



#03
2021年
3月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

インフレのポットはどれくらい熱いか？

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#03- 2021年3月

目次

グローバル投資への見解

CIOの見解

インフレのポットはどれくらい熱いか？

p. 3

インフレが復活するというナラティブが勢いを増している。米国で大規模な追加の経済刺激策が採択されワクチン接種が進展すれば、需要が回復するという期待に後押しされたものだ。投資家は引き続き債券よりも株式を愛好し、より循環的な市場に傾倒するべきだ。株式の選択はまだ重要だ。一方で、様々なブレイクイーブンを通じてポートフォリオをインフレから保護し、価格上昇の可能性に対して、各投資ケースを検証するべきだ。最後に、信用市場におけるリスクオン・アプローチは、CBの傘、そしてグリーン・ボンドやソーシャル・ボンドへの傾倒の高まりから利益を得るのには適切だ。

マクロ経済

労働市場の低迷と「大胆な行動」の最中のインフレ・リスク p. 4

米国の成長見通しが改善したことと大型の追加経済刺激策が、インフレ環境を創り出す可能性はあるが、労働市場は低迷しているため、少なくとも2021年には過度のインフレとなることを妨げるだろう。

マルチアセット

リフレとレバティバリュー戦略からの恩恵。

p. 5

全体的にリスク資産にとっては支援的な環境となっている。いくつかの指標が軟化しており、FX市場で、長期的な「グリーン」のテーマと景気循環軌道上に選択的なチャンスがあると見る。

確定利付き資産

リスクオン環境での漸進的な差別

p. 6

投資家は、信用市場が高価であることに注意する必要があるが、厳選すること、リサーチ、そしてレバティバリュー戦略で、品質を犠牲にすることなく適切なリターンを生み出すことができる。

株式

バリュー株、景気循環株、小型株を通じてリフレに投資する p. 7

高金利と一部のセクターにおける過熱気味の活気を受けて、当社は更にバリュエーションとファンダメンタルズに焦点を置くようになっている。

テーマ別グローバルな見解

すべてのバブルは同等ではない

p. 8

バブルの成長と破裂を予測することは難しい作業だ。不可能だと考える者もある。実際、バブルは長期間続くこともあり、それがはじけた時によりやけ明らになるものだ。判断が早すぎると、資産配分が最適とまらない可能性がある。しかし、特にテクノロジー・セクターでは、市場の活気が過熱している兆候が見られる。これらの高いバリュエーションは、高い成長期待が原動力となっているが、さらに重要なのは、公定歩合が非常に低く抑えられていることだ。これが正常化されれば、バブルがはじける可能性がある。投資家にとっては主要なリスク源となりえるが、経済への影響に関していえば、歴史はすべてのバブルは同等ではないことを示唆する。

市場のシナリオ & リスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 10
> 上位のリスク	p. 11
> 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. 12
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 13
> アムンディの各資産クラスへの見解	p. 14

マクロ経済状況

> 先進諸国	p. 15
マクロ経済の見通しー市場予測	
> 新興諸国	p. 16
マクロ経済の見通しー市場予測	
> マクロ経済および市場予測	p. 17
> 当社の予測についての免責事項/方法	p. 18
> 出版物のハイライト	p. 19

CIOの見解



PASCAL BLANQUE
グループ最高投資責任者



VINCENT MORTIER
グループ最高投資副責任者

インフレのポットはどれくらい熱いか？

2021年初頭の状況が、市場に「インフレは永遠にこない」というマントラに疑問を投げかけたとするなら、その議論は2月に入って熱くなりつつある。米国の10年インフレブレイクイーブン率は、2014年以来の最高レベルに達し、より高いインフレ期待が価格に織り込まれている。また、食品とエネルギー分野でも価格に圧力がかかっている。この上昇傾向にもかかわらず、絶対インフレ水準はまだ抑制されている。ベース効果により、今年のインフレ圧力は予想より高まっている。しかし、問題は短期的なインフレの上昇ではなく、今後パラダイムが変化するかどうかだ。今日のホットな話題は、2021年にどのレベルのインフレ・サプライズを想定できるか、そしてそのインフレ上昇がどのくらい短期で終わるかということだ。それとも、長期にわたる高インフレ環境に向かっているのか？インフレが復活するというナラティブが勢いを増している。米国で大規模な追加の経済刺激策が採択されワクチン接種が進展すれば、需要が回復するという期待に後押しされたものだ。提案された1.9兆ドルの追加経済政策案について、一部のエコノミスト（サマーズ、プランチャード）は、このような大規模の経済刺激策は最終的にはインフレをもたらすだろうと警告した。しかし、雇用市場がまだ脆弱で賃金の上昇が制限されるため、インフレが長期間にわたり上昇することはない。だから、この経済刺激策にはまだ余裕があると主張する人もいる。

重要なのは、現在の不況の出発点は2008年のそれとは大きく異なるということだ。第一に、これは巨大な一時的ショックであって、その後には急激な逆転が起こるため、金融危機に比べると、結果がそれほど長期間続くことはない。第二に、システム内の流動性が高く、個人所得と貯蓄が増加し、資産効果が高いことは、蓄積された需要を解放することになるだろう。これはインフレをさらに刺激するカクテルのようなものだ。第三に、CB（中央銀行）が、経済状況を回復し、戦略的な社会テーマを支援するために、低金利と緩和政策のマントラに閉じ込められてしまうというリスクがある。

大規模な経済刺激策は、強力な経済回復をもたらす可能性がある。それはインフレ圧力をけん引するだけでなく、**米国と他のDM(先進市場) 諸国の間の乖離をさらに拡大する可能性がある**。これは、米ドルをショートすることを非常に困難にし、「利回りの砂漠」での米国債券の魅力を高めるだろう。**中国（より広範にはアジア地域）は、堅調な回復ペースを維持している**。それは年頭における好調な株式市場に反映された。アジア地域は引き続き投資家にとって魅力的だ。昨年は全体的に脆弱な環境であったが、海外直接投資（FDI）は非常に回復力があり、中国がFDIのフローにおいて米国を上回った。ここでも減速の兆しが見られるとはいえ、過去3か月間のPMIの変化を見ると、中国とインドが米国と並んで最高の業績を上げている。インドの新たな成長促進政策で、投資家がインドに戻る可能性がある。このような背景から、当社は主に次のことを確信する。

- ・ **リフレ・トレードが続く中、投資家はまだ債券よりも株式を选好すべきであり、より循環的な市場に傾倒すべきだ**（日本と新興アジア諸国）。そして出遅れ株/バリューストック市場（ロシア）での投資の構築を開始すべきだ。しかし、原料価格を通してインフレが収益に与える影響を監視する必要がある。このことが議論のトピックとして浮上しているからだ。経済の再開に伴って、循環的トレードへのコンセンサスが高まっているが、株式の選択がますます重要になっている。焦点を置くべきは健全な事業内容であり、複数年にわたるリバランスの一貫として、成長銘柄と比較してバリューストック銘柄を选好すべきだ。短期的には、経済活動の減速の兆候があれば、この移行（ローテーション）が停止する可能性があるが、これは一時的なものであり、イールド・カーブのステープ化と金利の回復によってさらに強化されると当社は考える。
- ・ **信用市場では、中央銀行の傘から利益を得るために、リスクオンを維持するべきだ**。そして、中央銀行がその購入プログラムをSRI（社会的責任投資）方向に調整し始める可能性に備えて、債券投資もグリーンおよびソーシャルなどのSRI分野に向け始めるべきだ。たとえば、欧州では、ECBビルロワドガロー政策委員が、ECBのバランスシートの脱炭素化を開始することを最近提案したが、ラガルド総裁もまた、ECBが気候変動との戦いに積極的な役割を果たすための措置を講じるという意欲を明らかにした。これは今後も続くトレンドであると当社は考える。CB(中央銀行)はCovid後の新しいパラダイム（パンデミックと戦い、グリーン経済と包括的成長モデルに向けて行動するための大規模な経済政策）への移行を義務付けられているからだ。
- ・ **ブレイクイーブンでインフレ・リスクへのヘッジの構築を開始するべきだ**。一般的には、各投資案をインフレ上昇の可能性に対して検証する投資アプローチを採用すべきだ。これはセクター配分に影響を及ぼす。実物資産（商品、エネルギー、インフラ）セクターと、対処可能な債務レベルを持ち現実的なバリューストックと価格設定能力を備えた単一銘柄を选好するべきだろう。

全体的なリスク・センチメント

リスクオフ

リスクオン



リフレ環境で信用よりも株式を 선호するリスクオンの態度を維持。米国の10年金利が1.5%を超えるかどうかを監視すべき重要なリスク。

前月からの変化

- ▶ 選択的循環的/コモディティ通貨のアップグレード
- ▶ 米国のブレイクイーブンについてより建設的であり、世界の債券においては米国債には慎重
- ▶ 新興市場の現地通貨についてはより慎重

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

マクロ経済



MONICA DEFEND

リサーチ部グローバル総括

米国の成長見通しが改善したと大型の追加経済刺激策が、インフレ環境を創り出す可能性はあるが、労働市場は低迷しているため、少なくとも2021年には過度のインフレとなることを妨げるだろう

労働市場の低迷と「大胆な行動」の最中のインフレ・リスク

- ・インフレというナラティブが再び焦点になっている。当社はバリュー株、循環株、EM(新興市場) 資産、米国のブレイクイーブン率の選好を改めて表明する。
- ・米国の追加経済刺激策の規模とイエレン財務長官の「大胆な行動」にもかかわらず、労働市場が低迷していることは、今年のインフレの原動力を緩和するだろう。
- ・米ドルについては、より不確実な環境になると予想する。

米国でワクチンの進展がより成功し、大規模な追加経済政策案が採択されれば、欧州よりも米国の成長の可能性の方が有利になると当社は考える。そんな中、インフレについての興味深い議論が起こっている。当社のグローバル・インフレ・フォーカス指数は、特に米国におけるインフレ上昇傾向のナラティブに注意を喚起している。

このインフレ論争について、当社の主張は？

- ・労働市場 – CPIはさらに上昇するが、その後安定し、それ以上加速しないと当社は予想している。重要な要素は労働市場であるが、2022年になっても、コロナ危機前の水準に回復するとは予想していない。異なるセクターにおいて、失業とスキルのギャップに関する乖離があり、格差を悪化させている。労働市場の回復は不均一で時間がかかるため、少なくとも2021年にはインフレ圧力が弱まると予測する。
- ・需給ギャップ – 当社は米国の需給ギャップが9000億ドル相当と推定し、それを労働市場のデータに当てはめてみた。追加の経済刺激策の規模と、特にその行き先を考慮すると、2022/2023年には、生産性と労働市場のダイナミズムの観点から、**米国で構造的な変化を引き起こす可能性がある**。

当社は、この経済刺激策と成長の改善を背景に、米国のブレイクイーブン率はさらに上昇すると予想する。

これとは別に、5年/30年債の実質金利のカーブはさらにスティープ化する可能性がある。金利を低く抑えより高いインフレを許容するというFRBの姿勢を考慮すると、5年債の利回りは下落するだろうが、長期債につい

ては、追加の財政刺激策とより迅速な回復を価格に織り込むだろう。

当社は、長期債利回りには上限があると考えているが(10年物米国債利回り1.50%というのが当社には極めて重要)、債務をより利用しやすくするため、FRBはさらに高いインフレを許容する可能性がある(そして穏やかでスムーズな金利上昇と相殺する)。

このため、投資家は米国でのデレレーションには注意を払うべきだが、米国のブレイクイーブンには建設的であるべきだと当社は考える。

一方で、FRBがわずかに高いインフレを許容していることは、利上げへの予防手段とは思われていないため、株式市場を支える可能性がある。当社は循環株、バリュー株、および新興市場(全体)への選好に自信をもっている。市場がこれ以外の医療関連の問題を考慮していないこと(それ自体が重要なリスクだ)を考えると、Covid-19危機の管理と、新しい変異株のウイルスが出現することを回避することが重要となる。

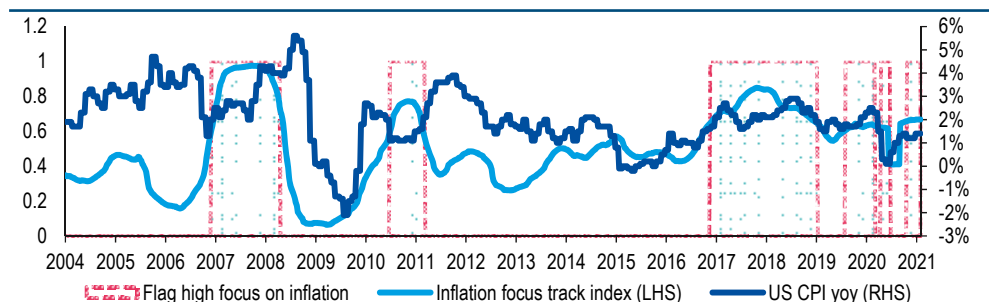
加えて **レジーム・シフト期に株式の特性をヘッジすることは、この資産クラスをサポートする**。当社の分析によれば、株式は、インフレへのレジーム・シフトに対する優れたヘッジを提供する。これは、より高い成長、企業のファンダメンタルズの改善、そして消費者に転嫁できるより高い単位労働コストに基づいている。

1つの警告すると、 当社の2000年以降の月次リターン分析によると、ブレイクイーブン率が上昇し、実質金利が低下すれば、歴史的には米ドルは下落する。当面の間は、米ドルはコモディティ通貨に対して弱く、低利回りの通貨(スイスフラン、円)に対しては強いままである。

しかし、今年H2にはこの傾向が休止する可能性があり、米ドルに対する環境はより複雑になるだろう。ブレイクイーブン率が転換点に達して下落(そして実質金利が上昇)すると、米ドル高となる可能性がある。

現時点ではまだそこまで達していないが、これは監視すべき重要なリスクになると当社は考える。

インフレ・フォーカス・トラック指標



マルチアセット

リフレとレラティブバリュー戦略からの恩恵



MATTEO GERMANO

マルチアセット部総括

全体的にリスク資産にとっては支援的な環境となっている。いくつかの指標が軟化しており、FX市場では、長期的な「グリーン」のテーマと景気循環的軌道の上に選択的なチャンスがあると見る。

経済刺激政策の導入を背景に、DM(先進国市場)とEM(新興国市場)両方において、経済状況が改善していることは、企業の信頼感、市場のインフレ期待、そして米国債の利回りに反映されている。製造業は抵抗力を維持しているが、サービス業はCovid-19感染拡大による制限と変異種の出現で格差がでる兆候を示している。地域レベル(米国とEU)でも格差が生じている。この環境は、各国経済がワクチン接種の成功に依存していること、そして絶対的評価と相対的評価が二分していることを示している。投資家は、資産クラス全体および各資産クラス内で、投資機会を探すために積極的な姿勢を維持する必要がある。しかし、金利とインフレ傾向には、ノイズとボラティリティがあることを認識すべきだ。したがって、全体的なスタンスをダイナミックに採用するためには調整が必要だ。

当社が強く確信しているアイデア

製造業の回復、業績予想の修正、緩和的な金融環境を受けて、当社は株式への前向きな姿勢を維持している。一部のセクターは買われ過ぎであることを承知しているが、選択的かつレラティブバリュー戦略でそれを支えている。当社は欧州と米国に対してニュートラルな姿勢を維持し、日本とオーストラリアについて前向きである。後者2国は、景気循環の傾向に支えられている。EM地域については、当社は中国の「古い経済」株と一般消費財の銘柄を通して、アジアについて楽観的な見方を維持する。投資家は韓国、ラテンアメリカ、そしてロシアを通じて、出遅れ株/バリュー株への投資を実行できる。

デレーションに関して、当社は分散目的で米国(米国債10年物)に関してニュートラルな見解を維持し、ブレイクイーブン率を選好する。英国については、投資家は特に2年-10年債について、カーブのスティープ化戦略を検討すべきだと当社は考える。イングランド銀行(BoE)のハト派的なスタンスと、長期ギルト債の供給数が上昇していることは、長期的な利回りに上向きの圧力をかける可能性がある。加えて、英国のワクチン接種最前線での成功と消費者物価の上昇は、より高いインフレ期待を支えている。欧州については、現在の周辺国債務のバリュエーションを見ると、金融環境が引き締められる可能性は低いものの、当社は建設的な姿勢を維持

している。これは特にドイツ国債と比較したイタリア国債30年物のレラティブバリュー戦略に当てはまるが、ECBの政策遂行能力イタリアの債務への外国投資家による需要の高さ、そして前ECB総裁のドラギ氏が新政府を率いることなどが背景にある。

信用環境は、引続き量的緩和によって支えられている。スプレッド縮小の余地は非常に限られていると当社は予想するが、この資産クラスはまだある程度の利回りを提供する。当社は、US IGと比較するとEUR IGを選好する。レバレッジが低いことが理由である。

EM(新興市場)のFI(確定利付き)資産について、当社は前向きな姿勢を維持するが、今では米国の金利(米ドルとデレーション)へのエクスポージャーを完全にヘッジすることをお勧めする。これは、米国での大規模な財政刺激策に支えられた高成長/インフレへのリスクを低減するためだ。また、IGと比較すると、HYではスプレッド縮小の可能性が高いと当社は考える。現地の金利についても、主なけん引役がFXエクスポージャーである場合であっても、さらなる縮小の余地は限られている。

通貨については、今のリフレ促進環境とこの分野での相対的価値の機会を組み合わせることで、CHFと比較したGBPとCADへの見解を引き上げる。これは魅力的なバリュエーションが理由だ。CAD/USDおよびNOK/EURへの当社の見解は維持する。EMについては、EM FXバスケットに対して前向きな姿勢を維持しながら、RUBへの姿勢を引き上げた。これとは別に、対EURのCNYおよびKRWについての見解も引き上げた。これはCNY資産への資金流入への期待と、半導体などの導電性金属に依存するグリーン電気エネルギーへの世界的な移行に参加する可能性にけん引されている。

リスクとヘッジング

金利とインフレ動態および米国債の利回りの大幅な上昇は、資金調達コストが高くなるため、対債券の株式の魅力に影響を与えるだろう。その結果、当社は警戒を維持する。投資家は複数のヘッジ戦略を通じて株式、信用およびデレーションへのエクスポージャーを保護することをお勧めする。流動性が豊富な現在の環境においても、金はサポートを提供するだろう。

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								
デレーション								
原油								
金								

出典： 当社予想。上記の表は、3~6ヶ月間のクロス・アセット資産評価を示している。これらは当社における直近のグローバル投資委員会で表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見通し、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、HY = ハイイールド、CB = 中央銀行、BTP = イタリア国債、EMBI = EM債券指標。

確定利付き資産

リスクオン環境での漸進的な差別

ERIC BRARD
債券部総括YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル総括KENNETH J. TAUBES
米国投資運用CIO

市場への国の支援がある環境では、投資家は将来のキャッシュフローについての可視性と透明性があるセクターや銘柄を探索するべきだ。

集団免疫の進展と継続的な財政刺激策への期待が、経済の回復を促進すると当社は信じている。しかし、回復のペース、インフレ、パンデミックの進展、信用の質などに関する疑問は残る。CB(中央銀行)が注入した流動性と投資家による利回りの追求で、信用市場の一部で価格が上昇し、すでに高価となった資産価値が更に上昇するのを目にしているかもしれない。一方で、安価で質の低い資産はさらに下落する可能性がある。その結果、**投資家は自身のリスクオンのスタンスを、慎重で選択的かつリサーチ主導による信用へのアプローチで補完する必要がある。**

グローバルおよび欧州の確定利付き資産

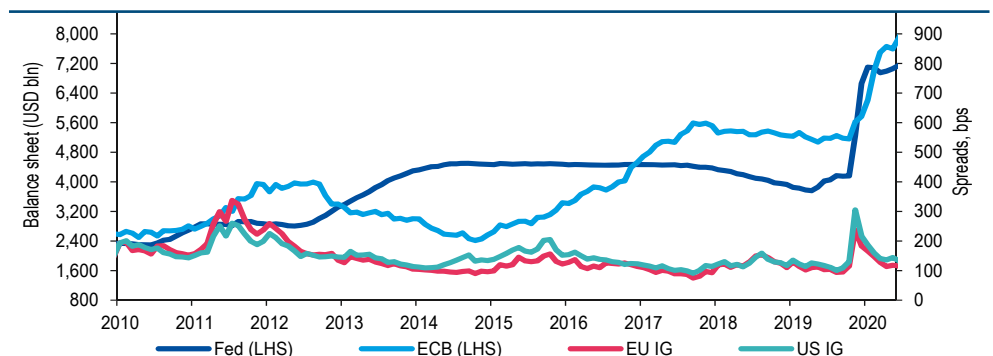
当社は、**米国のデレーションを格下げし慎重なスタンスとした。**これは、大規模な財政支援とインフレ懸念が理由だ。全体的(欧州を含む)にも、ディフェンシブな姿勢を維持している。米国の利回りカーブはスティープ化する可能性が高く、その結果、投資家は2年-10年債および30年-10年債のカーブで、バーベル戦略によるエクスポージャーを維持する必要があると当社は考える。**ブレイクイーブン率については、米国の10年と30年債への見解を引き上げた。**これはFRBの高インフレ、構造変化、ベース効果に対する許容度を受けたものだ。そして欧州に対してもニュートラル/ポジティブなスタンスに移行した。

欧州に関しては、周辺国債務(特にイタリア)について引き続きポジティブであるが、成長への懸念は残る。イタリア新政権は、今のところ政治的リスクを軽減したが、当社は警戒を続けている。

インフレ期待の高まりが実質利回りに影響を与えるため、当社は信用については引き続き前向きであるが**全体的に短期の債務を偏好する。**

HYではスプレッドの縮小が起こる可能性が高い。特に格付けが低いハイブリッド商品でその可能性が高いが、チャンスも提供される可能性がある。ユーロ金融劣後債は、ECB債券購入の対象となることを条件に、当社が選好する分野だ。

CB主導の流動性が全資産を引き上げている



Source: Amundi, Bloomberg. Latest monthly data as at 17 February 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、IG = 投資適格、EUR = ユーロ、UST = 米国債、RMBS = 住宅ローン担保証券、ABS = アセット・バック証券、HC = ハード通貨、LC = 現地通貨、CRE = 商業用不動産、CEE = 中央および東ヨーロッパ、JGB = 日本国債、EZ = ユーロゾーン、BoP = Balance of Payments.

米国の確定利付き資産

おびただしい財政支出、そして民間セクターによる追加の支出は、FRBの支援的姿勢(金利を低く抑え、金融緩和環境を維持)と相まって、景気回復を示している。これに加えて、熟練した労働力不足と家計貯蓄が過剰であることは、インフレ期待の高まり共にイールドカーブのスティープ化をもたらす。**これが、米国債への当社のネガティブな姿勢と、TIPS(米物価連動国債)に対するポジティブな姿勢を説明する。**しかし、双子の赤字と財政の悪化は、中期的には強い米ドルにとって良いレシピとは言えない(投資家は金利の上昇に注意する必要がある)。

高リスク資産(企業信用、証券化された信用、住宅市場)は、リターンを生み出す重要な要素だ。**しかし、全体的に企業のファンダメンタルズに重点を置いた高いレベルの選択性が重要だ。**

特に住宅市場に関連する証券化された信用は、堅固なファンダメンタルズとテクニカル要素を示している。最後に、住宅ローン市場はまだ消費者の所得と貯蓄に支えられている。

EM(新興市場)の債券

Covid-19をめぐる進展は、成長期待に圧力をかけているが、EM/DMの成長格差はこれからも拡大すると予想される。特にHY分野では、当社はHC(ハード通貨建て)に対して前向きな姿勢を維持している。**LC(現地通貨建て)とFXについて、当社はより慎重になっている。**米国の金利に上向きの圧力がかかっていること、米ドルの方向性を考慮したためだ。しかし、特定のEM通貨は引き続き機能すると信じている。国レベルでは、当社はロシアとブラジルについて高い確信をもっている。

FX

当社は、USD vs. JPY および CNY について、ニュートラルなスタンスに移行した。米国の成長見通しが改善し、金利が上昇しているためだ。また、コモディティFXとEURおよびCHFについてもポジティブだ。

株式



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

高金利と一部のセクターにおける過熱気味の活気を受けて、当社はさらにバリュエーションとファンダメンタルズに焦点を置くようになっている。

バリュー株、景気循環株、小型株を通じてリフレに投資する

全体的な評価

市場は、欧州全体におけるCovid-19の短期的な逆風とワクチン展開による低迷の後を見据えている。市場心理は、政策の継続的な支援とますます明らかになる経済再開への期待にけん引されている。しかし、このポジティブな市場心理がいくつかのセグメントで過剰な動きとなり、特に金利に敏感なセクターで高いボラティリティにつながる可能性がでてきたため、現在の状況は微妙である。当社は、この過剰な動きには、慎重を伴った楽観的姿勢を保持するべきだと考える。投資家はファンダメンタル分析とプロセス規律を重視し、持続可能な収入源/バランスシートを備えたビジネスを発掘する必要がある。

欧州の株式

当社は、循環株 vs. ディフェンシブ株、およびバリュー株 vs. 成長株のテーマを引き続き重視している。しかし、一部のセグメントはすでに非常に楽観的な展開を割り引いていることを認識することは重要だ。これが選択的なアプローチの必要性を裏付けているからだ。

当社は、特に銀行株を選好する。このセグメントはまだ割引かれていないからだ。また、原材料と医療への偏向も維持している。一方、不動産などの金利に敏感なセクターを格下げした。また、資本財にも慎重になっている。このセクターは回復の際の価格設定が非常に速いためだ。当社はテクノロジー株など、ファンダメンタルズをはるかに上回る価格となっているセグメントにはネガティブな姿勢を維持する。インフレと回復への市場のコンセンサスが主要なリスクであると、当社は考えている。したがって、電気通信など経済の中でもディフェンシブなセグメントのポジションを維持しているため、電気通信セグメントを格上げした。最後に、妥当な価格で、循環的な国内の回復のテーマに関連している小型株も選好している。全体的には、バリュエーションへの強い関心を維持する。

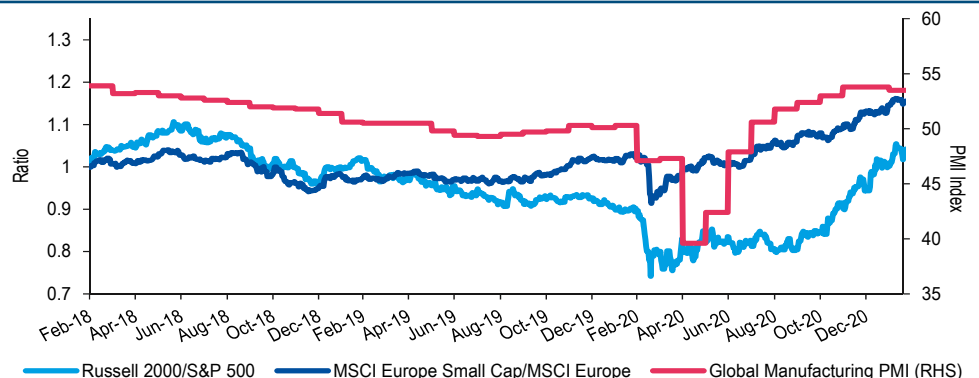
米国の株式

大規模な経済刺激策、ワクチン接種の進展、そして好調な企業収益を考慮すると、短期的には景気回復、利益回復、リフレが主要なテーマになるだろう。この考え方は、高成長/高モメンタム株、そして長期デューレーション株が、これまで維持してきた市場のリーダーとしての役割から外れるという当社の予測を支える。これらの株式がその高い価格を維持するために、割引率に依存しているからだ。低金利環境では資本コストが下がり、株価のバリュエーションが高くなる。これは重要なリスクとなる。しかし、今ではステイプル化したイールドカーブとインフレ期待により、これらの株式の価格が影響を受ける可能性がある。その代わりに、バリュー株（高品質のバリュー株）と循環株は、魅力的なバリュエーションと、2021年後半に循環的な収益が改善することから、価格が上昇するはずだ。当社はまた景気循環セクターにも前向きだ。このセクターは徐々に景気回を価格に織り込み始めるだろう。セクター別に見ると、ステイプなイールドカーブは産業よりも金融とエネルギー・セクターを支える（高い株価収益率）ため、利回りが非常に低かった2020年からの転換を示している。投資家は、市場がまだ回復を価格に織り込んでいないセクターを探すことが重要だ。全体的に、当社は非常に選択的であり、Covidから悪影響を受けたセクターにチャンスが合っていると見ている。しかし、ウイルスの新しい変異株がリスクをもたらす可能性がある。

新興市場の株式

ワクチンの生産が難航していることと、Covid-19の変異株が拡大していることは、一部の新興市場に影響を与えたが、長期的には当社の建設的な見解を変えるものではない。この地域では選択が重要だ。当社は一般消費財、IT、不動産に対して前向きな姿勢を維持している。生活必需品には引き続き慎重だが、中国におけるボトム・アップのアイデアを通じて、このセクターをわずかに格上げした。しかし、当社は現在、循環的、成長分野における優良なバリュエーション株を探索し続けているため、中国の一部の金融銘柄には、バリュエーションの高さから懸念をいだいている。

循環的な回復は小型株を支える



Source: Amundi, Bloomberg, latest data as on 18 February 2021.

テーマ



Didier BOROWSKI
グローバル・ビューズ総括



Pierre BLANCHET
投資インテリジェンス総括

インフレを伴う ミニブームも企業収益を押し 上げる

バブルの兆候は、株式市場 の多くの側面で見られる

すべてのバブルは同等ではない

バブルの成長と破裂を予測することは難しい作業だ。不可能だと考える者もいる。実際、バブルは長期間続くこともあり、それがはじけた時によりやく明らかになるものだ。判断が早すぎると、資産配分が最適とならない可能性がある。しかし、特にテクノロジー・セクターでは、市場の活気が過熱している兆候が見られる。これらの高いバリュエーションは、高い成長期待が原動力となっているが、さらに重要なのは、公定歩合が非常に低く抑えられていることだ。これが正常化されれば、バブルがはじける可能性がある。投資家にとっては主要なリスク源となりえるが、経済への影響に関していえば、歴史はすべてのバブルは同等ではないことを示唆する。

金融市場セグメント（株式、住宅、クレジット）のサイクルは、景気後退と回復を形勢する上で重要な役割を果たす。現在の経済回復はまだ始まっておらず、**短期的には、成長が上向きになるサプライズがあるかもしれない**。米国では、バイデン大統領による1.9兆ドル（GDPの9%）の経済刺激策により、2021年後半に経済が過熱することが懸念されている。中国のGDPは、今年9%成長する可能性がある。欧州もまた、2年連続の力強い成長の恩恵を受けることが期待されている。特に米国では、インフレも上昇すると予想される。当社の見解では短命ではあるが、インフレを伴うミニブームは、企業の収益予測と投資家の信頼感を高めることにもなる。**したがって、株式市場の強いモメンタムは、力強い名目成長に支えられて、しばらく続く可能性がある。**

この新しいサイクルの最も顕著な特徴は、債務レベルだ。Covid-19後の民間および公的債務は、第二次世界大戦の終了後に達した過去最高を上回っている。名目GDPの成長が高いことは、債務者を支えるかもしれないが、同時に長期金利の上昇につながる。それは、中央銀行（特にFRB）に、金融緩和プログラムを撤回するよう圧力をかける可能性がある。しかし、当社が先月の論文（「テーパリングか否か」）で議論したように、FRBが経済が軌道に乗る前に、バランスシートを安定させて政策金利を引き上げる可能性は低い。完全雇用に戻るには、危機前のGDP水準に戻るよりもはるかに長い時間がかかる。労働市場が低迷していることは、賃金の上昇を阻むはずであり（フィリップス曲線はフラット化している）、いずれにせよ、FRBはインフレ・サプライズが上向きであれば、成り行きを見守るという新しい戦略（平均インフレ目標）を採用した。

最後に、**債券利回りを潜在的名目GDP成長率をはるかに下回る水準に維持することは、公的債務の持続可能性の前提条件である。**

したがって、成長が加速してもCB（中央銀行）のバランスシートが拡大し続けるというこの異常な回復の結果は、資産価格のバブルである可能性がある。**それは、まず遠い将来の利益に非常に敏感な資産から始まるだろう。**

バブルの兆候

テクノロジー株のバリュエーションは、昨年半ばから急上昇しており、上記で説明したフレームワークが長期間持続しない限り、投資家の行動は合理的な投資アプローチと、ますます矛盾しているように見える。バブルの兆候は、株式市場の多くの側面で見ることができる。個人投資家がアップサイドのオプションを積極的に取引していること、限られた数の株式の時価総額が上昇し続けていること、そしてIPO流れは、デジタル・セクターのバブルの兆候の1つだ。誇張されたバリュエーションは、楽観的なアナリストがバリュエーション方法を変更することにつながる¹。それでも、我々が人間の動きと相互関係の制限によって深刻化する、デジタル革命の別のフェーズを目の当たりにしている間にも、ファンダメンタルな環境は実在する。しかし、超低金利の環境は明らかに、バリュエーションを2000年代のテクノロジー・バブル以来見られなかったレベルに戻す。

火花を予測することはほぼ不可能だ

金融市場のバブルは予測が難しく、事後の概念である。今回のバブルは数年続くかもしれない。そして歴史は市場の熱狂が長期間続くことがあることを示している。アラン・グリーンスパンの有名な演説は1996年に行われたが、ドットコム・バブルは、はじけるまでにさらに4年かかっている。投資に対する過剰な貯蓄を特徴とする環境では、金利は数年間非常に低いまま維持される可能性があるが、その間デジタルへの移行は加速している。将来的には、財政刺激策と高い債務が内需を圧迫しインフレを伴うミニブームが1-2四半期しか続かない可能性もあるし、財政による支援も短命となる可能性もある。

¹「根拠なき熱狂は、投機バブルの心理的基盤だ。私は投機バブルを、物価上昇のニュースが投資家の情熱に拍車をかけ、それが人から人への心理的伝染によって広がることであると定義する。その過程で、物価上昇を正当化するナラティブが増幅され、ますます多くのクラスの投資家を呼び込む。彼らはその投資の真の価値に疑問を抱いているにもかかわらず、一部は他人の成功への羨望から、一部はギャンブラーの興奮によって、投資に引きつけられてしまうのだ」。Shiller, Robert J., 2000年3月、『根拠なき熱狂』、プリンストン大学出版局。

テーマ

株式バブルの崩壊は、成長には一時的な影響しか及ぼさない

これらは、グリーン・セクターやデジタル・セクターなど、持続可能な成長を遂げているセクターの資産価格バブルを支える。このような環境は長期間続く可能性があるため、爆発につながる火花を予測することは容易ではない。したがって、これらのセクターへのエクスポージャーを余りに早く減らすことは最適ではないだろう。とはいえ、最近の実質金利の上昇は密接に監視されるべきだろう。

すべてのバブルが、経済に同じ影響を与えるわけではない。

現在、我々がバブルのどの段階にいるのかわからないし、²それが、いつはじけるかわからないことは言うまでもない。しかし、それでも金融市場と経済への影響については推測することはできる。

バブルがはじけると、最初の金融ショックの大きさに関係なく、経済には異なる影響を与えることを歴史が示している。**実際、90年代の日本の不動産バブル、97年のアジアの信用バブル、2008年のサブプライム・バブルは、2000年代のドットコム・バブルや2015年の中国の株式市場のブームとバーストより、はるかに大きな影響を及ぼした。**

状況はそれぞれ異なるため、明確に分類することはできないが、バブルは2つの集団にグループ化できる：株式主導のバブルと信用主導のバブルである。

- ・ 株式バブルは、株式または同等資産への過剰な資金流入に基づいている。主に裕福な家計や急成長している企業に影響を与えるが、大多数の家計やバブルになりにくいセクターにはほとんど影響を与えない。³さらに、収益性が証明されていないイノベーションへの過剰な楽観主義と過剰な投資による、過剰な貯蓄にけん引されている。したがって、バブルが崩壊した時は、何よりも将来の機会が失われたということになる。
- ・ 信用バブルも、過剰な流動性によって引き起こされるが、バブルのけん引役は有形資産に対する過剰なレバレッジである。それは、経済の中で実用的に使用される有形資産に対する、過度の楽観主義と過剰な投資をともなう。このバブルは、低所得世帯を含む広範な経済主体に広がる傾向がある。このバブルがはじけると、現在の経済的価値の損失を生み出す。定義上、このバブルには資金調達要素があるため、銀行セクターに広がる。

2つのバブル・グループによる非常に短期的な影響は似ている（株価大暴落とパニック売り、破産と景気後退）、しかし、最終的な経済的影響は大きく異なる。株式バブルは主にすでに裕福な個人の過剰な貯蓄を縮小するが、影響は実体経済にはほとんどなく金融分野にとどまる。しかし、信用バブルは中

産階級に悪影響を及ぼす。さらに、資本は他のセクターやテーマに向けてリバランスするか、株式の暴落の後、しばらくの間は単に貯蓄に回されることもできる。経済成長への影響は一時的なものだ。2000年のドットコム・バブルと2015年の中国バブルの後には、ポートフォリオに大きな損失が出たにも関わらず、数年間の力強い経済成長が見られた。⁴株式市場の特定のセグメントはクラッシュに強いことが証明されたことは言うまでもない。逆に、過剰なレバレッジを伴う信用がけん引する投機は、負の資産、債務デフレにつながるため、経済から利用できる資本を引きだすことになる。**このようなバブルは、潜在的な経済成長に深く長期的な影響を及ぼす。**

中央銀行はクラッシュを阻止するだろう

現在の状況は、株式と信用のバブルの両方が混在している可能性があるため、その影響は、上記の説明ほど単純ではないかもしれない。しかし、**少なくとも今のところは、株式タイプのバブルであるという兆候がある。**政策側の対応が、プロセス自体を微調整することもできる。たとえば、株式バブルが崩壊しても、影響が金融分野にとどまり、銀行システムへの影響が限定的であれば、理論的には中央銀行が緊急介入をすべきではない。実際、それは長期にわたる緩和的金融政策の副作用と見なされる可能性がある。しかし、このショックが経済に広範な影響を及ぼし、家計、企業、銀行、そして最終的に国に影響を与えた場合、中央銀行はそれを阻止しようとするだろう。債務国は、投機家を保護するために納税者のお金を使用することはないが、それがシステミックなリスクになるなら、選択の余地はなくなる。信用スプレッドの上昇と株式市場の低下が相まれば、「バランスシート不況」を引き起こす可能性もある。

したがって、政策者たちは株式バブルのように見える「にわか景気と不景気」を注意深く監視し、それが管理不能な状況になる前に先手を打つ行動にでると推測できる。**投資への意味合いとしては、現段階では高く評価されているテクノロジー・セクターから他のセグメントへと徐々にバランスを移し、火花が炸裂する間は、逆張りのポジショニングをとることだ。**

2021年2月25日作成

² Hyman P. Minsky 『Stabilizing an Unstable Economy』（不安定な経済を安定させる）（1986）の金融資産バブルの5つの段階を参照。

³ 大多数のアメリカ人は退職積立口座などを通じて、株式市場にある程度の投資をしているが、最も裕福な10%のアメリカ人が、アメリカ人が所有する全株式の84%を所有していると推定されている。「1962年から2016年までの米国の家計資産の傾向：中産階級の資産は回復したか？」 E. Wolff, NBER WP (2017) を参照。

⁴ しかし、ドットコム・バブル崩壊後、米国の実質GDPが前年比で低下したことは一度もなかったことを留意すべきだ（四半期ベースでは、2001年Q1とQ3に実質GDPはがわずかに低下したが）。

中心 & 代替 シナリオ

月次アップデート

当社は今月、「中心的なシナリオ」と「代替シナリオ」の確率と説明を維持する。当社は「金融回復体制」に関するポジティブな中期的見解を確認するが、ウイルスに関するニュースとインフレ懸念を考慮して、短期的には金融市場にはより慎重になっている。

下振れシナリオ
15%

長期的停滞

分析

- ウイルスの遺伝的進化がパンデミックを制御不能にし、更なるネガティブな成長ショックを引き起こすため、危機の期間が延長される。
- 財政政策の政策ミスと実行リスクが回復を損なう
- 国内（資産バブル）または国外（FX）の制約による、緩和的な金融政策の一時停止または後退
- 不確実性（見通しの欠如）が原因で景気後退が長引くことが、ビジネスと消費者信頼感にに影響を与える
- 経済危機が金融危機に発展する
- 保護貿易主義と非グローバル化が加速し、貿易と世界のバリュー・チェーンに悪影響を及ぼす

市場への影響

- 現金と米国債を選好する
- 金、CHF、円を選好する
- 最小ボラティリティ戦略をとる

中心的シナリオ
75%

複数年および複数速度の回復

分析

- 複数年かかるプロセスで世界経済を軌道に戻そうとするが、回復への道はでこぼこ
- ウイルスの発生と封鎖措置により、2021年Q4までは経済成長が悪い状態に逆戻りする
- 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
- 先進国経済では、財政政策を動員するという強い政治的コミットメントがあるが、適時に実行できるかどうかはリスクとなる
- 緩和的な金融政策が引き続き経済回復を支え、デフレ・リスクと公的債務の増加に対処する
- 企業収益のポジティブなモメンタムと支払能力へのリスクが減少
- 世界のGDPに対する世界貿易の比率はさらに低下しているが、米国の選挙が終わった後、地政学的緊張は低下している
- Covid-19危機が所得と富の不平等を悪化させる（社会的緊張が高まるリスク）

市場への影響

- 米国債のイールドカーブのスティープ化が内包されている
- HY信用から株式への積極的な移行（ローテーション）が起こる
- 株式のテーマは、循環セクターであるがより内需主導型である
- EM債券とIG信用で所得源を維持する
- 不確実性のまん延、デフレ、景気後退の恐れから、金を選好する

上振れシナリオ
10%

V字型の回復

分析

- 集団予防接種と効率的な封鎖措置のおかげで、公衆衛生上の危機は2021年1H末までに解決する
- 「ワクチン接種が可能になった」後の回復が維持される
- 新しいデジタルとグリーン開発で生産性が向上
- 経済活動がより迅速な正常化
- 不確実性が低くなり、政策が实体经济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
- 持続可能な成長と更なる（財政）政策支援の必要性が減少

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
- 循環的なエクスポージャーを持つ高リスク資産を選好するが、成長株のパフォーマンスを損なう可能性もある
- インフレ・ヘッジとして金とインフレ連動債を選好する

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。当社は全体的なシナリオを維持し、最近の進展に照らしてリスクの確率を変更する。

経済的リスク
20%

- Covid-19ワクチン接種についての問題
 - 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が、それは2020年11月以降大幅に改善されている
 - 既存のワクチンでは効かないウイルスの変異株が、一つまたは複数確認されれば、パンデミックが終息するという期待を損なうだろう
- 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ていることと失業率の上昇と各社会クラスへの不均一な影響などが、回復を損ない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」
 - 短期的にはリスクは非常に低く維持されているが、コロナ感染が消滅するにつれて、長期的にはインフレの上昇圧力が徐々に高まる可能性がある
 - インフレが視野に入ってくると、量的緩和は問題になる可能性がある
 - 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
15%

- 企業の支払能力リスク
 - Covid-19危機以前は、企業の負債はGFC前の最高水準を上回っていた
 - 不況の規模は、中央銀行の行動や政府の保証制度に関係なく、支払能力リスクを増大させる
- インフレ期待が解除されることは債券市場の混乱につながる
- 米ドルが大幅に下落することは、FRBに資産購入プログラムを停止させ、米国債市場に悪影響をおよぼすと共に、EZと日本にデフレをもたらし、EMの回復を損なう可能性がある
- 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

(地政学的) 政治リスク
10%

- 米中間の冷戦
 - 米国選挙の後の、民主党からのタカ派的な口調が、中国との関係における不確実性を維持する結果となっている
 - 中国企業の上場廃止は、同様の報復を引き起こす可能性がある
 - 南シナ海または台湾海峡で偶発的な紛争が起こる可能性
- 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を背景に
- パンデミックの進展は、まだEM経済成長の最重要となるリスクの1つだ。ワクチンの展開がかなり遅いことが理由だ。
- 世界の金融環境は、主に米国の利回りを通じて引締められつつある。このことは国内の金融政策がまだ非常にハト派的である場合、EMの外的脆弱性を改善する可能性がある
- 英国のEU離脱後の状況
 - 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
 - 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
 - アイルランドの国境でのさらなる摩擦と英連合内での緊張が高まる（スコットランドでの選挙）
 - 英国は、EU全体との乖離を利用し、EU内の結束を損なう競争行動を模索している

+ 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。国レベルとセクター・レベルの両方で格差があることは明らかだ。スペインはそれほど厳しい制限をしなかったせいで、イタリア、フランス、ドイツよりも良い状態を維持している。同様に、製造業はまだサービス業を上回っている。コンセンサスは徐々に下向きに戻りつつあるが、Q4のGDPデータが期待を上回ったため、経済的なサプライズは安定している。
- 米国では、2020年Q4に減速した後、新たな財政刺激策に支えられて、経済活動は徐々に勢いを取り戻しつつある。高頻度データとソフト・データの両方が、民間セクターの事業活動が健全であることを示しており、製造業者とサービス・プロバイダーは事業活動を拡大をしている。コンセンサスは徐々に緩和を続けており、経済的サプライズ指数も同様の傾向にある。

●●● ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 年初来好調であった高リスク資産は、堅調な成長期待と利益回復を割引いている。
- 株式の絶対PEはまだ過去平均を上回っているが、今後利益が回復するにつれて、元に戻ると予想される。
- CBの流動性注入で調整された株式のリスク・プレミアムとPEは、相対価値の観点からは株式をそれほど支持しなくなっている。これは金利が上昇し、テクニカル的に重要なレベルに達したためだ。

ディフェンシブ
な資産配分

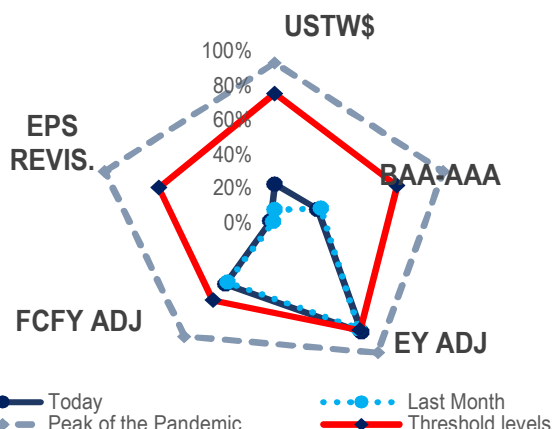
●●● テクニカル要因

- 米国の財政刺激策から始まり、バイデン政権によって確認された「リスクオン」のトーンは、2021年も続くはずだ。
- 数週間前に顕著化した高リスクな過熱相場市場の兆候は、RSI指標が今ではそれほど過剰ではなく、市場が調整局面にあるように見えるため、少し薄れている。

●●● 市場心理

- 景気回復とワクチンの進展から、CBによる正常化への意欲を示す兆候もあるが、金融環境は依然として緩和的だ。
- 米ドルが下落傾向にあり、信用環境についての認識が改善されたことは、当社のCAST指標を支える主要素となっており、売り局面の確率(CAST OFF 確率<10%)が制限されていることを示している。
- これは当社のフロー・ベースのリスク指標でも更に支えられており、クロス・アセットのレベルで投資家の需要が高いままであることを示唆している(株式とコモディティは、リスク・スタンスが高いセグメント)。

クロス・アセット・センチネル基準値(CAST)は引き続き支持的



Source: Amundi Research, Data as of 24 February 2021

CASTは極端に低いリスク認識を示している。

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

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

グローバル・リサーチ・クリップ

1 米国経済：経済刺激策の成長とインフレへの影響の評価

- 1兆～1.2兆ドルの範囲での財政刺激策が導入されれば、米国の成長見通しは前年比6%を超える可能性がある。この場合、平均インフレ率の上昇が暗示されるが、労働市場での余剰が大きいいため経済の活性化には影響しないだろう。
- 2021年末までには需給ギャップは縮小するが、労働市場の余剰はよりゆっくりと吸収されるため、国内のコア・インフレ圧力を制限するだろう。過度なコアPCE（個人消費支出）は一時的なものにすぎない。
- より大規模な1.9兆ドルの刺激策は、実質成長率に上向きのリスクをもたらし、コアPCEをFRBの目標に沿った形で着実に引き上げるだろう。

2 米国債の長期利回りはさらに上昇する可能性がある。

- 追加の財政刺激策と景気促進的財政政策、および緩和的な金融政策が、リフレ・トレードを支え、実質金利（長期）とブレイク・インフレ率をさらに上昇させるだろう。
- 2020年9月に発表された最新のCBO（議会予算局）の予測では、2021年の財政赤字は、GDPの約8%と予測されている。すでに合意された9000億ドルの財政刺激策に1兆ドルを追加すると、2021年の財政赤字は最大でGDPの17%になる可能性がある。
- 米国債の2年と10年物、5年と30年物の利回りカーブはさらにスティープ化すると予測する。これは、実際のカーブと債務発行の増加によるものだ。
- 2021年の米国債10年物利回りの当社予測範囲は1.5～1.8%である。
- 長期的なブレイク・インフレ率は、中期的には上振れる傾向にある。これは景気回復の規模と速度、そしてFRBが柔軟な平均インフレ目標（FAIT）に移行したことによる。
- 当社は長期債の利回りはより高くなると確信している。そのため、FRBがYCC（イールド・カーブ・コントロール）を実施する可能性を排除しない。

3 リスク資産は、今後12か月ベースでポジティブに維持されると予想する。

- 当社の景気循環とバリュエーションについての仮定を踏まえると、リターンは一桁代であると予測する。
- 景気循環の現回復段階は、パンデミックに関連する不確実性があるため、過去に比べるとテールリスクはフラットであるとはいえ、リスク選好型である。
- 中央銀行の継続的な金融政策のおかげで、前回復サイクルと同様、バリュエーションは高く再評価の余地が少なくなっている。
- マクロ金融サイクル予測（当社のアドバンスト投資フェーザー）とトップダウン評価（公正価値モデル）に基づくと、ほとんどの高リスク資産は1桁代の上向きになると予想する。

4 イタリアの経済成長を再開するため「スーパーマリオ」が運転席に

- マリオ・ドラギが首相に任命されたことと、戦略的役割（デジタル経済省、インフラ、環境省などの長）に任命された官僚人事は市場で歓迎されている。これで、EUの復興基金NGEUの実施プロセスが保護されるだろう。
- イタリア国債対ドイツ国債のスプレッドが最低となっているため、株式投資家への意欲を一新するだろう。
- 重要な課題：「オールイン」政府を活用し、多面的な政府全体で結束を維持する。
- イタリアは次回のG20を率いる。ドラギは会議をけん引する上で、世界でも大きな役割を果たす。多国間主義、環境、不平等が会議の最優先事項となる。

最新のCovid-19状況

Pierre BLANCHET、投資インテリジェンス総括

WHOによると、Covid-19の感染は世界中で拡大を続けており、少なくとも3つの活発な変異株が見つかり、1億1,000万人以上の感染が確認され250万人が死亡した。南北アメリカの感染者数は、欧州を超えており米国の死者数は50万人を超えた。しかし、この傾向はここ数週間で反転しており、次波のリスクがあるにもかかわらず、バイデン政権にいくらかの希望を与えている。

ワクチン接種は続いている。イスラエルは人口の半分以上が少なくとも1回の接種を受けて世界をリードしているが、英国がそれに続いている（OWDによると25%）。¹⁾ ワクチン接種プログラムは世界中で様々なペースで実施されており、欧州諸国はまだ生産の遅れとロジスティックスの問題に苦しんでいる。

15種類以上のワクチンが接種可能となっている。ジョンソン＆ジョンソンは、接種が1回で済み冷蔵保存できる（容易なロジスティックス）ワクチンの承認をまもなく米FDAから取得する。このワクチンは今年中に10億回分以上が生産される可能性がある。リサーチによると、ファイザーとモデルナが製造するワクチンは、コロナウィルスの変異株には効果が低いことが示されているが、ある程度の免疫防御の役割を果たすとレベルであるとされている。

ワクチン接種の地政学的側面を見るため、当社は人口の半分以上（15歳以上）に、ワクチン接種をするために十分なワクチンを確保している国をまとめてみた。DM諸国は、北アメリカおよび欧州のメーカーに完全に依存している。EM諸国が確保したワクチンの半分以上は、北アメリカと欧州から供給されている。その後中国（32%）とロシア（14%）が続く。世界的にも、北アメリカと欧州のメーカーが需要の88%を供給しているが、中国とロシアは合わせて12%未満となっている²⁾。

¹⁾ オックスフォード大学「Our World in Data」

²⁾ 出典：デューク・グローバル・ヘルス・イノベーションセンター、2021年2月15日現在のデータ

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	=		これまでのワクチン接種プログラムの成功、経済刺激策への期待、そして企業が原料価格の上昇を消費者に転嫁する能力が、今年の利益回復にとって良い前兆であるが、これは現在進行中の決算発表シーズンでも示唆されている。これらはすべて、バリュー株と循環株へのローテーションを支える。ただし、一部のセグメントにおける過度のバリューエーション、増税の可能性、そしてウィルスの新しい変異株は考慮されるべき重要な要素だ。全体的に、投資家は厳選する姿勢を維持するべきだ。
	欧州	=		当社は引き続き、今年が回復の年になると信じている。しかし、ワクチン接種についてはまだ十分な進展がないにもかかわらず、市場が経済回復を完全に価格に織り込んでいるため、選択の必要性がさらに増している。そのため、投資家は回復へのポジショニングをとる一方で、ファンダメンタル分析に焦点を当てながら、優良なディフェンシブ株へのエクスポージャーを持つべきだ。バリュー株と循環株は、回復と密接につながる小型株と共に、引き続きチャンスを提供するだろう。
	日本	+		世界の経済環境が改善しているため、市場の循環株と産業株の見通しを考慮すると、当社は日本については引き続き前向きな姿勢を維持している。株主重視が向上したこととROEが改善したことは、まだ市場によって評価されていない。
	新興市場	++		Covid-19感染への懸念はあるものの、EM地域の成長見通しは損なわれていないため、(特にEMアジアで)魅力的なボトムアップの機会を提供する。しかし、米中関係の進展は重要な要素となる。当社は不均一な新興市場に対して積極性を維持するが、株式の選択とバリューエーションに注意し、持続的な配当利回りと堅調な事業の起爆剤を探索している。地域としては、インド、ロシア、ギリシャを 선호する。
債券プラットフォーム	米国債	-/=	▼	世界の確定利付き商品の中でも、当社は米国債には慎重になってきている。FRBが利回りの上昇を容認しないと信じているものの、大規模な財政刺激策の議論とインフレ期待が高まっているからだ。したがって、積極的な姿勢が必要だ。当社はTIPSに対してより前向きになっている。米国については、景気が回復する中、利回りカーブのスティープ化が続くと当社は見る。
	米国IG社債	=		IGに対してはニュートラル/ポジティブな姿勢を維持するが、市場全体へのエクスポージャーよりも特定の銘柄を選択する。つまり積極的で選択的なスタイルを維持するということだ。証券化された信用分野では、需要と消費者所得と貯蓄が堅調なため、住宅ローン市場が好調となるだろう。
	米国HY社債	=		HYは、利回りが不足している世界で、魅力的なキャリーを提供している。しかし、この超過所得は、セクターの好調さと証券の選択プロセスを通じて防御される必要がある。米国におけるHY債のデフォルトは、最終的にはQ1から低下し始めQ2でピークとなるはずだが、それでも長期的には過去平均を上回ると予測する。
	ユーロ圏の国債	-/=		当社は中核国のユーロ債には引き続き慎重だが、周辺国国債には建設的だ。ある程度の利回りを提供することから。周辺国の債務に関しては、当社はイタリアについて適度にポジティブな姿勢を維持する。スプレッドの縮小が非常に強く、魅力は前月に比べて低下しているものの、ドラッグ効果で政治情勢が安定するであろうことを考慮してのことだ。
	ユーロ圏IG社債	=/+		ECBが市場を支える中で、金利はより長い期間低く維持されると予想されるため、EUR IGに対して、特にBBB格付けのカテゴリーにおいて、引き続きキャリーを追及するのは当然のことだ。しかし、投資家は短期の商品を 선호する方向にわずかに調整することで、ECBによるサポートの恩恵を受けることができる。
	ユーロ圏HY社債	=		当社はリサーチ主導のプロセスを通じて、高イールドと高品質のバランスをとることを目指している。市場は将来、信用力が低い銘柄と高い銘柄を差別化するであろうと考えているからだ。そのため、選択が重要となっている。
	EM 債券HC	=/+		EMのHC債務は引き続き魅力的な利回りを提供するが、当社はHYのリスク/リターンが改善されていると見ています。スプレッドは縮小されているが、更に縮小する余地がある。HYは、米国債の利回り効果の拡大を緩和するためには良いポジションにあるが、選択は重要だ。
	EM 債券LC	=/+	▼	LC債務については全体的にポジティブな姿勢を維持するが、米ドルと金利が上昇しているため、さらなる厳選を心掛けている。EMにおける利下げサイクルは終わりに近づいていると当社は見ている。中央銀行の一部はよりタカ派的になっていると考える。各地域の金利については、インフレ圧力を考慮して選択性を継続する。
その他	コモディティ			パンデミックの影響による脆弱性にもかかわらず、循環型商品とベースメタルは、ポジティブな経済のモメンタムから恩恵を受けるだろう。特に、原油は今後数ヶ月ほど現在のレベルにとどまると予想されるが、短期的にはオーバーシュートする可能性がある。金融政策の正常化と実質金利の上昇は懸念されるものの、金はハト派的中央銀行によって引き続き支援されるだろう。
	通貨			FX市場ではさまざまな勢力が働いている。リフレ圧力は、米ドルの下方傾向にいくらかの余地があることを示しているが、米ドルの例外主義はすでに戻ってきているようだ。当社は、対米ドルおよび対CHFでCADに、対EURでNOKIにポジティブだ。世界経済の回復と金利の優位性が理由だ。CHFなど低利回りのFXは、現在の環境では最も苦戦するかもしれないが、英国でのワクチン進展が成功していることは、GBPにとって好材料だ。結果、当社はGBP/CHFについて、建設的な見方を維持する。

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2月20日現在のユーロ・ベースの投資家に対するアムンディの見解。本資料は、特定の時点における市場環境の評価を表しており、将来起こる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/現地通貨、WTI = West Texas Intermediate、OE = 量的緩和。

先進諸国

マクロ経済の見通し

2/16/2021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	2020	2021	2022
	範囲					
世界	-3.6/-3.4	5.2/5.9	3.5/4.3	2.6	2.8	2.9
先進諸国	-5.3/-5.3	4.3/4.9	2.7/3.3	0.7	1.5	1.8
米国	-3.6/-3.6	5.7/6.3	2.7/3.3	1.3	2.4	2.4
日本	-5.2/-4.6	3.5/4.1	0.9/1.5	0.0	0.1	0.2
英国	-9.9/-9.9	3.4/4.0	3.4/4.0	0.9	1.8	1.8
ユーロ圏	-6.8/-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	0.9	1.5
ドイツ	-5.0/-5.0	2.5/3.1	2.8/3.4	0.5	1.3	1.7
フランス	-8.3/-8.3	4.0/4.6	3.1/3.7	0.5	1.2	1.6
イタリア	-8.9/-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	0.8	1.6
スペイン	-11.0/-11.0	3.8/4.4	4.2/4.8	-0.3	1.0	1.2

出典: アムンディ・リサーチ

- ・ **アメリカ** 米国経済の回復は、金融政策と財政政策の組み合わせで支えられる。2021年初頭には、1~1.2兆ドルの追加の財政刺激策が見込まれている。当社は私一貫して成長とインフレ予測を上方修正してきた。この上方修正は、緩和的な金融政策スタンスへの当社の見解を譲歩するものではない。インフレが体制を変えず一時的なインフレのオーバーシュートが起こる環境では、特に労働市場の緩みは、徐々に再吸収されると予想している。
- ・ **ユーロ圏** 2020年Q4から2021年Q1にかけてのテクニカルな不況の後、ユーロ圏の成長は、ワクチン接種キャンペーンの進展とEUの復興基金NGEUの恩恵を受けてH2以降加速すると予想される。H1での経済パフォーマンスは、ウイルス拡大を防ぐために課せられた経済活動制限に依存するだろう。インフレは経済の上昇傾向に沿って進行する。一時的な要因とベース効果への影響は非常に変動しやすくなるが、目標を下回って維持されるだろう。財政・金融政策は引き続き回復に協調的だろう。
- ・ **日本** 冬に入ってウィルス感染が拡大したにもかかわらず、Q4の経済は前四半期と比較すると全セクターで拡大した。輸出は非常に好調で、成長はさらに強固となった。予想を上回るQ4の結果を受けて、当社は2021年Q1の予測をわずかに引き上げた。回復力のある外需が個人消費の弱さを相殺する可能性が高いためだ。需要の高まりから、インフレ率はマイナス領域を抜け出すと予想するが、通年の平均はほぼゼロにとどまるだろう。
- ・ **英国** 今年最初の数か月にまでおよんだ、広範囲の移動と経済活動の制限で、英国経済はQ1には縮小すると当社は予想する。ワクチン接種キャンペーンが迅速に展開していることは、市場心理を高め、経済再開の期待に役立つが、H2までは経済が力強い勢いを享受することは期待していない。インフレは一時的なオーバーシュートでより高くなると予想されるが、EU離脱による経済的影響が検討されている間に、着実に回復を支える財政政策と連携して機能する支持的な金融政策を損なうことはないだろう。

主要金利の見通し

	26-02 2021	当社 予想 02/2021	コンセン サス 02/2021	当社 予想 04/2021	コンセン サス 04/2021
米国	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.15
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
日本	-0.10	-0.1	-0.05	-0.1	-0.07
英国	0.10	0.1	0.10	0.1	0.10

出典: アムンディ・リサーチ

- ・ **FRB**: 前回のFOMCIは、金融政策に変更をもたらさなかったが、会議の全体的なトーンはハト派的であり、現在の緩和的な姿勢を確認した。FRBは、回復が完全に軌道に乗るまで経済を支え、Q2にはインフレの力強い回復が見られるが、これは一時的な現象であると見ている。当面の間、金融政策は、資産価格への最終的な影響ではなく、主に労働市場の回復に焦点を当てたままだ。パウエル議長は、早期テーパリングというアイデアを却下し、テーパリングの条件が達成されるまでにはしばらく時間がかかると述べた。
- ・ **ECB**: ECBの1月の会議では、政策変更はなかったが、ベースライン・シナリオへの短期的なリスクが下向きに傾いたままであるため、トーンはハト派的に維持された。当社は、更なる利下げの余地は限られており、量的緩和のレベルは、緩和的な金融環境を維持するという目標を達成するのに十分な、市場の存在感と柔軟性を可能にするだろうと見ている。QEを管理する上での柔軟性の対称性は完全に維持されており、ECBのQEは、2021年のEGB純発行額をカバーするのに十分だろう。
- ・ **日銀**: 日銀は3月の政策会議で、金融政策レビューを終了しそれを公表する予定だ。当社を含む市場は、次の2つの分野で、起こりうる変化を密接に追跡している。1) 特に10年物そして/または10年物以上の国債のYCCガイダンス。これは黒田総裁が最近、超長期利回りが低下することは望ましくないことを改めて表明したためだ。2) ETFの購入: 日銀は2020年5月に購入額の削減を開始したが、過去3か月間にはそのペースが大幅に減速したことに当社は気が付いた(年間6兆円または月額5,000億円のガイダンスに対して、月額約2,000億円)。
- ・ **イングランド銀行**: 予想された通り、イングランド銀行は前回の会議でその政策を変更しなかった。2021年のGDP予測は下方修正されたが、それは2022年以降に予想されるより強い回復で相殺されるだろう。政策会議では、マイナス金利への準備を要求しているが、その可能性を残しておくためには、選択肢は短期的なものではないように思われる。経済成長の回復の予測はコンセンサスよりも高く、マイナス金利への態度も消極的であることから、中央銀行は引き続き量的緩和に焦点を当てる可能性が高い。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
FRBのFOMC	3月17日
ECB理事会	3月11日
日銀MPM	3月19日
イングランド銀行 MPC	3月18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

2/16/2021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	2020	2021	2022
	範囲					
世界	-3.6/-3.4	5.2/5.9	3.5/4.3	2.6	2.8	2.9
新興諸国	-2.4/-2.1	5.8/6.6	4.1/5.1	3.9	3.6	3.7
ブラジル	-4.4/-4.2	3.0/4.0	1.1/3.1	3.2	5.5	3.8
メキシコ	-8.3	4.1/5.1	1.5/3.5	3.4	3.3	3.3
ロシア	-3.1	2.5/3.5	2.0/3.5	3.4	4.2	3.8
インド	-7.6/-6.6	8.4/9.6	4.3/5.7	6.6	5.3	6.2
インドネシア	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.3	3.3
中国	2.3	8.3/8.9	5.5/6.1	2.5	1.4	1.8
南アフリカ	-7.8/-6.8	2.6/3.6	1.6/2.6	3.0	3.7	4.3
トルコ	0.5/1.5	2.4/3.4	3.7/4.7	12.3	13.9	11.0

出典：アムンディ・リサーチ

- **中国**：最新の高频度データは、冬季の感染状況の最中でも、中国経済が予想以上に良く持ちこたえたことを示している。各省間の旅行は急激に減少したが、同地域内の移動と消費はほとんど影響を受けていない。ゴールデンウィーク（2月11～17日）の小売とケータリングの売上高は、前年比で28.7%増となり、2019年比で4.9%増となっている。また、この特別な「ステイケーション」は、前の休暇シーズンよりも仕事への復帰がスムーズになるため、鉱工業生産を後押しする可能性がある。継続的な回復で、インフレはH1に上昇傾向を示すと予想される。
- **インド**：2月1日、インド政府は22年度（2022年3月末まで）の驚くべき成長促進予算を発表した。これは現在および将来の会計年度の財政赤字の目標を引き上げ、期待されていた財政規律への道筋を緩和した。この予算法の背後にある仮定は合理的であるように思われる。たとえば、名目GDP成長率は前年比約14.5%となっている。財政支出は、高い設備投資に向くと予想され、政府の意図、持続可能な成長を促進するものであることを示している。高成長のおかげで、債務は元のレベルに戻ると予想される。
- **ブラジル**：成長は目に見えて鈍化しており、経済活動はQ1には縮小する可能性が高い。これはCovidに関連する経済の悪化と財政引締めによるものだ。政策者は減速に注意を払っており、緊急経済対策を拡大する過程にある、それは穏やかなもので、規模と期間に上限があり、小規模な財政改革の見返りのようだ。それは、経済に必要とされていた反循環的支援を与え、財政の取組みを再固定し、緊急正常化措置以上の金利引上げを行わざるをえないというBCBへの圧力を取り除く。
- **ロシア**：2020年のGDP成長率は、予想を上回り、前年比-3.1%であった。CBRは、2021年には3～4%、2022年には2.5～3.5%のGDP成長を見込んでいる。インフレは一時的に上昇傾向にある。これはルーブル安からのパストルー、食品の消費者物価指数の上昇、Covid感染による支障が原因だ。CBRは、インフレが2021年2月～3月にピークに達し、その後低下し始めると予想している。2021年の平均予測インフレは3.7～4.2%の範囲である。その後、インフレ率は約4%に留まると予測されるが、これは目標範囲内である。インフレ圧力と緩和的な金融環境の組み合わせを考慮すると、当社は2021年を通じて、金利は現状維持されると信じている。

主要金利の見通し

	24-02 2021	当社 予想 Q2 2021	コンセン サス Q2 2021	当社 予想 Q4 2021	コンセン サス Q4 2021
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4	4	3.85	4	3.8
ブラジル	2.00	3.25	2.60	4.25	3.55
ロシア	4.25	4.25	4.2	4.25	4.25

出典：アムンディ・リサーチ

- **PBoC (中国)**：中国の旧正月に先立って、予想外の流動性の引き締めが行われたが、これは、PBoCが引き締めバイアスで政策を正常化していることを示している。この行動の後、当社は銀行間金利がPBoCの7Dレポ金利が2.2%、1年MLF金利が2.95%近辺で、固定されると見ている。しかし、短期的には偏差が発生する可能性がある。1年間のLPR（最優遇貸出金利）は、引締め過ぎを避けるため、3.85%で維持されている。政策緩和が多方面で撤され始めているため、今年の金利上昇のリスクは低いままだ。
- **RBI (インド)**：2月5日、RBIの政策会議は全会一致で、政策レポ金利を4%で維持することを決定した。12月の消費者物価指数は前年比6.9%から4.6%に急落し、最終的には目標範囲内に治まったにもかかわらず、この決定は市場で広範囲に期待されていた。当社はインフレ率が（2020年のように目標を破棄することなく）3月から上昇に転じると予想する、したがって、RBIは今年中は金利を保留すると予想する。正常化は、予算によるインフレ圧力を相殺する政策金利からではなく、システムに注入された流動性から起こると予想する。
- **BCB (Brazil)**：BCBは一瞬まばたきし、すでに1月にはフォワード・ガイダンスを解き放った。今では超緩和的な環境を抜け出す世界の金融政策をリードしている。BCBは、かなり早い段階で金利を引き上げ、目標に沿ってインフレ（および期待）を維持する準備ができている。Q1の景気回復の底折れは、金利引上げは差し迫って（3月）いないことを示唆するが、緊急経済政策の延長は、中央銀行の反応関数の大きな要因だ（特に悪性でない場合）。全体として、BCBは市場が価格に織り込んでいるよりも、はるかに小規模な金利引上げをすると当社はみている。
- **CBR (ロシア)**：2月12日、CBRは予想通り、政策金利を4.25%のまま維持した。12月と1月のインフレの加速は、さまざまな要因によるものであると述べた。それらは、予想よりも早い需要の回復、Covidに関連する供給側のボトルネック、ルーブル安からのパストルーの継続などだ。したがって、CBRによると、デysinフレのリスクは広がっていないため、2021年のインフレ予測は上方修正された。加えて、金融情勢は引き続き緩和的となっている。これらすべてを考慮すると、2021年中には金利は維持され（需給ギャップが終了）、その後、金利引上げサイクルが始まり、2022年には75～100bpsの利上げが行われ、政策金利は5～6%というニュートラルな範囲に留まると予想する。

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	3月22日
RBI	4月7日
BCB Brazil	3月17日
CBR	3月19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2月16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	-3.6/-3.6	5.7/6.3	2.7/3.3	1.3	2.4	2.4
日本	-5.2/-4.6	3.5/4.1	0.9/1.5	0.0	0.1	0.2
ユーロ圏	-6.8/-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	0.9	1.5
ドイツ	-5.0/-5.0	2.5/3.1	2.8/3.4	0.5	1.3	1.7
フランス	-8.3/-8.3	4.0/4.6	3.1/3.7	0.5	1.2	1.6
イタリア	-8.9/-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	0.8	1.6
スペイン	-11.0/-11.0	3.8/4.4	4.2/4.8	-0.3	1.0	1.2
英国	-9.9/-9.9	3.4/4.0	3.4/4.0	0.9	1.8	1.8
ブラジル	-4.4/-4.2	3.0/4.0	1.1/3.1	3.2	5.5	3.8
メキシコ	-8.3	4.1/5.1	1.5/3.5	3.4	3.3	3.3
ロシア	-3.1	2.5/3.5	2.0/3.5	3.4	4.2	3.8
インド	-7.6/-6.6	8.4/9.6	4.3/5.7	6.6	5.3	6.2
インドネシア	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.3	3.3
中国	2.3	8.3/8.9	5.5/6.1	2.5	1.4	1.8
南アフリカ	-7.8/-6.8	2.6/3.6	1.6/2.6	3.0	3.7	4.3
トルコ	0.5/1.5	2.4/3.4	3.7/4.7	12.3	13.9	11.0
先進諸国	-5.3/-5.3	4.3/4.9	2.7/3.3	0.7	1.5	1.8
新興諸国	-2.4/-2.1	5.8/6.6	4.1/5.1	3.9	3.6	3.7
世界	-3.6/-3.4	5.2/5.9	3.5/4.3	2.6	2.8	2.9

主要金利の見通し

先進諸国					
	26/02/2021	当社予想 Q2 2021	コンセンサス Q2 2021	当社予想 Q4 2021	コンセンサス Q4 2021
米国	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.15
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
日本	-0.10	-0.1	-0.05	-0.1	-0.07
英国	0.10	0.1	0.10	0.1	0.10

新興諸国					
	24/02/2021	当社予想 Q2 2021	コンセンサス Q2 2021	当社予想 Q4 2021	コンセンサス Q4 2021
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4	4	3.85	4	3.8
ブラジル	2.00	3.25	2.60	4.25	3.55
ロシア	4.25	4.25	4.2	4.25	4.25

長期金利の見通し

2年物 債券利回り					
	26/02/2021	当社予想 Q2 2021	先渡 Q2 2021	当社予想 Q4 2021	先渡 Q4 2021
米国	0.15	0.15/0.25	0.24	0.20/0.35	0.39
ドイツ	-0.65	-0.70/-0.50	-0.66	-0.70/-0.50	-0.66
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.11
英国	0.13	0/0.25	0.18	0/0.25	0.27

10年物 債券利回り					
	26/02/2021	当社予想 Q2 2021	先渡 Q2 2021	当社予想 Q4 2021	先渡 Q4 2021
米国	1.48	1.4/1.7	1.55	1.5/1.8	1.66
ドイツ	-0.25	-0.50/-0.30	-0.23	-0.40/-0.20	-0.20
日本	0.16	0/0.20	0.18	0/0.20	0.21
英国	0.81	0.7/0.9	0.86	0.9/1.1	0.93

通貨の見通し

	22/02/2021	当社予想 Q2 2021	コンセンサス Q2 2021	当社予想 Q4 2021	コンセンサス Q4 2021
EUR/USD	1.22	1.23	1.23	1.18	1.24
USD/JPY	105	106	104	109	104
EUR/GBP	0.86	0.87	0.88	0.88	0.89
EUR/CHF	1.09	1.11	1.09	1.09	1.10
EUR/NOK	10.32	9.83	10.22	10.25	10.03
	22/02/2021	当社予想 Q2 2021	コンセンサス Q2 2021	当社予想 Q4 2021	コンセンサス Q4 2021
EUR/SEK	10.05	9.97	10.00	10.00	9.86
USD/CAD	1.26	1.24	1.27	1.25	1.25
AUD/USD	0.79	0.80	0.77	0.76	0.78
NZD/USD	0.73	0.72	0.72	0.70	0.73
USD/CNY	6.46	6.39	6.45	6.50	6.38

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。

出版物のハイライト

MARKET OUTLOOK

**2021 investment outlook - market rotations in an uneven recovery (23-11-2020)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer with the contribution of Research Team, Investment Platforms Leadership Teams, Investment Platforms Leadership Teams

INVESTMENT TALKS

**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

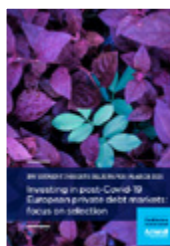
Biden and Democrats take control despite Trump protesters (08-01-2021)

TODD Christine, Head of US Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

A thin and last-minute Brexit deal should give temporary relief to UK assets (06-01-2021)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

INSIGHTS PAPERS

**Investing in post-Covid-19 European private debt markets: focus on selection (25-02-2021)**

VALLIERE Thierry, Head of Private Debt, ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy – Business Intelligence

Emerging markets investment opportunities for 2021 (08-02-2021)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of EM Macro and Strategy Research - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - D'ROSARIO Colm, Co-Head of EM Corporate and HY - VYDRINE Maxim, Co-Head of EM Corporate and HY - LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity - LAW Esther, Senior Portfolio Manager - Emerging Markets Debt - MAHER Deirdre, Head of Frontier Markets Equity - AKSOY Hakan, Senior Portfolio Manager - Emerging Markets Debt

European insurers: the case for going global in the credit allocation (13-01-2021)

DAUPHINE Gilles, Head of Euro Fixed Income - MUNERA Romain, Senior Portfolio Manager Fixed Income for Insurance - SINKOVA, CFA Natalia, Senior Portfolio Manager Fixed Income for Insurance

WORKING PAPERS

**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

The market measure of carbon risk and its impact on the minimum variance portfolio (26-01-2021)

RONCALLI Théo, Master BIBS - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - Quantitative Research

Responsible Investing and Stock Allocation (13-01-2021)

Marie BRIÈRE, Head of the Investor Research Center - Stefano RAMELLI, University of Zurich

Liquidity Stress Testing in Asset Management (05-01-2021)

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - PAN François, Risk Management - REGNAULT Margaux, Quantitative Research

THE DAY AFTER

**The day after #13****How will Central Banks impact the equity markets in the post-Covid world? (15-12-2020)**

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research

The day after #12**Changing shares of labour and capital incomes: what implications for investors? (21-10-2020)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

アムンディ・リサーチ・センター



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

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

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.mscibarra.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 - Nora Carol Photography

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, グローバルビュー総括
HUANG Claire 新興市場マクロ・ストラテジスト
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

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
FIOROT Laura, アムンディ投資インサイト部副総括

構想&制作

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

副編集者

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

DROZDZIK Patryk, 新興市場マクロ・ストラテジスト
GEORGES Delphine, シニア債券リサーチ・ストラテジスト
LEONARDI Michele, クロスアセット・リサーチ・ジュニア・アナリスト
STRENTA Aurelien, 新興市場アナリスト (V.I.E)
PORTELLI Lorenzo, クロス・アセットリサーチ総括
USARDI Annalisa, シニアエコノミスト, クロスアセット・リサーチ
VARTANESYAN Sosi, ソプリミアナリスト, 新興マクロおよび戦略リサーチ

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