

Research



#06
2021年6月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

インフレ・モーメント

テーマ別グローバルな見解

米民主党がキャピタルゲイン税の引き上げに
成功したらどうなるか？

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#06 - 2021年6月

目次

グローバル投資への見解

CIOの見解

インフレ・モーメント

p. 3

力強い経済成長、蓄積された消費者需要と貯蓄、そして供給不足に対する期待を考慮すると、インフレには構造的な何かが起こっていると当社は考える。同時に、インフレの変動率が高くなり、一部の株式市場のセグメントが過剰な上昇を見せるという不確実な状況に突入した。その結果、投資家はリスクを削減し（リスク・ニュートラル）、景気循環株とバリュー株を一方に、ディフェンシブ株をもう一方に持つバーベル・アプローチを模索するべきだ。FI（確定利付き資産）について、投資家は特に米国では、やや長期的な債権を保持することで、デューレーションを削減するべきだと考える。全体的には、市場が価格に織り込んでいる「ゴルドロック（程よい）」低インフレというシナリオは実現しそうにない。

マクロ経済

銅：需要と供給の不均衡と、それが価格におよぼす影響

p. 4

大規模な財政刺激策とグリーン経済への移行から、需要が押し上げられる可能性が高いこと、そして生産がいまだに集中的であることが、長期的に銅の価格を支えるだろう。

マルチアセット

現時点ではリスクをニュートラルに保ち、レラティブバリュー戦略を実行するべき

p. 5

現在モメンタムが一時停止していることは、構造的なリスク削減を求めるものではなく、投資家が自らの現在の立ち位置を把握し、これまでの良好なパフォーマンスを維持し、魅力的な将来のエントリー・ポイントを探す機会であると当社は考える。

確定利付き資産

成長、インフレ、そして実質金利

p. 6

インフレ期待は高まっているが、実質金利はまだマイナスだ。投資家は経済成長が名目および実質利回りにどのような影響をおよぼすかをモニターし、デューレーションについての積極的な見方を維持するべきだ。

株式

循環株、バリュー株へのローテーションは真っすぐではない

p. 7

インフレ環境では、投資家はブランド力や知的財産を通して、高い利益率と価格設定力を持つ企業に焦点を当てるべきだ。

テーマ別グローバルな見解

米民主党がキャピタルゲイン税の引き上げに成功したらどうなるか？

p. 8

ジョー・バイデンの大統領選の勝利以来、米国の政治を観察している人たちの間では、議会でわずかに過半数を占めるだけの民主党が、非常に大規模な財政政策を通過させることができたことに驚いている。キャピタルゲイン税の引き上げは、共和党の反対にも関わらず、通過すると当社は見ている。過去の増税による、市場への短期及び長期の影響は明らかになっていない。しかし、経済のモメンタムが減速していることと、FRBが金融政策を引締めることへの恐れの組合せは、2021年Q4における逆風となる可能性がある。

市場のシナリオ&リスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 11
> 上位のリスク	p. 12
> 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. 13
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 14
> アムンディの各資産クラスへの見解	p. 15

マクロ経済状況

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

CIOの見解

インフレ・モーメント



PASCAL BLAQUE
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

インフレは長い間目標を下回る低インフレが続き休止状態となっていた。しかし、ここに来て、インフレが金融市場での主導権を握るという非常にデリケートな岐路に立っている。**この状態が、一時的なものなのか、今後も継続することが照明されるのかについては、今のところ2つの相反するインフレ説がある。**インフレは一時的なものだと主張する一連の主張がある。一方で、インフレは当初考えられていたよりも構造的に高くなると、警告する人たちもいる。彼らは経済成長、賃金への上昇圧力、財政出動による押上げ、強い消費需要と供給制約の上昇（特にコモディティ）などを理由に上げる。**最終的には、構造的な何かの中で、一時的であったものが、持続してしまったにすぎない。当社は、インフレが数か月間上昇し、すぐに元の2%に戻る可能性は低いと考える。**むしろ、中長期的には、現在のコンセンサスよりも高いインフレと低成長の過程が始まる兆候ではないかと考える。FRBにとっては、政策のミスをする余地は限られている。イールドカーブのコントロールを失うことは現段階ではリスクを上昇させる。当社が確信していることは、次のようなものだ。

- **戦術的にリスクを軽減し、中程度の長期からニュートラルに移行する。**我々は不確実でよりリスクの高い環境に突入している。ボラティリティは上昇し、株式と債券の相関関係がポジティブになっている。慎重を期し、リスク資産の利益を確定することが重要だと当社は考える。戦略的観点から見ると、インフレの上昇とインフレの変動率を考慮すると、株式へのいくつかのエクスポージャーを持つことは必要である。株式においては、投資家はハイテク・バブルの崩壊に対して何らかの保護を維持する必要がある。つまり、金利に敏感な株式には慎重に、そして配当利回りが高い株式と実物資産へエクスポージャーが高い株式を選好することだ。インフレが安定化領域を出ない限り、株式は絶対ベースでは大丈夫と見る。しかし、バランスが崩れたポートフォリオのリスク調整後のパフォーマンスは、株式と債券の相関関係が変化（ポジティブに転じる）することで挑戦を受けるだろう。投資家は、デュレーションが短い資産、確定利付き資産およびFXキャリー、株式キャッシュフロー利回り、不動産、バリュー株および低ボラティリティ要因を選好すべきだ。
- **株式：バーベル・アプローチを採用する。それは、一方で循環的な優良バリュー株を選好し他方でディフェンシブ株を選好するというものだ。**戦術的には、株式についてより中立的なスタンスに移行する場合、投資家はグロース株に対するバリュー株/景気循環株への選好を維持する必要があるが、いくつかのディフェンシブ株のポジショニングとのバランスも取る必要がある。前述したように、市場は一時停止の状態にあるが、この間に株式のポジションをニュートラルに移行することが賢明だと考える。これには新興市場や欧州などのより景気循環的な市場が含まれる。最も重要なことは、この一時停止は将来、市場の過剰を一掃する役割を果たし、グロース株からバリュー株への移行を支える可能性があるということだ。
- **債券：短期でアクティブなデュレーションと中程度に長期の信用を維持することだ。**つまり、特に米国のデュレーションを短くし、より良いエントリー・ポイントを待つということだ。投資家は現段階でデュレーションへ投資する際には機敏であるべきだ。アンダーシュートの局面もオーバーシュートの局面も戦術的な機会を提供する可能性があるからだ。それでも時期が来て短期のポジションを縮小する時には、投資家は長いデュレーションに向かおうとする誘惑に抵抗するべきだ。今後数年間は、金利の方向性は上向きだ。これはまっすぐな道ではないが、方向性は同じだ。つまり、FI(確定利付資産)においては、投資家は米国のイールドカーブでの機会を探すべきだ。当社は米国のイールドカーブはスティープ化すると予想しており、短期デュレーションのバイアスを持つHY債やEM債券など、短期デュレーションで高利回りの資産での機会に注目するべきだと考える。
- **EM(新興市場)：脆弱性の脅威に直面。中国とアジアに注目。**EMIは金利上昇局面で圧力をうけることになる。米ドルは、中期的には下落する傾向がある。FRBのバランスシートと米国の財政予算の動態が主な要素だ。しかし、世界貿易が低迷していることとインフレの上昇で、まだ脆弱な要素を特徴とする新興市場では短期的な問題が残っている。中国の一部のアジア諸国が勝者となり、それら通貨が新しい体制の中で相対的な価格を調整するための重要な経路となるだろう。人民元は、この地域におけるドイツ・マルクの役割を果たし、ポジティブな実質リターンがあるため、グローバル・ポートフォリオにおいて、価値の貯蔵庫として、人民元建ての現金や国債の地位の急上昇をもたらしている。

将来的には、市場はインフレへの道を歩くことになる。我々は、頂点に達する道での、最初の過程の終わりにさしかかっている。それは強いローテーションで特徴づけられている。まもなく、頂点への段階となる第二過程に入るだろう。これは投資家にとっては、比較的ポジティブだ。インフレはまだ成長への脅威ではなく、経済回復を補完するものであると見られているからだ。しかし、この段階が進行すればするほど、厄介なサプライズへのリスクは高まる。次の過程は、頂点までの残りだ（これは現在市場が価格に織り込んでいる「コルディロック」体制ではない可能性が高い）。

全体的なリスク・センチメント



インフレ・リスクの中の不確実な環境で利益を確定するため、リスク資産にはニュートラルな姿勢を維持。

前月からの変化

- ▶ 株式のリスクを縮小してニュートラルとする。
- ▶ 米国のデュレーションにはより慎重で、クロス・アセットでは新興国の確定利付き資産にはニュートラルな姿勢を維持

「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。

マクロ経済

銅：需要と供給の不均衡と、それが価格におよぼす影響



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

大規模な財政刺激策とグリーン経済への移行から、需要が押し上げられる可能性が高いこと、そして生産がいまだに集中的であることが、長期的に銅の価格を支えるだろう

世界的な需要の高まりと各国特有の生産の低迷は、銅市場の長期的な不均衡に最も直結している問題である。平均を上回る経済成長がなく、より持続可能な成長経路への逆戻りを想定したとしても、長期的な展望とグリーン経済への移行に対する期待が、構造的な供給不足をもたらし、銅価格を大幅に引き上げるだろう（USD18,000～20,000/トン）。

工業用原材料は供給過剰が数年続いた後、銅需要への圧力がかかると当社は予想する。これには、グリーン経済への移行に結び付けられたインフラ計画に焦点をおいた、新しい財政政策が世界中で加速していること、それに対して、主要輸出国での供給つまり生産能力がパンデミックによる経済封鎖で滞っていることなど、複数の要因がある。

銅はグリーン経済への移行に必要な金属であるため、銅需要は今後20年間、毎年2%上昇すると予想される。しかし、生産はこの需要に追いつくことが難しいだろう。銅の生産はいまだに少数の国に集中しているからだ。そのため、市場は最近起ったような停滞や供給不足にさらされている。世界で供給されている銅の50%は4つの国で生産されている。チリ、ペルー、コンゴ共和国、そしてザンビアだ。全体的な生産は、現地特有のリスクと、完全に統合されていない設備投資メカニズムによって影響を受ける可能性がある。

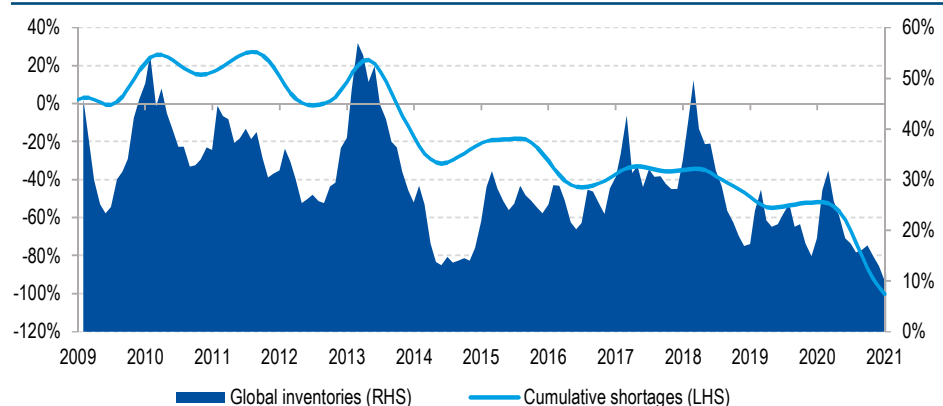
一方で、需要は主に中国、アジア諸国、そしてグリーン経済への移行に最も力を入れている西側の先進諸国に集中している。グリーン経済への移行は、一時的で単独のプログラムではなく、体系的で長期的な移行である。供給不足と在庫減少の大きな波は、中国がよりバランスがとれ、よりグリーンな成長モデルへと移行した2013年に始まった。しかし、最近2020年の供給不足は、パンデミックによるロックダウンが南アメリカの鉱業活動に影響を与えているため悪化したものだ。

パンデミックに関連する、最も深刻は供給不足は2021年1月に確認された。この時の世界の在庫/需要率は10%を下回ったが、最近では在庫サイクルが再調整されている兆候が示されている。最近の供給不足は、異例の事態（ブラジル型変異株がチリとペルーで広がっていることとチリでのストライキ）が原因で引き起こされた生産の遅れに関連しているため、一時的であり、近い将来、コモディティ価格の上昇が軽減される可能性が高い。

しかし、長期的には、リスク・プレミアムは大きくポジティブとなるだろう。過去5年間、銅市場のナラティブは、精彩を欠いた経済成長への懸念が占めていた。実際、一般的には生産要因に長期的な影響をおよぼす可能性がある新しい成長エンジンへの長期的なシフトの影響が過小評価されている（主に世界新興市場で）。今では、そのナラティブはグリーン経済への移行に向けてシフトされており、供給不足/在庫状況を反映して調整された価格も上昇するだろう。

業界予測では、供給不足は複数年続き、ベースメタル産業で再調整がおこると見る。この不均衡が、インフレと成長だけでなく、グリーン経済を完全に達成するための新しい技術を見つけるための圧力も増大させる。**投資家の観点からは、このことは他の高リスク資産と比較すると、ベースメタルに有意にポジティブなリスク・プレミアムを提供する。**

世界の銅の在庫と供給不足



Source: Amundi Research, Bloomberg, as of 31 January 2021. Cumulative shortages = cumulative production/demand, Global inventories = inventories/demand

マルチアセット



MATTEO GERMANO

マルチアセット部総括

現在モメンタムが一時停止していることは、構造的なリスク削減を求めるものではなく、投資家が自らの現在の立ち位置を把握し、これまでの良好なパフォーマンスを維持し、魅力的な将来のエントリー・ポイントを探す機会であると当社は考える

現時点ではリスクをニュートラルに保ち、レラティブバリュー戦略を実行するべき

今年、米国と欧州では力強い経済成長が期待されており、中期的な観点からは全体的にリスク選好パラダイム内に留まることができる。しかし、先月、当社はソフトとハードのデータに警戒することの重要性について言及したが、これは経済のモメンタムが一時停止している兆候があったからだ。現時点では、市場心理がやや弱まっていること、インフレが上昇していること、ポジティブなサプライズへのハードルが高くなっていることを確認する。その結果、投資家は、戦略的にリスクをニュートラルまで削減し、バリュエーションが魅力的になった時点で、エントリーポイントを探すことをお勧めする。投資家は、トータル・リターンと俊敏なアプローチを採用するべきだ。そうすることで、今年の全体的な回復の中でも、インフレからリターンを保護することができる。

当社が強く確信しているアイデア

当社は株式についてはニュートラルな姿勢に移行した。戦術的に欧州とEMについては前向きな姿勢からニュートラルに移行した。これは、長期的にリスク削減を求めるものではない。これは原料価格の上昇と米国金利への上昇圧力が、バリュエーションにどのような影響を与えるかを見るためでもあり、市場が自己満足になっている期間の後に、収益予想がどのように変化するかを確認するためでもある。新興国株式については、インフレ・サプライズへのリスクと米ドル高が、少なくとも短期的には大きな逆風となる。しかし、香港経路の中国に関してはややポジティブな見解を維持する。

一方で、当社は米国のデレージョンにはディフェンシブとなっており、欧州にはニュートラルな姿勢を維持する。これは前代未聞の経済成長の修正が、中期的には米国債の利回りに上昇圧力をかける可能性があるからだ。しかし、上昇経路はQ1に見られた時よりも遅いと当社は見ている。活発であることの必要性は高い。

当社は自らのインフレについての見解を維持する。ワクチンの進展と経済再開を背景に、米国のインフレと英国のイールドカーブのステイプ化（2～5年物）について前向きの姿勢を維持する。ユーロ圏周辺国の特に30年物のイタリア国債とドイツ国債間のスプレッドは、良好なファンダメンタルズとテクニカル要因を背景に、引き続き魅力的な利回りを提供する。世界経済環境と、経済回復と経済再開への期待は、ファンダメンタルズがサポート

しているため、EURの企業の信用（IGおよびHY）に建設的だ。IGはECBの債券購入プログラムから恩恵を受けるだろう。デフォルト率が改善したことで、HY債にはポジティブな見通しとなっているが、選択性が重要だ。全体として、リスク感情はこの資産クラスに対してより支持的になっている。

EM（新興市場）債務は、長期的にはポートフォリオのインカムを押し上げる。しかし、EM債務が公正価格に達したため、当社は当面の間はニュートラルに移行する。さらに、米国の金利上昇とEM-DM間の成長格差が縮小していること、一部のEM諸国でワクチン接種が遅れていること、財務状況が脆弱（債務/GDP率の上昇）になっていることなどが懸念されている。

FXは投資家がレラティブバリュー戦略を実践するための重要な方法だが、選択的であるべきであり、自らの姿勢を修正する準備をしておくべきだ。たとえば、当社はMXN/USDにはもはや前向きではない。これはメキシコの国内のリスクが上昇し経済のファンダメンタルズもそれほど魅力的でないからだ。しかし、当社はRUB vs. EUR および BRL vs. JPY のキャリー・バスケットについてはポジティブであり、アジアでは、KRW/EUR（半導体サイクル）およびアジア域内の貿易における中国の役割が大きくなっているため、CNH/EURにも建設的である。

DM（先進国市場）では、USD/JPYを格上げした。米ドルは短期的には、利回りへの上振れ圧力で支えられているが、日本円は経済の成長が比較的弱いめ下方圧力がかかっている。当社は、CAD/USD と NOK/EUR を通じてリフレのFX 取引のバスケットを維持してきたが、CHF vs. GBP および CAD については慎重さを維持する。

リスクとヘッジング

米中間の緊張の再燃は一時的なものであることが判明すると考えるが、この点で失望することがあれば、高いボラティリティにつながる可能性がある。更に、スコットランドの独立派政党に関して、英国でもいくつかのリスクが見られる。その結果、投資家は適切なヘッジを維持して、デリバティブを通じてIG信用と米国金利へのエクスポージャーを保護する必要がある。

アムンディ クロス・アセットの確信

	1ヶ月の変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式	↓				■			
信用						■		
デレージョン	↓			■				
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。UST = 米国債、DM = 先進国市場、EM/GEM = 新興市場/世界新興市場、FX = 外国為替、FI = 確定利付き資産、債券、IG = 投資適格債、HY = ハイイールド債、CB = 中央銀行、BTP = イタリア国債、EMBI = EM債券指標。

確定利付き資産

成長、インフレ、そして実質金利



ERIC BRARD
確定利付資産総括



YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル総括



KENNETH J. TAUBES
米国投資運用CIO

インフレ期待は高まっているが、実質金利はまだマイナスだ。投資家は経済成長が名目および実質利回りにどのような影響をおよぼすかをモニターし、デューレーションについての積極的な見方を維持するべきだ

世界経済の回復はモメンタムを増しているが、特に米国で、インフレに関する議論に火をつけている。最近インフレがオーバーシュートしたにも関わらず、FRBはリスクへの懸念を否定する可能性が高い。しかし、消費者物価と生産者物価指数は上昇しており、PMIデータを見ると、価格への圧力はしばらく続いていたことがわかる。したがって、政策ミスリスクがあるため、デューレーションについては、信用環境がポジティブに維持されている間は、慎重かつ柔軟であるべきだ。

グローバルおよび欧州の確定利付き資産

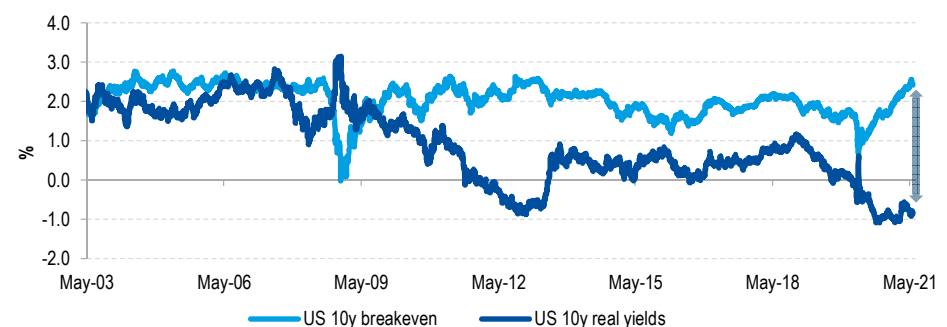
当社は米国のデューレーションに対して、ディフェンシブなスタンスをわずかに増やしたが、金利の動きを監視するために、イールドカーブ全体で活発さを維持している。ユーロ圏の中核国については、イールドカーブがステップ化するという期待を踏まえて、慎重であるが、周辺国債務には建設的だ。周辺国は魅力的な利回りを提供するし、ECBに支えられるだろう。当社は中国とオーストラリアのデューレーションに楽観的であり、米国と欧州のインフレについては、ポジティブな見解を確認する。しかし、投資家はオーストラリアのブレイクイーブンを通して、この戦略を多様化するべきだ。

信用については、ESGの分野、米国のインフラ計画、および景気回復についての評価を行っている。最後は、企業のファンダメンタルズが改善しており、デフォルト予測の改善につながっている。加えて、投資家は自分のポートフォリオについて、インフレを伴う金利上昇リスクを考慮して、デューレーション・リスクを削減し、スプレッドを拡大し、債務のデューレーションを短くすることで調整し、全体的な信用ベータが一定に保たれるようにするべきだ。全体的には、当社は金融機関の劣後債と、経済の回復に連動している循環セクター（エネルギー、自動車）を選好する。欧州IG債についてはBBB格付けを、HY債についてはスプレッドの縮小を模索するが、キャリアと品質でバランスをとることを目指している。

米国の確定利付き資産

バイデン大統領の財政出動は、成長を強力

米国債10年物実質金利とブレイクイーブン金利



Source: Amundi, Bloomberg, as of 17 May 2021. USGGBE10 Index, H15X10YR Index

GFI = グローバル債券、GEM/EM FX = 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、JBG = 日本国債、EZ = ユーロ圏。

に後押しするだろう。一方で、強い需要、供給不足、そして在庫が少なくなっていることは、インフレを押し上げる可能性が高い。その結果、米国債は更なる圧力を受け、イールドカーブはスティープ化するだろう。当社は慎重な姿勢を維持するが、デューレーションを積極的であり、名目利回り、インフレそして実質e金利をモニターしている。TIPS（米国物価連動国債）は十分に支えられている。消費者の収入と貯蓄は堅調であるため、当社は消費材、住宅ローンそして証券化された債権について前向きだが、選択的である。特に民間ローンとCRE（商業用不動産）の場合、流動性が豊富な段階では、バリュエーションを意識することが非常に重要だ。最後に、当社は企業の信用にはポジティブな姿勢を維持しているが、最近上昇した変動性が高い銘柄は避けている。コア・イールドとインフレへの上振れ圧力は、金利とデューレーション・リスクについて注意する必要性を提示する。当社は、IG債の長期デューレーションを制限し、短いデューレーションを選好することを勧める。HY債はより良いキャリアの機会を提供するが、選択が重要だ。

EM（新興市場）の債券

ワクチン接種プログラムが遅れていること、パンデミックの復活、そして米国の金利が、EMの短期の確定利付き債について慎重な姿勢を必要とする。当社はデューレーションについてディフェンシブであり、短期デューレーション・バイアスを持つ現地の金利には慎重だ。HC（ハード通貨建て）債券については、ソブリン債のスプレッドは米国の利回りが高い中でも抵抗力を見せている。しかし、IG債は今の水準では依然として割高でありHY債の方がより公正に評価されている。

FX

当社は米ドルへの見解を更に格上げした。これは米国経済の回復が堅調であるため、米国の利回りが更に上昇すると見ているからだ。しかし、GBR/EURは格下げした。これはスコットランドの国民投票による圧力がかかる可能性があるからだ。

株式

循環株、バリュー株へのローテーションは真っすぐではない



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

インフレ環境では、投資家はブランド力や知的財産を通して、高い利益率と価格設定力を持つ企業に焦点を当てるべきだ

全体的な評価

発展途上国でのワクチン接種は進んでおり、経済が再開している。しかし、市場では、将来の収益成長が十分に堅調であることが原料価格の上昇を補うという、「ゴルドロック(程よい)」シナリオで価格設定がなされているようだ。これは、インフレ圧力は消費者に転嫁される可能性が高いことを意味する。しかし、もし成長が期待以下(これは当社のシナリオではない)であった場合、バリュエーションに影響を与えるだろう。これらすべては、投資家が正常化に向けたバイアスと共に、バランスのとれた姿勢を維持するべきであることを示唆する。しかし、それは全てが期待通りに回復し、上昇するわけではないということを示している。**ボトムアップでのファンダメンタルズ分析は、投資家が中断されなかったビジネスと健全なバランスシートを持つ企業を特定するのに役立つはずだ。**特に景気循環株とバリュー株の分野ではそれが言える。

欧州の株式

欧州での収益修正は非常に強いものだった。市場の反応が示唆するのは、良い材料は既に価格に織り込まれているということだ。**したがって、価格設定力がある企業を見極めるための銘柄選択が重要だ。**当然のことではあるが、欧州のセクター構成のせいで、今回の危機で経済成長が低迷している間に、最も悪影響を受けたのが景気循環株とバリュー株の分野であった。しかし、今年に入って、経済成長が戻ってくれば、これらの分野は好調となるはずで、ローテーションの余地ははるかに大きい。セクター・レベルでは、当社は工業銘柄についてより前向きであり、金融株へのバイアスを維持する(収益の可能性、安全な資産の質、金利上昇がポジティブに機能するなど)。一方で、当社は優良なディフェンシブ株(テレコムなど)を保持している。これらはますます魅力的になってきており、強力なキャッシュフローを提供する。当社は、金利に敏感なテクノロジーの分野に慎重であり、バリュエーションがファンダメンタルズを反映していない一般消費財へのバイアスを強めた。

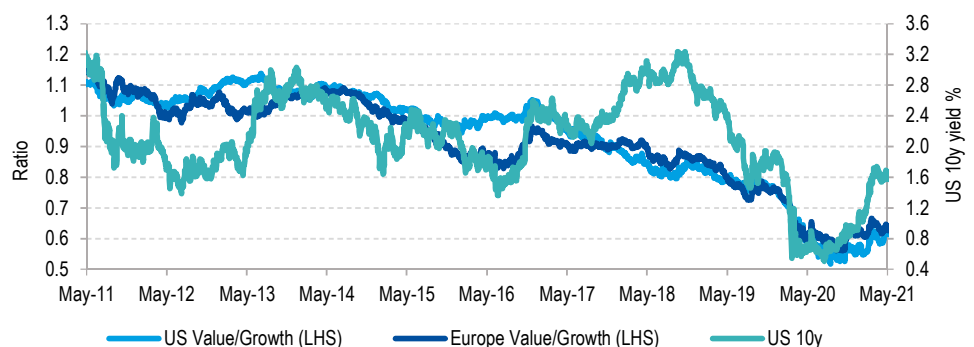
米国の株式

インフレ期待が過剰で、バリュエーションが高い時には、収益成長、経済の再開、リーダーシップの移行が市場をけん引する。景気循環株およびバリュー株の収益と将来の見通しは、すでに堅調な傾向を示しており、当社はこの分野にポジティブな姿勢を維持することに確信を持っている。しかし、バリュエーションは高くなっていくため、これは株式の選択がより重要になるという兆候でもある。重要なことは、バリュー株はインフレへのヘッジとしても機能するということだ。金融、エネルギーおよび原材料銘柄はこのトレンドの中心だ。グロース銘柄についての好材料はすでに価格に組込まれているため、当社の慎重な姿勢を裏付ける(高いモメンタム、高い成長率)。テクノロジー銘柄は相対価値ベースでは魅力的ではないが、長期的にはポジティブで説得があるため考慮すべきトレンドがある。一方で、高い金利(資本コスト)への期待から、当社はディフェンシブ・セクターは、医療を除いて安価ではないと見ている。このセクターで期待されている改革はすでに織り込まれている可能性が高い。しかし、強力なイノベーション文化を持つ企業だけが持続可能なリターンを提供できるだろう。

新興市場の株式

バリュエーションは経済回復と収益改善によって支えられている。しかし、地政学的および特異なリスク(ロシア/ウクライナ、中南米での抗議デモ、アジア地域での緊張など)は監視する必要がある。経済回復期待の中で、当社はグロース株よりもバリュー株/景気循環株を好む。セクターのレベルでは、経済再開が進行するため、一般消費財にはポジティブであるが、テクノロジーにはそれほどではない。一方で、医療分野はバリュエーションが上昇しているため慎重になっているが、生活必需品と中国の金融銘柄には引き続きディフェンシブになっている。

バリュー株へのローテーションは継続しているが、真っすぐではない。



Source: Amundi, Bloomberg, data as of 19 May 2021. Russell 1000 Value, Russell 1000 Growth, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth.

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

民主党は共和党との妥協点を見つけようとはしていない

米民主党がキャピタルゲイン税の引き上げに成功したらどうなるか？

ジョー・バイデンの大統領選の勝利以来、米国の政治を観察している人たちの間では、議会でわずかに過半数を占めるだけの民主党が、非常に大規模な財政政策を通過させることができたことに驚いている。キャピタルゲイン税の引き上げは、共和党の反対に関わらず、通過すると当社は見ている。過去の増税による、市場への短期及び長期の影響は明らかになっていない。しかし、経済のモメンタムが減速していることと、FRBが金融政策を引締めることへの怖れの組合せは、2021年Q4には逆風となる可能性がある。

昨年11月に、ジョー・バイデンが大統領に選出された時、民主党は上院で過半数を占めていなかった。当時のコンセンサスは、新政権の財政政策は、共和党との交渉過程で妥協させるを得ないだろうというものだった。今年1月初旬の決選投票で2議席を獲得し過半数となったが、その確信は変わらなかった。選挙公約を全て通過させるには、民主党の過半数はあまりに僅差であるためだ。さらに民主党の中道派は、バイデン大統領の公約に公然と反対しているため、確信はより現実味を帯びていた。

したがって、多くはバイデン政権が1兆9000億ドルの財政刺激策を、妥協することなく通過させたことに少なからず驚いた。ほとんどが1兆1000億が1兆3000億に減らされると予想していたからだ。民主党が唯一妥協したのは、連邦最低賃金を引き上げるという法案だ。これは予算に直接影響を与えない政策について調整手続きを使用することが出来なかったためだ。

その後間もなく、ジョー・バイデンはインフラ投資計画（「アメリカン・ジョブズ・プラン」）を発表したが、これには彼の選挙公約の多くが含まれている。この法案は8年間で2兆2500億ドルで、15年間におよぶ法人税の引き上げによって資金調達される。

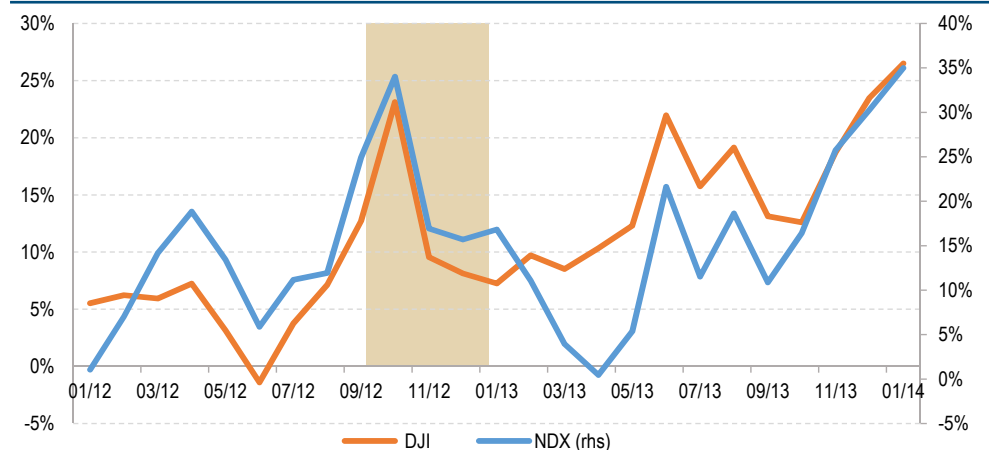
その後、ジョー・バイデンは、彼の経済回復計画の残りの半分を発表、これは今後10年で1兆8000億ドルを社会福祉制度に支出するというもので、資金は米国の最富裕層への税を引き上げることで調達される。同時に、バイデン政権は、プライベート・エクイティ・ファンド運用会社への優遇税制を廃止したい考えだ。¹最後に、バイデンは連邦政府と契約を結んでいる企業の最低賃金を10.95ドルから15ドルに引き上げると、大統領令に署名した。

実際には、民主党はこれらの計画、特に税制に関する計画には当然反対するであろう共和党とは妥協点を見つけようとはしていない。

最後に行われた国勢調査によると、政治権力は中西部や東北部から、南部と西部に移っている。各州の新しい人口数は、議会での議席や選挙人団の数を割り当てるために使用される。このことは、民主党に自らの戦略を強化させると当社は考える。当社の計算によると、2022年の中間選挙では、民主党が優勢である州で民主党は下院で3議席を失い、共和党が3議席を増やす。これは、2022年の11月には、民主党は下院で過半数を失う可能性があるということだ。これは民主党にとっては、まさに警告となる。

¹ 運用管理社は賃金に加えて、主に上昇した資産価値の一部を成功報酬として受取ることに依存している。このような利益は現在キャピタルゲインとして課税されているが、それは賃金に課税される最高の限界所得税よりもはるかに低い。バイデンの法案では、この優遇税制が撤回される。

1/ダウ・ジョーンズ工業株価 (DJI) およびナスダック100指数 (NDX) (前年同期比 %, 月足、2012年1月~2014年1月)



Source: Amundi Research - Data as of 25 May 2021

テーマ別グローバルな見解

国勢調査は、政治権力が移行していることを示している

キャピタルゲイン税は、価格モメンタムが強い株に悪影響を与える可能性がある

したがって、国勢調査の結果は、自らの基盤を固めるために、選挙公約を実現することを奨励するだろう。最も象徴的な政策の一つは**キャピタルゲイン税の引上げ**だが、これには強い分配効果がある。このような背景から、他のオブザーバーとは異なり、この法案が年末までに可決される可能性が高いと当社は考えている。

キャピタルゲイン税の引上げは米国株式市場に打撃を与えるか？

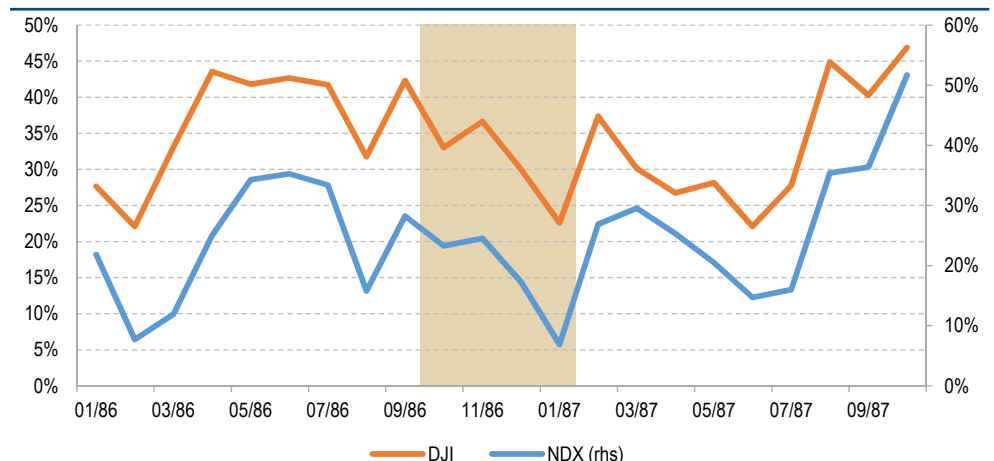
米国では近年、キャピタルゲイン税が4回引き上げられた。1969年、1976年、1987年そして2013年である。1976年の引上げは、4%未満に制限されたが、他の3回は9%近い引上げだった。つまり現在民主党が議論している引上げと同程度だ。1969年は50年以上前であり、当時の家計の貯蓄率は10%で、現在は2.5%である。当時の株式市場は弱気相場であった。したがって、今日の状況とは関連性が低いかもしれない。しかし、1987年と2013年は参照に使うことができる。

ダウ・ジョーンズ工業株価 (DJI) 平均とナスダック100指数 (NDX) を見ると、キャピタルゲイン税実施日の3ヶ月前に変曲点があり、それは(数ある他の要因の他にも)新しい税率が導入される前に、投資家が利益を確定している(ことに関連している可能性がある。2012年の最後の3ヶ月に、NDXは5%下落し、DJIは2%下落した。同様のことが1987年のキャピタルゲイン税引上げ時にも起った。1986年の最後の3ヶ月には、NDXとDJIの両方が、ポジティブなモメンタムを失った。しかし、僅かにポジティブなリターンを維持した。しかし、2013年および1987年の両方とも、両指数は急速に回復し、その年の上半期にはポジティブなパフォーマンスに戻っている。従って、これらのパフォーマンスの変化の原因が増税であったと仮定しても、それは一度限りの短期的な影響に過ぎない。

もし2022年1月1日に税が引き上げられ、同様の利益確定行動が起ったと仮定すると、米国の株式市場は2021年10月から12月の間に逆風に直面する可能性がある。個人投資家は、Q1に自らのポジションを再構築する可能性がある。その後の影響は限定的であると想定するべきだろう。実際、1987年と2013年の税率引上げから、DJIとNDX指数は両方とも30%から76%上昇している。従って、キャピタルゲイン税の引上げが、それだけで大きく影響したと結論づけることはできない。しかし、経済のモメンタムが鈍化していることと、FRBが金融引締めを行うことへの怖れが組み合わされると、そうなる可能性もある。

2013年のキャピタルゲイン税引上げ前の、単一銘柄 (DJI指数の構成銘柄) の分析によれば、2012年にアウトパフォームした銘柄の幾つかは、10月から年末にかけて下落したことを示している。しかし、その反対の例もある。この増税の、1年、3年、5年、10年前の銘柄のリターンを調べたところ、対象期間全体でポジティブなパフォーマンスをした、つまり累積利益が大きい17銘柄の内、9銘柄のみが、年末最後の3ヶ月にネガティブなパフォーマンスを見せた。これらの銘柄には、アップル、マクドナルド、ウォルマート、ディズニーが含まれ、特にセクター的なバイアスはない。ルールを作るには50%では十分ではないが、増税の前に下落した銘柄のほとんどは、年末の3ヶ月間に指数をアウトパフォームしたことは、注目に値する。従って、何らかの影響があったと想定する。

キャピタルゲイン税の引上げは、米国市場で近年、非常の好調なパフォーマンスを見せた銘柄やセクターに影響を与える可能性がある。この影響は指数レベルよりも個別銘柄レベルでより顕著になる可能性がある。たとえば、テスラやアップルのような銘柄は、悪影響を受ける可能性があるが、影響は限定的で短期で終わる。歴史が繰り返されるなら、キャピタルゲイン税引上げが米株式市場に長期的な影響を与えるという証拠はない。

2/ダウ・ジョーンズ工業株価 (DJI) およびナスダック100指数 (NDX)
(前年同期比 %, 週足, 1986年1月~1987年10月)

Source: Amundi Research - Data as of 25 May 2021

テーマ別グローバルな見解

実際には、問題は別の場所で発生する可能性がある。キャピタルゲイン税は、年収100万ドル以上の世帯、つまり米国全世帯の0.7%に限定される。これらの投資家はもちろん株式市場へのアクセスがあるが、プライベート・エクイティやオルタナティブ投資ファンドなど、他の

広範囲の投資商品にアクセスすることが出来る。ソブリン債と信用の好調なパフォーマンスもこの一部である可能性があり、その場合、キャピタルゲイン税が株式市場からの資金流出を引き起こす可能性もある。

2021年5月25日作成

中心のおよび代替シナリオ

月次アップデート

当社は「中心的なシナリオ」と「代替シナリオ」の確率と説明を維持する。当社の中心的シナリオでは、流動性が十分である環境、ファンダメンタルズの改善、そして緩和的金融政策により、株式がアウトパフォームする。ワクチン耐性の変異ウィルスとタカ派的政策によるサプライズ、地政学的な緊張が主なリスク源である。18ヶ月後には、米国の成長率は高インフレ体制の中で潜在レベルに戻るが、欧州全体で、スタグフレーションの圧力がかかると当社は予測する。高リスク資産のバリュエーションが過剰になっているため、当社は政策ミスと有害事象を抑える余地はより少なくなっていると見ている。

下振れシナリオ

10%

多面的な圧力*

分析

- ❖ ウィルスの遺伝子的進化が新たな世界的なロックダウンにつながる。
- ❖ ワクチンの副作用および/またはワクチンの不足が長引いたことが、人々の信頼を損ね、世界的な見通しを低下させる
- ▲ 非常に景気循環的な米国の政策が、結果的にインフレ期待を不安定にし、金利、米ドル、および/またはコモディティ価格の上昇を引き起こし、高リスク資産を不安定にし（ボラティリティシヨック）、金融システムの安定化を損ねる。金融環境が引締められ、経済および財政の脆弱性を悪化させる
- ▲ ユーロ圏は回復設計に失敗し、一部の債務過剰国がスタグフレーションに陥る
- 中期的な成長期待が低下したため、公的債務の持続可能性が損なわれる
- 中国の成長鈍化が予想以上に速く、先進国経済にも波及
- 地政学的均衡のバランスは、保護貿易主義と脱グローバル化につながり、貿易とグローバルなバリューチェーンに悪影響を及ぼす

市場への影響

- 現金、米ドル、米国債を選好
- 最小ボラティリティ戦略をとる

中心的シナリオ

70%

マルチ・スピードの回復

分析

- ❖ ワクチン接種の進行は、力強いが地域全体で一様ではなく、経済回復の速度は異なる：米国と欧州では強いが、新興国では弱い
- ▲ 米国の政策による後押しで、新興国と先進国間の成長プレミアムのギャップが縮小
- ▲ 当分の間、緩和的な金融政策と財政政策が、引き続き経済の回復を支え、デフレ・リスクを避け、債務/GDP比率を安定させる
- ▲ 財政政策を動員するという政治的コミットメントがあるにも関わらず、EUでの実行は希薄化される可能性が高い
- 支払能力へのリスクは減少するが、これは企業収益のモメンタムがポジティブであること、レバレッジが積極的に解消されていたこと、特に低い格付けの発行体や影響が大きかったセクターでの資金調達コストが低かったことが要因
- ❖ Covid-19危機が所得と富の不平等を悪化させ、社会的・政治的緊張が高まる
- マクロとミクロのファンダメンタルズのポジティブな勢いは一時停止となる。もし何かが間違った方向に向かえば、高リスク資産の過剰なバリュエーションとテクニカル要因が戦略の余地を減少させる

市場への影響

- 景気サイクルの現段階で、選好される資産は引き続き株式。バリュエーションと循環株のアウトパフォーマンスは続いている。株式と通貨を使ったバーベル・ポジショニングを選好
- 米国債のイールドカーブのスティープ化が抑制され、それはEZ（ユーロ圏）とEM（新興市場）に波及する
- 収益が上昇しているEM株式と債務で成長とインカムへの投資を維持。EMのハード通貨建て債務は選択的
- インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債を選好する

上振れシナリオ

20%

持続可能で包括的な回復

分析

- ❖ 集団予防接種により公衆衛生の危機が解決され、2021年H2には、完全な世界的景気回復が可能となる
- ▲ 不確実性が低くなり、政策が実体経済と金融市場に波及し、製造業とサービス業の間のギャップを埋める
- ❖ 可処分所得が増加したことで、貯蓄は消費に回り、成長/インフレの好循環を可能にする（世界的な経済の過熱はなし）
- ❖ 包括的で持続可能な成長は、格差ギャップを減らすための政策支援の必要性を減らす
- ❖ 米国の雇用市場が予測より早く回復しているため、賃金への圧力が上昇するがFRBは現在の金融政策を据え置く
- 新しいデジタルおよびグリーン分野の開発により中期的に生産性が向上

市場への影響

- 成長とインフレ期待が急上昇すると、米国債のイールド・カーブは、スティープ化する
- 景気循環とバリュエーション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

* 下振れシナリオは一つではない。ここでは、当社が特定した多くの下振れリスク要因を考慮している。これらは、成長の逆戻り、そして/または、高いインフレ圧力の可能性の組合せを考慮しているとは限らない。したがって、市場で新たなボラティリティを生み出す。一部のリスクは「外因性」（パンデミックの動向、ワクチンが入手できるかどうか）であるが、その他は、すでにこの危機、および/または経済政策に直接関連している。ワクチン接種の進展のおかげで、ウィルス関連のリスクは時間の経過とともに減少するはずだが、「上位リスク」で言及されているリスクは、今後12〜18か月の間に起こる確立が高い。

上位のリスク

月次アップデート

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。
当社は「中心的シナリオ」のナラティブとリスクを変更していない。

経済的リスク
15%

- 世界的なテーパリング
 - インフレ期待が高まるにつれ、量的緩和プログラムが問題となる可能性がある
 - インフレの動態と中央銀行の反応関数は、特にインフレが多くの中央銀行の目標に近い新興市場において、不確実性の原因となる可能性がある
- FRBが間違ったコミュニケーションを早期に終了することは、2013年と同様の2回目のテーパー・タントラムにつながる可能性がある
- ワクチン接種問題を伴うパンデミック2.0
 - 既存のワクチンが効かない1つまたは複数の変異株が、景気回復を損なう
 - 予想できないワクチンの副作用やロジスティックの問題は、投資家やビジネス感情に非常に悪い影響を与える
- 長期にわたる回復と複数回の逆戻りがあったことは、企業や消費者の信頼感に打撃を与え、金融などパンデミックから直接影響を受けていないセクターにまで波及する可能性がある
- 労働市場のヒステリシス効果が過小評価され失業率が上昇すると、社会的な緊張を生む可能性がある

財政的リスク
20%

- インフレ期待を解放することは債券市場の混乱につながるが、これは先制的な金融引き締めや大規模な財政支出などの政策ミスの結果としてという意味だ
- 企業の支払能力リスク：ファンダメンタルズは改善したものの、中央銀行による流動性と政府による保証制度が撤回されれば、景気後退の規模がソルベンシー・リスクを増大させる
- ソブリン債務危機
 - GDPに占める公的債務の割合は、平時としては歴史的に高い水準に達している。ほとんどの国は、政策ミスが発生した場合に、格下げや金利上昇という影響を受けやすくなっている
 - 新興市場の脆弱性（単一商品の輸出業者、観光業）も、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
- 米ドルが不安定となることは、どちらの方向にも影響を与える：
 - (1)米ドルの下落は、FRBに資産購入プログラムを停止させ、米国債市場に悪影響をおよぼすと共に、EZと日本にデフレをもたらし、EMの回復を損なう可能性がある
 - (2)米ドルの上昇は、新興市場に打撃を与える。米国債の高利回りがユーロ圏の債券市場に波及する。

(地政学的) 政治リスク
15%

- 米中間の冷戦
 - 米民主党は中国に対して強硬路線をとっている
 - いくつかの制裁と中国企業の上場廃止は、それがエスカレートする兆候である
 - 南シナ海または台湾海峡で偶発的な紛争が起こる可能性
- EM諸国内およびEM諸国間の不安定性
混沌としたウイルス危機管理と食糧価格の上昇を背景に
- 欧州連合の結束を損なう英国のEU離脱後のリスク
 - 2020年は離脱合意が成って終了したが、離脱の実施は予想よりも大きな混乱を招くことが照明された
 - 北アイルランドでは新しい国境管理の問題で緊張が高まる
 - ロンドン金融街（シティ）は、予想よりも早く市場シェアを失いつつある
- サイバー攻撃やデータ流出ITシステムの破壊（セキュリティ、エネルギー、医療サービス）

+ 現金、インフレ連動債、JPY、金、USD、ディフェンシブ株 vs 循環株

+ CHF、JPY、金、CDS、選択的に、Min Vol

+ DMの国債、キャッシュ、金、インフレ連動債、USD、ボラティリティ優良銘柄

- 石油、高リスク資産、AUD CAD またはNZD、EM現地通貨建ての輸出業者

- 原油、高リスク資産、フロンティア市場、および新興市場

- 石油、高リスク資産、EMBI

クロス・アセット報告： 市場のターニング・ポイントを検知する

ターニング・ポイント評価の読み方

● まだ、そこまで行っていない。そう言うには早過ぎる

● 反転に近づいている

● すでに反転した

●●● 経済の背景

- コロナ感染による制限が緩和されるにつれて、ユーロ圏での経済活動は徐々に加速している。ソフトデータは、経済再開が続くことへの楽観的感情を裏付けており、上向きのサプライズをもたらしている。特に、小売り活動が活発となっていることは、最も大きな打撃を受けたセクターが徐々に底入れしていることの証拠であり、最新のPMIを裏付ける。コンセンサスは、フランスが先導して、緩やかな上方回復の兆候を示している。
- 米国の経済活動は徐々にモメンタムを増している。これはソフトおよびハードなデータで裏付けられている。調査の結果は引き続き上振れサプライズを示している。これは米国経済再開についての強い確信を反映している。コンセンサスはまだ高いが、更なる上振れサプライズを実現するのがますます難しくなっているため、経済的なサプライズへと徐々に向かっている。

●●● ファundamentals & バリュエーション

- 現在の信用および株式市場は、強力な利益回復と依然としてハト派的な中央銀行を背景に、「ゴールドロックス」シナリオを織り込んだ価格水準となっている。
- 絶対PE水準は過去の傾向を下回っており、これは投資家の自己満足のレベルを示す。
- 最近の金利急上昇の後では、相対的価値指標は、市場が大きく上昇することを支えていない。

ニュートラル+
資産配分

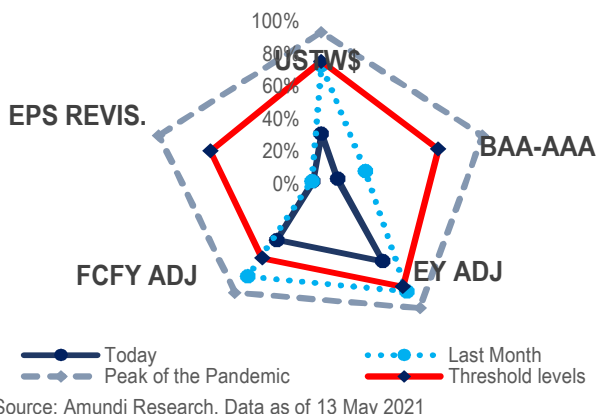
●●● テクニカル要因

- 当社のテクニカル指標は、高リスク資産にとって複雑な環境であることを引き続き示している。先月に関しては、逆張りの兆候に関連する重要な変化があった。これは最近の下落相場を考えるとよりよい位置にあるといえる。
- RSI (相対力指数) は最終的にほとんどのセクターで買われ過ぎの領域から抜け出し、投資家を引き付ける可能性がある。
- 季節的要因は、余り明確ではない役割を演じている。
- 先月のテクニカル要因は整合性を欠き、高リスク資産へのニュートラルな姿勢を示唆している。

●●● 市場心理

- 名目金利と実質金利へのパススルーが現在の高いバリュエーションへの逆風となり、5月にはインフレへの恐怖がボラティリティの上昇を起こし、高リスク資産の統合をもたらした。とは言え、リスク感情指数は、市場構造が良好であることを示している。最近のドル安と信用リスクプレミアム改善がボラティリティの上昇と金融環境の穏やかな悪化のバランスをとっている(ムーディーズのスプレッドは、2019年の初頭以来、初めて70bpsを下回っている)。
- 過去の分布の上位パーセンタイルの金融環境と市場心理の穏やかな悪化の組合せは、市場に自己満足を引き起こす可能性がある。今後注目すべき何かがある。

クロス・アセット・センチネル基準値(CAST)は引き続き支持的



CASTは極端に低いリスク認識を示している。

センチネルは、リスクを支持する領域に留まっている。これは全ての要素全体で改善されているためだ(信用リスク調整後のERPを除く)。

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、リスク調整後の収益利回り、リスク調整後のキャッシュフロー利回りです。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。適切な基準値が検出されると、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一つの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。赤い線は警告レベルの基準値を示しています。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配分に近づく必要があります。

グローバル・リサーチ・クリップ

1 米国のインフレは強い需要と強力なパイプラインからの価格圧力で支えられ上方修正された

- 当社は、2021年のDGP成長率中期予想7.5%を確認する。インフレのパターンを上方修正し、Q4までは3%を上回り、その後2022年末には2.4%と減速すると予想する。
- 米国のインフレ率は、Q2にはピークに達すると見ている。これは2020年初頭に新型コロナ感染中に多くの価格が崩壊したためのベース効果を受けたものだ。
- 直近のインフレは特に月ごとの変動性が高くなると予測する。これは商品とサービスの両方で経済再開による需要の高まりと、供給に抑制がかかっていたことの相互作用があるからで、場合によっては、生産のボトルネックが原因で悪化すると見ている。
- 経済予測への主なリスクは上向きのままである： a) 経済再開で価格決定力が高まると、これまでのところ部分的にしか実現していなかった、高い投入コストの価格への転嫁が予想よりも早くなされる可能性がある。 b) 長期的な消費者インフレ期待が持続的に上昇していることが、価格設定プロセスに定着してくる可能性がある。

2 経済モメンタムがピークに達したため、先進国株式市場の統合の可能性

- いくつかの指標は過剰となっている：製造業のPMIとISMは過去最高かそれに近い、MSCIワールドとS&P 500のコンセンサス・フォワードEPSはすでに危機前の水準を上回っており、金融環境は2007年以来最低のパーセントाइルにいる。株式のポジションはパンデミック前のレベルに戻っている。
- ディフェンシブ株から景気循環株への大きなローテーションは一時停止していることを示している。バリュエーションは過剰となっている。
- 当社は世界の株式をオーバーウエイトからニュートラルに格下げする。しかし、市場の統合は短命であり、それが強気相場を逆転することはないと予想する。

3 中南米の循環的な回復は、左寄りの政治的振り子に直面

- 中南米の政治的振り子は明らかに左に揺れている。パンデミック前の構造的な力と、最近の循環環境が厳しいことが原因だ。生産性が低下していることと、社会的需要の高まりが、パンデミックと相まって、痛みを伴う経済の縮小を引き起こした。
- 国民の不満と反体制的な感情は、2019年の時点ですでに明かだった。
- チリでは憲法改正議論が進行中であり、それは分裂し左よりになった議会に委ねられる。
- ペルーでは極左の大統領候補カスティージョが、急進的公約を掲げて2回目の投票で首位にたっている。
- コロンビアの財政改革は現実からかけ離れたもので、国の信用格付けがジャンクまで格下げされるなど、経済と金融に現実的なダメージを与えている。
- ブラジルの選挙は来年後半に予定されているため、ルーラ元大統領の台頭で左寄りの政策にシフトする前に、経済をより強固にするためのより多くの時間が与えられている。

4 GDPが予測より低かったこととワクチン接種が遅れているため、日本のQ1の成長率は格下げされた。

- GDPは予想をはるかに下回り、個人消費の低迷が縮小の半分以上を占めた。
- ワクチンの予防接種を受けた人口の割合は依然として低く(<10%)、日本は感染の再燃に晒されている。5月に緊急事態宣言が延長され、人の移動が制限された。
- 海外からの機械受注が急増しているため、外需は引き続き明るいスポットとなっている。

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	=		バイデン政権による経済再開と財政出動が全体的な成長と需要を支えるはずだが、市場では、極端なバリュエーションが各所で見られる。加えて、供給不足と増税が必要を圧迫する可能性がある問題として残っている。そのため、当社は引き続き選択的な姿勢を維持し、リスクを監視し、景気循環株とバリュエーションを好むローテーションを実施している。
	米国のバリュエーション株	+		人々の移動への制限が緩和されたこととワクチン接種（米国とその他の国で）が進行していることが、消費需要と経済成長を後押ししている。その結果、特にいくつかのインフレの兆候が見られるため、当社はバリュエーション株へのローテーションがさらなる勢いを増すと見ている。また、将来ESGのリーダーとなる可能性がある、質が高く、安定性のある企業を特定する機会がある。
	米国のグロース株	-		バリュエーションはまだ高い状態であるため、当社はグロース株、特に過剰に高いバリュエーションを持つグロース株には、まだ慎重な姿勢を維持する。経済成長が回復し将来金利が上昇するため、投資家は割引率が上がることで影響を受けにくい価格設定がなされている分野を探索すべきだ。
	欧州	=		直近の決算シーズンは好調であり、経済の正常化の重要性を示している。この地域は、まだ経済再開が起りつつあるため、これが、経済成長に連動するセクターの（直線的ではない）ローテーションを支えるだろう。しかし、当社は多くの良いニュースはすでに価格に織り込み済みだと考える。従って、当社はインフレの傾向を監視し、相対的価値と強いファンダメンタルズ、そして価格設定力をもつ企業に焦点を当てている。
	日本	=	▼	世界経済の勢いが一時停止したことは、しばらくの間日本市場に影響を与える可能性がある。中期的観点から見ると、経済成長は輸出、賃金の上昇、そして円安で支えられるだろう。
	新興市場	=/+	▼	米国の利回りが上昇するという見通し、特異なリスクと外部要因からの脆弱性が、短期的には新興市場への逆風となるだろう。投資家は、厳選する姿勢で、消費活動の向上に関連しているバリュエーション株/循環株分野、および魅力的なバリュエーションを持ち持続可能なトレンドに合ったセクターに焦点を当てるべきだ。
債券プラットフォーム	米国債	-	▼	CPIは予想よりも高く、供給が不足し、FRBが雇用を優先していることなどが見て取れるが、これらが、好調な消費、財政赤字への懸念、政府の財政出動と相まって、インフレの上昇を示唆するため、米国債には圧力がかかっている。投資家はデュレーションの管理に慎重で積極的であるべきだが、そうする際には、長いデュレーションに向かうという間違いを避けるべきだ。対照的に、インフレ連動米国債は、インフレが上昇すれば好調となる。
	米国IG社債	=		コア・イールドへの上昇圧力を考慮して、当社はポートフォリオの中のデュレーション、金利リスク、長期債務を制限している。その代わりに、満期が短い商品に焦点を当て、選択的であることで多くの機会が望まれる特異なリスクを好む。消費者の収入が改善する中、証券化された信用の中でも、特に証券化された住宅ローン以外の債務は魅力的であるように思われる。しかし、投資家はバリュエーションを慎重に見極める必要がある。
	米国HY社債	=		HYキャリアーは魅力的であり、経済が開放されると、企業のファンダメンタルズは改善するはずだ。しかし、選択的なアプローチを通して、その超過収入を守り、利回りと質の間の微妙なバランスをとる必要がある。
	ユーロ圏の国債	-/=		当社は、欧州の経済成長の改善（およびインフレの可能性）がイールド・カーブのスティープ化を支え、欧州中核国の国債へ圧力をかけると見ている。そのため、当社は慎重な姿勢を維持する。しかし、ECBは、経済成長を支えるため、利回りの大幅な上昇を阻止するだろう。一方で、当社は周辺国債には前向きだ。
	ユーロ圏IG社債	=/+		当社はIG債には建設的な姿勢を維持する。ファンダメンタルズとテクニカル要因が安定していること、市場には非常に大きな流動性があり、緩やかな改善が期待されることが理由だ。格付け見通しと、フリー・キャッシュフローの状況も改善している。しかし、一部でバリュエーションが過剰であること、金利とデュレーション・リスクがあるため、当社は引き続き厳選することが重要だと考える。全体的には、当社はBBB格付けの経済回復に関連するセクター（劣後債、エネルギー、自動車）での満期が短い債務を好む。
	ユーロ圏HY社債	=		企業のファンダメンタルズは経済回復を受けて改善しており、デフォルトの見通しを支える。当社は、更にスプレッド縮小の余地がある分野を好むが、非常に選択的になっている。
	EM債券HC	=/+		当社はIGよりもHYへの好みを維持する。これはソブリン債と社債の両方についていえる。HYは今年始めよりも公正に評価されているからだ。しかし、米国金利が上昇していることが逆風となっている。長期的な観点からみると、この資産クラスは収入創出戦略への良い補完となるだろう。
	EM債券LC	=		米ドル高と米国金利が上昇していることは、LC（現地通貨建て）債務にとっては逆風となるため、非常に選択的なアプローチが必要だ。当社は特に金利について慎重だ。FXについては、今年下半期には回復の可能性があるとする。
その他	コモディティ			世界的な景気回復がコモディティ価格を下支えしている。銅などのベースメタルは、需要の上昇（グリーン化への移行と経済活動の再開）と供給不足への懸念から価格が急騰した。FRBは今のところ低金利を維持しているが、金利は金の価格に影響をおよぼすため、投資家は金利の動きに注意を払うべきだ。
	通貨			米国の「双子の赤字」は長期的には米ドルへの圧力となるだろう。短期的には、米ドルは特に利回りが低いFX（JPY、CHF）に対して好調となるだろう。これは経済成長の差が原因だ。しかし、景気が回復するにつれて、景気循環的なG10 FXでありNOK、CAD、AUDは好調に推移する可能性が高い。

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5月22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

5/24/2021時点のデータ

年率平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI, 前年比, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
		範囲				
世界	-3.5	5.8/6.7	3.7/4.5	2.6	3.1	3.2
先進諸国	-5.2	5.1/6.0	3.2/3.9	0.7	2.1	1.8
米国	-3.5	6.8/8.2	3.3/4.2	1.3	3.1	2.5
日本	-4.9	2.5/3.1	2.8/3.4	0.0	-0.4	0.6
英国	-9.8	5.5/6.1	4.5/5.1	0.9	1.6	2.2
ユーロ圏	-6.7	4.0/4.6	3.1/3.8	0.3	1.8	1.5
ドイツ	-5.1	2.7/3.3	3.0/3.6	0.5	2.4	1.7
フランス	-8.2	5.6/6.2	2.9/3.5	0.5	1.5	1.6
イタリア	-8.9	3.7/4.3	3.2/3.8	-0.1	1.5	1.5
スペイン	-10.8	4.6/5.2	4.4/5.0	-0.3	1.4	1.3

出典：アムンディ・リサーチ

- **米国**：非常に緩和的な政策ミックスのおかげで、米国経済は引き続き強く回復しており、本記事執筆時点では、パンデミック前のレベルに戻る可能性が高い。当社は、2021年の経済成長とインフレの見通しを上方修正した。Q2には強いベース効果があるため、インフレは急上昇するが、その後は緩やかになると予想される。しかし、在庫の減少と原材料コストの上昇で、需要と供給のミスマッチが起るため、短期的には非常に変動しやすい状態が続くと予想する。FRBはこれらの進展を、彼らの目標に沿ったものとし、インフレ圧力は一時的なものとして解釈し続ける可能性が高い。
- **ユーロ圏**：Q1のGDPデータは予想より強く、制限の延長が示唆していたものよりも縮小は穏やかだったことがわかる。Q2には、制限が解除されるため、緩やかな成長が見込まれ、その後は、制限が大幅に解除され、ワクチン接種キャンペーンが進展するため、夏以降はさらに加速するはずだ。政府は回復が軌道に乗るまで財政支援を続けるだろうし、ECBは緩和的姿勢を維持する。インフレは上昇トレンドに沿って進行し、一時的な要因で変動しやすいが、2022年にトレンドを下回る前にQ4で一時的に目標を超えるだろう。
- **日本**：Q1のGDPは予想を大幅に下回り、すべての部門でいくらかの減速が見られた。人流への緩やかな制限の中で、内需の縮小、特に個人消費の縮小が主な原因だった。将来的には、日本ではワクチン接種のペースが遅いため、新たな感染の波や変異株の拡散に対して脆弱になっている。旺盛な外需とは対照的に、消費は穏やかなペースで回復するため、インフレの上昇は抑えられる可能性が高い。
- **英国**：再開スケジュールと予防接種キャンペーンが政府計画のマイルストーンを達成しているため、経済は6月21日までに完全に再開する予定だ。予想以上に強い景気回復の兆しがあるため、当社は成長予測を上方修正し、経済はQ2から回復を開始し、下半期には強いモメンタムを享受すると予想する。インフレ率は一時的な要因で上昇すると予想するが、目標の範囲内にとどまり、支持的な金融政策のスタンスを損なうことなく、最近強化された財政政策との連携で、着実に回復を支えるだろう。

主要金利の見通し

	28-05 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	0.15	0/0.25	0.16
ユーロ圏	-0.52	-0.50	-0.51	-0.50	-0.51
日本	-0.02	-0.1	-0.03	-0.1	-0.05
英国	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

出典：アムンディ・リサーチ

- **FRB**：FRBのジェローム・パウエル議長は、4月のFOMC会合で、テーパリングについて議論する時期ではないことを再確認し、彼らの目標に達するにはまだ長い道であるとし、「大きなさらなる進展」が見られるまでには「しばらく」かかることを強調した。労働市場が彼らの優先事項だ。テーパリングの時期は、その進化に依存する。FRBが、8月のジャクソンホール会議で、テーパリングについて考え、コミュニケーションを開始する前に、雇用状況が好調である月が数か月必要だろう。FRBは、今後数四半期にわたる強いインフレは、ベース効果とボトルネックによって引き起こされるものであるため、一時的であるという見方に固執している。
- **ECB**：予想通り、4月の会議では政策に関するニュースはなかった。しかし、ECBはハト派的姿勢を維持し、非常に緩和的な金融政策の姿勢を再確認した。ECB総裁は、テーパリングについての議論は時期尚早であるとして却下し、他の管轄区域については、金融刺激策を当面の間維持することを強調した。経済が「パンデミックの橋」をわたり終えるには、まだ長い道のりだからだ。6月の会議の焦点は、PEPP購入の四半期レビューとなるだろう。
- **日銀**：日銀が4月28日に、成長予測を上方修正した後、日本の景気回復の見通しは再び暗くなり、最新の成長率とインフレ率のデータはいずれも下方へのサプライズとなった。ワクチン接種率が低く(100人あたり5人未満)、感染が拡大する中、国の大部分が非常事態宣言下に戻っている。短期的には追加の刺激策が採られる可能性は低いものの、このような展開は、日銀が長期にわたり政策を保持する可能性が高いことを示唆している。
- **イングランド銀行**：前回の会合で、1人の理事が全体の規模を縮小することに賛成票を投じたにも関わらず、イングランド銀行は資産購入プログラムの全体的な目標を8950億ポンドで維持した。同時に、英国の量的緩和は無制限ではなく、債券購入が予定よりもかなり進んでいるため、BoEは債券購入の減速を発表した。2021年のGDP予測が、5%から7.25%に大幅に上方修正されたにもかかわらず、MPCは引き締めはまだ先のことであるという、全体としてハト派的なメッセージを発した。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
FRBのFOMC	6月16日
ECB理事会	6月10日
日銀MPM	6月18日
イングランド銀行 MPC	6月24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

5/24/2021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	2020	2021	2022
		範囲				
世界	-3.5	5.8/6.7	3.7/4.5	2.6	3.1	3.2
新興諸国	-2.2	6.4/7.2	4.0/5.0	4.0	3.9	4.1
ブラジル	-4.1	4.2/5.2	1.0/3.0	3.2	6.5	4.1
メキシコ	-8.2	5.4/6.4	2.0/4.0	3.4	4.5	3.4
ロシア	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.4
インド	-7.1	9.0/10.2	5.1/6.5	6.6	5.1	6.2
インドネシア	-2.0	3.8/4.6	4.6/5.6	2.0	2.0	3.2
中国	2.3	8.8/9.4	4.9/5.5	2.5	1.4	2.5
南アフリカ	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.4	4.7
トルコ	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.6	11.5

出典: アムンディ・リサーチ

- **中国**: 4月のデータは予想を下回った。小売売上高と工業生産の落ち込みは、Q2に連続成長が再び加速するという当社の楽観的な見通しに不確実性を追加した。明るいニュースは、ワクチン接種がスピードアップされたことだ。中国は1日当たり2,000万回のワクチンを接種できるため、7月までに人口の70%へのワクチン接種を終了することができる。インフレに関して言えば、PPIは前年同期比で、8%に近づいているが、政策の勢いが弱まっているため、今後数か月で勢いを失う可能性がある。対照的に、CPIインフレ率は引き続き軟調で、食品のインフレ率は低下し、コア・インフレは徐々に上昇している。
- **インド**: コロナ感染が、大都市だけでなく全国レベルでようやくピークに達し(5月9日の週には391,000人であったが、5月19日の週には295,000人に減少)、当社はFY22のGDP成長率が実質9%~10%であることを確認する。その間、4月のWPIが前年同期比10.5%に急上昇したことで示されるように、原料価格への圧力にもかかわらず、好ましいベース効果により、インフレ総合指数はRBIの目標範囲内に保たれると見ている。早期の正常化を急ぐには程遠いため、金融政策は緩和的な状態を維持し、支援的な政策ミックスを指示するだろう。
- **ブラジル**: 4月から5月の初旬にかけて厳しい状態が続いたが、人流と活動は急速に回復しており、コロナ感染の波による景気回復の底折れは過ぎたことを示唆する。実際、困ったことに人流はコロナの動態の先を行っている。年間のインフレ総合指数は、夏の間に、目標をはるかに上回るピーク(年率約8%)になると予測されているが、その後は緩やかになるはずだ。BCBは75bpの引上げをしたが、まだ部分的にしか再正常化していない。当社はより高く引き上げられると見ている。コロナ感染の状況が改善したことで、当局はペトロブラスの民営化や税制改革などの改革に焦点を移すことができた。
- **中央東ヨーロッパ**: 主に燃料と食料価格の上昇に牽引されて、4月のインフレ総合指数は急上昇した。チェコ共和国とハンガリーでは、アルコールとタバコの関税が引き上げられインフレへの圧力となった。インフレ総合指数はQ3に減速すると予想されるが、中央銀行の目標範囲の上限に近い数字で高止まりすると見ている。その間インフレ圧力(供給サイドの不足、コモディティ価格の高騰、世界的な景気回復、賃金上昇など)は持続するはずだ。このトレンドを考えると、CBのコメントはよりタカ派的になっている。金融政策の正常化は進行中であり、CNBが最初に金利を引き上げるであろうが、NBPとNBHはQEの縮小を開始するだろう。

主要金利の見通し

	31-05 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	3.95	3.85
インド	4.00	4.00	4.00	4.25	4.20
ブラジル	3.50	6.50	5.15	6.50	5.85
ロシア	5.00	5.75	5.50	6.00	5.50

出典: アムンディ・リサーチ

- **PBoC (中国)**: 4月の社会融資の成長率は予想を下回り、前年比11.7%となった。これは3月の下落に続くサプライズとなった。これら2つのネガティブなデータを受けて、当社はTSFの年末目標を11%から10.5%にさらに引き下げたが、これは2021年に債務対GDP比率が緩やかに低下すると想定した数字だ。政府が住宅市場とLGFVへの追加融資を制限しているため、この減少は銀行による融資の鈍化と社債発行の縮小によるものだろう。レバレッジ解消はすでに進行中であり、PBoCはカーブの後手に回っているため、LPRを変更することはないと見る。
- **RBI (インド)**: 4月初旬に政策金利を据え置いた(4.0%)後のパンデミックの再燃により、RBIは5月5日に流動性と信用のサポートと銀行システムの債務再編に加えて、追加の措置を採用した。インフレ率が目標範囲内で低下しているにもかかわらず(前年同期比で3月の5.5%から4月の4.3%へ)、パンデミックが5月から6月にピークに達すると予想されるため、RBIは2021年に緩和サイクルを再開すると予想される。
- **BCB (Brazil)**: 中央銀行は、金利を前倒しで「部分的に」再正常化することを使命としている。その戦略に沿って、BCBは5月に再び75bps(3.50%へ)の利上げを行い、6月の会合で同じ規模の別の利上げをすることを事前に発表した。しかし、この声明はややハト派的で、金融刺激策を部分的に撤回しない限り、2022年にインフレが目標を下回るリスクがあるという事実が強調された。当社は、国際的なコモディティ価格とそのインフレへの影響をより懸念しており、金融政策の完全な正常化(6.50%)が今年中に必要であると考えている。
- **CBR (ロシア)**: 4月24日に、ロシア中央銀行は政策金利を50bps引き下げて5.5%とし、緩和的な金融政策に切り替えたと発表した。さらなる利下げの可能性も残されている。需要の低迷によるディスインフレ圧力は、ルーブルの下落などによる一時的なインフレ促進要因を上回る。年間インフレ率は年末までに3.8~4.8%に達し、その後、目標である4%まで下がると予想される。CBRは2020-21年のマクロ予測も修正した。経済活動の減速が予想されることから、当社はCBRが年末までに、100bpsの利下げを行うと予想する。

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	6月21日
RBI	6月4日
BCB Brazil	6月16日
CBR	6月11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5月24日)

年平均(%)	実質GDP成長率(%) %			インフレ率 (CPI、前年比、%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	範囲					
米国	-3.5	6.8/8.2	3.3/4.2	1.3	3.1	2.5
日本	-4.9	2.5/3.1	2.8/3.4	0.0	-0.4	0.6
ユーロ圏	-6.7	4.0/4.6	3.1/3.8	0.3	1.8	1.5
ドイツ	-5.1	2.7/3.3	3.0/3.6	0.5	2.4	1.7
フランス	-8.2	5.6/6.2	2.9/3.5	0.5	1.5	1.6
イタリア	-8.9	3.7/4.3	3.2/3.8	-0.1	1.5	1.5
スペイン	-10.8	4.6/5.2	4.4/5.0	-0.3	1.4	1.3
英国	-9.8	5.5/6.1	4.5/5.1	0.9	1.6	2.2
ブラジル	-4.1	4.2/5.2	1.0/3.0	3.2	6.5	4.1
メキシコ	-8.2	5.4/6.4	2.0/4.0	3.4	4.5	3.4
ロシア	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.4
インド	-7.1	9.0/10.2	5.1/6.5	6.6	5.1	6.2
インドネシア	-2.0	3.8/4.6	4.6/5.6	2.0	2.0	3.2
中国	2.3	8.8/9.4	4.9/5.5	2.5	1.4	2.5
南アフリカ	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.4	4.7
トルコ	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.6	11.5
先進諸国	-5.2	5.1/6.0	3.2/3.9	0.7	2.1	1.8
新興諸国	-2.2	6.4/7.2	4.0/5.0	4.0	3.9	4.1
世界	-3.5	5.8/6.7	3.7/4.5	2.6	3.1	3.2

主要金利の見通し

先進諸国					
	28/05/2021	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	0.15	0/0.25	0.16
ユーロ圏	-0.52	-0.50	-0.51	-0.50	-0.51
日本	-0.02	-0.1	-0.03	-0.1	-0.05
英国	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

新興諸国

	31/05/2021	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	3.95	3.85
インド	4.00	4.00	4.00	4.25	4.20
ブラジル	3.50	6.50	5.15	6.50	5.85
ロシア	5.00	5.75	5.50	6.00	5.50

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	28/05/2021	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	0.14	0.20/0.35	0.29	0.35/0.50	0.46
ドイツ	-0.66	-0.70/-0.50	-0.68	-0.70/-0.50	-0.68
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.14
英国	0.05	0/0.25	0.16	0.25/0.5	0.25

10年物 債券利回り

	28/05/2021	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	1.59	1.8/2.0	1.75	2.1/2.3	1.89
ドイツ	-0.19	-0.20/0.0	-0.09	-0.10/+0.1	-0.02
日本	0.08	0/0.20	0.13	0/0.20	0.17
英国	0.79	0.9/1.1	0.98	1.1/1.3	1.08

通貨の見通し

	28/05/2021	当社予想 Q3 2021	コンセンサス Q3 2021	当社予想 Q1 2022	コンセンサス Q1 2022
EUR/USD	1.219	1.186	1.21	1.16	1.21
USD/JPY	110	112	109	114	110
EUR/GBP	0.86	0.84	0.86	0.85	0.85
EUR/CHF	1.10	1.12	1.11	1.12	1.12
EUR/NOK	10.20	9.73	9.89	10.11	9.80

	28/05/2021	当社予想 Q3 2021	コンセンサス Q3 2021	当社予想 Q1 2022	コンセンサス Q1 2022
EUR/SEK	10.13	9.88	10.00	10.06	9.90
USD/CAD	1.21	1.19	1.22	1.24	1.23
AUD/USD	0.77	0.80	0.78	0.75	0.79
NZD/USD	0.73	0.73	0.72	0.69	0.73
USD/CNY	6.37	6.50	6.47	6.60	6.42

出典： アムンディ・リサーチ

当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。

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

ASSET CLASS VIEWS

**Asset Class Return Forecasts - Q2 - 2021 (07-05-2021)**

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 #4 - In search of a new international order (26-05-2020)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views

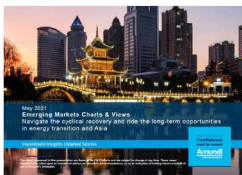
Shifts & Narratives #3 - The “make it or break it moment”: why investors should care about COP26? (19-05-2021)

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Division and ESG, Executive Committee Member - LE MEAUX Caroline, Head of ESG Research - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

Shifts & Narratives #2 - Inflation: something deep awakens (26-04-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - MORTIER Vincent, Deputy CIO - DRUT Bastien, Senior Strategist at CPR AM - PANELLI Francesca, Investment Insight Unit - PERRIER Tristan, Global Views

INSIGHTS PAPERS

**Emerging Markets Charts & Views - Navigate the cyclical recovery and ride the long-term opportunities in energy transition and Asia (17-05-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

SPACs: Beyond exuberance, back to reality (07-05-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - BERTINO Claudia, Head Investment Insights Unit - FIOROT Laura, Deputy Head Investment Insights Unit - DRUT Bastien, Senior Strategist at CPR AM

Why now is the time for active management in US equities (27-04-2021)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - DINO DAVIS, CFA Client Portfolio Manager - Equities - ALEC MURRAY, Client Portfolio Manager - Equities

Temperature scores: an innovative tool for ESG fundamental investors (13-04-2021)

DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Division - JOAN ELBAZ, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - MATHIEU JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

Why investors should look at Indian assets (06-04-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - ALESSIA BERARDI, Head of EM Macro and Strategy Research

WORKING PAPERS

**Liquidity Stress Testing in Asset Management****Part 2. Modeling the Asset Liquidity Risk (18-05-2021)**

RONCALLI Thierry, Quantitative Research - CHERIEF Amina, Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - REGNAULT Margaux, ENSAE

Robo-Advising: Less AI and More XAI? (26-04-2021)

BIANCHI Milo, Toulouse School of Economics, TSM, and IUF, University of Toulouse Capitole - BRIÈRE Marie, Amundi Research

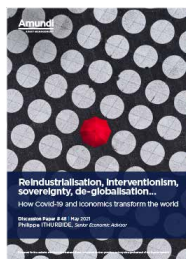
Bond Index Tracking with Genetic Algorithms (24-03-2021)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

Understanding the Performance of the Equity Value Factor (26-02-2021)

STAGNOL Lauren, Quantitative Research - LOPEZ Christian, Strategic Investment Advisor, CPR AM - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - TAILLARDAT Bruno, Smart Beta & Factor Investing

DISCUSSION PAPERS



**Reindustrialisation, interventionism, sovereignty, deglobalisation...
How Covid-19 and economics transform the world (19-05-2021)**
ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

INVESTMENT TALKS



European equity value has further to go in this cycle (29-03-2021)
ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value

REPORT



Emerging Market Green Bonds - Report 2020 (19-04-2021)
SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LACOMBE Jean-Pierre, Director,
Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

アムンディ・リサーチ・センター



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

Emerging Markets 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 redisseminated 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.msicibarra.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 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 - PM Images

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
BELLAICHE Mickael, 債券および信用ストラテジスト
BERARDI, Alessia 新興市場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, クロスアセット・ストラテジスト
DELBO' Debora, 新興市場マクロ・ストラテジスト
DI SILVIO Silvia, マクロ・ストラテジスト
DROZDZIK Patryk, 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 POL, アムンディ投資インサイト部

構想&制作

BERGER Pia, リサーチ部
PONCET Benoit, リサーチ部

本書は投資の専門家である顧客、投資サービス提供者、およびその他の金融業界のプロフェッショナルのみを対象としたものです

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
HERVÉ Karine, 新興市場マクロ・ストラテジスト
HUANG Claire, 新興市場マクロ・ストラテジスト
LEONARDI Michele, クロスアセット・リサーチ・ジュニア・アナリスト
MIJOT Éric, 先進市場戦略リサーチ総括
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
STRENTA Aurelien, 新興市場アナリスト (V.I.E)
USARDI Annalisa, シニアエコノミスト、クロスアセット・リサーチ
VARTANESYAN Sosi, ソブリンアナリスト、新興マクロおよび戦略リサーチ

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
PANELLI Francesca, アムンディ投資インサイト部