

Research

#05
2021年
5月

CROSS ASSET

Investment Strategy

CIOの見解

「確信」と「根拠なき高揚感」の微妙な違い

テーマ別グローバルな見解

グレート・モデレーションの終焉とボラティリティ
の復活

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#05- 2021年5月

目次

グローバル投資への見解

CIOの見解

「確信」と「根拠なき高揚感」の微妙な違い 3

今後、景気回復の進展が市場における主要なけん引役となり、米国の成長は先進諸国間での大きな乖離につながる可能性が高い。投資家は、循環株とバリュー株を選好するリスク資産ローテーションへ投資をすべきであり、過度に熱狂しているセグメントは避けるべきだと当社は考える。欧州などの地域では、経済の再開が景気を更に加速させるが、これは価格に織り込まれていない。慎重に選択することが重要だ。一方で、債券市場では、レラティブバリューが重要となっている。投資家は、デフレーションに注意を払い、信用への加重を高くすべきだ。全体的には、投資環境はまだ良好であるが、回復についてのコンセンサス自体がリスクであることが証明される可能性もある。

マクロ経済

アジアのHY債のデフォルト見通し：
厳選する姿勢を維持すべき p. 4

アジアのHY債のデフォルト率のピークは、前回の危機よりも低くなる予想されるが、厳選することと、念入りなりサーチはまだ重要だ。

マルチアセット

「ローテーション」を使って、次の回復の波に乗る p. 5

次のリフレ・トレードの波から恩恵を受けるために、株式エクスポージャーを欧州に移行する機会、そして信用分野ではハイ・イールド債を選好する機会があるだろう。

確定利付き資産

ファンダメンタルズは向上するが、乖離が生じる p. 6

景気回復は加速しているが、中央銀行が緩和的姿勢を維持する限り、デフォルト率のピークは、すでに脱している可能性がある。

株式

株式収益率は
利益がけん引する p. 7

収益の伸びは、今後1-2年は堅調に推移すると予想され、市場がファンダメンタルズへの注目を新たにすれば、株式投資収益を高めるだろう。

テーマ別グローバルな見解

グレート・モデレーションの終焉とボラティリティの復活 p. 8

1980年代半ば以降、マクロ経済のボラティリティは戦後最低水準にまで低下した。Covid-19危機は、近代史上最大の経済ショックの一つをもたらした。「グレート・モデレーション」を終わらせた。それは、経済的なボラティリティが高く、高インフレとなる体制への移行のターニングポイントとなった可能性がある。これらの要因は、過去20年間よりも高い金融市場のボラティリティにつながる可能性がある。

市場のシナリオ&リスク

- > 中心的 & 代替 シナリオ p. 12
- > 上位のリスク p. 13
- > 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. 14
- > グローバル・サーチ・クリップ p. 15
- > 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 p. 17
マクロ経済の見通し - 市場予測
- > 新興諸国 p. 18
マクロ経済の見通し - 市場予測
- > 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

「確信」と「根拠なき高揚感」の微妙な違い



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

4月は金融市場にとってポジティブな展開で始まった。並外れて好調だった第1四半期の後、株式と世界の債券の運勢が乖離した。今後、景気回復の進展が市場の主要なけん引役となり、より大きな乖離につながる可能性が高い。昨年、「先入れ先出し法」のテーマが中国に恩恵をもたらし、中国は今や明らかに成長軌道に戻っており、中期的には世界の成長エンジンであり続けるだろう。今後の四半期では、バブル領域を避けることに焦点が当てられるだろう。アイデアとしては、革新的な技術や製造業など特定のセクターをターゲットとする安定したローンの成長を誘導する。これは経済回復をさらに支え、景気の過熱を避けるためだ。

市場が中国の成長戦略の次の段階を理解する間 景気回復のバトンは米国に引き渡されるだろう。米国のGDP成長率は1980年代以降見られなかったレベルまで上昇するように見える。

しかし、米国の並外れた景気拡大は、更なる乖離の原因となる。米国債の利回りの上昇と強いドルは、危機の余波で（さらに）取り残されるリスクがある最も脆弱なEM（新興市場）の潜在的な成長見通しに圧力をかけるだろう。いくつかの特異な状況も再浮上している（トルコ、アルゼンチン、程度は低いが制裁されているロシア、そしてブラジル）。

中国は「コントロール」モードにあり、米国は市場の期待に関して言えばすでに十分に進歩しているため、強気な市場心理の拡大を享受できる次の地域は欧州である。マクロ経済の観点から見れば、欧州は中国と米国という世界の2つの成長エンジンに遅れをとっており、危機前のGDPレベルに戻るには何年もかかるだろう。しかし、市場の観点から見れば、欧州の株式は世界的な強い成長から恩恵を受けるはずだ。さらに、予防接種計画が再加速していることとポジティブな利益予測が、市場を更に上昇させる誘因となるだろう。

投資テーマについては、当社が主に確信しているのは、次のようなものだ。

- 全体的な資産配分レベルでは、「リスクオン」を維持する。今以上にリスクを増やさないこと。しかし、新しい回復の波に乗るための、ある程度のローテーションをする。リスク資産は、景気サイクルの回復時には引き続き選好される。まだ緩和的な姿勢を維持するDM（先進市場）の中央銀行にも支えられている。これは株式にとって良い兆候だ。市場は、経済の再開がまだ価格に織り込まれていないため、更なる加速をけん引する最も景気循環的な地域（欧州）に焦点を当てている。米国市場はまだ好調だが、ここでは高成長分野を回避することが最重要であり、蓄積している過剰な高揚感に囚われないことが重要だ。法人税の引き上げは、一部のセクターや企業の収益性に影響を与える可能性があるため、状況を注意深く監視する必要がある。
- 債券市場では、レラティブバリュー戦略が重要となっている。デュレーションに注意を払い、信用への加重を高くするべきだ。Q1での最大の動きは、米国債が売られたことだった。利回りの再評価がすでに行われているため、今後数週間で、この状況は緩和される可能性がある。それでも、経済情勢が改善したことは、デュレーションについての用心深い姿勢と信用へのポジティブな姿勢を維持することを求めている。特に、ハイイールド債は、ファンダメンタルズが改善する環境では引き続き選好されている。米国と欧州の成長とインフレの期待経路が異なることで、金利調整の速度が異なるため、アクティブな投資家には、レラティブバリュー戦略の機会を提供する。高利回りへの探求の観点から、EM債券は引き続き関心のある分野であるが、乖離が強まるにつれて選択肢が増える。
- 株式では、バリュー株と循環株へのローテーションに対する投資を継続する。株式へのこのローテーションは継続される。夏の決算発表シーズンは、経済回復の軌道についての更なるテストとなるが、それまでは、ワクチン接種の状況と経済の再開が、この強気相場の更なる上昇の主な誘因となるだろう。EM株式に関しては、アジア地域が、依然として景気循環に投資するための重要な地域だ。

全体的には、投資環境はまだ良好であるが、回復についてのコンセンサス自体がリスクであることが証明される可能性もある。信頼感が高く、高揚感はある特定の分野（暗号通貨、IPO、SPAC）に限定されており、システム内の流動性が十分であるため、この傾向はしばらく続く可能性がある。短期的には、方向転換を促進する要素はない。これがウイルス・サイクルの悪化である可能性もあるが、ワクチン接種計画が世界的に加速しているため、その可能性は低いと見る。2つ目の促進要因は、中央銀行の対応が後手に回ったためのインフレ・サブプライズかもしれない。市場心理が弱まり、ほとんどの加速が終われば、投資家はこれを真剣に受け止める必要がある。

全体的なリスク・センチメント

リスクオフ

リスクオン



同レベルのリスク予算。循環株とバリュー株を選好、および確定利付き分野では信用（HY）を選好
金利への圧力が高いため、柔軟なデュレーション管理が必要。

前月からの変化

- ▶ EM株式を犠牲にして欧州株式を追加
- ▶ 米ドル高への確信が高まったため、EMのFXと債券が弱体化することに注意している

「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。

マクロ経済

アジアのHY債のデフォルト見通し：
厳選する姿勢を維持すべき

MONICA DEFEND
リサーチ部グローバル総括



Debora DELBO
新興市場マクロ・ストラテジスト



Claire HUANG
新興市場マクロ・ストラテジスト

アジアのHY債のデフォルト率のピークは、前回の危機よりも低くなると予想されるが、厳選することと、念入りなリサーチはまだ重要だ

新興アジアのハイイールド債のデフォルト率は、Q1には前年の2%未満から3.7%に上昇した。米国/欧州が下方傾向となると予測されていることは異なり、アジア地域のデフォルト率は、今後6ヶ月で現在のレベルで安定すると見ている。これは複数の市場要因に基づいている。

ポジティブな要因としては、アジア地域は2021年にパンデミックから更に回復すると当社は見ている。米国や欧州と比較すると、アジア地域のワクチン接種状況は遅れているが、アジア地域の輸出の回復は地域全体で堅固となっており、収益見通しを支えている。主要中央銀行は、今年中は政策を据え置くと見られるため、世界の金融環境は好ましい状態が維持されるだろう。一方で、短期的には、幾つかの市場要因がHY債を支持するように見える。**この地域のクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) レートは安定しており (GEMで最低)、株式市場のボラティリティは低いままであり、コモディティのモメンタムは回復している。**

しかし、いくつかの要因が信用市場の見通しに影を落とすことに注意すべきだ。まず、アジア地域のHY債発行体の純レバレッジが比較的高いことだ。これは中国の不動産デベロッパー企業のシェアが大きいからだ。このセグメントは2020年に新規発行をけん引したが、満期は2025年以前が大半を占める (> 50%)。更に、アジア地域の平均信用等级付けはGEM(世界新興市場)でも最悪であり、すでに高い水準にあるスプレッドが更に拡大する可能性もある。最後に、同地域の短期的な借り換え圧力もEMの中で最も高くなっている。

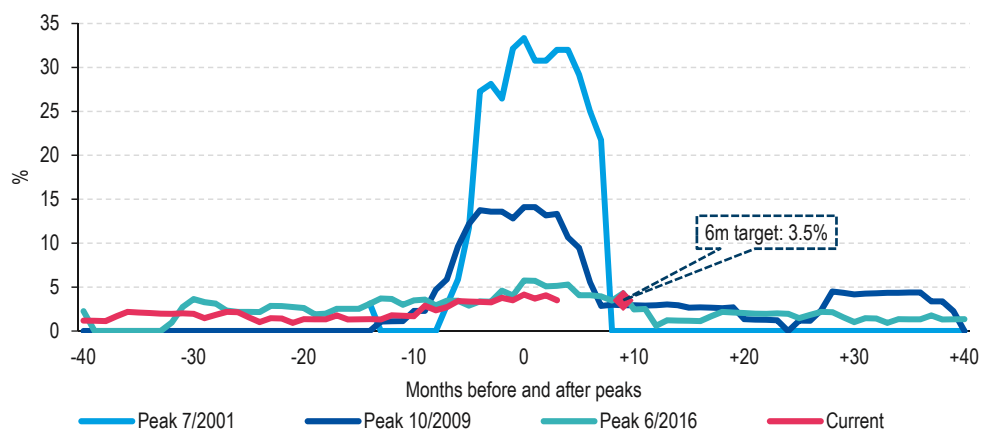
中国が量的緩和を縮小していることも、これに拍車をかけているため、社債セクターにさらなる圧力となっている。景気回復が力強いペースで続く中、政策の焦点は債務のリスク管理に移行している。金融政策は2020年5月から正常化し始めている。マクロ・レベルでのレバレッジを管理するという全体的な目標によって、融資の伸びは減速している。

さらに重要なことには、政策者は住宅市場での引締めを継続しており、デベロッパーへのより厳しい資金調達ルールを導入し、地域レベルでの投機的な購入需要を制限している。信用政策が引き締められたことは、中国のデフォルト率の上昇をもたらした。

最近IG債の分野におけるデフォルトの可能性は、全体的な市場心理に圧力をかけるもう一つのショックとなっている。ホワロン・アセット・マネージメント(中国華融資産管理会社)は中国財務省が57%を所有する4つの国営の「バッドバンク」の一つであるが、同社は2020年の財務諸表の公表を延期した。報道によれば、同社は現在再構成の過程にあり、このことがオンショアおよびオフショアの債券保有者に影響を与えるということだ。ある時期、市場は最悪のシナリオで価格付けを行い、ホワロン社のオフショアでの米ドル建て社債を大幅に割引いた価格で取引していた。金融規制当局による最近のコメントはポジティブなものであったが、支援の範囲は不明であり、状況は流動的なままだ。ホワロン社(1,700億米ドルの負債を抱える)の体系的な重要性を考えると、手続きは慎重でゆっくりとなる可能性が高い。したがって、結果に関係なく、この事例は何か月間も長引く可能性があり、中国の信用市場でのリスク回避を長引かせるだろう。

その結果、他のアジア経済への投資撤退が行われる可能性が高いと当社は考える。アジアは異質な地域であり、内需と輸出の両方が市場を牽引していることを考えると、差別化と厳選することが非常に重要だ。投資家は、リスクがある地域を回避し、アジアの信用における選択的な機会を活用するために、ボトムアップの信用選択とファンダメンタル分析に引き続き焦点を当てるべきだと考える。

アジアHY債のデフォルト率 (%) : 現在の傾向と過去のサイクル



Source: Bloomberg, Amundi Research, April 2021. Data for ICE BoFA EM High Yield Corporate Asia Index from Bloomberg.

マルチアセット

「ローテーション」を使って、次の回復の波に乗る



MATTEO GERMANO
マルチアセット部総括

当社は「リスクオン」の姿勢と信用よりも株式を選好することを確認する。経済データやCB(中央銀行)による緩和的姿勢と同様、短期的なシグナルは支持的だ。バリュエーションはまだ高価であり、すでに値付けされている高い期待から挑戦を受ける可能性もある。しかし、それらは構造的なリスク軽減のきっかけとはならないだろう。世界レベルで起こっている一連の回復と乖離は、リスク・エクスポージャーが(全体的なリスク予算を維持するも)、**市場の信頼感の進化に合わせた新しいテーマへと移行していることを示唆する**。しかし、当社は一部のセグメントでは過度の高揚感があることを留意しており、今後のデータ次第で、慎重な姿勢をもって市場の倦怠感の兆候を探している。

当社が強く確信しているアイデア

投資家は株式に前向きな姿勢を維持するが、**新興市場を選好する形で**地域間のローテーションをするべきだと当社は考える。当社は、景気動向に連動する市場として日本への前向き姿勢を確認するが、今ではオーストラリアは機会を提供していないと考える。一方で、**欧州の株式は、今では新たな回復の波から恩恵を受ける可能性がある**。ワクチン接種の加速、相対的評価の向上、強力なEPS成長、およびテクニカル要因の強さなどが理由だ。**当社は英国の国内市場に対するポジティブな見解を確認する**。ワクチン接種展開のペースが経済の早期再開につながっているためだ。英国の株式もリフレのテーマ(エネルギー、鉱業、銀行分野へのエクスポージャー)としては魅力的な投資であり、ディフェンシブ株の加重が大きいため、回復への投資としては、コンセンサスに対するクッションとして、非対称のプロファイルとなる可能性がある。**当社は、新興市場株式へのエクスポージャーをいくらか持つことをお勧めするが、今ではその確信度は低くなっている**。短期的には、最近のボラティリティとドル高が逆風であると認識しているからだ。中国株への選好は継続するが、香港ルートを優先する。

確定利付き分野では **当社は米国とEU両方の名目金利についてニュートラルな姿勢を維持するが、米国のインフレにはポジティブ**だ。1.9兆米ドルの救済パッケージの承認を受けて、リフレ・トレードはさらに活発になる余裕があると考えられる。

欧州周辺国については、当社は**ドイツ国債30年物と比較すると30年物イタリア国債のスプレッドに前向き**だ。これはテクニカル要因とバリュエーションが支持的であることと、3月のECBの資産購入が増加したことによって債券のボラティリティが制限され、投資家に長期デュレション・セグメントでの利回りの追及を促す可能性があるからだ。当社は**EM債務についてはやや建設的な姿勢を維持する**。しかし投資家は高い成長/インフレのリスクに対する保護が必要だ。

確定利付き債の配分については信用に確信を持っている：バリュエーションは高くなっているが、テクニカル要因、レバティフ・バリュー、欧州に関しては信用指標の組み合わせに基づけば魅力的である。この確信は、3月にECBが社債購入額を増加したことに基づいている。一般的には、当社は **IGよりもHY債権に投資することをお勧めする**。これらHY企業の資金調達コストは史上最低に近いまま維持されているからだ。**米国とEUのHY市場は短い平均デュレションを謳歌している**。

投資家はまた**通貨を通したリフレ・トレード**をすることもできる。たとえば、USDよりCADを選好し、EURとCHFに対してNOK、GBP、CADを選好することだ。**コモディティ通貨は、米国の利回りの上昇が低利回り通貨にとってネガティブな要因となるため、回復期には引き続きアウトパフォームするはずだ**。**新興市場のFXについては、選択的であることが重要だ**。たとえば、当社は米国とメキシコの強い経済関係からメキシコ・ペソを選好する。またファンダメンタルズが支持的であるため、ユーロに対してルーブルを、中国がアジア諸国間の貿易における地政学的な主要推進力であるため、また韓国経済が世界的な半導体サイクルにさらされているため、EURに対して、中国人民元と韓国ウォンを選好する。

リスクとヘッジング

主なリスクは、米国の金利の異常な上昇がもたらす。これは欧州の金利に影響を及ぼし、スプレッドがすでに非常に縮小されている価値を損なう可能性がある(IG)。したがって、投資家はこれらの分野で、何らかの保護策をとる必要がある。

次のリフレ・トレードの波から恩恵を受けるために、株式エクスポージャーを欧州に移行する機会、そして信用分野ではハイ・イールド債を選好する機会があるだろう。

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通し、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、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)。

確定利付き資産

ファンダメンタルズは向上するが、乖離が生じる

ERIC BRARD
確定利付き資産総括YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル総括KENNETH J. TAUBES
米国投資運用CIO

景気回復は加速しているが、中央銀行が緩和的姿勢を維持する限り、デフォルト率のピークは、すでに脱している可能性がある。

米国債10年物の利回りの急激な上昇、イールドカーブのスティープ化、インフレ期待の迅速な再評価はすべて、米国経済の力強い加速とインフレの上昇の見通しを反映している。**市場は、おそらく金利上げに関して、FRBへの期待を早く再評価し過ぎた。**そのため、短期的には利回りの上昇は**休止されるかもしれない**。しかし、当社は米国での景気の過熱や政策ミスリスクがあることを認識する。それは、特に下半期での**より高い金利**となって現れる可能性がある。投資家は**DM(先進市場)金利とEM(新興市場)債務間の乖離**に投資することもできる。特にIGではバリュエーションが割高になっているが、信用は循環的な回復では選好される。

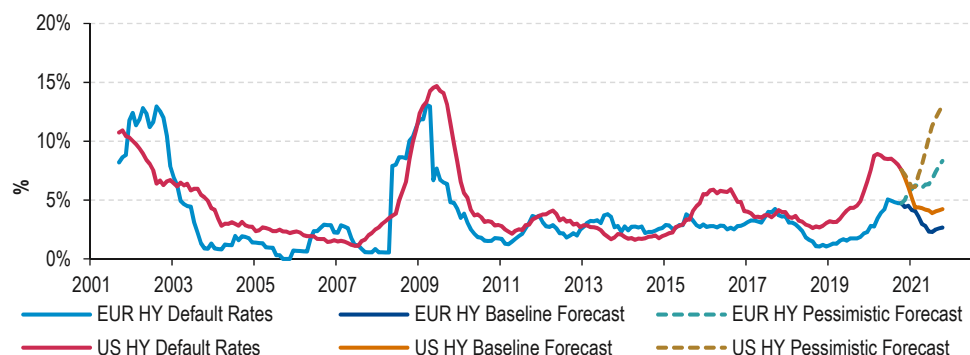
グローバルおよび欧州の確定利付き資産

EUにおける金利の上昇はECBの懸念材料であるため、ECBは最近、金融環境を引締める輸入された状況を回避するために、資産購入を強化した。**ECBの役割は、信用市場にとっても重要だ。EUの信用市場におけるファンダメンタルズは緩やかに改善しているが、すでに十分回復している抵抗力あるセクターと、小売り、ゲーム、建築資材など信用度が低く、Q2/Q3の業績が予測より悪化すれば更なる圧力に直面する脆弱なセクターとの乖離が明らかになっている。**グローバルな見解としては、**短いデフレーション(特に米国債)を支持する論拠はさらに強くなった。それは米国と欧州の損益分岐点についても言える。**当社はEUの周辺国とイタリアの債務への選好を維持する。これらの国は同等の国と比べてスプレッドが縮小する余地があるからだ。まだ困難な状況を考慮して**EM債務については、当社はより慎重なアプローチを取っている。**

米国の確定利付き資産

投資家は、柔軟で短期のデフレーション管理を維持し、市場のボラティリティを考慮し

ハイイールド債のデフォルトの見通し



Source: Moody's, Amundi, as of 31 March 2021. Forecasts start from April 2021.

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。

ながら、ポジションを追加する機会を利用する必要がある。米国債への見解は慎重であるが、当社は魅力的な分散投資商品として米国物価連動債(TIPS)と政府機関系住宅ローンを選好する。これらはFRBの関与が維持される限りチャンスを提供すると見る。**当社は 信用にはポジティブな見解を維持する。**豊富な流動性、低い借入金利、力強い収益、そして経済再開が始まったことなどが要因だ。しかし、投資家は、高金利や高ボラティリティ・セクターへの感度を制限し、バリュエーションが割高となっている場合は、リスクをゆっくりと減らす必要がある。デフォルト率が改善しているため、HY債はIG債よりも優れた機会を提供するが、商品の選択に重点を置くことが重要だ。当社はまた、消費ローンや住宅ローンについても前向きな姿勢を維持している。しかし、ボラティリティが高く流動性が低いことを考慮して、選択性を維持する。

EM(新興市場)の債券

当社は慎重な姿勢を維持し、LC(現地通貨建て)債は、現時点でより脆弱であると考えられる。EMの金利については、強気のサイクルは過ぎたと考える。3月には、EM 中央銀行(ロシア、ブラジル、トルコ)が、インフレ圧力を抑えるため最初の利上げを行った。LC債は安価でないため、依然として精選することが重要だ。当社はHCに対してよりポジティブだ。フロンティア市場で厳選した機会を探しているが、トルコ、ブラジル、ウクライナには特異なリスクがあるため、慎重な姿勢を維持している。

FX

短期的には、ほぼすべての通貨に対して、米ドルがサポートされると予想する。コモディティ主導の通貨(CAD/AUD/NOK)はさらに上昇する余地があるが、EURと円には慎重だ。

株式

株式収益率は利益がけん引する



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CIO

収益の伸びは、今後1-2年は堅調に推移すると予想され、市場がファンダメンタルズへの注目を新たにすれば、株式投資収益を高めるだろう。

全体的な評価

景気回復への信頼感が株式市場の主な推進力であり、緩和的な金融環境とインフレ上昇が一時的である環境で、市場は強い収益成長を価格に組込んでいる。おそらくQ2には、**株式に対してポジティブではあるが、勢いが弱まった環境で加速のピークを迎えるだろう**。リフレ・トレードは引き続き**循環的な市場、小型株、バリュース株へのエクスポージャー**を支えるだろう。これは強力なEPSサイクルの回復によって支えられている。当社はまた**配当への焦点が戻ってくる**と見る。全体として、2021年以降も2年程、収益の伸びは2桁のペースで続く可能性があるかと見ている。しかし、収益の回復がコンセンサスとなった今では、これ自体が、債券利回りの持続的な上昇と共に主要なリスクとなっている。そのため、投資家は積極性を維持し、ファンダメンタル分析に焦点を当てる必要がある。

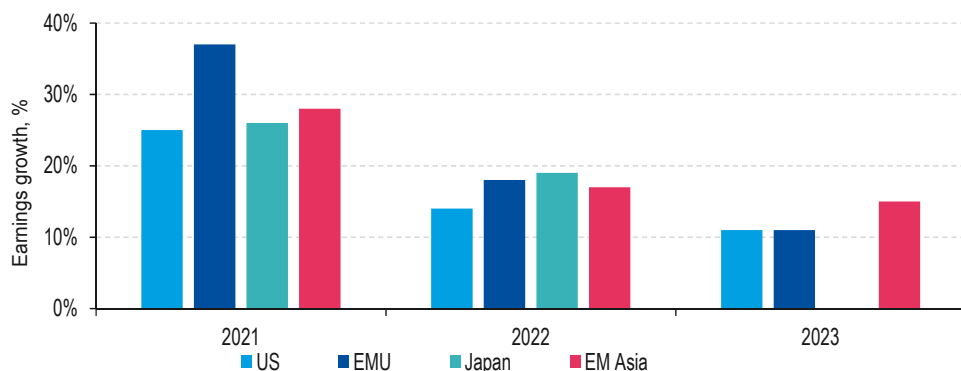
欧州の株式

Q1の経済指標は低調であったが、今後の四半期における経済再開へのロードマップと収益の加速は**セクター間の相違はあるものの堅調である**と見る。旅行やレジャーなどの夏の活動に最も敏感なセクターは、ワクチン接種が遅れているため、まだ困難な状態であるが、世界経済の回復に最も関連が強い循環セクターは引き続き好調だ。一方、当社は製薬および飲料セクターで、魅力的なバリュエーションを持つディフェンシブ株を模索している。スタイルの観点から言えば、バリュース株と循環株はまだ重要なテーマであるが、強力なバランスシートに焦点を当てることが引き続き重要だ。最後に、**米国のインフラ政策が、当社がすでにポジティブな見解を持っている欧州の原材料、工業、代替エネルギー・セクターへの投資機会を提供するだろう**。

米国の株式

米国経済は明らかに加速しており、米国のインフラ政策は2022年にも米国経済の

堅調な収益見通し



Source: IBES consensus, Amundi, EPS in USD for country group (World AC, EMU, Emerging...). MSCI Indices as at 31 March 2021. Japan data for 2023 is not available.

ゴルディロックス（程良い）状況をさらに延長する可能性がある。セクター間の分離は大きくなっているが、**これは大きなローテーションが起こっている兆候だ**。グロース株とのバリュエーションの差が大きいため、循環・バリュース株へのシフトはまだ維持されている。2021年後半には、循環株の収益が改善し、イールドカーブがスティープ化する可能性がある。**監視すべきリスクは法人税率の引上げだが**、これは現在、市場で過小評価されている。市場は現状に満足しており、税率はわずかに上昇すると予想している。これらの見解を反映するため、**当社は優良な循環・バリュース株への前向きな姿勢を維持する**。特に、金融とエネルギー、そしてCovid-19危機から直接の影響を受けた消費材など。しかし、厳選するアプローチはますます重要になっている。なぜならバリュエーションが割高になっているにもかかわらず、一部のバリュース株では回復が価格に織り込まれていないのに対して、他のセグメントはすでに価格に織り込まれているからだ。同時に、当社は、**グロース株に非常に慎重な姿勢を維持し**、また、非常に悪化したバリュース株へのエクスポージャーを最小限に抑えている。**ESGテーマも勢いを増すはずだ**。これはバイデン大統領の政策、バリュース・セクターのエネルギー転換政策、そして社会的な不平等というトピックが最前線にあるためだ。

新興市場の株式

EM(新興市場)の企業は、グローバル/EMの成長回復、収益の活性化、および資金流入の上昇から恩恵を受けるだろう。しかし、米国の利上げの速度、新興国でのワクチン接種展開への失望、および地政学的緊張の可能性(ロシア/ウクライナなど)に関連するリスクを引き続き監視している。現時点では**安価なEMEA諸国と中南米を選好する**。国レベルで確信しているのは**インド、ギリシャ、ロシア**である。当社は**グロース株よりもバリュース/循環株への投資を増やしている**。

テーマ別 グローバルな見解



DIDIER BOROWSKI
グローバル・ビュース総括



Pierre BLANCHET
投資インテリジェンス総括

1980年代の半ば以降、マクロ経済のボラティリティが低下したのは、「良い政策」と「幸運」の両方によるものだった

グレート・モデレーションの終焉とボラティリティの復活

1980年代半ば以降、マクロ経済のボラティリティは戦後最低水準にまで低下した。Covid-19危機は、近代史上最大の経済ショックの一つをもたらし、「グレート・モデレーション」を終わらせた。それは、経済的なボラティリティが高く、高インフレとなる体制への移行のターニングポイントとなった可能性がある。これらの要因は、過去20年間よりも高い金融市場のボラティリティにつながる可能性がある。

1980年代半ば以降の経済成長率とインフレのボラティリティは、ほとんどのOECD諸国で戦後の最低水準まで低下した。「グレート・モデレーション（大いなる安定）」と呼ばれるこの期間を説明するために、多くの要因が考慮されている。

第一に多くの構造的な変化が起こったこと：

(i) ますます高度化するコンピューター技術により、企業の在庫管理を最適化できるようになった。(ii) 金融市場の発展と規制緩和により、企業が投資資金を調達することが容易になった。(iii) 先進国の産業経済からサービス経済への移行が、景気循環をスムーズにするのに役立った。(iv) 世界貿易の成長と資本の移動が自由になったことで、経済の柔軟性が高まり、経済がより安定した。

第二に、経済政策での進歩が見られたこと。特に、中央銀行は更なる独立性を獲得し、物価の安定性を確保するという主要な責任を果たす能力が改善された。中央銀行の行動の透明性が高まり、市場とのコミュニケーションも改善した。このような進歩の結果は、インフレ期待を安定させる力となっている。

最後に、外因性のショックが更に稀になり、不安定性が軽減された。つまり、マクロ経済のボラティリティの低下は、「良い政策」と「幸運」の両方によるものだという事だ。驚いたことに、世界金融危機は「グレート・モデレーション」を終わらせることがなかった。たとえば米国では、Covid-19危機の前の10年間ほど、生産活動のボラティリティがなくなったことはなかった。

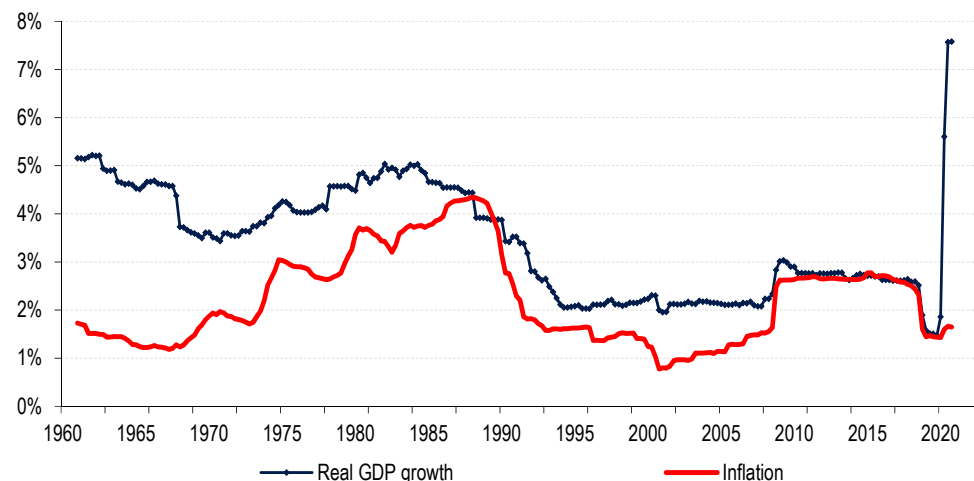
しかし、グレート・モデレーションに導きたいいくつかの要因が、将来反対方向に作用するかどうかには疑問の余地がある：Covid-19危機を受けて、幾つかのバリューチェーンが再び自国内に戻ってくる、パンデミック時のサービス・セクターの脆弱性、インフレ上昇への期待は、すべて浮き沈みが多い景気サイクルへの要因である。

これが、「財政支配」という不安定な状況につながる可能性がある。この状況では、拡張的財政政策と緩和的金融政策の組み合わせで、債務負担を軽減しようとする。しかし、この状況ではインフレ圧力を抑制すると同時に金融システムの安定を維持しなければならないため、中央銀行を困難な立場に追い込むことになる。つまり、政策ミックスが、景気循環的な変動を過去と同じくらい効率的に取り除いてくれるかどうかには疑問が残る。

公的債務の増加とインフレは、安定化政策の障害となる可能性がある。Covid-19危機で、民間および公的債務の水準は更に高くなり、第二次大戦末期に到達したピークを上回った。今後、債務水準が上昇すれば、内需を抑える可能性がある。インフレはレバレッジ解消を促進する上で歓迎されるが、特にインフレ期待が十分に抑制されない場合、中央銀行の立場を難しくする可能性がある。

マクロ金融の観点から見れば、債務の蓄積は形勢を一変させる要素となる。金融引き締めが急激過ぎると（短期および長期金利が上昇）、必然的にリスク資産が反落し、「バランスシート不況」が引き起こされる。

1/ 米国のマクロ経済のボラティリティ（10年債のローリング標準偏差値）



Source: Eikon-Datastream, Amundi Research as of April 2021 (quarterly data available until Q4 20)

テーマ別 グローバルな見解

景気循環の浮き沈みが激しくなると、金融市場のボラティリティが復活することは間違いない

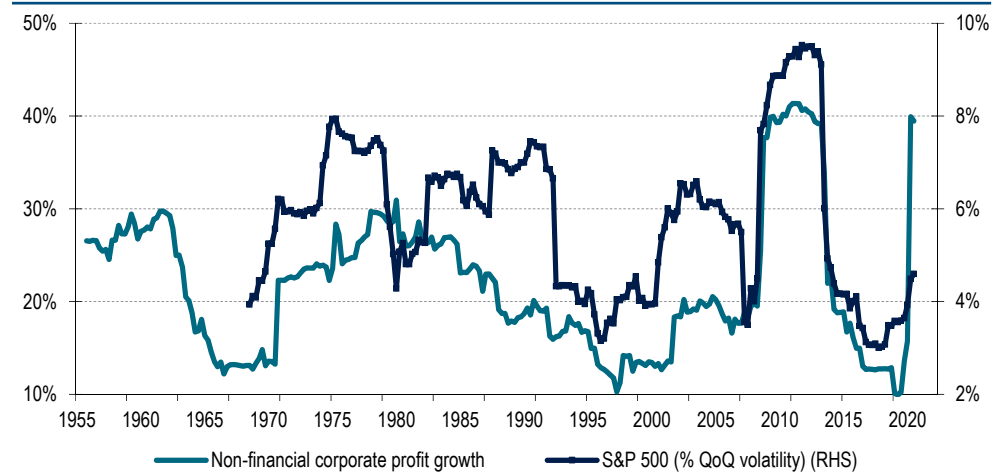
経済が多くの外因性ショック（エピデミック、気候ショック、紛争など）に直面する可能性もあるという事実は言うまでもない。一言で言えば、「良い政策」と「幸運」の両方が同時に消滅する可能性もあるということだ。最近の生産活動のボラティリティが急上昇したことは、同等の大きさの企業収益のボラティリティの上昇をもたらしたが、現時点ではインフレのボラティリティは抑制されたままだ。これまで市場のボラティリティは抑制されていたが、これは超緩和的な政策ミックスとインフレが欠如していたおかげだ。

これは長続きしないかもしれない。景気循環の浮き沈みが激しくなると、金融市場のボラティリティが復活することは間違いない。

市場のボラティリティは、今後も低いままなのか、それとも高くなるのか？

金融市場は昨年、極端なボラティリティを経験した。株式市場が1か月で30%以上下落し、インプライド・ボラティリティは世界金融危機以来見られなかったレベルに達し、VIX指数は80%を超えた。急落の後には強い反発があり、年末までに多くの指数が危機前の

2/ 米国の企業利益 vs. 株式市場のボラティリティ (5年債のローリング標準偏差値)



Source: Eikon-Datastream, Amundi Research as of April 2021 (quarterly data available until Q4 20)

水準に戻った。債券市場も非常に変動が激しい。危機のピーク時には、ソブリン債が力強く回復し、弱気相場がそれに続いた。参考までに、満期が10年以上の国債を総合したブルームバーグ・パークレイズの「US Long Treasury」指数は、前年同期比26%減となっている。同時期に、信用スプレッドはかなり大幅に上下した。石油価格のボラティリティは賞に値する。1か月のWTI契約は1か月で50ドルから15ドルに下落し、その間に事実上マイナス(-40ドル)にもなった。これはクッシングのハブが数日間、前例のない過剰状態に陥ったためだ。このような極端な資産価格の動きは、市場のボラティリティを長期間高く維持したのか？

実際には、そうはならなかった。米国の経済刺激策とワクチン接種の加速を背景に、成長率とインフレ率が予測を上回ったため、2021年のQ1には、債券市場のボラティリティは高く留まっていたが、**株式と信用市場のボラティリティは急激に低下した。**

過去20年間の市場の動向は、資産価格のボラティリティを短期的には急激に押し上げたが、長期的にはボラティリティ体制と平均レベルに変化をもたらすことはなかった。たとえば、欧州を見ると、ブレグジットまたは欧州危機はボラティリティの急上昇をもたらしたが、どちらの場合も、その後すぐに英債券およびユーロ周辺国の債券も含むすべての資産クラスで、実現および予想ボラティリティの両方が急速に低下した。**つまりこれらのショックは単独で市場の**

ボラティリティ高くをリセットするには十分ではなかったということだ。なぜなら、「必要なことは何でもする」という財政および金融政策が投資家の不安を和らげることが出来たからだ。

昨年の資産価格のボラティリティは経済危機によるもので、全てにおいて最上級のレベルであった。それでも、資産クラス間のボラティリティが急速に低下したのなら、ファンダメンタルな状況がその反対の状況になることを阻じたからであり、または、市場参加者が「グレート・モデレーション」がまだ広範に普及していると信じたからだろう。したがって、Covid-19危機が高ボラティリティ体制への転換点となるのは、危機後のこの体制の変化（そしてボラティリティの上昇）の特徴である一つまたは複数の要素を満たしている時のみだ。

総合的な資産価格は、将来「グレート・モデレーション」期よりも、ボラティリティが高くなるだろう。それには次の2つの理由が考えられる。(1) 景気サイクルがより短く、または/および、ボラティリティがより高くなる、(2) 資産クラス間での分散化が低くなる。

1. 「良い政策と幸運」が消滅し、同時に強いリバランスのメカニズムが無しという状況が起こった場合、我々は**より短く、よりボラティリティが高い、もしくは非同期化された景気サイクルを予測すべき**だろう。その結果の一つは、**債券のイールドカーブが不安定となり、フラット化とスティアー**

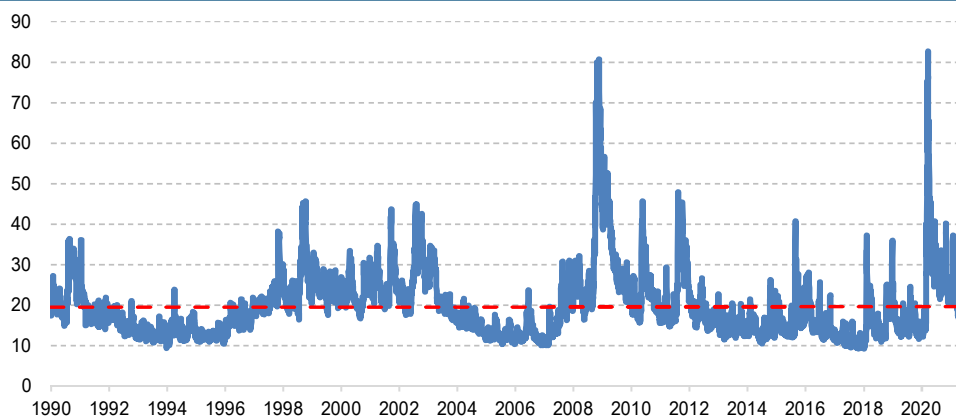
テーマ別 グローバルな見解

過去10年程は、様々なショックが一時的にボラティリティの上昇をもたらしたが、財政および金融政策のおかげで、市場ボラティリティを高くリセットするには十分ではなかった

プ化のサイクルがより短くなるため、割引率が不安定になることだ。景気サイクルが短くなるということは**企業収益のボラティリティが高くなることであるため**、投資家はデフォルト・サイクルが短くなることへのヘッジとして高いプレミアムを要求する。そのため、企業がより長い満期の債券を発行することが難しくなる。このような状況では、ボラティリティのボラティリティが高くなる可能性がある。

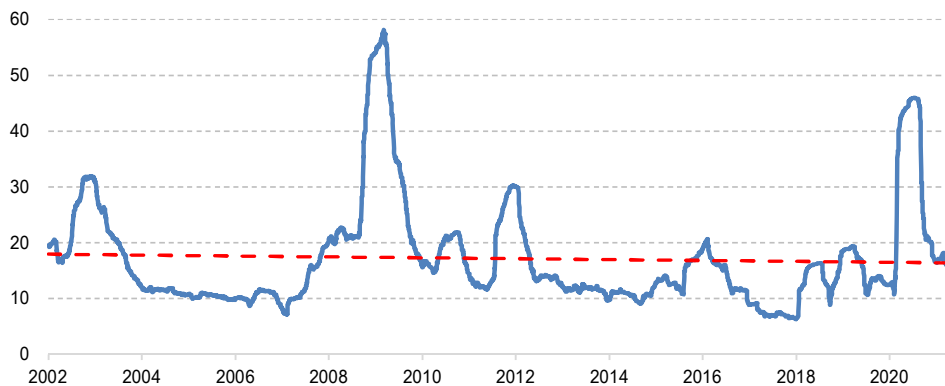
2. 2番目の変化要因としては、**分散化が低くなることだ**。金融市場全体の分散化の主な要因は、ソブリン債と株式には負(逆)の相関関係があるということだ。この逆相関関係は1990年代の半ばに確立されたもので、ショック緩和装置のような役割をしている。中央銀行は、政策金利を下げたり量的緩和を通して長期債券を購入したりすることで、この緩和メカニズムを強調する。しかし、低インフレ体制では、インフ

3/ VIX - S&P500 短期 iVol



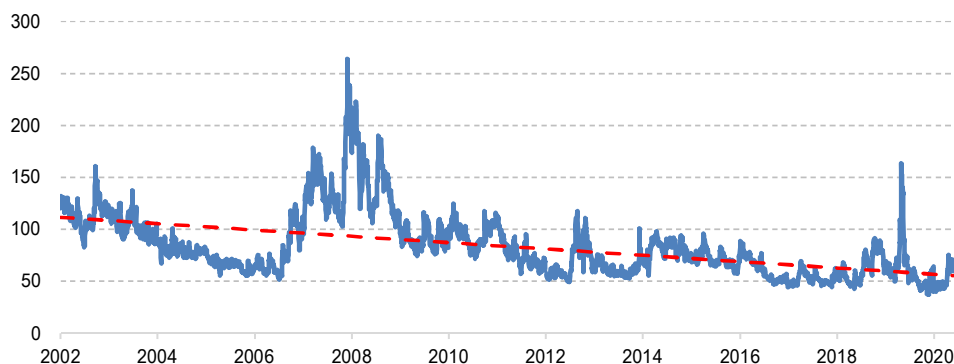
Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

4/ 2002年以降のS&P500の6ヶ月のボラティリティ



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

5/ MOVE指数 - 米国債10年物短期iVol



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

テーマ別
グローバルな見解

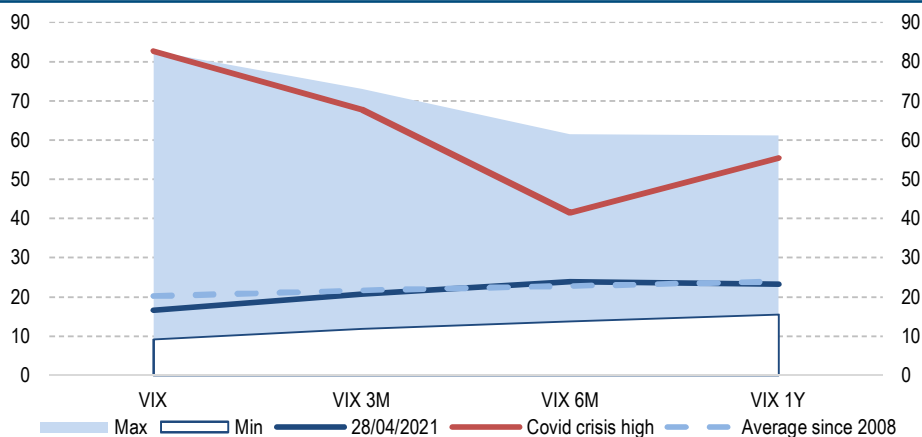
債券のイールド・カーブが不安定になることと株式/債券の相関関係が不安定になることが主な結果となる

レ期待が長期デフレ・トレンド内に抑えられているため、債券/株式間の逆相関関係と金融緩和政策の両方が可能だ。「グレート・モデレーション」が終わるのは、インフレが過去20年間のインフレより高く、インフレ期待が抑制されていない時だろう。このような環境では、**債券と株式のゼロに近いか正の相関関係となる**（例外は株式市場の急落）。中央銀行が緩和的金融政策を長期間維持することは出来なくなり、バランスがとれたポートフォリオは債券の部分が保護されなくなってしまうだろう。したがって、投資家はリスクを低減するために現金を使って、株式のポジションのオンとオフを切り替えるだろう。そのことは株式市場のボラティリティを高くする。

Covid-19 危機は、景気サイクルが高ボラティリティに向かうことの転換点となるか、および/または、高インフレ体制へのシフトとなる可能性がある。これらの要因は、過去20年間よりも高い金融市場のボラティリティにつながる可能性がある。しかし、そのシフトが確実となるまでは、投資家は「グレート・モデレーション」のパラダイムに留まり、資産価格のボラティリティを低い平均レベルに戻すべきだ。

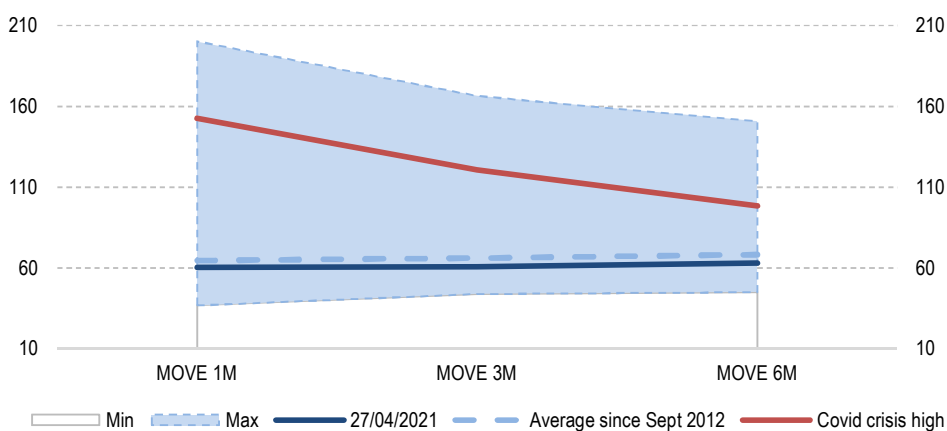
2021年4月30日作成

6/ 2008年以降のS&P500 iVol の期間構造



Source: Refintiv, Amundi Research as of 30th April 2021

6/ 2012年以降の米国債10年物 iVol の期間構造



Source: Refintiv, Amundi Research as of 30th April 2021

中心のおよび代替シナリオ

月次アップデート

ロジスティクスと副作用についての問題が発生してにもかかわらず、ワクチン接種は進展している。当社の中心的シナリオでは、流動性が十分である環境、ファンダメンタルズの改善、そして緩和的金融政策により、株式がアウトパフォームする。ワクチン耐性の変異ウィルスとタカ派的政策によるサプライズ、地政学的な緊張が主なリスク源である。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、欧州全体で、スタグフレーションの圧力がかけると当社は予測する。

時間の経過とともにリスクのバランスは変化するだろう。ポートフォリオのリスク回避をするにはまだ時期尚早だが、マクロとミクロのファンダメンタルズはまだ改善と加速を続けているため、政策ミスや有害な事象が起きる可能性は低くなっていると当社は見ている。

下振れシナリオ

10%

多面的な圧力

分析

- ❖ ウィルスの遺伝的進化で、感染が急増し経済成長が逆戻りする。封鎖措置が2021年4Qまで続き危機が長引く
- ❖ ワクチンの副作用および/またはワクチンの不足が長引いたことが、人々の信頼を損ね、世界的な見通しを低下させる
- ▲ 非常に景気循環的な米国の政策は、結果的にインフレ期待を不安定にし、金利、米ドル、および/またはコモディティ価格の上昇を引き起こし、高リスク資産を不安定にし（ボラティリティショック）、金融システムの安定化を損ねる。金融環境が引締められ、経済および財政の脆弱性を悪化させる
- ▲ ユーロ圏は経済回復を再開することができず、一部の国はスタグフレーションのスパイラルに陥っている
- 成長の欠如が債務の持続可能性を妨げる
- 中国の成長が鈍化し、それがDM経済にも波及
- 地政学的均衡のリバランスは、保護貿易主義と脱グローバル化につながり、貿易とグローバルなバリューチェーンに悪影響を及ぼす

市場への影響

- 現金、米ドル、米国債を選好
- 最小ボラティリティ戦略をとる

中心的シナリオ

70%

マルチ・スピードの回復

分析

- ❖ 2021年1Hには大規模なワクチン接種計画が始まるが、地域によって不均一ワクチン接種の進展が遅い、または新し経済封鎖のため、EMの成長は脆弱で、欧州でもその傾向が強くなる。
- ▲ 政策による後押しで、マルチ・スピードの回復が可能になり、新興市場と先進市場(米国がけん引)間の成長プレミアムの格差が縮小
- ▲ 先進諸国での政治的コミットメントと財政政策が動員されたにも関わらず、EUでの実行は希薄化される可能性が高い
- ▲ 当分の間、緩和的な金融政策と財政政策が、引き続き経済の回復を支え、デフレ・リスクを避け、債務/GDP比率を安定させる
- それぞれのスピードは異なるものの、企業収益のモメンタムはポジティブで、支払い能力リスクを軽減する
- ❖ Covid-19危機が所得と富の不平等を悪化させ、社会的・政治的緊張が高まる
- マクロとミクロのファンダメンタルズのポジティブな勢いは一時停止となる。もし何かが間違った方向に向かえば、リスク資産の過剰なバリュエーションとテクニカル要因が戦略の余地を減少させる

市場への影響

- クロス・アセットの観点では、HY信用から株式へのローテーションが進んでいる。バリュー株と循環株のアウトパフォーマンスは続いている。株式と通貨を使ったバーベル・ポジショニングを選好
- 米国債の利回り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
- 収益が上昇しているEM株式と債務で成長とインカムへの投資を維持。EMのハード通貨建て債務は選択性を維持
- インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債を選好する

上振れシナリオ

20%

持続可能で包括的な回復

分析

- ❖ 集団予防接種により2021年1H末までに公衆衛生の危機が解決され、2021年H2には、完全な世界的景気回復が可能となる
- ▲ 不確実性が低くなり、政策が実体経済と金融市場に波及し、製造業とサービス業の間のギャップを埋める
- ❖ 可処分所得が増加したことで、貯蓄は消費に回り、成長/インフレの好循環を可能にする(世界的な経済の過熱はなし)
- ❖ 包括的で持続可能な成長は、格差ギャップを減らすための政策支援の必要性を減らす
- ❖ 米国の雇用市場が予測より早く回復しているため、賃金への圧力が上昇
- 新しいデジタルおよびグリーン分野の開発により中期的に生産性が向上

市場への影響

- 成長とインフレ期待が急上昇すると、米国債のイールド・カーブは、スティープ化する
- 景気循環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
- インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債を選好する

*下振れシナリオは一つではない。ここでは、当社が特定した多くの下振れリスク要因を考慮している。これらは、成長の逆戻り、そして/または、高いインフレ圧力の可能性の組合せを考慮しているとは限らない。したがって、市場で新たなボラティリティを生み出す。一部のリスクは「外因性」(パンデミックの動向、ワクチンが入手できるかどうか)であるが、その他は、すでにこの危機、および/または経済政策に直接関連している。ワクチン接種の進展のおかげで、ウィルス関連のリスクは時間の経過とともに減少するはずだが、「上位リスク」で言及されているリスクは、今後12~18か月の間に起こる確立が高い。

上位のリスク

月次アップデート

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。当社は「中心的シナリオ」のナラティブとリスクを変更していない。

経済的リスク
15%

- ワクチン接種問題を伴うパンデミック2.0
 - 予期できないワクチンの副作用やロジスティックの問題は、投資家やビジネス感情に非常に悪い影響を与える
 - 既存のワクチンが効かない1つまたは複数の変異株は、景気回復を損なう
- 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
- 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
- インフレの復活と2回目の「テーパー・タントラム」
 - パンデミックが改善すれば、インフレ圧力が高まる可能性がある
 - インフレ期待が高まるにつれ、量的緩和プログラムが問題となる可能性がある
 - インフレの動態と中央銀行の反応関数は、特にインフレが多くの中央銀行の目標に近いEMにおいて、不確実性の原因となる可能性がある
 - FRBがQEを早期に終了する、または意思の伝達を間違えた場合、2013年と同様の2回目のテーパー・タントラムにつながる可能性がある

財政的リスク
20%

- 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。
- 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による保証制度が撤回されれば、景気後退の規模がソルベンシー・リスクを増大させる。
- 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（単一商品の輸出業者、観光業）も、国際収支危機に直面し、デフォルト・リスクを増大させる可能性がある
- 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) 米ドル安となれば、FRBがAPP（資産購入プログラム）を停止し、国債市場に悪影響を及ぼし、EZと日本にデフレをもたらす、EMの回復を損なうだろう。
 - (2) 米ドル高となれば、米国債の高利回りがユーロ圏の債券市場に波及するため、EM諸国に打撃を与える可能性がある

(地政学的) 政治リスク
15%

- 米中間の冷戦
 - 米民主党は中国に対して強硬路線をとっている
 - いくつかの制裁と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
 - 南シナ海または台湾海峡での偶発的な対立の可能性がある。この海域には中国の航空機が定期的に侵入している
- EM諸国内およびEM諸国間の不安定性 混沌としたウイルス危機管理と食糧価格の上昇を背景に
- 欧州連合の結束を損なう英国のEU離脱後のリスク
 - 2020年は離脱合意が成って終了したが、離脱の実施は予想よりも大きな混乱を招く可能性がある
 - 北アイルランドでは新しい国境管理の問題で緊張が高まる
 - ロンドン金融街（シティ）は、予想よりも早く市場シェアを失うかもしれない
 - 英国は、米国とEU、そして中国との関係での立ち位置を決定する必要がある

+ 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

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・ポイント評価の読み方

- 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

- ユーロ圏の経済活動は、Covid-19による制限からまだ影響を受けている。これはソフト・データと高頻度データの両方で確認されている。製造業がサービス業をしのいでいる。この乖離は国レベルとセクター・レベルの両方で依然として明らかだ。経済が徐々に再開すれば、成長はQ2以降徐々に勢いを増すはずだ。
- 米国の経済活動は徐々に勢いを増している。高頻度データとソフトデータの両方で、製造セクターとサービス・セクターの民間部門の事業活動が持続的に増加していることを示している。新しい財政刺激策が成長を更にサポートする。
- 経済的サプライズの穏やかな反転は続く可能性が高い。コンセンサスが非常に高いままであるため、上振れサプライズの実現がますます困難になるからだ。

ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 現在の市場レベルは、予想される利益の回復の大きな部分をすでに割り引いている。
- 成長が過去平均から一時的に乖離していることについて確固たる議論が続いているにもかかわらず、絶対PEレベルは過去のトレンドを上回っている。
- 最近の金利急上昇の後では、相対的価値指標は、市場が大きく上昇することをそれほど支えていない。



ニュートラル+
資産配分

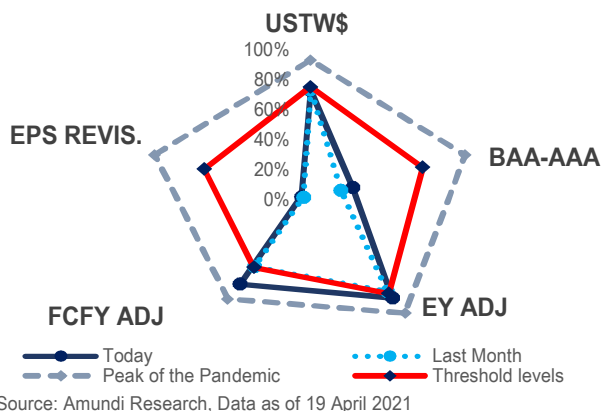
テクニカル要因

- 高リスク資産の全体で、テクニカル要因は依然として複雑で困難なままだ。
- 株式とHY債はまだ妥当なモメンタム・スコアを示しているが（投資家の需要がまだこれらの資産に定着していることを示している）、逆張りのシグナルはオレンジ色（つまり、ニュートラルなエクスポージャー）となっている。これはこれらの資産がオーバーウェイトの領域にますます近づいているということだ。
- 当社のRSIベースのシグナルは、それほど過剰ではないように見えるが、市場が調整局面にあるため、青信号にはほど遠いままだ。
- 金利の上昇が株価収益率に圧力をかけており（システム内の大規模な流動性のせいで過剰になっている）、多くの高リスク市場では明確な方向性がなく、テクニカルな見通しも明らかな兆候はない。

市場心理

- 四半期毎のリバランス（2021年Q1）に関連する混乱にもかかわらず、リスク・センチメントは強さを維持している。
- 全体的な「リスクオフ」の確率は低いままであり、ディフェンシブ株を犠牲にした高リスク資産のオーバーウェイトが起きていることを示唆し続けている。
- 当社の見解では、次の2つのポイントを注意深く監視する必要がある。i) USDが急速に回復したこと（今のところは抑えられている）で、EPSが下方修正され信用リスク・プレミアムが高くなることにはならなかった。それが起これば、当社のCAST指標は現レベルから低下すると予想する。ii) Q1に起こった急激な名目/実質金利の再評価への反応は、金融環境をグローバルに悪化させることはなく、今では過去の水準より過剰となっているようだ（これは市場の自己満足の兆候だ）

クロス・アセット・センチネル基準値 (CAST) は引き続き支持的



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 世界経済のモメンタムは戦術的に休止

- 昨年4月に始まった世界経済のモメンタムへの強い再評価には戦術的な休止が見られる。
- EPSの修正と経済的サプライズは非常に高い水準で頂点に達したようだが、これは期待が既に価格に織り込まれており、最近蓄積されていた楽観的感情を休止する時期がきたという兆候だ。

投資への影響：

- クロス・アセットの分野では、最近の「リスクオン」姿勢を確認するが、名目と相対価値両方のバリュエーションには慎重さが必要だ。
- 最近の米ドルの上昇トレンドは、それが信用分野に波及しEPS修正を引き起こすなら、リスク選好姿勢に影響を与えるだろう。

2 米国のインフレの正常化、欧州地域内での異なる傾向、ブラジルのインフレに注意

- 多くの先進諸国では、2021年末までにインフレがCB（中央銀行）のターゲットに近づくよう設定された。
- 米国のインフレは欧州地域のインフレより早く上昇している。ドイツは最も高いインフレ率となるだろうが、スペインとイタリアは遅れをとるだろう。
- 新興市場のインフレはコスト面で明らかだ。これは通貨安でさらに誇張されている。
- 過去の米国インフレ指標の進展を見ると、当社は2023年までに、正常化（CPIが2-3%の間）からインフレ体制（CPI3-6%間）へと動く確率は高いと見る。

投資への影響：

- 高リスク資産はインフレが「正常」である時に最高の業績を残す。
- インフレ環境では、株式はポジティブな利益（一桁代）を維持するが、中央銀行が引締め政策を再開するにつれて、信用スプレッドは拡大する傾向にある。当然のことながら、インフレ連動債がそのような体制へのヘッジを提供する。

3 循環的なローテーションは今後も継続するだろう。

- Q1の決算発表シーズンからの兆候は有望と言える。ここ2週間ほど予測コンセンサスは大幅に上方に向かっている。S&P500に関しては、IBESの予測は、4月1日の+24%に対して+31%となっている。また、Stoxx600についても、+47%に対して+56%としている。
- 両方の地域で、金融株や循環的な消費財など、昨年最初に打撃を受けたセクターが今では回復をけん引している。これらの暫定的な数字が変動するとしても、この循環的なパターンは維持されると見る。

投資への影響：

- この循環的なローテーションは継続し、成熟しているが、更に先に進む可能性がある。バリュー株は、今後堅調なEPS成長とモメンタムに支えられるだろう。
- 当社は循環的なポジショニングを維持し、EM、EMU、日本、太平洋地域（日本を除く）をオーバーウェイトしているが、米国と英国にはニュートラル、スイスや欧州などディフェンシブな地域をアンダーウェイトしている。

4 中国の成長回復は強いペースで継続、高インフレをとまなわないうり

- サービス・セクターにけん引されて、Q1に減速した経済回復は、再び連続して加速すると当社は見ている。
- 政策側にとっては、成長は懸念材料とはならないため、財政・信用政策を慎重に徐々に縮小し、更に住宅市場的に絞った引締めを行うだろう。
- PBoCにとって、インフレは2021年には問題とならないだろう。財政と融資の勢いが鈍化する中、PPIインフレがQ2にピークに達すると見ている。CPIインフレは202~22年にかけて、徐々に上昇するが、コアインフレは3%未満に留まるだろう。

投資への影響：

- 一過性のインフレ上昇、一連の成長の再加速、そして債券供給の増加は、Q2に政府債の利回りを押上げるだろう。当社は利回りの上昇（ある場合）への投資を選好する。12ヶ月後には利回りが安定維持される可能性が高いからだ。
- 流動性の波は衰退を始めるため、当社は中国の株式市場について選択的に前向きになっているが、グロース株よりも配当株を選好する。小型株も、足元では上振れが大きいだろう。これは広範囲の経済回復から恩恵を受けているためだ。
- 長期にわたるSOE（国有企業）とLGFV（融資平台）の債務不履行リスクが、信用市場に圧力をかけ、リスク回避を長引かせている。

5 日本の2トラック回復は継続し、世界的な設備投資回復サイクル傾向の中で好位置につけている

- 2021年初頭の国内と国外からの機械受注の規模の差が非常に大きいことは、日本経済の回復は、海外の設備投資の需要がけん引していることを示唆する。
- 日本企業の収益は世界の製造サイクルと連動して動く傾向がある。世界の製造業が回復するに連れて、日本の収益率も引き続き回復するだろう。

投資への影響：

- 日本は依然として景気循環的な市場であるため、世界経済の回復から恩恵を受けるだろう。日本円については、キャリー取引への需要が高まるれば円安方向へ向かうだろう。
- 当社はわずかにポジティブなバイアスを維持している。これは日本と欧州が米国と中国と共に世界経済の回復に加われれば、USDへの上昇圧力が低下すると見ているからだ。

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	=		大規模な財政出動による支えと緩和的な金融環境に加えて、蓄積された消費者需要と巨額の貯蓄が米国株式にポジティブな環境を提供している。しかし、投資家は過剰に過熱した分野を避けるべきだ。この分野のバリュエーションはファンダメンタルズによって正当化されていない。投資家はその代わりに、ESGのテーマに厳選された強いバイアスを持ち、バリュー株、循環株、および優良株など市場をリードするローテーションに焦点を当てるべきだ。法人税の動向も注意を払うに値する。
	米国のバリュー株	+		収益見通しの改善とイールドカーブのスティープ化は、経済の正常化から恩恵を受ける循環的なバリュー株（金融などのセクター）を支えるだろう。長期的には、米国のバリュー株は構造的な成長、品質、安定性、ESGへの改善の組み合わせを提供する。
	米国のグロース株	-		金利の上昇と経済の改善は、長期デューレーションのグロース株のバリュエーションに悪影響をおよぼす。その幾つかはすでに非常に割高になっている。この分野では非常に慎重なアプローチをとることをお勧めする。
	欧州	=/+	▲	H2のワクチン接種展開が再加速したこと、経済の改善、そしてEPS予測が欧州株式へのポジティブな姿勢を支えている。欧州の株式は相対的な観点から魅力的に評価されているように見える。しかし、この地域は経済の再開から恩恵を受けるため、セクター間での乖離が見られるだろう。したがって、投資家は選択性を維持し、ファンダメンタルズに焦点を当て、バリューと循環セクターへのローテーションの機会へ投資するべきだ。ディフェンシブ・セクターで、非常に割安なバリュエーションを持つ幾つかの機会が見られる。
	日本	+		当社は、循環株、工業株への見通しを背景に、日本市場への建設的な見解を維持している。これらのセクターは、世界経済の改善と輸出の競争力を高める円安から恩恵を受けるだろう。
	新興市場	+	▼	当社は、特に無傷のアジア新興市場の成長への可能性からEM株式に建設的だ。しかし、短期的には、米ドル高とコロナ感染状況などの逆風があることは認識している。このことは、異質のEM市場では、内需とバリュー/循環株へのテーマが重要であり、厳選するアプローチが必要だ。最後に、中国がより持続可能な成長へ向けリバランスしていることは、EM全体にとってポジティブとなる。
債券プラットフォーム	米国債	-/=		インフレ期待の高さ、高い米国債券、経済の改善の中で、当社は米国のデューレーションには慎重な姿勢を維持している。しかし、利回りはすでに急激に上昇したと見ている。したがって、投資家は市場のボラティリティが上昇した場合、デューレーションを追加するため柔軟な姿勢を維持するべきだ。一方で、米国のインフレとTIPS（物価連動米国債）への支持は強い。当社の米国ポートフォリオでは、米国債には慎重になっている。
	米国IG社債	=		投資家は自らのポートフォリオの金利リスクをモニターし、デューレーションが長いIGを制限すべきだ。全体的にはポジティブであるとはいえ、幾つかのリスクが軽減される可能性があるセグメントのバリュエーションが高くなっているのが見られる。証券化された信用は、消費者の収入と貯蓄が堅調であるため魅力的だが、厳選することが非常に重要だ。
	米国HY社債	=		経済の回復が進み、資金調達コストが低く維持されているため、HY市場のファンダメンタルズとデフォルト率の状況は改善しているようだ。しかし、証券選択に重点をおくことは不可欠だ。
	ユーロ圏の国債	-/=		当社は、欧州中核国の国債には慎重な姿勢を維持するが、ECBは緩和的な金融環境を維持するために、利回りの過度の上昇を容認しないことを認識している。しかし、欧州周辺国の債務（特にイタリア）には前向きだ。最近のPEPP（パンデミック緊急購入計画）で、ECBが欧州市場の細分化を防ぐ支援をすることが確認された。
	ユーロ圏IG社債	=/+		当社はファンダメンタルズと利回りの探求を背景にIGに前向きだが、満期までの期間が短い債務とBBB格付けに焦点を当てている。しかし、今回の危機で最も悪影響を受けたセクターとすでに回復したセクターとの間での乖離が出現しているため、引続き信用の選択が重要だ。この市場ではECBの支えが依然として重要だ。
	ユーロ圏HY社債	=/+	▲	当社は厳選された低格付け銘柄でスプレッド縮小の機会と金融セクターでの相対的価値の探求の機会（金融銘柄の劣後債には前向きだが、上位債には慎重）を好んでいる。しかし、優良銘柄と利回りのバランスをとること、そして質の高い企業と低い企業を区別することが重要だと考えている。
	EM債券HC	=/+		長期的にはハード通貨債務は投資家のインカムへの追及を支えるが、短期的には米国金利の上昇に注意すべきだ。高い収益成長は社債を支えるが、HY債にはスプレッドが更に縮小する余地は（特異な状況以外）は、限られている。当社はフロンティア市場での選択された機会を探す。
	EM債券LC	=		米ドル高に関連するリスクを考慮すると、現地通貨建て債務は脆弱で割高であると考えられる。したがって、選択が重要だ。
その他	コモディティ			ベースメタルを含むコモディティは、2021年の強い経済回復期待とリフレ・トレード投資の結果から恩恵を受けるだろう。これは原油価格にもポジティブだが、原油価格は今後数か月は現在の水準に留まると見る。貴金属の中では、金はFRBのハト派の声明からいくらかのサポートを受けるだろう。
	通貨			最近の米ドル高は金融環境に影響を与えなかったが、当社のモデルでは、米ドルは警戒を要するしきい値に達している。それに関わらず、一時的な米ドルの上げ相場を容認している要素は再調整されると見ている。

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：2021年4月28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、将来起こる事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研究、投資アドバイス、または推薦として受取るべきではありません。本情報は、説明と教育目的のためだけのものであり、変更される可能性があります。本情報は、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 = EM債券、ハード通貨建て/現地通貨建て。WTI = West Texas Intermediate。QE = 量的緩和

先進諸国

マクロ経済の見通し

4/28/2021時点のデータ

年率 平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI, 前年 比, %)		
	2020	2021 範囲	2022 範囲	2020	2021	2022
世界	-3.5	5.7/6.5	3.7/4.5	2.6	2.9	3.1
先進諸国	-5.2	4.7/5.6	3.2/3.9	0.7	1.8	1.8
米国	-3.5	6.5/7.9	3.5/4.4	1.3	2.6	2.5
日本	-4.9	4.0/4.6	1.4/2.0	0.0	0.1	0.2
英国	-9.9	3.8/4.4	4.6/5.2	0.9	1.7	2.0
ユーロ圏	-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	1.4	1.5
ドイツ	-5.0	2.8/3.4	2.6/3.2	0.5	1.8	1.5
フランス	-8.2	4.0/4.6	3.2/3.8	0.5	1.2	1.6
イタリア	-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	1.0	1.4
スペイン	-11.0	3.9/4.5	4.2/4.8	-0.3	1.1	1.2

出典: アムンディ・リサーチ

- **米国**: 非常に緩和的な政策ミックスのおかげで、米国経済は今年半ばにはパンデミック前の水準に戻るはずだ。活動制限の緩和と広範囲にわたるワクチン接種の進展に加えて、貯蓄の蓄積が2021年の当社の成長とインフレ予測へのリスクを提供する。「ビルド・バック・ベター」計画は、10年間にわたり2-4兆ドルのインフラへ投資をもたらし、来年以降のGDPを引き上げ、中・長期的な潜在的な成長を押し上げる。現四半期にはインフレは一時的な要因で過剰に上昇するが、2022年からはパンデミック前よりやや高い水準で安定するだろう。
- **ユーロ圏**: ワクチン接種の進展が重要であることは変わらない。秋から冬にかけてのロックダウンでは抵抗力を見せたが、経済回復はQ1とQ2における制限延長で後退する可能性が高く、浮き沈みが多い回復と非常にゆっくりな経済再開が続くだろう。おそらく今年夏ごろから、大幅な経済的パフォーマンスが見られるだろう。政府は回復が軌道に乗るまで財政支援を続けるだろうし、ECBは緩和的姿勢を維持している。インフレは、一時的な要因でボラティリティが高くなるが上向きに展開する。いずれにしても予測期間の終わりには目標を下回ったままである。
- **日本**: 2021年の日本経済の回復はユーロ圏を上回るが、米国を下回るだろう。世界的な設備投資回復サイクルから恩恵を受ける輸出セクターが、成長のけん引役となると当社は見ている。これは今年の機械受注の急増に反映されていた。しかし、ワクチン接種の進展が遅く、主要都市での感染拡大が繰り返されていることが、内需の見通しに影を落とす。したがって、当社は日本のインフレはゼロに近く維持されると予測する。円安が原因で起こる輸入インフレとコモディティ価格上昇のパススルーは限定的であると見る。
- **英国**: 英国経済は今年Q1には縮小すると当社は予測する。しかし、ワクチン接種が進み、4月半ばまでに人口の50%以上がワクチン接種を受けたことで、政府は行動制限を徐々に解除し始め、6月21日には完全撤廃する予定だ。当社は英国経済がQ2には回復し、今年下半期には強い回復を見せると予測する。インフレ率は通年で上昇すると予想されるが、目標の範囲内にとどまり、支持的な金融政策のスタンスを損なうことなく、最近強化された財政政策との連携で、着実に回復を支えるだろう。

主要金利の見通し

	23-04 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	0.15	0/0.25	0.16
ユーロ圏	-0.52	-0.50	-0.52	-0.50	-0.52
日本	-0.10	-0.1	-0.01	-0.1	-0.06
英国	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

出典: アムンディ・リサーチ

- **FRB**: 3月のFOMCは、経済成長、雇用、インフレの予測を引き上げたが、予測される金利経路に変化は見られず、ドット・チャートによれば、2024年まで利上げはない。FRBは、その新しい反応関数を強調するとともに辛抱強さを示すことを決意しており、インフレが明らかに2%を超え、完全雇用が回復するまで、ほぼゼロ金利を維持することにコミットしている。さらに、今後現れる高いインフレ率は一過性のものであることを改めて表明し、一方で完全雇用を達成することを使命とした。FOMCが今後数か月間でCovidリスク評価を引き下げれば、2021年の成長の前提が上方修正される可能性がある。
- **ECB**: 予想通り、4月の会議では政策に関するニュースは無かった。しかし、ECBはハト派的姿勢を維持し、非常に緩和的な金融政策の姿勢を再確認した。ECB総裁は、今後数か月間、月額約850億ユーロのPEPP購入をするというガイダンスを示唆し、テーパリングについての最終的な議論は時期尚早であるとして却下した。他の管轄区域については、金融刺激策を当面の間維持することを強調した。経済が「パンデミックの橋」をわたり終えるには、まだ長い道のりだからだ。ECB内には刺激策の見通しについて異なる意見があるが、最近の会議では全体的にハト派的姿勢が確認された。
- **日銀**: 日銀は3月の会議で、その政策に幾つかの小さな変更を加えたが、それらは政策の持続可能性を強調するものであった。日銀は、ETFおよびJ-REITを頻繁に購入する政策からの脱却を確認し、10年物国債の利回りを0%+/-25bpという広域で維持し、NIRP（マイナス金利政策）の影響を緩和する助成金プログラムを強化することを伝達した。それ以来、日銀は国債の購入額を縮小し、4月の大部分の取引日にはETFの購入を差し控えた。2021年の世界的な設備投資回復サイクルの中で、輸出主導の経済回復を考慮すると、当社は日銀が平均的に資産購入の削減を続けると見ている。
- **イングランド銀行**: 3月の会合では、政策の変更は見られず、ハト派的トーンが根強かった。しかし、BoEは今後の見通しについて慎重だが楽観的であるように見える。FRBと同様、BoEは最近の債券利回りの上昇については警戒しているように見えない。これは、最近のベイリー総裁のコメントに沿っており、利回りの上昇はより良い成長見通しを反映していることを示唆している。同時に、経済のトレンドが明らかになるまで、BoEは非常に緩和的な金融環境を目標とし、他の政策ツールではなく量的緩和に焦点を当てるだろう。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
FRBのFOMC	6月16日
ECB理事会	6月10日
日銀MPM	6月18日
イングランド銀行 MPC	5月6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

4/28/2021時点のデータ

年率平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI, 前年比, %)		
	2020	2021	2022 範囲	2020	2021	2022
世界	-3.5	5.7/6.5	3.7/4.5	2.6	2.9	3.1
新興諸国	-2.2	6.3/7.1	4.0/5.0	4.0	3.8	4.0
ブラジル	-4.1	3.1/4.1	1.5/3.5	3.2	6.5	4.0
メキシコ	-8.2	4.4/5.4	1.9/3.9	3.4	4.3	3.3
ロシア	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.2
インド	-7.1	9.0/10.2	5.2/6.6	6.6	5.2	6.1
インドネシア	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.1	3.2
中国	2.3	8.9/9.5	4.9/5.5	2.5	1.2	2.4
南アフリカ	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.1	4.6
トルコ	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.7	11.6

出典: アムンディ・リサーチ

- **中国**: Q1のGDPは、昨年の低いベースと比較すると前年同期比で18.3%上昇した。しかし、連続期の前四半期比で見れば、上昇は当社予想で季節調整後のQ1の前期比で1.2%、2020年Q4比では3.4%であった。これは建築とサービス業の活動が低迷したためだ。ワクチン接種の進展しパンデミックが抑制されていることから、当社はサービス・セクターの成長が回復し、今年中には経済全体をけん引すると予想する。消費者需要の回復と労働市場の低迷の改善はコアCPIを徐々に回復させ、豚肉の価格が下落していることから、インフレ総合指数も制御されると見ている。
- **インド**: 4月に一日当たりの感染者数が最高レベルとなり、4月下旬には35万人に達した。日々の移動は大幅に減少しており、ロックダウンの執行はわずかに上昇している。それでも、政府は国レベルでのロックダウンに、第1波時ほど執着する気がないため、経済への影響は2020年の時より制限されると見る。その間にも、ワクチン接種は最近加速されているが、一日当たりの投与量が少ないため、そのペースは低下する可能性がある。国民全体へのワクチン接種が、2022年より前に起こる可能性は低い。
- **ブラジル**: ブラジルではいくつかの変局面が進行中だ。コロナ感染の影響は高い水準にあっても低下に向かっていているが、人の移動は多く、社会的抑制は緩和されている。これで、経済は3月と4月の低迷から脱するだろう。インフレは夏まではピークに達しないと見ているが、目標をかなり上回っている。しかし、連続期のインフレはすでに低くなる傾向にある。良いニュースは、BCBが75bpの利上げを行い、利回りカーブに追いつこうとしていることだ。最後に、部分的な拒否権はあるものの予算は署名されている。
- **コロンビア**: コロナ感染の新しい波で、人の移動の制限の強化が必要となっている。これは1/2Qの成長に圧力をかけるだろう。そうでなければ経済は好調であった。インフレ動態は穏やかであるため、ベース効果のせいで2Qのインフレは目標を上回るが、BanRepは再正常化を急ぐ必要はない。一方で、当局は切望されていた税制改革案の要綱を発表した。これは歳入をGDPの1.4%引上げ (VATと所得税のベースを拡大)、セーフティ・ネットを拡大し、財政規則を強化するものだ。この提案は希薄化されるだろうが、信用格付けがIG以下に下がることを回避するためには、純歳入レベルをGDPの1%にかなり近く維持する必要がある。

主要金利の見通し

	27-04 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	3.90	3.85
インド	4.00	4.00	4.00	4.50	4.15
ブラジル	2.75	5.50	5.00	6.00	5.60
ロシア	5.00	5.75	5.00	6.00	5.20

出典: アムンディ・リサーチ

- **PBoC (中国)**: 債務リスクを解消するための政策は勢いを増している。このことはマクロ・レベルでレバレッジを管理するという重要な目標の下で、2021年には穏やかなレバレッジの解消が見られることを示唆する。特に、規制当局が地域の金融機関が関わるリスクについて警告を発したが、財務当局は、条件付きの地方政府の債務に関する新しい規則を発行し、地方財政をLGFVから分離することを奨励している。融資環境の引締めを背景に、銀行間の流動性は安定しているため、当社はPBoCが過度の引締めを回避して、金利を望ましい水準に固定すると予測する。
- **RBI (インド)**: 4月7日に、MPC (金融政策委員会) は、満場一致で政策レポ金利を4%で保持した。最近、インドはコロナ感染が復活し経済回復が遅れているが、インフレはまだ穏やかだ(コモディティにけん引されたWPIは前年同期比で7.4%に上昇)。国内の経済状態と世界の金融状況を考慮して、当社は今年のインド準備銀行 (RBI) に関する確信を改めて表明する。流動性に関して、RBIは2021-22年の戦略を打ちだし、政府証券の流通市場での購入プログラムを導入した (G-SAP 1.0)。
- **BCB (Brazil)**: 3月の利上げは予想を上回り (75bps vs 50bps) 2.75%となった。加えて、BCBは5月5日に行われる次の会議で同等の利上げを行うことを事前に発表した。BCBによれば、この前倒しの利上げは、2022年の目標を上回るインフレの急上昇 (主にベース効果とエネルギーがけん引) を避けるために必要であった。しかし、重要なのはBCBが今の調整を単なる再正常化の一部であると見なしていることだ。当社は部分的に同意するが、金利上昇のスピードは加速しており、インフレ圧力とインフレ期待が高まっているため、今年の新中立的水準 (5.5%) に近づくと見ている。
- **CBR (ロシア)**: 4月23日にCBRは政策金利を再び50bps引上げ5%とした。これは予測よりわずかに高かった。CBRは、報道発表で、この決定につながる幾つかの要因に言及した。それらは予想よりも早い内需の回復、外需の見通しが改善したこと、インフレ期待とインフレ促進リスクの高まり、などだ。3月のインフレは5.8%であり、4月は5.5%になると予測されている。CBRの声明はよりタカ派的で、政策金利を更に引上げかどうかはまだわからない。インフレは、H1の後半から2022年の間に、4%の目標に戻ると期待されている。当社は今後12ヶ月で100bp以上の引き上げはないと予測する。

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	5月20日
RBI	6月4日
BCB Brazil	5月5日
CBR	6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4月28日)

年率平均(%)	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	-3.5	6.5/7.9	3.5/4.4	1.3	2.6	2.5
日本	-4.9	4.0/4.6	1.4/2.0	0.0	0.1	0.2
ユーロ圏	-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	1.4	1.5
ドイツ	-5.0	2.8/3.4	2.6/3.2	0.5	1.8	1.5
フランス	-8.2	4.0/4.6	3.2/3.8	0.5	1.2	1.6
イタリア	-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	1.0	1.4
スペイン	-11.0	3.9/4.5	4.2/4.8	-0.3	1.1	1.2
英国	-9.9	3.8/4.4	4.6/5.2	0.9	1.7	2.0
ブラジル	-4.1	3.1/4.1	1.5/3.5	3.2	6.5	4.0
メキシコ	-8.2	4.4/5.4	1.9/3.9	3.4	4.3	3.3
ロシア	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.2
インド	-7.1	9.0/10.2	5.2/6.6	6.6	5.2	6.1
インドネシア	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.1	3.2
中国	2.3	8.9/9.5	4.9/5.5	2.5	1.2	2.4
南アフリカ	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.1	4.6
トルコ	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.7	11.6
先進諸国	-5.2	4.7/5.6	3.2/3.9	0.7	1.8	1.8
新興諸国	-2.2	6.3/7.1	4.0/5.0	4.0	3.8	4.0
世界	-3.5	5.7/6.5	3.7/4.5	2.6	2.9	3.1

主要金利の見通し

先進諸国

	23/04/2021	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	0.15	0/0.25	0.16
ユーロ圏	-0.52	-0.50	-0.52	-0.50	-0.52
日本	-0.10	-0.1	-0.01	-0.1	-0.06
英国	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

新興諸国

	27/04/2021	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	3.90	3.85
インド	4.00	4.00	4.00	4.50	4.15
ブラジル	2.75	5.50	5.00	6.00	5.60
ロシア	5.00	5.75	5.00	6.00	5.20

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	23/04/2021	当社予想 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	先渡 6ヶ月先
米国	0.16	0.15/0.25	0.31	0.20/0.35	0.46
ドイツ	-0.69	-0.70/-0.50	-0.72	-0.70/-0.50	-0.73
日本	-0.13	-0.20/-0.10	-0.15	-0.20/-0.10	-0.16
英国	0.05	0/0.25	0.12	0/0.25	0.22

10年物 債券利回り

	23/04/2021	当社予想 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	先渡 6ヶ月先
米国	1.58	1.5/1.8	1.70	1.8/2.0	1.84
ドイツ	-0.25	-0.40/-0.20	-0.19	-0.20/-0.0	-0.14
日本	0.07	0/0.20	0.11	0/0.20	0.15
英国	0.76	0.7/0.9	0.90	0.9/1.1	0.99

通貨の見通し

	26/04/2021	当社予想 Q3 2021	コンセン サス Q3 2021	当社予想 Q1 2022	コンセン サス Q1 2022
EUR/USD	1.21	1.18	1.20	1.16	1.22
USD/JPY	108	112	108	114	107
EUR/GBP	0.87	0.84	0.85	0.86	0.86
EUR/CHF	1.10	1.12	1.11	1.12	1.12
EUR/NOK	10.02	9.64	9.90	10.16	9.80
EUR/SEK	10.13	9.97	10.00	10.31	9.87
USD/CAD	1.24	1.22	1.25	1.26	1.25
AUD/USD	0.78	0.80	0.78	0.75	0.79
NZD/USD	0.72	0.72	0.73	0.68	0.74
USD/CNY	6.49	6.50	6.50	6.60	6.42

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

– 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。

– 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

ASSET CLASS VIEWS

**Asset Classes Views: Climbing the hill (12-03-2021)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment, DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Head of Quant solutions

SHIFTS & NARRATIVES

**Shifts & Narratives #2 - Inflation: something deep awakens (26-04-2021)**

Monica DEFEND, Global Head of Research - Vincent MORTIER, Deputy CIO - Bastien DRUT, Senior Strategist at CPR AM - Francesca PANELLI, Investment Insight Unit - Tristan PERRIER, Global Views Analyst

Shifts & Narratives #1 - Do not give up on fundamental valuations (09-04-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS

**Why now is the time for active management in US equities (27-04-2021)**

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - Dino DAVIS, CFA Client Portfolio Manager - Equities - Alec MURRAY, Client Portfolio Manager - Equities

Temperature scores: an innovative tool for ESG fundamental investors (13-04-2021)

DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Division - Joan ELBAZ, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

Why investors should look at Indian assets (06-04-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Alessia BERARDI, Head of EM Macro and Strategy Research

Allocating to real and alternative assets: a framework for institutional investors (06-04-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - TAZE-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

Dollar: short-term bull, medium-term dull? (02-04-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - CESARINI Federico Head of DM FX Research, Cross Asset Research

How hot is the inflation pot? Strategies to protect portfolios from inflation risk (31-03-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

WORKING PAPERS

**Robo-Advising: Less AI and More XAI? (26-04-2021)**

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

Bond Index Tracking with Genetic Algorithms (24-03-2021)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

Understanding the Performance of the Equity Value Factor (26-02-2021)

LAUREN Stagnol, Quantitative Research - LOPEZ Christian, Strategic Investment Advisor, CPR AM - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - TAILLARDAT Bruno, Smart Beta & Factor Investing

Tracking ECB's Communication:**Perspectives and Implications for Financial Markets (22-02-2021)**

FORTES Roberta, University of Paris 1 Panthéon Sorbonne - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

INVESTMENT TALKS

**European equity value has further to go in this cycle (29-03-2021)**

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

Italy: ECB's umbrella to protect bond market, despite uncertain political situation (15-01-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi Asset CIO Italy - BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategist - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

REPORT

**Emerging Market Green Bonds - Report 2020 (19-04-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LACOMBE Jean-Pierre, Director, Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

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 High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

DISCLAIMER

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. (www.msclub.com).

In the European Union, this document is only for the attention of "Professional" investors as defined in Directive 2004/39/EC dated 21 April 2004 on markets in financial instruments ("MIFID"), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a "Qualified Investor" within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA's Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. In no event may this material be distributed in the European Union to non "Professional" investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of "qualified investors" as defined in the applicable legislation and regulation. This document is not intended for citizens or residents of the United States of America or to any "U.S. Person", as this term is defined in SEC Regulation S under the U.S. Securities Act of 1933. This document neither constitutes an offer to buy nor a solicitation to sell a product, and shall not be considered as an unlawful solicitation or an investment advice. Amundi accepts no liability whatsoever, whether direct or indirect, that may arise from the use of information contained in this material. Amundi can in no way be held responsible for any decision or investment made on the basis of information contained in this material. The information contained in this document is disclosed to you on a confidential basis and shall not be copied, reproduced, modified, translated or distributed without the prior written approval of Amundi, to any third person or entity in any country or jurisdiction which would subject Amundi or any of "the Funds", to any registration requirements within these jurisdictions or where it might be considered as unlawful. Accordingly, this material is for distribution solely in jurisdictions where permitted and to persons who may receive it without breaching applicable legal or regulatory requirements. The information contained in this document is deemed accurate as at the date of publication set out on the first page of this document. Data, opinions and estimates may be changed without notice.

You have the right to receive information about the personal information we hold on you. You can obtain a copy of the information we hold on you by sending an email to info@amundi.com. If you are concerned that any of the information we hold on you is incorrect, please contact us at info@amundi.com.

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 - marcutti

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, 債券および信用ストラテジスト
BERARDI Alessia, 新興市場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, クロスアセット・ストラテジスト
DELBO' Debora, 新興市場マクロ・ストラテジスト
DI SILVIO Silvia, マクロ・ストラテジスト
DROZDZIK Patryk, 新興市場マクロ・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

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

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
HERVÉ Karine, 新興市場マクロ・ストラテジスト
HUANG Claire, 新興市場マクロ・ストラテジスト
LEONARDI Michele, クロスアセット・リサーチ・ジュニア・アナリスト
MIJOT Éric, 先進市場戦略リサーチ総括
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
STRENTA Aurelien, 新興市場アナリスト (V.I.E)
USARDI Annalisa, シニアエコノミスト、クロスアセット・リサーチ
VARTANESYAN Sosi, ソプリンアナリスト、新興マクロおよび戦略リサーチ

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