

# CROSS ASSET Investment Strategy

# 10

2020年10月

月刊

CIOの見解

市場は岐路に立っている  
乖離にはチャンスがある

テーマ

皆さんの質問にお答えします

日本:スガノミクスの下では、前政権の  
政策継続が期待される

マクロ経済および市場予測

## # 10- 2020年10月

## 目次

## グローバルな投資への見解

## CIOの見解

市場は岐路に立っている  
乖離にはチャンスがある

p. 3

投資家は、ここ数か月にわたり、株式市場のボラティリティの上昇と極端な自己満足が、低下する最初の兆候に対処してきた。このことは、市場が経済の実体から切り離されるなど、いくつかの重要な乖離につながる。この状況では、慎重であるべきだが、リスクオフの姿勢は必要ではない。投資家は全体的に、今回の危機を乗り越えるのに苦労している企業には、注意する必要がある。加えて、中国と世界の他地域との間の経済成長の乖離は、新興市場（EM）株式と債券に選択的なチャンスをもたらす可能性がある。

## マクロ経済

信用から株式への移行  
をパイプラインに入れる

p. 4

投資家は、2桁の収益成長が期待され、金融政策がさらに緩和する可能性が限られている中、リスク予算を変更せずに、信用から株式への移行を検討する必要がある。

## マルチアセット

ポートフォリオの保護を維持しながら、  
パフォーマンスを確定する

p. 5

当社はリスク資産に対して全体的にニュートラルな姿勢を維持している。特に米国株式には慎重な姿勢を維持するが、欧州に関してはニュートラルな方向に向かっている。信用市場については、特にEUR IGは、キャリアの観点からまだ魅力的である。

## 債券

現在のところレラティブ・バリュー戦略、セクター配分  
に重点を置く

p. 6

債務不履行は、米国の格付けが低い（CCC以下）のHY債、特にエネルギー、小売、観光など、コロナ危機による悪影響が最大だったセクターに集中すると当社は予測する。

## 株式

## バランスの良いポートフォリオを目指し、高価な分野を避ける

p. 7

コロナ危機はすべての企業に影響を及ぼしたが、準備が出来ていたかどうかの違いを生んだ。強固なバランスシートを持つ企業の業績は優れていたし、今後の遅い経済回復にも対処できるだろう。

## テーマ

## 皆さんの質問にお答えします

p. 8

当社の「グローバル・ビュー」チームが、当社クライアント様から、よく受ける質問のいくつかについてお答えします。

## 日本：スガノミクスの下では、前政権の政策からの継続が期待される

p. 10

短期決戦の党選挙で、権力の強化を計った菅義偉は、アベノミクスの継続を表明する一方で、さらなる財政刺激策も示唆している。国内政治はさておき、日本の株式と通貨にとっては、グローバル要因と世界におけるポジショニングが重要な役割を果たすと当社は予想する。

## &gt; アムンディの各資産クラスへの見解

p. 11

## &gt; マクロ経済および市場予測

p. 12

## &gt; 当社の予測についての免責事項

p. 13

## &gt; 出版物のハイライト

p. 14

CIOの見解

市場は岐路に立っている  
乖離にはチャンスがある



PASCAL BLANQUE  
グループ最高投資責任者



VINCENT MORTIER,  
グループ最高投資副責任者

休暇から戻って以来、投資家はここ数か月にわたり、**株式市場のボラティリティの上昇と極端な自己満足が低下する最初の兆候に対処してきた**。夏の過大評価された時期が過ぎると、ビッグテック企業の株式は反落し、米国のHYセグメントでも緊張が高まった。しかし、先月のIG市場はほぼ横ばいだった。信用市場と米国債が比較的落ち着いていたことは、再調整が主に投資家のリポジショニングによるものであり、金融市場のストレスによるものではないことを確認してくれる。

投資戦略のレベルでは、これが意味するのは、投資家はCovid-19パンデミック後の回復が強調している、いくつかの重要な乖離の進展を追跡するべきだということだ。これは現在あるチャンスを活かすとともに近い将来起こるかもしれない移行（ローテーション）の可能性を監視するためだ。

**1. 最初で最も重要なのは、実体経済と市場の乖離だ。**これは、ハイテク株の買い持ちや長期デューレーション取引などに主に恩恵をもたらした極端な政策支援によるもので、今年の夏にますます過密となった。中央銀行は緩和的姿勢を維持する。市場は更なる金融緩和を要求するだろうが、これは経済状況が大幅に悪化した場合にのみ起こるだろう。この秋、経済の方向性、そして最も重要なことに、パンデミックの行方が試される時に、ボラティリティが要因として登場するだろう。**したがって、投資家は慎重さを維持する必要がある（経済の正常化はすぐには起こらない）。**しかし、**リスクオフのスタンスを維持するべきではない。**明確な起爆剤がなければ、リスク資産がさらに上昇するのは難しいだろう。これが意味するのは、投資家は流動性と優良株を優先し、相対的な価値の機会を模索することだ。さらに、バブルに注意を払う必要がある。デューレーションに関しては、投資家はニュートラルな姿勢を維持するべきだ。

**2. 当社が認識する2番目の乖離は信用分野にある。**コロナ危機が始まった当初の特徴のない売り局面後の回復は、危機を乗り越えることができる優良企業と、それが困難な企業との乖離を引き起こした。デフレ懸念が強かったため、中央銀行（CB）は非常に緩和的な政策を維持し、利回りは抑制されていた。利回りの探求は今後も継続されるだろうが、景気サイクル上の現時点では、債務不履行が上昇する可能性がある。そのため、当社は品質と流動性について妥協せずに厳選することの重要性を再び強調する。中央銀行が支援的であるため、テクニカル的には堅調さを維持しているが、ファンダメンタルズは弱いままであるからだ。当社はIG債、証券化された信用、ハイブリッド/劣後債にチャンスがあると見る。HY債については、投資家はよりリスクの高い発行地とセクター（消費者、循環企業、金融）に注意するべきだ。

**3. 「中国（および精選されたアジア諸国）」 vs. 「世界のその他の地域」の乖離** 欧州と米国の景気サイクルの進化についての不確実性はまだ高いが、中国は成長の新たな原動力として浮上している。最近の中国の経済データは好調で、回復は継続している。そして、振りは一部のアジア諸国（韓国、台湾）にシフトしている。選択的なEM債券とEM株式、さらにはEM通貨への高い需要の背景には、中国の強みがある。この状況が人民元を上昇させ、中国への販売エクスポージャーが高い欧州企業の株式が、他の欧州企業と比べてアウトパフォーマンスした理由だ。中国資産および中国の成長にエクスポージャーがある資産の優勢さは、今後も持ちこたえるだろう。米ドルが相対的に弱くなったことは、選択的なEM通貨を支え、EMのLC（現地通貨）債へのエクスポージャーをより魅力的にする。いくつかの再評価が始まっている。

**4. ESG（環境・社会・ガバナンス）は今後も重要さを維持する。特に「S」の要素が目されるだろう。**財政刺激策と失業支援の削減が、遅い景気回復を鈍化させているため、各国政府は、格差が広がっていることと、社会的水準の乖離に対処しなくてはならなくなるだろう。全体的には、グリーン基準の採用に向けた傾向と、社会的スペースへの最善の慣行への高まりは、この分野でのプロファイルを向上することができる企業に利益をもたらすはずであり、投資家は、おそらくこれらの企業に報いることになるだろう。

結論として、市場はデフレと低金利環境が持続すること、そして金融政策と財政政策が「金融乗数」を供給し続ける能力を価格に織り込んでいるため、政策支援について前向きなモメンタムを維持している。**このことは、特定の利益の分散を支えるため、レタティブバリュエーション戦略の機会を提供するだろう。これは、現在の政策ミックスが市場を比較的落ち着かせている限りにおいて、投資家が取り入れるべき戦略だ。**しかし、ある時点で、予想を上回る成長か、より高いインフレ期待、または政策支援のモメンタムの喪失（二次導関数）のいずれかによって、より強い移行（ローテーション）がもたらされるだろう。そして、これは特に極端な市場の自己満足の分野（高成長のハイテク）を注意深く監視する必要性を提唱する。

全体的なリスク・センチメント



全体的に慎重なアプローチをとる。レタティブ・バリュエーション戦略から恩恵を受けるため、市場の分散と乖離を検証する。

前月からの変化

- ▶ 欧州株式にはニュートラルであるが、ポートフォリオ保護を維持する。
- ▶ 合意なき離脱のリスクからGBPが弱くなっている

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

信用から株式への移行  
をパイプラインに入れるMONICA DEFEND  
リサーチ部グローバル総括FEDERICO CESARINI  
クロス・アセット・ストラテジスト

投資家は、2桁の収益成長が期待され、金融政策がさらに緩和する可能性が限られている中、リスク予算を変更せずに、信用から株式への移行を検討する必要がある。

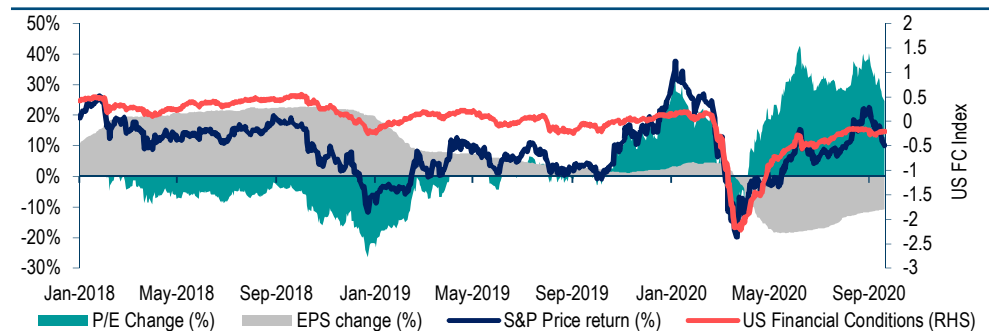
新しい金融体制への移行は起きている。一時的な中断が発生する可能性はあるが、再発を軽減するため、政策は強化され介入するだろう。経済は底入れしたが、**景気後退からの回復は急速であるとはいえない**。一方、**収益はより抵抗力があることが証明され**、回復は迅速となるだろう。しかし、状況は信用セクター内で異なる。今は、**リスク予算のバランスを変えずに、信用（低格付けのHY発行体から始める）から株式（良く取引されるバリュー株、優良株）への移行を検討すべき時だ**。中央銀行（CB）は、Covid-19による経済ショックに迅速に対応した後、最後の貸手としての役割を確認し、民間の非金融セクターを主な受益者に含めるような措置を拡大した。彼らが使った伝統的および非伝統的なツールは、市場への信頼を回復し、最も急激な経済活動の縮小の1つを相殺するのに十分だった。スプレッド商品への人為的な高需要により、金融環境は緩和され、それはより高い収益倍数に反映され、それが株式の回復を後押しした。CBの介入から6か月たった今、政策アクセラレータはすでに企業の景況感を高め、2021年の回復シナリオへの標準機能を形作っている。**このシナリオでは、株式と信用の両方が恩恵を受ける可能性があるが、投資家は、「信用 vs. 株式」の相対的な選好度が、まだ維持されるべきかどうか疑問を持ち始めている**。以前は、CBが直接支えたことで、社債は株式よりも安全であるとみなされ、2020年3月以降、この資産クラスへの資金流入が急増した。しかし、景気回復は順調に進んでおり、第2四半期は収益が底入れしたと予想されているため、今後はP/Eのダイナミクスが、株式の唯一の推進力ではないことを示唆する。収益は2桁成長すると期待されている上に、金融環境今より緩和する可能性が限られていることから、収益の伸びが、収益倍率をリードし（グラフを参照）、信用よりも株式を支えるという考え方は引き続き有効であると当社は考える。債務不履行への懸念にもかかわらず、現在

スプレッドは全面的に縮小しており、HY分野でもコロナ・パンデミック前のレベルとそれほど変わらない状態だ。この例外的な状況が明らかに異常なのは、投資家の利回りの探求が脆弱なファンダメンタルズを相殺したことだ。現在のレベルでは、信用から得るリターンが少ない上に、経済回復が近づいているため、**2つの資産クラスのプロファイルが非対称になっている**。信用は下振れリスクに対して（株式よりも）強い保護を提供するが、**上振れの可能性に対しては、株式の方が高い利益を提供する**。道はでこぼこであるにもかかわらず、経済回復は2022年の初めまで続くため、社債からのキャリアは限られている。そのため当社は、徐々に株式に移行（ローテーション）する良い機会だと見る。

一方で、**株式はインカム**の観点からも魅力的だ。EPR（株式リスク・プレミアム）は、まだ十分にサポートされており、CBの介入以降、社債の利回りよりもDY（配当金利回り）が高い株式の割合が急増している。さらに、インフレ期待が戻ってきており、FI（債券）投資家にとってはボラティリティの源となる可能性がある。長期にわたる低金利環境へのコミットメントは強固であると思われるため、当面はリスクが限定的であると当社は考える。もしあれば、名目金利が早期に急上昇すれば、信用よりも株式が選好されることだろう。株式はインフレ上昇に対する最良の「成長ベース」のヘッジの1つであり続けるからだ。

今年3月～8月の（株式の）上げ相場への国際機関投資家の参加が——米国の個人投資家とオプション取引は別として——限られていことを考慮すると、**株式のリポジショニングは2021年にも行われる可能性が高い**。現在のポジションは過去の基準を下回っているが、これは投資家が経済回復の初期に信用への投資を選好したからだ。当社は環境の中で何か変化していると考えており、経済回復の経路がさらに確認されれば、今後数か月のうちに株式への移行が徐々に進むと予想する。

## EPSの成長が収益倍数をリードすると予想される



Source: Amundi Research, FactSet, as at 21 September 2020. Data for S&P 500. 12 month forward P/E (price equity ratio) change y-o-y, 12 months forward EPS (Earnings per share) change y-o-y, Price return y-o-y. US Financial Conditions is an Amundi-created index – A positive number means easing conditions, whereas a negative reading means tightening conditions

DY = 配当利回り、ERP = 株式リスク・プレミアム。CB = 中央銀行、FI = 債券

マルチアセット



MATTEO GERMANO,  
マルチアセット部総括

## ポートフォリオの保護を維持しながら、パフォーマンスを確定する

経済のパフォーマンスはゆっくりと徐々に上昇する経路を進むと当社は予想する。これは、FRBの姿勢がより柔軟で平均インフレ目標体制に移行したことが最近確認されたように、長期にわたる中央銀行の政策に支えられている。「より長期にわたる低金利」環境と経済的背景が改善されたことで、バランスは維持しつつも防御的で分散されたスタンスへ、リスクの移行（ローテーション）の準備をする必要があると当社は信じている。投資家はリスク資産に対してニュートラルな姿勢を維持する必要がある（株式には少し慎重に、質の高い信用には前向きに）。しかし、機会を見逃さないようにすること、上振れの可能性が限られていると思われる時は利益を確定し、適切なヘッジを維持することに注意を払うべきだ。

### 当社が強く確信しているアイデア

DM（先進国市場）の株式については、当社は欧州への姿勢をニュートラルへと引き上げた。方法としては、全体的に慎重なスタンスを維持するために、ポジションを増やすのではなく、デリバティブ戦略にいくつかの変更を加えることで実行することができる。絶対的なバリュエーションは過剰であるが、株式のリスク・プレミアムは高い。経済回復への期待および財政と金融政策がより強く結びついているため、DM株式（特にEU株式）の状況はわずかに改善されたと考えている。しかし、コロナウィルス感染状況の進展と経済回復の不確実性を考慮して、保守的な姿勢を維持することを優先する。さらに、主要なリスクは米国の選挙についての不確実性であることを認識していることが、当社の米国への少々慎重な見解を支持する。新興市場（EM）では、当社はアジア（中国とインドネシア）を愛好する。より顕著な回復と収益期待の上昇を考慮すると、この地域が引き続き新興市場の上昇局面をけん引すると当社は見ている。デューレーションについては、低金利への期待が続く中、中立から長期の姿勢を維持する。当社は、現在のところ、ドイツ国債5年物と比較して米国債5年物に対して慎重となり、投資家は利益を確定するべきだと考える。市場は米国でマイナス金利を価格に組入れることに消極的であるため、スプレッドのボラティリティが崩壊した。前述のFRBによるコメントから、当社は米国のインフレには前向きだ。コストへの圧力とエネルギー価格の負のベース効果が失われたため、価格

の上昇は続くはずだ。当社は、ECBの支援、有利なテクニカル要因、欧州復興基金などの理由から、欧州周辺国の債務には建設的だ。しかし、リフレ、ワクチンの可能性、そしてより高い成長についての上方リスクをヘッジすることが賢明であると考える。このような状況で、当社はイタリア国債（BTB）10年物には以前ほど前向きではない。代わりに、BTP5年物の方が良い保護を提供できると信じる。欧州でイールドカーブがスティープ化することがあっても、この資産の方が損失が少ないだろう。

信用は、高リスク資産の上昇局面に参加するために投資家が使用する資産クラスとなってきた。3月以降の動きが急激であったため、全体的にスプレッドがさらに縮小することはないと、当社は予測する。その結果、当社は優良発行体の信用に前向きだが、これはキャリアと「利回りの追及」のためだ。当社はEUR IGを愛好する。理由としては、魅力的なバリュエーション、CBによる強力な支援、米国IGと比較するとレバレッジが低いことなどの組み合わせによる。新興市場（EM）では、HC債務には引き続き建設的だ。そして、全体的なEMBIスプレッドは、公正価値からそれほど逸れていないと考える。HYのスプレッドは、今後3か月ほどで、多少縮小する可能性はあるが、IGのスプレッドは、過去の平均水準と同じレベルにある。現地の金利はまだ低下傾向にあるが、さらなる縮小の余地は限られている。主なけん引役は通貨エクスポージャーだ。FXについては、成長のダイナミクスが改善していること、少ないポジショニング、この地域への資本流入が増加していることなどを考慮すると、投資家は高利回りのEM通貨の分散されたバスケットを愛好すべきだと考える。DMのFXに関しては、EURとUSDと比較して、GBPが圧迫されると考える。英国の国内市場法案と2021年の景気回復状況が原因で、EU離脱に関する不確実性が継続しているからだ。

### リスクとヘッジング

市場は、景気刺激策が撤回された場合の支払不能リスクおよび債務不履行の波と地政学的緊張の影響を受ける可能性がある。当社は投資家が、すべてのヘッジの柱を維持することをお勧めする。それらは、ハイイールド信用、金と日本円、およびヘッジ・コストの節約を可能にするオプション戦略の再調整などだ。

当社はリスク資産に対して全体的にニュートラルな姿勢を維持している。特に米国株式には慎重な姿勢を維持するが、欧州に関してはニュートラルな方向に向かっていく。信用市場については、特にEUR IGは、キャリアの観点からまだ魅力的である。

### 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：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、EMBI = EM債券指標。

債券

現在のところレラティブ・バリュー戦略、  
セクター配分に重点を置く



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

債務不履行は、米国の低格付け (CCC以下) のHY債、特にエネルギー、小売、観光など、コロナ危機による悪影響が最大だったセクターに集中すると当社は予測する。

市場は、予想を上回る経済データ、大規模な金融/財政支援、および緩和的な流動性と金融環境を織り込んでいる。しかし、パンデミックの進展とワクチンが利用できるかどうかについては、不確実性が大きい。これが形勢を一変させる可能性がある。この環境は、強い方向性リスクをとることなく、キャリアとレラティブ・バリュー戦略への機会を助長すると当社は信じているが、選択、発行体の優良性、流動性に重点を置くべきだ。

世界と欧州の債券

当社は全体的なデューレーションについてニュートラルな見方を維持しているが、いくつかの違いがある。最近のインフレに関するFRB議長のコメントは、米国のデューレーションに関する当社の前向きな姿勢を再評価するきっかけとなったが、当社の姿勢は依然として前向きであり、米国の損益分岐点についてより建設的になった。当社は、今では日本国債 (JGB) に対してポジティブとなっている。欧州に関しては、ユーロ圏の低インフレの中、当面の間イールドカーブがフラット化するという観点から、ユーロのイールドカーブにバベル戦略を導入するのが適切な時期だと考えている。つまり、一つの端で10年物にポジティブな姿勢をとり、もう一つの端で、より長い30年物 (および5年物) のポジションについて慎重となるとのことだ。加えて、ドイツ国債と比較すると、周辺国の債券に建設的な姿勢を維持する (ECBのサポートとスプレッドの縮小)。信用に関して、当社は金融発行体および劣後債を通して前向きな見解を維持しているが、2つの局面で細分化が進むと考えている。(1) 不測の事態に備えて高いキャッシュを維持している企業 vs. 自社を維持するためにキャッシュを使っている企業。(2) 売上が大幅に下落したセクター (観光、エネルギー) vs. 売上が上昇したセクター (テクノロジー) の間のギャップが拡大していること。投資家にとってこれが意味するのは、特異なリスクと債務不履行リスクが正しく価格に組込まれていないこと、そして、スプレッドの縮小は一律ではないということだ。したがって、発行体の厳選と優良性への注意が最重要となる。当社は、全体的に、HYに関しては、米国HYよりもEUR HYを選好する。

米国の債券

雇用の伸びが鈍化し、消費が好調で中小企業の企業心理が高まる中、我々は米国経済の回復を目的にしている。一方で、議会が景気刺激策を可決できなかった後、財政支援の終焉は消費者信用と雇用の停滞を圧迫する可能性がある。当社は考える。最近のフォーワー・ガイダンス (平均インフレ、完全雇用/労働市場) で明らかのように、FRBが政策の大きな部分を負うことを余儀なくされているようだ。このことから、当社はTIPS (米国物価連動債) については引続き建設的であるが、UST (米国債) については慎重となっている。実質マイナス金利の環境、財政の悪化、そしてUSTの発行が増加したことを考慮したためだ。最後の2つは、イールドカーブのステイプ化に対する当社の継続的なスタンスを支えている。企業信用については、当社はポジティブな見解を維持しているが、投資家はデューレーション・リスクを軽減し、金利がさらに低下することへの予防手段をとる必要があると考える。また、HY現物債券へのエクスポージャーを削減する必要もあると考えている。これは回復の遅れに伴う債務不履行リスクに対処するためだ。住宅および消費者市場は引き続き堅調だ。これは消費に抵抗力がある事と、住宅ローンの融資比率の低さによって証明されている。当社は、今ではRMBSよりもエージェンシーMBSを選好している。エージェンシーMBSには追加の保護があり、流動性と利回りについても有利であることが理由だ。

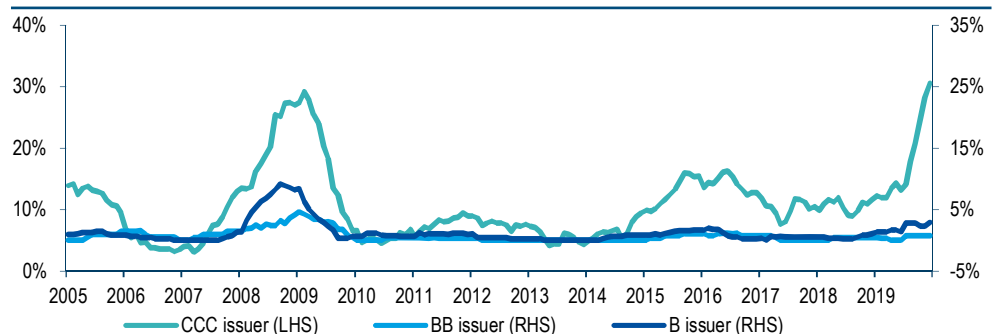
新興市場 (EM) の債券

当社は、特にHYのハード通貨 (HC) 債務を選好する。IG債に関しては、スプレッドはすでにCovid19以前のレベルに縮小しており、新規発行の可能性が残存する。HY債のスプレッドは歴史的に見てまだまだ大きい。チャンスを提供する可能性がある。金利に関して、当社は選択的にポジティブな姿勢を維持している。

FX

当社は米ドルと英ポンドには慎重だ。EMでは、レラティブバリュー取引を選好する。CEE (中東欧) 地域のFXでは、幾つかのアジア通貨にポジティブとなっている。

格付け別US HY債の債務不履行率 (%)



Source: Amundi, Moody's, as at 31 August 2020

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 = 米国インフレ連動債、GFC = 2008年の世界金融危機、JPY = 日本円。

株式

## バランスの良いポートフォリオを目指し、高価な分野を避ける



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

コロナ危機はすべての企業に影響を及ぼしたが、準備が出来ていたかどうかの違いを生んだ。強固なバランスシートを持つ企業の業績は優れていたし、今後の遅い経済回復にも対処できるだろう。

### 全体的な評価

ロックダウン後に見られた需要の即時回復は、予想を上回るQ2の決算発表シーズンと相まって、市場を支えてきた。今後は、回復のペースが焦点となるだろう。しかし、回復はまだ不均一であり、市場ではバリュエーションのばらつきが多くなっている。投資家にとっては、このばらつきはボトムアップの株式選択の機会を提供する。不確実性が高いため、バランスシートの強固さに焦点を当て、全体的にバランスの取れたスタンスを維持することをお勧めする。

### 欧州の株式

当社は選択的な機会を探しているが、バリュートラップと高価な分野には注意している。たとえば、テクノロジー・セクターについては、今ではそれほどネガティブではないが、このセクターが「反脆弱」という見方には反対である。タイミングは確かではないが、バリュエーションの力は、このセクターを脆弱にするかもしれない強力な力であると考えられる。当社は、一方で防御的な医療セクターの魅力的な銘柄、他方で建築資材の優良循環銘柄、を通してバランスのとれた見解を維持している。後者については、それほど建設的ではないが、このセクターは、構造的な成長が良好であり、さらに「インフラ/グリーン/ディール分野の勝者」として、ますます認識されるようになってきているため、優良循環株への移行への魅力的な手段であると考えられる。金融銘柄（銀行）に関しては、強気なシナリオとしては、Covid-19がこのセクターのデジタル化、支店/コスト削減、そして最終的には統合に向けた、推進の引き金になるということだ。しかし、Covid-19に関連した貸倒れによる損失と、重要な再評価のための金利上昇の兆候（その可能性は低い）のため、当社はニュートラルな見方を維持している。当社はエネルギーに関しては、ディフェンシブな姿勢を維持している。短期的な需要見通しが弱く、「脱炭素化」による中期的なリスクが高いことが懸念されるからだ。

### 米国の株式

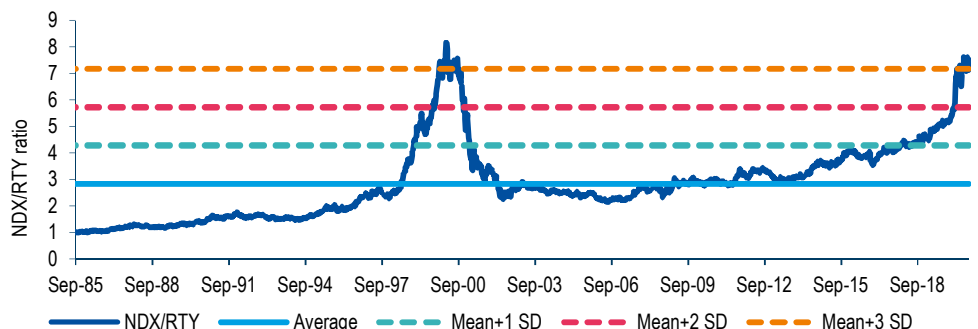
株式のリスク・プレミアムはまだ広範に市場を支えているが、9月初旬から起こっているように、ビッグ5ハイテク株の相対的なバリュエーションとモメンタムの悪化が始まったように見える。このことは、セクター間で非常にバランスがとれたアプローチを必要とする。セクター内での相関性が高く、11月の大統領選が引き起こすアウトカムが非常に広範であることが理由だ。加えて、今こそ、より息の長いリーダーシップへと移行するには良いタイミングであると当社は考える。それは優良のバリュー株および「妥当な価格の成長株」への移行で、これらは強固なバランスシートを持ち、長期的な優位性と高リターンの可能性を示す銘柄だ。一方で、当社は取引量の多いバリュー銘柄や、特にビッグ5超大型株と高モメンタム株など、高成長分野の銘柄には慎重になっている。これは分散投資の原則とこれらの銘柄のバリュエーションが高価になっていることによる。

循環株について、当社は金融やエネルギー銘柄よりも産業株を選好する。工業株の中でも優良銘柄は見つけやすく、「長期にわたる低金利」の影響の対象にならないからだ。ディフェンシブ株の中では、不動産よりも生活必需品と公益事業（バリュエーションが魅力的）を選好する。不動産は景気回復が脆弱さから影響を受ける可能性が高いからだ。

### 新興市場（EM）の株式

異質な株式が多いEMのユニバースでは、一部のアジア諸国（中国、韓国）がパンデミックをより適切に管理していると当社は信じている（先入先出法）。また、コモディティの見通しの改善が、ラテンアメリカの方向性にどのような影響をかを評価している最中だ。セクターのレベルでは、当社は産業、一般消費財、原材料セクターのバリューと循環株の中に選択的なチャンスがあると見ている。また、インターネットとテクノロジー分野の銘柄も模索している。しかし、米・中間の紛争や、中国のより積極的な外交政策などのリスクを監視する必要がある。

### 米国のテク株/小型株の比率は、「ドットコム・バブル」の底に近いレベル



Source: Amundi, Bloomberg. Weekly data as at 18 September 2020. NDX = Nasdaq 100. RTY = Russell 2000

## テーマ

## 皆さんの質問にお答えします

当社の「グローバル・ビュー」チームが、当社クライアント様から、よく受ける質問のいくつかについてお答えします。



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



TRISTAN PERRIER  
グローバル・ビュー、アナリスト

EUと英国はおそらく一時的なショック緩和策に同意するだろう

**英国のEU離脱：英国と欧州の間で合意がでない場合はどうなるか？**

移行期間終了（2020年12月31日）後に何が起きるかは、大きな政治的不確実要素です。本稿執筆時点では、貿易協定を確かなものにするためには、英国とEUは多くの相違を解決する必要があります。さらに、最近、英国が国内市場法案を提出したことで、緊張が高まっています。

当社は、「合意なき離脱」のリスクが高まっていることを認識し、今後数週間ですそのリスクがさらに上昇する可能性も認めますが、当社の**ベース・ケースは依然として「準最適貿易協定」（商品とサービスの一部についてのFTA）が年末までに締結されるというものです。**関税同盟がないため、この協定では貿易摩擦を避けることはできません。

貿易協定が締結できなかった場合、EUと英国は、おそらく一時的なショック緩和策に合意するでしょう。そうすることで、2021年1月1日からすべてのセクターのすべての貿易が「生の」WTO体制の下で行われることが無いようにするためです。しかし、それでも貿易と経済成長には大きな打撃となり、その打撃はおそらくEUよりも英国の方が深刻となるでしょう。そのため、合意なき離脱はGBPに悪影響をおよぼすと当社は見ています。

**米国の選挙：ジョー・バイデンまたはドナルド・トランプの勝利の後、どのようなシナリオが考えられるか？**

全国と「スウィング・ステート（激戦州）」の両方の世論調査で、バイデンがリードしていますが、特に2016年の経験を踏まえると確信度の差は小さく、連邦議会に関しては、下院は民主党が過半数を維持する可能性が高いが、上院は接戦でまだ予測ができない状態です。

短期的には、**市場が何よりもまず心配するのは、選挙結果が争点となることです。**11月3日には勝者が判明しない可能性があります。当社は記録的に高い投票率となると予想しています。中でも郵便投票数が史上最高となると見られていますが、現大統領は郵便投票は信頼できないとしています。この問題を問題解決するために、明確な法的手続きはありません。政治が極端に二極化されているため、政治的不確実性は、選挙後の数週間、非常に高いままである可能性があります。

**トランプの選挙運動は：法と秩序、中国、そしてバイデンが大統領にふさわしいかどうか、という3つの主要テーマからなっています。バイデンの選挙運動は、経済政策（「ビルド・バック・ベター（より良い再建）」）医療改革、人種的正義とモラル、からなっています。**バイデンは、パンデミックに起因する経済問題に対処するために、更なる財政刺激策を提案しています。また、彼は大規模なイン

フラ投資を提案しており、グリーン・ニューディールを支援しています。バイデンは、オバマケアと処方薬の改革を推し進めるとしています。どちらの候補者も、不平等の拡大という長期的な問題に対処する必要があります。

市場にとっては、トランプは減税を支持し、バイデンは歳出を増やし増税するということになります。そのため、投資家の間では、トランプが勝利すれば、短期的には株式市場が恩恵を受け、バイデンが勝てば、市場の修正を引き起こすというコンセンサスがあります。しかし、これは短絡的な観点かもしれません。彼らの提案は、上院と下院で同じ党が過半数を占める場合のみ、通過することができますが、その可能性は低いようです。一方で、マクロ経済・金融環境は、4年前とは大きく異なります。

さらに、米国の選挙は地政学的な意味合いを持ちます。特に、ジョー・バイデンが選出された場合、欧州連合との関係は進化する可能性があります。（詳細は、「出版物ハイライト」にある、次の項目を参照してください。[米国の選挙：経済と金融市場へどのような影響をおよぼすか？](#)）

**欧州：欧州債務危機が再来するリスクはあるか？**

短期的にはほとんどないと言ってよいでしょう。危機の影響は、公的債務と民間債務の両方が上昇することです。民間債務の上昇の大部分は企業が占めています。しかし、**中央銀行の資産購入プログラムなどにより、公的債務の大部分が中央銀行によって吸収されています。**つまり、短期的には債券の追加の純供給はありません。

このように、**中央銀行が追加で保有する公的債務も、短期的な持続可能性の問題につながりません。**利子（プラスであれば）は公共部門に残存する。つまり、これは中央銀行の資本（一般的には財務省の資産）となり、中央銀行は満期時に債券を借り換えるオプションがあります。そのため、政府への返済制約も、市場が増分の借り換えをする必要もありません。

しかし、長期的には、欧州は、債務リスクを解消するために、名目成長率を高くし、均衡財政を維持し、債務の相互化を実施するという政策の組み合わせを必要としています。債務比率が高いことは短期的なリスクではありませんが、欧州諸国間で債務の軌跡が異なると、EU内で新たな緊張が生じる可能性があります。特にすべての国が危機前のGDPと失業率に戻った場合、それが懸念されます。ある時点で、各国が意志を尊重することを約束する（新しい？）**財政規則の枠組み**が、確立されなければなりません。したがって、投資プロジェクトだけでなく、中期的な生産性成長を改善する改革への資金を調達するため

## テーマ

公的債務の追加は短期的な  
持続可能性の問題につなが  
らない

## 下がったのは長期均衡率

に、追加の債務が使われることが不可欠です。

漸進的な**民間債務**については、少なくとも2年間は国の保証制度に支えられています。したがって、景気が回復すれば、企業のレバレッジは縮小するはずで、多くの企業は、危機の間に重要なキャッシュ・バッファを構築しています。資本市場にアクセスできない企業にとっても、銀行の金利は非常に低い上に、実行可能な企業に対する州の支援は、返済能力のリスクを軽減します。それでも、危機前から脆弱であった企業や、今後数か月、ビジネス・モデルが苦戦し続ける企業による債務不履行の増加が予想されます。

**中央銀行は政策手段を使い果たしてしまったのか？ ECBとFRBの政策をどう比較するのか？**

当社は**中央銀行(CB)が手段を使い果たしたとは全く思っていません**（詳細については、**中央銀行のニュー・フロンティア**を参照）。しかし、彼らは自らの量的緩和政策で身動きがとれなくなっています。CBは事実上、財政支配に参入しました。インフレが欠如している環境で、公的債務と民間債務の両方が持続可能であることを保証するために、債券利回りを低く維持する必要があるからです。

**マネー・サプライとインフレ水準の関係**（商品とサービスについて）は、ここ25年以上崩壊しています。金融緩和政策は、金融資産と実物資産のインフレを引き起こします。したがって、現在の環境では、資産価格のバブルの方が実際のインフレが戻ってくることよりも恐れられてしかるべきです。（詳しくは、**インフレは持続的な逆風だが、インフレ・カクテルの可能性もある**を参照）。

戦略的レビューの結果、FRBは「**反応関数**」を**変更した**。今では、FOMCは、景気循環全体（おそらく4年～8年の期間）にわたって、平均約2%のインフレで安定させることを目指しています。実際には、FRBはインフレ加速の最初の兆候での利上げを回避することができます。利上げをするためには、経済の回復が明確に固定され、インフレが2%を超えている必要があります。ほとんどのFOMCメンバーによれば、これら2つの条件は2024年まで満たされないと見ている（17人のメンバーのうち4人だけが、最近彼らの成長とインフレ予測を更新したばかりなのに、2023年に金利の引き上げを予想している）。そうすることで、FRBは短期債のイールドカーブを固定し、景気回復をサポートします。このような非常に不確実な環境では、経済が回復段階にある間は、金融環境は非常に緩和的に維持されることを投資家に保証することが不可欠です。また、この戦略は、利息費用を抑制し、連邦債務の増加に関する議論を遅らせるのに役立ちます。

ECBに関しては、戦略的レビューを完了しているとは言えません。その間、ECBのコミュニケーションは明確です：FRBとは逆に、**すべての手段はまだ残っている**。つまり、必要ならば利下げもできる。ECBは、経済の回復段階では、非常に緩和的な金融環境を維持すること

を確約しています。世界的な需要が不足しているため、現段階では、ユーロ圏のインフレがさらに減速するリスクは、突然の自律的なインフレの加速よりも疑いなく大きいと認識されています。

**低金利が長期化することの影響は？**

まず**実質金利が低下したことは、金融政策だけが原因ではないことを覚えておきましょう**。低下したのは、**長期的な均衡率**であるという**広範なコンセンサス**があります。その結果、**高リスク資産の均衡バリュエーションが上昇したのです**。他のすべての条件が同じであれば、この要因は、**貯蓄者が債券から株式に切り替えることを促します**。とは言うものの、バリュチェーンの混乱、脱グローバル化、再オンショアリングに関連するコストの上昇、そして賃金上昇を願望する人口の割合が上昇していることなどが、ある時点でインフレ期待を押し上げる可能性はあります。さらに、実質金利はマイナスの領域に落ち込み、今では均衡水準を下回っています。短期的には、インフレ期待が高まれば、実質金利はさらに急激に低下し、一時的に成長株を下支えする可能性があります。

しかし、FRBは長期利回りを、現在のレベルに維持することを約束していないことを忘れてはなりません。特に、**成長とインフレが同時にかつ予想よりも急速に回復した場合、FRBは市場にその役割を果たさせる可能性があり、そうなれば長期国債の利回りは上昇し、イールドカーブがスティープ化する可能性があります**。これは、ボラティリティと株式市場の修正への潜在的な原因であり、しっかりと監視する必要があります。

**再び不況に突入した場合  
どのような政策ミックスを期待すべきか？**

将来の見通しが不透明なため、回答が難しい質問です。私たちは今未知の領域に入っています。さらに、すでに発表された財政・復興計画の影響については、まだ十分な情報がありません。

しかし、**新たに景気後退が起きれば、金融政策からの支援が増加します**（CBのバランスシートの拡大、マイナス金利、ヘリコプターマネーなど）。さらに**政府は再び経済を守るため介入するでしょう**。政策立案者は、政策手段をすべて使い果たしたわけではありません。しかし、新しい政策を試すためのハードルはおそらく高く、政策ミックスは積極的（プロアクティブ）よりは反応する（リアクティブ）となるでしょう。しかし、これらの刺激策/安定化計画が、不確実性と信頼性が低くなっている段階（コロナ感染第2波）に開始されることは明らかであるため、**乗数効果は、「通常の回復サイクル」よりもはるかに低くなります**。したがって、財政面の政策ミックスは異なる可能性があり、少なくとも部分的または一時的に、困難に直面しているが戦略的に重要な企業の国有化さえ考慮する可能性があります。

2020年9月30日作成

## テーマ

## 日本：スガノミクスの下では、前政権の政策継続が期待される



CLAIRE HUANG

マクロ経済ストラテジスト、新興市場



FEDERICO CESARINI

クロス・アセット・ストラテジスト



ERICK MIJOT

先進国市場戦略リサーチ総括

短期決戦の党選挙で、権力の強化を計った菅義偉は、アベノミクスの継続を表明する一方で、さらなる財政刺激策も示唆している。国内政治はさておき、日本の株式と通貨にとっては、グローバル要因と世界におけるポジショニングが重要な役割を果たすと当社は予想する。

安倍晋三が健康問題を理由に辞任した後、菅義偉は9月中旬に自民党（LDP）総裁に選ばれ、第99代内閣総理大臣に指名された。規定上、菅首相は安倍前首相の残りの任期を務めることになり、彼の自民党総裁としての任期は正式には2021年9月に終了する。その一ヶ月後、日本では衆議院選挙が行われる予定だ。

**解散総選挙を行う政治的インセンティブは強い。**世論調査によると、菅政権は高い評価を得て任期を開始した。就任直後の彼の支持率は、2012年の安倍首相就任時より高く、2000年以来3番目の高さとなった。歴史が導くところによれば、彼の支持率は下がり始め、彼が描く戦略はそれほどうまく展開しないだろう。そのため、新政権はこのハネムーン期間を活用して、可能な限り権力の統合をはかるだろう。加えて、急な解散総選挙を打つことは、新たに統合された野党である立憲民主党（CDP）が、野党勢力をまとめるという困難な課題を克服する時間をほとんど与えないことになる。

**解散総選挙は、来年夏まで持ち越されるよりは、2020年末または2021年初頭に行われる可能性が高い。**いずれにしても、7月の東京都議会選挙と7月23日から8月8日にかけて行われる東京オリンピックの数ヶ月前に行われる可能性が高いだろう。その前触れとして、菅政権は10月に第3次補正予算を発表するだろう。現政権はまた、2021年度の財政を拡大する姿勢を示唆している。とはいえ、連立与党の公明党と菅首相は、10月の選挙はないと発言している。それによれば、現在の政府の最優先事項は、Covid-19をコントロールすることだということだ。

**政治的には、安定する可能性は高く、それが市場を支えるだろう。**最近の内閣改造による後押しを考慮すれば、与党自民党が政権を保持する可能性は高い。一方で、野党への支持は断片化されている。自民党が総選挙で勝利すれば、菅首相は来年の自民党総裁選で再選され、2024年9月まで首相を務める可

能性が高くなる。これは、中期的には日本市場に安定と政策が継続される期間を提供する。

**基本的には、スガノミクスはアベノミクスの継続を約束している。**しかし、菅首相は、彼の豊富な経験とネットワークを活用して、さらなる改革を推進することもできると言われている。彼は、短期的にはデジタル化に焦点を当てた改革計画を展開しているが、他の野心的な目標には、地方銀行の再編、中小企業の活性化、日本の生産チェーンのリショアリングが含まれる。

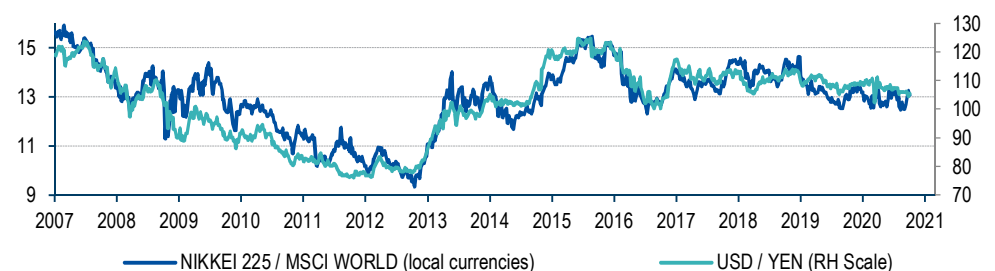
## 市場への影響

当初、菅氏が自民党総裁に選出されたことで、投資家がアベノミクスが終わる可能性を価格に組み込み始めたため、日本円が上昇した。アベノミクスは目標を達成することはできなかったが、国内政策の大幅な変更は、現段階では起こりそうにない。実際、短期的には前政権の政策継続を支持する確立が高く、その結果、日本円は主に外部のリスク要因に左右される考えられる。世界の経済回復が2021年と予想されているため、市場心理の正常化は、国内改革への注目の高まりから生じる潜在的な上昇を相殺するはずであるため、スガノミクスは今後前進する必要がある。

株式市場に関する限り、日本は世界の中でも、最も循環的な市場の一つだ。次期景気サイクルの勝者の一つとなるはずの工業セクターは、MSCIワールド市場の9.6%に比べて、日本市場の20%を占めている。したがって、日本はグローバルな株式ポートフォリオの循環性を高めるための自然な候補となる。特に日銀のETF購入プログラムは、市場のボラティリティの低下を助けている。新しい政治情勢は、現時点では形勢を一変させるものではないと見る。

2020年9月24日作成

## 1 / 日本：株式市場とFX



Source: Amundi Research, Datasteam, as of 29 September 2020

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	-/=		米国の高リスク株式プレミアム vs. 債券は、まだ株価を支えているが、5つの超大型株とその他の株式とのバリュエーションの相違など、市場の一部ではバリュエーションの相違が極端になっている。このことは、セクター間でバランスの取れたポジションを必要とする。最近の修正は、投資家に米国での選挙リスクとコロナウイルス感染拡大のリスクについての再考を促した。投資家は、循環株と優良株への移行に向けて焦点をシフトすべきだ。
	欧州	=		経済データは改善したが、フランス、スペイン、英国、その他の国でのウイルスの第2波が発生したため、リスクが高まっている。各国政府は厳格な封鎖を課す必要と消費の上昇とのバランスをとる必要があるからだ。しかし、Q2の収益は予想を上回っていたため、バリュエーションのばらつきはまだ大きいと考えている。このことは、今は投資家が積極的に行動し、抵抗力ある事業に焦点を合わせるが、全体的には慎重さを維持すべき環境であることを示している。
	日本	=		世界的な成長見通しが改善していることは、日本などの循環的で輸出志向型の市場を支持するはずだ。新政権は前政権の経済支援を継続する可能性が高いが、投資家は引き続き注意を怠らないことだ。
	新興市場	=		中国、韓国などの新興市場は、コロナ危機にうまく対処することができた。これが、アジアの新興市場の経済データに反映されており、当社の先入先出法を導入を裏付ける。しかし、積極的な外交政策に関連する中国の地政学的リスクは監視する必要がある。セクターのレベルでは、工業株、一般消費材、原材料の分野から銘柄を選択し、テクノロジー分野でバリュエーションが低い銘柄に焦点を当てるべきだ。
債券プラットフォーム	米国債	=/+		世界の債券市場の中では、当社は米国のデュレーションについて前向きな見方を維持するが、最近のFRBのインフレに関するコメントを考慮すると、注意深く監視する必要があると考える。米国の債券では、USTよりもTIPSを 선호する。
	米国IG社債	=/+		IG市場は引き続き中央銀行の政策によって支えられているが、投資家はセクターと銘柄の厳選について妥協すべきではない。投資家はまた、デュレーション・リスクをいくらか軽減し、適切な流動性バッファを維持することを検討する必要がある。
	米国HY社債	-/=		当社はHYには慎重/ニュートラルな姿勢を維持する。市場は引き続きCBの政策に支えられると考えているからだ。しかし、投資家は、特に観光、エネルギーなど、コロナ危機から最も影響を受けているセクターの債務不履行に注意する必要がある。加えて、経済回復が遅れば、脆弱な企業は事業活動の低迷から苦戦する可能性がある。厳選の必要性は高い。
	ユーロ圏の国債	-/=		当社は低インフレのユーロ圏の中で、イールドカーブのフラット化にチャンスがあると見ている。周辺国債務については、ECBの継続的な支援と、他の欧州市場との断片化のリスクが軽減されたことから、前向きな姿勢を維持している。
	ユーロ圏IG社債	++		当社はユーロ圏のIGには建設的な姿勢を維持する。ECBの継続的な支援と、米国のIG企業と比較すると、レバレッジが低いことが、この資産クラスに有利であるためだ。当社は依然として金融銘柄と劣後債を 선호しているが、選択が重要だ。
	ユーロ圏HY社債	=		HYでは、当社は高格付けのBBBセグメントを 선호する。投資家は、高利回りを得るために信用の質を落し過ぎないことが必要だと考えるからだ。十分なキャッシュ・バッファを備えた企業 vs. 事業活動が不足しているため、日常的な業務が難しい企業との間の、断片化が進む可能性がある。したがって、選択性は非常に重要だ。
	EM債券HC	=/+		当社は、特にHYのハード通貨建て(HC)債務を 선호する。IG債に関しては、スプレッドはすでにCovid-19以前のレベルに縮小しており、新規発行の可能性が残存する。しかし、ソブリン債のデフォルト・リスクは監視する必要がある。
	EM債券LC	=		全体的なEMの金利には引き続き注意が必要だ。FXについては、当社がパフォーマンスが低下しているが、巻き返す余地があるとする通貨で、選択的な機会が見られる。
その他	コモディティ			コモディティは、景気回復とワクチンの可能性への期待から恩恵を受けるはずだ。今後、石油需要は現在の抑圧された水準から回復する可能性はあるが、WTI価格は今後数か月間1バレルあたり40ドルから50ドルの間にとどまると予想する。貴金属については、最近の金と銀の売り相場は、高い実質金利への懸念、「リスクオン」への懸念、FRBによる資産購入の一時停止によるものだった。重要なのは、CBの政策が金の価格を押し上げており、この緩和的なスタンスが維持されている限り、痛みを伴う下落相場が発生する可能性は低いということだ。しかし、CBが予想されなかった姿勢に変更した場合、従来の指標(金利とFX)に基づく適性価値は、現在のレベルよりもはるかに低いことを考慮すると、金は深刻な下げ率となり、脆弱になる可能性がある。
	通貨			米ドルへの構造的および循環的なサポートは衰退している。これは、米ドルの下落傾向は2021年も継続する可能性があることを示唆している。米ドルが公正価値から逸脱し続けていた過去とは異なり、今米ドルは2つの主要な循環的サポートを失っている。それらは金利の優位性と米国の成長プレミアムが2020年H1に崩壊したことだ。しかし、リニアな動きを妨げる短期的なリスクはまだあると考える。実際、高リスク資産との相関は高いままであり、一部の通貨(GBP、とりわけEUR)は、まだ成長期待の失望リスクと結びついている。

説明



出典：2020年9月30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。本情報は、アムンディ製品の現在、過去、または将来の実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。IG = 投資適格社債、HY = 高利回り社債。EM債券HC/LC = EM債券、ハード通貨/現地通貨。WTI = West Texas Intermediate。QE = 量的緩和

マクロ経済および市場予測

マクロ経済予測  
(2020年9月21日)

年率 平均(%)	実質GDP成長率 (%)			インフレ率 (CPI、前年比、%)		
	2019	2020 範囲	2021	2019	2020	2021
米国	2.3	-5.6/-4.2	3.0/4.0	1.8	1.3	1.8
日本	1.2	-5.1/-4.5	2.1/2.7	0.7	0.1	0.3
ユーロ圏	1.2	-9.4/-7.4	4.2/6.2	1.2	0.4	1.4
ドイツ	0.6	-7.6/-5.6	2.6/4.6	1.5	0.7	1.5
フランス	1.2	-11.2/-9.2	6.0/8.0	1.3	0.5	1.2
イタリア	0.3	-11.7/-9.7	4.1/6.1	0.7	0.1	1.1
スペイン	2.0	-12.5/-11.5	7.5/8.5	0.7	0.1	1.2
英国	1.4	-11.5/-10.5	7.0/9.0	1.8	0.8	1.5
ブラジル	1.1	-5.9/-4.9	3.7/4.7	3.7	2.7	3.0
メキシコ	-0.3	-10.5/-9.5	3.6/4.6	3.6	3.5	3.8
ロシア	1.3	-4.0/-3.7	2.5/4.5	4.5	3.2	3.8
インド	4.9	-9.5/-8.1	7.6/8.9	3.7	6.4	5.9
インドネシア	5.0	-3.4/-2.4	2.9/3.9	2.8	2.1	2.8
中国	6.2	1.8/2.4	7.6/8.2	2.9	2.7	2.0
南アフリカ	0.2	-9.1/-8.1	2.8/3.8	4.1	3.4	4.4
トルコ	0.8	-5.2/-4.2	3.3/4.3	15.5	11.3	11.0
先進諸国	1.7	-7.2/-5.8	3.7/5.0	1.4	0.8	1.5
新興諸国	4.0	-3.2/-2.4	5.5/6.4	4.1	3.7	3.6
世界	3.1	-4.8/-3.8	4.8/5.9	3.0	2.6	2.8

主要金利の見通し

先進諸国

	29/09/2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q1 2021	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q3 2021
米国	0.13	0/0.25	0.08	0/0.25	0.07
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.54	-0.50	-0.60
日本	-0.05	-0.1	-0.06	-0.1	-0.09
英国	0.10	0.00	0.04	0.00	-0.04

新興諸国

	01/10/2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q1 2021	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q3 2021
中国	3.85	3.85	3.75	3.85	3.75
インド	4	4	3.65	4	3.6
ブラジル	2	2	2	2	2.5
ロシア	4.25	4.00	4.15	4.25	4.35

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	29/09/2020	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	0.13	0.10/0.3	0.15	0.1/0.3	0.18
ドイツ	-0.696	-0.70/-0.50	-0.75	-0.70/-0.50	-0.81
日本	-0.136	-0.20/-0.10	-0.13	-0.20/-0.10	-0.13
英国	-0.06	0/0.25	-0.12	0/0.25	-0.14

10年物 債券利回り

	29/09/2020	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	0.66	0.7/0.9	0.77	0.8/1	0.85
ドイツ	-0.51	-0.60/-0.40	-0.47	-0.50/-0.30	-0.43
日本	0.02	-0.10/0.10	0.08	0/0.2	0.13
英国	0.21	0.20/0.4	0.30	0.3/0.5	0.36

通貨の見通し

	24/09/2020	当社予想 Q1 2021	コンセンサス Q1 2021	当社予想 Q3 2021	コンセンサス Q3 2021
EUR/USD	1.16	1.16	1.20	1.19	1.22
USD/JPY	105	105	105	106	105
EUR/GBP	0.92	0.93	0.90	0.90	0.91
EUR/CHF	1.08	1.07	1.09	1.11	1.10
EUR/NOK	11.08	10.40	10.45	10.21	10.18
EUR/SEK	10.62	10.25	10.30	10.20	10.18
USD/CAD	1.34	1.33	1.31	1.32	1.30
AUD/USD	0.70	0.75	0.73	0.75	0.75
NZD/USD	0.65	0.66	0.67	0.67	0.69
USD/CNY	6.83	6.70	6.80	6.60	6.73

出典： アムンディ・リサーチ

## 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。

### 世界的な景気後退というのが、現在の当社の基本ケースです

#### 1. どれくらい深いのか？

- 深さは、影響を受けた国でのコロナウイルスの生存期間と、それらの国々におけるロックダウンの程度、徐々に実施したか完全なロックダウンしたかによって異なります。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。これらが金融市場を混乱させ経済への影響を拡大します。
- 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。
- このタイムラインは、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

### THE DAY AFTER



#### The day after #11

##### Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

- The Covid-19 crisis has thrown up a sequence of images from the past (pandemics, wars, the Great Financial Crisis) that have pushed central banks (CB) and governments to act in unprecedented ways. This has defined the current 'day after' narrative.
- Financial markets have adapted to this new narrative, pricing in the rosier scenario of a 'day-after renaissance'.
- But more will be needed in terms of fiscal and monetary support to sustain the recovery moving forward. The Covid-19 fallout on the real economy and society is deep and pervasive: the overall debt level in the system is skyrocketing and some sectors are very unlikely to recover to pre-crisis levels. Rising social and inter-generation inequalities are the enemy to fight to avoid social upheaval.
- Politics is the link between public narratives (reinforced in the media and on social media) and institutional narratives. The narratives that will emerge amid hot political events — the US presidential election and the debate around the allocation of resources from the EU Recovery Fund being the most relevant — will set the direction for financial markets.
- Strong narratives can drive market consensus and lead to crowded trades around major themes. The stimulus narrative continues, coupled with zero interest rates and inflation permanently forgotten in the Covid-19 era. But investors should be aware that narratives could change quickly and be prepared for it. These shifts are arguably the only sequence via which investors can systematically extract value. It will be critical to maintain a strong level of flexibility and liquidity to exploit those opportunities arising from inefficiencies and dislocations.

#### The day after #10

##### Rethinking the macro and cross-asset research: what we have learned from the Covid-19 crisis (20-07-2020)

DEFEND Monica, Global Head of Research

### INSIGHTS PAPERS



#### Risk budgeting and trade sizing: why they matter to multi-asset portfolio construction (21-09-2020)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset — MCDONALD Shane, Head of Multi Asset Portfolio Construction and Financial Engineering — ORTISI Matteo, Portfolio Construction and Financial Engineering\_Senior Analyst — TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

With the contribution of BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit, MATRAIA Massimiliano, Multi-Asset Investment Specialist, TRIO Nuria, Head of Multi Asset Business Development and Investment Specialists

- In the current environment of heightened uncertainty, managing a multi-asset portfolio has rarely looked as complex as it does today, especially for those investors looking for an appropriate governance model on which to take investment decisions.
- The issue is not only to make accurate market forecasts and formulate appropriate investment views, but also to construct an efficient portfolio based on these views within a given risk budget.
- Mean-variance optimization has long been recognized as a standard practice, but, in our view, it can lead to highly concentrated, unstable portfolios and regular rebalancing.
- 'Effective diversification' is at the core of our approach to portfolio construction. An active multi-asset investment framework should allocate risk across four pillars: macro strategy, macro hedging, satellite strategies and selection strategies, with the goal of achieving the portfolio's target return or objective.

#### Looking for hidden ESG gems: a new frontier for responsible investing with "improvers" (01-09-2020)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities — IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions

- The ongoing Covid-19 crisis and the resulting market turmoil have confirmed the increasing relevance of integrating ESG criteria and sustainability into the investment decision.
- ESG equities have proved resilient throughout the crisis, both in terms of flows and performance.
- We believe that Europe will play a crucial role in the trend towards ESG investing, as it is home to most global ESG leaders and has the most advanced ESG framework globally

#### The case for US equities in global portfolios (27-07-2020)

STERLING Craig, Director of Core Equity & Head of Equity Research, US — PIRONDINI Marco, Head of Equities US

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### WORKING PAPERS



#### **Climate change investment framework (09-09-2020)**

AIIB, Asian Infrastructure Investment Bank — Amundi Research

- This paper showcases a first implementation case study in the context of the AIIB Asia Climate Bond Portfolio, which is executed in partnership with Amundi Asset Management and focuses on emerging market corporate bonds. The Climate Change Investment Framework and its analytical tools can be applied across a global range of issuer types and asset classes.
- This aims to provide investors with a benchmark tool for assessing an investment, at the issuer-level, in relation to climate change-related financial risks and opportunities.
- The approach translates the three objectives of the Paris Agreement into fundamental metrics that investors can use to assess an investment's level of progress towards achieving climate change mitigation, adaptation, and low-carbon transition objectives.

#### **Measuring and managing carbon risk in investment portfolios (2020-08)**

RONCALLI Theo, LE GUENEDAL Theo, LEPETIT Frédéric, SEKINE Takaya, Quantitative Research — RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research

### INVESTMENT TALKS



#### **US presidential election: how it will impact us economy and financial markets**

BOROWSKI Didier, Head of Global Views — PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager — TODD Christine, Head of US Fixed Income — UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

See also on this subject, box **US elections: a very close race** page 26 in this edition.

#### **Investing in the first in, first out theme: opportunities in Asia (07-08-2020)**

MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor — BERARDI Alessia, Head of Emerging Markets Macro & Strategy Research — McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity — LAW Esther, Portfolio Manager Emerging Market Debt — with the contribution of HUANG Claire, EM Macro Strategist and LAHBABI Hicham, Deputy Head of Asia ex-Japan Equity

#### **Challenges and opportunities in US Commercial Real Estate (29-07-2020)**

SCHIAPPA Andrew, Credit Analyst — TODD Christine, Head of Fixed Income, US — UPADHYAYA Paresh, Director of currency strategy, US portfolio manager

#### **EU agreement: a powerful answer that can lift further EU assets and ESG investing (22-07-2020)**

BOROWSKI Didier, Head of Global Views — BRARD Eric, Head of Fixed Income — ELMGREEN Kasper, Head of Equities — With the contribution of de FAY Alban, SRI Corporate Bonds Portfolio Manager - Head of FI SRI Processes — VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Govies and Inflation

## 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 Bottom-up  
Exchange Corporate Equities  
Sovereign Bonds High 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. Amundi can in no way be held responsible for any decision or investment made on the basis 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 - Suriyapong Thongsawang

### 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

DELBO' Debora, Global EM Senior 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

### Deputy-Editors

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

DROZDZIK Patryk, EM Economist

GEORGES Delphine, Fixed Income Strategist

HERVE Karine, EM Senior Economist

MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

PERRIER Tristan, Global Views Analyst

USARDI Annalisa, Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sosi, EM Senior Economist

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

### Conception & production

BERGER Pia, Research

PONCET Benoit, Research