

Research

#12
2021年
12月8日

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

「真の」パズル

テーマ別グローバルな見解

米国のポリシー・ミックスは 「より良き再建」となるか？

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#12 - 2021年12月

目次

グローバルな投資への見解

CIOの見解

「真の」パズル

p. 3

最新のCPI値が「スティッキー(下げ渋り)」であるという説明を支えているにもかかわらず、中央銀行は、「一時的なインフレ」であるという説明に固執している。投資家は、より高い利回りを提供する信用資産の「実質」リターンを探す必要があると当社は考える。加えて、当社は全体的に株式へのニュートラルな姿勢を維持するが、バリュー株、優良株、配当株など投資家のインカムを補完できる銘柄を選好する。しかし、国債については全体的に慎重な姿勢を維持し、投資家には柔軟性を保持することをお勧めする。市場に残された「真の価値」はそう多くないため、幅広い資産を検討する必要がある。

マクロ経済

中国の成長は2022年には安定する

p. 4

2021年には、「共同富裕」への追求の中で、前代未聞の規制改革が行われた。しかし、政策の明確化と今後の調整が、中国の構造的な移行を支援するはずだ。

マルチアセット

下振れを制限しながら、上振れの可能性を追及する

p. 5

リスク資産に対してはニュートラルであり、全体的に投資は分散されるべきであるが、一方で、オプションを通じて、株式の穏やかで短期的な上昇から利益を得る選択的な機会がある。

確定利付商品

実質金利の方向に焦点を当てる

p. 6

中央銀行はインフレを穏やかに軽視するアプローチを採用し、後手に回っている。投資家はアクティブさを維持し、資産評価に影響を与える実質金利の方向性を監視する必要がある。

株式

決算発表のシーズンはポジティブであったが、
いくらかの陰りも見られた

p. 7

株式は、いまだに魅力的なリスク調整後リターンを提供しているが、インフレは企業にとって大きな問題であるため、状況には微妙な差があり、選択の重要性を強調している。

テーマ別グローバルな見解

米国のポリシー・ミックスは「より良き再建」となるか？

p. 8

11月19日に、米下院(HoR)は「より良き再建(ビルド・バック・ベター)法案(BBB)を可決した。この法案は今後上院で審議される予定だ。この法案への投票が、バイデン大統領が「インフラ投資法案」に署名した直後に行われたことを考えると、これはバイデン政権にとって殊のほか大きな前進だ。

市場のシナリオ&リスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 10
> 上位のリスク	p. 11
> 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.12
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 13
> アムンディの各資産クラスへの見解	p 14.

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. 15
> 新興諸国 マクロ経済の見通し - 市場予測	p. 16
> マクロ経済および市場予測	p. 17
> 当社の予測についての免責事項/方法	p. 18
> Publications highlights	p. 19

CIOの見解

「真の」パズル



BLANQUÉ, Pascal、
グループ最高投資責任者



Vincent MOTIER,
グループ最高投資副責任者

FRBのテーパリング、恒大集団の危機、そして決算発表シーズンという、ハロウィーンの「幽霊」が市場を怖がらせることはなかった。FRBはそのメッセージを上手く伝達した。経済の状態に応じてテーパリングを調整するという選択を維持しながら、インフレは「一時的」であるという説明を繰り返した。BoEは、インフレ・リスクに関して予想よりもハト派であることが証明され、金利を変更せずに維持した（「穏やかな軽視」）。その結果、名目利回りは低下し、実質利回りも過去最低に近い水準にまで低下した。中央銀行（CB）は「一時的」という説明に固執しているが、それとは対照的に、最新のCPI値は「スティッキー（下げ渋り）」であることを支えていると当社は見ている。

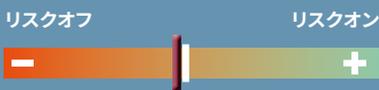
株式については、決算発表シーズンは全体的に好調だった。もう1つの懸念事項である中国の恒大集団のデフォルトの可能性は再び回避されたが、必要であれば、再びデフォルトを回避するためには、行政策介入があると予想する。米国では、バイデン大統領は金融政策の継続性を確保するために、パウエルをFRB議長に再任したが、ブレynaード理事を副議長に指名した。しかし、民主党が上院で社会インフラ法案を可決しようとする中（12月13日が締め切り）、ある程度のボラティリティが戻る可能性がある。法案が通過するかどうか、また通過したとしても最終的な金額はまだ分からない。

最後に、世界は新しいコロナ感染の波に突入した。欧米が冬季に入ったため、症例が増えることが予想される。しかし、ワクチン接種の進展のおかげで、これが成長見通しを損なうことはないことが予想される。一方で、最近の株式の上昇の後、大きな上昇は難しいだろう。サンタクロースのプレゼントはすでに届いている。株価が一定の値幅を上下している株式市場、ボラティリティが高い債券市場、そして全体的に低い流動性が、年末までのシナリオとして最も可能性が高い。このような状況を背景に、当社は株式と中核国債券のデュレーションにはニュートラルな見解を維持し、欧州周辺国の債券にはややポジティブな見解を維持する。ポートフォリオ構築の観点から、実質リターンを目標にすることが重要だ。

- **全体的な資産配分は引き続き株式を愛好する。** サイクルの後半に移行しているため、使える他の選択肢がないためだ。2022年Q2/Q3に経済が再加速すれば、株式へのスタンスはニュートラルから戦術的なオーバーウェイトに移行する可能性がある。しかし、政策ミスリスクが高まっているため、ヘッジの必要性は高いままだ。また、株式へのエクスポージャーがサイクルのピークに達しており、市場は、先進市場（DM）、特にバリュエーションが現在極端になっている米国を愛好していることも認識している。資産配分が戦略的目標より低くなっているが、リターンの可能性が高い新興市場（EM）にまで回復が拡大する中、投資家は魅力的なバリュエーションを求めてこれらの市場に再配分し始めると当社は予想する。株式では全体的に、バブルの領域が持続する。どの企業が価格決定力を欠いているか（裸で泳いでいるか）はまだわからない。これに基づく差別化がまだ市場ではなされていないからだ。したがって、投資家は優良株/バリュー株、配当株で、持続可能な価格決定力（測るのは難しい）を持つ銘柄および株式を愛好すべきだ。
- **高い利回りと短いデュレーションを持つ信用資産は、高インフレを乗り切るための最良の手段かもしれないが、金融環境が支援材料とならなくなるにつれて、デフォルト率が底入れし始めるため、選択が重要となる。**
- **実物資産は、インフレ保護の観点から役立つ可能性があるため愛好される。** これに関連するチャンスは多い。民間債務に関しては、この市場では変動金利が利用できるため、流動性プレミアムがインカム探求への機会を支える可能性がある。資金需要が上昇している市場では、コア利回り上昇への可能性に対してより抵抗力があるからだ。エネルギー転換政策に関連する機会の中でインフラ投資も勢いを増しているが、これも一般的にインフレへの保護を提供する資産クラスだ。プライベート・エクイティは、回復への資金調達と高い利益の可能性を追求するための鍵となる。不動産もまた、回復段階で選択的な機会を提供する可能性がある。
- **一部のESGリスクが現実のものになりつつある。** COP26会議は、排出量削減に関する速やかな行動の必要性を強調した。中国と米国が土壇場で共同宣言を発表したことは、この傾向が更に加速することを示唆する。それは投資家からの需要が高まることにつながり、最終的にはポジティブなフィードバックにより市場価格が上昇する可能性がある。

投資家は、今後3年間、実質リターンが貧弱となる見通しに直面すると当社は考える。株式60%/債券ポートフォリオ40%の割合で、実質年間リターンは、米国¹と欧州²の両方において、ゼロに近くなる可能性がある。将来の投資におけるパズル（難題）は、いかにして実質リターンの可能性を高めるかだ。これには、全ての資産クラスで使える機会を把握することが必要だ。市場に残された真の価値はそれほど多くはないため、投資家は広範な種類の商品を保持する必要があることを強調する。

全体的なリスク・センチメント



金融抑制を特徴とする市場における非対称的なリスクの中で、当社はリスクにはニュートラルな姿勢を維持し、あらゆる機会に注意を払っている。

前月からの変化

- ▶ 慎重な範囲内でデュレーションを戦術的に調整。
- ▶ リスク資産へ投資するため、デリバティブへのエクスポージャーを強調することで保護力を強化。
- ▶ 全体的に信用には警戒を高める。

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

¹ 60% S&P 500 40% US アグリゲート・ボンド。3.2%のインフレを想定。

² 60% MSCI EMU と 40% ユーロ・アグリゲート・ボンド。2.1%のインフレを想定。

クロスアセット・
リサーチ分析



DEFEND, Monica,
グローバル・リサーチ総括



Claire HUANG
新興市場マクロ・ストラテジスト

中国の成長は2022年には安定する

中国経済は、今年Q4の始めに自らに課した政策制約から悪影響を受けて、脆弱な回復を記録した。この減速の背後にある主な原因は、次のとおりだ。

- ・ 「ゼロ・コロナ」政策、
- ・ 高汚染および高排出セクターへのエネルギー排出規制、そして
- ・ 2020年Q4以降、住宅市場を抑制したこと。

それでも、経済が広範にわたり低迷したことは政策当局の注意を引いた。10月には、国家発展改革委員会 (NDRC) は、電力不足の問題に対処するため石炭生産促進を大幅に強化した。また一部の地方自治体はエネルギー使用規制の撤廃を開始し、通常の生産を再開した。年明けには、これらはさらに緩和され産業側への圧力が少なくなるだろう。

コロナ感染の管理と予防に関しては、北京冬季オリンピック (2月4日から20日) の前に、「ゼロ・コロナ」政策を変更する意図はほとんど無いと見られる。しかし、中国では予防接種率が高いことを考えると、2月以降は国内旅行にはいくらかの政策上の調整が見込まれる。住宅政策の運用上の調整も進行中だ。

とはいえ、政策への細かな調整は、開発業者への短期的な流動性圧力を緩和するのに役立ったが、中期的には住宅の減速に対する当社の評価を変えるほど大きくは無かった。

今後、上記の制約が一つ一つ取り除かれれば、経済全体がゆっくりと稼働を再開することが期待される。しかし、住宅セクターのレバレッジの引下げは継続する可能性が非常に高い。中国人民銀行 (PBoC) の目標は、安定し

た債務/GDP比率を維持することであるため、広範な信用刺激策の次のラウンドを期待するのは楽観的過ぎる。したがって、当社は政策の緩和はターゲットを絞って行われると見ており、急激なレバレッジ引下げと引締めからの脱却は、成長を安定させるのに十分であると予測する。また、経済成長はQ4にはQ3の落ち込みから徐々に回復し、2022年のトレンドをわずかに下回るという見解を維持する。

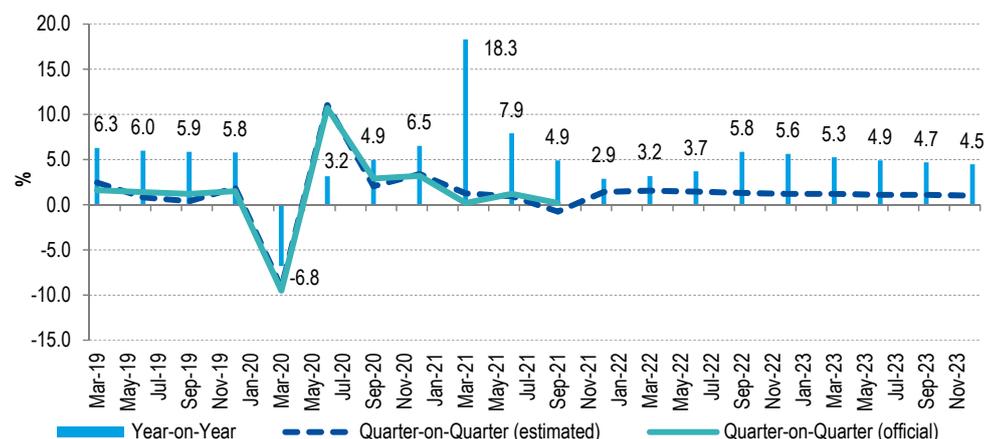
しかし、強いネガティブなベース効果により、中国の前年比成長率の予測は、Q4に3%をわずかに下回り、5%以上の成長率を回復する前の2022年H1には3~4%となるだろう。当社の予測への主な下振れリスクは、追加の政策刺激なしに住宅市場が急激に減速することだ。

投資家の観点で見れば、中国が規制改革を通して「共同富裕」へのかじ取りをする間、短期的には警戒を必要とする。成長の鈍化に対する中国政府の許容度は著しく高まっているが、構造的な経済移行を支援するために、政策の明確化と調整が高まると予測する。長期的には、これらの政策はシステミック・リスクを軽減し、選択性を通して機会を探求することを可能にすると当社は信じている。

結論として、人民元 (CNH) を含む中国の資産は、高い実質インカムを追及するグローバル・ポートフォリオにとって強力な分散効果をもたらす。そしてこれは、アジア地域の貿易における中国の役割が拡大していることと、人民元の国際的な地位を高めたいという中国政府の願望に支えられている。

2021年には、「共同富裕」への追求の中で、前代未聞の規制改革が行われた。しかし、政策の明確化と今後の調整が、中国の構造的な移行を支援するはずだ

中国のGDP成長率 (%)



Source: NBS, CEIC, Amundi Research, as of 16 November

マルチアセット

下振れを制限しながら、上振れの可能性を追及する



Matteo GERMANO、
マルチアセット部総括

リスク資産に対してはニュートラルであり、全体的に投資は分散されるべきであるが、一方でオプションを通じて、株式の穏やかで短期的な上昇から利益を得る選択的な機会がある

スタグフレーション・リスクが持続する中、世界の成長見通しはやや弱まりまったものの、市場は当面これを見直し、堅調な収益とモメンタムに焦点を当てているようだ。当社はこの堅調さを認識するが、将来の利益率への圧力に関する懸念を考慮して、投資家は警戒を維持する必要があると考える。その結果、アクティブ運用の範囲は債券および株式で高くなっている。表面上は安価で魅力的に見えても長期的には持続可能なリターンを提供しない可能性があるからだ。投資家はリスク・ニュートラルな姿勢を維持し、魅力的なエントリーポイントを探し、戦術的な上昇傾向に参加するための選択を模索することをお勧めする。加えて、高価なバリュエーションの中で、株式と信用へのエクスポージャーを保護するためのヘッジを検討する必要がある。

当社が強く確信しているアイデア

当社は先進市場 (DM) および新興市場 (EM) の株式には全体的にニュートラルな姿勢を維持するが、特に米国での予想を上回る現在の決算発表シーズンを監視している。供給のボトルネックによる企業の収益への影響が抑えられていることが浮き彫りになったからだ。米国については、当社は株式が戦術的に魅力的であると思われるレベルをわずかに上方修正した。しかし、この局面ではアクティブさを維持しており、企業の価格決定力が弱まっている兆候を探している。全体的にニュートラルなアプローチに基づけば、米国株式の更なる緩やかな上昇に投資するため、投資家はデリバティブを含む幅広い商品を検討する必要があるが、それはバランスが取れ分散されているべきだ。EMについては、中立的な立場を維持しているが、中国の短期的な脆弱性には注意を払っている。債券では、機敏性を維持し、戦術的および世界での全ての利回りについて長期的な観点から機会を特定する。したがって、現在米国債10年物には戦術的にニュートラルな姿勢を維持する。これは利回りが当社の目標に達したからだ。しかし、これはデュレーションに関する当社の慎重な見解への構造的な変化を表すものではない。実際、米国債の利回りカーブでも、より短い満期のものは、利回りが上昇する可能性があると考えている。第二に、BoEが利上げを行わないことを決定した後、英国の2年物国債の利回りも当社の目標に達した。

イタリアの周辺国債務(つまり30年物ドイツ国債と比較した30年物イタリア国債)については、当社は今も建設的である。Q2とQ3のイタリアのGDPは予想外の上昇を見せたため、格付けの見通しが改善された。アジアでは、短期的には安定した金利、分散効果、経済成長の鈍化が見込まれることから、引き続き中国国債に前向きな姿勢を維持する。しかし、EMの債券については、ニュートラルな姿勢を維持する。

信用はリターンの可能性を提供する。特にEURのIG債とHY債は、中核国の利回りに対するスプレッドが抵抗力を維持しているため、ファンダメンタルズとテクニカル要因が改善しており、中央銀行 (CB) は短期金利を固定することでそれを支えている。欧州では、デフォルト率が低下傾向にあるため、HY債や劣後債などの高ベータのセグメントが魅力的となっている。

市場の多くの分野でバリュエーションが高くなっているため、FXは相対価値戦略の機会を提供する。一般的に、FRBの政策正常化が控え目であることは、年末が近づくにつれ、米ドルをわずかに支えるだろう。当社は、CHFに対するGBPの通貨キャリー・バスケットを愛好する。しかし、米ドルとユーロに対するGBPには慎重さを維持する。地政学的問題と消費者の購買力にたいするインフレの影響が理由だ。EMにおいては、RUB/EURについて建設的だ。ロシアのバリュエーションが魅力的であること、ロシアの中央銀行がタカ派的な姿勢を維持しているからだ。アジアでは、CNH/EURに前向きな見解を維持する。中国が引き続きこの地域の貿易の推進力であり、中国を世界的な超大国にするという政府の目的もCNHを支持するからだ。しかし、韓国への資本の流れが弱まっていることが、短期的にはKRWに影響を与える可能性があると考えている。

リスクとヘッジング

成長が継続しているにもかかわらず、インフレが影響を与える可能性があることが、市場に高いリスクをもたらしている。投資家は、保有するDM株式への保護を維持しながら、HY債への信用エクスポージャーを保護するために、コスト効率が高いヘッジを使用するべきであると当社は考える。

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が表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見直し、見直しの変化、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。

EM = 新興市場、FX = 外国為替、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 = 新興市場債券指標。

確定利付商品

実質金利の方向性に焦点を当てる



Amaury D'ORSAY,
債券部総括



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部グローバル総括



Kenneth J. TAUBES
米国投資運用CIO

中央銀行はインフレを穏やかに軽視するアプローチを採用し、後手に回っている投資家はアクティブさを維持し、資産評価に影響を与える実質金利の方向性を監視する必要がある

経済成長は引き続き堅調だが、予測ではそれが弱体化する環境であることを示唆する(成長の分散)。一方で、需給のミスマッチ、商品価格、労働市場からの圧力により、インフレ率は上昇を続けている。インフレがオーバーシュートしていることは、中央銀行(CB)の忍耐力を試している。FRBは予想通りテーパリングの計画を発表したが、BoEは金利を変更しなかった(CBの非同期性)。FRBが、供給のボトルネックによる「一時的な」インフレ圧力は2022年H2まで続く可能性があることを説明したにもかかわらず、市場はインフレに対するCBの許容度しきい値を判断しようとしていると当社は考える。実質利回りが持続不可能なほど低いレベルで維持されているため、**当社は、国債にはまだ慎重さを保っており、欧州周辺国、先進市場(DM)の信用、そして新興市場(EM)の債券からインカムを追及しているが、これは非常に選択的で積極的なアプローチを通して行っている。**

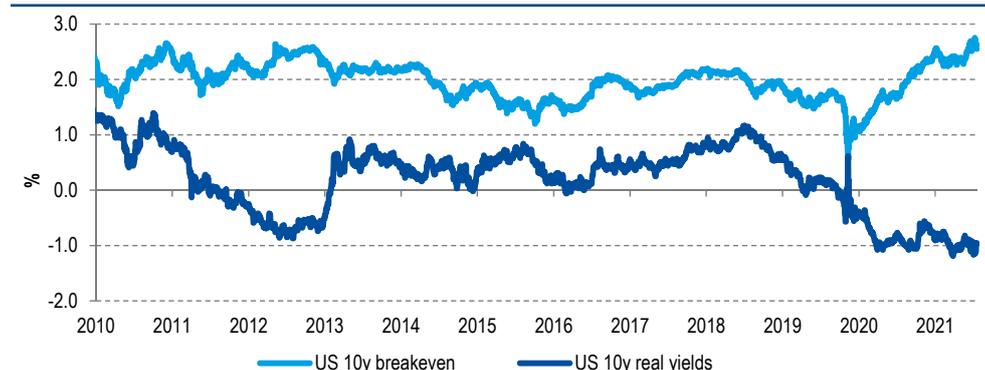
グローバルおよび欧州の確定利付商品

デュレーションに関しては、当社はディフェンシブではあるが、米国と欧州の中核国(今はそれほどでもない)および準中核国については柔軟性を維持する。英国とカナダには引き続き慎重だ。しかし、周辺国でもイタリアの債務(力強い成長)、中国(分散投資)、そしてオーストラリアについては、建設的な姿勢を維持している。

信用分野では、格付けの見通しとQ3の決算発表の結果を見ると、供給のボトルネックからは**広範な警告が起きていないことを示している。**しかし、中核国利回りのボラティリティ、財務比率が分散していること、および年末の流動性の問題は脆弱性となる可能性もある。

当社は、信用の選択に重点を置くことで、スプレッドが高く満期が短い債務(デュレーションリスクが低い)を探索している。また、A格付けの債務と比較すると、HY債とBBB - 格付けのレバレッジ解消が加速していると見ているため、引き続き新しいスターを模索している。これら全てを実行しながらも、ESGダイナミクスを注意深く監視し、この要素を全体的な選択プロセスに組み込む。

重要な変数は実質利回りであるが、それは低いままだ



Source: Amundi, Bloomberg, as of 16 November 2021

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、BoP=国際収支

株式

決算発表シーズンはポジティブであったが、 いくらかの陰りも見られた



Kasper ELMGREEN,
株式部総括



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部グローバル総括



Kenneth J. TAUBES
米国投資運用CIO

株式は、いまだ魅力的なリスク調整後リターンを提供しているが、インフレは企業にとって大きな問題であるため状況には微妙な差があり、選択の重要性を強調している

全体的な評価

市場はここ数週間、好調な収益、楽観的なフォワード・ガイダンスと経済再開の進展から、上昇傾向となり倍率は拡大した。しかし、当社にとっては、次の3つの要因が際立っている。インフレ圧力、相対的および絶対的なバリュエーション、そして実質金利だ。最後の要因 - つまり金利がいつ上昇し始めるか - はより高い投資回収率を困難にし、価格決定力を持っている会社と持っていない会社の区別をより難しくさせる可能性がある。このことは、市場で高いバリュエーションが散らばっていることと相まって、当社が採用する規律あるボトムアップ・プロセスの重要性を強調している。当社はこのプロセスを通して、上昇するコストを消費者に転嫁する能力を持つ企業を特定している。したがって、**優良株とバリュー株を選好するローテーションへ選択的に投資するには最適な時期と言える。**

欧州の株式

全体的には経済の再開に傾いているが、当社はバリュー株、優良株、そして循環株の分野で精選の努力を通して銘柄を模索している。当社は金融株と産業株でそのような銘柄を見つけているが、産業株に関しては金融株ほど前向きではない。金融および循環株の今回の決算発表シーズンでの堅調な収益は、当社のスタンスの確信を更に強くさせる。バーベルのもう一方の端では、ディフェンシブ銘柄（ヘルスケア）を選好している。しかし、**コストが上昇しているため、価格決定力が鍵となる。**これを判断するためには、企業のブランド・ポートフォリオや知的財産などを評価する。対照的に、当社は超成長株であるテクノロジーと一般消費財の銘柄には懐疑的だ。EUのグリーン・ディールなどの政策にけん引されるモメンタムの中で、ESGは引き続き注目される。全体的には当社は、「E」と「S」の側面を注視している。これをグリーン移行に参加することを可能にし、リターンを損なうことなく不平等を減らすことができるチャンスであると見なしている。

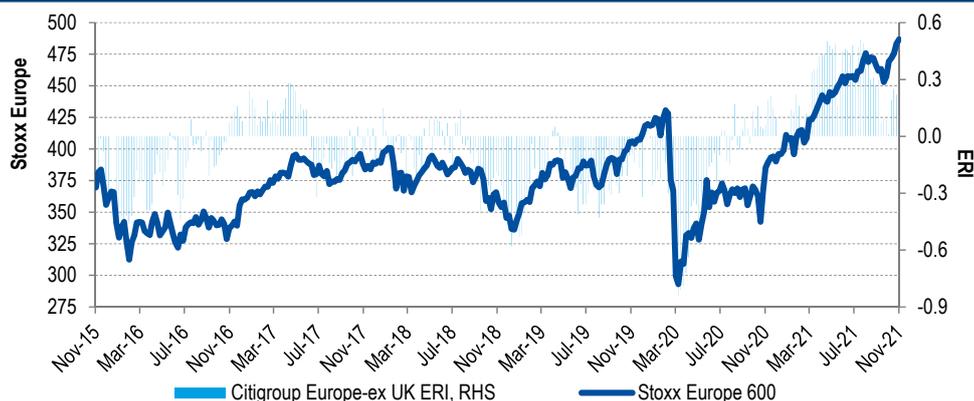
米国の株式

市場が最高値を付けたことで市場心理は強く推移している。これは、サプライチェーンの混乱とインフレの上昇をうまく乗り切ることができたS&P500企業の好業績に牽引されている。現在、労働市場と賃金についての動きが明確になるのを待っているが、当社は企業が市場シェアを保護するために、多少の利益を断念する意思があるかどうかには注意を払っている。これは、**当社の意思決定における重要なポイントであり続けるかどうかということだ。**当社はディフェンシブ株よりも質の高い循環バリュー銘柄に建設的だ。銘柄の選択がリターンをけん引すると信じている。供給側や労働者への対応についての能力は、企業ごとに異なるからだ。しかし、ボンド・プロキシのセクター（長期のデュレーション）、高いモメンタム/成長株（大型テクノロジー企業を含むテック株式）、およびディストレスト・バリュー株の銘柄には慎重となっている。セクターについては、まだ産業株よりも金融およびエネルギー株を選好するが、特にグリーン・エネルギーの促進と炭素排出量の削減に、企業の意思決定を傾けられる銘柄を当社は選好する。消費者セクターは既に妥当な水準にあり、労働とサプライチェーンの問題にさらされている。

EM(新興市場)の株式

2022年にはEM-DM間の成長プレミアムの見通しは拡大する。このことはEMの株式を支えるだろう。しかし、当社は年末までディフェンシブなポジショニングを維持することを提案する。市場の方向性的見通しがはっきりしないからだ。中国の短期的な見通しは、現在の減速による不確実性から影響を受けているが、長期的な見通しは損なわれていない。他の地域では、当社はロシア（コモディティ、エネルギー輸出）、ハンガリー、インドについて楽観的である。セクターについては、原材料、一般消費財、通信サービスよりもエネルギーを選好する。また成長株よりもバリュー株/循環株を選好する。

収益は堅調だが、価格決定力に関する選択が重要だ



Source: Amundi, Bloomberg, weekly data as of 18 November 2021.
Earnings Revision Index on RHS.

テーマ別
グローバルな見解DIDIER BOROWSKI,
グローバル・ビューズ総括

最終的には、中長期的に成長がより包括的になることが目的だ

バイデン大統領はクリスマス前に法案が可決されることを望んでいるが、そうなるとは限らない

米国のポリシー・ミックスは「より良き再建」となるか？

11月19日に、米下院は「より良き再建 (ビルド・バック・ベター) 法案 (BBB) を可決した。この法案は今後上院で審議される予定だ。この法案への投票が、バイデン大統領が「インフラ投資法案」に署名した直後に行われたことを考えると、これはバイデン政権にとって殊のほか大きな前進だ。

下院によって採択されたBBB法案は、数週間後に上院で審議されるが、いくつかの疑問が生じる。今の環境で刺激策を実施するのはなぜか？ この新しい法案ではどのような政策が想定されているのか？ 年末までにBBB法案が通過する可能性はどのくらいあるのか？ 上院

なぜ大規模な財政政策なのか？

米国経済は正常化している。来年末までには、経済は完全雇用に戻るはずだ。インフレ率は、ここ30年以上での最高レベルに達した。通常であれば、今の経済環境で拡張的な財政のポリシー・ミックスを継続することはありえない。

しかし、BBB法案は短期的に経済を安定させるための法案ではない。主に、低所得世帯のための社会的支出と減税を導入するためのもの

上院は「より良き再建」法案を阻止するか？

中道派の民主党議員は、一部の人にとってはすでに過熱の兆候を示している経済に、拡張的な財政政策を実施することに対して、公然と懸念を表明している。経済は今のところ完全雇用にはなっていないが、賃金の上昇は非常に加速しており、Q3には雇用コスト指数 (報酬要素) は年率6% (前年同期比4.2%) にまで上昇している。

このような背景では、上院の中道派民主党議員は、下院が可決した法案の条項の一部を縮小させるか、さらには廃止させようとするだろう。次の3つの項目が彼らの視野にある。移民関連の支出、家族有給休暇、州税と地方税 (SALT) 控除額の調整である (ボックス内を参照)。

- 移民関連への1,200億ドルの増加は削減される可能性が高い
- 家族有給休暇 (約2,000億ドルの増加) は、全ての民主党議員の承認を得るために、取り下げられる可能性があるかもしれない
- SALT控除額の上限は、おそらく下げるか、ミーンズ・テスト (行政による資力調査) を行う必要がある (ボックス内を参照)

調整手続きは、理論的には法案が単純過半数で可決されることを可能にする。しかし、上院では、この手続きは反対派に多くの権限を与え、法案の通過を遅らせ、民主党員の間での不和を招く手段となっている。予算案の各規定は、特定の予算規則に準拠している必要がある (そうで

財政赤字と経済成長にどのような影響があるか？

法案文は無数の対策を想定しているため、影響を正確に見積もることは困難だ。議会予算局 (CBO) によると、この法案の資金源はおおよその用途が

でデッドロックとなるリスクはあるのか？ 米国の財政政策は長期的に財政赤字と公的債務を増やすのか？ そして、それはインフレ圧力を強めるのか？ もしそうなら、それはFRBは政策を変えるのか？ それらについて、いくつかの答えを提供する。

のだ。その目的は、成長を中長期的に多くの人を包括するものとする事だ。これは民主党の選挙公約に沿っている。

したがって、バイデン政権には3つの動機がある。つまり経済的 (中期的に成長の可能性を高める)、社会的 (より包括的で不平等でない成長モデル)、政治的 (中間選挙で上院での過半数を維持する) な動機だ。

ない場合、その規定は法案から外される (「バード規則」と呼ばれている。) ¹⁾。さらに、共和党はフィリバスターと呼ばれる議事妨害を行うことができ、多数の修正案を提出することで難しい問題への投票を次々と強制することもできる (「vote-a-rama」と呼ばれる方法 ²⁾。

バイデン大統領は、この法案がクリスマス前に可決されることを望んでいるが、投票は1月下旬まで延期されるという大きなリスクもあり、そうなれば法案が可決される可能性が低くなることも考えられる。

しかし、当社は共和党の思い通りにはならないと予測する。民主党議員は団結するべきだ。世論調査で民主党の人氣が低下していることは、2022年11月の中間選挙は難しい戦いとなる前兆だ。現在の予測は、民主党が下院で過半数を下回る可能性が高いことを示している。上院で過半数を維持したいなら、共和党に勝利を与えることを避ける必要がある。

現在上院で審議中の法案が、バイデン政権が通過できる最後の予算案となるに可能性が高い。中間選挙戦は1月には始まる。時間が重要で可決を急ぐべきだ。新たな感染の波のリスクは民主党の意向を確固たるものにするために役立つはずだ。オミクロン変異株は、来年の総需要をさらに減速させるリスクがある (つまり経済が過熱するリスクは小さくなる)。

している。しかし、支出は初期 (2022-25年) に集中し、課税が後期に集中するため、連邦赤字への影響は今後4年間でさらに高まるだろう。

¹ 調整法案に、法案とは無関係 (予算案を実施する目的とは無関係) な規定を含めることに反対する上院議員は、法案からそのような規定を削除する修正案を提供する可能性もある。

² この方法では、議員は予算関連の法案に対して無制限の数の修正案を提出することができ、これらの修正案はすべて、討論に割り当てられた時間が経過した後、次々に投票される。

テーマ別
グローバルな見解

最終的には、経済効果は公的需要よりも民間需要に依存する

しかし、上院が削減または削除するであろう項目を考慮すると、連邦の財政赤字への影響は、（特に2020年のコロナ危機の影響と比較して）かなり小さくなるはずだ。しかし、期限切れとなる予定の条項の一部（税の児童控除など）は、延長された場合、後に連邦政府の赤字を圧迫することになる。下院法案が成長に与える影響も、来年は非常に穏やかであると推定される

金融政策：リスク管理アプローチの復活か？

米国の成長はQ4に加速し、インフレ率は30年ぶりの高水準にある。成長は来年には鈍化するものの、2022年後半には潜在成長率をわずかに上回ると当社は考える。インフレも鈍化するが、FRBの目標を上回るレベルで維持されるだろう。

通常では、拡張的な財政政策は、今ほど緩和的ではない金融政策を伴う。しかし、その戦略レビューの改訂に続いて、FRBはその反応関数を事実上変更した。一方では、BBB法案が上院で可決された場合、金融政策からの支援を削減し（テーパリングの加速）、ポリシー・ミックスを再調整する時が来たと信じる陣営の立場を強くする。一方で、新しいオミクロン変異株による脅威は、来年の成長を圧迫する可能性もある。

（2022年には0.5%程度であり、これはすでに当社の予測に織り込まれている）。とは言うものの、BBB法案は成長への期待と持続可能な労働市場回復を確固たるものにするために役立つはずであり、したがって、家計がコロナ危機の間に蓄積した過剰な貯蓄を支出することを奨励するはずだ。最終的には、経済効果は公的需要よりも民間需要に依存する。

過去には、そのような不確実な期間には、FRBが率先してリスク管理アプローチを導入して対応した（つまり、インフレを抑制するよりも、成長を維持することを優先した）。最終的には、BBB法案が上院を通過したとしても、FRBは市場の予想よりも慎重な姿勢を維持すると当社は信じている。FRBは資産購入プログラムを削減/終了する可能性があるが、それでも主要金利を引き上げるにはほど遠いと思われる。肝心なのは、財政政策の如何にかかわらず、実質金利がプラスの領域に戻るわけではないということだ。

2021年11月30日作成

インフラ法案とBBB法案を一言で言えば...

1. インフラ投資・雇用法案

この法案は、下院で11月5日に可決され、13人の共和党議員の支持を得たが、BBB法案の通過を条件として投票した6人の進歩派議員が反対した。この法案は8月10日に、超党派の賛成（69-30）で上院を通過していた。その後、大統領が署名し法律として成立した。

- 1兆ドル以上が、2022年から2031年の10年間に、輸送やその他の物的インフラへの支出に費やされる。これには、6,000億ドル近くの追加資金も含まれる。
- 大幅に増加する支出：道路や橋、電力システム、鉄道、ブロードバンド、水道ネットワーク、公共交通機関（そのうち、交通インフラに2,740億ドル、公益事業に2,390億ドル）。
- 目的：企業にとってのコスト削減、競争力と生産性の向上、そして炭素排出量の削減。
- この法案に賛成する主な議論の1つは、これらを実行するのに適切な時期であるということだ。公共インフラからの収益は、その資金コストよりもはるかに高いと推定されている（30年物国債の利回りを2%未満と推定）。
- 事後のコストはそれほど高くない。10年間の成長による乗数効果の影響を考慮に入れば、今後10年間の予算期間にわたる赤字と債務への実質的な影響はない。

2. 下院で可決された「より良き再建」法案

まだ上院による承認が必要ではあるが、この法案は次を提供する。

約2兆1,000億ドルの支出：

- 社会的プログラム（子育て、教育、医療など）への新規支出と税額控除で2兆1,000億ドル。これは、次の3つに分類できる。
 - 社会プログラム（1兆1,000億ドル）。
 - 気候と住宅（7000億ドル）。
 - その他の支出（3,000億ドル）。
- 気候と住宅投資への支出の増加。

それらに資金を調達するため、次のような政策から約2兆ドルの収入を生み出す：

- 法人税（8,200億ドル）。
 - 法人税率は21%で安定する。
 - 新規の代替最低税率が2023年に発効する（3,200億ドル）。
 - 自社株買いに対する1%の税金（1,200億ドル）。
 - 多国籍企業への増税（2,800億ドル）。
- 高所得世帯への課税（6,400億ドル）。
 - 高所得者（年間40万ドル以上）：4,000億ドルの税収。
 - 非常に高所得の個人（年間500万ドル以上）：2,300億ドルの税収。
 - しかし、採用された法案では、州税および地方税（SALT）の控除額は、現在の上限が10,000ドルから80,000ドルに引き上げられている。このことは、2022年から25年にかけて、高所得者にとっては大幅な減税となる。
 - 業価改革による節約（3,000億ドル）。
 - 税法の施行による改善（議会予算局の見積もりによると2,000億ドル）。バイデン政権はより楽観的で、4,000億ドルの収益を期待する。

中心のおよび代替シナリオ (12ヶ月から18ヶ月間)

月次アップデート

2022年の見通しに沿って、当社のシナリオの説明と確率を変更する。中心的なシナリオでは、新型コロナは地域特有の疫病となり、複数の波がくるものの管理可能であることを前提としている。また、財政政策はいまだに重要な要素であり、金融政策にリンクしている。成長は2023年には潜在レベルに戻ることも想定している。

下振れシナリオ 15%	中心的シナリオ 70%	上振れシナリオ 15%
スタグフレーションに向けた新たな景気後退	でこぼこの道、地域による相違	包括的で持続可能な成長
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none"> ● いくつかのリスクが景気低迷を引き起こすが、その深さはショックの性質と強さに依存する。 ★ 価格への上昇圧力は薄れる。世界的な需要が減少し、労働市場が悪化したことが原因。 ◎ 金融および財政緩和が再び行われる。おそらく財政的抑圧のさらなる一歩。 ◎ インフレは後に再浮上する。そのためCBはガイダンスから免脱することを余儀なくされ信頼を失う。 — 誘因として考えられるのは、中国のハード・ランディング、新型コロナ感染の復活、金融ショック、インフレ期待が開放されること、気候変動に関連する自然災害、政策の誤りなど。 	<ul style="list-style-type: none"> 🔴 新型コロナは、地域特有の疫病となり、伝染波はランダムとなる。 ★ 成長は2021-22年に遅れを取り戻し、2022-23年のトレンドに落ち着く。中国の減速とインフレの加速で、2022年H1には景気の腰折れが起こる ★ 持続的なインフレへの圧力。供給側のボトルネックと賃金上昇の圧力が原因。 ◎ 金融政策の非同期性：FRBのテーパリング、BoEの利上げする可能性、ECBは再調整モード、PBoCは緩和的のバイアスとなる。金利は長期にわたって低く維持される。 ◎ 財政政策：緩和政策の一部は撤回されたが、エネルギー転換政策には支援が必要だ。 🌿 気候変動がコモディティのサイクルを混乱させ、成長とインフレに食い込み、スタグフレーション・トレンドに加担する。 	<ul style="list-style-type: none"> 🔴 新型コロナ・パンデミックは予想よりも早く後退。 ● 余分な貯蓄と賃金が燃料 消費を上昇させるが、企業の利益を損なうことはない。 ● 生産性の向上。これは技術の変化と構造改革の功績。 🌿 包括的成長。これは不平等との戦いの功績。 ★ インフレは引続きコントロールされている。 ◎ 金利上昇。投資の増加と貯蓄の低下が原因。 ◎ 中央銀行は正常化に向かっている。これは金融市場から好評を得ている。 ● 債務は持続可能。力強い成長と財政規律への漸進的なシフトのおかげ。 — 考えられる誘因には、優れた政策（例えば、構造改革、効果的なワクチン接種計画、地方分権化のおかげでの包括的財政政策）が含まれる。
市場への影響	市場への影響	市場への影響
<ul style="list-style-type: none"> — 現金、米ドル、米国債を 선호する — 最小ボラティリティ戦略に投資する — 金 	<ul style="list-style-type: none"> — 高いバリュエーションと成長の減速による、リスク調整後の期待収益率の低下 — 米国債のイールドカーブのスティープ化が抑制された、それはEZ (ユーロ圏) とEM (新興市場) も同様 — 金、インフレ連動債、および株式を介したインフレ・ヘッジ — 新興市場：短期的には慎重だが、長期的なインカムおよび成長のナラティブはそのまま 	<ul style="list-style-type: none"> — 米国債のイールドカーブはスティープ化する — 景気循環株とバリュー株へのエクスポージャーがある高リスク資産を 선호する — インフレヘッジとしてインフレ連動債を 선호する

- 🔴 新型コロナに関するトピック
- ★ 成長とインフレ期待
- ◎ 金融政策と財政政策

- ▲ 復旧計画または金融環境
- 民間および公的発行体の支払能力

- 経済または金融体制
- 🌿 社会または気候関連のトピック

上位のリスク

月次アップデート

当社は2022年の中心的なシナリオを考慮するためのリスクを修正したが、確率は変更していない。

コロナ関連のリスクは経済的リスクの一部として考慮している。ヘッジ戦略の検出を容易にするために、リスクはクラスター化されているが、それらは明らかにリンクしている。

経済的リスク

20%

- パンデミック2.0
 - 大規模なワクチン接種にもかかわらず、新しいコロナ感染の波が北半球で始まる。
 - ワクチンの有効性が限られている新しい変異株は経済の回復を損なう(新規のロックダウンや移動制限が課されるため)。
- サプライチェーンの混乱が続く、原料コストによる圧力が企業の不況につながる。
- 中国の不動産市場は崩壊し、成長見通しの低下につながる。
- 石油・ガスショックは、急増する需要と設備投資の削減がけん引。
- 金融政策のミス
 - インフレ期待が高まるにつれ、FRBと大きな先進国の中央銀行が早過ぎる金融引き締めを行い、インフレは最終的には後退するが、回復を阻害する。
 - 中央銀行の伝達ミスは、より大きな不確実性につながる。
- 気候変動関連の自然災害が成長の可視性を損なう。

財政的リスク

20%

- インフレ期待が開放されたことが、債券市場の混乱と厳しい金融引き締めにつながる。
- ファンダメンタルズは改善したが、企業の支払い能力リスクが高くなる。中央銀行による高い流動性と政府の支援が撤廃されたため。
- ソブリン債務危機
 - 対GDPの公的債務の割合は、平時としては歴史的に高い水準に達している。多くの国が、格下げや金利上昇などの影響を受けやすくなっている。
 - 新興市場が脆弱であることで、国際収支危機に直面し、債務不履行リスクを増大させる可能性がある。
- グリーンウォッシング(偽善的な環境への配慮)が広がり、ESG投資バブルが発生
- 米ドルが不安定になり準備通貨としての地位が徐々に失われる

(地政学的な)政治リスク

20%

- 南シナ海または台湾海峡での予想外の対立
- 米国&欧州 vs. 中国の冷戦
 - 米国が中国に対して強硬姿勢を取り、関係が深刻化する。
 - アフガニスタンからの撤退後、NATO同盟国からの不信感が募り、米国への影響力が失われる。
 - EUは、経済的利益にもかかわらず、米国に従う可能性がある
- フランスがイタリアにおける、欧州ポピュリストへの投票コロナ危機とエネルギー価格の上昇を背景に。EUの細分化が高まる
- 新興市場における政治的な不安定は、次のような原因で引き起こされる：
 - コロナ感染への危機対応が大混乱をまねく
 - 食糧価格の高騰が、アラブの春のような社会騒動の波を引き起こす
- エネルギー転換について、米国と中国が信頼を失いパリ協定を弱体化させる。
- 地球温暖化が、水不足や移民増加などによって引き起こされる紛争のリスクを上昇させる。
- サイバー攻撃やデータ流出が、セキュリティ、エネルギー、医療サービスなどの分野のITシステムを妨害する

+

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

+

先進国の国債、現金、金、米ドル、ボラティリティ、ディフェンシブ

-

石油、高リスク資産、AUD CAD またはNZD、新興市場の現地通貨

-

原油、高リスク資産、フロンティア市場、および新興市場

-

石油、信用&株式、EMBI

コロナ感染状況のアップデート

Pierre BLANCHET、投資インテリジェンス総括

11月中旬に南アフリカで発見された新しい変異株オミクロンには、50の変異があるため、おそらくより伝染力が強く深刻化する可能性が高いと推定される。WHOは、他の変異株を比較して、再感染のリスクも高いことを強調している。南アフリカでのワクチン接種率は人口の24%未満、ボツワナでは20%と非常に低い。このことが現状に至った理由を説明している。デルタ変異株は、2020年12月にインドで発生し、英国をはじめとして欧州に急速に広がり、その後米国に到達し、SARSCov-2のウィルスのうち、最も著名な変異株となった。オミクロン株にも同様のシナリオが考えられるが、主な懸念材料はワクチンの有効性、検査、現在の治療法についてだ。

本記事の執筆時点では、これらの懸念には明確な答えはなく、おそらく12月中旬まで詳細はわからないだろう。ここ数週間の金融市場のボラティリティはそれが原因だ。mRNAワクチンのメーカーは、数か月で新しいワクチンを製造できることを確認しているが、世界中に行きわたるために必要な数十億回分の量を生産するには、来年の夏までかかる。加えて、デルタ変異株に対応することは依然として最優先事項である。一時的な予防措置として、新たな旅行制限がすでに実施されており、地域間の移動制限やソーシャル・ディスタンス規制なども行われている。

クロス・アセット報告 市場のターニング・ポイントを検知する

- ターニング・ポイントが発生した
- ターニング・ポイントに近づいている
- まだ、そこまで行ってない。そう言うには早過ぎる

経済の背景

- Q3の力強い拡張の後、ユーロ圏の経済成長率は、徐々に緩やかになるものの、引き続き堅調に推移すると予想される。高頻度データは、パンデミック前のレベルに向かって安定したが、主要指標とソフトデータは、サプライチェーンの混乱による製造活動への影響が拡大している証拠を提供した。サービス活動の成長は、経済再開がけん引した回復の後、後退している。ユーロ圏でのコンセンサスは引き続き下方に修正されている。上方への逆転の可能性の非常に穏やかな兆候はあるが、経済的なサプライズはイタリアを除けばネガティブなままだ。
- 米国の経済活動は、Q3の後半に見られた減速の後、Q4には上向いている。これは高頻度データとソフト・データの穏やかな改善と一致している。CESI指標は、ソフトデータとハードデータの両方のサプライズの強い上昇傾向に支えられて、ポジティブな領域に戻った。コンセンサスは引き続き下振れ傾向にあるが、パリティのすぐ下で落ち着いた。

ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 倍数およびいくつかの指標が警告を発した。低金利を考慮したとしても、非常に高価なレベルになっている。流動性は高リスク資産の最も強力なけん引役であったが、中央銀行が正常化がスムーズに行われるため、この支援は薄れるだろう。
- レティバ・リユがある程度の基礎を提供するが、当社の中心的なシナリオは高金利環境であり、それはリスク感情には大きな追い風にはならないだろう。



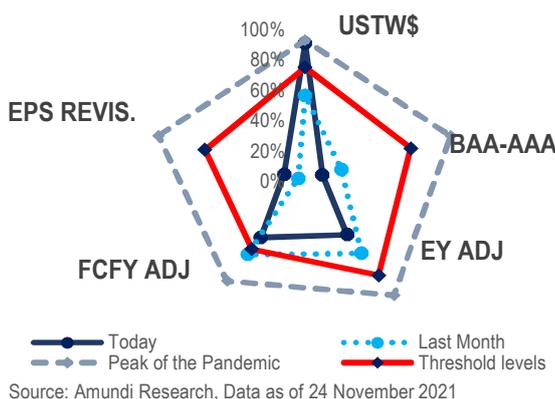
テクニカル要因

- まだ整合性を欠く環境が続いている。高リスク資産は中期的に堅調に推移しているにも関わらず、これらの資産のほとんどは短期的なモメンタムに欠ける。
- コントラリアン指標によれば、11月にはいくつかの市場が買われ過ぎのレベルに近づいていた(相対力指数に基づいて)が、最近の市場の統合でそれらの混乱のいくつかは解決した。
- 本稿執筆時点では、テクニカル要因は整合性がなく方向性に欠けている。
- これは、経済情勢の悪化と非常に豊富なバリュエーションのポジショニングと一致していると当社は考える。これら全ては市場のボラティリティが高くなることを示している。

市場心理

- インフレ率は世界中で高まっている。世界的な成長の減速にもかかわらず、投資家は金融環境がより積極的に引き締められることを予測し始めている。しかし、市場のリスク感情が構造的に悪化しているという証拠は見つかっていない。
- 懸念が高まっているにもかかわらず、ほとんどの地域で金融環境が緩く維持されており(GEMはまだ引き締めの初期の兆候を示している)、CAST(米ドルがアラートを上回っている唯一の関連指標)と「ムードオン」と「ムードオフ」の両方が「リスクオフ」に転換することが難しいことを示唆している。
- 機関投資家の行動は、この発見と一致しているようだ。特にコモディティ、債券、株式において、彼らの態度はわずかなりリスク選好を示している。

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のリスクの認識は、構造的な上昇を示していない。EPSの修正は悪化が止まった。これはQ3の決算発表シーズンが予想を上回り、信用リスク・プレミアムは依然として低く、金融環境がまだ緩いことに関連している。それでも、米ドルは「リスクオフ」を強く要求する次元となっており、それが残りの次元へ波及することを注意深く監視する必要がある。

方法: 当社は「センチネル」と呼ばれる5つのインプットを考慮します。それらは、USTW\$, Moody's Baa-Aaa, EPS修正、調整後の収益利回りリスク、そして調整後キャッシュ・フロー利回りリスクです。センチネルは、戦術的な資産配分を再ポジションするために使用されます。適切なしきい値が検出されると、5つの変数は一定レベルの確信をもって、市場のストレス状態を予測する指標として合計されます。この五角形は5つのセンチネルを表しています。赤い線は警告のしきい値を示しています。赤い線の上の距離が大きければ大きいほど、リスク認識は高く、最終的にはディフェンシブな資産配分に近づく必要があります。

グローバル・サーチ・クリップ

1 先進国中央銀行の政策の再評価

- FRBはコミュニケーションの方法を習得し、大きな市場ボラティリティを伴うことなく、可能な限りスムーズな方法でテーパリングの開始について市場を導いた。
- ECBは、政策金利引き上げのパターンについての反応（および予想）を押し返したが、価格設定に有意義な効果をもたらすために、そのメッセージを数回強調する必要があった。
- イングランド銀行は、予想通りに金利を引き上げず、今後数か月の政策について明確なガイダンスを提供せず、市場参加者を誤った方向に導いた。このことは、英国の利回りカーブだけでなく、他の先進国市場の短期利回りにも修正を引き起こすという実質的な結果をもたらした。
- 12月の金融政策決定会議では、オミクロン変異株の影響と、それが成長とインフレ見通しへおよび影響が考慮されるだろう。

投資への影響：

- 市場は、それほど積極的でない価格と金利の引き上げを再評価しており、それは徐々にアムンディの見解に近づいている。当社は、2022年にFRBが2回金利引上げをすると予想する。
- 成長が減速するにつれて、利回りカーブはフラット化する可能性がある。当社は短いデュレーションへの選好を改めて表明する。

2 イタリア：経済的背景、バリュエーション、テクニカル要因がすべて支持的だ

- （非常に堅調なQ2の後）Q3のGDPが予想を上回ったこと、格付け見直し（S&P、DBRS）が改善されたこと、テクニカル指標が支持的事であること、魅力的な相対バリュエーションなど、マクロ経済への新たな前向きなサプライズが起きたことで、イタリアの債務には新たな楽観的な波が起っている。
- イタリアの株式も良い機会を提供する。それらは魅力的なバリュエーション、（2022年のPEは11.5倍vs. 欧州の14.5）、史上最高の消費者心理と企業景況感、そして来年の相対EPS成長とポジティブな収益修正を享受する可能性が高いことなどが理由だ。

投資への影響：

- 長期イタリア国債への投資、長期イタリア国債とドイツ国債間のスプレッド、そしてFTSE/MIB指数に対する前向きな見方が強化された。

3 先進国株式市場：モメンタムとリスク選好が全て

- 高い需要と幾つかの企業の価格決定力があるため、好調な決算発表シーズンよりも、利益が圧迫されることへの恐れが上回った。
- 株式市場が堅調であったため、難しい経済的背景（スタグフレーション、経済モメンタムの減速、経済的サプライズの悪化）と高価なバリュエーションを克服することができた。これは緩和的金融環境とリスク選好が高まったことが原因だ。

投資への影響：

- 地域での配分がバリュエーションよりも収益性と債務にけん引された：当社はGEM、日本を除くアジア太平洋地域と欧州よりも、日本と米国を選好する。

4 新興市場（EM）のマクロ経済のモメンタム：中南米やCEEMEAよりも、アジア地域の方が緩やかに回復している

- EMのマクロ経済のモメンタムはまだネガティブであるが、ここしばらくの間で初めて、地域間でのシフトが見られた。当社は中南米とCEE/MEAよりも、アジア地域を選好する。
- 全体的には、内需および主に外需が低迷しているため、成長予測は低迷している。
- 当社は中国のGDP成長率が、今後2年間で5%に近いか、それを下回ると予想する。EMの成長率は、2022年には6%を超え、2023年には4.3%を超えるはずだが、インフレは平均して4%を超えるとする。

5 米ドルへのポジティブな見解を改めて表明する

- 最近の米ドル高は、前向きなマクロ・データと歴史的に見ても高いインフレによって引き起こされた。このことが、2022年のテーパリングの速度が早まることと、利上げの期待へと導く。
- 米ドル安を支持する見解（多くの要素が織り込み済みで、FRBの行動は失望を招くと想定）は、2021年に間違っていることが証明されたが、2022年にも再び間違っていることが証明されるだろう。当社は、米ドルが長期的なバリュエーション水準から逸脱していないと考える。
- 成長率/キャリアの予測では、上昇が弱まっている傾向を示しているが、当社は12か月の期間では、米ドルにはポジティブな見解を維持している。
- 当社の2022年Q2のEUR/USDの目標は現在1.10で、市場のコンセンサスは1.15である。当社の12か月の目標は1.14を維持する（コンセンサスは1.17）。

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	=		進行中の決算発表シーズンは、今のところ企業が利益への圧力とサプライチェーンの障害を乗り越えることができていることを浮き彫りにした。しかし、高いバリュエーションと成長モメンタムが鈍化した中で、インフレと需給のミスマッチが続いているため、当社は依然として非常に選択的であり、ファンダメンタルズに焦点を当てている。これに関しては、当社は長期的な成長を後押しすることを目的とした、社会インフラ法案の進捗状況を注視している。
	米国のバリュー株	+		経済は減速した回復曲線に沿って進んでいるが、当社は再開の恩恵を受けるだけでなく、上昇するコストを消費者に転嫁する価格決定力(持続可能な収益成長)を持ち、顧客基盤を堅持し、ESGパフォーマンスへの改善を示す銘柄を探している。そのためには、厳しい選択が不可欠だ。
	米国のグロース株	-		インフレが上昇し、米国の金利が上昇する可能性がある環境では、バリュエーションが長期的な将来のキャッシュ・フローに大きく依存する長いデュレーションの株式は悪影響を受ける可能性がある。市場の一部ではバリュエーションがすでに高くなっているという事実と相まって、当社はこの分野には慎重になっている。
	欧州	=		市場は力強い収益と景気回復の進展(不均一)に牽引されてきたが、一部のセグメントでは絶対バリュエーションが高くなっているため、株式の選択の重要性は高いと考える。当社は収益を維持できる企業と、バリュー株、優良株、循環株の銘柄に前向きだ。当社はファンダメンタルズとESGに焦点を当てている。つまり、短期的な決算発表シーズン以降もリターンをもたらすことができる銘柄を発掘する。
	日本	=		日本は、新政権の下での政治的安定(刺激策)、収益成長の改善への期待、相対的バリュエーションが魅力的であることから恩恵を受けるだろう。新型コロナウイルス感染症の症例が減少しているため、経済回復は他の先進国に追い付くだろう。
	新興市場	=		EMの見通しは、この地域が危機から脱するにつれて、長期的な観点から魅力的に見える。しかし、当社は全地域で非常に選択的であり、中国は長期的には機会を提供しているが、規制改革が短期的な脆弱さの原因であると見る。加えて、中期的な経済成長と共に、EMの相対的な評価も魅力的に見える。当社はバリュー株と循環株を好むが、特にロシアやインドなどの国を好む。
債券プラットフォーム	米国債	-		FRBがテーパリングの計画を発表し正常化に向けて動いているが、インフレ圧力は継続し、FRBの許容限度を試している。中期的な名目金利と実質金利の道筋は監視する必要がある。巨額の債務と財政赤字は、コア利回りに上昇圧力をかけると当社は見る。この動きは直線的ではないことを考えると、デュレーションには慎重だが、利回りカーブ全体において、柔軟性を維持する。物価連動国債(TIPS)については、建設的な姿勢を維持するが、バリュエーションには注意を払っている。
	米国IG社債	=		当社は信用力が高い企業を探しているが、IG債ではベータへのエクスポージャーよりも企業固有のリスクを好む。一方で、コア利回りの上昇が悪影響を与える可能性のある債務を回避している。消費者向けローンおよび住宅ローン市場は引き続き堅調だ。これは返済遅延が緩やかなままであるためだ。しかし、投資家は金利の上昇を考慮して、デュレーションが長い商品には用心するべきだ。
	米国HY社債	=		利回りと信用力の高さのバランスをとるという当社の目標に沿って、信用のファンダメンタルズは改善しているが、HY債では選択を重視し、方向性に依存することは少なくなっている。当社は過度のレバレッジを持つ領域を避けている。
	ユーロ圏の国債	-/=		インフレ圧力があるため、当社は欧州の中核国と準中核国の政府債務にはディフェンシブな姿勢を維持するが、ECBは資産購入プログラムの速度を遅らせているにもかかわらず、緩和的な金融環境を維持して支えるであろうことは認識している。しかし、イタリアなどの周辺国の債務については前向きだ。これらの国は強い経済成長の見通しがあり、次世代EU復興基金からの恩恵を受ける可能性があるからだ。
	欧州IG社債	=/+		信用のファンダメンタルズは改善しており、企業は今のところ供給の混乱には耐えることができているようだ。これは最近の決算結果からも明らかだ。しかし、コア利回りからのボラティリティ、企業間での信用指標の分散、流動性を監視している。したがって、選択的アプローチを通じて、当社は方向性リスクが限定された短期の資産を好む、プレミアムが設定される前に指標を改善する可能性を示す銘柄を探している(BBB格付けの注目銘柄)。
	欧州HY社債	=		当社はHY債には積極的である。改善したディストレスト率と緩和的な資金調達条件を考慮すると、HY債は魅力的な利回りを提供すると思われる。しかし、選択性を維持する必要がある。投資家は、年末が近づくことを踏まえて、優良品と利回りのバランスを取り、市場全体の流動性に留意する必要がある。
	EM債券HC	=/+		全体的にデュレーションに対するディフェンシブな姿勢を維持するが、当社は引続きHC債務を好む、IG債よりもHY債へのバイアスを維持する。これはIG債が魅力的な利回りを提供するからだ。しかし、FRBの政策の正常化と、DMと比較してEMでのワクチン接種率の低さを考慮すると、非常に選択的になっている。
EM債券LC	=		LC債務にはドル高が原因の幾つかの課題があるが、ボトムアップの観点ではチャンスがある。ロシアなどの国々は引き続きコモディティ価格の高騰を支えられているが、中国の不動産セクターの特異なリスクと状況には監視を続けている。	
その他	コモディティ			コモディティはまだ現在のレベルで統合されており、成長と品不足に関するニュースを分析している。供給の問題と混乱はしばらく続き、ベースメタルとエネルギー価格を支えるだろう。しかし、中央銀行と実質金利はいまでも金にとっての主要変数である。最後に、原油は今のところ生産を増やすというOPECの決定によってけん引されている。
	通貨			予想よりも高い米国のインフレ、労働市場、小売売上高のデータは投資家の期待に影響を及ぼしており、FRBによる利上げが早くなることを示唆するが、当社はこれを注意深く監視している。短期的には、当社は引続き、特に低利回りの通貨に対して米ドルを好む。

説明



出典： 2020年11月26日現在のEUR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のものであり、変更される可能性があります。本情報は、アムンディ製品の現在、過去、または将来の実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。IG = 投資適格社債、HY = 高利回り社債。EM債券HC/LC = 新興市場債券のハード通貨建て/現地通貨建て。WTI = West Texas Intermediate。QE = 量的緩和

先進諸国.

マクロ経済の見通し

11/26/2021時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)		インフレ率 (CPI, 前年比, %)					
	2020	2021	2022	2023				
世界	-3.3	5.8	4.0	3.4	2.6	3.7	4.2	3.4
先進諸国	-5.1	5.0	3.6	2.1	0.8	2.9	3.1	2.1
米国	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
日本	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
英国	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
ユーロ圏	-6.5	5.1	4.1	2.3	0.3	2.4	2.6	1.9
ドイツ	-4.9	2.9	3.7	2.0	0.3	3.2	2.7	1.8
フランス	-8.0	6.8	4.2	2.0	0.5	2.1	2.5	2.0
イタリア	-9.0	6.3	4.8	2.3	-0.1	1.9	2.5	1.8
スペイン	-10.8	4.5	5.6	2.8	-0.3	3.0	2.9	1.8

出典: アムンディ・リサーチ

- 米国:** Q3に予想よりも急激に減速したが、Q4には再び加速すると当社は見ている。いくつかの活動指標がそのような信号を送っているからだ。2022年に目を向けると、成長は順次減速するがトレンドを上回り、最終的には2023年の潜在力に収束すると予想される。現在のインフレの急上昇は、一過性の要因によって生じたもので、来年には徐々に衰えると予想されるからだ。それでも、このインフレは真に強い需要と第2ラウンドの影響の結果でもあり、当社の予測期間中に、インフレが新型コロナ発生以前のトレンドを大幅に上回る要因の1つであると予想する。
- ユーロ圏:** 当社は成長のピークは過ぎ去ったと考えており、今後は減速が見込まれる。経済再開という促進源は終了し、消費者と企業は、エネルギー価格の上昇と供給の支障という逆風に直面するだろう。インフレはまた、国内の需要と消費の足かせとなっており、それは賃金の上昇によって相殺されていない。したがって、2021年Q4のインフレのピークを支えた一過性の要因が過ぎれば、2022年半ばから、コア・インフレとインフレ総合指数間のギャップなくなり、インフレが目に見えて減速し、新型コロナ以前よりやや高いレベルで安定すると当社は予測する。
- 英国:** 2021年の消費者主導の回復の後、成長は徐々に鈍化すると予想される。これはインフレ、金融引締め政策、プレグジット関連の調整、そして政治的リスクによる逆風が原因だ。内需は引き続き堅調だ。消費は健全で労働市場と税額控除による投資に支えられているが、特にエネルギーと物価上昇によるいくらかの逆風に直面するだろう。インフレは2021年のピークから徐々に低下し、予測期間の終わりには目標レベルに達するだろう。コモディティ価格と供給の障害は、価格上昇の圧力を徐々に軽減する程度だろう。
- 日本:** Q3のGDPは予想を大幅に下回り、内外の需要が大幅に減少したことを示した。その結果、当社は2021/2022年の予測を引き下げたが、将来の成長回復プロファイルにほとんど変更はない。岸田政権の経済刺激策は、2022年の予測に上振れリスクをもたらす。非常事態宣言は9月末に解除され、人の移動はより速いペースで改善し始めた。当社は個人消費が2021年後半に回復し始め、回復につながると予想する。2022年には、一時的な要因が衰退するため、インフレはさらに意味のある上昇をするだろう。

主要金利の見通し

	30-11 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	0.22	0.5/0.75	0.49
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.46
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英国	0.10	0.50	0.64	0.75	1.06

出典: アムンディ・リサーチ

- FRB:** 現在のペースでは、テーパリングは6月に終了する予定だが、一部の市場参加者はテーパリングの加速が正当化される可能性があるとし唆し始めている。今後数ヶ月にわたって、労働市場とインフレが継続的な強さを示した場合、FRBがテーパリングを加速するべきではないと主張するのは難しくなるだろう。最初の利上げのタイミングについては、労働力と現サイクルでの完全雇用の状況についての議論が重要となる。フォワード・ガイダンスによると、最初の引き上げの前に完全雇用に達することが必要条件だからだ。当社は、最初の金利上げが2022年6月になると予測する。
- ECB:** ラガルド総裁は、2022年の金利安定の見通しに関して、ハト派的メッセージを改めて表明した。これは最近の市場の価格付けに反発したものだ。ECBは、Q4の量的緩和を前の2四半期と比べてやや削減したにすぎない。しかし、最近のECB総裁のメッセージを受けて、「パンデミック緊急購入計画 (PEPP) は2022年3月までに終了する可能性がある。当社は、ECBが2022年まで刺激策を継続し、予想されるユーロ圏国債 (EGB) の(より低い) 純発行額をカバーし、EUの新規債券もサポートするために、その規模を調整すると見る。12月の会議では、2022年の金融刺激策の展開に関するガイダンスを提供する可能性が高い。
- 日銀:** インフレが抑制されているため、日銀が政策正常化の陣営に加わるために政策スタンスを変更するとは思わない。しかし、事実上のテーパリングはしばらく続いており、ETFと国債の購入額は減少している。さらに、2022年の重要な議論としては、日銀がそのイールド・カーブ・コントロール (YCC) のフレームワークにテクニカルな調整を加えるために、適度に高いインフレ (約1%) の機会をつかむかどうかだ。最も議論されているのは、利回り目標を10年物から5年物にシフトさせるかどうかということだ。後者は、日本の銀行が保有する資産の満期にリンクしているためだ。
- イングランド銀行:** BoEは金利引き上げの期待を構築した後、期待に反して、市場を非常に驚かせた。金利は前回の会議で7-2と賛成多数で据え置かれた。賛成派はベイリー総裁を含むが、彼は政策委員会でも最もタカ派な主張をするメンバーの1人であり、期待を構築するのに一役買った人物だ。しかし、今後数か月の予測を見れば、BOEは他の主要先進中央銀行よりも、引き締めへの道はかなり先に進んでいる。最新の予想を上回る雇用統計と高インフレが発表されたが、このことは12月の会議で、最初の利上げがなされる可能性はあるという見方を支持している。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
FRBのFOMC	12月15日
イングランド銀行 MPC	12月16日
ECB理事会	12月16日
日銀MPM	12月17日

出典: アムンディ・リサーチ

新興諸国.

マクロ経済の見通し

11/26/2021時点のデータ		
年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)	インフレ率 (CPI, 前年比, %)
	2020 2021 2022 2023	2020 2021 2022 2023
世界	-3.3 5.8 4.0 3.4	2.6 3.7 4.2 3.4
新興諸国	-2.0 6.4 4.3 4.3	3.9 4.3 4.9 4.2
中国	2.3 7.7 4.7 4.8	2.5 0.9 2.1 2.0
ブラジル	-4.1 4.9 0.5 1.6	3.2 8.3 8.2 3.7
メキシコ	-8.2 5.8 2.7 2.2	3.4 5.6 5.2 4.1
ロシア	-3.1 4.3 2.6 2.5	3.4 6.6 5.8 4.2
インド	-7.1 8.3 6.4 6.4	6.6 5.1 5.8 5.8
インドネシア	-2.0 3.2 4.8 4.9	2.0 1.6 2.8 3.4
南アフリカ	-6.4 6.9 3.2 2.3	3.3 4.5 5.3 5.1
トルコ	1.6 7.8 4.4 4.0	12.3 18.2 19.1 11.5

出典: アムンディ・リサーチ

- **中国**: 10月のデータは、回復はまだ脆弱な段階にあることを示している。小売売上高の回復は主にインフレの上昇によるものだが、住宅部門の減速はより深刻だ。当社の見解では、この一連の減速の主な原因は、自らに課した政策による制約であり、そのほとんどはまだ行われている。2022年には、経済全体がゆっくりとエンジンを再始動すると予想する。政策による制約(エネルギー使用の抑制、ゼロ・コロナ政策、セクター引き締め政策)が一つ一つ取り除かれれば、経済は大幅な緩和なしに自力で回復すると見る。
- **インドネシア**: 2021年Q3で経験した深刻な経済の脆弱性は、新型コロナの新しい波と厳しいロックダウンの実施によって引き起こされ、再び対外リバランスへの道へと導き、経常収支の赤字(GDPの1.5%)をもたらした。対外ポジションが悪化するためには、より堅調な回復とより大規模なインフラ支出を待つ必要がある。比較的健全な対外収支と、まだ抑制されているインフレ(10月の消費者物価指数は前年比1.7%、コアは前年比1.3%)により、BIはより長く緩和的な姿勢を維持することができる。当社は、最初の利上げは来年の後半までないと見ている。
- **ブラジル**: 新型コロナの感染状況はコントロールされているように見える。経済は、全体的にはコロナ危機以前のレベルに戻っているが、回復は複数の逆風に直面している。インフレ圧力は緩和されておらず、ボラティリティも一時的なものだけでなく、政策金利の上昇にまで波及している。二桁のインフレが悪化するにつれ、可処分所得と社会的需要が高まっているため、政府は追加の福祉支出で対応している。しかし、これは創造的な会計を通じて予算内に収められたものだ。市場は、財政の抑制力が信頼できないため、そのニュースに対して厳しい反応をみせている。それは悪循環に勢いをつけている。当社は、まだ「財政のトリレンマ」のやや良好な良解決を期待しているが、経済循環にダメージを与えたため、来年はあまり成長しないと見ている。
- **CEE-3(中欧&東欧3)**: 半導体不足と新たなコロナ感染の波の影響で、2021年の高いレベルから、2022年には4%に向かって成長が低下すると予想される。ハンガリーとポーランドには、大きなリスクがのしかかっている。EUとの紛争で、次世代EU復興基金(NGEU)の承認が保留中であるためだ。インフレが上昇していることで、利上げサイクルが継続している(CNB 125bps、NBP 75bp)が、NBHはオあまりオーソドックスではない政策を採用しており、1週間の預金金利が(70bps上昇して2.5%)が基準金利(30bps上昇して2.1%)を上回っている。インフレ圧力と財政支出を通して需給ギャップが解消しつつあるため、引締めサイクルは継続すると見る。

主要金利の見通し

	30-11 2021	当社 予想 M	コンセンサス 6ヶ月先	当社 予想 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4.00	4.25	4.15	4.75	4.50
ブラジル	7.75	10.75	11.25	10.75	10.95
ロシア	7.50	8.50	8.15	7.50	7.20

出典: アムンディ・リサーチ

- **PBoC(中国)**: 2022年にも、PBoCは目標とする金融緩和を継続すると予想する。特に炭素排出削減を支援するための特別な資金調達ツールの導入後には、政策金利の引き下げや大幅な預金準備率(RRR)の引き下げはないと当社は予想する。最新の金融政策報告書で、中央銀行はマクロ・レベルのレバレッジ比率を安定させるという目標を繰り返しており、広範な貸付金の成長は名目GDP成長と一致し、2021年よりも遅いペースではあるが、2022年にはさらに正常化する可能性が高いことを示唆している。今後、全体的な与信状況はそれほど引締められないと予想される。
- **RBI(インド)**: 10月のインフレ率には、前年同期比4.3%から4.5%に上昇した総合CPIが含まれているが、それでもRBIにとっては非常に快適なレベルだ。対照的に、コアCPI(前年同期比5.9%)とさらにWPI(前年同期比12.5%)は、RBIに12月の会議で正常化プロセスを開始せざるを得なくさせるだろう。このプロセスはリバースレポ率を3.75%(+40bps)に引き上げ、政策金利(4.0%)を中心とした対称領域に戻すだろう。政策金利を通じた適切な引上げサイクルは、2022年4月まで開始されないと予想する。インフレ率がRBIの上限範囲で変動する限り、金融環境は2022年には徐々に引き締められると予想する。
- **BCB(ブラジル)**: BCBは、12月に金利を150bps(7.75%へ)引き上げ、次回12月の会議で同様の規模の利上げをすることを事前に発表した。さらに、CBはフォワード・ガイダンスを強化し、財政懸念の高まりへの対応として、政策金利を収縮領域に「さらに」引き上げる必要があると述べた。これらの政策は、現政権が、差し迫った社会的要求を緩和するために必要な財政上の余地を作るために、最終的な財政の抑制力である歳出上限を「曲げる」と発表して推進したものだ。これはインフレへの更なる上昇リスクとなる。BCBは、新年にはSELICを2桁にし、最終的には約11%と過去5年で最高とするだろう。
- **CBR(ロシア)**: 10月に75bps(7.5%へ)の引き上げを行い、10月のインフレが前年比8.1%であったことから、12月の政策会議ではさらに引き上げが見込まれる。CBRは、内需が供給力よりも速い成長を示したことが、インフレ期待の高まりにつながり、更なる金利引上げへの扉を開いたと述べた。修正された中期の予測によれば、CBRは、年末のインフレ率は以前の予測よりも高く7.4~7.9%の範囲であり、2022年末までには、4~4.5%に低下すると予想している当社は12月のインフレ率は前年比8%近くになると予想する。

金融政策会議の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
RBI	12月8日
BCB ブラジル	12月8日
CBR	12月17日
PBoC	12月20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11月26日)

年平均(%)	実質GDP成長率(%)				インフレ率(CPI、前年比、%)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
米国	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
日本	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
ユーロ圏	-6.5	5.1	4.1	2.3	0.3	2.4	2.6	1.9
ドイツ	-4.9	2.9	3.7	2.0	0.3	3.2	2.7	1.8
フランス	-8.0	6.8	4.2	2.0	0.5	2.1	2.5	2.0
イタリア	-9.0	6.3	4.8	2.3	-0.1	1.9	2.5	1.8
スペイン	-10.8	4.5	5.6	2.8	-0.3	3.0	2.9	1.8
英国	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
中国	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	2.0
ブラジル	-4.1	4.9	0.5	1.6	3.2	8.3	8.2	3.7
メキシコ	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.6	5.2	4.1
ロシア	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	5.8	4.2
インド	-7.1	8.3	6.4	6.4	6.6	5.1	5.8	5.8
インドネシア	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
南アフリカ	-6.4	6.9	3.2	2.3	3.3	4.5	5.3	5.1
トルコ	1.6	7.8	4.4	4.0	12.3	18.2	19.1	15.0
先進諸国	-5.1	5.0	3.6	2.1	0.8	2.9	3.1	2.1
新興諸国	-2.0	6.4	4.3	4.3	3.9	4.3	4.9	4.2
世界	-3.3	5.8	4.0	3.4	2.6	3.7	4.2	3.4

主要金利の見通し

先進諸国

	30/11/2021	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	0.22	0.5/0.75	0.49
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.46
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英国	0.10	0.50	0.64	0.75	1.06

新興諸国

	30/11/2021	当社予想 6ヶ月先	コンセン サス 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	コンセン サス 12ヶ月先
中国	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
インド	4.00	4.25	4.15	4.75	4.50
ブラジル	7.75	10.75	11.25	10.75	10.95
ロシア	7.50	8.50	8.15	7.50	7.20

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	30/11/2021	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	0.46	0.8/1.0	0.79	1/1.2	1.05
ドイツ	-0.76	-0.70/-0.50	-0.74	-0.70/-0.50	-0.74
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.13	-0.20/-0.10	-0.13
英国	0.45	0.50/0.7	0.59	0.7/0.8	0.64

10年物 債券利回り

	30/11/2021	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	1.42	1.6/1.8	1.57	1.8/2.0	1.67
ドイツ	-0.35	-0.3/-0.1	-0.27	-0.3/-0.1	-0.22
日本	0.06	0/0.20	0.11	0/0.20	0.15
英国	0.79	1.0/1.2	0.90	1.2/1.4	0.95

通貨の見通し

	30/11/2021	当社予想 Q2 2022	コンセン サス Q2 2022	当社予想 Q4 2022	コンセン サス Q4 2022		30/11/2021	当社予想 Q2 2022	コンセン サス Q2 2022	当社予想 Q4 2022	コンセン サス Q4 2022
EUR/USD	1.13	1.10	1.15	1.14	1.17	EUR/SEK	10.24	10.48	9.90	9.98	9.75
USD/JPY	114	113	114	117	115	USD/CAD	1.27	1.31	1.24	1.23	1.22
EUR/GBP	0.85	0.84	0.84	0.83	0.84	AUD/USD	0.71	0.70	0.75	0.76	0.77
EUR/CHF	1.04	1.05	1.08	1.09	1.10	NZD/USD	0.68	0.66	0.72	0.69	0.73
EUR/NOK	10.19	10.30	9.70	9.46	9.65	USD/CNY	6.39	6.45	6.44	6.50	6.40

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

ーシナリオ

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

ーリスク

リスクの確率は、内部調査の結果です。監視するリスクは、次の3つのカテゴリーに分類されます。経済、金融、および（地政学）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

INVESTMENT OUTLOOK



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

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

ASSET CLASS VIEWS



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

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

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #11 - Green sentiment: what impact on stock returns and firm's behaviour? (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center

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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

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

INSIGHTS PAPERS



Combining active and passive investing in Multi Asset: an institutional investor framework (12-11-2021)

TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset

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

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

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

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

WORKING PAPERS



Green Sentiment, Stock Returns, and Corporate Behavior (09-11-2021)

Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center - Stefano RAMELLI, University of Zurich

ESG Improvers in Credit Investing (12-11-2021)

Alejandro ALVAREZ, Alpha Fixed-income Solution - Mohamed BEN SLIMANE, Quantitative Research

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

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

ESG and Sovereign Risk - What is Priced in by the Bond Market and Credit Rating Agencies? (12-10-2021)

SEMET Raphaël, RONCALLI Thierry, STAGNOL Lauren - Quantitative Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Fed tapering begins: mission accomplished (08-11-2021)

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income

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

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

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

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

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

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

DISCUSSION PAPERS



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

BRIÈRE Marie, Amundi Research

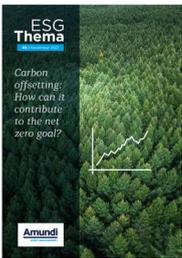
Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

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

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #5 - Carbon offsetting: How can it contribute to the net zero goal? (17-11-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - FOLL Julien, ESG Analyst - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst Transports - HESSENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation

ESG Thema - Special COP26 - From Paris to Glasgow - Are we moving fast enough? (15-11-2021)

ERIMO Isabelle, Senior Thematic Marketing Manager - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - DE VECCHI Viola, ESG Communication Officer

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

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

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

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

Amundi Research Center



アムンディの出版物についての情報は
こちらまでお問い合わせください。
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Quant Investment High Yield Real Estate
Strategies Allocation

DISCLAIMER

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 30 November 2021. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 2nd December 2021.

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

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

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

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

DROZDZIK Patryk, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト
GEORGES Delphine, シニア債券リサーチ・ストラテジスト
HUANG Claire, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト
PORTELLI, Lorenzo, クロス・アセットリサーチ総括
USARDI, Annalisa, クロス・アセット・リサーチ・シニア・マクロ・ストラテジスト
VANIN Gregorio, クロス・アセット・リサーチ・アナリスト
VARTANESYAN Sosi, シニア・ソブリン・アナリスト

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
FIOROT Laura, アムンディ投資インサイト部副総括

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

構想と制作

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