

Institute

#04  
2022年  
4月

# CROSS ASSET Investment Strategy

CIOの見解

戦争の風が経済見通しに打撃を与える

アムンディ・インスティテュート

ウクライナ:我々の立ち位置は?

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #04 - 2022年4月

### 目次

#### グローバルな投資見解

#### CIOの見解

##### 戦争の風が経済見通しに打撃を与える

p. 3

中央銀行によるタカ派的なコメントは、当社のデューレーションに関する慎重な見方を裏付けているが、不確実性が高まっている時には国債が頼りになるため、当社は柔軟性を維持している。信用分野では、企業のファンダメンタルズは健全だが、流動性リスクが起る可能性が高いため、当社はよりディフェンシブになっている。しかし、株式に関しては、優良なバリュース株へのバイアスと選別の重要性を確信している。地域レベルでは、収益不況のリスクがあるため、戦術的に欧州よりも米国を 선호している。全体的には、投資家は攻めの資産配分への誘惑に抵抗し、インフレを考慮して、回復力ある分野（コモディティを含む）を探すことで、ポートフォリオ構築を検討する必要がある。

##### アムンディ・インスティテュート

##### アムンディ・インスティテュートのコラム

p. 4

バリュエーションが新体制と不透明なスタグフレーション・リスクによって、大幅に再調整されない限り、投資家は慎重さを維持すべきだ。

#### マルチアセット

##### 性急に市場に参入することなく、米国 vs. 欧州の視点で投資する

p. 5

当社は、現時点で戦略的な賭けをするよりも、金利上昇リスクへのエクスポージャーを増やすことなく、レラティブバリュー戦略でのチャンスを選択する。

#### 確定利付き証券

##### 信用は最初に価格改定される候補となる。注意深く監視すべきだ

p. 6

金融および財政政策からの支援が限られているため、特に実質金利が上昇し始め収益が圧迫されれば、信用スプレッドが拡大する可能性がある。

#### 株式

##### 収益経路がより不確実となる中、米国株式が選好される

p. 7

欧州では成長期待の低下と不透明なスタグフレーション・リスクが景気循環株についての注意を促すが、そのことが品質と配当に焦点を当てた米国株式の相対的な魅力を支える。

#### 今月のトピック

##### ウクライナ:我々の立ち位置は?

###### はじめに

p. 8

ロシア・ウクライナ戦争のターニング・ポイント

###### 皆さまからの質問にお答えします

p. 10

ウクライナ危機に関して、皆さまから寄せられた幾つかの質問にお答えします

#### 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

##### > 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.14

##### > グローバル・サーチ・クリップ

p. 15

##### > アムンディの各資産クラスへの見解

p.16.

#### 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.17

##### > 新興諸国

マクロ経済の見通し - 市場予測

p.18

##### > マクロ経済および市場予測

p. 19

##### > 当社の予測についての免責事項/方法

p. 20

##### > Publications highlights

p.21

## CIOの見解

## 戦争の風が経済見通しに打撃を与える



Vincent MORTIER  
グループCIO



MATTEO GERMANO  
デビュティ・グループCIO

最近株式市場が安定してきている兆候はあるものの、ロシア・ウクライナ戦争の最初の1ヶ月は、全体的にボラティリティが上昇した。欧州はこの戦争から最も影響を受けている地域だ。特に、エネルギー価格の上昇、サプライチェーンの混乱、地理的に近いことが影響している。しかし、商品市場の緊迫はエネルギーだけでなく、農産物や金属にもおよんでいる。このような状況を背景に、安全な投資先としての金への需要は引き続き堅調であるが、米国債利回りは最近、インフレと金利上昇期待にけん引されており、全満期で上昇している。この戦争による不確実性は高いままであるが、市場はロシアに対してどのような追加制裁を実施できるのか、次の外交的措置はより実りが多いのかどうか、あるいは更に悪化した場合、危機の時間軸と地理的範囲はどうなるのかを見極めようとしている。

現段階では、投資スタンスを再評価するためには、次の4つの点が重要となる。

- 1. 世界はグローバルな不況に向かっているのか？** コモディティ価格上昇の影響を考慮して、当社は2022年の世界経済の成長率を0.5%下方修正した（現在は3.3~3.7%の範囲）が、影響は国によって異なる。米国は影響を受けないわけではないが、ユーロ圏よりも回復力が強いようだ。欧州はテクニカル的には景気後退のリスクにさらされているが、グローバルな景気後退は回避されるだろう。
- 2. 中央銀行（CB）が政策ミスをするリスクはどのくらいか？** CBの仕事は容易ではない。特にECBにとっては、経済見通しが（単一国家のレベルでも）より不確実になっている上に、ユーロ圏における細分化リスクも高まっているため、政策ミスの可能性は高くなっている。FRBにとってもその任務は簡単なことではない。2018年以降初めての利上げを実行したにもかかわらず、金融政策はいまだ立ち遅れており、インフレが政治的議論の場で熱い話題となっている環境では、その政策路線を調整する必要があるかもしれない。
- 3. 流動性逼迫のリスクは？** 流動性は主要資産クラス全てで悪化しており、市場の厚みは全体的に悪化している。現時点では、当社には流動性逼迫に関する重大なリスクは見えないが、警戒を怠らず、流動性のバッファーを構築する必要性が高くなっている。
- 4. 市場：バリュー株の回復プロセスはどのくらい進んでいるか？** 当社は慎重な姿勢を確認するが、近い将来、購入機会が訪れる可能性を認識しているため、リスク・スタンスを戦術的に調整する準備をしている。バリュー株の回復プロセスは進行中だが不完全で断片化されている。特に、FRBとECBの動きによる実際の影響はまだ見えていない。このことは、多少の忍耐が必要であることを示唆する。今後ボラティリティが追加されれば、エントリー・ポイントを提供するだろう。

このような背景から、当社の主な確信は、次の通りである。

- **高インフレ環境が持続すれば、長期金利は低すぎるレベルで維持される。** 最近、中央銀行がタカ派的に転向したことは、金利が上昇する傾向にあることを確認するものだ。当社は短期デレージョンのバイアスを持つ資産を保有し、デレージョンについてのスタンスは戦術的に調整している。これが社会的混乱時にヘッジングを支えるからだ。
- **株式については、当社はバリュー株へのバイアスに固執している。更に、現在の危機を乗り切る方法として品質にも重点を置いている。** 非常に厳しい選別と、強力なビジネス・モデルを持ち高コストを消費者へ転嫁できる能力を備えた銘柄を探索することは依然として重要だ。地域レベルでは、欧州で景気後退のリスクが高いことを考えると、欧州と比較すると米国は引き続き高い回復力を示すだろう。従って、当社は欧州と比較すると米国の株式により前向きになっている。中国株式の見通しは、規制リスクの高まりと極端なボラティリティの中、戦術的により慎重となっている。
- **信用については、リスクは現段階ではファンダメンタルズよりも流動性に関連している。** 金融環境が引締められているため、流動性リスクに注意を払うことが重要だ。当社は、ハイイールド債について全般的に慎重になっている。特に欧州では、信用スプレッドが更に拡大する可能性があるからだ。
- **ボラティリティは高いまま維持されており、市場の強い調整局面にもかかわらず、当社は、この危機の結末が不確実であることにに対してヘッジを保持している。** さらに、より抵抗力あるポートフォリオを構築するために、投資家は引き続き分散投資する分野に焦点を当てる必要がある。この目的では、中国の政府債を長期的な視点で検討することも可能だ。分散投資に関しては、通貨もその役割を果たすことができる。当社は、市場が困難な状況で魅力的となるスイス・フランを選好する。

結論として、状況がまだ不透明であるため、攻めの資産配分への誘惑に抵抗することが重要であり、回復力のある分野を探るためには、引き続きインフレ（および実質金利）の視点からポートフォリオを構築することを検討すべきだと当社は考える。

### 全体的なリスク・センチメント



中央銀行の方針と収益の伸びが不透明な中、リスクを増やすことなく、流動性への焦点を維持する。

#### 前月からの変化

- ▶ 今回の危機が収益の見通しに与える相対的な影響を考慮して、欧州に対して米国を選好する。
- ▶ デレージョンへの戦術的な調整
- ▶ FXを含むヘッジを調整する。

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

アムンディ・インスティ  
テュートPascal BLANQUÉ  
アムンディ・インスティテュート会長

バリュエーションが新体制と不透明なスタグフレーション・リスクによって、大幅に再調整されない限り、投資家は慎重さを維持するべきだ。

Monica DEFEND  
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のコラム

## 体制移行の時代における戦争の影響についての投資家の見解

近年、地政学的な危機は市場最初のネガティブなショックを短期的にもたらし、その後、ポジティブな展開が認識されると、迅速に安心感を伴った上げ相場をもたらし、それが投資家の買いの機会につながったことがある。しかし、今回のロシア・ウクライナ紛争は、高度な断片化と高インフレという難題に更なる要素を追加する。これは私が「70年代へ戻る道」と呼ぶ体制移行の特徴だ。投資家は、特に、ポートフォリオへのリターンを促進する4つのマクロ的な要素を考慮するべきだ。

1. **成長要素は特に欧州ではそれほど支援材料ではなくなっている**(下記を参照)。グローバルな軌道が潜在的レベルに戻ることは今回の危機で高まった。→ 信用は幾つかの株式のセグメントよりも多くの価格の再設定に直面している。
2. **インフレは更に高まり熱くなっている**。→ 収益はインフレ圧力を転嫁する能力に高く依存している。
3. **実質金利の要素はまだ支えられている**。中央銀行は、期待されていることを考慮しても、引続きインフレ曲線から遅れている。→ 実質金利は、金融抑制環境ではマイナスで維持されるだろう。これは、幾つかの株式セグメント(特に米国)における成長要素の弱体化からの影響を補うはずだ。
4. **流動性の要素はピークを過ぎた**。グローバルなマクロ・レベルでは、流動性は低下傾向にある。→ 中央銀行による流動性の支援が小さくなることで、全体的にボラティリティが高く維持される。

金融政策への期待と紛争による経済的なダメージを把握することが、リスク・プレミアムの再調整をけん引している。これは最終的には新体制の均衡と同様に調整されるだろう。従って、投資家はエントリー・ポイントを探す際には、(スタグフレーションが中核リスクである)新しい体制で予想されるべき均衡に対して、バリュエーションが一致した時、またはポジティブで魅力的な差を提供する時を注視するべきだ。

投資家は、国債を追加するという誘惑に抵抗するべきだ。デュレーション管理にはまだ柔軟性がある、しかし、短期デュレーションの傾向は味方となるだろう。安全な資産 vs. 高スタグフレーション・リスクへの探求では、株式でも債券の特徴を持つ銘柄は、「安全な」コア資産の地位を獲得する可能性がある。これらは、高収益の見通しがあり債務が少ない銘柄である。

## 欧州のスタグフレーション・リスク

ロシア・ウクライナ戦争は、主に2つの経路で欧州経済に影響を与えるだろう。(1) **直接的なエクスポージャー**。2020年には、ロシアはEUにとって5番目に大きい貿易相手国であり、ロシアへの輸出はEUの全輸出の約6%を占めていた。(2) **間接的なエクスポージャー**。ロシアはEUにとって、原油、天然ガス、固形化石燃料の主要なサプライヤーであるため、欧州のエネルギー脆弱性は依然として多大だ。したがって、石油とガスの経路がストレスの主な原因となっている。

• **2022年の成長は下方修正され、インフレは上昇している**。GDPは-1%~-1.5%程度の影響を受ける可能性があり(消費と投資の低下で)、前年同期比では2~3.2%の範囲となるだろう。欧州は最も高いスタグフレーション・リスクに直面しており、当社の予測の下限には一時的な景気後退の可能性も織り込まれている。インフレについては、当社の以前の予測と比較するとCPIは1.5%高くなっており、インフレのピーク(6~7%)にはまだ達していない(おそらくQ2になるだろう)。今年のインフレ率の年間平均は6%と見ている。しかし、Q4には、インフレは4~5%まで低下する可能性がある。

• **収益面での懸念**。欧州では、景気後退が始まる前に、収益不況が起る可能性がある。PPIとCPIインフレ、そしてサプライチェーンの障害(原料価格、コモディティ、エネルギー価格の上昇)を見れば、かなり大きなギャップがあることがわかる。つまり、製品の価格を上げることが出来なければ、生産者は上昇するコストを吸収せざるを得ないということだ。しかし、企業が値上げをすれば、販売数量に影響がでるため、最終的には利益を低下させる可能性がリスクとなる。

**投資への影響**：当社は世界の株式にはニュートラルな姿勢を維持することを勧めます。確定利付き証券については、再調整が進行中だ。中央銀行が支援を撤廃したこと、金利の上昇、経済成長への圧力などの組合せによるテクニカル要因の脆弱さは、信用分野への配分をディフェンシブにすることが求められている。加えて、流動性の圧力と質への逃避は、国債やキャッシュが格上げされることを意味する。最後に、インフレが持続していることは、インフレ連動債、金、実物資産など、景気敏感な資産にポジティブとなる傾向を示す。

PPI=生産者物価指数、CPI=消費者物価指数。

マルチアセット

性急に市場参入することなく、  
米国 vs. 欧州の視点で投資する



Francesco SANDRINI  
マルチアセット戦略ヘッド



John O'TOOLE  
マルチアセット投資ソリューション・  
ヘッド

当社は、現時点で戦略的な賭けをするよりも、金利上昇リスクへのエクスポージャーを増やすことなくレラティブバリュー戦略でのチャンスを選好する

現在のところ、金融市場と経済環境は、大まかに分けて3つの影響を受けている：インフレと成長期待、これらへの政策の対応（財政と金融）、そして地政学的状況の展開だ。当社は最初の2つは、3番目の要因によってますます強い影響を受けると見ているため、将来の経済の方向性が全体的に不透明になっている。

従って、最近安定しているように見える兆候はあったが、今は積極的に市場へ参入する時ではない。投資家は流動性と（他の資産とともに、金やコモディティを含むような）投資の分散、そしてレラティブバリュー戦略を念頭においてエクスポージャーを微調整するべきだ。更に、政治リスクと質への逃避への流れに焦点を置きつつも、ヘッジングとFXはポートフォリオの重要な柱であるべきだ。

当社が強く確信しているアイデア

当社は株式全体について、ニュートラルな姿勢を維持するが、戦術的にレラティブバリューの機会を探している。また、欧州と比較して、米国により建設的になっている。FRBが短期的にはインフレと闘う強い姿勢を見せていることは、イールドカーブのフラット化を引き起こしているが、これは幾つかのグロース分野を含む米国市場に恩恵をもたらす。従って、当社は株式の首尾一貫した選別方式を実施し、現段階ではバリュー株への傾倒を減らしている。欧州で収益の勢いが弱まるリスクは、この地域でのより堅実な姿勢を要求する。新興市場については、当社はニュートラルな姿勢を維持し、中国株式についてもニュートラルに移行した。新規のロックダウン政策によるリスクと異常なボラティリティが理由だ。

デレーションに関して、当社は全体的に慎重な見解を維持しているが、今ではドイツ国債が、「安全な資産」への動きとロシア・ウクライナ紛争による欧州経済の成長への懸念から恩恵を受ける可能性があると考えている。しかし、ドイツが軍事支出について方向転換したことは、政府の財政支出の予測を上昇させる。このことは、債券発行数を増加させる可能性があるため利回りを上昇させるが、最近のECBのタカ派的コメントによっても支えられている。従って、当社は状況を密接にモニターしており、状況に柔軟に対応できるようにしている。

欧州周辺国の債務に関しては、当社はドイツの債務よりもイタリア国債に楽観的な見解を維持する。イタリア国債に関しては、市場で「質

への逃避」による圧力がかかることは承知しているが、当社は、イタリアの経済成長（NGEU基金による）と政治的安定性が強いと見て、ファンダメンタルズは良好であると見ている。中国に関しては、長期的には地方自治体の債務には投資の分散上の恩恵がまだあると当社は見ているが、この資産クラスはFX側からの逆風に直面している。原因は米・中間の緊張で資金流出のリスクがあるため、CNHが安くなっていることだ。

信用市場は、ボラティリティの上昇、コア金利と高インフレの上昇圧力から影響を受けるだろう。加えて、欧州のGDP成長率が脆弱になる可能性があることから、企業収益への懸念が高まっている。全体的に、これはスプレッドが拡大する原因になるかもしれない。従って、当社はEUのHY債へのややポジティブな姿勢を撤廃したが、全体的にIG債と信用についてはニュートラルに留まっている。とはいえ、現時点の企業のファンダメンタルズは強く、バランスシートも健全であると考える。そのため、この分野については用心深く構えている。

当社は、FXの世界は、ますます地政学およびマクロ経済環境にけん引されるようになって見えている。CHF資産の保護的特徴から資金が流入することを考えると、当社はEURと比較してCHFについてポジティブである。また、EUR対するGBPにはディフェンシブな姿勢を維持する。これは米国とEUに関して、英国がますます孤立しているからだ。更に、当社は対EURについてのCNH（オフショア人民元）へのポジティブな姿勢を撤回する。これはEURがウクライナ情勢の改善の可能性から利益を得ると見ているからだ。

リスクとヘッジング

ロシア・ウクライナ戦争に加えて、高インフレと中央銀行による引締め政策は2022年に監視すべき主なリスクだ。現在の環境は、デリバティブや金（戦術的ヘッジ）を通して保護を維持し修正することの必要性を強調する。

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					■			
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が表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見直し、見直しの変化、意見は、予想される方向 (+/-) と確信の強さ (+ / ++ / +++) を反映している。この評価は変更されることがある。

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

確定利付き証券

信用は最初に価格改定される候補となる。  
注意深く監視するべきだ



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

スタグフレーションのリスクが迫りつつある中、米国と欧州経済の成長とインフレのパターンには乖離が見られる。米国のインフレは賃金の上昇とコモディティ価格の高騰にけん引されているが、欧州ではコモディティ価格が原因だ。結果、将来の動きは政策の乖離と予測不能であることが特徴となる。とは言え、中央銀行は喜んでイールドカーブの後手に回っており、両地域でタカ派的なトーンは共通している。このタカ派的トーンと収益圧力の可能性を組み合わせれば、**企業のファンダメンタルズは強くとも、投資家はリスク資産について慎重に対処する必要がある。政府債は市場がストレスにさらされている時の保護として検討されるべきであるが、金利は上向きであることを忘れるべきではない。**

世界および欧州の確定利付き証券

デュレーションに関しては、当社は欧州中核国、米国および英国に対して**長期的にディフェンシブな姿勢を維持するが、市場が質への逃避に向かったこととユーロ金利が変更されたことで、以前ほど慎重ではない。**欧州周辺国に関しては、細分化リスクがあるため、当社はイタリア国債には以前より慎重になっている。投資家は各地域のイールドカーブで、戦術的にチャンスを活かすべきだ。例えば、ユーロのイールドカーブはフラット化しているが、カナダ/オーストラリアではスティープ化していると当社は見る。他の地域では、中国におけるデュレーションへのエクスポージャーはある程度の分散化をもたらすが、米国のTIPS（インフレ連動国債）はヘッジングに適しているように見える。当社はデリバティブを通して、信用への見解をニュートラルに収束させている。このことはポートフォリオへの保護機能も提供する。地政学的な不確実性は、特に高ベータ値を持つ景気循環株が下方に向いているため、高いボラティリティを生み出している。従って、当社は劣後債、景気循環株（エネルギー、自動車）には、それほど前向きではない。経済成長が弱まっているからだ。全体的に、投資家は流動性を優先し、収益の悪化を監視し、レバレッジが多い分野を避けるべきだ。

米国の確定利付き証券

コア利回りは、インフレ、政策への期待、そして投資家が安全を求めていることから、変動を続けるだろう。**米国内の経済活動は、堅調な労働市場、消費者の収入、そして比較的緩和的な金融環境にけん引されることを当社は認識している。**これらは、冬が終わつつあることと、他国からのエネルギー供給が増える可能性と相まって、米国内の石油価格の上昇による影響を相殺する助けとなるだろう。従って、当社はデュレーションを短期バイアスで維持するが、イールドカーブ全体についても、敏捷性を維持する。一方で、証券化された資産（非住宅、商業用不動産）と政府系MBSは選択的なチャンスを提供する。企業信用については、当社は慎重な姿勢を維持する。興味深いことに、スプレッドが拡大する環境で企業が資金を調達しようとしているため、発行市場では新規発行に関する寛大な譲歩が見られることに当社は気付いた。しかし、当社は特異（企業に特有）な要因を選好するため、発行体レベルでの選別と堅固なヘッジの必要性を強調する。

EM（新興市場）の債券

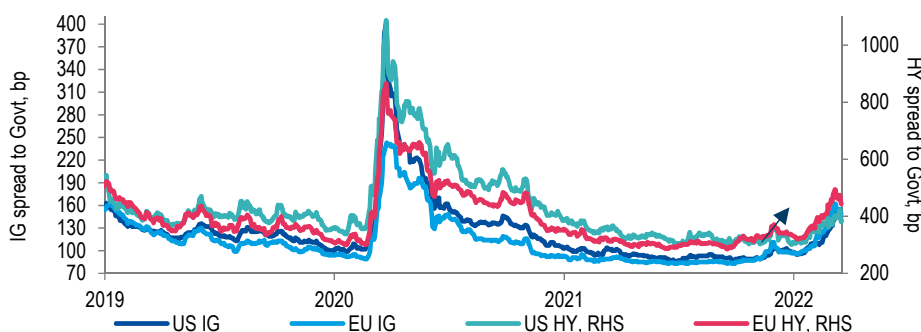
断片化された新興市場では、当社はデュレーションにはディフェンシブな見解を持っており、**ボラティリティが高まっているため、流動性リスクに対して注意を払っている。**こうすることで、投資家は魅力的なエントリー・ポイントが現れた場合、活発に適応することができる。ハード通貨建てについては、当社はIG債に対してHY債を選好する。現地通貨建てについては、FXに関して慎重になっており、非常に選択的になっている。コモディティの輸出国は最近の事象から恩恵を受ける可能性がある。従って、当社はエネルギー価格の上昇から恩恵を受ける可能性があるソブリン債/社債を積極的に検討している。

FX

当社は米ドルにポジティブな姿勢を、EURとJPYには慎重な姿勢を維持するが、日本円へのディフェンシブな見解を減らした。JPYは市場がストレス下にある時に「安全な資産」となる性質があるからだ。新興市場では、エネルギー価格の高騰から、選別された中南米の通貨（MXP、CIP）など、コモディティ通貨には建設的だ。

金融および財政政策からの支援が限られているため、特に実質金利が上昇し始め収益が圧迫された場合、信用スプレッドが拡大する可能性がある

信用スプレッドに圧力がかかっている



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 18 March 2022. Spreads for ICE BoFA Indices.

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

## 株式

収益経路がより不確実となる中、  
米国株式が選好される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

欧州では成長期待の低下と不透明なスタグフレーション・リスクが景気循環株についての注意を促すが、そのことが品質と配当に焦点を当てた米国株式の相対的な魅力を支える

## 全体的な評価

ここ数週間、市場のボラティリティが上昇したことで、リスク・プレミアムが大幅に引き上げられ、経済成長に関する結果予測の幅が拡大している。欧州は、今回の戦争と地理的に近接しているためより大きな影響を受けているが、米国はそれほどではない。しかし、理由は同じで、より高いインフレとより低い成長が収益に圧力をかけるというものだ。このような環境の中、当社は引き続きボトムアップ分析に依存しており、戦争による影響を評価するために、インフレ、経済および企業の収益に関連する今後のデータから将来の方向性を見出す方法を優先する。しかし、中期的にインフレが継続することは明らかだ。従って、投資家は全体的にバランスのとれた考え方を通して、ファンダメンタル分析とバリュー株、優良株、配当金のテーマを組み合わせることで、この荒波を乗り越えるべきだ。

## 欧州の株式

欧州経済は最もリスクが高い地域であり、欧州企業の収益見通しは悪化している。このような環境で、当社は引き続き市場の混乱がもたらすレバティバリューの機会を探そうとしている。自動車など明らかに景気循環に敏感なセクターはより大きな影響を受け、その程度は危機の期間の長さや深刻さに依存している。全体的には、投資家は景気循環株とデフェンシブ株の中でも、より質が高く、より強固な資本基盤を持つ企業を検討すべきだ。当社のバリュー株への選好は中期的には変わっていない。セクター別には、当社は生活必需品と医療にポジティブであり、ボトムアップ分析から魅力的な銘柄を見つけたため、産業株の見通しを格上げした。一方で、当社はITには（以前ほどではないが）まだ慎重になっている。また公益事業についても慎重な姿勢を維持している。

## 米国の株式

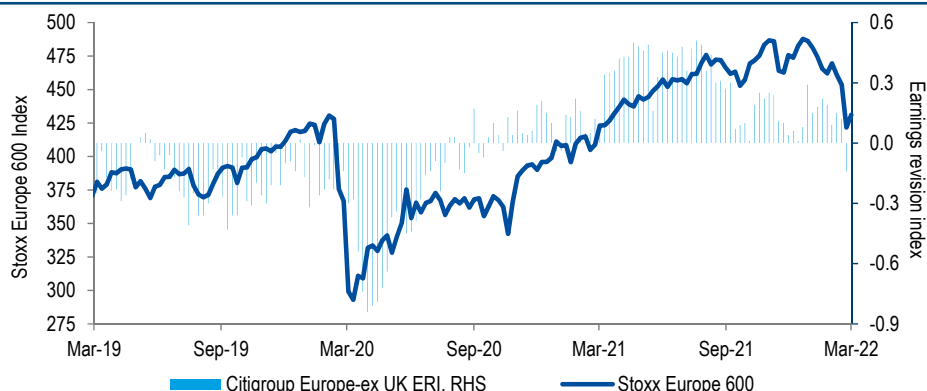
当社は、米国の景気後退が起るとは思っていない。市場の流動性は十分だし、労働市場は

堅調で、消費者の収入も安定している。しかし、経済回復には圧力が見えるため、企業が2022年の利益期待に応えることが難しくなる可能性もある。従って、銘柄を検索する際には、当社は景気に敏感な企業よりも、引続きバリュー株や優良株に焦点を当てている。探求しているのは、運用効率が良い（設備投資/売上率が低い、在庫/売上率が低い、従業員の離職率が低い）という特徴を持つ企業だ。当社が2番目に探すのは、株式の買い戻しや配当金の支払いなどにより、少数株主に報いる企業だ。対照的に、グループとしてのグロース株 vs. バリュー株の比率はまだ高いと見ているため、当社は収益力が低いグロース銘柄を避けている。セクターとしては、小売りや一般消費財よりも消費者サービスに前向きだ。銀行セクターについては強固な資本構造を持ち、債務を削減した、小売り志向の国内の大規模企業に焦点を当てている。このような特徴は、この危機を上手く乗り越えることを可能にする。テクノロジー・セクターでは、テクノロジーへの支出は通常それほど景気に敏感ではないため、当社は手頃な価格の優良株で循環性が低い銘柄を探している。

## EM（新興市場）の株式

今回の混乱（コモディティ価格の高騰、インフレ）は、新興市場全体に等しく影響を与えているわけではない。この点に関しては、東欧諸国が経済波及の影響が最も大きい、中南米諸国はコモディティ価格の上昇から恩恵を受けるだろう（ブラジルに前向き）。また、当社は中東の原油&天然ガスの輸出国（UAE）にも前向きだ。アジア諸国については、中国のロシアに対する立ち位置、財政刺激策、そして新型コロナの新波への対処などが、当社が最も重視する監視ポイントだ。セクターについては、一般消費財と不動産を選好し、グロース株よりもバリュー株を選好する傾向を維持する。

## 欧州の収益修正は圧力を受けている



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Weekly data as of 16 March 2022. European Earnings Revision Index on the RHS. Negative reading indicates earnings have been revised downwards, where as positive number shows an upward revision.



Didier BOROWSKI  
グローバル・ビュース・ヘッド

## はじめに

### ロシア・ウクライナ戦争のターニング・ポイント

ウクライナ戦争を「欧州の歴史における構造的転換」と呼ぶことで、欧州のリーダーたちは、この戦争が中期的に体制移行をもたらす可能性を示唆している。

短期的には、この戦争による経済的影響は、紛争の長さや激しさによって異なる。戦争開始から1ヶ月たった今、幾つかの要素からこの戦争の初期段階の評価を行うことができる。

- **ロシア軍は、地上で動きが取れなくなっている。**兵站に深刻な問題（燃料、食料、おそらく弾薬の不足）を抱えており、最初の軍事的撤退を余儀なくされた。
- **少なくとも28か国から供給された武器とウクライナ人による抵抗と闘志は、効果的であることが証明されている。**戦いは、ロシア軍戦略家が予測していたよりもはるかに長く激しいものになっている。ロシアの人的および物的コストは相当大きなものになっている。ウクライナ当局は、約17,000人のロシア兵が死亡したと推定しているが、これはアフガニスタン戦争での兵の死亡数（10年間で15,000人）よりも多い。
- **ゼレンスキー大統領は、国内だけでなく世界的にも軍事的指導者としての地位を確立した。**西側民主主義国の議会での彼の演説はひととき注目を集め、彼は抵抗を駆り立てて体現する英雄として祭り上げられた。
- **外交面では、ウクライナとロシア間の交渉は3週間停止された後、トルコで再開された。**ロシアは戦略の変更を発表し、紛争を段階的に解除することを約束したが、まだ大きな進展はない。交渉の焦点は、停戦の条件だ。すでに占領された地域（ドンバスとクリミア）の地位は議題に含まれていないが、これが今後の交渉の中心になることは明らかだ。ゼレンスキー大統領は、ウクライナの安全保障が担保され（NATO第5条に近い保証）、国民投票で承認されれば、中立国となることを受け入れる方針だ。
- **EUはG7諸国からの支援を受けて、ロシアのエネルギーへの依存度を徐々に減らすことを決定した。**炭化水素セクターは、欧州諸国がまだ余手を付けていないエネルギーであるが、圧力が高まっており、ドイツはすでに次のことを目指している。(i) 今年夏までに、ロシアからの原油輸入を半分に、(ii) 秋までにロシアからの石炭の輸入を停止する、(iii) 2024年半ばまでにロシアの天然ガスの輸入を停止する。

つまり、ウラジーミル・プーチンはすでに深刻な経済的および政治的課題に直面しているということだ。そして、軍事局面では失敗が積み上がっている。当社は、3月の出来事が停戦を含む「短い」戦争と今後数か月で本格的な交渉が行われる可能性が高まると見ている。中国の交渉力は事実上大幅に上昇した。当社は引き続き中国がこの危機を終わらせる上で重要な役割を果たすと見ている。短期的には、化学兵器、生物兵器または戦術的核兵器など非常兵器を使う、「垂直エスカレーション」のリスクは低下した。しかし、交渉には時間がかかる。戦争の激化や拡大のリスクがなくなったと考えるのは間違いだ。不確実性は高まっているため、代替シナリオを検討する必要がある。

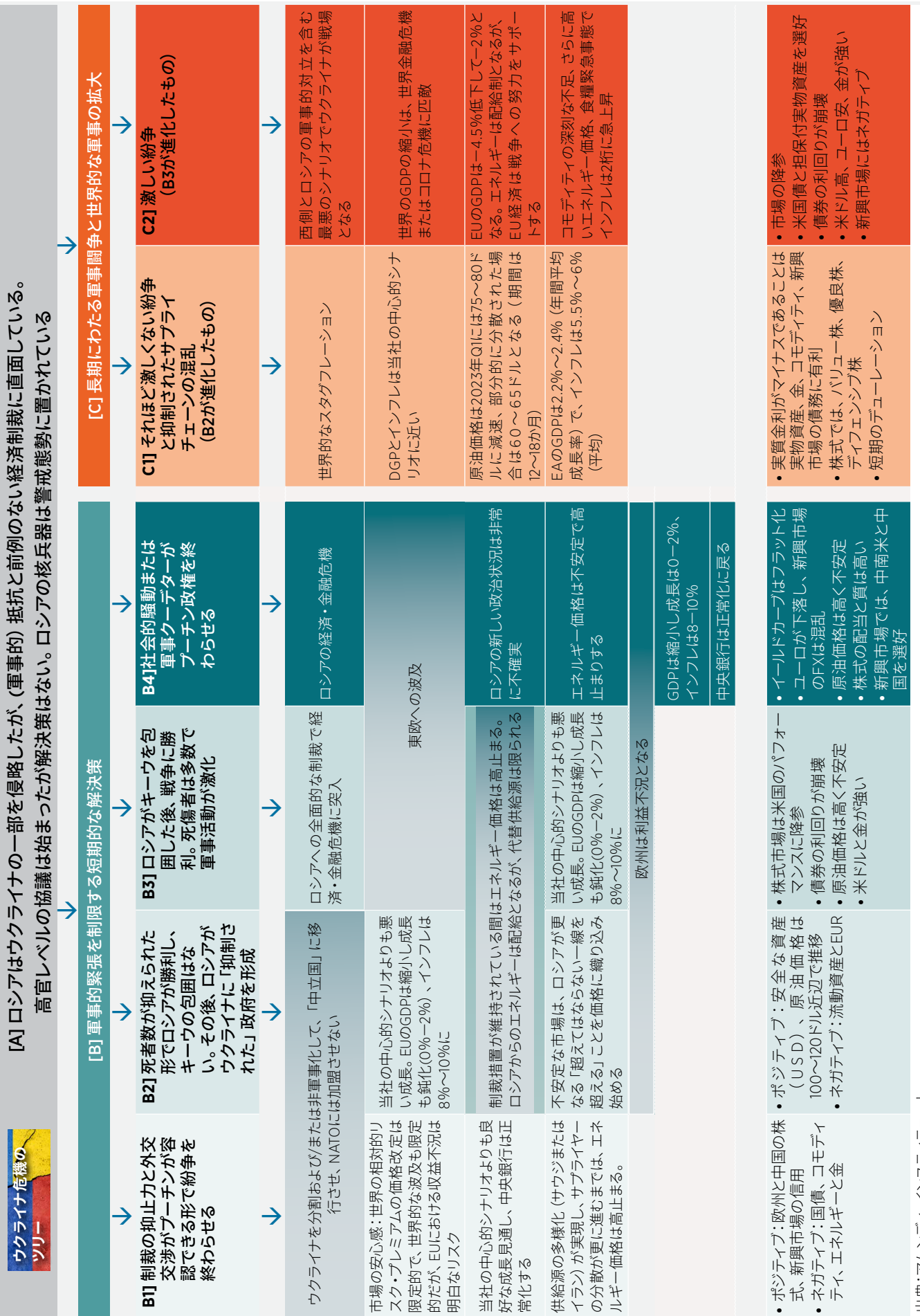
いずれにしても、この戦争は欧州における国際関係と軍事ドクトリンのターニング・ポイントとなり、新しい形のグローバルゼーションにつながるだろう。この紛争は、特に経済統合は戦争への防波堤となるという何十年にもわたって確立されてきたドクトリンに、疑問を投げかけている。更に、サプライチェーンを分散し、戦略的および/または抵抗力という目的で、生産拠点を移転する必要性がこの危機でさらに悪化する。ロシアとの経済的連携は確実に弱まった。

最後に、経済的観点から、ウクライナの戦争は主要中央銀行のジレンマを悪化させる。なぜなら、この戦争は一方でインフレを更に押し上げる（すべての価格に波及する）が、他方では、長期的な経済鈍化のリスクを高めるからだ。このジレンマは、中央銀行がコロナ危機の際にとった財政および金融対策で、インフレの影響を過小評価したことで更に顕著になっている。これは特に米国に当てはまる。1970年代から80年代にかけての教訓の一つは、遅い行動はインフレが根付くことにつながり、より強い引締めが必要となるため、長期的な痛みを引き起こすことがあるということだ。もう一つの教訓は、ソフトランディングは達成するのが難しいということだ。金融環境が急に引締められると不況リスクが高まる。

中央銀行（そして投資家）は、この2つの落とし穴の間をナビケートする必要がある。当社は、本書でこの不確実で変化する世界の中で、投資家に幾つかのガイダンスを提供しようとしている。

2022年3月30日作成





出典: アムンディ・インスティテュート



Éric MIJOT  
先進市場戦略リサーチ・ヘッド

バリュー株と優良株を組  
合せ配当を確保する

## 1] 御社の見解では、世界株式市場で最も回復力があるのはどの分野ですか？

現在の市場は、米国の景気サイクルの成熟度と一致しています。今年年初来、株式市場はFRBの金融引締め政策の加速に直面していますが、コモディティ価格はまだ上昇を続けています。この状況は、2月にロシアがウクライナに侵攻したことで、特に欧州で悪化している。従って、市場は金利の上昇、コモディティ価格の上昇、そして収益成長の鈍化の可能性に対応する必要があります。

投資スタイルについて言えば、分散することが賢明です。バリュー・スタイルは金利の更なる上昇を考慮しており、歴史的に見ても、スタグフレーション環境で良く持ちこたえてきました。優良株（レバレッジが低い）と安定した高配当を持つ株式はよりディフェンシブであるため、考慮する価値があります。

地域的には、米国株式は、今年初めの売り局面でも、抵抗力があるという評判に応えたというべきでしょう。それでも、米国株式は他と比べて高価なままです。ですから、その奥行を利用して、優良なバリュー株を探すべきでしょう。現時点ではグロース株は今後上昇する金利から圧力がかかっているからです。そうでない場合、コモディティ価格の上昇は、例えばカナダ、オーストラリア、ノルウェーおよびメキシコに恩恵をもたらしているため、代替えとして考慮できます。英国市場は、コモディティ価格の上昇と経済減速への移行期の投資として利用することができます。産業株と比較するとエネルギー株式の割合が高いからです。同時に、他の株式市場と比べると最も高い配当利回りを持つ市場の1つです。最後に、最終的に景気後退がコモディティ価格を低下させるなら、スイス市場は、景気サイクルの先の段階を提供します。この市場は、医療株 vs. エネルギー株のプロキシとして機能します。

つまるところ、ウクライナでの紛争が解決するという見通しは、株式の急激な反発につながることを忘れるべきではありません。これは、ユーロ圏、金融、一般消費財など景気後退時に最も苦しんだセグメントに恩恵をもたらすでしょう。これらのセグメントは、非常にアンダーウェイトされているため、回復時にはパフォーマンス低下の原因になるでしょう。

2022年3月25日作成

## 2] コモディティ価格はさらに上昇しますか？

コモディティは常に4つの要因によってけん引されています。ファンダメンタル、地政学、構造、景気サイクルです。今日では、4つのすべての要因が支持的であり、特にベースメタルやエネルギーなどのコモディティ価格を支えています。

最近の商品市場の上昇は、名目成長（例えば、景気サイクル要素）と比較した過小評価ギャップを埋めてしまいました。したがって、コモディティ価格の上昇が維持可能かどうかの説明は、単に経済回復だけに基づくことは出来ません。

今日、地政学的要因は明らかに重要となっています。天然ガスは、ウクライナでの悲劇的な出来事による供給不足から圧力を受けています。制裁とウクライナの港での活動が閉鎖されたことは、穀物から鉄鋼まで、広範に渡るコモディティ全体の品不足を招いています。ロシアとウクライナ両国は、世界の小麦の30%を輸出していることを覚えておきましょう。

当社のコモディティについての、構造的に前向きな見解は、グリーン・トランジションと、重要なベースメタルでの長期にわたる需給のミスマッチに関連しています。在庫は歴史的な低水準にあり、改善の兆しはありません。成長と在庫に沿って、主要コモディティのバリュエーションを調整すると、最近の上昇にも関わらず、これらは安価に見え、最も安い資産クラスの1つです。

このような背景を考慮して、インフレへの理論的な反響による最近の反発にも関わらず、当社はコモディティへの建設的な見解を改めて表明します。

2022年3月29日作成



Lorenzo PORTELLI  
クロス・アセット・リサーチ総括



Alessia BERARDI  
新興マクロおよび戦略リサーチ・  
ヘッド

### 3] 新興市場のロシア・ウクライナ紛争へのエクスポージャーはどのように評価しますか？

最近の地政学的状況の新興市場への影響を見極めるために、当社は可能と思われる幾つかの影響経路に焦点を当ててきました。その一つは供給ショックとコモディティ全体への影響、もう一つは、今回の紛争に近い地域/国の需要の低下です。

紛争への近さは地理的な距離（移民の流れが重要な役割を果たす）から簡単に見極めることが出来ませんが、接近しているという場合、他のグローバルな側面を考慮しなければなりません。それは商業/投資の相互リンクと観光客の流れ、それから送金です。その意味で、東欧諸国（新興国またはフロンティア経済）が、ロシアとウクライナへのエクスポージャーから直接的な大打撃を受け、他の欧州諸国からの需要低迷することで間接的にも打撃を受けるでしょう。とは言え、近隣のフロンティア諸国全体は、ある程度の中立性を保ち、2次的な制裁を避けることができている。近接しているということは、事業の移転先、また貿易や資金の流れの経路変更先として、またウクライナの代わりにの農産物輸出国として恩恵を受けるという機会もあるでしょう。

コモディティの経路を見る時、関連する国を考慮して、当社はまずエネルギー、農産物、さらにはメタルを含む広範な世界を考慮します。ここでは、今回の短期的なショックから「ネットゼロ」への移行という目的のため、多くの構造的な推進力がすでに追加されています。第二に、コモディティ価格の上昇は、勝者と敗者を特定する上で、輸出国と輸入国間の優先ラインをどこで引くかという問題よりも、もっと複雑な影響を与えようと言ってもよいでしょう。当社は、コモディティ貿易に対するこれらの国の対外ポジションを考慮することから始めますが、これらの品目がインフレ・バスケットに占める相対的な比重とインフレの急上昇を制限するための財政コストも考慮する価値がある要因です。エネルギーと食品の純輸入国は、例外なく外的および財政的な悪影響を受けるでしょう。輸入コストは急上昇しており、幾つかの国では、家計への負担を制限するため、補助金の引上げ、上限価格、現金給付、減税などによる法案を提出しており、財政コストが高くなっています。もちろん、これらの国々はすでに深刻な双子の赤字（財政と経常収支）を計上しており、債務ポジションが更に脆弱になることで、格付けが引下げられたり、債務不履行となる可能性が高くなるかもしれません。ロシア・ウクライナ紛争はスリランカとIMFとの話し合いを（長い躊躇の後）加速させています。原油価格の高騰と観光収入の低下が対外債務の返済能力を更に制限することになるでしょう。

コモディティ価格の上昇は純輸出国には良いニュースだが、高インフレとそれを封じ込めるための財政コストの上昇に注意すべきだ

逆に、コモディティの輸出国は、相対的にはこの地政学的危機によって恩恵を受けるでしょう。実際、中南米諸国は地理的に紛争地域から遠く、貿易上それほどつながりが強いわけではない（ユーロ圏全体を考慮すれば余計そう言える）というだけではなく、この地域はコモディティの循環サイクルと最も正の相関関係が高い国々です。この地域の主要国の中ではメキシコは最も重要な例外と言えるでしょう。しかし、投入コストの上昇は既に非常に高くなっているインフレに更なる圧力をかけているため（これは中南米だけの事ではありません）、中央銀行の引締め姿勢を長引かせる可能性があります（成長にはマイナス）。加えて、さらなるインフレの急上昇を封じ込めることの緊急性が、大規模な財政支援を求めています。このため、財政資源が転用される、または既に脆弱な財政状況を更に悪化させるでしょう。実際、原油価格の高騰は、ナイジェリアのような国に恩恵をもたらしません。ナイジェリア政府は財政収入を燃料費の補助金の資金として使用せざるを得ません。この問題は食料安全保障を担保する必要がある国やインフレが深刻な国では更に大きな問題となります。ポジティブな面としては、湾岸協力会議（GCC）諸国は、資金が早急に公的設備投資に使われなければ、パンデミック危機の間に枯渇した石油準備基金を補充することができます。

2022年3月29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

当社は中心的シナリオと代替シナリオの説明と確立を先月から変更していない。ウクライナでの戦争は、今後数週間で幾つかの方向に進展する可能性があり(ウクライナ危機ツリーを参照) 経済と金融市場に大きな影響を及ぼすだろう。

下振れシナリオ 30%	中心的シナリオ 60%	上振れシナリオ 10%
<b>スタグフレーションに向けた新たな景気後退</b>	<b>でこぼこの道、地域による相違</b>	<b>包括的で持続可能な成長</b>
<b>分析</b>	<b>分析</b>	<b>分析</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li> 長引くウクライナでの戦争は市場心理と活動を損ない、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。</li> <li> 新型コロナウイルスのオミクロン株の復活が、新たな移動制限と混乱を引き起こす。</li> <li> 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。</li> <li> 金融および財政緩和が再び行われる。おそらく財政的抑圧のさらなる一歩。</li> <li> 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。</li> <li> 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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> 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。</li> <li> 新型コロナウイルスは、エンデミックとなり伝染波はランダムとなる。</li> <li> 世界の活動は前回の感染波よりも好調に維持されるが、サプライチェーンの支障は2022年末まで続く。</li> <li> 成長は2022年には徐々にトレンド水準まで鈍化する。2023年の下振れリスクの始まり。中国の減速、オミクロン株による悪影響、インフレの加速などにより、2022年H1には景気の腰折れが起る。</li> <li> インフレ圧力は、エネルギーとコモディティ価格の高騰、供給での支障、人件費の上昇からの圧力で2022年を通して持続するが、2023年には弱まる。インフレは心理的および政治的な問題。</li> <li> 金融政策の非同期性：FRBはテーパリングから軽い量的引締めに素早く移行し、金利引き上げサイクルを開始する。BoEはソフトな利上げサイクルに入り、ECBはQEを再調整し、金利上げに移る可能性もある。PBoCは緩和的なバイアス。金利は上昇するが、より長い間低く維持される。</li> <li> 財政政策：支援の一部は撤回されたが、エネルギー転換政策には、短期的には家計への影響を円滑にするための補助金など公的支援が使われる。</li> <li> 気候変動が成長に影響を与え、コモディティとエネルギー価格を押し上げる。このことはスタグフレーションの傾向に拍車をかける。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> ウクライナの戦争が迅速に終結し、エネルギーとコモディティ市場の混乱は限定的。</li> <li> エンデミックは、変異株の出現にもかかわらず、予想よりも早く後退。</li> <li> 余分な貯蓄と賃金が燃料消費を上昇させるが、企業の利益への悪影響は少ない。</li> <li> 生産性が向上。デジタルとエネルギーの移行と構造改革の成果だ。</li> <li> インフレは引き続きコントロールされている。</li> <li> 金利上昇。投資の増加と貯蓄の低下が原因。</li> <li> 中央銀行の正常化政策は、金融市場から好評を得る。</li> <li> 債務は持続可能。力強い成長と財政規律への漸進的なシフトのおかげ。</li> <li> 包括的成長そして不平等に対する効果的な戦い。</li> <li> 考えられる誘因には、ウクライナ戦争の終結、構造改革、効果的なワクチンとワクチン接種計画、包括的で地方分権化された財政政策)が含まれる。</li> </ul>
<b>市場への影響</b>	<b>市場への影響</b>	<b>市場への影響</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>— 現金、米ドル、米国債を愛好する</li> <li>— 最小ボラティリティ戦略に投資する</li> <li>— 金</li> <li>— コモディティとエネルギー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— リスク調整後の実質期待収益率は低下する</li> <li>— 米国債のイールドカーブのスティープ化が抑制された、それはEZ(ユーロ圏)とEM(新興市場)も同様</li> <li>— 金、インフレ連動債、および株式を介したインフレ・ヘッジ</li> <li>— 新興市場：短期的には慎重だが、長期的なインカムおよび成長のシナリオは変わらない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 米国債のイールドカーブはスティープ化する</li> <li>— 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</li> <li>— 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</li> </ul>

 地政学的  新型コロナウイルス関連トピック  
 成長とインフレ期待  
 金融政策と財政政策

 復興計画または金融環境  
 民間および公的発行体の支払能力

 経済または金融体制  
 社会的または気候関連のトピック

## 上位のリスク

### 月次アップデート

当社はウクライナでの戦争およびその金融・財政および経済への影響の可能性を考慮して、経済および地政学リスクの確率を30%に引き上げる。新型コロナ関連のリスクは経済的リスクの一部として考慮している。

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

#### 経済的リスク 30%

- 石油とガス・ショックによる世界的な不況そしてウクライナでの戦争が停滞するにつれて、市場心理が悪化する
- 東欧での経済危機に、ロシア経済の崩壊、エネルギー価格の上昇と制御不能なインフレ、移民危機が続く
- パンデミック3.0
  - オミクロン株 (2.0) の後に、危険度がより高く、ワクチン耐性があるウ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
- 中国の不動産市場は崩壊し、成長見通しの低下につながる
- 金融政策のミス
  - 地政学的な不確実性が高い中での中央銀行のコミュニケーション・ミス
  - 中央銀行が供給にけん引されたインフレの強さを過小評価しコントロールを失う
- 気候変動関連の自然災害が成長の可視性と社会的バランスを損なう。

#### 金融・財政リスク 20%

- ソブリン債務危機
  - 戦争が拡大されたことが、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
  - ほとんどの国は格下げや金利上昇に対して脆弱となる
  - インフレ期待が開放されたことが、債券市場の混乱と厳しい金融引き締めにつながる可能性
  - 新興市場が脆弱であることが、国際収支危機に直面し、デフォルト・リスクを増大させる可能性がある
- 企業の支払い能力へのリスクが高まる。ファンダメンタルズは改善しているが不確実性が上昇しており、企業の利益に圧力がかかっている (投入コストの上昇、二重注文が利益への警告を発する)
- グリーンウォッシングが広範に広がり、ESG投資バブルが起きる。このことがエネルギー転換資金を弱体化させる
- 米ドルが不安定になり準備通貨としての地位が徐々に失われる。それが為替市場を不安定にする

#### (地政学的) 政治リスク 30%

- ウクライナでの戦争\*
  - ロシアの軍事的成功の後の短期的な結果：投資家がプーチンが新たに一線を越えることを価格に織り込み始めたため、市場の不安定さは残る
  - 長期にわたる軍事闘争が高度に集約された紛争につながり、西側との軍事闘争に陥り、市場の降伏につながる
- EUの政治的細分化と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 南シナ海または台湾海峡での予想外の対立
- 新興市場における政治的な不安定は、次のような原因で引き起こされる：
  - コロナ感染への危機対応が大混乱をまねく
  - 食料価格の高騰がアラブの春のような社会騒動の波を引き起こす
- 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、9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

## 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：市場心理の信号が緑からオレンジに変わった

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

### 経済的背景

- ウクライナ戦争は、マクロ経済環境に大きな不確実性をもたらす。これらは原油やコモディティ価格展開、そして貿易状況のリスクに関連している。どちらも、戦争による混乱、制裁、そして中国が新たなロックダウンを実施したことによる新たなサプライチェーンの混乱に関連している。
- インフレは今後数か月で、じわじわと上昇に向かうだろう。エネルギー、食料品、一般的なコモディティ価格の上昇が消費者や企業に悪影響を及ぼすが、その結果として内需の見通しは低下する。
- スタグフレーションのリスクは、特にユーロ圏ではまだ顕著だ。
- ハードデータは戦争の影響を示していないが、市場心理のデータは悪化し始めた。これは成長見通しへの重要な下振れリスクを強調している。

### ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 流動性は市場にはそれほど支援的ではなくなり、高金利がレティブバリュエーション戦略を損なう。
- インフレの上昇は投資倍率の拡大へのもう一つの逆風となるが、少なくとも欧州ではまだ非常に楽観的だ。
- 全体的なバリュエーションと現在のレベルは、ファンダメンタルへのネガティブなサプライズの可能性に対して脆弱だ。



ニュートラル+  
資産配分

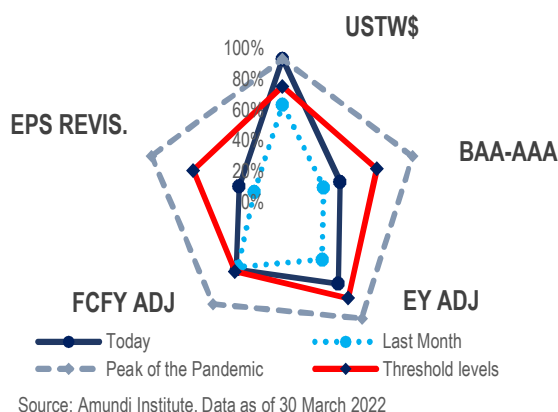
### テクニカル要因

- テクニカル指標は、本日時点で主要な特性を欠いている。
- ほとんどの高リスク資産の中期トレンドは構造的なリスクオフを伝えることに失敗した（シグナルに続くトレンドは今月初めに、ニュートラルに戻る前に、急激に悪化した）、そして売られ過ぎのシグナルは構造的な反発を維持できなかった。
- 現在の市場環境は変調の機会を吸収し続けている。マクロ経済環境が悪化していることと、金融政策を正常化する必要性が相まって、テクニカル要因が資産配分の決定をけん引することを妨げている。

### 市場心理

- ロシアとウクライナの地政学的緊張が緩和が、2022年3月の最新の市場では、ほとんどの高リスク資産を押し上げた。
- 当社の市場心理指標の動きは、今のボラティリティの動きと一致しており、3つの指標の内2つ（MoMoと金融環境）が、市場での平均以上のリスクオフの兆候を示している。
- 一方で、CASTは、最近の反発の中でリスク領域で買うべきかどうかを決定する上で、ファンダメンタルズが重要であることを示している。信用リスクプレミアム（ムーディーズのBaa-Aaa）は、当社の予想アラート（100bp）近辺で推移し、売りサイドのEPS修正は悪化しているとはいえ、まだポジティブだ。

## クロス・アセット・センチネル基準値 (CAST) は引き続き支持的



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

**方法:** 当社は「センチネル」と呼ばれる5つのインプットを考慮します。それらは、USTW\$, Moody's Baa-Aaa, EPS修正、調整後の収益利回りリスク、そして調整後キャッシュ・フロー利回りリスクです。これらの「センチネル」は、当社の戦術的な資産配分を再配分するために使用されます。妥当なしきい値が検出されると、5つの変数は、一定レベルの確信を持って、市場のストレス状態を予測する指標として集約されます。五角形は、5つの「センチネル」を視覚化したもので、赤い線がアラートのしきい値を表します。赤い線より上の距離が大きいほど、リスクの認識が高くなり、最終的にはディフェンシブ資産配分に近づく必要があります。

## グローバル・リサーチ・クリップ

## 1 成長とインフレ、マクロ経済予測

- 米国**
- 成長率は下方修正された：Q4/Q4 2022は2.5%から1.9%へ、Q4/Q4 2023は1.9%から1.7%へ。ここで鍵となるのは成長率は潜在レベルまで上昇するが、期待よりも早く潜在レベルを下回るということだ。
  - インフレは上方修正された：コアPCEは今では上昇に向かっている：Q4/Q4 2022の3.2%から4.1%へ、Q4/Q4の総合CIPは3.5%から5%に上方修正された。これは原油とコモディティ価格が混合された結果だ。
- EA**
- GDP成長率：2022年の年率2.3% (vs. 3.4%)、2023年の年率18% (vs. 2.1%) (平均年率) 2022年については、H1は基本的に横ばい(0.1%QoQ)で、H2には多少の「回復」があると見ている。当社の原油/コモディティのシナリオに基づくエネルギー価格とインフレが成長を妨げるからだ。現段階では、完全な景気後退は除外されていないが、EA全体というよりは国によって異なる。
  - インフレ：2022年には年率6.3% (vs. 4.3%)、2023年には年率2.6% (vs. 2.1%)。ピークは2022年Q2で7.1% (四半期平均) であり、その後ゆっくりと減速する (ここでも原油/コモディティ想定の影響が大きく関わる)。
- 英国**
- 2022年の成長率は、4.3%から3.8%に下方修正された(持ち越しは2.6%)。つまり、今年の四半期の成長率は非常に限定的であり、Q1(現在のところ1%+)に集中していることを意味する。その後の四半期には、インフレが消費を妨げるため、非常に弱い成長が見込まれる。2023年の成長率は約1.5% (vs. 2%)
  - インフレ率は大幅に上方修正され、2022年の平均は7.1% (vs. 5.7%)、2023年は3.5% (vs. 2.4%) となっている。エネルギーと食品価格の動きが原因だ。ピークは4月頃と見込んでいる。OFGENのエネルギー価格の上限は+54%となった。次のピーク期は10月であるが、当社のインフレ予測ではQ2以降減速が続くと見ている。

## 2 EUR/USDは、ウクライナ戦争の影響でCPI/PPI比率が更に悪化すると予測されるため、更なる修正があるだろう。

- さらに、同等の他国と比較しても、米国は高い投入コストを消費者に転嫁するための柔軟性が高いことを示している。
- 当社はウクライナ戦争が同様の経路をたどっており、同等の他国と比較すると(CHF、USD、GBPは現時点でははるかに良い位置につけている)、EURの生産性は更に悪化すると見る。ユーロ圏のPPIはウクライナ戦争によるエネルギー価格の高騰から上昇する傾向がある。
- EUR/USDはUS-EUR間の利回りの差が広がっていること、またEURのイールドカーブがポジティブに移行していることでけん引されている。ユーロ圏経済の米国と比較した純生産性損失は、EURの中期的なファンダメンタルズの構造的な悪化につながる。地政学的要因が更なる圧力をかけているため、通貨は今後数か月で更に下落する可能性がある。この環境では、CHFは良いポジションにいるように見える

## 投資への影響

- EUR/USDはショックを吸収する必要がある。EURのバリュエーションは低くなると予想され、その結果、現在のレベルからさらに弱くなる可能性がある。

## 3 全国人民大会(NPC)後の中国政策のスタンス

- 世界の需要とゼロ・コロナ政策が課す忍耐など、最近の地政学的事象は中国の成長にとってネガティブだ。当社は2022年GDP成長予測を4%に下方修正する(vs. 4.2~4.5%)。
- コストへの圧力は生産者価格の低下を遅らせるかもしれないが、消費者物価の上昇は、サービス需要の回復が抑えられているため、抑制されると見る。
- NPCおよび他の当局者のコメントは、政策サイドからの経済と最近では株式市場への支援が続くことが確認された(詳細は多くない)。
- 最近の落ち込みにも関わらず、信用市場の成長は上振れトレンドが続くだろう。政府債の供給は昨年のレベルで安定的に維持され、金融緩和政策はまだ終了していない(LPRとRRRの更なる引下げが間もなく行われると見る)。

## 投資への影響

- 中国の地方自治体政府の債務には長期的にポジティブな見解を維持する。

## 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

西側諸国のリーダーたちの関心はウクライナ戦争に置かれているが、新型コロナウイルスのBA.1と BA.2オミクロン変異株は引き続き影響をもたらしている。英国では、感染者数は再び2021年の記録に近づいている。先週時点で、英国では16人に1人はこのウィルスに感染し、スコットランドではその数は11人に1人となっている。フランスでは、毎日の新規感染者は15万人となり、数四半期前には全国的なロックダウンを引き起こしたレベルになっている。しかし、病院の集中治療室の使用率はまだ低く、医療機関は以前の感染波ほど逼迫していない。

しかし、中国では感染の拡大で当局が新しいロックダウンを課すようになっている。最初は電子部品工場がある深セン地域で起ったが、最近では上海にまで広がっている。中国の金融の中心地は黄浦川を挟んで2つに分かれているが、これらの地域の2,600万人のうち半分が4月1日までロックダウンの状況にあり、残りの半分も来週同じ状況にあると見られている。中国当局の「ゼロ・コロナ」政策はその限界が試されている。公式発表の感染者数を見ても、主要経済圏で何百万もの人をロックダウン状態にすることは、欧州と比べると不均衡であるように見える。中国の経済パートナーにとって、この経済的影響は深刻となるだろう。

アムンディの各資産クラスへの見解

	資産クラス	見解	1ヶ月の変化	理由
株式プラットフォーム	米国	=/+	▲	高いインフレとFRBのサポートが撤廃されたことからの圧力がみられるが、労働市場は好調で消費者収入、貯蓄は高いレベルにあると当社は見ている。これは堅調な企業のバランスシートと国内のエネルギー供給を考慮すれば、エネルギー価格の上昇によるリスクは軽減されるだろう。当社は引き続きボトムアップの選別プロセスに依存している。
	米国のバリュース株	+		強力な価格決定力を持つ優良なバリュース株は、収益成長を維持する傾向があり、運用効率は選別への機会を提示する。当社はこのセグメントのバリュエーションはまだ魅力的だと信じている。これらは自社株買いや配当金で株主に報い、レタティブバリュース戦略の機会を提供する銘柄であるべきだ。
	米国のグロース株	-		このグループのバリュエーションはまだ高いが、最近の調整局面の後、幾つかの銘柄はますます魅力的になってきていることは認識している。しかし、金利の上昇は、まだ過大評価されているこのセグメントの価格に圧力をかけるだろう。全体的に慎重であるべきだ。
	欧州	-/=	▼	当社はPPIインフレは、特に投入コストを消費者に転嫁できない企業の収益に影響を与えると見ている。重要なのは、市場は値を戻したとは言え、現在のバリュエーションはこの地域の収益悪化の見通しを反映していないということだ。従って、当社はバランスを保ちながらも、レタティブバリュースの機会を探し、優良株、バリュース株、配当金に焦点を置いている。
	日本	=		原油価格とその他の一般的な投入コストが企業の利幅に影響する可能性はあるが、緩和的政策が維持されている。新型コロナウイルスの感染状況が、当社が収益に注意を払うもう一つの要素だ。
	中国	=	▼	2つの主要都市である深センと上海でのコロナ感染関連の最新のロックダウンは、サプライチェーンと成長に影響する。政府の支援は引き続き強力な対象を絞った（最近のNPCによる）ものになっているが、当社はロシア・ウクライナ紛争がコモディティの輸入国に与える影響をモニターしている。長期的には、中国は強力なボトムアップの機会を提供すると当社は考える。
	新興市場	=		（東欧での）戦争ショックによる、コモディティ/エネルギー価格への上昇圧力は、世界（つまり新興市場）の成長に影響を与える。しかし、影響は均一ではなく、新興市場全体の細分化という当社の見解を確認する。当社は中南米のコモディティ輸出国（ブラジル）とUAEにポジティブだが、フィリピンには慎重だ。
確定利付き証券プラットフォーム	米国債	-		最近のメッセージが暗示しているのは、FRBは経済成長への圧力は残るにしても、引締めスタンスを維持しながら、インフレをコントロールすることに傾倒しているということだ。当社はデフレにはディフェンシブな姿勢を維持するが、緊張感を持ったスタンスを維持する。国債は投資家の安全性への追及から恩恵を受けるからだ。当社のTIPS（インフレ連動債）へのエクスポージャーは限定的だ。
	米国IG社債	=		FRBが金利引上げに向けて順調に展開していることから、当社は信用を選別し、デフレへのエクスポージャーを制限している。IG債のバリュエーションは、困難な市場テクニカル要因と企業の好調なファンダメンタルズを反映している。今は、発行体が譲歩を提供するという油断ならない時期であるが、投資家はボトムアップ分析を見失うべきではない。当社は引き続き活発に動いており、消費者の収入が堅調なため、証券化された資産を検討している。
	米国HY社債	=		HY債のスプレッドは過去の基準の比べて高価になっているが、この資産クラスのファンダメンタルズは堅調だ。このセクターはエネルギー価格の高騰から恩恵を受けるはずだが、FRBが引締めバイアスに移行したため、市場に流動性低下の兆候がないかを監視している。選別の必要性は高い。
	欧州の国債	-/=		ECBは経済ショックを最小限に抑えようと同時に頑固なインフレ（エネルギー価格の高騰で悪化）を抑えようとしているため、どちらかというとかたくな姿勢を維持している。当社は（欧州中核国の）デフレには慎重な姿勢を維持するが、質への逃避を考慮して全ての利回りについて、また地理的に柔軟に対応している。欧州周辺国の債務については、当社はまた細分化リスクを注視している。ECBがたか派的になったこと、ロシア・ウクライナ紛争が理由だ。
	欧州IG社債	=		高インフレと経済成長への懸念がある環境で、ECBからの支援が後退していることから、当社は信用にはニュートラルな姿勢を維持する。スプレッドが再評価されたことは、この資産クラスを魅力的にするが、収益成長と流動性からの圧力を受ける可能性があるため、当社は非常に選別的で、レタティブバリュース戦略の機会に焦点を当てている。
	欧州HY社債	=		当社はHY債は安価になっていると信じているが、広く行きわたっているリスクを考慮すると、まだ公正価格には程遠い。しかし、企業のファンダメンタルズは堅調であり、一部の企業はレバレッジを減らしており、債務不履行率も低水準だ。当社は、今はまた緩和的な金融市場の状況に引き続き注意を払い、流動性と質および利回りの機会のバランスをとることを目指す。
	中国の政府債	=/+		中国の債務はグローバル・ポートフォリオに分散機会を提供する。また、同国の経済成長とPBoCの緩和的姿勢への懸念から恩恵を受ける可能性がある。しかし、当社はFXの構成要素への圧力を監視している。
	EM債券HC	=/+		当社はIG債よりもHY債を好むが、ボトムアップへの強いバイアスを維持する。しかし、先進国での引締め政策は逆風となるだろう。当社は短期デフレを維持し、ロシアの状況の進展を見ている。
	EM債券LC	=		当社はエネルギー価格の上昇から恩恵を受ける発行体への債券のエクスポージャーを活発に管理しているが、選択を重視している。当社はFXの構成要素には慎重になっている。
その他	コモディティ			当社は、特にベースメタルと金などのコモディティにはポジティブな姿勢を維持する（地政学的な不確実性）。現在の体制はインフレ傾向が強くなっているからだ。原油価格は、供給混乱への懸念によって支えられるだろう。
	通貨			EUR/USDは短期的には下落するだろう。これは米国の生産性が向上することと、米ドルは「安全な資産」という性質があるからだ。地政学的な緊張から、今後数か月で幾つかの通貨が下落する可能性がある（この局面でCHFは良い位置につけている）。

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。本書に記載されている情報は、実際に、現在、過去、将来のアムンディ賞品のポートフォリオの資産配分を提示する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3月24日時点のデータ

年平均 (%)	実質GDP 成長率 (%)			インフレ率 (CPI, 前年比, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9
先進諸国	5.1	2.8	1.8	3.1	5.6	2.6
米国	5.8	3.1	1.8	4.7	6.9	3.2
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
英国	7.5	3.8	1.4	2.6	7.1	3.5
ユーロ圏	5.3	2.3	1.8	2.6	6.3	2.6
ドイツ	2.9	2.0	1.9	3.2	6.1	2.4
フランス	7.0	3.0	1.7	2.1	4.7	2.9
イタリア	6.6	2.7	1.5	1.9	6.7	2.5
スペイン	5.1	4.0	2.1	3.1	6.5	2.1

出典：アムンディ・インスティテュート

- 米国**：インフレを押し上げているエネルギーとコモディティ価格の上昇は、米国の消費者心理と家計支出に悪影響を及ぼしている。同時に、企業の設備投資への意向はまだ高く、米国の消費は減速しているが、ウクライナ戦争による心理的打撃があっても、設備投資は回復力があることを示唆する。当社はGDPは潜在水準に向かって減速を続けると予測する。インフレ総合指数は、今後数か月間は上昇し、その後下方に向かうだろう。インフレ総合指数およびコア・インフレは両方ともFRBの目標をはるかに超えると予想する。
- ユーロ圏**：昨年秋と冬にすでに起っていた、エネルギーとコモディティ価格の上昇は、ウクライナ戦争が続く間は、引続き欧州の家計と企業を圧迫する。当社は欧州諸国の内需が非常に大きな打撃を受けると予想する。EA経済は2月までは改善の兆しを見せていたが、この戦争によって回復は停止した。インフレに関して、当社は、エネルギーとコモディティ価格の動きは今年後半には弱くなると想定しているため、インフレは数か月間はさらに上昇するが、その後減速すると見ている。
- 英国**：高いエネルギー価格と市場心理が横ばいとなったことで、当社は英国の高インフレと低成長を予測する。エネルギーとコモディティ価格の上昇は購買力と利益率を低下させる。これに加えて、食料価格の上昇は低所得の消費者により不公平な形で打撃を与える。成長見通しが弱いことを考慮すると、労働市場の逼迫は緩和される可能性があるため、雇用の伸びは低下するが賃金による圧力も低下する可能性がある。このことは、持続的な高インフレを前に、実質所得を圧迫する。
- 日本**：日本経済は引続き輸入されたエネルギー価格の高騰とサプライチェーンの混乱に悩まされている。とは言え、新型コロナの感染者数は減少し、政府は3月にソーシャル・ディスタンスの制限を解除し、数に制限はあるものの外国人の入国を許可し始めた。個人消費はより速いペースで回復する可能性が高く、2022年の経済全体をリードしている。インフレについては、当社は総合CPIはQ2により決定的に上昇すると見ており、エネルギー要因にけん引されて一時的に2%を超えると予想する。しかし、コアCPIは1%を下回ったまま維持され、石油価格からのパススルーは限定的であろう。

主要金利の見通し

	30-03 2022	当社 予測 6ヶ月先	コンセンサス 6ヶ月先	当社 予測 6ヶ月先	コンセンサス 12ヶ月先
米国	0.38	1.5/1.7	1.86	2.5/2.7	2.78
ユーロ圏	-0.5	-0.25	-0.2	0.25	0.67
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.04
英国	0.75	1.25	1.78	1.50	2.3

出典：アムンディ・インスティテュート

- FRB**：3月のFOMC会議は多くの面でタカ派的だった。FRBは、物価の安定性を回復するために必要であれば、より引締め的なレベルに移行するために、できるだけ早くニュートラルな政策スタンスへ移行することを望んでいる。パウエル議長は、インフレを下げるためには必要なことは何でもすることを明確にした。経済予測のサマリーでは、最終の中央値は2.75%となっており、これは2.5%のニュートラル・レベルよりも高い。更に、パウエル議長は最近、物価の安定を達成するためには、利用できるツールは全て使うというコミットメントを改めて表明した。これには今後の政策会議での50bpの引上げを含むが、これは2022年後半から2023年初めにかけて、2.5%のニュートラル・レベルが達成されることを意味する。
- ECB**：ECBはQ3に純資産購入を終了し、更にQ2にはより顕著なテーパリングを実行する可能性があるとして発表し、市場コンセンサスを驚かせた。同時に、金利に関するガイダンスを発表したが、ECBは純資産購入プログラム終了後「しばらくしてから」（終了「直後」ではなく）、金利を引き上げるとした。このことは金利引上げのタイミングをより柔軟に維持したいというECBの意向を示唆する。ECBは物価安定への使命を果たすことを決意しているが、不確実性の水準が高いことを認識しているため、金融政策の道筋はよりデータに依存したことになるだろう。
- 日銀**：日銀は3月の会議で再び政策を変更しなかった。黒田総裁は、ウクライナ情勢が非常に不透明であるため、4月にコストプッシュ型のインフレ総合指数が2%に押し上げられても、BoJが金融政策を引締めるには十分ではないことを明確にした。また、米国債の利回りが上昇する中、BoJの利回り目標を維持するために無制限の債券購入を行っている。日本のGDPは、2021年末までコロナ危機前のレベルを下回っていた。当社は需給ギャップは2024年まで縮小することはないと予測する。日銀は基礎インフレ率の上昇を食い止め、テーパリングを避けるだろう。
- イングランド銀行**：イングランド銀行は政策委員会のメンバーの大多数（8対1）が賛成して、3月に金利を25bp引上げて0.75%とした。これは3回連続の利上げであり、金利はパンデミック前のレベルに戻った。積極的なQT（量的引締め）を開始するため、BoEは次回の会議で金利を1.0%まで引き上げると当社は見ている。同時に、最近のよりハト派的なトーンは金融政策委員会が、高インフレと経済成長へのリスク間でのトレードオフについて、より繊細なバランス取りをしようとしていることを示唆する。次の金利引上げの後には、利上げを一時停止するだろう。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
ECB政策理事会	4月14日
日銀MPM	4月28日
FRBのFOMC	5月4日
イングランド銀行MPC	6月16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3月24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	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9
新興諸国	6.8	3.5	4.2	4.4	7.2	4.8
中国	8.1	4.0	4.8	0.9	1.4	1.7
ブラジル	4.6	0.5	1.5	8.3	9.2	4.8
メキシコ	5.4	1.5	1.9	5.7	7.1	5.0
ロシア	4.7	-10.0	2.5	6.7	18.6	9.5
インド	9.0	7.5	6.6	5.1	6.2	6.0
インドネシア	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.8
南アフリカ	5.3	1.6	1.8	4.6	6.2	4.5
トルコ	11.4	3.2	3.2	19.4	55.9	19.0

出典：アムンディ・インスティテュート

- 中国**：新型コロナ感染の新しい波がいくつかの主要都市（上海、深セン）と輸出ハブを直撃し、地方政府は対象を絞ったロックダウンと大量検査に踏み切った。当社は、「ゼロ・コロナ」政策がHIを通して続くとしており、一連の抑制政策は成長予測に下振れリスクを加えるだろう。消費には大きな圧力がかかっており、基礎インフレは抑制されたまま。ネガティブなベース効果が薄れていることが、今年後半にコアインフレを押し上げる可能性はあるが、成長の回復が脆弱となっている中、それはPBoCが緩和的政策を維持することを妨げるものではない。
- ポーランド**：この戦争によるコモディティと食品価格の上昇、さらに避難民による需要が、ポーランドのインフレを押し上げるだろう。BNPは金利引き上げサイクルを継続し、ズロチを支えるため必要に応じてFX市場での介入をせざるを得ないだろう。財務指標はそれほど損なわれることはないだろう。EUはすでにポーランドに対して「法の支配の枠組み」を適用しないという決定をしているため、EUによる財政支援が提供されるからだ。EUがいくつかの条件を課す可能性はあるが、ポーランドのNDPは今後数週間以内に承認される可能性がある。更に、EUはNGEU（次世代EU）プロセスが遅れた事で、特定の資金を承認する可能性もある。
- インドネシア**：オミクロン株の感染拡大にも関わらず、景気回復は徐々にそして着実なペースで続いている。インドネシアはコモディティのサイクル（原油よりもメタル/ガス）にポジティブに晒されているため、中国の成長悪化が大きなリスクとならなければ、同国の成長にはポジティブな影響を与えるだろう。政策当局は、財政の悪化を制限するため、低い補助金を通して高インフレを許容するというジレンマをかかえている。当社は、消費者へのエネルギー価格の転嫁は制限され、BIは金融政策の正常化に着手するとしている。
- ブラジル**：地政学的ショックによるブラジル（と中南米全般）への悪影響は少ないだろう。地理的に離れていること、欧州地域との貿易は金融リスクが少ないこと、コモディティの純生産者であることなどが理由だ。それでも、勝者と敗者がある。打撃を和らげようとする政策者の努力にも関わらず、インフレの影響は避けられず、可処分所得と消費に圧力をかけるだろう。しかし、コモディティ関連の生産高と設備投資は増加するだろう。BCBはSELIC金利を少々してやや長期に高く維持する必要があるだろう。政治面では一つの要因は変わっていない。それは大統領選でルラが敗北するという点だ。

### 主要金利の見通し

	24-03 2022	当社 予測 6ヶ月 先	コンセ ンサス 6ヶ月先	当社 予測 12ヶ月 先	コンセ ンサス 12ヶ月 先
中国	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
インド	4.00	4.50	4.30	5.00	4.70
ブラジル	11.75	12.75	12.3	11.75	11.30
ロシア	20.00	20.00	23.50	18.00	16.50

出典：アムンディ・インスティテュート

- PBoC (中国)**：2月の信用データが失望するものであり、株式市場が下落したため、金融安定開発委員会は市場心理を回復するためのより強い支援を示唆した。従って、PBoCは3月にMLFとLPR金利を維持したが、回復見通しは厳しく、消費者物価は軟調であるため、緩和サイクルはまだ終わっていないと当社は見る。更なる10bpの引下げ（MLF & LPR）とRRR金利の50bpの引下げが行われると見る。当社はまた、公的融資の増加にけん引されて、信用成長が戻ると見ている。
- RBI (インド)**：4月の金融政策会議が近づく中、RBIはそのハト派的ポジション、目標よりもやや高い総合CPI、そしてコスト上昇（エネルギー、食品、肥料）によるインフレ上振れリスクから、難しいかじ取りを迫られている。当局は燃料価格の上昇の消費者への転嫁を遅らせているが、インフレは広範にRBIの見通しより高くなると予想される。4月の会議では、インフレ見通しを上方修正しニュートラルな姿勢に移行すると見られている。最初の金利引き上げは、2022年Q2（4月よりも6月の可能性が高い）に実施することが確認されている。
- BCB (Brazil)**：COPOMは、3月に引締めペースを減速した（100bpへ）が、金利を「更に大幅に引締める領域に」押し上げる必要があるため、すでに事前発表で示唆した通り、5月には同様の規模の引上げを行うだろう。しかし、もう一ひねりが加わり、カンボス総裁はインフレは4月にピークに達すると予測されるため、975bpの引上げの後、引き締めサイクルは成熟期を迎えるため、6月の金利引上げはないと宣言した。つまり、最終金利は12.75%となることを示唆する。
- CBR (ロシア)**：2月28日に20%の利上げを行って9.5%とした後、CBRは3月18日には金利を変更せず維持したが、現在の金利は一時的なものと述べた。この劇的な動きは、経済の更なる悪化とインフレ・リスク、特にRUBの急落という環境に対応するために実施されたものだ。ウクライナ戦争による高インフレの見通しとロシアへの様々な制裁の結果、CBRは2022年Q2を通して、金利を留保すると当社は見ている。ポジティブな面は、エリヴィラ・ナビウリナが3期目のCBR総裁に指名されたことだ。

### 金融政策会議の予定

中央銀行	次のコミュニケーション
RBI	4月8日
PBoC	4月20日
CBR	4月29日
BCB Brazil	5月4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3月24日)

年平均 (%)	実質GDP成長率 %			インフレ率 (CPI、前年比、%)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
米国	5.8	3.1	1.8	4.7	6.9	3.2
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
ユーロ圏	5.3	2.3	1.8	2.6	6.3	2.6
ドイツ	2.9	2.0	1.9	3.2	6.1	2.4
フランス	7.0	3.0	1.7	2.1	4.7	2.9
イタリア	6.6	2.7	1.5	1.9	6.7	2.5
スペイン	5.1	4.0	2.1	3.1	6.5	2.1
英国	7.5	3.8	1.4	2.6	7.1	3.5
中国	8.1	4.0	4.8	0.9	1.4	1.7
ブラジル	4.6	0.5	1.5	8.3	9.2	4.8
メキシコ	5.4	1.5	1.9	5.7	7.1	5.0
ロシア	4.7	-10.0	2.5	6.7	18.6	9.5
インド	9.0	7.5	6.6	5.1	6.2	6.0
インドネシア	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.8
南アフリカ	5.3	1.6	1.8	4.6	6.2	4.5
トルコ	11.4	3.2	3.2	19.4	55.9	19.0
先進諸国	5.1	2.8	1.8	3.1	5.6	2.6
新興諸国	6.8	3.5	4.2	4.4	7.2	4.8
世界	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9

主要金利の見通し

先進諸国

	30/03/2022	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	0.38	1.5/1.7	1.86	2.5/2.7	2.78
ユーロ圏	-0.5	-0.25	-0.2	0.25	0.67
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.04
英国	0.75	1.25	1.78	1.50	2.3

新興諸国

	24/03/2022	当社予想 6ヶ月先	コンセン サス 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	コンセン サス 12ヶ月先
中国	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
インド	4.00	4.50	4.30	5.00	4.70
ブラジル	11.75	12.75	12.3	11.75	11.30
ロシア	20.00	20.00	23.50	18.00	16.50

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	30/03/2022	当社予想 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	先渡 12ヶ月先
米国	2.35	2.4/2.6	2.82	2.6/2.8	2.96
ドイツ	0.03	0/0,20	0.33	0,1/0,3	0.55
日本	-0.03	-0.10/0	-0.01	-0.10/0	0.02
英国	1.39	1.2/1.4	1.52	1.4/1.6	1.47

10年物 債券利回り

	30/03/2022	当社予想 6ヶ月先	先渡 6ヶ月先	当社予想 12ヶ月先	先渡 12ヶ月先
米国	2.41	2.5/2.7	2.53	2.5/2.7	2.57
ドイツ	0.69	0.4/0.6	0.76	0.4/0.6	0.82
日本	0.23	0.1/0.3	0.29	0.1/0.3	0.35
英国	1.69	1.4/1.6	1.76	1.5/1.7	1.81

通貨の見通し

	29/03/2022	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	1.11	1.02	1.13	1.13	1.15
USD/JPY	123	126	118	119	118
EUR/GBP	0.85	0.84	0.84	0.82	0.84
EUR/CHF	1.03	1.03	1.05	1.10	1.07
EUR/NOK	9.62	9.81	9.70	9.55	9.63
EUR/SEK	10.34	10.52	10.30	10.20	10.10
USD/CAD	1.25	1.29	1.25	1.22	1.24
AUD/USD	0.75	0.73	0.75	0.78	0.76
NZD/USD	0.69	0.67	0.70	0.69	0.71
USD/CNY	6.36	6.50	6.42	6.30	6.45

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

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



**Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s (02-03-2022)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

### INSIGHTS PAPERS



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

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

**Emerging Markets outlook and investment convictions - Reasons for cautious optimism in 2022 (7-02-2022)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

### WORKING PAPERS



**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

**Equity Convexity and Unconventional Monetary Policy (11-02-2022)**

Lauren Stagnol, Quantitative Research - Marc-Ali Ben Abdallah, Smart Beta & Factor Investing - Patrick Herfroy, Smart Beta & Factor Investing

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

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

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



**Special Ukraine**

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

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

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

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

**Special Ukraine**

**Russia-Ukraine: a lot of bad news already priced in, but the outlook is deteriorating (11-03-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

**Special Ukraine**

**Russia-Ukraine: an uncertain outcome calls for higher focus on liquidity (07-03-2022)**

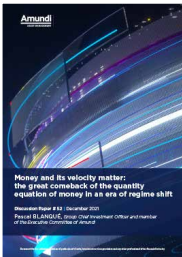
BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

**Special Ukraine**

**Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock (24-02-2022)**

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

### DISCUSSION PAPERS



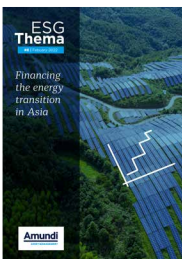
**Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

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

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

### THEMATIC PAPERS



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

CHEN Sylvia, ESG analyst

**ESG Thema #7 - ESG Corporate Disclosure: Towards more demanding and harmonized reporting (1-02-2022)**

Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - DE VECCHI Viola, ESG Communication Officer **The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the “new look” of fashion (20-01-2022)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

### INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



**Inflation is starting to burn - Strategies to protect portfolios from inflation risk (9-02-2022)**

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

## NOTES

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

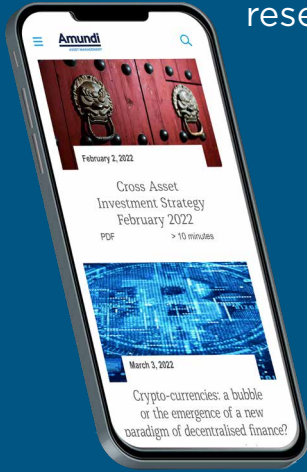
---

---

---

---

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

#### 免責事項

This document is solely for informational purposes.

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

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or 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 31 March 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: 2021年4月1日

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus-Ozgun Donmaz

#### 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  
BELLAICHE Mickael, 債券および信用リサーチ・ストラテジスト  
BERARDI, Alessia 新興市場マクロおよび戦略リサーチヘッド  
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  
PERRIER, TRISTAN, グローバル・ビューズ  
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