

Research

# 01  
2022年1月

# CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

オミクロン株の不確実性、インフレの確実性

テーマ別グローバルな見解

皆様からの質問にお答えします

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #01- 2022年1月

## 目次

## グローバルな投資への見解

## CIOの見解

## オミクロン株の不確実性、インフレの確実性

p. 3

新型コロナウイルスへの新たな懸念、政策措置、中国経済の脆弱性が市場にいくらかのボラティリティをもたらしたが、当社はリスクへのニュートラルな姿勢を維持し、特に信用市場については、アルファの生成に重点を置き、市場の方向性にはそれほど重点を置いていない。また、中央銀行は、インフレを抑制するためのテーパリングを加速させているにもかかわらず、広範にわたり緩和的な姿勢を維持すると当社は考える。投資家はバリュー株と優良株を選好すべきだが、企業は上昇する投入コストを消費者に転嫁しようとするため、価格決定力のある企業を特定することが重要となる。さらに、実物資産のエクスポージャーは、流動性リスクに耐えられる投資家にインフレへの保護を提供する可能性がある。

## マクロ経済

## PPIからCPIへのパス・スルー：トップダウン、ボトムアップの見解

p. 4

投入コストの上昇で利益率への圧力がかかっている中、企業の価格決定力は当社が監視する重要な側面であり、2022年の当社の投資決定の指針にもなるだろう。

## マルチアセット

## 信用力が高い企業と優良株へのエントリー・ポイントを探す

p. 5

当社は全体的にニュートラルな姿勢を維持しているため、最近の市場の動きから恩恵を受けるためには、例えば、IGの借手へとシフトするなど、リスクを（増やすのではなく）変更することを優先する。

## 確定利付き商品

## FRB、インフレという難問、オミクロン株という暗雲

p. 6

2022年に入り、FRBはよりタカ派的となったように見えるが、広範な政策スタンスは引き続き緩和的である可能性が高い。

## 株式

## 大きな分断へ投資する

p. 7

市場は大きな分断を覆い隠している：バリュー株 vs. ハイテク・グロース株、大企業への集中と過大評価 vs. 残りの市場、価格決定力を持つ企業 vs. その他の企業。これは、ボトムアップ選択のためにちょうど良い環境だ。

## テーマ別グローバルな見解

## 皆様からの質問にお答えします

p. 8

当社のグローバル・ビュー・チームが、お客様からよく寄せられる質問にお答えします。

## 市場のシナリオ&amp;リスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 11
> 上位のリスク	p. 12
> 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. 13
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 14
> アムンディの各資産クラスへの見解	p. 16

## マクロ経済状況

> 先進諸国 マクロ経済の見通し - 市場予測	p. 17
> 新興諸国 マクロ経済の見通し - 市場予測	p. 18
> マクロ経済および市場予測	p. 19
> 当社の予測についての免責事項/方法	p. 20
> Publications highlights	p. 21

## CIOの見解



Pascal BLANQUE  
グループ最高投資責任者



Vincent MORTIER  
グループ最高投資副責任者

## オミクロン株の不確実性、インフレの確実性

新型コロナ感染サイクルが復活したこと、インフレ上昇への中央銀行の反応、そして恒大集団の債務不履行が避けられない状況などが、市場にいくらかのボラティリティをもたらしたが、これらの問題は大きな混乱を引き起こすには至っていない。成長とインフレというナラティブが展開する中では、市場にとって「悪いニュースは良いニュース」であるというマントラがまだ通用している。現時点では、オミクロン変異株とその影響について判断するのは、明らかに時期尚早だ。投資家は、ウイルスのサイクルに再び焦点が当たることには注意する必要がある。新しい変異種は、サプライ・チェーンの脆弱な部分に影響を及ぼし、インフレ圧力をさらに高める可能性がある。現在、自己満足的なナラティブを提供しているインフレの状況には心理的要素がある。これは重要なことで、2022年に移行する上で、明らかに注意すべきリスクだ。

それにもかかわらず、懸念はまだ危険レベルではない。しかし、FRBのトーンはよりタカ派的になり、パウエル議長はテーパリングのプロセスを加速している。FRBが緩和的政策を削減しているにも関わらず、2022年も金融政策は緩和的であり、FF金利は金融政策が経済成長を刺激も抑制もしない「ニュートラル」な金利をはるかに下回っている。実際、株式への反応は、FRBが経済成長を損なうことなくインフレを制御するが、これは一時的なものである、という市場の信念を示している。しかし、状況はそれほど単純ではない。

労働市場が逼迫してしており（賃金圧力）と消費者需要が堅調であるため、需要側からのインフレへの圧力が見られる可能性がある。つまり、FRBは危ない橋を渡っている。一方で、インフレが政治的見地からはほぼ持続可能ではなく、他方で、金融環境を過度に引き締めることは市場の混乱を引き起こすため、これも同様に持続不可能であろう。FRBは何かをするであろうが、2022年のテーパリングと金利引上げは後手に回り、金利を非常に低いレベルで維持する可能性が高い。

**重要ニュースの3番目は中国だ：**恒大集団とカイサ・グループ（佳兆業集団）は正式に債務不履行となっている。今のところ、それが波及する兆候は見られない。中国政府もここ数週間、不動産セクターを支援し、恒大集団の再構築に大きな役割を果たしている。2021年と比べると、2022年の政策スタンスははるかに建設的であり、それは重要な要素になると当社は考える。このような背景を考慮すると、投資家にとって重要な考慮事項がいくつかある。

- **不確実性の高まりと政策ミスのリスクは、リスク資産についてニュートラルな姿勢を示している。**  
TINA（他に施すべき策は無い）議論に基づけば株式が選好されるが、これは実質金利が非常に低く抑えられ、インフレ期待が落ち着いている間は続くだろう。最近の「押し目買い」の動きを見れば、高いバリュエーションと実質収益率の低下にもかかわらず、市場心理はまだ上向いていることを示している。したがって、投資家はインフレ環境をより上手に乗り越えられるセクターとビジネスを再び選好し、グロース株とのバリュエーションの差が大きいバリュエ株を選好すべきだ。
- **確定利付き市場では、FRBの動きの後、2年物米国債利回りはFOMCが予想する利上げペースを完全に織り込んでいるが、中・長期の利回りはそうではない。**当社はイールドカーブがベア・スティープ化するリスクがあると見る。これは、デフレーションに関する当社のネガティブな見解を裏付ける。信用市場では、特に優良企業（IG）における最近のスプレッドの拡大は、エクスポージャーを追加する余地を提供する可能性があるが、非常に慎重な短いデフレーションのみに適用される。適度な成長、緩和的な財政政策、CBが後手に回っていること、世界的に利回りへの需要が継続していることなどは、信用市場を支え続けている。これは、特にインフレ圧力に耐えることができ、極端なレバレッジに苦しむことのないセグメントに当てはまる。
- **新興市場（EM）**では、投資家は、政策対応において非同期性を発揮する機会を探すべきだ。EM諸国は、政府とCBがインフレを真剣に受け止めている国とそうでない国とに分かれる。当社は高いインフレ圧力に対して、大筋で信頼できる対応をしている幾つかの国（ブラジル、メキシコ、ロシア、南アフリカ）を注視してきた。2022年にはFRBとの金融政策の相違が重要な意味合いを持ち、インフレ・リスクを減らすために信頼できる方法で対処した新興国（ブラジルやロシアなど）の債務に恩恵をもたらすだろう。株式では、中国が来年ポジティブなサプライズをもたらすかもしれない。
- **最後に、実物資産のエクスポージャーを選択的に追加する必要があることを再確認する。**これらの資産は、インフレ保護とより高い実質インカムの可能性を提供するため、投資家に流動性リスクに抵抗する手段をもたらすだろう。

2022年には、パンデミックは3年目に突入するが、金融市場では、これはすでにエンデミック段階に入っている。中央銀行からの大規模な緩和的対策を受けて、いかなるニュースもすぐに消化することに慣れているためだ。中央銀行が再調整を始め、インフレが予想よりも粘り強く、長期的な予測が疑われ始めれば、今年は、この新しいエンデミック段階が何を意味するかという現実性が確認される年となるだろう。

## 全体的なリスク・センチメント



リスク資産の中立的なパラダイムの範囲内で、当社は今年、確定利付き商品へのアプローチを、信用感応度をやや低下させ、警戒心を持って開始する。

## 前月からの変化

- ▶ ボトムアップを通して信用エクスポージャーを緩和する。
- ▶ ブレークイーブン減らすのが、わずかにプラスを維持。
- ▶ 中国の政府債を削減した。
- ▶ バリュエ株についてのアイデアを探る。

「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。

クロスアセット・  
リサーチ分析



Monica DEFEND  
リサーチ部グローバル総括

## PPIからCPIへのパス・スルー： トップダウン、ボトムアップの見解

体制が成長とインフレに沿って変化すること、および金融政策の順序は、当社の2022年の投資見通し-大きな変革への投資に含まれる2つの重要な要素となっている。本稿では、PPIからCPIへのパス・スルー、企業の利益率への影響、投資基準としての価格決定力の重要性について詳しく説明する。

市場参加者とCB（中央銀行）は、今では「一時的/構造的」インフレという幻想を乗り越えたが、当社は自らの「インフレ体制」を2022年Q3まで延長する。それは次のような要因の組合せによるもので、それぞれがより高い軌道をとる。それらは、1) 雇用コスト指数、2) 単位労働コスト（ULC） 3) 輸入価格、および4) PPIであり、当社のインフレ体制の分類法とそれに関連する投資結果を構成する転換点となるものだ。PPI-CPIの差異は、収益率に影響を与えるため、2022年には特に注意を払う必要がある。産業界のバリュー・チェーンに沿った投入コストと、セクターごとおよび/または企業ごとの実際の価格決定力との間のギャップは、2022年に明らかになる可能性がある。

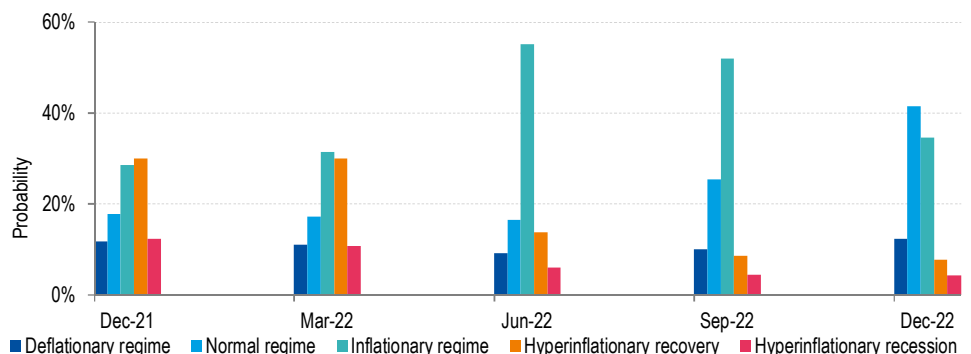
トップダウンの観点から見れば、PPIからCPIへのパススルーは、最近の決算発表シーズンで報告された数字には、少しも現れていなかった。通常、「パススルー」は収益の低下、米ドル高、低金利、収益率の低下が伴うため、利益と収益形成への期待が低くなる。もし過去に、PPIからCPIへのパススルー効果が、技術の進歩、グローバリゼーション、オフショアリング、貿易加重（TW）された米ドル安による生産性の向上によって緩和されていたとしたら、2022年には今の状況になっていなかった可能性がある。TW USD高<sup>2</sup>が抑制されている中で、金融環境が引き続き良好であり実質金利がマイナスであると仮定すると、中央銀行が非同期的であることは、EPS成長が一桁<sup>3</sup>であるという予測がある一方で、米ドル高につながる。純損益を見れば、やや高い労働単価コスト（ULC）と高いPPIからの圧力があると当社は考える。オミクロン変異株は、見通しがまだ不透明であることを考慮すると、サプライチェーン支障の解消を先延ばしにするだけでなく、構造上の決定（つまり、リショアリング）を妨げる可能性がある。

売上の減速、収益率の低下、流動性からの支えが低下していることは、すべて下振れのリスクであり、2022年H1の「インフレの穏やかな軽視」という当社のシナリオを難しくする。さらに、同等の他国と比較しても、米国は高い投入コストを消費者に転嫁するための柔軟性が高いことを示している。特に、CPI/PPI率を生産性のプロキシとして使用すれば（バラッサ・サミュエルソン効果を使用）、2021年に見られた米ドルの強さの一部を説明できる。

ボトムアップの観点からは、インフレを受け入れる市場参加者（適応が迅速で、生産は新しい投入価格を即座に反映すると信じている）と現実の産業バリューチェーンで実際の調整を受け入れることの間には、タイムラグがあると当社は考える。後者は、調整や新しいダイナミクスを統合するのに、より長い時間を要する可能性がある。15年間のデフレ環境を経験した後、企業のCEO/CFOは、2022年の予算プロセス（考え方の変化）において、値上げの交渉と再交渉という今の環境に適応する必要がある。これまでのところの、当社の事例証拠によれば、リショアリングやサプライチェーンの短期的な調整（例えば、ベトナムやインドネシアからスニーカー生産を移転する）は、とらえどころがないことを示している。セクターのレベルでは、欧州では、消費者、素材、および産業（特に輸送）分野では、パススルーは最小限であると当社は見ている。小売業者（食品および非食品）においては、収益率が圧迫されるリスクがある。一方、消費材、高級メディア、パッケージング、およびテクノロジー部門の一部は、強力な価格決定力を示している。製薬会社は全く異なる状況にある。ほとんどの価格は規制されていることを考えると、このセクターには、価格決定力がほぼ無いが、高い投入コストに直面しているわけではない。結論としては、2022年にはインフレ体制が最も強い影響力を持つだろう。PPIからCPIへのパススルーは、収益の形成を弱める可能性が高いため、価格決定力が鍵となる。2022年H1には、リスク資産に明かな下落傾向が見られるため、当社が株式へのエクスポージャーを「ニュートラル」レベルまで減らした状態で新年を迎えたことが正当化される。

投入コストの上昇で利益率への圧力がかかっている中、企業の価格決定力は当社が監視する重要な側面であり、2022年の当社の投資決定の指針にもなるだろう

### 2022年の大半で予測されるインフレ体制



Source: Amundi Research, 20 December 2021. PPI - Producer Price Index, a measure of inflation at company level. CPI - Consumer Price Inflation, a measure of inflation faced by end-consumers. <sup>1</sup>Including in the basket, a larger exposure to EM currencies than DXY; <sup>2</sup>We forecast operating EPS for S&P500 growth at 7%, 12M forward earnings; <sup>3</sup>3% appreciation over the next 6M; <sup>4</sup>When we recommend staying cautious.

マルチアセット

信用力が高い企業と優良株へのエントリー・ポイントを探す



Matteo GERMANO  
マルチアセット部総括

当社は全体的にニュートラルな姿勢を維持しているため、最近の市場の動きから恩恵を受けるためには、例えば、IGの借手へとシフトするなど、リスクを（増やすのではなく）変更することを優先する

新しい変異株、タカ派的となったFRB、インフレ圧力によってもたらされた成長への課題がある中でも、世界的な経済拡張は続いており、当社のスタグフレーションの見解を裏付ける。これは、株式市場の戦術的なモメンタムの弱体化と相まって、当社が積極的なリスク・オンの姿勢を取ることを妨げている。しかし、中央銀行が依然として後手に回っていることは、構造的なリスクの軽減を保証するものでもない。したがって、投資家は、弱いリスク・センチメントの影響を受ける可能性のある分野から離れて、市場の混乱がもたらす戦術的および長期的な機会を探す必要がある（例えば、信用分野）。これは、全体的なリスク・ニュートラルな発想と、積極的かつ十分に分散されたアプローチに基づいて行う必要がある。投資家は、株式/信用のエクスポージャーを保護するために十分なヘッジを維持する必要がある。

当社が強く確信しているアイデア

DM（先進市場）とEM（新興市場）の株式については、当社はニュートラルであるが、リスクレベルを上げることなく、「押し目買い」の見方を維持している。また、当社は投資家にとって良いエントリー・ポイントとなる投資についても議論し調査している。これは、日本など回復に遅れをとっているが、評価が魅力的となっている一部の市場での最近の修正を選択的に活用するためだ。米国では、非対称リスクを最小限に抑えることを目的とすれば、デリバティブが米国株式の上昇から利益を得る効率的な方法を提供する可能性があると考えられる。他の地域では、中国やその他のEMの短期的な脆弱さを意識している。これらの地域は、FRBの政策がよりタカ派的に転じたことによって、影響を受ける可能性があるからだ。その代わりに、当社は強力な長期的機会を提供する分野に焦点を当てている。

確定利付き商品については、米国と欧州で短期デュレーションを維持しているが、柔軟性も合わせ持っている。現在、特にドイツ国債5年物には慎重になっている。オミクロン変異株への懸念から利回りが低下したことは過剰反応であり、特に欧州中核国のイールドカーブについては過剰であった。したがって、5年物またはそれより短期の債券は、この突然の利回りの再評価によって最も打撃を受けた。なぜなら、これらのセグメントは以前の中央銀行の金融政策のより迅速な正常化に基づいて価格設定されていたからだ。第二に、

当社はイタリアの経済成長についての長期的なファンダメンタルズは強力であると考えているが、新しい変異株による影響について、いくつかの短期的な不確実性がある。その結果、イタリア国債についても少し慎重になっている。その代わりに、投資家は全体的なリスク予算を一定に保つことを目的として、EURのIG信用への戦術的な機会を探すべきだ。ECBと好意的なテクニカル要因（2022年H1には供給に限らる）は、引き続きインカム源となる信用（IG、HY）を支えているが、当社は選択的になっている。加えて、EUR IGについて、最近市場のリスクが軽減されたことは正当化されないと考える。第三に、当社は中国政府の債務についてそれほど建設的ではない。主に米ドルに対する人民元の切下げリスク、そして中国の信用市場の混乱が理由だ。しかし、長期的には、中国の債務はグローバル・ポートフォリオに分散効果をもたらすと当社は考える。EM債券については、当社はニュートラルな姿勢を維持する。FXについては、進化している世界経済環境は、引き続き相対価値戦略をサポートしていると考えている。当社は、英国の新型コロナ感染の進展状況などを監視しているが、CHFに対するGBPには、ややポジティブな見解を維持する。スイス・フランはG10の中でも最も過大評価されている通貨だからだ。英国についての当社の確信はそれほど強くない。これは悪化する英国経済情勢、頻発する物不足、そしてEU離脱関連の問題が理由だ。これらの要因は、エネルギー価格の高騰やインフレと相まって、EURおよびUSDに対するGBPへの見解をディフェンシブにする。

EMにおいては、当社はRUB/EURについて建設的な見方を維持している。ロシアは魅力的なバリュエーション、外部に対する脆弱性が低いこと、中央銀行がタカ派的姿勢を取っていることなどから抵抗がある。しかし、欧州や米国との地政学的緊張については引き続き警戒している。アジア地域については、当社はCNH/EURについて建設的な見方を維持する。アジア地域の貿易における中国の重要性の高まりと世界経済における中国の役割の高まりが理由だ。

リスクとヘッジング

より高いインフレ体制と政策ミスは、いまだに高い確率を持つリスクだ。テールリスクからの保護という目的で、投資家はDM株式と米国のHY債に対してヘッジを維持することをお勧めする。

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が表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見直し、見直しの変化、意見は、予想される方向 (+/-) 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。CGB=中国政府債券、EM=新興市場、PboC = 中国人民銀行、FX = 外国為替、IG = 投資適格債、HY = ハイイールド債、CBs = 中央銀行、BTP = イタリア国債、EMBI = EM債券指標。

確定利付き商品

FRB、インフレという難問、オミクロン株という暗雲



Amaury D'ORSAY  
債券部総括



Yarlan SYZDYKOV  
新興市場部グローバル総括



Kenneth J. TAUBES  
米国投資運用CIO

新型コロナ・サイクルの進化、経済成長の減速、そしてインフレ（デマンド・プルまたはコスト・プッシュ）が中央銀行（CB）の対応を決定する。最後の要因は、FRBのテーパリング計画を加速し、2022年における利上げへの期待を高めるため、政治的圧力と「財政支配」のナラティブとともに、FRBにとって重要である。それにもかかわらず、FRBはインフレを一時的なものとなししている（それについての言及は削除したが）と当社は見ている。長期的な金利予測が変わっていないからだ。したがって、FRBの行動はインフレの「穏やかな軽視」の範囲内にとどまる。投資家にとっては、これが意味するのは、ポートフォリオのベータを増やすことなく、信用分野でインカムを探す必要があるということだ。特にスプレッドが拡大している地域ではそう言える。焦点を置くべきは、ボトムアップ・アプローチおよびEMと欧州周辺国債券のバリュエーション・バイアスによるアルファの生成である。

グローバルおよび欧州の確定利付き商品

当社は米国と欧州の中核国および準中核国のデフレーションについては、慎重かつ柔軟な姿勢を維持しているが、イタリアを通じて周辺国債務については、中期的に建設的な姿勢を維持している（短期的な不確実性に注意）。ブレイクイブーンについては、米国（現在はそれほど建設的ではない）と欧州（既にポジティブではない）のバリュエーションを監視している。他の地域については、やや建設的な見解を持って信用からのキャリーを探索している。しかし、投資家は、主に劣後債（IGおよびHY）や金融、産業、循環セクターなどで確信をもって、中期的な満期を持つ特異なエクスポージャーにもっと依存するべきであると考えている。HY債では、コンプレッションのテーマに選択的に投資する機会があるが、流動性を監視するべきだ（流動性は月に改善する）。しかし、デフレーションが長い証券や再レバレッジ/LBOに関与する可能性がある銘柄は避けている。当社はまた、消費財、運輸、化学の各セクターも避けている。全体として、コア・インフレ、賃金、原材料価格が上昇する環境での勝者を探している。

米国の確定利付き商品

多くの刺激策とモメンタムがあるため、経済が大幅に減速するリスクは低いと当社は考えている。しかし、緊迫した労働市場、サプライチェーンの支障、そして消費者需要の上昇という環境で、インフレと新型コロナによる感染リスクが続いている。このことが、FRBへの政治的圧力とインフレが一時的なものではないという認識と相まって、テーパリングの加速を促した。当社はコア・インフレ率がわずかに上昇すると予測しているため、デフレーションにはディフェンシブな姿勢を維持している。しかし、TIPS（米物価連動国債）については、最小限のエクスポージャーを維持するのみである。その代わりに、発行体のバリュエーションとファンダメンタルズが魅力的である場合、企業信用から高いアルファ値を得る機会を探す。また、デリバティブは、IG債およびHY債のエクスポージャーを管理する上で、選択的な機会を提供すると考える。加えて、所得が上昇していることと貯蓄率が高いことは住宅市場を支え続けるはずだ。このことは証券化商品への投資に対する当社の前向きな見解を支える。

EM（新興市場）の債券

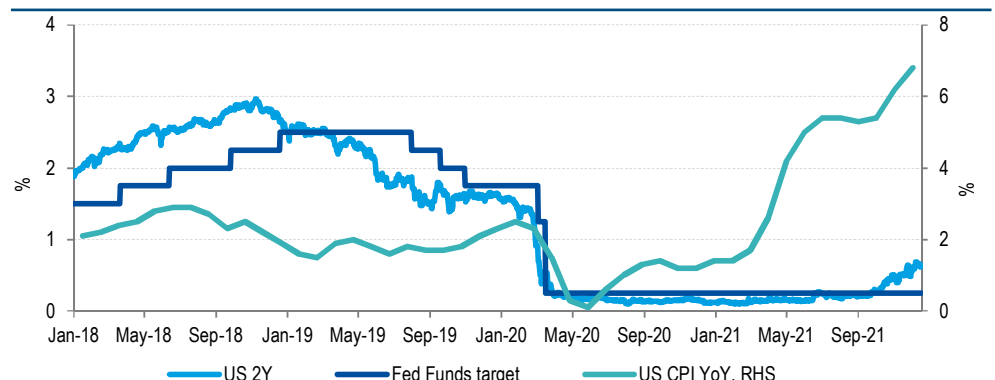
EM債券は、依然として相対的評価が選択的に魅力的な関心分野だ。しかし、米国の金利が上昇していること、中国の状況（企業再編）、そしてそれが世界市場に波及する可能性から、EM債券とEMのFXにはいくつかの課題がある。当社は、IG債よりもHY債へのバイアスを維持するが、ハード通貨（HC）建てを選好し、現地通貨（LC）建てには特に選択的になっている。しかし、ブラジルとトルコには注意が必要だ（特異なリスク）。

FX

当社は米ドルについては引き続き前向きであるが、GBPを格下げした。BoEは最近利上げを実施したが、新型コロナ感染状況が不確実であること、英国のEU離脱による支障の可能性を考慮したためだ。EMについては、PBoCは人民元の切り上げを一時停止したいという意向を示した。他の地域では、IDR、INR、RUBについて建設的だが、地政学的な緊張を監視している。

2022年に入り、FRBはよりタカ派的となったように見えるが、広範な政策スタンスは引き続き緩和的である可能性が高い

FRBのタカ派的なトーンにもかかわらず、様々なインフレ率には分断がある



Source: Amundi, Bloomberg, as of 17 December 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、JBG = 日本国債、EZ = ユーロ圏、BoP = 国際収支

株式

大きな分断へ投資する



Kasper ELMGREEN,  
株式部総括



Yarlan SYZDYKOV,  
新興市場部グローバル総括



Kenneth J. TAUBES,  
米国投資運用部 CIO

市場は大きな分裂を覆い隠している: バリューストック vs. ハイテク・グロース株、大企業への集中と過大評価 vs. 残りの市場、価格決定力を持つ企業 vs. その他の企業。これは、ボトムアップ選択のためにより良い環境だ

全体的な評価

新年に入っても、需要は引き続き堅調（好調な雇用、賃金の伸び、貯蓄の蓄積）であり、これは欧州（グリーン・ディール）と米国におけるポジティブな財政刺激策に支えられていると考えている。一方で、新型コロナの感染状況は引き続き進化しているが、オミクロン株がバリュエーションが過剰なセグメントにおける利益確定売りを推進した。市場集中度が高いことを考えると、市場のごく小さい一部が大きな利益の原因となる頻度が増えている。したがって、バリュエーションのばらつきが大きい時に勝者を特定するための鍵となるのは選択性である。しかし、そうする際に、上昇している投入コストを消費者に転嫁することは持続的には続けられないことを認識している。そのため、当社は市場支配力や知的財産権などを通じて、実証された価格決定力を持つ銘柄を探すことで、バランスを保っている。

欧州の株式

当社は、バリューストックおよびヘルスケアなどのディフェンシブ株の分野で提供される機会を銘柄を選択することでバランスを保っている。一方、循環株（建設のスーパー・サイクルにさらされている産業）と金融株（銀行）には、引き続き焦点を当てている。また、経済再開に関連する銘柄のうち、魅力的なバリュエーションで取引され、高い配当利回りを提供する株式を好んでいる。しかし、当社は長期デフレの株式、テクノロジー（やや防御力が低い）、および一般消費財には慎重になっているが、市場の混乱によってもたらされた機会には注意を払っている。当社の全体的なスタンスは正常化に向かっているが、インフレと新型コロナ感染についての進展が、短期的に企業の利益率に与える影響を継続的に評価している。その際、バランスシートの堅固さ、財務的に重要なESG指標の改善の可能性、また特に、ESGプレミアムが設定される前の企業への投資の可能性などに重点を置いている。

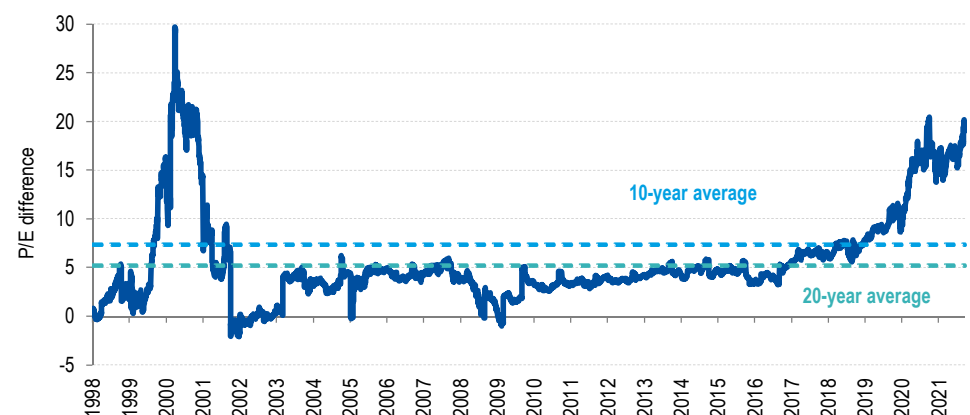
米国の株式

FRBはQEの縮小を加速しているが、テクノロジーなど一部の市場セグメントでは楽観的なセンチメントが広がっており、これらのセクターの相対的なパフォーマンスは、より広範なS&P指数のパフォーマンスと比較すると、ITバブルのピーク時のレベルに達している。選別された一部の大型株のパフォーマンスが市場に影を落としているため、これは主要なリスク（集中リスク）の1つとなっている。一方、企業が記録的な利益率を提供している間、当社はその利益率の持続可能性に焦点を当てている。それは価格決定力に依存している。サプライチェーンの支障が解消されれば、価格決定力が限られている企業の利益率は低下する可能性がある。当社はバリューストックを好むべきだという信念のもと選択的になっている。バリューストック vs. グロース株の相対的株価評価が極端になっているからだ。加えて、投資家はポートフォリオを、市場が無視しているインフレ・リスクにさらされていない領域に偏るよう構築すべきだ。したがって、当社は市場の方向性よりも株式の選択を優先し、企業固有の推進力に焦点を当てている。セクター・レベルでは、当社は優良で循環的なバリューストックを好むが、勢いのあるグロース銘柄や長期デフレの株には慎重だ。また、当社は従来のリスクオフ・セクター（生活必需品、ユーティリティ）に対してもディフェンシブになっている。実質金利が上昇する可能性は、市場心理に影響を与える可能性があるためだ。

EM（新興市場）の株式

異質の企業からなるEMの世界における魅力的な相対的株価評価は、ボトムアップの観点から機会を提供する。中国の短期的な見通しは減速の程度が不確実であるため曖昧になっているが、2022年に入ってから政府の姿勢は2021年に比べると支持的であるように見える。当社が最も好む市場は、ロシア（エネルギーとコモディティへの構造的な需要）、インド（中国の減速から多くの恩恵を受けて高価になっている）、そしてハンガリーだ。セクター・レベルでは、一般消費財とエネルギーを好む、グロース株よりもバリューストックへの好みを継続する。

グロース株からバリューストックを差し引いた数値は極端なレベルに達している。



Source: Amundi, Bloomberg, as on 17 December 2021. 12 month forward price/earnings ratio of MSCI World Growth

テーマ別  
グローバルな見解

## 皆様からの質問にお答えします

当社のグローバル・ビュー・チームが、お客様からよく寄せられる質問にお答えします。

Pierre BLANCHET  
投資インテリジェンス総括Didier BOROWSKI  
グローバル・ビュース総括Tristan PERRIER  
グローバル・ビュース部

## EUでの2022年の主要政治イベントには、どのようなものがありますか？

各国で予定されている国政レベルの選挙の幾つかは、中程度の不確実性を伴います。新しい政治家が生まれる可能性はあるものの、EUの大国においては、一般的に親欧州で市場に優しい姿勢を持った政府が、突然代わる可能性は低いと言えます。

この分野での重要な進展は、2021年にすでに起こっています。まず挙げられるのは、

**1. 2月にイタリアでマリオ・ドラギ（元ECB総裁）政権が誕生したこと。**これはイタリアが次世代EU (NGEU) 復興基金を有効に活用し、期待される改革を実現するという、市場と北欧諸国の両方の信頼を維持するのに役立つとされています。

**2. 9月のドイツ総選挙。**この選挙で、非常にわずかな差で3党（社会民主党+緑の党+自由市場主義のFDP）による連立政権が誕生しました。この政権は前（メルケル）政権よりも欧州統合を促進するものと見られています。

**2022年H1には、イタリアとフランスで注目すべき政治イベントが予定されています。**

**イタリア大統領選挙**（議会での投票を通じて）が1月に予定されています。多少の混乱が起る可能性はありますが、根本的な変化はないと見ています。政党間の事前合意で過半数に達して、現大統領セルジョ・マッタレラの後継者を円滑に承認することができるかどうかは、現段階では不明です。ドラギ首相自身が、次期大統領になるために必要な票を確保できる可能性もあります（実際、彼は最近、大統領の座を引受ける意思があることをほのめかしています）。しかし、彼の役割が首相から大統領に変われば、新政権の形成が必要となるため、そのリスクは低いとは言え、2023年6月に予定されている総選挙の前に、解散総選挙となる可能性もあります。しかし、イタリアの政治勢力のほとんどが、欧州の回復と欧州におけるイタリアへの見方にとって重要な時期に現状維持を支持する可能性が高いため、最も可能性の高いシナリオは次のとおりです。1/ ドラギ首相が大統領になり、ほとんどの政党が後継となる首相に同意を示し、ドラギと同じ方向でイタリアを主導する。2/ 複数の政党が最終的に新大統領に合意（または、マッタレラが再任への拒否を取り下げて再選される）し、ドラギは首相を続ける。これらのシナリオは両方とも、市場/欧州における政策の観点からは、前向きであると見なされています。

**フランスの選挙サイクル**（4月10日と24日の大統領選挙、および6月12日と19日の議会選挙）もまた、根本的な変化につながる可能性は低いです。最も可能性の高い2つのシナリオは、エマニュエル・マクロンが再選されるか、主流右派ヴァレリー・ペレスがマクロンに勝利するかどちらかです。どちらの場合も、議会選挙では中道右派または穏健右派が過半数を占めるか、連立をもたらす可能性が高いと見ています。マクロンとペレス両者の政策は、長期的にはフランス経済に異なる影響を与える可能性があります。どちらも欧州のプロジェクトには強く関わると見なされています（マクロンの方がより強い）。選挙中にはある程度の市場ストレスが発生する可能性があります。極右政党は世論調査に強く、そのうちの1つは大統領選挙の決選投票に到達する可能性があります。しかし、左派政党は非常に弱く分裂しています。しかし、極右政党のいずれかが決選投票で勝つ可能性はほとんどありません。さらに、極右政党はフランスのEU離脱（Frexit）を公約から外しているため、市場の観点から見れば、リスクは2017年よりも小さくなっています。

**注目すべきもう一つのイベントは、1月30日にポルトガルで行われる解散総選挙です。**この選挙は、10月に少数政党である社会党が提案した予算を議会が拒否したため、解散総選挙となったもので、これによりNGEU基金の資金を使用することがより困難となりました。最新の世論調査では、アントニオ・コスタ首相率いる社会党が第一党となる可能性が高いものの過半数に満たないとみられています。そして極右勢力（最近まで、国内の主要政党ではなかった）が躍進しているようです。しかし、ポルトガルはEUが推奨する改革の実施に関しては強い実績があり（社会党と極左政党との議会での連立にもかかわらず逆転しなかった）、ほとんどの政党は通常、親欧州的な立場であるため、この選挙が多くの市場ストレスを生み出す可能性は低いと見ています。

**非ユーロのEU諸国の中では、ハンガリーの総選挙**（4月または5月に日付が確認される）が大きな変化をもたらす可能性があります。ヴィクトル・オルバーン首相は、EUの多数派による政策にしばしば対立する政策をとっていますが、最近の世論調査では、オルバーンは穏健右翼であるペーテル・マールキ＝ザイが率いる親欧州連合からの強い挑戦に直面しているため、大きな変化をもたらす可能性があります。

## 欧州資本市場連合（CMU）は、2022年に進展があるのでしょうか？

2021年1Hには、資本市場は企業への資金供給を増加させました。EUにおけるESG債券市場は急速に成長しました。しかし、エクイティ・ギャップは残っており、証券化市場は低迷しています。欧州の資本市場はまだ細分化され過ぎているのです。しかし、CMUが前進していることは好材料です。11月25日、欧州委員会は、企業がEU全域で資金を

調達する能力を向上させるための一連の政策を発表しました。実際には、これらの措置により、投資家にとって、企業/取引データへのアクセスが改善され、長期投資を奨励し、国境を越えたファンドの販売を促進し、EU企業と投資家の間のつながりを改善し、企業の資金調達へのアクセスを改善し、投資家の投資機会を拡大します。



テーマ別  
グローバルな見解

つまり、2022年にはCMUの更なる進化が見込まれています。委員会は、2020年9月に発表された行動計画に沿って、2022年には企業倒産に関するイニシアチブを含む、より多くのCMUアクションを実行すると発表しました。

これはEUにとっての「スイート・スポット」です。新しい政治的/制度的環境の組み合わせ、NGEUの実施、財政規則の改訂（当社の10月のCross Assetを参照）、そしてCMUの進化により、政策ミックスの柔軟性が高まり、真の集中が促進され、金融統合が深まります。これにより、ユーロ圏の回復力が促進され、貯蓄の配分が改善されるはずで

今年の欧州の政治情勢はユニークです。ユーロ誕生以来初めて、ユーロ圏の3大国の指導者が欧州の制度的問題（CMU、BU、および財政規則）に非常に精通しています。今年の前半には、フランスが欧州連合理事会で輪番制の議長国となるため、マクロンには欧州の議題をさらに推進するためのユニークな機会が与えられます。

彼が成功すれば、NGEUは今後恒久的な手段となり、グリーンおよびデジタルの変革を促進する可能性が高くなります。さらに、外国人投資家の心理に好影響を与え、欧州へ資本を引き付けることに貢献するはずで

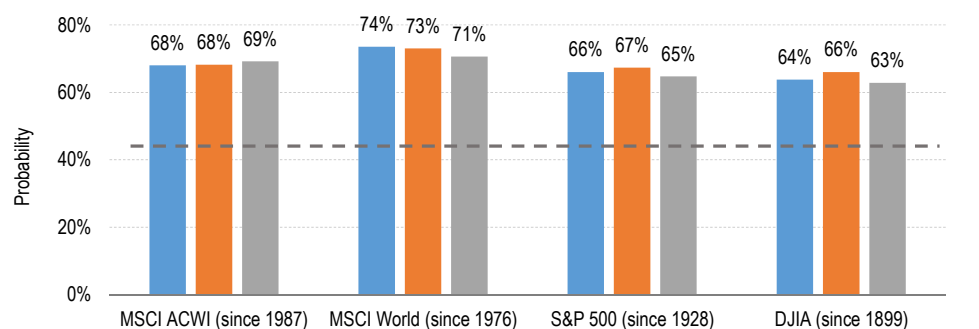
## 株式市場は、2021年の力強い上昇の後、2022年には下落する可能性が高いでしょうか？

2021年の株価指数は好調で、多くの投資家は市場水準と2022年での急激な修正のリスクを懸念しています。しかし、株式市場は、好調であった年の翌年には下落するというのは本当でしょうか？ 簡単な答えは「ノー」です。主要株価指数（MSCIワールド、MSCI ACワールド、S&P 500、またはダウジョーンズ工業株平均）の公表以来の年間リターンを見ると、2年目に好業績となる確率は平均で70%に近く、指数間での確率の分散は非常に狭くなっています。1年目のパフォーマンスが8%を上回ったという条件を追加すると、確率は約66%とわずかに低下しますが、前年のリターンが15%を上回った場合は、全指標で確率は60%を上回ります。<sup>1</sup>

まり、好調だった年があると、株式市場が下落する可能性が高いという懸念は、統計的に根拠がありません。実際、ポジティブなモメンタムが続く可能性ははるかに高いと見ています。それがモメンタムの力です。それは株式市場が2022年には確実に上昇して終わるという意味ではなく、2021年の好調さそれ自体が下落につながる理由とはならないということです。新型コロナ感染リスク、バリュエーション、タカ派的になった中央銀行など、2022年に株式市場が下落する理由には他にもたくさんあります。アムンディは、年初にはこの資産クラスにはニュートラルな姿勢を取っています。しかし、株式が下落したとしても、それは昨年上昇したからという理由だけではありません...

<sup>1</sup>例えば：1987年以来、MSCIワールド・インデックスは（46年中）34年は「プラスに転じた」。前年にプラスに転じた後、更にプラスに転じたのは25年。したがって、この特定の履歴サンプルの中で、プラスに転じた後の年にプラスに転じる確率は73.5%（25/34）です。この指標は、（46年中）26年で+8%を超えるパフォーマンスを記録しました。前年のパフォーマンスが+8%を超えた後、プラスに転じた年は19年ありました。したがって、この特定の履歴サンプルの中で、プラスに転じた後の年にプラスに転じる確率は73%（19/26）です。

## 1/ 1年目の業績がプラスであった後の、2年目の業績がプラスになる確率



■ Positive Perf in Y2 after + Perf in Y1 ■ Positive Perf in Y2 after > +8% Perf in Y1 ■ Positive Perf in Y2 after > +15% Perf in Y2

Source: Amundi Research - Data as of 15 December 2021

## なぜ実質金利はそれほどマイナスなのか、なぜそれが問題なのか？

実質金利は通常、金利（たとえば、10年債の利回り）と年率インフレの差として定義されます。この関係はフィッシャーの方程式として知られ、今年の債券クーポンの購買力を示しています。理論的には、債券市場は実際および将来の成長とインフレを割り引いています。したがって、実質金利は成長見通しと時間選好を反映しています。

本稿執筆時点で、米国債10年物の実質金利は-5.4%であり、ドイツ国債10年物の実質金利

は-5.3%でした。これらの数字は、今後10年間成長がマイナスになることを示唆しています。また、投資家はインフレが持続する可能性を信じていないことを浮き彫りにもします。インフレ・フォワードを使用することで<sup>2</sup>、それを調整することができます。米国債10年物の場合、それは-1%であり、ドイツ国債の場合は-2.2%になります。クリーブランド連邦準備銀行は、より複雑なモデルを使用して、米国債10年物の実質金利シリーズを発表して

<sup>2</sup>米ドルとユーロの5年先スタート5年物インフレ・フォワードの市場価格

## テーマ別 グローバルな見解

います。そのモデルには、インフレ・データ、インフレ・スワップ、そしてアンケートに基づいたインフレ期待値（今後30年間のインフレ率を推定する）が含まれます。それによれば、今日の実質金利はマイナスであることが分かっています。実質金利がマイナスになったのは、近年の歴史の中では、世界金融危機の後、FRBの無限大QE（QE3がオープン・エンドであったためのニックネーム）とユーロ圏の危機の時のみでした。歴史をもっと遡れば、インフレが非常に急激に上昇した2回のオイル・ショックの前後と、FRBが金利を管理していた1950年代初頭で、それが起こったことが分かっています。今日の実質金利の水準は、1970年代のオイル・ショック時に似ています。

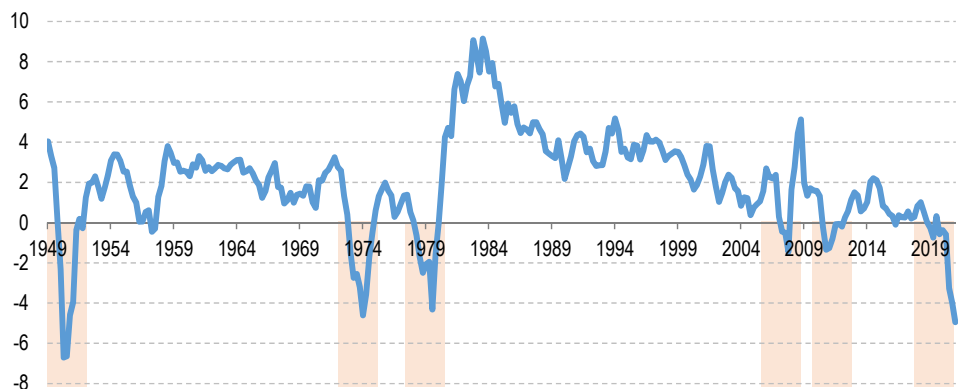
実質金利がマイナスになる主な理由は2つあります。インフレが市場の予想よりもはるかに速く上昇したため、または中央銀行（この例ではFRB）が金利の上限を定めるまたは少なくともQEによる金利調整を行う、またはその両方の組み合わせ

を実施するからです。投資家が、安全のため又は規制上の理由から国債に投資することも、金利を下げます。しかし、マイナスの実質金利は数年しか続かず、その後、急激にプラスの領域へと上昇する傾向があることは知っておくべきです。

実質金利がマイナスになることは、年金貯蓄に悪影響を与え、貯蓄者に耐インフレ資産への投資を促します。また、資金調達コストを下げ、高リスクの資産のバリュエーションを支え、高成長株などの長期デュレーションの資産へのシステミックなリスク（不動産や暗号資産における価格バブルなど）を生み出し、最終的には金融システムを弱体化させる可能性があります。

1975年、1980年、2008年に（それほどではないが2012年にも）見られたように、実質金利は急激にゼロに戻る傾向があります。今日の低金利水準は、債券市場のボラティリティを高め、高リスク資産の一時的な急落を引き起こす可能性があります。

## 2 / 1949年以降の米国の実質金利- (米国債10年物の理論利回りからCPIインフレを差し引いたもの)



Source: Refinitiv Datastream, Amundi Research, December 2021

## ジョー・バイデン大統領の「ビルド・バック・ベター」法案が議会通过できなかった場合はどうなりますか？

長い間の交渉にもかかわらず、バイデン大統領の主要法案である「より良き再建（ビルド・バック・ベター）」（BBB）法案は、上院でまだ通過していません。保守派の民主党上院議員ジョー・マンチンが、新しい社会および気候変動関連の投資を含む同法案に反対したため立法プロセスが停止されたのです。この法案が最終的にどの状態で下院に戻されるかは明確ではないものの、現在の形とサイズ（\$1.75兆ドル）にとどまる可能性は低いと言えます。したがって、最も可能性の高いシナリオは、1.2兆ドルから1.5兆ドルまで削減されたパッケージとなるということです。

当社の予測では、すでに通過した法律、つまり超党派で通過させた「インフラ計画」のみを想

定すると、2022年と2023年には3.7%と2.1%の成長、BBB法案が完全に実施されれば、2022年に4.5%、2023年には2.6%の成長となります。

短期的な影響としては、児童税額控除などのいくつかのパンデミック関連の支援パッケージが2022年末に終了します。現在の法案では、資格ある家族は、6歳未満の子供1人につき月額最大300ドルの支払いを受け取れます。児童税額控除が終了すれば、低所得世帯への財政移転の急激な減少を意味し、それは消費とコア・インフレに悪影響を与えるでしょう。したがって、このことはFRBのインフレ期待を緩和する可能性があります。

2021年12月27日作成

## 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

各シナリオのナラティブと確率に変更はない。中心的シナリオが前提としているのは、新型コロナがエンデミックとなり、管理可能ではあるが複数の波があるため、財政策は引続き重要であり、それは金融政策にも関連している、そして成長は2023年に潜在水準に戻ることである。当社は、オミクロン株が一時的に欧州の回復に影響を与えると想定している。

下振れシナリオ 15%	中心的シナリオ 70%	上振れシナリオ 15%
<b>スタグフレーションに向けた新たな景気後退</b>	<b>でこぼこの道、地域による相違</b>	<b>包括的で持続可能な成長</b>
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none"> <li>● いくつかのリスクが<b>景気低迷</b>を引き起こすが、その深さはショックの性質と強さに依存する。</li> <li>✳️ <b>価格への上昇圧力は薄れる</b>。世界的な需要が減少し、労働市場が悪化したことが原因。</li> <li>◎ <b>金融および財政緩和が再び行われる</b>。おそらく財政的抑圧のさらなる一歩。</li> <li>◎ <b>インフレは後に再浮上する</b>。そのため<b>CBはガイダンスから免脱することを余儀なくされ信頼を失う</b>。</li> <li>— <b>誘因として考えられるのは</b>、中国のハード・ランディング、新型コロナ感染の復活、金融ショック、インフレ期待が開放されること、気候変動に関連する自然災害、政策の誤りなどだ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✳️ <b>新型コロナは</b>、エンデミックとなり伝染波はランダムとなる。</li> <li>✳️ 2021年から2022年にかけて追いついた後、<b>成長</b>は2023年には、トレンドに戻る。中国の減速、オミクロン株による悪影響、インフレの加速などにより、2022年H1には景気の腰折れが起る。</li> <li>✳️ 持続的な<b>インフレ</b>への圧力。供給側の支障と賃金上昇による圧力が原因。</li> <li>◎ <b>金融政策の非同期性</b>：FRBはテーパリングのスピードを速め、今年2回の利上げを行う。BoEはソフトな利上げサイクルにあり、ECBはQEの再調整を行っている。そしてPBoCは緩和的なバイアスを持つ。金利は長期にわたって低く維持される。</li> <li>◎ <b>財政政策</b>：支援の一部は撤回されたが、エネルギー転換政策には公的支援が必要だ。</li> <li>✳️ <b>気候変動</b>がコモディティのサイクルを混乱させ、成長とインフレに食い込み、スタグフレーション・トレンドに加担する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✳️ 新しい変異株の出現にも関わらず、<b>パンデミックは予想よりも早く後退</b>。</li> <li>● 余分な貯蓄と賃金が燃料 <b>消費</b>を上昇させるが、企業の利益を損なうことはない。</li> <li>● <b>生産性の向上</b>。これは技術の変化と構造改革の功績。</li> <li>✳️ <b>包括的成長</b>そして不平等に対する効果的な戦い。</li> <li>✳️ <b>インフレ</b>は引続きコントロールされている。</li> <li>◎ <b>金利上昇</b>。投資の増加と貯蓄の低下が原因。</li> <li>◎ <b>中央銀行の正常化政策</b>は、金融市場から好評を得ている。</li> <li>● <b>債務は持続可能</b>。力強い成長と財政規律への漸進的なシフトのおかげ。</li> <li>— <b>考えられる誘因</b>には、優れた政策（例えば、構造改革、効果的なワクチン接種計画、包括的だが地方分権された財政政策）が含まれる。</li> </ul>
市場への影響	市場への影響	市場への影響
<ul style="list-style-type: none"> <li>— 現金、米ドル、米国債を愛好する</li> <li>— 最小ボラティリティ戦略に投資する</li> <li>— 金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 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</li> <li>— 米国債のイールドカーブのスティープ化が抑制された、それはEZ（ユーロ圏）とEM（新興市場）も同様</li> <li>— 金、インフレ連動債、および株式を介したインフレ・ヘッジ</li> <li>— 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 米国債のイールドカーブはスティープ化する</li> <li>— 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愛好する</li> <li>— インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債を愛好する</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✳️ 新型コロナ関連トピック</li> <li>✳️ 成長とインフレ期待</li> <li>◎ 金融政策と財政政策</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▲ 復興計画または金融環境</li> <li>● 民間および公的発行体の支払能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 経済または金融体制</li> <li>✳️ 社会的または気候関連のトピック</li> </ul>

## 上位のリスク

### 月次アップデート

2022年の当社の中心的シナリオに対する、上位のリスクに変更はない。オミクロン株による感染波はすでにパンデミック2.0の一部となっているからだ。

新型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%

- **パンデミック2.0**
  - 大規模なワクチン接種にもかかわらず、新しいコロナ感染の波が北半球で始まる。
  - ワクチンの有効性が限られている新しい変異株は経済の回復を損なう（新規のロックダウンや移動制限が課されるため）。
- **サプライチェーンの混乱**が続き、原料コストによる圧力が企業の不況につながる。
- **中国の不動産市場は崩壊し**、成長見通しの低下につながる
- **石油・ガスショック**は、急増する需要が原因。設備投資の削減がインフレを煽る。
- **金融政策のミス**
  - インフレ期待が高まるにつれ、FRBと大きな先進国の中央銀行が早過ぎる金融引き締めを行い、インフレは最終的には後退するが、回復を阻害する。
  - 中央銀行の伝達ミスは、より大きな不確実性につながる。
- **気候変動関連の自然災害**が成長の可視性と社会的バランスを損なう。

#### 金融・財政リスク 20%

- **インフレ期待が開放されたことが**、債券市場の混乱と厳しい金融引き締めにつながる。
- **ファンダメンタルズは改善したが、企業の支払い能力リスクが高くなる**。中央銀行による高い流動性と政府の支援が撤廃されたため。
- **ソブリン債務危機**
  - 対GDPの公的債務の割合は、平時としては歴史的に高い水準に達している。多くの国が、格下げや金利上昇などの影響を受けやすくなっている。
  - 新興市場が脆弱であることで、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。
- **グリーンウォッシングが広範に広がり、ESG投資バブルが起きる**。このことがエネルギー転換資金を弱体化させる。
- **米ドルが不安定になり準備通貨としての地位が徐々に失われる**。それは為替市場を不安定にする。

#### (地政学的な) 政治リスク 20%

- **米国と欧州 vs. 中国とロシア**
  - アフガニスタンからの撤退後、NATO同盟国からの不信感が募り、米国の影響力が失われる。
  - 米国は中国とロシアに対して強硬姿勢をとる
  - EUは、経済的利益にもかかわらず、米国に従う可能性がある
  - 南シナ海または台湾海峡での偶発的な対立
  - ウクライナ国境での軍事行動
- **欧州ポピュリストへの投票**。フランスがイタリヤで、コロナ危機とエネルギー価格の上昇を背景に。EUの細分化が高まる
- **新興市場における政治的な不安定は**、次のような原因で引き起こされる：
  - コロナ感染への危機対応が大混乱をまねく
  - 食糧価格の高騰が、アラブの春のような社会騒動の波を引き起こす
- **エネルギー転換について、米国と中国が信頼を失いパリ協定を弱体化させる**。
- **地球温暖化**が、水不足や移民増加などによって引き起こされる紛争のリスクを上昇させる。
- **サイバー攻撃やデータ流出**が、セキュリティ、エネルギー、医療サービスなどの分野のITシステムを妨害する



現金、物価連動債、円、金、米ドル、優良株 vs. グロース株、ディフェンシブ株 v. 循環株



CHF、JPY、金、CDS、選択性、Min Vol



先進国の国債、現金、金、米ドル、ボラティリティ、ディフェンシブ株



石油、高リスク資産、AUD CADまたはNZD、新興市場の現地通貨



石油、高リスク資産、フロンティア市場およびEM



石油、信用&株式、EMBI

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

- ターニング・ポイントが起った
- ターニング・ポイントに近づいている
- まだ、そこまで行っていない、そう言うには早過ぎる

経済的背景

- Q3に力強く拡張した後、パンデミック状況が悪化したことで、経済活動の減速がより顕著になっている。
- Q4の成長率が低いことは、高頻度データとソフト指標が減速していることから確認された。最新の12月の速報PMI値で確認されたように、サービス部門がいまだに最も露出度が高い。
- しかし、深刻なサプライチェーンの混乱と強いインフレ圧力にもかかわらず、製造活動は堅調に拡大を続けている。
- 経済的なサプライズは、ソフトデータのサプライズに支えられて安定している。逆に、ハードデータのサプライズは安定しているがネガティブなまま。
- 改善はしているものの、当社のCESI指数はドイツとスペインではマイナスのままだが、イタリアとフランスでは引き続き上昇傾向にある。米国ではソフトデータのサプライズに支えられてまだポジティブである。

ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 経済の減速とFRBによるテーパリングの影響を考えると、近い将来金利が低水準にとどまると想定しても、今の投資倍率とEPS期待は楽観的すぎる。
- 流動性は高リスク資産の最も強力なけん引役であった。インフレ圧力が中央銀行に政策正常化を開始するよう圧力をかけるようになったため、今ではこのような支援は薄れてくるはずだ。



ニュートラル+  
資産配分

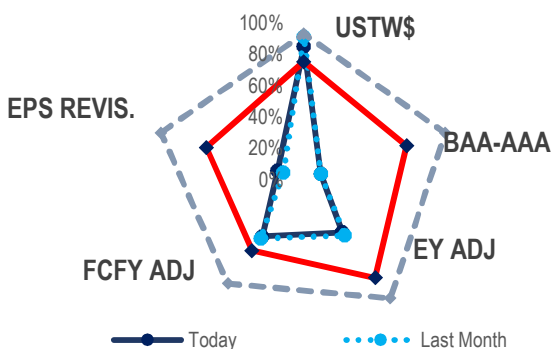
テクニカル要因

- テクニカル要因は、明確な方向性が欠如しているため、曖昧な環境をずっと示している。
- 高リスク資産の中期的なトレンドは引き続き堅調だが、短期的なモメンタムの兆候はあまりサポートされていない。
- オミクロン株による不確実性の高まり。
- 最近の相場調整で、逆張りの指標が一掃された。ほとんどの高リスク資産は、いまでは買われ過ぎとは言えない。しかし、株式と信用の両方でバリュエーションが過剰になっていることを考慮すると、この兆候は、単独でロング・ポジションを開始するには十分ではないと当社は考える。
- 深いナラティブで購入することは機能しているようだ。しかし、中央銀行がより活発になっていることと環境が悪化していることは、ボラティリティが高くなることを示唆する。

市場心理

- 新しい変種株が成長に対して懸念を追加している一方で、インフレはますます粘り強くなっているため、CBは資産購入と政策金利の両方について、正常化を検討することを余儀なくされている。
- 当社のリスク指標キットでは、構造的なリスクが軽減された証拠はないことを確認しているが、過去とは異なる何かが浮上しているようだ。
- 金融環境については、世界レベルでの緩やかな引き締め兆候を示し始めたが、EMの金融環境がそれを主導している。
- まだ「リスクオフ」環境からはほど遠いが、機関投資家はほとんどの側面（株式、FX、債券）でリスク・エクスポージャーを削減している。

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 14 December 2021

CASTのリスク認識は、構造的な上昇を示すことに失敗した。EPS修正の悪化は限定的であり、信用リスク・プレミアム（ムーディーズのBaa-Aaaスプレッドで代用）は低いままであり、それはまだ緩和的な金融環境に依存する。それでも、米ドルは「リスクオフ」を強く要求する次元となっており、それが残りの次元へ波及することを注意深く監視する必要がある。

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ます。それらは、USTW\$、Moody's Baa-Aaa、EPS修正、調整後の収益利回りリスク、そして調整後キャッシュ・フロー利回りリスクです。これらの「センチネル」は、当社の戦術的な資産配分を再配分するために使用されます。妥当なしきい値が検出されると、5つの変数は、一定レベルの確信を持って、市場のストレス状態を予測する指標として集約されます。五角形は、5つの「センチネル」を視覚化したもので、赤い線がアラートのしきい値を表します。赤い線より上の距離が大きいくほど、リスクの認識が高くなり、最終的にはディフェンシブ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 米国のインフレ率は上向きに修正されたが、現体制を2022年まで延長した後、より低いレベルでの収束は2023年まで延長される**

- 2022年の予測CPIは4.4% (vs. 四半期平均3.8%)、より高いベース (Q4) で、粘り強さが確認された
- アムンディの2022年の予測CPIは、コンセンサス(4.2%)をわずかに上回っている。したがって、当社は現在のインフレ体制が2022年に延長され、「通常の」インフレ体制 (インフレ・フェーザーによる) への収束は2022年Q4に始まり、2023年に広く行きわたると予想する。
- 最悪のシナリオ: 新型コロナ感染による波及効果で、供給 (より高いコスト) と需要 (進行的な衰え) が損われ、中央銀行を追い詰める

**投資への影響:**

- インフレ体制は、今のところ2022年の中心的なケースであるが、それは次のことを意味する。1) 中央銀行は金融政策の調整についてより大きな圧力を受けている。2) 名目 (および実質) 利回りは上振れる可能性がある。そして3) 高リスク資産のパリュエーションへのサポートは少ないが、最近の反落にもかかわらず、市場はまだそれを価格に織り込んでいない

**2 当社は2022年のFRBの利上げ予測を変更した: 6月に1回の利上げ (25bps) を追加し、Q3/Q4にもう1回の利上げがあることを確認する。**

- **インフレが金融引き締めを加速する。**これはテーパリングのスピードを加速する (3月に終了) ことで行われる。したがって、その後すぐに金利引上げへの扉を開く
- FF金利の引上げの数は、労働市場における労働参加率にリンクすると当社は考える
- 当社は6月に1回の利上げを予測し、その後、Q3かQ4にもう1回の利上げが続くと予測する
- 米国の短期イールドカーブは長期カーブより敏感だ。当社は2年物の目標を6Mで0.80/1% (vs. 0.45/0.60%) に、12Mで1/1.20% (vs. 0.70/0.90%) に上方修正したが、10年物は変更していない。
- FF金利の引き上げは、実質金利がマイナスのままであるため、効果的な正常化というよりも機を見たシグナルであるといえる
- **オミクロン株はゲーム・チェンジャーだ。**これはFRBの予測には含まれていなかった

**投資への影響:**

- 当社は米国債5年物と10年物について、短いデュレーションへの主張を改めて表明する。雇用ギャップの期間が縮まってきているからだ

**3 リスク・センチメントはまだ「オン」の状態だが、徐々に衰えており、高リスク資産への支えが少なくなっている**

- リスク・センチメントはまだ「オン」の状態だが、米ドル高の最後の段階では、EMの金融環境は大幅に引き締められた
- 新興市場の金融環境は、主に最近の米ドル高の影響で、より広範な引き締めを経験している
- したがって、リスク・センチメントは柱であり、「リスクオン」の状態であるにもかかわらず、それは急速に衰えている
- リスク・センチメントが穏健になっていることは、サイクルの初期段階が終わりに近づいていること、そして**我々は後期サイクルに突入したことを示している**
- 信用と金融環境は2020年10月の水準に戻っており、成長率の低下が問題になっているという事実と一致している。しかし、投資家にとって、市場への長期エクスポージャーを維持する上で最も重要なのは流動性である
- スタンスへのリスクを完全に避けるとしても、現在の環境は、まだ全てのリスクを避けることを求めているわけではない
- ムーディーズによるスプレッド拡大は、すでにHY債に圧力をかけている

**投資への影響**

- 成長率の低下、米ドル高、信用の拡大、賃金の上昇は、2022年H1のEPSが大幅に下方修正されるという明らかなリスクをもたらすが、これはまだ価格に織り込まれていない

**4 新興市場 (EM) のマクロ経済のモメンタム: 中南米やCEEMEAよりも、アジア地域の方が緩やかに回復している**

- EMのマクロ経済のモメンタムはまだネガティブであるが、ここしばらくの間で初めて、地域間でのシフトが見られた。当社は中南米とCEE/MEAよりも、アジア地域を選好する
- 全体的には、内需および主に外需が低迷しているため、成長予測は低迷している
- 当社は中国のGDP成長率が、今後2年間で5%に近いか、それを下回ると予想する。EMの成長率は、2022年と2023年には4%を超えるが、インフレは平均して4%を超えると見る。

## グローバル・リサーチ・クリップ

**5 中国の政策はより迅速に緩和側にシフトした:これは中国の資産と世界的な成長にポジティブである**

- 最新RRRを50bp引下げたことにより、PBoCの政策スタンスは、成長の安定と内需に焦点を置くことにシフトされた
- 2021年と比較すると、2022年の政策スタンスははるかに建設的であるため、利下げが可能であるように見える
- 2022年の政治局の政策スタンスは、昨年よりもはるかに建設的だ。指導部は、供給サイドの改革が度を越したため、成長の安定と内需に焦点を移すと判断した可能性がある。住宅に関しては、「住宅需要をより良く満たす」ことをセクターに求めている

**投資への影響:**

- 短期的には人民元が6.55 (6M) と弱く、12Mでは6.4である
- 政府債の安定目標は2.8%-2.9% (利下げの場合、利回りは数bp低下する)
- 株式 (特にCSI 300の配当) は予想よりも建設的である

**6 EUのスイート・スポット**

- 欧州委員会は、企業がEU全域で資金を調達する能力を向上させるため一連の政策を発表した。資本市場同盟 (CMU) は実施されるだろう
- ユーロ圏の政治的な関心が、ドイツ (ショルツ)、フランス (マクロン)、イタリア (ドラギ) の間で結束している
- 金融規制、NGEUへの投資支出などに関するより多くの改革が見込まれる。銀行同盟に関する新たな提案がドイツから提出された

**投資への影響**

- ユーロ圏に対して外国人投資家の心理がポジティブになる (周辺国債務と株式)
- ユーロの国際化と抵抗力
- グリーン&デジタル移行への融資

**7 2022年のユーロ圏のGDP予測は、オミクロン株の影響を考慮して下方修正された**

- 一部のEA諸国で導入された封じ込め措置と新しいロックダウンは、11月に更新された予測に織り込まれなかった
- そのため当社は、2021年Q4と2022年Q1と比較した、累積成長予測を0.4%引下げた
- 予想される平均成長率は次の通り: 2021年5.0%、2022年3.8%、2023年2.2%
- 11月のインフレ率とPPIに照らして、当社は2021年Q4と2022年の年平均インフレ予測も修正した
- 平均予測CPI (年率): 2021年2.5%、2022年2.9%、2023年1.7%。

**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

新型コロナウイルスによる衛生危機は別の段階に移行した。オミクロン株が急速に広がっているからだ。最近の研究によると、WHOはオミクロン感染の症例は1.5~3日で倍増するとしており、現在240か国中64か国で増加している。9月以降、世界的な症例の割合が増している欧州が、これまでのところ、新しい震源地となっている。多くの欧州諸国で症例が急増しているが、英国では記録的なレベルの感染に直面している (1日当たり感染率は100万人あたり1,000人を超えている)。<sup>1</sup>本稿執筆時点では、オミクロン株は全米に広がり、新規感染者の4分の3を占めている。

オミクロン株はデルタ株よりもはるかに伝染力が強いが、既存の研究では、より危険という訳ではなく、ワクチンのおかげで入院率はそれほど速く増加していないことが確認されている。WHOによると、第一段階での証拠によれば、ワクチンの有効性、感染に対する有効性、オミクロン株に関連する伝染力は低下する可能性があることを示唆している。しかし、いくつかのワクチン生産者は自社のワクチンのこの株への有効性を確認している。

先進国では、政府は、免疫力を高め、重症例数を減らすために、ブースター接種を受けることを推奨している。しかし、科学諮問委員会は、ブースター接種だけでは、オミクロン株を封じ込めるのに十分ではないことをデータが示していると述べている。現在、欧州地域では人の移動が制限されており、年末の公開イベントはほとんどがキャンセルされている。オランダは、全国的なロックダウンを再び実施している。ドイツとフランスは、EU外からの旅行者への新しい入国規則を設定している。「デジャヴ (既視感)」という奇妙な感覚と、新型コロナウイルスによる倦怠感欧州中で顕著となっている。

<sup>1</sup> Our World in data - 2021年12月21日

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	=		一部のセグメントのバリュエーションが高くなっていることと集中リスクが高くなっていることを考慮して、当社はニュートラルな姿勢を維持しているが、選択性を強化することで、ポートフォリオをインフレから保護できる銘柄を探している。さらに、供給側の支障が解消されれば、強力な価格決定力を持つ企業だけが収益を維持できるであろうことを、当社は認識している。
	米国のバリュー株	+		経済成長が継続していることを考慮すると、バリュー銘柄がパフォーマンスを提供するはずだが、これは市場の方向性ではなく、銘柄の選択によって促進されるものだ。興味深いことに、優良なバリュー銘柄がある分野は、インフレに強いポートフォリオとESG分野への機会をもたらす。
	米国のグロース株	-		デュレーションが長い株式は、コア・インフレ率の上昇による影響が大きくなる可能性がある。これらの株式のバリュエーションは将来のキャッシュ・フローの割引きに大きく依存しているからだ。このセグメントのバリュエーションはすでに高価で、ファンダメンタルズによって正当化されておらず、金利の上昇は有害となる可能性がある。
	欧州	=		現在の収益予想は保守的となっているため、2022年の好調な成長で、収益はポジティブなサプライズをもたらす可能性がある。しかし、パンデミックは重要な未知数だ。初期の評価は、新しい変異株の影響はそれほど大きくなく、回復の脱線ではなく、遅れるリスクを示している。バリュエーションのばらつきが大きいため、選択が重要だ。
	日本	=		日本はこれまで回復が遅れているが、相対的評価が魅力的なレベルで取引されている。供給側の問題が解決すれば、外需の上昇、財政刺激策、円安などから恩恵を受けるはずだ。
	中国	=		中国は選択的な機会を提供するが、短期的な見通しは不明瞭となっている。建設、規制、ゼロ・コロナ政策などから減速の程度が不確実であるからだ。当社は、不平等を減らすのに役立つ「共同富裕」を広めたいという政府の願望には常に注意を払っている。
	新興市場	=		中期的な見方としては、EM株式は、2022年に予想される成長の回復と魅力的なバリュエーションで投資家に機会を提供する。当社はロシア（エネルギーとコモディティへの構造的な需要）やインドなどの市場を選好する。
債券プラットフォーム	米国債	-		FRBのトーンが最近タカ派的になったことは、デュレーションに関する当社のネガティブな見解を裏付ける。これはコア利回りの穏やかな上昇とイールドカーブのスティープ化を示唆している。しかし、これは緩和的金融環境が広範に維持されることによってバランスが取れているため、投資家はディフェンシブかつ柔軟な姿勢を維持するべきであると考えられる。TIPSについては、バリュエーションが原因で、現在はあまりポジティブではない。
	米国IG社債	=		コア利回りの上昇から影響を受ける可能性があるため、デュレーションが長いIG債には注意が必要だ。しかし、当社はアルファにより重点を置くため、バリュエーションとファンダメンタルズの観点から魅力的な銘柄を探している。また、政府系MBS、消費者および住宅ローンからのインカムを探索しているが、これらの商品の担保構造と質に関してはより選択的となっている。
	米国HY社債	=		HY債に関しては、流動性の状況に注意を払っているが、堅調な収益とキャッシュフローはプラスであると考えられる。しかし、当社は慎重であり、利回りと品質のバランスをとることを目指して、選択を重視している。
	欧州の国債	-/=		最近ECBがQEを徐々に削減しようとする動きを見せているため、当社は欧州と欧州中核国のデュレーションには慎重なアプローチを維持している。当社は周辺国イタリアの国債を注意深く監視している。ECBの政策の影響、政治情勢、および次世代EU基金によって回復が支えられることを考慮しているからだ。
	欧州IG社債	=/+		回復が継続することと信用ファンダメンタルズが改善することへの期待から、投資家は優良銘柄と劣後債について特異なエクスポージャーを探すべきだと当社は考える。しかし、警戒を怠るべきではない。利回りが上昇していることと新型コロナウイルスの感染状況もたらず不確実性のためだ。
	欧州HY社債	=		ハイイールド債はボトムアップの観点から選択的な機会を提供するが、2022年に突入してからは流動性を監視している。また、穏やかな金融環境でデストレス比率とデフォルトがどのように進展するかにも注意を払っている。
	中国の政府債	=/+		当社は短期的な逆風に注意を払っているが、政策立案者は減速に注目しているため、政策は支持的に転換すると信じている。そのため、当社は、ポジティブなバイアスをもつニュートラルな姿勢を維持する。PBoCは中程度のインフレの中でハト派的に留まっているからだ。
	EM債券HC	=/+		FRBの行動は、EM債務に短期的なリスクをもたらすが、当社は利回りが魅力的であるため、IGよりもHYへのバイアスを維持し、新興国全体のインフレの状況を注意深く監視している。
	EM債券LC	=		当社は全体的に慎重であり、2022年にはEM FXの戦術的な反落があると見る。社債については、代替商品と比較してもスプレッドは魅力的に見える。当社はコモディティ主導の国やセクターを選好する。輸出業者は、全体的にドル高に支えられて、牽引力と収益が向上すると考える。しかし、ブラジルとトルコには注意が必要だ。
その他	コモディティ			新たなロックダウンの可能性から需要には懸念があるが、当社のコモディティに関する全体的な見解は建設的なままだ。供給側の問題と支障はしばらく続くかもしれないが、これらはベース・メタルと天然ガスの価格を支えている。しかし、金については、CBの政策と実質金利がまだ重要な変数であるため注視すべきだ。原油はOPECと地政学的問題によってけん引される。
	通貨			当社は米ドル高は続くと考えている。そして低利回り通貨は、タカ派的となったFRBからの圧力とバランスを取るための起爆剤が不足していると考えられる。当社はEUR/USDの6ヶ月の目標を1.14から1.10に修正したが、12ヶ月では1.14レベルを確認する。

説明

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

出典：2020年12月20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。



先進諸国

マクロ経済の見通し

12/17/2021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	2022	2023	2020	2021	2022	2023
世界	-3.3	5.9	4.0	3.3	2.6	3.8	4.5	3.3
先進諸国	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	3.0	3.2	2.0
米国	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
日本	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
英国	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
ユーロ圏	-6.5	5.0	3.8	2.2	0.3	2.5	2.9	1.7
ドイツ	-4.9	2.8	3.3	2.3	0.3	3.3	2.9	1.8
フランス	-8.0	6.8	3.9	2.0	0.5	2.1	2.6	2.0
イタリア	-9.0	6.4	4.4	2.4	-0.1	2.0	2.9	1.7
スペイン	-10.8	4.4	5.4	3.2	-0.3	3.0	3.2	1.6

出典: アムンディ・リサーチ

- 米国:** Q3に予想よりも急激に減速し、Q4に回復した後、実質GDPの成長率は2022年に順次減速し、最初はトレンドを上回るが、2023年には最終的に潜在成長率に収束すると予想する。この正常化は、財政および金融政策からの支えが次第に減少することで促進される。インフレも、夏まで3%を超えたままであっても、徐々に和らぐと予想される。一時的なけん引役は衰退するが、まだ回復力がある需要、家賃、賃金の伸びが、危機前の水準よりも高いコア・インフレを支える手助けをするだろう。
- ユーロ圏:** 成長のピークは過ぎたと当社は見ている。2022年に入り、オミクロン株といくつかの新しい規制による影響は、成長の連続的な減速につながり、個人消費とサービス部門の回復をさらに遅らせる。消費者と企業はすでにエネルギー価格の上昇と供給の支障という逆風に直面していたからだ。インフレはまた、国内の需要と消費の足かせとなっており、それは賃金の上昇によって相殺されていない。2021年Q4のインフレのピークを支えた一時的な要因がなくなれば、現在のコア・インフレとインフレ総合指数のギャップは2022年半ばから縮小し、インフレは危機前のレベルよりもいくらか高いレベルで安定し、2023年には目標の範囲内になると予想される。
- 英国:** 2021年の回復の後、2022年には成長は徐々に鈍化すると予想される。これはインフレ、金融引締め政策、ブレグジット関連の調整、そして政治的リスクによる逆風が原因だ。オミクロン株は、更に下振れリスクを追加するだろう。感染が急速に拡大すれば経済活動を低下させる。それは移動および高頻度データにすでに現れている。2022年は以前の予想よりも弱く始まる可能性が高いが、内需にはまだ抵抗力があると予測する。消費は強力な労働市場に支えられ、投資は税額控除に支えられているからだ。インフレは2021年のピークから徐々に低下し、コモディティ価格と供給側の障害は、価格上昇の圧力を徐々に軽減する程度だろう。
- 日本:** 12月のPMIは予想よりも低かったとはいえ、2018年Q4以降で最高の四半期となった。オミクロン株による最近の不確実性にもかかわらず、Q4とQ1には個人消費が引き続き回復すると当社は見ており、これが全体的な景気回復を後押しすると予想する。加えて、供給側の制約は引き続き緩和されており、それは11月の自動車輸出の急増をもたらした。2022年には、一時的な要因（携帯電話料金の値下げと新ベース設定）が衰退し、消費者物価がプラスの領域に戻るための土台となるだろう。とはいえ、1%未満に留まると予想している。

主要金利の見通し

	23-12 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	0.25/0.5	0.44	0.5/0.75	0.8
ユーロ圏	-0.5	-0.5	-0.48	-0.5	-0.46
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英国	0.25	0.75	0.85	1.0	1.24

出典: アムンディ・リサーチ

- FRB:** インフレ圧力が上昇し、労働市場が改善したため、FRBはテーパリングを加速するだろう。そのペースは1月には月額300億ドルまで倍増し、3月に終了する。新しい金利予測では、2022年に3回、2023年に3回、2024年に2回の上げが予測されているが、9月のFOMCでは、2022年の上げを1回にするとの主張と、上げなしという委員の数が均等に分かれた。インフレの一時的な要因への言及は削除され、代わりにパンデミックと経済再開に関連する需給の不均衡が、インフレ上昇に寄与し続けていることを強調した。
- ECB:** 予想よりもタカ派的であったとはいえ、ECBはFRBやBoEよりもはるかにハト派的な姿勢を確認し、2022年中無制限の量的緩和を継続し、来年の純債務発行の大部分をカバーするようにその規模を調整する。さらに「パンデミック緊急購入計画 (PEPP)」を2024年末まで延長することで、柔軟な再投資を通して、追加のサポートを提供する最終手段とする。安定した金利の見通しが確認されている。これは長期的にはECBインフレ予測が目標を下回るとことと一致している。しかし、ECBは「銀行の資金調達状況を監視する」とはいえ、TLTROに関する決定は実際には行われていない。
- 日銀:** 日銀は、新型コロナ感染へのサポートを部分的に拡張することを決定した。社債やCPの購入は3月末で終了するが、パンデミックで打撃を受けた中小企業を支援する銀行に対する無利子の融資は、9月末までさらに6ヶ月間継続する。CPの購入をパンデミック以前のレベルに減らすには6か月かかり、債券購入については5年かかる。黒田総裁は、消費者物価指数が2%に到達することも、それ以上になる可能性もないと見て、金融政策を引締めることを断固否定した。政策金利は最低レベルで維持される。
- イングランド銀行:** BoEは前回の会議で再び(市場の) コンセンサスを驚かせて、予想外の15bpの上げを行い、基準金利を25bpとした。投票は8対1で、金融政策委員会内のほぼ全員が合意している。そして、労働市場の改善と高インフレが、パンデミック関連のニュースから受ける不確実性よりも優勢であったことを示した。当社はBoEが2022年末までに75bpまで金利を上げ、その後上げサイクルを一時停止すると予想する。これは、量的引締め (QT) を柔軟に管理する必要性と一致しており、後者は基本金利1%に達したときに開始する予定だ。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
日銀MPM	1月17日
FRBのFOMC	1月26日
ECB政策理事会	2月3日
イングランド銀行MPC	2月3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

12/17/2021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	2022	2023	2020	2021	2022	2023
世界	-3.3	5.9	4.0	3.3	2.6	3.8	4.5	3.3
新興諸国	-2.0	6.5	4.4	4.2	3.9	4.4	5.4	4.3
中国	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	1.8
ブラジル	-3.9	4.6	0.5	1.6	3.2	8.3	8.4	3.7
メキシコ	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.7	5.5	4.1
ロシア	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	7.1	5.3
インド	-7.1	8.4	6.9	5.5	6.6	5.2	6.0	5.8
インドネシア	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
南アフリカ	-6.4	4.9	2.3	2.5	3.3	4.5	5.1	4.6
トルコ	1.6	10.5	3.8	4.0	12.3	18.3	27.6	15.5

出典：アムンディ・リサーチ

- 中国**：中国経済は、Q4の始めに自らに課した政策制約から悪影響を受けて、脆弱な回復を記録した。景気の大規模な低迷が政策立案者の注目を集めたため、当社は政策による制約の緩和があると予測する。しかし、住宅セクターのレバレッジ解消は継続する可能性が非常に高く、今後の大規模な融資刺激策は期待できない。また、経済成長はQ4にはQ3の落ち込みから徐々に回復し、2022年のトレンドをわずかに下回るという見解を維持する。インフレ率は3%未満という快適なレベルで維持されるだろう。
- インドネシア**：インドネシアのモメンタムは、最近の経済再開と継続的なワクチン接種の進展を背景に改善している。2021年に非常に抑制されたが、その後インフレのダイナミクスは2022年には上昇傾向にあり、BIの目標の上限に向かって上昇している。国内のマクロ環境と世界的な金融情勢 (FRB) の変化から、2022年半ば (または2022年Q3) までに、BIは最初の利上げをするだろう。金融引締めが段階的に行われることと、財政引締めがゆっくり行われることから、政策による支援は残ると期待する。2023年の目標である財政赤字3%は、最近可決された税制改革によって達成されるだろう。
- トルコ**：インフレ率が急上昇 (11月は前年比21.3%) しており、今後数か月でピークは30%を超えると予測されているにもかかわらず、中央銀行は再び金利を100bp引下げて14%とした。中央銀行のコミュニケーションは一時停止を指摘したが、市場はすぐに反応した。リラは史上最低水準まで下落した。数日後、エルドアン首相が金融面と金融面でいくつかの措置を発表したことで、リラはある程度の地盤を取り戻した。このように国内および世界で不確実性が増す中、予測は難しいものの、当社は積極財政政策に牽引されて、2022年もプラス成長が続くと見込んでいる。
- CEE-3 (中欧&東欧3)**：11月のインフレ率は再び上昇した。中央銀行が自らの引締めサイクルを維持することには疑いの余地はない。国内および世界から深刻なインフレ圧力がかかっている上、FRBが金融政策の正常化を示唆しているため、米ドルは他国の通貨に対して上昇する可能性が高い。しかし、もしオミクロン株が新たな制約につながる場合、2022年に予想される利上げの程度は期待よりも低くなる可能性がある。

### 主要金利の見通し

	20-12 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	3.80	3.75	3.80	3.75	3.80
インド	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
ブラジル	9.25	10.75	11.25	10.75	10.95
ロシア	8.50	9.00	8.35	8.00	7.65

出典：アムンディ・リサーチ

- PBoC (中国)**：政治局会議と中央経済工作会議は、中国が金融緩和に移行していることを確認し、年末に政策支援を強化する予定だ。広範な金融緩和はすでに進行中で、12月中旬にはRRRが50bp引下げられ、12月20日にはローンの優遇貸出金利が5bp引下げられたが、1月にはさらに5bpの利下げが見込まれる。FXについては、PBoCは口頭での介入を増やし、日々の為替レートに下落バイアスを織り込み、人民元の切り上げを阻止するため、FX RRRを2ppt引き上げた。
- RBI (インド)**：12月初旬、RBIは満場一致で政策金利を4%に維持し、緩和的なスタンスを維持した。当社の予想に反して、リバース・レポ金利は3.35%のまま維持されたが、政策金利と対称にするための上昇 (40bps) はなかった。RBIは、オミクロン株など新しいリスクを考慮して、政策支援をさらに継続する必要性を繰り返した。短期的には上昇すると予想されるが、インフレ総合指数の予測はまだ穏やかであり、継続的な緩和姿勢と対照的というわけではない。
- BCB (ブラジル)**：BCBは再びその金利を150bps (9.25%) 引上げ、2月に同様の規模の別の引上げをすると再び事前に発表した。政策委員会は、引締め戦略を制限された領域まで継続するだろう。それはインフレ抑制プロセスと期待が、彼らの目標レベルで安定するまで続くだろう。11月のインフレ総合指数は10.7%で、10月と同じレベルであった。同時に、金融政策委員会 (COPOM)は経済環境が弱体化していることを認めた。BCBは、新年にはSELICを2桁にし、最終的には約11%と過去5年で最高とするだろう。
- CBR (ロシア)**：12月17日、ロシア中央銀行は政策金利を100bps引上げて8.5%とした。金利引上げの主な理由として、持続的な需給圧力と、インフレとインフレ期待がさらに上振れする可能性をあげた。家計のインフレ期待は、12月に新たな5年ぶりの高さに達した。インフレ率は前年同期比で10月の7.4%から11月には8.4%に加速した。12月には8.1%になると予想され、目標の4%を大きく上回っている。CBRは、将来の会議においても、更なる利上げにはオープンであるという姿勢を示した。CBRのタカ派的姿勢は、継続的なインフレ圧力と相まって、2月の会合で再び金利を引上げる可能性がある。

### 金融政策会議の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
PBoC	1月20日
BCB Brazil	2月2日
RBI	2月9日
CBR	2月11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

2021年12月17日

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)				インフレ率 (CPI、前年比、%)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
米国	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
日本	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
ユーロ圏	-6.5	5.0	3.8	2.2	0.3	2.5	2.9	1.7
ドイツ	-4.9	2.8	3.3	2.3	0.3	3.3	2.9	1.8
フランス	-8.0	6.8	3.9	2.0	0.5	2.1	2.6	2.0
イタリア	-9.0	6.4	4.4	2.4	-0.1	2.0	2.9	1.7
スペイン	-10.8	4.4	5.4	3.2	-0.3	3.0	3.2	1.6
英国	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
中国	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	1.8
ブラジル	-3.9	4.6	0.5	1.6	3.2	8.3	8.4	3.7
メキシコ	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.7	5.5	4.1
ロシア	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	7.1	5.3
インド	-7.1	8.4	6.9	5.5	6.6	5.2	6.0	5.8
インドネシア	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
南アフリカ	-6.4	4.9	2.3	2.5	3.3	4.5	5.1	4.6
トルコ	1.6	10.5	3.8	4.0	12.3	18.3	27.6	15.5
先進諸国	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	3.0	3.2	2.0
新興諸国	-2.0	6.5	4.4	4.2	3.9	4.4	5.4	4.3
世界	-3.3	5.9	4.0	3.3	2.6	3.8	4.5	3.3

主要金利の見通し

先進諸国

	23/12/2021	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	0.25/0.5	0.44	0.5/0.75	0.8
ユーロ圏	-0.5	-0.5	-0.48	-0.5	-0.46
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英国	0.25	0.75	0.85	1.0	1.24

新興諸国

	20/12/2021	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	3.80	3.75	3.80	3.75	3.80
インド	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
ブラジル	9.25	10.75	11.25	10.75	10.95
ロシア	8.50	9.00	8.35	8.00	7.65

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	23/12/2021	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	0.68	0.8-1.0	1.03	1/1.2	1.29
ドイツ	-0.68	-0.70/-0.50	-0.69	-0.70/-0.50	-0.69
日本	-0.09	-0.20/-0.10	-0.10	-0.20/-0.10	-0.10
英国	0.67	0.50/0.7	0.85	0.7/0.8	0.87

10年物 債券利回り

	23/12/2021	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	1.48	1.6/1.8	1.59	1.8/2.0	1.69
ドイツ	-0.26	-0.3/-0.1	-0.19	-0.3/-0.1	-0.14
日本	0.07	0/0.20	0.12	0/0.20	0.16
英国	0.92	1.0/1.2	1.02	1.2/1.4	1.06

通貨の見通し

	16/12/2021	当社予想 Q2 2022	コンセンサス Q2 2022	当社予想 Q4 2022	コンセンサス Q4 2022
EUR/USD	1.13	1.10	1.13	1.14	1.16
USD/JPY	114	113	115	117	115
EUR/GBP	0.85	0.84	0.84	0.83	0.84
EUR/CHF	1.04	1.05	1.07	1.09	1.09
EUR/NOK	10.18	10.30	9.83	9.46	9.70

	16/12/2021	当社予想 Q2 2022	コンセンサス Q2 2022	当社予想 Q4 2022	コンセンサス Q4 2022
EUR/SEK	10.24	10.48	9.99	9.98	9.90
USD/CAD	1.28	1.31	1.24	1.23	1.23
AUD/USD	0.72	0.70	0.74	0.76	0.75
NZD/USD	0.68	0.66	0.72	0.69	0.72
USD/CNY	6.37	6.55	6.42	6.40	6.44

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



#### **Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Research team

### ASSET CLASS VIEWS



#### **Asset Class Return Forecasts – Q4 - 2021 (09-11-2021)**

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 #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

#### **Shifts & Narratives #11 - Green sentiment: what impact on stock returns and firm's behaviour? (15-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center

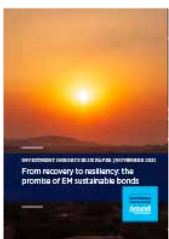
#### **Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

#### **Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

### INSIGHTS PAPERS



#### **From recovery to resiliency: the promise of EM sustainable bonds (26-11-2021)**

HESSEBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VYDRINE Maxim, Co-Head of Emerging Markets Corporate and HY

#### **Combining active and passive investing in Multi Asset: an institutional investor framework (12-11-2021)**

TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset

#### **Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

### WORKING PAPERS



#### **Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 4. A Step-by-step Practical Guide (9-12-2021)**

RONCALLI Thierry, CHERIEF Amina - Quantitative Research

#### **The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (9-12-2021)**

LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

#### **Graph Neural Networks for Asset Management (1-12-2021)**

Grégoire Pacreau, Edmond Lezmi, Jiali Xu - Quantitative Research

#### **ESG and Sovereign Risk - What is Priced in by the Bond Market and Credit Rating Agencies? (12-10-2021)**

SEMET Raphaël, RONCALLI Thierry, STAGNOL Lauren - Quantitative Research

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



**Private markets: focus on ESG and transformation (22-12-2021)**

CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate

**14-15 December FOMC review: pressing the gas on taper (20-12-2021)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - Timothy ROWE, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Padesh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

**Fed tapering begins: mission accomplished (08-11-2021)**

UPADHYAYA Padesh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income

### DISCUSSION PAPERS



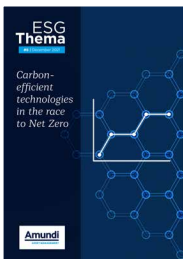
**DB plans in their End Game in the post-pandemic era (02-12-2021)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

**Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)**

BRIÈRE Marie, Amundi Research

### THEMATIC PAPERS



**ESG Thema #6 - Carbon-efficient technologies in the race to Net Zero (20-12-2021)**

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Shagun TALWAR, ESG Analyst

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°3**

**The construction sectors: road work ahead (16-12-2021)**

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°2**

**The automotive sector: ready to step up a gear (13-12-2021)**

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°1**

**The time of Circular Economy has come (8-12-2021)**

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

### INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



**A new dawn for Europe? Strategies for investing in European assets (12-11-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer



## 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、  
下記までお問い合わせください  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Policies  
Exchange Corporate Equities Bottom-up  
Sovereign Bonds Forecasts  
ESG Quant Investment High Yield Real Estate  
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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 23 December 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: 3 January 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](http://www.amundi.com)

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Yellow Dog Productions - Anton Petrus

### 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  
BELLAICHE Mickael, 債券および信用リサーチ・ストラテジスト  
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

### 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  
FIOROT Laura, アムンディ投資インサイト部副総括

### 構想と制作

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

GEORGES Delphine, シニア債券リサーチ・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  
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, クロス・アセット・リサーチ・シニア・マクロ・ストラテジスト  
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

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