

2024年5月

# グローバル・インベストメント・ビュー

マーケティング・コミュニケーション

本プレゼンテーションで表明された見解はグローバル投資委員会のものであり、いつでも変更される可能性があります。これらの見解は、投資助言、証券推奨、またはアムンディのいかなる戦略を代表する取引意思の表明として依拠されるべきものではありません。

Trust  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# 目次

1. 今月の焦点：長期金利上昇を織り込み始めたマーケット
2. グローバル経済アウトルック
3. 地政学と選挙
4. 投資アウトルック
5. 追加資料：地域別経済のアウトルック

# 01

今月の焦点：  
長期金利上昇を織り込み始めたマーケット



# 今月の新たな情報

## 経済と地政学

- **世界経済**：先進国と新興国の両方が牽引し、2024-25年の成長率は、さらに上方修正された。米国：堅調な経済活動と内需を背景に成長を上方修正されたが、年後半から25年にかけては潜在成長率を下回ると予想。ユーロ圏は、モメンタムの改善と内需および外需の下支えにより、成長率が若干上昇。中国は、発表されたデータが予想を上回ったため、2024年の成長率予想を上方修正したが、国内の課題は残る。成長プレミアムは新興国優位。
- **地政学的なホットスポット継続**：紛争拡大を防ぐための中東での高い外交関与、ロシアとウクライナの間で進行中の戦争、米国の選挙と戦略的米中競争（+台湾）の中で緊張が高まる貿易交渉と外交政策に焦点を当てる。
- **インフレ**：ディスインフレ・プロセスは続いているが、米国のコア・インフレの粘着性は依然高く、一方、欧州では低下が顕著。ディスインフレの「最後の一步」は最も困難。
- **中央銀行**：成長とインフレを両睨みし、2024年の利下げ予想が後退。ディスインフレの進捗度合いに乖離が生じているため、ECBは、FEDより先に利下げに踏み切る可能性。2024年の利下げ幅はFEDが75bp、ECBとBOEが100bpと予想する。利下げは3中銀とも夏に始まる可能性。

## 金融市場

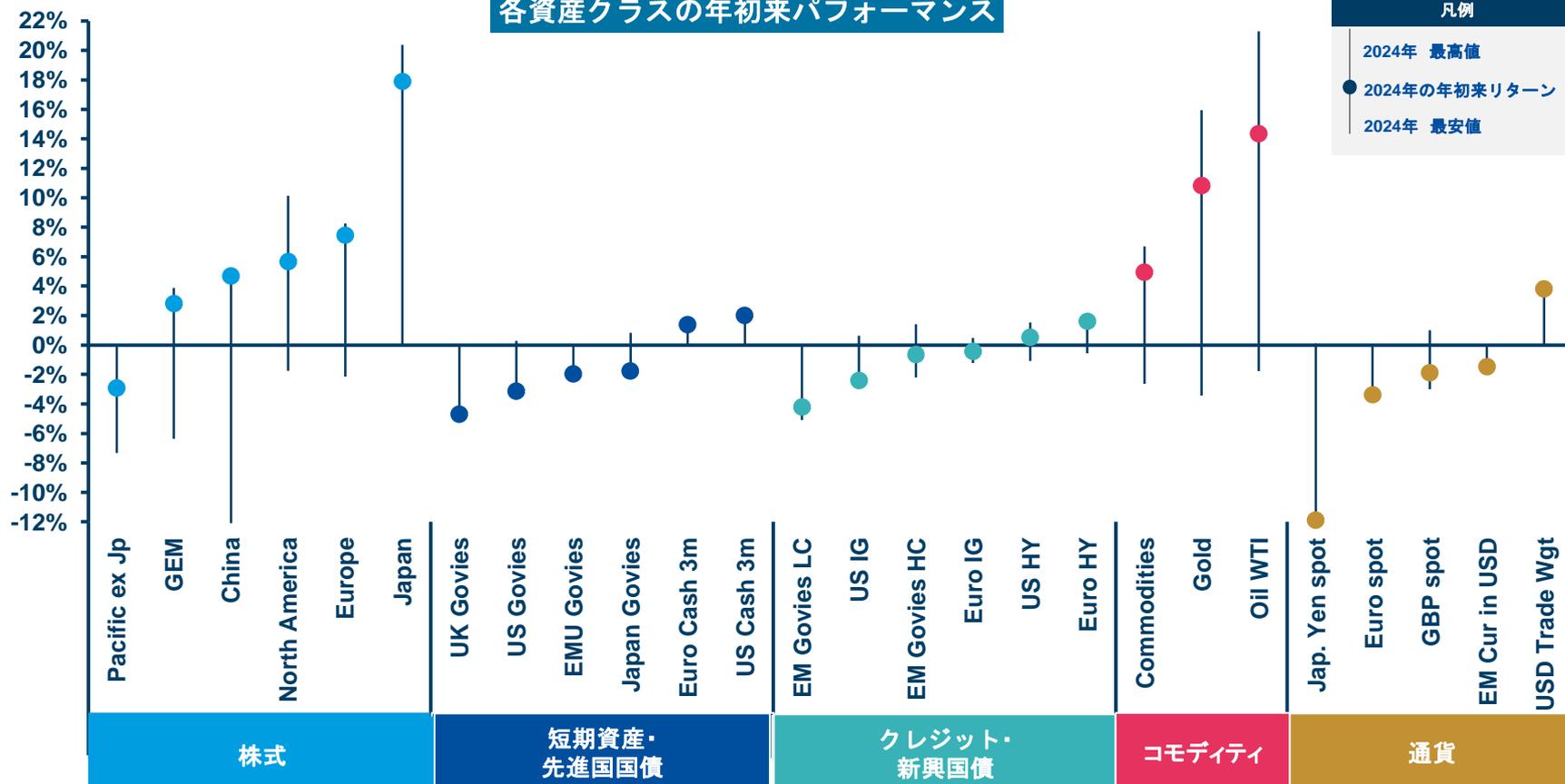
- **市場の焦点**：FEDが利下げを延期する可能性が出てきたことから、金利水準全体に見直しが入った。
- **株式**：高金利の長期化観測が4月の株式相場の重荷となり、特に米国市場では調整色が強まった。一方、欧州や中国では割安な市場に対する投資意欲が高まった。
- **債券**：国債利回りは、米国経済が驚くほど底堅く、FEDは利下げを急がないであろうとの見方を背景に上昇した。クレジット市場は、投資家の高い投資意欲（特に投資適格債）から引き続き恩恵を受けている。
- **クロスアセット**：先進国市場が予想を上回る成長を遂げるなか、リスクスタンスはややポジティブに保ち、クレジットよりも株式を選好する。
- **新興国資産**：最近、FEDが利下げに慎重になっていることからセンチメントがやや悪化しているが、マクロ的な背景は依然としてポジティブであり、現地通貨建て債券よりもハードカレンシー債が選好されている。
- **通貨為替**：米ドルのモメンタムは維持され、対G10および新興国通貨為替では直近で上昇している。米ドルに対して戦術レベルでポジティブ。
- **コモディティ**：ファンダメンタルズの逼迫と地政学的要因によって上昇。

出典：2024年4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。EM: エマージング市場。CPI: 消費者物価指数。FED: 連邦準備制度。ECB: 欧州中央銀行。PBoC: 中国人民銀行。中国  
人民銀行。USD: 米ドル。



# 株式ではバリュエーション（米国で買い戻しと中国の上昇）に注目。債券は中銀によるリプライシングで苦戦

各資産クラスの年初来パフォーマンス

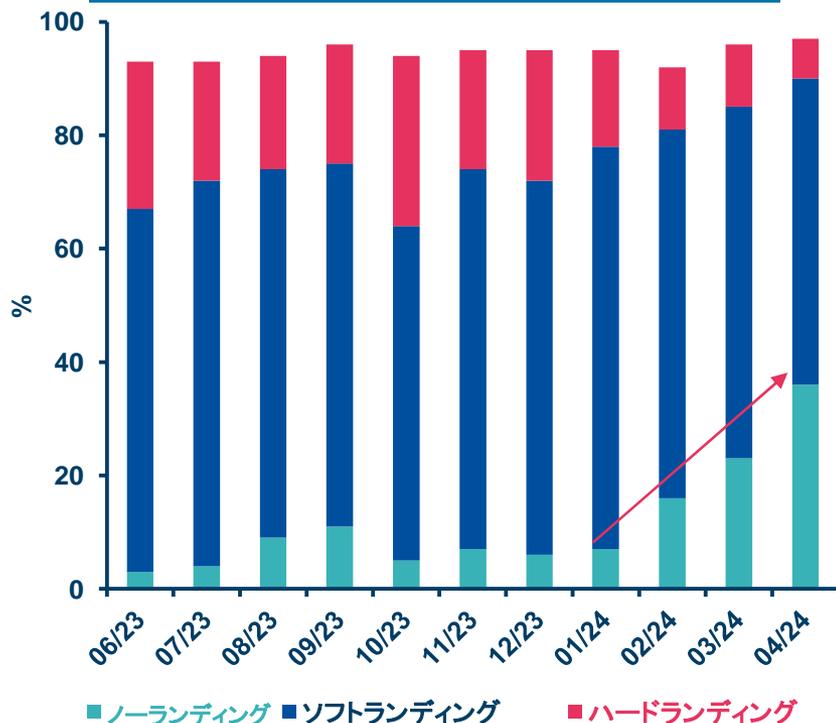


出典：ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュートによる26資産クラスおよびFXの分析。データは2024年4月30日現在。MM：マネー市場。DM：先進国市場。指数プロバイダー：現物、国債、EM債券指数はJPモルガン、社債指数はBofA、株式指数とEM通貨指数はMSCI、商品指数はブルームバーグ・パークレイズ。資産クラスを表すために使用されたインデックスはすべて現地通貨建てである。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

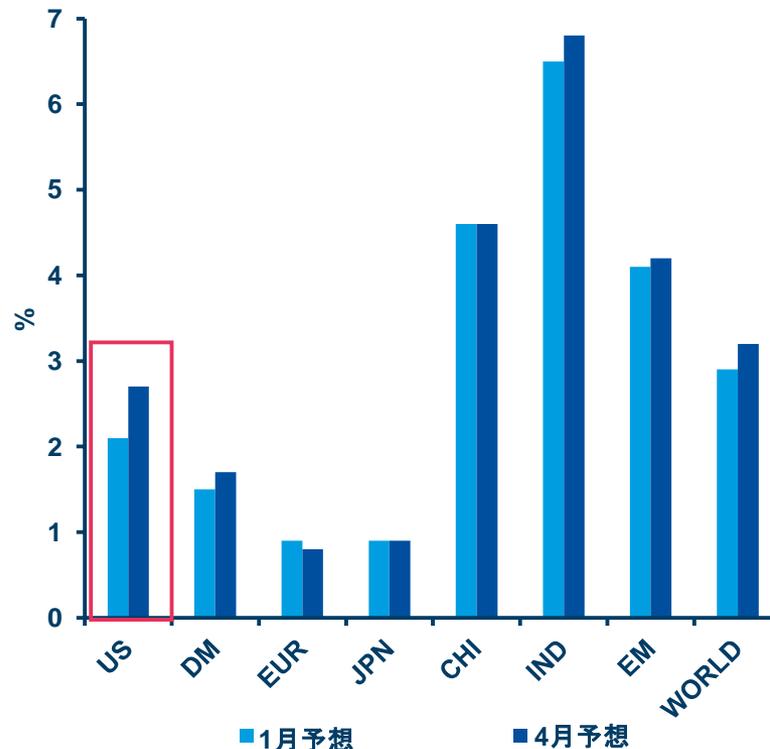


# 米国経済が底堅く推移するなか、マクロ・シナリオは年初に比べ改善

世界経済にはより穏やかなマクロ環境が期待される



IMFが2024年の世界成長率を上方修正



出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、BofAグローバル・ファンド・マネージャー調査。データは2024年4月現在。

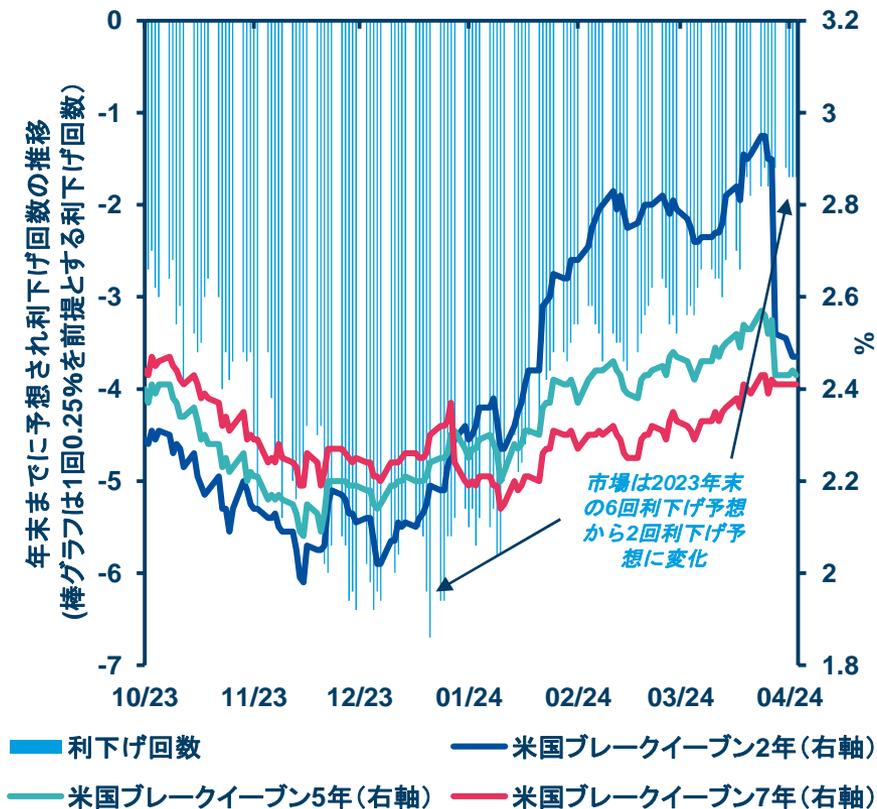
出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、IMF2024年4月世界経済見通し



# より高く、より長くのFEDの方針を反映したリプライシング

ブレーク・イーブン・レートは、FEDの利下げ期待の後退を反映

MMFの残高が最高を更新



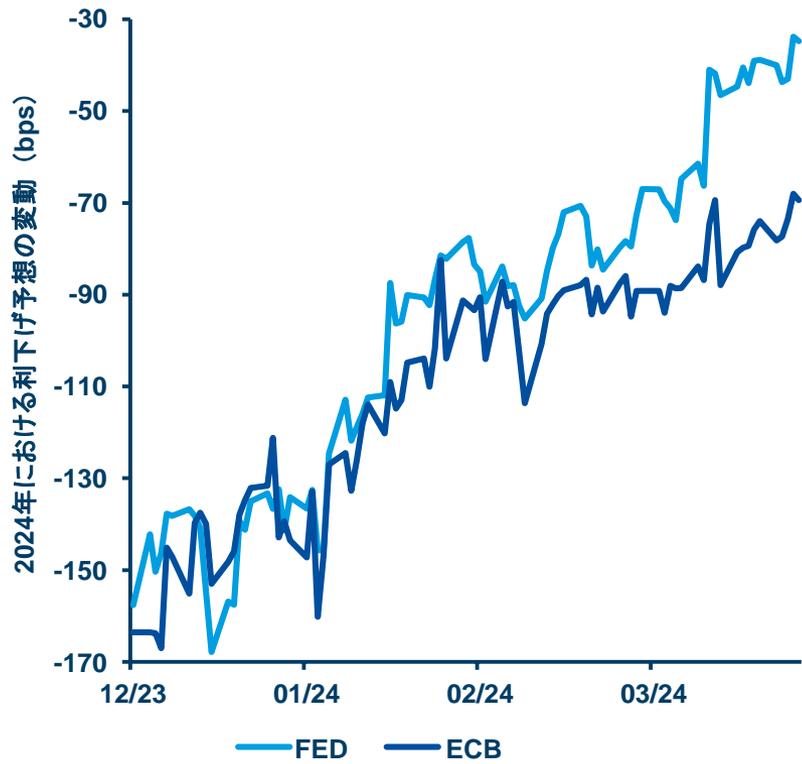
出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月25日現在。

出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。ICI マネーマーケットファンド資産の週次データ。2024年4月25日現在のデータ。

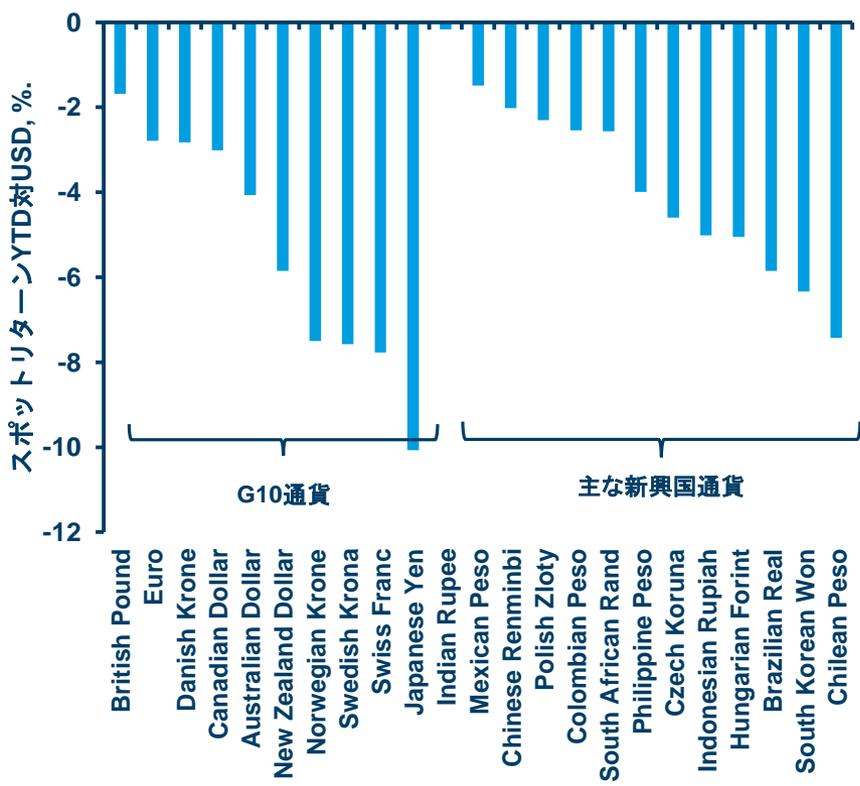


# 市場の期待は、FEDと他中銀で異なる政策金利見通しを反映

2024年のFEDとECBの利下げ見込み：ギャップが拡大



米ドルは復活、少なくとも短期的には強い状態が継続する見込み



出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月26日現在。

出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月26日現在。

# 02

## グローバル経済アウトルック

# 見通しは徐々に改善

## 2024年 基本シナリオ

### 回復力が強いものの、異なるスピードでの成長

グローバル：異なるスピードの成長：回復力は強いものの、乖離も大きい

米国：旺盛な需要と逼迫した労働市場により、前半は底堅い成長、後半はマイルドな減速となろうが、マイナス成長の四半期は見込まない。

欧州：最悪期は脱した模様、ソフトランディングで回復は徐々に加速

中国：管理下で後続的な減速

### インフレと金融政策

デフインフレのトレンドは、鈍化はするもの継続、ただし、そのスピードは地域ごとの違いが大きい

先進国中銀はハト派になりつつある：緩和の規模とタイミングを精査

粘着性の高いインフレに対するFEDの政策次第では、新興国の緩和が縮小

### 脆弱性

#### 短期：

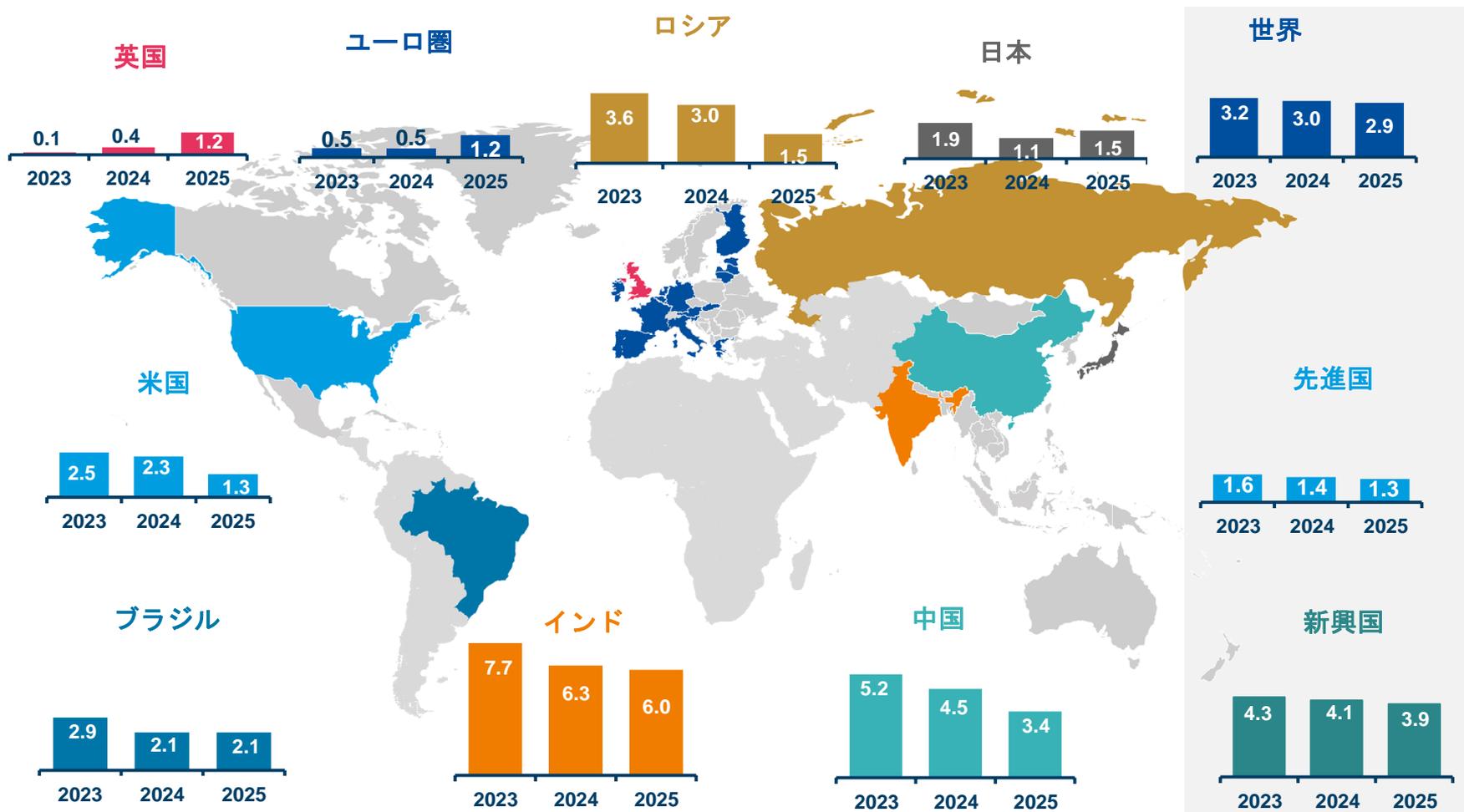
- インフレ率が再び上昇
- ボラティリティの上昇とアセットクラス間の相関の上昇
- クレジットのクオリティの悪化

#### 中期：

- 新地政学秩序
- 債務超過
- ネット・ゼロ・トランジションの遅延と無秩序化
- 食料安全保障

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年4月現在。

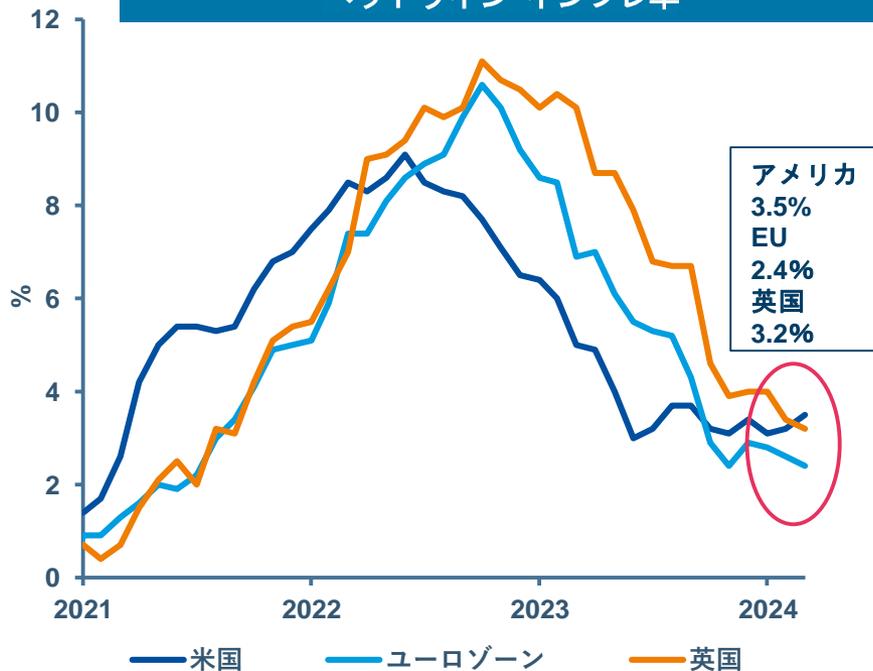
# 世界経済の成長見通しはわずかに改善、バラつきは大きい



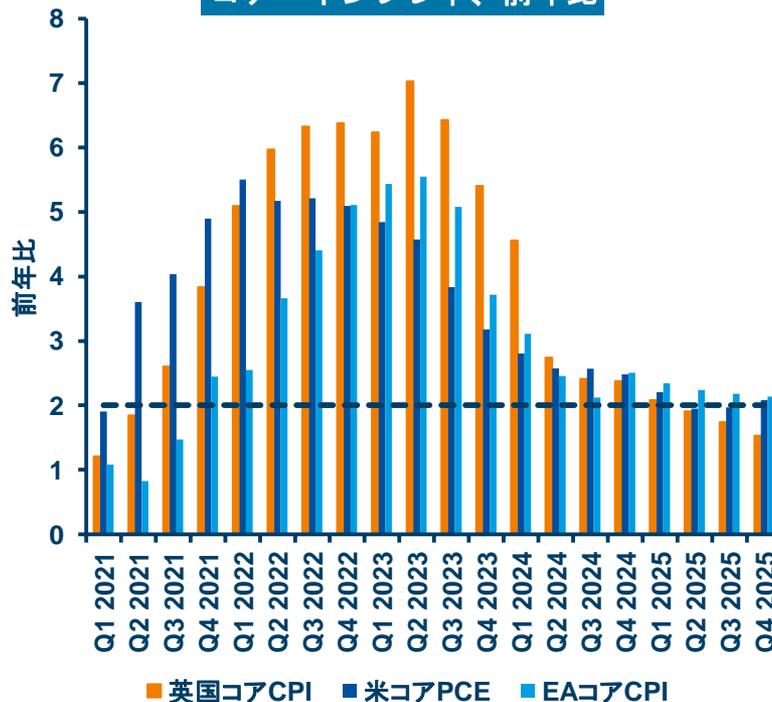
出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは2024年4月29日現在。予測はアムンディ・インベストメント・インスティテュートによるもので、2024年4月29日現在のもの。  
EM: 新興国市場。DM: 先進国市場。

# ディスインフレーションの進捗度合いの違いは、中銀のスタンスの違いに反映

米国、ユーロ圏、英国で異なるパターンをたどる  
ヘッドライン・インフレ率



コア・インフレ率、前年比

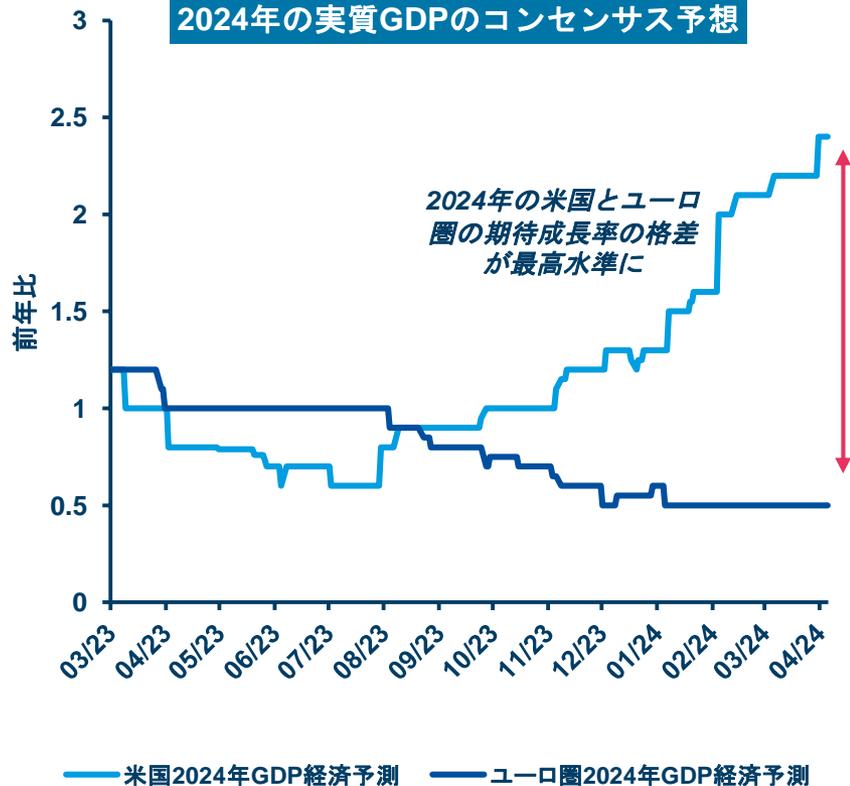


出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月24日現在。最新データは2024年3月時点、CPI前年同月比。

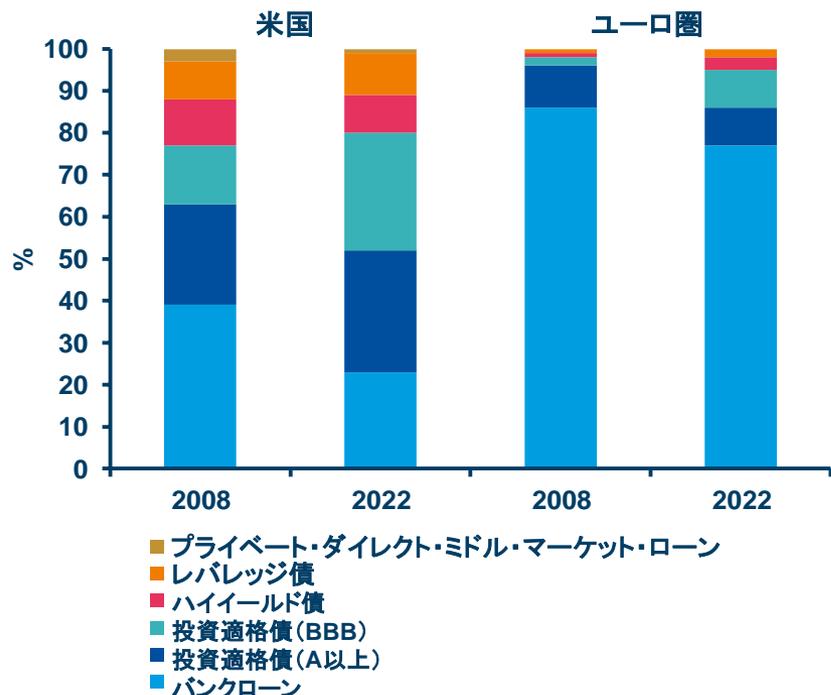
出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月29日現在。インフレ予測はアムンディ・インベストメント・インスティテュートによるもので、2024年4月29日現在のもの。

# 米国とユーロ圏で異なる成長トレンドとリスク

米国と欧州のトレンドの相違：  
2024年の実質GDPのコンセンサス予想



企業部門の資金調達源：ユーロ圏は依然として銀行融資に大きく依存しており、引き締め過ぎのリスクが高まっている



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月24日現在。

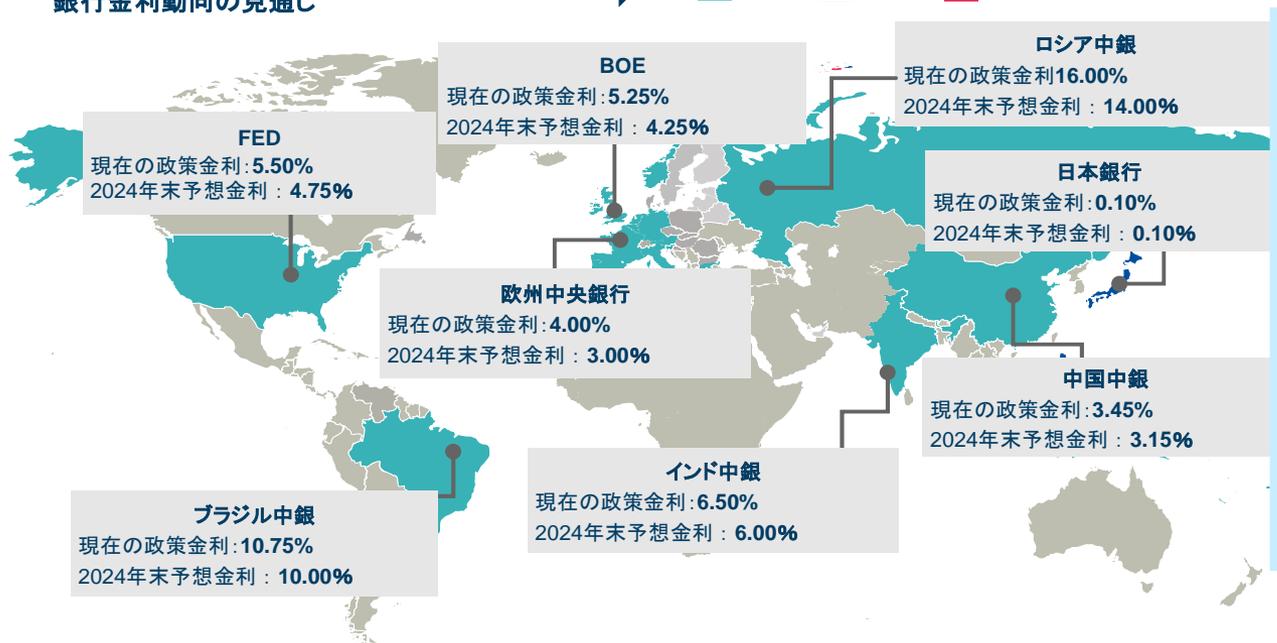
出典：ブルームバーグ、ヘーバー、ピッチブックLCV、アポロ・チーフ・エコノミストによるアムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは2024年3月現在。

# 世界の中央銀行はピボットに向かっているが、タイミングが完全に同じわけではない

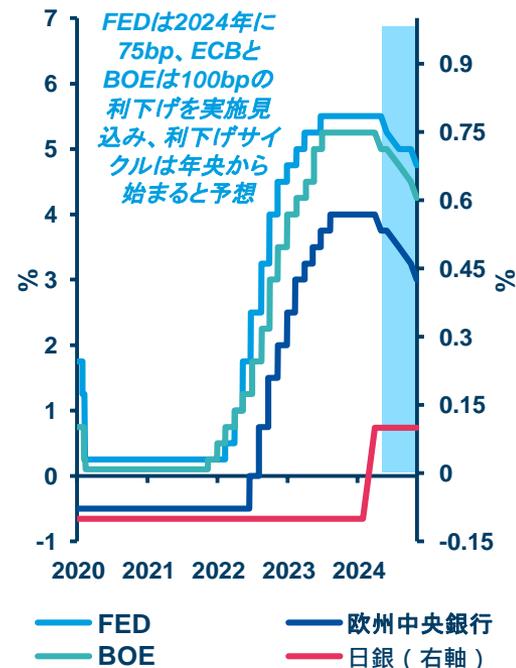
アムンディによる2024年末の中央銀行金利動向の見通し



■ ハト派 ■ 中立 ■ タカ派



中銀レートと予想



出典：2024年4月26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。金融政策の例示地図。CB：中央銀行。DM：先進国市場。EM：新興市場。中央銀行のスタンスとは、2024年に予想される中央銀行のバランスシート、政策金利、実質金利の変化を指す。CB予想はアムンディ・インベストメント・インスティテュートによるもので、2023年4月22日現在のもの。FED連邦準備制度理事会、ECB：欧州中央銀行、BOE：イングランド銀行、日本銀行、PBoC：中国人民銀行、BCB：ブラジル中央銀行、CBR：ロシア中央銀行、RBI：インド準備銀行：インド準備銀行。連邦準備制度理事会（FED）については、カレントレートは目標レンジの上限を指す。日銀は目標レンジの上限。ECBIについては、現行レートは預金ファシリティを指す。

# 中央シナリオと代替シナリオ、および確率

確率:70%

## 中心シナリオ 回復するが、スピードの異なる成長

- **地政学**
  - ウクライナ/ロシア：戦闘継続（停戦の目途は立っていない）
  - イスラエル：紛争拡大のリスクが高まる。しかし、紛争は局地的なものに留まる見込み
  - 中国/米国：管理されながらも悪化
  - 保護主義、フレンド・ショアリングの強化
- **インフレと政策ミックス**
  - ディスインフレのトレンドは維持されているが、コア・インフレの粘着性は高く、低下ペースは鈍化
  - 先進国中銀：FF金利は24年末までに-75bp、ECBは-100bp、ECBは夏から利下げサイクルを開始
  - ほとんどの新興國中銀の政策金利はピーク
  - さまざまな財政政策：EUは景気抑制的スタンス、米国はネガティブ・インパルス、中国は穏健な対応
- **成長プロセス**
  - 欧州の緩やかな回復、米国の穏やかな減速、中国の抑制された減速
  - 成長格差は依然として新興国優位
- **気候変動**
  - 気候変動は成長を阻害し、スタグフレーションの傾向を悪化させる。

確率:20%

## ダウンサイド・シナリオ スタグフレーション圧力の再燃

- 悪化するウクライナ戦争
- 中東/紅海における紛争の拡大
- 保護主義が強まり、保護主義的措置に対する報復の強化
- 粘着性の高いインフレ、インフレ再燃は金融引き締めにつながる
- 経済的ストレス
- 中央銀行は当初、インフレを理由に利下げを躊躇、景気後退の可能性があれば利下げに踏み切るが、それは後手にまわることになる。
- 景気後退の見通し
- 気候変動がさらに悪化すれば、さらに回復も遅れる

確率:10%

## 上アップサイド・シナリオ 生産性向上を伴うディスインフレの進行

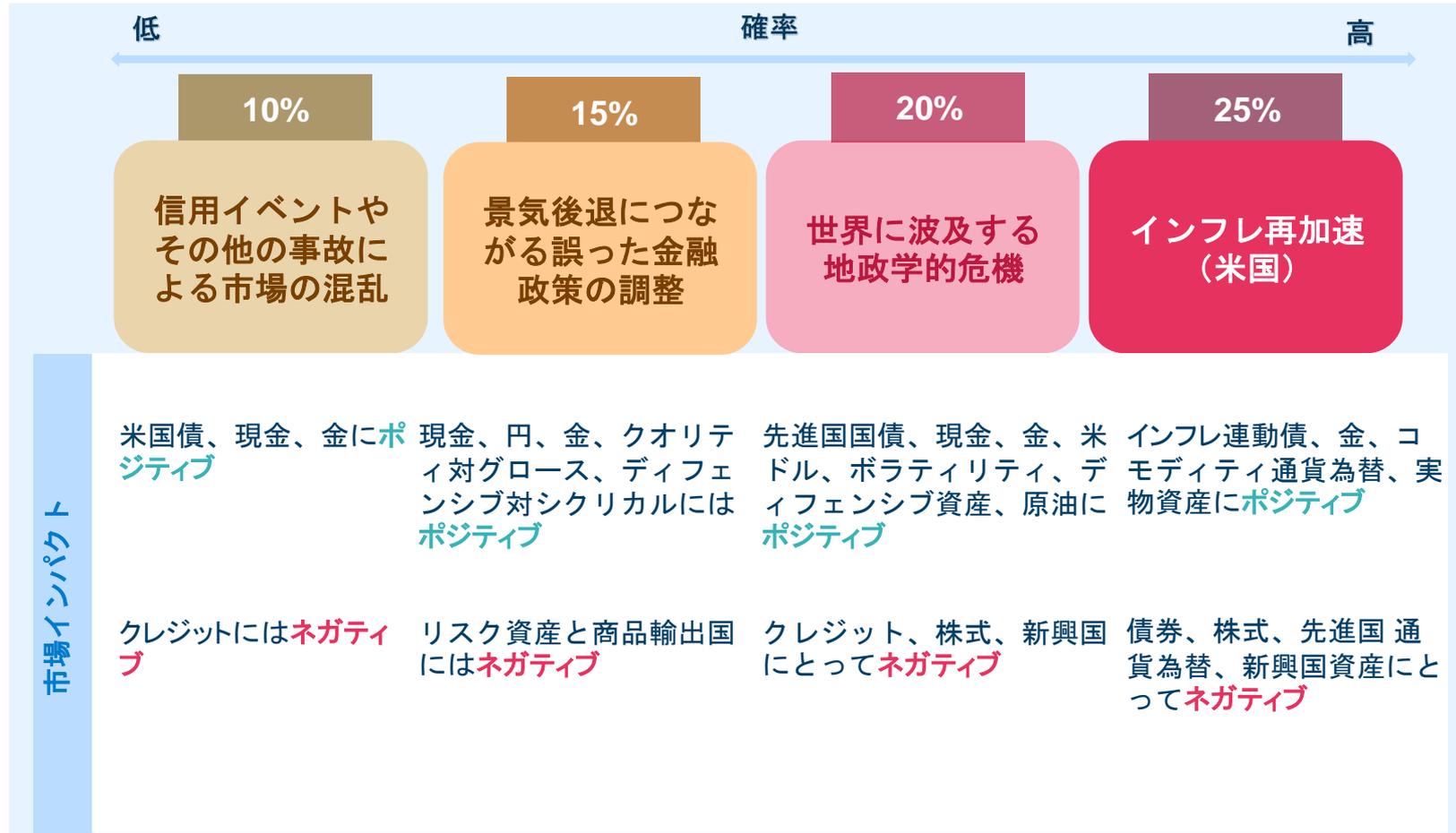
- ウクライナの情勢緩和と停戦
- イスラエルとハマスの戦争終結
- エネルギー/食料価格の低下
- 利下げ幅は中心シナリオより少ない。
- 欧州では潜在成長率まで回復し、米国では潜在成長率が継続

- 地域間で調整された秩序ある移行に回復も遅れる

出典：2024年4月29日現在。DM：先進国市場、EM：新興国市場。CB：中央銀行。FED：連邦準備制度。BOE：イングランド銀行ECB：欧州中央銀行。EZ：ユーロ圏。PBoC：中国人民銀行。QE：量的緩和。QT：量的引き締め。TPI：IRA：インフレ抑制法。



# シナリオのリスク

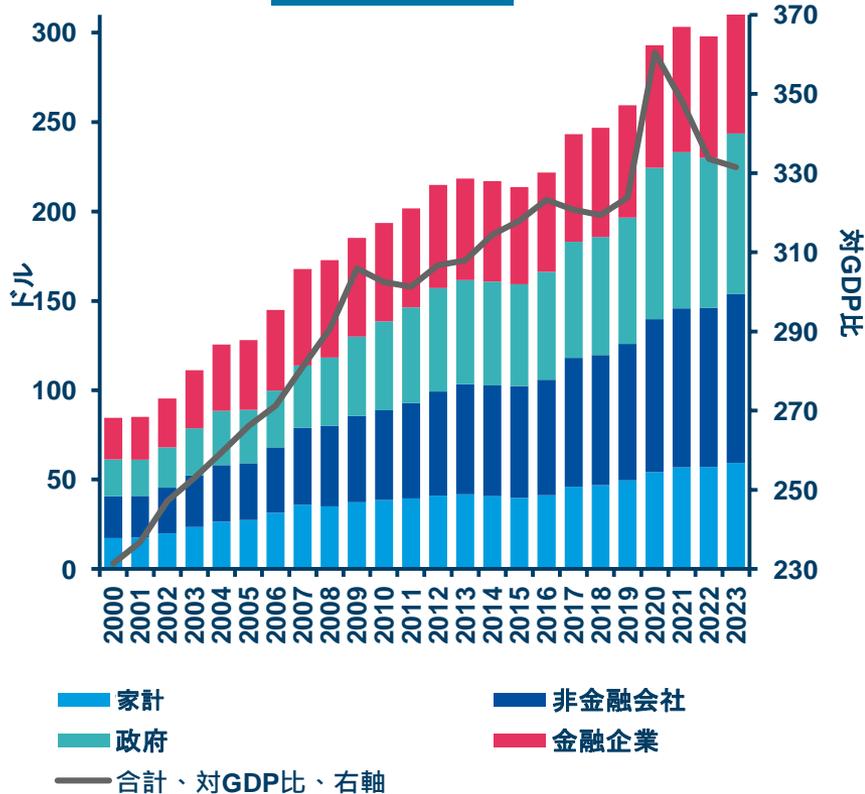


出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート(2024年4月現在)。DM: 先進国市場。EM: 新興市場。CB: 中央銀行。米ドル: 米ドルTIPS: 財務省インフレ保護証券。FX: 外国為替市場。

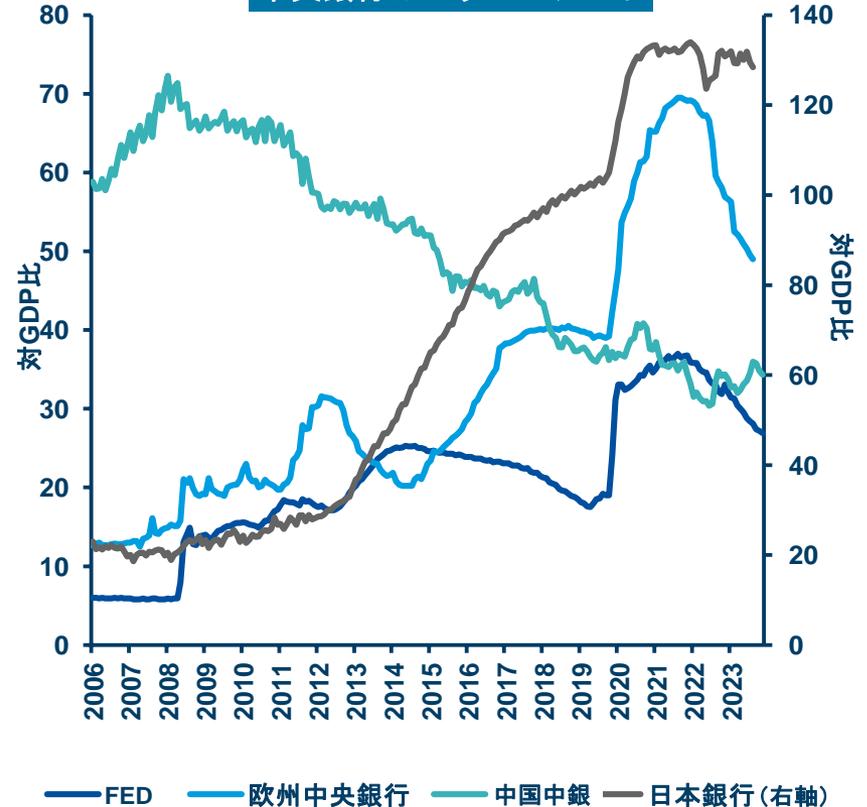


# 中期的リスク：過剰債務の世界における限られた財政余力と中銀バランスシートの正常化

部門別負債総額



中央銀行のバランスシート



出典：2023年末時点のIIFデータよりアムンディ・インベストメント・インスティテュート作成。注：債務総額は、政府債務、家計債務、金融部門債務、非金融企業債務の合計。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、CEIC。データは2024年4月現在。FEDとPBoCは3月末時点、ECBとBOEは2023年12月末時点。



# 米国経済：堅調な小売売上高と労働市場により力強いモメンタムだが、年後半には減速を予想

1

例外的な動きを確認：底堅い成長、金融情勢の改善  
力強いモメンタムは第2四半期と2024年の成長率引き上げにつながり、減速は年後半に先送り  
注意事項：実質消費支出、政府支出、米国経済内の二極化現象（中小企業と大企業、低所得者と高所得者）

2

インフレ率は2.5%~3%程度に留まり、平常化には従来の予想よりも時間がかかる見込みだが、コアインフレ率の再加速の懸念は低い

3

インフレはFEDのピボットへのカギ、FEDは7月に利下げを開始し、今年中に合計75bpの利下げを行う見込み

4

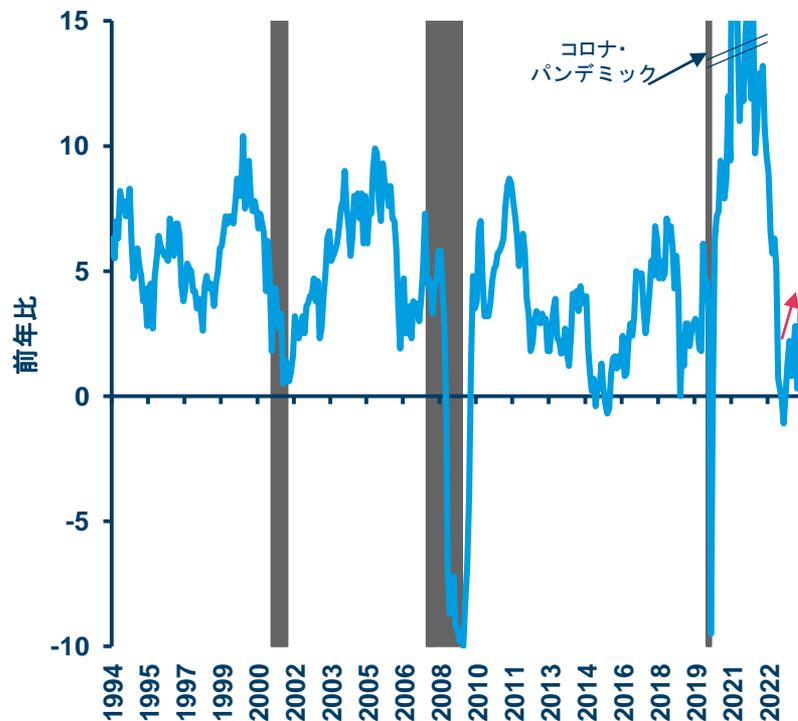
年後半のEPSはプラストレンドに回帰（過去のパターンに沿った動き）

5

巨額債務による脆弱性

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月23日現在。

### 小売売上高の伸びが回復



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、月次データ、最終入手可能データは2024年3月末時点。季節調整済み。



# ユーロ圏：モメンタムの改善と内需・外需のサポートが上方修正を促す

1  
2  
3  
4  
5

**カントリーダイナミクスの乖離**

弱い ← → 強い

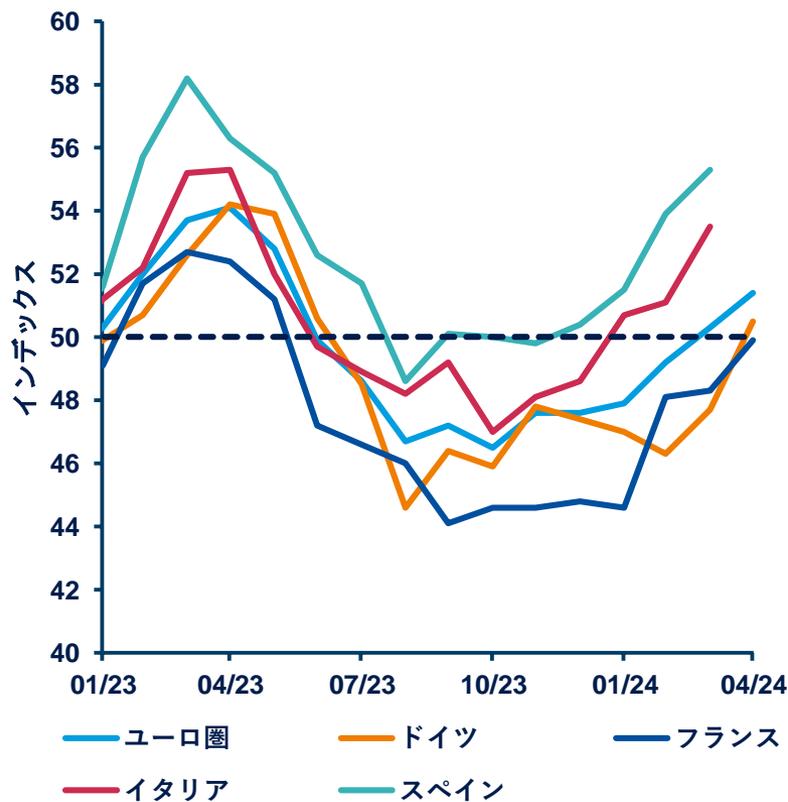
2024年前半はインフレの高いボラティリティと上方サプライズ・リスクが発生しようが、インフレ低下は継続  
原油価格の影響で欧州のインフレが長引くリスク

成長に対して抑制的な金融・財政政策

労働市場の回復と実質賃金上昇の回復  
金融と財政の抑制を相殺し、内需の底上げを支援する見込み

リスク：エネルギー、未解決の構造的課題

ユーロ圏景気調査（PMI）、景気拡大を示唆



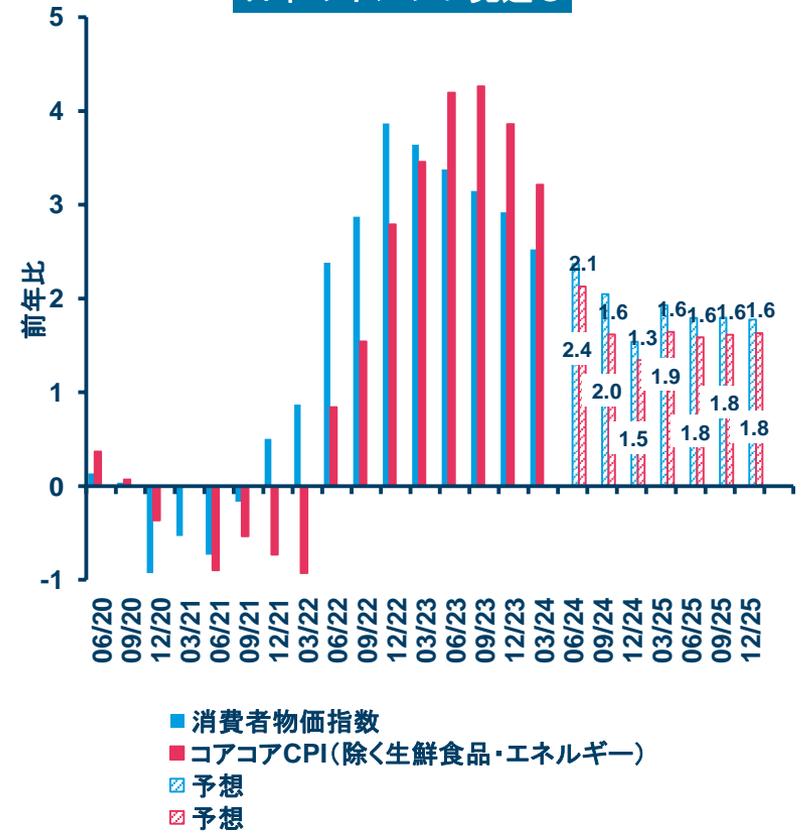
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、2024年4月26日現在。S&Pグローバルによる総合PMI指標。



# 日本：デフレーションは継続、日銀は金利を注視

- 1 **トレンド以上の成長が継続**  
 内需、特に消費は3四半期にわたって足かせとなっている。賃金は依然として消費の主たる逆風
- 2 **インフレ圧力の低下**  
 基礎インフレ指標は2%以下に低下。下半期にインフレが再加速するリスクは20%未満
- 3 **日銀、政策金利を0-1%に据え置きへ**  
 賃金・物価のポジティブな動きを支援し、インフレ傾向を維持するため、緩和的な金融環境の提供を優先し、日銀は政策金利を維持する見込み  
 円安は続く可能性
- 4 **中国への地政学的ヘッジ**  
 国内設備投資の増加、人材の確保、雇用／賃金の改善のための計画やリロケーションから恩恵を受ける見込み
- 5 **グリーン・トランジションへの財政支援**

### 日本のインフレ見通し



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月26日現在。マイナス金利。



# 中国：マクロ経済は膠着状態、短期的な改善

1

## 内需は好転していない

好調な輸出が牽引した第1四半期の高い成長率  
2024年最大のマクロリスクは銀行のデフォルト（債務不履行）。

2

以下の場合、サービス・インフレ率がマイナスに転じる可能性  
居住費と観光関連の物価が低下  
過剰生産能力によるPPIのマイナス継続

3

弱い消費：富と所得の両方からの明白な低下  
弱い内需

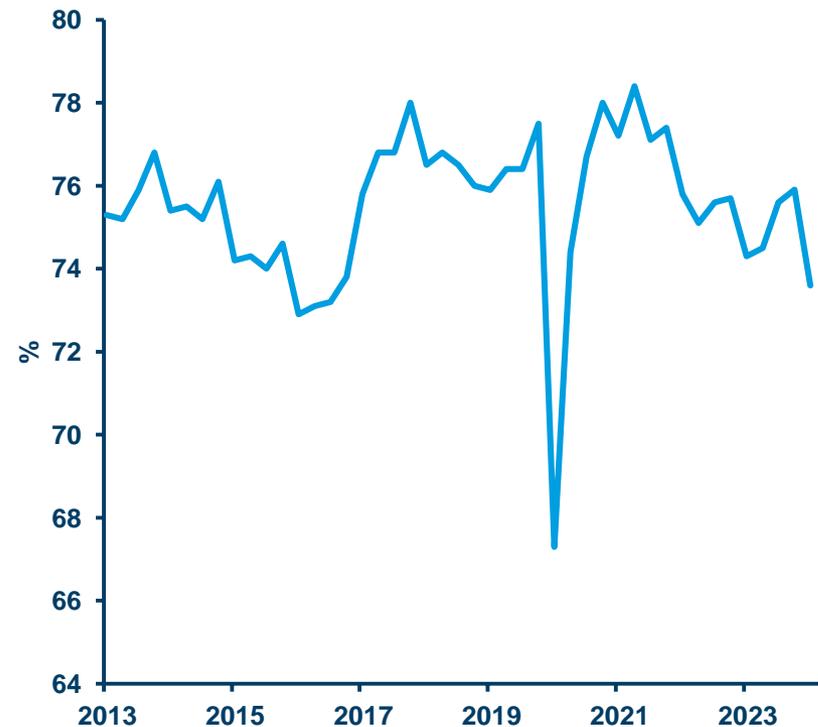
4

新たな戦略的成長分野  
(クリーンエネルギー、EV、スーパーコンピューティング、AI、ロボティクス)

5

中国景気減速にもかかわらず他の新興国は底堅い  
先進国市場への波及は限定的

産業稼働率



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、CEIC。データは2024年4月現在。



# インド：選挙は継続中だが、成長とマクロの安定性は継続

1

## 力強い経済モメンタム

成長ポテンシャルを引き出すには、設備投資が重要な要素であることに変わりはない

内需主導の拡大局面が継続  
インドは安定した成長を追求

2

## 選挙：インド人民党の支持率は高い

モディの支持率は75%。インド人民党の高い人気はサクセスストーリーとなっている：インフラ開発、社会福祉、好調な経済次の取り組み：持続可能な成長のための大規模なマクロ改革、内政と外交のバランス。課題：労働、農村、教育、公害

3

## インフレ率はヘッドラインレベルでもコアレベルでも良好に推移

インド中銀の許容レンジ上限（2%～6%）が継続

4

## インド中銀は金融緩和を急ぐ必要はない

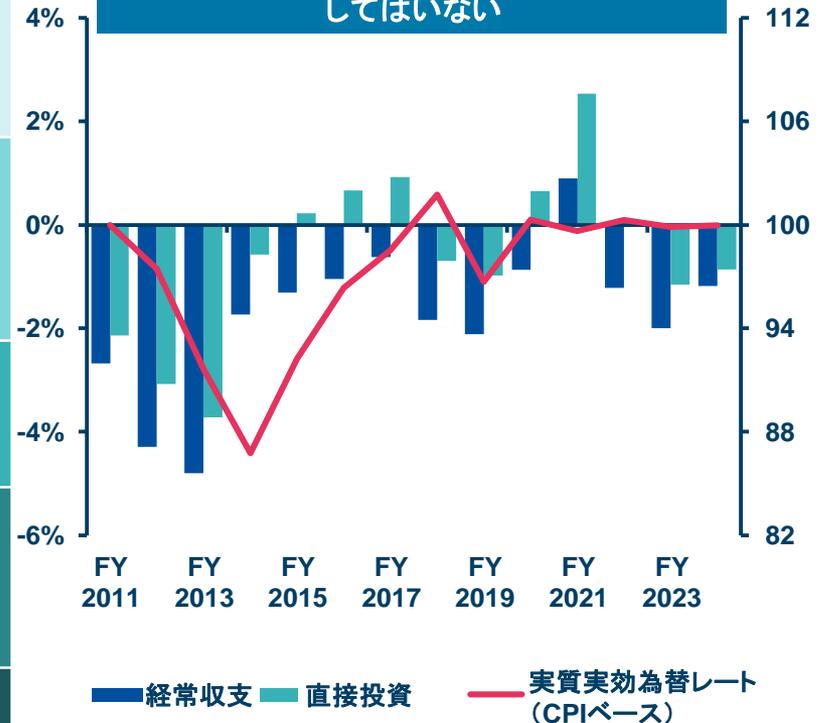
2024年後半まで金融緩和が開始されるとは考えておらず、そのサイクルは緩やかなものになる見込み

5

## 財政政策は慎重かつ健全化路線

設備投資への傾斜は今後も続く見込み

インドの経常収支赤字は対外的脆弱性を示してはいない

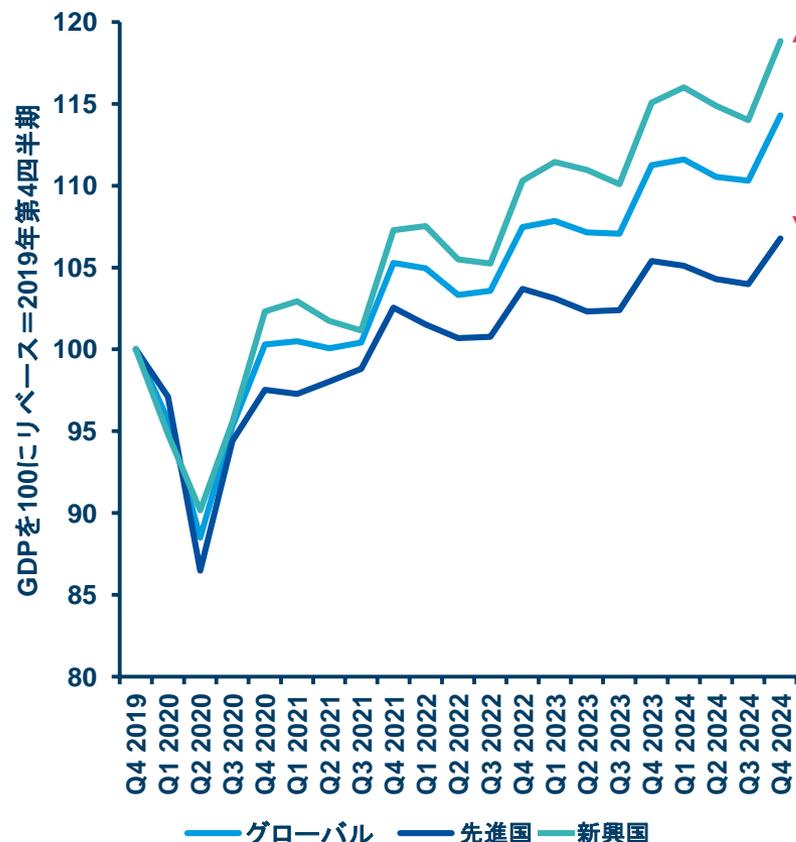


出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、CEIC。データは2024年3月現在。FY：会計年度、CY：暦年、CA：経常収支、FDI：海外直接投資、REER：実質実効為替レート。

# 成長プレミアムでは、依然、新興国優位

- 1 **景気後退**  
その後、景気は緩やかに回復に向かう
- 2 **構造的なトレンド**  
マクロ金融の枠組みが改善すれば、新興国には回復力がある  
分断化、ニアショアリング、アジアへの海外直接投資、最も成長著しい地域（インド）
- 3 **デフレーションは上向きになるリスク**  
サービス価格の高騰、労働市場の逼迫、保護主義や気候変動の影響など、最後の一步への挑戦
- 4 **政策ミックス**  
緩和サイクルはより緩やかなペースで継続、不連続になる可能性が高い
- 5 **国の内外の脆弱性に注意**  
地政学的リスク：分断化は世界経済の回復力を低下させる

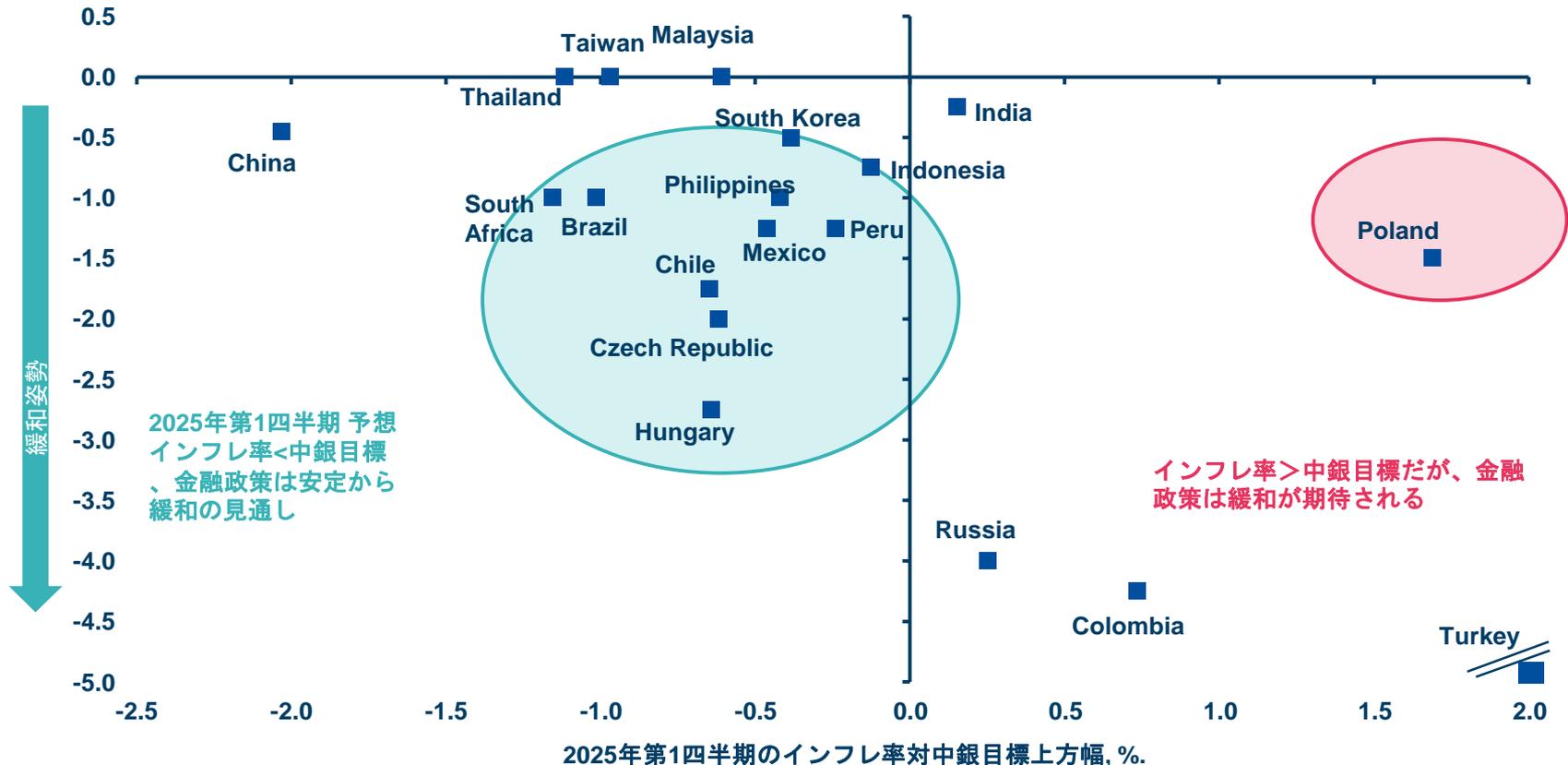
新興国-先進国成長プレミアム



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは2024年4月25日現在。予測はアムンディ・インベストメント・インスティテュートによるもので、2024年4月21日現在。EM: 新興市場。DM: 先進国市場。

# ポジティブなインフレ・金融政策ミックス、緩和スタンスはやや緩やかに

## 2025年第1四半期までの新興国インフレと金融政策の動向



出典:ブルームバーグ・インテリジェンスのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュート作成。データは2024年4月26日現在。EMIには、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、チェコ、ハンガリー、インド、インドネシア、イスラエル、マレーシア、メキシコ、ペルー、フィリピン、ポーランド、ルーマニア、ロシア、南アフリカ、韓国、タイ、トルコのCBが含まれる。DM: 先進国市場。EM: 新興市場。FED: 連邦準備制度理事会。MP: 金融政策。トルコのインフレ率は2025年第1四半期に34.74%と予想され、トルコの政策金利は2025年第1四半期に1250pbs引き下げられると予想される。

# 03

## 地政学と選挙



# 高まる地政学的リスク：投資家への影響

## 主なテーマ

- 地政学的再編が新たな勝者をもたらし続ける
- ダウンサイドリスクの確率が高い
  - イスラエル戦争（中東紛争が拡大する危険性）
  - 米中の競合関係
  - 中国と台湾の緊張
  - ロシア/ウクライナ戦争
- 選挙を意識した行動

## 投資家への影響

- より複雑で高いリスク
- コスト上昇（同盟の構築、サプライチェーンの変更等）
- 米欧の選挙関連政治リスク（財政政策等）
- 保護主義の地域への影響
- コモディティ-紛争/政治状況悪化によるリスク
- 国、セクター、企業レベルでの勝者の特定

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年4月現在。

# イスラエル:3つの地域（ガザ、南レバノン、イラン）で紛争が並行して進行しているため、基本シナリオはさらにエスカレートの方

現時点

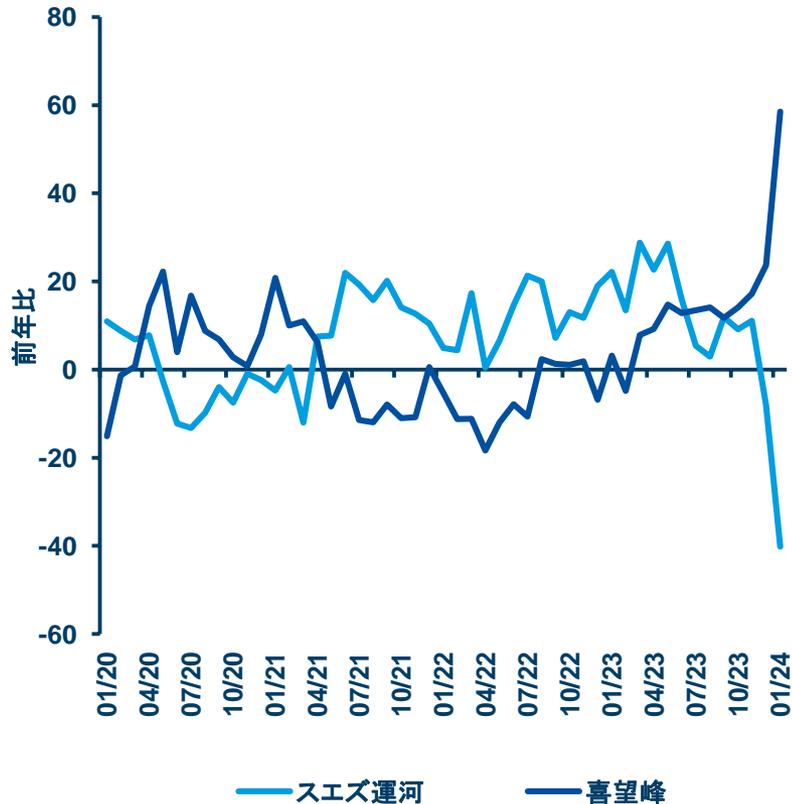
|               | ディエスカレーション   | 限定的な治安危機   | ベースケース：<br>より大きなエスカレーション  | 地域戦争  |
|---------------|--|--|---|---|
| さまざまシナリオ      | <ul style="list-style-type: none"> <li>イスラエルで高まる縮小圧力</li> <li>イランとヒズボラは直接的なエスカレーションは回避したい</li> <li>代理的活動が停滞</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>主にガザとヨルダン川西岸で戦闘</li> <li>イスラエル、ヒズボラ／ハマス指導者の処刑を継続</li> <li>レバノン国境を越えた限定的な攻撃と、シリア、イラク、イエメン、紅海での代理的活動</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>イランが直接関与</li> <li>イスラエル、反撃の閾値を下回る</li> <li>イスラエル、ガザ侵攻を強化</li> <li>ヒズボラが行動を強化</li> <li>イスラエル、ヒズボラ攻撃を強化</li> <li>イラン海軍が嫌がらせに加担</li> <li>代理人の活動が悪化</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>イスラエルがイランを攻撃</li> <li>ヒズボラ／イスラエル戦争がイランを引きずり込む</li> <li>イスラエルとイランの直接戦争が米国を引きずり込む</li> </ul>   |
| 地域的な拡大と市場への影響 | <p style="text-align: center;">低</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>この地域でのリスク・センチメントはやや高い</li> </ul>           | <p style="text-align: center;">低</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>この地域でのリスク・センチメントはやや高い</li> </ul>   | <p style="text-align: center;">中</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギー価格、セーフヘイブン、金、航路等におけるリスク・センチメントにより大きな影響</li> <li>イランへの制裁のレジーム</li> </ul>  | <p style="text-align: center;">高</p> <p style="text-align: center;">ただし、混乱の度合いによる</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>原油へのリスクは高まる-ただし、まだ抑制されているホルムズ海峡が寸断されたり、イランがサウジの原油を攻撃した場合</li> <li>地域の拡大（ヨルダン、レバノン、エジプト）</li> <li>バイデンへの影響</li> </ul> |

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年4月現在。



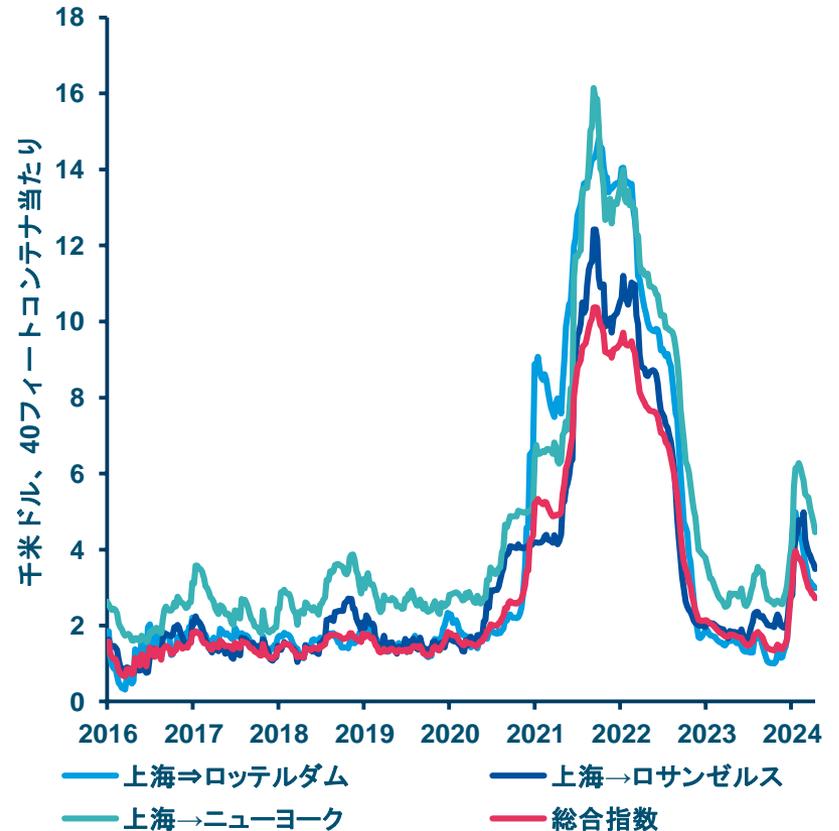
# 地政学の影響を受けたグローバル・サプライチェーンの混乱

## 紅海の緊張により影響を受ける貿易量



出典: 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・インベストメント・インスティテュート、ニューヨーク連銀、ヘイバー・アナリティクス、ポートウォッチ、IMFの計算に基づく IMF-WEO。データは2024年4月現在。

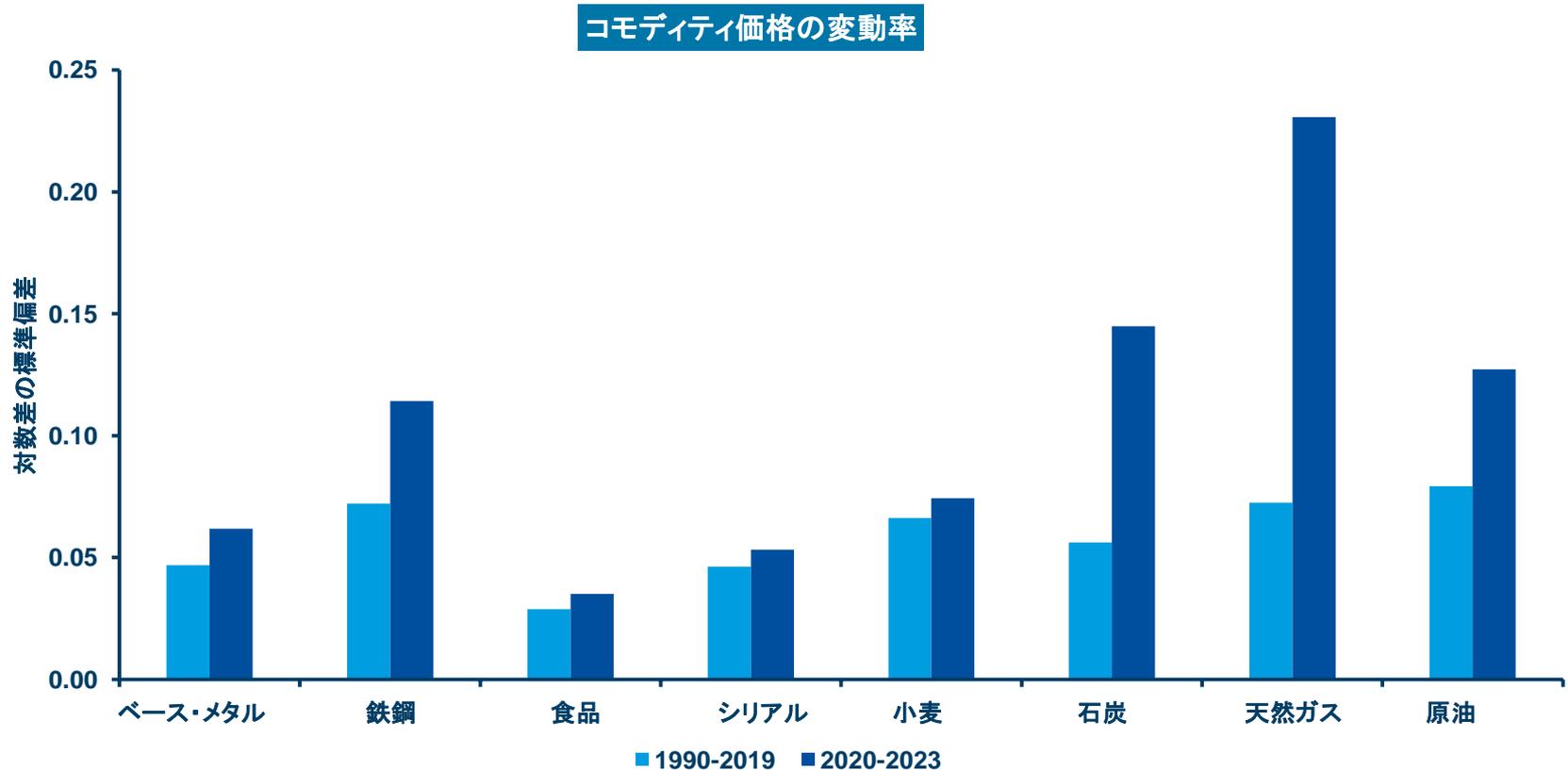
## 紅海情勢の緊迫化で運賃が高騰



出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月24日現在。



# 最近のショックによる商品価格変動率の急上昇



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、IMF一次産品価格システムに基づくIMF-WEO、およびIMFスタッフの計算。注：ボラティリティは各期間の月次価格の対数差の標準偏差。データは2024年4月現在。



# 地政学的再編とリスク

## 現在の地政学的再編成の勝者の3大ブロック

### グローバルな影響力

- インド、トルコ、イラン
- サウジアラビア、ブラジル

### 資源、サプライチェーン、リロケーションの分散化

- カタール&アンゴラ
- 中央アジア&ラテンアメリカ
- 日本&韓国
- ベトナム&タイ
- モロッコ

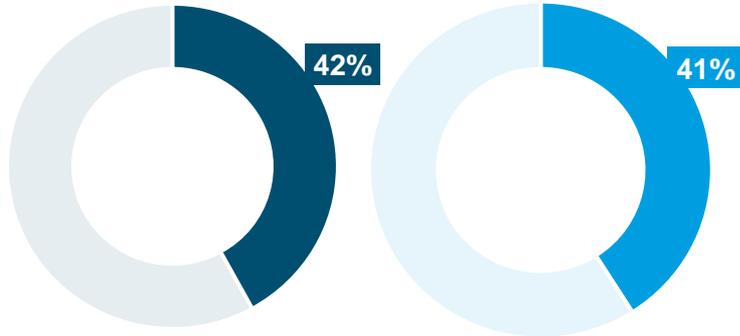
### 米国と新たな防衛条約を締結

- フィリピン

出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年4月現在。



# 2024年：史上最大の選挙の年



2024年に国政選挙がある国の世界GDPの割合

2024年に国政選挙がある国の世界人口の割合

## 2024年のEUの選挙の見込み：

- 欧州議会の構成の決定
- 新欧州委員会の構成の決定
- EUのアジェンダの設定、および、EUの政策や法律を形成する上で極めて重要な役割を担う。



| 2024年の重要選挙 | 選挙日    | 完了 |
|------------|--------|----|
| 台湾         | 1月13日  | ✓  |
| パキスタン      | 2月8日   | ✓  |
| インドネシア     | 2月14日  | ✓  |
| ロシア        | 3月17日  | ✓  |
| 韓国         | 4月10日  | ✓  |
| インド        | 4月～5月  | ✓  |
| 南アフリカ      | 5月29日  |    |
| メキシコ       | 6月2日   |    |
| EU         | 6月6-9日 |    |
| 米国         | 11月5日  |    |
| ベネズエラ      | 未定     |    |
| ルーマニア      | 未定     |    |
| 英国         | 未定     |    |

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、IMF予測に基づくブルームバーグ・エコノミクス、2024年4月11日。



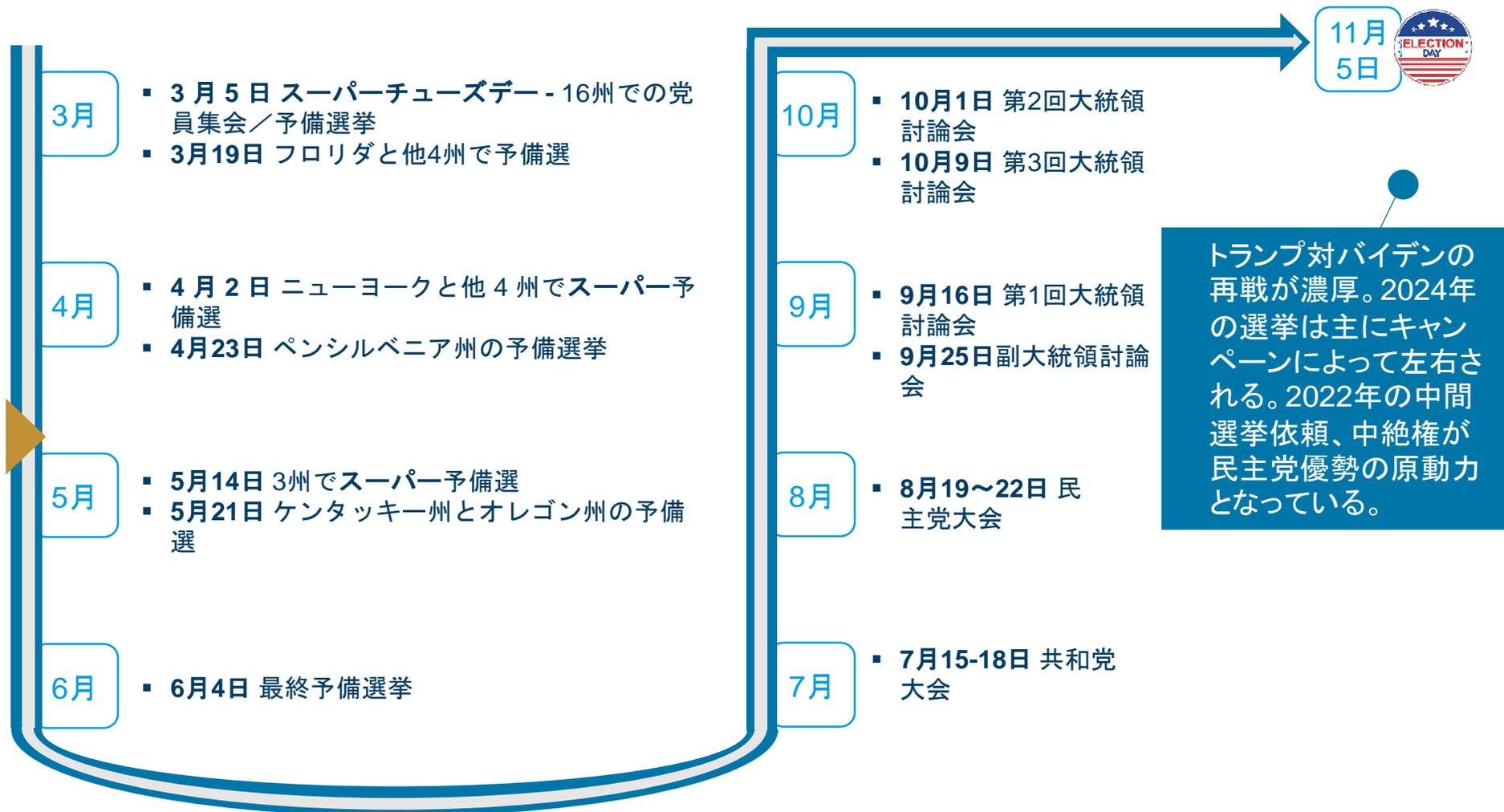
# 米国：バイデン／トランプ再戦の主要政策への影響

|       | バイデン再選  | トランプ再選  |
|-------|---|---|
| 地政学   | <ul style="list-style-type: none"><li>中国からの「リスク回避」を引き続き推進、技術に重点を置く</li><li>外交政策の再調整</li></ul>   | <ul style="list-style-type: none"><li>貿易赤字削減のため、相互関税を課す+広範な関税を課す(EUなど)。</li><li>中国との貿易摩擦</li><li>米国の対外投資審査メカニズムが強化される可能性が高い</li><li>米国の海外介入／軍事・財政援助の削減、NATOからの撤退を脅かす。</li></ul> |
| 国内政治  | <ul style="list-style-type: none"><li>税制の再考：TCJA減税の期限切れ、子ども税額控除の恒久化、法人税増税の可能性、富裕税の可能性</li><li>クリーンエネルギー・インフラを強化</li><li>医療拡大への支出を増加</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>TCJA減税は恒久化される可能性が高い</li><li>インフレ抑制法が廃止される可能性は低い</li><li>移民政策を強化</li></ul>   |
| マーケット | <ul style="list-style-type: none"><li>株式市場は、新たな税金の可能性から影響を受ける可能性</li><li>歳出増加による財政赤字への圧力（国債利回りの上昇の可能性）</li></ul>                              | <ul style="list-style-type: none"><li>株式は新たな税制改革から恩恵を受ける可能性</li><li>米ドルは強含むだろう（米国株の流入）</li><li>歳出増加による財政赤字への圧力（国債利回りの上昇の可能性）</li></ul>  |

出典：2024年3月末時点のアムンディ・インベストメント・インスティテュート。TCJA：減税・雇用法。



# バイデン／トランプの再戦は接戦

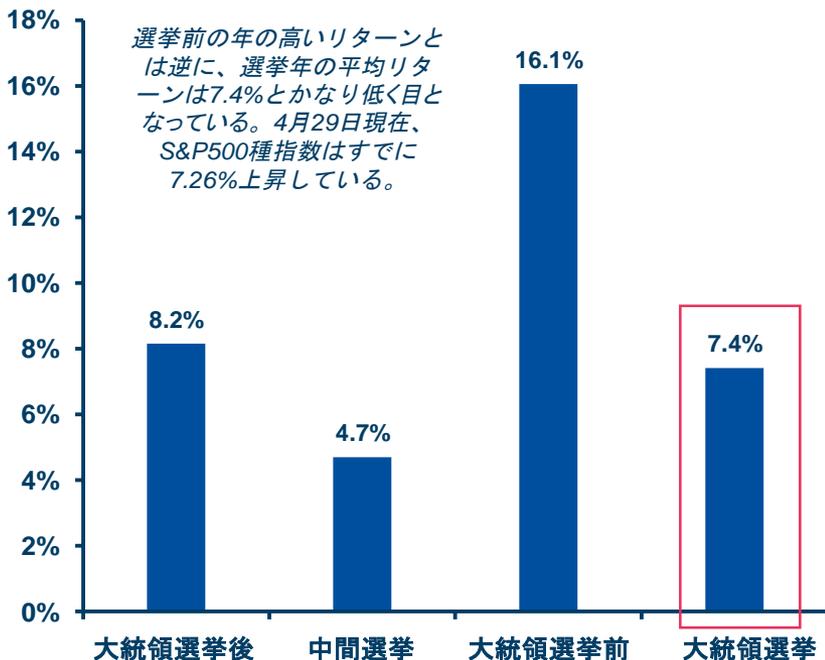


出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年4月末現在。

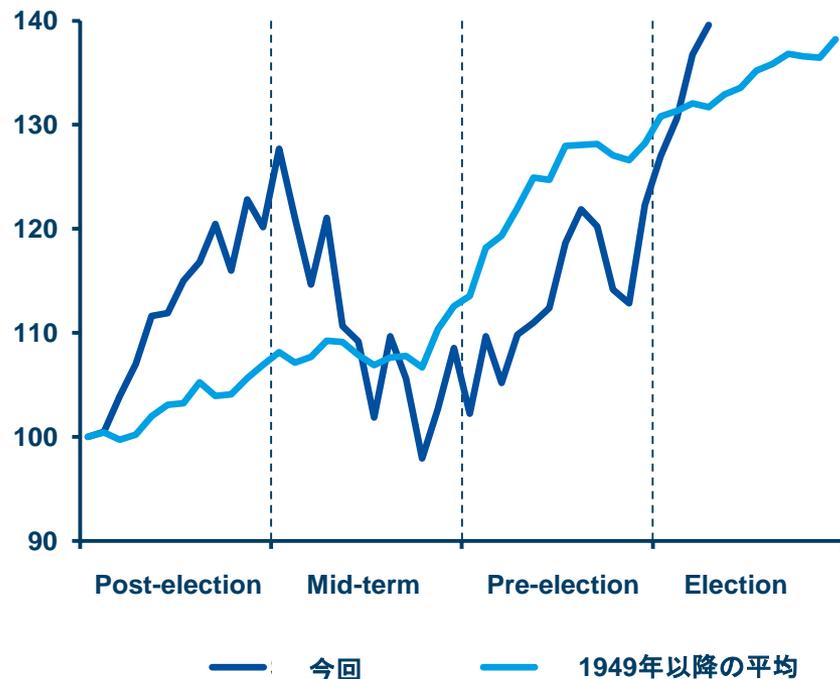


# 米国株式市場：今年に入ってから株価の動きはすでに過去の選挙の年の平均の上昇率に達している

S&P 500 - 1949年以降の大統領サイクル



S&P500 - 1949年以降の大統領サイクル



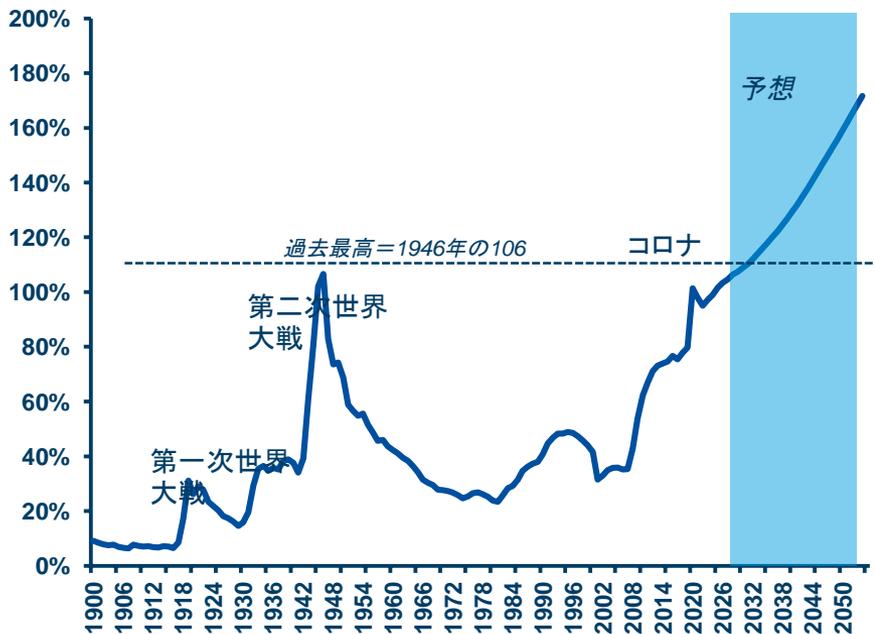
出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、データストリーム、ブルームバーグ、2024年4月29日現在。紺色の線は、2021年1月1日～2021年12月31日（選挙後）、2022年1月1日～2022年12月31日（中間期）、2023年1月1日～2023年12月31日（選挙前）、2024年1月1日～2024年4月29日（選挙）の期間におけるS&P500の月次データポイントをリベースしたものの。

出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、データストリーム、ブルームバーグ、2024年4月29日現在。棒グラフは1949年以降の「選挙後」、中間選挙年、選挙前、選挙年すべての平均リターンを示す。

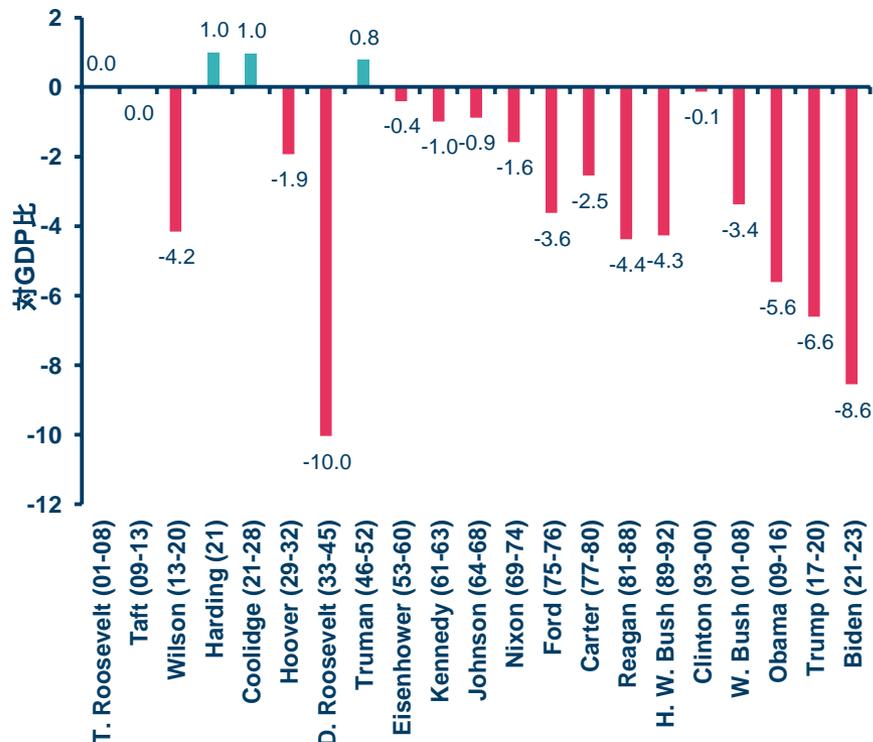


# 米国の債務と財政赤字の増大

### 米国債務残高/GDP比



### 各政権下の平均財政赤字



出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、CBO、BEA、measuringworth.com、2024年4月。前提: 基礎的財政赤字は期間を通じて3.3%/GDP程度、実質GDP成長率は1.8%から1.5%へ徐々に低下、PCEインフレ率は1.9%へ徐々に上昇、金利は2.1%から4.0%へ徐々に上昇。

出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、Statista、CBO、データは2024年3月末時点。

# 04

## 投資アウトルック

# 2024年の5つの投資テーマ

金利がピークに達する  
中での債券の魅力



株式の高い回復力への  
期待



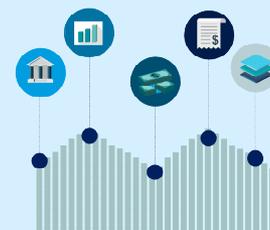
バラツキの大きな世界  
における新興国の勝  
者



エネルギー転換と  
構造的テーマ



潮目が変わる中での  
ダイナミックな  
資産配分



出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年4月末現在。

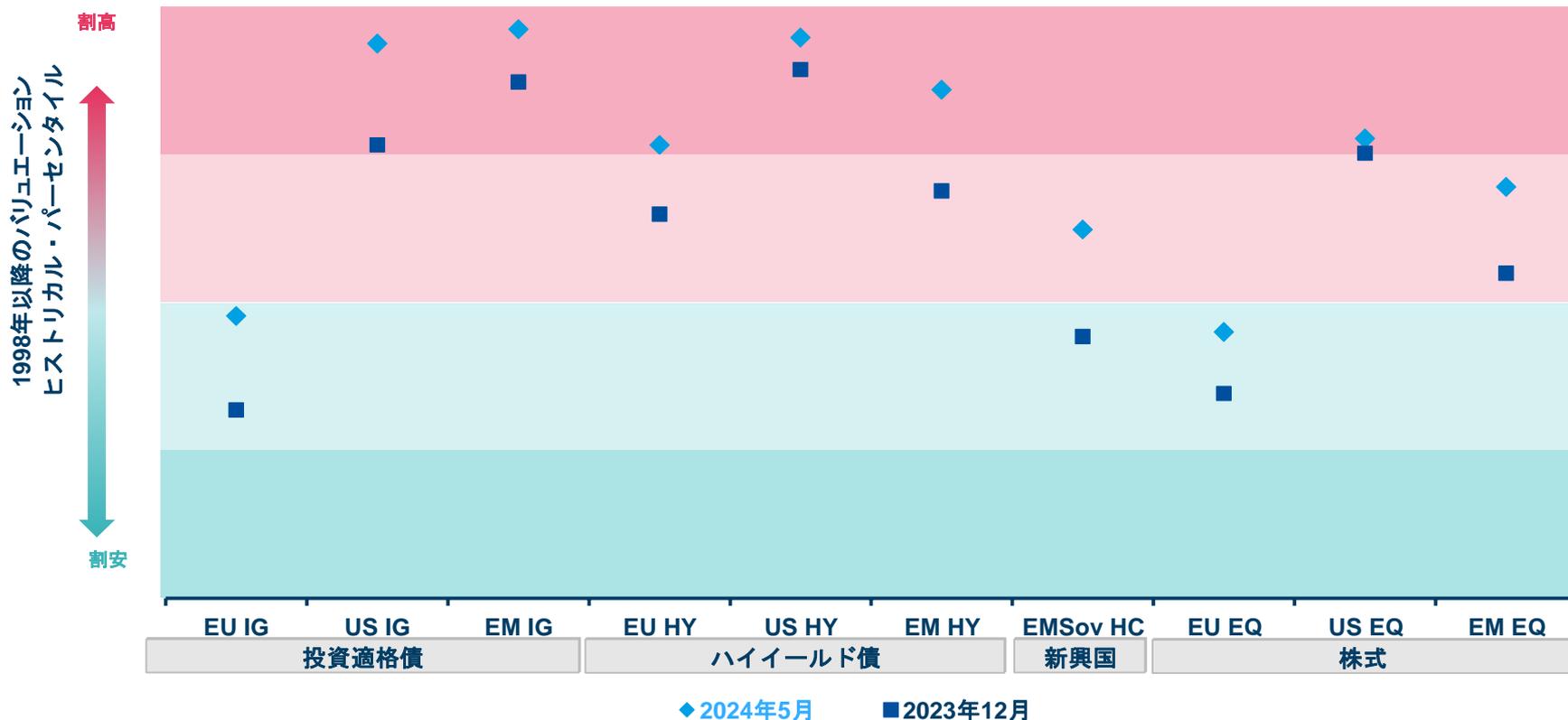
# 状況の変化を考慮しながら、対応を検討

|   |  | 2024年5月   | 2024年末  |
|---|--|---|---|
|  <p>潮目が変わる中でのダイナミックな資産配分</p> |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>ややポジティブなリスクスタンスで株式が優位</li> <li>オルタナティブ資産に分散投資 (例：金、ボラティリティ)</li> </ul>                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>バリューとクオリティを追求するため、アセットクラス内でローテーションを行う</li> </ul>                   |
| <p>金利がピークに達する中での債券の魅力</p>    |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>デュレーションには柔軟に対応</li> <li>クオリティの高いクレジットを重視</li> <li>新興国のハードカレンシー債とユーロ短期ハイイールド債に注目</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>FEDのピボットと米ドル安を受け、新興国の現地通貨建て債を徐々に増やす</li> </ul>                     |
|  <p>株式の高い回復力への期待</p>         |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>ニュートラル・スタンス</li> <li>配当とクオリティに焦点</li> <li>地域分散を図りグローバルで地域分散、日米で均等配分</li> </ul>                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>FEDが利下げを始めたら、よりシクリカルな市場に目を向ける。</li> <li>欧州株、新興国株、小型株に投資</li> </ul> |
| <p>バラつきの大きな世界における新興国の勝者</p>  |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>長期的な勝者に注目する (インド)</li> <li>エネルギー・トランジションの勝者 (コモディティ) と技術進歩 (中国)</li> </ul>                                 |   |
|  <p>エネルギー転換と構造的テーマ</p>      |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギー・トランジションに引き続き注目</li> <li>持続可能なインフラ、水、持続可能な建物、グリーンボンド</li> <li>その他の関連する長期テーマ：高齢化、AI、水マネジメント</li> </ul> |   |

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年4月29日。EM: エマージング・マーケット。HC: ハードカレンシー。HY: ハイ・イールド。AI: 人工知能。

# 欧州資産が最も魅力的なバリュエーション

バリュエーション水準、1998年以降の過去のパーセンタイル

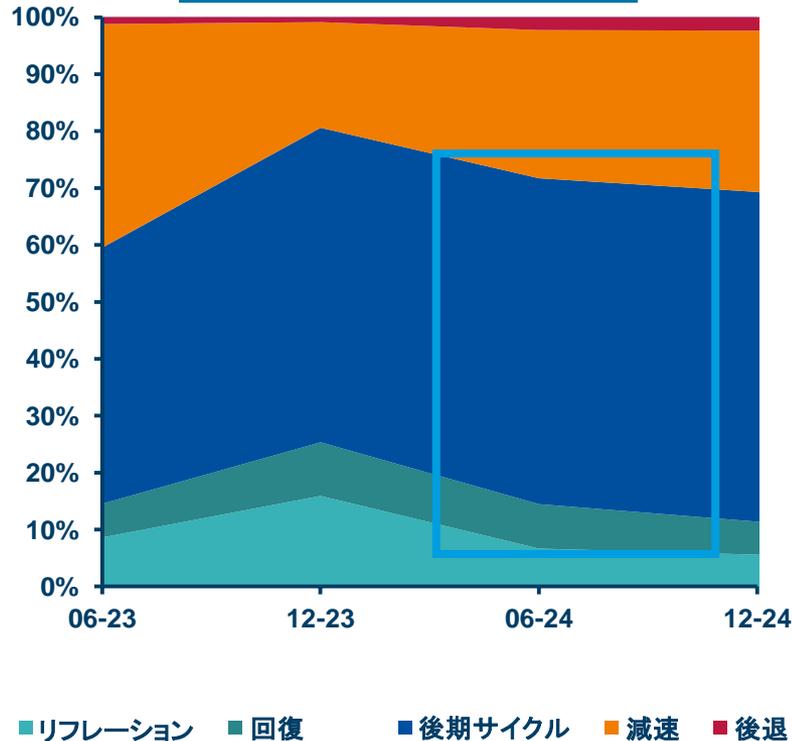


出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、データストリーム、2024年4月30日現在の最新月次データ。EU IG、US IG、EM IG、EU HY、US HY、EM HYはICE BofA社債インデックス。IG:投資適格。HY:ハイ・イールド。EMソブHC:JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド。EU EQ、US EQ、EM EQはMSCIの株式指数。すべての指数は特定の地域(EU:EU:欧州、US:米国;EM:新興市場。分析は、債券インデックスについてはスプレッド、株式インデックスについては12ヶ月先PEレシオに基づいている。バリュエーションは1998年以降のヒストリカル・パーセンタイル。最も割安なのは第1四分位値、最も割高なのは第4四分位値。



# 後期サイクルでは、わずかにリスク寄りの資産配分が有効

アドバンスド・インベストメント・ファイザー(AIP)のレジーム確率



## 現在のシグナルは？

- AIPは、2024年においては後期サイクルが最も可能性の高いレジームであることを示唆している。これは、米国経済の力強い回復力と、新興諸国のEPSの1桁台のプラス成長が世界的な成長を支えているためである。
- 後期サイクルでは、主に優良資産に重点を置きながらも、ややリスク寄りの資産配分が有効である。ネガティブ・テール・リスクが無視できない確率で発生する可能性があることから、国債へのエクスポージャーも大きくすべきであろう。

出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは2024年3月26日現在。

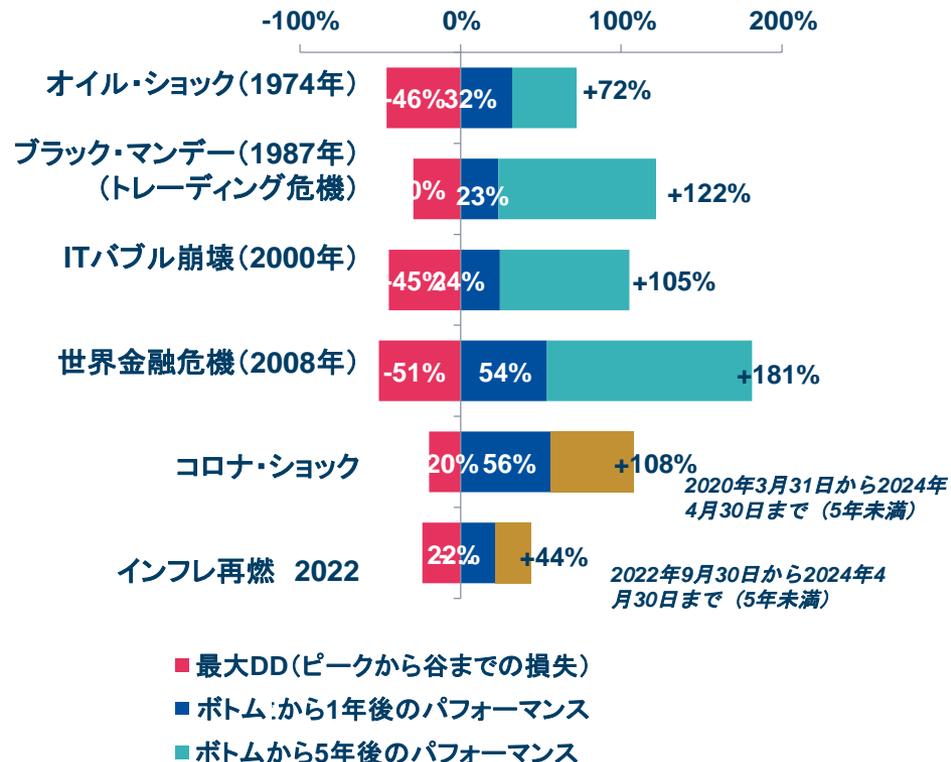
# 60対40のグローバル資産配分は、4月、より高くより長くの見通しの影響を受けた

株式60%債券40%のバランス型グローバル・ポートフォリオは、株式市場の上昇によりピーク時の水準を回復



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月26日現在。ブルームバーグ・グローバルEQ:F1 60:40 インデックス。

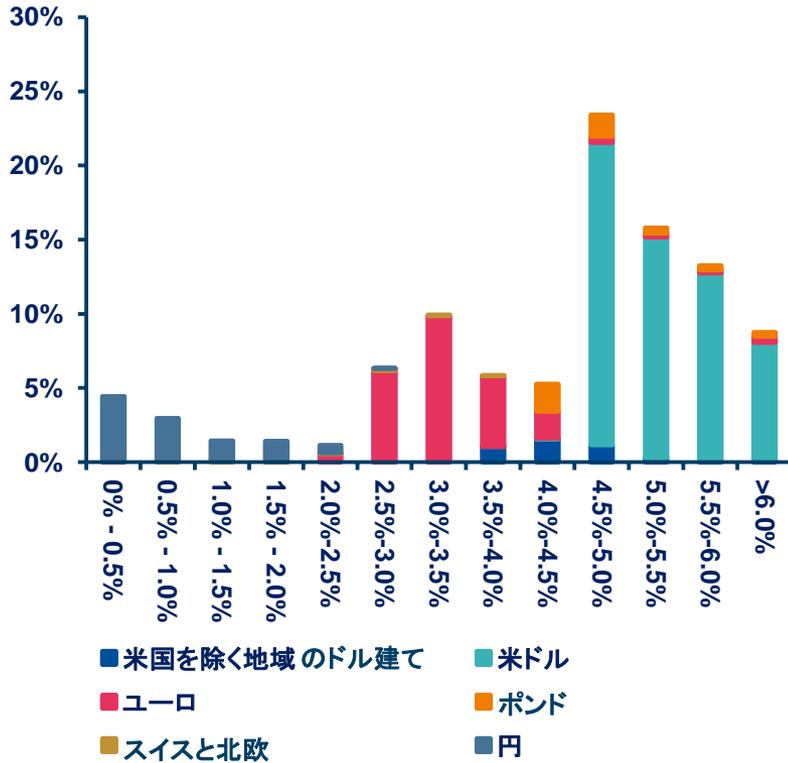
## 投資継続の重要性



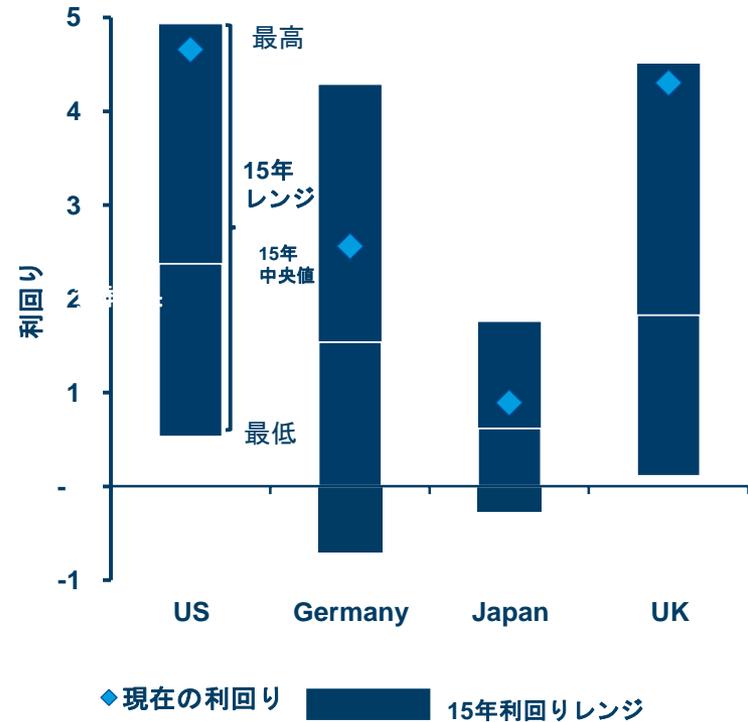
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月30日現在。米ドル建てS&P500インデックス・トータル・リターン・ネットの月次データを分析。過去のパフォーマンスは将来のリターンを示すものではありません。

# リターンを牽引するエンジンとしての債券

グローバル債券：債券の利回り分布



10年国債利回りと15年の過去レンジの比較



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月23日現在。

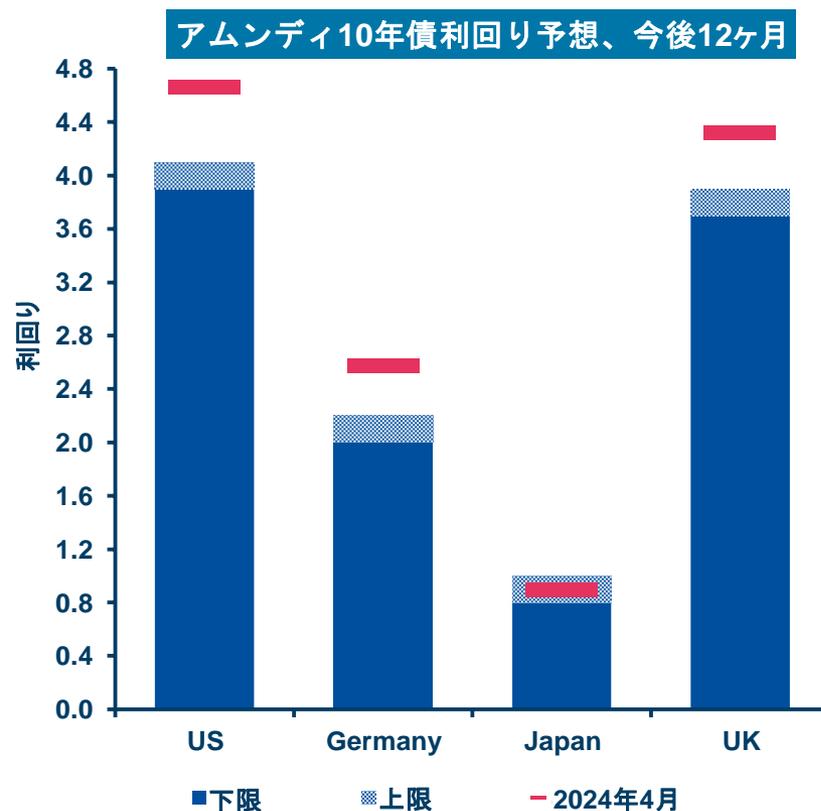
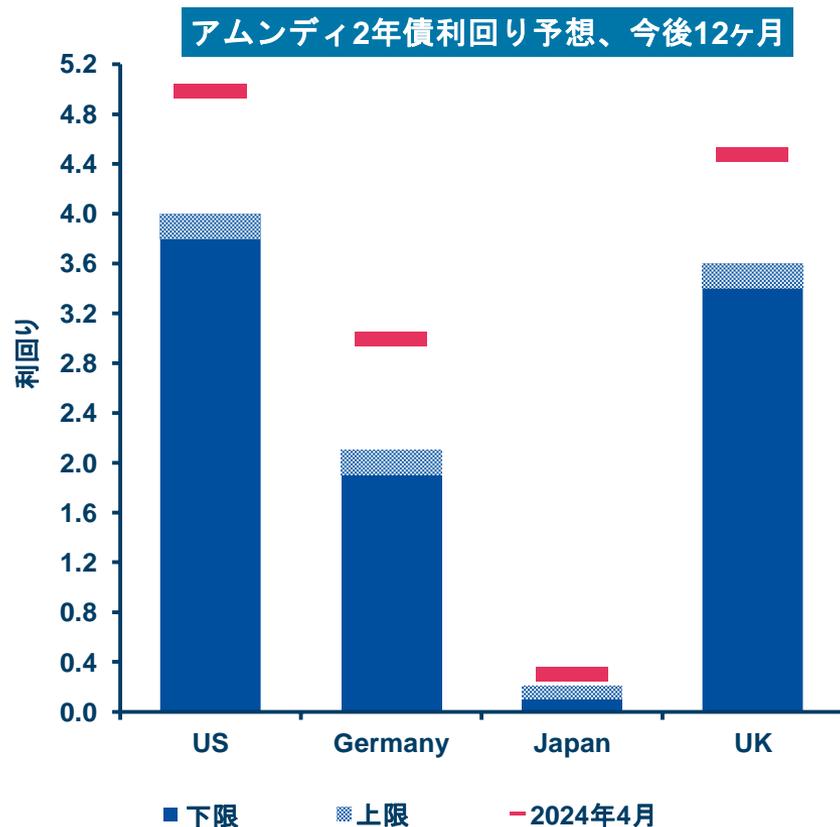
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月26日現在。

# 様々なシナリオで多様なチャンスを探る

| 資産クラス     | 中心シナリオ  | 代替シナリオ           |                      |             |                        |
|-----------|---|------------------|----------------------|-------------|------------------------|
|           | 粘着質の高いインフレを伴う回復力が強い経済成長(バラつきは大きい)<br>地政学的緊張の高まり | 地政学的<br>エスカレーション | 先進国の力強い成長<br>→インフレ圧力 | 深刻な不況       | 引き締めの中での<br>クレジット・イベント |
| マネー・マーケット | Green   | Light Green      | Dark Green           | Light Green | Light Green            |
| 中核国債      | Green   | Dark Green       | Light Green          | Dark Green  | Dark Green             |
| 投資適格債     | Green   | Light Green      | Light Green          | Light Green | Light Green            |
| ハイイールド債   | Light Green                                     | Light Green      | Light Green          | Light Green | Light Green            |
| 新興国債券     | Green   | Light Green      | Light Green          | Light Green | Light Green            |

出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年4月現在。色は、さまざまなシナリオの下で、絶対的および相対的に、マイナス(赤)からプラス(緑)への期待パフォーマンスを示している。説明のため。

# 中銀への利下げ期待でコア債は魅力的、カーブ・スティーピングの余地も



出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月26日現在。予測はアムンディ・インベストメント・インスティテュートによるもので、2024年4月25日現在。

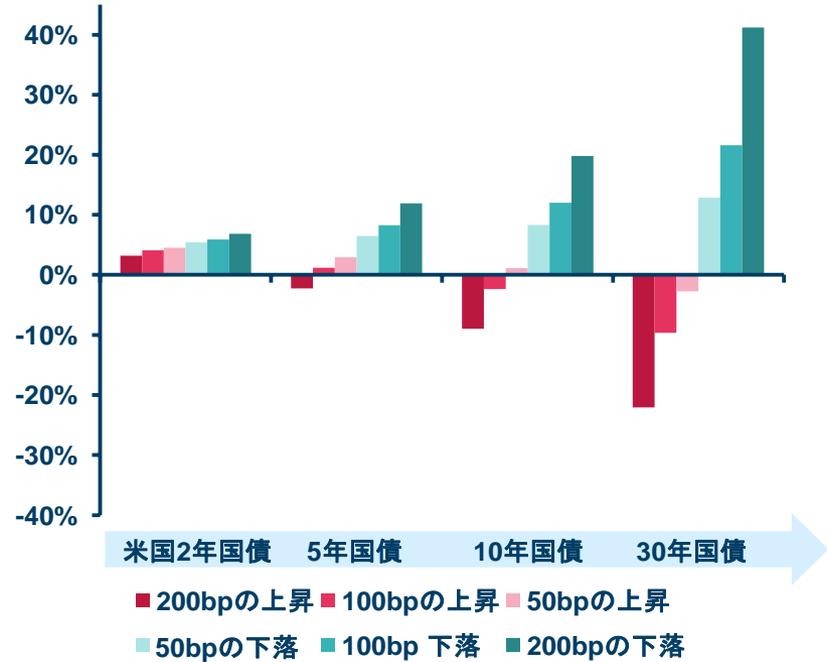
# 米国債：魅力的なアップサイド・ポテンシャル(金利低下)と限定的なダウンサイドを持つ魅力的な非対称プロファイル

**イールド・スプレッド  
S&P 500対米国債10年**



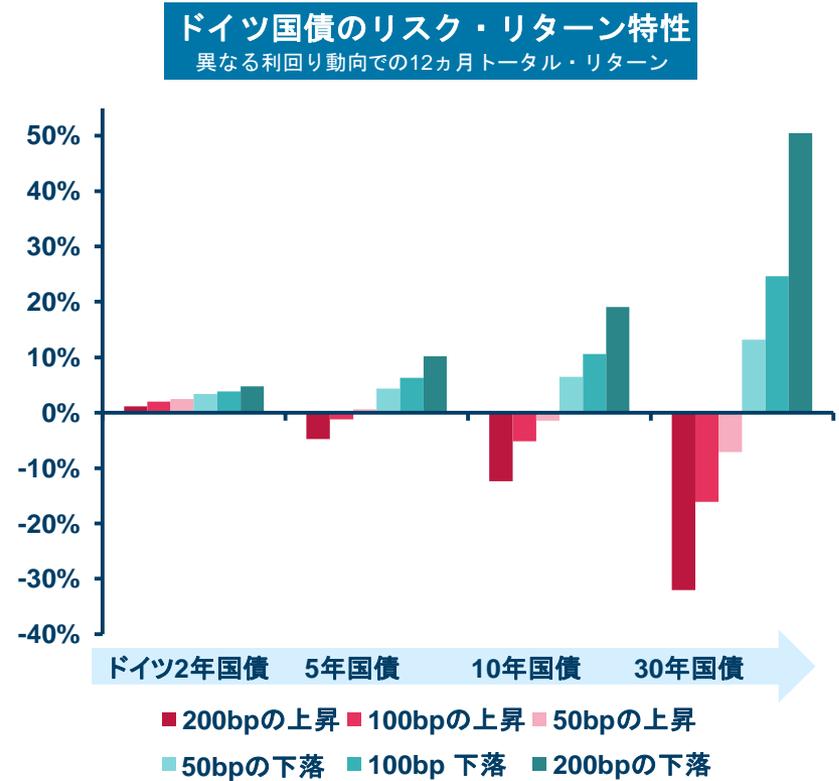
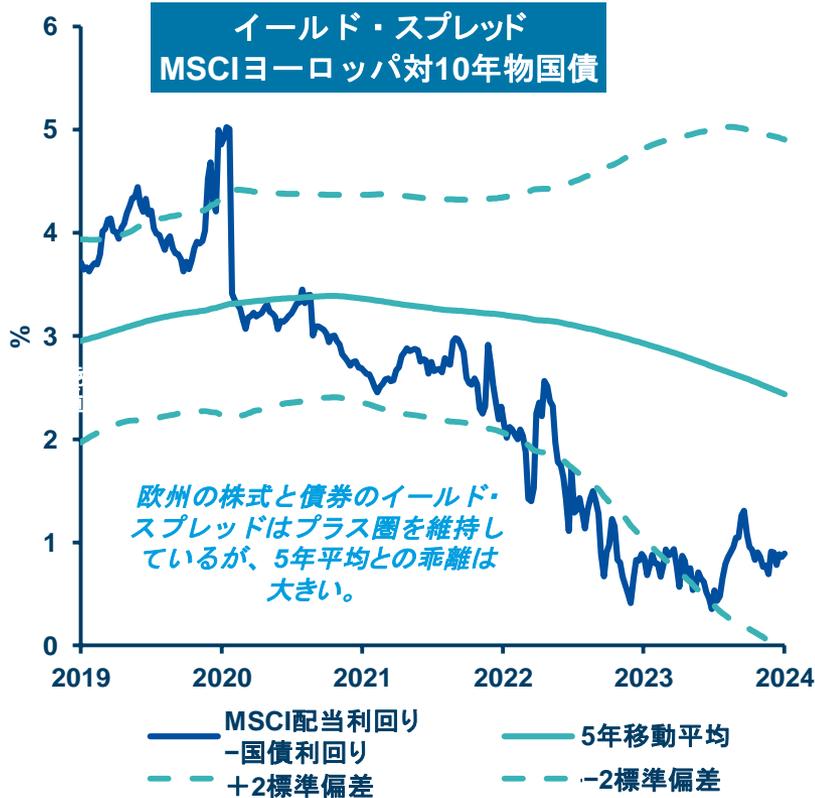
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、データストリーム。データは2024年4月16日現在。MA: 移動平均; SD: 標準偏差; DY: 配当利回り; BY: 債券利回り。

**米国債のリスク・リターン特性**  
異なる利回り動向での12ヶ月のトータル・リターン



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュートの推定、ブルームバーグ。データは2024年4月16日現在。

# 成長率とインフレ率が低下する中、ECBが6月に利下げを開始する可能性があり、欧州債券への投資意欲が上昇



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、データストリーム。データは2024年4月16日現在。MA: 移動平均; SD: 標準偏差; DY: 配当利回り; BY: 債券利回り。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュートの推定、ブルームバーグ。データは2024年4月16日現在。

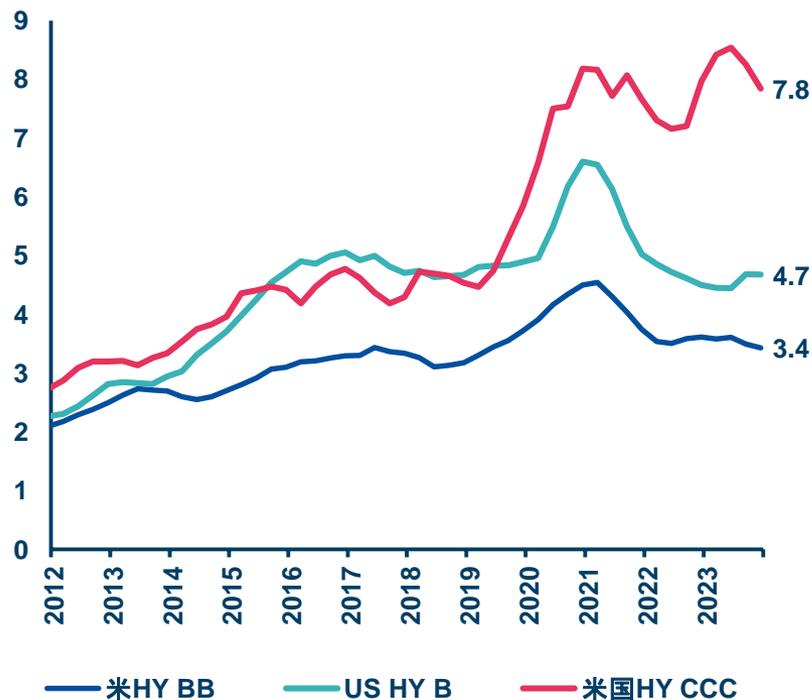


# クレジット市場：ポジティブな見通し、魅力的な利回りだが、脆弱性の高さに注意が必要なのは概ねCCCに限定

レバレッジ4倍以上発行体の割合



米国ハイイールド  
純負債/EBITDA



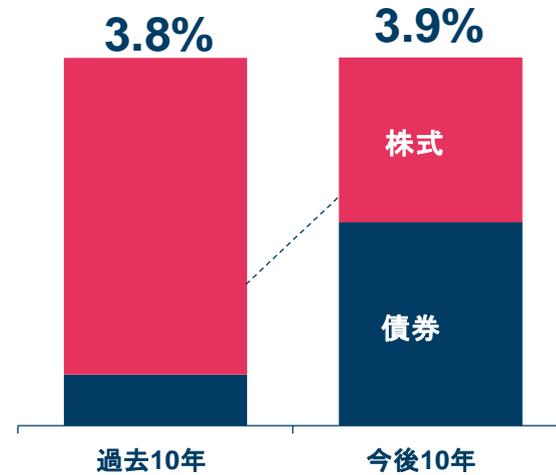
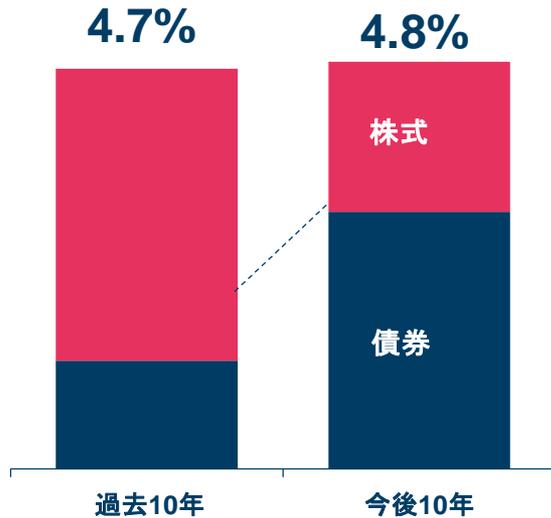
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート。ブルームバーグの最新データを分析。四半期データで、入手可能な最新データは2023年末時点のもの。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート。ブルームバーグの最新データを分析。データは2024年4月現在。4四半期移動平均。

# 長期見通し：債券は低リスク型アロケーションの主役に復活

**\$** **米ドル建て米国低リスク型アロケーション**  
70%米国総合型債券 - 30%MSCI米国

**€** **グローバル低リスク型アロケーション（ユーロ建て）**  
70% グローバル総合型債券（ユーロヘッジ）- 30% MSCIワールド（ユーロ建て）

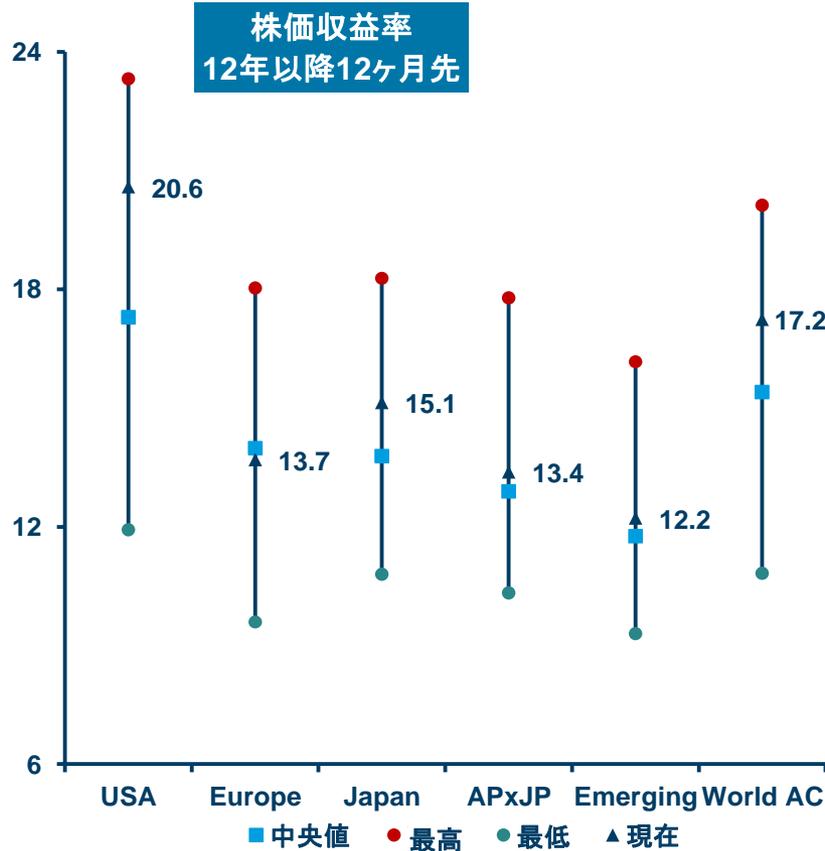


低リスク型アロケーション（債券70%-株式30%）では、過去10年間と同様のパフォーマンスが見込める。

出典：アムンディCASMモデル。2023年12月29日現在のデータ。追加情報については、本資料末尾の「出典：および前提条件」セクションを参照のこと。予想リターンは必ずしも将来のパフォーマンスを示すものではなく、大きく異なる可能性があります。IG=投資適格、HY=ハイ・イールド、RE=不動産、PE=プライベート・エクイティ、PD=プライベート・デット、Infra.=インフラ。EM Debt HC、Global Infrastructure、Hedge Fundsは米ドルベース、その他はすべて現地通貨ベース。



# グローバル株式：ややポジティブ、グローバル株式アプローチを選好



出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、データストリーム。データは2024年4月29日現在。

出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月29日現在。

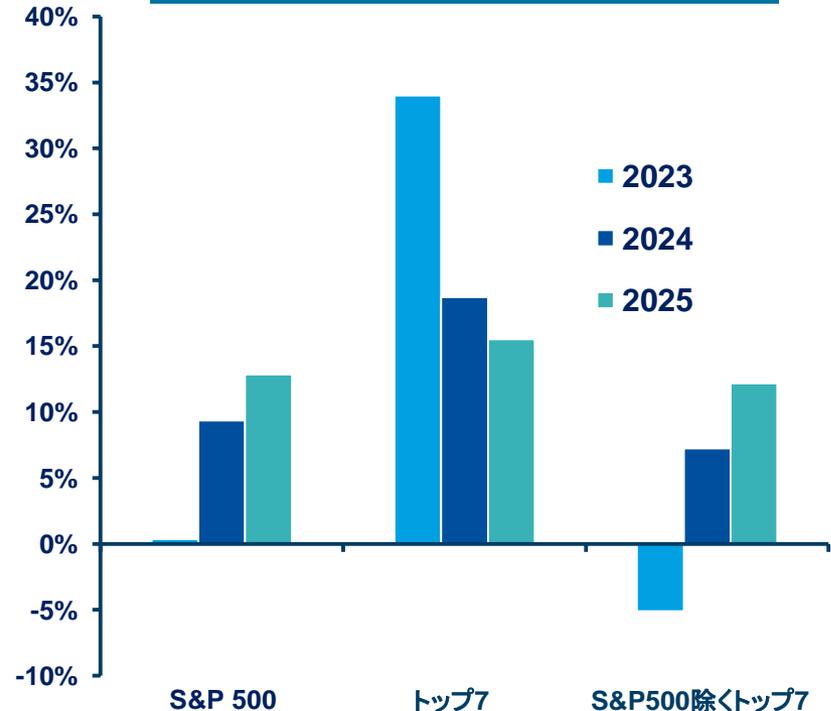
# 米国株におけるバリュエーションの乖離は大きい

S&P500の上位10銘柄のバリュエーションは市場全体と比較して高い



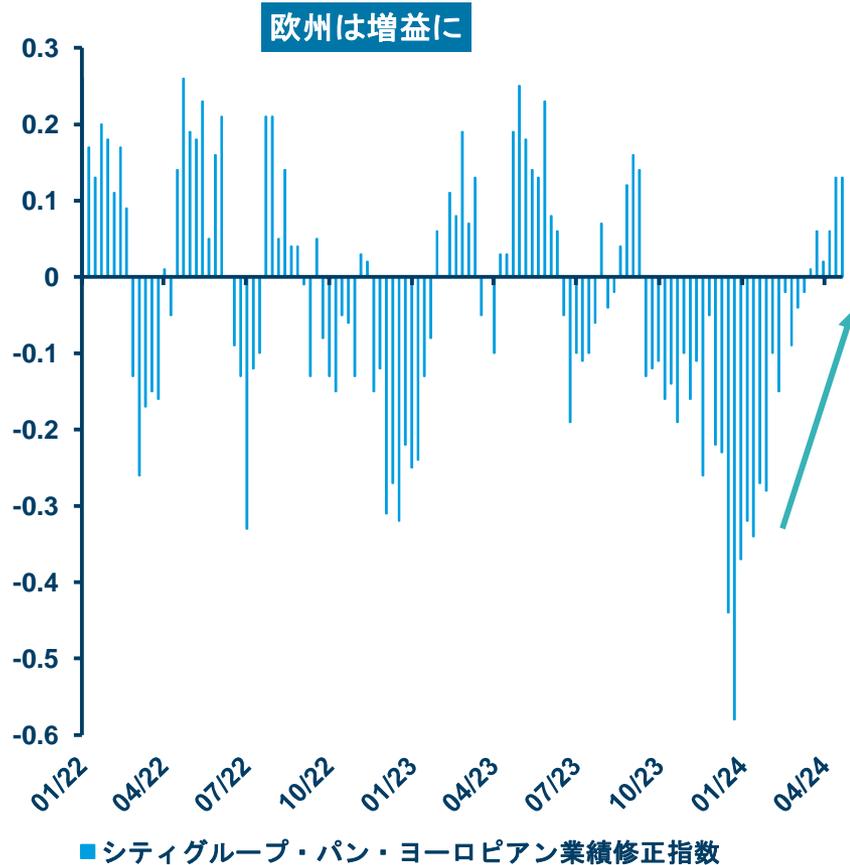
出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、RBC キャピタル・マーケット、2024年2月現在。データは過去の実績に基づく。

S&P 500のEPS成長率予想：ブロードインデックス、上位7銘柄、その他

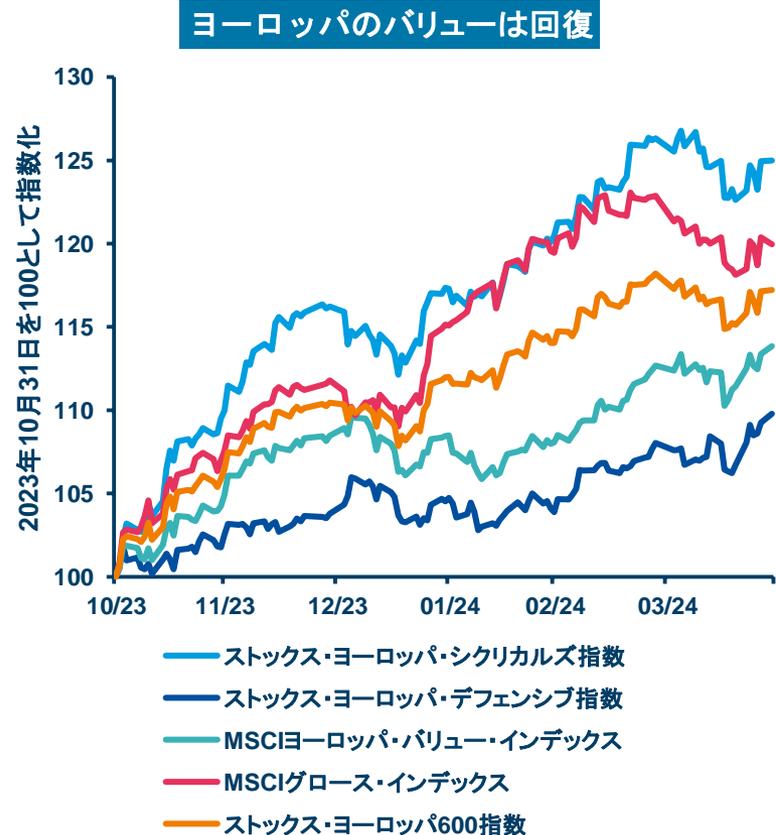


出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、RBC キャピタル・マーケット、2024年2月現在。データは過去の実績に基づく。

# 欧州株式：マクロ経済の回復が、バリューへのニーズに



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、2024年4月26日。この指数は、欧州のアナリストによる株式リビジョンのアップグレード（プラス）とダウングレード（マイナス）の数を測定している。



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、2024年4月30日。



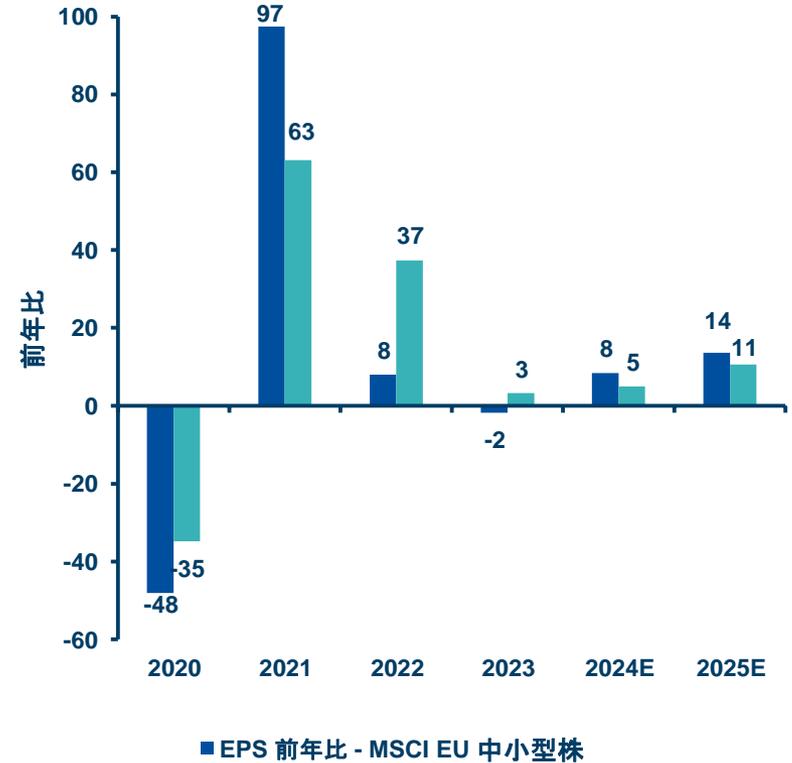
# 経済成長への依存度が高い小型株投資には高い成長可能性

### MSCI EU 中小型株 対 大型株 12ヶ月先PE



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、2024年3月末時点のデータ。  
SMID: 中小型株。

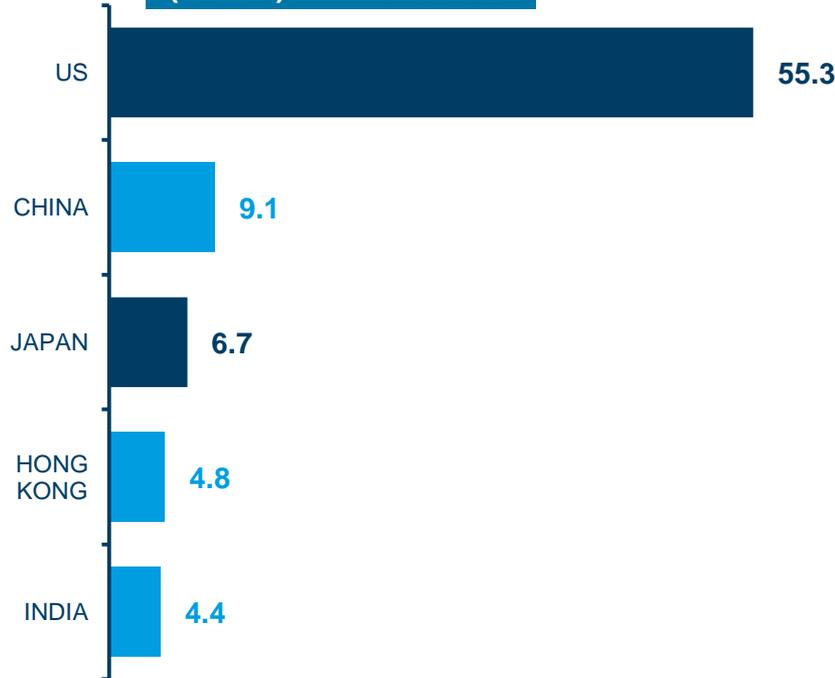
### 欧州EPS成長率



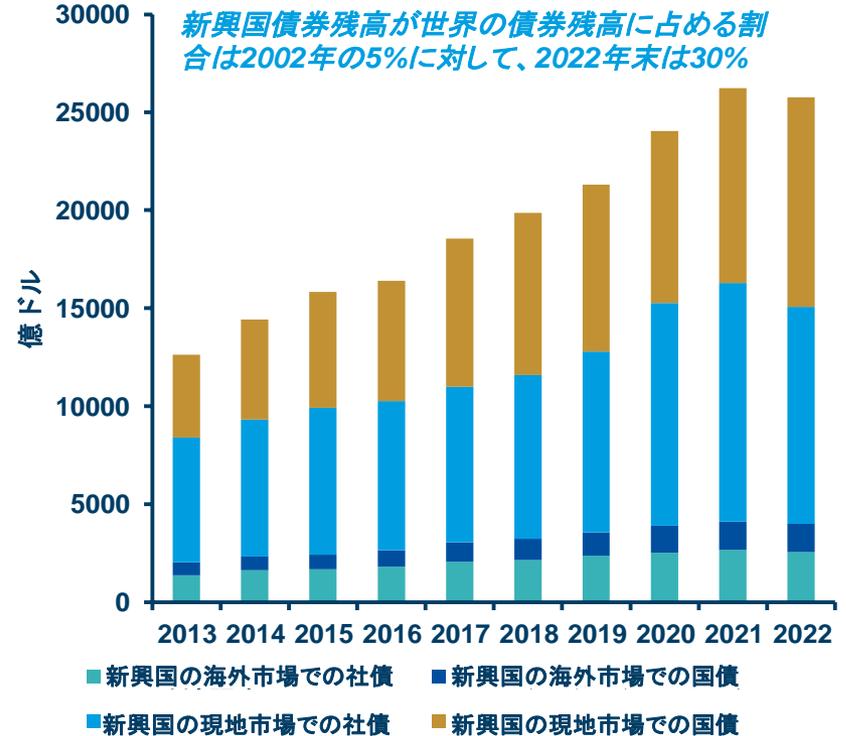
出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ファクトセット、2024年4月28日時点のデータ。  
SMID: Small and Mid Caps。

# グローバル投資家にとって新興国の重要性が増している

時価総額上位5証券取引所  
(兆ドル) 2024年3月時点



新興国国債市場

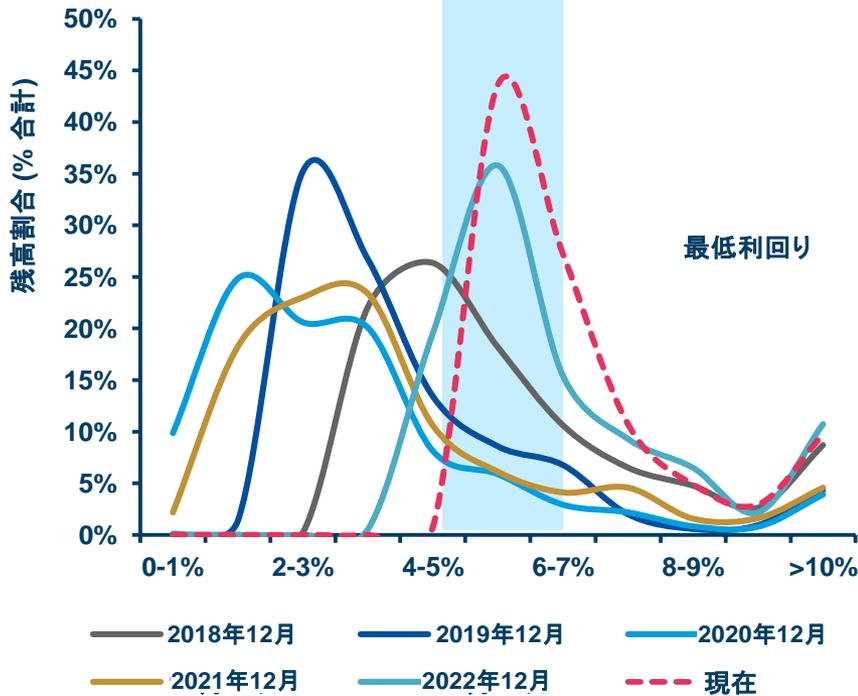


出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年3月29日現在のもので、ソブリン、準ソブリン、および新興国企業の発行体の米ドル建て債務を含むBloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Indexの最悪利回りを指す。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート。ブルームバーグのデータによる分析。データは2024年1月30日現在。国債および新興国指数はJPモルガン。ユーロと米国の信用指数はICE-BofAより。LC：現地通貨建て。IG：投資適格。HY：ハイ・イールド。ST：短期。新興国コーポ・STの利回りはJPモルガンCEMBIブロード・ディバシファイド1-3年、デュレーションはJPモルガンCEMBI IG+ 1-3年。

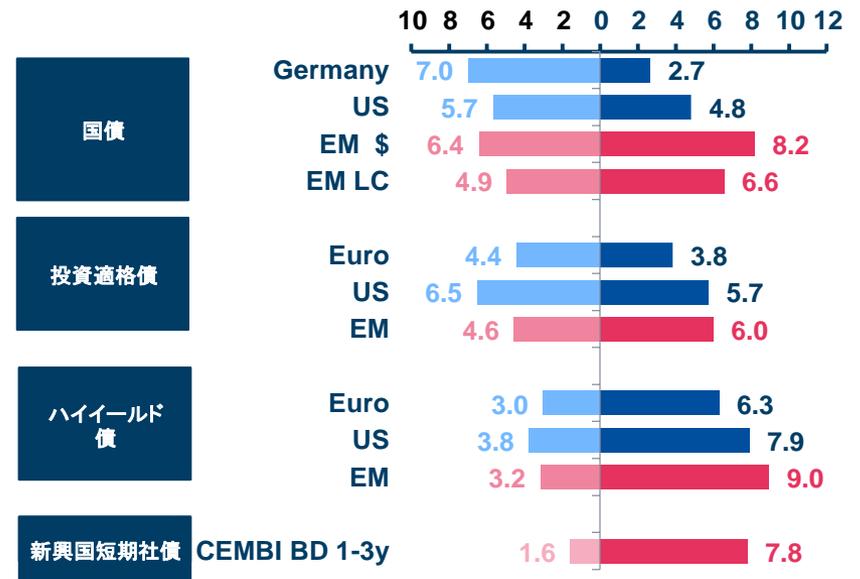
# 新興国債券：魅力的な利回りと良好な背景

新興国 米ドル建て債券（利回りレンジ別）



デュレーションと利回り、現地通貨ベース

デュレーション (年) 利回り (現地通貨建て債券), %

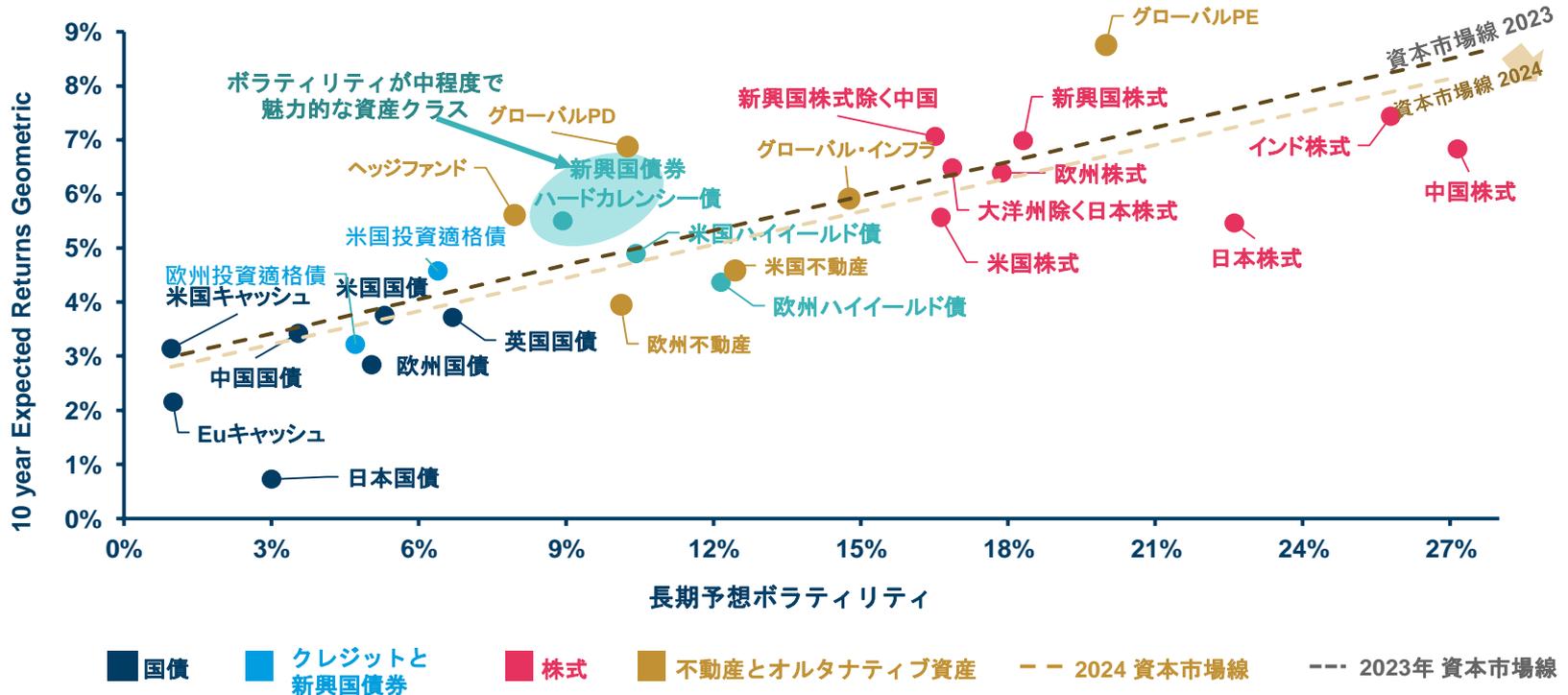


出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月29日現在のもの、ソブリン、準ソブリン、および新興国企業の発行体の米ドル建て債券を含むブルームバーグ・エマージング・マーケット・ハード・カレンシー・アグリゲート・インデックスの最悪利回りを指す。

出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート。ブルームバーグのデータを基に分析。データは2024年4月29日現在。国債および新興国指数はJPモルガン。ユーロと米国の信用指数はICE-BofAより。LC: 現地通貨建て。IG: 投資適格。HY: ハイ・イールド。ST: 短期。新興国コーポ・STの利回りはJPモルガンCEMBIブロード・ディバシファイド1-3年、デュレーションはJPモルガンCEMBI IG+ 1-3年。

# 新興国債券：長期的に魅力的なリスク・リターン特性を持つ優れた分散投資先

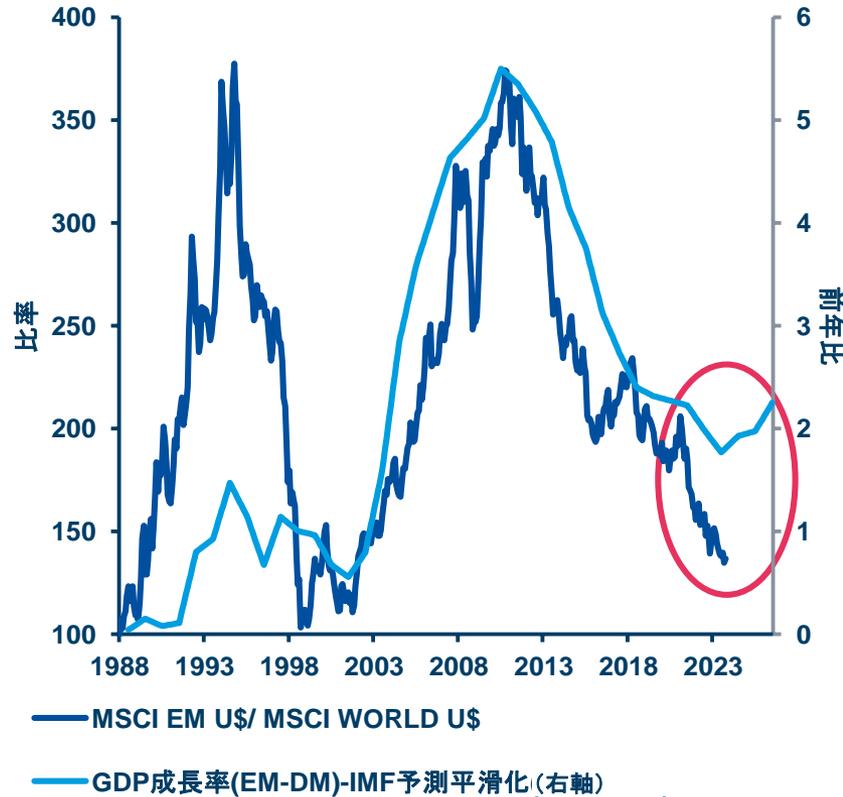
10年期待リターン対ボラティリティ分布図（現地通貨ベース）



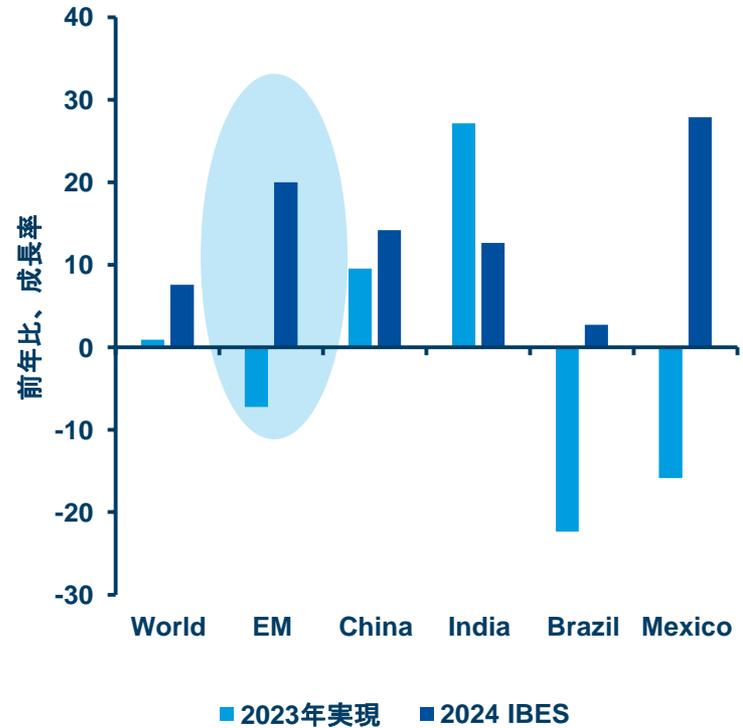
出典：2023年12月29日時点のアムンディ CASM モデルデータ。追加情報については、本文書末尾の「出典：および前提条件」セクションを参照のこと。予想リターンは必ずしも将来のパフォーマンスを示すものではなく、大きく異なる可能性があります。

# 新興国株：業績回復と成長格差によるサポート

新興国-先進国の成長率（4年平均）1年先行



一株当たりの利益成長が新興国に恩恵



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、データストリーム。データは2024年4月29日現在。EM：新興市場。DM：先進国市場。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、データストリーム。IBES予想は決算期更新のため見直される可能性があります。データは2024年5月2日現在。

# 株式：アジアにおける機会

**1 中国 - 中立**  
回復の程度は期待外れであり、住宅セクターとそれに起因する消費の低迷によりGDP成長率にさらなる下振れリスクがあるため、戦術的には慎重である。このリスクは、コビッド期間に蓄積された大幅な過剰貯蓄と、政策プット（不動産と民間セクターをさらに支援する余力のある成長促進型の政府スタンス）によって相殺される。昨年の反落後のバリュエーションは魅力的だが、地政学的リスクが徐々に高まるなか、長期的なリスク・リターンは国内市場対オフショア市場でより魅力的に見える。

**2 インドー - ポジティブ** デジタルトランスフォーメーション、メード・イン・インド、貯蓄の金融化、ニューエコノミー・セクターのIPO増加による指数ウエイトの上昇。堅調な経済サイクルは、依然として高いバリュエーションを緩和する一助となるが、一部のセクター（金融/ヘルスケア）や厳選された銘柄にはまだ十分なバリューを見出すことができる。

**3 台湾 - 中立**  
半導体（ロジックおよびアナログ・チップ）については、在庫が正常化し、大幅な減産を経て業績サイクルが好転していることから、よりポジティブな見方に転換。生成AIラリー後、シクリカルなハイテクと生成AI関連銘柄に選択的なチャンス。



**4 韓国 - ニュートラルからポジティブ**  
半導体（メモリー・チップ、大幅減産後に収益サイクルが好転）や、「バリュー・アップ」プログラムの恩恵を受けるホールディングス企業に選択的な機会があるため、よりポジティブに転じる。

**10 インドネシア - ポジティブ**  
銀行などの国内企業やグリーン素材関連の企業名を愛好する。

**8 香港 - ポジティブ**  
営業再開に注力。旅行関連の消費者向け商品と保険を依然選好。不動産には慎重。

**5 タイ - 慎重**  
予想より早い中国再開で観光業が恩恵を受ける。銀行には慎重。

**9 ベトナム - ポジティブ**  
現在、MSCIフロンティア指数で最大。MSCI指数の新興国への格上げと「中国+1」の機会から恩恵を受ける可能性がある。銀行と不動産を選好。

**7 フィリピン - 慎重**  
国内消費と不動産に関連するセクターには慎重。

**6 マレーシア - 慎重**  
国内消費と投資にさらされるセクターには慎重で、輸出企業（IT）にはポジティブ。

色は2024年第2四半期のアムンディによる同国株式の見方を示す。

慎重

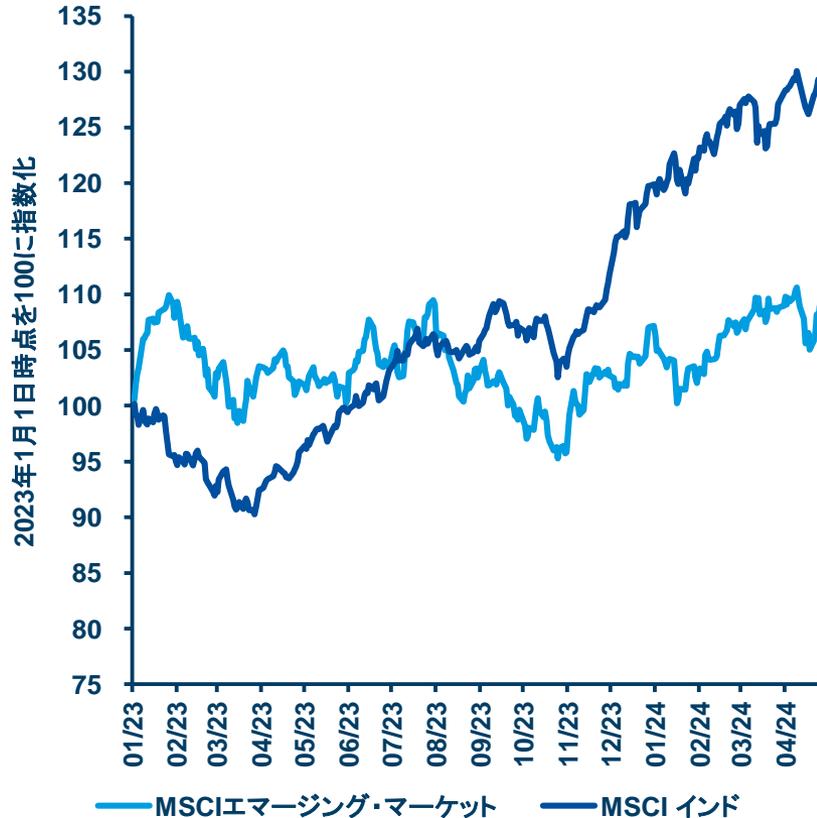
ニュートラル

ポジティブ

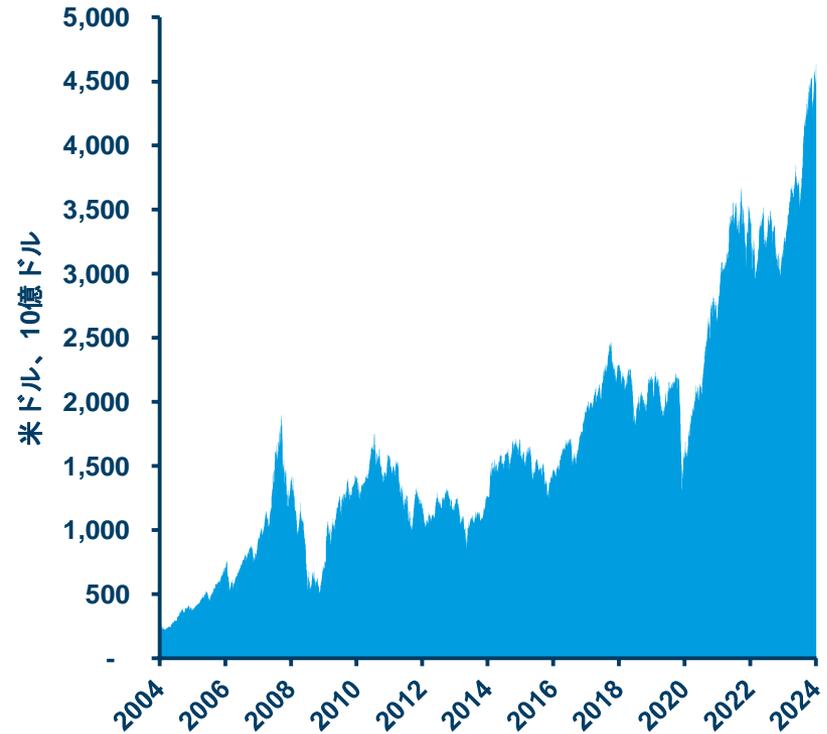
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは2024年4月24日現在。EM: エマージング・マーケット。

# 高いバリュエーションにもかかわらず、インド株式市場はアウトパフォームを続け、その重要性を増している。

インドは新興国全体をアウトパフォーム



インドの時価総額、世界5位の株式市場 (2021年には8位)

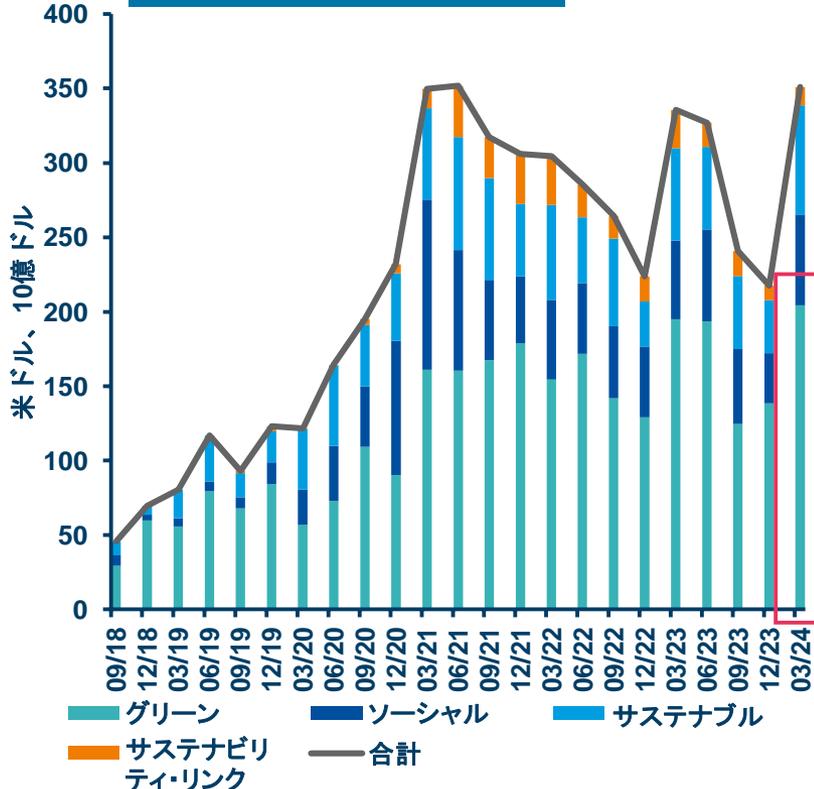


出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月30日現在。

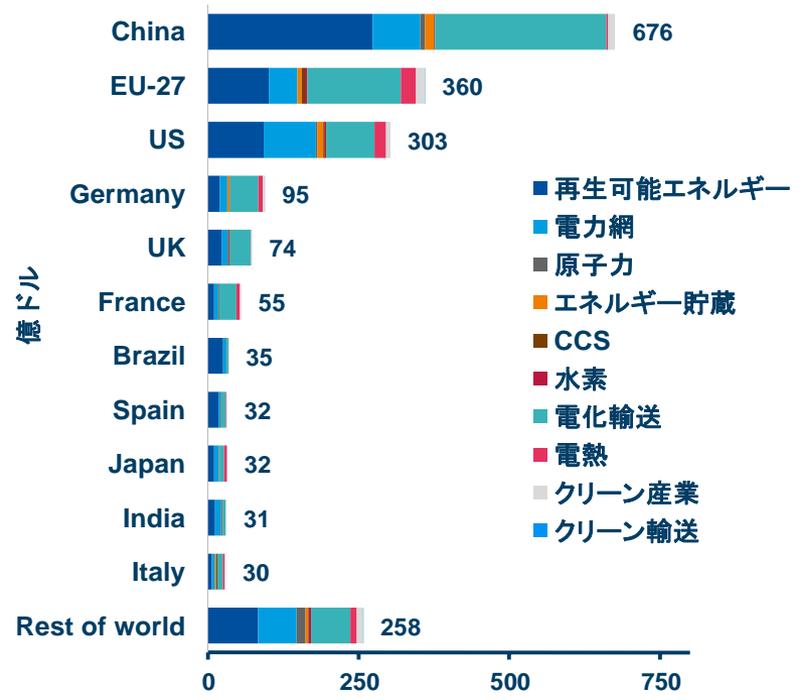
出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、データは2024年4月30日現在。時価総額は発行済株式総数から算出され、ETFやADRはアクティブに取引されるのみで直接企業を表すものではないため、データには含まれていない。

# グリーン・トランジションの好機、24年第1四半期は世界のグリーンボンド発行額が過去最高を記録

四半期ごとのサステナブル債



2023年、エネルギー・トランジションへの投資対象国トップ10：中国がリード

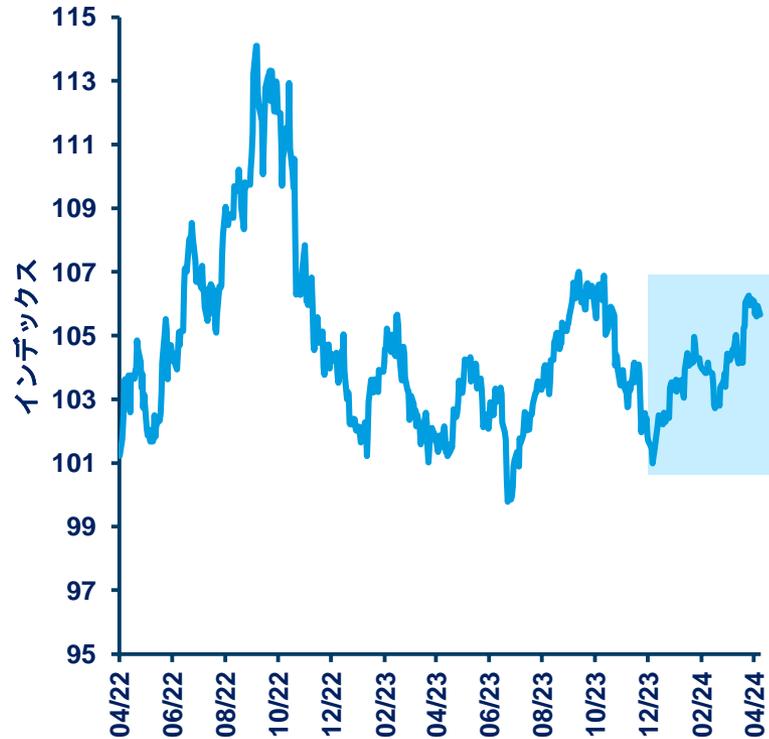


出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ・インテリジェンス、データは2024年3月31日現在。グリーンボンド：調達資金は、環境にプラスの影響を与えるプロジェクトや活動に充当される。ソーシャル・ボンド：調達資金は、社会的成果を達成し、社会的課題に取り組むプロジェクトや活動に充当される。サステナブル・ボンド：グリーンとソーシャルを組み合わせたプロジェクトや活動に資金を提供する。サステナビリティ連動債（SLB）：発行体がSDGsの広範な目標を達成することに構造的に連動する。

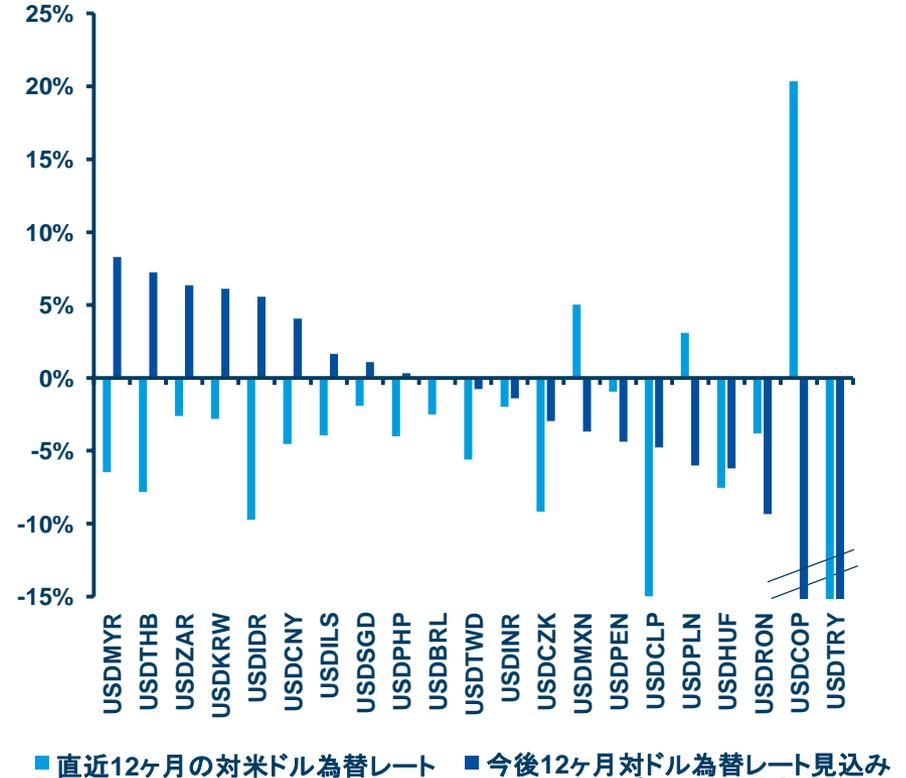
出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、BloombergNEF。データは2024年4月現在。

# 米国の成長プレミアムにより、短期的には米ドル高が続く可能性

米ドルは対先進国通貨で年初来上昇



新興国通貨



■ 直近12ヶ月の対米ドル為替レート ■ 今後12ヶ月対ドル為替レート見込み

出典:ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは2024年4月29日現在。DXY: 米ドル指数。

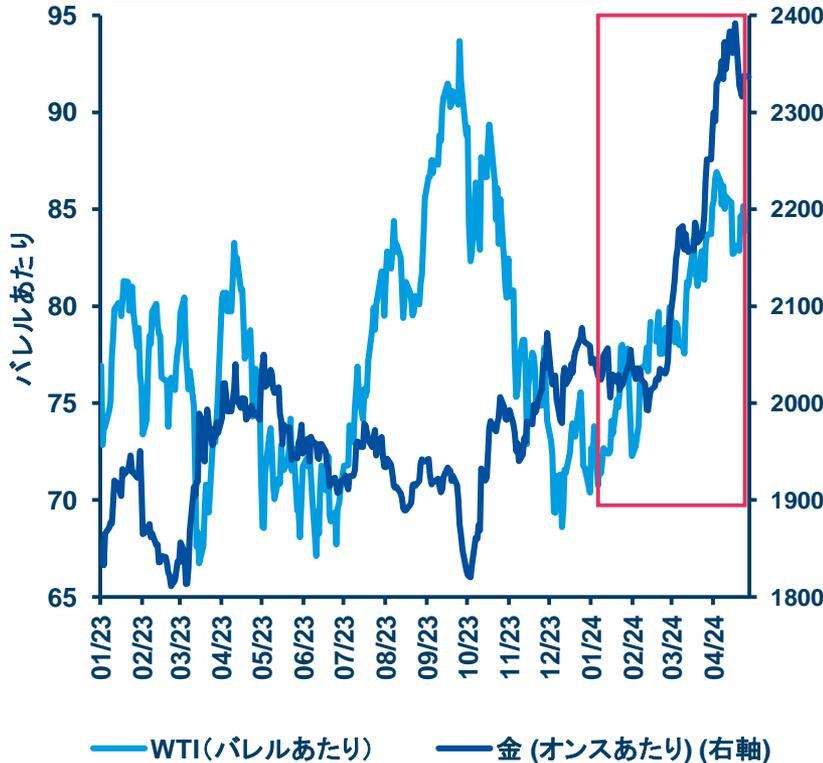
出典:ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは2024年4月29日現在。トルコ: 前12カ月間のパフォーマンスは39.90%低下し、今後12カ月間の予想は-27.96%。コロンビア: 今後12ヶ月間の予想は-15.34%。



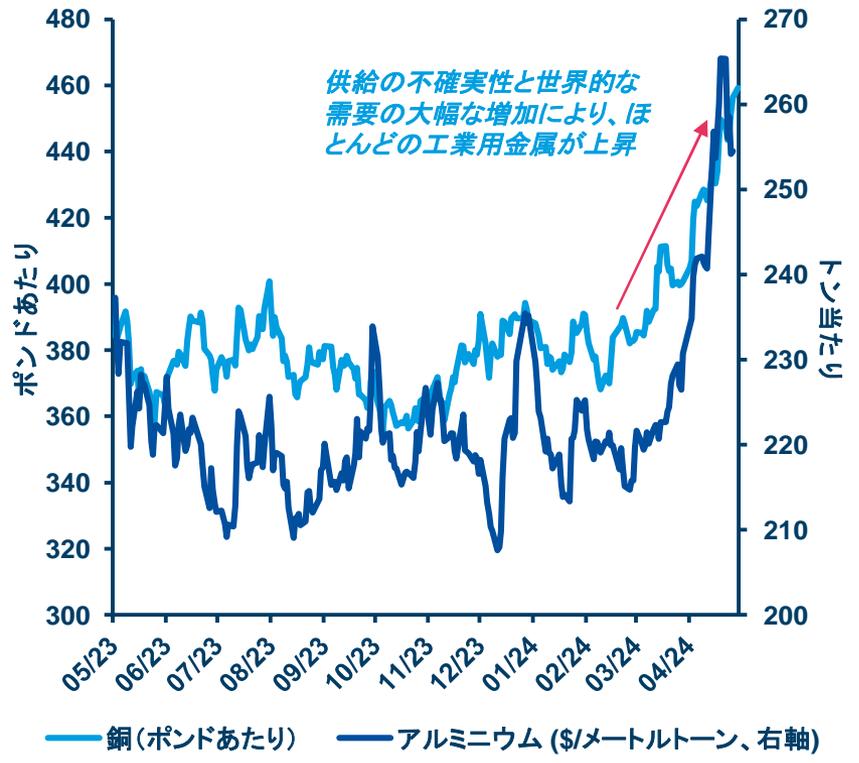
商品

# コモディティ：マクロリスクと地政学的リスクの高まりから支援

### 原油と金のシンクロ (+米ドル)



### 銅とアルミニウムが数年来の高値に



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、2023年4月29日。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、2023年4月29日。

# 現在のアムンディのクロスアセット

アムンディ・クロスアセット見通し

現在のスタンス ◆

前月比



|         |     | --- | -- | - | = | + | ++ | +++ |
|---------|-----|-----|----|---|---|---|----|-----|
| 株式      | 先進国 |     |    |   |   |   |    |     |
|         | 新興国 |     |    |   |   |   |    |     |
| クレジット   |     |     |    |   |   |   |    |     |
| デュレーション | 先進国 |     |    |   |   |   |    |     |
|         | 新興国 |     |    |   |   |   |    |     |
| 原油      |     |     |    |   |   |   |    |     |
| 金       |     |     |    |   |   |   |    |     |

出典：アムンディ表は、2024年4月24日に開催された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ヶ月から6ヶ月の期間でのクロスアセット評価を表している。アセットクラスの評価に関する見直し、見通しの変更および意見は、予想される方向性 (+/-) および確信の強さ (+/+/+++ ) を反映している。この評価は変更される可能性があり、ヘッジ要素の影響を含みます。データは2024年4月26日現在。

# 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

## 株式とグローバル・ファクター

| 地域            | 対前月<br>変化 | -- | - | = | + | ++ | ファクター | 対前月<br>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<br>(除く中国) |           |    |   |   |   | ◆  | モメンタム |           |    |   |   | ◆ |    |
| インド           |           |    |   |   |   | ◆  | 高配当   |           |    |   |   | ◆ |    |

出典：2024年4月24日に開催された最新のグローバル投資委員会で表明された意見の概要。この表はユーロベースの投資家の見解を示している。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。

# アムンディの資産クラス見通し

▼ 前月比で引き下げ  
▲ 前月比で引き上げ

## 債券および為替

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

出典：2024年4月24日に開催された最新のグローバル投資委員会で表明された意見の概要。この表はユーロベースの投資家の見解を示している。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。

# 04

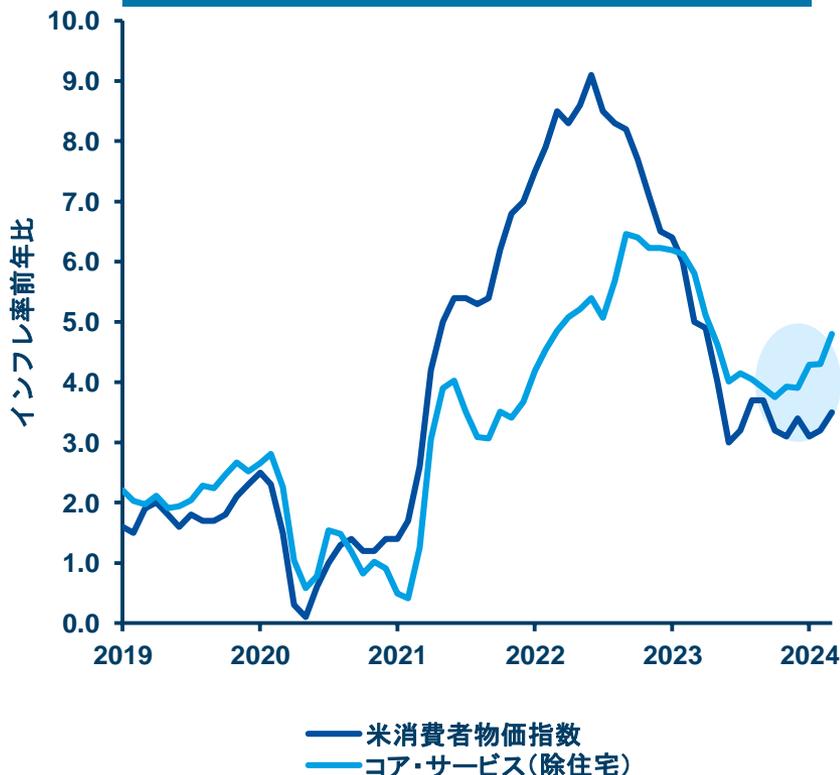
## 追加資料：地域別経済のアウトルック

- 米国：インフレ、弱含みの兆し
- ユーロ圏：インフレ、PMI
- 中国：不動産見通し



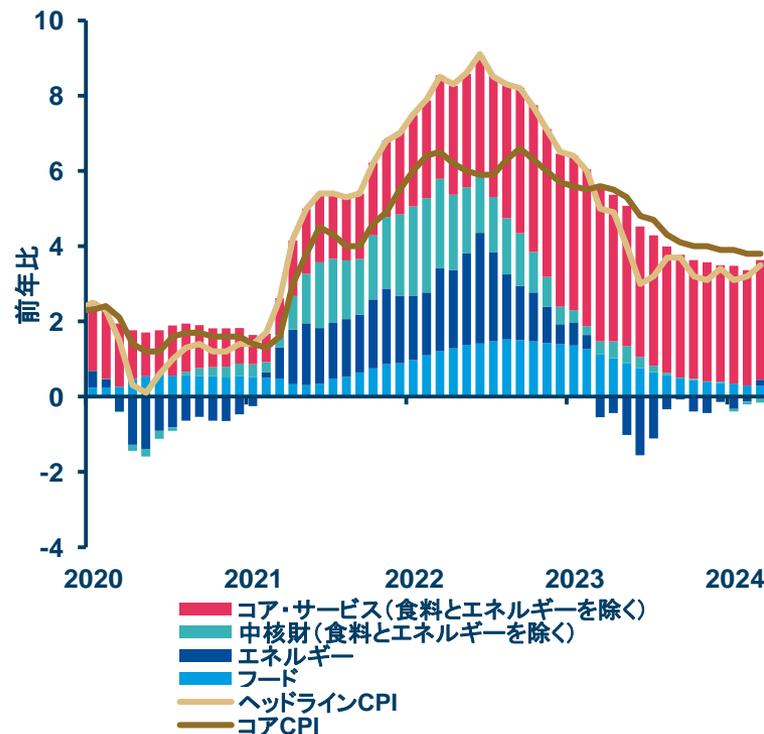
# 依然として健全な内需は、粘着性の高いインフレで、ディスインフレが予想より緩やかであることを示唆

### 米コアサービス・インフレは上振れ



出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、最終データは2024年3月末現在。

### 米国のインフレへの寄与度： サービス業は依然停滞

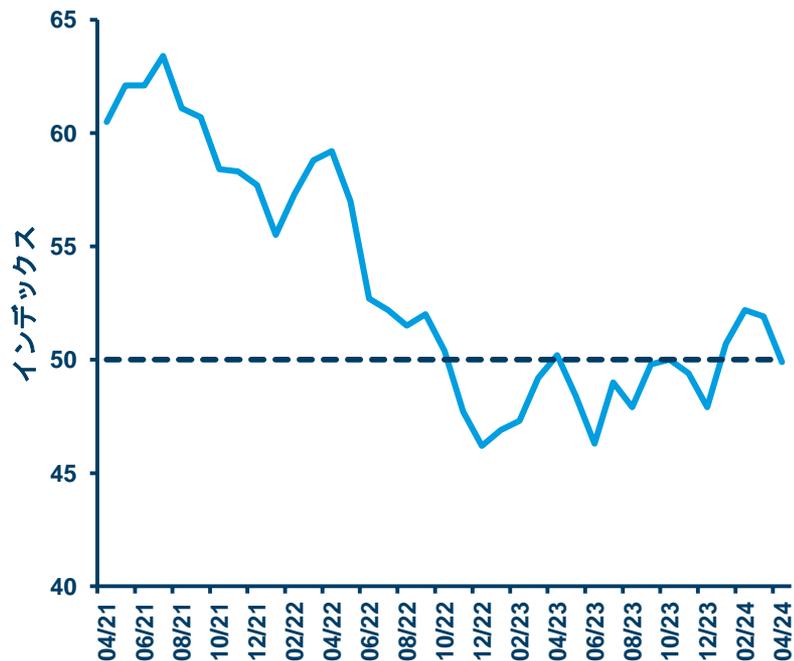


出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、最終データは2024年3月末現在。

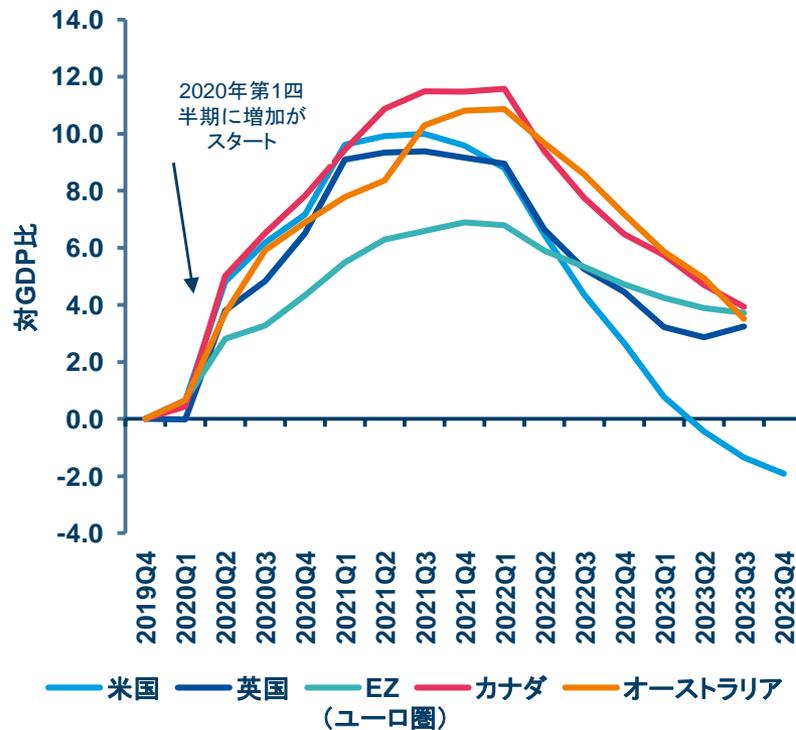


# 米国経済：弱さの最初の兆候

米製造業PMI、4月は50を下回る 4か月ぶりの低水準



パンデミックによる貯蓄が特に米国で減少



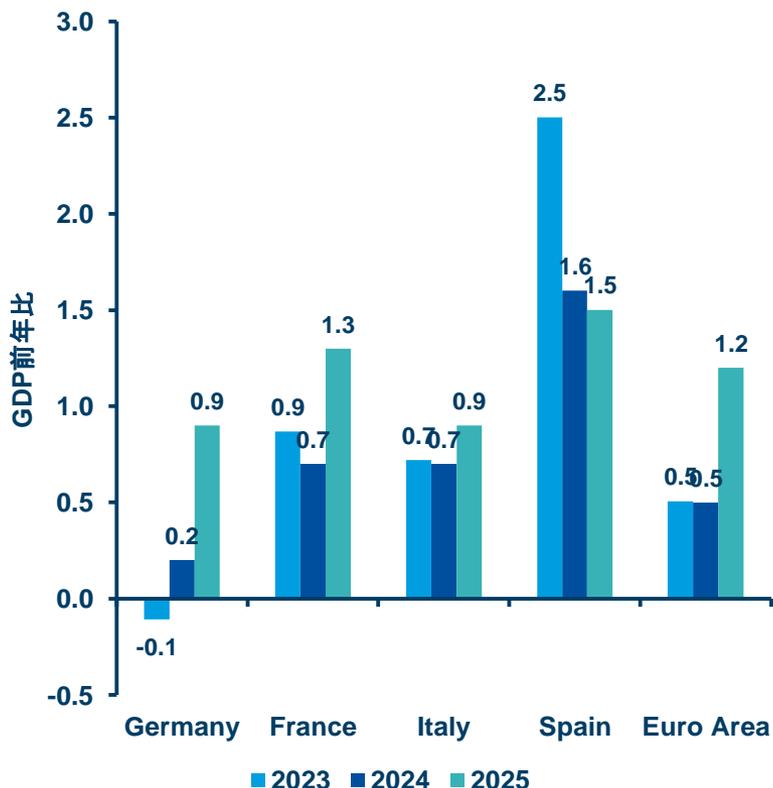
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月現在、指数はS&Pグローバルフラッシュ米国製造業PMIを参照。

出典：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・インベストメント・インスティテュート、IMF-WEO、デ・ソイレス、ムーア、オルティスに基づくIMFの計算、2023年末時点のデータ。過剰貯蓄は、ハミルトントレンドを用いた予測貯蓄率からの乖離として算出。EZはフランス、ドイツ、イタリア、スペインから成る。

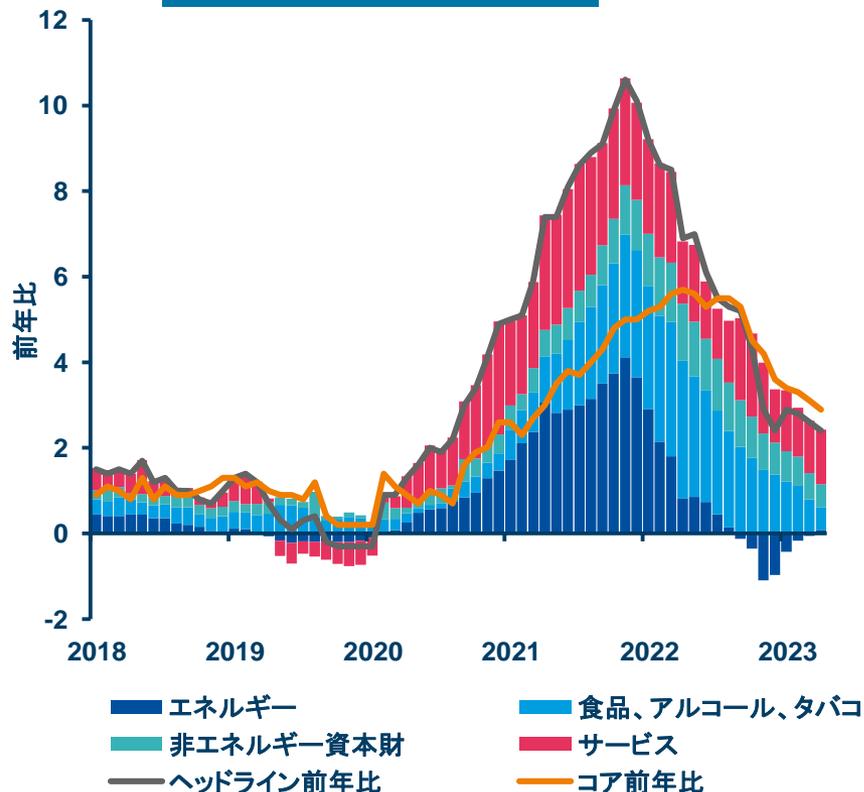


# ユーロ圏：緩やかでバラツキの大きい成長見通し、ディスインフレーション傾向は継続確認

バラツキの大きい経済成長



ユーロ圏：インフレへの寄与



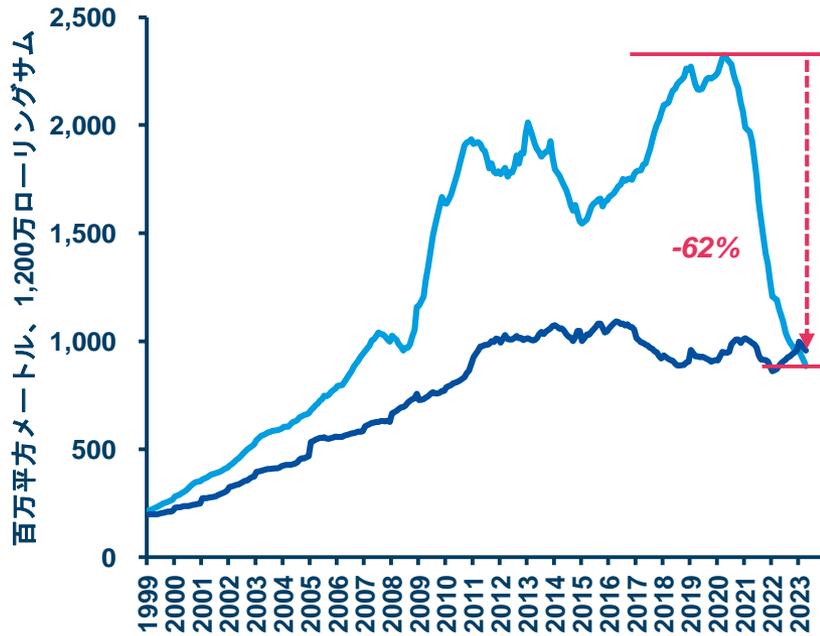
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2024年4月23日現在。予測はアムンディ・インベストメント・インスティテュートによるもので、2024年4月21日現在。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、最終データは2024年3月末現在。NEIG: 非エネルギー工業製品。EA: ユーロ圏。



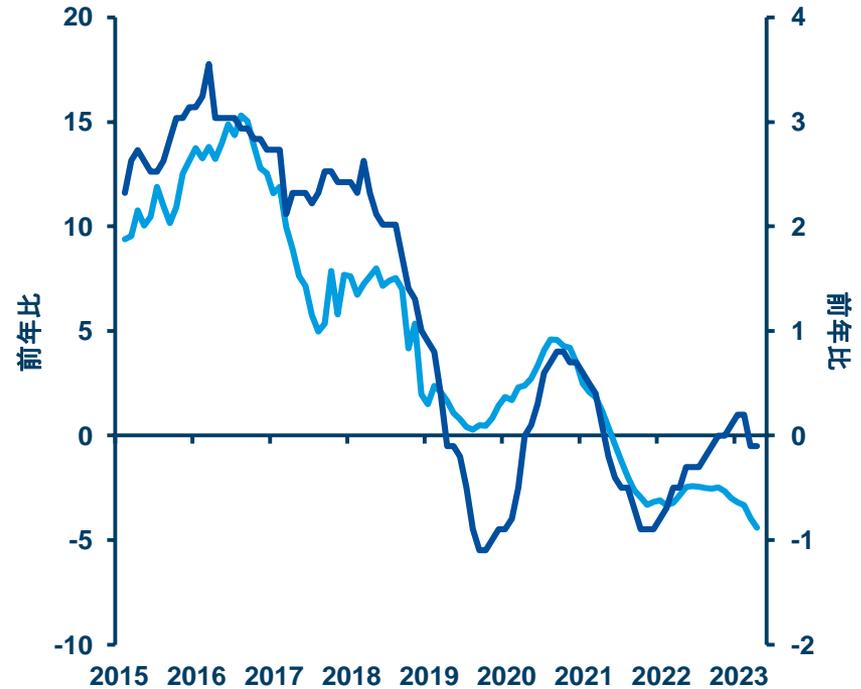
# 中国：不動産の調整はまだ終わっていない、デフレ懸念あり

### 住宅建設データ



— 全国の新規着工面積 (百万平方メートル、1,200万平方メートルのローリングサム)

### 中国CPI住宅



— 住宅売買・賃貸価格 — CPI 家賃 (右軸)

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュートCEIC。最新のデータは2024年3月末現在。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュートCEIC。最新のデータは2024年3月末現在。

# Indices references and definitions

## Yield and duration indices

German Govt Bonds = JP Morgan GBI Germany Index; US Govt Bonds = JPMorgan GBI US Index; Euro IG Bonds = Bloomberg Barclays Pan European Aggregate Corporate; US IG Bonds = Bloomberg Barclays US Aggregate Credit; Euro HY bonds = Bloomberg Barclays Pan-European High Yield ISMA; US HY Bonds = Bloomberg Barclays US Corporate High Yield; EMBI Div = JPMorgan EMBI Global Diversified Blended; CEMBI BD = JPMorgan CEMBI Div Broad Composite Blended; CEMBI BD HY = JPMorgan CEMBI Broad Div High Yield; Euro Corp Short Term = Bloomberg Barclays Euro Corporate 1-3Yr; US Corp Short Term = Bloomberg Barclays US Corporate 1-3Yr; EMBI Corp Short Term = J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified 1-3 Year. European govt. bonds = JP Morgan GBI EMU YTM Index, Japanese govt bond = JP Morgan GBI Japan YTM index, US govt bonds = JP Morgan GBI US YTM index, UK = JP Morgan GBI UK YTM index, Europe dividend yield = MSCI Europe Index, Japan dividend yield = MSCI Japan Index, US dividend yield = MSCI USA Index, UK dividend yield = MSCI UK Index, Europe high dividend yield = MSCI Europe High Dividend Yield index, Japan high dividend yield = MSCI Japan High Dividend Yield index, UK high dividend yield = MSCI UK High Dividend Yield index, US high dividend yield = MSCI US High Dividend Yield index.

## Definitions

- **Basis points:** one basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Breakeven inflation:** 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:** The carry of an asset is the return obtained from holding it.
- **Credit spread:** 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 possible embedded options.
- **Cyclical vs. defensive sectors:** Cyclical companies are companies whose profit and stock prices are highly correlated with economic fluctuations. Defensive stocks are less correlated to economic cycles. Cyclical sectors are consumer discretionary, financial, real estate, industrials, information technology, and materials, while defensive sectors are consumer staples, energy, healthcare, telecommunications services, and utilities.
- **Curve inversion:** When long-term interest rates drop below short-term rates, indicating that investors are moving money away from short-term bonds.
- **Default rate:** The share of issuers that failed to make interest or principal payments in the prior 12 months. Default rate based on BofA indices. Universe consists of issuers in the corresponding index 12 months prior to the date of default. Indices considered for corporate market are ICE BofA.
- **Diversification:** Diversification is a strategy that mixes a variety of investments within a portfolio, in an attempt at limiting exposure to any single asset or risk.
- **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.
- **FX:** FX markets refer to the foreign exchange markets where participants are able to buy and sell currencies.
- **Green bonds:** A green bond is a type of fixed-income instrument that is specifically earmarked to raise money for climate and environmental projects.
- **High yield:** High yield paying bond with a low credit rating due to the high risk of default of the issuer.
- **Investment grade:** Refers to securities issued by an issuer of negotiable debt securities (Treasury bonds...) or bonds for which the Standard & Poor's rating is greater than or equal to BBB-. 'Investment grade' bonds are considered by the various rating agencies as having a low risk of non-repayment.
- **Liquidity:** Capacity to buy or sell assets quickly enough to prevent or minimize a loss.
- **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.
- **Spread:** The difference between two prices or interest rates.
- **Sustainability-linked bonds:** General-purpose corporate bonds with a pledge to achieve a quantitative sustainability target at the issuer level.
- **U-shaped recovery:** A U-Shaped Recovery is a type of economic recession and recovery that resembles a U shape when charted.
- **Value style:** It 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 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. This approach is dramatically different from any central bank's typical way of managing a country's economic growth and inflation, which is by setting a key short-term interest rate.
- **Yield to worst (YTW):** it is the lowest potential yield that can be received on a bond without the issuer actually defaulting.
- **Yield to maturity (YTM):** Annualised return that a bond investor would receive from holding the bond until maturity.

# Disclaimer

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 warranties 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.msclub.com](http://www.msclub.com)). In the European Union, this document is only for the attention of “Professional” investors as defined in Directive 2014/65/EU dated 15 May 2014 on markets in financial instruments (“MIFID”), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a “Qualified Investor” within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA’s Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. In no event may this material be distributed in the European Union to non “Professional” investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of “qualified investors” as defined in the applicable legislation and regulation.

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 [2 May 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 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: [7 May 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: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://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、予想、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

3572229