

Institute

#05
2022年5月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

迫り来る市場の乖離と大幅な資産の価格改定

アムンディ・インスティテュート

Q2 2022: インフレをより重視した後期サイクル

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#05 - 2022年5月

目次

グローバルな投資見解

CIOの見解

迫り来る市場の乖離と大幅な資産の価格改定

欧州、米国、中国の間で経済見通しに相違があることは、持続する地政学リスクと共に、全資産クラスでレバティバリュー戦略の機会を探求する必要性を強調している。デュレーションについては、投資家は柔軟な姿勢を維持すべきだが、以前ほど短いデュレーションを維持する必要はないと当社は考える。先進市場の信用 (IGとHY) については、リスクがそれほど高くない資産に移行する必要がある。新興市場の債券でのインカムを選択的に追及すべきだ。株式については、投資家はニュートラルな姿勢をとるべきだが、優良なバリュー株でそれほど循環的でない銘柄を探し、戦術的に欧州よりも米国を選好すべきだ。十分な分散とヘッジを強化するアプローチ、そして「実質リターン」を重視することが望まれる。

アムンディ・インスティテュート

FRBは後手に回っているのか?

FRBの量的引締め(QT)とクロスアセットの価格 p. 4

FRBがインフレと成長のバランスを取ろうとしている中、投資家は金利が変更されることは債券および株式のポートフォリオに影響を与えることを留意すべきだ。

マルチアセット

相対的にEM債券に投資する。米国 vs. 欧州の株式 p. 5

経済の勢いが鈍化している環境では、当社はリスクに対してニュートラルな姿勢を維持し、方向性を追加する前に状況がより明確になるのを待っている。

確定利付き証券

金融環境はさらに引締められると予測する:

信用については慎重に p. 6

今のところ金融環境は引き締められていないが、実質利回りの上昇が企業利益への圧力を伴うようになった時が、リスク資産に対して用心するべき時だ。

株式

収益の再評価における富の分散 p. 7

投資家は、バリュエーションを意識して「短期デュレーション」(バリュー株、銀行株) を買い持ちするべきだ。この分野は配当を通して株主に報いることができる。しかし、ITなど「長期デュレーション」セクターは避けるべきだ。

今月のトピック

Q2 2022: インフレをより重視した後期サイクル p. 8

インフレが後期サイクルへと移行することは高い確信をもって確認された。より高いインフレ(および金利)が焦点となるだろう。経済の勢いは世界レベルでまだ減速しているが、一時的に安定したという兆候もある。これは株式への慎重な姿勢を支持するが、インフレ体制に強く適度な成長を伴う資産クラスへの強い傾倒を示す。ウクライナでの戦争による欧州経済の短期的な不確実性が原因で、株式はグローバルなバリュー株、優良株の要素、そしてインフレに強いセクターに傾倒しており、インフレ連動債がヘッジを提供している。ベースメタルは選好されるコモディティとなっている。

テーマ別

中国の需要ショックへの準備: 怖れよりも信頼 p. 12

2020年3月以来最悪の感染者拡大で、中国は「ゼロコロナ政策」に逆戻りした。中国経済は、Q2に一時的な景気後退に陥ると当社は予測するが、強力な政策支援がなされると見る。

市場のシナリオとリスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 15
> 上位のリスク	p. 16
> ウクライナ危機のツリー	p. 17
> 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. 18
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 19
> アムンディの各資産クラスへの見解	p. 20

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. 21
> 新興諸国 マクロ経済の見通し - 市場予測	p. 22
> マクロ経済および市場予測	p. 23
> 当社の予測についての免責事項/方法	p. 24
> Publications highlights	p. 25

CIOの見解

迫り来る市場の乖離と大幅な資産の価格改定



Vincent MORTIER
グループCIO



MATTEO GERMANO
デビュティ・グループCIO

我々は経済見通しと市場のパフォーマンスについて大きな乖離を目撃している（当社はEUと中国の経済見通しを下方修正したが、米国は回復力が強い）。特に：

(1) **インフレ期待 - 短期的なピーク vs. 長期的な上昇**：地政学リスクと上海でのロックダウンによるサプライチェーンへの圧力を考慮すると、短期的なインフレは減速し始めるかもしれないが、長期的には粘着性が強いインフレ（例えば、シェルター・インフレ）となる可能性がますます高まっている（反転させることが難しい）。

(2) **景気後退リスク**：米国経済は堅調さを維持しているが、ユーロ圏はスタグフレーション・リスクに最も晒されている地域だ。少なくともH2には、ドイツとイタリアが引き起こす短期間の景気後退が起きるだろう。しかし、フランスとスペインは回復力があることを示すかもしれない。中国については、当局の目標である5.5%の成長率は達成が難しいと当社は見ている。

(3) **中央銀行の経路が乖離している**：FRBは中立的政策スタンスに移行するために、50bpsの利上げを行い、既に利上げを実施した中央銀行の仲間入りをするだろう。しかし、ECBはデータに依存している。BoJは緩和的政策を維持し、中国ではPBoCが金利を引下げる準備ができています。

(4) **収益 - 期待はまだ強い（地域差はある）が、消費者心理は弱い**。今回は注目すべき重要な決算発表シーズンとなる。企業が好調でありさらなるインフレ上昇の兆候が見えれば、FRBの行動を促す圧力が増す。欧州では、戦争の影響で収益不況による景気後退の可能性が高まっているため、（今回の数値にはこの影響は反映されないとは言え）今回の決算発表シーズンはガイダンスに焦点が置かれるだろう。

投資家の観点から見れば、リスクへのニュートラルな姿勢を維持すべきではあるが、資産クラス全体における乖離への投資をする余地はある。

・ **債券市場は、FRBの行動に対してより積極的な価格改定へと急速に動いた**。最初の動きは、短期利回りに集中していたが、最近では10年債の利回りが更に上昇し始め2.9%に達した。長期的には金利の軌道は上向きだが、最近までのように短期物に投資することには、もはや意味はない。最近の市場の動きを考慮すれば、特に短期利回りについてそれが言える。したがって、当社はデュレーションへの姿勢を戦術的に調整している。オーストラリア、カナダ、そして大統領選の結果への不確実性がスプレッドを拡大したフランスなどで、戦術的なレラティブバリュー戦略と利回りの好機に投資する余地がある。

・ **FXについては、コモディティ価格の上昇は、米ドルと比較するとブラジル・リアルに恩恵をもたらすはずだ**。また、ロシア・ウクライナ紛争が継続すれば、ユーロに対するスイス・フランに恩恵をもたらす。当社は、ユーロと比較して、米ドルを選好する。

・ **現段階では、株式が信用よりも選好される。しかし、株式の中でも選別が鍵だ**。決算発表シーズンが近づいているが、今回は欧州企業にとって難しいものになるようだ。当社は、欧州には米国と比較すると相対的に短期のバイアスを維持する。米国の方が回復力が強いからだ。収益の変動が小さく金利上昇から影響を受けにくい銘柄を探すためには、バリュー株と優良株の組合せ（循環的な傾向が小さい株、および金融株とよりディフェンシブな株）が最良の方法であるという見解を維持する。グロース株の価格改定（下方に向かう）、特に極端に高く評価された銘柄の価格改定はまだ終わっていないと当社は見ている。

・ **信用分野については、当社は引続き慎重な姿勢を維持し、確定利付き商品への配分全体の中で、リスクが低い銘柄に移行している**。インカム追及の一貫として、当社はEMBI（エマージング・マーケット・ボンド・インデックス）に対してより前向きになっている。最近利回りが上昇した後、EMBI市場は米国の10年債利回りが安定してきたこと、原油価格が徐々に下方に向かっていること、EM-DMのギャップの改善によって支えられている。EMBIの構成は、中南米諸国とコモディティ輸出企業に偏る傾向があるが、それも好材料となっている。

・ **分散投資は依然として重要だ**。インフレに強い分野の実物資産（インフラ、変動金利のローン、および不動産など）へのエクスポージャーを追加すること、従来の資産クラスよりも相関性の低い戦略を採用する事で、この敵対的な市場環境を乗り越えられると当社は考える。

最後に、資産の大幅な価格改定が進むにつれて、投資家は自らの配分をインフレに対処できるよう準備すべきだ。これまでの所、価格改定のほとんどは債券市場で行われている。この傾向はこれからも続き、長期債の利回りや、景気後退リスクが上昇している最も脆弱な株式市場（例えば、欧州株式市場）にも波及すると当社は見ている。しかし、市場の乖離は戦術的に最も回復力がある分野に向けてリスクを調整する機会を提供する。

全体的なリスク・センチメント



資産全体のレラティブバリューを検証し、より回復力がある分野を選好するが、市場の方向性は制限されているため、リスクを増やさないことだ。

前月からの変化

- ▶ デュレーションへの姿勢はよりニュートラルな方向に向かっている。
- ▶ EM債券にはより前向きだ。
- ▶ ユーロに対する米ドルには戦術的にポジティブ。
- ▶ 信用と株式の分野でヘッジを強化する。

「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

アムンディ・インスティテュートのコラム



Pascal BLANQUÉ
アムンディ・インスティテュート会長

FRBがインフレと成長のバランスを取ろうとしている中、投資家は金利が変更されることは債券および株式のポートフォリオに影響を与えることを留意すべきだ



Monica DEFEND
アムンディ・インスティテュート・ヘッド



Lorenzo PORTELLI,
クロス・アセット・リサーチ総括

FRBは後手に回っているのか？

最近の米国の環境から判断すると、インフレについてのいかなる道理で推し量っても、FRBは「後手に回っている」と言える。インフレは2%の目標をはるかに超えて上昇しており、連邦公開市場委員会 (FOMC) は利上げをもっと迅速に行い価格上昇を抑えるべきであることを示唆している。「後手に回っている」という見解について、セントルイス連銀のジェームズ・ブラード総裁は、2つの解釈を示している。

- テイラー型の金融政策ルールによれば、FRBは約300bpsほど後手に回っていることになる。
- 一方で、米国債2年物の利回りは2.47%であり、ギャップはそれほど大きくない。それにも関わらず、FRBは自らのフォワード・ガイダンスを実現するために金利を引き上げる必要がある。

コアPCE (個人消費支出) インフレが今日ほど高くなったのは、1960年代以降で2回しかない。最初は1974年であり、当時のFRBは、価格上昇の一因であった金融要因を軽視したため、政策金利は比較的強く維持された。その結果、FRBは「後手に回る」ことになり、実体経済のボラティリティとインフレが上昇し、複数の景気後退を引き起こした。

次は1983年で、当時のFRBは同じミスを繰り返すことを望まず、インフレが低下した後も金利を高く維持し続け、結果的に1990-91年の景気後退をもたらした。今日の状況は1974年のシナリオに似ている。頑固で自己永続的に高いインフレと、事後的に低い実質政策金利と名目金利が上昇傾向にあるため、実体経済のボラティリティを安定させる方法はない。また、金融政策を正常化させることは、景気後退リスクを高めることも事実だ。FRBは今、景気後退を引き起こすリスクを負ってインフレを抑えるべきか、それとも名目成長を伸ばすための時間を稼いで、後に大きな代償を払うかを決めなければならない。FRBは後者に向かっているようだ。

投資への確信

投資への影響に関しては、世界レベルでの価格改定が進行中だ。それは短期債への価格改定で始まったが、最終的には高リスク資産の変曲点であるイールドカーブのステイプ化を通して長期債にもおよぶだろう。株式と債券のパフォーマンスは劣化するが反転し、広範囲にわたるパフォーマンスの低下を引き起こす。株式の価格改定ポイントではバリュー株と優良株への偏向が見られ、これらのセクターでのアウトパフォーマンスが起る。

株式と信用での更なる価格改革が進めば (10年債の利回りが頭打ちになることが兆候)、リスクを再構築するという信号となるだろう。

FRBの量的引締め (QT) とクロス・アセットの価格

FRBはQTにその金融政策とフォワードガイダンスの方向性を完全に変更した。需要主導型のデータが入ってくれば、FRBは金利引き上げとバランスシートの縮小に対して、もっと積極的にならざるを得ないだろう。今後、消費者物価が最終的にはFRBに行動を起こすことを強要し、構造的に長期の高金利を抑えるため、需要を誘導するソフト・ランディングを抑えるだろう。この新しい政策の副作用は、進行中の資産リフレ体制で流動性が流出することだろう。これは金融市場にとってはやりにくい環境だ。

論理的な結果は、金融市場レベルでの新しい構想への再調整であり、そのプロセスは投資倍率の再評価とバリュエーション基準を低いレベルへとけん引するだろう。以前は、FRBはバランスシートを9兆ドルまで拡大し長期債を削減した。そのことがP/E率を上昇させた。都市封鎖と新型コロナウイルスの回復期には3.4兆ドルが注入されたが、これは数年にわたるプロセスの最後のステージだった。

予想される市場への影響(下記の表も参照)

- 金融政策の正常化 (FRBのバランスシートがコロナ危機の前に戻る) は、投資倍率の縮小を引き起こし米国債10年物の利回りを3%に押し上げるだろう。
- 異なる指標やツールを通して見ると、この金融環境は株式と債券を高価な領域に持ち込み、両方の市場で売り局面となる可能性がある。
- 最終的には、市場の反応はFRBが成長の鈍化と利益サイクルの管理にどれだけ成功しているかに依存する。いずれにせよ、現在の見通しは、P/E 倍率を再評価するには好ましい環境ではない。

QTのタイムライン	年間のB/S削減 (兆ドル)	累積B/S削減 (兆ドル)	P/E縮小 ¹	FRBバランスシート/米国債 公的債務合計	米国債10年物 ²
1年先	1.14	1.14	5.1%	25.8%	2.90%
2年先	1.14	2.28	18.9%	22.1%	3.11%
3年先	1.14	3.42	32.7%	18.3%	3.40%

出典:アムンディ・インスティテュート、2022年4月19日。1/価格/収益をバランスシート拡大を考慮して調整:平均からの距離は平均回帰として考慮。2/米国債10年利回り目標は、アムンディのマクロ・ネルソン・シーゲル・モデルと現在の債務レベルによる。

マルチアセット

相対的にEM債券に投資する。米国 vs. 欧州の株式



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リ
リレーション・ヘッド

インフレ率が上方修正されたことで、中央銀行は自らの金融引締めプログラムを加速させている。ECBは経済成長についての不確実性が高いため慎重になっているが、FRBは中立的な政策金利にできるだけ早く到達したいと思っているようだ。地政学は、すでにスタグフレーションの影響を感じている市場にもう一つの不確実性の層を追加している。これはコモディティ価格の上振れ圧力によりけん引されたものだ。

これらの地域で広がっている微妙な差異による政策行動の乖離は、投資家にデュレーションとFXでのレティバリューによる投資の機会を提供する。これらはリスクを増やさないことと、新興市場 (EM) も含む魅力的な投資を特定するためのバリュエーションを認識することの重要性を指摘する。最後に投資家は信用と株式に対してのヘッジを強化し、十分に分散されたスタンスを維持するべきだ。

当社が強く確信しているアイデア

当社のスタンスは株式に対してニュートラルであるが、欧州よりも米国を選択するレティバリューの機会を探すというものだ。これは米国での回復力ある消費者需要と堅調な労働市場が理由だ。加えて、欧州では決算発表シーズンを迎え、生産者物価指数の上昇と利幅への圧力からのリスクが見られる。ボラティリティは最近低下したが、投資家はオプションを通してこのレティバリューの機会を活用できると当社は考える。EMに関しては、当社はニュートラルな姿勢を維持するが、中国政府のより緩和的な姿勢が、コロナ関連のロックダウンによる影響を相殺できるのかどうかを慎重に見極めている。

デュレーションに関しては、イールドカーブの動きが上振れするとみているため、最近の上昇にも関わらず、当社は米国債 (UST) には慎重だ。当社の柔軟で活潑なスタンスは、他の地域でもイールドカーブ全体でのチャンスを探すことを可能にする。例えば、当社は10年物フランス国債 (OAT) についてドイツ国債 (Bund) よりも前向きになっている。これはキャリーが魅力的であることと、OATのバリュエーションが歴史的観点から安価になっているからだ。同様に、当社はイタリア国債 (BTP) についてもドイツ国債と比べて楽観的な姿勢を維持する。しかし、満期が長いセグメントではスプレッドの縮小の範囲

が大きいと考える。当社はまた英国の10年債よりもオーストラリアの10年債に対して前向きである。英国と比較するとオーストラリアのインフレは抑制されており、オーストラリア準備銀行の金利引き上げへの負担を制限している。EM債券については、人民元 (CNY) は、米国との地政学的緊張 (資金流出を引き起こす) と経済見通しの悪化から、短期的な逆風に直面していると当社は見ている。その結果、当社は中国の地方自治体政府の債務については、もはや前向きではない。しかし、より広範なEMBI (エマージング・マーケット・ボンド・インデックス) については、建設的になっている。これは高いキャリー、魅力的なバリュエーション、南米への偏向とコモディティ輸出であることが理由だ。当社はHY諸国のデフォルト率からのリスクをモニターしている。企業の信用については、米国およびユーロ圏の両方がコア・インフレ率の上昇から影響を受け、収益への影響も受ける可能性がある。全体的に、当社は今のところニュートラルな姿勢を維持しているが、HYよりもIGの企業にややポジティブな見通しを持っている。HY企業、特に米国のHY企業についてはバリュエーションへの懸念があるからだ。当社のFXについての見解は、経済予測に反映されている。またそれぞれの通貨への影響も同様だ。当社はUSDとJPYに対するEURについても、今では慎重になっている。US/EURの金利差と欧州のインフレ圧力はユーロを下落させる可能性がある。さらに、当社はCADとNZDに対してUSDに前向きだ。米国の実質利回りが上昇する可能性が米ドルを支えるからだ。最後に、CHF/EURについての当社の見解を維持する。スイス・フランの安全な投資先としての地位を考慮してのことだ。またGBP/EURには慎重な姿勢を維持する。EM通貨では、BRL/USDに前向きだ。ブラジル・レアルはコモディティ価格の高騰を支えられるはずだ。

リスクとヘッジング

経済的な逆風と地政学リスクは、投資家がヘッジを強化する必要があることを意味する。投資家は米国のHY企業への保護を維持し、欧州の信用への保護手段を追加するべきだと考える。株式においてさえ、特にFRBのタカ派的トーンからくるリスクに対して、欧州と米国へのエクスポージャーを保護する余地がある。

経済の勢いが鈍化している環境では、当社はリスクに対してニュートラルな姿勢を維持し、方向性を追加する前に状況がより明確になるのを待っている

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：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る。

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

確定利付き証券

金融環境はさらに引締められると予測する：
信用については慎重に



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 CIO

今のところ金融環境は引締められていないが、実質利回りの上昇が企業利益への圧力を伴うようになった時が、リスク資産に対して用心するべき時だ

現在インフレが上昇していることには複数の要因がある。それらには物的資本（インフラ、設備投資など）への長きにわたる投資不足、世界的なリショアリング、そして先進国での金融抑圧政策などが含まれる。中央銀行（CB）はインフレ圧力に対応しているが、FRBとECBは彼らのタカ派的見解にも関わらず「後手に回っている」。これまでのところ金融環境は大幅に引き締められてはいないが、CBがインフレ抑制に十分に積極的であれば、引き締められる可能性がある。したがって、**将来の格差に備えるためには、信用分野での注意深いボトムアップの姿勢が必要だ。**国債については、**投資家は機敏性を維持するべきだ。**長期的な金利の方向性は上振れているが、**国債は困難な時に支援を提供する。**

世界および欧州の確定利付き証券

不確実な経済環境が安全な資産への動きを生み出しているため、当社は欧州中核国と米国のデュレーションについて以前ほど慎重でないスタンスに移行した。加えて、**当社はイールドカーブ全体と全地域における戦略的な機会を探している。**このため、ベルギーには前向きとなり、欧州周辺国の債務になニュートラル、英国のデュレーションにはデフェンシブな姿勢を維持している。長期的な見解としては、短期的には不透明さがあるが、中国を通してデュレーションへのエクスポージャーを分散できると考えている。

信用分野では、スプレッドは3月初旬に見られたレベルまで戻っており、企業のファンダメンタルズは堅調に維持されている。しかし、高いインフレと景気後退リスク（欧州で）とECBがそれほど緩和的でなくなったことから、市場心理は脆弱になっている。

当社はIG債とHY債間のスプレッドが縮小すると見ている。市場は質の高い信用と質の低い信用を区別するようになるからだ。セクター・レベルでは、当社は銀行、自動車（以前ほどではない）とエネルギー分野について選択的に前向きだが、消費財、公益事業、運輸、化学製品のセクターには慎重だ。

米国の確定利付証券

米国の成長は今年年末までに徐々に減速してトレンドに近づく可能性が高いが、景気後退が今年起こる兆候は見えない。賃金と貯蓄が堅調であるため、需要は強固であるが、住宅ローンの申込みには若干の弱さが見える。**長期的には金利は上昇すると当社は見ているが、米国のイールドカーブに強い動きがあるため、デュレーションに対して活発なアプローチを維持することが不可欠だ。**証券化資産については、投資家が量的引締め（QT）を価格に織り込んだため、これまで社債のパフォーマンスを下回っていた政府系モーゲージ証券での価値を追及する。しかし、MBSはますます魅力的になっている。当社は非住居用と商業用不動産（CRE）の分野で選択的な機会を探している。企業信用の価格評価は長期平均の範囲内にあるが、当社は特異なリスクを選択する。発行体のファンダメンタルズはまだ堅調であるため、過度に悲観的になる必要はないと考える。しかし、当社はヘッジを維持し、流動性リスクには用心している。

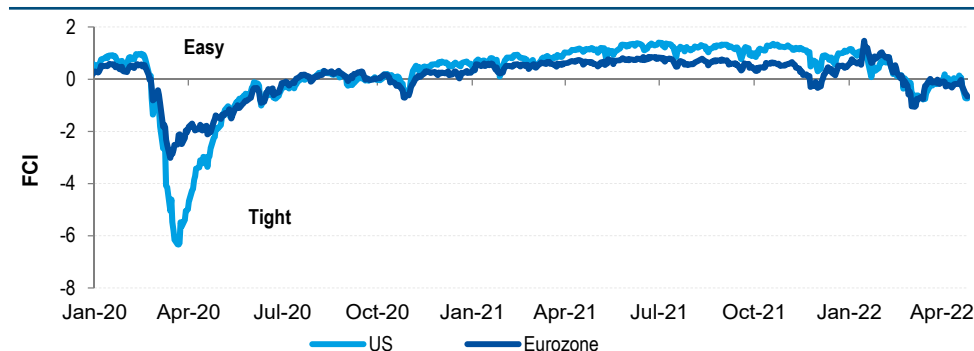
EM（新興市場）の債券

インフレが上昇することで、引締め政策が採られる確率が高くなり、**新興諸国全体に広く広がっているため、選別の必要性を強調する。**当社はデュレーションにはディフェンシブになっているが、以前ほど慎重ではない。HC建てについては、当社は主にHY債のスプレッドがいくらか縮小すると見ている。LC建てについては、当社は中南米と南アフリカのコモディティ輸出国や企業を選択する。現在高騰するモディティ価格から恩恵を受ける可能性が高いことが理由だが、**選択的になっている。**

FX

市場が質への逃避に向かっているため、当社はUSDにはポジティブであるが、EURには慎重だ。現在の市場は、今年2回から3回の利上げ予想を価格に織り込んでいるが、EURは高価に見える。新興市場では、当社は選択的に中南米のFX（MXN、CLP）とアジアのFX（THB）には建設的だが、HUFには慎重だ。

金融状況指数



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 22 April 2022. Positive value indicates accommodative financial conditions

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

株式

収益の再評価における富の分散



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 CIO

投資家は、バリュエーションを意識して「短期デフレーション」(バリュー株、銀行株) を買い持ちするべきだ。この分野は配当を通して株主に報いることができる。しかし、ITなど「長期デフレーション」セクターは避けるべきだ

全体的な評価

インフレの上昇と経済成長の減速(ロシアによる侵攻と中国での供給網の混乱)は企業の収益を圧迫する可能性がある。したがって、今回の決算発表シーズンにおいては、**当社は需要トレンドに関するフォワードガイダンスと特に価格決定力に注意を払っている。**価格決定力、ビジネスモデルの回復力、そしてバランスシートの堅調さは現時点での鍵となる。価格決定力はブランド、知的財産、そして製品の差別化の他の形態などから生じることがある。リスクは依然としてバリュエーションに関連している。この点に関しては、レラティブバリュエーションによるアプローチが鍵となる。**全体的には成長株よりもバリュー株を、地域レベルでは米国における収益への影響が穏やかであるため、欧州よりも米国を 선호する。**

欧州の株式

現在、バリュエーションのばらつきが大きいため選択的になるが、リスクの見通しを考えるとバランスを取ることを推奨している。**経済の減速が明らかになっているため、当社は今ではそれほど循環的でなく、ディフェンシブな側面に焦点を当てているが、バリュー株など幾つかの分野はまだ魅力的だ。**唯一の例外は銀行セクターで、これは景気循環株であるが、当社は引き続き選好している。当社はまた医療と生活必需品など魅力的なディフェンシブ株も好む。一般的には、投資家は質の低いディフェンシブ株から質の高いセグメントに移行すべきだ。IT分野は全体的にまだそれほど魅力的ではない。特に金利が上昇すると予測されるため、バリュエーションに関する逆風が強いからだ。加えて、当社は規制による逆風など幾つかの基本的なリスクを怖れている。また、非常に高い利益率が市場によって十分に評価されていない。全体的には、当社は非常に選択的であり、持続可能で長期的なリターンを生み出すことができる銘柄を特定するため、ボトムアップのアプローチに依存している。

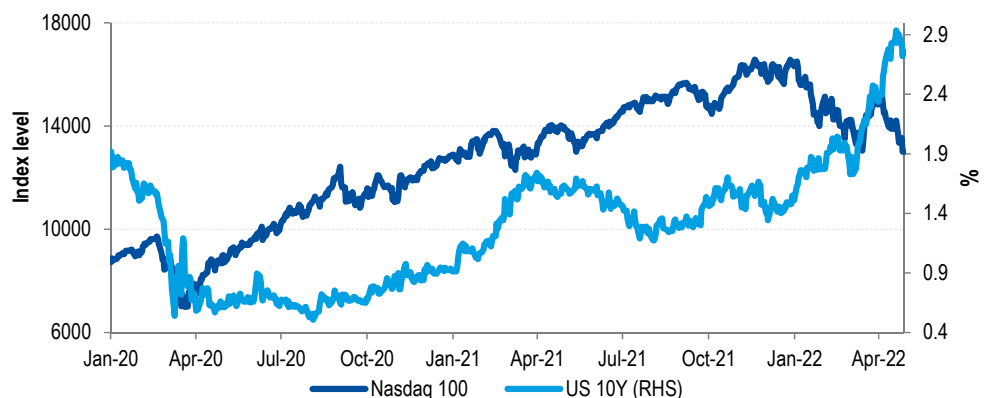
米国の株式

米国の回復は強い労働市場と堅調な消費者のバランスシートによってけん引されているが、インフレは可処分所得に影響を与えるだろう。興味深いことに、インフレとなれば収益は上がる可能性があるが、金利が上昇すれば資本コストが上昇するため、収益は割引かれるため、バリュエーションへの圧力がかかると予想される。したがって、**全体的にバリュー株へのバイアスが見られる中、当社は運用効率が高い企業、政学リスクに強いビジネス・モデルを持つ企業、そして(配当、自社株買いなどで)余剰金を株主に還元して株主に報いる企業を探している。**しかし、投資家はバランスシートが脆弱な企業は避けるべきだ。セクターの観点では、当社はエネルギー、原材料、銀行と医療に建設的だ。米国の銀行は自己資本利益率が高く安定しており、長期にわたり市場シェアを獲得できるテクノロジーに投資しているが、当社は市場がこの側面を適切に評価していないと見ている。さらに、一部の医療企業で堅実なイノベーションを見ることができる。このセクターの一部は魅力的に見える。しかし、有望な銘柄を見出すのに役立つ慎重な選択プロセスが、当社にとっての優先事項だ。

EM(新興市場)の株式

現在のところ見通しは明らかではないが、EMのバリュエーションは12ヶ月後に上振れる可能性が見える。しかし、新興諸国全体では強い分岐が見られる。そのため当社は選択的になっている。コモディティの輸出国(ブラジル、UAE)と内需のシナリオを持つ国(インド)が恩恵を受けると見る。中国に関しては、当局の強力な刺激策をモニターしているが、短期的な観点では、最近のロックダウンは経済活動に影響を及ぼす可能性が高いため、より慎重な姿勢を維持している。しかし、長期的な成長シナリオは変わっていない。セクター・レベルでは、当社は一般消費財、不動産とバリュー株を 선호する。

利回りの上昇はITのバリュエーションに影響を与える



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 26 April 2022

今月のトピック

Q2 2022年：インフレをより重視した後期サイクル



Lorenzo PORTELLI
クロス・アセット・リサーチ総括



Silvia DI SILVIO
クロス・アセット・リサーチ・マクロ・ストラテジスト



Annalisa USARDI
クロス・アセット・リサーチ・シニア・マクロ・ストラテジスト

- ・インフレが後期サイクルへと移行することは高い確信をもって確認された。より高いインフレ（および金利）が焦点となるだろう。経済の勢いは世界レベルでまだ減速しているが、一時的に安定したという兆候もある。
- ・これは株式への慎重な姿勢を支持するが、インフレ体制に強く適度な成長を伴う資産クラスへの強い傾倒を示す。ウクライナでの戦争による欧州経済の短期的な不確実性が原因で、株式はグローバルなバリュー株、優良株の要素、そしてインフレに強いセクターに傾倒しており、インフレ連動債がヘッジを提供している。ベースメタルは有力なコモディティとなっている。

投資フェーザーのアップデート

インフレの状況は2022年Q1に悪化した。ウクライナでの紛争が始まる前には、価格への圧力はQ1にはピークに達すると見られていた。原油（WTI）は、年末までに\$65-75/バレルの範囲内で正常化し、供給サイドの混乱による商品価格への圧力は2022年H2には部分的に和らぐと思われた。

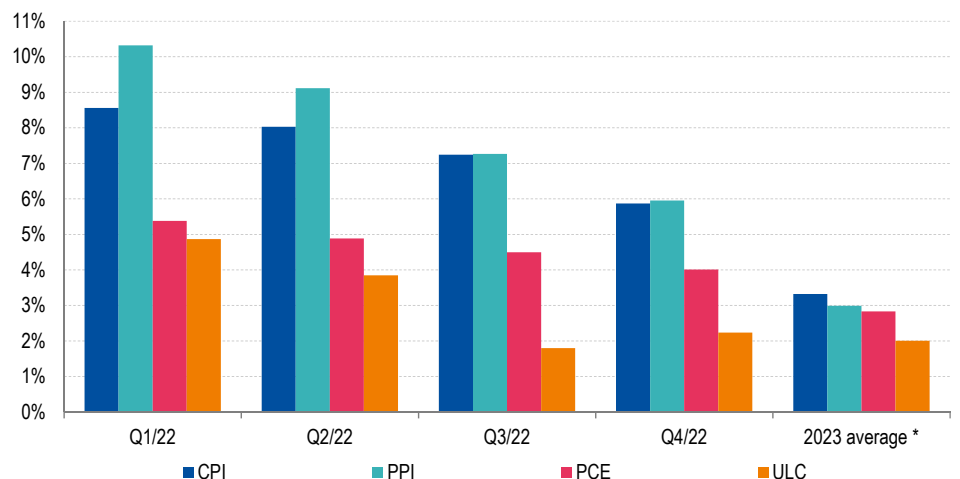
しかし、Q1には幾つかの要素が価格にさらなる圧力をかけ、まだ続いていたパンデミック関連の供給網の混乱と支障をさらに悪化させた。それはインフレ率とインフレ期待を過去最高レベルにまで押し上げた。主な要因は間違いなくウクライナでの紛争である。これは特に食料セクターでの供給不足を悪化させ（ウクライナは世界最大の小麦と植物油の輸出国の一つだ）、さらには地政学リスクとロシアへの制裁が原油と天然ガスの価格を急激に押し上げた。加えて、中国で新型コロナ感染者数が増加し、新たな規制がかけられたことで事態が悪化する恐れがある。これは供給不足について一時的に見られた改善の兆候が持続出来ない可能性を示唆する。

アムンディの2022年米国インフレ予測：

- ・ **総合CPI**は、Q2には平均8%程度で推移するが、ピークから下降するパターン。
- ・ **生産者物価指数（PPI）**：パイプラインにある圧力は短期的には高いまま維持され、2022年H2には徐々に勢いを失い始めると予測する。
- ・ **コア・インフレ（コアPCE）**：年末までに現在の5.4%から4%への移行が見えると予測する。
- ・ **単位労働コスト（ULC）**のトレンドは、危機前のレベル（およそ2%）で安定すると予測されているが、年内の平均値はそれよりやや高いだろう。

今後12~18ヶ月間で、コモディティ価格の進展がインフレの動向を評価する上で重要な要素となる。原油価格は2022年Q2には現在のレベル（\$110/バレル）で推移し、2023年Q1には徐々に下落して\$75/バレルに落ち着くと当社は予測している。全体的には、少なくともウクライナでの紛争が終結するまでは、エネルギー価格は現状維持されると見ている。米国では、広範囲にわたるインフレ圧力は2022年Q2の初期にピークに達し、次の四半期にかけて徐々に弱まると見る。これはコモディティ価格が穏やかに修正されること、ネガティブなベース効果による貢献、そして経済活動の低迷（FRBが金融政策を正常化することが重要な役割を果たす）が原因だ。しかし、着陸レベルのインフレ指標の平均は、以前の予測よりも、またパンデミック前の基準よりも高くなるだろう。具体的には、インフレ予測がまだ高いのは、頑固に強いPPI動態の副産物だ。PPIはスムーズにCPIに移行するからだ。

1/ アムンディの米国インフレ予測前年同期比（四半期）



* 2023 is the average of YoY quarterly projections.
Source: Amundi Institute. Data as of April 2022.

今月のトピック

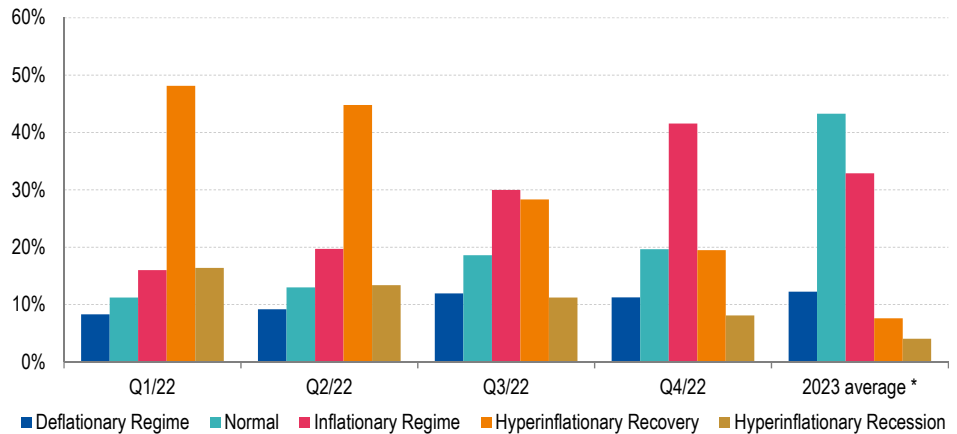
現在のハイパーインフレ体制は2022年Q2まで続く

前述の米国物価指数は、2023年には2~3%の範囲で安定するはずだ（前年同期比の四半期平均による）。しかし、CPIは例外で、これは平均で3%をやや上回るレベルまで低下するだろう。

アムンディのインフレ・フェーザーは、米国の主要物価指数によるインフレ予想パターン（上の図を参照）に基づいて、予測期間にわたり関連する5つのインフレ体制のそれぞれについて確率分布を提供する。

このツールによれば、Q1のハイパーインフレフェーズは、現時点でインフレ・データがピークに達すると見られているQ2まで延長される（実際には2021年H2から継続している）。実際、このような体制は6%~10%のインフレ水準であることを特徴としているが、これは当社がCPIおよびPPIがQ2に達すると予測しているレベルである。インフレ・データがピークを過ぎれば、前年比指数は年末まで3~6%に近い範囲で推移し、

2/ インフレ・フェーザー 四半期の確率 2022~2023年



* Probabilities for 2023 are based on average YoY quarterly forecasts.

Source: Amundi Institute. Data as of April 2022.

Inflation Phazer is Amundi's proprietary tool aiming to provide a compass for identifying the inflation regime most likely to materialise over both the short and medium terms, as well as the impact that can be expected on major asset classes. Five inflation regimes are identified using the following price indices as discriminating factors: the US Consumer Price Index (CPI), US Producer Price Index (PPI), US Core PCE (personal consumption expenditure) and US unit labour costs (ULC). Historical data are YoY monthly since 1959.

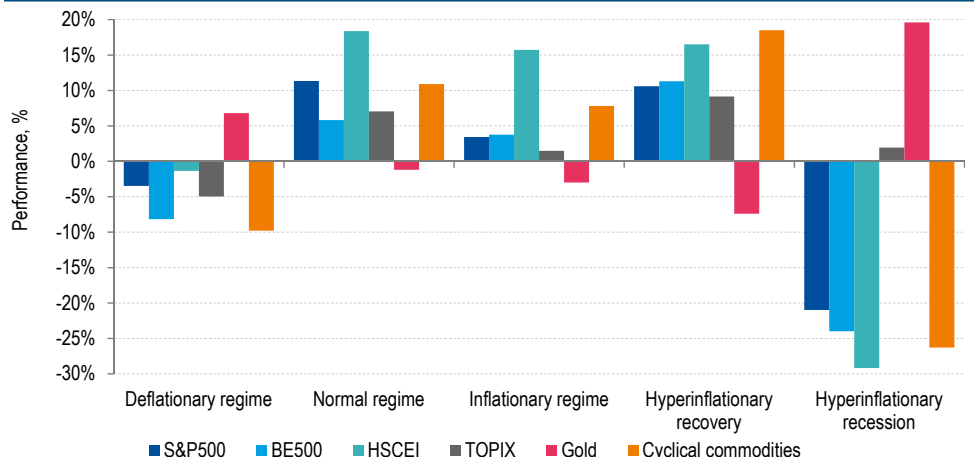
<https://research-center.amundi.com/article/resilient-multi-asset-portfolios-inflationary-regime>

体制はインフレに移行する。しかし、ここで注意すべきは、Q3にはハイパーインフレリスクはまだ高いままであるということだ（ハイパーインフレとなる確率はインフレ体制となる確率より僅か3%低いだけだ）。2023年には、インフレ指数が2~3%の範囲で安定（CPIは例外）することは、より穏やかなインフレ体制（つまり正常）への移行を支えるだろう。インフレがさらにバランスがとれ維持可能なレベルに戻ると期待

にもかかわらず、2023年にはインフレ体制が実現する確率はまだまだかなり高い（33%、正常化は43%）。したがって、資産配分を決める際にはこれを考慮する必要がある。

投資結果に関しては、2021年H2以降、一連のポジティブなインフレ・サプライズが繰り返されたこと、ウクライナの紛争で世界の供給網への脅威が再び高まったことは、新しい地政学的秩序をもたらす可能性があり、（ハイパーインフレ

3/ アムンディの米国インフレ予測前年同期比（四半期）



Source: Amundi Institute. Data as of April 2022. Equity performance is in price-index and local-currency terms. For the HSCEI index, returns under the Hyperinflationary recovery and the Hyperinflationary recession scenarios are based on simulations run by Amundi Research on the broader EM equity index.

今月のトピック

2022年H2には、景気サイクルは回復からサイクル後期に移行する

回復体制のように) まだ一定水準の経済成長がある環境では、物価上昇圧力がかかる体制から恩恵を受ける資産分配に焦点をおくという主張をさらに強く支持する。

株式については、投資家はコモディティ価格の上昇から恩恵を受け、優れた価格決定力をもつセクター(エネルギー、原材料、金融など)へのエクスポージャーを増やし、金利上昇に対してより脆弱なセクター(例えば、テクノロジーと一般的な「グロース」セクター)に対するレラティブバリュー戦略を検討すべきだ。地域的には、欧州の株式は歴史的にはこのような環境には

強いが、ウクライナ紛争による不確実性には慎重さが要る。

需要/供給の不均衡が顕著となっている環境は、循環的なコモディティにとってはポジティブだ。特に、在庫レベルが低下し、将来のグリーン・トランジションにけん引されて需要が高まると予測されるベースメタルは、ある程度の価格上昇を維持することが期待される。最後に、インフレ連動債はインフレ上昇のシナリオからポートフォリオを保護するための有効なヘッジを提供すると当社は信じている。

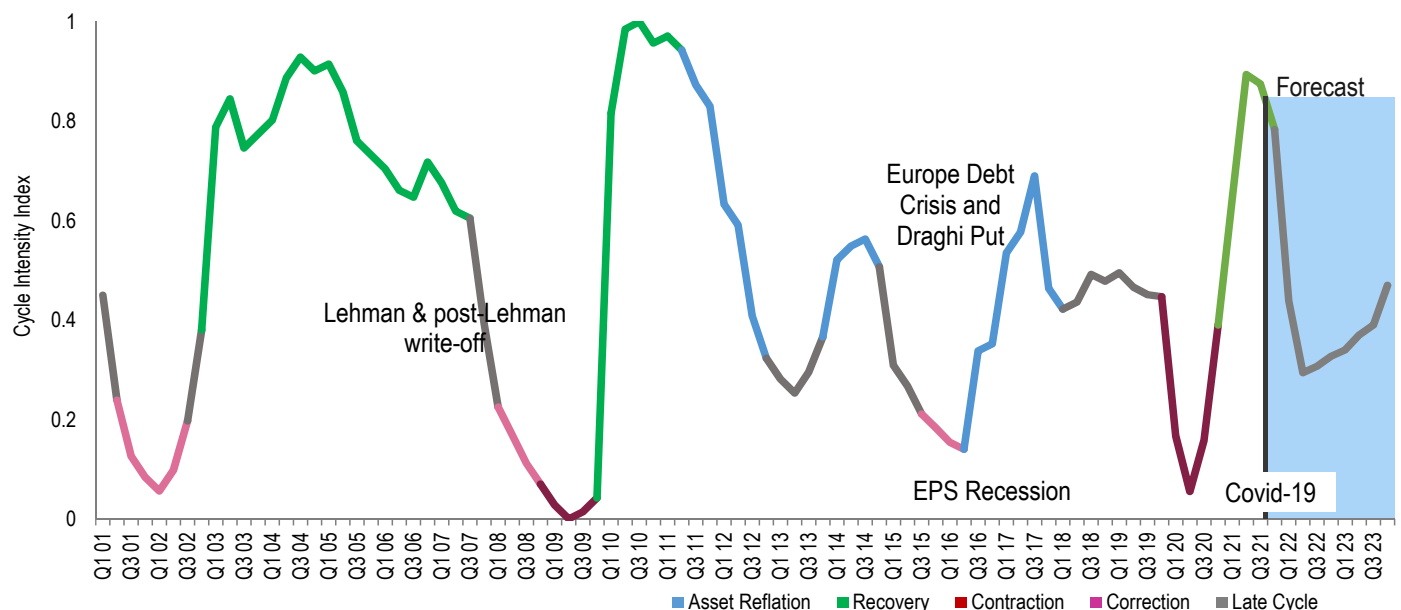
中期的な景気サイクルのアップデート

コモディティ価格とインフレ期待を押し上げる地政学的事象は**世界と各地域の成長見通し**の悪化に寄与している。アムンディは世界の平均GDPを下方修正した(2022年と2023年は3.2% vs. それぞれ4%と3.4%)が、世界のインフレは上方修正した(2022年には6.9%、2023年には4% vs. それぞれ5.3%と3.4%)。このように物価の上昇が更に加速したことは、物価を安定させ、長期のインフレ期待が開放されることを防ぐための取組み、今後12~18ヶ月の間に**金融政策がより引き締められる**という期待をさらにあおることとなった。**金融環境を引き締める**ことは、全体的に後退し始めた現在の経済ペースでの中央銀行の引締めスタンスの主な経路となる。マクロ金融の見通しが悪化するという予測は、**アムンディのアドバンスト・インベストメント・フェーザー体制間での確率分布の変化**からも

明らかだ。2022年の第2四半期には、**景気サイクルの後期**が、2020年Q4から続いた**回復期**に取って代わり、それが2023年を通して拡大するのを目撃することになるだろう。このような環境では、EPS成長は実現の余地がほとんどなく、ポジティブではあっても一桁の成長まで下落すると予測される。資産配分の観点で見れば、回復からサイクル後期への移行は、高ベータ市場からよりディフェンシブ/高品質の資産への再配分を要求する。

来年になれば、経済活動が再びトレンドに近づくか、それを下回るレベルで安定するにつれて、景気循環はさらに成熟する。**修正**は2番目に可能性が高い体制となり、資産配分は、ディフェンシブ資産(国債と金)へさらに重点をおいた、より慎重なものになることが要求される。

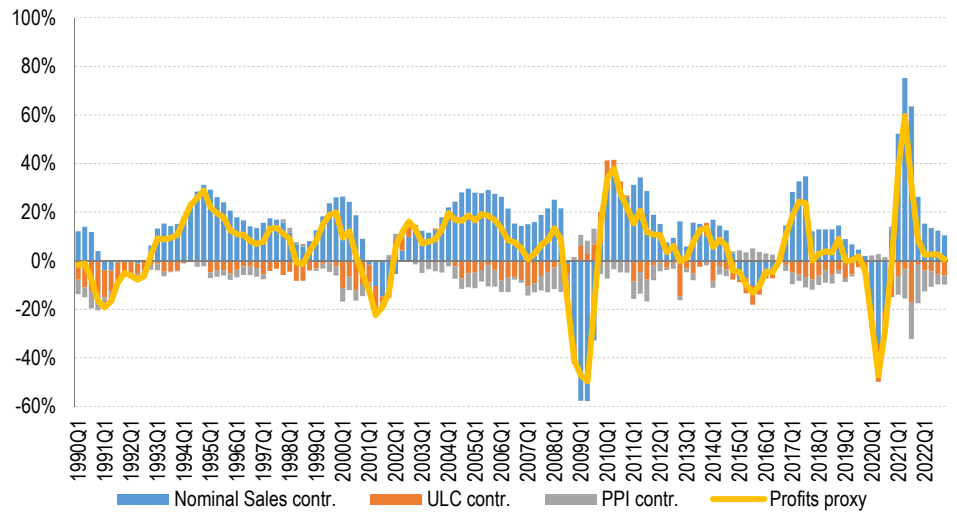
4/ 2001年以降のアドバンスト・インベストメント・フェーザー体制の発生



Source: Amundi Institute. Data as of February 2022.

今月のトピック

5/ 今回の利益率は、生産コストの上昇と供給の混乱に対して脆弱
トップ&ボトム・ライン：前年同期比の貢献



Source: Amundi Institute, data as of April 2022

量的引締め (QT) と利益の減速は投資倍率の拡大を支持しない

FRBの金融政策と非伝統的なツールは膨大な量の流動性を市場に注入し、利益と経済成長の強い回復に加えて、2021年の株式市場の上昇局面へ手厚い支援を提供した。流動性調整後のバリュエーション指標は、これまでのところ幾つかの例外を除いて安価な領域にある。FRBはハト派的姿勢を維持してマネタリーベースを増やすことで経済を支えると予想されるが、QTプロセスは市場の推進剤となる流動性を削減し、EPSの減速は投資家の自己満足

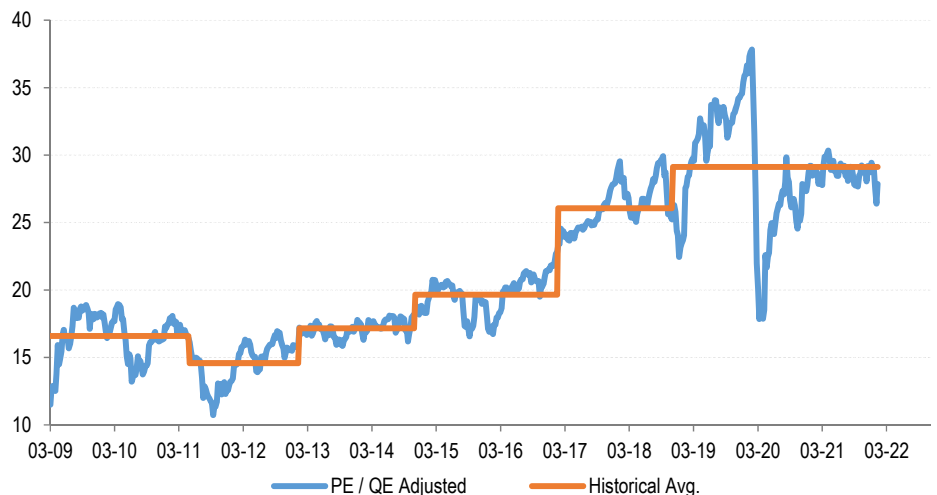
を軽減するはずだ。その結果、非伝統的な金融政策からより伝統的な金融政策への移行は、それほど市場に優しいアプローチではなく、より設備投資に向けたものであるため、今後投資倍率の拡大は制限されるだろう。利益は利鞘縮小という形で圧力を受けるだろう。これは人件費（賃金）、資本（金利）、実物（原材料）コストの上昇によるものだ。

2022年4月22日作成

コストの上昇により利益に圧力がかかる

6/ 流動性調整ベースであっても、今後、現レベルより高い投資倍率が見られる可能性は低い

FRBのバランスシート拡大調整後のS&P 500のPE



Source: Bloomberg, Amundi Institute calculation. Data as of April 2022.

Methodological note: the S&P 500 P/E is the time-weighted average of current and next year P/Es. These PEs are then adjusted (ratio) for a liquidity multiplier: the Fed Total Asset Balance Sheet (rebased to 1 at the beginning of QE in March 2009). The historical average is dynamic and considers historical breaks in reflecting monetary and economic regimes changes.

テーマ別の見解



Claire HUANG,
シニア新興市場マクロ・ストラテジスト

公表された好調な
Q1のGDP成長率は、
実際の経済成長を誇張
している可能性が高い

中国の需要ショックへの準備を：怖れよりも信頼

長期にわたる上海や他の都市でのロックダウンは市場の信頼を打ち砕き、中国市場は1ヶ月の間に再び下落した。ゼロコロナ政策による中国経済への損害を考慮し、当社はQ2には景気後退を予測し、通年の成長率は政府の目標を大幅に下回ると予想する（アムンディの予測は3.5% vs. 当局目標は5.5%）。

それにもかかわらず、上海での状況を単に推測することは間違いだ。中国経済の4分の1から3分の1が何らかの制約を受けているとはいえ、上海以外の地域での活動は4月初めから回復し始めており、政策執行が調整され、5月/6月には徐々に再開する兆しがある。

更に重要なことは、広範にわたる緩和的政策への躊躇は少なくなっている。中央金融経済委員会は4月26日に包括的なインフラ建設を要求し、市場心理の回復へ向けた土台を築いた。その3日後、政治局は当局の年間経済目標を改めて表明することで市場を安心させ、プラットフォーム経済への取締りの終了を求めた。

成長についての難題 - 下振れの可能性をどのくらい割引くべきか？

Q1のGDP成長率は当社予想を上回って前年比4.8%で推移し、ネガティブな強いベース効果に逆らった形となった。数値を詳しく見ると、特に産業と住宅についての公式データと代替データ間の統計上の矛盾が増えていることが明らかになった。このような楽観的な表示は、実際の経済成長を誇張している可能性が高いと当社は見る。

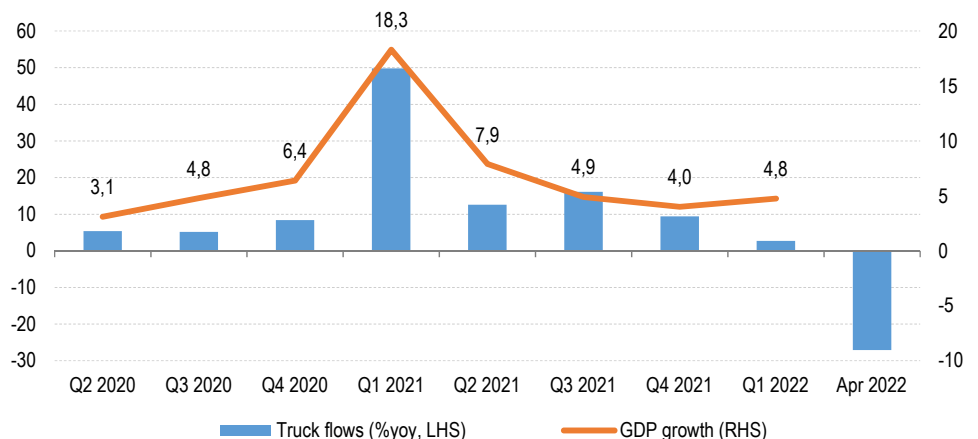
Q2には、長期にわたる上海でのロックダウンと他の地域での制約によって、中国は一時的に景気後退に陥るだろう。それは証拠が物語る。国内の貨物輸送量（中国の成長状況を詳しく追跡する）は4月に前年比で27%下落した（図1）。上海と吉林は、ゼロコロナ政策の経済的なコストが高いことを示しているが、感染力ある変異株が増えればコストはさらに高くなる。オミクロン株の流行は非オミクロン株の流行よりも都市部の人の行動を強く抑制する必要があるからだ。

アカデミックな経済学者チェン他は、トラックの移動データを用いて、上海、北京、深センをそれぞれ1ヶ月全間、全面的にロックダウンした

時の影響を予測した。彼らの予測は中国のGDPはそれぞれ4%、3.6%、2.8%低下するというものだ。上海では全面的なロックダウンが5月初めで1ヶ月以上続いたことになる。運輸省は労働節のゴールデンウィーク中の国内旅行は前年比で60%減となると予想している。ロックダウン経済（医療機器の生産やオンライン・ショッピング）は再び繁栄するかもしれないが、当社の見解では、Q2に景気後退が起ることは避けられそうにない。これは5月と6月に慎重な経済再開があると仮定した場合だ（詳細は図2を参照）

それにもかかわらず、当社の予測に上振れのサプライズがあることは排除できない。一つには、統計を補整することで、次の四半期には公式の数値を補うことができる。4月の最後の週に、中国人民銀行（PBoC）の担当者がQ2の成長が5%を超えることを求めた。これは通年の成長目標を達成することの重要性を示す。もう一つの上振れサプライズの意味深長な原因はインフラ投資だ。これは当社の予想範囲を超えて通年で10%以上となる可能性がある。

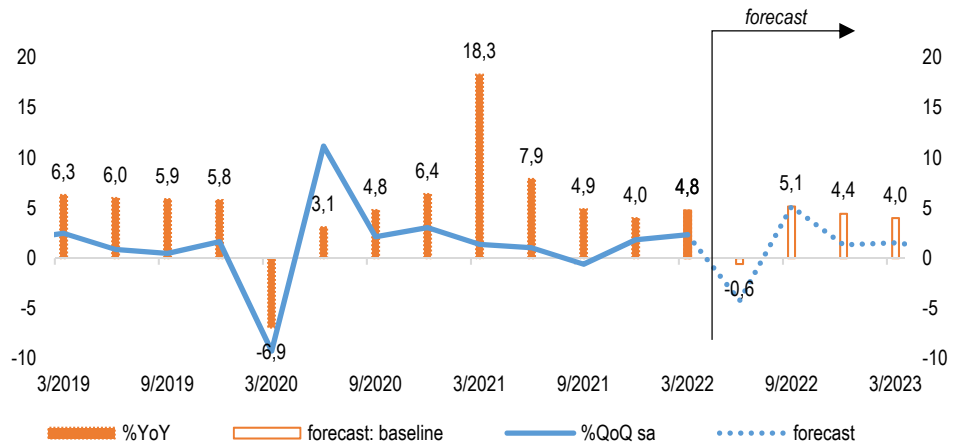
1/ 中国のトラックのフローとGDP成長率



Source: Wind, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

テーマ別の見解

2/ 中国のGDP成長率予測



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

新型コロナの難題 - ゼロコロナ政策はどの位続くのか?

ゼロコロナ政策は、当社の成長見通しの主要な要因だ。お粗末な執行は他の刺激策を妨げる可能性がある。4月の政治局の会合では、ダイナミックなゼロコロナ政策に固執する意図が明らかになった。Q2には、17の省で省指導部の再編が行われることを含む政治上の予定が立て込んでおり、11月には政治局/中央委員会の選挙がある。当社は当局の役人は、一年を通してゼロコロナ政策を忠実に実行すると見ている。

しかし、上海での打撃から他の都市への影響を推定するのは間違っている。実務レベルでは、物流上の需要に対応するための調整が行われている。例えば、トラック運転手がヘルスパスを取得するための申請プロセスは簡素化された。その結果、上海以外の地域と全国レベルで活動が着実に回復していることが観察された。これは5月/6月およびQ3の経済回復への道が開かれたということだ。

当社は信用市場の活動は4月にポジティブとなり、9月を通してさらに上昇を続けると予測する

政策への難題 - 当局は結果を出せるのか?

市場は、政策上の公約、特に金融緩和の遂行には失望している。実際、PBoCは4月に政策金利を4ヶ月連続で据え置き、RRR金利の引下げ幅も予想より小さかったことで、再び市場を失望させた。とは言え、銀行間の流動性の状況はさらに緩和され、短期金利は急落している。一方で、PBoCはその焦点を伝達に置くようになり、銀行が貸出をするよう融資条件を緩和する方向に導いた。成長への下方圧力が高まる中、当社は追加の利下げが必要であると見ている。今後数か月以内に、更なる10bpの利下げがあると予測する。

PBoCは、従来の金融緩和ペースとしては後手に回っているが、その窓口指導は機能しているように見える。信用は3月に再び回復し、失われた基

盤を取り戻した。当社は信用市場の傾向は4月にポジティブとなり、9月を通してさらに上昇を続けると予測する(図3)。

一方で、財政刺激策は減税や手数料引き下げの形で行われているため、これが市場と当局との期待ギャップとなっている。加えて、公的債務の伸びは加速しており、インフラ支出も強化される可能性が高い。インフラ投資の伸びは、2022年には5~10%と高い範囲に向かっている。当社の以前の予測は0~5%であった。これはインフラ・プロジェクトの品質要件を緩和すること、公的債券の発行で支えられるだろう。もし現金のばらまき、または消費者への補助金があれば、当社の予測へのポジティブなサプライズとなるだろう。

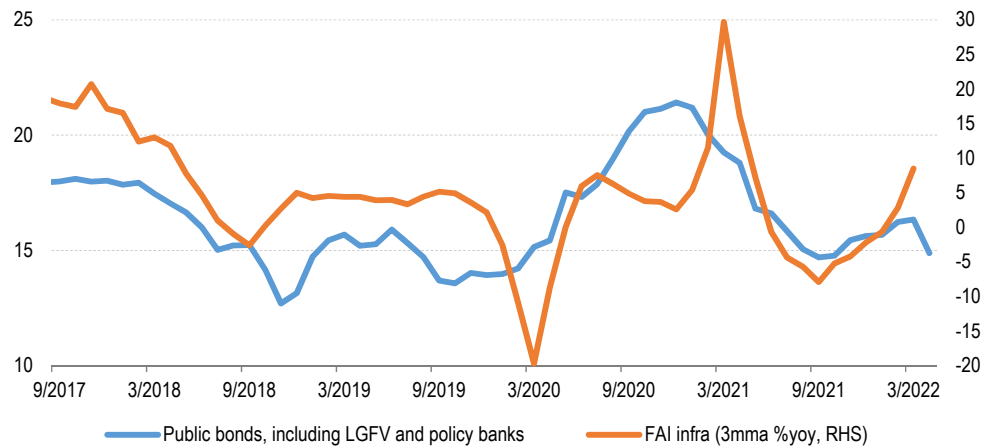
3/ 中国の信用市場の活動



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

テーマ別の見解

4/ 公的債務の伸びとインフラ投資



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

4月の政治局会合の後、
政策支援の遂行は迅速
になる可能性が高い

4月の政治局会合の後、政策支援の遂行は迅速になる可能性がある。これらのサポートは、市場の主要な懸念に直接対応するものではあるが、コロナ対応による制約からのダメージを相殺するには十分ではない。当社は中国の成長が下振

れることは確実であると考えているため、金融政策は引き締めではなく緩和的となり、市場心理の回復を支えると見る。









2022年4月29日作成

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

当社は中心的シナリオと代替シナリオの説明と確立を先月から変更していない。ウクライナでの戦争は、幾つかの方向に進展する可能性があり(ウクライナ危機ツリーを参照) 経済と金融市場に大きな影響を及ぼすだろう。中国での新たなコロナ感染の拡大は、短期的にはもう一つの不確実性の原因だ。

下振れシナリオ 30%	中心的シナリオ 60%	上振れシナリオ 10%
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">  長引くウクライナでの戦争は市場の信頼感と活動を損ない、コモディティとエネルギー価格を長い期間押し上げ供給を混乱させる。  新型コロナのオミクロン株(と別の変異株)の復活が、世界中で新たな移動制限と混乱を引き起こす。  両方の誘因が経済を下振れさせるが、インフレは高止まりし制御できない。  金融および財政緩和が再び行われる。これは経済を支えるためであるが、財政的抑圧へのさらなる一歩となる可能性がある。  低成長の中でのインフレが、幾つかの中央銀行と特にECBが自らのガイダンスから逸れることを余儀なくされ、信頼性を失う。  気候変動と戦うよう設計された政策と投資が延期される、および/または各国の政策が無秩序に実施される。 	<ul style="list-style-type: none">  ウクライナでの戦争は信頼感に打撃を与え、コモディティとエネルギー価格を一時的に押し上げる。  新型コロナは、エンデミックとなり伝染波はランダムとなる。  世界の活動は感染波よりも好調に維持されるが、サプライチェーンの支障は2022年末まで続く。  世界の成長は2022年には徐々にトレンド水準まで鈍化する。2023年の下振れリスクの始まり。中国のGDPがQ2に縮小したこと欧州地域の成長が脆弱になった(ウクライナ)ため、2022年H1には景気回復が腰折れとなる。  頑固なインフレ圧力は、エネルギーとコモディティ価格の高騰、供給での支障、人件費の上昇からの圧力で2022年を通して持続するが、2023年には弱まる。インフレは心理的および政治的な問題。  金融政策の非同期性：FRBはテーパリングからQTへと迅速に動き、金利引き上げサイクルを急激にする。BoEはソフトな金利引き上げサイクルに入る、ECBはQEを再調整し、おそらく2022年には金利を引き上げる。PBoCは緩和的なバイアスを維持。金利は上昇するが、より長期間低く維持される。  財政政策：支援の一部は撤回されたが、エネルギー転換政策には、家計への影響を円滑にするための補助金など公的支援が使われる。  気候変動が成長に影響を与え、コモディティとエネルギー価格を押し上げる。このことはスタグフレーションの傾向に拍車をかける。 	<ul style="list-style-type: none">  ウクライナの戦争が迅速に終結し、エネルギーとコモディティ市場の混乱は限定的。  エンデミックは、変異株の出現にもかかわらず、予想よりも早く後退。  余分な貯蓄と賃金が燃料消費を上昇させるが、企業の利益への悪影響は少ない。  生産性が向上。これはデジタルとエネルギーの移行と構造改革の成果だ。  インフレは引続きコントロールされている。  金利上昇。投資の増加と貯蓄の低下が原因。  中央銀行の正常化政策は、金融市場から好評を得ている。  債務は持続可能。力強い成長と財政規律への漸進的なシフトのおかげ。  包括的成長そして不平等に対する効果的な戦い。 <p>— 考えられる誘因には、ウクライナ戦争の終結、構造改革、効果的なワクチンとワクチン接種計画、包括的で地方分権化された財政政策)が含まれる。</p>
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、米国債を愛好する — 最小ボラティリティ戦略に投資する — 金 — コモディティとエネルギー 	<ul style="list-style-type: none"> — リスク調整後の実質期待収益率は低下する — 米国債のイールドカーブのスティープ化が抑制された、それはEZ(ユーロ圏)とEM(新興市場)も同様 — 金、インフレ連動債、および株式を介したインフレ・ヘッジ — 新興市場：短期的には慎重だが、長期的なインカムおよび成長のシナリオは変わらない 	<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愛好する — インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債と株式を愛好する

 地政学的
  新型コロナ関連トピック
  復興計画または金融環境
  経済または金融体制
 成長とインフレ期待
  民間および公的発行体の支払能力
  社会的または気候関連のトピック
 金融政策と財政政策

上位のリスク

月次アップデート

当社はウクライナでの戦争およびその金融・財政および経済への影響の可能性を考慮して、経済および地政学リスクの確率を30%に引き上げる。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。ヘッジ戦略の検出を容易にするために、リスクはクラスター化されているが、それらは明らかにリンクしている。

経済的リスク 30%

- 石油とガス・ショックによる**世界的な不況**そしてウクライナでの戦争が停滞するにつれて、市場心理が悪化する
- **東欧での経済危機**に、ロシア経済の崩壊、エネルギー価格の上昇と制御不能なインフレ、移民危機が続く
- **パンデミック3.0**
 - ・ オミクロン株(2.0)の後に、危険度がより高く、ワクチン耐性があるウイルスが新たな感染の波を引き起こす
 - ・ 新たなロックダウンや移動制限が世界的な回復を更に損なう可能性
- **サプライチェーンの混乱**が続く(中国の新たなロックダウン)。更に、投入コストによる圧力が企業の不況につながる
- **中国のゼロコロナ政策、規制による取締りと不動産市場の崩壊の組合せ**が成長見通しの低下につながる
- **金融政策のミス**
 - ・ 地政学的な不確実性が高い中での中央銀行のコミュニケーション・ミス
 - ・ 中央銀行が供給にけん引されたインフレの強さを過小評価しコントロールを失う
- **気候変動関連の自然災害**が成長の可視性と社会的バランスを損なう

金融・財政リスク 20%

- **ソブリン債務危機**
 - ・ ウクライナでの戦争が延長されたことが、GDP比の公的債務がすでに歴史的に高いレベルにある先進市場の脆弱な財政に悪影響を与える可能性がある
 - ・ インフレ期待が開放されたことが、債券市場の混乱と厳しい金融引き締めにつながる可能性
 - ・ 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は改善しているが不確実性が上昇しており、企業の利益に圧力がかかっている(投入コストの上昇、二重注文が利益への警告を発する)
- **グリーンウォッシングが広範に広がり、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

(地政学的)政治リスク 30%

- **ウクライナでの戦争***
 - ・ ロシアの軍事的成功の後の短期的な結果: 投資家がプーチンが新たに一線を越えることを価格に織り込み始めたため、市場の不安定さは残る
 - ・ 長期にわたる軍事闘争が高度に集約された紛争につながり、西側との軍事闘争に陥り、市場の降伏につながる可能性
- **EUの政治的細分化**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予想外の対立
- **新興市場における政治的な不安定は、次のような原因で引き起こされる:**
 - ・ コロナ感染への危機対応が大混乱をまねく
 - ・ 食料価格の高騰がアラブの春のような社会騒動の波を引き起こす
- **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

* 可能性ある結果の詳細は、17ページの「ウクライナ危機のツリー」をご覧ください

+ 現金、物価連動債、円、金、米ドル、優良株 vs. グロース株、ディフェンシブ株 v. 循環株、原油

+ CHF、JPY、金、CDS、選択性、Min Vol

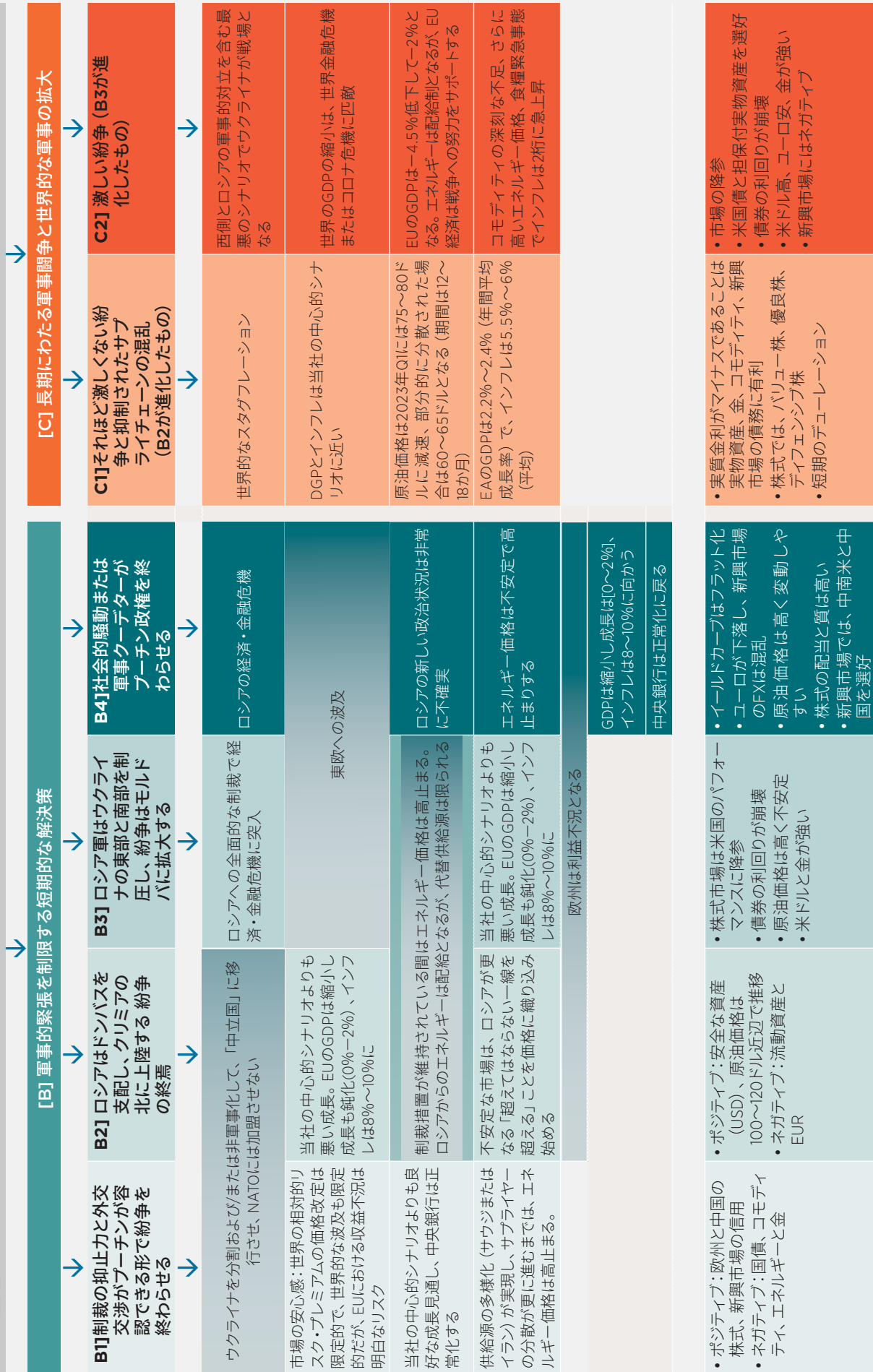
+ 先進国の国債、現金、金、米ドル、ボラティリティ、ディフェンシブ株、原油

- 高リスク資産、AUD CADまたはNZD、新興市場の現地通貨

- 原油、高リスク資産、フロンティア市場および新興市場

- 信用&株式、EMBI

ウクライナ危機のツリ
【A】 ロシアはウクライナの一部を侵略したが、(軍事的) 抵抗と前例のない経済制裁に直面している。ロシアはトンバス地方へと軍事行動を移動した。高官レベルの協議は始まったが解決策はない。ロシアの核兵器は警戒態勢に置かれている



出典：アムンディ・インスティテュート

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

- 成長とインフレに対するマクロ経済の不確実性は徐々に高まっている。これはウクライナ戦争が長引き、新たな制裁が課され、サプライチェーンの混乱が顕著化し、中国がゼロコロナ政策下であらたなロックダウンを実施することが原因だ。
- インフレと成長では修正方向が異なる。インフレはエネルギー、食料、コモディティ価格の上昇から今後数か月間さらに上昇するが、成長は需要と供給の両側面から悪影響を受ける。スタグフレーションのモメンタムは、特に欧州で顕著だ。
- ハードデータは戦争の影響をまだ示していないが、信頼感のデータは悪化し始めた。これは成長見通しへの重要な下振れリスクを強調している。

ファンダメンタルズ & バリュエーション

- QTが発表されればバリュエーションと投資倍率に影響を与えるだろう。経済が予想より落ち込んだ場合価格が改定される可能性がある。
- インフレは投資倍率の拡大へのもう一つの逆風であり、予測が非常に楽観的であるうちに、少なくとも欧州では、原材料が不足する可能性を考慮するべきだ
- 全体的なバリュエーションと現在のレベルは、ファンダメンタルズへのネガティブなサプライズの可能性に対して、または予想より高い金利に対して脆弱だ。これまでのところ、米国の決算発表シーズンは順調で、市場にある程度の基盤を提供している。

ニュートラル+ 資産配分

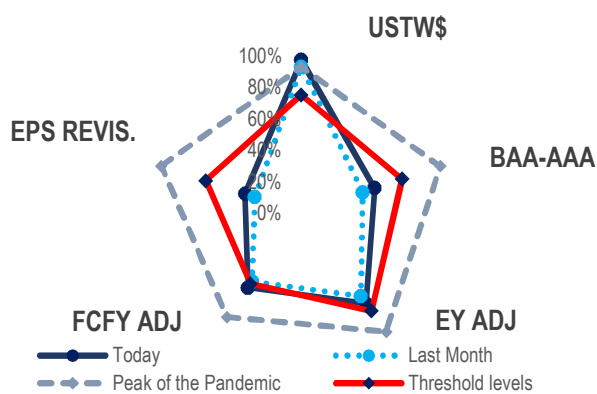
テクニカル要因

- 高リスク資産のテクニカルなシグナルは先月から変化していない。
- 世界的な景気の低迷が予測されているにもかかわらず、トレンド・フォロー型のシグナルはまだ、リスクを売り持ちする明かな要求を発していない。今日の問題は、逆張りのシグナルがまだ売られ過ぎのレベルから程遠いということだ（多くの株式指標は年初来のレベルから完全に割引いていない）。これは持続可能な反発への信頼を妨げる。
- 現在の市場環境は変調期における好機を迅速に吸収してしまうため、リスク予算をけん引するテクニカルなシグナルのための余地が残されていない。

市場心理

- 市場心理の見通し。調査に基づいた指標は世界の状況について過度に悲観的になっているが、センチメント指標はリスク・エクスポージャーの大幅な削減を後押ししていない。
- 当社のリスク・センチメント指標は、現時点ではニュートラルに近いが、ほとんどの取引時間にはアラートをちらつかせている。4月の金融状況は、世界的な金利上昇が見られたにもかかわらず、予想よりも高い耐性を示した。
- CASTは、最近の反発の中でリスク領域で買うべきか削減すべきかを決定する上で、ファンダメンタルズが重要であることを示している。USDの強い反発とEPS修正が低下したことは、信用のリスクプレミアム（ムーディーズのBaa-Aaa間のスプレッドは当社の予測アラートをまだ下回っている）

クロス・アセット・センチネル基準値 (CAST) はまだ支持的



最近のデータはリスクオフの確立は20%を超えていることを示しているが、CASTのリスク認識は構造的な上昇を示すことが出来なかった。EPS修正の悪化はまだ限定的で、信用のリスクプレミアム（ムーディーズのBaa-Aaaスプレッドで代用）は当社のアラートしきい値を超えることはなかった。それでも、USDはリスクオフを強く要求する次元となっており、これが残りの次元に波及すれば、全体像を複雑にすると当社は見る。

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。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ます。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ます。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します。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ります。

グローバル・リサーチ・クリップ

1 世界の成長率は下方修正された - インフレは上方修正された

- インフレに対処するため、金融政策は今後引締められる：FF金利は年末までに2.5%となる。今後数四半期にかけて、ドイツとイタリアで不況となる深刻なリスクがある中、ECBは2022年にマイナスの預金金利から脱却する。
- コモディティ価格の上昇（エネルギー、産業金属、食料）がより長期にわたることが、ウクライナでの戦争によってさらに悪化したことは、世界のインフレと成長に、次のような深刻な影響を与える。1) 消費への悪影響(実質可処分所得の低下を通して)、そして2) 投入コストの上昇が生産に上限をかける。
- 12ヶ月の目標利回りは上方修正された：米国10年債は2.90/3.10% (vs. 2.50/2.70%)、ドイツ10年債は0.80/1% (vs. 0.40/0.60%)。

投資への影響

- リスク・エクスポージャーを減らす。株式をややアンダーウェイト。
- 確定利付き分野では信用から国債と現金へ再調整。
- インフレ連動債とコモディティを通してインフレへの焦点を維持

2 ユーロはさらに下振れる

- EUR/USDの6ヶ月目標を1.02 (vs. 1.09) とした
- 2022年のユーロ圏の経済環境はより悲観的になった。これはウクライナの戦争によって引き起こされたコモディティ・ショックとロシアからのエネルギーへの依存という関連性ある困難が原因だが、ドイツとイタリアが最も高い影響を受ける。
- 生産性の損失を購買力平価 (PPP)で修正すると、FXのバリュエーションは劇的に悪化している。これは過去最高のPPIとCPI間のギャップが原因で起った。

投資への影響

- 2022年の欧州経済の予測コンセンサスは、ECBのタカ派的姿勢が過度に楽観的だというものであるため、今後6ヶ月間、EUR/USDを売り持ちする。

3 コモディティ、当社の建設的見解を維持

- 過去にコモディティ価格をけん引した要素は現在も支持的だ：
 - **循環と基礎**：世界の成長と過小評価とのギャップは今では縮小している。これは経済回復がファンダメンタルズ（経済活動の増加、インフラ、循環的需要）にけん引されているからだ。
 - **地政学的**：ウクライナ戦争における最も重要な要素で、天然ガスの供給問題と、小麦から鉄鋼まで広範にわたる一般的なコモディティ不足を引き起こした(ロシアとウクライナは世界の小麦の30%を輸出している)。
 - **構造的**：これはグリーン・トランジションと、重要なベースメタルの長期にわたる需給のミスマッチに関連しているが、当社のコモディティについての前向きな見解の主要部分だ。在庫はまだ記録的な低水準にある。コモディティのバリュエーションは成長率で調整されているが、在庫は絶対的にも相対的にも安価に見える。
- 過去24ヶ月に見られた強気相場が（CRB指標は4月20日以降83%増）、成長率とのギャップを埋めた。それでも、在庫水準で調整後のバリュエーションはそれほど高くはない。

投資への影響

- コモディティはポートフォリオ分散の重要な要素であり、積極的に管理されれば、景気循環の全期においてチャンスを提供する。
- 「グリーン」コモディティの需要は電化への移行によって上昇するため、需要は構造的に支えられている。

アムンディの各資産クラスへの見解

	資産クラス	見解	1ヶ月の変化	理由
株式プラットフォーム	米国	=/+		堅調な個人消費と労働市場は全体的な需要を支えるため、景気後退の可能性は低いと当社は見ている。しかし、経済成長率には圧力がかかる可能性がある。実質利回りはプラスに近く、名目利回りは上昇しているため、それが株式にどのような影響を与えるかを注視している。当社は引き続き選択的であり、自社株買いを通して株主に報いる企業や高い営業効率を維持するが企業（例えば、銀行）に焦点を当てている。
	米国のバリュー株	+		コスト上昇に関する不確実性が高いため、それほど循環的でなく持続可能な収益成長をもたらす、優良なバリュー企業に焦点を当てる必要がある。短期的にはバリュー株を選好するローテーションは後退する可能性があるが、これらの銘柄への移行は長期的には継続する。ここで重要なのは、市場の方向性よりも選別を優先することだ。
	米国のグロース株	-		最近、バリュー株と比較するとグロース株の業績は良くないにもかかわらず、セクターとしてのグロース株の長期的なバリュエーションは高いままだ。また、一部のセグメントは魅力的になってきているが、金利の上昇はバリュエーションに圧力をかける。
	欧州	-/=		経済成長の鈍化とコスト上昇による圧力が継続していることが、個人消費、いずれは企業の収益に影響を与える。当社は上昇するコストを企業が消費者に転嫁できるかどうか、またそれが全体的なインフレにどのように影響するのかを監視している。したがって、当社はバランスを保ち、優良株、バリュー株と配当株へのバイアスを維持するが、それは当社の強力な選別によって裏付けられている。
	日本	=		経済の勢いがやや悪化したことで、収益に引き続き注意を払っている。強力な企業のガバナンス、経済刺激策による支援、生産性の向上が市場を支えると見る。
	中国	=		ゼロコロナ政策は経済成長（およびサプライチェーン）の重荷になる可能性が高い。当社は5.5%の目標は達成するのが難しいと見ているため、短期的にはより慎重になっている。しかし、政策（金融および財政）からの支えがあり、中国がよりバランスが取れた経済成長モデルに移行するため、選択的な長期の好機は残っている。
	新興市場	=		ウクライナでの戦争は世界の成長とインフレにとって良い兆候ではなく、EM諸国は影響を受けるだろう。しかし、新興諸国間での相違は大きいと見られ、選択が重要だ。当社は、ブラジルやUAEなどコモディティ輸出国と、インドを含む内需が強い国にはポジティブな姿勢を維持するが、戦争に近い国々（ハンガリー）には慎重だ。
確定利付き証券プラットフォーム	米国債	-/=	▲	FRBがタカ派的姿勢を継続し、インフレが根強い（特に粘性を増すインフレ）ことを考慮すると、当社はデュレーションには慎重な姿勢を維持し、現在の質への逃避と最近の市場の動きを考慮して、戦術的にエクスポージャーを管理している。当社のTIPSへのエクスポージャーは最小限に抑えられている。
	米国IG社債	=		企業のファンダメンタルズはまだ健全であるため、当社はIG債には安定したリスク・スタンスを維持するが、特異なリスクを選好し広範なヘッジを維持している。また、このセクターがFRBの量的引締めとコア利回りの上昇に対してどう対応するかを考慮している。この点については、当社は政府系モーゲージバック証券など証券化資産にレティババリューの好機があると見ている。
	米国HY社債	=		当社はHY債にはニュートラルな姿勢を維持し選択的になっている。一方で、このセクターはエネルギー価格の上昇に支えられているが、他方で、バリュエーションは監視されるべきである。特にQTは金融環境を引き締め、流動性が低くなるからだ。
	欧州の国債	-/=		長期的にはコアインフレ率が上昇に向かってるのが事実であれば、地政学的緊張と市場の圧力が利回りに下振れ圧力をかけている。さらに、ECBがデータ依存型のアプローチをとり、金利はQEが終了して「しばらく」してから上昇することを考慮すると、投資家がデュレーションについての機敏性を維持する必要性が強調される。当社は欧州中核国のデュレーションにはややディフェンシブになっており、全満期の利回りとベルギーなどを含む地域で積極的に機会を探している。
	欧州IG社債	=		当社はECBの資産購入プログラムの終了による影響とIG債スプレッドへの景気後退リスクを追跡している。生産者物価指数は上昇しているも企業のバランスシートは堅調である（つまり利幅に圧力がかかる）。投資家は、ファンダメンタル分析にけん引されたアプローチで、高ベータから低ベータのセグメント/証券へと移行することを考慮すべきだと当社は考える。
	欧州HY社債	=		スプレッドは3月よりも縮小し、企業のファンダメンタルズは強力であることを示しているが、欧州の経済成長とインフレへの懸念は企業収益を圧迫する可能性がある。今後市場は、質と流動性リスクから信用銘柄を見分けるようになるため、当社は市場全体で非常に選択的になっている。
	中国の政府債	=/+		中国の地方自治体債務のバリュエーション、新型コロナによるロックダウン、米国との地政学的緊張（FXへの圧力）は短期的には懸念材料だ。中期的には、この資産クラスは強力な分散効果を提供する。
	EM債券HC	+	▲	当社は、HC建て債券、特に当社の強いボトムアップ・バイアスを説明する高ベータで、特異な銘柄に建設的になっている。この中でも、IG債よりもHY債を選好する。HY債のスプレッドは縮小すると見ているからだ。
	EM債券LC	=		当社はLC建てのEM債券のデュレーションには建設的な姿勢を維持しており、コモディティ輸出国のFXへの再配分の余地があると見ている。しかし、グループとしてのEMのFXにはやや慎重だ。EM諸国間で断片化が進んでいるため、非常に選択的になることができる。
その他	コモディティ			ウクライナでの戦争の継続（特に天然ガスの供給問題）、グリーン・トランジションと重要なベースメタルの構造的な需要と供給のミスマッチから、当社はコモディティにより建設的になっている。
	通貨			欧州の経済減速という状況はEUR/USDに圧力をかける。当社はコンセンサスは楽観的過ぎると見ており、6ヶ月目標を1.02に下方修正した。CHFは安全な資産であるため、当社は依然としてポジティブだ。

説明



出典：2022年4月26日現在のユーロ・ベースの投資家へのアムンディの見解。本資料は、特定の時点における市場環境の評価を表しており、将来起こることの予測または将来の結果を保証する意図はありません。読者はこの情報を特定のファンドや証券に関するリサーチ、投資アドバイス、または推奨として受け取るべきではありません。この情報は説明と教育を目的としたものであり、変更されることがあります。また、この情報はアムンディ製品の現在、過去、または将来の実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。IG=投資適格社債、HY=高利回り社債、EM債券HC/LC=新興市場債券のハード通貨建て/現地通貨建て、WTI=West Texas Intermediate、QE=量的緩和

先進諸国

マクロ経済の見通し

2022年4月27日時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI, 前年比, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界	6.1	3.1	3.4	3.8	7.0	4.0
先進諸国	5.1	2.8	1.7	3.1	6.0	2.6
米国	5.8	3.1	1.7	4.7	7.3	3.3
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
英国	7.4	3.8	1.3	2.6	7.1	3.3
ユーロ圏	5.3	2.3	1.8	2.6	7.0	2.7
ドイツ	2.9	1.7	1.9	3.2	7.4	3.0
フランス	7.0	3.0	1.6	2.1	5.3	3.3
イタリア	6.6	2.6	1.5	1.9	6.9	2.3
スペイン	5.1	4.0	2.1	3.1	8.8	2.5

出典：アムンディ・インスティテュート

- 米国：**インフレ率が数十年ぶりの急上昇をみせていることは、幾つかの調査で予測されているように、実質所得を圧迫し、消費者信頼感、個人消費、貯蓄行動に悪影響を与える可能性がある。同時に、企業の設備投資への意向はまだ高く、米国の消費は減速しているが、少なくとも今年前半は、設備投資には耐性があることを示唆する。当社はGDPが年末までに潜在水準まで移行すると予測する。インフレ総合指数は現在ピークに達しようとしているため、今年中はFRBの目標をはるかに上回っても、いずれ緩やかに始めるだろう。
- ユーロ圏：**ウクライナ戦争が長引いているため、エネルギーとコモディティ価格の上昇が引き続き家計と企業を圧迫し、内需の回復を停止させ、一部の国でテクニカルな不況リスクを高めている。同時に、サプライチェーンの混乱が戻ってきており、ガスとエネルギーの配給というリスクが生産者の懸念を悪化させている。供給とエネルギーにけん引されたインフレは、今後数か月さらに上昇するが、今年後半にはエネルギーとコモディティ価格が低下するという前提では、徐々に減速し始めるだろう。
- 英国：**エネルギー価格の高騰、信頼感の低下、そして戦争の長期化で、当社はインフレ予測を再び引き上げ、成長予測を引き下げた。インフレが購買力と企業の利幅を低下させるため、成長率は少なくとも今後数四半期はかなり弱いまま推移すると予想される。成長見通しが弱いため、労働市場が逼迫する懸念は和らいだが、労働力の供給は構造的に依然より低下しているかもしれない。インフレは4月にピークに達し、減速を始めると見ているが、歴史的な基準ではかなり高いまま推移するだろう。
- 日本：**日本は、世界の食料とエネルギー価格が上昇する中、消費者物価の上昇が穏やかなまま推移する例外である。一時的なテクニカル要因と活気の無い需要が、高インフレとならない理由だろう。テクニカル要因（2020年4月に携帯電話料金が引き下げられて新しいベースが設定されたこと）が、後退し始めるため、これがCPIに1%を追加することになるだろう。一方で、経済は2019年後半の消費税上げと新型コロナの感染拡大という二重の打撃から回復するのに苦労している。GDPはまだパンデミック前の水準に戻っていないため、今後強い回復が起きる可能性は低い。

主要金利の見通し

	05-05 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	0.33	2/2.25	2.59	3/3.25	3.33
ユーロ圏	-0.5	-0.25	0.13	0.25	1.03
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.05
英国	0.75	1.25	2.10	1.50	2.63

出典：アムンディ・インスティテュート

- FRB：**3月のFOMC議事録は、バランスシート削減プロセスの重要なパラメーターの幾つかを明らかにした。1) 毎月の上限額は950億ドル（TSYは600億ドル、MBSは350億ドル）に設定される可能性が高い。2) 上限はおおよそ3ヶ月間にわたって段階的に導入される。議事録はまた、もしインフレ圧力が高いままであれば、今後の会合で政策金利の50bpの引上げを強くサポートすることを示した。これはFOMCは5月に50bpの引上げを行うという当社の見解を支持する。また、FOMCは今後の会合でも、ニュートラルと見なされる2.5%に達するまで、50bpの利上げを続ける確率が高いが、FRBはその後3%～3.25%の最終金利に達するまで、制限された領域に移行するだろう。
- ECB：**ECBは4月に、以前の会合で提供したサプライズに続く、追加のタカ派的サプライズを提供できなかった。Q3にQEが終了することは確認された。また、ECBの金利ガイダンスとQE終了から金利正常化までの順序も確認された。ECBは物価安定への使命を果たすことを決意しているが、不確実性が高いことを認識しているため、金融政策の道筋はよりデータに依存したものになるだろう。当社のベースライン・シナリオはQEは7月に終了する可能性が高く、その後年、未までに2回の利上げがあり、3回目は来年のQ1に行われると言うものだ。
- 日銀：**他の先進国中央銀行とは対照的に、日銀のハト派的姿勢はゆるぎなく、急激な日本円の動向も無視している。4月の会合の前には、日銀がフォワードガイダンスを調整することでコミュニケーションの微調整を行うという憶測が高まっていたが、代わりに、フォワードガイダンスはそのまま維持し、イールドカーブ・コントロール（YCC）を保護するため、毎営業日に利回りを固定する指値オペを導入した。経済の展望レポートに新しいコアインフレ予測が含まれていることは、日銀が基礎インフレ率がFY2022～23年を通して抑制されると期待しており、YCC目標の変更を急いでいないことを示唆する。
- イングランド銀行：**イングランド銀行は政策委員会のメンバーの大多数（8対1）が賛成して、3月に金利を25bp引き上げて0.75%とした。これは3回連続の利上げであり、金利はパンデミック前のレベルに戻った。積極的なQT（量的引締め）を開始するため、BoEは次回の会合で金利を1.0%まで引き上げると当社は見ている。同時に、最近のよりハト派的なトーンは金融政策委員会が、高インフレと経済成長へのリスク間でのトレードオフについて、より繊細なバランス取りをしようとしていることを示唆する。次の金利引上げの後には、利上げを一時停止するだろう。

金融政策会合の予定

中央銀行	次の会合
FRBのFOMC	5月4日
ECB政策理事会	6月9日
イングランド銀行MPC	6月16日
日銀MPM	6月17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4月27日時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI, 前年比, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界	6.1	3.1	3.4	3.8	7.0	4.0
新興諸国	6.8	3.3	4.5	4.4	7.7	5.0
中国	8.1	3.5	5.4	0.9	2.0	2.0
ブラジル	4.6	0.6	1.4	8.3	10.1	5.2
メキシコ	4.8	1.8	1.8	5.7	7.3	5.1
ロシア	4.7	-10.0	2.5	6.7	16.9	7.5
インド	9.2	7.3	6.6	5.1	6.6	5.9
インドネシア	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.9
南アフリカ	5.5	1.5	1.8	4.6	5.7	4.4
トルコ	11.4	3.3	3.2	19.4	60.1	19.8

出典：アムンディ・インスティテュート

- 中国**：Q1の成長率は当社予想を上回り前年比4.8%で推移し、ネガティブな強いベース効果に逆らった形となった。3月以降、経済活動が広範囲で減速したこと、上海のロックダウンが長期化していること、その他の地域へ制限が拡大した事で、Q2には中国が一時的な景気後退に陥ると予想する。当社は2022年の成長予測をコンセンサスより低い3.5%とし、2023年には5.4%まで回復すると予測する。CPIインフレは3%を下回ると予測する。厳しいコロナ政策が労働市場や消費者需要の妨げとなっていることを考慮したものだ。
- メキシコ**：Q1の経済活動は、外需だけでなく内需も堅調であることから、パンデミック前の水準よりも低いものの、いくらか勢いを増した。一方で、インフレ圧力は弱まっていない。FRBの迅速な政策でメキシコ銀行がより強力な行動を取らざるを得なくなったからだ。外のおよび金融エクスポージャーは低いが、メキシコ銀行はFRBと同様の政策を取ると見ている。政治局面では、AMLOの電力の(反)改革は可決されなかった。最高裁判所は電力法案に反する判決を出し(憲法違反とはみなされなかったが)、抑制と均衡は多かれ少なかれ機能していることを示唆した。
- インドネシア**：ジョコウィ大統領は4月下旬に、国内の需要を満たすために、パーム油製品の輸出禁止を打ち出した(食用油が高騰しているため)。輸出禁止は、未包装の食用油価格がIDR14,000/リットルに下落するまで続けられる。したがって、インフレ圧力は和らいだ。国内での影響を超えて、代替え製品(大豆油)の価格が世界のインフレに寄与する可能性がある。インフレへの穏やかな影響以外にも、経常収支への悪影響が加速したこと(パーム油輸出の重要性による)は、BIの成長促進スタンスとルピアの安定性への挑戦となるだろう。
- ブラジル**：地政学的ショックはブラジル(と中南米全体)には、それほど大きな影響は無いと思われる。地理的な位置、紛争地域との貿易関係も経済的エクスポージャーも少なく、ブラジルは純コモディティ生産国でもあるからだ。成長は保護されているが、政策当局による、インフレからの打撃と可処分所得への影響を和らげる努力にもかかわらず、インフレには大きな打撃を受けている。BCBは、金利引き上げサイクルをもう少し長くするよう圧力を受けている。しかし、この危機はブラジルとこの地域に長期的な好機をもたらす。食料とエネルギーの安全保障とニアショアリングは戦略的に重要となるからだ。

主要金利の見通し

	02-05 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	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
インド	4.00	4.50	5.00	5.15	6.00
ブラジル	11.75	13.3	12.75	11.40	11.75
ロシア	14.00	12.00	13.85	11.00	10.70

出典：アムンディ・インスティテュート

- PBoC (中国)**：中央銀行は4月に、政策金利を据え置き、RRR金利の引き下げも予想より小さく、再び市場を失望させた。銀行間の流動性の状況はさらに緩和され、短期金利は急落している。PBoCは伝達方法に注意を払い、中小企業への構造的支援や貸付けが安定的に増加することなどについて話し始めた。成長への下方圧力が高まる中、当社は追加の利下げが必要であると見ている。今後数か月以内に、更なる10bpの利下げがあると予測する。貸付けの勢いは4月にはポジティブに転じ、さらに改善すると予測する。
- RBI (インド)**：非常にハト派的な金融政策が長く続いた後、4月上旬の会合で、RBIは事実上ニュートラルなスタンスに切り替え、政策金利を4.0%、MSFを4.25%、SDFを3.75%前後に、対称回路を調整するための新しい手段(SDF)を導入した。予想を上回るインフレからの圧力は高まっている(3月には前年同期比で7%で、RBIの目標を上回っている)。当社の予想は、最初の政策金利引き上げは、6月に25bp(50bpも無視できない確率だ)で、1年間の間にさらに大規模な引締めが起るとの予測を再確認する。
- BCB (Brazil)**：「構造的に」データに依存するようになってきている。COPOMは金融引き締めペースを減速して、3月には事前に発表された通り、SELICを100bp(11.75%へ)引き上げた。BCBは5月にも同様の規模での引き上げ(12.75%へ)を行いたい意向だが、引き締めサイクルは後期に入っているため、インフレが更なる引上げを必要としないう限り、これで利上げサイクルは終了することを示唆した。ウクライナでの危機によるサプライ・ショックは価格ダイナミクスに打撃を与えているが、カンボスBCB総裁は、構造的観点から、主に第2ラウンドの影響を通して損失を評価したい意向だ。いずれにしても、利上げの終了は近づいている。
- CBR (ロシア)**：CBRは、4月8日に3%のサプライズ利下げをした後、4月29日に政策金利を17%から14%へ再び引き下げた。これらの金利引き下げは、2月28日に金利を9.5%から20%へとサプライズ利上げした後に実施されている。最新の利下げは、経済活動の減速とループル高、インフレの上昇(和らぐと予想されるが)によるものだ。CBRは更なる利下げをする用意がある。3月には、インフレは前年同期比で16.7%上昇した(2月には9.2%)。インフレ圧力は年末にかけて和らぐと予想されるが、目標の4%は上回るだろう。インフレが穏やかになれば、CBRは今後数か月で更なる引下げを行うだろう。

金融政策会合の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
BCB Brazil	5月4日
PBoC	5月20日
RBI	6月8日
CBR	6月10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

マクロ経済予測

(2022年4月27日)

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI、前年比、%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
米国	5.8	3.1	1.7	4.7	7.3	3.3
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
ユーロ圏	5.3	2.3	1.8	2.6	7.0	2.7
ドイツ	2.9	1.7	1.9	3.2	7.4	3.0
フランス	7.0	3.0	1.6	2.1	5.3	3.3
イタリア	6.6	2.6	1.5	1.9	6.9	2.3
スペイン	5.1	4.0	2.1	3.1	8.8	2.5
英国	7.4	3.8	1.3	2.6	7.1	3.3
中国	8.1	3.5	5.4	0.9	2.0	2.0
ブラジル	4.6	0.6	1.4	8.3	10.1	5.2
メキシコ	4.8	1.8	1.8	5.7	7.3	5.1
ロシア	4.7	-10.0	2.5	6.7	16.9	7.5
インド	9.2	7.3	6.6	5.1	6.6	5.9
インドネシア	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.9
南アフリカ	5.5	1.5	1.8	4.6	5.7	4.4
トルコ	11.4	3.3	3.2	19.4	60.1	19.8
先進諸国	5.1	2.8	1.7	3.1	6.0	2.6
新興諸国	6.8	3.3	4.5	4.4	7.7	5.0
世界	6.1	3.1	3.4	3.8	7.0	4.0

主要金利の見通し

先進諸国

	03/05/2022	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
米国	0.33	2/2.25	2.59	3/3.25	3.33
ユーロ圏	-0.5	-0.25	0.13	0.25	1.03
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.05
英国	0.75	1.25	2.10	1.50	2.63

新興諸国

	02/05/2022	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
中国	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
インド	4.00	4.50	5.00	5.15	6.00
ブラジル	11.75	13.3	12.75	11.40	11.75
ロシア	14.00	12.00	13.85	11.00	10.70

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	03/05/2022	当社予想 6ヶ月先	Forward 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	Forward 12ヶ月先
米国	2.75	2.9/3.1	3.28	3.1/3.3	3.41
ドイツ	0.28	0.3/0.5	0.68	0.5/0.7	0.87
日本	-0.05	-0.10/0	-0.03	-0.10/0	-0.02
英国	1.66	1.5/1.6	1.77	1.5/1.6	1.78

10年物 債券利回り

	03/05/2022	当社予想 6ヶ月先	Forward 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	Forward 12ヶ月先
米国	2.98	2.9/3.1	3.13	2.9/3.1	3.17
ドイツ	0.98	0.8/1.0	1.10	0.8/1.0	1.17
日本	0.23	0.1/0.3	0.30	0.1/0.3	0.35
英国	2.00	1.7/1.9	2.08	1.7/1.9	2.13

通貨の見通し

	29/04/2022	当社予想 Q3 2022	コンセンサス Q3 2022	当社予想 Q1 2023	コンセンサス Q1 2023
EUR/USD	1.05	1.02	1.11	1.11	1.13
USD/JPY	130	131	123	124	121
EUR/GBP	0.84	0.84	0.84	0.83	0.85
EUR/CHF	1.03	1.00	1.04	1.07	1.06
EUR/NOK	9.89	9.94	9.64	9.64	9.51

	29/04/2022	当社予想 Q3 2022	コンセンサス Q3 2022	当社予想 Q1 2023	コンセンサス Q1 2023
EUR/SEK	10.36	10.32	10.30	10.13	10.20
USD/CAD	1.28	1.31	1.25	1.23	1.24
AUD/USD	0.71	0.69	0.76	0.75	0.76
NZD/USD	0.65	0.63	0.70	0.67	0.71
USD/CNY	6.61	6.65	6.45	6.50	6.51

出典：アムンディ・インスティテュート

当社予測についての免責事項

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

方法

－ 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（地政学的）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 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

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #16 - Investing in a fragmented world (06-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #15 - The Green risk premium and the performance(s) of ESG investing

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - LAUGEL Elodie, Global Head of Institutional Marketing, Chief Responsible Investment Officer



Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s

(02-03-2022) BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



When artificial intelligence meets economy: an analysis of the Ukraine war (2022-04-01)

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - Pierre HAREN, CEO and co-founder, Causality Link - Matthieu KEIP, Innovation Lead, Amundi Technology

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

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

WORKING PAPERS



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

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

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

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

The shift from Carbon Emissions to Net Zero Carbon metrics on Portfolio Construction - Key Findings (17-03-2022)

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

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

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Adding to the debate: “Is the Fed behind the curve?” (22-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute



War and Net Zero offer opportunities across the commodity universe (26-04-2022)

Lorenzo Portelli, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - Francesco SANDRINI, Head of Multi-Asset Strategies

The inflation psychology is kicking in (20-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

ECB strikes a somewhat dovish tone, despite inflation remaining top priority (15-04-2022)

Gilles DAUPHINÉ, Deputy Head of Fixed Income - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute

French election: markets complacent for Macron victory, but game is not yet won (12-04-2022)

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



US economy and markets look resilient regarding the Russia-Ukraine crisis (05-04-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - BERTINO Claudia, Head of Investment Insights, Amundi Institute - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute



A more fragmented Emerging Markets world amid the Russia-Ukraine crisis (25-03-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

15-16 March FOMC review: we have full throttle lift off (17-03-2022)

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

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #9 - Engaging on Human rights: Identifying risks and promoting best practices (26-04-2022)

Maury Chloé, ESG Analyst

ESG Thema #8 - Financing the energy transition in Asia (23-02-2022)

CHEN Sylvia, ESG analyst

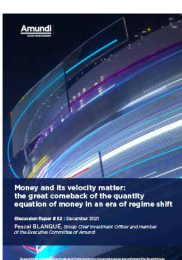
INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



The energy crisis heightens inflation fears - Strategies to protect portfolios from inflation risk (21-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute - Claudia BERTINO, Head of Investment Insights, Amundi Institute - Ujjwal DHINGRA, Amundi Investment Insights Unit - Laura FIOROT, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



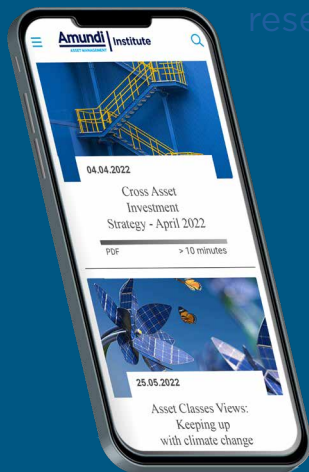
Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

NOTES

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 3 May 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: 2022年5月3日

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus

編集主幹

BLANQUÉ Pascal, アムンディ・インスティテュート会長

編集者

DEFEND Monica, アムンディ・インスティテュート・ヘッド

アムンディ・インスティテュートからの寄稿者

AINOUZ Valentine, 先進国市場戦略リサーチ部デビュティ・ヘッド、CFA
BERARDI, Alessia 新興マクロおよび戦略リサーチヘッド
BERTONCINI Sergio, シニア債券リサーチ・ストラテジスト
BLANCHET Pierre 投資インテリジェンス・ヘッド
BOROWSKI, Didier, グローバル・ビューズ・ヘッド
CESARINI Federico, 先進市場 FXヘッド、クロス・アセット・リサーチ・ストラテジスト
DI SILVIO Silvia, クロス・アセット・リサーチ・マクロ・ストラテジスト

アムンディ・インベストメント インサイト寄稿者

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

構想と制作

BERGER Pia
PONCET Benoit

副編集者

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

DROZDIK 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・ヘッド
USARDI Annalisa, クロス・アセット・リサーチ・シニア・マクロ・ストラテジスト
VARTANESYAN Sosi, シニア・ソプリン・アナリスト

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