

Institute

#03
3月
2022

CROSS ASSET

Investment Strategy

CIOの見解

ホットなインフレと地政学的緊張：
クールダウン・リスク

アムンディ・インスティテュート
ウクライナ特集

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#03-2022年3月

目次

グローバルな投資見解

CIOの見解

ホットなインフレと地政学的緊張:

クールダウン・リスク

p. 3

FRBとECBが先月までタカ派的トーンを示していたとしても、先月末に地政学的緊張が高まったことは、ボラティリティが更に上昇することを示している。流動性リスクが高まり、信用分野のリスク/リターンが株式と比べてそれほど魅力的でなくなっているため、信用についてはより慎重な姿勢をとることをお勧めする。デュレーションについて、当社の全体的なスタンスはまだディフェンシブであるが、米国債など国債の「安全な投資先」としてのステータスを考えると、利回りカーブ全体について、活発さを維持することをお勧めする。一方で、株式については、バリューストックと優良株への移行は、一旦停止したとしても継続すべきだ。しかし、投資家はヘッジを強化すべきだ。全体的には、強力なヘッジを備え十分に分散されたスタンスを推奨する。

アムンディ・インスティテュート

アムンディ・インスティテュート:新しい旅立ち

p. 4

投資家は、インフレ、環境、そして地政学など多くの分野における構造的な体制の変化に対応し、より強固なポートフォリオを構築するため、より深い対話と洗練されたアドバイスを期待している。

マルチアセット

高まるリスクに対応するため、ヘッジを強化する

p. 5

金融政策と地政学的緊張の進展が明らかになるのを待つ間、投資家は信用（流動性リスクがより大きい）に対しては、より慎重になり強固なヘッジを実施すべきだと当社は考える。

確定利付き証券

流動性に焦点を当てる:不透明な金利の道筋と地政学的動向

p. 6

市場が中央銀行による量的引締めの方針を評価する間に、信用市場のボラティリティは高くなり、優良銘柄と低品質銘柄の間の差別化が進むと当社は見ている。

株式

インフレ傾向とともに短期的な不確実性をナビゲートする

p. 7

不確実性が高くなりインフレ圧力が増す中、当社は現在の環境で抵抗力がある優良バリューストックを探求している。

アムンディ・インスティテュート

ウクライナ特集

p. 8

はじめに

危機の分析

各国の立場

今後起りえること

皆さまからの質問にお答えします

p. 9

p. 9

p. 13

p. 16

ウクライナ危機に関して、皆さまから寄せられた幾つかの質問にお答えします

市場のシナリオとリスク

> 中心的 & 代替 シナリオ

p. 20

> 上位のリスク

p. 21

> アムンディの各資産クラスへの見解

p. 22

マクロ経済状況

> マクロ経済および市場予測

p. 23

> 当社の予測についての免責事項/方法

p. 24

> Publications highlights

p. 25

CIOの見解

ホットなインフレと地政学的緊張：
クールダウン・リスク



Vincent MORTIER
グループCIO



MATTEO GERMANO
デビュティ・グループCIO

先月末に地政学的緊張が高まったことは、ボラティリティが更に高まることを意味する。(IG、HY、欧州周辺国の) 信用スプレッドは、株式市場が更に修正されている間にも拡大され続けた。バリュース株への移行は継続しているが、循環セグメントでは一時停止している。これはロシア・ウクライナ間の紛争による経済成長へのリスクが増しているからだ。市場は、FRBとECBがタカ派的へと転換したこととウクライナ東部でのリスクの高まりについての再評価を続けている。マクロ経済関連では、米国の労働市場は予想をはるかに上回り、1月のインフレ値は40年間で最高のレベルに達した。このことは、高インフレと低成長の間(スタグフレーションのリスクが上昇)で板挟みになった中央銀行の道筋を複雑にする。

これとは対照的に、寅年の新年を迎えた中国の政策はより緩やかな特徴を示しており、金融緩和と政策に関しては世界の他の地域とは異なる。ここでも、中国の景気サイクルは米国とは同期化しておらず、中国資産は世界レベルでの分散要因の役割をするという主張をサポートする。年初来、既に大幅な価格変動が見られている現在、投資家が考慮すべき2つの重要な要素がある。

1.現在のボラティリティが、(債券と株式の) 2重の弱気相場へと発展し、資産配分における構造的なリスク回避を必要とする可能性があるのか？ボラティリティは明らかに全体的(債券、株式、コモディティ、通貨)に上昇しており、投資環境は1ヶ月前と比べるとリスクが高くなってきている。2022年を通して、経済成長は堅調に推移すると予想されている。オミクロン株による感染波後の経済再開と中国のソフト・ランディングを考慮すると、収益成長率は減速するもののプラスを維持すると見られている。大きなリスクとなるのは、ロシア・ウクライナ紛争からの波及で、それは成長とインフレ見通しに大きな影響を及ぼす。これは投資家が把握すべき重要なポイントだ。株式の下げ相場は不況時に発生する(1987年の暴落を除く)。当社は不況になるという予想はしていないが、欧州ではそのリスクが上昇している。ECBが金融緩和を縮小しようとしている矢先にインフレ圧力が高まっているためだ。地政学リスクは評価することが非常に難しい(ポジティブな変化があれば安堵から上げ相場になることもあるが、緊張が更に高まれば市場に更なる圧力が加かる)。投資家は主に精選された株式市場からの回復の恩恵を追及すべきだが、最悪の結果にも備える必要がある(更なる不利な展開に対応するためにヘッジを調整する)。つまり、インフレというテーマは更に強化されており、株式では、中期的にはバリュース株/優良株の選好が求められるが、短期的にはバリュース株への移行が一時的に中断されることもありえる。信用分野では、流動性リスクが高まり、信用のリスク/リターンが株式と比べてそれほど魅力的ではなくなってきたため、当社は信用についてより慎重なスタンスに移行した。

2.米国債の利回りは2%が目標レベルなのか、それともっと上昇するのか？つまり、デュレーションは短く維持すべきか？FRBがタカ派的に転換したこととインフレ・サプライズが、10年物米国債の利回りを、2019年以来初めてしきい値である2%を上回る上昇へと導いた。このことが特に短期債の価値の回復に貢献した。ロシア・ウクライナ間の紛争は金融システムとインフレ(リスク)プレミアムだけでなく、世界経済へのリスクも高める。市場はFRBが大胆な行動に出ることをすでに価格に織り込んでいる。利回りの上昇はFRBの3月の政策会議を待っている間、一時停止すると当社は見ている。デュレーションについてはテクニカルな調整が必要であるため、当社は活発なアプローチをお勧めする。当面の間は、当社はデュレーションには慎重なスタンスをとることを確認する。しかし、国ごとに利回りカーブにチャンスがあれば活発に行動する。

市場の不確実性は高く維持される。地政学的展開と経済への影響については、不透明な時期に直面している。株式の特徴として流動性が高いため、株式のボラティリティは高く維持されるだろう。株式は迅速なリスク調整局面では最初のターゲットとなるからだ。しかし、これは売られ過ぎの領域で押し目買いをすることで再参入するチャンスを提供する可能性もある。

この危機の持続期間が非常に重要だ。緊張の高まりと不確実な期間が長引けば、世界的なリスク・プレミアムの再評価につながる可能性もある。中央銀行の行動が目ざされ、彼らはスタグフレーション・リスクに対応するため、ある時点でその意図を調整せざるをえなくなるだろう。投資家にとっては、これは十分な分散投資とヘッジを強化すること、そしてインフレ上昇に対して抵抗力がある分野に焦点を当てるべきであることを意味する。

全体的なリスク・センチメント



信用リスクを削減しリスク資産への保護を追加する。

前月からの変化

- ▶ 信用リスクを削減し選択性を強化する
- ▶ 地政学的な緊張を考慮して、ポートフォリオのヘッジを強化する。
- ▶ 中期的なバリュース株への移行は維持する。

「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。

アムンディ・インスティテュート

アムンディ・インスティテュート：新しい旅立ち



Pascal BLANQUÉ
アムンディ・インスティテュート会長

投資家は、インフレ、環境、そして地政学など多くの分野における構造的な体制の変化に対応し、より強固なポートフォリオを構築するため、より深い対話と洗練されたアドバイスを期待している

なぜインスティテュートを設立したのか、なぜ今なのか？

投資の世界では、新しいトレンドが経済、金融、地政学、そしてESGの分野を取り囲んで進化しており、投資家にとって新たな課題が浮上しています。エネルギー転換政策は各資産クラスの動きにどのように影響するのか？ 今進行中の体制移行は、戦略的な資産配分にとって何を意味するのか？ 将来の地政学的秩序はどのようなものなのか、それは投資家にとってどのような意味を持つのか？

これらは投資家の念頭にある懸念の一部です。我々は今、体制移行の重要な分岐点にいます。私はこれを「70年代に戻る道」と呼んでいます。インフレへの大きな回帰というのがこの移行の重要な特徴の一つです。地政学的な権力の転換はもう一つの特徴で、これは価格上昇(特にエネルギー)の動態とコロナ危機後のサプライチェーンの動態を悪化させます。流動性もまたこの懸念要素の一つです。2月には、市場の流動性が低下したことで、米国債市場のボラティリティは2020年初頭以来最高水準まで上昇しました。2008年の世界金融危機以降、大手銀行がディーリング活動から撤退した事は、市場構造がより脆弱になっていることを意味します。また、緩和的金融環境が終了するということは、流動性に依存していた市場が、FRBがおよそ9兆ドルのバランスシートを削減することで、量的引締めという試練に直面するということでもあります。最後に、我々は経済全体および投資と産業界の両方でESGが主流となる時代に生きています。2020年代はエネルギー転換にとって重要な時代ではありますが、過去の危機からの不平等な遺産と闘うためには、より包括的な成長モデルを設計することも極めて重要となっています。

これらが意味するのは、投資家は自らの資産配分を、4つの要素——リスク、(実質)リターン、流動性、ESG——を中心に再考し、これら4つの柱を軸に、投資目的を再評価し、ポートフォリオの構築を再考すべきだということです。考慮すべき重要な側面はリスク単位当たりのポートフォリオの購買力です。これは、持続的でポジティブな実質リターンの源を探求し、インフレとポジティブな相関関係にあることにさらされるということを含みます。このような環境では、株式の一部は流動性がある実質リターン資産であるため、特に債券のような特徴を備えている銘柄(負債が低く、高収益の見通し)は、長期的にはポジティブな投資となります。

このようなデリケートな環境で投資家を支援するために、当社はアムンディ・インスティテュートを立ち上げました。私は会長としてこのインスティテュートを監督する役割を担うことを嬉しく思っています。アムンディ・インスティテュートの使命は、社内では、完全なパートナーシップの下で投資チームと、そして社外では、当社のお客様や金融業界全体と、日々の対話を強化することにあります。投資インサイト、マクロ・リサーチ、市場戦略、量的リサーチ、そして資産配分活動を1つの傘下にまとめることで、当社は投資家が今日直面している重要な課題についてホリスティックな見解を提供し、議論やお客様との対話を促進することを目指しています。当社内での今月の議論は、ロシア・ウクライナ紛争の影響の中で、石油とガスの価格動態が中心となりました。

コモディティ：この危機が石油とガスに与える影響

ロシアの侵攻はエネルギー市場と特に欧州への供給に大きな影響を及ぼしている。

- 天然ガスの価格はここ数日上昇している。この急激な上昇は、GDP成長率が下方修正されることとインフレ予測が上方修正されること(スタグフレーション)で、欧州の成長とインフレに深刻な影響を及ぼす可能性がある。
- 対照的に、米国での天然ガス価格の上昇は比較的穏やかであったが、これは価格の上昇が国内の供給不足への懸念からではなく、欧州の液化天然ガス(LNG)の需要が高まると言う期待が原因だったからだ。米国にはロシアのガスにとって代わるほどのキャパシティはないため、欧州からの需要は米国の天然ガス価格をいずれ上昇させると、当社は見ている。
- 石油に関しては、直近の価格は、当面の当社目標価格であった80米ドル/バレルをすでに上回っている。ロシアは主要サプライヤーであるため、この混乱で原油価格は更に上昇する可能性がある。とはいえ、今のところ、市場はイランとの合意から原油供給量が増加する(天然ガスと比べると比較的制限されている)という期待とサウジアラビアを含む他のOPECメンバーが生産を回復するという期待も価格に織り込んでいる。

需要については、中国の役割を過小評価してはならない。

- LNGは天然ガスよりもさらに環境に優しいため、中国を含む多くの大国が、経済をよりクリーンな燃料へと移行するため、エネルギー源として使用している。
- 更に、中国はロシアの輸出品の主要な買手として欧州にとって代わる可能性がある(原油とガスの両方で)。更にこれが市場価格で起るとは限らない。したがって、エネルギー制裁は期待したほど成功しなくても、欧州のエネルギー状況を悪化させる可能性がある。
- 最後に、米国/欧州による金融セクターへの制裁への報復として、ロシアが欧州へのガスと原油の輸出を一時停止するという不運な状況も全く非現実的とは言えないことだ。

結論：当社の経済成長の中心的シナリオへの重大なリスクは、短期および中期におけるユーロ圏の天然ガスとエネルギー市場だ。



Monica DEFEND
アムンディ・インスティテュート・ヘッド

マルチアセット

高まるリスクに対応するため、ヘッジを強化する



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
ソリューション・ヘッド

最近、市場の不確実性が増したことは、地政学的緊張が高まったこと、中央銀行がタカ派的になったこと、そして根強いインフレが原因だ。総合的に、量的引締め兆候とインフレが消費者の可処分所得に与える影響は大きなリスクとなる。しかし、金融環境は依然として緩和的であり、経済成長は堅調だ。したがって、**構造的にリスクオフの配分に移行する時期ではないと当社は考える。投資家は、慎重なアプローチに基づいて、リスク・エクスポージャーを戦略的に調整すべきだ。**インフレ・リスクの相互作用、それを抑制するための中央銀行の引締めスタンス、そしてロシア・ウクライナ危機は、資産全体でのユニークな相関関係のある構想を提示している。十分に分散された活発な姿勢が必要だ。投資家は、中央銀行の政策と戦争リスクをモニターしながら、ヘッジを強化し、FXへの見解を調整すべきだ。

当社が強く確信しているアイデア

当社の全体的な株式へのスタンスは、DM（先進市場）とEM（新興市場）についてはニュートラルだが、市場が下振れする可能性に対するヘッジをすることで慎重な方向に傾いている。欧州の株式については、**中期的な道筋を明らかにするため、変化する地政学的状況をモニターしている。**この不確実な状況は、株式銘柄の活発な選択の必要性を強調する。パリュール株スタイルをとる事はポートフォリオをインフレから保護するのに役立つが、ロシアへの政策に関する新たなリスクがスタグフレーションへの脅威に影響を与え、優良株セクターへの移行を引き起こす可能性がある。一方で、当社は中国についてはややポジティブな姿勢を維持している。規制の枠組みがより安定してきているからだ（引締めから対象を絞った緩和への政策がより明確になったことから恩恵を受けるはずだ）。

確定利付き証券については、当社は5年物ドイツ国債を通して、デュレーションには全体的にディフェンシブな姿勢を維持する。しかし、投資家はこのエクスポージャーを活発に管理することをお勧めする。ECBの発表とロシアによる攻撃の後、利回りは急激に変動している。当社は金利回りカーブについて機敏で活発な姿勢を維持することを確認する。当社は「安全な資産」（米国債を含む）への移行という、市場の戦術的な動きから恩恵を受ける機会に注目している。一方で、投資家は従来の分野以外でのインカムを探索すべきであ

ると当社は考える。これには中国の政府債や欧州周辺国の負債が含まれる。後者に関しては、イタリア国債（BTP）はドイツ債券に比べて魅力的な相対的価値を提供していると当社は考える。これは全体的なスタンスがやや変化したにもかかわらず、イタリアの政治的安定と潜在的成長力と欧州地域での細分化を回避しようとするECBの目標に起因する。アジア地域では、当社は中国のソブリン債へのポジティブな姿勢を維持する。これは分散による恩恵とPBoCの緩和的金融政策が理由であるが、前倒しの政策をモニターしている。欧州については、**企業の信用に関する長期的な確信を評価するため、当社は中央銀行の政策がより明確になるのを待っている。**ECBの（インフレに緊急に対処するための）調整は、EUR IGのスプレッド拡大をもたらすと当社は考える。このことは、特に長期の満期を持つ債券への投資家心理に影響を与える可能性がある。したがって、当社はもはや前向きではなく、警戒を続けている。しかし、企業のファンダメンタルズ（デフォルト率が低い）とバランスシートは健全で、HY企業はレバレッジ解消の努力を続けている。当社はEUR HYへのやや建設的な姿勢を維持するが、地政学のおよびインフレ圧力がGDP成長を危うくするかどうかを監視している。

FXの世界は、当社の地政学的見解を実行でき、世界的なレラティブバリュール戦略を特定できる。当社はGBPはCHFに対して十分上昇したと見ているため、英ポンドにはもはや楽観的ではない。BoEによる非常に積極的な一連の利上げは、すでに市場価格に組み込まれているからだ。しかし、GBP/EURには慎重な見方を維持する。EU離脱後の英国は、米国やEUと比べて地政学的に孤立したままであると当社は考える。最後に、CNH（オフショア人民元）はEURに対して強くなると当社は見ている。地政学のおよび貿易の観点から見て、中国はアジア地域内での主要な推進力であるため、それが中国資産を支えるはずだ。

リスクとヘッジング

投資家は、現在の地政学的環境からのボラティリティが更に上昇することを念頭に置き、**US HY債およびUSと欧州の株式へのエクスポージャーを保護するために、十分なヘッジを活用すべきだ。**このような不確実な時期には、金も戦略的なヘッジとして役立つだろう。

金融政策と地政学的緊張の進展が明らかになるのを待つ間、投資家は(流動性リスクにさらされている)信用に対してより慎重になり、強固なヘッジを実施すべきだ

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	↓				■			
デュレーション				■				
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で表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見直し、見直しの変化、意見は、予想される方向 (+/-) 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る。CGB=中国政府債券、EM=新興市場、PBoC = 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。QT=量的引締め

確定利付き証券

流動性に焦点を当てる：不透明な金利の道筋と地政学的動向



Amaury D'ORSAY
確定利付資産部ヘッド



YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル・ヘッド



KENNETH J. TAUBES
米国投資運用部C/O

市場が中央銀行による量的引締めの方針を評価する間に、信用市場のボラティリティは高くなり、優良銘柄と低品質銘柄の間の差別化が進むと当社は見ている

米国と欧州におけるインフレは、中央銀行がタカ派的スタンスをとることを促し、ユーロ圏と米国の金利が見直された。一方で、市場は中央銀行が、特にこの東欧の地政学的環境の中で、経済の回復を妨げることなくインフレを抑制できるかどうかを見極めようとしている。したがって、政策の順序が鍵となる。量的引締め (QT) は、企業ファンダメンタルズが堅調であったとしても、流動性の流出/ボラティリティを通して、信用市場の心理を弱める可能性がある。着実な消費者需要と貯蓄が累積していることもまたポジティブな要因だ。したがって、当社は信用には更なる**注意が必要**であり、さらに選択に焦点を当てるべきであることを認識している。デフレーションに関しては、当社は中期的にはディフェンシブな姿勢を維持しているが、投資家は戦略的な保護を得るために、国債に注目すべきだ。

グローバルおよび欧州の確定利付き証券

利回りに上昇圧力がかかっているため、当社はデフレーション (米国、欧州の中核および準中核国) に関しては慎重になっている。しかし、インフレと政策に関する新しい動向の中で機敏性を維持している。現在の地政学的環境では、米国と欧州中核国のソブリン債がポートフォリオに保護機能を提供するだろう。欧州周辺国については、注意を払っているが、イタリアの堅調な成長の可能性と政治的安定を認識して建設的な姿勢を維持している。当社は中国のデフレーションでインカム獲得の機会を探求する。しかし、米国のブレイクイーブンのバリュエーションは魅力的ではなくなってきている。信用は、インフレ/流動性に関連する懸念があるが、デフォルト率は低く**収益は堅調**だ。インフレに対処するために、当社はコストを消費者に転嫁できる銘柄に焦点を当てている。IGについて、当社は短期および中期の満期をもつ信用を愛好する。HYについては、信用格付けを改善する可能性がある分野で、スプレッド縮小の機会 (ハイブリッド、BB/CCC格付け) があると見ている。ここでは、投資家は分散と流動性を優先すべきだ。全体的には金融銘柄の劣後債務およびエネルギーおよび自動車セクターを愛好する。

米国の確定利付き証券

FRBは、3月に政策金利を引き上げる準備をしているようだ。これは大きな政治的問題であるインフレと、人口動態と消費者の収入に支えられた蓄積された強い需要によるものだ。それでも、FRBが後手に回る可能性があるという当社の見解を裏付けるように、ビジネスの資金調達コストは十分低く抑えられている。当社は短期の資金調達コストと労働市場の逼迫をモニターしており、デフレーションにはディフェンシブな姿勢を維持する。また、**利回りカーブの動きは足元のインフレ経路とリンクしていると考えている**。これは、デフレーションへの柔軟な姿勢が重要である事を改めて示唆する。一方で、企業への融資は特異な機会をもたらす。投資家は、ポートフォリオ・リスクを削減し、信用エクスポージャーによる保護を増やすことを検討すべきだ。また、高い利回りへの必要性和流動性のバランスをとるべきだ。さらに、消費者のバランスシートが健全であることは、証券化された資産を選択的に選好することを可能にする。

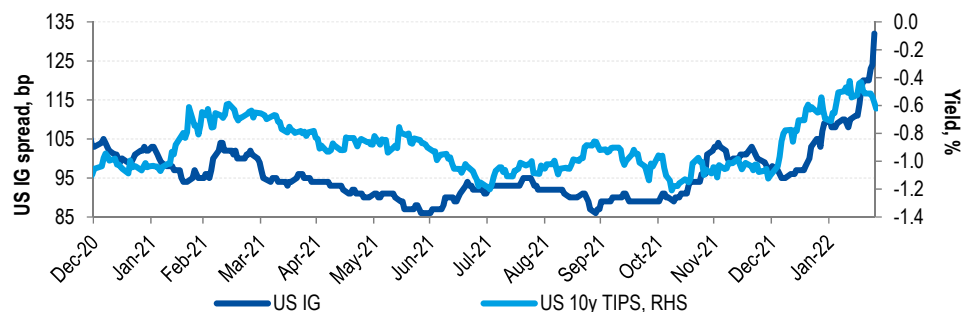
EM (新興市場) の債券

EMの今後の見通しは混迷している。中国が緩和的政策をとっていることとコモディティ価格が高騰していること (中南米にはポジティブ) で改善した一方で、地政学的リスクがマイナス材料となっている。非常に選択的なアプローチを持って、当社はHC (ハード通貨建て) 債券を愛好し、IG債と比較したHY債へのバイアスを維持する。LC (現地通貨建て) 債券については、投資家は実質金利がポジティブな国 (中国) を選好すべきだ。当社はロシアの資産には慎重だ。全体的に、当社はEMをインフレ、実質金利、量的緩和、そして対外脆弱性という観点から見ている。

FX

当社はUSDにはポジティブであるが、EURとJPYには慎重だ。ECBの見解は重要であるため、当社はこの地域の債務の持続可能性の観点からモニターしている。EMでは、循環的FX (IDR, CLP) にはポジティブな姿勢を維持するが、RUBにはディフェンシブとなっている。

実質利回りとIGスプレッド



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 24 February 2022. US Investment Grade = ICE BoFA US Corporate Index

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

株式

インフレ傾向とともに短期的な不確実性をナビゲートする



Kasper ELMGREEN
株式部ヘッド



YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル・ヘッド



KENNETH J. TAUBES
米国投資運用部C/O

全体的な評価

中央銀行がタカ派的になってきたことは、デフレ・リスクと金利引上げに対する市場期待の大幅な修正をもたらした。これが、非常に急速に悪化し深刻な事態となっているロシア/ウクライナ情勢と相まって投資倍率に圧力をかけている。一方で、堅調な消費に支えられて経済回復が継続していることは、中期的にはバリュエーションへの移行を支えるだろう。しかし、すべての企業が上昇するコストを消費者に転嫁できるわけではないため、利益率圧縮/価格決定力は、すべての企業間で等しいわけではない。当社は、ブランド、特許、製品の差別化などから価格を上げることができる強力なビジネスモデルを持ち、利益率を維持し、配当を支払うことができる企業を探求する。

欧州の株式

当社はバリュエーション・循環株へのバイアスを維持し、インフレと利益率の観点から決算発表シーズンを評価している。いくつかの企業は売上高が収益よりも向上しているからだ。一部の企業はコストの価格への転嫁ができずにいるが、一部の小グループは「強い消費者」環境で価格を引き上げることで利幅を広げている。一方で、インフレが政治問題となり規制措置からのリスクがあるため、当社は消費者の動向を探っている。さらに、これがユーティリティ（当社は慎重になっている）とITセクターにどのような影響を与えるかを検討しているが、ITに関しては、最近のボラティリティによって構造的な打撃を受けた成長シナリオを考慮して、それほど心配していない。正常化への当社の見通しを考慮して、我々が焦点を当てているのは、選択とバランスシートの健全さで、産業株と金融株にチャンスがあると考えられる。他方で、医療セクターなど、ディフェンシブなセグメントでの魅力的なバリュエーションを探求している。

米国の株式

インフレが明らかに政治問題となっている環境で、市場は資本コストの上昇に関するリスクをまだ価格に織り込んでいないと当社は見ている。したがって、グロース株からバリュエーションへの移行は、まだ魅力的なバリュエーションのバリュエーションと適度に強い経済成長（経済再開）により、中期的なトレンドとなっている。当社は、本来のビジネスモデルの強み、強い価格決定力、中核となる能力を通して、経営上の課題に耐えることができる優良なバリュエーションの銘柄を探求する。したがって、バリュエーションへの移行の最新の段階では、銘柄の選択が非常に重要となっている。一方で、高価で長期デフレの株式、およびグロース株には慎重になっている。しかし、最近のボラティリティの後、一部の厳選されたグロース銘柄が魅力的になっていることも認識している。全体的には、グロース株はまだ過大評価されており、実質金利が上昇すれば、更に弱くなる可能性がある。セクター・レベルでは、循環的な金融（銀行）、原材料とエネルギー・セクターを 선호する。興味深いことに、厳選された消費財と経済回復関連の銘柄が安価になっている。しかし、当社は労働市場の逼迫とサプライチェーンの混乱に関する課題に対応できる銘柄に焦点を当てている。

EM（新興市場）の株式

EMのバリュエーション、2022年の経済成長が安定してきていること、そしてPBoCの緩和的スタンスは、このクラスの資産にはポジティブだが、ロシア・ウクライナ紛争は短期的には市場心理に悪影響を及ぼす。EMは、地政学的と特異なリスク、世界的なインフレにより、ますます細分化されているようだ。国レベルでは、当社はインド、ハンガリー、UAEなどコモディティに関連性ある国を 선호する。セクター・レベルでの当社の確信の中心は、一般消費財、不動産、および通信サービスで、原材料よりもエネルギーを 선호する。最後に、当社はグロース株よりもバリュエーション株を 선호する傾向を維持する。

不確実性が高くなりインフレ圧力が増す中、当社は現在の環境で抵抗がある優良バリュエーション株を探求している

米国と欧州株式のボラティリティ



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 25 February 2022

ウクライナ特集



Pascal BLANQUÉ
アムンディ・インスティテュート会長



Monica DEFEND
アムンディ・インスティテュート・ヘッド



Didier BOROWSKI
グローバル・ビュース・ヘッド

はじめに

□ シア軍によるウクライナへの侵攻に、欧州は不意を突かれた形となり、第二次世界大戦の最も暗い時期を思い起こさせる。NATO諸国と欧州の指導者たちは、核保有国間での緊張が高まるリスクから、今のところ直接的な軍事対立を排除している。

しかし、西側の民主主義諸国とロシアは、ここ数日間、前代未聞の敵対を続けている。これは容赦ない経済および金融戦争の形をとり、ロシア経済を窒息させることを目的することが宣言されている。ロシア中央銀行（CBR）の資産を凍結することは、金融界におけるCBRの主権を損ない、CBRがルーブルの崩壊を保護することを防ぐ手段だ。この制裁はロシアに深刻な不況をもたらし、プーチンが長期的な戦争に資金をつぎ込むことを妨げるだろう。

したがって、当社のベースライン・シナリオは「短期紛争」ということだ。しかし、歴史的には「短期紛争」は何か月にもおよぶことがあることを留意すべきだろう。紛争の結果が不確実であることは、すぐには解消しないだろう。

金融での相互関係と高度なグローバリゼーションは、この経済兵器に過去数世紀にはなかつた力を与えている。経済・金融そして軍事という2つの秩序が対立しているが、これは近代史上で前代未聞のことだ。その結果としての不確実性が、重大な影響を及ぼすことは避けられないだろう。

今回の特集では、考えられる様々なシナリオと質問に焦点を当てるつもりだ。逆説的に言えば、この危機の結果が明らかになってくるのは、長期間を経てからだろう。

政治的には、NATOはこの危機によって更に強固になり、欧州は今まで不協和の原因となっていた問題（防衛政策、武器供給、制裁の性質）について結束できることを示した。しかし、この影響は欧州とNATOを超える。この危機に中国が果たす役割は、新しい国際秩序を形成するだろう。

投資家は我々が通常の時代に生きているのではないことを留意すべきだ。我々は過去50年間見られなかつたインフレを特徴とする、体制移行の真ただ中にある。我々が向かっている新しい体制（「ロシア紛争は70年代へ戻る道」を参照）¹は、インフレを特徴とするだけではない。地政学的秩序の厳しい再調整（高度な細分化を暗示する）をともなう。それはグローバリゼーションの終焉と、世界の新しい大国を中心とした地域化（リージョナリゼーション）の出現を意味する。勝者の一つは中国だろう。中国の景気サイクルは米国からの独立を獲得しつつあり、人民元はこの地域での貿易通貨としての役割が高まっている。

いずれにしても、紛争の進展は地政学および経済的に重要な影響をもたらす。本稿が資産配分のための問題への投資家の理解に役立つことを願っている。

¹ Pascal BLANQUÉ, "Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s". *Shift & Narratives #14, March 2022.*

ウクライナ特集 危機の分析

[A] 各国の立場¹

地政学的影響

1. ロシアの侵攻に対する西側諸国の反応

西側諸国はロシア経済を徐々に抑圧しようとしている。制裁の目標は、ロシアで体系的な金融危機と景気後退を引き起こすことだ。西側諸国は直接の軍事対立を避けるために必要なことは全てするだろう。

本稿執筆時点では、部分的な制裁が実施されており、重要な決定がなされている。

- **ロシアのオリガルヒへの個人的な制裁**。これは限定的な効果しか上げられない。彼らは予防的に自らと事業を切り離しているからだ。
- ロシアの銀行（貸手）を**SWIFTから除外する**。注目すべき銀行はVTBとスベルバンク（Sberbank）およびガスプロムバンク（Gazprombank）である。
- ロシアがRUBの下落を制限するために海外に置いている**ロシア中央銀行（CBR）の外貨準備金**を凍結する。これはロシア資産のデフォルト・リスクを高めるため、金融・財政上最も深刻な影響を及ぼす。
- **EUがロシアの航空機の領空飛行を禁止する**
- ドイツを筆頭に**軍事費の引上げを発表する**。ドイツにとってこれは理論的枠組みを変えることとなる。

強調すべき重要なポイント：

- **制裁は厳しいものであるべきだが、急上昇しているエネルギー価格をさらに悪化させるほど厳しいもの**（ロシアは制裁後も数十億ドル相当のハード通貨を得られる輸出収入へのアクセスがある）、または**プーチン**を「失うことが何もない」立場に追い込むものであるべきでもな
- **中国は「成り行きを見守る」姿勢**：これは実用主義的であり日和見主義的なスタンスだ。
 - 中国は、暴力を止めることを要求している。自国がロシア資産の経路となることを望んでいないが、ロシアとの商業的パートナーシップを損なうことも望んでいない
 - 中国は形成を一変させることもできる。中国はある時点で、新しい世界秩序における中心的な役割を果たすことを示すことを望んでい
 - 中国はおそらく世界のデフレ圧力を悪化させる長期の紛争を望んでいない。現在の状況が台湾への軍事的決着を刺激するものでなければ、これは人民元の国際的役割と中国資産が獲得した多様性を強化するからだ
- **インド**はロシアへの忠誠を維持しているため、**プーチン**による侵攻を非難する国連安全保障理事会の決議を棄権した

2. ウクライナとロシア：ウクライナ・ベラルーシ国境近辺で行われた最初の外交交渉

これらは直接の交渉ではなかったが、「第一ラウンドの交渉パッケージの形成——どこで、いつ、交渉が行われるか——を決める交渉」であった。最初の交渉の成果は無かったものの、両当事者は第二ラウンドの交渉会議することに同意した。

ロシアは、すでにこの交渉が行われている間も、軍事行動は停止しないと発表している。

ウクライナはそれに抵抗している。その間に、2月27日には**プーチン**はロシアの核抑止部隊に「特別警戒」を取るよう命じた。NATOによる攻撃的な声明を理由に上げている。

¹ アルファベットはイベント・ツリーの各シナリオの位置を示す。

ウクライナ特集 危機の分析

経済的影響

3. 欧州で成長が鈍化しインフレが上昇する

ウクライナ戦争は、世界的な成長の鈍化とインフレという環境の中で起っている。紛争が長くなればなるほど、企業心理と消費者心理は低下し、インフレは高止まりし、経済活動は低迷するだろう。

不確実性が高いため、この紛争に関連する波及効果を予測することは難しい。これは投資家にとっては冷や水を浴びたような事態だ。インフレに加えて、特に欧州では、成長への影響があるだろう。

欧州はすでにエネルギー価格の上昇に見舞われている。これは消費者の購買力と企業の利益を損なっており、高いコストがNGEU（次世代EU基金）の効果を希薄化させている。したがって、成長の低迷と高インフレが予測される：2022年末/2023年にスタグレーションとなるリスクは上昇している。この危機が短命であったとしても、欧州は最も高い経済的代償を払うことになる。

4. 金融政策はFRBよりもECBにとってより困難な状況

ECBとFRBは短期的には慎重すぎるくらい慎重になるだろう。両方とも、内需に更なる下方圧力をかけるインフレ期待に対応するため、今年、金融政策を正常化するというシグナルを出すことにはおそらく乗り気である。

しかし、FRBとECBの金融政策の問題は条件が同じではない。FRBは、ECBと比べると、金利引き上げとバランスシートの縮小を容易に正当化できる。経済が減速するというリスクは、米国よりも欧州でより顕著だからだ。

5. 欧州では戦略的自治が最優先され、財政政策を変える

地理的に近接しており、エネルギー依存度が高いため、EUは大規模な財政支援を必要としているが、エネルギー供給源の多様化と防衛のどちらかを優先させるかを決める必要がある。

a) エネルギー供給源の多様化:

最終的な目標はグリーン・トランジションを加速させエネルギー供給源を多様化することで外部への依存度を制限することであるが、その進展には数年かかる。したがって、その間に緩和的ソリューションを実施する必要がある:

- ドイツはロシアへのエネルギー依存を克服するため、2つのLNGターミナルを急速に建設中だ。
- EUは3月に、ガス価格の変動を緩和するために加盟国への融資を可能にする特別債券（=緊急時失業リスク緩和支援（SURE）と同様の債券）を発行することを発表した。

b) 軍事予算の方向転換:

EUはウクライナへの4億5000ユーロの軍事援助を承認した。ドイツは2022年の予算に、軍への1,000億ユーロの「特別資金」を計上した。これは軍予算に関する体制移行である。

欧州ドクトリンが軍事部門への支出路線を転換するにつれて、他の欧州諸国もこれに追随すると見られる。

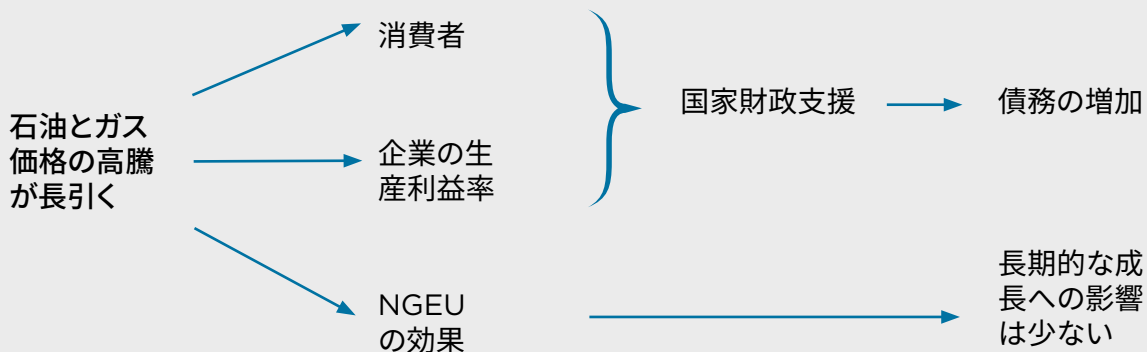
強調すべき重要なポイント:

- 欧州諸国がグリーン・トランジションへ資金をつぎ込みたいなら、エネルギー供給源の多様化への支出と防衛費の増強を同時に行わなければならない。つまり欧州の財政政策の原則を大幅に修正する必要があるということだ。しかし、欧州諸国の関心がこれほどまでに収束したことは、おそらく今までになかったことだ。

ウクライナ特集 危機の分析

コモディティへの影響

エネルギー価格は高止まりする：供給源が多様化される、および/または、グリーン・エネルギーへの移行が進展するまでは、欧州はロシアの人質となったようなものだ。

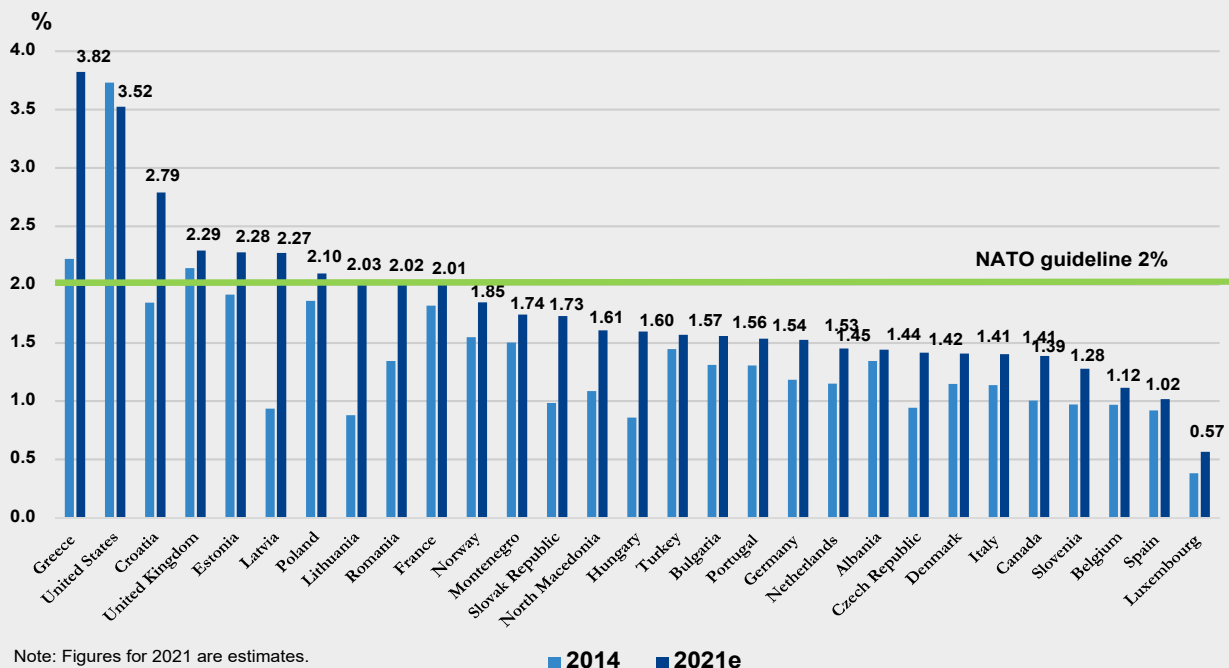


食品と化学ガス(半導体生産用)は上昇したが、この紛争が短命であれば正常化する可能性がある。

金融市場

先週の反応は限定的だった：長期利回りとFXはほぼ変わらず、世界株式は上昇した（HSCEIは例外）。紛争の悪化が止まらない限り、この控え目な市場の反応は短命であろう。市場の反応および資産価格は、軍事活動の拡大を反映しておらず、体制移行（少なくとも欧州ではスタグフレーションに向かっている）への更なる進展も反映していないと当社は考える。リスク・プレミアムをリセットするような市場の調整局面が起る可能性は高いと見る。

Defence expenses below 2% NATO target – many countries well below



Note: Figures for 2021 are estimates.

Source: NATO, June 2021

ウクライナ特集 危機の分析

[A]
ウクライナは持ちこたえているが、2月27日にプーチンはロシアの核抑止部隊に「特別警戒」命令を出した

[B]
短期的な決着 + 西側との軍事対立も核脅威の激化もない

[C]
長期にわたる軍事闘争と世界的な軍事の拡大

B1] プーチンが容認できる撤退法
外交交渉/制裁の抑制

- ウクライナを分割し非軍事化する、および/または、ウクライナを「中立国」に移行する
- CBは正常化に戻る
- 市場の安心感：世界の相対的リスク・プレミアムの価格改定が限定的、世界的な波及は限定的だが、収益不況は明白なリスク
- 供給源の多様化（サウジまたはイラン）が具体化し、その探求が進展している間は、エネルギー価格は高止まる

B2] ロシアがウクライナに「抑制された」政府を形成し、死傷者数は抑制される。キエフの包囲はない

- エネルギー価格は高止まりする
- 不安定な市場は、ロシアが更なる「超えてはならない一線を越える」ことを価格に織り込み始める
- 収益不況は明白なリスク（欧州）
- 安全な避難先を探し、流動資産を売却（株式と信用が価格改定の最初のターゲット）
- ユーロ安

B3] キエフで市民が包囲され、多くの犠牲者が出る（チェチニアのような結果）

- 軍事行動が選択的に拡大し、大規模な市場ではお手上げ状態となりパニック売りが起きる
- ロシアの経済と財政危機は国内の物価に反映され東欧に波及する

B4] プーチン政権内に動揺が広がる（軍事反乱）

- ロシアの経済と財政危機は国内の物価に反映され東欧に波及する
- 米国、中南米、中国の資産、欧州の厳選されたバリューストックと優良株が選好される
- エネルギー価格は高止まりする
- 中央銀行は正常化議論にもどり、イールドカーブはフラット化する
- 収益不況のリスクが高い（欧州）
- EURは下落し、RUBは崩壊する、FX市場は混乱する

B5] 核の解除を中国が支持する

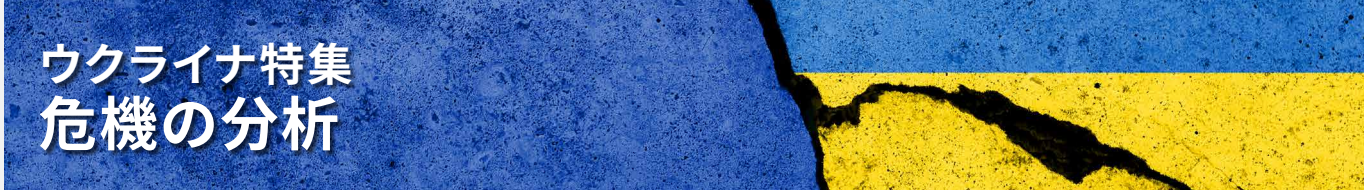
- 中国資産は、実質リターンを提供し、真の多様化をもたらす、+ RMB > USD：EURは下落する
- 中央銀行はインフレ抑制に戻り、イールドカーブはフラット化する
- 世界のリスク・プレミアムの価格改定が行われるが、世界での収益不況のリスクがある

C1]それほど激しくない紛争と抑制されたサプライチェーンの混乱（B2が進化したもの）

- 世界的なスタグフレーションとの闘い：長期カーブの利回りの動きには議論の余地がある
- 株式と信用へ戻る修正後に実質金利はマイナスになる。実質リターン源への追及が新興市場で行われる
- 安全な流動性資産の探求（現金、米国債、優良+バリューストック）

C2] 激しい紛争（B3が進化したもの）

- 西側諸国とロシアとの対立を含む最悪の事態が予想される



ウクライナ特集 危機の分析

今後の予想

次のセクションでは、可能と思われる2つの結果（[B]と[C]）について説明する。これらには進化の可能性のサブセット（1、2、3...）があり、それらの経済および財政への影響も説明している。

[B]数週間または数か月後の決着

B1] プーチンが容認できる撤退法(1962年のキューバ危機を思い出せ) - ウクライナ/ロシアの外交交渉、および/または制裁の抑制

経済的影響 (B1)

- 中央銀行はその正常化のレトリックに戻るが、欧州の成長は減速し、景気後退に陥るリスクとなる（今ある傷あとECBの利上げとテーパリングの政策ミス）。
- 資産クラスでは、米国と中南米、コモディティ輸出国、そして中国が選好される

金融市場 (B1)

- 防衛とサイバー防衛株が選好される
- IT株も最終的にはこの危機から恩恵を受けるかもしれない
- エネルギー価格は、供給源が構造的に多様化するまでは（何年もかかるが）、高止まりする。

B2] ロシアが勝利：ゼレンスキー政権を廃止し新しい政府と置き換える。そして更なる「超えてはならない一線」への準備をする

経済的影響 (B2)

- ウクライナでの紛争は、ロシアが欧州でさらに展開するための扉を開く。それらはバルト海3国とポーランドに向いている。
- ロシア/ウクライナでの内戦で多くの人命が失われる
- ロシアはサイバー攻撃でNATOを試す、またはNATOが報復すれば、ロシアは将来別の「超えてはならない一線」を超えるだろう
- 中国は新しい国際秩序での役割があることを示したい
 - > 別の軍事紛争が激化する可能性がある

金融市場 (B2)

- エネルギー価格は高止まりする
- 不安定な市場は、ロシアが更なる「超えてはならない一線を超える」ことを価格に織り込み始める
- 収益不況は明白なリスク（欧州）
- 資金の安全な避難先を探し、流動資産（株式、信用）を売却する
- ユーロ安

B3] 内戦、キエフが包囲される、多くの犠牲者が出る（チェチニアのような結果）

経済的影響 (B3)

- キエフおよび他の都市での虐殺：犠牲者の数がロシア人にとって容認できない程多くなる
- これは西側諸国との直接的な軍事対立を伴う可能性が高い（核の脅威ではなく）

金融市場 (B3)

- 市場がお手上げ状態となりパニック売りが起る

ウクライナ特集 危機の分析

B4] ロシアが敗北する：反対勢力が強くなり、プーチン政権を危険にさらす

- －ロシア国内における独裁者への抑止が厳しくなり、社会騒動、および/または内戦へと発展する

経済的影響 (B4)

- －ロシア経済は不況に陥り、財政危機に直面するが、ロシアの新しい枠組みが「西側の衛星地」として認識されれば、世界的な波及は限定される

金融市場 (B4)

- －市場は下落相場となり、世界が断片化されたパズルのようなになれば、米国とアジアの資産が選好される可能性が高い。深刻な不況を回避できれば、欧州資産も選好される

B5] 中国が支持する核の解除 戦争は急速に進展

- －EU/USは更なる制裁を実施し、文明化された形で圧倒的な力を発揮する。
- －中国が暴力を非難するため西側に合流する
 - > ロシアは軍事行動を中止する。経済は凍結されるが政治体制は残る。

経済的影響 (B5)

- －コモディティのサプライチェーン（原油、天然ガス、石炭、ニッケル・アルミニウム、パラジウム、チタン、鉄鉱石を含む）が遅れる、混乱する、または貿易を抑制する
- －経済成長を妨げる
- －ロシアは体系的な金融危機と経済不況に直面する（その深刻さは紛争の長さによる）
- －より大胆になるための財政および金融での努力 ECBが正常化を一時停止する
- －欧州で移民危機が起る
- －欧州は新しい軍事ドクトリンに移行する

金融市場 (B5)

- －エネルギー市場に持続的な圧力がかかる
- －金融市場は前代未聞の領域に入る（ロシア市場の体系的なリスクによる）
- －質への逃避（従来の安全な避難先）
- －ロシアの銀行の一部がSWIFTから排除されたことは、暗号資産（例えばイーサリアム）を含む代替経路を使う誘因となる

[C] 紛争が長引いた時の決着

ウクライナが抵抗したため、ロシアの攻撃な何か月も続き軍事的に行き詰る

C1] 軍事は長引くが紛争の強度は低い

経済的影響 (C1)

- －民間および軍人の死傷者
- －世界のサプライチェーンへの混乱は限定的
- －ロシアで市民の不満と怒りが増す
- －ロシアに課された制裁が強化される
- －NATOは拡大され、北欧諸国も参加する可能性があるが、直接の軍事的対立はない
- －欧州はスタグフレーションとなる
- －ECBはその独立性を事実上失う。直接的または間接的に資産購入を検討せざるを得ない（防衛とエネルギー移行への支出を支えるため）



ウクライナ特集 危機の分析

金融市場 (C1)

- 世界的なスタグフレーションとの戦い：中央銀行が、長期のイーールドカーブと世界的な金融環境について、議論の余地ある動きで再び最前線に戻る
- 実質金利はマイナス領域で推移する：修正後、投資家は、株式、信用での自らのポジショニングを再考し、実質リターンを新興市場で探す
- 安全な流動性資産の探求（現金、米国債、優良+バリュー株式）

C2] 軍事闘争が長引く&多大な影響：最悪の事態を予想する

- 核兵器使用の可能性
- 世界的な体系的リスク、世界的なスタグフレーション、金融市場の崩壊、ボラティリティの高止まり

戦争時には強い金融抑圧政策が正当化される 実質金利は、かなりのマイナス領域に留まる

2022年3月1日作成

ウクライナ特集 Q&A

皆さまからの質問にお答えします

ウクライナ危機に関して、皆さまから寄せられた幾つかの質問にお答えします

1] 世界経済はスタグフレーションに陥るのか？



Pierre BLANCHET
投資インテリジェンス・ヘッド

紛争が長引けば長引くほど、企業心理と消費者心理は低下する

ウクライナ戦争は、世界的な成長の鈍化と高インフレという環境の中で起っています。新型コロナ感染によるパンデミックを脱し、様々な障害とサプライチェーンの制約から開放されることがインフレ圧力を緩和し、経済はその潜在性に向かっているはずでした。しかし、ロシアのウクライナ侵攻はエネルギー価格を記録的なレベルまで引き上げ、短期的な見通しを困難にしています。

欧州では、特に内需が脆弱になることを当社は予測しています。内需は高インフレ（エネルギーとコモディティ価格の上昇）からすでに影響を受けており、生産コストの上昇が企業の利益率を直撃し、高金利は、投資コストの上昇で、投資と次世代EU基金（NGEU）の影響力を希薄化しています。これは不確実性によるショックであり、短期的にはビジネスによる設備投資や家計の消費に影響を与えるでしょう。ロシアへの制裁は、原油とガス以外にも、ロシアが重要な原材料や小麦などの輸出品を制限することにもつながります。供給が不足することは最終的には工業生産に悪影響を及ぼし、消費者も高い食品価格から打撃を受けることになります。供給が不足することは最終的には工業生産に悪影響を及ぼし、消費者も高い食品価格から打撃を受けます。

紛争が長くなればなるほど、企業心理と消費者心理は低下し、インフレは高止まりし、経済活動は低迷すると思われる。欧州は地理的に近接しており、エネルギー依存度が高いため、心理的ショックは米国よりもヨーロッパ大陸により大きな打撃となるでしょう。この危機に移民危機が加われば、それはさらに真実味を増します。現段階では、40万人の避難者がウクライナから近隣諸国に非難しています。

当社はECBとFRBが短期的に慎重すぎるくらい慎重に行動すると当社は見えています。両方とも、内需に更なる下方圧力をかけるインフレ期待に対応するため、今年、金融政策を正常化するというシグナルを出すことにはおそらく乗り気ですが、このことは需要に更なる下方圧力をかけるでしょう。しかし、FRBとECBの金融政策の問題は条件が同じではありません。FRBはECBよりも金利引上げと資産購入の停止を正当化するのが容易です。経済が減速するというリスクは、米国よりも欧州でより顕著だからです。欧州諸国の幾つかは、2022年末または2023年にはスタグフレーションに陥るでしょう。

最終的には、成長の鈍化と高インフレによって、スタグフレーションの力が既に機能していると当社は見えています。しかし、本来の意味でのスタグフレーション（急激な減速、または持続的なインフレ圧力を伴う不況）は、ウクライナでの紛争が停滞し、何層もの制裁が課された場合にのみ起ると予測しています。

2022年2月27日作成

ウクライナ特集
Q&A

2] 中央銀行の政策：テーパリングはあるのか、ないのか？



Valentine AINOUCZ,
先進国市場リサーチ・デピュ
ティ・ヘッド

ロシア・ウクライナ
紛争はインフレを
押し上げるだろう

ウクライナ危機は、欧州の金融政策を遅らせる可能性はあるが脱線させることはなく、FRBの政策には大きな影響はないでしょう。

市場参加者は、2月にインフレ期待と金融政策の行動に対して抜本的な価格改定をしました。軍事活動の劇的な活発化にも関わらず、中央銀行は緩和的政策を解除すると当社は考える。

米国とユーロ圏のインフレは、記録的な高水準となっており、ロシア・ウクライナ紛争は、エネルギー価格（天然ガス）を通して、特に欧州のインフレに打撃を与えます。第2弾の影響が可処分所得の低迷を通して経済成長を悪化させるまでには、時間がかかると思われます。一方で、最新の経済データでは、先進経済で強い回復が見られることが確認されました。

米国の労働市場は、強い賃金成長と共に急激に拡大しています。労働市場はユーロ圏でも目覚ましい回復を見せていますが、今のところ賃金の上昇は控え目に推移しています。

ユーロ圏では、3月の新しい経済データが、2022年の金利引き上げの扉を開き、Q3に資産購入プログラムを終了するかどうかを暗示するでしょう。しかし、当社はECBがもっと慎重であると予測しています。ECBの政策理事会のメンバーである、フランソワ・ビレロイ (Francois Villeroy) は、ECBは「もちろん地政学的進展とそれによる経済および財政への影響を密接に監視している」。また、「(正しい金融政策の姿勢について)の選択性と、(正しい金融政策への移行を保証する)柔軟性が、2つの重要なポイントです」と述べています。

FRBは3月に25bp金利を引き上げ、Q2には株式市場の潜在性を排除すること避けるため、「軽い」量的引締めを開始するでしょう。当社はFRBの最終金利には一貫性がないと見ています。FRBがインフレという「悪霊」を2%というボトルに収めたいなら、価格改定はもっと高くなるはずだからです。

2022年2月27日作成

ウクライナ特集
Q&A

3] このような環境で、欧州でバリュース株への移行をどのようにすればよいか？

Éric MIJOT
先進市場戦略リサーチ・ヘッド

バリュース株はこの混乱に耐える可能性を秘めている

2020年の秋以降、MSCIヨーロッパ指標によるバリュース株の要素は、グロース株と比べた回復を開始しました。この2つの要素には、歴史的なバリュエーション・ギャップがあり、長期金利が回復したこと、インフレ期待がこの回復に大きく貢献しました。米国がロシアがウクライナへの大規模な侵攻を警告した2021年10月から2022年2月の間に、MSCIヨーロッパのバリュース株指標は、MSCIヨーロッパのグロース株指標を15%上回りました。その後、MSCIヨーロッパ指標は下落し（2月24日は-7%）、その動きは通常バリュース株と連携している銀行セクター（-14%）でも増幅されましたが、MSCIヨーロッパのバリュース株指標は、市場全体の指標を僅かに下回る-8%で推移しました。

実際バリュース株指標の中でもオーバーウエイトされているその他のバリュース株も、銀行株のアンダーパフォーマンスを相殺しています。この指標は、次の3つのセクターを含みます：1) 金融株（銀行の6%を含む10%オーバーウエイト）、3) エネルギーと原材料（7%オーバーウエイト）、そして3) ユティリティや通信サービスを含むディフェンシブ・セクターです。一方で、従来の循環セクター（産業株、一般消費財、IT）は16%のアンダーウエイトとなっています。

経済については、ロシア・ウクライナ危機は最終的には、特にエネルギー価格にけん引されて、欧州の成長率を低下させインフレを高めるでしょう。さらに、リスクが上昇したことで、銀行セクターではリスクのコストも上昇することになります。地政学的状況がより複雑になれば、MSCIヨーロッパ・バリュース株指標は、特に最初のグループ（金融株）について更に下落するでしょう。しかし、最近起ったように、コモディティとディフェンシブな株は相対的にはそのショックを吸収することができるでしょう。最後に、バリュース株が提供する利回り（約3.5%、グロース株は約1.5%）は、さらなる議論となるでしょう。

結論としては、バリュース株はこの混乱に耐える可能性を秘めています。優良株（レバレッジがない企業を选好）と組み合わせることは理にかなっています。最後に、地政学的原因で起った危機は一時的であることが多く、特に将来のインフレ水準が恒久的に高くなると予想される場合には、中期的にはバリュース・スタイルの株式に恩恵をもたらす機会を創り出すことを忘れないでください。

2022年2月27日作成

ウクライナ特集 Q&A

4] ウクライナ紛争が新興市場に与える影響は？



Alessia BERARDI
新興マクロおよび戦略リ
サーチ・ヘッド

ほとんどの悪影響は
紛争域近くの地域に
集中するだろう

新興市場に関する限り、ほとんどの悪影響は紛争地帯近辺の地域と石油/ガスの純輸入国に集中しています。

東欧諸国はロシアとの直接貿易へのエクスポージャーと、この危機が東欧地域の最も重要な貿易パートナーであるドイツなど、欧州中核国に与えている脆弱性から間接的に悪影響を受けるでしょう。

紛争が長引けば、難民への対応などが、パンデミックの後まだ回復していない財政状態を圧迫することになります。これについては、財政バフファアが少ないという意味で最も脆弱なのは、ハンガリーとルーマニアでしょう。ポーランドは、すでに欧州基金へのアクセス規定を遵守することが困難となっており、避難民の流入により、資金をより生産性の高い製品に使えなくなってしまう可能性があります。石油とガスの純輸入国は外的および財政的に状況が悪化する（輸入品の請求額の上昇とエネルギー補助金のコストの上昇）。特にインドなど双子の赤字を抱えている国については、そう言えます。コモディティ輸出国は最近の事態からは比較的恩恵を受けると見られます。実際、中南米は物理的に離れているだけでなく、商業的にも紛争地域とのつながりが少なく、商品サイクルと最も相関関係が深い石油や金属でも関連性が少ない（メキシコはそうでもないが）と言えます。一方で、中国が戦略的にニュートラルな姿勢にシフトしたことは、重要な要素であり、将来の交渉に、より効果的となるでしょう。株式については、スタンスは慎重さを維持し、選択性が最も重要であり、危機以前のトレンドは更に強くなると見えています。ブラジルの株式指標は、すでにバリュウ株への移行から影響を受けていますが、最近の事態には非常に抵抗力があることが証明されました。確定利付き証券については、原油価格が高騰している中、ハード通貨建て債務が選好されます。成長の見通しとインフレが現地通貨建て債務を不利にしています。現地通貨建て債券は、この危機に直面している今それほど魅力的ではなく、スタグフレーションに移行しているということは、高インフレが持続することを意味します。また遅れた金融緩和政策は、長期デフレーションの債券とEMFXへの意欲を低下させます。

2022年3月2日作成

中心のおよび代替シナリオ (12ヶ月から18ヶ月間)

月次アップデート

当社はウクライナでの戦争を考慮して、当社のシナリオへの説明を修正し、スタグフレーションのリスクを反映させるため、下振れシナリオの確率を(15%から)30%に引き上げた。また、中心的シナリオは(70%から)60%に引き下げ、上振れシナリオは(15%から)10%に引き下げた。現在の地政学のおよび経済環境では、全ての資産クラスでリスク・プレミアムの価格改定が行われると当社は見ている。

<p>下振れシナリオ 30%</p> <p>スタグフレーションに向けた新たな景気後退</p>	<p>中心的シナリオ 60%</p> <p>でこぼこの道、地域による相違</p>	<p>上振れシナリオ 10%</p> <p>包括的で持続可能な成長</p>
<p>分析</p> <ul style="list-style-type: none"> 🌐 長引くウクライナでの戦争は市場心理と活動を損ない、コモディティとエネルギー価格を長い期間押し上げ、供給を混乱させる。 🌸 新型コロナウイルスのオミクロン株の復活が、新たな移動制限と混乱を引き起こす。 🌟 両方の誘因が経済を下振れさせるが、インフレは高止まりし制御できない。 🕒 金融および財政緩和が再び行われる。おそらく財政的抑圧のさらなる一歩。 🕒 低成長の中でのインフレが、幾つかの中央銀行と特にECBが自らのガイダンスから逸れることを余儀なくされ、信頼性を失う可能性がある。 🌿 気候変動と戦うよう設計された政策と投資が延期される、および/または各国の政策が無秩序に実施される。 	<p>分析</p> <ul style="list-style-type: none"> 🌐 ウクライナでの戦争は市場心理に打撃を与え、コモディティとエネルギー価格を一時的に上昇させる。 🌸 新型コロナウイルスは、エンデミックとなり伝染波はランダムとなる。 🌟 世界の活動は前回の感染波よりも好調に維持されるが、サプライチェーンの支障は2022年末まで続く。 🌟 成長は2022年には徐々にトレンド水準まで鈍化する。2023年の下振れリスクの始まり。中国の減速、オミクロン株による悪影響、インフレの加速などにより、2022年H1には景気の腰折れが起る。 🌟 インフレ圧力は、エネルギーとコモディティ価格の高騰、供給での支障、人件費の上昇からの圧力で2022年を通して持続するが、2023年には弱まる。インフレは心理的および政治的な問題。 🕒 金融政策の非同期性：FRBはテーパリングから軽い量的引締めへ素早く移行し、金利引き上げサイクルを開始する。BoEはソフトな利上げサイクルに入り、ECBはQEを再調整し、金利引上げに移る可能性もある。PBoCは緩和的なバイアス。金利は上昇するが、より長い間低く維持される。 🕒 財政政策：支援の一部は撤回されたが、エネルギー転換政策には、短期的には家計への影響を円滑にするための補助金など公的支援が使われる。 🌿 気候変動が成長に影響を与え、コモディティとエネルギー価格を押し上げる。このことはスタグフレーションの傾向に拍車をかける。 	<p>分析</p> <ul style="list-style-type: none"> 🌐 ウクライナの戦争が迅速に終結し、エネルギーとコモディティ市場の混乱は限定的。 🌸 エンデミックは、変異株の出現にもかかわらず、予想よりも早く後退。 ● 余分な貯蓄と賃金が燃料消費を上昇させるが、企業の利益への悪影響は少ない。 ● 生産性が向上。デジタルとエネルギーの移行と構造改革の成果だ。 🌟 インフレは引き続きコントロールされている。 🕒 金利上昇。投資の増加と貯蓄の低下が原因。 🕒 中央銀行の正常化政策は、金融市場から好評を得ている。 ● 債務は持続可能。力強い成長と財政規律への漸進的なシフトのおかげ。 🌿 包括的成長そして不平等に対する効果的な戦い。 <p>— 考えられる誘因には、構造改革、効果的なワクチン接種計画、包括的だが地方分権された財政政策が含まれる。</p>
<p>市場への影響</p> <ul style="list-style-type: none"> — 現金、米ドル、米国債を選好する — 最小ボラティリティ戦略に投資する — 金 — コモディティとエネルギー 	<p>市場への影響</p> <ul style="list-style-type: none"> — リスク調整後の実質期待収益率は低下する — 米国債のイールドカーブのスティープ化が抑制された、それはEZ(ユーロ圏)とEM(新興市場)も同様 — 金、インフレ連動債、および株式を介したインフレ・ヘッジ — 新興市場：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 	<p>市場への影響</p> <ul style="list-style-type: none"> — 米国債のイールドカーブはスティープ化する — 景気循環株とバリュー株へのエクスポージャーがある高リスク資産を選好する — インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債を選好する

- 🌐 地政学的
- 🌸 新型コロナウイルス関連トピック
- 🌟 成長とインフレ期待
- 🕒 金融政策と財政政策

- ▲ 復興計画または金融環境
- 民間および公的発行体の支払能力

- 経済または金融体制
- 🌿 社会的または気候関連のトピック

上位のリスク

月次アップデート

当社はウクライナでの戦争およびその経済及び財政への影響の可能性を考慮して、経済および地政学的リスクの確率を20%から30%に引き上げる。新型コロナ関連のリスクは経済的リスクの一部として考慮している。

ヘッジ戦略の検出を容易にするために、リスクはクラスター化されているが、それらは明らかにリンクしている。

経済的リスク 30%

- 石油とガス・ショックによる世界的な不況そしてウクライナでの戦争が停滞するにつれて、市場心理が悪化する
- 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
- パンデミック3.0
 - オミクロン株 (2.0) の後に、危険度がより高く、ワクチン耐性があり新しい感染の波を引き起こす
 - 新たなロックダウンや移動制限が世界的な回復を更に損なう可能性
- サプライチェーンの混乱が続き、投入コストによる圧力が企業の不況につながる
- 中国の不動産市場は崩壊し、成長見通しの低下につながる
- 金融政策のミス
 - 地政学的な不確実性が高い中での中央銀行のコミュニケーション・ミス
 - 中央銀行が供給にけん引されたインフレの強さを過小評価しコントロールを失う
- 気候変動関連の自然災害が成長の可視性と社会的バランスを損なう

金融・財政リスク 20%

- ソブリン債務危機
 - 戦争が拡大されたことが、GDP比の公的債務がすでに歴史的に高いレベルにある先進市場の脆弱な財政に悪影響を与える可能性がある
 - ほとんどの国は格下げや金利上昇に対して脆弱となる
 - インフレ期待が開放されたことが、債券市場の混乱と厳しい金融引き締めにつながる可能性
 - 新興市場が脆弱であることが、国際収支危機に直面し、デフォルト・リスクを増大させる可能性がある
- 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は改善しているが不確実性が上昇しており、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）
- グリーンウォッシングが広がり、ESG投資バブルが起きる。このことがエネルギー転換資金を弱体化させる
- 米ドルが不安定になり準備通貨としての地位が徐々に失われる。それが為替市場を不安定にする

(地政学的な) 政治リスク 30%

- ウクライナでの戦争*
 - ロシアの軍事的成功の後の短期的な結果：投資家がプーチンが新たに一線を越えることを価格に織り込みはじけたため、市場の不安定さは残る
 - 長期にわたる軍事闘争が高度に集約された紛争につながり、西側との軍事闘争に陥り、市場の降伏につながる
- EUの政治的細分化とポピュリストへの投票が、ロシアとの関係をどのようにするかについて意見の相違をもたらす
- 米国が中国に対して厳しい姿勢を取る。台湾を侵略するいかなる試みも阻止するため、南シナ海または台湾海峡での予想外の対立
- 新興市場における政治的な不安定は、次のような原因で引き起こされる：
 - コロナ感染への危機対応が大混乱をまねく
 - 食料価格の高騰がアラブの春のような社会騒動の波を引き起こす
- エネルギー転換について、米国と中国が信頼を失いパリ協定を弱体化させる
- 地球温暖化 が、水不足や移民増加などによって引き起こされる紛争のリスクを上昇させる
- サイバー攻撃やデータ流出が、セキュリティ、エネルギー、医療サービスなどの分野のITシステムを妨害する

* 可能性ある結果の詳細は、12ページのウクライナ特集をご覧ください

+ 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、原油

+ CHF、JPY、金、CDS、選択性、Min Vol

+ 先進国の国債、現金、金、米ドル、ボラティリティ、ディフェンシブ株、原油

- 高リスク資産、AUD CADまたはNZD、新興市場の現地通貨

- 原油、高リスク資産、フロンティア市場および新興市場

- 信用&株式、EMBI

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	=		最近の数週間は市場のボラティリティが高まっていることを特徴としている。これは、よりタカ派的となったFRBのトーンと地政学リスクの上昇にけん引されたものだ。インフレ・リスクと共に実質利回りが上昇する環境では、株式は注目すべき資産であるが、選択が重要だ。
	米国のバリュース株	+	▼	バリュース株を選好するトレンドは実質金利上昇に支えられた中期的なトレンドであり、これは経済成長が堅調を維持し、バリュース株のバリュエーションの割引きが魅力である間は継続すると当社は考える。当社は優良なバリュース株銘柄を探求している。
	米国のグロース株	-	▲	全体的には、グロース株はまだ過大評価されており、実質金利が上昇すれば、更に弱くなる可能性がある。それでも、厳選されたテクノロジー成長銘柄は、最近のボラティリティの後魅力的になってきていることは認識している。
	欧州	=	▼	ロシア・ウクライナ紛争とエネルギー価格の上昇で、欧州株式の見通しが低下している。この地域の経済再開は順調であるため、紛争の進展と地域経済への影響を見極めるため、当社はニュートラルなスタンスをとっている。
	日本	=		緩和的な金融と財政政策、そして収益モメンタムの改善は日本市場を支えるはずだ。当社はパンデミックの進展と、もしあれば、その結果としての圧力を監視している。
	中国	=/+		明らかに緩和的なスタンスとよりバランスのとれた成長アプローチが見えてきたことは、システミック・リスクを取り除くに役立つ。これは中国の株式を支える。しかし、短期的にはゼロ・コロナ政策という形で短期的な不確実性がある。これらは全て、中国の株式をナビゲートするためには慎重で選択的なアプローチを必要とすることを意味する。
	新興市場	=		新興市場は断片化されたユニバースであり、投資家は重要な要素に焦点を当て、単一のアプローチを使うことを避けるべきだ。たとえば、コモディティ輸出、強い内需（「セルフ・ヘルプ」の国々）、バリュース株へと傾いている国、そして外的脆弱性が限定されている国などだ。全体的に、各国特有の要素とボトムアップの選択はまだまだ重要だ。
確定利付き証券プラットフォーム	米国債	-		FRBは今年複数回（4回）金利を引き上げると当社は見ているが、デュレーションには慎重で機敏な姿勢を維持し、FRBは金融環境を、経済回復を停滞させるほど強く引締めることはないと考えている。政策が不透明で地政学リスクが高い時は、債券に対する柔軟性が重要だ。TIPSはバリュエーションが高くなっている兆候を示している。
	米国IG社債	=		金融環境はまだ緩和的に維持されているが、信用市場はFRBが示した引締めスタンスから影響を受けている。現在のバリュエーションはポジティブなファンダメンタルズを反映しているが、中央銀行の将来の政策に関しては不確実性があると当社は見ている。そのため、当社はデュレーションのエクスポージャーを最低限に抑え、証券化市場からインカムを探求する。
	米国HY社債	=		FRBが引締めスタンスに動く中、HY債のスプレッドは拡大したが、これは流動性リスクに起因するもので信用の質に対するファンダメンタルな懸念からではないと当社は考える。それでも、当社はこの資産クラスについては将来の金融政策の影響を監視し、レバレッジを増やすことで価値を破壊する銘柄を避けている。
	欧州の国債	-/=		比較的タカ派的となったECBのスタンスは、当社のデュレーションへの慎重な姿勢を支持する。当社は利回りは上昇軌道にあると信じている。しかし、リスク・センチメントにけん引される戦術的な動きから恩恵を受けるため、全地域と全満期に対して柔軟な姿勢を維持している。ECBの政策経路は直線的ではなく、ロシア・ウクライナ紛争からのリスクが高まっている中、ますます不確実になっている。
	欧州IG社債	=	▼	最近のECBのコミュニケーションによれば、資産購入プログラムへの支援が後退し、コア利回りが上昇し、流動性プレミアムが上昇するため、このクラスの資産の短期的なボラティリティは高くなることを示している。しかし、企業のファンダメンタルズ（バランスシートの強さと収益）は堅調だ。当社はIGでレティティブバリュースの機会を探すが、短い満期の資産を探す。
	欧州HY社債	=		HY債は合理的なリスクでキャリーの機会を提供するが、流動性への懸念とコア利回り上振れの動きからの警戒を続けている。デフォルト率は低く維持されているが、当社はBB格付け（注目資産）でのスプレッド・コンプレッションの機会を選好する。当社はボトムアップ選択を通して、追加利回りへの可能性と流動性と質のバランスをとることを目指している。
	中国の政府債	=/+		明らかな緩和的政策、魅力的なキャリー、海外からの資金の流入などから、中国の債務には比較的安定した需要がある。当社は、ニュートラル/ポジティブな姿勢を維持し、政策環境を注意深く監視している。
	EM債券HC	=/+		HC債券は魅力的な利回りを提供するが、先進市場でのインフレと引締め政策は当社にとっては重要な考慮事項だ。新興市場のスプレッドは、先進市場と比べると中期的には、実質および相対的に引締められる可能性があるが、当社はIGと比較するとHYへのバイアスを維持する。デュレーションにはディフェンシブな姿勢を維持するが、これはロシアの行動からの不確実性が原因で、今ではそれほどではない。
	EM債券LC	=		当社は金融引締めサイクルが成熟またはピークに達し、実質金利がポジティブに戻っている国を選好する（例えば中国—2021年と比較すると緩和的なモードになっている）しかし、EM FXには慎重だ。国別では、当社はロシアの債券とFXには短期的にディフェンシブであり、状況を注意深く監視している。
	その他	コモディティ		
通貨				当社は、12ヶ月のEUR/USDの目標を変更せず1.14で維持する。単一ブロックの通貨はFRBと比べて比較的ハト派的なECBによる上限がある。欧州の金利上昇の期待は、EURの価格にすでに織り込まれているようだ。

説明

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

出典：2022年2月24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、将来起こること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リサーチ、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、変更されることがあります。また、この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

Special Ukraine マクロ経済および市場予測

マクロ経済予測

(2022年2月28日)

年平均 (%)	実質GDP成長率 %			インフレ (CPI, 前年比, %)		
	%			%		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
米国	5.8	3.2/3.4	2.1/2.3	4.7	6.0/5.7	2.9/2.4
日本	1.7	2.1/2.4	0.6/0.9	-0.2	1.3/0.7	0.1/0.6
ユーロ圏	5.5	2.0/3.2	1.8/2.3	2.6	5.8/4.5	2.6/2.0
英国	7.5	3.5/4.2	1.9/2.2	2.6	6.7/5.9	2.8/2.2
ロシア	4.7	-5.6/-3.6	-0.5/-1.5	6.7	13.0/9.0	7.5/5.4
中国	8.1	4.2/4.5	4.5/4.9	0.9	2.0/1.4	1.6/1.6
先進諸国	5.1	2.8/3.2	1.9/2.2	3.1	5.0/4.3	2.3/1.9
新興諸国	6.7	3.6/4.1	3.8/4.3	4.4	7.4/6.1	4.7/4.3
世界	6.0	3.3/3.7	3.0/3.4	3.8	6.1/5.4	3.6/3.2

ロシア/ウクライナ危機は、体制シフトを更に一歩進めている。一部の地域(この場合欧州)に、より深刻な経済的影響をもたらしている。これはエネルギー依存と地理的に近いためだ。この危機の進化と最終的な状況が不確実であるため、この危機からマクロ経済のファンダメンタルズがどのように影響を受けるかを予測することはまだ困難であるが、ユーロ圏のエネルギーと食料のインフレは年間を通じて高止まりし、需要と生産の両方に悪影響を与えると当社は予想する。この状況は、当社の予測の下限における一時的な景気後退の結果と実際一致している可能性がある。

ロシア/ウクライナの紛争とそれが世界経済の動向に与える影響が不確実であるため、マクロ予測の主な分野への影響を評価するため、当社は石油/コモディティ経路を隔離することから始めた(6ヶ月先のFV分析に加えてより深刻な地政学的リスクを組み込む)。全体的には、2022年の世界の成長率が0.5%下方修正された。DMとEMにおける主なけん引役である国は、石油/ガスを外国からの調達に依存している。世界的なインフレはDMとEM全体で上方修正された(2022年全体で約0.5%)。これはCPIバスケットのエネルギー構成要素の異なる加重に基づく。ユーロ圏では、今年中はインフレは頑強に高止まりし、需要と生産の両方に悪影響を及ぼす。EUでも最も低い成長率の帯域は(2022年に2%)は、スタグフレーションまたは一時的な景気後退と一致しており、GDPの前年比成長率は年率で0-0.5%の範囲まで減速する可能性がある。

主要金利の見通し

先進諸国

	25/02/2022	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	1/1.25	1.21	1.5/1.7	1.85
ユーロ圏	-0.5	-0.5	-0.4	0.00	-0.01
日本	-0.02	-0.1	-0.02	-0.1	+0.01
英国	0.50	1.00	1.55	1.25	1.93

新興諸国

	28/02/2022	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	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
インド	4.00	4.50	4.35	5.00	4.75
ブラジル	10.75	12.25	11.8	10.75	10.90
ロシア	20.00	16.00	na	12.00	na

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	25/02/2022	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	1.57	1.6/1.8	1.94	1.8/2	2.11
ドイツ	-0.42	-0.2/0	-0.21	-0.1/0.1	-0.05
日本	-0.02	-0.10/0	0.00	-0.10/0	0.03
英国	1.21	1.0/1.20	1.38	1.20/1.40	1.39

10年物 債券利回り

	25/02/2022	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	1.95	2/2.2	2.06	2.1/2.3	2.13
ドイツ	0.18	0.1/0.3	0.25	0.1/0.3	0.32
日本	0.21	0.1/0.3	0.27	0.1/0.3	0.33
英国	1.43	1.3/1.5	1.54	1.4/1.6	1.58

通貨の見通し

	25/02/2022	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		25/02/2022	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	1.12	1.09	1.13	1.14	1.16	EUR/SEK	10.47	10.61	10.33	10.25	10.11
USD/JPY	115	114	116	118	116	USD/CAD	1.27	1.31	1.26	1.23	1.24
EUR/GBP	0.83	0.84	0.83	0.82	0.84	AUD/USD	0.71	0.70	0.73	0.76	0.75
EUR/CHF	1.04	1.03	1.06	1.10	1.08	NZD/USD	0.67	0.65	0.69	0.68	0.71
EUR/NOK	10.05	10.16	9.86	9.55	9.75	USD/CNY	6.32	6.45	6.40	6.30	6.50

出典: アムンディ・インスティテュート

当社予測についての免責事項

マクロ予測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

ー 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。

ー 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（地政学的）政治。3つのカテゴリーは相互に連係していますが、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。

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts – Q4 - 2021 (09-11-2021)

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 #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s (02-03-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #13 - Money and psychology of inflation: an investor view (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (17-02-2022)

MORTIER Vincent, Chief Investment Officer, BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Global Research - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

Emerging Markets outlook and investment convictions - Reasons for cautious optimism in 2022 (7-02-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

WORKING PAPERS



Cascading Effects of Carbon Price through the Value Chain: Impact on Firm's Valuation (25-02-2022)

ADENOT Théophile, Amundi Technology's Innovation Lab - BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - COUNATHE Pierre, Amundi Technology's Innovation Lab - JOUANNEAU Mathieu, ESG Solutions and Data Specialist - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

Le GUENEDAL Theo, RONCALLI Thierry, LOMBARD François, SEKINE Takaya - Quantitative Research

Equity Convexity and Unconventional Monetary Policy (11-02-2022)

Lauren Stagnol, Quantitative Research - Marc-Ali Ben Abdallah, Smart Beta & Factor Investing - Patrick Herfroy, Smart Beta & Factor Investing

Choice Overload participation and asset Allocation in French savings Plans (27-01-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - SZAFARZ Ariane, ULB & New York University (NYU) - POTERBA James, Professor of Economics at the Massachusetts Institute of Technology and the President and Chief Executive Officer of the National Bureau of Economic Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Special Ukraine

Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock

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

Special Ukraine

Russia-Ukraine escalation adds to the case for additional protection (23-02-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Office - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute

Special Ukraine

European equity market: the great value rotation and the dividend appeal (11-02-2022)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value - IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions

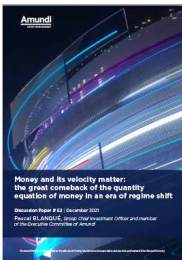
Russia-Ukraine tensions: geopolitical risk adds volatility to risk assets (1-02-2022)

BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - SANDRINI Francesco, Head of Balanced, Income & Real Return - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst, Global Research - FIEJKA Marcin, Head of CEEMEA Equities

25-26 January FOMC review: giving the all clear for March hike (28-01-2022)

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

DISCUSSION PAPERS



Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

DB plans in their end game in the post-pandemic era (02-12-2021)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

THEMATIC PAPERS



The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the "new look" of fashion (20-01-2022)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°4 The Electronics and ICT sector: designing a new matrix (10-01-2022)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



Inflation is starting to burn - Strategies to protect portfolios from inflation risk (9-02-2022)

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

アムンディ・リサーチ・センター



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 Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Real Estate
Strategies Allocation

免責事項

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 2 March 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 March 2021.

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

編集主幹

BLANQUÉ Pascal, アムンディ・インスティテュート会長

編集者

DEFEND Monica, アムンディ・インスティテュート・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, 先進国市場戦略リサーチ部デピュティ・ヘッド、CFA
BERARDI, Alessia 新興市場クロおよび戦略リサーチヘッド
BERTONCINI Sergio, シニア債券リサーチ・ストラテジスト
BLANCHET, Pierre, 投資インテリジェンス・ヘッド
BOROWSKI, Didier, グローバル・ビュース・ヘッド
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

アムンディ・インベストメント インサイト寄稿者

BERTINO Claudia, アムンディ投資インサイト・ヘッド
CARULLA Pol, アムンディ投資インサイト部
FIOROT Laura, アムンディ投資インサイト・デピュティ・ヘッド

構想と制作

BERGER Pia
PONCET Benoit

副編集者

BLANCHET, Pierre, 投資インテリジェンス・ヘッド
BOROWSKI, DIDIER, グローバル・ビュース・ヘッド

DROZDZIK Patryk, 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
MIJOT Éric, 先進市場戦略リサーチ・ヘッド
PORTELLI, I Lorenzo, クロス・アセット・リサーチ・ヘッド
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
VARTANESYAN Sosi, シニア・ソブリン・アナリスト

DHINGRA Ujjwal, アムンディ投資インサイト部
PANELLI Francesca, アムンディ投資インサイト部