

Institute

#09  
2022年 9月

# CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

## ハードランディング vs. ソフトランディングという秋の難問

アムンディ・インスティテュート

### 中央銀行の戦略の核心である 「合理的無関心」

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



## #09 - 2022年 9月

### 目次

#### グローバルな投資見解

##### CIOの見解

##### ハードランディング vs. ソフトランディングという秋の難問 p. 3

世界的な景気後退は回避されるかもしれないが、成長の減速と高インフレ（生活費の上昇）が顕著となり、地域的な相違が生じる可能性がある。したがって、特に欧州においては、株式に対してより慎重なスタンスへの移行を検討する必要があるが、米国と中国への選好を維持するべきだ。ただし、中国への選好は少し低いレベルだ。確定利付き（FI）の分野では、国債が魅力的となっているが、投資家は積極性を維持するべきであり、信用分野では質の高い債券と流動性リスクに注目する必要がある。全体的には、今は慎重さを維持し、緊張感をもって十分に分散された投資を維持する時期だと考える。

##### アムンディ・インスティテュート

##### 投資家への3つの重要な質問 p. 4

最新のマクロ予測では、スタグフレーションとなるシナリオが勢いを増していることが確認されており、すべての地域で影響を受けるが、その度合は異なる。

##### マルチアセット

##### 不確実性が高い中でリスクを軽減する p. 5

景気サイクルがより明確になるのを待つ間、収益の見通しは不透明であるため、当社は株式にはより慎重となり、デューレーションを引き上げている。

##### 確定利付き証券

##### 債券にはより建設的だが、信用分野では選択的 p. 6

「長期であるほど金利が高い」という市場の信念とその経済成長への影響が、利回りへの反対の圧力を生み出しており、素早い対応が求められている。

##### 株式

##### 質と収益の回復力に焦点を当てる p. 7

今年は景気減速を見越して投資倍率が引下げられたが、これは主要経済指標が弱くなっていることに反映されている。したがって、当社は厳選しバランスシートの健全さを優先している。

#### テーマ別グローバルな見解

##### 中央銀行の戦略の核心である 理にかなった軽視

p. 8

インフレの原因はいつも十分に理解されるとは限らない。一部のエコノミストは、昨年の内からインフレが差し迫っていることを警告していたが、支出がサービスから物品へと劇的にシフトすること、そしてその影響を予想していた人はほとんどいなかった。インフレ期待がまだ抑制されているという事実は、「合理的無関心」によるものである可能性がある。金融引き締めが行われていないため、インフレ期待は必然的に弱まると当社は考える。

#### 市場のシナリオとリスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 9
> 上位のリスク	p. 10
> 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.11
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 12
> 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

## ハードランディング vs. ソフトランディングという秋の難問



Vincent MORTIER,  
グループCIO



Matteo GERMANO  
デビュティ・グループCIO

8月中旬まで主要株式市場が上昇し、一時的に投資家に夏の光をもたらした。この傾向を支えていたのは、市場をけん引している主要テーマに関する次のような一連の想定だった。つまり、成長はピークに達しており後退している、成長はソフトランディングとなる過程にある、そして中央銀行は必要な作業のほとんどを完了したというものだ。

6月時点では、米国経済にまだ抵抗力がある中、市場に売られ過ぎ感があったため、当社は回復が近づいていると考えていた。それが全体的には慎重でニュートラルな株式配分の中で、当社の米国株式市場への選好を支えた。夏の間、市場を支えてきた主なナラティブは、FRBの方向転換の可能性への期待であった。これはFRBが予想よりもタカ派的な行動を採った後だったからだ。「悪いニュースは良いニュース」というシナリオの中では、米国の四半期GDP数値がこれを裏付けていた。Q2の決算発表シーズンはまだ好調な傾向を示していたが、好調な市場環境が金融環境の緩和につながり、中央銀行の政策をさらに複雑にしていた。FRBが再びタカ派的スタンスを採った今、更なる下落への動きが見られるようになってきている。これは市場がより高い実質金利を再設定する必要があるからだ。当社は考える。現時点では、上げ相場を維持するポジティブな誘因は見えない。経済環境が悪化する中で、秋に向けてリスクが上昇する可能性がある。このような環境に対処するために、投資家は資産配分を調整する必要があると考える。特に：

- 株式へのエクスポージャーを減らして、ディフェンシブになる時であること。世界的な景気後退は避けられる可能性があるが、最近の上げ相場の後、リスクが上昇している間は、株式市場へのポジティブな姿勢を支える要素は見えない。短期的にボラティリティが上昇する要素（中央銀行のコミュニケーション、エネルギー危機に関するニュース、世界的なマクロ経済の脆弱性など）があることを考慮し、当社は株式に対してより慎重な姿勢への移行を開始した。
- 株式については、当社は欧州よりも米国の株式への選好を維持している。中国への選好も維持しているが以前ほどではない。新型コロナに関する規制と住宅セクターの弱体化によるボラティリティが上昇しているからだ。米国経済は失速していても、欧州よりはるかに回復力がある。利益率の縮小、消費者への圧力、経済活動の減速を考慮すると、企業が提供できる価格決定力と売上の成長には限界がある。Q3の企業業績は耐性があるが、2023年には収益がマイナスになる可能性がある。その結果、**当社は全体的に、以前よりもディフェンシブであり、特に選択的になっている。**
- 債券への投資は戻ってきたが、不確実性がまだ高いことを考えると、積極的なアプローチが最重要となる。今年上半期における大幅な価格改定の後、景気後退のリスクがより高い環境に移行しているため、国債は注目に値する。利回りがより魅力的であるからだ。このような環境では、市場がインフレ期待と成長期待の両方に左右され、異なるナラティブに応じて利回りがさまざまな方向に向かうことを考慮して、当社はデュレーション管理への戦略的なアプローチをお勧めする。信用に関しては、特にハイイールド分野には引き続き慎重である。当社は、投資適格企業を選好するが、ユーロ圏よりも米国を優先する。米国経済のファンダメンタルズはより回復力があるため、悪化のリスクが少ないと見る。現段階では、アクティブな債券運用アプローチが重要であることを強調する。エネルギー価格とサプライチェーンの混乱により、インフレがさらに加速するリスクがあるため、FRBは現時点で市場が織り込んでいるよりもタカ派的なスタンスをとる可能性が高いからだ。
- 新興市場 (EM) は選択的な機会を提供する。マクロ経済の逆風にもかかわらず、EMにはシステミックなリスクは見られないが、特異な危機が発生する可能性が高いと当社は考える。したがって、EMに関しては、高度に選択的なアプローチが必要だ。EMへの下方修正は、DMに対するよりも抑制されており、中国が下方修正されたにもかかわらず、成長の差はEMに有利であることが確認された。投資機会に関しては、EM株式全体が割安に見え、収益予想も安定している。当社は中南米（ブラジル）での機会を探しているが、一部の東ヨーロッパ諸国（ハンガリーとポーランド）については慎重である。EM債券については、インカムへの興味深い機会がいくつかあるが、当社はハード通貨建て債券、特にハイイールド債を選好する。

今後については、インフレ環境が確認される一方で、下振れリスクの可能性は依然として高いと見る。ファンダメンタルズがさらに悪化すれば、別の調整を引き起こす可能性がある。金融政策が経済に及ぼす二次的な影響がリスク回避を促進する可能性があるからだ。したがって、今は慎重な見方を維持し経済的背景の変化に注意を払うべき時だ。

### 全体的なリスク・センチメント



スタグフレーションのシナリオが悪化すれば、当社は利益に関してより保守的となり、分散した選択的な姿勢を採るだろう。

#### 前月からの変化

- ▶ 特に欧州の株式にはより保守的。
- ▶ マルチアセットの米国のデュレーションにはポジティブ。
- ▶ 中国にはそれほどポジティブではない。
- ▶ CNHよりもIDRにポジティブ

「全体的なリスク・センチメント」は、直近の当社グローバル投資委員会における全体的なリスク評価の定性的な見解です。



アムンディ・インスティテュート

全体像を手短に



Monica DEFEND  
アムンディ・インスティテュート・ヘッド

投資家への3つの重要な質問

我々は世界的な不況に向かっているのか？

夏の間に成長の見通しは確かに悪くなった。欧州でガスが配給制となるリスク、中国の減速、米国のテクニカルな景気後退に焦点が当たっている。当社の中心的シナリオは、米国、ユーロ圏、英国そして中国のGDP予測が下方修正されたことで悲観的になっている。欧州に関しては、スタグフレーション・ショックは確実であると考えられ、ガス供給が困難であることから、今年Q4と2023年のQ1のGDP成長率はマイナスになることを暗示している。米国では、ソフトランディングとなる可能性はまだあるが、2023年半ばに景気後退が起るリスクは上昇した。米国経済の活動が劣化していることは、FRBによる引き締めが原因ではなく、労働市場は亀裂が入ってきているとは言えまだ堅調だ。Q2のGDPを見るとテクニカルな景気後退が見えるが、最新の予測と国内総所得(GDI)は経済がまだ拡張していることを示している。このようなデータの矛盾は、米国経済の健全さを評価することを更に複雑にする。中国に関しては、成長予測は更に下方修正された。住宅部門の回復は、以前の予測よりも更に脆弱となっているようだが、まだ回復が期待されている。今年中は、経済の回復は新型コロナ後の経済再開と政策ミックスによる支援が主なけん引役となると見ている。しかし、短期的な困難が持続する限り、投資家は中国の景気後退も視野にいれるべきであると考えている。

インフレは落ち着いて来るのか？

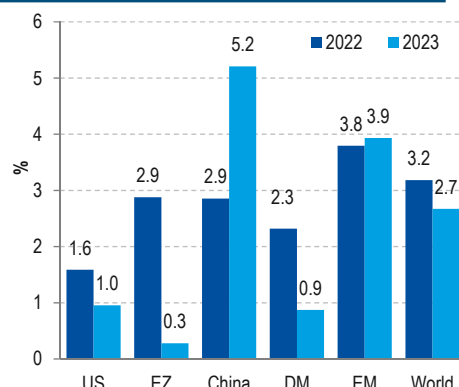
インフレは、米国の前年同期比CPIが8.5% (6月9.1%から低下)、ユーロ圏では8.9% (6月の8.6%から上昇)と高いまま維持されている。世界経済が減速しているため、価格への圧力は弱まっているが、まだ高いままだ。このことは、物品インフレを押し下げているが、サービス・インフレはまだ上昇しているため、全体的なインフレは高く維持されている。しかし、世界的にはインフレが低下している地域もあり、エネルギー・インフレがこの相違の原因となっている。今のところ、ユーロ圏が、最も大きな課題を抱えているといえる。インフレは、冬の間に2桁でピークとなり2023年には減速するだろう。高騰している天然ガスの価格(天然ガスのコストは1年前の7倍)は更に上昇する可能性がある。全体的には、当社はインフレ率は変動しやすいと見ている。このことが中央銀行(CB)の政策効果への評価をさらに複雑にするだろう。

中央銀行から何を期待すべきか？

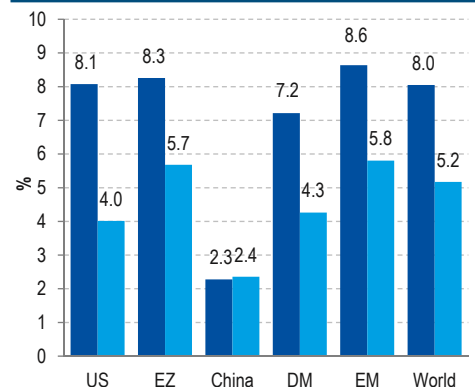
最近のジャクソン・ホールでの会合で確認されたとおり、中央銀行はインフレへの対応を約束している。この会合における市場へのタカ派的メッセージは、インフレを抑制することが最優先課題であるというものだった。しかし、歴史が示すように、CBは勝利宣言を早まるべきではない。賃金の上昇率は望ましいレベルから程遠く、減速しているとはいえインフレは高いレベルで推移しているため、FRBは金利をニュートラル・レベルより引き上げるだろう。当社はFRBが9月に75bpの利上げをし、今後3回の会合では、それぞれ25bpずつ引き上げ、最終的には4%とすると予測する。ECBもまたインフレに対応し金利を引き上げ過ぎるかもしれない。7月に以前発表した25bpではなく、50bpの金利引上げを行ったことで、ECBは独自のフォワード・ガイダンスを放棄し完全にデータに依存することとなった。つまり、政策を前倒しし、成長が正常に機能しなくなる前に限られた絶好のチャンスをもっと有効的に使うということだ。ECBが発表したTPI(伝達保護手段)は、より積極的な戦略を間接的に支える。当社はECBは年末までには最終的に1.5%まで金利を引き上げると予測する。9月には0.75%の引き上げを行うことが現在期待されている。

最新版のマクロ予測では、スタグフレーションとなるシナリオが勢い増していることが確認されており、すべての地域で影響を受けるが、その度合は異なる

実質GDP成長率%



CPI前年比成長率



出典: アムンディ・インスティテュート、データストリーム、ブルームバーグ。データは2022年8月31日現在のものです。上記のグラフは、2022年8月31日現在のアムンディ・インスティテュートによる予測を提示しています。CPI: 消費者物価指数 DM: 先進国市場 EM: 新興市場





マルチアセット

不確実性が高い中でリスクを軽減する



Francesco SANDRINI  
マルチアセット戦略ヘッド



John O'TOOLE  
マルチアセット投資ソリューション・ヘッド

企業が控えめな指針を発表したため、収益は予想よりも好調であったにも関わらず、市場は最近下落した。下方修正後でも、市場の収益予想は楽観的すぎると当社は考える。その結果、当社は**リスク資産にはより慎重になっているが**、今が構造的なリスク回避の時期だとは思わない。代わりに、投資家は特に欧州の景気後退環境を考慮して、セーフガードを追加することでエクスポージャーを調整するべきだと考える。そのため、当社は**欧州株にはより慎重になっており**中国に対してもそれほどポジティブではない。一方で、新興国に広がっている様々な経済的背景から恩恵を受ける機会もある。全体的には、投資家は多様なスタンス(コモディティ、FX)を維持するために、十分なヘッジと広範な資産を検討するべきだ。

当社が強く確信しているアイデア

当社は全体的に株式には慎重となっている。戦術的に欧州を格下げしているが、この地域は(米国と比較すると)悪化するスタグフレーション・リスクにより晒されているからだ。その結果、当社は相対的に欧州よりも米国への選好を維持している。米国の実質利回りが安定していること、魅力的なバリュエーション、優良株/成長株市場の環境が改善したことなどが、欧州よりも米国が有利となる理由だ。新興市場(EM)に関しては、当社は中国に関して建設的であるが、中国のゼロ・コロナ政策と住宅セクターの低迷が短期的には株式への圧力となると考える。

**確定利付き分野では、米国のデュレーションについてはわずかにポジティブ**(米国の10物利回りが3.0%を超えた後)であるが、欧州中核国についてはニュートラルな姿勢を維持する。現段階では、タカ派的となったFRBが逆イールドを支えているため、短期利回りが上昇すると同時に長期のイールドカーブに下方圧力がかかる。しかし、これは当社が米国の景気後退を予測していることを意味するものではない。欧州中核国では、ECBの政策の動向について、少しあいまいな点がある。ECBはインフレを抑制することも、ユーロ圏での断片化(イタリアなど)を回避しようとしている。ECBがイタリア国債(BTP)など周辺国へのサポートを維持しているため、当社はやや建設的な姿勢を維持できているが、政治的な状況を監視している。英国では、当社は5年物実質金利に前向きだ。英国経済の脆弱性を考えると、市場が織り込んでいるBoEの利上

げは過度であると当社は考えているため、実質金利の上昇にはそれほどの圧力がかかっていないと見ている。EMの債券について、当社はニュートラルな姿勢を維持する。

**企業の信用は整合性を欠いている。当社はEUよりも米国のIG債を選好しているが、全体的にはニュートラルだ。** 欧州では投資家の信頼感がうかがえるが、当社はEUの信用にはまだ慎重であり、優良セグメントには注目している。一方で、米国のIG市場は、企業ファンダメンタルズが堅調であること、経済見通しが(欧州と比較すると)良好であること、魅力的なバリュエーション、そして市場心理がさらに悪化した場合には、回復力を維持するであろうことを示している。しかし、インフレと中央銀行の政策が市場に与える影響を監視することは重要だ。

**世界的な乖離と地政学的な緊張(安全な資産への逃避)は、FX分野で相対的なチャンスをもたらしている。** EMでは、当社はCNHよりもIDRに建設的である。これはインドネシアの財政状況が改善し、利上げサイクルからルピアが恩恵を受けるため、資金が債券市場に流入する可能性があることが理由だ。当社は東欧のコモディティ輸入国(ポーランドとハンガリー)と比較してブラジルのリアルにポジティブだ。DMでは、EURよりもCHFにポジティブ(以前ほどではないが)である。これは地政学的リスクが継続していることを考慮してのことだ。また、当社はCADとEURの両方と比較してUSDに前向きだ。NOKに関しては、CADに対してポジティブな姿勢を維持する。これはノルウェーのCBが意外なほどタカ派的になったことからNOKが恩恵を受けると見ているからだ。しかし、NOKは景気循環FXであり、リスク資産の売り局面で不利になる可能性があるため監視している。

リスクとヘッジング

Q3の収益と経済成長に対するリスクが高まっているため、当社は欧州と米国のエクスポージャーに対して株式ヘッジを維持することをお勧めする。さらに、FRBのタカ派的姿勢に支えられて、米ドルは短期的に上昇する可能性が高い。したがって、投資家はそれを反映した米国ヘッジを維持する必要がある。

景気サイクルがより明確になるのを待つ間、収益の見通しは不透明であるため、当社は株式にはより慎重となり、デュレーションを引き上げている

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&EM債券	↓				■			
デュレーション	↗					■		
原油					■			
金					■			

出典:アムンディ。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通し、見通しの変化、意見は、予想される方向性(+/-)と確信の強さ(+/+/+/+)を反映している。この評価は変更されることがある。

CGB = 中国政府債券、EM = 新興市場、PBoC = 中国人民銀行、FX = 外国為替、IG = 投資適格、HY = ハイイールド、CBs = 中央銀行、BTP = イタリア国債、EMBI = EM債券指標、QT = 量的引締め

確定利付き証券

債券にはより建設的だが、信用分野では選択的



**Amaury D'ORSAY**  
確定利付資産部ヘッド



**Yarlan SYZDYKOV**  
新興市場部グローバル・ヘッド



**Kenneth J. TAUBES**  
米国投資運用部C/O

インフレ率の上昇、FRBとECBが積極的であること、そして市場の期待が利回りとリスク資産をけん引している。インフレが制御できる可能性があるという見解がある程度の節度をもたらしたものの、最近のCBによるタカ派的なコメントが利回りに上昇圧力をかけている。特に欧州で経済成長が悪化していることは、この環境をさらに複雑にしている。したがって、現時点では、将来の景気後退への懸念に対処するため、各国の中央銀行がタカ派的な姿勢をどの程度変更する可能性があるかを理解することが重要だ。これは、**敏捷性あるアプローチを选好すること、リスク資産全体で流動性と品質に重点を置くことにつながる**。EMの債券には投資機会があるが、厳選することをお勧めする。

**世界および欧州の確定利付き証券**

**デュレーションにはニュートラルに近い見解を維持しているが、当社はこの姿勢を変更する柔軟性を維持している**。したがって、米国に対する慎重な姿勢をわずかに減らしているが、欧州中核国ではニュートラル/ややデフェンシブな姿勢を維持する。準中核国と周辺国については、スプレッドは抑えられているが、周辺国の債務には、現在の所ニュートラル/慎重な姿勢を維持したいと考えている。他の地域では、ニュートラルな姿勢を維持している英国と日本(慎重)で機会を探している。また、中国政府の債務には分散化のメリットがあると考え。ブレイクイーブンについては、米国とユーロ圏の見通しをわずかに引き上げる。

**企業の信用については**、当社はスプレッドの縮小リスクを留意しており、投資家はニュートラルな姿勢を維持することをお勧めする。加えて、当社は優良企業(上位のIG)と資本構成の上位である低リスクの債務を选好する。HY債務であっても、IGである発行体の劣後債を选好する。また、欧州の金融企業などによる発行市場にも魅力的な機会があると考えている。しかし、投資家は流動性リスクを認識して選択すべきだ。セクターレベルでは、当社は選択的に金融を选好する。

**米国の確定利付き証券**

市場は景気減速とタカ派的となったFRBの間で揺れ動いている。FRBはインフレへの対応についてある程度の信頼を回復することに成功した。一方で、FRBによる引き締めのコメントにもかかわらず、金融環境は緩和的となっている。したがって、当社はデュレーションに関してはニュートラルな姿勢を維持するが、利回りの動きの程度に応じて、姿勢を調整/アップグレードするために非常に積極的かつ戦術的となっている。また、TIPSのより良いエントリーポイントを見極めるため、当社は最近の好転後の実質利回りも監視している。信用分野では、政府系モーゲージ証券のスプレッドが公正価格に戻っているため、投資家はスプレッドのデュレーションを縮小することを検討すべきだと考える。当社は信用の選択性を維持しており、最近のIGとHYの上昇を追跡している。この分野のバリュエーションは長期平均に近づいている。IG債務には強気だが、HY債務についてはファンダメンタルズと収益への懸念から慎重となっている。全体的には、先行きの見通しが限られているため、機敏なスタンスを維持している。

**EM(新興市場)の債券**

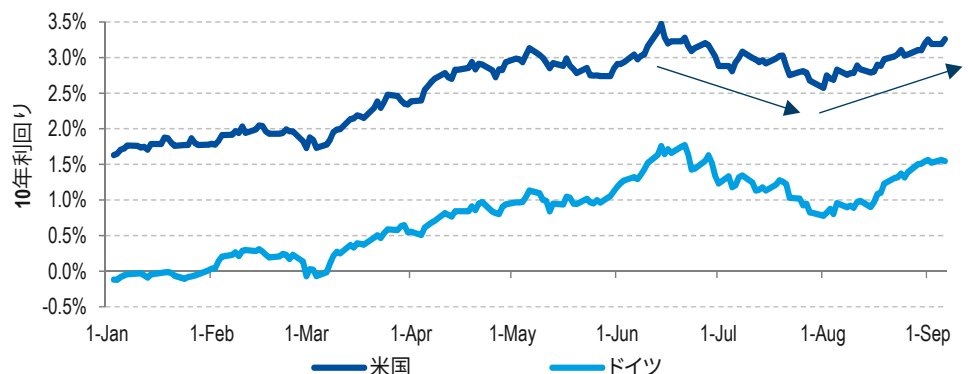
EMのデュレーションには慎重だが、EMの金融政策の正常化はDMよりも進んでいるため、ハード通貨建て(HC)債券には機会があることを認識している(IG債よりもHY債を选好)。現地通貨建て(LC)については、国によってインフレへの不確実性と引き締めペースが異なるため、非常に選択的であるが、当社は南アフリカやブラジルなどの高いキャリーを持つ国を选好する。中国については、成長の減速、地政学的リスク、および政府による政策を監視している。

**FX**

中国の経済成長の進展と欧州における地政学的緊張が、FXにとって複雑な環境を創り出している。短期的には、米ドルが世界的な不確実性の恩恵を受け、EUR、GBP、CNHおよびその他の循環的なFXは引き続き低迷するだろう。EMでは、当社はMXNとCLPを选好する。

利回りはタカ派的なCBと成長懸念の間で動く

「長期であるほど金利が高い」という市場の信念とその経済成長への影響が、利回りへの反対の圧力を生み出しており、素早い対応が求められている



出典: アムンディインスティテュート、ブルームバーグ、2022年9月1日現在。

GFI = グローバル確定利付き証券、GEM/EM FX = グローバル新興市場/外国為替、HY = ハイイールド、IG = 投資適格、EUR = ユーロ、UST = 米国債、RMBS = 住宅ローン担保証券、ABS = アセット・バック証券、HC = ハード通貨、LC = 現地通貨、MBS = 不動産担保(モーゲージ)証券、CRE = 商業用不動産、QT = 量的引締め





株式

質と収益の回復力に焦点を当てる



Kasper ELMGREEN  
株式部ヘッド



Yarlan SYZDYKOV  
新興市場部グローバル・ヘッド



Kenneth J. TAUBES  
米国投資運用部C/O

今年は景気減速を見越して投資倍率が引下げられたが、これは主要経済指標が弱くなっていることに反映されている。したがって、当社は厳選しバランスシートの健全さを優先している

全体的な評価

高インフレ(ガス/コモディティ価格により悪化)と消費者心理の弱さが、実質所得と裁量支出に影響を与えている。しかし、市場は理想的なシナリオを信じているようだ。それはCBが景気後退を引き起こすことなくインフレを制御できるというものだ。利回りが安定すれば、投資倍率が短期的に安定する可能性はあるが、中期的には収益が市場の方向性を左右し、ここでいくつかの亀裂が生じる可能性がある。そのため、当社は株主に報いる企業を特定するため、品質と価値によるアプローチで株式の選択を補完することを優先している。当社は米国と中国の相対的な回復力を信じているが、後者が直面している地政学のおよび経済的な逆風も認識している。

欧州の株式

当社は今ではより選択的になっている。先行きの見通しが限られているため、今年と来年の収益が影響を受ける可能性があるからだ。この環境では、投資家は企業の価格決定力、競合他社に対する各社の強み、製品の差別化などに焦点を当てバランスの取れたアプローチを維持するべきだ。また、バランスシートの健全さを優先する時期でもあると考える。セクター別には、生活必需品とディフェンシブな工業株などディフェンシブ株を選好する。しかし、当社のポートフォリオ全体に共通する要因は、バリュエーションが事業の収益力とどのように対応しているかということと収益の質である。一方で、ITへの慎重姿勢を強め、エネルギーにはディフェンシブな姿勢を維持している。全体的には、投資家はファンダメンタルズに固執し、短期の先を見据えるべきだと考える。

米国の株式

FRBは、例え経済にブレーキをかけることになっても、インフレを抑制するという決意を明確にしている。一方で、収益予想はまだ楽観的すぎるため下方修正される可能性があるが、それは迅速に行われることはないだろう。そのような下方修正は減速を予想するには不十分だからだ。このような環境では、投資家は収益とバリュエーションに注目する必要がある。後者については、従来のディフェンシブ銘柄は割高であり、長期的なリターンにはほとんど価値がないと見ている。当社は、過大評価された銘柄や収益性の低い銘柄は好まない。一般的には、回復力のある事業を行っている企業や、不況時でも配当/自社株買いを通じて株主に報いる強い実績を持つ企業に焦点を当てている。しかし、通常減速する経済の影響を受ける景気循環株は打撃を受けている。これは、市場のより品質重視の分野に特に当てはまるため、この分野は今では魅力的に見える。バリュエーションは当社内で、辛抱強く慎重に選択することで景気後退の影響の程度を評価する際に、議論の中心となっている。

EM (新興市場)の株式

地政学的リスク(中国/台湾/米国)、マクロ経済における引き締めサイクル、ウクライナでの戦争の継続などを考慮して、当社はEMには慎重となっている。しかし、魅力的なバリュエーションと大きな乖離は続いている。当社は一般消費財と不動産、およびエネルギーなどのセクターへの選好を確信している。ブラジルやアラブ首長国連邦(UAE)などの国々を選好するが、中国に関しては、転記的な不確実性があるため、それほどポジティブではない。最後に、当社では成長株よりもバリュー株への信頼感が上昇している。

優良株のパフォーマンス vs.市場



出典: アムンディインスティテュート、ブルームバーグ、2022年9月1日現在。

欧州 = MSCI Europe Quality and MSCI Europe.

米国 = Russel 2000 Quality Factor and S&P 500

テーマ別  
グローバルな見解Didier BOROWSKI  
マクロ政策リサーチ・ヘッド

需要と供給間の不一致が持続し、最終的には春に予想されていたよりも根強く広範囲にわたる高インフレにつながった

## 中央銀行の戦略の核心である「合理的無関心」

インフレの原因はいつも十分に理解されるとは限らない。一部のエコノミストは、昨年の内からインフレが差し迫っていることを警告していたが、支出がサービスから物品へと劇的にシフトすること、そしてその影響を予想していた人はほとんどいなかった。インフレ期待がまだ抑制されているという事実は、「合理的無関心」によるものである可能性がある。金融引き締めが行われていないため、インフレ期待は必然的に弱まると当社は考える。

インフレが戻ってきたことは、経済問題の中心となっている。公共政策と金融市場は、そのレベルと予想トレンドに依存している。

それでも、その起源は必ずしも十分に理解されているとは言えない。年初来、最も目立った事実は、プロのエコノミストによる予測のエラーであった。ここ数か月間、彼らはまず2022年の（最近では2023年の）、インフレ予測を上方修正し、経済成長予測の下方修正を繰り返した。

何人かのエコノミストは昨年からのインフレが差し迫っていることを警告していたが、支出が物品からサービスへと劇的にシフトすることを予測した人はほとんどいなかった。そして、労働力が不足している経済におけるそのようなシフトは、供給への永続的な制約をもたらした。2021年の春に、FRBがインフレのピークが2.4%と予測したことを思い出してほしい。欧州のインフレについては、昨年の秋には懸念材料にはならなかった。新型コロナ・パンデミック以来の供給ショックと需要ショックの組みあわせと、採用された政策ミックスが、計量経済モデルが機能しないことを明らかにした。1970年代のスタグフレーションの経験が、当時モデルに使われた幾つかの仮定を再考することにつながった。ロバート・ルーカスの批評（1976年）は、過去の経験に基づいたパラメーターを使用することで、マクロ経済政策の変更による効果を評価することはできないことを提言している。これらの政策が変更された場合、期待が形成された方法も変化する可能性があり、これらの政策で調整されたモデルを使用した予測は正確とは言えない。

総需要と供給ショックについての相対的な重要性は国によって異なる。最近では、総合需要の要素が米国のインフレを説明する上でより重要な役目を果たしたが、欧州では、少なくとも今まではネガティブな供給ショック（供給の混乱とエネルギー価格のショック）が主要な役割を果たした。欧州では予測の最初のエラーの一つが、エネルギー価格（特に天然ガス価格）のトレンドであった。これはエコノミストにとって外因性で予測不可能な要素であり、当初、価格の上昇は一時的な供給ショックであり、エネルギー価格が安定し供給網が正常化すれば消滅すると見られていた。

賃金はインフレの指標となっていないため、今年始めには自立したインフレのメカニズムへの怖れはなかった。

エネルギー価格は森を隠す木となっていた。消費者による支出が生産レベルをパンデミック前まで戻したが、この回復は供給網の問題と同期に起った。その結果、需要と供給の不一致が持続し、最終的には春に予想されていたよりも持続的に広範囲にわたる高インフレにつながった。月日がたつにつれて、米国では需要が主要な要素であることがますます明確になった。米国のインフレは、労働市場が逼迫し賃金が上昇していた昨年からの実体化し始めていた。この超過需要は、新型コロナ危機の最中に採られた拡張的な政策ミックスが主な原因だった。米国の事例はもっと早く警鐘を鳴らすケースとなるべきであった。

このような背景から、ジェローム・パウエルFRB議長がジャクソン・ホールで明確に提案した「合理的無関心」<sup>1</sup>という概念に、主要中央銀行が持続的に注意を払っていることは特筆すべきことだ。この概念は、インフレが期待に影響するか（しないか）を理解させてくれる。

つまり「合理的な無関心」は、経済主体が経済的変数間での相互作用を理解する能力が限定されているという事実を通して説明されるということだ。彼らの期待は徐々にそして不十分に進化するが、これは上向きのシグナルが不確実であるためだ。言い換えれば、インフレ期待は遅れてくる変数であるということだ。

経済モデルは、この不活発な期待を考慮することで、ここ10年ほどの間に向上した。この文献は中央銀行によって考慮されている。長期インフレ期待を固定するためには、景気後退という代償を払ってでも、それほど緩和的でない金融環境が必要である（実質金利はまだマイナスである）ということだ。

2022年 8月31日作成

<sup>1</sup> ECBは、2021年6月にこのテーマを検討するため、それに特化した研究成果報告書を作成した。



## 中心のおよび代替シナリオ(12ヶ月~18ヶ月間)

### 月次アップデート

当社はシナリオの内容と確率を見直した。まず、「中心シナリオ」の中に、以前は「下振れシナリオ」に含まれていた、実現しつつあるいくつかのリスク（例えば欧州のスタグフレーション）を含めた。そのためこのシナリオの確率は高くなった（60%から70%へ）。「下振れのシナリオ」はさらにネガティブになりつつある（世界的な景気後退/債務危機）。しかし、それはガス価格が緩和されたことによるインフレの急速な下落という新しい[上振れシナリオ]で相殺されている。

下振れシナリオ 15%	中心シナリオ 70%	上振れシナリオ 15%
<p><b>深刻な世界的不況</b></p>	<p><b>乖離の上昇を伴うスタグフレーション</b></p>	<p><b>インフレは急速に後退し、スタグフレーションのナラティブは終焉を迎える</b></p>
<p>分析</p>	<p>分析</p>	<p>分析</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>🌐 ウクライナでの戦争が悪化・拡大する</li> <li>🌐 エネルギー危機と欧州でも深刻な景気後退</li> <li>🌸 <b>新型コロナの復活</b></li> <li>🌸 <b>インフレ期待が確定しない</b> CBの無秩序な調整</li> <li>● <b>中国の景気後退</b></li> <li>● <b>世界的な景気後退</b>。第2段階では、再びデフレ圧力がかかる</li> <li>● <b>複数の新興国のデフォルトを伴う世界的な金融危機/債務危機</b></li> <li>🕒 <b>幾つかの政府が、景気対策にともなう財政政策を実施できない</b>。金融抑圧への断固たる行動</li> <li>🌿 <b>気候変動対策が延期される</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>🌐 ウクライナでの戦争が膠着状態になる</li> <li>🌐 <b>EUの信頼感ショック</b>、エネルギー価格の高騰が原因</li> <li>🌸 <b>新型コロナは</b> エンデミックである</li> <li>🌸 <b>インフレが2024年までにCBの目標まで低下しない</b></li> <li>🌸 <b>グローバルな名目GDP成長率は上昇傾向にあり</b> 収益への影響を軽減</li> <li>🌸 <b>成長の乖離:</b> ユーロ圏/英国の景気後退、中国の緩やかな回復、米国の期待成長率が標準以下(2023年の潜在成長率を大幅に下回る)</li> <li>🕒 <b>CBの乖離:</b> FRBは引き締めサイクルを継続するが、ハト派的スタンスを採用する(Q4末)。BoEはソフトな利上げサイクルに入る。ECBは金利を引き上げ、保護伝達手段(TPI)を活性化。PBoCは緩和バイアス</li> <li>🕒 <b>財政政策の乖離:</b> EUでは緩やかに拡大。米国では2022-23年に引き締め</li> <li>🌿 <b>気候変動がコモディティのサイクルを混乱させ、スタグフレーションの傾向を強める。</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>🌐 <b>ウクライナでの戦争が終了し、制裁が徐々に解除される。</b></li> <li>🌐 <b>ロシアはガス供給を維持し、コモディティ市場が正常化</b></li> <li>🌸 <b>新型コロナが後退する</b></li> <li>🌸 <b>インフレは急速に後退し、供給の混乱が緩和される</b></li> <li>🌸 <b>景気後退への懸念が解消し、インフレは引き続き抑制されており、CBへの圧力が緩和される</b></li> <li>● <b>不確実性が低下する</b>追加の貯蓄と新たな購買力は、DMで企業の利益を損なうことなく、消費と投資を促進する</li> <li>🕒 <b>財政規律</b> は徐々に回復</li> <li>🌿 <b>気候変動政策とエネルギー転換が最優先事項となる</b></li> </ul>
<p>市場への影響</p>	<p>市場への影響</p>	<p>市場への影響</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 現金、米ドル、米国債を 선호する。</li> <li>- 最小ボラティリティ戦略を実行する</li> <li>- 金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- リスク調整後の実質期待収益率は低下すると予測</li> <li>- 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</li> <li>- 金、インフレ連動債、株式、不動産、コモディティを介したインフレヘッジ</li> <li>- EM:短期的には慎重だが、長期的なインカムおよび成長のシナリオは変わらない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 米国債のイールドカーブはスティープ化する</li> <li>- 循環株とバリュー株へのエクスポージャーを通して高リスク資産を 선호する。</li> <li>- インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債と株式を 선호する</li> </ul>

🌐 地政学的    🌸 **新型コロナ関連トピック**  
 🌸 成長とインフレ期待  
 🕒 金融および財政政策

▲ 復興計画または金融環境  
 ● 民間および公的発行体の支払能力

● 経済または金融体制  
 🌿 社会的または気候関連のトピック

## 上位のリスク

### 月次アップデート

3つのリスクに対して同じ確率を維持する。全ての面でリスクが増大しており、それらは互いに密接に関連している。経済のファンダメンタルズは世界的に悪化している（これは中心的シナリオに反映されている）。ウクライナでの戦争の状況とその影響で、シナリオがどちらの方向にも向かう可能性がある。・ 新型コロナ関連のリスク（中国のロックダウンを含む）は経済的リスクの一部として考慮している。

リスクはヘッジ戦略の検出を容易にするため、クラスター化されているが、それらは明らかに関連性がある。

#### 経済的リスク 30%

- 世界的な景気後退は、石油・ガスショック、引き締められた金融環境、購買力が失われたことで引き起こされる
- ロシアによるガス供給の兵器化が欧州に深刻なエネルギー危機の原因となり深刻な不況（信頼感ショック）をもたらす
- 東欧での経済危機に、ロシア経済の崩壊、エネルギー価格の上昇と制御不能なインフレ、移民危機が続く
- CBによる無秩序な調整が、供給主導のインフレを過小評価し、コントロールを失う
- 世界的な収益不況。これは世界的な景気減速と投入コスト上昇による圧力（マージン圧縮）が引き金となった
- 中国の景気後退。ゼロ・コロナ政策と住宅危機の組合せで制御不能に陥る
- 大いなる偶然の終焉：スタグフレーションの圧力が続く中、中央銀行と政府の目的がもはや完全には一致しない。景気対策のための財政政策の余地は小さくなっている。
- パンデミック
  - より危険でワクチン耐性のある変異株が発生するリスク
  - 新たなロックダウンまたは移動制限
- 気候変動関連の自然災害が成長の可視性と社会的バランスを損なう

#### 金融・財政リスク 30%

- ソブリン債務危機
  - ウクライナでの戦争が延長されたことが、DMの脆弱な財政を悪化させる。GDP比の公的債務はすでに歴史的に高いレベルにある。
  - インフレ期待が開放されたことが、厳しい金融引き締めと債券市場の混乱につながる可能性
  - ほとんどの国は格下げや金利上昇に対して脆弱となる
  - 新興市場が脆弱であることが、国際収支危機に直面し、デフォルト・リスクを増大させる可能性がある
- 企業の支払い能力へのリスクが高まる。ファンダメンタルズの悪化、不確実性の上昇、企業の利益に圧力がかかっている（投入コストの上昇、二重注文が利益への警告を発する）ことが原因
- グリーンウォッシングが広範に広がり、ESG投資バブルが起きる。このことがエネルギー転換資金を弱体化させる
- 米ドルが不安定になり準備通貨としての地位が徐々に失われる。それが為替市場を不安定にする
- 通貨戦争：通貨高は中央銀行がインフレ圧力と闘う一つの方法だ

#### (地政学的)政治リスク 30%

- ウクライナでの戦争
  - 長期にわたる軍事闘争が高度に集約された紛争につながり、西側の軍事闘争に陥る可能性
  - ウクライナの原子力施設での事故が起きる危険性が高い
  - [とはいえ、今後数か月で状況が落ち着き、解決/停戦への道が開かれる可能性もある]
- EUの政治的断片化またはポピュリストへの投票が、ロシアとの関係をどのようにするかについて意見の相違をもたらす
- 米国が中国に対して厳しい姿勢を取る。台湾を侵略するいかなる試みも阻止するためだ。南シナ海または台湾海峡での偶発的な対立のリスク
- 新興市場が政治的に不安定になる。原因は：食料とエネルギー価格高騰がアラブの春のような社会騒動の波を引き起こす
- イランか北朝鮮の核開発計画が新たな懸念と制裁措置を生む
- 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、物価連動債、円、金、米ドル、優良株 vs. グロース株、ディフェンシブ株 v. 循環株

+ CHF、JPY、金、CDS、選択性、Min Vol

+ 先進国の国債、現金、金、米ドル、ボラティリティ、ディフェンシブ株、原油

- 高リスク資産、AUD CADまたはNZD、新興市場の現地通貨

- 原油、高リスク資産、フロンティア市場および新興市場

- 信用&株式、EMBI





## 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・ポイントが起った
- ターニング・ポイントに近づいている
- まだそこまでは行っていない、そういうには早過ぎる

### 経済的背景

- インフレ圧力の高まりが継続し内需が弱まる中、経済のモメンタムは徐々に鈍化している。当社は今のところ米国がソフトランディングとなると予測しているが、2023年半ばには景気後退のリスクが高まるだろう。欧州は冬の間、生活費の高騰とインフレがけん引する景気後退があると予測する。
- スタグフレーションに勢いがあるため、インフレと成長見通しの修正の方向性が乖離している。
- コモディティとエネルギー価格への長期的なストレスは、より持続的なインフレとより引締められた金融政策につながるが、これが、経済の不確実性とボラティリティを悪化させる。

### ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 今夏の流動性にけん引された強気相場で、最も高いリスクを持つ資産の過小評価が一掃された。
- 中央銀行の意図（金利が長期にわたって高水準に留まることを示唆）と、景気後退の可能性が高いことでEPSの予想が低くなるであろうことを考慮すると、株式倍率はまだ現状に甘んじているように見える（予想コンセンサスはまだ楽観的すぎる）。
- スタグフレーションが企業の収益性に警告を発するため、ファンダメンタルズは先月に比べて悪化している。



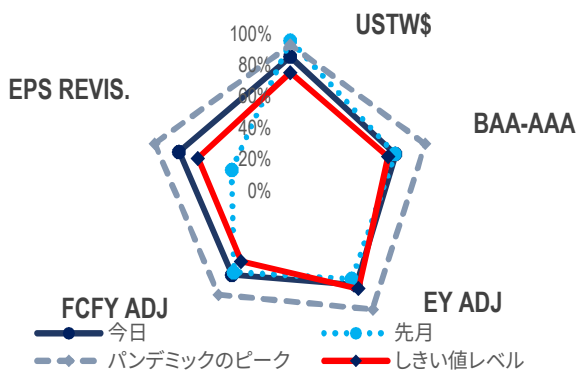
### テクニカル要因

- テクニカル要因は、ポートフォリオのリスクが上昇したことを随時予告することができる唯一の側面だ。今夏の上げ相場は、ほとんどの逆張りシグナル（恐怖と貪欲、強気/弱気、そしてポジショニングのすべてがジャクソン・ホールでのFRB会合の前に選好されなくなった）が一掃されたが、過去の市場調整時に見られた、断片化されたトレンドは見られない。ただし、ポジショニングは、アンケート調査が示唆するほど完全なものではないだろう。機関投資家はまだ高リスク資産を保有しているが、更なるネガティブな要素（マクロ、ミクロ）は、現在の水準からリスクを軽減させる可能性もある。

### 市場心理

- 夏に金融環境が緩和したことで、これまでに見られたリスク資産の回復のほとんどが説明できる。
- 市場のリスク集中度はまだ高く、全体的なリスク回避の確率は、短期的にはディフェンシブな配分を示唆している。
- リスク・センチメント指標が悪化したことは、ファンダメンタルズに影響し始めている。EPSの修正はマイナスに転じ、米ドルが強くなっているため、ムーディーズの Baa-Aaaは、（最近の環境が引き締められたにもかかわらず）警戒レベルを超えて維持されている。

## クロス・アセット・センチネル基準値 (CAST) はまだ支持的



CASTのリスク認識は、Q1の構造的な上昇を示すことに失敗した。しかし、Q2には選好度はそれほど高くなかった。EPSの修正は景気後退への懸念からマイナスに転じており、米ドルはリスク回避を強く示唆する。信用リスク・プレミアムは引き続き高く警戒レベルを超えている。総じて高リスク資産全体への防御的なスタンスが求められている。

方法：当社は「センチネル」と呼ばれる5つのインプットを考慮している：それらは、USTW \$、ムーディーズBaa-Aaa、EPS修正、調整後益回りリスクおよび調整後キャッシュフロー利回りリスクである。これらの「センチネル」は、当社の戦術的な資産配分を再配分するために使用される。妥当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持って、市場のストレス状態を予測する指標として集約される。五角形は、5つの「センチネル」を視覚化したもので、赤い線がアラートのしきい値を表す。赤い線より上の距離が大きいほど、リスクの認識が高くなり、最終的にはディフェンシブ資産配分に近づく必要がある。



## グローバル・リサーチ・クリップ

**1 米国のマクロ予測を修正: 成長の減速は継続する**

- 成長の減速は、FRBの引き締め政策が原因ではないが、ソフトランディングの可能性はあり、2023年半ばに本格的な景気後退となるリスクは無視できない。
- 米国の成長予測は消費と投資の低迷が原因で引き下げられた(2022年のGDP成長率は2.2%から1.6%に、2023年のGDP成長率は1.5%から1.0%に)。
- 労働市場は引き続き堅調だが、亀裂が見え始めている。
- ボトルネックが緩和され、価格圧力が緩和されているにもかかわらず、高インフレは継続するだろう。
- FRBは9月に75bpの利上げを行うことを約束している。その後3回連続で25bpの利上げを行い、2023年2月までには最終的には4.0%まで引き上げる。

**投資への影響**

- 当社は2022年から2023年にかけて経済環境がさらに悪化すると見ているため、世界の株式はアンダーウエイトしている。
- 高品質の信用、インフレ連動型やコモディティなど、インフレに敏感な資産クラスへの投資に傾倒している。
- ほとんどのG10 FXに対してUSDを買い持ち。EUR/USDクロス為替レートが短期的に0.94となる可能性がある。

**2 欧州: 22年Q4/23年Q1には生活費高騰による危機で景気後退が予想される**

- 欧州のインフレは、今冬にピークに達し2桁近くになると予想する(一部は、ロシアが天然ガスを兵器化したことが原因)。
- ユーロ圏諸国は、ガス供給、インフレ、ドイツの第二次景気後退から直接的な影響を受けるだろう。
- スタグフレーションによるショックは長期化し、財政政策の余地が限られていること、世界経済の成長が鈍化していること、世界的に金融環境が引締められていることなどから、秋から冬にかけ景気後退となるだろう。
- 当社はユーロ圏の実質GDP成長率を2022年に2.9%、2023年には0.3%と予測している。
- ドイツとイタリアが最も打撃を受けると予想され、フランスは比較的被害が少ないと予想される。スペインは最も被害が少ないが、被害が避けられるわけではない。

**投資への影響**

- ECBの最終金利は、年末までに1.00%~1.25%になると見られている。2022年9月と10月に2回連続で50bp引き上げられ、その後、2022年12月に25bp引き上げられると予想される。
- 当社は欧州周辺国の債務とユーロの信用には引き続き慎重である。現在のバリュエーションは、ユーロ圏のエネルギー部門の長期的な悪化を織り込んでいないからだ。

**3 Q2の決算発表シーズンの最新情報: Q2のEPSはトレンドに逆らった形の上昇を支えたが、結果は「質の低い」ものであった。**

- Q2のEPSは市場の高い期待を上回ったものであったが、利幅は縮小している。
- EUの業績は、主にエネルギー・セクター、インフレ、通貨安によってけん引されている。
- 米国のQ2の前年同期比EPS成長率は、エネルギーセクターを除くとマイナスになると予想する。

**投資への影響**

- 収益の回復力は、現段階では、株式に強気になる十分な理由とはならない。当社は株式に対しては慎重なスタンスを維持している。
- ユーロ圏の株式よりも米国株式を愛好する。

**4 プライベート・エクイティと不動産: 非流動性リスク・プレミアムが役立つ**

- 不動産価格は金利上昇の影響を受けやすい。しかし、これが2008年~2009年のようなメルトダウンにつながる可能性は低い。
- 引き締められた金融政策と名目GDPの減速で、2023年には流動性が枯渇し、リスク回避への道が開かれ、民間債務など流動性の低いディフェンシブ資産に焦点が当たるだろう。
- 非流動性リスク・プレミアムは、歴史的にはこのような環境で報われている。

**投資への影響**

- 期待通り、2023年に流動性が低下すればHY信用に代わり、民間債務などの非流動的でディフェンシブな資産の配分が選好されるはずだ。





## グローバル・リサーチ・クリップ

## 5 中国：住宅市場の減速が大きくなることを織り込むべきだ

まだ経済の回復が中心であり、景気後退は見えない。

- 景気は7月と8月にさらに回復したが、6月の急上昇からみれば、勢いは著しく鈍化した。
- 民間部門で全体的な信頼感が欠如していることを反映して、内需の指標は全面的に低調だった。
- 住宅部門の低迷は、新型コロナ政策による制限によって複雑化して、中国の経済回復を圧迫し、財政および金融緩和の努力を弱めている。

**住居：遅すぎで控え目すぎる**

- 住宅販売は急激な減少傾向にあり、中央政府が支援を強化している。
- それでも、需要を押し上げるための政策はすでに超緩和的になっている（政府は数か月前に購入制限を緩和しており、住宅ローン金利は数年来の低水準にある）。
- 住宅市場は大幅に縮小すると当社は見ており、7月の前年比-8%と比較すると8月から12月には前年比 -20%となると予測する。

当社は2022年の年間成長率目標を 3.2%から 2.9%に、2023年は5.5%から5.2% に引き下げる。

**投資への影響**

- MSCIチャイナ、HSCEI、HISのロングを維持。
- 信用にはニュートラル、中国ではロング。

## 新型コロナ状況のアップデート

Francesca PANELLI, 投資インサイトおよび顧客部門

6月と7月前半に欧州と米国を襲ったオミクロン系のBA5変異株が引き起した波は、観光シーズンのピークであったにもかかわらず、7月後半から8月にかけて衰退し始めた。また入院患者数と死亡者数は限定されたままであった。欧州の疾病管理センターによると、7月31日に終了した週には、欧州連合では14日間の症例報告数は高いままであった(10万人当たり842.5人の症例)が、感染者数は減少していた。疫学的状況は、EU全体ではまだ不均一であり、ワクチン接種率が低い東欧では状況がさらに悪化している。今後の秋冬シーズンと新しい波の可能性については、まだ不確実性が高い。同時に、BA4 および BA5変異株に対応する最新のワクチンが今年後半に接種可能になるかどうかはまだ分からない。人口の多くがすでにワクチン接種またはウイルス感染によりウイルスにさらされている可能性が高いため、臨床試験が困難であることが分かっているからだ。

米国でも状況は似ており、米国疾病予防管理センター (CDC) は、今後非常に脆弱な人々を保護することに焦点を当て、当局の提言を緩和している。同時に、中国では新型コロナ発症数が3ヶ月で最高となっており、本書執筆時点では、主に観光地である海南島がほぼ完全に封鎖されている。また、上海を含む全国で新たな感染が広がっており、上海ではロックダウンが再開される可能性もある。そのため、新型コロナは今後数か月、経済活動に影響を与える重要な要因であり続けるだろう。



> 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	=/+		全体的な消費は堅調だが、脆弱となる初期の兆候が見える。この環境では、収益成長(今年と2023年)が市場を牽引するだろう。したがって、当社は需要の減少の兆候を警戒しており、その過程で強力な収益の可能性と株主に報いる実績を持つ銘柄を探している。
	米国のバリュース株	+		バリュース株は、今年優れたパフォーマンスを見せたが、成長に対する懸念が浮上したため、直線的ではなかった。投資家は、収益の圧力に耐え、魅力的なバリュース株を提供できる質の高い、それほど景気循環的でない銘柄でバリュース株を補完する必要がある。一方で、当社は割高で業績が悪いバリュース株は好まず、厳選を維持している。
	米国のグロース株	-		FRBはインフレを抑えるために利上げにコミットしているように見えるため、成長株、特に割高で採算性の悪い株にはさらなる圧力がかかる。優良な成長銘柄の中には妥当なバリュース株が示されている銘柄もあるが、当社は引き続き収益の可能性に注目する。
	欧州	--	▼	この地域の景気後退は、生活費の上昇が消費者需要に影響を与える高インフレによって引き起こされる可能性が高い。利益に短期的なリスクがあるため、やや保守的になっているが、銘柄の選択、バランスシートの健全さ、利益を持続的に生み出す能力を持つ企業に焦点を当てている。
	日本	=		世界経済の成長が鈍化していることは、輸出主導型の日本市場に逆風をもたらす可能性があるが、バリュース株は比較的魅力的であり円安は好材料である。
	中国	=/+	▼	支援的な政策、経済活動の再開、よりバランスの取れた成長モデルへの動きはすべてポジティブだ。しかし、新型コロナ・パンデミックによるロックダウンと住宅部門の脆弱さが、短期的には経済成長の重しになる可能性がある。
	新興市場	=		EMでは乖離が広がっているが、DM-EM間の成長の乖離は後者に有利な方向に進んでいる。このことは、地政学的リスクとコモディティ/インフレによる国内需要への影響を考慮し、慎重に選択する必要のあることを強調する。当社はブラジルとUAE(コモディティ輸出国)を選好するが、タイには慎重だ。
確定利付き証券プラットフォーム	米国債	=		長・短期の利回りは反対方向に動いているが、これはインフレ、経済成長、FRBの政策対応に対する市場の期待に先導されている。米国での「ソフトランディング」は可能であると見ているが、インフレ率はまだ高く、FRBはタカ派的姿勢を続けている。したがって、当社はニュートラルな姿勢を維持するが非常に積極的になっている。また、最近の実質利回りの上昇を受けて、TIPS市場を検討している。
	米国IG社債	=/+		この資産クラスは魅力的なキャリーを提供し、強力な企業ファンダメンタルズを提示し、米国経済の回復力から恩恵を受ける。しかし、消費者需要への圧力があるため、収益の見通しは限られている。加えて、バリュース株は長期的な平均値に近い。当社は引き続き厳選している。
	米国HY社債	=		成長が鈍化している環境では、投資家は債務不履行の見通しと、弱い収益がキャッシュフローを確保する能力とファンダメンタルズにどのように影響するかを注視する必要がある。当社はFRBの引き締めとインフレが持続することを考慮して、流動性に重点を置いている。
	欧州国債	=		ECBはインフレの抑制にコミットしているため、以前の予想よりも金利を引き上げる可能性がある。しかし、ECBは断片化を防ぐ必要があるため、そのバランスを取る必要がある。当社は欧州中核国ではニュートラルな姿勢を維持するが、全満期にわたる利回りカーブには柔軟である。欧州周辺国の債務についてもニュートラルな姿勢を維持する。ECBの支援にもかかわらず、政治的なイベントから圧力がかかるからだ。
	欧州IG社債	=		短期的な景気後退の見通し、高インフレ、タカ派的となったECBは、収益とスプレッドに圧力をかける可能性を意味する。したがって、ポートフォリオの品質を優先する一方で、減圧リスクと、消費者需要への圧力によりファンダメンタルズが悪化するかどうかを監視している。
	欧州HY社債	=		当社は、EUのHY債に警戒し、デフォルトの見通しを監視しているが、今のところ堅固である。しかし、金融環境が引き締められ、市場にストレスがかかれば、特に借入れが過度である分野では、流動性が枯渇する可能性があるため、慎重になっている。
	中国の政府債	=/+		中国はポートフォリオ分散に関する恩恵を提供しており、中国の経済成長が下方修正されたことと金融環境が緩和的であることは、債券にとってプラスになるはずだ。しかし、不動産セクターの進化を監視している。
	EM債券HC	=/+		(最近の資金流入による上げ相場にもかかわらず)当社は、IGよりもHY債を選好する。HC建ては魅力的な機会を提供するが厳選している。短期的には、いくつかの発行市場での銘柄が割引価格で入手できる可能性がある。
その他	EM債券LC	=		当社はインフレを考慮して慎重かつ高度に選択的であり、高いキャリー取引(南アフリカとブラジル)を選好する。短期的には米ドルが強いため、EMのFXは圧力を受けるが、相対価値での取引を選好する。
	コモディティ			世界経済の成長と中国の需要が減速していることで、原油価格やその他の景気循環コモディティが頭打ちになる可能性がある。しかし、供給問題が持続していることと地政学的な不確実性を考えると、下振れリスクは限定的である。当社の3ヶ月の目標は、WTI\$100/bblである。金のファンダメンタルズは少し複雑だ。FRBが引き締め政策を採り実質金利が上昇していることは、短期的にはサポートとはならない。
	通貨			米ドルは、米国の金利上昇と世界経済の成長への圧力から恩恵を受けるだろう。当社のEUR/USDの6ヶ月の目標は1.0であり、各地域通貨は短期的にはパリティを下回る可能性さえある。しかし、FRBがハト派的に転じた場合(中期的には中心的なシナリオではない)、米ドルに圧力がかかる。

説明



出典:2022年9月2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。本書は特定の時点における市場環境の評価を表すものであり、将来起ることの予測または将来の結果の保証する意図はありません。読者は、この情報を特定のファンドや証券に関するリサーチや投資アドバイス、または推奨として受け取るべきではありません。この情報は、説明と教育を目的としたものであり、変更される場合があります。また、この情報は、アムンディ製品の実際の現在、過去、または将来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=ハイイールド社債、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

2022年8月31時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率%			インフレ (CPI、前年比、%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界	6.2	3.2	2.7	3.9	8.0	5.2
先進諸国	5.2	2.3	0.9	3.2	7.2	4.3
米国	5.8	1.6	1.0	4.7	8.1	4.0
日本	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
英国	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.6	8.7
ユーロ圏	5.3	2.9	0.3	2.6	8.3	5.7
ドイツ	2.6	1.5	0.1	3.2	8.5	6.0
フランス	6.8	2.6	0.4	2.1	6.1	4.7
イタリア	6.6	3.3	0.4	1.9	7.7	5.3
スペイン	5.1	4.5	1.1	3.1	9.3	4.9

出典: アムンディ・インスティテュート

- 米国:** H1における経済縮小に続いて、標準以下の成長が長期化するが、これはFRBの引き締めが原因ではない。亀裂は明らかに強い労働市場から生じており、生産性の欠如が労働市場の調整を引き起こすと予想される。このことで、金融政策の効果が高まると予想される2023年半ばの景気後退リスクが高まる。今後は緩和的ではあるが、高いインフレという環境になるだろう。ボトルネックと価格圧力は緩和されているが、高いまま。このことは、物品のインフレを下げるはずだが、家賃のインフレ率が低下するのは2023年であるため、インフレは、あと数四半期にわたって目標を大幅に上回ったままになることを意味する。
- ユーロ圏:** 極端な気象とロシアからの天然ガス供給問題が、スタグフレーション・ショックを拡大し、財政政策の余地が限られ、世界経済の成長が鈍化し、金融環境が逼迫する中、秋冬の景気後退につながるだろう。この危機は生活費主導の危機となるだろう。消費者と企業は更なるエネルギーコストからのストレスに直面するためだ。財政支援はいくらかの助けになるかもしれないが、政策の余地は限られている。インフレは冬に2桁近くでピークに達し、広範で持続的に推移し、Q4まで上昇して頭打ちになり、2023年から減速すると予想される。
- 英国:** エネルギー価格の高騰が、冬に消費者主導の景気後退を引き起こすと予想しているが、景気後退はBoEの予測ほど深刻ではないと見ている。金融引締めはそれほど強くなく財政からの支えがあると見ているからだ。Q4からQ1にかけて、高エネルギー価格の転嫁により、インフレは2桁でピークに達すると見る。新しい首相は、エネルギー価格の高騰に対して家計への財政支援を提供する可能性がある。
- 日本:** Q2での経済回復は予想よりも軟調だった。食品とエネルギー価格の上昇で、個人消費打撃を受け始めたためだ。Q3に入ると、世界的な需要が鈍化する中、消費者はインフレの上昇とパンデミックの間で板ばさみになっている。経済見通しは暗いものになっている。経済再開の遅れに起因する回復のモメンタムが、輸出需要の落ち込みで弱められているためだ。後者は2023年上半期に経済全体を不況に引きずり込む可能性が高い。それにもかかわらず、投入コストの価格への転嫁は続いており、2022年の残りの期間を通じてインフレを押し上げるだろう。

主要金利の見通し

	12-09 2022	当社予測 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
米国	2.33	4.25	3.95	4.25	4.00
ユーロ圏	0.75	2.25	2.25	2.25	2.25
日本	0.00	-0.1	0.02	-0.1	0.09
英国	1.75	3.75	4.06	3.75	4.43

出典: アムンディ・インスティテュート

- FRB:** 当社のシナリオでは、FRBは9月の会合で75bp利上げし、その後の11月と12月の会合では利上げペースを25bpに減速する。この利上げサイクルの最終金利は4%で、それは年末には達成すると見ている。市場は2023年の夏には利下げを行うという見解を示しているが、当社の2023年の見解は市場とは異なる。当社のソフトランディングのシナリオでは利下げはない。最近のFRBのコミュニケーションによれば、金利はより長く高く維持される必要があり、物価の安定を回復するためには、当面の間、引き締めの政策スタンスを維持する必要があることが強調されている。ソフトランディングのシナリオでは、安定した金利(失業率の緩やかな上昇と低成長)が適切であると見る。しかし、ハードランディングが起れば、それが利下げの引き金になるだろう。
- ECB:** ECBは7月に、以前に発表されていた25bpではなく50bpの利上げを行い、フォワードガイダンスを撤回し、データへの依存度を高めた。発表された伝達保護手段(TPI)は満場一致で支持され、規模は無制限で、条件付きで既存のコミットメントにリンクされており、誘因は柔軟である。発表されたTPIは、金利に関する当社の基本的な予想シナリオを間接的にサポートしている。それは今後2回の会合で50bpの利上げを2回行い、12月に25bpの利上げを行うというものだ。7月のパンデミック緊急購入計画(PEPP)による柔軟な再投資で、断片化に対するECBのコミットメントを確認した。
- 日銀:** 日本のインフレ率はさらに上昇しており、2022年後半から2023年前半にかけて、コアインフレ(生鮮食品やエネルギーを除く)が2%目標に達する可能性が高まっている。これは、2024年度までに、わずかに上昇して1.5%となるという、日銀独自の予測とは対照的だ。しかし、日銀当局者は成長と需要への懸念を理由に、8月の夏季休暇中も超緩和的な政策の継続を好むと発表した。日銀は、インフレがオーバーシュートする可能性には取り合わない可能性が高く、緩和的なスタンスを維持している。
- イングランド銀行:** 最新の会議では50bpの利上げが行われ、コンセンサスの範囲内の規模で積極的なQTが10月に開始される可能性が示された。主要なニュースは、アップデートされた一連の経済予測からもたらされた。それは今年と来年の予想インフレ率の上昇とともに、以前よりもはるかに悪い成長状況を示している。新たなフォワードガイダンスは、中期的な政策金利についての不確実性が大幅に高まり、短期的にさらに引き締められる可能性が高いことを強調している。しかし、大幅な成長の鈍化と景気後退も予測している。

金融政策会合の予定

中央銀行	次の会合
ECB政策理事会	9月8日
イングランド銀行 MPC	9月15日
FRBのFOMC	9月21日
日銀MPM	9月22日

出典: アムンディ・インスティテュート

## 新興諸国

### マクロ経済の見通し

2022年8月31時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP 成長率%			インフレ (CPI、前年比、%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界	6.2	3.2	2.7	3.9	8.0	5.2
新興諸国	6.9	3.8	4.0	4.4	8.6	5.8
中国	8.1	2.9	5.2	0.9	2.3	2.4
ブラジル	4.6	2.3	1.0	8.3	9.8	5.6
メキシコ	4.8	2.3	0.7	5.7	7.9	5.4
ロシア	4.7	-3.3	-1.5	6.7	14.3	7.6
インド	9.1	7.3	5.7	5.1	6.9	6.2
インドネシア	3.7	5.4	5.0	1.6	4.2	4.3
南アフリカ	5.5	2.4	1.8	4.6	6.9	5.8
トルコ	11.6	4.3	3.1	19.4	71.0	28.9

出典: アムンディ・インスティテュート

- **中国:** 景気は7月と8月にさらに回復したが、モメンタムは6月から著しく鈍化した。民間部門で全体的な信頼感が欠如していることを反映して、内需の指標は全面的に低調だった。住宅部門の低迷は、新型コロナ政策による制限によって複雑化して、引続き中国の経済回復を圧迫し、財政および金融緩和の努力を弱めている。困難なマクロ環境と消費者信頼感の劣化を背景に、8月から12月にかけて住宅部門の縮小がさらに進み前年比で -20% になると当社は予想しており、それに応じて下半期の成長率予測をを引き下げた。
- **インドネシア:** 国内の経済状況と世界的な金融環境の不確実性を背景に、BIは最終的に政策金利を25bps 引き上げて3.75%とした。コア・インフレ率は上昇しているとは言え、引き続き抑制されている。インフレ総合指数は補助金を受けていない不安定要素によって目標を大幅に上回っている。BIは、インフレ期待が高まるリスクを認識している。金利上昇の経路は、パイプラインで約100~125bpsの緩やかなペースで続くだろう。2023年8月に発表されたように、パンデミック中に発表された計画に従って、予算は財政赤字がGDPの3%という法的しきい値内となっている。
- **タイ:** 出遅れたとは言え、BoTは8月に政策金利を25bps 引き上げて0.75%とした。それでも政策正常化へのアプローチは、抑制された回復段階を考慮して、非常に段階的なものになるだろう。2022年Q2のGDPはエコノミストの予想を裏切った。緩やかな成長にもかかわらず、BoTのリスクについてのバランスは明らかにインフレに傾いている。インフレ総合指数は14年間で最高となっており、コスト圧力(食品)がコア・インフレ転嫁されている。その間、観光収入(経済の重要な部分)はペースを上げているものの、パンデミック前のレベルにはまだほど遠い。
- **ブラジル:** 堅調なH1の後、連続的な成長はピークに達しているように見えるが、デフインフレと選挙前の政策の次のラウンドに支えられているため、急落しているわけではない。2022年にはGDPが2%以上上昇すると予測する。インフレはすでに4月に前年比12.2%でピークに達しており、税金と燃料価格の引き下げのおかげで、今年末には7%下回ると予測する。BCBは金利を13.75%に引き上げた後、引き締めサイクルを終了する準備ができていますが、9月に「残存」利上をする扉はわずかに開いたままだ。最も重要なことは、大統領選挙がわずか数週間後に迫っており、ルーラがボルソナロを完璧にリードしているが、その差は縮小している。

### 主要金利の見通し

	05-09 当社予測		コンセンサス	
	2022	6ヶ月先	6ヶ月先	12ヶ月先
中国	3.65	3.65	3.65	3.65
インド	5.40	6.10	5.95	6.10
ブラジル	13.75	13.75	13.85	11.50
ロシア	8.00	7.00	7.40	6.00

出典: アムンディ・インスティテュート

- **PBoC(中国):** 政策金利を何か月も変更しなかったPBoCは、8月に市場を驚かせ、最初に銀行間取引市場の金利(7日レポと1年MLF)を10bp 引き下げ、次に1年LPR を5 bp、5年LPR を15bp 引き下げた。内需の低迷と予想よりも急激な住宅の低迷を背景に、この並外れた引下げは、住宅需要を刺激し、大きな危機の芽を摘むための追加の取り組みとして機能している。PBoCは緩和とバイアスを維持しながらも、ほとんどの場合、構造的緩和に焦点を当てるが、さらなる広範な緩和はデータに依存している。
- **RBI(インド):** RBIは8月に政策金利を50bps 引き上げて5.40%としたが、多くのエコノミストがより緩やかな利上げを期待していたため、タカ派的であると見なされた。代わりに、RBIは正常化の前倒しを続けており、ゆっくりとしたペースで10月と12月に利上げを行い、最終金利は6.1%に達すると当社は予想する。一方、7月の総合インフレ(およびコア)は、前年比7.0% から6.7%へと緩やかに低下したが、これがインフレ低下への妥当なトレンドとなるとは当社は思わない。RBIはそれほど緩和的ではないが、現時点では引き締めのとも言えないことが証明されている。
- **BCB(Brazil):** やっとたどり着いた? FRBはより緩やかな引き締めペースに向かっているように見えるが、FRBの先を走っていたBCBは、現在、利上げサイクルを終えようとしている。COPOMは8月初旬の会合で、再び50bpの利上げを実行して、13.75%としたが、9月に同規模の利上げを行うことは避けた。BCBは25bpsの追加の「残存」利上げを検討するが、最新の議事録と7月のインフレ率が予想よりも良好だったことを考えると、今のところ、これ以上の調整を行わないという見方が優勢だ。しかし、FRBの場合と同様に、BCBは次の動きを決定する前に8月のインフレ率を確認するだろう。
- **CBR(ロシア):** CBRは、7月に再び政策金利を150bps 引き下げて8%とした。引下げ率は予想以上だった。利下げの主な理由は、インフレが低下したことと消費者需要の低迷だった。CBRは更なる利下げをする用意がある。7月のインフレ率は、前年比で5月には17.1%、6月には15.9%、そして7月には15.1%と更に減速した。当社はインフレ率が年末までに約13~14%まで、さらに低下すると予想している。今後6か月間で、CBRはさらに100bpsの引き下げを行い、その後さらに100bps引下げて、政策金利は12か月間で約6%引き下げ、12ヶ月後には7.5%とすると予測する。

### 金融政策会合の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
CBR	9月16日
PBoC	9月20日
BCBブラジル	9月21日
RBI	9月28日

出典: アムンディ・インスティテュート



## マクロ経済および市場予測

英国の予測は2022年8月31日現在。英国政府による最近の発表を考慮すると、本書の締め切り時に最終的な影響を評価できる詳細がないため、当社は予測を変更せずに残し、当社の予測は変更される可能性があることを警告します。

### マクロ経済予測

(31/08/2022)

年平均(%)	実質GDP成長率 %			インフレ (CPI、前年比、%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
米国	5.8	1.6	1.0	4.7	8.1	4.0
日本	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
ユーロ圏	5.3	2.9	0.3	2.6	8.3	5.7
ドイツ	2.6	1.5	0.1	3.2	8.5	6.0
フランス	6.8	2.6	0.4	2.1	6.1	4.7
イタリア	6.6	3.3	0.4	1.9	7.7	5.3
スペイン	5.1	4.5	1.1	3.1	9.3	4.9
英国	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.6	8.7
中国	8.1	2.9	5.2	0.9	2.3	2.4
ブラジル	4.6	2.3	1.0	8.3	9.8	5.6
メキシコ	4.8	2.3	0.7	5.7	7.9	5.4
ロシア	4.7	-3.3	-1.5	6.7	14.3	7.6
インド	9.1	7.3	5.7	5.1	6.9	6.2
インドネシア	3.7	5.4	5.0	1.6	4.2	4.3
南アフリカ	5.5	2.4	1.8	4.6	6.9	5.8
トルコ	11.6	4.3	3.1	19.4	71.0	28.9
先進諸国	5.2	2.3	0.9	3.2	7.2	4.3
新興諸国	6.9	3.8	4.0	4.4	8.6	5.8
世界	6.2	3.2	2.7	3.9	8.0	5.2

### 主要金利の見通し

先進諸国

	12/09/2022	当社予測 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
米国	2.33	4.25	3.95	4.25	4.00
ユーロ圏	0.75	2.25	2.25	2.25	2.25
日本	0.00	-0.1	0.02	-0.1	0.09
英国	1.75	3.75	4.06	3.75	4.43

新興諸国

	05/09/2022	当社予測 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
中国	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
インド	5.40	6.10	5.95	6.10	6.05
ブラジル	13.75	13.75	13.85	11.50	13.30
ロシア	8.00	7.00	7.40	6.00	6.75

### 長期金利の見通し

2年物債券利回り

	12/09/2022	当社予測 6ヶ月先	6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	12ヶ月先
米国	3.54	3.4/3.6	3.59	3.4/3.6	3.52
ドイツ	1.36	1.2/1.4	1.48	1.2/1.4	1.48
日本	-0.07	-0.10/0	-0.05	-0.10/0	-0.06
英国	3.04	2.7/2.9	2.99	2.7/.2.9	3.02

10年物債券利回り

	12/09/2022	当社予測 6ヶ月先	6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	12ヶ月先
米国	3.30	3.1/3.3	3.35	3.1/3.3	3.36
ドイツ	1.70	1.8/2.0	1.81	1.8/2.0	1.85
日本	0.25	0.1/0.3	0.35	0.1/0.3	0.42
英国	3.10	2.9/3.1	3.21	2.9/3.1	3.27

### 通貨の見通し

	02/09/2022	当社予測 Q4 2022	コンセンサス Q4 2022	当社予測 Q2 2023	コンセンサス Q2 2023		02/09/2022	当社予測 Q4 2022	コンセンサス Q4 2022	当社予測 Q2 2023	コンセンサス Q2 2023
EUR/USD	1.00	0.94	1.00	1.03	1.05	EUR/SEK	10.74	10.49	10.55	10.42	10.30
USD/JPY	140	135	135	126	128	USD/CAD	1.31	1.35	1.30	1.26	1.27
EUR/GBP	0.86	0.85	0.85	0.86	0.86	AUD/USD	0.68	0.66	0.70	0.73	0.72
EUR/CHF	0.98	0.93	0.97	0.99	1.00	NZD/USD	0.61	0.59	0.62	0.63	0.64
EUR/NOK	9.97	9.70	9.80	9.48	9.70	USD/CNY	6.90	7.20	6.88	6.60	6.88

## 当社予測についての免責事項

マクロ予測に関する不確実性は非常に高く、新しい高頻度データが利用可能になるたびに頻繁な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、統計的精度が低下させ、それらの周囲のより広い範囲で不確実性を増加させます。

## 方法

### － シナリオ

確率は、当社のマクロ金融・財務予測で条件として定義された金融・財務体制（中央、下振れ、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、当社の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、(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つの誘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行される四半期ごとの調査によって導き出された最も影響力が大きいシナリオを構成するものです。



## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



**Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**Themes at a glance: Gas rationing impact on European economy (29-07-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SANDRINI Francesco, Head of Multi-Asset Strategies - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

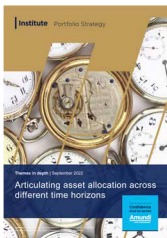
**Themes in depth: Towards a new set of fiscal rules in Europe: an investor view (25-07-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

**Themes at a glance: Towards new fiscal rules in Europe (25-07-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

### THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



**Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)**

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Éric, Senior Advisor - Amundi Institute

**Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation (01-09-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - DI SILVIO Silvia, Cross Asset Research Macro - Amundi Institute

### COMPASS



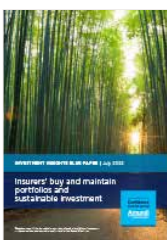
**How to overhaul Europe's outdated budget rules (31-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**Mind the lag: recession fears flare too fast (16-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

### INSIGHTS PAPERS



**Insurers' buy and maintain portfolios and sustainable investment (05-07-2022)**

DAUPHINE Gilles, Head of Credit and Insurance Business - Fixed Income - MUNERA Romain, Head of Buy & Maintain - MULLER Raphael, Head of Buy and Maintain third party client

**ESG journey is set to accelerate in credit markets (20-06-2022)**

D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - de FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - Vannier Hubert, CFA, Head of Secured Assets

### INVESTMENT TALKS



**July 26-27 FOMC Review: Maintaining a Hawkish Course (29-07-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

**ECB meeting: larger-than-expected rate hike, with new fragmentation tool outlined (22-07-2022)**

BOROWSKI Didier, Head of Global Views - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate - With the contribution of BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit

**Italy swimming in uncertain waters as PM Draghi resigns (22-07-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist - Cross Asset Research - Amundi Institute - MARASCIULO Cosimo, Head of Fixed Income Absolute Return

**UK Leadership Change: Economic and market implications (11-07-2022)**

BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - MORRIS Chris, Senior Portfolio Manager; Head of Global Bonds Strategy - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Strategist

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### WORKING PAPERS



#### **Precautionary Liquidity and Retirement Saving (25-07-2022)**

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - POTERBA James, Massachusetts Institute of Technology and NBER - SZAFARZ Ariane, Université Libre de Bruxelles (ULB), CEBRIG & CERMI

#### **Credit Factor Investing with Machine Learning techniques (01-07-2022)**

CHERIEF Amina - BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research, Amundi Institute - DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - FREDJ Hamza, Fixed Income Solutions Portfolio Manager

#### **Monitoring Narratives: an Application to the Equity Market (07-04-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman of Amundi Institute - BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, LE GUENEDAL Théo, SEKINE Takaya, STAGNOL Lauren, Quantitative Research, Amundi Institute

#### **Multi-Period Portfolio Optimization and Application to Portfolio Decarbonization (06-04-2022)**

LEZMI Edmond - RONCALLI Thierry - XU Jiali, Quantitative Research, Amundi Institute

### INVESTMENT OUTLOOK



#### **H2 2022 Investment Outlook - Life above zero: investors' journey at a time of rising rates (01-07-2022)**

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

### ASSET CLASS VIEWS



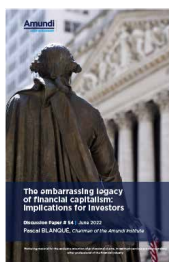
#### **Asset Class Return Forecasts - Q3 2022 (08-08-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

#### **Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)**

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

### DISCUSSION PAPERS



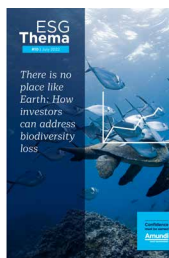
#### **The embarrassing legacy of financial capitalism: implications for investors (09-06-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

#### **The myth of the fiscal free lunch: beware of the trap. An investor's viewpoint (02-06-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

### ESG THEMA



#### **ESG Thema #10 - There is no place like Earth: How investors can address biodiversity loss (6-07-2022)**

MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products - FOLL Julien, ESG Analyst

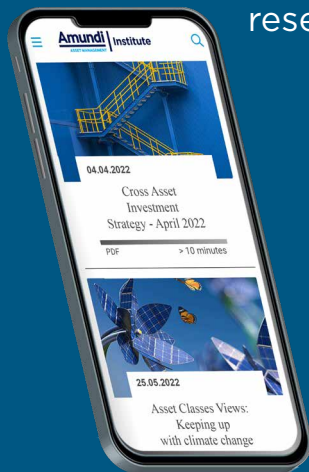








アムンディの出版物についての情報は  
下記までお問い合わせください  
research-center.amundi.com



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

## 重要な情報

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 2 September 2022. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

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

Date of first use: 12 September 2022

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée" - SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

## 編集主幹

BLANQUÉ Pascal, アムンディ・インスティテュート会長

## 編集者

DEFEND Monica, アムンディ・インスティテュート・ヘッド

## アムンディ・インスティテュートからの寄稿者

AINOUZ Valentine, 先進国市場戦略リサーチ部デビュティ・ヘッド、CFA  
BERARDI, Alessia 新興市場および戦略リサーチヘッド  
BERTONCINI Sergio, シニア債券リサーチ・ストラテジスト  
BOROWSKI Didier, マクロ政策研究責任者  
CESARINI Federico, 先進市場 FXヘッド、クロス・アセット・リサーチ・ストラテジスト  
DI SILVIO Silvia, クロス・アセット・リサーチ・マクロ・ストラテジスト  
DROZDZIK Patryk, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト  
GEORGES DELPHINE, シニア債券リサーチ・ストラテジスト

## アムンディ・インベストメント・プラットフォームからの寄稿者

LEMONNIER Patrice, 新興市場株式部ヘッド  
MC CONWAY Nick, (日本を除く)アジア株式ヘッド

## アムンディ・インベストメント インサイト寄稿者

BERTINO Claudia, アムンディ投資インサイト & パブリッシング・ヘッド  
CARULLA Pol, インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト

## 構想と制作

BERGER Pia, コミュニケーション・スペシャリスト  
PONCET Benoit, コミュニケーション・スペシャリスト

## 副編集者

BOROWSKI Didier, マクロ政策研究責任者  
PANELLI Francesca, インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト  
PERRIER Tristan, マクロ・エコノミストおよび投資インサイト・スペシャリスト

HERVÉ Karine, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト  
CLAIRE HUANG シニア新興市場マクロ・ストラテジスト  
MIJOT ÉRIC, 先進市場戦略リサーチ・ヘッド  
PANELLI Francesca, インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト  
PORTELLI Lorenzo, クロス・アセット・リサーチ・ヘッド  
TONIATO JOAO, シニア株式リサーチ・ストラテジスト  
USARDI Annalisa, クロス・アセット・リサーチ・シニア・マクロ・ストラテジスト  
VARTANESYAN Sosi, シニア・ソブリン・アナリスト

DHINGRA Ujjwal, インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト  
FIOROT Laura, インベストメント・インサイト & クライアント部門ヘッド