

アセット・アロケーション:アムンディの投資戦略

この市場不安に理はあるのか?

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括(パリ)

昨年の夏以来、物事は思った通りに進んでいない。暗い闇が金融市場を覆い、全てが裏目に出ている。それなら、なぜリスクが再評価されるのか、なぜポートフォリオへの防御策が採られ、場合によってはポジションが清算されて、全ての主要株式市場が事実上10%から15%下落するような事態になったのかを理解するのは簡単だ。同時に、10年債利回りは米国で1.74%へ(年初来-55bp)、ドイツで0.23%へ(1月以降-40bps)と大幅に低下している。信用スプレッド(社債およびソブリン債)は拡大し、iTraxx Mainは45 bp上昇し(現在120 bp)、iTraxx Crossover は150 bp上昇している(現在460bp)。そして収益を上げている企業やセクターに対する利益確定売りが増えた。リスク回避の規模を示す良い指標となる、ゴールド価格は数週間間に12%以上上昇した。

なぜ、こうなってしまったのだろうか? 経済や金融の見通しを大幅に修正し、資産配分を徹底的に検討する必要があるのだろうか? 今号では、現在の環境で非常に重要である、このような質問に答えようと思う。

1. なぜ原油価格の下落におびえるのか?

ブレント原油の価格は、1月初めから12%下落し、現在1バレル\$33で推移している。通常、金融市場は低い原油価格には好意的に反応する。それにはいくつかの理由がある:

- 低い原油価格は、商品消費国にとって好材料である。
- 低い原油価格は、企業の利鞘と利益を向上させる。
- 特に発展途上国の物価指数を引下げ、これらの国々の金融政策などへの裁量の余地を生む。
- それは、内需が成長の主な要因(財政出動を除く)である時、経済成長と内需を支える。

しかし、2015年半ばから、原油価格の急落は金融市場をおびえさせている。その理由は何なのか?

- 原油価格の低下は産油国(サウジアラビア、ペルシャ湾岸諸国、カナダ、ノルウェーなど)を弱体化させ不安定にしている。国によっては(ベネズエラ、アゼルバイジャン、など)、非常な困難状態にさらされている。その結果、カントリー・リスクが急激に高くなっている。
- そのことでエネルギー部門の企業が債務不履行または破産するのではないかと懸念を生んだ(米国のハイイールド債市場におけるエネルギー部門が占める割合を見ればわかる)。
- この背景では、金融証券(特に銀行セクター)が、その影響を受け易いと見られているため、エネルギー業界へのエクスポージャーが重要になってきている。
- 原油価格の下落は、特に日本とユーロ圏の中央銀行が、まさにインフレ率やインフレへの期待感の上昇を見込んでいたその時期にインフレ指標を低下させてしまい、それまでの彼らの対策を損ねてしまった。
- このことは、特定のソブリン・ファンド(石油ファンドと政府系ファンド(SWF))の準備金に影響を与える。政府の流動性の増加を支えるため、自らのポートフォリオを売却する必要があるかもしれないからだ。

ここで留意すべきは、価格の低下は全てのコモディティに関して起こったと言うことで、原因は世界的な成長減速に起因する低い需要である。しかし、原油にはユニークな特徴がある。それは価格下落の原因の3分の2は、供給側の事情で起こっているということだ。過剰生産が広範に広まっている。OPECが市場

要点

昨年の夏以来、物事は思った通りに進んでいない。暗い闇が金融市場を覆い、全てが裏目に出ている。それなら、なぜリスクが再評価されるのか、なぜポートフォリオへの防御策が採られ、場合によってはポジションが清算されるようになったのかを理解するのは簡単だ。なぜこうなってしまったのだろうか?

原油価格の下落は恐ろしい、なぜならそれは産油国を弱体化して不安定にし、これらの国々を極端な困難に陥れるからだ。これはエネルギー企業にも言えることだ。彼らの債務不履行と倒産リスクが高くなるからだ。エネルギー・セクターへのエクスポージャーが高い銀行にも同様の影響がある。オイルのカウンター・ショックの利点は、その危険性と比べるとわずかなものだ。金融政策の中期的な有効性が潜在的に欠如しているため、中央銀行は金融市場を安心させることができないようだ。中国がもう一つの懸念となっている。これは人民元政策が複雑で不安定な戦略であると思われるためだ。更に、マクロ経済の見通しが長い間楽観的過ぎたため、米国で景気後退の懸念が再浮上している。

要するに、なぜ金融市場がこうも脆弱であるかを理解するのは簡単なのだ。つまり、問題は脆弱性ではなく、世界経済の成長と銀行システムの破綻の可能性なのである。当社ではこれらのリスクが実体化することはないと見ている。しかし、マクロ金融環境が、ここ数ヶ月急激に悪化しているのは確かである。従って、これらの懸念はここ6カ月間にアムンディで開発されたマクロ・ヘッジ戦略を明らかに正当化する(米国債とドイツ国債をロング、ボラティリティをロング、米ドルと日本円をロング、米ドルのキャッシュと金をロング)。

本記事の目的は、市場のストレスやうねりを受けて、我々が当社のポートフォリオに行った調整を議論することである。株式の破綻、信用スプレッドの拡大、株式への悪影響、高いボラティリティ、ドイツや米国など安全な国の債券利回りの低下などの出来事は、当社の設定(マクロ・ヘッジ、ポートフォリオの清算、リスク、ストレス・テストなど)を再考するきっかけとなった。しかし、必ずしも当社のアセット・アロケーションの背景にある理論的根拠を再考したわけではない。

を規制することが出来ないこと、米国がシェール・オイルの開発に積極的に取り組んだこと（米国の原油生産量は5年間で65%増加）、イランが供給市場に戻ってくる可能性が高いこと、幾つかの国における試掘など。つまり、需給のバランスを不均衡にする要因には事欠かないが、その問題を解決する（原油価格の安定化）方法は間違いなく供給側にある。しかし、その動きを予測することは困難だ。なぜなら原油生産量を減らすと言う決定は本質的に政治であり、OPECの次回の公式会議は6月までない。OPECのバドリ事務局長は、昨年7月、モスクワで行われた会議で「生産量を減らす準備はまだ出来ていない」と述べた。今年1月末、ベネズエラは物価を安定させるために緊急会議を要求したが、サウジアラビア率いる湾岸諸国は反対している。その時点で恐れられたのは、産油国や業界企業への負の影響と共に、6月まで原油価格が下落し続けるのではないかとということである。

2. なぜ中央銀行は金融市場を安心させることができないのか？

中央銀行はその優位性を失くしたように見える。金融市場はこれまで長い間中央銀行の政策に依存し過ぎていた。しかし今では、かつてのような信頼を中央銀行に寄せてはいない。

日銀は、銀行が日銀に預ける新しい当座預金へマイナス金利を導入する決定をした。これは（現在過小評価されている）日本円の上昇を回避しようとするかなり露骨な政策であり、QQE（量的・質的緩和）プログラムの効果がなかったことを認識したことになる。もちろん、日銀はその資産購入プログラム（2016年には6000億ドルの資産購入を予定）を継続している。しかし、同時にインフレ率/インフレへの期待、そして成長についての状況が悪化したことを認めている。さらに、日本の今年の取引開始が1949年以来最悪であったことも、金融当局の政策決定を説明している。

ECBもまた、新たな事態が進行している今、金融政策のスタンスを再考するつもりであることを認めた。新しい事態とは、エネルギー価格、ボラティリティが戻ってきたこと、人民元の変動、中国と新興国での動向、（現在と将来の）インフレ予測をさらに低くするような要因、そしてユーロの新たな活力と、より大きな輸出関連のリスクなどである。デフレ圧力は増加している。金融市場はECBの12月の決定（QEを拡大し当座預金金利を下げたこと）に対して好意的に反応しなかったが、これがECBが現在直面する困難を表している。ECBは3月に新たな対策を採る予定である。

いくつかの選択が可能だ。

- 現在のQEプログラムを拡張する：償還延長および/または資産の購入規模を拡大する。ここで覚えておきたいのは、ECBの資産購入額はすでに非常に大規模であるということだ。今年だけでも、すでにドイツ国債の総合純発行額の140倍、スペイン国債の純発行額の2倍も購入しているということだ。そのような環境で金利が上昇するとは考え難い。
- QEを拡大して購入に新しい資産クラスを含める：ここでは社債を意味している。
- 資産購入の配分を変更して、周辺国の資産購入を増やす。
- ECBの当座預金の金利をさらに下げる。当社はこのような政策の大きな支持者ではない。しかしECBは、この政策を極限まで追求するつもりなら（銀行がECBに現金を預けたくなくなるレベルをテストすることで）この方向性を継続するだろう。金利引き下げは論理的なステップだ。しかし、当社はこれが多くの理由、特にデフレへの懸念が高まると言う理由で、逆効果をもたらすと考えている。実際そのような政策が発表された後、ヨーロッパと日本の両方で金融市場が不安定性となった。
- 主にユーロ圏の周辺国の金融システムを支えるため、ECBの長期供給オペ（TLTRO）にリコースする。景気回復、金融セクターのデフラグと銀行貸出を強固にすることが重要だ。

一方、インフレの不存で成長が鈍化している（GDPは2015年第4四半期にはわずかに0.7%上昇しただけ）ため、FRBは、いかなる引締めサイクルも積極的に行うことが困難になっている。当社は、今から2016年末までの間に、1ラウンドの

“

2015年半ば以降、原油価格の急落は金融市場をおびえさせている ”

“

彼らが恐れているのは、産油国や業界企業への負の影響と共に、今年6月まで原油価格が下落し続けるのではないかとということだ ”

“

ECBは新たな発展に照らして、金融政策の姿勢を再考するであろうことを認めている ”

みの金融引き締めがあると予測している。FRBは主要金利を上げる唯一の主要中央銀行であり、現時点ではドル高は間違いなく歓迎されないだろう。またFRBにはそれほどの余裕はない。だから成長とインフレを促進したいなら、間違いなくQE4に着手する必要があるだろう。

3. なぜ中国は依然として金融市場の懸念となっているのか？

中国が大きなシステミック・リスクとなっていることには疑いの余地がない。ここ数ヶ月に起こった事態（人民元安、昨年8月と今年1月に起こった株式市場での取引停止）は不安をあおる。中国人民銀行はいまだ主導権を握っているのか？中国の低迷はさらにひどくなるのか？中国の経済政策は、まだ有効なのか？これらは重要な問題ではあるが、当社はこれらの懸念が過大評価されていると見る。

- **中国経済の減速は今では既成事実である。**そして、それは同国の経済発展のたまものなのだ。経済発展は貯蓄率の低下、成長の減速、潜在的成長率の低下を伴うのが常だ。この状況は、不利な人口動態（豊かになる前に高齢化する）と生産性の低下でさらに悪化するが、それが潜在成長に直接影響を与える。これらはどれも新しいものではない。
- **中国は人民元を切り下げないだろう。**同国はG20とIMFに対していくつかの公約をしている（元は今年10月にはSDRバスケットの一部となる）。そして人民元を地域の基軸通貨として確立させたいと考えている（それには為替相場の安定が不可欠である）。今日では、同国の経済成長は、純輸出よりも内需に牽引されている（言い換えれば、元はもはや経済成長のためには、それほど重要ではない）。
- **中国はその経済政策を根本的に変更することはないだろう。**それは今まで通り、金融政策、財政政策、予算政策と収益政策の組み合わせである。中国の為替政策（通貨切り下げ）はこの方針に沿わない。これまで人民元は米ドルに「追随」してきたが、中国は今後、自国通貨をいくつかの通貨のバスケットに対して安定するよう管理しなければならない — これは米ドルに対する人民元の下落やボラティリティを排除しない難しいタスクである。しかし、2015年の夏以降、中国は通貨を効果的に管理している。
- **従って、中国は必要に応じて成長を支える能力がある。**当社は2016年で約6%、2017年には5.8%のGDP成長率を見込んでいる。
- **近い将来のハード・ランディングやクラッシュ・ランディングはないだろう。**中国におけるこのような「ランディング」を定義するのはかなり難しいが、1970年代の日本を参照にすることはできる。その時のハード・ランディングは成長率3%であった。
- **中国の成長率が今後2年間で3%まで下がることはないだろうが、その潜在的成長性に近い「ランディング」（過去10～15年間は10%、現在はおおよそ5%、そして今後5～10年間は更に低下する）は避けられないだろう。**
- **実際には成長率自体はそれほど重要ではない。**需要主導でバランスがとれた5%の成長率の方が、輸出主導の10%の成長率よりも優れている。その方が、中国、その貿易相手国、そしてその財政安定にとって健全である。

4. 米国の景気後退を退懸念すべきか？

当社は市場のコンセンサスが楽観的過ぎることに何度も言及した。市場の予測はここに来て大きく変化している。数日前、ある大手金融機関が米国の成長率予測を3.3%から1.8%に下方修正した。この下方修正は驚くには当たらない。主要指標の予測が長い間約2%であったことを考えると、今までの高い成長予測が正しかったのかどうかを疑問に思うべきだ。当社は成長予測を2014年に修正した。それは2014年1月～12月までの世界経済の成長率を3.8%から3.1%に大きく下方修正するもので、新興国経済の鈍化、余り目立たないが米国の成長率への下方修正を含んでいる。米国の成長率は、その潜在的成長率（1.8%前後）とユーロ圏の成長予測への上方修正に基づいている。当社はこの姿勢を維持している。米国については、（GDPの70%以上を占める）消費が好調を維持していること、そしてサービス部門（強い）と製造部門（弱い）との間には大きな差があることを忘れてはならない。これら全てを考慮すると、米国成長率は



TLTRO、新たな資産クラスへのQE拡大、資産購入に関して新たな国への配分キー、新しい預金金利引下げなど.....これらはECBによる信頼できる選択肢である ”



昨年の夏、中国は人民元の実効レート of 安定を管理することを決定した ”

ずれ2%程度になると当社は見ている。これは景気後退ではない。今のところ米国の景気後退の可能性はないと見るが、心配なのはFRBの政策を施す余地があまりないことだ。現在の状況は、2004年～2006年の状況とは全く異なる。この2年間には、FRBは17回（合計で400 bp）の金利引き上げを行った。このことがFRBに政策への余裕を与え、実際に金融危機が襲った時に素早く対応することが出来たのだ。現在の状況は、それには程遠い。FRBの政策は、経済サイクルと金融の安定性のためには後手に回っている。米ドルに対してはそれ程でもないが、利上げを行う余裕はない。

5. 銀行システムの崩壊を懸念すべきか？

これは多くの人が思っていることであろう。銀行株式の時価総額の下落はかなり壮観であると言わざるを得ない。最重要銘柄（ユニクレディット、クレディ・スイス、ドイツ銀行）は40%、またはこれらの国の株式市場の2倍も下落した。銀行セクターはその価値の20%以上を失った。それには、次のような理由がある。

- 広範囲にわたる景気減速は、明らかに負の要因である。
- 原油価格の下落とエネルギー・セクターへのエクスポージャーは心配の種類ではある。これは、規模はかなり異なるとは言え、2007年のサブプライム・ローンへのエクスポージャーに対する懸念に多少似ている。
- イタリアのように「バッド・バンク」（不良債権引受銀行）の設立が、全会一致の支持を得なかった国、また銀行システムが依然として脆弱である他の周辺国などの特定の要因。
- 大手金融機関が崩壊するのではないかと、恐れ/噂が絶えずニュースとなる。
- 非常に低い金利が、銀行の利益をむしろみ始めている。もちろん、これは欧州においては新しい問題ではない。しかし、最近の日銀の動きと米国での金融引締めへの期待を徐々に下げるような行動がこの傾向を悪化させている。
- 規制は銀行が期待できるものではないが、これは新しい事ではない。
- この状況を圧迫しているもう一つの要因は、すでに非常に低金利（マイナスもある）から打撃を受けている大量の銀行株式が短期の金融ポートフォリオに入っていることだ。これには疑いの余地がない。ポートフォリオの業績は銀行スプレッドから生みだされるべきだからだ。これが株式市場に広がった後、最終的に債券スプレッドが上昇している理由であり、いまではそれが短期スプレッドにも広がっていることを受け入れなければならないだろう。
- 銀行債務には流動性の問題もあり、その変動は簡単に悪化する。流動性の収縮は、現在の量的緩和政策と投資家の（追加のティア1を超える）利益追求にリンクしている。また、流動性の供給者（または流動性を供給する活動）を削減した規制の結果でもある。

これが簡単な金融市場の焦点である。リスク回避が広がっていることは当然だし、それに対する保護もしなければならない。しかし、我々はこの事態を全体的な視点で捉えるべきであり、説得力ある裏付けを特定する必要がある。

- 前回の危機（2008年～2009年）とは異なり、現在銀行は資金調達上の問題はない。
- 金融危機以降、銀行システムへの監視およびコミュニケーションはかなり向上している。ECBは大規模かつ徹底的な監査を実施した。またストレス・テストは安心を与えるものであったし、リスクも明確に識別された。
- 銀行システムのエネルギー部門へのエクスポージャーはしっかり認識されている。これらは概して2008年のサブプライム・ローンへのエクスポージャーの10分の1である。更に、サブプライム・ローンによる損害が証券化されたサブプライム・ローン資産が原因であったことも考慮すると、現在の問題は同様の規模ではないし、同様の証券化「妄想」でもないと言える。
- 欧州の銀行は金融危機以来、500億ユーロの資金を調達しており、今では十分な資本を保持している。米国の銀行は、欧州の銀行より前にそれを



今のところ米国の景気後退の可能性はないと見るが、心配なのはFRBの政策の余地があまりないことだ ”



銀行システムの崩壊は多くの人が思っていることであろう ”

達成している。この大規模な資本増強に加えて、規制当局は明らかに品質（自己資本の増強）と量の両面で資本規制を強化している。その要求は金融危機前よりもはるかに高いレベルとなっている。

- 今日の信用へのエクスポージャーは2008年のレベルには程遠い：信用バブルから信用不足に移行したのだから。同時に、潜在的に少数の貸出しでもエネルギー部門へのローンが集中している場合を除いて、銀行が信用およびローンへのエクスポージャーに対して慎重過ぎるということはない（異なるQEプログラム支持への議論を参照）。このシナリオがシステムリスクとなっている大手銀行があるようには見えない。

銀行崩壊の可能性を排除することはできないし、崩壊の前にバブルが起こるとは限らない。そうは言っても、当社では銀行の困難さと経済環境（景気減速、景気後退への懸念）、銀行セクターへの厳しい規制環境（低金利）を過小評価せずとも、2008年のような銀行システムの崩壊はないと見ている。

6. 米ドルの、そして一般的に各通貨の予測を修正する必要があるか？

これまで、次のような見通しが優勢であった。

- ユーロ安。これは主にECBの行動と関連している。
- 米ドル上昇が見込まれる。これは限定的だが、欧州、中国と日本の金融政策の方向性を考慮すると顕著である。しかし、原油価格と中国経済が安定すれば、新興国通貨は明らかに上昇し、円、ユーロと米ドルの実効為替レートを下げるであろう。しかし、まだその段階ではない。
- 円は更に下落する可能性があるが、すでにかなり過小評価されているためその規模は限定される。
- 中国人民銀行は通貨バスケットに対する人民元の安定性を求めているため、人民元は緩やかにそして控えめに切下げられるだろう。

この数週間に起こったことは、これらの見通しに沿ったものではない。人民元は制御されており、昨年の夏以来、実効為替レートは安定している。従って人民元と米ドルとの関連性は少ない。また、円は下げ止まったが、日銀は将来の円高を阻止しようとしている。しかし、米ドルは下落し、ユーロ高となっている。これは本当に驚くべきことなのか？ 全くそのようなことはない。

今のところ、ユーロ高は次の2つの補完する要因で説明できる。

- 新しい要因：米国の成長見通しと、金融引き締めへの期待が下方修正されたことは新しい要因である。両方とも当社の修正に沿っている。
- 為替政策：日本、中国、米国の実際に明確な為替政策があったが、これはユーロ圏には当てはまらない。共通通貨の導入以来、ユーロは調整通貨となって、最終的にシステムの「救済通貨」となっている。

最終的には、日本円は真に上昇する可能性を秘めている。米ドルも円と同様、優れたマクロ・ヘッジのツールとなるであろう。ユーロは、現在ユーロ圏が経常黒字となっているため見落とされているが、ECBの今後の政策により再び下落する可能性がある。当社のEUR/USDの目標は1.05を維持している。

最後に、我々はまだまだ次のような環境にある。

1. 世界経済が減速している。新興諸国に関しては、各地域と統一ブロック国の欠如で、デカップリング（分離）が明確になっている。欧州のブロック、新興国ブロックやドル・ブロックには、確実な経済的現実性はない。言い換えれば、投資機会は先進国と新興国の間、内需が高い国とその他の国の間、そして新興国においてコモディティを生産する国とそれを消費する国の間におけるデカップリングを見つけることができる。
2. 未だに楽観的過ぎる成長予測と中期的には誇張された懸念（完全降伏は正当でない）は、短期的には明らかに存在している。このような懸念とは、米国の景気後退の恐れ、原油安によるオイルカウンター・ショック（国にも企業にも）、中国が今の状況をコントロールする能力があるかどうかについての疑問、そして市場を安心させるための中央銀行の能の欠



ユーロは調整通貨となっており、最終的にはシステムの「救済通貨」となっている



新興諸国に関連した世界経済の減速、地域と統一ブロック国の欠如で、デカップリングが明確になっている



如などがあげられる。言い換えれば、これらの懸念はここ6カ月間にアムンディで開発されたマクロ・ヘッジ戦略を明らかに正当化する（米国債とドイツ国債をロング、ボラティリティをロング、米ドルと日本円をロング、米ドルのキャッシュと金をロング）。（下記のボックスを参照）。

> マクロ・ヘッジ戦略とは？

当社は、いくつかの主要リスクを特定しマクロ・ヘッジ戦略を提案している。現在の状況下で、我々はよくこれらの問題について質問を受ける。ここではリスク要因とそれらに対する戦略を改めて提示する。

- リスク 1: 利上げへの理解が不十分
- リスク 2: 中国経済のハードランディング
- リスク 3: 世界経済成長の崩壊
- リスク 4: 人民元の大幅な切下げ
- リスク 5: 原油とコモディティ価格の再下落
- リスク 6: 欧州での新たな危機
- リスク 7: 流動性危機
- リスク 8: 米国の景気後退

米国債、ドイツ国債、ボラティリティ、米ドル、日本円、キャッシュ（特に米ドル）そして金は、極端なリスクに対する最善の防御である。これらのいくつかはポートフォリオに組み込まれている。なぜなら、それらが当社の中心的なシナリオに沿ったものであるか、または、確かなマクロヘッジ戦略と同等であるため、またはその両方の理由からである。

- 米国債とドイツ国債への長期間のエクスポージャーを拡大することは、リスク 2、3、4、5、6、7、そして8 からポートフォリオを保護するという点で合理的である。究極の安全な資産は、危機が発生した時、株式市場との強い逆相関関係を持つものであるべきだ。
- ボラティリティをロング（買い持ち）することはシナリオ1、2、3、4 および 8 に対処するためには理にかなっている。分散した長期ボラティリティのポートフォリオ（新興市場の通貨および/または通貨+株式を含むいくつかの通貨）を作ることで、ボラティリティをロングとする。その際当然、最も低いボラティリティ（そして最も流動性の高い商品）を選択する。実際のボラティリティに対処するボラティリティ・スワップおよび分散スワップ、およびフォワード・ボラティリティ、インプライド・ボラティリティを扱う契約、または構造的に長期のボラティリティ・ファンドなどが、一般的にボラティリティをロングする際に使われる商品である。株式のボラティリティや通貨のボラティリティを買うことは、債券ボラティリティを買うより大きな保護を提供する。特に欧州と日本ではそうである。金融危機が発生した場合、債券市場が管理されそれが続く。
- ポートフォリオの流動性を向上させることで、リスク1、2、3、4、6、7、8 に対処できる。これは、自然で合法的な反応であるが、リターンはそうあるべきレベルよりかなり低くなる。キャッシュならユーロや円と比べて米ドルを嗜好。近年、リスクフリー資産は、最良の資産（ユーロと日本円のキャッシュ）でもリターン無しの資産となっている。
- 米ドルをロングすることは、シナリオ 2、3、4、5、6 および 7 において有用である。危機時には、米ドルは安全な資産であることから恩恵を受けるため、反循環的な（株式市場と反対の動きをする）通貨となる。
- 円をロングすることは、シナリオ 2、4、および 5 に対処する上で適切だ。米ドルと同様であるが、米ドルほどではない。現在、非常に過小評価されているが、それは重要な利点である可能性がある。
- シナリオ 1、2、3、4、6、7、そして 8 に対処するためには、金（ゴールド）を買う。金は湾岸戦争時、LTCMの倒産、2001年9月11日の同時テロ、2002年の景気後退、大不況時、そしてソブリン債危機時に上昇した唯一のリスク資産クラスである。これは真の資産として他と一線を画す。金は（債券や株式と違って）誰かへの債務ではない。債務水準が高い現在の経済・金融危機の環境では、間違いなく非常に貴重である。



この懸念はマクロ・ヘッジ戦略を正当化する



ポートフォリオへの影響について、当社は各ポートフォリオ運用ヘッドに、彼らのポートフォリオ管理についての見解を求めた。

債券ポートフォリオ

ÉRIC BRARD 債券部グローバル・ヘッド

債券市場は、高ボラティリティの局面を迎えている。スプレッドは信用、非中核国債の両方で大きく拡大している。世界的なGDP成長への懸念と中央銀行に



現時点では評価に賭けるには早すぎる。リスク予算を更に削減することは非常に危険だ。



対する信頼低下の組み合わせに、市場での流動性の欠如が加わると、短期的にはボラティリティは更に高くなる可能性もある。

我々は先進国市場における現在の回復には疑いを持っていない。企業の信用とファンダメンタルズは健全である。しかし、リスク回避が更に高まれば、おさまるまでにかなりの時間がかかるだろう。その結果、市場はしばらくの間リスク管理モードとなる。当社も同様だ。1月に当社の信用エクスポージャーを低減したが、今後しばらくはリスクを追加するつもりはない。中核国市場での非常に低いレベルの金利にもかかわらず、短期デューレーションも望まない。デューレーションは部分的にスプレッド・リスクのヘッジに寄与するからだ。

言い換えれば、現時点では評価に賭けるには早すぎる。リスク予算を更に削減することは非常に危険だ。我々はポートフォリオの流動性レベルを注意深く監視しているが、今のところ目立った流出はない。

株式ポートフォリオ

ROMAIN BOSCHER、 株式部グローバル・ヘッド

ティッピング・ポイント（転換点）か、それともターニング・ポイント（分岐点）か？

株式市場は、2014年以來の低水準に達した。株式市場はエネルギーや金融セクターの債務不履行リスクが高いという感情によっても影響を受けている。このような債務不履行が別の危機の火付け役となるのではと言う懸念からだ。1つのポジティブな側面があるとすれば、悪いニュースの多くはすでに計算済みあり、経済的なニュースの流れは、特にヨーロッパでは、まともであるということだ。加えて、5年以上伸び悩んだ後、景気循環株が 防衛株の業績を相対的にしのいだ。

これは、株式市場で変動し易い株式と循環株が同時にリバウンドするティッピング・ポイントなのか？ エネルギーと金融セクターを除けば、残りのセクターはどん底にあるとは言えない。つまり市場は「売る」よりも「買い」に傾いているということであり、相対的に見れば伸び悩むであろう成長株や防衛株よりもバリュー株を捜すことになるだろう。

マルチアセット・ポートフォリオ

LOÏC BÉCUE、 リテール顧客マルチアセット・ポートフォリオ部グローバルヘッド

RAPHAËL SOBOTKA、 機関顧客マルチアセット・ポートフォリオ部グローバルヘッド

ここ数週間にわたり、深刻なリスクオフ環境が続いている。株式市場、信用および周辺国債のスプレッドは大きな打撃を受けた。ユーロ圏中核国債と米国債を除けば、隠れる場所はない。その因果関係と世界経済の成長と企業収益の原動力へのファンダメンタルな影響が明らかにならないまま、リスク要因の調整があった（危険因子の調整があった（原油価格の下落、中国、米国の景気後退など））。

前述したように、このようなリスク要因は、いくつかの機関にとっては重要なデレバレッジのきっかけとなっている可能性がある。我々は世界経済成長の原動力が壊れたとは考えていない。従って、当社は主要見解とポジションを維持している。例えば、周辺国のスプレッドはECBの政策により抑制され、ユーロ圏の利益サイクルは米国の利益サイクルほど成熟していないため、ユーロ圏株式には将来性があるということなどだ。当社は、昨年末と今年1月に企業信用へのエクスポージャーを減らしたが、主要スプレッドの拡大とファンダメンタルズが健全であることを考慮すると、さらに減らす必要があるかどうかはまだ明確ではない。これに関しては、「成行きを見守る」ことにしている。

同時に、当社のポートフォリオでは我々が間違っているという確率を考慮している。我々のポジショニングの主なリスクは、世界経済の成長が実際崩壊すること、特に米国の成長と企業収益が大幅に下方修正されることだ。このシナリオでは、欧州のリスク資産がデカップリングする可能性はほとんどない。これらは急速にサイクルの中盤から終盤にジャンプし、更に修正される可能性がある。これが我々はそのポートフォリオを保護するため、米国債を追加しそれを保持し続ける理由である。加えて、当社はポートフォリオを保護するために、プット・オプションとボラティリティ戦略も追加した。

本文書は、プロフェッショナル・クライアント、投資サービス業者、その他金融業界プロフェッショナルのみを対象としたものです。

**アセット・アロケーション
短期的な見通し（3-6カ月）**



(-) 大幅にアンダーウェイト (UW)
 (-) アンダーウェイト
 ● ニュートラル
 (+) オーバーウェイト (OW)
 (++) 大幅にオーバーウェイト

“ 当社のポジショニングへの
 主なリスクは世界経済 (特に米
 国) の成長が崩壊することである ”

リスク要因

PHILIPPE ITHURBIDE、リサーチ、戦略、分析部グローバル総括(パリ)

以下の表は、11のリスク要因と各要因の確率を提示している。
また最も信頼性の高い、市場への影響を提示している。

[リスク # 1] FRBが方向性を間違った場合は？

[勝率] 15%

分析 FRBの決定の解釈を間違えることは大きなリスク要因である。FRBは慎重になる可能性があるが、どちらかと言うと投票権を持つタカ派の新しいメンバーが委員会に加わったため、委員会の中の意見の相違が高まった。ここ数年間、中央銀行は金融政策の変更に対応できるよう、金融市場や各国でその準備をしてきた。しかし、7年間実施されてきた超緩和的な金融政策の方向性が転換されることは、特別な重要性をもつ。当社の評価では、現時点では引締めや金融政策の正常化は必要ではない。この見解は、ようやく広範に共感されるようになった。FRBは、コミュニケーション・エラーを回避しなければならない。中国と「新興諸国」における状況も慎重を期すことを求める理由だ。利上げが時期尚早に行われたり、正当な根拠なく実施された場合、市場が十分に反応しないことを懸念する。

市場への影響 株式市場が急落しそれが新興諸国に感染することは避けられない。新興市場は、中国の状況、コモディティ価格の下落、不十分なインフレ管理、そして信用の格下げなどからすでに低迷している。ECBはその量的緩和を継続するだろう。そのため欧州と米国間のスプレッドや金利差は広がり、ユーロはさらに下落する。これは欧州のリスク資産を選好する2つの要因である。

[リスク #2] 中国経済のハードランディング

[勝率] 20%

分析 中国の現在の困難さは、過去における新興市場でのストレスに比べてはるかに深刻である。それには、少なくとも次の2つの理由がある。中国は現在、世界のGDPの13%を占めており、同国の総債務はGDPの250%に相当する(2008年の金融危機の前は、GDPの150%だった)。中国の経済モデルは活力を失いつつある。過剰貸付、債務膨大、シャドーバンキング・システムへの規制が不十分であることから、産業競争力が失われ、生産性が伸び悩み、潜在的な成長が低下している。問題は将来および潜在的な成長率が低迷するかどうかではない。鈍化することは分かっている。重要なのは、成長リスクが中国の潜在的成長率を下回る(または大きく下回る)ほど急激に減速するかどうかだ。言い換えれば、中国が大規模な経済危機に直面するかどうかということである。中国政府はこれまで、このような悪影響に対抗する手段を持っていることを誇示していた。それらは金融、財政、予算への刺激策、人民元の非交換性、資本流出の制御、そして必要であれば株式市場を閉鎖するなどだ。しかし、中国経済の景気後退がより深刻になれば、すでに世界中で拡大しているデフレ圧力が増すことになる。

市場への影響 このシナリオは大きな悪影響をもたらす。そしてその悪影響の連鎖は、次のような特に悲惨な状況を生む: 銀行システムの脆弱性、金融システムの脆弱性、中国の官民による債務の脆弱性、コモディティや新興国への影響、コモディティ輸出国、先進国および新興国の通貨への影響など。FRBはその「引締めサイクル」を早急に終わらせるだろうし、ECBはQEを継続する。

[リスク #3] 世界経済成長の崩壊

[確率] 20%

分析 中国経済の「ハード・ランディング」は、世界的経済成長の急降下を意味するが、他の原因も考えられる。コモディティ価格と世界的な貿易の減少、米国の金融政策の転換、そして欧州経済活動の構造的な脆弱性は、世界経済成長低下への懸念を呼び起こしている。当社は成長予測に関して、業界コンセンサスや他の国際機関ほど楽観的ではない。ここでのリスクはもっと悪いシナリオになることだ。なぜなら、それは世界経済の劇的な減速を意味するからだ。中国はもはや自信の根源とはならない。新興国経済の減速は現実であるが、「先進」諸国は数年先を行っている。「先進諸国」経済が再び減速することは、新興諸国からの二次的影響(輸出の低下)、投資の再低下など、つまり内需が低迷することで起こりえる。

市場への影響 経済拡張論政策を実行するかどうかはさておき、新興諸国と先進諸国間の通貨戦争が再び起こる恐れがある。リスク資産、株式、信用の劇的な業績不振が起こる。

[リスク #4] 米国が不況に陥る

[確率] 20%

分析 当社は市場のコンセンサスが楽観的過ぎることに何度も言及している。現在我々が目撃しているのは、米国を含む幾つかの国と地域における、広範囲に渡る成長への修正である。当社では、2014年に成長見通しを修正し、2016年には約2%、2017年には1.8%の成長(現レベルの潜在成長率)を予測している。米国については、(GDPの70%以上を占める)消費が好調を維持していること、そしてサービス部門(強い)と製造部門(弱い)との間には(長期間維持できない)大きな差があることを忘れてはならない。重要なのはこれが持続するかどうかを知ることだ。景気先行指標は、米国の成長率は2%程度になることを示唆している。これは景気後退ではない。今のところ米国の景気後退の可能性はないと見るが、心配なのはFRBが政策を施す余地があまりないことだ。今まで利上げする事が出来なかった。現在の状況は、2004年~2006年の状況とは全く異なるものだ。この2年間には、FRBは17回(合計で400 bp)の金利引上げを行った。このことがFRBに政策への余裕を与え、実際に金融危機が襲った時に素早く対応することが出来たのだ。現在の背景はそれとは程遠い。FRBの政策は、経済サイクルと金融の安定性のためには後手に回っている。米ドルに対してはそれ程でもないが、利上げを行う余裕はない。今の減速をどう制御するか? FRBは今でも信頼されているのか?

リスク要因

市場への影響 米国の景気後退は世界経済に壊滅的なダメージを与える。ヨーロッパは良い状態にあるとは言え、その影響を免れることはないだろう。短期金利は長期間低く抑えられるだろう。そしてFRBは伝統的な金融政策における余裕がないため、QE4を実効する以外の選択肢がなくなる。リスク資産に良い影響を期待してはならない。最初は悪影響が出る。そして中央銀行への信頼性の欠如は、確実にボラティリティとストレスを増す。さらに、相当の予算不均衡が予測される。

[リスク# 5] 人民元の大幅な切り下げ

[確率] 10%

分析 8月半ばの数日間、中国はその為替政策を放棄し、市場に人民元の大幅切り下げへの準備をさせたという印象を与えた(1994年には人民元を30%切下げたことがある)。これと同じ恐怖が1月初旬に再び頭をもたげた。これまで中国は、金融政策、予算政策、財政政策、および収益政策を、経済刺激策のツールとして活用したが、為替政策をそのように使わないよう注意していた。更にG20首脳会議でもそれを約束していた。このような決定(少なくとも10%の突然の切り下げ)は、金融市場における即時の非常にネガティブな反応だけでなく、中国経済全体の脆弱さを認めたと受け取られることに疑いの余地はない。これは中程度のリスクだが、潜在的に非常に大きな害をもたらす。

市場への影響 このタイプのシナリオでは、市場が広範囲にわたって下落することが予想される。突然の人民元切り下げは、特にアジアでの激しい通貨戦争の幕開けを意味する。金融政策は通貨の上昇を阻むため非常に緩和的にならざるを得ない。これはユーロと欧州経済への大きな打撃となる。なぜならユーロの実行為替レート70%は新興市場の通貨で占められているからである。

[リスク #6] 新興国経済の減速が継続する(コモディティ価格の再下落)

[確率] 20%

分析 コモディティ価格の下落、中国経済の鈍化、および米国の金融政策の転換は全て、新興市場にとっては1997年~1998年の危機(新興市場全体が崩壊した)の再来を懸念する要因である。実際、米国のQEプログラム終了以来、新興市場は圧力にさらされていることを我々は認識すべきだ。これまではアジア諸国が唯一、中国経済の好調さと困難を克服する能力によって、その圧力に逆らうことが出来ていた。企業の債務不履行や主要経済指標などにより、市場では時折注意が促されたものの、中国政府による処置(金利引き下げ、銀行への準備金設定の強制、流動性の注入、財政や税制措置、通貨政策など)によって、最終的には是正されたものだ。しかし、今の状況はもっと複雑である。経済予測は一定の間隔で下方修正されており、国内需要が破壊され、経済政策の効果がなくなることがリスクである。

市場への影響 このシナリオは現状の確認である。しかし、幾つかの新興市場にとってはもっと悪い。原油価格の下落は、コモディティ消費国である先進国にとって好材料ではあるが、これらの国が完全に切り離されているとは思えない。商品価格が下落したことで、新興諸国の通貨が引き続き下落し、資本が新興諸国から流出するだろう。資産クラスは、先進国のそして安全な資産を選択すべきである。

[リスクの#7] 新たな欧州危機

[確率] 5%

分析 昨年夏のギリシャ危機の間に、ユーロ圏の経済統制、経済刺激策の必要性、危機に対応するための改革の採用について、そしてECBの役割についても、大きな意見の違いが浮上り、欧州機関の限界が再びあらわになった。主な理由の一つは、このような危機—およびその解決策—は欧州条約では予知(または予測)できなかった。そして、その「収束(コンバージェンス)の教義」では、欧州機関はこのようなリスク・シナリオへの準備はできていなかったのだ。今のところ、その任務は次のような課題に対応することだ: 欧州のガバナンス不足、予算方針における協調の欠如、予算不均衡に対する監督の失敗、国家間の競争力格差、困難に直面する国を支援するメカニズムが未完成だったこと、加盟国の相互依存を評価することの欠如など。(ECBの反伝染メカニズムは大幅に進化した。が、予算分野はまだまだだ)。つまり、収束という錯覚には、今対処する必要がある。連邦主義に向けた大きな飛躍がない限り、次の欧州危機が起これば、致命的になる可能性が高い。

市場への影響 これについての悪影響は、全て余りにもよく知られているものだ: ソブリンおよび信用スプレッドの拡大、ボラティリティの上昇など—しかし今回は、深刻なユーロ安を伴うことは確実だ。新たな欧州危機が起これば、ユーロ圏解体のシナリオが固まる可能性がある。それが強い国々による支援の誘因とならなければ、少なくとも脆弱な国々は離脱するだろう。これはかなり可能性が高い議論だ。なぜなら支援する側は、脆弱国を経済的にそして財政的に支援することにうんざりしているからだ。

[リスク#8] 流動性危機

[確率] 20%

分析 すでに説明したポジションおよび/またはポートフォリオの清算につながるかもしれないシナリオに加えて、広がりつつある流動性への制約には、さらなる注意を喚起する価値がある。2008年の金融危機以降、投資銀行の在庫の減少、市場の主要プレーヤーが債券を大量に買い保持せざるを得ない規制上の制約、自己勘定取引の減少、値付け活動の低下、QEプログラムを通じた中央銀行による統制は、債券市場を「消耗」させた。ポジションやポートフォリオを閉じるには、より多くの時間を要する(イングランド銀行によれば、2008年の金融危機前と比べると7倍の時間がかかる)。

市場への影響 このことは投資決定に考慮されるべきであり、ポートフォリオの構築制約やストレス・テストでも考慮される必要がある。流動性が低いポートフォリオ・セグメントまたは危機で流動性が低くなる可能性があるポートフォリオは、回収されるかマクロヘッジの対象とならう。

リスク要因

[リスク # 9] 金融市場が長期金利の見通しを誤る

[確率] 70%

分析 市場は過去3年間、上昇の予測が過ぎる傾向があった。米国に関しては特にそれが顕著だった。金融危機の終わり頃になると、経済活動の回復と金融引締め政策への期待が、そのような予測を選好する要因であった。しかし潜在成長率をもっと低く、景気回復が以前よりも堅調ではなく（投資が不十分で、労働市場はまだ回復せず、賃金は十分に上昇していない）、そして、金融政策の正常化には、まだ時期尚早である。さらに、世界的な流動性過剰が解消されるには程遠い。日本とユーロ圏は、まだ量的緩和プログラムを完了していない。中国、インドおよび他の多くの国の金融政策はいまだに拡張的である。FRBは引き続き慎重に動くだろうし、イングランド銀行は金融引締めを採用する準備をしていない。財政赤字が長期金利に密接に関連しないと想定したとしても、広範囲での財政赤字削減は、長期金利を低く抑えるだろう。最後にデフレ圧力は本物である。世界経済の成長は弱く、世界貿易は減少、コモディティ価格が下落して、インフレ率が低く、工業製品価格はひいき目にみても停滞している。

市場への影響 長期金利を低く維持する強力な要因があるのだ。我々は今、長期金利の大幅な「見直し」を目撃しているのかもしれない。特に米国においては金利上昇への期待が大き過ぎ、成長予測は楽観的すぎ、現在の金利は高すぎる。

[リスク #10] 政治と地政学的リスク

[確率] 70%

分析 政治的にも地政学的にも、市場は今難しい状況に置かれている。シリア、「イスラム国」、テロ、および移民の流入は、特に欧州において各国間の外交関係を弱める原因の一部となっている。そして、ブラジルやトルコなどの国の政治状況は、この環境を緩和するには程遠い。「イスラム国」との闘いについての各国のコミットメント（最も重要なのはどのようなコミットメントかだが）は、今議論中であるが、これは2016年も同様の状況となるだろう。サウジアラビアとイランの間の緊張が再開したことで、1月初めには不安感が悪化した。

市場への影響 緊張とボラティリティは定期的には上昇するに違いない。現在の政治的リスクは明確で特定されている。しかし、これは金融市場の成長見通しや方向性に影響を与えるのに十分ではない。現段階では確かなものは何もない。

[リスク #11] 英国の欧州連合離脱(Brexit)

[確率] 50%

分析 もし英国（イングランド、スコットランド、ウェールズ、および北アイルランド）が、EUを離脱する選択をした場合、次の2つの主要シナリオが考えられる。シナリオ1では、英国はメンバーではないが欧州連合(EU)と貿易協定を結んでいる、スイスと同様の立場となる。シナリオ2（最も不利）では、英国とEUとの全ての絆が消滅する。貿易量とコストが影響を受けるであろう。特に金融サービス、化学、自動車、EUと高度に統合されているすべてのセクターではそれが顕著となる。EU諸国への影響はそれほどでもない。一番影響を受けるのは、英国との関係が特に強いアイルランドだが、ルクセンブルク、ベルギー、スウェーデン、マルタ、キプロスも影響を受けるだろう。英国を「失う」ことは、EU 予算への貢献額を調整する必要がある。当然そのことで最も影響を受けるのは、一番貢献度が高いドイツとフランスである（単純に比例計算した場合、ドイツの出資金は2.2億ユーロ増、フランスは19億ユーロ増、イタリアは14億ユーロ増となる）。

市場への影響 英国が離脱するなら、特に「ハード離脱」の場合は、英ポンドが下落し、英国経済の長期GDPが低下する。この2つの要因は金融政策の現状を長引かせる。英国の輸出の50%は、欧州連合 (EU) 向けだ。

マクロ経済状況

		2月	リスク要因
南北アメリカ			
米国	<p>回復は2016年～2017年に減速する。金融引き締めには非常に慎重となる</p> <ul style="list-style-type: none"> > これまでは、経済回復は雇用市場、消費とサービスによって牽引されてきたが、米ドル高とエネルギー・セクターの困難さの影響で減速している。しかし、最新のデータはサービスのモメンタムも低下していることを示唆する。これとは対照的に、雇用市場は堅調に推移し、賃金のわずかな上昇が明らかになっている。 > 2016年～2017年には、主に雇用創出が減速（経済は完全雇用に近い）、そして原油価格下落に起因して購買力が消失し、経済回復は勢いを失くすだろう。 > 賃金の上昇にもかかわらず、景気減速と外部リスクが原因でFRBは非常に慎重になるだろう。当社では2016年の主要金利上昇はないと見る。 	<ul style="list-style-type: none"> > 潜在的な成長は、今後しばらくは妨げられる可能性（「世俗停滞」）がある > 過度のドル高 > 新興諸国の問題が広がりを見せるだろう。 	
ブラジル	<ul style="list-style-type: none"> > 2015年の不況は、ロシアでの不況と同じくらい深刻であることが予想される。より緩和的なポリシーミックスが期待されているが、2017年末までに危機が収束するかどうかを予測するのは困難だ。 > インフレは絶え間なく上昇を続け、通貨レアルに相当の圧力がかかっているが、中央銀行はよりハト派的姿勢を打ち出している。不況の規模は、成長を好む政治当局により「トレードオフ」されるように見える。さらに、IMFによる成長予測の修正は、間違いなくネガティブな影響を与えている。 > 新しい財務大臣は、前回の予算より小さい規模の予算統合を発表した。 	<ul style="list-style-type: none"> > ポリシーミックスの変更 > BCBの独立性の損失 > 市場による更なる制裁 > 債務の貨幣化 	
欧州			
ユーロ圏	<p>内需に支えられた継続的な回復は、外部環境によって抑制されている</p> <ul style="list-style-type: none"> > 回復は第4四半期にも継続したが、新興市場の問題による悪影響の兆候が現れた。 > 金融改善措置、緊縮政策、および構造改革をもたらした利益は、2016年もユーロ圏の回復を維持するであろう。しかし、回復の勢いを加速する能力は外部リスクの高まりで制限される。 > 非常に低いインフレが続くことと不確実な国際状況を背景に、ECBは2016年3月に新たな緩和策を発表するだろう。 	<ul style="list-style-type: none"> > 新興国の経済および/または財政困難による悪影響 > デフレ圧力の増加 > 政治的リスク（2015年の選挙での反組織的な党の台頭） 	
英国	<p>2016年には、緊縮政策とBrexitの可能性に関する不確実性からわずかに減速するだろう。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 2015年には経済活動は堅固なレベルで継続した。賃金の上昇は不均一のままだが、雇用市場は引き続き向上する。 > ほんの数ヶ月前と比べるとトーンダウンしたとはいえ、財政赤字の削減を目的とした緊縮政策は2016年の成長に多少のブレーキをかけるだろう。またBrexitについての国民投票の約束から来る不確実性がビジネス環境に影を落とすだろう。 > 外的リスクの上昇とBrexitについての国民投票を考慮して、英中銀は非常に慎重になるだろう（上半期に主要金利を引き上げることはない）。 	<ul style="list-style-type: none"> > GBPの上昇 > 財務および国際収支の赤字はまだ非常に高い。 > Brexitについての国民投票は2016年（または2017年）に実施される 	
アジア			
中国	<p>中国:2016年には、世界資本市場の安定剤であり世界経済の成長エンジンとなる</p> <ul style="list-style-type: none"> > 当社は中国経済が2016年には狭い範囲で底入れする可能性が高いという見解を維持する。 > 積極的な金融、財政、不動産、および投資政策を考えると、中国の資本市場の流動性は十分と言える。だから中国は世界資本市場の安定剤となる。 > 2016年には、中国の為替政策が世界資本市場のボラティリティの主要ソースとなる。 	<ul style="list-style-type: none"> > 世界の資本市場の安定剤 > 世界経済の成長エンジン 	
インド	<p>インド:2016年のアジアからの世界経済の成長エンジンの一つ</p> <ul style="list-style-type: none"> > 幾つかの好ましい要因には引き続き次が含まれる: モディ効果、低原油価格の継続、世界的なディスインフレ環境、RBIが緩和する余裕があること。 	<ul style="list-style-type: none"> > インド経済は成長が加速する準備が出来ている 	
日本	<p>内需は有利なポリシー・ミックスの支援を受けて、改善すると予測する。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 日本は2015年に不規則に成長した。これは中国に関する不確実性の影響を受けたこと、消費税の引上げに直面している消費者の価格への適応が困難になっていることに起因する。 > 賃上げと新たな投資で、2016年には改善のための道が開かれるだろう。企業は法人税の減税から恩恵を受ける。 > 日銀は今年1月その主要金利をマイナスにすることで市場を驚かせた。成長が失望するレベルであり続けられれば、2016年には追加措置を採るだろう。 	<ul style="list-style-type: none"> > 中国の景気減速へのエクスポージャー > 政治的不確実性（2016年半ばに参議院選がある） 	

マクロ経済と金融市場の見通し

マクロ経済の見通し

- 米国:** サイクルの終わり。利益はピークに達したが、労働市場は改善し続けているため、賃金への緊張が現れ始めている。順調な家計消費のおかげで今まで回復を支えてきたサービス部門は、ここに来て減速し始めている。
- 日本:** デフレからの脱却は遅い。家計が物価上昇に適応する必要がある。持続的な回復へのカギとなるのは賃金の上昇だ。しかし、中国経済の減速が企業の景況感を引き下げている。
- ユーロ圏:** 回復は継続するがゆっくりである。圏内の景気循環要因は良好だが、外部リスク(新興市場の低迷へのエクスポージャー)が上昇している。投資の回復はまだ非常に不十分。
- ブラジル:** Q2の-3%からQ3には-4.5%と、ブラジル経済はさらに深い不況に突入している。ブラジルのポリシーミックスのコースは変更されたようだ。BCBはより緩和的表現を使うようになっており、財務大臣は予算目標を修正すると発表した。当社は、今後2年間にわたって比較的悲観的なシナリオを予測している。2015年、2016年、2017年の予測は、それぞれ、-3.5%、-2.5%、-0.5%で下振れリスクを伴う。
- ロシア:** 2015年の成長率は-3.7%で、Q4も脆弱な傾向(-4%)が継続した。更に12月の経済指標は、どれも安心できるものではなかった。この脆弱な指標にもかかわらず、不況は当社が予想していた程ひどくはないようだ。しかし実際のトレンドには迅速な回復の兆候ない。原油価格がどん底にある限りその傾向は強くなるだろう。従って当社の2016年の予測は-1.8%と、明らかな不況予測を維持する。

年率平均(%)	実質GDP成長率 %			インフレ(前年比CPI)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
米国	2.4	2	1.8	0.1	1.2	2.2
日本	0.6	1.3	0.8	0.8	0.7	1.7
ユーロ圏	1.4	1.5	1.4	0	0.4	1.2
ドイツ	1.6	1.6	1.51	0.1	0.5	1.4
フランス	1.1	1.2	1.1	0.1	0.5	1.1
イタリア	0.8	1.2	1.4	0.1	0.2	1.4
スペイン	3.2	2.3	1.5	-0.4	0.1	1.1
英国	2.2	2.2	2.2	0	0.8	1.6
ロシア	-3.8	-1.8	1.0	15.6	10.0	8.5
トルコ	2.9	2.6	3	7.4	7.5	7
中国	6.5	6	5.8	1.5	1.2	1
インド	7.2	7.4	7.2	5.2	5.4	5
インドネシア	4.8	5	4.8	7	6.8	6.8
ブラジル	-3.5	-2.5	-0.5	9	8	6.5
先進国	1.8	1.8	1.6	0.3	0.9	1.8
新興諸国	4.0	4.0	4.3	4.4	4.3	3.8
世界	3.0	3.1	3.1	2.6	2.8	2.9

出典:アムンディ・リサーチ

主要政策金利の見通し

(予測日: 1/20/2016)

- FRB:** 最近のネガティブな経済的サプライズで、FRBはかなり慎重になるだろう。3月の利上はあり得ない。
- ECB:** ユーロの実効為替レートの上昇、長期的なインフレ予測が下がったこと、そして世界経済成長予測が悪化したことで、ECBは3月10日に新たな緩和策を発表するだろう。おそらく、預金金利を更に引下げ毎月の資産購入額を増加するだけでなく、QEの方法を変えるだろう。
- 日銀:** 円高が進み過ぎた場合、日銀は金利を更に下げる可能性がある。
- 英中銀:** 2016年に利上げする確率は大幅に減少したと見る。

	10/02/2016	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q2 2016	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q4 2016
米国	0.50	0.75	0.80	0.75	1.15
ユーロ圏	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
英国	0.50	0.50	0.55	0.50	0.75

長期金利の見通し

2年物国債利回り (予測日: 1/20/2016)

- 米国:** 「賃への逃避」取引が長期利回りの現状に大きく寄与している。非常に限られたFF金利の引締めサイクルは、長期利回りの大幅な上昇を支持しない。イールド・カーブは引き続きフラットとなる。
- ユーロ圏:** ECBのQEにつながる長期利回りへの下方圧力はしばらく続く。このことで、2月初めのレベルでドイツ国債を積極的にロングするのは危険になってきている。
- イギリス:** Brexitへの恐れが、英国経済の減速を引き起こす原因の一部となり、イングランド銀行の政策の見直しと長期利回りの急落を誘発した。
- 日本:** 日銀によるマイナス金利の導入は、債券利回りの急落を誘発した。この方針はQQE(量的・質的緩和)と共に、長期に渡り非常に低い長期利回りを維持する。

	10/02/2016	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q2 2016	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q4 2016
米国	0.73	1.00/1.20	1.15	1.20/1.40	1.56
ドイツ	-0.52	-0.40/-0.20	-0.41	-0.40/-0.20	-0.28
日本	-0.22	0.00/0.20	-0.12	0.00/0.20	-0.14
英国	0.35	0.40/0.60	0.75	0.60/0.80	1.20

10年物国債利回り (予測日: 1/20/2016)

	10/02/2016	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q2 2016	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q4 2016
米国	1.74	2.00/2.20	2.29	1.80/2.00	2.60
ドイツ	0.25	0.40/0.60	0.61	0.40/0.60	0.88
日本	0.02	0.20/0.40	0.14	0.20/0.40	0.21
英国	1.43	1.60/1.80	2.04	1.80/2.00	2.32

通貨の見通し

(予測日: 1/20/2016)

- ユーロ:** 今後のECBの政策でユーロは下落するだろう。しかし2015年のレベルまで下落することは期待すべきではない。
- 米ドル:** 米ドルは2014年半ばから、実質20%以上上昇した。この傾向の原因となっている2つの要因(商品価格の下落と金融政策の相異)は失速している。米ドルの大きな上昇は期待できない。
- 日本円:** 中国に人民元高や金融市場のボラティリティを制限する意欲があることは、日本円のロングを有利にする。円高が進み過ぎると日銀の介入があるだろう。
- 英ポンド:** Brexitへの恐れが、英国経済の減速を引き起こす原因の一部となり、イングランド銀行の政策の見直しと長期利回りの急落を誘発した。当社は、ポンドのニュートラルを維持。しかし国民投票がBrexitに「賛成」であった場合、ポンドは下落するだろう。

	10/02/2016	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q2 2016	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q4 2016
EUR/USD	1.12	1.05	1.06	1.05	1.06
USD/JPY	114	115.00	123.00	115.00	123.00
EUR/GBP	0.77	0.75	0.74	0.75	0.72
EUR/CHF	1.10	1.10	1.10	1.10	1.11
EUR/NOK	9.59	9.50	9.43	9.30	9.30
EUR/SEK	9.48	9.15	9.26	9.10	9.37
USD/CAD	1.39	1.50	1.40	1.55	1.37
AUD/USD	0.71	0.65	0.68	0.65	0.69
NZD/USD	0.67	0.60	0.62	0.60	0.62