

Institute

#01
2023年1月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

安堵によるラリーが続く可能性は低い

アムンディ・インスティテュート

- 中国：プラグマティズムへの回帰
- 逼迫したドイツ経済が欧州にとっては朗報となる可能性がある

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#01 - 2023年1月

目次

グローバルな投資見解

CIO の見解

安堵によるラリーが続く可能性は低い

p. 3

政策ミスリスクが高く、大きな地域差があることを特徴とする経済環境では、リスク資産に対する慎重なスタンスが求められる。特に、市場の価格設定が完璧であるため、ネガティブなサプライズへの余地がほとんどない今となってはなおさらだ。当社は債券、特に国債と優良信用銘柄については引き続き強気であり、ドルによる逆風が終わる可能性が高いため、新興市場でチャンスがあると見ている。

アムンディ・インスティテュート

王様米ドルが輝きを失う

p. 4

米国の実質金利の上昇とFRBによる引き締めが、2022年にドル高となった主な原因である。2023年にそれが変われば、ドルの強さは失われる可能性がある。

マルチアセット

2023年の始め、ある程度の利益を確保し慎重なスタートを切る

p. 5

ダイナミックな投資アプローチに基づき、当社はリスク資産を格下げした。これは現在の上げ相場は持続しないかもしれないという懸念に基づいている。

確定利付き証券

デュレーションには活発に、流動性リスクには慎重に

p. 6

FRBの仕事はまだ終わっていない。コア・サービスのインフレにはまだ粘着性があるため、当社は高金利が市場の流動性と信用スプレッドに与える影響への警戒を続けている。

株式

ラリーを追いかけず、バランスを保つ

p. 7

市場の収益予想は楽観的過ぎるように見えるため、下落する必要があるだろう。これは現在のレベルが調整されることを意味する。

今月のトピック

中国：プラグマティズムへの回帰

p. 8

2022年は突然のファスト・トラックによる経済再開で終わった。1ヶ月の間に、中国はコロナ関連の制限のほとんどを撤廃し、住宅市場をさらに支援することを約束、経済成長促進政策を設定した。当社は中国経済が、2023年に起る世界的な減速から距離を置き、低水準で加速すると予想する。

テーマ別

緊迫したドイツ経済が欧州にとっては朗報となる可能性がある

p. 10

ウクライナでの戦争に起因するエネルギー危機は、欧州経済の業績と見通しを大きく変えた。欧州各国への影響はロシア産のガスと石油への依存度によるため、不均等となっている。ドイツの産業界は、特に大きな打撃を受けている。どの産業かに関わらず、ドイツの経済モデル全体が危機に瀕している。本稿では、2023～24年のドイツ経済の見通しに関する最新情報を提供する。しかし、取り組むべき課題は欧州全体に及んでいるため、EUレベルで連携されたアプローチのみが、加盟国が対応することを可能にする。これについては、最近のニュースに基づけば、正しい方向に進んでいるようだ。

市場のシナリオとリスク

> 中心的 & 代替シナリオ	p. 12
> 上位のリスク	p. 13
> クロス・アセット報告： 市場のターニング・ポイントを検知する	p. 14
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 15
> アムンディの各資産クラスへの見解	p. 16

マクロ経済状況

> 先進諸国 マクロ経済の見通しー市場予測	p. 17
> 新興諸国 マクロ経済の見通しー市場予測	p. 18
> マクロ経済および市場予測	p. 19
> 当社の予測についての免責事項/方法	p. 20
> Publications highlights	p. 21



CIOの見解

安堵によるラリーが続く可能性は低い

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

弱気相場でのラリーは起ったが、11月の米国雇用データが堅調であったため、市場のハト派的表現は静まった。しかし、サービス業界に粘着性があるため、米国のインフレ状況は複雑になっている。FRBは、利上げペースを減速させたが、利上げはまだ終わっていないことを改めて表明した。ECBを含む中央銀行は、政策の綱渡りをするとなると当社は考える。政策ミスのリスクは高い。

一方で、欧米では地政学的リスクが高まっている。新興市場(EM)は、中国の経済再開が加速されたため、予想よりも早く回復する可能性がある。しかしその時、欧州はまだ不況状態にあり、米国は著しく減速しているだろう。これは2023年の見通しの重要な特徴である地域間の強い非同期性を強調するが、投資家に景気サイクルでのチャンスを提供する。

このような経済状況では、市場は2022年末と2023年H1に、調整局面となる確認を要求する。インフレ率は、鈍化しているものの、まだ通常の水準を上回っているからだ。調整局面は、特にH1に顕在化する利益不況によって引き起こされると見る。投資家はリスクを追加すべきではない。最近の相場上昇の後では、株式に対してより慎重なスタンスに戻り、全体的に慎重になる必要がある。

- クロス・アセットの観点では、当社は市場の格差や金融政策の非同期性をもたらす機会を特定することにアクティブに取り組んでいる。これらは成長の鈍化とインフの低下への反応として、間もなく現実となると見ている。市場の反発が予想通り起った今となっては、当社は株式には慎重になっているが、米国ではニュートラルなスタンスを、欧州ではまだ慎重なポジショニングをとっている。また、今回の上昇局面の後、信用に対するポジティブな姿勢を低減したが、わずかに建設的な姿勢を維持する。また、投資家はヘッジ、米国債、金を通して保護を維持する必要がある。
- 米国株式は、企業ファンダメンタルズの大幅な改善というよりも、最近のコア利回りの低下によって牽引されている。現在のバリュエーションは不況時における収益リスクを反映していないため、下振れリスクや非対称的な利益が見られ、当社は短期的には慎重になっている。したがって、米国市場についてはニュートラルに移行する。スタグフレーションの影響をより受けやすい欧州では、ウクライナ戦争をめぐる不確実性が続く。共通の政策対応が欠如していることとインフレ圧力で、欧州へのディフェンシブな見方がさらに強くなっている。相対的に言えば、当社は欧州よりも米国を選好する。
- 国債については、市場はまだインフレとFRBの反応に注目しているが、程なく成長と景気後退への懸念に注意が向けられると考える。当面の間、金利の方向性は上向きだ。FRBは、最終金利は9月に予想していたよりも高くなると予想することを明らかにした。中央銀行が、どの位の期間、金利引き締めを続けるかが重要となる。経済成長の鈍化と利上げの規模の変化に関するヒントは、デュレーションのスタンスについて活発となることを示唆する。
- 高い資金調達コスト環境へと移行したにもかかわらず、信用市場は弱気市場でのラリーを満喫した。しかし、この環境は、特に低格付けで過度な借入れをしているHY発行体にとって多くの痛みを伴う。企業のファンダメンタルズは引き続き堅調だが、現金保有額は減少している。経済環境が悪化すれば、キャッシュフローを生み出し借り換えへの圧力に耐える企業の能力に影響があるだろう。もし商業銀行が融資基準を厳しくすれば、企業の流動性が枯渇し、借り換えが必要になった時に、この状況が悪化する可能性がある。全体的には、信用分野では、欧州よりも米国のIG銘柄に比較的良好な機会があると当社は考えており、ハイイールド銘柄には引き続き慎重となっている。
- 米ドルは、特に新興市場での機会を見極めるために注目すべき重要な変数だ。2022年にEM債券を不利にしていた逆風は、2023年には徐々に弱まり、各国固有の要因が再び注目されるようになると思う。当社は、ハード通貨建て(HC)債務については強気を維持しているが、一部の現地通貨建て(LC)債務も選択的に魅力的になってきていると考える。全体的には、中国の経済再開計画が2023年の新興国にとって、もう一つのポジティブな促進要因となるだろう。中国政府が新型コロナによる制限の一部を解除すると最近決定したことは、経済の早期回復を後押しする。

全体的なリスク・センチメント



年末に向けて、当社は株式に対してより慎重になっている。

前月からの変化

- クロス・アセット：株式には慎重、米国の信用には以前ほど積極的ではなく、ヘッジを強化。
- 株式：DMはディフェンシブ、中国はわずかに格上げ。
- 中国国債にはニュートラル。
- 全体的なリスク・センチメントは、リスクに対する定性的な見解。

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、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

王様米ドルが輝きを失う



Monica DEFEND

アムンディ・インスティテュート・ヘッド



Federico CESARINI

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

米国の実質金利の上昇とFRBによる引き締めが、2022年にドル高となった主な原因である。それが2023年に変化すれば、ドルの強さは失われる可能性がある

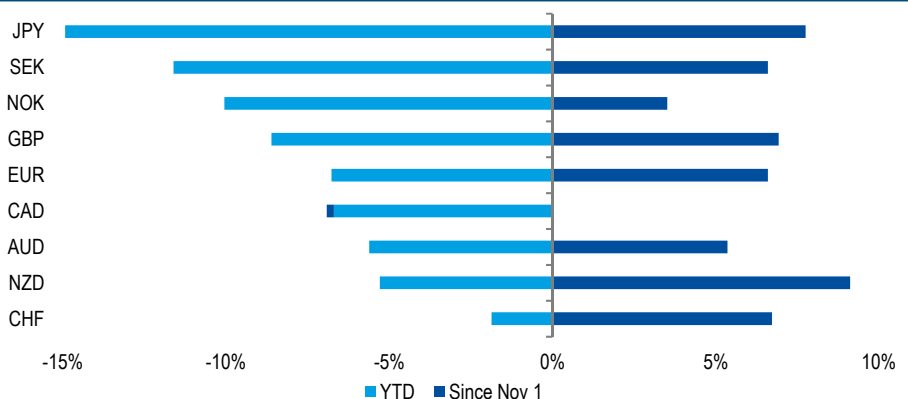
米ドルのサイクルは拡張されている。今後は浮き沈みが激しいことが予想されるが2023年にはより大きく下落するという予想でポジションをとっている。

米ドルは2022年に注目され、史上最強の上昇の1つを記録した。無リスク資産は下落し、不確実性がボラティリティに変わり、G10通貨の全てが例外なく打撃を受けた。しかし、FRBが引き上げ率を緩和する可能性があることを認めたことで、米国のインフレが下振れするというポジティブなサプライズがあったことは、最近、冷静な「リアリティ・チェック」として機能した。米ドルの調整は大きく、今では米ドルが2023年も下降トレンドを維持できるかどうか論点となっている。まず、2022年を通じて米ドルはファンダメンタルズに対してプレミアムで取引された。それは次の3つの理由による。これらの状況はいずれも完全に解消されたわけではないが、最近の展開を見れば、最大のストレス・レベルは超えた可能性があり、2023年には米ドルへの追い風は弱まることを示唆する。

- FRBとインフレを抑えるための金融政策** - 2022年の米国経済は、年間を通じて成長の優位性を持たなかったことを考慮すると、米ドルを支えたのは主にFRBであった。米国の成長率が他の先進国を大幅に上回った2021年とは異なり、2022年に米ドルが例外となったのは、i) 実質金利の上昇による優位性と ii) 分散特性の上昇、という2つの要因によるものだった。FRBは、この2つの要素に関して、現段階でも注目すべき重要な要素である。FRBが緩和的バイアスに移行すると考えるのは時期尚早であると当社は考える(キャリアでの優位性が損なわれるため、全面的に米ドルをショートする明確なトリガーとなる)。しかし、現在米国のイールドカーブが逆イールドになっていることを考慮すると、インフレに関する更なる前向きなサプライズがあれば、急速にFRBの次のステップに焦点が移るだろう(FRBがスタンスを変更する可能性)。強気な傾斜化(ブル・スティーピング)環境は、歴史的な観点から見れば、通常米ドル安につながる。
- 欧州のエネルギー危機と地政学的リスク** - エネルギー価格の高騰が、2022年にユーロ圏で生産コストの上昇を引き起こした主な要因であった。当社の購買力平価(PPP)フレームワークでは、今年EUR/USDが平価を下回ったことをしばらくの間正当化していた。¹しかし、9月以降、ガス価格が崩壊し、それに呼応して10月のPPIは大幅に下落した。²まだ危機を脱したわけではない(ユーロ圏は現在のエネルギー価格では競争上の不利な立場にあり、来年の冬のリスクはまだ残っている)。しかし、この観点から見ると、米ドルが大幅に上昇するためのハードルは高くなっている。
- 中国の経済再開、世界経済の成長、米ドルの影響** - 中国のゼロコロナ政策が、2022年に世界経済の足を引っ張ったことは確かであり、この傾向が短期的に大きく変化するとは考えにくい。米ドルは相変わら反循環的な資産である。成長が鈍化し、中央銀行がリフレ政策を採らなければ、米ドルは上昇する傾向がある。それでも、2023年H2の基本ケースとしては、中国の経済活動が広範に再開されれば、世界経済にとっては良い傾向であると言える。そして、景気循環が底入れすれば、通常、米ドルが打撃を受ける。

投資への影響:米国のインフレに関する前向きなサプライズがあれば、先進市場の通貨全体に、激しいリフレ反応が起きるだろう。米ドルは高利回りの反循環的資産であるため、先行きはスムーズではないと当社は見ている。しかし、リスク・リワードが低いということは、最新の段階では、米ドルのリスクを限定してナビゲートするべきであることを示唆する。したがって、当社はJPYとCHFが、米ドルのスタンスを引き下げるためには、最も安全な通貨であるという見解を維持する。この先、2023年H2に向けて、米ドルの下落はより顕著になると予想する。

ほとんどのG10通貨は、最近米ドルに対して上昇した



Source: Amundi Institute as of 14 December 2022. G10 FX spot performance vs the USD.

¹ PPP モデルは、CPI、PPI、および CPI/PPI の差異が考慮される。

² Eurostat PPI Eurozone Industry (建築業を除く) は、10月に前月比で2.9%下落した。



マルチアセット

2023年の始め、ある程度の利益を確保し慎重なスタートを切る



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リ
リレーションヘッド

ダイナミックな投資ア
プローチに基づき、当社は
リスク資産を格下げした。
これは現在の上げ相場は持
続しないかもしれないとい
う懸念に基づいている

インフレ/成長のトレンド、そして金融引き締めによる影響が、最も重要な市場のけん役となっている。最近、特に欧州で内需が予想よりも堅調に推移しているが、欧州と米国での景気減速への懸念は根強い。このことは、利益不況のリスクと共に、投資家は株式と信用について慎重となり、ヘッジを強化する必要があることを意味する。一方で、一部の先進国 (DM) のイールドカーブは、金融政策の展開が進む中で機会を提供しているため、当社は米ドルに対する見解を調整することができた。全体的に、投資家はインフレや景気後退の可能性からポートフォリオを保護する分散スタンスを維持するべきだ。

当社が強く確信しているアイデア

最近の強気相場の後、当社は米国と欧州の株式へのスタンスを引き下げている。欧州は (米国より) 循環的な地域であるため、世界経済の減速とエネルギー危機の影響を受けやすいため、当社は欧州よりも米国を**選好**する。さらに、大型株よりも小型株への選好を維持している。小型株が極端に割安となっているからだ。新興市場 (EM) では、**中国にはニュートラルな姿勢を維持**する。現時点では、新しい経済再開政策とそれが経済活動に与える影響を分析している。

デュレーションについて、当社は**米国債には引き続き強気な姿勢を維持**する。インフレが減速し、経済成長にはまだリスクがあるためだ。同時に、イールドカーブのレベルではチャンスもある (カナダなど)。インフレ・データの上昇ペースが鈍化していることと、世界的なサプライチェーンの支障が緩和されていることは、金融政策に影響を与える可能性がある。

欧州では、**10年物イタリア国債と10年物ドイツ国債間のスプレッド**に関して、ややポジティブな見方を維持する。この見解は、イタリアの利回りが欧州のコア利回りとのポジティブな相関関係 (下降への) があること、魅力的なバリュエーションとポジショニング、そしてイタリア国債の純発行額が低下していることで裏付けられる。

信用分野では、スプレッドが縮小した後、当社は**米国のIG債務に関する見解を引き下げており、もはやポジティブではない**。インフレ率は鈍化しているものの、FRBの目標を上回ったままである。これは中央銀行 (CB) が引き締めサイクルをより長く維持し、金融環境に影響を与えるであろうことを示唆する。欧州では、当社はHY債務と比較するとIG債務への選好を維持する。HY債務は経済環境の悪化と債務不履行の可能性に対して脆弱であるためだ。

FXについては、**当社は見解を調整し、USD/EURに関してもはやポジティブではない**。これは、FRBの引き締め政策が、(ハト派的とは言えないが) あまり積極的ではなくなったことが理由だ。USD/GBP に対する建設的なスタンスは維持する。GBPの循環性、英国成長率の低下と実質金利の低さ (対米国) は逆風となる。CADは、もう1つの循環的なFXであり、成長環境の減速により圧力を受ける可能性があるため、NOK/CADには前向きな姿勢を維持する。また、安全な投資先となる通貨、特に、CHF/GBPとJPY/EURについても前向きな姿勢を維持する。米ドルのダイナミクスが変化したことは、EMのFXへの当社の見解にも影響を与えている。BRL/ZARに関して、当社はZARに対して**もはやネガティブではない**が、投資家はブラジル通貨へのエクスポージャーを維持するべきであると考えている。ブラジルは長期的にはポジティブな見通しであるためだ。

リスクとヘッジング

成長の鈍化と高インフレには、効率的な分散とヘッジが必要であるため、当社は金に対する**ポジティブな見方を維持**し、石油に対しては**わずかに建設的なスタンスを維持**する。投資家はまた、株式に対する安全策を維持し、米国のHY債へのヘッジを強化する必要がある。

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の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。



確定利付き証券

デュレーションには活発に、流動性リスクには慎重に



Amaury D'ORSAY
確定利付き資産部ヘッド



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

インフレは高止まりしているが、米国と欧州でピークに達した兆しが見られる。FRBとECBの金利に関するコメントと共に、これがコア利回りとリスク資産を押し上げている。しかし、インフレを抑制しようとする時、中央銀行が信用を失い、金融環境が緩和するリスクは高くなる。したがって、**経済見通しが悪化し、利上げを減速させたとしても、引き締め軌道を維持する可能性が高い。**一方で、企業のバランスシートの現金残高が減少すること、銀行が融資基準を厳格にすること、そしてレバレッジが高い事業の債務不履行のリスクは、借り換えが問題になる可能性があることを意味する。**その結果、当社は全体的に慎重なスタンスをとりながらも、厳選を続けており、米国のIG債券と新興国でのHC建て債券にボトムアップでの機会があると考え**る。

グローバルおよび欧州の確定利付き証券

中央銀行による政策への表現が進化し続ける中、当社はデュレーションに関しては引き続き活発であり、米国、欧州、英国、日本を中心にやや慎重な姿勢を維持している。また、様々な満期のイールドカーブで機会を模索しており、欧州ではイールドカーブがフラット化するという見解をやや軽減している。欧州周辺国の債務については、ニュートラルに近い姿勢を維持する。中央銀行が今後の利上げ幅を縮小する意欲を示していることから、市場心理は前向きになっていることは認識するが、信用分野でのリスクが上昇することについてはまだ懐疑的だ。当社はIG債とユーロ劣後金融債務を愛好し、ややポジティブなスタンスを維持する。しかし、企業の現金残高が悪化し、収益への懸念が続いているため、レバレッジの高い銘柄は避けている。特にHY債には慎重さを維持している。

米国の確定利付き証券

雇用と消費者のバランスシートには抵抗力があるが、マネーサプライは脆弱で、イールドカーブが逆イールドになるなど、整合性を欠く兆候が見られる。コア・サービスのインフレにはまだ粘着性があるため、FRBは引き締め路線を維持する可能性がある。当社はこの環境で、ニュートラルへのバイアスをもって、デュレーションに積極的になっている。米国物価連動債(TIPS)についても、評価が妥当であるとしているため、同様に積極的なアプローチをとっている。信用分野については、引き続き非常に選択的であるが、産業銘柄よりも金融銘柄を愛好し、流動性に重点を置いている。また、全体的に優良セグメントを選択する。証券化市場では、金利のボラティリティを考えると、投資家は、特にエージェンシーMBSについて、柔軟に対応する必要がある。現在、消費者のファンダメンタルズは引き続き堅調だが、過剰貯蓄が失われれば、消費者が圧力を感じる可能性がある。

EM(新興市場)の債券

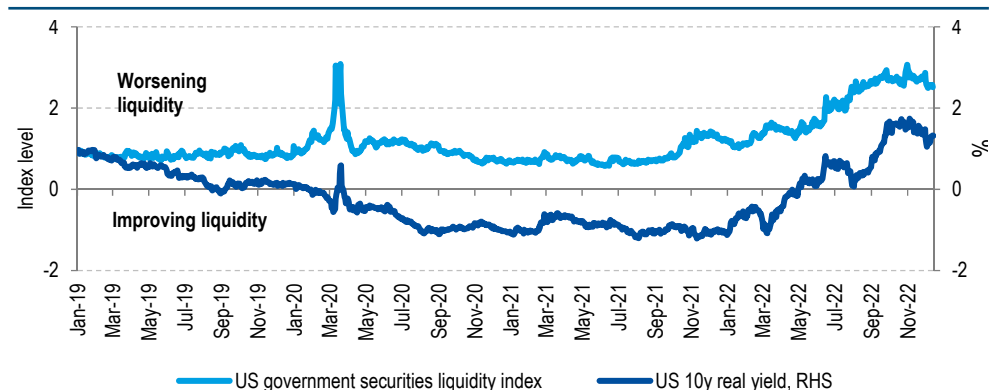
米国のコア金利がある程度安定しているため、2023年にはチャンスがあるとしている。現在、HC建てのスプレッドは魅力的なエントリー・ポイントを提供しており、LC建てはバリュエーションが魅力的となっている。当社は、米ドル安と中国での経済活動の再開が、中国の債券にどのように影響するかを検討している。中南米では、ブラジルを愛好するが、政策の進展を監視している。

FX

米ドルについては前向きだが、インフレがピークに達すれば、当社の確信はわずかに低くなる。新興市場では、BRL/USDへの確信を高めた。中南米の通貨は魅力的なキャリーを提供しており、米ドルのトレンドが変化すれば恩恵を受けるはずだ。MXNにはポジティブだが、TWDとHUFについてはディフェンシブとなっている。

FRBの仕事はまだ終わっていない。コア・サービスのインフレにはまだ粘着性があるため、当社は高金利が市場の流動性と信用スプレッドに与える影響への警戒を続けている

流動性の悪化に注意



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 13 December 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

ラリーを追いかけず、バランスを保つ



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

全体的な評価

株式市場の反発は、FRBの政策と中国経済の再開されたことへの楽観的見解にけん引された、安堵のラリーであったようだ。しかし、利益率への逆風と需要の減速(収益に影響)によって、この回復力が損なわれる可能性がある。前者については、構造的および循環的な観点からコストが上昇し、同時に、消費者が高いインフレの影響に抵抗しようと、より安い物を買おうとするため、利益率が低下すると当社は考える。したがって、バリュエーションと収益見通しに大きな相違が見られるため、選択的なアプローチが必要となる。さらに、当社はバリュー株、優良株、配当株を選好するが、これは強力なボトムアップ分析によって補完されるべきだ。

欧州の株式

バーベル・アプローチでは、産業株や金融株(より前向き)など、よりバランスが取れた、優良景気循環セクターについて、ポジティブな見方を維持する。しかし、市場の動きの中で積極的に調整している。例えば、業績が好調な一部の産業株については利益確定売りをしているが、一方で、市場が過度に不利な立場に追い込んだ、特異な銘柄も検討している。スペクトルの反対側では、生活必需品銘柄の中でも、魅力的であると評価されたディフェンシブ銘柄については建設的だが、一般消費財については慎重な姿勢を強化した。重要なのは、欧州がエネルギー危機に取り組んでいるため、ESG投資への進展は続くと思われることだ。実際、今こそESG基準改善の可能性を示し、その過程で投資家に報いることができる銘柄を特定するべきだ。全体的には、当社は引き続きバランスシートの健全さを優先する。

米国の株式

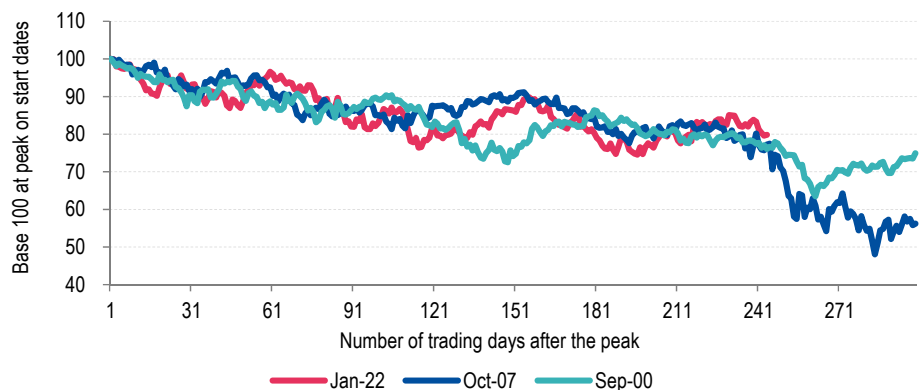
雇用が堅調なまま推移して賃金が増え、米ドルへの逆風が続く中、企業は利幅の圧迫に直面すると見る。物品のデフレーションが続けば、これらの圧力が悪化する可能性がある。したがって、2023年の市場全体についての収益予想は弱気に欠ける。今こそ、時価総額のリストを精査して、収益の可能性を慎重に分析し、ビジネス・モデルの回復力を評価することで、高価な銘柄をふるい分けする人が必要だ。バリュエーションにばらつきがあることは、バリュー株がグロース株のパフォーマンスを上回ることを後押しする。セクター・レベルでは、一般消費財は、特にサービスや小売業において、よりバランスが取れてきている。なぜなら、幾つかの指標はまだ好調を示しているが、収入が減っていることに対応するため、消費者が安価な商品に買い替えているからだ。対照的に、当社は株主資本利益率が安定している銀行と、医療分野の銘柄を選好する。

EM(新興市場)の株式

中国がゼロコロナ政策を予想よりも早く撤廃したことは、EM株式のターニング・ポイントとなる可能性がある。これは、魅力的なバリュエーションと米ドルによる限定的な逆風に支えられている。そうは言っても、当社は非常に選択的であり、柔軟な姿勢を維持している。そのため中国株への姿勢を改善することができた。当社はまたブラジルの政治情勢をモニターしている。セクター・レベルでは、原材料よりもエネルギーを選好し、特に、ゼロコロナ政策からの回復の途中にある中国では、不動産と一般消費財を選好する。

市場の収益予想は楽観的過ぎるよう見えるため、下落する必要があるだろう。これは現在のレベルが調整されることを意味する

ピーク後の S&P500 トレンド: 2022年1月、2007年10月、2000年9月



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 20 December 2022. Starting point of 100 shows the peak for the index on January 2022, October 2007 and September 2000.

今月のトピック



Claire HUANG

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

中国：プラグマティズムへの回帰

2022年は突然のファスト・トラックによる経済再開で終わった。1ヶ月の間に、中国はコロナ関連の制限のほとんどを撤廃し、住宅市場をさらに支援することを約束、経済成長促進政策を設定した。当社は中国経済が、2023年に起る世界的な減速から距離を置き、低水準で加速すると予想する。

ファスト・トラック再開

11月12日に導入された精密なゼロコロナ政策（20の規制を含む）は、首脳陣が当初、経済成長と新型コロナ感染対策とのバランスを取るための効果的なツールであると想定していたものだ。しかし、感染力の強いオミクロン株の出現で、感染は急速に広がり、この政策にもかかわらず、感染は全国的に上昇し続けている。一方で、地方自治体レベルでは、新しい政策をどのように実施するかについての混乱があり、多くは感染を抑えるために、規制を強化することを選択した。経済活動は低調なままであり、ゼロコロナ政策の不手際から、社会的動揺が高まった。ゼロコロナ政策が、感染を封じ込める効果がないことが判明した後、中国はロックダウンに戻るのではなく、迅速な経済再開に着手する選択をした。11月下旬以降、中国はほとんどの旅行についての検査要件を撤回し、陽性者には自宅での隔離を許可し、高齢者のための2回目ブースター接種を開始した。医療システムの準備が整っているとは言い難いため、この迅速かつ早期の再開は、中国国民と市場を驚かせた。経済再開の初期段

階は混乱しており、入院患者の急増と移動手段への制限が起った。薬品不足はすでに始まっている。しかし、今後、中国政府が後戻りすることはないと予想する。中国は後戻りできない地点をすでに通過した。今の優先事項は、最も必要としている人々のために、不足している医療資源を確保し、高齢者へのブースター接種を加速することだ。政府は近い将来、ほとんどの制限を撤廃しなければならないだろう。当局は、中国の旧正月「春節」（1月22日）休暇の直前である、1月8日に海外からの訪問者への隔離規制を撤廃すると発表した。

経済が完全に再開するのは、Q1末である可能性が高いようだ。感染のピークは地域によって異なる。例えば、北京は先入れ先出しベースとなる。それでも、中国のほとんどの都市では、第1波のピークは1月中旬までに起り、3月までに第1波は終了するだろう。旧正月の休暇後（1月下旬）には、ほとんどの制限が解除されると当社は予想する。仕事への復帰は2月に開始されると予想され、フル稼働は3月になる可能性が高い。

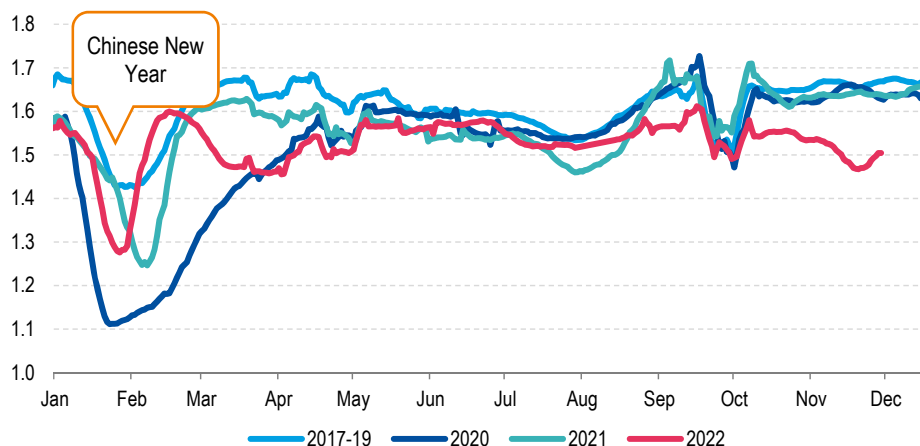
冬の景気後退の後、春には強い反発が続く

現実は今のところ厳しい。経済成長は11月に再び低下した。これは党大会直後に地方政府が実施した追加の引き締めが原因だ。消費とサービス部門が最も大きな打撃を受けた。モビリティ・データ（図1）は11月下旬に回復が始まったが、改善は鈍化しており、感染の急増で一時的に停止する可能性がある。他のアジア諸国からの教訓では、経済活動

が意味のある形で回復するためには、再開プロセス全体で、2～3ヶ月かかることを示唆している。また、旧正月の休暇期間中は経済活動が静かになることを考慮すると、2023年2月の成長は弱くなるのが予想される。意味のある回復は、2023年3月および2023年Q2となるだろう。

経済が完全に再開するのは、Q1末である可能性が高いようだ

1/ 中国世帯のモビリティ



Source: Amundi Institute, Wind. Data is as of 20 December 2022.

今月のトピック

成長を支えるためのより広範な政策転換

2023年の成長刺激策

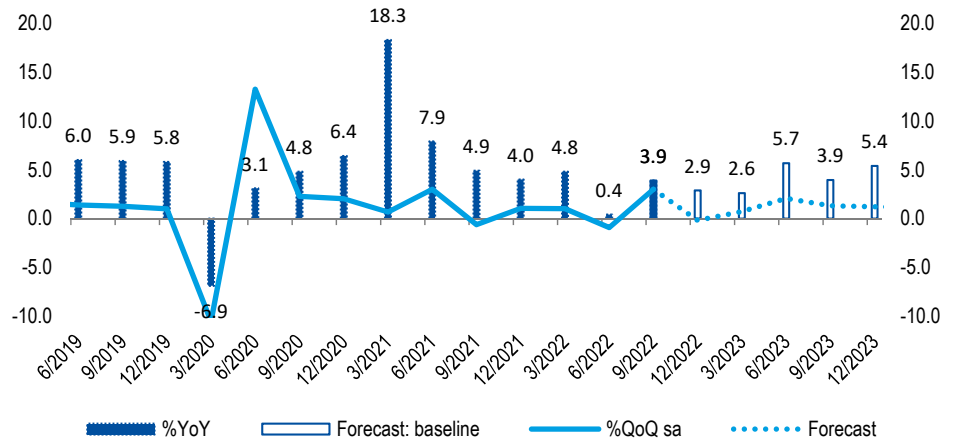
経済再開のニュースに加えて、12月15～16日に開催された中央経済工作会议(CEWC)は、成長を支えるためのより広範な政策転換を反映した。指導部が期待と信頼を復活させることが基本である、と述べたことは注目に値する。具体的には、プラットフォーム企業に対する政策が急激に変化している。これは雇用創出における彼らの役割を認識し、グローバルな競争を支援することで行われる。

マクロ政策に関しては、同会議は財政支出の増加を求めた。緩和的な金融政策を維持する一方で、小規模企業や零細企業、技術革新、およびグリーン・トランジションに資金を向けることで、より正確な方法を探る。内需を拡大するための優先事項として、消費が強調されている。これには住宅の改築需要や電気自動車、介護サービスなどが含まれる。これはインフラ投資の役割が低下していることを意味し、成長への下方圧力を緩和するためのバッファの必要がなくなったということだ。

並行して、住宅市場の引き締め政策は正式に終了した。この政策は市場を安定させ、住宅販売、建設、土地取引を急激な減速から回復させるのに役立った。住宅危機はシステミックなものであること、経済における不動産の役割が重要であることを認識することで、当局はプロジェクトの受け渡しを促進し、M&Aを奨励し、ディベロッパーの資金需要に応え、高品質の銘柄にかかるリスクを解決することを計画している。住宅市場が安定を取り戻し、経済が再開する中、中国の成長は2022年の低水準から加速すると、当社は予想する。回復の軌道は不安定であり、政策者がどのように再開を管理するかにかかっている。手元にある資料によれば、2023年の大部分において、鋭いが短期的な痛みとよりスムーズな道のりを優先することが示されている。

2022年12月20日作成

2/ 中国のGDP成長率予測



Source: Amundi Institute, CEIC. Data is as of 20 December 2022.



テーマ別の見解



Didier BOROWSKI,
新興市場マクロ政策リサーチ・ヘッド、
アムンディ・インスティテュート

高インフレと家計および企業の景況感が低下したことで、見通しはまだ不透明であり、冬期にはガスが配給となるリスクがあり、工業生産がさらに低下する可能性がある

逼迫したドイツ経済が欧州にとっては朗報となる可能性がある

ウクライナでの戦争に起因するエネルギー危機は、欧州経済の業績と見通しを大きく変えた。欧州各国への影響はロシア産のガスと石油への依存度によるため、不均等となっている。ドイツの産業界は、特に大きな打撃を受けている。どの産業かに関わらず、ドイツの経済モデル全体が危機に瀕している。本稿では、2023～24年のドイツ経済の見通しに関する最新情報を提供する。しかし、取り組むべき課題は欧州全体に及んでいるため、EUレベルで連携されたアプローチのみが、加盟国が対応することを可能にする。これについては、最近のニュースに基づけば、正しい方向に進んでいるようだ。

簡単に言えばエネルギー危機：ドイツの複雑な方程式

ドイツ経済はロシア産のガス、石油、石炭に過度に依存していた。ドイツは、全ての欧州諸国と同様、自国のエネルギー・ミックスを見直す必要がある。ドイツがロシア依存へと戻るとは絶対にないことは明らかだ。エネルギー供給元を分散する必要があるが、これには何年もの歳月がかかる。短期的に言えば、ガス貯蔵率が100%だとしても、家計によるガスの消費は20%削減する必要がある。そうしなければ、冬の間のガス不足は避けられないだろう。

短期的には、景気後退はおそらく避けられないが、それは短命であるはずだ。

エネルギー価格が引き続き今後の見通しを支配するだろう。高インフレと家計および企業の景況感が低下したことで、見通しはまだ不透明であり、冬期にはガスが配給制となるリスクがあり、工業生産がさらに低下する可能性がある。短期的には、内需の原動力（消費と投資）は弱体化している。エネルギー価格の高騰が、産業、建設、投資の重荷となっている。一方、高い過剰貯蓄があるにも関わらず、インフレが実質所得と貯蓄を低下させているため、消費も落ち込んでいる。労働市場は堅固で、賃金交渉で賃金が上昇したにもかかわらず、実質賃金は低下している（ドイツはウクライナから、ドイツの人口の

しかし、拡張的な財政政策のおかげで、景気後退は抑えられるはずだ。

3つのエネルギー支援パッケージは、直接支出で推定950億ユーロ（GDPの2.6%）、そしてエネルギー支援基金から2,000億ユーロ（GDPの5.5%）が支出されるが、これは企業や家計に対するエネルギー・コストの上昇の影響を緩和するためのもので、ガス価格に「プレーキ」をかけることも含まれる。ガスの消費税率は、10月に19%から7%に引き下げ

中期的には、野心的な情勢と政策目標が成長を支えるはずだ。

ドイツ政府は、2026年までに約2,000億ユーロの投資を計画している。税制優遇措置により民間からの投資を誘致し、今後数年間で軍事費を1,000億ユーロ増加させる。成長への支援は、建設部門の生産能力の制約によって限定され、非常に長く複雑な計画と承認手続きがあるため、資金の貸出しが遅くなる。

産業界は、一部の産業での生産削減などにより、ガス消費量をすでに約25%削減している（2018-21年平均と比較して）。ガス火力発電は縮小され、石炭火力発電所が代替として再稼働を始めた。2023年初頭に閉鎖が予定されていた残りの3つの原子力発電所は、2023年4月中旬まで運転を続けることになった。

1.2%に相当する100万人の難民を受け入れたが、それでも労働力不足は深刻になっている。外的要因についても、状況はあまり良くない。競争力の喪失と世界経済の弱体化が輸出を圧迫する中、エネルギー価格の上昇が輸入額を押し上げている。経常収支の黒字は、2021年にはGDPの7.5%であったが、2022年にはGDPの約3.5%まで半減し、2023年にはさらに低下すると予想されている。その結果、年初から成長にマイナスの影響を与えてきた貿易収支は、2023年も引き続き重荷となるだろう。2022年には回復力が観察されたが、短期的には景気後退は避けられないようだ。¹

られた。とはいえ、インフレと名目GDPの上昇によって生み出された追加税収のおかげで、債務指標はほとんど悪化していないことは言及する価値がある。財政赤字は、2022年にはGDPの約3%であり、2023年にはわずかに上昇するだけであると推定されるが、負債とGDPの比率はGDPの69%を下回ると予想されている。

これらの債務による投資とエネルギー支援基金は、2023年から復活すると予想される国家債務プレーキから除外される「影の予算」に含まれることに注意すべきだ。

¹ 当社のGDP成長予測: 2022年には1.8%、2023年には-0.7%、2024年には0.9%。当社のインフレ予測: 2022年には9.0%、2023年には7.6%、2024年には2.9%。予測は2022年12月28日現在。



テーマ別の見解

ウクライナでの紛争が終わっても、エネルギー危機が終わるわけではない。ガス価格は、需要が高く供給が少ないため、2023年には再び上昇すると当社は考える

最終的には、欧州における過去の全ての危機と同様、エネルギー危機は、欧州機関が前進するのに役立つ可能性がある。近い将来、エネルギー転換を加速する可能性が高いという事実は言うまでもない

2023～24年には緩やかな回復が見られる

まず、インフレは鈍化するが、2023年には高いまま維持される。これはエネルギー価格と生産者価格が消費者への転嫁されること、ユーロ安、賃金圧力の高まりが理由だ。第2に、投資は最終的には回復するはずだ。これは企業貯蓄の高さ、バリュー・チェーンの国内回帰に関連する投資ニーズ、必要とされる再生可能エネルギーの開発、そして公共投資の増加によって促進される。加えて、

ドイツはそのモデルを再考する必要がある

ドイツの潜在成長率は大幅に弱体化し、2023～24年の平均成長率はわずか0.5%と推定されている。幾つかの企業は、エネルギーの安い地域への移転を検討している。BDIが実施した調査によると、4つに1つの中小企業（ミッテルシュタンド）が、生産をドイツの国外に移すことを検討している。

米国政府のインフレ削減法（IRA）は、グリーン技術に3,700億ドルの補助金を提供するが、これはドイツには脅威となる。IRAの下では、電気自動車の購入に対する補助金は、北米からの部品で製造され、北米で組み立てられたものに限定される。このスキームはドイツの産業の空洞化を加速し、欧州の産業を蝕むものだ。..

熟練労働者の不足、グローバル化の勢いの弱さ（ドイツは中国に過度に依存している）、エネルギー価格の構造的な高騰を考慮すると、ドイツは経済モデルを再考する必要がある。欧州の経済は関連し合っているため、ドイツだけで解決できる問題ではない。

欧州レベルでは、緊張があるにもかかわらず、共通の利益が最終的に優先されるべきだ。財政政策に関する様々な反応により、ユーロ圏の主要国、特にフランスとドイツの間で混乱と意見の衝突が生じている。さらに、安定成長協定の改革（2023年春/夏まで検討）は、依然としてEU加盟国間の緊張の原因となる可能性がある。財政と予算のガバナンスは、実際、常に欧州建設において最も敏感な点だ。しかし、**2023～24年には、共通の利益が最終的には優先される、と当社は信じている。**このことは、例えば、最近のいくつかの合意に示されている。

- **防衛**: 11月18日に、フランス、ドイツ、スペインが、新型戦闘機（FCAS）開発の次の段階を開始することで合意に達した。これは推定コストが1,000億ユーロを超える欧州最大の防衛プロジェクトだ。このプロジェクトはもともと、英国が欧州を

2023年末までにウクライナでの停戦が実現すれば、投資家、企業、家計の信頼感が回復するだろう。そうは言っても、**ウクライナでの紛争が終わっても、エネルギー危機が終わるわけではない。ガス価格は、需要が高く供給が少ないため、2023年には再び上昇すると当社は考える。**このような背景から、産業界の将来とドイツの経済モデルの持続可能性が危機に瀕している。

離脱した後に、欧州を結束させることを目的としていたもので、フランスとドイツ政府はプロジェクトに広く同意したものの、それ以後、この二国間の緊張の原因となっていた。

- **エネルギー**: 11月25日、フランスとドイツは、エネルギー供給を確保するために相互に支援する協定に調印した。具体的な措置が見られている。これには、フランスがガス供給を通じてドイツを支援すること、そしてドイツは、フランスの電力供給確保を支援することが含まれている。

さらに、欧州諸国は12月19日に、天然ガスの上限価格を180ユーロ/MWhとすることに合意し、エネルギー危機に介入するかどうかをめぐる数ヶ月にわたる政治的論争に終止符を打った。上限は積極的に使用するためのツールではなく、抑止力として意図されている。実際、主に極端なピークを防ぐことを目的としている。ドイツや欧州の国々は、EUがロシアからの供給に代わるものを探している時に、欧州が価格に上限を設けることで、世界の売り手にとって、欧州が魅力的ではなくなるのではとの懸念を表明していた。この合意は、市場のボラティリティを制限するための更なる緊急措置が可能となり、共同でガスを購入する道が開かれる可能性さえある。共同購入は価格上限をめぐる意見の不一致から保留されていたものだ。

結論としては、エネルギー・ミックスの全面的な見直し計画であれ、中国に対する態度、戦略的独立の構築、または米国のインフレ削減法の副産物に対処するための措置であれ、欧州諸国は、相違点よりも多くの共通の利益を持っている。最終的には、**欧州における過去の全ての危機と同様、エネルギー危機は、欧州機関が前進するのに役立つ可能性がある。近い将来、エネルギー転換を加速する可能性が高いという事実は言うまでもない。**

2022年12月19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ヶ月の間にも下向きの動きを誘発するには、いくつかのリスク要因が組み合わせられる必要がある。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と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

- 🌍 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。
- 🌸🕒 インフレ期待の開放。
- 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。不況は金融抑圧政策への道を開く。
- 🌿 気候変動対策が遅延される。

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。ガス価格は補充の段階で上昇すると予想されているが、EUは明確な上限がない。
- 🌸 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。
- 🌸 世界経済が2023年非常に減速する：欧州の景気後退、米国と中国の景気後退リスクが高まる。2024年には緩やかな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。
- 🕒 中央銀行間の乖離 FRBとECBは政策の正常化を継続するものの、利上げ幅を縮小する。ECBは政策にFRBほどの選択の余地はなく、伝達保護手段を活性化する必要がある。PBoCは緩和バイアス。
- 🕒 EU全体でのポリシー・ミックスに一貫性がない。財政政策は緩和的だが、協調性がなく、的が絞られていない。逆に、2022年の米国の財政はネガティブだったが、2023～24年にはよりニュートラルとなることが予想される。
- 🌿 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。

分析

- 🌍 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、先進国では追加の貯蓄と新たな購買力が、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

- 現金、米ドル、米国債を 선호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 선호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 선호する。

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

- 📌 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、当社はその確率を30%から25%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、それらは明らかに関連性がある。

経済的リスク
25%

- 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。
- 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。
- 中央銀行は景気後退のリスクを心配することなく、インフレとの闘いを優先して利上げを続ける。世界的な収益不況が起る。これは持続的な投入コストの上昇と世界的な減速が原因だ。
- 中国の景気後退：新型コロナの新しい波を抑えることができない。
- 大いなる偶発の終焉：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。

+ 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。

- 高リスク資産、AUD CAD または NZD、新興市場の現地通貨。

金融・財政リスク
25%

- 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。
- 米ドルの上昇が進みすぎ不安定な通貨市場の原因となる。

+ CHF、JPY、金、CDS、オプション、最小ボラティリティ

- 原油、高リスク資産、フロンティア市場および新興市場。

(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、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。

+ 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。

- 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

月次アップデート: テクニカル要因の信号がオレンジから赤に変わった

- 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。米国では2023年半ばまで景気後退のリスクが高いが、欧州では冬季に生活費とインフレに起因する景気後退という予想を確認する。
- 米国ではインフレがピークに達している。総合インフレ指数とコア指数の両方が徐々に減速することが期待されるが、それらは、通常よりも持続性が高いという兆候がある。ユーロ圏でも、インフレはピークに近づいている可能性があるが、今後数か月間は2桁近くの高水準に留まると予想される。
- 長期にわたる地政学的なストレスと、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

- 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。

ニュートラル +
資産配分

テクニカル要因

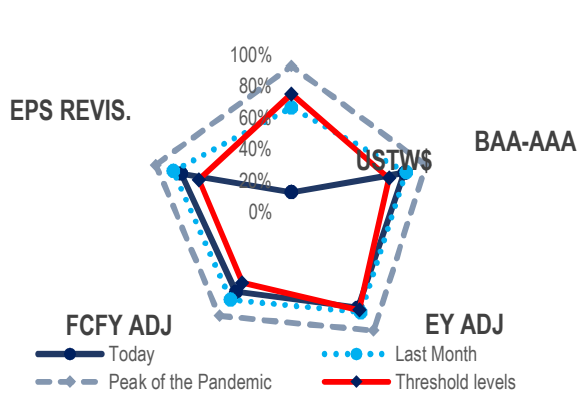
- テクニカル要因は現在の市場設定では非常にボラティリティが高く、2022年12月にはネガティブな領域に移行した。多くのトレンドが12月に断片化したため、当社のトレンド・フォロー指標はリスクの高い資産を買い持ちすることに価値を見い出さない。

市場心理

- 米国のインフレ圧力が低下したことで、金利のボラティリティが戻ったため、その対応として金融環境が緩和した。市場心理指標はまだ脆弱だ。金融環境は逼迫しているが、大幅に緩和されている。ドルの急激な下落は、CASTモデルに反映されており、11月よりもリスクオフの確率が大幅に低下している。

クロス・アセット・センチネル基準値(CAST)

- 米ドルの急落は、11月の強力な下支え要因だった。CASTのディフェンシブさはやや低めだ。



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の修正はまだネガティブで、信用リスク・プレミアムは高く、警戒レベルを超えているが、米ドルの動きは、それほどディフェンシブな姿勢を求めている。CAST OFFの確率はピークを過ぎ、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、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 世界の成長見通し

- 2023年の世界のGDP予測は、前年比で2.5%から2.2%に引き下げられた。先進諸国(DM)ではコア・インフレに粘性があることが確認されているが、新興諸国(EM)は徐々にインフレとの闘いに勝利している。
- G3中央銀行は、大規模な利上げを完了した可能性があるが、EMの中央銀行の約40%は引き締めサイクルを終了している。
- 米国では、ソフトランディングが確認されており、2023年H1には非常に弱い成長が予測されるため、景気後退のリスクは無視できない。米国の総合インフレ指数はH1には著しく減速する。コア・インフレ要素のうち、コア財はデフレ傾向にある。一方で、コア・サービスは目標を上回るインフレの粘性性をけん引するだろう。
- ユーロ圏経済は、2022年Q4から2023年Q1にかけて緩やかに縮小すると見る。インフレのピークを迎えたと考えるのは時期尚早だ。今後数か月間で、総合インフレは大幅に緩和し、コア・インフレは徐々に緩和されると予想する。
- 中国での早期の経済再開にもかかわらず、EMの成長は減速している。10月の時点で、新興国全体の約60%でインフレがピークに達していた。

投資への影響

- 経済の背景と収益サイクルは、2023年まで脆弱なまま維持される。
- 調整が行われる間、クロス・アセットのポジショニングは引き続きデフェンシブとなる。グローバル株式をアンダーウェイトし、国債、インフレ連動債、IG、および金をオーバーウェイトする。

2 FRBの見通し

- FRBは利上げ幅を縮小する可能性が高い。しかし、これはハト派への方向転換が短期的に起こることを意味しない。
- 過去に行った引き締めが労働市場に打撃を与える一方で、FRBはインフレ対策に全力を上げるだろう。
- 当社は、10年物米国債利回りの12か月目標を3.9~4.1%から3.5~3.7%に引き下げた。米国のイールドカーブは2023年H2には、強気な傾斜化(ブル・スティーピング)をすると予想している。

投資への影響

- 米国でのデュレーションを、(ニュートラルスタンスに移行する前に)戦術的にアンダーウェイトする。
- 米国債とドイツ国債間のスプレッドは縮小するはずだ。

3 2023年の量的引き締めの見通し

- FRBは現在の形でQTプログラムを継続する可能性が高く、国債とMBSの月間上限は、それぞれ600億ドルと350億ドルとなっている。FRBのバランスシートは2023年に約1兆ドル縮小すると見る。
- ECBのQTは資産買入プログラ(APP)での証券に限定される可能性が高く、それは2023年半ばに開始されるだろう。ECBによる流動性を除く、正味供給量は急増すると予想する。

投資への影響

- ユーロ金利のデュレーションをアンダーウェイト。
- 周辺国のスプレッドには圧力がかかるだろう。

4 最近の金融環境の緩和は正当化されない

- 当社は、パウエル議長の演説をハト派のと見る市場の解釈には同意しない。
- 米国経済の複数のセグメントで、貸出条件はすでに引き締められている。米国の銀行は、景気後退環境と一致するペースで、産業向け融資の基準を強化している。

投資への影響

- 先進市場債券についての評価は、強気相場の後に過剰となった。
- 市場はFRBがハト派に転換する予測を間違って解釈した可能性がある。

5 ドルの強気サイクルが引き延ばされている

- 現在の環境は変化しており、ドルへの支持は少なくなっている。米国のインフレが減速し、FRBがそれほど積極的ではない利上げペースへの扉を開いたためだ。
- 市場の焦点は、FRBに対するリスク・プレミアム(2022年にはドル高にけん引役となった)から、下振れリスクとしてのファンダメンタルズに対する米ドル・プレミアムへと急速に焦点が移行するだろう。

投資への影響

- 2023年にはドル安が深まる: EUR/USDの6ヶ月の目標は0.92から1.00に引き上げられ、12ヶ月の目標は1.04から1.10に引き上げられた。
- 現在、当社は米ドルのエクスポージャーを限定的に維持している(選好するショート: EUR、GBP、およびCAD)。
- JPYとCHFに対して、USDをショートする。



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	=	▼	市場はソフト・ランディングのシナリオを織り込んでいるように見えるが、経済のモメンタムが悪化する中、利益にはリスクがあると当社は考える。利益の不況だけでは、FRBが姿勢を変更するには不十分であるため、これが当社の見解を改善するための鍵となる。バリュー株、優良株、配当株に焦点を当て、ボトムアップの選択的視点を維持する。
	米国のバリュー株	+		当社は回復力あるビジネスモデルと、収益成長と市場シェアを維持する能力を備えたバリュー銘柄を好む。バリュー株と優良株への投資を組み合わせることは、経済的リスクをヘッジするための、ボラティリティの少ない方法であると考えます。
	米国のグロース株	-		超大型株の成長と収益性の悪いセクターの成長は、政策金利の上昇の影響を受けるだろう。これらの銘柄のバリュエーションは将来のキャッシュフローに依存しているためだ。しかし、当社はバリュエーションが修正されたセグメントを追跡している。
	欧州	-		2023年にエネルギー・インフレが高かったことは、消費パターンとその後の企業収益への圧力が長引くことを意味すると見る。このことは、最近の市場の上昇と地政学的緊張と共に、当社を慎重にさせる。当社は常に収益に注意を払い、強力なバランスシートや製品の差別化などの属性を持つビジネスを探求している。
	日本	=/+	▲	日本は輸出志向の経済であり、日本市場を支える中国経済の再開に投資する市場でもある。しかし、世界的な成長モメンタムの減速と円高には注意が必要だ。
	中国	=/+	▲	ゼロコロナ政策からの脱却と高齢者へのワクチン接種のニュースは、人々の移動を改善し、滞った需要を解き放つ段階的な経済再開を示している。しかし、その道は直線的ではなく、地政学的リスクと輸出への圧力があるため、今後も選択的であると考えます。
	中国を除く新興市場	=		新興諸国全体の中での選択は、内需、金融政策、財政の慎重さなど、各国固有の要因を考慮すると非常に重要となる。ルラ大統領の経済政策には注意が必要だが、当社はブラジルについてはポジティブだ。フィリピンとマレーシアについては慎重な姿勢を維持する(割高なバリュエーション)。セクターの観点では、原材料よりもエネルギーを好む。
確定利付き証券プラットフォーム	米国債	=/+		FRBが利上げの幅を縮小することは、必ずしもハト派的な方向転換を意味するものではない。代わりに、FRBはさらなる行動を起こす前に、これまでに実施した引き締めの一時的な影響を考慮に入れることを示している。従って、当社は警戒を怠らず、デフレに関して積極的な姿勢を維持する。同時に、経済の減速とインフレが鈍化することは、米国債にとって好材料であると考えます。また、実質金利についても建設的だ。
	米国IG社債	=/+		IG債は魅力的なキャリアを提供し、バリュエーションも魅力的で、企業のバランスシートは健全であるため、当社はやや建設的になることができる。しかし、企業の現金残高が減少していることと不況への懸念から選択的になっている。
	米国HY社債	-		負債や金利負担率などHY債のファンダメンタルズは引き続き堅調だが、流動性は悪化している。このセグメントは、高い資金調達コスト、低い経済成長の環境から影響を受ける可能性がある。従って、特に格付けの低いセグメント(CCC格付け)では、慎重な姿勢を維持する。
	欧州国債	=		当社は、ECBの金融政策とインフレへの見解、そして経済成長を評価する間、欧州中核国のデフレに対する全体的なスタンスでニュートラルな姿勢を維持する。ECBは金利を引き締める領域で維持するだろう。欧州周辺国の債券には当社は引き続き慎重である。
	欧州IG社債	=		市場はECBが利上げプロセスを減速すると予測しているが、当社は成長の鈍化、高インフレ、地政学的緊張(エネルギー危機)から、IG債のスプレッドへのリスクが継続すると見ている。従って、当社は企業の借り換えニーズを注意深く見守っている。
	欧州HY社債	-		欧州のHY債は、流動性とデフォルトのリスクの可能性を考慮すると、より高いボラティリティに直面する可能性があるが、これらは今のところ抑制されている。金利が高止まりし、消費が抑制されているため、資本コストの上昇と弱い収益見通しは、ネガティブ要因となるかもしれない。
	中国国債	=	▼	米国が中国を切り離そうとしていることは、世界の投資家にとっては分散のメリットをもたらすが、ゼロコロナ政策が徐々に変化していることは、人々の移動と経済活動を後押しするはずだ。当社はニュートラルな姿勢を維持し、PBoCの政策スタンスを分析している。
	EM債券HC	=/+		米国の金利が安定することは、魅力的なキャリアとバリュエーションとともに、支えとなるだろう。スプレッドは良好なエントリー・ポイントを提供しているが、ブラジルや中国を含む新興国全体で進化する成長のダイナミクスを考慮して選択的となっている。
	EM債券LC	=		LC建て債券のバリュエーションは選択的に魅力的になっているが、アジア全般と新興国通貨全般について慎重だ。しかし、米ドルの強さと中国のゼロコロナ政策が変化したことは、MXN、IDR、INRなどの特定の通貨の将来のキャリア・トレードの機会にポジティブとなるかもしれない。今のところ、当社はニュートラルな姿勢を維持し、流動性のトレンドに注意を払っている。
	その他	コモディティ		
通貨				FRBの引き締め政策は、2022年のドル高の主要因だったが、(全体的に引き締められている中で)それが変化する兆しが見られるため、米ドルに対する前向きな姿勢はわずかに低下している。

説明

--- -- - = + ++ +++ ▼ ▲
 ネガティブ ニュートラル ポジティブ 前月と比べ格下げ 前月と比べ格上げ

出典: 2022年12月20日現在のユーロ・ベースの投資家に対するアムンディの見解。本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、将来起ることの予測または将来の結果の保証の意図はありません。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12月28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	2.2	2.8	8.2	6.2	4.0
先進諸国	2.6	0.4	0.9	7.5	5.1	2.5
米国	2.0	0.9	0.6	8.1	4.3	2.3
日本	1.3	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
英国	4.4	-0.9	0.8	9.2	8.2	3.9
ユーロ圏	3.3	-0.5	0.8	8.5	7.3	3.2
ドイツ	1.8	-0.7	0.9	9.0	7.6	2.9
フランス	2.5	-0.1	0.9	6.0	5.4	2.9
イタリア	3.8	-0.4	1.0	8.8	8.3	2.8
スペイン	4.5	0.3	1.3	8.4	4.0	3.3

出典：アムンディ・インスティテュート。

- 米国**：米国経済は減速の兆しを見せており、引締めの金融政策が経済活動を圧迫し始め、潜在成長率を徐々に引き下げている。当社は、2023年H1には景気後退のリスクが高まると予想している。成長が停滞し、内需構成が非常に弱く、景気後退のリスクが高まることが示されている。インフレはピークに達したようだが、今後数か月間の重要な特徴は、コア・インフレに粘着性があることだ。コア・インフレはゆっくりと低下し目標を上回ったまま維持されるだろう。
- ユーロ圏**：ユーロ圏のGDPは、2022年Q4から2023年Q1にかけて、生活費危機の影響を受けて縮小し、その後、春から夏にかけてインフレは、ECBの目標を上回っているものの、いくらか軽減され消費者に安心感をもたらすだろう。引締められた金融政策もまた、逆風を意味する。2023年の平均ダイナミクスは以前の予想よりも弱く、2023～24年の潜在成長率を下回るだろう。エネルギー要素に関連するリスクは、インフレと成長の見通しの両側面で引き続き重要だ。
- 英国**：インフレ予測は上方修正され、数か月間2桁の領域で数四半期にわたって目標を上回った。この冬、英国では生活費に起因する景気後退が発生し、それが数四半期にわたって続き、引締められた金融環境の中で、さらに悪化すると予測する。また、2024年に予測される回復では、経済パフォーマンスは潜在能力を下回ると見られる。エネルギー要素が、まだインフレと成長の見通しにとって重要な下方リスクであるため、リスクは下方に傾いている。
- 日本**：当社は2023年の成長予測をコンセンサスを下回る0.5%とし、不均一な回復が続くと見ている。経済が再開したことで、12月のPMIの改善はサービス部門が主導した。しかし、製造業指数は50を下回ったままであり、2023年初めに先進諸国の需要が弱まると、下降トレンドが再開する可能性がある。経済再開による追い上げ効果は、世界的な需要の減速を部分的にしか相殺できない。2023年H1のGDPは、輸出の減少で縮小する可能性がある。一方、日本のコア・インフレは、今後数か月でさらに上昇し、2023年半ばまで日銀の目標である2%を上回る水準で留まると予想する。

主要金利の見通し

	28-12 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	4.50	5.25	5.00	5.25	4.50
ユーロ圏	2.00	3.25	3.30	3.25	3.50
日本	-0.10	0.00	0.08	0.00	0.30
英国	3.50	4.50	4.70	4.50	4.70

出典：アムンディ・インスティテュート。

- FRB**：最新のFOMCで、FRBは利上げペースを75bpから50bpへと遅らせ、FF金利の目標を4.25-4.50%としたが、一方で、2023年9月から年末までの予想FF金利の中央値を4.625%から5.125%へと金利を上方修正した。新しい予測ではGDPが大幅に低下し、失業率とコアPCEが上昇するなど、経済見通しは悪化している。全体的には、ドット・チャートとジェローム・パウエル議長の記者会見はタカ派であった。パウエル議長は引続きインフレとの闘いにコミットしている。このことが、5.25%という当社の最終金利予測を裏付ける。
- ECB**：12月の会合で、ECBは金利（預金金利）を50bp引き上げて2.0%とし、非常にタカ派的な声明を発表した。インフレはまだ主要な懸念事項であり、最優先事項でもある。ECBは、粘着性のあるインフレを予測している。ユーロ圏のインフレは、主にエネルギー価格にけん引されている。財政政策も重要な役割を果たし、需要を支えている。短期的には、中核国のソブリン債と周辺国間のスプレッドに圧力がかかっている。当社は、現在の利上げサイクルの最終預金金利を2.5%から3.0%に修正した。リスクはさらに上昇する方向に傾いている。
- 日銀**：12月の会合で、日銀は予想よりも早く10年物国債のYCC目標帯域を +/-0.25%から +/-0.5%に広げるという意外な行動にでた。これは事実上の引き締めであるため、利回りは上昇する傾向にある。金融政策を正常化するという政治的意欲が高まっている。2013年の政府と日銀の共同声明に修正がなされるという報道があるが、最終的な目標は現時点では不明だ。しかし、マイナス金利政策（NIRP）からの脱却がありそうだ。そうする前に、日銀はYCCの利回り目標を完全に廃止するか、NIRPとYCCをまとめて一気に廃止するという手っ取り早い措置を取る必要がある。
- BoE**：最新の会合で、BoEは金利を50bp引き上げた。以前の会合と同様、投票は全会一致ではなかった。今回は2人のメンバーが利上げなしを選択し、1人が75bpの利上げを支持したため、反対意見間のギャップが大きくなった。この会合では、金利ガイダンスは基本的に変更されず、最新の財政政策の発表から予想される経済見通し、そして量的引締めについても、意味あるサプライズを生み出すことができなかった。最新の利上げから、基本シナリオでは4.5%でピークに達する可能性が高いという、当社の金利経路と最終金利を確認する。

金融政策会合の予定

中央銀行	次の会合
日銀MPM	1月18日
ECB政策理事会	1月25日
FRB FOMC	2月1日
イングランド銀行 MPC	2月2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12月28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	2.2	2.8	8.2	6.2	4.0
新興諸国	3.9	3.4	4.1	8.8	6.9	5.0
中国	3.0	4.4	4.9	2.0	2.2	2.1
ブラジル	3.1	0.5	1.7	9.3	4.5	4.2
メキシコ	3.2	1.5	0.9	7.9	5.6	4.5
ロシア	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
インド	7.0	5.4	6.0	6.7	5.4	5.9
インドネシア	5.2	4.5	4.8	4.2	4.4	4.1
南アフリカ	2.4	1.2	1.5	6.9	5.9	4.9
トルコ	4.9	3.1	4.3	72.5	55.2	29.8

出典：アムンディ・インスティテュート。

- **中国**：当局は、中国の旧正月「春節」（1月22日）休暇の直前である、1月8日に海外からの訪問者への隔離規制を撤廃すると発表した。経済が完全に再開するのは、Q1末である可能性が高いようだ。現実は今のところ厳しい。経済成長は11月に再び急落した。より迅速な再開を念頭におけば、生産は2月に再開し、3月とQ2には意味のある回復が始まると当社は予想する。消費者需要の回復はコア・インフレを押し上げるが、PPIとエネルギーのディスインフレが全体的なインフレを約2%に抑えるとする。
- **アジア**：南アジアの中央銀行は金融政策の引き締めを続けるが、以前の決定に比べてペースが遅い国もあった（例：フィリピンやインドネシア）。アジアは、金融政策の正常化という点で遅れをとっている。中南米や東欧など他の新興地域よりもインフレ上昇が遅く、急激ではなかったためだ。これらの中央銀行のいずれも金融政策の一時停止を発表していないが、当社は金融政策行動はほぼ成熟しているため、終了は近いと予測する（地域全体を見ればいくつかの利上げが進行中ではあるが）。
- **CEE3**：前四半期比（QoQ）で安定し前年比（YoY）では加速したルーマニアを除けば、Q3の実質GDPは、経済がQoQとYoYの両方で急激に減速を続けていることを示している。2桁のインフレは今後も長く続き、中央銀行による利下げはすぐにはできないだろう。インフレの上昇、引き締めの金融政策、エネルギーとガス価格へのサポートの（部分的な）撤廃、一部の国での財政引き締めは、今後数ヶ月の成長にさらなる逆風をもたらすだろう。チェコとハンガリーは、早ければQ4に景気後退に入ると予想する。
- **南アフリカ**：Q4の実質GDPの数値はQ2よりも高かったものの、国債とFX市場のボラティリティが高く、厳しい月となった。ラマポーザ大統領は、「ファーム・ゲート」として知られる汚職スキャンダルに巻き込まれた。議会が弾劾に反対票を投じたため、その後南アフリカの資産は勢いを取り戻した。ラマポーザはANCのリーダーとして再選されたが、窮地を脱したわけではない。この問題に関しては、他にもSARB、護民官、そして南アフリカ警察による捜査が進行中であるからだ。2023年には、改革アジェンダが進展しているかどうかには注意が向けられるだろう。

主要金利の見通し

	20-12 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	6.25	6.50	6.45	6.50	6.30
ブラジル	13.75	13.50	13.55	11.50	11.60
ロシア	7.50	7.50	7.15	7.50	7.00

出典：アムンディ・インスティテュート。

- **PBoC (中国)**：PBoCは12月に政策金利を据え置いた。経済再開の道筋は確認されているため、これ以上の利下げは見込んでいない。中央銀行が利上げを急ぐ必要もない。インフレは2023年を通じて3%未満に抑えられるだろう。成長見通しの改善に伴い実効金利が上昇すると、金融環境の軽い引き締めにつながる可能性がある。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継続されるが、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)**：予想通り、RBIは12月も利上げサイクルを継続したが、そのペースは減速した。レポ金利は35bp上昇して6.25%となった。RBI総裁は、インフレ期待を固定し、コア・インフレ持続を止め、二次的な影響を抑えるために、さらなる調整された金融政策が必要であると述べた。当社はRBIが2月に再び25bpの利上げを行い金利を6.5%とすると予想している。実質政策金利はすでに、ややポジティブかニュートラルに近く、5月の利上げサイクルの開始時にRBIが目標としていたレベルに近づいているからだ。
- **BCB (ブラジル)**：BCBは12月に政策金利を据え置き、緩和サイクルを開始しなかった。政策金利は、13.75%で据え置かれた。インフレ見通しに関するリスクはバランスが取れているように見えるが、Copomは財政政策の枠組みの不確実性を強調した。上昇要因は、追加の刺激策が総需要を支えインフレ懸念を高めること、下方要因は、減税が破棄されることだろう（不確実ではあるが起りえる）。次の金融政策行動が、将来の財政の枠組みに依存することは明らかだ。
- **CBR (ロシア)**：CBRは12月の会合で、政策金利を7.5%に据え置き、ますますハト派的ではなくなっている。CBRはインフレ予測を据え置いたが、労働市場の逼迫、インフレ期待の上昇、ルーブル安、財政政策の緩和の可能性など、インフレ促進要因がディスインフレ要因よりも優勢であることを強調した。インフレは引き続き低下し、11月には前年比で12.0%となり、10月の12.6%から下落した。このますます慎重なトーンとインフレ圧力を考慮すると、今後6か月間の利下げはもはや見込めず、当社は2023年後半にも、利上げサイクルが発生する可能性もあると考えている。

金融政策会合の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
PBoC	1月20日
BCBブラジル	2月1日
RBI	2月8日
CBR	2月10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

12月28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	2.0	0.9	0.6	8.1	4.3	2.3
日本	1.3	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
ユーロ圏	3.3	-0.5	0.8	8.5	7.3	3.2
ドイツ	1.8	-0.7	0.9	9.0	7.6	2.9
フランス	2.5	-0.1	0.9	6.0	5.4	2.9
イタリア	3.8	-0.4	1.0	8.8	8.3	2.8
スペイン	4.5	0.3	1.3	8.4	4.0	3.3
英国	4.4	-0.9	0.8	9.2	8.2	3.9
中国	3.0	4.4	4.9	2.0	2.2	2.1
ブラジル	3.1	0.5	1.7	9.3	4.5	4.2
メキシコ	3.2	1.5	0.9	7.9	5.6	4.5
ロシア	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
インド	7.0	5.4	6.0	6.7	5.4	5.9
インドネシア	5.2	4.5	4.8	4.2	4.4	4.1
南アフリカ	2.4	1.2	1.5	6.9	5.9	4.9
トルコ	4.9	3.1	4.3	72.5	55.2	29.8
先進諸国	2.6	0.4	0.9	7.5	5.1	2.5
新興諸国	3.9	3.4	4.1	8.8	6.9	5.0
世界	3.4	2.2	2.8	8.2	6.2	4.0

主要金利の見通し

先進諸国

	2022年12月28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	4.50	5.25	5.00	5.25	4.50
ユーロ圏	2.00	3.25	3.30	3.25	3.50
日本	-0.10	0.00	0.08	0.00	0.30
英国	3.50	4.50	4.70	4.50	4.70

新興諸国

	2022年12月20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	6.45	6.50	6.30
ブラジル	13.75	13.50	13.55	11.50	11.60
ロシア	7.50	7.50	7.15	7.50	7.00

長期金利の見通し

2年物債券利回り

	2022年12月28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	4.34	4.0/4.20	4.09	3.40/3.60	3.86
ドイツ	2.64	2.40/2.60	2.61	2.40/2.60	2.42
日本	0.01	0.1/0.20	0.08	0.1/0.2	0.13
英国	3.52	3.20/3.40	3.48	3.30/3.50	3.67

10年物債券利回り

	2022年12月28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	3.83	3.60/3.80	3.80	3.50/3.70	3.77
ドイツ	2.49	2.30/2.50	2.48	2.30/2.50	2.46
日本	0.45	0.40/0.60	0.59	0.40/0.60	0.67
英国	3.69	3.60/3.80	3.76	3.60/3.80	3.84

通貨の見通し

	2022年12月29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		2022年12月29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	1.07	1.02	1.05	1.10	1.08	EUR/SEK	11.16	11.02	10.80	10.31	10.50
USD/JPY	133	132	135	123	131	USD/CAD	1.35	1.37	1.32	1.28	1.30
EUR/GBP	0.88	0.89	0.88	0.90	0.88	AUD/USD	0.68	0.65	0.67	0.75	0.70
EUR/CHF	0.98	0.94	0.99	1.03	1.01	NZD/USD	0.63	0.60	0.62	0.66	0.65
EUR/NOK	10.53	10.43	10.15	9.74	9.85	USD/CNY	6.96	7.10	7.00	6.80	6.85

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 PORTFOLIO STRATEGY



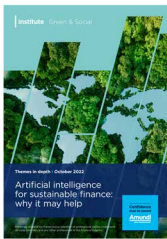
How do institutions segment their investment universe? (25-10-2022)

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 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

COMPASS



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

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



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

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

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



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

AINOUZ 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 Padesh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute

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 Padesh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

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 Nouredine - 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)

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

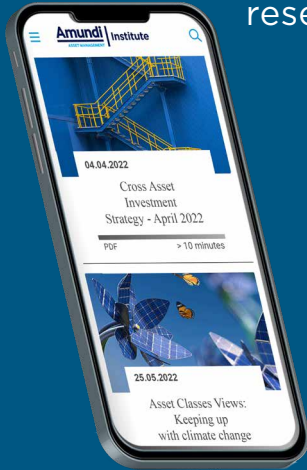


ESG Thema – Special COP15 – The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)

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

Biodiversity : It's Time to Protect Our Only Home (07-12-2022)

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 Policies
Sovereign Bonds Forecasts
ESG High 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 redisseminated 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 29 December 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: 2 January 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 - bjd1zx;

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
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

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
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

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

NIALL Paula、投資インサイトと顧客部門

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