

Institute

#06

2022年6月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

テクノロジー株の売りと債券への誘惑

アムンディ・インスティテュート

財政および金融規則の革新だけがユーロ圏を発展させる

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#06 - 2021年6月

目次

グローバルな投資見解

CIOの見解

テクノロジー株の売りと債券への誘惑

p. 3

米国債10年物の利回りは、経済成長への懸念から2.75%近辺まで下がったものの、一時3%の閾値に達した。FRBのより積極的な姿勢に対する価格改定は容赦ないものだった。投資家は、米国と欧州のデフレーションについてはニュートラルな姿勢に移行し、信用については優良企業に焦点を当て、欧州の高リスクなセグメントへの慎重さを維持すべきだと考える。ハード通貨建て新興市場債券は魅力的なバリュエーションを示している。一方で、株式については、当社は欧州よりも米国の回復力を選好する。全体的には、投資家はリスクを増やすことなく十分な分散とヘッジングを維持する必要がある。

アムンディ・インスティテュート

ポリシーミックスに関する「大きな偶然」は終わった。 NATOの拡大は地政学上の分岐点

p. 4

中央銀行はスタグフレーションが迫りくる今、金利を引き上げ流動性を下げる必要があるが、成長を維持するためインフレが多少高くなっても、ある程度無視する姿勢を維持するだろう。

マルチアセット

リスク配分を株式からIG信用に移行すべき

p. 5

経済見通しへの懸念が高まっていることは、株式から優良信用へとリスクを再分配する必要性を強調する。優良信用は最近の価格改定後、より魅力的に見える。

確定利付き証券

確定利付き証券は、選択的に魅力的になってきている

p. 6

流動性が低下する中、経済の先行きはデフレーションに対してニュートラルな姿勢に移行し、高い信用力を選好することを要求している。

株式

過度のバリュエーションと循環リスクに注意

p. 7

当社は業績が悪い成長企業と高価な分野には慎重になっているが、コアな優良株へのバイアスは維持している。

テーマ別グローバルな見解

財政および金融ルールの革新だけがユーロ圏を存続させる

p. 8

危機が進展するにつれて、構造的およびガバナンスの問題がますます重要になる傾向がある。そして、経済政策の目標は財政と金融政策の両面においてますます意欲的になっている。各国政府とECBは非常に困難な状況に陥っている。ECBのためのテイラー・ルールであれ、安定成長協定のルールであれ、「古い規則」は時代遅れだ。とは言え、規則がなければ、金融およびマクロ経済でのボラティリティが上昇する可能性がある。まだ発明されていない「新しいルール」のみが、今の金融および財政政策の新しい問題を解決できるだろう。それを優先事項としてまた協調姿勢を持って、重要な戦略の方向性として定義することは、EU加盟国次第だ。

テーマ別

JPY: 構造的には弱い、循環的には幸運

p. 9

日本円には逆風が吹いており、今後も円安となる基礎的な背景が設定されつつある。しかし、景気後退の環境は循環的な幸運でもある - 成長と金利がピークに達したことは、JPYが最もクリーンな分散要因の一つであることを証明している。さらに、当局は通貨安に対処する意欲を失った可能性がある。

市場のシナリオとリスク

> 中心的 & 代替 シナリオ	p. 12
> 上位のリスク	p. 13
> ウクライナ危機のツリー	p. 14
> 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. 15
> グローバル・サーチ・クリップ	p. 16
> アムンディの各資産クラスへの見解	p. 18

マクロ経済状況

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

CIOの見解



Vincent MORTIER
グループCIO



MATTEO GERMANO
デビュティ・グループCIO

テクノロジー株の売りと債券への誘惑

今年の第2四半期は、テクノロジー株にとって非常に厳しい状況となっており、2000年のITバブルの崩壊を思い起こさせる。FRBのより積極的な姿勢に対する価格改定は容赦ないものだった。実質金利は上昇し（10年物のTIPS金利は2020年以来初めてプラスに転じた）た。名目利回りについては、10年物米国債の利回りは一時3%の閾値に達し、その後経済成長への懸念から2.75%まで下落した。金利は、今では資産配分の組み換えを必要とするかもしれない水準にある。将来の市場の方向性を検知するためにフォローすべき重要なテーマは、次のようなものだ。

1. スタグフレーション・リスク：成長とインフレの関係は世界レベルで進展しているが、主要なテーマは「強い成長と高インフレ」から「低成長と頑固な高インフレ」へと移行している。このため当社の主要シナリオはすでに地域間の乖離を考慮している（欧州のテクニカルな景気後退 vs. 潜在力を下回る米国の成長、しかし2022の景気後退はない）。

2. 中国の経済見通し：3月以降の広範囲にわたる経済活動の減速、上海でのロックダウンが長期化したこと、また制約が他の地域にまで拡大したことで、2022年の中国の成長率は3.5%と当社は予測する。これらは特にQ2の成長に悪影響を及ぼす。しかし、鋭敏な政策からの支援を考慮して、当社はH2には回復を見込んでいる。

3. 中央銀行：中央銀行のインフレとの戦い、そしてもっと重要なことに彼らへの信頼を維持するために、事実上「後手に回る」政策を継続しているが、中央銀行は引き続きコミュニケーションに焦点を置いている。この中でも、ECBは他の中央銀行に比べてより重大な問題に直面している：ロシア・ウクライナ紛争からの影響と金融環境の引締めが加盟国間で均一ではないということだ。ユーロ圏周辺国の債務水準と経済リスクが高いことは、ECBの政策活動の余地に影響を与える可能性がある。

4. 市場と収益成長期待：全体的には、収益期待は楽観的過ぎると当社は見ている。当社の予測は、米国のEPS成長率は自社株買いに支えられて5~9%の範囲（コンセンサスは+9.8%）であり、欧州は収益不況に陥る可能性があるというものだ。

これが意味するのは、現在の弱気な市況環境には終わりが見えないということだ。したがって、全体的にニュートラルなリスク・スタンスを維持しながらも、ある程度の調整が必要であると当社は考える。

・ **クロスアセットの観点から、投資家はリスクを増やすことなく、さらなる投資の分散を計るべきだ。** そのために、当社は株式（特に欧州の株式）にはやや慎重になっている。**米国の投資適格信用にはよりポジティブであるが、** 米国経済の成長期待は回復力がより強く、米株式市場の収益成長率の潜在性が高いと見ているため、米国の株式への相対的な選好を維持している。また、投資の分散とまだ高い地政学リスクへのヘッジという目的で**原油にも前向きだ。**

・ **債券については、当社は短期デュレーションのスタンスを更に削減した**（特に欧州だが米国も）。また**投資家はニュートラルなスタンスに向かうべきである**と考える。最近の動きの後、インフレがリスクを上昇させている一方、他方では地政学および経済的な不確実性が下方の動きを支持するため、名目利回りへのリスクはより対称的になっている。信用については、当社は優良企業に焦点を置き、欧州の高リスク・セグメントにはより慎重になっている。ハード通貨建ての新興市場債券にはポジティブな見解を維持する。バリュエーションが魅力的であることとコモディティ輸出国へのエクスポージャーがあることが理由だ。通貨に関しては、当社は引き続きユーロに対する米ドルに前向きだ。

・ **市場が今後の収益について価格を改定する間、株式についての不確実性は高い**はまだ。地域別には、**当社は引き続き欧州よりも米国を選好する。新興市場についてはニュートラルな姿勢を維持する。** バリュエーションへの選好は維持しているが、**引き続き優良株への傾倒を増やしている。** 新興市場については、当社はアジア地域についてより慎重になっている。インフレ圧力とバリュエーションが高価になっているためだ。しかしブラジル、UAEおよびインドネシアには引き続きポジティブだ。中国に関しては、悪いニュースは既に価格に組み込まれている。経済の回復はより穏やかな規制と共にH2での回復への道を開くだろう。

株式と債券の「大きな価格改定」はまだ終わっていないが、インフレ/成長の見通しがより明確になるのを待つ間、市場では価格改定は一時停止され、引き続き内部でのローテーションが起るだろう。このような不確実な時期には、投資家は引き続きボトムアップの選別に焦点を当てるべきだ。これは最も回復力ある銘柄を見つけるのに役立つ。また価格改定で過度に影響を受けた銘柄によるチャンスも探すべきだ。

全体的なリスク・センチメント



当社はやや慎重なリスク・スタンスを採っておりクロスアセットでの分散を増やしている。株式については引き続き欧州よりも米国を選好する。

前月からの変化

- ▶ デュレーションについてはニュートラルな姿勢に移行しているが、スタンスはやや短期となっている。
- ▶ 米国のIG信用には建設的であるが、高リスクの信用には慎重。
- ▶ 分散投資に原油を検討。

「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Pascal BLANQÉ
アムンディ・インスティテュート会長

中央銀行はスタグフレーションが迫りくる今、金利を引き上げ流動性を下げる必要があるが、成長を維持するためインフレが多少高くなっても、ある程度無視する姿勢をつらぬくだろう

全体像を手短に

ポリシーミックスに関する「大きな偶然」は終わった

ポリシーミックスに関する「大きな偶然」の時代は終わった。財政赤字の削減が迫っている。これは家計の貯蓄の減少と賃金交渉を踏まえた企業収益への大きな圧力を伴う。**財政支出は事実上無制限である（財政的にタダでもらえる物）**という、広く信じられている考えは今後厳しく試されるだろう。金融政策については、我々は非常に安いマネーを目の当たりにしている。中央銀行はスタグフレーションが迫りくる今、金利を引き上げ流動性を下げる必要があるが、成長を維持するためインフレが多少高くなっても、ある程度無視する姿勢を維持するだろう。公けには金融政策に議論の焦点が置かれているが、金融政策の新しい役割を理解するためには、我々は全体的なポリシーミックスを見るべきである。今後は、次の3つのシナリオが考えられる：

- 1. 継続的な財政拡張と金融政策の正常化。**これは難しい問題だ。金融政策の正常化が財政政策の「キラー」である限りにおいて、多額の債務負担は持続可能ではないからだ。さらに、景気後退時に更なる対応をするために、政策者はセーフティネットを検討する必要がある。ここでの主なリスクはタイミングだ：金融当局が蛇口を閉めるタイミングが早過ぎることもあれば、財政当局による介入が遅すぎることもありえる。市場では、このオプションは高リスク資産（特に金利に敏感な株式）の更なる（下方への）価格改定を意味する。
- 2. 中央銀行は新たな財政政策に対処するため、しばらくの間「後手に回る」政策を維持するだろう。**これは成長/インフレ間のトレードオフを最適化し、経済の減速を制御するための最良の方法だ。ここでは、投資家は配当株と不動産を通してインフレに対処することに目を向けるべきだ。
- 3. 財政拡張と中央銀行が完全に緩和的であることは、全てのインフレ懸念をほとんどの人が直面したことのないレベルまで根絶した。**これは70年代型の体制であると考えべきだ。つまり高インフレ、名目成長、名目金利への市場主導による修正、すべてのリスク・プレミアムの調整、そしてバリュエーションが均衡状態にあるという体制だ。投資家は現金と不動産以外に、隠れる場所はない。

世論は主に1番目のオプションに焦点をおいているが、当社は2番目か3番目の可能性が高いと見ている。**財政支出は重要な公共財（エネルギー転換、社会と戦略的自治）を対象とするべきであり、中央銀行はこれらの優先事項に便宜を計るべきだ。**これは特に欧州に当てはまる。欧州の金融政策当局は信頼できる予算規則の欠如を埋める必要がある。最悪のシナリオは本格的なスタグフレーションだ。財政政策側で何も対処しない場合、機械的にポリシーミックスでの引き締めが行われ、過去数年間のトレンドが逆転するだろう。

Didier BOROWSKI
アムンディ・インスティテュート
グローバル・ビュース・ヘッド

NATOの拡大は地政学的秩序の分岐点

フィンランドとスウェーデンがNATOに加盟する意向を発表し、数十年にわたる中立/非同盟戦略の歴史の膜を閉じた。これは同地域の地政学的秩序に大きな影響を及ぼす非常に重大な構造的な転換だ。両国ともに、ロシアによるウクライナ侵攻が、彼らの主権を脅かす可能性があること直ちに結論づけた。しかし、スウェーデンとフィンランドはNATOへの加盟は防衛のためであり、主に安全保障を強化するためであることを慎重に指摘している。スウェーデンが今回の申請に2つの条件をつけたことはそれを裏付ける：同国にNATOの基地は置かず、同国の領土に核兵器も設置しないというものだ。

両国の加盟は、NATOにとって戦略的な利益がある。スウェーデンのハイテク機器はバルト海域全体での情報収集を可能にする。フィンランドには90万人の予備兵があり、NATOに重要な防衛力を提供することができる。加盟プロセス（1年かかる可能性がある）の間に、両国が侵攻された場合、両国は加盟国による相互支援を受けられることを既定するNATO条約第5条による保護を受けられない。だから加盟プロセス中に両国が攻撃された場合、米国と英国は両国を支援すると、すでに表明している。

トルコのエルドアン大統領は、両国の加盟に反対すると脅かしている。おそらくは彼がこの拒否権を何らかの利益のために活用したいと考えているからだ。エルドアン大統領はおそらく、トルコが米国の軍事装備を獲得することを確実にしたいと望んでいるだろう。彼はさらに、フィンランドとスウェーデンが領土内に置いている、クルド労働党（PKK）反政府勢力への支援を止めよう求めている。

ロシアは両国のNATO加盟申請を「重大な過ち」として、「大規模な影響を及ぼす」と警告している。ロシアは、フィンランドへの天然ガスの供給を削減したが、NATOに立ち向かう手段も願望もない。しかし、報復措置は多様な形態をとるだろう（サイバー攻撃、空域違反などの脅迫など）。

当社の見解：ウクライナへの侵攻はスウェーデンとフィンランドの中期的な成長見通しに影響を及ぼした（不確実性ショック）。彼らがNATOに加盟することは、両国の経済関係者の信頼を回復し、外国投資家による投資を促進するのに役立つだろう。さらに、加盟申請プロセスは、欧州防衛を強化する必要性への塾考を加速するだろう。

マルチアセット

リスク配分を株式からIG信用に移行すべき



Francesco SANDRINI
マルチアセット戦略ヘッド



John O'TOOLE
マルチアセット投資ソ
リューション・ヘッド

地政学的緊張、金融引き締め (QT)、中国の新型コロナウイルス関連の規制に加えて、インフレ懸念の高まりは、主に2つのリスクを生み出している。一つは、QTにより流動性が枯渇することに関連し、もう一つは企業の利益が圧迫されることだ。これは、現在の市場では価格に組込まれていない収益不況のリスクを無視するべきではないことを示唆している。しかし、特に米国では、消費はまだ堅調で、労働市場も逼迫しており、企業のバランスシートは健全である。

したがって、投資家は特に米国のIG信用を追加するなど、米国の相対的な回復力へ投資することを考慮すべきであり、特に欧州の循環的な株式にはより慎重になるべきだ。分散の目的上、当社は引き続きコモディティにはポジティブな姿勢を維持し、今では原油にもポジティブだ。経済の減速で需要が鈍化しているにも関わらず、原油の供給が逼迫していることは強気相場を支えるだろう。

当社が強く確信しているアイデア

当社は先進市場の株式にはディフェンシブな姿勢を維持している。欧州には慎重であり、欧州株式に対して米国の株式を相対的に選好している。これは、現在の景気循環の減速段階でのエクスポージャーを減らし、ロシア・ウクライナ戦争の影響に最も晒されている地域を避けたいという願望を反映している。新興市場の株式についてはニュートラルな姿勢を維持するが、中国の新型コロナ政策の規制が経済成長に与える影響は認識しているため、中国については引き続き警戒している。

デレーションについては、当社は米国においてやや慎重な姿勢を維持するが、世界的には、国別に、また満期別に好機を模索している。欧州においては、当社は10年満期についてはドイツに対してイタリアを相対的に選好するが、ドイツに対するフランスへのポジティブな姿勢は手仕舞いした。選挙の後、政治的リスク・プレミアムが消滅したため。英国では、経済見通しが悪化しているため、BoEがややハト派的傾向を示しているため2~10年物のイールドカーブはスティープ化していると当社は考えている。2年物の利回りは現在積極的な引き締めを価格に組込んでいるが、これは下落する可能性もある。10年物の利回りはQTを背景に上昇するだろう。

当社は英国に対するオーストラリア10年物へのポジティブなバイアスを撤廃した。オーストラリア準備銀行 (RBA) がインフレ圧力からサプライズ利上げを行ったためだ。これはBoEのハト派的トーンと比較すると、RBAはよりタカ派的姿勢をとることを示唆する。

当社は先月EMBIについて建設的になったが、**米国IGへのポジティブな姿勢を加えることで、信用と新興市場の債券への選好をさらに高めた。**これは米国の堅固なマクロ経済状況、ポジティブな企業のファンダメンタルズ (健全なバランスシート、流動性とカバレッジ比率の高さ)、短期的な債務の借換えリスクが低いこと、そしてレバレッジが安定していることに基づいている。最近スプレッドが拡大した後、バリュエーションがより魅力的になったように見える。高リスク資産に対する市場心理はまだ慎重であるが、(スプレッドが) 拡大した場合、米国のIGは最も回復力が高いと当社は見る。

経済とインフレのパターンに相違があるため、金融政策による行動は魅力的なテーマを提供する。そのため当社は通貨の分野でも引き続き好機を探している。特に、EURに対するJPYとUSDには引き続き慎重になっている。現在のインフレ圧力と考慮すると、EURのバリュエーションはUSDと比較するとそれほど魅力的ではない。当社はCHF/EURにはポジティブな見解を、またUSD vs. CADへのバイアスを維持する。CADは循環的な通貨であるため、成長が減速するとダメージを受ける可能性がある。当社はUSD vs. NZDには建設的ではなく、NZDが下落したため、テクニカルな反発の余地があるからだ。新興市場の通貨については、BRLがアウトパフォーマンスする可能性があるとする。

リスクとヘッジング

スタグフレーション・リスクが上昇し、地政学的緊張がまだ存在することは、投資家がヘッジを維持または増やすべきであることを示唆する。したがって、投資家は信用への保護を維持し、全体的な保護を強化するために費用対効果が高いオプションを探して米国株式へのヘッジを調整するべきだと考える。

経済見通しへの懸念が高まっていることは、株式から優良信用へとリスクを再分配する必要性を強調する。優良信用は最近の価格改定後、より魅力的に見える

アムンディ クロス・アセットの確信								
	1ヶ月の変化	---	--	-	0	+	++	+++
株式	↘			■				
信用&EM債券	↗						■	
デレーション				■				
原油	↗					■		
金					■			

出典：当社予想。上記の表は、3~6ヶ月間のクロス・アセット資産評価を示している。これらは当社における直近のグローバル投資委員会で表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見通し、見通しの変化、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、HY=ハイイールド、CBs=中央銀行、BTP=イタリア国債、EMBI=EM債券指標、QT=量的引締め

確定利付き証券

確定利付き証券は、選択的に魅力的になってきている



Amaury D'ORSAY
確定利付資産部ヘッド



YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル・ヘッド



KENNETH J. TAUBES
米国投資運用部C/O

流動性が低下する中、経済の先行きはデレーションに対して中立的な姿勢に移行し、高い信用力を選択することを要求している

インフレと経済成長の見通しは、いまだ債券投資家にとって重要なテーマである。中央銀行はインフレを抑えるための行動を始めた。FRBはそれを実現することを約束しているが、ハードランディングを防ぐために、まだデータに依存している。ECBの仕事はもっと難しいものとなっている。欧州は継続する戦争からエネルギー価格の高騰や追加の制裁リスクという形で直接影響を受けており、これらはインフレをさらに悪化させる可能性がある。国債の大きな価格改定の後、当社は中立性への動きの中で、デレーションへのスタンスを増やしている。またリスクの高い信用分野には引き続き慎重になっている。

世界および欧州の確定利付き証券

当社は引き続き中立性への動きの中でデレーションを調整しているが、各地域で異なる見解を保持する。特にECBは、欧州の景気後退のリスクが高いため、FRBと比べるとそれほど強い引き締めを行わないと見ている。その結果、当社は英国とユーロ圏のデレーションについては以前ほど慎重ではない。米国に関しては短期デレーションを維持するが、欧州に関してはやや短期から中立のスタンスを維持する。分散投資という目的では、中国と選択的な新興市場の債券のデレーションにはポジティブな見解を維持する。当社は引き続き世界的に利回りのチャンスに投資している。特にユーロ、カナダ、オーストラリアの利回りを選択する。企業信用についての主な議論は、収益、高い金利、インフレに関するリスクが価格に適切に反映されているかどうかだ。これらの要素がすべてのセグメントで反映されているとは思えないため、当社は信用のリスク・スタンスを削減し、コーポレート・ハイブリッド証券など信用市場の高リスク分野にはより慎重になっている。そして高格付けの信用と短期から中期の満期を選択する。地政学的には、ユーロのIG信用よりも米国の信用について建設的だ。これは米国のファンダメンタルズの方が良好だからだ。

米国の確定利付証券

特に短期利回りについて市場が価格に織り込んでいる引締め量と、地政学のおよび経済的不確実性を考慮すると、市場のボラティリティがまだ高いため戦術的なアプローチを維持しながらも、デレーションについては中立に戻ることに賢明であると当社は考える。企業のファンダメンタルズは好調であるため、信用は好機を提供する。ここでは選択的になっているが、当社は産業・工業銘柄よりも金融銘柄を 선호する。また、新規発行債には大幅なコンセッションが提供されるため、当社は積極的に追跡しているが、ここでも特異でボトムアップの機会を探している。当社は戦術的に信用の配分を調整すべきだと考えるが、投資家はより流動的なデリバティブを通してヘッジを使うことができる。より変動しやすい環境では、信用市場の流動性が低くなるからだ。当社は証券化された資産で価値を追及している。堅実な収入と貯蓄を踏まえると「消費者」は堅調であるからだ。政府系MBSでも価値を追及している。経済成長についての懸念を考えると、これらは他の信用分野よりも好調なパフォーマンスをみせる可能性が高い。

EM (新興市場) の債券

EM債券全体には、当社は慎重な姿勢を維持している。デレーションは短い傾向を維持するが、以前ほどディフェンシブではない。また、ハード通貨建ての債券を 선호する。そして、選択的アプローチをすれば、IG債よりもHY債のバリュエーションの方が魅力的だと考える。コモディティ価格が高騰していることはコモディティ輸出国を支えるが、この点に関しては中南米諸国は回復力があることが証明されている。これらの国は経済的にも地理的にも、今も継続するウクライナ戦争から離れている。

FX

当社はUSDには前向きであり、EUR、JPY、CNYには慎重だ。新興市場では、中南米諸国の選択されたFX (NXN、CLP) に前向きだ。しかしHUFなど欧州の通貨には慎重だ。

バークレイズ・グローバル総合インデックス利回り



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 25 May 2022

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、OT=量的引締め

株式

過度のバリュエーションと循環リスクに注意



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

当社は業績が悪い成長企業と高価な分野には慎重になっているが、コアな優良株へのバイアスは維持している

全体的な評価

高インフレ、ウクライナでの紛争の継続、経済のモメンタムの鈍化、そして中国でのロックダウンが市場でのボラティリティを高めている。これはインフレと金利が上昇するという予測の中、予想株価収益倍率が昨年のレベルから低下した時に起っている。

全体的には、市場でも高価な分野には引き続き圧力がかかるため、バリュエーションに焦点を当てるのが鍵となる。回復力ある銘柄を探すには、循環性が低いバリュー株と優良株の分野を見るべきだ。全体的な当社のアプローチは選別であり、近い将来以降も収益が持続するかどうかには焦点を当てている。地域別では、先進市場では米国への選好を維持している。

欧州の株式

欧州市場の挑戦は続いている。高インフレと成長の鈍化が企業の収益に圧力をかける一方で、金利の上昇は株価収益率に圧力をかける。現在のバリュエーションは完全な不況を価格に組み込んでいないと当社は考えているが、これがユーロ圏にとってはリスクとなる。

このような環境では、予想できる経済効果は広範にわたり、バリュエーションのばらつきも多いため、優良銘柄、それほど循環的ではないバリュー銘柄、およびディフェンシブ銘柄が適切な選択肢であると考えている。その結果、当社はバーベル・アプローチを維持している。一方で、医療および生活必需品分野でのディフェンシブな銘柄を選好し（これらへのバイアスを増やした）、もう一方では、選択的に原材料および産業セクターでの優良な循環銘柄を探している。そうする上で、当社は経済的な逆風に注意を払い、中断のないビジネス・モデルに焦点を置いている。また、ITおよび公共事業のセクターには慎重さを維持している。

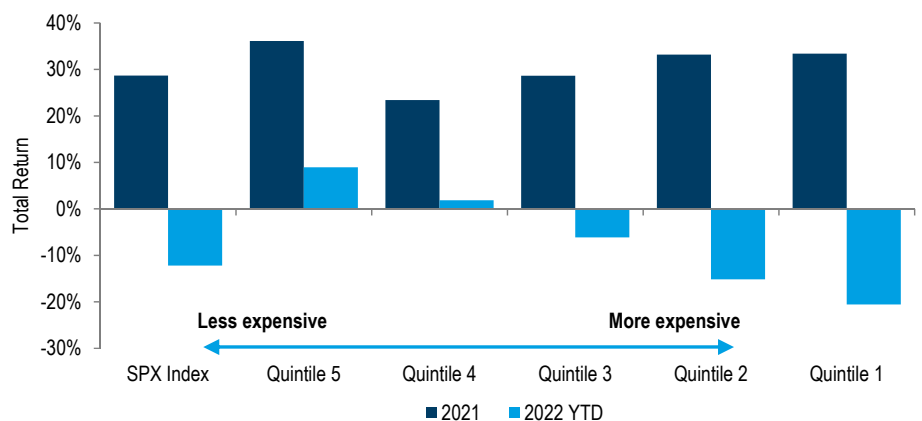
米国の株式

最近の経済成長のデータが脆弱であるにもかかわらず、景気後退は当社の基本ケースに入っていない。労働市場と消費者のバランスシートはまだ健全だ。金利上昇の環境では、株価収益倍率には引続き圧力がかかる。したがって、当社は優良株と非循環的なバリュー株への傾倒を維持し、市場の高モメンタム/成長セグメントには慎重になっている。特に大型株には慎重であり非常に選択的となっており、経営効率が高く、自社株買いや配当金で株主に現金を還元でき、収益成長を維持できる企業へのバイアスを維持している。エネルギーと原材料セクターで好機を探しているが、自己資本利益率が高い銀行株と厳選された消費財銘柄も選好している。また、経済再開は個人消費を促すが、当社は労働市場と企業のコスト上昇、それらが利益と生産にどのような影響を与えるかを監視している。興味深いのは、最近の市場調整の後、いくつかのテクノロジー銘柄が魅力的になったことだ。しかし、当社はボトムアップのアプローチを維持し、収益の質を基に各銘柄を評価している。その一方で、大型株をアンダーウェイトしており、不採算のグロース銘柄や低迷しているバリュー銘柄を避けている。

EM (新興市場) の株式

市場の不確実性が高いにもかかわらず、EMのバリュエーションは確実に魅力的となっており、魅力的な運用益の可能性を示しているが、大きな格差がある。したがって、当社はコモディティ輸出国（ブラジル、UAE）と内需が強い国（インドネシア）を選好する。アジア地域については、バリュエーションがより高価になったことと、インフレ圧力が再び見られることから、慎重になっている。

米株式のバリエーション主導の価格改定：PEの五分位値で示したS&P 500銘柄のリターン



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 25 May 2022

テーマ別
グローバルな見解Didier BOROWSKI
グローバル・ビュース・ヘッド財政および金融規則の革新だけがユーロ圏を
発展させる

危機が進展するにつれて、構造的およびガバナンスの問題がますます重要になる傾向がある。そして、経済政策の目標は財政と金融政策の両面においてますます意欲的になっている。各国政府とECBは非常に困難な状況に陥っている。ECBのためのテイラー・ルールであれ、安定成長協定のルールであれ、「古い規則」は時代遅れだ。とは言え、規則がなければ、金融およびマクロ経済でのボラティリティが上昇する可能性がある。まだ発明されていない「新しい規則」のみが、今の金融および財政政策の新しい問題を解決できるだろう。それを優先事項として、また協調姿勢を持って、重要な戦略の方向性として定義することは、EU加盟国次第だ。

構造とガバナンスの問題は、ある危機から次の危機へと移行するたびに、ますます顕著になってきている。ユーロ圏で最も厄介な問題の一つは財政政策である。これは未だに欧州建設のアキレス腱だ。ユーロ圏は不完全な通貨同盟であり、単一の金融政策と各国の独立した財政政策が非効率的に組み合わせられ、それが多くの場合、協調性がないまま放置されている。そして、まさに危機が起きた時、この制度の枠組みがいかに非効率的であるかを我々は認識するのだ。

一方で、公共政策の方針はますます意欲的になっている。我々は政府がエネルギー転換政策へ資金を提供し、インフラ投資をし、教育や医療を提供し、景気後退時には景気を安定させる役割を期待している。そして、中央銀行には物価と金融システムの安定を保証するだけでなく、エネルギー転換政策に貢献しながらも、金融の断片化を抑えることを期待している。

これは丸を角ばったものにするに等しい。余りにも少ない手段に対して、余りにも多くの絡み合った目標があり、ますます厳しくなる制約（物価安定と債務の持続性）が政府にも中央銀行にも課されている。外因性の供給サイドのショックと「不確実性ショック」の組み合わせは、ユーロ圏経済の見通しを不透明にする。さらに、ユーロ圏は史上初めてスタグフレーションによる圧力に対処しなければならない。

金融政策については、数十年の間に事前に設定された規則についてのコンセンサスが誕生している。テイラー・ルールは徐々に定着したが、今では不適切または不十分に見える。供給サイドのショックから生じたインフレ圧力が、賃金や一般物価水準に波及することを想定しない限り、このようなインフレを抑えるために（積極的に）金利を引き上げることに意味はない。

財政政策については、安定成長協定の規則は時代遅れだ。債務（GDPの60%）と財政赤字（GDPの3%）について、各国に単一の比率を課すことにはほとんど意味がない。このような規則は、過去には景気動向に連動したことがわかっている。そして、制裁は機能しなかった。

それでも、これは純粹に各国の裁量に任せられた行動が、最適な公共政策を生み出すという意味ではない。規則の欠如は、金融およびマクロ経済にボラティリティを引き起こす可能性がある。市場の期待を抑えることは不可欠だ。しかし、どのようにするのか？ 金融政策の正常化は、財政政策との協調されたアプローチによってのみ可能となる（ショックを吸

収するため）。財政政策規則と金融政策規則を厳密に分離することはできない。新型コロナ危機の最中には、経済がデフレーション状態であったため、ECBは金融政策を緩和することができたが、これは「幸運な」暗黙の調整期間であった。これにより借入れコストが下がったため、財政政策はショックを吸収できるようになったのだ。このような調整をより明確に行うにはどうすればよいかを検証することは今や不可欠だ。

手っ取り早い解決法はないが、幾つかの経路を検討する価値はある。もちろん、ECBの独立性は侵すことはできないが、ECBの任務を再解釈することを妨げるものはない。第一に、「強化された」テイラー・ルールに従う際に、「インフレ・ショックの原因（つまり供給サイドか需要サイドか）をより明確に検討することだ。第二に、これはより重要なのだが、ECBはその債券購入プログラムを政策金利と切り離すことに同意するべきだということだ。

そうすることで、安定成長協定はまず再解釈される必要がある。初期段階では、EU諸国は幾つかの重要な（現存する）目標に同意し、集合的にそれらを達成しないことの方が、欧州レベルで債務を調達することよりも、失うものが大きいことに同意することだ。国の債務の持続可能性を保証するのに必要な取組みを確定するためには、プライマリー・バランス、債務負担、初期の債務レベル、GDPに対する政府の支出比率などを検討することが不可欠だ。これが意味するのは、各国特有の規則を作る方が、赤字に基づいた単一の規則よりも、最終的には適切である（そしてより拘束力がある）ということだ。また、各国のレベルで複数年の支出計画も必要だ。この計画では、各国政府が設備投資を保護しながらも、毎年の経常支出の伸びを実質GDP成長率よりも低く抑えることを約束するというものだ。そして焦点を当てるのは、政府がコントロールし明確に測定できる総計であるべきだ。各国政府とECBは、実用的で協調性がある革新的なアプローチを通してのみ、これらの課題に対処できるだろう。

2022年5月20日作成

ECBは債券購入プログラムを、政策金利と切り離すことに同意するべきだ

テーマ別の見解



Federico CESARINI
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



CLAIRE HUANG
シニア新興市場マクロ・ストラテジスト

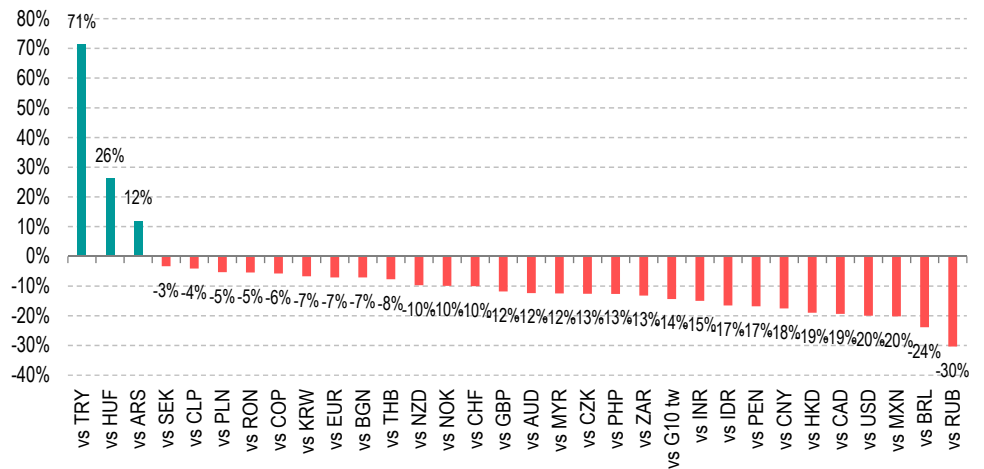
JPY: 構造的には弱い、循環的には幸運

日本円には逆風が吹いており、今後も円安となる基礎的な背景が設定されつつある。しかし、景気後退の環境は循環的な幸運でもある - 成長と金利がピークに達したことは、JPYが最もクリーンな分散要因の一つであることを証明している。さらに、当局は通貨安に対処する意欲を失った可能性がある。

先進市場で新型コロナ感染が発生してから2年、JPYは世界中で明らかな敗者の一つとなっている。米国に新政権が発足する直前の2020年12月、日本円はTRY、HUF、そしてARSを除く、全ての主要貿易相手国の通貨に対して下落した。

この動きは、USD、RUB、BRL、MXNに対して極端（JPYは-20%から-30%下落した）であり、強力で広範に及んでいたが、さらにこのトレンドは循環的理由およびファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）でも裏付けされていた。

1/JPYはほぼ全ての貿易相手国の通貨に対して下落している



Source: Bloomberg, Amundi Institute. Data as of May 18 2022

この時点では、コモディティや原材料が世界的に大幅に上昇していたため、日本の当局は通貨安に対する正の外部性が具体化しているのか、それともFX市場で介入する時か来たのかを疑問視し始めていた。¹

本書の目的は、円安を支える条件は、まだ存在しているかどうかを評価することである。本書ではJPYの詳細なファンダメンタルズ（弱く、

パンデミック前のレベルからは程遠い）にまで言及し、世界の景気循環についての当社独自の予測（および通貨への影響）を活用し、円安が日本の国内経済に与える影響を評価し、最終的には、アジア域内の競争が、今後JPYが更に下落することを妨げる可能性がある理由を説明する。

日本円のファンダメンタルズへの逆風は強い...

新型コロナ、中央銀行の行動、それらに対する各国政府による介入は、世界レベルで大きな歪みを生み出した。しかし、日本は先進市場の中でもファンダメンタルズが最も弱体化した国の一つであり、このことが通貨を弱くさせる構造的なサポートを生み出している。

ほとんどの貿易相手国は、パンデミック前のパターンを回復したが、日本はそれに遅れをとっており、需給ギャップは深くそれは2024年まで埋まらないと予測される。パンデミック後の回復も、米国やユーロ圏と同様の勢いはない。慢性的な需要不足に加えて、日本経済はパン

デミック前に、2019年10月の消費税増税から既に一度打撃を受けていた。消費者物価はつい最近まで抑えられたままだった。

このような状況の中でも、日銀はコスト・プッシュによるインフレ上昇は持続可能ではないと繰り返し述べている。日銀が超緩和的な金融政策を維持し、無制限の量の日本国債を購入することを約束することで、自らのイールドカーブ・コントロール（YCC）目標範囲を擁護したため、日本国債はキャリー戦略のための資金調達のための最も魅力的なソリューションとなった。²

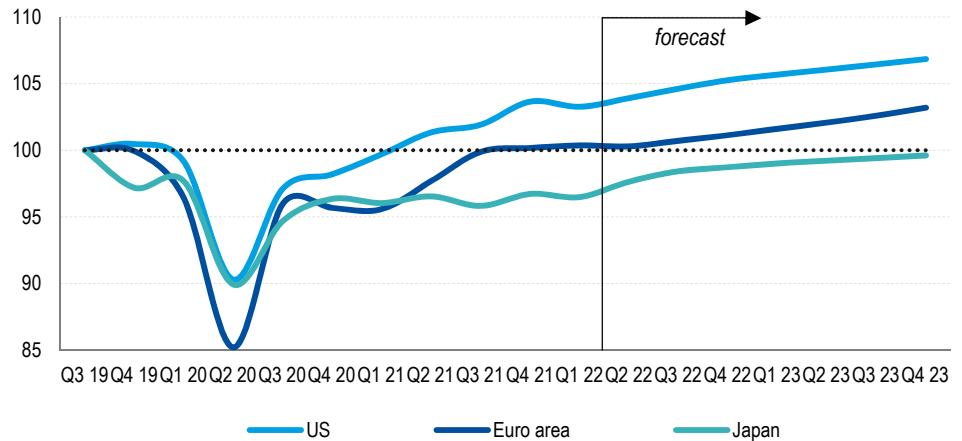
¹ 東京の官邸で日経のインタビューに応じて、岸田首相は「為替相場の急激な変動は、誰にとっても望ましくない」と述べた。「円安が進む中、コモディティ価格が高騰していることは、人々の生活や企業の経営に影響を与えている」。

² キャリー戦略とは、金利が最も高い国の債券を買い持ちし、金利が最も低い国の債券（過去2年間では日本の債券）を売り持ちすることで、ポジションの資金を得る（つまりこの戦略の資金を調達する）ことだ。現時点では、当社は今後数か月で構造的な変化があるとは思わない。

構造的な弱さが理由だ。ほとんどの貿易相手国は、パンデミック前のパターンを回復したが、日本はそれに遅れをとっており、需給ギャップは深くそれは2024年まで埋まらないと予測される

テーマ別の見解

2/日本の需給ギャップ—他地域との比較



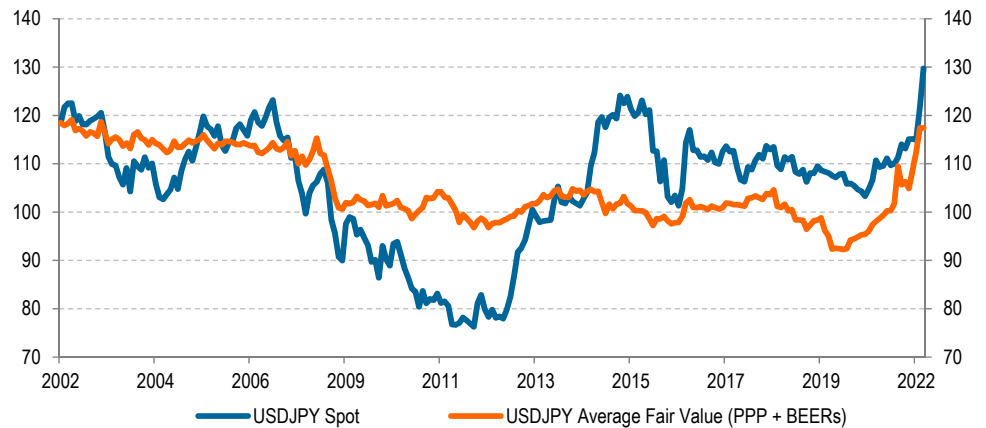
Source: CEIC, Amundi Institute. Data as of May 2022.

さらに、日本はコモディティ輸入国であるため、特に世界的なサプライチェーン・ショックとコモディティ価格の上昇に敏感である。貿易の分野での打撃は前例のないものであった。2021年初めから2022年4月までに、日本の輸入価格は64%上昇したが、これは輸出価格の上昇(25%)をはるかに上回るものだった。世界の他地域と比べてインフレが比較的低いにも関わらず(つまり PPPの観点からは日

本円はますます魅力的になっているにも関わらず)、USD/JPYの公正価格は過去2年間で崩壊した。当社独自の計算によると、³USD/JPYの公正価格は一貫してスポット価格と同様の動きをみせたため、これは通貨安へのファンダメンタルな背景を提供した。この観点から見れば、日本円がすぐにかつてのレベルに戻ることは難しいだろう。

3/USD/JPY vs 平均公正価格。ファンダメンタルズは脆弱なままだ

世界的な景気循環が不況期に入った場合、JPYは最もクリーンな分散要因の一つとなる



Source: Bloomberg, Eikon. Based on Amundi Institute calculation. Data as of April 29, 2022.

...しかし、景気後退環境は、循環的には幸運でもある

JPYが関わるすべての活動がファンダメンタルズに基づいているわけではない。世界的な経済回復が進み、世界の利回りが日本の利回りを上回っているため、日本円の弱さは単純に悪化しているが、これは歴史的なパターンと一致している。言うまでもなく、経済の回復は成熟期に入り、ここ数か月でスタグフレーションの可能性がかなり高くなっている。世界的な景気循環が不況期に入った場合、長期金利はそれに反応し、短期的な金融政策

の決定とは切り離されることになる。その時 - そしてFRBのタカ派的姿勢がピークに達するまで⁴ - JPYは最もクリーンな分散要因の一つとなり、最近の損失の一部を取り戻せるだろう。下記に、G10のFXの年間リターンについての当社のシミュレーションを提示している。これは米国の金利(当社のグローバルなプロキシ)が成長に基づいて上昇または低下した時のリターンを示している。

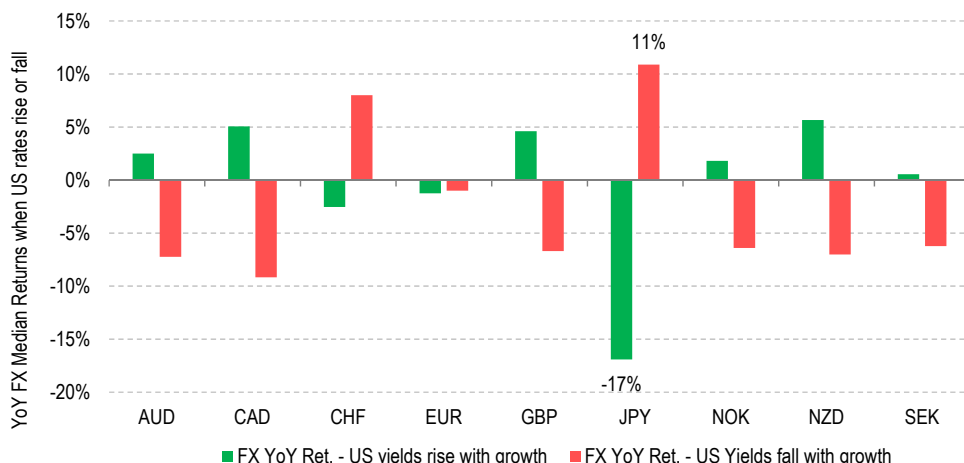
³ 当社の公正価格モデルには、次が含まれる: PPP、成長と生産性の差異を利用する3つのBEERモデル、金利差、交易条件、そして財政支出である。しかし、PPPについては (USD/JPYはパンデミック前よりも安くなっているが) JPYの公正価格は過去2年間で大幅に弱体化している。

⁴ FRBの姿勢がハト派的にUターンすることは、USDを売り持ちに転換するための前提条件だ。この動きの恩恵を受けるのはJPYだけではない。

テーマ別の見解

為替相場と国際収支を
関連付ける「J」カーブは、
日本ではアベノミクス以
降見られなくなっている

4/ 異なる米国金利体制に対するG10 FXの年率パターン



Source: Bloomberg, based on Amundi Institute calculation. Data as of April 29, 2022.

政策者が通貨安に対応する意欲を失う

通常、通貨安は外需を押し上げる（輸出品が外国人にとって安価になるため）ものだが、経験的証拠を見れば、日本はもはやその受益者とはいえないことを示唆する。為替相場と国際収支を関連付ける「J」カーブは、日本ではアベノミクス以降見られなくなっている。その理由は、日本は今では付加価値が高い製品（価格では市場シェアを獲得できない）を生産しているため、安価な製品の生産は他のアジア諸国が担っているからだ。通貨安の恩恵を受ける実際の活動は、所得効果のみに依存する。しかし、生産コストが世界的に上昇している時期には、成長による純効果は、控え目に言っても疑わしい。

とは言え、日本政府は地政学的関心と円安からの経済的恩恵（もしあれば）との間の微妙なバランスを維持する必要がある。この点に関しては、メカニカル要因 vs. 競争的要因を区別する必要がある。幾つかの通貨（例えば、CNYとSGD）には、ベッグ制の中でJPYと連動する

メカニズムがある。これらの国々は、JPYがさらに下落すれば、USDに対して自らの通貨を下落させる必要がある。一方で、韓国や台湾は彼らの為替レートを下げる競争上のインセンティブがある。そうすることで、日本が同じ製品でほとんどの外需を獲得できないようにすることができる。

要約すると、2021年には構造的および循環的な力が円安をサポートしていたが、その体制は2022年以降は転換すると見られる。ファンダメンタルズはまだ円安を正当化している。また日銀がハト派的姿勢を変えるという差し迫ったリスクも見えない。しかし、循環的な力と競争による挑戦を見れば、大きな変動はすでに終わったことを示唆する。したがって、現在の水準から更に円安になる可能性は限定的であり、今後12ヶ月に最近の損失の一部は反転されると会社は見ている。





2022年5月27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の確率を先月から変更していないが、地政学的状況の進展(ウクライナ危機ツリーを参照)を反映させるため、説明を修正している。中国での新型コロナの新しい波とユーロ圏でのスタグネーションが短期的には成長への不確実性を追加している。

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低迷	厳しい道のり、地域による分離	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。  新型コロナの復活が、世界的に新たな移動制限とサプライチェーンの混乱させる支障を引き起こす。  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。  幾つかの新興国のデフォルトと先進市場での公的債務の持続可能性。  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市場心理に打撃を与え、コモディティとエネルギー価格を一時的に上昇させる。  新型コロナはエンデミックとなったがランダムな伝染波を伴う(中国)。世界的には活動は持ちこたえているが、サプライチェーンの支障は続く。  成長には多くの相違が見られる <ul style="list-style-type: none"> • 世界の成長は徐々に2022年のトレンドレベルまで下がり、2023年には下振れリスクが発生する。 • 中国のQ2のGDPが縮小したため、2022年H1には景気の穏やかな減速局面がある。 • 欧州と英国では、スタグネーションまたはテクニカルな/短期的な不況が起る • 米国経済は抵抗力があるが、減速すると予想する：2023年は標準以下の成長となる。  インフレ総合指数はピークに達するが、高止まりする。コモディティ価格の高騰、供給サイドの支障、賃金の上昇による圧力が、一部の地域(例えば、ユーロ圏)でコアインフレを押し上げる。  金融政策の非同期性： <ul style="list-style-type: none"> • FRBはテーパリングからQTへと迅速に移行しており、利上げサイクル(H1)は急上昇するが、FRBはH2にはペースを減速する。 • BoEの利上げサイクルは緩やかだ。 • ECBはQEを終了し、2022年には3回の利上げをするが、実際の金融引締め余地はない。 • PBoCは緩和的なバイアス。 債券の利回りは上昇するが、より長期間低く維持される。  財政政策：エネルギー価格の短期的な影響を和らげるため(特に欧州での絞った措置を通して)。  気候変動がコモディティのサイクルを混乱させ、スタグフレーションの傾向を強める。 	<ul style="list-style-type: none">  ウクライナ戦争が終結し、制裁は徐々に撤廃される。エネルギーとコモディティ価格が低下しインフレは急速に後退する。  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。  インフレはコントロールされており、中央銀行は徐々に正常化する。  名目および実質金利の上昇。投資の増加と貯蓄の低下が原因。  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。  気候変動政策とエネルギー転換が最優先事項となる。
市場への影響	市場への影響	市場への影響
<ul style="list-style-type: none"> - 現金、米ドル、米国債を 선호する。 - 最小ボラティリティ戦略を実行する - 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
 成長とインフレ期待
 金融および財政政策

 復興計画または金融環境
 民間および公的発行体の支払能力

 経済または金融体制
 社会的または気候関連のトピック

上位のリスク

月次アップデート

当社は金融・財政リスクを20%から30%に引き上げた。経済のファンダメンタルズが悪化しているからだ。ウクライナでの戦争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。

リスクはヘッジ戦略の検出を容易にするため、クラスター化されているが、それらは明らかにリンクしている。

経済的リスク 30%

- 世界的な不況(石油とガス・ショックによる)、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ィ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 30%

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

(地政学的) 政治リスク 30%

- ウクライナでの戦争*
 - 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偶発的な対立のリスク
- 新興市場が不安定になる。原因は: 食料とエネルギー価格高騰がアラブの春のような社会騒動の波を引き起こす
- イランか北朝鮮の核開発計画が新たな懸念と制裁措置を生む
- エネルギー転換について、米国と中国が信頼を失いパリ協定を弱体化させる
- 地球温暖化が、水不足や移民増加などによって引き起こされる紛争のリスクを上昇させる
- サイバー攻撃やデータ流出が、セキュリティ、エネルギー、医療サービスなどの分野のITシステムを妨害する

* 可能性ある結果の詳細は、14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



[A]
ロシアは焦点をドンバス地方に移し、マリウポリでの戦いを制した。和平交渉は行き詰っており、解決策はまだ見えない。
ロシアの核戦力は高い警戒レベルにある。



[B]

[B] 軍事的緊張を制限する短期的な解決策

[C]

長期にわたる（低強度の）軍事紛争または世界的な軍事の拡大

[B1]

制裁と外交交渉が紛争を終わらせる

- ウクライナの分割または非軍事化（中立国）。
- 中央銀行は金融政策の正常化に戻る
- 市場は救済されるがEUは利益不況のリスクに陥る
- 供給の多様化が実現するまでは、高いが安定したエネルギー価格。

[B2]

ロシアはドンバスとクリミア北部の地域を支配する：紛争は終結する

- ウクライナの分割または非軍事化（中立国）。
- EUのGDPは縮小し、インフレは8-10%となる。
- EUの利益不況のリスク
- 代替は限られているためエネルギー価格は高騰

[B3]

B3] ロシアがウクライナの東部と南部を制圧し、紛争はモルドバに拡大する

- 完全制裁でロシアは経済および財政危機に突入し、それは東欧諸国に波及する
- EUのGDPは縮小し、インフレは8-10%となる。ロシアの市場価格は、更なる超えてはならない一線を超える。
- EUの利益不況
- 代替は限られているためエネルギー価格は高騰

[B4]

B4] 社会的騒動または軍事クーデターがプーチン政権を終わらせる

- ロシアへは経済および財政危機に突入し、それは東欧諸国に波及する
- ロシアの政治情勢が不確定
- EUのGDPは縮小し、インフレは8-10%となる。
- EUの利益不況
- 中央銀行は正常化に戻る
- 高く変動しやすいエネルギー価格。
- イールドカーブはフラット化する。

[C1]

C1] それほど激しくない紛争と抑制されたサプライチェーンの混乱

- 世界的なスタグフレーション。
- 原油価格は2023年Q1までに\$75~80/バレルとなる、生産が分散される場合、今後12~18月の間に\$60~65/バレルとなる。
- EUのGDPは潜在力に戻るがインフレは3%超で高止まり。

[C2]

非常に激しい紛争

- 最悪のケースは西側諸国とロシアの軍事対立だ。
- 世界のGDPは世界金融危機や新型コロナ危機と同様に縮小する。
- EUのGDPがエネルギー配給と共に縮小する（-4.5/-2.0%）。
- 深刻なコモディティ不足からインフレが2桁になる。
- 市場の降伏

経済的影響

市場の反応

- ポジティブ:** 欧州と中国の株式、新興市場の信用
- ネガティブ:** 国債、コモディティ（エネルギーと金）

- ポジティブ:** 安全な資産（USD）、原油価格（\$100~120/bbl）
- ネガティブ:** 流動資産とEUR

- ポジティブ:** ミドル、金、原油価格は\$120/bbl。
- ネガティブ:** 株式市場（米国がアウトパフォーム）；債券利回りは崩壊。

- ポジティブ:** 高配当株と優良株。新興市場では、中南米と中国を愛好
- ネガティブ:** EUR、新興市場のFX

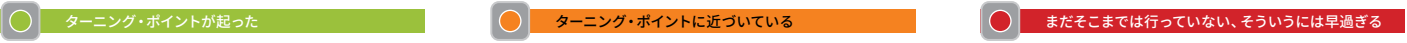
- ポジティブ:** 実物資産の株式およびコモディティ。
- ネガティブ:** 新興市場の債務と先進市場の信用

- ポジティブ:** 米国債、担保付き実物資産、米ドル、金。
- ネガティブ:** 全ての高リスク資産

出典：アムンディ・インスティテュート、2022年4月28日。EM：新興市場、CB：中央銀行 FX：外国為替 USD：米ドル。EUR：ユーロ CNY：中国人民元 LatAm：中南米。EE：東欧。GFC：世界金融危機。USD：米ドル。EUR：ユーロ UST：米国債。

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：市場心理の信号がオレンジから赤に変わった



経済的背景

- 高いインフレと内需が脆弱である中、経済のモメンタムは徐々に鈍化している。食料とエネルギーのインフレが購買力に打撃を与え、逆累進の税として機能しているからだ。
- インフレの方向性の修正と成長見通しは分岐している。スタグフレーションのモメンタムは、特にユーロ圏で顕著だ。
- 成長とインフレの組合せがそれほど穏やかな状況を造らないため、コモディティとエネルギー価格への長期的なストレスはより持続的なインフレにつながり、より引締められた金融政策は経済の不確実性を悪化させる。

ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 最近の修正で、市場はそれほど高価ではなくなったが、マクロ状況が最近悪化したため、現在のレベルを堅実なエントリー・ポイントと見なすのは難しい。
- QTがインフレ問題に対処し投資倍率が拡大するのを防ぐだろうが、原材料が不足する可能性を考慮すれば、予測は少なくとも欧州では、まだ非常に楽観的だ。
- 概して、バリュエーションと修正後の現在の水準は、今後の収益の見通しの欠如を相殺することは出来ず、リスク・オンになることは不可能だ。

ニュートラル+ 資産配分

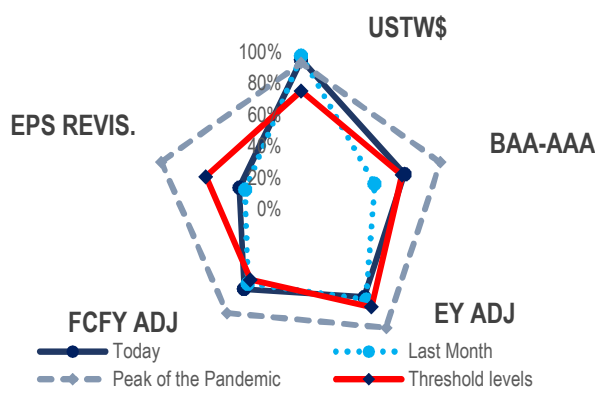
テクニカル要因

- 最近の高リスク資産の修正はほとんどの逆張り指標をクリーンアップし、ほとんどが上向きに傾いている。それでも、逆張り投資家にはきっかけが必要であり、現在の不透明な背景はまだ保守的なアプローチを必要とするかもしれない。
- 高リスク資産のトレンドは断片化されたままであり、テクニカルな観点からみれば全体的にニュートラルなエクスポージャーとなっている。

市場心理

- 高リスク資産の修正は5月も続き、ほとんどのリスク・センチメントの指標は上昇した。
- 市場のリスクの集中度は高く、全体的なリスクオフの確率はディフェンシブな資産配分を要求している。
- 金融環境はあらゆる分野で拡大しているが、以前の株式修正よりも高い回復力を示している。ムーディーズの Baa-Aaa のスプレッドは2020年以来初めて警告レベルを超えている。

クロス・アセット・センチネル基準値 (CAST) はまだ支持的



Source: Amundi Institute, Data as of 20 May 2022

CASTのリスク認識は、Q1の構造的な上昇を示すことに失敗した。EPSの修正はそれほど穏やかではないグローバルな見通しを示し始めた。また米ドルはリスクオフを警告する次元に留まっている。それでも、信用リスク・プレミアムは警告しきい値（つまり、100bps）を超えるのに失敗し、全体的な評価の一部のバランスをとっている。

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

グローバル・リサーチ・クリップ

1 景気後退リスクの高まり

- 当社はユーロ圏は2022年H1には、高インフレの中スタグネーションに見舞われ、景気後退に入る可能性があると考えているが、米国ではソフトランディングである可能性が高い（景気後退リスクは12ヶ月後が20%で、18ヶ月後は40%の確率）。
- FRBは市場の期待通り、今後12ヶ月利上げを行うが、ECBとBoEはコンセンサスの予想ほど引締めることを逃れるだろう。
- 賃金の伸びが弱く信頼感が大幅に失われたため、ユーロ圏の消費者は新しいショックに直面しているが、それを相殺するためのツールが少なくなっている。企業は、投入コストの上昇と需要の見通しが不確実という新たなストレスを目の当たりにしている。Q1の成長が横ばいからマイナスとなった後、ユーロ圏のG4は再び縮小している。
- 米国のファンダメンタルズは比較的堅調（回復は多くの分野で完了している）であるため、高インフレの嵐にも耐えられるだろう。ユーロ圏のファンダメンタルズはより脆弱で、新しいショックから被害を受け易くなっている（回復は多くの分野でまだ終わっていない）。

投資への影響

- 中央銀行の最終金利：
 - 米国 @ 3.25%（市場予測に沿っている）
 - ECB @ 0.5%
 - BOE @ 1.5%（両方とも市場予測よりハト派的）
- ユーロ圏の周辺国債券にはまだ慎重だ。当社は米国とユーロ圏の5年先5年物のインフレにはロングを維持する。

2 高利回りでもインタリアの債務は持続可能か？

- 7年満期の平均利回りが継続的に3.4%を上回れば、債務/GDP比率は上昇する。
- それでも、ECBが介入するかどうかは、最終的には断片化の度合（つまりスプレッドが持続的に上昇する度合）に依存する。
- 名目成長と資金調達コストは債務の持続可能性にとって重要だ。
 - 長期的な名目GDPが3.4%であれば、財政規律（プライマリー・バランスがゼロ）がある限り、さらなる資金調達コストの上昇を相殺できる。
 - 債務の持続可能性は、強く持続し広範にわたるイールドカーブの大幅なシフトとイタリアの利回りが特異に上昇すれば問題となるだろう。
 - しかし、イタリアのファンダメンタルズは、2011年や2018年と比べると金融引締めに対処するためにより適したポジションにある。

投資への影響

- 長期的なファンダメンタルズは好調だが、ECBがQEを停止するため、周辺国債務には慎重だ。

3 株式のバリュエーション：ユーロ圏での景気後退リスクが上昇したことが価格に組込まれていない

- 2022年の先進市場の企業収益のサイクルは、コンセンサス予想を下回って終わるだろう。（9ページを参照）
 - 米国のEPS成長率は、自社株買いによるサポートにもかかわらず、1桁代後半[5%;9%] vs. コンセンサスは+9.8%である。
 - 欧州では、収益不況 [-5%;+5%]の可能性は排除することが出来ないが、コンセンサスは11%の収益成長を見込んでいる。
 - 欧州のEPS成長は米国よりも遅い。これは主に経済成長が弱いためだ。当社の今年の世界のGDP予測は+3.0%であり、ユーロ圏ではたったの2.3%である。
- 新興市場では、2023年Q1のEPS成長率は7.5%（vs. コンセンサスは10%）と予測される。
 - 収益の修正は下振れている：中南米と欧州・中東・アフリカ（EMEA）ではポジティブだがアジアの新興市場と中国ではネガティブで更に悪化している。
 - 中国の収益成長は新興市場に沿ったものであると予測する（2023年Q1には+7.5%）。

投資への影響

- 2022年の米国の平均成長率は2.6%で、米国のEPSは低い方の1桁代の成長率を達成するだろう。欧州の収益は、米国ほど回復力がないことが証明されるだろう（そして収益不況のリスクがある）。
- 当社は株式にはニュートラルな姿勢を維持しレラティブバリュエーション戦略の機会を探している。
- 金利上昇の環境下でバリュエーション株を、循環サイクルが成熟しているため優良株を、インフレと最小限のボラティリティを相殺するために高配当株を選好する。
- 景気循環株、小型株、モメンタム戦略は避けるべきだ。

グローバル・リサーチ・クリップ

4 信用：世界の状況が悪化しているため慎重さを維持するべきだ。

- 企業信用は経済の悪化、利益への圧力、金融引締めという困難に直面している：
 - 世界の状況は悪化している（特にユーロ圏で）。まだ高止まりしているインフレが、中央銀行の引締めムードを維持しているが、それは急激な減速や景気後退を引き起こすリスクを伴う。
 - ビジネスのファンダメンタルズの中の相違が拡大。利益圧力がかかっている：賃金、原材料、エネルギー、輸送コストの上昇が原因だ。価格決定力が鍵だ。
 - バリュエーションについては、ユーロ圏での景気後退リスクが上昇したことが価格に組込まれていない。
 - ECBの社債購入プログラムの終了に伴い、テクニカル要因が魅力的ではなくなってきている。
- 信用状況はそれほど有利ではない：経済環境の悪化、中央銀行が引締め政策をとっていること、ビジネスのファンダメンタルズが乖離していること、そして利益への圧力などが理由だ。
- 新興市場のハード通貨建て債務は、短期的な混乱という点で安価となっている。これは米国の10年物利回りが安定していること、2022年Q3まで原油価格が高いこと、そして2022年のEM-DMギャップが改善すると仮定した場合だ。

投資への影響

- 先進市場では、当社は米国（vs. 欧州）を選好し、デュレーションは短期を選好する。
- 新興市場では、当社はハード通貨建てを好む。当社は主にHY債に置いて、スプレッドが現レベルよりも縮小すると見ている。

5 中国：ゼロコロナ政策により陰りが見える成長見通し

- 通年の成長率は4%未満：Q1の成長率は前年比4.8%で当社予想よりも堅調であり、強いネガティブなベース効果に逆らった形となった。
- しかし、3月の経済活動が広範囲に鈍化したこと、上海でのロックダウンが延長され、ゼロコロナ政策が他の地域まで拡大されたことで、Q2には中国は一時的な景気後退に陥るだろう。
- 高頻度データは上海以外の地域では、5月～6月に徐々に活動が回復することを示唆している。
- 当社は2022年の成長予測をコンセンサスより低い3.5%（ロイターは5%、ウィンドは5.2%）とし、2023年には5.4%まで回復すると予測する。
- PBoCは通貨をゆっくりと切り下げる選択をしているため、RMBは今後下落すると予測する。

投資への影響

- 6ヶ月/12ヶ月のUSD/CNYは、6.95/6.50（6.5/6.3から）に上昇した。

新型コロナ状況のアップデート

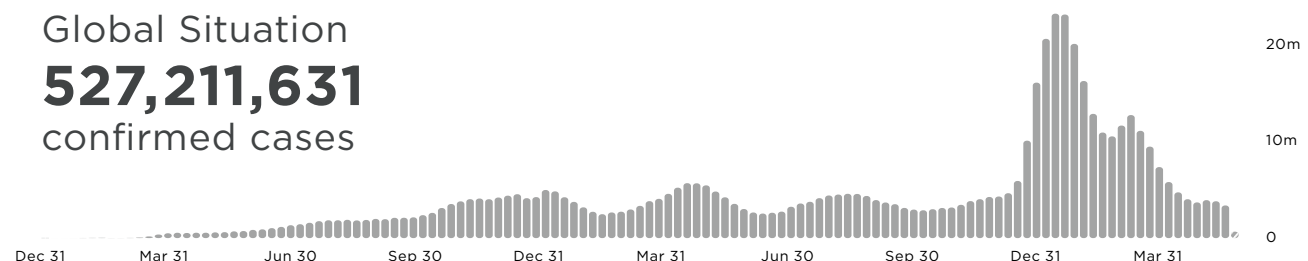
PIERRE BLANCHET、投資インテリジェンス・ヘッド

新型コロナのオミクロン株による広範な波は後退した。1月には1週間に2000万件の感染が確認されピークに達したが、その後感染数は10分の1まで減少し、WHOの統計によれば今では世界でも週に200万件が確認されるに留まっている。さらに重要なことは、死者数が2020年3月以降最低のレベルに下がっていることだ。

中国は、3月以降新しい波に晒されたが、政府の統計によれば症例は低下し1日100件を下回った。特に上海地域における完全封鎖を含む数か月におよぶ厳しい制限の後、感染は緩和されているようだ。しかし、中国東北部（河北省）の感染リスクはまだ上昇している。状況が制御不能に見えた北朝鮮でさえ、最近ロックダウンの緩和が発表され改善が確認された。

これらは安心感を与える兆候である。ウィルスは今後も活動することは確かだが、データは新型コロナがパンデミックからエンデミックに移行し、これがサプライチェーン、消費者需要、全体的な経済活動へ与える影響は小さいことを示している。

Global Situation
527,211,631
confirmed cases



Source: World Health Organization

Data may be incomplete for the current day or week.

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が、経済は潜在成長レベルに向けて鈍化するだろう。当社は優良株と非循環的バリューストックを選好するが、不採算で高価なグロース株と大型株には非常に慎重になっている。
	米国のバリューストック	+		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、優良なバリューストック企業に焦点を当てる必要がある。短期的にはバリューストック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	-		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依然として高価ではばらつきが大きい。テクノロジー・セクターに置く価格改定が選択的な機会を提供する可能性はあるが、当社は引き続き長期的な収益成長の可能性に焦点を当てている。
	欧州	-/=		欧州のスタグフレーション・リスクが高いことが収益成長に圧力をかけており、さらなる市場の価格改定につながる可能性がある。したがって、当社は一方でディフェンシブ銘柄を、他方で優良な循環、産業、原材料銘柄を選好する。
	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。一方で、JPYが下落したことは市場を支える役割を果たすだろう。したがって、当社はニュートラルなバイアスを維持する。
	中国	=		最近の追加の刺激策にもかかわらず、ゼロコロナ政策が引き続き中国の経済見通しを圧迫している。H2には経済の回復とともに改善の余地があると当社は見る。
	新興市場	=		最近の価格行動の後、新興市場の株式はより魅力的になっている。しかし差異が大きい。当社は、ブラジルやUAEなどの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、より高価なアジア諸国には慎重だ。
確定利付き証券プラットフォーム	米国債	=	▲	名目利回りへのリスクは下向きにも上向きにもなる。これは高インフレ環境が経済成長の不確実性を高めるためだ。したがって、当社のバイアスはニュートラルに向かっているが、デュレーションにはややネガティブだ。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	=/+	▲	最近スプレッドが拡大した後、当社は米国のIG債に対してより建設的になっている。これは米国の堅固なマクロ経済状況、ポジティブな企業のファンダメンタルズ（健全なバランスシート、流動性とカバレッジ比率の高さ）、短期的な債務の借換えリスクが低いこと、そしてレバレッジが安定していることに基づいている。
	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いるが、地政学的緊張と市場の圧力が利回りに下方圧力をかけている。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えると、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関して、(以前ほど)ディフェンシブではなく、中立に向けて移行している。
	欧州IG社債	=		信用については、当社は高格付けの中・短期の満期を選好する。生産者価格が高騰し利益に圧力がかかる可能性があるため、当社は引き続き選択的になっている（企業のバランスシートは健全だ）。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	=/+		当社は中国政府債には、中期的な観点からややポジティブな見解を維持している。この資産クラスは強い分散効果を提供する。
	EM債券HC	+		当社はHC建てEM債権にはやや前向きだ。特に特異なナラティブは当社の強いボトムアップ・バイアスに適合する。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			コモディティは引き続き、分散とインフレ保護のための重要な資産だ。需要が低下しても供給逼迫し在庫もあるため、原油には前向きだ（最近では設備投資も少ない）。
	通貨			ECBのコミュニケーションがタカ派的に移行したことは、EUR/USDが20年来の安値に陥るのを防いだ。マイナス金利が終了したことは、中期的にEURを支える可能性があるが、短期的には相対的な背景（成長と短期金利）がUSDに有利となるだろう。

説明

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

出典：2022年3月24日現在のユーロ・ベースの投資家に対するアムンディの見解。本資料は、特定の時点における市場環境の評価を表しており、将来起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=新興市場債券のハード通貨建て/現地通貨建て、WII=West Texas Intermediate、QE=量的緩和

先進諸国

マクロ経済の見通し

2022年5月30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	6.2	3.1	3.3	3.9	7.5	4.6
先進諸国	5.2	2.6	1.8	3.2	6.4	2.9
米国	5.8	2.6	1.9	4.7	7.3	3.3
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
英国	7.4	3.4	0.7	2.6	8.8	5.2
ユーロ圏	5.4	2.3	1.7	2.6	7.0	3.2
ドイツ	2.9	1.8	1.9	3.2	7.3	3.3
フランス	7.0	2.8	1.6	2.1	5.3	3.5
イタリア	6.6	2.5	1.5	2.0	6.7	2.9
スペイン	5.1	3.9	1.8	3.1	7.7	2.9

出典：アムンディ・インスティテュート

- 米国**：Q1に縮小した後（純輸出の大幅な減少とQ4の在庫の急増による投資回収の結果であり需要の低迷によるものでない）、当社はQ2から順次成長が回復し、2022年Q4/Q4で1.6%、2023年Q4/Q4で1.5%と中程度の成長率で安定すると予想する。金融引締め環境では、内需は大幅に減速し、成長は予想よりも早く潜在レベルを下回るだろう。金利の変動の構成要素（エネルギーと食料のインフレ）から、またコアのけん引役により、インフレ圧力は高止まりしており、年末までは6%を超えて維持されるだろう。
- ユーロ圏**：ユーロ圏は根強く高止まりするインフレの中、成長が停滞する1年となるように見える。今年中、経済は非常に限られた成長をもたらすと予想され、高インフレと低い信頼感は消費を抑制し、不確実性が投資に圧力をかけている。内需は弱く、外需もそれほど好調とは言えないため、輸出からの貢献も減少するだろう。インフレはますます広範になり、コアインフレへの圧力が依然として高いため、今後インフレはECBの目標をはるかに上回って高止まりすると当社は予測する。
- 英国**：高く持続的なインフレ環境では、物価高と税金が家計の実質可処分所得を圧迫するため、経済は急速に勢いを失うと予想される。今のところ2四半期連続でのマイナス成長は回避すると見ているが、テクニカルな景気後退の可能性はある。さらに、GDPは縮小と拡大の間で綱渡りをしている。インフレの勢いはまだ高く、生産者物価による圧力は引き続き上昇し、調査によるデータはインフレ圧力が長期間高止まりすることを示している。
- 日本**：他の先進市場と異なり、日本のパンデミック後の回復はまだ遅い。GDPはQ1に再び縮小し、国内総生産は2020年Q4と同様のレベルに留まっている。企業の設備投資は特に懸念材料であるが、新たな供給上の制約や貿易状況が悪化していることを考慮すれば、最近の市場心理の低下は回復のためには良い兆候ではない。一方で、インフレはますます根強くなっており、予測は過去最高を記録した。コアインフレは今年中は更に上昇するだろうが、2%という日銀の目標を優に下回るだろう。

主要金利の見通し

	31-05 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	0.88	2.4/2.6	2.63	2.7/3	3.09
ユーロ圏	-0.5	0.25	0.48	0.5	1.26
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.03
英国	1.00	1.25	1.78	1.50	2.30

出典：アムンディ・インスティテュート

- FRB**：最近のFOMC会合で、FRBは50bpの利上げを行い、6月には市場の予測に沿ったペースでバランスシートの縮小に着手すると発表した。この会合ではFRBのタカ派的姿勢とインフレに焦点が置かれていることが確認され、今後2回の会合での更なる利上げは50bpsレベルで、その後、今年中は利上げを減速し25bpsの利上げに留まる可能性が高いことを示唆した。これは当社の米国FF金利のベースライン・シナリオに沿ったもので、年末までに2.5%であり、1年で3/3.25%となると予測する。
- ECB**：ラガルド総裁はQEによる純購入は3Qには終了する可能性が高いことを確認した。これは7月にはフォワードガイダンスに沿った利上げが行われることを可能にするを意味する。彼女は「現在の見通しに基づく、今年3Qにはマイナス金利から抜け出す可能性が高い」と、付け加えたが、これは2回目の利上げは9月になることを意味する。次の四半期における正常化への道はデータに依存するが、3回目の利上げはQ4に、4回目は2023年のQ1に行われると当社は予想する。ECBは6月の会合で、3月に行った成長予測を下方修正する可能性が高い。
- 日銀**：日銀がハト派的姿勢を維持するには正当な理由がある。日本経済の景気回復は遅れており、需給ギャップは深く、そのギャップは2024年まで埋まらないと予想される。消費者物価の上昇は強くなっているものの、まだ抑制されている。このような状況の中でも、日銀はコスト・プッシュによるインフレ上昇は持続可能ではないと繰り返し述べており、超緩和的な金融政策を維持し、無制限の量の日本国債を購入することを約束することで、自らのイールドカーブ・コントロール（YCC）目標範囲を擁護している。日銀はJPYへの対応を財務省に委ね、引き続き国内経済を優先して緩和的政策を続けるだろう。
- イングランド銀行**：イングランド銀行は前回の会合で金利を25bp引き上げたが、積極的なQTについての発表をせず、8月まで延期した。新しい予測は英国経済の厳しい状況を示している。2023年にはインフレが10%を超えてGDPが縮小し、2024年にはスタグネーション近くというものだ。その声明にはハト派要素も含まれている。2人の委員が更なる利上げについてのガイダンスが適切かどうかについて疑問を呈している。当社はこのBoEがこの声明に沿って、市場が織り込んでいるよりも限定された利上げをすると予測する。

金融政策会合の予定

中央銀行	次の会合
ECB政策理事会	6月9日
FRBのFOMC	6月15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5月30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	6.2	3.1	3.3	3.9	7.5	4.6
新興諸国	6.9	3.5	4.3	4.4	8.3	5.8
中国	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
ブラジル	4.6	1.4	1.3	8.3	10.6	6.0
メキシコ	4.8	1.7	1.9	5.7	7.2	4.9
ロシア	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.9	8.6
インド	9.2	7.5	6.0	5.1	7.1	6.2
インドネシア	3.7	5.2	4.8	1.6	3.8	3.7
南アフリカ	5.5	1.5	1.8	4.6	6.2	5.0
トルコ	11.4	3.3	3.2	19.4	66.2	34.3

出典：アムンディ・インスティテュート

- **中国**：トラックと流通の流れを処理した高頻度データは、4月始めから徐々に回復していることを示しているが、まだ3月中旬のレベルを下回っている。前年同期比では、減少は緩やかに縮小しており、Q2にはマイナス成長率でも上昇する可能性がある。緩和努力が強化されたにもかかわらず、ゼロコロナ政策が中国の成長見通しの主要な要因だと当社は考える。GDPは年率で前年同期比で15.9%（前年比-0.6%）縮小すると予想している。
- **CEE4(中欧・東欧4か国)**：インフレは上昇を続けている（4月にはハンガリーは前年比9.5%、チェコは共和国の14.2%）。世界および国内のインフレ圧力が持続する環境で、中央銀行はインフレ予測を上方修正し、前回の会合で再び利上げを実行した。CNB（クロアチア）、NBP（ポーランド）、NBR（ルーマニア）は75bp、NBH（ハンガリー）は100bpの利上げで、金利はそれぞれ5.45%、5.25%、3.75%、5.4%となっている。CNBは、総裁が交代したことでハト派になり、利上げサイクルは間もなく終了するだろう。他の中央銀行は利上げサイクルを延長する可能性が高く、NBHは今の道を続けるがNBRはまだ後手に回っている。
- **南アジア**：5月に、いくつかの国の政策者たちは、インフレ傾向の急上昇に対抗するために、金融および非金融政策で措置を講じてきた。RBI（インド）、BSP（フィリピン）、BNM（マレーシア）などの中央銀行は、金融引き締めサイクルを開始したが、インドネシア政府とインド政府は食品（それぞれパーム油と小麦）の輸出を禁止した。これは国内供給を維持し、これらソフト・コモディティの価格をより適切に管理するためだ。インドネシアは食用油の価格を抑える試みが上手く行かず、買いだめが増えたため、禁止を解除した。
- **ブラジル**：堅調なToTと様々な刺激策のおかげで、H1の経済活動は活発だった（2022年のGDPは1.4%上昇すると予測）。しかし、高インフレ、金利、選挙による不確実性が成長を圧迫するため、H2には成長は低下するだろう（さらなる財政措置によって相殺されない限り）。インフレは年率で12.1%でピークに達した可能性があるが、広範なインフレ圧力はまだ順次緩和されていない。景気動向指数はまだ高水準から動いていない。BCBは、引き締めサイクルの微調整段階を再開することで、余裕を取り戻したため、6月に13.25%で引き締めを終了する可能性が高い。

主要金利の見通し

	31-05 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	3.70	3.60	3.70
インド	4.40	6.00	5.50	6.25	5.85
ブラジル	12.75	13.25	13.4	11.25	11.90
ロシア	11.00	8.00	9.10	7.00	8.15

出典：アムンディ・インスティテュート

- **PBoC (中国)**：4月のデータは経済の大幅な悪化を真に反映しているため、PBoCは5月20日に5年間の最優遇退出金利（LPR）を15bp引き下げたが、これは住宅ローン金利の下限を20bp引き下げたわずか5日後に行われた。家計の信頼を回復し、住宅需要を押し上げるためのこのような強力な動きの後でも、1年LPRの10bpsの追加の引き下げは、まだ完全に除外されているわけではない。しかし、さらなる金利引き下げへの確信は低い。短期金利が急落しているため、銀行間流動性はすでに大幅に緩和されている。そのため、PBoCはコミュニケーションに、より重点を置いているように見える。
- **RBI (インド)**：会合間の決定として、5月にRBIは政策金利を40bps引き上げ4%から4.4%としたが、ハト派的姿勢を維持した。引き締めサイクルの開始は近いと広範囲に予想されていたが、5月に下された決定は、タイミングがサプライズであり、次のステップへの再評価を引き起こした。さらに、4月のインフレ総合指数は前年比7.8%であり、コア価格とWPIが根強く高い水準にあるため、今後の政策金利の引き締めに対する圧力がかかっている。当社の2022年のインフレ予測である約7%に基づく、RBIがニュートラルな実質金利に到達するためには、約150~200bpsの利上げをする必要がある。
- **BCB (Brazil)**：75bpsの引き上げを回避してハト派的なサプライズを示したFRBとは異なり、COPOMは事前に引き上げサイクルを12.75%で終了すること公表した後、6月に小規模な引き上げを行うことを事前に発表した（5月は100bpsだった）。BCBは利上げを再開し、今では成熟した引き締めサイクルの微調整段階を再開した。これはインフレ・リスクの高まり、不確実性の高まり、当時FXの下落が明らかだったため、それを無視できなかったからだ。利上げは6月に13.25%に達して終了すると当社は見ているが、8月に更なる利上げがされることも論外ではない。
- **CBR (ロシア)**：CBRは、5月26日木曜日に、予定外の会合で政策金利を300bps引き下げて11%とした。この利下げは、RUB高インフレのモメンタムのわずかな減速で動機付けられたものだ。インフレ予測も低下傾向にある。CBRは、金融の安定化への差し迫ったリスクは軽減されたと考えている。インフレ予測を2023年には5~7%に、2024年には4%に下方修正した。インフレが安定し、経済活動が弱いままであるため、今後数ヶ月でさらなる利下げが見込まれる。政策金利は12ヶ月で7%まで下がる予想する。次の会合は6月に予定されている。

金融政策会合の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
RBI	6月6日
CBR	6月10日
BCB Brazil	6月15日
PBoC	6月20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5月30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	2.6	1.9	4.7	7.3	3.3
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
ユーロ圏	5.4	2.3	1.7	2.6	7.0	3.2
ドイツ	2.9	1.8	1.9	3.2	7.3	3.3
フランス	7.0	2.8	1.6	2.1	5.3	3.5
イタリア	6.6	2.5	1.5	2.0	6.7	2.9
スペイン	5.1	3.9	1.8	3.1	7.7	2.9
英国	7.4	3.4	0.7	2.6	8.8	5.2
中国	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
ブラジル	4.6	1.4	1.3	8.3	10.6	6.0
メキシコ	4.8	1.7	1.9	5.7	7.2	4.9
ロシア	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.9	8.6
インド	9.2	7.5	6.0	5.1	7.1	6.2
インドネシア	3.7	5.2	4.8	1.6	3.8	3.7
南アフリカ	5.5	1.5	1.8	4.6	6.2	5.0
トルコ	11.4	3.3	3.2	19.4	66.2	34.3
先進諸国	5.2	2.6	1.8	3.2	6.4	2.9
新興諸国	6.9	3.5	4.3	4.4	8.3	5.8
世界	6.2	3.1	3.3	3.9	7.5	4.6

主要金利の見通し

先進諸国

	31/05/2022	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	0.88	2.4/2.6	2.63	2.7/3	3.09
ユーロ圏	-0.5	0.25	0.48	0.5	1.26
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.03
英国	1.00	1.25	1.78	1.50	2.30

新興諸国

	31/05/2022	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	3.70	3.60	3.70
インド	4.40	6.00	5.50	6.25	5.85
ブラジル	12.75	13.25	13.4	11.25	11.90
ロシア	11.00	8.00	9.10	7.00	8.15

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	31/05/2022	当社予想 6ヶ月先	6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	12ヶ月先
米国	2.57	2.9/3.1	2.96	3.1/3.3	3.09
ドイツ	0.51	0.3/0.5	0.78	0.5/0.7	0.89
日本	-0.07	-0.10/0	-0.05	-0.10/0	-0.03
英国	1.60	1.2/1.4	1.64	1.2/1.4	1.63

10年物 債券利回り

	31/05/2022	当社予想 6ヶ月先	6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	12ヶ月先
米国	2.87	2.9/3.1	2.97	2.9/3.1	3.03
ドイツ	1.13	0.8/1.0	1.24	0.8/1.0	1.30
日本	0.24	0.1/0.3	0.31	0.1/0.3	0.37
英国	2.11	1.7/1.9	2.20	1.7/1.9	2.27

通貨の見通し

	27/05/2022	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	1.07	1.02	1.08	1.11	1.11
USD/JPY	127	129	130	122	126
EUR/GBP	0.85	0.84	0.85	0.85	0.85
EUR/CHF	1.03	1.00	1.04	1.07	1.06
EUR/NOK	10.16	9.92	9.80	9.42	9.62

	27/05/2022	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	10.53	10.31	10.34	10.13	10.20
USD/CAD	1.27	1.31	1.26	1.23	1.25
AUD/USD	0.72	0.69	0.73	0.76	0.75
NZD/USD	0.65	0.63	0.67	0.69	0.69
USD/CNY	6.70	6.95	6.70	6.50	6.65

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

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 - Q2 2022 (16-05-2022)

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

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

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

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #17 - Keeping up with climate change in setting long-term asset class views (09-05-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

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

INSIGHTS PAPERS



Setting your investment objectives: institutional asset allocation practice (05-05-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO Advisory - TAZÉ-BERNARD Éric, Chief Allocation Advisor - OCIO Solutions

Global real estate markets: rich valuations, but not a source of systemic risk (03-05-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - PERRIER Tristan, Global Views Analyst, Amundi Institute - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Amundi Institute - STAGNOL Lauren, Quantitative Research Analyst, Amundi Institute

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)

ADENOT 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



Navigating an inflationary environment in US and global equities (23-05-2022)

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

3-4 May FOMC meeting: 50bp interest rate hike is bullish for markets (09-05-2022)

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

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

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

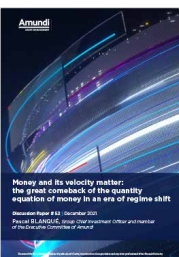
INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



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

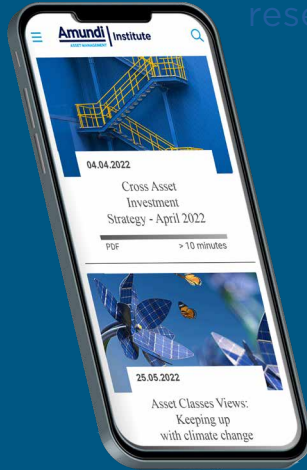


Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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: #06 - 2021年6月

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 新興市場および戦略リサーチヘッド
BERTONCINI Sergio, シニア債券リサーチ・ストラテジスト
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
DROZDZIK Patryk, シニア新興市場マクロ・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

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
MIJOT Éric, 先進市場戦略リサーチ・ヘッド
PORTELLI Lorenzo, クロス・アセット・リサーチ・ヘッド
TONIATO Joao, 株式リサーチ・ストラテジスト
USARDI Annalisa, クロス・アセット・リサーチ・シニア・マクロ・ストラテジスト
VARTANESYAN Sosi, シニア・ソブリン・アナリスト

DHINGRA Ujjwal, 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