

CROSS ASSET Investment Strategy

月刊

#04

2020年4月

CIOの見解

市場が転換期に到達するためには、波及のスピードがキーとなる

今月のトピック

中央銀行は新しいレジームに転換：制限なき支援

#04 - 2020年4月

目次

グローバルな投資への見解

CIOの見解

市場が転換期に到達するためには、波及のスピードがキーとなる p. 3

市場は実体経済のサイクルをリードしているため、このパンデミックが終わる前に底入れするだろう。パンデミックの周期パターン、発表された政策、および信用カーブとコア国債利回りの調整が、監視すべき3つの主要要素だ。現段階では、完全な回復ではなく、一時的な市場の回復しか期待できない。

マクロ経済

当社の新しい基本ケースと代替シナリオ p. 4

世界経済はU形の回復を達成すると言うのが、当社の基本シナリオであるが、Uの底はかつての予想よりも広くて深い。回復は崩壊よりスムーズとなるだろう。

マルチアセット

リスク資産には引き続き慎重 p. 5

当社は、波及についての最新のデータをモニターすること、分散投資を維持すること、そしてボラティリティが維持される可能性が高いため積極的なリスクの追加を避けることが重要だと考えている。

債券

感染拡大と債務不履行リスクが拡大する中、流動性を優先 p. 6

政府と中央銀行は市場を円滑にするために極端な政策措置で対応してきたが、この危機の経済的影響と流動性の欠如は企業の債務不履行リスクを高めるだろう。

株式

ファンダメンタルズに注意を払い慎重を期す時 p. 7

今回の危機は前例のないものであるため、市場に極端なボラティリティをもたらした。投資家は経済的なロックダウンに耐えられる事業/企業に焦点を当てるべきだ。

テーマ

ユーロ圏の飛躍的進歩：債務相互化への道のり p. 8

ユーロ圏の構造では、今回のショックから生じるすべてのリスクを阻止することはできない。厳しい融資条件がない欧州安定メカニズム (ESM) の与信枠に頼ることは、債務相互化への事実上の最初のステップだ。将来的には、これが欧州予算と共同債務への道を開く可能性がある。

今月のトピック

中央銀行は新しいレジームを開始：制限なき支援 p. 9

中央銀行と政府の連係された行動は、倒産の急増を防ぐという明確な目的を持っている。中央銀行は新しいレジーム、つまり制限無きの支援を開始した。当社は中央銀行の流動性危機に対処する能力を確信している。しかし、将来の危機を解決策への深さについては強い確信を持っていない。

市場のシナリオ & リスク

- > 中心 & 代替シナリオ p. 11
- > 上位のリスク p. 12
- > グローバル・リサーチ・クリップ p. 13
- > アムンディの各資産クラスへの見解 p. 14

マクロ経済状況

- > 先進諸国
マクロ経済の見通し
市場予測 p. 15
- > 新興諸国
マクロ経済の見通し
市場予測 p. 16
- > マクロ経済および市場予測 p. 17
- > 当社の予測についての
免責事項 p. 18
- > 出版物の
ハイライト p. 19

CIOの見解



PASCAL BLANQUÉ,
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

市場が転換期に到達するためには、波及のスピードがキーとなる

市場(金融サイクル)は実体経済のサイクルをリードしているため、このパンデミックが終わる前に底入れするだろう。しかし、次の3つの点が保証されれば安定するだろう。

- **このパンデミックの循環パターン**、または波及の速度に改善の兆候がある。これは「時間」変数(危機期間の延長)と政策努力(様々な国で導入された封じ込め手段)に依存する。現時点ではまだ多くの不確実性がある。
- **財政当局と金融当局による「必要なものは何でも」という戦術**そして、それらの戦術が、企業部門の財務状況を緩和し、家計に十分な資源を提供することで、家計が経済的閉鎖から生じる高い失業期間に耐えられかどうかについて、信頼できるのかどうか。市場はこれらの取り組みが、いかに大規模でかつ前例のないものであるかをようやく理解し始めたようだ。
- **短期の信用カーブ**は最近の混乱で上昇し、**コア国債利回り**が財政政策が発表されたことで上昇したため、将来の債務は割引かれるだろう。現在、債券利回りはコントロールされているように見えるが、信用面ではまだ改善の余地がある。

しかし、Covid-19の感染速度が低下しない限り、政策バズーカ効果は期待できない。2つの組み合わせで回復のタイミングが決まるため、パンデミックがコントロールされていないように見えれば、ボラティリティは持続する。投資家にとって最も重要なのは、パンデミックの速度の方向性であるが、感染数はまだ上昇しており、ここ数週は加速している。封じ込め措置が結果を出し始めれば、感染の速度は減速するだろう。これは最初に中国で起こったが、今ではイタリアでもいくつかの兆候が見られる。ほとんどの国ではまだピークに達していない。EU諸国と同様、米国と英国はまだ加速段階にあるが、一部の新興諸国は初期段階にある。

世界的に行われている封鎖が成功したと判明すれば、パンデミックは来月にもピークに向かって加速する。その後、新しい感染の増加速度は低下し始めるはずだ我々はその方向に進んではいるが、まだそこまで行き着いていない。**短期的には、極端な市場の混乱から一時的に逃れることが期待できるが、完全かつ安定した回復からは程遠い。**

この移行期に危機が広がれば、**パンデミックが終了した翌日には、コア国債の利回りが低くなっており、別の場所で利回りを追及する必要があることが、投資家に明らかになるだろう。**このような状況では、信用市場および新興市場の債務が、公的市場での必然的な候補となるが、これらの資産への圧力は今も高いままであり、積極的な参入を促す時期ではない。**当社は信用市場については慎重で非常に選択的であるが、投資適格(IG)債の分野は欧州周辺国債券と同様選好している。**これらは中央銀行の措置の恩恵を受けるからだ。市場の下落が続くことは、成長の可能性への恒久的なショックがあれば正当化されるが、これは今最も可能性の高いシナリオではない。

株式市場には、エピソード曲線が安定する兆候が現実化するまでは、圧力がかかるだろう。当社は優良循環株セクターでの機会が上昇していると見ている。感染拡大のピークが迫る中、循環株の魅力が回復すれば強く値を戻す可能性があるからだ。底入れは地域レベルで早く始まる可能性があり、中国は良い候補だ。ポートフォリオ運用に関しては、**現在の状況ではまだ慎重なアプローチが必要だ。**なぜなら当社は、短期的にはグローバルなリスク回避が継続し、優良で防御的で流動的な資産の組み合わせによる、「安全への逃避」を正当化することを認識しているからだ。この「中間段階」では、特にパフォーマンスと流動性のトレードオフに関して、**積極的な運用と選択が鍵となる。**これまで以上に、堅固な流動性管理が効果をもたらす。

全体的なリスク・センチメント

リスクオフ リスクオン



リスク資産については慎重な姿勢を保ち、流動性管理を改善し、信用リスクの一部をヘッジするべきだ。

先月からの変更

- ▶ EM債券と米国HYについてより慎重
- ▶ 循環バリュー株セクターはボトムアップのチャンスがある

全体的なリスク・センチメントは、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見解です。

マクロ経済と戦略

当社の新しい基本ケースと代替シナリオ



MONICA DEFEND,
リサーチ部グローバル総括



DIDIER BOROWSKI,
グローバル・ビュース部総括

世界経済は「**U**」-形の回復を達成すると言うのが、当社の基本シナリオであるが、Uの底はかつての予想よりも広くて深い、回復は崩壊よりスムーズとなるだろう。

コロナウィルスの世界的な感染拡大と、その後多くの経済活動が封鎖されたことは、その深刻さと深さにおいて予想外の出来事だった。これは当社が**基本シナリオと代替シナリオを修正する理由**だ。本来、感染の拡大は封じ込めが可能であり、元に戻せるショックである。しかし、今回の感染は、感染率をどのように下げるか、そして安全になった時、その後の経済がどれほど迅速に回復するかは不明のまま。まず中国で、そして次にイタリアで何が起ころうかは、世界各地でどのようなことが起ころうかという意味で、ある種の先行指標になるだろう。家計消費の抵抗力がある米国が世界経済の進化の鍵となるだろう。

影響を受けた全ての国が、同じ封じ込め対策を採用したわけではない。中国でこの危機が勃発した時には、ユーロ圏だけではなく世界の他の地域も、年初に循環的な回復を示していた。それから数週間遅れて全地域の経済が打撃を受けた。このことは、今後数か月、ほとんどのDMとEM経済で同期化した深刻な**経済収縮が連続的に起ころう**ことを意味する。それが、どのような結果になるかを決める主な要因は、政策の速度、強さ、調整、感染抑制政策のペースと有効性、そして治療やワクチンをテストできるかどうかだ。

金融当局と財政当局の政策には前例がない。中央銀行 (CB) の政策金利は、2009年の水準に戻っている。そして、先進国の中央銀行のバランスシートの拡大は、2020年末には2009年のレベルを超えるだろう。財政支援は、その額と対策の幅の両方で広範であり、社会的安定の維持、医療制度の強化、企業部門の大規模な債務不履行の防止、家計の支援を目的としている。それにもかかわらず、これらの対策は今後2〜3四半期に経済が大

幅に縮小することを阻止するには十分でないことは明らかだ。しかし、当面は潜在成長率に影響を与える可能性が低いと考えられるため、これらの支援策が、年末から2021年の初めにかけて、経済活動の回復をけん引する可能性もある。**世界経済は「**U**」-形の回復を達成すると言うのが、当社の基本シナリオであるが、Uの底はかつての予想よりも広くて深い、回復は崩壊よりスムーズとなるだろう。**

2つの代替シナリオも可能だが、どちらが優勢となるかは、経済ショックの相互作用のレベル、企業の返済危機の程度、そして以前からあった緊張領域における政治リスクの復活の可能性に依存する。

当社の下振れシナリオは、封じ込め措置が機能せずパンデミックを遅らせることが出来ず、危機は長期的かつ体系的になるというものだ。このシナリオは、まだ市場で価格に織り込まれていないため、株式市場の更なる修正と債務不履行率の大幅な上昇につながり、セクター全体を完全な混乱に陥れる可能性がある。負債が巨大化し持続不可能になるというのが、このシナリオの特徴であり、負債を完全に「マネタイズ (貨幣化)」することが、おそらく最後の手段であろう。

上振れシナリオは封じ込め措置が効果的であることが判明し、状況は2〜3か月間で安定する (中国の場合と同様)、経済活動はすぐに再開され、最も持続性のないビジネス・モデルでのみ永続的な減損が発生する。このシナリオも市場で価格に織り込まれていないため、今年後半には、リスク資産を現在のレベルから大幅に上昇させる可能性がある。

下振れ L 形の回復 20%	中央的シナリオ ベース形 50%	上振れ U 形の回復 30%
<ul style="list-style-type: none"> このパンデミックは、引続き医療の進歩を遅らせる 長期間の国家封鎖 医療の緊急事態を超えた深刻で長期的世界的不況 世界中で負債の完全な貨幣化が起きる ビジネスが崩壊することで潜在的な生産が失われる 公的債務と中央銀行 (CB) のバランスシートが急増する 長期的な金融不況 	<ul style="list-style-type: none"> 2020年Q3末にはパンデミックが抑制される 2020年Q1/Q2/Q3は世界的に深刻な不況 世界の中央銀行と政府は、恐怖を和らげ、収入と事業を保護するための「バズーカ」政策を導入 回復が遅いQ4-Q1 (ヒステリシス効果、成長の鈍化) の後、2021年には主にベース効果が原因の回復が続く 2020年には企業の債務不履行が急増し、信用市場が大幅に細分化される 	<ul style="list-style-type: none"> 2020年H1にはパンデミックが抑制される 景気後退は深い短命 (2020年H1) 世界の中央銀行と連係された財政対策が、経済の再始動を支援する (補う)。抑制された需要が浮上する 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

出典: Amundi Research、2020年3月23日現在。ROW = 世界の他の地域

マルチアセット

リスク資産には慎重な姿勢を維持

MATTEO GERMANO,
マルチアセット部総括

当社は、波及についての最新のデータをモニターすること、分散投資を維持すること、そしてボラティリティが維持される可能性が高いため、積極的にリスクを追加することを避けることが重要だと考えている。

国内および国外の深刻な混乱は明らかなリスクだ。これは様々な経済的影響と景気後退のようなパターンにつながる可能性がある。その結果、リスク資産には引き続き慎重となっている。当社の戦略は、警戒を怠らず、最新のデータをモニターすることで、世界経済への影響と、市場が景気後退をどの程度価格に組み込んでいるかを評価することだ。今のところ、投資家はポートフォリオを高度に分散することが重要だ。世界中の政府と中央銀行が発表した措置はかなり見事なものであったが、市場が経済的混乱がどのくらい持続するかを把握するまでは、ボラティリティは続くだろう。また、ストップロス（損切）によってポジションが手仕舞いされていれば、「流動化」フェーズの修正が発生しているということだ。市場には長期的に見れば魅力的であると思われる分野があるが、今は積極的にリスクを追加するのに適切な時期ではないと当社は考える。

当社が強く確信しているアイデア

2月末以来、状況が非常に流動的であるため、当社は資産配分を戦術的に調整して、リスクが低いスタンスに移行し、株式への見解を下方修正したが、状況が落ち着けば再エントリーする機会を探す。2月末以降、当社は欧州と米国の株式には慎重であるが、今は英国株式についてニュートラルな姿勢を維持している。。もし米国株式市場が今年のピークの25%以上下落したとしても、当面今のスタンスを維持し、コロナウイルスの感染拡大の進展とロックダウンによる企業収益への影響の可能性を監視する。これらは、金融環境の引締めと売上の減少から深刻な影響を受けるだろう。新興市場（EM）の株式についてはニュートラルな姿勢を維持するが、世界新興市場（GEM）と比較すると中国FTSE A50を 선호する。中国はパンデミックのサイクルの先頭を走っているため、より大きな抵抗力を維持するだろう。

債券については、全体的なデューレーションについてニュートラルな姿勢を維持する。しかし、ドイツ国債5年物よりも米国債5年物を選好する。米国債は「安全な避難所」への資金流入から利益を得る可能性があるからだ。しかし、現在の利回り水準は、まだデューレーションへのエクスポージャーを追加するほど魅力的ではない。利回りはバリュエーションの

観点からはまだ厳しい。当社は米国債10年物の損益分岐インフレについて慎重になっている。イタリア国債は引続き魅力的な利回りを提供しているため、当社はドイツ国債30年物と比較してイタリア国債30年物のポジションを維持している。これは周辺国債券への圧力を緩和するためのECB支援への期待からだ。

他には、当初はCovid-19の進展にある程度の抵抗力を見せた。信用市場が、広範なリスクオフ傾向から悪影響を受けている。米国はHYとIGの両方で欧州を下回っている。当社は信用市場全体、特に優良証券に関してやや建設的であるが、テールリスクのヘッジに焦点を当てている。IGとHYの両方において、当社は米国と比較してユーロ圏を選好している。米国のHY企業の負債の高さ、米国HY企業がエネルギー部門のエクスポージャーが高いこと、そして原油価格が下落していることは、この資産クラスの懸念材料だ。

新興国の債券については、最近のスプレッドの拡大は、急速かつ強力だった。これはウイルス感染拡大と石油輸出国の状況を悪化させた原油価格の崩壊に牽引されている。従って、当社はこの資産クラスの見通しは今後厳しくなると考える。多くの国がまだ危機の初期段階にあり、まだ封じ込め措置は限られている。今後、深刻な不況に直面すると見る。当社は、この資産クラスについてはより慎重なアプローチをとりニュートラルな姿勢を維持している。

通貨の中では、欧州経済には深刻な脆弱性の兆しが見られるが、米ドルと比較してユーロにはニュートラルな見解を持っている。CHFと比較してもユーロには前向きな姿勢を維持している。CHFのバリュエーションが高価になっているからだ。

リスクとヘッジング

ボラティリティが高い今の段階では、特に重要なのが下振れを制限することだ。そのため、当社は投資家がヘッジを維持することをお勧めする。このヘッジには日本円、金、株式と信用のオプションなどがある。

USD = 米ドル、EM = 新興市場、IG = 投資適格、HY = 高利回り、CHF = スイスフラン、中国FTSE A50 = 中国国内の銘柄で構成されたFTSEグループによる株式市場指数、ECB = 欧州中央銀行。

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ヶ月～6か月間の資産評価を示している。これらは当社における直近のグローバル投資委員会で表明された見解に基づいている。資産クラスの評価に関する見通し、見通しの変化、意見は、予想される方向（+/-）と確信の強さ（+ / ++ / +++）を反映している。上記の評価は変更されることがあります。

債券

感染拡大と債務不履行
リスクが拡大する中、流動性を優先ERIC BRARD、
債券部総括YERLAN SYZDYKOV、
新興市場部グローバル総括KENNETH J. TAUBES、
米国投資運用のCIO

政府と中央銀行は市場を円滑にするために極端な政策措置で対応してきたが、この危機の経済的影響と流動性の欠如は企業の債務不履行リスクを高めるだろう。

中央銀行は、世界的な景気後退の恐怖の中、「バズーカ」を解き放ち政府も相応の対応をした。Covid-19の世界的な感染拡大に対する市場の反応は極端で、まず中核国債利回りを史上最低水準に押し下げ、巨大な財政刺激が発表されると市場が債務価格を高く評価し始め反発した。スプレッド商品は全面的に厳しい圧力にさらされており、世界的な景気後退が割引かれ、HYセクターで格付けの引き下げと債務不履行が増えている。資産の恒久的な減損を防ぐためには、景気後退を乗り切る回復力があるビジネス・モデルに焦点を当てるのが重要だ。ボラティリティは非常に高く、現金や現金同等資産による流動性管理が最優先事項だ。最後に、ポートフォリオの構築は市場が改善したときに回復する能力を維持できるようにすることが重要だ。

先進市場 (DM) の債券

グローバル債券については、当社はデューレーションについてポジティブなバイアスを維持するが、米国には前向きな見解（安全な逃避先としての資金流入）をもち、ユーロ圏中核国にはニュートラル、日本にはネガティブな見解を持つ。他の地域でも、デューレーションについての見解を修正し、オーストラリアではよりポジティブに、イギリスとカナダにはニュートラルな見解を維持する。当社は、米国（エネルギー価格の下落）と欧州のインフレ連動債については、それほどポジティブではない。欧州周辺国の国債は依然として魅力的な利回りを提供しているため（ECBの大規模な流動性注入）当社はポジティブな見解を維持するが、過去のイタリアやスペインほどではない。周辺国では高いボラティリティと流動性不足が継続すると見る。当社は信用市場にはポジティブであるが、セクターを見直し：今回の危機へ直接エクスポージャーがあるため、輸送、自動車セクターにはそれほどポジティブではない。発行体の質は、特にリスクの高いセグメントでは重要だ。当

社はIGには建設的だが、流動性へより焦点を当てている。当社はIGセクターではUSよりもEURを選好する（強力なファンダメンタルズとQEから支援）。またHYも同様だ（米国のエネルギーを回避する）。全体的に、リスクを追加する前に、底入れしたという証拠を確認する必要がある。米国では、金融環境がまだ引締められているため市場の流動性が圧迫されている。しかし、過去数日間で、特にTIPS市場でインフレ期待が劇的に低下したことがわかった。これは、着実にステープル化しているイールドカーブでも確認されている。両方とも、中央銀行の行動と財政刺激策が後れを取り戻しており、ある程度状況を制御していることを示唆している。当社は引き続き慎重かつ選択的であり、流動性に焦点を置いている。また、大幅に割引かれている優良米国企業の債務を探している。

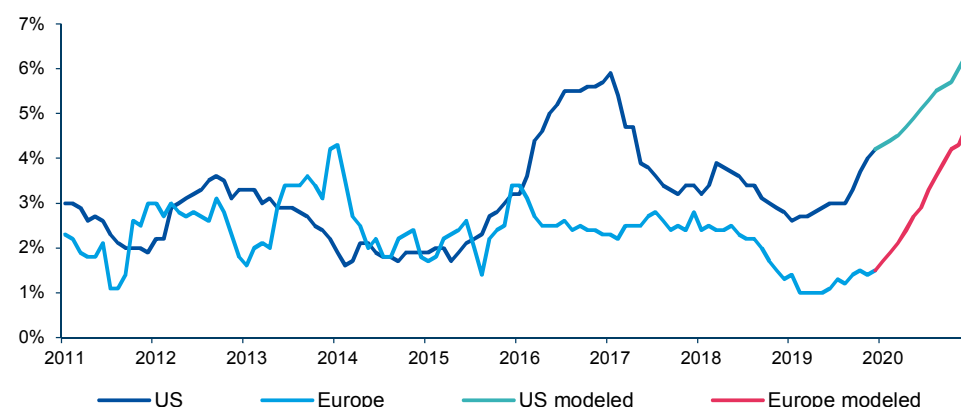
新興市場 (EM) の債券

この危機があるため、当社は短期的には慎重となっている。一部のEMは感染拡大の初期段階にあり、他のEMへは、感染の第2の波が来る可能性があるため、国内消費に影響を与える。当社は国ごとに適切な選択をする。EM債券は中期的に価値を提供すると見る。しかし、投資家は、現段階で参入ポイントを探る前に、慎重さを維持するだろう。ハード通貨建てについては、インドネシア、ウクライナ、南アフリカは魅力的だが、石油輸出国は魅力的ではない。現地通貨建てでは、現地の実質金利がここ数年来最高となっている利回りの高い国（セルビア、エジプト、ウクライナ）を選好する。

FX

当社はUSDにはポジティブで、EURとほとんどの資源国通貨には慎重になっている。米国資産は、世界で最も流動性の高い資産の1つであり、危機環境で人気が高い。EM FXには、まだ慎重な姿勢を維持している。

信用HYの債務不履行率の見通し（発行体の割合）



Source: Amundi Research forecasts, Moody's, as of 18 March 2020.

株式

ファンダメンタルズに注意を払い
慎重を期す時KASPER ELMGREEN,
株式部総括YERLAN SYZDYKOV,
新興市場部グローバル総括KENNETH J. TAUBES,
米国投資運用のCIO

今回の危機は前例のないものであるため、市場に極端なボラティリティをもたらした。しかし、投資家は経済的なロックダウンに耐えられる事業/企業に焦点を当てるべきだ。

株式市場は史上最速の修正を目撃した。S&P 500はわずか17回の立会でベア・マーケットに転落した。市場は、経済の再加速を織り込んだ価格設定から、収益不況へと急激に移行した。しかし、深く長期にわたる収益不況はまだ価格に反映されていない。それが反映されれば（これは当社の中心的なシナリオではない）、価格は更に悪化するだろう。一方、市場が新しいデータを分析し、巨額の政策支援の影響の可能性を評価する間、ボラティリティと行動バイアスは非常に高く維持されるだろう。従って、投資家はリスクのバランスをとり、流動性を優先すべきだ。同時に、堅固なバランスシートを持ち、危機でも混乱しない（または危機時により強くなる可能性がある）抵抗力あるビジネス・モデルを持ち、大幅にディスカウントされているセクター/株式を特定することに焦点を当てる必要がある。

先進国市場 (DM)の株式

欧州では、自動車や航空業界などの脆弱な産業の脆弱な企業は非常に危機的状況になっており、数カ月以内に債務保証、株式発行が必要で、国有化される可能性もある。**市場が急落した結果、混乱が生じている。**当社は、抵抗力あるビジネス・モデルと堅固なバランスシートを備えた企業について建設的な姿勢を維持している。またこれらの条件を満たす構造的な勝者（生活必需品と医療分野）は魅力的に価格設定されていると見ている。当社はまた、以前は高価すぎると見なされていたテクノロジー部門の動向にも注目している。**更に、バリュー株にも固有なチャンスがある。**欧州ではバリュー株が成長株と比較してこれほど安価になったことはなかった。この分野では、当社は特に一般消費財と金融株を特に選好する。バリュエーションが魅力的だからだ。

米国では、最近の下落相場が示唆するのは、恐怖要因が市場を支配しているということだ。国際市場では景気後退が価格に織り

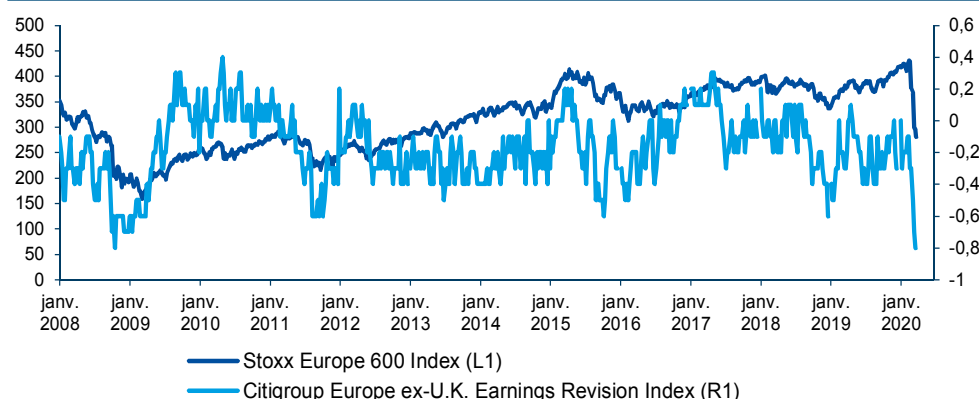
込まれているが、米国ではまだそうっていない（まだ終わっていない）。政策者は、金融および財政的支援をフルに提供したいという完全な願望を示唆している。しかし、これが医療危機であることを考えると、**コロナウイルスの症例が少くなれば、市場心理は改善するだろう。**株式リスク・プレミアムは魅力的ではあるが、実質金利がマイナスであることで、このシグナルの強さを損なう可能性はある。投資スタイルの観点から言えば、世界金融危機が終わってから、**バリュー株は成長株のパフォーマンスを下回っている。**そして現在の市場調整も当時と似ている。それにもかかわらず、経済成長が底入れすれば、バリュー株は回復すると当社は見ている。当社は循環株/バリュー株の銘柄に関して前向きであり、投資家はエネルギー部門を回避すべきであると考え（原油価格の下落と混乱が深刻であるため）。

全体的に見て、現在の市場の混乱は、厳選した長期的なチャンスを提供すると考えている。

新興市場 (EM)の株式

当社はEM全体に対して慎重な姿勢を維持している（**経済への影響に対する脆弱性と不確実なコモディティ市場**）。更にサービスと観光がけん引する国や部門は、回復に時間がかかるため、非常にディフェンシブな姿勢をとっている。エネルギー部門への姿勢もディフェンシブとなっている。需要と供給のバランスがますます好ましくない状態になっているからだ。現時点では、当社は **中国と韓国** -特に一般消費財企業-を選好する。**コロナウイルス問題が回復段階に近づいているからだ。**不確実性が後退すれば、政策支援と説得力のあるバリュエーションのおかげで、あちこちでチャンスがあると見ている。

大幅な収益の下方修正と市場調整



Source: Bloomberg, as of 23 March 2020

テーマ

ユーロ圏の飛躍的進歩：債務相互化への道のり

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

この危機に対処するために使用されるツールは、危機が終わった時点で、議論を形成するだろう。

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

ユーロ圏の構造では、今回のショックから生じるすべてのリスクを阻止することはできない。厳しい融資条件がない欧州安定メカニズム (ESM) の与信枠に頼ることは、債務相互化への事実上の最初のステップだ。将来的には、これが欧州予算と共同債務への道を開く可能性がある。

大西洋の両岸で実施された経済政策は、財政と金融面の両方で前例のないものだった。**我々は今、中央銀行と各国のバランスシートの事実上の合体を目の当たりにしている。**ユーロ圏 (EZ) 政府が、事業活動を突然停止せざるをえなかった企業に提供する保証について考えてみよう。予測される景気後退の規模を考えれば、公的債務は急激に増加し、中央銀行 (ECB、BoEおよびFRB) によるQEがなければ、債券利回りは急上昇する。その後、中央銀行のバランスシートは公的債務と並行して急拡大する。**政府は最終手段としての買い手になり、中央銀行が最終手段としての貸し手としての役割を果たしている。財政政策と金融政策は絡み合っている。これを元に戻すことはできない。**

金融危機は制度改革の機会を提供する

歴史的に見ると、経済危機や金融危機は、当局にそれらを封じ込めるための必要な手段を備える機会を常に与えてきた。実際、FRBが世界金融危機 (GFC) に対応できたのは、1930年代の危機の後に採択した法令があったからだ。そして、ECBがとりわけ政府が提供する保証をサポートできるのは、2012年のユーロ圏ソブリン債務危機があったからだ。今日、ECBが採用している (または採用できる) ツールのほとんどは、ユーロを救済するために2012年以降に導入されたものだ。

ここ数十年にわたり、米国の政策ミックスはより柔軟で透明性が高くなってきた。しかし、ユーロ圏の政策は、まだ米国と同程度には成熟していない。従って、債務の貨幣化はユーロ圏諸国ではまだタブーであるが、米国では明らかに可能性がある。

経済通貨同盟 (EMU) は不完全だ

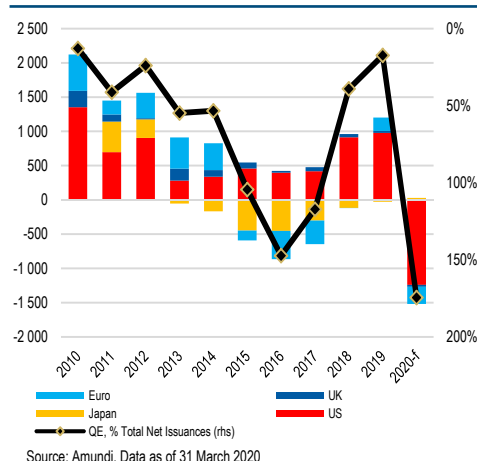
現在使用できるツールでは、EMUは制度的なショックに対処できない。債務の貨幣化についての議論とは関係なく、**ユーロ圏の制度的および財政的構造では、現在の感染拡大ショックによるすべてのリスクを封じ込めることはできない。**連邦政府の予算がないため、政府は当初、個別に行動することを余儀なくされ、特に最も脆弱な国々では、十分に調整されていない対策を講じることになった。**多分これでは十分ではない。**興味深いことに、3月23日火曜日、ユーログループが欧州安定化メカニズム (ESM) を動員し、必要とす

るユーロ圏のすべての国にその国のGDPの2%に相当する特別な与信枠 (ECCL) を開設するという提案をした。この与信枠は、「安定への復帰」という条件を満たす必要があるだけだ。厳しい条件がないことは、2012年に作られたESMの金融支援の本来の精神とは明らかに合致しない。しかし、コロナウイルスの感染拡大、は対称的な外部ショックであるため、モラルハザードという反対はなくなるだろう。

驚いたことに、2日後に開催された欧州理事会はこの提案を採択しなかった。現時点では、ドイツとオランダが、この方向に進むことをまだ拒否している。しかし、ESMの与信枠はある時点で採択されると当社は見ている。そうならば、これは債務相互化への事実上の最初のステップとなるだろう。

最終的に、この危機に対処するために使用されるツールは、危機が終わった時点で、必然的に議論を形成するだろう。そうならば、欧州の指導者たちは、単一の連邦予算とユーロ圏の単一の資金調達手段が、危機を管理するためにはより効率的であったことを認めざるを得なくなるだろう。**欧州予算の誕生と共通の負債 (多分貨幣化された) は、おそらくこの危機が現制度の歴史に残す足跡となるだろう：より大きな欧州への強制された行進として！**

2020年3月30日作成

償還および中央銀行による購入を除いたソブリン債発行額 (USD bn)

今月のトピック

VALENTINE ANINOZ, CFA
先進市場戦略リサーチ副総括

中央銀行は新しいレジームに転換：制限なき支援

中央銀行と政府の連係された行動は、倒産の急増を防ぐという明確な目的を持っている。中央銀行は、新しいレジーム、つまり制限無きの支援を開始した。当社は中央銀行の流動性危機に対処する能力を確信しているが、将来にわたる危機の解決性の深さについては強い確信を持っていない。

Covid-19は、信じがたいほどの速さで、現景気サイクルを終わらせる役割を果たしている。今となつては、世界的な景気後退は避けられないだろう。Covid-19は供給の混乱、需要の減少、および突然の資金調達条件の引締めを組み合わせをもたらしたからだ。協調的かつ積極的な財政および金融政策は、景気後退を制限し、これが深刻な経済不況に陥らないようにすることを目的としている。現在、中央銀行と政府が直面している大きな課題は、著しい事業の倒産、失業の急増、銀行の破綻を回避することだ。

さもなくば、先進諸国の経済サイクルは、その並外れたデューレーション、企業およびソブリン債務の急増、そして超緩和的な金融政策によって特徴付けられるだろう。実際、低金利と資産購入プログラムの実施で、信用サイクルは記録的に拡張された。我々は次のことに留意する必要がある。

- ・特に米国と中国において、ここ数年間の間に、企業債務は過去最高水準に達している。米国企業は、金融市場で莫大な資金を調達して、自社株を買い戻し、記録的な合併と買収の財源とした。
- ・現在の公衆衛生上の緊急事態が発生する前から、成長はすでに弱まっていた。2019年のGDP成長率は、2008年から2009年にかけての金融危機以来最も遅いペースであった。当社は2020年の世界の成長率は、

低いレベルで安定すると予想していた。

- ・世界的な成長環境が弱いにもかかわらず、企業の債務不履行率は過去数四半期にわたり低くなっていた。これは超緩和的な金融政策と投資家の自己満足が理由だ。

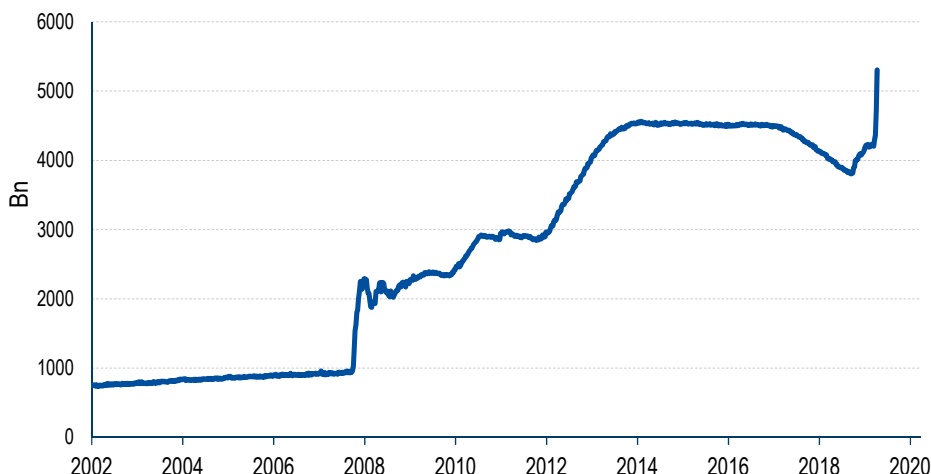
非金融部門の企業は、この新しい危機の震源地だ。Covid-19と原油価格の下落は、利益の減少と資金調達条件が引き締められることで、債務不履行率を押し上げるだろう。企業倒産の規模が、どの位の期間経済が弱体化し続けるかの重要な要素になる。これが、銀行や金融機関に打撃を与えた2008年の金融危機との大きな違いだ。主要中央銀行が採った主な対策は何か？

中央銀行は新しいレジームに転換している。つまり制限なき支援と言うことだ。中央銀行は、次のことを行うために、前例のない行動をとっている。

- ・短期的には、流動性が逼迫することを避ける。ここ数週間の間に、リスク回避が増加し債券ファンドから大規模な資金流出が見られた。現金への逃避が、債券市場の資産価格を混乱を悪化させた。これを受けて、主要中央銀行は国債を購入し、コマーシャル・ペーパー市場を支援する措置を講じている。コロナウイルスによる混乱の後、短期の流動性ギャップを埋めようとする企業にとって、コマーシャル・ペーパー市場は不可欠だ。

非金融部門の企業は、この新しい危機の震源地だ。

1 / FRBは3月25日の週に5,860億ドルの資産を追加した。 FRBの保有高は合計で5.3兆ドルに達した。



Source: Bloomberg, Amundi Research - Data as of 25 March 2020

今月のトピック

- **中期的には： 政府債務を貨幣化する。**政府は、大規模な財政刺激策を導入しており、それは家計への直接の現金給付を含む。先進諸国では、財政赤字はGDPの2～3%から約10%以上に増加する。この公的支援が、通常の政府債務で賄われた場

合、金利が急上昇し回復を妨げることになる。今後公的債務が増加した場合、それを完全に貨幣化する以外に選択肢はない。

ECBはパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) を発表した：

- この公的および民間証券購入プログラムは、7,500億ユーロの規模で、既存のプログラムへの追加として実施される（月額200億ユーロ、年末までに1200億ユーロが限度）。ECBは、以前の危機時でも見られなかったペースで資産を購入する。12月までに1か月あたり1,100億ユーロを超える資産を購入する。ECBは最大で1か月あたり800億ユーロを購入した。
- 今回の新しいプログラムは非常に柔軟である。発行者の制限はなく、ギリシャ発行の証券も含まれる。資本配分キーに関連する許容範囲が広く、最低残余期間の要件は70日に引き下げられた。
- ECBは現在、コマーシャル・ペーパーも大企業から直接購入している。

FRBは政策金利を0～0.25%に引き下げ、市場環境を強化する抜本的な措置を発表した。

- FRBは米国債および住宅ローン担保証券を無制限に購入する。FOMCは、政府系の商業用住宅ローン担保証券を、政府系住宅ローン担保証券の購入枠に含める。
- 合計で最大3,000億ドルの新規融資を提供する、新しいプログラムを設立することで、雇用主、消費者、事業へ信用フローを支援する。米財務省は、為替安定化基金 (ESF) を使うことで、信用枠300億ドルの資本を提供する。
- 投資適格企業への融資を支援するため、2つの融資枠を設立した。一つは、新規債券とローンのための、発行市場企業融資枠 (Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF))、もう一つは、発行済みの社債のための流通市場企業融資枠 (Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)) である。
- 3番目の融資枠は、ターム資産担保証券貸出制度 (TALF)で、これは消費者および事業体への資金の流れを支援するためだ。TALFは、学生ローン、自動車ローン、クレジットカード・ローン、中小企業局 (SBA) が保証するローン、およびその他の特定の資産によって裏付けられた資産担保証券 (ABS) の発行を可能にする。
- FRBはまた、中央銀行の流動性スワップ・ラインを拡大した

現段階では、コロナウイルスが経済に与えるダメージの大きさを把握することは困難だ。中央銀行と政府の連係された行動は、倒産の急増を防ぐという明確な目的を持っている。当社は中央銀行は、新しいレジーム、つまり制限無きの支援を開始した。当社は中央銀行の流動性危機に対処する能力を確信している。当社は将来にわたる危機の解決性

の深さについては強い確信を持っていない。当社は、次を期待する：(1) 追加のソブリン債務の供給は中央銀行の資産購入プログラムで吸収されるため、中央銀行がソブリン債の利回りを支える措置をとる。そして(2) 大企業は景気回復を支え、失業率の上昇を抑える鍵となるため選好される。

中心 & 代替 シナリオ

月次アップデート

3月に、Covid-19の感染が徐々に世界的に拡大したことは、世界経済と金融市場にとって大きな変化をもたらした。感染拡大がもたらした被害を抑制するための政策がより大胆になったため、当社は基本シナリオと代替シナリオを再評価した。当社は上振れシナリオの確率を15%から30%に、下振れシナリオの確率を30%から20%に、中心的シナリオの確率を55%から50%に修正した。

下振れシナリオ L 形

20%

- 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
- 国家のロックダウン（封鎖措置）が延長される
- 死亡者が大幅に増加
- 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
- 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んだため世界中で債務の貨幣化が起こる
- 潜在的な生産が失われる（ビジネスが崩壊するため）
- 長期間にわたる金融抑圧（規制とゼロ金利政策を通じて）
- 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
- 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

中央的シナリオ U 形 ベース形

50%

- 一時的だが長期にわたるショック：
 - 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）
 - 期間制限付きのロックダウン（最大3か月）のおかげで、感染はコントロールされる（Q3後半）
 - 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
- 2020年Q1/Q2/Q3に世界的に深刻な不況が起きる
- 2020年4Q/2021年Q1から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（主にベース効果によるもの）
- 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）を落ち着かせることができない（Q2）。しかし 収入と事業は守られる
- 2020年に企業の債務不履行が急増。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、返済能力が問題となる
- 製造業の反転はサービス業の反転より遅い
- 中国の回復は、世界の他の地域からの需要が弱いため抑制される
- スタグフレーションの要因が幾つか実現する（脱グローバル化）

上振れシナリオ U 形

30%

- 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にはコントロールされる
- 深い短命な景気後退（2020年1H）
- 世界の中央銀行と財政政策による連係された行動が経済の回復を支援する（補う）
- 製造業とサービス業の反転
- 企業の債務不履行が制限される。これは政府の支援と中央銀行の流動性対策の功績
- 鬱積した需要が現れる
- 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

コロナウィルスに対する当社の姿勢

「数十年何も起こらない時もあるが、数十年分が数週間の間にかかる時もある」

Covid-19の大流行は、アジアから欧州そして米国にまで世界的に拡大した。感染数は増加の一途をたどっており、危機を封じ込めてコントロールするための医療政策は深刻なストレス下にある。3月には、政策当局は大胆な政策を打ち出した。

感染抑制対策は、ソーシャル・ディスタンス、国家的封鎖などを様々なタイミングと強さで展開し、需要と供給の両方に圧力となっているサプライ・チェーンの混乱の増加にも対応している。政策者は社会的および経済的安定を維持することに焦点を当てている。人命と生活を保護し、経済的影響を抑えるための医療および経済政策が実施された。

金融市場は、人命、暮らし、生活、事業の保護に関する不確実性が高まったため、激しく変動した。中央銀行は、流動性、短期の信用曲線（特に米国）、ソブリン債利回りについて市場参加者の期待を安定化させ、ECBはドイツ国債と周辺国国債間のスプレッドに上限を課した。金融市場での損害が実体経済に波及し、混乱の深さと期間の長さに耐えられなくなるリスクを抑えるために、「できることは何でもする」という態度を示している。

上位のリスク

今月の変更

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。3月には、経済リスクが大きく上昇するのを目の当たりにした。最近の課題は、中央銀行が「バズーカ」で流動性とソブリン・スプレッドへの期待を安定させ金融リスクを緩和してる間に、Covid-19の具体的な経済的影響を把握することだ。地政学的リスクはまだ高く、より広範囲に展開する可能性が高い

経済的リスク	財政的リスク	(地政学的な) 政治リスク
7.5%	15%	7.5%
の確率	の確率	の確率
不況	金融不安	Covid-19パンデミックが悪化する政治的緊張
<ul style="list-style-type: none"> 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 深く、長い世界的な不況：需要と経済活動が崩壊し、国家封鎖が6か月以上続く 潜在的な生産が失われる。ビジネスが崩壊するため 債務負担が悪化する。緊急財政政策とコロナウイルスの感染拡大を克服するための流動性注入による 	<ul style="list-style-type: none"> 企業の脆弱性が上昇。支払能力の問題、および債務不履行リスクの上昇(> 15%、20%を超える可能性も) 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債務不履行の増加 信用の流動性不足とリスク配分の誤り 米ドルの流動性が枯渇する 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、発行市場で低迷する（欧州でも同じことが起こる可能性もある） 	<ul style="list-style-type: none"> 米国の選挙：全国でのウイルス感染が拡大し、投票所での投票ができなくなり、大統領選挙の正当性が著しく損なわれる。 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 調整された政策と政府のリーダーシップがない場合、反体制派が主導権を握る（主に欧州のリスク） 英国が合意なき離脱に向かう Covid-19パンデミックの責任に関する米国・中国間のいさかい 石油戦争の開始
<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> 石油、高リスク資産、コモディティ 輸出国のFX	<div>-</div> 石油、高リスク資産	<div>-</div> 石油、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定義した金融レジーム（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のデータ・セットに対して、k平均法（k-means）クラスター分析の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はデータセットのばらつきの大部分を表します。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、観測値の類似性に基づいています。観測値をk個のクラスター数のグループに分けるには、観測値とクラスターの重心の間のユークリッド距離の二乗の合計を最小現にすること、つまり各クラスターの参照値で得ることができます。距離が大きいほど、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つのカテゴリーに分類されます。経済、金融、および（地政学）政治。3つのカテゴリーは相互に関連していますが、3つの要因に関連する特定の中心があります。加重（パーセンテージ）は、当社の投資部門で実施される四半期毎の調査によって導き出される、最も影響力が高いシナリオを構成するものです。

グローバル・サーチ・クリップ

1 **2020年Q1/Q2/Q3の世界的に深刻な不況。アジア、次いで欧州、そしてアメリカが回復し、形勢を一変させ、変転への道が開かれる。**

— ショックの期間が延長される(全体のピークは5月か6月)。また、世界中の地理的な影響も拡大され、中国を起源とする貿易への外部ショックから、閉鎖を経験したほとんどの国での需要の崩壊という内的ショックへと変化する。少数の国(中国や韓国など)を除いて、感染拡大のピークはまだ見えない。従って、当社は中心的シナリオの回復プロファイルを広ったU形状に修正した。

2 **中央銀行は流動性リスクに対処している。**

— 中央銀行はソブリン・リスクを再調整し利回りを広範に安定させるなど、流動性の問題に取り組んでいる。当社はそれらが成功し、問題が金融セクターから信用セクターを介して実体経済へ波及するのを制限すると予測する。しかし、中央銀行による返済能力への対策は限られていることを認識している。これは経済政策の範囲内だからだ。

3 **政府は人命と世帯収入を保護している**

— 政府は社会の安定を目標とし、まず人命を守り、次に収入を維持し、崩壊するビジネスの長期的なコストを最小限に抑えて、その後起こる事に対して実体経済を準備させる必要がある。米国では、財務省とFRB間の協力はすでになされているが、ユーロ圏はより強力な財政制度と金融政策との調整の初期段階にある。

4 **原油価格は年間を通じて低く維持されるだろう**

— 原油価格の暴落は、需給のダイナミクス変動によって引き起こされた。Covid-19パンデミックと世界的に拡大した都市閉鎖によって、需要予測が大幅に下方修正されたが、サウジアラビアが突然生産を300万バレル増やすという決定を下したため、原油市場は過剰供給状態となった。このため、2020年2Hに世界的なテクニカル不況が更に深まれば、妥当な原油価格範囲は25~35ドルとなり、20ドルへ向かう圧力がかかる。

経済刺激策

米国：2.2兆ドルのCovid-19刺激策。このパッケージは、現在米国が置かれている極端な衝撃から米国経済を保護することを目的としている。史上最大の経済救済策(GDPの10%)は、感染により経済的打撃を受けた個人事業主やフリーランスなどの労働者を含む、経済の全部門に幅広いサポートを提供する。この巨額の緊急援助法案の主な項目は、成人1人当たり1,200ドル、子供1人当たり500ドル(収入額による)の直接支給が含まれ、総額2,900億ドルとなる。更に、失業者への援助は2,600億ドル拡大されている。5,100億ドルが貸付金と保証の形で付与されるが、そのうち4,454億ドルは、FRBの融資プログラムと、大きな打撃を受けた部門(航空会社を含む)を支援するために使われる。中小企業への貸付、保証、および助成金も3,770億ドルとなっている。最後に、州政府と地方自治体には1,500億ドルが割り当てられ、1,800億ドルは病院やその他の医療費に使われる。パッケージの残りは、主に事業への租税措置やその他の給付のための資金提供に充てられる。

欧州連合：各国政府とECBからの大幅な支援。欧州理事会は、予算規則の一時停止を確認し、加盟国による企業への援助の制限を緩和することを許可した。各国の対策を開始する前に、370億ユーロの初期援助計画(主に結束政策基金の再利用)が承認された。ユーログループは、欧州安定メカニズム(ESM)をGDPの2%の範囲内で有効にすることを決定したが、それが有効になるためには、さらなる決定が必要となる。各国レベルでは重要な支援策が発表されている。例えば、フランスでは450億ユーロ(GDPの2%)、ドイツでは120億ユーロ(GDPの4%)となっている。この金額は上限ではないことに注意。最終的には一時的な失業への支援など、発表された計画の採用率に依存する。法人向け貸付金の大規模な公的保証も発表されている。フランスでは3億ユーロ、ドイツでは合計で8億ユーロを超えている(ドイツ政府は「無制限」の保証と言及)。ドイツはまた、企業への公的資金注入のために1,000億ユーロの基金を設立した。

英国：3つの支援策が議会通过している。主な対策は、NHSと医学研究への支援、一時失業への支援(3か月計画で月額2,500GBPを上限として賃金の80%を支給)、更に自営業や臨時労働者への支援も検討されている。これらの対策で、今年の英国の予算には少なくとも420億ポンドが追加される。政府はまた、法人向けに3,300億ポンドの貸付金への保証を提供する。

日本：合計96億ドルの2つの支援策を2月と3月に発表した。これらは、打撃が大きかった中小企業を支援するための安価なローン(最初は観光事業に、その後他のセクターに)、そして働く親やその他の社会的援助の支援を含む。日本は現在、家計への直接の支給と融資保証を含む、はるかに大きな支援策(最大5,150億ドル、またはGDPの10%)を準備している。資金の一部は、米中貿易戦争による被害を最小限に抑えることを目的とした既存の刺激策から転用される。

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	-/=	▼	最近の反発にもかかわらず、ウイルス関連のニュースやウイルス抑制措置の経済的影響が米国を不況に陥れる可能性が高まっていることから、当社は米国株式市場は変動しやすいと考えているため慎重を期している。しかし、FRBが「引き続きあらゆる種類のツールを使う」と言及していることから、財政刺激策と金融緩和（制限無しのQE）への期待を考えると、景気後退は短期間である可能性がある。
	欧州	-/=		欧州は、突然前例のない経済の停止を目の当たりにした。これは一時的な景気後退につながる可能性がある。脆弱な産業の脆弱な企業は国有化に直面する可能性がある。しかし、高いボラティリティと低い収益期待の中で、リスクのバランスをとり流動性を改善することを優先すべきだ。特異なチャンスは出現したが、株式は全体的にまだ脆弱に見える。
	日本	=		多くの日本企業は輸出業であるため、市場が極端なボラティリティにさらされると、日本円が「安全な避難先」として機能して上昇するため損害を被る。その結果、これらの企業の収益は世界のPMIと経済活動にリンクされている。しかし、株式のバリュエーションは魅力的であり、企業のバランスシートの負債は少ない。従って、当社はニュートラルな姿勢を維持する。
	新興市場	=		コロナウイルスの経済的影響への脆弱性とコモディティ市場の不確実性を考慮すると、当社は全体的に慎重となっているが、サービスと観光に依存しているセクターと国、そしてエネルギー・セクターについては特に慎重だ。コロナウイルス感染の回復期に近づいていることから、当社は中国と韓国を 선호する。状況が改善するにつれて、両国は魅力的なバリュエーションと刺激策を考慮すると、投資チャンスが見つかる可能性がある。
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建設的となっている。ボラティリティが高まる中、安全な避難先として資金流入が継続すると考えているからだ。制限無しの量的緩和は、将来の債務が増加するとしても、債券利回りを安定させることに役立つだろう。
	米国IG社債	=/+		金融環境が引き締められていることは、市場の流動性に影響を与えている。しかし、FRBがPMCCF、SMCCFや政府系住宅ローン担保証券への支援を決定をしたことは、いくらかの不安を取り除くだろう。当社は全体的に慎重であり、流動性に焦点を当てている。市場の動きを見ると、優良企業の長期社債を割引価格で選択的に追加するチャンスをもたらす可能性がある。
	米国HY社債	-	▼	レバレッジ率の高さ、債務不履行リスクの上昇、Covid-19による経済的影響、原油価格の下落などを考慮して、当社は非常に慎重な姿勢を維持している。
	欧州の国債	-/=		EUの中核国の国債にはそれほどの価値はないが、周辺国の国債については、利回りが魅力的であるため引き続きポジティブな姿勢を維持している。当社はスペインとイタリアの国債にはポジティブである。これはECBは、EZの細分化を避けるため大規模な流動性注入を決定し、コロナウイルス大流行で大きな打撃を受けた国々への追加の支援を打ち出しているためだ。しかし、周辺国ではまだ高いボラティリティと流動性不足の可能性が継続すると見ている。
	ユーロ圏IG社債	++		米国IG社債と比較すると当社はEUR IGを 선호する。EUR IGはファンダメンタルズが堅固でECBからの継続的な支援を受けるからだ。しかし、当社はポートフォリオのリスクについて安心感を得る為、発行体の品質に焦点を当てている。当社は金融企業の劣後債についてポジティブな姿勢を維持する。銀行は2008年の危機時よりも、はるかに準備が整っているからだ。
	ユーロ圏HY社債	-/=	▼	当社は米国HYと比較すると、EUR HYを 선호する。しかし、景気後退による流動性の悪化と、債務不履行率の上昇を監視する必要があるため選択的である。
	EM 債券HC	=/+	▼	当社は短期的には慎重な姿勢を維持している。多くの新興国がコロナウイルスの発生と感染拡大の初期段階にあるからだ。当社はインドネシア、ウクライナ、南アフリカを好み、石油輸出国には慎重である。
その他	EM 債券LC	=		現地通貨建てでは、セルビア、エジプト、ウクライナなど利回りがより高い国を 선호する。これらの国の実質金利はここ数年で最高となっている。
	コモディティ			2つの大きな衝撃が石油、ベースメタル、それほどではないが金に打撃を与えたため、コモディティ価格はここ数週間で急落した。Covid-19が原因で世界的な都市封鎖が行われたことで、石油需要が大幅に低下し、サウジアラビアが突然3百万バレル増産することを決定したことで、石油市場は供給過剰となった。当社は原油価格を1バレル25ドル〜35ドルに下方修正し、世界的な景気後退が今年H2に入った場合、更に20ドルまで下落する可能性があると考えている。金もまた、他の高リスク・ポジションの追加証拠金として強制的に売却されたため、一時的な打撃を受けた。しかし、金は依然として非伝統的な金融政策の時期には有効なヘッジとなる。
	通貨			金融情勢が引締められ、成長期待と流動性への懸念が高まる中、米ドルは上昇した。これは、ボラティリティが急上昇し、キャリーポジションの手仕舞が低利回りの通貨を押し上げた2月末とは対照的だ。しかし、3月には米ドルは上昇し、ファンダメンタルズと比較して15%過大評価された。今後、経済の行き詰まりの期間が不透明であるため、流動性へのニーズが高まれば、少なくとも中央銀行と政府の介入が信頼できると認識され、高リスクの資産が底入れするまでは、米ドルは堅調に推移するだろう。

説明

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

出典：2020年3月24日現在のユーロ・ベースの投資家に対するアムンディの見解。本資料は、特定の時点における市場環境の評価を表しており、将来起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 = ハイイールド社債。EM債券HC/LC = EM債券のハード通貨建て/現地通貨建てなWTI = West Texas Intermediate。QE = 量的緩和

先進諸国.

マクロ経済の見通し

03/29/2020時点のデータ

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
世界	3.1	-0.9/0.3	3.1/3.8	3.0	3.4	2.8
先進諸国	1.7	-3.4/-1.9	2.8/3.5	1.5	1.5	1.6
米国	2.3	-3.1/-1.9	3.0/4.0	1.8	1.6	1.6
日本	1.2	-3.0/-1.9	1.0/2.0	0.7	0.7	0.6
英国	1.4	-5.0/-3.2	3.1/3.8	1.8	1.6	1.7
ユーロ圏	1.2	-5.2/-3.0	3.2/3.8	1.2	0.8	1.3
ドイツ	0.6	-5.5/-3.1	3.1/3.7	1.5	1.0	1.3
フランス	1.2	-5/-3	3.2/3.9	1.3	0.9	1.3
イタリア	0.3	-6.1/-4.9	3.1/3.6	0.7	0.3	1.0
スペイン	2.0	-5.8/-4.2	3.0/3.7	0.7	0.6	1.0

出典：アムンディ・リサーチ

- **米国**：H1は急激な景気後退に向かう。H2の回復は、感染抑制後の正常化段階が始まった後の危機の長さと同様の効果に依存する。大統領による非常事態宣言が発出され、ほとんどの州が、集会の阻止から州全体での隔離まで、様々な度合の緊急措置を実施している。3月下旬のデータによれば、ビジネスと消費者の感情は急激に低下し、過当たりの新規失業保険請求数は32万件とかつてない増加を示している。
- **ユーロ圏**：ユーロ圏経済は景気後退に突入している。イタリアの後に、ほとんどの欧州諸国が深刻なCovid-19感染拡大に直面し、より厳格な封じ込め対策を講じているため、内需の減少、サプライチェーンの混乱、および外需の損失から波及反応が生じている。ほぼ全てのセクターで経済活動が影響を受けている。最も可能性の高いシナリオはU字型の回復だが、Uの底の部分の長さは、公衆衛生上の緊急事態の長さ、正常化段階の開始時の経済支援のための財政対策の効果に依存する。
- **日本**：3月末までに、経済における海外でのパンデミック・リスクは内因性のリスクに変わり、東京を含む大都市で感染件数が増加している。東京オリンピックを延期（おそらく2021年まで）した後、安倍首相はまだ厳格な都市封鎖措置を決定するには至っていない。日本経済は深刻な不況に陥ると予想されている。他の多くの経済と同様、内需と外需の両方の需要の崩壊という二重のショックを経験すると予想されるからだ。日本の設備投資は、その輸出動向と密接に関連している。
- **英国**：英国経済は今年、不況に直面するだろう。Covid-19への感染総数が懸念すべきレベルにまで上昇したため、政府は人々の動きと経済活動に対する制限を強化している。これでH1の経済成長は大きく後退する。かつてないレベルの政府、財政、金融政策による対応が続き、ウイルスの拡散を抑制し、家計や企業が困難を乗り越えて、緊急事態が終わった後の回復に備えることを目標としている。

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

	31-03 2020	当社予 想 6ヶ月 先	コンセン サス Q2 2020	当社予 想 12ヶ月 先	コンセン サス Q4 2020
米国	0.13	0.25	0.13	0.25	0.15
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.64	-0.50	-0.66
日本	-0.1	-0.2	-0.16	-0.2	-0.28
英国	0.1	0.00	0.20	0.00	0.20

出典：アムンディ・リサーチ

- **FRB**：FRBは発言から行動に急速に移行した：1) 金利を（2回に分け）合計150bp引下げ、2) 無制限の国債購入QEを発表、3) コマーシャル・ペーパー市場と発行市場のディーラーの流動性を支援、および4) 2020年9月末まで利用可能な3,000億ドルの、つぎの3つの新規融資枠を通じて融資を支援する。(1) 発行市場企業融資枠 (Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)) は、新規の債券および貸付を支援する。(2) 流通市場企業融資枠 (Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)) は、既存の社債の流動性を支援する。そして(3) ターム資産担保証券貸出制度 (TALF)は、資産担保証券 (ABS) の発行を支援する。
- **ECB**：ECBは2回措置を実施した。最新の政策会議では、120億ユーロの追加の純資産購入を決定し、中小企業の借換えを支援するための流動性ツールを承認し、非常に優遇された金利での長期ローンを通じてQEを拡大した。同時に、ECBの銀行の監督部門は、コロナウイルスへの反応において、一時的な資本と運用上の救済を提供した。ECBは後で、十分な柔軟性を備えた（発行体の制限がない）7,500億ユーロ相当の追加QEプログラム（新パンデミック緊急購入プログラム (PEPP)）を発表した。
- **日銀**：日銀は他の中央銀行とともに更なる緩和政策を採用した。他の主要中央銀行が発表した声明に沿った形で、日銀は適切な市場オペと資産購入を通じて十分な流動性を提供し、金融市場の安定性を確保することを発表した。日銀は、3月31日の日本の会計年度末までに銀行が十分な資金を確保できるよう、市場操作を介して十分な資金を投入すると述べた。またレポ市場の安定を維持するための措置も発表した。
- **イングランド銀行**：金融政策委員会は政策金利を0.75%から0.1%に65bps引き下げた。また、資産購入額を2,000億ポンド増加し、合計で6,450億ポンドにする発表した。追加の資産購入の大半は英国国債だが、一部非金融企業の投資適格社債も購入される。中小企業 (TFSME) のための追加のインセンティブを備えた新しい資金調達スキームが導入された。

金融政策会議の予定

中央銀行	次の会議
FRBのFOMC	4月29日
ECB理事会	4月30日
日銀MPM	4月27日
イングランド銀行 MPC	5月7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

03/03/2020時点のデータ

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
世界	3.1	-0.9/0.3	3.1/3.8	3.0	3.4	2.8
新興諸国.	4.1	0.8/1.7	3.3/4.0	4.0	4.6	3.5
ブラジル	1.1	-3.2/-1.8	-0.1/0.9	3.7	4.2	4.5
メキシコ	-0.1	-3.5/-1.5	-0.2/0.8	3.6	3.6	3.6
ロシア	1.3	-1/1	1.0/2.5	4.5	3.5	4.0
インド	5.3	1.2/2.6	3.6/4.9	3.7	6.4	4.4
インドネシア	5.0	3.3/4.1	4.1/5.0	2.8	2.8	3.3
中国	6.2	2.3/3.3	5.0/5.6	2.9	4.0	2.0
南アフリカ	0.2	-5/-3	0.8/1.0	4.6	4.1	4.4
トルコ	0.8	1.3/1.8	2.3/2.5	15.5	10.9	9.2

出典：アムンディ・リサーチ

- 中国**：1月と2月に発表された一連のデータは、経済のさまざまな部門（家計消費、投資、貿易）で非常に脆弱であった。これらのデータを受けて、当社は2020年成長予想を2.7%~3.7%と大幅に下方修正した。政策ミックスは特に財政面ではまだ緩和的であり、地方自治体により多くの税収を維持し、年の最初の月に年間割り当ての半分以上を発行することが許可されている。経済活動はゆっくりと再開しているが、下振れリスクは続いている。感染の第2の波と、世界が不況状況に陥ると中国製品に対する外的需要が失われることが理由だ。
- メキシコ**：2020年の経済パフォーマンスは、2019年よりもはるかに悪くなると予想される。メキシコのGDPは、3つの大きなショックに見舞われる。Covid-19の発生、主要貿易相手国である米国（輸出総額の約80%）の不況、そして原油安だ。政策ミックスは非常に遅いペースで緩和的になっている。メキシコ銀行は、政策金利を50bps引き下げたが、更なる引き下げが予測されている。感染拡大の封じ込めと財政政策の戦略が不透明であるため、経済の脆弱性を拡大することが予想される。更に、原油価格が低下しているため、財政の持続可能性が不透明となっている（財政はすでに脆弱であり、国営石油企業ペメックスはソブリン債務に加えられている）。
- トルコ**は、大規模な信用ショックと、財政部門ではGDP比の負債比率が31%という状況で、この公衆衛生の緊急事態に突入した。緊急会議で、トルコ中央銀行（CBRT）は金利を100bps引下げ9.75%とすることを決定し、その他の流動性関連の措置を発表した。エルドアン首相は、企業と一般市民が短期的な経済的低迷に耐える能力を強化するため、154億米ドルの堅固な経済政策を発表した。この政策は、GDPの2%の財政刺激策と金融緩和によるもので、良い第一歩ではあるが、さらなる政策が加わる可能性がある。
- ロシア**：記録的な原油安と、Covid-19危機から予想される世界的な減速を考慮して、ロシアは一連の対策を講じた。中央銀行は3月の政策会議で政策金利を据え置いたが、中小企業と家計を支援するための一連の措置が発表された。対策はGDP比でいえば大規模なものではないが、今後さらに追加される可能性がある。ロシアは、国民福祉基金に多額の資産を保持しており、数年間の石油収入の不足を補うことができる。全体的な公共財政は健全であり、非常に低い債務で、財政黒字を維持している。

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

	31-03-2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q2 2020	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q4 2020
中国	4.05	3.85	-	3.85	-
インド	4.4	4.15	4.95	4.15	4.9
ブラジル	3.75	3.5	3.4	3.5	3.6
ロシア	6	5.5	5.95	5.5	5.95

出典：アムンディ・リサーチ

- PBoC (中国)**：PBoCの金融政策は、Covid-19の感染発生以降、預金準備率（RRR）の引下げと最優遇貸出金利（LPR）と中期貸出ファシリティの削減などが、わずかに速いペースで実行されている。1月と2月の経済活動の急激な落ち込みと、経済活動の緩やかな回復、そして今後第2波の発生と中国製品の外需の消失という大きなリスクがあることを考慮すると、PBoCはより積極的に介入すると見る。3月のデータが緩やかな改善という予想を裏切れば、ベンチマークである預金金利の引下げはますます可能性が高くなる。
- RBI (インド)**：Covid-19が破壊的な力を持つため、RBIは隔月に行われる金融政策会議を1週間前倒しし、政策金利を5.15%から4.40%に75bps引き下げた。RBIはまた、リバース・レポの固定金利を90bps（4.0%）引き下げ、信用供給の拡大を目指し、RBIのパッシブ預金ファンドを銀行にとって魅力のないものにした。まだ総合インフレ率が高く、政策の余地はほとんどないため、政策ミックスはまだ金融政策が主導している。RBIは、銀行を介して実体経済への伝達メカニズムを改善するため、もっと多くの政策を実施する必要があることは明らかだ。
- BCB (Brazil)**：Covid-19の感染拡大に対応するための50bpsの予防的な金利引下げに続いて、BCBは3月下旬に「これまでで最大の流動性注入と資本救済」を発表した（BCBガバナ）：流動性は1.2兆BRL。発表された多くの措置は、金融システムに流動性を提供し、融資を増やすことを目的としている。BCBはすでに長期にわたる大規模な緩和サイクルの終わりにあったため、実質金利はマイナスであった。緩和する余地が余りなかったため、BCBは経済を支援するために、様々なツールに頼る必要があった。さらに最低限の緩和をする可能性はまだある。
- CBR (ロシア)**：2月に政策金利を25 bps 引下げ6%にした後、CBRは3月の政策会議で政策金利を据え置いた。インフレ率は4%の目標を大幅に下回っているが、CBRは原油価格の急落に関連する外部条件の変化とコロナウイルスの流行による世界的な不況の脅威に言及した。CBRは、ルーブル安によるインフレの一時的な加速が、国内および世界の需要の鈍化によるディスインフレ圧力で相殺されることを期待している。

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	4月20日
RBI	6月2日
BCB Brazil	5月5日
CBR	4月24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3月29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	-3.1/-1.9	3.0/4.0	1.8	1.6	1.6
日本	1.2	-3.0/-1.9	1.0/2.0	0.7	0.7	0.6
ユーロ圏	1.2	-5.2/-3.0	3.2/3.8	1.2	0.8	1.3
ドイツ	0.6	-5.5/-3.1	3.1/3.7	1.5	1.0	1.3
フランス	1.2	-5/-3	3.2/3.9	1.3	0.9	1.3
イタリア	0.3	-6.1/-4.9	3.1/3.6	0.7	0.3	1.0
スペイン	2.0	-5.8/-4.2	3.0/3.7	0.7	0.6	1.0
英国	1.4	-5.0/-3.2	3.1/3.8	1.8	1.6	1.7
ブラジル	1.1	-3.2/-1.8	-0.1/0.9	3.7	4.2	4.5
メキシコ	-0.1	-3.5/-1.5	-0.2/0.8	3.6	3.6	3.6
ロシア	1.3	-1/1	1.0/2.5	4.5	3.5	4.0
インド	5.3	1.2/2.6	3.6/4.9	3.7	6.4	4.4
インドネシア	5.0	3.3/4.1	4.1/5.0	2.8	2.8	3.3
中国	6.2	2.3/3.3	5.0/5.6	2.9	4.0	2.0
南アフリカ	0.2	-5/-3	0.8/1.0	4.6	4.1	4.4
トルコ	0.8	1.3/1.8	2.3/2.5	15.5	10.9	9.2
先進諸国	1.7	-3.4/-1.9	2.8/3.5	1.5	1.5	1.6
新興諸国	4.1	0.8/1.7	3.3/4.0	4.0	4.6	3.5
世界	3.1	-0.9/0.3	3.1/3.8	3.0	3.4	2.8

主要金利の見通し

先進諸国

	31/03/2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q2 2020	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q4 2020
米国	0.13	0.25	0.13	0.25	0.15
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.64	-0.50	-0.66
日本	-0.1	-0.2	-0.16	-0.2	-0.28
英国	0.1	0.00	0.20	0.00	0.20

新興諸国

	30/03/2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q2 2020	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q4 2020
中国	4.05	3.85	-	3.85	-
インド	4.4	4.15	4.95	4.15	4.9
ブラジル	3.75	3.5	3.4	3.5	3.6
ロシア	6	5.5	5.95	5.5	5.95

長期金利の見通し

2年物 債券利回り

	31/03/2020	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	0.23	0.25/0.5	0.30	0.25/0.5	0.35
ドイツ	-0.69	-0.8/-0.60	-0.74	-0.70/-0.50	-0.75
日本	-0.14	-0.30/-0.20	-0.13	-0.30/-0.20	-0.13
英国	0.15	0/0.25	0.15	0/0.25	0.14

10年物 債券利回り

	31/03/2020	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	0.69	0.5/0.7	0.79	0.8/1	0.86
ドイツ	-0.48	-0.8/-0.5	-0.45	-0.50/-0.30	-0.42
日本	0.02	-0.10/0.10	0.09	0/0.2	0.13
英国	0.37	0.20/0.4	0.36	0.4/0.6	0.43

通貨の見通し

	30/03/2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q3 2020	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q1 2021
EUR/USD	1.107	1.06	1.12	1.15	1.14
USD/JPY	108	106	107	105	106
EUR/GBP	0.89	0.92	0.86	0.85	0.86
EUR/CHF	1.06	1.05	1.07	1.10	1.07
EUR/NOK	11.69	11.83	10.27	11.01	10.65

	30/03/2020	当社予想 6ヶ月先	コンセンサス Q3 2020	当社予想 12ヶ月先	コンセンサス Q1 2021
EUR/SEK	11.02	11.55	10.59	10.25	10.54
USD/CAD	1.41	1.46	1.35	1.30	1.36
AUD/USD	0.61	0.59	0.67	0.72	0.65
NZD/USD	0.60	0.55	0.64	0.68	0.63
USD/CNY	7.10	7.10	6.97	7.10	6.99

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です

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

投資トーク



Covid-19危機の底入れを求めて (2020.03.25)

- ・市場は実体経済のサイクルをリードしているため、このパンデミックが終わる前に底入れするだろう。
- ・しかし、次の3つの点で期待を安定させれば、市場は落ち着き安心する。(1) 感染速度が改善する兆候、(2) 財政当局および金融当局の「必要なものは何でも」の戦術、(3) 短期信用カーブおよび中核国債が将来の高い債務を割り引く
- ・新しい金融レジームが始まった

Pascal BLANQUÉ, グループ CIO, および Vincent MORTIER, 副 CIO.

次のレベルの政策行動、しかし市場はまだ「本当の」起爆剤を求めている (2020.03.19)

- ・休眠中のボラティリティがついに目覚め、リスクのバリエーション・ファンドと自動売却戦略のリスクが高まり、ボラティリティが急上昇した。それでも、それは金融危機ではなく、経済危機である
- ・信用分野が、最も深刻な影響をもたらす可能性があるため、この危機が金融危機へ波及するかどうかを評価するためには、最も監視を強化すべき領域だ
- ・今は、売却するには遅すぎ、購入するには早すぎる時期だ

Pascal BLANQUÉ, グループ CIO — Vincent MORTIER, 副 CIO および Monica DEFEND, リサーチ部グローバル総括。

米国: Covid-19 & 原油戦争は確固たる行動を要求する FRBは財政的緊張を緩和するために行動する (2020.03.16)

- ・世界的な公共衛生危機の規模を期間を取り巻く不確実性は、世界の金融市場全体のボラティリティと流動性を試している。
- ・石油関連の供給ショックがCovid-19需要ショックを悪化させる
- ・米国の債券市場では、企業のスプレッドは選択的に魅力的であり、より優良発行体に偏っている。これらは最も流動性が高いからだ。
- ・米国の株式市場で、最も良識的なアプローチとは、管理可能な負債水準、高い利益率、安定した競争力を持つ企業に投資することだと当社は考える。

Christine TODD, 米国債券部総括 — Marco PIRONDINI, 米国株式部総括、Paresh UPADHYAYA (通貨戦略担当ディレクター、米国ポートフォリオ・マネージャー)。

ECB会議: 財政政策は今その役割を果たす必要がある (2020.03.13)

- ・3月12日の会議で、ECBはコロナウイルスの感染拡大を受けても金利を引下げ、市場を失望させた
- ・当社は発表された対策を要約し、これらがユーロ圏経済と金融市場に及ぼす影響に関する主な質問に答えま
- ・当社は、感染流行が後退した後、経済活動が実現するためには財政政策が前提条件であることを強調する

Monica DEFEND, リサーチ部グローバル総括 — Valentine AINOUEZ, CFA, 先進市場戦略リサーチ部副総括、および Didier BOROWSKI, グローバルレビューズ総括。

米国の選挙: 民主党の指名候補戦と市場への影響 (2020.03.10)

- ・民主党の大統領候補指名は、現在2人の候補者に絞られている。ジョーバイデンとバーニーサンダースだ。代理人数に基づけばバイデンがリードしている。それについての市場期待と世論調査。
- ・バイデンが有利であると当社は見ており、政治リスクのプレミアムは引き続き低下すると予想する。
- ・また、現時点ではCOVID-19、世界的な景気後退の可能性、および米国のエネルギー部門への被害に焦点が当てられているため、市場は新しい党が勝利することのリスクを過小評価していると当社は考える。

Kenneth J. TAUBES, 米国投資運用部CIO - Paresh UPADHYAYA, 通貨戦略ディレクター

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 — Head of Fixed Income 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) … (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

Amundi Research Center

Find out more about
Amundi publications
<http://research-center.amundi.com>



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

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. If you are concerned that any of the information we hold on you is incorrect, please contact us at 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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - krisanapong detraphaphat

Chief editor

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

Editor

DEFEND Monica, Global Head of Research

Deputy-Editors

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

Conception & production

BERGER Pia, Global Research

PONCET Benoit, Global Research

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

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit