



2024年5月

IMF春季会議の要点：短期的には回復するものの、
中期的な再加速は期待できない

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



**MONICA
DEFEND**

HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

「欧州は米国に比べ、デスインフレの継続がより明確になってきているため、FRBより先にECBが行動する可能性が出てきている。」

「FRBの政策とインフレに対する不透明感
は残っているが、株式と投資適格債で、魅
力的なプライスの明るい材料が見つけられ
ると考えている。新興国債券は、中期的に
は魅力的である。」



**VINCENT
MORTIER**

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER



**MATTEO
GERMANO**

DEPUTY GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

「金融政策と経済成長が不透明な環境下、アムンディ
は、引き続きややポジティブにリスクを評価しているが、
ボラティリティの上昇に耐えられる回復力の高い市場に
注目する。」

今月の話題

IMF春季会議の要点：短期的には回復するものの、中期的な再加速は期待できない

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING
MACRO STRATEGY –
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

重要ポイント

IMFの見通しを見ると、大半の国での成長率の顕著な回復とインフレ率の低下が強調されている。しかし、中期的な見通しを、パンデミック以前の平均成長率と比較してみると、依然、低い水準に留まっている。

インフレ率は低下しているが、さらなる低下は依然として最優先事項であり、中央銀行は各国の状況に合わせて、金融政策の調整を行う必要がある。

ソフトランディングのシナリオに基づく金融市場の大いなる楽観論は、不透明なファンダメンタルズとともに、インフレの継続、ボラティリティの上昇、資産間の高い相関といった課題に直面するであろう。

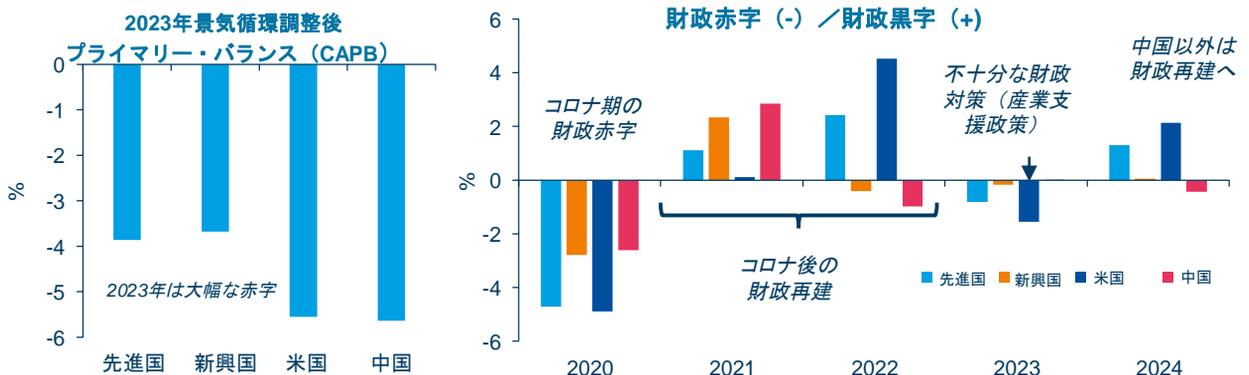
驚異的な短期での経済回復力

ここ数ヶ月、IMFや他の経済調査機関は2024年の成長率予想を上方修正している。4月の世界経済見直しでは、主に米国、中国、新興国において見通しが上方修正（グローバルで+0.3%）された。これらの見直しは、最近の危機による経済的インパクトの後退、不十分ではあるものの短期的な成長を支える財政調整、過去と比較して効果は低いものの金融政策の変更への期待に基づいている。

経済の回復をさらに支えるため、多くの国々が経済的要因と非経済的要因の双方を原動力とする産業政策を再導入しているが、IMFは、さらに必要に応じて財政措置を活用することを提唱している。これらの措置は、競争力の強化、気候変動への対応、サプライチェーンの強靭化の支援、国家安全保障の強化を目的としている。主な対象分野は、先端技術、軍民両用産業、低炭素技術、鉄鋼、アルミニウムである。

2023年10月以降、短期的な景気後退リスク（2.0%程度のグローバルでの成長率）は15%から10%に低下した。ベースライン・シナリオに対する様々なリスクは概ね均衡しているが、新興国の方が先進国よりも相対的に有利な立場にあることは注目に値する。唯一の例外は中国のデフレ・リスクに関するもので、これは世界経済の成長鈍化と中国の財セクターの過剰生産能力によるものである。

2023年は赤字が拡大傾向、2024年は地域差が拡大



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 Fiscal Monitor 2024年4月。財政インパルスはCAPBの変化。2023年のスタート時点は拡張的だが、2024年には地域間格差が拡大し、特に米国は財政健全化に移行する。



最近の危機の影響がまだ残っている低所得国の一部は、このような顕著な回復から取り残され、重要な例外となっている。これらの国々の成長率予想は下方修正され、インフレ率は上昇している。格差は国内だけでなく、国家間でも拡大している。債務再編のための共通の枠組みは、依然、ほとんど機能せず、市場アクセスも厳しく制限されている。例えば、アルゼンチンは、より強固なアプローチを検討する必要がある。現在のグローバルでのマクロ環境では、金融情勢が引き締まり、地政学的ボラティリティがリスク・プレミアムに影響を及ぼしていることが、IMFプログラムを維持するための課題となっている。

中期的な景気加速の欠落

中期的な見通しは、依然、安定しているように見えるが、世界のGDP成長率は2029年まで3.1%から3.2%の間で推移すると予想されている。これは、パンデミック前の平均成長率3.8%に比べ、経済が十分に加速しないであろうことを示唆している。この低迷の主な原因は、米国以外（米国は例外的）での資源配分の誤りによる全要素生産性（TFP）の低下である。さらに、必要なバッファの補充が十分でない場合、財政刺激策に依存している現状が将来的には懸念材料となる可能性がある。ただし、IMFのベースライン予想では考慮されていない、AI（人工知能）が経済に与える潜在的なプラスの影響が、上振れリスクとして作用する可能性があることには留意が必要がある。技術進歩と労働力移動の二律背反は、短期的には先進国により大きな影響を与える見込みだが、中期的には新興国が享受する恩恵が少なくなる可能性が高い。

インフレは最優先課題：警戒と非同期的政策の必要性

インフレは引き続き緩やかになると予想されるが、サービス・インフレの継続や労働市場の逼迫などの要因により、ディスインフレの最終段階はより困難なものになる可能性がある。したがって、中央銀行には、警戒と忍耐の継続が求められ、金融政策は先進国と新興国の間で非同期的（タイミングをずらして）に実施されるべきである。FRBは、市場に引きずられるのではなく、忍耐強くあるべきだが、一方で、ECBはより迅速に行動する可能性がある。新興国の中央銀行は、国内と輸入の両面でインフレに対処するため、ほとんどのケースにおいて、引き締め状態から緩和サイクルへの動きを継続すべきである。しかし、各中央銀行は自国の金融政策スタンスを決定する際、FRBの忍耐強いアプローチを考慮に入れるべきである。

格差は国内だけでなく、国家間でも拡大している。

金融政策は非同期的、つまり、タイミングをずらしてに実施されるべきである。

<p>アムンディ・インベストメント・インスティテュート 対 IMF</p>	<p>アムンディの投資見通し</p>
<ul style="list-style-type: none"> ■ アムンディは、IMF（より高い成長率を予想）と比べて、ソフトランディングを予想しているが、インフレの粘着性への見方は同様。 ■ アムンディは、中央銀行はIMFや市場のコンセンサスよりもハト派的になると予想しているが、インフレ・リスクは依然として上向きに傾いているため、不確実性が高いことも認識している。 ■ アムンディは、IMFと同様、AI（人工知能）による経済への影響は中期的には緩やかで細かいものと予想しているが、新興国においては差が出てくると見ている。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ソフトランディング・シナリオはリスク資産選好の支援材料となるが、すでに多くのリスクは市場に織り込まれている。アムンディは、対クレジットでは株式を选好し、グローバルな投資機会にも目を向ける。 ■ 現在の米国債の利回り水準は魅力的だが、ボラティリティは高止まりすることが予想される。新興国では、短期的にはハードカレンシー債の方が安全に見えるが、現地通貨債のバリュエーションがより魅力的であれば、今後の投資機会につながる可能性がある。 ■ インフレの粘着性が高い状況では、オルタナティブ資産への分散投資を強化する。 ■ 中期的な視点に立てば、例えばAI（人工知能）から得られる利益に関連したテーマの投資機会を検討できる。



中心シナリオと代替シナリオ

確率: 70%

中心シナリオ 回復するが、スピードの異なる成長

- 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
- ディスインフレのトレンドは継続するが、コアの粘着性は高く、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とともに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
- 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に優位
- 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

- ウクライナ戦争の悪化
- 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、インフレの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、その後、景気後退の可能性が出てくれば利下げに踏み切るが、それは後手に回ることになる
- 景気後退の見通し
- 気候変動が悪化すれば、さらに回復は遅れる

確率: 10%

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

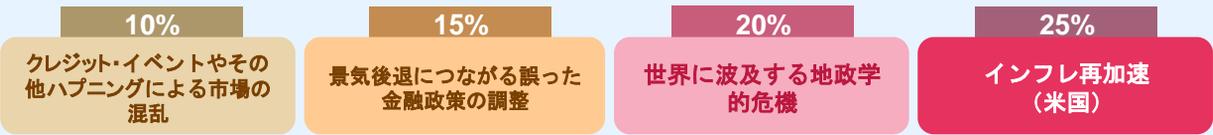
- ウクライナの情勢改善と停戦
- イスラエルとハマスの戦争終結
- エネルギー/食料価格の低下
- 利下げ幅は中心シナリオより少ない
- 欧州では潜在成長率まで回復し、米国では潜在成長率を継続
- 地域間で調整された秩序ある移行

中長期
インフレと政策ミックス
成長プロセス
気候変動

中心シナリオのリスク



低 ← 確率 → 高



市場インパクト	米国債、現金、金に ポジティブ	現金、円、金、クオリティ対グロース、ディフェンシブ対シクリカルに ポジティブ	先進国国債、現金、金、米ドル、ボラティリティ、ディフェンシブ資産、原油に ポジティブ	物価連動債、金、コモディティ通貨、実物資産に ポジティブ
	クレジットに ネガティブ	リスク資産と商品輸出国に ネガティブ	クレジット、株式、新興国に ネガティブ	債券、株式、先進国通貨、新興国資産に ネガティブ

出所2024年4月29日現在のアムンディ・インベストメント・インスティテュート。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。



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

今月の注目

- EU、日本、米国のバリュー株は、米国のハイテク株や大型株以外の銘柄に上昇の動きが拡大することで恩恵を受ける可能性がある。これは、米国と欧州のグロース株とのバリュエーション・ギャップによってさらに支えられるだろう。

株式とグローバル要因

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

債券およびFX

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

出典: 2024年4月24日に開催された直近のグローバル投資委員会で表明された見解の概要。ユーロベースの投資家に対する見解。見解はダブル・マイナスからダブル・プラスまで。本資料は、特定の時点における市場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、読者による調査、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されるべきではない。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。FXの表はグローバル投資委員会の各通貨の総合的な水準に対する見解を示しています。



アムンディの予想

マクロ経済予想

2024年5月現在のマクロ経済予想						
年間平均、%	実質GDP成長率、前年比			インフレ率(CPI)、前年比、%		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
先進国	1.6	1.4	1.3	4.7	2.7	2.3
米国	2.5	2.3	1.3	4.1	3.0	2.4
ユーロ圏	0.5	0.5	1.2	5.4	2.3	2.2
ドイツ	-0.1	0.2	0.9	6.1	2.3	2.2
フランス	0.9	0.7	1.3	5.7	2.4	2.0
イタリア	1.0	0.7	0.9	5.9	1.3	2.0
スペイン	2.5	1.6	1.5	3.4	3.1	2.1
イギリス	0.1	0.4	1.2	7.5	2.8	2.3
日本	1.9	1.1	1.5	3.3	2.1	1.7
新興国	4.3	4.1	3.9	5.8	5.3	4.0
中国	5.2	4.5	3.4	0.2	0.2	0.5
インド	7.7	6.3	6.0	5.7	5.1	5.7
インドネシア	5.0	5.1	4.9	3.7	3.4	3.7
ブラジル	2.9	2.1	2.1	4.6	3.9	3.5
メキシコ	3.2	1.8	1.6	5.6	4.3	3.8
ロシア	3.6	3.0	1.5	6.0	6.3	4.5
南アフリカ	0.5	1.0	1.3	5.9	5.2	4.6
トルコ	4.5	3.2	3.6	53.4	58.0	29.1
世界	3.2	3.0	2.9	5.3	4.3	3.3

中央銀行の公定歩合予想、%					
	2024年5月	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	アムンディ 2025年第1四半期	コンセンサス 2025年第1四半期
米国	5.50	4.75	5.00	4.25	4.50
ユーロ圏	4.00	3.50	3.40	2.75	2.90
イギリス	5.25	4.75	4.80	4.00	4.30
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
中国	3.45	3.30	3.35	3.00	3.25
インド	6.50	6.50	6.30	6.00	5.85
ブラジル	10.75	10.00	9.50	9.75	9.00
ロシア	16.00	15.00	14.45	12.00	11.15

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2024年4月24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****:レポレート。2024年第2四半期は2024年6月末、2024年第4四半期は2024年12月末。



アムンディの予想

金融市場予想

債券利回り

2年債利回り予想、%

	2024年5月	アムンディ 2024年第3四半期	フォワード・レート 6ヶ月後	アムンディ 2025年第1四半期	フォワード・レート 12ヶ月後
米国	4.82	4.00-4.20	4.56	3.80-4.00	4.45
ドイツ	2.90	2.30-2.50	2.55	1.90-2.10	2.30
イギリス	4.36	3.60-3.80	4.01	3.40-3.60	3.96
日本	0.29	0.10-0.20	0.36	0.10-0.20	0.45

10年債利回り予想、%

	2024年5月	アムンディ 2024年第3四半期	フォワード・レート 6ヶ月後	アムンディ 2025年第1四半期	フォワード・レート 12ヶ月後
米国	4.51	3.90-4.10	4.49	3.90-4.10	4.51
ドイツ	2.45	2.20-2.40	2.43	2.00-2.20	2.41
イギリス	4.22	3.80-4.00	4.20	3.70-3.90	4.23
日本	0.90	0.80-1.00	1.01	0.80-1.00	1.11

為替レート

	2024年5月	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	アムンディ 2025年第1四半期	コンセンサス 2025年第1四半期
ユーロ/米ドル	1.07	1.05	1.08	1.12	1.10
ユーロ/円	166	156	159	156	156
ユーロ/英ポンド	0.86	0.86	0.86	0.87	0.86
ユーロ/スイスフラン	0.98	0.98	0.98	1.03	0.99
ユーロ/ノルウェー・ク ローネ	11.76	11.50	11.38	11.47	11.10
ユーロ/スウェーデン ・クローナ	11.64	11.52	11.34	11.48	11.20
米ドル/円	155	148	145	139	141
豪ドル/米ドル	0.65	0.65	0.67	0.69	0.69
ニュージーランド・ドル/ 米ドル	0.59	0.59	0.61	0.63	0.63
米ドル/人民元	7.25	7.20	7.20	7.20	7.15

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2024年5月3日現在。2024年第3四半期は2024年9月末、2025年第1四半期は2025年3月末。



AII* CONTRIBUTORS

SERGIO BERTONCINI
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

POL CARULLA
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

UJJWAL DHINGRA
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

SILVIA DI SILVIO
CROSS ASSET MACRO STRATEGIST

PATRYK DROZDIK
SENIOR EM MACRO STRATEGIST

DELPHINE GEORGES
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

GIAUSA GABRIELE
JUNIOR MACRO STRATEGIST

KARINE HERVÉ
SENIOR EM MACRO STRATEGIST

SOSI VARTANESYAN
SENIOR SOVEREIGN ANALYST

DESIGN & DATA VISUALIZATION

CHIARA BENETTI
DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII*

VINCENT FLASSEUR
GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

CHIEF EDITORS

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER
GROUP CIO

MATTEO GERMANO
DEPUTY GROUP CIO

EDITORS

CLAUDIA BERTINO
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT
HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

DEPUTY EDITORS

FRANCESCA PANELLI
INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

TRISTAN PERRIER
MACROECONOMIST AND INVESTMENT INSIGHTS SPECIALIST

GIANLUCA GALLARATE
INVESTMENT INSIGHTS & PUBLISHING

* Amundi Investment Institute

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 3 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 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: 6 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: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

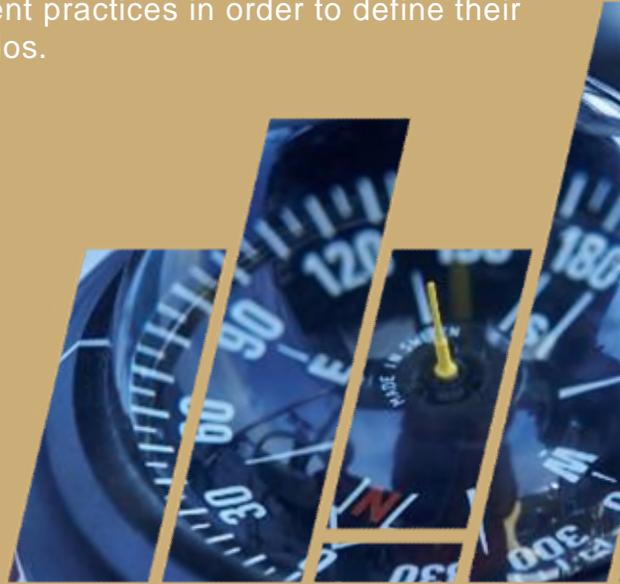
Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus - Streetoncamara.



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 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.



Get the latest updates on:

- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research

[Visit our Research Center](#)



Visit us on



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