

Research

#11
2021年
11月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

泥沼状態の市場：インフレ・リスクが続く

テーマ別グローバルな見解

金融抑圧のトライアングル

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#11 - 2021年11月

目次

グローバルな投資への見解

CIOの見解

泥沼状態の市場：インフレ・リスクは続く

p. 3

当社はこれまでずっとインフレは中期的に高いままであると考えてきたが、市場は今になってようやく、インフレの要素のいくつかは一時的なものではないということを理解したようだ。同時に、成長のモメンタムが、鈍化している兆候を示しておりスタグフレーションについての議論も高まっている。このような環境では、当社はデレレーションには慎重で柔軟なスタンスを愛好し、実質金利に注目し、信用の選択に重点を置いてきた。株式については、当社は全体的に中立であり、バリュー株/優良株がポートフォリオをインフレから保護すると見ているが、ボトムアップ選択に焦点を置くことは維持されるべきだと考える。

マクロ経済

エネルギー不足：最も影響を受けたのは欧州と中国

p. 4

今のところ、供給による圧力はインフレへのパススルーを通じて経済成長に影響を与えるだろう。しかし、当面の間、原油が長期的に高価格に移行することはありそうにない。

マルチアセット

高リスク、高収益の環境では、ニュートラルな姿勢を維持

p. 5

当社はリスク資産にはニュートラルな姿勢を維持し、全体的に十分に分散して、株式に対するバランスの取れたスタンスを維持し、バリュー銘柄を愛好して、価格決定力が限定されている銘柄を避けている。

確定利付き資産

信用銘柄の選択を通してインフレ調整後のリターンを得る

p. 6

信用分野では差別化が進むだろう。健全な企業はより高価になり、質の低い企業はさらに安価となる。そのため、精選することと特異なテーマの必要性が高くなるだろう。

株式

エネルギー危機は市場を試している

p. 7

市場は、コストの上昇を消費者に転嫁できない企業ではなく、価格を引き上げて利益を維持できる企業に報いるため、これが株価に影響を与える。

テーマ別グローバルな見解

金融抑圧のトライアングル

p. 8

実質金利がマイナスで名目金利が非常に低いため、金融抑制の段階に入っているという考えが、常に前面に出てくる。FRBはテーパリングで政策の正常化を開始し、米国債の利回りが上昇しているが、投資家はこれが一時的な現象に過ぎないと思っているかもしれない。当社は、実際には15年前の世界金融危機の直後には、我々は金融抑圧の体制に入っていたと信じているが、それは新型コロナ危機と気候変動危機を背景に激しさを増す可能性がある。金融抑圧は金融政策の役割だけでなく、規制や政府決定も含むため、移動する重心としての三角を形成する。スムーズなエネルギー転換を確実にするためには合理的な方針のように見える。

市場のシナリオ&リスク

> 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. 10

> グローバル・サーチ・クリップ

p. 11

> アムンディの各資産クラスへの見解

p. 12

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. 13

> 新興諸国

マクロ経済の見通しー市場予測

p. 14

> マクロ経済および市場予測

p. 15

> Publications highlights

p. 16

CIOの見解

泥沼状態の市場：インフレ・リスクは続く



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

好むと好まざるとにかかわらず、世界中でインフレへの調整はしばらく続くだろう。10月には、予想よりも恒久的なインフレが認識され、IMFはインフレ・リスクのフェーズに入っていると公式に述べ、各中央銀行はインフレが予想よりも粘り強いことを部分的に認めている。当社の見解では、このことは市場が泥沼に向かっているという考えに更なる一面を加え、恒久的なインフレというシナリオを後押しする。需要と供給のミスマッチは拡大しており、世界中で品不足が起っている。そして主要市場での経済が完全に再開したことが需要に拍車をかけている。供給のボトルネックは深刻化しており、エネルギーと食料価格の驚異的な上昇は、インフレをさらなる悪循環に陥れている。インフレを更に上昇させる可能性のある要因は賃金の行方である。当社の見解では、価格が持続的に上昇すれば、労働者は賃金の引き上げを要求する。

I (インフレ) の部分に対する既知のリスクを考えると、市場の焦点はG (成長) に戻るだろう。経済は潜在力近辺またはそれ以下の減速に向かっているのか？だから、スタグフレーションの恐れがあるのか？成長に関しては、すべての経済地域（米国、欧州、中国）がいくつかの課題に直面している。

当社の2022年でのベース・ケースは、制御された減速であるが、異なる未解決の問題に対処するため、更なる財政出動による支援が来年開始されるべきであり、これが2022年を通じて成長を再活性化するのに役立つはずだ。長期的には、エネルギー転換政策は重要な優先事項であり、これが世界的な財政の押し上げを再び後押しする可能性がある。COP26は、将来の政策への道筋を評価するために、注目すべき重要で画期的な会議となるだろう。市場の反応は、中央銀行 (CB) に依存しているため、CB側には間違いの余地はない。当社はCBによるいかなる行動も、非常にゆっくりとしたものになると考える。なぜならCBが供給サイドのインフレに対処することはほとんど出来ないからだ。

このシナリオは、当社の現在の姿勢を確認する。

- **実質金利は注目すべき重要な変数だ。**現在の成長の再評価の段階では、名目金利はやや高く推移するが上限があるとみており、実質金利は低くなる傾向にあると当社は予想する。このフェーズでは、債券よりも株式が選好される。このシークエンスの後半には、名目金利が上昇する傾向があるが、実質金利は横ばいとなり（2022年のある時点で）追いつく可能性がある。このフェーズは、株式と債券の両方でボラティリティを引き起こす可能性があるため、投資家は投資の分散を更に考慮する必要がある。3番目のシークエンスでは、実質金利と名目金利の両方が上昇傾向となる。より困難な状況になる可能性はあるが、これが間近に迫っているとは当社は思わない。
- **全体的なデュレーションは依然として短く維持するが、現時点では当社は金利の大幅な上昇を期待していない。**ファンダメンタルズが改善しているため、信用は引き続き選好するが、現在のスプレッドのレベルでは、流動性リスクが高まる次のシークエンスに備えるために精選することが不可欠だ。中国の地方債は利回りの追及から引続き需要があり、一般的には、償還期間が短い新興市場の債券も需要がある。
- **株式にはニュートラルな姿勢を維持し、ベターなレベルでのエントリー・ポイントを探すことをお勧めする。**しかし成長がさらに悪化したり、中央銀行のコミュニケーションが弱くなったりした場合には、リスクを認識し、ボラティリティが高いフェーズであるためヘッジを維持するべきだ。株式では、各ビジネスはインフレの上昇と金利の上昇に対して検討される必要がある。バリュー株は、真にインフレに強いビジネス・モデルを有する企業にとっては、絶好の場である。今回の決算発表シーズンは、認知度について最も厳しいものの1つになるだろう。市場の予測はすでに逆風を軽視しているため、今回の決算発表シーズンは悪くはないはずだが、不確実性は非常に高く、エネルギー価格からの圧力の一部はまだ価格に織り込まれていないため、フォワードガイダンスの観点から、その影響を評価することが重要だ。成長に関しては、市場では金利の上昇に対してより脆弱なままだ。現時点では金利上昇には上限があるが、次のシークエンスではより困難な状況となるため、投資家はバリュエーションが過剰な分野では非常に慎重な姿勢をとる準備をすべきだ。
- **新興市場 (EM) もパンデミックの状況が改善したおかげで、今や経済再開のシナリオに加われるかもしれないが、格差はますます重要になっている。**ロシア/インドネシアなど、エネルギー価格の上昇から恩恵を受けることができる国が選好され、一方で、中国の減速から最も影響を受けている国は軟調であるように見える。

全体的には、投資環境はより不確実でリスクが高くなり、短期的には上振れの可能性はほとんどない。市場はその真ん中で立ち往生している。インフレ懸念の高まりは長期利回りを押し上げているが、それはある程度までだ。成長が脅威にさらされれば、中央銀行は政策を大幅に引き締めることに消極的になる。債券の利回りが低いことを考えると、株式が投資を維持する場所ではあるが、バリュエーションがすでに過剰となっている環境では、インフレと長期利回りが上昇すれば、各企業の状況を再評価することにつながるだろう。

CB=中央銀行、HC=ハード通貨、FI=確定利付き資産、EM=新興市場、DM=先進市場、YTD=年初来、HY=ハイイールド債

全体的なリスク・センチメント

リスクオフ

リスクオン



持続的なインフレと非対称的なリスクを考慮して、リスク資産にはニュートラルな姿勢を維持するが、実質金利への警戒を強め、精選をより重視する。

前月からの変化

- ▶ 欧州中核国のデュレーションを調整（まだ慎重）、信用の精選を強化。
- ▶ FXへの戦術的な変更、GBPにはより慎重。
- ▶ TIPS（米物価連動債）のバリュエーションに注意。

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

クロスアセット・
リサーチ分析**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

今のところ、供給による圧力はインフレへのパススルーを通じて、経済成長に影響を与えるだろう。しかし、当面の間、原油が長期的に高価格に移行することはありそうにない

エネルギー不足：最も影響を受けているのは欧州と中国

- 現在のエネルギー危機は、「グリーンへの移行 (green transition)」による不均衡という短期的な圧力に関連したものだ¹
- 欧州と中国は最大の天然ガス輸入地域であるため、他の地域よりも大きな打撃を受けている。
- 2022年には世界的な電力危機は起こりそうもないが、エネルギー部門の混乱はインフレに影響を及ぼし、成長と利益率を圧迫する。

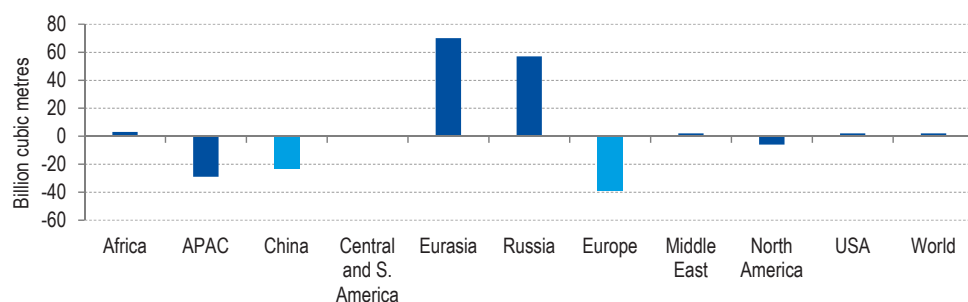
今年の夏の初め以降、様々なエネルギーおよび関連商品の価格が大幅に改定された。相互に関連する多くの要因 (回復、季節的なボトルネック) があるが、そのきっかけは世界的な電力需要が高いことだ。IEAによると、世界的な需要は2020年にはパンデミックが原因で約1%減少したが、その後、2021年には5%近く上昇し、2022年にはわずかに減少するが、10年間の年平均 (2.7%) のほぼ2倍になると予想される。これはすべて、グリーンへの移行と気候変動に対する世界的な戦いが激化し、主にEUと中国で石炭排出量が制限された時に起った。

欧州とアジアは難しい立場にある。天然ガスに関して言えば、これらの地域は歴史的に見ても、最大の純輸入地域であり、今後数年間で不足は莫大なものになるだろう。欧州では、天然ガスの需要からの圧力が顕在となった。重要な増加が2つの最大サプライヤー (ロシアとノルウェー) からの供給とほとんど一致しないからだ。中国では、非常に暑く乾燥した夏であったことで悪化した、エネルギー需要の増加には目覚ましいものがある。通常、電力消費量の約65%は石炭による火力発電で、17%は水力発電となっている。しかし、これらの電力供給は限られている。石炭の生産については、規制改革と排出量制限目標のために国内生産が難しくなっている。水力発電については、夏の気候が乾燥していたため、その貢献にも限界があった。その結果、中国での天然ガスの需要は非常に高いものとなっている。グリーン・コモディティおよびいくつかのコモディティ (銅、アルミニウム、ガス、石油など) の供給不足に裏付けられた電力不足の可能性に対する懸念が高まっている。

欧州とアジア地域におけるガスを貯蔵する動きが急増したことは前例のないものであり、冬が近づく中、両地域ともにガスと石油の在庫を維持することに悪戦苦闘している。天然ガスの高騰は原油市場にも波及した。多くの国が石炭と天然ガスの代替品を探すことを余儀なくされたため、石油価格が上昇したためだ。産油国² が異なる対照的な理由で増産することに消極的であるため、経済成長が減速しているにもかかわらず、供給不足の可能性への懸念から、原油価格は1バレル80ドルを超えた。米国での生産は、ハリケーンで掘削が一時的に停止したこと、そしてシェールオイルの生産が抑制されているため、世界の石油需要に遅れをとっている。現在の高価格と市場が米国からの供給で溢れる心配がないことから、OPEC諸国は各国の財政収支を修正するに収入を蓄積している。その間、エネルギー部門 (主に欧州) は圧力を受け続けるだろう。ガス在庫が歴史的に低くなっている時に冬に突入することになり、短期的にはロシアとノルウェーがEUへの供給を増やすことができないからだ。ロシアから欧州への供給は、すでにパンデミック前よりも高いレベルにある。当社の中心的なシナリオは、冬の電力危機ではなく、高インフレ、家計消費、企業の利益の圧迫、生産性の低下などを通して、欧州の成長が混乱と価格上昇で打撃をうけることだ。

WTI原油価格はしばらくの間約80ドルのままで推移するだろう。しかし、80ドル~100ドル範囲への構造的なシフトを予測するには時期尚早だ。米国の石油生産は2022年1Hには徐々に回復するはずだからだ。第二に、OPEC+のメンバー諸国は、予想外の需要の急増に対応する可能性が高い。権力闘争がさらに悪化し、価格が制御不可能になれば、このグループが対応する可能性が高い。第三に、石炭からガスと石油への切り替えが、長期的にはこれらの市場をサポートするという事実にもかかわらず、経済成長がトレンド水準に向かって減速するため、景気循環による需要への貢献は2022年には減少するはずだ。従って、当社は2022年末までには、原油価格は80ドルを下回ると予想する。これはEIAの公式見通しに沿ったものだ。

天然ガス：赤字国/黒字国 (2020年から2021年)



Source: IEA = International Energy Agency; APAC includes China, Eurasia includes Russia, North America includes US numbers. Chart shows increase/decrease in production minus increase in demand from 2020 to 2021

EIA = 米国エネルギー情報局。1 冬の需要の増加、2 OPEC+ および米国

高リスク、高収益の環境の中、ニュートラルな姿勢を維持



経済成長は引き続き堅調であるが、生産能力の制約という形で浮上するリスクがあり、それにロックダウンによるベース効果と最近のCPIデータが加わると、2022年1Hに向けてインフレになるというシナリオに拍車がかかる。それはまた中央銀行の行動に圧力をかける。FRBが11月の会議でテーパリングを発表する可能性が高いのはその兆候だ。一方で、パンデミックが進展する中、リスク感情はまだ建設的であり景気促進的である。コア利回りの上昇と中国の脆弱さにもかかわらず、金融環境は緩和的である。従って、投資家はリスク資産に対してニュートラルな姿勢を維持し、忍耐強く積極的なアプローチを取り、より良い機会を待ち、ヘッジを維持するべきだ。

株式のバリュエーションは、現在、低金利に依存しているため、当社は「一時的に下落した時に買う」状態で留まることができる。こうすることで、ファンダメンタルズと同期した魅力的なレベルが提供される。先進市場と新興市場でニュートラルに近い姿勢を維持している間、フォワード・ガイダンスを理解し、どの企業が価格決定力を持っているかを確認するために、決算発表シーズンに焦点を当てている。現在、市場の収益成長への期待は、経済データのサプライズから切り離されている。これは、原料コストの上昇、労働市場の逼迫、供給ボトルネックから生じる利益への圧力を考慮する時に重要だ。当社はまた、ポジティブな要因とそれほどポジティブではない要因（スタグフレーション、テーパーリング、実質金利の上昇、中国の軟調）のバランスを取っている。

当社の米国債10年物に対するディフェンシブな姿勢は維持されているが、戦術的に運用している。高い債務レベルとインフレに直面しているため、ファンダメンタルズはより高い利回り水準を示しているからだ。2022年には財政赤字は改善するものの、米国債の供給は引き続き高い水準を維持するため、当社の姿勢をさらに支持する。最近の急上昇にもかかわらず、利回りはさらに上昇し、カーブはスティープ化する可能性がある」と当社は考えているが、動きを注意深く監視している。

英国の利回りはスティープ化するという見解を当社は維持するが、その理由はリフレからスタグフレーションに変わっている。当社はドイツ国債よりもイタリア国債に前向きだ。魅力的な

キャリア、イタリアの成長についての経済的サプライズの可能性、次世代EU基金による経済の活性化などが要因だ。

中国の政府債はグローバル・ポートフォリオでの分散投資のために有力だ。新興市場の利回りが上昇すると予想されるからだ。米国の利回りとは異なり、中国の利回りは、人民銀行 (PBoC) のサポートがあるため、今後6か月間は安定しているはずだ。しかし、EMBIについてはより広範にニュートラルな姿勢を維持している。

欧州のIG債とHY債でのインカムの追及はファンダメンタルズの向上、前向きなテクニカル要因、そして中央銀行の短期金利を固定するという方針を受けて継続している。興味深いことに、デフォルト率が低下傾向にあること、ディルトレス比率が改善したこと、そして金融環境が良好であることを考えると、劣後債とハイイールド債は魅力的な信用セグメントであると当社は考える。

FXは、レバティバリュー戦略の投資には魅力的なチャンスを提供する。例えば、世界的に成長が安定化したことと、FRBの政策正常化は米ドルにとってプラスであり、投資家に米ドル/円の上昇から利益を得る機会を提供している。当社はユーロ vs. NOKには、もはやネガティブな見解を持っていない。NOKはボラティリティの上昇に苦しみ可能性があるからだ。GBP/CHFのFXキャリー・トレードの見解と、GBP/EURに対する慎重な姿勢は維持している。米ドルに関しては、GBPには米ドルとEURに対して圧力がかかる可能性がある。これは英国の地政学的孤立と現在進行中のエネルギー危機が理由だ。そのため、当社は現在、GBP/USDについてディフェンシブになっている。新興市場では、IDRは、中国の減速からくるリスクオフ感情の影響を受ける可能性がある。しかし、KRW、CNH vs. EUR、そしてRUB/EURについては、前向きな姿勢を維持する。

インフレによるコストへの圧力の高まりは、利益率とPERに影響を与える可能性があり、これは当社のレーダーでは、価格に影響を与える可能性がある影響力が大きいリスクである。結果として、投資家は株式へのエクスポージャーを保護するための予防手段を保持することをお勧めする。

出典：当社予想。上記の表は、3～6ヶ月間のクロス・アセット資産評価を示している。これらは当社における直近のグローバル投資委員会で表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見通し、見通しの変化、意見は、予想される方向（+/-）と確信の強さ（+/++/+）を反映している。この評価は変更されることがあります。

(GB=中国政府債券、FM=新興市場、PhoC=中国人民銀行、FX=外国為替、IG=投資適格債、HY=ハイイールド債、CBs=中央銀行、BTP=イタリア国債、EMBI=EM債券指標)

確定利付き資産

Amaury D'ORSAY,
債券部総括Yarlan SYZDYKOV,
新興市場部グローバル総括Kenneth J. TAUBES,
米国投資運用C/O

信用分野では差別化が進むだろう。健全な企業はより高価になり、質の低い企業はさらに安価となる。そのため、精選することと特異なテーマの必要性が高くなるだろう

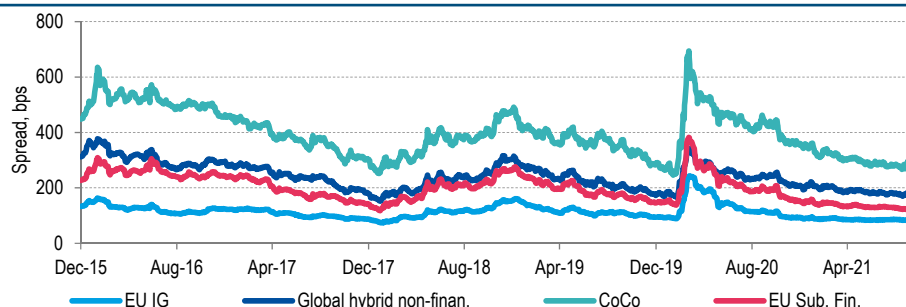
信用銘柄の選択を通してインフレ調整後のリターンを得る

パンデミックへの財政的な対応によって悪化した高額の借入れ、経済の再開、供給不足は、人口動態と相まってインフレを押し上げている。金融抑制(市場金利を下回る政府借入)は、インフレが抑制されている間は機能するが、これは資産価値にとっては問題となる可能性が高い。金利を低く維持していた一部の中央銀行でさえ、インフレが一時的なものではないことを、認識し始めている。FRBとECBはテーパリングを実施するだろう。足並みが揃わない政策が見られるかもしれないが、極端な行動は控えると見る。全体的に、流動性は高いまま維持されるだろう。投資家は、最近の利回りの上昇にもかかわらず、デレレーションに対するポジティブな姿勢には抵抗して、積極的な行動を続けるべきだ。信用については、劣後債と新興市場債券は妥当な実質リターンを提供するが、投資家はレバレッジに注意し、バリュエーションが高くなっている中、各投資への精査を強化する必要がある。

グローバルおよび欧州の確定利付き資産

当社は、米国、欧州中核国およびセミ中核国、そして英国については、引き続き慎重ではあるがアクティブになっている。しかし、中国の政府債については前向きだ。現在、当社はオーストラリアの利回りのフラット化に対して、カナダのステイプ化に可能性があると見ています。欧州周辺国債務については、イタリアがリスク/リターンのトレードオフに良い選択を提供しているため、当社は前向きな姿勢を維持している(微調整はあるが)。信用については、ファンダメンタルズの指標はペースは遅いものの改善を続けており、ディストレス比率やデフォルト率の上昇は見られないし、キャリーはそこそこ良い。投資家は、値上げを消費者に転嫁できる企業を特定するために、精選手段を増やすべきだ。しかし、長期債務(デレレーション・リスク)には慎重で、満期が短い商品に注力している。低格付けの銘柄には建設的だが、これにはコンプレッション取引のための追加の利回りの可能性、およびのHY債とIG債では金融企業の劣後債とのバランスを取るべきだ。炭素集約度(Carbon Intensity)とESGパフォーマンスは注目すべき重要な要素だ。エネルギー危機は、2050年までに「ネット・ゼロ」に到達するためには、低炭素集約型技術への投資を加速させる必要があるという、当社の見解を再確認する。

スプレッドは縮小したままだが、選択的な機会は存在する。



Source: Amundi, Bloomberg, as of 20 October 2021

GFI=グローバル債券、GEM/EMFX=グローバル新興市場外国為替、HY=ハイイールド債、IG=投資適格債、EUR=ユーロ、UST=米国債、RMBS=住宅ローン担保証券、ABS=アセット・バック証券、HC=ハード通貨、LC=現地通貨、CRE=商業用不動産、CEE=中央および東ヨーロッパ、JGB=日本国債、EZ=ユーロ圏、BoP=国際収支

米国の確定利付き資産

インフレは米国の就業率の低下、中国での出生率の低下、労働者不足に牽引された、グローバルで長期的な現象であると当社は考えている。このような環境で、市場は現在「様子見」モードにあるが、コア利回りは最終的には上昇するはずだ。名目金利と実質金利の経路を追跡する中、当社は米国債については、債務が高いため懐疑的ではあるが、柔軟な姿勢を維持する。対照的に、TIPSには建設的だ。しかし、バリュエーションと限られた上振れの可能性に注意を払っている。信用のファンダメンタルズは支持的であるが、投資家はポートフォリオのベータ値とIG債の長期デレレーションへのエクスポージャーを制限するために、精選を強化することをお勧めする。今年にはスプレッドがすでに縮小していることを考慮して、当社は特異なリスクに焦点を当てている。消費者の収入が堅調であることを考えると、証券化されたローン(RMBSおよび消費者クレジット)は比較的魅力的だ。全体的には、当社は住宅に関して警戒を続けており、選択的な非住宅用のローンに価値があると見ている。

EM(新興市場)の債券

EMと米国の間の成長格差は、EMに支持的に動いているが、供給のボトルネックとエネルギー価格の高騰は続いている。従って、投資家は中央銀行がインフレを制御する行動を起こしている国(ラテン・アメリカとロシア)を検討し、そうでない国を避ける必要がある。3番目のカテゴリーの中国は、短期的な脆弱性が見られるが、精選すれば長期的なチャンスは残っている。現地通貨建て(LC)債券の場合、当社はロシアなどの国に確信を持っている。ハード通貨建て(HC)債券の場合、当社はIG債よりもHY債とEM社債を 선호する。

FX

当社は、短期的には、安全は資産という意味で、米ドルについては建設的な見解を維持しているが、それがコンセンサスであることを考慮して注意を払っている。EMのFXについては、選択的にポジティブ(RUB, INR, MXN)ではあるが、FRBのトーンが変われば、ムードを弱める可能性があると考えられる。特にCNYについては、引き続き警戒している。

株式

エネルギー危機は市場を試している。



Kasper ELMGREEN,
株式部総括



YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル総括



KENNETH J. TAUBES,
米国投資運用CIO

全体的な評価

市場の今の重要な問題は、インフレと企業が収益率への圧力に耐えられるかどうかだ。これは、エネルギー価格の高騰が企業だけでなく家計にも影響を及ぼしていることを考慮すると重要な問題だ（政治的にセンシティブな問題）。現在、欧州で起っていることは、長期的にはエネルギー転換を加速させると当社は考えている。一方で、一部の分野でのバリュエーションは高価になっているため、高インフレと金利上昇に直面した時、これらが持続できるかどうかを疑問視している。投資家の観点から見れば、この状況で起りえる結果の範囲は広いと考えているため、投資家はファンダメンタルズ（収益の質と成長）を優先した徹底的な選択プロセスを維持し、バリュエーションと優良株を選好するローテーションへの投資を検討すべきだと当社は考える。

欧州の株式

当社は、正常化と経済再開への偏向を持つバランスの取れたスタンスを維持し、産業株の中の循環株と金融株（バリュエーション）でのバーベル・アプローチを通じてこの見解を実行している。ここでは、市場は経済の再開を完全に割引いていないため、バリュエーションは選択的に魅力的となっている。一方で、消費財とエネルギーのセクターは整合性を欠く。エネルギー・セクターについては、当社はより慎重になっている。これは最近の価格上昇と決算発表シーズン後にどうなるかについての答えを探しているからだ。特にグリーン投資がより広範なグリーン・エネルギー環境に与える影響について考察している。当社は、ESGを改善するエネルギー・セクターには投資へのニーズがあると考えている。これはクリーン・エネルギーへの投資を推進し、意味のあるインパクトをもたらす。バーベルのもう一方の端では、ヘルスケアと通信の分野で魅力的なディフェンシブ銘柄を保持している。全体的には、当社は強力なリスク/リターンのプロファイルを提供する機会を探しているため、高価なグロース株を避けている。

米国の株式

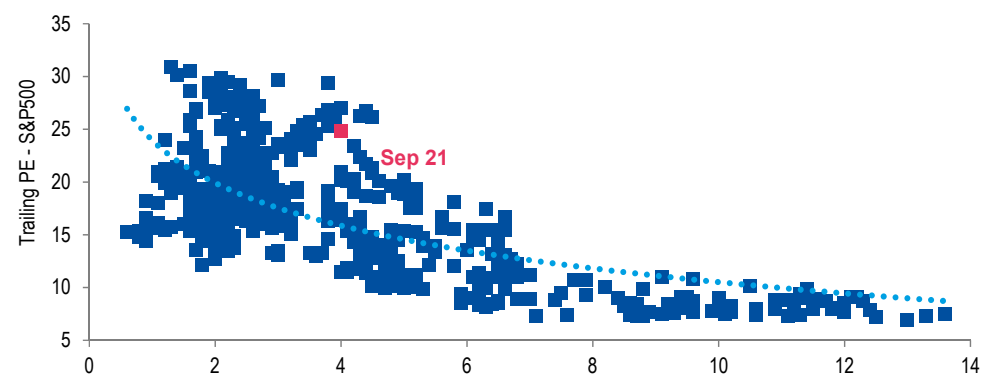
たとえ今後の数四半期でピークに達するとしても、インフレは株式のバリュエーションに影響を与える可能性があるため、投資家が自らのポートフォリオを価格の上昇から保護する必要性を強調する。ベース効果とエネルギー価格に加えて、インフレを押し上げる重要な要因は賃金の上昇であり、これは長い時間をかけて進展してきたものだ（人口動態、非グローバル化、中国）。当社はバリュエーションはインフレに強いポートフォリオを作るチャンスを提供すると信じているが、精選が必要だ。エネルギー株と金融株はいくつかの興味深い価値を提示している。当社は投資家として、エネルギー生成から石炭と石油を段階的に廃止することに積極的だが、我々の資本は、この移行を支え、そのプロセスから恩恵を受ける企業に傾倒する必要がある。これが、2050年までにネット・ゼロの排出量を到達するための唯一の解決策であると当社は考える。さらに、株式の買戻しや配当金を通じて、株主に報いることに積極的な金融株、特に銀行株にも注目している。一方で、流通や原料価格上昇リスクの影響を受けた、世界でのセクターの循環性を下げている。また、高価となっているグロース株や不良バリュエーション株を避け、レバティフ・バリュエーション戦略に焦点を当てている。

EM（新興市場）の株式

相対的評価が魅力的であることと、新型コロナの影響が後退したことは、EMの株式を支える重要な要素だ。しかし、中国の短期的な脆弱さや、特に一部のラテンアメリカ諸国の特異な状況など、幾つかのリスクの兆候が見えている。当社が主に確信しているのはロシア（エネルギーとコモディティの輸出国）とインド（国内消費、中国の状況から恩恵を受ける）だが、セクター別には、当社は一般消費財と通信サービスを選好し、グロース株よりもバリュエーション株/循環株を増やすことを優先している。

市場は、コストの上昇を消費者に転嫁できない企業ではなく、価格を引き上げて利益を維持できる企業に報いるため、これが株価に影響を与える

高インフレは高いバリュエーションを困難にするかもしれない



Source: Amundi, Bloomberg, as of 20 October 2021. P/E ratio for S&P 500 Index

Core CPI YoY

テーマ別グローバルな見解

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

金融政策は、「金融抑圧」の三つの角の1つにすぎない

金融抑圧のトライアングル

実質金利がマイナスで名目金利が非常に低いため、金融抑制の段階に入っているという考えが常に前面に出てくる。FRBはテーパリングで政策の正常化を開始し、米国債の利回りが上昇しているが、投資家はこれが一時的な現象に過ぎないと思っているかもしれない。当社は、実際には15年前の世界金融危機の直後には、我々は金融抑圧の体制に入っていたと信じているが、それは新型コロナ危機と気候変動危機を背景に、激しさを増す可能性がある。金融抑圧は金融政策の役割だけでなく、規制や政府決定も含むため、移動する重心としてのトライアングル（三角）を形成する。スムーズなエネルギー転換を確実にするためには、合理的な方針のように見える。

金融抑圧は、通常、政府の資金調達コストを削減し、最終的には公的債務を縮小するように設計された、金利に対する制度上の制約として説明される。「抑圧」という言葉は、この政策は、ソブリン債の金利が市場による金利よりも低く抑えられるため、債券市場を歪め、政府資金への経路となるという事実から来ている。財政政策の資金調達コストが低いということは、貯蓄者と投資家のリターンが低くなることを意味する。

金融抑圧のトライアングル（三角）

金融抑制につながる政策は、通常、それが最も目に見える部分であるため、主に中央銀行の政策（量的緩和、低またはマイナス政策金利）に関連していると思なされる。しかし、金融抑圧は、実際には、金融政策、金融規制、政府の行為を含む三つの角として定義することができる。規制は、政府債務の購入と保有を義務付けられている、紐づけられた投資家ベース（通常は機関投資家）を確保するために重要な役割を果たす。例えば、銀行や保険会社に対するブルーデンス政策が変更されれば、リターンは低いマイナスであっても、彼らにとってはソブリン債の保有を増やす誘因となる。自己資本率と預金準備率、流動性とレバレッジの比率は、金融抑制に関与する規制上の制約である。この三角の三番目は、政府が直接資金の流れを管理することで、金利に上限を課したり、収益を指示したり、投資を強制したりするものだ。銀行セクターによる州や

地方自治体へ直接貸付や資本移動の制約は、過去に見られた例である。

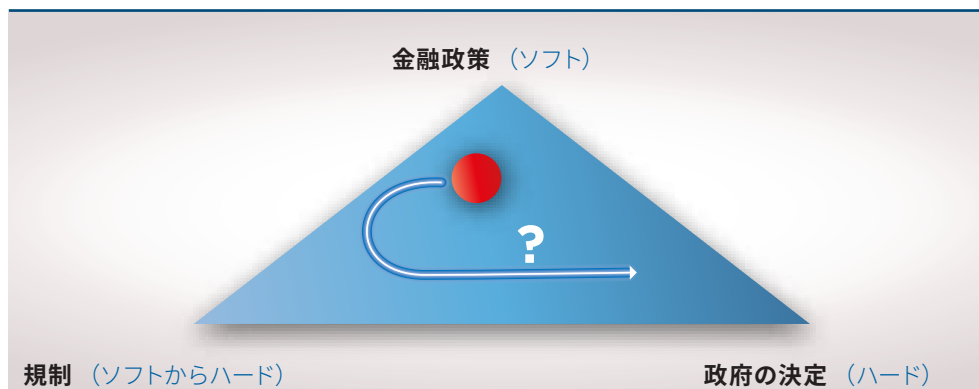
それぞれの角の集約度と効果は異なり、その強度も異なる。金融政策は「ソフト」で、規制は「ソフトからハード」まで、そして政府による決定は、定義上「ハード」であると言える。加えて、金融抑圧は反復するメカニズムではない。それぞれの角は「オン」または「オフ」にすることができ、その時期に応じて、様々な集約度と強度を使うことができる。今日、先進国では、金融政策と規制は「オン」だが、政府の決定はほとんどが「オフ」となっている。それぞれの角には独自の合理性があり、現在の環境では、それは「良い」または「少なくとも合理的」な選択だというコンセンサスで受取られている（例えば、QEはポジティブと見なされている）。金融抑圧のダイナミクスは危機によって生じる。つまり、金融または経済が困難に陥った後、三角のうちの1つまたは複数の角が「オン」に切り替わるか強調されるということだ。従って、経済的抑圧はある特定の条件や水準としてではなく、三角の重心として定義されるべきだ。

「金融抑圧」：正しいコンセプトにつけられた間違った表現

金融抑圧は、第二次世界大戦後、公的債務を管理しGDPと比較して¹ある水準まで削減するために、欧州と米国で広範に使われた。1980年代には、規制改革により金融市場と銀行セクターへの制限が撤廃された。金融抑圧の

¹ The Liquidation of Government Debt, Carmen Reinhart and Belen Sbrancia, IMF Working Paper 2015

1/ 金融抑圧は三角の重心である



テーマ別グローバルな見解

金融政策と規制は、経済の脱炭素化に向けて投資を導くのに十分なはずだ

コンセプトは、1970年代に造られた²「自由化の対極」という含みをもつ造語で、自由は誰もが欲しているものであるため、(抑圧には)ネガティブな意味合いがある。「抑圧」という言葉は、自由化政策の利点を説明し、規制緩和から得られるポジティブな結果を示唆している。主な論調は、金融セクターへ制約を課せば、貯蓄と投資への意欲が損なわれ、金融仲介業者の能力を制限し、資本を効率的なルートに導くことができないというものであった(今もそうだ)。長期的には、金融抑圧は資本の不十分な配分につながり、成長の可能性を低下させるというものだ。

しかし、世界金融危機が、規制、監督、管理の概念を復活させた。これは、金融市場による自主規制は明らかに失敗だったからだ。また、欧州債務危機に伴い、公的債務の持続可能性を維持し、通貨同盟の中の断片化を回避するために、金利を低く抑える必要が生じた。金融抑圧は、30年間の自由化政策の後、10年前に再開された。自由化政策は大きな危機と前例のない所得の不平等をもたらしたからだ。世界的な公的および私的債務が歴史的に見ても高いレベルにあること、脱グローバル化の進行、持続不可能な富の格差という状況において、新型コロナと気候変動は、新たな必要不可欠な課題をもたらしている。だから、このコンセプトがまた検討すべき課題となっているわけだ³。エネルギー転換政策に資金を提供し、主要地域で何らかの形の産業の自主性

を再構築する必要性が最重要になっているが、そのためには多くの資本と長期のリード投資が必要となる。当社は「抑圧」は後退せず実際には強化されると見ている。脱炭素化を達成するために資本をそちらに振り向ける必要があるため、規制が強化され、おそらく政府の決定も「オン」になっていると見ている。この「抑圧」は、ネット・ゼロという、貯蓄による利益と比べるとより尊高な目的を達成するためにはポジティブあり、ネガティブではないと見なされる可能性がある。従って、金利は名目成長率と比べて低いまま、長期にわたって維持されると想定するべきだ。

エネルギー転換のための資金経路

金融抑圧は、インフレと組合わせた時により効果的となる。インフレはそれ自体が、過度の貨幣増発、拡張的な財政政策または過剰な民間部門のレバレッジ、賃金上昇スパイラルまたは供給不足の結果である可能性がある。これらのいずれかが、金融政策と規制という2つの角と組み合わせられると、脱炭素化への効率的な移行を確実にするには十分なはずだ。しかし、政府が関与するより難しい金融抑制も、排除することはできない。それには市場の混乱が必要であり、それが正当化され実施されるには、別の危機が必要となるかもしれない。

2021年10月18日作成

² Shaw, Edward S. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, 1973年. McKinnon, Ronald I. *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, 1973年

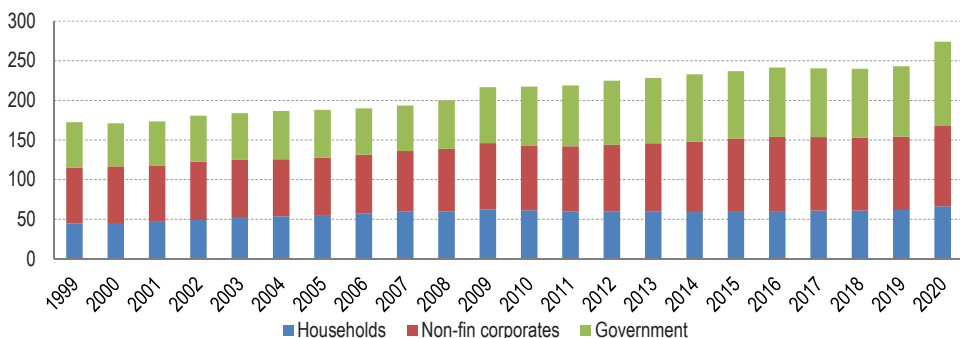
³ 「金融抑圧」は再び訪れるだろう。Jafarov, Maino, Pani. *IMF Working Paper* 2019年

2/ マイナス利回りの債務 (10億米ドル)



Source: Bloomberg, Amundi Research, Data as of October 2021
Bloomberg Global Agg Negative Yielding Debt Market Value (USD bn)

3/ 世界の債務 (GDPの割合)



Source: Amundi Research, Data as of October 2021

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・ポイントが発生した

ターニングポイントに近づいている

まだ、そこまで行っていない。そう言うには早過ぎる

経済の背景

- 夏に力強く拡大した後、経済成長率は緩やかにはなるものの堅調に推移すると予想される。高頻度データおよびソフト・データでは、経済は新型コロナ危機以前のレベルに向かって、徐々に安定していることが強調されている。コンセンサスは引き続き下方に修正されている。上方への逆転の可能性の非常に穏やかな兆候はあるが、経済的なサプライズはネガティブなまま。
- 米国の経済活動は、Q3に見られた減速の後、Q4には上向くと予測される。これは高頻度データとソフト・データの段階的な改善と一致している。CESI指標は、ハードとソフトのデータに支えられて徐々に上昇しているにもかかわらず、マイナスの領域に留まっている。コンセンサスは引き続き下方に向かっているが、まだポジティブな領域にとどまっている。

ファンダメンタルズ
& バリュエーション

- 今回の決算発表シーズンでは投資倍率、一般的にはバリュエーションが試されるだろう。利益率の低下への懸念と来年のフォワードガイダンスを念頭に置くべきだ。一般的に、ほとんどの株式市場は高価な領域にあり、ポジティブな成長期待と一致している。決算報告シーズンが失望をもたらす場合、最終的には価格の再評価が起きる可能性がある。
- CB（中央銀行）による資金注入が、市場の高水準についての信頼できる議論の根拠であるが、テーパリングが開始されれば、投資家の自己満足は損なわれるだろう。

ニュートラル+
資産配分

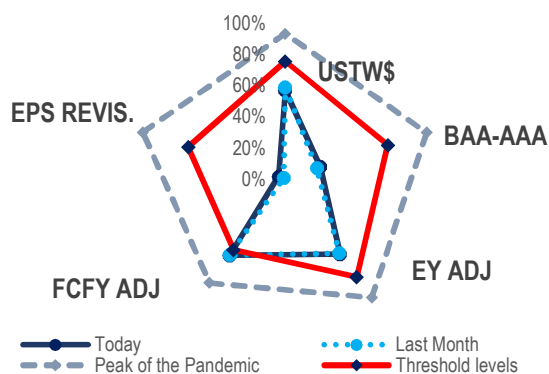
テクニカル要因

- 先月と同じ整合性を欠く環境が続いている。
- 逆張り指標は、10月にはいくつかの市場が売られ過ぎのレベルに近づいている（RSI）ことを示して悪化しているものの、あまり変化していない。RSI（相対力指数）は上昇したが、買われ過ぎのレベルからはかなり遠いまだ。
- 一方、ほとんどの高リスク資産にとってはモメンタムの構築が難しくなっている。これは不確実性の高まりと、次のステップの可視性が低いことが原因であるように思われる。
- 本稿執筆時点では、テクニカル要因は整合性がなく方向性に欠けている。

市場心理

- 一方で、成長の認識については何も改善されていないことを認めるが、他方では、リスク感情指標のほとんどが、まだかなり堅実な形であることを留意する。
- 懸念の高まりにもかかわらず、当社は市場には適度に建設的なリスク感情があるという考えを保持する。金融環境はほとんどの地域で緩和的に維持されている。EPSの改訂は悪化しているが、米ドルと経済的サプライズの低下の両方を補う以上のものである（リスク変動の初期の兆候を明確に示している）。
- 機関投資家は引き続きリスクへの前向きな姿勢を維持しており、リスクオンの動態は、米株式やコモディティでまだ見られる。

クロス・アセット・センチネル基準値 (CAST) は引き続き支持的



Source: Amundi Research, Data as of 15 October 2021

CASTのリスクの認識は、構造的な上昇を示していない。EPSの改訂は緩和し始めた（ネガティブなデータ・サプライズとのギャップが縮小）が、CBは依然として信用リスク・プレミアムを低く抑えており、米ドルのモメンタムは境目で軟化している。全体として、構造的なリスク軽減の証拠が欠如しているが、次のステップの可視性は低下し続けている。

方法当社は「センチネル」と呼ばれる5つのインプットを考慮しています。それらは、USTW\$、Moody's Baa-Aaa、EPS修正、調整後の収益利回りリスク、そして調整後キャッシュフロー利回りリスクです。センチネルは、戦術的な資産配分を再ポジションするために使用されます。適切な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もって、市場のストレス状態を予測する指標として合計されます。この五角形は5つのセンチネルを表しています。赤い線は警告のしきい値を示しています。赤い線の上の距離が大きければ大きいほど、リスク認識は高く、最終的にはディフェンシブな資産配分に近づく必要があります。

グローバル・サーチ・クリップ

1 エネルギー危機は一時的なものであるはずだ

- ・天然ガスの価格が高騰し、世界の資源インフレに寄与している。
- ・中国と欧州では、最大の需要/生産の不均衡が起っている。
- ・上げ相場にもかかわらず、天然ガスの価格は制御不能とはなっておらず、世界は最終的には純余剰となると予想され、欧州とアジアの天然ガスの輸入はバランスを取り戻すだろう。

投資への影響：

- ・中心的なシナリオ：この冬、欧州と中国のエネルギー環境では、電力不足は起らないが、圧力は持続している。

2 中国の成長予測は格下げされ、それはEM諸国に影響を与える

- ・Q3のGDPは予想よりも弱く、今後6か月にはポジティブよりもネガティブな要因の方が多い。
- ・当社は成長予測を再び下方修正し、成長が2021年Q4にトレンドまで回復するとは予想していない。これは住宅建設が減速したことと、脱炭素化で生産が削減されたことによる。
- ・サービス消費がゼロ・コロナ政策で大きな打撃を受けているため、CPIインフレの圧力はまだ抑制されている。

投資への影響：

- ・中国の減速は、貿易とコモディティの輸出を通じて、チリとペルーに最も影響を与える。

3 EMの短期・中期の経済状況アップデート

- ・CEMIによれば、経済のモメンタムは予想以上に悪化した。これはGEM構成要素（特に中国）によって引き起こされた。
- ・インフレはより持続的に見え、金融政策と名目（および実質）金利に圧力をかけている。
- ・中・長期的：変則的な正常化：成長が潜在力にもどる、そしてインフレは過去10年で最高になる。

投資への影響：

- ・短期的には、高リスク資産のバリュエーションにとってはそれほど穏やかな環境ではないが、市場は、最近の後退にもかかわらず、それについてはまだ値を付けていない。

4 G10のFXは狭い範囲で取引されている

- ・年末の目標のほとんどは2021年9月に達成された。循環的な通貨は以前の予想よりも低い水準に達した。
- ・現在の主なFXテーマ：
 - 1) 金融政策の乖離は低金利よりも高金利を要求している。
 - 2) 世界的な成長の鈍化は、キャリーが最高品質（つまり、米ドル）である必要があることを示唆する。
 - 3) リスクオン、リスクオフのダイナミクスが、その動きを加速させる可能性がある。
 - 4) 明確な方向性の欠如。

投資への影響：

- ・G10のFXは、明確な方向性が欠如しているため、狭い範囲で取引されている。米ドルは低利回りの国の通貨と比較して、利益をもたらす、ほとんどの循環通貨に対して安定している。

コロナ感染状況のアップデート

Pierre BLANCHET、投資インテリジェンス総括

北半球で冬のシーズンに入ると、新型コロナの感染者数の増加し、新しい波への恐れが復活している。中国では、ワクチン効果が低いとは言えワクチンの集団接種が行われたにもかかわらず、感染が復活している。西ヨーロッパでは、フランスやドイツを含むいくつかの国で、週平均の症例数が増加しているが、新型コロナ関連の死亡者数はまだ限られている。英国は、欧州大陸の3倍の症例と、8倍の死傷者となっているため、異常値と言える。主な懸念は、ワクチン接種率が低い中央および東ヨーロッパで、感染率と死亡率が世界で最も高くなっている。この新しい感染波の中心であるルーマニア、ブルガリア、モルダヴィアでは、人口100万人当たりの1日の死亡者数は、欧米の10～15倍となっている。当局への信頼の欠如、非効率的な公衆衛生構造、そして不安定な政治が、低い予防接種率（平均で20～30%）を説明する。これが高い死亡率につながっている。新興国全体では、WHOが支援するCovaxプログラムは、（まだ）ウイルスの循環を制限するのに十分なワクチンを提供していない。つまり、より毒性と感染力が強い変異株が出現する可能性があり、それは先進国にも広範囲に広がる可能性がある。

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	=		9月下旬にFRBがテーパリングについての情報を更新した後、インフレ期待と債券利回りは力強くなり、取引が再開したことで、相対的なパフォーマンスを主張するようになった。しかし、インフレ・データが強力であるため、投資家はポートフォリオを価格上昇から保護する必要がある。更に債務上限や増税からのボラティリティにも留意するべきだ。株式については、当社は全体的にニュートラルな姿勢を維持するが、バリュエーションが高いままであるため、投資家はファンダメンタルズをより注視する必要があると考える。
	米国のバリュエ株	+		最近のコア利回りの上昇は、インフレの上昇を伴った。当社は、バリュエ株（金融、エネルギー）、特に強力な価格決定力を持っている質の高い企業は、耐インフレ・ポートフォリオを構築する強力な方法であると考えている。バリュエ株 vs. グロース株の割引率は高いが、この領域での長期的なリターンは、株式の精選から得られる。
	米国のグロース株	-		現在の評価は、高インフレとその後の高い（実質）金利への期待と矛盾していると当社は考える。これは過度のバリュエーションへの挑戦となるかもしれない。これが進展するにつれて、価格を割引率が低いことに依存するグロース株は、ボラティリティに直面するはずでありディフェンシブなスタンスが必要となる。
	欧州	=		エネルギー価格の高騰の中で、欧州では景気回復が続いているが、一部のセグメントではバリュエーションが極端であり、高インフレ環境では正当化されない。インフレは企業にコストを吸収する圧力をかけるため、利益に影響が出るはずだからだ。しかし、バリュエーションのばらつきが大きい中、投資家は選択を優先し、強力な価格決定力を通して価格への圧力に耐え、今度の決算発表シーズン以降も支配的な市場ポジションを維持できるバリュエ株や優良株を探すべきだ。
	日本	=		日本がより循環的な市場であることを考えると、新型コロナの新規感染者数が減り、経済の再開が継続するにつれて、株式は収益の巻き返しに支えられるはずだ。円安がこれをさらに支えるだろう。
	新興市場	=		EMでは精選する重要性が高く、EMは「1つのブロック」と見なされるべきではないと当社は考える。将来的には、収益の正常化とワクチン接種の進展が、EMにとって明るい材料となるが、いくつかの特異なリスクがある。中国では、成長の弱さと規制措置の可能性があるため、短期的には慎重であるが、長期的には、国がよりバランスの取れた質の高い成長に着手するため、見通しは明るい。当社は輸出が強いロシアや国内需要の拡大が見込まれるインドなどを選好する。
債券プラットフォーム	米国債	-		FRBのテーパリングの兆候がある中で開催された、9月のFOMC会議でのコメントを受けて、コア利回りは上昇している。しかし、供給サイドでの制約が続いているため、インフレは上昇したままだ。米国債は圧力を受ける可能性があるが、当社は考えているが、インフレが回復を妨げるリスクがあるということは、FRBが大幅な引き締めを実施しない可能性がある、そのため、デュレーションには注意が必要だが、柔軟性は維持している。TIPSはインフレに連動したリターンを提供するが、バリュエーションへの懸念がある。
	米国IG社債	=		信用のファンダメンタルズは建設的だが、ベータ値と長期債務へのエクスポージャーを制限するため、高度な選択をすることで資産クラスを探っている。また、現時点ではコア利回りの上昇によるリスクにも注意を払っている。証券化された信用と住宅ローンは、消費者の収益と貯蓄が高くなっているため魅力的だが、FRBによるテーパリングの可能性が高いため住宅市場には警戒している。
	米国HY社債	=		市場は、方向性がリターンを促進する役割が減少するフェーズに向かっていると当社は見る。このセグメントは優れたキャリアを提供し、ファンダメンタルズも良好だが、レバレッジの高い分野避けるために、精選して振るい分けをすることにますます依存するようになっている。
	ユーロ圏の国債	-/=		供給サイドでの障害とエネルギー・セクターからの圧力で、インフレが高く推移していることが、総じて利回りの上昇に反映されている。ECBは資産購入の減速を示唆したが、緩和的な金融環境を維持するだろうと当社は考える。従って、当社は中核国および準中核国の国債に対して、まだディフェンシブで機敏な姿勢を維持している。しかし、周辺国の国債については、次世代EU基金からの支援による回復を見込んでより前向きになっているが、政治的リスクを監視している。
	欧州IG社債	=/+		やや遅いペースではあるが、ファンダメンタルズは改善を続けており、流動性は高いままである。しかし、当社はポートフォリオの選択性を高めて、コストの上昇を消費者に転嫁できる企業を探している。満期の短い債務とBBB格付けの銘柄を選好するが、非生産的なM&Aに関わったり、債務を追加する可能性がある高格付けの銘柄は避けている。
	欧州HY社債	=		今は構造的なリスク回避をする時期ではないと当社は考えているが、長期の債務に注意し、スプレッド圧縮への投資を選好する。金融企業の劣後債は、信用全体を通して魅力的な利回りで強いテーマを提供するが、当社は、全体的にはより高い利回りと質のバランスを維持している。
	EM債券HC	=/+		経常収支が改善していることと、DMと比較したEMの成長率の差は良いことから、当社は、引続きHC建て債務を選好し、好調なファンダメンタルズとコモディティ価格の上昇から恩恵を受ける国のHY債へのバイアス（IG債と比較して）を維持する。
	EM債券LC	=		短期的なドル高と先進国での引き締めの可能性は、LCにとっては当然の課題であるため、選択が重要であることを改めて強調している。当社はロシアのように金融引き締めがほぼ終わっている国に焦点を当てている。アジア地域では、PBoCは経済の他の部分への波及を回避するよう努めるはずだ。
その他	コモディティ			天然ガスの価格は、欧州とアジアでは需給不均衡により上昇しているが、制御が不可能なレベルではない。長期的には、世界の需給状況は純黒字になると予想する。OPECは、世界的な需要への打撃を回避するために石油生産を増やすだろう。しかし、金にはある程度のボラティリティが見られるかもしれない（FRBの政策正常化）。それでもポートフォリオの分散のためには妥当な資産だ。
	通貨			金融政策の相違と世界経済の成長の鈍化は、ユーロ、スイスフラン、円などの低利回りのFXと比較すると、米ドルにはポジティブ（高品質のキャリアー）である。しかし、高利回りの循環通貨と比較すれば、米ドルは安定するはずだ。長期的には、米国の財政赤字と高い債務が米ドルを圧迫する可能性がある。

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 = 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

10/28/2021時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)				インフレ率 (CPI、前年比、%)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
世界	-3.3	5.8	3.9	3.4	2.6	3.7	3.9	3.3
先進諸国	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	2.9	2.8	2.1
米国	-3.4	5.7	3.3	2.1	1.3	4.4	3.7	2.8
日本	-4.9	2.4	2.6	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
英国	-9.7	6.9	4.6	2.4	0.9	2.4	3.7	2.5
ユーロ圏	-6.5	4.9	3.9	2.2	0.3	2.4	2.4	1.7
ドイツ	-4.9	2.5	3.9	2.0	0.4	3.1	2.4	1.7
フランス	-8.0	6.1	3.9	1.8	0.5	2.0	2.3	2.0
イタリア	-9.0	6.1	4.8	1.9	-0.1	1.8	2.3	1.7
スペイン	-10.8	5.2	5.9	2.8	-0.3	2.6	2.4	1.7

出典：アムンディ・リサーチ

- **アメリカ**：デルタ株による感染が減少するにつれて、Q3の減速の後、Q4には成長が回復すると予想する。高頻度データ指標は、人の移動と経済活動の再開を示しており、ホリデー・シーズンを前に良い兆候だ。インフレはQ4にはさらに上昇するかもしれない。これは賃料の上昇、エネルギー価格の上昇、旺盛な需要と供給サイドの問題などが原因だ。当社は最近、インフレ予測を上方修正し、成長予測を数ベースポイント削減した。予測には財政政策が依然として極めて重要だ。バイデン大統領の本格的なインフラ計画が承認されれば、リスクは上向きとなる（これは当社の現在のベース・ケースではない）。
- **ユーロ圏**：Q2には、いくつかの加盟国で経済活動が予想よりも早く回復したが、その後もペースは鈍化するものの成長は続くとは当社は予測する。これは最新の高頻度および調査データに沿っている。この控え目の成長は、継続する価格上昇の圧力と並行しているが、この圧力はエネルギー危機によって、短期的に悪化した供給サイドの問題を反映している。現時点では、インフレへの第2ラウンドの影響（賃金交渉）は想定していない。従って、当社は2021年のインフレ予測を上方修正するが、インフレは来年にかけて徐々に緩和すると予測する。
- **日本**：岸田文雄が日本の新しい首相に就任し、金融・財政支援政策からの支援の継続が見込まれる。国内では、9月以降、非常事態宣言が徐々に解除され、ワクチン接種率が70%を超えたため、個人消費回復への道が開かれた。しかし、当社は2021年のインフレ圧力は穏やかであるという見解を維持しており、エネルギー価格の高騰による価格へのパススルーは限られていると予想する。しかし、2022年にはインフレは速いペースで上昇すると見る。一時的な要因（携帯電話の料金の変更、新しいベースの設定）からの影響が薄れてくるからだ。
- **英国**：英国経済はQ2力強い拡大をみせた。Q3には、経済が規制のさらなる撤廃から恩恵を受けた可能性がある。しかし、ロックダウン解除の最終段階からの押し上げで、4月と5月のパフォーマンスが繰り返される可能性は低い。高頻度データはモメンタムが弱まっていることを示しているため、経済の回復は実際いくらかの勢いを失うだろう。供給サイドの問題、エネルギー危機、賃金上昇の兆候から、当社は2021年Q4と2022年のインフレ予測を上方修正したが、インフレは来年後半には目標に向かって緩やかになると予想する。

主要金利の見通し

	28-10 2021	当社 予想 6ヶ月 先	コンセン サス 6ヶ月 先	当社 予想 12ヶ月 先	コンセン サス 12ヶ月 先
米国	0.13	0/0.25	0.19	0/0.25	0.49
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.48	-0.50	-0.40
日本	-0.04	-0.1	-0.03	-0.1	-0.02
英国	0.10	0.5	0.77	0.75	1.10

出典：アムンディ・リサーチ

- **FRB**：資産購入の削減は早ければ今年11月に開始され、2022年半ばまでにこのプログラムを終了することを視野に入れているだろう。FRBは6月まで月額150億ドルの購入削減を見込んでいる。国債の購入は、現在の月額800億ドルから、毎月100億ドル減少するはずだ。MBSの購入は、現在の月額400億ドルから、毎月50億ドル減少する。インフレ予測は上方修正され、コアPCEは2022年には2.3%、2023年には2.2%と予測する。インフレが、最初の利上げのタイミングとそれ以降の利上げのペースを決定する要因となるだろう。コア・インフレが、2022年にも引き続きサプライズとなる上昇をみせた場合、最初の利上げは2022年Q4になる可能性がある。
- **ECB**：当社はECBが、年末まで月額ほぼ700億ユーロの現在のペースでPEPP（パンデミック緊急購入計画）を継続し、Q1に残りの購入を行うか、月次購入を円滑にするために上半期に徐々に減らすと予想する。ECBは、12月に2022年の景気刺激策を発表するが、ややハト派的なスタンスを維持すると当社は予想する。ECBは、金利の見通しが安定し、過去2年間に行われたように過去の基準から見れば安定した資産購入のペースで、純発行額の多くを吸収するために量的緩和を調整するだろう。
- **日銀**：広く予想されているように、日銀は10月の会議で政策を変更しなかった。新しい四半期の『展望レポート』では、日銀は新型コロナ感染による消費回復の遅れを考慮して、2021年度のGDP成長予測をわずかに引き上げた。コアCPIインフレも、1回限りのペース改訂により大幅に引下げた。ワクチンの完全接種率が70%を超えたため、消費者の需要とインフレは徐々に高まると当社は予測する。しかし、コア・インフレは2022年から2023年にかけて日銀の2%の目標を下回ったままであり、政策の正常化が遅れる可能性がある。
- **BoE**：前回の会合での驚くほどタカ派的なフォワードガイダンスを発表したことに続いて、BoEからの最近のコミュニケーションは、主にインフレ期待を固定するために、すぐに行動する必要性についてのメッセージが強くなっている。今のところ、当社はMPCがこれまで考えられていたよりも早く政策金利を引き上げ、年末までに（11月から12月間で時期は微妙）15bps引上げられ、2月の会議でさらに25bpsの引き上げられると予想する。将来のマクロ経済の傾向に応じて、2022年8月のMPC会議で、さらに25bpsの引上げが続く可能性がある。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
FRBのFOMC	11月3日
イングランド銀行 MPC	11月4日
ECB理事会	12月16日
日銀MPM	12月17日

出典：アムンディ・リサーチ

新興諸国.

マクロ経済の見通し

10/28/2021時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)				インフレ率 (CPI、前年比、%)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
世界	-3.3	5.8	3.9	3.4	2.6	3.7	3.9	3.3
新興諸国	-2.0	6.4	4.3	4.3	3.9	4.2	4.7	4.1
中国	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.8	2.1	1.8
ブラジル	-4.1	5.1	0.7	1.5	3.2	8.2	7.5	5.3
メキシコ	-8.3	6.0	2.7	2.0	3.4	5.6	4.8	3.8
ロシア	-3.1	4.2	2.6	2.5	3.4	6.5	5.6	4.2
インド	-7.1	8.2	6.3	6.4	6.6	5.0	5.9	5.6
インド ネシア	-2.0	3.5	4.7	5.1	2.0	1.6	2.9	2.8
南アフリカ	-6.9	4.6	2.7	2.3	3.2	4.5	4.8	4.8
トルコ	1.6	7.8	4.4	4.0	12.3	17.7	14.9	11.3

出典：アムンディ・リサーチ

- **中国**：中国のGDPは、2021年と2022年にそれぞれ7.7%と4.7%上昇し、1か月前の予測である、8.3%と4.9%から減少すると予想する。ソーシャル・ディスタンス規則が緩和されたにもかかわらず、住宅の減速やNDRCのエネルギー使用規制など、さまざまな要因が景気回復を圧迫し続けている。サービス消費とインフラ投資は、回復し減速の一部を相殺する可能性が高い。インフレに関しては、供給による制約から、PPIデータが高くなる可能性がある。CPIは、消費の回復が鈍いため穏やかとなるだろう。
- **ブラジル**：新型コロナ感染の状況はかなり堅調に見える。全体的には経済はパンデミック以前のレベルに戻っているが、循環的なマクロ経済はより困難となるだろう。経済活動は、高インフレ、金利上昇、政治および財政上の不確実性の高さなど、複数の逆風に直面している。インフレ圧力は緩和されていない。それには世界的なエネルギー価格の上昇と脆弱な通貨が大きな役割を果たしている。政策金利は2桁となっている。一方で、最新の提案によれば、政府は増大する（高インフレによって引き起こされた）社会的な要求に対応しており、予算上限を超えた追加支出を行おうとしている。そのニュースに対する市場の反応は厳しく、悪循環に勢いをつけている。
- **トルコ**：CBRTは指標金利を18%から16%に引下げたが、これはほとんどのEM中央銀行とは反対の方向だ。市場はこの金利引下げを見込んでいた。最近の金融政策委員会において、CBRTは予想の2倍のR利下げ（-200bps vs. 予想-100bp）をしたからだ。現時点で、トルコはインフレ（9月に前年比19.6%）にも同様の圧力に対応している。通常なら引締めを行っているはずだ。200bpsの利下げは、2021年Q4の予想に沿ったものであり、2022年にはさらに（ゆるい）利下げ（当社予測の100bp以上）を行うだろう。
- **CEE（中・東欧）-3**：この地域の成長は、2021年～2022年にかけて約4%以上になると予想される。2021年H2にはモメンタムが鈍化している。サプライチェーンの長期的な不足、EUの資金支出の遅れ、ウイルス関連の不確実性などが原因だ。ここ1か月ほど、金利引き上げが継続（HNB 15bp、CNB 75bp）しているが、開始（NBP 40bp）された。これは供給（エネルギーなど）と需要（回復と労働市場の逼迫）の両サイドからのインフレ圧力による。インフレ率は、2021年H1末まで目標を上回ると予想される。来年には更なる金利上げが実施されると見ている。財政的支援が継続するため、インフレ圧力と成長は継続すると予測する。

主要金利の見通し

	28-10 2021	当社予 想 6ヶ 月先	コンセン サス 6ヶ 月先	当社予 想 12ヶ 月先	コンセン サス 12ヶ 月先
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4.00	4.25	4.15	4.75	4.45
ブラジル	7.75	10.75	8.9	10.75	8.90
ロシア	7.50	8.00	6.80	7.50	6.15

出典：アムンディ・リサーチ

- **PBoC（中国）**：PBoCは、Q4にMLF（中期貸出ファシリティ）の満期期限前に、RRRを引下げるのではなく、MLFを単に借り換えることを示唆している。当社は、さらに50bpのRRRが引き下げられるという当社の10月の予測を撤回し、政策金利の引き下げはないという見方を維持する。現段階では、カーボン・ニュートラルへのプロジェクトまたは中小企業向けの優遇金利による、対象を絞った再貸付プログラムの可能性が高い。わずかではあるが住宅政策の変更も進行中だ。PBoCは、マクロ・プルーデンス政策の過剰な進行を是正するよう銀行に要請した。ディベロッパーへのローン貸出し遅延と住宅ローンの承認が長期していることは緩和される可能性がある。
- **RBI（インド）**：10月の金融政策委員会で、RBIは政策金利を4.0%に維持し、リバース・レポ金利を3.35%として、不均整な回廊を残したが、ハト派的政策スタンスを維持した。10月21日から量的緩和（G-SAP）は終了するというのが、発表された唯一の変更であった。会計年度に十分な財政的余裕があるためというのが理由だ。正常化へのプロセスはまもなく（12月21日）開始され、リバースレポ金利3.75%（+ 40bps）に上昇し、その後、2022年4月から政策金利が引き締められる。2022年には、インフレはRBIの上限範囲を中心に変動するだろう。
- **BCB（ブラジル）**：BCBは、10月に金利を（7.75%へ）150bps引き上げ、次回12月の会議で同様の規模の利上げをすることを事前に発表した。さらに、フォワードガイダンスを強化し、財政上の懸念が高まっているため、政策金利は経済縮小レベルまでさらに「引き上げる必要がある」と述べた。政府は、社会の要求からの圧力を緩和する余地を作るために、財政支出の上限（最終的な抑制力）を撤回すると発表した。BCBは、新年にはSELICを2桁にし、最終的には約11%と過去5年で最高とするだろう。
- **CBR（ロシア）**：10月22日に、ロシア中央銀行は政策金利を75bps引き上げて7.5%とし、市場の予想を大きく上回った。CBRは、内需が供給力よりも速い成長を示しインフレ期待の高まりにつながったと述べた。CBRは、将来のさらなる利上げにはオープンな姿勢を示した。家計のインフレ期待は10月にさらに5年ぶりの高値に達したが、企業による価格予想も数年ぶりの高値に近づいている。CBRは、年末のインフレ率は以前の予測よりも高く7.4～7.9%の範囲であり、2022年末までには、4～4.5%に低下すると予想している。

金融政策会議の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
PBoC	11月22日
RBI	12月8日
BCB Brazil	12月8日
CBR	12月17日

出典：アムンディ・リサーチ

マクロ経済および市場予測

マクロ経済予測

2021年10月28日

年平均 (%)	実質GDP成長率 %				インフレ (CPI、前年比、%)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
米国	-3.4	5.7	3.3	2.1	1.3	4.4	3.7	2.8
日本	-4.9	2.4	2.6	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
ユーロ圏	-6.5	4.9	3.9	2.2	0.3	2.4	2.4	1.7
ドイツ	-4.9	2.5	3.9	2.0	0.4	3.1	2.4	1.7
フランス	-8.0	6.1	3.9	1.8	0.5	2.0	2.3	2.0
イタリア	-9.0	6.1	4.8	1.9	-0.1	1.8	2.3	1.7
スペイン	-10.8	5.2	5.9	2.8	-0.3	2.6	2.4	1.7
英国	-9.7	6.9	4.6	2.4	0.9	2.4	3.7	2.5
中国	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.8	2.1	1.8
ブラジル	-4.1	5.1	0.7	1.5	3.2	8.2	7.5	5.3
メキシコ	-8.3	6.0	2.7	2.0	3.4	5.6	4.8	3.8
ロシア	-3.1	4.2	2.6	2.5	3.4	6.5	5.6	4.2
インド	-7.1	8.2	6.3	6.4	6.6	5.0	5.9	5.6
インドネシア	-2.0	3.5	4.7	5.1	2.0	1.6	2.9	2.8
南アフリカ	-6.9	4.6	2.7	2.3	3.2	4.5	4.8	4.8
トルコ	1.6	7.8	4.4	4.0	12.3	17.7	14.9	11.3
先進諸国	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	2.9	2.8	2.1
新興諸国	-2.0	6.4	4.3	4.3	3.9	4.2	4.7	4.1
世界	-3.3	5.8	3.9	3.4	2.6	3.7	3.9	3.3

主要金利の見通し

先進諸国

	28/10/2021	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
米国	0.13	0/0.25	0.19	0/0.25	0.49
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.48	-0.50	-0.40
日本	-0.04	-0.1	-0.03	-0.1	-0.02
英国	0.10	0.5	0.77	0.75	1.10

新興諸国

	28/10/2021	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4.00	4.25	4.15	4.75	4.45
ブラジル	7.75	10.75	8.9	10.75	8.90
ロシア	7.50	8.00	6.80	7.50	6.15

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	22/10/2021	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	0.48	0.45/0.60	0.82	0.7/0.9	1.12
ドイツ	-0.64	-0.70/-0.50	-0.59	-0.70/-0.50	-0.55
日本	-0.10	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.10
英国	0.68	0.50/0.70	0.83	0.7/0.8	0.84

10年物 債券利回り

	22/10/2021	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	1.66	1.6/1.8	1.80	1.8/2.0	1.93
ドイツ	-0.10	-0.3/-0.1	-0.03	-0.3/-0.1	0.03
日本	0.10	0/0.20	0.13	0/0.20	0.18
英国	1.17	1.0/1.2	1.27	1.2/1.4	1.32

通貨の見通し

	22/10/2021	当社予想 Q2 2022	コンセンサス Q2 2022	当社予想 Q4 2022	コンセンサス Q4 2022		22/10/2021	当社予想 Q2 2022	コンセンサス Q2 2022	当社予想 Q4 2022	コンセンサス Q4 2022
EUR/USD	1.16	1.14	1.17	1.14	1.18	EUR/SEK	9.98	10.11	10.00	9.88	9.80
USD/JPY	114	113	112	116	112	USD/CAD	1.24	1.27	1.24	1.21	1.22
EUR/GBP	0.85	0.85	0.85	0.83	0.85	AUD/USD	0.75	0.73	0.75	0.77	0.76
EUR/CHF	1.07	1.07	1.10	1.08	1.12	NZD/USD	0.72	0.70	0.72	0.71	0.73
EUR/NOK	9.73	9.91	9.90	9.21	9.73	USD/CNY	6.39	6.45	6.50	6.50	6.40

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。出典： アムンディ・リサーチ

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



H2 2021 - Inflation blows on markets, and investors need to act (28-06-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Global Head of Research

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q3 - 2021 (05-08-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

Shifts & Narratives #8 - Post-summer check-up on the regime shift (16-09-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

Real assets favoured in a post-Covid-19 world, but higher fragmentation requires scrutiny (06-09-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt

European commercial real estate: play the re-opening with quality assets (23-08-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy - Business Intelligence - BARON Thomas, Research and Strategy Analyst - Amundi Immobilier - BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

WORKING PAPERS



The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (20-10-2021)

LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 3. Managing the Asset-Liability Liquidity Risk (06-10-2021)

RONCALLI Thierry, Quantitative Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Evergrande and its spill-over effects: ongoing adjustments, but inflection point may be close (25-10-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Global Research - BOYCHUK Andriy, Head of EM Research

Higher rates provide a second chance to play US value opportunities (12-10-2021)

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

China in the spotlight: what markets (24-09-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Vincent MORTIER, Deputy Group Chief Investment Officer

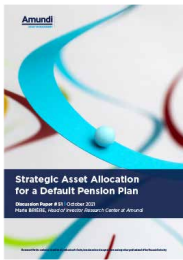
German election remains open, with an eye on the green transition (22-09-2021)

KRUSE Thomas, CIO Germany - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

Main themes for investing in Chinese equity over the summer and beyond (10-08-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist - McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity with the contribution of LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity and DELBO' Debora, Senior EM Macro Strategist

DISCUSSION PAPERS



Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)

BRIÈRE Marie, Amundi Research

Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

Inequality - what is at stake (1/4) - Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality (07-06-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #4 - Investing in the Circular Economy : Closing the loop (20-09-2021)

LUCET Lorna, ESG Analyst, Circular Economy Expert - MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products

ESG Thema #3 - How can investors contribute to Net Zero efforts? (22-09-2021)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation

Stakeholders in the Just Transition - N°3 Territories and local communities (10-09-2021)

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Division and ESG, Executive Committee Member - BECQUEY Pauline, Managing Director of Finance for Tomorrow - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - BREEN Nathan, Investment Solutions Associates - BINET Pierre-Alix, Head of Programs and Strategic Development at Finance for Tomorrow

Amundi Research Center



アムンディの出版物についての情報は
こちら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 Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Quant Fixed Income Yield Real Estate
Investment Asset
Strategies Allocation

DISCLAIMER

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 28 October 2021. 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: 2nd November 2021.

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Andrew Ostrovsky

編集主幹

BLANQUÉ Pascal、グループ最高投資責任者

編集者

DEFEND Monica、グローバル・リサーチ総括

グローバル・リサーチ部からの寄稿者

AINOUZ Valentine、先進国市場戦略リサーチ総括、CFA
BERARDI Alessia、新興マクロおよび戦略リサーチ総括
BERTONCINI Sergio、シニア債券リサーチ・ストラテジスト
BLANCHET Pierre、投資インテリジェンス総括
BOROWSKI Didier、グローバルビューズ総括
CESARINI Federico、先進市場 FX総括、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

アムンディ・インサイト部からの寄稿者

BERTINO Claudia、アムンディ投資インサイト部総括
CARULLA PoI、アムンディ投資インサイト部

構想と制作

BERGER Pia、リサーチ部
PONCET Benoit、リサーチ部

副編集者

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

GEORGES Delphine、シニア債券リサーチ・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
PERRIER Tristan、グローバル・ビューズ
PORTELLI Lorenzo、クロス・アセットリサーチ総括
USARDI Annalisa、クロス・アセット・リサーチ・シニア・マクロ・ストラテジスト
VANIN Gregorio、クロス・アセット・リサーチ・アナリスト
VARTANESYAN Sosi、シニア・ソブリン・アナリスト

FIOROT Laura、アムンディ投資インサイト部副総括
DHINGRA Ujjwal、アムンディ投資インサイト部
PANELLIFrancesca、アムンディ投資インサイト部