

Research

#09
2021年9月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

3Dの市場：デルタ株、減速、そして乖離

今月のトピック

欧州特集：回復への投資

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

本書は投資の専門家である顧客、投資サービス提供者、およびその他の金融業界のプロフェッショナルのみを対象としたものです

#09 - 2021年9月

目次

グローバル投資への見解

CIOの見解

3Dの市場:Delta(デルタ株)、Deceleration(減速)、そしてDivergence(乖離) p. 3

デルタ変異株の感染拡大と、その結果としての経済のモメンタムがやや安定的になったことで、当社は株式に関してニュートラルな姿勢を維持できている。しかし、投資家は欧州のバリュエーションが魅力的に見えるという観点から、ヘッジを維持することに慎重であるべきだ。デューレーションに関して、当社はディフェンシブではあるが柔軟に対応している。利回りは線型ではないが上向きであるという見解を持っているからだ。一方で、新興市場は乖離を示しており、米国のコア利回りが上昇する可能性という逆風を考慮して注意を払う必要がある。全体的には、現時点ではバランスの取れた用心深い姿勢が必要だ。

マクロ経済

中国:短期および中期的な見解 p. 4

最近のデータが弱くなっていることは、長期的には経済的利益と富がより均等に分配される現代の社会主義社会を目指す、政策当局の姿勢をよりハト派的にするだろう。

マルチアセット

自己満足市場においてより慎重になる p. 5

当社は、リスク資産に対する当社のポートフォリオの感度を維持しているが、経済の勢いが安定していることを認識している。したがって、投資家はヘッジを維持し、アクティブであり続けるべきだ。

確定利付き資産

名目利回りとインフレの乖離 p. 6

市場の傾向が「インフレ重視」から「下振れ傾向での成長」へとシフトしていることが見てとれる。しかし、これはインフレが消滅しているというわけではなく、市場の次の段階についての懸念を示している。

株式

完璧に価格設定された市場には注意が必要だ p. 7

成長は堅調さを維持しているが、現在の上昇した市場の水準よりモメンタムが衰えてくことやインフレなど、今後いくつかの問題が起ると考えられる。投資家は、バリュエーションが過剰な領域を避けるべきだ。

今月のトピック

欧州特集:回復への投資 p. 8

欧州経済が近代史上最大の経済ショックから回復しつつある中、当社は成長とインフレの想定を上方修正している。回復への道は加盟国間で不均一ではあるが、EUは2年間の力強い成長を遂げ、インフレは2%未満に戻ると予測する。ECBは、緊急政策から「古典的な」量的緩和へのスムーズな移行を実施し、政策金利を据え置こう。EUR/USDは、12か月間で徐々に1.15に向かっていく。

このような背景では、当社は周辺国債券、特にイタリアの債券を絶対・相対ベースの両方で選好する。欧州の信用市場に関しては、当社はIGの劣後債やBBB、高格付けおよび中格付け企業のHY債など、高ベータ・セグメントを選好する。当社は、ポートフォリオに循環的およびバリュエーション傾向をもたらす欧州株式に対する当社のポジティブな姿勢を改めて表明する。また、中央および東ヨーロッパ諸国への欧州復興基金(NGEU)のポジティブな効果を強調する。

欧州特集 Q&A。皆さまからの質問にお答えします。 p. 19

欧州特集への補足として、よく聞かれる重要な質問のいくつかにお答えします。

市場のシナリオ&リスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 21
> 上位のリスク	p. 22
> クロス・アセット報告: 市場のターニング・ポイントを検知する	p. 23
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 24
> アムンディの各資産クラスへの見解	p. 25

マクロ経済状況

> 先進諸国 マクロ経済の見通しー市場予測	p. 26
> 新興諸国 マクロ経済の見通しー市場予測	p. 27
> マクロ経済および市場予測	p. 28
> 当社の予測についての免責事項/方法	p. 29
> Publications highlights	p. 30

CIOの見解

Pascal BLANQUÉ,
グループ最高投資責任者Vincent MOTIER,
グループ最高投資副責任者3Dの市場: Delta (デルタ株)、
Deceleration (減速)、Divergences (乖離)

株式市場は、いくつかの課題（中国の規制、アフガニスタン危機）にもかかわらず、ここ数週間にわたって好調さを維持しているが、これは主に米国と欧州の並外れた決算発表シーズンのおかげだ。当社は今後について、3つの主要テーマを特定している。それらはデルタ変異株の感染拡大、経済成長のピークからの減速、そして政策上の乖離である。最初の「D」であるデルタ株については、新型コロナウイルスの流行が再び米国と欧州での重要なトピックとなっており、いわゆるロックダウンの復活で旅行やレジャー企業へのペナルティが課せられるため、よりディフェンシブな企業が選好されるようになっている。新しいロックダウンの可能性について、市場の価格設定はやや行き過ぎていると当社は考えているが、このことは最も影響を受けたセクターへの機会を広げた可能性がある。

デルタ株の世界的な広がりへの恐れは2番目の「D」と重複している。それは米国と中国で進行中の経済成長の減速である。対照的に、ユーロ圏はまだ上り坂の途中であり、ピークに達するのは周辺環境により、今後1〜2四半期であるため、米国よりも穏やかなインフレ環境であると言える。これらはすべて、米国、中国、ユーロ圏の間での金融政策の相違が原因だ。米国では、雇用市場の回復が加速していることと、インフレが上昇していることで、テーパリング（量的緩和の縮小）の話し合いへの道が開けた。中国は量的緩和とバイアスに向かっているように見え、ECBは広範に緩和的姿勢を維持している。また、財政政策が今後数か月間、ユーロ圏を比較の有利な立場にする可能性がある。しかし、米国では、財政的緩和政策の多くはすでに終了しており、インフラ政策の影響が現れるには何年もかかるだろう。

現在、この「3D」は、市場のボラティリティが戻るための肥沃な基盤を構築しており、株式市場上昇の休止と相対的価値の誘因として機能している。これが意味するのは、投資家がいくつかの重要な信念に固執する必要があるということだ。

- ・株式市場全体についてニュートラルな姿勢を維持しながらも、プロテクションを用意することが賢明だ。債券の実質金利がマイナスであることを考えると、株式はいまだに重要な選択肢となっている。政策側の行動によって、債券利回りが操作されてインフレよりも低くなり、配当金が十分に維持されていなければならぬ。短期的には、投資家はウイリスのサイクルのせいで経済状況が急速に悪化した場合に備えて、慎重にヘッジを構築するべきだ。また、今年の驚異的な利益成長率は繰り返されないことが予測される。企業は広範にわたりコストの上昇を消費者に転嫁することができたが、インフレは予想されたほど一時的ではないかもしれない（当社もそう考える）。そうなれば賃金の上昇がそれに続くだろう。しかし、これはまだ現実とはなっていない。地域レベルでは、当社はバリュエーション・ベースで欧州が魅力的であると認識している。経済成長はまだピークに達しておらず、政策からの支援がまだあるからだ。
- ・夏期間に弱くなったとは言え、バリュエーション株式の選好は変わっていない。11月に取引をしなかった投資家には、複数年の取引に参入する2度目のチャンスを与えてくれる。一度目のチャンスは、主に循環的バリュエーション株への支持であったが、二度目の波は、金利関連の銘柄（銀行/金融）をより支持する。そして、魅力的なバリュエーションを持つ企業（米国のエネルギー企業）にとって有益であることが証明されるだろう。
- ・債券市場では、短いデューレーションを取ることが重要だ。インカムへの追及は、欧州周辺国債務、中国を含むグローバル信用のIGおよびHY債を優先する。信用分野では、高水準のレバレッジに注意を払うべきであり、金利上昇の観点に基づいて監視する必要がある。このことは、企業レベルでの選択が大変重要となる。
- ・新興市場(EM)の株式については、当社は全体的にニュートラルな姿勢を維持するが、乖離に注視する。中国に関しては、規制の波を考慮して、当社は短期的にはより慎重になっているが、インドとブラジルについては建設的である。これらの国では、新型コロナ危機における最悪の状況は脱したと可能性があるからだ。中国には長期的には前向きな姿勢を維持しており、最近の脆弱性は興味深い機会を開いたと信じている。投資家はこの売り局面を利用して、グローバル・ポートフォリオにおける中国株式への割合を増やし、バイオテクノロジーやクリーン・エネルギー関連株など、規制の変更から影響を受けないセクターに焦点を当てることで、現在のフェーズを管理することができる。インカムの主な原動力であるEMの債券については、まだ慎重な観点を維持する。FRBのテーパリングを考慮すると、当社はデューレーションには慎重となっているが、HY債および政治的リスクを監視する必要のあるいくつかの特異な市場（カンボジア、タイ、ペルー、チリ、ブラジル）を優先する。

結論としては、一方では警戒を怠らないことを再び表明するが、他方では過度に悲観的にならないようにしている。市場は、政策行動と経済に関するあまり目立たないニュースとのバランスを取っている。現在の市場のバリュエーションを考慮すれば、間違いの余地がほとんどないため、これはすべて、投資には厳しい精査が必要であることを意味する。

全体的なリスク・センチメント

リスクオフ

リスクオン



リスク資産には更により慎重になっている。バリュエーションが高くなってきたこと、循環的成長/需要がピーク時から減速していること、高いインフレ、新型コロナのデルタ株への懸念などが原因だ。

前月からの変化

- ▶短期的にはEMと中国の株式にはニュートラル
- ▶米国の信用の選択にはより慎重

「全体的なリスク感情」は、最新の当社グローバル投資委員会における、全体的なリスク評価の定性的な見解です。

マクロ経済

中国：短期および中期的な見解

Monica DEFEND,
グローバル・リサーチ総括Alessia BERARDI,
新興マクロおよび戦略リサーチ総括

最近のデータが弱くなっていることは、長期的には経済的利益と富がより均等に分配される現代の社会主義社会を目指す政策当局の姿勢をよりハト派的にするだろう

成長への見解を引下げた：7月の月次データは、中国における広範な景気減速を示している。生産、消費、投資全てについて失望した。広範囲な政策のテーパリングが起ったこと、セクター・レベルでの引き締めが、減速の背後にある主な原因だ。住宅指標は7月に著しく低下し、不動産投資の伸びは2020年4月以来初めて一桁台前半まで下がっている（7月には前年比1.2%）。一方で、7月下旬以降ソーシャル・ディスタンス規制が拡大されたことを考えると、デルタ株によるリスクは8月の消費データでより明らかになるだろう。その結果、当社はQ3/Q4の成長予測を前年同期比で、7%/5.1%から6.4%/4.7%へと引下げ、Q3の連続成長率は大幅に鈍化すると予想する。その結果、**2021年の年間成長予測を8.6~9.2%から8.4~9.0%の範囲に引き下げたが、2022年の成長率は5.1-5.7%と変更していない。**

政策はよりハト派的になる：成長の勢いが鈍化していること、インフレ・リスクを踏まえると、中国の政策スタンスはハト派的になると予想される。そうは言っても、当社は次のようなことを期待している。**政策緩和は信用と財政の両面から**一方で、PBoC（中国人民銀行）は、利下げすることなく緩和的な流動性を維持するだろう（4Q21でのRRR（預金準備率）引下げへの期待が高まっている）。現時点では、融資のパイプラインへの締めつけが厳しいままであり、全般的な政策緩和が選択肢にない限り、金利引下げは余り効果がない。トップダウンの信用制限とセクターの引き締めが主な問題だったと言える。マネーは製造業に向かうよう指導されているが、このセクターへの設備投資だけでは、インフラおよび住宅セクターの減速を相殺するのに十分ではない。よりハト派に転じる政策ツールの組み合わせの可能性としては、信用の緩和と信用への圧力の底入れで構成されるだろう：地方債の発行月額の増加（8月/9月/12月の可能性）による予算内の支出は上昇するが、予算外の財政支出（LGFV/地方の国有企業）への引き締めは継続するだろう。**金融政策については、PBoCは金利引き下げなしで、緩和的な流**

動性スタンスを維持するだろう。MLF（中期貸付けファシリティ）の借換えには寛大で、満期償還額をわずかに下回る額が許可される。さらに、貸付ファシリティの中・長期的な満期を考慮すると、10月下旬から11月上旬にかけて、追加のRRR利下げが発表される可能性がある。規制改革が中止される可能性は低いが、そのペースは調整され、より長い期間にわたることが予測される。不動産市場への引き締めは続く可能性が高い。

中期的な見解：2049年までに現代の偉大な社会主義国家を構築するため、中国はいくつかの柱を特定しているが、GDP成長はいまだに重要な目標となっている。中国は2035年までにGDPを2021年の2倍にしたいと考えている。これが示唆するのは、今後20年間のGDPの年間成長率は、前年比5.5%から4%に徐々に低下するということだ。より質の高い成長へ移行するためには、人的資本への投資が必要であるが、（アムンディの予測によれば）人口は2026年にピークに達する。グリーン経済に移行するための炭素排出量は2030年にピークに達する。そして融資をより効率的に流通させる必要がある。中国を開放するためには、独立したサプライ・チェーンと徐々に世界的に重要な金融市場（一帯一路構想、人民元の国際化など）が担保される必要がある。**第二の柱は、富の分配に関するものであり、税の再分配、都市と農村および地域の不均衡の是正、そして規制の強化（独占禁止、汚職防止など）を通じて、中産階級の所得のシェアを引き上げることだ。第三の柱は、より効率的な信用メカニズムと、開かれた金融市場の発展であり、金融リスクを取り除くことが重要となる。**最初のステップは、債務不履行数の増加にすでに現れている。大規模なSOE（国有企業）についての話題が、重要なニュースとして報じられており、金融市場のリスクを軽減するという課題が試されている。金融リスクが体系的なレベルにエスカレートする可能性がある経営難に陥った国有企業について、中国政府がどのように対処するかが、この議題とリスク許容度に対する政府のコミットメントを明確にするだろう。

中国：共通の繁栄を達成するための3つの柱

質の高い成長	2021年と比較した2035年のGDPの倍増 GDPは徐々に低下する：5.5%（2022-25年）、4.0%（2031-35年）
	国内流通：改革と生産性の向上：（Lチャレンジ）2026年には人口がピークとなる。出生率を復活させ、人的資本に投資する。（Kチャレンジ）グリーン経済への移行：2060年にはカーボン・ニュートラルを達成。信用効率を上げる
富の分配	国外流通：経常収支の開放が担保される（独立した担保されたサプライ・チェーン、一帯一路、RMBの国際化などに伴う金融市場の自由化など）。
	中産階級の所得のシェアを上げる：税による再分配（財産、相続、キャピタルゲイン）、社会保障、寄付などを通して。
金融リスクを取り除く	企業部門の変革： 規制の空白を埋める、CSR、独占禁止、不正な競争の禁止、汚職防止
	地方と都市の不均衡、地域の不均衡に対処する：農村部の世帯収入を増やす；土地使用权

出典：CPC憲法、新華社、アムンディリサーチ。2021年8月
RRR = 預金準備率、BRI = 一帯一路構想、RMB = 人民元、LGFV = 地方自治体の資金調達手段、
SOE = 国有企業

マルチアセット

Matteo GERMANO,
マルチアセット部総括

当社は、リスク資産に対する当社のポートフォリオの感度を維持しているが、経済の勢いが安定していることを認識している。したがって、投資家はヘッジを維持し、アクティブであり続けるべきだ

自己満足市場においてより慎重になる

経済成長とインフレについての次のステージを監視していると、政府による政策支援が進む中、世界的な活動は安定しているように見える。その結果、当社はリスク資産にはニュートラルな姿勢を維持しつつ、経済活動の減速、アフガニスタンでの緊張、そして欧州における選挙を引き続き監視している。さらに、市場の一部ではリフレ・トレードへの逆風が示されているが、他では中央銀行が必要に応じて介入するという信念がまだ根強い。今は中心となる信念を変える時ではないが、株式と債券の両方のバリュエーションが非常に高くなっているため、警戒を強める時期ではある。したがって、リスク資産について全体的にはニュートラルな見解を維持しても、株式エクスポージャーへのヘッジを維持することが重要であると考え。

当社が強く確信しているアイデア

当社は、全体的には株式にニュートラルな姿勢を維持し、景気動向に連動するアプローチを取っているが、特に、米国、欧州、中国について、主要な動向を監視している。インフレは、いまだに重要なトピックであるが、消費者心理とデータはいくらかの脆弱性を示している。これは当社の姿勢を変えることを意味するものではないが、用心深く選択的なアプローチの重要性を強調している。最終的な経済成長のレベルは、リスク資産にとってそれほど無害ではない可能性があるが、市場では現在それが考慮されていない。EM（新興市場）については、ニュートラルな見解を維持する。当社は、中国政府の社会的目的を追求するための規制措置の結果を検証しているため、中国の株式について以前のややポジティブな姿勢を引下げた。もう一つは、米・中間の地政学的関係と中国へ投資した後の流動性の問題だ。しかし、長期的には、これらの政策は有益であり、優れたエントリー・ポイントを提供する可能性がある。

債券においては、現在のコア利回りレベルは、当社の高いインフレ予測と一致していないと考えるため、**米国(米国債10年物) および欧州中核国のデュレーションには慎重な見方を維持する**。これは金利の上昇と景気回復への当社の予測に沿ったものとなっている。しかし、投資家は積極性を維持するべきであり、市場心理が変化した場合は姿勢を調整する必要がある。

欧州周辺国債務の相対的価値は、30年物のドイツ国債と比較するとイタリア国債の方が魅力的である。これはイタリアについての期待が回復していることとECBからの支援が継続しているからだ。

中国政府の地方債に代表されるインカムとグローバルな分散機会の追及は、中国国が引続き魅力的な実質利回りを提供しているため、いまだに当てはまる。中国の債務市場は、最近の規制措置にもかかわらず、経済的/地政学的な影響力の高まり、世界的な指数へ組み込まれたこと、そして主に受動的な投資家からの資金が流入したことから恩恵を受けるはずだ。EMBI指数のスプレッドについては、ニュートラルな姿勢を維持している。

債務の利回りがネガティブとなっている世界では、信用がある程度の休息をもたらす。ECBの支援が続く中、この資産クラスがキャリアを提供するにもかかわらず、ユーロIGの信用指標は改善している。しかし、バリュエーションが高くなっているため、選択性が重要だ。ユーロHYも、景気回復によりデフォルトの見通しの改善が見込まれるため、広い領域を提供する。

リスクが非対称で不確実性が高い場合、追及する価値があるのは、レバティフバリュエーションだけだ。当社にとっては、FXがそのような長期的かつ戦術的な戦略を実施するための場である。前者については、当社は継続的な回復を信じており、EURおよびJPYと比較して、NOK、GBPとUSDを介したキャリア・バスケットに前向きである。しかし、CADには影響を与える可能性のある逆風がいくつか見られるため、CHFと比較したCADの評価を引下げた。さらに、FI（確定利付き）市場（特に米国）で見られる現在のダイナミクスは、CHFへのネガティブな見解を支持していない。新興市場のFXでは、当社は引き続きBRL/EURを選好する。ワクチン接種が改善したこと、経済成長、そして金利上昇の可能性が理由だ。

リスクとヘッジング

アフガニスタンの状況とそれがポートフォリオにどのように影響するか、そしてデルタ株と夏以降のコロナ感染の波に関連するリスクがあると当社はみる。その結果、市場は完璧に値付けされているため、投資家はDM（先進市場）株式の配分を保護するために、デリバティブによるヘッジを維持する必要がある。

アムンディ クロス・アセットの確信

	1ヶ月の変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式					■			
信用						■		
デュレーション				■				
原油					■			
金					■			

出典：当社予想。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、見通しの変化、意見は、予想される方向（+/-）と確信の強さ（+/++/+++）を反映している。この評価は変更されることがあります。UST = 米国債、DM = 先進国市場、EM/GEM = 新興市場/世界新興市場、FX = 外国為替、FI = 確定利付き資産、債券、IG = 投資適格債、HY = ハイイールド債、CB = 中央銀行、BTP = イタリア国債、EMBI = EM債券指標。

確定利付資産

名目利回りとインフレの乖離

Amaury D'ORSAY,
債券部総括Yerlan SYZDYKOV,
新興市場部グローバル総括Kenneth J. TAUBES,
米国投資運用CIO

市場の傾向が「インフレ重視」から「下振れ傾向での成長」へとシフトしていることが見てとれる。しかし、これはインフレが消滅しているというわけではなく、市場の次の段階についての懸念を示している

コロナ・ウイルス変異株が蔓延していること、過剰な成長への懸念、そして型破りな金融政策が、コア利回りの低下と実際のインフレ率との相違を説明している。経済のモメンタムがいくらか鈍化しているとはいえ、成長は依然として力強く、急激に下落しているわけではない。別の見方をすれば、金融政策が労働者の実質可処分所得に影響を与え、富裕層の富を増やすことで不平等を助長した。賃金の上昇は、さらにインフレ圧力を高める可能性がある。FRBのテーパリングの計画がより明確になれば、利回りは非線形的に上昇するはずだ。さらに、インフレが単なる「一時的な」ものではないと市場が確信すれば、利回りとインフレ間の相違は減少するはずだ。当社は、デフレーションについて慎重な見解を、信用には前向きな姿勢を維持するが、信用の選択の重要性が増していることを認識している。

グローバルおよび欧州の確定利付き資産

当社は、米国債および欧州中核国債（および準中核国）のデフレーションに対して慎重な姿勢を保つが、積極性は維持している。米国のイールド・カーブがどのように進化するかについては不確実であるが、投資家は戦術的な動きから利益を得るために、全満期にわたる機会を積極的に模索する必要があると考える。欧州では、カーブに沿ったステイプ化によるチャンスがあると見る。しかし、その後の回復の中で、イタリアの周辺国債務については建設的な姿勢を維持する。インフレについては、米国と欧州に前向きである。

信用の背景は改善している。これは企業収益が堅調であること、強い指標と金融環境が理由だ。当社は、IG (BBB) とHY (人気上昇中)、および劣後債について建設的な姿勢を維持している。当社は満期の短い債務と、コア利回りの上昇が価格に与える影響が限定的である債務を嗜好している。しかし、不確性はまだある。したがって、選択は非常に重要であり、ESGの分野を介して選択することは、今後の規制に対応するという意味だけでなく、ESGを嗜好するいくつかの大きなローテーションがあるため、良い選択であると見る。

米国の確定利付き資産

モメンタムがわずかに鈍化していることは確かだが、ワクチン接種率が上昇するにつれて、経済活動の多くが持ちこたえていることを強調する（ファイザー・ワクチンの正式承認）。**米国債については、市場のボラティリティとFRBのテーパリング計画に基づいて、柔軟で戦術的な見解を持って、ディフェンシブなバイアスを維持する。**当社は、発行数の増加と長期的なインフレ体制の中で、利回りカーブがステイプ化するという見解を維持する。しかし、TIPS（米国物価連動債）は、利回りが実質金利に連動しているため、魅力的に見える。**当社は信用については楽観的だが、ベータ値とバリュエーションが特に厳しくなっているセクターには慎重だ。**さらに、投資家は短期債務を保有し、選択がリターンを生む特異な要因に焦点を当てるべきだ。精選されたHY債務は、キャリー投資に適している。一方、住宅ローン市場は、堅調な消費者の収入とFRBの支援から引き続き堅調である。

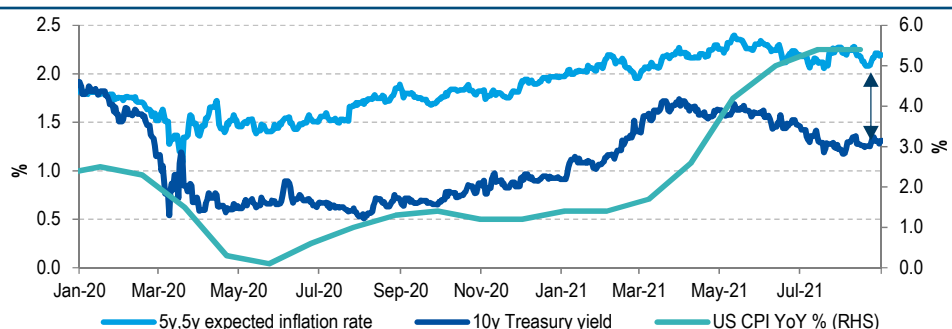
EM（新興市場）の債券

全体的に柔軟なスタンスに基づいて、当社はHYに選択的なバイアスをもちながらも、HC債務を嗜好する。しかし、全面的にデフレーションにはディフェンシブさを維持しており、FXには慎重（FRBのテーパリング懸念）だが、高利回りのFXを選択的に模索している。アジア地域では、CNY（人民元）に対して慎重な姿勢を維持し、新型コロナの感染拡大の復活を監視しているが、成長鈍化への懸念から、中国の債券については建設的な見方を維持する。

FX

投資家には、特に米ドルについての確信をを微調整することをお勧めするが、FRBの姿勢が硬化してきたことを受けて、前向きな姿勢を維持する。また、FX商品にも選択的に慎重になっている。これはコモディティ価格との相関性が弱いからだ。ただし、EM FXでは、トルコ・リラとブラジル・レアルについての見解を引き上げた。

米国のインフレと国債の利回り



Source: Amundi, Bloomberg, as of 26 August 2021. CPI data is monthly.

GFI = グローバル債券、GEM/EM FX = グローバル新興市場外国為替、HY = ハイイールド債、IG = 投資適格債、EUR = ユーロ、UST = 米国債、RMBS = 住宅ローン担保証券、ABS = アセット・バック証券、HC = ハード通貨、LC = 現地通貨、CRE = 商業用不動産、CEE = 中央および東ヨーロッパ、JGB = 日本国債、EZ = ユーロ圏、BoP = 国際収支

株式

完璧に価格設定された市場には注意が必要だ

Kasper ELMGREEN,
株式部総括Yerlan SYZDYKOV,
新興市場部グローバル総括Kenneth J. TAUBES,
米国投資運用CIO

全体的な評価

株式、特に循環株に関しては、歴史的に見ても、強い収益と高い期待に支えられてきた。企業は価格を引き上げることで、原材料の高騰に対応している。しかし、デルタ変異株、経済成長、インフレからの影響が経済再開についての懸念を生んでいる。特に米国では、実質可処分所得がインフレによる影響を受けており、賃金上昇圧力を引き起こす可能性がある。

したがって、当社は消費者に原料コストを転嫁することで利益を維持できる企業に引き続き焦点を当てている。全体的には、収益にはまだ成長の余地があると見ていますが、バリュエーション (P/E) は、今後低下する可能性がある。したがって、価格決定力を持つ企業が勝者となる。

欧州の株式

当社は、株式の選択と強力なビジネス・モデルと価格設定力を持つ企業に焦点を当て、バランスの採れたアプローチを維持する。セクターについては、金融（銀行）が非常に魅力的で強力な収益を上げるといふ、大きな断絶を目の当たりにしている。当社は、魅力的に評価されているように見えるエネルギーにはニュートラルな姿勢を維持しているが、欧州の炭素排出目標を達成するため、再生可能エネルギーへの規制強化がなされる可能性があると考えている。また、産業銘柄にも建設的だ。一方で、電気通信や医療などディフェンシブな部門を愛好している。しかし、テクノロジー銘柄や一般消費財には慎重である。バリュエーションがそれほど魅力的でないことと、中国からの高級品需要への懸念があるためだ。実際、後者については、中国が社会的な不平等を改善しようとしているため、欧州の高級品セクターに、長期的な影響を与える可能性がある。様式的には、当社はバリュエーションには確信を持っており、最近の休止は魅力的な特異な機会をもたらすと信じている。

米国の株式

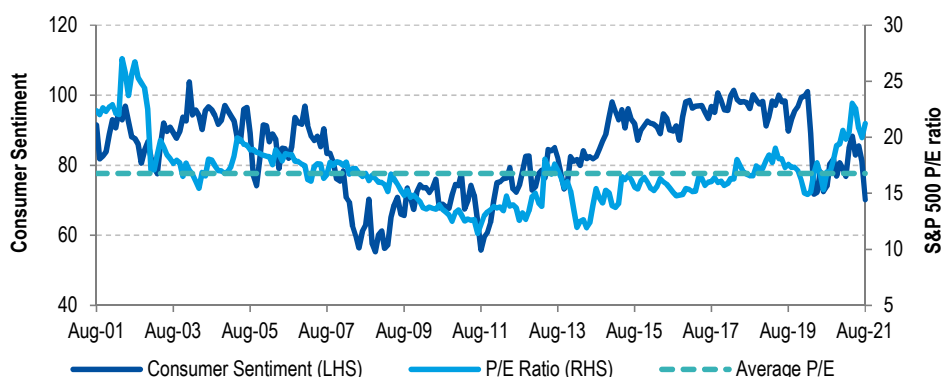
今年の企業利益の拡大は例外的であり、米国のロックダウンの終了とともに、これが繰り返される可能性は低い。一方で、新型コロナウイルスの復活は、一時的には勢いを失っているが、これが国のロックダウンにつながり、大きな影響を及ぼす可能性は低い。現在、インフレ、実質所得、消費者心理、バリュエーションが高くなっていること、増税の可能性などが、注目すべき重要な変数だ。バリュエーションについては、市場の中で大きな乖離が見られる。一部のセグメントは高いプレミアムで取引されているが、バリュエーションなどの一部のセグメントは割引価格で取引されている。このことは、借入金で投機的な成長をしている銘柄を避けることで、投資家は報われるという当社の確信を強くする。コアリターンが上昇するにつれて、金融およびエネルギー銘柄で強力なバリュエーションを保持することは理にかなっている。しかし、過去と比較しても、このローテーションへの循環的な傾きは低くなり、前述の金利敏感セクター、一般消費財および産業株が有利となると当社は見ている。ディフェンシブ株については、医療分野で魅力的なテーマが見られる。長期間の低パフォーマンスの後で、この分野は好調となるだろう。

新興市場の株式

ワクチン接種率の向上と魅力的なバリュエーションは、EM株式を穏やかにサポートするはずだ。しかし、ワクチン耐性のある変異株と中国の規制強化は、ゼロ・トレランス政策と共に、逆風となる可能性がある。当社はロシア、インド、ブラジルについて建設的である。セクターについては、バリュエーション/循環株と成長株を比較することに焦点を当て、特に回復が遅れている国では、一般消費財にポジティブな姿勢を維持する。化学薬品の銘柄と中国の金融株には引き続き慎重だ。

成長は堅調さを維持しているが、現在の上昇した市場のモメンタムが衰えてくることやインフレなど、今後いくつかの問題が起ると考えられる。投資家は、バリュエーションが過剰な領域を避けるべきだ

米国の消費者心理と株式のバリュエーション



Source: Amundi, Bloomberg, Univ. of Michigan Consumer Sentiment, latest monthly data as of 31 August 2021. BEst P/E

今月のトピック

欧州特集

欧州特集：回復への投資

by グローバル・リサーチ・チーム

一言で言えば

欧州経済が近代史上最大の経済ショックから回復しつつある中、当社は成長とインフレの想定を上方修正している。回復への道は加盟国間で不均一ではあるが、EUは2年間の力強い成長を遂げ、インフレは2%未満に戻ると予測する。ECBは、緊急政策から「古典的な」量的緩和へのスムーズな移行を実施し、政策金利を据え置くだらう。EUR/USDは、12か月間で徐々に1.15に向かっている。

このような背景では、当社は周辺国債券、特にイタリアの債券を絶対・相対ベースの両方で選好する。欧州の信用市場に関しては、当社はIGの劣後債やBBB格付け、高格付けおよび中格付け企業のHY債など、高ベータ・セグメントを選好する。当社は、ポートフォリオに循環およびバリュエーション傾向をもたらす欧州株式に対する当社のポジティブな姿勢を改めて表明する。また、中央および東ヨーロッパ諸国への欧州復興基金（NGEU）のポジティブな効果を強調する。

1. 世界経済回復という背景での欧州経済

Annalisa USARDI、CFA、シニア・マクロ・ストラテジスト・クロスアセット・リサーチ

1.1 回復軌道にある世界経済

世界レベルでは、回復のモメンタムは堅調であるが、地域間では不均一で複数のスピードでの回復が特徴だ。同時に、高頻度およびPMIデータが示唆するように成長の勢いはやや鈍化した。これは、活動の拡大は続いたものの、Q3の初めに主要経済国の幾つかが減速したためだ。

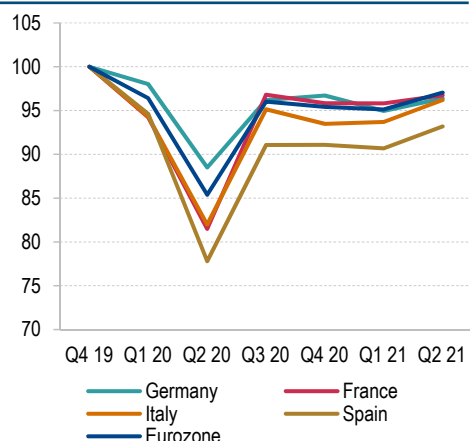
世界経済についてのコンセンサスは高水準で安定し、サプライズは徐々に低下した。現在ではわずかにポジティブになっている。新型コロナウイルス感染の進展は引き続き不確実性の原因であり、ワクチン接種計画と感染復活の間の綱引きが発生し、各国間での不均一な成長経路が益々広がる可能性がある。現在のところ、ワクチン接種率が高い国では、一律ではないにしても、新しい感染の波はある程度抑制されているようだ。新規感染者数と入院率は、新たなロックダウン措置のリスクを監視するための重要な要素のままである。

成長予測は下方修正された。当社は世界のGDP成長率が、今年は5.8%~6.4%、2022年

には3.8%~4.5%と予測する。最近の生産、消費、投資の全てにおいて失望したため、中国の成長プロファイルは引下げられた。今では、中国のGDP成長率は今年は8.4%~9%、2022年は5.1%~5.7%と予測する。米国の成長率も、今年は5.8%~6.2%、2022年には3.3%~3.9%と下方修正された。（アムンディの予測は、マクロ経済の状況のセクションで入手可能。）

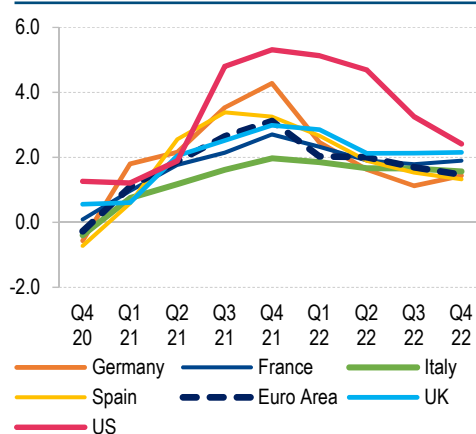
インフレ・リスクはまだある。継続的な供給の制約と供給のボトルネックが増えることは、商品の取引と活動に圧力をかけている。最近のデータが示すように、これらの要因は世界のインフレに圧力をかけている。しかし、最近のPMIと投入産出物価は、非常に高いままであるものの、ある程度の控え目であることを示唆している。予測範囲期間での米国のインフレは、FRBの目標を上回ったままであると当社は予測するが、FOMCでは金利は据え置かれるであろう。いくつかの新興市場の中央銀行は政策金利を引上げ始めた。インフレ率が目標を上回ったためだ。

1 / GDPレベル2019年Q4 = 100



Source: Bloomberg, Amundi Research, Data as of end August 2021

2 / CPI-H成長率、前年同期比（四半期）



Source: Bloomberg, Amundi Research, Data as of end August 2021

今月のトピック

欧州特集

イタリアは、フランスおよびドイツとのギャップを縮小している

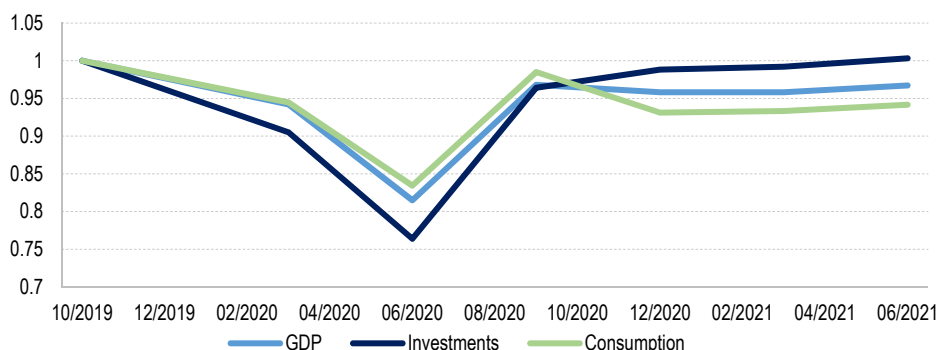
ユーロ圏では、賃金要因が大きな役割を果たすとは思わない

1.2. ユーロ圏の不均一な回復

ユーロ圏経済は2021年Q2に2%拡大し、この地域のGDPは、コロナ危機前の水準をわずか3ポイント下回るまで回復した。しかし、その回復は地域全体で均一ではない。この四半期の前半における制限のタイミングと延長に違いがあるため、ドイツとフランスでは経済の再開が遅れた。製造業における供給と生産能力の制約による影響が、回復速度に影響を与えたが、

これらはQ3にも同様の役割を果たす可能性がある。Q2におけるイタリアとスペインの成長ペースは、ユーロ圏の平均よりもはるかに強かった。そのため、イタリアはドイツやフランスとのGDPギャップを埋めることができた。スペインはギャップを縮小したが、まだ遅れをとっている(図1を参照)。

3 / フランス、2019年Q4 = 100



Source: Bloomberg, Amundi Research, Data as of end August 2021

1.3. 成長とインフレについての明るい見通し

欧州経済の短期的な見通しは、春の時点での予想よりも明るく見える。加盟国間での回復は、複数のスピードで続く予想されるが、力強い内需のモメンタムと米国の成長からポジティブなスピルオーバー効果の恩恵を受けるはずだ。全体的には、GDPはQ2/Q3期にピークに達し(経済の再開、ワクチン接種計画、成長の勢い、主要推進要因についての国家財政支援の効果など)、NGEU(次世代EU)基金の開始に伴い、潜在成長率を上回る成長を見せると当社は予測する(効果は2022年から)。当社の予測では、2021年には平均4.7%、2022年には4.1%、2023年には2.3%の平均成長率が見込まれ、来年Q1にはコロナ危機前のレベルに達する。ドイツ、フランス、イタリアは、同様のタイミングで、2022年の初めには危機前のレベルに戻るが、スペインは2022年下半年にそのギャップを埋めると見る。

当社は、今年のインフレ予測も上方修正し、こぶ状のプロファイルを保持する。ユーロ圏のインフレの進展は、他の先進国市場で見られる一般的な傾向と部分的には同様だ。エネルギーは、最初のロックダウンとその後の回復のベース効果と共に、前年比のダイナミクスで主要な役割を果たしている。月次ベースでは、

需要と供給の不均衡(ボトルネック、供給の混乱、経済再開の混乱)による価格の上昇も見られる。しかし、すべての国が同じパターンに従うわけではない。例えば、ドイツのVAT減税など一時的で特異な要因による場合もある。これは今年のQ4の過剰なインフレに寄与する可能性がある。また、季節的な販売のタイミングの変化なども同様だ。これは夏期にフランスとイタリアでボラティリティが高くなった原因だ。

米国とは異なり、来年賃金上昇要因が大きな役割を果たすとは当社は思わない。今年EAのインフレ率は、ECBの目標を上回ると予想されるが、2022年には目標を下回るだろう。アムンディのユーロ圏平均CPI予測は年率で、次の通り。2021年2.25%、2022年1.8%、2023年1.6%。

2021年の英国経済の急速な回復(6.3~6.9%)は、来年も力強い成長として続く予想する(2022年には4.5~5.1%)。成長率は、その後2023年には2.4%を下回ると見る。今年の英国のインフレ率はユーロ圏と同様で、2022年まで目標をやや上回るだろう。経済再開の要因とEU離脱に関する問題が、この高水準のインフレを説明する。しかし、BoEは今後12か月間政策金利を据え置くと当社は予測する。

1.4. 消費と投資の回復

2020年の経済崩壊以降、消費と投資は異なる回復パターンをたどった。ロックダウンの後、例えば2021年Q1には、個人消費は耐久財とサービスの両方の購入低迷を反映して下落したが、投資は建設業界のポジティブな活動に支えられて拡大を続けた。

Q2における入手可能なデータを見ると、投資の回復はほぼ完了しているが、家計消費はまだ遅れており、商品の回復はサービスの回復よりも進んでいる。経済が再開され、家計の購買力が広範な回復力を維持していたため、

より広範な支出機会が再び訪れた。当社は、サービスへの消費が経済回復に重要な役割を果たすと予想する。

投資に関しては、Q1と同様、建設業界はコロナ危機以前のレベルとのギャップをほぼ完全に取り戻したが、機械と設備投資はまだ遅れを取っている。各国の回復計画とNGEU(次世代EU)基金によって推進された新しい投資の波がもたらした後押しで、建設と固定資本形成の両方が加速し、成長に大きく貢献することが期待される。

今月のトピック

欧州特集

NGEUは、2022年から大きな影響を及ぼし始めるだろう

2. 次世代EU – 機会とハードル

Tristan PERRIER, グローバル・ビューズ

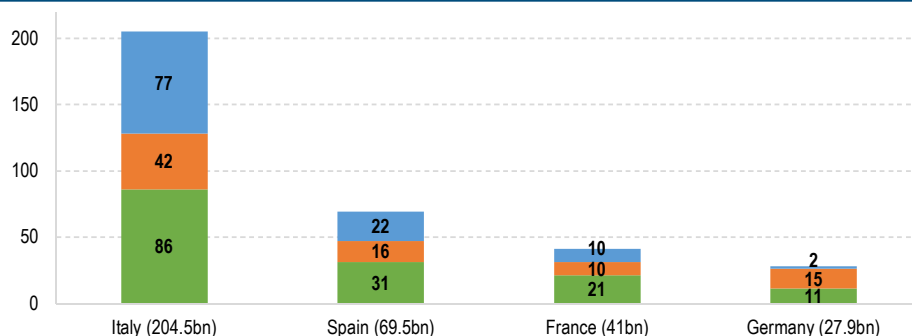
2020年に交渉が成功し発表された、7,500億ユーロ（2018年当時の価格）のNGEU（次世代ヨーロッパ）復興基金は、EU加盟国間の政治的緊張を和らげる上で、すでに重要な役割を果たしたが、これが今稼働している。この基金は、EU内の財政連帯という面で、多くの「レッドライン」を超えて機能している。これらにはEU債務の発行、助成金という形での譲渡、構造的な経済管理だけでなく循環的な支援をすることなどが含まれる。

ほとんどのEU加盟国（4大国を含む）の復興と回復計画（NGEUが資金を提供）が必要なEUの承認を得た後、欧州委員会は6月に要求されたEU債の発行を開始した。8月には、その収益をローンと助成金の形で加盟国に分配した。ローンの要求に関しては、各国政府間で大きな相違があった。一部の適格国（イタリア、ギリシャ）は全額を要求したが、一部（ポルトガル、キプロス、スロベニア）は部分的に要求し、この機会を利用しないことを選択する国、または決定を遅らせる国（スペイン）もあった。NGEUは、国によっては2021年H2とそれ以降に計画されている回復計画の総財政支出のほぼ

すべて（スペイン）、大部分（イタリア）、大きな部分（フランス）、またはごく一部（ドイツ）となっているが、その他の国では、その国のための資金源となっている。注目はイタリアに集まっている。2021年H2だけでも、NGEUによる支出が同国GDPの約1.5%を占めているからだ。これは、ドラギ政権が追及する待望の構造改革計画を後押しする強力なインセンティブであるとともに、成長を大幅に後押しする可能性がある。当社の予測では、国の復興と回復計画は2021年Q4に開始され、2022年H1からは大きな経済的影響が予測される。助成金の支払いには、平均的な財政乗数が適用される。

NGEUは、EUがコロナ危機から回復するための強力な機会を提示している。公共投資と改革の組み合わせを通じてGDP成長を後押しする可能性がある。しかし、いくつかのプログラムは、官僚主義と国によっては資金吸収能力が限られるため、スピードが遅くなる可能性がある。NGEUが最終的に成功するか失敗するかは、EU内でのさらなる財政相互化の支持者または批判者のいずれかを奨励する前例となるだろう。

4 / NGEUの資源配分、主要ユーロ4か国（単位：10億ユーロ）



Source: Bruegel Estimates, Amundi Research. Data as at May 2021

Green Digital Others

3. EUの新しい財政枠組みに向けて

Didier BOROWSKI, グローバルビューズ総括

欧州の財政規則は2020年3月に一時的に停止された。これはユーロ圏の各国が安定した政策を実施できるようにするためだった。医療危機の終焉が見えてきたため、財政政策は「正常化」される必要がある。だが、どのルールに従うのだろうか？ それについての議論は始まったばかりだ。

確かに、安定成長協定（SGP）の財政規定は2023年に再び発動されるだろう。しかし、多くのエコノミストは、コロナ危機の前から、これらの規則の改訂を要求していた。この規則の改正には、条約の改正は必要ではないが、ユーロ圏内での綿密な協議と、少なくともフランスとドイツの見解が収束される必要がある。この観点からも、ドイツの選挙結果が重要となる。現在の規則への批判は新しいものではない。債務（GDPの60%）と赤字（GDPの3%）について、各国で同じしきい値を設定することに、

理論的根拠はない。さらに、これらの規則は景気循環的であり、したがって逆効果であることが（特にソブリン債務危機の後に）証明されている。最後に、それらは構造的（つまり景気循環要因で調整された）赤字の推定に基づいているため、本質的に観察することはできない。それらを予想するために、さまざまな方法が使われるが、いずれも満場一致で受け入れられるものではないため、際限のない議論を引き起こす。このような方法論の問題は、大不況によって悪化する。

コロナ危機に伴い、その議論は変化した。金利が低い（下限に近い）場合、政策ミックス全体を再調整する必要がある。この議論が今年初めにイザベル・シュナーベル（ECB理事会メンバー）によって提案されたことは驚くべきことだ。金利がGDP成長率よりもはるかに低い場合、財政政策を景気対策として使用するという

今月のトピック

欧州特集

国ごとに異なる規則の
方が適切

ECBは金利を長期間非常
に低く保つことにコミット
している

自由度がある。言い換えると、**型破りな金融政策は、型破りな財政政策を要求する**。しかし、各国が短期的に改革に合意できる可能性は低い。**現在の規則は非常に象徴的だ**。特に、負債が最も少ない国々は、NGEU復興基金が設立された時点で、すでに十分譲歩をしたと信じている。だから、これらの規則が短期的に放棄される可能性があると考えるのは非現実的だ。この問題についての議論は、フランスがEU議長国となる2022年1Hに推進されるだろうが、総選挙（2022年4月/6月）でフランスの意見を聞くことは難しい。

しかし、コロナ危機の後、**債務の持続可能性についての懸念は、少なくとも実務レベルでは、政府が規則を改正することを奨励するはずだ**。ユーロ圏の財政の信頼性を強化するためには、3%の赤字基準だけを目標にすることはできない。プライマリー・バランス、債務負担、債務水準、GDPに対する公的支出の比率など、他の変数も必要な努力の分析において役割を果たすべきだ。これは実務レベルでは、赤字だけに基づく規則よりも、国ごとに異なる規則の方が適切であることを意する...

4. ECBの新しい金融政策の枠組み

Sergio BERTONCINI, シニア債券リサーチ・ストラテジスト

4.1. ECBの戦略的レビューの意味するところ

ECBの戦略的レビューの結果は、予想よりも早く7月の理事会の前に発表された。最も期待された結果から大きく逸脱することはなかったが、**この戦略的レビューは、直ちにECBのコミュニケーションに影響を与え、7月の政策会議での金利に関するフォワード・ガイダンスに大きな変化があった**。ECBはフォワード・ガイダンスの文言を新しい戦略に沿って改訂したが、ある意味戦略を超えていた。定量的な指標の欠如によって相殺されたものの、当然のことながら判断の柔軟性を維持する目的で、ハト派的なバイアスは明らかだった。

ECBは、金利の正常化を開始するための3つの基準を導入した（下記を参照）。「理事会は、次のような兆候が見えるまでは、ECBの主要政策金利を現在のレベルに据え置かれることを期待する。(1) インフレが予測期間末よりもかなり前、および (2) 予測の残りの期間に2%に達する。そして (3) コア・インフが、中期的

に2%で安定するインフレと一致するのに十分なほど発展していると判断する」。

最初の2つの条件は、マクロ経済予測後の2年間で、インフレ総合指数が2%以上に留まっていることを意味する。3番目の条件は、それに加えて、コア・インフレが予測期間の終わりに、2%からそれほど遠くないレベルに向かっている必要がある。これらの条件は、予測可能な範囲で達成可能な数値とはかけ離れているように見える。この新しいフォワードガイダンスで**ECBは、政策金利を長期間非常に低く保つというコミットメントを根本的に強化したと言える**。さらに重要なことは、金利をさらに長期間低く維持する必要がある場合、QEが長くなることを意味する。APP（資産購入プログラム）は引き続き最初の金利引上げに連動されているため「[ECB]が主要なECB金利の引上げを開始する直前に終了する。」

4.2. 量的緩和政策の縮小はゆっくりで政策金利は据え置く

ECBは今、非従来型の金融政策ツール、つまりAPP、PEPP（パンデミック緊急購入計画）、TLTRO（条件付き長期リファイナンスオペ）の問題に対処する必要がある。「戦略的レビュー」の主なポイントは、**同程度の金融緩和政策をより長くということであり、金利引上げなしで緩和期間を長くするだけでなく、APPや再投資の期間を期待より長くすることだ**。この姿勢は、金融市場の細分化と戦い、資金調達条件の緩和維持し、NGEUの取り組みを効果的にする必要性と一致しているようだ。2020年と2021年には、記録的なレベルの財政赤字と債務発行額が見られたが、次の3つの理由から、2022年には資金需要が減少するはずだ。

(1) 景気回復がプライマリー・バランスを改善する、(2) 債務返済が削減される、そして (3)

最初のNGEU資金が利用可能となる。これが意味するところは、**量的緩和の規模は、公的債務の増加を抑えることで縮小される、ということだ**。

つまり、**政策金利について**、ECBは政策の正常化への道のりにおいて、FRBとBoEの両方から大きく遅れる可能性が高い。**新しいフォワード・ガイダンスは、今後3年間の安定した金利を示唆している**一方で、FRBは2023年に金利の正常化を開始できると当社は考える。したがって、当社はユーロ圏の政策金利は当社の予測期間中は変わらず、預金ファシリティ金利は-0.50%であると予測する。これは、ユーロ圏の金利見通しには、はかなりのタイムラグがあることを意味する。

4.3. 2022年3月のPEPP締切り後のスムーズな移行

最新のPEPPの額を見れば、ECBが少なくとも2022年3月まで堅調な購入経路を維持するために、十分なキャパシティを持っていることを示している。およそ5800億ユーロのPEPPが、ECBの裁量で使えるが、これは月平均720億ユーロの購入を意味する。これにAPPを追加すると、ECBは月に最大920億ユーロ（合計7,400億ユーロ）を購入できる。これは、2021年Q2に採用された1,000億ユーロの「より高い経路」と大きな差はない。

PEPPとAPPIは、2つの別個のツールではあるが、QEダイナミクスを推定する際には組み合わせることができる。実際、この2つは同じ金融商品を目標にしているが加重は異なる。したがって、2022年3月の期限後に、ECBはその刺激策を長引かせるための、次のような2つの主要な選択肢を自由に利用できる。

(1) PEPPの規模を増やし、2022年3月以降も継続する、(2) PEPPの終了時にAPPを一時的または永続的に増やす。

今月のトピック

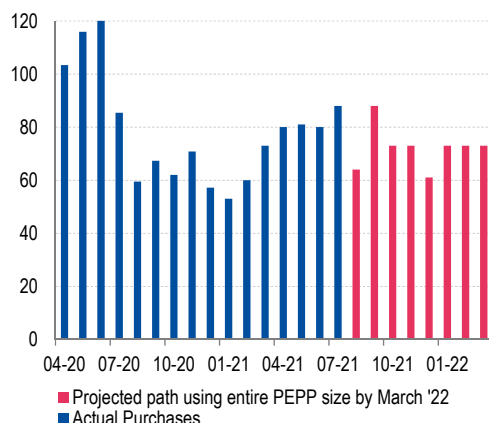
欧州特集



パンデミックからの回復に関するECBの想定は、PEPPを延長するかどうかの決定をけん引する。一方で、新しいフォワード・ガイダンスはAPPを増やすことを支持しているように見える。2022年にソブリン債の純発行額が減少し、EUの新規発行活動が今年に近いままであると仮定すると、量的緩和の毎月のフローは事実上減速するだろう。たとえば、月平均600億

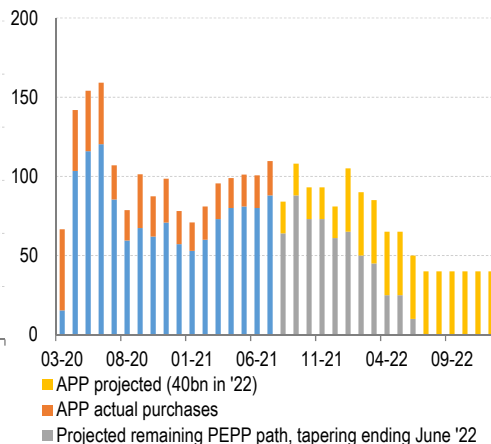
ユーロ、つまり残りのPEPPが2022年H1中に先細りとなり、現在のAPPの規模が2倍になれば、2022年の欧州国債の正味発行額の60%となりえるEU発行額のかんりの部分をカバーすることができる。したがって、2022年1Hまで、毎月のAPP購入を単純に増やし、PEPPを徐々にゆっくりと減少させることで、ECB理事の間で幅広いコンセンサスが得られるだろう。

5 / PEPPの月次の推移：過去および予測シナリオ（単位：10億ユーロ）



Source: Bloomberg, Amundi Research - Data as of 6 August 2021

6 / ECBのQE：過去および2022年のシナリオ（PEPPのテーパリングとAPPの増加）（単位：10億ユーロ）



Source: Bloomberg, Amundi Research - Data as of 6 August 2021

短期的にはEUR安になると予測

5. FX：金利の格差はユーロに圧力をかける

Federico CESARINI, 先進市場 FX総括、クロス・アセット・ストラテジスト

世界的な成長の鈍化とFRBが今後数ヶ月で適度な正常化政策を開始するという一連の流れは、米ドルを引き続き支持する可能性がある。2021年に入り、当社は米ドル建の資産が例外的であることに気づいた。これは2018年の米ドルの上昇局面につながったのと同様の形態であった。米国の成長と金利差は、2Qと3Qには大幅に減速したが、全体として、ドルの状況は引き続きポジティブであると当社は見ている。

EUR/USDは、今後12ヶ月で徐々に1.15に向かうと見ている（以前の目標は1.16）。ファンメンタルな価値（当社の推定では1.20）と比較した通貨の過小評価は、現段階での国内および世界における要因を補うのに十分ではないと考えている。

世界的な成長の鈍化は、FX市場での大きなリスク・テイクを防ぎ、ユーロ金利は回復を維持するために低く維持される可能性がある。ユー

ロは、G10通貨の中でも日本に次いで2番目に弱い通貨であるが、今後2年間の政策金利の引き上げは価格に組み込まれていない。逆に言えば、当社は米国の金利がまだ上昇し、金利差が拡大すると予想している。

2021年Q1に当社は、米国の実質金利と米国のブレイクイーブン率の組み合わせが、G10FXのほとんどの短期変動を捉えることができると主張した。米国の金利が上昇したことは、実質要素に有利に働くため、循環的な予想のほとんどは明確な可能性にかけると見ている。

短期的には、ポジショニングの混合がまだ見られる：つまりUSD、NOK、GBPのロング・ポジションを（EURに対して）取っている。これは中央銀行が相対的にタカ派的となっているため、通常の安全な避難先（JPYとCHF）に対して強化されていると当社は見る。しかし、2022年に向けて、よりディフェンシブなポジショニングが必要になると考える。

6. ユーロ債券市場での相対的なリターンを追及する

Sergio BERTONCINI, シニア債券リサーチ・ストラテジスト

6.1. ユーロのコア債券利回りはより長期間低く維持される

当社の見解では、ECBの政策とFRBおよびBoEの政策との違いは明らかであり、それが確定利付き市場での相対的なトレンドに影響を与える役割を果たすと見る。実際ECBは、低金利をより長期間維持する可能性がある。QEによる刺激策はより長期間持続するだろう（上記を参照）。FRBはまず量的緩和のテーパリングを

開始し、次に利上げに焦点を当てるが、BoEはまず利上げを開始し、次にバランスシート政策を採るだろう。このように政策正常化への方法は異なるが、米国債と英国債の満期利回りは上昇し、コアユーロ国債と比較すると、イールドカーブがよりスティープ化すると予測する。

今月のトピック

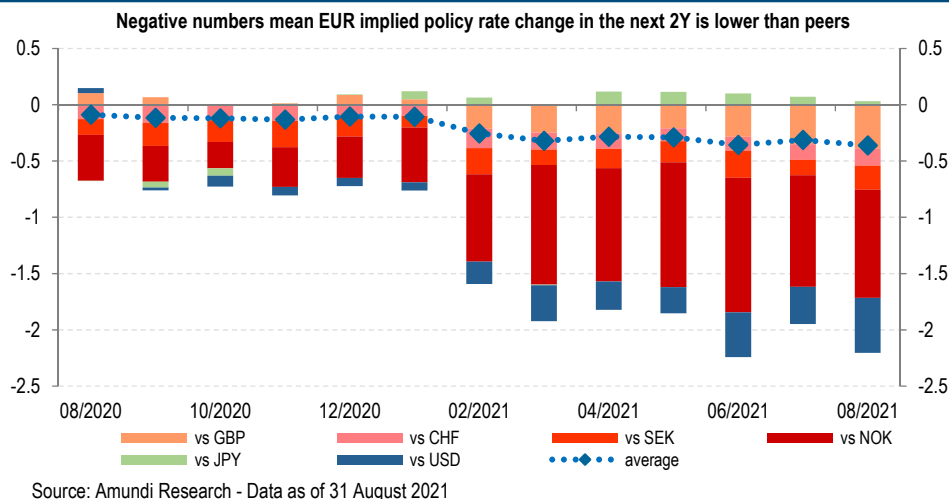
欧州特集

当社はドイツ国債の利回りは、今後数四半期にわたって上昇すると想定しているが、これはファンダメンタルズの改善に支えられている。しかし、それはECBによるQEが果たすテクニカルな役割で制限されるだろう。さらに、ECBの資産購入と比較した供給予測は、少なくとも年末までは、ユーロ債券市場を支えるだろう。7月末

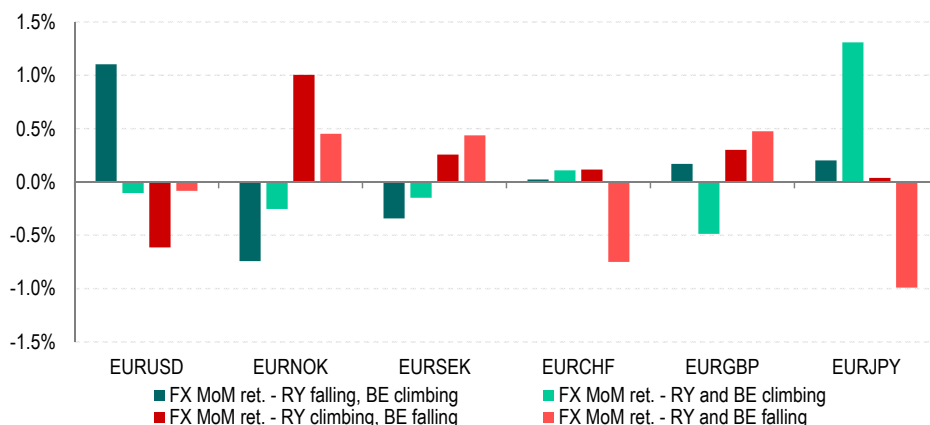
の時点で、EMU-10カ国は、予想された年間総発行額の3分の2、2021年の予測全体純資金の平均80%にあたる資金を提供した。ECBによるQEの後の純発行額は、2021年12月まではマイナスになる可能性がある。(図8を参照)。

英国では、長期の英国債の利回りは12か月間でスムーズに上昇すると予想される。

7/ 主要通貨と比較した、ユーロの2年物インプライド政策金利の変化



Median EUR monthly performance in the four US interest rates regimes (Real, Break-evens)



6.2. 周辺国の債券にポジティブな環境

金融政策の見通しと経済ファンダメンタルズが改善したことは、少なくとも3つの理由から、2022年の周辺国の債務を支えている。

(1) NGEU復興基金は、資金調達の必要性を削減しながら回復を支援する。(2) 市場性のある債務の割合としての、ECBのQEによる保有は継続して増加するため、債務返済費用を低く抑える。(3) 景気回復は予想よりも強く、2023年まで続くと予想する。

「4大国」の中でも、イタリアが資金調達プログラムにおいて最も進んでおり全体的な年間目標に近い。残りの債務の償還量が驚くほど

であることも要因だ。当社は2021年の残りの5か月間では、ECBの需要は供給よりも高いと予測する(図8を参照)。イタリア国債の現金残高は、7月には過去の水準をはるかに上回ってピークに達しており、発行市場での発行に関してはより柔軟なアプローチを支えている。バリュエーションに関しては、IG社債の半分は現在ネガティブな利回りとなっていることを考えると、イタリアの債務は利回りが1%を超える数少ない債券である。したがって、当社はイタリア国債に対して前向きな姿勢を維持している。

ドイツ国債の利回りは、今後の数四半期で元に戻るはずだ

今月のトピック

欧州特集

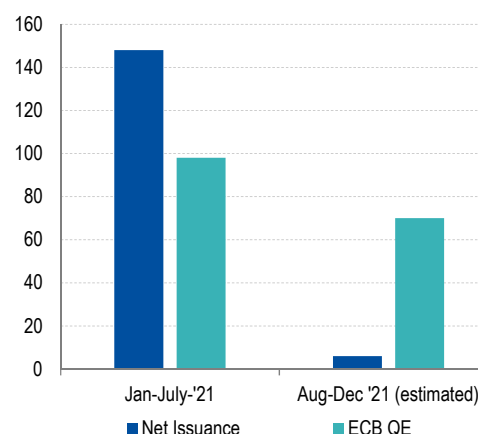
EUR IGでは、当社は高ベータ・セグメントを選好する

6.3. 改善したファンダメンタルズとQEがユーロ信用市場を支える

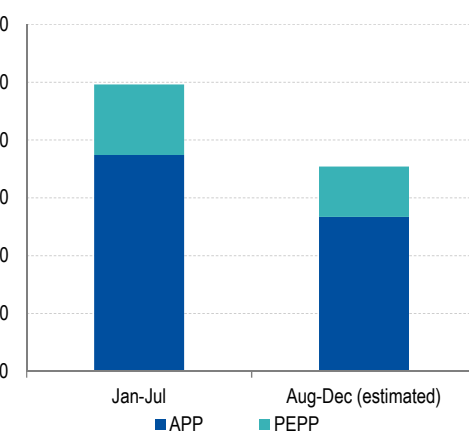
収益の回復、レバレッジ解消、強いテクニカル要因（ECBによる社債購入プログラム（CSPP）に支えられて、ファンダメンタルズが改善したことで、スプレッドは縮小し、この資産クラスは金利やその他の高リスク資産のボラティリティに対して抵抗力がある。ECB社債ポートフォリオは、2020年に20%から26%に上昇した増後、2021年末までにQE適格債務全体の35%に達するはずだ。したがって、ユーロのIG信用市場は安定したQEのフローによって支えられている。純供給量は過去数四半期にわたってほぼ横ばいだった。参考までに、今年最初の7か月で、ECBは社債保有額を約500億ユーロ増やしたが、非金融企業債務の累積純発行額はわずか240億ユーロだった。7月の総および純ユーロ社債発行額は、2002年以来最低であった。

利用可能な銀行融資、流動性バッファ、そして債務デューレーションが長くなっていることなどが、市場での資金調達需要の低さを説明している。今年の残り数か月を見ると、8月から12月までの非金融機関からの純供給額は純CSPP購入よりも少ないはずだ。

(1) 改善されたマクロ経済見通し、(2) より長期にわたる金融刺激策と資金調達が容易であること、そして(3) ユーロ金利の上昇の制限されていることの組み合わせが、この資産クラスへの追い風となっている。欧州における、債務不履行率はすでに低く、予想よりも早くピークに達した後、今後数四半期にわたって低下する可能性がある。欧州の信用市場に関しては、当社はIGの劣後債やBBB、高格付けおよび中格付け企業のHY債など、高ベータ・セグメントを選好する。

8 / ECB QE vs. イタリア債務の純発行額：年初来 vs. 残りの推定量
(単位：10億ユーロ)

Source: ECB, Bloomberg, Amundi Research - Data as of 13 August 2021

9 / ECBによる社債純購入額
(単位：10億ユーロ)

Source: Bloomberg, Amundi Research Data as 6 August 2021

7. 欧州株式に関する当社の前向きな姿勢を改めて表明する

Eric MIJOT、先進市場戦略リサーチ総括

Ibra WANE、シニア株式リサーチ・ストラテジスト

この資産クラスについての見解：株式市場は2020年3月以降、力強く上昇した（支援的な政策ミックス、ワクチン接種の進展、優れた収益の回復などの理由で）。それでも、MSCIワールドACがほぼ2倍に上昇した後、すでに注目されていたFRBのテーバリングに先んじて、グローバル株式への論拠は、よりニュートラルになっている。

バリュエーション：2021年の堅調な結果が、2020年に起ったバリュエーションの上昇の一部を吸収することは確かだ。しかし、世界のEPS成長のペースは、2021年の記録的な+45%から、2022年の目立たない8%で正常化すると見られていることを考慮すると、現在のフォワードP/Eである18.6倍は、コロナ危機の前（13倍から16倍の範囲）と比較しても非常に高いと言える。

相対的な選好：米国への投資は、長期デューレーションと質の高さへの投資と言えるが、高価な投資であるとも言える。欧州と比較すると、景気循環の影響を調整したP/Eは記録的に高いプレミアムとなっている。GDP成長率は減速しても2022年までは潜在成長率を上回っていると想定した場合、次の12ヶ月間では、2つのうち、より景気促進的でレバティバリュエーション戦略に適した市場、つまり欧州を選好することが理にかなっている。欧州内でも、（手頃な価格の循環株とバリュエーション株が多い）EMUは、英国（比較的安価だが、よりディフェンシブで低ベータ市場）と比較しても自然な候補である。

主なリスク：ベース効果とボトルネックが解消されれば、インフレはおさまるのか、それとも予想よりもしつこいことが判明するのか？ この答によって、テーバリングのタイミングと程度、

今月のトピック

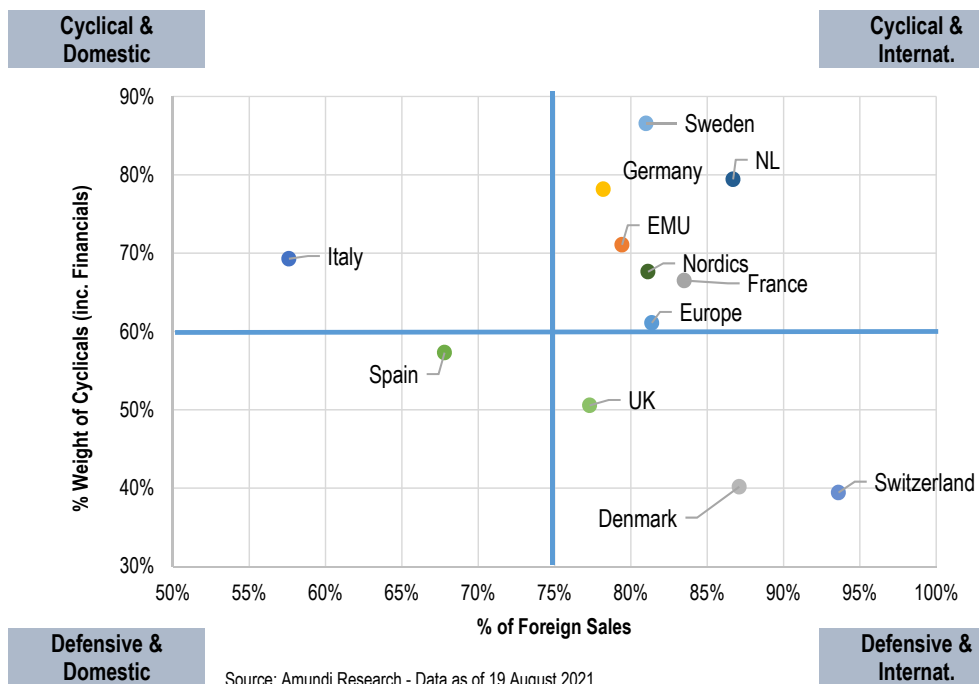
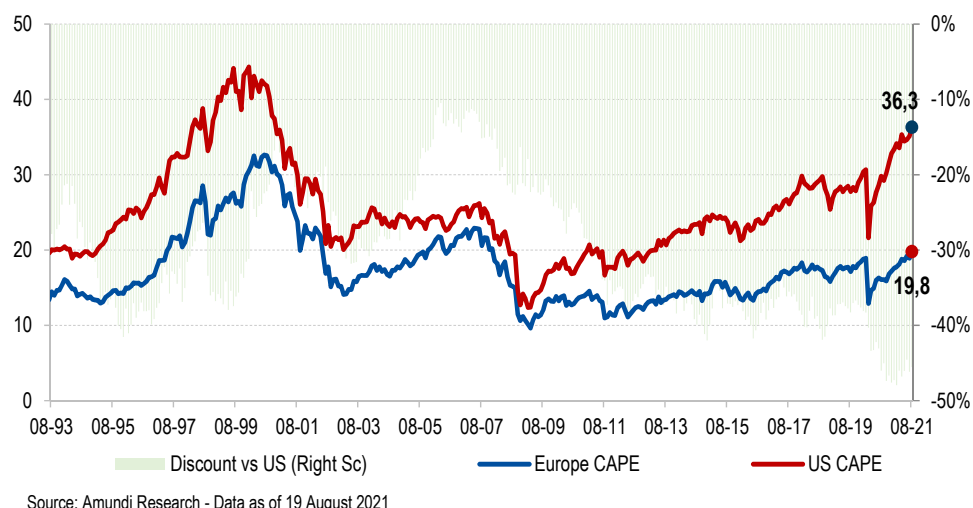
欧州特集

ヨーロッパ内でのEMU
の相対的な選好

そして債券利回りがどのように反応するかが決まる。**新型コロナは別の未知数だ**。先進国経済への影響が、以前よりもはるかに低い場合であっても、ほぼ完全な正常化へのタイミングは、デルタ株の出現で不透明になってい

る。予想よりも低い成長と債券利回りの組み合わせは、当社の建設的な見解を危うくする。7. 欧州株式に関する当社の前向きな姿勢を改めて表明する。

10 / エクスポージャーMSCIヨーロッパ指数

11 / MSCIヨーロッパと景気循環の影響を調節した米国のP/E
欧州はほぼ史上最高の割引価格となっている

8. 欧州の地政戦略上のジレンマ

Pierre BLANCHET、投資インテリジェンス総括

アフガニスタンでの米軍の駐留が終わったことで、欧州はロシアと協力することについての、最初の戦略的ジレンマに直面している。中国はこの地域の将来において積極的な役割を果たすように見えるが、中国が欧州の利益を保護することはなさそうだ。ロシアならそれができる

のだ。しかし同時に、欧州の国境におけるロシアの影響力が高まることは欧州連合にとっては、懸念材料である。確かに、ウクライナ/クリミアの紛争はまだ未解決のままであり、ベラルーシはロシア連邦との統合に向かって動いているし、バルト諸国は常に国境での圧力を

今月のトピック

欧州特集

欧州はアフガニスタンの状況について、ロシアと協力しなければならないだろう

感じている。アフガニスタンは、EUがロシアを必要としている地域として、シリアやイラクとともに、このリストに追加される。

2番目のジレンマはトルコに関してである。トルコはNATO加盟国で唯一イスラム教徒（しかもスンニ派）の人口を持つ国であり、アフガニスタン人と歴史的および民族的な関係が深い。トルコは仲介者として重要な役割を果たし、最終的にはアフガニスタンの新しい政権の生命線となる可能性があるが、欧州との関係は最近悪化している。**3番目のジレンマはアフガニスタン自体だ。**タリバンはアルカイダおよびテロリスト・グループを監視できないのか？また、タリバン自身が国際テロの支援者となるのであれば、欧州は明らかにその標的となるため、それに対応しなければならない。予防措置が欠如していたことで、過去10年間で何百人もの死傷者を出した。欧州の領域内で、別のテ

ロの波が起ることは受け入れられない。NATOの同盟国が米国の撤退に関与していなかったという事実は、すでに欧州のリーダー達にとって打撃であり、アフガニスタンの将来はあまりにも多くの未知数を持った方程式となる可能性が高い。

一般的には、**アフガニスタンでの危機は、欧州が米国にどれほど依存しているかを明らかにした。**特に、国境の外で大規模な軍事作戦を行う場合はそうだと言える。欧州の防衛は存在しないに等しい。この危機は欧州のリーダー達への警告である。彼らが「戦略的な自治」の概念を実行したいのであれば、軍事協力を強化する必要がある。

さらに、**欧州は簡単に米・中間の「冷静な平和」の罠に陥る可能性がある。**独自の経済的および戦略的利益を保護するために、信頼できる代替案を定義する必要がある。

資産クラス	投資の見解	選好資産の目標
マネー・マーケット	ECBの政策金利は予測期間内では変わらない	ECB金利-0.5%
FX EUR	EURはわずかに下落	2021年Q4 EUR/USD 1.16 2022年Q4 EUR/USD 1.15
ユーロ ソブリン債	コア債券のデューレーションは短期に	ドイツ国債10年物の利回り目標 [-0.4; -0.2]
	長期 周辺国 vs 中核国	長期 イタリア国債 vs. ドイツ国債の スプレッド
EUR信用	ファンダメンタルズの改善と ECBのサポートで、EUR信用には 前向き	EUR IG: 高ベータ・セグメント、 劣後債およびBBB格付け EUR HY: 中程度の格付けの企業
欧州の株式	米国と比較すると欧州にはボ ジティブ: 景気循環株とレバティ ブバリュー	ユーロ圏の株式を選好
EM CEE	ソブリン債: インフレ率が低下し ているにもかかわらず、利回りの 縮小には限界がある	ハンガリーのデューレーションは短期に ポーランドとルーマニアにはニュー トラルな姿勢を維持
	株式: バリュエーションと期待利 益成長率には慎重な姿勢を維持	チェコとポーランドにはネガティブ (ロシアとトルコと比較して)

今月のトピック

欧州特集

欧州では政治的議題が山積み

by Tristan PERRIER、グローバル・ビューズ

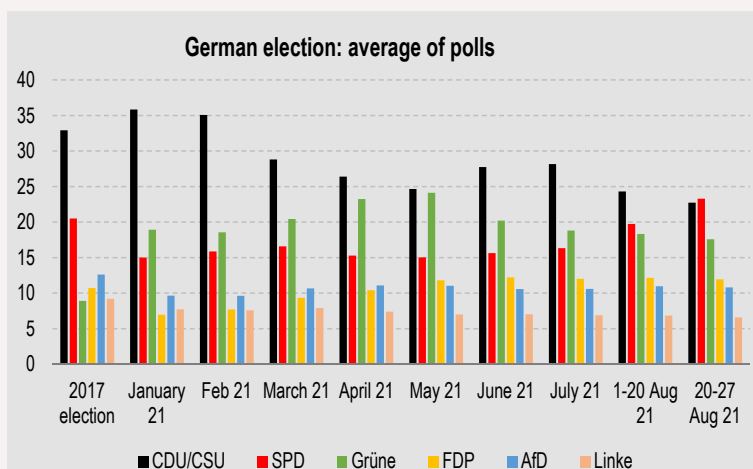
■ ドイツ

2021年9月26日に行われると予想されるドイツの連邦選挙は、短期的には市場の動きに大きな影響を与える可能性は低い。確かに、次の連立政権（構築には時間がかかる可能性）の構成は非常にオープンであり、一部の世論調査では、SPD（中道左派）がCDU/CSU（メルケルの中道右派）と緑の党をリードしているという想定外の結果が出ている。しかし、これら3つの政党の計略としては、そのうちの2つが連立のシニアおよび主要ジュニア・パートナーとなることで、これまでのところドイツの政策から根本的に逸脱してはいない（特に欧州の政策に関して）。

さらに、ドイツの政治システムの強力なチェック&バランスと共に、連立政権内でのコンセンサスを構築する必要がある（自由市場推進のFDP、または可能性は低い、左翼党リンケも含まれる可能性がある）、しかし、大きな変更を制限する可能性もある。

それにもかかわらず、これらの選挙は、メルケル首相が16年間保持したドイツの首相（おそらく欧州でトップの政治的ポジション）が替わることを意味するため、しっかりとフォローされるであろう。新しいドイツの首相は、間違いなく、EUとユーロ圏のさらなる制度的発展を形作り、大陸で新たな体系的な危機が発生した場合には、この地域をまとめる上で極めて重要な役割を果たすだろう。新しいドイツの指導者には、おそらくSPD（社会民主党）のオラフ・ショルツ（ドイツの現財務大臣で、おそらく3人の中で最も試された欧州でのプロフィールを持つ）または、CDU（キリスト教民主同盟）のアルミン・ラシェット、または緑の党のアンナレーナ・ベアボックのいずれかとなるだろう。

さらに、多くの共通の見解もあり突然何かが変更される可能性は低い、ドイツの主要政党全体では、それでも違いがある。それが意味するのは、ドイツの連立政権の性質は、時間の経過とともに、ドイツと欧州両方にとって重要となる可能性が高いということだ。特に、連立政権における緑の党および/またはSPDの役割が大きければ大きいほど、ドイツは財政の正常化について、国内およびユーロ圏両方において、より段階的で寛容なアプローチをとる可能性が高くなる（コロナ感染関連の大規模な赤字の後）。少なくとも緑の党とSPDは、CEUやFDPと比べると、(NGEUを背景に) 欧州の財政同盟の可能性に向けて、新しく踏み出すことに反対する可能性は低いだろう。



Source: INSA, Forschungsgruppe Wahlen, Allensbach, YouGov, Kantar, Forsa, Infratest dimap, Trend Research, IPSOS, GMS, Redfield and Wilson Strategies, Wikipedia.org, Amundi Research - Data as of 30 August 2021.

られているが、最終的にはマクロンが勝つと予測されている（マクロン大統領は、少なくともワクチン接種キャンペーンでは、比較的成功したと主張できることに注意）。しかし、選挙はまだ先の話であり、他の政党はまだ候補者を選んでいない（特に主流右翼が復活する可能性もまだある）。

全体的に、今回のフランスの選挙はドイツの選挙と比べると、市場により多くのストレスをもたらす可能性がある。なぜなら極右勢力が強いこと、決選投票システムは予測が難しいという性質があるからだ（投票が非常に細分化されている場合、理論上、予期しない候補者が決選投票に進む可能性がある）。しかし、2017年の選挙とは異なり、主要候補者が「フランスのEU離脱」を公約に掲げていないため、今回のストレスは2017年ほどではないだろう。しかし、現在の憲法（1958年以降）の下では、まだ起ったことはないが、理論的には選出された大統領の党が議会選挙で過半数を獲得できないという可能性もある。その場合、それが連立政権を構成する引き金となることを留意すべきだ。

連立政権が左翼党（リンケ）を含む場合（SPDが世論調査でリードしている上に、左翼党との連立を除外していないため、数週間前ほど可能性は低くないシナリオ）には、主要なリスクと見なされる可能性がある。なぜなら理論的には市場に悪影響を与える政策（かつてのサプライ・サイド改革の逆の政策）への扉を開く可能性があるからだ。しかし、その場合でも、連立政権内の左翼党の影響力はおそらく限定的であり、チェック&バランスは効果的となるだろう。

極右の欧州懐疑派および反移民のAfD党を連立政権に含めることは、現在、他党が検討している選択肢には含まれていない。

■ 2022年フランスの選挙

2021年9月末のドイツの選挙の後に、ユーロ圏で予定されている主要政治イベントは、フランスの選挙サイクルだ。2022年4月10日と24日に行われる大統領選挙と、6月12日と19日に行われる2回の議会選挙だ。

現時点では、マクロン大統領とマリーヌ・ル・ペン（極右翼）が、世論調査でリードしているため、決選投票に進むと見

今月のトピック

欧州特集

中央ヨーロッパの課題と機会

By Karine HERVÉ, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト

中欧および東欧 (CEE) 諸国は、南欧諸国とともに、2021年から2027年の予算と新しいNGEU(次世代EU) 復興基金の主な受益者であった。(CEE諸国は、自らのプログラムを欧州委員会に提出し、夏の間にそれらを分析して自国で承認してから、妥当性の確認のために欧州理事会に提出する。したがって、欧州理事会がすでに承認している計画を持つ多くの国 (クロアチア、キプロス、リトアニア、ラトビア、スロベニア、スロバキア) への資金提供は8月に開始される。他の諸国についても、このプロセスは進行中であるが、例外はポーランドとハンガリーで、両国には様々な法律違反があったため申請が延期されている。これが両国 (特にハンガリー) と欧州委員会との間で論争を引き起こし、これは数か月続く可能性もある。

NGEUから提供される資金は、CEE諸国の2021年から2027年までの予測平均GDPの約10%を占める。クロアチアとブルガリアは、GDPの割合で言えば、この地域の最大の受益者で、GDPの18%を占める。CEE諸国は、各国に割り当てられた全ての助成金を申請したが、全パッケージを請求したルーマニアを除いて、ローンの申請は割り当ての3分の1未満にすぎない。現時点では、CEEによる申請は2021年から2027年の期間の予測平均GDPの4~8%に相当する (グラフを参照)。今のところローンを申請していないCEE諸国が、ローンを申請できる期間は2023年8月までであるため、助成金が枯渇した時点で、これらの諸国がローンを申請する可能性は十分ある。また、彼らは全ての助成金がまだ割り当てられておらず、もっと多くの助成金がもらえるのではないかと期待を持っているため申請を遅らせているのだ。これは欧州委員会が純資金提供者に返金するという意図がほとんどないと見ているからだ。

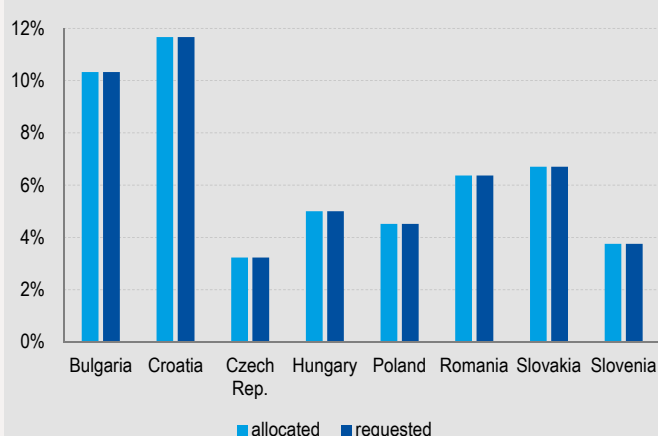
ここ数十年、CEEの経済成長は、伝統的な産業、輸出モメンタム、対外直接投資 (FDI)、低い人件費、および欧州からの資金によって推進されてきた。しかし、このモデルは有効性が失われてきている。他の欧州諸国と比べるとCEE諸国は平均的に資本が不足している。資本ストックは欧州の5大国より60%低いと推定されている。さらに、近年、人件費が上昇を続けており、この地域の主要産業 (自動車) は、今後ますます自動化の影響を受けることになる。このような背景から、これらの欧州基金は、エネルギー転換、デジタル化、研究促進セクターなどに焦点を当てており、丁度良いタイミングで届いたと言える。まず、提供された資金の30%は気候変動プロジェクトに割り当てる必要がある。CEE諸国には炭素集約度が高い産業が多いことを考えると、これは天からの贈り物のようなものだ。

これらの資金が実質GDP成長に与える影響について、複数の予測がなされている。欧州委員会の調査によると、NGEU復興基金は、2021年と2022年に1.75pp、2023年と2024年には2.25pp、欧州連合の成長を後押しすると予想されている。しかし、この予測は、助成金の100%とローンの50%が使用されるという仮定に基づいているため、間違いなく甘すぎる。前述したように、この想定は今のところ当てはまらない。他の独立系の分析は、次のことを示している。ブルガリア、クロアチア、ルーマニアでは、この基金の影響は非常に大きなものになる可能性がある (年間0.6~1.6 pp)。これら3国は、他国よりもGDPの割合としては大きな額を要求した。彼らにはインフラへの要件がかなりあるからだ。これらの国と対照的なのは、チェコ共和国 (配布率が低い) とハンガリー (資金用途が非効率) で、成長への後押しは0.2~0.6 ppとなっている。

これらの見積もりにも、いくつかのリスクがある。まず、公共部門の投資における欧州の資金の配布率は比較的低く、CEE諸国では30% (2014-2020予算の場合) にとどまっている。第二に、配賦率が高い過去の計画を参照したとしても、すべての資金が使用されるまでに3年のラグがある。最後に、資金の少なくとも30%を気候変動に、20%がデジタル移行に割り当てる必要があるが、問題は、これらのカテゴリーの中で十分なプロジェクトを見つけることが難しい場合もあるということだ。

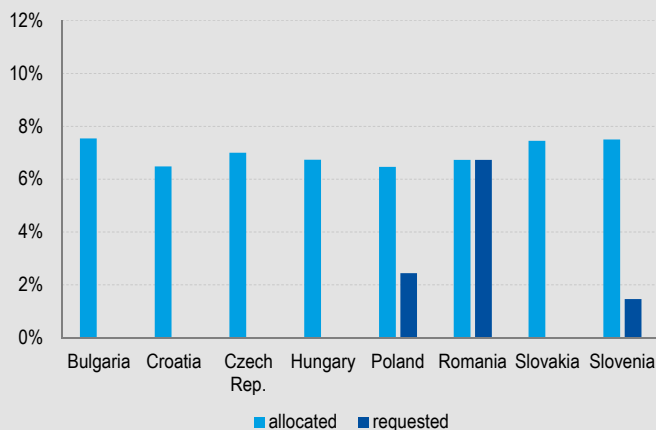
それでも、欧州の基金がこれらの国々と欧州連合の継続的な経済発展にとって並外れた恩恵をもたらすことは間違いない。

Grants (% of GDP)



Sources: European Commission, National Government, Amundi Research -
Data as of 05/08/2021

Loans (% of GDP)



Sources: European Commission, National Government, Amundi Research -
Data as of 05/08/2021

欧州特集Q&A

欧州
特集

どの党も連邦議会で単独過半数を確保できないようだ

皆さまからの質問にお答えします

by グローバル・リサーチ・チーム

欧州特集への補足として、よく聞かれる重要な質問のいくつかにお答えします。

Q1. ドイツの選挙。なにが期待できるか？

総選挙（9月26日）まで、あと1か月を切ったが、今回は先行きがまだ不明瞭です。緑の党は勢いを増しているが、どの党も連邦議会で単独過半数を確保できないようです。過半数を形成するには、おそらく3つの党による連立が必要でしょう。現時点で最も注目されているのは、保守派が将来の連立政権の一部になるかどうかです。

アンゲラ・メルケルの後継者は簡単には決まらないでしょう。彼女の後継者として最も良く知られている候補者は、社会民主党（SPD）で現財務大臣であるオラフ・ショルツです。しかし、首相は選挙で直接選出されるのではなく、議会で選出されます。CDU（キリスト教民主同盟）の党首であるアルミン・ラシェットは、政治経験は少ないが、連邦議会での得票基盤が大きいので、オラフ・ショルツや緑の党の候補アンナレーナ・ベアボックよりもアンゲラ・メルケルの後継者になる可能性が高いと言えます。

今までに議論されている中で、最も可能性が高いのは、次の2つのシナリオです。(i) いわゆるジャマイカ連立（保守派（黒）、緑の党（緑）、リベラル（黄色）の連立）、または (ii) SPD（赤）、緑、リベラル（黄色）の連立。「左派」である、赤/緑/左翼党の連立ははるかにありそうにない。

新しい連立政権を結成するには、おそらく時間がかかるでしょう。2017年9月の選挙後、CDUとSPDによる「連立契約」が成立するまでに4

か月以上を要し、SPDがその契約を批准するまで、さらに1か月かかったことを思い出してください。これは、第二次世界大戦以来ドイツでは起こらなかったことです。

さらに、欧州人は選挙後に戦略を変えるドイツ人の能力についてあまりにも多くの幻想を持ちすぎているようです。ドイツでは重要な決定はコンセンサスによって行われ、変化はそれを承認するための国の安定性を明確に強化しなければなりません。加えて、欧州情勢の大きな変化は、議会の両院（連邦議会と連邦参議院）によって承認される必要があります。SPDと緑の党は、明らかに欧州におけるより大きな財政的連帯というアイデアを支持しています。これは、欧州連合内でより多くのリスクを共有することを支持するという主張です。しかし、緑の党が連立政権に参加することは、状況を根本的に変えることはないでしょう。緑の党が中道よりになってきたからです。さらに、リベラル派は金融リスクの共有に関して、悪名高いほど厳しい姿勢をとっています。

要約すると、9月26日の選挙は（メルケル時代の終わりという）ドイツにとって重要なステップではありますが、経済政策の観点からも、欧州機関のレベルにおいても、混乱を招くことはないでしょう。しかし、余り目立たないところでは、安定成長協定の下での、新しい財政規則に関するドイツの教義は、新しい連立政権と新しい首相によって進展する可能性があります。

Q2. 中央銀行：次の行動は？...時勢を待つ！

FRBとECBにとって、議論できることは6月以来ほとんど変わっていません。確かに、2021年から2022年のインフレ予測は、米国とユーロ圏の両方で上方修正されました。しかし、全体的には、FRBもECBも、今回のインフレの加速は一時的な現象であると見なしています。彼らの戦略的レビューの後に、彼らの反応機能は変化しました。どちらも、少なくともインフレ期待が十分に固定されている限り、過去の回復時に比べれば緩和的な金融政策を正当化することができます。

FRBとECBは、パンデミックが復活することで、経済成長が時期尚早に減速する可能性があるため、インフレよりも経済活動により大きな懸念を見せています。世界的には成長のモメンタムが失われています。米国の「ジャクソンホール会議」では、彼らの期待が確認されました。FRBは年末前にテーパリングを開始しますが、市場の期待に沿って緩やかなペースで行う予定です。FRBは、米国の需給ギャップが縮小するにつれ、金融緩和の度合いを縮小することを目指しています。しかし、FRBは同時に、テーパリングと利上げを切り離そうとしています。FRBは、明らかに金融政策と金融環境を引き締めることを望んでいません。2013年に起きたテーパータントラムとそれが市場

に与えた影響から教訓を得ているからです。したがって、コミュニケーションには特に慎重となっています。

ユーロ圏では、議論の条件が多少異なります。これは、まずユーロ圏経済は全体として、景気サイクルが米国よりも遅れているからです。第二に、ユーロ圏のインフレ圧力は米国ほど顕著ではなく、第三に、資産購入プログラムが異なる基準で調整されているためです。特に、PEPP（パンデミック緊急購入計画）は、パンデミックとその経済への影響に直接関連する緊急プログラムとして設計されたものです。新型コロナとデルタ変異株がもたらす不確実性について、ECBは短期的には注意を強化するでしょう。PEPPは2022年3月まで継続されますが、その後ECBが何をするかを特定するのは時期尚早のように見えるかもしれません。おそらく、いくつかのオプション（医療体制が必要としている場合PEPPを拡張するなど）の可能性を残しておきたいと考えているでしょう。しかし、来年予定されているソブリン債の発行数が減少したことで、ECBは金融環境を引き締めることなく、2022年の証券購入額を減らすことができます。いずれにせよ、ECBはテーパリングをスムーズに行うため、証券購入パッケージの再調整を正当化するでしょう。ユーロ

しかし、全体的には、FRBもECBも、今回のインフレの加速は一時的な現象であると見なしている

欧州特集 Q&A



貯蓄が危機前の水準をはるかに下回る可能性は低い

EUは欧州発行市場で最大の発行体の1つとなる

圏では金融市場の細分化がまだ高く、NGEU基金による刺激策を補完するためにも、金融環境を緩和的に維持することが不可欠です。利上げの見通しは非常に低いままです。

中央銀行は、米国・欧州の両方で、金融政策なしに財政政策を維持することは難しいため、より緩和的なバイアスを持っています。中央銀行が何と言おうと、財政支配の時代に入ったと言うことができます。

Q3. 欧州の過剰貯蓄は消費に反映されるか？

過剰貯蓄の可能性と、家計消費の上昇がもたらす成長の上方リスクについては、多くの議論がされています。2021年のQ1とQ2のデータによれば、ユーロ圏での過剰貯蓄は、2019年GDPの8.8%~9%に当たるといことです。貯蓄率がある程度正常化して、危機前の傾向に近づくことが期待されるかもしれません。しかし、過剰貯蓄が強力かつ持続的な消費を後押しするという想定には、貯蓄率が危機前の傾向を大幅に下回ることが長期間必要となります。その可能性はほとんどあり得ません。

危機の期間に生み出された過剰貯蓄の分配は、高所得世帯に偏っており、彼らは貯蓄を使うのが遅く、過剰貯蓄を消費よりも資産投資に回す傾向があります。これはいくつかの国ですでに注目されている過度に楽観的な見通しを危険にさらしています。さらに、中期的にはコロナ感染が不確実性の根源になりつつあるとい

現段階では、米国と欧州の状況を変える可能性があるのは、インフレ期待の急激な修正だけでしょう。バリューチェーンの混乱により、インフレ圧力は予想よりも長く続く可能性があるように見え、現時点では賃金に上昇圧力はないと当社は見ています。これはおそらく、注目すべき最も重要な変数です。

うことが、家計が個人の財務状況に自信を持っていないという事実を強調します。これは一時自宅待機制度が撤回されたタイミングと雇用の見通しが不確実であることが理由です。将来の社会的制約に関する情報が不透明であることを考えると、蓄積した需要の解消が、今後の四半期の回復を後押しする上で、中程度ではあるが、前向きな役割を果たすと予想しています。

最後に、消費はいわゆる「リカードの等価効果」によって制限される可能性があるが、これはさらに大きな役割を果たす可能性があります。今後数年間に増税が予想される（または発表された）場合、家計は過剰貯蓄をそれほど消費しなくなる傾向があります。これは、公的債務の水準が高い国で特に当てはまり、最終的にはEUの財政（新）規則に準拠する必要があります。

Q4. ユーロ圏の債券市場で、EUが債券を発行することが与える影響は？

今年の年初来、EUは1,000億ユーロを超える債券を発行していますが、そのうち500億ユーロはSURE(緊急時失業リスク緩和支援)プログラム、450億ユーロはNGEUの下で発行され、残りは他のプログラム(EFSM/MFA)のために発行されています。SURE債は、今年の最初の5か月間、発行市場を活性化しましたが、NGEUの発行は非常に成功し、集中していたことが証明されました。6月中旬と7月中旬の間、EUはNGEU債をSUREや他の債券よりも多く発行しようとしていました。

EC(欧州委員会)は、NGEUの下で今後少なくとも800億ユーロのEU債券を発行することを計画しており、期待されている債券の多く(約350億ユーロ)は、今年中に発行される予定です。9月にレビューされた今年の資金調達計画によれば、この目標は上方修正される可能性があります。それは最近RRF(復興レジリエンス・ファシリティ)の下で、各国に配分された資金の支払いが迅速であったことからの予測です。満期に関しては、全満期にわたりほど良く分配されましたが、6月の200億ユーロの発行では10年物が主流でした。長期満期のセグメントが最もターゲットとされますが、今のところ4つのNGEU債の内3つが10年から30年満期のバケットでした。日付はまだ決まっていますが、発行形式に関しては、EUがシンジケートとオークションを組み合わせることを計画しているため、オークションは9月に開始されるでしょう。良く知られているとおり、NGEU債

はSURE債よりも多く発行される予定であり、流通市場での流動性を高めるオークション制度から恩恵を受けるでしょう。

2021年末までの残りの数か月、EUは欧州の発行市場における最大の発行体の一つとなり、高格付けのソブリン発行体は、彼らの年間の総額および純額ともに資金調達を前倒して実施しています。7月末の数値によると、ドイツとフランスは、年間の純資金調達を順調に実施していますが、特に長期債の供給に進展があります。

2022年を見ると、EUは新規債券発行において注目すべき役割を果たすことになりそうです。NGEUのRRFプログラムによる助成金とローンからのキャッシュ・フローのほとんどが、2022年と2023年に集中すると予想されるためです。来年の発行量は今年と同程度で、1,400億ユーロ/1,500億ユーロの範囲であると推定されます。つまり、絶対ベースの純発行額は相対的には、ソブリン・セグメントと比較して強いということで、公的赤字および純資金調達額は、2020年から2021年にかけてのピーク時より下がる可能性があります。同時に、ECBは2022年も引き続き全体的に、QEを超国家的機関や各機関に適切に割り当て、EU債の購入においても、最近の傾向に沿って、平均デューレーションが高くなることを目標としており、最終的にはこのセグメントを支援すると当社は期待しています。

中心のおよび代替シナリオ(12ヶ月から18ヶ月間)

月次アップデート

当社は、各シナリオにナラティブと確率を維持している。中心的シナリオは、政策ミックスと改善されたファンダメンタルズが、回復と市場を支えることを前提としている。18ヶ月後には、米国の成長率は高インフレ体制の中で潜在レベルに戻るが、特に欧州全体で、スタグフレーションの圧力がかかると当社は予測する。バリュエーションが過剰となり、経済の勢いが弱まるにつれて、リスク調整後の株式リターンは低下している。当社は今では、ワクチン耐性がある変異株またはワクチン関連の問題が、中心的シナリオへのリスクになることを考慮している。

下振れシナリオ
25%

スランプフレーション

分析

- ❗ 回復が損なわれる。これはワクチン接種キャンペーンが成功したにも関わらず、パンデミック関連の制約が原因だ
- ✦ 成長。これは財政支援にも関わらず、AE（先進経済）が潜在能力（またはそれ以下）に戻ったということだ
- ✦ インフレ圧力が持続。サプライチェーンの混乱が長引いているため
- ✦ 予想よりも速い中国の減速がAEに影響を与えている
- ▲ 経済的および財政の脆弱性が金融環境が引締められたことで悪化
- 中期的な成長期待が低下したこと、また高金利によって公的債務の持続可能性が損なわれ財政支援を制限する
- 保護貿易主義と脱グローバル化、貿易とバリュー・チェーンに影響を与えている
- スタグフレーションの圧力が、レバレッジ解消とボトルネックによって悪化する

市場への影響

- ー 現金、米ドル、米国債を選好
- ー 最小ボラティリティ戦略をとる
- ー 金

中心的シナリオ
60%

マルチ・スピードの回復

分析

- ❗ 強力だが不均一なマルチ・スピードの2022年の経済回復の後、2023年は減速する
- 支持的な政策ミックスが対GDP債務比率を安定させている
- AE（先進国経済）の金融政策は、FRBを皮切りに徐々に正常化する
- ✦ 米国の政策による後押しで、新興国と先進国間の成長プレミアムのギャップが縮小（米国の政策ブースターと中国の減速）
- ✦ 米国の成長とインフレは、Q2にピークに達した後正常化する。ユーロ圏の成長とインフレはH2にピークに達する；中国はQ3に減速するがQ4には穏やかに回復する
- ▲ NGEU復興基金の実施は、政治側のコミットメントにも関わらず希薄化している
- 支払能力へのリスクは低下するが、これは企業収益のモメンタムがポジティブであること、レバレッジが積極的に解消されていたこと、資金調達コストが低かったことが要因
- ✦ 所得と富の不平等は、社会的および政治的緊張を高める

市場への影響

- ー 高いバリュエーションと成長の減速による、リスク調整後の期待収益率の低下
- ー 米国債のイールドカーブのスティープ化が抑制され、それはEZ（ユーロ圏）とEM（新興市場）に波及する
- ー バリュー株と循環株を選好する
- ー 金、インフレ連動債、および株式を介したインフレ・ヘッジ
- ー 通貨を介したバーベル・ポジショニングを選好
- ー 新興市場：短期的には慎重だが、長期的なインカムおよび成長のナラティブはそのまま

上振れシナリオ
15%

持続可能で包括的な回復

分析

- ❗ 集団的予防接種は完全にグローバルな回復を可能にする
- ✦ 製造業とサービス業の間のギャップが埋まる
- ✦ 貯蓄と可処分所得の上昇による消費の力
- ▲ 米国の労働市場の回復と賃金への圧力にも関わらずFRBは金利を据え置く
- ▲ NGEU（次世代EU）復興基金の実施が成功だった
- 世界的な過熱なしの、成長とインフレの好循環
- ✦ 包括的で持続可能な経済回復
- デジタルとグリーンの開発による生産性の向上に起因する、より高い潜在成長率

市場への影響

- ー 米国債のイールドカーブはスティープ化している
- ー 景気循環株とバリュー株へのエクスポージャーがある高リスク資産を選好する
- ー インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債を選好する

- ❗ コロナ関連トピック
- ✦ 成長とインフレ期待
- 金融政策と財政政策

- ▲ 復興計画または金融環境
- 民間および公的発行体の支払能力

- 経済または金融体制
- ✦ 社会的または気候関連のトピック

上位のリスク

月次アップデート

中心的なシナリオにへのリスク確率に変更はない。当社はコロナ関連のリスクは経済的リスクの一部として考慮している、ヘッジ戦略の検出を容易にするために、リスクはクラスター化されているが、それらは明らかにリンクしている。

経済的リスク
20%

ー コロナ感染の第4波

- ・ 集団予防接種にもかかわらず、北半球での夏休みの後に、新しい感染の波が始まる
- ・ 新規のロックダウンと制約が回復を妨げる

ー パンデミック2.0

- ・ 1つまたは複数の変異株が既存のワクチンの効果を殺ぐ、または
- ・ 予期されなかったロジスティクスの問題やワクチンの副作用が、景気回復を損なう可能性

ー 世界的なテーパリング

- ・ インフレ期待が高まる中、FRBと他の先進国中央銀行は、資産購入プログラムを期待より早く削減し、経済回復を止めるか減速させる可能性がある
- ・ 中央銀行の反応関数、時期尚早の退出や間違ったコミュニケーションが不確実性の原因になる可能性がある

ー 長期にわたる回復と複数回の逆戻りがあったことは、企業や消費者の信頼感に打撃を与え、金融などパンデミックから直接影響を受けていないセクターにまで波及する可能性がある

金融・財政リスク
20%

ー インフレ期待を解放することは、債券市場の混乱につながるが、これは先制的な金融引き締めや大規模な財政支出などの政策ミスの結果としてという意味だ。

ー 企業の支払能力リスク：ファンダメンタルズは改善したものの、中央銀行による流動性と政府の保証制度が撤回されれば、景気後退の規模が支払能力リスクを増大させる

ー ソブリン債務危機

- ・ GDPに占める公的債務の割合は、平時としては歴史的に高い水準に達している。ほとんどの国は、政策ミスが発生した場合に、格下げや金利上昇という影響を受けやすくなっている
- ・ 新興市場の脆弱性（単一コモディティの輸出業者、観光業）も、国際収支危機に直面し、債務不履行リスクを増大させる可能性がある

ー 米ドルが不安定となることは、どちらの方向にも影響を与える：

- ・ (1)米ドルの下落は、FRBに資産購入プログラムを停止させ、米国債市場に悪影響をおよぼすと共に、EZと日本にデフレをもたらし、EMの回復を損なう可能性がある
- ・ (2)米ドルの上昇は、新興市場に打撃を与える。米国債の高利回りがユーロ圏の債券市場に波及する。

(地政学的な) 政治リスク
20%

ー 米国&欧州 vs. 中国の冷たい平和

- ・ 米国は中国に対して強硬姿勢をとる
- ・ いくつかの制裁、開示要件、中国企業の上場廃止は、それがエスカレートする兆候である
- ・ 欧州諸国は、経済的利益にもかかわらず、米国に従う可能性がある
- ・ アフガニスタン撤退後の米国の影響力の喪失
- ・ 南シナ海または台湾海峡で偶発的な紛争が起こる可能性

ー ドイツ、フランスまたはイタリアにおける、欧州のポピュリストへの投票は、EUのさらなる細分化につながる可能性がある

ー 新興市場における政治的不安定、次のような原因で引き起こされる：

- ・ 混沌としたウイルス危機管理と公的債務レベル
- ・ 食糧価格の高騰は、新興市場にアラブの春のような社会騒動の波を引き起こす

ー サイバー攻撃やデータ流出IT システムの破壊（セキュリティ、エネルギー、医療サービス）

ー 先進国の労働市場のヒステリシス効果が過小評価され失業率が上昇すると、社会的な緊張を生む可能性がある

+

現金、インフレ連動債、JPY、金、USD、ディフェンシブ株 vs 循環株

+

CHF、JPY、金、CDS、選択的に、Min Vol

+

DMの国債、キャッシュ、金、インフレ連動債、USD、ボラティリティ 優良銘柄

-

石油、高リスク資産、AUD CAD またはNZD、EM現地通貨建ての輸出業者

-

原油、高リスク資産、フロンティア市場、および新興市場

-

石油、高リスク資産、EMBI

コロナ感染状況のアップデート

Pierre BLANCHET、投資インテリジェンス総括

8月末現在、世界人口の40%近くが、少なくとも1回のワクチン接種を受けた。米国では接種率は60%に達し、ほとんどの欧州諸国では70%以上となっている。予防接種のペースは世界中で夏に加速しており、毎日4000万回の接種が行われている。3回目の接種である「ブースター」は、重症化しやすい人々への接種が始まっている。中国（10億回分）やインド（5億回分）などの人口の多い国々は、この病気から人々を守るために多大な努力を払ってきた。しかし、低所得諸国では、少なくとも1回の投与を受けた人は2%未満となっている。ロシアなど、幾つかの大国では、完全に予防接種を終えた人は25%に留まっており、集団免疫に近づくのに苦労している。デルタ変異株が世界中に広がり続けるにつれて、新しい移動制限とロックダウンがいくつかの国で実施された。ワクチンは深刻な重症化から身を守るのに効果的であることが証明されているが、ウイルス感染を阻止することはできない。たとえば、イスラエルではワクチン接種率が最も高いにもかかわらず、新たな症例が急増している。したがって、パンデミックは、近い将来、経済的および政治的不確実性の原因であり続けるだろう。

クロス・アセット報告：市場のターニング・ポイントを検知する

月次アップデート ファンダメンタルズとバリュエーションには赤信号がついた

● まだ、そこまで行っていない。そう言うには早過ぎる

● 反転に近づいている

● すでに反転した

●●● 経済の背景

- 経済活動は、コロナによる規制の緩和から恩恵を受けて、夏の間に堅調に拡大した。ポジティブなモメンタムはQ3にも続く予想され、成長率は徐々に安定化に向かっている。これは、高頻度指標とソフト・データが継続的にフラット化していることで確認されている。
- 米国の経済活動は引き続き持続的な速度で成長している。しかし、成長率の継続的な減速の兆候が現れ、これは高頻度指標のフラット化とソフト・データが鈍化していることで確認された。CESIインデックスは、弱いソフト・データとハード・データによるサプライズの影響を受けてネガティブな領域になった。しかし、コンセンサスは徐々に緩和を続け、ポジティブな領域にとどまっている。

●●● ファンダメンタルズ & バリュエーション

- ほとんどの株式は史上最高価格に達しているが、利益の回復が鈍化し始めている。バリュエーションはさまざまな角度から見て高価に見え、市場は修正に対して脆弱だ。
- CB（中央銀行）の流動性注入が、市場の高水準に対する唯一の議論であるが、今日の時点で上昇は非常に限られている。
- 絶対PE水準は過去の傾向を上回っており、これは投資家の自己満足の兆候だ。

ニュートラル+
資産配分

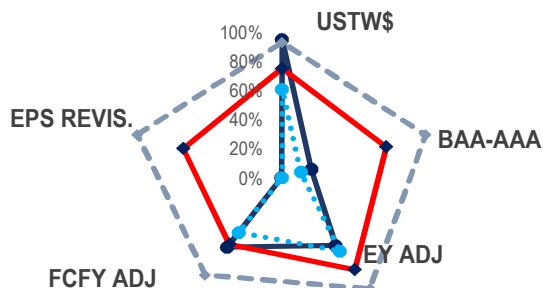
●●● テクニカル要因

- 先月のテクニカル・ツールボックスに大きな変化はなかった。
- 高リスク資産は夏の間も好調なパフォーマンス継続したが、ボラティリティの急上昇は、とりわけ世界の株式について、不安定な傾向をもたらした。
- RSI(相対力指数)も同様の状況を示している。年初来の好調なパフォーマンスを考えると、世界株式のRSIは過剰とみる。一方、それらは他の資産と同じくらい高価であるように見えるため、明確な相対的な直感が得られない。
- 本稿執筆時点では、テクニカル要因は混沌としており、方向性に欠けている。

●●● 市場心理

- 当社の枠組みでは、システムック・リスク・センチメントが著しく悪化しているという証拠がまだ不足している。
- ボラティリティはジャクソンホールでのFRB会議に先んじて上昇したが、ほとんどの指標はかなり抵抗がある。
- 金融環境は緩やかに悪化している。GEMの金融市場指標（FCI）は先進国に比べて急激に悪化している。これは（中国の状況に加えて）米ドルが回復していることに関連していることは確かだ。米ドルは、当社のCASTモデルで、唯一リスクオフを要求している変数だ。残念ながら、成長率の数値は、それほどポジティブでないEPS修正に移動しはじめているが、アナリストの心理は高いままであり、信用リスク・プレミアムは堅調だ（今のところ、当社のアラートのしきい値をはるかに下回っている）。
- 機関投資家のリスク選好度は夏の間にニュートラルとなり、8月末には高リスク資産に対する新たな選好度への兆候が見られた。

クロス・アセット・センチネル基準値 (CAST) は引き続き支持的



Source: Amundi Research, Data as of 2 September 2021

CASTは極端に低いリスク認識を示している。

センチネルは、リスクを支持する領域に留まっている。これは全ての要素全体で改善されているためだ(信用リスク調整後のERPを除く)。

方法当社は「センチネル」と呼ばれる5つのインプットを考慮しています：それらは、USTW\$, Moody's Baa-Aaa, EPS修正、リスク調整後の収益利回り、リスク調整後のキャッシュフロー利回りです。センチネルは、戦術的な資産配分を再ポジションするために使用されます。適切な基準値が検出されると、5つの変数は一定レベルの確信をもって、市場のストレス状態を予測する一つの指標として合計されます。この五角形は5つのセンチネルを表しています。赤い線は警告レベルの基準値を示しています。赤い線の上の距離が大きければ大きいほど、リスク認識は高く、最終的にはディフェンシブな資産配分に近づく必要があります。

グローバル・リサーチ・クリップ

1 米国：堅調だが成長のモメンタムは低下している

- ・インフレは上昇を続けており、当社の確信であるスタグフレーションによる二次微分シナリオを裏付ける。つまり、CPIが連続的に過熱する中、成長は平均レベルを上回っているものの、その変化率が減速しているということだ。
- ・パウエルFRB議長は、詳細は明かさないものの、金融政策の段階的な転換、つまり利上げをテーパリングから切り離すことを確認した。
- ・9月21～22日の会議でのテーパリングの発表は、市場のボラティリティの原因となる可能性がある。
- ・当社はテーパリングが形勢を大きく変えることはないと予測するが、キャリーを支えた期間は終わり、Q3に向かって金利は上昇する傾向にあると見る。

米国債：当社は利回り目標を下方修正した

- ・FRBは、今後の世界経済の成長を懸念しているため、ハト派的に留まると当社は予想する。
- ・長期米国債は、何年にもわたる型破りな金融政策に耐えてきた。
- ・パンデミックの期間中に、FRBのバランスシートは4兆ドルから8兆ドルに拡大し、長期利回りを圧迫した。市場が元に戻るには時間がかかるだろう。
- ・テーパリングはスムーズに行われ、長期債利回りの上昇は抑えられるだろう。
- ・利上げは、10年物米国債に限定的な影響を及ぼす。

投資への影響：

- ・当社は10年物米国債の利回りは、年末までに1.4～1.6%、12か月以内に1.6～1.8%に達すると予想する。
- ・米国債のポジショニングは、短期デューレーションを維持するべきだ。

2 ユーロ圏：予想以上の経済的成果

- ・欧州周辺国の成長は高く推移し、EZの成長期待を押し上げた。
- ・ECBの政策パワーは強力なままであり、「より低く、より長く」というテーマに従っている。今後のECBの会議では、FRBのテーパリングとドイツの選挙が、主なボラティリティの要因となるだろう。
- ・ユーロ圏のコア政策金利は、周辺国および信用市場と比較して、絶対的および相対的の両方で豊富に見える。ドイツ国債と非コア国債は、レンジに制限された体制となるだろう。

投資への影響：

- ・短期のコア：秋にインフレがピークに達するため、ドイツ国債の上昇は限定的。
- ・長期のEZ周辺国債券（イタリア）。

3 ドイツの選挙：現世代で最もオープンな選挙

- ・シュルツは他の候補者よりも高い支持を得ており、SPDの投票基盤を復活させた。
- ・SPDもCDUも、二党での連立政権を構築するには十分は票を得られない。
- ・SPD + FDP + 緑の党連合が可能となる。緑の党とSPDは、欧州での財政支出の増加とリスクのシェアを推進する可能性がある。

投資への影響：

- ・この選挙は重要なボラティリティの原因になると予想しているが、その結果と市場への影響を予測するには時期尚早だ。

4 中国：Q3に減速し、Q4には緩やかなリバウンド

- ・新たなロックダウンと以前からの引締め政策により、Q3には連続的に徐々に減速し、Q4には緩やかな回復が見込まれる（今年のQ2と同様のペースで）。
- ・PBoCによる、広範囲での政策のテーパリングとセクター・レベルでの引き締めが、減速の背後にある主な原因だ。
- ・一方で、7月下旬以降にソーシャル・ディスタンス規制が拡大されたこととデルタ株関連のリスクは、8月の消費データでより明らかになるだろう。中国の政策スタンスは、よりハト派側に向かうことが決定的だ。
- ・当社は、政策の緩和は、信用面と財政面から来ると予想しています。PBoCは利下げなしでの緩和的な流動性に固執するだろう。

投資への影響：

- ・中国の株式への選択的なエクスポージャー：規制から影響を受けないセクター（クリーン・エネルギーやバイオテックなど）での機会を模索する。
- ・中国の債券（HYおよびハード通貨建て）にはポジティブ。

アムンディの各資産クラスへの見解

	資産クラス	見解	1ヶ月の変化	理由
株式プラットフォーム	米国	=		インフレが上昇を続け、財政刺激策の効果が弱まるにつれて、実質可処分所得が影響を受けている。変異株が広がってコロナ感染数が増加しているが、当社はこれが原因で追加のロックダウンが発生することはないと考える。当社は中立的かつ選択的な姿勢を維持する。投資家は持続可能な収益の可能性のある企業を探すべきであると考える。
	米国のバリュース株	+		最近、バリュース株はコロナ感染数の増加による影響を受けているが、予防接種は継続されているため、経済回復は続くはずであり、バリュース株への移行も続くと思われる。これは、コア利回りの穏やかな上昇で支えられている。しかし、次のローテーションの段階は選択が原動力となり、循環株への偏向は小さくなる。
	米国のグロース株	-		経済が成長を続け、コア利回りが上昇しているため、将来のキャッシュフローの現在価値は低下し、グロース株のアウトパフォーマンスは限られるだろう。したがって、当社は高成長株と投機的成長株の銘柄に注意を払っている。
	欧州	=		市場の期待にもかかわらず、決算シーズンは堅調なものだった。将来的には、欧州は循環的な傾向（回復に連動）と、次世代EU基金からの資金が流入するに連れて好調となるだろう。ただし、原料コストの上昇と成長のモメンタムが鈍化したことは、H2には注目すべきリスクだ。したがって、当社は強い価格決定力と市場支配力を持つ企業を探している。
	日本	=		日本市場は輸出指向で循環的な性質を持つため、世界経済の回復に結びついていることはポジティブであるが、経済モメンタムの安定化という逆風に直面していると当社は見る。
	新興市場	=	▼	EMIは異質な市場が集まる世界であるため、慎重な選択が重要だ。ブラジルやロシアなどでは、継続的な成長とワクチンの予防接種が、パフォーマンスを支えると当社は見ている。しかし、米国の金利上昇や中国の成長や規制行動への懸念などの逆風がある。後者については、中国の長期的なシステミック・リスクが下がることへ道を開くはずだ。全体的には、当社はバリュース株/循環株という特性と強力なキャッシュフローを持つ企業に焦点を当てている。
債券プラットフォーム	米国債	-		インフレ率は期待通り高く推移しているが、米国債の（名目および実質）利回りは低水準にとどまっている。これは経済の成長環境、債務および赤字水準の高さとは一致していない。当社は全体的に米国債には慎重になっており、この確信を戦術的に管理している。将来的には、利回りは非線形的ではあるが上昇すると見ているが、これはFRBの資産購入プログラム、コミュニケーション、および将来の経済成長に依存する。TIPSは、今後もインフレ調整後の利回りを提供する。
	米国IG社債	=		信用のトレンドは、ファンダメンタルズの回復に支えられてまだ穏やかなままだ。投資家は、より短期の債務とコア金利の上昇による下落傾向が限定される信用に焦点を当てることで、信用期間を分散し、ポートフォリオのデュレーションを制限することをお勧めする。政府系住宅ローンは魅力的な利回りを提供するが、バリュエーションが高いため、選択的なアプローチが必要だ。
	米国HY社債	=		HY債のバリュエーションは割高になっているが、ボトムアップの選択の機会がある。回復が小さな問題に直面する可能性があり、コア利回りが低いことが、格付けが低い発行体の借入コストを下げたため、このセグメントから追加インカムの恩恵を受けるためには、信用指標と信用力を重視することが重要だ。
	欧州の国債	-/=		経済環境が改善する中、当社は欧州の中核国と準中核国の債券についてディフェンシブになっているが、ECBは今の支援を継続することを認識している。その点について、当社は今後のフランスとドイツの選挙を注意深くモニターしている。しかし、これらの選挙によるボラティリティは低いと予想している。しかし、周辺国の債務は、成長とスプレッド縮小の可能性についての新たな見通しを考慮すると、主にイタリアで魅力的な利回りを提供する。
	欧州IG社債	=/+		格付けの格上げが格下げより多くなっているため、EUR IGは安全な環境にとどまっている。当社は、コア利回りの上昇に耐えられる、より短期の債務と商品を選択する。理論的には、格付けの高い債務と格付けの低い債務を保有すると、利回りのトレードオフがあるはずだ。しかし、投資家がこの状況に対処し、循環的な回復と経済改善から恩恵を受けるには、銘柄を精選することだ。当社は、劣後債とBBB格付けは魅力的な分野であると考えている。しかし、長期の信用は避けたいと思う。
	欧州HY社債	=		HYの一部のセグメントのバリュエーションは高いが、リスク調整ベースでは、選択的な機会がある。しかし、投資家は、信用指標が悪い銘柄で身動きがとれなくなることを避けるために、利回り、品質、流動性のバランスを取る必要がある。選択的なアプローチを通じて、対称的なリスク/リワード・プロファイルをもつ、新しいBB格付け債務を探索している。
	EM債券HC	=/+		当社はHYへのバイアスをもったHC建ての債務を愛好するが、ポートフォリオ全体のデュレーションには注意が必要だ。重要なのは、相対ベースでの企業のファンダメンタルズが強力でありバリュエーションが魅力的であるということだ。中国に関しては、規制強化が中国における社会的「共同富裕（common prosperity）」の始まりであるように見える。当社はそれを積極的にフォローしている。
	EM債券LC	=		当社はテーパータントラムという形でEM世界における逆風と、米国のコア利回りの上昇の可能性に注意を払っている。したがって、新興市場のFXには慎重であり、LC建てには選択的な機会があると考えている。
その他	コモディティ			今年のコモディティの主な推進力は、力強い景気回復と需要だった。その点で、FRBの政策発表、および実質金利への影響は、短期的には金などの貴金属の価格に影響を与える可能性があるため、当社は、ある程度のボラティリティがあると予想する。一方、ベースメタルは、潜在的な供給不足の影響を受ける可能性がある。
	通貨			米ドルの例外的な傾向はわずかに勢いを失っているが、世界的な成長の鈍化とFRBによる政策正常化への期待が米ドルを支えていると見ている。短期的には、精選した循環的なFXへのいくつかのエクスポージャーを維持する価値はあるが、2022年が近づくにつれて、より防御的なスタンスが必要になる可能性がある。

説明

--- -- - = + ++ +++ ▼ ▲
 ネガティブ ニュートラル ポジティブ 前月と比べ格下げ 前月と比べ格上げ

出典：2020年5月22日現在のユーロ・ベースの投資家に対するアムンディの見解。本資料は、特定の時点における市場環境の評価を表しており、将来起こることの予測または将来の結果を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、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、変更されることがあります。また、この情報はアムンディ製品の現在、過去、または将来の実際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。

IG = 投資適格社債、HY = 高利回り社債。EM債券HC/LC = 新興市場債券のハード通貨建て/現地通貨建て。WTI = West Texas Intermediate。OE = 量の緩和

先進諸国

マクロ経済の見通し

9/01/2021時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI, 前年 比, %)		
	2020	2021 範囲	2022	2020	2021	2022
世界	-3.3	5.8/6.4	3.9/4.6	2.6	3.6	3.6
先進諸国	-4.9	4.9/5.4	3.5/4.0	0.7	2.8	2.3
米国	-3.4	5.8/6.2	3.3/3.9	1.3	4.3	3.2
日本	-4.9	2.9/3.5	2.8/3.4	0.0	0.0	0.8
英国	-9.8	6.3/6.9	4.5/5.1	0.9	2.1	2.4
ユーロ圏	-6.5	4.4/5.0	3.8/4.4	0.3	2.2	1.8
ドイツ	-5.1	2.5/3.1	3.6/4.2	0.4	2.9	1.7
フランス	-8.0	6.0/6.6	3.5/4.1	0.5	1.9	2.0
イタリア	-8.9	5.8/6.4	4.2/4.8	-0.1	1.4	1.7
スペイン	-10.8	6.0/6.6	5.9/6.5	-0.3	2.4	1.9

出典: アムンディ・リサーチ

- **米国**: 米国経済は減速の兆しはあるものの、回復を続けている。生産におけるボトルネックが長期にわたっていること、内需の減速が将来予想されることを考慮して、当社は成長見通しを引き下げた。同時に、インフレはQ2~Q3にかけてピークに達すると予想されるが、当社の予測には、より粘り強い上向きの圧力が組み込まれており、来年半ばまでにCPIインフレは3%を超えると予想している。政策ミックスは引き続き緩和的だが、H2半ばには、FRBからテーパリングについてより正確なコミュニケーションが期待される。同様のタイミングで、新しいインフラへの支出という財政面でのニュースを当社は期待する。
- **ユーロ圏**: Q1に縮小した後、制限が大幅に解除されたことで、Q2にはユーロ圏のGDPは広範にわたり回復した。ワクチンの予防接種が進行し、消費者と企業心理が向上する中、Q3も堅調なモメンタムが見込まれる。デルタ変異株は、特にサービス部門の回復の見通しに対する重大な下振れリスクを表す。Q2のデータから、特にイタリアとスペインに牽引されて、当社は成長見通しを引き上げた。財政と金融の政策ミックスは引き続き緩和的であり回復を支えるだろう。インフレは上昇傾向に沿って進行するが、パイプラインにある製品への価格圧力とベース効果による上昇リスクがあるため、2022年に再びトレンドを下回る前に、Q4でのオーバーシュートがあると見ている。
- **日本**: 日本にとって、回復の道は今後もますます困難になっている。Q2の成長は輸出に支えられていたが、米国のISMと韓国の輸出（地域貿易の指標となる）は、外需がピークに達していることを示唆している。国内では、夏季オリンピックの後、予防接種のペースが急激に鈍化し、消費にさらなる不確実性をもたらしたが、消費はすでに全体的な回復から遅れをとっていた。インフレ圧力は抑制されたままであり、需給ギャップはネガティブなままである。コア・インフレ率は0%前後で推移しているが、携帯電話料金の値下げによる回復効果が薄れる2022年には、上昇すると予想する。
- **英国**: 英国経済はQ2には4.8%拡大し、GDPはパンデミック前の水準を4.4%下回った。Q3には、経済は7月19日に始まった制限のさらなる撤廃から恩恵を受けるだろう。ロックダウン緩和の最終段階からの押上げが、4月と5月における再開時のパフォーマンスを繰り返す可能性は低い。したがって、当社は年末にかけて成長が鈍化し、その後、労働市場の回復が鈍化すると予測する。インフレ率は7月/8月頃にベース効果で上昇し、2022年までの数か月間は、目標をやや上回る程度で推移すると予想される。政策ミックスは引き続き支持的だが、金融面と財政面の両方で進歩的な正常化をもたらすとも見られる。

主要金利の見通し

	25-08 2021	当社予 想6ヶ 月先	コンセン サス6ヶ 月先	当社予 想6ヶ 月先	コンセン サス12ヶ 月先
米国	0.13	0/0.25	0.12	0/0.25	0.19
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.51	-0.50	-0.52
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英国	0.10	0.1	0.11	0.1	0.35

出典: アムンディ・リサーチ

- **FRB**: ジャクソンホールでの会議で、パウエル議長は、経済が予想通りに大きく進展した場合、今年の終わりまでに、テーパリングが始まる可能性があるという7月のFOMC議事録からのメッセージを再確認した。彼はここ数ヶ月間の雇用の強い増加を認めた。しかし、資産購入のテーパリングを開始する決定は、データ・フローに大きく依存する。焦点を置くべきは次の雇用状況の報告だ。FOMCは以前の会議で、テーパリングを行う前には「事前警告」を発することを強調した。これは、9月のFOMC会議でなされる可能性がある。正式な発表は11月または12月に行われる可能性がある。量的緩和政策の正常化は、非常に進歩的であると予想される。デルタ変異株は、短期的には大きなリスクをもたらす。
- **ECB**: 7月の会議では、戦略的レビューの結果と、新しいフォワード・ガイダンスを通じて、ECBは必要な限り金利を非常に低く保つというコミットメントを徹底的に強化した。さらに重要なのは、金利が長期間にわたり低く維持される必要がある場合、より持続的な刺激策が行われることを意味する。APP（資産購入プログラム）は最初の金利引き上げのタイミングにリンクされているためだ。ECBは現在、来年のQE構成とキャリブレーションの議論に焦点を当てている。これは、一連の新しい経済予測が利用可能になる9月の会議から始まるだろう。
- **日銀**: 日銀は6月の会議で、対応資金繰り支援特別プログラムをさらに6か月延長し、慎重だが楽観的な見通しを維持した。7月には、新しいグリーン資金提供スキームを発表した。日銀は、本格的な回復とインフレ圧力がない限り、他国の中銀とは異なり、現状維持が期待される。菅首相の支持率は8月には30%（6つの調査の平均）まで下落したが、与党は野党第一党と比べると、支持率では大きくリードしている。補正予算につての議論は、秋の総選挙に先立ち、9月に始まる可能性が高い。
- **イングランド銀行**: 前回の会議では、政策スタンスとともにQE(量的緩和)の規模は変わらなかった。インフレ率の急上昇は一時的なものと評価されているからだ。焦点はQT(量的引締め)ガイダンスにあり、金利が依然として主要な政策手段であることを確認し、また、次の循環サイクルにおけるアクティブな政策オプションとして、NIRP(マイナス金利政策)に関連付けられたQT金利のしきい値を低くすることを示唆した。フォワード・ガイダンスでは、「予想期間中の控え目な金融引き締めが必要となる可能性が高い」との指摘があったが、現在進行中のQEへの決定が示すように、利上げのタイミングとその程度に関する議論がすぐに始まる可能性は低いと思われる。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
ECB理事会	9月9日
FRBのFOMC	9月22日
日銀MPM	9月22日
イングランド銀行MPC	9月23日

出典: アムンディ・リサーチ

新興諸国

マクロ経済の見通し

9/01/2021時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率(%)			インフレ率 (CPI, 前年 比, %)		
	2020	2021 範囲	2022	2020	2021	2022
世界	-3.3	5.8/6.4	3.9/4.6	2.6	3.6	3.6
新興諸国	-2.1	6.4/7.2	4.2/5.1	3.9	4.2	4.5
中国	2.3	8.4/9.0	5.1/5.7	2.5	1.1	2.4
ブラジル	-4.1	5.1/6.1	0.9/2.9	3.2	7.7	5.5
メキシコ	-8.3	5.7/6.7	1.6/3.6	3.4	5.5	4.7
ロシア	-3.1	4.2/4.5	2.6/3.0	3.4	5.8	4.4
インド	-7.1	8.0/9.2	5.8/7.2	6.6	5.3	6.2
インドネシア	-2.0	3.4/4.2	4.6/5.6	2.0	1.6	2.7
南アフリカ	-6.9	4.1/5.1	2.2/3.2	3.2	4.5	4.7
トルコ	1.6	7.3/8.3	3.9/4.9	12.3	17.0	12.7

出典: アムンディ・リサーチ

- **中国**: 中国の7月の月次データは生産、消費、投資の分野において、広範囲での景気減速を示している。広範囲で政策のテーパリングが起ったことと、セクター・レベルでの引き締めが、減速の背後にある主な原因だ。住宅指標は7月に著しく下落した。一方で、7月下旬以降ソーシャル・ディスタンス規制が拡大されたことを考えると、デルタ株のリスクは8月の消費データでより明らかになるだろう。したがって、当社は2021年の年間成長予測を8.6%~9.2%から8.4%~9.0%の範囲に引下げ、2022年の成長予測は5.1%~5.7%で据え置いた。
- **インドネシア**: Q3の成長パフォーマンスは精彩を欠いた。感染がピークに達し、移動制限がまだ実施されている。成長は続いているが、インフレはコアおよび非コア構成分野で制御されており、BIは少なくとも2022年半ばまで金利を据え置くだらう。財政収支は順調で、支出は医療と社会的支援に再配分されており、予算への影響はごくわずだ。しかし、パンデミックからの圧力があるため、BIは引き続き量的緩和を実施している。経常収支は健全ではあるが、FRBのテーパリングなど外的要因を監視する必要がある。
- **ブラジル**: コロナ感染状況と移動制限が改善したため、経済は成長を続け、正常化し、同期化している。サービス部門はコロナ危機以前のレベルに戻り、今年のGDPは5%以上拡大している。一方、インフレ圧力は力強い成長の副作用であり、積極的な金融措置にもかかわらず、衰える気配はない（現在は前年比9.3%）。BCBは現在、穏やかな収縮レベルを目指していると当社は考える。しかし、市場はインフレに対して前向きではない。別の財政的トリレンマが市場を動揺させたが、政府はボルサ・ファミリアの総点検を行う中で、この「Precatorios (不安定)」な状況について、穏やかな解決策に到達すると当社はみている。最も重要なことは、支出を上限内に留めておくことだ。
- **メキシコ**: 今年半ばに起った、デルタ株による感染拡大、製造業に打撃を与える供給の縮小、そして最近では石油生産の混乱は、さもなくば、まずまずの回復の中で些細な出来事であったと当社は見ている。今年の成長率は6%以上と予測する。一方、インフレは一時的な供給サイドの逆風に苦しんでおり、コア商品のインフレが上昇しているため、目標を上回った高水準に留まっている。メキシコ銀行は、インフレ圧力に数回の金利引上げで対応したが、今週になってわかったのは、将来の金利引上げはデータに大きく依存するということだ。インフレが一時停止する前には、更なる金利引上げが必要になると当社は見ている。一部の国債を返済するためにIMFのSDR配分を使うというブラドール大統領の「賢明な」アイデアは、悪い前例であり中央銀行による違反行為だと見なされている。

主要金利の見通し

	02-09 2021	当社予 想6ヶ 月先	コンセン サス6ヶ 月先	当社予 想12ヶ 月先	コンセン サス12ヶ 月先
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4.00	4.00	4.05	4.50	4.30
ブラジル	5.25	8.00	7.60	8.00	7.60
ロシア	6.50	7.00	6.80	7.00	6.50

出典: アムンディ・リサーチ

- **PBoC (中国)**: 成長の勢いが鈍化していることとインフレ・リスクが食い止められていることを踏まえると、中国の政策スタンスはよりハト派的になると予想される。そうは言っても、緩和は信用と財政の両面からくると予想する。PBoCは、利下げすることなく緩和的な流動性を維持するだろう（4Q21でのRRR（預金準備率）引下げへの期待が高まっている）。MLF（中期貸出ファシリティ）とLPR（最優遇貸出金利）は据え置かれたままであり、MLFの借換えは寛大であり、満期償還額をわずかに下回る程度だった。MLFの満期スケジュールを考えると、10月下旬または11月上旬に、追加のRRR金利引下げが1回発表される可能性がある。
- **RBI (インド)**: 8月初旬に行われた最新のRBI会議と総裁による最近のスピーチは、金融政策は成長支援へのバイアスがあり、高インフレへの懸念から遠ざかっていることが浮き彫りになった。RBIのはハト派的姿勢を維持している。会議の後、総合CPIはインフレ目標の上限（6%）を下回ったが、今年中は変動すると予想されている。当社は、最初の利上げの予測を2022年まで先送りした。金融政策の正常化は、流動性の調整から始まり、おそらく今年の終わり/来年の初めに行われるだろう。
- **BCB (ブラジル)**: BCBによる8月初旬の会議で、金利はさらに100bpsの引上げられ（5.25%になった）、9月の会議ではさらに100bpsの利上げが事前に発表された。さらに、中央銀行は、政策金利をニュートラル以上に引き上げる必要があったことを認めた。インフレ圧力が弱まらず、追加の金融政策が必要となったからだ。当社は金利が8%、またはそれよりやや低いレベル（7~7.25%）まで上昇するのは当然であると見ているが、市場が価格に組み入れている積極的な利上げが正当化されるとは思わない。後者は財政政策の抑制を解除するため、インフが目標範囲を上回ることになるからだ。
- **CBR (ロシア)**: CBRは、7月23日に政策金利を再び100bps引上げて6.5%とした。インフレ圧力が強まり、インフレ期待が数年ぶりの高水準にとどまっているためだ。内需の伸びは供給の伸びを上回っている。7月のインフレ率は6月の6.5%から前年比6.45%にわずかに低下したが、目標範囲の4%を大きく上回った。CBRは、将来のさらなる利上げにはオープンだ。当面は、年末までさらに50bpsの引上げを見込んでいる。次の会議は9月10日となっている。CBRのタカ派的姿勢は、引き続きRUBを支えるだろう。

金融政策会議の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
CBR	9月10日
PBoC	9月20日
BCB Brazil	9月22日
RBI	10月8日

出典: アムンディ・リサーチ

マクロ経済および市場予測

マクロ経済予測

#09 - 2021年9月

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI、前年比、%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	範囲					
米国	-3.4	5.8/6.2	3.3/3.9	1.3	4.3	3.2
日本	-4.9	2.9/3.5	2.8/3.4	0.0	0.0	0.8
ユーロ圏	-6.5	4.4/5.0	3.8/4.4	0.3	2.2	1.8
ドイツ	-5.1	2.5/3.1	3.6/4.2	0.4	2.9	1.7
フランス	-8.0	6.0/6.6	3.5/4.1	0.5	1.9	2.0
イタリア	-8.9	5.8/6.4	4.2/4.8	-0.1	1.4	1.7
スペイン	-10.8	6.0/6.6	5.9/6.5	-0.3	2.4	1.9
英国	-9.8	6.3/6.9	4.5/5.1	0.9	2.1	2.4
中国	2.3	8.4/9.0	5.1/5.7	2.5	1.1	2.4
ブラジル	-4.1	5.1/6.1	0.9/2.9	3.2	7.7	5.5
メキシコ	-8.3	5.7/6.7	1.6/3.6	3.4	5.5	4.7
ロシア	-3.1	4.2/4.5	2.6/3.0	3.4	5.8	4.4
インド	-7.1	8.0/9.2	5.8/7.2	6.6	5.3	6.2
インドネシア	-2.0	3.4/4.2	4.6/5.6	2.0	1.6	2.7
南アフリカ	-6.9	4.1/5.1	2.2/3.2	3.2	4.5	4.7
トルコ	1.6	7.3/8.3	3.9/4.9	12.3	17.0	12.7
先進諸国	-4.9	4.9/5.4	3.5/4.0	0.7	2.8	2.3
新興諸国	-2.1	6.4/7.2	4.2/5.1	3.9	4.2	4.5
世界	-3.3	5.8/6.4	3.9/4.6	2.6	3.6	3.6

主要金利の見通し

先進諸国

	25/08/2021	当社予想 6ヶ月先	コンセン サス 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	コンセン サス 12ヶ月先
米国	0.13	0/0.25	0.12	0/0.25	0.19
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.51	-0.50	-0.52
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英国	0.10	0.1	0.11	0.1	0.35

新興諸国

	02/09/2021	当社予想 6ヶ月先	コンセン サス 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	コンセン サス 12ヶ月先
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4.00	4.00	4.05	4.50	4.30
ブラジル	5.25	8.00	7.60	8.00	7.60
ロシア	6.50	7.00	6.80	7.00	6.50

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	25/08/2021	当社予想 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	先渡 12ヶ月先
米国	0.24	0.20/0.35	0.44	0.35/0.50	0.64
ドイツ	-0.74	-0.70/-0.50	-0.79	-0.70/-0.50	-0.85
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.14	-0.20/-0.10	-0.13
英国	0.14	0/0.25	0.23	0.25/0.5	0.25

10年物 債券利回り

	25/08/2021	当社予想 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	先渡 12ヶ月先
米国	1.29	1.4/1.6	1.41	1.6/1.8	1.53
ドイツ	-0.46	-0.5/-0.3	-0.43	-0.4/-0.2	-0.38
日本	0.03	0/0.20	0.07	0/0.20	0.10
英国	0.56	0.7/0.8	0.69	0.8/0.9	0.75

通貨の見通し

	31/08/2021	当社予想 Q4 2021	コンセン サス Q4 2021	当社予想 Q2 2022	コンセン サス Q2 2022		31/08/2021	当社予想 Q4 2021	コンセン サス Q4 2021	当社予想 Q2 2022	コンセン サス Q2 2022
EUR/USD	1.18	1.16	1.18	1.15	1.20	EUR/SEK	10.18	10.17	10.10	10.38	10.03
USD/JPY	110	112	110	114	111	USD/CAD	1.26	1.23	1.24	1.27	1.23
EUR/GBP	0.86	0.84	0.85	0.85	0.85	AUD/USD	0.73	0.75	0.75	0.72	0.76
EUR/CHF	1.08	1.09	1.10	1.10	1.11	NZD/USD	0.70	0.71	0.72	0.67	0.72
EUR/NOK	10.27	9.96	10.10	10.49	10.00	USD/CNY	6.46	6.55	6.45	6.65	6.45

出典：アムンディ・リサーチ

当社の予測についての免責事項

マクロ予測の不確実性は非常に高く、新しい高頻度データが可能になるたびに頻繁に再評価をする必要があります。当社の現時点でのマクロ経済予測には、より高い定性的要素が含まれており、統計的精度を低下させ、周囲のより広い範囲での不確実性を増加させます。

方法

ー シナリオ

確率は、当社のマクロ財務予測で条件として定義した金融制度（中心的、下振れ、および上振れのシナリオ）の可能性を反映しています。

ー リスク

リスクの確率は、内部調査の結果です。監視するリスクは、次の3つのカテゴリーに分類されます。経済、金融、および（地政学）政治。3つのカテゴリーは相互に関連していますが、3つの要因に関連する特定の中心があります。加重（パーセンテージ）は、当社の投資部門で実施される四半期毎の調査によって導き出される、最も影響力が高いシナリオを構成するものです。

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



H2 2021 - Inflation blows on markets, and investors need to act (28-06-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Global Head of Research

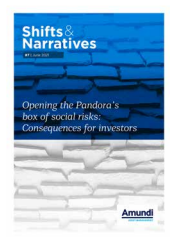
ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q3 - 2021 (05-08-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #7 - Opening the Pandora's box of social risks: Consequences for investors (14-06-2021)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst

Shifts & Narratives #6 - Technology trends in Asset Management and Saving Industry (09-06-2021)

SAUVAGE Romain, Head of Product Marketing & Communication, Amundi Technology - LESAGE Guillaume, Chief Operation Office - EL GHARIB Joseph, Head of Business Development, Amundi Technology

Shifts & Narratives #5 - A unique crisis that opens the way to multiple regime shifts (08-06-2021)

Pascal BLANQUÉ, Group Chief Investment Officer - Didier BOROWSKI, Head of Global Views, Global Research

INSIGHTS PAPERS



European commercial real estate: play the re-opening with quality assets (23-08-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy - Business Intelligence - BARON Thomas, Research and Strategy Analyst - Amundi Immobilier - BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

Banks in the post-Covid-19 world (29-06-2021)

Vincent MORTIER, Deputy Group Chief Investment Officer - Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence, Global Views, Global Research

Biden agenda: tackling income inequality and its potential inflation impact (18-06-2021)

UPADHYAYA Pares, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US - AINOZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Research

WORKING PAPERS



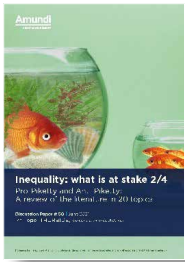
Revisiting Quality Investing (30-06-2021)

Frédéric LEPETIT, Amina CHERIEF, Yannick LY, Takaya SEKINE - Quantitative Research

Robo-Advising for Small Investors: Evidence from Employee Savings Plans (07-06-2021)

BIANCHI Milo, Toulouse School of Economics, TSM, and IUF, University of Toulouse Capitole - BRIÈRE Marie, Amundi Research

DISCUSSION PAPERS



Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

Inequality: what is at stake (1/4) - Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality (07-06-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

INVESTMENT TALKS



Main themes for investing in Chinese equity over the summer and beyond (10-08-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer, HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist - McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity with the contribution of LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity and DELBO' Debora, Senior EM Macro Strategist

European equities: look for the winners to play the reflation trade, value revenge, and ESG disruption (07-07-2021)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of Value

June FOMC review: the talk of talk of tapering has begun (17-06-2021)

J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

アムンディ・リサーチ・センター



アムンディの出版物についての情報は
下記にお問い合わせください。
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

DISCLAIMER

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 2 September 2021. 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: 7 September 2021.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée" - SAS with a capital of €1,086,262,605 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - MarianVejcik

編集主幹

BLANQUÉ Pascal, グループ最高投資責任者

編集者

DEFEND Monica, グローバル・リサーチ総括

グローバル・リサーチ部からの寄稿者

AINOUZ Valentine, 先進国市場戦略リサーチ総括、CFA
BERARDI, Alessia 新興マクロおよび戦略リサーチ総括
BERTONCINI, Sergio シニア債券リサーチ・ストラテジスト
BLANCHET Pierre, 投資インテリジェンス総括
BOROWSKI Didier, グローバルビューズ総括
CESARINI Federico, 先進市場 FX総括、クロス・アセット・リサーチ・ストラテジスト
DROZDIK 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

アムンディ・インサイト部からの寄稿者

BERTINO Claudia, アムンディ投資インサイト部総括
CARULLA POL, アムンディ投資インサイト部

構想 & 制作

BERGER Pia, リサーチ部
PONCET Benoit, リサーチ部

副編集者

BLANCHET Pierre, 投資インテリジェンス総括
BOROWSKI Didier, グローバルビューズ総括

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
LETORT Valérie, グローバル・ビューズ
PERRIER Tristan, グローバル・ビューズ
PORTELLI Lorenzo, クロス・アセットリサーチ総括
USARDI Annalisa, シニア・エコノミスト、クロスアセット・リサーチ
VANIN Gregorio, クロス・アセット・リサーチ・アナリスト
VARTANESYAN Sosi, シニア・ソブリン・アナリスト

FIOROT Laura, アムンディ投資インサイト部副総括
DHINGRA Ujjwal, アムンディ投資インサイト部
PANELLI Francesca, アムンディ投資インサイト部