

Institute

10
2022年10月

CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

今、債券利回りがより魅力的となっている

アムンディ・インスティテュート

米国：グリーン産業のポリシー策定が進行中

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#10 - 2022年10月

目次

グローバルな投資見解

CIOの見解

今、債券利回りがより魅力的となる

p. 3

地政学的リスク、インフレ、タカ派的となった中央銀行は、信用などのリスク資産への投資家の慎重な姿勢につながる。成長の減速（と収益への影響）は、特に格付けの低い企業にとって、キャッシュフローと流動性に関する懸念材料となると思われる。したがって、当社は米国のIG債を選好し、HY債に対してはディフェンシブな姿勢を維持する。一方、米国債は現在のレベルで魅力的であるが、投資家は積極的な姿勢を維持し、ユーロ圏の利回りカーブの中で機会を探るべきだろう。株式については、当社は欧州よりも米国を選好し、景気が低迷時でも収益を維持し、株主に報いることができる優良なバリュー株の銘柄を選択的に選好する。

アムンディ・インスティテュート

インフレの進化：当時(コロナ禍以前)は望ましいものだったが、今では頭痛の種

p. 4

米国と欧州のインフレ要因はわずかに異なり、欧州ではサプライチェーンの混乱が多くの痛みを引き起こしている。このことがECBの政策をより困難にしている。

マルチアセット

経済的なシナリオが劣化している事に注意すべき

p. 5

リスク資産については慎重な見解を維持するものの、株式よりも格付けの高い信用銘柄を選好する。しかし、デフォルトの見通しと財務体質には注意を払っている。

確定利付き証券

債券については機敏に、信用では借り換えリスクに注意

p. 6

急激な利上げサイクルで、市場はより高いFRBのターミナル金利を織り込むようになり、そのことが特に格付けの低い企業の資本コストに影響を与える可能性がある。

株式

収益の回復力をフォローする

p. 7

株式市場が再び魅力的になり始める時期には至っていないため、当社は選択と足元以降の収益の回復力に焦点を当てている。

テーマ別グローバルな見解

米国：グリーン産業のポリシー策定が進行中

p. 8

米議会が8月にインフレ削減法 (IRA) を承認したことは、多くのオブザーバーを驚かせた。中間選挙が数か月後に迫り、議会で過半数の賛成票を得られなかったと思われていたため、新しい法律が可決されるとは誰も予想していなかった。しかし、民主党と共和党がなんとか妥協点を見出した。この法律の目玉である、環境移行を促進するための政策について下記で説明する。米国の新しいグリーン産業政策の様式を詳しく見ると、欧州はこの政策から多くを得ることができる。

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. 14

マクロ経済状況

> 先進諸国

マクロ経済の見通し - 市場予測

p. 15

> 新興諸国

マクロ経済の見通し - 市場予測

p. 16

> マクロ経済および市場予測

p. 17

> 当社の予測についての免責事項/方法

p. 18

> Publications highlights

p. 19



CIOの見解

今、債券利回りがより魅力的となっている

Vincent MORTIER
グループCIOMatteo GERMANO
デビュティ・グループCIO

プーチン大統領がウクライナでの戦争を激化させたことで、地政学的リスクが投資家のレーダーに戻ってきた。同時に、インフレは依然として注目の的だ。米国の最新の指標が懸念材料となり、株式市場が下落し利回りが上昇している。今後、米国のインフレは鈍化すると当社は見ている（総合指数のピークは過ぎていると見る）が、短期的には、FRBの目標をはるかに上回っているため、FRBやECBを含む中央銀行は引き続きタカ派的姿勢を維持すると考える。米国の中間選挙、イタリアの新政府、ブラジルの選挙など、政治にも注目が集まっている。

一方で、経済見通しが悪化する可能性もある。米国は長期にわたり標準以下の成長に直面しているが、ユーロ圏の見通しは更に暗く見える。進行中のエネルギー危機がこれを更に悪化させる。税金や上限価格の設定など、EUでの協調的な解決策について議論が行われているが、市場には本格的な対応についての詳細がまだ見えていない。今のところ、各国レベルでの取組みの方がまだ優勢だ。ドイツが発表したエネルギー危機への2,000億ユーロのパッケージや、英国のトラス首相が発表した財政パッケージなどだ。9月23日に「ミニ」予算が発表された後に、英国の資産が急落したため、BOEは量的緩和政策を復活せざるを得なくなった。これがBOEが政策金利を引き上げている最中に起ったため、ポリシー ミックスの均衡が困難であることと、流動性逼迫のリスクを示している。市場のボラティリティは無くならないだろう。注目すべき主要なテーマは、次のとおり。

- －現時点でコア利回りを上昇させているのは、**タカ派的な中央銀行（CB）が、金利を押し上げているというナラティブ**だ。米国債10年物のバリュエーションが魅力的であること、経済成長に対する世界的な圧力（供給側と需要側）の量、そして地政学的緊張が意味するのは、**国債が保護を提供するということ**だ。投資家は「より長期的により高い」金利に対する戦術的な動きを考慮して、積極的な見解を維持するべきだ。欧州では、タカ派的ECBがサプライチェーン・ショックやECBには制御できない要因に対処することを余儀なくされている。このことは、一部のユーロ圏の利回りカーブについて、短期的な上昇圧力がかかる可能性がある。
- －**信用分野では、特に米国のIG債など高品質のセグメントでは、状況はポジティブであるが、HYセグメントでは、当社は慎重なスタンスを維持する**。IG信用については、コストの上昇圧力にもかかわらず、債務の増加とレバレッジは抑制されているように見えるし利鞘は堅調だ。しかし、現金準備率と流動性は、特に収益の背景が悪化するにつれて、今後の懸念として浮上する可能性がある分野だ。これは、低格付けの発行体やHYの発行体に当てはまるケースだ。これらの発行体は、キャッシュ・フローが鈍化し債務を増やすことが困難になると、現金準備金を使い果たす可能性が最も高い。
- －**株式については、投資家は引き続き慎重であるべきであり、質を求めて慎重に選択する必要がある**。米国と欧州の収益予測は、悪化する経済環境を完全に反映しておらず、下方修正となる可能性が高いと当社は考える。したがって、当社は収益については非常に慎重となっており、配当などを通じて株主に報いる優良株、バリュー株の銘柄に焦点を当てている。地域的には、米国は欧州よりも優れたパフォーマンスを発揮すると見る。当社は現在、中国に対してはニュートラルであり、ゼロ・コロナ政策の進展と住宅セクターに注意を払っている。
- －**新興市場の成長モメンタムはわずかに改善したが、インフレ率が非常に高いため、慎重に選択する必要がある**。ブラジルを除けば、広範囲でのインフレ率の低下はまだ始まっていない。ブラジルに関しては、選挙関連のボラティリティがリアルに悪影響を与える可能性がある。このため、中央銀行（チリなど）は引き締めスタンスを維持している。**ハード通貨（HC）建て債務**はキャリーとバリュエーションの面で機会を提供する。当社は特に中南米のコモディティ輸出国（ブラジル、メキシコ）を愛好するが、新興市場（EM）のFXには慎重だ。投資家はコモディティ価格と輸出に関する景気後退シナリオの影響に注意する必要がある。**EMの株式**は、堅調な収益予想と選択的にはバリュエーションが魅力的であるが、整合性を欠く環境であることを示している。中国当局はゼロ・コロナ政策を継続しており、それが短期的に弱含みの見通しを形成している。中国は政策が緩和に転じている数少ない国の1つだ。

今後の環境は、特に、米国と欧州でインフレの要因が異なる時期に、中央銀行がインフレを抑えるために経済に苦痛を与えることを、どの程度許容するかによって特徴付けられるだろう。明らかなのは、それらが経済にブレーキをかけることであり、それは信用や株式の分野でより脆弱な銘柄に影響を与えるだろう。当社は、今はポートフォリオに債券と優良な信用銘柄を含める時期だと考えるが、実物資産（コモディティ、金）に関しては、多様なアプローチを維持する。したがって、**全体的なテーマとしては、景気後退時に保護を提供すると同時に、インフレ調整後のリターンを提供できる分野でリターンを探すこと**だ。

全体的なリスク・センチメント



経済成長の鈍化とタカ派的なCBが、需要、企業収益、市場のボラティリティに影響を与えるため、リスク資産には慎重になるべきだ。

前月からの変化

- ▶ ECBの引き締め政策の最中に、ユーロ圏の利回りでチャンスを選択する。
- ▶ マルチアセットで米国のデフレーションにはポジティブ。
- ▶ 中国株に関しては戦術的にニュートラル。
- ▶ ヘッジのあるHY信用には慎重。

「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

インフレの進化: 当時(コロナ禍以前)は望ましいものだったが、今では頭痛の種



MONICA DEFEND
アムンディ・インスティテュート・ヘッド



Alessia BERARDI
アムンディ・インスティテュート、新興市場マクロおよび戦略リサーチ・ヘッド



Annalisa USARDI
シニア・マクロ・ストラテジストクロス・アセット・リサーチ、アムンディ・インスティテュート

新型コロナについての背景:新型コロナは世界経済に大きな打撃を与えた。生産活動は3%と前代未聞の縮小幅を示し、縮小した需要が供給の制約を上回ったが、コモディティ価格が下落したため、インフレは当初著しく低下した。しかし、経済の回復が定着した後、需要が改善しコモディティ価格は回復したが、サプライチェーンの混乱は長期にわたり治まらず、労働力不足など全ての要素が一体となり、まだ緩和的であった金融、財政、およびマクロ・プルーデンス政策と相まって、インフレの劇的な回復を促した。この世界的な前代未聞の政策対応は、成長と需要への下振れリスクを効果的かつタイムリーに軽減したが、経済再開後のサプライチェーンの制約から生じる不均衡を防ぐことはできなかった。

モノからサービスへ:最初に上昇したのは、消費財のインフレであった。これは需要と供給の不均衡から生じたものだ。寛大な財政および金融の刺激策に支えられて、需要は力強く回復した。モビリティと消費が制約されたことで、需要は劇的に物品にシフトしたが、それがサプライチェーンの混乱がより深刻であった部門で起ったため、物品価格が急激に上昇した。サプライチェーンの混乱は、最近緩和されるまで、長期にわたって続いた。しかし、インフレの急上昇は物品だけに起因するものではなかった。原油とコモディティ価格は、パンデミックが進行中であった2020年には危機前のレベルを下回っていたが、その後、2021年に経済が世界的な回復を見せた時に上昇した。その結果、食品インフレが始まり、消費で食品が占める割合が高い多くの新興国に影響を与えた。次の段階では、回復が進むにつれて、サービス・インフレが発生しコア・インフレが上昇したが、これが硬直的で広範なものであったため、特に労働市場が逼迫している地域では、二次的な影響の懸念が高まった。

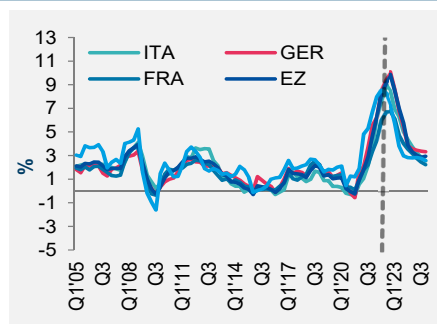
米国と欧州のインフレが異なる理由:米国では、労働市場の不均衡がインフレ見通しの鍵を握っている。労働率が低下へと移行したことが、政策撤回(金融緩和から引き締めへ)の調整を複雑にしている。賃金の上昇は、当初は熟練度の低い仕事に集中していたが、現在では経済全体に広がっている。インフレはいまだにサービス部門とコア部門で広範囲にわたっており、リスクは定着しつつある。政策当局にとっての優先事項は、今では賃金の伸びを急速に鈍化させ、労働市場のバランスを取り戻すことだ。ユーロ圏では、インフレは当初、物品側の不均衡によって引き起こされたが、米国に比べて地域の回復が遅いことを考えると、これは強い需要ではなく供給側の制約によるものだ。しかし現在、インフレの主なけん引役はエネルギー価格である。ユーロ圏のインフレは、主に輸入と供給に関連した現象であると当社は考える。したがって、ECBは困難な課題に直面している。短期的には、需要を削減してもインフレが低下するわけではないが、金融環境を引き締めると、供給側がさらに圧迫される可能性がある。

新興市場(EM)もこれに続いている:「ハイフレーション」は、程度は低いものの、EMのほぼ全域で定着していた。中国とASEAN諸国は少なくとも最近までは例外であったが、両地域で、インフレは抑制されていた。これは、パンデミックからの回復が遅く段階的であったため、需要の圧力を弱めたことと、補助金により効果的に実施されたことによるものだ。対照的に、CEEMEA(中欧・東欧、中東およびアフリカ)地域と中南米では、インフレは多かれ少なかれ早期に上昇していた。これは外的および世界的なショックに後押しされたこと、顕著な通貨安と非常に堅調な内需と労働市場の逼迫(CEE諸国)によるものだ。更に、一部の新興諸国は、固有の要因(ロシアでの戦争、トルコでの非正統的な政策、アルゼンチンの政治危機とペソの急落)の影響を受けており、これが前述の根本的な要因(需要と供給の不均衡など)と重複する。しかしEMの中央銀行はタイムリーに対応した。中南米では、積極的なCB(BCBなど)の政策のおかげで、コアの物品インフレは緩やかになっている。それでも、ブラジルではサービス・インフレが上昇しており、他のインフレのダイナミクスに逆風をもたらしている。また、BCBの政策(および減税と燃料価格の引き下げ)のおかげで、インフレ率は数か月前にすでに下方にシフトし始めていたが、これは成長を犠牲にしたものだ。

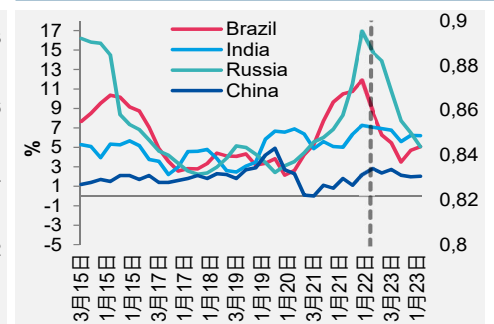
結論としては、地域によってインフレの傾向や要因は異なるものの、現在、世界の政策者たちにとっては、インフレが最大の関心事であると当社は考える。米国などの一部の国では、インフレのピークは過ぎたように見えるが、短期的にはまだCBの目標を上回っている。したがって、投資家は現在の成長の減速にもかかわらず、実質的なリターンを目指すべきであると考えます。

米国と欧州のインフレ要因はわずかに異なり、欧州ではサプライチェーンの混乱が多く痛みを引き起こしている。このことがECBの政策をより困難にしている

DMのインフレ



EMのインフレ



Source: Amundi Institute, on 30 September 2022. BCB = Banco Central do Brasil. Charts show headline inflation, year-on-year growth (at quarterly frequency). LHS = forecasts start from Q3 2022, RHS = forecasts start from 30 September 2022.



マルチアセット

経済的なシナリオが劣化している事に注意すべき



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

リスク資産については慎重な見解を維持するものの、株式よりも格付けの高い信用銘柄を 선호する。しかし、デフォルトの見通しと財務体質には注意を払っている

経済成長への懸念がバリュエーションに反映され始めたため、市場のボラティリティは平均を上回るレベルで維持されている。特に、不況への懸念と高インフレの影響をより強く受けた欧州地域では、エネルギー危機によって、それが悪化している。ここでは、各国政府による財政支援政策とEUの共同政策が流れを変える可能性がある。しかし、現在のバリュエーションは、悪化する世界的なシナリオの一部しか反映されていない。実際、収益調整がまだ見えていないため、今のボラティリティは維持されると見る。その結果、当社はデレージョンに関してはやや前向きであるが、信用力が高い銘柄を探している。株式については、相対的に米国を 선호しているが、見通しは弱含みとなっている。一方で、株式ヘッジ、コモディティや為替などを含む分散投資を維持する必要がある。

当社が強く確信しているアイデア

地政学的な緊張と中央銀行の軌道は引き締めめつたため（資本コストの上昇）、株式には引き続き慎重となっている。しかし、当社はユーロ圏よりも米国を 선호することで地域の相違に投資している。これは欧州のガスの配給と価格上昇による下振れリスクを考慮したものだ。米国は質の高い成長に特徴があり、欧州はバリュー株と市場に循環的な性質があることで支持されていると考える。中国では、短期的な逆風が見られるが、中国の経済サイクルが世界市場から切り離されていることは有益であると考えている。したがって、当社は相対的にインドよりも中国への嗜好を維持している。デレージョンについては、米国債を通して、ややポジティブなスタンスを維持しているが、欧州中核国についてはニュートラルだ。米国のバリュエーションは、最近の動きの後、逆イールドカーブが持続しているため魅力的となっている。英国では、利回りの急激な上昇を受けて、当社は現在、5年物の名目スワップに直接的なスタンスをとり、市場の安定を維持するためのBoEの債券への支援が、引き締め軌道と国の成長にどのように影響するかを監視している。第2に、ECBのタカ派的スタンスを考えると、イタリアでイールドカーブがフラット化する機会があると考えている。景気後退のリスクが、10年物よりも2年物の利回りカーブに悪影響を与える可能性があることが、この見

解をさらに裏付けている。これとは別に、当社はドイツ国債よりもイタリア国債にやや前向きな姿勢を維持するが、これはECBの伝達保護措置(TPI)が利用可能になったことと、イタリアの新政府が財政と改革の道筋から大きく逸脱することはないという当社の見解に支えられている。しかし、その動向は監視している。リスク資産全般に圧力がかかっていることは認識しているが、当社は米国のIG信用銘柄は好調であると見る。これは強固な企業ファンダメンタルズ(高いカバレッジ比率、安定したレバレッジ、強固なバランスシート)と、コストの上昇にもかかわらず堅調な利益率があることが理由だ。一方で、欧州の信用については、借入コスト上昇の影響と、それが低格付けの発行体のバランスシートにどのように影響するかを監視している。HY銘柄には慎重を期している。このセグメントは過度の引き締めリスクに最も晒されている領域だからだ。

FXでは、最近の上昇を受けて、BRL vs. PLNおよびHUFについては、もはやポジティブではない。ブラジルの選挙が決選投票となったため、BRLのボラティリティが高まる可能性が高い。さらに、東ヨーロッパの通貨は、多くのネガティブなニュースが取り入れられているため、バリュエーションが非常に過剰なレベルに達しているように見え、反発が予想される。一方で、インドネシアの財政状況の改善と中央銀行の利上げサイクルが、IDR/CNHにはプラスとなる。DM地域については、FRBと他のCB間の金利差と、世界経済の減速が近づいていることが、米ドル(vs.カナダドル、ユーロ)を支える重要な要因であると考えている。中期戦略として、EUR/JPYにはやや慎重であるが、安全資産としてのCHF/EURについては建設的だ。

リスクとヘッジング

経済リスクが収益と資産価格にまで波及する可能性があるため、投資家は株式とHY市場で十分なヘッジを維持する必要があると当社は考える。また、デリバティブ市場には、EUR/USDに対するネガティブな見解から利益を得るチャンスがあると考えている。

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

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

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

確定利付資産

債券は機敏に、
信用は借り換えリスクに注意



Amaury D'ORSAY
確定利付資産部ヘッド



YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル・ヘッド



KENNETH J. TAUBES
米国投資運用部 CIO

急激な利上げサイクルで、市場はより高いFRBのターミナル金利を織り込むようになり、そのことが特に格付けの低い企業の資本コストに影響を与える可能性がある

インフレが高いことで、先進国全体でタカ派的なモメンタムが同期化されているため、市場は以前よりも高い政策金利を想定している。インフレ率が大幅に低下するか、ユーロ圏で断片化が生じる（これは当社の中心的シナリオではない）ことがない限り、FRBとECBはより長期間、高い政策金利を維持すると当社は考える。結果、企業への融資コストが上昇する可能性がある。また、銀行が企業に融資を行わず、発行市場が利用できない状況が発生する可能性もある。これは特に低格付け企業に当てはまるため、留意する必要がある。したがって、当社はリスク資産と流動性リスクには慎重な姿勢を維持するが、全体的に柔軟なアプローチを持って高格付けの債券を愛好している。また、新興市場のハード通貨建て債券にもチャンスがあると見ている。

世界および欧州の確定利付き証券

利回りは、タカ派的CBと脆弱な経済成長の両方から、反対の圧力を受けていることを認識しているため、当社は積極的かつ戦術的なアプローチを維持している。デフレーションについてはやや慎重だが、これは主に米国と欧州中核国についてのことだ。しかし、最近の急激な動きを受けて、中国に対してはポジティブ、英国にはニュートラルだ。全満期の利回りについて慎重なアプローチを採ることで、当社は欧州周辺国のスプレッドが安定したことを見極めることができたが、断片化と政治的リスクを監視している。米国とユーロ圏のインフレ・ブレイクイーンについては、やや強気である。信用については、企業はパンデミックを乗り越えた後、バランスシートがより強固になり、現金が蓄積されている。しかし、コストの上昇と消費の減速、ウクライナ紛争に関連する不確実性、タカ派的なECBがボラティリティの原因となる可能性がある。最後の要因は、HYおよび低格付け債務の資金調達コストに影響を与えると見る。したがって、当社は債務不履行とリストラの可能性を注視し、バランスシート悪化の兆候を監視する。さらに、銀行、自動車、エネルギーのIG銘柄と優良債務を愛好する。

米国の確定利付き証券

市場では、FRBがより長期間金利を高く維持するのではないかと懸念が高まり、インフレの話題が勢いを増している。当然のことながら、インフレとタカ派的なFRBの話題が勢いを増したことから、利回りは8月の初めから上昇している。その結果、当社はデフレーションには戦術的にニュートラルに近い見方を維持しているものの、高い利回りに関しては、今ではポジティブなバイアスがかかってきている。名目利回りの上昇は、実質利回りにも反映されており、魅力的なエントリポイントとしてTIPS（米国物価連動債）をモニターしている。当社はIG債のスプレッドが、長期平均と比較してわずかに拡大していることに気付いている。これは流動性リスク、特に質の低い銘柄の価格改定が起る可能性があることを意味する。したがって、全体的には慎重だが悲観的ではなく、優良銘柄を選択する。加えて、流動性/準備金を民間の信用市場に依存している企業は、借入コストが上昇するにつれて圧力を受ける可能性がある。証券化された債権については、当社は政府系モーゲージ証券のポジションを積極的に管理している。バリュエーションが理由だ。

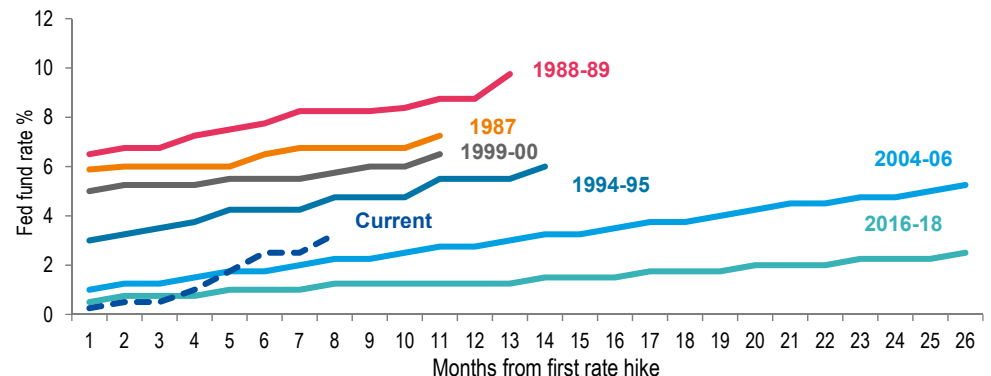
EM（新興市場）の債券

デフレーションに関してはややディフェンシブだが、新興市場の債券に対する市場心理はプラスに転じていると考えている。環境はLC（現地通貨建て）よりもHC（ハード通貨建て）に有利だが、特異なシナリオを考慮すると選択性は依然として重要だ。当社は地域全体の低迷水準に注意を払っている。愛好するのは、引き締めサイクルがピークに近づいており、魅力的なキャリーがある国（ブラジル）だ。EMのFXには引き続き慎重である。

FX

米ドルに対しては前向きだが、GBP（新しい財政政策）、EUR、およびCNHには慎重だ。しかし、エネルギー危機に対するEU全体の対応に関する議論は、ユーロをいくらか支える可能性があるため、当社は柔軟な姿勢を維持する。新興市場では、MXNとCLPIにポジティブだが、TWDには慎重だ。

1984年以降、現在の利上げサイクルは最も急激



Source: Amundi Institute, Bloomberg as of 30 September 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、QT = 量的引締め



株式

収益の回復力をフォローする



Kasper ELMGREEN
株式部ヘッド



YARLAN SYZDYKOV
新興市場部グローバル・ヘッド



KENNETH J. TAUBES
米国投資運用部 CIO

株式市場が再び魅力的になり始める時期には至っていないため、当社は選択と足元以降の収益の回復力に焦点を当てている

全体的な評価

経済指標の弱体化を目的にしている今、予想株価収益指標は高すぎるように見える。これまでの、サプライチェーンの混乱、品不足、エネルギー供給が企業の運営に影響を与えてきたが、今後は、消費者の需要に起因するサプライズを目的にする可能性が高い。これが市場の収益予想を引き下げる可能性がある。しかし、すべての企業が同じように影響を受けるわけではない。強力な価格決定力と安定したバランスシートを持つ企業は、景気減速に耐えることができるはずだ。そのため、資本コストの上昇と経済の減速を考慮して、当社は選別を維持しバランスシートに過剰な負債がある企業を回避している。全体的には、引き続き米国を 선호するが、経済的背景の進展には警戒を続けている。

欧州の株式

収益の格下げが予想される中、当社はディフェンシブな生活必需品と優良な循環株へのポジティブな見解をもって、バランスの取れたバベル型のアプローチを維持している。重要なのは、現在のバリュエーションを見て「現在暗示されていること」を理解することだ。選択性が重要だ。例えば、マクロのファンダメンタルズが悪化している環境でも、当社はリテール銀行を 선호している。インプライド・バリュエーションの期待値が非常に低いためだ。セクターを問わず、当社は強固なバランスシート、抵抗力あるビジネス・モデル、そして価格決定力を優先する。重要なことは、現在の危機は、ESGを改めて強調する時であるということだ。逆に、テクノロジーには慎重となっている。

米国の株式

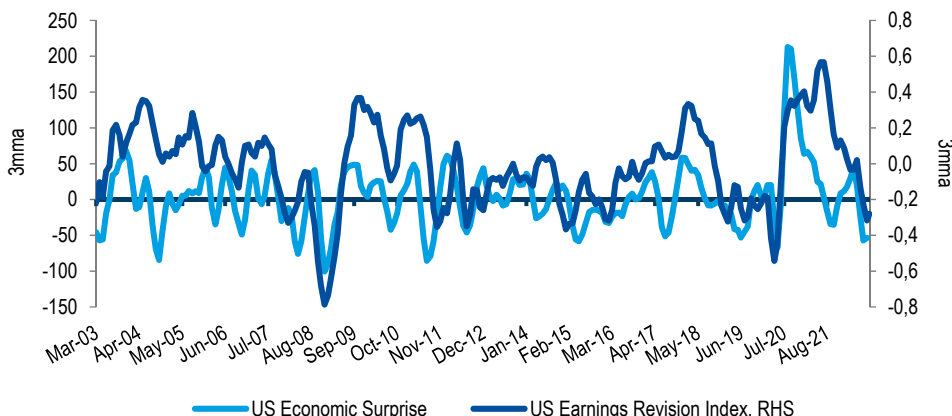
市場は2022年と2023年に利益が増加すると予想している。実際にはインフレが名目利益

をある程度保護する可能性がある。しかし、市場が景気後退に伴う企業収益の悪化を割り引くのは、全体的に遅れていると思われる。そのため、企業は次の決算発表シーズンを利用して、来年の市場収益予想を引き下げる可能性がある。これは、特に脆弱で収益性が低く、高価な企業の価格に影響を与えると見る。したがって、当社はバリュエーションと収益の回復力を優先し、今後の景気減速にもかかわらず、配当を提供できる企業を愛好する。一方で、過剰なレバレッジと、非常に高い循環性と高いバリュエーションを持つ銘柄を避けている。とはいえ、一部の優良循環株と成長セグメントの優良株のバリュエーションが大幅に修正されており、長期的な観点から、魅力的になっていることも認識している。セクター・レベルでは、銀行や保険会社などの金融銘柄を愛好する。米国の銀行株は高い株主資本利益率を示しており、信用に関する懸念はまだまだ限定的である。しかし、当社は厳選を続けている。最後に、投資家はポートフォリオに優良株とバリュー株のバイアスを考慮すべきだと考える。

EM (新興市場) の株式

地政学的なリスクと不確実性が高まっているため、短期的には慎重なスタンスを維持している。しかし、DM-EM間の成長格差と、選択的に魅力的なEMのバリュエーションは好材料だ。当社はブラジルとUAEを愛好するが、中国に対しては戦術的にニュートラルであり、トルコの銀行株には慎重だ。セクター・レベルでは、一般消費財セグメント(特に、内需の回復が予想される中国)で、バリュー銘柄を探求し、原材料よりもエネルギーを愛好する。

経済環境は業績修正をもたらす



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 28 September 2022. Eco. surprise index = positive reading means data releases have been stronger than expected, whereas a negative number means data released has been worse than expected. 3 month moving averages shown above

テーマ別
グローバルな見解Didier BOROWSKI
新興市場マクロ政策リサーチ・ヘッド
アムンディ・インスティテュート

IRAは、2005年から2030年の間にGHG排出量を50%削減するという、米国の目標を達成することを可能にする

米国：グリーン産業のポリシー策定が進行中

米議会が8月にインフレ削減法（IRA）を承認したことは、多くのオブザーバーを驚かせた。中間選挙が数か月後に迫り、議会で過半数の賛成票を得られないと思われていたため、新しい法律が可決されるとは誰も予想していなかった。しかし、民主党と共和党がなんとか妥協点を見出した。この法律の目玉である、環境移行を促進するための政策について下記で説明する。米国の新しいグリーン産業政策の様式を詳しく見ると、欧州はこの政策から多くを得ることができる。

IRAには、特に、脱炭素化、再生可能エネルギー、そしてエネルギー安全保障のために、10年間で3,690億ドル以上の支出が含まれる。これは2009年のアメリカ復興・再投資法（American Recovery and Reinvestment Act）の4倍の額を再生可能エネルギーとグリーン・テクノロジーへの投資に充てるもので、この分野では米国史上最大の連邦法である。

IRAは、再生可能エネルギーへの移行を加速することを目指している。2031年まで、脱炭素電力発電と電気自動車の新規購入に対して税金控除を設けることで、この法律は投資を刺激することを目的としている。したがって、IRAは米国の産業政策と民主党の教義の移行を示す。

法律の中核を成すのは環境条項である

これらの条項には、補助金、税額控除、環境正義政策、および基幹的なエネルギー・インフラへの投資が含まれる。

目標は、米国の本質効果ガス（GHG）の排出量を削減することだ。これは明らかに、気候変動と戦うために連邦政府が提案した最初の包括的な計画だ。

脱炭素電力発電に加えて、IRAはエネルギー効率によってGHGの排出量を減らすことを目指している。幾つかの研究（例えば、エネルギー・イノベーション）によると、IRAは、GHG排出量を8億2000万～12億m n n トン（MMT）と同等のCO₂（CO₂e）を2030年までに、2005年レベルから40%削減する。これは2005年から2030年の間にGHG排出量を50%削減するという、米国の目標を達成することを可能にする。主な温室効果ガス削減は、電力部門で達成されるが、これは、再生可能エネルギーと配電網への大規模な投資を通して達成される。

クリーン・エネルギーやその他の気候ソリューションのコストを削減することで、IRAは州、都市、そして企業が彼らの気候変動に対する熱意を高めることを容易にした。

プリンストン大学のエネルギーと気候専門家（REPEATプロジェクト）によれば、¹IRAは米国の年間エネルギー支出を2030年には少なくとも4%、または家計、企業、産業で年間500億ドルを削減する。これは、米国の家計にとっては何百ドルもの節約となる。連邦政府による税金控除、リポートや投資は、電気自動車のコストを下げ、建物のエネルギー効率を高め、産業界の投資へ資金を提供する。したがって、IRAは、風力と太陽による発電能力の成長を強化する。

逆説的に、そして「インフレ削減法」という名称にも関わらず、当社の予測範囲内では、この法律がインフレを減速する可能性は低い。価格への影響があるとしても、それは最小限に留まり、効果が現れるまでには数年かかるだろう。財政赤字は低下し、製造ラインやその他の重要なインフラへの投資から、原材料の供給は増え、薬剤の価格は低下するだろう（当社が注目するのはエネルギー転換政策のための政策だ）。消費が削減されることで、原油とガス価格には、さらなる下方圧力がかかると予測される。プリンストン大学のREPEATプロジェクトは、中期的（2030～35年）には、原油価格は約5%、米国の天然ガス価格は10～20%低下すると予測する。

IRAは、今後10年（2023-32年）の間に、米国の新しいエネルギー供給インフラへ、約3兆500億ドルの累積投資を生み出すはずだ。これは2030年までに、輸送部門と炭素隔離と炭素補足による化石燃料エネルギー生成への年間200億ドルの投資が含まれる。水素製造への年間投資額は2030年までに3倍（年間30億ドル）となり、2035年には総額500億ドルに達する見込みだ。風力と太陽光発電への投資は倍増し2030年には3,210億ドルに達すると予測される。

IRAは、家計や企業による主要な追加エネルギーシステムへの投資を促す。それには、電気自動車やデバイスの購入、より効率的で電力ベースの暖房システムや製造プロセスが含まれる。またこの法律は、クリーン・エネルギーとその使用を拡大するために、年十億ドルもの補助金、税金控除、ローンを提供する。これらすべては、追加の投資と雇用を刺激し、新しい重要なクリーン技術の革新と成熟を促すだろう。それには、クリーン・エネルギーのサプライチェーンの構築、公衆衛生と環境正義の向上などが含まれる。

新しい技術は、製造業への税金控除と同様の影響を持つ補助金や、投資への税金控除など、過去10年間に風力や太陽光エネルギーの産業を拡張し、コスト削減（2009年以降70%～90%）を実現した政策で後押しされる。

最後に、IRAはその他にも、太陽光や風力エネルギー、電池、電気自動車の部品の米国での製造と組み立ての発展を支援する。

IRAは、2030年までに累積で数千億ドルの投資につながる補助金、ローン、税制上の優遇措置を提供する。

概算によれば、全体的にはこの政策によって

¹ <https://www.princeton.edu/news/2022/08/25/princeton-energy-and-climate-experts-weigh-impactinflation-reduction-act>

テーマ別
グローバルな見解

米国が採用したこの戦略は、欧州が採用したアプローチと対照的である。欧州は炭素税と炭素市場に焦点を当てている

2030年までにGDPが0.6～0.8%上昇する可能性があり、特に建設とサービス業で最大130万の新規雇用が創出される。気候変動による損害を防止することで、年間510億～740

億ドルが救済される（この法律に含まれる他の政策を含めると、合計で3,290億～5,350億ドルが節約される）。

棚上げにされた炭素税：共和党と民主党の間での妥協の代償

共和党と民主党の妥協案は、炭素税の法案を棚上げすることのみ可能であった。炭素税は、これまでのところクライメート・トランジションを加速させるための主要な提案であった。炭素税は大多数のアメリカ人が反対している法案であることは事実だ。賛成しているのは28%のみで、半数以上は補助金や低炭素テクノロジーやグリーン・インフラへの投資を支持している。

米当局が採用したこの戦略は、欧州が採用したアプローチと対照的である。欧州は炭素税と炭素市場に焦点を当てている。ある意味、税額控除（IRAの主要なフィナンシャル・ツール）が炭素税に取って代わった形だ。

脱炭素テクノロジー・セクターの発展を優先させることで、バイデン政権は真のグリーン産業政策を実践している。この政策はサプライ・サイドの環境を転換するが、これは民主党の教義の転換でもある。ほとんどの専門家は、この政策では2050年までにカーボン・ニュートラルを実現することは難しいと言う。

それでも、この政策によって、米国はこの分野におけるリーダーシップの地位を取り戻すことができるだろう。そして、中間選挙の数か月前に、議会で超党派による合意が得られたということは、次期政権がどのような政治的傾向を持っていても、将来新しい政策が可決される可能性が高くなったと言えるだろう。

これは地球にとって非常に良いニュースだ。このような実用的なアプローチは、特に、このような大規模な投資に着手すべき欧州をはじめとする、他の多くの国々の注目を集めるだろう。炭素市場を使うことは、欧州レベルでの積極的な財政措置によって補足できる。欧州は目標を達成するために想像力を見せるべきだ。現在のエネルギー危機は、欧州での共同で協調的な行動を促進する可能性があり、そうあるべきだろう。これは、欧州の競争力と戦略的自律性の問題でもある。

2022年10月4日作成

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

当社はシナリオの内容と確率を維持する。当社が「中心シナリオ」の中で起るかもしれないとして特定したリスク要因のいくつかは、市場によってまだ十分に織り込まれていないことに注意されたい。下振れシナリオが実現するには、リスク要因の組み合わせが必要だ。下振れシナリオは、例えば、ガス価格の緩和および/または世界的な金融政策の引き締めとの組み合わせによるインフレ率の急速な低下などの上振れシナリオによって相殺されるが、その影響は過小評価される可能性がある。

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

- ▲ 復興計画または金融環境
- 民間および公的発行体の支払能力

- 経済または金融体制
- 🌿 社会的または気候関連のトピック



上位のリスク

月次アップデート

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

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

経済的リスク 30%

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

金融・財政リスク 30%

- **ソブリン債務危機**：
 - ウクライナでの戦争が延長されたことが、DMの脆弱な財政を悪化する。GDP比の公的債務はすでに歴史的に高いレベルにある。
 - インフレ期待が開放されたことが、厳しい金融引き締めと債券市場の混乱につながる可能性がある。
 - ほとんどの国は格下げや金利上昇に対して脆弱となる
 - 脆弱な新興市場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。
- **企業の支払い能力へのリスクが高まる**。ファンダメンタルズの悪化、不確実性の上昇、企業の利益に圧力がかかっている（投入コストの上昇、二重注文が利益への警告を発する）ことが原因。
- **グリーンウォッシングが広範に広がり、ESG投資バブルが起きる。このことがエネルギー転換資金を弱体化させる。**
- **米ドルのオーバーシュート**が不安定な通貨市場の原因となる。
- **通貨戦争**：通貨高は中央銀行がインフレ圧力と闘う方法の一つだ。

(地政学的な)政治リスク 30%

- **ウクライナ戦争**：
 - 長期にわたる軍事闘争が高度に集約された紛争につながり、西側の軍事闘争に陥る可能性
 - ロシアが軍事的に形勢が不利となる状況にあり、戦術核兵器を使用するリスクが高まる。
 - ウクライナの原子力施設での事故の危険性が高くなる。
 - [とはいえ、今後数か月で状況が落ち着き、解決/停戦への道が開かれる可能性もある]
- **EUの政治的断片化**またはポピュリストへの投票が、ロシアとの関係をどのようにするかについて意見の相違をもたらす。
- **米国が中国に対して強硬路線を取る**。台湾を占領しようとする試みを阻止するためだ。南シナ海または台湾海峡での偶発的な対立のリスク。
- **新興市場が政治的に不安定になる**。食料とエネルギー価格高騰が原因であり、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。
- **世界規模で、再びエネルギー転換を後退させるリスクが高まる**。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高める。
- **サイバー攻撃やデータ流出**が、セキュリティ、エネルギー、医療サービスなどの分野のITシステムを妨害する。

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

+ CHF、JPY、金、CDS、選択性、Min Vol

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

- 高リスク資産、AUD CADまたはNZD、新興市場の現地通貨。

- 原油、高リスク資産、フロンティア市場および新興市場。

- 信用&株式、EMBI。

クロス・アセット報告: 市場のターニング・ポイントを検知する

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

経済的背景

- インフレ圧力の高まりが継続し内需が弱まる中、経済モメンタムは徐々に鈍化している。当社はまだ米国経済がソフトランディングとなると予想しているが、政策ミスがまだ主要リスクであるため、2023年半ばの景気後退リスクは残る。欧州では、冬の間生活費高騰とインフレに起因する不況が予想されるが、これが以前の予想よりも深刻であり、その後の回復は浅いと予測する。
- スタグフレーションに勢いがあるため、インフレと成長見通しの修正の方向性が乖離している。
- 長期にわたる地政学的なストレスと、財政政策と金融政策の間の綱引きは、最終的には経済の見通しを不確実にし、データのボラティリティを悪化させる。

ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 現在の急激な下げ相場で、夏の上げ相場で積み上がった過大評価が一掃された。短期的にエントリーレベルを確認することがまだ困難だ。
- 株式の投資倍率は、現在のインフレ環境と引き締められた金融政策と一致しているようだが、EPS への期待が楽観的なままであるため、景気後退を割引くことはまだなされていない。
- ファンダメンタルズは9月と比較して悪化しており、スタグフレーションが企業の収益性に警告を発するはずだ。

ニュートラル+
資産配分

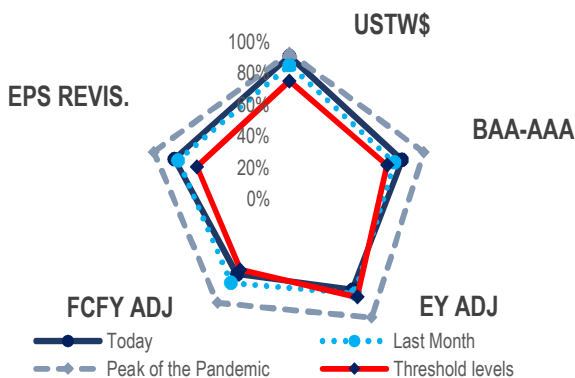
テクニカル要因

- テクニカル要因は、マルチアセット全体の脆弱な状況を浮き彫りにしている。資産トレンドは非常に細分化されているため、市場で息をし続けることはできない。株式、国債、および信用は、トレンドを追求観点からみれば、まだ魅力的ではないが、逆張り指標は積極的なリスク回避を妨げ、時には、急激な踏み上げの引き金となる。

市場心理

- リスク・センチメントは9月に大幅に悪化し、当社の3つのモデルは全て「リスクオフ」状態となった。9月の米国CPIが予想よりも悪化したため、多くの地域で金融環境が引き締められた。当社のCASTモデルとMoMoモデルで、それぞれ米ドルとリスク集中指標の「リスクオフ」の確率が高まり続けている。全体として、リスクセンチメントの柱は、短期的には引続きディフェンシブな資産配分が必要になることを示唆している。

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 30 September 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。しかし、Q2以降選好度はそれほど高くなかった。EPSの修正は景気後退への懸念からマイナスに転じており、米ドルはリスク回避を強く示唆する。信用リスク・プレミアムは引き続き高く警戒レベルを超えており、高リスク資産全体への防御的なスタンスが求められている。

方法: 当社は「センチネル」と呼ばれる5つのインプットを考慮している: それらは 貿易加重米ドル、ムーディーズBaa-Aaaのスプレッド、EPS修正、調整後益回りリスク、および調整後キャッシュフロー利回りリスクである。これらの「センチネル」は、当社の戦術的な資産配分を再配分するために使用される。妥当なしきい値が検出されると、5つの変数は一定レベルの確信を持って、市場のストレス状態を予測する指標として集約される。五角形は、5つの「センチネル」を視覚化したもので、赤い線がアラートのしきい値を表す。赤い線より上の距離が大きいほど、リスクの認識が高くなり、最終的にはディフェンシブ資産配分に近づく必要がある。

グローバル・リサーチ・クリップ

1 米国のインフレは強いことが証明されたが、ピークに達たと見られる。FRBはタカ派的姿勢を維持するだろう。

- 米国のCPI値は上向きのサプライズとなったが、ピークに達した可能性がある。当社は米国の総合インフレ率は2022年Q4に、9%から7.5~7.0%の範囲まで減速すると予想するが、モメンタムは短期的には強いまだろう。
- 次の2回のコア・インフレ率が抵抗力を見せ、当社予想よりも高かった場合、FRBはインフレの再燃を回避するために更なる引き締めアプローチを採用する可能性があるため、引き締めすぎるリスクが高まるかもしれない。
- このような背景に対応するため、FRBはタカ派的なスタンスを維持することでインフレを抑制するだろう。当社はFRBが積極的に利上げを続け、2023年3月のターミナルFF金利が5.0%となると予想する。
- 当社は12ヶ月の米国債2年物の利回り予測を4.3~4.5%に引き上げ、10年物利回り予測を3.9~4.1%に引き上げた、

投資への影響

- 株式には慎重さを維持する。
- 米国債10年物の物価連動債とユーロ圏の名目債券をアンダーウェイトする。
- 米国のブレイクイーブンにはニュートラル。
- 信用では、HYよりもIGを嗜好。

2 ECBがタカ派的となっているため、ユーロ圏は2022年後半に景気後退に入る

- 当社の天然ガス価格のベースライン・シナリオは、2022年Q3から2023年Q1にかけての生産量の縮小と、2023年Q2から始まると予測される回復に下向きリスクをもたらし回復を浅くする。当社は2023年の実質GDP成長率の予測を引下げて-0.5%とした。
- エネルギー危機を相殺するために各国政府が実施した政策の影響は、金融政策が引き締めのことで制限されるだろう。財政支援がショックを完全に相殺する可能性は低い。
- 規制に変更がなければ、ユーロ圏のインフレ率は秋冬シーズンに上昇し、ピークに達するのはそれ以降だ。
- その結果、ECBは非常にタカ派的スタンスへと変貌した。量的引締めが議論される中、更なる利上げが続き、2023年5月までに最終的な預金金利が2.75%となると当社は予想する。
- ソブリン・コア債の利回りはさらに上昇するだろう。当社は、12ヶ月のドイツ国債2年物の利回り目標を1.8~2.0%に引き上げ、10年物の利回り目標を2.3~2.5%に引き上げた。

投資への影響

- ユーロ圏の資産には注意を払うべきだ。株式と信用については、当社はユーロ圏よりも米国を嗜好する。
- ソブリン・コア債には慎重だ。
- 外国為替市場では、米ドルはユーロに対してさらに上昇し、短期的には0.94まで上昇する可能性があると考えている。

3 イタリアの選挙結果は市場にとってややポジティブ。

- 中道右派連合が約44%の得票を得て勝利した。安定した政府を形成するのに十分な議席を確保したが、3分の2を必要とする憲法改正投票には十分ではない。
- イタリアの新しい首相は「イタリアの同胞」のリーダー、ジョルジア・メローニとなるだろう。マリオ・ドラギの暫定政府が、予算法に関する作業の一部に対処する予定だ。
- 新政府は、財政の数値を調整し、NRRP（国家復興回復計画）の改訂を交渉する可能性がある。新政府は、EUの財政目標を守り、経済政策に関するEU機関との衝突を回避する可能性が高い。
- 最近のスプレッドの拡大は、ECBのターミナル金利が大幅に改定されたことやコア利回りの上昇など、外部要因によって引き起こされているようだ。テクニカル要因は改善されており、タカ派的なECBもスタンスを相殺するのに役立つ可能性がある。
- 株式については、短期的にはいくらか緩和されると予想する。構造的な上げ相場を確認するには、政府高官の任命、2023年予算法の承認、そしてNGEU（次世代EU復興基金）計画の変更の可能性について、より明確になることが必要だ。

投資への影響

- ボラティリティが高い状態が続く可能性があるため、イタリア国債には慎重となるべきだ。
- イタリアの株式については、将来の成長の可能性があり、高いインフレからある程度保護されている企業に焦点を当て、セクターへのバランスの取れたエクスポージャーを維持するべきだ。

4 FX市場：テクニカルな踏み上げ相場と高ボラティリティのリスク

- 米ドルのロング・ポジションは、2021年半ば以降、投機家と機関投資家の両方が保有している。
- USDのロングは広範に広がっており、EUR、GBP、JPYは2~5年ぶりの低水準にあるが、歴史的な低水準にはまだほど遠い状態だ。
- G4 FXのポジションが行き過ぎであるにもかかわらず、まだ戦略的視点の変化を考慮するべきではない。

投資への影響

- USDのロングポジションへの追加として、特にEUR、GBP、CAD、SEK、およびNZDへのショート・ポジションの反発を利用するべきだ。
- JPYは当社がショートしない唯一の通貨である。2022年末までに上昇リスクが見られるからだ。
- CNYはさらに下落する可能性がある。中国の輸出の伸びが鈍化していること、米国との金利差がマイナスであること、さらに台湾との緊張が、予想されるポジティブな成長率の差やポートフォリオの流れの安定化などのプラスの要因を上回る可能性があるからだ。



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	=/+		主なテーマは、FRBがどの位まで利上げをするか、そして成長の鈍化が収益にどのような影響を与えるかということだ。好調な消費者需要、逼迫した労働市場、改善された消費者指数は、企業収益を下支えしていると当社は考える。選択性を維持し、配当や自社株買いなどを通じて株主に報いる事業を探している。
	米国のバリュース株	+		今後成長が鈍化することは、優良な特性と持続可能な利益率を示す、それほど景気循環的でない銘柄でバリュース株を補完する必要があることを示唆する。一方で、投資家は、高価となっている成長セクターなど、バリュエーションが収益の可能性を正当化しないセグメントを避けるべきだ。
	米国のグロース株	-		金利の上昇とそれが資本コストへ影響する環境では、バリュエーションが将来のキャッシュフローに大きく依存している株式は、多大な影響を受ける。さらに、一部のセグメントの現在のバリュエーションは、ファンダメンタルズとの整合性がない。したがって、当社は慎重な姿勢を維持し、価格が妥当に見える優良なグロース株を観察している。
	欧州	--		生活費が上昇する中、景気後退についての不確実性と地政学的動向から、欧州には慎重な姿勢を維持する必要がある。欧州が循環的な市場であることを考えると、世界的な景気低迷は欧州の利益にとってマイナスだ。しかし、景気減速が終息すれば、欧州は最初に恩恵を受ける地域の1つになるはずだ。当社は長期的な収益の回復力とバランスシートの強さに注目する。
	日本	=		当社は日本にはニュートラルな姿勢を維持する。世界経済の減速（つまり輸出への潜在的な影響）と日本市場の比較的魅力的なバリュエーションを考慮してのことだ。
	中国	=	▼	金融政策と財政政策は緩和的であるが、住宅部門の問題と新型コロナウイルス感染による散発的なロックダウンが家計の収入と支出に影響を与えている。バランスの取れた質の高い成長という長期的な原動力は整っている。
	中国を除く新興市場	=		新興市場の投資は、世界的な逆風や地政学的緊張と共に、国内の特異な事情の組み合わせによって影響される。したがって、当社はUAE やブラジルなどのコモディティ輸出国を選好する一方で、タイ、台湾、トルコなどの国には慎重だ。全体的に厳選するスタンスをとっている。
確定利付き証券プラットフォーム	米国債	=		FRBは最近、経済成長の見通しを引き下げたが、利上げをすることで、インフレを抑えるという意思を改めて示した。このことは、魅力的な利回りレベルとともに、当社に債券が保護を提供することを納得させる。当社はデフレーションについてはニュートラルだが、ポジティブなバイアスと機敏なスタンスを維持する。最近の実質利回りの急増を考慮して、TIPSのエントリーポイントも監視している。
	米国IG社債	=/+		企業と消費者のバランスシートが健全であることと魅力的なキャリーとバリュエーションから、当社は他の脆弱な信用よりも、米国のIG債を選好する。しかし、「ハードランディング」のリスクに耐え、収益の回復力を示す銘柄を厳選している。
	米国HY社債	-	▼	債務不履行は今のところ抑えられているようだが、FRBがインフレを抑えるために利上げを行う意思があることを考えると、スプレッドには注意が必要だ。これが最終的には脆弱なキャッシュフロー生成能力を持つ企業の流動性に影響を与えるからだ。したがって、当社は慎重を期し、利回りと流動性およびファンダメンタルズのバランスを取ることを目指している。
	欧州の国債	=		物価を抑制しようとするECBの取組みにもかかわらず、欧州経済からの圧力で、ECBが利上げできる余地が限られる可能性がある。当社は当面の間、欧州にはニュートラルな姿勢を維持し、柔軟な見解を維持しながらも地域や全満期の利回りで機会を探している。欧州周辺国の債務については、細分化と政治的リスクに注意している。
	欧州IG社債	=		最近のスプレッドの拡大は、タカ派的となったECB、高インフレと成長への懸念の表れだろう。しかし、企業のファンダメンタルズはまだ堅調だ。当社はレバレッジが過剰な分野は避け、代わりに欧州の信用全体にニュートラルなアプローチをとり、優良資産を探している。
	欧州HY社債	-	▼	金融環境は僅かに悪化しているようだ。このことは、特に低格付けの発行体にとって、資金調達コストの上昇につながる可能性がある。したがって、当社は全体的に慎重なスタンスで、流動性、キャッシュフローの状況、デフォルトの見通しを監視している。
	中国の政府債	=/+		中国は、政策が緩和的な方向に転じている数少ない国の1つだ。このことが世界の投資家にとっての分散投資という利点と共に、将来的にロックダウン政策が緩和される可能性があるため、当社はややポジティブな見解を維持することができる。
	EM債券HC	=/+		先進国の政策金利が引き締められていることが、新興国の債務に圧力をかけているが、地域によって大きな相違が見られる。当社はIG債よりもHY債に価値があると考えている。HY債はFRBの利上げへのクッションを提供する可能性があるからだ。当社は、中南米（メキシコ、ブラジル）とMENA地域（バーレーン）のコモディティ輸出国を選好するが、この姿勢の調整には非常に積極的だ。
	EM債券LC	=		状況は改善しつつあるが、まだやや慎重/中立的なスタンスが必要だ。高いキャリーを持つ国（南アフリカ、ブラジル）を選好するが選択性を維持する。新興市場のFXは、短期的には米ドルの上昇から圧力を受け続けるだろう。
	その他	コモディティ		
通貨				米国のコア・インフレが硬直的であることは、FRBがハト派的に方向転換し、米ドルが下落するにははまだ早いことを示している。当社は米ドルが今後6か月以内に、最高値を更新すると予想する。

説明



出典：2022年10月3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=ハイイールド社債、EM債券HC/LC=新興市場債券のハード通貨建て/現地通貨建て、WTI=West Texas Intermediate、QE=量的緩和



先進諸国

マクロ経済の見通し

2022年9月30日時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ (CPI, 前年比, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界	6.2	3.2	2.5	3.9	8.0	5.3
先進諸国	5.2	2.3	0.5	3.2	7.2	4.3
米国	5.8	1.6	0.9	4.7	8.0	3.8
日本	1.7	1.6	0.5	-0.2	1.9	0.3
英国	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.1	7.6
ユーロ圏	5.2	2.9	-0.5	2.6	8.4	6.3
ドイツ	2.6	1.5	-0.7	3.2	8.6	6.1
フランス	6.8	2.5	0.0	2.1	6.0	4.6
イタリア	6.6	3.2	-0.5	1.9	7.9	5.6
スペイン	5.1	4.5	0.3	3.1	9.5	5.3

出典：アムンディ・インスティテュート

- 米国：成長。** 当社は引き続き米国のソフトランディングを想定しており、2023年と2024年には、長期の標準以下の成長を見込む。当社の成長予想は、2023年に0.9% (Q4の前年同期比で1.1%)、2024年には1.3%(Q4の前年同期比で1.3%)である。**インフレ：**総合インフレは米国でピークに達しており、経済が潜在能力を下回るため、徐々に減速するだろう。コア・インフレは、僅かに遅れて2022年のQ3とQ4の間にピークに達し、その後、徐々に低下するが、目標は上回ったままだろう。FRBは、現在および主要インフレ指標が望ましい方向を明確に示すまで、引き締めサイクルに固執するだろう。
- ユーロ圏：成長。** 今では2022~23年の秋冬にかけて、やや深刻な景気後退となると当社は見る、その後は、以前よりも緩やかな回復が見られるだろう。当社はユーロ圏経済が2023年に-0.5%縮小し、2024年には、1.3%までゆっくりと回復すると予想する。**インフレ。** 当社の予想インフレ率は、2022年Q4には10%をわずかに下回ってピークに達し、2023年Q4までに4%に向かって減速するというものだ。見通しはまだ非常に不確実だ。これはガス供給とガス価格に関連する最近の地政学的出来事によっても浮き彫りにされた。ECBは相変わらず厳しい立場にあり、スタグフレーションの環境で政策の引き締めを調整する必要がある。
- 英国：成長。** 英国では、まだ緩やかな景気後退が見られる。当社は、英国経済が2023年に約-0.5%縮小し、その後回復して、2024年には1.3%成長する予想している。**インフレ。** 当社は2022年と2023年のインフレのピーク値予測を引き下げたが、2024年のコア・インフレ予測は引き上げた。新しい予算が中期的には、持続的なインフレ圧力を生み出すと予想しているためだ。最近発表された財政パッケージは、供給が制約された経済で需要を刺激する。これは成長に下限を設けるだけでなく、インフレ圧力を支え、BoEに大胆な行動を強いる可能性がある。
- 日本：**政府は9月にインバウンド旅行への規制をさらに緩和した。しかし、パンデミック前に日本への訪問者の30%を占めていた中国本土からの旅行者はまだ欠けている。それでも、国境が再開された上に、国内旅行の補助金も再開され、更に超円安となったことは、今後数か月のサービス消費を下支えするだろう。家計のインフレ期待は歴史的な高水準に留まっている。当社は、コア・インフレがさらに上昇し、2022年Q4~2023年Q1にかけて、日銀の目標である2%を上回ると予想している。日銀は、この目標突破を重要視せず、これが持続可能ではないと繰り返すだろう。

主要金利の見通し

	06-10 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	3.13	5.00	4.50	5.00	4.50
ユーロ圏	0.75	2.50	2.64	2.75	2.98
日本	0.00	-0.1	0.02	-0.1	0.09
英国	2.25	4.5	5.5	4.75	5.7

出典：アムンディ・インスティテュート

- FRB：**広く予想されたように、FOMCは9月に3回連続で75bpsの利上げを行い、FF金利を3.25%まで引き上げた。タカ派的姿勢は、FF金利が驚くほど急激に上昇する経済見通しを通してもたらされた。実際、FOMCは経済からの持続的なインフレ圧力を受けて積極的な利上げに取り組んでいるが、経済は非常に回復力があり堅調な労働市場に支えられている。米国経済の回復力、持続的なインフレ、そしてFRBが非常に引き締め的な領域に移行する意図を考慮すると、FRBは最終的な政策金利が4.75%から5%程度になるまで、利上げを続ける確率が高いと当社は見ている。
- ECB：**ECBは9月の会合で、3つの主要金利を75bp引き上げることを全会一致で決定した。この決定は、インフレ期待が解放されたことによるリスクへの懸念に基づいている。非常に高いインフレ率を考えると、当社はECBが今後数か月間タカ派的スタンスを維持すると予想する。ECBは利上げを前倒し政策金利を急速に引き上げることを決意している。ECBのベースライン・シナリオは景気後退ではなく、2022年Q4/2023年Q1の低迷だ。当社はECBがタカ派的スタンスを維持し、次回の会合でさらに金利を引き上げると予想する。
- 日銀：**日銀は9月の会合には政策とフォワード・ガイダンスを変更せず、海外での積極的な引き締め政策と急激な円安による圧力に抵抗した。その後まもなく、財務省が外国為替市場で2兆8000億円の介入を行ったが、日銀は財務省による為替市場介入後も国債を買い続け、YCCと超緩和的な金融政策スタンスを擁護するという強いシグナルを市場に送った。日銀は、米国の金利がピークに達し、両国間の政策金利のギャップが自動的に縮小するまで、時間を稼いでいるように見える。従って、当社は当面の間、変化が起きることを期待していない。
- イングランド銀行：** 前回のBoE会合ではタカ派的なサプライズはなかった。市場は実施された50bpよりも高い75bpの利上げへの大きな期待を暗示していた。同時に、MPCは全会一致で量的引縮めの開始を支持した。しかし、会合後に発表された財政パッケージが予想よりも強力であったため、BoEは以前の予想よりも強い利上げをせざるを得なくなった。最終的な政策金利はより高いものとなるだろう。同時に、BoEは市場を安定させるために、一時的に長期英国債の買いオペによる介入を発表した。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
ECB理事会	10月27日
日銀MPM	10月28日
FRBのFOMC	11月2日
イングランド銀行MPC	11月3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9月30日時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ (CPI、前年比、%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界	6.2	3.2	2.5	3.9	8.0	5.3
新興諸国	6.9	3.8	3.8	4.4	8.6	5.9
中国	8.1	2.9	5.2	0.9	2.2	2.3
ブラジル	4.6	3.1	1.4	8.3	9.4	4.6
メキシコ	4.8	2.3	0.7	5.7	8.0	5.9
ロシア	4.7	-3.3	-1.5	6.7	13.9	7.5
インド	9.1	7.3	5.7	5.1	6.8	6.1
インドネシア	3.7	5.2	4.5	1.6	4.5	5.5
南アフリカ	5.5	1.7	1.1	4.6	6.9	5.8
トルコ	11.9	5.3	3.0	19.4	71.7	30.6

出典：アムンディ・インスティテュート

- 中国：** 住宅販売やモビリティなどの高頻度データは、コロナ規制が部分的に緩和されたおかげで、9月末に向かって改善した。地方自治体は第20回党大会（10月16～22日）までは対策を強化しているため、規制は10月も引き続き厳しいと予想される。しかし、厳しい規制のほとんどは、11月には反転する可能性が高く、それ以降は緩やかな回復への道が開かれるだろう。豚肉とエネルギー価格が横ばいになり、コロナ規制によるサービス部門での混乱が繰り返されたため、コア・インフレが抑制され、CPIは3%未満に留まっている。
- インドネシア：** BIは9月に金利を50bps引き上げた（コンセンサスと当社予想は25bps）。利上げ規模には驚いたが、9月の総合インフレ率が前年比4.7%から5.9%に上昇したのは、9月初旬の補助金削減が組み込まれていたことを強調すべきだろう。これらの指標に基づいて、インフレ率は2023年Q4にはさらに上昇し、およそ7.0%になると予想される。そのため、BIは更なる利上げを実行し、以前の予想よりも高い引き上げをすることが予想される。パイプラインで100bpsの利上げが見込まれるが、おそらく来年末までには緩和される可能性がある。
- CEE4：** エネルギー危機が原因のインフレの影響が成長に影響を与え始めており、今後さらに強まることが予想される。CEE4諸国は、少なくともテクニカルな不況から逃れることは難しいと見る。さらに、これらの国々は欧州に対して経済的および/または政治的に最も脆弱であり、欧州の資金を利用するために、（ハンガリーとポーランドなどは）自国通貨が大きな圧力に直面しており、それは今後も続くだろう。CBは利上げサイクルの終わりに達したか、終わりに近づいているが、高インフレ、インフレ期待の不確実性、さらにFRBやECBなど主要なCBによる引き締めを考慮すると、これらの国のCBがすぐに利下げに転じることを期待することはできない。
- トルコ：** インフレ率がピークに達し（前年比でほぼ85%）、ほとんどの中央銀行が金融政策を引き締めている中、CBRTは金利を再び100bps引き下げて12%とし、通貨を再び下落させた。CBRTは、TRY安をそれほど心配していないように見えるため、更なる利下げをする可能性がある。当社は20TRY/USDが緩和政策を止めるしきい値であると見ている。ユーロ圏の景気後退が予想されているが、トルコは2023年に前年比で3%成長する可能性がある。これは、特に次の選挙に先立って、融資が増えていることと、非常に緩い財政政策によるものだ。

主要金利の見通し

	06-10 2022	当社予測 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社予測 12ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
中国	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
インド	5.90	6.15	6.20	6.15	6.15
ブラジル	13.75	13	13.75	10.50	12.20
ロシア	7.50	7.00	7.40	6.50	7.25

出典：アムンディ・インスティテュート

- PBoC (中国)：** PBoCは、前月のサプライズ利下げの後、9月の政策金利を据え置いた。低迷する住宅セクターへの支援を強化し、初めての住宅購入者向けに住宅準備基金の住宅ローン金利を15bps引き下げ、適格地域の銀行が住宅ローン金利の下限を引き下げられるようにした。ゼロ・コロナ政策と住宅市場の減速が経済に重くのしかかっているため、中央銀行は緩和的な金融政策を継続すると当社は予想する。住宅販売が安定するかどうかは、更なる利下げに踏み切るかどうかにかかっている。
- RBI (インド)：** 予想通り、RBIは9月に再び政策金利を50bp引き上げて5.9%とした。2022年5月以降、RBIはインフレ期待を抑制し、外部環境の悪化に対応して、INRの下落を制限するために介入するなど、政策を前倒して進めてきた。実際、2022年Q2には、経常収支赤字はGDPのほぼ3.0%に達した。インフレ率は2023年Q1末までは6%を超える水準に留まり、その後は徐々に6.0%近辺の上限を下回ると予想している。RBIは、金利をさらに25bps引き上げ、レポ金利を6.15%まで引き上げると予想する。
- BCB (Brazil)：** BCBは新興市場で最初に利上げサイクルを終了した。FRBはまだ経済活動と労働市場を減速させようと前倒しで利上げを行っているが、BCBは1年半続いた強い利上げサイクルを終了し、12%の利上げで最終的に13.75%とした。しかし、終了するという決定は、標準的とは言いがたいものだった。これは、2016年以来最初に意見が割れた（7-2）決定であり、タカ派的な発言が目立った。実際、COPOMはこの動きは休止であるという含みを持たせ、必要であれば「ためらわずに引き締めサイクルを再開する」と述べた。そうでなければ、「十分に長い間」様子を見る戦略を採用すると言っているようだ。
- CBR (ロシア)：** CBRは9月16日に政策金利を再び50bp引き下げて7.5%とした。利下げ規模は、市場の予想に沿ったものであった。利下げの主な理由は、インフレが低下したことと消費者需要の低迷だった。CBRのメッセージは、財政政策の方向性の可能性と外部市場の反応からのリスクに言及しており、どちらかというバランスの取れた（利下げバイアスが少ない）ものだった。当社は、CBRが今後6か月間で、さらに50bpsの引き下げを行い、その後さらに50bps引下げて、政策金利を12か月間で6.5%付近にとすると予想する。

金融政策会議の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
PBoC	10月20日
CBR	10月28日
RBI	12月5日
BCB Brazil	12月7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 9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	1.6	0.9	4.7	8.0	3.8
日本	1.7	1.6	0.5	-0.2	1.9	0.3
ユーロ圏	5.2	2.9	-0.5	2.6	8.4	6.3
ドイツ	2.6	1.5	-0.7	3.2	8.6	6.1
フランス	6.8	2.5	0.0	2.1	6.0	4.6
イタリア	6.6	3.2	-0.5	1.9	7.9	5.6
スペイン	5.1	4.5	0.3	3.1	9.5	5.3
英国	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.1	7.6
中国	8.1	2.9	5.2	0.9	2.2	2.3
ブラジル	4.6	3.1	1.4	8.3	9.4	4.6
メキシコ	4.8	2.3	0.7	5.7	8.0	5.9
ロシア	4.7	-3.3	-1.5	6.7	13.9	7.5
インド	9.1	7.3	5.7	5.1	6.8	6.1
インドネシア	3.7	5.2	4.5	1.6	4.5	5.5
南アフリカ	5.5	1.7	1.1	4.6	6.9	5.8
トルコ	11.9	5.3	3.0	19.4	71.7	30.6
先進諸国	5.2	2.3	0.5	3.2	7.2	4.3
新興諸国	6.9	3.8	3.8	4.4	8.6	5.9
世界	6.2	3.2	2.5	3.9	8.0	5.3

主要金利の見通し

先進諸国

	2022年10月 6日	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	3.13	5.00	4.50	5.00	4.50
ユーロ圏	0.75	2.50	2.64	2.75	2.98
日本	0.00	-0.10	0.02	-0.1	0.09
英国	2.25	4.50	5.50	4.75	5.70

新興諸国

	2022年10月 6日	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	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
インド	5.90	6.15	6.20	6.15	6.15
ブラジル	13.75	13.00	13.75	10.50	12.20
ロシア	7.50	7.00	7.40	6.50	7.25

長期金利の見通し

2年物債券利回り

	2022年10月 6日	当社予測 12ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	6ヶ月先
米国	4.19	4.50/4.70	4.23	4.30/4.50	4.20
ドイツ	1.78	1.8/2.00	1.85	1.80/2.00	1.73
日本	-0.07	-0.10/0.00	-0.04	-0.10/0.00	-0.03
英国	4.13	3.9/4.10	4.34	3.9/4.10	4.50

10年物債券利回り

	2022年10月 6日	当社予測 12ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	6ヶ月先
米国	3.80	4.00/4.20	3.80	3.90/4.10	3.80
ドイツ	2.08	2.30/2.50	2.11	2.30/2.50	2.12
日本	0.25	0.10/0.30	0.33	0.10/0.30	0.41
英国	4.20	3.70/3.90	4.22	3.70/3.90	4.26

通貨の見通し

	2022年9月 23日	当社予想 Q1 2023	コンセンサス Q1 2023	当社予想 Q3 2023	コンセンサス Q3 2023
EUR/USD	0.97	0.92	1.02	1.02	1.05
USD/JPY	143	137	134	127	130
EUR/GBP	0.89	0.90	0.86	0.89	0.87
EUR/CHF	0.95	0.91	0.97	0.97	0.99
EUR/NOK	10.30	10.38	9.85	9.94	9.70

	2022年9月 23日	当社予想 Q1 2023	コンセンサス Q1 2023	当社予想 Q3 2023	コンセンサス Q3 2023
EUR/SEK	10.95	11.02	10.53	10.67	10.40
USD/CAD	1.36	1.40	1.29	1.30	1.26
AUD/USD	0.65	0.62	0.70	0.69	0.72
NZD/USD	0.57	0.53	0.62	0.60	0.65
USD/CNY	7.13	7.20	6.92	6.60	6.90

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）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

THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



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

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

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

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

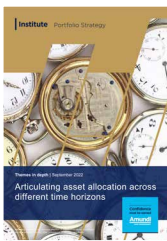
Themes in depth: Towards a new set of fiscal rules in Europe: an investor view (25-07-2022)

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

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

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

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



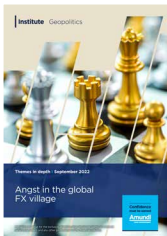
Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)

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

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

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

THEMATIC PAPERS GEOPOLITICS



Themes in depth: Angst in the global FX village (30-09-2022)

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

Themes at a glance: Upheaval in the global FX regime (30-09-2022)

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

COMPASS



Global foreign exchange regime faces winds of change (30-09-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

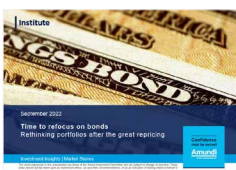
How to overhaul Europe's outdated budget rules (31-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

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

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Time to refocus on bonds - Rethinking portfolios after the great repricing (28-09-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



UK market turmoil points towards further volatility in global currencies (28-09-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - Amundi Institute - CROSNIER Laurent, Global Head of FX - USARDI Annalisa, Cross Asset Research Senior Macro Strategist - Amundi Institute

Italy election: no major surprise from the polls, maybe positive for markets (27-09-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - FERRARESE Elena, Head of Italian Equity - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

20-21 September FOMC meeting: the move into restrictive territory (23-09-2022)

Jonathan DUENSING, Head of US Fixed Income - Timothy ROWE, Director of Multi-Sector Fixed Income - Paresh UPADHYAYA, Director of Fixed Income and Currency Strategy - Alessia BERARDI, Head of Emerging Macro & Strategy Research, Amundi Institute

ECB meeting: bold rate hike; watch out for more to come (13-09-2022)

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Reassessing the view on Europe: hot questions for investors (13-09-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

WORKING PAPERS



Fast Filtering with Large Option Panels: Implications for Asset Pricing (04-10-2022)

DUFAYS Arnaud, EDHEC - JACOBS Kris, Bauer College of Business, University of Houston - LIU Yuguo, University of Houston - ROMBOUTS Jeroen V.K., ESSEC Business School, France

Real-Time Macro Information and Bond Return Predictability: A Weighted Group Deep Learning Approach (22-09-2022)

FAN Yinghua, City University of Hong Kong - FENG Guanhao, City University of Hong Kong - FULOP Andras, ESSEC Business School, Paris-Singapore - LI Junye, Fudan University

Altruism or Self-Interest? ESG and Participation in Employee Share Plan (19-09-2022)

Marie BRIERE, Head of Investor Intelligence and Academic Partnerships, Amundi Institute - Maxime BONELLI, HEC Paris - François DERRIEN, HEC Paris

INVESTMENT OUTLOOK



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

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

ASSET CLASS VIEWS

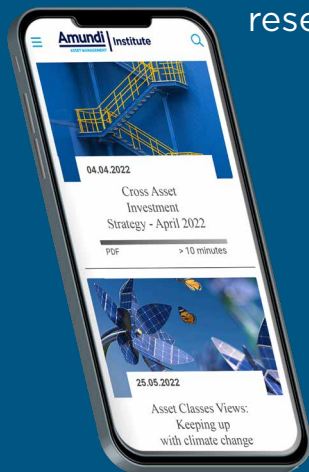


Asset Class Return Forecasts - Q3 2022 (08-08-2022)

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

NOTES

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



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

重要な情報

This document is solely for informational purposes.

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

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

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

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 6 October 2022. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

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

Date of first use: 2022年10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 GPO4000036 - Head office: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 4 37 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - 2018 Bill Dickinson

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 新興市場マクロおよび戦略リサーチヘッド
BERTONCINI Sergio, シニア債券リサーチ・ストラテジスト
BOROWSKI Didier, マクロ政策研究責任者
CESARINI Federico, 先進市場 FXヘッド、クロス・アセット・リサーチ・ストラテジスト
DI SILVIO Silvia, クロス・アセット・リサーチ・マクロ・ストラテジスト
DROZDZIK Patryk, シニア新興市場マクロ・ストラテジスト

アムンディ・インベストメント・プラットフォームからの寄稿者

LEMONNIER Patrice, 新興市場株式部ヘッド
STRIGO Sergei, 新興市場フィックスインカム部共同ヘッド

アムンディ・インベストメント インサイト寄稿者

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

構想と制作

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

本書は投資の専門家である顧客、投資サービス提供者、およびその他の金融業界のプロフェッショナルのみを対象としたものです

副編集者

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

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
PANELLI Francesca, インベストメント・インサイト・スペシャリストおよび顧客部スペシャリスト
PORTELLI Lorenzo, クロス・アセット・リサーチ・ヘッド
USARDI Annalisa, クロス・アセット・リサーチ・シニア・マクロ・ストラテジスト
VARTANESYAN Sosi, シニア・ソブリン・アナリスト

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