

# CROSS ASSET Investment Strategy

# 06

2020年6月

CIOの見解

市場は現実から大きく乖離している

今月のトピック

第1四半期の決算発表シーズンの後、  
市場のコンセンサスはまだ楽観的すぎる

## #06 - 2020年6月

### 目次

#### グローバルな投資への見解

##### CIOの見解

##### 市場は現実から大きく乖離している p. 3

市場の誤った静けさと、危機の長さとその長期的な影響についての不確実性が、これほど分離されているのは驚くべきことだ。市場の希望と経済的およびパンデミックの現実が切り離されていることは、今は慎重さを維持する時であるという当社の確信を更に強める。強気相場を追いかけけるのではなく、徐々にそして選択的に、ゆっくりとした回復への道に向かう投資テーマを、流動性に注意しながら追及することだ。

##### マクロ経済

##### 株式：ベア・マーケット・ラリーかそれとも意味あるリバウンドか？ p. 4

中央銀行（CB）は、現在の危機と世界金融危機の両方で非伝統的な政策を採ったが、今回の危機では、バリュエーションが非常に極端であるため、株価収益倍率の拡大による強気相場は起こりそうにない。

##### マルチアセット

##### リスクをダイナミックに運用し上昇相場を追いかけないことだ p. 5

当社は株式へのディフェンシブな姿勢を維持する。信用市場と周辺国債券は中央銀行の行動に裏付けられているため、肯定的な見解を維持する。

##### 債券

##### 信用力がカギだ p. 6

当社は市場の混乱を見つけ出し、この危機に耐えられない銘柄を避ける努力をしている。BBB格付け銘柄の市場シェアが増大しているため、これはさらに重要となる。

##### 株式

##### 収益性の低さには注意を払うべき p. 7

配当金は今では景気に敏感となっていない可能性がある。配当金は企業が事業を行う環境を反映しているが、企業は株主だけでなく社会にも責任があるからだ。

#### テーマ

##### 回復段階にある時にイールド・カーブをコントロールする p. 8

Covid-19危機の経済の回復をサポートするためのツールキットとして、中央銀行はイールド・カーブのコントロールを導入することもできる。魅力的ではあるが、そのような政策の実施と撤退リスクは、特にユーロ圏では恩恵を相殺してしまうだろう。更に、連鎖した無リスク資産が、一時的にリスク資産を不安定にする可能性があるため、金融市場への影響は非常に大きいだろう。

##### 米国の消費者の状態：弱まったとはいえ抵抗力がある p. 9

政府による大規模な支援と健全なバランスシートを保持していることから、消費者は比較的短いが非常に深刻な不況を乗り切る手段を持っている。当社は消費者の債務返済能力を測るため、失業の規模とデューレーションを注意深く監視している。政府による緊急対策は金融市場に安定性を提供し続けている。当社はアクティブな運用が良い結果を産む環境であると信じている。

#### 今月のトピック

##### 第1四半期の決算発表シーズンの後、市場のコンセンサスはまだ楽観的すぎる p. 13

米国でS&P 500が-12%、欧州ではStoxx 600が-35%と、パンデミックは第1四半期の終わりに始まったのにも関わらず、決算結果には大きな影響を及ぼした。従って、第2四半期の業績はさらに悪化することは間違いないが、ここで今年の底入れとなるだろう。それでも、市場のコンセンサスは、第2四半期と2020～2021年の両方の結果について、まだ的が外れているようだ。その結果、経済の再開という好材料はすでに価格に組み込まれているようだ。

#### 市場のシナリオ&リスク

- > 中心 & 代替シナリオ p. 17
- > 上位のリスク p. 18
- > グローバル・リサーチ・クリップ p. 19
- > アムンディの各資産クラスへの見解 p. 21

#### マクロ経済状況

- > 先進諸国 p. 22  
マクロ経済および市場予測
- > 新興諸国 p. 23  
マクロ経済および市場予測
- > マクロ経済および市場予測 p. 24
- > 当社の予測についての免責事項 p. 25
- > 出版物のハイライト p. 27



## CIOの見解

## 市場は現実から大きく乖離している

PASCAL BLAQUE  
グループ最高投資責任者VINCENT MORTIER、  
グループ最高投資副責任者

市場の誤った静けさと、危機の長さとその長期的な影響についての不確実性が、これほど分離されているのは驚くべきことだ。当社の見解では、現在の市場はこの危機の結末について「余りに早く楽観的になり過ぎている」。まだ危機から脱しているとは言い難いため、投資家は警戒を続けるべきだ。**3つのサイクル間の競争は今後も続く。パンデミックのサイクルについて**、市場は米国と欧州では最悪の事態は過ぎたというナラティブに依存しており、感染のカーブがフラット化するという期待感が高くなっている。これらの期待が裏切られれば、市場の緊張が再浮上するだろう。**経済面においては**多額の財政および金融支援は、今後6か月への保険のようなものだが、不況が予想より悪化した場合、市場はもっと多額の支援を要求し、失望すれば調整局面が起こるだろう。「信用市場」はCBの行動への依存症となっている。市況は改善したが、正常化されてはいない。**信用デフォルトのサイクル**は、Covid-19危機がおさまった後の、債務がさらに増える世界では非常に重要だ。市場はすでに第1ラウンドのデフォルトを価格に組み込んでいるが、更に遅れてくる第2ラウンドは価格に織り込まれていない。流動性と支払能力の間の戦いは継続する。そして、米国の商業用不動産は監視すべき領域だ。市場の希望と経済およびパンデミックの現実が切り離されている。**このことが、今は慎重さを維持する時であるという当社の確信を更に強める。強気相場を追いかけるのではなく、徐々にそして選択的に、ゆっくりとした回復への道に向かう投資テーマを、流動性に注意しながら追及することだ。**上記で言及した3つのサイクルの不確実性に加えて、警戒すべき理由は、次のとおりだ。第1に、「ウィルスは誰のせい」というトピックで、米中間の争いが復活したこと。これが5月の主要リスクだった。第2に、米国の選挙の結果が不確実だということだ。第3に、新興市場(EM)は高い特異性リスクに直面している(ブラジル)。最後に、Covid-19の長期的な影響(世界貿易の後退、労働に有利な政策への再調整、ビジネスモデルの変革、およびスマート・ワーキングなどのトレンドの加速)は複雑であり、引き続き精査されるだろう。今までになかったような過去3か月間、当社は次のことに焦点を当てていた。**永久の損失とならないよう、投資資本を保護すること、そして新たに発生する投資機会を追加する余地を残すという2つの目標だ。**この姿勢は今も変わらない。投資家は次のことに焦点を当てるべきだ。

- **流動性**：流動性は、危機の最も深い段階からの不確実な回復への移行を管理するために重要だ。最近の改善の兆候にもかかわらず、今回の危機は流動性がポートフォリオを構築する上での、主要基準であることが明らかになった。実際、信用市場の流動性は減少しており、Covid-19以前よりも浅く、高価となっている。投資家は、防御的かつ攻撃的な戦略のためにある程度の流動性を維持する必要がある。そうすることで、市場の特定の領域でチャンスが生じたときに再ポジショニングができる。
- **IG信用へのポジティブな姿勢**：このセグメントはCBの政策の恩恵を受けるはずだ。また発行市場も機会を提供するだろう。しかし、投資家はセクターと企業について非常に選択的となり、良好なバランスシートと経済的ロックダウンに耐えることができる事業に焦点を当てるべきだ。
- **株式への保守的なリスクエクスポージャーを維持する**。それがEPS成長がさらに修正される中であっても。この状況の改善は、ワクチンや治療法が開発されることでもたらされる。それだけが持続的な回復と消費者行動をポジティブに変えることができるからだ。
- **地政学的リスクが高まっているため、EMIには慎重であるべきだが**、信用セクターとアジアや中国の株式での機会をモニターするべきだ。しかし、米中間の関係の進化がカギとなる(最近の緊張は市場心理を脱線させる可能性がある)。信用市場はデフォルトの急激な上昇を割り引いているが、最悪の不良資産の多くがすでに経営不振回復レベルで取引されており、一部は現在債務再編をしていることを投資家は考慮するべきだ。そして、経営難から抜け出す計画を立案できる企業を特定する必要がある。
- **Covid-19は、ESG(環境、社会、ガバナンス)の重要性を加速する**：EとGは優先リストの上位に留まるが、社会的な平等を高めること(従業員を公平に扱う、彼らの健康への配慮など)は、Sの部分でますます存在感を増している。全てのステークホルダーとコミュニティの利益のために、企業がどう行動するかについての、監視が強化されるだろう。つまり、ESGリスク要因が価格により大きな影響を与えることになり、株式と債券の両分野で、積極的な投資マネージャーに機会を提供する。

## 全体的なリスク・センチメント

リスクオフ

リスクオン



アクティブ・リスクの管理、流動性に焦点を当て、慎重さを維持する

## 前月からの変化

▶ 信用について戦術的な調整、発行市場でのバリューを活用

全体的なリスク・セグメントは、最新のグローバル投資委員会の全体的なリスク評価の定性的な見解です。

マクロ経済



MONICA DEFEND  
リサーチ部グローバル総括



LORENZO PORTELLI  
クロス・アセット・リサーチ総括

中央銀行 (CB) は、現在の危機と世界金融危機の両方で非伝統的な政策を採ったが、今回の危機では、バリュエーションが非常に極端であるため、株価収益倍率の拡大による強気相場は起こりそうにない。

## 株式：ベア・マーケットでのラリーかそれとも意味あるリバウンドか？

今当社が議論している大きな問題は：株式への配分を増やして上昇相場に乗るべきか、ということだ。当社は戦略的に高リスク資産を選好しているが、今のところはIG分野（中央銀行の傘でサポートされている）に留まることが安全だと確信している。下記に説明する通り、株式市場が悪い状態に逆戻りすると信じているからだ。

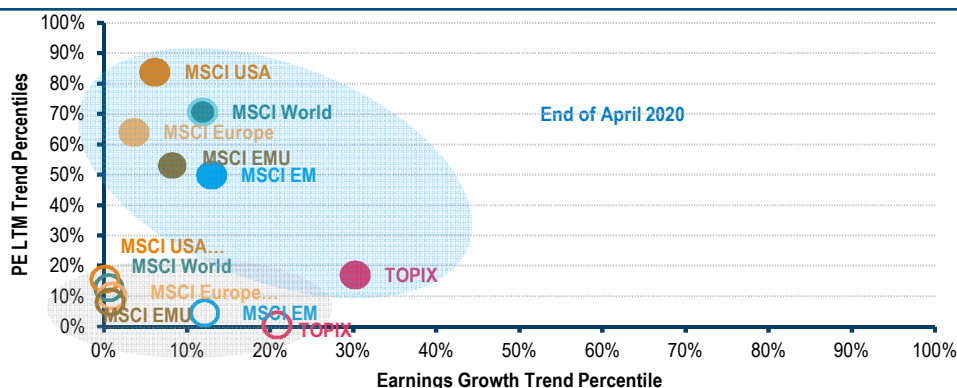
**経済の状況は急速に悪化した。ハード・データと経済の勢いの両方が反転しリスク・センチメントを損なった。**当社は、2021年後半となるであろう中期的な回復シナリオは、大きな上昇をもたらす可能性があると思っている。しかし、**株式市場は、深刻な不確実性が続く現在、上昇するシナリオを予測している。**これらの不確実性は、コロナウィルス感染の治療に関する医療政策に関連している。検査とワクチンの研究は急速に進んでいるが、まだ多くのことを行う必要がある。治療法やワクチンがいつ使えるのかについてのタイムラインが明確ではない。

**財政面では、中期的な最大のキャパシティが試され維持される必要がある。実施スピードは不安定で、歳出の質はまだ（その構成と目的について）評価されていない。**そして被害からの回復のための（財政パッケージの）キャパシティはまだ完全に見積もられていない。

一方、中央銀行は、2008年の金融危機に対処した後、今回は迅速に対応し、特に米国では金融環境を緩和的に維持させた。これが、市場が急上昇し収益倍率が拡大した、最も説得力ある要因だった。**この状態で、株価収益率が低下し、総収益率が上昇するというに危険**

**な矛盾が生まれた。逆に、債券利回りと原油価格はまだ低迷しており、回復は循環領域にそれほど利益をもたらしていない。**収益の修正は歴史的な最低値まで下方に向かっており、**P/E レシオはピークに向かって戻っている。**下記の表は、現在当社が慎重になっている根拠を説明している。2009年には、収益不況が見られ、中央銀行の政策で、完全な資産リフレ体制が実現する道が開かれた。今日のバリュエーション（2020年のP/Eパーセンタイル）は、それとは全く異なり、すべての主要株式指数はすでにピークに達している。実際、MSCI USは現在、84パーセンタイル（青いバブル内）にあり、上向きへの最良のケースを提供しない可能性がある。これが現在と2009年の主な違いである。2009年には、P/Eはすでに低いパーセンタイル（灰色のバブル）にあり、中央銀行の型破りな金融政策で株式の上昇が実現した。唯一の例外はTOPIXだ。これは現在、低いパーセンタイルにあり、より妥当な評価を示している。これは、日本がすでに不況に入っていると主張することもできるが、他の先進国と比較して、Covid-19の感染拡大はほぼ抑制されているため、より遅く、より小さなショックが発生する可能性が高い。前例のないロックダウンと金融および財政政策は、高リスク資産に対する「戦略的」選好を維持する助けをするが、高いバリュエーションは最善の上振れをもたらすわけではない。最後に、非伝統的な金融政策が資産価格を再び膨張させた。しかし、それを2009年時と比較すると、**現在のEPSは低下しており、P/Eレベルは非常に極端であるため、収益倍率拡大によって強気相場となる可能性は低い。**

### 主要株式指標のバリュエーション・マップ



Source: Amundi Research, as at 20 May 2020. All indices in local currency. PE LTM refers to Price earnings ratio on Last Twelve Month earnings. Names of indices in the grey circle above are same as the ones in the blue circle.



## マルチアセット



**MATTEO GERMANO**  
マルチアセット部総括

## リスクをダイナミックに運用し、上昇相場を追いかけない

経済環境は世界的な景気後退と、その結果起こる低迷と、その後、世界で同期化されない回復が起こること特徴づけられる。低迷の期間、永久に失われた生産の損失の大きさ、そして需要の崩壊は、ロックダウンの期間と財政・金融政策による後押しの有効性に依存する。当社は成長が2020年Q4に安定するという当社のシナリオを確認する。この危機を通して、当社はリスク・エクスポージャーの積極的な運用に焦点を当てた——信用ポジションを保護し、ヘッジを導入し、保持資産の質を優先し、銘柄を精選した。

### 当社が強く確信しているアイデア

当社は**欧州と米国の株式についてディフェンシブな姿勢を維持する**。バリュエーションが逼迫していることと、世界の成長へのCovid-19の影響がまだあいまいなことが理由だ。2020年の収益成長へのコンセンサスは修正されたが、2021年に関しては、先がはっきりしないのに、まだ楽観的過ぎると当社は見る。リスクが明らかにまだ下方に傾いている環境では、市場がよりよいエントリー・ポイント（S&P500では2650から2700のレベルがトリガー・ポイント）を提供するまで、当社は現在の姿勢を変更するのを待つ。**EM**については、市場のボラティリティが高いため、ニュートラルな姿勢を維持する。しかし、強力な刺激策と比較的ウイルス感染が抑制されているため、中国、韓国、台湾への選好を維持する。

当社は**デューレーションにはニュートラルな姿勢を維持している**。政府の財政ニーズを支援するため、中央銀行が公的債務のコストを低く抑えることを目指し、利回りを一定の範囲に抑える動きを主導すると見ているからだ。米国債の利回りが60 bps程度であれば、FRBの姿勢と急速に悪化するマクロ経済と一貫性がある。当社は**米国債5年物をドイツ国債5年物よりも選好する**。米国債（特に短期から中期）は安全な避難先への資金流入（過去よりは量が低いものの）と、FRBの資産購入プログラムから恩恵を受けるだろう。**米国のインフレ**に関しては、当社は中期的にはポジティブな見解を持ち、インフレ・スワップとTIPSブレイクイーブン・スプレッドが過去平均水準を下回るレベルで取引されると見ている。

パンデミックが収束すれば、グローバリゼーションや債務の貨幣化などのリフレ勢力が、

高いインフレ・リスク・プレミアムを支援し、インフレ保護を要求する。

**イタリア国債は、比較的魅力的な利回りを提供するため、引続き利回りの追及に使われる**。当社はイタリア国債30年物に対して、ドイツ国債30年物と比較して、建設的な姿勢を維持する。またイタリア国債の10年物にもポジティブになっている。ECBの行動が利回りとスポレッドのボラティリティに上限を課すからだ。ドイツの裁判所での判決は下方リスクとなるが、ECBは手段を変えることはないだろう。これは投資家のポートフォリオにバランスを提供すると見ているため、当社は現在の姿勢を維持する。

当社は流動性に焦点を置きながらも、米国と欧州でCBの傘でサポートされる**信用には前向き**の姿勢を維持するが、HYと比べるとIGを選好する。EUR HYは、高いデフォルト率と売上高の減速から悪影響を受けると見ているため、非常にディフェンシブになっている。

不確実性が高く、ファンダメンタルズとバリュエーションが分岐しているため、当社はEM債務に対してニュートラルな見解をもち、IGおよびHY諸国のギャップを検討する。対外債務に関しては、IGセクターは今後もっと抵抗力維持するはずだ。しかし、HYセクターは、困窮している国々のデフォルト・リスクおよびバイナリー・リスク/トレードオフと、非常に低いバリュエーションからの巻き返しを表している。地域別の金利では、債務をけん引するのは通貨エクスポージャーであり、更なる圧縮には限界があると見る。

**DM FXI**については、当社はEUR/CHFには建設的ではなくなっている。スイスフランの安全な避難先としての地位、ユーロ圏でのマネー・サプライが上昇していること、ドイツ裁判所での判決がEURに圧力をかけることが原因だ。当社はNOK/EURのポジションを維持する。クローンは既に大きく修正されている。またより楽観的なシナリオからも恩恵を受けると見ている。

### リスクとヘッジング

**JPY、デリバティブ、および金**のヘッジング商品は、現在の不確実性が高い段階では、ポートフォリオの利益を保護するためのカギとなる。

当社は株式へのディフェンシブな姿勢を維持する。信用市場と周辺国債券は中央銀行の行動に裏付けられているため、肯定的な見解を維持する

### アムンディ クロス・アセットの確信

|          | 1か月の変化 | --- | -- | - | 0 | + | ++ | +++ |
|----------|--------|-----|----|---|---|---|----|-----|
| 株式       |        |     |    | ■ |   |   |    |     |
| 信用       |        |     |    |   |   | ■ |    |     |
| デューレーション |        |     |    |   |   | ■ |    |     |
| 原油       |        |     |    |   | ■ |   |    |     |
| 金        |        |     |    |   |   | ■ |    |     |

出典：アムンディ・リサーチ 上記の表は、3～6ヶ月間のクロス・アセット資産評価を示している。これらは当社における直近のグローバル投資委員会で表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見直し、見通しの変化、意見は、予想される方向（+/-）と確信の強さ（+ / ++ / +++）を反映している。この評価は変更されることがあります。USD = 米ドル、JPY = 日本円、UST = 米国債、DM = 先進国市場、EM/GEM = 新興市場、FX = 外国為替、FI = 債券、IG = 投資適格、HY = 高利回り、CHF = スイス・フラン、NOK = ノルウェー・クローネ、EUR = ユーロ、CB = 中央銀行、TIPS = 米国物価連動国債 BTP = イタリア国債

## 債券

## 信用力がカギだ。

ERIC BRARD、  
債券部総括YERLAN SYZDYKOV、  
新興市場部グローバル総括KENNETH J. TAUBES、  
米国投資運用CIO

3月に起こった大規模な価格と流動性の混乱の後、ここ数か月で市況は徐々に改善したが、まだ正常に戻ったわけではない。投資は慎重さを維持し、十分な流動性を保持し、信用市場のボラティリティを引き起こす格付けの変動に気を配るべきだ。一方で、例えば、発行市場で魅力ある債券があった場合などの市場のイベントから恩恵を受けるため、確信ある戦略を変えることなく、戦略的な修正を試みるべきだ。

## 世界と欧州の債券

当社は全体的にデューレーションにはニュートラルな姿勢を維持するが、米国には前向きで、日本とドイツには慎重な見解を持つ。投資家はイールド・カーブの動きを上手く活用すべきだ（米国、欧州、英国のカーブがフラット化しつつあり、日本のカーブはスティープ化しつつある）。当社はユーロ圏周辺国の債務にはポジティブな姿勢を持っている。イタリアにはまだ建設的ではあるものの、より慎重になっている（投資家の需要が高いため、イタリア国債の発行を通して220億ユーロの資金が調達された）。ドイツの裁判所の判決で債務負担が増加するのではないかと懸念は、フランス・ドイツ共同の「回復ファンド」のような提案でバランスが保たれた。信用分野では、**米国IG**（当社はこのセグメントに最近より前向きになっている）と**EUR IG**は、CBの行動によって**充分にサポートされている**。しかし**信用銘柄の選択と質が、この発行体が危機を乗り越える銘柄か、それとも破綻する銘柄かを見極める上で重要だ**。当社は、金融、テレコム、製薬、保険企業の劣後債を愛好するが、**米国のエネルギー企業には慎重だ**。米国の債券発行体は、**IG企業とBB-格付け企業に集中している（FRBが経営難の企業とHYのETFを購入プログラムに含めるという決定をしたため）**。当社は**BBセクターに信頼を置いているがここでは、質への追及がカギだ**。米国では、HYセクターの活動が戻って来た（需要が供給を上回っている）が、欧州では消極的だ。**投資家は慎重に行動するべきだ**

## 米国の債券

証券と保険連動証券（年初来2%の収益を上げた）とAAA消費関連企業および商業用不動産の証券化証券など価格が上昇する見込みが限られているセクターは、抵抗力があり、長期デューレーションのIG社債と幾つかのHY債権にとっては、割引率が高い資金調達源として機能する機会を提供した可能性がある。当社は、AAA-格付けのトランシェ以外のRMBSについてはポジティブな姿勢を持っている。これらのスプレッドは縮小してきているが過度に割り引かれている。**投資家は充分な流動性を保持することに注意を払いながら、米国債、TIPS、米国政府機関モーゲージ付債券、および現金のポジションを取るべきだ**。更に、流動性と価格を利用する機会があるなら、意識的に特有のリスクを削減する時だ。レバレッジド・ローンのスプレッドが縮小していることは、投資家がBB銘柄の投資を額面に近い価格で回収して、流動性と質を改善し、信用のデューレーションを拡張することを可能にする。

## 新興市場 (EM) の債券

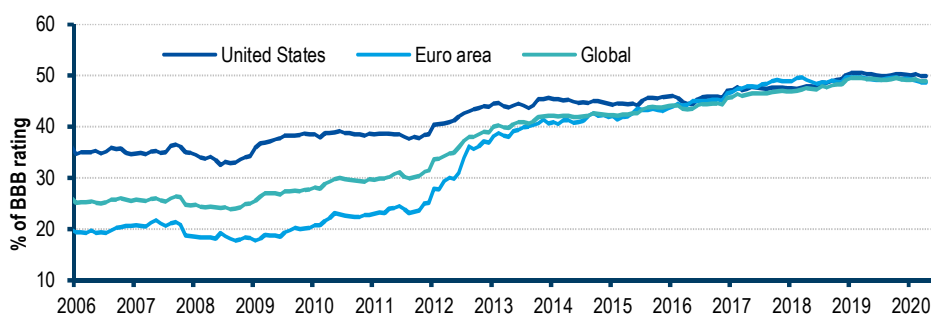
当社はCovid-19危機が、世界経済と企業の収益の成長に圧力をかけていることを認識している。新興市場の見通しはネガティブとなり、多くの国が景気後退に突入した。当社は**輸出やコモディティおよび観光に依存している銘柄には慎重になっている**。ポートフォリオ内でのヘッジングと流動性は依然として重要だ。HC（ハード通貨建て）債券では、当社は特にHY（ウクライナ）にポジティブだ。発行市場には、割引レベルでIG銘柄への投資チャンスがある（メキシコ）。メキシコと南アフリカの現地金利建ての債券には慎重ながらも前向きであり、ロシアにはポジティブな姿勢を維持する。

## FX

DM FX では、USDとJPYは安全な避難先であるためポジティブであり、CHFには以前ほどネガティブではない。EURとGBPにはネガティブである。EM FXにはディフェンシブとなっている。

当社は市場の混乱を見つけ出し、この危機に耐えられない銘柄を避ける努力をしている。BBB格付け銘柄の市場シェアが増大しているため、これはさらに重要となる。

## 格付け別 IG指標



Source: Bloomberg, monthly data 30 April 2020. Analysis based on ICE BoA indexes.

GFI = グローバル債券、EM FX = 新興市場の外国為替、HY = 高利回り、IG = 投資適格、CHF = スイスフラン、EUR = ユーロ、USD = 米ドル、UST = 米国債、RMBS = 住宅ローン担保証券、ABS = 資産担保証券、HC = ハード通貨、LC = 現地通貨、TIPS = 米国インフレ連動国債、GFC = 2008年の世界金融危機、JPY = 日本円。

## 株式

## 収益性の低さには注意を払うべき。



KASPER ELMGREEN,  
株式部総括



YERLAN SYZDYKOV,  
新興市場部グローバル総括



KENNETH J. TAUBES,  
米国投資運用CIO

配当金は今では景気に敏感となっている可能性がある。配当金は企業が事業を行う環境を反映しているが、企業は株主だけでなく社会にも責任があるからだ。

### 全体的な評価

多くの地域が封鎖措置を緩和して、世界がCovid-19危機から脱しつつあるが、今後は政府債務の拡大、低金利と経済成長、ESG（特にSの部分）の重要性の高まり、不平等の増加、政治的分裂と地政学的緊張の高まり（米中関係、EUの統合性）などが起こる可能性が高い。当社は「市場センチメント」と「経済ファンダメンタルズ」との間に著しい不一致を観察している。政策者が短期の流動性を提供できることを留意するのは大事だが、需要が回復するかどうかは、怖れと信頼感に依存する。同様に、これは収益と長期的な企業の支払能力にも影響を与える。投資家はこの状況をこのほか見通しの悪い環境と様々な結果が現れる可能性の中でナビゲートする必要に迫られている。

### 欧州の株式

不確実性が高くなり、ファンダメンタルズが劣化しているため、全体的に慎重になるべきだ。プロセスを遵守し、銘柄選択に焦点を当て、適切な流動性レベルの確保を維持することは非常に重要だ。当社は、バランスシートが健全な企業を選好する。また投資家はシナリオ分析を多用することで、足元のリスクと中期的なチャンスとのバランスを取るべきだ。チャンスはある。投資家は、一方でディフェンシブ株（公益事業、医療、生活必需品）での魅力的な銘柄を、もう一方で、中断されず割引かれている景気循環銘柄（高級品、建設業）を持つバリエーション戦略を採ることをお勧めする。加えて、Eコマースなど加速が著しいトレンドの中で、構造的に当たりそうな銘柄を特定することが、長期的な収益を得るためのカギだ。スタイルの面から見ると、中断されていない循環分野のバリュー株の中に選択的なチャンスがある。

### 米国の株式

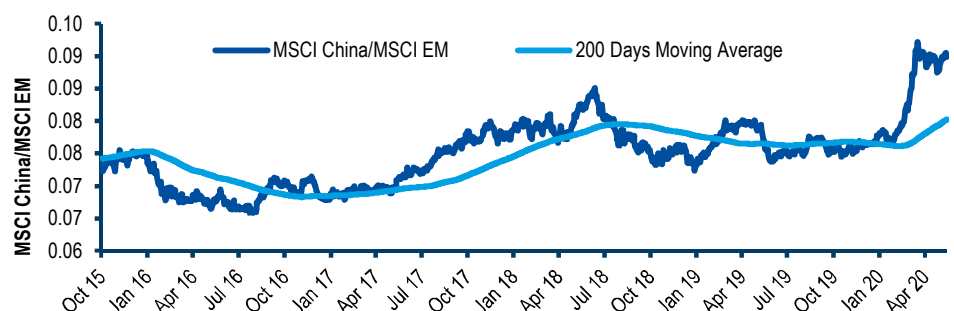
米国の株式は、世界で最良の長期的な資産クラスの1つである。そして、この状況で期待以上のパフォーマンスが引き続き織り込まれ

ている。当社は、4月中旬に始まった市場の調整が今後も続くという。当社の確信は、当たっている銘柄は今後も当たるとのことだ。投資家は短期的に非常に圧力がかかっているセクター/銘柄は避けるべきだ。それらは、航空会社、経営が苦しくなっている小売企業、クルーズ船、固定費が高く利益率が低い事業、商業用不動産などを含む。代わりに、ESG統合の取り組みをする維持可能な事業のセクターのリーダーに焦点を当てるべきだ。このアプローチは修正局面で適切に機能することが分かっている。投資家はこの方針を継続することをお勧めする。維持可能な企業の中でもリーダー的地位にある企業は、市場環境が厳しい時に勝者となる。また、ポートフォリオに徐々に循環株を追加し始めるのに良いタイミングでもある。低ボラティリティは割高となっているからだ。セクターのレベルでは、当社は金融、通信サービス、産業の銘柄を選好するが、生活必需品、公益事業、原材料銘柄には慎重である。

### 新興市場 (EM)の株式

当社はコロナウィルス感染のサイクルが後期に入っている国（中国、台湾、韓国）に焦点を当てている。また、抵抗力ある国内の成長と構造改革が進行する国（EMEAとインド）の中でも、それほど脆弱になっていない銘柄にも注目している。世界的な不確実性が残っているため逆風はあるが、巧みなボトムアップ選択、慎重なトップダウン評価、そして流動性管理が、投資家が今の混乱を乗り切る助けをするだろう。結論として、当面の間は全体的に慎重な姿勢を維持することを優先するが、当社の中期的な見通しはEM資産に対して建設的である——コロナウィルス感染の第2派のリスクが実体化しない限り。

### 中国の株式 vs. 新興市場の相対的パフォーマンス



Source: Bloomberg, Amundi as at 20 May 2020. MSCI China and MSCI Emerging Markets Price Index in US dollar



## テーマ

DIDIER BOROWSKI,  
グローバル・ビュース総括PIERRE BLANCHET  
投資インテリジェンス総括

ECBは運用上の難しさと政治的な問題に直面するだろう

As part of Global Research, the main mission of the newly established Global Views team is to strengthen Amundi's thought on key cross-cutting thematic

## 回復段階にある時に イールド・カーブをコントロールする

Covid-19危機の経済の回復をサポートするためのツールキットとして、中央銀行はイールド・カーブのコントロールを導入することもできる。魅力的ではあるが、そのような政策の実施と撤退リスクは、特にユーロ圏では恩恵を相殺してしまうだろう。更に、連鎖した無リスク資産が、一時的にリスク資産を不安定にする可能性があるため、金融市場への影響は非常に大きいだろう。

中央銀行 (CB) の政策金利はゼロに近く、イールド・カーブ・コントロール (YCC) 政策が再び注目されている。YCC 政策では、**CBはイールド・カーブの特定ポイントまたはセグメントをコントロールしようとする** (多くの場合10年物国債)。そうすることで、CBは目的を達成するために必要な証券の購買 (売却) 額を明示的に確約する。**CBが信頼できるなら、市場間のアービトラージ取引の功労により債券利回りがCBの目標に近づく**。実践では、YCCはQEの形式と似ているが、方法がかなり異なる。この場合、証券購入が債券利回りに合わせて調整される、その逆ではない。**またこの場合、CBが自らのバランスシートへのコントロールを失うことを意味する**。イールド・ペッグで、CBのバランスシートが縮小される可能性もある。これは個人投資家が過剰な融資の必要性 (新規発行と借換え) を要求した場合に起こりえる。

### ECBがYCCを採用する可能性は低い。

YCCは戦後 (1947年まで) 米国で実施されたことがある。最近の例ではオーストラリアで実行された。また、日銀は、2016年以降、10年金利をゼロにする目標を明確に掲げている。この政策は、日本ではマイナスの政策金利と合わせて成功を収めている。この方法で日銀は債券購入を削減しバランスシートを安定させることができた。YCCは米国、日本や英国のように、1つのだけの (中央での) 国債の発行が可能で、「真の」貨幣統合ができていない国では可能である。

しかし、ユーロ圏では、次の2つの理由から、実行することが出来ない。まず、ECBは**数個のイールド・カーブを同時に管理**する必要がある。運用の困難さに加えて、**政治的な障害**がある。それはECBが各国の国債に織り込まれた信用リスクを予測する正当性を持たないということだ。2つ目は、YCCを実行するためには、ECBは**比例規則無しで資産を購入する**、または公的債務を貨幣化する必要さえあるが、これはリスボン条約で禁止されているため、法的な問題に直面する。とは言え、もしFRBおよび/またはECBがYCCを採用することがあれば、投資家が各国間のスプレッドでアービトラージ取引を行うため、ドイツの国債の利回りに影響が出るだろう。最後に、YCCを撤退することは大きなリスクとなる。債券市

場が突然修正し、YCCの恩恵を相殺する可能性もあるからだ。

### 無リスク金利を閉じ込めるとリスク資産が解き放たれる。

FRBについては、短期のイールド・カーブを一時的にコントロールすることは、「ドッド」と整合性があり、中長期のカーブについても、QEと併せれば費用対効果と退却リスクの両面から見ても有効的な戦略に見える。**YCC+QEの組み合わせは、「無リスク資産」の名目上の景気サイクルへの調整が、期間プレミアムに変化をもたらさなければ、少なくとも一時的には起こらないことを意味する**。従って、このようなイールド上限政策は、回復期の**金融資産の相関的な動き** (ボラティリティと相関関係) に影響を与え、歴史的な水準から逸れて、**不安定なリスク資産の収益**を押し上げる。

事実上、投資家の成長への期待が改善しても、短期国債と債券利回りが低く安定し、カーブがフラットに維持されれば、株式など**「無秩序な資産」は不自然に高いバリュエーション**から恩恵を受けるだろう。これらの資産は、名目成長期待の変化に対する市場の指標となり、これらの資産と債券の収益の相関関係はゼロに近くなる。それでも、株式は、過去3年間経験した長期にわたる非常に低いボラティリティよりもっと緊急な**ボラティリティ**に直面し、突然極端なレベルに急上昇するだろう。更に、無リスク金利は、ボラティリティ修正後のHY信用よりも**より高い期待収益率を提供するIG信用**に影響を与える。最後に、経済回復の状況に関わらず、イールド・カーブがフラットであるため、**EM HCDはバリュエーションから支持され、利回りを追及する投資家からの資金が流入する**だろう。

しかし、「自然」な無リスク金利の不確実性は、リスク・プレミアムを上昇させ、クロス・アセットの相関関係を低くし、バランスのとれた戦略の多様化からの恩恵を低くする可能性もある。従って、YCC + QE 政策は米国経済をより早く軌道に戻す可能性があるが、少なくとも一時的には**金融市場のリスクが脱線する**。

2020年5月22日作成



テーマ

## 米国の消費者の状態： 弱まったとはいえ抵抗力がある

政府による大規模な支援と健全なバランスシートを保持していることから、消費者は比較的短い非常に深刻な不況を乗り切る手段を持っている。当社は消費者の債務返済能力を測るため、失業の規模とデューレーションを注意深く監視している。政府による緊急対策は金融市場に安定性を提供し続けている。当社はアクティブな運用が良い結果を産む環境であると信じている。



ANNALISA USARDI, CFA  
シニア・エコノミスト



PARESH UPADHYAYA  
通貨戦略ディレクター、  
米国ポータル・マネージャー、アムンディ・パイオニア

総労働所得が急激に低下したため、Q2には個人消費はGFC以上の規模で崩壊すると予測されている

米国が第二次世界大戦後最悪の不況に陥った今、次の4つの主要問題を検討する。(1) この危機は、これまでに米国労働市場にどのような影響を与えたか？ (2) 米消費者の状況は？ (3) 債務の脆弱性で最も重要なものは何か？ (4) 住宅ローン、クレジット・カード、自動車ローンのデフォルト見通しは？

この危機は、これまでに米国労働市場にどのような影響を与えたか？

Covid-19危機は、史上最高の失業保険申請件数と人員削減数を記録し、史上最長の経済成長で創造された雇用をほぼ全て消し去った。入手可能なデータを見ると、これまでのところ人員削減は、この危機の「最前線」であるサービス・セクターに集中している。絶対ベースと相対ベースの両方で、最も影響を受けたのは、レジャー、ホスピタリティ、貿易、交通、公益事業がそれに続く。3月と4月だけで、2100万の雇用が失われた。雇用の喪失は民間セクターに集中している（全国の雇用喪失の84%を占める）。米国労働市場の約71%をサービス・セクターが占める。これまでのところ、解雇は最も低賃金で働く人々とそのセクターに最も多大な影響を与えている。このことは、総合と各カテゴリーの平均時間給を一時的に押し上げた。しかし、この現象は一時的なものであると予想する。米国経済の総合労働時間は、労働時間の短縮と雇用の減少の組み合わせから低下しており、我々が将来の消費傾向を把握するために追跡する、総合労働所得指標はQ2には崩壊し、その規模は世界金融危機（GFC）より

りはるかに深刻であると予測している。

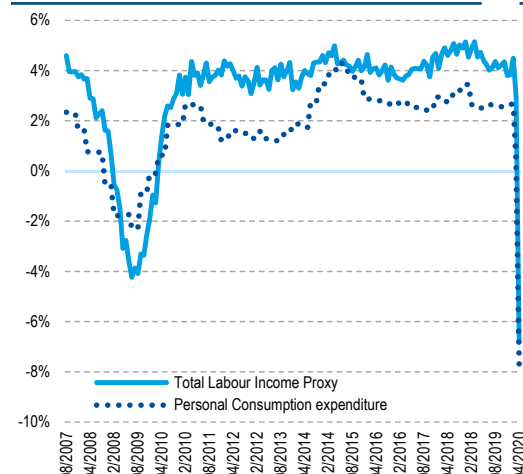
米国の消費者が、このショックからどのように立ち直るかは、根強い労働市場の脆弱さに決定的に関係している。4月のデータによれば、仕事を失った人々の大部分は、失業というよりは一時的な解雇であると報告されている。労働市場がどのくらい速く回復できるかを評価するためには、経済が再開された州で、失業給付申請数がどのくらいのスピードで減るかをモニターすることが重要だ。更に、失業率が注目される中、失業率は労働市場の脆弱性を必ずしも反映していないことを言及するべきだろう。当社は失業率は労働市場参加率（LFPR）と一緒にモニターされるべきだと思っている。LFPRは4月に2.5ポイント下落して60.2%となった（3月には0.7ポイントの下落）。LFPRは、その下落が人々の行動が制限されているための一時的な理由なのか、それとももっと大きな労働市場の脆弱性を表しているのかという、ショックの持続性を判断するための重要な変数である。

当社は、2020年の米国経済は -4.5%～-6.5%縮小し、失業率は5月と6月の間に21%まで上昇すると予測している。その後年内を通して、徐々に減速するが、2020年の平均失業率は10%～12%の間で維持すると見ている。

### 消費者は強いポジションからスタートした

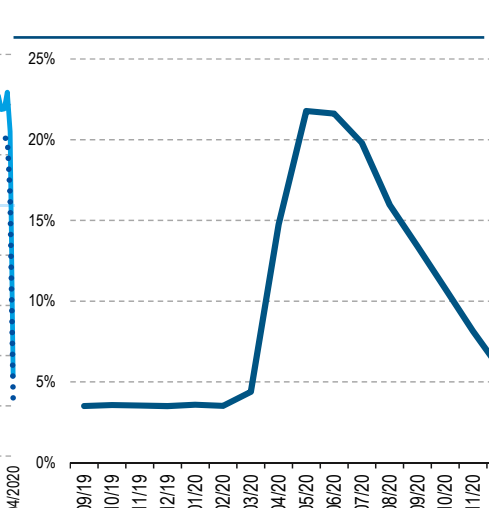
米消費者のファンダメンタルズ、特に家計のバランスシートは堅調だった。FRBによれば、

### 1/ 総労働所得プロキシ vs 個人消費支出（実質）前年比



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

### 2/ 可能性が高い失業率の進化



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

## テーマ

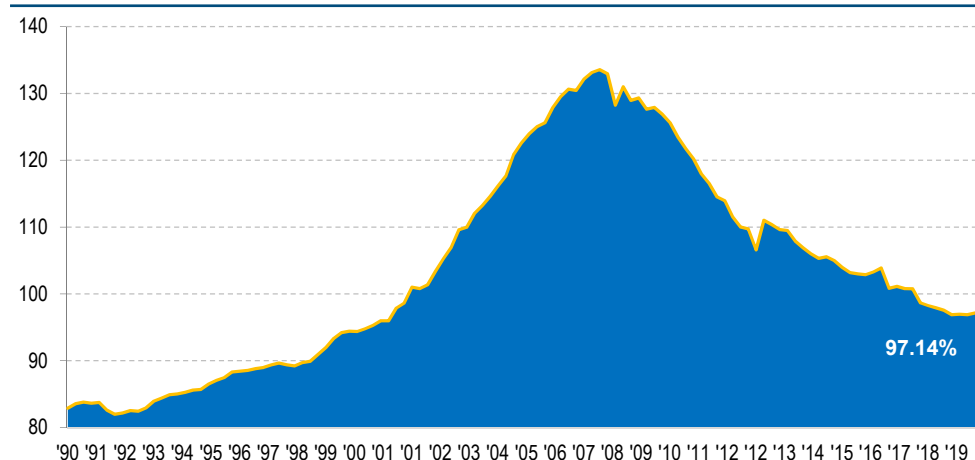
## 米消費者のファンダメンタルズ、特に家計のバランスシートは堅調だ

個人の可処分所得の割合としての家計債務は、2007年Q4の133.55から2019年Q4には97.1%まで急激に下落した。(表3) 家計債務費(可処分所得の割合としての借金の利子を支払う能力)は9.7%で1980年の開始から最も低い割合となった。最後に、2月の個人貯蓄率は9%で、2012年以降最高となっており、パンデミックで見られた早期の兆候は、消費者は急激に貯蓄を増やすというもので、最新のデータでは13.1%と急上昇している。これは1981年以降最高のレベルだ。

Covid-19関連の米国経済封鎖と健康への懸念は、米国の消費者に重くのしかかった。コ

ンファレンス・ボード(全米産業審議会)の消費者信頼感指数は3月の118.8から4月には86.9まで下落した。これは2014年5月以来最低の水準だ。特に、消費者信頼感指数は労働市場の脆弱性を反映している。労働差異(「十分な仕事がある」から「仕事を見つけるのが難しい」を引いた数)は、3月の+29.5から4月には-13.6に下落した(表4)。3月20日から5月1日の間に、3300万人が仕事を失った。エクスペリアン社の調査によれば、消費者の61%が雇用確保について心配しており、78%がパンデミックによる不況で家計は悪影響を受けたと答えている。

## 3/可処分所得の割合としての米国の家計債務



Source: Amundi Research, Bloomberg, last data point 12/31/19.

しかし、消費者は6ヶ月以内にこの状況は改善すると楽観的な姿勢を維持している。コンファレンス・ボードによれば、期待を示した人の純上昇は3月の+2.3から4月には+14.3に上昇した。全米独立企業連盟(NFIB)の5月12日の調査では、78%の失業者が年末までに再雇用されることを期待している。政府の財政刺激策と寛大な失業給付金が消費者の不安を和らげる働きをしているのかもしれない。

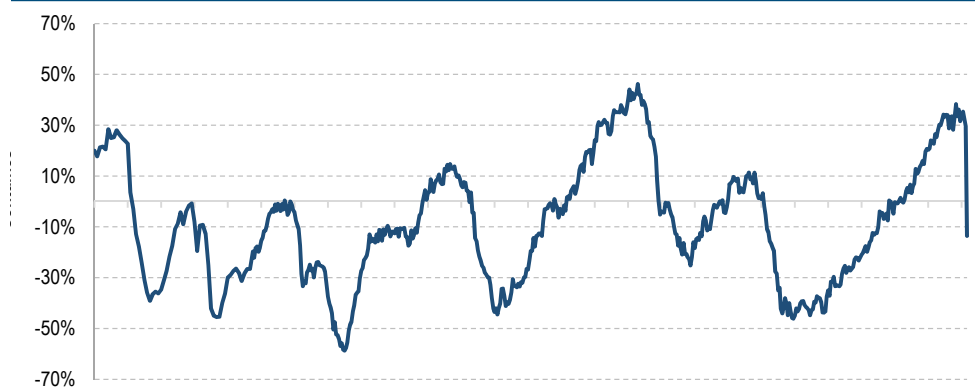
## 債務持続性の脆弱性についてのカギ

驚くにはあたらないが、多くの米国人は、学生ローンやクレジットカードなどの、自分債

務支払能力について懸念し始めた。家計のデフォルト(支払いが30日以上遅れていると定義)は2020年Q1に4.61%だった。ニューヨークFRBが発行した「家計債務とクレジット・レポート」を当社が分析したところ、前年比の合計家計債務2019年Q1の3.5%から2020年Q1には4.6%に上昇した。これはおよそ3年間で最も早い伸びとなっている。しかし、対GDPの家計債務は現在75.4で、世界金融危機時期の最高値98.6よりはるかに低い。当社は新規ローンの伸びは劇的に減速すると見ている。

消費者の負債の中でもより脆弱な分野が3つあり、それらはクレジットカード、自動車口

## 4/コンフェレンス・ボードの調査 - 「十分な仕事がある」 vs. 「仕事を見つけるのが難しい」



Source: Amundi Research, Conference Board as of 4/30/20.



## テーマ

消費者の負債の中でもより脆弱な3つの分野は、クレジットカード、自動車ローン、学生ローンである。

ーン、学生ローンである。住宅ローンはそれほど圧力を受けていないように見えるが、当社の分析では、今回の不況の深刻さはこの分野でもリスクが高まっている。(表5) 米国の刺激策CARES法では、連邦政府が保証している住宅ローンの借り手で支払いが困難になっている人は、1年間まで支払いを延期することができる。住宅ローン・リサーチ会社ブラック・ナイトによれば、4月までに全住宅ローン保持者の7%が90日間ローンの支払いを延期した。しかし、延期ができるにも関わらず多くの消費者はローンの支払いを続けている。学生ローンは返済滞納率が最も高いローンであるが、連邦政府は連邦政府が保証する学生ローンの元本と利子の支払いを2020年9月30日まで自動的に停止した。これは全学生ローンの85%に当たる。

FRBの家計債務についての四半期報告書によれば、全体的には、クレジットカード、自動車および住宅ローンの返済滞納率はまだ安定している。

- ・クレジットカードの返済滞納率は、2019年Q1に6.71%から2020年Q1の6.84%と、2016年Q2の景気の底からたったの1.77%上昇しただけだった。深刻な滞納率（支払いが3ヶ月以上遅延）は、5.04%から2020年Q1には5.31%と少し上昇しただけだった。滞納したカード残高は、1年前から変わらず2020年Q1には4.6%であった。
- ・自動車ローンの滞納率は、2019年Q1の7.07%から2020年Q1は6.89%と改善した。短期自動車ローンと中古車ローンは、保守的に支払能力がより高い借り手に貸し出されている。
- ・住宅ローンの滞納率は2019年Q1の3.5%から低下し、2020年Q1には3.48%だった。住宅価格の上昇（LTVが低くなる）、安定した所得の伸び、そして全体的に経済が堅調であったことが、2019年Q4の滞納率を下げた。

### 消費者の債務リスクを評価する

当社は、経済調整後の資産パフォーマンスを提供する枠組みを使用している。これは新しく滞納したローン数と、人口10万人当たりの新規失業保険申請者数を比較して得た比率だ。この比率が高ければ、仕事を失ったこと

が、平均より高い滞納率の原因であるということであり、今の経済状態でクレジット・パフォーマンスが弱くなっているという兆候となる。この比率は、経済状況調整後の債務返済能力の潜在的脆弱性を評価するのに良いツールだ。

ほとんどのエコノミストによれば、消費者信用のパフォーマンスは、新規失業保険申請数、または失業率などの労働市場指標と強い相関関係を持つ。当社の分析では、クレジットカードと自動車ローンは、脆弱な経済調整後パフォーマンスの領域を超えているため、返済滞納のリスクが高い。2019年Q4の自動車ローンの滞納率が高いのは不可解だ。過去数年間、米国経済は堅調で失業率も低かったため、滞納率は低下しているべきである。標準以下の所得の伸びとクレジット・スコアが低いサブプライム借り手へのローンが増えた事が滞納率が上昇した原因である可能性が高い。

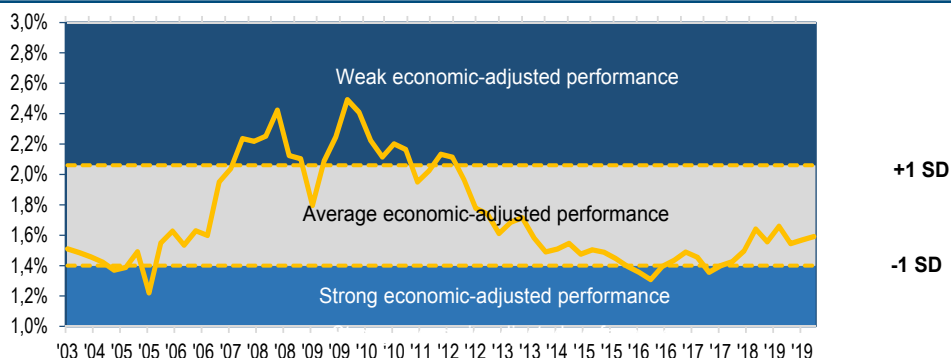
一方で、2020年Q1には、経済調整後の住宅ローンのパフォーマンスは改善した。2019年Q4には、新規失業保険申請数は中程度上昇したが、滞納率は横ばい状態だった。これが示すところは、住宅ローン市場では大きな圧力はないと言うことだ。

### 住宅ローン、クレジット・カード、自動車ローンのデフォルト見通しは？

2020年Q1に、米国の家計債務は1,550億ドル上昇して14.3兆ドルとなった。内訳は、住宅ローン（9.7兆ドル）、学生ローン（1.54兆ドル）、自動車ローン（1.35兆ドル）、そしてクレジットカード・ローン（0.89兆ドル）となっている。

デフォルト率を求めるために、当社は1999年以降の、年率ベースの失業率の変化 vs. 90日の滞納率の回帰分析を行った。予想されるローンのデフォルト率の上昇と失業率の関係を明らかにするために、線状のトレンド・ラインを使用した。当社の分析によると、失業率が1%上昇すると、デフォルト率は0.1%（自動車）、0.9%（クレジットカード）、そして0.9%（住宅ローン）となることが分かった。ブルームバーグによる2020年末の失業率の加重平均予測である9.7%を使うと、当社の2020年の90日滞納率の予測は、それぞ

### 5/経済調整後の住宅ローンの信用パフォーマンス



Source: Federal Reserve Bank of New York 12/31/19. (Source of adjusted measures Moodys analysis titled "Post crisis low household debt delinquencies expected to rise modestly," February 12, 2019)

## テーマ

### デフォルトの規模はパンデミック不況の長さや深刻さに依存する

れ、3.0%、10.6%そして6.5%となる。2019年Q4の滞納率は、それぞれ、2.4%、5.3%そして1.1%となっている。また伝統的な不況時であった2009年の滞納率は、それぞれ3.5%、11%そして8.4%であった。

#### 今回はなぜ異なるかもしれないのか？

当社の潜在的デフォルト分析は、伝統的な不況という状況を想定している。しかし、今回は「平常」とは程遠い。

- ・ 非農業部門雇用者数のデータは、一時的な解雇が1,810万件、失業数の90%を占めている。CARES法は、積極的に仕事を探すという要件を撤廃したため、失業保険の給付申請が容易となった。これは、経済が再開すれば、労働市場も急速に反転することを意味する。
- ・ 各州の給付金に加えて、失業保険の給付が週600ドル増加したことで、収入が増えた人の数が異常に増えた。州と連邦政府による給付金を合わせると週当たり978ドルとなるが、危機前の給付は週当たり379ドルだった。Countable.com.によれば、危機前には、労働者の半分以上が、週当たり957ドル以下の収入しかなかったのだ。ニューヨーク・タイムズ紙は、最近「平均して、州の労働者の半分以上が通常の給料よりも多い失業給付金を受け取る」と報道している。これは、消費者の支払い能力をサポートする。もう一つのポジティブな展開は、CARES法が寛大に増加された失業給付を13週間延長して、合計39週間受取ることができるようにしたことだ。
- ・ 消費者は、直接支払われる給料や失業給付をより慎重に使い貯蓄するつもりだ。2020年4月のMagnify Money LendingTreeの消費者調査によれば、消費者は、42.6%は必要な経費に、28.5%を家賃/住宅ローンの支払いに、そして26%を貯蓄に回すと回答した。この動向は、広範なデフォルトを軽減するのに十分だ。

#### 結論

Covid-19危機は、解雇の波を起こした。これは失業率を最高20%以上に押し上げるだろう。しかし、多くの解雇は一時的なものであり、多くの州が閉鎖を解除し、経済活動が再開すれば、通常より速い回復が見られる可能性が高い。労働市場が完全に回復することは期待できないが、当社は経済成長が戻るとともに、失業率もH2には低下すると予測する。このシナリオでは、2つの重要な側面をモニターする。(a) 経済活動が再開された地域での失業保険給付の変化率。これは失

業者たちがどの位早く仕事に戻ることができたかを把握するためだ。そして(b) 労働市場参加率。これは労働市場へのダメージの持続性を評価するためだ。2020年初頭に見られた完全雇用のレベルではないにしても、健全な労働市場が米国消費者の回復力を評価する上でのカギとなる。

Covid-19パンデミック不況の深刻さにもかかわらず、特に不況前の経済は堅固で50年間で最低の失業率であったことを考慮すると、今回の景気後退は伝統的な低迷とは異なり、延滞率の上昇は起こらないと当社は見ている。今回失業の特徴が一時的なものである可能性があること、前代未聞のレベルの政府給付金の継続期間、消費者の質素な姿勢を考慮すると、大規模なデフォルトの可能性は最小限に抑えられるだろう。

最終的には、デフォルトの規模はパンデミック不況の長さや深刻さに依存する。急速な不況だが、より急速な失業率の低下はデフォルトの可能性を低くする。失業率のピークが一時的なものである限り、消費者のバランスシートは、米国の消費者が深刻だが比較的短い不況を乗り切るためには、充分健全に維持されていると当社は見る。

今月のトピック



IBRA WANE  
シニア・株式ストラテジスト

2020年のモメンタムの崩壊

## 第1四半期の決算発表シーズンの後、市場のコンセンサスはまだ楽観的すぎる

米国でS&P 500が-12%、欧州ではStoxx 600が-35%と、パンデミックは第1四半期の終わりに始まったのにも関わらず、決算結果には大きな影響を及ぼした。従って、第2四半期の業績はさらに悪化することは間違いないが、ここで今年の底入れとなるだろう。それでも、市場のコンセンサスは、第2四半期と2020～2021年の両方の結果について、まだ的が外れているように見える。経済活動の再開という好材料はすでに価格に組み込まれているようだ。

### 決算発表はすでにパンデミックによって打撃を受けた

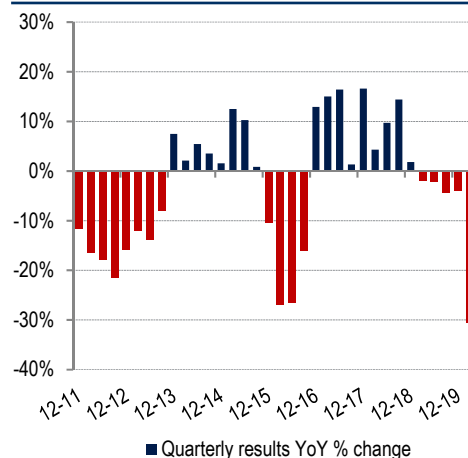
第1四半期の決算発表はほぼ終了したので、初期の評価を始めるには良いタイミングだ。第1四半期には、パンデミックはまだピークに達していなかったが、それでも企業の業績にはかなりの打撃だった。2015年以来初めて、四半期の結果が大きく下落した。それには米国S&P500の12%の下落、そして欧州のStoxx 600の35%の下落が含まれる。

第1四半期にはパンデミックがまだ始まったばかりだったことを考慮すると、これは驚く結果だ。世界保健機構 (WHO) による

と、3月31日時点では、世界で750万人の感染者が報告されていたが5月12日には、それが400万人以上となった。死亡者数も急上昇し、4万人以下だった数が30万人となった。

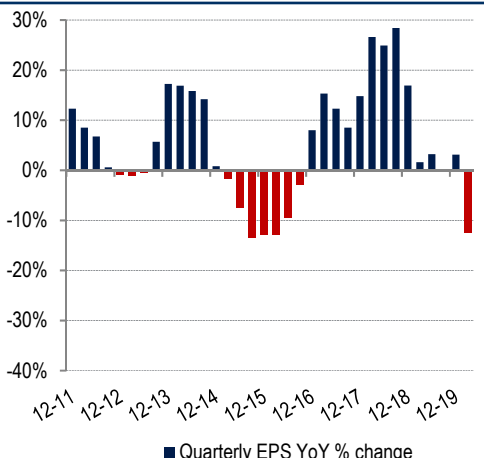
米国と欧州の両方で、収益は急落したが、欧州での下落ははるかに大きくなっている。欧州の方が早くパンデミックからの影響を受けたためだ。3月31日時点では、欧州の感染者は米国の3倍(42万人vs.14万人)で、死亡者数は5倍(11,591人vs.2,398人)であった。4月には、米国がパンデミックの中心地となったため、第2四半期には、この比率が再調整されるだろう。

### 1/ Stoxx 600の1四半期の結果



Source: IBES, Amundi Research

### 2/ S&P 500 四半期の結果



Source: IBES, Amundi Research

### セクターによっては、2つの結果がでて

第1四半期の決算結果で目を引くのは、欧州と米国における2つのタイプのセクターの分離である。

欧州で最も抵抗力が強かったセクターは、医療、公益事業、通信、それほどではないがテクノロジーで、それぞれが様々な方法で第1四半期の業績を安定させた。逆に改善したセクターもある。産業、金融、エネルギー、消費財景気循環セクターは、-45%から-60%の下落と大きな打撃を受けた。米国での内訳にもあまり違いがない。

これは主に循環株とディフェンシブ株間の分離が原因だが、それだけでもない。エ

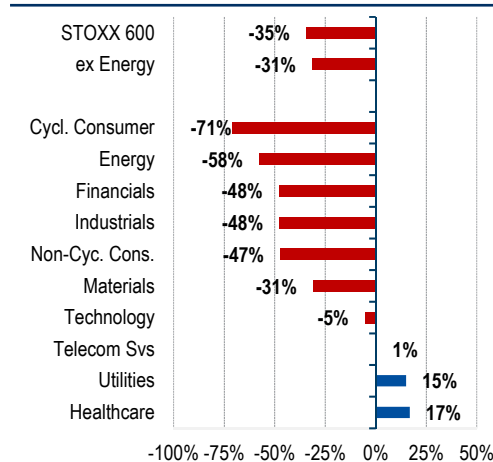
ネルギー・セクターは、従来ディフェンシブ株と見られていたが、世界的な需要の低迷とOPEC、ロシア、米国の産油企業が生産量制限の合意に至らなかったため、原油価格が下落しQ1に業績が崩壊した。逆にテクノロジー・セクターは、循環株であるが、通信、オンライン小売、ネットワーク使用の上昇、メモリー価格の急上昇にけん引され持ちこたえた。しかし、ロックダウンは、他のセクターに特に大きな打撃を与えた。航空・交通自動車、そしてホテル、レストラン&レジャー産業など通常の循環セクターはまさに地に落ちた。金融株は、最近の四半期には加速を始めていたが、脆弱さが予想される借り手のための引当金がかさみ下落した。

主要セクターの分裂



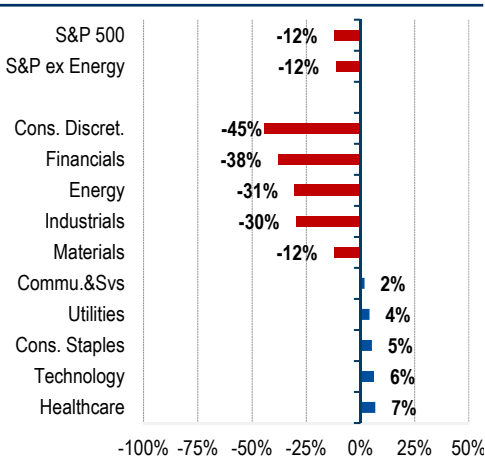
今月のトピック

3/ Stoxx 600: 2020年Q1収益率  
(対前年比%)



Source: IBES as May 12 2020, Amundi Research

4/ S&P 500 2020年Q1 収益率  
(対前年比%)



Source: IBES, Amundi Research, as May 12 2020

2020年コンセンサスへの修正のスピード  
が上がっている…

比較的ゆっくりと始まったものの、収益のコンセンサスの下方修正は2月中旬から活発に加速している。例を挙げれば、第1四半期のStoxx600は、1月1日の+10%から、2月中旬には+3%へ、そして3月後半には、-13%へそして5月12日は-35%へと連続で下方修正された。対照的に、2020年全体の予測は1月1日の+8%から5月12日の-25%まで下方修正された。

このようなギャップ・チェンジは、パンデミックの様々な段階で見られた。年初には、市場はまだ米中間の貿易摩擦の緩和に焦点を置いていたため、ウィルスをまともに扱っていなかった。

その後1月中旬に武漢からの報告がなされると、投資家は伝染病の流行は地域に特化したもので、バリューチェーンを通じた間接的な影響だろうと予想していた。

その後2月中旬から3月中旬にかけて、欧州で最初の症例が報告され、特にイタリアでは感染者数が3人から24,700人に、死者数がゼロから1,800人に増えた後、修正のペースは上がっていった。

しかし、コンセンサスが本格的にパンデミックの影響を考慮し始めるようになったのは、ロックダウンが始まった3月後半で、マクロ経済の予想は最低に下落した。

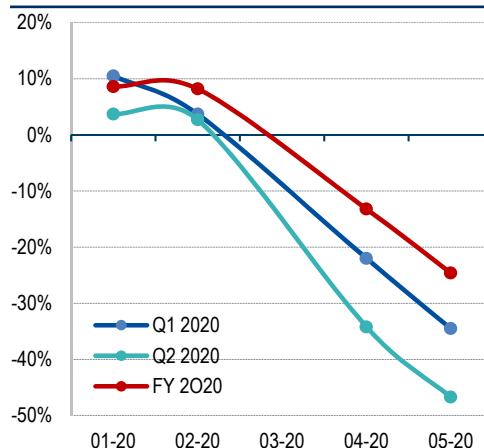
…しかし、それでも十分ではない

収益の修正は更に加速したが、当社は、今始まった不況の深刻さが完全に価格に反映されたとは思っていない。この不況がどの位の期間続くかという議論はまだあるが、それがどの位深刻かという議論はもうない。しかし、これは第二次世界大戦以降最悪の事態になりつつある。

2020年を通して、IMFは世界のGDPが3.0%縮小し、米国は-5.9%、ユーロ圏は-7.5%と予測している。これを2009年の世界金融危機(GFC)と比較すると、それぞれ、-0.1%、-2.5%、-4.5%である。アムンデ

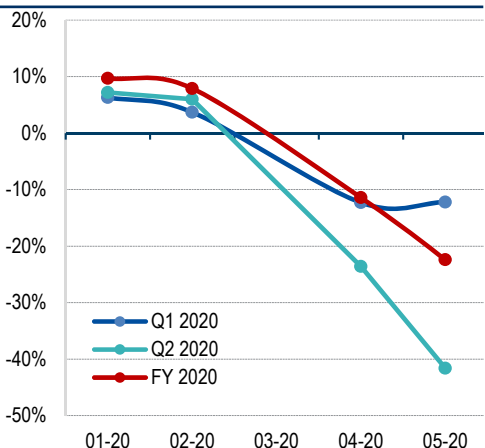
収益の修正は加速したが…  
まだ道は長い

5/ Stoxx 600  
長期収益予測



Source: IBES, Refinitiv as May 12 2020

6/ S&P 500  
長期収益予測



Source: IBES, Refinitiv as May 12, 2020

## 今月のトピック

例外的な項目が結果を更に鈍らせる

イのエコノミストたちの予測範囲は、同じ位悲観的である。当社のコア・シナリオの予測範囲は、世界経済が-2.4%から-3.95%で、米国は-4.5%から-6.5%、ユーロ圏は-7.5%から-10.2%となっている。

GFC時の2009年全体を通して、米国の一株当たりの収益率が35%、欧州で47%下落したことを考えると、S&P500とStoxx 600の収益が、2020年全体で、それぞれ、22%と25%しか下落しないというのは理解しがたい。

更に納得がいかないのは、2009年時にあったショックを和らげる、有利なクッションは何もないということだ。GFC時には、リーマン社の破綻を受けて、2008年第4四半期には、収益は既に急落していたが、Covid-19の影響は2020年Q1に始まっていたため、

**2020年Q1の業績は既に落ち込んだとはいえ、真の影響が現れるのはQ2だ。**下方修正が殺到しているにもかかわらず、Q2予測のコンセンサス（欧州は-47%、米国は-42%）はまだあまりにも楽観的に見える。欧州では、15日間のロックダウンでQ1の収益率は35%下落したのに、45日間のロックダウンを経験したQ2で47%しか下落しないのは理解できない。米国のQ2業績は、欧州よりも抵抗力があるだろう。打撃を受けた企業の多くはリモートで運営することが可能だからだ。それでも、このような抵抗力は誇張されるべきではない。だから、Q1に-12%というのは、米国でのロックダウンがまだ始まっていなかったことを考えると良い指針とは思えない、Q2にはロックダウンは、欧州同様、6週間も続いたのだ。

**四半期を超えて、2年間の経過を見てみると、もっと大きなサプライズがある。例えば、Stoxx 600に対するコンセンサスは、累積で1.5%の下落となっており、これは2020年初頭の23%の下落と2021年の28%の上昇がベースになっている。S&P 500**

**にも同じことが言える。**コンセンサス予想（2020年に-21%で、2021年には+28%）に基づけば、2年間の累積は2019年よりやや高くなる（+0.9%）。両のケースにおいて、全てが更に**あり得ない**ように見える。2020年の後に反発があったとしても、こと2つの地域の**実質GDP**は、米国は2022年まで、欧州は2023年までその**開始時**に戻る可能性は低い。

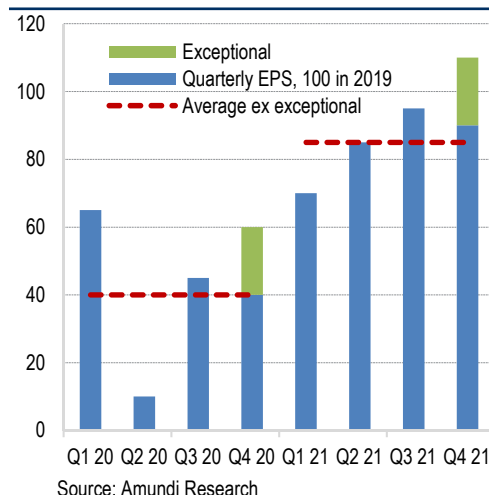
**当社は、Stoxx600の当初の下落はもっと大きく（-60%）でその後の回復はそれほど堅固ではないと見ているため、2年間の累積下落は15%となる。**

当社の結論は、Stoxx600の総合アカウントと、**総合的なレバレッジ分析**に基づいているが、売上高の変化と固定費および変動費、およびリストラの可能性を考慮している。当社がこの方法を採用した理由は、今回のような深刻な状況では、従来の相関関係（収益とGDPの関係など）は、定義上の数は少ないものの相関関係の品質を大きくゆがめる可能性があるため、急速にその限界に達すると判断し、分析的なアプローチに依存する方法を選択した。

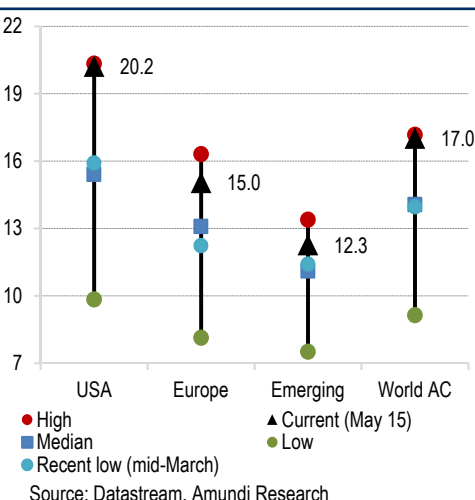
下記のグラフは、2021年末までの四半期毎の予測の内訳を示している。結果は、2020年Q2に**底入れした後、連続的な上昇**を達成すると予測している。しかし、2020年Q4と2021年Q4には、**例外的な出来事**に見舞われる可能性がある。

**手配が難しい事に加えて、ロックダウン解除後（交通、仕事に戻る、事務所やレセプション・エリアの再構築など）、夏までは企業は忙しいが、その後秋には、雇用が強化されるだろう。**数社は、新しい環境に適応するため生産性計画を今年後半に発表すると予想されている。今、目の前にあるチャレンジの必要性和大きさを振り返ることができた後、2021年には2回目の構想が必要になるが、それはより構造的なものとなるだろう。

7/ Stoxx 600  
四半期EPS 予測



8/ サイクル中の12ヶ月先予想PE  
(2008-2020)



## 今月のトピック

**結論：待望の回復は既に価格に組み込まれている。**

近い将来、欧州経済が4月～5月に底入れしたことの確認ができるだろう。6月にはロックダウンが徐々に解除されるため、改善が見られ始めるだろう。そうだとすると、そして株式市場が3月中旬の最低レベルからいかにして積極的に上昇したかを見れば、この待望された回復は、すでに価格に組み込まれているように見える。

バリュチェーン指標は既に高い欧州と米国の12ヶ月先の予想P/Eは、12年間で最

高またはそれに近い)。もし、当社の予測通り、今後の四半期予想が更に下方修正されるようなら、**これらはもっと高くなるだろう**。従って、当社の評価がより徹底している欧州に関して言えば、コンセンサスは2021年までに累積で14%下落する。

**従って、これは株式市場の上昇の可能性を妨げ、持続的な上げ相場を混乱させる道をひらくが、それは支援政策の拡張、および/または衛生上の飛躍的進歩に依存する。**

2020年5月20日作成



## 中心的&代替シナリオ

### 月次アップデート

当社はパンデミックについての全体的なシナリオを維持し、ベース・シナリオと代替シナリオに割り当てた確率を確認する。

| 下振れシナリオ<br>L 形                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 中心的シナリオ<br>U 形 ベース形                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 上振れシナリオ<br>U 形                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 20%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 50%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 30%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>パンデミックが2021年中頃まで続く、医療の進歩が遅く、2020年後半に2回目の大流行が発生する</li> <li>国家封鎖が延長される。死者が増えたため。</li> <li>深刻で長期にわたる世界的景気後退が不況となる。需要と経済活動が崩壊する。それは公衆衛生上の緊急事態による直接的な影響以上となる</li> <li>完全な債務の貨幣化。公的債務と中央銀行のバランスシートが膨らみ、世界中で債務の貨幣化が起こる</li> <li>潜在的な生産が失われる(ビジネスが崩壊するため)</li> <li>長期間にわたる金融抑圧(規制とゼロ金利政策を通じて)</li> <li>大規模な倒産が起こり、破綻コストが上昇し銀行部門への信頼が損なわれ、金融不安につながる</li> <li>長期的停滞が表面化し脱グローバル化が新しい基準となる</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>一時的だが長期にわたるショック： <ul style="list-style-type: none"> <li>パンデミックは2020年2Qまで終わらない(死亡率は低下するが、感染はなくなる)</li> <li>国家のロックダウンは期間制限がある(最大3か月)、感染はQ3に制御される</li> <li>脆弱な新興市場(アフリカおよび南アジア)で、健康および経済危機が起きる</li> </ul> </li> <li>2020年Q1, Q2, Q3に、世界的は深刻な不況に陥るが、地域によって深刻さとスピードが異なる。失業率が高くなる</li> <li>2020年4Qから連続して緩やかな回復が始まる(ヒステリシス効果と成長鈍化)、その後2021年に回復する(主にベース効果と刺激策によるもの)</li> <li>政府と中央銀行の「バズーカ」政策が、短期的に動物的感情(恐怖要因)を落ち着かせる(Q2)。そして、収入と事業は守られる(地域によって異なる)</li> <li>2020年に企業のデフォルトが急増。資金調達条件が厳しくなったこと、利益が減少したこと、原油価格の下落が原因。信用市場のフラグメンテーションが進み、返済能力の問題は2021年に悪化する。</li> <li>製造業の反転はサービス業の反転より遅い</li> <li>中国の回復は、世界の他の地域(RoW)からの需要が弱いこと抑制される</li> <li>スタグフレーションの要因がいくつか実現する(脱グローバル化)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>期間が限定されたショックであるパンデミックは2020年2Qには抑制される</li> <li>深刻だが短期の不況は、主に2020年1Hまでで、失業率は急速に回復</li> <li>世界の中央銀行と財政政策の連係された行動が経済再開を支援し、2021年にはすでに危機以前の水準に戻る</li> <li>製造業とサービス業の反転</li> <li>企業のデフォルトが制限される。これは政府の支援と中央銀行の流動性対策の功績</li> <li>鬱積した需要が現れる</li> <li>2021年に潜在力を超える成長。一部の国ではそれが2020年H2に現れる</li> </ul> |

### Covid-19に関して、今どんな状況にあるか

中国は自国がCovid-19との闘いに勝利したと宣言し、経済は回復の軌道に乗ったようだ。第2派に見舞われる可能性はあるが、中国、日本、そしてその他のアジア諸国は、これまで新しいクラスターの管理に成功している。欧州と米国では、ロックダウンの措置は徐々に解除されており、1日当たりのウィルス感染による死者数は引き続き低下し続けている。

本書執筆時点での公式発表では、550万人が感染し、35万人が死亡したが、3分の1が米国での数だ。ブラジルは医療崩壊に直面しており、ロシアは35万人が感染しているが、死亡率は比較的低い。しかし、新興市場でウィルスの感染拡大が進行しているため、統計の信頼性はますます低下している。

適切な薬剤やワクチンが開発される可能性は高くなっている。幾つかの医療研究で有望な結果が出ているが、まだこの疾病に対する治療薬はない。従って、ソーシャル・ディスタンス、部分的または完全な隔離、そしてマスク、テストと消毒液が、感染を防止する主な要因だ。EUシェンゲン圏内であっても国境は閉鎖されている。先進諸国は医療機器や医薬品、そして開発中のワクチンなどをめぐって競争している。ワクチンへの不平等なアクセスは、おそらく今後地政学的な緊張の原因となるだろう。

## 上位のリスク

### 月次アップデート

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。当社は見通しに関する全体的な説明を確認するが、このパンデミックは既存の脆弱性と不安定さを悪化させ、当社のレーダーでより多くのリスクが顕在化している。それらは金融リスクと地政学的リスクの確率で、それらはさらに上昇している。

| 経済的リスク                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 財政的リスク                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | (地政学的な) 政治リスク                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10%<br>の確率                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 15%<br>の確率                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 15%<br>の確率                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 不況                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 金融不安                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Covid-19パンデミックが政治的緊張を悪化させる                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>欧州復興基金の設立が遅すぎ、実施にはモメンタムが欠如している 経済の分離が悪化すれば、ECBの地位を弱体化させる</li> <li>パンデミックが2回目の大流行を引き起こし死者数が上昇し、ロックダウン措置が再開</li> <li>長く深刻な世界不況：失業率が史上最高を維持しているため、需要は抑制される</li> <li>維持不可能な債務緊急危機対応の後で、ソブリン債危機につながる</li> <li>デフォルト・リスクが上昇新興市場の脆弱性を悪化させた（単一コモディティの輸出、観光）</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>企業の脆弱性が上昇。支払能力の問題、およびデフォルト・リスクの上昇（&gt; 15%、20%を超える可能性も）</li> <li>銀行セクターへの波及。世界的な景気後退と金融不安によるデフォルトの増加</li> <li>中央銀行の政策が非効率：FRBのQEにもかかわらず、米国の長期国債の利回りが上昇し、発行市場が低迷する（ユーロ圏でも同じことが起こる可能性もある）</li> <li>格付けの引下げ、国際収支危機、そしてクレジット・デフォルトが起こる。これは財政と外的脆弱性に過度な緩和政策をした結果だ</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>米中間の亀裂が、Covid-19への対応から貿易、テクノロジーまで多くの分野で再開</li> <li>EUの失敗。EUが復興計画への合意および/または実行ができず、最終的には政治的統合が弱体化する</li> <li>米国の選挙：選挙キャンペーンでの攻撃的なレトリックが市場に圧力をかける。選挙の結果政治的グリッドロック（こう着状態）が起こる。</li> <li>経済および国家安全保障の問題（および目的）が、コロナウイルスの復活によって生じ、貿易紛争の新たな波につながる</li> <li>英国が合意なき離脱に向かう</li> </ul> |
| <div>+</div> キャッシュ、インフレ連動債、米ドル、ディフェンシブ株 vs. 循環株                                                                                                                                                                                                                                                       | <div>+</div> CHF/AUD、YEN (AUD、NZD、CAD)、CDS、選択的にMin Vol                                                                                                                                                                                                                                                         | <div>+</div> DMの国債、キャッシュ、金、インフレ連動債、USD、ボラティリティ優良株                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <div>-</div> 原油、高リスク資産、FX、コモディティ、新興国の現地ルウカ輸出業者                                                                                                                                                                                                                                                        | <div>-</div> 原油、高リスク資産、フロンティア市場および資本の流出                                                                                                                                                                                                                                                                        | <div>-</div> 原油、高リスク資産、EMBI                                                                                                                                                                                                                                                                                          |

## 方法

### シナリオ

確率は、当社のマクロ財務予測で条件として定義した金融制度（中心的、下振れ、および上振れのシナリオ）の可能性を反映しています。当社は、拡大されたマクロ経済データ・セットに対して、k平均法（k-means）クラスタリング・アルゴリズムを使用し、観測値をKクラスターに分割します。Kはデータセット内のばらつきを大部分を表します。観測値が、1つのクラスターに属するか別のクラスターに属するかは、類似性に基づいています。観測値をK個のクラスター数をグループに分けるには、観測値とクラスター重心の間のユークリッド距離の2乗の合計を最小化すること、つまり各クラスターの参照値で得ることによって得られます。距離が大きいくらい、特定のシナリオに属する確率が低くなります。最終的に、GIC定性オーバーレイが適用されます。

### リスク

リスクの確率は内部調査の結果です。監視するリスクは、次の3つのカテゴリーのクラスターに分類されます。経済、金融、そして（地政学）政治です。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。

## 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・ポイント評価の見方

● まだ、そこまで行っていない。そう言うには早過ぎる

● 反転に近づいている

● すでに反転した

### 経済の背景

- グローバルのコンセンサスは、GFC時のレベルを超えて新たな最低水準に達した。Citi ESIで測定されたグローバルな経済的サプライズはいくらかの反転が始まったようだ。
- 数週間後には悲観的なデータが次々と出てくる可能性があるため、コンセンサスは更に下方修正されるかもしれないが、低く悲観的な期待を考慮すると、すでに多くの国で行われた修正だけでも、ポジティブな経済的なサプライズの余裕があるだろう。

### ファンダメンタルズ & バリュエーション

- 今年Q2とQ3に収益が減少し、2021年には回復すると当社は予測する
  - 一般的には中心的シナリオには上昇の可能性はあるが、下振れシナリオにおける更なる資金引き出しの可能性を、相殺するには充分ではない。
  - バリュエーション：PEはエントリー・ポイントの兆候からは程遠い（2020年のS&P500のPEは17、Euro Stoxx 600のPEは15）

### ディフェンシブな資産配分

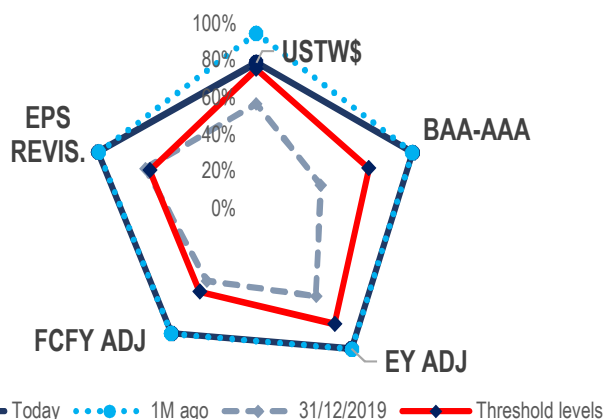
### テクニカル要因

- 純粋な市場心理指標に加えてテクニカルな兆候（テクニカル要因）に基づく、状況は様々だ。テクニカル面でのポジティブな兆候（モメンタム。中期スコアが先月に示されたポジティブな短期スコアに追いついている）にもかかわらず、市場心理指標はまだネガティブなリスク環境を示している。

### 市場心理

- 金融環境（まだ引締められているがCBの介入で緩和された）を見ると、銀行システムの健全指標（Ted, Libor, CP）は、すでに10年間の最低レベルを再現している。実際、銀行には巨額な流動性が提供されている。問題は、銀行がリスクを顧みず、それをシステム内で流通させるかどうかだ。フローの観点から見ると（ステート・ストリートのデータ）、4月～5月始めにかけてのムードは「ニュートラル+」であった。「習慣リスク・スコアカード（BRS）」指標の詳細を見ると、業界の態度は変わっていないようだ。将来の見通しに関係なく、CBは戦うのが困難だ。

## クロス・アセット・センチネルしきい値 (CAST)が上限に届いた



Amundi Research, Data as of 15 May 2020

### CASTは非常に高いリスク認識を示している

絶え間ないストレスで、格付けの低い銘柄は、Moody'sのスプレッド(AAA↓, Baa↓)でわかるように、センチネルの波は上限を超えている。EPSの修正は下方に向かっており、史上最低水準にまで下がっている。

**方法** 「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。センチネルは、戦術的な資産配分を再ポジションするために使用されます。適切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もって、市場のストレス状態を予測する指標として合計されます。この五角形は5つのセンチネルを表しています。赤い線は警告のしきい値を示しています。赤い線の上の距離が大きければ大きいほど、リスク認識は高く、最終的にはディフェンシブな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 米中間の緊張が高まる

中国のパンデミックの対応についての乱暴なレトリックで、米中間の緊張が高まった。関税と追加関税措置（ファーウェイ社など）に関する緊張は、中国からの報復を招き、以前の努力を無駄にするだろう。中国ができる反応の一つはFX分野で、当社はUSD/CNYが、7.15から7.30へ上昇すると予測する。より広範に観れば、Covid-19は現在の貿易紛争をより構造的な紛争にし、「冷戦」へと導く可能性がある。

## 2 労働市場

**米国:** 第1ラウンドの人員削減は、中小規模の事業や低賃金の従業員など、「最前線」（サービス、接客業など）のセクターに集中していた。しかし、失業者プールの構成は変化しており、平均時間給は大幅に上昇した。一部の失業者は、一時的な解雇であると報告されている。現時点での失業率14.7%は、全体のダメージを過小評価している可能性があるが、全体像は今後数か月で明らかになるだろう（第2ラウンドの影響はより深い経済的損失となる）。当社の予測では3000万の雇用が危機にさらされており、失業率は22%まで上昇し（ピークはQ2-Q3）、その後徐々に下がる。継続的な失業給付（経済を再開した州でいかに減少・反転して上昇するか）および労働市場参加率のトレンド（弱いままかどうか、人々が再び仕事を探しはじめるかどうか）に注目するべきだ。

**中国** 経済は回復している（マクロとミクロの証拠にも基づく）。サービス・セクターの最悪の事態は脱したが、製造業での雇用への圧力が高まっている。これら2つの要因のバランスをとると、短期の失業率は6%弱に留まる可能性がある。最悪だったのは、2月で6.2%だった。

## 3 ドイツ憲法裁判所の判決

ドイツ憲法裁判所の判決は、EUの法的構造に異議を申し立てた。これについては、金融政策や経済への短期的な影響よりも、政治への影響の方が大きな脅威だ。

ECBの最善の戦略は行動を起こさず、判決を認識し、通常通りの業務を行うことだ。さもなくば、他国の裁判所がEUの合法性にチャレンジする道を開くことになる。

## 4 資金調達ニーズが増加

市場の混乱と金利への圧力を引き起こすための資金調達ニーズが増加している。中央銀行は追加債務と短期・長期の国債を貨幣化する（FRBは国債とMBSを上限なく購入し、ECBもPEPPの規模を拡大）ため、金利上昇の範囲は限られている。ベース・ケースは、悲観的な経済とインフレ期待から、利回りカーブはフラット化するというものだ。

## 5 株式市場

株式市場は、EPS成長に圧力がかった状況の中、上振れシナリオに近い現実で価格を設定している。中央銀行の「できることは何でもする」という態度と緩和的な金融環境を受けて、バリュエーションが引上げられた。政策による対応とロックダウンに基づいて、当社は高リスク資産への戦略的選好を維持しているが、今日バリュエーションが上昇したことは最善な上振れをもたらさない。比較的安全なIG銘柄を愛好しつつも、株式を追いかけないことを推奨する。

## 英国のEU離脱：合意なき離脱の可能性が高まっている。

英国とEU間の交渉の第3ラウンドでは、大きな進展は見られなかった。両者ともに「合意なき離脱」へのリスクが高まっている。実際、英国が協議期間の延長を要求できる期限は6月末で、あと数週間しかないが、英国は今のところ延長要求を拒否している。Covid-19危機が協議を多少遅らせたが、テレビ会議で再開している。最新ラウンドでは、EUの交渉担当者ミシェル・バルニエと英国の交渉担当者デビッド・フロストの間で苦い言葉のやり取りがあり、重要な項目での意見の不一致が強調された。これには共通の統治、「対等な競争環境 (level playing field)」と呼ばれる、社会および環境の基準などが含まれる。アイルランドの物理的な国境を回避する方法や移民規制など、その他のトピックについてはまだ明らかになっていない。

**誤解の根拠は深い。** 実際、EUはまだ、英国に責任を伴う単一市場への広範なアクセスを許可する合意を築こうとしている。しかし、英国は責任が軽くEUからの監視がない貿易取引ベースでの合意を望んでいる。

**時間は余り残されていない。** 欧州理事会 (EC) は、6月18～19日に英国との新しい合意について協議することになっている。しかし、合意を取りまとめ27カ国の加盟国が承認するためには、7ヶ月は非常に短いと思われる。双方が立場を修正し英国が延長を要求しなければ、今年1月30日にEUを離脱した英国は、2020年12月31日に主要貿易パートナーとの貿易協定を持たないことになる。とは言え、昨年の非常に緊迫した交渉の後、両者は実用的になり、EU-英国離脱協定に署名した。

## アムンディの各資産クラスへの見解

|            | 資産クラス    | 見解  | 1ヶ月の変化 | 理由                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------------|----------|-----|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 株式プラットフォーム | 米国       | -/= |        | 経済データ(弱い)と市場パフォーマンス(ポジティブ)との相関性がこれほど低かった事はない。そして市場は急速な回復を価格に取り込んでいるが、当社の見解ではそれは楽観的過ぎる。当社は収益予測は引き続き低下すると見ているため、ディフェンシブな姿勢を維持している。しかし、米国株式は資本コストに対して妥当に評価されているため、当社の慎重な見解と長期的なポジティブな姿勢を混乱すべきではない。加えて、米国株式の配当利回りは米国債10年物よりも高い。これは珍しいことだ。                                        |
|            | 欧州       | -/= |        | 前代未聞の経済の「突然の停止」は、先行きが不透明で、結果の可能性が広範である環境で、すでに需要と供給に影響を与えている。従って、慎重になることが重要だ。投資家はプロセスの規律を維持し、銘柄選択に焦点をおき、適切な流動性を保持することで、短期的なリスクと中期的なチャンスのバランスを取ることを推奨する。                                                                                                                       |
|            | 日本       | =   |        | 企業のバリュエーションは長期平均を下回り、バランスシートは債務が低い、現在の不況と世界の需要が脆弱であることは、収益に影響を及ぼすだろう。当社はニュートラルな姿勢を維持する。                                                                                                                                                                                      |
|            | 新興市場     | =   |        | 当社は全体的には慎重であるが、コロナウィルス感染のサイクルが後期に入っている国(中国、台湾、韓国)と、抵抗力ある国内の成長と構造改革が進行する国(EMEAとインド)の銘柄を検討している。しかし、世界的な不確実性は維持され、貿易上の緊張が高まっているため、逆風が起こる可能性もある。                                                                                                                                 |
| 債券プラットフォーム | 米国債      | =/+ |        | QEプログラムと海外からの資金流入でサポートされているため、米国債への需要は高い。最新のFOMCでは政策金利が据え置かれた。米議会は追加の財政刺激策を承認し、合計でおよそ3兆ドルに達した。長期債券を含む発行プログラムで、市場で吸収されるデューレーションが長くなる。                                                                                                                                         |
|            | 米国IG社債   | =/+ |        | IG社債のスプレッドは縮小し、継続するQEに支えられて、市場は記録的な社債の発行を吸収した。スプレッドの縮小と不確実性の上昇(社会、経済、市場)を考慮すると選択性がますます重要となる。しかし、魅力的なバリュエーションは、今後1-2年の間、説得力ある収益見通しを提供する。                                                                                                                                      |
|            | 米国HY社債   | -   |        | FRBは4月初めに、社債購入プログラムの範囲を予想外に拡大し、危機に関連して「困難に陥っている」企業の社債を含めることを決め、さらにHY ETFを支援する活動とスプレッドの縮小に向けて動いた。それに関わらず、いかなる経済回復も遅いと予想されるため、当社は非常に慎重で優良資産に焦点を当てている。                                                                                                                          |
|            | ユーロ圏の国債  | -/= |        | 当社は慎重さを維持し、ドイツとフランスが推進する「復興基金」が他の加盟国にどのように受け取られたのかを見極めるつもりだ。周辺国の債券については、やや前向きだ。                                                                                                                                                                                              |
|            | ユーロ圏IG社債 | ++  |        | EUR IGは、現在の正常化環境とECBの大規模な流動性対策から恩恵を受けるはずだ。当社はEUR IG、特に金融セクターの劣後債にポジティブな姿勢を維持する。                                                                                                                                                                                              |
|            | ユーロ圏HY社債 | -/= |        | 当社は自動車などの産業セクターおよび製薬やメディア・セクターには選択的になっている。全体的には、流動性は安定しているが、現在の市場環境ではまだ逼迫している。                                                                                                                                                                                               |
|            | EM 債券HC  | =/+ |        | Covid-19と原油の動向がEM経済環境を形づくっているため、当社は全体的に慎重となっている。精選されたHY銘柄に建設的であるため、HC債務にはポジティブな姿勢を維持している。また、IGの発行市場には魅力的な募集案件があると見る。                                                                                                                                                         |
|            | EM 債券LC  | =   |        | 当社は現地の金利を選択するが、メキシコや南アフリカなどの国では選択性が重要だと考える。ロシアは引き続き魅力的な評価を提供している。当社はFXには慎重であることを留意。                                                                                                                                                                                          |
| その他        | コモディティ   |     |        | 世界的なロックダウンと原油が同様の苦戦を強いられているため、循環的なコモディティは、経済的な環境に支えられていない。原油価格は経済活動が回復すれば恩恵をうけるが、市場はまだ巨大な構造的供給過剰と回復しないシナリオを割り引いている。金は、この経済の不確実性、財政赤字の増加、中央銀行のQE購入プログラムのメリットを同時に享受できるため、このフレームワークでは最高の勝者であろう。                                                                                 |
|            | 通貨       |     |        | CBと政府の介入は信用リスクと金融環境を緩和するのに役立ったが、米ドルは抵抗力が強く、ほんの一部の通貨に対してのみ下落が見られた。加えて、ファンダメンタルズを見ると、米ドル指数(DXY)はその公正価格より高く取引されている。しかし、バリュエーションは、不確実な時期と成長期待を受入れている間は適切に機能しない。ユーロ圏の成長が(米国よりもひどく)崩壊したこと、ドイツの裁判所での判決が影響して、ユーロは下落した。しかし、ドイツとフランスの復興基金への同意はポジティブとなる可能性が高い。当社のEUR/USD12ヶ月目標は1.14である。 |

### 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：2020年5月25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、将来起こる事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研究、投資アドバイス、または推薦として受取るべきではありません。本情報は、説明と教育目的のためだけのものであり、変更される可能性があります。この情報は、現在、過去、将来の実際のアムンディ商品のポートフォリオの資産配分を表すものではありません。

IG = 投資適格社債、HY = 高利回り社債。 EM債券HC/LC = EM債券はハード通貨/現地通貨。WTI = West Texas Intermediate。QE = 量的緩和

## 先進諸国.

### マクロ経済の見通し

05/20/2020時点のデータ

| 年率<br>平均<br>(%) | 実質GDP成長率 |            |         | インフレ<br>(CPI, 前年<br>比, %) |      |      |
|-----------------|----------|------------|---------|---------------------------|------|------|
|                 | 2019     | 2020<br>範囲 | 2021    | 2019                      | 2020 | 2021 |
| 世界              | 3.1      | -4.1/-2.7  | 3.9/5.1 | 3.0                       | 2.4  | 2.5  |
| 先進諸国            | 1.7      | -7.6/-5.8  | 3.1/4.7 | 1.5                       | 0.7  | 1.0  |
| 米国              | 2.3      | -6.5/-4.5  | 2.5/4.5 | 1.8                       | 1.0  | 1.0  |
| 日本              | 1.2      | -4.9/-4.3  | 2.0/2.6 | 0.7                       | 0.1  | 0.5  |
| 英国              | 1.4      | -9/-7      | 3.0/5.0 | 1.8                       | 1.2  | 1.4  |
| ユーロ圏            | 1.2      | -10.2/-7.5 | 3.6/5.6 | 1.2                       | 0.6  | 1.1  |
| ドイツ             | 0.6      | -9.5/-7.5  | 3.4/5.4 | 1.5                       | 0.7  | 1.2  |
| フランス            | 1.2      | -10.6/-7.0 | 4.3/6.0 | 1.3                       | 0.6  | 1.1  |
| イタリア            | 0.3      | -10.7/-7.8 | 2.9/4.9 | 0.7                       | 0.1  | 1.0  |
| スペイン            | 2.0      | -10.4/-7.9 | 3.5/5.5 | 0.7                       | 0.3  | 1.0  |

出典: アムンディ・リサーチ

- 米国:** コロナウィルス危機で米国経済は深刻な景気後退に陥った。ビジネスは非常に混乱し、大量の解雇を引き起こした。失業率は2桁 (14.7%) となり、消費者およびビジネス感情は急落した。消費者物価の上昇率はロックダウンの影響を反映し始め、総合CPIは前年比0.3% (前期は1.5%) まで低下している。回復の時期とその概要はまだ非常に不確実だが、当社はGDPは前年比で4.5%から6.5%の間まで縮小し、インフレは大幅に低下し、年内にマイナス領域に移行する大きなリスクがある。
- ユーロ圏:** 欧州経済は深刻な景気後退に移行した。幾つかの国では、ロックダウンが四半期の後半まで開始されなかったことを考えると、悲惨なQ1のGDPデータは大きな懸念だ。当社は2020年の欧州経済は、-7.5%から-10%縮小すると予測する。一部の国ではロックダウンが緩和され始めており、ほとんどの国で間もなく終了するだろう。活動が再開すれば経済回復には助けとなるが、当社はV字型の回復を期待していない。エネルギー価格と需要の低迷により、インフレは今後も抑制され、デフレ傾向となるリスクがある。ユーロ圏のHICPインフレは、3月には0.7%であったが、4月にはすでに前年比0.4%まで減速している。
- 日本:** 世界需要の低迷と国内で4月に導入された感染抑制措置を考慮すると、日本経済はQ2に最も大きな打撃を受けると予想する。個人消費も設備投資も3四半期連続で縮小する可能性が高い。とは言え、Covid-19の感染拡大がより良く管理されているため、他の先進国よりは良い状況であると予測する。高頻度データによれば、日本人の移動の減少が欧米と比べると浅く、他の東南アジア経済と似ていると言うことだ。
- 英国:** 英国経済は、ロックダウンでQ1に2%縮小したが、過去1世紀で最大の縮小を見せている。当社は英国経済が2020年には6%から8%縮小すると見ており、これは1921年以来最大の下落だ。今年年初来、CPIインフレ率は下方傾向を示していたが、エネルギー価格がインフレ総合指数に圧力をかけ、コア要素の需要が弱くなっているため、この傾向は2020年を通して継続すると見られている。需要の脆弱性が長引いており、不確実性が持続していることは、中央銀行の更なる緩和を促す可能性がある。

注記: マクロ経済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。

### 主要金利の見通し

|      | 25-05<br>2020 | 当社<br>予想<br>6ヶ月<br>先 | コン<br>セン<br>サス<br>Q3 2020 | 当社<br>予想<br>12ヶ月<br>先 | コン<br>セン<br>サス<br>Q1 2021 |
|------|---------------|----------------------|---------------------------|-----------------------|---------------------------|
| 米国   | 0.13          | 0/0.25               | 0.11                      | 0/0.25                | 0.08                      |
| ユーロ圏 | -0.50         | -0.50                | -0.56                     | -0.50                 | -0.58                     |
| 日本   | -0.05         | -0.2                 | -0.1                      | -0.2                  | -0.12                     |
| 英国   | 0.10          | 0.00                 | 0.02                      | 0.00                  | -0.01                     |

出典: アムンディ・リサーチ

- FRB:** 前回のFOMC会議の声明は大したことはなかった: 超緩和的政策とフォワード・ガイダンスは確認されたため、現在の政策スタンスは適切であると判断された。「中期的な経済見通しへの大きなリスク」への警告として、FRBは必要であれば、経済を支援するため、金利を低く抑え、融資を重要な分野に振り向けるなど、権限の限界まで努力することを約束した。インフレについては、大きな懸念は表明されなかった。重要なことは、インフレ期待とFRBと議会からの刺激策の規模がインフレを安定させることだ。FRBは財政刺激策との関連でその役割を果たす。特に財務省は、FRBが設置した融資枠の規模を拡大するのに十分な資本がある。
- ECB:** ECBは、前回の会合でQEプログラムよりは、流動性措置に行動を集中した。正確には次を通して行った。
  - 以前に発表されたTLTROの運用の条件の緩和 (現在-50bpの金利を50bsp下げた)
  - 「一連の非対象のパンデミック緊急長期借り換え (PELTRO)」を-25bpの固定金利で導入。
- 日銀:** 日銀は4月と5月に緩和政策の強化を継続した。ETF購入を倍増した後、財政刺激策を増加するため、日本国債購入の上限額のソフト目標である80兆円 (実績は現在14兆円) を撤廃した。また、かなりの量のCPと社債の購入も追加すると発表した。更に、日銀は中小企業を支援する新しい資金調達プログラムを発表した。新しいプログラムは、既存の事業支援に更に30兆円 (2,800億ドル) を追加し、総額は75兆円 (7,000億ドル) とする。支援期限は2021年3月末まで延長した。既存の特別資金の運用について、日銀は民間の債務を適格担保として認めるよう拡大した。
- イングランド銀行:** BoEは銀行金利を10bpに、資産購入の規模は6,450億ポンドに据え置いたが、2人の委員が反対意見を投げ、彼らは直ちに1,000億ポンドの増加を主張した。議事録と金融政策報告書はハト派的であり、「中期的な全ての見通しの下方リスク」を考慮すると、更なる資産購入プログラムに近い将来行われる可能性が高い。

### 金融政策会議の予定

| 中央銀行        | 次の会議  |
|-------------|-------|
| FRBのFOMC    | 6月10日 |
| CEB政策理事会    | 6月4日  |
| 日銀MPM       | 6月16日 |
| イングランド銀行MPC | 6月18日 |

出典: アムンディ・リサーチ



## 新興諸国

### マクロ経済の見通し

05/20/2020時点のデータ

| 年率<br>平均<br>(%) | 実質GDP成長率 (%) |            |          | インフレ率<br>(CPI, 前年<br>比, %) |      |      |
|-----------------|--------------|------------|----------|----------------------------|------|------|
|                 | 2019         | 2020<br>範囲 | 2021     | 2019                       | 2020 | 2021 |
| 世界              | 3.1          | -4.1/-2.7  | 3.9/5.1  | 3.0                        | 2.4  | 2.5  |
| 新興諸国            | 4.1          | -1.8/-0.7  | 4.4/5.3  | 4.0                        | 3.6  | 3.4  |
| ブラジル            | 1.1          | -4.6/-3.2  | 0/1.0    | 3.7                        | 2.9  | 3.7  |
| メキシコ            | -0.1         | -5.3/-4.3  | -0.9/0.1 | 3.6                        | 2.5  | 3.2  |
| ロシア             | 1.3          | -6/-4      | 2.5/5    | 4.5                        | 3.3  | 3.9  |
| インド             | 5.3          | -2.5/-1.1  | 3.0/4.3  | 3.7                        | 5.9  | 4.9  |
| インドネシア          | 5.0          | 0.2/1.2    | 3.5/4.5  | 2.8                        | 2.6  | 3.2  |
| 中国              | 6.2          | 1.4/2.4    | 7.6/8.2  | 2.9                        | 2.6  | 1.9  |
| 南アフリカ           | 0.2          | -6.4/-5.4  | 4.0/5.0  | 4.1                        | 4.0  | 5.0  |
| トルコ             | 0.8          | -7.2/-6.2  | 4.2/5.2  | 15.5                       | 9.8  | 10.1 |

出典：アムンディ・リサーチ

- **中国**：4月には、中国経済は引き続きトレンドを上回った。好調な土地売却と公共主導のインフラ・プロジェクトに牽引され、投資はプラスに転じた。サービス消費は商品消費よりも遅れていた。食料価格が急に下落し、豚肉の供給が回復したため、インフレはさらに緩和された。全人代 (NPC) 会議では、2020年の成長目標は強調されず、それほど野心的ではない労働市場の目標が報告された。都市部の新規雇用数は200万人減少した。財政赤字は政府資金からの急速な支出に牽引されて拡大するだろう。信用の伸びは、特に昨年からの回復した案件で増加した。
- **インド**：ここ数か月の間に、経済状況は急激に悪化した。4月 (2020年Q2) の限られた情報によれば、3月のデータで予想されたよりもはるかにひどい状況のようだ。4月には、貨物輸送と輸出が崩壊した。当社は、2020年のGDP成長率予想の範囲を、前年比0%/1.5%から、前年比-2.5%/-1.0%に下方修正した。政府は最近、財政および金融政策による景気刺激パッケージを発表した。急激な景気後退は財政指標を著しく悪化させるだろう。
- **中欧諸国**：2020年Q1のGDP成長率は、2019年Q4と比較してポーランド、ハンガリー、ルーマニアで半減したが、ポジティブな率を維持した (前年比で1.9%から2.4%の間)。しかし、チェコ共和国では、GDPは前年比2.2%下落した。これらの数値は慎重に扱う必要がある。なぜなら、i) データ収集に問題がある可能性がある、ii) ロックダウン対策が3月に適用されたため、四半期の終わりの方の成長にのみ影響を及ぼしたからだ。当社はこれらの国のGDPはQ2に縮小し、その後、今年後半に徐々に上昇すると予想する。これらの予測は、パンデミックの程度と期間に関して不確実性が残るため、暫定的である。
- **コロンビア**：原油価格の急落とCovid-19による経済の減速により、コロンビアは深刻な逆風と信用指標の悪化に直面している。GDP成長率は2020年に5%近く下落すると推定されるが、財政赤字はGDPの6%にも及ぶ可能性がある。これは、2019年にはGDPの44%であった公的債務が、2020年にはGDPの60%近くに跳ね上がる可能性があることを意味する。対外収支も懸念材料であり、2020年の経常収支の赤字はGDPの5%近くと推定されている。これはFDIの低下と流動性フローとEMへの貸付が減少したことが原因だ。

注記：マクロ経済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。

### 主要金利の見通し

|      | 22-05<br>2020 | 当社<br>予想<br>6ヶ月<br>先 | コンセ<br>ンサス<br>Q3 2020 | 当社<br>予想<br>12ヶ月<br>先 | コンセ<br>ンサス<br>Q1 2021 |
|------|---------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 中国   | 3.85          | 3.65                 | 3.65                  | 3.65                  | 3.65                  |
| インド  | 4             | 3.75                 | 3.85                  | 3.75                  | 3.8                   |
| ブラジル | 3             | 2.5                  | 2.8                   | 2.5                   | 3.1                   |
| ロシア  | 5.5           | 4.5                  | 4.7                   | 4.5                   | 4.8                   |

出典：アムンディ・リサーチ

- **PBoC (中国)**：PBoCは、過去の一連の緩和の後、5月に金利引下げを停止した。NPCでは、政策者は利下げとRRR引下げにより、柔軟で適切な方法で慎重な金融政策を採用することを誓約している。それはまた、特に昨年からの総資金調達率の成長を主導するだろう。このような緩和的なシグナルの継続により、LPRはさらに20bp引き下げられると予測する。RRR金利の引下げは国債購入のための銀行の資金の一部を解放する可能性がある。
- **RBI (インド)**：RBIは2回連続で、追加会議を行い、政策金利を40bps引き下げて4.0%とした。MPCは、必要な限り緩和的なスタンスを継続することを決定した。金利引下げの決定も規模も驚くにはあたらないが、タイミングには驚いた。定例会議より10日前に開いたからだ。市場の機能を改善し、債務返済と資本市場へのアクセスを緩和し、輸入と輸出を支援するための追加措置が発表された。
- **BCB (ブラジル)**：BCBは政策金利を3.75%から3%まで、75 bps引き下げた。これは2017年10月以来の最大の引き下げ幅だ。国内での不確実性の高まりを踏まえると、残りの金融政策の範囲は不明であり、小さいかもしれないというのが一般的な見方だ。会議の議事録によれば、委員会は次の金融政策決定は財政シナリオと経済データに依存し、最終的な刺激策は、最後の刺激策より大きくなることはないであろうと繰り返し述べた。
- **CBR (ロシア)**：4月24日、ロシア中央銀行は政策金利を50bps引下げて5.5%とし、緩和的な金融政策に切り替えたことを発表した。更なる利下げに対してもオープンな姿勢を維持している。弱い需要からのディスインフレ圧力は、ルーブル安などの一時的なインフレ促進要因を上回る。インフレは年末までに年率3.8~4.8%に達し、その後、目標である4%に低下すると予想されている。CBRは2020-21年のマクロ予測を修正した。経済活動の減速が予測されているため、CBRは年末までに金利を100bps引下げると当社は予想している。

### 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     | 6月22日       |
| RBI      | 6月5日        |
| BCB ブラジル | 6月16日       |
| CBR      | 6月19日       |

出典：アムンディ・リサーチ

## マクロ経済および市場予測

### マクロ経済予測 (2020年5月20日)

| 年率<br>平均 (%) | 実質GDP成長率<br>(%) |            |          | インフレ率<br>(CPI, 前年比, %) |      |      |
|--------------|-----------------|------------|----------|------------------------|------|------|
|              | 2019            | 2020<br>範囲 | 2021     | 2019                   | 2020 | 2021 |
| 米国           | 2.3             | -6.5/-4.5  | 2.5/4.5  | 1.8                    | 1.0  | 1.0  |
| 日本           | 1.2             | -4.9/-4.3  | 2.0/2.6  | 0.7                    | 0.1  | 0.5  |
| ユーロ圏         | 1.2             | -10.2/-7.5 | 3.6/5.6  | 1.2                    | 0.6  | 1.1  |
| ドイツ          | 0.6             | -9.5/-7.5  | 3.4/5.4  | 1.5                    | 0.7  | 1.2  |
| フランス         | 1.2             | -10.6/-7.0 | 4.3/6.0  | 1.3                    | 0.6  | 1.1  |
| イタリア         | 0.3             | -10.7/-7.8 | 2.9/4.9  | 0.7                    | 0.1  | 1.0  |
| スペイン         | 2.0             | -10.4/-7.9 | 3.5/5.5  | 0.7                    | 0.3  | 1.0  |
| 英国           | 1.4             | -9/-7      | 3.0/5.0  | 1.8                    | 1.2  | 1.4  |
| ブラジル         | 1.1             | -4.6/-3.2  | 0/1.0    | 3.7                    | 2.9  | 3.7  |
| メキシコ         | -0.1            | -5.3/-4.3  | -0.9/0.1 | 3.6                    | 2.5  | 3.2  |
| ロシア          | 1.3             | -6/-4      | 2.5/5    | 4.5                    | 3.3  | 3.9  |
| インド          | 5.3             | -2.5/-1.1  | 3.0/4.3  | 3.7                    | 5.9  | 4.9  |
| インドネシア       | 5.0             | 0.2/1.2    | 3.5/4.5  | 2.8                    | 2.6  | 3.2  |
| 中国           | 6.2             | 1.4/2.4    | 7.6/8.2  | 2.9                    | 2.6  | 1.9  |
| 南アフリカ        | 0.2             | -6.4/-5.4  | 4.0/5.0  | 4.1                    | 4.0  | 5.0  |
| トルコ          | 0.8             | -7.2/-6.2  | 4.2/5.2  | 15.5                   | 9.8  | 10.1 |
| 先進諸国         | 1.7             | -7.6/-5.8  | 3.1/4.7  | 1.5                    | 0.7  | 1.0  |
| 新興諸国         | 4.1             | -1.8/-0.7  | 4.4/5.3  | 4.0                    | 3.6  | 3.4  |
| 世界           | 3.1             | -4.1/-2.7  | 3.9/5.1  | 3.0                    | 2.4  | 2.5  |

### 主要金利の見通し

#### 先進諸国

|      | 25/05/2020 | 当社予想<br>6ヶ月先 | コンセンサス<br>Q3 2020 | 当社予想<br>12ヶ月先 | コンセンサス<br>Q1 2021 |
|------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| 米国   | 0.13       | 0/0.25       | 0.11              | 0/0.25        | 0.08              |
| ユーロ圏 | -0.50      | -0.50        | -0.56             | -0.50         | -0.58             |
| 日本   | -0.05      | -0.2         | -0.1              | -0.2          | -0.12             |
| 英国   | 0.10       | 0.00         | 0.02              | 0.00          | -0.01             |

#### 新興諸国

|      | 22/05/2020 | 当社予想<br>6ヶ月先 | コンセンサス<br>Q3 2020 | 当社予想<br>12ヶ月先 | コンセンサス<br>Q1 2021 |
|------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| 中国   | 3.85       | 3.65         | 3.65              | 3.65          | 3.65              |
| インド  | 4          | 3.75         | 3.85              | 3.75          | 3.8               |
| ブラジル | 3          | 2.5          | 2.8               | 2.5           | 3.1               |
| ロシア  | 5.5        | 4.5          | 4.7               | 4.5           | 4.8               |

### 長期金利の見通し

#### 2年物 債券利回り

|     | 25/05/2020 | 当社予想<br>12ヶ月先 | 先渡<br>6ヶ月先 | 当社予想<br>12ヶ月先 | 先渡<br>12ヶ月先 |
|-----|------------|---------------|------------|---------------|-------------|
| 米国  | 0.17       | 0.25/0.5      | 0.21       | 0.25/0.5      | 0.23        |
| ドイツ | -0.681     | -0.70/-0.50   | -0.74      | -0.70/-0.50   | -0.76       |
| 日本  | -0.144     | -0.30/-0.20   | -0.17      | -0.30/-0.20   | -0.17       |
| 英国  | -0.051     | 0/0.25        | -0.08      | 0/0.25        | -0.06       |

#### 10年物 債券利回り

|     | 25/05/2020 | 当社予想<br>12ヶ月先 | 先渡<br>6ヶ月先 | 当社予想<br>12ヶ月先 | 先渡<br>12ヶ月先 |
|-----|------------|---------------|------------|---------------|-------------|
| 米国  | 0.66       | 0.5/0.7       | 0.74       | 0.8/1         | 0.81        |
| ドイツ | -0.49      | -0.8/-0.5     | -0.45      | -0.50/-0.30   | -0.41       |
| 日本  | 0.00       | -0.10/0.10    | 0.06       | 0/0.2         | 0.10        |
| 英国  | 0.17       | 0.20/0.4      | 0.21       | 0.3/0.5       | 0.27        |

### 通貨の見通し

|         | 22/05/2020 | 当社予想<br>6ヶ月先 | コンセンサス<br>Q3 2020 | 当社予想<br>12ヶ月先 | コンセンサス<br>Q1 2021 |
|---------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| EUR/USD | 1.090      | 1.07         | 1.10              | 1.14          | 1.13              |
| USD/JPY | 108        | 107          | 107               | 105           | 108               |
| EUR/GBP | 0.90       | 0.92         | 0.89              | 0.87          | 0.87              |
| EUR/CHF | 1.06       | 1.05         | 1.06              | 1.10          | 1.08              |
| EUR/NOK | 10.90      | 11.48        | 11.10             | 10.40         | 10.70             |

|         | 22/05/2020 | 当社予想<br>6ヶ月先 | コンセンサス<br>Q3 2020 | 当社予想<br>12ヶ月先 | コンセンサス<br>Q1 2021 |
|---------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| EUR/SEK | 10.54      | 11.20        | 10.75             | 10.03         | 10.59             |
| USD/CAD | 1.40       | 1.42         | 1.39              | 1.28          | 1.37              |
| AUD/USD | 0.65       | 0.65         | 0.64              | 0.75          | 0.66              |
| NZD/USD | 0.61       | 0.57         | 0.60              | 0.65          | 0.63              |
| USD/CNY | 7.14       | 7.15         | 7.05              | 6.95          | 7.00              |

出典：アムンディ・リサーチ

## 当社の予測についての免責事項

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

### 世界的な不況というのが、現在の当社の基本ケース

#### 1. どれくらい深いのか？

- 深さは、影響を受ける国でのコロナウイルスの生存期間と、その結果として、それらの国々でロックダウンの開始から完了するまでの変化に依存します。内需（その構成要素と度合は異なる）および貿易の動態から、景気後退は明白です。ロックダウンが実施された四半期には、最大の景気後退とそれに続く穏やかな景気後退を想定しています。当社は、感染拡大進展と経済活動の封鎖/再開をモニターしています。

#### 2. どのくらいの長さか？

- タイムラインは、与信条件や企業の債務不履行と共に、経済混乱の深さによって異なります。これらが金融市場の混乱させ経済への影響が拡大します。
- 今回のショックのタイムラインは延長され、全体的なピークは2020年5月から6月と予想されています。世界経済は2020年4Qに成長が安定するという兆候がありました。
- タイムラインは、既存の脆弱性ととも、感染拡大の特定の進展にも左右されます。

#### 3. 財政への影響

- 当社の予測には、ミクロおよびマクロ財政政策の影響は含まれていません。しかし、金融政策当局が主導する金融および流動性の正常化を前提とするのは公正です

### 金融目標

- 金融目標は同じラインで見直され、毎日実行される政策行動が含まれます。



## 出版物のハイライト

### インサイト・ペーパー



#### Covid-19 投資家に70年代への道を示す見えない手 (2020年5月4日)

BLANQUE Pascal, グループ投資責任者

- Covid-19 体制移行により、現在のボルカ・シーケンスと予算面での緊縮財政へのバイアスが終焉する。現在債務水準が高いことが、中央銀行に債務の貨幣化への圧力をもたらし、70年代と同様の新しい体制移行への種をまく
- 体制移行には3つの主要な傾向がある。(1) 新しい見解に関する知的勝利と学術的合意 (2) もはや不均衡が社会で許容されない (3) 制度自体を構成する機関の変化。
- 新しい均衡は、古いルールに取って代わる新しいルールであり、到達するのに時間がかかる。現時点では、流動性に集中し、幅広いリスク・プレミアムを活用し、アクティブな状態を維持することだ。

#### 新興市場の表と見解: 市場の混乱が長期的な機会を生み出す (2020年5月19日)

SYZDYKOV Yeran, EMグローバル総括

- 2つの主要な推進力が新興国の状況を作っている Covid-19とオイル・ダイナミクスだ。重大な悪影響が、多くの新興国を不況に導くだろう。
- しかし、特にEM内では、ショックは新しいものではない。GFCと米中貿易戦争は、最近我々が学んだ2つの危機の例だ。
- 危機は市場の混乱を引き起こし、長期的なトレンドを加速させ、新たに進化する機会を提供する。投資家は機敏性を保ち、集中し、急速に変化する環境で、新しい機会を捉える準備をするべきだ。

#### 資産クラスの収益予測- 2020年Q2 (2020年5月18日)

DEFEND Monica, グローバルリサーチ総括GISIMUNDO Viviana, 機関投資家アドバイザリー副総括, KIM MOON Jung Hun, 定量アナリスト- 機関投資家アドバイザリー, PORTELLI Lorenzo, クロス・アセット・リサーチ総括

- コロナウイルス・パンデミックの爆発に起因する地球規模のショックは、経済的および財政的なシーケンスを大幅に変更し、時間枠を短縮し、波及効果の規模を拡大した。
- サプライ・チェーンの表面の断層が浮上し、経済全体が停止するようになると、世界貿易は低下する。金融当局は市場を安心させるために迅速に行動し、原油価格の自由落下によりデフレ・リスクが現実のものとなっている。
- 現在の短期の想定は、幅広いU字型危機 (| \_\_\_\_ /) で、中央銀行と政府によるサポート、長期にわたる不況、失業率の上昇と2021年後半の緩やかな回復で特徴づけられている。

## THE DAY AFTER



#### N.1 Covid-19 投資家に70年代への道を示す見えない手

BLANQUE Pascal, グループCIO

#### N.2 プロのようにルールを学ぶことで、アーティストのようにルールを破ることができる

BLANQUE Pascal, グループCIO, MORTIER Vincent, 副CIO, 日本を除くアジア担当監督, BARBERIS Jean-Jacques, 機関投資家および法人顧客総括, DRUT Bastien, 債券および外国為替戦略, POUGET-ABADIETHéophile, ビジネス・ソリューションおよびイノベーション部, FIOROT Laura, アムンディ投資インサイト副総括

- 危機による重大な結果の1つ: 1980年代の「ワシントン・コンセンサス」の出現とイデオロギー革命以降、リベラルな民主主義が指針としてきた確立された経済ルールが消滅した。
- 破壊された4つのルールをハイライトし、投資への影響を探索:
  1. 経済を救済する場合でも、政府は赤字の大きさを気にする必要がある
  2. 政府の経済への介入は可能な限り制限されるべきである
  3. 自由貿易とバリューチェーンの最適化は、リソースをグローバルに割り当てる最良の方法だ
  4. 中央銀行は策略の余地を使い果たしており、金融の安定をサポートするという狭く定義された権限の範囲内で機能するべきだ

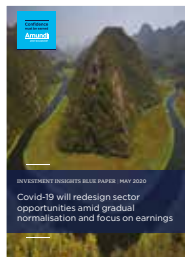
#### N. 3 Covid危機時のESGの回復力: グリーンは新しいゴールドか?

BARBERIS Jean-Jacques, 機関投資家および法人顧客総括, BRIERE Marie, 投資家リサーチ・センター総括

- コロナウイルスはかつてないほど金融業界を揺さぶっている。世界がこの規模のパンデミックに直面したのは今回が初めてではないし、政策立案者、ビジネスリーダー、専門家が、次の様な質問に直面したのも、初めてではない。「今回は異なるのか? 今、転換点にいるか?」
- Covid-19危機の深刻な経済的影響は、全てのビジネスに均一ではない。投資家とESGファンドが認識した、ESGアプローチを採用する企業は、今回の危機で強い抵抗力を示している。

## 出版物のハイライト

### インサイト・ブルーペーパー



**Covid-19は、徐々に正常化する中でセクターでのチャンスを再設計し、収益に焦点を当てる。**  
(2020.04.28)

Kasper ELMGREEN、株式部総括、Eric MIJOT、DM戦略リサーチ総括、Ibra WANE、シニア株式ストラテジスト、Luc Mouzon、欧州エクイティ・リサーチ総括

- 欧州と米国におけるコロナウイルスの感染拡大は、3月に世界的な株式市場の暴落を引き起こしたが、その後部分的に反発した。その状況を分析する3つのシナリオの概要を説明する。
- 当社は、現在の状況を2008年のGFCおよび1987年のクラッシュと比較した。上記の両方の危機では、株式市場はクラッシュの開始から1年後に、クラッシュ前のレベルよりも約20%低い水準で収束した。
- 前例のない閉鎖措置を考えると、欧州のEPSの下落は、2008年の危機で記録された下落と同等かそれよりはるかに悪い可能性がある。
- 危機が進展するにつれて、特にESGが株式選択の不可欠な部分である欧州では、財政刺激策が「グリーン・ディール」を対象とする可能性がある。

### 投資トーク



**イタリアに焦点を当てる：マクロ経済と債券のシナリオ (2020年5月20日)**

GERMANO Matteo、マルチアセット総括、BERTONCINI Sergio、金利およびFXリサーチ総括、MARASCIULO Cosimo、Alpha 債券ユーロ副総括、USARDI Annalisa、CFA、シニア・エコノミスト

- 世界的な背景とイタリアへの経済的期待を検討し、イタリアのGDPの極端なシナリオとその影響について議論する。
- イタリア政府は、2020年の財政赤字対GDP比が10.4%、債務対GDP比が155.7%になると予測している。我々は債務の持続可能性を検討する。
- 特に、ECBの重要な役割を強調し、欧州におけるイタリアの政治的発展を評価する。
- 当社はイタリアの公的債務について建設的である。利回りは他の周辺国の債務や社債よりも魅力的だからだ。

### ディスカッション・ペーパー



**ESG投資と債券：今こそルビコンを越える時**

(2020-01) (2020-01)

Mohamed BEN SLIMANE — Quantitative Research, Eric BRARD — 債券部総括、Théo LE GUENEDAL, Thierry RONCALLI, Takaya SEKINE — 定量リサーチ部

**FX戦争、通貨戦争、マネー戦争**

**パート2：フィアットマネーvs.暗号通貨プライベートvs.パブリック・デジタル通貨… (2020-01)**

Philippe ITHURBIDE — シニア・エコノミック・アドバイザー、アムンディ

**FX戦争、通貨戦争、マネー戦争**

**パート1：FX戦争vs.通貨戦争 USD vs. EUR vs. RMB vs… (2020-01)**

Philippe ITHURBIDE — シニア・エコノミック・アドバイザー、アムンディ

### ワーキング・ペーパー



**グローバル化は波及をなくしたか? (2020-05)**

Olivier ACCOMINOTTI — ロンドンスクールオブエコノミクス & CEPR, Marie BRIÈRE — アムンディ & Paris-Dauphine University, Aurore BURIETZ — IESEG経営管理大学院, LEM-CNRS 9221, Kim Oosterlinck — Libre de Bruxelles (ULB) およびCEPR, Arianne SZAFARZ — ULB & ニューヨーク大学 (NYU)

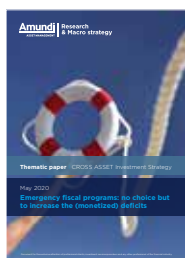
**2次トランザクション・コストを使用したポートフォリオ最適化に関するメモ (2019-12)**

Pierre CHEN, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU — 定量リサーチ部

**機械学習最適化アルゴリズムとポートフォリオ配分 (2019-10)**

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — 定量リサーチ部

### テーマ別論文



**緊急財政プログラム：(貨幣化された)赤字を増やす以外に選択肢はない**

Tristan PERRIER, グローバル・ビュー・アナリスト

**転換点の検出：アセットクラス・ビュー**

**中長期シナリオと収益予測 (2020-02)**

Monica DEFEND, グローバル・リサーチ総括, Viviana GISIMUNDO, 機関投資家アドバイザー・副総括

**米国のインフレ…最近の状況 (2020-01)**

Annalisa USARDI — シニア・エコノミスト — アムンディ

## Amundi Research Center



Find out more about  
Amundi publications  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

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

### DISCLAIMER

The MSCI information 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. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. ([www.mscibarra.com](http://www.mscibarra.com)).

In the European Union, this document is only for the attention of "Professional" investors as defined in Directive 2004/39/EC dated 21 April 2004 on markets in financial instruments ("MIFID"), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a "Qualified Investor" within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA's Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. In no event may this material be distributed in the European Union to non "Professional" investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of "qualified investors" as defined in the applicable legislation and regulation. This document is not intended for citizens or residents of the United States of America or to any "U.S. Person", as this term is defined in SEC Regulation S under the U.S. Securities Act of 1933. This document neither constitutes an offer to buy nor a solicitation to sell a product, and shall not be considered as an unlawful solicitation or an investment advice. Amundi accepts no liability whatsoever, whether direct or indirect, that may arise from the use of information contained in this material. The information contained in this document is disclosed to you on a confidential basis and shall not be copied, reproduced, modified, translated or distributed without the prior written approval of Amundi, to any third person or entity in any country or jurisdiction which would subject Amundi or any of "the Funds", to any registration requirements within these jurisdictions or where it might be considered as unlawful. Accordingly, this material is for distribution solely in jurisdictions where permitted and to persons who may receive it without breaching applicable legal or regulatory requirements. The information contained in this document is deemed accurate as at the date of publication set out on the first page of this document. Data, opinions and estimates may be changed without notice.

You have the right to receive information about the personal information we hold on you. You can obtain a copy of the information we hold on you by sending an email to [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com). If you are concerned that any of the information we hold on you is incorrect, please contact us at [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com).

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Philippe Roy

### Chief editor

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

### Editor

DEFEND Monica, Global Head of Research

### With Global Research contributors

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA

BELLAICHE Mickael, Fixed Income Strategist

BERARDI Alessia, Head of Emerging Markets Macro and Strategy Research

BERTONCINI Sergio, Head of FI and FX Research

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

HUANG Claire, EM Macrostrategist

CESARINI Federico, Cross Asset Strategist

### With the Amundi Insights Unit contribution

BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

### Conception & production

BERGER Pia, Research and Macro Strategy

PONCET Benoit, Research and Macro Strategy

Document for the exclusive attention of professional clients, investment services providers and any other professional of the financial industry

### Deputy-Editors

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

DELBO' Debora, Global EM Senior Strategist

GEORGES Delphine, Fixed Income Strategist

HERVE Karine, EM Senior Economist

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US -Portfolio Manager

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

USARDI Annalisa, Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sosi, EM Senior Economist

WANE Ibra, Senior Equity Strategist

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit