

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

CIOの見解

3Gのリスクテキング：
地政学 (GEOPOLITICS)、成長 (GROWTH)、環境 (GREEN)

今月のトピック

INVESTMENT PHAZERのアップデート：
下方傾向が確認された

Research
& Macro
Strategy

CIOの見解

3Gのリスクテイク：
地政学 (Geopolitics)、成長 (Growth)、環境 (Green)

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

2020年の市場は年初から**地政学的問題に惑わされ続けた**。短命ではあったとはいえ、当初はイラン問題の緊張が最前線であったが、その後、米中間貿易交渉で第1段階の合意が成ったことに関するニュースが続いた。**現在では、成長への期待が市場の主な原動力になりつつある**。そのため、中国で発生した新型コロナウイルスに関するニュースが引き起こすボラティリティは、米国とイラン間の緊張よりも高くなっている。これはウィルスの流行が早急に防げず（これは今のところ当社のベース・シナリオではない）大流行した場合、中国（そして世界の経済成長）に弊害をもたらすからだ。この問題以外では、最近のデータが示すところによれば、ドイツが景気後退を回避し、ユーロ圏経済は底入れしているため、「今のところ良い」状態にある。インフレの上昇トレンドはある程度実現しているが、リスクは限定的であり、全体的なインフレの見通しは穏やかなままだ。各地の中央銀行は政策の変更の休止を続ける可能性が高く、これは各地でハト派的な金融環境が続くことを助長するだろう。従って、更なる成長を模索するため、世界的に財政政策に注目が集まっている。日本の景気刺激策、インドネシア、フィリピン、インドでの2020年予算が承認されたこと。また、ドイツ、英国、および欧州のより広い地域での政策（欧州の1兆ユーロのグリーン・ディール）からのサポートが期待されている。

グリーン投資と気候変動は、2020年の注目すべきテーマである。最近発表された2020年「世界経済フォーラム」報告書や同フォーラムの最近のダボス会議を見ても、気候変動と環境へのリスクが話題をさらっている。欧州と中国は、世界最大の炭素市場となる排出量取引制度（ETS）を発足し、排出量を削減するために協力している。オーストラリアでの森林火災など、世界的な災害が米国の選挙選でも重要なテーマとなる可能性があるため、政治家に行動を起こすよう圧力がかかるだろう。全体的に見て、**グリーン経済に関するテーマは財政政策への起爆剤となる可能性があるが、貿易戦争の新たな火種ともなり得る**。欧州のグリーン・ディールは、EUの国境炭素税の可能性を模索しているからだ。トップ・ダウンの観点から見ると、地政学、成長、環境問題の相互作用が、リスクオン・リスクオフのムードを左右する重要なテーマになりそうだ。

ボトム・アップの観点から見ると、**信用市場の力学が、金融サイクルの主要ドライバーとなるだろう**。極端ではないが優れた評価にもかかわらず、低金利環境は今後もこの資産クラスに有利に働くだろう。従って、投資家は信用資産をオーバーウエイトすべきだと当社は考える。しかし、特に減速が懸念される場合は、いくつかの特異な状況が出現する可能性がある。資産の管理における柔軟性と選択性が、今年収益を生み出す上で重要となるだろう。

このような環境では、次のような投資信念が重要となると見る。

- **今は過剰にディフェンシブになるべき時ではない**。中国のコロナウイルスまたは欧米の貿易交渉など、いくつかの短期的な問題は、リスク資産を追加する購入機会となる可能性がある。中国での状況が安定すれば、低利回り環境では成長のモメンタムが改善するかもしれないからだ。米国株式が短期を超える抵抗力を示す場合、**欧州市場が、循環的なバリュー株のテーマを展開するには適した市場となる**。当社は**EM株式**へのエクスポージャーを追加する。コロナウイルスの問題が消えれば、収益への期待が高まるからだ。
- **債券では、デュレーションではなく、信用の質に焦点を置く**。欧州、新興国債および米国の証券化資産は、リスクオンを継続的に実行する方法となる。
- **選択に焦点を当てる**。スプレッドの縮小、世界的に高価となっている株式市場、そして全体的に「成長要因」へのエクスポージャーが高いことを考えると、投資家は**ボラティリティが上昇するとリターンが損なわれる**評価が高くない銘柄に捉われないよう選択することが重要となる。その選択は、ファンダメンタルズおよびESGに依存するべきであり、将来のビジネス評価に影響を与えるであろうすべてのリスク要因を考慮する必要があるが、気候変動はその中でも最も議論される話題となるだろう。
- **最後に、ESGは新しい規制が検討される分野となる**。金融部門も同様だ。株主のESG分野への要求はますます高くなっているため、**当社はESGの市場パフォーマンスへの影響も高くなると予測する**。¹

¹ アムンディの新しいディスカッション・ペーパー「最近のESG投資：古い課題からの新しい洞察、2019年12月を参照。

全体的なリスク・センチメント

リスクオフ



リスクオン

当社はリスク資産について若干前向きであるが、選択的な姿勢を維持している。

先月からの変更

- 欧州の株式について比較的建設的であり、新興市場の株式の購入機会を探している。
- 米国債10年物インフレ連動債にポジティブ

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における全体的なリスク評価の定性的見解



マクロ経済 ドル安に向けて

DIDIER BOROWSKI, グローバル・ビューズ部総括
MONICA DEFEND, リサーチ部グローバル総括

理論的には、通貨が（グローバルな）景気サイクルに沿って上昇すべきかどうかを結論することはできない。それにもかかわらず、実証的な研究では、2つのグループの通貨を区別する傾向がある。その国の経済が好調であるときに上昇する通貨グループ（つまり経済が減速、または危機にあると下落する）、もう一つは、それとは対照的に状態が悪化しているときに上昇する通貨グループである。経済の好調時に高く、悪化時には下落する通貨は通常**正循環的**であり、その逆の場合、通貨は**反循環的**である。正循環的な通貨は従来、新興市場（EM）の通貨に良く見られ、反循環的な通貨は先進市場（DM）の通貨に多い。例えば、状況が悪い時に、安全な資産として機能する通貨（米ドル、スイスフラン、円）は、反循環的な傾向があることは明らかだ。米ドルは昨年、国際的な環境の悪化と世界的な産業不況の恩恵を受けた。これは米ドルの反循環的な性質を裏付ける。現在、米ドルは実行為替レートで約10%過大評価されていると推定されている。

正循環的な通貨を持つ国の場合、為替レートは自動的に安定をもたらす要因として機能する。成長が弱い場合は下落（輸出が恩恵を受ける）、経済成長が加速すれば上昇（内需に圧力をかける）。正循環的な通貨を持つ国は、資本流入の恩恵を受ける傾向があり、新興経済では資本流入自体が景気循環的な傾向がある（つまり成長が加速すると資本流入が上昇する）。しかし、資本の流れと為替レートの因果関係は簡単には説明できない。2つは相互に補強し合っている可能性がある。実際、通貨の循環的動向を期待する投資家は、その国の資産にポジションを取る傾向があり、その結果、通貨の上昇を助長する傾向がある。

これらは現段階のグローバル景気循環にとって重要である：当社は世界的な産業界の景気後退は今年の前半に終わり、年末に向けて世界貿易はゆっくりと回復すると予想している。昨年の貿易縮小と産業不況により、最も深刻な影響を受けた国は、新たな資本流入の恩恵を最初に受けるはずだ。一方、安全な資産としての恩恵を受けた通貨は、論理的には下落することが予想される。それは米ドルから始まる。先進国での低金利と低成長環境が、投資家の利回りの探求と分散投資の傾向に拍車をかけている今では、それは一層真実味を増す。従って、最強の新興国が重要な候補となる。

このような環境では、リスクは米ドルの下落傾向（反循環的）にあり、多くの新興通貨は上昇傾向にある（循環的）と当社は見る。多くの新興通貨が過小評価されている一方で、米ドルが過大評価されているように見えるため、この傾向は正当化されると当社は見ている。

“リスクは米ドルの下落傾向（反循環的）に向いており、多くの新興通貨は上昇傾向にある（正循環的）と当社は見る。”

米ドル・スポット



Source: Amundi on Bloomberg data, as of 27 January 2020

資産配分の側面から見ると、この結果は非常に重要だ。なぜなら、投資家は現地通貨建ての新興債務へのエクスポージャーを再考する必要があることを意味するからだ。しかし、次の2つの理由から、注意深く行う必要がある。1) 世界的な回復は十分に定着していないため、米ドルの大幅な下落はまだ期待できない。米国の金利が他の先進諸国よりもまだ高いからだ。2) グローバルな不確実要素（貿易、地政学的）が、引き続き安全な資産である通貨を支える可能性がある。

マルチアセット

不確実性が消えたら、良好なファンダメンタルズに投資する

MATTEO GERMANO、マルチアセット部総括

全体的な経済見通しは、世界的な成長が安定化し、DM経済の成長は潜在水準に向かって収束し、EM経済が回復する事を示している。インフレ見通しはまだ良好であり、一時的な上昇リスクは抑えられているようだ。監視すべき状況はわずか（インドと中国）だ。財政政策拡大に向けた政策ミックスの進展は、下振れリスクを制限する可能性がある。このシナリオは、中国と米国の第一段階合意で地政学的リスクが減少したことに加えて、最近の経済モメンタムが改善したことで支えられている。これは株式へのポジティブな見解を支持する。しかし、見通しの一部の要素は不確実なまま（中国でのウイルスの拡散など）であるため、投資家はヘッジを継続するか増やす事を考慮し、特に保守的な配分では、状況がより明確になった時点で、株式市場での購入機会を探すべきだ。

当社が強く確信しているアイデア

当社の株式への全体的な評価は、流入資金の増加、地政学的リスクの減少、そしてより拡張的な財政スタンスへの期待によって改善された。欧州市場と新興アジア諸国は、循環株/バリュー株へのバイアスを考えると、これらの戦術要因から最大の恩恵を受けると見る。しかし、企業の利益が脆弱であることと、コロナウイルスの流行に関連する不確実性には注意を払っている。詳細なレベルでは、当社は米国に対してニュートラルな姿勢を維持し、EU株式に対してややポジティブな見解を持っている。当社はEM株式にも注意を払っている。特にアジアの新興国経済と収益のモメンタムが改善しているためだ。しかし、現在の不確実性を考えると、投資家はこのセクターのボラティリティが高くなる可能性に対するヘッジを継続すべきだと考える。

債券では、当社は米国のデューレーションに対してニュートラルな見解を持っており、投資家は柔軟性を維持し、10年物の米国債の取引範囲（1.7~2%）を戦術的に実行するべきだと考える。当社は5年物ドイツ国債と比較すると、5年物米国債への選好を維持する。米国債の損益分岐点に関して、当社は10年物についてよりポジティブな姿勢を維持する。経済のスラックが少なくなっているからだ。

特にイタリアの債券は、魅力的なプラスの利回りを維持する例外的なケースであるため、利回りへの探求が続いている。従って、当社はドイツ債券30年物と比較するとイタリア債券30年物に対して建設的な見解を維持する。

債権への評価額は高くなっているが、この資産クラスは、特に欧州での景気サイクル後半である、現在の環境とテクニカル要因（TLTRO、ECB QE2）によって引き続き支持されている。当社はレバレッジ・プロファイルが優れているため、USIGよりもEURIGを選好する。

他の地域では、インフレが低水準であること、魅力的なキャリー、新興国の中央銀行がハト派的であること、相対的な利回りが高いことなど、全てが新興国の債務（HC）を支えている。しかし、当社はデューレーションと通貨リスクをヘッジすることを推奨する。また、リスク/リターン観点から、当分の間は、LCよりもHCを選好する。

FXについては、一部のEM FXについては中期的に前向きな見解を維持しているが、不確実性が高いため、短期的には慎重を期すことをお勧めする。DM FX、地政学的な緊張がCHFを押し上げているため、EUR/CHFにはポジティブとなっている。EUR/USDには建設的なままである。NOK/EURは、引締め政策とノルウェー経済に抵抗力あるため上昇するだろう。

“ 経済状況の改善は株式を支援する
コロナウイルス流行の問題が消滅すれば、当社は買いの機会を探求する。 ”

リスクとヘッジング

より不安定な環境では、投資家はボラティリティが更に上昇した場合に備えて、日本円や金、オプション戦略などで**適切なヘッジを維持し**下落を制限するべきだ。

USD = 米ドル、UST = 米国債、DM = 先進国市場、EM/GEM = 新興国市場、EM債券 (HC) = EM債券ハード通貨建て、LC = 現地通貨建て、FX = 外国為替、IG = 投資適格債、HY = ハイイールド債、NOK = ノルウェー・クローネ、CB = 中央銀行、CHF = スイス・フラン。

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。資産クラスについての見通し、見通しや意見の変化は、予想される方向 (+/-) で、確信の強さは (+ / ++ / +++) で表示されている。上記の評価は変更されることがあります。

債券・債権

相対的な価値に基づき、厳しい市場で利益を生み出す

ERIC BRARD、債券部総括

YERLAN SYZDYKOV、グローバル新興市場部総括

KENNETH J. TAUBES、米国投資運用部CIO

成長見通の安定は続くが、世界経済が再加速することは予測していない。しかし、状況が改善されているにも関わらず、質と安全性への過剰な探求と世界的な流動性の高さと緩和的金融環境（特に欧州）で、中核国の国債利回りはまだ上昇していない。全体的に利回りへの検索が信用市場を支えているが、**一方で、それが投資家を過密セグメントに誘導してしまう可能性があるため、成長が少しでも期待外なら、高いボラティリティを示す可能性がある。**現在の環境において**投資家は、魅力的な相対価値を提供するセグメントで減速時に持ちこたえられる銘柄を検討すべきだ。**

先進市場 (DM) の債券

当社は**世界債券のデューレーションにはニュートラルに近い姿勢を維持しているが、最近状況が改善した米国を選好している。**欧州中核国（ドイツ）と英国（財政刺激策が金利を引き上げる）に対しては引き続きネガティブである。欧州周辺国、特にイタリアはまだ魅力的でプラスの利回りを提供しているため、よりポジティブな姿勢を維持している。投資家が利回りカーブの動きに投資する機会は、欧州中核国、英国、欧州周辺国、さらには日本、米国、オーストラリアなどにもある。信用・債権分野では、**IG債務について全体的に楽観的であるが、米国よりも欧州に対して前向きである。**米国の視点で見れば、現在のマクロ経済環境と緩和的な中央銀行は同国のリスク資産と、潜在レベル（年率2%）での安定にとって良い兆候だ。しかし、一部の資産クラスの評価はすでにこれを反映しているため、精選することが重要だ。**当社は、インフレ期待が安定して**

いるため、インフレ連動国債 (TIPS) にポジティブな姿勢を維持する。貿易および政治的不確実性が低下しているため、世界および国内の資産価格は安定している。米中間の貿易協定の第1段階が調印され、米下院は米・メキシコ・カナダ間の貿易協定を承認している。しかし、米中間協定の第2段階の交渉は米国選挙後となるため、2020年2Hまでボラティリティは高くなるだろう。IG債については、当社はまだ社債には慎重で、特に銀行部門のハイブリッド構造が魅力的であると考え。また、当社は証券化された資産も選好している。この資産のスプレッドはまだそれほど縮小されていないため、社債と比較して魅力的である。更に、消費者信用のファンダメンタルズは、堅調な賃金、バランスシート、消費者信頼感の点から堅調である。

“欧州周辺国の中では、イタリアが魅力的な利回りを誇る数少ない国の1つであるため、当社は前向きな姿勢を維持している。”

新興市場 (EM) の債券

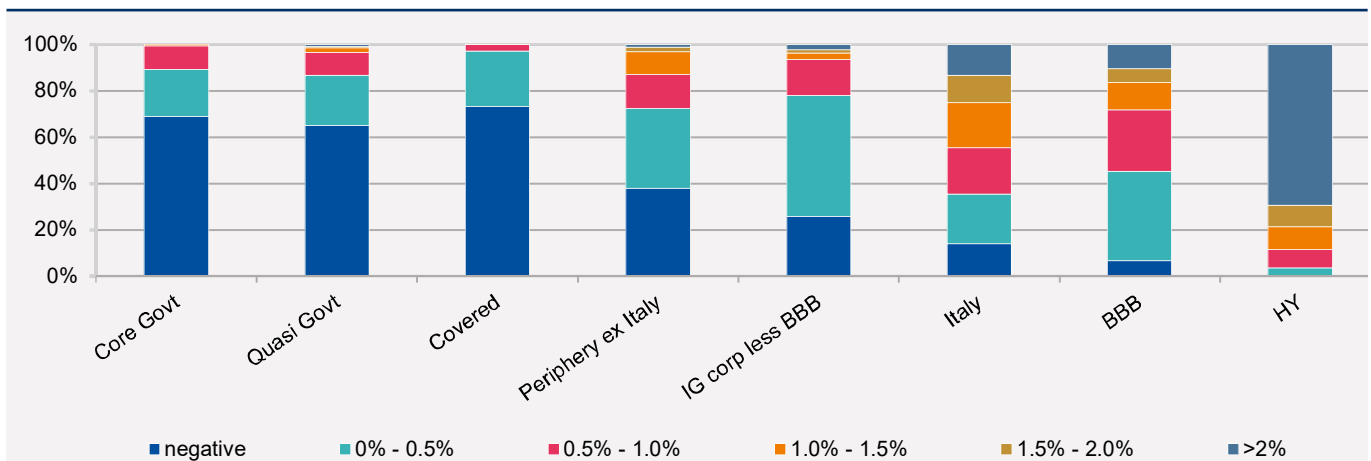
ファンダメンタルズおよびテクニカルな状況は、2020年にはこの資産クラスを支持すると見られるが、今のところは評価は厳しいようだ。特に、FRBが更に緩和する可能性と、EM通貨が短期的に上昇する可能性が限られていることを考えると、価値あるスポットを見つけることは困難だ。EM債務への当社の見通しはやや前向きだが、2019年の強いパフォーマンスが終わった今となっては、より慎重な姿勢を取る事が適切であると考え。投資家はポートフォリオのデューレーションを短縮し、トルコや南アフリカなどいくつかの国の特異な状況を戦術的に選好すべきだと考える。

FX

当社はEUR/USDには前向きだが、ある範囲内で取引され、どちらの方向に向くかは、米ドルに左右されると見ている。米ドルは穏やかな政治的リスク (米国選挙) から来る脆弱さ兆候がある。米ドルは現在過大評価されており、資本流入も過去ほどの支えはない。

EM FX = 新興市場の為替、IG = 投資適格、EUR = ユーロ、USD = 米ドル

欧州市場での利回りの分布



Source: Amundi Research, as of 6 January 2020.

株式

一時的な雑音が買い機会を提供するかもしれない

KASPER ELMGREEN、株式総括

YERLAN SYZDYKOV、グローバル新興市場部総括

KENNETH J. TAUBES、米国投資運用部CIO

全体的な評価

短期的には、買われ過ぎの状況、中国のウイルスについてのニュース、米国と欧州の貿易交渉に焦点が戻ったことなどの総合的なインパクトが、資本市場での買いの機会をもたらす可能性がある。現段階では、米国の株式はより抵抗があることが証明されるかもしれない。短期的な視点を超えれば、ファンダメンタルズが改善されている状況では、循環的な反発が起こり、今年の更なる上昇傾向を支えたと予測している。緩やかな金融政策、財政刺激策、そして米ドルの下落から、収益が回復すると予想している。しかし、米国選挙と中東の緊張に関連する政治的リスクの上昇が、市場に圧力をかける可能性がある。2020年の収益は2019年よりも低くなる可能性が高いが、欧州と米国の景気循環株とEMに機会がある。

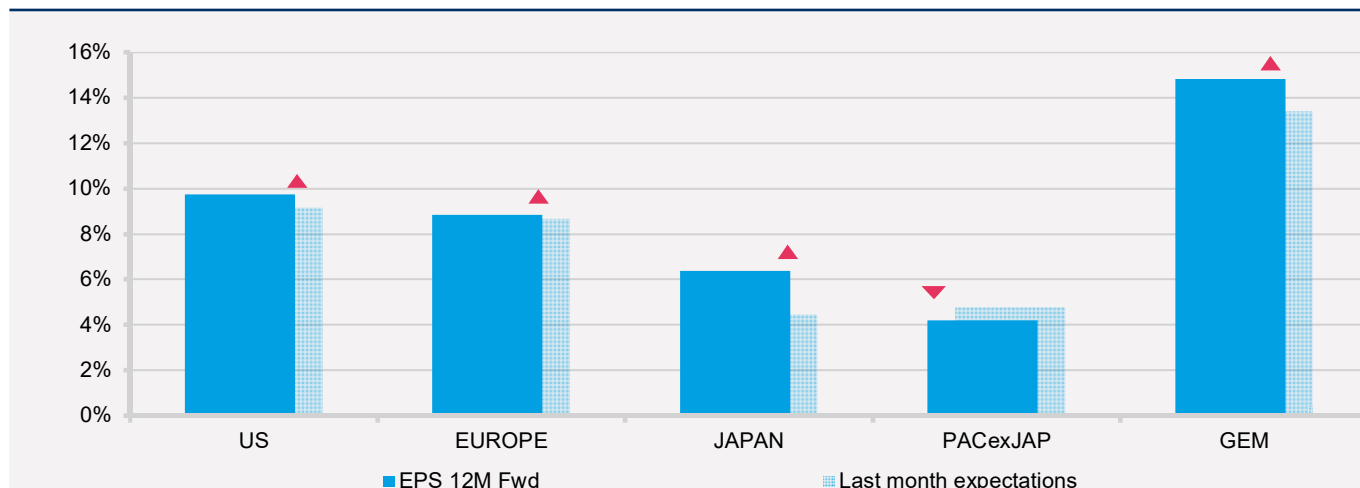
“製造業が回復したことは収益成長を支えるはずだが、優良な循環バリュー株の銘柄を選択するべきだ。”

先進市場 (DM)の株式

抵抗あるサービス部門、低い失業率、および製造部門が底入れした可能性は、**欧州株式**の見通しをサポートする。価格がさらに上がるためには、企業収益が上昇する必要がある。これは株式の選択が重要であることを強調している。セクターの転換と魅力的なバリュエーションへの期待を考慮すれば、バリュー株は成長株と比較するとまだ魅力的である。エネルギーと産業の**循環株**および、および医療（ディフェンシブ株）にチャンスがある。当社は情報技術（IT）や生活必需品のように、評価が高くなっている分野には慎重になっている。欧州の小型株は成長の安定化から恩恵を受けるはずだが、流動性を監視することが重要だ。

他方で、**米国の評価**は妥当で低金利と信用スプレッドに支えられている。FRBが2019年にハト派的姿勢を採ったことで、低金利やその他の投入コストによる影響が遅れてくるため、それが収益を押し上げるはずだ。更に、S&P 500指標の収益の約40%は、その企業の国際事業に依存しているため、米ドルの下落は好材料となる。収益成長の大部分は、これらの国際的な収益との連結によるものであるため、2020年には収益は上昇する。**当社は成長株や低ベータ株よりも、循環的なバリュー株について前向きである。**しかし、2019年に大幅にアウトパフォーマンスした高価な銘柄にはそれほど焦点を置いていない。中

12ヶ月EPS予測 (コンセンサス)



Source: Amundi Research, as at 17 January 2020. GEM = Global Emerging Markets.

中央銀行は、世界的な成長を後押しするのに十分な刺激策を提供している。そのため、当社では後退する景気後退リスクと密接に関連する、優良景気循環株を選好している。したがって、超大型の金融株、自動車と部品、および産業株に建設的である。また、評価への懸念から、医療、IT、生活必需品、公共事業の銘柄には慎重である。当社のポジショニングには、再び地政学的要素が考慮された。米国・イラン間の緊張激化の可能性が限られているため、当社は今ではエネルギー株に対してそれほどネガティブではなくなった。

新興市場 (EM)の株式

中期的には、当社は**EM株式に対してポジティブな見解を持っている**。経済活動が安定化しつつある（収益予測が改善する）兆候が見られ、米中間の関係も改善し、2020年にも緩和的政策が継続するからだ。コロナウイルスが中国経済に及ぼす影響を市場が評価する間、短期的にボラティリティが上昇している。新興市場では、当社は **ロシア（テクノロジー）とブラジル** を選好する。市場に適した改革と金利が歴史的に低く抑えられているためだ。現在の状況が安定すれば、今後中国が機会を提供するだろう。当社は、インドに対してはより慎重になっている。2020年の成長目標の下振れリスクが高まったからだ。

アムンディの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	=		評価は妥当で信用スプレッドの縮小と低金利に支えられている。ただし、株価がさらに上昇するためには、収益が増える必要がある。心強いことに、遅れていた低金利と投入コストによる影響は、確実に収益を押し上げるだろう。全体的に見て、当社は成長株や低ベータ銘柄よりもバリュー株を偏好する。
	欧州	+	▲	製造業の回復への期待、低失業率、緩和的金融政策、財政刺激策、および米中間の第1段階の合意は、欧州株式への選好を裏付ける。更に、欧州は健全なESGプロファイルを持つ企業の本拠地であり、今後の投資家による価格設定にESG要因がますます重要になることを考えると、この地域の株式の価値を総合的に押し上げると見る。市場の混乱は、引続き循環的なバリュー株への機会を提供している。
	日本	=		日本の企業ファンダメンタルズは、堅調さを維持している。利益が上昇し、自社株買い戻しが増加し、バランスシートでは債務が低い。しかし、地政学的なリスクが再発生した場合、日本企業（そのほとんどは輸出業者）は円高の影響を受けやすくなる。従って、当社はニュートラルな姿勢を維持している。
	新興市場	=/+	▲	貿易戦争への緊張は緩和され、低金利、緩和的財政、そして米ドルの上昇が制限されるという期待は、中期的に新興国株式を支援するだろう。「不確実性の上昇」が世界経済を脱線させてショック状態にならない限り（これは当社の想定ではない）、過度に価格が下落した場合、これがエントリーポイントとなる可能性がある。
債券プラットフォーム	米国債	=		世界的な債券市場については、当社はデューレーションについてニュートラルな見解を維持している。これは経済成長が安定していることは、FRBが現在の水準の金利を維持するという兆候だからだ（成長が著しく減速しFRBが様子見の姿勢を崩さない限り）。
	米国IG社債	=/+		スプレッドは複数年来の縮小水準に向かっている。米国企業は低金利で借入れができるため、債務の水準が高くなっている。そのため、投資家は金利が上昇した時の状況の悪化を注視する必要がある。民間の住宅担保ローン証券（RMBS）を含む証券化商品は、IGと比較して魅力的な商品である。
	米国HY社債	=		HY債のスプレッドは縮小しているが、経済および流動性の環境がまだ支持的であるため、デフォルトの予測はまだ低い。この市場の債務レベルへの懸念から、当社は非常に選択的になっている。
	欧州の国債	-/=		当社は欧州のデューレーションについて慎重な姿勢を維持している。特に英国では、財政刺激策への期待が、金利をさらに押し上げる可能性がある。しかし、周辺国の国債、特にイタリア国債には前向きである。
	ユーロ圏IG社債	++		EUR IGは、ECBの社債購入プログラム（CSPP）の恩恵を受けるはずであるため、当社はポジティブな姿勢を維持する。特に、金融セクターの劣後債は魅力的だ。
	ユーロ圏HY社債	+		堅調なテクニカル要因と発行市場での活発な活動から、EUR HYにはポジティブな見解を持っているが、エネルギー、自動車、通信分野の企業は厳選している。また、このセグメントにおける特異なリスクが上昇していることを留意している。

アムンディの資産クラスへの見解				
	資産クラス	見解	1ヶ月の変化	理由
債券プラットフォーム	EM債券HC	+		当社はEM債務にはポジティブな見解を維持している。これは良好なファンダメンタルズと強いテクニカル要因が背景にあるからだ。しかし、2019年の好調な業績を再現することは難しく、スプレッドが縮小しているため、注意が必要だ。
	EM債券LC	=		当社は中央銀行が金融緩和政策を継続すると予測している。EM諸国ではインフレが抑制されているため、現地通貨建て債券の実質利回りは引き続き魅力的であるからだ。しかし、中国の成長見通しが不確実なため、少なくとも短期的には新興国通貨が上昇する可能性は低く、その点に関しては慎重となっている。
その他	コモディティ			最近のコロナウイルスへの恐怖を見れば、世界的な幾つかのリスクに対する最も効果的なヘッジは金であると思われるため、金についてポジティブである。原油については、経済成長への一時的な懸念から、下方への圧力がかかっているが、当社はそれでも、WTIでは55~65ドル/bbl、ブレントでは60~70ドルという目標範囲を変更していない。2020年には、全体的に米国の生産量とOPEC戦略が原油価格をけん引するだろう。OPECは警戒を続け、外部ショックを緩和するための生産削減には積極的だ。その他、製造業が安定したことと世界貿易と経済のデータがわずかに回復したことは、ベースメタルを支持する。ただし、それは中国の経済活動鈍化への懸念が一時的であることが前提だ。
	通貨			当社はEUR/USDが、今後12ヶ月で1.14近辺まで上昇すると見ているが、EURが構造的にポジティブとなるためには、経済成長が必要だ。USD/JPYはファンダメンタルズと比較すると過小評価されている。確信が持てない世界では、効果的なヘッジとなる。当社はUSD/JPYを104と予想している。一方で、GBPは10月半ばに始まった強気相場で反発した後、一息ついている。当社のGBP/USDの目標は1.33である。新興市場の為替に関しては、中期的には支持があるが、中国のコロナウイルス大流行の影響が不確実であるため、引き続きボラティリティが高いだろう。

説明



出典：2020年1月29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。
 WTI = West Texas Intermediate. OE = 量的緩和

今月のトピック

Investment Phazerのアップデート：下方傾向が確認された

ANNALISA USARDI, CFA, シニア・エコノミスト
LORENZO PORTELLI, クロス・アセット・リサーチ総括

2020年1月28日作成

要点

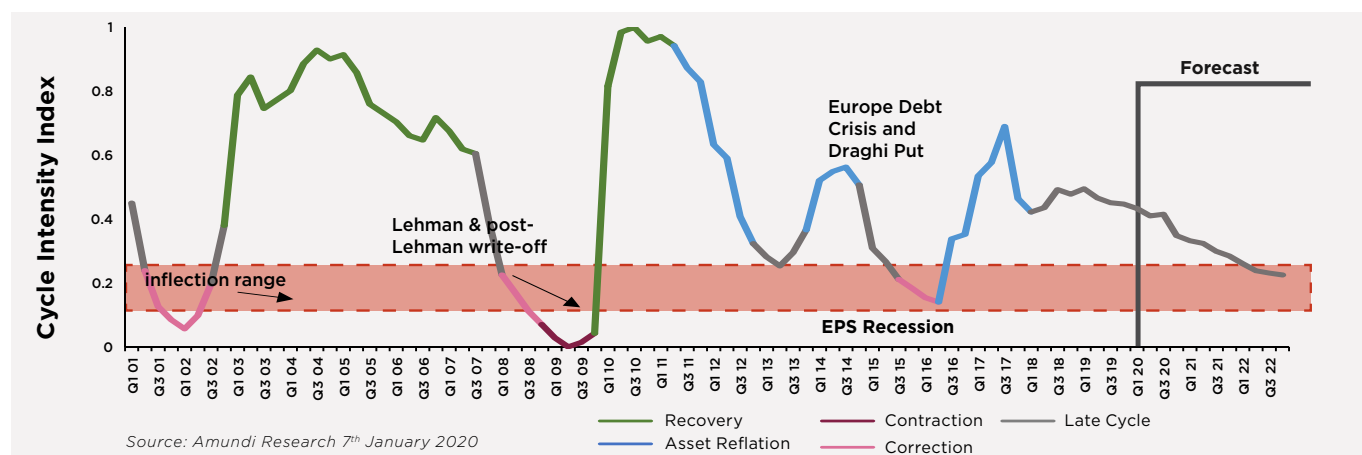
短期的には、貿易面でポジティブなニュース（コロナウイルスへの影響が限定的なら）と経済的なサプライズで一時的な救済が期待されるが、中期的には、当社の経済シナリオは利益サイクルの脆弱性を確認する。

今の景気サイクルの例外的な特徴は、貿易戦争の激化、異例の金融政策による前例のない低金利、国内のサービス部門が強い、かなり抵抗力がある労働市場などの影響から来る低成長にある。これらの特異性に関わらず、2020年は景気サイクルの後期の特徴を有している。しかし、2021年末のシナリオは調整局面への移行期となる可能性が高い。

成長：米国経済の減速とユーロ圏経済が安定したことが確認された。収益サイクルはまだ脆弱だ。

- 米国の実質GDPは、推進力がそれほど広範ではなくなり、徐々に潜在力水準に向けて減速すると予想されている（前年同期比(4Q)で1.8%。FRBの予測は2%）。それでも米国の個人消費は「例年並み」で、経済の主要な原動力となると当社は見ている。投資、特に非住宅用の投資は減速するだろう。当社の最後のアップデートでは住宅投資業績の予測を上方修正した。住宅投資が成長を妨げることは今後ないだろう。
- 米国では「正常化」はトップから来るが、ユーロ圏（EZ）の状況はより混在しており、ドイツとイタリアは、2019年の業績不振の後にトレンド・プロファイルを改善したが、フランスは潜在力に近く、スペインは減速している。ユーロ圏全体は、潜在力水準で安定すると見られ、今のところ今後のモメンタムを加速させる兆候はほとんどない。実際、製造業のPMIを見れば、このセクターの成長を妨げる貿易戦争激化の流れを取り除く波が現われないことへの懸念が表れている。
- 短期的には緩和されたとは言え、利益はまだ景気サイクルの最終段階にあると言える。2021年まで成長を長引かせるには、世界貿易が回復する必要がある。ここ10年間のEPS成長の主な要因であった利幅は、特に米企業では労働単位コスト（ULC）とレバレッジ率が高いことから、圧力にさらされる可能性がある。

下方傾向が確認された。2020年はまだ景気サイクル後期にあり、2021年末は調整局面への移行期となる可能性が高い



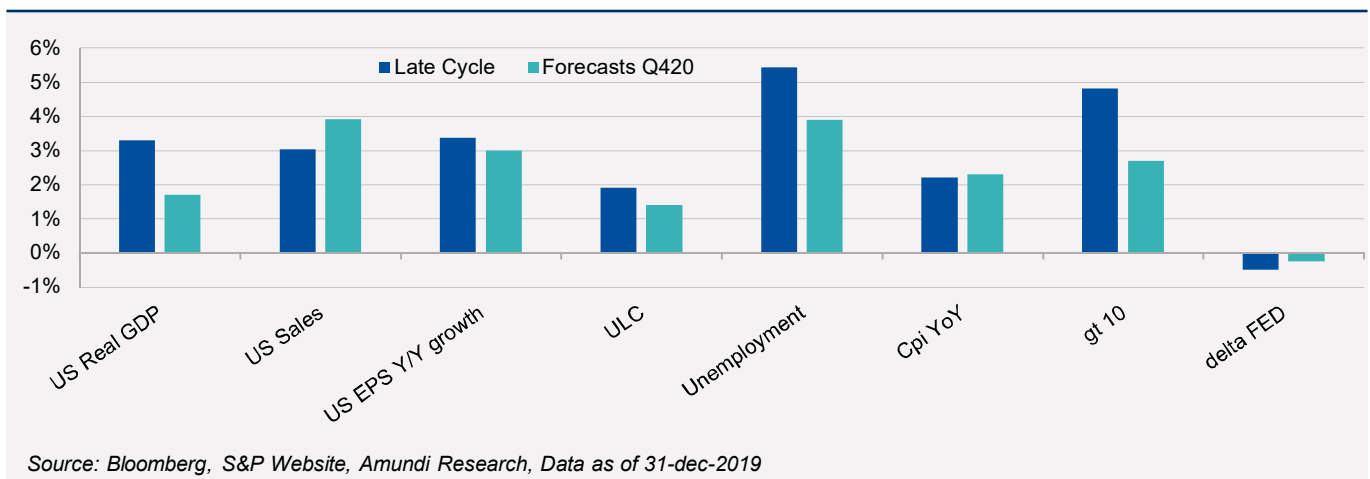
Source: Amundi Research 7th January 2020

インフレ：米国とユーロ圏における、価格の動きは2020年もポジティブなモメンタムを維持すると予測される。

- 米国とユーロ圏における、価格の動きは2020年もポジティブなモメンタムを維持すると予測される。しかし、各中央銀行の目標に近いかどうかは国によって明らかに異なる。米国の総合インフレ率は2020年前半には上昇するが、FRBが好むインフレ測定値であるコアPCE指標は徐々に2%に向かって収束するだろう。この穏やかな上昇トレンドは、需給ギャップがプラスになっていること、NAIRUを大きく下回る失業率、ULCが上昇し続けていることに支えられているが、これは2019年のペースより遅い。パイプラインにある製品の製造コストは、部分的には過去に実施された関税の影響で上昇するだろう。利幅が縮小されたことの結果として生じるリスクは、最終価格の上昇を促すことだが、まだ賃金が上昇しているため消費者には許容できるものだ。
- ユーロ圏では、インフレの動きはわずかな上昇傾向に維持されている。これはECBの目標からは程遠いものだ。労働市場は広い範囲でまだ堅調である。賃金の上昇は全ての地域で同じ傾向を示していないが、インフレ見通しは弱く国によって異なる。全体的には、賃金は2019年よりもやや遅いペースで上昇するが、これは生産性の向上によりいくらか相殺されるだろう。つまり単位労働コストは上昇するが2019年よりは遅いペースとなる（それでも過去5年間の平均を上回る）。生産者物価の上昇は、2019年のペースを下回るだろう。全体的に、コアインフレ率はまだサポートされているが、経済が潜在成長率をやや下回る成長を見せているため、大きな後押しがなければ目標からは程遠いだろう。

今の景気サイクルの例外的な特徴は、貿易戦争の激化、異例の金融政策による前例のない低金利、国内のサービス部門が強いため、かなり抵抗力がある労働市場などの影響から来る低成長にある。

社内予測 vs. Investment Phazer参照値



- 当社は財政側からの大きなテコ入れがあるとは思っていない。米国の議会予算局によれば、今年の米国の財政赤字はGDPの4.6%（2019年に4.5%から上昇）と予測され、その債務の民間保有率は、78.9%から80.7%に上昇した。ユーロ圏では、今のところ経済の大規模な低迷が起こらない限り、財政面での連係された支援を予測するのは難しい。当社は、ドイツやオランダなど財政的に余裕のある国では緩和的政策を採ると予測する。全体的に、欧州委員会（EC）の想定によると、2020年の総合的な財政赤字はGDPの0.9%（2019年には0.8%）となるため、更なる緩和につながるだろう（構造的なバランスが変化し2019年の潜在的GDPの-0.1%から2020年には0.2%となる見込み）ユーロ圏の債務対GDP比率は、GDPの86.4%から85.1%となるとECは予測している。最近の展開を見ると、ドイツでは2020年の予算には0.75%の刺激策（構想的な黒字の減少として測定）が含まれているが、これは主に税制と財政支出を通して行われる。しかし、ドイツは近年、財政拡張目標を達成していない。ECは0.4%の増加しか計算に入れていない。英国の予算は3月11日に発表される。現時点での予測は、9月に発表された予算発表に基づいている。しかし、予算ルールの変更（新ルールは現予算の収支を合わせることと公共投資はGDPの3%に収める）が計画されており、保守党の公約は財政刺激策はGDPの1%以下にすることである。日本では、世界経済の低迷からの影響を回避するため、大規模な経済刺激策（2,200EUR）が発表された。また、政府は耐用年数を超えたインフラを取り換えるという緊急のニーズにも対応している。この対策は、今後2年間でGDPを0.7%押し上げると期待されている。新興市場は、ゆっくりと拡張的な財政姿勢に移行している。12月には2020年の大胆な予算が承認された。そして、インドネシア、フィリピン、インドはより大規模な支出が発表された。インドの予算は2月1日に発表される。これまでに公表された2020年度予算は期待外れで、より大きな支出に必要な資金が不足している。

金融政策は引き続き成長をサポートすることに焦点を当てている。

先進国市場では、中央銀行が現在の緩和的姿勢を維持することを当社は期待している。これが成長をサポートしているが、これは全体的なインフレ見通しが穏やかであるからできたことだ。主要な新興市場では、中央銀行は緩和バイアスを維持しているが、いくつかの国ではインフレの動向が彼らの策略の余地を制限するだろう。

- **先進国市場：**FRBはデータに依存するアプローチに移行しているものの、緩和的バイアスは維持している。当社は緩和的環境を維持し米国の成長を軌道に乗せるため、FRBが2020年にもう1回利下げする可能性もあり得ると考える。ユーロ圏では、ECBのQE2はまだ始まったばかりであり、特に進行中の戦略的レビューを考慮すると、マクロ経済に重要で、短期的には新しい主要対策が提供されることは期待していない。英国では、経済の回復がに広範に金融政策委員会（MPC）の計画通りなら、今後12ヶ月は金利を保留するアプローチを採る可能性が最も高い。最後に、日本については、当社は今後12ヶ月間に10bpsの金利引下げを見込んでいる。
- **新興国市場：**人民銀行（PBoC）の緩和的姿勢は期待通り進行中で、必要と思われる全てのツールを使っている。最新の総合インフレ率は期待を上回るものだったが、中央銀行がその緩和的姿勢を維持するのを妨げるものではない。インドでは、国内の経済活動は、全体的に低迷する経済環境の中でも回復の兆しが幾つか見えるため、混在する指標を示し始めた。インフレが上向きとなるサプライズを見せたため、インド準備銀行（RBI）の中心シナリオは更なる上方修正を余儀なくされる。従って、短期的には政策金利の決定が遅れる可能性がある。改革（年金改革）が建設的に進行した後、ブラジル中央銀行（BCB）が更なる緩和政策を採ることが、広く期待されている。既にBCBが発表したように、景気サイクルの現段階では、刺激策の度合いに新たな変化があるため、慎重を期す必要がある。ロシアでは、インフレが後退したため、ロシア連邦中央銀行（CBR）は、2020年前半に更なる金利引下げの可能性に言及した。インフレの状態が良好なら、今後12ヶ月で合計25 bpsの利下げがあると当社は見ている。

トップ・リスク・マップ

マクロ経済リサーチ・チーム

以下の表は、リスク要因と判断確率（市場ベースではない）を提示している。
また、市場への影響の可能性も提示している。

2020年1月29日作成

20%
貿易戦争の激化

分析

第1段階の合意はベース・ケースに沿ったものとなった。それでも、最も複雑な問題（現在課されている関税とファーウェイの問題）などは、まだ対処されておらず、米国の選挙後まで延期された。2020年は米国大統領選挙の年であり、次期米国大統領が誰であっても、戦略的問題に関する両国間の反発は、今後両国の関係を悪化させる可能性がある。包括的な世界貿易協定が成る可能性は非常に低い。このような紆余曲折は企業心理、投資、貿易の流れを悪化させる可能性がある。

市場への影響

- ・株式と人民元にとってネガティブ
- ・米ドル、米国債および金にはポジティブ

20%
企業の脆弱性が高まる

企業は、GFC前よりも高いレベルの負債を蓄積している。それほど良好でない収益は、企業が債務を返済し金利を支払う能力を低下させる。同時に、新興市場とフロンティア市場は、先進国からの資本を魅了し、対外債務を増やしている。金融環境が引締められ金利が上昇すれば、彼らの債務返済能力が損なわれる。広範囲にわたる経済的困窮とデフォルト率の急上昇は、負債を圧縮し、投資撤退や失業を増やし、景気後退を助長する。

- ・リスク資産にはネガティブ
- ・US IG BBBの格下げ、EUROおよびUS HY B-CCCのデフォルトの増加
- ・米ドル、米国債および金にはポジティブ

10%
中国のハードランディング

中国の経済成長は減速しているが、当局は（金融および財政政策を通じて）経済を刺激する努力をしているため、管理可能な減速を維持できるだろう。最近11月/12月のデータは、一種のミニサイクルの回復を示している。しかし、武漢でのコロナウイルスの急速な流行は、ポジティブだったマクロ経済の勢いを相殺している。中国の経済モデルは脆弱であり、融資が過剰となっている兆候がある。GFC以降初めて、非金融企業の債務が急増している。

- ・世界的な金融不安
- ・石油、素材、コモディティ輸出国の通貨、新興国債券にネガティブ
- ・米国債/ドイツ国債および金にはポジティブ

10%
米国の選挙

現段階では、米国大統領選の結果について明かなものはない。投資家コミュニティは世論調査に焦点を当てているが、選出された大統領の政策行動（特に福祉と金融規制）を見ることが重要だ。リスク・シナリオは、弾劾裁判と極端な外交政策（ウクライナ、イラン、シリアなど、状況を破裂させる措置）が激化すること、そして新政権の企業所得への税率が適用される可能性から企業の景況感が悪化し経済を後退させることだ。

- ・ボラティリティの上昇
- ・米国市場の混乱
- ・金にはポジティブ

10%
軍事的緊張が拡大し、それが世界に波及する

中国/米国、中国/香港、英国のEU離脱、イラン/中東、リビアなど、地政学的問題が、市場に明らかな影響を及ぼしている。1月に起こったイラクでの攻撃は軍事上の緊張を引き起こし、石油価格と世界の政治的・社会的な力学に影響を及ぼす懸念を引き起こした。市場は、利益/損失後には安全な避難先（金、米国債、原油、米ドル、日本円）と高リスク資産（DM株式）に対する最小限の修正だけで、大きな緊張は起こらないことを価格に織り込んでいる。当社は、米国やイラクからの更なる緊張の激化はないと予想し、原油価格の急上昇は短命であると見ている（イラクからの石油供給の中断が発生しない限り）。

- ・原油価格と安全避難先資産（FXおよび金）にポジティブ
- ・リスク資産にはネガティブ

10%
信用市場の流動性不足と
リスクの誤った配分

低金利環境で、利回りを追及する機関投資家がポートフォリオの中で信用リスクを蓄積させた。名目上の目標を達成するために、流動性バッファが縮小した。信用サイクルの成熟期と規制が変更される中で市場構造が移行するという重要な時期に、急激な下落相場となった場合、投資家がポジションを売却することが、現実的に困難であることが証明される可能性がある。

- ・キャッシュ、国債（米国、ユーロ）、および金にポジティブ
- ・EM債券、グローバル株式、HY、原油、および基礎素材にネガティブ

10%
米ドルの流動性が減少

米ドル資金の流動性と米ドルの流動性ベースの縮小は、資金調達条件が引締められたことの影響を拡大し、国境を越えて米ドルによる融資を受ける国に波及する可能性がある。

- ・世界的な金融不安
- ・金と米国債にはポジティブ
- ・（特にEMの）リスク資産にはネガティブ

マクロ経済の状況

当社が確信していること、そしてそのシナリオ

マクロ経済リサーチ・チーム

このセクションでは、当社の中心シナリオと代替シナリオへのリマインダーを提供する。



中心的シナリオ（確率55%）：政策が不確実であるにもかかわらず、内需およびサービス部門には抵抗力がある

- **世界的な成長の鈍化**：昨年の夏に世界中で見られた経済的な脆弱さは、ほとんど例外なく、秋まで続いた。産業データと企業の景況動向調査は、世界の製造部門がまだ低迷状態から抜け出していないことを示している。しかし、米中間で第1段階の合意がなされたことは、その不安をいくらか解消するかもしれない。内需は、非常に低いインフレと、国によっては堅固な労働市場に支えられた個人消費によって抵抗力が維持されている。それでも、サービス部門は製造部門よりも抵抗力が高いことが証明されている。
- **世界貿易は2020年H1に底入れすると予測する**。保護主義的なレトリックにより、世界貿易は過去18か月間に低迷した。米国と中国が待望の第1段階の合意に達したとはいえ、世界貿易のモメンタムと実体経済へのダメージは容易かつ迅速に戻ることはない。当社は世界貿易が2020年には非常にゆっくりと回復すると予想する。実際、短期的には世界貿易には圧力がかかり、来年は世界のGDPよりも遅いペースで成長すると予想される。経済への影響は地域によって異なる。欧州の輸出は大きな打撃を受けた。米国は、輸入代替の分野で着実に進歩を続けている（工業用品および材料の輸入は、2007年には総需要の27%だったが、2019年には18%へと低下した）。新興国は、貿易の緊張がもたらす困難をチャンスに変えようとしている。中国の経済活動が沈静化していることは、短期的には世界貿易の動向に悪影響を与える。更に、内需の抵抗力の役割を過小評価するべきではない。世界貿易パターンや生産チェーンは地域レベルでより統合されている。
- **米国**：徐々に潜在的レベルに戻っているが、下振れリスクはやや高い。米国経済は、2018年には非常に緩和的な財政政策に後押しされて上昇したが、2018年H2に減速し始め、その後の四半期にも減速を続けた。2018年Q2で前年比3.2%でピークに達した後、GDP成長率は2%近辺まで鈍化した。個人消費は抵抗力を見せているが、内需は設備投資の減速にけん引されて減速した。当社はこの穏やかな減速は継続すると見ている。世界貿易と製造業の脆弱さによる経済への影響は、第1段階合意で多少緩和されたとは言え、投資の分野で長期化すると見ているからだ。消費については、総労働収入の伸びが、成長の原動力であると当社が予測する個人消費をいくらか抑制するかもしれない。当社のシナリオでは、2019年には低迷した企業の景況感および消費者信頼感は、ここで安定し多少回復すると見ている。インフレは徐々に上昇するが、まだ穏やかに留まると予測する。このような環境では、金融政策は支持的に維持されるが、当社は更なる金利引き下げもあり得ると見ている。全体的には、リスクのバランスは下振れに傾いていると考える。貿易紛争の一時停戦が合意されたが、大統領選挙が近づくにつれて、地政学的な緊張が持続し政治的不確実性が追加される可能性がある。当社は不況となることは想定していないが、現在のサイクルの延長についての疑念は今後数四半期で強まる可能性がある（財政政策からの支援が少なくなれば、内需が減速する）。
- **ユーロ圏**：最近になって米中間の貿易について市場心理が改善したが、不確実性が世界経済を特徴づけているため、ユーロ圏経済は引き続き圧力を受けている。ユーロ圏では外需の悪化が見られ、製造業部門は深刻な打撃を受けたため、それがサービス部門やその他の重要な経済セクターへ、実際に波及しているのかが問われている。しかし、国内成長の原動力に抵抗力があるため、経済ファンダメンタルズへの期待は徐々に前向きな方向に向かっている。また、経済的なサプライズも好転した。このような環境で、当社はユーロ圏の成長が2020年～2021年に安定して潜在水準向かって収束すると見る。製造業での危機は世界貿易が安定するにつれて、徐々に低い基準ではあっても解決されると予測する。内需は引き続き、失業率が低く賃金が穏やかに上昇し全体的に健全な労働市場に支えられるだろう。これらは成長の主な原動力となる家計消費を支える。投資は安定した経済環境の恩恵を受ける。新しい欧州委員会のグリーン・ニューディールに関しては、上振れリスクが顕著となる可能性はある。拡張的財政政策の兆候は、国レベルでの実施に留まっており、まだ国同士が関係する取り組みとはなっていない。特に経済が悪化し、回復するのに苦労する場合、理論的には更なる後押しは可能だ。インフレが、成長が安定したことで非常に穏やかな上振れの動きに支えられているため、当社はECBが更なる緩和政策を採用することは予測していない。
- **英国**：12月12日の選挙で保守党が勝利したことで、10月にEUと交渉した離脱協定を批准できることになり、1月31日にスムーズにEUを離脱する扉が開かれた。移行期間中、2020年末までは英国は欧州単一市場へのほとんどのアクセスを維持することが出来る。その期間中に、英国とのEU間の自由貿易協定やサービスに関する規定を含む貿易関係についての将来の恒久的な枠組みが交渉される。英国は移行期間の延長を望まないことを正式に通知したため、交渉期限は非常に短い。交渉担当者が合意に達することが出来るかどうかは不確実であることは、2020年末の、貿易ショック（英国の欧州市場へのアクセ

スが突然拒否される)への心配を掻き立てる可能性がある。それでも、交渉が開始されれば、どんなに厳しい立場にあっても、実用主義が急場を救い、少なくとも大部分の商品について、自由貿易を継続することを認める合意に達すると当社は期待している。

■ **石油価格**: イラクでの攻撃の直後、原油価格は急騰した。更なる軍事行動の可能性を排除できないため、軍事行動/報復の後に一時的に更に高くなる可能性がある。それでも、イラクの石油生産の混乱か、本格的な軍事衝突が激化しない限り、原油価格が大きく上昇する可能性は低い。他の生産者がショックの衝撃を吸収できるため、一時的な供給ショックに対する石油価格の弾力性は過去よりも低いからだ。特に、米国の石油生産は過去に比べて柔軟性が高く、非常に回復力が高いことが証明されている。このため供給の混乱に対しては、過去ほど脆弱ではなくなっている。

■ **中央銀行**: 先進諸国では「様子見」態度に戻った。

- **FRB**: インフレの見通しが穏やかであるため、ハト派的姿勢は今後も維持されるだろう。FRBは、データ依存型のアプローチに移行しているが、それでも緩和的なバイアスを堅持している。当社の中心的シナリオは、市場の期待に沿って、2020年にもう1回利下げを行い、緩和的な金融環境を維持し、米国を成長軌道に乗せることだ。
- **ECB**: 成長が安定し、インフレが徐々に正しい方向に向かっている今の環境と、ECBの戦略的な見直しの年であることを考慮すると、マクロ経済状況が大きく変化しない限り、主要な政策変更はないと当社は見る。QE2はまだ始まったばかりであり、短期的には新しい主要対策が提供されることは期待していない。**マクロ経済が大きく悪化しない限り、当社はECBが今後12か月間、金利を保留すると見ている。銀行システムへ更なる悪影響を与えるリスクを考慮すると、ECBが採れる政策は非常に限られているため、更なる金利引下げを行うためのハードルは高い。**
- **日銀**: 日銀は地政学的リスクが再び上昇し、大幅な円高となれば、2020年に追加の緩和を検討する可能性がある。当社は、次の2つを前提に、今後12か月間に1回の10bpsの金利引下げを予測する。第一に、短期金利目標を引下げられるには、金融機関への悪影響を軽減するために、日銀の当座預金の3層構造の再編成が必要である。第二に、日銀は、利回りカーブを正常に維持するため、長期の利回りカーブが低下しないようコントロールするだろう。
- **イングランド銀行**: BoEは、インフレを目標の2%まで持続的に回復させるために、経済見通しの変化に応じて、どちらの方向にも対応できる金融政策に固執しているようだ。今後のデータがMPCの予測に支持的であれば、今後12ヶ月間は金利を保留することが最も可能性が高いと当社は考える。



下振れリスク・シナリオ (確率30%) : 内需への全面的な波及

- 貿易戦争の激化は世界貿易を更に縮小し、製造業を低迷させるが、それはサービス部門に波及し通貨戦争を引き起こす。グローバル化が解消したことによる不況。
- 特有リスクの悪化 (中東、香港、米国の選挙)、中国のハードランディング (政策ミックスで徐々に減速することができない場合) 成長とマクロ経済の安定性に対する地域および世界的な影響。



上振れリスク・シナリオ (確率15%) : 2020年に世界的な成長が緩やかに再加速

- 財政政策からの支持は、欧州 (ドイツとオランダ) およびおそらく米国でも、予想以上に大きかった。ユーロ圏レベルで、期待されていなかった財政上の協調という後押しがあった。これは、より良い政策ミックスと強力な金融政策への支援という重要な上振れスクをもたらし得るだろう。
- 欧州: 金融アーキテクチャー (資本市場同盟、銀行同盟、柔軟な財政規則) が大きく進歩し、投資がし易くなり、期待を安定させ、金融政策の伝達メカニズムが改善されるため、より良い枠組みが形成される可能性がある。
- 米中間で意味のある貿易協定が締結され、貿易戦争が真に鎮静する。

地域別マクロ経済の状況

マクロ経済リサーチ・チーム

2020年1月30日作成

米国

リスク要因

米国の成長は減速し、不確実性は貿易から政治に移行する

- ・ 内需は減速を続けており、投資支出は個人消費を下回った。ビジネスの景況感調査では、サービス部門では抵抗力があるが、製造業はまだ落ち込んだままだ。しかし、最近底入れの兆候が表れた。
- ・ 季節要因とベース効果で12月の小売売上高は上昇したが、全体的な消費は徐々に減速している。消費者信頼感に近い将来妥当な消費の伸びと一致するようになるだろうが、総所得の伸びが和らいでいる兆候が見えるため、消費は今後減速すると見る。投資については、支出計画は大幅に緩和されたが、底入れの兆候は見える。
- ・ インフレ率は低いまま（コアインフレ率とインフレ率総合指数共に2.3%）だが、コアPCE（前年比1.6%）は、FRBの目標に近いが下回っている。
- ・ FRBは、現在の政策姿勢は、緩やかな成長と労働市場の抵抗力を支えるには十分に調整されていると考えている。それでも、当社は成長に失望する時は来ると予測するため、2020年に更なる利下げがあり得ると見ている。

- ・ 米中間の第一段階の合意は短期的には市場心理の向上に役立つが、貿易問題での過去の行動が既に経済に大きな影響を及ぼしたことが徐々に明らかになるだろう
- ・ 民主党候補者の政策をめぐり政治的不確実性
- ・ 地政学的な動向が、一貫した供給ショックを引き起こしインフレ見通しに影響を与えるなら、原油価格に上昇リスクをもたらす可能性がある

ユーロ圏

リスク要因

景気の底入れ

- ・ Q3のGDP成長率（+0.2%QoQ、1.2%YoY）は予想をわずかに上回った。経済活動は個人消費に支えられ、設備投資はQ2の非常に好調な業績の後に減速した。
- ・ Q4の銀行融資についての調査によれば、家計からの純需要は全体的に高く、消費者部門の相対的な強さを裏付ける。しかし、環境や基準はほぼ変わらないにも関わらず、企業からの貸付需要は全体的に弱いまま。
- ・ 1月のユーロ圏の総合PMIの速報は安定したままだった。製造業が改善しサービス業が穏やかに減速したからだが、これは監視する必要がある。
- ・ インフレは抑えられたままであるが、昨年末は上昇気味で終了し、コアインフレとインフレ総合指数は共に1.3%となった。
- ・ このよう環境では、経済が穏やかな回復/安定シナリオに沿って発展し、金融環境が緩和的に維持されていれば、ECBは金利の保留を維持すると予測する。

- ・ 米中間の第一段階の合意は、ビジネス感情へのサポートを提供するはずだが、世界貿易の動向は底入れするのが困難なようだ。対外部門がまだ足かせとなっているのかもしれない
- ・ 今年中には圏内の政治的緊張が再び浮上する可能性がある
- ・ 政治が断片化しているため、戦略的な計画/改革の実施と設計が欠如している
- ・ 英国の「合意なきEU離脱」のリスクは無くなったが、「崖」リスクはまだ残っている

英国

リスク要因

成長は公的支出が原動力になっているが、2020年以降についての不確実性から減速している。

- ・ EU離脱は1月31日にスムーズに行われた。最近の経済データは混在している。

- ・ EUとの自由貿易協定が2020年末までに合意されなかった場合の貿易ショック

地域別マクロ経済の状況

2020年1月30日作成

英国

リスク要因

- ・ 保守党政府が予定する公共投資の増加が、成長を後押しするはずだ。
- ・ 貿易協定への枠組みへの不確実性（2020年末に移行期間が終了する）は、それでも引き続き投資を妨げる。

日本

リスク要因

コロナウィルスへの懸念が2019年の景気の谷からの再加速を妨げる

- ・ 家計がようやく消費税引上げによる影響からの回復を見せ始めた。政府の子育て支援とキャッシュレス決済の普及を家計がようやく実感できるようになったからだ。中国からの電子機器の需要が勢いを増したため、輸出の低迷は止まった。
- ・ 国会は2019年度の補正予算案を承認した。この予算案には大規模な景気対策が含まれている。一方で、日銀が国債購入のテーパリングを停止したため、ベースマネーの増加が加速している。
- ・ しかし、新型ウィルスの影響で訪日旅行者数が打撃を受けている。通常、旧正月の連休に大挙して訪れる大中華圏からの旅行者は外国人観光客の3分の1を占めるからだ。サプライチェーンの混乱は、既に売上の低迷で苦しんでいる自動車業界の問題を悪化させる可能性がある。

- ・ コロナウィルスによる影響の拡大、深刻さ、そして期間
- ・ リスク回避の資金を引き付け円高となる
- ・ 春に行われる賃金交渉が低迷し、消費者需要が回復しない

中国

リスク要因

- ・ モニターしている経済データのほとんどは、12月に反発した（不動産セクターおよびインフラ投資は安定）。発表された2019年Q4のGDPは、前年比6.0%と予想通りだった。この反発にも関わらず、武漢でのコロナウィルスが拡散したことは、中国の経済成長に深刻な下方リスクをもたらす。
- ・ 12月の総合インフレ率は前年比4.5%で安定しており、食料価格はわずかに変動した。
- ・ ポリシー・ミックスは、わずかに支持的であることが再度証明された。年初に預金準備率(RRR)が50bps引下げられ、1月の最優遇退出金利(LPR)は4.15%に据え置かれた。
- ・ それでも、冬が過ぎればウィルスの影響がなくなるため、ロックダウン/旅行の禁止の期間の長さが中国の成長率を決定し、それが2003年に世界の成長が減速した時よりも更に広範囲になることを期待することは合理的であると考えられる。

- ・ 中国のマクロ経済の改善が、コロナウィルスの流行に関するニュースで相殺される
- ・ インフレはまだ高く、食品価格からの貢献をゆがめている
- ・ 政策ミックスはまだ非常に控え目なサポートを提供している

アジア（日本と中国を除く）

リスク要因

- ・ この地域の経済は、韓国、台湾、中国などの半導体セクターへのエクスポージャーが高い国々からの好調な輸出で改善した。
- ・ 12月には上昇したものの、インフレは非常に穏やかに保たれている。12月のデータで注目すべきは、インドと中国で、食品バスケット要素からの寄与が大きく、前年比でそれぞれ7.4%と4.5%となっている。
- ・ 1月にはマレーシア中央銀行(BNM)は政策金利を25bps引下げ2.75%とした。この動きは予想外で経済成長と対外リスクへの懸念からなされたものだ。
- ・ 中国におけるコロナウィルスの大流行は、特にタイやベトナムなど中国からの観光客が多い近隣諸国に悪影響を及ぼすだろう。

- ・ 好調な半導体輸出で改善されたマクロ経済のモメンタム
- ・ インフレはまだ非常に穏やかだが、中国とインドで高いレベルとなっている
- ・ BNMは政策金利を25bps引下げた
- ・ コロナウィルスの流行は、タイやベトナムなど近隣諸国に影響を与える

地域別マクロ経済の状況

2020年1月30日作成

中南米

- この地域のマクロ経済のモメンタムは安定しており、ややポジティブだった。ブラジルのモメンタムはある意味安定しているがポジティブである。コロンビアも同様だ。メキシコのGDPはQ4に予想より小さい減速となり、予想は前年比-0.5%であったが、前年比-0.3%となった。
- ブラジルの12月のインフレ率は4.3%で、11月の3.3%から急上昇した。主な要因は食品構成であり、前年比4.3%のうち1.3%を占めた。アルゼンチンのインフレは、前年比50%を2ヶ月下回った後で、再び上昇し12月には前年比50.6%だった。
- この地域の中央銀行は金利を保留していたが、ブラジル中央銀行 (BCB) 総裁は更なる緩和への扉を開いた。
- アルゼンチン政府とIMFは、債務不履行を回避するために債務再編への対処を始めた。2月にその予定が発表されるようだ。1月29日に、米大統領がNAFTAの代替えとなるUSMCAに署名した。

EMEA (欧州、中東およびアフリカ)

- ロシア：2019年のGDP成長率は1.2%に減速すると予想されている。しかし、2020年および中期的には、成長は加速すると予想される。2019年から2024年までに重要なインフラ投資プログラムが計画されていることと、低金利環境が予測されているからだ。**
- 米国の経済制裁措置の可能性にもかかわらず、マクロ経済のシナリオは引き続き支持的である。ロシアは、2019年に「双子の黒字」を持つ数少ない新興国の一つであり、同時に政府系ファンドに資産を蓄積している。
 - CBRは10月に再び政策金利を25bps下げて6.25%とした。インフレが減速していることを考慮すると、今後12か月で2回の25bpの利下げが見込まれる。

南アフリカ：SARBが予想外に金利を引き下げた

- 財政への懸念と成長見通しが低いことから、資本が流出し為替レートにも圧力がかかっているという厳しい環境、にあるにも関わらず、SARBは今年最初の政策会議で金利を25bsp引下げて6.25%とした。SARBの決定は、成長とインフレ予測を下方修正したことと、2020年のインフレ期待による。現在リスク回避の動きが増えているため、当社はこれ以上の緩和を予測していない。

トルコ：12月のインフが反発したことで、金融政策のスタンスは変わらなかった。

- 12月にインフレが回復したにもかかわらず、トルコ中央銀行 (CBRT) は、コンセンサスに沿って1月に再び75bp 金利を引き下げ 11.25%とした。CBRTは成長への支持を選んでおり、インフレの軌道は2020年末までに前年比8.2%の予測と一致していたことを示している。プレスリリースには、多少の変更があっただけで、更なる金利引下げを暗示している。

リスク要因

- 経済のモメンタムは全体的にややポジティブ
- インフレは全体的に穏やかだが、ブラジルのCPIは食品価格の高騰で急上昇
- この地域の中央銀行は金利を保留
- USMCAが署名され、アルゼンチンはIMFとの協議を開始した

リスク要因

- 原油価格の下落、米国の制裁措置の強化、地政学的な緊張の高まり
- リスク回避の上昇、ソプリング下げリスク、社会的要求の高まり、そして改革が欠如しているため財政悪化が継続する
- 中央銀行による過度の緩和的政策、緩和的な財政政策、地政学的緊張の激化、ユーロ圏経済の減速

マクロ経済そして市場予測

マクロ経済予測 (2020年2月4日)						
年率 平均 (%)	実質GDP成長率 %			インフレ (前年比CPI, %)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
米国	2.3	1.9	1.8	1.8	2.2	2.1
日本	1.2	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
ユーロ圏	1.2	1.0	1.2	1.2	1.2	1.5
ドイツ	0.6	0.7	1.1	1.5	1.5	1.5
フランス	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3	1.5
イタリア	0.2	0.2	0.4	0.7	0.8	1.2
スペイン	2.0	1.5	1.5	0.7	1.2	1.2
英国	1.3	1.1	1.4	1.8	2.2	2.1
ブラジル	1.1	1.7	1.8	3.7	4.6	4.6
メキシコ	-0.1	0.8	1.2	3.6	3.4	3.4
ロシア	1.3	1.7	2.5	4.7	3.2	4.0
インド	5.1	5.1	5.6	3.7	5.9	4.2
インドネシア	5.0	5.0	5.1	3.0	3.1	3.8
中国	6.2	5.6	5.7	2.9	3.4	1.7
南アフリカ	0.3	0.8	1.0	4.6	4.1	4.9
トルコ	0.2	1.8	2.2	15.6	11.3	9.8
先進諸国	1.7	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7
新興諸国	4.1	4.1	4.4	4.0	4.4	3.4
世界	3.1	3.0	3.3	3.0	3.3	2.8

出典:アムンディ・リサーチ

主要金利の見通し					
	29/01/2020	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	1.75	1.50	1.60	1.50	1.55
ユーロ圏	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
日本	-0.1	-0.2	-0.11	-0.2	-0.06
英国	0.75	0.75	0.81	0.75	0.95

長期金利の見通し					
2年物 債券利回り					
	29/01/2020	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	1.57	1.30/1.50	1.60	1.30/1.50	1.63
ドイツ	-0.586	-0.70/-0.50	-0.58	-0.70/-0.50	-0.57
日本	-0.136	-0.30/-0.20	-0.13	-0.30/-0.20	-0.14
英国	0.474	0.40/0.60	0.39	0.40/0.60	0.44

10年物 債券利回り					
	29/01/2020	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	1.84	1.70/1.90	1.90	1.50/1.70	1.96
ドイツ	-0.17	-0.20/0.00	-0.13	-0.40/-0.20	-0.08
日本	0.00	-0.10/0.10	0.03	-0.10/0.10	0.06
英国	0.74	0.80/1.00	0.81	0.80/1.00	0.87

通貨の見通し					
	30/01/2020	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
EUR/USD	1.10	1.13	1.13	1.14	1.16
USD/JPY	109	107	108	105	107
EUR/GBP	0.84	0.86	0.85	0.86	0.85
EUR/CHF	1.07	1.12	1.11	1.10	1.12
EUR/NOK	10.13	9.79	9.83	9.91	9.70
EUR/SEK	10.63	10.50	10.50	10.44	10.40
USD/CAD	1.32	1.30	1.31	1.27	1.30
AUD/USD	0.67	0.69	0.69	0.69	0.70
NZD/USD	0.65	0.65	0.66	0.67	0.67
USD/CNY	6.91	7.05	7.00	7.10	6.93

最近の出版物

ワーキングペーパー



ポートフォリオの最適化 i 番目の二次取引コストに関するノート

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

機械学習の最適化アルゴリズムとポートフォリオの配分

Sarah PERRIN — エコール・ポリテクニク, Thierry RONCALLI — 定量リサーチ部

予測の組み合わせ：為替レートのアプリケーション

Elisa BAKU — パリ経済学校, Edmond LEZMI — 定量リサーチ部

ユニバーサルな株主は企業へのネガティブな外部性を抑制するために票を投じるか？

株主総会の実証分析

Marie BRIÈRE - アムンディ Sébastien POUGET - トゥールーズ経済学院, ut10 Loredana URECHE-RANGAU - ピカディー大学 ジュールヴェルヌ大学, CRISEA

通貨市場でのファクター投資 それは理にかなっているか？

Elisa BAKU - 定量リサーチ, Roberta FORTES - パリ第1大学 Karine HERVÉ — 経済リサーチ, EDMOND Lezmi - 定量リサーチ, Hassan MALONGO - Convexity Solutions, Thierry RONCALLI - 定量リサーチ, Jiali XU — 定量リサーチ - チームアムンディ

ディスカッション・ペーパー



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...

Philippe ITHURBIDE — 上級エコノミク・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、米ドル vs. ユーロ vs. 人民元 vs.

Philippe ITHURBIDE — 上級エコノミク・アドバイザーアムンディ

近年のESG投資、古い課題からの新しい洞察

Angelo DREI — 定量リサーチ部, Théo LE GUENEDAL — 定量リサーチ部, Frédéric LEPETIT — 定量リサーチ部, Vincent MORTIER — グループ最高投資副責任者, Thierry RONCALLI — 定量リサーチ部総括, Takaya SEKINE — 定量リサーチ部

買い戻し—企業の自社株買戻し方針のベス・プラクティスに関する多視点のレビューと考察

Craig STERLING — コア・エクイティディレクター兼株式リサーチ部総括, 米国, Ibra WANE — 上級株式ストラテジスト

テーマ別論文



米国のインフレ...何が起っているか

Annalisa USARDI — 上級エコノミスト—アムンディ

イタリア：新しい予算枠組みからの小さな野心

Annalisa USARDI — 上級エコノミスト、マクロ経済研究

フランスの年金改革(更新) {ut1 Valérie LETORT — 債券戦略部—アムンディ

フランス：イエロー・ベスト危機後も改革の勢いは続く

Tristan PERRIER — マクロ経済リサーチ部 - アムンディ

トルコ：インフレ、為替レートのパススルー、および金融政策

Karine HERVÉ - マクロ経済リサーチ部 - アムンディ

[illegible]

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Find out more about
Amundi research team

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate

High Yield

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: iStock/Getty Images Plus - Alexander Spatari

Chief editor

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

Editor

DEFEND Monica, Global Head of Research

Deputy-Editor

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

Conception & production

BERGER Pia, Research and Macro Strategy

PONCET Benoît, Research and Macro Strategy