

#12
2022
年12月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

安堵によるラリー、度を越した楽観主義

アムンディ・インスティテュート

ディフェンシブな資産配分は2023年まで延長
され、来年後半にはリスク・エクスポージャーが
徐々に高くなる

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



#12 - 2022年12月

目次

グローバルな投資見解

CIOの見解

安堵によるラリー、度を越した楽観主義

p. 3

FRBは当面の間、金利を引き締める領域で維持すると当社は考えている。このことが、収益への懸念と共に、当社がリスク資産に関して慎重な姿勢を維持することを可能にしているが、米国株式、強固なバランスシートを持つ企業、そして優良、バリュー銘柄、配当株の分野で選択的なチャンスがあると見ている。信用分野では、一部の米国IG債務と新興市場 (EM) の債務が魅力的に見える。しかし、投資家は今ではより魅力的となった米国債などを含めることでポートフォリオを保護するべきだと考える。このアプローチは、全体的に十分に多様化されたスタンスで補充されるべきであり、それにはコモディティも含まれる。

アムンディ・インスティテュート

米国のインフレ：減速しているが、FRBに安心感を与える水準をはるかに上回っている

p. 4

米国のインフレ率は減速しているが、FRBは「より高い金利をより長く」維持する可能性がある。

マルチアセット

十分に分散されたポートフォリオを維持し、レラティブバリュー戦略を探る

p. 5

先行きの見通しが限られているため、当社は幾つかの戦術的な調整とともに、十分に分散されたポートフォリオを維持すること、デューレーションへのポジティブなスタンスを確認する。

確定利付き証券

優良銘柄を以て「債券のカムバック」のテーマに投資する

p. 6

FRBは政策を転換する前に、インフレ率の一時的な減速ではなく、インフレ傾向、労働市場、そして全体的な消費環境を評価する可能性が高いと当社は考える。

株式

条件を広範囲にすることがチャンスを提供することもある

p. 7

時価総額のスペクトルを下方に広げることで、バリュエーションとリターンの可能性が魅力的な企業を発掘する機会があるかもしれないが、当社は厳選している。

今月のトピック

ディフェンシブな資産配分は2023年まで延長され、来年後半にはリスク・エクスポージャーが徐々に高くなる

p. 8

今後12ヶ月に予測される経済的背景は、現在起こっている調整が2023年前半まで続くことを示唆している。H2には、一部の逆風は弱まり（物価による圧力が弱まりFRBが政策を据え置く）、現在のディフェンシブなスタンス（金、投資適格債、および国債にいくらか傾いている）からリスク・エクスポージャーを増やす傾向へと徐々に転換することが期待される（主にDMの株式と優良な信用を介して）。

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. 15

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. 16
> 新興諸国 マクロ経済の見通し - 市場予測	p. 17
> マクロ経済および市場予測	p. 18
> 当社の予測についての免責事項/方法	p. 19
> Publications highlights	p. 20



CIOの見解

安堵によるラリー、度を越した楽観主義



Vincent MORTIER
グループCIO



Matteo GERMANO
デビュティ・グループCIO

全体的には投資家にとって、最も困難な年として記憶されるであろう今年、市場はいくらかの安堵感を得た。S&P500 といくつかの米国債指数が上昇したことで、ネガティブな傾向はいくらか立ち直った。最近のこのような市場の動きは、次のような様々な局面での調整で支えられている。(1) 米国のインフレは下降傾向にある(当社は市場の上げ相場は熱狂的で過度だと考えている)が、FRB はまだインフレ目標に焦点を当てているため、安心するのは時期尚早である。(2) 決算発表シーズンは良くはなかったが、恐れていたほど悪くはなかった。(3) 中国のゼロコロナ政策の緩和が、予想よりも早く発生した。しかし、完全な再開は2024年になるだろう。(4) 地政学的な不確実性。これに関しては中間選挙後、一時的に休止していた。米国では、中間選挙での大きなサプライズはなく、市場は、ポピュリスト政策を抑止するねじれ議会についても、素早く理解を示した。国際的には、米国と中国間での緊張が高まるのが予想される。英国では、新しい首相が財政政策のスタンスを変更し、現在は増税と歳出削減に焦点を当てている。

これらの展開から、2023年には全体的に慎重な見解を維持することになるが、十分に分散されたアプローチの中で、戦術的に短期的な機会に投資することができる。詳細としては：

- **クロス・アセットの観点では**、当社はここ数週間、株式についてはニュートラルな方向に動いている。特に、欧州株式へのネガティブなスタンスを縮小したが、ヘッジをかけて全般的に慎重な姿勢を維持する。この動きには、原油と金に対するポジティブな見方を追加することで分散源を増やし、米国債(UST)のデュレーションのスタンスをわずかに引き上げることで、バランスをとっている。当社は、経済の見通しが非常に不確実であることを認識しているため、このスタンスを調整する準備をしている。
- 「**債券のカムバック**」というテーマは、米国債の歴史の中でも1日としては最強の強気相場の一つにつながった。これはソフトなインフレ指標に支えられている。しかし、アクティブなデュレーションのスタンスが引き続き鍵となる。物価が予想を下回る兆候があれば、RBがハト派的スタンスに変わると市場は解釈している。当社は、今のところ米国債へのポジティブな見解を通して、デュレーションには非常に積極的であり、インフレ率と成長率に注目している。米国のインフレは欧州のコア利回りにも反映している。当社は欧州のコア利回りについては、ほぼニュートラルな見方を維持し、全満期での機会に注目している。
- 「**債券のカムバック**」というテーマは、**信用市場でも展開されており**、優良銘柄に焦点を当てている。米国では10月中旬以降、信用スプレッドが縮小したが、欧州ではさらに縮小している。しかし、リスクが高く質の低い企業の債務には引き続き慎重だ。これらの企業はレバレッジを高める傾向にあるからだ。現段階では、企業の債務不履行は安定しており、企業のファンダメンタルズが強固なため信用格付けが改善されているが、格付けと債務不履行は、経済サイクルよりも遅れて起ることに注意すべきだ。つまり、リスクを増やすための説得力ある理由は見当たらない。企業のキャッシュ水準はまだ堅調ではあるがすでに低下している。これは特に、最も必要なときに資金を調達するのが困難となる、低格付けの発行体に当てはまる。従って、企業の借り換えの必要性、社内の資金ニーズを満たす能力、そして中央銀行の姿勢は、当社がスタンスを変える前に注目すべき重要な要素だ。地域レベルでは、当社はまだ欧州よりも米国を好む。
- **新興市場の現地通貨建て(EM LC)債務に対する当社のスタンスは、まだ少し慎重なままだ。しかし、一部の国のハード通貨建て(HC)債務には価値があると考え**る。EM債務の見通しの鍵となるFRBのハト派への転換はまだ起きていない。従って、EM債務のリスクを高める機会はまだ到来していないと考える。そうは言っても、2023年初頭にはいくつかのエントリー・ポイントが示される可能性がある。中国に関しては、2023年に段階的に経済が再開されると予想しており、そのペースは成長に影響を与える。中南米では、今年新興国市場で好調だったブラジルについて、慎重ながらも楽観的である。しかし、ルラ大統領の政策が国の財政にどのように影響するかを注意深く見守っている。

株式については、戦術的に機会を捉えようとしているが ボトムアップでの選択に焦点を当てている。現在の市場の動きは、弱気相場での上昇であると当社は見ている。これを株式の循環的な底入れと見るためには、収益の改善とFRBのハト派的な姿勢への転換を確認する必要があるが、まだそこには至っていない。当社は、来年の米国の収益予想はまだ高いと考える。これは成長の鈍化と、まだドル高という二重の影響を考慮した上でのことだ。欧州でも同様で、状況は微妙であり、前向きな兆候は幾つかあるものの、困難を脱したと確信する前に、企業の利益率と消費に何らかの進展が見られることが必要だ。その結果、欧州と米国については慎重さを維持し、バリュー株、優良株、配当株、そして小型株の領域での機会を探している。中国株は今のところ非常に不安定であり、バリュエーションは魅力的であるにもかかわらず、ゼロコロナ政策と経済再開に関するニュースに大きく左右されている。そのため、当社はニュートラルな姿勢を維持し、収益のファンダメンタルズと経済成長が評価しやすくなった時に再び参入する準備を整えている。

全体的なリスク・センチメント



上昇相場であるにもかかわらず、長期的なリスク・プロファイルを変更することなく、リスク資産に注意を払い、十分に分散することだ。

前月からの変化

- ▶ 米国債にはややポジティブ。
- ▶ 欧州株式への慎重なスタンスを削減。
- ▶ 金、CHF、JPYを介して、分散とインフレ・ヘッジを強化。

全体的なリスク・センチメントは、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、様々な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ているものです。当社のスタンスは、市場および経済環境の変化を反映して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

米国のインフレ：減速しているが、FRBに安心感を与える水準をはるかに上回っている



MONICA DEFEND
アムンディ・インスティテュート・ヘッド



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

米国のインフレ見通しは、現時点での市場センチメントの主な要因である。10月の米国CPI指数は予想を下回り、前年比で7.7%上昇した（前年比で2022年2月以来最小）ことは、ピークが過ぎ去った可能性が高いことを裏付けているように見えるため、市場が強く反応した。市場はこれを、FRBがハト派的に転換する誘因となる可能性が高いと期待した。FRBの方向転換は、弱気市場から抜け出すために必要な条件であり続けている。しかし、まだそこには至っていない、というのが当社の見解だ。

前月比では、総合CPIは当社の予想に沿ったものであった（0.44% vs 当社予想0.48%）。しかし、コア・インフレ率は、当社予想よりも低かった（0.3% vs. 当社予想0.49%）。コア・インフの予想が外れたのは、次のような理由による。

- **コア・サービス**：コア・サービスの伸びが予想よりも弱かったのは、医療サービスのインフレが大幅に低かったことが理由で、他の構成要素は月次で大きく低下していなかった。減速は、特に、医療サービスの費用が一時的に低下したことによるものだが、これは医療保険のコストに関連するもので、繰り返されることはないと考えている。
- **コア財**：コア財が予想以上に低下したのは、アパレル、家庭用品、消耗品、中古車価格が下落したことによる。コア財のモメンタムは減速しており、正しい方向に進んでいるが、コロナ禍以前のトレンドに戻るには、更なる進展が必要だ。ここでは、アパレルと中古車価格の変化におけるダイナミクスを監視することが重要だ。

これがインフレ見通しにとって何を意味するのか？

今後数か月間は、コア・インフレのモメンタムは堅調に推移すると予想されるが、ガソリン価格が下落したため、総合インフレのモメンタムは弱まると予想される。

- **インフレ総合指数**：当社は米国の総合インフレが現在ピークに達していることを確認しており、当社のコモディティと原油についての主要シナリオでは、前年比で顕著な減速が見られるはずだ（例えば、2022年Q4には7.6%となると予想）。
- **コア・インフレ**：サービス・インフレのモメンタムは減速しているものの、かなり高いままであることを考慮すると、コア・インフレのモメンタムは総合インフレ指数よりもゆっくり減速している（コアの方が「硬直している」）。
- **リスク**：当社は、コア財から来る遅れを引き続き監視している。一部のカテゴリーでは予想よりも早く実現し始め、コア財のモメンタムとインフレの広範な後退につながった。

FRBはどのように対処するか？

労働市場が堅調であることとFRBがインフレ対策を重視していることを考慮すると、最終金利には上昇圧力がかかっていると当社は考える。FRBは、過度の引き締め政策からのより良いリスク/リターンを期待できると考えているため、今のところインフレは抑制されているが、今後必要に応じて利用可能な様々なツールを活用して経済活動を支援する可能性がある。

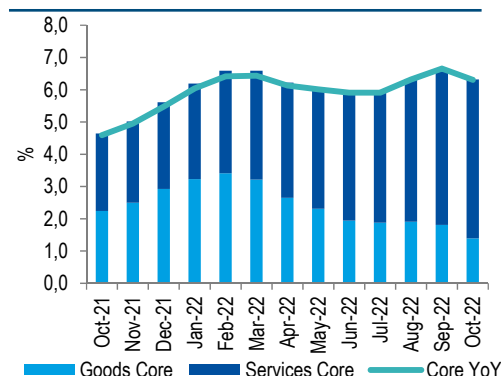
重要なのは、FRBのインフレ・データへの対応は後手に回っているということだ。前回の「一時的なインフレ」という見解は持ちこたえられなかったため、ナラティブを構築しようとはしていない。その代わりに、金利をどの程度まで引き上げるか、またどの位長く引き締めを維持するべきかに焦点を当てている。

投資への影響は？

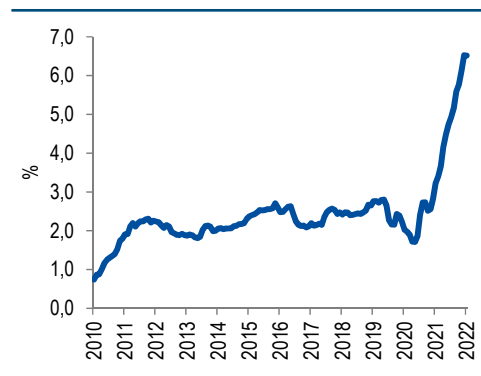
減速傾向にあるとは言えインフレが持続していることは、従来の株式/債券資産クラスを超えた分散投資を維持する必要があることを強調する。それには実物資産やコモディティも含まれる。投資家はインフレ調整後のリターンに集中し、同時に、金や米国債を含めることで、ポートフォリオを保護するべきだ。しかし、利回りへの圧力が、（成長の鈍化と高インフレという）両局面からかかっていることを考えると、全体的にアクティブな姿勢を維持することが重要だ。

米国のインフレ率は減速しているが、FRBは「より高い金利をより長く」を維持する可能性がある

1/コアCPI インフレ率



2/アトランタ連銀硬直的なインフレ



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 22 November 2022. Year-on-year comparison of monthly data points.

マルチアセット

十分に分散されたポートフォリオを維持し、
レラティブバリュー戦略を探る



Francesco SANDRINIS
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

収益不況、中央銀行の引き締め（フォワードガイダンスからの乖離）、まだ高いインフレが市場の主な懸念材料だ。米国のインフレが最近鈍化していることはポジティブではあるが、その減速が持続するかどうかが、FRBの姿勢を決定する。このことは、当社がリスク資産に対して建設的になるための重要なパラメーターとなる。当面の間は、中国の新型コロナウイルス関連のニュース、地政学的な緊張、収益への懸念から、当社は慎重な姿勢を変えるつもりはない。しかし、主にレラティブバリューを通じて、株式にはいくつかの戦術的な機会が見られる。このアプローチは、コモディティ（原油）と金を使った分散とポートフォリオ保護によって補完される必要がある。どちらも、実質リターンとヘッジを強化するために建設的となる。

当社が強く確信しているアイデア

株式については、当社は戦術的にスタンスをニュートラルに変更し、欧州への慎重さを緩め、米国でのレラティブバリューを探り、高価なグロース株よりも小型株を選好する。しかし、当社は収益環境が変化する中で、この見解を慎重な方向に調整するよう、注意を払っている。大型株に対する小型株の割引きは極端なレベルにあり、相対的なパフォーマンスは改善し始めている。しかし、欧州はより高いスタグフレーション・リスクに直面しているため、当社はまだ欧州よりも米国を選好しており、欧州に対してはディフェンシブな姿勢を維持している。新興市場（EM）では、当社は中国株式にはニュートラルであるが、2023年の見通しは改善する可能性がある。確定利付き証券については、米国のデュレーションに対してポジティブな姿勢を維持する。市場は現在、より高い最終金利を織り込んでおり、FRBの積極的な引き締め路線は米国のハード・ランディングのリスクを高めている。したがって、米国債のバリュエーションは魅力的に見える。FRBは、これまで実施した引き締め政策の効果を評価するために、金利引上げペースを遅らせる可能性がある。しかし、当社は当社予想に反する利回りの動きの保護手段として、この姿勢を監視している。全体的には、この地域内では、英国について最新の予算案による機会を評価している。

欧州周辺国については、当社はイタリアの利回りへの姿勢を調整した。ECBのハト派的なガイダンスを考慮してのことだ。10年物のイタリア国債とドイツ国債間のスプレッドについて、当社はややポジティブな見解を維持する。これはイタリアの新政府の財政規律を維持するという保証に支えられている。

米国のIG債については、やや楽観的な見方を維持している。企業のファンダメンタルズとバランスシートは強固で、流動性が高く、金利負担率は良好で、短期的に債務の借り換えを行うリスクは低い。また、当社はまだ、EUのIG債はHY債の業績を上回ると考えている。後者の特に格付けが低い銘柄については、デフォルト率（現在は抑制されている）が高くなった場合、不況時にはより脆弱になる。USDは、当社の先進市場のFX戦略の柱であり続けているが、今ではUSDのリスク/リターンのバランスにいくつかの脆弱性が見える。従って、投資家は米ドルに対してポジティブな姿勢を保ちながらも、JPYとCHFに分散する必要がある。EURには慎重さを維持するべきだ。英国経済の弱体化により、当社はUSDとCHFに対するGBPについてはディフェンシブになっている。一方で、当社はUSD/EURおよびNOK/CADへのスタンスを維持する。景気循環経済と各国の為替は短期的には圧力を受け続けるだろう。EMにおいては、IDR/CNHについてはもはやポジティブではない。中国のロックダウンからの経済再開が不透明であることが、ボラティリティを創り出しているからだ。中南米においては、USDに対して、BRLに建設的な見方を維持する。ブラジルはマクロ経済の環境が改善したことから恩恵を受けるはずであるが、市場はブラジルの新政府についての多くの不確実性を価格に織り込んでいく。

リスクとヘッジング

ヘッジと分散は、当社のクロス・アセット戦略の重要な柱だ。現在のところ、原油に関してはポジティブな見方を維持するが、これは供給側の問題とEUがロシア産原油の輸入を禁止する可能性があるためだ。更に、金には安全資産としての性質があり、インフレに対するヘッジとしても、ポートフォリオへの強力な保護を提供する可能性がある。これとは別に、投資家はHY債と米国株式への保護を維持する必要がある。

先行きの見通しが限られているため、当社は幾つかの戦術的な調整とともに、十分に分散されたポートフォリオを維持することと、デュレーションへのポジティブなスタンスを確認する

アムンディ クロス・アセットの確信

	1ヶ月の変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式*	↗				■			
信用&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が表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見通し、見通しの変化、意見は、予想される方向性 (+/-) 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。ヘッジング要素の影響も含まれる。

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、

* 株式については、当社は戦術的にニュートラルに移行したが、経済環境が脆弱であるため、慎重なアプローチを維持し、全体的に株式へのスタンスを引下げる準備はできている。** 全体的なスタンスは僅かに引き上げられたが、確信レベルに重大な影響を与えてはいない。

確定利付き証券

優良銘柄で「債券のカムバック」テーマに投資する



Amaury D'ORSAY
確定利付資産部ヘッド



YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル・ヘッド



KENNETH J. TAUBES
米国投資運用部C/O

FRBは政策を転換する前に、インフレ率の一時的な減速ではなく、インフレ傾向、労働市場、そして全体的な消費環境を評価する可能性が高いと当社は考える

FRBの政策スタンスは、インフレの一時的な抑制ではなく、明確な抑制の兆候に重点を置いている。これには、(もしFRBが利上げを遅らせるか決定をしたとしても) 引き締め軌道が必要であり、来年に向けて景気後退のリスクが高まる。従って、FRBとECBによるフォワード・ガイダンスは、インフレ期待とリスク資産にとってますます重要になっている。最後の問題については、金利が引き締め領域に留まり、経済状況が悪化した場合、最近引き締められたにも関わらず、スプレッドのボラティリティが見られる可能性がある。従って、投資家はリスクを増やさず、ボトムアップ方式による慎重な選択を通じて、米国IG債および新興国HC債務の回復力あるセグメントでの機会に投資をするべきだ。これに関して、当社は信用市場全体の流動性とデフォルトの見直しへの監視を続けている。

世界および欧州の確定利付き証券

当社は、欧州、英国、日本について、ディフェンシブなポジションを維持しているが、デレーションに関する慎重なスタンスを縮小した。しかし、ECBが「会合ごと」に政策を決定するアプローチを取っていることを考慮して、当社はこれに対して柔軟に調整し、全満期の利回りでの機会を追究している。中国の債券は分散における利点を提供する。ブレイクイーブン率については、米国と欧州についてはポジティブだが、米国ではスタンスをわずかに縮小した。信用スプレッドは最近縮小したが、投資家はニュートラル/わずかにポジティブな姿勢を維持するべきだ。金融政策と収益が好ましくない状況に陥った場合、スプレッドのボラティリティが上昇するかもしれないからだ。これは、特に過剰なレバレッジを持つ企業に特に当てはまる。当社は、強力な流動性バッファを持つ高品質 (IG) で、満期が短い信用を選択する。また、自動車セクターを好するが、金利上昇が不動産セクターにどのように影響するかを監視している。

米国の確定利付き証券

最近の市場の動きは、インフレのデータとFRBの発表を受けて過度になっている。しかし、当社は、もしFRBが利上げを減速させたとしても、金融政策や金融環境の緩和を意味するものではないと考えている。一方で、消費者調査やクレジットカードの滞納率などを見ると、消費環境は弱含んでいることが分かる。従って、当社は積極的なアプローチの下で、デレーションへの姿勢をニュートラル/ややポジティブに維持している。そして米国債の利回りが上昇すれば、アップグレードへのバイアスがかかる。投資家は、企業の信用における流動性と借り換えリスクを無視すべきではない。従って、当社はHY企業と比較すると優良なIG企業を選好し、安定したリスク・エクスポージャーを維持することをお勧めする。IGセクターの中では、当社は非金融企業よりも金融企業を選好する。これは相対的なスプレッドのバリュエーションと自己資本要件が支援的であることが理由だ。証券化市場は、良好な消費者収益で支えられているが、ボラティリティは依然として高く、流動性が低いため、当社は選択的となっている。当社は、MBSによるリスクを最小限に抑えるために、担保に特に重点を置いている。

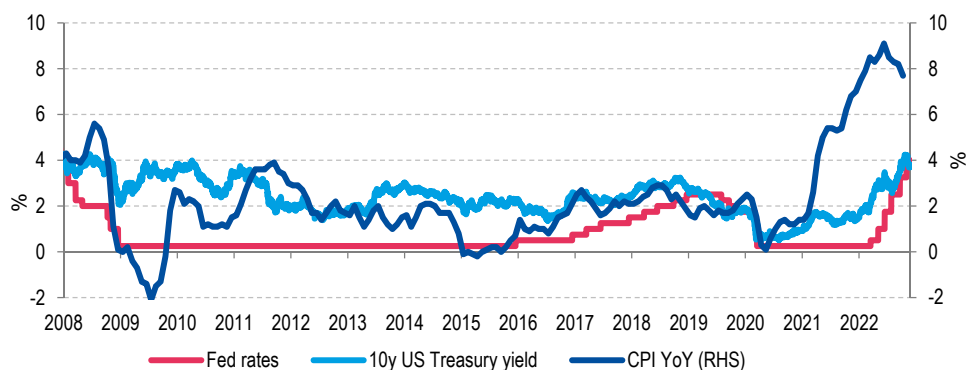
EM (新興市場) の債券

デレーションに関してはややディフェンシブであるが、米国での金利が安定化する可能性は意識している。当社は、スプレッドが良好なキャリアを提供するため HC建て債券を選好する。しかし、LC建てでは各地域のインフレに格差があるため、非常に選択的となっている。国レベルでは、インドネシアとブラジル (インフレの低下傾向) が魅力的に見える。当社はまた、原油輸出国に対しても建設的だ。

FX

USDを選好しEURとGBPに慎重という、当社の戦略的な見解に変更はない。ただし、BRLには、リスクオンのセンチメントの改善や、米ドルのトレンドが変化する可能性に投資する機会があると考えている。加えて、当社はMXNとCLPにはポジティブだが、EURには慎重である。

FRBは引き続きインフレ傾向を評価するだろう



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 15 November 2022.

GFI=グローバル確定利付き証券、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、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

株式

条件を広範囲にすることがチャンスを提供することもある



Kasper ELMGREEN
株式部ヘッド



YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル・ヘッド



KENNETH J. TAUBES
米国投資運用部C/O

時価総額のスペクトルを下方に広げれば、バリュエーションとリターンの可能性が魅力的な企業を発掘する機会があるかもしれないが、当社は厳選している

全体的な評価

金利の上昇と成長の減速は、企業収益に圧力をかけている。Q3の収益の大部分はすでに公表されたが、収益は概してある程度の抵抗力を示しているが、2023年の状況は楽観的とは思えない。予測は下方傾向にあり、その傾向は続くと思われているが、これはすでに多くの企業のバリュエーションに織り込まれている。しかし、ばらつきが大きいので、銘柄選びには有利だ。これとは別に、以前は品不足を引き起こしていた供給上の制約が、今では消費の最前線に現れている。例えば、英国ではエネルギー価格の上昇が、一般消費財の支出に影響を与えている。**従って、当社はバリュー株、優良株、配当志向の企業を優先して、ファンダメンタルズ分析をしている。**

欧州の株式

当社は、一方でディフェンシブな生活必需品企業を、他方で優良な循環企業を保有することで、バランスの取れたアプローチを維持している。また、抵抗力あるバランスシートを持ち、価格決定力があり、フリー・キャッシュフローを生み出す能力を備えた企業に引き続き焦点を当てている。悪化する経済環境とインフレからの逆風を乗り切る能力が鍵となる。これに念頭に、ディフェンシブ株と循環株の両方にチャンスがあると見ている。**当社はリテール銀行を選好する。他の循環銘柄とは異なり、預貸金利ざやと収益が、金利上昇から恩恵を受けるからだ。**加えて、現在の価格では、これらの銘柄へのインプライド期待は非常に低い。対照的に、当社はユーティリティ企業については、規制リスクを考慮して、またテクノロジー・セクターについては、現在のマクロ経済環境ではバリュエーションが過剰であるため、比較的慎重になっている。全体的には、すべてのセクターで特定の機会を探すことに引き続き注意を払っている。

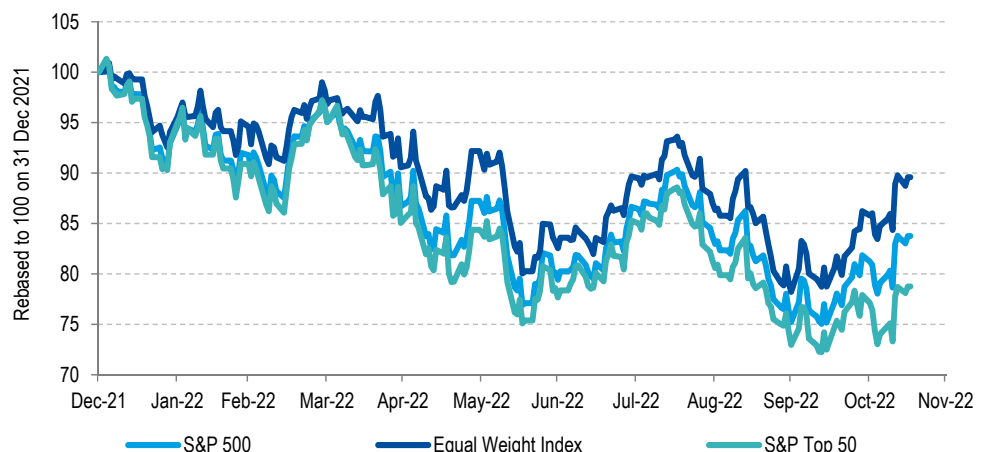
米国の株式

等加重指数が過大資本を持つS&P 500指数をアウトパフォームしているため、市場にはいくらかの亀裂があり、全セクターでバリュエーションには格差が見られる。**更に、2023年の収益見通しはまだ十分弱くなっていないため、成長鈍化に関する当社の見解とは異なる。これらすべてが集合的に、銘柄選択において興味深い背景を作り出している。**当社は、特に割高で採算性の悪い不採算のグロース企業には注意を払っているが、利益成長の可能性を修正し保持する優良なバリュー企業にはポジティブな見解を維持する。これは、割高なディフェンシブ銘柄、生活必需品、公益事業、不動産分野の銘柄、そして大型株に注意を払うバリュエーション主導のアプローチで補完されている。また、超大型銘柄についてもディフェンシブになっている。一方で、優良なのに割安となっている厳選された景気循環銘柄が魅力的になってきている。セクターレベルでは、当社は銀行、医療、一部の消費財の銘柄を選好する。銀行株は高いリターンの可能性を示しているが、当社はボトムアップ方式を維持し、信用リスクがこのセグメントの重要な差別化要因であると考えている。

EM (新興市場) の株式

新興市場のバリュエーションには説得力があり、収益予想は改善しているが、細分化された世界であるため、厳選を維持している。当社の確信の中心は、ブラジル（格上げされた）とUAEだ。アジアでは、ゼロコロナ政策が再調整されれば、中国経済が回復するはずであるが、これについてはもっと明確になる必要がある。当面の間、当社はニュートラルで柔軟な姿勢を維持する。セクターレベルでは、一般消費財と不動産を選好するが、医療と中国の金融銘柄には慎重だ。

米国株式：超大型株の業績不振の中、時価総額スペクトルでやや格下の銘柄にチャンスがある



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 16 November 2022.

今月のトピック

ディフェンシブな資産配分は2023年まで延長され、来年後半にはリスク・エクスポージャーが徐々に高くなる



Lorenzo PORTELLI

クロス・アセット戦略ヘッド、アムンディ・イタリアのリサーチ・ヘッド、アムンディ・インスティテュート



Silvia DI SILVIO

シニア新興市場マクロ・ストラテジスト、アムンディ・インスティテュート

今後12ヶ月に予測される経済的背景は、現在起こっている調整が2023年前半まで続くことを示唆している。H2には、一部の逆風は弱まり（物価による圧力が弱まることとFRBが政策を据え置くため）、現在のディフェンシブなスタンス（金、投資適格信用、および国債にいくらか傾いている）からリスク・エクスポージャーを増やす傾向へと徐々に転換することが期待される（主にDMの株式と優良な信用を介して）。

2023年のビジネス・サイクルは、主に相互に関連する2つの要因によって形成されるだろう。つまり、顕著な世界的な減速、まだ目標を上回っているインフレ（およびそれらによる金融政策への影響）、そしてその結果としての利益不況だ。成長率は先進国市場(DM)全体で減速すると予想されているが、程度としては、標準を下回る程度の米国から、数四半期はマイナス成長となるユーロ圏と英国まで様々だ。過去18 か月間に世界のインフレが非常に速いペースで上昇し、それが（ペースが鈍化しているものの）2023年まで持続することで、引き起こされた生活費危機は、消費者支出と消費者心理の両方に深刻な打撃を与えるだろう。中央銀行（CB）は、2022年には価格ダイナミクスの急上昇に対して、活発に対応することを余儀なくされたが、少なくとも2023年Q2まではタカ派的姿勢を維持することで、需要を冷やしてインフレ圧力を下げ、望ましくない金融環境の緩和を防ごうとするだろう。

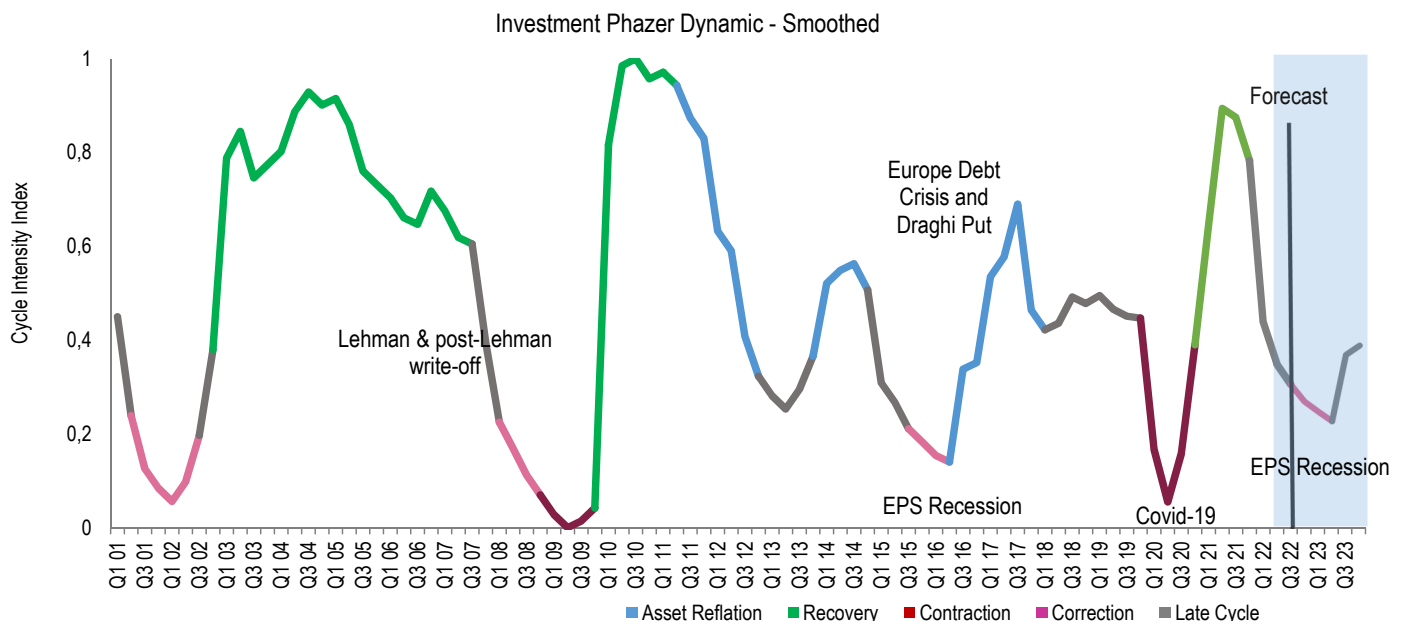
このような経済環境では、2023年Q1とQ2には利益の後退が予測される。12 か月のトレーリング・ベースで米国のEPSはそれぞれ、-10%と-15%縮小するだろう。収益と利益には圧力がかかるだろう。前者はドル高と名目GDP成長率の低下による営業収益減速で、後者は主要な生産要素である資本と労

働コストの上昇が原因だ。トレンドを下回る成長と「非常に弱い」から「マイナス」となる収益が、調整段階の主な特徴であり、当社の投資フェーザーによると、2022年Q3から2023年H1まで、これが主流の経済体制となる。

この期間における資産配分は、金と投資適格 (IG) 社債に傾倒したディフェンシブ姿勢となると予想される。（「典型的」な調整局面では選好される）国債のポジションについては、過去の同様の体制と比較すると、デュレーションをより積極的に管理する必要があると当社は考えている。実際、最近の米国インフレ率（10月の米国 CPI）の予想外の下落は、FRBのハト派的方向転換を明確に引き起こす可能性は低く、タカ派的な姿勢は2023年H1まで続く可能性が高いため、H1には国債の利回りに上振れリスクとボラティリティが加わる可能性がある。

2023年H2に入ると、H2に予想されるインフレ・ダイナミクスの大幅な調整が、ビジネス・サイクル改善と調整から後期サイクルへの切り替えのための重要な原動力となる。進行中の景気減速にもかかわらず、価格圧力は緩和されるが、前年比ではパンデミック前の平均レベルとCBの目標を上回ったままで推移するだろう。米国では、インフレ総合指数のモメンタムは弱まっていくだろう。2022年Q2に9%でピークに達した後、米国のイン

2001年以降のアドバンスト・インベストメント・フェーザー体制の発生



Source: Amundi Institute. Data as of November 2022.



今月のトピック

2023年は、インフレが高騰
する中での世界的な減速
と特徴づけられる

フレ総合指数は、より緩やかなペースで推移すると見られる。これは主にガソリン価格が下落し、平均前年比で2022年の8.1%と比較して4.1%と安定していることが理由だ。しかし、価格が硬直的である主な原因は **コア・インフレ** である。コア個人消費支出（PCE）は、2022年の5.0%と比較して、2023年には平均前年比で3.5%まで下落すると予想されるからだ。ここでは、コア財でモメンタムが弱まっている一方で、コア・サービスについては、その逆のことが起っている。実際、サービスの価格は賃料に依存しているが、現在実際の賃料の減速が見られるため、おそらく2023年Q2には、それが公式CPI指数に反映されるだろう。

要約すると、2022年に見られたPPIの数十年来のピークは、ベース効果の低下とコモディティ予測の改善により、来年には前年比で半分以下になるはずだ。最後に、人件費の動向も、賃金スパイラルのリスクと、それが金融政策に与える影響を評価する上で重要である。高インフレ期待が定着した場合には、金融政策はさらに引き締められるべきだからだ。

上記のインフレ・シナリオが、アムンディ・インスティテュートのインフレ・フェーザーの背景となっている。それは2022年に広がり、2023年Q1にも存続する可能性が高い **ハイパーインフレ** 体制から、より穏やかな **インフレ体制** へと移行する兆候を示している。歴史的にはこの体制は前年比で、3~6%の範囲の価格上昇圧力を特徴とする。まだ目標を上回っているとはいえ、価格上昇圧力が緩和されれば、消費者の生活費への負担は軽減され、H1の景気底入れからの回復が可能となり、FRBは利上げを停止できるだろう。

資産配分の観点から見れば、金融政策が据え置かれる（次の動きは利下げと想定）ことは **イールドカーブを急激にスティープ化するため、DM株式と優良信用銘柄に傾倒した、高リスク資産を支える環境が整う。**

2022年11月21日作成



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

当社はシナリオの内容と確率をそのまま維持する。当社が「中心的なシナリオ」の中で起るかもしれないとして特定したリスク要因のいくつかは、市場によってまだ十分に織り込まれていない。リスクは短期的にはまだ下向きに偏っているが、12～18ヶ月の間に下向きの誘発するには、いくつかのリスク要因が組み合わされる必要がある。このような状況では、下振れシナリオは上振れシナリオによって相殺されると当社は見ている。例えば、ガス価格の緩和および/または世界的な金融政策の引き締めの組み合わせによる、インフレ率の急速な低下などだ。しかし、その影響は過小評価される可能性がある。

下振れシナリオ 15%	中心的シナリオ 70%	上振れシナリオ 15%
深刻な世界的不況	乖離の上昇を伴うスタグフレーション	インフレは急速に後退し、スタグフレーションのナラティブは終焉を迎える
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none"> ウクライナでの戦争が悪化・拡大する。 エネルギー危機と欧州でも深刻な景気後退。 新型コロナの復活。 インフレ期待が解放されCBがコントロールできない。 中国の景気後退。 世界的な景気後退。第2段階では、再びデフレ圧力がかかる。 複数の新興国のデフォルトを伴う世界的な金融危機/債務危機。 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。景気後退が金融抑圧への道を開く。 気候変動対策が延期される。 	<ul style="list-style-type: none"> ウクライナでの戦争が膠着状態になる。当社は2023年のある時点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ある。 エネルギー危機は続く。ガス価格は補充段階で上昇すると予想されている。EUには信頼できる上限がない。 新型コロナは エンデミックである。 インフレが2024年までにCBの目標まで低下しない。 2023年には世界経済は深刻な減速を見せる： 欧州の景気後退、米国と中国における景気後退リスクの高まり。2024年には緩やかな景気拡大と標準以下の成長が予想される。 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。 の乖離：FRBは正常化を続けるが、利上げの規模を縮小する。ECBは金利を引き上げ、受動的なQTを採用し、伝達保護手段 (TPI) を活発にする。PBoCは緩和的な傾向。 EU全体での¥ポリシー・ミックスには一貫性がない。財政政策は緩和的だが、協調性がなく、的を絞っていない。逆に、2022年の米国の財政インパルスはマイナスだったが、2023～24年にはより中立になると予想される。 気候変動がコモディティのサイクルを混乱させ、スタグフレーションの傾向を強める。 	<ul style="list-style-type: none"> ウクライナでの停戦が和平交渉への道を開く。 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。 新型コロナ感染が後退する インフレは急速に後退し、供給の混乱が緩和される 世界的な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。 不確実性が低下したことと余剰貯蓄と新たな購買力は、DMにおける消費と投資を促進する。 財政規律 は徐々に回復 欧州では、変化するエネルギー・ミックスに対応するための新しい計画 (共通債務) が導入される。 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	市場への影響	市場への影響
<ul style="list-style-type: none"> — 現金、米ドル、米国債を選好する。 — 最小ボラティリティ戦略を実行する。 — 金。 	<ul style="list-style-type: none"> — 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れば、国債は深刻な景気後退へのヘッジとしての機能を取り戻す。 — 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。 	<ul style="list-style-type: none"> — 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選好する。 — 米ドルが下落する。 — インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債と株式を選好する。

- 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

3つのリスクに対して確率を変えずに維持する。全ての面でリスクが増大しており、それらは互いに密接に関連している。経済のファンダメンタルズは世界的に悪化している。これは中心的シナリオに反映されている。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。しかし、リスクは短期的には下方に向かっている。新型コロナ関連のリスク(中国のロックダウンを含む)は、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、それらは明らかに関連性がある。

経済的リスク

30%

- 世界的な景気後退は、石油/ガス・ショック、引き締められている金融環境、購買力が失われたことで引き起こされる。
- ロシアによるガス供給の兵器化が欧州の深刻なエネルギー危機の原因となり深刻な不況(信頼感ショック)をもたらす。
- 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。
- CBによる無秩序な調整が、供給主導のインフレを過小評価し、コントロールを失う。
- 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圧力)。
- 中国の景気後退。ゼロコロナ政策と住宅危機の組合せで制御不能に陥る
- 大いなる偶然の終焉：スタグフレーション圧力の中、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：ポリシー ミックスに一貫性がない(財政政策は緩和的だが、金融政策)は引き締めの
- 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災害が成長の可視性と社会的バランスを損なう。

金融・財政リスク

30%

- 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、デフォルト・リスクを増大させる。
- 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。
- 米ドルのオーバーシュートが不安定な通貨市場の原因となる。
- 通貨戦争：通貨高は中央銀行がインフレ圧力と闘う一つの方法だ。

(地政学的) 政治リスク

30%

- 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%の確立でこの紛争は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、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 v. 循環株。

+ CHF、JPY、金、CDS、選択性、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

- 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し内需が弱まる中、経済モメンタムは徐々に鈍化している。当社は米国のマクロ経済の見通しが悪化していることを確認する。これは金融環境が徐々に引締められていることが原因だ。2023年半の景気後退リスクはまだ顕著だ。欧州では、今冬季に生活費とインフレがけん引する景気後退が予想されることを当社は確認する。
- インフレは、米国ではピークに達したと見る。インフレ総合指数とコア指数の両方で徐々に減速することが予想されるが、通常よりも持続性が高い兆候がある。ユーロ圏では、インフレはピークに近づいているかもしれないが、今後数か月間は2桁付近に留まり、緊張が高い水準に留まると予想する。
- 長期にわたる地政学的な緊張と、財政政策と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

- 株価は最近の反発の後、割高に見える。エントリーポイントへの強力な呼び水を見つけることはまだ困難だ。
- 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の整合性があるように見えるが、景気後退のリスクはまだ割引かれていない。高い金利を考慮すると、相対価値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。収益不況が中心的なケースだ。

ニュートラル+
資産配分

●●● テクニカル要因

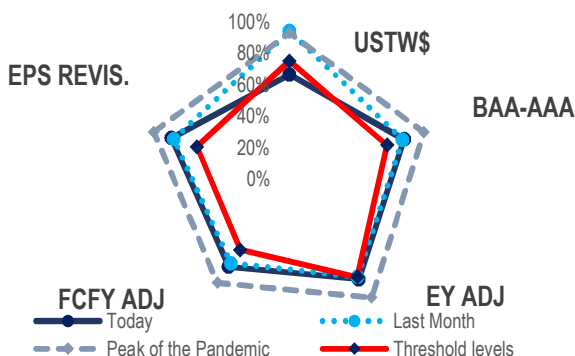
- テクニカル要因は現在の市場設定では非常にボックスが高いが、2022年11月には高リスク資産を強力に支えている。当社のトレンド指標では、高リスクを買い持ちすることに価値があることを暗示している。10月下旬にはほとんどのトレンドが断片化から安定化に移行したためだ。一方で、逆張りの指標は、売りシグナルを発するまでにはほど遠いものの、大幅に回復しているため、年末に向けて慎重になるべきだ。

●●● 市場心理

- 米国のインフレ圧力が低下すれば、金利のボラティリティが反発する。金融環境がそれに呼応して緩和される。リスク・センチメント指標はまだ不安定だが、11月には急速に改善した。金融環境はまだ引き締られているが、大幅に緩和されている。米ドルの売り局面は当社のCASTモデルに反映されている。リスクオフの確率は10月よりも大幅に低下している。MoMoは、すでにリスクオフのムードにある唯一のモデルだ。これは、それほどディフェンシブではない投資家とリスクに敏感な短期指標の改善が背景にある。

クロス・アセット・センチネル基準値 (CAST)

– 米ドルの売り局面は、11月の強力な下支え要因。CASTの防御力はやや低め。



Source: Amundi Institute. Data as of 18 November 2022.

CASTのリスク認識は、Q1の構造的な上昇を示すことに失敗した。しかし、Q2には選好度はそれほど高くなかった。EPSの修正は引き続きネガティブであり、信用のリスク・プレミアムはまだ高く、警戒レベルを超えているが、米ドルの動きは、より控えめなスタンスを求めている。CAST OFFの確率は最高値を下回り、ニュートラル・ゾーンに突入。

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、いかなる市場のストレスをも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、最終的にはディフェンシブ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 ECBは景気後退リスクを懸念

- ECBは10月の会合で、欧州経済が2022年後半に景気後退に陥ると予想されるため、インフレとの闘いがいかに困難になるかを強調し、利上げ経路はそれほど積極的ではなくなることを示唆した。
- しかし、インフレ率が高いままであるため、ハト派的への方向転換にはコミットできない。
- 当社は最終的な預金金利の予測を2.75%から2.50%に引き下げた。
- すべての中央銀行にとって、来年の課題は自らについての信頼性を維持することだろう。ハト派的なサプライズがあるなら、同時にインフレが目標に向かって満足のいく進展を見せているべきだ。

投資への影響

- ドイツ国債10年物の利回りの12ヶ月目標は 2.3~2.5%で据え置かれた。
- EUR/USDの目標も据え置き、6ヶ月は0.92、12ヶ月は1.02となっている。

2 FRBは引続きインフレとの闘いにコミットしている

- 11月のFRBのコメントはハト派的であったが、パウエル議長の記者会見はタカ派的だった。FRBは、市場が利上げ規模の縮小をハト派的への転換、またはインフレへの戦いへのコミットメントが欠如していると、解釈することを望んでいないのだ。
- FRBは必要があれば経済活動を強力に支えるツールを備えているため、過度の引き締めによるリスク・リターンが得られると当社は考える。これはパンデミックの最中に見られた。
- 最終的金利と、金利がどの位の期間引き締めの領域に留まるかに焦点が当たるだろう。
- 当社は最終的なFF金利を5.25%と予測する。

投資への影響

- 米国債10年物の利回りの12ヶ月目標は3.9~4.15%で据え置かれがた。

3 DM全体のインフレ傾向

- 米国のコア・インフレは硬直的であることが証明されているが、ガソリン価格が下落するため、総合インフレは今後数か月で低下するはずだ。
- 米国のPPIはピークに達し、CPIとPPIのギャップは縮小しているが、平均を上回っている。低いPPIから低いCPIへの移行は遅れる可能性があるが、シグナルは正しい方向を示している。
- ユーロ圏のインフレ（総合とコアの両方）は、2022年Q4にピークに達するはずだが、今後の賃金交渉ラウンドは非常に重要だ。インフレの持続性を強化する可能性があるためだ。
- ユーロ圏のインフレ圧力はまだ強く、完全には解消されていない。PPIは限定的な緩和というシグナルを発しており、CPIとPPI間のギャップはまだ大きい。

投資への影響

- 株式のアンダーウェイト (UW) を確認する。
- コア金利：デフレーションのUW/ニュートラルのポジショニング、実質金利の上昇、米国イールドカーブのフラット化を確認する。
- 欧州周辺国の金利：慎重なアプローチを維持。
- 信用市場：米国HY債よりも米国IG債を选好。

4 政治および地政学についての最新情報

- **米国中間選挙**：民主党が予想以上の健闘を見せ、上院で過半数を獲得したが、下院での支配は失った。今後2年間には、大きな法案が可決される可能性は低く、米中間の緊張は続く可能性が高い。ウクライナへの資金提供は、より精査されるだろう。
- **英国の財政予算**：重要な保守派有権者層を支えながらも、市場の信頼を取り戻すことを目的としている。しかし、「レベリングアップ」への支出を増やし、高所得者に高い税をかけるところを見ると、保守党は依然として労働党の旧「赤壁」議席をターゲットにしていることを浮き彫りにしている。これらの議席は前回の総選挙で労働党から保守党に乗り換えた「取り残された」地域だが、その後、保守党にますます不満を抱くようになった地域だ。
- **ブラジルの大統領選挙**：第2ラウンドではルラが勝利した。彼は大盤振る舞いをすることに熱心であるように見えるが、市場の圧力がさらに強まると、そのスタンスを緩和する可能性もある。

投資への影響

- ポピュリストによる政策が阻止されたため、市場は「ねじれ」状態にある政府を楽しんでいる。



5 中国の構造的な減速はすでに表面化している

- 潜在成長率の鈍化には2つの原因が寄与している。人口の急速な高齢化と資本収益率の低下だ。
- 新型コロナ制限が完全に緩和されるのは2024年までありそうにない。
- 住宅市場による足かせ、2023年には後退するはずだ。
- Q3のデータが予想を上回ったため、当社は2022年の成長見通しを2.9%から3.2%に引き上げた。しかし、2003年の見通しは、ゼロコロナ政策についての見通しが暗いため、5.2%から4.5%に引き下げた。今後3年間で、4.0%の成長が達成可能であり、その後は3.0%に低下すると予想される。

投資への影響

- HSCEIをロングし、MSCI中国とCSI300の配当を追加する。
- 信用：ニュートラルを維持。6ヶ月/2年物HY債は比較的安価だ。
- 金利：短期からニュートラルに移動。
- コモディティ：ニュートラルな姿勢を維持。

6 Q3の決算発表シーズン：マイナスに転じるが、崩壊ではない

- EPSの格下げと結果は予想を上回った。打撃にもかかわらず、企業はフォワードガイダンスを縮小している。
- 成長の鈍化とインフレの影響は、エネルギー部門の力強い成長に表れている。この部門はEPSの主な原動力であり続ける。エネルギーを除くと、米国Q3のEPSは-3.4%、欧州は9.6%となる。
- いくつかの消費者セクターは苦戦しているが、特に欧州では、不動産セクターも同様だ。

投資への影響

- 欧州よりも米国を選好するが、株式には慎重さを維持するべき。
- 優良株、バリュー株、高配当株、最小ボラティリティに焦点を当てる。



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	=/+	弱気相場での株式の上昇を目的にしている。これは投資家がインフレ期待と消費の底堅さに存するFRBの姿勢の変化を評価しようとしているためだ。当社はこのフェーズを、選択的なアプローチと超大型株を介してナビゲートし、強力なビジネス・モデルと配当を通じて少数株主に報いる能力を持つ企業に焦点を当てている。	
	米国のバリュー株	+	経済成長が鈍化する時には、優良な特性を持つバリュー銘柄が選好される。しかし、当社は全体的に、収益の回復力を現在のバリュエーションと比較した上で機会を探している。	
	米国のグロース株	-	金融政策が引き締められる中、グロース銘柄は今年も低迷を続けた。一部のテクノロジー銘柄は今年調整されたため、気を配ってはいるが、グループとしてのグロース株には引き続き慎重だ。	
	欧州	-	▲	欧州での生活費危機は、企業の収益と株式にも影響を与える。しかし、CBがハト派的なガイダンスを出す兆候があるため、短期的に反発が起きる可能性もある。当社は慎重な姿勢を維持するが、このことが一時的に市場を押し上げる可能性がある。当社が景気循環に変化があると確信するためには、明確なCBの行動と収益の上方修正が必要だ。
	日本	=		輸出志向である日本市場は、循環によってけん引されているが、一般消費財産業を含み、世界経済の成長の鈍化から圧力を受ける可能性がある。しかし、円の動きが影響を与える可能性があるため、当社はニュートラルな姿勢を維持する。
	中国	=		新型コロナに関するニュースが市場を動かしているが、しかし、当社は政府が中期的にどのような新型コロナ政策を採用するかについての明確さを必要とする。現時点では、当社の姿勢はニュートラルで、「共同富裕」成長モデルへの移行、国内消費および地政学的リスクについて評価している。
	中国を除く新興市場	=		地政学的な緊張、特異なリスク、内需が当社の新興市場への見方をけん引しているが、依然として銘柄選択を重視している。ブラジルやUAEなどのコモディティ輸出国には前向きだが、台湾や、フィリピンやマレーシアなどの東南アジア諸国には慎重だ。
確定利付き証券プラットフォーム	米国債	=/+	▲	市場は、以前よりも高い最終金利、魅力的な米国債のバリュエーション、そして経済成長の鈍化のリスクをすでに織り込んでいる。このことは米国債にとって建設的だ。しかし、最新のインフレ率は予想を下回ったが、FRBは引き締めスタンスを変更する前に、インフレ傾向を評価すると考える。当社は非常に活発になっている。実質利回りも、特に中期的には魅力的になっている。
	米国IG社債	=/+		IG債のスプレッドは、企業のファンダメンタルズ、米国の利回り、そしてインフレ期待に左右される可能性が高い。最近の利回りの動きはスプレッドの縮小を後押ししているが、優良なIG市場にとっては、わずかにポジティブだ。しかし、投資家は慎重に選択する必要がある。特に借換えや流動性の問題に注意を払うべきだ。
	米国HY社債	-		経済環境と収益の悪化が懸念される中、ハイイールド債には引き続き慎重だ。バランスシートが脆弱でキャッシュ水準が低い企業ほど大きな影響を受けるだろう。当社は流動性リスクに注意している。
	欧州国債	=		最近のECBの金利上げは、当社の予想に沿ったものだったが、フォワード・ガイダンスはややハト派的であった。一方で、欧州では景気後退の可能性が高いと思われるため、欧州のコア・デュレーションについてはほぼニュートラルな姿勢を維持することができている。イタリアなどの欧州周辺国市場では、新政府が財政規律を肯定していることはポジティブであるが、引き続き注意が必要だ。
	欧州IG社債	=		最近のECBのコメントはIG債市場を支えたとも言え、経済成長の鈍化と地政学的な緊張は信用市場にとっては好ましくなく、スプレッドのボラティリティを高めるだろう。今の経済環境においては、持続可能なキャッシュフローと借換えリスクを乗り切る企業の能力が、重要な問題だ。
	欧州HY社債	-		HY債のスプレッドは上手く持ちこたえている。これは限られた供給と許容可能な企業収益が理由であり、企業のファンダメンタルズが悪化するリスクは残っている。そのため、当社は資本コストと流動性を重視し、HY債には慎重だ。
	中国の政府債	=/+		金融政策からの支援は続いている。世界の投資家にとっては、中国債券はと分散的な利点がある。さらに、中国の成長鈍化は、この資産クラスを支えるだろう。
	EM債券HC	=/+		最近のスプレッドの縮小にもかかわらず、HC建て債券のバリュエーションは歴史的な観点から見て魅力的だ。米国債の利回りの安定化、原油価格の高騰、EM-DMの良好な成長格差は、HC建てにとってプラスになるはずであり、当社はIG債よりもHY債を選好する。当社は、ブラジルについては慎重ながらも楽観的（健全な経済、インフレ率の低下）であるが、債務不履行には注意している。
	EM債券LC	=		インフレ率に格差があるため、金融政策の引き締めペースが異なる環境では、LC建ては非常に厳選し、EM FX については慎重な見方を維持する。この点については、当社は米ドルの動きとFRBによる政策変更の兆候を監視している。
その他	コモディティ			供給側からの圧力と地政学的な緊張（イラン/サウジアラビア、EU/ロシア）は、短期的には原油価格をいくらか支えるだろう。このことは短期的には分散要因となるかもしれない。しかし、景気後退によるリスクは認識している。金は今年、実質金利の上昇に悩まされたが、経済が悪化すれば、金は安全な避難所として機能すると考える。2023年に入ると、FRBのスタンスが変化する可能性はポジティブだ。
	通貨			当社は米ドルに対しては引き続き強気であり、市場は今後、FRB のハト派の方向転換を試すことになると考える。当社は英ポンドに対する悲観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：2022年11月27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、将来起るこの予測または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

2022年11月22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	2.1	2.7	8.3	6.3	4.0
先進諸国	2.6	0.3	1.0	7.6	5.0	2.5
米国	1.9	0.8	0.6	8.1	4.1	2.3
日本	1.6	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
英国	4.4	-0.6	1.1	9.1	7.7	3.8
ユーロ圏	3.2	-0.7	1.1	8.7	7.5	3.2
ドイツ	1.7	-0.7	1.0	9.0	7.6	3.1
フランス	2.5	0.0	1.0	6.1	5.3	3.0
イタリア	3.7	-0.4	0.8	8.9	8.1	3.2
スペイン	4.5	0.3	1.3	8.6	4.3	3.4

出典：アムンディ・インスティテュート。

- **米国**：Q3のGDPには上向きのサプライズがあり、これが2022年の平均予測を押し上げた。しかし、引き締めの金融政策が、潜在レベルを大幅に下回る成長率に留めているため、2023年～24年の当社予測は大幅に変更されていない。当社は2023年H2には景気後退のリスクが高まると予測する。最も弱い成長傾向、最も弱い国内需要の構成、そして高まる景気後退のリスクを予測する。インフレはピークに達したように見えるが、インフレの硬直性が今後重要な特徴となる。コア・インフレはゆっくりと低下し、目標を上回るレベルで推移するだろう。
- **ユーロ圏**：Q3にはGDPの上向きのサプライズがあり、2022年からの持ち越し成長を押し上げた。それにもかかわらず、GDPは2022年Q4から2023年Q1にかけて縮小し、その後、弱い回復が続くと予想する。インフレの後退は消費者に救済を提供する（インフレが景気後退の主な要因となるため）。2023年の平均的なダイナミクスは以前の予想よりも弱いため、2023年から2024年の予測成長率も幾分弱くなる。当社は、2022年末から2023年初頭にかけてのインフレ予想を引き上げた。これは、堅調なモメンタムと広範なインフレ圧力によるものだ。エネルギーに関連するリスクは、インフレと成長の見通しの両方にとって引き続き顕著だ。
- **英国**：生活費の上昇と財政の逼迫により、景気後退が数四半期にわたって続くと予想する。経済は2023年に約-0.6%縮小し、その後回復して2024年には1.1%拡大すると予想する。当社の予測は最近の財政発表を考慮していないため、リスクは下向きに傾いている。インフレが2023年Q1まで、2桁の領域で上昇し続け、2022年Q4にはピークに達すると予想するが、期間目標を上回ったままで推移すると見る。
- **日本**：Q3のGDP成長率は予想よりも弱く、季節調整済みの前四半期比で0.3%縮小した。国境が再開された後、10月には海外からの訪問者数が2倍になり、2019年レベルの18.8%まで回復した。しかし、国境再開からの後押しは、2023年の外部からの逆風を完全に相殺するには不十分だ。需給ギャップが縮小し、インフレ期待が上昇したため、コア・インフレ率は上昇した。コア・インフレ率（生鮮食品とエネルギーを除く）は、2023年Q4に1.0%を下回り始めると見るが、その前2022年Q4と2023年Q1には2.0%を超えると当社は予測する。

主要金利の見通し

	30-11 2022	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	4.00	5.25	5.10	5.25	4.77
ユーロ圏	1.50	2.50	2.90	2.50	2.90
日本	-0.10	-0.10	0.02	-0.10	0.09
英国	3.00	4.50	4.60	4.50	4.60

出典：アムンディ・インスティテュート。

- **FRB**：利上げ幅縮小への扉は開かれている。FRBは特に次を考慮するだろう：「金融政策の累積的な引き締め」と「金融政策が経済活動に影響を与えるラグ」。しかし、FRBにとってはいまだにインフレがすべてだ。FRBは利上げ規模の縮小を、市場がハト派的な方向転換、またはインフレとの戦いへのコミットメントの欠如の兆候であると、解釈することを望んでいない。最終的な金利と、FRBがどの位の期間金利を引き締めに維持するかは、いまだに大きな問題だ。当社の最終的なFF金利のシナリオは5.25%である。
- **ECB**：10月の会合で、ECBは政策金利を75bp引き上げ、預金金利を1.5%とし、長期借り換えオペ条件の変更を発表した。ECBは、政策正常化についてかなりの進展があったことを認めることで、よりハト派的なトーンを通して重要なメッセージを発信した。これは主に経済見通しの悪化が背景となっている。直近の議事録から、ECBは利上げのペースを減速させると予想する。当社の最終預金金利の予測は2.50%である。
- **日銀**：市場は、黒田総裁が2023年4月28日に退任した直後に、日銀が政策金利の引き上げを開始すると推測している。当社はそのような推測の実現に30%の確率を割り当てる。日銀はすでに引き締めの時期を逃したと見ているからだ。日銀は、インフレが上昇し成長が順調な時でも、ハト派的姿勢を固持し、引き締めへのあらゆる圧力に抵抗してきた。世界経済は2023年初めに景気後退に転じるため、当社には日銀が政策を変更する理由が見当たらない。市場は単一の出来事に重きを置きすぎて、政府機関全体に蔓延しているハト派的傾向を過小評価している。
- **BoE**：最新の会合で、BoEは他の中央銀行と同様、75bpの利上げを行った。利上げ幅は以前よりも大きかったにもかかわらず、コミュニケーションはハト派的だった。フォワード・ガイダンスに関しては、BoEは以前は5%を超えていた市場の最終金利期待を明確に押し戻したが、一連の新しいマクロ予測は、フォワード・ガイダンスのメッセージに沿ったものであった。同時に、リスクがまだ上向きであることを明確にした。当社は12月には50bpの利上げを予測し、最終的には金利は4.5%でピークに達すると予想する。

金融政策会合の予定

中央銀行	次の会合
FRB FOMC	12月14日
ECB政策理事会	12月15日
イングランド銀行 MPC	12月15日
日銀MPM	12月20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

2022年11月22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	2.1	2.7	8.3	6.3	4.0
新興諸国	4.0	3.4	3.9	8.8	7.1	5.1
中国	3.2	4.5	4.3	2.0	2.2	2.1
ブラジル	3.1	0.8	1.7	9.4	4.6	4.3
メキシコ	2.7	0.7	0.6	7.9	5.8	4.5
ロシア	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
インド	7.3	5.6	6.0	6.8	6.0	6.0
インドネシア	5.2	4.5	4.8	4.3	5.0	4.1
南アフリカ	1.7	1.2	1.5	6.8	5.9	4.9
トルコ	5.3	3.1	4.4	72.9	56.7	29.9

出典：アムンディ・インスティテュート。

- **中国**：新型コロナの感染者数が、4月以来最大となっており、地方自治体は新規感染者を増やさないため、更に多くの規制を課している。医療的監視下にある人々の数（100万人以上）は無症状患者や濃厚接触者を含むとはいえ、記録的となっており、重症例が急増する可能性が高い。10月と11月の経済活動が低迷していることは、Q4の成長率は連続して縮小に近いこと示唆しており、弱い回復という当社の予測が試されている。インフレについては、中国の段階的な経済再開というアプローチは、デysinフレになる可能性が最も高いというのが当社の考えだ。
- **インドネシア**：10月のインフレは緩やかに低下した（6.0%から5.7%へ）。これは最近の中央銀行の会合に沿ったものだった。インドネシア銀行（BI）は政策金利を50bp引き上げて5.25%とした。実際、総合インフレは2023年のほとんどの期間、目標を大幅に上回って推移すると見られ、コア・インフレ（2022年10月には3.3%）は、目標範囲の上限に向かって上昇し、2023年初頭には、それを超える可能性がある。従って、BIは相対的にタカ派的スタンスを維持し、国内および国外（輸入インフレ）のインフレへの懸念から、政策金利をさらに引き上げるだろう。
- **トルコ**：前年比85.5%という10月の極端なインフレにもかかわらず、トルコ中央銀行（CBRT）は、4回連続の利下げを実施し、主要金利を10.5%から9.0%へと150bp引き下げた。そのため、リラは一時的にさらに下落した。中央銀行は、「現在の政策金利は適切であり、8月に始まった利下げサイクルを終了することを決定した」とコメントした。世界的な成長鈍化が予想されているが、トルコはその非正統的な政策に支えられて、2023年には3.1%成長すると予測する。
- **ブラジル**：堅調な年初来の経済活動が穏やかになっている。金融環境が引締められたことが信用のダイナミクスに圧力をかけ始めており、サービス部門が恩恵を受けていた経済再開の成果がもはや得られなくなった。それでも、今年の経済成長率は約3%とみられ、2023年には約1%に減速する。インフレは4月にピークに達し、BCBは8月にタカ派的姿勢で利上げサイクルを終了した。大統領選挙ではサプライズはなかった。ルラは予想通り勝利したが、大差での勝利ではなかった。移行自体にはいくらかのサプライズがあった。ルラの最初の財政提案は建設的とはほど遠いものだった。

主要金利の見通し

	23-11 2022	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	5.90	6.40	6.40	6.15	6.25
ブラジル	13.75	13.50	13.3	11.50	11.05
ロシア	7.50	7.00	7.00	7.00	6.75

出典：アムンディ・インスティテュート。

- **PBoC (中国)**：住宅政策とゼロコロナ政策の転換に続いて、PBoCはインフレ・リスクを警告することで緩和バイアスを弱めようとした。加えて、2週間連続で現金化が増えたため、短期金融市場の金利が急上昇し、ウェルス・マネジメント商品のパニック的な償還が起った。金利の上昇を抑えるために、PBoCは素早く流動性を注入し、金利は低下した。しかし、このことは一律の利下げの可能性がより低くなったことを示唆する。選択的な緩和と融資の制御は継続する。
- **RBI (インド)**：10月の物価指数は、緩やかに減速した。特に、総合インフレは前年比7.4%から6.8%に低下したが、コア・インフレは前年比6.1%から6.0%とはるかに小さい低下となった。インフレは2023年Q1までに、RBIの目標内に適切に低下するため、政策調整は2023年初頭まで続くだろう。今後利上げ幅は小さくすると見る。2023年2月までに、25bpの利上げを1~2回することで、RBIは利上げサイクルを終了し、実質政策金利をニュートラルなレベルにするだろう。
- **BCB (ブラジル)**：高いが、より高くなく、しかし長く維持。FRBは緩やかな利上げペースに向かっているようだが、BCBは8月に12%で利上げサイクルを終了したが、その後、緩和サイクルの開始には程遠い。一方で、新政権が積極的なPEC（憲法補正案）を提出するなどの最近の財政動向と政治的なニュースにより、COPOMはより慎重になり、近い将来さらに利上げを検討することも考えられる。当社はBCBが金利をこれ以上引き上げる必要はないが、長期間高く据え置く必要があると考える。財政による制止力が弱いため、BCBは2023年半ばになってようやく利下げを考慮し始めると見ている。
- **CBR (ロシア)**：CBRは10月28日の会合で政策金利を7.5%に据え置いた。短期的なインフレ・リスクとデysinフレ・リスクのバランスが取れているが、中期的にはインフレ・リスクが支配的であると見ている。インフレが徐々に低下しているとは言え、制裁の影響が拡大し、一部は軍への動員に起因する物資不足、ルーブル安の可能性が、インフレ・リスクとして挙げられており、CBRは政策を据え置く方向に傾いている。当社は、CBRはハト派的には見えず、より慎重なトーンを持っていると見る。経済の見通しはまだ非常に不確実であるが、今後6ヶ月で50bpの利下げが見込まれている。しかし、それが2023年Q2よりも早くなる可能性は低いとみている。

金融政策会合の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
BCBブラジル	12月7日
RBI	12月7日
CBR	12月16日
PBoC	12月20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

2022年11月22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	1.9	0.8	0.6	8.1	4.1	2.3
日本	1.6	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
ユーロ圏	3.2	-0.7	1.1	8.7	7.5	3.2
ドイツ	1.7	-0.7	1.0	9.0	7.6	3.1
フランス	2.5	0.0	1.0	6.1	5.3	3.0
イタリア	3.7	-0.4	0.8	8.9	8.1	3.2
スペイン	4.5	0.3	1.3	8.6	4.3	3.4
英国	4.4	-0.6	1.1	9.1	7.7	3.8
中国	3.2	4.5	4.3	2.0	2.2	2.1
ブラジル	3.1	0.8	1.7	9.4	4.6	4.3
メキシコ	2.7	0.7	0.6	7.9	5.8	4.5
ロシア	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
インド	7.3	5.6	6.0	6.8	6.0	6.0
インドネシア	5.2	4.5	4.8	4.3	5.0	4.1
南アフリカ	1.7	1.2	1.5	6.8	5.9	4.9
トルコ	5.3	3.1	4.4	72.9	56.7	29.9
先進諸国	2.6	0.3	1.0	7.6	5.0	2.5
新興諸国	4.0	3.4	3.9	8.8	7.1	5.1
世界	3.4	2.1	2.7	8.3	6.3	4.0

主要金利の見通し

先進諸国

	11月30日 2022	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	4.00	5.25	5.10	5.25	4.77
ユーロ圏	1.50	2.50	2.90	2.50	2.90
日本	-0.10	-0.10	0.02	-0.10	0.09
英国	3.00	4.50	4.60	4.50	4.60

新興諸国

	11月23日 2022	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	5.90	6.40	6.40	6.15	6.25
ブラジル	13.75	13.50	13.30	11.50	11.05
ロシア	7.50	7.00	7.00	7.00	6.75

長期金利の見通し

2年物債券利回り

	11月30日 2022	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	4.54	4/4.20	4.22	3.4/3.60	3.92
ドイツ	2.14	1.80/2.00	2.06	1.80/2.00	1.87
日本	-0.02	-0.10/0	0.01	-0.10/0	0.04
英国	3.31	3.10/3.30	3.00	3.20/3.40	3.17

10年物債券利回り

	11月30日 2022	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	3.79	3.60/3.80	3.69	3.50/3.70	3.65
ドイツ	1.96	2.30/2.50	1.95	2.30/2.50	1.92
日本	0.25	0.10/0.30	0.38	0.10/0.30	0.48
英国	3.17	3.40/3.60	3.16	3.40/3.60	3.24

通貨の見通し

	11月30日 2022	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		11月30日 2022	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	1.04	1.00	1.02	1.10	1.06	EUR/SEK	10.92	10.80	10.71	10.20	10.50
USD/JPY	138	135	139	125	131	USD/CAD	1.34	1.37	1.33	1.28	1.29
EUR/GBP	0.86	0.89	0.88	0.90	0.89	AUD/USD	0.68	0.65	0.67	0.75	0.70
EUR/CHF	0.98	0.93	0.99	1.03	1.01	NZD/USD	0.63	0.60	0.61	0.65	0.64
EUR/NOK	10.24	10.23	10.00	9.73	9.75	USD/CNY	7.09	7.10	7.15	6.80	7.00

出典：アムンディ・インスティテュート

当社予測についての免責事項

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 MACROECONOMICS



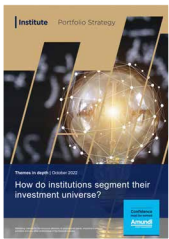
Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Themes at a glance: Gas rationing impact on European economy (29-07-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SANDRINI Francesco, Head of Multi-Asset Strategies - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



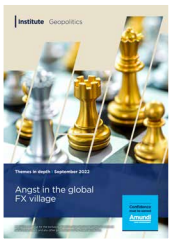
How do institutions segment their investment universe? (25-10-2022)

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - Tazé-Bernard Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

THEMATIC PAPERS GEOPOLITICS



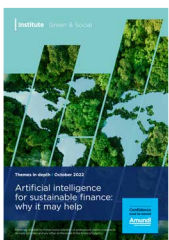
Themes in depth: Angst in the global FX village (30-09-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

Themes at a glance: Upheaval in the global FX regime (30-09-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



Themes in depth/ Artificial intelligence for sustainable finance: why it may help (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

Themes at a glance/ Artificial Intelligence and ESG: How do they fit? (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

INVESTMENT INSIGHTS MARKET STORIES



Emerging Markets Charts and Views - EM investing after the great repricing (27-10-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Time to refocus on bonds - Rethinking portfolios after the great repricing (28-09-2022)

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



UK Fiscal Budget: main political, social and market implications (21-11-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategy Research - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - MIJOT Eric, Head of Global Equity Strategy - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics, Amundi Institute

US mid-term election: no red tide (10-11-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics - Amundi Institute - UPADHYAYA Presh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

1-2 November FOMC meeting: debating a downshift, not a pivot (04-11-2022)

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

A dovish pivot from the ECB: Euro bonds back in focus (28-10-2022)

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

WORKING PAPERS



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 Noureddine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

Incorporating ESG Risk In Fundamental Market Risk Models (18-11-2022)

Dr. SCHWEIMAYER Gerhard, Amundi Germany - STOYANOVA Niya, LMU (University of Munich)

Capital Commitment (10-10-2022)

GOURIER Elise, ESSEC Business School and CEPR - PHALIPPOU Ludovic, University of Oxford, Said Business School - WESTERFIELD Mark M., University of Washington, Foster Business School

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

ASSET CLASS VIEWS



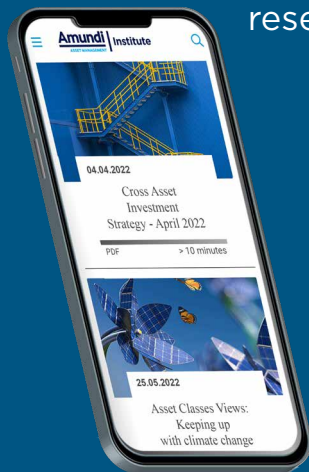
COP 27: not a lost COP after all (22-11-2022)

JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - ERIMO Isabelle, Senior Thematic Marketing Manager - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst

ESG Thema #11 - EU Sustainable Finance Action Plan: State of play (14-11-2022)

JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - DEIXONNE Florent, Head of ESG Regulatory Strategy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy 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 Quant Investment Real Estate
Strategies Asset 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 30 November 2022. 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: 2022年12月2日

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 - Charles O'Rear

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 新興市場マクロおよび戦略リサーチヘッド
BERTHON Jean-Baptiste, シニア・クロスアセット・ストラテジスト
BERTONCINI Sergio, シニア債券リサーチ・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
DI SILVIO Silvia, クロス・アセット・リサーチ・マクロ・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

アムンディ・インベストメント インサイト寄稿者

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

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

HERVÉ Karine, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト
HUANG Claire, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト
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
ROSENBERG Anna, 地政学部ヘッド
USARDI Annalisa, シニア・エコノミスト
VARTANESYAN Sosi, シニア・ソブリン・アナリスト

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