

Research

01
2021年1月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

大きな衝撃、大きな希望、大きな錯覚

今月のトピック

2021年の世界経済の見通しを再評価

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#01 - 2020年1月

目次

グローバル投資への見解

CIOの見解

大きな衝撃、大きな希望、大きな錯覚

p. 3

2020年は近代史上前例のない年であり、私たちが目撃した大きな衝撃を完全に消し去ることはできないだろう。2021年に入ってもリフレは続く可能性があるが、投資家は次の4つの重要な要素を検証するべきだ。それらは大規模なワクチン配布の成功、財政および金融刺激策の継続、中国主導による世界経済の回復、そしてコンセンサス自体についてのリスクだ。低金利とスプレッドの縮小で、債券の期待収益が低下したことは、投資家が自らの収益目標を達成するためには、より高いリスク（より高い株式の割合）を受け入れる必要があることを意味する。実施する際には、投資の分散と強力なヘッジの重要性を過小評価すべきではない。

マクロ経済

ECB：2021年にはユーロ債券を強く支える

p. 4

刺激策が拡大したことは、ユーロ圏での低金利が長期化すること、そしてユーロ圏における利回りの追及というシナリオと一致している。

マルチアセット

レティブバリュー戦略とヘッジで循環性を強化する

p. 5

当社は景気循環的傾向を維持し、リフレートは継続すると信じているが、投資家は強力なヘッジを通じて株式と信用商品へのエクスポージャーを保護する必要がある。

債券

信用市場の「大きな差別」

p. 6

経済が再開することは、米国のインフレ期待を高め、実質利回りに影響を与える可能性がある。投資家は、高利回りと高品質のバランスを取る手段として、信用リサーチを使う必要がある。

株式

バリュー株が上昇する余地はまだある

p. 7

最近、バリュー株が成長株を上回るパフォーマンスを見せたが、バリュー株が追い上げる余地はまだ大きく、収益の成長と経済の正常化にかかっている。

今月のトピック

2021年の世界経済の見通しを再評価

p. 8

2020年Q4は終了し、当社は2021年の中心シナリオが「金融回復体制」であり、その確信度は2020年Q3時よりも高いことを確認する。今後、グローバルなレベルで企業のファンダメンタルズが向上すると予測する。低金利の環境では、EPS成長の回復が、最終的に現在の資産価格のレベルを検証するだろう。これが、今後の四半期についての、当社の慎重ではあるが楽観的な姿勢を説明する。当社はまた、現在進行中のHY信用からバリュー株/循環株へのリスク移行の持続可能性を分析した。当社は金融回復体制の継続と成熟という、建設的な中期的見解を確認する。

市場のシナリオ & リスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 14
> 上位のリスク	p. 15
> 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. 16
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 17
> アムンディの各資産クラスへの見解	p. 18

マクロ経済状況

> 先進諸国 マクロ経済の見通し - 市場予測	p. 19
> 新興諸国 マクロ経済の見通し - 市場予測	p. 20
> マクロ経済および市場予測	p. 21
> 当社の予測についての免責事項/方法	p. 22
> 出版物のハイライト	p. 23

CIOの見解



BLANQUE, PASCAL
グループ最高投資責任者



MORTIER, VINCENT
グループ最高投資副責任者

大きな衝撃、大きな希望、大きな錯覚

2020年は近代史上でも前例のない年であった。Covid-19の大流行は、第二次世界大戦後最も深刻な世界的不況をもたらしたが、これは1870年代以降はじめて、ほとんどの国に同時に影響を及ぼした（世界銀行による）。この大きな衝撃は完全に消し去ることはなく、かつての「通常の状態」に戻ることはないだろう。ワクチンの迅速な配布、さらなる財政刺激策、そして地政学的な緊張が緩和することへの期待は、すべてリフレのシナリオを推進する。その結果、不況であるにもかかわらず、ほとんどの市場が好調に年を締めくくった。2021年に入っても、リフレは続く可能性があるが、投資家は市場の移行（ローテーション）に処し、バブルを回避し、抵抗力あるポートフォリオを構築するため、次の4つの要素を検証すべきだ。

要素1. 最近の上げ相場は、ワクチンの成功に対する盲目的な信頼とすべてが元通りになるという勇敢な想定に基づいている。これが最初に上げるリスク要因だ。大規模なワクチンの製造と配給は簡単なことではないのに、市場は人口の大多数がワクチンの接種を受けることを想定しているからだ。元通りの通常が目の前にあるという考え自体が怪物キメラのような物であり、これが散在する経済の再起について様々な問題を引き起こす。投資家にとっては、ワクチンの配布が、経済の回復と、HY信用よりも株式を愛好することを支える要素だ。この移行においてはバリュー株が最も恩恵を受ける。投資家は、リフレ環境では大きなバブルが発生する可能性があるため、最も過密となっている成長株の分野に注意を払う必要がある。

要素2. 財政および金融政策が経済を動かし続けている。しかし、これまでに実施された政策、特に財政政策は、不十分であるだけでなく、適切な方向性と調整がされていない。政策の撤回は考えられない。それどころか、中央銀行（CB）はもっと多くの政策を求められ、市場は政策ミスリスクを過小評価している。一方で、いずれはある程度のインフレ圧力が現実となるだろう。2021年の初頭には、10年物米国債の利回りは1%を超え、昨年3月以来の最高水準となった。経済回復がインフレの上昇を後押しすれば、利回りはさらに上昇し、市場にドミノ効果が生じる可能性がある。繰り返すが、当社は明日インフレが上昇すると予想しているわけではない。しかし、住宅市場が好況で、サプライチェーンが移行し、莫大な貯蓄が蓄積した需要に拍車をかけるのを待っている状況では、ゼロ・インフレのシナリオを急速にそして永遠に変える可能性がある。利回りが急上昇すれば、FRBはカーブ・コントロールの一貫として介入するだろう。投資家は、長期取引で身動きがとれない状況を避けるため、インフレに注意する必要がある。長期取引はますます高リスクとなっている。当社はデフレについて、バランスの取れたアプローチをお勧めする。投資家は、ドル安の環境で、最初に実現する可能性がある米国のインフレへのエクスポージャーを検討する必要がある。

要素3. 回復の道筋は中国が主導している。2020年に完全に回復した唯一の経済大国として、中国は危機からの脱却を主導している。2021年には、中国は世界の他の地域（RoW）と比較して、より急速に成長するというこの軌道を継続し、アジアの新興諸国の経済、そして特に中国とアジアとの強い貿易関係からポジティブなフィードバック・ループを持つ欧州の経済を活性化するだろう。投資家は、2021年には新興諸国（EM）、中国およびアジアの株式への配分を検討すべきだ。実際、2020年の業績が好調だったにもかかわらず、特に内需に関連する分野では、さらなる成長の余地があると当社は見ている。

要素4. 市場における現在の主要なリスクは、コンセンサスそのものだ。利回りがマイナスの債務が急増していることは、利回りへの追及を極端に押し上げる。品質を下げたいという誘惑は高く、低金利が永遠に続くことに賭けたいという誘惑も強い。しかし、システム内の市場流動性が不足していることを考えると、これは危険だ。投資家にとって信用銘柄の選択は最重要であるが、利回りの探求のためには市場全体から探すことが重要だ。適切な期間の範囲で投資する投資家（私募市場での投資家を含む）が、より広範で多様な機会を提供するだろう。さらに、投資家は、HYおよびEM債券（現地通貨建てを含む）の利回りと国債へのエクスポージャーを持つ信用への選好のバランスをとる必要がある。これらは資産配分における流動性プロバイダーとなり、多様化要因ともなるからだ。

2021年は、投資家にとって、株式への投資にポジティブな環境が始まるだろう。低金利とスプレッドの縮小で、債券の期待収益が低下したことは、投資家が自らの収益目標を達成するためには、より高いリスク（より高い株式の割合）を受け入れる必要があることを意味する。ワクチン配布に関して「一進一退」の状況が続けば、ボラティリティが戻る可能性がある。このことは、**相関性のない投資戦略による多様性を更に追加し、いくつかのヘッジを維持することの重要性**を思い出させてくれる。経済の見通しは明るい、回復への道は平坦ではないだろう。シートベルトを締めて、2021年のチャンスを見つけてください。

全体的なリスク・センチメント

リスクオフ

リスクオン



インフレに注意し選択的に株式へ移行するが、ヘッジの必要性和デフレシオンへのエクスポージャーとのバランスを取ることだ

前月からの変化

- ▶ 循環株とバリュー株の分野で移行への機会を活用する
- ▶ 英国資産はアップグレードされた（株式およびGBP）
- ▶ インフレからの保護のため米国インフレ連動国債（TIPS）を活用する

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

マクロ経済

ECB: 2021年にはユーロ債券を強く支える

DEFEND, Monica
リサーチ部グローバル総括AINOUZ, Valentine
先進国市場戦略リサーチ総括BERTONCIN, Sergio
シニア債券ストラテジスト

刺激策が拡大したことは、ユーロ圏での低金利が長期化すること、そしてユーロ圏における利回りの追及というシナリオと一致している。

ECBが12月の会議で提供したパッケージは、追加の量的緩和 (QE) と金融システムへのさらなる支援を組み合わせたもので、市場のコンセンサスと期待に沿ったものであった。パンデミック・プログラム (PEPP) は遅れることなく期間が延長され、5,000億ユーロが追加された。資産購入プログラム (APP) は現在の月間購入額200億ユーロで実行されることが確認された。つまり、今後15か月にわたり3,000億ユーロが追加投入されるということだ。金融システムへの支援はTLTROを通じてもたらされた¹。期間が延長され、範囲が拡大し、ECBの貸付業務に付随する非常に有利な条件が確認された。PEPPは2022年1Qまで9か月間延長された。これは一般的なコンセンサスであった6か月 (2021年末まで) の延長よりも長い。この決定は、多くのECBメンバーによる刺激策の規模と期間の重要性に関する最近の発言と一致しているようだ。満期となる債券の再投資期間の延長も、ほぼ同じ方向に向かっている。

ECBの焦点は、パンデミック危機から回復する際の経済成長を支援するため、好ましい資金調達条件を必要な限り長い期間提供し、維持することに対して主に向けられてきた。会議後の質疑応答でラガルド総裁は、ECBの戦略は「パンデミックの間、好ましい資金調達条件を維持すること」であり、それらを「非常にホリスティックな方法」とであると定義する。つまり「全ての経済セクターに対して」実施することを目指すとした。したがって、ECBは家計、企業、そしてソブリン・レベルでの貸出金利は、全て支援の範囲に入っており、経済内の信用のフローも同様であることを明らかにした。この目標を達成するために、ECBはQEを大幅に増加し、自らがQEを管理するために必要な柔軟性を提供する「市場における不変の大きな存在であること」を保証する。この点についてECB総裁は、最終的な調整のペースの対称性を強調する一方で、プログラムの額は上限を表しているが、「事前に定義された方法で使うとは限らないし、全額使うとも限らない」とし、「同様に、必要であれば限度額を拡大することもできる」としている。

当社は 刺激策が拡大したことは、**2021年の債券市場に関するテクニカルなサポートを維持する**という目的と一致していると考えている。したがって、より長期間にわたり現在の低金利と利回りへの追及を支えることになるだろう。

より拡大されたPEPPとAPPにより、**ECBは2022年3月末までに1.4兆ユーロ以上の純購入能力を維持することになる。**

ECBによるQEは、また現在の規制による悪影響に対抗し、超国家セグメントでのECBの存在感を高め、直近のユーロ債発行を強化

するため、追加のユーロ圏国債が必要になった時に、純資金を調達するのに十分過ぎるように見える。TLTROについても、当社は**新しい政策は、金融システム内の流動性を高水準に維持するために効果的であり、間接的にも債券のテクニカル要因を支える**と見ている。

たとえ強い条件付きであっても、超格安の融資は、銀行の企業に対する貸付条件の引き締めを回避するのに十分ではないだろう。今回の危機は、CBと政府による協調行動のおかげで、反循環的な貸付環境を特徴としている。

ここ数ヶ月、銀行の貸付状況は、(1) TLTROを介した力強い流動性の注入と (2) 政府によるローン保証のおかげで、緩和的な状態が続いている。すべての企業に対する大量の貸付供与で、企業の債務不履行や、この危機による長期的な経済ダメージを制限することができた。**当社は、政府のローン保証期間が切れた時、銀行の貸付条件が非常に厳しくなることを引き続き懸念している。**銀行はすでに、Q3の企業信用へのアクセスを制限しており、今後3か月でそれが更に引き締められると予想している。「銀行は、企業や家計への貸付のための信用基準を厳しくするための要因として、一般的な経済見通しが悪化したこと、借り手の信用リスクが上昇していること、リスク許容度が低下していることに言及している。」

金融政策による支援の期間は、支援の程度と同じくらい重要だ。現在、多くの金融および財政政策はパンデミックによって正当化されている。しかし、2022年3月以降も、非常に緩和的な金融政策が必要だ。今後数年間、(1) インフレは2%という目標を大幅に下回ると予想され、(2) ユーロ圏諸国間の経済の分裂は引き続き問題となるだろう。

2021年にコロナウイルス危機が終息すれば、どのような金融政策による支援が必要なのかという疑問や懸念が沸き起こるだろう。ECBのタカ派メンバーは、この問題について強い意見を持っていると思われる。

¹ TLTRO = 貸出条件付き長期資金供給オペ

マルチアセット

レラティブ・バリュー戦略とヘッジで循環性を強化する



GERMANO, Matteo
マルチアセット部総括

当社は景気循環的傾向を維持し、リフレ・トレードは継続すると信じているが、投資家は強力なヘッジを通じて株式と信用商品へのエクスポージャーを保護する必要がある。

2021年に入り、経済が景気後退段階から回復へと移行する中、当社は高リスク資産へのサポートが続いていると見る。重要なのは、米国上院の決選投票で民主党が勝利したことで、リフレ・トレードのシナリオが強化されたこと、そして循環セグメントにとってポジティブな環境ができたことだ。このような環境では、株式は債券よりも魅力的となる。そして、当社は1年ほどいくらかの上昇傾向が続くと見ている。また、この段階に入る前から株式の評価がすでに高いため、今回の回復は過去の回復とは異なること、そして効果的で大規模なワクチンの配布に依存していることも、当社は留意している。その結果、異なる資産全体において、非常に選択的に、そしてバリュエーションに注意を払うことをお勧めする。

当社が強く確信しているアイデア

先進市場 (DM) の株式には全体的に前向きであり、PMIのモメンタムがポジティブであること、ファンダメンタルズが健全であることから、当社は **英国に対する見解をアップグレード**した。これは、英国が現在「EU離脱割引」の真つただ中にあることと、収益予想の上方修正が期待されているからだ。しかし、警戒は怠っていない。一方で、当社は**日本および日本を除く太平洋地域 (オーストラリア) の株式**が景気回復の恩恵を受けると信じている。営業レバレッジが高いということは、2021年に予想される売上高の上昇に比例して、利益率が上がる可能性があることを意味する。新興市場 (EM) については、当社は全体的に楽観的見解を維持するが、**アジア**にはポジティブである。特に相対的価値を注視しながらも、当社は中国のA株市場 (主に金融、従来の消費関連株) は、MSCI中国 (インターネット、eコマース、テレコム) よりも好調であると見る。金融株は、バリュー株と出遅れ株に向けたファクター移行を支える経済的モメンタムから恩恵を受けるだろう。インターネット関連のセグメントは、過剰な規制によって圧力を受ける可能性がある。金融株はまた、有利なテクニカル要因、市場心理 (MSCI指数に含まれる可能性がある) および収益から恩恵を受けると見る。

デュレーションについては、当社は米国債10年物にはポジティブな姿勢を維持している。 戦術的な観点から見ると、米国の政治情勢や

リフレ環境の影響、特にFRBがカーブの後手に回っていると認識される場合には、2021年のテールリスクは上昇傾向となっている。また、当社は米国のインフレについても前向きな姿勢を維持する。**ユーロ圏周辺国の債務について**、当社は前向きな姿勢を維持している。特にイタリア国債 (BTP) 5年物については、スプレッド縮小の可能性が低くなっているのに、強力なテクニカル要因のサポートがある。**信用について、当社は前向きだ。** キャリイに対する需要とQEがそれを支えるはずだ。しかし、当社は魅力的なバリュエーション、ECBの購入プログラムが最近延長されたこと、そしてEUR IGのレバレッジ率が低いことから、米国IGよりもEUR IGを選好する。

投資家による利回りへの追及が、EMHCについての「スマートなインカム」戦略を支えるだろう。当社はこの分野には引き続き建設的であるが、スプレッド縮小への可能性はIGと比較するとHYの方が高いと考える。FXについては、当社はロシア・ルーブル、メキシコ・ペソ、インドネシア・ルピアに対する前向きな見解を維持する。

DM FXでは、USDと比較するとCADに対してポジティブな姿勢を維持する。 当社は景気回復が米ドルを圧迫する可能性があると感じている。また米ドルはすでに過大評価されているように見える。一方で、カナダの成長は予想よりも好調であることが証明されており、CADは20年2Hに他のコモディティFXから遅れをとっていた。CADを支えるもう1つの要因は、G10の中でカナダのキャリイが最も高いということだ。第二に、**当社は英ポンドへの見解をアップグレードしてUSDやEURと比較して「ニュートラル」とした。** これは英国のEU離脱の見通しによるものだが、状況を注意深く監視している。

リスクとヘッジング

コロナウイルス感染拡大の波とそれに伴うロックダウン、刺激策が時期尚早に撤退されること、そして地政学的緊張は、景気回復への信頼できるリスクを表す。その結果、投資家は、信用と株式へのエクスポージャーを保護するために、デリバティブ、円、米ドル、米国債の形で強固なヘッジ構造を維持する必要がある。当社はまた、金が現在の環境においては、強力なヘッジとして機能し続けると信じている。

アムンディクロス・アセットの確信

	1か月の変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式						■		
信用						■		
デュレーション						■		
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ります。UST = 米国財務省、DM = 先進国市場、EM / GEM = 新興市場、FX = 外国為替、FI = 債券、IG = 投資適格、HY = ハイイールド債、CB = 中央銀行、BTP = イタリア国債、EMBI = EM債券インデックス。

債券

信用市場の「大きな差別」

BRARD, Eric
債券部総括SYZDYKOV, Yerlan
新興市場部グローバル総括J.TAUBES, Kenneth
米国投資運用C I O

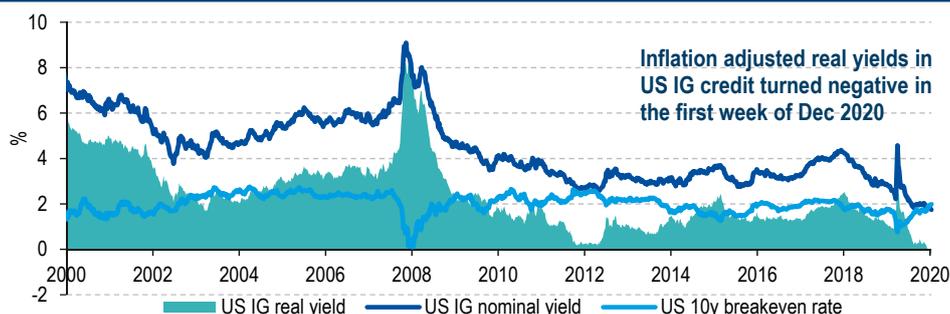
経済が再開することは、米国のインフレ期待を高め、実質利回りに影響を与える可能性がある。投資家は、高利回りと高品質のバランスを取る手段として信用リサーチを使う必要がある。

2020年Q3のGDP回復は予想よりも強力なものだったが、Covid-19の第2波による新たなロックダウンは、2020年Q4と2021年1Qの経済活動に影響を与える可能性がある。大規模なワクチン配布とECBが最新の政策レビュー会議で提示した緩和政策により、2021年2Hには世界のGDPが回復し、高リスク資産を支援する環境が提供されるはずだ。しかし、信用市場では、バリュエーションとファンダメンタルズの間には、大きなギャップがある。したがって、当社は、投資家がリサーチと選択を通じて、利回りの追及と信用力が高い借手との間のバランスを取ることをお勧めする。

世界と欧州の債券

当社は、デレーションについて全体的に慎重な見解を持っており、米国のスタンスをわずかに引下げ「ニュートラル」に近づけたが、欧州中核国についてはディフェンシブな姿勢を維持する。今後のスプレッド縮小の可能性は低くなっているが、当社は主にイタリアを通して欧州周辺国の債務（ECBの支援、EUの強い政策対応）について建設的な姿勢を維持する。米国の利回りカーブについては、2年物、10年物、30年物のセグメントに慎重になっている。最後に、米国の損益分岐の見方をアップグレードして、10年物よりも5年物を選択する。ユーロ圏でのバリュエーションが魅力的であると考えている。損益分岐点が上昇する可能性は、今のところ市場の価格に織り込まれていない。当社は、信用について建設的な姿勢を維持する。特に循環セクターについてそう言える。そして最近の上昇相場は、当社のスタンスを変えることなく、利益を確定する機会と見ている。さらなるスプレッド縮小の余地は、IGよりもHYにおいて、A格付けよりもBBB格付けにおいて、そして上位債よりも劣後債において、より高くなっている。しかし、市場はスプレッドがリスクが対して適切に報われないという状況からそう遠くはない。そのため、当社は非常にアクティブになっている。セクター別には、金融、テレコムにポジティブであるが、基本ユーティリティ、医療、輸送には慎重になっている。

インフレと米国のIG信用



Source: Amundi, Bloomberg at 14 December 2020. Yield to worst for Bloomberg Barclays US Total Return 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、IG = 投資適格、EUR = ユーロ、UST = 米国国債、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 = ユーロゾーン、BoP = Balance of Payments.

米国の債券

パンデミックから脱却し、大規模なワクチンの配布が行われれば、FRBの長期的な低金利スタンスと米消費者の商品やサービスへの蓄積した需要（貯蓄に支えられている）とが相まって、インフレが上昇するだろう。したがって、当社はインフレ連動米国債（TIPS）は、ポートフォリオの多様化とインフレからの保護の観点から良い方法であると考えている。一方で、赤字による財政支出と米国債発行が増加することは、利回りに上向きの圧力がかかり、イールドカーブのスティープ化につながる。したがって、当社はディフェンシブな姿勢を維持するが、米国債の先物は強力な流動性を提供すると考える。信用については、ポートフォリオのリスクを回避するためには、積極的な選択とリサーチが不可欠だ。投資家は完全に正常化したセクターを避けるべきだと当社は考える。実際、現在の状況は、完全な市場ベータへのエクスポージャーではなく、特異な側面で熟している。特に、消費者（複雑なABS）と住宅ローン市場（政府系住宅ローン）は、消費者の収益、貯蓄、債務返済が全体的に堅調であるため引き続き魅力的である。

新興市場（EM）の債券

当社は、全体的にEM債券にはポジティブであり、HYにはまだスプレッド縮小の余地があると見ている。各地のFXは、世界的な低利回り、穏やかなインフレ、米国の安定した政策、および初期サイクルの成長という環境によって支えられている。アジア地域の成長は、2021年1Hに他の地域を上回り、選択的な機会を提供する可能性がある。トルコについては、当社はBoP（国際収支）とリラに関連するリスクを認識しているが、信頼できる経済政策の正常化と安価なバリュエーションにチャンスがあると見ている。

FX

当社はUSD/JPYとUSD/CNYには慎重になっている。循環型FXへの環境が改善しているからだ。当社はNOK/EURには、まだ建設的な姿勢を維持する。

株式

バリュー株が上昇する余地はまだある

ELMGREEN, Kasper
株式部総括SYZDYKOV, Yerlan
新興市場部グローバル総括J.TAUBES, Kenneth
米国投資運用CIO

最近、バリュー株が成長株を上回るパフォーマンスを見せたが、バリュー株が追い上げる余地はまだ大きく、それは収益の成長と経済の正常化に懸かっている。

全体的な評価

世界的なワクチンの進歩と、英国で1つ、米国で2つのワクチンの使用が承認されたことで、パンデミックの期限が設けられたように見えるため、市場の将来にとっては、楽観的な材料となっている。企業にとっては、2021年には継続的な景気刺激策と景気回復により、大幅な収益成長が見込まれる。しかし、一部のセグメントに関してバリュエーションが過剰であること、コロナ感染の波が複数襲ってくるリスク、そして企業の返済能力などについての懸念があるため、選択的なアプローチが必要だ。当社は、質の高いバランスシートを持つ企業の基本的なボトムアップ分析は、持続可能な利益を得るために重要であると考えている。

欧州の株式

経済の再開は大規模なワクチンの配布に大きく依存していることを考慮して、**当社は正常化と回復に傾くも、バランスの取れた姿勢を維持する**。このことは、一方で医療やテレコム・サービスなどのディフェンシブなセクター、もう一方では産業および原材料セクターなど、優良な循環株を保有するバーベル・スタンスを支持する。最後の2つについては楽観的ではあるが、当社はバリュー株へのシフトから恩恵を受ける金融株についてもわずかに前向きになっている。興味深いことに、先月には**成長株と比較するとバリュー株への投資が回復した**。しかし、長い歴史的観点から見れば、**成長株 vs. バリュー株のプレミアムはまだ高いと言える**。バリュー株がアウトパフォーマンスする可能性は、いまだに大きいと当社は考えているが、前述のワクチンの配布、景気回復、PMIの改善、および金利の方向性に依存する。したがって、当社はプロセスの規律と株式の選択を優先しながら、市場とスタイル・リスクを管理する。それとは対照的に、一般消費財についてはより慎重になっており、テクノロジー株にはネガティブな見解を維持している。しかし、すべてのセクターにおいて、抵抗力のあるビジネスに焦点をおいている。

米国の株式

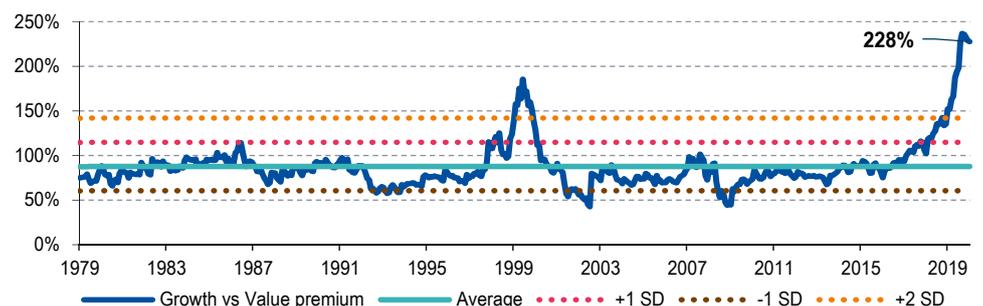
当社は、インカムの観点からは、株式の方が信用よりも魅力的であると考えている。しかし、このことは、アクティブであり続ける必要性を排除するものではない。実際、今日選択性はより重要となっている。市場には一部に極端なバリュエーションを持つ銘柄があるからだ。しかし、深く掘り下げることで、投資家は高成長株を避けるべきであり、継続的な財政刺激策、2021年の回復、企業収益の改善が**超大型の成長株からより循環的な成長株と循環的なバリュー株への移行を促進するかどうかを見極めるべきだ**。バリュー株は、より低い金利感度から恩恵を受けるはずだ。成長銘柄は、将来の収益への依存度が高く、公定歩合の上昇から悪影響を受けるため、金利に敏感だ。逆に、バリュー株全体のセ大きな部分を占める金融株は、イールドカーブのスティープ化から恩恵を受けるだろう。その結果、投資家は次のことを行うべきだ。

(1) 高成長で勢いのある株から、手頃な価格で安定した成長の銘柄（医療機器など）に移行することを検討する。(2) 優良なバリュー株（産業用機械、宅配など）を嗜好する移行から恩恵を受けることを目指す。(3) ESGセクターでの機会を探る。

新興市場 (EM)の株式

EM資産の地政学的リスクはまだ残っているが、経済活動が回復した国での銘柄を探ることについては引き続き前向きである。セクター・レベルでは、テクノロジーとインターネット、一般消費財と産業については選択的に積極的であるが、これらのセクターの過度なバリュエーションは留意している。当社は政府の行動によって収益性が抑制される可能性のあるセクターは選好しない。スタイル的に言えば、傾向としては、循環色の強い成長株と質の高い特性を備えた価値を探している。

MSCIワールドの成長株/バリュー株 - コンポジット・バリュエーション指標 (CVI) *



Source: Amundi Research, Datastream on 15 December 2020.

*CVI: based on a basket of criteria in absolute terms – trailing price-to-earnings ratio (PE), price-to-book value (P/BV) and dividend yield (DY), and ranked in percentile, ranging from 0% to 100% (the percentage of time this basket was cheaper since 1979: 0% never been cheaper; 100% never been more expensive).

今月のトピック



DEFEND, Monica
リサーチ部グローバル総括

貢献者:

BERARDI, Alessia
新興市場マクロおよび戦略リサーチ総括

PORTELLI, Lorenzo
クロス・アセットリサーチ総括

USARDI, Annalisa
シニア・エコノミスト、CFA

2021年の世界経済の見通しを再評価

2020年Q4は終了し、当社は2021年の中心シナリオが「金融回復体制」であり、その確信度は2020年Q3時よりも高いことを確認する。今後、グローバルなレベルで企業のファンダメンタルズが向上すると予測する。低金利の環境では、EPS成長の回復が、最終的に現在の資産価格のレベルを検証するだろう。これが、今後の四半期についての、当社の慎重ではあるが楽観的な姿勢を説明する。当社はまた、現在進行中のHY信用からバリュー株/循環株へのリスク移行の持続可能性を分析した。当社は金融回復体制の継続と成熟という、建設的な中期的見解を確認する。

I - 2021年の経済見通し
(最新版)

成長見通し(改定版)

▶ 2020年4Qについて

当社の前四半期における予測と比較すると、**2021年の経済成長の見通しは、新興経済諸国に有利な展開へと穏やかに変化した。**

米国の成長は堅固になり、日本でもやや改善された。米国では大規模な財政支援策が、日本では2020年よりも強いベース効果が原動力となっている。欧州では、2021年の予想成長率は低下した。パンデミックに対する現在の進展状況とベース効果が2020年よりも弱い(Q3の成長が予想を上回ったため)ことが理由だ。

2020年の新興市場の成長率は、期待よりも好調だったQ3の予測と比較して緩やかに上昇したが、2021年の予想も安定している。 ただし、ブラジルと南アフリカは例外だ。両国については、2020年よりも2021年の方がベース効果が低いと予想している。さらに、ブラジルの財政刺激策の採決が遅れていることと、南アフリカで新しいロックダウン措置が採られたことに加えて、年末に世界経済がそれほど活性化しなかったことも両国経済に圧力をかけるだろう。

継続的な政策ミックスの支援が、前向きな成長見通しの背景にある主な要因だ。 これはDM(先進市場)とEM(新興市場)の両方に言えることだ。ワクチンの有効性と大量のワクチン接種により、2021年に集団免疫が獲得できるかどうか、この見通しを左右する極めて重要な仮定だ。

ベース効果が逆転したことによる一時的な上昇はあるものの、**先進国のインフレは広範にわたり、抑制または安定するように設定されている。** DMの中央銀行の目標に向けて進展が見られるが、当社は当面の間、制御不能なインフレが浮上することは予想していない。**EMのインフレ傾向は、整合性を欠くように見える。** ほとんどの場合、最近の動態は、特に中国においては特定の季節的要因に依存しているため、一時的なものだ。しかし、トルコのように特異な状況もある。トルコは、

通貨安、電気料金の値上げ、2020年に導入された様々なVAT(付加価値税)の段階的な廃止などにより、インフレが非常に高く維持されている。**全体的には、新興国のインフレは先進国と比べると、すでに中央銀行の目標に到達しているかそれに近い。**

▶ 当社の2021年世界成長予測を再確認

成長の観点から見れば、**2021年の当社の世界の見通しは概ね安定している。** まだベース効果が支配的であるものの、適度に好調な四半期成長パターンを考慮に入れている。12月31日現在の当社の2021年世界成長の予測は **4.9%~5.7%であり、財政出動が重要な推進力として、特にAE(先進国経済)で回復を支える。** 米国では、ワクチン接種計画は進行中だが、ウイルス封じ込め政策がいまだに経済活動を弱める可能性がある。新しい財政刺激策は、今年上半期の経済を支えるだろう(当社の計算によれば、2021年のGDP成長率のほぼ1%に相当)。当社の当初予測は保守的で、12月27日に米大統領が署名した財政出動額9,000億ドルよりも控えめな額を織り込んでいたため、当社の予測をいくらか上方修正する。加えて、ジョージア州での上院議員決選投票の結果、民主党が議会で多数派となったため、ジョー・バイデンは財政刺激策を追加することができるだろう。ユーロ圏では、次世代EU(NGEU)計画が、特に主要脆弱国において、今年の後半から、潜在力を超える成長を推進すると予想される重要な要因となる。当社はユーロ圏の成長は安定すると見ており、2021年には4.3~5.1%、2022年には3.6%~4.2%の範囲で、米国を上回ると予想する(次のページの表を参照)。「集団免疫」レベルに到達するワクチン接種計画と累積した需要の組合せが、接種計画の成果を強化し、ある種の好循環を生み出す。これがこのシナリオの重要な特徴だ。したがって、履行リスクには注意が必要だ。

成長がいくらか早く回復する中、特にDMにおいてインフレ見通しは広範に抑えられている。これは2020年後半に、経済が広範に減速したためだ。 2020年Q4にウイルス感染の新しい波が起こったことは、マクロ・データにボラティリティが追加される原因をもたらし、新しい制限が課されたことで、特にサービス部門の活動

今月のトピック

が影響を受けた。プロキシのみを表示すると、モビリティ・データや電力消費などの広範な高頻度データ指標は、より厳しい封鎖措置が採られた地域（ユーロ圏など）で、Q4には更なる低下を示す傾向が示された。これは穏やかではあるが不均一な回復というシナリオと一致する。

実体経済は、ウィルスの発生で悪い方向に逆戻りするが、政策による介入が迅速に物事を動かす選択肢になることを期待する。さらに、世界の中央銀行は、非伝統的な金融政策を維持し、長期にわたって金融環境を緩和的にすることに取り

組んでいる。これは、企業のファンダメンタルズが回復したときに、金融市場を支えるだろう。¹

結論として、ウィルス感染の新しい波と異なる地域の国々で実施された選択的な封鎖で、世界経済の回復はますます不均衡で不均一になっている。ワクチンの接種計画のスピードと有効性が、蓄積した需要を解き放つための重要な原動力となり、財政および金融政策と共に、回復の成長軌道を形成するだろう。

¹ 当社の中心的なシナリオでは、このことはCovid-19以前の経済レベルには、さらに数四半期かかることを意味する（適切にV字型回復を示した唯一の経済である中国は除く）。

2020年Q4のサプライズ

不確実性はまだ蔓延しているが、当社は短期的には慎重ではあるが、楽観的な姿勢を維持している。それは次の項目を考慮に入れている。

! ワクチンの普及に関する進展は、当社の予想より幾分早くなったが、全体的に見ると、特に米国と欧州における感染の新しい波は、ワクチン接種計画が早期に開始されたという自信を相殺する可能性がある。新しい感染の波への公衆衛生上の対策は、様々な深刻さとモビリティの影響を受けて実施されており、高頻度データの著しい減速を引き起こしている。一部の地域では景気後退が起きている。このような動向は、米国においては、もし大幅に減速したとしても、Q4の成長を損なうことはなかったようである。欧州においては、小規模（Q2の景気後退のほんのわずかな割合）ではあるが、完全な景気後退の兆候が見られる。回復は2021年Q1以降、徐々にそして不均一に再開するだろう。今年の成長は、極端なベース効果によって推進されるが、これは2020年Q2の前例のない損失を相殺するだろう。

! 米国では、政権のレームダック期間中に**超党派の財政支援策**が承認された。支援額は数ヶ月前には低いように見えたが、年末に9,000億米ドル以上の財政支援策を承認したことで、Q4における脆弱なモメンタムを相殺し、今年の上半期に世帯の可処分所得を引き上げ、経済成長の勢いを復活させるだろう。

! EUでは**NGEU（次世代EU）の複数年予算に関する最近の合意**が、ポーランドとハンガリーの反対を克服して承認された。両国が反対したことで、交渉がより難しくなり、その実施とタイミングに関する不確実性が高まった。

! **金融市場はワクチンのロジスティクスに注意を払っていた。**そして、市場がワクチン関連のポジティブなニュース、財政政策、政治的リスクの軽減に反応し上昇したことは、当社を驚かせたが、戦術的な再ポジショニングが起きていることをほのめかした。

マクロ経済の予測（2020年12月31日現在の情報に基づく）

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					
先進諸国.	-5.7/-5.3	3.7/4.5	2.8/3.4	0.7	1.3	1.6
米国	-3.7/-3.3	3.7/4.7	2.4/3.0	1.3	1.9	2.0
日本	-5.6/-5.0	2.3/2.9	1.3/1.9	0.0	0.1	0.2
ユーロ圏	-7.6/-7.0	4.3/5.1	3.6/4.2	0.2	0.9	1.4
英国	-11.5/-11.1	3.5/4.1	4.4/5.0	0.9	1.7	1.9
新興諸国.	-2.9/-2.2	5.7/6.5	3.9/4.9	3.9	3.6	3.7
中国	1.4/2.0	7.9/8.5	4.9/5.5	2.5	1.4	2.2
世界	-4.1/-3.5	4.9/5.7	3.5/4.3	2.6	2.7	2.8

出典：アムンディ・リサーチ

今月のトピック

当社は来年のインフレ率は上昇傾向にあり、主にベース効果によって突発的に急上昇すると確信している。

インフレ：見て見ぬ振りをする重要な問題

2021年には、インフレとインフレ懸念がが脚光を浴びる可能性が強い。

2020年Q4には、インフレは関連性はあったが、市場を動かす要因ではなかった。米国のインフレ率は、住宅や医療サービスなどの主要分野が大幅に減速していたため弱く、EUのインフレ率はまだマイナス領域にあった。したがって、当社はインフレ懸念がより高いレベルまで引き上げられていると想定するのは時期尚早だと考える。

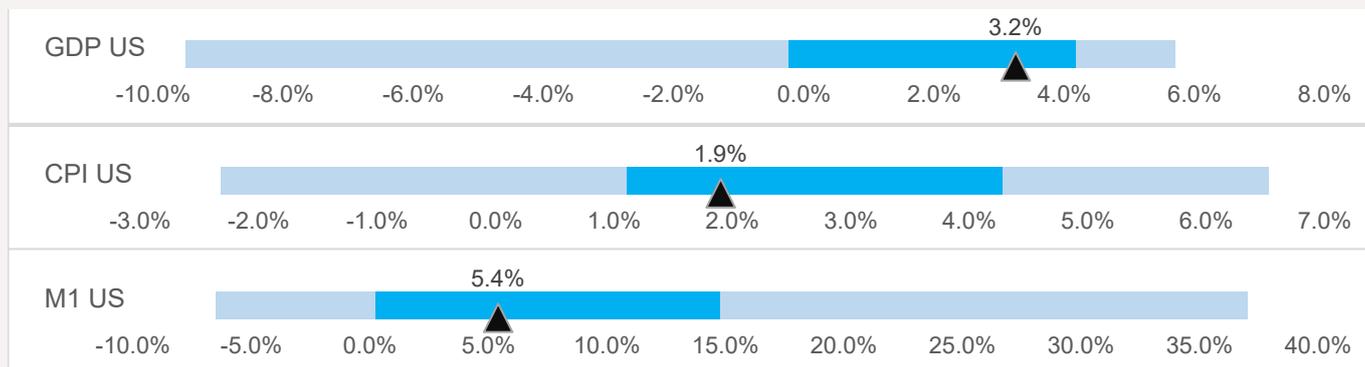
全体的に、当社は短期的なインフレ圧力に関係なく、金融政策が財政拡張を促進し、財政および金融政策の調整は継続すると予測する。実際、DMの中央銀行は、インフレ目標を一貫して達成できなかったため、予想通り、長期の政策ガイドラインを再検討している。そのため、インフレがわずかに上昇した場合でも、緩和政策の期間延長を可能にするだろう。対照的

に、EMでは、インフレのダイナミクスが大きく異なることを考慮して、金融政策者は政策のバランスを慎重に考慮する必要があり、今後の緩やかな回復を背景に、安定した金融政策の姿勢（限られた地域のみわずかな引き締め）が予測される。

結論として、DMのインフレは今後数か月間に異常なボラティリティを経験する可能性があるが、当社は見ている。これは封鎖が引き起こした歪みとベース効果によるもので2021年に反転するはずだ。需給ギャップが存在する限り、世界および地域的なデフレがインフレに蓋をする可能性があるが、石油価格のベース効果による負の抗力が衰退していることは、VAT削減が実施された国（ドイツなど）でのベース効果の縮小とともに、インフレが今後12か月に徐々に高くなる助けとなるはずだ。EMでは、全体像は穏やかなままで、インフレ総合指数はCBの目標の範囲内またはそれに近いままであると予想される。しかし、ほとんどのCBの多大なハト派的努力を考えると、

米国の経済的予測のマッピング

2021年Q4については、これまでに実施された金融政策による支援にもかかわらず、強く中央値を超える成長が、持続的なインフレの過熱につながることはないだろう。逆に、インフレは目標に向かって上昇するが、抑制されたままであると見ている。



Source: Amundi Global Research, Bloomberg, Eikon – Datastream, January 2020.

方法：この表は、2021年Q4の各変数（米国の前年比GDP、米国前年比CPI、米国M1加速度など）の期待値を表しているが、次の2つの範囲を比較している。

- 薄い水色：サンプル期間（1988年以降）にシリーズが到達した過去の最小値と最大値
- 濃い水色：AIP（アドバンスト投資フェーザー）の枠組みで計算された各マクロ金融段階の予測確率で条件付けられた変数分布の最小値と最大値

これにより、12か月先のAIPによって予想される金融体制の典型的な分布と比較した、予測ポジションを評価することができる。

価格のダイナミクスと期待は監視する価値がある。

II- 当社シナリオの確率をリバランスする

2021年が始まったが、当社は回復への道は平坦ではないと予想する。それは、一方で、集団ワクチン接種計画に関連した楽観主義、他方で、今年Q3までは完全に解除されるとは思えないウイルス封じ込め対策に形作られている。

当社の中心的&代替シナリオに割り当てられた確率は、予想される金融体制の観点から、前四半期と比較して再検討された。

当社のシナリオは、大規模なワクチン接種のペースに左右されるが、これは非線形で不均一であると予測する。

▶ 当社の「中心的シナリオ」の確率を75%に引き上げる

当社は自らの「中心的シナリオ」には高い確信を持っている。そのためシナリオの確率を65%から75%に引き上げる。このシナリオは、世界を正常に戻すことは、複数年にわたるプロセスであり、ウイルス感染によって実体経済が悪い状態に逆戻りすることもあり、政策による介入が、事態を迅速に終息するための選択肢であることを想定

今月のトピック

新たな感染の波でロックダウンが進む中、Q4の回復は地域によって異なり、特にワクチンの接種計画が予想よりも早く開始されたことによる信頼感の高まりを部分的に相殺する

2020年Q4に始まったリスクの移行は、今後数四半期にわたって継続するはずだ

している。

当社の予測では、企業収益には抵抗力があることが証明され、経済活動が再開するにつれて2020年の安値から回復する。管理された低金利は、株式市場をさらに押し上げ、確固たる政策によって支えられ、2020年に顕著となった金融市場と経済の間ギャップを維持するのに役立つだろう。

当社は、金融市場に関する限り、短期的にはより慎重な楽観論をもつが、中期的には継続的かつ成熟した建設的な見解を確認する。当社の楽観的見解は、Q4に達成した、次の3つの重要な結果からきている：

- 1) 11月以降の**Covid-19ワクチンの実際の進歩**は、「ワクチン接種が可能になった」回復が起きることについて、より強い確信をいだかせた。
- 2) **財政支援の段階的な進捗状況**が、当社の経済予測を改善させた²。公衆衛生上の規制による影響が大きかった分野への（福祉的）支援に選択的に取り組めば、財政出動が最も大きな影響を与えると当社は信じる。G4の中央銀行は全て、金融市場を安定させること、ソブリン債務の発行を貨幣化することで経済成長を後押しするなど、緩和的な資金調達条件を維持することを約束している。
- 3) 大きな**政治的リスク**（米国の選挙、合意なきEU離脱を含む）が消滅したため、金融市場のボラティリティが低下した。

▶ 「下振れシナリオ」の確率は15%と高いまま維持する

市場参加者は、「ワクチン接種が可能になった」後の景気回復の価格設定を、少々早過ぎる段階で行った。当社の下振れリスクは15%（25%から下落）の確率で設定されており、過去の傾向を上回る高いレベルで維持されている。つまり、当社は短期金融市場の動きについて慎重になっている。

当社の下振れシナリオを引き起こす可能性がある主な起爆剤は、主に次の3つである。

- 1) **ウイルスの遺伝的進化**。これはパンデミックが再び制御不能になり、マイナスの成長ショックにつながる。
- 2) **政策ミス**。これは財政政策の実行リスク、金融政策が一時停止される、または緩和的な姿勢の一部が修正されたことなどだ。たとえば、歯止めがかからない米ドル安、低金利の解消、またはインフレ期待から圧力を受ける可能性がある。低金利やインフレ期待はコンセンサによるものであるため、それ自体がリスクを表し、シナリオの形勢を一

² 今回、当社は財政出動による支援を明白に追加した。（米国については、およそ5,000億ドルの支出によるQ1およびQ2の影響が主であり、これはCBO（議会予算局）の財政乗数に基づいて計算された。ユーロ圏については、各受益国に割り当てられたRRF助成金の15%から20%が、Q3以降の影響が主で、これはEU委員会に提出された各DBPに沿った乗数で予測されている）。

変させる可能性がある。

- 3) **長期にわたる景気後退**がビジネスと消費者の信頼感に影響を与え、危機によってまだ影響を受けていないセクター（金融セクター）に飛び火し、異例の経済危機を金融危機へと発展させる。

▶ 上振れリスクは10%の確率

当社の「上振れシナリオ」は、2021年H1に公衆衛生上の危機が解消され、「**ワクチン接種が可能になった**」回復を必要とする。政策の秩序だったリバランスと経済活動の促進の組合せは、経済回復への道を開き、新しいデジタル/グリーン開発による生産性の向上と迅速な経済の正常化を促す。民間の需要は復活し、需要主導の穏やかなインフレ上昇につながる。

投資への意味合い

当社の「中心シナリオと代替シナリオ」の新しい確率が意味するのは、リスクのバランスが取れ、十分分散されたポートフォリオをお勧めするということだ。このようなポートフォリオは、成長や制度的政策からのネガティブなショックを受けた時のボラティリティの上昇に対して抵抗力を持つ。当社は企業収益は回復すると予測している。中央銀行が金利を管理する環境は、高リスク資産の価格水準が更に上昇することを支持しているからだ。これで、現在進行中のHY信用からバリュー株/循環株とEM資産への移行（ローテーション）が維持されると見る。

III- 中期的な投資の見通し

当社の「アドバンス投資フェーザー」（AIP）枠組みについてのトップダウン評価

当社の循環指標であるAIP（アドバンス投資フェーザー）の全要素については既に説明したが、これが、当社の中期的な投資への見解を支えている。当社はこの枠組みの中で、マクロの見通しについての見解と予測を、当社の確信と投資戦略に反映させる。

金融の「回復体制」が当社の「中心的シナリオ」であることを確認する（75%の確率）が、成長とマクロ決定要因がまだ最優先事項である。当社の経済レーダーによれば、2020年Q4に見られた低迷は、2021年における回復を妨げるものではない。それでも、経済成長が危機前のレベルに戻ることは、ゆっくりで浮き沈みの多い道であろう。労働集約的なセクターが、パンデミックによって深刻な構造的損傷を受けたからだ。

長期的な成長決定要因に基づく当社の分析では、成長の可能性は、パンデミックによって、次の3つの成長経路を介して、深刻な打撃を受けたことを示している。それらは、生産性の低下、設備投資の減少、労

今月のトピック

働力参加の減少だ。この影響は、中期的には徐々に逆転するだろう。しかし、**企業収益は、危機前のレベルへの戻るための回復力がより強いだろう**（米国の2021年のEPSは、2019年12月のレベルよりもさらに高くなると当社は予想する）。さらに重要なことには、**資産価格の動態が、CBの金融政策を大きく変えてはならないということだ**。流動性の注入は、資産のリフレを支え、前向きな融資と金融環境を維持するために確実に行われる必要がある。

政策が加速することはリスク資産を支えるが、ファンダメンタルズから分離することは、下振れリスクを高める。これが当社が「下振れシナリオ」に割り当てた確率（15%）に反映されている。これは10%以上の潜在的な市場の修正（過去平均と一致）を含む。**▶ 利回りの追及と分散**

このような環境の中では、**利回りの追及は債券分野ではまだ主要なテーマだ**。しかし、焦点は**分散目的および期待収益の観点から、新興市場の債券へと** 移っている。実際、米ドル安、タイム・プレミアム調整後のインカム、そして新興地域の経済状況の改善などを考慮すると、世界の新興市場債券には追い風が吹いている。さらに、中央銀行が開拓した緩和的な金融環境が、GEM(世界新興市場)のイールド・カーブのボラティリティが急上昇するのを防いでいる。当社は、国債よりも**インフ連動債**への選好を改めて表明する。インフレ期待は低水準に留まっているが、今後さらに上昇した時に備えて、これは安価なヘッジとなる。

▶ 高リスク資産の中では株式を選好

金利が管理されている環境では、**企業収益の回復力が**、投資倍率の急上昇を想定せずとも、株式が2021-22年に新しい高値を記録することを助けるだろう。当社は株価収益率は徐々に過去の中央値に戻ると予想する。したがって、**リスクとリターンの**

特性から見れば、株式市場は高リスク資産の中では依然として当社が選好する選択肢だ。

さらに、少なくとも先進国市場では、HY信用から株式への移行が続くと予想する。HYのボラティリティは2020年に大幅に低下しており、スプレッドが極端にそして人為的に縮小されているため、上昇する可能性は過去の回復時よりも制限されている。

Q4に起こった資産クラスの移行と高リスク資産のパフォーマンスは、市場の混乱と出遅れ株（グローバル株式のリスク・プレミアム vs. 利回り、循環資産、コモディティ、そして一般的な全てのリフレートレード）の過小評価を大幅に改善した。

▶ 移行の継続性と持続可能性についてのリアリティ・チェック

当社の分析によると、この移行は**長期にわたって持続可能である**。HYから株式への移行は、**ユーロ圏で高い可能性**があることを当社は認識している。最近、米国でこの移行に関連する売買がなされ、同地域での相対的な魅力をほとんど使い果たした。**GEM（世界新興市場）の高リスク資産への投資機会は、2021年1Hも続く**だろう。

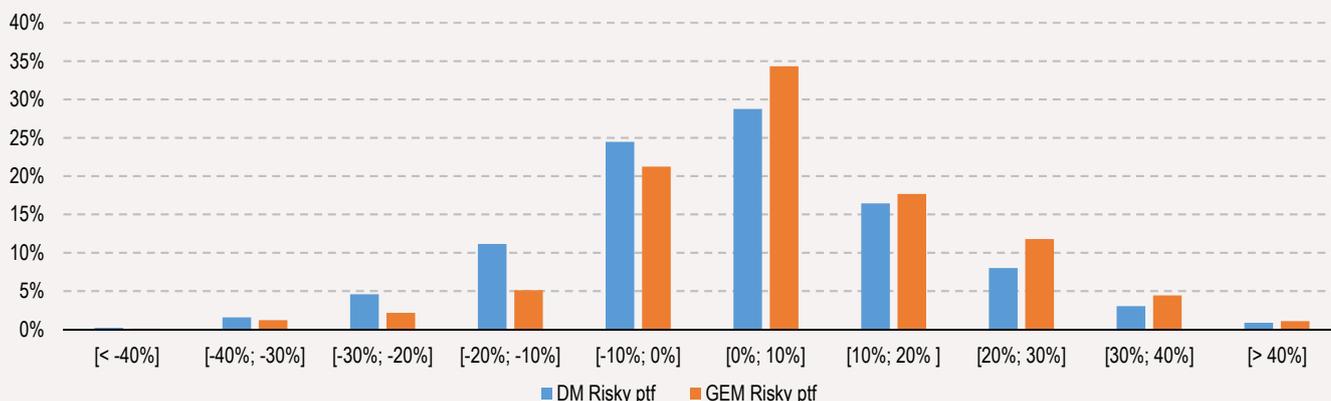
これらを考慮すると、**リスクを分散するために、出遅れ株にさらに焦点を当てた移行への売買を維持し、これをクロス・アセットのレベルで行うことが適切**であると当社は考える。

結論

2020年Q4には、**経済と金融の循環が往復したことが確認されたが、2021年の金融回復体制では、高リスク資産クラスへの移行の余地がさらに大きくなる**だろう。景気回復には、徐々にそして不均一な回復プロセスが伴うと当社は考える。実体経

回復金融体制(当社の中心的なシナリオ)では、**グローバルな新興リスク資産(HY + 株式)は、先進国市場のリスク資産の平均を上回っている**。これは主に安価なトップダウン評価のおかげだ。

1/ 収益予測 - DM(先進市場) の高リスク・ポートフォリオ vs. GEM (世界新興市場) の高リスク・ポートフォリオ

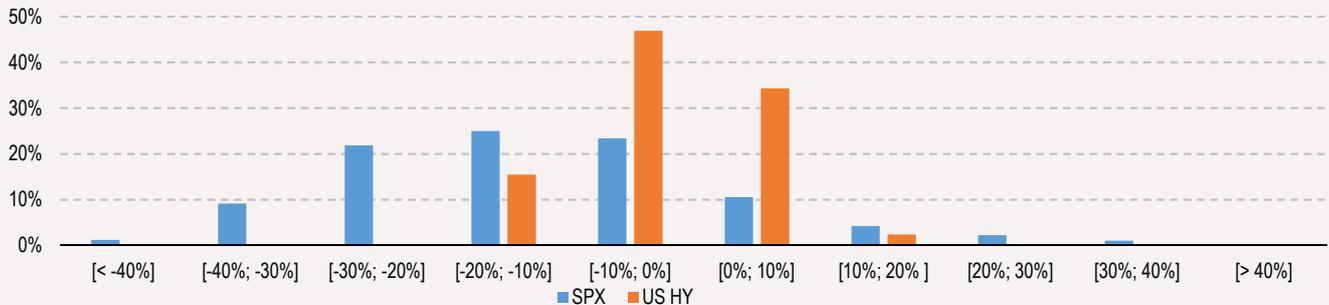


Source: Amundi Research, Bloomberg, Standard & Poor Website, January 2021, X axis reports portfolios expected return range, y axis reports the frequency of the probability distribution.

今月のトピック

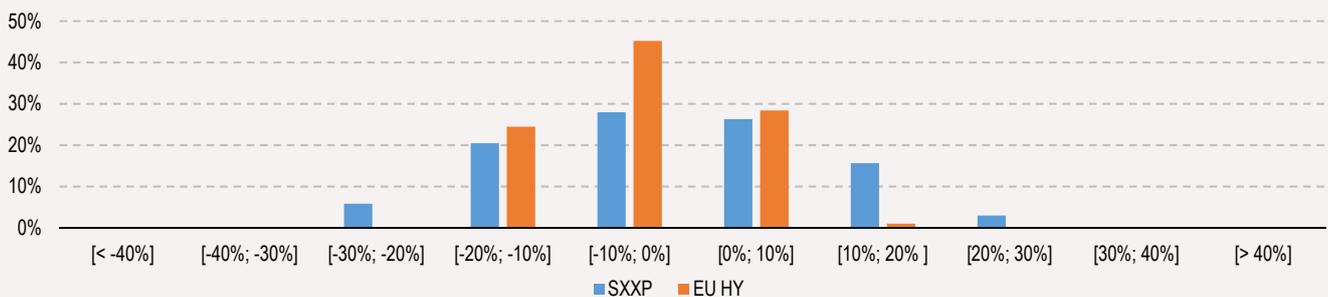
クロス・アセット・ポートフォリオでは、HYから株式への移行はユーロ圏(EZ)と米国の両方で起こるだろう。しかし、相対的にはEZの方がより上昇傾向が強いだろう。

2/公正価値 - 米国HY vs 米国株式



Source: Amundi Research, Bloomberg, Standard & Poor Website, January 2021, X axis reports portfolios expected return range, y axis reports the frequency of the probability distribution.

3 / 公正価値 - EU HY vs EU 株式



Source: Amundi Research, Bloomberg, Standard & Poor Website, January 2021, X axis reports portfolios expected return range, y axis reports the frequency of the probability distribution

方法: 当社独自のマクロ予測から生成されたシミュレーションと、AIP (アドバンスド投資フェーザー) から得られた金融体制の確率に基づいた、収益予測 (および公正価値) の分布。シミュレーションされた分布は、全資産クラスについての中心的なシナリオに内在する非対称性、上向きおよび下向きのリスクを捉えている。最後の表では、バランスが採れた2つのポートフォリオ (DMとGEMの高リスク・ポートフォリオ) を提示している。一つは50%DM HY + 50%DM株式であり、もう一つは50%GEM HY + 50%GEM株式という分布に基づくものだ。当社の計算に基づく、EM資産クラスへのエクスポージャーが高いポートフォリオは、DMベースのエクスポージャーの業績を上回るはずだ。

済は、ウィルス感染の増加で悪い方向に逆戻りするが、政策による介入が迅速に物事を動かす助けとなることを期待する。このような環境では、成長、金利、インフレ、金融および財政政策は強く相互連結している。つまり、下振れリスク・シナリオに留まったとしても、特異なリスクがシステム全体に伝播する可能性があるということだ。

当社の中心的なシナリオに最も関連性が高いリスクは、(1) 2021年Q1にパンデミックが、さらなるマイナス成長ショックをもたらし、債務不履行率が上昇し破産が増加すること。そして、景気後退が長期化した結果、ビジネスと消費者の信頼間に影響を与えデフォルト率と破産の増加すること、(2) 野心的な財政刺激策の実行リスクだ。

短期的な市場修正を検討する価値はあるが、当社の分析では、リスク移行のシナリオは中期的にも持続可能だ。 HY信用から株式への移行については、最近米国が後れを取り戻した後、ユーロ圏で同様の移行が行われる可能性が高まると予想される。2021年上半期の投資機会は、引続き新興市場で可能だろう。これらを考慮すると、**分散されたポートフォリオを維持するためには、出遅れ株にさらに焦点を当てた移行への売買を維持し、これをクロス・アセットのレベルで行うことが適切だと**当社は考える。

2021年1月6日作成

中心 & 代替 シナリオ

月次アップデート

今月、当社は2020年4Qのワクチン接種の進展、財政および金融政策、そして(地政学)政治の動向を考慮に入れて、自らの中心的シナリオと代替シナリオの確率と説明を更新した。当社は自らの「中心的シナリオ」には高い確信を持っている。そのためシナリオの確率を65%から75%に上げる。下振れシナリオの確率を25%から15%に引下げるが、これは過去平均レベルを上回っている。当社は「金融回復体制」に関するポジティブな中期的見解を確認するが、それはウイルスに関するニュースに依存するため、短期的には金融市場にはより慎重になっている。

下振れシナリオ
15%

長期的停滞

分析

- ウイルスの遺伝的進化がパンデミックを制御不能にし、更なるネガティブな成長ショックを引き起こす
- 財政政策の政策ミスと実行リスク
- 国内(資産バブル)または国外(FX)の制約による、緩和的な金融政策の一時停止または後退
- 不確実性(見通しの欠如)が原因で景気後退が長引くことが、ビジネスと消費者信頼感に与える影響
- 経済危機が金融危機に発展する
- 保護貿易主義と非グローバル化が加速し、貿易と世界のバリューチェーンに悪影響を及ぼす

市場への影響

- 現金と米国債を愛好する
- 金、CHF、円を愛好
- 最小ボラティリティ戦略をとる

中心的シナリオ
75%

複数年および複数速度の回復

分析

- 複数年かかるプロセスで世界経済を軌道に戻そうとするが、回復への道はでこばこ
- ウイルスの発生と封鎖措置により、2021年Q4までは経済成長が悪い状態に逆戻りする
- 1Hには大規模なワクチン接種計画が始まるが、地域によって不均一
- 先進国経済では、財政政策を動員するという強い政治的コミットメントがあるが、適時に実行できるかどうかはリスクとなる
- デフレ・リスクと公的債務の増加に対処するために、緩和的な金融政策が維持される
- 企業収益のポジティブなモメンタムと支払能力へのリスクが減少
- 世界のGDPに対する世界貿易の比率はさらに低下しているが、米国の選挙が終わった後、地政学的緊張は低下している
- Covid-19危機が所得と富の不平等を悪化させる(社会的緊張が高まるリスク)

市場への影響

- 米国債のイールドカーブのスティープ化が内包されている
- HY信用から株式への積極的な移行(ローテーション)が起こる
- 株式のテーマは、循環セクターであるがより内需主導型である
- インカムを得る手段を維持する: EM債券、信用IG
- 不確実性のまん延、デフレ、景気後退の怖れのために、金を選択

上振れシナリオ
10%

V字型の回復

分析

- 集団予防接種と効率的な封鎖措置のおかげで、公衆衛生上の危機は2021年1H末までに解決する
- 「ワクチン接種が可能になった」後の回復が維持される
- 新しいデジタルとグリーン開発で生産性が向上
- 経済活動がより迅速な正常化
- 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
- 持続可能な成長と更なる(財政)政策支援の必要性が減少

市場への影響

- 成長とインフレ予測が急上昇すると、米国債のイールドカーブは、スティープ化する
- 循環的なエクスポージャーがあるリスク資産を愛好する
- インフレ・ヘッジとして金とインフレ連動債を愛好する

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。当社は全体的なシナリオを維持し、最近の進展に照らしてリスクの確率を変更する。

経済的リスク

20%

— Covid-19ワクチン接種についての問題

- 予期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ているが、それは11月以降大幅に改善されている
- 既存のワクチンでは効かないウイルスの変異体の一つまたは複数確認されれば、パンデミックが終息するという期待を損なうだろう

— 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ていることと失業率の上昇と各社会クラスへの不均一な影響などが、回復を損なう可能性がある

— インフレの復活と2回目のテーパ・タントラム

- 短期的にはリスクは非常に低く維持されているが、コロナ感染が消滅するにつれて、長期的にはインフレの上昇圧力が徐々に高まる可能性がある
- インフレが視野に入ってくると、量的緩和は問題になる可能性がある
- インフレの動態と中央銀行の反応関数は、特にインフレが中央銀行の目標に近いEMにおいて、不確実性の原因となる可能性がある
- FRBがQEを早期に終了する、または意思の伝達を間違えた場合、2013年と同様の2回目のテーパ・タントラムにつながる可能性がある

財政的リスク

15%

— 企業の支払能力リスク

- Covid-19危機以前は、企業の負債はGFC前の水準を上回っていた。
- 不況の規模は、中央銀行の行動や政府の保証制度に関係なく、支払能力リスクを増大させる

— 米ドルが大幅に下落することは、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

— 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易くなっている
- 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、デフォルトのリスクを増大させる可能性がある

(地政学的) 政治リスク

10%

— 米中間の冷戦

- 米国の選挙をきっかけに、民主党タ力派の口調が両国の関係に新たな政策の不確実性をもたらしている
- 中国企業の上場廃止は、同様の報復を引き起こす可能性がある
- 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を背景に

— 英国のEU離脱 2.0

- 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き、サプライの混乱につながる可能性がある
- 第三段の国家封鎖という状況では、離脱によって幾つかのセクターで収益が減ることから、首相への国内の政治的コンセンサスが衰える可能性もある
- スコットランドは再び独立に関する国民投票を要求する可能性がある

+ 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

- Covid-19の第2波によって、EU全体で新しい封鎖措置の導入を余儀なくされ、そのせいで、2020年Q4には新たな景気後退が起こった。同様に、米国ではQ4に経済活動の減速が起こり、Covid-19の感染が急拡大して過去最高を記録した。
- これらの傾向はソフトデータとハードデータによって裏付けられており、製造部門はパンデミックによる制約をそれほど受けていないため、サービス部門と比べるとより持ちこたえている。

●●● ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 高リスク資産は高水準で取引されており、堅固な成長期待を割り引いている
- 株式の絶対P/Eはまだ過去平均を上回っているが、今後利益が回復するにつれて、元に戻ると予想される。
- 株式のリスク・プレミアムとCB流動性注入後に調整された株価収益率は、相対価値の観点から、まだ株式を支持している

ディフェンシブな資産配分

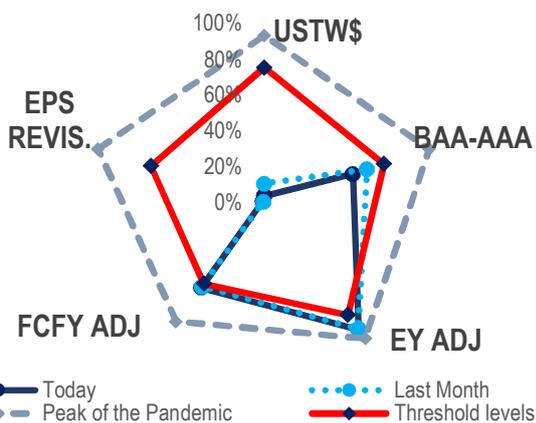
●●● テクニカル要因

- 2020年の最後の月には、高リスク資産は加熱相場の領域に入っていた。これは米国の選挙の結果とCovid-19ワクチン開発の展開が起爆剤となったものだ。
- 年末前のクリスマス期間中に、多くのDM諸国で規制が厳しくなり、利益確定売りが出たことで高リスク資産の勢いが弱まった。トレンドや純粋な逆張りのシグナルを見ると、明確な方向性が欠如していることを示している。クロス・アセットの領域では、HY債券（米国と欧州のHY社債、GEM債券）が、最も買われ過ぎのセグメントである。

●●● 市場心理

- 世界的に中央銀行が回復への支援について安心感を与えているため、金融環境は12月にさらに緩和され、2021年初頭には、当社のリスク・センチメントのパロメーターは高リスク資産を引続き支援している。
- 米ドルは下落傾向にあり、信用環境についての認識が改善されたこと（ムーディーズのBaa-Aaaのスプレッドは12月に更に縮小し、当社の警戒レベルを10 bps下回っている）は、売り局面の確率（CAST OFF 確率<10%）が制限されていることを示し、CAST指標の主要な支えとなっている。
- これは当社のフロー・ベースのリスク指標でも更に支えられており、クロス・アセットのレベルで投資家の需要が高いままであることを示唆している（株式とコモディティは、リスク・スタンスが高いセグメント）。

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 22 December 2020

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 ECBによって隠されたイールド・カーブ・コントロール(YCC)

- ・テクニカル要因が、ユーロ債券市場での主要な役割を維持する。
- ・パンデミック緊急購入計画 (PEPP) の未使用の予算 +追加のQEは、赤字を増やすが、2021年の純新規発行をカバーするには十分だ。ECBは2021年に供給される全ソブリン債の70%を購入する。
- ・これでドイツ国債のボラティリティは終了する。ソブリン債務全体の市場性は、他の主要な欧州諸国よりもドイツが低くなっている：それは73% vs. 83%~87%の比率。これがドイツ国債の希少性を支える最初の要因である。
- ・PEPPの拡大は、いつでも再調整できる。言うまでもなく、これはYCC (イールド・カーブ・コントロール) だ。

2 「大移行」(グレート・ローテーション)はどこまで行けるか

- ・高リスク資産が力強い上昇相場の後、地域配分よりも、出遅れているセクターやスタイルでの機会が多いと見ている。
- ・通常の回復段階では、欧州は米国株式と同様のパフォーマンスを見せるが、今回のような異常な回復では、欧州の循環株と金融株に利があると見る。同様のことが、米国と比較した場合の日本にも当てはまる (バリュー株と成長株)。
- ・バリュー株 vs. 成長株の平均回帰はまだ始まったばかりであり、さらに拡大する余地がある。2つのセクターのバリュエーション・ギャップが修正されてきていることは、ポジティブな兆候だ。成長株バブルの崩壊によらず、バリュー株が追いついていることは、景気動向にとってはポジティブな兆候だ。
- ・景気サイクルの過程で、債券利回りが平均名目成長期待を下回るまでは、債券市場の調整の速度が重要だ。CBが金利の迅速な変動を許さず、企業収益の伸びが上昇し続けると想定すれば、移行が実行されるまでに十分な時間がある。
- ・市場が民主党政権による税率引上げと規制強化の意味合いを理解すれば、ジョージア州の上院議員決選投票の結果は、米国から世界の他地域への移行を更に促進するだろう。

3 FXについて

- ・USDについては、2021年の力強い成長への期待がワクチンへの期待と共にリスク・センチメントに拍車をかけ、過小評価とのギャップをほぼ埋めたが、その間にFRBは、ディフェンシブな戦略に加えて、米ドルに有益な機会をもたらす金利の優位性を全て取り除いてしまった。
- ・ECBはまた、為替レートの変動を引き続き監視するだろう。ECBが懸念する可能性が高いのは、今のEURの水準ではなく、今後の上昇ペースだ (インフレがすでにマイナスの領域にある時に、価格へのパススルーが強化されること)。
- ・グローバルな要因は、引き続き注目すべき重要な要素だ。コモディティは名目GDP、穏やかにステイプ化したイールド・カーブ、そしてバリュー株が成長株の業績を上回るという傾向に沿ったパフォーマンスを見せている。NOK、AUD、SEK、CADは、最高のリスク/報酬プロファイルを示している。NZD、EUR、GBPから搾れるものは少ない。

4 回復を狙う新興市場 (EM) の株式

- ・EMの中央銀行は緩和的政策を維持しているが、利回り縮小ペースは減速し、インフレはより高いレベルで正常化すると予想される。
- ・EMのFXは平均してまだ過小評価されている。当社は3か月をめぐり+0.5%の上昇を期待している。EMのFXが上昇する可能性は、GBI加重では高くなっている (+0.8%)。当社は、MXNやPENなど中南米諸国の通貨とIDR、RUBなどアジアの通貨についてポジティブな見解を持つ。これらの諸国は経済回復が進んでおり、コロナ感染数もよりコントロールされている。
- ・2020年と比較して2021年のボラティリティは低いと予想したとしても、HC (ハード通貨) 建て債券については、スプレッド縮小の余地は限られている。HY債については、2021年H1にはまだ上昇する余地がある。当社の米ドル安のシナリオは支持的でない。
- ・EM株式の収益成長は、世界貿易や新興諸国の輸出の回復、そしてコモディティ価格の穏やかな、しかしポジティブな上昇が原動力となっている。2021年1Hの利益成長は、新興アジア諸国に集中するだろう。これらの国々は回復がはるかに進行しており、その回復は、電子商取引利益の急増とテクノロジーの長期的なトレンドに関連している。この地域は引き続き安全であり、インドネシアなどの出遅れた国も巻き込みながら、アウトパフォームすると見ている。今後数か月以内に、出遅れた国々とメキシコやロシアのようなと価値のある地域へ (回復が) 移行する余地があると見る。

Covid-19アップデート by David Brecht、債券アナリスト、CFA

ワクチンが世界中で次々承認される中、J&Jとノババックス社製の更に2つのワクチンが近い将来承認される可能性がある。これらが承認されれば、J&Jのワクチンは、2021年に10億回の投与をするという目標を達成するための供給量を大幅に増加させるだろう。コロナ・ウイルスの2つの変異株については多くの懸念がある。1つは英国で発見された株 (B.1.1.7) で、もう1つは南アフリカで発見された株 (B.1.351) だ。どちらの変異株も、ウイルスが宿主細胞に結合する受容体結合ドメインに変異があるものだ。どちらの株も伝染性ははるかに高く、この株に晒された人が感染する可能性はより高く、またこの変異株に感染した人は、ウイルスをより拡散させる可能性が高い。南アフリカの変異株には、更なる変異があり、それがワクチンの有効性に悪影響を与える可能性のある。これらの変異は、ワクチンや抗体療法の標的でもあるウイルスのスパイク・タンパク質にある。

英国の変異株は致死率がより高いとは言えないようだが、Covidが風土病であるという仮説を支持している。さらに、現在開発中のワクチンはすべてクローン性であり、今のところこの突然変異によってワクチンが効かなくなるという証拠はない。ワクチンは更新することが可能 (バイオエヌテック社によると6週間) であり、ほとんどのワクチンの有効性は継続する。

アムンディの各資産クラスへの見解

	資産クラス	見解	1ヶ月の変化	理由
株式プラットフォーム	米国	=		民主党を上院多数派にした「ブルーウェーブ」は、バリュー株への移行というテーマを更に支えるはずだ。大企業への課税や規制の影響の可能性は監視する必要がある。更に、収益利回りがIG社債の利回りを上回り、配当利回りと10年物国債の利回りのギャップが非常に大きい。債券と比較すると株式は魅力的である。今後は、2021年の景気回復と収益の改善が支えるだろう。しかし、投資家は過度のバリュエーションに注意し、質の高いバリュー株と循環株、およびESGテーマへの移行を検討すべきだ。
	欧州	=/+		ワクチンの進展が経済の正常化を支えるため、当社はやや楽観的な姿勢を維持する。しかし、バリュー株と循環株への持続的な移行は景気回復、財政政策からの押上げ、そして金利の方向性に依存していると考えられる。投資家は、長期的な収益成長と抵抗力あるビジネス・モデルを持つビジネスに引き続き焦点を当てる必要がある。
	日本	+		日本のように、産業部門と一般消費材部門のシェアが大きい景気循環型市場は、景気回復と中国との緊密な貿易関係から恩恵を受けるはずだ。一般的に、日本の企業は営業レバレッジが高いため、2021年に売上高が上昇すれば、利益率にプラスになるはずだ。
	新興市場	+		大規模なワクチン接種がなされる可能性を考慮して、投資家が低利益資産から離れて資金を投入すると見ているため、当社は楽観的な姿勢を維持する。アジアは当社が選好する地域だが、経済状況の改善は中南米や欧州中東およびアフリカ(C E M E A)地域も支えるだろう。
債券プラットフォーム	米国債	=		グローバル・ポートフォリオの中では、当社は米国債にはほぼニュートラルな姿勢を維持するが、財政刺激策の議論と利回りカーブのスティープ化に照らして、金利とカーブの方向性を積極的に監視している。代わりに、当社は米国インフレ連動債(TIPS)を選好する。米国債券の観点では、米国債は良好な流動性を提供しているが、成長見通しが改善するにつれて圧力を受ける可能性がある。そのため、当社は慎重になっている。
	米国IG社債	=		当社は市場へのFRBの支援を受けて、ニュートラル/わずかに前向きな姿勢を維持するが、IG社債のスプレッドが縮小していることは認識している。証券化されたローンについては、米国の消費と貯蓄は引き続き堅調であり、融資比率が低い。消費者市場と住宅市場は選択的な機会を提供している。
	米国HY社債	=		HY社債は、FRBの行動に支えられ、低金利の世界で追加収入を提供する。しかし、当社はデフォルト・リスクと回復の遅れを考慮して非常に選択的だ。今後投資家は、債務返済能力がある企業と、人為的に低く設定されている借入金利によって支えられて企業を区別する必要がある。
	ユーロ圏の国債	-/=		最新の刺激策に見られるように、ECBIは支援政策を維持するが、当社は中核国債の過大評価に引き続き注意を払っており、利回りが更に下がるリスクことは限定的であると見ている。しかし、この地域でのスプレッドの縮小の身と通しは今では限定的であるが、EUの強い政策対応が続く中、当社はイタリアを中心とした周辺債務には前向きだ。
	ユーロ圏IG社債	=/+		ユーロ圏のIG社債は、特にBBBセグメントにおいて、「利回りの追及」機会を提供する。スプレッドが更に縮小する範囲は限られている。更なる縮小の可能性が限られている地域では、投資家は利益を確定すべきだ。品質と流動性を維持することに焦点をおくべきだ。
	ユーロ圏HY社債	=		スプレッドの縮小は、全体的に均一ではない。そのため、選択性が相変わらず重要であり、投資家はリターンと品質のバランスをとる手段としてリサーチを使い、非常に質が低い銘柄を避けるべきだ。
	EM債券HC	=/+		EM債務については低水準の見通しを維持しているが、HYではリスク/報酬が改善されており、スプレッドは縮小されているが、更に縮小する余地がある。米国債にさらに圧力がかかるなら、当社はIGのデレギュレーション・リスクの可能性を考慮する。
EM債券LC	+		米ドル安が予想されるため、現地通貨建て(LC)債には前向きである。各地のFXについては、世界的な低利回り、穏やかなインフレ、米国の安定した政策、および初期サイクルの成長という環境によって、EM通貨が支えられている。	
その他	コモディティ			原油価格はこの1か月で上昇し、世界経済の継続的な回復への移行に対する確信を強めた。それでも、当社の2021年のWTI価格目標範囲はUS \$ 40-50/bblであることを確認する。また、最近の修正にもかかわらず、金への建設的な見方を改めて表明する。金は中央銀行の長期にわたるハト派的姿勢から恩恵を受けるだろう。
	通貨			ほとんどのG10 FXの(対米ドルの)過小評価ギャップは吸収されたが、「景気後退から回復」へのシフトは、少なくとも2021年IHには、よりドル安に修正する余地があることを示唆する。加えて、コモディティは名目GDP、穏やかにスティープ化したイールド・カーブ、そしてバリュー株が成長株の業績を上回るという傾向に沿ったパフォーマンスを見せている。これらすべての要因が、は平均的な公正評価額を約3%上回っている。米ドルに圧力をかける可能性がある。このような環境では、NOK、AUD、SEK、CADが最高のリスク/報酬プロファイルを示している。

説明

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

出典： 2020年12月20日現在のユーロ・ベースの投資家に対するアムンディの見解。本資料は、特定の時点における市場環境の評価を表しており、将来起こる事の予測または将来の結果を保証する意図はありません。読者はこの情報を、特定のファンドや証券に関する研究、投資アドバイス、または推薦として受取るべきではありません。本情報は、説明と教育目的のためだけのものであり、変更される可能性があります。本情報は、アムンディ製品の現在、過去、または将来の実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。

IG = 投資適格社債、HY = 高利回り社債。 EM債券HC/LC = EM債券、ハード通貨/現地通貨。WTI = West Texas Intermediate。QE = 量的緩和。

先進諸国.

マクロ経済の見通し

12/31/2020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	-4.1/-3.5	4.9/5.7	3.5/4.3	2.6	2.7	2.8
先進諸国	-5.7/-5.3	3.7/4.5	2.8/3.4	0.7	1.3	1.6
米国	-3.7/-3.3	3.7/4.7	2.4/3.0	1.3	1.9	2.0
日本	-5.6/-5.0	2.3/2.9	1.3/1.9	0.0	0.1	0.2
英国	-11.5/-11.1	3.5/4.1	4.4/5.0	0.9	1.7	1.9
ユーロ圏	-7.6/-7.0	4.3/5.1	3.6/4.2	0.2	0.9	1.4
ドイツ	-6.1/-5.7	3.0/3.6	2.8/3.4	0.5	1.4	1.4
フランス	-9.0/-8.6	5.6/6.4	3.4/4.0	0.5	0.9	1.5
イタリア	-9.3/-8.9	4.2/4.8	2.7/3.3	0.0	0.5	1.4
スペイン	-11.9/-11.5	4.9/5.7	5.3/5.9	-0.5	0.6	1.3

出典: アムンディ・リサーチ

- **米国**: Q2における記録的な後退と、Q3の異常な回復の後、当社はQ4には大幅な減速を予測しているが、Covid-19感染の新たな拡大からも影響を受ける。しかし、2021年Q1脆弱さは、経済刺激策の実施で部分的に相殺される。これは緩和的な金融政策とともに2021年の経済成長に重要なサポートを提供する。ワクチン接種キャンペーンの開始は、感情を高めるのに役立つが、集団免疫は下半期以降に達成される可能性が高い。インフレは、年半ばにベース効果により一時的に急上昇するが、目標内にとどまると予想される。
- **ユーロ圏**: Q3初期の力強い回復の後、Q4では更なるGDP縮小が起きるだろう (Q2ほどではないが)。Covid-19の感染が新たに拡大されたため、ユーロ圏政府は新たな封鎖の実施を余儀なくされたからだ。Q1にはワクチン接種キャンペーンが開始され、感情を高めるが、集団免疫が達成されるのはH2以降になるだろう。その頃には、蓄積した需要が解放されて、非常に緩和的な金融と財政政策との組合せに助けられて、潜在的な成長を上回るサポートが期待される。インフレは、2021年に徐々に上昇する前に、短期的には抑制され、目標を大幅に下回ったまま維持される。
- **日本**: 冬に入ってからパンデミックが拡大したため、当社は2020年Q4と2021年Q1の日本のGDP成長予測を引き下げた。とはいえ、感染率は比較的 low、人の移動のデータは低下が限られていることを考えると、経済が再び完全に縮小することはないと予測する。世界的な回復の不確実性が長引いていること、日本独自の慢性的な需要不足から、当社は、日本経済は、2022年末までにCovid-19以前のレベルに戻るとは予測していない。需給ギャップがマイナスであるため、インフレは抑制されたレベルで維持されるだろう。
- **英国**: 経済はQ2の記録的な落ち込みの後、Q3にはテクニカルには回復した。しかし、新たな感染拡大とロックダウンにより、Q4には経済はさらに縮小するだろう。Q4のワクチン接種キャンペーンの開始は、感情を高めるのに役立つが、集団免疫はH2以降に達成される可能性が高く、その頃には経済はモメンタムを増すと予想する。労働市場への圧力は強く、新しい雇用支援制度にもかかわらず、かなり停滞している。財政および金融政策は引き続き支持的だが、EU離脱の影響で経済状況が悪化すれば、追加の措置を排除することはできない。

主要金利の見通し

	05-01 2021	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q2 2021	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q4 2021
米国	0.13	0/0.25	0.11	0/0.25	0.11
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.53	-0.50	-0.56
日本	-0.02	-0.1	-0.06	-0.1	-0.07
英国	0.10	0.00	0.02	0.00	-0.06

出典: アムンディ・リサーチ

- **FRB**: FRBは資産購入に関するフォワードガイダンスを出した。現在の月間1,200億ドルのペースは、最大雇用と価格安定の目標に向けて大幅な進展が見られるまで続く。2022年末の失業率が4.2%、インフレ率は1.9%と予想されているため、2022年には段階的なテーパリングが始まる可能性がある。金利が低いことと非常に緩和的な金融環境であることを考えると、状況が大幅に悪化しない限り、FRBが購入の満期を延長する可能性は低い。2024年まで、政策金利はゼロ下限のままであると予測する。パウエル総裁は、デイスインフレの力が強いいため、インフレがオーバーシュートするには時間がかかると警告している。
- **ECB**: 発表された金融政策には、PEPPの9か月の延長と、より広い範囲でのTLTROの延長と有利な条件の組合せが見られた。PEPPが2022年Q1までと期待よりも長く延長されたのは、刺激策の規模と期間の両方と一致しているようだ。ECBIは、経済成長がパンデミック危機から回復するのに必要な期間、有利な資金調達条件を維持するだろう。この点において、QEの増加と拡大は、目標を達成するのに十分な市場の存在感と柔軟性があることを意味する。
- **日銀**: 日銀は、広く期待されていたように、資金繰り支援特別プログラムを、2021年3月末から9月末まで延長した。それは、1) CPと社債の購入枠を合わせて合計15兆円、2) 金融機関が各取引先に提供する特別貸付の上限1,000億円を撤廃する、というものだ。加えて、中央銀行は金融緩和政策を再検討し、それが効果的かつ持続可能かどうかを確認する。結果は2021年3月に発表される予定だ。しかし、「YCCによるQQE」というフレームワークに変更はない。その代わりに、資産購入の微調整が行われる可能性が高いと当社は考える。
- **BoE**: 広く予想されていた通り、イングランド銀行は、待望されたEU離脱交渉の締結と前回の会合ですでに提供された刺激策を背景に、金融刺激策を変更せずに維持した。これは、量的緩和の延長と増加に関するコンセンサスを上向きに驚かせた。将来の政策スタンスに変化があるとすれば、貿易問題が主な原因となるだろう。貿易協定がない場合は、追加の刺激策が必要となる明確なリスクをもたらすが、貿易協定があれば、現在の緩和政策は近いうちには変わらないだろう。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
FRBのFOMC	1月21日
ECB理事会	1月27日
日銀MPM	1月21日
イングランド銀行 MPC	2月4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

12/31/2020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 範囲	2022	2020	2021	2022
世界	-4.1/-3.5	4.9/5.7	3.5/4.3	2.6	2.7	2.8
新興諸国	-2.9/-2.2	5.7/6.5	3.9/4.9	3.9	3.6	3.7
ブラジル	-4.5/-4.0	3.0/4.0	1.3/3.3	3.2	4.6	3.4
メキシコ	-9.0/-8.5	4.1/5.1	1.6/3.6	3.4	2.9	3.3
ロシア	-4.0/-3.5	2.5/3.6	1.5/3.0	3.4	3.85	3.83
インド	-8.5/-7.5	8.4/9.6	5.0/6.4	6.7	5.8	5.1
インドネシア	-2.8/-2.2	3.0/3.8	4.2/5.2	2.0	2.6	3.3
中国	1.4/2.0	7.9/8.5	4.9/5.5	2.5	1.4	2.2
南アフリカ	-8.0/-7.0	2.3/3.3	1.7/2.7	3.0	3.7	4.3
トルコ	0.4/1.4	3.4/4.4	4.0/5.0	12.3	13.7	10.1

出典: アムンディ・リサーチ

- **中国**: 1月の堅調なデータと12月に報告された南部の電力需要の急増はQ4のGDP成長率が当社の予測の前年比5.5%を上回っていることを示唆する。中国の輸出と鉱工業生産の伸びは、当初の予想よりも回復力がある。一方、国内の回復は広範囲に及んでおり、ますます民間需要とサービス部門によってけん引されている。総合CPIは豚肉価格の下落で低下し、2021年3月まで一時的にマイナスのまま維持されるだろう。コア・インフレは底を打ちプラスで維持している。
- **インド**: 10月から11月にかけて加速の勢いを失った(発電、自動車販売、輸出が減速)ものの、2020年Q4の経済情勢は良好となっている。インフレについては、10月の短期的なピーク(前年比7.6%)が過ぎて、価格は2020年12月には、RBIの目標範囲内に収束するだろう。そうは言っても、2021年のインフレは堅調(公式予測よりも高く)に推移し、6.0%という目標レンジの上限で推移するだろう。これはRBIによるよりニュートラルな姿勢を引き出すと当社は見ている。
- **トルコ**: CBRTは、主要政策金利を200bp引上げて17%とした。市場の予想(150bp)よりも強く引き締めたことで、CBRTは明らかにその信頼性を強化し、正統派へのコミットメントを示すことを目指している。この動きは、インフレ期待を固定し、インフレ圧力を抑えるのに役立つ可能性がある。この決定でリラは上昇した。政策金利はピークに達したかもしれないが、2021年を通じて変わらないと予想される。FXパルスルーと価格慣性により、インフレ率は平均で前年比約15%になると予測されているためだ。エルドアン首相が、経済を支えるための財政措置を行う可能性もある。
- **南アフリカ**: 実質GDPはQ3に前年比6%縮小し(Q2には17%)、ロックダウンによるQ2の生産損失の深さを浮き彫りにした。ウイルスが復活したことは、更なる制限につながり、回復を妨げ、多くの財政指標を引き下げる可能性がある。Covid-19の医療と経済への悪影響と戦うための公共支出の増加は、来年予測されていた公的赤字の縮小と債務対GDP比率の安定を制限するだろう。これはすでに市場では疑問視されていた。

主要金利の見通し

	28-12 2020	当社 予想 6ヶ月 先	コンセン サス Q2 2021	当社 予想 12ヶ月 先	コンセン サス Q4 2021
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4	4	3.8	4	3.8
ブラジル	2	2	2.15	2.75	3.2
ロシア	4.25	4	4.05	4	4.05

出典: アムンディ・リサーチ

- **PBoC (中国)**: 毎年恒例の中央経済工作会議(12月16-18日)によれば、中国は、2021年も政策の正常化を継続するが、政策刺激を突然停止することは回避することを示唆している。マネー・サプライと社会融資総額は、名目経済成長に「沿って」拡大する。これは2020年H1の「顕著に上昇」からの格下げだ。ペースの速い政策正常化を考慮すると、2021年の利上げが直近で起こることは予想していない。マクロ・レベルでのレバレッジ比率がほぼ安定していると仮定すると、社会融資総額の成長率は2020年末の13.7%から2021年末の11.6%に減速するが、これはCovid前の10.7%よりもさらに速いと予想される。
- **RBI (インド)**: 12月4日、RBIは経済を支援するために、政策レポ金利を4.0%に据え置き、必要に応じて緩和的な姿勢を継続することを決定した。インフレ見通しは最終的に上方修正され、総合インフレは2020年12月から、CBの目標圏内に戻ってきている。公式の短期インフレ見通しは、2021~22会計年度の当社予測と一致しており、全体的なインフレ率は上昇(5.5%~6.0%)すると予測される。したがって、RBIによるさらなる緩和は見込めない。
- **BCB (ブラジル)**: BCBは、満場一致で2%のという超緩和的な金利を保留したが、フォワードガイダンスの条件が、近いうちに適用されなくなる可能性があることを示唆した。金融政策に関しては、インフレ予測の目標の期間は、インフレ予測が目標に近くなる、2022年に切り替わっているようだ。しかし、これは短期的なインフレ圧力にもかかわらず、利上げがすぐに行われることを意味しない。CBは短期的な圧力は一過性のものであると見なしているからだ。経済は引き続き並外れた水準の金融緩和を必要としているため、BCBも急いで再正常化する必要はない。当社は、BCBが今年の後半から、緊急の金利引下げを徐々に取り除くと考え。
- **CBR (ロシア)**: ロシア中央銀行は、それほどハト派的でなかった12月18日の政策会議で、政策金利を4.25%に据え置いた。CBRTは、2020年末のインフレ率は4.6~4.9%の範囲になると予想している。これは、以前の予測よりも高く、以前のルールブックからのパルスルーが理由の一つだ。12月のインフレ率は前年比4.9%に達したが、2021年には低下するはずだ。短期インフレ要因が強く、世界経済回復への期待がより速いため、2021年のデイスインフレ・リスクは減少した。その結果、CBRTは需要金利を更に引下げる必要があるかどうかを検討するだろう。さまざまな要因を考慮すると、2021年H1には、25bpの引下げがあると予測される。

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	1月20日
RBI	2月5日
BCB Brazil	1月20日
CBR	2月12日

マクロ経済および市場予測

マクロ経済予測
(2020年12月31日)

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					
米国	-3.7/-3.3	3.7/4.7	2.4/3.0	1.3	1.9	2.0
日本	-5.6/-5.0	2.3/2.9	1.3/1.9	0.0	0.1	0.2
ユーロ圏	-7.6/-7.0	4.3/5.1	3.6/4.2	0.2	0.9	1.4
ドイツ	-6.1/-5.7	3.0/3.6	2.8/3.4	0.5	1.4	1.4
フランス	-9.0/-8.6	5.6/6.4	3.4/4.0	0.5	0.9	1.5
イタリア	-9.3/-8.9	4.2/4.8	2.7/3.3	0.0	0.5	1.4
スペイン	-11.9/-11.5	4.9/5.7	5.3/5.9	-0.5	0.6	1.3
英国	-11.5/-11.1	3.5/4.1	4.4/5.0	0.9	1.7	1.9
ブラジル	-4.5/-4.0	3.0/4.0	1.3/3.3	3.2	4.6	3.4
メキシコ	-9.0/-8.5	4.1/5.1	1.6/3.6	3.4	2.9	3.3
ロシア	-4.0/-3.5	2.5/3.6	1.5/3.0	3.4	3.85	3.83
インド	-8.5/-7.5	8.4/9.6	5.0/6.4	6.7	5.8	5.1
インドネシア	-2.8/-2.2	3.0/3.8	4.2/5.2	2.0	2.6	3.3
中国	1.4/2.0	7.9/8.5	4.9/5.5	2.5	1.4	2.2
南アフリカ	-8.0/-7.0	2.3/3.3	1.7/2.7	3.0	3.7	4.3
トルコ	0.4/1.4	3.4/4.4	4.0/5.0	12.3	13.7	10.1
先進諸国	-5.7/-5.3	3.7/4.5	2.8/3.4	0.7	1.3	1.6
新興諸国	-2.9/-2.2	5.7/6.5	3.9/4.9	3.9	3.6	3.7
世界	-4.1/-3.5	4.9/5.7	3.5/4.3	2.6	2.7	2.8

主要金利の見通し

先進諸国

	05/01/2021	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q2 2021	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q4 2021
米国	0.13	0/0.25	0.11	0/0.25	0.11
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.53	-0.50	-0.56
日本	-0.02	-0.1	-0.06	-0.1	-0.07
英国	0.10	0.00	0.02	0.00	-0.06

新興諸国

	28/12/2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q2 2021	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q4 2021
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4	4	3.8	4	3.8
ブラジル	2	2	2.15	2.75	3.2
ロシア	4.25	4	4.05	4	4.05

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	05/01/2021	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	0.10/0.3	0.19	0.10/0.3	0.26
ドイツ	-0.702	-0.70/-0.50	-0.77	-0.70/-0.50	-0.78
日本	-0.105	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.12
英国	-0.134	0/0.25	-0.13	0/0.25	-0.10

10年物 債券利回り

	05/01/2021	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	1.05	0.8/1	1.16	1.1/1.2	1.27
ドイツ	-0.52	-0.60/-0.40	-0.49	-0.50/-0.30	-0.46
日本	0.02	-0.10/0.10	0.07	0/0.2	0.11
英国	0.24	0.20/0.4	0.35	0.3/0.5	0.42

通貨の見通し

	22/12/2020	当社予想 Q2 2021	コンセンサス Q2 2021	当社予想 Q4 2021	コンセンサス Q4 2021
EUR/USD	1.22	1.25	1.22	1.23	1.23
USD/JPY	104	103	104	106	104
EUR/GBP	0.91	0.91	0.90	0.91	0.90
EUR/CHF	1.08	1.12	1.09	1.12	1.11
EUR/NOK	10.63	10.23	10.40	10.18	10.20
EUR/SEK	10.14	9.90	10.10	9.88	10.00
USD/CAD	1.29	1.24	1.28	1.25	1.27
AUD/USD	0.75	0.77	0.75	0.78	0.77
NZD/USD	0.70	0.71	0.71	0.70	0.73
USD/CNY	6.54	6.30	6.46	6.40	6.41

出典：アムンディ・リサーチ

社の予測についての免責事項

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

方法

— シナリオ

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

— リスク

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

出版物のハイライト

MARKET OUTLOOK

**2021 investment outlook - market rotations in an uneven recovery (23-11-2020)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer with the contribution of Research Team, Investment Platforms Leadership Teams, Investment Platforms Leadership Teams

INVESTMENT TALKS

**A thin and last-minute Brexit deal should give temporary relief to UK assets (06-01-2021)**

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

Georgia Senate runoffs to determine future of Biden presidency (18-12-2020)

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

Private markets: a strong value proposition that may emerge reinforced after the crisis (16-12-2020)

CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - POISSON Matthieu, CIO – Infrastructure

The US election and Covid-19 vaccines: implications for the economy and markets (11-12-2020)

J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management

THEMATIC PAPERS

**Asset Class Return Forecasts – Q4 2020 (30 10 2020)**

DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Deputy Head of Institutional Advisory, KIM MOON Jung Hun, Quantitative Analyst – Institutional Advisory, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

INSIGHTS PAPERS

**Sustainability-linked bonds: nascent opportunities for ESG investing (11-12-2020)**

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager

Responsible investing expands further with green convertible bonds (11-12-2020)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - KUNG Julia, Portfolio Manager, Global Convertible Bonds

Social bonds: financing the recovery and long-term inclusive growth (18-11-2020)

LAUGEL Elodie, Chief Responsible Investment Officer - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

WORKING PAPERS

**Liquidity Stress Testing in Asset Management (05-01-2021)**

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - PAN François, Risk Management - REGNAULT Margaux, Quantitative Research

Facts and Fantasies about the Green Bond Premium (08-12-2020)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research - DA FONSECA Dany, Credit Portfolio Management - MAHTANI Vivek, Alpha Fixed-income Solution

Corporate ESG news and the stock market (02-11-2020)

TALEB Walid - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - STAGNOL Lauren, Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

DISCUSSION PAPERS

**Creating resilient pension portfolios post Covid-19 (18-11-2020)**

Prof. Amin Rajan

Factor Investing and ESG in the Corporate Bond Market Before and During the COVID-19 Crisis (18-11-2020)

BEN SLIMANE Mohamed – SEKINE Takaya, Quantitative Research – DUMAS Jean-Marie, Alpha FI Solutions

Europe, US and China tomorrow-Will it be possible to avoid geopolitical and economic traps (16-11-2020)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THE DAY AFTER

**The day after #13 -****How will Central Banks impact the equity markets in the post-Covid world? (15-12-2020)**

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research

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

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

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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Amundi Research Center



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

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds Forecasts
ESG High 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.msclub.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 - typhonski

Chief editor

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

Editor

DEFEND Monica, Global Head of Research

With Global Research contributors

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

BELLAICHE Mickael, Fixed Income Strategist

BERARDI Alessia, Head of Emerging Markets Macro and Strategy Research

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategist

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

BRECHT David, Fixed Income Analyst, CFA

HUANG Claire, EM Macrostrategist

CESARINI Federico, Cross Asset Strategist

Deputy-Editors

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

DELBO' Debora, Global EM Senior Strategist

DROZDIK Patryk, EM Economist

GEORGES Delphine, Fixed Income Strategist

HERVE Karine, EM Senior Economist

LEONARDI Michele, Cross Asset Analyst

PERRIER Tristan, Global Views Analyst

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

USARDI Annalisa, Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sosi, EM Senior Economist

With the Amundi Insights Unit contribution

BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception & production

BERGER Pia, Research

PONCET Benoit, Research