



November 2021 – Global Investment Views, Special Outlook Edition

Investing in the great transformation

Global Investment Committee, Global Research, Investment Insights Unit

The views expressed in this presentation are those of the Global Investment Committee and are subject to change at any time. These views should not be relied upon as investment advice, as securities recommendations, or as an indication of trading intent on behalf of any of Amundi's strategies.

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

目次

1. 2021年：シナリオに変化が起きた
2. 2022年に向けたグローバルな主要テーマ
3. 2022年とその先の投資予想

01

2021年：シナリオに変化が起きた

2021年を振り返る

経済と政治



予想通り

- 前半には成長の力強い回復が見られたが、第3四半期から第4四半期にかけては勢いが鈍化、「今後の成長はあまり期待できない」というシナリオに移行。
- 一過性と持続性の両方の要因により加速するインフレ。
- 金融および財政の刺激策の効果はまだ十分あるが、テーパリングが迫る。
- 先進国と新興国市場の乖離。



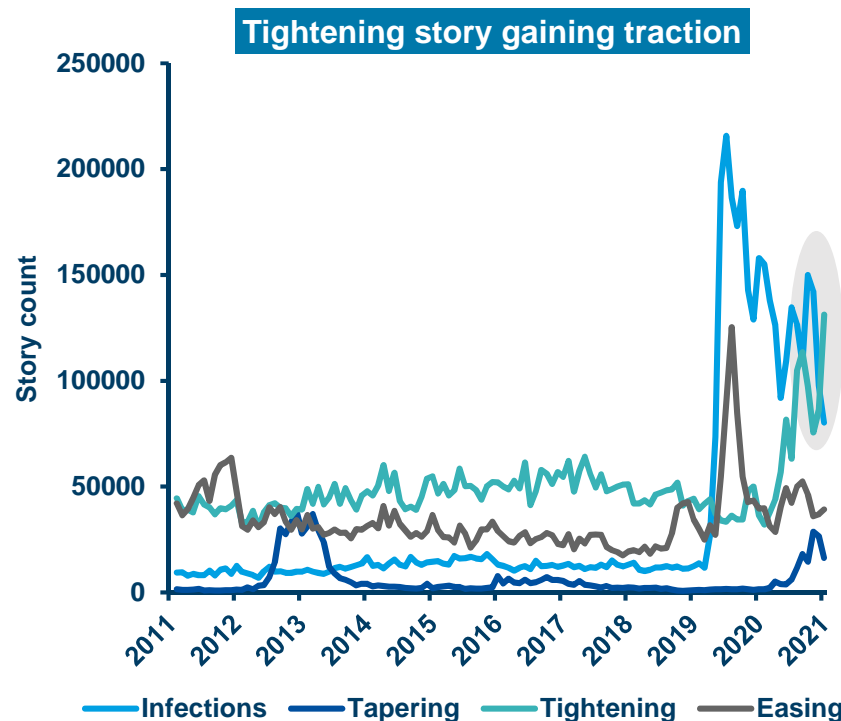
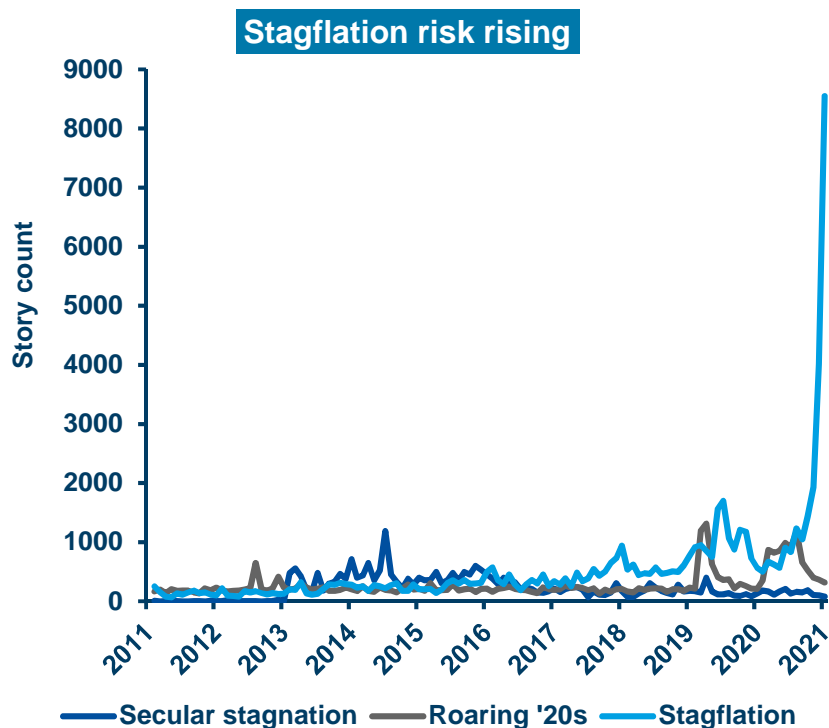
予想外

- 中国経済は、住宅問題や規制強化の影響を受けて予想以上に減速。
- 地政学的な側面を伴うエネルギー危機。
- 持続的な供給ボトルネック、賃金上昇、増税によるスタグフレーション懸念の高まり:レジームシフトの芽が顕在化。

金融市場

- 好調な景気回復がリスク資産をサポート:債券利回りが低いかマイナスのため、「株式に代わりはなし」の信念で先進国市場に「下がったら買い」モード。
- グロースに対してバリュウが反発したが、一直線にはいかない。
- ESGテーマが前面に(エネルギー転換、社会問題)。
- 中国市場のアンダーパフォーマンス。
- コモディティとコモディティ関連通貨の大幅な上昇。
- 多くの国で中銀が引き締めサイクルに入ったものの、ワクチン接種にばらつきがあることから、新興国市場が先進国市場に出遅れ。

成長、インフレと中銀について変わるシナリオ



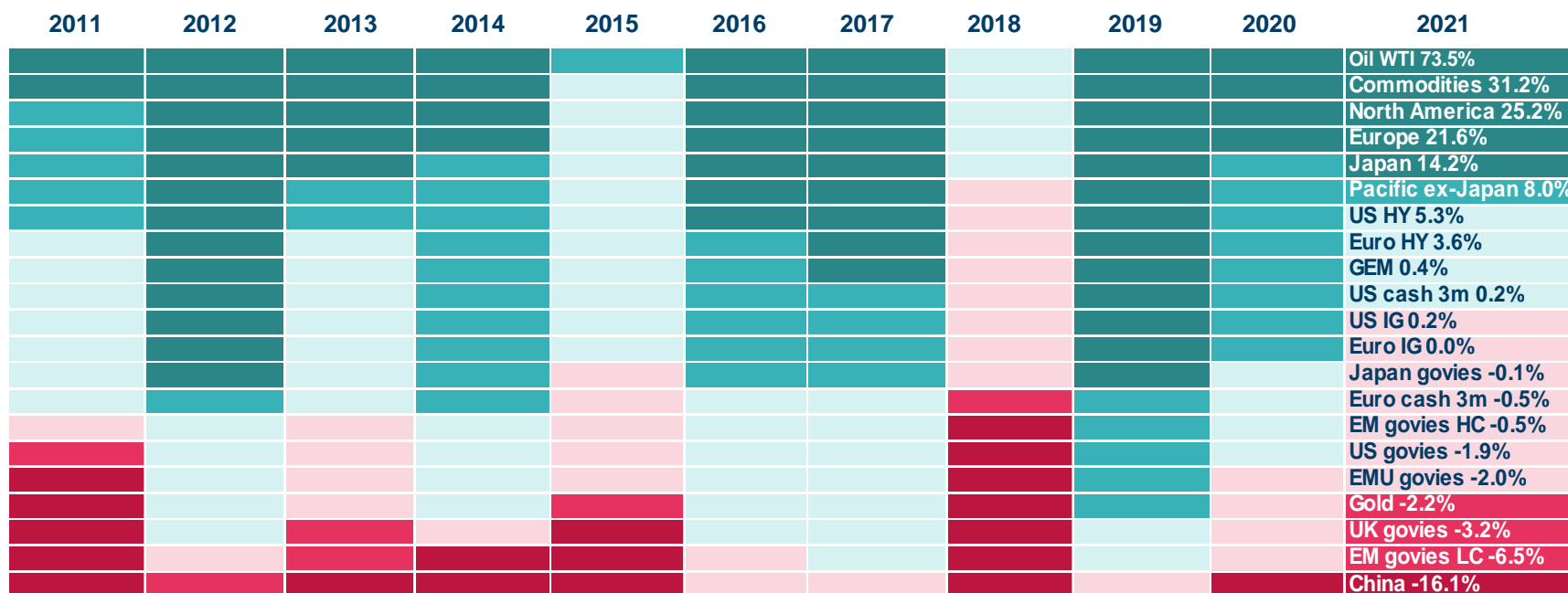
▶▶ 1970年代に類似した特徴を持つスタグフレーションのリスクが高まっている。長期的な停滞は過去のもので、「高笑いの20年代」—新たな経済的奇跡—は夏場に消え去った夢となった。景気循環的な刺激が後退し、世界の成長率はピークを過ぎて、潜在成長率に戻る可能性が高い。インフレは永続的で不確実なものとなってきている。中央銀行については、超安価なマネーの終焉と、信頼性を維持すべく引き締めへのシフトが見られるだろう。

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 2 November 2021.

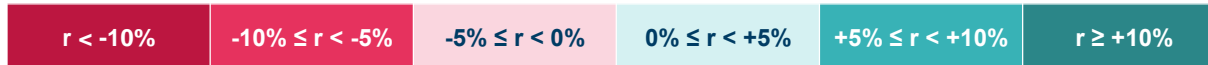
Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 2 November 2021.

債券と株式、先進国市場と新興国市場のパフォーマンスに大きな乖離

Ranking of asset class returns on years

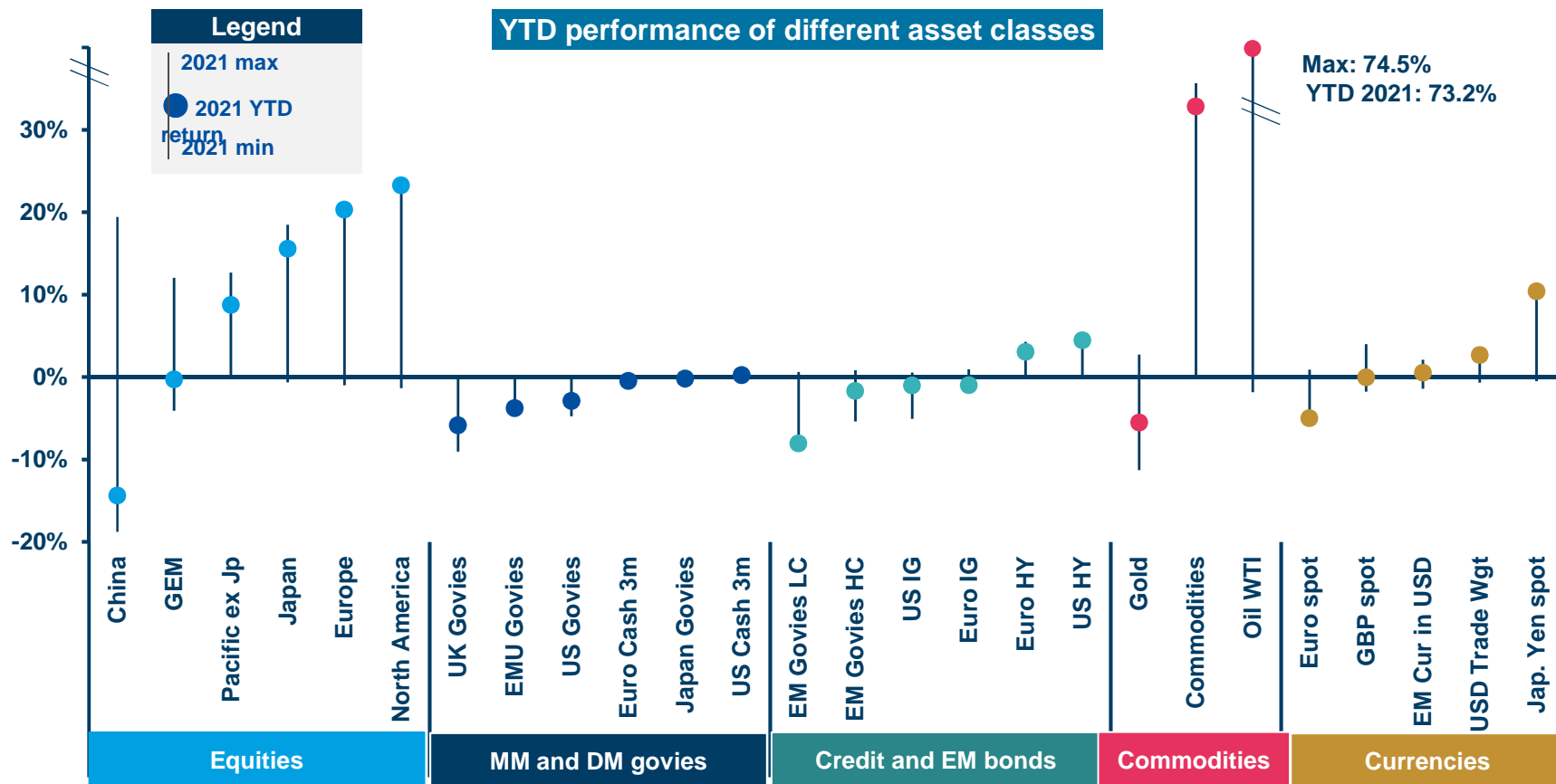


Yearly total return ranges (r)



Source: Amundi, Bloomberg. Analysis on 21 asset classes. Data is as of 10 November 2021. Index providers: cash, government bonds, and EM bond indices are from JPMorgan. Corporate bond indexes are from BofA. Equity indexes and EM currency indices are from MSCI. Commodities indices are from Bloomberg Barclays. All indices used to represent asset classes are in local-currency terms. **Past performance is no guarantee of future results.**

株式（中国と新興国市場を除く）とコモディティが最高のパフォーマンスを上げる資産に



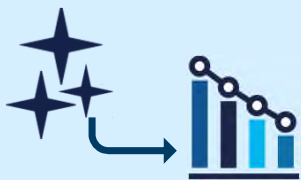
Source: Bloomberg, analysis by Amundi of 26 asset classes and FX. Data is as of 2 November 2021. MM: money markets. DM: developed markets. Index providers: cash, government bond and EM bond indices are from JPMorgan; corporate bond indices are from BofA; equity indices and EM currency indices are from MSCI; commodities indices are from Bloomberg Barclays. All indices used to represent asset classes are in local currency. **Past performance is no guarantee of future results.**

02

2022年に向けたグローバルな主要テーマ

大きな非同期化につながる5つのトランジション

パンデミック後の熱狂から勢いの減速へ



世界の成長率は、2022年初頭に中国の減速を受けて低下した後、中国が安定して、可能な限りの追加財政支出が行われる第2四半期から第3四半期にかけてわずかに上昇するとみられる。

自由主義から政府の介入へ



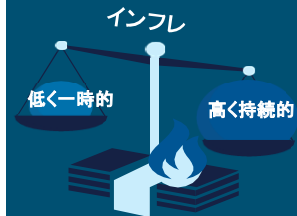
新型コロナ危機は、不平等との戦い、健康と環境問題を政治課題のトップに据えることの必要性を高めた。その結果として課税強化やセクターの隔離が生じた。

グローバルなバリューチェーンから自立へ



地政学的な課題、エネルギーとテクノロジーの覇権争い、回復力の高いサプライチェーンの必要性などから、リショアリングやニアショアリングの傾向が強まるだろう。地域毎かグローバルかのテーマが浮上する。

一過性のインフレから持続的なインフレに



供給のボトルネック、エネルギー価格、賃金の上昇、税率の上昇がインフレ率を押し上げ、過去10年間に比べてインフレ率が構造的に高い状態が続く。

中銀は古い義務から新しい義務へ



中銀は、環境的および社会的プロジェクトの資金調達に必要な債務の負担能力を向上させるため、金融抑圧環境(ゼロかマイナスの実質金利)を維持するだろう。



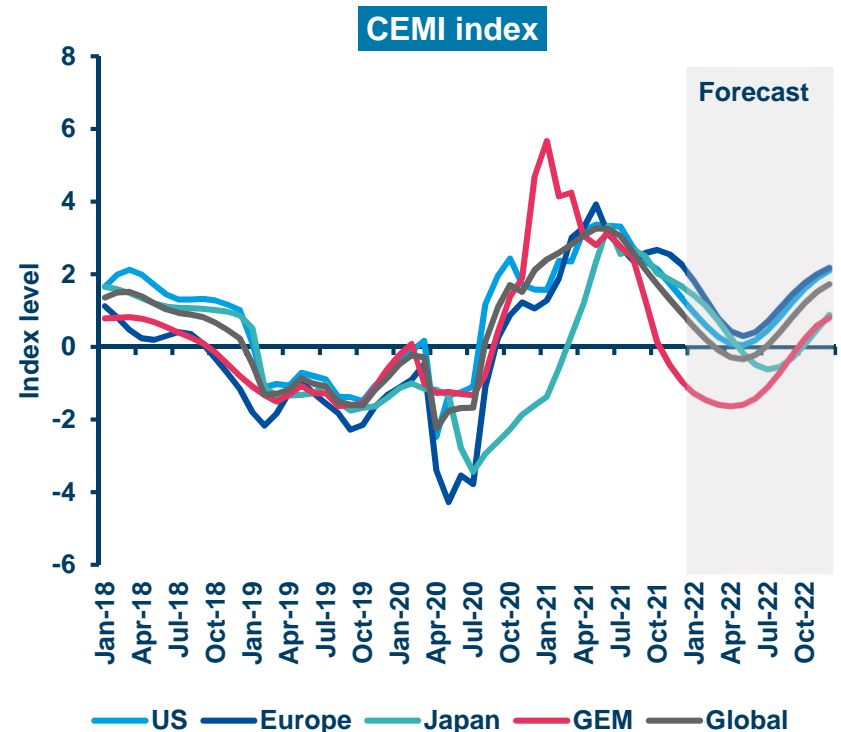
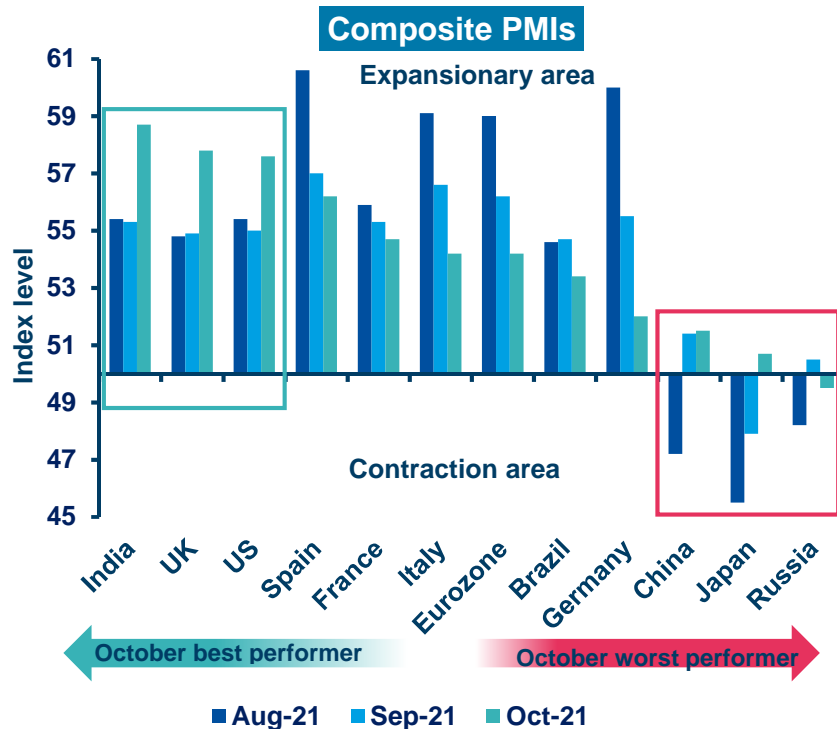
非同期化

スタグフレーション
リスク



Source: Amundi as of 2 November 2021. CB: central banks. EM: emerging markets.

成長がピークを打ち、景気の勢いが減速

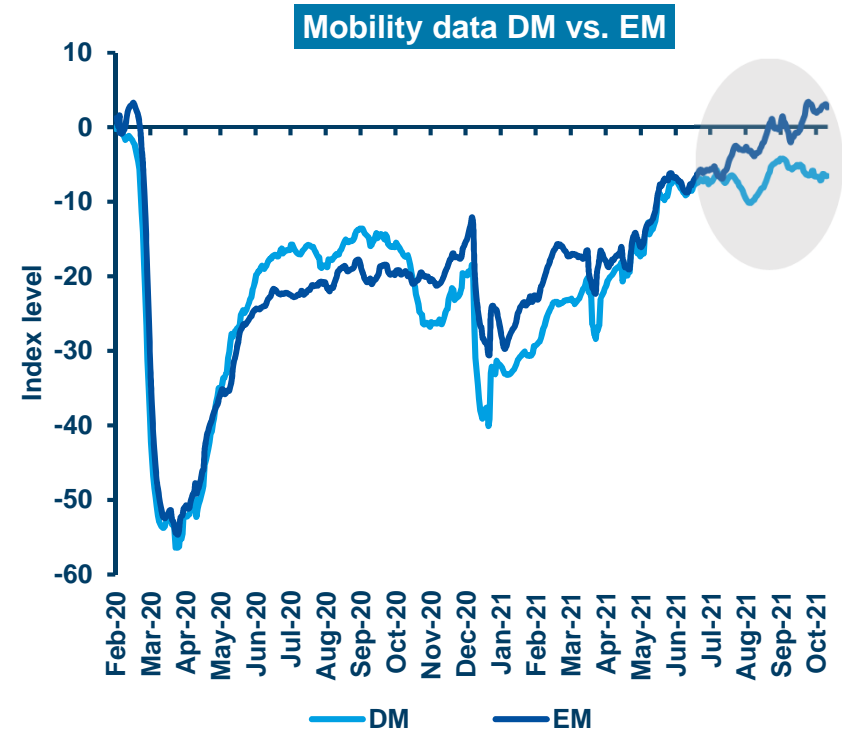
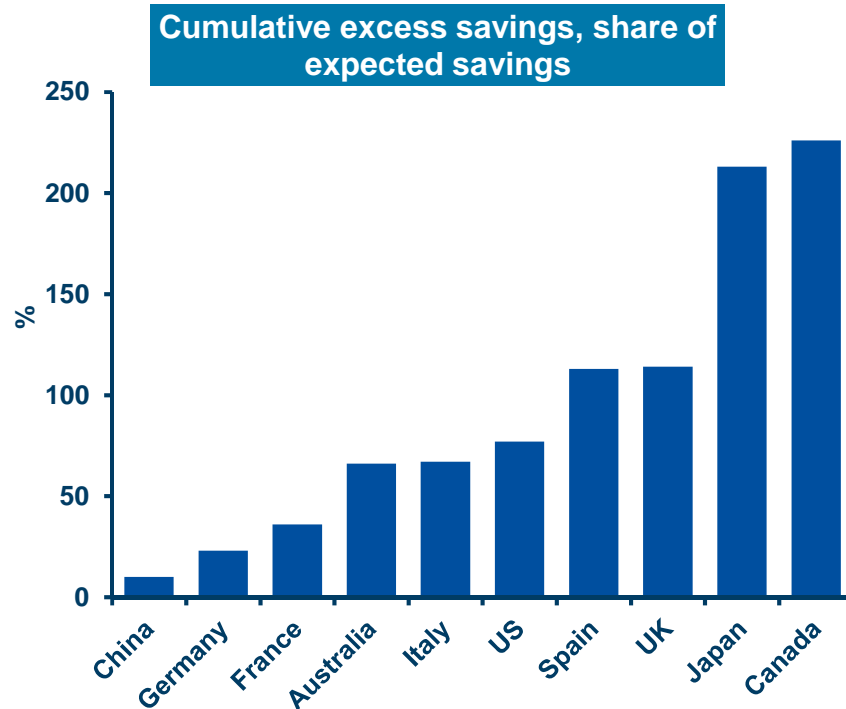


▶▶ 経済に亀裂が入り、現実がゴールドロックスのシナリオから脱線した。PMIがいくつかの国で減速し大きな乖離が生じると同時に、先進国市場と新興国市場の両方で過去数か月間の経済指標の発表が期待外れだった。10月の数字は、米国と英国のサービスが力強く回復したことを反映。世界的に成長の勢いが鈍化する中で、欧州の成長は他の地域よりも堅調になるだろう。

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 4 November 2021.

Source: Amundi Research. Data is as of 31 October 2021. The Global Composite Economic Momentum index (CEMI) is an Amundi proprietary indicator based on four regional baskets (US, Europe, Japan and EM) and on the following variables: earnings revisions, 10y interest rates, leading indicators, CPI YoY, PMI surveys, European Commission Economic Surprise Index and Inflation Surprise Index.

繰延需要と中国および新興国市場の安定化により、大きな打撃は回避でき、2022年後半の再加速がサポートされる

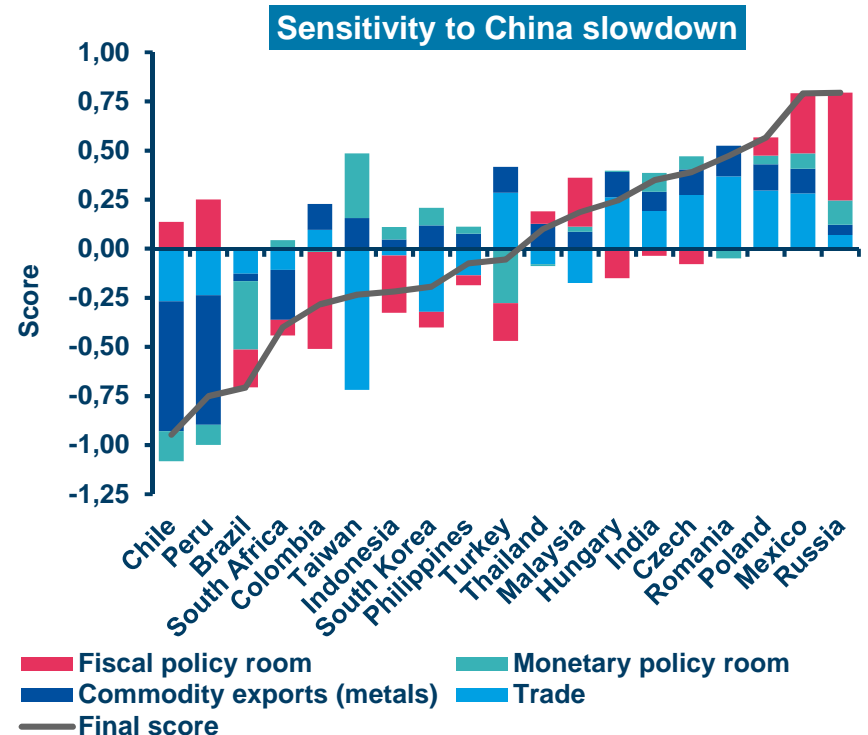
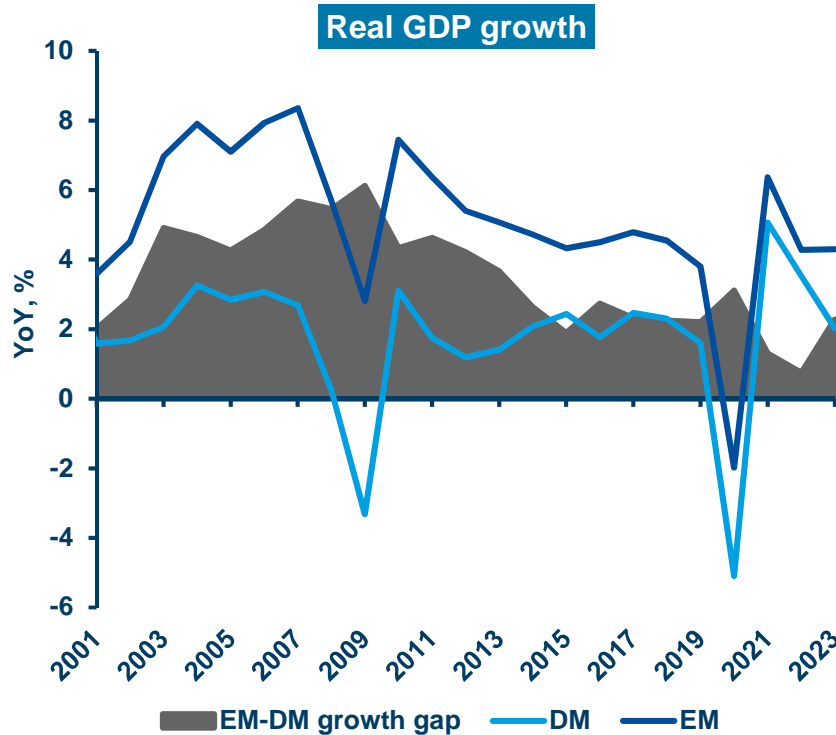


▶ 危機の間に作られた膨大な繰延需要と多額の過剰貯蓄が成長の恩恵となる見込み。ワクチン接種が広がり、感染曲線が次第にコントロールされるようになるため、移動性と経済活動が危機以前のレベルに戻る可能性がある。この点では、新興国市場の方が、いくつかの国で規制が残る先進国市場をリードしている。

Source: Amundi, IMF. Data is as of 18 October 2021. Cumulative excess savings are household savings in Q1 2020-Q1 2021 (or the latest quarter available), exceeding expected savings based on a calculated linear trend from Q1 2017 to Q4 2019 for each country.

Source: Amundi Research on Google mobility data. Data is as of 2 November 2021. DM: developed markets. EM: emerging markets.

乖離が拡大

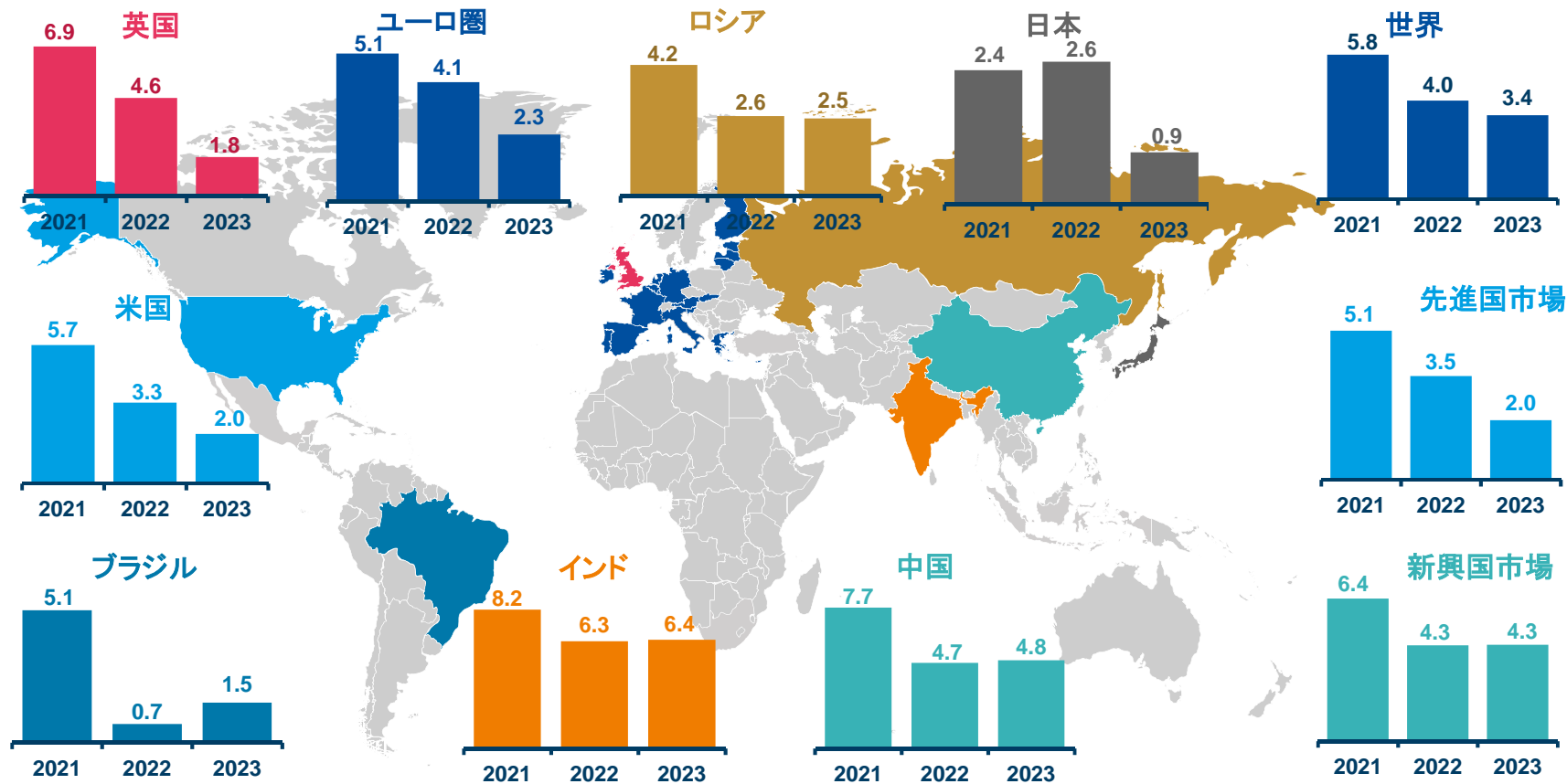


▶▶ 先進国市場と新興国市場は、2022年には異なる経済的繁栄を享受する。新興国市場はまだ経済再開の恩恵をフルに受けていないため、今後成長率ギャップに乗って追いつく見込み。成長率のトレンドは、中国の減速と政策の組み合わせに対する感応度次第で新興国市場間の格差が広がる可能性がある。

Source: Amundi. Data is as of 8 November 2021. Forecasts are by Amundi Research. DM: developed markets. EM: emerging markets.

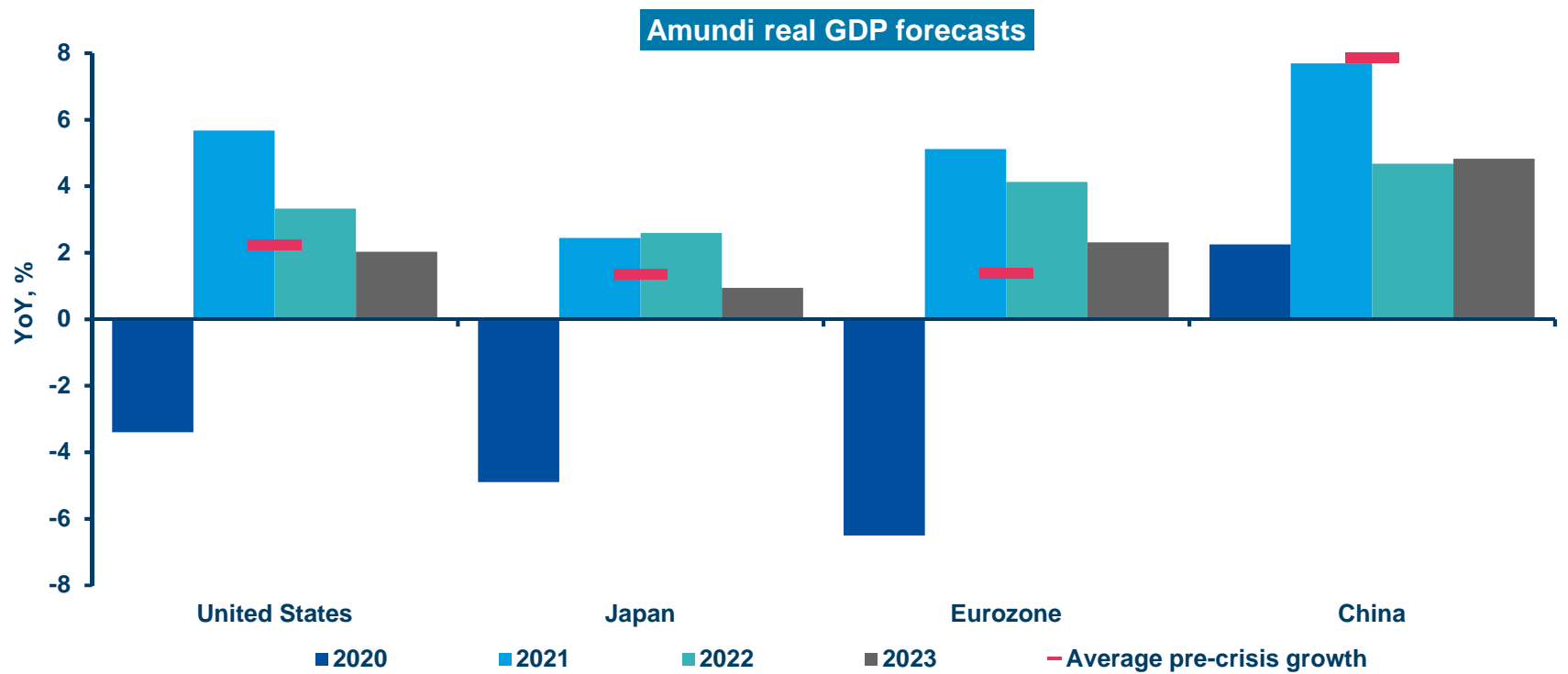
Source: Amundi Research, OECD, WTO, CEIC, Bloomberg, IMF. Data is as of 30 September 2021. Four parameters are considered to assess the impact of China slowdown on other EM: trade exposure to China, commodity exports (metals specifically), and two parameters to measure the policy room available to offset the external shock. These two indicators refer to the monetary policy room (domestic and external conditions, with a focus on inflation) and to the fiscal policy room.

結局、GDP成長率は2023年にトレンドの水準に落ち着く...



Source: Amundi Research. Latest forecasts are as of 8 November 2021. Bars represent real GDP growth (YoY%) forecasts. For the United States, we make a conservative assumption and assume the deployment of the bill passed by the US Senate on 10 August 2021, including \$550bn of additional federal spending starting from fiscal year 2022.

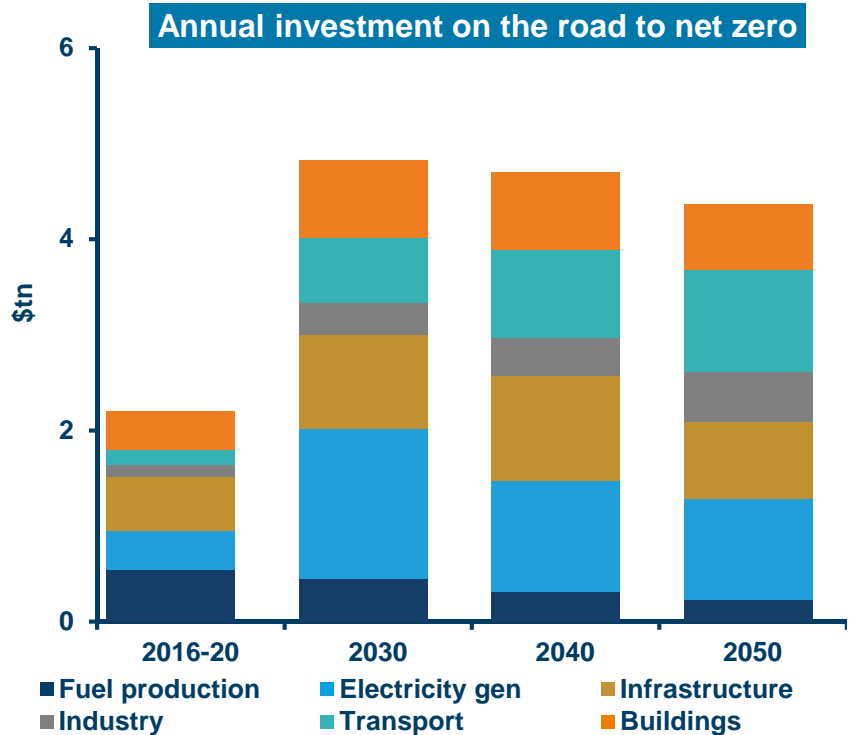
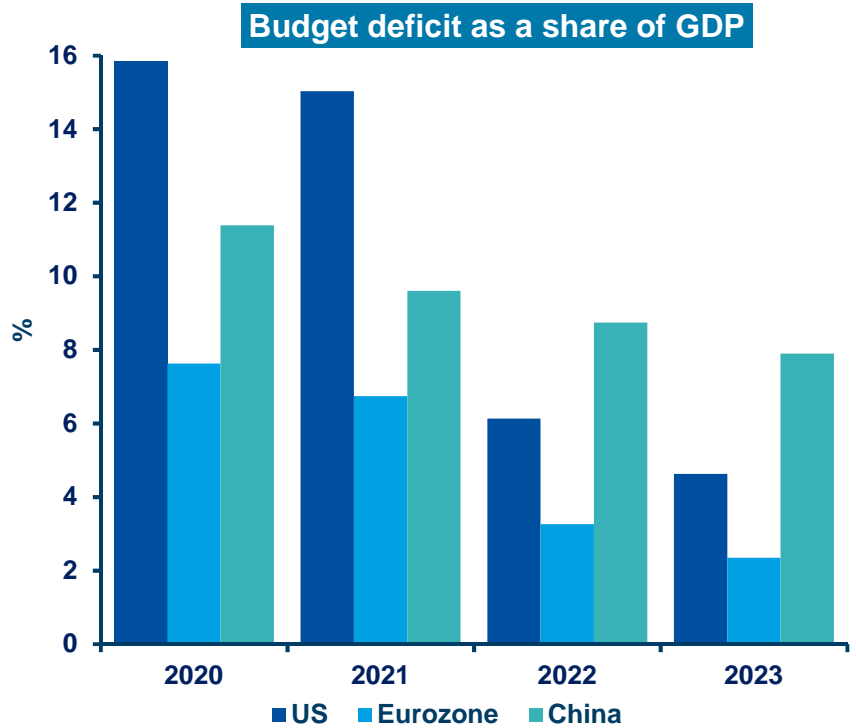
...新たな経済的奇跡への期待に水を差すことになる



経済再開の効果が終わり、景気循環的な刺激が薄れていく中で、潜在成長率に向って勢いが鈍化しているため、世界の成長率は、ほとんどの国で2021年にピークを迎えた可能性がある。世界の成長率は不均一で非同期となり、市場心理は、パンデミック後の熱狂から現実性のチェックへと移行するだろう。

Source: Amundi, IMF. Data and forecasts are as of 8 November 2021. Average pre-crisis growth refers to the 2010-18 period. Forecasts are by Amundi Research.

グリーンランジションを可能にするため、財政政策は緩めに維持される



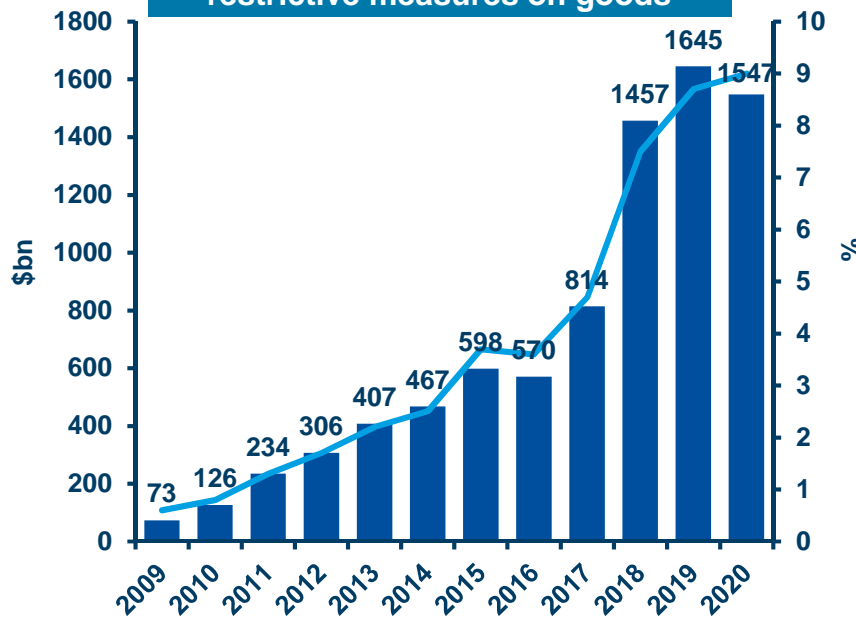
▶▶ 財政政策はペースを落としながらも支援的な状態で維持され、新型コロナ以前よりも政府の介入が強化されることになる。2050年までに温室効果ガス排出量をネットゼロにすることを目指して経済の脱炭素化に向け様々なセクターで投資が必要になるため、政府はインフラ投資に重点的に取り組むことになる。財政措置は、社会的不平等も対象とする。

Source: Amundi Research, IMF. Data is as of 15 October 2021.

Source: BofA Global Research. Data is as of 15 October 2021.

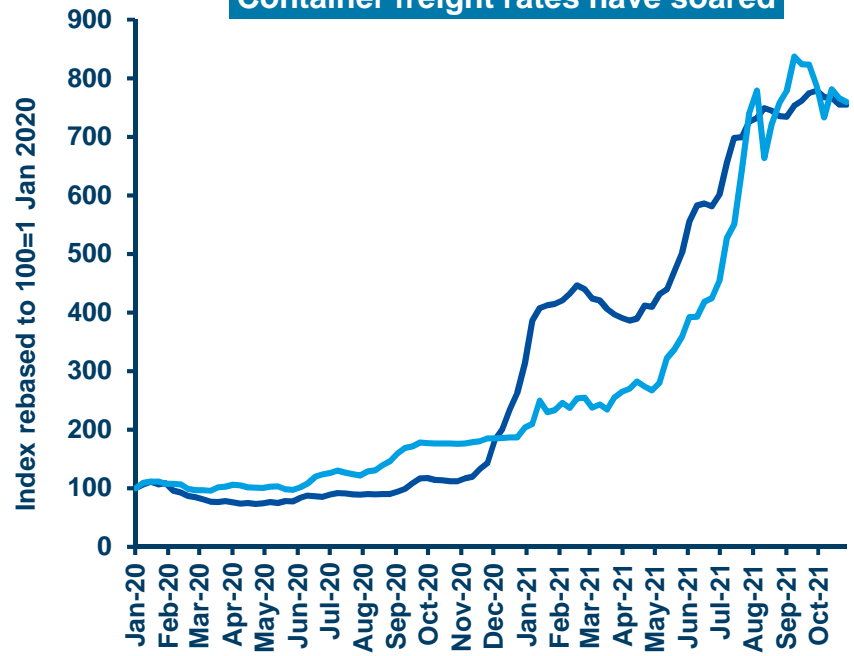
脱グローバル化の流れと供給のボトルネックがリショアリングを促進し、ローカルかグローバルかの論議が高まる

Cumulative trade coverage of import-restrictive measures on goods



■ Import restrictions in force — Share of global imports, RHS

Container freight rates have soared



— China to Europe — China to US East Coast

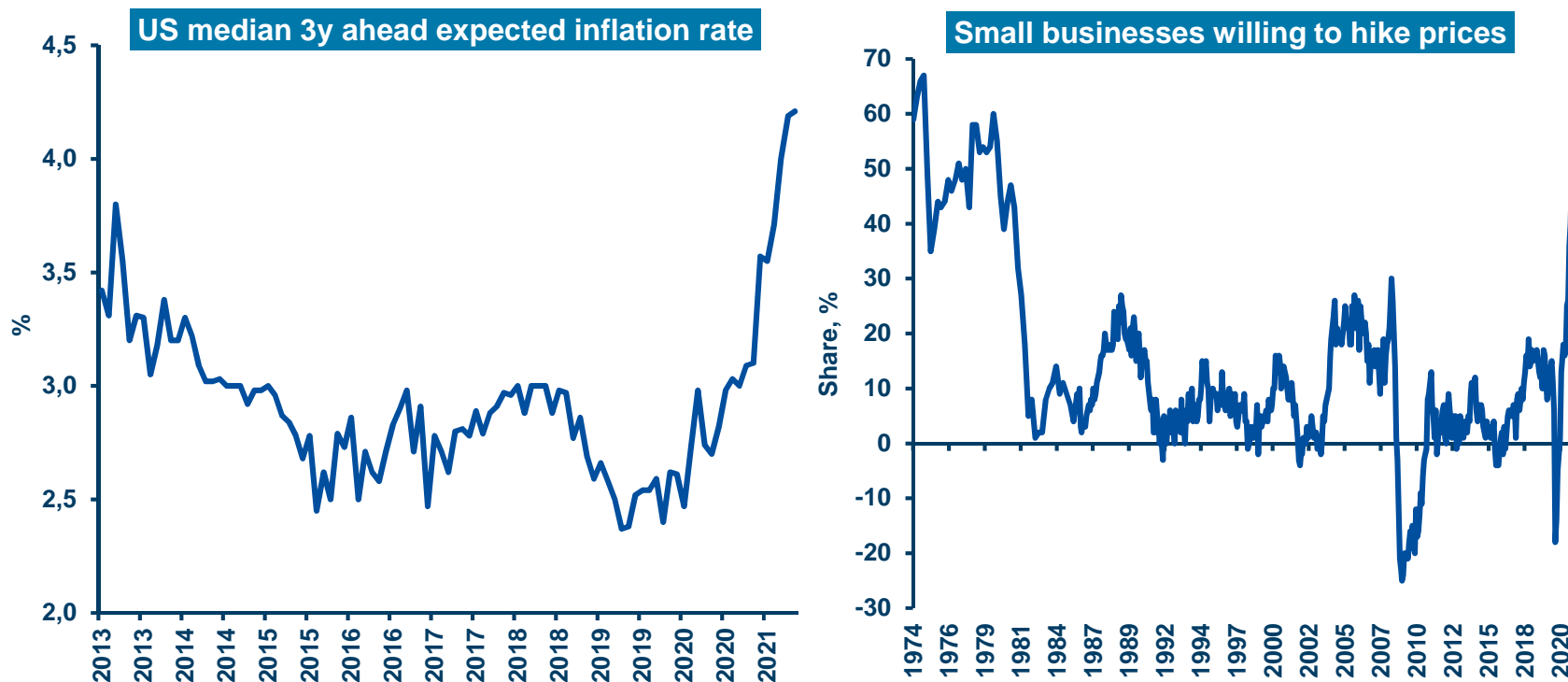
▶ 新型コロナ危機は、制限を強めた貿易政策に向う傾向を顕在化させた。2009年以降、輸入規制の蓄積が着実に増加している。2020年末時点で、世界の輸入額の約9%が、このような規制の影響を受けている。加えて、サプライチェーンの混乱による輸送コストの高騰も懸念される。これらが相まってインフレ圧力が高まることで、成長見通しが困難になる。

Source: Amundi WTO Secretariat. Data is as of 18 October 2021. The estimated cumulative trade coverage is based on information available in the Trade Monitoring Database on import measures recorded since 2009 and considered to have a trade-restrictive effect.

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 2 November 2021.



永続的なインフレのシナリオが支持を集める

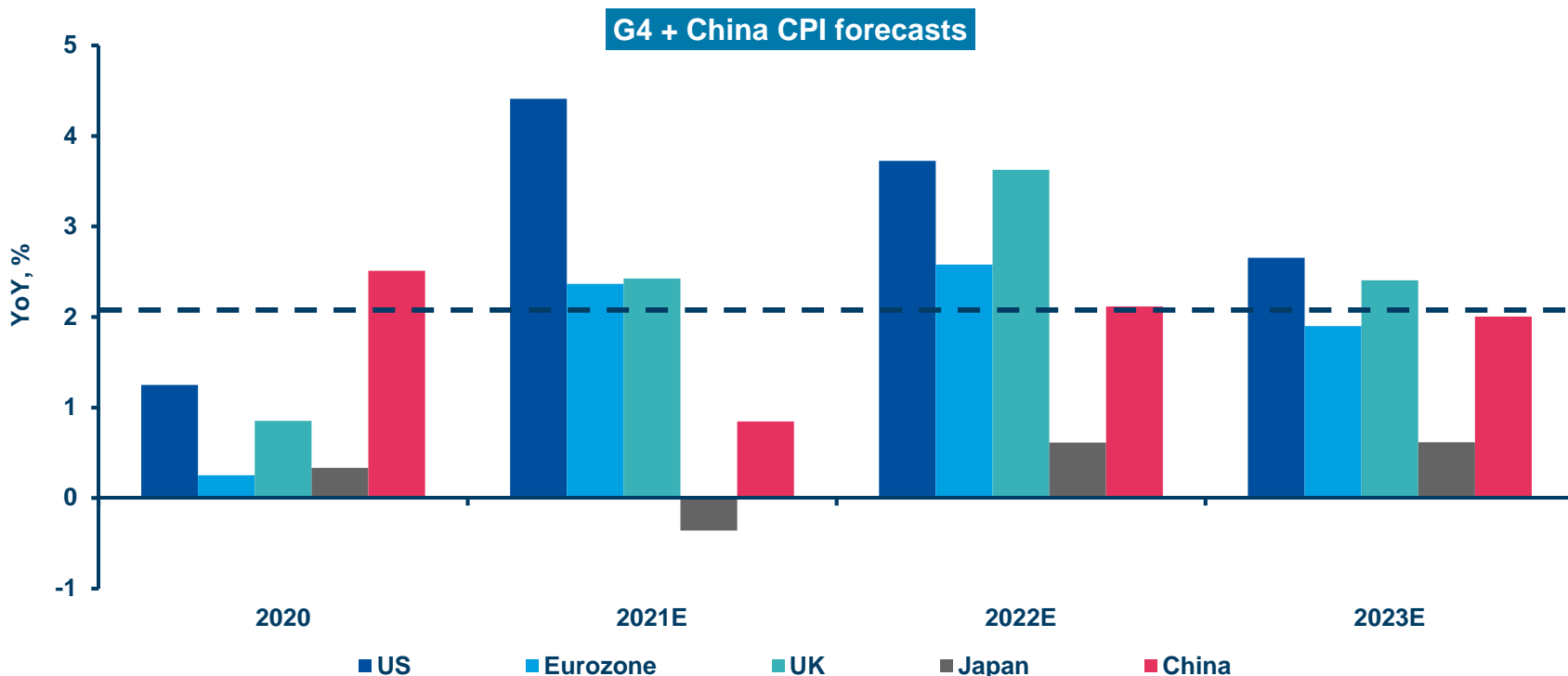


▶ 米国経済では全体的に永続的なインフレのシナリオを裏付けるシグナルが現れている。最新のニューヨーク連銀の調査によると、米国の消費者は、今後3年間のインフレ率が目標を大きく上回ると考えている。一方、値上げの意向を持つ中小企業の割合は1980年以来の高い水準に達している。

Source: Amundi, Federal Reserve Bank of New York. Data is as of 10 November 2021 and is from the survey of consumer expectations.

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 19 October 2021 and refers to the NFIB Small Businesses survey. Data refers to the share of respondents.

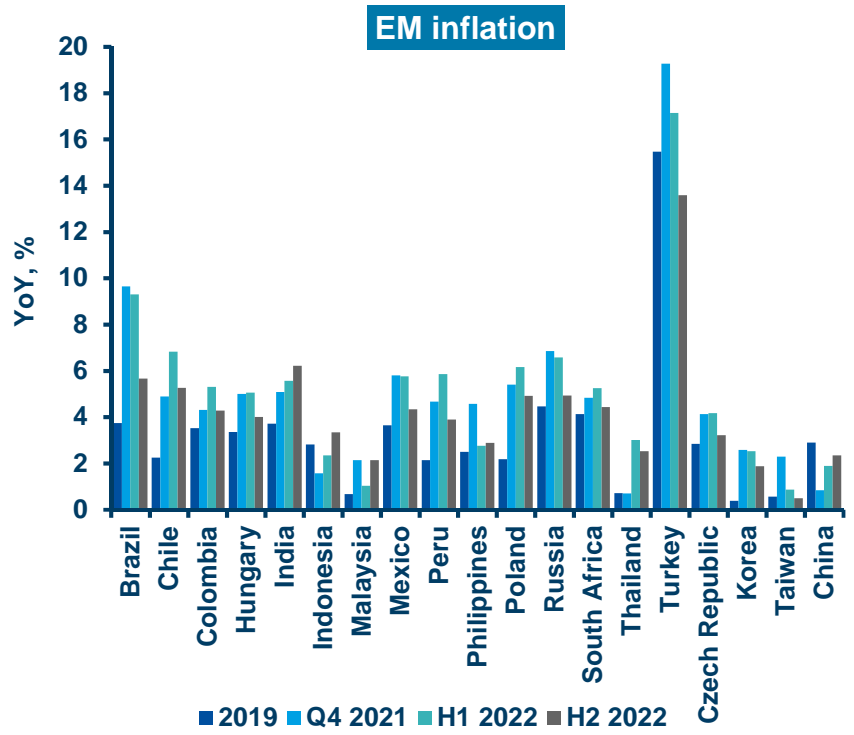
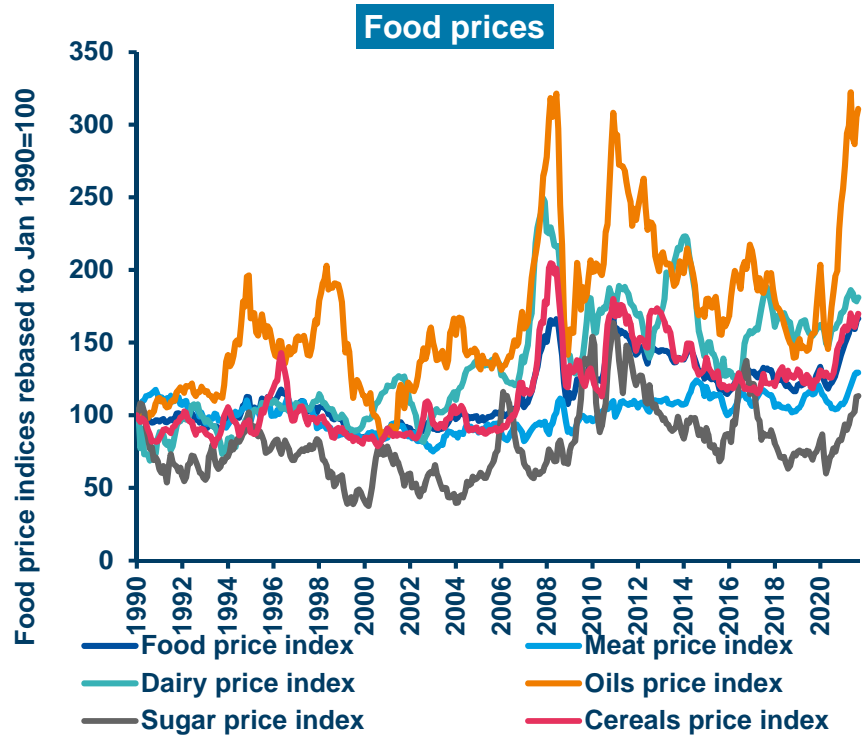
先進国のインフレ率が米国を中心に高まる



▶ インフレ圧力が持続するとみられ、当社は来年も米国のCPIが3.0%を超える状態が続くと予想。ただし、中国の状況は異なり、CPIが今年の前年比0.8%に低下し、2022年には穏やかに上昇すると予想。

Source: Amundi Research. Data and forecasts are as of 8 November 2021. Forecasts are by Amundi Research. CPI: consumer price index.

食糧価格の上昇はEMに打撃を与えるが、トレンドは大きく異なる



▶▶ 植物油を筆頭に食品価格が上昇している。このことは、先進国よりも、生産者から消費者に物価上昇が伝播しやすい新興国市場において、インフレ率の上昇リスクを高めるだろう。その結果、多くの新興国のインフレ率は、2021年が2020年よりも高くなる見込み。

Source: Amundi analysis on Bloomberg data as of 26 October 2021.

Source: Amundi Research. Data is as of 8 November 2021.

非同期的な経路ではあるが、超安価なマネーは終焉

アムンディの予想する
政策スタンスの方向



より緩和的



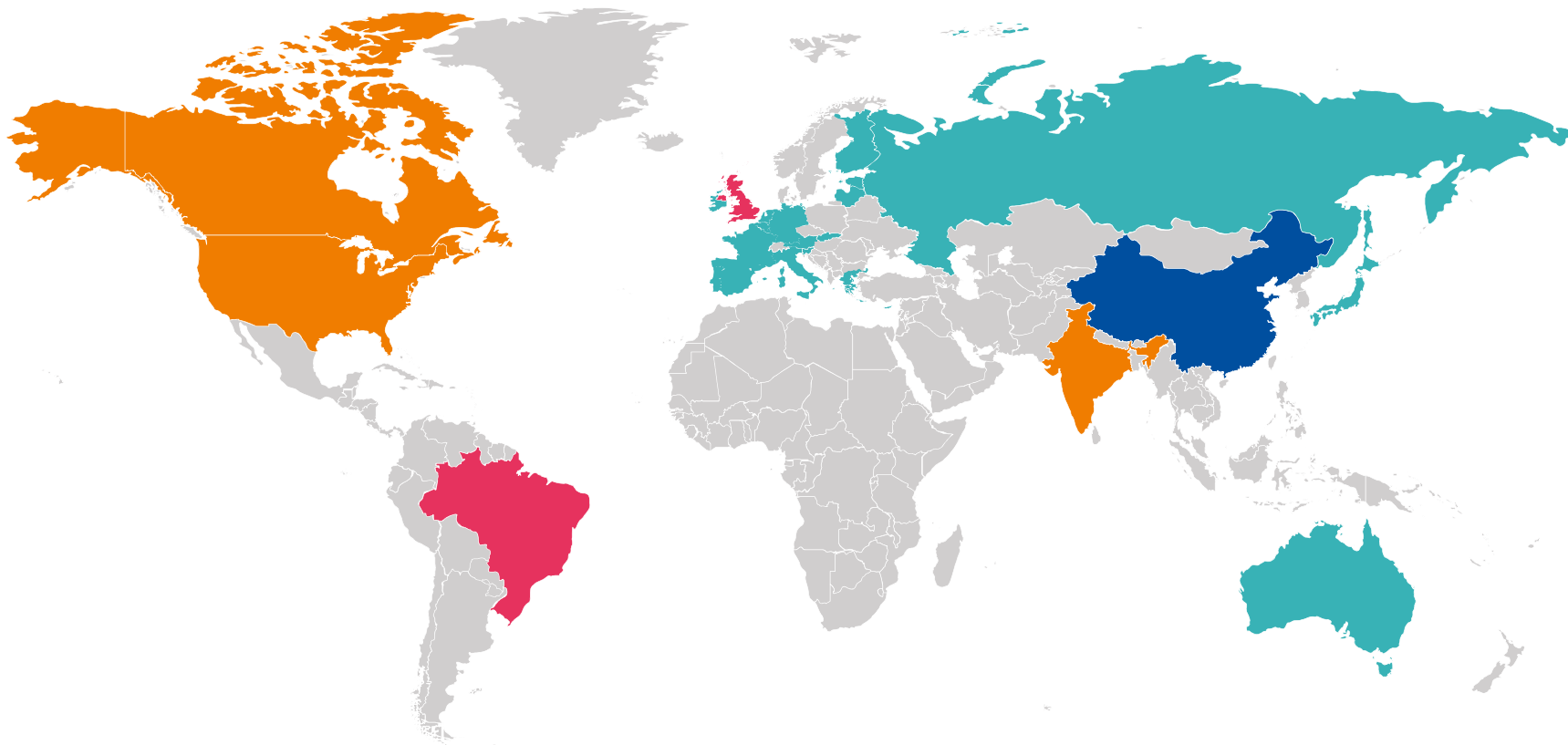
安定/
緩和的



緩和の
縮小

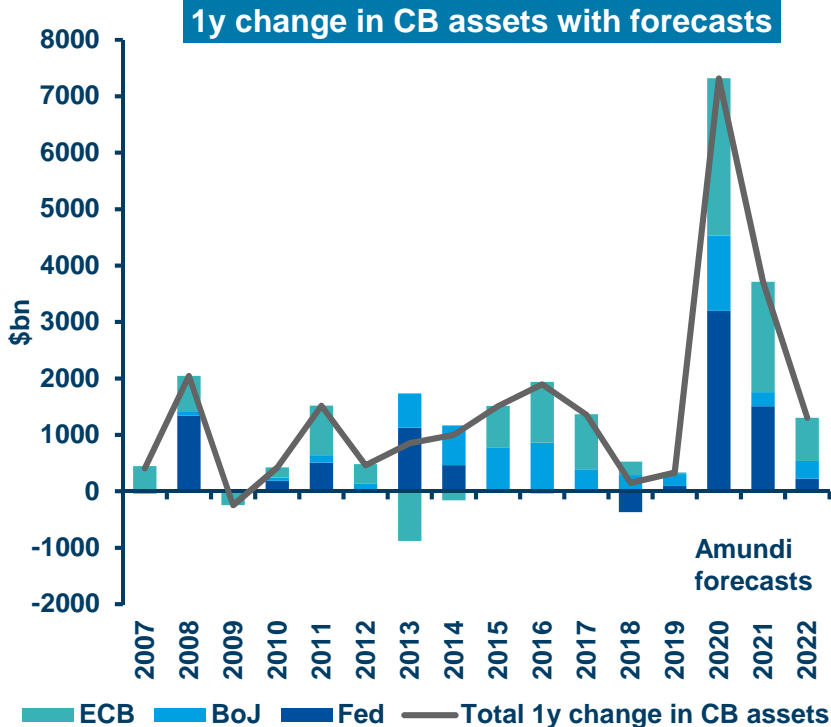
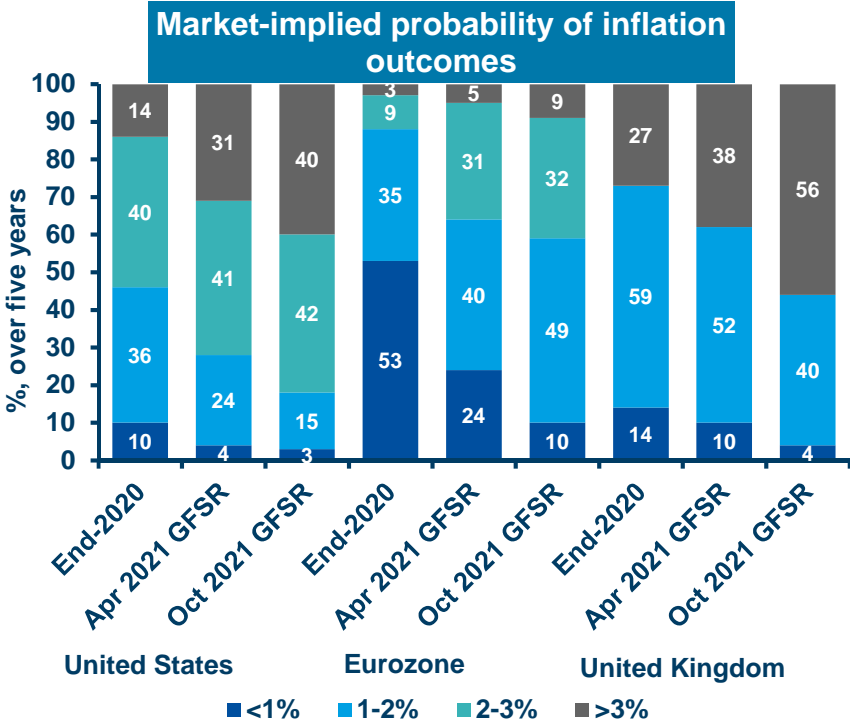


引き締め



Source: Amundi Research as of 8 November 2021. Illustrative map for monetary policies. Central bank stance refers to expected changes on QE or unconventional tools position throughout 2021 and early 2022.

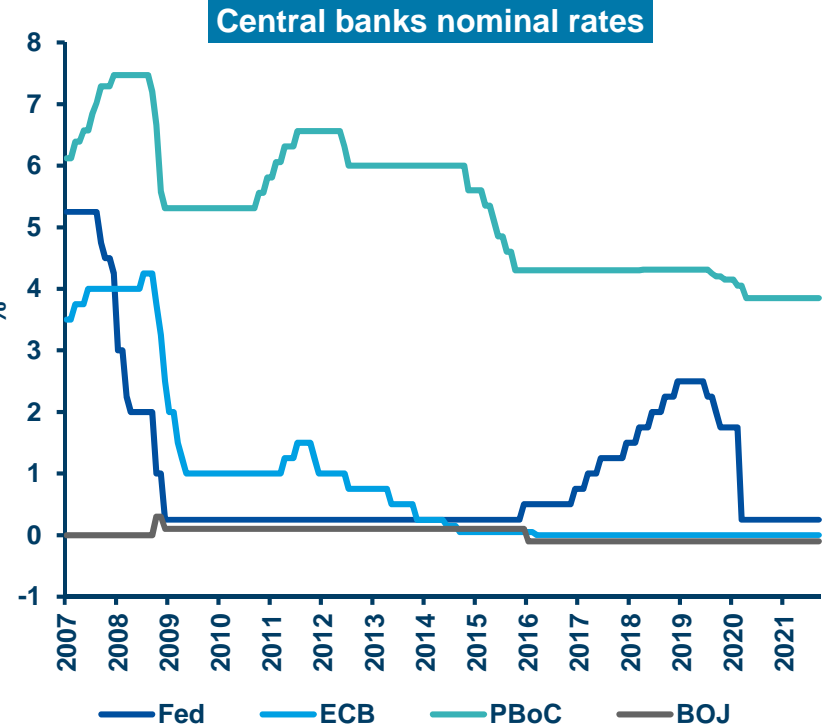
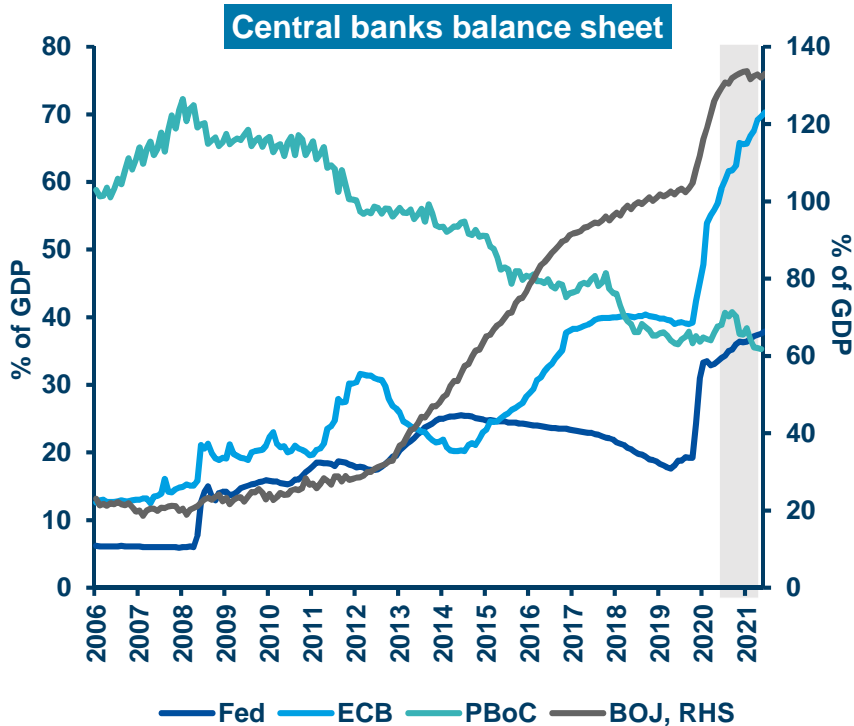
中央銀行はテーパリングに躊躇、後手に回る可能性



▶▶ 先進国市場全体では、予想インフレ率の上昇により、徐々にではあるが、政策的緩和措置の撤回が迫られるだろう。FRBはテーパリングを開始し、BOEは来年にも利上げを行う可能性がある。ユーロ圏はインフレ率上昇に対する許容範囲が狭く、エネルギー依存度も高いため、ECBはより多くの課題に直面する可能性がある。新興国の中銀は引き締めを小休止し、2021年に行なった引き締めの一部を反転させる可能性。

Source: IMF Global Financial Stability Report (GFSR), October 2021. DM: developed Source: Amundi Research, Datastream. Data is as of 29 October 2021. CB: central markets. QE: quantitative easing. EM: emerging markets. banks.

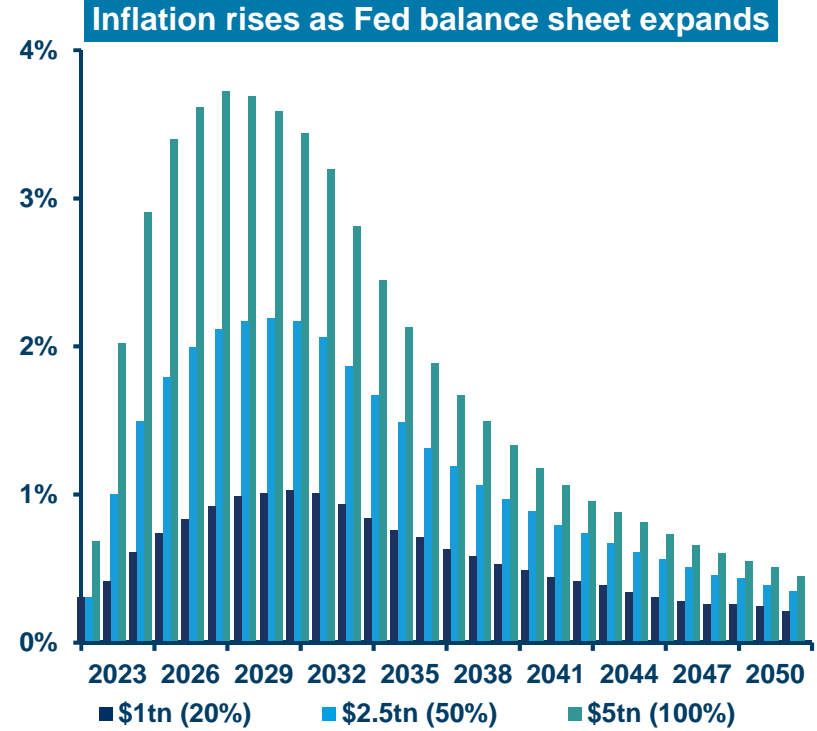
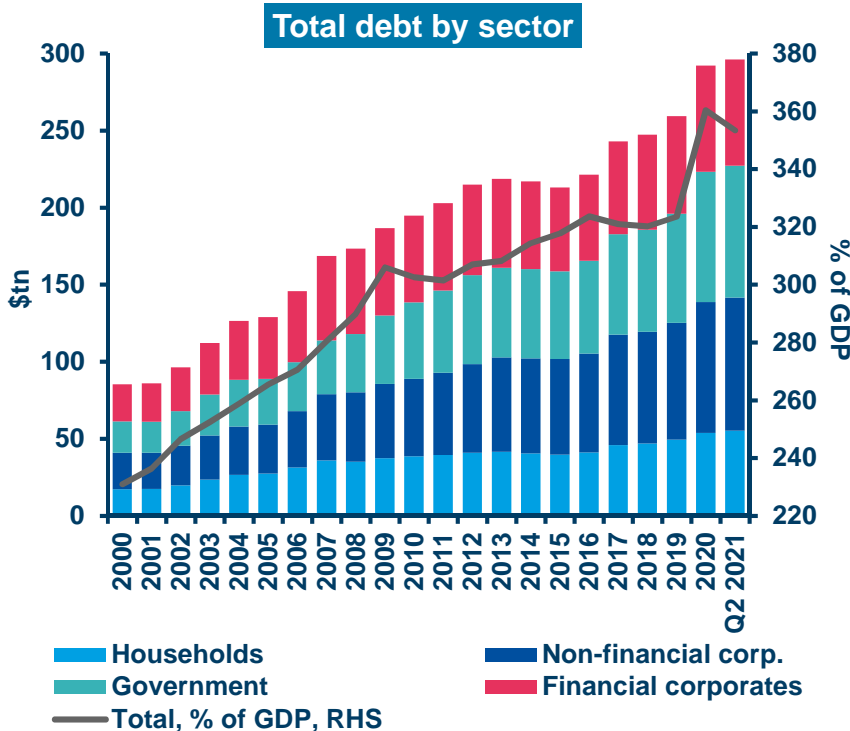
中国対世界の他国：非正統派と正統派の金融政策の対峙



FRB、ECBと日銀が先例のない水準にまでバランスシートを拡大させたのに対し、中国は非伝統的な金融政策の受け入れに慎重な姿勢を維持。実際、PBoCのバランスシートは2021年の最初の4か月間に縮小し、5月と6月には少しだけ拡大に転じた。金利の状況が先進国と中国の中央銀行のアプローチの違いを裏付けている。中国は、住宅市場に問題を抱える中で過度な流動性の引き締めを回避するため、ある程度の金融緩和が視野に入る。

Source: Amundi elaborations on Bloomberg and Refinitiv data. PBoC data are computed by Amundi Research. Data is as of October 2021, except for PBoC data which is as of European Central Bank; PBoC: People's Bank of China. BoJ: Bank of Japan. September 2021.

先進国の中央銀行に多額の債務、グリーン・トランジションに対処するための新たな課題



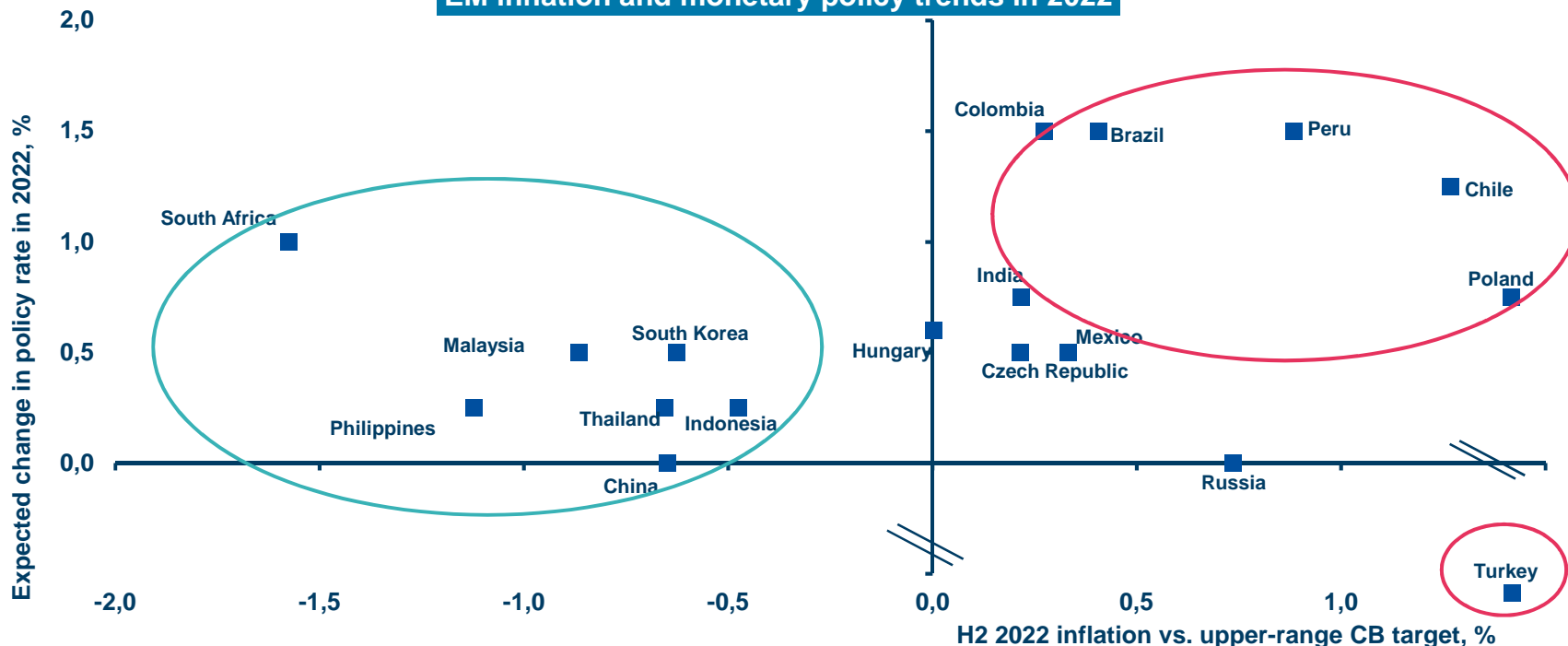
中銀は新たな政策課題にも注力する必要がある。今後テーパリングが予定されるが、新型コロナ危機から引き継がれた莫大な債務に対処するためには低金利と金融抑圧が依然として必要であるため、金融政策をより引き締めることはできない。中銀は、バランスシートやインフレへの影響を考慮しながら、脱炭素化のための支出を支援する必要がある。

Source: Amundi elaboration on IIF data as of 20 September 2021. Note: Total debt is the sum of government debt, household debt, financial sector debt and non-financial corporate debt. DM: developed markets. EM: emerging markets.

Source: BofA Global Research as of October 2021. Chart shows the additional increase in inflation relative to baseline assuming various levels of Fed balance sheet expansion to subsidise decarbonisation spending. The assumption is of a spending path of \$500bn in 2021, increasing by \$500bn every year until reaching \$5tn in 2030 for perpetuity. Estimates from annual regression of YoY CPI changes on lagged CPI changes and M2 growth. M2 growth is estimated as the average ratio of increase in M2 relative to the Fed balance sheet during GFC expansion (Aug 2008 to June 2015) and Covid-19 expansion (Mar 2020 to Aug 2021).

新興国市場では金融政策に大きな隔たりがある

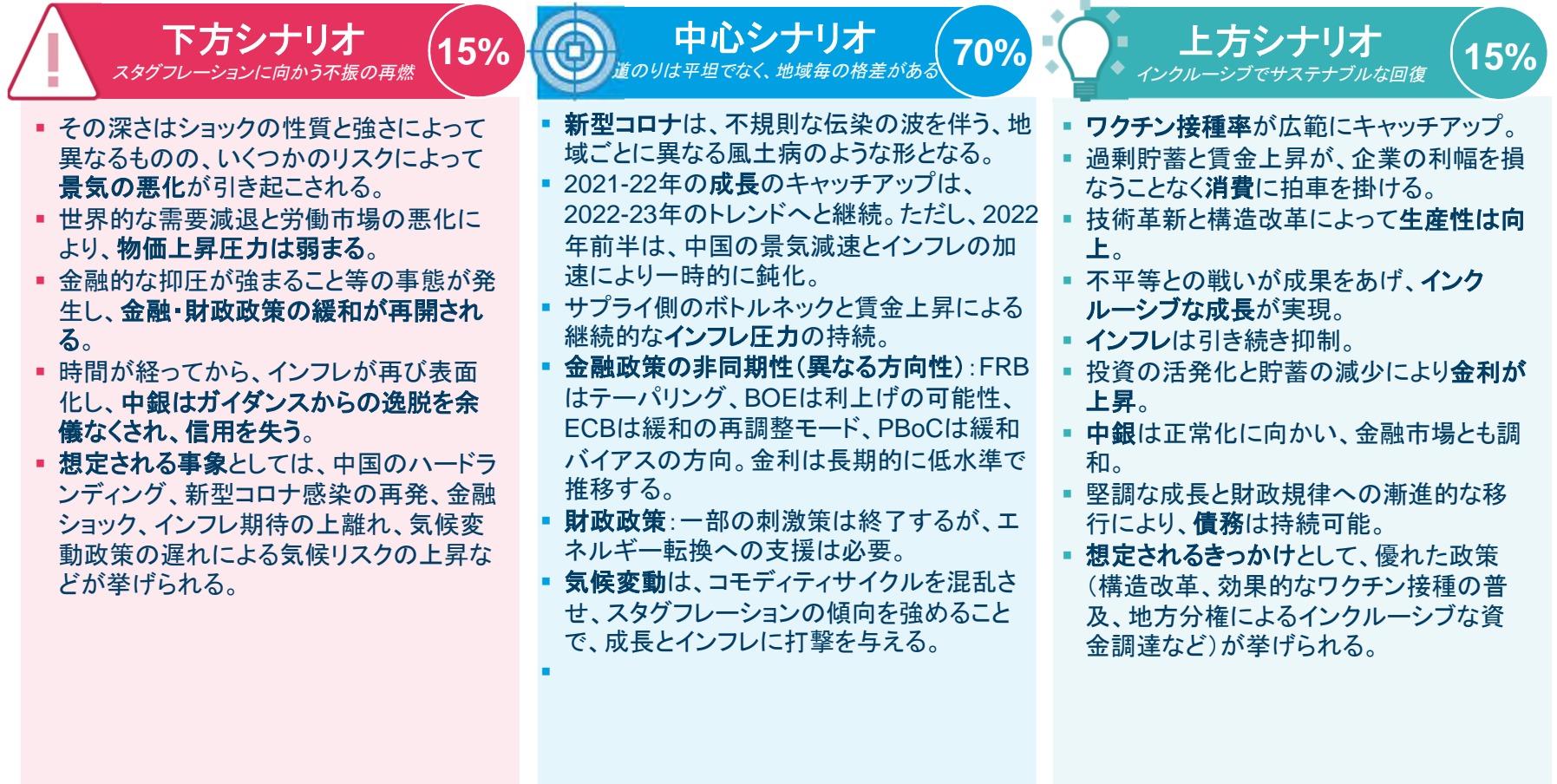
EM inflation and monetary policy trends in 2022



▶ 新興国市場は下半期には緩やかに低下するものの、インフレ傾向が高止まりすると予想され、金融環境が世界的に変化する中で、2022年には中銀による引き締めがより緩やかなペースで進行するとみられる。さらに2022年末までには一部の国で限界的な緩和が行われる可能性もある。赤丸は、引き締めをしている国と、政策を緩めてインフレ率が上昇している特異な状況を持つトルコを指している。中国を含む緑の丸印は、インフレとの闘いに成功している国を示している。これらの国々は、投資の観点からも好まれるはずだ。

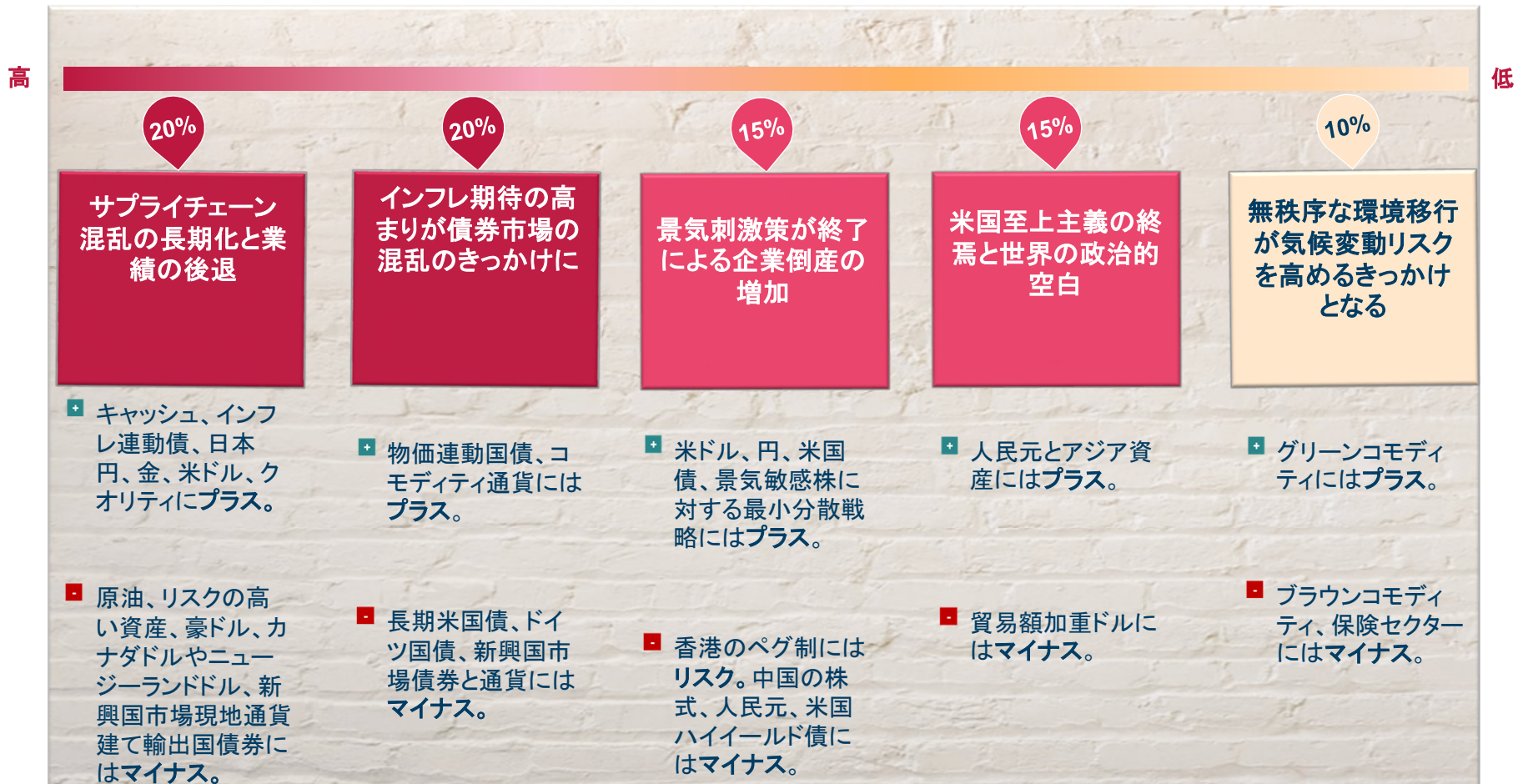
Source: Amundi Research, Bloomberg. Data is as of 8 November 2021. Inflation and policy rate expectations are by Amundi Research. EM: emerging markets. CB: central banks. Turkey's expected change in policy rate in 2022 is -1.0, while H2 2022 inflation is expected at 13.58% against an upper CB target range of 7.0%.

要約：2022年の中心的シナリオと代替シナリオ



Source: Amundi as of 1 November 2021. DM: developed markets, EM: emerging markets. CB: central banks. BOE: Bank of England. ECB: European Central Bank. PBoC: People's Bank of China.

シナリオに対するリスク



Source: Amundi as of 1 November 2021. DM: developed markets, EM: emerging markets, USD: US dollar, JPY: Japanese yen, CNY: Chinese yuan, CHF: Swiss franc, AUD: Australian dollar, NZD: New Zealand dollar, UST: US Treasuries, TIPS: Treasury inflation-protected securities, US HY: US high yield.

2022年の先のシナリオでは、新たなレジームに向かう変革の時期に入る

レジーム シフトの特徴

- 中央銀行の新たな政策課題: 債務負担、エネルギー転換、不平等の解消のために緩和的な政策が継続。
- 政策ミックスは、労働者と資本の力関係を調整し、不平等を解消しようとするだろう。課税強化と規制の拡大を予想。
- グローバリゼーションの変化と希少性: サプライチェーンの混乱、コモディティ価格の上昇、脱グローバリゼーションの傾向によってインフレが促進される。リショアリングやニアショアリング、自給自足の模索が、ローカルかグローバルかの論議を巻き起こす。
- グリーントランジション: ネットゼロの排出目標達成に向けて民間資本と公共投資が大いに動員され、セクターや企業の格差を拡大。

現在、金融政策と新型コロナの結果が相まって、まるで70年代に戻るかのような高インフレレジームへのシフトを進める環境が整っている。

Source: Amundi as of 31 October 2021.

03

2022年とその先の投資予想

全体的にリスクに中立とした上で、年後半のサイクル後期の投資機会を活用：株式、新興国市場、コモディティ



クロスアセット

全体的に中立、ただし構造的リスク回避は禁物、金利上昇に対する抵抗力

- ✓ 2022年は、限定的なリスクエクスポージャーで開始、1年を通して再調整する。
- ✓ 実質リターンを目標とすることが新たなホライズン。
- ✓ レラティブバリュー戦略や、実物資産などのインフレリスクを軽減できる可能性のある追加的な分散手段が最も重要になるだろう。
- ✓ インカムエンジンをマルチアセットとともに再装備する。



債券

アンコンの債券が引き続き勝負の要に

- ✓ 金融政策の相違が拡大する世界では、イールドカーブの動き、通貨や地域にまたがる投資機会が多くなる。
- ✓ デュレーションを短くし、リアルインカム（新興国市場債券、劣後債、ローン、実物資産など）を賢明に探す。
- ✓ クレジットの選定が重要：レバレッジの高さによる市場の分断



株式

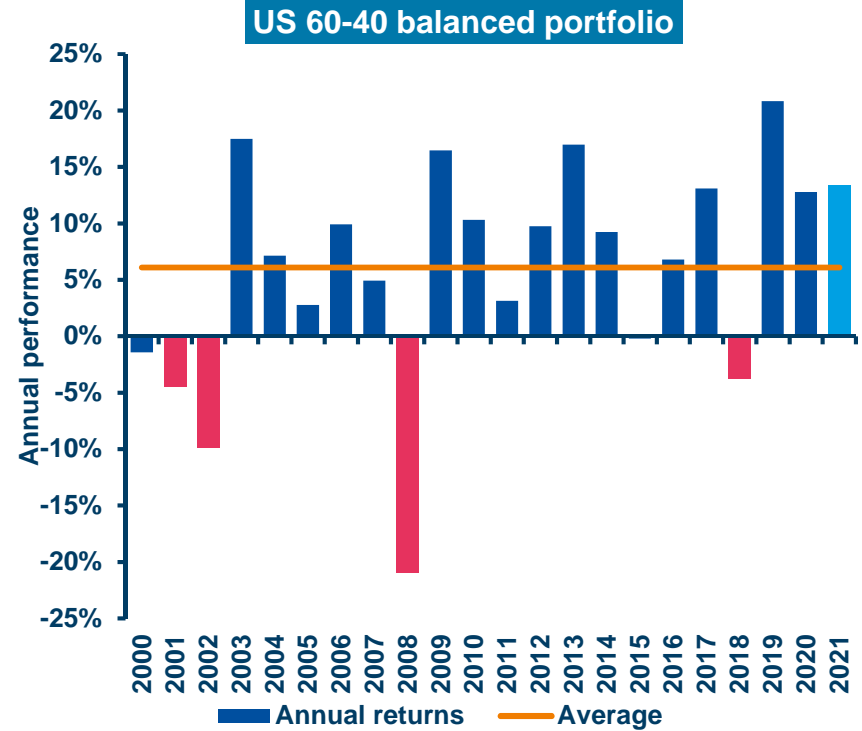
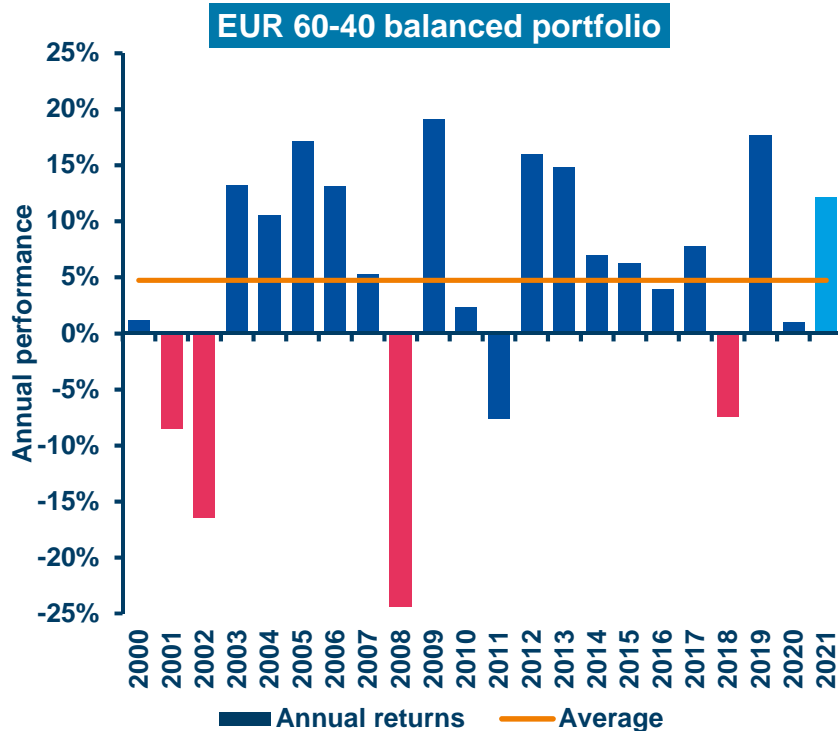
あまり割高になっていない分野（バリュー、新興国市場、欧州）と金利上昇に対する感応度に焦点を当てて株式で勝負

- ✓ コストアップや金利上昇の中で、収益力や価格決定力、クオリティやバリューを重視して銘柄を選択する必要。
- ✓ 業績が回復しワクチン接種が進んだことで、新興国市場が再び焦点に。
- ✓ グローバルポートフォリオの長期単独テーマとしての中国。

「グリーンで社会的な景気回復が全面的にESGを推進。」

Source: Amundi as of 1 November 2021.

2021年のバランス型ポートフォリオは株式主導で良好なパフォーマンスに



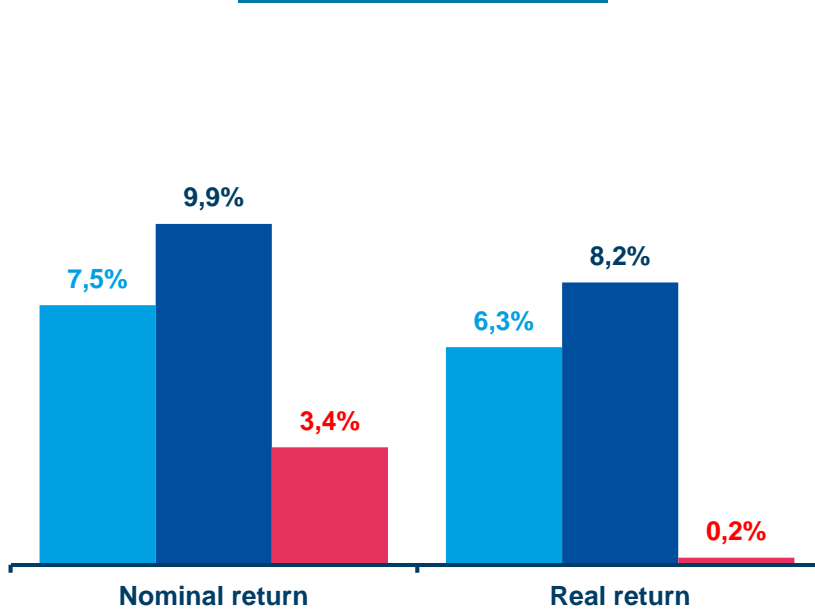
▶ 米国の60対40ポートフォリオが2021年に名目値で13%のリターンを示す一方、欧州ポートフォリオは株式が例外的に寄与したことで名目値で12%を超えるリターンを示した。いずれのケースでも、パフォーマンスは過去20年間の平均値を上回っている。今後は業績の伸びがある程度正常化する一方で、金利上昇で債券に重荷がかかるため、バランス型ポートフォリオの期待リターンは低下する見込み。インフレ率が上昇する世界では、実質リターンがカギとなる。

Source: Amundi analysis on Bloomberg data. YTD 2021 is as of 3 November 2021. EUR balanced portfolio is made up of 60% MSCI EMU net total return index in euros and 40% of Bloomberg Euro Aggregate index. US balanced portfolio is made up of 60% S&P 500 index in USD and 40% Bloomberg US Aggregate Bond index. Indices are with no fees and no taxation. **Past performance is no guarantee of future results.**



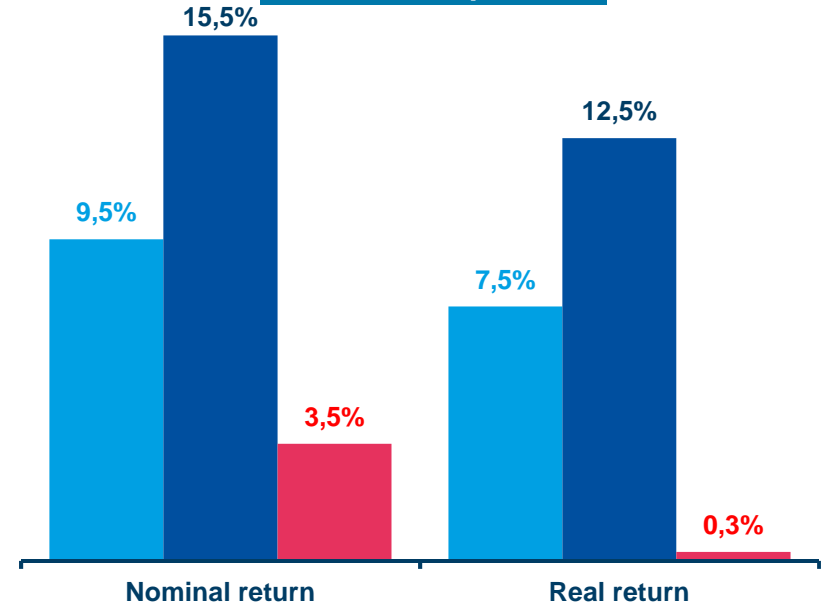
インフレ率の上昇に伴い、実質リターンを目標とすることが新たなホライズンとなるが、名目値の幻想には注意が必要

EUR balanced portfolio



■ Historical 10y ■ Historical 3y ■ Forward looking 3y

US balanced portfolio



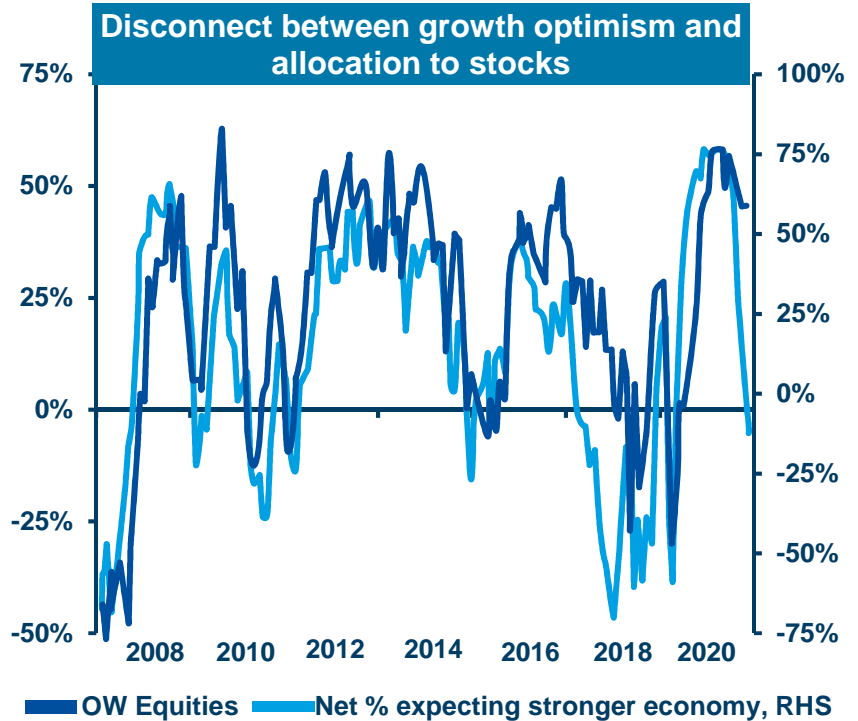
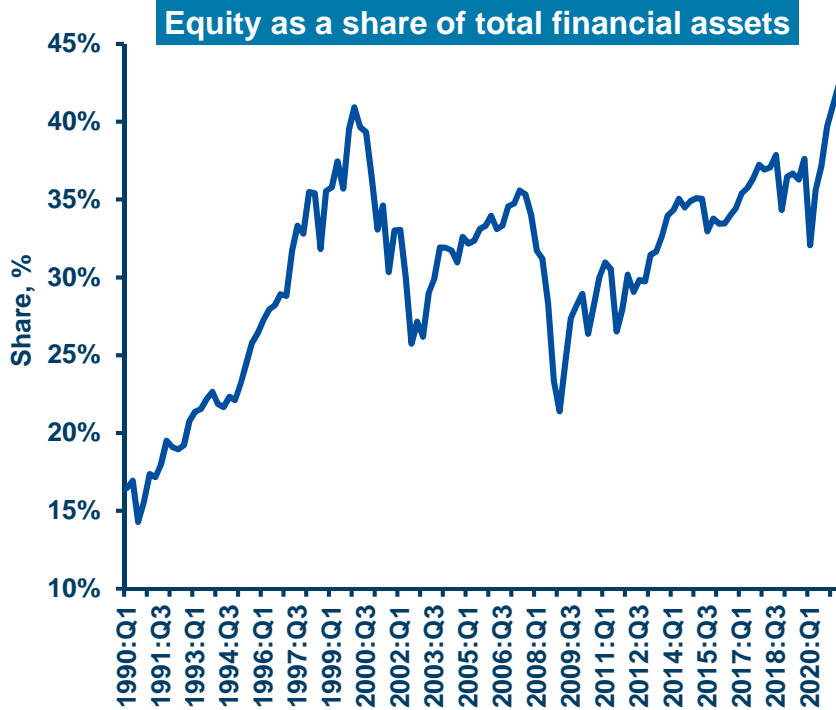
■ Historical 10y ■ Historical 3y ■ Forward looking 3y

▶▶ 欧州と米国の60対40のバランス型ポートフォリオは、とりわけ過去3年間に好調な名目リターンを示してきた。しかし、今後は、特にインフレの加速によって実質リターンが損なわれることを考えると、見通しは厳しい。投資家は、名目値が幻想となるリスクを意識して実質投資を目指すべきである。

Source: Amundi analysis on Bloomberg data as of 3 November 2021. EUR balanced portfolio is made up of 60% MSCI EMU net total return index in euros and 40% of Bloomberg Euro Aggregate index. US balanced portfolio is made up of 60% S&P 500 index in USD and 40% Bloomberg US Aggregate Bond index. Indices are with no fees and no taxation. Real returns are based on average projected 3y ahead US CPI at 3.2% YoY and Eurozone CPI at 2.1% YoY. Past performance is no guarantee of future results.



相対的には株式を選好するが、自己満足状態を意識すること：株式への配分は過去最高に達している



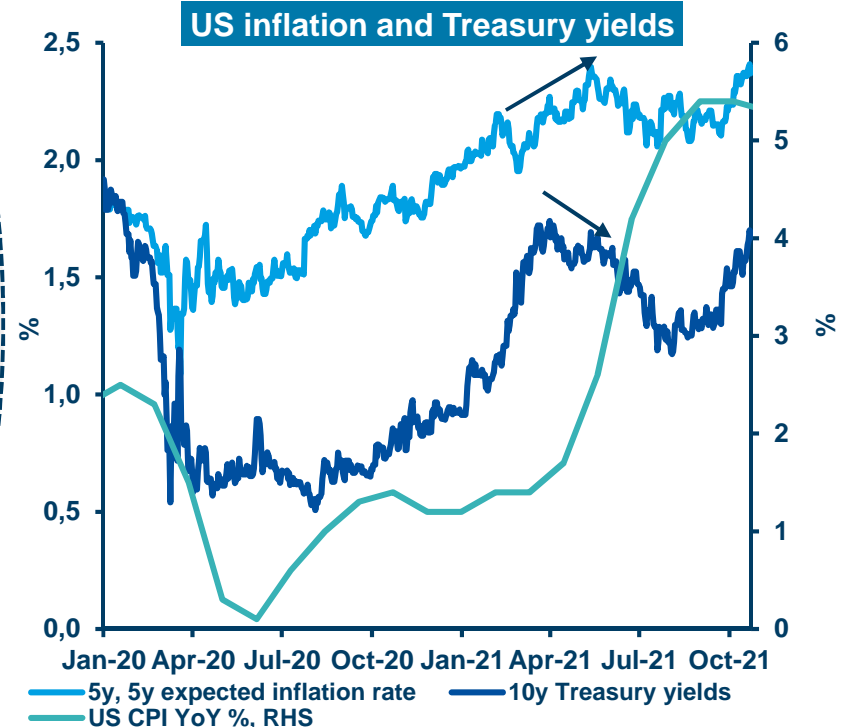
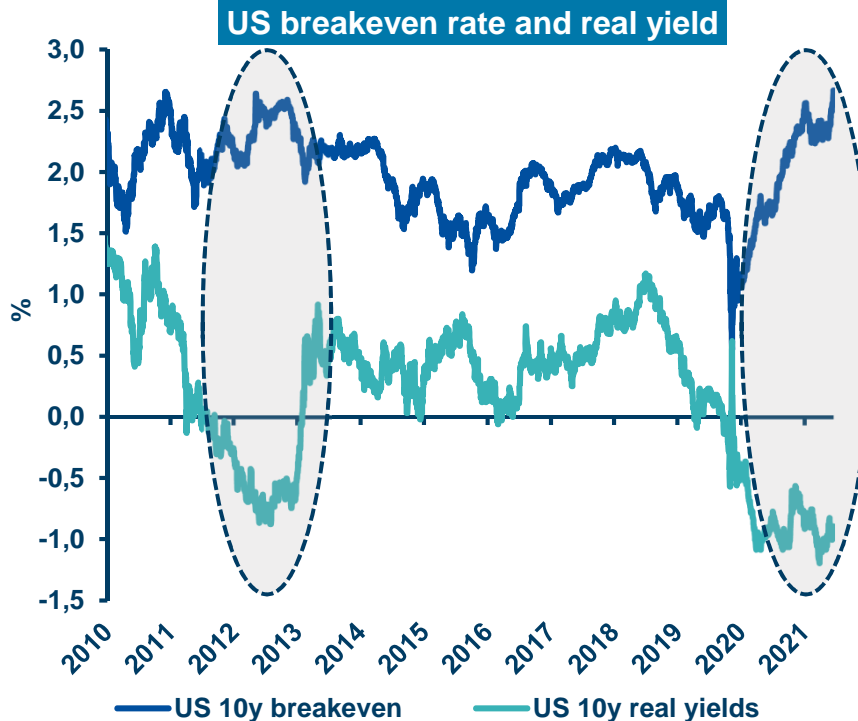
債券利回りが低いかマイナスのため、株式に代わる資産がない。しかし、経済のファンダメンタルズと配分の間乖離があり、株式のエクスポージャーはサイクルのピークに上昇、特に先進国市場に有利になっている。次の動きは、戦略的目標をはるかに下回る配分でバリュエーションが相対的に魅力的に見える新興国市場への乗り換えになる見込み。

Source: Amundi, Federal Reserve Board. Data is as of 25 October 2021. Data includes equity holdings of US households, pension funds, mutual funds, ETFs, and overseas investors as a share of their overall financial assets. Households data refers to equity held both directly and indirectly. For pension funds and overseas investors mutual funds share are deducted from total financial assets to avoid duplication.

Source: BofA Global Fund Manager survey. Data is as of October 2021. DM: developed markets. EM: emerging markets.



実質利回りがサイクルのカギを握る：最初に低下し、次に上昇することで株式のバリュエーションの行方が決まる



▶ 実質金利がカギになる。現在の局面では、名目金利がわずかに上昇し、実質金利は低下傾向にあるとみられる。2022年には、名目金利が上昇し、実質金利が安定するというキャッチアップが起こる可能性。この局面では、ボラティリティが高まる懸念があり、投資家は追加の分散手段を講じる必要がある。さらに困難となるのは、名目金利と実質金利が共に上昇するケースであるが、これは、すぐに起りそうもない。

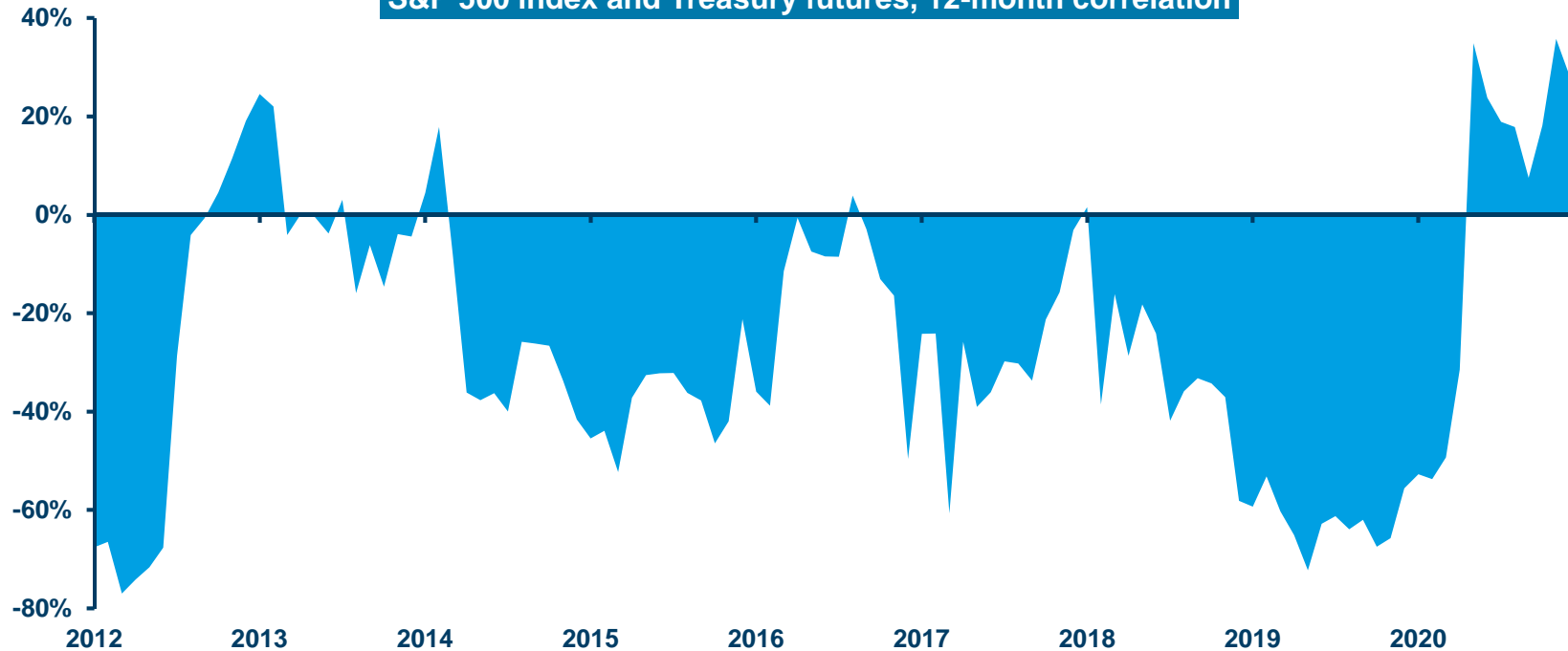
Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 22 October 2021.

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 22 October 2021. CPI data is monthly.



インフレが進むと相関関係が不安定になる：無相関のリターン源を追加し、分散化を図る

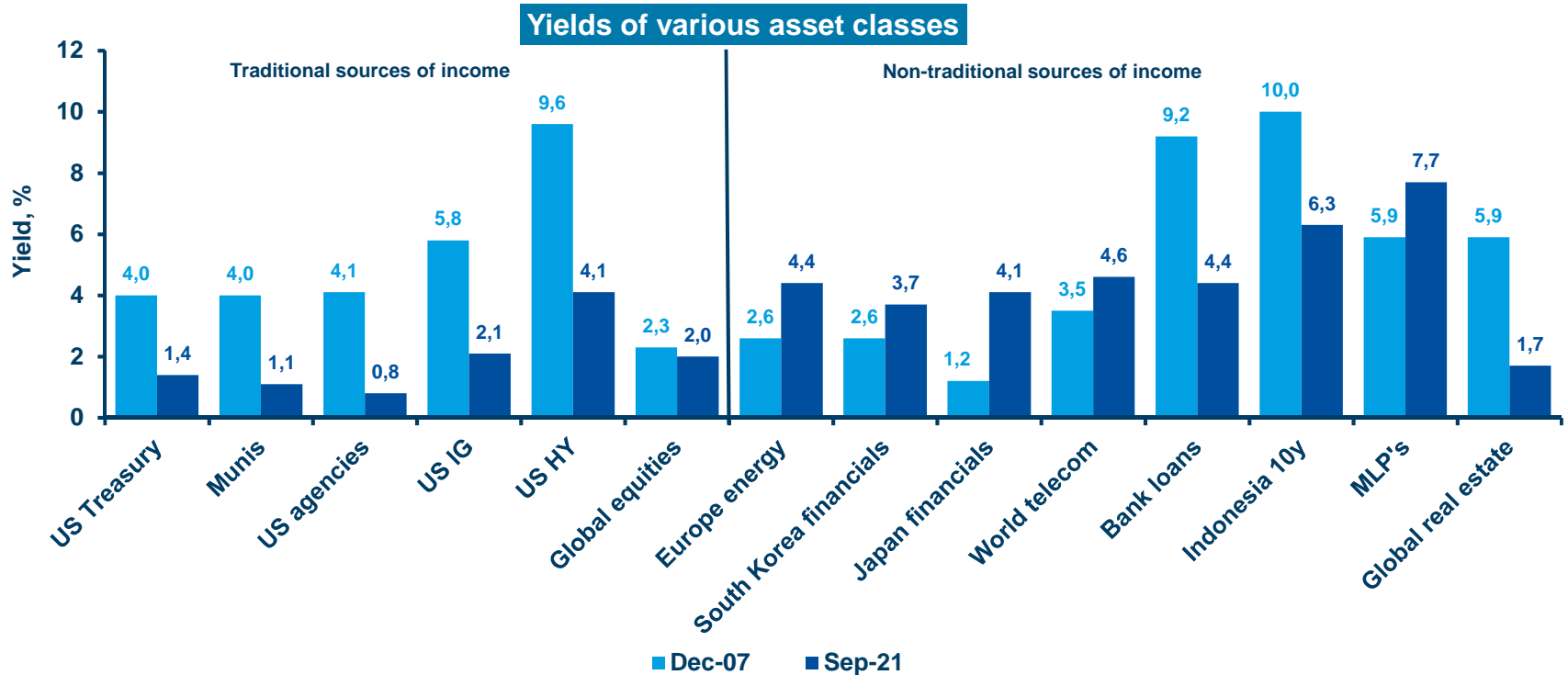
S&P 500 index and Treasury futures, 12-month correlation



株式と債券の相関が潜在的にプラスだとすれば、伝統的な60対40のバランス型ポートフォリオの存在意義が脅かされる。そのため投資家は、相関の低い戦略や実物資産、オルタナティブ資産など、別の分散投資手段を探す必要が出てくる。

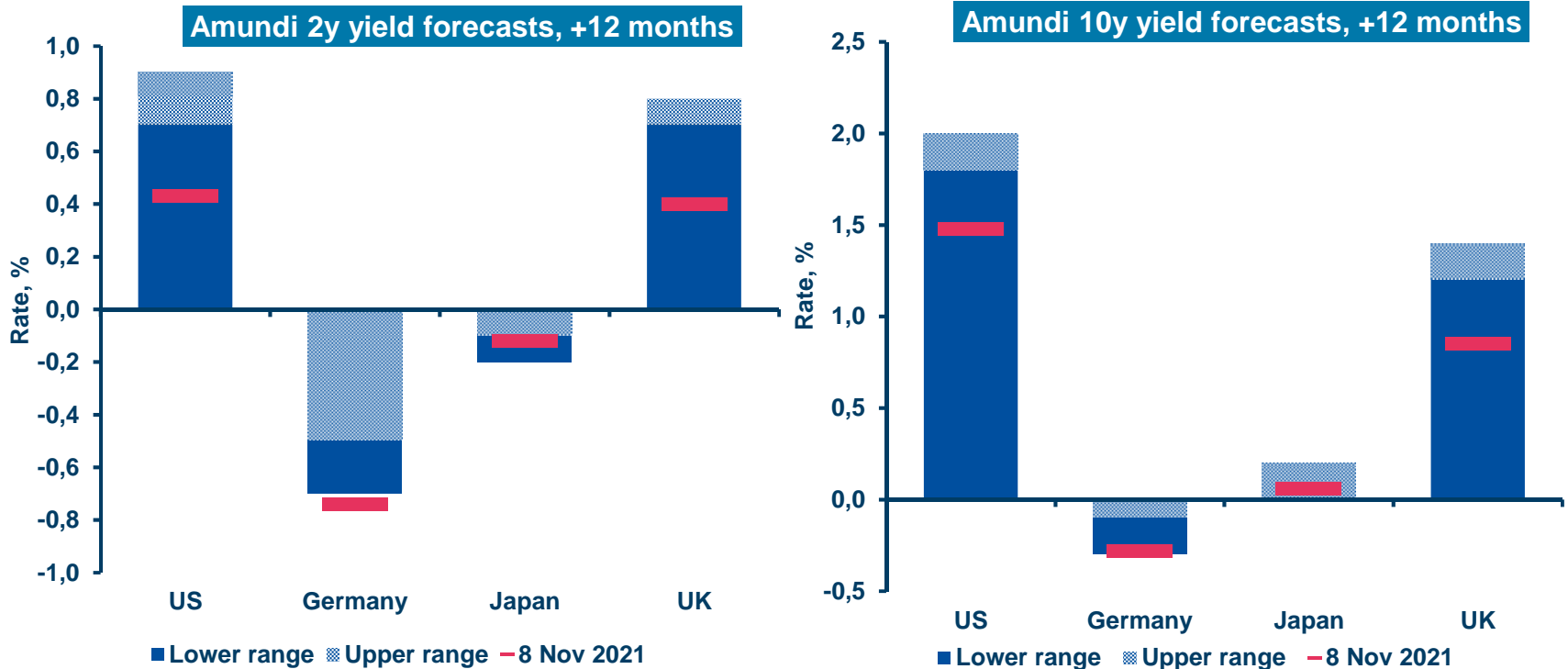
Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 26 October 2021. Data refers to the 12-month correlation. YTD: year to date.

投資家はマルチアセットを通じてインカムを獲得できる



Source: Amundi, Bloomberg Barclays, BofA as of 30 September 2021. **US Treasury** is represented by the Bloomberg US 7-10y Treasury Bond index. **Municipals** are represented by Bloomberg Municipal Bond index. **US IG** is represented by the Bloomberg US Aggregate Bond index. **US Agency** is represented by the Agencies component of the Bloomberg US Aggregate Bond index. **US HY** is represented by the ICE BofA US HY index. **Global Equities** are represented by the MSCI ACWI NR index. **Europe Energy** is represented by Bloomberg Europe Energy index. **South Korea Financials** are represented by MSCI Korea Financials index. **Japan Financials** are represented by MSCI Japan Financials index. **World Telecom** is represented by MSCI World Telecom Services Industry Group index. **Bank Loans** are represented by S&P/LSTA Leveraged Loan index. **Indonesia 10y Treasury** is represented by Indonesia Government Bond Generic Bid Yield 10y index. **MLP's (Master Limited Partnerships)** are represented by the Alerian MLP Total Return index. **Global real estate** is represented by ICE BofA Global Real Estate index. **Data is based on past performance, which is no guarantee of future results.**

2022年には国債利回りが相応に上昇する

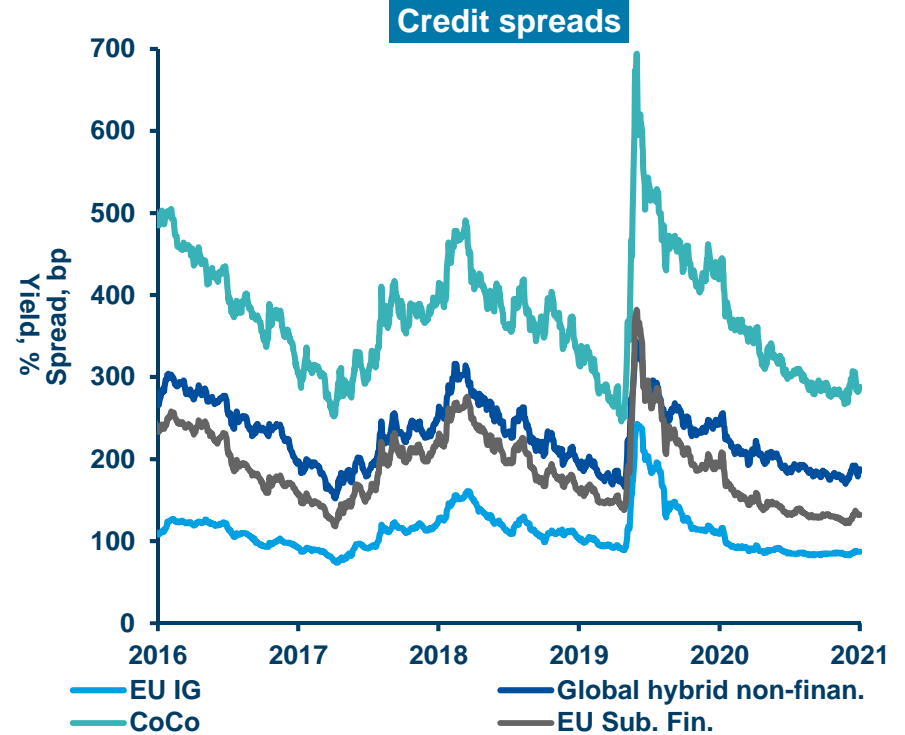
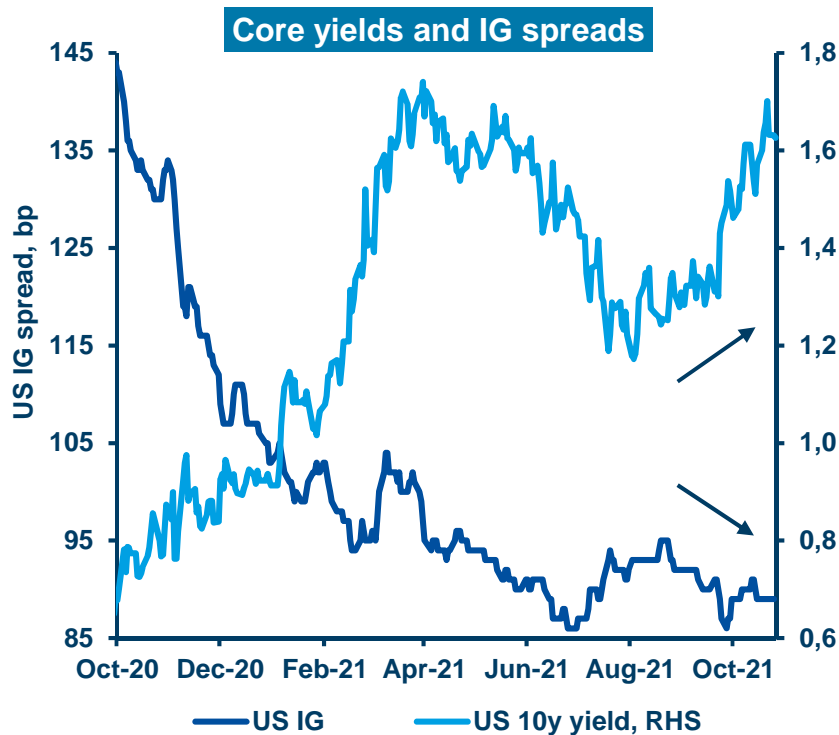


▶ インフレが予想以上に厳しいという認識が市場に浸透すれば、当社の予測通り、コア国債利回りが上昇することになる。当社は、ECBがインフレ面で割合ハト派的な姿勢を維持しつつも、警戒を怠らないことを想定している。全体的に利回りの経路は直線的ではなく、投資家は積極的かつ機敏に行動する必要がある。

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 8 November 2021. Forecasts are by Amundi Research and are as of 25 October 2021.

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 8 November 2021. Forecasts are by Amundi Research and are as of 25 October 2021.

クレジット：今後は流動性が厳しくなり大差別の時代に

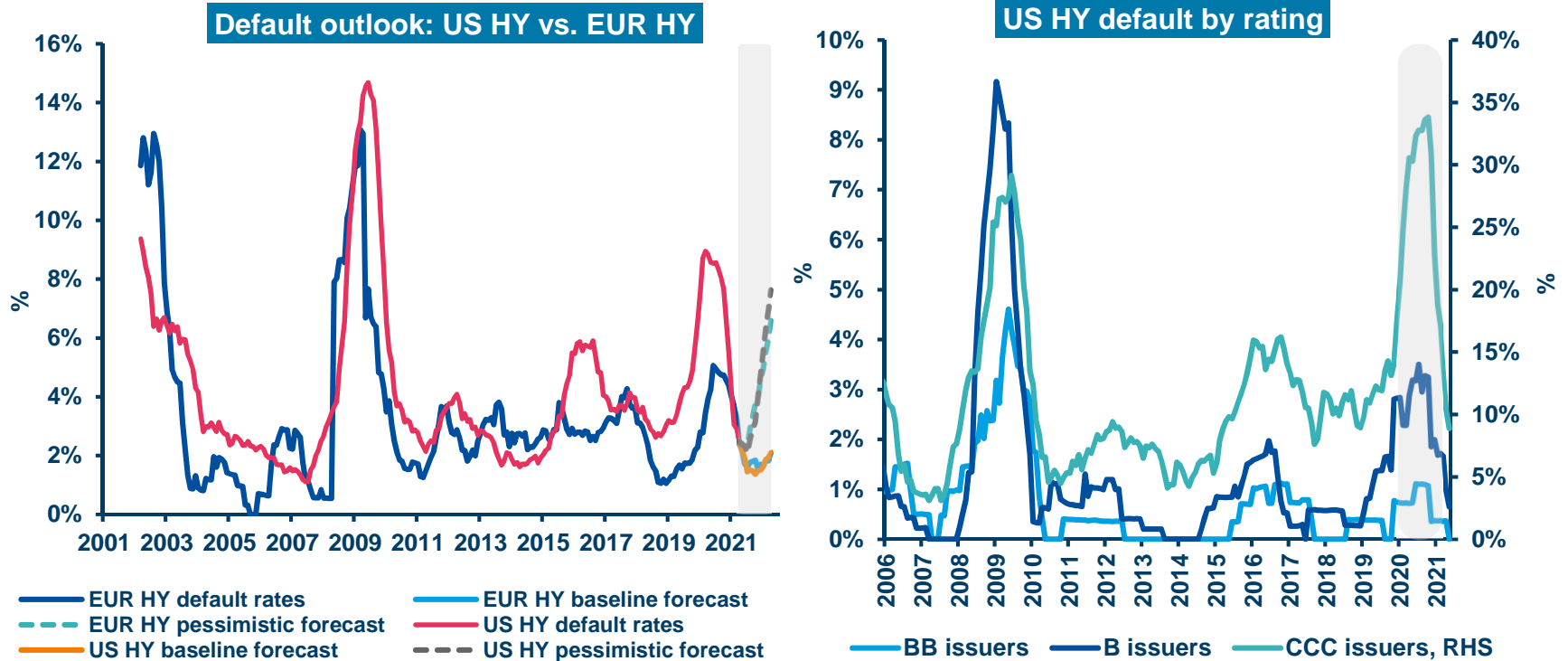


▶ 流動性が低下する中でレバレッジを高める兆候がある銘柄については、潜在的な圧力に特に注意する必要がある。投資適格債や欧州の劣後債にもチャンスがあるが、選別が必要。

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 26 October 2021. IG: investment grade.

Source: Amundi, Bloomberg. Data as of 25 October 2021. CoCo bond: a contingent convertible bond is a fixed-income instrument that is convertible into equity if a pre-specified trigger event occurs.

ハイイールド債：潜在的なデフォルト率の底打ちには警戒が必要

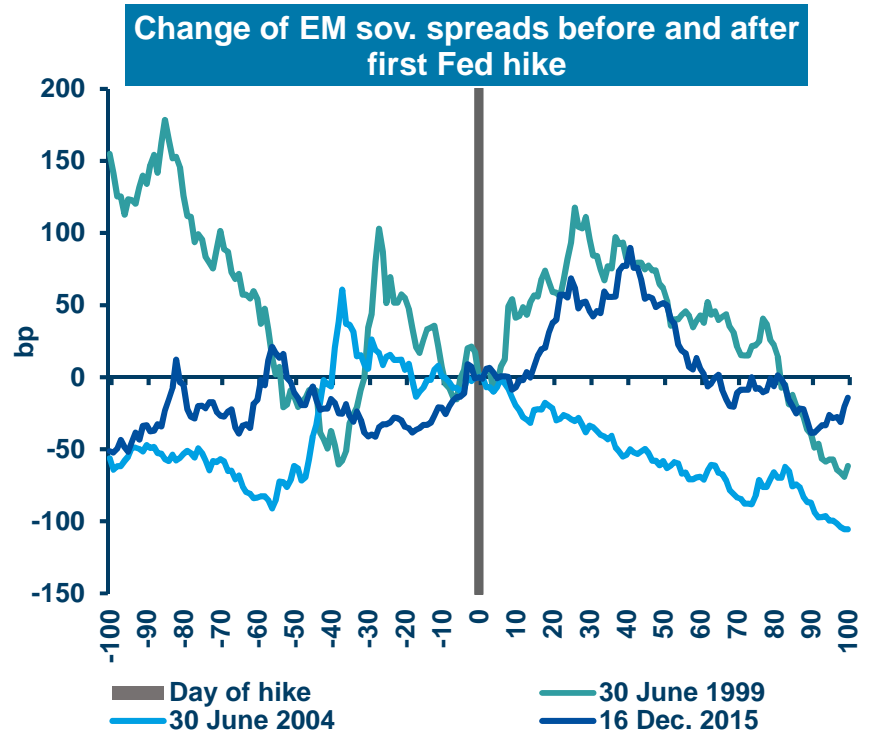
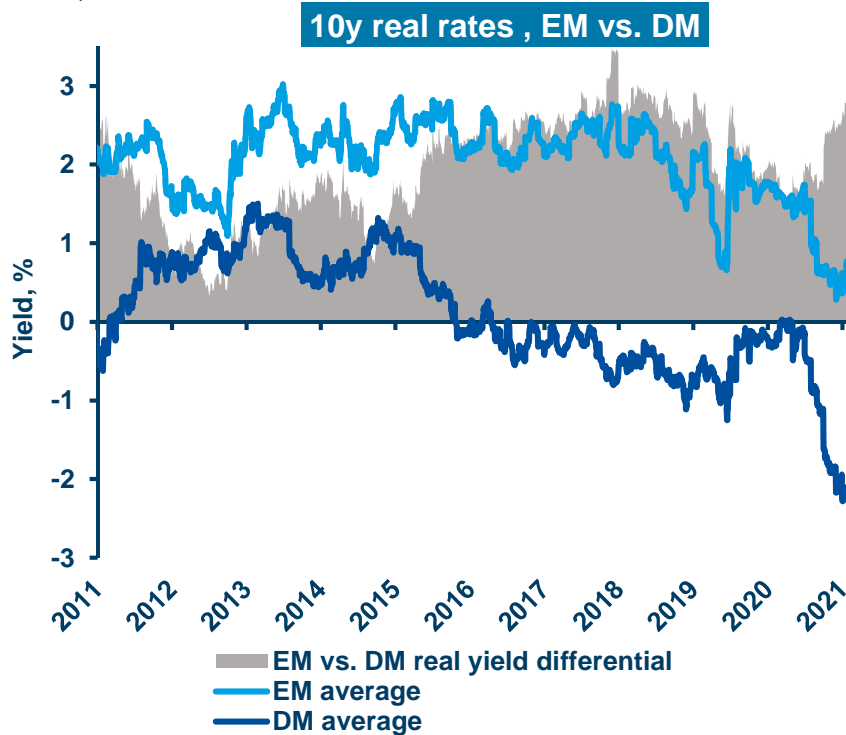


ハイイールド債は、特にクレジット指標が改善し収益が堅調であるため、超過インカムをもたらす可能性がある。しかし、投資家はガードを緩めることなく、バランスシートの再レバレッジや価値を破壊するようなM&Aを行う企業を避け、選択的に行動すべきである。レバレッジを問題とする市場の亀裂が表面化する可能性もある。

Source: Moody's, Amundi Research. Data as of 25 October 2021. Forecasts start from September 2021.

Source: Moody's, Amundi Research. Data is as of 30 September 2021.

希少性の世界の中で、新興国市場は一定の実質利回りをもたらす

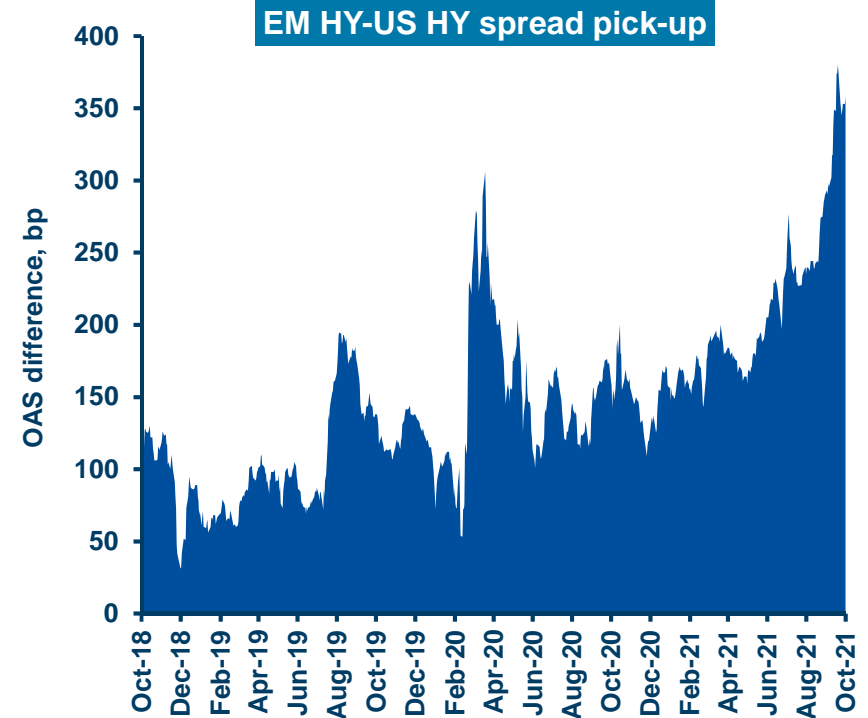
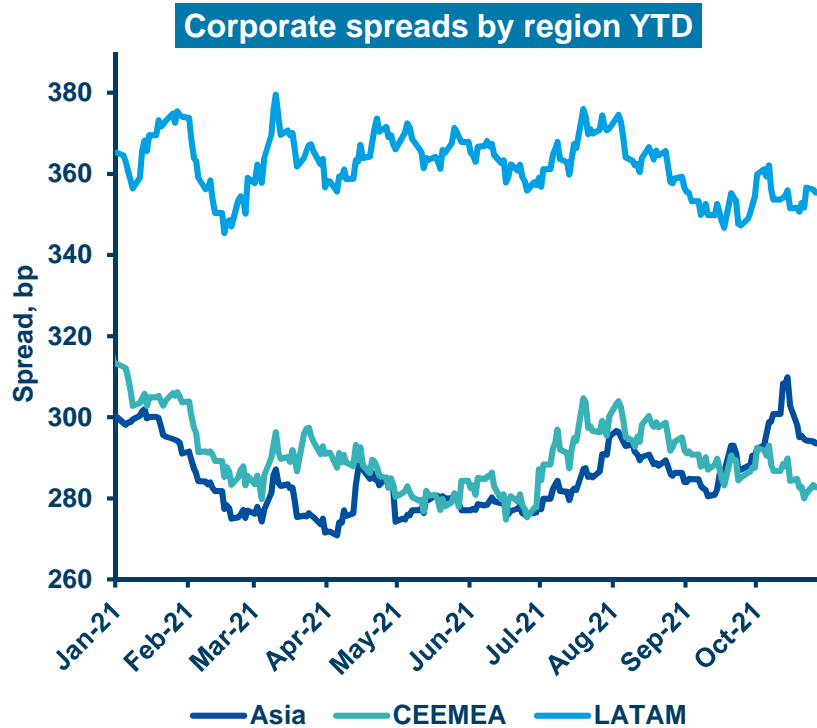


▶▶ 新興国市場・先進国市場の実質利回り格差は、新興国市場の債券分野に価値があることを示唆している。新興国市場は幅広くインフレ傾向を示しており、すでにピークを過ぎた国もある。一方、先進国市場のインフレ率は急速に上昇しており、実質利回りを圧迫している。FRBの政策正常化による新興国市場債券への影響は限定的になる見込み。歴史的に見ても、新興国市場ソブリン債のスプレッドは、FRBの最初の利上げから3か月後にタイトになっている。

Source: Amundi analysis on Bloomberg data as of 27 October 2021.

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 21 September 2021.

新興国市場ハイイールド債：混乱がチャンスに

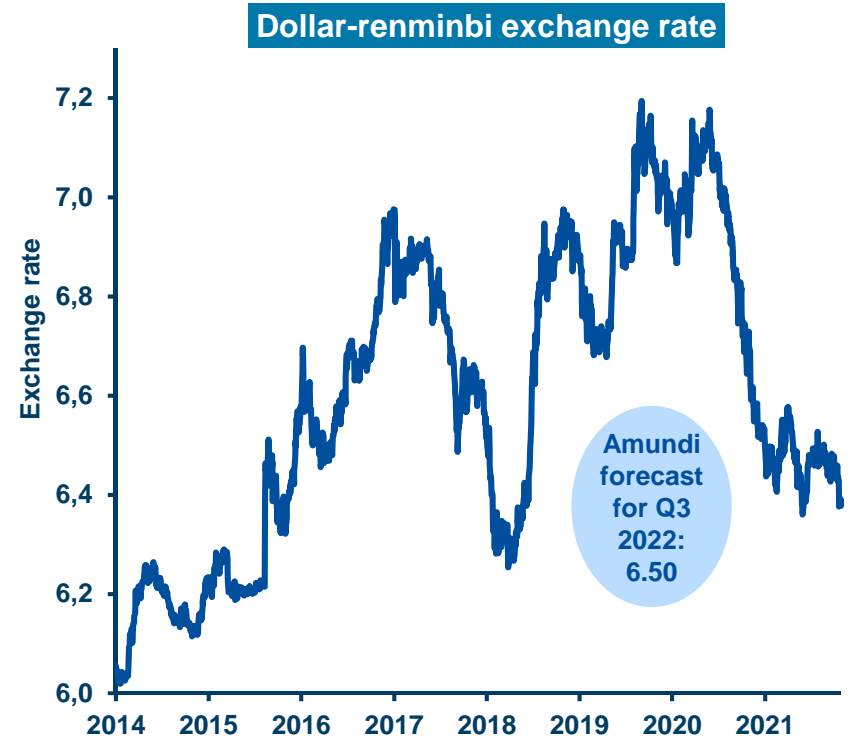
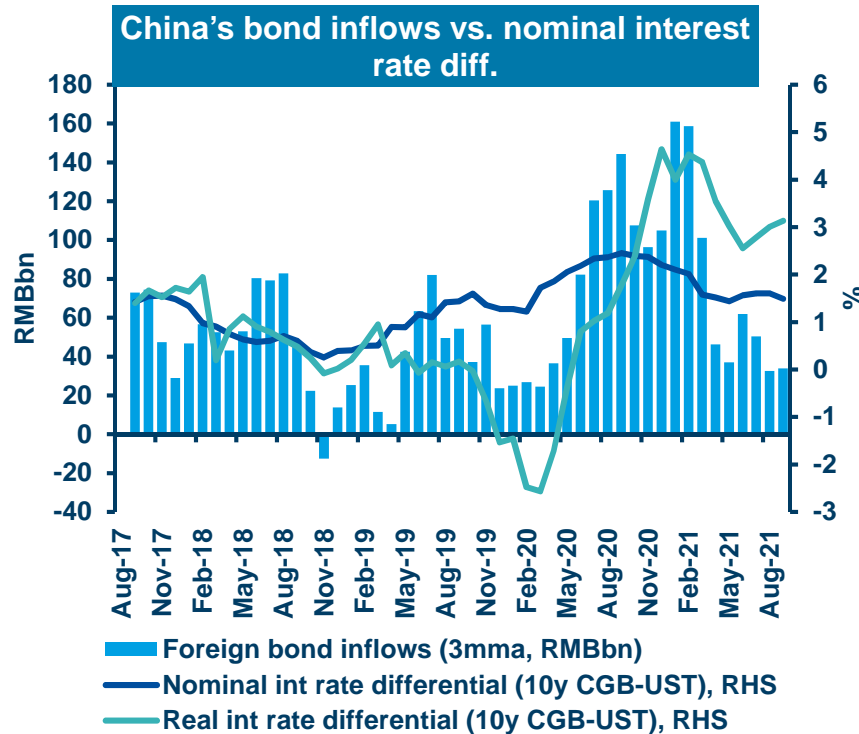


▶▶ 新興国市場ハイイールド債の спреッドは、中国の不動産セクターの比重が大きいことから、米国のハイイールド債に比べて最近の高水準にあり、選別的なアプローチにより妙味のある参入点を探る状況にある。アジアの社債 спреッドは拡大し、中国の規制強化や不動産の混乱を受けて、さらにボラティリティが高まっている。

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 27 October 2021. HY: high yield.

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 27 October 2021. OAS: option-adjusted spread. It is the measurement of the spread of a fixed-income security rate and the risk-free rate of return.

世界の投資家は中国のソブリン債を実質利回りの源泉として 見ることができる

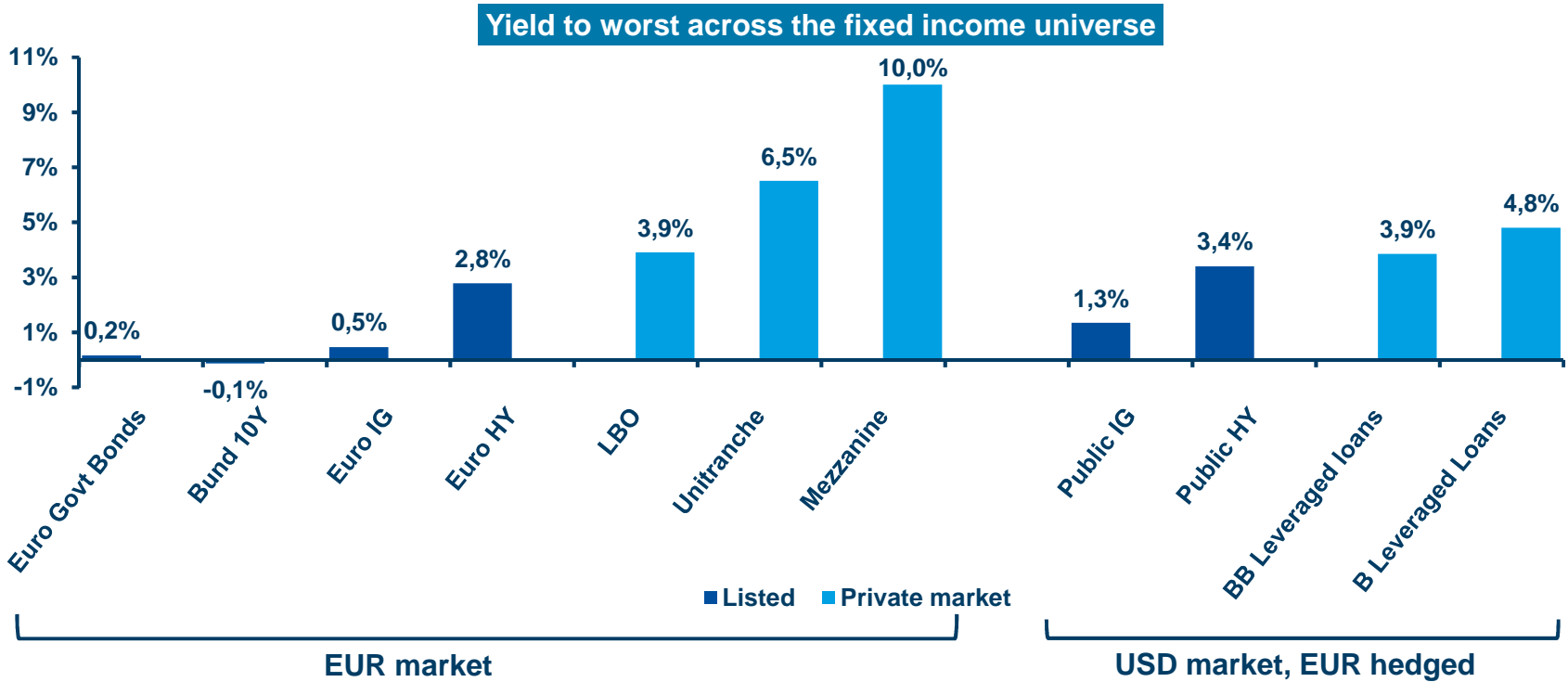


▶▶ 低金利の世界にあって、中国の金利はプラスの実質金利を提供できるため、中国債券はグローバル債券ポートフォリオには魅力的である。この傾向を支えるその他の要素は、分散投資の可能性、PBoCのオーソドックスなスタンス、そして通貨のボラティリティが小さいことである。

Source: Amundi Research on CEIC and Fed data. Data is as of 16 October 2021. 3mma: three-month moving average.

Source: Amundi on Bloomberg data. Data is as of 27 October 2021.

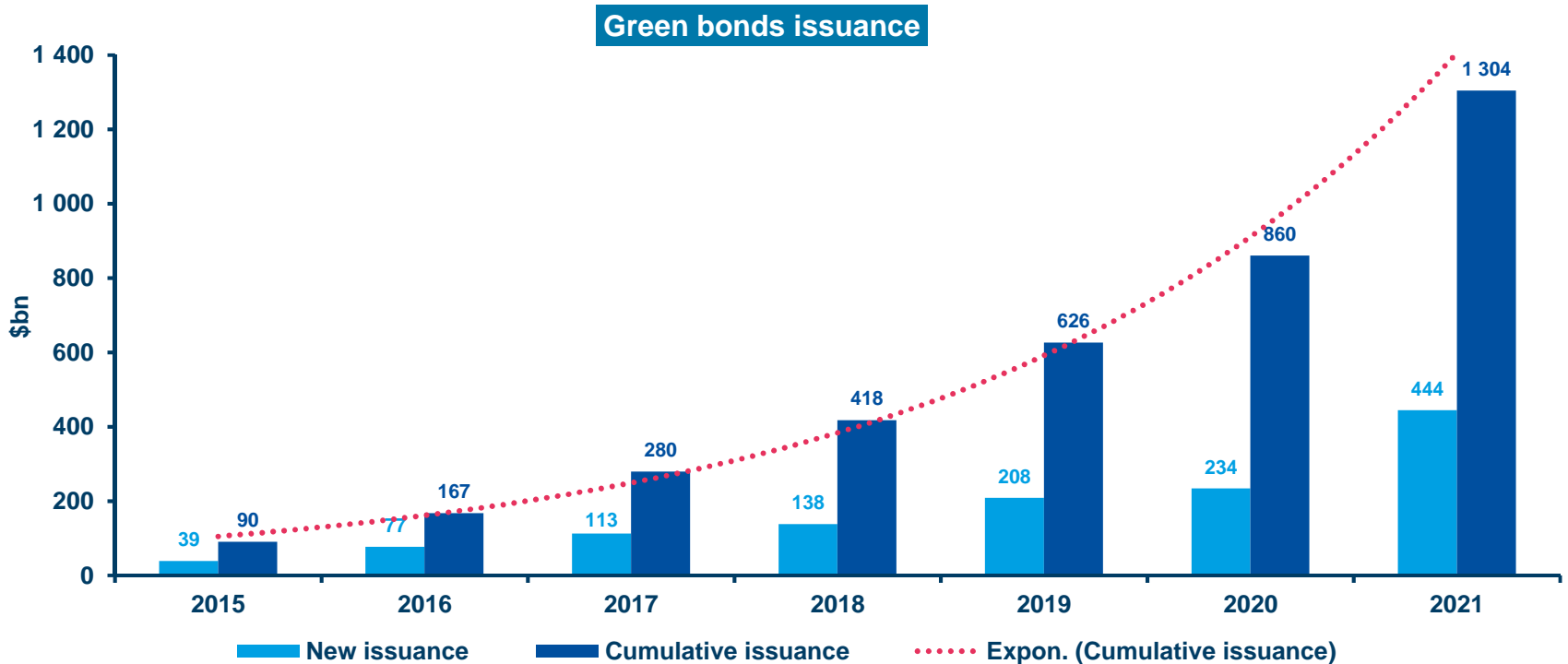
インカムの追求、プライベート市場に投資機会を広げ、選別を重視



▶ 適切な投資ホライズンを持ち、流動性の低さを許容する投資家にとって、上場債とプライベート市場の組み合わせは、利回りを追求する上でも魅力的だろう。

Source: Amundi. Data is as of 2 November 2021. Past performance does not prejudice future performance. Mezzanine debt is an estimate based on past deals. **Past performance is no guarantee of future results.**

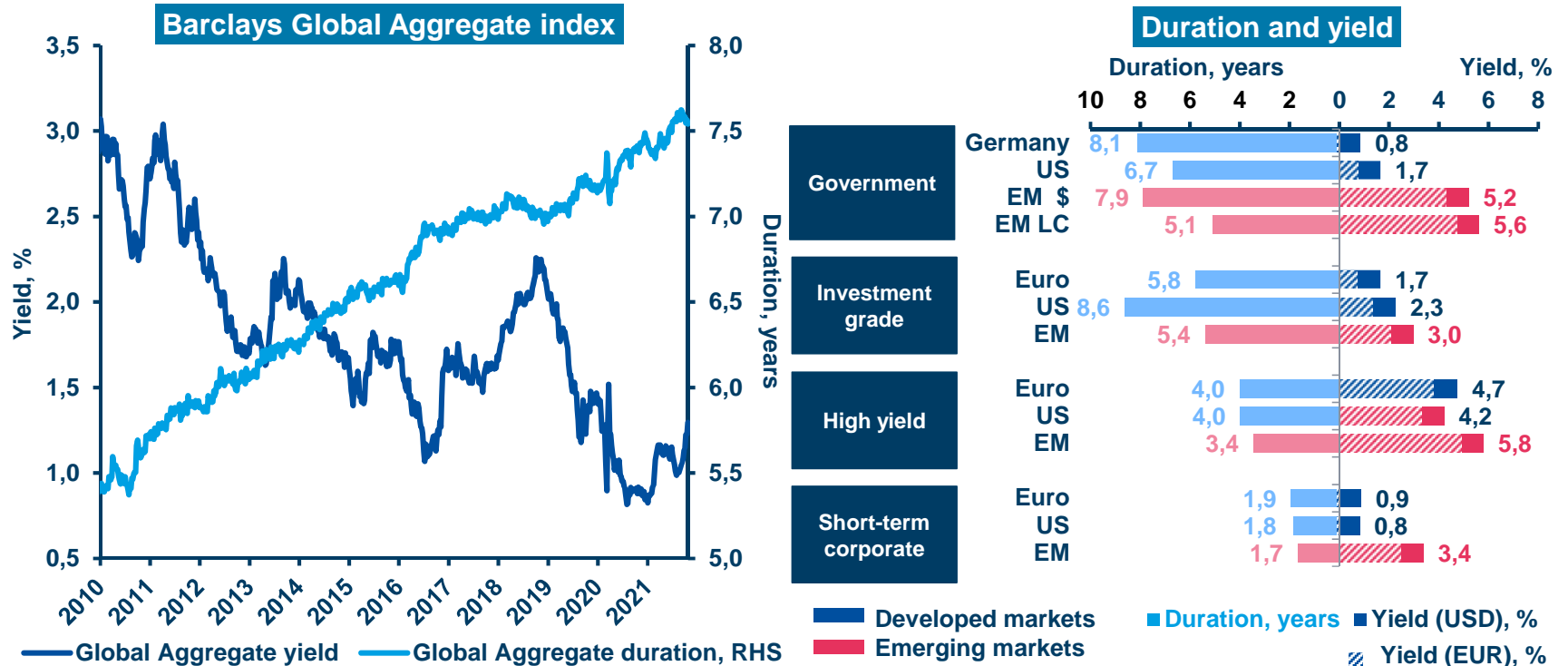
グリーンボンドによるグリーントランスフォーメーションで勝負



▶ 世界のグリーンボンド発行額は今年大幅に増加し、累積発行額は1兆ドルを超えた。発行額は、2020年年末の8,600億ドルから、今年の年末にはほぼ1.5兆ドルに達する勢いである。ネットゼロなどの排出削減目標を掲げる企業が増えていることもあり、グリーンボンド発行の約70%が大企業によるものだった。

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 3 November 2021.

まとめ: 柔軟性のある債券が勝負の要となる



伝統的なベンチマーク指向のアプローチでは、ポートフォリオに高いデュレーションリスクを課すため、コア国債金利が上昇する時、リターンに悪影響を及ぼす可能性がある。デュレーションリスクへのエクスポージャーを制限するには、むしろより柔軟で制約のないアプローチを採用すべきである。金融政策の相違が大きい世界では、イールドカーブの動き、通貨や地域にまたがる機会が多くなる。

Source: Amundi analysis on Bloomberg data as of 22 October 2021.

Source: Amundi analysis on Bloomberg data as of 25 October 2021.

株式：相違と割高でない分野への乗り換え

価格決定力を重視



投入コストの上昇や供給不足に見舞われても、利益成長を維持し利幅を確保できる企業はインフレの上昇にも耐えられるはず

乗り換えで勝負



金利は適度な低水準を維持するが上昇傾向にあり、バリュエーションがさほど高くない株式（新興国市場、欧州）や、高成長株よりも高品質のバリュー株を選好

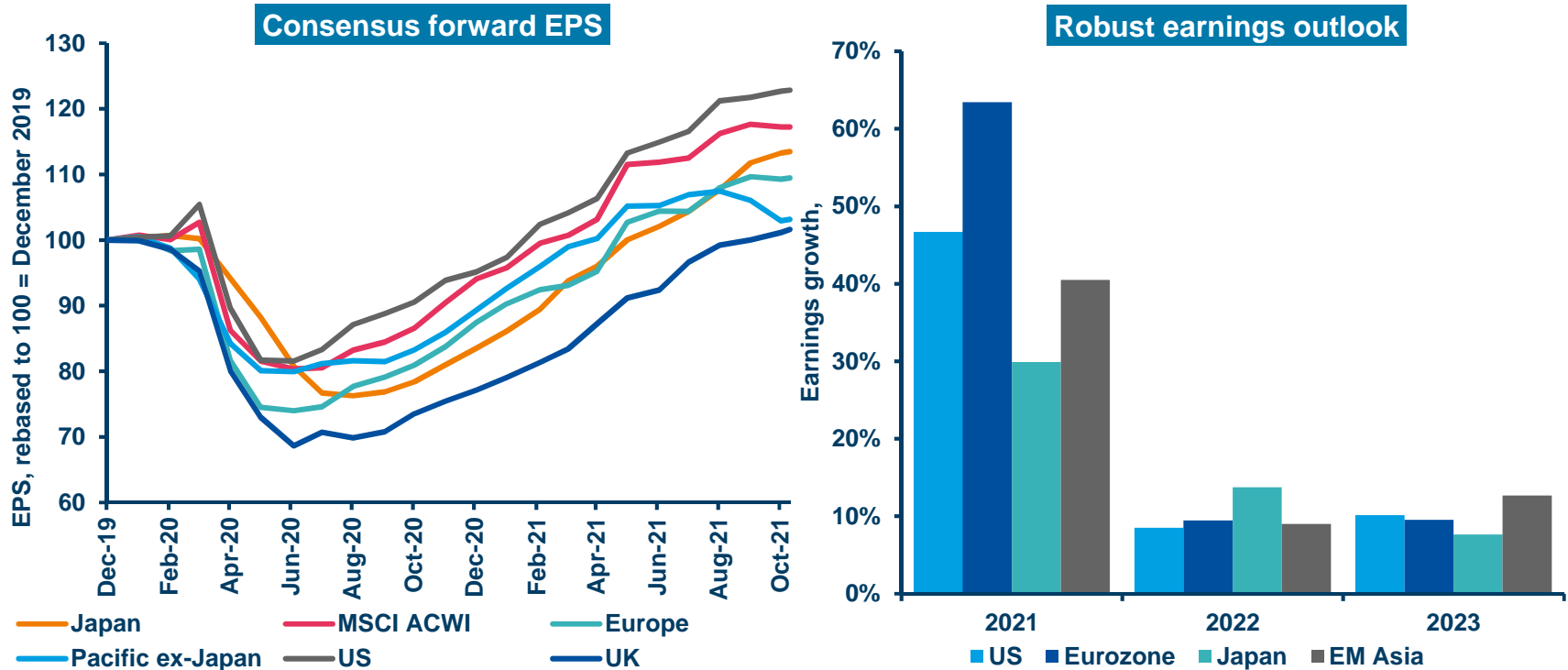
ESGのテーマ



ESG格付けを向上させようとする企業や、エネルギー移行を推進するテーマにチャンス

Source: Amundi as of 1 November 2021.

業績の正常化が視野に



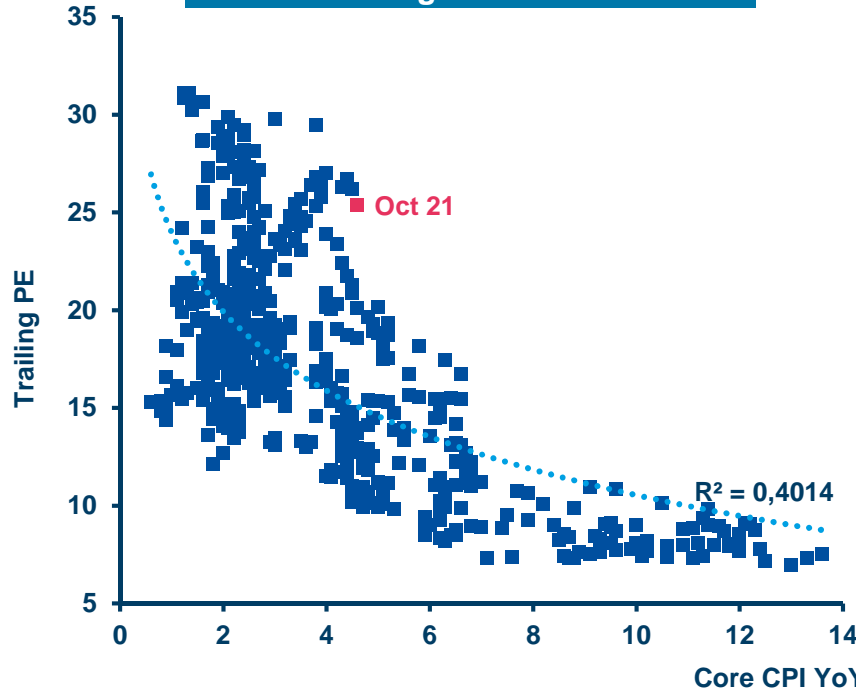
▶▶ 2021年は、経済成長と供給のボトルネックに対する懸念があったものの、企業収益は堅調。今後2、3年かけて、収益の伸びは正常化すると予想する。来年以降、どの企業が持続的な成長路線を維持できるかが重要。

Source: Amundi Research, DataStream, as of 22 October 2021. EPS: earnings per share.

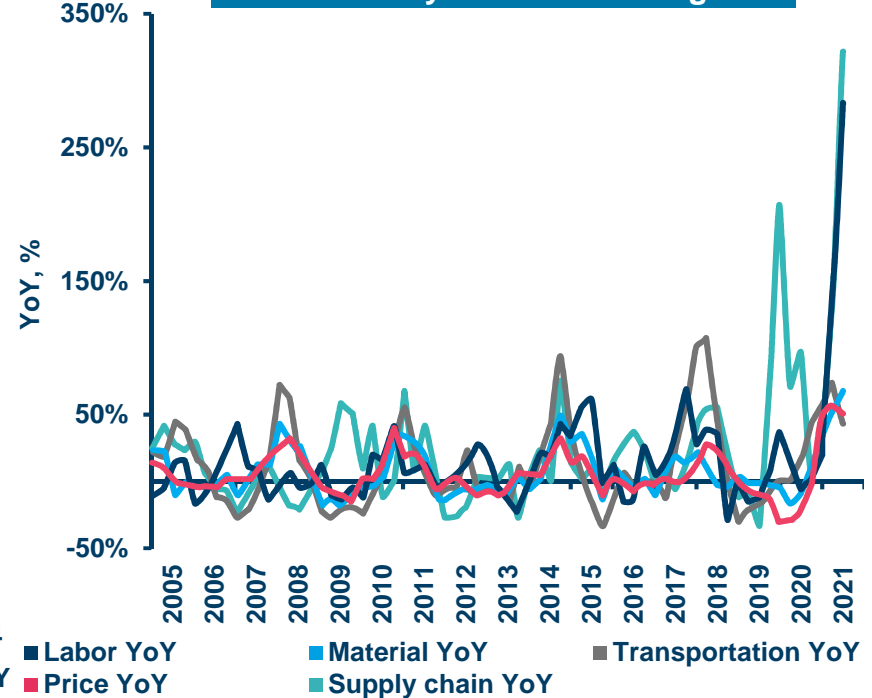
Source: Amundi, IBES consensus, DataStream, as of 22 October 2021. EPS are in local currency and in US dollar for country groups (e.g., EM Asia).

コスト上昇が進み、割高なバリュエーションが問題になる可能性がある

S&P 500 trailing PE ratio and US CPI



Mention of key words in earning calls

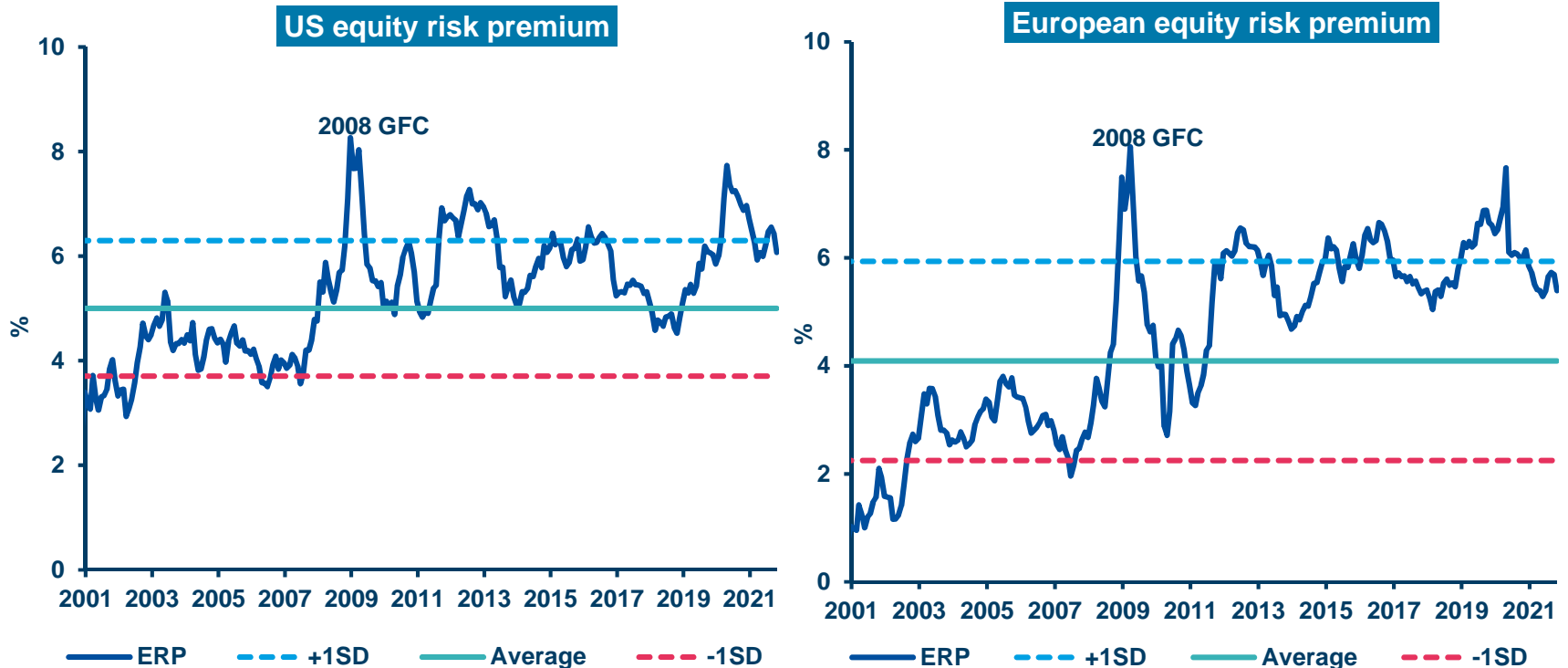


➤ 企業は、インフレ率の上昇、サプライチェーンの不足、生産のボトルネックなどに直面しており、株式バリュエーションが影響を受ける可能性がある。利益成長を維持できない企業や、コスト上昇分を消費者に転嫁できない企業が、これに当てはまる。投資家は、強力なブランド、知的財産、支配的な市場の位置づけといった特徴を持つ企業を探すべきである。

Source: Amundi, Bloomberg, monthly data as of 10 November 2021. Data starts from January 1970.

Source: BofA as of October 2021. The chart shows the percentage YoY increase/decrease in the mention of some key words in corporate earning calls of S&P 500 companies. Data is from Q2 2004 to present.

絶対的に見て、株式の方が債券よりも魅力的

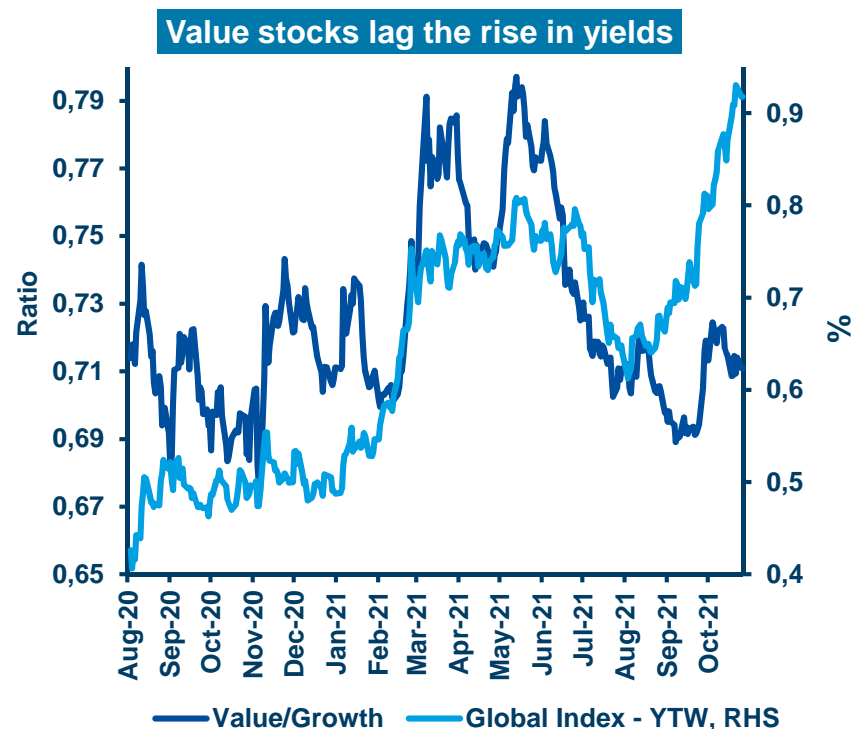
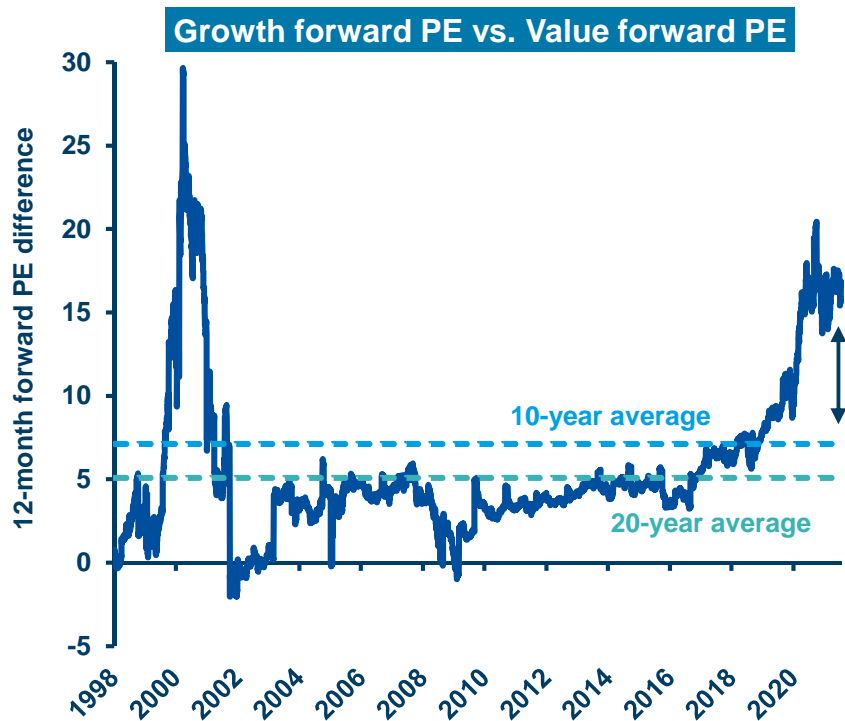


株式リスクプレミアムは過去の平均を大きく上回っており、債券に対して株式が魅力的であることを示している。ただし、絶対的なバリュエーションはタイトで、投資家はテーマや乗り換えを探りながら、レラティブバリュエーションのアプローチをとるべきである。

Source: Amundi Research, Datastream, as of 22 October 2021. GFC: Great Financial Crisis.

Source: Amundi Research, Datastream, as of 22 October 2021. GFC: Great Financial Crisis.

引き続き、多年にわたるテーマであるバリューストックへの乗り換えで勝負

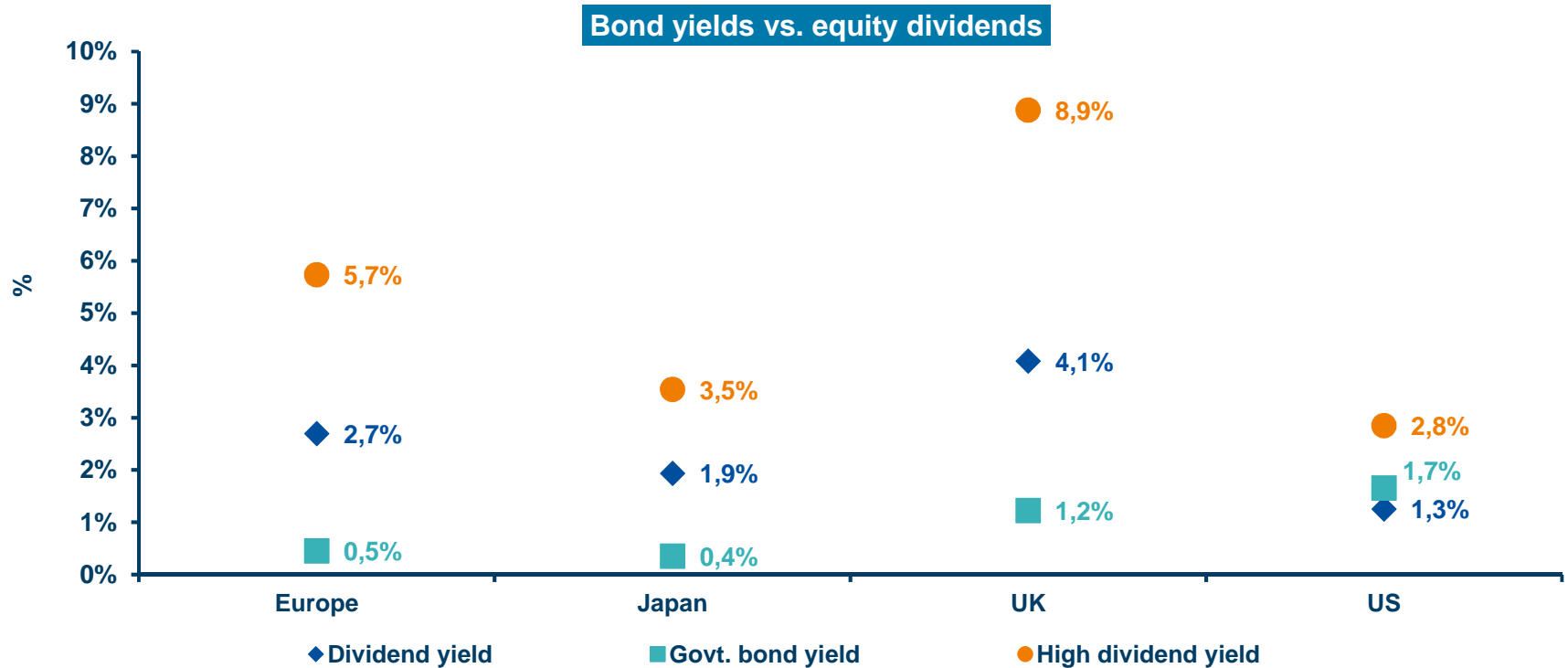


▶▶ バリューストック・ディスカウントとコア国債利回りの上昇は、バリューストックへのローテーションに有利に働くはずだ。当社の見解では、この動きは直線的なものではなく、市場の方向性よりも銘柄固有の要因によって左右される。特に、米国の非景気敏感分野やクオリティ分野、ESGに傾倒した分野が強力な選択機会を提供する。

Source: Amundi, Bloomberg. Data is as of 26 October 2021. Data refers to Best P/E ratio. MSCI World Growth and MSCI World Value indices. PE: price-to-earnings ratio.

Source: Amundi, Bloomberg, as of 26 October 2021. Global Index = Bloomberg Global Aggregate Treasuries Total Return Index. MSCI World Growth and MSCI World Value indices.

高インフレ下では配当がリターンを押し上げる

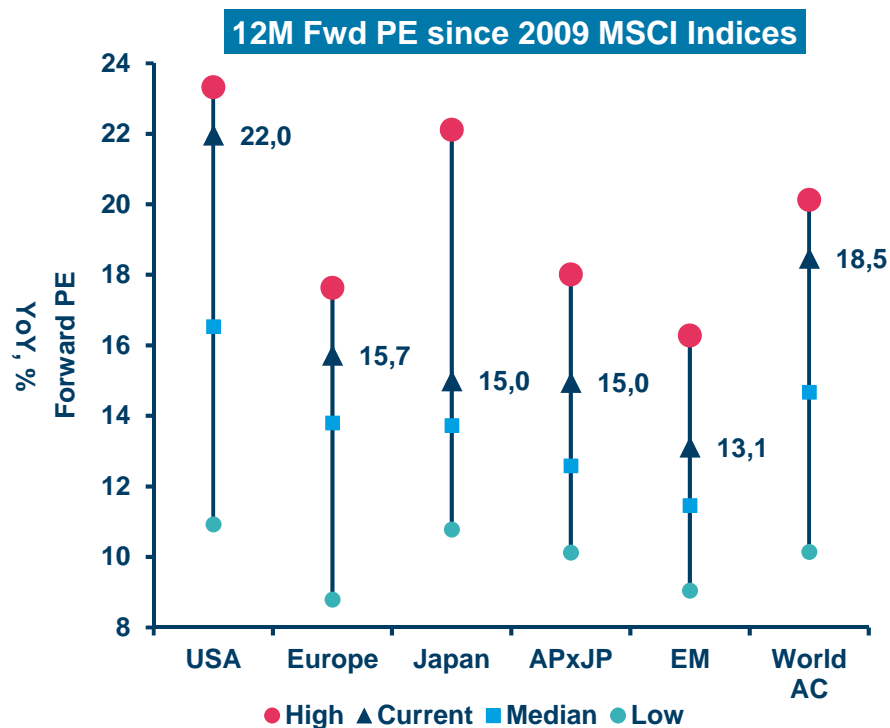
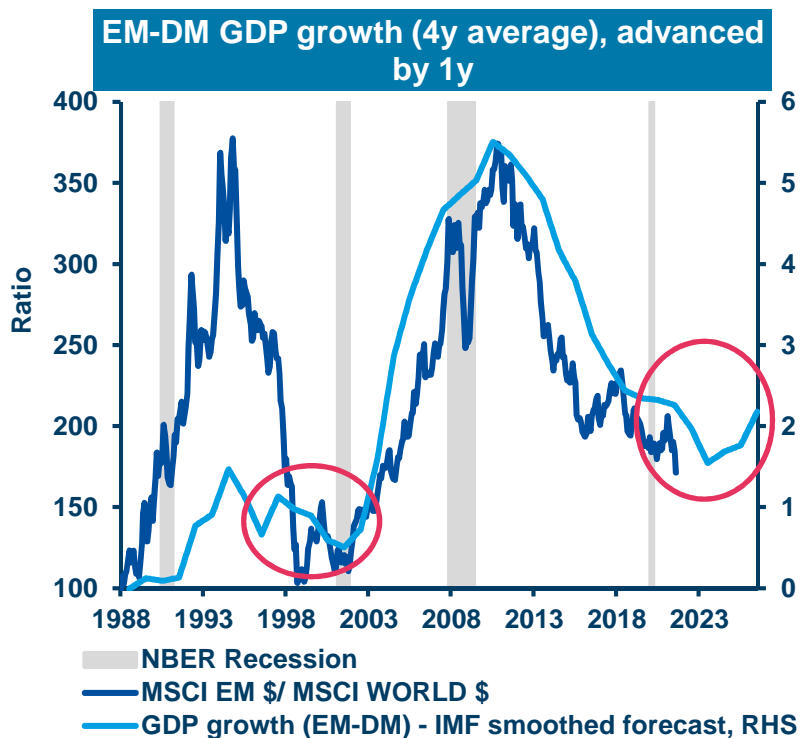


▶ 企業が危機を脱しつつある今、投資家は、配当や自社株買いによって株主に報いてきた実績のある銘柄を探すべきである。利益成長を維持できる企業の場合に、これが可能となる。

Source: Amundi, Bloomberg, as of 26 October 2021. Dividend yield refers to the past twelve months.

バリュエーション的に新興国市場株式が再び魅力的な対象に

...

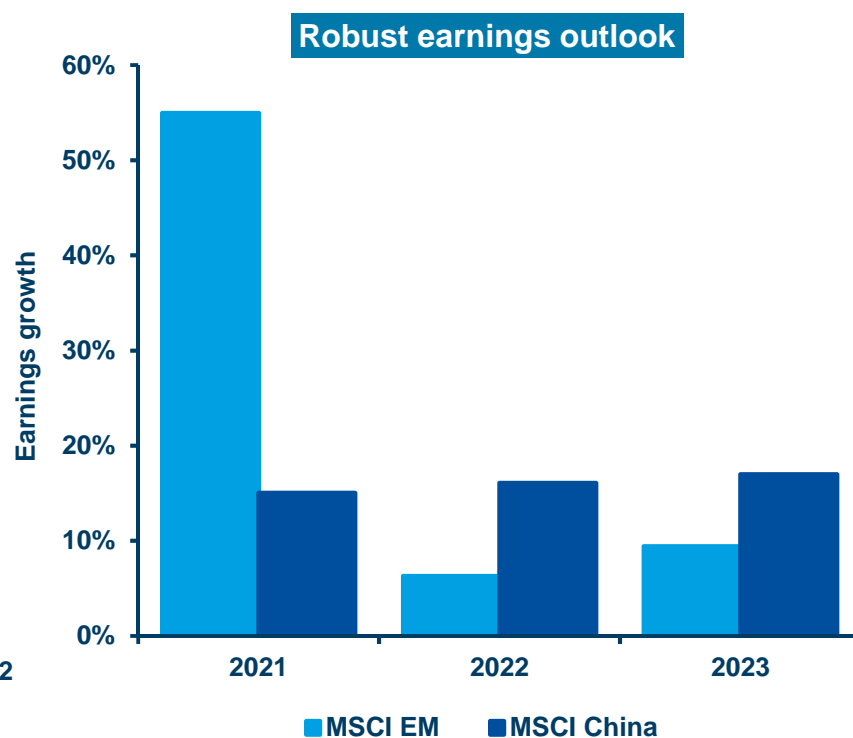
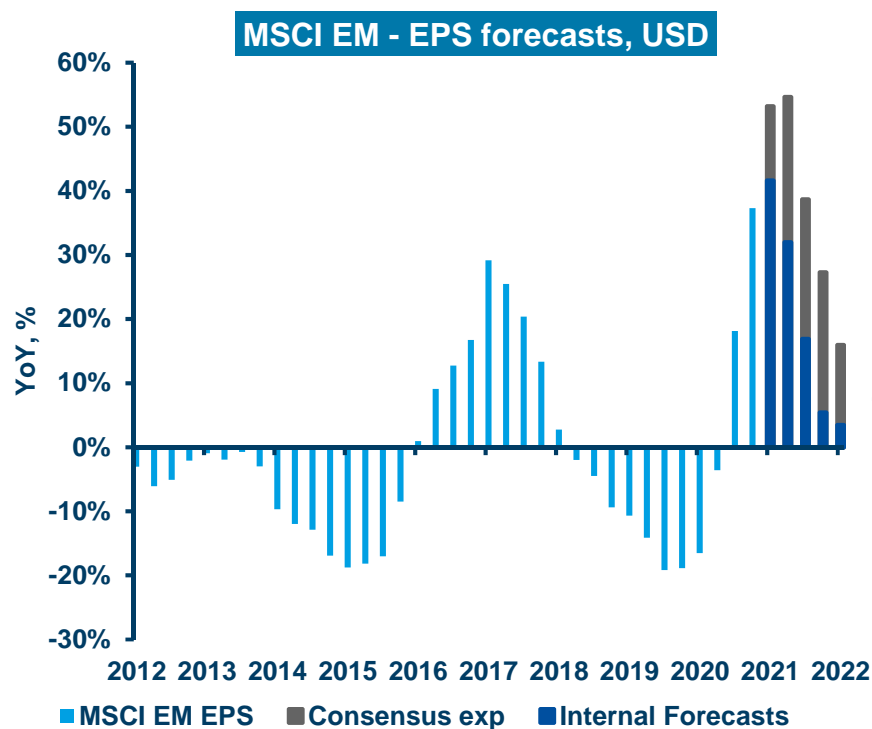


▶ 世界貿易の回復、新興国でのワクチン接種の改善、収益と利益の正常化などに支えられ、現在の世界情勢の中で新興国市場株式のバリュエーションは魅力的に映る。

Source: Amundi Research, Datastream. Data is as of 26 October 2021.

Source: Amundi Research, Datastream. Data is as of 26 October 2021.

...堅調な利益成長を遂げる見通し



▶▶ 新型コロナのベース効果による調整を受け、2021年の収益の伸びは、特に中南米と東欧で卓越したパフォーマンスを示している。2022年には業績回復のトレンドの正常化を予想する。

Source: Amundi Research, Datastream. Data is as of 25 October 2021.

Source: Amundi Research, Datastream. Data is as of 26 October 2021.

中国とインドは、内需が拡大し先進国との相関が低い国固有の株式市場

	MSCI EM	MSCI China	MSCI China onshore	MSCI India	S&P 500 Index	MSCI Europe	MSCI World
MSCI EM	1.00						
MSCI China	0.86	1.00					
MSCI China onshore	0.53	0.68	1.00				
MSCI India	0.67	0.42	0.24	1.00			
S&P 500 Index	0.72	0.57	0.39	0.59	1.00		
MSCI Europe	0.60	0.44	0.32	0.55	0.80	1.00	
MSCI World	0.80	0.63	0.41	0.63	0.97	0.85	1.00

投資家は、中国とインドの株式市場を独立したアロケーションとして見るべきである。新興国指数は、指数構成とセクターエクスポージャーの面でかなり異なっている。この点で、中国のA株市場やインド株は先進国株式との相関が低く、投資家は内需発展国へのエクスポージャーを得ることができる。

Source: Amundi on Bloomberg data. Calculations are based on monthly data for the ten years to September 2021. The correlations are with local-currency indices.

アジア新興国市場、中長期の株式機会

1

中国—中立

不動産の引き締め、需要の低迷、供給の制約などにより、景気減速の中で収益モメンタムがさらに悪化すると予想されるが、規制強化がピークに達し、信用の伸びが間もなく底を打つと予想されるため、オフショア市場では前向きな見方に変わりつつある。バリュエーションは良好。

2

インド—強気

デジタルトランスフォーメーション、メド・イン・インド、貯蓄の金融化とニューエコミーセクターでIPOが増加して指数に占めるウエイトが増加する。短期的に、これは景気敏感セクターとニューエコミーセクターの高いバリュエーションで相殺される。

3

台湾—慎重

そのバリュエーションから、また価格と数量に関する明るいニュースがすでに織込み済みのため、半導体セクターを慎重に変更。利回りの良い消費者セクターには依然強気。

4

韓国—強気

健全な輸出、魅力的なバリュエーション、ほとんどが依然として支配的なテクノロジーと自動車セクター。

5

タイ—中立

予想以上に速いワクチン接種のペースと魅力的なバリュエーションにより、次第に強気に転じる。生活必需品セクターの経済再開勝負が有望だが、銀行には引続き慎重。

6

マレーシア—慎重

国内の消費と投資に関連するセクター（銀行、建設、電気通信）には慎重。輸出関連（コモディティなど）にはより強気。

7

フィリピン—中立

予想以上に速いワクチン接種のペースと魅力的なバリュエーションにより、次第に強気に転じる。不動産とコングロマリットにおける経済再開勝負が有望。

8

香港—強気

不動産を除き経済再開勝負に注力。依然として消費者銘柄に関係する保険と旅行が有望。

9

ベトナム—強気

今やMSCIフロンティア指数で最大の国となり、MSCI指数における新興国市場指数への格上げから恩恵を受ける可能性がある。銀行と不動産が有望。

10

インドネシア—強気

経済再開とコモディティ価格の上昇に伴い好調な景気循環的回復、銀行とコモディティ関連銘柄が有望



色は、第4四半期のアムンディの各国株式見通しを示す

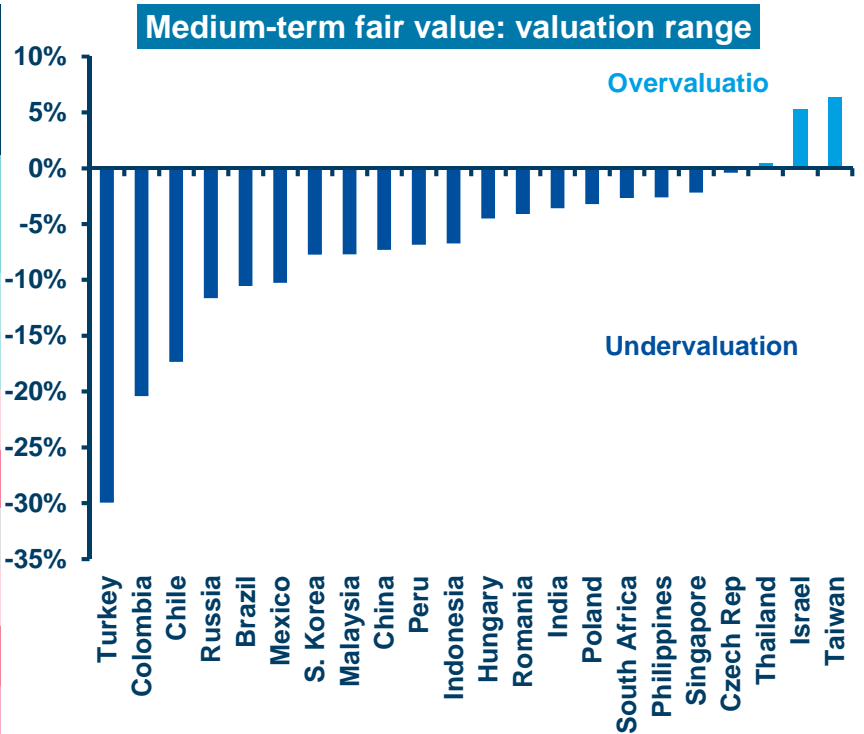
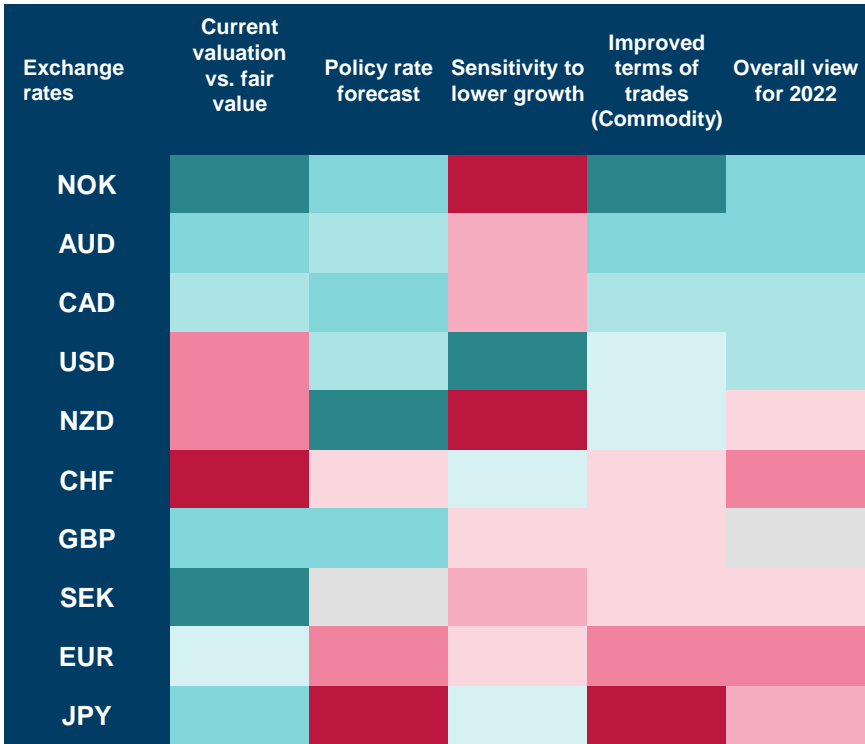
慎重

中立

強気

Source: Amundi. Data is as of 25 October 2021.

FRBの政策正常化がドルを支える



短期的には、世界的な成長の鈍化とFRBの政策正常化にドルが左右される可能性があるが、長期的には高水準の財政赤字と債務に対する懸念が残る。他のG10諸国では、中央銀行が成長を支えるためにハト派的な姿勢を維持する可能性があるため、為替に圧力が掛かるかも知れない。新興国市場通貨では、グリーン・トランジションと、アジア貿易に占める中国の役割の拡大が、韓国ウォンと人民元にプラスに働くと考えられる。

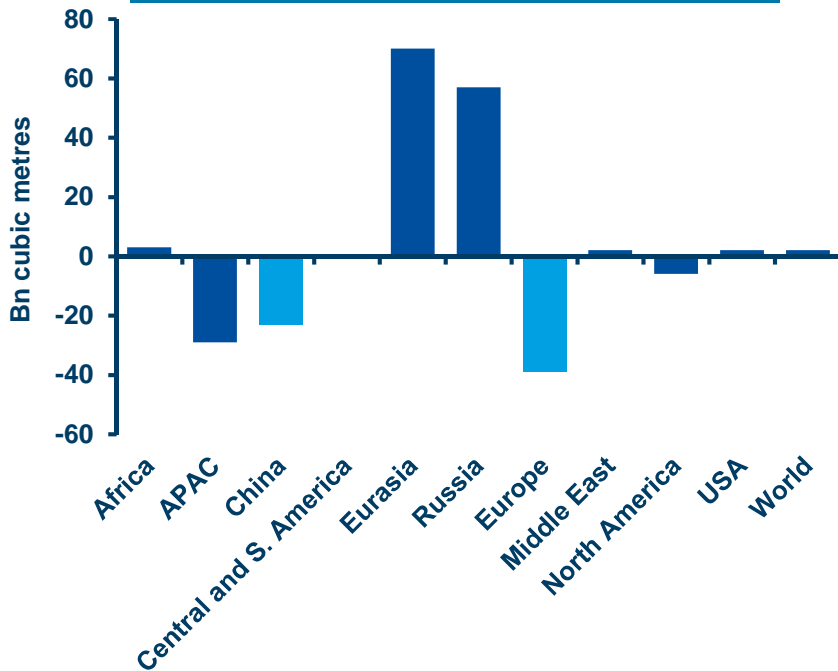
Source: Amundi Research as of October 2021. For illustrative purposes only on historical currency response to selected factors. Dark green/red reflect high positive/negative sensitivity to the related factors and/or under/overvaluation. Light green/red reflect limited positive/negative reaction and/or under/ overvaluation.

Source: Bloomberg, Amundi Research. Data is as of 26 October 2021. Fair value is computed as an average of productivity, purchasing power parity, and real effective exchange rate. KRW: Korean won. CNY: Chinese renminbi.

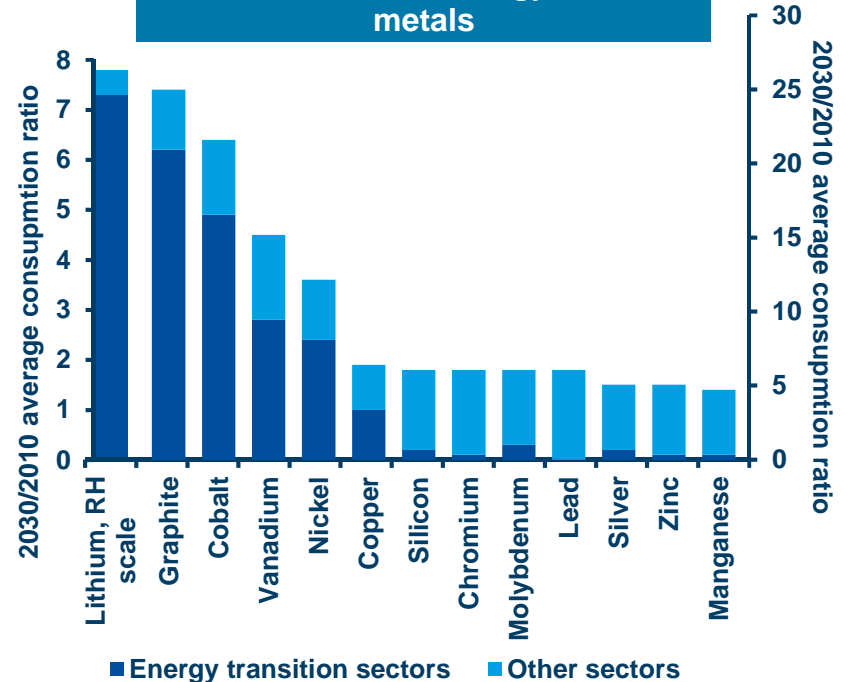


石油・ガスは供給不足、中期的にはエネルギートランジションに注目

Natural gas: deficit/surplus (2020 to 2021)



Demand for critical energy transition metals



2021年第3四半期にはコモディティ上昇相場が新たな局面に入り、2022年まで続くと予想される。エネルギーセクターの正常化は冬の終わりまで期待できず、1バレル80ドル超の原油価格と現在の水準付近のガス価格が続く一方で、ベースメタルは製造チェーンのボトルネックに左右される。

Source: IEA, APAC includes China, Eurasia includes Russia. North America includes US numbers. Chart shows increase/decrease in production minus increase in demand from 2020 to 2021.

Source: Amundi on IMF, WEO, October 2021. 2030s average consumption relative to 2010s.

アムンディの見通し

現在 2022

	現在	2022
米国国債	-	-
EU中核国国債	-	-
欧州周縁国国債	+	=/+
米国投資適格社債	=	=
欧州投資適格社債	=/+	+
米国ハイイールド社債	=	=
米国ハイイールド社債	=	=
新興国債券ハード・カントリー	=/+	+
新興国債券現地通貨	=	=/+

債券

現在 2022

	現在	2022
米国	=	=
米国バリュー	+	+
米国グロース	-	-
欧州	=	+
日本	=	=/+
中国	-/=	=/+
新興国	=	+

株式

LEGEND

-- - = + ++
 Negative Neutral Positive

Source: Amundi as of 1 November 2021. 2022: Expected positioning. This table represents the view for an euro-based investor. This material represents an assessment of the market environment at a specific time and is not intended to be a forecast of future events or a guarantee of future results. This information should not be relied upon by the reader as research, investment advice or a recommendation regarding any fund or any security in particular. This information is strictly for illustrative and educational purposes and is subject to change. This information does not represent the actual current, past or future asset allocation or portfolio of any Amundi product.

Chief editors



Pascal BLANQUÉ
Chief Investment Officer



Vincent MORTIER
Deputy Chief Investment Officer

Discover more of Amundi's investment insights at www.amundi.com

Visit us on:



Contributors

CIOs

Amaury D'ORSAY
Head of Fixed Income

Kasper ELMGREEN
Head of Equities

Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset

Yerlan SYZDYKOV
Head of Emerging Markets

Kenneth J. TAUBES
CIO of US Investment Management

Global Research

Monica DEFEND
Global Head of Research

Investment Insights Unit

Claudia BERTINO
Head of Amundi Investment Insights Unit

PoI CARULLA
Investment Insights Unit Specialist

Ujjwal DHINGRA
Investment Insights Unit Specialist

Laura FIOROT
Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit

Francesca PANELLI
Investment Insights Unit Specialist



Indices references and definitions

Yield and duration indices

German Govt Bonds = JP Morgan GBI Germany Index; US Govt Bonds = JPMorgan GBI US Index; Euro IG Bonds = Bloomberg Barclays Pan European Aggregate Corporate; US IG Bonds = Bloomberg Barclays US Aggregate Credit; Euro HY bonds = Bloomberg Barclays Pan-European High Yield ISMA; US HY Bonds = Bloomberg Barclays US Corporate High Yield; EMBI Div = JPMorgan EMBI Global Diversified Blended; CEMBI BD = JPMorgan CEMBI Div Broad Composite Blended; CEMBI BD HY = JPMorgan CEMBI Broad Div High Yield; Euro Corp Short Term = Bloomberg Barclays Euro Corporate 1-3Yr; US Corp Short Term = Bloomberg Barclays US Corporate 1-3Yr; EMBI Corp Short Term = J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified 1-3 Year.

Financial condition index

The financial condition index tracks the overall level of financial stress in the money, bond and equity markets to help assess the availability and cost of credit in the specific geographic area. A positive value indicates accommodative financial conditions, while a negative value indicates tighter financial conditions relative to pre-crisis norms.

Definitions

- **Asset purchase programme:** a type of monetary policy wherein central banks purchase securities from the market to increase money supply and encourage lending and investment.
- **Basis points:** one basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Breakeven inflation:** difference between the nominal yield on a fixed-rate investment and the real yield on an inflation-linked investment of similar maturity and credit quality.
- **Correlation:** the degree of association between two variables; in finance, it is the degree to which assets or asset class prices have moved in relation to each other. Correlation is expressed by a correlation coefficient that ranges from -1 (perfectly negative correlated) through 0 (absolutely independent) to 1 (perfectly positive correlated).
- **Credit spread:** differential between the yield on a credit bond and the Treasury yield. The option-adjusted spread is a measure of the spread adjusted to take into consideration possible embedded options.
- **Default rate:** The share of issuers that failed to make interest or principal payments in the prior 12 months. Default rate based on BofA indices. Universe consists of issuers in the corresponding index 12 months prior to the date of default. Indices considered for corporate market are ICE BofA.
- **Duration:** a measure of the sensitivity of the price (the value of principal) of a fixed income investment to a change in interest rates, expressed as a number of years.
- **External vulnerability index:** this index is built by aggregating four different indicators (Basic balance, external debt position, reserves adequacy, and domestic conditions) that can monitor a country's dependence on overseas economies and capital flows.
- **FX:** FX markets refer to the foreign exchange markets where participants are able to buy and sell currencies.
- **VIX:** the CBOE volatility index. The VIX index is a measure of market expectations of near-term volatility on the S&P 500 (US equity).
- **Volatility:** a statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

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.msциbarra.com).

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料「Investing in the great transformation」は、アムンディ・アセットマネジメントが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・アセットマネジメントの見通し、予測、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第350号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会