

Institute

#02
2023年2月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

中国に焦点を置き、市場のローテーションに投資する
アムンディ・インスティテュート

インフレが予想より加速する理由、
そうならどうなる？

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#2 - 2023年2月

目次

グローバルな投資見解

CIOの見解

中国に焦点を置き、市場のローテーションに投資する p. 3

経済には緩やかな改善が見られたものの、成長、インフレ、企業収益に対する不確実性はまだ残る。このような傾向があるときは、投資家は積極的になるべきだが、充分に分散する必要がある。株式については、投資家は慎重を期し中国を選好すべきだが、DM（米国、日本）についてはより慎重になるべきだ。欧州のバリュエーションも魅力的に見えるが、当社はディフェンシブになっている。フィックス・インカム分野では、米国債がポートフォリオの保護に役立つかもしれないが、企業の債務不履行の見通しが悪化する可能性もある。そのため、当社は高品質のIG債（HY債と比較して）を、特にEM銘柄を選択している。全体的には、機敏に動けるようにしているがディフェンシブでもある。市場の一部が修正されれば、その時にチャンスが見つかる可能性がある。

アムンディ・インスティテュート

ECBが予想よりタカ派的になったら? p. 4

ユーロ圏の2023年インフレ見通しは、金融政策よりもエネルギーとサプライチェーンの支障の動きに左右される。

マルチアセット

分散投資から恩恵をうけるが、ディフェンシブな姿勢を維持すべき p. 5

当社はHIに米国の収益不況が起ることを懸念しているため慎重になっており、投資の分散を強化している。

フィックス・インカム

信用に焦点を置くが、品質が最優先 p. 6

「債券のカムバック」というテーマの中で、IG債に投資するがHY債には慎重だ。

株式

強気相場の後の過度な楽観は価格に織り込まれている p. 7

利益成長の予測は低くなっているが、下方のサプライズに見舞われる可能性がある。そのため、当社は慎重を期し持続可能な利益率を見極めていく。

今月のトピック

インフレが予想より加速する理由、そうなったらどうなる? p. 8

高インフレは、先進国で賃金と価格の悪循環を引き起こさなかった。金融引き締めによりインフレ期待が抑制されている。引き締めへの断固たる態度が継続されれば、インフレはおそらく予想よりも早く低下するだろう。

市場のシナリオとリスク

| | |
|-------------------------------------|-------|
| > 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 マクロ経済の見通し - 市場予測 | p. 15 |
| > 新興諸国 マクロ経済の見通し - 市場予測 | p. 16 |
| > 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 |
| > Publications highlights | p. 19 |



CIOの見解

Vincent MORTIER
グループCIOMatteo GERMANO
ディピティ・グループCIO

中国に焦点を置き、市場のローテーションに投資する

市場はインフレから成長へと焦点を移している、欧州経済の混乱はやや緩和され、中国への見方はより楽観的になっている。このことが大きなローテーションを生み出している。中国と新興市場 (EM) の期待を超える動きは最も顕著な傾向であるが、米ドル高が大きく反転したことも追い風となった。各市場内でのローテーションも起っている。欧州ではディフェンシブな銘柄よりも景気循環銘柄が好まれ、米国ではFRBが思ったほど積極的ではないという期待がテクノロジー株を支えた。今後は、次の4つのテーマが重要となる。(1) インフレと成長のバランス。(2) 中央銀行 (CB) の行動。(3) ドル安。(4) 企業収益の軌道。マイナス成長と収益のサプライズは市場が下落する誘因となりえるが、現在のバリュエーションの水準では短期的な上昇要因は見当たらない。そのためディフェンシブな配分が必要となるが、投資家は次のようにローテーションへの投資をするべきだ。

- ・ **慎重なリスク・スタンスを維持しながら、地域への選好を再調整する。** 当社は先進国市場 (DM) の株式よりも中国株式により建設的で、先進国市場については慎重で、時価総額に沿った配分 (欧州株へのネガティブな姿勢を縮小) となっている。クロス・アセットの観点から、デュレーションについてはややポジティブとなっている。国債がポートフォリオ保護に貢献すると考えているからだ。ハイイールド債務にはより慎重になっているが、原油や金などのコモディティを通じた分散にも注力している。
- ・ **フィクスト・インカム分野では、積極的なデュレーション管理が重要となる。** インフレと政策金利への期待は債券利回りに対して最も急速に現れているため、債券利回りは下降傾向にある。これが当社の米国のデュレーションに対するややポジティブな見方と、欧州中核国へのやや慎重な姿勢を支えている。短期的には成長には前向きであるが、インフレはまだ高水準にあるため、これを当然のことと考えるべきではない。各国の中央銀行 (CB) は、インフレ特に粘着性のあるサービス・インフレに対処する決意を表明している。これには積極的な姿勢が必要だ。一方で、日銀は2023年のインフレ予測を上方修正した後、マイナス金利政策を終了する可能性が高いため、当社は今は日本国債には慎重になっている。
- ・ 「債券のカムバック」というマントラについては、選択的なアプローチで信用分野に投資する。金融引き締め政策による企業信用への影響は限定的であった。借り換えの必要性が限定的であったことに加え、内部資金が多用されたためだ。後者はこれまでスプレッドを支えてきたが、特にCCC格付けの発行体は、1年前に比べて流動性が低下している。今後、金利上昇と低下している経済成長の影響は、低格付けのHY発行体に、より強い影響を与えるだろう。その結果、当社はHY債よりもIG債の選好を維持する。地域的には、欧州のIGスプレッドは過去の水準と比べると安価になっているが、これは米国のIG債には当てはまらない。
- ・ **先進市場 (DM) の株式については、投資家は個別の企業における収益の回復力にもっと注目すべきだ。** マクロ経済と通貨の動向が修正されたことは、米国と日本についての慎重な姿勢を要求しているが、欧州の経済見通しが改善したため、この地域へのネガティブな見解は控え目になるだろう。しかし、市場が織り込んだポジティブなシナリオは、地政学的リスクやCBが予想以上にタカ派的になれば、簡単に悪化する可能性がある。年の初めは、その年全体の収益についての良い指標とはならないことが多いということも留意すべきだ。今回の決算発表シーズンは、上半期の状況をより明確に示すはずだ。
- ・ **中国をはじめとする新興国でのチャンス。** 中国は迅速な経済再開を継続し、住宅市場を支えている。当社は中国には引き続き前向きな姿勢を維持しており、中国の成長見通しも上方修正した。このことは中国との貿易関係が強い国にプラスの効果をもたらすだろう。EM債務については、米ドルのトレンド、EM-DM間の経済成長率の差、そしてバリュエーションが市場心理をけん引する要因の1つだ。

全体的には、市場が収益見通しを再評価する段階に入っているためリスクは高くなっている。市場の一部の領域が修正される可能性があるからだ。今後数週間でリスクを追加する機会がいくつか訪れるかもしれない。重要なのは「ソフト・ランディング」であっても、収益後退の可能性はあるということだ。したがって、**現段階では敏捷性が重要だが、今は慎重さを維持するべきだ。**

全体的なリスク・センチメント

リスクオフ リスクオン



収益と経済が低迷しているため、慎重で十分に分散されたアプローチを採るべきだ。

前月からの変化

- ▶ **クロス・アセット:** DMの株式とEUのHY債務全体に慎重。原油にはポジティブ。
- ▶ **株式:** 米国、日本を格下げ。中国にはポジティブ。
- ▶ **フィクスト・インカム (FI):** EU中核国国債には慎重。EM債務にはややポジティブ

全体的な市場心理は、リスク資産 (信用、株式、コモディティ) に対する定性的な見解であり、投資プラットフォームで表明され、グローバル投資委員会で共有されます。当社の姿勢は、市場および経済環境の変化を反映するために調整される場合があります。



アムンディ・インスティテュート

ECBが予想よりタカ派的になったら？



Monica DEFEND
アムンディ・インスティテュート・ヘッド



Annalisa USARDI, CFA
アムンディ・インスティテュート、
シニア・エコノミスト

現在の経済評価

当社は最近、これまでの冬季の経済活動が予想を上回ったことを示すデータを検討し、ユーロ圏 (EZ) の経済見通しをわずかに上方修正した。最近のガス市場と貯蔵レベルの進展は、エネルギー配給が発生するリスクを取り除くのに役立った。エネルギー価格が下落したこと、国家財政支援が効果的であったこと、中国の経済再開が予想よりも早かったことなどが市場心理を改善した。今後については、冬の景気後退が懸念されていたほどではない可能性は高いが、将来を見据えるとEZ 経済への逆風は続くと考え。特に、金融環境が引き締められていることは实体经济に波及し、2023年を通じて経済成長を抑制するだろう。

タカ派的ECBのシミュレーション：ECBが政策金利を4%以上に引き上げた場合

インフレ率総合指数はEZと世界でインフレが緩やかとなった兆候を示したが、コア・インフレはまだ上昇傾向にあり、経済に打撃を与えた供給ショックはまだ完全に解消されていないことを示している。これがECBによるタカ派的なアプローチを支持するため、現段階ではいくつかの上昇リスクがあると当社は考える。これを警戒して、当社は高金利とECBの引き締め政策が長期化すれば、インフレと経済成長にどのような影響を与えるかをシミュレーションしてみた。

主要な想定は、成長とインフレの両方が予想よりも回復力があるということだ。

ECBが4%以上の預金金利を維持するためには、成長とインフレの両方が、2023年H1の経済状況が2022年Q4と2023年Q1のベースライン・シナリオで予想される回復力よりも強いと想定した (2023年Q1は軽度の経済収縮を想定)。同時に、賃金は賃金交渉の結果ではなく、新しい仕事への求人が増えたため上昇し、H1中に引き続き強化されると想定している。これは逼迫した労働市場が持続していることが理由である可能性が高く、政策者の間で二次的な影響とインフレが継続することへの懸念が生じるかもしれない。

コア・インフレに粘着性があれば、ECBは積極的に引き締めを行い市場はそれに反応する。ユーロ圏諸国全体で非金融企業の借入コストのばらつきが拡大し、断片化のリスクが高まる。ただし、コモディティ、石油、ガス、世界経済の成長、および政府支出に関するシナリオは、ベースラインから変更されていない。

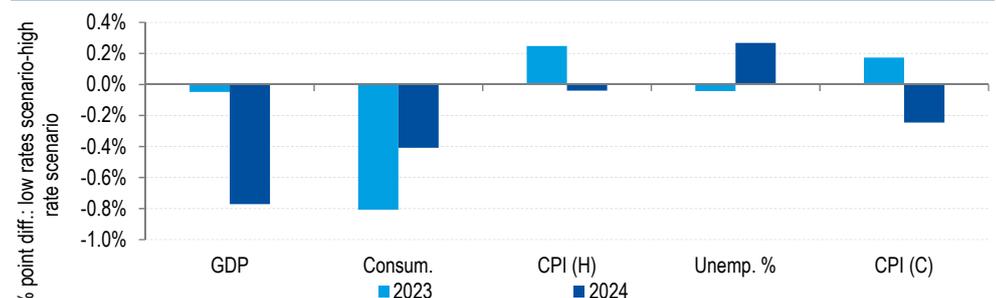
経済への影響

この背景での当社のシミュレーションでは、2023年H2から経済が長期にわたり弱体化することを示している。深刻な経済の収縮が予想され、その後2024年に向けて不確実な展開が続くと予想される。全体としては、特に2024年には成長率が大幅に低下することを意味する。これは、金融政策が引き締めること、財政支援が撤回されること、生活費へのストレスが持続しているとの影響が組み合わさった結果であると当社は考える。コア・インフレは最近の高値から見れば緩やかになっているものの、景気後退にもかかわらず、まだ高いまま推移している。このような展開は「政策の誤り」と解釈される状況に似ている。金融引き締め政策はGDP、雇用、所得、投資に悪影響を及ぼすが、この予測期間においては (ECB が目標としている) インフレの抑制には大きな効果をもたらさない。

別の角度から見ると、今年のインフレに対する進展の多くは金融政策に大きく依存するものではないということを確認するということだ。つまり、最初にインフレを急上昇させたショックの本質 (供給への障害、エネルギーなど) が完全に吸収され転嫁される必要がある。したがって、当社はコア・インフレの粘着性と幅、供給側の障害の緩和、エネルギーと食料のコストなど、主要トリガーとリスクを監視している。

ユーロ圏の2023年のインフレ見通しは、金融政策よりもエネルギーとサプライチェーンの支障の動きに左右される

タカ派的ECBが経済に与える影響



Source: Amundi Institute, analysis done in December 2022. The chart above simulates two scenarios – one where ECB rates (deposit facility) are close to 3-3.25% and another where interest rates are close to 4% – and their effects on economic parameters such as GDP, consumption, CPI headline, unemployment rate and CPI core.

マルチアセット

分散投資から恩恵をうけるが、ディフェンシブな姿勢を維持するべき



Francesco SANDRINI,
マルチアセット戦略ヘッド



John O'TOOLE,
マルチアセット投資ソリューションヘッド

当社はH1に米国の収益不況が起ることを懸念しているため慎重になっており、投資の分散を強化している。

当社は経済の減速というシナリオを確認するが、世界の企業収益、インフレ、金融政策をめぐる状況が変化しているという認識だ。しかし、新型コロナ政策の相違と、中国など各地域の強みもたらした相違にも気付いている。市場では、足元で市場心理が改善されたが、これは主にドル安と中央銀行の利上げペースが変化したことによる。世界レベルではファンダメンタルズが改善されたという兆候はまだない。そのため、当社はリスク資産に慎重であり、投資家は市場のローテーションから利益を得ることへの検討をお勧めする。また、石油などのコモディティを通じてポートフォリオの分散化を強化する時期でもある。

当社が強く確信しているアイデア

当社は先進市場 (DM) の株式全体については、主に米国と日本を通して慎重な姿勢に転じた。米国については、決算発表シーズンには利幅と利益のガイダンスが下がると見ている。また、欧州に関しては見解を変えてそれほどディフェンシブではなくなっている。欧州地域内で一貫性あるスタンスを維持するという、当社のリスク見解に沿ったものだ。米国と比較して欧州の収益とバリュエーションがどのように進化するかを評価している。当面の間は、スタグフレーションによるショックのリスクが高いため、ユーロ圏 (EZ) よりも米国を偏好し、米国では大型株よりも小型株を偏好する。新興市場 (EM) では、中国がゼロコロナ政策を放棄したことと投資の流入を考慮して、中国を格上げした。

デュレーションについては、米国債10年物についてやや建設的なスタンスを維持している。FRBによる利上げペースの減速、インフレの低下、経済見通しの弱さから恩恵を受けると見ているからだ。バリュエーションも魅力的に見える。他国では、現在、日本国債に対してディフェンシブとなっている。日銀は高インフレを抑えるために、H1にはイールドカーブ・コントロール (利回りを押上げる) 政策を放棄する可能性が高いと見ている。カナダについては、2年~10年物のスワップ・カーブ

のスティープ化に関する当社の見解は維持する。このカーブは、この満期セグメントの中で逆となった程度が最も高いカーブの1つであり、強くプル・スティープ化する可能性が最も高い。欧州では、当社は回復力が持続しているイタリア国債10年物のスプレッドにはまだポジティブだ。イタリア国債については、外国人投資家は以前ほどイタリア国債市場を牽引していない。

信用市場のリスクは続いており、経済成長は鈍化すると予想する。当社は米国IG債のバリュエーションは公正価値に近いと考えているため、現時点ではニュートラルな姿勢を維持する。欧州では、HY債の見通しが悪化しているため、当社は以前より慎重になっている。強気相場は行き過ぎており、価格は当社の利益と経済成長予測に沿っていないからだ。

FXでは、EUR/JPYには慎重な姿勢を維持する。円は安全資産としての地位と日銀の政策スタンスから恩恵を受けると見ているからだ。また、GBP vs. USD、GBP vs. CHFについてもディフェンシブとなっている。英国の経済成長は相対的に低下しているため、循環的な英ポンドにとっては逆風となる。さらに、NOKはCAD (景気循環 FX) に対して引続き好調に推移するはずだ。新興市場では、BRL/USDは国内のマクロ経済の前向きな展開、中国の経済再開、それほど積極的でないFRBから恩恵を受けるだろう。しかし、当社は国内での政治の進展を監視している。

リスクとヘッジング

投資家は、原油を通じてポートフォリオをより分散することを検討すべきだ。こうすることで構造的な不均衡から恩恵を受けるはずであり、イランが関与する地政学的危機 (対米国、サウジアラビア、イスラエル) に関するリスクへの保護となる。同様に、予想よりも深刻な不況から生じるストレス時には、金と分散と保護を提供する。さらに、Q1にファンダメンタルズが弱体化する可能性から保護するために、株式およびHY信用分野で金融ヘッジを維持する必要があると考える。

アムンディ クロス・アセットの確信

| 1ヶ月の変化 | | --- | -- | - | 0 | + | ++ | +++ |
|-----------|---|-----|----|---|---|---|----|-----|
| 株式* | ↘ | | | ■ | | | | |
| 信用&EM債券** | ↘ | | | | ■ | | | |
| デュレーション | | | | | | ■ | | |
| 原油*** | ↗ | | | | | ■ | | |
| 金 | | | | | | ■ | | |

出典：アムンディ。上記の表は、3~6ヶ月間のクロス・アセット資産評価を示している。これらは当社における直近のグローバル投資委員会で表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見直し、見直しの変化、意見は、予想される方向性 (+/-) と確信の強さ (+/+/++) を反映している。この評価は変更される可能性があります。これにはヘッジング要素の影響も含まれます。

FX = 外国為替、IG = 投資適格、HY = ハイイールド、CB = 中央銀行、BTP = イタリア国債。

*株式全体については、一段と慎重になり、- を下回ったスタンス。

**信用とEM債券全般についてはニュートラルだが、ユーロHY債ではより慎重なポジションに移行した。

***先月と比較して原油についてはさらに向上し、全体的なスタンスは引き続き+となっている。

フィックス・インカム

信用に焦点を置くが、品質が最優先



Amaury D'ORSAY
フィックス・インカム・ヘッド



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部グローバル・ヘッド



Kenneth J. TAUBES
米国投資運用部CIO

中央銀行は、インフレと共に自らの信用を失うリスクも懸念している。そのため、ハト派的に転換することをまだためらっている。一方で、市場は金利上昇が最終的な消費に与える影響を懸念している。それらが企業の収益性とキャッシュフローに影響を与えるからだ。**新型コロナ危機の後、企業のバランスシートは改善されたが、今では資金調達コストの上昇、エネルギー価格の上昇、場合によっては人件費の上昇など、多くの課題に直面している(米国)。**最近ファンダメンタルズが改善されたため、投資適格債の評価は適切であると考えているが、デフォルトの見通しが近い将来悪化する可能性があるため、ハイイールド債はリスクにさらされている。したがって、当社は全体的に慎重なアプローチをとり、選択性を維持しながらHY債よりもIG債の選好を維持する。米ドルが弱くなっているため、新興市場の国債にも選択的なチャンスがある。

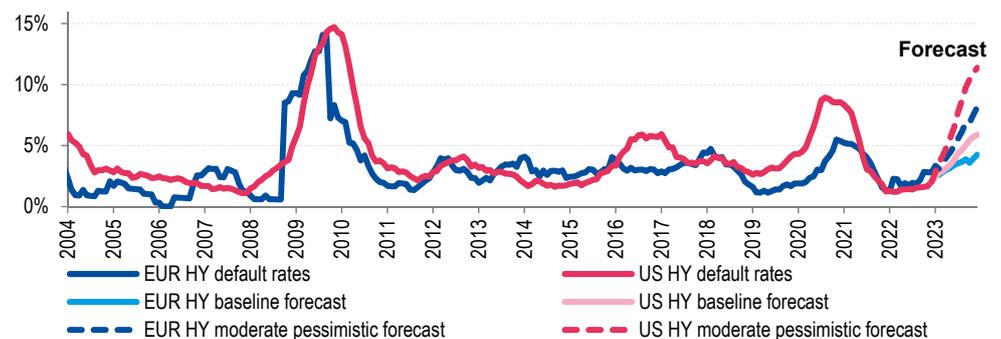
グローバルおよび欧州のフィックス・インカム

デューレーションについては、当社はやや慎重なスタンスを維持するが(欧州中核国と日本、米国にはニュートラル)、これを調整するためのインフレ、金融政策、および利回りの動きに注意を払っている。欧州周辺国の債務については、ニュートラルに近いスタンスだが、様々な地域のイールドカーブを検討して矛盾を特定している。**先進国全体の経済活動は上向きのサプライズを見せており、これは企業の信用にとっては良いことだ。**しかし、改善の程度については疑問が残るため、信用の質と債務不履行を監視する必要がある。したがって、当社は選択的であり、やや建設的なスタンスを維持し、HY債よりもIG債を選好する。また、当社はEUのIG債のバリュエーションが魅力的であると考えているが、固有リスクに基づいた厳格な選択プロセスに従っている。特に、金融の劣後債と政府保証債を選好している。

米国のフィックス・インカム

米国のコア・インフレは総合インフレよりも

米国と欧州のHY債のデフォルトの見通し



Source: Amundi Institute, Moody's. Data as of 25 January 2023. Forecasts start from January 2023.

GFI = グローバル・フィックス・インカム、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、MBS = 不動産担保(モーゲージ)証券、CRE = 商業用不動産、QT = 量的引締め CEE = 中央および東欧

粘着性が強く、賃金の伸びもFRBの長期インフレ目標を上回っている。**そのため、政策と(金利引き上げの)「一時停止」があるかどうかは、労働市場とサービス・インフレの進展に左右される。**そのため、当社はデューレーションへの姿勢を積極的に管理するようにしているが、現在はポジティブなバイアスをかけている。政府系住宅ローンは国債と比べて魅力的な長期的価値を提供するが、バリュエーションの変化と量的引締め(QT)が利益にどのように影響するかを監視している。スプレッドは金利のボラティリティと結びついているため、当面は引き続き慎重を期す。企業の信用について、当社は厳選しており、投資家はスプレッドのデューレーションを制限する必要があると考える。具体的にはHY債よりもIG債を、産業銘柄よりも金融銘柄を選好する。そうは言っても、当社にとっては流動性は重要な要素だ。少なくとも今のところ、発行体のファンダメンタルズは堅調であると見ている。

EM (新興市場) の債券

デューレーションに関してはややディフェンシブなままだが、**当社は慎重ながらも楽観的な見通しを維持する。**EM市場は、昨年世界的な利回りが急上昇した後、魅力的なキャリーを提供している。ハード通貨建て(HC)債券は魅力的なエントリー・ポイントを提供する。特に、ブラジルと南アフリカ(コモディティ輸出)を選好する。**現地通貨建て(LC)債とFXは、米ドルがピークに達する可能性から恩恵を受けるはずだ。**当社は一部のCEE諸国で上昇の可能性を探っている。

FX

当社は**米ドルに対してニュートラルとなっている。**資本の流れが逆転する可能性を懸念しているからだ。しかし、JPYとNOKについては引き続き強気だ。ドル安は、一部の南米通貨にとってポジティブな環境を促進すると考えるため、MXNとBRLに前向きだ。アジアではIDRとTHBを選好するが、TWD、PHP、および特定の東欧通貨についてはディフェンシブとなっている。

「債券のカムバック」というテーマの中で、IG債に投資するがHY債には慎重だ



株式

強気相場の後の過度な楽観は価格に織り込まれている



Kasper ELMGREEN,
株式部ヘッド



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部グローバル・ヘッド



Kenneth J. TAUBES
米国投資運用部CIO

収益成長予測は低くなっているが、下方のサプライズに見舞われる可能性がある。そのため、当社は慎重を期し持続可能な利益率を見極めている

全体的な評価

家計の購買力の低下と経済活動の鈍化という二重の打撃が、収益と利益率に圧力をかけている。下降傾向はしばらく続く可能性が高いが、これは多くの企業のバリュエーションにすでに織り込まれている。このことが、ボラティリティと利益のばらつきを生み、株式市場はストックピッカーの市場となっている。そのため、当社は引き続きバリュエーションに焦点を当て、利益を守る能力のある企業と負債の少ない企業を特定している。このような企業は、高い借入コストに耐えられる可能性が高く、資本を調達する必要がない。全体的には、当社はバリュー株、優良株、高配当の銘柄を優先し、利益に注意を払っている。

欧州の株式

当社はバランスの取れたアプローチを維持し、優良株とバリュー株を組み合わせている。特に、景気循環株（産業株）を愛好するが、最近の上げ相場の後では、アップグレードする誘惑に乗らないようにしている。しかし、エネルギー供給への過少投資という問題が続いているため、このセクターを探ることになった。金融株では、利幅と収益は金利上昇によって押し上げられるだろう。当社は、堅実なバランスシートとバリュエーションを考慮して、小売り銀行を愛好する。一方で、選択的なデフェンシブな銘柄が安価に見える。当社では、企業の収益の質だけでなく、当社のポートフォリオが最終消費者市場に分散されたエクスポージャーをいかに維持できるかを評価する。生活必需品セクターでは、上昇した投入コストを売上に影響を与えずに顧客に転嫁できる、価格決定力を持つ企業を愛好する。これらの企業の多くは、金利が上昇したときに盾となりえるバランスシートを持っている。逆に、公益事業銘柄とテクノロジー銘柄には慎重となっている。

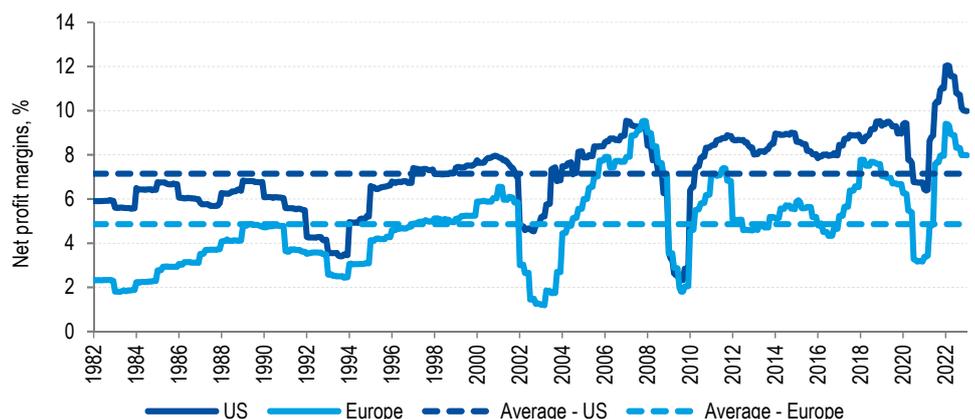
米国の株式

市場ではバリュエーションの異常が見られるが、現在の収益ガイダンスは今後の景気減速を完全には反映していない。昨年起きた米ドル高がQ1とQ2の企業収益に及ぼす悪影響の可能性と、過去最高レベルの利益を考えると**超大型銘柄については非常に選択的で慎重となっている**。一方で、当社は今の環境が最終的に改善された後、どのセクターが（エネルギーと銀行以外で）が好調に回復するかとそのタイミングについて議論している。早すぎても遅すぎても、リターンを妨げになる可能性がある。その結果、当社は積極的ではあるが、経済が減速する中で収益の成長をもたらすビジネスをゆっくりと模索している。当社は銀行銘柄を好むが、信用リスクは重要なパラメーターのまま。スタイルの観点から言えば、**優良株とバリュー株を愛好するが、最近の上げ相場の後、景気循環株はそれほど魅力的ではなくなっていることを留意すべきだ**。当社は収益性の悪いグロース株とディストレスト・バリュー株を回避している。また、生活必需品、公益事業、不動産セクターは魅力的ではないと考える。

EM（新興市場）の株式

この資産クラスは、予想よりも早かった中国の再開に加えて、魅力的なバリュエーションと収益予想によって支えられている。しかし、地政学的な緊張（ウクライナ戦争、中国/台湾）と、地域によっては成長見通しが控え目であるため選択的になっている。当社は**中国に関して建設的でコロナ政策によるリバウンドに投資する**。またブラジルには建設的な見解を維持する。セクター・レベルでは、一般消費財と不動産に前向きだ。また、原材料よりもエネルギーを愛好し、医療やハイテク半導体の銘柄には引き続き慎重である。

利益率は低下したが、まだ長期平均を上回っている



Source: Amundi Institute, DataStream as of January 2023. DataStream indices above representing US and European markets.



今月のトピック

インフレが予想より加速する理由、 そうなったらどうなる？



Mahmood PRADHAN
グローバル・マクロ経済ヘッド、
アムンディ・インスティテュート



Annalisa USARDI, CFA
シニア エコノミスト、
アムンディ・インスティテュート、

高インフレは、先進国で賃金と価格の悪循環を引き起こさなかった。金融引き締めによりインフレ期待が抑制されているため、引き締めへの断固たる態度が継続されれば、インフレはおそらく予想よりも早く低下するだろう。

今では米国と欧州の両方で、総合インフレがピークに達し、下降に向かっているという幅広いコンセンサスがある。しかし、コア・インフレはまだ高いままで、中央銀行を十分に安心させるには至っていない。特に欧州ではいまだ上昇中だ。当社の中心的なシナリオは、FRBとECBが2023年後半まで引き締めを続け、引き締めの政策スタンスを維持するというものだ。財政支援も徐々に削減されることが予想されるが、2023年後半にはインフレ圧力が低下し急速なインフレ低下につながるのか？ 本稿では、当社の中心的なシナリオと比較して、インフレに下向きの圧力をかけるかもしれない要因を幾つか検討する。

米国については、当社の中心的シナリオの総合インフレは4.3%と公式予測（FRBのドット・プロットの中央値）よりもわずかにポジティブとなっている。当社の2023年と2024年の経済成長見通しがより控え目であることが理由だ。2023年後半に景気後退が起る確率は40%と比較的高くなっている。主要要素の中では、商品価格は当社の予想よりも速いペースで下落しているが、サービス・インフレとの相殺要素は緩やかに低下しているため、

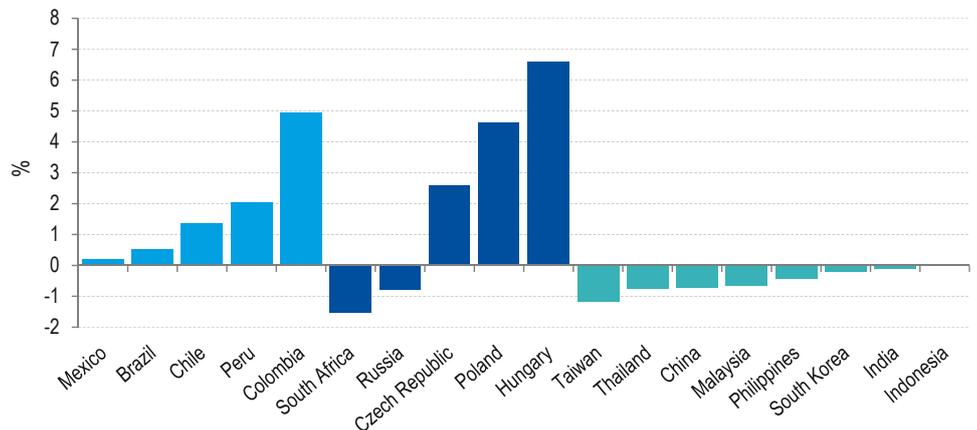
コア・インフレはしばらくの間高いまま維持されるだろう。とはいえ、インフレ総合指標と主要なコア指標は両方とも決定的に変化している。

欧州については、エネルギー価格が下落しているため、今後も総合インフレ率には大きな下方圧力がかかると予測するが、コア・インフレは高い水準を維持し、非常に緩やかに低下するとみている。年末には4%をわずかに下回る程度だろう。これは全体的な賃金（雇用報酬）が今はまだ緩やかだが、今年と来年には約3.5%上昇するという当社の予測を反映したものだ。その結果、金融政策者はコア・インフレが確実に下降傾向になるまで、短期的には（金利引き上げを）停止することに慎重な姿勢を維持するだろう。

新興市場のインフレも、非常に高水準からピークに達したものの、国によって大きな差がある。全体として、中国が経済を再開したことで、コモディティ価格の上昇で一部が相殺されたとしても、サプライチェーンが正常化に向かっているため、新興市場のインフレは低下するはずだ。

財政支援も削減されるため、2023年後半にはインフレ圧力が低下し急速にインフレが低下する

1/ 2023年Q4の中央銀行の目標の上限バンドに対するインフレ期待の変化



Source: Amundi Institute, CEIC, Bloomberg. Data is as of 24 January 2023.

インフレがより早く下がるのはなぜか？

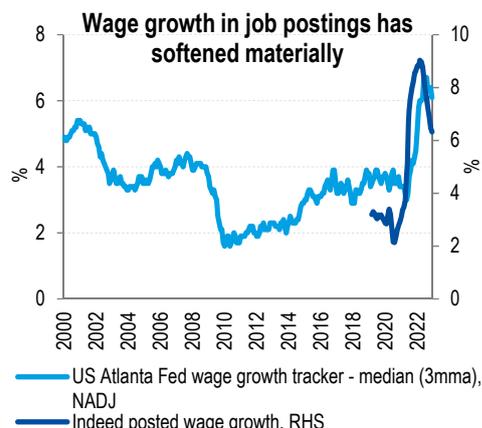
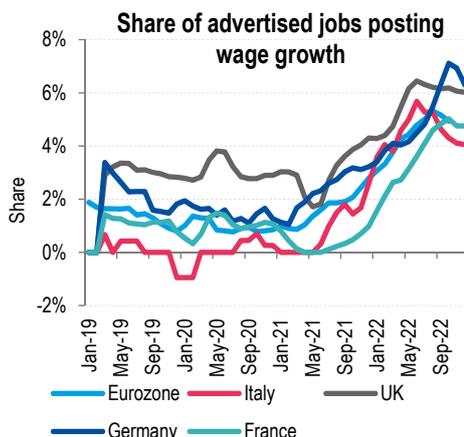
1. 今回の賃金と価格の悪循環はリスクが低い。過去のインフレ上昇の事例を見ても、賃金の伸びは、実質賃金が低下している金融引き締め政策によりインフレ期待が安定している時には、加速しないことが分かっている。先進諸国における過去22回の類似したインフレ上昇期間について、IMFが行った最近の研究の中で、このことが確認されている。現在の高インフレ環境は、労働市場が発端となったものではないが、それで

も米国と欧州の両方で同様の特徴が見える。つまり、通常の賃金上昇はポジティブなものに関わらず、金融政策が引き締めに維持されると予測されているため、実質賃金は低下しているということだ。労働市場からの圧力がより強い米国では、平均賃金はすでに鈍化しており、求人広告では雇用主が提供する賃金の上昇は鈍化してきている（現存する仕事の賃金上昇の平均と比較して）。



今月のトピック

2/ 賃金の伸び：ユーロ圏 vs. 米国



Source: Amundi Institute, Datastream. Data is as of 25 January 2023.

- 2. 金融環境はますます引き締めのとなるだろう。これまでの大幅な金融引き締めにもかかわらず、成長の回復力で市場が元気づけられているため、金融環境は最近緩和されている。しかし、金融政策には典型的にラグがあるため、最終的には緩和は解消されるだろう。企業や家計の借入コストはすでに大幅に引き締まっている。加えて、需要への財政支援が持続する見込みはほとんどないため、全体的なマクロ政策がインフレ圧力を高めることはない。欧州では、多くの国で政府が現在のレベルのエネルギー支援を維持することが難しいことに気付くだろう。
- 3. 中国の経済活動再開で、インフレ圧力が緩和される。中国の経済が徐々に正常化する

ためサプライチェーンの支障が緩和され、世界的にインフレ圧力が低下するだろう。結果的に、これは著しく高い全体的なコモディティへの需要と比較すると、消費に大きな影響を与える中国の内需の上昇を上回る（一部の工業商品を除く）。中国国内のインフレが大幅に上昇すれば、引き締め政策が導入される可能性もある

- 4. 成長見通しはまだ弱い。米国と欧州の成長率は、今年と来年は非常に控え目（潜在成長率を大幅に下回る）に留まると予測されており、両地域で景気後退となる可能性は十分にある。それに対応する政策の余地がほとんどなく低迷が長引くため、それがインフレへの重しとなるだろう。

インフレが予想より加速したらどうなる？

資産価格に関しては、最も好ましいシナリオは、賃金上昇が抑制されること、エネルギー価格が低く維持されること、そしてすでにパイプラインにある金融引き締め政策のラグから総合とコア・インフレ指標が均等に低下することだ。これはほとんどの資産クラスにとって非常にポジティブだ。つまり良い「ソフト・ランディング」となる。対照的に、もしそれでもコア・インフレに粘着性があり、総合インフレが引続き下落するなら、中央銀行は窮地に追い込まれるだろう。彼らは賃金インフレの可能性とインフレ期待への懸念を継続するだろう。中央銀行に我慢強さが無くなれば、

ハード・ランディングのリスクが増し、株式市場に圧力をかけるため、弱気でフラットニングな金利市場となるだろう。

しかし、インフレが急速に低下することは良くも悪くもある。もし成長率が予測より急激に鈍化したことでインフレが低下した場合、深刻な不況と長期化する脆弱性は大きな影響を与える。特に今回は政策による対応の余地がほとんどないからだ。フィックス・インカム分野を除けば、ほとんどの資産クラスは持続的な圧力にさらされるだろう。

2023年2月2日作成

総合インフレとコア・インフレが比例して低下するシナリオは、ほとんどの資産クラスにとって強いポジティブ要因となる



中心のおよび代替シナリオ(12ヶ月~18ヶ月間)

月次アップデート

代替シナリオの確率を修正する。当社が「中心的なシナリオ」の中で起るかもしれないと特定したリスク要因のいくつかは、市場(特に株式市場)がまだ十分に織り込んでいないものだ。リスクは短期的にはまだ下向きに偏っているが、同時に12~18ヶ月の間にも下向きの動きを誘発するには、いくつかの可能性が低いリスク要因が組み合わされる必要があると当社は考える。この時点で、インフレが急速に低下するという上向きのシナリオが実現する可能性は高くなったと考える。実際、異なる性質のいくつかの要因が価格を押し下げる可能性がある。それらはガス価格が緩和されること、世界的な金融政策の引き締め(その影響は遅れる)、中国の経済再開によるグローバル・バリューチェーンの正常化などだ。

| 下振れシナリオ 10% | 中心的シナリオ 70% | 上振れシナリオ 20% |
|----------------|--------------------------|----------------|
| 先進市場(DM)の不況 | 乖離の拡大と持続による スタグフレーション | インフレが後退 |

分析

- ウクライナでの戦争が悪化・拡大する。
- エネルギー危機の悪化と欧州の深刻な景気後退と米国の景気後退
- 新型コロナの復活。
- インフレ期待の開放。
- 幾つかの政府が、景気対策としての財政政策を実施できない。
- 気候変動対策が延期される。

分析

- ウクライナでの戦争が膠着状態になる。当社は2023年後半での停戦を予想する。その間、状況はさらに悪化する可能性が高い。
- エネルギー危機は続く。ガス価格は補充の段階で上昇すると予想される。
- 新型コロナは エンデミックである。
- 単位労働コストが高いため、コア・インフレには粘着性がある。インフレは2024年までにCBの目標まで低下しない。
- 世界経済は2023年に減速するが、地域格差が拡大する。欧州では成長が脆弱で、米国では景気後退のリスクが高まり、中国は経済再開に伴い回復している。先進国のほとんどで2024年の成長率は標準以下であると予想される。
- グローバルな名目GDP成長率は上昇傾向にあり収益への影響を軽減。
- 中央銀行間の乖離 FRBとECBは2023年半ばまでに利上げを停止する。PBoCは緩和バイアス。
- 欧州では、財政政策 は十分に連携されず目標を絞られていなかったが進展はしており、米国のインフレ抑制法(IRI)に対応するため協議している。2023年~2024年の米国の財政出動はニュートラルであると予想される。
- 気候変動がスタグフレーションの傾向に追加される。
- 気候リスクが成長を妨げる

分析

- ウクライナでの停戦が視野に入る。
- ロシアは欧州へのガス輸出を部分的に再開し、コモディティ市場は正常化する。
- インフレ率とコアインフレ率は急速に低下する。
- 景気後退への懸念が消え去り、インフレが徐々に正常な水準に戻り、CBへの圧力が緩和される。
- V字型の回復はないが、不確実性が後退し信頼感が高まることで、DMの内需がさらに高まる可能性がある。
- 気候変動政策とエネルギー転換が最優先事項となる。

市場への影響

- 現金、米ドル、米国債を偏好する。
- 最小ボラティリティ戦略を採用する。
- 金。

市場への影響

- リスク調整後の実質期待収益率は低下すると予測。
- イールドカーブのスティープ化が抑えられ、国債はより深刻な景気後退に対するヘッジ機能を取り戻す。
- 金、インフレ連動債、株式、不動産、コモディティを介したインフレヘッジ。
- EM: 短期的には慎重だが、長期的なインカムおよび成長のシナリオは変わらない。

市場への影響

- 米国債のイールドカーブがスティープ化する。
- 循環株とバリュー株へのエクスポージャーを通して高リスク資産を偏好する。
- 米ドルが下落する。
- 現地通貨建てEM債務へのエクスポージャーを選択的に増加する。

- 地政学的
- 新型コロナ関連トピック
- 成長とインフレ期待
- 金融および財政政策

- 復興計画または金融環境
- 民間および公的発行体の支払能力

- 経済または金融体制
- 社会的または気候関連のトピック



上位のリスク

月次アップデート

あらゆる側面でリスクが見られるが、年初はその度合いが少し弱い。そのため、当社は経済および金融リスクの確率を25%から20%に引き下げた。経済のファンダメンタルズは世界的に悪化しているが、これは中心的なシナリオに反映されている。しかし、株式市場では、それはまだ十分に織り込まれていない。ウクライナでの戦争の状況とその影響で、シナリオがどちらの方向にも向かう可能性があるが、リスクは短期的には下方に向かっている。年末までの停戦の確率が引き続き重要だ。当社は新型コロナ関連のリスクを経済的リスクの一部として考慮している。リスクはヘッジ戦略の検出を容易にするためクラスター化されているが、それらは関連性がある。

経済的リスク 20%

- 世界的な景気後退は、石油/ガス・ショック、引き締められた金融環境、購買力が失われたことで引き起こされる。
- 欧州のエネルギー危機は深刻で、深刻な不況につながる（信頼性ショック）。
- 東欧での経済危機に、ロシア経済の崩壊、エネルギー価格の上昇と制御不能なインフレ、移民危機が続く。
- 中央銀行は利上げを続けるインフレとの闘いを優先するからだ。
- 世界的な景気減速が引き金となった世界的な収益不況と、投入コスト上昇による粘り強い圧力。
- 大いなる偶然の終焉：スタグフレーションの圧力で、中央銀行と政府の目標がもはや完全には一致しない。景気対策のための財政政策の余地は小さくなっている。
- 欧州：政策構成の不一致（緩和的な財政スタンスと引き締めの金融政策）
- パンデミック：
 - より危険でワクチン耐性のある変異株が発生するリスク。
 - 新たなロックダウンまたは移動制限。
- 気候変動関連の自然現象が成長の可視性と社会的バランスを損なう。

金融・財政リスク 20%

- 米国の債務上限
 - 共和党と民主党は妥協点を見いだせない：米国の債務不履行のリスクは、深刻な金融混乱と金融危機を引き起こす可能性がある。
- ソブリン債務危機：
 - ウクライナでの戦争が延長されたことが、先進市場の脆弱な財政を悪化させる。GDP比の公的債務はすでに歴史的に高いレベルにある。
 - インフレ期待が開放されたことが、厳しい金融引き締めと債券市場の混乱につながる可能性がある。
 - ほとんどの国は格下げや金利上昇に対して脆弱となる。
 - 脆弱な新興市場が国際収支危機に直面し、債務不履行リスクを上昇させる。
- 企業の支払い能力へのリスクが高まる。ファンダメンタルズの悪化、不確実性の上昇、企業の利益に圧力がかかっている（投入コストの上昇、二重注文が利益への警告を発する）ことが原因。
- グリーン・ウォッシングが広範に広がり、ESG投資バブルが起きる。このことがエネルギー転換資金を弱体化させる。

(地政学的) 政治リスク 25%

- ウクライナ戦争：
 - リスクは下方に傾いている。戦争が良くない方向に向かう可能性は60%で、それは西側との直接対決の可能性25%を含む。このリスクは、ロシアが軍事的敗北に直面すればもっと大きくなる。
 - 当社は当面の間、この紛争は悪化すると予想するが、基本シナリオは2023年に35%の確立でこの紛争が終結するというものだ(おそらく H2に)。
- 中間選挙の後、米国は国内の政治闘争に焦点を当て、これは中国との緊張を高める。共和党と民主党がタカ派的姿勢を競うため2023年の「台湾」リスクを拡大するからだ。
- 新興市場が政治的に不安定になる。食料とエネルギー価格高騰が原因であり、これがアラブの春のような社会騒動の波を引き起こす。
- イランか北朝鮮の核開発計画が新たな懸念と制裁措置を生む。
- ロシアがウクライナに対する西側諸国からの支援を弱体化させようとし、サイバー攻撃やデータ流出、セキュリティ、エネルギー、医療サービスなどの分野のITシステムへの妨害が増える。

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

+ CHF、JPY、金、CDS、オプション、最小ボラティリティ

+ 先進国の国債、現金、金、米ドル、ボラティリティ、ディフェンシブ株、原油。

- 高リスク資産、AUD CADまたはNZD、新興市場の現地通貨。

- 原油、高リスク資産、フロンティア市場および新興市場。

- 信用&株式、EMBI。



クロス・アセット報告: 市場のターニング・ポイントを検知する

月時アップデート: テクニカルの信号が赤から緑に変わり、市場心理の信号が赤からオレンジに変わった。

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

経済的背景

- インフレ圧力の高まりが継続する中、世界中で経済モメンタムは徐々に鈍化している。米国では2023年H2の景気後退リスクが引き続き大きい、欧州では見通しがいくらか改善されている。当社は冬季のGDP成長率は低迷/縮小し、H2には潜在成長率を下回ると予想する。
- 総合インフレは、米国とユーロ圏でピークに達した可能性があるが、特に欧州のコア・インフについては、まだはっきりしない。全体として、米国と欧州の両方でコア・インフレは、総合インフレよりも粘着性が高いと予測する。総合インフレは明らかに低く修正され始めた。ベース効果がエネルギー・インフレの引き下げに寄与しているからだ。根底にある粘着性は金融政策の選択の重要な原動力となる。
- 長期にわたる地政学的なストレスと、財政支援と引き締めの金融政策の間の綱引きは、最終的には経済の見通しを不確実にし、データのボラティリティを悪化させる。



ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 最近の下落の後、株価は以前ほど割高には見えないが、今後数週間にエントリー・ポイントを促進する強力な動きは見えない。
- 投資倍率は、現在のインフレ環境と引き締められた金融政策と整合性あるように見えるが、予想される収益不況は価格に完全に反映されていない。高い金利を考慮すると、ファンダメンタルズは相対的には高リスク資産を支持していない。
- ファンダメンタルズはさらに悪化した。収益不況は、2023年H1の中心的なケースとなる。

テクニカル要因

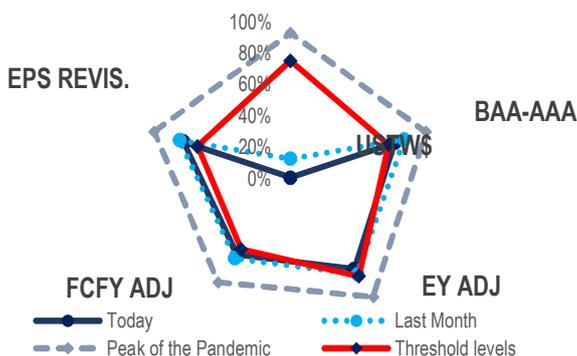
- 2023年1月のテクニカル要因は曖昧なまま。2023年初頭には、ごくわずかな例外を除いて、多くの資産が大幅に上昇した。トレンド指標は、すべての資産についてポジティブな非対称性を示している。そして株式よりもデュレーション商品（信用および国債）を選好している。一方で、ほとんどの逆張り指標は、市場が自己満足していることを示している。相対力指数 (RSI) は範囲の上限に戻っており（市場が全体的に買われ過ぎていることを示している）、ポジショニングはそのメッセージを補強している（2022年にポジショニングに修正はなく、2022年の最初の月に株式が追加された）。

市場心理

- インフレ率が3回連続して下落したことで、金利のボラティリティが2022年Q4以降急激にリセットされ、その結果、金融環境が緩和され、リスク・センチメント指標が改善された。市場心理は昨年から大幅に改善し、最近では米ドルが主なけん引役の1つとなっている（EPSの修正と信用リスク・プレミアムはまだ警戒レベルを超えているが、当社のCAST OFFの確率は急激に低下した）。一方で、金融環境は緩和したもの、歴史的に高水準の引き締め状態が続いている。市場リスクの集中が高まっているため、市場を追うことには慎重であるべきことを示唆している（ほとんどの資産が同時に回復したし、システムック・リスクが上昇している）。このことは2023年1月の市場心理の柱はニュートラルーポジティブなゾーンに留まる。

クロス・アセット・センチネル基準値(CAST)

— 米ドルの急落は、2022年11月以降、強力な下支え要因だった。このことはCAST OFFの確率が低いことに現れている。このメッセージは2023年1月に確認されている。



Source: Amundi Institute. Data as of 24 January 2023.

CASTのリスク認識は、2022年11月以降大幅に改善された。USTWDの売却が、他のセンチネルからのマイナスの寄与を相殺する効果がより大きいからだ。EPSの修正と信用リスク・プレミアムは 2022年Q4以降改善しているが、まだ警戒レベルを超えている。

方法: 当社は「センチネル」と呼ばれる5つのインプットを考慮している: それらは 貿易加重米ドル、ムーディーズBaa-Aaaのスプレッド、EPS修正、調整後益回りリスク、および調整後キャッシュフロー利回りリスクである。これらの「センチネル」は、当社の戦術的な資産配分を再配分するために使用される。妥当なしきい値が検出されると、5つの変数は一定レベルの確信を持って、市場のストレス状態を予測する指標として集約される。五角形は、5つの「センチネル」を視覚化したもので、赤い線がアラートのしきい値を表す。赤い線より上の距離が大きいほど、リスクの認識が高くなり、最終的にはデフォルト資産配分に近づく必要がある。

アムンディ・インスティテュート・クリップ

1 インフレが予想よりもはるかに速く低下した場合はどうなるか？

- 低下した理由に応じて、さまざまな結果が予想される。
- 当社の現在の2023年予測よりも2%速く低下する（米国とユーロ圏の両方で）なら、コア・インフレが同じペースで低下し、そのような価格圧力へのポジティブなサプライズが予想を下回る成長の結果でなければ、高リスク資産に好都合なシナリオになる可能性がある。

投資への影響

- クロス・アセットのポジショニングは引き続きディフェンシブで、株式をアンダーウェイト（UW）し、HY債をオーバーウェイト（OW）する。
- 当社は国債を格下げしたが、OWの領域に留まっている。
- IGはニュートラルへと移行した。

2 ECBの最終金利が4%なら？

- ECBの最終金利が高ければ、経済成長のためのコストが高くなり、インフレへのメリットはほとんどない。
- 2023年上半期のインフレが予想よりも高いことが判明した場合、ECBは現在期待されているよりもタカ派的となり、金利を最大4%まで押し上げる可能性がある。
- そうなれば、金融引き締めと生活費上昇により、今年後半には景気後退が長引き、全体的に2024年の成長率は大幅に低下するが、全体的にコア・インフレは粘着性を維持するだろう。

投資への影響

- EURはUSDに対して予想よりも強いことが証明されるはずだ。

3 QTと供給量に関する各国のユーロ政府債金利への影響

- 今年のユーロ債の純発行額は急増する。EMU参加国の10年物純発行額は4,200億ユーロに、EU債の発行額は1,500億ユーロに、中核国および準中核国の発行額は2,260億ユーロから3,000億ユーロへと跳ね上がる見込みだ。
- 中核国と準中核国から供給については、今年は合計7,200億ユーロの国債が市場で吸収される必要がある。欧州周辺国からの供給は、全体で1,400億ユーロから1,200億ユーロに低下すると予想される。

投資への影響

- ユーロのデュレーションについてショート・ポジションをとる。
- 周辺国のスプレッドには慎重な姿勢を維持。

4 ユーロ圏全体の予算動向

- 借入金利が上昇したことは、公的債務の持続可能性への差し迫った脅威ではない。
- ユーロ圏の政府債務は、まだ政府にとって有利である金利とGDP成長率の差異のおかげで、短期的には好調である。
- しかし、長期的には債務の持続可能性を確保するため、財政規律への回帰が必要だ。この点については、2024-25年の予算が鍵となる。

投資への影響

- ユーロ・デュレーションのショート・ポジションを維持する。
- 周辺国のスプレッドには慎重な姿勢。

5 決算発表シーズン序盤のポイント

- 初期の米国での結果はこれまでのところ良好で、予想を約5%上回っている。
- 2022年Q4のS&P500のEPSは、2020年Q3以来初めて下落（-1.6%）した四半期となり、2022年末の利益は+4.5%となると予測される。原材料と通信サービスのセクターが最悪となるだろう。
- Stoxx 600のQ4のEPSは+14.5%と予想される。2022年度は通年で+19.9%。
- 全体として、2023年のS&P500のEPS成長予想は今ままで最低（+3.2%）に設定されている。欧州での期待値はほぼゼロ（0.6%）。

投資への影響

- 米国の株式は、主にバリュース株/成長株についての議論に基づいて、世界の他地域と比較してニュートラルからUWに格下げされた。

6 信用起債市場の見通し

- 当社は利上げによる起債市場への影響は限定的であると予測する。借り換えの必要性が低く、内部資金の現金が多用されているため、金融引き締めの影響が緩和されている。
- しかし、資金調達コストが上昇し成長が鈍化する2023年には、低格付け・高利回りの発行体に最大の打撃を与えるだろう。

投資への影響

- 信用を買い持ちする：当社は米国よりも欧州をHY債よりもIG債を選好する



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 | -/= | ▼ | 近い将来に予測される成長の減速と、それがすでに非常に高水準となっている利益と利益率に与える影響を当社は強く警戒している。このような環境で当社は非常に選択的になっており、バリュースト株、配当株、優良株に焦点を当てている。全体的にバリュエーションが収益見通しと一致しないからだ。 |
| | 米国のバリュースト株 | + | | バリュースト株とグロース株の間のバリュエーションの相違がまだあるが、これは前者のパフォーマンスをサポートする可能性がある。しかし、経済成長が鈍化する中、バリュースト株と優良株の組み合わせを 선호する。 |
| | 米国のグロース株 | -- | ▼ | グロース株と超大型株の銘柄は高価で、市場の他の部分とは異なるバリュエーションとなっているため、当社はこのセグメントへの投資を避けている。政策金利の上昇とインフレが鈍化していることは、実質金利が上昇していることを意味し、これはデフレの長いグロース株のバリュエーションにとってネガティブだ。 |
| | 欧州 | -/= | ▲ | エネルギーと生活費高騰の危機は、消費そして企業収益に直接影響を与えるため、これが欧州株の見通しを形成している。ガソリン価格が下落し、歴史的な観点では魅力的なバリュエーションが見られるが、収益への懸念から当社はまだ慎重であり、強固なバランスシートを持つ企業を 선호する。 |
| | 日本 | -/= | ▼ | 当社は日銀がマイナス金利政策を終了する可能性が高いと見ている。そうすると円に上昇圧力がかかり、日本の輸出を圧迫する可能性がある。しかし、中国の経済が再開したことはポジティブであり、当社はバランスを維持する。 |
| | 中国 | + | ▲ | 経済再開が継続されれば、eコマース企業への規制緩和と共に経済活動を後押しする可能性が高い。米国と台湾との関係についての地政学的リスクを考慮して、当社はやや建設的かつ選択的な姿勢を維持し、持続可能な収益の可能性をもつ長期的なチャンスを探している。 |
| フィックス・インカム・プラットフォーム | 中国を除く新興市場 | = | | 新興市場は、特に財政が堅固な国では、バリュエーションと収益見通しの改善で支えられるはずだ。しかし、いくつかの地政学的リスクを考慮すると、選択の余地は大いだと考える。このような背景から、当社はブラジルについては建設的だが、ルラ大統領の政策については警戒している。当社はグロース株よりもバリュースト株の選好を維持する。 |
| | 米国債 | =/+ | | FRBはまだ物価上昇を懸念しており、市場が利上げ幅の縮小をインフレ対策へのコミットメントの欠如と解釈することを望んでいない。インフレはまだ高い水準だが減速している。同時に、経済成長の見通しは控え目となっている。したがって、デフレには積極的な姿勢を維持している。TIPSは、特に中期的には妥当に評価されているように見える。 |
| | 米国IG社債 | =/+ | | このセクターには魅力的なキャリーがみられバランスシートも堅固だ。しかし、政策の誤りが深刻な減速を引き起こし、最終的にスプレッドに影響を与える可能性を排除することはできない。したがって、当社は非常に選択的であり、金融以外のセクターよりも金融セクターを、そして特異な銘柄を好む。 |
| | 米国HY社債 | - | | 当社は流動性と債務不履行の見通しを引き続き警戒しており、今年の債務不履行は昨年よりも増加すると予想する。今後、資金調達と人件費の増加が見込まれるため、成長の鈍化と相まって、HY債には慎重さを維持する。 |
| | 欧州国債 | -/= | ▼ | ECBは、インフレの抑制が最優先事項であるため、安定した利上げにコミットしており（今後の量的引き締めも同様）、金利は引き締め的な領域で維持されるだろう。したがって、当社はやや慎重な姿勢を維持するが、この地域の経済成長の軌道を評価する間、当社のスタンスを積極的に管理している。 |
| | 欧州IG社債 | = | | EU IG債のバリュエーションは魅力的だが、地政学的な緊張とエネルギー危機が主要なリスクとなる。企業が景気減速にどのように対処しているか、借り換えの必要性、流動性リスクの変化を監視している。 |
| | 欧州HY社債 | - | | 当社はプレッドのボラティリティが見られるようになるかと予測する。これは債務不履行とキャッシュフローに関する懸念と資金調達コストの上昇に伴う運用指標の悪化によるものだ。したがって、当社はディフェンシブになっている。 |
| | 中国政府債 | = | | 中国の債務は、世界の投資家にとって強力な分散効果をもたらすが、経済が再開する中、中国人民銀行のやや緩和的な政策スタンスを引き続き監視している。 |
| | EM債券HC | =/+ | | 世界的な利回りが上昇したことで、EM債券のキャリーの魅力が高まっている。見通しはやや建設的で、ハード通貨建てのバリュエーションは魅力的だ。当社はブラジルなどの国で選択的になっている。最近の暴力的な抗議活動の後、固有の経済的および政治的リスクを監視している。 |
| | EM債券LC | = | | EM FXについてはほぼニュートラルだが、この資産クラスはドル安とそれほど積極的ではないFRBによって支えられる可能性があると考えている。現地での金利については、（昨年と比較して）今年により良い環境になる可能性があると考えられる。しかし、現時点では選択を続け、ルーマニアなどの中央および東欧諸国での機会を探している。 |
| その他 | コモディティ | | | FRBが利上げを減速させ、市場が政策金利の上昇から経済成長の鈍化に焦点を移す中、金の価格は上昇傾向にある。当社は12ヶ月の目標値を、1,900ドル/oz から 2,000ドル/oz に上方修正した。原油価格は、中国からの需要とともに、OPEC+の生産規律と余剰能力が限られることによって支えられている。ベースメタルについては、中国の経済活動再開はすでに価格に織り込まれており、短期的には緩やかな後退が見られるかもしれないが、長期的な見通しは変わらない。 |
| | 通貨 | | | FRBによる利上げの減速の可能性（主にドルを支える）、米国外のやや回復力ある経済成長、そして予想よりも脆弱な国内の経済活動が、米ドルに前向きでない理由だ。 |

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：2023年1月30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。本書は特定の時点における市場環境の評価を表すものであり、将来の結果の保証する意図はありません。読者は、この情報を特定のファンドや証券に関するリサーチや投資アドバイス、または推奨として受け取るべきではありません。この情報は、説明と教育を目的としたものであり、変更される場合があります。また、この情報は、アムンディ製品の実際の現在、過去、または将来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=ハイイールド社債、EM債券HC/LC=新興市場債券のハード通貨建て/現地通貨建て、WTI=West Texas Intermediate、QE=量的緩和



先進諸国

マクロ経済の見通し

2023年3月2日時点のデータ

| 年平均 (%) | 実質GDP成長率% | | | インフレ (CPI, 前年比, %) | | |
|---------|-----------|------|------|--------------------|------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 世界 | 3.4 | 2.4 | 2.8 | 8.2 | 5.8 | 4.2 |
| 先進諸国 | 2.7 | 0.6 | 0.9 | 7.4 | 4.5 | 2.6 |
| 米国 | 2.1 | 1.0 | 0.6 | 8.0 | 3.7 | 2.4 |
| 日本 | 1.3 | 0.5 | 1.2 | 2.5 | 1.0 | 0.6 |
| 英国 | 4.1 | -0.5 | 1.0 | 9.2 | 7.8 | 3.8 |
| ユーロ圏 | 3.5 | 0.2 | 1.0 | 8.4 | 6.2 | 3.2 |
| ドイツ | 1.9 | 0.0 | 0.9 | 8.7 | 7.3 | 3.0 |
| フランス | 2.6 | 0.3 | 1.0 | 5.9 | 5.4 | 2.9 |
| イタリア | 3.9 | 0.3 | 0.9 | 8.7 | 6.9 | 2.3 |
| スペイン | 5.5 | 0.8 | 1.1 | 8.3 | 3.6 | 3.3 |

出典：アムンディ・インスティテュート。

- 米国：** 米国経済は、程度の差はあるものの、財政政策と金融政策による足かせが経済活動を圧迫しているため、減速の兆しを見せている。Q4の業績が予想を上回ったため上向きのサプライズがあるかもしれないが、内需と世界経済の成長の脆弱性にけん引された、大幅な成長の減速がみられる。2023年から2024年にかけての成長率は、平均で潜在成長率を大幅に下回っており、2023年H2は特に弱含みであるため、景気後退のリスクが高まっていることを示唆している。インフレはピークに達したようで、月々のインフレは低下している。しかし、コア・インフレには粘着性があり、コア指数は総合指数よりもゆっくりと低下すると当社は予想する。
- ユーロ圏：** 当社はユーロ圏の成長見通しを上方修正した。冬の間はまだ脆弱で活動の縮小が予想されるが、以前懸念されていたほど深刻ではないと予想する。緩やかな上方修正にもかかわらず、ユーロ圏経済への逆風はまだ強い。春から夏にかけては、いくらかの成長回復が見込まれる（現段階では緩やかではあるが）。これはインフレの減速と市場心理の改善に支えられている。引き締めの金融政策は明らかな逆風であり、2023年から24年の成長率は潜在成長率を下回るだろう。エネルギー危機に関連するリスクは後退したように見えるが、インフレと成長の見通しの両方に対しては引き続き顕著だ。
- 英国：** 根強いインフレ予測（数四半期にわたって目標を上回っている）から、英国では2023年初頭に生活費上昇に起因する景気後退が起こり、それが数四半期にわたって続くことが当社は予想する。財政政策と金融政策も成長に重くのしかかるだろう。当社は予測をわずかに改善したが、英国経済へのすべての逆風はまだ存在すると考える。回復は穏やかに続くため、経済は2024年も潜在力を下回ると見る。ユーロ圏に関しては、エネルギー危機のリスクは、インフレと成長の両方でまだ顕著だ。
- 日本：** 2023年の成長率に関する最初の兆候は整合性を欠いている。現時点では、当社予想は2023年のコンセンサスを下回る0.5%であり、不均一な回復が具体化しつつある。企業の景気動向調査で示されたように、外部志向の強力な製造部門は、世界的な需要の弱体化から大きな打撃を受けるだろう。一方で、日本は中国人の海外旅行の最も重要な目的地の1つであるため、中国の経済活動再開により支えられている。しかし、12月の全国CPIデータは、政府のCPIが描いた悲観的な状況（前年比4.0%、約40年間で最高のインフレ率）を裏付けており、BoJの政策をより困難なものにしている。

主要金利の見通し

| | 06-02 2023 | 当社予測 6ヶ月先 | コンセンサス 6ヶ月先 | 当社予測 12ヶ月先 | コンセンサス 12ヶ月先 |
|------|------------|-----------|-------------|------------|--------------|
| 米国 | 4.75 | 5.25 | 4.90 | 4.75 | 4.50 |
| ユーロ圏 | 2.50 | 3.50 | 3.30 | 3.50 | 3.30 |
| 日本 | -0.10 | 0.00 | 0.12 | 0.00 | 0.20 |
| 英国 | 4.00 | 4.50 | 4.20 | 4.25 | 4.00 |

出典：アムンディ・インスティテュート。

- FRB：** インフレは、緩やかな成長を背景に過去数か月にわたって低下しているが、まだ高い水準で推移しており、需給の不均衡が継続している兆候があるため、インフレ率を2%に戻すために金融政策は課題が山積みとなっている。FRBは3月にFF金利を5.25%に引き上げ、その後数か月間利上げを停止すると当社は予想している。FRB当局者は、「どれだけ速く」から、「どこまで」金利を上昇させる必要があるか、そしてその水準をどの位長く維持する必要があるかに焦点をシフトするかを強調している。当社のシナリオには、Q3に経済活動が縮小すること、インフレの急速な低下が含まれている。今では、12月に最初の利下げが行われると当社は予想する（かつては1月と予想）。
- ECB：** 2月の会合で、ECBは金利を50bp引き上げ、3月にさらに50bp引き上げる意向を示した。声明と記者会見はどちらもタカ派的であったが、ECBはもはやインフレ予測での上振れリスクを心配していない。当社の基本的な予想は、ECBが3月の会合で50bpの引き上げ、5月と6月にも25bpの引き上げを行うというものだ。これは夏前に最終金利が3.50%となることを意味するが、これは現在3.25%である市場予想を上回るものだ。コア・インフレが粘り強いことはECBに圧力をかける。当社のシナリオによれば、Q3のコア・CPIは4.5%に近づく。
- 日銀：** 12月の予想外の動きの後、日銀は1月の会合で政策を変更しないという決定をした。当社は、2023年の緩やかな回復とH1での前倒しのインフレ圧力を予測する。また、政策正常化の目標は、追加の利上げなしにマイナス金利政策（NIRP）を終了することであると考える。日銀は3月にYCCを、6月にNIRPを終了すると予想する。当社の予測へのリスクは、NIRPの終了が遅れることだ。
- BoE：** BoEは2月の会合で50bpの利上げを行い、現在の政策金利は4.0%となっている。この会合では投票が分裂することが予想されていた。9人中7人の理事が50bpの利上げを支持し、2人が利上げしないことを支持した。金利ガイダンスについて、金融政策委員会（MPC）は、次の会合で利上げペースを25bpに引き下げられる可能性を示唆した。今後の動きについては、議事録は「強制的」（50bpの利上げを意味すると理解されている）への言及を削除した。当社の利上げサイクルの最終金利の予想は、3月から25bpまで減速する可能性が高く、基礎的シナリオでは、ピークはまだ4.5%を維持する。

金融政策会合の予定

| 中央銀行 | 次の会合 |
|----------|-------|
| 日銀MPM | 3月10日 |
| ECB政策理事会 | 3月16日 |
| FRB FOMC | 3月22日 |
| BoE MPC | 3月23日 |

出典：アムンディ・インスティテュート。



新興諸国

マクロ経済の見通し

2023年3月2日時点のデータ

| 年平均 (%) | 実質GDP成長率% | | | インフレ (CPI, 前年比, %) | | |
|---------|-----------|------|------|--------------------|------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 世界 | 3.4 | 2.4 | 2.8 | 8.2 | 5.8 | 4.2 |
| 新興諸国 | 3.9 | 3.6 | 4.0 | 8.7 | 6.7 | 5.4 |
| 中国 | 3.0 | 5.1 | 4.7 | 2.0 | 2.1 | 2.2 |
| ブラジル | 2.9 | 0.7 | 1.7 | 9.3 | 4.9 | 5.0 |
| メキシコ | 3.1 | 0.8 | 0.8 | 7.9 | 5.7 | 4.5 |
| ロシア | -3.3 | -1.5 | 2.0 | 13.8 | 7.5 | 4.5 |
| インド | 7.0 | 5.3 | 6.0 | 6.7 | 5.3 | 5.6 |
| インドネシア | 5.2 | 4.7 | 4.8 | 4.2 | 4.3 | 4.0 |
| 南アフリカ | 2.4 | 0.2 | 0.6 | 6.9 | 5.7 | 4.5 |
| トルコ | 4.9 | 3.1 | 4.3 | 72.0 | 51.1 | 39.0 |

出典：アムンディ・インスティテュート。

- **中国**：Q4のGDP成長率が予想を上回ったこと、回復力のある月次データ（小売売上高）、モビリティの上昇に関する高頻度指標のリバウンドを背景に、当社は2023年のGDP予測を前年比4.4%から5.1%に上方修正した。リバウンドは予想よりも早く、中国の旧正月の休暇よりも早く発生した。一方、住宅セクターは12月に再び低迷し、2023年には弱い安定への道が開かれた。繰り返すが、不動産セクターは今年の経済成長にほとんど寄与しないだろう。
- **南アフリカ**：インフレは今年H1の終わりまでに中央銀行の目標範囲の上限に戻る可能性が高いが、リスクはまだ上向きだ。かなりの回復力が見られた2022年の後、今年の成長見通しは弱い。個人消費は縮小し続ける可能性が高く、停電頻度が増えたことで成長がさらに損なわれる可能性がある。そのためSARBは利上げペースを落としており、最新の会合では、わずか25bpsの上昇にとどめた。条件が合えば、今年後半の初めに緩和サイクルが始まる可能性がある。
- **メキシコ**：中南米地域の他の国と同様に、経済は堅調だった2022年の後減速している。米国経済が冷え込んでいるため外需が低迷している一方で、メキシコの労働市場が逼迫しているため内需に抵抗力がある。総合インフレは2022年Q3にピークに達した。メキシコ銀行は利上げサイクルの微調整段階にあり、コア・インフレの粘着性とFRBの動きを考慮して、引き締めペースを転換している。政治的には、他の地域と比較してメキシコは平和のオアシスであり、ニアショアリング傾向から恩恵を受ける可能性が高い。
- **ブラジル**：2022年の3つの四半期にわたる堅調な成長の後、経済は目に見えて減速した。経済再開が軌道に乗り、金融引き締め政策が信用サイクルに影響を及ぼし始めたからだ。2022年の3.0%の成長率と比較して、今年のGDPの伸びは1.0%未満であると見ている。インフレは2022年4月に12.1%でピークに達した後、12月までに半減した。BCBは8月に13.75%で引き上げサイクルを終了することができた。ルラ大統領の財政政策は期待ほど周到ではないため、中央銀行のインフレ抑制への戦いを複雑にする。これはBCBの緩和サイクルを（Q4まで）遅らせ、国の債務の軌道に疑問を投げかける可能性がある。

主要金利の見通し

| | 07-02 2023 | 当社予測 6ヶ月先 | コンセンサス 6ヶ月先 | 当社予測 12ヶ月先 | コンセンサス 12ヶ月先 |
|------|------------|-----------|-------------|------------|--------------|
| 中国 | 3.65 | 3.65 | 3.65 | 3.65 | 3.65 |
| インド | 6.25 | 6.50 | 6.5 | 6.50 | 6.4 |
| ブラジル | 13.75 | 13.75 | 13.65 | 12.75 | 11.9 |
| ロシア | 7.50 | 7.50 | 7.30 | 7.50 | 7.10 |

出典：アムンディ・インスティテュート。

- **PBoC (中国)**：PBoCは1月に政策金利を据え置いた。予想よりも早い景気回復に基づき、当社は2023年に更なる利下げを見込んでいない。今のところ、中央銀行が利上げを急ぐ必要もない。インフレは2023年を通して3%未満に留まり、低水準ではあるが消費者の需要の高まりから上昇すると見る。とは言え、年次経済会議からのシグナルは、PBoCは広範な緩和から撤退することを示唆する。的を絞った金融緩和が今後も多く実施されるが、これは構造的な融資ツールや特別な金融プログラムを通じて行われるだろう。
- **RBI (インド)**：インドのインフレは12月に再び全般的にコンセンサスを下回った（総合インフレ指数は前年比5.7%、卸売り物価指数は前年比5.0%）。しかし、コア・インフレは前年比6.0%とまだ粘着性がある。食品価格はRBIの目標の範囲内で十分に回復したが、エネルギー価格は高いまま（前年比1.1%）。全体として、RBIはディスインフレ政策で2月に利上げサイクルを一時停止する可能性がある。しかし、シュリ・シャクティカンタ・ダス総裁は、コア・インフレのダイナミクスに焦点を当てると繰り返した。当面の間、最終的な利上げは2月初旬に25bpという当社の予想を維持するが、確信度は低い。
- **BCB (ブラジル)**：高金利をより長期に 最初に最も積極的な利上げ（2021年3月に始まり合計1200bp）を行い最初に利上げを「停止」（2022年8月）した国が、2023年に最初の利下げを行うことはまずないだろう。ルラ大統領の拡張的な財政政策が、インフレを目標に戻すように設計されたBCBの収縮的な金融政策を損なうからだ。さらに、インフレ目標を引き上げるという最近のうわさは、インフレ期待を上向きに押し上げるだろう。当社は、BCBが利下げをするならQ4であり、その後最新のBCBのフォワード・ガイダンスに沿って、以前に想定されていたよりも緩やかに利下げが行われると見る。
- **CBR (ロシア)**：CBRは12月の会合で2度目の政策金利据え置きを決定し7.5%とした。CBRからの信号はタカ派的だがニュートラルだった。現在インフレ圧力はまだ抑制されているが、供給側の制約、労働市場の圧力、財政政策の緩和により、インフレ促進リスクが高まっている。インフレは11月の前年比12.0%から12月には11.9%と低下を続けている。当社はCBRが今後、6ヶ月以上金利を据え置き、その後地政学や地域の経済状況に応じて引き締めサイクルを始めると予想する。

金融政策会合の予定

| 中央銀行 | 次のコミュニケーション |
|------|-------------|
| RBI | 2月8日 |
| CBR | 2月10日 |
| PBoC | 2月20日 |
| BCB | 3月22日 |

出典：アムンディ・インスティテュート。

マクロ経済および市場予測

マクロ経済予測

2023年2月3日

| 年平均 (%) | 実質GDP成長率 % | | | インフレ (CPI、前年比、%) | | |
|---------|------------|------|------|------------------|------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 米国 | 2.1 | 1.0 | 0.6 | 8.0 | 3.7 | 2.4 |
| 日本 | 1.3 | 0.5 | 1.2 | 2.5 | 1.0 | 0.6 |
| ユーロ圏 | 3.5 | 0.2 | 1.0 | 8.4 | 6.2 | 3.2 |
| ドイツ | 1.9 | 0.0 | 0.9 | 8.7 | 7.3 | 3.0 |
| フランス | 2.6 | 0.3 | 1.0 | 5.9 | 5.4 | 2.9 |
| イタリア | 3.9 | 0.3 | 0.9 | 8.7 | 6.9 | 2.3 |
| スペイン | 5.5 | 0.8 | 1.1 | 8.3 | 3.6 | 3.3 |
| 英国 | 4.1 | -0.5 | 1.0 | 9.2 | 7.8 | 3.8 |
| 中国 | 3.0 | 5.1 | 4.7 | 2.0 | 2.1 | 2.2 |
| ブラジル | 2.9 | 0.7 | 1.7 | 9.3 | 4.9 | 5.0 |
| メキシコ | 3.1 | 0.8 | 0.8 | 7.9 | 5.7 | 4.5 |
| ロシア | -3.3 | -1.5 | 2.0 | 13.8 | 7.5 | 4.5 |
| インド | 7.0 | 5.3 | 6.0 | 6.7 | 5.3 | 5.6 |
| インドネシア | 5.2 | 4.7 | 4.8 | 4.2 | 4.3 | 4.0 |
| 南アフリカ | 2.4 | 0.2 | 0.6 | 6.9 | 5.7 | 4.5 |
| トルコ | 4.9 | 3.1 | 4.3 | 72.0 | 51.1 | 39.0 |
| 先進諸国 | 2.7 | 0.6 | 0.9 | 7.4 | 4.5 | 2.6 |
| 新興諸国 | 3.9 | 3.6 | 4.0 | 8.7 | 6.7 | 5.4 |
| 世界 | 3.4 | 2.4 | 2.8 | 8.2 | 5.8 | 4.2 |

主要金利の見通し

先進諸国

| | 2022年 2月6日 | 当社予測 6ヶ月先 | コンセン サス 6ヶ月先 | 当社予測 12ヶ月先 | コンセン サス 12ヶ月先 |
|------|---------------|--------------|--------------------|---------------|---------------------|
| 米国 | 4.75 | 5.25 | 4.90 | 4.75 | 4.50 |
| ユーロ圏 | 2.50 | 3.50 | 3.30 | 3.50 | 3.30 |
| 日本 | -0.10 | 0.00 | 0.12 | 0.00 | 0.20 |
| 英国 | 4.00 | 4.50 | 4.20 | 4.25 | 4.00 |

新興諸国

| | 2022年 2月7日 | 当社予測 6ヶ月先 | コンセン サス 6ヶ月先 | 当社予測 12ヶ月先 | コンセン サス 12ヶ月先 |
|------|---------------|--------------|--------------------|---------------|---------------------|
| 中国 | 3.65 | 3.65 | 3.65 | 3.65 | 3.65 |
| インド | 6.25 | 6.50 | 6.50 | 6.50 | 6.40 |
| ブラジル | 13.75 | 13.75 | 13.65 | 12.75 | 11.90 |
| ロシア | 7.50 | 7.50 | 7.30 | 7.50 | 7.10 |

長期金利の見通し

2年物債券利回り

| | 2022年 2月6日 | 当社予測 6ヶ月先 | 6ヶ月先 | 当社予測 12ヶ月先 | 12ヶ月先 |
|-----|---------------|--------------|------|---------------|-------|
| 米国 | 4.12 | 3.90/4.10 | 3.64 | 3.50/3.70 | 3.30 |
| ドイツ | 2.47 | 2.50/2.70 | 2.21 | 2.30/2.50 | 1.92 |
| 日本 | 0.02 | 0.10/0.20 | 0.06 | 0.20/0.40 | 0.09 |
| 英国 | 3.49 | 3.20/3.40 | 3.06 | 3.20/3.40 | 3.18 |

10年物債券利回り

| | 2022年2月 6日 | 当社予測 6ヶ月先 | 6ヶ月先 | 当社予測 12ヶ月先 | 12ヶ月先 |
|-----|---------------|--------------|------|---------------|-------|
| 米国 | 3.42 | 3.60/3.80 | 3.35 | 3.30/3.50 | 3.32 |
| ドイツ | 2.02 | 2.40/2.60 | 1.96 | 2.30/2.50 | 1.93 |
| 日本 | 0.46 | 0.50/0.70 | 0.55 | 0.60/0.80 | 0.67 |
| 英国 | 3.32 | 3.50/3.70 | 3.31 | 3.50/3.70 | 3.38 |

通貨の見通し

| | 2023年 2月2日 | 当社予測 Q2 2023 | コンセン サス Q2 2023 | 当社予測 Q4 2023 | コンセン サス Q4 2023 | | 2023年 2月2日 | 当社予測 Q2 2023 | コンセン サス Q2 2023 | 当社予測 Q4 2023 | コンセン サス Q4 2023 |
|---------|---------------|-----------------|-----------------------|-----------------|-----------------------|---------|---------------|-----------------|-----------------------|-----------------|-----------------------|
| EUR/USD | 1.09 | 1.05 | 1.08 | 1.15 | 1.11 | EUR/SEK | 11.31 | 11.38 | 10.89 | 10.83 | 10.60 |
| USD/JPY | 129 | 125 | 127 | 119 | 125 | USD/CAD | 1.33 | 1.35 | 1.32 | 1.28 | 1.29 |
| EUR/GBP | 0.89 | 0.90 | 0.88 | 0.90 | 0.89 | AUD/USD | 0.71 | 0.69 | 0.70 | 0.76 | 0.72 |
| EUR/CHF | 1.00 | 0.95 | 1.00 | 1.04 | 1.02 | NZD/USD | 0.65 | 0.63 | 0.64 | 0.67 | 0.66 |
| EUR/NOK | 10.96 | 10.69 | 10.48 | 10.24 | 10.11 | USD/CNY | 6.73 | 6.70 | 6.75 | 6.40 | 6.65 |

出典：アムンディ・インスティテュート



当社予測に対する免責事項

マクロ予測に関する不確実性は非常に高く、新しい高頻度データが利用可能になるたびに頻繁な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、統計的精度が低下させ、それらの周囲のより広い範囲で不確実性を増加させます。

方法

－ シナリオ

確率は、当社のマクロ金融・財務予測で条件として定義された金融・財務体制（中央、下振れ、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、当社の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、（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つの誘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行される四半期ごとの調査によって導き出された最も影響力が大きいシナリオを構成するものです。

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

THEMATIC PAPERS ECONOMY AND MARKETS



Bonds are back: credit markets in focus during 2023 (19-01-2023)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - AINOZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy, BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - COHEN Marina, Head of Euro HY Bond Portfolio Management - BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit - FAWN Steven, Head of Global Credit
With the contribution of: ABAZA Nadine, Portfolio Manager - Global Corporate Bonds and PANELLI Francesca, Investment Insights and Client Division, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



Themes at a glance/ What Artificial Intelligence reveals about share price reactions? (13-01-2023)

BRIÈRE Marie, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - HUYNH Karen, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - LAUDY Olav, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - POUGET Sebastien, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



Themes at a glance / The market effect of acute biodiversity risk: the case of Brazilian corporate bonds (19-01-2023)

Amina CHERIEF, Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute - Takaya SEKINE, Deputy Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute - Lauren STAGNOL, Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

Themes in depth/ ESG in motion: a dynamic forward-looking approach to detect ESG 'improvers' (06-01-2023)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - DRABOWICZ Alexandre, Deputy Head of Equities - KEANE Suzanne, Senior European Equity Portfolio Manager - Equity Solutions - IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions - FIOROT Laura, Head of Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute - NIALL Paula, Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute

COMPASS



Inflationary era demands new approach from pension plans (08-12-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

INVESTMENT TALKS



Fed continuing to downshift: 31 January-1 February FOMC review (07-02-2023)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - Timothy ROWE, Director of Multi-Sector Fixed Income - Paresh UPADHYAYA, Director of Fixed Income and Currency Strategy

ECB-inspired rally risks going too far (03-02-2023)

PRADHAN Mahmood, Head of Global Macro Economics - Amundi Institute - AINOZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Hawkish surprise from the ECB (19-12-2022)

AINOZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Fed: Staying the course until the job is done (16-12-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

WORKING PAPERS



The Impact of Climate Risks on Social Inequality (16-01-2023)

Raphaël SEMET, Quant Portfolio Strategy, Amundi Institute

What do we Learn from a Machine Understanding News Content? Stock Market Reaction to News (13-01-2023)

Marie BRIÈRE, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Karen HUYNH, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Olav LAUDY, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - Sebastien POUGET, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)

BARAHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Nouredine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute
RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



Pension funds: reorienting asset allocation in an inflation-fueled world (1-12-2022)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

INVESTMENT OUTLOOK



2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q4 2022 (04-11-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

ESG



Biodiversity: It's Time to Protect Our Only Home _Biodiversity in Mining & Metals, Utilities, Paper & Forest Products (27-01-2023)

ESG Thema - Special COP15 - The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)

CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst - DUTTA Basundhara, ESG Advocacy Analyst - DAY Apolline, Institutional Marketing Analyst

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



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

重要な情報

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

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

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 07 February 2023. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 7 February 2023

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Laurent Renault / EyeEm

編集主幹

DEFEND Monica, アムンディ・インスティテュート・ヘッド
MORTIER Vincent, グループ最高投資責任者

編集者

BERTINO Claudia, アムンディ投資インサイト&パブリッシング・ヘッド
FIOROT Laura, インベストメント・インサイト & クライアント部門ヘッド

アムンディ・インスティテュートからの寄稿者

AINOUZ Valentine, グローバル債券戦略ヘッド、CFA
BERARDI Alessia, 新興国マクロ戦略およびリサーチ・ヘッド
BERTONCINI Sergio, シニア債券ストラテジスト
BOROWSKI Didier, マクロ政策研究責任者
CESARINI Federico, 先進市場FXヘッド、クロス・アセット・リサーチ・ストラテジスト
DROZDZIK Patryk, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト
GEORGES Delphine, シニア債券リサーチ・ストラテジスト
HERVÉ Karine, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト

アムンディ・インベストメント・インサイトからの寄稿者

CARULLA Pol, インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト
DHINGRA Ujjwal, インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト

構想と制作

BERGER Pia, コミュニケーション・スペシャリスト
PONCET Benoit, コミュニケーション・スペシャリスト

副編集者

BOROWSKI Didier, マクロ政策研究責任者
PANELLI Francesca, インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト
PERRIER Tristan, マクロ・エコノミストおよび投資インサイト・スペシャリスト

HUANG Claire, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト
PANELLI Francesca, インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト
PORTELLI Lorenzo, クロス・アセットリサーチ・ヘッド、アムンディ・イタリア・リサーチ・ヘッド
ブラダン・マフムード, グローバルマクロ経済ヘッド、アムンディ・インスティテュート、
USARDI Annalisa, シニア・エコノミスト
VARTANESYAN Sosi, シニア・ソプリン・アナリスト

NIALL Paula, 投資インサイトと顧客部門