



11
2020年
11月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

債券は一連の経済回復過程の前哨

テーマ

何が痛むのかをしっかりとはっきりと書け

マクロ経済および市場予測

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#11- 2020年11月

目次

グローバルな投資への見解

CIOの見解

債券は一連の経済回復
過程の前哨

p. 3

コロナ・ウィルスの感染者数は、まだ警戒すべきレベルにあるにもかかわらず、市場はこの状態を楽観的に受け止めて価格設定をしている。株式、信用、そしてユーロ圏周辺国の債券市場は好調だが、国債は利回りがわずかに上昇した。政策面では、積極的な対策が採られる可能性がある。投資家は、循環株からローテーション（移行）する機会を検討する必要があるが、ボラティリティがより高くなることを留意し、分散と選択に焦点を当てるべきだ。今回の危機は、高い債務、不平等の増加、世界的な成長への中国の役割が強くなくなったことなどのテーマを再確認するだろう。したがって、銘柄の優良性と持続可能性、そしてESGが鍵となる。

マクロ経済

金市場が輝く環境

p. 4

人民元、そして最も重要なこととして、型破りな金融政策が、金の価格のダイナミクスを説明すると当社は信じている。

マルチアセット

保守的な姿勢を維持し、ローテーションへの
兆候を監視する

p. 5

当社は、株式にはニュートラルに近く、信用にはわずかにポジティブな姿勢を維持するが、経済の改善とワクチンの開発状況が、より良いエントリー・ポイントを提供するかどうかを注視している。

債券

信用市場では、キャリーと証券の選択に
焦点を当てている

p. 6

実質金利が低い環境では、投資家は高い利回りを得る必要と魅力的なバリュエーションで信用力が高い企業の信用を購入する必要性のバランスを取る必要がある。同時に、十分な流動性を維持する必要もある。

株式

ばらつきがあることは、選択の機会を創出する可能性がある p. 7

現在進行中の抑制された回復は、循環銘柄へのローテーション（移行）を支持する可能性があるが、持続可能なリターンの可能性をもつ回復力のある銘柄を選択することが非常に重要だ

テーマに関するグローバルな見解

痛みが何なのかをしっかりとはっきりとさせる

p. 8

エコノミストはよく、経済の回復状況をアルファベットを使って表現するが、1つのアルファベットで、すべてを言い表すことはできない。最終的に回復の形を決定するのは、コロナウィルス流行の期間の長さだ。景気循環が同期化していないことは、従来の地理的分岐への扉を開くはずだ。

> アムンディの各資産クラスへの見解

p. 9

> マクロ経済および市場予測

p. 10

> 当社の予測についての免責事項

p. 11

> 出版物のハイライト

p. 12

CIOの見解



PASCAL BLANQUE
グループ最高投資責任者



VINCENT MORTIER
グループ最高投資副責任者

債券は一連の経済回復過程の前哨

ウイルスの感染状況とワクチンの開発、そして米国の選挙はホットな話題だ。**コロナウイルスの感染者数が、まだ警戒すべきレベルにあるにもかかわらず、市場はこの状態を楽観的に受け止めて価格設定をしている**(欧州における第2波の発生と世界的な新規感染は記録的水準になっている)。コロナウイルス、実体経済、金融市場という、3つに関するサイクルは引き続き相互に関連し合っているが、ウイルスの伝染メカニズムが変化している。3つのサイクルの中で最も重要なウイルスのサイクルが、他の2つに与える影響は今年の初めに比べて低くなっている。今日、世界は検査と地域内での感染封じ込めに関しては、良い体制が整って来ているため、世界的な地域封鎖が経済を傷つける可能性は減少している。金融市場に関しては、財政と金融による支援が続くというシナリオが、大きな混乱を防いでいる。いかなる脆弱性の兆候も、「買い」のチャンスと見なされる。

回復のフェーズ1 (ウイルス感染が加速中) :これが我々の現在の状況だ。回復の軌道に関するニュースは良いニュースではあるが、ウイルスのサイクルの終わりはまだ見えていない。現在のポジティブな環境は、低金利が永遠に続き、インフレ圧力がないという強い想定に基づいて継続している。今後数ヶ月の回復過程が、デフレ環境で始まる可能性があることは確かだ。そして、特に中国(および他のアジア経済)が世界的な成長エンジンとしての役割をさらに強化しているおかげで、回復は実際始まっている。このような環境の中で、株式、信用、ユーロ圏周辺国の債券市場は好調に推移している。しかし、国債市場では、ボラティリティが高まっている。すでに予想されていた利回りカーブのスティープ化が始まっているが、今は保留の状態だ。米国の選挙結果がまだ確実になっていない上に、大規模な財政刺激策の可能性も低いからだ。

フェーズ2 : 状況は良好となる前に悪化する必要がある。これは、今後積極的な(特に金融面での) 政策が採られることを意味する。これは経済回復にとっては良い前兆で、2021年に入ってから循環的なテーマへのローテーション(移行)をさらに支援する。このことはHY信用に対する株式の選好を支持する。株式は上振れする可能性があるが、HY信用は現在のリスクリターン・ベースのバリュエーションではそれほど魅力的ではなくなる可能性があるからだ。超高成長な株式から、循環株式および優良なバリュー株式分野へのローテーションが2021年を通して実現する可能性がある。しかし、このトレンドは現在のところ一時停止している。この循環的な回復では、コモディティ関連の取引からも恩恵を受ける可能性がある。**ワクチン開発も、この経済回復の一部となる:市場は、ワクチンが2021年半ばまでに開発されることと、その後経済が再加速することを価格に織り込んでいる。**開発が遅れば、ボラティリティが発生し、ウイルスのサイクルが再び市場が最も懸念する問題となるだろう。投資家は、ローテーションの機会を検討するべきだが、ボラティリティが高くなる可能性があることにも留意すべきだ。**債券は次の段階への重要な前哨となるだろう。**

フェーズ3 : 改善から持続的な成長へ。次のフェーズの一部には、一連の新しい政策ミックスと、今まで見られた極端な緩和的政策が徐々に終了することが組み込まれている。今回のパンデミックと戦うために導入された政策は、撤退するのが非常に困難であり、政府と中央銀行(CB)には、おそらく更なる措置が必要となるだろう。財政政策と金融政策は、さらに関連し合っている。回復のための資金を調達するために、債務の貨幣化を実施する可能性もあり得るシナリオだ。CBの信頼性が低い一部の新興市場(EM)では、回復の最中にインフレが急上昇する可能性があり、それがコモディティ価格の上昇を引き起こすかもしれない。これが経済を過熱させ、最終的にはある程度のインフレにつながる可能性もある。これは、低金利が永久に続くという想定に基づいているシステムを置き換える可能性があり、実質金利がより変動しやすくなる可能性がある。このフェーズは、リスク資産にとって困難であり、バリュー株式、コモディティ、実物資産へのさらなるローテーションが有利に働くかもしれない。

一つのフェーズから別のフェーズへの切り替えは、直線上にはない。投資家は短期と長期両方のテーマを念頭に置く必要がある。米国での選挙結果が不明瞭なため一時停止しているが、フェーズ1からフェーズ2への切り替えは、ローテーション(EMの株式、循環的で優良なバリュー株式の分野)の機会をもたらす。しかし、投資家はボラティリティに対処するために分散と選択に焦点を当てる必要がある。長期的には、3つのフェーズには、今回の危機によって強化されるいくつかの共通のテーマが組み込まれている。それらは、債務の増加、不平等の拡大、そして世界貿易と経済成長における中国の役割の強化である。投資の観点でみれば、品質と持続可能性は、再び考慮すべき重要な要素となるだろう。また、ESG、特に社会と環境に焦点を当てたテーマが今後主流になるだろう。そして、経済成長についての分岐路が出現するだろう。EM諸国の中では、中国と密接な関係を持ち、突然のインフレとも戦える信頼性の高いCBをもつ国が選好されるが、債務が高く脆弱な国は困難に陥る可能性がある。このことは、EMの概念が全体的に時代遅れとなり、中国の回復と循環的な勝者についてのグローバルなテーマが出現することにつながるだろう。

全体的なリスク・センチメント

リスクオフ

リスクオン



慎重で分散されたスタンス、循環株と優良なバリュー株へのローテーションを活用、ESGにチャンスがある

前月からの変化

- ▶ 非対称のリスク・プロファイルを持つ資産の利益を確定する
- ▶ より高い収益が期待されるため、低品質の信用から株式への移行を追求すべき

全体的なリスク・セグメントは、最新のグローバル投資委員会の全体的なリスク評価の定性的な見解です。

マクロ経済

金市場が輝く環境



MONICA DEFEND

リサーチ部グローバル総括



LORENZO PORTELLI

クロス・アセット・リサーチ総括

人民元、そして最も重要なこととして、非伝統的な金融政策が、金の価格のダイナミクスを説明すると当社は信じている。

政策当局がCovid-19危機の影響を受けた金融システムを支援するために世界的に介入したことから、金価格は3月以降上昇している。しかし、最近、FRBが資産購入プログラムを一時停止したため、ある程度修正されている。今後、金価格は、次の2つの主要要因によって支えられると当社は考える。1) **金の新しい価格決定の分類** (後ほど説明) は、中央銀行 (CB) のバランスシートの拡大と人民元 (CNY) の動態が重要な役割を果たすことを想定している。そして、2) **金に対する当社の確信は、「純粋なヘッジ」から一つの「資産クラス」に移行した**。これは経済の上振れと下振れシナリオの両方から利益を得る可能性がある。

当社は、過去数年間、金利の上昇局面でも、全体的なリスクオフ局面でも、地政学的リスクの上昇に直面した時には、安全な避難先としての金の性質に沿った議論を展開してきた。最近では、金価格と新興市場 (EM) の米ドル資金調達および実質金利との (反相関) 関係が着実に強化されているが、より高いレベルで落ち着くと当社は見ている (**当社の予測では公正価値の基準として\$ 2,100 /オンスを見込む**)。

Covid-19関連のニュースが悪化し、まだパンデミックの危機に瀕していることで、最終的には金価格が抵抗力を示すだろう。当社内の分析とモデリングは、金の原動力と感度にさらに焦点を当てている。しかし、金については、簡単で包括的な評価マトリックスはないことを留意することが重要だ。エビデンスによれば、金価格には、次の3つの大きな決定要因がある。

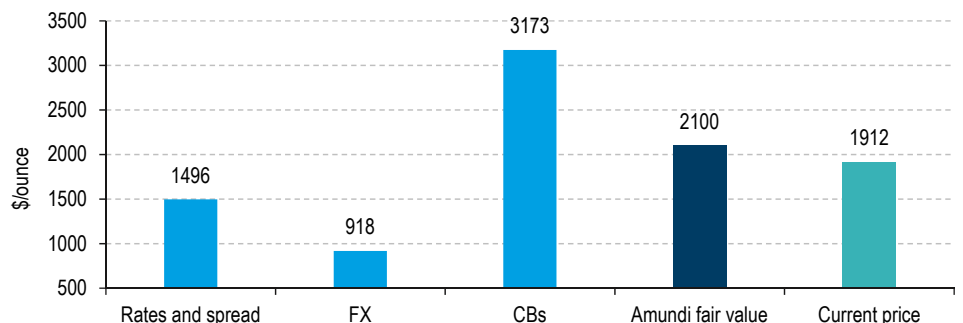
- ・ 経済的および実体変数 (すなわち、GDP、インフレ、実質金利、スプレッドなど)
- ・ FXの動態 (特にUSD、JPY、CNY)
- ・ 中央銀行の非伝統的な金融政策 (FRB、ECB、日銀のバランスシートの拡大)。

当社の計算によれば、分類は新しくなっており、**CNYと、最も重要なことに、非伝統的な金融政策が、金価格の動態についての説明を先導していると当社は確信している**。

このことが、最終的に共通のリンク (型破りの金融政策の副作用である実質金利の低下) を通して、株価との相関関係が高まったことを説明している。当社は景気回復が不均一 (成長が妨げられたり、低迷した場合は、CBからの積極的な介入が必要) であり、中国経済が世界の経済成長をリードする (CNY高として反映される) と予想しているため、金の価格はさらに高くなる余地があると見ている。以下のグラフは、各主要変数が金価格に影響する可能性を示している。CBが資産購入プログラムを継続し、システムに流動性を注入し続ければ、それは明らかに金の価格に強い影響を及ぼし、1オンス当たり約3,173ドルに上昇する。FXに関しては、米ドルが下落し、人民元が上昇すれば、金の価格は現在の水準から上昇する可能性がある。

結論としては、マクロのリスク要因に対する資産クラスの価格感応度を測定する、当社独自のGREATのフレームワークによれば、金価格は対称的な価格行動を示すと予想される。**これは、経済の上振れシナリオと下振れシナリオの両方で、前述の分類/決定要素が、金価格にポジティブな影響を与えることを意味する**。実際、上振れが実現した場合、インフレ圧力が実質金利を押し下げるため、最終的には金価格が上昇する可能性がある。一方で、下振れシナリオでは、CBがバランスシートをさらに拡大し、流動性を高めるため、金価格の上昇を後押しすると予想される。

異なる要素と公正価値



Source: Amundi Research, Bloomberg on 19 October 2020. Amundi fair value is calculated by including rates and spread, FX and central bank (CB) metrics in a comprehensive model, whereas the first 3 histograms are based on mean reversion and specific angle assumptions.

BoJ = Bank of Japan - *GREAT Framework: Global Risk Exposure Analysis Tool developed by Amundi.

マルチアセット



MATTEO GERMANO
マルチアセット部総括

当社は、株式にはニュートラルに近く、信用にはわずかにポジティブな姿勢を維持するが、経済の改善とワクチンの開発状況が、より良いエントリー・ポイントを提供するかどうかを注視している

保守的な姿勢を維持し、ローテーションへの兆候を監視する

今年Q4の成長には下振れリスクがあるものの、景気回復は政策主導に支えられていると当社は見ている。この回復は、エネルギー価格のベース効果の減少と相まって、先進市場（DM）のインフレを押し上げる可能性がある。しかし、インフレを発生させることは米国よりも欧州の方が難しいように見える。一方で新興市場（EM）では、供給ショックが一部でインフレを生み出しており、これは監視する必要がある。ボラティリティのもう1つの原因は、米国の選挙結果とコロナウィルス感染の再発生であろう。したがって、投資家は警戒を怠らず、積極的な姿勢を維持することが必要だ。しかし、米国の政治的不確実性が沈静化し、成長とワクチン開発の行き先がより明確になれば、投資家は慎重さをもって信用から株式への移行に目を向けるべきだ。

当社が強く確信しているアイデア

現時点では、当社は意図的に株式への見解を変更せず、戦術的にニュートラルな姿勢を維持している——米国にはディフェンシブ（IT銘柄のバリュエーションが過剰なため）で欧州ではニュートラル。2021年の回復予測、魅力的な相対評価とリスクプレミアムは、今後12か月間で株式市場への環境が改善する兆候を示している。ただし、これはワクチンがタイムリーに開発され、感染拡大が抑制されることが前提である。その後は、循環部門は上げ相場の恩恵を受ける可能性がある。短期的には、米国の小型株や新興市場（EM）株式など、高ベータの銘柄が上昇する可能性があるが、タイミングが非常に重要だ。当社はアジア（中国とインドネシア）市場に建設的である。この地域での顕著な回復、高い収益、コロナウィルス対策が良好であることが期待されているからだ。

投資家はデューレーションには積極性を維持する必要があるが、全体的にニュートラルに近い姿勢を維持するべきだ。米国の選挙戦における当初の報告では、トランプの票が予想以上に伸びているという世論調査がでている。当社はトランプが上院の過半数を維持する可能性には非常に用心深くなっている。それはカーブがスティープ化するかどうかに影響する。米国のインフレについては、FRBの平均インフレ目標、景気回復が続いていること、債務の貨幣化の傾向などを考慮して、建設的な見解を維持している。

当社はユーロ圏周辺国の債務に前向きだが、それはECBIによる支援、テクニカル的に有利であること、そしてEU復興基金によるポジティブな影響が理由だ。当社は5年物のイタリア国債（BTP）には前向きな姿勢を維持する。BTPは政治的な安定の恩恵を受けること、EMUのイールド・カーブがスティープ化した場合の悪影響が少ないと見ているからだ。

3月以降、信用スプレッドは大幅に縮小しているが、キャリーへの需要とQEによる支援があるため、当面はニュートラル/ややポジティブな姿勢を維持する。当社は、US IGと比較するとEUR IGを選択する。魅力的なバリュエーション、ECB購入プログラム、および米国よりも欧州の方がレバレッジ低いことが理由だ。流動性と利回りへの世界的な追求は、EM債券に恩恵をもたらすはずだ。当社はHC債務に対して前向きな姿勢を維持している。現地で金利がさらに下がる余地は限られているため、通貨エクスポージャーが主なけん引役であると考えられる。全体として、新興市場債券（EMBI）スプレッドは適性価値に近い。今後3か月以内に、HYではスプレッドが縮小する可能性がある。また、IGのスプレッドは、今では高額な水準に達しているようだ。FXに関しては、当社はポジティブではあるが、EM FXの分散されたバスケットに対しては選択的だ。バリュエーションは魅力的だが、投資家のポジショニングが少ないこと（さらにフローが増加）、および景気回復からの潜在的なサポートが原因だ。しかし、米国の政治的不確実性を考えると、投資家はこのエクスポージャーについては、戦術的にヘッジする必要がある。一方で、米ドルは中期的に過大評価されているように見える。他のG10のFXと比較すると、成長期待と実質金利が高いという優位性が失われたため、修正が起こる可能性がある。しかし、当面は、選挙によるボラティリティがそれを支える可能性があるため、ドルに対してネガティブな方向性に向かうことはリスクを伴うかもしれない。英国の経済活動の脆弱性から、GBPに圧力がかかる可能性がある。そして、英国のEU離脱のニュースは監視する必要がある。

リスクとヘッジング

脆弱な経済成長と政策の失敗に関連するリスクは、株式と信用のエクスポージャーを保護するために、デリバティブ、円、金などの形で、適切なヘッジを維持する必要性を強調している。世界的な不確実性が高まった場合には、米ドルも良いヘッジとなる。

アムンディ クロス・アセットの確信

	1か月の変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式				■	■			
信用						■		
デューレーション						■		
原油					■			
金						■		

出典： 当社予想。上記の表は、3～6ヶ月間のクロス・アセット資産評価を示している。これらは当社における直近のグローバル投資委員会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直し、見通しの変化、意見は、予想される方向（+/-）と確信の強さ（+ / ++ / +++）を反映している。この評価は変更されることがあります。上記の株式への見解は、ニュートラル/ニュートラルに近い姿勢を反映しています。

USD = 米ドル、JPY = 日本円、UST = 米国債、DM = 先進国市場、EM/GEM = 新興市場、FX = 外国為替、FI = 債券、IG = 投資適格、HY = 高利回り、CHF = スイス・フラン、NOK = ノルウェー・クロネ、EUR = ユーロ、CB = 中央銀行、TIPS = 米国物価連動国債、BTP = イタリア国債、EMBI = EM債券指標。

債券

信用市場では、キャリアと証券の選択に
焦点を当てているERIC BRARD
債券部総括YERLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル総括KENNETH J. TAUBES
米国投資運用CIO

実質金利が低い環境では、投資家は高い利回りを得る必要性と魅力的なバリュエーションで信用力が高い企業の信用を購入する必要性のバランスを取る必要がある。同時に、十分な流動性を維持する必要もある。

米国では部分的な景気回復が見られたが、恒久的な失業の程度がどの位かに注意を払う必要がある。一方で、中国の先行指標はすでにパンデミック前の水準を上回っている。しかし、欧州では、新たな感染の波が発生し、状況は少し悪化しているようだ。全体的には、経済が困難な状況を脱したという確信は持てない。したがって、現在の危機では、罣を回避し、経済の改善とローテーションの可能性に有利なセクター/銘柄へのエクスポージャーを得ることが重要であることを投資家は留意すべきだ。とはいえ、米国の政治情勢や英国のEU離脱リスクに関連するボラティリティの可能性には注意が必要であり、十分な流動性を維持することをお勧めする。

世界と欧州の債券

レバティフ・バリュー取引に鋭敏な目を向けることで、当社は全体的にデューレーションにはニュートラルな姿勢を維持する。米国（脆弱な世界の状況へのヘッジとして）とフランスにはポジティブであり、ドイツと英国には慎重だ。ユーロ圏周辺国における政治的情勢が改善されたことで、当社はイタリアとスペインに前向きな姿勢を維持する勇気を得た。しかし、感染の新たな波で、再び地域封鎖が発生している中、当社はバリュエーションが安価であるにもかかわらず、EZのインフレに注意を払っている。当社は信用に関しては建設的であるが、投資家は安価で購入すること、質の高い信用を購入するという、2つの課題に直面していることを認識している。流動性を容易に提供する中央銀行/財政による事前防止策が継続していることで、さらに複雑になり、その結果、市場の一部のセグメントが不当に高く評価されているからだ。これは、フラグメンテーションの継続と相まって、証券のセクターと銘柄の選択範囲を拡大する。金融銘柄や劣後債にチャンスがあるが、投資家は十分なキャッシュ・バッファを維持する必要がある。全体的には、当社はIGとHYにおいては、レバレッジの低さから、米国よりもEURを選好する。

米国の債券

大規模な経済刺激策の可能性が弱まったため、短期的には、米国のイーランド・カーブのステイプ化が止まる可能性がある。当社は米国債には慎重を期している。市場は医療の向上とワクチン開発を価格に組み込んでいない。FRBに関しては、実質金利はすでに低く、中/長期のインフレ見通しがすでにあることを考えると、（経済を過熱させることなく）現在の水準からさらに金利を下げる余地は限られている。したがって、当社はTIPSに関して前向きな姿勢を維持している。企業債務については、投資家は積極的な選択を通じてスプレッド・デューレーションを削減することをお勧めする。さらに、リスクが非対称であるHY現物債券へのエクスポージャーを削減すべきだ。消費に関しては、政府の支援策の期限が切れれば、経済への打撃が大きいという懸念はあったが、個人消費は持ち直し、住宅市場と消費者の債務返済は引き続き堅調だ。証券化された信用、消費者向けローン、および住宅ローン市場にはチャンスがあると見ているが、プライムRMBSよりもエージェンシーMBSを選好する。

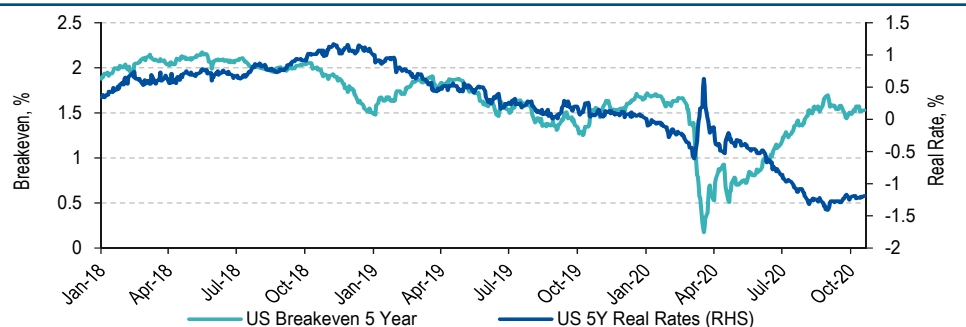
新興市場 (EM) の債券

米ドルのトレンドが監視すべき重要な要素だ。このような状況における、最悪のシナリオはドル高が持続し、EMの中央銀行がCovid-19の影響と自国通貨と資本市場を安定させることのジレンマに直面することだ。これはEM通貨のボラティリティを高める。しかし、ロシア・ルーブルなど幾つかの通貨は抵抗力を見せ、この環境でも他を上回るパフォーマンスを見せるだろう。

FX

当社はUSD/JPYに対して慎重で、NOK/EURにはポジティブだ。EURはウィルスの第2波が欧州を襲ったことで圧力を受けるだろう。

米国の5年物実質金利と損益分岐点



Source: Amundi, Bloomberg at 21 October 2020. Breakeven = USGGBE05, Real rates = H15X5YR

GFI = グローバル債券、EM FX = 新興市場の外国為替、HY = 高利回り、IG = 投資適格、CHF = スイスフラン、EUR = ユーロ、USD = 米ドル、UST = 米国債、RMBS = 住宅ローン担保証券、ABS = 資産担保証券、HC = ハード通貨、LC = 現地通貨、TIPS = 米国インフレ連動国債、GFC = 2008年の世界金融危機、JPY = 日本円。

株式

ばらつきがあることは、選択の機会を創出する可能性がある

KASPER ELMGREEN
株式部総括YERLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル総括KENNETH J. TAUBES
米国投資運用CIO

全体的な評価

景気回復は進行中だ。サービス部門と製造部門で相違が見られるように、世界全体で均一でないとしても、それは変わらない。したがって、今後の見通しが不透明で広範であることに加えて、投資家は企業の債務が拡大しているだけでなく、社会経済的な不平等が拡大しているという不安定なフェーズでのかじ取りを迫られている。今回の危機はこれらの不平等を悪化させている。投資家は、全体的にバランスの取れたスタンスで現在の状況乗り越えるべきだ。

欧州の株式

回復が不均一であることは、リターンの分散も大きくなる原因となるが、積極的な選択のためには良いタイミングを提供する。バリュエーションのばらつきが大きく、特に優良な循環株の領域で大きなチャンスがあるが、不確実性が高いため、慎重に選択する必要がある。当社はバランスシートの堅固さを選好する傾向が強いが、バランスシートが脆弱な企業やビジネスモデルが妨害された企業には、細心の注意を払う必要がある。さらに、投資家はバリュエーションが過大評価されているテクノロジーなど分野には注意が必要だ。

そのため、当社は、ディフェンシブ株の分野ではヘルスケアにポジティブな姿勢をとっている（以前よりはわずかに少ない）が、バーベルの反対側である循環株式の分野でチャンスを見つけている。建築資材など回復に寄与する分野に投資するには良い方法だからだ。当社はまた、一般消費財の分野でも魅力的な銘柄を見つける機会が多くなっている。この分野では、非常に選択的である必要があるものの、リスクとリターンに説得力のある銘柄がある。全体的には、当社はバランスの取れたアプローチを維持している。もう1つの興味深い戦略はバリュー株だ。この分野は2021年には、リフレへの期待から恩恵を受ける可能性がある。

米国の株式

米国の選挙結果は不透明であるが、議会がねじれる結果となれば、大規模な財政刺激策が阻止されるだろう。そうなれば、リフレと循環株式への期待は中断される。循環株に関してはワクチンが開発され経済が加速するまで延期となる。もし、バイデンが勝利して議会がねじれている場合、テクノロジー企業に対する法案が通過する可能性は低く、それはCovid-19パンデミックの最中には持続されるだろう。

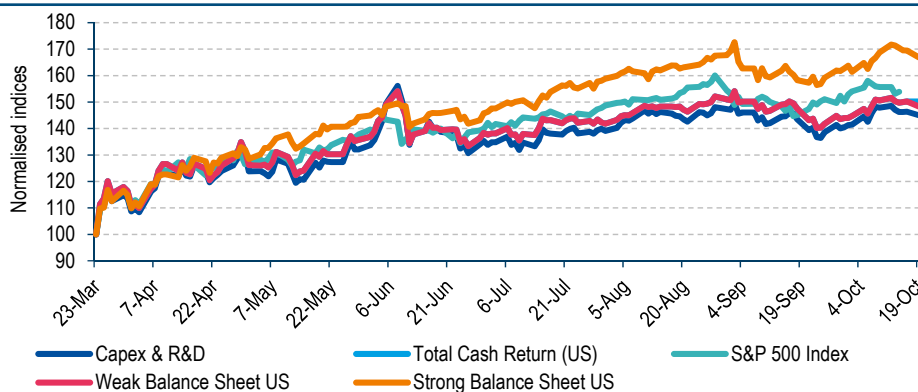
当社は**精選された優良バリュー株**を選好する。これらは、現在の困難な経済状況乗り越えることができ、米国と世界経済が回復し、インフレが戻ることから恩恵を受けると見ている。しかしながら、**リフレのタイミングについては不確実要素があり**、リフレになれば金利が上昇する可能性もある。加えて、特定のバリュー傾向のセクター（航空会社など）は、構造的な機能が損なわれている。このスペクトルの反対側では、当社は安定した成長銘柄に建設的だ。これらは経済成長に依存しない長期的な成長傾向にある。たとえば、オンライン小売への移行などがあげられる。対照的に、当社は超成長株と深いバリュー株に注意を払っている。

新興市場 (EM)の株式

経済の回復はEMをサポートするはずだが、米・中間の緊張に注意する必要がある。アジア地域では、韓国などの国（先入れ先出し法）について楽観的だ。セクター・レベルでは、半導体分野は魅力的に見えるが、医療および生活必需品の分野はバリュエーションが高いため、当社は慎重になっている。投資家は、成長株/バリュー株の中で割安な銘柄を選択的に探求するべきだが、その場合、持続可能な配当利回りまたは成長の起爆剤を提供するものに焦点を当てるべきだ。

現在進行中の抑制された回復は、循環銘柄へのローテーション(移行)を支持する可能性があるが、持続可能なリターンの可能性をもつ銘柄を選択することが非常に重要だ

バランスシートが堅調な米国株は他をしのいでいる



Source: Amundi, Bloomberg on 21 October 2020. Goldman Sachs indices rebased to 100 on 23 March 2020

テーマ

何が痛むのかをしっかりとほっきりと書け*

エコノミストはよく、経済の回復状況をアルファベットを使って表現するが、1つのアルファベットで、すべてを言い表すことはできない。最終的に回復の形を決定するのは、コロナウィルス流行の期間の長さだ。景気循環が同期化していないことは、従来の地理的分散への扉を開くはずだ。



DIDIER BOROWSKI,
グローバル・ビュース総括



PIERRE BLANCHET
投資インテリジェンス総括

1つのアルファベットで、すべてを言い表すことはできない。

回復はどの形か： U、V、W、L、K？ 他には？

エコノミストはよく、Covid-19後の経済の回復状況をアルファベットを使って表現する。V、U、L、W、そして最近では（今でも）Kが広く使用されている。多くの場合、分析の範囲や流行の長さについての基本的な想定を示さず、使われた経済変数（GDP、一人当たりGDP、または雇用か？）を区別することもない。

そこを明確にしてみよう。GDPの観点からみれば、Vは中国、そしてより広範には、北アジア経済の回復をかなりよく特徴づけている。U（お椀の形）はゆっくりとした回復を示している（Vの反対）。つまり、危機前のGDPレベルに迅速に戻ることはないということだ。Wは、2つの浮き沈みの波「ダブル・ディップ」の可能性を示している。Lは、GDPの決定的な損失の可能性を示している。中には2乗根と言う人もいる（Q3で見られたGDP回復後の長い停滞状態）し、より詩的に「鳥の翼」回復と言う人もいる。最後に、Kは現在のフラグメンテーションの（明確な？）増加、つまり不平等の拡大とセクターの分岐が継続することを特徴とする回復を示す。

Kの問題は…

より正確には、Kは回復が、地域、国、セクター間で異なることを意味しているが、一部は回復し繁栄している場合もあり、一方で、そうはならず崩壊する可能性さえある分野もある。Covid-19後の世界の一時的なパターンであるかもしれないが、金融市場に深刻な影響を与える可能性もある。実際、回復の遅れと回復分岐は大きく異なるため、一方が追いつく見込みはほとんどない。

何十年もの間、グローバルな景気循環は、欧州、アジア、米国の間のリード・ラグの関係を通じて進化してきた。しかし、地域とセクターは相互関係があり、それは財政および金融政策と金融市場の関係でも同じことが言える。しかし、K型回復のシナリオはそれとは非常に異なる。名目成長の分岐が長引くと、国際的な景気循環の関係のリンクが壊れる可能性があるからだ。最終的には、これは分岐した市場行動を意味し、特に債券や外国為替に影響を与えるだろう。

K型シナリオの2つ目の重要な側面は、勝者がすべてを得るということだ。資本は成長率の高いセグメントに流入するため、資本のバランスを再調整する政策がなければ、長期的には金融バブルと資源の誤配分が発生する可能性がある。K型シナリオが長期間続くことはリスクとなる。なぜなら、政策観点から見れば、行動しないうちに事態が起こって

しまうという、次善最適政策であるため、持続可能なシナリオにはなり得ないからだ。それでも、K型のシナリオにある急激で一時的な分岐は、ファクター投資戦略の効率を低下させるため、投資家は従来の地理的分配戦略に戻ることになる。

1つのアルファベットで、すべてを言い表すことはできない。

Covid-19危機は、感染の流行が長く続くため、長続きする深い傷跡を経済に残すだろう。死亡率が高い伝染病は、潜在的な成長に直接影響を及ぼす（人口動態へのショックによる）が、不平等にはほとんど影響をおよぼさない経験的証拠がある。逆に、過去の伝染病に比べて致死率が低いCovid-19のような「軽度の伝染病」は、人口動態に影響を与えない。しかし、不平等（格差）を拡大する傾向があり、潜在成長率を間接的に圧迫する可能性がある。最終的に経済回復の形を決定するのは、流行の期間（外因性変数）であり、アルファベットは誤解を招く可能性がある。当社の作業仮説は、ワクチンや治療法は2021年H2まで開発されないというものだ。つまり、短期的には不安定な成長像を描く可能性が大きく開かれているが、最終的には、国やセクターによって、速度が遅く、不均一な、複数のスピードを持つ回復となる、という当社の中心シナリオが確認されると見ている。

2020年10月23日作成



*アーネスト・ヘミングウェイ

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	-/=		株式のリスクプレミアムは債券に比べて魅力的ではあるが、特に選挙結果に関してボラティリティがないという意味ではない。しかし、継続的な回復への期待、収益予測の改善、および包括的な国の封鎖の可能性が低いことは、特に市場の循環株や優良株の価格を支えるはずだ。全体的には、投資家はバランスの取れたスタンスで、市場の分岐への投資をするべきだ。
	欧州	=		経済は改善しているが、ウイルス感染が再発していることと、その後の地域封鎖で、経済回復はスムーズではないかもしれない。その結果、市場の分岐が極端に拡大するため、積極的な株式選択をする投資家にとってはチャンスが見込まれる。当社は、抵抗力あるビジネス・モデルを持ちバランスシートが堅固である銘柄を探索する。
	日本	=		日本のように景気循環型の市場は、世界的な成長見通しと魅力的なバリュエーションによって支えられるだろう。しかし、投資家は、成長への経路がより明確になるまで、注意深くバランスを保つ必要がある。
	新興市場	=		経済見通しが改善したことは、2021年にEM資産を支えるはずだ。しかし、最近のロシアへの制裁や米国の選挙という地政学的リスクと、世界的な支配をめぐる米・中間の紛争が重要な変数だ。とはいえ、今回の危機は世界的な成長エンジンとしての中国の役割を高めるため、中国へのエクスポージャーが高いアジアや他の経済は恩恵を受けるだろう。全体的にニュートラルな姿勢を維持するが、当社は半導体セクターと魅力的なバリュエーションを持つ成長銘柄を選択する。
債券プラットフォーム	米国債	=	▼	当社のグローバル・ポートフォリオでは、米国のデューレーションには、ニュートラル/ややポジティブな姿勢を維持している。これは不確実な経済環境に対する防御手段を提供する米国債の特徴を考慮したためだ。米国ポートフォリオでは、長期的にはインフレが想定されるため、当社は米国債(UST)よりも米物価連動債(TIPS)を選択する。
	米国IG社債	=/+		IGセグメントは、引続きFRBの金融刺激策で支援されるだろう。しかし、政治的不確実性がボラティリティの原因となる可能性はある。投資家は、積極性を維持するべきであり、リスクが非対称である場合、スプレッドのデューレーションを短縮する必要がある。当社は消費者市場と住宅市場が堅調であることを考慮して、選択的に消費者ローンと住宅ローンを選択する。
	米国HY社債	-/=		当社はHYに引き続き慎重だ。特に下振れの可能性の方が利益の可能性よりも高い分野では慎重になっている。市場はCBの行動で支えられるだろうが、一部の企業が遅い回復に耐えられないであろうことを考慮すると、選択の重要性は高い。
	ユーロ圏の国債	-/=		金利はすでに低水準であるため慎重を期しているが、当社はレバティブバリュエーション取引に重点を置いて、積極性を維持している。しかし、周辺国の債務については、ECBの継続的な支援と、フラグメンテーションと政治的リスクが軽減(特にイタリア)されたため、前向きな姿勢を維持している。
	ユーロ圏IG社債	+	▼	当社は、IGのスプレッドが縮小しており、この資産クラスで絞れるジュースはほとんど残っていないと考えている。しかし、ECBのQEは支援を提供するだろう。当社は引き続き米国よりもEURを選択する。これはEURではレバレッジが低いため、金融債務および劣後債務を通じて投資を行っている。これらは追加利回りの可能性を提供するからだ。全体的には、当社は選択と流動性に重点を置いている。
	ユーロ圏HY社債	=		投資家は、高インカムの必要性和魅力的な価格で良質の信用を購入する必要性のバランスを取ることをお勧めする。現在の豊富な流動性環境では、業績の悪化が見られる企業でさえも、信用の価格が高騰していることに注意することが重要だ。したがって、銘柄の選択とキャッシュ・バッファの必要性は非常に高い。
	EM 債券HC	=/+		当社はHC債務には依然として前向きであるが、米国の選挙の結果と、一部のEMの中央銀行が政府の財政赤字を資金調達することができなくなることに注意する必要があると考えている。投資家はIGの利益を選択的に確定する必要があるが、スプレッドが大きいHY銘柄にはいくらかの価値が残っていると考える。
その他	EM 債券LC	=		当社は慎重になっており、米国での金利が上昇すれば(それがいつ起こったとしても)EMIには、わずかに不利となることを認識している。その結果、当社は警戒を怠らず、あらゆる変動に捉えるためダイナミックなスタンスを維持している。投資家は上振れが限られている分野では利益を確定すべきだと考える。
	コモディティ			サウジ主導の供給削減は、石油市場における供給過剰の不均衡を解消するのに役立った。金属に関しては、最近の金(および銀)の下落相場は、実質金利の上昇、「通常」のリスクオン、FRBが資産購入を一時停止することへの懸念に関連している。CBの金融政策は金の価格に対する最も強力な原動力である。CBが更なるハト派的姿勢を維持している限り、痛みを伴う下げ相場は今後起こりそうにない。対照的に、CBが予想外に政策を変更した場合、金は深刻な下落となる可能性が高い。従来のマトリックス(金利とFX)に基づいた、金属の公正価値は現在の水準よりもはるかに低いからだ。全体として、コモディティはCB、米ドル、人民元高による流動性の注入によって恩恵を受けている。
その他	通貨			他のG10諸国と比較して、米国が経済成長と金利の優位性を失ったことを考えると、成長の修正が行われないうちに、米ドルはG10FXに対して修正されるだろう。しかし、英国とEZの成長が期待を裏切ることになれば、その動きはそれほど顕著ではなくなるだろう。興味深いことに、FXとリスク感情との相関性が上昇している。これは米ドルが抵抗力を示した9月に明らかになった。したがって、米国の政治的不確実性とボラティリティの上昇により、米ドルの公正価値への平均回帰は制限される可能性がある。一方、GBPの動きは、EU離脱に関するニュースと密接に関連している。

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：2020年10月26日現在のユーロ・ベースの投資家に対するアムンディの見解。本資料は、特定の時点における市場環境の評価を表しており、将来起こる事の予測または将来の結果を保証する意図はありません。読者はこの情報を、特定のファンドや証券に関する研究、投資アドバイス、または推薦として受取るべきではありません。本情報は、説明と教育目的のためだけのものであり、変更される可能性があります。本情報は、アムンディ製品の現在、過去、または将来の実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。IG=投資適格社債、HY=高利回り社債。EM債券HC/LC=EM債券、ハード通貨/現地通貨。WTI= West Texas Intermediate。QE=量的緩和。

マクロ経済および市場予測

マクロ経済予測
(2020年10月27日)

年率 平均(%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI、前年比、%)		
	2019	2020 範囲	2021	2019	2020	2021
米国	2.3	-4.6/-4.0	4.3/4.9	1.8	1.2	2.1
日本	1.2	-5.1/-4.5	2.9/3.5	0.7	0.0	0.2
ユーロ圏	1.2	-8.1/-7.5	5.0/5.6	1.2	0.3	1.0
ドイツ	0.6	-6.3/-5.7	3.1/3.7	1.5	0.6	1.3
フランス	1.2	-10.0/-9.4	6.3/6.9	1.3	0.6	1.1
イタリア	0.3	-10.0/-9.4	4.7/5.3	0.7	-0.2	0.6
スペイン	2.0	-12.4/-11.7	5.9/6.5	0.7	-0.3	0.8
英国	1.4	-11.5/-10.5	7.0/9.0	1.8	0.8	1.5
ブラジル	1.1	-4.9/-4.4	3.4/4.4	3.7	3.0	3.4
メキシコ	-0.3	-8.8/-8.3	3.8/4.8	3.6	3.5	3.3
ロシア	1.3	-4.0/-3.7	2.5/4.0	4.5	3.2	3.75
インド	4.9	-9.3/-8.3	7.0/8.2	3.7	6.6	6.1
インドネシア	5.0	-3.4/-2.8	2.8/3.6	2.8	2.1	2.9
中国	6.2	1.5/2.1	7.9/8.5	2.9	2.6	1.8
南アフリカ	0.2	-9.1/-8.1	1.9/2.9	4.1	3.1	3.8
トルコ	0.8	-5.2/-4.2	4.0/5.0	15.5	11.5	11.0
先進諸国	1.7	-6.2/-5.7	4.5/5.1	1.5	0.7	1.4
新興諸国	3.9	-3.3/-2.5	5.5/6.3	4.3	3.9	3.6
世界	3.0	-4.5/-3.8	5.1/5.8	3.1	2.6	2.7

主要金利の見通し

先進諸国

	28/10/2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q2 2021	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q4 2021
米国	0.13	0/0.25	0.08	0/0.25	0.07
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.54	-0.50	-0.60
日本	-0.05	-0.1	-0.06	-0.1	-0.09
英国	0.10	0.00	0.04	0.00	-0.04

新興諸国

	26/10/2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q2 2021	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q4 2021
中国	3.85	3.85	3.8	3.85	3.8
インド	4	4	3.7	4	3.7
ブラジル	2	2	2	2	2.4
ロシア	4.25	4.00	4.15	4.25	4.35

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	28/10/2020	当社予想 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	先渡 12ヶ月先
米国	0.15	0.10/0.3	0.18	0.1/0.3	0.21
ドイツ	-0.787	-0.70/-0.50	-0.84	-0.70/-0.50	-0.89
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.13	-0.20/-0.10	-0.12
英国	-0.052	0/0.25	-0.11	0/0.25	-0.13

10年物 債券利回り

	28/10/2020	当社予想 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	先渡 12ヶ月先
米国	0.77	0.7/0.9	0.87	0.9/1.1	0.96
ドイツ	-0.62	-0.60/-0.40	-0.58	-0.50/-0.30	-0.55
日本	0.03	-0.10/0.10	0.07	0/0.2	0.11
英国	0.22	0.20/0.4	0.30	0.3/0.5	0.36

通貨の見通し

	23/10/2020	当社予想 Q2 2021	コンセンサス Q2 2021	当社予想 Q4 2021	コンセンサス Q4 2021
EUR/USD	1.186	1.195	1.20	1.21	1.22
USD/JPY	105	104	105	106	105
EUR/GBP	0.91	0.91	0.90	0.90	0.90
EUR/CHF	1.07	1.09	1.09	1.12	1.11
EUR/NOK	10.96	10.44	10.40	10.30	10.20
	23/10/2020	当社予想 Q2 2021	コンセンサス Q2 2021	当社予想 Q4 2021	コンセンサス Q4 2021
EUR/SEK	10.38	10.25	10.30	9.99	10.23
USD/CAD	1.31	1.30	1.30	1.28	1.29
AUD/USD	0.71	0.74	0.73	0.76	0.75
NZD/USD	0.67	0.67	0.68	0.68	0.70
USD/CNY	6.69	6.55	6.75	6.40	6.75

出典：アムンディ・リサーチ

社の予測についての免責事項

マクロ予測の不確実性は非常に高く、新しい高頻度データが可能になるたびに頻繁に再評価をする必要があります。当社の現時点でのマクロ経済予測には、より高い定性的要素が含まれており、統計的精度を低下させ、周囲のより広い範囲での不確実性を増加させます。

方法

– シナリオ

確率は、当社のマクロ財務予測で条件として定義した金融制度（中心的、下振れ、および上振れのシナリオ）の可能性を反映しています。

– リスク

リスクの確率は、内部調査の結果です。監視するリスクは、次の3つのカテゴリーに分類されます。経済、金融、および（地政学）政治。3つのカテゴリーは相互に関連していますが、3つの要因に関連する特定の中心があります。加重（パーセンテージ）は、当社の投資部門で実施される四半期毎の調査によって導き出される、最も影響力が高いシナリオを構成するものです。

出版物のハイライト

THE DAY AFTER

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

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

The day after #11**Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

The day after #10**Rethinking the macro and cross-asset research: what we have learned from the Covid-19 crisis (20-07-2020)**

DEFEND Monica, Global Head of Research

INSIGHTS PAPERS

**Liquidity trends in the wake of Covid-19: implications for portfolio construction (28-10-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor - GUIGNARD Matthieu, Global Head of Product Development & Capital Markets - ETF, Indexing & Smart Beta - MINIERI Gianluca, CEO of Amundi Intermediation UK and Ireland

Emerging markets charts & views - market opportunities looking into 2021 (13-10-2020)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of EM

Building ESG momentum in US equities (13-10-2020)

STERLING Craig, Head of Equity Research, US Director of Core Equity, Portfolio Manager

Risk budgeting and trade sizing: why they matter to multi-asset portfolio construction (21-09-2020)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset — MCDONALD Shane, Head of Multi Asset Portfolio Construction and Financial Engineering — ORTISI Matteo, Portfolio Construction and Financial Engineering_Senior Analyst — TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

With the contribution of BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit, MATRAIA Massimiliano, Multi-Asset Investment Specialist, TRIO Nuria, Head of Multi Asset Business Development and Investment Specialists

INVESTMENT TALKS

**Election countdown: A Trump opening after the final Presidential debate? (27-10-2020)**

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

Time to reconsider US growth and value? (21-10-2020)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager — MURRAY Alec, Client Portfolio Manager – Equities

A civil vice presidential debate has little impact on the race (09-10-2020)

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

President Trump's positive COVID-19 test shakes up election, markets (05-10-2020)

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

Advantage Biden after the first Presidential Debate (01-10-2020)

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

WORKING PAPERS

**Retirement savings: the tax issue (15-09-2020)**

MAILLARD Didier, Professor - Conservatoire National des Arts et Métiers, Senior Advisor, Amundi

Climate change investment framework (09-09-2020)

AIIB, Asian Infrastructure Investment Bank — Amundi Research

Measuring and managing carbon risk in investment portfolios (2020-08)

RONCALLI Theo, LE GUENEDAL Theo, LEPETIT Frédéric, SEKINE Takaya, Quantitative Research — RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research

Amundi Research Center



Find out more about
Amundi publications
research-center.amundi.com

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

DISCLAIMER

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. (www.mscibarra.com).

In the European Union, this document is only for the attention of "Professional" investors as defined in Directive 2004/39/EC dated 21 April 2004 on markets in financial instruments ("MIFID"), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a "Qualified Investor" within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA's Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. In no event may this material be distributed in the European Union to non "Professional" investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of "qualified investors" as defined in the applicable legislation and regulation. This document is not intended for citizens or residents of the United States of America or to any "U.S. Person", as this term is defined in SEC Regulation S under the U.S. Securities Act of 1933. This document neither constitutes an offer to buy nor a solicitation to sell a product, and shall not be considered as an unlawful solicitation or an investment advice. Amundi accepts no liability whatsoever, whether direct or indirect, that may arise from the use of information contained in this material. Amundi can in no way be held responsible for any decision or investment made on the basis of information contained in this material. The information contained in this document is disclosed to you on a confidential basis and shall not be copied, reproduced, modified, translated or distributed without the prior written approval of Amundi, to any third person or entity in any country or jurisdiction which would subject Amundi or any of "the Funds", to any registration requirements within these jurisdictions or where it might be considered as unlawful. Accordingly, this material is for distribution solely in jurisdictions where permitted and to persons who may receive it without breaching applicable legal or regulatory requirements. The information contained in this document is deemed accurate as at the date of publication set out on the first page of this document. Data, opinions and estimates may be changed without notice.

You have the right to receive information about the personal information we hold on you. You can obtain a copy of the information we hold on you by sending an email to info@amundi.com. If you are concerned that any of the information we hold on you is incorrect, please contact us at info@amundi.com.

Document issued by Amundi, "société par actions simplifiée" - SAS with a capital of €1,086,262,605 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Sensay

Chief editor

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

Editor

DEFEND Monica, Global Head of Research

With Global Research contributors

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA

BELLAICHE Mickael, Fixed Income Strategist

BERARDI Alessia, Head of Emerging Markets Macro and Strategy Research

BERTONCINI Sergio, Head of FI and FX Research

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

HUANG Claire, EM Macrostrategist

CESARINI Federico, Cross Asset Strategist

DELBO' Debora, Global EM Senior Strategist

With the Amundi Insights Unit contribution

BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Conception & production

BERGER Pia, Research

PONCET Benoit, Research

Deputy-Editors

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

DROZDZIK Patryk, EM Economist

GEORGES Delphine, Fixed Income Strategist

HERVE Karine, EM Senior Economist

LEONARDI Michele, Cross Asset Analyst

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

USARDI Annalisa, Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sosi, EM Senior Economist

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit