

2023年10月

クロス・アセット・ インベストメント・ストラテジー

今月の話題

エネルギー価格上昇の米国消費への悪影響は今
のところ限定的

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



エネルギー価格上昇による米国消費への悪影響は今のところ限定的

重要ポイント: 過去30年間、エネルギー価格の米国経済への影響力は低下してきたが、パンデミック以降の一連のショックと、7月以降の30%に及ぶ価格高騰により、このトピックに再び焦点が当たり始めている。エネルギー価格の大幅上昇に起因する家計へのマイナス要因が重なれば、支出全体が目に見えて悪化するであろう。ただし、現段階では、消費への影響は限定的であると予想される。



Jean-Baptiste BERTHON

Senior Cross Asset Strategist –
Amundi Investment Institute

米国経済におけるエネルギー価格動向の重要性は、過去30年間で低下している。実質GDP1ドルあたりのエネルギー消費量は毎年3%ずつ減少しており、これはエネルギー・トランジションの期間も続くであろう。一方、経済におけるサービス業の割合は、第二次産業(鉱工業)の低下とともに、上昇している。特に、エネルギーが消費に与える影響は、過去20年間で6%から4%へ、生産に与える影響は3%から2%へと減少している。70年代の大規模なエネルギー・ショックの後、主要当局はオイルショックを管理する経験を積み、その影響をさらに緩和してきた。さらに、過去10年間のシェールガス生産の増加による米国の石油自給化の達成は、ゲームチェンジャーとなった。このように、エネルギーの重要性は徐々に低下してきたが、パンデミック(需要ショック)、ウクライナ、そして最近ではOPEC+の積極的な供給削減(供給ショック)と、価格を押し上げるエネルギー・ショックが相次いだため、この問題が再びクローズアップされるようになった。原油価格は、インフレ、消費、企業の利益率と投資、生産性、国際収支(オイル・ダラーを通じた)、世界的な貯蓄など、さまざまな経路を通じて経済に影響を及ぼし、長期的には社会的ストレスを高める可能性がある。このレポートでは、原油価格が米国の消費に与える影響に焦点を当てる。

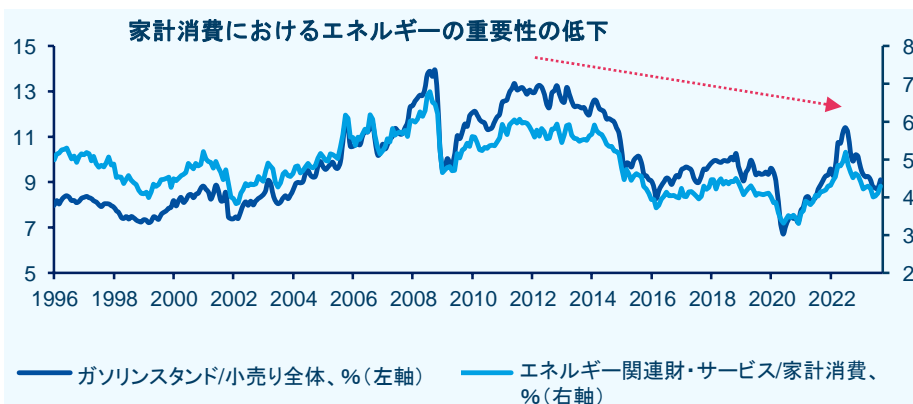


Lorenzo PORTELLI

Head of Cross Asset
Strategy, Head of Research
at Amundi Italy - Amundi
Investment Institute

1. 家計支出全体にインパクトを与えるには、エネルギー価格の大幅な上昇と複合的なマイナス要因が必要

石油価格と消費の関係は、不況時を除くと、70年代以降、関連するケーススタディがほとんどないため、立証するのは容易ではない(真のエネルギー効果を分離するのはさらに困難)。また、パンデミック以降、価格と需要の弾力性が崩れていることを考えると、今日の影響の評価はさらに難しくなっている。とは言え、米国経済におけるエネルギーのウェイトが低下していることを考えると、影響を与えるにはより大きな価格高騰が必要となっているであろう。



出典: 2023年9月30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。



「原油価格の高騰は、ブレント価格が110ドル/バレルを持続的に突破すれば、心配する必要があるが、現段階では消費にわずかな影響しか与えないだろう。」

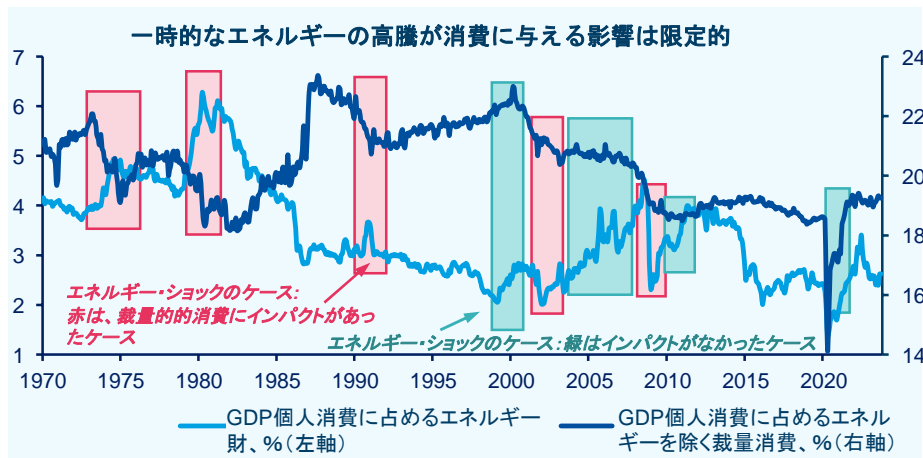
エネルギー価格変化の影響の広がりには典型的な順序をたどる。エネルギー原料価格の上昇は、通常、最終消費者に行き渡するのに1ヶ月以上かかる。エネルギー商品の価格が高くなると、家計は一般的にエネルギー支出を削減し始める（購入量が少なくなるため、価格要因が緩和される）。エネルギー関連製品には、自動車用燃料と家庭用暖房燃料の2つの主要カテゴリーがあり、前者のカテゴリーのウェイトははるかに大きく、エネルギー価格の変動に敏感である（暖房用燃料への支出はあまり変動しない傾向がある）。このような調整で購買力の低下を十分に吸収できない場合、家計は裁量的な項目への支出を削減し、その後、より幅広いセグメントへの支出を削減する。つまり、エネルギー価格が他の裁量の消費品目に波及する前にエネルギー支出にインパクトを与える傾向がある。したがって、家計の支出全体が大きなインパクトを受けるには、エネルギー価格の大幅な上昇（通常、前年比+50%以上）とマイナス要因との複合が必要であることが分かる。また、価格高騰が（需要ショックではなく）供給ショックによって引き起こされた場合、その影響はより大きくなる。

2.最近の原油価格の高騰は消費にどのような影響を与えるか？

今回は、供給ショック（OPEC+の減産と需給逼迫の証拠）に牽引された動きとはいえ、消費に大きなインパクトを与えるとはまだ考えていない。エネルギー価格は6月中旬から27%上昇したが、まだ前年比では19%低下であり、まだ大きなショックとは言えない。家計の状況も、収入、雇用、資産を考慮すると、比較的穏やかな状態が続いている。これまでのところ、消費は2022年後半からの循環的な景気回復、再拡大する流動性、持続的な財政移転、回復する富の効果（上半期の市場がサポートしたため）、および雇用と賃金の非常に緩やかな減速によって支えられてきた。その結果、裁量的支出は底堅く推移している。消費者調査や消費者行動を追跡する高頻度データも、変化が迫っていることを、特に示唆していない。アムンディは、エネルギー価格よりも、むしろ金利上昇と財政支援の後退によって、消費パターンがいずれ変化すると予想している。

基本シナリオでは、原油価格の一過性の急騰を予想しているが、価格が少なくとも110ドル/バレル（ブレント）に達しない限り、消費への影響はわずかであると結論づけている。原油価格の高騰は、消費よりも、インフレや金利、企業利益率に与える影響の方が大きいと見ているが、それも現段階では対応可能であろう。

ただし、この分析は米国に焦点を当てていることに留意する必要がある。EUの状況は、天然ガスにおいて明らかに異なっている。つまり、財政補助金によって部分的に緩和されているとはいえ、大きな供給ショック、大きな価格上昇、エネルギー自給率の低下等消費に大きな影響を与える可能性のある、すべての要素が表れているためだ。



出典: 2023年9月30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。

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	-	時価総額が大きい銘柄は引き続き割高に推移しており、一部の大型株が指数のリターンを牽引している。このような今のバリュエーションは、消費の減速と金融の引き締まりが経済成長に及ぼす影響を考慮していないと考え、ディフェンシブな姿勢で臨む。
	米国バリュー	+	バリュー株とその他市場との乖離は続いている。アムンディは、より高いクオリティの収益、価格決定力、バランスシートの強さを示す魅力的なバリュエーションの銘柄を嗜好。銀行やエネルギーのなかでも、ビジネス・モデルの強靱性に注目している。
	米国グロース	--	米国の成長は、金利上昇の長期化をめぐる懸念や、すでに高いバリュエーションを前提としたセンチメントの変化から影響を受ける可能性がある。アムンディは引き続き慎重である。
	欧州	-/=	欧州のバリュエーションは適正水準だが、経済活動は鈍化するだろう。アムンディは慎重を期し、金利上昇の恩恵を受け、景気減速に耐えうる強固なバランスシートを維持できるセクター（リテール銀行）を探る。ただし、AI関連など、単にユーフォリアによって高騰し、収益プロファイルが改善されない事業は避ける。
	日本	=	コーポレート・ガバナンスの改善はプラスであり、緩やかな利回り上昇から利益を得られるであろうバリュー銘柄を嗜好する。世界経済動向とそれが輸出へ与える影響には慎重である。
	中国	=	中国は、債務を減らし、国内消費により牽引される新たな成長モデルに向かっている。住宅セクターを支援するために政府が発表した措置は当面の支えになる見込みだが、アムンディは成長への影響を完全に見極めるまで中立を維持する。
	中国以外の新興国	=/+	バリュエーションは魅力的であり、収益成長も中期的には魅力的である。中国の景気減速は、同国への輸出に依存する新興国に影響を与える可能性がある。中国以外では、インド、インドネシア、ブラジルなどに投資機会がある。これらの国々では、企業業績への期待と国内成長は引き続き堅調である。
債券	米国債	=/+	デュレーションについては、2024年のFRBによる利下げと緩やかな景気後退を予想し、ややポジティブとするが、意思決定においてはインフレを考慮し、柔軟に対応する。加えて、米国のイールドカーブ全体にわたり、幅広く投資機会を探るためにアクティブな姿勢を維持する。
	米国投資適格債	=/+	投資適格債のファンダメンタルズは堅調だが、レバレッジとキャッシュ・レシオに注視し、安定した利益と負債水準を維持する企業を嗜好する。セクターでは、金融を嗜好しており、優良企業を嗜好するアムンディの方針に沿って、魅力的な新規クレジット銘柄も探している。
	米国ハイールド債	-	特にCCC格付けの発行体については、ハイールド債のファンダメンタルズが悪化するリスクがあると見ており、デフォルト率にも警戒している。クオリティを重視し、レバレッジが高く、資金調達コストの上昇が利ざやに大きな影響を与えるセグメントを避ける必要がある。
	欧州国債	=	ECBは利上げサイクルの終盤に達しているようだが、インフレとインフレ期待の抑制は依然として優先事項である。アムンディは欧州のデュレーションを現時点では中立としているが、今後の政策運営や欧州経済の弱含み、インフレ動向などによって、アクションが取れるようアクティブなスタンス維持している。
	欧州投資適格債	=/+	最近の堅調なプライマリー市場と適正なバリュエーションを背景に、センチメントはポジティブ。企業のファンダメンタルズは今のところ堅調を維持しているが、わずかながら弱さの兆候も見られる。セクター別では、金融と低レバレッジ企業を嗜好。
	欧州ハイールド債	-	金融環境の引き締まりと金利上昇長期化の環境は、クオリティの低いセクターにとってより大きな負担となるため、慎重な姿勢で臨む。特にエネルギー、運輸、不動産には慎重で、過剰な借り換えニーズのある銘柄は避ける。
	中国国債	=	米国と中国のデカップリングは、中国国債に分散投資の機会をもたらすが、目先の減速とその後の支援策を見極める必要がある。
	新興国債券ハードカレンシー	=/+	ハードカレンシー債は適正に評価されており、魅力的なキャリアーを提供している。アムンディは、政府財政が強固な国を嗜好、世界的な景気減速の環境下でも強靱であることが証明されるようなクオリティの高いクレジットに投資妙味を見出せるハイールド債に注目している。
	新興国債券現地通貨建て	+	現地通貨建ての債券利回りは小幅に上昇し、スプレッドの面で魅力的なエントリー・ポイントを提供している。アムンディは、高いボラティリティと潜在的な地政学的リスクを相殺できる十分なキャリアー・クッションと堅調な経済成長見通しを持つ高利回りの国を嗜好する。
その他	コモディティ		ここ数カ月、原油はOPEC+の減産を背景に上昇してきたが、ブレント原油価格がアムンディの目標である90ドル/バレル前後を持続的に上回ることは予想していない。OPECは現在減産を進めれば進めるほど、後になって生産能力を戻そうとするだろう。金にとっては、FRBが利下げに踏み切ったときが大きな原動力となるだろう（短期的にはその可能性は低い）。アムンディは中期的な目標を1オンスあたり2,000ドルに据え置く。
	通貨・為替		米ドルは米国経済の底堅さから恩恵を受けたが、2024年に近づくにつれてドル安が進むとの見方を維持している。インフレが上振れるサプライズや、FRBがタカ派に傾く可能性はあるが、いずれも可能性は低いと見ている。

出典:アムンディ、2023年9月末現在、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。





マクロ経済予想

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)		
	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	4.1	2.5
ユーロ圏	3.4	0.6	0.5	8.4	5.7	2.6
ドイツ	1.9	-0.2	0.4	8.6	6.3	2.7
フランス	2.5	0.9	0.5	5.9	5.8	2.8
イタリア	3.8	0.8	0.5	8.7	6.3	2.3
スペイン	5.8	2.3	0.8	8.3	3.5	2.8
イギリス	4.1	0.5	0.5	9.0	7.4	2.9
日本	1.0	1.9	1.5	2.5	3.2	1.9
新興国	4.0	4.1	3.6	8.7	6.2	5.8
中国	3.0	4.9	3.7	2.0	0.4	1.3
インド	6.9	6.5	6.0	6.7	6.2	5.9
インドネシア	5.3	5.2	4.8	4.2	3.7	3.3
ブラジル	2.9	3.2	1.6	9.3	4.7	3.9
メキシコ	3.9	3.4	2.1	7.9	5.6	4.4
ロシア	-2.1	2.1	1.5	13.8	5.8	5.6
南アフリカ	1.9	0.6	1.0	6.9	6.0	5.1
トルコ	5.4	3.7	3.0	72.0	53.4	56.8
世界	3.4	3.0	2.4	8.2	5.6	4.5

中央銀行の政策金利予想、%					
	2023年10月	アムンディ 6ヶ月後	コンセンサス 6ヶ月後	アムンディ 12ヶ月後	コンセンサス 12ヶ月後
米国	5.50	5.50	5.65	4.00	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	4.50	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	6.43	6.25	6.02
ブラジル	12.75	10.75	10.75	9.00	9.25
ロシア	13.00	12.00	12.14	9.00	10.25

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2023年10月4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****:レポート

予想

金融市場予想

債券利回り

2年債利回り予想、%

	2023年10月	アムンディ 6ヶ月後	フォワード金利 6ヶ月	アムンディ 12ヶ月後	フォワード金利 12ヶ月後
米国	5.09	4.20-4.40	4.88	3.80-4.00	4.68
ドイツ	3.21	2.60-2.80	2.86	2.40-2.60	2.61
イギリス	4.97	4.30-4.50	4.70	4.10-4.30	4.69
日本	0.07	0.10-0.20	0.15	0.20-0.40	0.22

10年債利回り予想、%

	2023年10月	アムンディ 6ヶ月後	フォワード金利 6ヶ月後	アムンディ 12ヶ月後	フォワード金利 12ヶ月後
米国	4.75	3.70-3.90	4.81	3.60-3.80	4.81
ドイツ	2.95	2.40-2.60	2.95	2.30-2.50	2.94
イギリス	4.62	3.80-4.00	4.63	3.70-3.90	4.67
日本	0.81	0.80-1.00	0.92	0.80-1.00	1.02

為替レート

	2023年10月	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	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
ユーロ/ 米ドル	1.06	1.09	1.10	1.16	1.12
ユーロ/円	157	153	153	152	150
ユーロ/ 英ポンド	0.87	0.88	0.87	0.89	0.87
ユーロ/スイ スフラン	0.96	0.98	0.97	1.03	0.99
ユーロ/ノル ウェー	11.56	11.65	11.14	11.43	10.86
ユーロ/スウ エーデン	11.61	11.74	11.45	11.58	11.38
米ドル/円	149	141	139	132	132
豪ドル/ 米ドル	0.64	0.65	0.67	0.70	0.69
NZドル/ 米ドル	0.60	0.60	0.62	0.62	0.63
米ドル/ 人民元	7.30	7.20	7.20	6.90	7.05

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2023年10月6日現在



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

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 Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi’s research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment 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 do the project and debate stand?



Outerblue Convictions – Global Investment Views: Inflation stabilises, but policy dilemma continues



Global Investment Views – September 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 9 October 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: 10 October 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 – Rossana Henriques.

Amundi Investment 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 Investment 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