

Research

#02  
2022年2月

# CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

## 速く激しい市場の乱高下

テーマ別グローバルな見解

## 実質金利ゼロに戻る過程

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #02 - 2022年2月

## 目次

## グローバルな投資見解

## CIOの見解

## 速く激しい市場の乱高下

p. 3

最近、名目利回りと実質利回りが急激に上昇したことは、株式市場の力強い動きに反映されており、グロース株からバリュー株へのローテーションを引き起こしている。市場がインフレ、経済成長、金融政策の行方を判断する間、この不確実性（新型コロナ、地政学的動き）は続くと考えられる。このような環境では、投資家はリスクを追加するという誘惑に乗らないことだ。代わりに、デューレーションには慎重で柔軟な姿勢をとり、信用にはやや前向きに、株式にはニュートラルであるという中心的な信念を維持するべきだ。さらに、EM債券には利回り探求のための機会が存在するが、この資産クラス全体の中でより選択的であるべきであり、十分に分散されたポートフォリオを維持する必要がある。

## マクロ経済

## 成長、インフレ、金融政策

p. 4

成長の勢いが鈍化し、持続的なインフレが今後市場のボラティリティが高くなることを示している中、FRBはタカ派的となった。このことは、デューレーションとリスク資産全体における高度な選択の必要性についての当社の慎重な見解を改めて示唆する。

## マルチアセット

## 中国と欧州を選好する株式リスクのローテーション

p. 5

当社は、欧州株式については利益率についてポジティブに、そして中国資産についてはより建設的になってきているにもかかわらず、インフレなどのリスクがニュートラルな姿勢を変えることを妨げようとしている。

## 確定利付き証券

## 緩和的な金融環境は、まだ信用支持している

p. 6

今年、FRBが複数の利上げをすることを市場は価格に織り込んでいるが、金融環境は今のところまだ緩和的に維持されている。このことはリスク資産への価格設定と市場心理への鍵となるだろう。

## 株式

## バリュー株のテーマに投資するが、集中リスクに注意する

p. 7

我々はグロース株についての真実の瞬間を目の当たりにしている。インフレ・リスクに強い企業の選択とともに、バリュー株へのローテーションは、投資家にとっては複数年にわたるテーマとなる。

## テーマ別グローバルな見解

## 実質金利ゼロに戻る過程

p. 8

米国と欧州の実質金利はマイナス域に達したが、これは最近の歴史には前例がない。同様の水準を確認するには1970年代まで戻る必要があり、第二次世界大戦以降ではほんの一握りの例しかない。ゼロ金利に戻るまでの過程は、クロス・アセットの相対的なリターンとボラティリティの主要な推進力の1つとなる可能性があると考えられる。この動きは、債券のリスク調整後リターンとIG信用に打撃を当てる可能性があり、株式に圧力をかけ、グロース株よりもバリュー株を選好し、ディフェンシブ株よりも循環株を優先する。更に金にネガティブな影響を与えるだろう。

## 市場のシナリオとリスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 10
> 上位のリスク	p. 11
> クロス・アセット報告: 市場のターニング・ポイントを検知する	p. 12
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 13
> アムンディの各資産クラスへの見解	p. 15

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

## CIOの見解



**PASCAL BLANQUE**  
グループ最高投資責任者



**VINCENT MORTIER**  
グループ最高投資副責任者

## 速く激しい市場の乱高下

1月の市場では強い乱高下が見られた。名目利回りと実質利回りが急激に上昇し、グロース株からバリュース株への大幅な移行が進んだ。バリュース株が割高になった後にインフレ・プレミアムが再評価されたことが、リスク・プレミアムが強く見直される原動力となった。今後、市場が次の4つのテーマを評価するにつれ、より不確実で不安定な環境が続く可能性が高い。

(1) オミクロン株の発生が成長に悪影響を及ぼし、供給の支障をさらに悪化させる可能性があること。(2) 成長がやや鈍化し、インフレの心理的側面が再浮上し、賃金/成長インフレが急上昇する可能性がある状況で、中央銀行（米国および欧州）のインフレへの反応が不確実であること。(3) カザフスタンとウクライナ情勢がニュースとなり、この地域でのロシアと中国の役割が明らかになったことで地政学的リスクが復活したこと。エネルギーおよびコモディティ市場は需給が逼迫しているため変動しやすく、大きな政治的リスクにさらされている。欧州では、新しい財政規則が公表され、次世代EU復興基金が実施されている時期に、イタリアとフランスの選挙で政治的スケジュールが過密になっている。(4) 中国の不動産セクターで進行中の問題。政策は支持的になってきているが、投資家は過去の高いGDP成長率を忘れるべきだ。このような環境では、投資家にとっては、次の3つの主要テーマが考えられる。

- **短期的には慎重なリスク配分をとるという姿勢の確認。**今はリスクを追加する時ではない。中心となる確信（デュレーションには防御的になること、バリュース株を選好すること、インフレからの保護）に固執する時だ。最近の再評価をエントリー・ポイントと見なすのは時期尚早だ。戦略的な観点から言えば、収益期待が低い世界では、投資家は投資の分散を強化することが最も重要だ。その中には、例えば、中国やインドなどのアジア市場やインフレ環境から恩恵を受ける可能性のある実物資産への適切な配分などが含まれる。絶対リターンまたは実質リターンを目標として、相関関係の低い戦略も選好されるべきだ。金利とインフレが上昇すれば、従来の債券と株式の相関ダイナミクスは衰退する傾向があるからだ。代替となる流動性戦略もポートフォリオの分散に役立つ可能性があるが、低利回りの世界では、コスト効率の高いソリューションがさらに重要となる。戦術的な配分は、チャンスを獲得する上でも不可欠だ。H2に向かうと、インフレは緩やかに減速し、成長のモメンタムも改善されるはずだ（株式に対しよりポジティブとなる）。
  - **株式のボラティリティは上昇傾向にあり、市場がインフレの経路と中央銀行の対応を再評価する間はさらに高く維持されるだろう。**しかし、妥当な経済成長と適度に緩和的な金融環境が、大規模な市場の暴落を防ぐことができるはずだ。2022年の株式運用益は1桁台であるというのが、当社の基本ケースだ。地域的には、当社は欧州/日本、そしてバリュース株がより魅力的なインドや中国などの選択された新興市場（EM）を選好する。米国市場はほぼ横ばいで終わる可能性があるが、相対的な価値の機会を提供する大きな分断がある。構造的には、高インフレはまだ価格に織り込まれておらず、市場は資本コストが長期に低く維持されることを価格に織り込んでいる。インフレと金利上昇のリスクを控え目に価格に織り込むだけでも、パフォーマンスと構成の側面から株式に大きな影響を与える可能性がある（S&500は概ねグロース株の市場だ）。指標内で、そしてバリュース株/グロース株市場で大きなローテーションが起っていることは、株式投資家にとって、今年の主要なテーマとなるだろう。したがって、投資家は、米国市場ではグロース株よりもバリュース株を選好すべきであるが、世界市場ではさらにその傾向を強めるべきだ。高インフレと高金利により、株式運用益は減少する。すでに高価となっているグロース銘柄が運用益を維持する可能性はほとんどないだろう。テクノロジー分野のグロース株よりもバリュース株が選好されるだろう。当社はまた、過大評価された大型株にはより慎重であり、高い価格決定力を持つ企業を選好する。
  - **債券については、柔軟性と短いデュレーションへのバイアスが推奨される。**従来の債券ベンチマークは、デュレーション・リスクと低い利回りという課題に直面している。金利が上昇すれば、これらの指標は損失を経験するだろう。したがって、投資家は、確定利付き証券については、中央銀行とFXダイナミクス間の非同期性からの機会を活用するために柔軟なアプローチを優先する必要がある。債券は行き詰っているわけではないが、レティティブバリュース戦略が重要となるだろう。新興市場の債券など、全満期の利回りや地域における高利回りの資産における機会、実質利回りがマイナスの環境では、更なる価値を引き出すために重要だ。利回りの再評価が終われば、投資家は確定利付き証券へのエクスポージャーを追加することで、この混乱から恩恵を受けることができる。信用分野については、例えばHYローンにはまだチャンスがある。しかし、投資家は流動性の低下で苦しむ可能性のある債務過剰の銘柄を避けるべきだ。
- 数十年にわたり棚上げされていた後に、グレート・インフレーションが復活したことは、投資家が彼らの意識を名目から実質のリターンに移行する必要があることを意味する。継続中の市場の乱高下に投資することは、利益を生み出すために最も重要であり、実質利回りはこれらの主要な推進力となるだろう。

## 全体的なリスク・センチメント

リスクオフ                      リスクオン



ニュートラルな姿勢を維持し、金融環境が緩和的であるがバリュース株が割高になっている時期に、ファンダメンタルズが弱い資産を追加するという誘惑を避けるべきだ。

## 前月からの変化

- ▶ バリュース株へのローテーションを確認。
- ▶ クロアセットにおける、株式配分を調整し、全体的なリスクにはニュートラルな姿勢を維持。
- ▶ 中国の資産に対してより建設的。
- ▶ 地政学的リスクの中で、FXを微調整する。

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

クロスアセット・リサーチ分析



MONICA DEFEND  
リサーチ部グローバル総括

成長の勢いが鈍化し、持続的なインフレが今後市場のボラティリティが高くなることを示している中、FRBはタカ派的となった。このことは、デュレーションとリスク資産全体における高度な選択の必要性についての当社の慎重な見解を改めて示唆する。

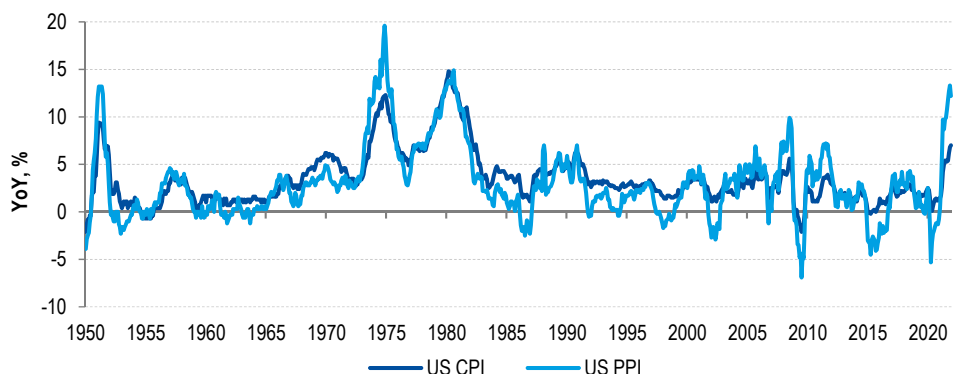
成長、インフレ、金融政策

当社が2021年11月中旬に見通しを発表した後、当社の主要テーマへの確信を取り巻く環境に大きな進展があった。それらは、(1) 成長/インフレの組み合わせ、そして(2) 金融政策のシークエンシング(優先順位付け)だ。成長とインフレ。当社は、成長/インフレの組合せが広範囲にわたって悪化していることに気付いた。したがって、経済のモメンタムが鈍化していることを確認するとともに、経済成長は徐々に減速して2022年のトレンドに向かうと考える。中国では、オミクロン株による感染が、Q1の回復経路を複雑にしている。政府が「ゼロ・コロナ」政策を堅持し、地方政府が中国の旧正月休暇に先立ってソーシャル・ディスタンスの規制を強化したが、これは人の移動やサービスの消費を再び圧迫するだろう。一方で、米国の労働市場は、その水準と構成の両面で広範囲にわたる改善を示して上向きのサプライズとなったため、FRBがよりタカ派的になることを促した。ここでは、賃金の伸びと設備投資を監視することが重要となる。当社は、賃金の上昇が頭打ちとなり、インフレへの寄与と企業マージンへの圧力が減少すると想定している。特に、米国では消費は穏やかになり、貯蓄が冷え込み、在庫の再構築が進むと当社は予測する。よく言われるように、世界的にはインフレ傾向はより持続的であると予測する。価格のダイナミクスは、引続き中央銀行の制御の及ばない要因で展開しているため、中央銀行の介入の有効性を下げている。12月以降、FRB、BoE、ECBはインフレを抑制するためのポジショニングを取っている。特にECBは、他の中央銀行と比べればまだハト派ではあるとは言え、そのタカ派的な姿勢はサプライズとなった。当社はQTが資金調達条件(現時点では緩和的)と实体经济に与える影響を心配しているが、利上げが価格動態を和らげるにはしばらく時間がかかると予想する。サプライチェーンの支障が解決するには2022年H2までかかると当社は予想しているが、世界的にパイプラインへの圧力がかかっている兆候を見つけるため、PPIとCPIの間のギャップを注意深く監視している。これは、まだ市場で価格に組込まれていないリスクであるため検討する価値がある。次の決算発表シーズンは、

失望をもたらす可能性がある。一方で、利益圧縮の可能性に光を当てるものとなるかもしれない。しかし、生産者から消費者へのインフレの転嫁が始まっているとすれば、これがCPIを上昇させるもう一つの要因となる。一方で、中国でのインフレ動態は異なる経路をたどっている。インフレ率は、食品価格が旧正月を前に異常とも言える下落を見せたことで、下振れへのサプライズとなり、PPIも急速に下落した。当社は、2022年の中国のCPIは抑制され、PPIは急速に下落すると見ているが、これは高いベース効果とコモディティ価格の上昇が鈍化しているからだ。世界のコモディティ価格は、グリーン経済への移行で加速された需給の不均衡によって、更に上昇する余地がある。これらの動態は、二酸化炭素排出量「実質ゼロ」への移行が遅れるかもしれない、という政治的な側面を想定している。

金融政策のシークエンシング。FRB、BoE、ECBはインフレを抑制する行動を起こさざるを得ないことを当社は確信している。成長が減速しインフレが上昇する中で、FRB(及びECB)が積極的になることは、高リスク資産に悪影響を及ぼし、当局は評判リスクと金融不安に晒される。米国の成長プロフィールはトレンド水準で推移するが、ユーロ圏の成長がQEを2023年に終了することを正当化するほど強いかどうかについて、当社は懐疑的である。それとは対照的に、PBoCは為替の変動を抑制し経済を支えるために、より緩和的になる準備が出来ている。現段階では、成長が更に期待を裏切るようであれば、または新たな感染拡大が起れば、更なる金融緩和が行われる可能性がある(これはまだ当社の基本ケースではない)。これは確定利付き証券のボラティリティがより高くなることを意味し、短期債の利回りカーブに影響を及ぼす。これは、株式の再評価の誘因となる可能性があるため、当社は信用スプレッドにも圧力をかけるかもしれない決算発表シーズンに注目する。デュレーションに関しては、当社はディフェンシブになっており、バリュー株への傾倒を強調する。当社のポジショニングを変更する誘因としては、成長/インフレへのミックスが安定し(又は改善し)実質金利の動態に反映されることだ。

米国のPPI-CPIの分離



Source: Amundi, Bloomberg as on 20 January 2022

PPI - 生産者物価指数。企業レベルでのインフレの尺度。CPI - 消費者物価指数。最終消費者が直面するインフレの尺度。

マルチアセット

中国と欧州を選好する株式リスクのローテーション



Matteo GERMANO  
マルチアセット部総括

当社は、欧州株式については利益率についてポジティブに、そして中国資産についてはより建設的になってきているにもかかわらず、インフレなどのリスクがニュートラルな姿勢を変えることを妨げようとしている

今年、インフレ圧力がより粘り強く見えることで始まり、金利と地政学的リスクも急激に上昇している。一方で、経済環境は建設的であり、これはオミクロン変異株による影響が想定より小さかったことで、けん引されている。このことは、今後12ヶ月の収益予測が適切である事と相まって、引続き高リスク資産を選好させる。しかし、一部のセグメントのボラティリティとバリュエーションは、リスク・スタンスをニュートラルにすることを要求している。投資家は、ファンダメンタルズを慎重に評価することなしに市場に参入するという誘惑に逆らうべきだと当社は考える。代わりに、エクスポージャーを微調整し、バリュエーションで長期及び戦術的チャンスについてのバランスを取る必要がある。加えて、ヘッジを維持し、複数のソースから実質リターンを得るため、グローバルで分散された広範にわたる資産を維持することを推奨する。

当社が強く確信しているアイデア

株式については、当社はDM（先進国市場）及びEM（新興市場）についてニュートラルな姿勢を維持する。重要なことは、より割高となっているセグメントの最近の動きは、インフレ懸念が重視されたものであるということだ。それは当社の選択的なアプローチが正しいことを確信させる。投資家は、全体的なリスクを増やすことなしに、自らのエクスポージャーを最近の動きから恩恵を受けるよう移行することを考えるべきだ。このことで、堅調な経済回復と収益成長、魅力的な相対的評価、そしてこの地域がバリュー株へ傾倒していることなどを考慮して、当社は欧州についてやや前向きになっている（全体的には株式にはニュートラル）。同様に、中国に関しては、香港で上場している株式が今では魅力的になっている。これは政策の可視化が改善したこと、現在割安であるバリュエーションが将来の不確実性をすでに織り込んでいることが理由だ。確定利付き証券については、当社は全体的にデュレーションには慎重であり、ドイツ国債5年物にはディフェンシブになっていることを確認する。この見解は、グローバルな高インフレ環境、中央銀行（FRB、BoE）のメッセージがよりタカ派的になっていること、そしてECBがQEを段階的に削減する可能性などと一貫性がある。ECBは期待されていたよりハト派的ではなかったが、政策金利の引き上げを急いでいるわけではないと見る。しかし、当社はイ

タリアなど欧州周辺国の政治状況を監視している。アジアでは、中国の地方自治体政府の債務に前向きだ。これは分散効果、成長が鈍化する中で好ましい環境、対象を絞った金融緩和などが理由だ。当社はPBoCのより緩和的な政策トーンと脆弱な成長モメンタムを監視している。より広範なEM債券については、当社はニュートラルな姿勢を維持する。一方で、EURのIG債とHY債には楽観的だ。これは引続き実質利回りを探求しているからだ。やや弱くなっているものの、経済のモメンタムはまだ支持的である。第二に、テクニカル要因、（僅かに減少しているものの）ECBからの適度に強い需要、そしてHYローンの債務不履行率が低いことなどが、欧州の信用を支えている。それにもかかわらず、非対称的なリスク、実質金利の上昇、金融環境が引締められる可能性（現在はそのリスクはない）は無視できない。したがって、当社はIG債のスプレッドが縮小する中、慎重を期している。FXは、地政学のおよび相対的価値のレンズを通して、当社の見解を実施する場であり続ける。DMでは、GBP/CHFのFXキャリー取引のバスケットに建設的であるが、EURとUSDに対するGBPには慎重になっている。グローバル経済のモメンタムが鈍化していることやインフレが上昇していることは、CHFなど安全な投資先としてのFXへのネガティブな見解を支持するものではないことは認識しているが、当社はスイス・フランはG10諸国の通貨の中でも最も過大評価されている通貨であると信じている。さらに、GBPはオミクロン株による英国の成長への影響が（予測されていたよりも）深刻ではなかったことから支えられている。一方で、EMの中では、世界の超大国になるという中国の野心と、アジア地域の貿易についての地政学的な重要性がCNHを含む中国の資産を支えると当社は見ている。しかし、現在のロシアを取り巻く国際情勢は、健全な経常収支と魅力的な通貨のバリュエーションにもかかわらず、RUBに圧力をかけると見る。

リスクとヘッジング

インフレと政策上のミスは、市場に大きな影響を与える主要なリスクの一部だ。一般的には、投資家はDM株式と信用（米国のHY）を下落リスクとボラティリティへのエクスポージャーから保護するためにデリバティブを使うべきだ。

アムンディ クロス・アセットの確信								
	1ヶ月の変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式					■			
信用						■		
デュレーション				■				
原油					■			
金					■			

出典：当社予想。上記の表は、3~6ヶ月間のクロス・アセット資産評価を示している。これらは当社における直近のグローバル投資委員会が表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見直し、見直しの変化、意見は、予想される方向 (+/-) と確信の強さ (+/\*\*/+++) を反映している。この評価は変更されることがある。

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。

確定利付き証券

緩和的な金融環境は、まだ信用を支持している



Amaury D'ORSAY  
確定利付資産部総括



YARLAN SYZDYKOV  
新興市場部グローバル総括



KENNETH J. TAUBES  
米国投資運用部C/O

最近の利回りの動きは、昨年の初めに見られた動きと似ているが、上昇のペースと金融政策のスタンスは大きく異なる。現在のFRBは、今行動を起こさないとインフレが「定着」してしまう恐れがあることを懸念しているようだ。今のところ、ECBはインフレは米国ほどほど大きな問題ではないと信じており、市場もそれに同意している。したがって、規制当局は利上げを保留している。しかし、当社はここでサプライズが起る余地があると考え、欧州のインフレは、コモディティ価格、供給の支障と需要の回復にけん引された構造的なものであるためだ。したがって、**投資家は金融環境を注視し、デュレーションには用心深く慎重にあるべきだ。**信用、欧州周辺国債券、新興市場の資産にはキャリアのチャンスがある。しかし、実質金利の上昇に抵抗できる分野に焦点を当てるべきだ。

グローバルおよび欧州の確定利付き証券

最近の市場の動きは、米国と欧州において、当社が「**慎重なデュレーション・スタンス**」をとる領域に入っている。しかし、当社は柔軟性を維持し、イールド・カーブの動きから恩恵を受けるような長期および短期的な観点から運用を行っている。当社は中国とイタリアなど欧州周辺国の債務にポジティブな姿勢を維持しているが、政治的なイベントを監視している。損益分岐点（ブレイクイーブン）には幾つかのチャンスがあるが、バリュエーションはここでも割高になっている。従来分野では、利回りのオプションは限られているため、当社はHYとIG信用からインカムを追求している。**選択に焦点を置き、短期の満期を持つ証券とローンを選好する。**また、勝者と敗者を特定するために、企業の価格決定力に焦点を当てて精選し、持続不可能なビジネスモデルを持つ企業やレバレッジを追加する傾向がある企業は避けるべきだと考える。加えて、当社はBB格付けの企業を好む。対BBB格付け企業とのスプレッドが縮小すると見ているからだ。セクターの観点からは、当社は劣後債、銀行と保険会社、エネルギー銘柄を好むが、消費財、輸送、ユティリティ企業を避けている。特に銀行については、欧州では銀行の統合が進んでいると見ているため、可能性のあるあらゆる機会を追求している。

米国の確定利付証券

経済のモメンタムは鈍化しているにも関わらず、FRBはインフレに対処するよう圧力を受けている（過剰貯蓄、賃金による圧力）。これはFRBが最近利上げに言及したことからも知れるが、このことはすでに利回りを上昇させている。**しかし、金融環境は緩和的に維持されており、FRBは後手に回る可能性が高いと当社は考える。**当社は米国債には、積極的だが慎重な姿勢を維持している。その代わりに、政府系MBSなど証券化された信用からインカムを追求している。これらはスプレッド拡大へのリスクを相殺する選択的な機会を提供する。当社はまた、消費者市場も探求している。需要、収入、貯蓄が堅調に維持されているからだ。しかし、最終的な財政支援と継続するインフレの影響は監視する必要がある。企業の信用は、バリュエーションが魅力的であるため、当社がややポジティブな姿勢を維持するもう一つの分野だ。しかし、投資家は、特異なリスクを好み、ベータと長期デュレーションのIG信用を制限するべきだ。新規発行のプレミアムは拡大しているため、当社は優良な信用を特定するため選択的になっている。

EM（新興市場）の債券

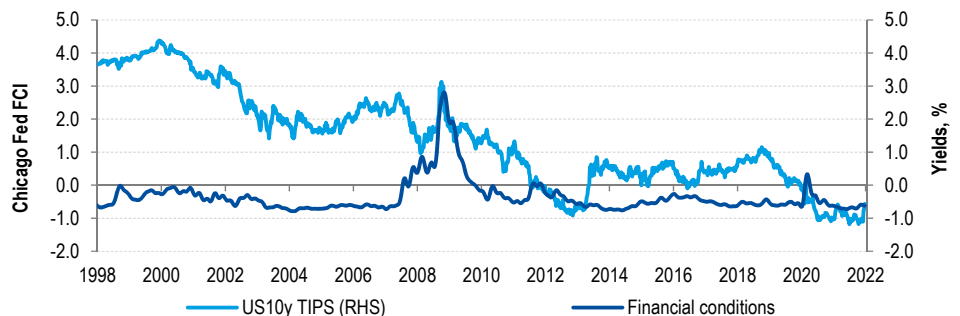
EMのユニバースは異質な世界だ。特有の断片化を認識出来なければ、グローバルなポートフォリオのための重要な恩恵を見逃す可能性がある。それらは、インフレ（中国のインフレは低い）および内需と通貨のバリュエーション（下落リスクに対して十分報いている）だ。全体的には警戒しているが、当社はHY債とIG債を引続き選好する。LC（現地通貨建て）については、より選択的となっている。当社はコモディティにけん引されている国を選好する。インドネシアにはポジティブだが、カザフスタン、ブラジル、そしてトルコには慎重だ。

FX

米国の金融政策は引締めが見込まれるため、当社は米ドルには建設的であるが、利回りが低い通貨（JPYとCHF）には慎重となっている。また、当社はIDRとMXPなど高ベータのEM通貨にはポジティブだが、地政学的リスクからRUBには警戒している。

2022年に入り、FRBはよりタカ派的となったように見えるが、広範な政策スタンスは引き続き緩和的である可能性が高い

金融環境はまだ緩和的



Source: Amundi, Bloomberg, 21 January 2022. Financial conditions index = Positive value indicates financial conditions are tighter than on average, whereas value below zero indicates conditions are looser than on average.

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

## 株式

バリュー株のテーマに投資するが、  
集中リスクに注意するKasper ELMGREEN,  
株式部総括YARLAN SYZDYKOV  
新興市場部グローバル総括KENNETH J. TAUBES  
米国投資運用部 CIO

我々はグロース株についての真実の瞬間を目の当たりにしている。インフレ・リスクに強い企業の選択とともに、バリュー株へのローテーションは、投資家にとっては複数年にわたるテーマとなる

## 全体的な評価

コア利回りが急激に動いたことが、今年に入ってから強力なローテーションを引き起こした。当社はこれが継続すると見ているが、直線的には起らない。ここで問題となるのは、今後の利上げとインフレ懸念が経済成長にどの位影響を及ぼすか、ということだ。需要については、十分な過剰貯蓄と蓄積した需要があり、金融環境は緩和的であるため、これらが経済回復を支えると当社には見ている。しかし、金利が上昇すれば、バリュエーションの倍数は低くなると結論づけるのが妥当だ。特に、不採算企業や高価となっているグロース株にはそれが当てはまるが、これは集中リスクを意味する。**したがって、投資家は選択性を維持し、収益成長とバリュエーションに注意を払う必要がある。**全体的には、ビジネスモデルとバランスシートの強さが当社にとっては重要だ。

## 欧州の株式

金融政策の正常化という傾向がある中で、当社はインフレがどのように利益に影響を及ぼすかに焦点を当てている。なぜなら、今のところ企業は上昇したコストを容易に消費者に転嫁出来ているからだ。しかし、当社はこれがどのように販売数に影響を与えるかを評価している。これが当社の選択プロセスの重要な基準だからだ。収益成長を維持できる企業は、実質収益が十分でない時でも魅力的な配当金を提供出来るはずだ。セクターのレベルでは、例えば、金融株、バリュー株、またその他経済の再開に関連する企業など、金利に敏感なセクターの収益が上昇すると当社は信じている。この点については、当社は産業株（より強い）や銀行株にポジティブであるが、これはバリュエーションと強い資本利益率が継続する可能性が高いからだ。一方で、当社はITと一般消費財には懐疑的だが、一般消費財については慎重な姿勢を緩和した。バーベルのもう一方では、当社は、医療セクターなどの魅力的なディフェンシブ銘柄に建設的だ。全体的には、当社はESGのプロファイルを改善する可能性がある優良企業を探している。

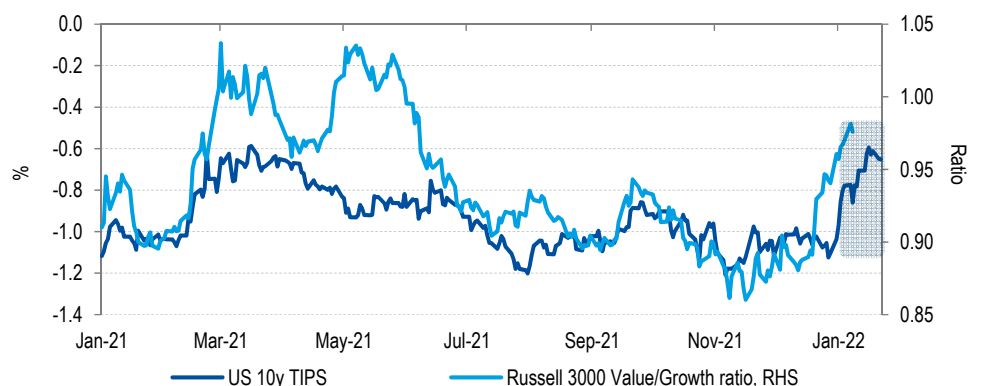
## 米国の株式

我々是一部のグロース株のバリュエーションが割高になっていることと市場指標の集中リスクを目の当たりにしている。これは賃金の上昇と労働力不足（コロナ感染状況で進化した）で更に悪化しており、これは賃金インフレにつながる可能性もある。投資家は、これらのリスクを認識し非常に選択的なアプローチを取る必要がある。したがって、当社はコア能力、持続可能な価格決定力、そして長期的な収益成長の可能性を示す、優良株や循環バリュー株を探求する。企業独自の推進力は、方向性よりも重要であるため、当社は魅力的な相対価値があるチャンスを探す。一方で、低金利とQEにけん引された流動性によって押し上げられたグロース株には圧力がかかるだろう。当社は勢いのあるグロース株と長期デュレーションの銘柄には慎重になっている。セクターのレベルでは、当社は金融（主に銀行）、原材料、循環的なエネルギーなどの分野を選好する。また、当社は、例えば、医療、生活必需品、通信などのディフェンシブ銘柄の幾つかは、バリュエーションの観点から魅力的になってきていることに注意を払っている。全体的に、割高となっているセグメントと長期的に魅力的な構造的成長ストーリーが並行しているため、当社は市場では活発に活動している。

## EM（新興市場）の株式

EMは逆風にさらされていることは承知しているが、バリュエーションが魅力的であるため、当社は中期的には建設的な姿勢を維持している。また、中国（EM世界の主要構成要素）に対する懸念は度を越していると、当社は考える。将来的には、いくらかのリスクは残るものの、循環的要素（スタンスの緩み）と構造的要素（分散源となることとポジティブな実質収益）が中国に有利に働く可能性が高いと信じている。加えて、当社はインド、ロシア、ハンガリーなど、消費とエネルギーそしてコモディティにポジティブな見通しがある地域を選好するが、ここでは、地政学的リスクを監視している。

## 今年、利回りの上昇がバリュー株へのローテーションを後押しした



Source: Amundi, Bloomberg, as on 20 January 2022.

テーマ別グローバルな見解



**Pierre BLANCHET**  
投資インテリジェンス総括



**Didier BOROWSKI**  
グローバル・ビュース総括



**Jean Baptiste BERTHON**  
ストラテジスト

## 実質金利ゼロに戻る過程

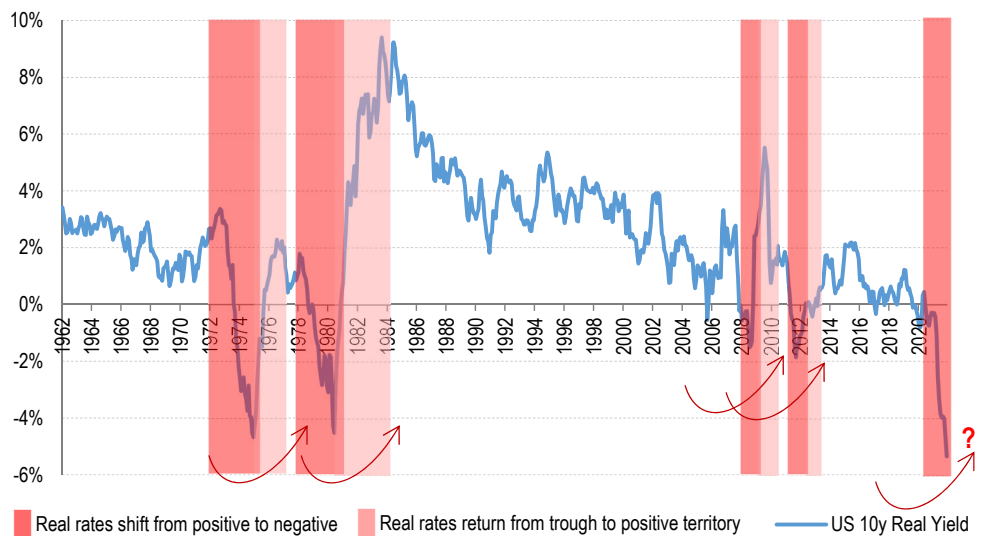
米国と欧州の実質金利はマイナス域に達したが、これは最近の歴史には前例がない。同様の水準を確認するには1970年代まで戻る必要があり、第二次世界大戦以降ではほんの一握りの例しかない。ゼロ金利に戻るまでの過程は、クロス・アセットの相対的なリターンとボラティリティの主要な推進力の1つとなる可能性があると考えられる。この動きは、債券のリスク調整後リターンとIG信用に打撃をあたえる可能性があり、株式に圧力をかけ、グロース株よりもバリュー株を好み、ディフェンシブ株よりも循環株を優先する。更に金にネガティブな影響を与えるだろう。

インフレは世界中で上昇しており、米国と欧州では記録的なレベルに達している。政策金利が低く維持されたことと中央銀行の資産購入プログラムにより、名目金利は低いレベルで維持されていたが、インフレ総合指数とコア・インフレ率は上昇を続けている。このことで、実質金利はまずゼロを下回り、今ではかなりマイナスの領域に入っている。これは1970年代以降見られなかった現象だ。

アムンディのシナリオによれば、債券の実質利回りは2022年のQ1には米国と欧州で底入れする。FRBは期待よりも多くの利上げを行い、

量的引締めを予測よりも速く（またはより積極的に）進める可能性がある。ECBにもまた、マイナス金利政策を停止し、資産購入プログラムを早く終了するよう圧力がかかる可能性がある。インフレが今日の水準から大きく上昇しないと仮定すれば、実質利回りは市場が予測するよりも速くゼロに向かうかもしれない。実質金利が大きく変動すれば、マクロ経済に影響を及ぼす。2-3例を挙げるだけでも、設備投資の傾向、貯蓄の実質リターン、そして公的債務の持続可能性の評価に影響がでる。

### 1962年来の米国の実質金利の基本指標 米国債10年物利回り - CP(月次)



Source: Refinitiv, Amundi Research - Data as of 15 January 2022

### 実質金利変動の全資産クラスへの影響を評価する

ゼロ金利に戻る過程は、クロスアセットの相対的なリターンとスタイルの移行に大きな意味を持つだろう。一つの変数がすべての資産リターンと相関する動きを説明することは出来ないが、実質利回りが上昇する環境での資産クラスの行動を研究することは、2022年の適切な投資戦略を実行するために役立つはずだ。

- 最初に発見したのは、実質利回りがマイナスから上昇するのは、トレンドが徐々に進展するのではなく、**突然ゼロに向かって上昇することだ**。実際、実質利回りはマイナスの領域にある時の方が、そうでない時と比べるとはるかに変動しやすい。利回りが急激にゼロに戻るのは、2つのパラメータが同時に反対方向に動いている時、つまり、インフレが

下方に向かっている時に名目金利が上昇している時だ。その速度は、当初のインフレ水準と価格プレミアムに組込まれている損益分岐点によって決まる。

- 実質金利が上昇することの影響の中で、2番目に重要なのは、短期と長期債の両方の**債券のボラティリティが上昇することだ**。この段階では、TIPS（米国物価連動国債）のボラティリティはもっと高くなる。債券利回りのボラティリティが高いことと金融政策が引締められることが重なると、実質利回りの上昇は米国および他の地域における信用市場に逆風となる可能性がある。
- 3番目の発見は、**株式への影響は、通常の説明より複雑で不透明であるということだ**。



テーマ別グローバルな  
見解

実際、株式指標のリターンと債券の実質利回りの間の相関関係は安定しておらず、長期的にはゼロに近いものだ。その結果は、根底にある成長傾向がネガティブかポジティブかによって決まる。実質利回りの変化は**セクターとスタイル移行の主要なけん引役**だ。一言で言えば、ゼロに戻る過程は、グロース株に対するバリューストックのアウトパフォーマンスに、そして金融株と循環セクターのアウトパフォーマンスにつながるはずだ。欧州も、このセク

ターの相対的な加重により、相対的には恩恵を受けるはずだ。

- 最後に、実質金利は**米ドルを支える**。特に、ECBが現在の政策を維持する限り、EURに対してはそう言える。金価格の変動は、実質金利の水準と高い相関関係がある。<sup>1</sup>歴史的に見て、金の米ドル価格は金利がマイナス領域に入ると上昇し、実質金利がゼロに戻ると下落する傾向がある。

## 実質ゼロ金利に戻るタイミング

実質金利は、名目金利とインフレ（実際または期待）との差であるため、名目金利が高くなる、またはインフレ（とインフレ期待）が低くなること、またはその両方が起こる事で上昇する。実質金利が（大幅に）マイナスになった時の過

去の例と、当社のマクロ経済シナリオと米国の金利想定を使うことで、当社はその動きは主に低いインフレが原因で起り、12ヶ月～18ヶ月続くと考えられる。

## 実質金利は今後どうなるか？

実質金利の長期的なけん引役は、金融政策、貯蓄と投資のバランス、安全な資産に対する相対的な需要、そして潜在能力と比較した生産高である。IMFの研究によると、<sup>2</sup>1980年代と1990年代には金融政策が、2000年代には新興市場における貯蓄の上昇と世界的な投資の減少が、世界金融危機（GFC）以降は株式のボラティリティが高かったため安全な資産への需要が、実

質金利のけん引役であった。実質金利を低く維持している要因である、特に債券と比較した株式の相対的なリスクと過剰な貯蓄などは、新型コロナ危機以降も進行中だ。したがって、我々は実質金利は10年前の範囲に戻るべきだと期待するが、少なくとも中期的には、そのような動きにはならないだろう。

## 分散源としての実質金利の分離

ここ10年間で、（各地域の）実質金利は一緒に変動することがますます多くなり、市場参加者やエコノミストは「世界の金利」を予測するようになってきている。新型コロナ危機の後に、景気循環と地域間の金融および財政政策が非同時性となったことは、**様々な実質金利が資産価格やバリュエーションに異なる影響を与える可能性が高い**。これが最も良く分かるのは、現在の米国と欧州間の比較だ。したがって、大西洋の両岸では、実質金利が一時的に乖離することを期待すべきだ。

一方で、中国の人民銀行は、引締め政策を終了し、名目金利と実質金利を引下げ始めている。したがって、実質金利はポートフォリオ分散の源となる可能性がある。

**マイナスの領域を「出たり入ったり」する過程は、市場にとっては重要であるが、底入れ過程も重要だ。市場への影響は、実際の水準ではなく変化率からより多くもたらされる。非常に低いマイナス実質金利から始めると、調整は厳しいものとなり、市場のボラティリティはさらに高くなる。**

2022年1月28日作成

## 実質金利の定義

実質金利を定義する方法はいくつもある。実際のインフレ（インフレ総合指数やコア・インフレ率）、市場のインフレ期待（フォワード・インフレまたはTIPS）、または短期又は長期の満期の債券などだ。幾つかの市場の動きを強調するためには、単純に米国債10年物利回りと実際の月次CPIを比較する。今後公表される論文では、「純」実質金利を査定するために、流動性プレミアムを調整するという洗練された方法を提示している。現在我々が経験している極端な状況下では、どちらの方法も似たような結果をもたらすことに気付いた。

<sup>1</sup>金の米ドル価格と、30年間の米国債10年物 - CPIとの12ヶ月ローリング相関関係は0.6であった。

<sup>2</sup>IMFによる世界の実質金利の見通し、2014年4月。

## 中心のおよび代替シナリオ(12ヶ月から18ヶ月間)

### 月次アップデート

当社は、最近の経済ニュースとオミクロン変異株の影響を考慮して、当社のナラティブを少し調整しているが、シナリオの確率は変更していない。中心シナリオが前提としているのは、新型コロナがエンデミックとなり、管理可能ではあるが複数の波があるため、財政政策は引き続き重要であり、それは金融政策にも関連している、インフレは2022年には高く維持され、そして成長は2023年に潜在水準に戻るというものだ。

下振れシナリオ 15%	中心シナリオ 70%	上振れシナリオ 15%
スタグフレーションに向けた新たな景気後退	でこぼこの道、地域による相違	包括的で持続可能な成長
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none"> <li>● いくつかのリスクが景気低迷を引き起こすが、その深さはショックの性質と強さに依存する。</li> <li>✱ 価格への上昇圧力は薄れる。世界的な需要が減少し、労働市場の悪化が原因。</li> <li>◎ 金融および財政緩和が再び行われる。おそらく財政的抑圧のさらなる一歩。</li> <li>◎ インフレは成長が鈍化した後に再浮上する。そのためCBは自らのガイダンスから免脱することを余儀なくされ信頼を失う。</li> <li>— 誘因として考えられるのは、中国のハード・ランディング、有害な新型コロナの変異株、金融ショック、インフレ期待が開放されること、気候変動に関連する自然災害、政策の誤りなど。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✱ 新型コロナは、地域特有の疫病となり、伝染波はランダムとなる。</li> <li>✱ 世界の活動は前回の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。</li> <li>✱ 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。中国の減速、オミクロン株による悪影響、インフレの加速などにより、2022年H1には景気の腰折れが起る。</li> <li>✱ 2022年を通してインフレは根強いが、これは供給サイドの支障、賃金/食品/エネルギー価格の上昇からの圧力が原因だが、これらは2023年には弱まる。インフレは心理的および政治的な問題。</li> <li>◎ 金融政策の非同期性：FRBはテーパリングから量的引締めへのスピードを速め、今年4回の利上げを行う。BoEはソフトな利上げサイクルにあり、ECBはQEの再調整を行うよう圧力を受けている。そしてPBoCは緩和的なバイアスを持つ。金利は上昇するが、より長い間低く維持される。</li> <li>◎ 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公的支援が、家計への影響を円滑にするためには短期的な補助金が必要となる。</li> <li>✱ 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✱ 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。</li> <li>● 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。</li> <li>● 生産性が向上。デジタルとエネルギーの移行と構造改革の成果だ。</li> <li>✱ 包括的成長そして不平等に対する効果的な戦い。</li> <li>✱ インフレは引続きコントロールされている。</li> <li>◎ 金利上昇。投資の増加と貯蓄の低下が原因。</li> <li>◎ 中央銀行の正常化政策は、金融市場から好評を得ている。</li> <li>● 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。</li> <li>— 考えられる誘因には、構造改革、効果的なワクチン接種計画、包括的だが地方分権された財政政策が含まれる。</li> </ul>
市場への影響	市場への影響	市場への影響
<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に投資する</li> <li>— 金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 高いバリュエーションと成長の減速による、リスク調整後の期待収益率の低下</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、および株式を介したインフレ・ヘッジ</li> <li>— 新興市場：短期的には慎重だが、長期的なインカムおよび成長のナラティブはそのまま</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>— 景気循環株とバリュエーション株へのエクスポージャーがある高リスク資産を 선호する</li> <li>— インフレ・ヘッジとしてインフレ連動債を 선호する</li> </ul>

- ✱ 新型コロナ関連トピック
- ✱ 成長とインフレ期待
- ◎ 金融政策と財政政策

- ▲ 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

2022年の当社の中心的シナリオに対する、上位のリスクに変更はない。オミクロン株による感染波はすでにパンデミック2.0の一部となっているからだ。

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

#### 経済的リスク 20%

- **パンデミック3.0**
  - オミクロン株(2.0)は、危険度がより高く、ワクチン耐性があり新しい感染の波を引き起こす。
  - 新たなロックダウンや行動制限が再び課され、経済成長と投資家心理を損なう。
- **サプライチェーンの混乱**が続き、投入コストによる圧力が企業の不況につながる。
- **中国の不動産市場は崩壊し**、成長見通しの低下につながる。
- **石油・ガスショック**は、急増する需要が原因。設備投資の削減がインフレを煽る。
- **金融政策のミス**
  - インフレ期待が高まるにつれ、FRBと先進国大国の中央銀行が早過ぎる金融引き締めを行う。インフレは最終的には後退するが、回復を阻害する。
  - 中央銀行の伝達ミスは、より大きな不確実性につながる。
- **気候変動関連の自然災害**が成長の可視性と社会的バランスを損なう。

#### 金融・財政リスク 20%

- **インフレ期待が開放されたことが**、債券市場の混乱と厳しい金融引き締めにつながる。
- **投入コストの高騰で企業利益**へ圧力がかかる。そして二重注文が業績の悪化を警告する。
- **ファンダメンタルズは改善したが**、企業の支払い能力リスクが高くなる。中央銀行による高い流動性と政府の支援が撤廃されたため。
- **ソブリン債務危機**
  - 対GDPの公的債務の割合は、平時としては歴史的に高い水準に達している。多くの国が、格下げや金利上昇などの影響を受けやすくなっている。
  - 新興市場が脆弱であることで、国際収支危機に直面し、債務不履行リスクを増大させる可能性がある。
- **グリーンウォッシングが広範に広がり**、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。それは為替市場を不安定にする。

#### (地政学的な) 政治リスク 20%

- **米国と欧州 vs. 中国とロシア**
  - ウクライナ国境での軍事行動
  - アフガニスタンからの撤退後、NATO同盟国からの不信感が募り、米国の影響力が失われる。
  - 米国は中国とロシアに対して強硬姿勢をとる
  - EUは、経済的利益にもかかわらず、米国に従う可能性がある
  - 南シナ海または台湾海峡での偶発的な対立
- ロシアとの緊張とポピュリスト票への懸念が高まる中**EUの断片化**が進む。
- **新興市場における政治的な不安定は、次のような原因で引き起こされる：**
  - コロナ感染への危機対応が大混乱をまねく
  - 食糧価格の高騰が、アラブの春のような社会騒動の波を引き起こす
- エネルギー転換について、**米国と中国が信頼を失い**パリ協定を弱体化させる。
- **地球温暖化**が、水不足や移民増加などによって引き起こされる紛争のリスクを上昇させる。
- **サイバー攻撃やデータ流出**が、セキュリティ、エネルギー、医療サービスなどの分野のITシステムを妨害する。

**+** 現金、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

**-** 石油、高リスク資産、AUD CADまたはNZD、新興市場の現地通貨

**-** 石油、高リスク資産、フロンティア市場および新興市場

**-** 石油、信用&株式、EMBI

## 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

月次アップデート ファンダメンタルズ&バリュエーションの信号は赤からオレンジに変わった。

- 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、そこまで行っていない、そう言うには早過ぎる

### 経済的背景

- 世界的に急速に広がっているオミクロン株による感染波が、Q4半ばから新年にかけて、新しい不安要素と脆弱性をもたらした。高頻度データと幾つかの指標は移動と活動が減速したことを確認している。特に厳しい制限と組み合わせられた場合、その減速は急激になっている。
- 同時に、今回の感染波は以前の波ほど致命的でない可能性があり、今では感染が後退している兆候があるため、活動への打撃は短期的となるという希望を与えている。実際、幾つかの国は制限を解除し始めている。
- 世界のコンセンサスは引続き低下している。世界経済のサプライズは最近ポジティブに転じたが、コンセンサスは僅かにマイナスの領域に戻っている。
- 経済的なサプライズは分散している。DM(先進市場)は、ポジティブな領域に入っている。モメンタムはユーロ圏と日本では上昇し、米国と英国では衰えている。EM(新興市場)では、中国のモメンタムがポジティブであるため、全体的にポジティブな領域に戻った。

### ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 経済の減速とそれほどハト派でなくなったFRBを考慮して、近い将来金利が低水準にとどまると想定しても、投資倍率とEPS期待がより正常に、それほど楽観的でないレベルに戻り始めている。
- 流動性は高リスク資産の最も強力なけん引役であった。インフレ圧力が中央銀行に政策正常化を開始するよう圧力をかけるようになったため、今ではこの支援は薄れてくるはずだ。



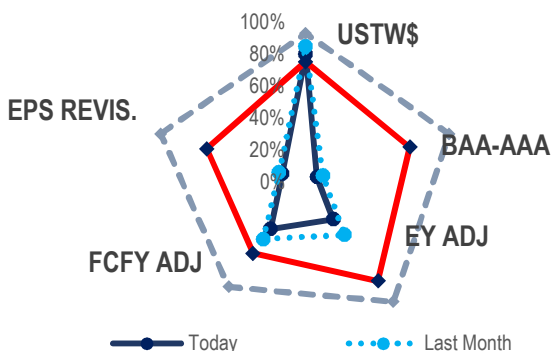
### テクニカル要因

- 最近の下落相場で、高リスク資産全体における断片化傾向の兆候が示され始めた。短期的モメンタムの指標に複数のブレーキが記録された。
- 一方で、(今後起るであろう世界的な正常化にもかかわらず)市場はまだ流動性にけん引されている。そこでは売られ過ぎたレベルでは突然買いが入り、構造的な売り局面を防いでいる。
- RSI(相対力指数)は、ごくわずかな例外を除いて、マルチアセット全体で売られ過ぎの水準に達した。しかし、それで十分なのか? テクニカルな指標では明確な方向性がない(逆張りへの支持はあるが、中期的なモメンタムに欠ける)中、短期的には需要が欠けると予測する。

### 市場心理

- 株式、信用、そしてキャリアが示唆するのは、自動操縦は終了し、上手い話は得るのが難しいということだ。投資家は、インフレとこれがFRBとその政策介入について何を意味するのか、について神経質になっている。地政学的な緊張はマクロ経済環境全体を複雑にし、VaRショックから高リスク資産は売られている。
- しかし、これはまだ当社の市場心理ボックスでは、急激な劣化として完全に織り込まれていない。スプレッド、売りサイドの修正、弱い米ドルの反発、そして相対的なバリュエーションについての議論などは、懸念が高まっているにもかかわらず、まだ警戒レベルには程遠い。
- マクロ経済の背景は、2022年は厳しい年になることを示唆している。しかし、市場心理の側面からは、構造的なリスク軽減の証拠がまだ欠けている。

## クロス・アセット・センチネル基準値 (CAST) は引き続き支持的



Source: Amundi Research, Data as of 24 January 2022

CASTのリスク認識は、最近のVaRショックにもかかわらず、構造的な上昇を示していない。EPS修正の悪化はまだ限定的であり、信用リスク・プレミアム (Moody'sのBaa-Aaaスプレッドをプロクシとして使用)はvol (ボラティリティ)の急上昇を無視しているようだ。それでも、米ドルは「リスクオフ」を強く要求する次元となっており、それが残りの次元へ波及することを注意深く監視する必要がある。

方法: 当社は「センチネル」と呼ばれる5つのインプットを考慮します。それらは、USTW\$, Moody's Baa-Aaa, EPS修正、調整後の収益利回りリスク、そして調整後キャッシュ・フロー利回りリスクです。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 オミクロン株の波が成長に影響を与える

- 世界的な活動は打撃を受けたが、前回の波よりも上手く持ちこたえている。サプライチェーンはこれからも影響を受け続けるだろう（→インフレ）。
- オミクロン株による移動への影響は、どの国も同じ様に見えるが、政策による対応は一律ではない。それが地域格差につながっている。
- ロックダウンの厳しさと移動データは、ユーロ圏での成長が鈍化することを示している。GDPはオミクロン株とエネルギー価格の上昇から（2021年Q4と2022年Q1には）最も影響を受けている。
- 米国では、当初のオミクロン株による影響は、それほど大きくはなかったようだ。しかし、12月の小売り売上高を見ると、当社の2021年Q4とより重要な2022年Q1の成長予測に下振れリスクが加えられた。これは消費の低下が原因だ。
- 中国に関しては、サプライチェーン正常化の兆候があるにもかかわらず、「ゼロ・コロナ」政策が混乱を拡大する可能性がある。投入コストの上昇はまだ価格に転嫁されていないため、企業の利益に下振れリスクをもたらしている。

## 投資への影響：

- 成長ボラティリティが高いことは、株式へのニュートラルなエクスポージャーと信用への慎重なアプローチを確認する。

## 2 先進国の中央銀行は、予想よりタカ派的となり、ボラティリティを押し上げている。

- FRBは、労働市場がすでに逼迫しているため、インフレ圧力を懸念している。引締めサイクルは圧縮され普通ではないものとなるだろう。
- アムンディの利上げ予測はFRBの予測と一致しているが、当社は最終的な金利はやや低く予測している（当社2.25-2.5% vs. FRB2.5%）
- 当社は2022年に4回の利上げを見込み最終的な金利は2.25%と予測する。
- 量的引締めはH2に開始されると予測し、今年のバランスシートの削減は、国債で2,500億から3,000億ドル、そして住宅ローン担保証券で2,000億ドルとなると予測する。FRBは徐々に開始し、その後、償還上限を1ヶ月1,000億ドル（国債600億ドル、そしてMBS400億ドル）のペースに上昇させる可能性がある。 バランスシートは、今年国債で2,500億ドル～3,000億ドル、MBSで2,000億ドル削減される。
- ユーロ市場は米国市場のトレンドと似ている。当社は市場よりもハト派的である。市場はECBが過度に修正すると予測している。各中央銀行によるアプローチは足並みが揃わないだろう。
- 当社は米国10年物の年末の利回り目標を上方修正して2/2.2% (vs.1.8/2%)とする。
- また、ドイツ国債10年物も、年末の利回り目標を上方修正して-0.1/0.1% (vs.-0.3/-0.1%)とする。

## 投資への影響：

- (15年、10年物の) デュレーションをショート(売り持ち)し、5年先スタート5年物インフレ・スワップをロング(買い持ち)、欧州周辺国をロング

## 3 世界のコモディティについてのアップデート

- 当社は、在庫とバリュエーションの観点からベースメタルを選好することを確認する。ベースメタルは、成長や経済回復ではなく、供給の支障と、グリーン移行に関連する金属の在庫不足にけん引されている。
- グリーン関連のコモディティでは、世界の電化が進むことからの需要があれば、スーパー・サイクルは持続するだろう。在庫に合わせて調整された割安のバリュエーションは、景気循環の正常化で相殺されるだろう。このようなシナリオは、2桁の上昇を要求するだろう。
- 当社は米国の液化天然ガス (LNG) と原油は適性価格であると見ている。
  - \* LNG：エネルギー部門は異なる要素によってけん引されている。それらは構造的、戦術的、ファンダメンタルズ、そして地政学的な要素である。4つとも欧州におけるLNG価格を支えている。
  - \* 原油：OPECは徐々に生産を増やすという約束を維持している。需要は2022年H2に減速すると予想されるため、石油が余剰となる可能性がある。その結果、当社はWTIの短期目標を80米ドルとし、2022年末には65～75米ドルとなると予想する。
- 金は過小評価されているが、2022年H1には金利上昇から圧力を受け続けるだろう。

## 投資への影響：

- 2022年を通してベースメタルは買い持ちすべきだ。同時にH1にはLNGを選好し、H2には金に移行する。

## グローバル・リサーチ・クリップ

## 4 中国：当社はGDP成長予測を下方修正する

- 中国の「ゼロ・コロナ」政策と不動産部門のリバランスが続いていることがGDPに影響を及ぼしている。
- オミクロン株は当社の中国の2022年の成長予測に下振れリスクをもたらした。
- 旧正月までにより多くの都市が制限を課し、移動が今年のレベルまで低下すれば、今年のGDP成長を現在の予測である4.7%から約4%に引下げる。
- 中国の不動産部門のデータはまだ弱い。
- PBoCは、RMB高を弱めるため、そして中小企業を支えるためにより緩和的になっている。

## 投資への影響：

- 当社は中国政府債を選好し、株式のエントリー・ポイントを待っている。

## コロナ感染状況のアップデート

## Pierre BLANCHET、投資インテリジェンス総括

オミクロン株が世界中に広がるにつれて、新型コロナウイルス感染数は急速に増加している。北半球では米国と欧州で最も多くの感染者が出ており、症例数は昨年同時期に比べて3-5倍となっている。1月中旬には公式に週2,000万人以上の感染発表があった。しかし、今では東地中海地方と東南アジアで感染者が急増している。昨年の日本と同様に、中国は冬季オリンピックの前に厳しい規制を課し、オリンピック開催中の感染を回避するために厳しい措置をとった。

最初の「良い」ニュースは死亡率は低下し続けていることだ。しかし、感染者数が多いため、犠牲者数は上昇している。2番目は、今回の波は、英国で示されたように急激に上昇するが低下するのも速い。つまり、経済への影響は短命であるということだ。3番目は、欧州地域などでは、人口の60%が3月末までに感染しているため、WHOによれば、集団免疫を引き起こす可能性がある。

WHOは今までに9つのワクチンを緊急使用リストに入れ許可している。幾つかの研究によれば、mRNAワクチンは、重症化と入院に対して高レベルの保護を提供する。それでも、ファイザーとバイオンテックは、オミクロン株に特化したワクチンの恩恵を評価するため、オミクロン株に特化したワクチンの最初の臨床試験の参加者を登録した。

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	=		企業特有要因がますます配分をけん引するようになってきている。これは各企業が上昇するコストを消費者に転嫁できるかどうかで、インフレ圧力が各企業に与える影響が異なるためだ。一方で、サプライチェーンでの品切れ状態や継続する労働問題など運用上の課題が残っている。したがって、選択が重要であり、当社は相対価値とローテーションに投資する機会を探す。
	米国のバリュー株	+		コア利回りが上昇したため、今年はバリュー株式への移行が選好されて始まった。当社はこのローテーションは継続すると見るが、それは直線的ではない。したがって、高インフレに直面する中、長期リターンを維持するためには、構造的に成長を促し持続可能な収益成長の可能性を持つバリュー株を保持するかどうか鍵となる。
	米国のグロース株	--		量的緩和主導の流動性は鈍化する可能性が高く、ファンダメンタルズからかけ離れて割高で取引されているグロース株は悪影響を受けるだろう。当社は超グロース株式で、ファンダメンタルズに沿って取引されていない銘柄に対しては防御的になっている。
	欧州	=/+		最新の新型コロナ変異株による経済への影響は穏やかであったため、投資家は収益成長とバリュー株へのローテーションから恩恵を受けるにはどうするべきかということ、そして市場の循環的な要素に焦点を当てるべきだ。ここで重要なのは、選択性と価格決定力だ。当社は、企業のブランド・ポートフォリオとバランスシートの健全さを通してそれらを評価する。
	日本	=		日本は収益モメンタムの改善、他の先進国と比較するとバリュエーションが魅力的であること、そして円安から恩恵を受けるはずだ。外需が改善していることは、輸出志向が強い日本経済にはポジティブだ。
	中国	=/+		「ゼロ・コロナ」政策とロックダウン措置、消費が控え目になっている環境、そして不動産部門には、短期的なリスクがある。しかし、政策スタンスはより支援的になっている。中国のバランスのとれた成長モデルと「共同富裕」への移行などの中で、当社は選択的な機会に注意を払っている。
	新興市場	=		EM株式のバリュエーションは世界的視点からは魅力的だ。当社は地政学的リスクについて積極的だ。興味深いことに、EMにおける断片化（不動産、通貨のバリュエーション、地政学的プロファイル）は、グローバル・ポートフォリオの地域別およびテーマ別の分散への優位性を妨げることがよくある。したがって、投資家は国特有のリスク・リターンに焦点を当てるべきだが、これをチャンスの欠如と混同するべきではない。
債券プラットフォーム	米国債	-		中期的なインフレ・リスクがあるため、FRBは量的引締め計画を示さざるを得ない状況になっている。当社はそれが経済回復の強さに依存していると考えている。しかし、FRBは利上げの必要性、政府の債務、そして成長の不確実性との間のバランスをとる必要がある。当社は慎重さを維持し、デュレーションには柔軟な姿勢を維持する。TIPSに関しては、当社はややポジティブだ。
	米国IG社債	=		コア利回りが上昇する環境では、当社はIG債の長期デュレーションを避けている。投資家はポートフォリオのベータを制限すべきだと考える。その代わりに、利回りの上振れ圧力に耐えられ、バリュエーション/ファンダメンタルズの状況が良い銘柄を選択的に探すべきだ。加えて、消費者の収入が健全であるため、証券化市場にチャンスがある。
	米国HY社債	=		HY債では利益とファンダメンタルズが改善しているが、当社は賃金の上昇（利益への影響）と企業の価格決定力の影響を監視している。また、非生産的なM&Aへの資金を調達するために借入金を増加する傾向がある銘柄を避けている。
	欧州の国債	-/=		ECBは比較的ハト派的な姿勢を維持していたが、需要の回復からインフレ圧力（特にエネルギー価格）が上昇したことでコア利回りが上昇し、テーパリング計画を示さざるをえなかった。したがって、当社はデュレーションに慎重であり、イールド・カーブ全体で活発に動いている。当社はまた、フランスとイタリアの選挙と次世代EU復興基金の行方を注視している。
	欧州IG社債	=/+		当社は、ボトムアップ選択により焦点を当て、IG債からのインカムを追及しているが、セクター別の役割を制限している。経済成長は引続き堅調であり、資産購入額を削減する計画はあっても、ECBからの需要は安定している。しかし、利回りの上昇に耐えられる銘柄を特定することは重要だ。
	欧州HY社債	=		信用のファンダメンタルズは改善しているが、当社はバリュエーションが割高になっている銘柄は無視している。BB格付けは注目銘柄に投資するには魅力的な分野であるが、コア・インフレ率が上昇する中、選択が非常に重要だ。
	中国の政府債	=/+		中国の債務は魅力的なキャリーのチャンスをもたらす。それはコロナ感染のリスクと構造的な資金流入によって支えられている。短期的にはCNYへの圧力は継続する。したがって、当社はPBoCのハト派的姿勢にはニュートラル/ポジティブな姿勢を維持する。
	EM債券HC	=/+		低利回りの世界では、EM債券はポジティブなリターンをもたらす。しかし、当社は次のような重要事項を考慮している。FRBによる量的引締め、オミクロン変異株、インフレ、そして中国である。当社はHC（ハード通貨建て）を选好し、IG債と比較するとHY債へのバイアスを維持する。
	EM債券LC	=		LC（現地通貨建て）の債務は選択された価値の一部を提供するが、当社はEMのFXには慎重だ。EMの社債については、代替商品と比較してもスプレッドは魅力的に見える。国別では、ブラジルは選挙が近づくにつれて、ボラティリティが高くなる可能性がある。したがって、当社は選択的になっている。カザフスタンには注意を払っているが、ロシア vs. ウクライナ情勢を注意深く監視している。
	その他	コモディティ		
通貨				市場はすでに2022年のFRBの介入を価格に織り込んでいるように見えるが、特に米国での生産性の向上を考慮に入れると、2023年と2024年には何が価格に織り込まれるかという情報はほとんどない。このことは、いくつかの例外を除いて、米ドルを支え続けるはずだ。

説明

--- ネガティブ    --    -    =    +    ++    +++    ▼ 前月と比べ格下げ    ▲ 前月と比べ格上げ

出典：2022年1月24日現在のコーポ・ベースの投資家に対するアムンディの見解。本資料は、特定の時点における市場環境の評価を表しており、将来起こる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1月21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	6.0	3.9	3.4	3.8	5.1	3.5
先進諸国	5.0	3.4	2.1	3.0	3.7	2.0
米国	5.7	3.4	2.0	4.7	5.0	2.6
日本	1.7	2.0	0.9	-0.4	0.6	0.6
英国	7.1	4.1	2.1	2.6	5.3	2.4
ユーロ圏	5.3	3.8	2.4	2.6	3.3	1.6
ドイツ	2.7	3.5	2.1	3.3	3.2	1.9
フランス	6.7	3.7	2.0	2.1	2.5	1.7
イタリア	6.3	4.3	2.0	2.0	2.9	1.5
スペイン	4.4	5.4	3.1	3.2	3.6	0.9

出典：アムンディ・リサーチ

- 米国**：2022年には、米国経済は経済活動が徐々に減速し、最初はトレンド付近で留まり、最終的には2023年の潜在力に収束する。活動指標は、Q4の終わりからQ1の初めには顕著な減速を示しているが（部分的にはコロナに関連する）、それは短命であると当社は見る。財政および金融政策からの支えが次第に減少することで、当社が期待する正常化が促進される。インフレは最近の高い率から徐々に鈍化して、年内はほぼ3%を超えたままで維持されるが、一時的な誘因は衰退し、より構造的な誘因がインフレを支えることになるだろう。
- ユーロ圏**：成長のピークは過ぎ去り、オミクロン株といくつかの新しい制限が、2021年の終わりから2022年の初めまでの活動の減速につながり、ソーシャル・ディスタンスの制限の影響を受け、すでにエネルギー価格の上昇と供給の支障から圧力を受けている経済部門の回復を遅らせた。このような要因が続くことを考慮すると、当社はユーロ圏のインフレは最近のピークから鈍化するが、年内はECBの目標を上回るレベルで推移すると見ている。
- 英国**：2021年の消費者主導の回復の後、2022年には成長は徐々に鈍化すると予想される。これはインフレ、金融引締め政策、ブレグジット関連の調整、そして政治的リスクによる逆風が原因だ。しかし、成長はトレンドを上回るレベルで維持される。オミクロン変異株はQ4から2022年にかけて、幾つかの下振れ要素を追加した。今年は弱い足場で始まったが、内需に支えられて成長は続いている。これは、消費が力強い労働市場に支えられ、投資は税額控除に支えられているからだ。インフレは2021年のピークから徐々に低下し、コモディティ価格と供給側の障害は、価格上昇の圧力を徐々に軽減する程度だろう。
- 日本**：チップ不足が緩和され、ソーシャル・ディスタンス規制が解除されたため、内需はQ4に回復した。しかし、新年に入ってからオミクロン株による感染が拡大したため、再び穏やかなソーシャル・ディスタンス規制がかけられ、日本経済の回復の見通しは不透明になった。これは消費の「巻き返し」を更に遅らせるだろう。当社は2022年のGDP成長予測をコンセンサスを下回る2.4%で維持するが、これは2021年の予測1.7%から成長モメンタムが強まっていることを示唆する。インフレは加速するが、Q2には前年比1%近辺でピークに達するだろう。

### 主要金利の見通し

	01-02 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	0.13	0.5/0.75	0.9	1/1.25	1.38
ユーロ圏	-0.5	-0.5	-0.43	-0.5	-0.19
日本	-0.02	-0.1	-0.02	-0.1	-0.01
英国	0.25	0.75	1.16	1.0	1.51

出典：アムンディ・リサーチ

- FRB**：FRBは迅速に行動するしか選択肢はない。労働市場は歴史的な逼迫を示しており、インフレは目標を超えている。FRBはすべきことが山積みだ。そのため、非常に緩和的な金融政策から、迅速にかつ確実に離れることを決意している。優先すべきは賃金の大幅な上昇と粘り強いインフレ・リスクに対処するだ。FRBはインフレの見通しに安心できるまで、金利を引き上げるだろう。このサイクルは非常に異なる。当社は今年4回の利上げと6月か7月にFRBのバランスシートが縮小すると見る。
- ECB**：予想よりもタカ派的であったとは言え、ECBはFRBやBoEよりもはるかにハト派的な姿勢を確認し、2022年中は無制限の量的緩和を継続し、来年の純債務発行の大部分をカバーするようにその規模を調整する。さらに「パンデミック緊急購入計画（PEPP）」を2024年末まで延長することで、柔軟な再投資を通して、追加のサポートを提供する最終手段とする。安定した金利の見通しが確認されている。これは長期的にはECBインフレ予測が目標を下回ることと一致している。しかし、ECBは「銀行の資金調達状況を監視する」とはいえ、TLTROに関する決定は実際には行われていない。
- 日銀**：1月の会議では政策金利は変更されていない。ロイターが1月14日に、BoJは利上げの可能性を検討しているという記事を公表したが、黒田総裁は早期の政策正常化の可能性を強く否定し、2022年には保留することを示唆した。BoJは、最新の見通しで2022年/2023年度のインフレ予測を引き上げ、コアCPIは1%を僅かに超えるレベルまで上昇するとした。当社の見解は、今年のCPI上昇は一時的なもので、主に一度限りのポジティブなベース効果によってけん引されたものだというものだ。これは、BoJが利上げを正当化するには不十分だ。
- イングランド銀行**：BoEは前回の会議で再び（市場の）コンセンサスを驚かせて、予想外の15bpの引き上げを行い、基準金利を25bpとした。投票は8対1で、金融政策委員会内のほぼ全員が合意している。そして、労働市場の改善と高インフレが、パンデミック関連のニュースから受ける不確実性よりも優勢であったことを示した。当社はBoEが2022年末までに75bpまで金利を引き上げ、その後引き上げサイクルを一時停止すると予想する。これは、量的引締め（QT）を柔軟に管理する必要性と一致しており、後者は基本金利1%に達したときに開始する予定だ。

### 金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
イングランド銀行 MPC	2月3日
ECB政策理事会	2月3日
FRBのFOMC	3月16日
日銀 MPM	3月18日

出典：アムンディ・リサーチ



## 新興諸国

### マクロ経済の見通し

2022年1月21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	6.0	3.9	3.4	3.8	5.1	3.5
新興諸国	6.6	4.3	4.3	4.4	6.1	4.5
中国	8.1	4.5	4.9	0.9	1.7	1.9
ブラジル	4.5	0.0	1.6	8.3	8.0	3.8
メキシコ	5.6	1.7	2.2	5.7	5.5	4.1
ロシア	4.5	2.6	2.5	6.7	6.8	5.2
インド	8.4	6.9	5.7	5.1	5.9	6.1
インドネシア	3.2	4.8	5.1	1.6	3.3	3.4
南アフリカ	4.9	2.3	2.5	4.5	5.5	4.6
トルコ	10.5	3.8	4.0	19.4	49.7	19.7

出典：アムンディ・リサーチ

- **中国**：GDPはQ4には予想を上回り、Q3の落ち込みを完全に反転させた。輸出は堅調に拡大を続けているが、内需は弱まった。新型コロナの感染が再開したことは回復経路を複雑にした。「ゼロ・コロナ」政策を維持したことで、政府が旧正月休暇の前にソーシャル・ディスタンス規制を開始したため、Q1の成長に下振れリスクをかけた。当社は2022年通期の成長予測を4.7%から4.5%に下方修正する。最近、食品価格が異常に下落したことで、インフレ率が下振れたことはサプライズだった。
- **インドネシア**：コロナ感染状況は、同地域の他国と比べるとより穏やかであった。インドネシアは徐々に回復の道を歩んでいる。上昇しているとはいえ、インフレはインフレ目標に深刻な脅威をもたらし、BIに利上げを促すことはないだろう。とは言え、FRBの姿勢がシフトしたことが、最近の金融政策会議の声明に反映されたのは初めてだ。政策金利は変更されていないが、BIは流動性政策の正常化を開始し、銀行のルピア法廷準備金を徐々に引き上げることを発表した。FRBの利上げ（3月）を考慮し、当社はBIの最初の利上げ予測を2022年Q2に前倒しした。
- **メキシコ**：2021年2Hに、成長は長引く景気の底入れを経験した（コロナ感染の新しい波、サプライチェーンの支障、インフレと金利の上昇）。回復は今年継続すると当社は予測するが、GDPの成長は2%を下回ると見る。これはコンセンサス予測より低い。設備投資は、AMLOの元での標準以下のビジネス環境で沈黙するだろう。その間、消費者は目標を上回るインフレと金利上昇に直面する。コア・インフレはまだ明らかにインフレ総合指数の目標を上回る加速を示しているため、メキシコ銀行は、まず金利を引き上げ、その後、FRBが今年行う数回の利上げを検討するだろう。
- **ブラジル**：経済の回復は今年の2Hに停止した。インフレの上昇、金利、不確実性という3重の逆風が経済活動を直撃したためだ。このパフォーマンスの低下は2022年も続くと思われる（当社はGDP成長を年率0%と見る）。高インフレ率が低下するまでには時間がかかるため（2022年1Hよりも2Hに）、2桁の政策金利は今年後半にのみ引き下げられるだろう（もし引下げられるならば、BCBは利下げを行う前にインフレ期待がインフレ目標に収束することを確認する必要がある）。10月の選挙に関連する高水準の不確実性は持続し、それが設備投資を損なう可能性がある。選挙については、現時点ではルラ元大統領は敗北する可能性が高い。現政権が可決した歳出の上限や労働市場改革など多くの重要課題についての彼の政策姿勢には疑問が残るからだ。

### 主要金利の見通し

	25-01 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	3.65	3.60	3.65
インド	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
ブラジル	9.15	11.5	11.75	11.00	11.40
ロシア	8.50	9.50	8.35	8.50	7.65

出典：アムンディ・リサーチ

- **PBoC(中国)**：成長の下振れ圧力が高まってきたことに応じて、PBoCは追加の金融緩和策を明示的に示唆した。言動を一致させるため、PBoCは1月14日、7日物レポ金利と1年の中期貸付ファシリティの金利を10bp引き下げた。これは2020年3月以降初めてのことで、1年の優遇貸付金利（LPR）は12月に5bpの引下げられたが、1月20日には再び10bp引下げられた。住宅ローン金利にリンクする5年のLPRは5bp引下げられた。成長率が引続き期待を下回る場合、またはオミクロン株の感染がより多くの地域で確認された場合、さらに5-10bpの引下げが行われると当社は見ている。
- **RBI(インド)**：12月の総合CPIは、期待通りRBIの目標領域の上部（前年比5.6% vs. 6.0%。11月は前年比4.9%）に近づいた。当社はインフレ率が2022年の初頭に上昇する（6%を超える）と見ている。12月には、RBIはハト派的姿勢を維持しているが、国内のオミクロン株の感染波が経済の下振れリスクを高めていることが理由だと主張している。WPIは高い水準（前年比13.6%）で安定しており、コアCPIは前年比6%前後で推移し続けている。当社は改めて政策の転換があり、最初の政策金利の上昇は2022年4月であると予測する。
- **BCB(ブラジル)**：BCBは12月にも新興市場ユニバースで最も急激な利上げを継続した。BCBは政策金利を再び150bp引き上げ9.25%とした。そして同じ規模の引き上げを2月の会議で実施することを事前発表した。これでSELICは2桁代になる。政策委員会は、急上昇しているインフレと中期的なインフレ期待が定着しないことへの対応として、非常に引締め的な領域に金利を押し上げている。しかし、経済は減速し（しばらくの間進行中）、デイスインフレの過程に入っている（インフレは11月にピークに達した）。当社はBCBが3月に、市場の期待を下回る11.5%で最終的に利上げを停止すると見ている。
- **CBR(ロシア)**：12月17日、ロシア中央銀行は政策金利を100bps引き上げて8.5%とした。金利引き上げの主な理由として、持続的な需給圧力と、インフレとインフレ期待がさらに上振れする可能性をあげた。CBRは、将来の会議においても、更なる利上げにはオープンであるという姿勢を示した。家計のインフレ期待は、12月に新たに5年ぶりの高さに達した。インフレ率は12月には前年比8.39%（11月は8.35%）とやや加速したが、目標の4%を大きく上回っている。CBRのタカ派的姿勢は、継続的なインフレ圧力と地政学的な緊張と相まって、2月の会合で再び金利を引き上げる可能性がある。

### 金融政策会議の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
BCB Brazil	2月2日
RBI	2月9日
CBR	2月11日
PBoC	2月21日

出典：アムンディ・リサーチ

マクロ経済および市場予測

マクロ経済予測

(2022年1月21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	5.7	3.4	2.0	4.7	5.0	2.6
日本	1.7	2.0	0.9	-0.4	0.6	0.6
ユーロ圏	5.3	3.8	2.4	2.6	3.3	1.6
ドイツ	2.7	3.5	2.1	3.3	3.2	1.9
フランス	6.7	3.7	2.0	2.1	2.5	1.7
イタリア	6.3	4.3	2.0	2.0	2.9	1.5
スペイン	4.4	5.4	3.1	3.2	3.6	0.9
英国	7.1	4.1	2.1	2.6	5.3	2.4
中国	8.1	4.5	4.9	0.9	1.7	1.9
ブラジル	4.5	0.0	1.6	8.3	8.0	3.8
メキシコ	5.6	1.7	2.2	5.7	5.5	4.1
ロシア	4.5	2.6	2.5	6.7	6.8	5.2
インド	8.4	6.9	5.7	5.1	5.9	6.1
インドネシア	3.2	4.8	5.1	1.6	3.3	3.4
南アフリカ	4.9	2.3	2.5	4.5	5.5	4.6
トルコ	10.5	3.8	4.0	19.4	49.7	19.7
先進諸国	5.0	3.4	2.1	3.0	3.7	2.0
新興諸国	6.6	4.3	4.3	4.4	6.1	4.5
世界	6.0	3.9	3.4	3.8	5.1	3.5

主要金利の見通し

先進諸国

	01/02/2022	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	0.13	0.5/0.75	0.9	1/1.25	1.38
ユーロ圏	-0.5	-0.5	-0.43	-0.5	-0.19
日本	-0.02	-0.1	-0.02	-0.1	-0.01
英国	0.25	0.75	1.16	1.0	1.51

新興諸国

	25/01/2022	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	3.65	3.60	3.65
インド	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
ブラジル	9.15	11.5	11.75	11.00	11.40
ロシア	8.50	9.50	8.35	8.50	7.65

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	01/02/2022	当社予測 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	先渡 12ヶ月先
米国	1.16	1.3/1.5	1.50	1.5/1.7	1.68
ドイツ	-0.50	-0.6/-0.4	-0.40	-0.5/-0.3	-0.31
日本	-0.05	-0.10/0	-0.03	-0.10/0	-0.02
英国	1.03	0.8/1.0	1.21	1/1.2	1.14

10年物 債券利回り

	01/02/2022	当社予測 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	先渡 12ヶ月先
米国	1.75	1.8/2.0	1.91	2/2.2	1.99
ドイツ	-0.01	-0.1/0.1	0.07	-0.1/0.1	0.13
日本	0.18	0.1/0.3	0.23	0.1/0.3	0.28
英国	1.27	1.2/1.4	1.40	1.3/1.5	1.42

通貨の見通し

	26/01/2022	当社予想 Q2 2022	コンセンサス Q2 2022	当社予想 Q4 2022	コンセンサス Q4 2022
EUR/USD	1.12	1.09	1.13	1.14	1.16
USD/JPY	115	114	115	118	115
EUR/GBP	0.83	0.84	0.84	0.82	0.84
EUR/CHF	1.04	1.04	1.07	1.10	1.09
EUR/NOK	10.05	10.16	9.83	9.55	9.70
EUR/SEK	10.47	10.55	9.99	10.25	9.90
USD/CAD	1.27	1.31	1.24	1.23	1.23
AUD/USD	0.71	0.70	0.74	0.76	0.75
NZD/USD	0.67	0.64	0.72	0.68	0.72
USD/CNY	6.32	6.55	6.42	6.40	6.44

出典：アムンディ・リサーチ

## 当社の予測についての免責事項

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

## 方法

### ー シナリオ

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

### ー リスク

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

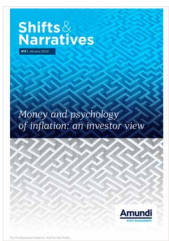
### ASSET CLASS VIEWS



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

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

### SHIFTS & NARRATIVES



#### **Shifts & Narratives #13 - Money and psychology of inflation: an investor view (18-01-2022)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

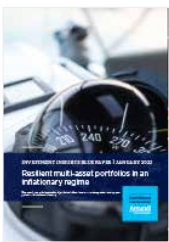
#### **Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

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

### INSIGHTS PAPERS



#### **Resilient multi-asset portfolios in an inflationary regime (13-01-2022)**

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - Monica DEFEND, Global Head of Research - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research - Deputy Head of Global Research - Silvia DI SILVIO, Cross Asset Research Macro Strategist - Global Research - Francesco SANDRINI, Head of Balanced, Income & Real Return

#### **From recovery to resiliency: the promise of EM sustainable bonds (26-11-2021)**

HESENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VYDRINE Maxim, Co-Head of Emerging Markets Corporate and HY

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

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

### WORKING PAPERS



#### **Choice Overload participation and asset Allocation in French savings Plans (27-01-2022)**

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - SZAFARZ Ariane, ULB & New York University (NYU) - POTERBA James, Professor of Economics at the Massachusetts Institute of Technology and the President and Chief Executive Officer of the National Bureau of Economic Research

#### **Portfolio Construction with Climate Risk Measures (03-01-2022)**

Theo Le GUENEDAL, Thierry RONCALLI - Quantitative Research

#### **Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 4. A Step-by-step Practical Guide (9-12-2021)**

RONCALLI Thierry, CHERIEF Amina - Quantitative Research

#### **The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (9-12-2021)**

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

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



**25-26 January FOMC review : giving the all clear for March hike (28-01-2022)**

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

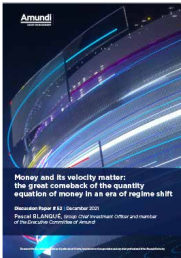
**Kazakhstan: low impact for asset prices, but a wakeup call for geopolitical risk (13-01-2022)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - MAHER Deirdre, Head of Frontier Markets Equity - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst, Global Research

**Private markets: focus on ESG and transformation (22-12-2021)**

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

### 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

**DB plans in their end game in the post-pandemic era (02-12-2021)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

### THEMATIC PAPERS



**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the "new look" of fashion (20-01-2022)**

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°4 The Electronics and ICT sector: designing a new matrix (10-01-2022)**

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

**ESG Thema #6 - Carbon-efficient technologies in the race to Net Zero (20-12-2021)**

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Shagun TALWAR, ESG Analyst

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°3**

**The construction sectors: road work ahead (16-12-2021)**

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

### INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



**A new dawn for Europe? Strategies for investing in European assets (12-11-2021)**

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





## アムンディ・リサーチ・センター



アムンディの出版物についての情報は  
こちらまでお問い合わせください。  
[research-center.amundi.com](http://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 Real Estate  
Strategies Allocation

### 免責事項

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 redisseminated 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 1<sup>st</sup> February 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: #02 - 2022年2月

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

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

### 編集主幹

BLANQUÉ, Pascal、グループ最高投資責任者

### 編集者

DEFEND, Monica、グローバル・リサーチ総括

### グローバル・リサーチ部からの寄稿者

AINOUZ Valentine, 先進国市場戦略リサーチ総括、CFA

BELLAICHE Mickael, 債券および信用リサーチ・ストラテジスト

BERARDI, Alessia 新興市場マクロおよび戦略リサーチ総括

BERTHON Jean Baptiste, ストラテジスト

Sergio BERTONCINI, シニア債券リサーチ・ストラテジスト

BLANCHET, Pierre, 投資インテリジェンス総括

BOROWSKI, Didier, グローバルビューズ総括

CESARINI Federico, 先進市場 FX総括、クロス・アセット・リサーチ・ストラテジスト

### 副編集者

BLANCHET, Pierre, 投資インテリジェンス総括

BOROWSKI, DIDIER, グローバルビューズ総括

DROZDZIK Patryk, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト

GEORGES Delphine, シニア債券リサーチ・ストラテジスト

HERVÉ KARINE, シニア新興市場マクロ・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, I Lorenzo, クロス・アセットリサーチ総括

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

VARTANESYAN Sosi, シニア・ソブリン・アナリスト

### アムンディ・インサイト部からの寄稿者

BERTINO Claudia, アムンディ投資インサイト部総括

CARULLA Poi, アムンディ投資インサイト部

FIOROT Laura, アムンディ投資インサイト部副総括

DHINGRA Ujjwal, アムンディ投資インサイト部

PANELLI Francesca, アムンディ投資インサイト部

### 構想と制作

BERGER Pia, リサーチ部

PONCET Benoit, リサーチ部