、金などを通じて、保護と分散を強化する必要がある。

## 当社が強く確信しているアイデア

当社は先進国（米国、ユーロ圏、日本）の株式には慎重だ。また、市場のボラティリティが変化しているため、投資家が戦術的な市場の動きから利益を得るアイデアがあることも観察している。さらに、割高な大型株よりも米国の小型株に有利な相対価値の機会がまだ見られる。当社は利上げの減速が、このことのように影響するかを評価している。新興市場の株式については、当社は成長見通しの改善と割安な相対的株価評価から、中国に対する前向きな見方を維持している。資金の流れと投資家のポジショニングに関する限り、昨年、多くの資金が中国の国外に移動したことを考えると、中国には資本の流れを回復する余地がまだある。フィクスト・インカムについては、FRBの利上げペースが鈍化したことと、成長見通しの弱さを考慮して、当社は米国のデュレーションに関してポジティブな見方を維持している。しかし、当社は活発に行動しており、雇用創出とFRBが高金利をより長く維持する可能性があるという観点から、労働市場を監視している。他の地域については、世界中で機会を探している。例えば、日本国債については慎重なスタンスを維持しているが、カナダでは2-10年物のイールドカーブがスティープ化する可能性があると考えている。欧州では、当社は10年物のイ

タリア国債とドイツ国債間のスプレッドに関してポジティブだ。ECBのタカ派的見解の後の最終金利の見直しに対しても回復力があつたことが理由だ。中国の経済再開とエネルギー価格の下落はイタリア経済を助け、財政とイタリア国債を支えるだろう。企業信用については、当社はEUのHY債に慎重な姿勢を維持する。信用市場の上昇局面は行き過ぎており、リスク・シナリオに沿っていないと考えているためだ。さらに、市場では供給量が多いことが好評を得ているが、供給は消化される必要があり、一部のセグメントではすでに利益確定売りが見られる。今後は、信用市場のフローはスプレッドをそれほど支えることはないと予想する。FXは、当社の戦術的および長期的な見解に投資することを可能にする。エネルギー価格が低下したことは、欧州の生活費危機の影響を緩和し、短期的な成長を後押しする。そのため、当社はGBPよりもEURにポジティブな見解を持つ。当社はユーロ対する日本円に前向きなスタンスをとっている。円はまだ弱い世界経済の成長から恩恵を受ける可能性があるためだ。また、バリュエーションの観点から、NOK/CADに対してもポジティブな姿勢を維持する。新興市場では、現在ZAR/USDに対して強気である。ランド（南アフリカ）は魅力的なリスク/リターンのプロファイルを提供している。為替に内在する政治的不確実性は過度であると当社は考える。

## リスクとヘッジング

分散投資とポートフォリオ保護は引き続き当社の2つの主要目標だ。それを達成するためにコモディティ（原油、金）と金融デリバティブを引き続き使用している。構造的な不均衡、中国の経済活動再開、地政学的リスク（イランでの緊張が主要なリスク）は、原油を活気づける可能性がある。また、投資家はHY債務へのヘッジを維持し、米国株式の保護を強化する必要があると考える。



“経済成長への逆風が続いているため、投資家は、例えば、デリバティブを利用して、リスクを増やすことなく上げ相場に参加する別の方法を模索する必要がある”

Francesco SaNDRINI,  
マルチアセット戦略ヘッド



John O'TOOLE,  
マルチアセット投資ソリューション

## アムンディ クロス・アセットの確信

	現在のスタンス → 先月からの変化						
	---	--	-	=	+	++	+++
株式			→■				
信用&EM債券				■			
デュレーション					■		
原油						■	
金					■		

出典：アムンディ。上記の表は、3～6ヶ月間のクロス・アセット資産評価を示している。これらは当社における直近のグローバル投資委員会での表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見直し、見直しの変化、意見は、予想される方向性（+/-）と確信の強さ（+ / ++ / +++）を反映している。この評価は変更される可能性があります。これにはヘッジング要素の影響も含まれます。FX = 外国為替、IG = 投資適格、HY = ハイイールド、CBs = 中央銀行、BTP = イタリア国債、\* 株式について、当社は戦術的にニュートラルに移行した。脆弱な経済環境の中で、慎重なアプローチを維持しているが、全体的なスタンスを引下げる用意はできていない。\*\* 全体的な確信レベルに重大な影響を与えることなく、スタンスをわずかに格上げした。

# バリュエーションのばらつきがバリュー株への機会を支える



Kasper ELMGREEN,  
株式部ヘッド



Yerlan SYZDYKOV  
新興市場部グロー  
バル・ヘッド



Kenneth J. TAUBES  
米国投資運用部 CIO

## 全体的な評価

エネルギー危機の後退、中国の経済活動の再開、そして中央銀行のタカ派的姿勢がピークに達したように見えることを背景に、市場は上昇しているが、決算発表シーズンはこれまでのところ控え目だ。米国における消費への懸念と成長の減速を考慮すると、2023年の営業利益と利益率に対するコンセンサス予想は信じ難い。欧州では、足元で経済が改善したにもかかわらず、予想された利益の減速が確認されている。したがって、投資家は市場を応援するのではなく、利益を維持し株主に報いることができる、魅力的なバリュエーションを提供できるビジネスを探す必要がある。そのようなビジネスは、強力なボトムアップ分析と先進国市場と新興市場での優良なバリュー株への投資を組み合わせることによって特定できると考える。

## 欧州の株式

当社は、バランスの取れたスタイルに基づいて、生活必需品や製薬企業など、質の高い景気循環株やディフェンシブ株を探求している。しかし、現在の環境では、一部の景気循環セクターの価格がファンダメンタルズを上回っているため、投資家はこのセクターから、リスク/リワードがより優れたディフェンシブなセクターへの移行を検討する必要があると考える。当社は金融株へ選好を少し減らし（まだポジティブだが）、製薬企業を格上げした。それでも小売り銀行には引き続き前向きだ。高金利が彼らの預貸金利ざやにポジティブな影響を与えているからだ。また、エネルギー移行を促進している産業株も選好している。生活必需品については建設的な姿勢を維持し、強い価格決定力と金利上昇時に盾となる健全なバランスシートもった銘柄を選択している。対照的に、当社は規制リスクが懸念される公益事業やテクノロジー・セクターには慎重だ。

## 米国の株式

今年の上げ相場は投資倍率が拡大したケースであり、場合によってはバリュエーションが割高になるため、当社を全体的に慎重にさせた。したがって、

投資家は高リスク、高ベータの銘柄を避けるべきだ。これらは現在予測不可能な景気サイクルに過度に依存している。当社は、それとは対照的に、株主に現金を還元することに取り組む企業を選好する。したがって、従来のディフェンシブ株以外にも、妥当なバリュエーションとなっている銘柄に焦点を当てている。例としては、医療機器とサービス、および生命科学ツールのセクターが上げられる。しかし、生活必需品、公益事業、不動産にはほとんど価値がないと見ている。一方で、景気循環株の中では、最も信頼できるセクターはエネルギーと銀行銘柄である。また、景気循環株の中でも資本財と原材料を選好するが、景気循環を超えて成長できる特異な銘柄を好む。しかし、昨年10月以降に見られた景気循環株の回復で、一般消費財と工業銘柄は、経済収縮のリスクにさらされるようになった。

## EM(新興市場)の株式

中国については、適度に魅力的なバリュエーション、収益のダイナミクスを背景に、経済活動の再開に慎重ながらも楽観的な見通しを維持している。しかし、投資家は慎重に選択し、ファンダメンタルズに注目する必要があるだろう。当社が確信を持っている地域は、主に中国とブラジルだが、後者に関しては、政治的な不安定さを考慮して以前ほど積極的ではない。インドではバリュエーションへの懸念がいくつか見られるが、長期的には問題はないようだ。セクターの観点からは、一般消費財と不動産にポジティブであり、医療分野には引き続き慎重だ。

“バリュエーションのばらつきが大きいことは、特にバリュー株でのチャンスにつながる可能性がある”



# 魅力的な信用利回りと選択の必要性とのバランスをとる

## 全体的な評価

市場はソフト・ランディングのシナリオを支持している。それは景気後退は見られず、価格は中央銀行の目標に戻るといったものだ。しかし、当社は労働市場、消費、企業収益には不確実性が十分あると考えている。実体経済における資金調達コストも上昇している。中央銀行による政策金利の引き下げなしに、経済の中の金利が低下することは難しいが、ペースは鈍化しているとはいえインフレは依然として高いため、短期的には金利引下げの可能性が低いと思われる。当社はFRBが2024年1月以前に利下げを開始するとは考えておらず、ECBがすぐに利下げを行う可能性も低いと考える。したがって、我々投資家は、信用分野での魅力的な利回り環境から利益を得る必要があるだろう。しかし、優良な債務を優先しながらも、新興市場での環境が改善するにつれて、EM債務での機会を検討するが、ハイイールド債務には慎重な姿勢を維持するべきだ。

## グローバルおよび欧州のフィックスド・インカム

デュレーションに関しては、当社は引き続き積極的だ。特に欧州と日本にはやや慎重なスタンスをとるが、英国は見解を格上げし、中国のデュレーションを格上げしてニュートラルとした。地域全体での利回りカーブを探求しているが、米国、欧州、カナダでイールドカーブがスティープ化する可能性があると考えている。ユーロ圏周辺国の債務については、全体的にややディフェンシブな姿勢を維持している。これは収益と成長に関する複雑な状況を考慮してのことだ。信用銘柄はかなり厳選し、主にIG債と金融銘柄の劣後債についてややポジティブな姿勢を維持する。HY債については、デフォルトの可能性への懸念から、投資家は戦術的にヘッジする必要があると考える。カバード・ボンドのセグメントには慎重になっている。

## 米国のフィックスド・インカム

経済データにはばらつきがあり、FRBは経済が弱

体化するまで引き締める可能性があることを、当社は認識している。インフレが高いまま推移すれば、利回りの見直しも上向きになる可能性がある。当社は、当面建設的な見解を維持する。デュレーションについては引き続き積極的であるが、FRBのレトリックには注意を払っており、タイミングが重要であると考えている。米国物価連動債 (TIPS) は中期的には魅力的に見える。証券化された債権には前向きだが、最近のパフォーマンスは、スプレッドの縮小を利用し成長の鈍化に合わせて、将来的にスタンスをより保守的に移行する機会を提供するのではないかと考えている。企業の債務については、非金融および産業セクターよりも金融セクターを選好し、HY債よりもIG債を選好する。全体として、投資家は市場が上昇した時に機会が提示されれば利益を確定することを検討すべきだ。HY債についてはベータを低く維持する必要がある。

## EM(新興市場)の債券

米国の金利と金融政策の動きが新興市場の債務環境に影響を与えているため、非常に警戒が必要だ。当社はハード通貨建て、現地金利、FXにチャンスがあると考えている。ただし、地政学のおよび各国固有のリスクが持続しているため、選択的になっている。当社はコモディティ輸出国 (ブラジル、メキシコ、南アフリカ、インドネシア) については建設的だ。中国経済が再開されたことが大きい。興味深いことに、CBが積極的であったコロンビアなどの国が魅力的に見える。

## FX

当社は、MXN、BRL、IDR、ZAR などの一部の高いキャリーを提供する新興市場のFXに前向きだ。しかし、日本円などの安全な通貨に対する建設的なスタンスを通じて、この見方のバランスを取っている。米ドルについてはニュートラルな姿勢を維持する。当社のレーダーにあるもう1つの主要なリスクは、ロシアとウクライナの戦争が激化することであり、これはPLNとCZKに悪影響を与える可能性がある。



**Amaury D'ORSAY**  
フィックスド・インカム  
ム・ヘッド

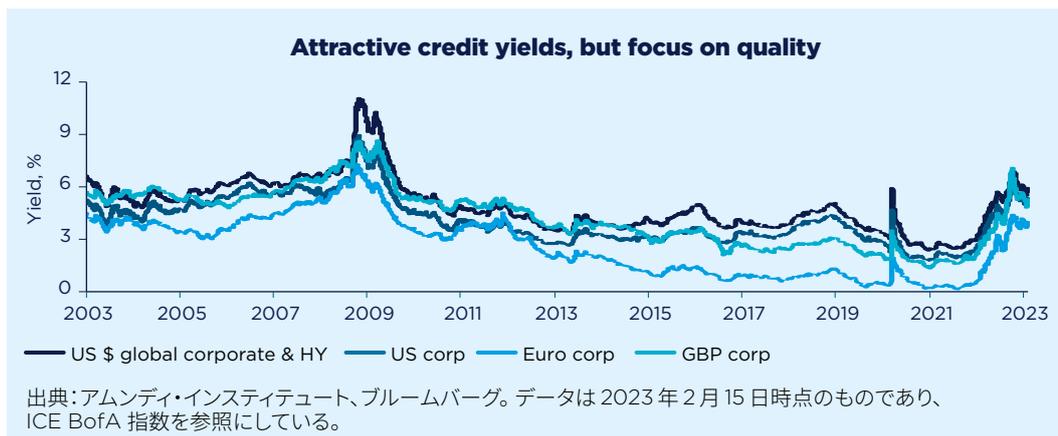


**Yerlan SYZDYKOV**  
新興市場部グローバル  
ル・ヘッド



**Kenneth J. TAUBES**  
米国投資運用部 CIO

“FRBは行動方針を変更する前に、インフレの一時的な減速ではなく、インフレ傾向、労働市場、全体的な消費環境を評価する可能性が高いと当社は考える”





## マクロ経済予測

2023年2月21日時点でのマクロ経済予測

年平均 (%)	実質GDP成長率 (前年比、%)			インフレ (CPI、前年比、%)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>先進諸国</b>	<b>2.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>7.4</b>	<b>4.6</b>	<b>2.6</b>
米国	2.1	1.0	0.6	8.0	3.7	2.4
ユーロ圏	3.5	0.2	1.0	8.4	6.2	3.2
ドイツ	1.9	0.0	0.9	8.7	7.3	3.0
フランス	2.6	0.3	1.0	5.9	5.4	2.9
イタリア	3.9	0.3	0.9	8.7	6.9	2.3
スペイン	5.5	0.8	1.1	8.3	3.6	3.3
英国	4.0	-0.4	1.0	9.0	7.4	3.7
日本	1.0	0.6	1.0	2.5	1.4	0.6
<b>新興諸国</b>	<b>3.9</b>	<b>3.7</b>	<b>4.0</b>	<b>8.7</b>	<b>6.8</b>	<b>5.4</b>
中国	3.0	5.1	4.7	2.0	2.1	2.2
インド	7.0	5.3	6.0	6.7	5.7	5.7
インドネシア	5.3	5.2	4.8	4.2	4.3	4.0
ブラジル	2.9	0.7	1.7	9.3	4.9	5.0
メキシコ	3.1	0.8	0.8	7.9	5.8	4.6
ロシア	-2.3	0.6	2.0	13.8	7.5	4.5
南アフリカ	2.4	0.2	0.6	6.9	5.5	4.5
トルコ	4.9	3.1	4.3	72.0	51.1	39.0
<b>世界</b>	<b>3.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>8.2</b>	<b>5.9</b>	<b>4.2</b>

中央銀行政策金利の予測 (%)

	2023年2月22日	当社予測 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
米国*	4.75	5.25	5.35	5.00	5.00
ユーロ圏**	2.50	3.50	3.60	3.50	3.60
英国	4.00	4.50	4.60	4.25	4.40
日本	-0.10	0.00	0.02	0.00	0.09
中国***	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
インド****	6.50	6.50	6.50	6.25	6.30
ブラジル	13.75	13.75	13.35	11.75	11.65
ロシア	7.50	7.50	7.20	7.50	6.95

出典：アムンディ・インスティテュート。予測は2023年2月21日時点のものです。CPI：消費者物価指数。\* FF 金利の目標範囲の上側  
\*\* 預金金利。\*\*\* 1年ローンの優遇貸出金利。\*\*\*\* レボ金利。



## 金融市場予測

### 債券利回り

#### 2年債利回り予測 (%)

	2023年2月22日	当社予測 6ヶ月先	6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	12ヶ月先
米国	4.69	3.90-4.10	4.36	3.50-3.70	4.07
ドイツ	2.97	2.50-2.70	2.80	2.30-2.50	2.57
英国	3.98	3.20-3.40	3.39	3.20-3.40	3.41
日本	-0.02	0.10-0.20	0.03	0.20-0.40	0.11

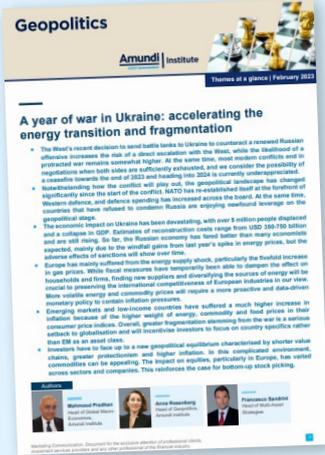
#### 10年債利回り予測 (%)

	2023年2月22日	当社予測 6ヶ月先	6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	12ヶ月先
米国	3.95	3.60-3.80	3.88	3.30-3.50	3.83
ドイツ	2.56	2.40-2.60	2.52	2.30-2.50	2.49
英国	3.67	3.50-3.70	3.68	3.50-3.70	3.72
日本	0.51	0.50-0.70	0.64	0.60-0.80	0.76

### 為替相場

	2023年2月20日	当社予測 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
EUR/USD	1.07	1.05	1.09	1.15	1.12
EUR/JPY	143	136	138	136	138
EUR/GBP	0.89	0.90	0.89	0.90	0.89
EUR/CHF	0.99	0.96	1.00	1.04	1.01
EUR/NOK	10.94	11.06	10.55	10.52	10.25
EUR/SEK	11.06	11.27	10.98	10.86	10.70
USD/JPY	134	129	127	119	124
AUD/USD	0.69	0.67	0.71	0.76	0.73
NZD/USD	0.63	0.61	0.64	0.66	0.65
USD/CNY	6.86	6.70	6.75	6.40	6.60

出典:アムンディ・インスティテュート。予測は2023年2月20日時点のものです。



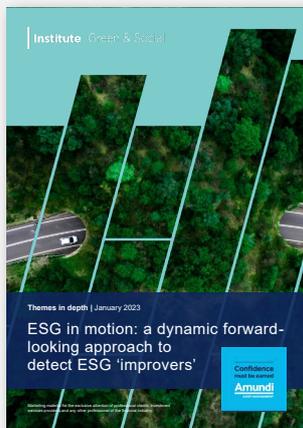
**Thematic paper:  
A year of war in Ukraine**

# 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.

アムンディの投資に関するインサイトについては、アムンディ・リサーチ・センター <https://research-center.amundi.com/> をご覧ください。



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 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 22 February 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: 1 March 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 - Charles O'Rear

### アムンディ・インスティテュートからの寄稿者

**AINOUZ Valentine,**  
グローバル債券戦略ヘッド、CFA

**BERARDI Alessia,**  
新興国マクロ戦略およびリサーチ・ヘッド

**BERGHON Jean-Baptiste,**  
シニア・クロスアセット・ストラテジスト

**BERTONCINI Sergio,**  
シニア債券ストラテジスト

**BOROWSKI Didier,**  
マクロ政策研究責任者

**CARULLA Pol,**  
インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト

**CESARINI Federico,**  
先進市場FXヘッド、クロス・アセット・リサーチ・ストラテジスト

**DHINGRA Ujjwal,**  
インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト

**DI SILVIO Silvia,**  
クロス・アセット・リサーチ・マクロ・ストラテジスト

**DROZDZIK Patryk,**  
シニア新興市場マクロ・ストラテジスト

**GEORGES Delphine,**  
シニア債券リサーチ・ストラテジスト

**HERVÉ Karine,**  
シニア新興市場マクロ・ストラテジスト

**HUANG Claire**  
シニア新興市場マクロ・ストラテジスト

**MIJOT Éric,**  
グローバル株式戦略責任者

**PORTELLI Lorenzo,**  
クロス・アセットリサーチ・ヘッド、アムンディ・イタリア・リサーチ・ヘッド

**プラダン・マフムード**  
グローバル マクロ経済ヘッド、アムンディ インスティテュート、

**ROSENBERG Anna,**  
地政学ヘッド

**USARDI Annalisa**  
シニア・エコノミスト

**VARTANESYAN Sosi,**  
シニア・ソブリン・アナリスト

### 編集主幹

**DEFEND Monica,**

**Mortier**

### 編集者

**Bertino**

**Fiorot**

### 副編集者

**Panelli**

**Perrier**